

國立政治大學法學院碩士在職專班

碩士論文

指導教授：林勳發教授

信評制度改革與投資人保護之加強

研究生：李玉蘭

中華民國一〇一年七月

國立政治大學法學院碩士在職專班

碩士論文

指導教授：林勳發教授

The logo of National Chengchi University is a circular emblem. It features a central five-petaled flower shape. Inside the flower, the Chinese characters '政大' (Chengchi University) are written in a stylized font. The outer ring of the emblem contains the text '國立政治大學' at the top and 'National Chengchi University' at the bottom.

信評制度改革與投資人保護之加強

研究生：李玉蘭

中華民國一〇一年七月

謝詞

本論文得以順利完成，感謝林勳發教授的指導，在論文撰寫過程中提供學生重點及方向，更要感謝汪信君教授及張冠群教授在口試過程中之指正，使本論文得以再精進。

學生有幸進入政治大學法碩在職專班就讀，心存感激，因工作忙碌，在充實自己法律素養方面，有時難免心有餘而力不足。學生學業雖告一段落，學習之腳步不會中斷。在此，謹一併謝謝政大老師們的諄諄教誨。

李玉蘭 謹記

2012年7月



論文摘要

研究生姓名：李玉蘭

論文題目：信評制度改革與投資人保護之加強

研究所名稱：國立政治大學法學院碩士在職專班

論文摘要：

信評機構雖是一個由市場自行發展而形成之機制，但在許多監理規定中卻又賦與特定信評機構一定的認可。歷來數次信評機構之重大爭議事件，國際間皆有檢討及採行相關改善措施，對於信評制度之改革，監管機關的立場是很重要的。全球金融海嘯後，許多國家或地區紛紛制定專門立法或在相關立法中增加專門章節去規範信評機構的活動，包括修正法規減少對信評之依賴。

各界對信評制度之改革提出不少主張，其終極目的仍與金融消費者保護有關。為因應全球化之發展趨勢，加上新金融商品不斷推陳出新，各國主管機關除致力積極改善市場監理制度與規範外，加強保護投資人已成趨勢。

本論文透過國內外信評爭議事件、信評監理規範、改革措施及金融消費者保護機制，作相關比較分析，提出問題並探求可能之解決方法，並提出以下建議：

- 一、減少不同監理法規中對所認可信評機構範圍之差異。
- 二、強化防範利益衝突規定
- 三、明確信評機構法律責任規範
- 四、檢討金融消費者保護法之成效及執行問題

簡目

第一章 續論	8
第一節 研究動機	8
第二節 研究範圍及目的	10
第三節 研究方法	10
第四節 本文架構	11
第二章 信評制度之演進	13
第一節 信用評等概念	13
第二節 信評制度之沿革	15
第三節 美國信評機構之監管制度	19
第三章 信評機構爭議事件	25
第一節 安隆事件	25
第二節 美國次級房貸風暴	30
第三節 歐洲債信危機	39
第四節 美國債信降等	43
第五節 小結	46
第四章 信評機構規範之變革	48
第一節 國際監管組織	48
第二節 美國	56
第三節 歐盟	73
第四節 小結	81
第五章 亞洲信評制度之發展	83
第一節 亞洲信評機構概況	83
第二節 亞洲信用評等協會	85
第三節 亞洲國家信評規範	86
第四節 信用分析倡議 (Credit Research Initiative)	87

第五節	我國信評制度之發展	88
第六節	小結	100
第六章	信評機構法律責任之探討	103
第一節	信評契約之性質	103
第二節	問責機制	105
第三節	反詐欺條款規範	110
第七章	金融消費者保護	116
第一節	後金融海嘯之金融消費者保護	116
第二節	美國對投資人保護之加強	117
第三節	日本投資人保護法制	122
第四節	英國金融公評人制度	124
第五節	我國金融消費者保護法	125
第六節	小結	133
第八章	結論與建議	135
參考文獻	138

詳目

第一章 續論	8
第一節 研究動機	8
第二節 研究範圍及目的	10
第三節 研究方法	10
第四節 本文架構	11
第二章 信評制度之演進	13
第一節 信用評等概念	13
第二節 信評制度之沿革	15
第三節 美國信評機構之監管制度.....	19
第一項 國家承認機制	19
第二項 信評規範.....	22
第三章 信評機構爭議事件	25
第一節 安隆事件	25
第一項 背景	25
第二項 證管會之調查.....	26
第三項 資訊隱藏及利益衝突問題	27
第二節 美國次級房貸風暴	30
第一項 背景	30
第二項 資產證券化及現金流量的流程.....	33
第三項 衍生性商品評估問題	36
第三節 歐洲債信危機	39
第一項 背景	39
第二項 歐元區之迷思.....	41
第四節 美國債信降等	43
第一項 背景.....	43
第二項 信評意見之主觀性	44

第五節 小結	46
第四章 信評機構規範之變革	48
第一節 國際監管組織	48
第一項 國際證券管理機構組織	48
第一款 金融海嘯前	48
第二款 金融海嘯後	50
第二項 國際清算銀行（巴塞爾委員會）	51
第三項 其他國際組織	54
第二節 美國	56
第一項 金融海嘯前	56
第一款 沙氏法（Sarbanes-Oxley Act of 2002）	56
第二款 信用評等機構改革法（Credit Rating Agency Reform Act）	59
第二項 金融海嘯後	62
第一款 SEC 修改 NRSROs 監理細則（Rules for NRSROs）	62
第二款 金融改革法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）	63
第一目 金融改革法重點	63
第二目 金融改革法信評監管規定	66
第三節 歐盟	73
第一項 金融海嘯前	73
第二項 金融海嘯後	74
第四節 小結	81
第五章 亞洲信評制度之發展	83
第一節 亞洲信評機構概況	83
第二節 亞洲信用評等協會	85
第三節 亞洲國家信評規範	86

第四節	信用分析倡議 (Credit Research Initiative)	87
第五節	我國信評制度之發展	88
第一項	一般公司信評業務	88
第二項	信用評等制度之建立	89
第三項	信用評等規範	92
第一款	信用評等事業管理規則	92
第二款	信用評等事業業務章則應行記載事項	95
第三款	援引信評規定	97
第六節	小結	100
第六章	信評機構法律責任之探討	103
第一節	信評契約之性質	103
第二節	問責機制	105
第一項	專家身分責任	105
第二項	免責條款	107
第三節	反詐欺條款規範	110
第七章	金融消費者保護	116
第一節	後金融海嘯之金融消費者保護	116
第二節	美國對投資人保護之加強	117
第一項	2008 年 Policy Statement on Financial Market Development	117
第二項	金融改革法消費者保護機制	118
第一款	金融消費者保護局 (Consumer Financial Protection Bureau, CFPB)	118
第二款	美國證管會 (SEC) 的改革	120
第三節	日本投資人保護法制	122
第一項	金融商品販賣法	122
第二項	金融商品交易法	123
第四節	英國金融公評人制度	124

第五節 我國金融消費者保護法·····	125
第一項 立法背景及重點條文 ·····	125
第二項 實務執行問題 ·····	128
第一款 金融消費者適合度分析 ·····	128
第二款 金融消費爭議處理之收費·····	132
第六節 小結·····	133
第八章 結論與建議 ·····	135
參考文獻 ·····	138



表目錄

表 1 信用評等分類	14
表 2 三大資本市場信評機構沿革	16
表 3 三大消費者信用評估機構簡介	18
表 4 美國國家認可的統計評級機構家數	22
表 5 美國信評相關規範	23
表 6 美國房貸分類表	31
表 7 金融資產證券化流程圖	34
表 8 CDO 與次級房貸關係	38
表 9 「AA」級以上之主要國家主權評等	45
表 10 信評機構爭議事件彙整	46
表 11 金融海嘯後 IOSCO 措施	50
表 12 新巴塞爾資本協定架構	52
表 13 合格之外部信用評等機構標準	53
表 14 國際組織信評措施概要	55
表 15 美國 2010 年金融改革法案：關於信用評等機構規範	67
表 16 美國移除目前有參照信用評等的法令整理	70
表 17 歐盟註冊及認證之信評機構	79
表 18 亞洲信用評等事業概況	83
表 19 亞洲國家信評規範簡介	86
表 20 台灣信評制度建置歷程	90
表 21 援引信評規定相關條文	97
表 22 各國或地區信評監管規範之比較	101
表 23 信評公司訴訟案	115
表 24 美國消費者金融保護局之權責	119
表 25 美國 SEC 投資者保護改革措施	121
表 26 美國 2010 年金融改革法案：關於投資人保護規範	122
表 27 金融產品銷售機構提供 suitability/appropriateness 評估之流程圖	131

第一章 緒論

第一節 研究動機

信用評等機構 (Credit rating agencies) 是金融市場上重要的服務性機構，其中又以美國的標準普爾 (Standard & Poor's)、穆迪 (Moody's) 和惠譽國際 (Fitch Ratings) 為國際上公認具權威的專業信評機構。在國際金融市場上，一般企業甚至國家在發行債券時，如缺乏此三大信評機構的信用評級，難以吸引投資人；三大信評機構不僅主宰了全球產業的命運，也對一國的經濟有著呼風喚雨的力量。

歷來數次信評機構之重大爭議事件，國際間皆有檢討及採行相關改善措施，而近年引發全球大規模對信評機構的聲討浪潮，主要源於 2007 年美國之次級房貸風暴。以次級房貸及債務憑證為標的之結構型商品成功銷售至全球。但也在一夕之間，造成全球投資人之損失，演變為全球金融海嘯，此結果與信評機構之評比失當有密切關係。對於信評制度之改革，監管機關的立場是很重要的，信評機構雖是一個由市場自行發展而形成之機制，但在許多監理規定中卻又賦與特定信評機構一定的認可。金融海嘯後國際間就信評問題提出一連串之檢討，包括修正法規減少對信評之依賴。

長期以來，三大信評公司主張信用評等係一種意見表達，須受美國憲法第一修正案之保護；如果投資者依據信評報告而蒙受投資損失，信評公司不用承擔任何責任。實務上，對信評公司之控訴鮮有成功的案例，因要證明其故意過失在證據上並不容易，即使如此，我們可看到加強對金融商品投資人的保護也成為一種趨勢。美國號稱 1929 年經濟大蕭條以來最全面的金融改革法— 2010 年「Dodd-Frank 法」即納入投資人保護及強化信評機構監管條文；我國金融監督管理委

