

不動證券化專題研究第十三次上課記錄

時間：2003/12/26 (五) 16:10 到 19:00

授課：張金鶚教授

地點：綜合院館南棟 270726 教室

出席：張金鶚、廖仲仁、章定煊、周美伶、曾偉豪、江穎慧、陳祥銘、陳憶茹、林育聖、詹任偉、洪式韻、朱芳妮、彭芳琪、曾建穎、黃佳鈴、李泓見

記錄：曾建穎

信用評等簡介

報告者：廖仲仁 周美伶 江穎慧

第一部分 廖仲仁

“ The United States can destroy you by dropping bomb, and rating agencies can destroy you by downgrading your bonds “.....Thomas L. Friedman, 1999

“ Rating agencies have the power to destabilize whole national economies, municipal government, major corporations. “.....Saskia Sassen, 1999

→這兩段話旨在說明信評的影響力及其重要性。

一、 信用評等之產生與理論基礎

(一) 信用風險：交易對象不能或不願履行契約約定之條款而導致損失的可能性

(二) 信用評等：

1. 各種企業或資產所負各種債務能否如期還本付息的能力和可信任程度之綜合評估，例如銀行借款、債券、應付票據等。
2. 包括債務償還能力（現金流量產生與變現能力）與債務償還意願兩方面（債務人信用紀錄、想法與意願）。
3. 主動評等（委託評等）與被動評等（應投資者要求）。有時是為迫使有關業主委託其評等而故意行使的（主動評等）。
4. 長期評等（公司債、地方政府債，國債一般即 AAA，不用評等）與短期評等（一年期短票）（ex：PrimeA）。REITs 屬於長期評等。
5. 符號：長期分為 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C、D 等十個等級，對應不同的違約率，例如 S&P 的 AAA 約 0.03%，BBB 約 3%；短期一般分為四級或六級。
6. 評等對象：特定債務評等（公司債、可轉換債券）與整體債務評等（企業評等或機構評等）。整體債務評等不能超過國家評等，如國家是 AA，則其整體債務評等不能超過 AA。

7. 不考慮國家因素時，叫做財務實力評等或個別與支持評等。
8. 考慮之風險：產業、法律與政策、自然、市場、管理與營運、財務與金融風險等。
9. 評等政策：每一家信評公司有特殊之評等政策，即重大問題的處理意見與原則。例如 Fitch 對受託機構的風險評等不注重，但 Moody's 便很重視。

(三) 理論基礎

1. 訊息非對稱理論：最早是由 Mr. Moody 看到美國當時各鐵路公司發行的債券存在嚴格的訊息不對稱性，為了向投資人提供更充分訊息才開始設計與展開債券評等活動。
2. 交易成本理論：交易雙方為相互了解對方的信用狀況，而委託可信的第三者提供信用調查服務，如果委託調查成本比自行調查成本要低，服務需求便發生。
3. 賽局論：不完全信息動態賽局分離均衡之手段。企業透過信評結果，可以顯示出自己的價值，從而將信用差的企業分離出去。多期賽局使企業重視跨期報酬最大。不過如果是所謂的一家公司，便不會重視跨期報酬。

(四) 功能

1. 擴大投資市場——本來不會購買股票的，因為有經過信用評等，所以增加其購買意願。
2. 增加融資服務——這是由受託人角度來看。
3. 金融監理之依據——政府利用信用評等的結果，來做為金融機構管理的依據。

二、 國際信用評等行業之發展

(一) 初始階段 (1840-1920)

信評機構的前身是商業信用機構，1837 年美國金融風暴後，1841 年 Tappan 在紐約成立第一家商人信評機構 (Mercantile Credit Agency)，協助商人找到好的顧客與商業夥伴。

1800 年至 1850 年，美國開始盛行發行國債、州債與鐵路債，創造了債券投資者對債券統計訊息與統計分析的需求。

1849 年律師 Bradstreet 建立了 Bradstreet 信評機構，並將信用資料編輯成冊，1859 年 Dun 成為紐約商業信用評估公司 (Dun&Co.) 總裁，並出版第一本信用評等指南。

1909 年 Moody's 出版各家鐵路公司債券的刊物供投資者參考，開創了以簡單符號 (A、AA、AAA……) 來分辨 250 家公司發行的 90 種債券。1913 年 Moody's 將事業擴展到公用事業與工業債券，並首次進入證券市場。同年 Fitch 成立。

(二) 發展階段 (20 年代-70 年代)

1916 年 Poor's Publishing 成立，1922 年 Standard Statistics 公司

成立，受經濟大蕭條影響，兩家公司於 1941 年合併。1933 年 Duff&Phelps 成立。1933 年 Dun&Co. 與 Bradstreet 合併成立 Dun&Bradstreet。

(三) 普及階段 (1970 年至今)

1962 年 Dun&Bradstreet 併購 Moody' s，成為母公司，仍是稱 Moody' s。1966 年 S&P' s 被 McGraw-Hill 收購。1972 年加拿大債券信評公司 (CBRS) 成立，1974 年 Thomson Bank Watch 成立，1975 年日本債券評等公司 (JBRI)、MCM 成立，1978 年 IBCA 成立，世界各國紛紛成立信評公司。1991 年 MCM 被 Duff&Phelps 收購，1997 年 Fitch 與 IBCA 合併成 Fitch IBCA，2000 年 Fitch IBCA 與 Duff&Phelps 又合併成 Fitch，並收購 Thomson Bank Watch。

(四) 美國推動經驗 (由政府的角度來看)

