

債信評等內涵迷思之探討

郭敏華（世新大學財金系系主任）

談到債信評等，腦海中自然浮起在財經版面經常出現的「AAA」、「BBB」之類的符號。這些符號大致上代表了一個債券發行者或是債券本身的債信品質，是債信評等專業機構經過複雜的分析過程，將受評對象各個關乎信用品質的面向，加以剖析、評估後，所給予的綜合結果，可提供投資人及其他相關人士的決策參考。但是進一步細究此等符號的背後意義，卻存在著許多越理越亂的迷思，如今正值我國在資本市場上大力推展債信評等之際，觀念是否澄明無誤至關重要，本文乃試圖從不同的層次抽絲剝繭，期能使債信評等內涵的真義較清楚地呈現出來。

一、等級符號的意義

由於債信品質的構成元素甚多，在債信評等整個拆解、評估、再整合的過程中，如果沒有一定的目標與架構，很難做出具有系統性、一致性的評估。換言之，分析師在進行評等時，必須很清楚每一個評等等級所代表的意義是甚麼，否則，將無從決定每一個受評對象應該歸屬於哪一個等級。在實務上所見到的評等等級所代表的意義，以下將最主要的兩家評等機構 S&P's 與 Moody's 對其評等符號之意義說，整理於表 1 至表 4。

表 1 S&P's 等債信評等機構之中長期債券等級符號系統

最高之評等，表示受評對象具有極佳的償債能力，而且此一能力不太可能因可預見的不利事件而受損。與 AAA 等級債券只有小部分差異，表示受評對象具有良好的償債能力，可預見的不利事件不致產生重大的不利影響。a 受評公司可能因經濟狀況及經營環境變遷而有負面影響，惟其償債能力仍佳。受評公司之償債能力尚佳，惟受經濟狀況及經營環境變遷影響，可能削弱償債能力，是投資級債券中信用強度最低者。自本級以下列屬投機級。如遇重大而持續的不確定狀況，可能危及公司的償債能力，但預料可以獲得必要的財務支援。目前尚具償債能力，然一旦財務、業務或是經濟狀況逆轉，都可能損及其償債的能力或意願。目前已快到償債違約邊緣，尚能按時履約主要是靠市場需求在支撐。已極度逼近償債違約邊緣。指未能支付利息的收益債券(Income Bonds)，或是雖然尚未正式宣布違約，但已有若干債務或是其他類似的糾紛發生了。已有償債違約情事發生。b

註：a. AA 至 CCC 各級均可再以「+」、「-」號細分，以顯示主要評級內的相對高低。 b. Fitch IBCA 尚有 DDD、DD、D 之別，差別在於違約後能回收債權的比率。Duff & Phelps 則為 DD。

資料來源：郭敏華，民 89，引自 S&P's 公司資料。

表 2 Moody's 等級符號系統

此等級債券為品質最佳的債券，投資風險很低，一般被視為優良債券。其債券利息受發行公司特別穩定的營業盈餘保障，債券本金亦受保障。雖各種不同保障因素可能會改變，但是傷害債券基本地位的可能性極低。此等級債券為高品質的債券，與 Aaa 等級同被視為最高級債券。因為營業盈餘不若 Aaa 等級債券，或保障因素變動可能性較大，或其他因素顯示長期風險偏高，致 Aa 債券評等略遜於 Aaa 等級債券。此等級債券償付債券本金及利息的保障因素尚屬適當，惟未來可能發生變化，屬中上等級。此等級債券為中級債券，償付債券本金及利息的保障因素尚屬適當。但就長期而言較確定的保障因素並不可靠，本質上具有投機性。此等級債券具有投機性，償付債券本金及利息的保障因素尚屬適當，惟未來不論時機好壞與否，均未具完全的保障性。此等級債券為缺乏適合投資特性的債券。本息償付與其他契約條款能夠依約履行之保障很小。此等級債券屬評等差的債券，可能有債券契約無法履行，或債券本息無法償還之危險性。此等級債券為具高度投機性的債券，常有債券契約條款未獲履行，或是其他顯著缺點。此等級債券為最低等級的債券，其投資地位展望極差。