員會¹亦於 2010 年 10 月 28 日修正發布「信用評等事業管理規則」，主要修正重點包括強化信用評等事業揭露資訊、健全信用評等事業內部控制制度、強化信用評等結果可靠性、防範利益衝突、評等資料之保存等。但許多其他以信用評等為重要准駁依據的相關法規仍無太大改變。另為有效處理金融消費爭議及加強投資人保護，金管會所草擬之金融消費者保護法於 100 年 6 月 29 日公布，同年 12 月 30 日正式施行，並建置金融消費爭議處理機構—財團法人金融消費評議中心，以減少司法訴訟之曠日費時。有關信評機制或相關監理規範仍有修正空間，金融海嘯讓投資人血本無歸，相關訴訟案件之後續發展令人期待，有關金融消費者保護措施如何兼顧實務運作及金融業之保護成本，此種種皆值得探討。

本研究之動機有以下三點：

- 一、從國際信評業的發展歷程觀之，其評等結果往往得到市場、監理機關及國際組織的認可，而監理機關也在許多法規中納入信用評等機制。美國次級房貸風暴及歐洲債信危機等事件使信評機構之爭議再度成為焦點，具有重大研究價值。
- 二、國際間不同時期所發生之事件導致對信評機構的不斷檢討，國際間及我國對信評機構之監理亦相繼採取了一些補正措施，這些措施之內容有何差異，我國是否仍有待加強之處甚值探討。
- 三、長期以來信評公司享有免責待遇，金融海嘯後美國先摘除了此保護傘，許多法規中也撤除強制評等之限制，並就投資人保護提出建議，2010 年之金融改革法亦提出消費者保護機制，加強對金融消費者保護成為趨勢，我國也制定了金融消費者保護專法，其內容及成效如何，是否尚有改善餘地，此皆值得探討。

¹ 行政院金融監督管理委員會於 101 年 7 月 1 日改制為金融監督管理委員會，從「委員制」改為「首長制」，委員會轉為諮詢功能。委員會成員方面，新增財政部、經濟部、法務部等部會首長為兼任委員，以加強部會間的聯繫。

第二節 研究範圍及目的

本文將敘明信評制度之沿革、金融海嘯前後國際所發生與信評公司有關之重大事件、所採取之改革措施及亞洲信評制度之發展，特別說明我國信評制度之發展與相關信評規範，接下來除探討信評機構之法律責任外，再以美國、日本、英國及我國金融消費者保護制度為探討，期能提出一些具體建議。

本研究之主要目的包括：

- 一、針對歷次重大金融事件之背景及信評機構之角色，予以分析說明，瞭解信評機構之性質及影響力。
- 二、整合國外信評機構之規範及發展，汲取關鍵部分，建立有系統之評析。
- 三、說明我國信評制度之引進及規範，透過國內外之比較，提供改進之思考脈絡。
- 四、說明國外及我國金融消費者保護之最新發展措施，並分析我國金融消費者保護法於執行上所產生之問題，並提出相關建議。

第三節 研究方法

本文對研究主題之探究，主要係蒐集國際組織、國內外主管機關規定、報告與出版品，以及實務界、學者專家之相關研究分析，俾彙整主管機關、學術與實務之見解，歸納整理與分析，作為本文研究之參考。所採取的研究方式說明如下：

一、實務案例的研究方法：

蒐集國外重大信評爭議事件，說明分析問題之所在，以及說明不同時期所採取之措施；再說明我國對於信評機構之管理，並

探討相關法律上問題。同樣地，針對我國金融消費者保護專法，予以探討，並提出一些問題之所在。

二、比較研究法：

參考國際組織、歐盟及美國有關信評機構規範以往與最新之發展，並與我國之發展與規範，作一比較，以及探討金融消費者保護措施，並提出本文之看法。

三、文獻探討法：

蒐集國內外相關專論、期刊、研究報告及網路資料等，就主管機關、學者專家及實務相關見解、疑義，予以歸納與分析。

第四節 本文架構

本文以國外信評規範及改革與金融消費者保護措施，來說明分析我國信評規範與金融消費者保護措施之發展，以及法規及實務上所發現或遭遇的問題，並提出淺見。本文研究架構共計八章，概述如下：

第一章 續論：

說明本研究相關背景、研究動機、研究範圍及目的、研究方法與本文架構，依此鋪陳本文之內容與建議方向。

第二章 信評制度之演進：

說明信評概念及其沿革，並特別介紹美國信評機構監管制度，以了解國際三大信評公司超越國家影響力之背景。

第三章 信評機構爭議事件：

以金融海嘯前後國際間重大信評爭議事件為比較，並點出問題之所在。

第四章 信評機構規範之變革：

以金融海嘯前後國際間針對信評問題所採行之措施，以說明國際改革的趨勢，俾作為我國的參考。

第五章 亞洲信評制度之發展：

說明亞洲各國及我國信評制度之發展，特別針對近年我國信評規範之大幅修正，予以說明分析，並點出尚有改善的空間。

第六章 信評機構法律責任之探討：

探討信評契約性質，並就信評機構拿以作為護身符之免責條款與美國證券反詐欺條款規範，予以分析，此外，特別說明2010年美國金融改革法，改變法律體系中以往對信評機構排除責任追究之規定，也說明免責條款實際上係有其限制的。

第七章 金融消費者保護：

金融海嘯造成全球投資人重大損失，金融消費者之保護已成各國重要課題，我國亦不例外。本章特別重點介紹金融消費者保護法之內容，並探討實務上所發現或遭遇之問題。

第八章 結論與建議：

綜合前述各章之論述，提出本文的結論與相關建議。

第二章 信評制度之演進

第一節 信用評等概念

關於信用評等的概念，各方文義有所差異，但內涵大致相同。信用評等之目的是顯示受評對象信貸違約風險的大小，而不是其他類型的投資風險，如利率風險、通貨膨脹風險、再投資風險及外匯風險等。一般由專業信用評估機構進行，以Fitch為例，Fitch之信用評等是指對一個受評個體履行其財務承諾的相對能力所發佈之意見，所謂財務承諾包括利息、特別股股利、本金償付、保險理賠、或相對人債務。信評機構對受評對象金融狀況及有關歷史的數據進行調查、分析，從而對受評對象的金融信用狀況給予一個總體的評價。評等的對外發佈及維持取決於取得資訊的多寡，故評等等級相同的受評個體或債務發行的信用品質類似，但未必完全相同²。

信用評等之分類大致可以受評對象、受評意願、受評時間及適用地區等四類來區別（參見表1），一般常見的是信評公司對個別有價證券評等，以國際金融市場上常見之債券交易為例，係發行人主動委託信評公司就其發行到期時間在一年及以上之債務到期償付之機率評估，適用地區為國際。

² 參閱 Fitch Ratings Taiwan 網站，<http://fitchratings.com.tw/zh-tw/>。

表1：信用評等分類³

區分類別	項目	意義
以受評對象區分	發行者信用評等 (issuer credit ratings)	主要評估債務人整體償債能力與意願，而不限於債務人之特定債務，也不考慮其中部分債務之保證人價值 (guarantor merit)。
	特定發行信用評等 (issue-specific credit ratings)	主要目的在針對發行者其中某特定債務進行評等。此時評估因子不拘於發行者本身屬性，而同時涵蓋債務期間、擔保品品質及保證人信譽等其他非發行者因素。
以受評者意願區分	主動評等	此為委託評等，由委託人與信評公司簽訂信用評等契約，委託信評公司辦理特定評等，並支付費用。
	被動評等	非接受委託而作之評等，以公開資訊為評等依據。有時是為迫使有關業主委託其評等而故意行使的。
以受評期間區分	發行人長期評等	適用於債務發行人在一年或以上的期限內履行其總體財務承諾的能力。
	發行人短期評等	適用於債務發行人在一年期間內履行其總體財務承諾的能力。
	長期債務發行評等	適用於原始發行到期時間在一年及以上之債務。
	短期債務發行評等	適用於原始發行到期時間在一年以內之債務。
以適用地區區分	國際信用評等	評估的是履行外國貨幣或本國貨幣財務承諾的能力。"外國貨幣"及"本國貨幣"評等均為具全球比較性的評估結果，本國貨幣評等評定的是受評發行人在其所在司法管轄區內進行償付的可能性。國際評等涉及國家主權風險。
	國內評等	針對相對於一國之中"最佳"信用風險之信用品質所進行的評估，國內評等的本意即在於不具全球比較性，並係以一個特別標識符號來代表受評國 ⁴ 。國內評等內容並不包括國家主權風險。

³ 參閱中華信評、惠譽公司及維基 (wiki) 百科定義，<http://www.taiwanratings.com/tw/>；<http://fitchratings.com.tw/zh-tw/>；<http://zh.wikipedia.org/wiki/>。

⁴ 中華信評公司信用評等等級符號之字首「tw」，代表台灣，並表示所採行之評等標準係專用於台灣金融市場，因此無法直接與標準普爾的國際評等標準做比較。

國際信評機構一般採用 AAA-D 的評級符號體系來表示信用風險的大小，再用“+、-“號，”1、2、3”，或”a、aa”等來區別等級的相對高低程度；金融市場上一般將 BBB 級以上之評級視為投資等級，低於此信用級別者為投機等級。

第二節 信評制度之沿革

信用評等制度肇始於美國，1837 年美國金融風暴後，1841 年 Tappan 在紐約成立第一家商人信評機構（Mercantile Credit Agency），協助商人找到好的顧客與商業夥伴；1800年至1850年，美國開始盛行發行國債、州債與鐵路債，創造了債券投資者對債券統計訊息與統計分析的需求。穆迪於1909年、標準普爾於1916年、惠譽於1924年相繼開始從事公司債信評工作，並將評等結果售予投資人（此即投資人付費經營模式），惟不為市場重視。直至1929年發生經濟大恐慌，許多債務證券違約，甚或金融機構倒閉，信用評等才逐漸被重視，可謂債券發行之需求促成了信評產業的發展。至1970年初期信評公司開始轉向為「發行者付費」之經營模式，成為潛在利益衝突之根源⁵。以信評機構評估之金融產品及評估對象為區分，信評機構大致可分成下列三大類：

一、資本市場信評機構

一般所稱三大信評公司指穆迪(Moody's)、標準普爾(Standard & Poor's)及惠譽國際(Fitch Ratings)，該三家信評公司前身與出版業有關，透過出版相關刊物、向投資者出售信評報告等方式獲取收益，至1970年初期開始轉向為「發行者付費」之經營模式。三大信評公司發展至今已為資本市場上三強鼎立的信用評估機構，主要對國家、銀行、證券公司、基金、債券及上市公司進行

