

國立政治大學外交學系碩士論文

指導教授：姜家雄 博士

信用評等機構的發展與治理



研究生：魏浩威

中華民國一百零一年五月

謝辭

研究所的生涯即將落幕，三年的學習階段也許就整個求學生涯而言並不算長，然而，研究所期間的紮實鍛鍊，卻是求學過程中最難忘的時刻。對本論文之研究興趣與發想始於碩一時黃奎博教授所講授之「國際組織」課程。而本文最終得以完成，絕非仰賴一己之力，更非偶然，浩威希望向恩師、前輩與親友們表達最誠摯的謝意。

此篇論文能順利完成，首先要衷心感謝我的指導教授——政治大學外交系姜家雄老師。論文寫作期間，老師總是耐心給予指導：於初期論文大綱之提交與口試階段，提供研究框架以供參考，並細心指陳論文不足之處；對於後續論文研究方向，亦給予諸多建議，以使本論文更臻完整；直至論文最後階段，老師仍秉持耐心鉅細靡遺一一指正，而使本論文終得以完成。此外，感謝兩位口試委員——淡江大學歐研所黃得豐老師與政大外交系盧業中老師，百忙之中仍撥冗參與學生的論文口試，並依其專業領域，提供精闢見解與諸多寶貴意見，使學生撰寫論文過程中原有之盲點豁然開朗，並觸發更多值得研究之方向，獲益良多。

感謝我的家人，在我的求學階段持續地給予鼓勵，特別是我的母親魏岫雲女士，不斷地在精神與物質上予以支持，含辛茹苦、無怨無悔，今日的成果與將來的成就，均應歸功於母親對我自始至終的照顧與包容。最後，我要感謝我最親愛的同學陳友梅，總在我氣餒時於身邊鼓勵我、在我煩躁時陪我外出散心，在論文完成時分享我的喜悅，若缺乏她的陪伴，本論文無法如此順利完成。

魏浩威 謹誌

國立政治大學外交系國際關係組

中華民國一百零一年六月

摘要

本論文研究動機始於 2007 年次級房貸危機的爆發，其為繼 1929 年經濟大蕭條(Great Depression)後最嚴重的全球性金融危機。由於造成 2007 年金融風暴的因素錯綜複雜，探究其背後原因可了解到信評機構在促成金融風暴這完美風暴扮演相當重要的一環。信評機構作為資本市場的「守門員」，貴在提供全球投資者企業資訊以作為金融風險管理，但信用評價機構內外部存在許多問題：在內部方面，信評機構與接受評價企業之間的利益衝突、其評等模型對於新型金融衍生商品建立的歷史模型不足；外部也面臨了許多挑戰，例如三大信評公司自 1975 年被美國證券交易委員會認可為「國家認可統計評等機構」後，寡佔信評市場並且缺乏政府管制。但是自 1990 年代以降，金融危機屢次發生，規模深度與廣度越來越強，使得國際上注意到信評機構存在的缺陷有危及金融體系之虞。職是之故，國家與國際行為者如國際證券管理組織、美國的證券交易委員會與歐洲聯盟開始透過管制來規範，以重新調整信評機構在金融世界中所扮演的角色，使其成為穩定金融體系的一環。

本論文研究問題將探討造成信評機構影響力增加的國際金融環境背景為何、信評機構在金融自由化之下有什麼樣的發展與演變、以及在次級房貸風暴前後信評機構又面臨到哪些修正與治理。由於 1970 年代以來布列頓森林體制瓦解，主要國家採取新自由主義，並在經濟、金融方面廣泛解除管制，致使資本在全球範圍進行大規模流動，形成 Susan Strange 所稱之「賭場資本主義」。投機性金融活動盛行，加上 1990 年代已開發國家鼓吹的「華盛頓共識」之下，使得全球金融市場更進一步的整合，信評機構的角色也在此上升。但在金融危機屢次爆發後，市場開始出現失靈，國家也重新審思自由放任所帶來的負面效應，並在每場金融危機發生後逐漸介入並加強管制混亂且非理性的金融市場。在現今全球化的市場加上科技與金融創新技術日新月異的環境下，國家無法以單方面控制跨國界流動的資金，全球金融已緊密結合在一起，因此對於信評機構的管制角色必須要透過國家間進一步的合作才能共同治理，已收金融市場穩定之效。

關鍵詞：國家與市場、信評機構、次級房貸危機、全球治理、金融衍生商品

中英文名詞對照表

金融名詞		
ABCP	Asset-backed Commercial Paper	資產抵押商業本票
ABS	Asset-backed Securities	資產抵押擔保證券
CDO	Credit Default Obligation	擔保債權憑證
CDS	Credit Default Swap	信用違約交換
Forward		遠期契約
Future		期貨
Hedge Fund		對沖基金
MBS	Mortgage-backed Securities	房貸抵押擔保證券
Option		選擇權
OTC	Over the Counter	店頭
RMBS	Residential Mortgage-backed Securities	住宅用房貸抵押擔保證券
SIV	Structured Investment Vehicle	結構性投資工具
SPV	Special Purpose Vehicle	特殊目的工具
Swap		交換契約
機構暨法案名詞		
CESR	Committee of European Securities Regulators	歐洲證券管理委員會
CRARA	Credit Rating Agency Reform Act	信評機構改革法
IOSCO	International Organization for Securities	國際證券管理組織
NRSRO	National Recognized Statistical Rating Organizations	國家認可統計評等機構
SEC	Securities and Exchange Commission	證券交易委員會

目錄

第一章 緒論-----	1
第一節 研究背景、動機與目的-----	1
第二節 文獻評論-----	7
第三節 研究方法-----	21
第四節 研究範圍與研究限制-----	23
第五節 章節架構-----	24
第二章 自由主義的反思-----	25
第一節 全球金融市場的變動-----	26
第二節 國家與市場角色的調和與衝突-----	36
第三節 華盛頓共識的反思-----	42
第四節 全球治理的概念與理論-----	50
第三章 信用評等機構的發展與演變-----	62
第一節 國際性信用評等機構概述-----	63
第二節 對國際信用評等制度的反思-----	74
第三節 信用評等機構與金融風暴之關連-----	82
第四章 信用評等機構的全球治理-----	111
第一節 金融風暴前對信評機構的治理-----	112
第二節 金融風暴後對信評機構的治理-----	121
第五章 結論-----	139
參考書目-----	153

圖表目錄

圖

圖 3-1	1998 年至 2008 年穆迪評等收入(受評者付費)-----	80
圖 3-2	1970 年至 2010 年國際儲蓄(包括黃金)-----	87
圖 3-3	證券化市場與再證券化市場-----	90
圖 3-4	1990 年至 2010 年美國聯邦利率-----	92
圖 3-5	房貸證券化之主要參與者及潛在利益衝突-----	96
圖 3-6	1995 年至 2006 年 ABS、MBS 與 CDO 全球發行人量-----	101
圖 3-7	美國貝爾斯登(A)與雷曼兄弟(B)2008 年股價變動-----	102
圖 3-8	結構型商品 CDO 建構過程-----	106

表

表 2-1	金融自由化後國際發生之重大金融危機-----	36
表 3-1	穆迪長期債券評等-----	69
表 3-2	標準普爾長期債券評等-----	72
表 4-1	信評機構改革法通過後加入NRSRO的信評機構-----	118
表 4-2	2007年金融風暴前美國與歐洲聯盟信評機構監管比較-----	121

第一章 緒論

第一節 研究背景、動機與目的

壹、研究背景

自 2007 年 4 月新世紀金融公司(New Century Financial Corporation)申請破產保護從而觸發次級房貸危機(subprime mortgage crisis)以來，次級房貸危機愈演愈烈，從美國金融業蔓延到美國實體經濟，並逐漸演變成席捲全球的金融危機。¹先是 2007 年 4 月 14 日美國第二大次級房貸公司新世紀金融公司因承做大量次級貸款(subprime loan)發生財務危機，進而聲請破產保護，9 月英國北岩銀行(Northern Rock)銀行遭儲戶擠兌，信用評等機構(credit rating agencies, CRAs)也給出了與以前截然相反的評級報告，穆迪(Moody's)和標準普爾(Standard & Poor's)於 9 月調降了約 1,000 億美元次級貸款相關證券的評等。11 月全球最大獨立結構性投資工具(structured investment vehicle, 下稱 SIV)²之一 Victoria SIV 的信用評等由 AAA 等級被大幅調降 13 級至 B-等級。貝爾斯登(Bear Stearns)旗下兩對沖基金(hedge fund)出現巨虧，之後穆迪和標準普爾下調美國抵押貸款債券的信用評等，隨後房地美(Freddie Mac)和房利美(Fannie Mac)被政府接管、美林(Merrill Lynch)被收購、雷曼兄弟(Lehman Brothers)的破產…美國次級房貸危機全面惡化，金融市場幾近崩潰，金融體系遭受重創，對美國及全球經濟的衝

¹ 谷家東，〈次級危機中信用衍生品對我國信用評及業啓示〉，《鵬元資信》（2008 年第 4 期），頁 8-12。

² 結構性投資工具(structured investment vehicle, SIV)最初於 1988 年由花旗金融公司集團所建立，是一種信用結構商品。如同傳統銀行般，其利潤來自較低的短期借款利率(如商業票據以及公共債券)和投資長期較高報酬率之間的差異(spread)。其長期資產包括住宅用房貸抵押擔保證券(residential mortgage backed securities, RMBS)、汽車貸款、學生貸款、銀行以及企業債券。近年來這種工具大量激增，在 2007 年 7 月的高峰期，SIV 控制的資產達到四千億美元，它們往往非常不透明，投資於複雜的證券，且通常不需顯示在銀行的資產負債表中，因此在次級房貸危機中的流動性危機起了關鍵作用。基於其結構性，SIV 被歸類為影子銀行體系的一種。

參見：http://en.wikipedia.org/wiki/Structured_investment_vehicle

擊已全面顯現。

由於美國崇尚金融自由，金融監管較寬鬆，近年來與次級房貸相關的金融衍生商品(financial derivatives)發展非常迅速。特別是金融衍生商品的發行機構(issuer)追逐高利潤的本性，為降低融資成本，不斷獲得流動性(liquidity)，便將其發放的具有固定期限和利率的次級貸款透過實質出售、破產隔離(bankruptcy remote)、信用增級(credit enhancement)等技術，發行「房貸抵押擔保證券」(mortgage-backed securities, 以下稱 MBS)，後又根據投資者對期限、風險和收益的不同偏好，以 MBS 為基礎進一步發行「資產抵押擔保證券」(asset-backed securities, 以下稱 ABS)，其中，又衍生出大量個性化的「擔保債權憑證」(collateral debt obligation, 以下稱 CDO)。這一過程還可繼續衍生，並產生「CDO 平方」(CDO Squared)、「CDO 立方」(CDO-cubed)等產品，加深了金融的複雜性。

作為資本市場的「守門者」(gatekeeper)，信用評等在減少資訊不對稱(information asymmetry)、揭示信用風險(credit risk)、提高市場效率方面發揮著不可替代的作用。³然而，2007 年爆發於美國的次級房貸危機迅速席捲全球，這場史無前例的「金融風暴」(financial storm)引起了人們對國際信用評等機構(下稱「信評機構」)的強烈質疑。儘管此次金融危機發生的原因極其複雜，但以穆迪、標準普爾和惠譽(Fitch)為代表的三大國際信評機構(the Big Three)在其中扮演著至關重要的角色。為了承攬更多的業務，信評機構在次級房貸資產證券化中透過提高信用評等的方式來討好客戶，而投資者對複雜的資產證券化(asset securitization)產品缺乏瞭解，完全依賴產品的信用評等進行投資決策，資產證券化產品偏高的信用評等引發了投資者的非理性追捧，導致市場累積很大的泡沫和風險，而一旦次級房貸抵押貸款違約率(default)上升，就引發次級房貸危機，

³ 岳振宇，〈危機下的反思: 失信的信用評級及其制度完善〉，《證券市場導報》(2009 年第 9 期)，頁 2。

導致住房抵押貸款機構破產，信評機構又匆忙降低與次級房貸相關的資產證券化產品一次級證券的信用評等，導致機構投資者為避免損失而瘋狂拋售次級證券，以致引發了次級房貸危機，次級房貸危機的爆發又引發銀行流動性的緊縮和股市的狂瀉，進而導致全球性金融風暴。透過金融危機的傳導機制可以發現，在這場金融風暴中，信評機構不僅沒能扮演好資本市場「守門者」的角色，還對危機的加深和蔓延起了推波助瀾的作用。

貳、研究動機

其實，關於信評的爭議由來已久，特別是近十年來，國際信評機構屢因評等失信而飽受指責。在 1997 年亞洲金融危機(Asian financial crisis)醞釀之時，穆迪、標準普爾和惠譽三大國際信評機構均未能發出任何警告，等到危機爆發後，又慌張應對，降等過劇，加深市場恐慌。1996 年 9 月，穆迪和標準普爾分別給韓國開發銀行(Korea Development Bank)的長期債信用評等為「A1」及「A+」，均屬於投資級(investment grade)；韓國危機發生後，急速將其降至為「Ba1」及「B+」，其已屬垃圾債券(junk)。⁴

1997 年 7 月，泰銖發生危機，穆迪和標準普爾仍給泰國政府公債「A」級評等，直到 10 月才加以調整。1998 年俄羅斯金融危機與 2000 年土耳其金融危機，三大信評機構都未能預測危機的到來，直到危機已經成型，才遲遲降低有關信用等級。2001 年，在美國安隆(Enron)公司破產之前，三大信評機構一直將其評為投資級，而在安隆即將爆發危機前的第 4 天，卻將其投資評等連降三級，安隆的信用評等迅速跌至投機級(speculative grade)，進而引發安隆破產。在隨後的世界通訊公司(WorldCom)案中，信評的問題再次暴露。2003 年 12 月義大

⁴ 岳振宇，〈危機下的反思：失信的信用評級及其制度完善〉，《證券市場導報》（2009 年第 9 期），頁 1。

利帕瑪拉特(Parmalat)案件⁵爆發，歐洲也爆發信用評等醜聞。由此可見，信用評等失信在國際信用評等市場上由來已久，而金融危機與信評機構之間的關聯性尚有因果可循。在 2007 年的金融風暴，信評機構更被指為造成金融災難的元兇之一。⁶儘管 2007 年金融風暴成因複雜，但其中金融衍生商品與信評機構之間的相輔相成與利益糾葛促成了筆者欲探討的動機。

參、研究目的

鑑於國內有關信評機構在國際社會所扮演金融結構中作為「守門員」的角色較少作論述，然而信評機構所設下的等級標準，著實深刻影響了投資者、企業、金融機構、政府所做的投資行為。在布列敦森林體系(Bretton Woods System)的固定匯率制度(fixed exchange rate system)瓦解之後，國家逐漸對金融市場解除管制(deregulation)，使得國家主權進一步弱化，卻也加速了全球金融整合的角色，在過去五十年來，國家與市場的勢力是在不斷變動的，從大政府到新自由主義的興起，再從自由放任轉向政府介入管制。隨著政府公部門對市場的積極介入和放任的調整，對金融市場也造成莫大影響。再加上全球化之影響，金融

⁵ 帕瑪拉特集團曾被喻為自由經濟全球化浪潮中之成功典範。1960 年代於義大利 Parme 市以經營保久乳傳銷的家族企業起家，靠著其創始人 Calisto Tanzi 的經營以及當時歐盟豐厚補助而日益壯大；從 1974 年起開始國際化，陸續於拉丁美洲的巴西、委內瑞拉和厄瓜多投資設廠，並積極於稅賦優惠地區成立分支機構和控股公司，包括英屬馬恩島、荷蘭、盧森堡、奧地利、馬耳它；接著擴及避稅天堂，包括英屬凱門斯群島和維京群島，荷屬安第列斯群島。1990 年股票上市，躍居義大利第七大企業集團，員工多達 37,000 人，遍及全球三十多國，2002 年營業額高達 76 億歐元，超過某些國家如巴拉圭、玻利維亞、安哥拉或塞內加爾等國之國家生產毛額。不料好景不再，2003 年 11 月 11 日，義大利稅務當局揭露帕瑪拉特集團於 Epicurum 基金之五億歐元投資有違法之嫌；標準普爾隨即調降帕瑪拉特集團的信用評等；帕瑪拉特股價隨之滑落，義大利證管局亦同時要求該集團說明如何清償 2003 年底到期債務，債權人和股東因之惶恐不安。為消除市場疑慮，帕瑪拉特集團高層乃宣稱於美國銀行凱門斯群島分行擁有三十九億五千萬歐元存款，並出示由該銀行出具之存款證明。值此關鍵時刻，美國銀行斷然指出帕瑪拉特集團所出示之存款證明純屬偽造，帕瑪拉特股價隨即崩跌，於短短數日內已不值一文。受騙投資者多達 115,000 餘人。醜聞後不久暴露帕瑪拉集團負債高達 110 億歐元。如同 2001 年美國安隆、2002 年世界通訊等集團之企業弊案，帕瑪拉特集團多年即透過各種非法手段掏空公司財務，包括盜用公款、虛造財務報表、偽造文件、浮報業績，於逃稅天堂虛設分支機構進行洗錢。

⁶ 其他造成 2007 年金融風暴的原因有不審慎的貸款借貸、房市泡沫、全球性失衡、證券化、缺乏管制的立法、影子銀行體系、銀行資產表以外的金融活動、金融創新等等。參見 Mark Jickling, *Causes of the Financial Crisis*, *CRS Report for Congress*, Congressional Research Service, (April 9, 2010).

市場的行為者(actors)為爭奪資源(資金)不斷地競爭。如此一來，導致了金融衍生商品不斷的被創新來追求高報酬，投資者在短期獲利後，對於這些發展將造成未來的負面影響也逐漸忽略。⁷在金融自由化的背景下，信評機構在金融市場上的角色逐漸上升，雖然信評機構向來被視為金融市場的守門員，其客觀中立的評等標準被投資者視為參考依據，但信評機構為了獲取高額手續費，轉而營利導向，給予複雜性極高的證券化商品高評等，與金融衍生商品發行機構同流合污。在缺乏管制的情況下金融體系的次級房貸以及與資產相關結構性金融商品的泡沫不斷升高，最後終導致全球金融體系的崩解。

這些問題引領我們到一個核心問題，就是要如何使全球化的金融市場能夠獲得完善的治理。在此筆者想分析對於金融市場治理中重要的一環，也就是信評機構的角色與作用。信評機構提供的專業服務使得投資人在投資決定中能更了解其中的風險，而信評機構的專業領域也在金融市場治理中逐漸增加影響力。然而，信評機構內部及外部所存在的弊病應該透過全球性的機構來共同監督以革除，例如信評機構向受評公司收取費用所產生的利益衝突(conflict of interest)、信評機構對於評等模型與方法的黑箱作業、外部環境缺乏競爭(由穆迪、標準普爾與惠譽三家評等機構所壟斷)的問題、以及金融監管者(regulators)對於債信評等機構的疏失與鬆散等，皆存在許多問題。而這些弊病並無法透過信評機構自我管理(self-regulation)來解決，必須由信評機構主要所處的國家，也就是美國，以及國際甚至全球性的政府及非政府機構共同商量對策，來尋求穩定金融的解決方法。

本論文目的希望能針對信評機構議題並探討信評機構如何成為現今金融市場治理結構中的一環、信評機構與 2007 年的金融風暴的關係為何、以及在金融風暴前後，國家、區域以及全球層次對信評機構的治理有哪些面相。因此主要研究以下三個議題：

⁷ Dieter Kerwer, *Credit rating Agencies and the Governance of the Financial Markets*, paper prepared for the 11th Annual meeting of the 'Society for the Advancement of Social-Economics': Globalization and the Good Society, Madison, Wisconsin, (July 8-11, 1999).

一、造成信評機構影響力增加的政策與制度因素。

要研究信評機構，就必須了解其興起的時空背景。在 1970 年代布列頓森林體系瓦解後，隨著固定匯率制度的瓦解，全球資本開始迅速且大規模流動，新自由主義思想盛行，使得國家與市場勢力相互作用下有所變動。1990 年代華盛頓共識(Washington Consensus)開始大行其道，藉由探討華盛頓共識的內容，我們可以發現發展中國家跟隨著已開發國家逐漸解除金融、貿易等管制。而匯率、利率及資本的自由化，也加速了全球金融整合的腳步。在此背景下，信評機構採取自由放任(laissez-faire)方式發展，再加上三大信評機構所處的美國缺乏對其管制，信評機構影響力隨著金融自由化、資本的解除管制逐漸遍佈全球。更重要的是，美國證券交易委員會(US Securities and Exchange Commission, 下稱 SEC)在 1975 年賦予三大信評機構「國家認可統計評等機構」(National Recognized Statistical Rating Organization, 下稱 NRSRO)的地位，使三大信評機構作為代理政府公權力執行管制的角色來管理金融市場，並在接下來 30 年間於信評市場取得壟斷地位，影響力無遠弗屆。但信評機構在隨著市場自由發展的同時，金融危機也不斷浮現，1997 年亞洲金融危機以及之後在各區域陸續爆發金融及債務危機後，各國開始了解到市場失靈的情況，進一步對華盛頓共識做一番修正，其中，信評機構的問題也隨著金融危機的爆發而浮現。爾後「後華盛頓共識」的提出則是為了檢討華盛頓共識的缺失。然而，重整金融秩序並非個別國家憑一己之力能夠建立，金融全球化已將各國命運緊密牽連在一起，各國無法單獨治理超出本國範圍以外的龐大金融體系，因而必須透過國家之間彼此合作才得以健全屢次崩解的金融體系。透過全球治理理論性的探討可以了解，國家間透過積極的全球治理是可以彌補市場失靈的缺失。鑑此，信評機構的治理也同樣需要國家間彼此合作才能得到良善的治理。

二、信評機構的發展演變。

在全球金融結構開始改變之後的國際背景下，筆者探討信評機構在金融結構中所扮演的角色，透過三大信評機構歷史進程的研究，可以了解到信評機構內外部存在的問題是造成金融體系不穩定的因素之一。筆者希望藉由研究信評機構的演變歷史中探求信評機構內外部所存在何種問題，而這些問題和金融危機的關係為何，並與金融衍生商品、銀行與企業之間是如何互生互利，最終引發 2007 年的金融風暴。

三、信評機構的全球治理與改革。

在了解到信評機構所存在的問題後，進一步透過歸納以整理目前國際社會是透過何種管制來治理信評機構的問題，以及國家(美國 SEC)、區域性(歐洲聯盟 European Union, EU)及全球性(國際貨幣基金組織 International Monetary Fund, IMF、國際證券管理組織(International Organization of Securities Commissions, IOSCO 等)的國際組織透過何種法律方式、非強制性聲明和建議來規範及調整信評機構在全球治理中所扮演的角色。在市場無法有效率的維持平衡、從而不斷出現系統風險(systematic risk)⁸ 使得金融體系不斷失控、各國無法單獨管理全球流動的金融體制時，唯一最完善的解決辦法就是藉由各個公部門、私部門、非國家行為者(non-state actors)共同治理，來尋求金融體系的穩定解決之道。但信評機構的改革與治理問題是否出現全球層次或是僅維持在國家或國際層次也是此處欲探討的問題。

第二節 文獻評論

⁸ 系統風險為證券投資風險之一，其特點是這種風險會對整個股市或絕大多數股票普遍產生不利影響，幾乎所有股票價格均下跌，投資者往往要遭受很大的損失。由於這種風險不能通過分散投資相互抵消或者消除，故又稱不可分散風險。它包括經濟等方面的關係全局的因素，如全球或或某個國家的經濟發生嚴重危機、通貨膨脹嚴重惡化、特大自然災害等，其後果帶有普遍性。http://www.hkej.com/template/onews/jsp/glossary_detail.jsp?SortOrder=7&SeqNo=543&lang=tc

信用評等業的目的在於傳播信用資訊，在市場「看不見的手」(invisible hand)及政府推動的作用下，信用評等業完成了向金融服務業的轉型，並獲得了市場影響力。2001 年安隆事件以至 2007 年次級房貸危機發生以來，美國 SEC 及國際組織(國際證券管理組織，歐洲聯盟)對信評業的監管趨於法制化、規範化、協調化。國際信評業和評等監管發展歷程顯示了：監管的宗旨是透過信評機構來發揮信用評等對社會的促進作用。

文獻評論中首先探討金融市場自由化的進程以及華盛頓共識理論的提出。其造成了全球金融市場整合以及資本流動性逐漸增加，在此背景下凸顯了信評機構在金融市場提供投資訊息的重要性。接著討論信評機構的發展與演變以及其與金融衍生商品之間的關係是如何造成金融風暴的發生？最後歸納 2007 年金融風暴發生前後，國家與國際性組織對信評機構透過什麼樣的治理來穩定市場的風險。

壹、金融市場自由化

國際政治經濟學者 Susan Strange 提到在 1970-1985 年間，國際金融市場的巨幅拓展已打開政府「十分無知的巨大盲目區域」(areas of significant ignorance)，也預言了未來金融體系的混亂，Strange 認為國際金融體系的無政府狀態是滋生困擾各種國際政治經濟問題的根源，也是銀行間相互競爭的問題。⁹

1973 年通常被作為以後世界經濟變化的基點，一方面，美國國際收支平衡持續出現赤字，另一面美國的貿易夥伴美元持有量不斷增加。而早在 1958 年 Robert Triffin¹⁰和 Jacques Rueff¹¹已指出「美元氾濫」(dollar overhang) 的內在危

⁹ Susan Strange, *Casino Capitalism*, (New York: Manchester University Press, 1997), p. 140.

¹⁰ Robert Triffin, *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, (New Haven: Yale University Press, 1960).

¹¹ Jacques Rueff, *The Monetary Sin of the West*, (New York: Macmillan, 1972).

險性。因為體系給予美國人享有來自其他國家將其貨幣作為借款儲蓄準備的特權，美國人可以用借款而非出口商品和勞務來支付其他方面的帳目。但美國一方面維持美元的固定匯率，另一方面在越南戰爭造成支出大幅度增加，使得詹森總統求助於國內的緊縮通貨政策和高利率。

尼克森於 1971 年 8 月 15 日單方面宣布終止將美元債務兌換美國的黃金儲備，關閉了美元與黃金的兌換窗口，並允許美元和其他國家的貨幣以浮動匯率 (floating exchange rate) 兌換。這就是走向 1976 年國際貨幣基金組織放棄固定匯率決策的第一步。因為兌換比率越來越不穩定，造成跨國公司生產的國際化。浮動、不穩定的匯率，增加跨國公司的風險，使跨國公司做出反應時更顯出其跨國性。為了獲利的極大化，企業增加短期風險，因而更進一步增加了在金融賭場中的交易額。

貨幣市場必須同時具有「政治權威」與「市場」兩方面。當市場規模與特徵發生變化時，或是其中供需關係發生變化時，權威可以決定做出或不做出反應。控制市場的權威的位置發生變化，或可能該權威關注的目標或是優先順序發生變化，也可能會導致關鍵決策的影響。決策是由權威做出的，它可能是一個積極的決策，例如以規則或資源進行干預以影響或限制市場；或是一個消極的決策(即不決策)，讓市場放任自由。

整體而言，不決策可能比積極決策更常見，這有兩個原因；第一個是市場的全球化；另一個是技術變化加速。¹²對於第一個原因而言，只要市場主體上是屬於各個國家，國家權威就可以加以控制，但若是市場彼此間緊密聯繫，相互依賴，則通常由相關國家簽署集體協定來規範。至於技術原因，創造者與倡導者的聰明才智往往把政府甩在後面，這種現象已經發生在金融創新。在金融領域，不斷進步的技術明顯地將管制當局甩在後面，不僅利用通訊、數據收集、甚至管制者當局未想過的全新信貸工具或金融交易方式技術都浮現。

¹² Susan Strange, *Casino Capitalism*, (New York: Manchester University Press, 1997), p. 120.

在國內決策方面，因為世界金融市場統合加速，世界體系中的關鍵決策必須包括美國針對自己的銀行、國內金融市場或國內經濟管理做出的一些國內決策，這些決策在美國以外的國家有深遠的影響。交易商在設計新賭博遊戲時，其智慧遠超過政府管制當局。銀行和金融技術的發展亦同。技術超前的另一種方式體現在非銀行機構(non-bank institutions)¹³從事銀行業務。銀行創造信用受到貨幣當局制定的管理規定所限制，但卻沒有相對應的體制，來調節非銀行機構創造信用。因此在這中間產生了隱藏危機的灰色地帶。

以往，美國對非銀行機構、對新技術變化、對新金融市場的縱容，以及美國在制定政策時傾向於解除管制而非進行管制。此無疑樹立一個其他國家仿效的榜樣，也就是 John Williamson 提出的華盛頓共識向全世界推行金融、貿易自由化並造成廣泛的影響。¹⁴

然而要如何管理賭場資本主義(casino capitalism)呢？Strange 表示管理一個根本上處於無序狀態、失去控制的金融體系並使其恢復穩定，是一個全球性問題，但是解決這個問題必須依靠國家。¹⁵ 最重要的是，美國必須使自己國內的經濟管理恢復一定的穩定性和可預測性。世界金融體系變得不穩定無法預測，直接與美國國內日益增加的不穩定相關。

Narcis Serra、Shari Spiegel 和 Joseph Stiglitz 表示自 1990 年代開始，華盛頓共識這個名詞有窄義與廣義的使用與解釋，目前的解釋是窄意的，也就是專注在私有化、自由化以及宏觀的穩定，也就是價格穩定；而廣義的解釋是聯結到

¹³ 也就是所謂的「影子銀行系統」(shadow banking system)。非銀行是在銀行證券化(securitization)活動下形成未受監管的系統。當銀行把房地產貸款加工成有價格的證券，並在資本市場進行交易，傳統銀行所承擔的融資功能和房地產貸款的風險，已被證券和投資取代。影子銀行系統是由非銀行金融機構所組成，包括投資銀行、對沖基金、貨幣基金、債券保險商、SIV 結構性投資工具等。這些金融機構可從事傳統銀行的借貸活動，卻不受商業銀行條例所監管，也沒有資本適足比率和存款準備金的約束，因此，槓桿可以到幾倍至幾十倍。在經濟繁榮，金融市場繁盛時，加上複雜的金融商品的高收益，這些金融機構的盈利甚高。但市場出現危機時，這些金融機構就面對及大的風險和虧損。

¹⁴ John Williamson, *Latin American Adjustment: How much has Happened*, (Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1990).

¹⁵ Susan Strange, *Casino Capitalism*, (New York: Manchester University Press, 1997), pp. 196-201.

市場基本主義(market fundamentalism)，也就是視市場為唯一解決經濟問題的方法。¹⁶ 1970 年代的經濟理論表示市場失靈是普遍的現象，尤其是開發中經濟體(developing economies)充斥著訊息不完整、有限的競爭以及不完全的市場。因此開始有了市場並非有效率的假設。

Stiglitz 表示華盛頓共識主要是想以一種「普遍適用」(one-size-fits-all)的方法，放棄仰賴政府並表示僅依賴市場會是個更好的道路。¹⁷ 如此一來導致了嚴重的偏差，忽略了分析在何種情況下以何種介入是適當的。但是其實應該考慮以建立機構或是以國家的能力來有效介入市場以避免市場失靈。

因此問題的重點並不在於政府的「大小」而是在於政府的角色，其應承擔一定責任以取得政府與市場之間的平衡。在此 Stiglitz 表示「後華盛頓共識」(post-Washington Consensus)認知市場的角色，卻也認知到有政府的失靈，其如同市場失靈一般，但此共識相信會有「系統性的方法」(systemic ways)來改善政府的表現以及市場的表現，政府與市場可以過功能性來彼此互補，政府在應付市場失靈能夠扮演重要的角色，幫助市場運作更為良好。¹⁸

由上述文獻可以得知，1970 年代匯率制度的轉變代表著主要國家間對於市場的共識由管制轉為解除管制，金融市場在匯率的變動下產生更大的套利空間，投機活動與投資風險大為上昇，再加上 1990 年代主要國家鼓吹新自由主義，以及國際貨幣基金組織與世界銀行(World Bank)對於資金借貸以及援助所附加的「結構性調整」(structural adjustment)，促使開發中國家朝著自由化與私有化方向前進，全球金融更進一步加深整合，跨國資金流動範圍更為廣泛，而這就成為信評機構影響力增加的背景。由於信評機構將企業以及金融商品的風險劃分

¹⁶ Narcis Serra, Joseph E. Stiglitz, (eds), *The Washington Consensus Reconsidered*, (Oxford: Oxford University Press, 2008).

¹⁷ Narcis Serra, Joseph E. Stiglitz, (eds), *The Washington Consensus Reconsidered*, (Oxford: Oxford University Press, 2008).

¹⁸ Narcis Serra, Joseph E. Stiglitz, (eds), *The Washington Consensus Reconsidered*, (Oxford: Oxford University Press, 2008).

不同等級，以利投資人作投資決策，一定程度降低風險的不確定性，使得全球投資人逐漸依賴信評機構作為金融市場守門員的角色。

貳、信用評等機構問題之探討

Acharya 與 Richardson 指出造成 2007 年金融風暴有三個關鍵因素：缺乏還款能力的房貸借款人(mortgagor)、房貸證券化與信評機構的利益衝突。¹⁹首先是銀行機構大量借貸資金予沒有能力償還貸款的房貸借款人，這些房貸借款人在銀行審核貸款寬鬆下得以申請房貸，並依恃房價高漲，透過再融資(refinance)將貸款購得的房屋作為抵押再次進行借貸，但是房市泡沫終會破滅，屆時房貸借款人無法承擔繳納金額，違約率便上升。再者，房貸證券化是次級房貸危機爆發最主要原因之一，華爾街證券發行者透過以房貸為基礎所建構的結構型金融商品，大量販售給全球機構投資者。許多大型金融機構如貝爾斯登、雷曼兄弟等所持有的結構型金融商品佔其總資產中很大比例，一待房貸違約率上升，結構型金融商品便一文不值，連帶企業財務緊縮，尤其在遭信評機構降等後，資金借貸與週轉更為困難，最後因為無法繳納足夠擔保品(collateral)而紛紛向政府要求紓困(bail-out)、被收購、合併或是導致宣布倒閉的結果。最後，信評機構作為金融市場的守門人，其營利方式由「投資者付費」(investor pays)轉為「發行者付費」(issuer pays)後，開始與債券發行者產生利益衝突，尤其在結構型金融商品流行後，透過諮詢服務，信評機構給予這些不透明且高度複雜的結構型金融商品 AAA 等級，以賺取高額的手續費。

歐洲聯盟的文件中也說明信評機構對於形成 2007 年的金融風暴有很大影響，

¹⁹ Viral Acharya and Matthew Richardson, "Causes of Financial Crisis," *Critical Review*, Vol. 21, No. 2-3, (2009), p. 196.

其中信評機構之所以使證券化問題更趨嚴重主要有以下幾個原因：²⁰

一、信評機構未區別結構型金融商品與傳統公司債券

信評機構在結構型商品的評等與傳統的評等使用相同的評等類別。許多投資人對於證券化商品並不熟悉，對於該商品的風險特性也是一知半解，因此容易將結構型金融商品與傳統公司或政府債券視為同種商品，並根據相同評等類別做出投資決策，投資人深信 AAA 評等的結構型產品如 CDO 等就像政府債券一樣安全。至於信評機構多不願意為不同的資產種類考慮個別的評等級距。其認為各種不同商品的違約率是可以跨越不同的資產種類而互相比較，即便各個金融工具本身的在構成以及衡量標準有很大的差異。

二、信用評等機構並未適當的處理評等業務上的利益衝突

在 1970 年代之後，信評機構由原本的「投資者付費」模式轉變到「發行者付費」模式後，信評機構的收入來源轉移至其所評等之機構，因而產生了利益衝突，影響了信評機構的公正性。

三、過度依賴信評機構

由於各國政府為推動信評制度，有許多監理法令規定，必須有一定等級以上的信評，才能從事一些新業務、販售新商品等。再加上外部信用評等公司在「新巴塞爾資本協定」(Basel II)²¹中佔有十分重要的位置，更加深國內外金融機

²⁰ European Commission, *Commission Staff Working Document Accompanying the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies Impact Assessment*, Brussels, Belgium (November, 2008), p. 5. Available at: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm (last visited: 2011. 04. 18)

²¹ 1999 年發佈第一版新巴塞爾資本協定諮詢文件中的三大支柱(three pillars)為：一、最低資本適足要求(minimum capital requirements)、二、監理審查(supervisory review)、三、市場紀律(market discipline)。主要目標為透過三大支柱的建立來強化銀行的風險管理並持續增進金融體系之安全與穩定。其中第一支柱中，信用風險的標準法(standardized approach)使銀行依賴信評機構的外部評等。參見張炳輝，〈新巴塞爾資本協定與信用風險標準法之介紹〉，《華控月刊》(2003 年第 5 期)，頁 5-14。

構及投資人對信用評等的依賴。尤其對於尚無能力自行計算信用風險權數之銀行而言，藉由信評機構提供的信評等級，並經過風險權數值對照程序後，銀行即可據以計算風險加權性資產值(risk-weighted assets)，進而得知其應計提之資本。

東方金誠國際信用評等分析師于洪輝則表示造成信用評等預警失靈主要有兩個原因：²²

一、評等具有其侷限性

信用評等有兩種類型，一種稱之為絕對性評等，要求對影響受評物件違約風險的所有因素進行徹底調查並進行即時跟蹤研究，以絕對的風險程度確定受評物件的信用等別；另一種可稱之為相對性評等，要求對受評對象主要風險因素進行調查並進行及時跟蹤研究，以相對的風險程度確定受評對象的信用等別。由於客觀存在的風險因素數量極大，且各種複雜因素交織在一起，並處在不斷變化過程中，實際上信評機構不可能對每個影響因素進行徹底調查，不可能即時跟蹤所有影響因素的變化，因此前一種評等很難達到，只能作為一種理想。評等具有局限性的道理與著名經濟學家 Friedrich Hayek 的觀點是一致的。Hayek 認為，沒有一個主體能夠擁有所有的資訊，信評機構所獲取的資訊是有限的。²³若此一論點成立的話，那麼信評機構也只是在一定程度上降低個體資訊的不對稱。一旦投資者將信評機構看作是一個絕對的資訊判斷標準，那麼實際上這與指望一個全能政府來管理經濟生活一樣都是不現實的。

二、預測性的業務性質不可能百分之百的準確

信用評等的過程一般來說是信評機構利用歷史資料(或基礎資料)，基於某

²² 于洪輝，〈美國信用評級機構的功與過〉，《中國貨幣市場》（2009年第二期），頁51。

²³ Friedrich Hayek, *The Road to Serfdom*, (London: ARK Paperbacks, 1986).

些假設，並透過模型計算，最終對受評主體未來的債務償付情況進行職業判斷而定出信用等級。²⁴由於歷史資料具有局限性，其代表性(如歷史資料未能涵蓋一個完整的經濟週期)和相關性不能完全得到保證，部分假設可能不成立，使用模型存在模型風險，加之職業判斷可能存在偏差，決定了以過去預測未來不可能百分百的準確。

但是將金融危機的全部責任歸咎於信評機構也有失公允。美國發生次級房貸危機進而引發全球性金融風暴是美國採取自由放任的市場機制發生市場失靈，以及金融體制缺少監管所導致的，因此將所有的責任歸結為信評機構是不客觀的。此外，也不應否認信評機構的在債信市場的作用。信用評等的功能在於解決資訊不對稱問題，如果沒有信評機構的參與，資訊不對稱問題將更為嚴重，債券市場也不會如此蓬勃發展。但是信評機構在內外部確實存在缺陷，其在信評市場的壟斷、評等模型的不足以及與受評者之間的利益衝突問題等，亟待國家與國際行為者加以約束及改革之。

參、信用評等機構全球治理之探討

德國學者 Dieter Kerwer 表示金融市場對一國經濟的盛衰扮演很重要的角色，無論個人、企業甚至國家財富的多寡很大程度上取決於在金融市場獲取信用的高低。²⁵雖然古典經濟學家提倡市場經濟，透過「看不見的手」能使市場獲得最大的效率。但金融市場的規範理論有兩項關於金融市場運作的問題無法透過金融市場本身來解決，第一個是可供投資者評估借貸方未來是否有能力償還信用貸款的訊息，第二是金融市場常常處於「系統風險」中，如此會使得金融市

²⁴ 于洪輝，〈美國信用評級機構的功與過〉，《中國貨幣市場》（2009年第二期），頁52。

²⁵ Dieter Kerwer, *Credit rating Agencies and the Governance of the Financial Markets*, paper prepared for the 11th Annual meeting of the 'Society for the Advancement of Social-Economics': Globalization and the Good Society, Madison, Wisconsin, (July 8-11, 1999), pp. 1-3.