註：Aa 至 Caa 各級均可再以「1」、「2」、「3」細分，以顯示同一等級內的相對高低。

資料來源：郭敏華，民 89，引自 Moody's 公司資料。

表 3 中華信用評等公司之中長期債信等級符號系統

表示受評者相較於其他本國債務人，有極佳的履行財務承諾能力。與 twAAA 者僅在程度中有些微不同，相較於其他本國債務人，有相當強的履行財務承諾能力。受評公司較評等等級較高者，更易受環境及經濟條件變動之不利效果所影響。相較於其他本國債務人，仍有強的履行財務承諾能力。相較於其他本國債務人，仍具有適當的保障性。但較可能因不利的經濟條件或環境變動，而減弱其對財務承諾的履行能力。相較於其他本國債務人，其保障性較弱。由於存在著重要的長期性不確定因素，或暴露於不利的企業、財務、或經濟條件下，受評企業對其財務承諾的履行能力稍嫌脆弱。相較於其他本國債務人，其保障性薄弱。目前有履行財務承諾之能力，但不利的企業、財務、或經濟條件下，將可能損害其履行財務承諾的能力或意願。目前甚為脆弱，履行財務承諾的能力

需視當時的金融及經濟環境是否良好而定。資料來源：整理自：中華信用評等公司，信用評等的角色與功能，p.7-8。說明：1. 由 twAAA 到 twB 間之評等，可以附加「+」「-」代表同級間債信之強弱不同。2. twD 僅適用於債務信用評等，當公司已登記破產或無法清償債務時，無論債務人是否接受評等，其發行人評等會被撤掉。

表 4 S&P's 債信評等機構之短期評等等級符號 短期清償能力強。短期清償能力佳。短期清償能力尚稱適當。具投機性格。受評對象目前仍有償債能力，但存有不確定因素，可能損及其清償能力。受評對象無法保證債務之清償，其償債能力須視業務、財務、經濟狀況是否有利而定。已有違約情事發生。

註：Fitch IBCA 的符號系統定義與表中類似，但字母略有不同：F1、F2、F3、B、C、D。Duff & Phelps 則分為高級(High，包括 D-1+、D-1、D-1-)、良級(Good，D-2)、滿意級 (Satisfactory，D-3)、非投資級(Non-Investment，D-4)，與違約級(Default，D-5)

資料來源：同表 1。

表 5 Moody's 債信評等公司之短期評等等級符號 短期清償能力強。短期清償能力佳。短期清償能力尚可接受 其他

資料來源：同表 2。

表 6 中華信用評等公司之短期債信等級符號系統 相較於其他本國債務人，有強的履行財務承諾能力。與 twA-1 者僅在程度中有些微不同，較易受到環境及經濟條件變動之不利效果所影響。但相較於其他本國債務人，其履行財務承諾之能力仍令人十分滿意。相較於其他本國債務人，仍具有適當的保障性。但較易受到環境及經濟條件變動之不利效果所影響。相較於其他本國債務人，其如期履行財務承諾的能力，將顯著地受到不利的企業、金融或經濟條件所影響。其償債能力令人質疑。

資料來源：表 3，p.8-9。由以上各表，爲了幫助投資人對於債信評等的意涵能夠一目了然，評等機構之用心清楚可見。而細心推敲各個等級所代表的具體意義，可具體瞭解到：等級與等級之間透露著公司債信品質的高低有別。至於甚麼叫做債信品質？要如何做具體而清楚的定義？值得進一步解析，畢竟，欲將大量而複雜的資訊壓縮成一個符號，對於未具相關專業知識的投資人來說，難免產生各種迷思有待釐清。就當前習見的債信評等制度來說，由一套簡明的等級系統將抽象而複雜的債信品質呈現出來，在符號背後所代表的「債信品質」應如何定義，至少有三種不同的主張：