⁵ 參閱吳登彰、李佩真，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，2009年11月，頁225。

信用評等。世界各國或企業如要到國際資本市場融資，幾仰賴此三大信評公司之評等，信評等級的高低也決定了融資成本與融資金額，其相關發展沿革詳表2。

表2：三大資本市場信評機構沿革⁶

<p>穆迪公司</p>	<p>約翰·穆迪 (John Moody) 於1900年成立Moody's，並出版Moody Manual，專門提供各產業資訊與統計，但於1907年面臨經濟大蕭條，而被迫賣掉。1909年John Moody回到金融市場，1913年，穆迪開始對公用事業及工業債券進行信用評等。1914年合併了Moody's Investor Service。1962年Dun&Bradstreet 併購Moody's 成為母公司，但仍是稱Moody's股票在紐約證券交易所上市交易。</p>
<p>標準普爾</p>	<p>1860年亨利·瓦納姆·普爾 (Henry Varnum Poor) 建立了金融訊息產業，為歐洲提供美國新開發設施的金融訊息，並出版了美國的鐵路與運河史一書。1916年普爾出版公司 (Poor's Publishing) 成立，1922年標準統計公司 (Standard Statistics) 成立，受經濟大蕭條影響，兩家公司於1941年合併。標準普爾為投資者提供信用評等、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，以及為美國投資組合指數的基準的標準普爾500指數等一系列指數。1966年S&P被麥格羅·希爾 (McGraw-Hill) 收購，成為其母公司。</p>
<p>惠譽國際</p>	<p>1913年由約翰·惠譽 (John K. Fitch) 創辦，起初是一家出版公司，於1924年就開始使用AAA到D級的評級系統對工業證券進行評等。1997年惠譽國際併購了另一家評等機構 IBCA，2000年併購了 DUFF & PHELPS，隨後又買下了 Thomson Bankwatch，目前，公司 97%的股權由法國 FIMALAC 公司控制。</p>

二、商業市場信用評估機構

談起商業市場信用評估機構，著名的為鄧白氏集團 (Dun & Bradstreet)。鄧白氏集團是美國歷史最悠久的企業信用評估公司之一，1841年鄧白氏集團創始人 Lewis Tappan 在紐約成立了第一家徵信事務所；1849年出版了全球第一本商業資信評級參考書；1900年出版了全球第一本證券手冊。該公司發展至今已

⁶ 參閱維基 (wiki) 百科，<http://zh.wikipedia.org/wiki/>。

成綜合性企業情報服務機構，對各類大中小企業進行信用調查，專門提供企業客戶在信用評估、海外市場推廣、採購及決策支援等方面的商業資訊服務。

該公司目前在全球各地有 214 家分公司，以深入淺出的方式提供各類商業資料，對公司企業在制定商業決策方面，如：信用貸款、投資、海外行銷、風險管理等提供服務。鄧白氏集團已成為美國乃至世界上最大的全球性徵信機構，也是目前美國唯一的這類評等公司。鄧白氏集團進行信用評估業務主要有兩種模式，一種是在企業之間進行交易時對企業所做的信用評等，另一種是企業向銀行貸款時對企業所做的信用評等⁷。

三、消費者信用評估機構

消費者信用評估機構指向需求者提供消費者個人信用調查報告的供應商，其基本工作是收集消費者個人的信用紀錄，合法地製作消費者個人信用調查報告，並向法律規定的合格使用者有償傳播信用報告。美國「公平信用報告法」對其所作的定義是：「為了向第三方提供消費者報告，以匯編或評估消費者信用信息為其全部或部分業務的任何實體」⁸。

在美國，消費者信用評估機構又叫信用局（credit bureau），或消費信用報告機構。在美國個人申請信用卡、分期付款、抵押貸

⁷ 參閱黃衛華編輯，美國信用體系介紹，2010年9月29日，深圳新聞網，<http://big5.sznews.com>。鄧白氏公司台灣分公司網站簡介，<http://www.dnbasia.com/tw/chinese/about/>。

⁸ The Fair Credit Reporting Act,

§ 603. Definitions; rules of construction[15 U.S.C. § 1681a]

(f)The term “consumer reporting agency” means any person which, for monetary fees, dues, or on a cooperative nonprofit basis, regularly engages in whole or in part in the practice of assembling or evaluating consumer credit information or other information on consumers for the purpose of furnishing consumer reports to third parties, and which uses any means or facility of interstate commerce for the purpose of preparing or furnishing consumer reports.

款等，金融機構需要對消費者的信用資格、信用狀態及信用能力進行評價，信用報告即供做此種評價。消費者信用評估機構向授信機構提供消費者個人的信用調查報告，或向雇主提供求職者的報告，多使用由美國信用報告協會（ACB）設計的標準信用報告格式。消費者信用評估機構不像穆迪及鄧白氏是全球性信評機構，基本上都只建立一國或者一個地區消費者個人信用數據庫，沒有能力做全球消費者個人信用調查及評等。

目前美國有三家大的信用局（參見表 3），擁有北美地區的个人徵信數據庫，還有數千家小型消費者信用服務機構，提供不同形式的消費者信用服務。

表 3：三大消費者信用評估機構簡介

美國人 控股	Trans Union	創建於 1986 年，總部位於芝加哥。
	Equifax	1989 年創建於喬治亞州亞特蘭大，在紐約證交所上市。
英國人 控股	Experian	創建於 1980 年，總部設於愛爾蘭都柏林，其股票在倫敦證券交易所上市。

在美國，信用局收集消費者個人信用訊息的工作方式是主動的，不需要向被記錄者打招呼。而且，大多數授信機構都會將消費者的不良紀錄主動提供給信用局，使消費者的信用紀錄增加負面信息，致其以後無法成功地申請其它信用工具。信用局主要通過以下三個管道獲取消費者信息：

- (一) 從銀行、信用卡公司、公用事業公司及零售商等管道了解消費者付款紀錄的最新信息。

(二) 向雇主接觸，了解消費者職業或職位變化情況。

(三) 從政府的公開公務訊息獲取被調查消費者的特定信息⁹。

在信用市場上的交易成本存有資訊不對稱性 (asymmetry of information) 問題，所謂信用市場上的「資訊不對稱」，是指借款人會比金融機構更加清楚自身的風險狀況。各國或因為市場發展之演變，或藉由政府公權力有計畫的介入推動，而成立信用資訊機構，可協助金融機構或債權人以便利與低廉之資訊取得成本，獲取其信用交易客戶的信用資料，以減少資訊不對稱情形之發生。Equifax、Trans Union、Experian係由信用市場及民間自行發展形成之信用資訊機構，在我國，財團法人金融聯合徵信中心則係由政府扶持成立，且係唯一蒐集金融機構間信用資料的機構¹⁰。

第三節 美國信評機構之監管制度

第一項 國家承認機制

1929年發生經濟大恐慌，許多債務證券違約，甚或金融機構倒閉，信用評等才逐漸被重視。1930年代起，美國金融監理機關要求轄下金融機構應注意其所投資債券之信用評等，進一步強化信評機構在債券市場中之地位。1975年美國證券交易管理委員會（以下稱證管會，Securities and Exchange Commission，SEC）頒布有關銀行和經紀交易商的淨資本要求規定¹¹，其想法是如果金融機構大量投資於高流動性及很安全之證券，例如美國政府債券或非常穩定公司所發行之商業票據，則這些金融機構應不需與其他金融機構維持相同金額的儲備

⁹ 參閱黃衛華編輯，美國信用體系介紹，2010年9月29日，深圳新聞網，<http://big5.sznews.com>。

¹⁰ 參閱林信宏，論信用資料交換法制之基礎，金融聯合徵信雙月刊，第三期，2008年，頁27-28。

¹¹ "Adoption of Amendments to Rule 15c3-1 and Adoption of Alternative Net Capital Requirement for Certain Brokers and Dealers", Exchange Act Release 34-11497 of June 26, 1975; 40 FR 29795 of July 16, 1975。

資金。準此，證管會創造了一個概念—國家認可的統計評級機構（National Recognized Statistical Rating Organization, NRSRO），證管會體認到這些安全之有價證券的信用評級，應由可靠的信評機構來確定。

依據1934證券交易法15E及其他相關法規所規定的流程，信用評等機構可以申請註冊成NRSRO，註冊後必須遵循對NRSRO的要求。註冊成為NRSRO是自主行為，並授予申請人部分監管利益。例如：NRSRO的信用評級用以評估證券法、美國銀行業監管規定、國家保險監管規定及美國學生貸款立法下的債權人及債務工具的信用程度。美國證交法15E（2）（a）（A）要求美國證管會，在信評機構提交NRSRO註冊申請之日起，不晚於90天內批准該申請，或者啟動程序是否拒絕該申請。證交法15E（a）（2）（c）ii（II），15（d）及15（b）（4）（D）要求如果申請人因為其無法遵守證券法的條款及其他相關規定，則證管會必須拒絕該信評機構希望註冊成為NRSRO之申請。

證交法17（b）（1）規定指出在所涉及的相關部門，NRSRO的所有紀錄（包括交易所、經紀人、清算代理處及其他某些機構的紀錄）應服從美國證管會代表的檢查（包括任何時間、某一特定時間、定期或其他檢查），只要美國證管會認為對於保障公眾利益，保障投資人，又或是進一步對促進證交法都非常有必要。另外證交法之規定17g-2要求NRSRO製作並保留紀錄，包括：所有參與評等之信用分析師的身分紀錄、支付評等費用之人員的身分紀錄、內部審計計畫及報告與輔助文件之紀錄、信用分析報告（包括報告所述觀點的支持依據中所涉及的非公共信息及工作底稿），以及NRSRO開始、決定、維持、修改或撤回信用級別有關的內外溝通紀錄。該規定還要求NRSRO必須及時向美國證管會及其代表，提交依據法律NRSRO必須保留之記錄清楚、完

整的副本與英文翻譯版本（如有要求）¹²。

最初美國證管會就信評機構為“國家承認”，並無採行具體標準，而是個案認定。信評機構獲得 NRSRO 的認可，最初採取的是所謂“無異議函（no-action letters）”方式。由信評機構向美國證管會提交申請，如果證管會同意該申請，便向申請機構出具一份無異議函，收到這份函件，即可證明遞交申請的評等機構獲得了 NRSRO 地位。NRSRO 最重要的標準是，該評等機構必須是一個在全美被承認的權威性信用資訊的發布者，它所發布的信用資訊必須為主流的使用者所採用¹³。首批獲得 NRSRO 資格的評等機構為穆迪、標準普爾及惠譽公司，由此確立了三大機構的壟斷地位。三大機構在國際金融市場上一言九鼎，它們獨特之影響力來自於政府的措施；在安隆及世界通訊事件後，美國證管會始增加一些信評公司為 NRSRO。

