

我國建立信用評等制度之規劃與檢討

邱文昌

壹、前言

我國正積極發展成為亞太金融中心，金融市場之政策亦朝向自由化與國際化的方向邁進。自由化、國際化的趨勢下，企業與金融機構將面臨更強烈的競爭，致使其財務狀況與償債能力之變化加劇，而我國八十五年六月之前未建立信用評等制度，致國內外金融企業界籌措資金所參考之信用風險指標仍付之闕如，此為我國推動亞太金融中心計畫之 阻礙。

國內公司發行公司債之家數與數額，近年大幅成長，我國也正積極發展債券市場，而信用評等制度為不可或缺之一環。此外，票券市場之金融工具亦對信用評級有其殷切需求。近來金融機構之舞弊、投資虧損等事故頻傳，更凸顯出金融機構評等之重要性。以上所舉在在顯示建立我國信用評等制度之必要。至於政策之討論，可回溯自民國八十年全國金融會議中，有關建立國內債券信用評等制度的可行性之提議。在我國積極發展成為亞太金融中心的前提下，就信用市場而言，若欲達到自由化的目標，信用評等制度的建立誠然不可或缺。本文之目的即在藉由說明信用評等制度意義、功能，信用評等之標的、方法與程序，介紹國外評等制度等，並說明我國信用評等制度之建立過程與提供建議，除作為政策參考外，亦使相關企業、機構、投資者瞭解信用評等制度之意義，以協力推動此一制度，提昇我國金融市場之運作效率與健全性，達成我國成為亞太金融中心之目標。

貳、信用評等之意義與功能

一、信用評等之意義

信用評等(credit rating)乃指信用狀況或償債能力之評等，係運用統計的方法擬定評等或評分的標準，將受評等對象的各項信用屬性予以量化，再計算其評分與等級所得之評比，依評等等第判斷其信用品質之良窳，提供予發行人、投資人與相關對象之用。一般提供此種資訊服務之公司即為信用評等公司。在美國，信用評等公司評等的重點大多為發行公司的經營管理能力、資產債分析管理能力、應付景氣循環能力、獲利能力、競爭情況、營運趨勢及籌集資金之財務彈性等。目

前國外著名之評等公司包括美國之 Moody's Investors Service、Standard & Poor's Corporation、Fitch Investors Service；英國之 International Bank Credit Analysis；日本之日本公司債研究所(The Japan Bond Research Institute)、日本投資者服務公司 (Nippon Investors Service Inc)、日本信用評等社(Japan Credit Rating Agency, Ltd)。其評估對象包括：產業及服務組織之個別企業、銀行、證券商、承銷商、保險公司等金融機構、公用事業(包括電力、石油、電話公司等)所發行之中、長期債券、商業本票、特別股等金融商品之評等，及對金融機構、共同基金及國家風險之評等。

二、信用評等之功能

信用評等對於許多機構與個別投資人的助益相當大。以國外的經驗來說，小型銀行發現評等結果對其選擇投資組合有很大的幫助；大型銀行則利用評等資料來複核其調查結果；證券經紀商通常會利用評等資料做為投資意見，以服務客戶；保險公司雖有自己的投資分析人員，但在從事債務證券的交易時，仍須參考評等資料；其他的機構投資人，例如信託公司、信託基金、退休基金、投資公司等，也都將評等資料視為債務證券投資的重要資料來源；個別投資人亦可利用評等資料了解債務證券的信用風險，以調整其投資組合的內容。

信用評等具有以下主要的功能：

(一) 提供信用風險的資訊：一個有效率的市場，必須能提供足夠之資訊及有效傳遞資訊，使資金供需雙方在資訊對等的情況下，做最合理的投資或取得資金的決策，而評等機構的介入，以獨立公正且專業的第三者角色，提供信用風險的資訊，可縮短資金供需雙方對信用程度認知的差距。

(二) 保護投資人的權益：主管機關保護投資人最主要的工具，是要求債務證券的發行者，將其資訊公開給投資人，而信用評等的資訊具有中立、可信與易懂的特性，成為投資人做投資決策的有效參考指標，使投資人可依本身的風險偏好，選擇適當的投資標的，投資人的權益多了一層保護。且此種保護，是投資人自發性研判，考慮個人風險承受程度，所作之選擇，故可達教育投資人之目的。

(三) 降低徵信成本：專業投資機構或授信機構，均花費大量的人力物力在蒐集、分析與評估債務證券發行或貸款者的信用度，而一般投資人除能力有限外，更無能力負擔如此高的徵信成本，評等機構以其專業分析所作之評等資訊，可供專業

投資機構、授信機構或一般投資人使用，整體而言，取得資訊的成本相對降低，可節省社會資源。

(四) 投資人的資金能更合理運用：機構投資人若投資於風險過高的債務證券而遭致損失，易引起投資人以投資基金管理不當為由而要求損害賠償，若依信用評等的結果選擇購買等級較高的債務證券，除可增加投資的安全性，並可避免缺乏認定標準而產生糾紛。而投資人亦能合理分配投資資金，作最大報酬之投資。

(五) 降低發行成本：債務證券評等資訊公開的情況之下，財務結構較佳、償債能力較強、信用風險較低的發行者，可取得較高的信用評等等級，因此可以較佳的條件或較低的利率發行，以取得較低成本的資金。

(六) 監督經理人的行為：公司經理人常與股東、投資人與債權人的利益相衝突，而信用機構所評等的等級，可提供投資人觀察經理人是否善盡管理人責任的一項參考指標。可適度降低花費於監督、查核經理人之成本，減少財務管理上所謂「代理問題」之產生，而使股東財富最大化。

(七) 促進經濟的發展：由於評等資訊的流通，可減少各界蒐集資訊成本，進而可促進金融市場的健全發展，使社會資源的分配更有效率，對於經濟的發展有實質上的助益。

(八) 教育宣導投資人對風險的認知：經由信用評等資訊之發布，投資人可經由宣導教育過程，進一步增加對投資風險的認知。就投資人投資觀念的導正，正確投資知識之灌輸有正面助益。

(九) 促使企業改善體質：由於評等之過程，須對企業財務、業務、經營管理等各層面作全面性之評估，能促使企業注意其制度上缺失與應加以改善之問題，可有效促使企業改善其體質。另為維持或提昇其評等，更使企業不斷持續作改善之工作，可提昇企業之競爭力。

(十) 有效達成資本市場國際化：藉由信用評等，可使我國企業之信用能力、信用風險為國際上所週知，而使企業赴國外經營、籌資，或外國企業、投資人願意至國內進行投資，此皆有助於我國資本市場國際化目標之達成。

(十一) 協助政府進行監督管理工作：藉由信用評等之資訊，政府財政金融主管機關可藉以援引作為審查、核准業務之依據，或作為金融監理之工具，可有效節省人力而達到監管之目的。

信用評等對投資人而言，雖然僅是投資決策的參考指標，而非直接投資決策的指標，但仍有其重要性。例如：1.信用評等可指出債務證券的投資品質。評等機

構通常採取最保守穩健的觀點，評等債務證券的品質，因此信用評等可做為債務證券投資品質的一項標記。2. 信用評等可做為預測違約風險的良好指標。根據相關的研究結果顯示，信用評等愈佳的債務證券，其未來發生違約的機率愈低，反之，若是評等愈差者，其未來發生違約的可能性則愈高。3. 信用評等可做為投資人決定收益率的參考。若投資於風險較高的債務證券，投資人會要求較高的投資報酬率，而若風險較低，則可接受較低的報酬率，因此信用評等的等級與債務證券的到期收益率之間有高度的相關性。

綜合以上所述，信用評等代表評等機構的信用風險分析與市場之間最快速且最便利的溝通工具。就投資人的觀點而言，信用評等的主要功能在於提供固定收益投資工具違約風險的可能性，從而安排其適當的投資組合；就借款者而言，若獲得較佳的評等，則可藉此取得較低的借款成本；就主管機關而言，可利用具獨立性的評等機構，協助其監控被評等公司之財務情況，而有提前預警的功效；而就整體信用市場而言，評等制度具有加強市場的透明度，提高資金的使用效率等效果。

三、信用評等制度與評等機構

信用評等制度，係指藉由信用評等機構之設立，而對企業或證券進行信用評等工作，進而將此資訊揭露、發布，且定期或隨時作修正，以提供投資者、發行人、政府及相關使用者運用。而社會亦廣泛接受此一資訊，此種運作活動所形成之一套制度。

信用評等的觀念早在一百三十年前已在美國形成，而後逐漸演進落實、形成制度並普及到世界各國。美國的信用評等機構雖然在一九九〇年即已開始運作，然而卻必須等到三〇年代的經濟大恐慌爆發，許多金融機構與債務證券發生倒閉或違約的情況，使得存款人與投資人真正面臨迫切的信用風險後，投資大眾才體認到信用評等的重要性，評等機構才得以真正地發展。目前美、英、法、德、日等

十多個工商業發達國家均有評等公司設立，最具權威機構仍屬美國的 **Moody's**

和 **S&P**，除了兩者規模最大外，其歷史淵源流長，累積豐富經驗，加上美國擁有世界最大債券市場，更增加其影響力。日本有六家經政府承認的評等公司，其中只有三家是日本公司，另外三家則為美國 **Moody's**，**S&P** 與 **Fitch** 的日本分公司，儘管美國的評等公司很早便進入日本，但日本評等制度的形成，主要仍在於一九七五年後日本政府採取赤字預算，日本債券市場擴大之後。而無擔保債券在政府政策的放寬之下，其規模亦同時擴增，從而使得信用評等的市場可行性條件得以滿足，才於一九七九年設立屬於本土的評等機構—**Japan Bond Research**