1. 受評對象的違約機率

AA、BBB 等符號所代表的，乃是受評對象本身的違約機率(信用強度、財務強度)。也就是說，A 級與 BBB 級的差別，就在於二者的違約機率，屬 A 級者發生財務危機的機率小於 BBB 級，因此等級符號就表示受評對象本身的違約機率。在現有的實證研究中，許多皆採取此一定義，如 Altman (1968, 1976)、West, (1970) 與 Pogue & Soldofsky (1969) 等。

2. 投資人最後遭受損失的程度

很多公司雖然本身的違約機率不低，但預料來自第三者介入奧援的機會甚大，當債券發行公司發生財務困難時，投資人並不會受到太劇烈的傷害，甚至本利均能全數取回。既然投資人可以得到一定程度的保障，即使此一保障不是來自舉債公司本身，而是來自某一個外來力量，其所享有的債信等級自然應該較諸沒有其他奧援時的等級來得高。簡言之，等級符號所代表的意義不應僅限於債券發行公司的債信強度，而應能代表投資人所獲得的保障，因為這才是投資人最關切的核心問題(如 Horiggan, 1966; Pinches & Mingo, 1973, 1975; Belkaoui, 1980 等等)。

3. 債信變動風險(transition risk)

任何一個受評對象所應被賦予的債信等級，不能只評估當下的違約機率或投資人可能遭受損失的嚴重性，還要評估債信變動風險，也就是受評對象因某種可合理預期的危機事件以致債信發生變化的機率。此一變動風險較高者，意味著投資人所能預期的保障並不穩定。有些機構或產業因特性使然，債信變動風險特別高，包括銀行、證券公司，甚至國家等。其中金融業的變動風險相較於其他產業來得高，主要原因與上述第二點有關，也就是金融業的債信等級背後，對於在必要時會有外力介入支援具有強烈的預期，而一旦所謂的外力因立場或是財力發生變化時，受評對象的債信品質可能立時下降。換言之，有些廠商或產業的債信受到外在非可控制因素的影響較大，有些較小，因而第三種看法認為，債信等級除了考量到上述二種因素外，還必須將此一因素納入評估。也就是說，評等公司在決定評等等級時，必須回顧該受評企業與產業的各項資料，以了解該企業／產業的波動程度，而將變動風險列入考慮，以免過於頻繁地調整評等等級，以致降低提供給投資人的參考價值。上列三種主張雖有層次上的差異，但彼此並非互斥，就實務上信用評等機構的評估因素來說，已將三者均涵蓋其中，因此投資人在解讀評等符號時須瞭解，一個評等符號，代表的是一個綜合性指標，除了受評對象本身的違約機率外，亦包括其他必要時的奧援強度，以及債信本身的穩定度。