2009 年 12 月 24 日，中國的信評機構大公國際資信評估有限公司提交了註冊成為 NRSRO 的申請，2010 年 4 月 14 日美國證管會發布了啟動程序以決定是否應該拒絕大公之註冊申請的命令。經考慮所有提交的意見，證管會於 2010 年 9 月 22 日拒絕大公的申請，因為不論司法管轄權的問題，不能斷定大公有能力遵守聯邦證券法關於紀錄保留、文件製作及檢查的要求¹⁴。

依據 2012 年 4 月 30 日美國證管會網站資料，有 10 家公司目前註冊為 NRSRO（參見表 4），其中 7 家美國本土公司、2 家日本公司、1 家加拿大公司。NRSRO 的增加並無礙於三大信評機構的壟斷地位，其評等業務市占率約 9 成。

¹² 參閱美國證管會通知，1934 年證券交易法 發布號：62968/2010 年 9 月 22 日 行政流程文件號：3-13860，關於大公評級資訊有限公司的申請，大公國際資信評估有限公司，http://www.dagongcredit.com/dagongweb/zx/show.php?id=1618&table=web_zzxx。

¹³ 參閱「美國對信用評級機構的認可制度—NRSRO 制度」，中國徵信雜誌，2010 年 11 月 15 日，中國公共信用資訊網，www.worldcr.org。

¹⁴ 參閱美國證管會通知，前揭註 12 文。

表 4：美國國家認可的統計評級機構家數¹⁵

1	A.M. Best Company, Inc. ¹⁶ .	6	DBRS Ltd. ¹⁷
2	Egan-Jones Rating Company ¹⁸	7	Fitch, Inc.
3	Japan Credit Rating Agency, Ltd. ¹⁹	8	LACE Financial Corp.
4	Moody's Investors Service, Inc.	9	Rating and Investment Information, Inc. ²⁰
5	Standard & Poor's Ratings Services	10	Realpoint LLC

上述 10 家 NRSRO 並不包括鄧白氏集團等商業市場信用評估機構及 Trans Union 等消費者信用評估機構，而集中於資本市場信評機構。

第二項 信評規範

在 1929-1933 年大蕭條中，債券違約事件層出不窮，但被信評機構評為高等級的債券卻少有出現違約，這使得投資者及監管者相信信評機構可以為投資者提供保護。嗣後監理機關陸續在美國一些法規中納入信評機制，在 2007 年美國次級房貸引發全球金融海嘯前的數十年中，已有許多規範使用信用評等（參見表 5），來幫助監測受監管機

¹⁵ 參閱美國證管會網站，<http://www.sec.gov/>。

¹⁶ 一般信評機構係採發行人付費方式營運，A.M. Best Company, Inc. 則係採投資者付費，其唯一任務係經由其準確、市場敏感度高之信用評等協助機構投資人投資。

¹⁷ DBRS (Dominion Bond Rating Service) 是加拿大權威信用評級公司，於 1976 年由 Walter Schroeder 成立，總部設於多倫多，安大略。

¹⁸ Egan-Jones 評等公司創立於 1995 年，2007 年 12 月 21 日獲美國證管會 (SEC) 授予「國家認可的統計評級機構」(NRSRO) 地位，成為美國新監督體系下首家非由證券發行人付費請求給予信評的業者。Egan-Jones 的營收來自訂閱其服務的機構投資人，以迴避評估信用品質時的利益衝突。

¹⁹ JCR 成立於 1985 年 4 月 1 日，是日本的金融服務公司，對日本企業，地方政府和其他有關單位發表信用評等。

²⁰ R&I 係 1998 年由日本公社債研究所 (JBRI) 和日本投資者服務公司 (NIS) 合併成立，是日本最有名望的媒體，日經 (日本經濟新聞社, Nikkei) 集團的子公司。

構的投資風險或作為其他法定限制之標準。

表5：美國信評相關規範²¹

1931年	美國財政部金融局（Office of the Currency Comptroller, OCC）於商業銀行法規定，所有聯邦立案銀行所投資的債券至少必須被一家信評機構評比其債信等級是在Bbb以上者，其所持有的債券資產始能以帳面價值（book value）入帳。
1936年	OCC與聯邦儲備理事會（Federal Reserve Board, FRB）及聯邦存款保險公司（Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC）禁止商業銀行投資信用評等在Bbb以下的債券。
1975年	聯邦證券法促使SEC 在證券監管中採用信用評等機制，運用取得NRSRO 資格信評機構的評等來決定上市公司的淨資本要求。
1984年	美國國會在證券交易法第3(a)(41) 款中定義“抵押證券”（mortgage related security）並將其作為1984年二手抵押市場促進法（the Secondary Mortgage Market Enhancement Act of 1984）的一部分時，要求這些證券至少由一家NRSRO 評為兩種最高級別中的一種（即AA 級別以上）。
1988年	放寬AA 級以上抵押擔保貸款證券的保險要求。
1989年	禁止儲貸機構投資BBB 級以下之投機債券，勞工部放寬養老基金投資A級以上資產證券化債券。
1991年	SEC修改投資公司法，限制貨幣市場基金持有等級較低的債務工具。
1991年	SEC於Rule 2a-7中規定，獲得最高二個信用評等等級的短期債務憑證，始能夠成為貨幣市場共同基金（money market fund）的合法投資標的。
1992年	SEC 規定，BBB 級以上資產證券化發行人作為共同基金豁免登記。
1997年 12月17 日	SEC於解釋令（release）規定，假使SEC轄下的證券商（broker or dealer）其資產配置的投資組合（portfolio）中包含越多信用評等在投資等級以上的債券時，則該證券商的實收資本要求（capital reserve requirements）程度就可以越低。

²¹ 參閱李曜崇，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檢討，法學新論（第2期），2008年9月，頁123-124。朱榮恩、應娟，國際評級業和國際評級的監管與發展，新世紀評級，2010特刊，頁11。

在美國，評等結果除納入金融監理法規外，在一般民間合約中亦有納入評級觸發(rating trigger)條款之情形，例如在貸款協議中，就個人或公司的信用評級發生變化，啟動具體行動之條款，包括一公司在信用評等降級時，可能被要求加速償還債務。這種種演變助長了監理機關、機構投資者及民間對評等的需要，某方面推動信評業的發展，但也造成少數特定信評機構壟斷的市場。

信評機構在美國被視為投資顧問，通過認可之信評機構的評等結果被認為具有較高的可信度及公信力。三大信評機構雖注冊成為NRSRO，但一直享有隱私權，極少揭露相關資訊，且監管部門一直將評級的程式及方法作為商業機密，未對其進行評估。監管缺失使少數信評機構權重責輕，影響了評等的透明度與可靠性。



第三章 信評機構爭議事件

第一節 安隆事件

第一項 背景

歷來與信評有關之重大爭議事件，在金融海嘯前，以 2001 年美國之安隆事件（Enron）可謂最具代表性，由於安隆效應，世界各國莫不紛紛對企業進行改革，主要針對公司治理及會計師業務，美國亦對信評機構提出一連串改革措施。

安隆公司成立於 1985 年，以銷售電力及天然氣產品起家，之後又跨足能源與其他商品（煤炭、塑膠、金屬、紙漿等）之配銷運送，並提供全球財務及風險管理服務。安隆於 1999 年設立線上交易網站，名為 Enrononline，客戶可直接在線上進行天然氣、石油、金屬等大宗物資交易，而該公司所扮演之角色非僅為交易媒介，為便利交易之進行，該公司亦身兼買賣雙方，且交易商品之內容亦逐漸擴充至能源以外之商品，營業項目廣及天然氣、電力、基本金屬、紙漿、塑膠、光纖寬頻等產業。2000 年的營業額突破一千億美元，淨利達美金 9.8 億元，總資產為美金 655 億元為美國第七大企業²²。

安隆公司之目標在躋身全球最大公司之林，故其採取之策略為高成長，掌握美國能源市場自由化潮流，塑造成能源市場造市者，積極從事高風險期貨商品（例如氣候、寬頻等），以擴張企業版圖。該公司創新的經營模式還被 Fortune 雜誌選為“全美最具創意公司”（1996~2001），並被 Financial Times 選為“2000 年度能源公司”。CFO 雜誌曾將其前財務長 Andrew Fastow 列為 1999 年“年度最傑出財

²² 參閱由組織文化的重要性來看美國「安隆醜聞案」，2006 年 7 月 8 日，

<http://tw.myblog.yahoo.com/cies402/article?mid=37>。

務長”²³。在公司宣佈破產之前，2001年8月Fortune雜誌還選該公司為過去十年最具成長性之公司。

2001年因全球經濟不景氣，美國安隆公司股價下跌，使其很難再利用美國安隆公司股票與SPE進行資產交易及透過SPE舉債，因此不得不於2001年10月16日公佈其第三季財務報表為虧損美金6.38億元。經美國證管會深入調查美國安隆公司營運及財務情況後，該公司才承認其過去4年之會計處理有誤，並重編財務報表，負債由原來帳列之美金130億元增列為美金400億元，揭發世界級的巨大會計醜聞，安隆歐洲子企業於當年11月底破產，美國本部亦隨即申請破產保護，數千個就業機會及數百億美元的股票市值隨之蒸發；簽證的安達信會計師事務所(Arthur Anderson)因此事件被勒令關門。

第二項 證管會之調查

證管會因安隆公司2001年第三季財報虧損6.38億美元而介入調查，安隆提出破產保護申請後，除證管會繼續調查外，美國國會亦出面調查布希及白宮與安隆的關係，以及安隆政治獻金是否影響到布希政府的能源政策等。證管會調查重點包括：