場作用受質疑，並常造成銀行的流動性危機(liquidity crisis)。第一個問題會導致效率的損失；而第二個問題會導致整個金融體系受威脅。這兩項問題都是政府欲干預的目標：第一項需要訊息揭露(information disclosure)的規範，而金融危機的外部效應需要資本適足標準(capital adequacy standards)²⁶ 或是其他規範來解決。

金融市場的政治管理在全球化的動力下受到挑戰，而這也導致新的金融產品不斷的創新，然而，信評機構的規範能力，以私部門而非公部門的型態改變了信用風險評估的知識結構，最主要是因其獨占知識的基礎。而信評機構的專業與知識也使得其成為全球金融市場治理結構的一環。

Andreas Kruck 表示在全球金融危機發生之後，信評機構在全球資本市場中所扮演的角色逐漸突出，也成為公眾議題討論的一個重點，不只在美國，還包括國際媒體，信評機構已成為自 2007 年美國次級房貸危機以來，所造成全球金融損失責任(blame-game)其中一個主要的攻擊目標。²⁷在 2007 年美國次級房貸崩潰之前，研究金融市場結構的學者們就提出關於信評機構的信賴性(reliability)、合法性(legitimacy)、以及其課責性(accountability)的探討。儘管有許多學者研究以及大量的文獻研究信評機構在全球政治經濟所扮演的角色及其活動已經逐漸引起大眾的注意，²⁸但是關於信評機構在金融市場中背後的公私部門在金融市

²⁶ 1980 年代後，銀行業國際化的趨勢越來越明顯，為了強化國際銀行體系的穩定，並避免各國對銀行業資本比例的規範不同而造成不公平競爭，巴塞爾委員會於 1988 年公布「巴塞爾協定」，規定會員國銀行的自有資本與風險性資產的比例在 1992 年應該達到 8%，而「資本適足率」也就是以「自有資本」除以「加權後風險性資產總額」。「巴塞爾銀行監理委員會」是由世界十大工業國(G-10)的中央銀行組成，巴塞爾委員會並沒有跨國監理的權力，其制定的協定也沒有強制力。可是，由於該委員會的成員都是主要工業國家，因此它所制定的協定對世界各國的銀行監理影響等大。

²⁷ Kruck, Andreas, *A Microinstitutionally Embedded Resource Dependence Perspective on the Delegation of Regulatory Authority to Credit Rating Agencies*, paper presented at the International Studies Association convention, New York, (April 15-18, 2009), pp. 2-3.

²⁸ Isabelle Gras, *The Power to Rate: Eine untersuchung zur Rolle der Ratingagenturen auf den internationalen Finanzmaekten*, Research Group on Equity Market Regulation (REGEM) Analysis 6, (2003), Tier: University of Trier; Dieter Kerwer, *Holding Global Regulators Accountable: The Case of Credit Rating Agencies*, School of Public Policy Working paper 11, London: University College London, School of Public Policy (2004).

場的共同治理(public-private financial market governance)缺乏深入的概念性及理論性分析，也就是國家的以及國際的金融市場規範者—像是美國的 SEC 以及其他美國的管理機構 (regulatory body)、巴賽爾銀行監理委員會(the Basel Committee on Banking Supervision, BSBC)、以及歐洲立法者(例如歐洲議會 European Parliament/歐盟部長理事會 Council of the European Union)都把信評機構作為風險管理的目的。信評機構的活動是一個設定信用評等的過程，而此過程逐漸被公部門為了規範的目的，納入半政府管理，來使其更為具拘束力。²⁹ 公部門在金融管理上使用信用評等來代表國家認可的制度模式，並將私部門行為者帶進治理過程，這樣的過程與純粹的私部門治理、非國家行為者以開放的角度進行制度性的參與、政府間的或是「涵蓋性的」(inclusive)、多方機構的全球治理都有明顯的不同。

Kruck 希望藉由描述和解釋公部門使用信評機構的評等來作為規範目的這種特殊模式的治理，來提供一個較概念性以及理論的解釋。³⁰ 因為不只在美國，還有國際性以及如歐洲的區域性金融市場規範者都使用信評機構來做為金融市場規範的風險衡量。因此 Kruck 提出 macroinstitutionally embedded resource dependence perspective 的概念來試圖闡釋信評機構的理論性分析，此概念連結了委託—代理理論(principal-agent theory)、資源依賴理論(resource dependence theory)、組織理論中的環境方法(environment approaches in organization theory)。

在委託—代理理論中，由政府(委託人)透過信評機構(代理人)，由前者有條件的授權給後者，來作為代表前者探測金融市場風險的標準。由於公共管理者缺乏衡量信用評估信用風險的分析資源，便必須依賴信評機構的專業性來代替政府維持金融市場的穩定。然而，政府依賴信評機構的分析資源不應視為外生

²⁹ Dieter Kerwer, *Holding Global Regulators Accountable: The Case of Credit Rating Agencies*, School of Public Policy Working paper 11, London: University College London, School of Public Policy (2004).

³⁰ Andreas Kruck, *A Microinstitutionally Embedded Resource Dependence Perspective on the Delegation of Regulatory Authority to Credit Rating Agencies*, paper presented at the International Studies Association convention, New York, (April 15-18, 2009), pp. 4-24.

既定的，而是相關的社會經濟宏觀體制(socioeconomic macroinstitutional)背景下所激發而擴散的。而在結構性的宏觀體制背景下型塑了公共管理者依賴跨國標準制定者的分析資源，也型塑了組織行為者計算的方法與目的，以及他們的活動、組織形式與彼此間相互的關係。

國內學者邱天一表示，信評機構在證券化過程扮演相當重要之角色。³¹就法治面而言，信評機構為證券化「實際上之立法者」(de facto lawmakers)，而國際主要信評機構如標準普爾等，對於證券化或架構式金融均有法律審查準則³²；另就實務面而言，由於證券化交易之複雜性，投資人依賴信用評等程度甚高，甚至有過度依賴之現象，而過度依賴評等普遍被認為係次級貸款危機之主要原因。2007年7月美國次級房貸危機發生，2008年2月18日英國北岩銀行2008年9月全美第四大投資銀行雷曼兄弟宣布破產、全美第三大投資銀行美林被美國銀行(Bank of America)併購、美國國際集團(American International Group, AIG)向聯邦準備理事會(Board of Governors of the Federal Reserve System, FED)申請緊急融資。美國金融機構均受波及的原因即在於多數的投資銀行的資產中，金融衍生商品佔了很大比例。其中，美國國際集團因持有龐大「信用違約交換」(credit default swap, 以下稱 CDS)曝險部位而受損失，次級房貸風暴開始後，資產價值惡化，於是信評機構開始調降相關 CDO 之評等，此時提供 CDO 信用擔保的 CDS 使得美國國際集團立即因擔保品不足面臨資金短缺問題。³³資產證券化與信評機構均被認為是次級房貸危機始作俑者。³⁴首先，資產證券化將次級房貸

³¹ 邱天一，〈信用評等機構於證券化之角色與責任〉，《政大法學評論》（2011年6月第121期），頁4-5。

³² 學者認為「結構式金融」幾乎為「資產證券化」之同義語，兩者可說明相關制度之兩個階段：前階段是指透過組織架構以及發行模式的安排，形成資產證券化的基礎，後階段即是該架構實際運作流程，將金融資產予以整批之分類，達到促使資產流動之目的。參見王文宇、黃金澤、邱榮輝，《金融資產證券化之理論與實務》，（臺北市：元照出版，2003年），頁2-5。

³³ 楊光華，〈金融海嘯與世貿組織之金融服務貿易規範〉，《政大法學評論》（2011年2月第119期），頁14-15。

³⁴ Mark Jickling, "Causes of the Financial Crisis," *CRS Report for Congress*, Congressional Research Service, (April 9, 2010).

此「有毒資產」(toxic assets)之風險，以「創始到銷售」(originate-to distribute model)，藉由創始及銷售「住宅用房貸抵押擔保證券」(residential mortgage-backed securities, 以下稱 RMBS)與 CDO 等證券化商品，轉移到全球投資人，造成嗣後發生「系統性危機」(systematic risk)與「信用緊縮」(credit crunch)等金融危機；³⁵信評機構則與販售金融衍生商品的「發行機構」同流合污，信評機構透過諮詢給予發行機構所販售的金融衍生商品高評等以換取高額手續費。換言之，信評機構透過 AAA 的精美外表包裝並參與建構高度複雜性的金融衍生商品，使投資人誤認為其購買的結構型商品損失風險較低。由此可見信評機構內外部所存在的問題對 2007 年金融風暴的形成須負有一定的責任。

邱天一表示隨著 1990 年代中期以後金融危機層出不窮，信評機構的缺失逐漸暴露。³⁶首先非政府的國際組織「國際證券管理組織」訂立「信評機構行為守則」的「自律規範」，要求信評機構改善內部評等品質與外在利益衝突；美國國會在安隆案之後也通過「信評機構改革法」(Credit Rating Agencies Reform Act, CRARA)，要求 SEC 消除信評市場的進入門檻與障礙以及增加評等的透明性；2007 年金融風暴爆發後，美國及歐洲聯盟各自更是針對信評機構與證券化商品間的利益衝突做更嚴格的控管，進入法律規範面的治理，足見國際組織與政府部門近來對信評機構角色的治理不遺餘力。

Lawrence White 認為信評機構存在的目的在於提供其判斷(judgement)來解決訊息不對稱的問題。³⁷信評機構在 SEC 於 1934 年成立之前就已存在，並藉由販售對債信的評估給投資人以賺取利潤。1930 年代信評機構與美國債券市場發生重大變化，金融管制者要求銀行僅能投資安全等級的債券，並於 1936 年發佈

³⁵ Financial Stability Board, Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience 9 (2008). Available at http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804.pdf (last visited: 2012.04.19).

³⁶ 邱天一，〈信用評等機構於證券化之角色與責任：次貸危機後之觀察〉，《政大法學評論》(2011 年 6 月第 121 期)，頁 6-31。

³⁷ Lawrence J. White, "Markets: The Credit Rating Agencies," *Journal of Economic Perspectives*, Vol.24. No.2, (Spring 2010), pp. 212-218.

命令(decree)，禁止銀行投資「投機級」的證券。銀行開始被要求使用三大信評公司所出版的評等手冊，因此，信評機構這樣的「第三方的評等者」(third-party raters)的信用判斷在實質上擁有法律效力(force of law)。後來金融管制者建立了「最低資本要求」(minimal capital requirements)，要求其所屬金融機構所進行的投資必須依照信評機構的評等，這代表著管制者將其代表的「公權力」(public authority)下放、轉讓給信評機構。但信評機構能獲得影響全球金融的權力的主要原因在於：美國 SEC 透過 NRSRO 地位的認同將管制金融市場的公權力「外包」(outsource)給信評機構，透過信評機構「私權力」(private authority)的代行政管理來維持金融市場的穩定。1975 年 NRSRO 的地位從此對信評市場產生了進入障礙，同時，卻也使得美國國內金融管制者紛紛要求所屬金融機構依據信評機構的符號來做為債信風險的指標以及投資的依據。

White 表示債券訊息市場如同規模經濟 (economies of scale) 一般，成爲一個潛在的進入障礙。³⁸只要未受 NRSRO 認可的債券評等者以及新的評等公司會被多數金融機構以及債券發行者所忽略。但 SEC 卻對 NRSRO 的認可過程模稜兩可，其從未對 NRSRO 建立正式的進入標準，也未建立正式的申請與審查流程。直到安隆公司於 2001 年倒閉後，信評機構才受到管制者的注意。信評機構被批評為何如此晚才將安隆公司降等，之後在世界通訊事件中也再次遭受批評。信評機構「評等延遲」問題一直到 2007 年金融風暴時仍然存在，甚至在 2008 年 9 月雷曼兄弟宣布破產的早上將其評等爲「投資級」。而信評機構宣稱其評等爲一長期展望，是透過「週期循環評等」(through-the-cycle rating methodology)，然而信評機構延遲改變評等事實上也是反映了機構投資者以及一般投資人的傾向：其希望評等能夠維持穩定，以減少調整其投資組合的頻率；³⁹此外，證券發行者付給信評機構手續費，也不希望被降等而導致籌措資金產生困難。⁴⁰

³⁸ Lawrence J. White, "Markets: The Credit Rating Agencies," *Journal of Economic Perspectives*, Vol.24. No.2, (Spring 2010), p. 217.

³⁹ Edward I. Altman and Herbert A. Rijken, "How Rating Agencies Achieve Rating Stability." *Journal and Banking Finance*, Vol. 28, No. 11, pp. 2679-2714.

⁴⁰ Marc Flandreau, Nobert Gaillard, and Frank Packer, "Ratings Performance, Regulation and the Great

2006 年美國國會通過「信評機構改革法」，消除信評市場的進入障礙，要求 SEC 制定加入的標準、程序，並使其透明化，但是僅授予 SEC 有限的權力以監督 NRSRO，其中特別禁止 SEC 影響信評機構的評等以及不介入 NRSRO 的企業型態。但是 SEC 在 30 年之後才開啓信評市場的進入很難產生實質競爭的結果，因為三大信評機構自始所佔的優勢在短時間內無法由新加入的信評機構所取代。2008 年 12 月以及 2009 年 11 月，SEC 爲了因應信評機構的利益衝突問題與透明度問題，對 NRSRO 的「使用者付費」營利模式所導致的利益衝突進行更嚴格的管制。另一方面，歐洲聯盟於 2009 年 9 月採取一系列規則來因應利益衝突與透明度問題。

White 也指出在 2007 年金融風暴發生後，管制機關對信評機構有兩項可能的解決方式：第一個是加強對信評機構的管制；另一個可能是降低、減少信評機構的重要性。⁴¹管制是爲了使信評機構在未來不再犯下錯誤，但並不會改變信評機構在債券訊息過程中所做判斷的地位。而 SEC 一旦收回原本賦予信評機構來做爲代表政府的管制公權力，就代表著信評機構的評等判斷將不再有法律效力。然而目前其他金融管制者並無收回信評機構的代表權力的傾向，甚至連 SEC 對於收回信評機構管理金融市場的權力與否仍未決定。最後回歸信評機構的核心問題，也就是將金融管制公權力判斷債券安全性的責任轉交給第三方(信評機構)對於受管制的金融機構以及金融市場是合乎利益的嗎？以及管制當局必須對信評機構進行管制到何種程度，才能使得信評機構對其發佈的評等準確性負責，以促進信評機構未來對於債信能達到較佳的判斷？這些都是要持續探究與追蹤的問題。

第三節 研究方法

Depression: Lessons from Foreign Government Securities.” *CEPR Discussion Paper*, No. DP7328, (June, 2009).

⁴¹ Lawrence J. White, “Markets: The Credit Rating Agencies,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24. No. 2, (Spring, 2010), p. 211.

在研究方法方面，本論文共採取文獻分析與個案研究法兩種研究方法。

壹、文獻分析法

文獻分析法的特點在於正確理解、蒐集文獻，並且加以分析判定，接著歸納整理出該文獻中重要的論點及相關資料。首先本文主要討論信評機構在全球金融危機所扮演的角色，其中有些金融衍生商品等名詞較為複雜，所以一些名詞與信評機構相關的概念需要加以探討與釐清，這部分包括 MBS、CDS、CDO 等概念。另外筆者會使用文獻研究加以分析，運用相關的國內外專書、期刊、論文、新聞、網路資源等，整理出信評機構在全球金融市場治理的功能。

貳、個案研究法

在質化研究中，想法和證據是相互依賴的，這尤其被應用在個案分析研究中。透過分析情境，研究者組織資料並同時應用以同時創造或點出個案特殊之處。⁴²因此個案研究，乃是針對單一的研究目標，諸如個人、社會、團體等進行一種個別式的研究。⁴³

在 1997 年亞洲金融危機、2001 年安隆公司及 2002 年世界通訊陸續倒閉所引發的危機、一直到 2007 年全球性金融風暴，信評機構在各個金融危機都扮演重要的角色。本文主要探討 2007 年的金融風暴成爲全球性的危機的成因，其中信評機構在金融風暴中是如何扮演推波助瀾的角色。

⁴² W. Lawrence Neuman 著，《當代社會研究法》，王佳煌、潘中道等譯，（台北：學富文化，2002 年），頁 712-713。

⁴³ Earl Babbie 著，《社會科學研究方法》，李美華等譯，（台北：時英出版社，1998 年），頁 442。

第四節 研究範圍與限制

壹、研究範圍

本文的研究對象是主要三大國際性信評機構，其成立的歷史以及其如何影響投資人的投資行爲，以及美國的 SEC 如何將三大信評機構於 1975 年納入 NRSRO，此舉使得信評機構影響力大增，然而隨著金融危機逐次擴大，美國也開始透過規範來控管信評機構所曝露以及潛藏的問題。

時間範圍將著重在 1971 年代美國放棄固定匯率制度後，各國開始採取浮動匯率或是釘住匯率(pegged exchange rate)的制度開始，資本流動性增加，也間接使得信評機構在金融市場體系中的重要性提升，冷戰結束後金融全球化進一步深化，資本管制的鬆動進而導致潛藏的金融危機深植在金融創新之中，信評機構與金融衍生商品之間的利益衝突也逐漸形成。時間序列最後延續至 2009 年，在金融風暴過後，歸納整理出美國、歐洲聯盟與國際組織對於信評機構所做的建議以及改革。

貳、研究限制

本研究為探討信評機構發展與治理，其中相當論述與國際金融相關，然金融與經濟方面並非筆者所專長，因此許多金融技術性相關如信用評等的計算公式較無法論及到。

另外，當今全球金融危機的成因爲數眾多，如公司內部的公司治理 (corporate governance) 問題、非銀行金融機構對於金融創新所埋藏的危機、投資銀行對於牟利而降低貸款門檻等。這一個完美風暴(perfect storm)的形成因素中，信評機構所扮演的只是其中一環，因此在有限的篇幅中，僅能有限探討信評機

構與企業和銀行之間相輔相成的關係，無法觀 2007 年全球金融風暴之全貌，並探究金融風暴的所有原因。

第五節 章節架構

本文共分為五章。第一章為緒論，說明本篇論文之研究動機與目的、研究問題、研究方法、研究範圍與限制、論文章節安排。

第二章為探討信評機構影響力增加的政策與制度因素。第一節為全球金融市場的變動，第二節為國家與市場，第三節為華盛頓共識的反思，第四節為全球治理的概念與理論。

第三章檢視信評機構的發展與演變。第一節為國際性信評機構的概述，主要介紹三大信評機構的組織以及其評等的判斷標準、第二節討論國際性信用評等的制度有何問題並檢討其缺陷，第三節剖析 2007 年金融風暴所暴露的信評問題並探討金融風暴的成因，以及信評機構與企業、銀行相互之間的關係是如何造成金融風暴。

第四章討論信用評等機構的治理問題。探討美國以及歐洲聯盟到國際組織對信評機構的建議與法律規範，最後歸納國家與國際行為者對信評機構的改革方案。

第五章為結論。對於本論文的探討與檢視，整理出信評機構透過何種改革以健全金融體系的缺陷。

第二章 自由主義的反思

在進行研究信評機構影響力增加的背景之前，就必須先了解國家與市場之間的勢力是如何變動，以及國際環境是如何演變成有利於信評機構的發展。布列頓森林體系瓦解後，浮動匯率制度增加了套利空間，資本開始在全球流竄。再加上英國柴契爾開始鼓吹私有化，市場自由化加速催化世界各國相繼解除管制，掀起了新一波自由主義的興起，國家的勢力於是向市場傾斜。信用評等機構的興起與資本流動相關，全球投資者對於投機性活動的需求逐漸增加，市場便創造出許多擁有不同違約風險程度的金融衍生商品以供投資者作投資使用；另一方面，投資者趨利避害，不願意承擔過多的風險，但是個別投資者對於評估個別信用風險的成本過高，於是，信評機構的角色便上升。信評機構透過給予投資標的不同評等級別以供投資者作為投資標的的參考，廣泛影響全球投資人的投資行為。而信評機構隨著全球金融整合，影響層面越來越深且廣。在資本市場自由化之後，金融危機屢次爆發，信評機構的弊病也隨 2007 年金融風暴所浮現，可見市場並非萬靈藥，缺乏管制的金融市場會趨於混亂，此問題也衍生到國家解除對於市場管制的反思，市場失靈需要國家介入來調整失衡，同樣地，信評機構在 1975 年被美國 SEC 賦予 NRSRO 地位後建立了信評市場壟斷地位，但 SEC 在 2006 年之前卻並無對信評機構有任何法律上的約束，使信評機構有權無責，在「課責性」上產生很大的問題。然而，在金融風暴發生後，混亂的金融體系需要透過全球治理以穩定充滿風險與不確定性的市場。

本章第一節「全球金融市場的變動」重點放在布列頓森林體系瓦解後，全球投機性活動的大增造成金融體系日漸不穩定，卻也造成信評機構影響力大增的背景；第二節「國家與市場角色的衝突與調和」進入國家與市場理論探討，藉以分析國家與市場相對勢力的大小對於金融體系的穩定以及造成全球性的金融風暴有何影響；第三節「華盛頓共識的反思」進一步介紹 1990 年代華盛頓共

識的內容，其中可觀察到國家對於自由化政策的選擇在某種程度上是相互依賴的，並透過全球擴散機制傳導。但後華盛頓共識的提出代表華盛頓共識在實際面有其缺陷，金融市場屢次崩解表示市場機制出現失靈情況，因此必須要透過國家介入來改善；第四節「全球治理的概念與理論」的探討有助於釐清全球治理的本質，以便運用在第四章中介紹國家、區域組織、國際性的機構與論壇對信評機構的改革建議與法律規範的實例。

第一節 全球金融市場的變動

人們常覺得金融體系是複雜且具不穩定的天性，每一次的金融危機爆發都造成金融體系的混亂，但是在這個混亂的背後，我們必須要了解其源頭到底為何。第二次世界大戰後，國際秩序開始重建，國際金融的角色也在這個時期上昇，美國藉著強大的經貿實力並透過布列頓森林體系中的安排主導著全球經濟。本文介紹第二次世界大戰後美國如何透過影響，並布列頓森林體系為何導致崩潰，崩潰後的新秩序又是如何影響著全球金融世界的生態，形成信用評等機構影響力上揚的背景。

壹、第二次世界大戰後國際貨幣制度安排

第二次世界大戰結束後，世界政治、經濟秩序亟待重建，重整自 1930 年代大蕭條(the Great Depression)所造成市場的失序狀態成爲主要國家首要考量，國際社會當時面臨兩個主要的問題：⁴⁴

一、戰爭與大蕭條使得如何重建國際貨幣體系的穩定以及秩序以恢復經濟成長

⁴⁴ 李濱，《國際政治經濟學－全球視野下的市場與國家》，（南京：南京大學出版社，2008 年）。頁 191-209。

成爲各國主要關注的問題。

二、追求福利國家目標成爲戰後各國政府政策的立足點，政府應當並且必須干預經濟，以實現國家物價穩定、充分就業和經濟增長的首要目標。

二次大戰後的經濟成長主要是在冷戰局勢的國際背景之下，透過國家之間的合作來促成政治及經濟的穩定。金融部門在 1960 年代之前，最大的資本轉移並不在私人部門，而是由政府、國家機構或是如國際貨幣基金組織和世界銀行等多邊機構所進行的。國家干預是這個時期的主要特徵。對於自由放任幻想的破滅，使得自由市場被認爲沒有能力解決大規模失業問題，導致在 20 世紀 1930 年代主要工業化國家採納凱因斯經濟(Keynesian Economics)政策，希望透過政府的反週期行動(countercyclical government action)來追求經濟成長與充分就業。國家干預在以下金融領域方面有不同的形式：⁴⁵

- 一、直接介入先前由私人企業所進行的管理行動，如放款(granting loans)或是其他資金轉移。
- 二、設置許多管制來改善資本市場的運作，確保資本市場的透明性或是保護資本市場免受市場失靈所影響。而這就是 1933 年 Glass-Steagall Act⁴⁶在兩次世界大戰之間時期(inter-war period)被採用的目的。
- 三、對私人機構的接管(take over)，通常是透過國有化來完成。
- 四、國家可以透過控制、限制以及在其他架構下爲了經濟政策的目的來進行介

⁴⁵ Youssef Cassis, translated by Jacqueline Collier, *Capitals of capital: A History of International Financial Centres, 1780-2005*, (Cambridge: Cambridge University Press), p. 202-202.

⁴⁶ Glass-Steagall Act 是美國在 1933 年所通過的金融機構管制法，主要規定商業銀行、證券公司(投資銀行)與保險公司不得跨足彼此間的業務，也不得互相持股。之所以制定該法，主要是因爲 1930 至 1933 年間正值美國經濟大蕭條時期，華爾街股市崩盤，美國整體經濟嚴重萎縮，國會議員指責銀行在風險過高的票券市場中進行操作，使存款人的財產過度暴露在高風險的投資中，缺乏穩健的資產管理，爲了避免銀行在犯同樣錯誤，遂推動 Glass-Steagall Act 以禁止商業銀行進行投資銀行業務。不過，相對於歐洲國家管制較少的金融體系，美國制定的 Glass-Steagall Act 顯然削減美國銀行的獲利能力，因此該法案遭到嚴重挑戰，直到 1999 年 Gramm-Leach-Bliley 法案(又被稱爲 Financial Services Modernization Act of 1999)的通過正式將商業銀行與投資銀行分業經營的規定廢除，准許銀行、證券與保險等金融服務跨業經營，建立業務聯屬關係。

入。這項措施對國際企業影響的體現就是外匯管制(exchange control)。

重建後的金融體系要使其穩定主要是依賴國際貨幣體系的完整，在 1944 年設置的固定匯率制度試圖重新建立以黃金為標準的貨幣體系穩定來避免兩次戰爭期間的僵滯性對經濟造成的嚴重問題。⁴⁷布列頓森林體系中的協議規定美元對黃金的兌換比率維持在 35 美元對一盎司黃金的比率，匯率機制是固定匯率制，但有一定的彈性，即各國貨幣對美元的匯率，一般只能在平價上下各 1% 的幅度內波動，超出的範圍，各國政府有義務進行干預。而平價的變動(升值或貶值)，只能在一國國際收支發生「根本性的不平衡」時才能被允許，並且變動前還必須得到國際貨幣基金組織的批准。而國際貨幣基金組織的建立是藉由提供貨幣來解決與美元平價的國家發生外部支付的困難，以使這個體系更容易適當運作。

布列頓森林體系確立的國際貨幣制度確定了各國在世界經濟中的權力。美國成為世界鑄幣國、世界最大的信貸者，是國際貨幣體制的最大管理者。這種金融權力為美國在戰後支配世界經濟與政治提供了強大的便利。但布列頓森林體系所建立的貨幣兌換制度對美國有利的同時，也存在著不利的一面。這就是所謂「特理芬矛盾」(Triffin Paradox)⁴⁸所表達的問題。美國經常帳的赤字開始成長，也使得美元充斥在全球。這些外流的美元在歐洲中央銀行的儲備中成長並逐漸瓦解這個體系。對於美元信心的動搖，會使得美元與黃金的自由兌換受到質疑，拋售美元、擠兌黃金的現象也就不可避免，大量國際游資的移動更加劇投機強度，使美元危機雪上加霜，進一步衝擊金融市場的穩定。美元的國際

⁴⁷ Youssef Cassis, translated by Jacqueline Collier, *Capitals of capital: A History of International Financial Centres, 1780-2005*, (Cambridge: Cambridge University Press), pp. 202.

⁴⁸ 美國做為國際貨幣，為了滿足世界經濟成長與貿易成長對美元上升的需求，就必須保持美元的淨輸出，即國際收支不斷增加的逆差。但是逆差上升本身會使別國對美元的信心動搖，引發美元危機。應付危機只有減少美元赤字，這又導致美元供給的不足，以及由此引起的其他國家外匯儲備的短缺和國際清償手段的不足，直接阻礙經濟與貿易成長。單一儲備發行國所面臨的這種兩難情況即被稱為「特理芬矛盾」。參見 Robert Triffin, *Gold and Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, (New Haven: Yale University Press, 1961).

貨幣地位必然導致美國的貿易出口以逆差為代價，這對美國的產出與出口均有不利。而正是這種貨幣體制的內在矛盾與美國濫用鑄幣特權，導致布列頓森林體系的危機和瓦解。

儘管於 1971 年 12 月，美國與西歐、日本之間相互妥協達成「史密松寧協定」(Smithsonian Agreement)⁴⁹，使得美元處境有所改善，但 1972 年新一輪投機風潮襲擊英鎊，迫使英國政府於六月宣布放棄中心匯率，採取有管理的浮動制度。1973 年 3 月，各主要國家幾乎幾乎都已經實施浮動制度。布列頓森林體系事實上宣告結束，因而揭示了跨國資本流動的新時代。

1976 年國際貨幣基金組織的「國際貨幣制度臨時委員會」在牙買加首都金士頓 (Kingston) 召開會議，會上達成了著名的牙買加協議 (Jamaica Agreement/Accord)。同年四月通過「國際貨幣基金協定第二次修正案」，其中對國際金融體系做出新的規定，新體系開始形成，其中有以下三個特點：⁵⁰

一、國際儲備多元化

黃金不再是主要的儲備手段，但仍可以以一定比例存在於一國的儲備構成中。美元亦不再是國際儲備的唯一形式，德國馬克、法國法郎、日圓、特別提款權(special drawing rights, SDRs)等以及後來的歐洲貨幣單位(European Currency Unit, ECU)在世界儲蓄比例大大增加。而國際儲備多元化的發展起到削減美國地位、緩解「特理芬矛盾」和穩定匯率的目的，這意味著世界金融權力中心朝著分散化和多元化方向演變。儘管牙買加體系下的美元無法與布列頓森林體系中獨一無二的地位相比，但是美元的優勢仍是存在的。它依舊是國際間的主導貨

⁴⁹ 1971 年 12 月的史密松寧協定規定：美元對黃金貶值和其他包括日圓、德國馬克、瑞士法郎、法國法郎、英鎊和義大利里拉等在內的主要國家貨幣對美元升值，同時，將外匯匯率波動幅度上調為金平價上下 2.25% 的範圍。

⁵⁰ Youssef Cassis, translated by Jacqueline Collier, *Capitals of capital: A History of International Financial Centres, 1780-2005*, (Cambridge: Cambridge University Press), pp. 202.

幣，其作為國際計價單位、支付手段和價值儲藏的功能仍強於任何一種形式的貨幣單位。

二、匯率安排趨於自由化、多樣化，浮動匯率與固定匯率並存

匯率的絕對固定或完全自由浮動是理論分析的兩極。但當今世界各國所採取的多種不同形式的匯率制度世界於兩個極端之間(完全固定與完全浮動匯率制度)的制度安排。既有趨於固定、但可調整的固定匯率至或爬行釘住制，也有傾向於浮動的彈性匯率制，如有管理的浮動等。總體上，牙買加體系中的匯率制度呈現兩大態勢：

- (一)區域集團內部實行穩定的匯率制度，但主要貨幣之間的匯率巨幅波動。
- (二)發展中國家大多數採用釘住某單一貨幣的釘住匯率制。

三、對國際收支不平衡的調節機制

在最初的計畫中，大家都普遍相信浮動匯率制度下可以有多種手段來實現對國際收支不平衡的調節，但實際上常常無法達到預期效果。其中一方面是由於在浮動匯率制度和金融整合的背景下，國際資金的流動加速以及規模增加，導致各國內部因各種工具之間作用相互抵消而產生政策失效，使得國家間因資金自由流動而產生的一國金融市場受他國及全球金融市場劇烈影響的後果；另一方面則起因於國家出於社會目標的需要而對市場自發機制先天的干預性，如國際收支順差國往往不會讓其貨幣升值，常常採取干預措施維護其經濟成長，其結果常常導致保護主義的盛行和「以鄰為壑」(beggar-thy-neighbor)的競爭性策略的氾濫。

貳、1970年代後的全球資金流動

浮動匯率，是政府減少對市場的干預。在固定的匯率體系下，企業的財務經理可以運用外匯交易中的期貨市場(future market)來保護自己，以免遭受因金融資產之間的利率差額或不同貨幣之間匯率不斷變動的影響。⁵¹多數情況下，中央銀行應承擔維持匯率的責任，使企業財務經理不必擔心每日匯率的變化。然而在浮動或彈性匯率體系下，企業無法個別承擔美元與其他貨幣的匯率變化，為避免來自匯率市場巨大變化的影響，一國的中央銀行以沖銷(sterilization)進行干預以抑制匯率變化對國內經濟的衝擊。

由於貨幣兌換率越來越不穩定，造成跨國企業(transnational corporations)生產的國際化，因為期貨市場給予企業僅是有限的保護，因此企業經理們傾向使企業資產和債務多樣化，從本地融資或從本地銀行貸款到轉換至歐洲債券融資。實際上，公司業務的地區多樣化是一種長期的理性保護策略。簡言之，浮動、不穩定的匯率增加了跨國企業的風險，使跨國企業做出反應時更顯出其多國性。但是因此產生的長期戰略反過來將增加他們抵禦風險的短期需要，因而更進一步增加了在金融賭場中的交易額。

「布列頓森林體系」的結束和重建新制度這類嘗試的失敗，都伴隨著巨大的、嚴重的國際收支干擾。直接原因主要是石油價格震盪危機，使得大量的資金向石油生產國轉移；這些國家並不立即支出他們的新收入，國際經濟的擴展速度就因而減慢。另外，由於固定匯率的結束，紀律手段也就不復存在；這就使得幾乎所有國家都能更加快速地擴大自己的貨幣量。全球性的貨幣供應增加了，廣泛流行的流動匯率就加速了國際性的通貨膨脹。由於各國沒有對外匯進行管制和金融市場的開放，資金跨國流動數量增加，浮動匯率制的實施使這些資本的投機性增強，使得自動調節的社會成本越來越大。匯率的波動可能導致國際資本的大量流入與流出，特別是在一國國際收支逆差的條件下，資本的大量流出會導致經濟的急劇緊縮。浮動匯率制在金融市場開放的條件下不僅未能

⁵¹ Susan Strange, *Casino Capitalism*, (New York: Manchester University Press, 1997).

使各國國內經濟自主性加強，反而使國與國之間受市場波動的聯繫性加深。國際資本(主要以短期資本為主)大規模的政策敏感性流動，不僅影響政策國的經濟穩定與發展，也對非政策國產生不同程度的影響。因為資金有流入必然就有流出，對非政策國而言，因他國利率和匯率變動所導致的本國資金流量的改變也無疑是一個重要的不穩定因素，其最終結果也很難預料和控制。

參、不確定性與投機

芝加哥大學教授 Frank Knight 在 1916 年康乃爾大學所寫的博士論文，1921 年以《風險、確定性和利潤》(*Risk, Certainty and Profit*)的書名出版，其中提出了風險與不確定性之間的差別。Knight 表示，一般而言不確定性的情況很少會發生，因為隨著時間、經驗、智慧的累積，我們都會將各種可能性加以考慮，納入模型以計算各種因應之道。⁵²以投資角度來看，風險是對投資人和企業家冒險努力的合理報酬來源，所以風險是很正常的。然而我們不希望不確定性的存在，因為投資人根本就無法計算投資的風險和成本。總而言之，風險即為可量度的不確定性，而不確定性則在不可量度的範圍。

Knight 觀察到，主要目標並不是使利潤最大化或「滿足」許多理性野心。由於生產和貿易的任何經濟程序，是在對產品的需求和供應的全部費用可以確切計算出之前進行，因此它必然包含不確定性。另外，Knight 也預見到，在這些情況下不確定性所導致的一種可能的後果，就是對訊息和統計的需求大量增加；針對這種需求，加工可能的訊息和處理統計數字的諮詢服務將會增多。

儘管投機具有不確定性，但 Knight 將投機視為自由市場的補充，並且是透過專業化分工社會可以獲得進步的另一種方式。透過投機，社會可以准許更大

⁵² Frank Knight, *Risk, Certainty and Profit*, (Boston: Hart Schaffner & Marx, 1921).

程度的專業化，並准許由那些最願意承擔那種角色的人承擔不確定性。⁵³Walter Bagehot 則發現了世界貿易體系有效運行的三個必要條件：⁵⁴

- 一、可用於投資的貨幣貸款資金。
- 二、有一種投機基金。
- 三、有急於利用最新機會發跡的年輕人力資源。

人們通常更願意冒一點風險獲得獲大利的機會，而不願意冒失去獲得更大、更有可能的營利機會。外匯市場的交易員、商品市場的經紀人和金融期貨的操作員更有可能為他們的雇主賺錢，而不是直接為自己累積資本。年輕人的樂觀和進取心和可能的投資資金相結合，確保能迅速有效的利用因變化莫測出現的投機機會。當然，那種利用必然涉及到市場的開拓和增長，而市場因自身專業化的特性，註定從根本上是投機性的。

投機市場根據 **Strange** 的定義：價格根據未來價格運動的觀點而變化，因此它不同於根據對商品或服務的需求和供應的客觀變化而致使價格發生變化的普通市場。在這一方面投機市場很像一個賽馬場，其中有可以對馬匹將贏得比賽或贏得前幾名進行下注的市場。⁵⁵認為某一馬匹會贏，下注的人越多，這些人從賭注登記經紀人獲得賠率的機會就越小。結果證明他們的觀點可能是錯誤的；主要是這些觀點而不是那匹馬的才能使得價格發生變化。

在賭場資本主義的世代，所有人都忙於交易或改變自己的投資組合以快速賺取利潤。1974 年廢除華爾街經紀人的固定佣金率導致商業競爭加劇。而且今後所有金融交易不再具有傳統意義上的「金融中心」，而是以金融期貨、政府證

⁵³ Susan Strange, *Casino Capitalism*, (New York: Manchester University Press, 1997), pp. 124-139.

⁵⁴ Walter Bagehot, *Lombard Street: A Description of a Money Market*, (London: Henry S. King and Co. 1873).

⁵⁵ Susan Strange, *Casino Capitalism*, (New York: Manchester University Press, 1997), p. 129.

券和股票形式存在的普遍的全球統一市場。金融期貨市場已經相互連結，因此透過衛星和電腦就可以使交易不分晝夜 24 小時進行。操作員將規章制度遠遠甩在後面，以致於這種全球金融賭場可以永不停息的運轉，只受到非常模糊和不確定的規則制約，而幾乎不受經營措施的限制。

隨著國際政治經濟中金融結構裡的變量數目倍增，Knight 的不確定性，在過去的幾十年中大規模的增加。這通常是因為主要金融當局，尤其是美國，做出的某種具體的政治決策或不決策所造成的直接或間接結果。這種不確定性引起了對風險的厭惡做出反應的惡性循環，反過來增加了的變量進一步變幻莫測，結果增加了金融混亂並且動搖了對全球金融體系長期可行性的信心。隨著人力和其他資源轉向賭博和投機或者轉向自我保護，對社會的信任和信心進一步遭到破壞。因此，像期貨市場這些原為因應不確定而發展的分散風險措施，不僅遠遠沒能透過降低體系的波動性從而穩定體系，反而實際上擴大了體系的不穩定性，並使不穩定性持續存在。

肆、市場自由化與金融危機

日益增加的不穩定性已導致了金融市場和金融交易明顯的膨脹，多數本質上是投機性的，它也增加了大小企業之間的不平等競爭，改變了國家和市場之間的平衡，而這種平衡對任何穩定的市場體系非常重要，導致的結果是管理當局被削弱，市場變得更加動盪。⁵⁶ 普遍的影響是「十分無知的重大盲目區域」逐漸擴大—說重大是因為從對經濟和金融體系的政治控制和監控這點觀點來看。那些控制和監控需要相應的知識，隨著變化加速，市場和國家貨幣體系日益融入全球體系，所需知識增加，性質也發生了變化。

至於銀行體系的不穩定，新的信用工具持續地被發明，新資產也被「證券化」—這表示銀行找出新方法將它們向屋主或企業發放的貸款轉移到投機市場。

⁵⁶ Susan Strange, *Casino Capitalism*, (New York: Manchester University Press, 1997), p. 139.

電腦的訊息系統破壞了不同金融體系之間的時間和空間，使得國家的金融市場不再存在於相互隔離的狀態中。許多管制體系依賴的不同金融機構之間的區別也日益被打破。問題被隱瞞的時間越長，進行改革的難度也就越大。由於資本流動本身蘊涵著高度的投機性與多變性，從而成為全球經濟動盪的一個根源所在，一如 Charles Kindleberger 所形容的：「國際金融體系有內在的瘋狂、恐慌與崩潰的傾向」。⁵⁷

國際金融不穩定的情況自從布列頓森林體系瓦解之後更為嚴重，國家對市場解除管制後，全球資本開始四處流竄進行各種投資以找尋套利空間，趨避風險的投資工具也透過金融創新的方式不斷發展出來，國際資金由最初單純國家與私人資本透過對他國的借貸、外國直接投資(foreign direct investment, FDI)、國家與公司債券以及基金的購買，乃至於複雜性極高的金融衍生商品如 CDS、CDO、MBS 等也隨著金融市場的管制放鬆而大行其道。自此，沒有一個國家能將國內的市場與其他國家的市場做完全的區隔，國家之間都受彼此的決策以及不決策深深影響，例如一國的貨幣政策、利率調整都會影響著金融市場上的行為者。表 2-1 列出 1970 年代金融自由化之後重大的金融與債務危機，探究其內部原因為各國彼此間金融依賴度深，個別國家內部產生的金融危機常常會擴散並外溢至周邊國家導致區域的金融危機甚至是全球性的金融危機。金融危機逐次增加強度與規模，使得個別國家難以避免他國決策，因此可了解金融市場牽一髮而動全身的本質。其中 1997 年亞洲金融危機的起源是泰銖的貶值開始，逐漸蔓延到鄰國形成區域性的金融危機。而 2007 年的金融風暴起初是美國本土次級房貸違約開始，加上以房貸為主的證券化商品推波助瀾之下，販售到全世界。其中信評機構透過給予這些房貸證券化商品 AAA 的評等是助長證券化商品發行到全球各地的主因，一待房貸違約率升高，便使得全球投資者蒙受極大損失，大型金融機構紛紛倒閉、併購或向政府要求紓困以度過危機。關於信評機構以

⁵⁷ Charles P. Kindleberger, *Economic Response: Comparative Studies in Trade, Finance and Growth*, (Cambridge: Harvard University Press, 1977).