Institute，而其後又於一九八五年分別成立第二家與第三家的評等機構。從美、日的評等公司形成可以看出美國的債券評等制度是經過百年逐漸累積完成，這與任何其他國家不同，而基礎最為厚實。日本的評等制度和美國之外其他國家評等制度相同，同為「人工促成」成份較多。

信用評等制度中最重要之角色乃評等機構(rating agency)。信用評等之所以有價值，在於其具有可信度(Credibility)，可信度係源自於信用評等機構為獨立於發行者之外的中立者，投資者相信並願意去接受其評估及判斷。如有足夠多的投資者願意去接受某一評等者的判斷，此評等者即成為被認可評等機構，在國外之制度中，評等並無政府支持，亦不需要有關單位授權。其發布之等級能廣為大眾接受，乃建立在投資大眾對其之信賴，故中立性為其重要特性，除此之外，信用評等機構亦需具備專業性，方能充分發揮功能，茲說明如下：

(一) 中立性：信用評等機構必須在實質上及形式上具有超然獨立之特性，始能博得信任。評等工作不宜有利害關係人參與，所謂利害關係人包括發行者、承銷商、受託機關、金融機構、行政當局、特定企業或金融集團之代表及投資者。現行美國之評等機構均為股份有限公司型態，股東人數少且股票不公開發行，以 Fitch 公司為例，股東僅五人；McCarthy C.M.三人，Duff & Phelps 則三十人，而 Moody's 則為 Dan & Bradstreet 百分之百持股之子公司，Standard & Pocr's 則為 McGraw-Hill 百分之百持股之子公司，Keffe 為 International Thomson Inc. 百分之百持股子公司。故其中立性較不易受到質疑。

(二) 專業性：信用評等係評估一企業未來之信用能力，從事評等工作，須具備對國際情勢、未來產業動向、金融情勢及財務分析等之專業知識，且具審查、研判能力。如審查判斷有誤，不僅使投資者對評等機構喪失信賴，易引起信用不安而造成市場之混亂，故評等機構審查人員之專業知識審查能力，為評等功能是否發揮的重要因素之一。

參、信用評等制度

一、評等制度之內涵

信用評等在國外已為投資大眾接受多年，其主要目的是評量證券發行人信用品質的良窳，以利投資人作出合理的決策。發行者的身分範圍很大，從一般公司到金融機構，甚至到外國企業，均涵蓋在此範圍內。這些發行機構很多是以發行各式各樣債券之形式籌措資金，甚至包括一些可贖回、可轉換或其它較為複雜形式的債券。

信用評等只有在可信度很高時才具價值，評等是否具可信度在於評等者的客觀程度，以及其是否能獨立於發行公司。大眾只有在評等具可信度時才會願意接受評等者的判斷。當相信此制度的投資者為數漸多時，該評等者已被認可為一評等機構。

可信度的維持並不是一件容易的事。評等機構的運作完全不涉及任何政府單位，如同新聞媒體報章雜誌一樣，評等機構可以字母的形式表達其特有的意見。評等的價值來自於分析人員所做的判斷與分析。為使信用評等的結果能被適當使用，必須先讓大眾了解何謂評等，以及釐清它可能帶來的錯覺。信用評等並不是做為買、賣或持有一種證券的惟一指標，而是用來作為執行獨立評估信用風險的參考，而信用風險只是整個投資決策過程的一環。由於信用評等並沒有將市場價格與投資者的風險偏好考慮進去，故不能視為買賣證券的指標。

二、評等的標的與等級定義

由於 Standard & Poor's (S&P's)與 Moody's 在評等領域中歷史較為悠久，且均為國際性的機構，因此本節擬介紹這兩家評等機構對評等的定義與所評等的對象。

(一) S&P'S

1. 長期債券

S&P's 對公司或地方政府的評等，是針對特定的債務評估債務人的信用程度，此種評估可能牽涉到債務的保證人、保險人或租賃人。評等係以取得來自發行公司所提供的最新資料以及評等機構從他處獲取之高可信度的資訊為基礎。在評等的過程中，評等機構並不扮演查核的角色，並且其所做的評等有可能是未經稽核的財務資料所做的分析。

在作成評等的結果前，相關人員所須考慮的因素主要包括：

- (1) 違約的可能性，指債務人在債務存在期間內支付利息與本金的能力與意願。
- (2) 債務的本質與相關規定。
- (3) 在發行人破產、重整或其他變動的情況下，此債務所提供保護的程度。

下表為 **S&P's** 長期債券的評級區分：

安全性在最高位，幾乎沒有風險，發生任何情況變化，對本利的支付亦無問題。	AAA
安全性在高位，比最高位風險稍大，但沒有問題。	AA+
	AA
	AA-
安全性在上位。支付本利雖無問題，但對於將來，具有較現在容易惡化的因素。	A+
	A
	A-
安全性在中位。現狀下的安全性、收益性雖無問題，但經濟蕭條時則要注意。	BB+
	BB
	BB-
有投機性因素。不能保證將來的安全性。時機有好壞的波動，不確定。	BB+
	BB
	BB-
做為投資對象不合格。在維持支付本利的安全性及契約條件上不確定。	B+
	B
	B-
安全性極低。對本利或利息，有無法支付的風險性。	CCC
極為投機性的。現處於違約中或有重大	CC

的缺陷。	
最低級的債券，無將來性。	C

根據美國金融局(the comptroller of the Currency)所公布的商業銀行法規中，被評為最高四級(即 AAA,AA,A,BBB)的債券，也就是所謂的投資等級 (investment grade)，商業銀行可用來作為投資標的。

在此定義兩個評等專有名詞是非常重要的：「投資等級」與「投機等級」。投資等級起初是政府機關用來指稱金融機構如銀行、保險公司與儲貸機構所能投資的債券。之後，投資等級亦被適用於投資領域。被評為最高等級之 AAA、AA、A、BBB 通常被視為投資等級之證券，而 BBB 以下之評等則被視為投機等級。然而評等機構不對上述兩個等級的債券推薦何者較值得投資，因為每一投資者的風險偏好不同，也許投資者反而較喜好投機而非投資等級之證券。

被評等機構評為 AAA、AA、A 或 BBB 的債券，是表示該債券極可能及時支付本息。評等機構的分析決定了投資標的有多少額外的保障，以及評等的結果距投資等級有多少距離。此外，評等機構亦考慮了證券的發行條件、破產後的相對債權人，以及違約發生後應如何儘快挽救等情形。雖然評等過程通常不決定清算後的固定資產的價值，但由於高度流通市場之存在，可以大略地評估並決定許多不同型態抵押品的價值。

除了上表的等級劃分之外，另有其他字母代表其他意義：

(1) NR：表示該債券沒有被要求評等(not rated)，此情形有可能是沒有足夠的資訊予以評等，也有可能因為 S&P's 基於政策的考量，並不評等某類特定的債券。在美國境外發行的債券與該發行的國家，其評等的方法與基礎和美國公司與地方政府債券是相同的，均為衡量債券發行者的信用程度，但並沒有將匯率或其餘相關的不確定因素考慮進去。

(2) P：表示附條件性的評等(provisional rating)，也就是該評等假設由公司舉債融資的專案計畫能順利完成，而債務的支付有無問題，端視專案計畫是否如期完成。然而該評等並不涉及計畫是否如期完成的評斷，投資人必須自行評估。

2. 中期債券(Notes)

S&P's 所執行的中期債券評等反映了中期債券特有的流動性及其進出市場之風險，中期債券指到期時間等於或少於三年，多於三年者則多視為長期債券。在評等中期債券時，根據下列的準則執行評估：

---攤銷時間表(amortization schedule)。若最後到期日相對於其他到期日愈大，則較可能被視為中期債券。

---支付的來源(source of payment)。若發行的債券，其在融資依附市場的程度愈大，愈可能被視為是中期債券。

茲將中期債券評等的符號與代表的意義列表如下：

具非常強或強(strong)的支付本息的能力，若擁有特高的安全特點，可再予以標示+號。	SP-1
具令人滿意(satisfactory)的支付本息的能力。	SP-2
支付本息的能力具投機性(speculative)	SP-3

3. 商業本票

S&P's 對於商業本票的評等，係評定該發行公司如期支付債務的可能性(此項債務期限不超過 365 天)，其評等如下：

最優級，即最有能力如期支付債務。	
於 A 級中，等級最高。	A-1
於 A 級中，等級次之。	A-2
於 A 級中，等級最低。	A-3
雖有能力如期支付債務，但可能因條件改變或短期不利環境因素而影響支付能力。	B
可能沒有支付債務之能力。	C
最低級，表示現在已違約(無法支付債務)，或將來到期時非常可能無法支付債務。	D

4. 特別股

當公司經營不善，可以不發特別股息，此為其與債券必定支付利息情形之不同處。特別股的風險是否比債券大，端視其品質的良窳，故其評等對投資者而言甚為重要。S&P 對於特別股的評等係在評定下列各項因素：(1) 發行公司支付特別股股利之能力與意願、(2) 是否提供適當的償債基金、(3) 發行特別股的性質與

條款、(4) 當公司破產、重整或其它會影響債權人權利之情形發生時，特別股的地位受如何的影響。

下表為 S&P 對特別股的等級評定：

最優級	AAA
高級	AA
穩健級	A
中級、品質較 A 級低	BBB
投機股，投機程度最低	BB
投機股，投機程度次之	B
投機股，投機程度最高	CCC
現在有支付能力，但將來可能會延期支付股息	CC
無支付能力	C
最危險級	D
表示無法評定特別股（因資訊不足或政策因素等）	NR