一、關係人交易

有關關係人間之實質關係、交易是否適當揭露、是否有私下交易、由誰承擔風險、交易本身之實質意義、是否有非常規交易，以及關係人是否有不當獲利等問題。

二、異常交易

對於安隆從事之部分交易，其交易對象從事本交易，顯與其自身主要營業項目不符（例如美林公司應以銀行借貸為本業，卻從事

²³ 參閱 ENRON 簡介，勤業會計師事務所，2002年3月20日。

輸油船買賣)，其他如交易金額巨大及時間點等問題。

證管會經蒐證安隆及交易對象之相關交易文件、交易核決過程並傳喚相關人員，發現安隆未能於財務報表中忠實允當表達交易之實質，顯有舞弊之情事。最後安隆的前任員工兼秘密交易安排者之一 Michael Kopper 坦承舞弊情事，2003 年 3 月美國證管會起訴美林公司及其 4 名資深主管，協助與教唆安隆操縱盈餘。2007 年 3 月起訴安隆的兩名內部律師兼高級主管，涉嫌促使安隆在公開的財務報告上作重大不實表達和故意隱匿重大資訊，並協助及教唆安隆違反證交法相關規定。安隆案主要歸諸於經營階層舞弊、公司治理制度未能落實及會計審計失敗，繼安隆案之後，企業財務弊案頻傳，引發美國證管會雷厲風行的查帳行動，由此引出另一電信巨頭世界通訊(Worldcom)的醜聞²⁴，取代安隆成為歷史上最大的倒閉案。

第三項 資訊隱藏及利益衝突問題

安隆在一夕之間宣布破產，破產前為美國最大的能源供應商，財務報表良好，但是實際上卻是負債累累，最主要為其利用會計上之技巧來隱瞞巨額負債。為安隆服務的著名五大國際會計事務所之一安達信(Auther Anderson)，協助安隆設計相關交易架構及特殊目的公司，2000 年顧問收入達美金 2,700 百萬美元，其同時負責查核特殊目的公司(Special Purpose Entities, SPE)及 Enron 之財務報表，於審計時隱瞞真實交易損益，2000 年查核收入為美金 2,500 百萬元²⁵。就顧問費比會計服務費用還高一事，突顯出利益衝突之所在，即監督者身兼營運管理者。

²⁴ 2002 年 7 月 21 日，美國第二大長途電話公司世界通訊集團(WorldCom Group)爆發會計弊案，在往來銀行拒絕繼續提供金援的窘境下聲請破產保護。該公司在破產當時登記的資產高達 1,070 億美元，不僅超越安隆案，還成為美國有史以來規模最大的破產案件。

²⁵ 參閱王秀玲、陳湘琴，行政院金融化監督管理委員會證券期貨局，參加美國證管會 2011 年「證券市場發展國際研討會」報告，2011 年 6 月 27 日，頁 18-20。

當安隆因大環境經濟不景氣及轉投資衍生性金融商品的交易失利產生負債，會計師則會偏頗的忽視逾期不良應收帳款出售給 SPE，使虧損與債務能排除在公司資產負債表外的財報分析，隱藏巨額的損失，設立目的在於對投資者隱瞞攸關的財務資訊，造成營利飛漲的假象²⁶。安隆財務報表舞弊手法如下：

一、假交易真借款

銀行配合安隆之要求，將貸款做成買賣交易，由安隆將石油及天然氣合約出售給銀行成立之 SPE，帳列營業活動現金流入並認列收入，SPE 再將上開合約出售給銀行，銀行最終再將合約賣回給安隆，上開買賣合約實際上隱藏巨額負債之事實。

二、利用複雜的秘密交易隱匿巨額損失

刻意誤用或規避會計原則之規範，其財務報表並未以交易之經濟實質揭露其真實營運結果。安隆從事衍生性金融商品交易，以 SPE 進行公司資產負債表外之交易。由於在美國符合某些特定條件之 SPE 其資產及相關負債與權益可不顯示於發起公司之資產負債表²⁷，因此美國安隆公司成立數百個 SPE 來美化財務報表。該公司從事能源交易及衍生性金融商品交易發生虧損，不斷利用 SPE 虛增公司獲利，將有價值減損之資產處分 SPE，因相關交易不需編入合併報表，故能隱藏公司實際虧損及負債狀況。

²⁶ 參閱 About Enron，2006 年 12 月 6 日，商學網站，
<http://www.sunny.org.tw/fin/finreport/enron/enron-head.htm>。

²⁷ 依照美國財務會計準則委員會（FASB）No.140 第 34 及 46 段規定，SPE 在特定條件下，一家企業只要有單一發起人出資及借款總額達公司資本 3% 以上，即不須在合併報表中揭露，而可單一計算，許多美國公司已行之有年。根據 Enron 董事會之 Special Investigative Committee 之報告，Enron 自 1990 年代早期即使用 SPE 從事交易。SPE 通常係由單一發起人(Sponsor)，基於特定交易或商業目的所設立之信託組織、公司組織或其他法律型態組織之個體，通常以 Partnership 之型態成立，且無全職之員工使 SPE 之資產負債及相關損益金額可以不必反映於主要擁有該 SPE 權益之公司(Sponsor)的財務報表中，此亦為常見之資產負債表外(Off-Balance Sheet)交易。參閱商學網站前揭註文。

不夠透明的財務報表誤導了證券分析師及信評公司，安隆案中，S&P、Moody's 及 Fitch 遲至 2002 年 11 月 28 日，始全部將安隆公司之債券全部降為「垃圾」等級，4 天後安隆公司即聲請破產保護。除了會計師、證券分析師之獨立性遭受輿論強烈質疑外，信用評等機構徒具專業而未能就財務狀況已亮起紅燈之問題事業，向投資人預先提出警告，亦備受質疑。更糟的是，當時三大信評公司將矛頭轉向整體產業，因害怕可能潛藏更多類似致命風險，而調降幾乎每間公開上市能源公司的評等，連當時最受評等機構推崇的企業，也一樣無法倖免。

安隆案三大信評公司的代表在接受參議院調查時，均強調他們依賴安隆、其律師、會計師及其他專家所提供的資訊來做評等，信評機構本身對所取得資訊的正確性與完整性不負責任。但美國證管會的調查報告指出，評等機構對於安隆所提供的不實資訊及其隱匿其他重要不利資訊，並未盡專業的評估注意²⁸。

為安隆抬轎的知名券商花旗美邦、瑞士信貸第一波士頓、摩根史坦利、高盛、貝爾斯登、摩根大通、雷曼兄弟、瑞銀、美銀集團等，都因作出不當投資建議，也遭到起訴，最後以 14 億美元與美國司法部和解。類似信評失準案件嗣後發生於 2011 年 10 月底，全球最大衍生性金融商品機構全球曼氏 (MF global Holdings) 向美國法院申請破產，成為美國史上第八大的企業破產案。曼氏破產對客戶來說是一大損失，同樣地，三大信評公司在曼氏要破產前係給予「投資級評等」，信評公司之慢一步再度得到印證²⁹。

²⁸ 參閱金文悅，美證管會對信評的改革重點，協合國際法律事務所，2006 年 10 月 21 日。

²⁹ 由高盛前執行長柯贊 (Jon Corzine) 經營的美國期貨經紀巨擘全球曼氏 (MF Global Holdings)，因大舉押注歐洲主權債務失利，加上出售公司不順，聲請破產保護。

第二節 美國次級房貸風暴

第一項 背景

美國聯邦準備銀行(Fed)為因應2000年科技泡沫破滅採行寬鬆貨幣政策，加上房市榮景與房價不跌之迷思，以及房屋抵押貸款機構大幅放寬貸放條件等因素，房貸市場快速成長，尤其次級房貸(Subprime Mortgage)滿足了低收入戶之需求。次級房貸係指房貸借款人的信用紀錄較差，或有不良信用紀錄，無法向一般銀行以正常房貸利率貸款，只能轉向專門承作不良信用客戶貸款之機構融資，申請破產保護之New Centry Financial公司即是一家以此為主力業務之公司。因借款人信用較差，貸款風險較大，因此次級房貸的利率也遠高於一般房貸利率。

「美國聯邦國民抵押貸款協會」(Federal National Mortgage Association, FNMA, 簡稱房利美, Fannie Mae)及「美國聯邦住宅貸款抵押公司」(Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC, 簡稱房地美, Freddie Mac)是美國住房抵押貸款的主要資金來源。兩大房貸公司的經營方式雷同，都未直接提供購屋者抵押貸款，而是透過向銀行及房貸放款業者收購抵押貸款，並將這些貸款重新包裝為證券化產品，再由其擔保售予投資人，以扶持規模高達數兆美元的房貸市場融通。它們也藉由對全球投資人發行債券，以提高流動性及擴大提供房貸資金，而透過此種發債方式籌集的資金隨後再注入抵押放款融資市場³⁰。

³⁰ 房利美於1938年經濟大蕭條後，由羅斯福總統提議創立，由政府資助，宗旨在於協助擴大提供低成本房貸資金及擔保。美國國會在1968年重新特許房利美改制為私有股份制公司，公司資金完全來自華爾街及其他投資人募資。房地美則是美國國會在1970年通過特許成立的上市公司，宗旨也在於提供低成本房貸融資管道，以協助美國屋主。參閱美兩大房貸公司房利美與房地美簡介，2008年9月8日，法新社，<http://news.msn.com.tw/news945144.aspx>。美國政府宣佈接管房利美和房地美，2008年9月7日，新華網，http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/world/2008-09/08/content_9851026.htm。

美國房貸業務大致分成：一、政府保證房貸(Government Loan)，係指美國政府部門所擔保的房屋貸款，當借款人違約時，會對承貸機構賠償呆帳損失。二、傳統型房貸(Conventional Loan)，泛指沒有透過美國政府部門所擔保的房屋貸款(參見表6)。

表6:美國房貸分類表³¹：

政府保證房貸 (Government Loan)	聯邦住宅管理局房貸(FHA Loan)	由聯邦住宅管理局(Federal Housing Administration)為中低收入戶所擔保的房貸。	
	退伍軍人局房貸(VA Loan)	由退伍軍人局(Veteran Administration)為退伍軍人所擔保的房貸。	
傳統型房貸 (Conventional Loan)	標準型房貸(Conforming Loans)	係指房屋貸款上限為 \$625,000 美元，符合FNMA 與FHLMC承購保證標準的房屋貸款。	
	非標準型房貸 (Non-Conforming Loans)	係指不符合FNMA與FHLMC承購保證標準的房屋貸款。	大額房貸(Jumbo Loan)：房貸餘額超過Conforming Loan貸款上限\$625,000 美元，但FICO score ³² 超過700，能提供完整的債信證明文，沒有違約延遲付款紀錄，屬於信用品質較佳之房貸，但其貸款餘額較高，無法獲得FNMA 與FHLMC 承購保證。
			準優級房貸(Alt-A Loan)：房貸借款人債信中等，介於Prime 與Subprime 之間。FICO score 介於620 - 700，僅能提供部分的財力證明文件，其過去一年違約延遲付款紀錄不得超過一次。

³¹ 參閱賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢(中央銀行)，從次貸風暴看國際監理報告，台北外匯市場發展基金會委託計畫，2009年3月，頁2-4。