及 2007 年的金融風暴的討論會在第三章做深入的論述。

表 2-1 金融自由化後國際發生之重大金融危機

年份	金融危機
1980 年代	拉丁美洲債務危機
1982	墨西哥債務危機
1987	黑色星期一事件(美國股市崩盤)
1994-1995	墨西哥金融危機
1997	東南亞金融危機
1998	俄羅斯債務危機
1998-1999	巴西金融危機
2000-2001	阿根廷金融危機
2000-2001	網際網路泡沫(dot.com bubble)
2007-2008	美國次級房貸危機

資料來源：參考 Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, (Princeton: Princeton University Press, 2009). 作者自行整理。

第二節 國家與市場角色的衝突與調和

第二次世界大戰前後，為因應大蕭條所帶來的全球生產消退的負面影響，凱因斯主義開始盛行，國家採用擴張性的經濟政策，透過創造並擴大總需求來擴大就業以促進經濟成長，⁵⁸此時政府角色增強，國家干預經濟。但在 1960 年代國家財政赤字隨著福利制度與軍事成本等支出升高，再加上 1970 年代的兩次石油危機，大政府逐漸無法負擔龐大赤字。1980 年代柴契爾與雷根政府共同提倡新自由主義，鼓勵經濟自由化、國營事業私有化，市場機制促進了效率，政府角色相對變小。由此我們可以看見新自由主義與凱因斯主義形成相互抗衡的

⁵⁸ John Maynard Keynes, *General Theory of Employment, Interest and Money*, (Cambridge: Cambridge University Press, 1935).

理論體系，代表著國家與市場的力量不斷此起彼落。1990 年代冷戰結束，區域經濟促進金融整合，主要國家均採低利率政策促進投資，市場呈現一片欣欣向榮，此看似新自由主義獲勝，然其中仍潛藏著未來的金融危機，直到 2007 年金融風暴的爆發，使得凱因斯主義又再度被重新喚起收拾殘局。本文主要分析國家與市場理論，探討是否國家與市場之間的衝突無法避免？抑是可以相互調和？以及全球化的過程如何影響國家與市場之間的關係。在分析國家與市場相互間的關係後，我們才能得以了解信用評等機構在之後的章節是如何在國家干預與自由市場之間的變化來塑造今日的地位。

壹、國家與市場

國家是一種集中機制，強制經濟行為人採取不同於自願情況下的決策。由於政治結構的不同，國家的決策可能是由個人、特定的集團或是全體國民依照特定程序所做出的，然而決策一旦做出，國家政策就具有約束力。相比之下，市場是一種分散的決策機制，由家庭或廠商來決定如何分配資源，在不同的市場結構中，他們的決定不一定是獨立的，但他們僅僅透過個人的行動來影響他人的福利。⁵⁹

單一的「市場」和「國家」並不存在，市場可能在競爭性和機會成本的訊息上有所不同，而國家則在有關公共政策的決策和監督執行上，以及統治者對被統治者負責的方式上各異奇趣。市場和國家的這些不同特徵對總體福利及其分配影響甚大。我們所面臨的問題不是國家與市場之爭，而是什麼是促使個體以對集體有益的方式來行動的特定制度。

而制度是用來組織經濟和政治關係，例如純「經濟」的關係，如雇主和雇員之間、所有者和管理者之間，或是投資者和企業家之間的關係；還有那些純

⁵⁹ Adam Przeworski 著，鄺菁、張燕等譯，《國家與市場—政治經濟學入門》，（上海：上海人民出版社，2009 年），序言。

「政治」的關係，如公民與政府之間或是政治家和官僚之間的關係；以及那些組織國家「干預」經濟的關係，也就是政府和個體經濟行為者之間的關係。合理組織這些委託人—代理人關係是經濟體有效運轉的條件。

誠如 Robert Gilpin 所言，國家與市場之間相互作用的關係形成了現代世界的「國際政治經濟」。⁶⁰如果沒有國家的存在，價格機制與市場力量會決定經濟活動的結果；這就會是個純粹經濟的世界。如果沒有市場的存在，國家會分配經濟資源；這就會是個純粹政治科學的世界。雖然沒有一個世界能夠以單一的純粹形式存在，但國家或是市場的相對影響力，會隨著不同時間以及背景下持續的改變。因此，「國家」和「市場」的概念就是 Max Weber 所稱的「理想化類型」(ideal types)。⁶¹

沒有國家或市場是主要的，其中的因果關係是相互反應作用以及循環性的。因此要探討的是國家與市場這兩種不同形式的方法的相互作用是如何安排以及組織人類行為。一方面，國家主要是依據領土、忠誠以及絕對性的概念，是一種合法使用武力的獨佔形式。相對的，市場是基於功能整合、契約關係以及拓展買賣雙方互賴關係的概念。主要構成價格與數量、自主的經濟行為者對於價格訊號來做反應及決定。對國家而言，領域疆界是國家自主性以及政治統一不可或缺的基礎。對市場而言，消除對價格機制運作的所有政治以及其他障礙是必須的。兩者之間對於安排人類關係形成根本上的衝突，卻又如此深刻地形塑現代政治經濟的道路。

一、市場的重要性

市場對於形塑現代社會的優勢地位的原因之一，是市場促使社會重新組織來讓市場運行更為順暢。當市場形成時，其成為社會變遷的驅動力量。在沒有

⁶⁰ Robert Gilpin, *Contending Views of International Political Economy*, C. Roe Goddard, Patrick Cronin and Kishore C. Dash, eds, *International Political Economy: State-Market Relations in the Changing Global Order*, (Boulder, Colo.: Lynne Rienner, 2003)

⁶¹ Max Weber, *Economy and Society: An Outline of Interpretive Sociology*, Guenther Roth and Claus Wittich, eds. (Berkeley: University of California Press, 1978).

社會、物理以及其他限制之下，市場經濟會有擴張性以及動態的特質。其會傾向經濟成長、跨領域擴張並對社會所有部分進行整合。而團體及國家會尋求對市場運作的限制，因為市場會有對社會發生重大影響的潛力。市場經濟有以下三個動態特徵：

- (一)交換貨物及服務所產生的相對價格的重要角色。
- (二)競爭作為決定個體及機構行為的重要性。
- (三)以效率作為決定經濟行為者生存的重要性。

另外，市場競爭導致生產者創新並將經濟移至較高生產效率和較高科技的層次，市場的動能因此會促進科技或其他型態的創新，也增加了經濟的力量及能力。市場經濟傾向地理上的擴張，擴溢到政治疆界以外並將非市場的邊緣經濟體帶入市場機制的軌道。這種擴張傾向的原因包括：規模效率、交通改善以及需求的成長。市場經濟的另一個特徵是將社會的每個方面納入市場關係的核心。透過「商業化」(commercialization)，市場將傳統社會的每個方面帶入價格機制的軌道中。土地、勞工及其他所謂的生產要素成為交換的商品；他們成為市場力量間交互作用之下。⁶²因此，市場對於社會來說有深刻且非穩定化的衝擊，因為市場會瓦解傳統社會結構及社會關係。

在國內及國際層次上，市場體系會在生產者之間建立一個層級的分工制度，這項分工是基於專業化以及比較優勢(comparative advantage)(或稱相對成本)之上。由於市場力量，社會(無論是國內或國際)被重新安排到一個動態的核心與一個依賴中心的邊緣(periphery)。市場會因為科技轉移、相對利得的改變以及其他因素，而對整個體系擴散財富。但也會對社會產生衰退的惡性循環。因為財富的擴散在整個體系中不會平均的分配。財富會集中在新的核心，因此，市場經濟

⁶² Robert L. Heilbroner, *The Nature and Logic of Capitalism*, (New York: Norton, 1985), p. 117.

會對國內和國際體系造成不平等的發展過程。導致有些結果對某些社會是有利的，但也會對其他社會的利益上有所損害，其主要原因是市場會有失靈的情況。⁶³在市場失靈發生時，國家可以介入經濟活動來促進市場有利的影響並防止有害的影響。

二、對市場失靈的反思

國家與市場並不是各自獨立、彼此不影響的，而是相互聯繫、相互影響和作用的。⁶⁴國家可以利用權力來規定市場主體的合法性，可以利用權力來確定分配的形式，制定各種法規來影響市場的運作規則。市場在現代社會是一種政治化的市場，即使是所謂「最自由的市場」，也是國家「創造」的結果，是國家的作為和不作為的產物，難以擺脫國家權力的介入和干預。⁶⁵究其原因，任何經濟體制都是在一定的政治框架下產生的，這種政治框架決定了經濟體制的特點與屬性。

國家不應該完全放任市場對社會的自由影響。政府對市場的作用應該放在提高市場效率、維持公平和對市場進行「反週期」的調控以避免經濟週期對社會產生動盪的影響上。這包括：⁶⁶

(一)對市場失靈的矯正，減少壟斷、維護競爭，防範負面的經濟外部性，

⁶³ 市場失靈的三個特性：一、規模報酬遞增：表示大型企業對小型企業有競爭優勢。由於面臨更低的平均成本，他將其他企業驅逐出市場，並阻止新的企業進入。因此規模報酬遞增帶來「自然壟斷」。報酬遞增帶來市場失靈，是由於壟斷企業會將價格抬高到完全競爭的水平以上，因此社會不能消費在競爭價格水平的數量。而且，壟斷企業的收益小於消費者的損失，而淨差價構成了社會的無謂損失。二、公共財：公共財是具有非競爭性的商品。消費非競爭性商品的存在會導致無效率，不論它們是否是排他性的。如果它們是排他性的，那麼由市場提供將導致供應不足；如果是排他性的，將使它們得不到充分利用。三、外部性：外部性是指一個人的行為結果影響其他人的福利（效用）。20世紀50年代初期市場失靈的發現，導出了「國家的市場失靈理論」的關於政府的觀點。此種觀念認為，應該放手讓市場做其可以做好之事，但政府應該介入，以糾正市場失靈後的功能失調。因此國家的適當角色應該是規制壟斷、提供公共財，並調整外部性。Adam Przeworski，鄺菁、張燕等譯，《國家與市場—政治經濟學入門》，上海：格致出版社：上海人民出版社，2009年。中文版序言。

⁶⁴ 李濱，《國際政治經濟學》，（南京：南京大學出版社，2008年），頁62。

⁶⁵ Karl Polanyi, *The Great Transformation*, (Boston: Beacon Press, 1957), p. 139.

⁶⁶ 李濱，《國際政治經濟學》，（南京：南京大學出版社，2008年），頁62。

提供公共商品以及為這種公共商品徵集稅收。

(二)對收入分配進行一定的調節，如實施累進稅制，為失業者提供失業保障計畫等。

(三)採取宏觀政策，用財政或貨幣手段來抵消市場週期帶來的經濟波動，避免社會動盪。

三、全球化對經濟體制產生的影響

全球化下的國際經濟秩序是一種對有利於跨國資本的經濟秩序。更加自由的市場環境，各國的普遍市場開放，使跨國資本贏得更多利潤。國際經濟體制要求各國普遍鬆管對資本流動的限制、對商品進出口的限制，加強對通貨膨脹的約束，降低國家對社會福利的要求，這都為跨國資本的世界流動性創造了很好的外部環境。全球化的國際經濟秩序下，各國的政治都屈從於跨國的力量，使自己的經濟政策，甚至是政治政策不同程度地適應跨國資本的要求。

國家向市場的(權力)轉移可能是 20 世紀後半期發生最大的國際政治經濟變革。這種變革在生產、貿易、投資和金融事務中—也就是在 Strange 的生產和金融結構中—最為顯著。⁶⁷由於結構變革造成這種重大轉移之一是，跨國公司及其所建立和操縱的網絡，其權力和影響均得以增大。

由國家向市場權力的轉移實際上導致了跨國企業政治角色的形成。這一論點並不是指跨國企業對各國的外交政策有所影響，而是指他們本身就是政治性機構，與公民社會有著政治上的聯繫，這些政治聯繫甚至比他們與其他企業或某些政府的關係更加重要。他們在生產的每一個環節都很重要，企業既扮演技術或組織創新的角色，又扮演者其他企業的商品和服務的消費者，同時還扮演生產者和銷售者，以及僱傭者。國家權威向市場權威轉移主要是權威不再那麼

⁶⁷ Susan Strange, *The Retreat of the State*, (Cambridge: Cambridge University Press, 1996), pp. 43-45.

依賴領土基礎。國家在法律和傳統上是以其權威的領土界線來界定的。但一待權力轉移到其他權威身上——尤其是這些權威的基礎並不是針對領土的控制權，而是針對商品與服務的生產和分配的性質、場所和方式的控制權，這顯然帶來了一些關係到主權性質、權力與政治管理的分散的問題。因此跨國公企業在世界經濟中已成為「核心的組織者」(central organizers)，成了世界經濟活動的「增長引擎」(engines of growth)。他們已是國際交易活動包括國際貿易的「驅動力量」(driving force)。⁶⁸尤其在探討信評機構問題時，可以發現其不僅是跨國企業，更是與政府公部門有特殊的關係。美國 SEC 透過 1975 年 NRSRO 地位的認可，賦予信評機構管制金融市場的權力，此代表了國家將公權力「外包」給私權力的過程，同時也為三大信評機構建立壟斷地位。信評機構獲取得天獨厚的權力應歸於國家勢力向市場的傾斜，以及 SEC 營造信評機構在金融市場影響力劇增的地位，其中，也可看到國家的決策(SEC 賦予三大信評機構 NRSRO 法律地位)與不決策(美國金融管制者在接下來近 30 年未對信評機構有實質管制規範)對整個金融市場造成的影響，鑑此，美國對於 2007 年金融風暴的形成必須負有一定責任。但是信評機構已不完全僅是美國的問題，全球化加深了國家與市場之間的複雜性，跨國企業和非政府組織等非國家行為者的加入，使得金融市場參與者多樣化，治理層面更為錯綜複雜，使得金融無法僅透過個別國家單獨治理，必須透過各國合作來維持金融體系的穩定。

第三節 華盛頓共識的反思

承續上節對國家與市場理論的探討，我們知道國家與市場勢力不斷地變動，在 1990 年代這個時期，華盛頓共識的提出造成全球經貿自由化與國家實現一連串解除管制的動作，例如 1999 年美國通過 Gram-Leach-Bliley Act 廢除了 1933

⁶⁸ 參見《1992世界投資報告》（聯合國跨國公司中心編），對外貿易教育出版社中譯版。

年 Glass-Steagall Act 的規定，使得投資銀行能夠與商業銀行進行跨業務的經營，投機活動越來越興盛，但是個體的理性行為卻造成集體的不理性行為，形成 2007 年金融風暴的背景。透過本節對華盛頓共識內容的介紹有助於讀者了解自由化是如何透過全球擴散機制傳導，在剖析華盛頓共識理論在實際面遭遇的困難後，後華盛頓共識的提出重新定位政府在管制方面起了積極作用。因此，我們有必要進一步放大檢視 1990 年代華盛頓共識提出後對全球金融體系的影響為何，透過釐清華盛頓共識與後華盛頓共識的概念可以得知國家與市場間權力的轉換，以及信用評等機構與逐漸鬆綁管制的投機行為與金融衍生商品之間的關係。

壹、華盛頓共識

在布列頓森林體系瓦解、石油危機以及冷戰結束後，世界政治經濟出現結構性的變化，原本國際制度中管理世界經濟的某些功能被拋棄，如布列頓森林體系下的固定匯率被拋棄，轉而採用更加趨從於市場的浮動匯率制度；國家間的經濟競爭加劇，國內經濟開始變得更趨從於全球自由經濟的需要。國家經濟體制向市場自由化方向傾斜，國際政治的控制權相削弱主權方向發展。

新右派的自由市場資本主義信條散播到世界各地，使得「華盛頓共識」受到熱烈討論。而「華盛頓共識」得名位於美國首都華盛頓的三大機構——國際貨幣基金組織、世界銀行及美國政府(財政部)。這三大機構在1980年代形成一系列的政策主張，許多規則是由他們制定。同意和接受這些主張，往往成為第三世界國家和任何發生危機的國家接受援助的必要條件。

「華盛頓共識」這一說法最早是由Williamson於1989年提出的。1989年Williamson系統地分析對於拉美經濟改革的各項主張，包括匯率、利率、外資和外資的自由化，建立和加強私有財產權的法治體系，加強預算管理、削減財

政赤字等，貫徹「小政府、大市場」的理念。⁶⁹並成爲「七國集團」(Group of 7)和國際金融機構對於世界經濟奉行的圭臬，其核心爲「自由市場和貨幣穩定」。

Stiglitz表示：「華盛頓共識主張的政府的最小化、快速的私有化和自由化，財政緊縮(fiscal austerity)成爲『華盛頓共識』的三大支柱。」⁷⁰從文字上看來，這些共識幾乎是在重複「市場基本教義」(market fundamentalism)的經濟原則。然而多年來「華盛頓共識」中有關自由化的政策建議一直遭受嚴厲的批評。拉丁美洲國家在執行了其中全部或部分的政策之後，不僅經濟發展不如預期，有些國家(如墨西哥與阿根廷)甚至陷入經濟危機之中，而這些政策對消滅貧窮以及降低所得分配不均的目標，也顯得無計可施。除此之外，1997年亞洲金融風暴的發生，許多人亦將之歸咎於這些亞洲國家錯誤的執行了「華盛頓共識」中自由化的政策。在資本市場尚未成熟與法令尚未完備之際就貿然推動自由化，正是造成當時亞洲投機熱錢大量進出，以致產生金融危機的罪魁禍首；同時還導致俄羅斯在條件未成熟時就進行國有企業的私有化。

Simmons 等學者表示 20 世紀末期中最重要的特徵之一，就是經濟與政治的自由化、私有化以及解除管制在全世界開始實施。⁷¹國家的政策選擇在某種程度上是相互依賴的，也就是各國政府採取新政策時，並非是單一獨立做成的，而是爲了反應對手國(counterpart)所採取的動作，而這種相互依賴的政策採納與執行主要是因爲以下的全球擴散機制：強迫(coercion)、競爭(competition)、學習(learning)⁷²

⁶⁹ John Williamson, *Latin American Adjustment: How much has Happened*, (Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1990).

⁷⁰ Joseph E. Stiglitz, *Globalization and its Discontents*, (New York: Norton, 2002)

⁷¹ Beth A. Simmons, Frank Dobbin and Geoffrey Garret ed., *The Global Diffusion of Markets and Democracy*, (Cambridge: Cambridge University Press, 2008), Introduction.

⁷² Beth A. Simmons, Frank Dobbin and Geoffrey Garret ed., *The Global Diffusion of Markets and Democracy*, (Cambridge: Cambridge University Press, 2008), Introduction.

一、強迫

是一種反自由機制(anti-liberal mechanism)，可以由各種範圍的行為者所實行，如政府、國際組織，甚至是非政府組織。藉由物理力量的威脅使用、經濟成本或是利益的操縱、甚至是訊息或是專業知識(expertise)的壟斷。因此強迫牽涉到權力之間的不均衡，而使得擁有較強權力的行為者透過強制將其偏好加諸於弱者，使弱者做政策的轉變，並汲取其利益。

經濟自由化常常被認為是由大量強迫壓力下的結果。主要的行為者(agents)是由強有力的政府或是政府間組織所主導。利用條件性(conditionality)的策略，這些行為者將策略改革與政治會員(如歐洲聯盟)來做連結，或是以經濟資源做連結(如國際貨幣基金組織)。其中的邏輯是非常直接的，開發中國家需要已開發國家的金融協助來避免經濟危機或是來做為基礎建設的投資，而這些投資是他們不易透過私人市場來取得的資金。但是放款者(lenders)透過他們的金融援助來做為受援國國內經濟改革的條件——如宏觀(總體)經濟的穩定、自由貿易和跨國資本移動、私有化與解除管制，也就是所謂的「華盛頓共識」。

二、競爭

各國政府之間對於資本和市場的競爭，為各自國內貨物和服務提供了一相較權力、階層性(hierarchy)、強迫的不同解釋的自由經濟政策的散播。根據此觀點，政府有強烈誘因而採取「對市場友善」(market-friendly)的政策來吸引全球資本，透過降低成本來在產品市場維持競爭力。也就是透過簡化管制要求(regulatory requirements)、改善投資風險、減輕稅賦重擔等政策來吸引外資並改善國內經濟環境。逐漸增長的全球經濟整合，使各國對於自由化的相互競爭形成了擴散作用。全球對於資本和貿易的競爭加速，再次開啓對於凱因斯福利國家未來的辯論。1970 及 1980 年代的研究著重在政府的誘因與能力，透過不同形式的社會保護和政府支出來使得地方的經濟行為者能夠在全球市場分割下獲

得緩衝(buffer from vicissitudes)，避免受害。

三、學習

在政策文獻中，學習是透過觀察以及詮釋，或是透過對新的理論或是行爲，使得信仰改變或是對現存信仰的信心強度上有所改變。在公共政策的領域，行爲者會在簡單的策略(tactical)層次(如何更好達到一個特定目標)以及更深(deeper)的層次(應該要追求什麼目標)學習。關於策略層次上，政府會嘗試刺激經濟成長，但他們會逐漸選擇，例如，出口擴張而非進口替代是刺激經濟成長的方法。或是在更深層的層次上，政治自由化—公民權的擴張、個人權利的保障—可能牽涉到達到這些目標的新思維。⁷³

當一國政府汲取他人經驗時，並將其應在自身政策上，才會產生政策擴散的學習效果。以私有化爲例，在英國柴契爾上台前，國有企業無論在發展中國家抑是已開發國家都是被廣泛接受的。在當時，沒有政府具有執行賣掉國有企業的固定計畫。英國的私有化成爲一個驅動力，提供決定將主要公共企業去國有化(denationalize)的實驗。這項策略似乎有效，藉由賣出英國國有企業以獲得龐大利潤，而國有化產業所產生的勞工問題也逐漸減少。私有化對於政府平衡赤字來說非常有效。於是英國私有化的結果使得其他國家「學習」到經濟學家對於私有所有權(private ownership)的論調是有可行性的、多數國家的多數國營企業是無效率的，而私有化被視爲更有吸引力。

貳、後華盛頓共識

近年來，對於「華盛頓共識」的挑戰主要是以 Stiglitz 爲代表所提出的「後

⁷³ Beth A. Simmons, Frank Dobbin and Geoffrey Garret ed., *The Global Diffusion of Markets and Democracy*, (Cambridge: Cambridge University Press, 2008), Introduction.

華盛頓共識」。⁷⁴「後華盛頓共識」強調與發展相關的制度因素，認為發展不僅是經濟成長，還關注貧困、收入分配、環境可持續性等問題等，並從「訊息不對稱」出發，指出市場力量不能自動實現資本最優配置，承認政府在促進發展中的積極作用，並批評國際貨幣基金組織在亞洲金融危機前後所倡導的私有化、資本帳的開放和實施經濟緊縮政策。「後華盛頓共識」內容概括如下：⁷⁵

一、促進金融改革

健全的金融制度是促進宏觀經濟穩定的重要部分。建立健全的金融制度的重要性超過單純的避免經濟危機。為避免金融危機，就要改革金融體制，特別要加強審查，健全立法，加強執法的力度和公正性，增強金融市場的透明度，包括對投資者提供企業經營狀況，及其資產和負債的真實訊息來保護股東的權益。金融自由化必須在政府建立對金融業的有效監管和規制之後才能放手進行。金融自由化不是關鍵—重建管制體系才是應當的作為。

二、市場經濟成功的核心是競爭

特別強調競爭環境的培育對市場機制的成熟是至關重要的。因為市場中缺乏競爭會導致效率低下，市場即是在「看不見的手」，也就是市場中的供需來促進市場最優配置。因此只鼓吹自由化而不營造競爭的環境只會使得資源分配不均，使得少數人獲得利益卻使多數人遭受損害。

三、關於私有化

在過去對私有化的重視不及對競爭的重視，對一個市場經濟體制而言，競爭性的市場和自由資產都是非常重要的。私有化和管制的先後順序非常重要，

⁷⁴ Narcis Serra and Joseph E. Stiglitz ed., *The Washington Consensus Reconsidered: Toward a new Global Governance*, (New York: Oxford University Press, 2008).

⁷⁵ Narcis Serra and Joseph E. Stiglitz ed., *The Washington Consensus Reconsidered: Toward a new Global Governance*, (New York: Oxford University Press, 2008).

使某一壟斷行業私有化可能會創造一個不易改變的利潤，從而破壞未來進行管制或競爭的可能性。

四、「後華盛頓共識」中關於政府的作用

政府在進行適度的管制、制定行業政策、社會保障以及福利方面發揮著重要作用。作為市場的補充，必須健全政府各項必要的，有利於市場發展和競爭的規制。⁷⁶

由後華盛頓共識的內容我們可以對信評機構做概括的檢討。首先華盛頓共識對於私有化、市場化的重視，也就是希望政府解除對市場的管制，讓國有產業透過私有化以促進市場效率。此一公共管制權力下放到私人部門的過程，可由美國 SEC 在 1975 年透過 NRSRO 認可三大信評機構的地位所體現。NRSRO 地位的確立使得三大信評機構不但獲得了壟斷信評市場的權力，更透過 SEC 外包公權力給私人部門以獲得對金融市場進行管制的權力，也就是銀行皆須依照信評機構的評等才可進行投資以及滿足資本計提的要求。由此可見，信評機構影響力大增的主因是 SEC 所賦予的。使得信評機構評等所賦予的符號與改變評等的動作，在在影響全球投資人以及機構投資者的決策行為。

2007 年金融風暴主要原因在於放任市場自由化，而次級房貸問題即是市場自由化的結果，金融市場行為者如銀行為了追求利潤最大化，傾向規避管制者的規範而承受高槓桿風險。White 表示可由次級房貸證券化過程觀察出金融體系內部失靈、最後導致崩潰的原因。⁷⁷次級房貸是構成與房貸相關證券的基礎，其中又被分為較高等級以及較低等級的「券次」(tranches)，較低等級的券次會先於較高等級的券次承受所有損失。這些 MBS 被許多金融公司所持有，其中包

⁷⁶ 毛增余，〈從「華盛頓共識」到「後華盛頓共識」再到「北京共識」〉，《政治經濟學評論》(2006年第2輯)，頁38-39。

⁷⁷ Lawrence J. White, "Markets: The Credit Rating Agencies," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24, No. 2, (Spring 2010), pp. 220-223.

括許多國際大型銀行。金融機構透過建立 SIV 來發行短期的「資產抵押商業本票」(asset-backed commercial paper, ABCP)以向基金借貸，而 SIV 即是不受金融管制當局監督的影子銀行，其購買的金融衍生商品不被列於銀行資產負債表中。爾後金融機構又透過基金的借貸來購買以次級房貸為主所構成的 CDO 券次。如果 MBS 得到高評等，會連帶使得「資產抵押商業本票」獲得高評等，讓借貸成本變得更低。次級房貸證券可以成功以及被販售到各地，主要原因在於信評機構大量給予證券化商品 AAA 的高評等。基於此，我們可以得知 2007 年的次級房貸危機顯露了更深層的問題，也就是市場機制的侷限性：個體的理性導致了集體的不理性。

金融風暴過後，政府管制者重新介入市場以調整，發揮積極作用以恢復金融市場的穩定。例如在 2006 年 SEC 年通過「信評機構改革法」解決信評機構壟斷地位，2007 年金融風暴之後，美國國會與 SEC 以及歐洲聯盟和國際組織如國際證券管理組織等都對信評機構提出改革建議、加強審查甚至制定法律規範，此代表原先政府意圖將其管制的公權力賦予信評機構的私權力來代為管理，轉而加強對信評機構的規範與約束。在市場失靈後，各國皆認為給予信評機構過多權力會使得市場混亂，有此可見政府有提供制度、規範以利市場遵循的必要。這也是「後華盛頓共識」注重國家提供制度加以規範觀點，但是「後華盛頓共識」的國家提供制度的格局必須要再作延伸的應用。鑑於金融體系的複雜性與難以預測性，使得國家無法透過單獨立法來規範大量流動的跨國資金，金融的自由化可以為一國帶來財富卻也可以造成負面的影響。金融全球化使國家無法置身事外，因此必須要透過各國進行合作，加以公私部門的討論，來共同管理金融以穩定金融的波動。近年來，1997 年的亞洲金融危機、2007 年美國次級房貸危機所引發的全球性金融風暴及之後的歐債危機使我們目睹金融震盪週期越來越短，後續產生的規模及影響力也越來越既深且廣。國家應該要透過全球性

的國際組織及論壇形成共識、共同監督及監理。因此接下來將探討的全球治理對促進金融穩定，甚至於對信評機構的治理而言是更不可或缺的過程。

第四節 全球治理的概念與理論

儘管「後華盛頓共識」的提出一定程度的修正「華盛頓共識」的缺失，但面對金融全球化的時代，仍有其理論的侷限。例如「後華盛頓共識」重視政府的角色與重視開發中國家個別發展經驗的立意雖良善，但僅對一國制度、公共機構的治理無法革除全球性金融體系的弊病。在金融全球化的現代如欲求金融穩定，則需要國家、區域組織、國際組織與非國家行為者共同透過治理才能達成。藉由探討全球治理的理論發展、全球治理的領域與治理模式，有助於我們在下來的章節研究信評機構在金融治理的角色，可以有更全面的理解並提供理論基礎。

壹、全球治理的理論發展

一般認知中，全球化與全球治理的討論起於經濟全球化這個課題，國家與市場的關係是一切國際流動的來源，也是全球整體變革的重要因素之一。國家對市場有著多少傾斜的程度一直存在著爭議。新自由派(Neo-Liberals)的代表是日本趨勢大師大前研一(Kenichi Ohmae)⁷⁸，它認為市場世界的存在將消除國家的邊界，從而產生一個「無國界的世界」(borderless world)。懷疑全球化派(the skeptical thesis)代表人物是Hirst和Thompson⁷⁹。該派認為全球化是一種「迷思」(myth)，全球市場並不是一個新的存在，也不能形成單一整合的經濟空間，對

⁷⁸ Kenichi Ohmae, *The Borderless World: Power and Strategy in the Interlinked Economy*, (London: Harper Collins, 1990).

⁷⁹ Paul Q. Hirst and Grahame Thompson, *Globalization in Question: The International Economy and the Possibilities of Governance* (Cambridge, MA: Blackwell, 1996).

國家政策的自主性並未發生實質上的影響。較為折衷的觀點是轉型學派(the transformationalist thesis)，代表學者是Anthony Giddens。⁸⁰此派主張全球化是推動社會、政治和經濟的主要動力，並正在重組現代社會和世界秩序。跨國界的政府和社會正在對世界進行重大的調整，因而國際與國內、外交與內政的界線已不再清晰。

從觀察全球變革的觀點來看，經濟全球化顯然仍具有很大的局限性。相對而言，全球治理是一種對全球變革的政治用法，是一種較為綜合和整體性的觀點。James Rosenau提出全球變革的特徵是：全球治理權威場域(location of authority)隨著治理的整合(integration)與分散(fragmentation)而轉換。他使用的概念稱為「權威場域重構」(relocation of authority)。他認為：在全球變革的環境下，這種權威的場域是跨越著多層次與領域的重新建構。Rosenau把這一過程描述為「一個滲透性趨勢，……其中權威重構的變遷和控制機制位置的變遷都次第發生於全球各大洲。這種變遷存在於經濟和社會體系，也存在於政治體系。」⁸¹

全球化的過程具有一種網絡效應(Network effects)。經濟學家使用「網絡效應」一詞用以形容一種產品在更多的人使用之後就升值的現象。這就是網際網路引發如此快速變化的原因。⁸² Stiglitz指出：知識經濟觸發了「強烈的外溢效應，常像烈火一般迅速蔓延，引發更進一步的創新，而且開始進行更新發明的連鎖反應。但是貨物不像知識，不會像烈火一樣迅速蔓延。」⁸³

此外，當相互依存和全球性變得越來越深厚時，不同網絡之間關係變得越來越重要，不同網絡之間的聯結越來越密切。其結果造成「系統效應」變得越來越強烈。⁸⁴緊密的經濟相互依存關係會影響社會和環境的相互依存關係，而

⁸⁰ Anthony Giddens, *Runaway World: How Globalization is Reshaping Our Lives* (London: Profile, 1999).

⁸¹ James N. Rosenau, "Governance in the Twenty-First Century," *Global Governance*, Vol. 1, (1995), pp. 13-43.

⁸² "A Semi-Integrated world," *Economist*, (September 11, 1999): 42

⁸³ Joseph Stiglitz, "Weightless Concerns," *Financial Times*, (London)(February 3, 1999): op-ed page

⁸⁴ Robert Jervis, *System Effects: Complexity in Political and Social Life*, (Princeton: Princeton

徹底掌握這些聯繫又會反過來影響經濟關係。

貳、全球治理的概念

英國學者Elke Krahnmann在〈國家治理、區域治理與全球治理：一種現象或多種現象〉一文中認為：自1980年代以來，治理(Governance)這個概念都界定在國家、區域和全球的領域內，本質上都是基於對政策制定所做的觀察。⁸⁵但治理隨其使用的目標不同又出現意義混淆的現象。無論使用目標有何差異，但其中有一個共同現象不容否認，那便是以政治權威中心的變動來作為觀察的特質。Krahnmann認為：治理應可被視為一個普遍的現象(a general phenomena)，縱然在治理層級上，可區分為國家、區域與全球三個類別，但在治理的使用安排上卻是極其相似的。⁸⁶具體說，治理可以被定義為一種政治權威的分散化，在七個面相上總其成。這七個面相，包括地理範域(geography)、功能機制(function)、資源分配(resources)、利益取向(interests)、規範形成(norms)、決策制定(decision-making)、政策執行(policy implementation)。這七個面相同時可以有效區別治理與統治(government)在政治權威的分散與集中間的不同概念。

根據Rosenau於1992年出版的*Governance without Government*一書中，將治理概念引進國際關係研究，Rosenau認為治理與統治(governing)的概念不同，治理指的是一種由共同目標支持的活動，目標本身可能來自法律的和正式規定的責任，也可能不需要依靠員警的力量來迫使人們服從。⁸⁷Rosenau在1995年更提出了一個更為明確的全球治理定義：全球治理可以被認為包括透過控制、追求

University Press, 1997).

⁸⁵ Elke Krahnmann, "National, Regional and Global Governance: One Phenomenon or Many?" *Global Governance*, Vol. 9, (2003), pp. 323-346.

⁸⁶ Elke Krahnmann, "National, Regional and Global Governance: One Phenomenon or Many?" *Global Governance*, Vol. 9, (2003), pp. 323-346.

⁸⁷ James Rosenau and Ernst-Otto Czempiel, *Governance without Government: Order and Change in World Politics*, (Cambridge: Cambridge University Press, 1992).

目標以產生跨國影響的各層次人類活動(從家庭到國際組織)的規則系統，甚至包括被捲入更加相互依存的、急劇增加的世界網路的大量規則系統。⁸⁸

另外，1992年聯合國成立「全球治理委員會」(Commission on Global Governance)，該委員會在1995年發表的『我們的全球夥伴關係』(Our Global Neighborhood)報告中明確指出全球治理的意涵：治理在世界層次上一直被主要視為政府間的關係，如今則必須看到它與非政府組織、各種公民活動、跨國公司和世界資本市場有關。⁸⁹在這篇報告中，「治理」泛指各種「公共的或私人的個人和機構」管理其共同事務之諸多方式的總和。它使得相互衝突的、或不同的利益得以調和，並且採取聯合行動的持續過程。它既包括有權迫使人們服從的正式制度和規則，也包括各種人們同意、或認為符合其利益的非正式制度安排。「治理」因此有四個特徵：治理不是一整套規則，也不是一種活動，而是一個過程；治理過程的基礎不是控制，而是協調；治理既涉及公共部門，也包括私人部門；治理不是一種正式的制度，而是持續的互動。⁹⁰大致而言，治理的領域可以根據國家(包含次國家)、區域，全球三個分析層次來進行分類：⁹¹

一、在國家和次國家層次，治理主要被應用在下列四方面：

(一)將治理與政治系統或國家結構視為同義字。它包括對於總統、國會、民主、非民主、聯邦以及集權系統的分析。

(二)將治理用在自1980年代以來公共行政的改革。它主要指政治權力從國家行政機構下放到次國家組織。

(三)將治理用在特別的政策部門，例如教育、衛生、運輸、環境等。

⁸⁸ James N. Rosenau, "Governance in the Twenty-first Century," *Global Governance*, Vol. 1, No. 13, (1995), pp. 13-43.

⁸⁹ Our Global Neighbourhood: The Report of the Commission on Global Governance, The Commission on Global Governance, (Oxford: Oxford University Press, 1995).

⁹⁰ 楊雪冬，《全球化》，(台北：揚智出版社，2003年)，第七章。

⁹¹ 曹俊漢，《全球化與全球治理－理論發展的建構與詮釋》，(台北：韋伯文化，2009年)，頁88-89。

(四)將治理用在關於公司治理的分析。

所謂國家治理一詞，多指一個國家的政策制定，包括在不同區域及地方的結構和政策過程。具體來說，治理與統治有別，在文獻上政策制定除了政府以外還包括了私部門的角色，這就是說，非政府部門、企業機構、行業協會及利益團體也都涉入到公共服務的領域以及參加社會及經濟政策的規劃。在這種結構的變動下，學者Gerry Stoker認為治理的意義是指「公共服務的領域中，在沒有可能依賴國家權威的條件下，一種對集體行動規範的關切。」⁹²在行政改革中，私部門在國家公共政策的角色上日益重要，究其原因，是由於國際大環境使然，並與1970年代世界經濟衰退、全球化的壓力以及歐洲聯盟在西歐政治勢力的興起有密切的關聯。這個治理的藍圖是由所謂新自由主義學派和新右派的議論中提出。簡單說就是要將市場競爭的策略與原則置入公共事務部門裡。改革的方式建立下面兩個策略上：

- (一)讓私部門進入公共服務的結構中。其策略可透過私有化、外資進入、合作生產以及建構公司夥伴關係等。
- (二)根據新的公共管理原則改造政府機構。⁹³

二、區域層次而言

幾乎是指歐洲聯盟內部「多層次決策」一詞。學者Simon Hix認為：歐洲聯盟的內部決策是一種新取向的治理，表現在下列三個特徵：⁹⁴

⁹² Gerry Stoker, "Introduction," in Gerry Stoker, ed., *The New Politics of British Local Governance*, (Basingstoke, England: Macmillan, 2000), p. 3.

⁹³ R.A.W. Rhodes, "Forward: Governance and Networks," in Gerry Stoker, ed., *The New Politics of British Local Governance*, (Basingstoke, England: Macmillan, 2000).

⁹⁴ Simon Hix, "The Study of the European Union 2: The New Governance Agenda and Its Rival," *Journal of European Policy* 5:1 (March, 1998), p. 39.

- (一)治理過程不再單由國家來領導，而是牽涉所有社會、政治和行政官員來指引、操縱、控制或管理整個社會。
- (二)國家與非國家行為者在這個過程之間的關係是「多元中心」(polycentric)與「非階層性」取向，同時也發揮「相互依賴」精神。
- (三)治理的主要功能放在社會和政治風險的管理，而不是執行重新分配政策(redistributive policy)。而重分配政策太強調決策系統與需求系統呈現集中的趨勢。⁹⁵

三、全球層次

治理大多意味著與國際發展政策、海洋資源使用以及環境管制等有關的政治結構和過程。但當前研究的方向已跨越公部門的領域，進入到私部門與第三部門。學者Leon Gordenker和Thomas Weiss給全球治理做這樣的定義，認為它是：「對社會和政治議題努力帶來更多有秩序地和可靠的回應，這些議題都是超越國家能力單獨所可完成的。⁹⁶就像非政府組織(non-governmental organization, NGOs)的在冷戰後逐漸普遍化一樣，全球治理的意思是指處理問題時缺少了一個中央權威的存在，而需要政府與其他機制在全球議題上做共同的協力與合作」。

參、全球治理在地理上的三個層次

自從1980年代治理概念的興起後，公私部門決策者的權威在地理面相分散初三種態勢，包括向下轉移給次層次國家政府、向上轉移至區域或全球、向外側轉移至私部門或自願組織。⁹⁷

⁹⁵ 曹俊漢，《公共政策》，（台北：三民書局，1992年），頁93-95。

⁹⁶ Leon Gordenker and Thomas G. Weiss, "Pluralizing Global Governance: Analytical Approaches and Dimensions," in Leon Gordenker and Thomas G. Weiss, eds., *NGOs, the UN, and Global Governance* (Boulder: Lynne Rienner, 1996), p. 17.