1. 信評機構被視為投資顧問，由 SEC 監管。
2. 1931 年美國要求銀行對 BBB 以下債券採取 mark to market。即對評等較差的債券「盯市」，密切注意其價格的波動變化。
3. 1936 年 Fed 與貨幣監理局 (OCC) 與 FDIC 禁止銀行購買投機級 (BB(含) 以下) 證券。
4. 1975 年聯邦證券法促使 SEC 在證券監管中採用信用評等機制，運用取得 NRSRO 資格信評機構的評等來決定上市公司的淨資本要求。NRSRO 為評估信評機構是否符合標準的機構。
5. 1988 年放鬆 AA 級以上抵押擔保貸款證券的保險要求。
6. 1989 年禁止儲貸機構投資 BBB 級以下之投機債券，勞工部放寬養老基金投資 A 級以上資產證券化債券。
7. 1991 年 SEC 修改投資公司法，限制貨幣市場基金持有等級較低的債務工具。
8. 1992 年 SEC 規定，BBB 級以上資產證券化發行人作為共同基金豁免登記。
9. 2001 年新巴塞爾資本協議，提出最低資本要求、監督檢查、市場紀律等新架構，並對信用風險、市場風險與營運風險提出明確的最低資本要求，將使得評等的應用更為廣泛。

三、 主要信評機構簡介

(一) S&P's (<http://www.sandp.com>)

1860 Henry Varnum Poor 建立了金融訊息產業，為歐洲提供美國新開發設施的金融訊息，並出版了美國的鐵路與運河史一書
1906 年 Standard Statistics 局成立
1916 年 Standard Statistics 開始為公司債提供債信評等
1940 年實施市政債券評等
1941 年 Standard Statistics 與 Poor's Publishing Company 合併
1966 年 McGraw-Hill Companies 收購了 S&P's (McGraw-Hill 成立於 1888 年，S&P's 現為其分支機構)
1971 年開啟保險公司償還能力評等、金融擔保評等
1975 年開啟抵押貸款債券評等
1983 年開啟共同基金評等
1985 年開啟資產基礎證券評等
目前有 5000 位以上員工，金融中心 (ex: 中華信評) 遍及 20 個國家，服務國家超過 50 個

(二) Moody's (<http://www.moody.com/cust/default.asp>)

John Moody (1868 - 1958) 於 1900 年成立 Moody's 並出版 Moody Manual，專門提供各產業資訊與統計，但於 1907 年面臨經濟大蕭條，而被迫賣掉。

1909 年 John Moody 回到金融市場，並提出新的想法，亦即不再只是提供產業簡單蒐集的訊息，而是提供投資人證券價值的分析，並提供書面的評等符號以及從 1800 世紀末信用報告公司所採用的信用評等體系，成為第一家提供上市公司證券評等服務的公司。

1913 年開始公佈更多產業公司的評價資訊，Moody's Rating 也成為債券市場的代理商。1914 年合併了 Moody's Investor Service，同年擴展美國地方政府發行的債券，1924 年幾乎掌握了美國全部的債券市場評等。1970 年代，開始對發行者與投資者收費。

(三) Fitch (<http://www.fitchratings.com/>)

1913年由 John Knowles Fitch 於紐約成立 Fitch Publishing Company，專門提供消費者有關紐約證交所的金融統計。並因為出版 Fitch Bond Book 與 Fitch Stock and Bond Manual，而成為領導廠商之一。

1924年，Fitch 引進 AAA 到 D 的評等等級方式，而成為固定收益投資決策的主要信評公司。並於 1975 年列為國家統計評等機構組織（nationally recognized statistical rating organization，NRSRO）的三大信評機構之一。

1990年 Fitch 積極發展結構式金融的領域。1997年 Fitch 合併了倫敦的 IBCA 有限公司，並易主給 Fimalac S.A. 控股公司，而展開其全球業務。2000年四月 Fitch 收購了芝加哥的 Duff & Phelps 信評公司與 Thomson BankWatch，使得 Fitch 更新增許多評等業務。

四、 信用評等程序與方法

程序	步驟
前期準備	<ul style="list-style-type: none"> ● 與被評等對象接觸、簽訂『評等協議書』 ● 評等小組向被評等對象發出『評等資料清單』，進行前期研究 ● 被評等對象按清單準備資料
現場調查	<ul style="list-style-type: none"> ● 核對清單上所需之資料 ● 評等小組與被評等對象主要部門溝通 ● 評等小組與被評等對象主管溝通 ● 評等小組考察個案現場
分析評等	<ul style="list-style-type: none"> ● 數據分析 ● 提出評等分析報告 ● 初步確定等級，提出分析報告摘要
決定評等等級	<ul style="list-style-type: none"> ● 評等小組向評等委員會報告 ● 評等委員會討論並決定等級
公佈	<ul style="list-style-type: none"> ● 向被評等對象發出『評等等級通知書』、『評等等級公告書』、『評等分析報告』 ● 七日內未提出異議，即結束評等工作。否則可提出一次複評要求，並提供補充資料，給予複評結果。 ● 評等小組徵求保密要求，否則將登在網站或其他媒體上 ● 如選擇自行公佈評等結果，需按照評等協議中之相關規定與格式公佈
追蹤評等	<ul style="list-style-type: none"> ● 評等公司指定分析師保持聯繫，被評等對象按評等協議定期提供資料 ● 根據所得訊息以及監理部門之要求，不斷追蹤信用變動狀況，如信用狀況變化超出一定範圍，則提出公告

初評階段評等公司是站在輔導的立場，類似顧問的性質，會詢問被評等對象希望自己的等級是多少，並告知被評等對象需改進的地方，儘量使被評等對

象能達到其預期的等級。

追蹤評等這部分在不動產證券化條例中並未提到。

有些評等機構對某些企業會主動的追蹤評等，企業無提供資料的義務。

第二部分 周美伶

Rubin, M. S. and Nicholas J. Levidy (2000), "CMBS: Moody's Approach to Rating U.S. Conduit," Moody's Special Report.