³² FICO Score 為美國借款人信用評等分數，FICO為Fair, Issac and Company 的簡寫，該公司位於美國加州，負責針對借款人的信用進行分析並加以評分，類似台灣的「聯徵中心」。FICO score 係基於按時還款(35%)、信用歷史(15%)、債務總額(30%)、債務類型(10%)、及最近申貸次數(10%)等五類因素計算，介於375至900分之間，分數愈高信用評等愈好，超過700者為較佳信用評等，可申請優質房貸，介於620-700者為中等信用評等，可申請Alt-A房貸，低於620者為較差信用評等，需申請次級房貸。

			<p>次級房貸 (Subprime Mortgage) :</p> <p>係指房貸借款人的信用紀錄較差，或有不良信用紀錄，其評等分數較低 (FICO score : 約500-620)，無法向一般銀行以正常房貸利率貸款，只能轉向專門承作不良信用客戶貸款之機構融資。通常此類借款人收入較低，給予之房貸成數較高 (常有房貸成數8成以上者)。因借款人信用較差，貸款風險較大，因此次級房貸的利率也遠高於一般房貸利率。</p>
--	--	--	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

次級房貸依其授信條件，可大致區分為固定利率型房貸 (Fixed-Rate Mortgages, FRMs)、浮動利率型房貸 (Adjustable-Rate Mortgages, ARMs)、複合式可調整利率型房貸 (Hybrid Mortgages) 及到期一次還本型房貸 (Balloon Mortgages)，而以複合式可調整利率型為主³³。美國許多的房貸業務人員，為了製造業績，在信用審核上大動手腳，使得許多沒有能力購買房子的人也可以申請到貸款。這樣的狀況在房市上漲的情況下還不會發生太大的問題，因為房價會漲，貸款者不怕抵押品會貶值，但是一旦市場反轉，就會開啟另一個惡性循環的風暴。

美國次級房貸風暴係美國本土之經濟金融問題，次級房貸規模佔美國整體房貸市場之比重亦有限，惟美國金融創新發達，次級房貸透過證券化的方式作成結構化商品後，轉賣給全球各地之投資人，信評公司給予次貸相關商品極高的信用評等，使信用市場過度擴張。次級

³³ 固定利率或浮動利率型屬傳統型房貸，依固定或浮動利率按月攤還本息，融資成數通常為八成。複合式可調整利率型此類型產品之基本型態係貸放前幾年依固定利率攤還本息，其後則依浮動利率攤還。到期一次還本型貸款期間只支付利息，不償還本金，至到期日始一次清償本金。參閱中央銀行賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢 (中央銀行)，從次貸風暴看國際監理報告，台北外匯市場發展基金會委託計畫，2009年3月，頁13-14。

房貸風暴來臨後卻又快速調降結構化商品評等，導致投資人蒙受極大損失³⁴。

第二項 資產證券化及現金流量的流程

金融資產證券化將原本借貸關係之間接金融，轉變為證券發行與投資關係之直接金融，提高金融機構資金流動性，亦促進金融市場專業與分工。金融資產證券化係指創始機構（Originator）將其能產生穩定現金流量之金融資產，信託與受託機構（Special Purpose Trust, SPT）或讓與特殊目的公司（SPV, Special Purpose Vehicle，或稱SPE, Special Purpose Entity），由受託機構或特殊目的公司以該資產為基礎，發行受益證券或資產基礎證券，並搭配信用增強（Credit Enhancement）與信用評等機制，將該等資產群組、包裝成為單位化、小額化之證券形式，向投資人銷售藉以獲取資金，並由資產所產生之現金流量（本金利息），作為清償證券持有人之收益之過程。此種以引進特殊目的機構（特殊目的公司或受託機構）之法律架構且經由標的資產產生現金流量之重新架構支付投資人利息的融資方式，亦稱為架構式融資（Structured Finance）。

有關資產證券化及現金流量的流程如下圖所示：

³⁴ 參閱全球金融危機之發展與展望，中央銀行金融穩定報告，2009年5月，頁11-12。

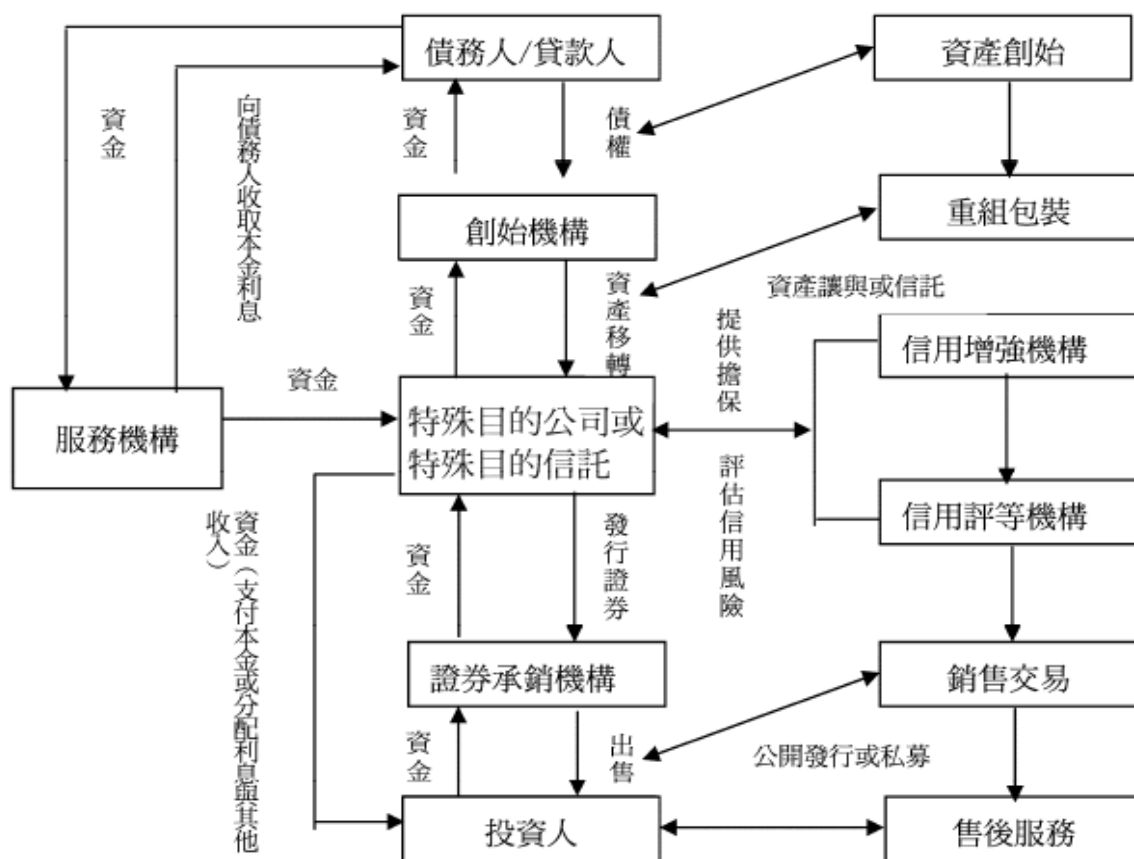


表7：金融資產證券化流程圖³⁵

為發展國民經濟，透過證券化提高金融資產之流動性，並保障投資，我國於2002年7月24日公布「金融資產證券化條例」，有關上開流程主要規定如下：

第4條	創始機構	指依本條例之規定，將金融資產信託與受託機構或讓與特殊目的公司，由受託機構或特殊目的公司以該資產為基礎，發行受益證券或資產基礎證券之金融機構或其他經主管機關核定之機構。
	創始機構收益及處分之資產	(一) 汽車貸款債權或其他動產擔保貸款債權及其擔保物權。 (二) 房屋貸款債權或其他不動產擔保貸款債權及其擔保物權。 (三) 租賃債權、信用卡債權、應收帳款債權或

³⁵ 黃淑華，我國金融資產證券化之發展及其監理，金融監理與風險管理選輯，2004年10月，頁71。

		<p>其他金錢債權。</p> <p>(四) 創始機構以前三目所定資產與信託業成立信託契約所生之受益權。</p> <p>(五) 其他經主管機關核定之債權。</p>
	特殊目的信託	指依本條例之規定，以資產證券化為目的而成立之信託關係。
	特殊目的公司	指依本條例之規定，經主管機關許可設立，以經營資產證券化業務為目的之股份有限公司。
	受益證券	指特殊目的信託之受託機構依資產信託證券化計畫所發行，以表彰受益人享有該信託財產本金或其所生利益、孳息及其他收益之受益權持分之權利憑證或證書。
	資產基礎證券	指特殊目的公司依資產證券化計畫所發行，以表彰持有人對該受讓資產所享權利之權利憑證或證書。
第 102 條	特殊目的公司或受託機構依本條例對非特定人公開招募之資產基礎證券或受益證券，應經主管機關認可之信用評等機構評定其評等等級。	
第 103 條	受託機構或特殊目的公司依本條例發行之受益證券或資產基礎證券，得依資產信託證券化計畫或資產證券化計畫之規定，由創始機構或金融機構以擔保、信用保險、超額資產、更換部分資產或其他方式，以增強其信用。	

資產證券化的順利進行，需有相關法制之配合，以解決其內部結構上的一些法律問題，主要為「破產隔離」及「真實出售」等，證券化之“破產隔離”(bankruptcy remote)是指在委託人(創始機構)或受託人不能支付或破產時，受益人(投資人)仍然能夠就信託財產保持其受益，可以對抗委託人及受託人的普通債權人。所謂真實出售(true sale)，是指各方當事人在契約中明確表示交易性質為資產(債權)銷售且與該資產(債權)相關的所有權益及風險全部按公平市場價格轉讓給受讓人的金融資產轉讓行為³⁶。

金融資產證券化過程中，信用增強機制之設計適時填補資產得以

³⁶ 參閱資產證券化基本能力測驗書，東展文化，2009年，頁3。

達成證券化之信用風險缺口，其主要功能有二：

一、 交易中介功能

為讓潛在投資者對涉及證券化標的資產組合之風險及現金流量，有一定之瞭解，證券發行者有時不得不以提供風險貼水

(premium) 或更改其證券化結構之方式，解決投資者對風險不確定性之顧慮。信用增強機制之導入，即可扮演風險缺口之彌補者，使得投資者與證券發行者各取所需，達成交易中介之功能。

二、 交易成本降低之功能

複雜之證券化案件，單一投資者無能力針對證券化參與者可能產生之風險，予以個別評估或其評估成本可能不符效益。信用增強機制之導入適時地解決此問題，個別之投資人無需為資訊之取得支付費用。