⁹⁷ 曹俊漢，《全球化與全球治理－理論發展的建構與詮釋》，（台北：韋伯文化，民國九十八

一、向下移轉

指國家政治權威分散於國家、次國家或地方政府，像是市議會或州議會等地域、地方與社區。國家「分權」給地區性或地方性機構，而此一傾向已使得工業化或發展中國家的公共政策更貼近消費者(民眾)的利益。而分權有其政治目的，可視為對民族國家內部的結構變遷的一種回應。例如城市的持續都市化與凝聚成形，必須借助一個在財政上及行政上強而有力的地方政府。一方面，政府在賦予地方影響力的同時，也促進更為直接的公民參與及對政治議題的關心，這在削減公共支出的期間變得尤其重要。

二、向上移轉

則是指權威轉移至統合型區域或全球性的機構，如歐洲聯盟、經濟合作發展組織(Organization for Economic Co-operation and Development, OECD)、國際貨幣基金組織等。而國際組織的出現是自第二次世界大戰以來，國家權力的轉換中最深刻與顯著的發展之一，即是國際行動團體或組織重要性日益增加，國家決定將某些政策部門讓渡給國際組織。現今西方國家所朝遭遇的重要議題，並不以國家的疆界為限，而是區域或是全球的。

三、向外移轉

包括公部門的政策制定和執行委外給私部門，或以公私合夥的方式執行政府的政策。此外，私人和準私人機構像是穆迪⁹⁸和國際標準化機構(International Organization for Standardization, ISO)⁹⁹等都屬於向外移轉取向。就是將所控制的

年)，頁 101-102。

⁹⁸ 穆迪公私的創始人是約翰穆迪，他在 1909 年首創對鐵路債券進行信用評等。1913 年，穆迪開始對公共事業和工業債券進行信用評等。目前，穆迪在全球有 800 名分析專家，1700 多名助理分析員，在 17 個國家設有機構，股票在紐約證券交易所上市交易（代碼 MCO）。1975 年，美國證券交易委員會(SEC)認可穆迪公司、標準普爾、惠譽國際為「國家認可統計評等組織」，或稱“NRSRO”(Nationally Recognized Statistical Rating Organization)。

⁹⁹ ISO 是茲家 157 個國家的國家標準協會的網絡機構，每個國家一名成員，總部設在瑞士日內

權力與能力移轉給遠離政治菁英所控制的機構或組織。民營化是全球化意識型態一項重要主張，進而將國營企業的資產資本化以減少債務。在大部份先進國家中，在尚未民營化前，都是協助設立非政府組織，以提供公共服務。¹⁰⁰

綜合上述，全球治理使國家不再成為全球關係的主體，非國家行為者如非政府組織、跨國公司、全球資本市場以及全球傳媒等，都參與了全球治理。治理可視為一種「由下而上」，有別於傳統「統治」之「由上而下」的決策與執行過程。

肆、跨國制度管制機制：信用評等機構

Rosenau認為，治理的過程是一種發自組織或社會本身運作的過程，而溝通與管制的動態運作是這個過程的中心(**communication and control are central to that process**)，縱使在缺少法律和政治權威之下，治理仍然可以成功及持續地維繫與運作一個統治系統。¹⁰¹這是由於此一政治系統有其互相認同的基礎，而其根源必須建立在命運分享及共同歷史、資訊及知識的擁有，或來自於動員群眾的壓力；並經過縝密的計畫、適當的時機、智慧的操作或充分的協商來達成。藉此，我們得以維持一個沒有政府的治理(**governance without government**)模式，卻仍能增強控制的機制。但要注意的是，治理具有多元的特性，但並不否認權威中心的存在。

全球治理涉及到跨國制度化的管理機制(**transnational institutionalized control mechanisms**)，而信評機構代表此一類型。在全球資本市場有關危機評定標準的

瓦。其行政協調中心為祕書處。ISO 是一非政府組織，不屬於聯合國體制，但在政府資助企業和私營企業之間居於一個特別的位置。這因為一方面它的大多數成員皆為國家政府的架構的一部分，由政府授權。另一方面，其他成員也由國家工業協會所支持成立。

¹⁰⁰ John Pierre and B. Guy Peters 著，謝宗學等譯，《治理、政治與國家》，（臺北：智勝文化，2002年），第四章。

¹⁰¹ James Rosenau and Ernst-Otto Czempiel, *Governance without Government: Order and Change in World Politics* (Cambridge: Cambridge University Press, 1992).

制度方面是由國家來主導；而另一方面則由私部門來負責。國際貨幣基金組織與世界銀行代表前者；而穆迪、標準普爾與惠譽是代表私部門最佳的例子。美國SEC透過NRSRO的認可將其代表金融管制的公權力「外包」給信評機構所代表的私權力，並為三大信評機構建立壟斷地位。然而，SEC在賦予信評機構權力的同時卻未賦予信評機構「課責性」，也就是SEC在1975年至2006年「信評機構改革法」制定的這段期間，並無對信評機構做任何實質的規範，因而造成信評機構「權重責輕」的情況，此可由信評機構與金融衍生商品發行機構之間的利益衝突而發布大量AAA等級觀察出，信評機構由原先金融市場守門員的角色，透過由「投資者收費」轉向「發行者付費」的營利方式，使得信評機構成為參與金融衍生商品建構的共犯。由此可知2007年次級房貸危機的爆發與信評機構的問題有直接關係。

在信評機構的治理層面，可以看到美國與歐洲聯盟以及國際證券管理組織和國際論壇等在金融風暴後都有針對信評機構的問題提出若干建議、改革和法律規範，但要深入探討的是，信評機構的全球治理是否上升到全球層次？該問題會在第四章探討信評機構的治理有相關討論。最後我們儘管看到金融管制權力的轉移，但未來對於信評機構的規範仍值得注意與探討。

小結

20 世紀 1970 年代以後國際金融的最大特徵用英國學者 Strange 的話就是「賭場資本主義」。開放與競爭成了國際金融體制的普遍現象，「活化」(reinvigorate)與投機成了金融市場的創新，成為國際金融的新特徵。¹⁰²在資本自由流動不斷增強的同時，金融危機頻繁出現成了必然現象。這與英、美兩國在其國內與世界範圍倡導的市場化改革密切相關，全球化與市場開放與自由化導

¹⁰²李濱，《國際政治經濟學－全球視野下的市場與國家》，(南京：南京大學，2008年)，頁210。

致了國際金融進一步的整合。國際金融整合是指各國和地區在金融市場、金融業務、金融政策等方面相互依賴、聯繫和影響而逐步成爲一個整體的趨勢。這一過程與國家對金融市場的開放與解除管制是有因果關係的。以 1950 年代末 1960 年代歐洲貨幣市場爲開端，打破了各國金融市場相互分割的格局。出現了國際金融市場整合的萌芽。20 世紀 1960 年代起，在各國對外匯資本和金融管制逐漸放鬆、國際社會的私人資本與官方資本不斷擴大、新的金融中心大量湧現、銀行跨國業務迅速拓展、其他新興金融機構廣泛建立和新型金融工具層出不窮等眾多因素的共同作用之下，一個世界範圍內的金融網絡初步形成。西方國家進一步放鬆金融管制，實行金融自由化政策，大大加快國際金融市場整合的進程。自 1980 年代中期開始，國際資金流動的速度和規模就已遠遠超出實物經濟成長的規模。資本的自由流動幾乎成爲一個連國界都無法阻擋的事實。資金的國際流動規避福利國家對利潤的再分配。在資本的壓力下，國家逐步對銀行業的管制放鬆，海外金融業務的擴展，爲國際游資的大規模出現創造了條件。浮動匯率的出現，促使游資爲套利、套匯目的頻繁流動，加劇了資金特別是短期資金的跨國流動。國際貨幣體制可以說是加劇了這一變化，「華盛頓共識」即在此一背景下被提出來。1990 年代以來，隨著廣大發展中國家的金融深化和金融自由化，這一趨勢進一步加強。

然而市場並非有完全的效率，1990 年代之後金融危機陸續發生，後華盛頓共識對政府的角色以及制度的重視，使得國家內部與國際間開始重新思考促進金融穩定的作法，由於貨幣及資本的全球流通，國際合作與全球治理已成爲必然現象。在全球金融盤根錯節的其中，各國制度間的空隙，存在 Strange 所說「十分無知的巨大盲目區域」。¹⁰³其中，信用(credit-worthiness)在金融體系扮演重要的角色，無論個人、企業甚至國家的借貸上均與信用相關，而信用評等在近二十年來對於金融危機的更有推波助瀾以及催化的效果。本章「自由主義的

¹⁰³ Susan Strange, *Casino Capitalism*, (New York: Manchester University Press, 1997).

反思」主要作為接下來章節的基礎背景介紹以及理論建構，探討全球金融市場的變動是如何有利於信評機構的發展，其中，國家與市場勢力的衝突與調和對於金融市場自由化有決定性的因素，藉由第二節我們可以得知，國家的力量在於管制與穩定；市場的力量則在於效率與創新。但是 1990 年代國家對於市場的自由放任在經過幾次金融危機後發現了市場的侷限也開始進行反思，華盛頓共識理論的適用性進一步作修正。而信評機構於國家解除金融及資本流動管制下，在金融市場的影響力逐漸增加，美國 SEC 在 1975 年賦予三大信評機構 NRSRO 的壟斷地位，卻在 2006 年之前未對信評機構有任何實質法律規範，國家放任信評機構隨市場機制發展，其中信評機構收費制度由「投資者付費」轉為「發行者付費」，造成了信評機構與發行者之間的利益衝突，甚至發展金融衍生商品的諮詢服務，直接參與金融衍生商品的建構。基於此項發展，信評機構開始從金融市場「守門員」的角色轉變為營利取向的企業，成為金融市場的參與者。2007 年金融風暴爆發的原因，主要是全球大型金融機構大量購買以房貸為基礎的金融衍生商品，而金融機構之所以購買金融衍生商品即是依據信評機構給予金融衍生商品的 AAA 評等。一待美國聯邦利率的調升，房貸借款者沒有能力繳納貸款便紛紛違約，一連串的骨牌效應導致大型金融機構如雷曼兄弟等陸續倒閉、要求政府紓困等等，銀行間產生流動性危機，最後成為全球的金融風暴，其中信評機構的問題必須為導致金融風暴而負責。然自從總體面觀察，金融市場中各個行為者自房貸借款者、貸款創始機構、金融衍生商品的發行機構、信評機構、購買結構型商品的金融機構等整個金融環節均有其缺失，個別經濟體的理性行為(利潤最大化)造成整體市場的不理性，終導致全球金融秩序崩潰。歸根究柢，即為國家放鬆市場管制的結果，然而，自由主義並非市場配置的最佳良藥，政府介入市場重新維持市場的均衡有其必要。但在全球化的時代，各國無法單獨對跨國資本與跨國企業進行治理。身為 2007 年金融風暴的重要肇因之一，信評機構必須透過全球治理來糾正其缺失。筆者在接下來的章節介紹信

評機構的歷史軌跡、與 2007 年金融風暴的相關性以及國家、國際組織甚至全球性組織對信評機構所做的規範和建議。



第三章 信用評等機構的發展與演變

第二章「自由主義的反思」介紹金融自由化的環境背景以及對全球治理理論的探討，完成了理論建構的預備動作，這些背景與理論的理解對於我們研究信評機構的興起背景與第四章信評機構的全球治理案例有所助益。本章正式進入信評機構的研究以及信評機構與 2007 年金融風暴間因果關係的討論。一般認為，信評機構的角色定位最初被設定為市場的「守門員」，其提供市場關於受評對象與金融商品的訊息，以減少投資人以及銀行的徵信成本，信評機構透過簡單明瞭的符號提供投資者所需的商業資訊以利其作投資決策。由第二章第一節可知，1970 年代布列頓森林體系瓦解後，國家解除管制匯率管制後，全球投資人對金融投機性大增，同時風險的機率也大幅上升，職是之故，信評機構作為全球投資人對風險衡量的依據也比以往需求更大，信評機構重要性因此上升，1975 年三大信評機構被美國 SEC 正式認可為「NRSRO」後即展開進三十年信評市場壟斷地位，爾後 2001 年新巴塞爾資本協定使銀行、市場更為依賴外部評等作為評估風險係數的來源，進一步穩定並加強三大信評機構的地位。信評機構在缺乏 SEC 對其管制而隨市場自由發展後，全球化以及全球金融整合使其影響力遍佈全球，市場(尤其是華爾街的發行機構)在未受規範下創造許多金融衍生商品，為全球資本賭場的玩家創造新玩法。信評機構為了與時俱進，除了傳統的評等業務，也參與對高度複雜的金融衍生商品的評等以及建構，藉此獲取高額手續費。信評機構與發行機構及受評者之間利益衝突的由來已久，次級房貸危機僅是壓垮金融市場的最後一根稻草，待金融風暴逐漸退去，金融體系中的弊病一一顯露，信評機構的缺失更是遭受檢視與抨擊。追本溯源，信評機構的問題即為 SEC 下放其管制公權力與信評機構、透過信評機構的私權力來代其管理金融市場，而後又缺乏對信評機構的管制所造成。本章希望透過對信評機構的歷史發展、獲取債信市場上極大影響力的原因、信評機構與金融衍生商品

的關係以及信評機構在 2007 金融風暴中所扮演的角色的分析，以使讀者能清楚了解信評機構對於造成金融風暴的原因為何。

第一節「國際性信用評等機構概述」對三大信評機構作基本介紹並闡釋信用評等的功能以及不同的評等符號所代表的意義。第二節「對國際信用評等制度的反思」探討信評機構在遵循市場機制發展時出現了什麼缺陷與問題，以及其作為市場「守門員」的一般認知與實際上信評機構對市場所作的免責聲明之間的鴻溝是如何建立。第三節「信用評等機構與金融風暴之關連」首先介紹信用問題與金融危機的相關性為何、金融風暴背後的總體經濟政策面與個體經濟法規制度面成因的探討，最後再剖析信評機構與 CDO 等金融衍生商品之間的關聯，釐清龐大又複雜的金融風暴的脈絡，以理解信評機構之責任為何。

第一節 國際性信用評等機構概述

本文開始進入信評機構的討論。首先，若要了解信評機構，就必須了解位處美國的三大信評公司：穆迪、標準普爾以及惠譽的組織架構與其建構評等的過程。本文將介紹信評在金融市場中的功能為何、三大信評機構的創立過程與組織架構、評等對象、評等過程所判定的標準、符號所代表的意義、對投資風險大小的判定等以利讀者對國際性信評機構有概括性的了解。

壹、信用評等的功能

信用評等是嘗試由大型資料庫，建立可供參考的定量指標來反映不同類型交易者於某特定時期的相對信用水準的定量建模技術。¹⁰⁴一般是指由專業評等機構參考受評等對象的各項信用屬性，再運用評等方法來擬定評等的標準，最

¹⁰⁴ 蔡明宏，〈信評機構組織永續力課題之初步探討〉，《金融聯合徵信雙月刊》（2008年10月號第三期），頁17-18。

後再以信用等級來代表受評等對象的整體信用狀況。其受評等對象包括：個別企業或銀行、證券商等金融機構以及公司債、商業本票等金融商品等等。信用評等對各個金融機構甚至個別投資人都是具重要性的參考指標。在國外，銀行常利用信評資料來複查其內部調查結果或是運用信評資料來選擇其本身的風險部位組合；證券商則常會利用各公司之評等資料來提供投資意見給客戶；而保險公司、信託公司、退休基金等公司，雖然本身皆有投資分析人員，但在從事有價證券交易時，仍將評等資料列為重要之參考文件。除了各個金融機構自行建立特定模型為自己的客戶進行評分評等之外，各國也都成立不同類型的信評機構(credit scoring bureau)，建立一般模型提供可以普遍適用的信用評等。

信用評等等級是以違約率(probability of default) 或預期損失率(expected loss) 的不同來做分級，等級越高，代表違約的風險愈低，因此債權人或投資人要求的報酬率就愈低；相對地，等級愈低則代表違約風險愈高，因此該公司必須以較高的利率來取得融資或發行債券。一般而言，信用評等只是投資人在做投資決策前參考的指標之一。但儘管信用評等很好的企業，也只反映其償債能力較強、無法履行債務機率較低，並不保證投資人在參考信用評等投資後，一定會獲利。

信評機構的評比功能除了降低各銀行自行發展特定模型的成本之外，也提供一個共同的參照基準，讓各銀行的特定模型得以校準，因此，信評機構的效能除了會直接影響受評者的信用訊息，也會間接影響信用交易的效率性。然而，信評機構的效能常常被過度理想化，這是歷年來大型信用危機之後，信評機構屢遭非議的根本原因，理論上，信評機構所建立的模型都服從歷史資料，模型表現的越穩健，就表示越強烈地假定建模時期的個體行為以及總體環境條件會繼續延伸，然而，晚近的金融情勢是越趨複雜詭譎(這也是定量分析興起的關鍵背景)。因此，這種情景延續性假定會被推翻的可能性越高。所謂的對信評機構過度預期也就是指這種兩難困境，越穩健的模型可能越容易誤導。一般而言，

信用評等具有以下主要功能:¹⁰⁵

一、提供信用風險的資訊

以獨立公正且專業的第三者角色，提供信用風險的資訊，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

主管機關要求債券發行者，將其資訊公開給投資人，成為投資人做投資決策的有效參考指標。

三、降低徵信成本

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，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，故可節省社會資源。

四、投資人的資金能更合理運用

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。

五、降低發行成本

財務結構較佳、償債能力較強、信用風險較低的發行者，可取得較高評等等級，可以較低的利率發行，以取得較低成本的資金。

六、監督經理人的行爲

¹⁰⁵ 丘文昌，〈我國建立信用評等制度之規劃與檢討〉，《證交資料月刊》（1999年第442期），頁1。

信評機構所評等級，可提供投資人觀察經理人是否善盡管理人責任。適度降低花費於監督、查核經理人之成本，減少「代理問題」(principal-agent problem)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，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

投資人可進一步增加對投資風險的認知。就投資人投資觀念的導正。

九、促使企業改善體質

由於評等之過程，須對企業財務、業務、經營管理等全面性之評估，為維持或提昇其評等，可提昇企業之競爭力。

十、有效達成資本市場國際化

可使企業之信用能力、信用風險為國際上所周知，有助資本市場國際化。

十一、協助政府進行監督管理工作

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，作為金融監理之工具，可達到監管之目的。

貳、信用評等機構的發展及評等方法

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。美國的信評機構雖然在1890年即已開始運作，然而卻必須等到1930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，信評機構才得以真正地發展。目前國際上最具權威機構仍屬美國的穆迪、標準普爾與惠譽，而該三大信評機構目前在信評市場的市佔率分別為40%、40%以及15%，總共約佔95%。¹⁰⁶

信用評等制度中最重要之角色乃評等機構。信用評等之所以有價值，在於其具有可信度(credibility)，可信度係源自於信評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。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、專業性為其重要特性，方能充分發揮功能。

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、受景氣影響的程度等。由於信評機構最早於美國進行使用，在金融全球化後，信評機構透過對企業、銀行、國家主權基金的動態評等(升等或降等)，來影響全球各地的投資人做投資組合與決策。以下介紹穆迪、標準普爾、惠譽三家美國主要信評公司及其評等標準符號代表的意義和評等過程：

一、穆迪

信用評等乃穆迪公司創始人約翰穆迪(Mr. John Moody)所建立。1900年，穆迪先生開始提供證券投資的資訊給投資人，爾後，1909年正式出版「鐵路投資分析年刊」，首度將鐵路公司發行的債券給予Aaa至C等級，以區分信用品質的

¹⁰⁶ Christopher Alessi and Roya Wolverson, The Credit Rating Controversy, Council on Foreign Relations, (January 19, 2012).

高低。¹⁰⁷此背景其實要追溯到二十世紀初期，當時美國致力於西部開拓，鐵路網的建立自然成爲最重要的基礎建設，惟所需資金十分龐大，一般銀行無力提供，鐵路公司乃以發行公司債方式籌募資金。而當時美國國內一般企業對於有關資訊公開之認知很低，投資人往往無法對於各種債券之風險予以正確地判斷，爲了吸引投資者的目光，穆迪因而以此種言簡意賅的方式達到促銷的目的。穆迪初期所評等的鐵路債券約有250種，以後逐年增加其評等的種類，像公共事業、美國各州，市政府所發行的債券皆納入其評等標的。爾後更將評等範圍由美國擴及全世界。表3-1爲穆迪長期債券評等，其不同的評等符號等級代表著債券違約率的不同。

雖然美國的信評制度在1900年即開始運作，然一直到1930年代的大蕭條，許多債務證券甚且金融機構發生倒閉後，才逐漸被重視。當時，約有三分之一的債券無法償付，這些倒帳的債券大多是穆迪評等中具有較差等級的債券，高評級的債券違約的比率相對微小，這使得投資人對信評的功能加以正視，而開啓人們對信評資訊的依賴及其它信評機構陸續的成立的源頭。目前，穆迪在全球有800名分析專家，1,700多名助理分析員，在17個國家設有機構，股票在紐約證券交易所上市交易。¹⁰⁸

¹⁰⁷ Lawrence J. White, "The Credit-Rating Agency and the Subprime Debacle," *Critical Review: A Journal of Politics and Society*, Vol. 21, No. 2-3, (2009), pp. 389-399.

¹⁰⁸ 參見穆迪網站：<http://www.moodys.com>

表 3-1 穆迪長期債券評等(long-term obligation ratings)

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。	Aaa
保障邊際(margins of protection)不如 Aaa 級大，或保障因素的波動較大，或其他因素，使長期風險較 Aaa 級債券稍高。	Aa
被認定為中上水準的債券。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。	A
具有中等信用品質(未受良好的保障，但亦非不良)。仍足以支付利息與保障本金，但若干因素可能無法信賴。	Baa
評為 Ba 級的債券，被認為具有投機要素(speculative elements)，對本利息保障不大，無法受到良好的保護。	Ba
評為 B 級的債券，一般缺乏有利的投資特質。	B
屬較差的債券，可能違約或顯現將危害本金與利息之因素。	Caa
具高度的投機性，此種債券通常處於違約或其他重大的缺點。	Ca
評等最差的債券，未來可獲實質投資價值的希望極為渺茫。	C

資料來源：邱文昌，〈我國建立信用評等制度之規劃與檢討〉，《證交資料月刊》（1999 年第 442 期），頁 2。

穆迪的信評對象雖然是個別公司和債券，但整個評等內容無法單靠個別樣本就能評估，而須擴及整個國家的所有產業；因為覆巢之下無完卵，總體政經環境的不穩定、所屬產業的不樂觀，都直接危及個別公司的經營績效與償債能力。¹⁰⁹所以，世界上最具權威的信評機構在分析信用風險時都涵蓋三個層次：國家風險、產業風險與企業風險。

穆迪是採取由上而下(top-down)的評估方式。首先，針對發行公司的當地

¹⁰⁹ 林建文。〈商業銀行之信用評等、準備計提與資本配置〉，（國立中央大學企業管理所碩士論文，2005 年 6 月），第三章。

政府，評估國家主權風險。國家風險的評等結果被當作該國債券發行機構的最高信用等級；因為政府的公信力向來最高，資金也最充沛，理應比國內任何發行機構有更高的信用品質。國家主權風險的評估，需要綜合社會、政治及經濟間複雜的互動關係。例如，檢視社會的和諧程度、分析大幅影響經濟成果之強力組織及其特質(如工會、商業協會等)、瞭解主權機構之中央銀行與財政部，如何發揮行政權力、扮演經濟決策的角色；另一方面，穆迪亦嘗試分析政策競爭中，政府及私人利益之相對強度、未來可能採取的立場及結果。其次，則根據發行公司所隸屬產業的特性與前景、市場成熟度、景氣循環階段、進入障礙及法規環境等因素，進行產業風險的評估。面對同時經營不同產業的發行公司，穆迪會對個別產業的主要營業機構、部門或項目進行分析，俾評估結果能夠作為未來展望的基本架構。最後，則比較產業內部所有發行公司之財務與營運概況，以決定各公司信用等級的高低。

總而言之，穆迪的信用評等是兼顧定量與定性的分析。定量分析主要是以財務比率為主，分析發行公司的經營狀況、財務結構及償債能力；定性分析則偏重在，公司高階主管的才能、願景及契約保障條款之分析。例如，公司章程、過去的付息紀錄、管理階層的能力、產業前景、抵押品之價值及償債計畫等。以下為穆迪定量以及定性分析的介紹：

(一) 定量分析

穆迪信評機構是根據財務比率，分析發行公司的債務保障能力。例如，資產保障程度(以有形資產淨額對長期負債的比率來衡量)可反映資產價值如何確保債權人的權益；而長短期投資、應收帳款及存貨的評估，則攸關資產價值及流動能力，也與個別公司的會計品質有關；獲利能力及現金流量的穩定性，則被視為債務償還能力最主要的考量因素。

(二)定性分析

定性分析著重於與管理階層的會面、實地考察，及蒐集相關資料。所以，經營階層的管理能力、公司營運目標、目前的發展計畫，和未來的發展策略，均為信評機構有興趣蒐集的資訊。至於債權人的保障程度，則是根據債券發行條件、抵押條款、償債基金、贖回約定及股利發放等條款來分析。最後，則加總定量與定性分析的得分，並依照個別信用等級綜合得分之範圍，將個別客戶歸類至適當的信用等級。

二、標準普爾

標準普爾是一家世界權威金融分析機構，總部位於美國紐約市，由 Henry Varnum Poor 於 1860 年創立。¹¹⁰標準普爾由普爾出版公司和標準統計公司於 1941 合併而成。標準普爾為投資者提供信用評級、獨立分析研究、投資諮詢等服務，其中包括反映全球股市表現的標準普爾全球 1200 指數(S&P Global 1200)和為美國投資組合指數的基準的標準普爾 500 指數(S&P 500)等一系列指數。其母公司為 McGraw-Hill。目前標準普爾員工總數超過 5,000 人，業務機構分布在 23 個國家和地區。

標準普爾主要事業群分為負責所有評等工作的 Standard & Poor's Ratings Group，以及負責對外提供資訊與分析的 Standard & Poor's Information Group。¹¹¹評等事業群除下設的六大部門外，還設有評等標準委員會(Rating Criteria Committee)，專門提供一般會計及法律諮詢的服務。至於有權決定受評機構信用等級的評等委員會(Rating Board)，則由各部門主管以上人員所組成。

標準普爾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

¹¹⁰ 參見標準普爾網站：<http://www.standardandpoors.com>

¹¹¹ 林建文。〈商業銀行之信用評等、準備計提與資本配置〉，（國立中央大學企業管理所碩士論文，2005 年 6 月），第三章。

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。表 3-2 為 標準普爾長期債券的評等符號及其意涵：

表 3-2 標準普爾長期債券評等

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。	BBB+、BBB、BBB-
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的缺陷。	CC
最低級的債券，無將來性。	C

資料來源：邱文昌，〈我國建立信用評等制度之規劃與檢討〉，《證交資料月刊》（1999 年第 442 期），頁 2。

(一)評等過程

標準普爾接到發行公司要求信評的申請表後，會根據受評對象的產業特性，組成具專業知識的評等分析小組，展開公司資料的蒐集工作。接著，評等分析小組被安排與受評對象的主管會面，詳細瞭解受評公司的財務、營業規劃及管理政策的資訊。之後，還有數次檢討會議，由評等分析小組對受評公司之信用等级做出決定。一旦受評公司同意被評結果，標準普爾即會對外公布。如果受

評公司不滿評等結果，或認為若干資訊尚未充分提供審酌，則可利用申覆機會提交評等委員會討論。委員會在重新參考相關資訊後，決定信用等級，通知受評公司。每年的評等結果公布之後，標準普爾會持續監視(surveillance)、定期審查(Review)，以確保評等結果的穩定。¹¹²

(二)信用等級的財務涵義

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。¹¹³

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。

三、惠譽

至於惠譽，由John Knowles Fitch於1913年創辦。惠譽在全球設有51個分支機構，擁有一千多名分析師，業務範圍包括金融機構、企業、國家、地方政府和結構融資評級。設於紐約的美國惠譽投資人服務公司於1997年與設於倫敦的英國國際性評等公司IBCA與合併而成Fitch IBCA。¹¹⁴職是之故，Fitch IBCA在歐洲與美國都有不小的市場佔有率。尤其是歐洲的市場，Fitch IBCA的影響力更是與日俱增。同時，因為惠譽公司原來擅長公司債、商業本票、市政公債

¹¹² 參見標準普爾網站：<http://www.standardandpoors.com/home/en/ap>

¹¹³ 丘文昌，〈我國建立信用評等制度之規劃與檢討〉，《證交資料月刊》（1999年第442期），頁1。

¹¹⁴ 參見惠譽網站：<http://www.cfr.org/united-states/credit-rating-controversy/p22328>

及國債等項目，而 IBCA 則偏重於銀行的評等，兩者的結合成為一個國際性的綜合評等機構。惠譽在美國市場上的規模不及其他兩家信評公司，但在全球市場上，尤其在對新興市場的信用評等方面，惠譽的敏感度較高。至於評等等級的分類與評等過程，惠譽與標準普爾均極為相似，故於此簡略。

第二節 對國際信用評等制度的反思

信用評等是指由專業化的信用評等機構運用科學的指標體系和評估方法，對參與信用活動的各類經濟主體(包括各類企業、金融機構、社會組織、政府和個人)及各類金融工具(包括債券、股票、基金等)的發行主體履行其相關經濟承諾的能力和可信程度進行綜合評價，並以簡潔的符號表示其信用評等的活動。¹¹⁵在國際信用評等的諸多對象中，最常見的是債券信用評等。債券信用評等主要涉及三方當事人：評等機構、債券發行方和投資者。信評機構是以營利為目的的社會中介機構，它是溝通債券發行方和投資者之間的橋樑，在債券評等中居於核心地位，信用評等的作用在於減少訊息不對稱、揭示信用風險、為投資者決策提供參考、為債券發行方降低籌資成本、為監管部門提供參考訊息，進而引導各種生產要素合理流動，以實現資源的優化配置。要實現信用評等這一作用，其產生的訊息必須是客觀可信的，並具有客觀性與公正性。只有做到訊息的客觀、公正，才能保證信用評等的可信度，並正確發揮市場資源配置的作用，引導投資流向以及保護投資者的利益。

由於信用評等是由專業的信評機構所做出的，因此要保證信用評等的客觀、公正，最重要的條件就是信評機構保持中立和獨立，不受任何外界因素的影響。而信評機構要保持中立和獨立，必須做到以下幾點：¹¹⁶

¹¹⁵ Lawrence J. White, "The Credit-Rating Agency and the Subprime Debacle," *Critical Review: A Journal of Politics and Society*, Vol. 21, No. 2-3, (2009), pp. 389-399.

¹¹⁶ 岳振宇，〈危機下的反思：失信的信用評級及其制度完善〉，《證券市場導報》（2009年9期），頁2。

- 一、信評機構不應從事投資銀行、資產評估等與信評相衝突的業務。
- 二、信評機構作為營利機構，其營利模式不能與其公正評等相衝突。
- 三、信評機構應是獨立於官方的中介機構，應避免在人員、資金方面與政府、金融當局發生關係，以防止評等業務受政府、金融當局的干預和影響。
- 四、信評市場應引入競爭機制，保持信評的競爭性，使信評機構在激烈的競爭中提供優質的服務。

壹、國際信用評等失信的根源

根據信用評等的制度並結合國際信評業的現狀，我們發現，國際信用評等屢屢失信的主要根源，在於以下原因：¹¹⁷

一、評等市場的壟斷狀態

在20世紀1930年代以前，美國的信用評等市場是個高度自由競爭的市場，此時信用評等範圍限於已經發行上市的債券，信評機構的收入主要靠向投資者出售評等報告。隨著1930年代的金融改革，監管當局對債券進行「投資級」與「投機級」的嚴格區分，這極大地刺激了對信用評等的需求。隨後，信評業出現了一個顯著變化，即信評從債券的二級市場擴展到一級市場，債券發行人在發行債券之初就主動要求信用評等，以此作為「良好品質」的保證。¹¹⁸1970年代初期，美國SEC仍未對信評機構作規範，但在制定若干證券法規時，開始依賴主要信評機構之信用評等，此係起源於1975年SEC對證券經紀商之「淨資本規則」(Net Capital Rule, Rule 15c3-1)¹¹⁹，SEC要求經紀商維持一定數量之資本，

¹¹⁷ Lawrence J. White, "The Credit-Rating Agency and the Subprime Debacle," *Critical Review: A Journal of Politics and Society*, Vol. 21, No. 2-3, (2009), pp. 389-399.

¹¹⁸ 吳風雲、趙靜梅，〈論美國信用評級霸權〉，《世界經濟》（2005年第12期），頁48-49。

¹¹⁹ 17 CFR § 240.15C3-1, (2008).

以彌補其投資組合之相關風險，該規則利用信用評等決定投資之風險，若經紀商之投資被信評機構認為違約可能性較高時，SEC即會要求該經紀商持有更多現金部位，以彌補可能之投資損失風險。¹²⁰

在實施「淨投資規則」同時，SEC創造了NRSRO概念，但當時SEC並未就NRSRO作定義，而係透過一系列行政函文(No-Action Letters)表示若干大型信評機構符合NRSRO概念，其他規模較小之信評機構則否。而透過NRSRO的評等結果，被視為具有較高可信度和公信力。這種做法對三大信評公司的激勵作用是空前的，在這些監管特許下，以往具有自願性質的信用評等變成了為官方所支持的「準強制性」評等。然而，SEC自1975年提出並實施NRSRO制度以來，除了當初指定的穆迪、標準普爾和惠譽三家信評公司外，基本上沒有再指定其他的公司。SEC的監管特許為信評業構築了一道不可侵犯的壁壘，進而導致信評市場形成壟斷的格局。

信評市場成為NRSRO導致壟斷狀態的後果。首先，信評機構無需再像早期階段那樣靠出售「聲譽」(reputation)維生。「聲譽」從長遠來說對信評機構固然重要，但在沒有強有力競爭對手的情況下，個別企業採取短期化行為無疑是更有誘惑力的選擇。其次，強制評等的推行加之監管特許的實施，直接導致信評機構獲得了強大的資本市場話語權。¹²¹信評機構評定債券的違約風險、信用資質的業務內容具有資格認證的性質，信用評等的高低，不僅直接關係到債券融資成本的高低，而且可能影響債券發行的成功與否。信評機構超乎尋常的特權，使其由溝通證券發行方與投資者的中間角色，成為凌駕於二者之上的強權機構，與其中介機構的身份不協調。最後，評等壟斷也導致了信評市場效率低下。一個沒有競爭壓力的市場也必然是一個沒有效率的市場。事實上，揭露安隆、世界通訊財務醜聞的是華爾街的記者，他們依據的線索僅僅是安隆和世界

¹²⁰ 邱天一。〈信用評等機構於證券化之角色與責任—次貸危機後之觀察〉，《政大法學評論》(2011年6月第121期)，頁12。

¹²¹ Frank Partnoy, "The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies", *Washington University Law Quarterly*, Vol. 77, (1999), pp. 681-686.

通訊對外公布的財務報表，人們難免會質問為什麼具有訊息特權的信用評等分析師在事前沒有對安隆、世界通訊等公司的舞弊行為有絲毫的察覺？由此可見，信評機構及其從業人員在壟斷狀態下效率低落。

二、「發行者付費」模式所產生的利益衝突問題

信用評等由獨立的中介機構所做出，評等收費是其生存的保障，也是信評市場效率的重要保證。在評等收費模式上，信評機構的收入主要包括有償向投資者出售評等情報和向證券發行人徵收手續費用。¹²²

信評機構向投資者提供的評等形式主要包括評等結果的週報、定期和不定期的報告書、企業動向報告等，投資者根據不同需要有選擇地訂購。由於評等結果的可信度對投資者購買評等服務具有決定性的作用，而信評結果是公開、連續的，其可靠性隨時受到市場的檢驗，投資者很容易對某一信評機構的評等質量建立起「累積印象」，並以此作為是否訂閱評等服務的依據。在此情形下，信評機構不得不克盡職守，極力確保評等結果的可靠性，小心謹慎地維護和增加其「聲譽資本」。如果某一信評機構的評等結果時常失靈、失真，則其賴以立足的「聲譽資本」將不可避免地遭到減損，隨之而來的可能是市場份額的減少或市場地位被競爭者所取代。¹²³因此，在進入門檻較低的自由競爭市場上，良好的聲譽是任何信評機構生存和發展的基礎。就此來說，向投資者收費對保證信用評等的客觀性與公正性具有重要意義。然而，向投資者收費存在著「搭便車」(free rider)問題，即不購買評等訊息的投資者，可以緊跟著購買評等訊息的投資者購買債券。由於「搭便車」的行為使訊息的購買者不能夠從購買訊息中獲得超額利潤，付費的投資者的成本不能從中得到補償，那麼他就不會為首先得到訊息而付費，而是等待其他投資者購買。如果其他投資者也有同樣的認

¹²² Lawrence J. White, "Markets: The Credit Rating Agencies," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24, No.2, (Spring, 2010), pp. 211-226.

¹²³ 龔宇，〈美國信用評級業監管體制變遷：「次債危機」下的反思〉，《證券市場導報》（2008年第7期），頁57。

識，結果使得所有的投資者都不願意購買訊息，那麼信評公司就難以賣出足夠的訊息，以使其工作得到應有的報酬。信評公司從銷售訊息中獲利能力降低，將使市場不能夠生產出足夠的訊息，造成市場上評等訊息的短缺，從而降低市場運行的效率。¹²⁴

正是由於向投資者收費存在「搭便車」的問題，國際信評市場經過逐步演變，著名的大型信評機構普遍選擇了以向評等對象收費為主的制度安排。¹²⁵向評等對象收費固然能克服收費「搭便車」的問題，但其缺陷也較為明顯。由債券發行人選擇並支付評等費用，這種收費方式會導致信評機構之間為了爭奪信評份額而降低評等標準，產生「評等兜售」(rating shopping) 的現象，從而使信用評等失去中立性與客觀性。由於信用評等是連續、重複的進行，投資者很容易對信評機構建立起「累積印象」，這種狀況迫使信評機構必須建立起一貫正確的聲譽，經常失真、失靈的信用評等會損害其作為標準的權威性。因此，信評機構不得不為了長遠利益而確保其評等的可信度。但仍不可忽略信評機構短期性行為的可能性。首先，雖「評等兜售」有可能會損害信評機構的長期利益，但「評等兜售」的短期收益也可能會很誘人。實際上，信評機構往往會在長期收益與短期收益之間尋找最佳的平衡點。在「評等兜售」行為對長期收益沒有太大衝突而短期收益較高時，會有發生「評等兜售」的可能性。其次，「評等兜售」也是由從業人員組成的，信評機構的長遠利益與評等人員的利益不一定一致。參與評等的人員有誘因為了自身收益的最大化而犧牲信評機構的「聲譽」。最後，政府評等資格的進入管制導致信評市場形成寡頭壟斷狀態，在一個行業競爭力不強、整體效率低下的市場上，「評等兜售」可能成為一個行業性的通病，儘管信評機構迫於監管、長遠聲譽等考量會有所自制，但在相鄰評等之間(例如，將「AA」評為「AAA」或者將「BBB」評為「A」)進行適度的

¹²⁴ 李增福，〈信用評級收費模式：機制與選擇〉，《上海金融》（2008年第1期），頁37-38。

¹²⁵ Christopher Alessi and Roya Wolverson, *The Credit Rating Controversy*, *Council on Foreign Relations*, (January 19, 2012). 參見：<http://www.cfr.org/united-states/credit-rating-controversy/p22328>

評等舞弊仍是很有可能發生的。¹²⁶

三、信評機構與受評者間的利益衝突

信用評等利益衝突問題的根源在於信評機構和受評對象之間的利益關連。這種利益關連會使信評機構及其從業人員出於自身利益的考慮出具不客觀、不公正的評等訊息。¹²⁷信評機構和受評對象之間具體的利益關連及其對評等公正性的影響主要表現在以下幾個方面：首先，信評機構向債券發行方收取評等費用使二者之間存在利益關連，可能導致評等不公正。由於實行有償評等，爲了獲取更多的業務，在利益驅動之下，信評機構會提高債券的信用等級，以此作爲巨額評等費用的回報，這正是上文提到的「評等兜售」問題。其次，信評機構爲評等對象提供其他服務也可能會產生利益關連，從而引起利益衝突，影響信用評等的公正性。近年來，信評機構在評等收入以外還開闢了新的收入來源，其中最主要的是諮詢業務收入，其占總收入比例已經增加到了 10%至 15%。¹²⁸爲了兜售其他業務，信評機構在進行評等實難免會遷就評等對象，業務上的衝突難以保證信用評等的客觀性。最後，信評機構和評等人員與其客戶的特殊關係也會產生利益關連，破壞評等的公正性。例如，信評機構和評等人員或者其利益相關者持有受評公司的有價證券，爲了自身利益的考量，也會傾向提高受評公司的信用等級，這些都可能影響評等的客觀性與公正性。根據 New York Times 報導，穆迪藉由向結構型金融商品發行機構收取高額費用，公司利潤從 2002 年至 2006 年間躍升將近三倍，2006 年穆迪淨收入甚至高達七億五千萬美元。¹²⁹圖 3-1 爲穆迪在 1998 年到 2008 年間收入分布圖，其中顯示，除了在評等收入之外，穆迪在其他收入方面(包含諮詢業務)不斷擴張。

¹²⁶ 李增福，〈信用評級收費模式：機制與選擇〉，《上海金融》（2008 年第 1 期），頁 38。

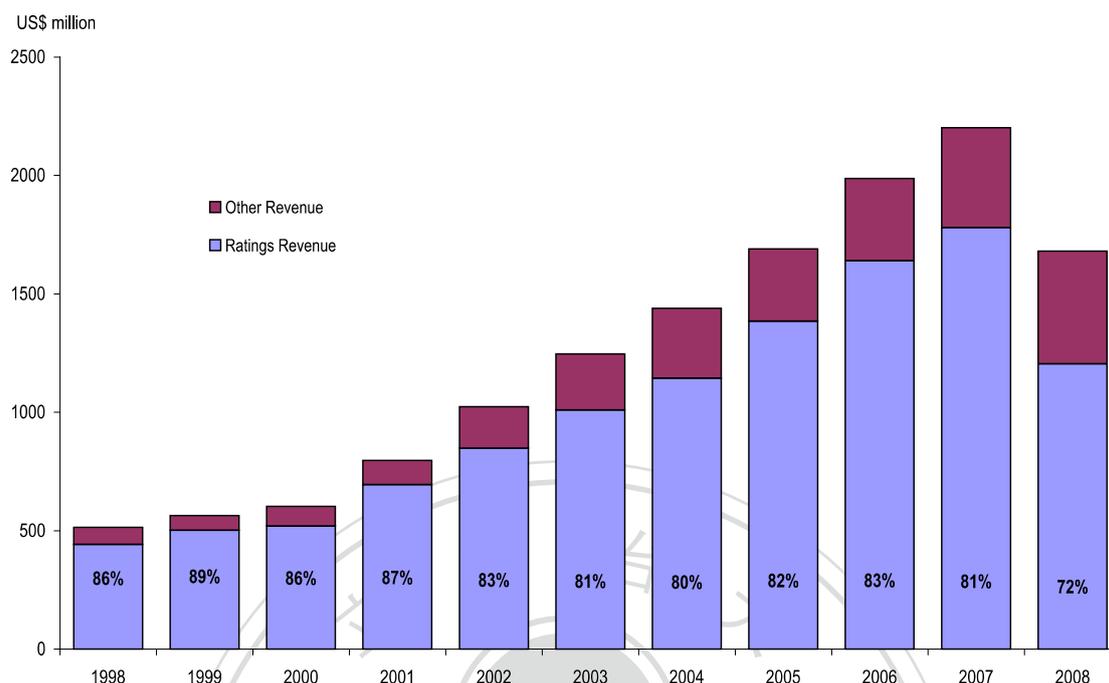
¹²⁷ Lawrence J. White, "Markets: The Credit Rating Agencies," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24, No.2, (Spring, 2010), pp. 211-226.