CMBS rating methodology

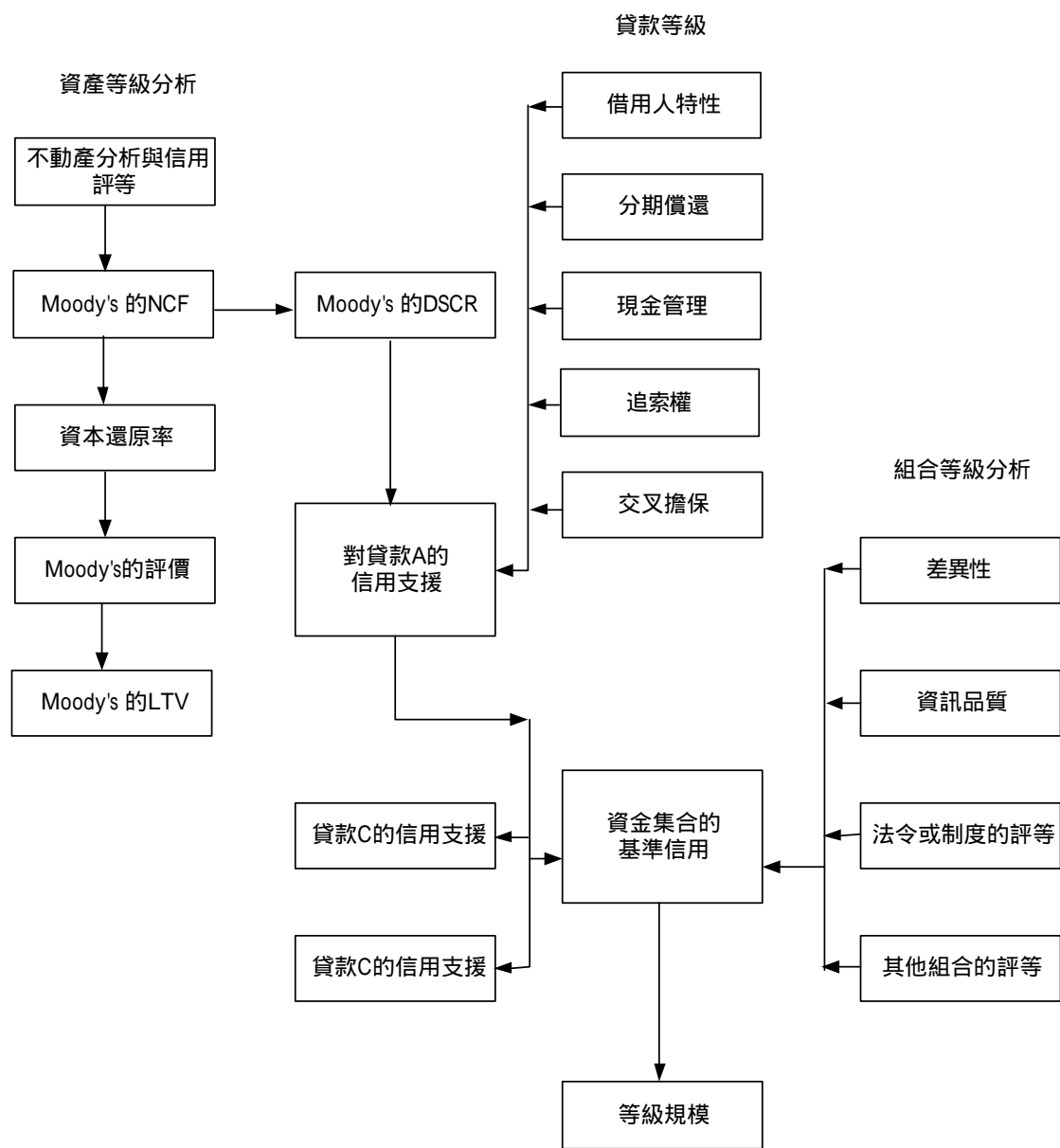
此部分主要在介紹 Moody's 對 CMBS (Commercial mortgage-backed securities) 的評價方式。Moody's 對 CMBS 的評價主要針對兩個部分，一個是不動產本身，另一個是 CMBS 的融資狀況。

評價的等級會受到未來可能發生損失的頻率、嚴重性與時點的影響。過去常透過歷史性資料來分析損失可能發生的頻率與嚴重性，但是對於異質性較高的商業性不動產貸款來說，可能會有資料適用上的疑慮。因此，Moody's 改透過估計每個資產在法令與制度的影響下，損失可能發生的頻率與嚴重性來衡量信用風險。例如在不可回贖的情況下，貸款違約的機率與 DSCR (debt-service coverage ratio) 與 LTV (loan-to-value ratio) 有關，而透過 NCF (net-cash flow) 與 NOI (net operating income) 可以得到更確實的 DSCR 與 LTV。

分析貸款的信用風險的第一個步驟是現金流量分析。審核近三年的財務資料，並期望現金流量維持長期穩定的狀況。而資本利率、貸款利率均會影響不同類型不動產之現金流量平穩程度。例如票面利率 9.25% 下 DSCR1.3 的貸款，會比票面利率 7% 下 DSCR1.3 的貸款為佳。若證券化資金組合中包含較多的季節性或短期分期償還的貸款，將使得信用風險提高。

Property level analysis

圖一為 Moody's 對固定利率共有資金的評價過程。在資產等級分析 (property level analysis) 部分，首先，要先瞭解不動產的循環，也就是分析整體市場與次市場的供需狀態。Moody's 建立 Red-Yellow-Green 的診斷指標，去判斷市場狀態。紅色表示供需嚴重失調，且租金無法維持在一定水準，綠色表示市場供需平衡且租金維持一定水準。另一個衡量不動產循環與現金流量穩定性的指標是重置成本，當資產價值大於重置成本，租金將使得資產價值無法維持在一定水準。



圖一 Moody's 對固定利率共有資金的評價過程

如何導出穩定的NCF (net-cash flow) 可以由收益、支出兩個層面來看。收益部分包括基本的租金、使用（占有）、恢復費用、其他所得，支出部分包括財產管理費、稅與保險、租賃佣金、承租人改善（TI）、資本支出與重置儲備、營業支出比率。