信用評等機構在證券化中係扮演公正之第三人角色，負責評估證券化所發行證券於交易過程中，因其可能產生之給付遲延或不完全給付之風險，而予以某種等級評價。證券化之證券清償係以證券化標的資產為主，其信用評等等級決定之考量因素包括：一、信用增強程度；二、證券化標的資產之品質；三、現金流量之型態；四、證券化計畫之財務結構。此信用評等考量之因素與創始機構及特殊目的機構的財務健全性及經營績效無關，故不同於一般公司債評等係以發行公司財務健全性及經營績效為主要考量因素³⁷。

第三項 衍生性商品評估問題

不動產貸款如屬一般住房貸款，其抵押證券又稱RMBS

³⁷ 參閱黃淑華，我國金融資產證券化之發展及其監理，金融監理與風險管理選輯，2004年10月，頁68-70。

(Residential mortgage-backed securities)，商業不動產抵押貸款則可打包發行商業不動產抵押貸款支持證券(Commercial mortgage-backed securities, CMBS)；至於信用卡債權、汽車貸款可打包用於發行資產支持證券(Asset-backed securities, ABS)。金融機構藉由「證券化」將貸款債權轉賣他人，可同時將風險轉嫁給他人承擔，降低了金融機構審查這些貸款者信用狀況之動機。

為消化大量的寬鬆資金，金融機構的貸款標準愈來愈寬鬆，而華爾街運用複雜的數學模型來設計出許多令人眼花撩亂的衍生性金融商品，這些金融商品不斷地分切、重組、包裝，槓桿運用越來越大，創造出一代又一代的衍生性金融商品，製造出更大的泡沫和風險³⁸，例如在這次風暴中受到指責之擔保債務憑證(CDO, Credit Derivatives)。

CDO可屬於ABS範疇，但隨著其資產池之多樣化，以及其在架構上與信用衍生性金融商品之密切結合，使得CDO之複雜度大為增加。CDO以若干債務之債權為基礎，加以重新包裝成不同證券，出售給投資人，依據資產池所包含資產之類別可區分為³⁹：

一、CMO (Collateralized Mortgage Obligation)

CMO指擔保房貸憑證，是由FHLMC於1983年首創，為降低提前還本風險設計。其能成功的關鍵在於它能發行多組期限不同的債券，使長短期債券投資人視其需要各取所需。

二、CLO (Collateralized Loan Obligation)

資產池由企業貸款債權所組成。

三、CBO (Collateralized Bond Obligation)

³⁸ 參閱王秀玲科長、陳湘琴稽核，參加美國證管會2011年「證券市場發展國際研討會」報告，行政院金融監督管理委員會證券期貨局，2011年6月27日，頁21-22。

³⁹ 參閱黃榮賜，赴美國研習「證券化金融商品發展之研究」報告書，2008年1月20日，頁22-23。

資產池由債券所組成。

某些CDO再組成另一種CDO，成為以CDO擔保的CDO，投資人購買CDO，因其資產池中含有次級房貸而損失慘重，下表可更了解CDO在證券化中扮演的角色：

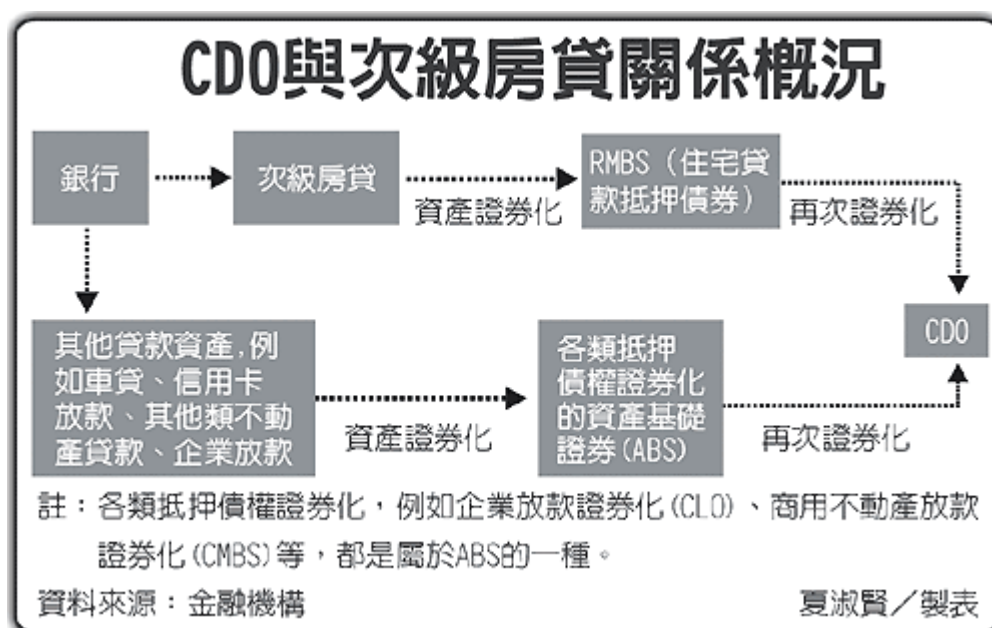


表 8：CDO 與次級房貸關係⁴⁰

許多金融機構對暴露於次級房貸之相關風險，包括投資ABS及CDO等金融商品，多未整合進行管理，不瞭解其對次級房貸暴險已有高度集中情形。國際三大信評公司在金融危機爆發後成為眾矢之的。由次級房貸組成的垃圾資產，經證券化金融創新所製造出的擔保債務憑證 (CDO)，一變而成“投資等級”甚至是AAA級的債券。據國際貨幣基金組織 (IMF) 估計，超過90%的次級房貸通過結構重組獲得了AAA的評級，評級上的缺陷為次貸危機埋下了隱患。在危機爆發後，信評機構又大規模下調各類產品的信用級別，對市場造成另一輪重創⁴¹。

⁴⁰ 夏淑賢，CDO—抵押債務債券的神秘面紗，經濟日報，2007年8月27日。

⁴¹ 參閱段錦泉 徐薇薇，後金融危機中國信評體系的建構，2010年7月2日，聯合早報網，<http://www.zaobao.com/special/us/pages11/fincrisis100702.shtml>。

第三節 歐洲債信危機

第一項 背景

2008至2009年上半年是全球金融危機，2010年開始出現後金融危機財政赤字暴增現象與主權債務違約危機，再次威脅全球經濟，其中歐洲債務危機引發主權債信評級遭調降風潮。惠譽最初於2009年12月8日將希臘主權債信評等由A-下調至BBB+，展望為負面，此後2009年12月22日，標準普爾與穆迪也分別調降希臘主權債信評等，導致希臘政府主權債務違約率飆高。

與希臘相似，歐元區內同樣存在主權債務龐大問題者，還有葡萄牙、愛爾蘭、義大利、西班牙等4國，不僅讓歐洲經濟復甦蒙上陰影，更引發「二次衰退」的疑慮。南歐債信危機本質起於歐洲整合缺陷，南歐諸國經濟體質不如德、法，在進行貨幣整合的同時，卻不進行財政整合，此不但使南歐國家缺乏貨幣政策工具，亦因歐元帶來的低利率而導致財政支出浮濫、過度消費⁴²。三大國際信評機構接二連三示警，調降如義大利、西班牙等更多歐元區主權國家與銀行的債信評級，或將其放入可能降級的名單內，被視為對歐債危機火上加油。

歐洲主權債務危機之發展大致可分成以下階段⁴³：

一、歐洲主權信評惡化

先前葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘與西班牙五國信評遭降，近期法國展望遭下調至「負向」。希臘、葡萄牙、愛爾蘭殖利率皆

⁴² 參閱「歐洲債信危機及其影響」，行政院經濟建設委員會，2010年5月7日，<http://www.cepd.gov.tw>。

⁴³ 參閱「國際經濟情勢展望」，中央銀行，2011年12月21日，頁2，中央銀行全球資訊網，<http://www.cbc.gov.tw>。

超過7%後而尋求援助，故7%是市場認定需對外求援的水準，此也加重財政負擔。

二、銀行業體質惡化

法、德、英銀行業為葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘與西班牙公債最大持有者，銀行持有價格下滑的公債，致資產與淨值縮水。

三、金融業情勢緊張

銀行信評遭降，信用風險提高，拆借意願下降，面臨流動性危機。銀行信用緊縮使企業與家計部門融資難度提高，不利經濟活動。

四、歐洲經濟持續惡化

市場擔憂歐盟無法有效解決歐債危機，歐洲主要經濟體的經濟成長預測持續下修，2012年恐陷衰退。

五、透過金融面與貿易面衝擊全球

歐洲金融業出售海外資產挹注歐洲總部資金需求，金融市場連動性高，各國投資者財富縮水並去槓桿化。歐洲需求減緩，各國對歐洲出口減少，經濟成長動能減緩。

我國中研院院士、新加坡國立大學風險管理研究所(RMI, Risk Management Institute)所長段錦泉博士表示，主權國家債有一個很重要的觀念，就是主權國家免責權；主權國家免責權的意思，基本上是法律權利的根本來源，是主權國家所賦予的。也就是說，當一個國家國債付不出來的時候，它是可以賴債的，比如可以宣佈未來6個月不付帳，然後坐下來重啟債務談判；諸如此類爭端，是無法逕赴法院訴諸司法解決的。如果是公司主體，則是可以赴法院強迫其破產，所以它們的風險性質是非常的不一樣，分析方法也就非常的不一樣⁴⁴。

⁴⁴ 參閱段錦泉，「以創新的信用分析體系面對動盪的債券市場」演講會實錄，台灣金融服務業聯

歐債危機目前這些做法係不停地增加紓困，債務協商等，這些做法只能避免主權違約，但實質上並無法解決歐元結構問題。歐債危機並不限於歐洲，而是影響全球，金融機構就所持有歐債，各有不同曝險部位。根據我國央行2012年6月15日發布的最新統計，第1季國銀對歐洲跨國債權金額飆高到631億美元；2011年第2季歐洲債權比重達35.05%，同年第3季降到31.65%。依據央行統計數據，台灣已超越香港，成為全球第五大債主。去年底我國對外淨資產創新高，達7,406億美元，較前一年增加949億美元。央行表示，全體本國銀行對希臘曝險部位相當低，目前來看，應該不會有很大問題，各銀行對於持有部位也有轉移德國或減持操作⁴⁵。