二、不同性質債券不同定義

除了債信等級符號背後的實質涵義之外，還有一項有趣的議題：不同性質的債券，其債信等級能否置放於同一個構面直接比較？通常在同一個同質的市場區隔中，相同的評等可以代表相同的意涵，包括整體信用品質，也包括構成信用品質的各個主要面向，因為在同一個同質市場中，一旦違約時的損傷預期程度，或是信用品質的上下波動程度都差不多。但是在不同區隔相互間，就沒有這麼簡單了。以美國來說，其債券市場習慣上有幾個不同的區隔，包括公司債、民營公用事業、地方政府公債，與結構性融資工具（structured finance）等。這些債券彼此間有很多相異之處，包括流動性、價格波動性、付息時間等，而最主要的相異點仍在於違約率和損失率的不同，即使同樣列屬一個等級（如 BBB），不同性質的債券，所呈現出來的違約紀錄和損失程度可能毫無交集，各呈不同型態。甚至同類債券中，投資級與投機級間也可能視為不同區隔，使其符號意涵發生質變。此一現象並非人為設計的結果，而是迎合市場的自然發展，是具有歷史背景的。美國投資級的公司債向來都握在機構投資人手中，而機構投資人對於違約風險最是忌諱，很難容忍自己所投資的標的居然發生違約情事，即使最後並未造成重大的實質損失。在此顧客特性需求下，債信評等機構即自然而然地對此類債券特別加重違約機率的權重；至於投機級債券，在金融管理下，無法得到機構投資人的青睞，故較強調預期損失，而不是違約機率。再以地方政府公債來說，照理說，公債的平均違約率和損失率遠較公司債來得低，如果放在同一個天平上比較的話，公債所能取得的平均等級應高於公司債才對，但是在 1986 年美國稅制改革之前，地方公債的投資人，很多都是看中其利息免稅優惠的個別投資人，無法像基金經理人一樣擁有高度分散的投資組合，因此所關心的議題自然與基金經理人大異其趣，他們並不在乎公司債的債信如何，對他們來說，重要的不是公債相較於公司債的債信等級如何，而是在所有可選擇的地方政府公債中，孰優孰劣，而評等機構為了迎合投資人的需求，即對這些公債做出較精細的等級區分，以致公債和公司債的債信等級各成一個近乎獨立的體系，不能直接相互比較。同樣的，公用事業享有公權力的安全網保護，違約機率原本就不高，更重要的是，即使發生違約也多能得到政府的支持，投資人不太可能遭受太大的損失，甚至可以本利完全收回。因此對於這一類的債券，各公司的期望損失都差不多，不具太大的參考價值，投資人所期望看到的債信評等，應對受評對象本身的財務強度多所注意與著墨，而不是損失率的高低。由以上的說明即可瞭解，在任何一個債券類別中，債信評等符號所代表的是一個順序觀念，AAA 的債信品質定然高過 A，A 的債信品質定然高過 B，但是不同類別的債券，其評等意涵各有偏重，無法將表面上所屬的等級符號直接拿來做為債信品質比較的依據。

三、對定義整合的需要

隨著自由化與科技化的發展，原本為了迎合不同區隔之需要而建立的債信評等制度，現在反而出現了整合的需要。此一趨勢的呈現，主要是來自幾項變化：

1. 市場變化

(1)投資人相互流動 原本涇渭分明的債券區隔，已經越來越難予以截然列分了，原來各有所屬的投資人，已 相互流動。在 1986 年美國稅制改革以後，美國地方公債市場經歷了重大變革，基金經理 人已一躍成爲地方公債的主要投資人，使得過去公債和公司債之間壁壘分明的界限之一， 逐漸消退。

(2)債券特性越來越多元 金融創新與財務工程在證券設計上的應用增長迅速，不但一般的權益證券或是公司債證 券的商品設計越來越多元精細，連自始即予人保守、一成不變的公債，也已開始引入各 種衍生商品的設計，變得活潑多樣起來。換言之，原本在商品特質上形成公債與公司債 間的藩籬，亦漸形模糊。

(3)特權漸弱 在自由化科技化的時代趨勢下，能享有公權力保護的特權越來越少，原來因享有特殊公 權力保護，以致自成一個債券區隔的產業，其外力介入奧援的色彩，在某種程度內也慢 慢褪去。

2. 現代化投資組合技術的進步

現代化投資組合管理技術日受重視，各種金融工具都必須以一致的數量化資料做爲分析 決策之投入，也就順勢形成一項強烈的需求。投資人只能（或只有能力）投資於某種特 定債券的狀況已成歷史，越來越多的投資人投入各種不同債券或相關的共同基金，形成 各種適合其獨特風險偏好的投資組合，以致不同種類間的債信等級無法再繼續停留在各 說各話、各自表述自我定義的舊制中，勢須加以整合，使債信等級具有共同的涵義，成 爲真正相通的語言。

3. 金融市場管理

在金融市場的監理中，已有越來越多的管理措施將債信評等應用進來（請詳郭敏華(b)， 民 88）。在此情況下，如果同一個等級等號，卻在不同類別具有不同定義的話，不但無 法減輕金融監理單位的負擔，反而治絲益棼，令人無所適從。

四、結 論

基於以上幾種發展態勢，債信評等機構在決定債信等級時，已越來越重視期望損失。事 實上，Moody's 自 1980 年代早期即已朝此一方向進行，但是基於投資人對違約事件的重 視（不論其是否嚴重），對於某些債券（特別是投資級），仍會對其違約機率及債信變動 風險給予較高的權重，而不會立即轉換爲純粹計算期望損失下意指的等級。但可以預見 的是，債信等級符號意涵聚合於期望損失，使不同種類的債券能以共同的實質語言直接 比較，對於投資人的參考價值將更爲直接而且清楚，對於主管機構進行金檢管理之依據 與運作也更有效率，是一