（一）收益部分

- 1.基本租金：當租金高於市場水準時，表示該租金不穩定，在契約終止後，將回歸到市場租金水準。而租金同時會影響重置成本，即市場租金上漲將帶動土地價值上漲。

- 2.使用（占有）：當過去的使用狀態改變快速的話，Moody's 將調整最近的占有狀態，即當承租人無法在契約到期前更改租約的情況下之市場使用水準。
- 3.恢復費用：當分析所得項目時，Moody's 將所有使用的成本歸至承租人身上，而 Moody's 也會依據過往費用支出情況，來估計目前的恢復費用。
- 4.其他所得：Moody's 將其他所得列入，以確保所有的所得均被列入線性的循環中。

（二）支出部分

- 1.財產管理費：提升可在不減少現金流量的情況下，找到再籌款之財產管理者的可能性。
- 2.稅賦與保險：部分不動產可以獲得短暫稅賦上的減免，這對現金流量的穩定性幫助不大，最好是長期性的優惠。
- 3.租賃佣金：利用歷史資料與市場規則來判斷更新租約或新定租約的頻率或機率。租賃佣金的計算，為新租約的佣金需乘上沒有更新租約的比例，加上更新租約的佣金成更新租約的比例。這數量還要乘上潛在可能所得減去實際空房。
- 4.承租人改善（tenant improvement, TI）：Moody's 由過去資料與市場規則，來估計新租約及更新租約所需支出的承租人改善費用。
- 5.資本支出 / 重置儲備金：每年的資本支出會隨著通貨膨脹而調整，併計入近五年貸款到期的部分，而以發新債方式來還舊貸款。而重置儲備金部分，Moody's 會依據儲備政策較預期的佳或劣來調整。
- 6.營業支出比率：營業支出比例用來估計所得成長的有效比率，是用來衡量現金流量變動與財產風險相當重要的變數，也可用來確認適當的收益水準。

資本還原率 (capitalization rate) 的採用 為得到穩定的現金流量，Moody's 以資本還原率來推出资產的價值。工廠的資本還原率最小，飯店因為有較高的資金與管理費用，所以資本還原率最大。而照護中心（看護中心）因為有大幅度變動的現金，因此，需要密切監督。

Moody's 的 NCF、評價所扮演的角色 Moody's 使用 NCF 去推估每個貸款的 DSCR 與 LTV，而 DSCR 是 Moody's 用來評估失敗頻率的重要指標，當 DSCR 小於 1.00，通常失敗頻率接近百分之百，越需要提高信用支援，若 DSCR 大於 1.00，則失敗率較低。LTV 則在貸款後依據資產價值與貸款金額所推估得來，可顯示損失發生的潛在衝擊。 $DSCR = \text{營運淨收入(NOI)} / \text{每年應償還貸款本利和}$ (即債務 Debt Service DS)。

持續貸款與再借款之風險 商用不動產會因為貸款到期而有激增的資金需求，而這需求通常透過再借款的方式處理，若是無法獲得再借款的機會，則 CMBS

將失敗。actual DSCR(本金加利息)是衡量在貸款期間失敗的風險，stressed DSCR(利用長期利率計算)是衡量到期失敗的風險。

Loan-level analysis

商業抵押貸款的可能損失是 actual DSCR、stressed DSCR 與貸款的 LTV 之函數。Moody's 用來衡量可能損失的方式，包括 stressed DSCR、形成資本還原率品質的等級與資產型態。依據不同類型之資產，現金流量的穩定性與主要資產型態的資產價值的排序，由優到為劣分別為複合式住宅、主力店(anchored retail)、工廠、非主要零售、辦公室與旅館。以下為 Moody's 在評估貸款等級時考量之因素：

交叉抵押(交叉擔保) 交叉擔保對提升信用評等有利。由多個資產組成封閉性的聯合資產集合(pool)，由某一個有超額現金流量之資產，去增強另一個資產的現金流量中的還款能力。為評估「crossing」所帶來的利益，Moody's 重新定義了資產的區位。拿出來貸款之資產通常座落在相同區域，因此，在相同經濟條件與不動產基礎下，區位所帶來的交叉擔保效果有限。

浮動利率貸款 浮動利率貸款有較高的信用風險，需計入利率可能上升成本增加與利率變動大可能失敗的風險。

借款人相關考量 過去借款人資料可用來預測未來或現在借款人可能面臨之情況。Moody's 評估部分主要包括發行人品質、對信用增強處理方式之等級。

資本支出的陷阱、提升出租率、租賃佣金 這三者會影響現金流量的穩定性，商業部動產常常面臨失敗的壓力與風險，因此需要一定轉換的現金準備。

Legal and structural characteristics

交易等級的發給 CMBS 有破產隔離措施，以降低資產出售者破產的風險，而擁有破產隔離之投資標的有較高的信用評等。要達到破產隔離需符合幾個要件：

1. 特殊目的發行體與創始機構間具有獨立性

創設之發行主體必須是獨立機構，避免創始機構萬一發生倒閉情況，也不會影響發行體之獨立營運。依據美國實務，法院對於判斷母公司與特殊目的公司使否具有「同一實體」之判斷標準為：第一，創始機構是否將該特殊目的機構建置唯一獨立主體，即是否為獨立營業個體？第二，創始機構與特殊目的機構間關係是否相當複雜，即有無交互保證、承擔債務之情事？

2. 資產移轉必須是真實買賣(true sale)

真實買賣為能否達到破產隔離的重要關鍵之一，委託人需將資產所有權無保留的移轉給發行體，萬一創始機構破產，創始機構之破產管理人或債權人對該資產進行追索時，使得對抗之。但即使資產被視為破產集團的一部份，仍可透過留置權的方式，限制債權人強制執行的權利。