(二) Moody' s

Moody' s 是美國另一著名的評等公司，下圖說明其評等符號，以及長短期債券評等的關係：

Moody' s 評等所用的 Aaa 至 C 的符號是用來評等長期債務，包括債券與其他固定收益債務，如抵押證券、中期債券及銀行長期存款。此同樣的評等架構亦用來評等保險公司財務強度、共同基金、衍生性金融商品交易對手風險，以及相關的金融契約。

Prime 1 至 3 是用來評等到期時間小於一年的證券，如商業本票、銀行短期存款或其他貨幣市場工具。若短期票券被評為 Prime，則表示 Moody' s 認為發行者在市場壓力情況下，有足夠的財務能力支撐其短期債務，1 至 3 的標示則表示程度大小，1 表示債務提供投資者的保障最強。Not Prime 則表示 Moody' s 認為發行者在市場壓力狀況下，無法獲取銀行的強力支持，或藉由其他管道以因應債務。

1. 穆迪長期債券評等

Aaa

評為 Aaa 級的債券表示其品質最佳，屬最小程度投資風險，一般稱為「鑲金」(gilt edged)。利息有充裕或非常穩定安全邊際保障，同時債券本金亦最安全。各種保護條件固然可能改變，但推測其變動不大，不可能損害此類債券基本優良地位。

Aa

評為 Aa 級的債券表示：根據各種標準其品質優良。與 Aaa 級債券通稱為高品質債券。其被評為較最佳等級低，是因為保障邊際(margins of protection)不如 Aaa 級大，或保障因素的波動可能較大，或可能顯現其他因素，使長期風險較 Aaa 級債券稍高。

A

評為 A 級的債券，具有多項有利於投資的性質，被認為中上水準的債券。有足夠的因素認為可保障本金與利息，但亦有因素顯示，在未來時間可能遭受損害。

Baa

評為 Baa 級的債券，被認為具有中等信用品質(未受良好的保障，但亦非不良)。在目前，顯示仍足以支付利息與保障本金，但是若干保護因素可能缺乏，或經過長時間以後，可能無法信賴。此類債券缺乏顯著的投資性，事實上，具有若干投機性質。

Ba

評為 Ba 級的債券，被認為具有投機要素(speculative elements)，債券的未來不能令人放心。通常，對利息與本金的保障不大，因此，無論未來景氣好壞，均無法受到良好的保護。地位不確定是這一級債券的特徵。

B

評為 B 級的債券，一般缺乏有利的投資特質。就長期而言，利息與本金的清償或其他契約條件的履行，均甚難確保。

Caa

評為 Caa 級的債券，是屬較差的債券。可能處於違約的狀態，或顯現將危害本金與利息之因素。

Ca

評為 Ca 級的債券，具有高度的投機性，此種債券通常處於違約，或有其他重大的缺點。

C

評為 C 級的債券，是評等最差的債券，其未來可獲得任何實質投資價值的希望極為渺茫。

穆迪賦予的債券評等，適用於一年期以上銀行之優先債務、保險公司優先保單持有人及其他請求權。依賴信用狀或保險契約等支持的債務不包括在內(除非另有明確賦予評等)。

銀行分行的債券，以該分行所在國為所在地，除非特別指明之例外狀況，穆迪對銀行償付長期優先債務能力的評等，僅適用於穆迪曾賦予國家評等的國家的分行。此類分行的債務評等，以總行的評等或分行所在國的銀行存款國家評等 (sovereign rating for bank deposits)，兩者孰低為準。

當債務的幣別與債務所在國的貨幣不同時，穆迪的評等不就債務的清償，是否受控制該貨幣的政府行動所影響表示意見。除此之外，投資人母國與債券發行機構母國或發行銀行分行所在國間的雙邊衝突風險，未併入穆迪的評等意見。

穆迪對被評等銀行或保險公司的債務，是否依美國 1993 年證券法辦理登記，或依其他適用的法律規定發行，不表示意見。對任何特定銀行或保險公司的債務，依法可否強制執行，或是否為被評等機構的有效優先債務，亦不表示意見。

2. 穆迪短期債務評等

穆迪對短期債券的評等，乃是對發行者準時償付一年期以內短期優先債務的意見。除非另外經明確的評等，否則依賴信用狀(letters of credit)與保險契約(bonds of indemnity)等支持的債務不包括在內

穆迪使用三個級別(都是投資等級)表示被評等機構的相對償付 (repayment)能力：Prime-1、Prime-2 及 Prime-3。

評為 Prime-1 的發行機構(或支持機構)，具有較佳償付短期優先債務的能力，通常可由下列許多特徵印證：

- 在成熟的行業中，具市場領導地位。
- 在資金使用上，具有高收益率。

- 資本結構保守，對負債的依賴不大，且資產能提供充分的保護。
- 對固定財務支出有大量的盈餘保障倍數，且有高額的內部現金產生。
- 已建立在各種金融市場的融通的管道，並取得替代流動性之來源。

評等為 Prime-2 的發行機構，對於償付短期優先債務能力強。通常可由上述多項特質印證(但程度較差)。盈餘成長趨勢和保障倍數仍健全，只是可能較易變動，資本水準仍然適當，只是可能易較受外在情況所影響。另外，並維持充分替代之流動性。

評等為 Prime-3 的發行機構，對於短期優先債務的償付能力，尚可令人接受。受到行業特徵與市場組成的影響可能更顯著。而盈餘與獲利能力方面的變化，則可能導致負債保護指標的變動，並帶來高的財務槓桿。但仍保持適當的替代流動性。

評為 Not Prime 的債務，不在任何 Prime 評等之列。

銀行分行的債務、及當債務的貨幣與債務所在國的貨幣不用時、與債務是否免依法律規定登記發行或強制執行等情事，穆迪之處理與長期債券處理一致。

假如發行機構告知穆迪，其短期債務受到另外一個或多個機構的信用支持，則支持機構的名稱將用括號列示在發行機構名稱之下，或有附註提醒讀者支持機構名稱在另外一頁。對此類發行機構評等時，穆迪評估提供支持的聯屬企業、商業銀行、保險公司、外國政府或其他機構的財務力量，但在全部評等過程中，僅作為一項因素，且穆迪對信用支持協定的法律或執行效力，亦不作任何表示或意見。

穆迪的評等僅是意見，而非建議購買或出售，同時其正確性亦不受保證。評等只能被視為在作投資決策時的一項考慮因素，投資人在考慮購買或出售證券、債務時，應該自己作研究與評估。

3. 穆迪對貨幣市場共同基金評等

穆迪對貨幣市場共同基金(money market fund)受益憑證的評等，是對被評等基金持有資產的信用價值與基金的管理品質所表示的意見。評等不考慮基金活動(包括費用的分攤、避險操作和及(或)到期日前可能發生的資產賠售)對投資人收益的可能影響程度，亦不考慮利率變動可能影響基金市價的範圍。

- 評為 Prime-1 的貨幣市場共同基金，具有非常高品質的資產與管理效能。
- 評為 Prime-2 的貨幣市場共同基金，具有良好品質的資產與管理效能。
- 評為 Prime-3 的貨幣市場共同基金，具有尚可令人接受資產品質與管理效能。
- 評為 Not Prime 的貨幣市場共同基金，其資產品質與管理效能，不在任何 Prime 評等之列。

4. 保險業財力評等

穆迪對保險業財務力量的評等，乃是對保險公司相對財務力量強弱表示的意見。希望就一家保險公司未來按保單約定履行債務的可能性，表達總結意見。

(1) 評等符號

評等等級用九個不同的符號顯示，每一種符號代表財務保障大致相同的評等結果。此類符號從具有最佳財務保障的(Aaa)至最差的 c。

(2) 評等使用限制

一方面，評等涉及對未來的判斷；另一方面，評等被保單持有人作為安全性的衡量，因此在賦予評等時，須考慮未來最差的情況。保單持有人使用保險財力評等時，不應視其為只是統計數字反映的結果，其中包含多種品質因素，而係對長期風險的評估。因此，保單持有人應該估計在特定時間範圍內，對財務保障的需求。

表一：強勢公司

評等等級	財務保障
Aaa	極佳
Aa	優良
A	良好
Baa	適當

表二：弱勢公司

評等等級	財務保障
Ba	可疑
B	差
Caa	很差
Ca	極差
C	最低

穆迪對保險業財力評等，乃是對保險公司按時支付優先保單持有人債務與請求權能力之意見。穆迪使用下列特定符號表示保險公司付款能力：

Aaa

評列為 Aaa 保險公司，提供極佳財務保障。此類公司的財務力量可能改變，但其變動不可能損害其基本穩固地位。

Aa

評列為 Aa 的保險公司，提供優良的財務保障。與 Aaa 級公司同被稱為優良公司。惟較 Aaa 級評等為低，主要因為長期風險稍大。

A

評為 A 的保險公司，提供良好的財務保障。然而，存在若干因素，顯示未來可能容易受到不利影響。

Baa

評為 Baa 的保險公司，提供適當的財務保障。然而，若干保護因素可能缺少，或在長期間無法信賴。

Ba

評為 Ba 的保險公司，提供的財務保障有問題。通常此類公司對償付保單持有人義務的能力不足，因此，在未來無法提供良好的保護。

B

評為 B 的保險公司，其財務保障很差。在長期間，保單持有人依約準時收到款項的保障很小。

Caa

評為 Caa 的保險公司，提供財務保障非常差，可能已經對其保險責任發生違約，或顯現危險因素，顯示對於保單持有人的義務與權利無法按時履約。

Ca

評為 Ca 的保險公司，提供極差的財務保障。此類公司對保單持有人的義務方面，通常已發生倒帳現象，或有其他顯著的缺失。

C

評為 C 的保險公司，是最差的一級，可視為未來財務保障展望最差者。

5. 穆迪對優先股的評等

優先股和債券基本上不同，因此，穆迪不使用熟悉的債券評等符號，改用另一組變體表示優先股的品質。下列所揭示符號，目的在避免與債券品質任意比較。在此應該注意：任一特定的資本結構中，優先股的請求權順位次於債券；同時對此類證券的評等是與其他優先股比較作成。