¹²⁸ 吳風雲、趙靜梅，〈論美國信用評級霸權〉，《世界經濟》（2005 年第 12 期），頁 48-49。

¹²⁹ Roger Lowenstein, "Triple-A Failure," *New York Times*, (April 27, 2008).

<http://query.nytimes.com/gst/fullpage.html?res=9900EFDE143DF934A15757C0A96E9C8B63&pagewanted=all>

圖3-1 1998年至2008年間穆迪評等收入(受評者付費) (單位：百萬美元)



資料來源：Pragyan Deb and Gareth Murphy, Credit Rating Agencies: An Alternative Model, London School of Economics Working Paper, (November 2009), p.3.

四、評等失信的法律責任缺失

信用評等作為一種法律行為，體現了信評機構、債券發行方和投資者三方的法律關係和各自的權利義務。信評機構屬於社會中介機構，它只負責向社會出具評等訊息，即用簡單的符號向投資者展示證券的投資價值，保護投資者免收情報不足而產生的損失，它對促成證券交易、形成證券買賣價格及投資者的投資選擇並不形成任何干預，也不構成具體的買賣建議。因此，從本質上說，信用評等只是向投資者提供有關證券發行方的「情報」，投資者必須對這種投資情報進行有選擇的利用，並對自己所做出的選擇承擔全部責任，信評機構對投資者的損失不負任何責任。¹³⁰儘管各國監管法規都規定信評機構對發行人與投資人的義務，也規定了信評機構不得濫用評等訊息，但都沒有建立針對評等結果的「課責機制」(accountability mechanism)，評等機構無需對評等結果本身

¹³⁰ 黃潤源、劉迎霜，〈公司債券信用評級法律關係解析—以美國債券評級制度為模本〉，《學術論壇》(2008年第1期)，頁126。

的準確性和可靠性承擔法律責任，這種「權重責輕」的制度安排極易助長評等機構的道德風險。¹³¹ 由此可見，法律責任的缺失也是評等失信的重要原因。

再者，信評機構在評等報告中常會以較小字體做「免責聲明」(disclaimer)，記載類似：「信用評等不是對特定債務之市價或是否適合某些投資人投資的評論意見，因此並非購買、持有或出售任何特定債務的推薦或意見。信用評等僅屬投資人的參考資訊，絕非保證，信用評等並不是一種信託關係」等文字。因此，依據信評機構自身觀點，其所做成之評等意見，並非「推薦意見」及「保證」，僅係「參考資訊」，同時強調信用評等非「信託關係」，職是之故，信評機構無需負擔受託人之忠實義務與注意義務。¹³² 每當信評機構為其所做判斷錯誤，常以美國證券交易法規與美國憲法第一修正案言論自由作為辯解，來抵擋外界課以信評機構應給予正確客觀資訊的責任壓力。¹³³ 現將信評機構免責聲明所依據的美國證券交易法與憲法第一修正案內容分述如下：

(一) 證交法責任之豁免

相較於其他市場守門員(如承銷商、會計師、律師等)，信評機構負擔民事刑事責任之風險甚低，美國證券法規甚至將信評機構豁免於證交法若干條文之適用，除了詐欺、惡意(bad faith)或重大過失(recklessness)之外，NRSRO之一切行為均可豁免證券法上之責任，其中包括對其他市場參與者需負擔之過失責任(negligence)。¹³⁴ 因之，美國對信評機構可謂採低密度之規範，將信評機構排除於責任追述體系之外。¹³⁵

¹³¹ Carol Ann Frost, Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol.22, Issue 3, (July 2007), pp. 469-492.

¹³² 邱天一。〈信用評等機構於證券化之角色與責任—次貸危機後之觀察〉，《政大法學評論》(2011年6月第121期)，頁25-26。

¹³³ Lawrence J. White, "Markets: The Credit Rating Agencies," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24, No.2, (Spring, 2010), pp. 211-226.

¹³⁴ Frank Partnoy, The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies, *Washington University Law Quarterly*, Vol.77, (1999), pp. 681-686.

¹³⁵ 李曜崇。〈美國信用評等機構法制建構之研究—兼論我國法相關規定之探討〉，《法學新論》(2008年9月第2期)。

(二) 言論自由

美國聯邦最高法院針對言論自由，發展出「真實惡意原則」(actual malice)。¹³⁶然而，「真實惡意原則」乃是針對不實「事實」內容而對他人名譽造成損害的言論，而「意見」之表達或對於事物之「評論」，為個人主觀評價的表現，因此如因意見的表達或對事物的評論而有損害他人名譽的毀謗性言論，並無真實惡意原則之適用。美國信評機構常據此主張其評等報告乃是一種「意見表達」，而非「事實」問題，受到憲法第一修正案言論自由之保障。

第三節 信用評等機構與金融風暴之關連

在探討信評機構所存在的問題後，本節延續探討在 2007 年金融風暴爆發前總體經濟環境的形成與國家在個體經濟面向所做的決策如何為金融風暴建立有利空間。此外，並介紹金融衍生商品的意涵與類型以了解金融衍生商品與信評機構之關連，最後再整理信評機構於此次的金融風暴中所暴露的信用問題。但在進行前述動作前，有必要清楚理解金融危機的性質。由於金融危機種類廣泛，包括銀行、貨幣、債務、系統性危機等原因。筆者所欲探討的 2007 年「金融風暴」個案特殊，其綜合了次級房貸的違約、大型企業以及投資銀行倒閉、銀行之間流動性危機等，最後終導致政府介入市場，並透過「紓困」以遏止企業與銀行倒閉的骨牌效應。以下藉由介紹過去不同的金融危機的種類，使讀者能更精準的掌握造成次級房貸危機的成因。

壹、金融危機回顧

¹³⁶ New York Times Co. v. Sullivan, 376 U.S. 254, 279-83, (1964).

金融危機往往伴隨著經濟週期循環的成長而爆發，通常被認為是對經濟體系裡不健全的部份進行進行負面影響的自我調整機制，尤其是對「市場失靈」的制衡。¹³⁷當危機發生時，主要金融指標，比如短期利率、資產價格、商業破產數(business bankruptcy)和金融機構倒閉數都產生了非常的急遽惡化以及金融機構和行業的困頓。國際貨幣基金組織亦在 1997 年亞洲金融危機之後所產生的銀行業危機、貨幣危機、海外債務危機及系統性金融危機等四種主要現象進行了研究：¹³⁸

一、銀行業危機

銀行倒閉或被擠兌等情形，使得銀行無法因應或暫時延後其現金的支付，同時為防止其危機擴大，政府被迫進入干預，或給予保證與協助。舉凡銀行危機爆發的主要原因有：貨幣政策失誤、金融體系內生不穩定性、金融過度擴張的風險累積、金融恐慌和道德風險等，這些因素是相互影響而非單一作用的現象。

二、貨幣危機

當投機客狙擊一個貨幣的對外兌換價值，造成其短期大幅貶值或是金融主管當局為捍衛幣值，耗費鉅額外匯存底，同時利率水準也大幅提高的現象。貨幣危機的根源在於經濟內部均衡與外部均衡的衝突、政策目標的多樣化、道德風險以及資產負債表效應等。

¹³⁷ 宋鎮照、張子楊、楊鈞池、洪敬富、馬祥祐、許菁芸、張義東、蔡育岱，《全球金融大海嘯下的國際政治經濟新秩序：變動中的亞太國家機關、市場經濟與全球金融的發展關係》，（台北：五南，2009年）。

¹³⁸ Charles Enoch and John H. Green eds., "Banking Soundness and Monetary Policy: Issues and Experiences in the Global Economy," Washington D.C.: IMF institute and Monetary and Exchange Affairs Departments, International Monetary Fund, (1998). 以及 "World Economic Outlook: Financial Crises: Causes and Indicators," (1998). Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo0598/index.htm> (檢索日期：2012年1月13日)。

三、海外債務的危機

其指的是一個國家，不論政府或者是民間，海外債務大到整個國家都無法償付的現象。債務危機爆發的原因如過度負債、資產價格下降效應、經濟週期變化以及大量資本流入等。

四、系統性金融危機

此為金融市場嚴重的崩潰，使得其市場功能無法有效的運作，對經濟實質面產生極大的負面衝擊。一般而言，貨幣危機與銀行危機雖然有時會導致金融體制危機，但是有時卻尚未嚴重到出現金融體制危機的地步。這類危機產生的原因可能是很多方面的，例如次級房貸危機就是顯現對寬鬆貨幣政策、非審慎的住房抵押貸款、過度的金融創新和薄弱的金融監管能力等現象的負面衝擊。

總體而言，當一個經濟體內的各個主要金融領域都出現嚴重的問題，諸如貨幣匯率紊亂、金融機構破產、或實體經濟遭殃等相繼或同時發生便意味著系統性金融危機的爆發。至目前為止，1930 年代的大蕭條、1997 年的亞洲金融危機和 2007 年的次級房貸危機演化而成的全球金融風暴在相當程度上可以被視為系統性金融危機。然而按照國際貨幣基金組織的分類並不能將所有的金融危機都簡單化約為一種，尤其是金融全球化後，各種金融危機爆發的原因日益複雜且多樣化，危機的界線也日益模糊。從而 1997 年的亞洲金融危機和 2007 年的金融風暴在此思維下，便可歸因於全球金融化的影響，而非僅是貨幣問題和次級房貸問題的單向思維。

貳、Minsky「金融不穩定假說」

若要在眾多金融危機理論的解釋中，舉出對於 2007 年金融風暴所產生的系

統性金融危機描述最為深刻的莫過於 Hayman P. Minsky 所提出關於「金融不穩定假說」(financial instability hypothesis)。¹³⁹該假說認為，以商業銀行為代表的信用創造機構和借款人相關的特徵(內部人控制、道德風險等問題)使得金融體系具有天然的內在不穩定性。

換言之，不穩定性乃是現代金融制度的基本特徵。金融危機固然在很大程度上歸因於經濟的週期性波動，但其潛在和更重要的內涵是金融的內在不穩定性，這是使得金融本身亦是金融危機產生的一個相當重要的原因。Minsky 承認銀行脆弱、銀行危機和經濟週期發展的內生性，銀行和經濟運行的週期變化為市場經濟的自我調節。

進一步言之，運用 Minsky 的理論假說來試圖解釋當前的金融危機的演進過程，在於經濟和金融擴張階段。由於一個經濟體的總體需求在發展過程中是不斷擴張的，因此導致了金融機構擴張信用，整體的信用就出現了非理性擴張，這助長了投機狂潮。此後當市場達到高峰階段，市場價格便因「內部人」(insider)的道德風險行為和外部衝擊開始下滑，金融機構將產生財務困難，進而需要流動性支援，出售資產、收回現金等。易言之，由於金融市場在長期的繁榮之後，會因參與者的貪婪投機等行為，低估或忽視風險，進而造成金融風暴，這從「次級房貸危機」、「二房危機」。以至於「雷曼兄弟申請破產保護」等皆是例證。

Minsky 的模型對解釋銀行危機甚至是系統性金融危機都具有一定的說服力。銀行危機和系統性金融危機一般都是分別經歷「擴張—上升—瘋狂—問題—崩潰」等階段，也沿著「非理性的信用擴張—市場非理性—內部調整或者外部衝擊—財務困難—危機」這一軌跡發展。

參、2007 年金融風暴的成因

¹³⁹ Hyman P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, (New Haven: Yale University Press, 1986), pp. 183-207.

2007 年金融風暴成因亟為複雜，非僅由單一面向促成。依 Strange 的說法，即是一連串歷史原因，以及國家的決策和不決策所導致。¹⁴⁰因此以下主要探討全球的總體經濟面(包括近年全球經濟以及資本流動情況)、金融法規制度自由化所造成的影響以及個別國家的個體金融機構面向(金融機構透過房貸證券化將美國本土次級房貸問題透過金融創新，銷售到全球各地機構及個別投資者，因而成為全球性問題)，這些面相構成了 2007 年金融風暴的背景。最後再對金融衍生商品與信評機構在金融風暴下所暴露的問題來進行剖析：¹⁴¹

一、總體經濟政策面

(一) 全球經濟穩定成長

自 2001 年以來，全球主要央行營造低利率環境，使經濟呈現長達 6 年的成長，通膨亦維持穩定，即所謂經濟的「大穩定」(Great moderation)。由於各國央行採取寬鬆貨幣政策導致全球流動性過剩，於是這些過剩的資金四處尋找投資標的，造成全球股票與債券市場一片欣欣向榮；另外由於中國大陸等新興國家納入全球經濟體系，提供大量的廉價勞務與土地，輸出廉價商品，使得全球流動性過剩但未引起通貨膨脹，各國得以在低通膨的情況下維持成長。

(二) 全球儲蓄過剩(global savings glut)

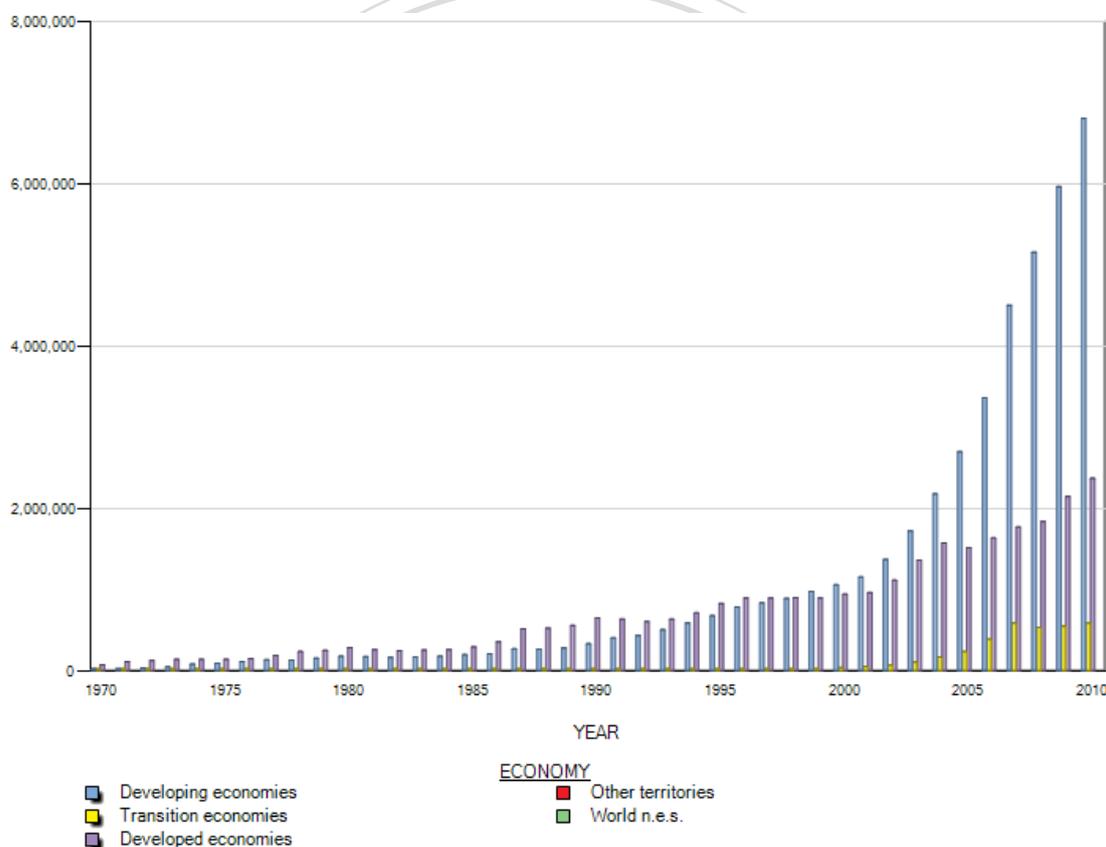
過去十年新興國家(如中國大陸)快速崛起，人民儲蓄意願高於工業化國家，且這些國家的貨幣管理當局通常採取匯率干預政策，以維持出口競爭力，累積了大量的外匯存底；此外，對能源與原物料的強勁需求也使得全球財富重新分配至能源與原物料豐盛的國家，這些能源與原物料出口國賺取大量外匯(以中東

¹⁴⁰ Susan Strange, *Casino Capitalism*, (New York: Manchester University Press, 1997), p. 120.

¹⁴¹ 賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢，〈從次貸風暴看國際監理〉，《台北外匯市場發展基金會委託計畫》2009 年，頁 19-23。

國家與俄羅斯為主)，這些龐大的全球儲蓄過剩成爲全球超額流動性大幅增長的主要原因。聯邦準備理事會主席 Ben S. Bernake¹⁴²對於上述新興工業國家與能源出口國加對美國產生鉅額經常帳赤字的現象稱爲「全球儲蓄過剩」，圖 3-2 中表示 1990 年代晚期，開發中經濟體的儲蓄額已經超過已開發經濟體，之後雙方儲蓄比例更是不斷擴大。這些超額儲蓄所形成的超額流動性在全球金融市場逐漸氾濫成災。

圖 3-2 1970 年至 2010 年國際儲蓄(包括黃金) (單位：百萬美元)



資料來源：聯合國貿易暨發展會議 <http://unctadstat.unctad.org/TableViewer/chartView.aspx>

(三)全球超額流動性(excessive global liquidity)

在 2001 年科技泡沫破滅後，聯邦準備理事會採取低利率的寬鬆政策，日本

¹⁴² Ben Shalom Bernanke, “The global saving glut and the US current account deficit,” Speech given at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, USA, (March 10, 2005). Available at: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm>

則持續陷入流動性陷阱中，此期間歐洲中央銀行(European Central Bank, ECB)也維持低利率政策，由於主要工業國家平均實質利率低於長期水準，導致 2003 年至 2006 年間全球超額流動性大幅成長。¹⁴³此外，石油生產國大量賺進油元(oil dollar)以及新興工業國家鉅額的貿易順差，使得國際間利差交易(carry trade)大行其道，亦促使全球超額流動性大幅成長。全球超額流動性使投資人的風險意識大幅降低，資金競相投入風險性資產，次級房貸便隱藏在這些風險資產中，形成金融市場的未爆彈，最終在 2007 年夏天引爆。

(四)全球資產價格上升、風險溢酬下降

近年來因全球超額儲蓄與超額流動性，投資人的風險意識大幅降低，資金競相投入風險性資產，風險溢酬下降，信用與資產均出現泡沫化的現象。¹⁴⁴2007 年美國房市開始出現泡沫化破滅的現象，次級房貸首先遭到衝擊。次級房貸借款人的信用記錄較差，信用評等分數較低，無法像一般銀行以正常房貸利率貸款，因此承做次級房貸的金融機構以融資公司為主，為擴大貸款案件來源，必須仰賴房貸經紀商招攬房貸，房代經紀商為了業績佣金，在審核借款人信用資格時非常寬鬆，甚至無需財力證明即可借款。

由於在房市飆升階段，次級房貸的問題並不受到重視，因為房價飆漲，次級房貸借款人可以用「再融資」¹⁴⁵的方式借更多的錢來償付本息，因此不會有違約問題，但隨著房市泡沫破滅，房價重挫，次級房貸借款人無法還本付息時，

¹⁴³ W. H. Buiter, "Lessons from the 2007 financial crisis," London School of Economics and Political Science paper submitted to the UK Treasury Select Committee, (2007).

¹⁴⁴ Claudio Borio, "The financial turmoil of 2007: a preliminary assessment and some policy considerations," Bank for International Settlements Working Papers, No. 251, (March, 2008).

¹⁴⁵ 再融資是在不動產原有的抵押貸款未到期前，再創設新的抵押貸款。一般情況下，再融資會增加貸款數額、取得較佳還款條件或是兩者。再融資的四個主要動機如下：首先，較低的利率將會降低貸款償還數額，也會增加可支配所得或現金流量。其次，較低的利率使得借款人可以將浮動利率抵押貸款轉換為固定利率抵押貸款，藉此取得較低也較可預期的還款支付。由浮動利率抵押貸款轉為固定利率抵押貸款，使得償還數額不會隨著時間波動，而且通常發生在利率較低的時期。第三，無論利率高低如何，借款人可以提高抵押貸款數額，增加免稅的可支配現金。相對來說，如果將不動產出售，部份所得將用來支付相關稅賦。第四，增加抵押貸款數額使得不動產在未來出售時更具吸引力，因為所需的自備款可以減少。更高數額的抵押貸款代表更多的利息支出，但是對於某些個人來說，這些利息支出可以降低應稅所得，也就具有課稅上的誘因。

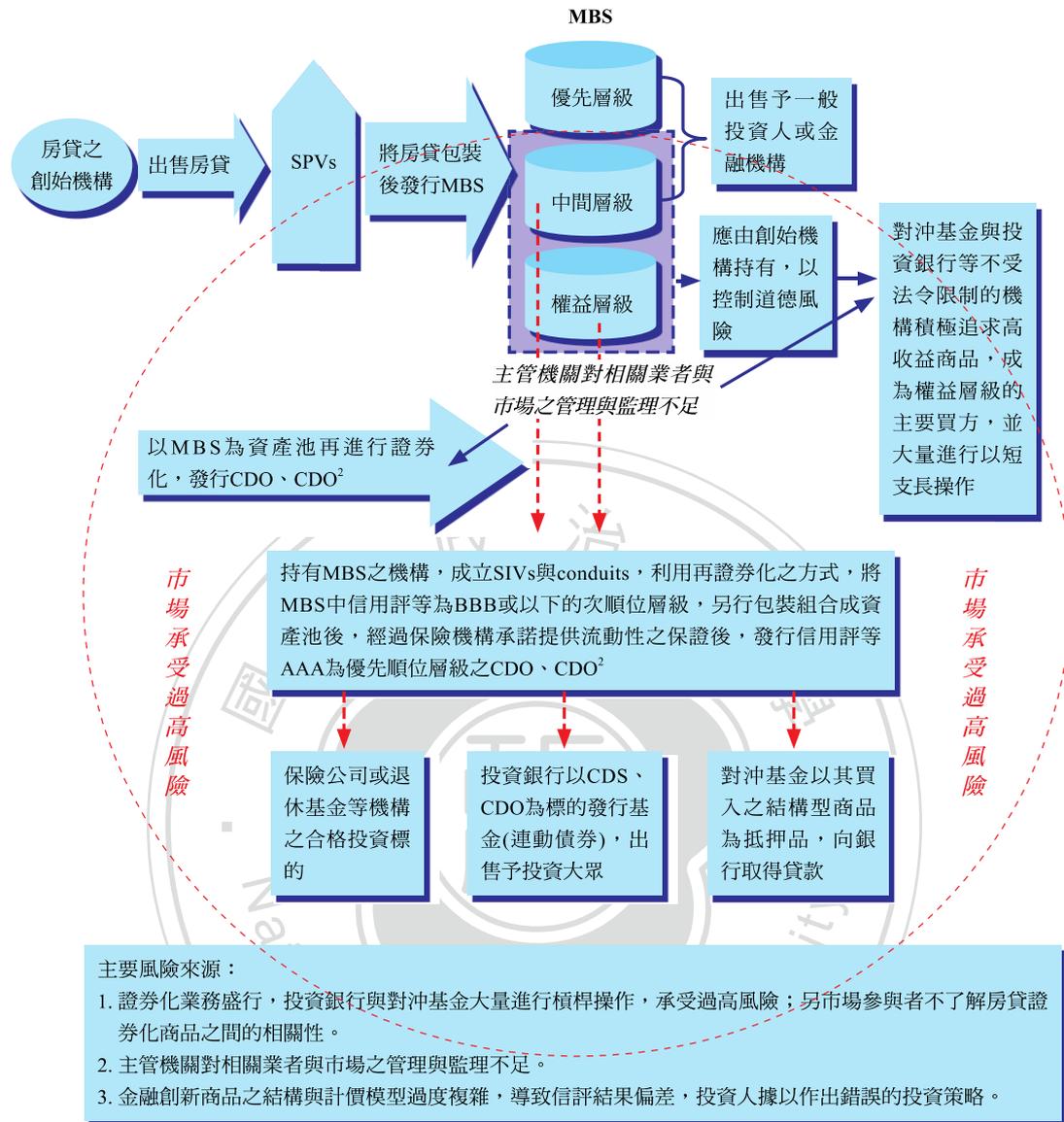
無法以再融資的方式借新債還舊債，便爆發違約事件。而次級房貸通常隱藏在 MBS¹⁴⁶與 CDO¹⁴⁷等結構型商品中，由於投資銀行在國際間大舉兜售此類結構型證券，投資人宛若驚弓之鳥，因此造成了國際金融市場空前的動盪。圖 3-3 為證券化市場造成金融市場風險不斷升高之結構流程圖。



¹⁴⁶ MBS 的架構係將債權求償順序分為不同券次(tranche)。最簡單的架構將 MBS 分成三種券次(係指非由政府贊助機構《Government-sponsored enterprises, GSEs》發行者)：通常第一券次為優先順位層級(senior tranche)，當 MBS 發生清償問題時，擁有優先順位層的投資人，可依據其持有比率優先獲得清償；第二券次為中間層級(mezzanine tranche)，其獲得清償的順位次於優先順位層級；最後一個券次為權益層級(equity tranche)，其清償順位在中間券次之後。

¹⁴⁷ CDO 係以債務工具(debt instruments)作為抵押擔保品，加以證券化後所發行之證券，其抵押擔保品包括：(1)無擔保債務工具(unsecured debt instruments)：如高收益的債券、新興市場債券。(2)擔保債務工具(secured debt instruments)：包括小型聯貸(middle Market loan)與非投資等級貸款(leverage loan)。(3)次順位證券(subordinated securities)。(4)結構型金融證券(structured financed product)：包括 ABS(asset-backed securities)、RMBS(residential mortgage-backed securities)及 CMBS(commercial mortgage-backed securities)等。再者，以是否真實出售資產來分類：(1)傳統是 CDO：如銀行貸款、債券、ABS、RMBS、CMBS 等，係將資產實質出售給擔任風險隔離的第三者，亦即特殊目的機構(special purpose vehicle, SPV)，整個架構為「實質出售」(true sale)，SPV 在據以發行不同信用評等的債券。(2)合成式 CDO(synthetic CDO)：並無實質抵押品，連結資產池的相關標的資產(underlying assets)未實質出售給投資人，但透過信用違約交換(credit default swap, CDS)，創始機構將標的資產的信用風險轉移給投資人。創始機構為交易之信用保護買方(credit protection buyer)，投資人為交易信用保護賣方(credit protection seller)。最後，美國次級房貸透過證券化的方式做成次級房貸 CDO，轉賣給全球各地之投資人，尤其是對沖基金、保險公司、退休基金、銀行等機構，因此原本由貸放機構承擔次級房貸之授信風險，就轉移給全球次級房貸 CDO 之投資人，將次級房貸風暴擴散至全球各地。

圖 3-3 證券化市場與再證券化市場：市場承受過高風險



資料來源：陶慧恆、林曉伶，〈金融部門之系統風險：美國次級房貸金融危機之分析〉，《全球金融危機專輯》，中央銀行編印，2009年12月，頁9。

二、金融法規制度面

主要國家的自由化政策及制度會透過全球擴散機制影響到其他國家，導致全球競相自由化，此機制在第二章第三節「華盛頓共識的反思」已作過討論。其中以美國為例，在面對歐洲聯盟整合的經濟壓力，對外開始與加拿大、墨西哥締結北美自由貿易協定(North American Free trade Agreement, NAFTA)加速北美的區域整合期與歐洲聯盟經濟區相抗衡，對內政策採取經濟自由化來加強美

國經濟的競爭力，例如金融自由化、利率自由化、金融機構法規的鬆綁、財務工程的創新等。然而出乎美國意料之外的是，逐漸放鬆市場的管制結果卻對繼經濟大蕭條以降最大的金融危機鋪路，美國的決策與不決策透過外溢效果成了全球的問題，以下為美國政府對金融制度所執行對日後全球性的金融風暴有所影響的自由化政策以及市場透過證券化所導致的風險轉移：

(一)利率自由化

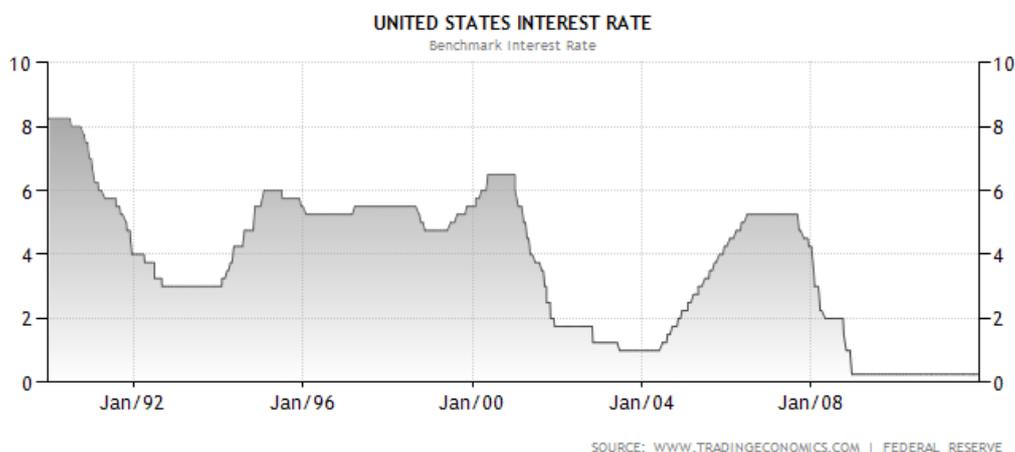
1980 年到 1990 年一連串金融與房貸法規鬆綁，最初始於 1980 年通過的存款機構解除管制與貨幣控制法案(the Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980; DIDMCA)，取消利率上限，次級房貸便成為房貸市場的新種商品。¹⁴⁸1982 年，美國通過「自由選擇房屋貸款交易平價法案」(the Alternative Mortgage Transaction Party Act, AMTPA)，借款人可自由選擇浮動匯率貸款(variable rates loan)、負攤還貸款(negative amortization)與到期一次還本的氣球型貸款(balloon payments loan)。這些鬆綁法規的金融自由化政策加速了次級房貸市場的擴大，當利率開始飆升，房價不斷下跌之際，次級房貸借款人就無力償還本息，造成次級房貸違約率大幅上揚。¹⁴⁹圖 3-4 顯示美國從 1990 年代的高利率水準，到了 2000 年之後，由於科技泡沫以及 2001 年九一一事件後，美國聯邦準備理事會開始降息來刺激經濟，從 2001 年 1 月至 2003 年 6 月共降息 13 次，將聯邦基金利率由 6.5%降至 1.0%。在資金成本低廉之下，市場流動性大增，美國房地產市場開始活絡。但是美國聯邦準備理事會於 2004 年開始，把利率從 2004 年六月的歷史最低記錄 1%開始上調；兩年後，利率已調升至 5.25%。當利率開始上揚，也代表著借貸成本開始升高，先前房貸借款人也就面

¹⁴⁸ R. Weissman, "Deregulation and the financial crisis," The Huffington Post, (2008). Available at: http://www.huffingtonpost.com/robert-weissman/deregulation-and-the-fina_b_82639.html

¹⁴⁹ J. A. Powell and Gran-Homas, A., "Subprime crisis: A Comprehensive Analysis From a Systems Thinking Perspective," Kirwan Institute for the Study of Race and Ethnicity, The Ohio State University, (2008).

臨還債的壓力，甚至無力償還。¹⁵⁰

圖 3-4 1990 年至 2010 年美國聯邦利率



資料來源：<http://www.tradingeconomics.com/united-states/interest-rate>

(二)金融機構競爭法規鬆綁

1999 年 11 月美國國會為增強銀行國際競爭力，廢止 1933 年 Glass-Steagall Act，該法案旨在區隔商業銀行和證券投資公司業務，以防止嚴重的利益衝突。¹⁵¹而後掀起商業銀行與證券投資銀行併購成為大型金融機團的風潮，將商業銀行保守經營的文化，推向高報酬高風險的投資銀行文化。

(三)財務工程創新，房屋貸款申請變得容易

傳統上銀行承作房貸會持有在資產負債表上，因此對於貸款戶信用的審查較為嚴格，但隨著財務工程的快速發展與金融創新，銀行與貸款機構承作房屋貸款之後，不需持有在資產負債表上，而是將其出售給投資銀行，投資銀行透

¹⁵⁰ <http://www.tradingeconomics.com/united-states/interest-rate>

¹⁵¹ 1999 年，美國參、眾兩院通過金融改革之「金融服務業現代化法」，撤除美國銀行業務分別受限於 Glass-Steagall Act 及 Banking Holding Company Act 舊法藩籬，突破市場競爭壓力，准許銀行、證券與保險及其他金融服務跨業經營，建立業務聯屬關係，提昇效率、技術與金融創新。美國金融服務業現代化法涵蓋七大議題：一、促進銀行、證券商與保險公司間關係企業合併；二、建立功能性金融監理；三、保險；四、單一儲貸控股公司；五、隱私權；六、聯邦住宅貸款銀行體系現代化；七、其他條款等。

過證券化¹⁵²將其重新包裝成 MBS 與 CDO，在華爾街出售給機構投資人。信用風險移轉給投資人後，銀行的利潤主要來自於出售房貸與收取服務費，由於獲利多寡建立在房貸承作量而非房貸品質，銀行便會放寬房貸申請人的信用標準以衝刺業績，造成房貸申請變得更容易。

三、個體金融機構面

在上述總體經濟及政策制度環境下，個別金融機構位追求資金運用更有效率，使風險調整後報酬極大，遂競相進行資產證券化，將風險轉移出去。然而，證券化對個別金融機構或許是理性的行為，但對整個金融體系而言卻是不具效率的，因為風險沒有消滅，只是由個別金融機構轉移給金融體系中之其他投資人。

Ashcraft 和 Schuermann 指出，在房貸證券化的過程中，參與者之間存在一些潛在利益衝突，包括：掠奪式貸款(predatory lending)、欺瞞房貸品質(mortgage fraud)、逆選擇問題(adverse selection problem)、代理問題、評價模型問題(model error)、道德風險問題(moral hazard problem)等。¹⁵³這些衝突的主要原因式證券化的過程中，參與者間彼此訊息不對稱所致，尤其是資產價值的資訊不對稱，而這些利益衝突埋下了日後次貸風暴的種子。圖 3-5 介紹房貸證券化中主要參與者及利益衝突之間的關係。

(一)掠奪式貸款

係指貸款創始機構(originator)(即收受存款機構)利用其資訊上的優勢而令房貸借款人取得條件不利的貸款。房貸證券化的過程始於房貸借款人為購買房地

¹⁵² 證券化(Securitization)之定義可以從兩方面來說明，從過程來看，證券化即為將個別貸款及其他債務工具重新包裝成為證券，透過信用增強方式並給予適當信用評等，以進一步銷售給投資者的過程；從融資管道而言，證券化即為以更有效率之公開資本市場來替換較無效率、成本較高的金融媒介以進行債務融資。

¹⁵³ Adam B. Ashcraft and Til Schuermann, "Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit," Federal Reserve Bank of New York Working Paper, No. 318, (March, 2008).
http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr318.html

產而申請房屋貸款，或是從現有的房貸進行再融資。創始機構承作房貸(通常透過仲介商)，提供資金給房貸借款人，有時並成為房貸的服務機構(servicer)。創始機構的收入來自兩部分，也就是房貸借款人的手續費與出售房貸的差價。而房貸證券化的過程中，第一個衝突就是房貸借款人與創始機構間的衝突。

(二)欺瞞房貸品質

此係指貸款創始機構可能欺瞞安排機構(arranger)有關房屋貸款的信用品質。證券化發行機構，通常透過創始機構買進房貸群組(pool of mortgage loans)，發行機構必須成立「破產隔離信託」買入房貸，並與信評機構諮商房貸證券化的結構形式，向 SEC 申報必要資訊，透過破產隔離信託發行 MBS 給投資人。¹⁵⁴由於創始機構對借款人信用品質資訊的掌握遠超過發行機構，若是先無適當的監督機制，創始機構很可能與借款人勾結，提供不實的貸款申請資料。

(三)逆選擇問題

所謂逆選擇係指安排機構(arranger)可能操縱資產池中的房貸品質，此牽涉到安排發行機構與資產池管理人(asset manager)及信評機構間之關係。¹⁵⁵

1、安排機構與資產管理人間的逆選擇問題

安排機構在完成證券化程序後，將房貸賣給破產隔離信託，即所謂的特殊目的機構(special-purpose vehicle, SPV)，再由 SPV 發行 MBS，出售給資產管理員(係最終投資人的代理機構)，因此安排機構可能向資產管理人謊報房貸品質。

2、發行機構與信評機構間的逆選擇問題

¹⁵⁴ 賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢，〈從次貸風暴看國際監理〉，台北外匯市場發展基金會委託計畫 2009 年，頁 28-35。

¹⁵⁵ Adam B. Ashcraft and Til Schuermann, "Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit," Federal Reserve Bank of New York Working Paper, No. 318, (March, 2008).
http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr318.html

發行機構在完成證券化程序後，便交由信評機構對 MBS 進行信用評等，評等的標準取決於資產池的信用增強比例是否達到某一信用等級的水準，由於只能仰賴發行機構所提供的資料，因此信評機構可能被發行機構所矇騙。

(四)代理問題

係指資產管理人(agent)可能沒站在投資人(principal)的立場積極管理房貸資產池。由於投資人與資產管理人對金融產品複雜度的了解有所差距，投資人對於資產管理人的投資策略無法完全了解，難免質疑資產管理人的操作能力；或者，資產管理人爲了私利，故意未盡善良管理人之責任，造成代理問題。

(五)信用評等機構模型錯誤的問題

由於金融商品的快速創新且過於複雜，使信評機構的評等模型不足，方法、資料與假設均有缺陷，從而發生錯誤，是爲誠實的錯誤(honest error)；另一方面，信評機構的評等報告費用由發行機構支付，而非由投資人支付，因此信評機構可能與發行機構聯合起來操弄模型，矇騙投資人，是爲不誠實的錯誤(dishonest error)

(六)道德風險問題

所謂道德風險問題係指當事人爲一己之利，應注意而故意不注意，或故意承擔高風險的動機與行爲，此牽涉到房貸借款人與服務機構之行爲。

1、房貸借款人的道德風險問題

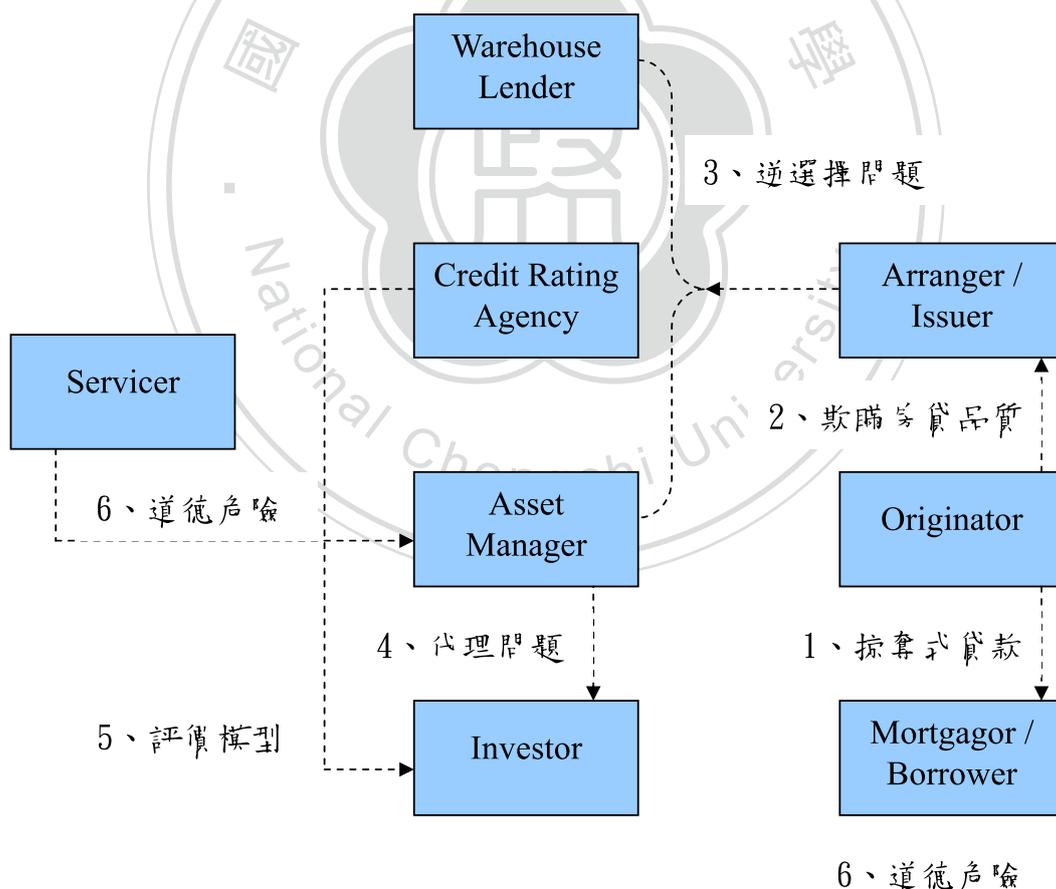
自 2007 年中以來，美國房價大幅滑落，許多屋主發現其房屋市值已低於房貸未償還餘額，呈現房產負淨值(negative equity)情況，因此即使有能力負擔房貸本息支出，仍傾向故意違約，止付房屋稅及房產保險費。2007 年以來消費者

償還信用卡貸款與汽車貸款的意願高於償還房屋貸款，顯示房貸借款人道德危機的嚴重性。

2、服務機構的道德風險問題

服務機構之手續費收入取決於資產池每月初帳面上的本金餘額，因此傾向低報資產池中延遲還款(*delinquency*)情形，或修改違約定義，避免房屋拍賣(*foreclosure*)情形發生，以維持較高的帳面本金餘額。穆迪發現，房貸服務機構的好壞，影響資產池實現損失之差異高達正負 10%，嚴重影響投資人的權益。

圖 3-5 房貸證券化之主要參與者及潛在利益衝突



資料來源：Adam B. Ashcraft and Til Schuermann, "Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit," Federal Reserve Bank of New York Working Paper, No. 318, (March, 2008).