又若創始機構對原債務之債務不履行或資產價值減少，約定負有責任，例如有買回約定，或負責開立利差提存帳戶（將原債權之現金流量）等，將會影響對真實買賣之認定。

美國財務準則公報認為真實買賣需具備三個要件：一為資產必須隔離。二為資產之受讓人為 QSPE (qualifying special purpose entity)，即資產受讓人在法律上，具有獨立地位的主體，可以自己名義持有資產、發行證券、收取及分配資產之收益。三為資產出讓人對資產應出讓控制權，不得實質控制，即資產出讓人不得以資產買回權之約定，對資產維持實質控制。

服務的品質 大部分 CMBS 的貸款內容包括兩個部分，一為定期性貸款，另一為運用財務槓桿的特殊借款，多為短期性借款，可能增加信用風險。

流動性 CMBS 擁有部分流通性的目的在於，可以應付短期或突發的現金需求並保護抵押品。若交易標的沒有任何流通性，則需要尋求流通機構 (liquidity facility) 額外的信用保證。

降低等級 稍微低估資產價值，使得 LTV 較為保守，以降低風險。

分散 大部分 CMBS 僅有單一、獨立支付機構，應尋找多家擔保機構，有助於降低資產集合差異所帶來的衝擊，也可較快得到較佳品質貸款的再次籌款。

尾期 一般可能危及債券表現發生的不在於貸款到期與否，而是在於借款人協商是否順利，以及可否獲得再次籌貸款。若特殊貸款部分比重增加時，何時出售可以獲得最大利益給證券持有者，成為最重要的事。

另外還有貸款等級的評定、特別財產的評定、混合風險與次順位借款。

Portfolio level characteristics

資訊品質 Moody's 相信詳細的資訊，有助於貸款信用評等的進行，包括 CMBS 的整個架構、市場、資產等級、法令與制度環境等資訊。

組合多樣化 以 Moody's 對美國 CMBS 的分類有四個指標：資產類型、地理區位、經濟差異與貸款的限制。

經濟差異 地理差異不等於經濟差異，在同一城市之資產有相同的經濟差異。

貸款多樣化 當有效貸款數量少時，越需要信用增強。指的是 loan 的個數，因為只有一個債務人，風險大；如果有十個債務人，那十個債務人都違約的機會很小，風險相對就低。

Moody's rating process

財務敘述 看近三年的 NCF，若沒有也可以是連續 12 個月的 NCF，這資料有助於瞭解收支是否穩定，並與其他資產作比較。

估價報告 瞭解第三者對該資產所處之次市場的看法，以及近期的租金水準，以決定該資產的租金水準。

工程報告 瞭解建物的硬體狀況、預估維護修繕的成本、未來可能之現金流量，以即是否需要信用增強。

環境評估 對整體市場環境作分析，以得知潛在風險，以及是否需要信用增強機構協助。

租金變動 獲知租金變動需要資料，包括平均租金水準、資產近期之租金、租賃契約到期、承租壓力、轉租租金、銷售計算等。

地震報告 獲知地震可能發生機率，決定是否採取保險方式，以降低地震可能對資產所造成的損失。

座落位置檢查 針對小型的貸款資金集合，在決定最後的評價前，先瞭解各資產所處位置之周圍環境，以及租賃管理狀態。若是大型貸款資金集合，則挑選最大的資產進行環境與租賃管理狀態之瞭解。

DSCR 是風險衡量的指標。在相同的 DSCR 下，利率(票面利率)越高越好。而台灣目前的利率低，所以 DSCR 要更高。

日本的 CMBS 均有委外管理公司，所以對管理公司的績效會加以討論，這方面美國的 CMBS 沒有討論。

CMBS vs. RMBS：租金收入 vs. 住宅貸款，RMBS 的風險在於提前還款及違約的情形，通常用一般的歷史性資料來衡量。兩者是不相同的。

第三部分 江穎慧

不動產擔保證券

標準普爾對不動產融資所授予之評等，係標準普爾就某項特殊目的組織（SPV；指某項可產生收入之不動產的所有人或以該不動產所發行之第一順位受益證券的持有人）對其債權人履行債務之能力的評估，其中並包含一份關於房地產市場及債券結構的研究報告。標準普爾針對受評不動產（以及所有額外之擔保品）的存活力（viability），以及該檔證券的支付結構進行分析研究，以判斷該證券按時支付證券持有人本息的可能性。標準普爾評等的對象並非不動產本身，而是以不動產及其它抵押品做為擔保的有價證券。

標準普爾的評等係以抵押擔保品的相對風險，以及證券持有人能否及時並全數取得由抵押擔保品所產生的現金流量做為根據。標準普爾在評等時會對不動產本身以及決定其現金流量與價值的因素進行徹底檢視。在進行評等分析時，須檢視之不動產項目包括：

- * 地點；
- * 租用情況（Tenancy）；
- * 租約（Leases）；
- * 市場租金及費用；
- * 建築品質評估；
- * 供需考量；
- * 管理。

主要的財務指標為受評不動產的債務履行保障倍數（debt service coverage）及貸放成數（loans-to-value ratios）。標準普爾的分析在於算出每樁證券化交易的穩定化現金流量。根據這項數字，標準普爾會依既定的債務履行保障倍數及貸放成數，計算出不同評等等級的適當債務金額。標準普爾亦將針對使不動產產生之收益得以轉移至證券持有人的債務結構支付機制進行評估。以上要件並無法與受評資產的信用狀況分離或明顯區隔，而是其整體信用的一部份。然而，在許多案例中，光是不動產本身可能無法讓發行人取得其所欲達到之評等等級。在出現這種情況時，即有必要額外提供擔保品（如現金或信用狀），以達到其所欲獲得的評等等級。