「aaa」

評為”aaa”的優先股，被認為是品質最高的優先股。此評等意指具有良好的資產保障，且股利受到減損的風險最小。

「aa」

評為”aa”的優先股，被認為是高品質的優先股。此項評等意指在可預見的未來，盈餘及資產保障，將保持良好。

「a」

評為”a”的優先股，被認為是品質中上的優先股。風險雖然較”aaa”級和”aa”稍大，但盈餘及資產保護，預期仍能維持在適當的水準。

「baa」

評為”baa”級的優先股，被認為是品質中等的優先股，雖無高度的保障，但並非保護很差。在目前，盈餘及資產保護似乎仍在適當水準，但經過一段長時間後，就有可能產生問題。

「ba」

評為”ba”級的優先股，被認為具有投機因素，其未來無法受到良好的保障。盈餘及資產保護很小，且在情況變壞的時期可能不足。財務地位存有不確定性，是獲得此項評等優先股的特徵。

「b」

評為”b”的優先股，缺乏投資特質。長期間，股利與其他發行條件的保障很小。

「caa」

評為”caa”的優先股，其股利支付可能已發生延滯。此項評等並不意謂未來的付款情形。

「ca」

評為”ca”的優先股，具有高投機性，同時股利可能已經發生延滯，且未來支付的可能性很小。

「c」

這是評等最低的優先股。獲得此評等的優先股，未來具實際投資價值的希望渺茫。

附註：穆迪使用數字1、2及3修飾每一評等等級。「1」意指該證券在所屬的評列等級中，排名較高；「2」意指中等；「3」意指該證券在所屬的評列等級中，排名較低。

6. 穆迪對美國地方政府債券短期評等

對美國的地方政府債券(US municipal debt)的短期評等，穆迪用 MIG1 或 VMIG1，到 MIG4 或 VMIG4 表示。當穆迪賦予 MIG(Moody's Investment Grade) 或 VMIG 等級時，即如名稱所指，均表示其為投資等級。MIG 或 VMIG 評等的目的，在提供投資人評價短期債券相對投資品質的一種簡單方法。

信用評等承認短期信用風險與長期風險有所不同。影響借款人流動性的因素與短期景氣循環，對於短期評等甚為重要，至於影響債券風險的其他重要因素，諸如長期間的長期趨勢，在短期間，可能變得比較不重要。

短期評等可能使用在具有依請求而還款特徵的證券上，如變動利率活期債券(variable-rate demand obligation, VRDO)。此類債券評等以 VMIG 表示，若未對還款選擇權評等，則以 NR 表示。使用 VMIG 符號區分，目的在顯示其得定期請求還款而無固定到期日，並依賴外部流動性。除此之外，投資人應該注意：還款財源可能被限制在外部流動性，當還款請求未依約履行時，對發行機構的追索權可能有限，甚至不具追索權。VMIG 評等可能使用在商業本票中。此類本票發行計畫具有可變動短期到期日，但無機動利率與附還款請求權的特徵。

對於 VRDO 之評等，以兩項因素顯示：一為顯示計劃的本金與利息的還款風險，另一顯示還款選擇權的風險。對於 VRDO 的還款選擇權的短期評等，以 VMIG 表示。當未賦予 VRDO 長期或短期評等時，則以 NR 表示。

以下說明短期借款評等定義

MIG1/VMIG1

此項符號表示最好的品質。顯示具有健全的現金流量、優良的流動性支持、或已於再融資市場建立廣大基礎，因此，能提供良好的保護。

MIG2/VMIG2

此項符號表示高品質。保護邊際頗大，但不如上一級大。

MIG3/VMIG3

此項符號表示具有良好品質。所有保護因素皆具備，但強度不如上述等級。流動性及現金流動的保護可能較小，同時取得市場再融資的機會可能較不穩定。

MIG4/VMIG4

此項符號表示具有適當的品質。一般視為具有所需的投資保障。雖然無明顯或重要的投機性質，但有特殊的風險存在。

與 MIG 或 VMIG 評等有關係的若干特殊問題，分別由發行日、到期日或評等有效日、以及文字說明與其他評等區別。每一評等符號具有其獨特性，與同一債務人的任何其他借款均無關係。MIG 評等在債務到期時失效，VMIG 評等的失效日，則與每一項借款的特定結構安排或信用要項存有密切關係。

三、評等的方法

一般而言，評等機構在對公司債進行評等時，係根據下列的邏輯順序：

1. 對該發行公司所屬政府的評等。
2. 對該發行公司所屬產業的評等。
3. 對該發行公司本身的評等。

首先，對發行公司或發行機構所在國的政府風險，即國家風險進行評估，國家的評等也就是發行單位評等的上限。如該發行單位所屬政府的評等為 AAA 級，則該發行公單位的債券普遍要比政府的等級低，這是因為政府被認為擁有廣泛的權限和資金來源，比該國內的任何債券發行單位都具有更高的信用度之故。

接著須對發行單位所屬的產業進行評估，調查、分析該產業的歷史、市場的成熟度、景氣週期、規模、發展性、競爭狀況、產業上有無限制等，進而判斷該產業的風險高低。經判斷產業風險為何，且相對比較在該產業之下的發行公司內容項目後，再進行決定等級次序的作業。

評等的進行主要是採質量並行之分析。量的分析主要是應用比率分析，研究發行公司的經營狀況及償債能力，如資產保障、財務資源、獲利能力等。質的分析則偏重發行公司本身的資料及與發行契約相關之內容，如公司的規範、過去的付息記錄、管理當局的能力、品德、市場占有率、在同業中的地位、受景氣影響的程度、該行業之遠景、抵押品之價值、償還方法等。

(一) 量的分析

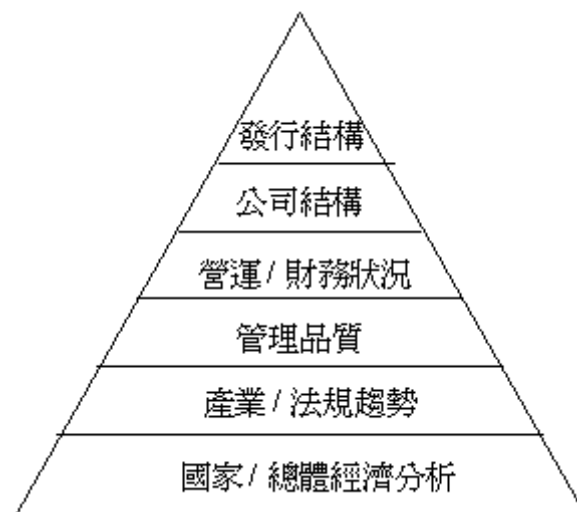
資產保障係衡量資產之價值對公司的保障程度。其衡量指標之一是有形資產淨額對長期負債比率。評估資產保障時，尚包括其他因素，如帳面價值之決定方式(如依成本或市價、壞帳之提列方式等)、運用資金之結構、廠房設備之品質與年齡、以及資產負責表外融資和未入帳負債等問題。財務資源之評估係著眼於企業的流動資產，如現金及其他運用資金項目。財務資源的衡量指標包括應收帳款收現期間和存貨週轉率，這些指標係依同業標準來判斷。

未來的獲利能力以及由營業產生現金的能力亦為評等之重要因素，因為未來盈餘的水準及品質影響企業支應債務能力甚鉅。一般而言，以獲利能力做為公司債之安全保障的指標比資產保障指標來的可靠。

(二) 質的分析

質的分析偏重發行公司本身的資料及與債券發行契約相關之內容，如公司過去的付息紀錄、管理當局的能力與經驗。評等人員通常透過與管理當局面談、實地考察及其他分析了解管理當局見識的深度與廣度、公司營運的目標、規劃作業、研究發展、產品促銷、新產品規畫、購併策略。債券的特定條款通常載明於公司債合約中，此時分析的重要係著眼於對公司債持有人的保障性條款，例如債券償還方法、未來發行新債券之條件、抵押條款、償債基金、購回約定及限制性條款(如限制股利發放數額)

綜上所述，一般而言，評等分析的過程與步驟可用下圖表示：



債券評等著重未來性及風險性，即評估發行人未來還本付息之可能性，評等機構一般均訂有評等程序及評估重點，惟其非一成不變，不僅因行業別不同，甚至對同業之間評等方法及評估重點之配置比重亦有所不同，這正是何以須設置評等委員會，以綜合考量尋求一致性之原因。然一般而言，評等重點概分三項風險因素之評估，即政府風險、產業風險及企業個體風險，其係依序評估，且如無其他特殊因素，企業個體風險評估結果之等級，不可高於產業風險評估之等級，產業風險評估之等級亦不可高於政府風險評估之等級。