個值得努力的方向。最後，承續前面的討論，有兩點值得特別強調，一是債券評等的等級並非代表一個單一的期望損失率，而是代表一組因到期時間而異的期望損失率。根據歷史經驗，債券的損失率隨著到期日的拉長而升高，也就是說同屬 BB 級（或者其他任何等級）的債券，20 年期者的平均損失率定然較 5 年期者要來得高，但是債信評等機構在評估債券品質時，一般並不會將到期日列入考慮，以免每一支債券的等級要時時隨著到期日的縮短而修改，不但修不勝修，更糟的是反而令人不知如何解讀：當債券等級修正時，純粹是因為到期日縮短了？抑或受評債券的債信品質發生變化了？因此，我們在市場上所看到的每一個債信評等等級並不是代表一個單一的期望損失率，而是代表一組因時間而異的期望損失率。

第二點則是關於總體經濟景氣與債信評等的關係。一般來說，總體經濟狀況的變化，當然會影響債券發行人的債信品質，但是少有人能在事前準確預測到未來總體經濟的情勢，也少有人能精確描述外在環境變化對個別債信品質的影響程度如何。主要是因為外在環境變化對個別債券發行人的影響，將因受評公司所採取的因應措施而有所不同。回顧歷史，有許許多多的公司在歷經了景氣變化洗禮後反而更見精實強壯，因為原本競爭激烈的產業環境，卻因眾多體質較差的企業經不起環境變化而退出市場，反而得到喘息生養的空間。因此，當外在環境發生逆轉時，債信評等機構不太可能立即隨之大規模調整所有的債信等級。畢竟，一個隨時變動不居的評等系統，對投資人所需要的參考資訊來說，是正是負，恐怕並不樂觀，若因之而失卻了債信評等制度的參考價值或是評等機構的公信力，就得不償失了。

債信評等制度是債券市場的基礎，唯有發達的債信評等制度才可能建造一個蓬勃發展的債券市場。我國起步雖晚，但已有一個好的開始，只要能持續此一政策，並將此一觀念迅速推廣，當可使我國資本市場中的債券市場迎頭趕上，與權益市場同為企業籌資的重要管道。

參考文獻

郭敏華，民 89，「債信評等」，智勝文化事業公司。

郭敏華(a)，民 88，債信等級之決定因素(上)、(下)，證券暨期貨管理雜誌，第 17 卷，第 11 期及第 12 期，1-16。

郭敏華(b)，民 88，債信評等程序暨其在金融監理上之應用，存款保險資訊季刊，第十三卷，第一期，九月，55-76 頁。

Altman, Edward, & S. Katz, 1976, Statistical bond rating classification using financial and accounting data, in M. Schiff & G. Sorter eds.

Proceedings of the Conference on Topical Research in Accounting, New York, New York University, 205-239.

Altman, Edward, 1968, Financial Ratios, Discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy, *The Journal of Finance*, Vol. 23, No. 4, September, 589-609.

Belkaoui, Ahmed, 1980, Industrial bond ratings : A new look, *Financial Management*, Vol. 9, No. 3, 44-51.

Horrigan, J. O., 1966, The determinants of long term credit standing with financial ratios, empirical research in accounting: Selected studies, *Supplement to Journal of Accounting Research*, 44-62.

Pinches, G. E. & K. A. Mingo, 1973, A multivariate analysis of industrial bond ratings, *Journal of Finance*, March, 1-18.

Pinches, G. E. & K. A. Mingo, 1975, The role of subordination and industrial bond ratings, *Journal of Finance*, March, 201-206.

Pogue, T. F. & R. M. Soldofsky, 1969, What's in a bond rating? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June, 201-228.

West, R. R., 1970, An alternative approach to predicting corporate bond ratings, *Journal of Accounting Research*, Spring, 118-127.