以上所述的標準普爾一般性評估方式適用於所有能產生收入的不動產上，其中包括辦公室及零售房地產等。不過，有鑑於多數交易案均有其獨特之處，標準普爾的分析將會因每筆交易案之不同而有所差異。

不動產交易的信用評等準則可分為三個部分：不動產之品質、支付結構、以及法律議題。

不動產品質

在分析不動產時，必須將許多品質特性列入考量。以下篇幅將進一步說明標準普爾在對特定不動產及群組交易進行評等時，所使用之具體準則。

* 地點

商業不動產的經濟存活力須視其地點而定。在檢視不動產所在地點時，列入

考量的因素包括：當地經濟的多元性、競爭、區域劃分的規定、及其它與地點相關的風險因素。

* 租用情況

一棟只有一位房客進住的建築，面臨著房客是否會搬出該棟建築的風險最大。而一棟房客分屬各行各業，且在同一時間續約之機率不高的建築，其面臨房客搬離的風險則是最低。所以，租約的到期日時間表必須和債券的到期日一併加以檢視。

* 租約

商業不動產的價值來自於其所產生的現金流量，此現金流量的多寡則是取決於屋主及其現有房客所訂之租約，或屋主與其未來房客簽訂可能簽訂之租約。現金收入會因為建築物的營運支出、以及房客品質不佳進而可能導致的無法按時還款的問題而減少。每份租約的相關要件，包括租約長度以及是否給予房客額外優惠、增收租金的時機與增收金額、以及費用移轉條款等均需加以進行分析，以判定每項要件對現金流量造成的影響。此外，租金以及費用也需加以分析，以判定其是否達到可支持的市場水準。高於市場平均值的租金會被調整至市場平均值，以估算出不動產所能穩定產生的現金流量。

* 歷史

瞭解不動產過去的績效表現及營運歷史，有助於評估其對於受評債券的支持能力。雖然過去的績效表現未必代表日後的績效，但不動產的營運表現卻可以透露出不動產本身的優缺點。

* 管理

由於目前絕大多數市場均頗具競爭性，「管理」便成了一件不動產能否營運成功的關鍵因素。高品質的管理，例如持續再投資該不動產、具租賃專業、以及嚴格控管每日營運等，應能緩和租戶的流動率，並產生長期穩定的現金流量。

* 建築品質／能量效益

標準普爾會依據獲提供的獨立工程報告，判定受評不動產的建築品質。這份報告應涵蓋關於以下內容的可靠資訊：受評建築物的剩餘經濟年限、結構完整性、運作系統、以及內部裝潢。此類資訊有助於確認該份報告提出的下列評鑑結果，諸如該棟建築繼續出租的能力、日後產生收入的穩定性、延後維修的數量以及需要強化資本的程度、維修費用的水準、以及為汰舊換新提列之準備金。例行性的一般維修成本以及日後的資本需求，將反映在標準普爾依債務規模而設算的穩定淨現金流量當中。此外，一份由合格第三方工程師所撰寫的報告將有助判定前述成本。

* 保險需求

標準普爾會要求受評不動產必須擁有充分的保險保障以避免虧損。保險公司必須具備和受評證券評等相稱的財務實力評等。

* 環境風險

亞洲國家日益重視規範危險廢棄物清理的法令，儘管各國轄區的規定不一。在對以商業不動產做為抵押擔保品的債務進行評等時，必須對該商業不動產的留置權風險進行評估。為評估前項風險，標準普爾的分析師會視情況需要進行實地查訪，仔細審視目前的租戶及其從事之活動，將以往的土地使用以及鄰近的土地使用列入考量，並檢查目前已知的危險物質位址。另外，標準普爾可能也會向合

格的專業工程師索取一份環境研究報告。標準普爾會審視該份報告的完整性，並判別每份報告的整體品質以及潛在的環境風險。

* 次順位債券

標準普爾通常不會對次順位債務之交易進行評等，除非該次順位債務是無追索權（nonrecourse）的債務，且具整筆債務漸次攤還，使其在再融資日時的貸放成數與標準普爾所設定的到期日之貸放成數相當。標準普爾亦必須確定交易文件、次順位債務之文件、以及可援引之破產立法，不會產生驅使次順位債務持有人終止債務關係的誘因。

用來做為債務擔保品的商業不動產差異極大。地點的有利性、租約條款、以及不動產所具備的其它特色，均為導致評估工作需依個案方式進行的原因。

* 支付結構

商業房貸抵押證券的風險不限於做為擔保品的不動產之績效表現。這些受益證券的評等反映的是債務人及時履行還款義務的可能性。

* 證券條件風險

受益證券的付款條件基本上分為 3 類（有時可為此 3 種之組合）：本息定額償還（fully amortizing）、定期支付利息但本金到期一次清償（interest-only with a balloon payment）、以及無息但本金到期一次清償（zero coupon）。

本息定額償還被認為是風險最低的付款方式。此種付款方式在到期時出現必須再融資或出售不動產的可能性降低，因為該房貸每支付一筆，積欠之本金即逐漸下降。

定期支付利息但本金到期一次清償的債務被視為較前者的風險為高。這是因為借款人積欠的本金並不會隨利息的支付而逐漸減少，換言之，也就是該不動產抵押證券持有人的風險在該債券到期前將是固定的，並不會隨著時間而降低。再者，到期時本金能否一次清償則又是另一個問題。抵押不動產所在地的市場在該債務到期時可能處於不景氣時期，或出現利率過高的情況。而不動產也有可能在屋齡增加後，發生對潛在貸方（lenders）的吸引力不如其他建築物的風險。因此，在仔細進行不動產及現金流量的分析、債務規模的估算、以及交易結構的規劃（deal structuring）後，標準普爾也許可以接受某種程度之到期本金無法一次清償的再融資風險。

無息債券是最具風險的融資方式。相對於本息定額償還之債務會產生權益逐漸增加的效果，無息債券因應付的債券利息會累計到應得的本金之中。再者，無息債與定期支付利息但本金到期一次清償之債務相同的是，兩者都有（到期）再融資的風險。