以下茲就重要評等機構對政府風險、產業風險及企業個別風險評估之重點，分別列述之：

1. 政府風險：本項主要評估發行人國家償還外幣債務之能力及意願，尤其是其貨幣轉換風險，本項須綜合評估社會、政治及經濟各種變數，主要評估重點有：

(1) GDP/GNP 成長性

- 最近五年度 GDP/GNP 成長情形。
- 本年度及下年度 GDP/GNP 預估成長率。
- 國內外需求及公有與私有部門消費成長因素之評估。

(2) 其他總體經濟資訊

- 最近五年度通貨膨脹趨勢。
- 目前及未來年度物價上漲情形。
- 影響物價上漲之因素，如油價及食品價格。
- 消彌通貨膨脹壓力之措施。
- 最近五年度年薪資上漲率。
- 最近五年度失業率。
- 最近五年度貨幣供給額增加及利率變動資訊。

(3) 國際收支差額

- 最近五年度收支差額補償方式。
- 本年度及未來年度收支差額預測。
- 最近五年度可見之貿易差額結構，如貨品及貿易夥伴。
- 最近五年度帳戶赤字資金融通程序。
- 公共及私有部門帳戶赤字之資金融通分析。
- 本年度帳戶赤字之資金融通計畫。
- 最近五年度之外匯存底變動情形。

(4) 外債管理

- 最近五年度公共及私有部門之外債數額。
- 現行以外幣計算之外幣組成內容。
- 最近五年度之年度利息及本金償付情形。
- 最近五年度提前償付紀錄。
- 本年度及下年度債務供給成本。
- 最近五年度債務供給率。
- 本年度及下年度債務到期之轉融資計畫。

(5) 公共融資

- 最近五年度公共部門融資需求。
- 過去五年度及本年度中央與地方政府預算。
- 公共部門組織重大隱藏性赤字。
- 最近五年度公共部門赤字融資方式。
- 最近五年度中央政府每年支付利息及編制預算情形。
- 最近五年度公共部門之內外債及其與 GDP/GNP 之比較。

(6) 其他

- 目前政治情勢
- 公共部門組織民營化之主要計畫。
- 國際關係關鍵因素。
- 資本市場自由化計畫。

2. 產業風險：主要著重產業發展性之評估，評估重點有：

- (1) 由產業所創造價值之特性。
- (2) 受景氣循環衝擊之情形。
- (3) 國內及全球競爭情形。
- (4) 法令規範趨勢。
- (5) 進入產業之容易度或障礙。
- (6) 技術變易性分析。
- (7) 目前匯率影響。
- (8) 成本因素分析。

3. 企業個體風險：以 Moody's 為例，有關企業個體風險之評估，可從下列六方面進行分析：

(1) 管理當局品質

- 管理哲學及政策方向。
- 因應突發事件之處理紀錄。
- 財務政策之穩健性。
- 長短期計畫之平衡性規劃。
- 主要部門實際報酬率。
- 組織架構與管理政策之關連度。
- 持續性經營規劃。
- 內部稽核及財務控制制度。

(2) 基本經營狀況

- 市場占有率。
- 成長趨勢。
- 業務或產品線之多樣化。
- 收入來源之多樣化。
- 公司成本結構。
- 市場及經銷網路。
- 產品及技術循環趨勢。
- 國家特有之行業特性。
- 政府支持之潛在程度。

(3) 會計實務：應比較與一般會計原則之差異，俾利後續之比率分析。

(4) 財務狀況

- 目前流動性狀況。
- 或有負債。
- 業主權益及資本公積狀況。

(5) 其他營運事項

- 供銷契約狀況。
- 子公司營運情形。
- 母子公司財務狀況。
- 變現之替代性來源。
- 背書及債務契約。
- 法律事項。

(6) 比率分析

- 固定費用償付能力。
- 現金流量。
- 報酬率。
- 財務槓桿。

評等機構慣用之比率分析公式詳表三。

表三 評等常用之比率分析公式

1. 稅前利益償付能力 = (繼續營業部門稅前利益 + 利息費用) / 利息
2. 稅前固定費用(含租金)償付能力 = (繼續營業部門稅前利益 + 利息費用 + 租金) / (利息 + 租金)
3. 稅前資金流量利息償付能力 = (稅前資金流量 + 利息) / 利息
4. 營運資金與負債總額比率 = 營運資金 / 負債總額
5. 自由營運現金流量與負債總額比率 = 自由營運現金流量 / 負債總額
6. 稅前永久資本報酬率 = (繼續營業部門稅前利益 + 利息) / (長期負債 + 非流動遞延資產 + 資本 + 流動負債) 平均數
7. 營業利潤率 = 營業利益 / 銷貨
8. 長期負債對資本比率 = 長期負債 / (長期負債 + 資本)

9. 債務對資本比率 = 負債總額 / (負債 + 資本)

資料來源：「S&P's Corporate Finance Criteria」P.19

綜上所述，可知評等機構從事評等應分析之事項甚多，故其首次評等約需花費二 ~三個月。而其評等強調品質重於數量，然即使著重品質因素之餘，仍不得不借助若干數值性事項之評估，以客觀佐證。復正因其所應考量之因素甚多，故各評等機構未將各項評等要素之比重予以固定化，俾能充分考量給予適當評級。

四、評等的發動

以美國市場而言，大部分的公司向證管會申請發行公司債或特別股之前都會考慮先與評等機構聯繫。因為，對第一次發行的公司而言，在公開市場籌募資金，將可藉由與評等機構的溝通，瞭解到評等對其有價證券發行的重要性何在。至於對已發行債券的公司而言，如欲再度發行，可以先行了解其此時的評等對其可能之影響。而在證管會准予發行之後，評等機構的分析人員便會與發行公司聯繫，以便安排發行公司高層人員與評等機構分析人員進行必要的會議。

(一) 與管理階層會面

在指派評等工作之前，評等機構先與發行公司的管理階層會面，主要的目的是詳細了解對方的營運與財務狀況，以及可能影響評等結果的管理政策與信用因素。此項會議使發行公司有機會提出報告及其將如何解決問題的大綱，並且互相交換意見。評等機構通常會至少指派兩位人員參加會議，而其中至少一位是其公司評等委員會的成員。發行公司的與會代表則必須是能夠對會議資訊交流做出建設性貢獻的人員。

而為使此項會議更具效率，所有相關文件應於會議一星期前送至評等機構。此相關文件應包括公開說明書、年度或期中財務報告等。發行公司所做的簡報須說明管理當局對所從事業務之展望與財務狀況，此類簡報應於上述會議正式召開之前，由發行公司定期提供給評等機構，其內容包括如下：

- (1) 五年的預測，包括損益表、資產負債表、現金流量表，以及所做的假設。
- (2) 與同業競爭者的比較。
- (3) 資金使用計畫的分析。
- (4) 融資的其他管道。
- (5) 其他發行者認為會影響評等的主要因素，包括產業業務部門別分析與預測、投資組合分析。

我們必須在此對財務預測在評等過程所扮演的角色加以釐清。評等並不主要以財務預測為主，而是以評等機構對公司未來展望的評估為主。然而，管理當局所做的財務預測可適度反映公司對未來的計畫與解決問題的方法，故在評等過程中不失為一有用的資訊。同時，財務預測也可說明發行公司的財務策略是否多依賴自有資金或外來資金，例如預測之資產負債表可讓評等機構了解發行公司的管理目標，包括財務槓桿、營運資金的需求，以及其它相關資訊。

(二) 保密

發行公司所提供的資料有相當多的部分是高度機密的。因為這些資料純粹是用來決定信用等級，在評等過程中會被妥善保密，第三者或甚至是評等機構的其它非信用評等部門均不得使用。

在與發行者的會議之後，通常由三至五位投票人員組成委員會，由主要相關的分析人員向委員會做簡報後，針對發行性質討論公司評等的準則，允當的財務統計數據與比較分析都必須提供給該委員會。

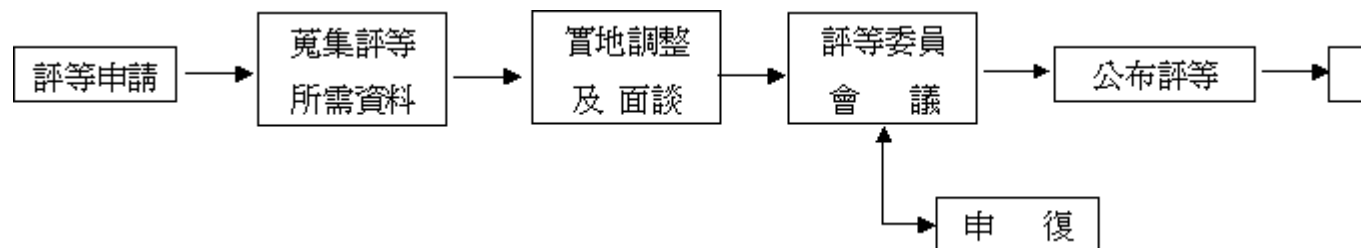
評等委員會的報告通常包括：

- 討論該次發行條件與債券契約書。
- 必要的話，對公司的策略管理與財務管理之評估。
- 必要的話，關於公司業務與營運環境性質的評估。
- 財務分析，包括會計因素等。
- 業務與融資計畫。
- 評等建議。

一旦評等決定之後，評等機構會通知發行者，並通知作成該評等結果的主要考慮因素，在評等機構發布之前，發行者可再提供額外的補充資訊，此為評等過程的一部分。只要有可能發生評等之變更，重新複核的過程通常亦非常快速。