肆、金融衍生商品、信評機構與 2007 年金融風暴的關聯性

2007 年的金融風暴起源於結構性複雜的金融衍生商品，而信評機構在這場風暴所扮演的角色為透過給予證券化後的結構型金融商品 AAA 等級，精美包裝後販售給全球投資人與機構投資者，使投資人與機構投資者認為其所購買的結構型金融商品違約風險較低。然而，結構型金融商品中包含許多「中間夾層」(mezzanine)，這些夾層通常包含多種債權資產，AAA 等級的資產僅佔一部分，其中較低評等甚至於未受評等的產品也包含在內。至此，市場陷入「十分無知的巨大盲目區域」。市場失靈的問題在於國家解除管制甚至缺乏審慎監督，由於市場內部存在嚴重的訊息不對稱，使金融體系中的投資人、企業、銀行與信評機構等個體追求利潤最大化的理性決策在總體經濟上產生了損害全球經濟的非理性行為，最後導致全球的金融崩潰，其餘波至今仍未平息。由於 2007 年金融風暴原因極為複雜，銀行、信評機構、房貸證券發行者、房貸貸款者等都須對金融風暴負責，基於此，可得知整個金融體系的各個環節都有弊病。為避免研究範圍過大，接下來將聚焦於金融衍生商品與信評機構之間的關係是如何造成金融體系的瓦解。

一、金融衍生商品

2007 年金融風暴造成的因素當中，發行機構以房貸為基礎建構種數繁多、複雜性極高的證券化商品以販售給全球的投資人與機構投資者，但多數人對於其購買的金融衍生商品內容卻不甚明瞭。為了更能了解金融衍生商品在 2007 年金融風暴扮演了什麼角色，因此有必要對金融衍生商品進一步的研究。

(一)金融衍生商品之意涵與類型

金融衍生商品係指價值由利率、匯率、股價、指數、商品或其他利益及其

組合等所衍生之交易契約，其契約型態主要有遠期契約(forward)、期貨(futures)、交換契約(swap)及選擇權(option)等四類，隨著契約型態搭配連結標的資產的不同(一般有利率、匯率、股價、股價指數、商品及信用等類)，即可產出各式各樣金融衍生商品。¹⁵⁶其後，隨著金融不斷創新，更發展出結合固定收益商品與金融衍生商品之結構型商品，例如信用連結債券，以及連結金融衍生商品之證券化商品，例如合成型 CDO(Synthetic CDO)等。

(二)金融衍生商品交易場所

金融衍生商品之交易場所主要有交易所及店頭(over the counter, 以下稱OTC)市場。交易所交易之金融衍生商品皆為標準化(或準標準化)商品，由交易所按市價評估結算(mark to market)，透過認可會員資格及建立交易規則來規範交易行為及解決交割紛爭等事務，係屬較安全的交易環境，惟因交易所交易之商品規格皆需標準化，致金融商品創新速度較慢。目前美國芝加哥商品交易所(Chicago Mercantile Exchange, CME)係全球成交量最大的金融期貨與商品期貨交易所。

OTC市場交易又稱為場外交易，交易商品可以客製化，較少交易規範，以個別議價方式完成交易，惟此種交易制度易衍生流動性與交易對手風險，以及缺乏透明度等問題。OTC市場之監理制度較為寬鬆，提供商品創新之有利條件，參與者可交易之商品亦較多，故目前全球金融衍生商品之交易量，OTC市場規模遠較交易所市場規模為大。以美國為例，2009年6月底美國前25大交易金融衍生商品之商業銀行，所持有之金融衍生商品契約高達203兆美元，其中196兆成交於OTC市場，比重高達96.5%。¹⁵⁷

¹⁵⁶ 洪櫻芬，〈第九章 衍生性金融商品之問題及監理改革建議〉，《全球金融危機專輯》，(台北：中央銀行編印，2009年)，頁187。

¹⁵⁷ 洪櫻芬，〈第九章 衍生性金融商品之問題及監理改革建議〉，《全球金融危機專輯》，(台北：中央銀行編印，2009年)，頁188。

(三)金融衍生商品交易目的之演變

金融市場主要功能，在促使資金進行最有效率之使用與分配，而金融機構扮演資金需求者與供給者間媒介之角色，其業務經營面臨市場、信用、作業及法律等諸多風險。金融衍生商品之設計，其目的在於幫助市場合理分散風險，然而近年來金融衍生商品不斷創新，交易規模快速成長，金融機構操作金融衍生商品之目的，除為避險及資產配置需求外尚包括提高資產組合預期收益、進行投機交易獲取高額利益、以及將資產證券化商品包裝出售，俾賺取豐厚手續費收入等。

(四)金融衍生商品與本次金融危機之關連

金融衍生商品雖為風險控管工具，但金融機構操作金融衍生商品不當事件則時有所聞，其中最著名的為 1995 年英國霸菱銀行(Baring's Bank)倒閉事件、1998 年美國 LTCM(Long-Term Capital Management)重整事件，以及 2008 年法國興業銀行(Societe Generale)違規交易事件，然而這些不當操作金融衍生商品造成之問題，主要係內部風險控管不當，尚不至於危及全球金融體系。惟本次危機中，金融衍生商品對金融體系產生全面性之負面影響，主要因金融市場全球化後，機構投資人大量投資 OTC 衍生性商品，例如 CDS¹⁵⁸及 CDO¹⁵⁹，因該等商

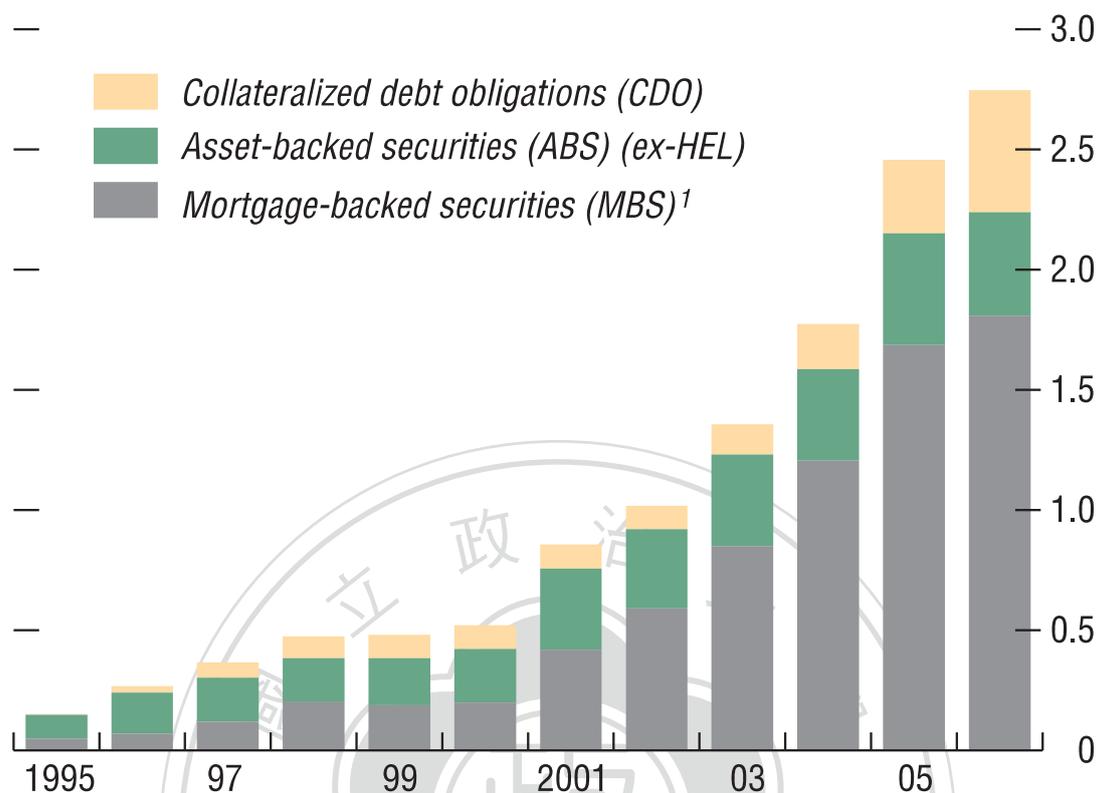
¹⁵⁸ CDS交易與系統風險之關連：(一) CDS交易架構：CDS是一種可移轉信用違約風險之契約。由承受信用風險的一方(買方)與另外一方(賣方)進行交換，在契約期間買方(credit event)發生時，有權將持有的可交割(或以 差額交割) 債務轉予賣方。所謂信用違約事件，一般係指合約信用實體無法按期付息還本，包括破產、清算、重整等。(二) CDS 功能與系統風險：就CDS屬性而言，其如同一紙保險契約，買方為投保人，可獲得債權資產之信用風險保護，有效移轉風險；賣方如同保險人，收取保費提高投資報酬率，惟需承擔信用違約事件之可能損失。此外，CDS信用利差，係信用風險的最佳市場指標之一。此次危機中，CDS市場對企業未來須按期支付信用利差(credit spread)給賣方，以換取在信用違約事件之信用品質展現極佳之預測功能。然而，CDS 信用利差擴大除受合約信用實體的信用風險升高影響外，尚包含交易對手風險 (亦即 CDS 信用保護賣方未能履約之風險)，以及 CDS 信用保護買方違約使賣方須以新價格條件換約之風險。值得注意的是，金融機構係 CDS 市場交易之主要中介機構及結算者，其透過 OTC 市場金融衍生商品契約產生密切連結，當合約信用實體為金融機構時，一旦金融機構倒閉，將促使其他關連金融機構之 CDS 利差顯著升高，並因交易對手風險效應而全面擴散至金融體系。例如，Lehman Brothers 係金融機構間 CDS 契約的重要交易對手與結算者，其 2008 年 9 月聲請破產保護，造成銀行間市場為之凍結與市價結算的大額損失，加上許多金融機構相互間之曝險欠缺透明度，更加深這種恐懼，導致金融機構 CDS 利差擴大到遠超過其信用風險應有的水準。Lehman Brothers 是具有系統重要性之交易對手，許多觀察家認為，放手讓 OTC 市場商品之大型中介機構倒閉，係屬嚴重錯誤。

品交易透明度低，金融市場無法掌握其確切規模，金融機構因市場訊息不透明而產生自我防衛心理，造成金融機構彼此不信任，致該交易市場凍結，價格重挫，導致許多重量級金融機構倒閉或出現經營危機，如貝爾斯登、房利美、房地美、美林、雷曼兄弟、美國國際集團與花旗集團(Citigroup Inc.)等，進一步引發全球流動性危機。圖 3-6 顯示 ABS、MBS 與 CDO 在全球的發行人不斷地升高，許多大型金融機構因持有過多結構型商品以致危機爆發後紛紛陷入危機。



¹⁵⁹ CDO與系統風險：美國本土之次級房貸風暴會擴大為全球金融危機，真正推波助瀾的是證券化機制，其將次級房貸重新包裝成CDO銷售至全球。(一) CDO架構：CDO係一種包裹組合多種債權資產之金融商品。用來擔保CDO價值的資產種類繁多，早期資產池主要以實體之公司債或企業貸款為主，例如擔保貸款憑證(collateralized loan obligation, CLO)及擔保債券憑證(collateralized bond obligation, CBO)即屬此類；其後，以RMBS及ABS為擔保之結構型融資債權擔保憑證(Structured Finance CDO, SF CDO)成爲主流，近來更因不動產抵押債權擔保品不足，而有以CDO為擔保品形成之CDO-Squared，或與CDS連結而成之合成型CDO的出現。其中，合成型CDO為信用衍生商品與資產證券化之結合，主要架構係發起人(Sponsor)將一群組之合約信用實體的債權匯集包裝，形成資產群組(Reference Portfolio)，並與SPV訂定CDS合約，按期支付信用利差予SPV，SPV則依據與發起人簽定CDS合約之債權及相關權益發行債券，再將獲得之資金依據發行條件購入安全性高之資產為擔保品(Collateral)，前述CDS的信用利差與擔保品的利息，即為合成型CDO的報酬。此外，為增加報酬，其連結資產池之名目本金可為證券發行金額之數倍，此種槓桿架構運用雖提高收益率，惟亦大幅增加風險，而其最大的風險來自資產群組可能發生信用違約事件之風險。(二) CDO功能與系統風險資產證券化的主要構想，是集合房貸、公司債、銀行放款等流動性相對較低的資產並轉換為流動性較佳的CDO，以出售給願意承擔風險之廣泛的投資人。然而此次金融危機中，這些證券有相當大的金額是由商業銀行與投資銀行持有。當房價開始下跌且次級房貸違約開始升高時，CDO價格亦開始下跌，金融機構陸續蒙受大額損失，使OTC市場之交易對手風險大幅提高，進而擴散引發系統風險。此外，合成型CDO包裝手法不斷創新，且具產品複雜、流動性差及風險難以評估之特性，投資人(特別是對沖基金《hedge fund》)基於追求高報酬之動機，更利用銀行融資擴大槓桿。一旦資產池之合約信用實體發生信用違約事件，透過槓桿作用，終釀成全球金融大災難。

圖 3-6 1995 年至 2006 年 ABS、MBS 與 CDO 全球發行量 (單位：一億美元)



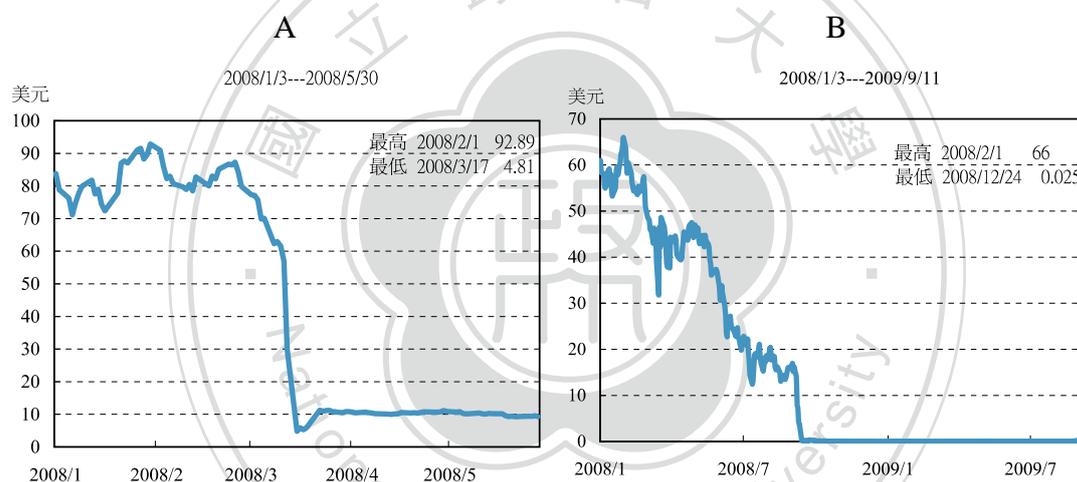
資料來源：Global Financial Stability Report, IMF, 2007.

其中，信評機構於 2007 年金融風暴中的責任在包裝及美化金融衍生商品，透過發行 AAA 等級的核可證書以販售給全球各地的投資人與投資機構，因此信評機構也參與了結構型商品的建構，喪失作為金融市場守門員的角色，並將全球捲入結構型商品的漩渦之中。¹⁶⁰ 待美國利率開始調升，美國背負房貸者逐漸無法負擔鉅額貸款，最後紛紛違約。投資銀行因為購入太多與次級房貸相關的證券化商品也接連受波及紛紛瀕臨倒閉，一旦如雷曼兄弟這般大型投資銀行面臨破產，商業銀行的資金也面臨短缺，銀行之間產生「流動性危機」，最後終導致全球性的「系統性風險」，使全球金融陷入僵滯，人人自危。圖 3-7 為貝爾斯登與雷曼兄弟於次級房貸危機時因持有證券化商品而使股價下跌的情形。2007 年 6 月 20 日貝爾斯登因其下兩檔主要投資於連結次級 MBS 之 CDO 的對

¹⁶⁰ Lawrence J. White, "Markets: The Credit Rating Agencies," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24, No.2, (Spring, 2010), pp. 211-226.

沖基金(hedge fund)，因資金吃緊需要紓困 32 億美元，並於 6 月 27 日該公司停止前述兩檔基金的贖回。在聯邦準備理事會支持下，2008 年 3 月 17 日貝爾斯登賤價被 JP Morgan 併購。而雷曼兄弟是全世界最大 MBS 承銷商，2007 年一共承銷約 1,100 億美元的 MBS，市佔率約 9%，相當於花旗與美林的總和。隨次級房貸危機越演越烈，雷曼兄弟的資產品質急遽惡化，終於 2008 年 9 月倒閉。由此可見金融機構與非金融機構的資產因牽連結構型金融商品而受害，其中，信評機構與結構型金融商品的關係在次級房貸危機當中扮演重要推手的工作。

圖 3-7 美國貝爾斯登(A)與雷曼兄弟(B)2008 年股價變動



資料來源：Bloomberg、黃富櫻，〈本次金融危機之五個重要個案分析〉，《全球金融危機專輯》，中央銀行編印，2009 年，頁 52-59。

二、信評機構所暴露的問題

信評機構於證券化及資本市場地位雖如此重要，然其角色與責任向有爭議。次貸危機前，信評機構即曾因發生於 2001 年之美國安隆、世界通訊等公司破產事件反應過慢而遭致批判；¹⁶¹次級房貸危機後，信評機構之評等報告直至市場發生重大波動前，對於次級房貸證券均未能即時調降評等。再度被質疑疏於發現及評估次級房貸證券之實際風險，引發國際間重新審視與檢討之聲浪。例如：

¹⁶¹ 信評機構直到安隆公司申請破產前四天，才將其公司債評等由 AAA 等級降等為垃圾債券等級。

2008年2月，歐洲證券管理委員會(The Committee of European Securities Regulators, CESR)發佈「信評機構於架構式金融之角色」之諮詢文件；¹⁶²2008年5月，國際證券管理組織發佈「信評機構於架構式金融市場之角色」之研究報告；¹⁶³2008年7月，美國SEC發佈「特定信評機構調查報告」；¹⁶⁴2009年4月，二十國高峰會(G-20)「強化金融系統宣言」中，亦包括「對信用評等機構做更有效之監督」，¹⁶⁵同年歐洲議會核准歐洲聯盟執行委員會(European Commission)所提「信評機構管理規則」法案(Regulation on Credit Rating Agencies)，¹⁶⁶足見國際組織和政府部門近來對信評機構角色之檢討，不遺餘力。關於信評機構的改革在第四章會進一步探討信評機構的全球治理問題。

分析此次金融風暴形成原因，除貸放機構審核標準過於寬鬆，以及結構型金融商品包裝過程複雜，甚至專業投資機構亦不易洞悉其內容及風險外，信評機構給予該等結構型金融商品之優級評等過於浮濫(例如次級房貸結構型商品約有80%被評為最高等級)，以及投資大眾過於信賴信評機構，而不關注結構型金融商品風險特徵、標的資產之績效及市場資訊等，亦是主要原因。¹⁶⁷信評機構透過諮詢服務並給予結構型金融商品高評等係結構型商品得以成功銷售之重要關鍵，惟其在房市過熱前未能預先提出警訊與及時反映於信評等級；俟金融情勢嚴重惡化後，始大量調降評等，例如三大信評機構自2007年7月1日至2008年6月24日共調降145,899個結構型金融商品之評等，使得市場危機更加惡化，

¹⁶² CESR, The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance, (2008). Available at: <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=4951> (last visted: 2011.01.17).

¹⁶³ IOSCO, The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets, (2008). Available at: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD270.pdf> (last visted: 2011.01.17).

¹⁶⁴ SEC, Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Selected Credit Rating Agencies, United States Securities and Exchange Commission, (July 2008). Available at: <http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf> (last visited: 2011.01.17).

¹⁶⁵ G-20, Declaration on Strengthening the Financial System, (April 2, 2009). Available at: http://www.mofa.go.jp/policy/economy/g20_summit/2009-1/annex2.html (last visited: 2011.01.17).

¹⁶⁶ European Commission, Approval of New Regulation will Raise Standards for the Issuance of Credit Ratings Used in the Community, (2009). Available at: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09?629&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en> (last isited: 2011.01.17).

¹⁶⁷ 吳登彰、李佩真。〈第十二章 美國及歐盟信評產業之發展及監理變革〉，《全球金融危機專輯》，(台北：中央銀行編印，2009年)，頁227。

並對結構型商品造成嚴重衝擊。¹⁶⁸

本次金融危機之爆發及蔓延，顯示信評機構未扮演好應有之角色，尤其對結構型商品評等方面，引起各國監理機關高度關注，並紛紛對信評機構之運作進行瞭解。依據美國SEC於2008年7月公布之檢查報告、歐洲聯盟執行委員會2008年11月發布之信評機構調查報告、以及全球金融體系委員會(Committee on the Global Financial System, CGFS)2008年7月公布之研究結果，歸納信評機構之主要問題為下列三項：¹⁶⁹

(一)信評機構未妥善處理評等業務上之利益衝突

信評機構業務上與受評者之間利益衝突的有「發行者付費」、「提供發行者諮詢服務」與「評等兜售」三項缺失，現分述如下：

1、「發行者付費」所產生的利益衝突

1970年代以後，大型信評機構多採「發行者付費」模式，致衍生利益衝突問題。證券發行者可選擇願給予較高信評等級之信評機構；另一方面，信評機構為爭取客戶青睞以賺取複雜商品(例如BBB等級之次級房貸再證券化商品)之高額手續費，在信評等級上會有所退讓，或辦理續後評等時，在業績考量下，未能因應總體經濟、金融等情勢之變動，適時調整其信評等級。

2、信評機構提供諮詢及附加服務

信評機構對受評等客戶提供非屬評等業務之顧問或附加服務，例如如何進行結構型金融商品之架構、訂價及劃分不同債務層級等以獲取較佳等級，亦產生利益衝突疑義，使得信評機構之公正性及獨立性受到質疑。由於次級房貸產

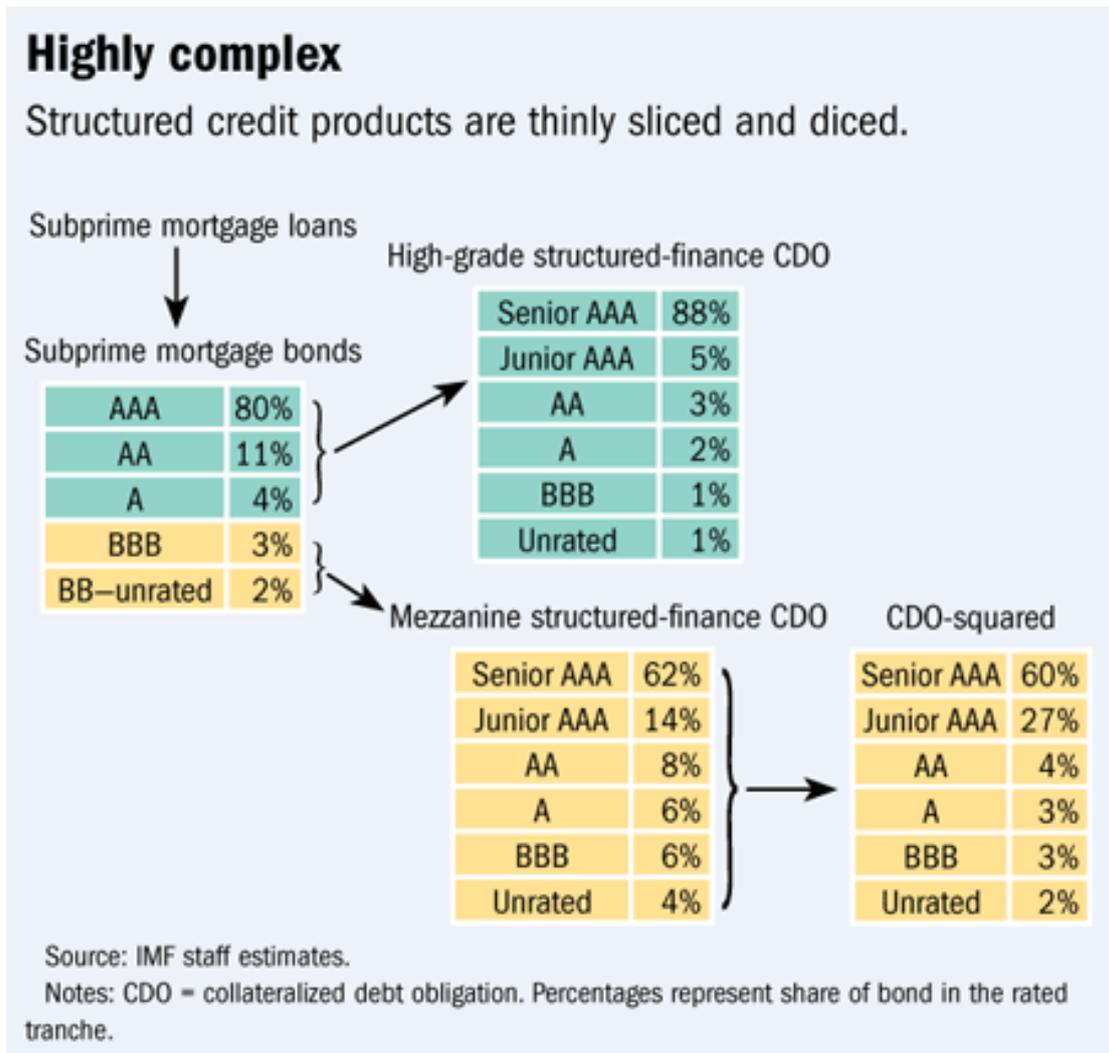
¹⁶⁸ <http://www.bloomberg.com/>

¹⁶⁹ BIS, "Ratings in Structured Finance: What Went Wrong and What Can Be Done to Address Shortcomings," Committee on the Global Financial System, CGFS Publications, Bank for International Settlements, No. 32, (July, 2008).

品屬於複雜的結構型金融商品，投資者難以準確評估其內在價值與風險，因此信用評等作為投資者投資決策的重要甚至是唯一的依據，便成為次級房貸商品進入資本市場的通行證。¹⁷⁰CDO 等結構型金融商品的建構本身是以評等為導向的，除了支付高額評等費用外，投資銀行在商品建構過程中還會購買信評機構所提供的諮詢服務，以獲得較高評等的方法。信評機構不但為次級商品評等，還直接參與次級房貸商品的建構，從而使評等的獨立性和公正性大打則扣。此外，信評機構之獲利來源仰賴結構型金融商品評等之程度日深。信評機構過度參與結構型金融商品之建構過程，往往偏離其應扮演之中立角色，而產生評等過於樂觀之情事。圖 3-8 為 CDO 的建構過程，其中發行機構將 MBS 其中較高等級的證券分割出來作為較高等級結構型融資 CDO，另外再將較低等級的分割出來作為「中間夾層」的結構型融資 CDO，甚至再利用財務創新工程製造出「CDO 平方」等，在這過程中，AAA 等級的券次比例不斷降低，但是投資人僅是參考 AAA 的符號來做投資決策，認為結構型商品的 AAA 與傳統商業以及政府債券的 AAA 同等安全，因此並不清楚所購買商品之複雜性。發行機構透過信評機構所給予的諮詢服務得以使其建構的產品獲得高評等，並將高度複雜的結構型商品銷售給全球投資者。

¹⁷⁰ Lawrence J. White, The Credit-Rating Agencies and the Subprime Debacle, *Critical Review: A Journal of Politics and Society*, Vol. 21, No. 2-3, (2009), pp. 389-399.

圖 3-8 結構型商品 CDO 建構過程



資料來源：Global Financial Stability Report, 2007.

3、「評等兜售」之行爲

結構型金融商品的發行機構或安排機構在決定信評機構之前，多事先向數家信評機構洽詢其初步評估結果，從中選擇可提供最優等級之信評機構。信評機構不但為次級商品評等，還直接參與次級房貸商品的建構，從而使評等的獨立性和公正性大打則扣。此種評等兜售的行爲，亦促使信評機構為爭取業績，而有給予過度樂觀之評等情形。

二、評等品質不佳

在信評機構內部評等問題方面，評等方法與模型、評等過程、評等審查資料的正確性、對於金融衍生商品週期違約模型的歷史資料不足等，均使信評機構的評等模型不足以適用複雜的結構性商品，以下就各個問題分別討論：¹⁷¹

1、缺乏適當之評等方法及標準

信評機構採用之方法及模型有缺失，致未能正確反映日益惡化之金融情勢，影響其評等之表現，例如對次級房貸證券化商品之評等，僅依有限之歷史數據分析，致無法正確評估資產池(asset pool)經濟情境之衝擊程度。此外，信評機構低估廣泛市場重挫事件與違約之相關性，且延遲對次級房貸結構型金融商品之降等，引發對信評機構所採用評等方法有效性及歷史違約模型穩健性之質疑。而 CDO 等結構性金融商品構造複雜，在經過多次組合和分層後，評等機構也很難完全了解產品原本樣貌，在結構型金融產品這一新領域，評等機構的經驗和歷史模型、數據累積有限。往往一味靠放款機構和投資銀行所提供的數據，因此極易導致評等失真。而危機前後評等機構的遲緩反應，亦表明其評等制度沒有發揮應有作用。

2、高品質人力及評等監控過程均有不足

信評機構未擁有足夠的高素質且訓練有素之人力，無法因應結構型金融商品評等之所需。此外，信評機構辦理RMBS及CDO之內部稽核作業流於形式，例如檢查項目表僅有一頁，過於簡略；或內部稽核揭露之缺失，例如未依內規保存相關紀錄及不符合信評委員會之準則等，信評機構無法提供已遵照辦理之書面資料。信評機構不重視信評結果之內部監控程序，嚴重影響評等品質。

3、未確實檢視取得資料之正確性

¹⁷¹ BIS, "Ratings in Structured Finance: What Went Wrong and What Can Be Done to Address Shortcomings," Committee on the Global Financial System, CGFS Publications, Bank for International Settlements, No. 32, (July 2008), pp. 5-8.

證券化商品之創始機構有義務檢送相關資料予信評機構，惟信評機構未確實審查所取得資料之正確性，可能影響評等結果。根據各信評機構之作業準則 (code of conduct)，多明確指陳其無義務確認所取得資料之正確性，亦不保證評等結果係基於正確性、完整性及即時性之資訊。

4、缺乏市場發展及總體經濟預測對評等衝擊之分析資料

對結構型金融商品評等之監控，受限於資料之不足，信評機構並不分析各種總體經濟預測對評等之影響。各種市場發展對評等模型參數之影響亦不明確。

三、評等作業欠缺透明化

信評機構評等模型與作業流程一直欠缺透明化，披露資訊不足，外界常不知其評等標準。¹⁷²此外，信評機構主要被批評要點在於未區分結構金融型商品與傳統商品的區別，使得投資者無法辨識兩者差異，認為AAA評等的結構性金融商品與AAA等級的傳統商品違約率並無差別，誤導投資人的投資決策。以下對評等作業問題作分析：

(一)評等模型及作業流程欠缺透明化

信評機構未對結構型金融商品評等的特性與限制，提供足夠之資訊，對評等模型與關鍵假設資訊之揭露亦不充分。

(二)未區分結構型金融商品與傳統商品之評等

信評機構對結構型金融商品與傳統商品的評等採用相同之評等符號。由於多數投資人對於證券化商品並不熟悉，亦不瞭解其風險特性，極易將相同信評等級之證券化商品與傳統債券作比較，並確信 AAA 評等之證券化商品(例如

¹⁷² BIS, "Ratings in Structured Finance: What Went Wrong and What Can Be Done to Address Shortcomings," Committee on the Global Financial System, CGFS Publications, Bank for International Settlements, No. 32, (July 2008), pp. 11-17.

CDO)如同政府債券一樣安全，而做出錯誤投資決策。

(三)缺乏信評機構評等準確性之比較資料

信評機構間有提供評等使用者有關評等轉換(rating transition)或違約之研究報告(對某一段期間債券評等活動進行追蹤分析)。該等報告通常包括升等/降等與違約之回顧，係近年來評估信評機構評等準確性之基礎。惟該等報告中之參考資料未必完整，且信評機構收集資料與公開呈現之方式不盡相同，不利比較。

小結

信評機構、企業以及銀行三者之間在全球金融結構中有密切的關係。銀行作為放貸機構，主要功能就是借款與個人、企業資金做消費、生產、進行交換貿易，活絡經濟體質，而銀行以個人和企業的存款來做為借貸的資金，並將存款作為投資其他基金之用，而基金的債信評等則是參考信評機構的指標；個人與企業透過向銀行借貸來作為投資、擴大經營之用，並將盈餘存進銀行，其中企業必須透過信評機構得到良好信評來取得銀行更多的資金借貸；而信評機構則為金融中介，銀行可以透過擁有專業及良好聲譽的信評機構節省徵信的成本，來做為借貸的準則，再加上「新巴塞爾資本協定」中有規定銀行使用外部評等的規範，銀行的資本計提也是由銀行所購買的證券被評等為AAA或BBB而有所差異，另一方面，信評機構也給予投資人準確的企業資訊，使投資人可以以理性的判斷進行風險的衡量。在單純的三向金融關係，三方彼此互賴以及共生。

但是「影子銀行體系」的興起卻改變改穩定的三角關係，其源於政府金融自由化政策的實施，具備銀行的性質，但其持有的資產不被列為銀行資產負債表中，也不受金融法規規範限制，其被稱為影子銀行即是其投資範圍不受金融監管者所監督，因此成為金融體系中「巨大盲目區域」。此外，銀行、企業以

及信評機構也均有其內部問題：銀行內部順景循環所造成資本壓力測試的問題、信評機構外部的競爭性以及內部「發行者收費」模式所導致的利益衝突、企業的公司治理(如企業醜聞以及證券的品質透明度)，皆有其內外部制度失衡的情況，在在顯示若要使難以控制的金融體系維持及回復穩定，不僅國家內部需要對金融體質做政策調整、國家間也須相互透過協議合作，甚至透過共同法律規範來約束逐漸失控的金融體系。

至於匡正信評機構治理方面，美國學者 Frank Partnoy 主張應將信評機構與其他守門員等同視之，其認為過去數十年來，信評機構在各方面發展成獨樹一格而不受規範，此事本不應發生，導正怪異現象之方式，可修正證券法，將 NRSRO 納入證交法責任規範體系，並在立法上或司法判決中釐清：信評機構之「意見」與其他守門員之「意見」，並無任何不同。¹⁷³「責權相符」之憲法原理，應可適用在信評機構，實無將信評機構排除在法律責任規範體系之外。尤其美國 SEC 為三大信評機構創立壟斷性地位後又缺乏對其管制，信評機構的問題可以說是 SEC 所製造出來的。由於信評機構「權重責輕」缺乏「課責機制」的情形在金融風暴後更是展露無遺，因而美國 SEC、歐洲聯盟以及國際組織和國際論壇都對信評機構問題有若干建議與法律規範。第四章「信評機構的全球治理」即開始進行討論並歸納整理各個國家、非國家行為者在 2007 年金融風暴前後對於信評機構的治理層面。

¹⁷³ Frank Partnoy, "How and Why Credit Rating Agencies are not Like Other Gatekeepers," in San Diego Legal Studies Paper No. 07-46 (2006), p. 6.

第四章 信用評等機構的全球治理

第三章「信用評等機構的發展與演變」的論述使讀者對於信評機構的組織在內部與外部所存在的問題以及金融衍生商品與信評機構彼此間的互利關係是如何導致金融風暴有了全面性的了解。本章開始進行到信評機構的全球治理層面，關於全球治理的概念與理論在第二章第四節已作過論述。簡而言之，全球治理包括政府與非政府的治理，全球化下國家間緊密的經濟、金融相互依賴關係會影響社會和環境的相互依存關係，而這些聯繫又會反過來影響經濟與金融關係。由此可知，全球治理涉及到跨國制度化的管理機制，而信評機構即屬此一類型。信評機構是國家認可(主要是美國SEC官方認可，但在新巴塞爾資本協定通過後，許多國家逐漸採納信譽良好的信評機構作為國內銀行外部監督機制)並由國家賦予其代理公部門有關金融危機評定的治理，也就是信評機構透過國家將其金融管制的公權力「外包」給信評機構，使得信評機構的「私權力」影響力大增。三大信評機構以其壟斷地位透過對全球資本市場設定標準，以簡單的符號，形成一種有形(對於被國家要求依照三大信評機構的評等而行動的金融機構)以及無形的規範(未受管制的市場行為者)，影響著投資機構與投資人的投資決策，在金融全球化的時代，信評機構的影響範圍更是無遠弗屆。但是信評機構在其影響力與其責任性之間有巨大鴻溝。2006年美國「信評機構改革法」實施以前，信評機構完全隨市場機制自由發展，缺乏法律規範約束。直至2001年安隆案財務醜聞爆發後美國制定「沙賓法案」(Sarbanes-Oxley Act)，並在該法案中要求SEC調查信評機構在一連串公司倒閉、引起證券市場危機背後的責任，政府開始注意到信評機構在金融治理上確實存在問題，例如其壟斷問題、評等模型與過程透明度問題以及評等品質應改善以保障投資人與公共利益。隨即金融風暴於2007年爆發，信評機構飽受批評，其沈積以久的弊病隨風暴退散後完全顯現，美國、歐洲聯盟以及國際論壇與非政府組織均刻不容緩地對信評

機構制定法律規範與改革建議。本章分析在金融風暴發生前後，國家層次與國際層次對於信評機構建議與規範的改革內容為何，其採取何種措施以矯正信評機構在金融體系中的缺失。本章治理重點將專注在三大信評機構所處的美國、歐洲聯盟以及國際證券管理組織對信評機構所做的相關治理。

第一節「金融風暴前對信評機構的治理」介紹國家、國際組織與歐洲聯盟在次級房貸危機發生前對信評機構的建議與法律規範，首先是國際證券管理組織對信評機構所制定不具法律效力的相關規定，再者為美國2002年「沙賓法案」中因為安隆事件的爆發使得管制當局開始注意到信評機構的問題，乃至美國2006年的「信評機構改革法」開始進入到法制規範層面，最後是歐洲聯盟對信評機構的自律規範機制；第二節「金融風暴後對信評機構的治理」聚焦在次級房貸危機發生後信評機構的治理層面，歸納美國對信評機構所做的三階段改革、歐洲聯盟制定的「信評機構管理規則」以及其他國際組織與國際論壇所發佈不具強制力的聲明。

第一節 金融風暴前對信評機構的治理

信評機構發展超過百年，且至1970年代以來，信評機構在市場已具重要地位，然長期以來，國際間對之卻缺乏管制規範。2000年以後，國際證券管理組織、美國的SEC以及歐洲聯盟，始分別制定對信評機構之相關規定。國際證券管理組織係以自律規範方式訂定，美國則經國會立法通過，歐洲聯盟就應以自律規範或法律規範監管信評機構，曾有不同意見，嗣後決定以法律規範監管信評機構。

壹、國際證券管理組織「信評機構行為守則」中的自律規範

2003年國際證券管理組織技術委員會成立研究小組，研究信評機構相關議題，並於同年9月發表「關於信評機構活動準則報告」(IOSCO Statement of Principle Regarding the Activities of Credit Rating Agencies)，¹⁷⁴評述信評機構在全球資本市場扮演之角色，以及其所發布評等品質可能面臨之衝擊，在此同時，國際證券管理組織技術委員會亦發布一系列準則，以較佳方式監督評等過程之公正性，並確保投資人收到之評等係即時且具高價值，提供金融監理單位、信評機構以及其他市場參與者遵循。

其後國際證券管理組織研究小組草擬「信評機構行為守則」，樹立執行上開原則之模式，信評機構行為守則涵蓋超過五十個條文，協助信評機構避免利益衝突、確保評等方法為信評機構員工一致性使用，提供投資人充分資訊以判斷信評機構評等之品質，協助確保評等過程之公正性。

信評機構行為守則僅供信評機構做內部自律規範之參考，雖國際證券管理組織定期審查信評機構執行行為守則之情形，但國際證券管理組織並無法律執行力，信評機構行為守則亦不具法律效力，更無懲罰之規定，被美國學者Frank Partnoy批評為「一系列無用之建議」(a toothless set of recommendations)，¹⁷⁵然國際證券管理組織畢竟係國際非營利事業組織，本即無權制定具法規範效力之法規，其所訂行為守則，已將信評機構各項監理機制規定頗為詳盡，因此仍極具參考價值，後述美國NRSRO規則以及歐盟制定之信評機構新規則，均參考信評機構行為守則而制定，因此，信評機構行為守則雖屬建議性質，但各國仍可參考其內容，將之納入法律規範體系，使信評機構亦受法律規制。

貳、美國從「沙賓法案」相關研究到「2006年信評機構改革法」與「NRSRO管理規則」進入法律規範

¹⁷⁴ Available at: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf> (last visited: 2012.01.17).

¹⁷⁵ Frank Partnoy, "The Siskel and Ebert of Financial Market: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies," *Washington University Law Quarterly*, Vol. 77(1999), pp. 619-623.