轉讓、所有權、證券利息

標準普爾的破產分析包括：每一當事人不動產權利性質的評估，以及第三人所保留的權利是否會損及該抵押擔保證券的及時還款能力。

標準普爾將檢視這類文件，以確保受託人就抵押資產享有固定及流動抵押優先權。按交易結構而定，這可能包含：房貸、一個或一個以上的房貸轉讓、租金或租約的轉讓、各式準備金的成立、或信託契約的信用支持。

標準普爾會要求提供律師意見，以便確定受託人就受託物享有優先權。若交易包含不動產的轉讓，則標準普爾亦將對這些轉讓案進行評估，以確定轉讓人若發生破產時，也不會影響交易。

若轉讓人非屬破產隔離機構，則標準普爾將會要求提供律師意見，以便確定在轉讓人發生破產情況時：

該轉讓將被視為轉讓人對該不動產的「真實出售 (true sale)」。

• 轉讓金額 (或不動產) 及給予債券持有人的相關債務服務支付不能當為優先清償債項 (preference payment) 而予以收回。

近來的交易案利用了更多各式資金及現金存款作為信用支援工具。發行人及開發者 (developers) 利用了各種結構來處理優先權 (preference) 問題，包括受託人資金結構，提供信用狀、破產保險單、以及對破產隔離機構的資本貢獻。標準普爾將會檢視相關資訊，以確保交易符合評等準則。

標準普爾可能也會要求律師提供意見，以確定對資金具掌控權的一方發生破產時，該等資金不會被視為該破產當事人的「財產 (property of the estate)」，且相關的債務還款不會受到影響。

特殊目的組織

就不動產交易，標準普爾的信用分析著重於借款人所提供做為貸款之抵押擔保品的不動產。分析中很重要的一點是，借款人不會受限於與借款人的不動產擔保品無關之經濟問題。因此，不動產交易案的借款人必須為特殊目的組織。若借款人不同於不動產所有人，不動產所有人亦必須為特殊目的組織。

資料來源：中華信用評等公司/資產證券化/評等報告

<http://www.taiwanratings.com/tw/>

S&P

Rating Policy for Japanese Real Estate Investment Trusts

Publication date: 09-May-2001

● J-REIT 公司特色 (與傳統公司之區別)

1. 多數資產為有穩定現金流量來源，公司只被允許從事與所持有的資產相關的商業活動，且法令上規定需要揭露公司資訊，因此 J-REIT 被認為比其他公開上市公司更容易被預測。
2. J-REIT 公司的績效高度仰賴外部投資公司的策略與能力，由於大部分的投資公司是在投資信託法修正後才成立，所以缺乏歷史績效資料。由於缺乏資料導致評估 J-REIT 公司的預期績效複雜化。包括財務報表與過去的租金等資料，都是公司應提供的歷史資料，藉由分析這些資料與其他可獲得的市場資訊，可以預測未來現金流量。
3. 由於 J-REIT 必須委外管理，所以外部投資公司人員的經驗和能力，以及物業經理人，是影響 J-REIT 績效的關鍵。
4. 為達到稅賦的優惠，所以必須分配一定比例的獲利給相關權利人，這是公司結構上的主要好處，但也造成公司的財務策略上缺乏彈性。
5. 公司本身與外部投資公司可能存在利益衝突的危機，特別是如果外部投資公司所管理的資產與 J-REIT 公司所擁有的資產互相競爭時。

信用評等的項目包括：

(一) 發行機構的評等 (Issuer Ratings)

分為短期與長期，短期是 'A-1' and 'D'，長期是 'AAA' and 'D'。此部分評等的意見主要是表達對 J-REIT 公司對償還債務能力的綜合評估，主要是基於機構的財務能力和獲利能力。主要著重在兩大部分：公司的經營管理和財務。

1. Business Profile

- 市場定位：市佔率、歷史績效、管理品質、外部不動產投資公司的能力
- 資產投資組合品質：投資組合之資產的地點、投資組合的結構與實質內容、例如：防震特性、建物年齡、擁有者的歷史、租金水準、空置率、租戶混合程度 (tenant mix) 等
- 投資組合分散程度：投資組合中的物業，地點、租戶、租約到期日要儘量分散。
- 不動產投資的機構與技術：投資策略、成長策略、資產選擇過程、決策制訂過程、協商能力、買賣資產的政策、資訊獲得系統、評估資產績效的方法、行政架構。
- 物業管理：吸引新租戶和維持舊租戶的能力、物業維護、更新與資金支出計畫、保險安排、租金管理。

綜合上述市場定位的評估相當重要，可以瞭解公司的競爭威脅與抵抗市場衰退時的能力；而資產的品質和分散度，可以作為公司是否能提供穩定現金流量的依據；投資策略與物業管理的評估是獲得預期公司未來績效的主要觀點。S&P 會對於外部投資公司與相關的物業管理進行 due diligence (實質檢查)。

2. Financial Profile

- 財務策略：取得與出售物業的計畫、基金管理、股利政策
- 獲利率：ROA、DOE、ROI、ROPC、出售費用的比率、資金支出佔資產大小的程度
- 資金結構：盈餘、負債比率、平均借款利率、借款的期間與條件 (浮動或固定利率、定期攤還或到期一次償還本金)
- 現金流量保障：DSCR、LTV、負債償還時程表、資金支出計畫
- 財務彈性：資產流中無負擔抵押品的數量、債務契約、與銀行的關係、權利人的數量與分散度、借款人與投資者的關係

財務策略對於 J-REIT 公司的現金基礎和還款能力有實質影響；此外，如果公司在債務與權益市場都能有彈性和穩定對於穩定財務面是有益的。另一個重要因素包括資產流中無負擔抵押品的數量與大小，以及與銀行和投資者間的關係。