五、評等的程序

(一) 評等機構對債券執行評等之程序一般如下：



1. 評等申請：債券評等係對「債券」之信用度執行評等，而非對「發行人」的評等，故發行人除首次發行債券外，後續每次發行債券，仍應委請評等機構進行評等，縱使一年內多次發行債券，亦復如此，惟其後續評等之內容及時間或可縮減些。程序上，雖由發行公司向評等機構提出評等之申請，然實務上評等機構仍多設有業務部門主動爭取業務。另美、日評等機構多訂有「備用評等」(Preliminary Rating)制度，亦即在正式評等結果尚未公布前，先初步執行若干簡易分析，並將評等可能結果告知發行公司，俾其判斷是否繼續委由該評等機構繼續進行後續較為詳盡之評等工作。日本由於有發債基準之限制，評等結果達一定標準者始可發債，故備用評等制度尤為盛行。(惟日本已於一九九六年一月廢除發債基準，詳參考書目五)

2. 資料蒐集：評等需掌握蒐集涵括發行人內、外部之各種財務業務資訊、產業資訊及國家政經情勢方面之資訊，故一般評等機構除設置評等部門外，並設置資訊部門，負責蒐集發行人內部所提供以外之資訊。而應由發行人提供之資料，則

因行業別而有所不同，以 JBRI 為例，其對製造業者之評等，須由發行人於評等之前提供者，除過去五年度發布之財務業務資料外，並應提出下列三~五年度(至少三年度)之計畫性資料：

- (1) 產品特色及區隔。
- (2) 部門別資訊。
- (3) 中期預算、計畫及預估損益表。
- (4) 機器設備投資、資金管理及預估資產負債表。
- (5) 企業發展方向。
- (6) 資產評價可能損失及信用控制制度之分析。
- (7) 合併報表。
- (8) 產品及市場配置情形，並列示前三十名重要客戶名單。
- (9) 研究發展制度及主要研究發展計畫。
- (10) 組織圖及人員配置。

3. 實地調查及面談：上開書面資料經分析後，分析人員須前往發行公司處所作實地調查，且安排與其管理當局面談，蓋其認為管理當局係企業信用品質之重要因素。

基本上，其面談主要著重下列主題：

- (1) 企業沿革。
- (2) 公司政策及理念。
- (3) 經營狀況。
 - 主要經營趨勢(市場占有率、競爭狀況及海外市場之開拓)。
 - 產銷制度。
 - 主要客戶(客戶分散度及對主要客戶之依賴度)。
 - 財務狀況及經營結果之檢討與分析。
 - 預算及實際結果之分析。
 - 聯屬及關係企業狀況。

(4) 財務管理

- 資金管理、信用控制狀況及未來改善計畫。
- 未來資本需求及取得資金來源之計畫。

(5) 會計政策。

(6) 其他：如新產品開發、資產投資計畫、合併計畫及訴訟狀況等。

綜合上述資料之蒐集、分析及實地調查與評估，是為確定下列評等必須考量之重要因素：

- (1) 產業特色及未來展望。
- (2) 產業狀況及市場占有率之變動。

- (3) 長期獲利及利息償付能力。
- (4) 財務狀況趨勢及基本財務政策。
- (5) 管理當局能力及管理制度。
- (6) 製造技術、品質及成本控制能力。
- (7) 技術發展能力及新產品發明紀錄。
- (8) 資本投資，含對關係企業之借貸及投資。
- (9) 海外發展潛力。
- (10) 組織成長性。

4. 評等會議：分析人員經上開分析後，應作成評等報告提交評等委員會討論。一旦作成評等結論後，首應將結果通知發行人，並應說明評等理由，發行人若不滿意該評等結果，或認為若干資訊未充分提供審酌，均可再申復提交委員會討論。

5. 評等公布：評等機構應取得發行人之同意後，始可公布評等結果。此種處理方式或會令人質疑評等之公信力，蓋若不公布評等結果，發行人或將極力尋求協商，希望提高等級，或轉而尋求其他評等機構之評等，俾取得較有利之評等結果。然多數評等機構均不同意此種看法，因其認為評等機構之最重要資產係「信用」，若其降低標準以迎合發行人，對機構信譽會有重大影響，非其長期經營目標所樂見。且以美國市場而言，發行人遲遲未能取得評等，投資人對其接受性即有限。

而評等機構公布評等結果之方式，主要係透過刊物之發布，目前評等投資均定期性發售評等刊物，該項業務收入，亦為機構重要收入來源之一。另部分評等機構已發展線上即時系統，可使全球投資人知悉其評等及分析報告。

6. 持續監督：由於評等代表債券之信用，故在債券到期日前，評等機構須對該債券之信用度持續追蹤監督。而上開監督須持續取得發行人之有關資訊，其途徑包括年報、相關企業發布之資料、定期性之電話詢問及拜訪、暨來自其他管道之即時更新之產業、政經資訊。以 JBRI 為例，其至少每年一次赴發行人處所訪查面談，作年度總檢查，並瞭解發行人之政策方向。另平時如發現產業需求有重大變動、技術引進、合併、政府干預、法令變更或石油價格調整等事項，均須評估分析對發行人的影響，並判斷有無變更評等之必要，一旦決定要變更等級，應即迅速公布週知。惟當情況不明確或無法確定是否影響評等時，評等機構亦仍應透過適當程度及管道公布可能影響評等之事由，俾投資人充分知悉參考。另其為進一步瞭解事件之可能影響，或會要求發行人提供充分資訊，甚至赴發行人處所查訪，若發行人不合作或拒絕提供相關資訊，其或會作出終止評等之處置，而該訊息一旦傳達給投資人，對發行人債券交易即有重大影響，故發行人大多知悉其嚴重性而不敢率爾拒絕提供資訊。

在上述變更評等或終止評等之情況下，評等機構應否負擔何種責任？答案是否定的，蓋其認為評等僅作為投資之參考，投資人仍自其他管道獲得發行人之有關資料，且若干影響評等之因素係事後客觀環境變動，非其未有效執行評等工作，其既已盡善良管理人之責任充分評估及監督，應無法律責任可言，況評等制度之建立亦無任何法律規範。

(二) 美國債券評等的程序

在美國，每一債券評等機構之評等程序可能稍有差異，但通常包括下列步驟：

1. 發行者請求債券評等機構對其債券進行評等。
2. 發行者依要求完成各種評等所需表格。
3. 評等機構分配分析小組至發行公司。
4. 分析小組蒐集、分析所有有關內部及外部資訊。分析小組通常須與管理當局舉行會議，以獲取更完整且深入的資訊。以 S&P 公司為例，會議之前，公司須提供一份正式聲明，內容應包括：

(1) 公司五年的營運紀錄，包括損益表、資產負債表及現金流量表，並在相同假設下，預計未來五年的資料。

(2) 與同業類似公司比較。

(3) 增資的分析。

(4) 融資的其他替代方案。

(5) 影響評等的其他主要因素。

分析小組有時亦拜訪發行公司並參觀工廠及其他設備，以對發行公司的營運狀況有深入的了解。

5. 分析小組將完整分析資料送至評等委員會，評等委員會針對下列主題進行討論：

(1) 發行者的計畫及其限制條款。

(2) 資本結構。

(3) 公司營業的本質及歷史。

(4) 管理當局。

(5) 現金流量及盈餘的歷史資料及預測。

(6) 融資計畫。

(7) 比率分析，包括會計因素之變動。

(8) 評等歷史。

(9) 建議的評等等級。

6. 將決定等級通知發行者。發行者可選擇再提供新的資料給評等委員會或接受該評等結果。

(三) 日本債券評等的程序

1. 製作資料的內容

(1) 提出資料的內容

當進行債券評等時，評等機構對發行公司要求提出有關企業內容、在市場上的地位、組織、中期經營計劃等資料。發行公司按照此一要求，首先必須製作資料。提出的資料不一定非限於所要求的資料，重要的是儘可能針對發行公司的內容、未來性等製作成使評等機構的經濟分析員能容易了解的資料。

(2) 編制工作小組與財務顧問之運用

為取得公司全盤性的經營資料，應組成一個跨部門的工作小組，企畫部與財務部則為工作的核心，而會計部門或主要的營業部門可視實際情況參與。為使所提出的資料具合乎邏輯的結構，以便讓評等機構更易了解發行公司，應聘請證券商或專業的諮詢公司為財務顧問。

2. 提出資料後的程序

(1) 到取得評等間的日程

多數情況在提出資料的同時即申請委託評等。資料提出後，評等機構選出兩名經濟分析員，根據該資料及內部儲備資料進行公司的分析，找出疑問點，期間為一星期至十天。

(2) 實地查核的內容

評等機構實際訪問公司，向主要人員聽取有關公司經營的意見，並參觀工廠，實施所謂的實地查核。在現場調查的最後一天，評等機構會對公司領導者進行意見聽取調查，目的在於聽取公司領導者的經營哲學和經營方針。

現場調查需三至五天，調查結束後，經濟分析員根據該資料再次對發行公司進行調查，製作向評等委員會提出之資料。該製作約需十天至二星期。

(3) 評等的決定和提出異議

在經濟分析員分析並提出資料時，即召開評等委員會。評等委員會由高級經濟分析員、各評等部門主任等約十人組成，原則上由全會一致決定該債券等級。評等結果一旦決定立即通知發行公司，若發行公司不滿意可提出異議，並提出補充資料，評等工作則從調查、分析階段重新開始。如發行公司同意，則發布評等結果。