美國在2006年以前，並無對信評機構實施管制，僅於1975年SEC將三大信評機構列為NRSRO確立其壟斷地位。直到2001、2002年安隆案與世界通訊公司醜聞爆發後，2002年美國制定「沙賓法案」開始研究信評機構的問題，「沙賓法案」原是針對安隆與世界通訊公司的財務欺詐事件破產暴出來公司和證券監管問題而制定的監管法規。但在國會在該法案中要求金融相關部門提交若干研究報告，主要質疑信評機構為何在安隆破產前四天仍將其評等為「投資級」，此有誤導大眾投資行為並危害金融市場穩定之嫌。為了維護證券市場的安全，美國SEC開始調查信評市場的運作過程以及其內部問題。爾後，SEC對信評機構問題提供若干政策建議，美國國會參考SEC之研究以制定約束信評機構影響力的法律，並於2006年通過「信評機構改革法」與授權SEC制定「NRSRO管理規則」以執行相關法律，以下就美國於2007年金融風暴發生前對信評機構所做的治理進行介紹：

一、「沙賓法案」中要求SEC進行信評機構之相關研究

為了重建投資人信心，「沙賓法案」中要求SEC對信評機構在證券市場的功能與角色執行評估與研究以及調查信評機構在安隆、世界通訊等公司的倒閉事件中的責任，國會並要求SEC的研究報告於2003年1月26日前提交給總統、眾議院金融服務委員會 (the Committee on Financial Services of the House of Representatives) 以及參議院銀行、住房和城市事務委員會 (the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs of the Senate)，以利國會對信評機構做進一步的規範。SEC的研究報告主要檢視信評機構以下幾項議題：¹⁷⁶

(一)資訊流通

¹⁷⁶ SEC, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, As Required by Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, (January, 2003), p. 3.

- 1、是否信評機構應披露與其評等決策相關訊息。
- 2、是否證券發行機構觸發評等 (ratings triggers)相關資訊的揭露應該要改進。

(二)潛在利益衝突

- 1、信評機構是否應執行規範程序來管理因「發行者付費」所引發潛在的利益衝突問題。
- 2、信評機構是否應禁止(或嚴格限制)評等分析師與發行者直接接觸。
- 3、信評機構是否應執行規範程序來管理信評機構發展輔助費用營業 (ancillary fee-based businesses)上的潛在利益衝突。

(三)反競爭的控訴(alleged anticompetitive)或是不公平慣例(unfair practice)

- 1、SEC應採取行動解決信評機構透過反競爭或是不公平慣例而得利的情況。

(四)減少潛在進入的規範性障礙

- 1、釐清現存對信評機構的管制認可標準。
- 2、是否應制定NRSRO市場進入的評估及認可時程目標。
- 3、是否將業務範圍涵蓋債信市場部分區域或是限於特定地理範圍活動的信評機構透過法律規範以進行管理。
- 4、是否SEC有其他對於認可信評機構的規則以及規範辦法。

(五)持續的監督

- 1、是否要對於信評機構更直接、持續的監督以及是否建議國會制定法律以執行管制。
- 2、信評機構在執行其評等分析時以及信評分析師的訓練、資格是否要納入一般注意標準(general standards of diligence)。

透過以上的研究，歸納SEC在安隆事件後主要調查信評機構以下的相關問題：

- (一)信評機構作為評估證券發行者的角色。
- (二)信評機構對於投資人所扮演的角色以及信評機構在證券市場的作用。
- (三)金融資源以及發行者證券的風險性對於信評機構發佈證券評估所造成的障礙。
- (四)信評產業的進入障礙以及移除進入障礙的措施。
- (五)對於促進信評機構發佈信評中相關資源與風險的訊息傳播的必要措施。
- (六)任何信評機構在處理業務上的利益衝突以及防止此項衝突或是改善其結果的措施。

同時，國會內部也檢視信評機構相關議題，例如在2002年3月「參議院委員會」(Senate Committee)舉行公聽(hearings)來釐清信評機構在安隆公司破產前四天仍將其評等為良好信用的責任。2002年10月the staff of the Senate Committee發布了「小組報告」(Staff Report)，其中調查結果包含：安隆公司一案中顯示信評機構於業務範圍內以及評估的缺失，此外，信評機構缺乏正式管制及監督，信評機構的責任由於管制的豁免以及憲法第一修正案的保護而受侷限，發現了信評機構在「課責性」有所問題。鑑此，「小組報告」建議SEC要求NRSRO特定行為遵從管理標準並定期監督信評機構遵守這些規定。

SEC也承認最近年來信評機構對於投資人以及其他市場參與者重要性日益大增，尤其在發行者接近資本(issuer's access to capital)、金融交易的結構上以及進行特定投資等方面都有重大影響。SEC在審查聯邦證券法後，決定對信評機構採取法律規範。

二、2006年信評機構改革法

現代信用評等起源於美國，但美國關於信評機構之法律規範，直到2006年方由國會制定專法(即2006年信評機構改革法)，在此之前，信評機構並無專法規範，僅以前述「法規執照」方式，於超過百種法規中，導入「NRSRO」概念，但SEC從未正式對NRSRO作定義，亦未制定NRSRO相關監督管理規範。

受安隆案影響，各界對信評機構之批評聲浪高漲。安隆企業於2001年12月2日宣布破產，為美國華爾街及金融市場帶來重大打擊，其倒閉原因為安隆會計虛報其財務報表，將虧損部分置於財務報表外。此顯現了企業內部管理與會計問題，但信評機構的缺失在於並沒有在第一時間察覺安隆財務問題，將安隆公司債務降等以作為投資警訊。安隆的債信評等在破產前四天竟仍被評為「投資級」。¹⁷⁷基於此項缺失，美國國會乃於2006年9月間通過「信用評等機構改革法」，並於2007年6月生效。該法要求SEC消除信評市場進入障礙，明訂NRSRO之認可標準，且要求認可過程必須透明化。另該法亦賦予SEC有限度監督NRSRO之權力，惟禁止SEC影響評等結果或干預信評產業之經營模式，以提升信評品質，並保障投資人及公眾利益。在市場進入方面，透過表4-1可以看到「信評機構改革法」通過後使得新的信評機構可依透明化的認可程序以及標準加入NRSRO，依SEC於2011年的統計，一共有十家信評機構被認可為NRSRO。由此可見在「信評機構改革法」通過後，NRSRO的市場障礙逐漸被移除，其中有幾家信評機構仍使用「投資者付費」模式以避免「發行者付費」模式所產生的利益衝突問題。但是實質上，穆迪、標準普爾以及惠譽三大信評機構在信評市場的市佔率約為95%。¹⁷⁸該數據顯示雖然NRSRO的市場障礙在其他信評機構加入後有所改善，但三大信評機構在將近百年的歷史發展上以及過去於1975年至2006年之間的壟斷地位，著實為三大信評機構在信評市場上營造無所披靡的地位，基於以上因素，三大信評機構的實質壟斷地位在短時間內極難跨越。

¹⁷⁷ En.wikipedia.org/wiki/Credit_rating_agency

¹⁷⁸ Christopher Alessi and Roya Wolverson, "The Credit Rating Controversy," Council on Foreign Relations, (January 19, 2012).

表4-1 「信評機構改革法」通過後加入NRSRO的信評機構

信評公司名稱	加入時間	備註
Moody's Investors Service, Inc.	1975	
Standard & Poor's Rating Services	1975	
Fitch, Inc.	1975	
DBRS Ltd.	2003	加拿大公司
A.M. Best Company, Inc.	2005	
Egan-Jones Rating Company	2007	投資者付費
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	2007	日本公司
Rating and Investment Information, Inc.	2007	日本公司
LACE Financial	2008	投資者付費
Realpoint LLC	2008	

資料來源：參考 SEC 官方網站作者自製。

2006年美國國會通過的「信評機構改革法」，立法目的係「為改善評等品質，藉由樹立可靠性、透明度以及產業競爭性，以保障投資人與公共利益」¹⁷⁹。該法對1934年證券交易法有若干修正與增訂，如：修正Section 3，增列「信用評等」、「信用評等機構」、「NRSRO」以及「合格機構投資人」等定義；增訂Section 15E，規範NRSRO登記與監理之執行措施；修正Section 17，賦予SEC對NRSRO有關文件保存、報告以及查核等權限；修正Section 21(B)，賦予SEC依據Section 15E對「NRSRO」裁處罰鍰。¹⁸⁰

該法將NRSRO定義為：「符合下列要件之信評機構：(A)在其依據證券交易法Section 15E申請登記前，已連續三年從事信用評等業務；(B)依據證交法Section 15E(a)(1)(B)(ix)發布經機構投資人採用之信用評等，評等對象包括：金融機構、證券商、保險公司、公司債發行人、ABS發行人、政府公債、市政公

¹⁷⁹ Report of the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs to Accompany S. 3850, Credit Rating Agencies Reform Act of 2006, S. Report No. 109326. 109th Congress., 2d Session, (September 6, 2009).

¹⁸⁰ SEC, Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, (2008), p. 2. Available at: <http://www.sec.gov/divisions/marketrg/ratingagency/nrsroannrep0608.pdf> (last visited: 2010.01.17).

債以及外國政府債券之發行人；(C)已依證交法Section 15E登記在案。」¹⁸¹

三、「NRSRO管理規則」

SEC依據「信評機構改革法」之授權，制定「NRSRO管理規則」(Rules for Nationally Recognized Statistical rating Organizations)，於2007年6月生效。規則主要有六項規定，從Rule 17g-1至17g-6，包括：申請登記要件與程序(Rule 17g-1)、文件保存(Rule 17g-2)、年度財務報告(Rule 17g-3)、重要及非公開資訊不當使用之防止措施(Rule 17g-4)、利益衝突之控管(Rule 17g-5)、以及不正、壓迫與濫用行為之禁止(Rule 17g-6)。除了上述規定外，SEC亦於規則中提供NRSRO格式(Form)，以表列與附件方式，提供NRSRO申請者與申報者統一格式，節省其登記程序之負擔。¹⁸²

上開「信評機構改革法」與其子法，於2007年6月正式生效施行時，適逢次級房貸危機開始浮現，雖上述法務工程已為信評機構之法律管制樹立一項重要里程碑，且內容頗為詳盡，但次級房貸危機延燒後，信評機構再次被檢討，尤其是在證券化之角色，美國SEC即於2008年6月提出「NRSRO管理規則」之修正草案，詳細分析信評機構於次級房貸危機以及證券化過程之缺失，並提出建議之修正方案，經蒐集各方意見及陸續討論後，於2009年2月定案，關於新修正規則將於第二節介紹與分析。此外，SEC依據「信評機構改革法」授權，於2007年6月5日發布信評機構監理規則(Oversight of Credit Rating Agencies Registered as NRSROs)，並自2007年8月31日起對穆迪、標準普爾及惠譽三大信評機構展開為期10個月之檢查，以釐清其在次級房貸抵押證券化市場風暴所扮演之角色。其調查後所提出信評機構管理規範於下節詳述。

參、歐洲聯盟對信評機構之管制規範

¹⁸¹ 15 U.S.C. 78c(a)(62).

¹⁸² 17 CFR 240.17g-1~17g-6.

歐洲聯盟對信評機構之監理體制與美國明顯不同。在美國，信評機構受到法律嚴格規範；在歐洲聯盟，對信評機構之監理相對較為寬鬆，至2007年金融風暴發生後始轉趨嚴謹，表4-2為2007年金融風暴前美國與歐洲聯盟對信評機構監管的比較。

次級房貸危機前，在歐洲聯盟營業之信評機構僅受到歐洲議會及歐洲聯盟部長理事會共同發布市場濫用指令與資本要求指令(Capital Requirement Directive)之規範，係在相關「指令」(Directives)中提及信評機構，如：指令2006/48/EC(關於信用機構營業指令)以及2006/49/EC(關於投資公司與信用機構之資本適足性指令)等。大部分歐洲聯盟會員國並不對信評機構之營運進行監理。

183

但自從1997年亞洲金融風暴到2000年代初期美國安隆、世界通訊及歐洲帕瑪拉等企業弊案，信評機構問題逐漸受到各國證券主管機關關注，認為有加強對其監理之必要性。惟歐洲聯盟執行委員會認為當時各種金融服務指令，包含由「國際證券管理組織」訂定之信評機構自律規範，已足以妥善因應有關信評機構之問題，故決定不提出新的立法提案。¹⁸⁴

¹⁸³ European Commission, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies, (2008), pp. 11-12. Available at: <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CoM:2008:0704:FIN:EN:PDF> (last visited: 2012.01.17)

¹⁸⁴ 吳登彰、李佩真，〈第十二章 美國及歐盟信評產業之發展及監理變革〉，《全球金融危機專輯》，中央銀行編印，2009年，頁226-227。

表4-2 2007年金融風暴前美國與歐洲聯盟信評機構監管比較

	美國 (信評機構改革法案)	歐洲聯盟 (資本要求指令)
信評在監管的使用	一般化基於信評的監管	銀行業監管(Basel 2)中使用，一般私人機構也使用
競爭	強化競爭	順其自然
官方審核	註冊制	核准制
民事責任	受憲法第一修正案保護，不過有強化民事責任的趨勢	極大程度上豁免民事責任
實施方式	直接監管	自律監管

資料來源：李文平，〈國際評級機構監管探討〉，《聯合資信》（2009年第5期），頁47。

第二節 金融風暴後對信評機構的治理

2007年金融風暴爆發後，美國SEC對於剛實施的「信評機構改革法」再度進行修正，並針對信評機構在金融風暴所暴露的缺失進行檢討，透過更嚴格的監督進一步介入信評機構內部管理與外部利益衝突部分；歐洲聯盟方面，在金融風暴後對信評機構的管理，不再如先前「自律規範機制」以空泛的市場力量促使信評機構遵循信評機構行為守則，開始訂立「信評機構管理規則」，要求信評機構應對其提出之評等負責，正式進入法律規制；最後，國際組織與國際論壇如國際貨幣基金組織以及金融穩定論壇等均有對信評機構做出數項改革建議。以下將美國SEC、歐洲聯盟以及國際組織與論壇對信評機構的改革規定及建議詳述如下：

壹、美國改革措施¹⁸⁵

2008年6月，美國SEC於對三大信評機構為期十個月之調查完畢後，提出NRSRO管理規則修正草案，揭櫫三階段改革計畫，第一階段改革，主要解決NRSRO評等證券化商品公正性相關問題，包括增進評等方法之透明度，強化NRSRO評等表現之揭露，禁止NRSRO從事將產生利益衝突之行爲、加強NRSRO之文件保存與報告義務等；第二階段改革，要求NRSRO以發布報告或使用不同評等符號方式，區隔證券化商品與其他商品之評等；第三階段改革，則計畫修正SEC依據1933年證券法與1940年投資公司法所制定相關規則，不再援用NRSRO之信用評等。¹⁸⁶

一、SEC修改「NRSRO管理規則」(Rules¹⁸⁷ for NRSROs)

SEC於2009年2月2日參考對三大信評機構檢查結果與各方意見，修改「NRSRO管理規則」，以強化信評程序及方法之完整性。主要內容如次：¹⁸⁸

(一)信評機構應增列及留存之紀錄(Rule 17g-2)

- 1、對以資產池等為基礎之證券或貨幣市場工具之評等，若量化模型係決定其信評等級之重要工具，則該模型顯示之評等意義與最後發出之信評等級有任何不同時，應記錄其原因。
- 2、留存現有評等案件之歷次評等結果(例如首次評等、續後升級或降級)及日期。

¹⁸⁵ 吳登彰、李佩真，〈美國與歐盟信評產業之發展及監理變革〉，《全球金融危機專輯》，中央銀行編印，2009年，頁229-231。

¹⁸⁶ SEC, Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, 17 CFR Parts 240 & 249b, Release No. 34-59342, (2009), p. 2.

¹⁸⁷ Rule 為美國證券交易法細則(Exchange Act Rule, 簡稱 Rule)。

¹⁸⁸ SEC, Amendment to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, 17 CFR Parts 240 and 249b, Release No. 34-59342. Available at: <http://www.sec.gov/rules/final/2009/34-59342.pdf> (last visited: 2012.04.19).

- 3、受評標的之債務人、發行人及承銷機構等對信評分析師決定、維持、改變或撤回信評等級之意見。
- 4、「發行者付費」經營模式之每一類信用評等個案達500件以上者，應就每一類信評總件數隨機抽樣10%，以XBRL (eXtensible Business Reporting Language)格式，於其公司網站公布該等評等個案之相關評等資訊。

(二)信評機構應提交之報告(Rule 17g-3)

NRSRO應向SEC提交其會計年度之升級、降級、信用觀察及撤回評等案件之報告。此外，NRSRO應出具經有權人員簽署之聲明書，以證明提交之財務報告在所有重要領域已允當表達。SEC規定NRSRO應製作保存相關紀錄及提交報告，以確保監理功能之發揮。

(三)增列利益衝突之禁止事項(Rule 17g-5)

- 1、禁止信評機構或其關係人對受評債務人或債務證券提供如何取得其所欲信評等級(desired rating)之相關建議。
- 2、決定信評等級或核准採用某一方法(包括質化及量化模型)以確定信評等級之人員，禁止參與評等費用之討論。
- 3、決定信評等級之人員收取受評標的債務人、發行人及承銷機構等之餽贈(包括接受招待)合計金額不得超過25美元。

二、SEC公告將增修監理「NRSRO」法規

SEC於2009年9月17日投票通過，將增修法規以強化對信評機構之監督。主

要修法重點如次：¹⁸⁹

(一)揭露評等歷史，以提升評等資訊透明度

要求NRSRO揭露其評等行動之歷史資訊，包括評等調升、調降、維持不變及撤銷等。

(二)確保參與競爭之NRSRO能取得相似資訊，加強同業競爭

結構型金融商品安排機構除提供資訊予所委託之NRSRO進行該等商品評等外，對有意參與該等商品評等之其他NRSRO，亦應提供相同資訊，以強化NRSRO間之競爭。

(三)強化信評機構法令遵循制度

NRSRO應向SEC提交最近一年之法規遵循檢視報告，內容包括法令遵循主管(compliance officer)採取之檢視措施、所發現重要缺失及改善情形。

(四)揭露更多有關潛在利益衝突之資訊

要求NRSRO揭露更多有關潛在利益衝突之資訊，例如來自前20大信評客戶之收入占淨收入之比重，以及自每位付費評等客戶收取之其他服務與產品收入占淨收入之比重等。

(五)修正與信用評等連結之法規，以降低對信用評等之依賴

目前部分法規與信用評等連結，例如規定投資標的須達NRSRO信用評等一定等級以上，或一定信評等級以上資產可適用較優惠規定等，SEC將檢討修正上述法規，消除該等連結，以降低市場參與者對信用評等之依賴。

(六)揭露「評等兜售」資訊

證券發行人若曾取得其他信評機構之初步評等，亦即有評等兜售行為時，須揭露該初步評等。

(七)取消NRSRO評等之免責條款

¹⁸⁹ SEC Votes on Measures to Further Strengthen Oversight of Credit Rating Agencies, Washington, D. C., (September 17, 2009). Available at: <http://www.sec.gov/news/press/2009/2009-200.htm> (last visited: 2012.04.19).

目前美國證券法(Securities Act of 1933)第436條第g款規定，證券發行申報書登載NRSRO之信用評等資訊時，不須取得NRSRO承擔證券法相關責任之承諾。為加重NRSRO之責任，俾提升評等品質，SEC研擬廢止該條款之適用。

三、「眾議院金融服務委員會」通過信評機構改革法案

美國「眾議院金融服務委員會」於2009年10月28日通過信評機構負責任及透明化之改革法案，將推動立法程序。主要內容如次：¹⁹⁰

(一)強化信評機構經營管理責任

明訂個人有權對NRSRO提出訴訟，以強化NRSRO之職責。同時，該法案亦澄清SEC或任何州因受限制而不對信用評等內容或評等方法進行監理，並不能作為對抗反詐欺民事訴訟之辯護理由。

(二)信評機構本身之監督職責

NRSRO內部管理人員應督促其職員遵循相關法令；若內部管理人員無法確實執行其職責，SEC可對其進行懲處。

(三)強化獨立董事機制

NRSRO之董事會至少應有三分之一的獨立董事，以監督其信評政策及作業程序，防止利益衝突及改善內部控制等。

(四)減少利益衝突情形

除建立獨立董事制度外，該法案將增訂法規以減輕「發行者付費」模式產生之利益衝突問題，並大幅加重NRSRO法規遵循主管對利益衝突問題之責任。

(五)更多資訊揭露

投資人將可取得更多有關NRSRO內部作業程序之資訊。此外，民眾亦可獲

¹⁹⁰ Financial Services Committee Approves Bipartisan Credit Rating Agencies Reform Bill, the Accountability and Transparency in Rating Agencies Act, H. R. 3890, Press Release, the House Financial Services Committee, (October 28, 2009). Available at: <http://democrats.financialservices.house.gov/press/PRArticle.aspx?NewsID=549> (last visited: 2012.04.19).

知更多有關 NRSRO如何收費之訊息。

(七)旋轉門限制(revolving-door protections)

NRSRO員工離職後轉任受評企業時，NRSRO應檢視該員工離職前一年內參與之評等案件，以確認其作業程序及評等結果之妥適性，且向SEC報告該離職員工姓名；SEC並應將該等員工轉任資訊對外公布。

貳、歐洲聯盟改革措施

次級房貸危機發生後，歐洲聯盟內部對於信評機構應予管制雖有共識，但應以自律規範或法律規範方式，則曾有不同意見，分述如下：¹⁹¹

一、自律規範機制—「歐洲證券管理委員會」之觀點

「歐洲證券管理委員會」於2008年2月發布之諮詢文件中，認為目前信評機構以信評機構行為守則為基礎之「自律規範機制」，仍宜維持，而不宜以法令方式管制，其理由包括：¹⁹²

(一)應藉由市場力量促使信評機構遵循信評機構行為守則，因金融市場具有彈性與創新特性，且與國際信用市場密切相關，不宜以法令方式規制。

(二)目前信評機構自律規範機制，不代表官方正式之認可，倘係以「官方認可」之方式，將更易使投資人過度依賴信評機構。

¹⁹¹ 吳登彰、李佩真，〈美國與歐盟信評產業之發展及監理變革〉，《全球金融危機專輯》，中央銀行編印，2009年，頁229-231。

¹⁹² CESR, The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance, (2008). Available at: <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=4951> (last visited: 2012.04.19). 其他國際組織如：「金融穩定論壇」(FSF，2009年4月改名為「金融穩定委員會」(FSB))、「歐洲銀行監理委員會」(CESB)、「歐洲證券市場專家組織」(ESME)亦建議維持目前之自律規範機制。Fabian Amtenbrink and Jakob de Haan, Regulating Credit Rating Agencies in the European Union: A Critical First Assessment of the European Commission Proposal, (April 24, 2009). Available at: <http://ssrn.com/abstract=1394332> (last visited: 2012.01.17).

(三)可減免可觀的立法以及執行成本。

但「歐洲證券管理委員會」亦指出目前自律規範機制，有以下缺失：

193

(一)管理者對於信評機構是否實質上遵循信評機構行為守則，無調查權力。

(二)目前機制並未提供管理者執行信評機構行為守則之強制力，完全依賴市場紀律，而管理者與信評機構對於行為守則規範條文之解釋可能有歧異，加深依賴市場之程度。

(三)由於「新巴塞爾資本協定」將信用評等納入銀行監理系統，單憑市場紀律恐無法促使信評機構遵循行為守則。

(四)在信評機構在市場上具有「寡佔」狀態時，自律規範之功能有限。

針對上述缺失，「歐洲證券管理委員會」鑑於目前信評機構並無類似「同業公會」(Industry Body)之組織，建議信評機構監可成立同業公會，代表信評機構與管理者、市場參與者就相關重要議題溝通討論，以改善目前自律規範機制之效率。¹⁹⁴

二、法律規範機制－歐洲聯盟執行委員會之「信評機構管理規則」

歐洲聯盟執行委員會認為「國際證券管理組織」之自律規範機制對於信評機構內部之結構性問題，未能提供適切、可依賴的解決方案，雖信評機構自身亦提出自律規範計畫，但仍不足以解決問題，回復投資人信心，歐洲聯盟執行委員會認為信評機構行為守則雖可作為全球標準(global benchmark)，但仍有其局限性，且信評機構行為守則若干規定過於抽象籠統，應予以具體化，使其易

¹⁹³ CESR, *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance*, (2008). Available at: <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=4951> (last visited: 2012.04.19).

¹⁹⁴ CESR, *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance*, (2008). Available at: <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=4951> (last visited: 2012.04.19).

於執行而更具效率。更重要的是，信評機構行為守則並作無效力規範，僅於信評機構未符合規定時，要求其提出說明。¹⁹⁵雖然「歐洲證券管理委員會」、「國際證券管理組織」等組織對信評機構管制提出自律規範之建議，然歐洲聯盟最終採取法律規範方式。歐洲聯盟「內部市場服務委員會」(Internal Market and Services)主席Charlie McCreevy表示：「經參考歐洲證券管理委員會、歐洲聯盟證券市場專家小組(European Securities Markets Experts Group, ESME)與國際證券管理組織相關報告，並徵詢信評機構意見後，本人堅信具有亦一切對症下藥之法律規範，包括登記程序、外部監督以及更佳的內部控制等，對於在歐洲從事證券化評等之信評機構有迫切需要。」¹⁹⁶因之，歐洲聯盟執行委員會於2008年11月提出「信評機構管理規則」草案(Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies, European Commission Proposal)，2009年7月經歐洲議會通過，同年9月發布生效。

「信評機構管理規則」列出四大目標，改善評等流程，包括：1、確保信評機構於評等流程中避免利益衝突，或至少作適當之控管；2、改善信評機構評等方法與評等之品質；3、對信評機構課以揭露義務，以強化透明度；4、確保有效率之登記與監視制度，避免在歐洲聯盟管轄區域內作「法規套利」(regulatory arbitrage)。¹⁹⁷

歐洲議會及歐洲聯盟部長理事會於2009年7月14日通過之「信評機構管理規則」，主要在強化對信評機構之管理。主要內容如次：¹⁹⁸

¹⁹⁵ European Commission, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit rating Agencies, (2008), pp. 11-12. Available at <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CoM:2008:0704:FIN:EN:PDF> (last visited: 2012.04.19).

¹⁹⁶ Fabian Amtenbrink and Jakob de Haan, Regulating Credit Rating Agencies in the European Union: A Critical First Assessment of the European Commission Proposal, (2009), p. 3. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1394332> (last visited: 2012.01.17).

¹⁹⁷ European Commission, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies, (2008), pp. 11-12. Available at: <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CoM:2008:0704:FIN:EN:PDF> (last visited: 2010.01.17).

¹⁹⁸ Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of September 16, 2009 on Credit Rating Agencies, *Official Journal of the European Union*, Vol. 52, (November 17, 2009). Available at: http://www.esma.europa.eu/system/files/L_302_1.pdf (last visited: 2012.04.19).

(一)註冊及退場機制

1、單一註冊程序

該規章採用單一註冊程序，以利遵循。信評機構應向「歐洲證券管理委員會」提出申請，「歐洲證券管理委員會」收到申請資料後將轉送信評機構登記所在會員國之主管機關，經核准後即可通用於歐洲聯盟其他會員國，亦即業經註冊之信評機構可在其他歐洲聯盟會員國發布信用評等。

2、退場機制

信評機構應為其提出之評等意見負責，如果確有重大業務疏失或不符規定者，將可能面臨歐洲聯盟制裁，並失去在歐洲聯盟27國從事評等之資格。

(二)對信評機構之要求

- 1、信評機構應設置董事會，以確保獨立之信評過程不受外在政治及經濟之影響或限制。董事會至少須有三分之一獨立董事(不得低於兩位)，獨立董事不得涉及評等作業，亦不得依據公司之績效領取薪酬。獨立董事之任期不得超過5年，且不得連任，除行為失當或專業表現不佳外，不得任意解任。董事會主要成員(包括獨立董事)應有足夠之金融專業知識；辦理結構型商品之評等，至少須有一位獨立董事及另一位董事在該領域具備厚實之知識及經驗。
- 3、信評機構應建立嚴謹之信評政策、作業程序、風險評估及法令遵循等機制，以確保機構之運作符合相關規定及評等之正確性。
- 4、法令遵循人員應定期向高階經理人及獨立董事報告守法性之執行情形，其領取之薪酬應與公司績效無關。
- 5、信評機構應建立獨立於業務部門以外之檢視機制，定期檢視其評等採

用的方法、模型及主要假設之妥適性，並向董事會報告。

(三)對信評作業之要求

- 1、信評機構應確認、消除、管理及揭露可能影響評等結果之任何實質或潛在利益衝突情形。
- 6、信評機構或對評等結果有影響之個人，與受評等客戶或其有關之第三人 (related third party) 有直接或間接之關係時，信評機構不得對其發出任何信用評等；若已經辦理信用評等者，應即時公開其可能受影響情形。
- 7、信評機構不得對受評客戶或其有關之第三人提供顧問或諮詢服務，例如市場預測、經濟趨勢評估、訂價分析及資料分析等。
- 4、發布之結構型商品信評等級，不得有評等分析師正式或非正式之保留意見。
- 5、應妥善留存與評等有關之紀錄及稽核軌跡。

(四)提出信評等級之規定

1、一般義務

信評機構應清楚說明決定信評等級之方法。發出信評等級12小時之前，應通知受評實體(rated entity)有關評等結果及其主要理由，使得受評實體有機會發現信評機構之任何錯誤。信評報告應對外公開，投資人可直接透過網路下載。

2、對結構型商品評等之義務

信評機構應盡善良管理人之職責評估結構型金融商品，並提供該金融商品有關之損失、現金流量概況及任何改變信用等級之資訊。對結構型金融商品與其他金融工具之信評等級，應採用不同之代號。信評機構發布結構型金融商品之信評報告，應同時揭露其採用之方法、模型及重要假

設，內容應明確且易於瞭解。

(五)揭露之規定

1、一般揭露

信評機構應揭露利益衝突情形、提供顧問或諮詢服務清單、發布信評等級之政策及關鍵性之評等假設(例如數學或相關性之假設)。

2、定期性揭露

信評機構應每六個月定期公布評等類別之歷史違約率數據，以及區分主要地區發行人與類別之歷史違約率是否隨著時間而改變；此外，應每年公布對信評機構營收貢獻度最高之前20大客戶清單等。

3、透明度報告

信評機構每年應提供：(1)其法律架構及所有股權之資訊；(2)內控機制、紀錄保存及輪調政策之說明；(3)內部審查其法規遵循結果；及(4)區分營業收入中屬於信評及非信評業務之財務資訊。

歐洲聯盟「信評機構管理規則」原則上參考「國際證券管理組織」的「信評機構行為守則」而制定，但有四項主要不同之處，包括規範之範圍、信評機構登記程序、信評機構之行為規範以及執行措施，分述如下：¹⁹⁹

(一)適用範圍

依歐洲聯盟管理規則，除私評等(private rating)以及公共機構所發布但不對外公開且未獲受評單位付款之評等外，其他基於法規目的或其他目的而使用信用評等，均涵蓋在內。²⁰⁰

¹⁹⁹ Fabian Amtenbrink and Jakob de Haan, Regulating Credit Rating Agencies in the European Union: A Critical First Assessment of the European Commission Proposal, (2009), p.3. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1394332> (last visited: 2012.01.17).

²⁰⁰ Article 2(1) of European Commission Proposal.

(二)登記程序

信評機構須在「信評機構管理規則」生效後六個月內辦理登記，並以「歐洲證券管理委員會」為統一受理窗口，由其初步審查添具意見後，再轉交信評機構登記地國家主管機關審查與監督。²⁰¹信評機構行為守則並未規範登記事宜。

(三)信評機構之行為規範

歐洲聯盟「信評機構管理規則」要求信評機構董事會或監事會至少需要三名外部且具獨立性之成員，²⁰²「信評機構行為守則」未規範信評機構之董監結構；另歐洲聯盟「信評機構管理規則」禁止信評機構提供諮詢或顧問業務，但允許其可在沒有利益衝突之情況下，從事「附屬業務」(ancillary services)，而附屬業務則由信評機構自行定義。²⁰³關於附屬業務之規範，歐洲聯盟「信評機構管理規則」與「信評機構行為守則」極為相似，然學者批評歐洲聯盟管理規則未在法規上釐清附屬業務之定義，卻交由信評機構自行定義，錯失改革良機。另歐洲聯盟「信評機構管理規則」要求建立分析師定期輪替制度，以避免因分析師與客戶長期關係過於親密而妨害公正性。²⁰⁴

(四)執行效力

「信評機構行為守則」僅為自律規範，無執行效力。反之，歐洲聯盟「信評機構管理規則」訂有若干執行措施，如：暫停信評之使用、公告周知信評機構違規行為，以及要求會員國立法制定罰則，至少包括對專業過失(gross professional misconduct)以及未盡「勤勉責任」(due diligence)作懲處，而處罰必須「有效性、相當性以及訓誡性」。²⁰⁵

參、金融穩定論壇與國際貨幣基金組織之建議

²⁰¹ Article 13 of European Commission Proposal.

²⁰² Article 5 and Annex 1, Section A.2 of European Commission Proposal on organizational requirements.

²⁰³ No.7 of the preamble and Annex 1, Section E.I.2 of European Commission Proposal.

²⁰⁴ Article 6 (4) and Annex 1, Section C of European Commission Proposal.

²⁰⁵ Article 31 of European Commission Proposal.

「金融穩定論壇」(Financial Stability Forum, FSF)建議信評機構應改向信評使用者收費，取代現行由債券發行機構付費之經營模式，以消除信評使用者資訊不對稱問題。²⁰⁶此外，信評機構應多方深入收集受評債券之資訊，取代現行只依據債券發行機構所提供之資訊來進行評等，以消除信評機構本身資訊不對稱問題。

而在「國際貨幣基金組織」在強化信評機構市場紀律方面有兩點建議：²⁰⁷

- 一、應減少信評機構之利益衝突，並鼓勵投資者(特別是大型金融機構)自行審慎評估風險。
- 二、除對信評機構已採取之監理措施(例如禁止為受評金融商品提供商品設計建議，並明確揭露評等過程及方法)外，應考慮降低審慎監理法規對信用評等之依賴，以及要求結構型金融商品之信用評等與一般商品之評等有所區隔。

透過以上的研究，我們可以發現在2000年以前並無對信評機構有任何法律規範，僅有「國際證券管理組織」對於信評機構的評等資訊的公正性與透明性應加以改善的建議。而真正進行到對信評機構法律規範層面主因在於安隆等公司財務醜聞、倒閉的情勢發生，美國因此制定了「沙賓法案」，其中特別要求SEC對信評機構進行全面的調查與建議，其中包括信評機構對於證券市場、投資人的影響、評等的品質、評等過程的透明性及公正性、NRSRO的壟斷、發行者付費模式導致的利益衝突以及信評機構的「課責性」都有深入的討論。而基於SEC對信評機構的調查，使得國會於2006年制定「信評機構改革法」，試圖改善信評機構在金融市場中的缺失。然而2007年的自次級房貸危機隨之爆發，管

²⁰⁶ FSF, Financial Stability Forum Recommends Actions to Enhance Market and Institutional Resilience, Press Release, Bank for International Settlements, (April 12, 2008). Available at: <http://www.bis.org/press/p080412.htm>

²⁰⁷ IMF Urges Rethink of How to Manage Global Systemic Risk, IMF Survey Magazine: Policy, (March 6, 2009). Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/pol030609a.htm>

制當局才進一步發現信評機構與發行機構之間的利益衝突以及信評機構在金融衍生商品的建構也有相當的參與。基於整個金融結構失衡如此嚴重，美國、歐洲聯盟以及國際組織和國際論壇開始透過建議或法律規範介入並管制信評機構，但是對於信評機構所做的管制在解決信評機構於金融市場的問題上仍有部分爭議。鑑此，筆者自行歸納信評機構於全球層面的治理產生幾項問題：

一、信評機構的治理斷層

透過本章研究可以發現美國、歐洲聯盟與國際證券管理組織、國際貨幣基金組織、金融穩定論壇都有對信評機構發佈管理建議與實質法律規範，此處呈現了國家與非國家行為者以及跨國的治理。但事實上，除了歐洲聯盟「信評機構管理規則」存在跨國的治理以外，並沒有出現對信評機構全球層次的治理。主要國家對於信評機構都有進行規範，但是各國之間在信評機構的治理層面並沒有上升到全球層次，充其量，僅維持在國際層次。雖然有非國家行為者的參與，但其聲明與建議都不具拘束力，主要規範仍是以國家範圍來執行，造成國家與國家間政策之間的鴻溝，由於對信評機構的管理並沒有一個國際標準，因此很難預防信評機構可能產生的「法規套利」以趨避規範。然則，金融體系的不穩定很大程度在於國家間政策缺乏協調，若要對信評機構，甚至是整個金融體系能夠完善的治理，唯有依賴國家以及非國家行為者、公部門與私部門進行合作，才得以確實穩定混亂的金融體系。

二、三大信評機構壟斷問題

美國在信評機構壟斷方面有所改善，2006年的「信評機構改革法」目的即在消除信評機構在信評市場的壟斷狀態；相對地，歐洲聯盟對信評產業的競爭性較無注意。儘管美國對於信評機構的壟斷問題有法律規範，但三大信評機構至今在信評市場上仍佔有約95%的比例，這樣實際上的壟斷規模很難由新加入

的NRSRO來取代。由於信評市場如同經濟學上的「規模經濟」一般，因為信評徵信的成本過高再加上三大信評公司歷史長期所造成的壟斷，使得新興信評機構很難跨越信評業的門檻而進入信評市場，然而其壟斷並非自然壟斷，而是SEC透過1975年NRSRO地位的認可而給予的人為壟斷。可以說現今的信評機構問題主要是美國的管制機關SEC起初造成其壟斷卻又缺乏對信評機構的管制所造成的。從1975年到2006年之間，三大信評機構已成為全球機構、非機構投資者主要的投資指標，只要美國、歐洲聯盟仍將信評機構用作於金融市場的私權力管制機構，在可預見的未來，三大信評機構仍會持續發揮在金融市場上的影響力。

三、信評機構未來治理發展

White表示在2007年金融風暴發生後，管制機關對信評機構有兩項可能的解決方式：第一個是加強對信評機構的管制；另一個可能是降低、減少信評機構的重要性，也就是SEC將賦予信評機構的權力收回。²⁰⁸管制的加強是為了使信評機構在未來不再犯下錯誤，但並不會改變信評機構未來在債券訊息過程中的判斷地位；另一方面，SEC一旦收回原本賦予信評機構來做為代表政府的管制公權力，就代表著信評機構的評等判斷將不再有法律效力。然而其他金融管制者並無收回信評機構的代表權力的傾向，雖然SEC開始研擬廢除NRSRO之信評對於證券法與公司法的適用，但未來的發展仍未明朗。參照SEC「NRSRO管理規則」修正案以及眾議院金融服務委員會2009年「信評機構改革法案」其中的規定，目前對於信評機構傾向加強管制，由近年來信評機構對於歐債國家與美國主權債信的降等及其後續影響觀之，信評機構的重要性並未因法律的規範限制而減弱。此外，藉由此次金融風暴的教訓，可見從1970年代至今，國家在對市場放鬆管制後，市場逐漸失靈，金融危機屢次爆發，頻率、規模與強度均不

²⁰⁸ Lawrence J. White, "Markets: The Credit Rating Agencies," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24, No. 2, (Spring, 2010), p. 211.

斷增強，每次危機爆發後均由國家重新介入市場以維持穩定，有此可見，透過市場法則來尋求金融秩序是有其侷限性的，市場仍需要國家一定程度的介入以維持均衡。最後White也提出值得省思的問題：國家將管制金融的公權力「外包」給信評機構，以透過信評機構的私權力來管理金融市場是符合公眾利益的嗎？假如要使信評機構對其在金融市場上擔任債信評等的「守門員」角色負責，必須要增加信評機構的「課責性」，然而，國家要求信評機構為其評等的正確性與透明性負責，則表示要再加強管制的力道，那麼國家的管制權力要介入信評市場到何種程度，才能既符合公共利益卻又不會抑制市場的效率與創新？

小結

上述國際證券管理組織、美國SEC以及歐洲聯盟對信評機構之修正法案，均係對次級房貸危機信評機構之角色與責任，特別是在證券化領域中，所為之匡正措施。²⁰⁹「國際證券管理組織」信評機構行為守則，為全球對信評機構規範之重要參考，美國及歐洲聯盟制定之管理規範，多參考準則制定，然「信評機構行為守則」係自律規範，為勸諭或建議性質，且多為指示規定，而不甚具體，相較之下，美國與歐洲聯盟之管理規則，則予以具體化。

美國修正NRSRO管理規則重點，著重於增進透明性與揭露義務，期能增加「被動評等」(非發行人委託之評等)之數量，透過市場競爭，改進評等品質，²¹⁰另就利益衝突部分，增加三項禁止規定，捨棄傳統僅要求信評機構「管理」其利益衝突，顯示SEC對信評機構處理利益衝突，體認到過往之自律方式已有不足，而須以法律規制。在歐洲聯盟方面，首度以法律規範信評機構，已屬重要里程碑，而法規對於獨立性、利害衝突、揭露義務以及透明度等主要議題，

²⁰⁹ 邱天一。〈信用評等機構於證券化之角色與責任—次貸危機後之觀察〉，《政大法學評論》(2011年6月第121期)，頁58。

²¹⁰ Alessandro Gullo and Issac Lustgarten, Credit Rating Agencies: Opportunities for Legal and Regulatory Reform, Banking & Fin. Service Pol'y Rep.1, Vol. 28, No. 3, (2009), p. 11.