Issue Ratings

評估公司債券和結構型債券、銀行貸款。

CMBS 評等方法是基於評估抵押資產中個別物業的現金流再加以整合，檢視每個發行債務的 LTV、DSCR 比率。(多重 tranches)

外部管理機構對於經營管理 J-REIT 不動產事業的能力被納入信評的重要考量，所以 &P 會對於外部團體進行 DD。

特殊風險：

1. 不動產市場風險

J-REIT 公司主要獲利來源是不動產物業的收益，物業的空置率、租金水準、不動產市場的買賣量都是重要影響因素。在日本，近幾年不動產投資風險大、近十年來全國不動產價格一直下滑。然而在大都會地區，如東京及近郊地區，已經出現穩定訊號，但是在鄉村地區，還是呈現急遽下滑。基於多數投資公司的物業都是要擁有一段長期間，所以 J-REIT 公司在購買物業時是以保守的價格計算，是已擁有期間預期穩定現金流量作為衡量基礎。

2. 地震風險

對於 J-REIT 公司的 CMB 交易，S&P 會進行 DD，包括自然災害風險的詳細評估，特別是地震相關風險。這部分包含建物結構堅實度、過去地震情形的回顧、保險契約及其他相關因素。對於物業投資組合集中在少數資產，或是投資組合的價值集中在少數資產時，這部分評量的結果將有重要的影響。投資組合地點和價值的分散程度，可以減少地震風險對於 J-REIT 公司績效帶來的負面影響。

3. 歷史紀錄

大部分的 J-REIT 投資公司都是在法令修正後才成立，因此缺乏過去表現資料，缺乏歷史資料使得在預測未來績效時受到限制。然而，J-REIT 公司需要提供個別不動產資產過去的財務報表與租金資料，藉由分析這些資料與市場狀況，可以使未來預測保有在一定範圍內的準確性。

4. 利益衝突：

在 J-REIT 公司的架構下，利益衝突可能發生在外部投資出售自己的資產給 J-REIT 公司時，或是外部投資公司管理其他不動產基金與 J-REIT 公司產生競爭等情況。為避免利益衝突，限制資訊分享（例如：租戶資料）；誘因制度可以使基金管理人利益和投資者更緊密結合。

J-REIT 公司是上市機構，受到投資者的監督。

5. 不能保留獲利

不能保留獲利必須納入 J-REIT 公司的財務策略考量，包括財務彈性、債務支付方案。由於，稅賦優惠是 J-REIT 公司的最大誘因，所以必須分配一定比率獲利給投資者。不能保留獲利提高突發事故發生時的風險，當市場突然發生劇烈變化

或租戶突然離開時，都會影響到 J-REIT 公司的流動性。前一篇文章的 CMBS 雖然沒明確提到這點，但有提列準備金，也是為因應突發事故的發生。

中華信評：

不動產證券化評等 租金收益穩是關鍵

不動產證券化條例通過之後，已有多家業者表明承做的意願，中華信用評等公司指出，決定不動產證券化評等的關鍵因素，在於「現金流量」，如果租金收益非常穩定，可以拿到最高的等級。

中華信評、惠譽以及穆迪三家信評公司，均相當看好台灣的資產證券化市場，但以中華信評動作為積極。中華信評目前正為多筆金融資產證券化進行評等，除了台灣工銀的案子已經公布之外，其他案子將在近兩周陸續公布。至於不動產證券化，已有多家企業向中華信評徵詢評等方法與收費，但尚未有委託的案例。

由於看好台灣金融資產證券化以及不動產證券化的市場，中華信評特地成立結構化商品評等小組，除了 3 位本地分析師，還有 3 位來自香港標準普爾分析師的支援，近期積極拜訪有意願承做的業者。

中華信評結構化商品分析師江斐若表示，台灣不動產證券化可以分成兩種，第一是「不動產投資信託」，第二是「不動產資產信託」。前者屬於「基金」的性質，由建築經理公司或樓管公司募集一筆基金，投資在與不動產相關的活動；後者則是以一筆不動產為標的，進行證券化。截至目前為止，國內的不動產證券化都屬於後者的範疇。

江斐若表示，不動產證券化的前提，必須要有「穩定的現金收益」，例如辦公大樓、購物中心等，是進行不動產證券化最好的標的，另外，停車場也可以進行證券化。

主管機關規定，不動產證券化所發行的有價證券，如果採取公開募集，必須先經過信用評等。江斐若指出，不動產證券化評等原則，首先是「現金流量」，租金收益是否足夠支付投資者本金與利息。其次是「風險分散性」，例如承租人的債信品質、不動產的結構強弱等，一個颱風、地震，就可能使不動產的收益中斷。

原本市場希望不動產證券化法令通過，可以解決一些「爛資產」的問題，例如房屋建設案進行一半時，因為資金不足無法繼續，建商希望能夠過證券化來募集資金等。江斐若表示，台灣所通過的不動產證券化法令，已將這部分排除在外，例如空屋、房屋拆掉重建、尚未開發的建設案等，因為沒有固定收益，均不能拿來證券化。

【 2003-07-26/聯合新聞網 】

<http://www.pacific.com.tw/1126/4/4-2.asp?ID=233>

文章中「留置權」的定義？

租金收益在信評中扮演什麼樣的角色？

發展房地產信用評等制度。

如何將不動產估價結合信評？傳統估價只估定一個價格，而未衡量其風險性及穩定性，然而對委託者而言，所注重的應該是估定價格的穩定性，所以在未來應可研究如何將估價結果轉換成信用評等，評估最有可能的價格及衡量風險。

Rating 考慮的是風險或是報酬亦或兩者都有？而給予”AAA”代表什麼？報酬基本上已經反映在價格上了，所以信評主要考量的應該是受評等對象的風險，而給予”AAA”代表的是投資在這個受評對象的風險較小，穩定性高。