3. 評等的追查

對於已評等的債券，於到期償還日之前，均須繼續予以追蹤查核。因公司之外在經營環境劇變(如石油危機、匯率變動、企業合併與收購)或發行公司的經營策略丕變等因素，均會影響其評等等級，故仍須予以定期追查。

肆、我國信用評等制度之建立

一、建立信用評等制度之基本條件

(一) 環境面

1. 我國目前積極推動亞太營運中心前提下，貨幣、資本市場必逐步朝向自由化、國際化方向邁進。我國自由化、國際化之歷程概述如下：

- 七十二年五月二十六日發布「證券投資信託事業管理規則」成立國際、光華、建弘及中華等四家證券投資信託公司，募集海外基金投資國內證券市場。
- 七十九年十二月二十九日修正發布「華僑及外國人投資證券及其結匯辦法」開放外國業投資機構(銀行、保險公司、基金管理機構及證券商等)直接投資國內證券。
- 八十五年二月間開放國外自然人直接投資我國證券。
- 七十九年起陸續核准國內上市、上櫃公司於海外發行轉換公司債及海外存

託憑證。

- 開放國內投資信託公司設立。
- 開放民營銀行設立。
- 金融機構之經營監理日趨重要。
- 金融商品(如商業本票、金融債券、公司債、共同基金等)之發行日愈活絡。

2. 回顧過去我國已累積金融市場國際化之經驗，且國內公司債、金融債券、商業本票、共同基金等金融商品日漸活絡，展望未來勢將加強國際資金交流，而已為各國投資人投資重要決策參考指標之信用評等制度，我國尚未建立，將有礙我國金融市場國際化。惟在金融市場日趨成熟環境下，我國已具備推動信用評等制度之條件。

(二) 業務面

1. 持信用評等機構具公信力之前提條件，除應有足夠之專業能力及公正客觀之作業程序外，尚須有足夠之業務量。
2. 我國建立信用評等制度之初，擴大信用評等範圍之做法有(1) 法令強制規範方式、(2) 鼓勵方式、(3) 輔導方式三種，惟第一種方式似不足採，而應由各目的事業主管機關本於職權於相關業務作業規章中，某種程度要求貨幣機構或債券發行時將信用評等列為必要要件之一，並要求機構投資人所投資標的需具一定評等等級以上者，如此應有足夠之業務量。即以鼓勵、輔導方式為之。
3. 據統計目前得為信用評等對象包含公司債、商業本票、金融債券、共同基金、金融機構等，其可接受之業務量涉及法令規定或須增修法令內容經彙總於表四(略)。

(三) 法律面

1. 信用評等機構具有社會監督之角色，其良莠將影響金融市場之健全發展，故歐、美、日先進國家信用評等機構成立多經該國政府之認可，我國信用評等機構之設立亦當由主管機構對其財務、業務等營運情形加以監督、管理。
2. 經評估分析仍以證券交易法第十八條第一項，將信用評等機構視為「其他證券服務事業」，應經主管機關之核准，且同法第二項規定「前項事業之管理、監督事項由行政院以命令訂之」，故由行政院訂定相關管理事項，可擴大信用評等範圍，不限於證管會所轄業務而可同時涵蓋於分屬各目的事業主管機關所掌理之業務。

二、評等機構設立管理之法源依據

Moody's 與 S&P's 兩家信譽卓著的國際性信用評等公司，本世紀初在美國即已建立。截至今日，美國對信用評等機構的管理並無特別立法規範，而是由市場競爭扮演規範功能。亦即，對於評等機構而言，評等出版事業之客觀、正確及誠實的文化傳統，還有強烈的商業誘因，是真正保障評等事業秩序的利器，若政府利用評等作為管理金融市場的工具，將可能會導致市場競爭機制的破壞。

日本的信用評等機構，則是在八〇年代左右建立。大藏省於一九八七年以行政命令的方式承認日本公司債研究所(簡稱JBRI)及 Moody's 與 S&P's 等國內外六

家為可接受的信用評等機構，並在其指導下，由證券業者依自律規則將債券評等納入企業可發行公司債之基準，並無針對信用評等機構本身之特別的立法。從美、日對於信用評等機構的管理態度，可見其均認信用評等機構與一般營利性公司並無不同，即認為藉由市場機制的運作能維持信用評等事業之自律。蓋信用評等機構基於營利的動機，在組織、人才、以及獨立性的維持上，自會選擇對其最有利之方式；而市場之競爭，是保持評等機構不斷自律以建立、維持信譽之主要趨策力量。

惟為有效建立國內信用評等，並在市場自律功能競爭機制並不完善之情況下，藉由主管機關之輔導成立，並規範設置之標準，經理人、分析人員積極、消極資格條件，禁止行為及處分等，實有政策及實際運作面之必要性。故信用評等設立、管理，就我國建立信用評等制度之成功與否，關係重大，是以尋求適當法源依據，乃成為首要課題。綜觀證券與銀行等相關的管理法規中，以證券交易法第十八條為評等機構設立之法源與管理依據，較為妥適。

按證券交易法第十八條第一項規定：「經營證券投資信託事業、證券金融事業、證券投資顧問事業、證券集中保管事業或其他證券服務事業，應經主管機關之核准。」在民國七十七年修正時，增列「或其他證券集中服務事業」等文字時，其修正理由謂：「為增加證券交易之安全及加強投資服務，暨參照美、日等國證券市場已個別設置有清算、資訊、店頭市場等證券服務事業，我國於需要時，得設置之以配合市場之發展。」

基本上，信用評等機構即是藉由簡單的符號，如 A、B、C 等之資訊傳達給投資人、債權人或是存款人，有關發行人信用之情況，易言之，信用評等機構的設置目的即在藉由資訊的公開，以健全並發展我金融市場，與「設置『資訊』之服務事業以配合市場之發展」的目的相符。至於信用評等機構是否為證券服務事業，我國證券交易法第六條對「證券」的定義採取「有限列舉、概括授權」的規定方式，證券交易法第六條即謂：「本法所稱之有價證券，為政府債券及公開募集、發行之公司股票、公司債券及經財政部核訂之其他有價證券(第一項)。新股權利認購證書、新股權利證書及前項各種有價證券之價款繳納憑證或表明其權利之證書，視為有價證券(第二項)。」由於我國採列舉規定，致所可能涵蓋之證券範圍極為有限。而截至目前為止，財政部依法核定之有價證券，只有受益憑證、外國人在台募集資金赴外投資所訂立之投資契約、外國證券及認購(售)權證，等四種類型之證券而已。信用評等所經營業務中之公司債係有價證券，為證交法第六條所明訂。為評等標的之其他債券或金融機構存款等，雖未必係證券交易法第六條所謂之有價證券，但發行商業本票者，多為公開發行公司，而金融機構大多本身也是上市或上櫃之公司，而評等之對公司做個體經濟面之分析是評等工作非常重要之一環，因此在管理評等機構之目的範圍內，將之納入證期會管轄之範圍亦為合理。而在美國之證券法中，票券事實上亦納在有價證券之範疇內。且如運用其他法源，同樣的困難也會出現，即信用評等所服務之範圍涵蓋整個金融市場，除非在既有的法規架構外訂立新法，均會有難以全面俱到之憾。況且，訂立

新法必須考量以其所欲規範之事項其是否具備有法的重要性。權衡立法成本與規範所能帶來之社會利益，以及目前我國立法機關議事效率之低落，訂立新法顯然不是最實際的作法。

因此，如欲規範信用評等機構，較好的選擇，是將證券交易法第十八條第一項做權宜解釋，即將信用評等機構解為「其他證券服務事業」，應經主管機關核准者外，並以第二項規定：「前項事業之管理、監督事項，由行政院以命令訂之。」做為訂定信用評等機構之管理辦法之法源，最能收其時效。

三、評等機構業務來源

信用評等機構在美國的發展經驗，對於我國的啟示是，市場競爭的機制可能是最有效且節省資源的管理方法。惟良性的競爭環境非一蹴可幾，對於市場條件不成熟的我國，欲藉由信用評等機構的設立，來達成發展債券市場的目標，市場競爭的機制在目前的我國而言，可能無法發揮作用，但長遠來看，卻有方向指引的功能。

以評等結果做為是管理規範之一環，除了對管理者有其便利之外，也有保障評等機構之發展的意涵。尤其是對於國內有計劃性地建立、培植之信用評等機構，強制債券發行公司在申請發行之前應先進行評等，或規定經評等的債券得享以管理上的優惠，使得信用評等機構在設置初期有一定之客源與收益，在現實上給予信用評等機構以支持是重要的。例如規定某些特別需要嚴格控制風險之機構或資金只能購買一定信用評等等級以上之債券；或規定申請發行公司債之公司，其欲發行之公司債事先必須經過評等。

在現階段欲以保障評等機構收益之方式，來培植國內評等機構之建立，而以強制評等才能發行或其他獎勵評等之措施，可訂定在行政函令的層次當中。蓋將該等相關措施規定在行政函令之層次中，將來修訂或廢止較有彈性。

評等制度在各國主要用在評等公司債及商業票據，先決條件在債券市場是自由而非封閉之市場，且是交易活絡之市場。因此在現階段成立信用評等機構，是否有能獲利的市場誘因，應加以評估；若無，需要政府的介入來扶助其設立並保障其初期之收入以維持其運作，惟為避免一家評等機構之獨占，亦應考慮為日後之評等市場健全預留後路。亦即，宜訂定標準後開放評等機構設立之管道，使其能自由競爭。待債券市場交易活絡，評等為投資人所熟悉，而到達能支應評等機構生存之階段時，輔助評等機構之相關措施亦應取消，讓市場來淘汰不合格的評等機構，以維持評等制度之秩序。