均有規範，但不若美國較重視信評產業之競爭性，而較重視信評機構可能因會員國司法管轄不同，而有法規套利風險，而作防杜規範；另在獨立性部分，歐洲聯盟效仿公司治理之獨立董事制度，要求信評機構董事會或監事會有外部且具獨立性之成員，以及評等分析師輪替制度，為其特色。

雖然信評機構是美國的企業，卻是全球的問題，由於信評機構對於全球企業、投資人、銀行乃至於整個金融體系都有廣泛的影響，若按自由放任市場的概念下進行，金融的內部缺陷如不完全訊息、道德風險、不完全競爭的市場等等因素所產生的市場失靈會導致整個金融體系的崩潰。每次金融危機發生後，政府的角色便增強，因此政府的重新介入並修正市場失靈是不可避免的趨勢。再加上全球化的時代，各國間相互依賴，牽一髮而動全身，金融體系有賴各國間政策的協調，以進一步加強聯繫、共同的管理並監督才能使得金融體系不再劇烈震盪，因此信評機構的全球治理需要透過國際政策協調才能有效治理。

國際政策協調包括許多層面，如貨幣政策、匯率政策、財政政策等總體經濟政策，乃至於跨國監理機制等方面的國際協調。²¹¹Oudiz and Sachs認為國際政策協調可消除各國政策所產生的跨國影響，因而可提昇經濟福利，而國際間商品市場、資產市場等整合程度愈高，國際政策協調所帶來的利益也會更為顯著。²¹²全球金融危機使許多全球議題浮上檯面，有關國際資本移動、全球不平衡、信評機構與金融衍生商品的治理改革等，都是重要的全球金融課題，如果全球金融制度的改革能夠透過有效的機制進行國際政策協調，當然有助於促進全球經濟金融的穩定。儘管我們看到美國與歐洲聯盟以及國際組織與國際論壇都分別對信評機構提出改革與建議，甚至實施法律監督信評機構並要求信評機構執行其規範，但除了歐洲聯盟外，我們並沒有看到跨國治理的機制，區域與區域之間並未透過政策協調來對信評機構作有效管理，政策的區域化會造成政

²¹¹ 彭德明，〈第十三章 金融危機與國際貨幣制度之檢討〉，《全球金融危機專輯》，中央銀行編印，2009年，頁250。

²¹² Oudiz, G. and J. Sachs, "Macroeconomic Policy Coordination among the Industrial Countries," *Brookings Papers on Economic Activities 1*, Brookings Institution, (1984), pp. 1-64.

策鴻溝，全球對於信評機構的治理仍會有缺陷；另一方面，透過本章歸納，我們可以清楚看到「國際證券管理組織」首先建立不具法律效力的行為守則以作為管理信評機構的辦法，為之後美國SEC與歐洲聯盟對信評機構的管制立下典範。由此可見，非政府組織在規範形成階段扮演重要角色，成為國家政府受定法律規範的依據，因此全球治理由下而上的機制確有發揮其影響力。最後，我們重新審視國家與市場之間的關係：國家的管制雖然會使市場穩定，但過度介入卻會壓抑創新，而創新卻是金融市場的活力來源；對市場過多的放鬆管制雖會促進效率，但市場失靈的結果卻是使系統崩潰。鑑此，要如何拿捏、權衡國家與市場之間的平衡，是值得我們深深思考並持續探究的問題。



第五章 結論

壹、研究發現

現將本研究針對研究問題來做重點扼要整理，以方便讀者在本論文行將終了之際，能夠有組織地迅速掌握研究成果。本論文主要研究三個問題，首先是布列頓森林體系瓦解後，國家與市場的勢力有所變動，而造成信評機構影響力大增的政策、制度因素為何？信評機構的發展與演變在本身內部結構與外在結構形成許多爭議，而信評機構與 2007 年金融風暴的關聯性以及信評機構所暴露的缺陷為何？最後，在市場失靈的情況之下，金融體系不斷地崩潰，信評機構顯然在治理層面出現問題，美國、歐洲聯盟與國際組織分別透過哪些改革來調整評機構在金融市場上的角色？以下就研究問題分別作論述：

一、造成信評機構影響力增加的政策與制度因素

首先藉由研究信評機構影響力上升的自由化背景，輔以國家與市場制度的探討，可以了解國家對金融市場的解除管制是如何有利於信評機構的發展，以及國家對於其採納的決策與不決策對於金融體系以及信評機構所產生的影響。

(一)全球金融市場的變動。全球金融市場的變動是國家所採取一連串決策與不決策的結果，其中在國際層次，國家之間協議取消固定匯率制，造成金融市場由穩定趨於混亂；在國家層次，美國 SEC 決定賦予三大信評機構 NRSRO 的地位也造成日後金融市場重大的影響。

1、布列頓森林體系的瓦解。國際貨幣兌換制度由固定匯率制度轉為浮動匯率制度，此制度的改變對全球金融有深刻影響，金融體系由國家向市場傾斜，形成 Strange 所稱「十分無知的巨大盲目區域」。不確定性、風險與投機為

全球資本流動創造極大的機會。國家與市場間的變動導致金融體系向市場傾斜，而缺乏國家適切地管制。1990 年代因為主要先進國家(英國與美國)對華盛頓共識中自由主義的宣揚與實踐，各國(無論已開發國家抑是開發中國家)開始自由化、私有化，加深了全球金融相互依賴，再加上歐洲聯盟進一步整合，全球金融逐漸朝一體化的進程邁進。但也因為各國國內金融政策與國際金融政策的無法做統合，造成管理制度的落差，中間產生金融空隙，創造了營利的機會，卻也加深了不受任何管制的金融機構(影子銀行)非理性獲取暴利的危機，在此情況下，全球投資者皆希望降低風險與不確定性，以期投資組合能為自身獲取高報酬，因此信評機構提供債信資訊的角色在市場自由化的背景上升。

2、美國 SEC 決策的影響。一般而言，市場權力的大小是由國家加強管制與放鬆管制的決策所導致的，就信評機構案例觀之，信評機構權力的上升主要在於美國 SEC 給予其 NRSRO 的地位，SEC 將代表國家管制的公權力「外包」給三大信評機構所代表的私權力，使得信評機構私權力影響力大幅提昇，並在未來將近 30 年間以 NRSRO 的名義壟斷了信評市場；再加上「新巴塞爾資本協定」要求銀行依據外部評等公司作為投資決策的依據，因此全球主要金融機構投資者與全球投資人在信評機構獲取國家與國際組織的「合法性」後，逐漸加深對信評機構的依賴。另外一個引發信評機構的爭議點是信評機構選擇由「投資者付費」模式轉為「發行者付費」模式的問題。信評機構隨著市場發展的同時，其收費模式轉為「發行者付費」，從此引發了利益衝突問題，再加上信評機構在安隆與世界通訊公司倒閉前未降等以警示投資者的「評等延遲」問題等，一再顯示出信評機構缺乏管制的弊病。

(二)國家與市場角色的調和與衝突。隨著金融危機一再爆發，國家與市場的勢力開始再度調和，無論在區域性或是全球性的金融危機發生後，儘管是最宣揚自由市場的國家，無不介入市場來平衡危機，對大型金融機構進行紓困，

因爲一旦放任企業隨市場淘汰而倒閉，會衍生一連串後續效應，如系統性風險導致的銀行間缺乏信任產生的流動性危機，造成市場進一步恐慌，而美國政府放任雷曼兄弟倒閉爲一示範案例，由金融危機波及的廣度與深度不斷加強可以得知金融市場由市場機制主導是有其侷限性的，因此必須要對國家放鬆對市場的管制議題進行反思。儘管資本主義的自由放任爲市場帶來效率，卻有著 Joseph Schumpeter 所稱之「創造性破壞」(creative destruction)，²¹³並爲社會帶來不平等及嚴重的貧富不均。但是國家的政治角度卻是需要維持國內平等、拉近貧富差距以避免政治動盪。因此要避免市場所帶來的負面效應，國家與市場之間相互衝突之間要如何協調是現代各國一門重要課題。

(三)華盛頓共識的反思。藉由以上過程可得知國家的決策(如國際間決定放棄固定匯率制、SEC 賦予信評機構 NRSRO 的決定)與不決策(如 SEC 自 1975 年以後均未對信評機構進行管制之決定)都會對金融體系產生重要的影響，也就是個別國家的個體決策常常會對總體金融環境產生改變或催化的效果，尤其在決策國是如美國這樣的大國而言。時間追朔自 1980 年代逐漸發展的「華盛頓共識」就是國家的決策與不決策下所導致的。透過主要國家的推廣與強迫、競爭與學習效果之下，各開發中國家採納了「華盛頓共識」中自由化、私有化以及財政緊縮的政策。但是隨後區域性及全球性金融危機卻不斷發生，顯示「華盛頓共識」有其侷限性，因此 Stiglitz 提倡「後華盛頓共識」，強調政府可以提供「制度」來規範管制風險因子，避免市場失靈所產生的負面效應持續擴大，因此政府所提供的「制度」才是穩定金融的重要因素。

(四)全球治理的概念與理論。「華盛頓共識」著重政府提供「制度」來補充市場失靈的功能，但筆者在此欲擴大解釋，該制度應爲全球治理下之制度，透

²¹³ Joseph Alois Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy*, (New York: Harper, 1947).

過正式、非正式規範或是建議來逐漸推動金融體系(於此是指信評機構)的改革，並納入全球制度下來管理，而非僅個別國家單獨推行之制度。唯有如此，金融體系才能完善地治理。信評機構在金融體系中，在缺乏管制及市場化的驅使下，成為金融體系中混亂的因素之一。但是信評機構在近二十年的金融危機發展中，明確地顯示其內部存在許多問題，尤以 2007 年次級房貸危機所受批評為深。因此對於信評機構的全球治理是刻不容緩，如此信評機構才能成為穩定金融體系的一環，而非金融體系混亂的一環。鑑此，將進一步探討信評機構的組織發展以及其為何成為 2007 年金融風暴的成因之一。

二、信用評等機構的發展與演變

信用評等等級的判定是以「違約率」或「預期損失率」的不同來做分級，等級越高，代表違約的風險愈低，因此債權人或投資人要求的報酬率就愈低；相對地，等級愈低則代表違約風險愈高，因此該公司必須以較高的利率來取得融資或發行債券。一般而言，信用評等是投資人在做投資決策前參考的指標。在知悉信用評等的作用之後，要更進一步了解信評機構的內部組織、發展過程所產生的爭議以及其如何催化金融風暴的形成。

(一)首先探討國際性三大信評機構：穆迪、標準普爾及惠譽的組織與評等符號意涵。這三大信評機構在美國 SEC 於 1975 年將其納入 NRSRO 之下以確立其國內與國際壟斷地位，造成今日呼風喚雨的影響力。國際信用評等主要涉及三方當事人：評等機構、債券發行方和投資者。評等機構是以營利為目的的社會中介機構，它是溝通債券發行方和投資者之間的橋樑，在債券評等中居於核心地位，信用評等的作用在於減少訊息不對稱、揭示信用風險、為投資者決策提供參考、為債券發行方降低籌資成本、為監管部門提供參考訊息，進而引導各種生產要素合理流動，以實現資源的優化配置。要實現信用評等這一作用，

其產生的訊息必須是客觀可信的，並具有客觀性與公正性。

(二)信評機構的反思。信評機構儘管有提供債信訊息以供投資人作投資決策、減少訊息不對稱等優點，但也有為人所詬病之處：例如美國 SEC 賦予三大信評機構 NRSRO 地位造成評等市場的壟斷狀態、信評機構由原先向「投資者付費」模式轉而「發行者付費」模式而產生利益衝突問題、信評機構的「降等延遲」行為、發布錯誤評等資訊所造成投資人嚴重損失以及信評機構缺乏「課責性」的問題。由此可見，信評機構在發展過程中在內外部皆有其缺陷以及尚待改善的弊病。

在探討信評機構的組織、評等標準以及其在發展過程中所暴露的缺陷後，我們對信評機構有進一步的認識。而 2007 年金融風暴的發生與信評機構更有互為因果的密切關係。但在分析金融風暴與信評機構之關係前，必須先行釐清金融危機的本質。一般而言，金融危機分成銀行業、貨幣、海外債務與系統性等四種金融危機，而這四項都與「信用」相關。Minsky 的「金融不穩定假說」認為，以商業銀行為代表的信用創造機構和借款人相關的特徵(內部人控制、道德風險等問題)使得金融體系具有天然的內在不穩定性。Minsky 的模型解釋銀行危機和系統性金融危機一般都是分別經歷「擴張—上升—瘋狂—問題—崩潰」等階段，也沿著「非理性的信用擴張—市場非理性—內部調整或者外部衝擊—財務困難—危機」這一軌跡發展，Minsky 的模型印證了 2007 年金融風暴的不可避免性。

(三)信評機構與金融風暴之關連。此部份主要探討 2007 年金融風暴的成因以及信評機構在金融風暴是如何扮演推波助瀾的效果。

1、總體經濟政策面。自 2001 年以來全球經濟穩定成長，使得全球整體呈現「大穩定」狀態。由於各國央行採取寬鬆貨幣政策導致全球流動性過剩，於

是這些過剩的資金四處尋找投資標的，造成全球股票與債券市場繁盛。全球儲蓄過剩造成資本超額流動性，投資人的風險意識大幅降低，資金競相投入風險性資產，風險溢酬下降，信用與資產均出現泡沫化的現象。2007 年美國房市開始出現泡沫化破滅的現象，次級房貸首先遭到衝擊。在房市飆升階段，次級房貸的問題並不受到重視，因為房價飆漲，次級房貸借款人可以透過「再融資」的方式借更多的資金來償付本息，因此不會有違約問題。但隨著房市泡沫破滅，房價重挫，次級房貸借款人無法還本付息、透過再融資的方式借新債還舊債之時，便爆發違約事件。而次級房貸通常隱藏在 MBS 與 CDO 等結構型金融商品中。由於投資銀行在國際間大舉兜售此類結構型證券，造成了國際金融市場空前的動盪；

2、金融法規制度面。全球金融競相自由化，美國自 2001 年不斷下調利率，使得美國資本全球流竄，借貸成本變低，這些鬆綁法規的金融自由化政策加速了次級房貸市場的擴大，當利率開始飆升，房價不斷下跌之際，次級房貸借款人就無力償還本息，造成次級房貸違約率大幅上揚。1999 年美國廢止了 Glass-Steagall Act，使得金融機構競爭法規鬆綁。再者，財務工程的創新，使得金融商品進一步的複雜化且缺乏法規管制。

3、個體經濟層面上。企業、金融機構、信評機構的道德風險、逆選擇等都有為自身利益去損害整體利益的誘因問題。總結地說，在這促成繼 1930 年代「大蕭條」後最大的金融完美風暴形成因素中，各個環節相輔相成，終導致金融風暴的嚴重災害。

透過分析 2007 年金融風暴的背景因素後，信評機構在本次金融風暴的形成原因中有以下幾點備受批評：

1、信評機構在評等業務上的利益衝突。由於證券發行者可選擇願給予較高信評等級之信評機構，而信評機構為爭取客戶以賺取複雜商品之高額手續費，

在信評等級上會有所退讓。再者，信評機構對受評等客戶提供非屬評等業務之顧問或附加服務，例如如何進行結構型金融商品之架構、訂價及劃分不同債務層級等以獲取較佳等級，亦產生利益衝突疑義，使得信評機構之公正性及獨立性受到質疑。結構型金融商品發行人或安排機構在決定信評機構之前，多事先向數家信評機構洽詢其初步評估結果，從中選擇可提供最優等級之信評機構，也就是發行人選購有利評等的行爲。

2、信評機構評等品質不佳。其採用之方法及模型有缺失，致未能正確反映日益惡化之金融情勢，影響其評等之表現，例如對次級房貸證券化商品之評等，僅依有限之歷史數據分析，致無法正確評估資產池經濟情境之衝擊程度。而 CDO 等結構型金融商品構造複雜，在經過多次組合和分層後，評等機構也很難完全了解產品原本樣貌，在結構型金融商品這一新領域，評等機構的經驗和歷史模型、數據累積有限。

3、評等作業流程欠缺透明。信評機構未對結構型商品評等的特性與限制，提供足夠之資訊，對評等模型與關鍵假設資訊之揭露亦不充分。另外，信評機構對結構型金融商品與傳統商品的評等採用相同之評等符號。由於多數投資人對於證券化商品並不熟悉，亦不瞭解其風險特性，極易將相同信評等級之證券化商品與傳統債券作比較，並確信 AAA 評等之證券化商品(例如 CDO)如同政府債券一樣安全，而做出錯誤投資決策。綜上所述，透過對信評機構的剖析，信評機構無論在外部缺乏競爭，內部也充斥評等模型瑕疵以及與受評對象的利益衝突。在欠缺管制之下，信評機構成爲 2007 年金融風暴的主要幫凶之一，並使各國以及國際組織瞭解信評機構缺乏管制所帶來的嚴重後果。於是美國、歐洲聯盟，國際貨幣基金組織等開始透過更嚴格的規範來調整信評機構與其他行爲者的關係，在此涉及了信評機構相關的治理概念。

三、信評機構之治理與改革

本論文最後章節旨在歸納美國及歐洲聯盟等政府間組織及全球性機構探討信評機構的全球治理方面。

(一)「國際證券管理組織」首先提出「信評機構行為守則」。2003年「國際證券管理組織」技術委員會成立研究小組，發表「關於信評機構活動準則報告」，評述信評機構在全球資本市場扮演之角色，以及其所發布評等品質可能面臨之衝擊，在此同時，「國際證券管理組織」技術委員會亦發布一系列準則，以較佳方式監督評等過程之公正性，並確保投資人收到之評等係即時且具高價值，提供金融監理單位、信評機構以及其他市場參與者遵循。其後「國際證券管理組織」研究小組草擬「信評機構行為守則」，樹立執行上開原則之模式，協助信評機構避免利益衝突、確保評等方法為信評機構員工一致性使用，提供投資人充分資訊以判斷信評機構評等之品質，協助確保評等過程之公正性。但要注意的是，雖然「國際證券管理組織」定期審查信評機構執行行為守則之情形，「國際證券管理組織」並無法律執行力，信評機構行為守則亦不具法律效力。然其所訂行為守則，已將信評機構各項監理機制規定頗為詳盡，因此仍極具參考價值，爾後美國NRSRO規則以及歐洲聯盟制定之信評機構新規則，均參考信評機構行為守則而制定，因此，信評機構行為守則雖屬建議性質，各國仍可參考其內容，將之納入法律規範體系，使信評機構亦受法律規制。

(二)美國對信評機構的治理。美國直至安隆案爆發後，才開始注意到信評機構在證券市場上的問題。2002年美國國會透過「沙賓法」的內容要求SEC對信評機構對證券市場的影響力、信評機構評等過程的透明性、「發行者付費」所產生的利益衝突、信評市場的壟斷等展開研究調查並提出報告。但美國關於信評機構之法律規範在2006年之前並無專法規範信評機構，僅以「法規執照」方式，於超過百種法規中，導入NRSRO概念，然而美國SEC從未正式對NRSRO作定義，

亦未制定NRSRO相關監督管理規範。直至2006年方由國會制定「信評機構改革法」要求SEC消除信評市場進入障礙，明訂NRSRO之認可標準，且要求認可過程必須透明化。另該法亦賦予SEC有限度監督NRSRO之權力，惟禁止SEC影響評等結果或干預信評產業之經營模式，以提升信評品質，並保障投資人及公眾利益。但「信評機構改革法」於2007年6月正式生效施行時，適逢次級房貸危機開始浮現，信評機構再次被檢討，尤其是在證券化之角色。2008年6月，美國SEC於對三大信評機構為期十個月之調查完畢後，提出「NRSRO管理規則修正草案」，揭櫫三階段改革計畫，第一階段改革，主要解決NRSRO評等證券化商品公正性相關問題，包括增進評等方法之透明度，強化NRSRO評等表現之揭露，禁止NRSRO從事將產生利益衝突之行為、加強NRSRO之文件保存與報告義務等；第二階段改革，要求NRSRO以發布報告或使用不同評等符號方式，區隔證券化商品與其他商品之評等；第三階段改革，則計畫修正SEC依據1933年證券法與1940年投資公司法所制定相關規則，不再援用NRSRO之信用評等。

(三)歐洲聯盟對信評機構的治理。其對信評機構之監理體制與美國明顯不同。在美國，信評機構受到法律嚴格規範；在歐洲聯盟，對信評機構之監理相對較為寬鬆，至2007年金融風暴發生後始轉趨嚴謹。次級房貸危機前，在歐洲聯盟營業之信評機構僅受到歐洲議會及歐盟部長理事會共同發布「市場濫用指令」與「資本要求指令」之規範，係在相關「指令」中提及信評機構，大部分歐洲聯盟會員國並不對信評機構之營運進行監理。次級房貸危機發生後，「歐洲證券管理委員會」於2008年2月發布之諮詢文件中，認為目前信評機構以信評機構行為守則為基礎之「自律規範機制」，仍宜維持，而不宜以法令方式管制。但歐洲聯盟執行委員會認為「國際證券管理組織」之自律規範機制對於信評機構內部之結構性問題，未能提供適切、可依賴的解決方案，歐洲聯盟執行委員會認為信評機構行為守則雖可作為全球標準，但仍有其局限性，且信評機構行

為守則若干規定過於抽象籠統，應予以具體化，使其易於執行而更具效率。因此，歐洲聯盟執行委員會於2008年11月提出「信評機構管理規則」，2009年發布生效。「信評機構管理規則」列出四大目標，改善評等流程，包括：(一)確保信評機構於評等流程中避免利益衝突，或至少作適當之控管；(二)改善信評機構評等方法與評等之品質；(三)對信評機構課以揭露義務，以強化透明度；(四)確保有效率之登記與監視制度，避免在歐洲聯盟管轄區域內作「法規套利」。

在2007年金融風暴爆發後，美國、歐洲聯盟與國際組織都對信評機構有相關建議與法律規範。主要是對於信評機構自1975年被美國SEC認可為NRSRO後壟斷了信評市場並缺乏法律的管制與約束，在「課責性」上明顯不足，由於三大信評機構透過NRSRO公權力的授予以及在缺乏SEC管制之下，使得信評機構依恃其在信評市場的壟斷地位，造成其金融市場上的影響力無遠弗屆。但金融風暴的發生同時顯露信評機構內外存在的弊病，因此各國在政策上傾向於降低信評機構的私權力，以國家公權力介入市場以管制逐漸混亂、失序的金融體系。

貳、研究特色與檢討

鑑於國內較少著作探討信評機構興起的時代背景並佐以國際關係理論分析之，因此筆者欲透過國際關係理論來分析信評機構興起的背景並歸納信評機構在2007年金融風暴前後的治理。本論文主要研究信評機構在2007年金融風暴之下所暴露的問題。透過歷史軌跡研究國家與市場勢力之間的消長，佐以全球治理的分析架構進行實證研究，研究結果顯示古典自由主義的市場放任制度只有在理論上能夠運作，在訊息不對稱的情況下，市場力量不能自動實現資本最優配置，因而導致市場失靈。而政府在提供制度穩定、修正市場失靈以及促進發展方面有積極的作用。本研究指出，信評機構自創立以來即缺乏政府管制，順應市場的操作，但在「布列頓森林體系」瓦解後，全球金融市場資本流動難

以透過個別國家加以控制，金融機構的瘋狂投機行爲以及配合投機的金融創新不斷加深金融的複雜化，造成金融槓桿不斷升高，個體的理性化卻對整體帶來非理性的結果，以致去槓桿化(deleveraging)時使得全球經濟災難更加痛苦不堪。信評機構在金融自由化過程中所暴露的風險也越來越明顯。透過研究 2007 年金融風暴案例亦顯示信評機構的問題亟需政府及跨政府的規範與合作來共同治理以健全金融體系缺陷的一環，也使得我們認知到信評機構的全球治理之必要性。

本論文尚有不足之處在於未能詳細分析金融衍生商品種類的起源與種類，以及研究信評機構透過何種評等模型來建構眾多金融衍生商品的過程，另外也未分析許多大型金融及非金融機構因牽連金融衍生商品資產而倒閉案例，由於 2007 年金融風暴成因複雜，僅能從宏觀角度概而觀之，本論文礙於篇幅，對於金融風暴其他成因之詳述力有未逮。

參、研究啓示與建議

Borio表示我們不應單向解釋經濟發展趨勢，而應著重世界經濟結構的變化，探究足以從根本改變的經濟現象，及日積月累所形成的深層力量。²¹⁴換句話說，相較於短期經濟波動問題，實質經濟潛藏的長期偏離現象更值得重視。如溯自 1980年代以來，金融自由化進展快速；及至 1990年代初期，全球正處於經濟成長強勁、實質利率長期偏低、貨幣與信用總量大幅擴增，惟卻未引燃通膨的環境：

一、金融體系基本上已由政府管制的導向，轉變爲市場導向。

二、商品與服務市場的整合速度加快，包括中國、前蘇聯與印度等，皆已整合加入全球市場。

三、由於各國央行均致力於控制通膨，並大幅提升其獨立性，全球因而進

²¹⁴ Claudio Borio, "Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New Challenges in the New Century," *BIS Working Papers*, No. 216, (September, 2006).

入通膨率低且穩定的年代。

金融自由化、經濟全球化，與央行對抗通膨的可信度提高，共同帶動信用與資產價格擴張，資產證券化加速外部融資便利性，消弭企業現金流量限制，全球潛在產能與流動性大幅提升，金融失衡逐漸形成；若全球經濟金融環境已因這股「三合一」力量運作而發生改變，則經濟體系內的主要「結構性」風險可能不再是飆高的通膨率，取而代之的是經濟處於長期擴張所形成的金融失衡，而金融嚴重失衡的結果便是經濟衰退與通貨緊縮，並可能造成嚴重的金融危機。以目前的金融體系全球治理面來看，不穩定的因素還有許多，未來的金融震盪與波動仍會不斷持續循環。信評機構作為金融治理其中一個環節，對於維持金融穩定來說十分的重要，信評機構是全球投資人依據的指標，然其內外部存在的問題，仍尚待各國之間透過更緊密的合作來共同規範。全球金融危機使許多全球議題浮上檯面，有關國際資本移動、全球不平衡、信評機構與金融衍生商品的治理與改革等，都是重要的全球金融課題，如果全球金融制度的改革能夠透過有效的機制進行國際政策協調，當然有助於促進全球經濟金融的穩定。儘管我們看到美國與歐洲聯盟以及國際組織與國際論壇都分別對信評機構提出改革與建議，甚至實施法律監督信評機構並要求信評機構執行其規範，但除了歐洲聯盟外，我們並沒有看到跨國治理的機制，區域與區域之間並未透過政策協調來對信評機構作有效管理，政策的區域化造成政策鴻溝，全球對於信評機構的治理仍有許多空間。再者，金融市場要如何在全球治理下的管制與金融自主性之間取得良好的平衡是我們未來需要持續觀察與研究的課題。

本論文探討了信評機構在 2007 年金融風暴中所暴露的問題，信評機構顯然在治理層面上有所缺失，因而非政府組織、國際論壇、美國、歐洲聯盟均對信評機構有若干規範及建議，以下歸納三項信評機構所應改革的措施建議：

一、改進信評機構之評等與揭露方式

國際證券管理組織²¹⁵、國際清算銀行(Bank for International Settlements, BIS)轄下之「全球金融體系委員會」²¹⁶均建議對公司債與對結構型金融商品採用不同的評等代號。Borio 建議未來信評機構可發展三套評等系統：一為預期損失(違約機率)分數，二為非預期損失(尾部風險)分數，三為前兩者分數之信心水準，相對而言，愈新或愈複雜產品評等的信心水準應愈低。²¹⁷另有建議由美國 SEC 定義評等準確度標準，定期上網公告各信評機構的違約機率準確度資料，未達某產品評等準確度之信評機構應被暫時取消 NRSRO 資格，直到恢復標準的預測準確度。

二、改進信評機構之經營模式

2008 年「金融穩定論壇」建議改進三個利益衝突的經營模式：一為信評機構應改向信評使用者收費，取代現行由債券發行機構付費的經營模式，以消除信評使用者資訊不對稱問題；二為信評機構應多方深入收集受評債券的資訊，取代現行只依據債券發行機構所提供的資訊來進行評等，以消除本身資訊不對稱問題；三為信評機構不得兼營顧問業務，輔助債券發行機構為受評金融商品取得較高之評等，以消除投資人資訊不對稱問題。

「國際證券管理組織」於 2008 年修正信評機構之業務規範，如禁止分析師參與受評金融商品之設計，結構型金融商品之原始評等與後續評等之監督應由不同組人員辦理等，唯「國際證券管理組織」只建議改進信評機構之透明度與揭露，並未建議改革信評機構之公司治理；相較於產業組織「國際證券管理組織」之微型改革建議，歐洲聯盟理事會不認為產業自律能解決信評機構之利益

²¹⁵ Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, "The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance markets," *IOSCO Report*, (May 2008).

²¹⁶ Study Group of Committee on the Global Financial System, "Ratings in Structured Finance: What Went Wrong and What Can Be Done to Address Shortcomings?" *BIS CGFS Paper*, No. 32, (July 2008).

²¹⁷ Claudio Borio, "The financial turmoil of 2007: a preliminary assessment and some policy considerations," *BIS Working Papers*, No. 251, (March, 2008).

衝突問題²¹⁸，建議較徹底的改革，如歐洲聯盟各國同意設立一主管機關，要求信評機構須向主管機關取得營業註冊，德國總理 Merkel 甚至建議成立歐洲區之信評機構以消除寡佔市場。²¹⁹

三、修正信評機構之角色

聯邦準備理事會主席 Bernanke 表示投資人過於依賴信評機構之信用評估；²²⁰「歐洲聯盟內部市場委員會」執委 Charlie McCrervy 表示，²²¹新巴塞爾資本協定中資本適足法規的計算過度依賴信用評等，使得信評機構的角色從單純的提供資訊，轉變為「販賣執照」(regulatory license)，因此建議未來在法規上宜降低信評機構之角色，而評估債券信用風險的方式，宜以更高頻率且更正確的資訊(如三個月移動平均市價)來取代信用評等。

²¹⁸ European Commission, "Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies," *EC Internal Market and Services Commissions*, Brussels, Belgium (November 2008). 參見：http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm

²¹⁹ 梅克爾：管制金融市場成立歐洲信評機構，大紀元，2010年5月4日。

²²⁰ S. B. Bernanke, "Risk Management in Financial institutions," *Federal Reserve Bank of Chicago's 44th Annual Conference on Bank Structure and Competition*, Chicago, Illinois, USA, (May, 2008).

²²¹ Peter Green and Jeremy Jennings-Mares, *The EU Rating Agency Regulation*, Morrison & Foerster Publication, (April 28, 2009).

參考書目

壹、中文部分

一、專書

- 巴比耶(Earl Babbie),《社會科學研究方法》(*The Practice of Social Research*), 李美華等譯, 台北: 時英出版社, 1998年。
- 皮里(John Pierre and B. Guy Peters),《治理、政治與國家》(*Governance, Politics and the State*), 謝宗學等譯, 臺北市: 智勝文化, 2002年。
- 史蒂格黎茲(Joseph E. Stiglitz),《全球化的許諾與失落》(*Globalization and Its Discontents*), 李明譯, 台北: 大塊文化, 2002年。
- 李濱,《國際政治經濟學—全球視野下的市場與國家》, 南京: 南京大學出版社, 2008年。
- 朱偉一,《點石成金的金融戰爭》, 臺北市: 時英, 2009年。
- 宋鎮照、張子楊等,《全球金融大海嘯下的國際政治經濟新秩序: 變動中的亞太國家機關、市場經濟與全球金融的發展關係》, 台北市: 五南, 2009年。
- 扭蔓(W. Lawrence Neuman),《當代社會研究法: 質化與量化途徑》(*Social Research Methods Qualitative and Quantitative Approaches*), 王佳煌、潘中道等譯, 台北: 學富文化, 2002年。
- 段錦泉,《危機中的轉機: 2008-2009 金融海嘯的啓示》, 新加坡: 八方文化, 2009年。
- 曹俊漢,《公共政策》, 台北: 三民書局, 1992年。
- 曹俊漢,《全球化與全球治理—理論發展的建構與詮釋》, 台北: 韋伯文化, 2009年。
- 普熱沃斯基(Adam Przeworski),《國家與市場—政治經濟學入門》(*States and Markets: A Primer in Political Economy*), 鄺菁、張燕等譯, 上海: 上海人民出版社, 2009年。
- 楊雪冬,《全球化》, 台北: 揚智出版社, 2003年。

二、期刊論文

- 于洪輝,〈美國信用評級機構的功與過〉,《中國貨幣市場》2009年第2期, 頁50-53。
- 毛增余,〈從「華盛頓共識」到「後華盛頓共識」再到「北京共識」〉,《政治經濟學評論》2006年第二輯, 頁35-39。
- 丘文昌,〈我國建立信用評等制度之規劃與檢討〉,《證交資料月刊》1999年第442期, 頁1-2。
- 李增福,〈信用評級收費模式: 機制與選擇〉,《上海金融》2008年第1期, 頁38-37。
- 李曜崇,〈美國信用評等機構法制建構之研究—兼論我國法相關規定之探討〉,

《法學新論》2008年9月第2期，頁119-149。

谷家東，〈次貸危機中信用衍生品對我國信用評級業啓示〉，《鵬元資信》2008年第4期，頁8-12。

邱天一，〈信用評等機構於證券化之角色與責任〉，《政大法學評論》2011年6月第121期，頁4-5。

吳風雲、趙靜梅，〈論美國信用評級霸權〉，《世界經濟》2005年第12期，頁48-49。

岳振宇，〈危機下的反思：失信的信用評級及其制度完善〉，《證券市場導報》2009年第9期，頁1-7。

黃潤源、劉迎霜，〈公司債券信用評級法律關係解析—以美國債券評級制度為模本〉，《學術論壇》2008年第1期，頁126-128。

葉守傑，〈信用評等機構的透明度問題—從次貸風暴後歐盟的最新立法觀察〉，《證券暨期貨月刊》第27卷第7期，2009年，頁20-21。

賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢，〈從次貸風暴看國際監理〉，《台北外匯市場發展基金會委託計畫》，2009年3月，頁19-101。

楊光華，〈金融海嘯與世貿組織之金融服務貿易規範〉，《政大法學評論》2011年2月第119期，頁14-15。

蔡明宏，〈信評機構組織永續力課題之初步探討〉，《金融聯合徵信雙月刊》2008年10月號第三期，頁17-18。

儲蓉，〈對信用評等應有的態度和做法〉，《經濟情勢暨評論季刊》1999年第5卷第一期，頁51-74。

龔宇，〈美國信用評級業監管體制變遷：「次債危機」下的反思〉，《證券市場導報》2008年第7期，頁57-58。

三、碩博士畢業論文

林建文，〈商業銀行之信用評等、準備計提與資本配置〉，國立中央大學企業管理研究所論文，2005年。

參、西文部分

一、專書

Bagehot, Walter. *Lombard Street: A Description of a Money Market*. London: Henry S. King and Co. 1873.

Cassis, Youssef. Translated by Jacqueline Collier, *Capitals of Capital: A History of International Financial Centres, 1780-2005*. Cambridge: Cambridge University Press.

Giddens, Anthony. *Runaway World: How Globalization is Reshaping Our Lives*. London: Profile, 1999.

- Goddard, B. Roe, Patrick Cronin and Kishore C. Dash. (eds). *International Political Economy: State-Market Relations in a Changing Global Order*. Boulder, Colo.: Lynne Rienner, 2003.
- Gordenker, Leon and Thomas G. Weiss. (eds). *NGOs, the UN, and Global Governance*. Boulder: Lynne Rienner, 1996.
- Hayek, Friedrich. *The Road to Serfdom*. London: ARK Paperbacks, 1986.
- Held, David and Anthony McGrew. (eds). *Governing Globalization: Power, Authority, and Global Governance*. Cambridge: Polity, 2002.
- Held, David and Anthony McGrew. (eds). *The Global Transformations Reader: An Introduction to the Globalization Debate*. Cambridge: Polity, 2003.
- Heilbroner, Robert L. *The Nature and Logic of Capitalism*. New York: Norton, 1985.
- Hirst, Paul Q. and Grahame Thompson. *Globalization in Question: The International Economy and the Possibilities of Governance*. Cambridge, MA: Blackwell, 1996.
- Jervis, Robert. *System Effects: Complexity in Political and Social Life*. Princeton: Princeton University Press, 1997.
- Keynes, John Maynard. *General Theory of Employment, Interest and Money*. Cambridge: Cambridge University Press, 1935.
- Kindleberger, Charles P. *Economic Response: Comparative Studies in Trade, Finance and Growth*. Cambridge: Harvard University Press, 1977.
- Knight, Frank. *Risk, Certainty and Profit*. Boston, MA: Hart Schaffner & Marx, 1921.
- Minsky, Hyman P. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.
- Ohmae, Kenichi. *The Borderless World: Power and Strategy in the Interlinked Economy*. London: Harper Collins, 1990.
- Schumpeter, Joseph Alois. *Capitalism, Socialism and Democracy*. New York: Harper, 1947.
- Polanyi, Karl. *The Great Transformation*. Boston: Beacon Press, 1957.
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press, 2009).
- Rosenau, James N.. *Turbulence in World Politics: A Theory of Change and Continuity*. Princeton: Princeton University Press, 1990.
- Rosenau, James N. and Ernst-Otto Czempiel. (eds). *Governance without Government: Order and Change in World Politics*. Cambridge: Cambridge University Press, 1992.
- Rueff, Jacques. *The Monetary Sin of the West*. New York: Macmillan, 1972.
- Serra, Narcís and Joseph E. Stiglitz. (eds). *The Washington Consensus Reconsidered*. Oxford: Oxford University Press, 2008.

- Siebert, Horst. (eds). *Global Governance: An Architecture for the World Economy*. Berlin: Springer, 2003.
- Simmons, Beth A., Frank Dobbin and Geoffrey Garret ed., *The Global Diffusion of Markets and Democracy*. Cambridge: Cambridge University Press, 2008.
- Stiglitz, Joseph E. *Globalization and its Discontents*. New York: W.W. Norton, 2003.
- Stoker, Gerry. (eds). *The New Politics of British Local Governance*. Basingstoke, England: Macmillan, 2000.
- Strange, Susan. *States and Markets*. London: Pinter Publishers, 1994.
- Strange, Susan. *The Retreat of the State: The Diffusion of Power in the World Economy*. Cambridge: Cambridge University Press, 1996.
- Strange, Susan. *Casino Capitalism*. New York: Manchester University Press, 1997.
- Thomas C. Lawton, James N. Rosenau and Amy C. Verdun. (eds). *Strange Power: Shaping the Parameters of International Relations and International Political Economy*. Aldershot, England: Ashgate, 2000.
- Triffin, Robert. *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*. New Haven: Yale University Press, 1960.
- Weber, Max. *Economy and Society: An Outline of Interpretive Sociology*. Guenther Roth and Claus Wittich. (eds). Berkeley: University of California Press, 1978.
- Williamson, John. *Latin American Adjustment: How Much has Happened*. Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1990.

二、期刊論文

- Alessi, Christopher and Roya Wolverson. "The Credit Rating Controversy," *Council on Foreign Relations*, (January 19, 2012).
- Acharya, Viral and Matthew Richardson. "Causes of Financial Crisis," *Critical Review: A Journal of Politics and Society*, Vol. 21, No. 2-3, (2009), pp. 196-209.
- Altman, Edward I . and Herbert A. Rijken. "How Rating Agencies Achieve Rating Stability," *Journal and Banking Finance*, Vol. 28, No. 11, (December, 3003), pp. 2679-2714.
- Frost, Carol Ann. "Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 3, (July, 2007), pp. 469-492
- Hale, Thomas N. "Transparency, Accountability, and Global Governance," *Global Governance*, Vol. 14, (2008), pp. 73-94.
- Helleiner, Eric. "Reregulation and Fragmentation in International Financial Governance," *Global Governance*, Vol. 15, (2009), pp. 16-22.
- Hix, Simon. "The Study of the European Union 2: The New Governance Agenda and

Its Rival,” *Journal of European Policy*, Vol. 5, No. 1, (March, 1998), pp. 39-40.

Krahmann, Elke. “National, Regional and Global Governance: One Phenomenon or Many?” *Global Governance*, Vol.9 (2003), pp. 323-346.

Partnoy, Frank. “The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies,” *Washington University Law Quarterly*, Vol. 77, (1999), pp. 681-686.

Rosenau, James N. “Governance in the Twenty-First Century,” *Global Governance*, Vol. 1, (1995), pp. 13-43.

White, Lawrence J. “Markets: The Credit Rating Agencies,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24, No.2, (Spring, 2010), pp. 211-226.

White, Lawrence J. “The Credit-Rating Agencies and the Subprime Debacle,” *Critical Review: A Journal of Politics and Society*, Vol.21, No, 2-3, (2009), pp. 389-399.

三、網路資源

BIS 網站：<http://www.bis.org/>

IMF 網站：<http://www.imf.org/external/index.htm>

G20 網站：<http://www.g20.utoronto.ca/>

世界銀行網站：<http://www.worldbank.org/oed/>

美國證券交易管理組織：<http://www.sec.gov/>

國際證券管理組織：<http://www.iosco.org/>

惠譽網站：http://www.fitchratings.com/index_fitchratings.cfm

標準普爾網站：<http://www.standardandpoors.com/home/en/us>

穆迪網站：<http://v3.moodys.com/Pages/default.aspx>

歐盟網站：http://europa.eu/index_en.htm

聯合國貿易暨發展組織：<http://unctad.org/en/Pages/Home.aspx>

四、官方文件

Committee on Financial Services U.S. House of Representatives, Legislative Solution for the Rating Agency Duopoly, 29 June 2005, S/109/42

IMF Working Paper, the Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets, June 2009, WP/09/129

Senate and House of Representatives of the United States of America in Congress assembled, Credit Rating Agency Reform Act of 2006, 29 Sept 2006, S/2006/3850