四、其他相關問題

我國建立信用評等制度，尚須考量之問題包括：

- (一) 以證券交易法第十八條為法源依據，由於評等機構涉及之業務涵括之主管機構包括：中央銀行、金融局、保險司等相關單位，有關部門間管理之協調分工應予釐清。
- (二) 業務來源除積極鼓勵及輔導我國發行體接受信用評等外，尚可由各目的事業主管機關本於職權於相關作業規章中某種程度要求信用評等作為申請之必要

條件，或要求機構投資人之投資標的必具一定評等等級以上者。此因為評等機構之業務來源提供一管道，惟此涉及行政上各主管機關業務，仍需進行協調，方可達配合之目的。

(三) 建立信用評等制度究是否引進國外知名評等機構以進行技術移轉，及究以合資或技術合作方式為宜，有待進一步審慎評估。

(四) 信用評等機構之組織型態，國外有多種型態。公司組織究以股份公司或有限公司為宜，亦應加以衡量。

(五) 為維持評等機構之客觀、獨立、公正之特性，其股東資格及組成結構比例，另對評等機構人員資格學識能力、禁止行為亦應加以規範。

以上諸問題，於建立制度、籌設規劃、訂定法規時即應予考量，俾利制度長遠運作。

五、我國信用評等制度推動情形

信用評等制度在證券暨期貨管理委員會積極籌劃推動下，先後擬具信用評等制度推動方案，奉行政院核定後，即邀集相關單位組成籌設委員會，積極推動相關事宜，終於在八十六年五月三十一日正式成立我國第一家信用評等機構。整體重大籌設事項如下：

信用評等制度推動情形時程表

(一) 84.11.4.基金會將信用評等制度研究報告報證期會。

(二) 84.11.22.證期會邀集經建會、央行、金融局及金融聯合徵信中心等相關單位聽取基金會簡報。

(三) 84.12.6.證期會邀集經建會、央行、金融局等相關單位研議推動方案規劃作業，獲致建立評等機構有其必要性等多項共識。

(四) 證期會擬具推動方案報告呈報財政部轉呈行政院，85.2.26.行政院函復原則同意及提供若干意見，就行政院所提意見研提意見。

(五) 證期會 85.3.6.召開籌設委員會會前工作會議，討論「籌設委員會組織章則草案、及各單位分工事宜」。

(六) 85.4.9.成立籌設委員會，通過各單位指派代表、組織章則、成立工作小組、預計進度、評等機構資本額度及股權結構等事項。

(七) 85.4.11.行政院第二四七次會議核定財政部所報之「金融監督管理改進方案」，其中「建立信用評等制度」部分，係照案通過，惟完成時限決議應縮短，開放外人經營亦為考慮方向。本案並由經建會列管。

(八) 85.5.20 工作小組將「信用評等事業管理規則」草案報證期會，該會予以討論並請中央銀行等相關單位表示意見。

(九) 85.6.28 召開第二次籌設委員會議，通過「信用評等事業管理規則」草案及相關籌設事宜。

(十) 85 年 7 月「信用評等事業管理規則」草案報財政部轉呈行政院核定。

(十一) 85.10.18 召開第三次籌設委員會，決議籌設中評等機構資本額不少於新台幣二億元為原則，股東組成以較不具營利性之機構為原則，並儘速成立評等機構籌備處進行相關籌設事宜及積極與國外知名評等機構洽商合作事宜等。

(十二) 85.12.23 召開「建立信用評等機構股東協調會」，確定國內股東為台灣證券交易所、集中保管公司、證券櫃檯買賣中心、金融聯合徵信中心、中華徵信所及證券暨期貨市場發展基金會，而國外股東為 S&P's。

(十三) 86.1.11 召開第四次籌設委員會，決定與 S&P's 進行合作，成立中華信用評等股份有限公司籌備處，國內股東包括證交所、集保公司、櫃檯買賣中心、金融聯合徵信中心、證券暨期貨市場發展基金會、預計八十六年上半年開始運作。

(十四) 86.1.15 中華信用評等股份有限公司召開第一次發起人會議，確定 S&P's 所提之「股東協議書」、「協助暨勞務協議書」、「公司章程」草案、股東繳款時間訂於 前、董監事員額國內、S&P's 各指派董事四席、監察人一席，其中董事長由 S&P's 公司出任，公司英文名稱定為 Taiwan Ratings Corporation 等事宜。

(十五) 86.4.30 行政院核定「信用評等事業管理規則」。

(十六) 86.5.28 中華信用評等股份有限公司取得經濟部公司執照，資本額為二億元。

(十七) 86.5.31 經財政部證券暨期貨管理委員會營業許可，正式成立國內首家評等機構。

伍、結語

信用評等制度係現代金融市場運作中極為重要之機制。無論是直接金融體系中對金融中介機構(如銀行、保險公司等)之評等或於間接金融體系中，由於金融商品種類之多樣化、信用或發行條件複雜化，發行人融資管道多致其財務信用狀況變易程度大，加以金融、經濟情況瞬息變化，互動影響相關程度變得複雜，使得發行人、金融機構、投資人等市場參與者面對融資、投資之決策時，無法作有效、明確之判斷。致整體金融運作產生效率降低或資金未作最有效之配置，此將影響國際投資者參與我國金融市場之誘因，而影響我國國際化、自由化之腳步。由於我國債券市場日益蓬勃發展、金融自由化、國際化之腳步也已進展至一成熟階段，對信用評等制度亦有一定程度之需求。此為主客觀條件有成立信用評等機構之必要。而在證期會積極成立推動委員之規劃推動下，自擬具方案、訂定管理規則、召開籌設委員會、進行與國外知名評等機關洽談合作計劃、成立評等機構籌備處等，終於在八十六年五月成立中華信用評等股份有限公司，為我國信用評等制度奠下良好之基石。未來應在此一基礎上良好運作，以有效建立我國信用評等制度。

我國信用評等制度經各界積極規劃、協力合作下，終於在極短期間內與國外知名評等機構 S&P 合作設立我國首家評等機構，惟未來之路伊始，尚有下列需注意及進一步規劃，使制度能有效運作而發揮信用評等之功能。

一、積極推展信用評等觀念

新制度、新觀念之推展，首重教育宣導，我國金融市場對信用評等雖有主、客觀之認知與需求，惟投資人在認知上恐有不足，故應作教育與宣導，以達接受此制度。

二、信用評等相關法規之配合修訂

為落實信用評等之效能，及使此一制度短期內能有效推廣，並支持評等機構之業務來源，故有關中央銀行、財政部金融局、證期會、保險公司等相關法令配合修訂，將信用評等之要求納入，以達到前述目的，實為成立信用評等機構後的當急之務。而此有賴各單位之積極協調溝通並分階段實施，以配合評等機構之規模，人力負荷。

三、積極進行人才之培訓

信用評等制度為新制度，有關分析人才在我國恐尚屬少數，且無實際分析經驗，雖初期藉由與 S&P 之合作可有效短期內解決人力之問題，惟為長期發展，仍有培育我國人才之必要，故應充分利用與 S&P 合作機會，藉由技術、經驗之學習與移轉，達成此一目的。

四、國外評等技術之移轉

除上述所提人才之培育外、制度規劃與 S&P 合作目的即在有效學習外國評等技術 (know-how)，故在合作上簽有「協助暨勞務協議書」以訓練我方人才及技術移轉，我方應在短期內具體落實協議內容，以移轉其評等技術。

五、建立國內評級標準(Domestic scale)及國際化評級標準(International scale)

信用評等制度建立之初，由於我國企業規模相較於國際性大企業，其規模及財務業務狀況條件尚有差距，故初期以國內評等標準為評等等第，首先應建立此評等標準之信譽與公信力、可靠性，使各方使用者認可此一評級，嗣後再發展國際化評級標準之可行性。

六、落實評等管理規則之管理監督功能

主管機關對信用評等事業應具體落實管理監督之角色。此乃由於信用評等機構初始成立，其信譽之維持甚為重要。故主管機關應加強其管理，而由於信用評等事業管理規則中對於信用評等事業之發起人、董事、監察人、經理人之消極資格條件及兼職限制、信用評等事業從事評等時，應設置評等委員會以獨立客觀進行評等，並規定評等委員會資格限制、信用評等事業內部人不得有洩漏職務上所獲悉之秘密行為等有明文規定。此為主管機構應加強管理監督以強化其聲譽之建立與維持。

七、加強評等事業之自律功能

評等事業除由主管機關加強管理外，評等事業之自律功能應加強如獨立性、道德規範、業務資料之保密、人員素質之提昇等皆應由評等事業發揮自律精神，以維持其業務產品之品質。

參考書目

1. 建立信用評等制度推動方案，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基

金會，民國八十四年十二月。

2. 會計研究月刊，八十五年七月。
3. 貨幣觀測與信用評等，一~~四期，台灣經濟新報社。
4. 建立信用評等制度推動方案，財政部證券暨期貨管理委員會，八十四年十二月。
5. 日本廢除公司債適債基準，邱文昌，證券管理雜誌，八十五年四月。
6. 投資學，中華民國證券暨期貨市場發展基金會，邱文昌，八十六年九月。
7. Global Credit Analysis, Moody' s Investors Service，1992 年。

(邱文昌，前財政部證券暨期貨管理委員會科長，現任中央信託局專門委員)