第二項 歐元區之迷思

二次大戰後，基於尋求繁榮與維護和平的理念，歐洲國家領袖思索如何透過政治合作，消除戰爭的根源，推動經濟金融整合，以邁向歐洲合眾國（United States of Europe）為最終目標。1999年成立歐元區使用歐元，完成貨幣整合（目前有17個國家）。成立之效益包括：消除區域內匯率變動風險與不確定性；規模經濟效益；促進物價穩定；歐元債券受歡迎；歐洲各國政府與民間部門融資成本降低。但歐元區運作存在一些根本問題⁴⁶：

- 一、各國經濟基本面差異甚大，採取統一貨幣政策未必適合邊陲小國。
- 二、各國生產力及對外貿易結構差異大，難以採取單一匯率政策。
- 三、缺乏有效的財政協調及移轉機制。

合總會製作，2012年2月8日，頁4-5。

⁴⁵ 參閱藍鈞達，國銀持歐債 631 億美元，工商時報，2012年6月16日。

⁴⁶ 參閱「歐債危機對全球經濟金融之衝擊－兼論對台灣之影響」，中央銀行，2011年12月22日，頁3-8，<http://www.cbc.gov.tw>。

1990年代中期，信評機構把希臘放在偏弱的投資建議等級，但在2001年加入歐元區後，希臘的債信評等隨之被升級。由於信評強有力的支撐，希臘政府得以發行低利率的公債，借錢變得更容易；1995年希臘銷售10年期政府公債必須付15%殖利率，但到2002年時，卻只需付5%。2009年底，三大信評機構調降希臘債信評等，惠譽、標準普爾調降到投資級最低的3B、持負向展望，穆迪從A1調降一級至A2、持負向展望。2011年年中，標準普爾、穆迪才揮刀大砍希臘信評到「垃圾級」，惠譽則等到2012年初才痛下決定。

信評機構短時間內大砍希臘債信評等，被國際貨幣基金（IMF）稱作是一種失職。信評機構太迷信歐元區為一整體的信念，錯失對希臘債務正確判斷的良機，不但使希臘得以累積上百億歐元的主權債務，也鼓勵投資戶繼續投資希臘債券，導致現在這些買家必須承擔一半的投資損失。不少評論人士認為，倘若信評機構對這些歐元國家超出能力的借貸存有更多懷疑，包括希臘在內的歐債危機也許不會如此愈演愈烈⁴⁷。

美國政治學者哈斯（Haas）在其著作「歐洲的團結」中提到：「統合有兩個意涵，一個是中央主體影響、另一個被個別客體影響。」歐元的誕生創造出歐洲的經貿榮景，但歐元會員國的財政問題也會傷害歐元聯盟⁴⁸。我國管中閔政務委員認為真正根本上要解決之結構性問題是歐元區其實不適合包含這樣的17個國家，17個國家不管是規模還是經濟生產有非常大的差異。一個好的做法是小的歐元體系，不管

⁴⁷ 參閱楊芙宜編譯，歐債風暴－信評機構成過街老鼠，2011年12月19日，自由電子報，<http://www.libertytimes.com.tw/2011/new/dec/19/today-e32.htm>。

⁴⁸ 參閱鄭宇欽，歐洲債信風暴 引爆全球貨幣市場戰爭，玉山周報，2010年5月13日。

是財政結構還是生產是相對接近，才能反應同一種貨幣價值⁴⁹。

第四節 美國債信降等

第一項 背景

2008 年金融海嘯後，Fed 在 2009 年除了調降利率之外，也向市場注資 1.7 兆美元，購買了當時有問題的抵押證券(MBS)等資產，此舉定為量化寬鬆政策(QE：Quantitative Easing)。到了 2010 年 11 月時，美國為了刺激經濟增長，推出第二輪量化寬鬆政策(QE2)，為期 8 個月。國際信評公司陸續調降美國評級，相關情形如下⁵⁰：

一、Standard & Poor's

2011 年 8 月 5 日 S&P 將美國長期債信評等由「AAA」調降為「AA+」，債信展望「負面」。這是 1941 年以來，美國首次失去最高等級的信用評等，調降理由包括：

- (一) 美國國會與政府所達成之債務上限協議，並未達該公司所認定足以維持美國中期債務情勢穩定之規模。
- (二) 同時，調降評等亦反映出美國國會及政府在面對財政與經濟挑戰時，其政策的有效性、穩定性與可預測性均已弱化。

二、Moody's

2011 年 8 月 2 日確認美國長期債信評等「Aaa」維持不變，債信展望「負面」。

三、Fitch Ratings

⁴⁹ 參閱管中閔，世界經濟變動的趨勢，金總快訊，台灣金融服務業聯合總會，2012 年 7 月，頁 6-7。

⁵⁰ 參閱「S&P 調降美國長期債信評等」，中央銀行 100 年 8 月 7 日新聞稿，<http://www.cbc.gov.tw>。

2011年8月2日確認美國長期債信評等「Aaa」維持不變。

四、Egan-Jones

美國 Egan-Jones 評等公司 2012 年 5 日調降美國主權債信評等一級至 AA，比最高評等低兩級，展望負向，理由是美國債務負擔增加。該公司 2011 年 7 月就把美國主權債信評等從 AAA 調降至 AA+，Egan-Jones 之觀點主要在於美國債務負擔增加的同時，卻未能在抑制債務占 GDP 比走高方面取得實質進展。

第二項 信評意見之主觀性

次貸泡沫與歐洲主權債信危機，接連引發全球金融動盪，並招致信評機構「辦事不力」的批評，也讓外界質疑其公信力。針對 S&P 之降等，則顯示信評公司極力洗刷此疑慮，但美國財政部仍指出，S&P 對權衡性財政支出之估計，出現 2 兆美元的誤差。該公司後來雖已修正誤差，但卻從經濟面考量轉為政治面考量 (changing their principal rationale for their credit rating decision from an economic one to a political one)；即調降係反映出美國國會與政府在面對財政與經濟挑戰時，其政策的有效性、穩定性與可預測性均已弱化。美國財政部認為，在修正 2 兆美元誤差後，仍急於調降對美國的債信評等，其可信度及公平性，均令人質疑⁵¹。

英格蘭銀行於 2011 年 3 月發佈的研究報告、BIS (Bank for International Settlements) 及 ECB (European Central Bank) 的相關報告與講稿等曾指出，信評公司的主權債信評等確實存在問題，並呼籲各國主管當局不要過分依賴信評公司。我國中央銀行持有大量美國國債，就此，央行表示，信評機構的債信評等具有主觀性，無法反映一國真正的經濟規模、金融市場的廣度、深度及

⁵¹ 參閱簡國帆編譯，美國信評 Egan-Jones 調降，經濟日報，2012 年 4 月 7 日。

舉債能力。信用評等公司之信用評等常具「錦上添花、落井下石」的順循環（procyclical）特性，故信評可供參考，但不宜過度依賴。此次美國調整其債務上限時之爭論係屬民主政治之常態。

依據我國中央銀行就三大信評公司對主要國家主權評等之統計（表 9），部分城市型或經濟規模小的國家（如香港、新加坡及丹麥等），S&P 給予之債信評等居然高於美國。又如近期投資者有所疑慮的西班牙，各信評公司所給予的債信，反較台灣、日本及中國大陸為佳，均顯示該信評公司的債信評等具有主觀性，且無法反映一國真正的經濟規模、金融市場廣度、深度及舉債能力。

表 9：「AA」以上之主要國家主權評等⁵²

2011 年 8 月 7 日

Sovereign	S&P		Moody' s		Fitch Ratings	
	Foreign Currency	Local Currency	Foreign Currency	Local Currency	Foreign Currency	Local Currency
Canada	AAA	AAA	Aaa	Aaa	AAA	AAA
China	AA-	AA-	Aa3	Aa3	A+	AA-
Denmark	AAA	AAA	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Hong Kong	AAA	AAA	Aa1	Aa1	AA+	AA+
Japan	AA-	AA-	Aa2	Aa2	AA-	AA+
Singapore	AAA	AAA	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Spain	AA	AA	Aa2	Aa2	AA+	AA+
Taiwan	AA-	AA-	Aa3	Aa3	A+	AA-

資料來源：S&P, Aug. 5, 2011, Moody' s, Aug. 3, 2011, Fitch Ratings, Aug. 7, 2011

⁵² 參閱「S&P調降美國長期債信評等」，中央銀行100年8月7日新聞稿，<http://www.cbc.gov.tw>。

第五節 小結

長期以來三大信評機構在國際金融市場上享有獨特之地位，但由幾次之重大爭議事件中，我們也看到三大信評公司與其地位實不相稱的表現，而引發各界之譴伐。有關前述信評機構爭議事件之彙整請參考表 10。

表 10：信評機構爭議事件彙整

事件	事件成因	核心問題	信評機構爭議
安隆事件	<ol style="list-style-type: none"> 1、安隆公司利用 SPE 特殊交易架構隱匿虧損，於財報作不實表達。 2、公司經營階層舞弊與公司治理制度未能落實 3、會計審計失敗，負責查核安隆公司財務之安達信，又收取高額顧問費為安隆公司設計交易架構。 	資訊隱藏及利益衝突問題	信評公司被不夠透明的財務報表誤導，對於安隆所提供的不實資訊及其隱匿其他重要不利資訊，並未盡專業的評估注意程度。
美國次級房貸風暴	<ol style="list-style-type: none"> 1、金融機構大幅放寬貸放條件，房貸市場快速成長。 2、次貸包裝成證券化商品，經信評公司給予高評等轉賣給全球各地之投資人。 	衍生性商品評估問題	金融商品不斷地分切、重組、包裝，槓桿運用大，信評公司無法正確評估信用風險。
歐信債信危機	<ol style="list-style-type: none"> 1、各國經濟基本面差異甚大，採取統一貨幣政策未必適合邊陲小國。 2、各國生產力及對外貿易結構差異大，難以採取單一匯率政策。 3、缺乏有效的財政協調及移轉機制。 	歐元區之迷思	信評機構迷信歐元區為一整體的信念，錯失對希臘等國債務正確判斷的良機，短時間內又接二連三降評，被國際貨幣基金（IMF）稱作是一種失職。
美國債信降等	<ol style="list-style-type: none"> 1、2008 年金融海嘯後，Fed 在 2009 年除了調降利率之外，也向市場注資購買當時有問題的抵押證券(MBS)等，此舉定 	信評意見之主觀性	信評機構的債信評等具有主觀性，無法反映一國真正的經濟規模、金融市場的廣度、深度及

	<p>為量化寬鬆政策(QE：Quantitative Easing)。</p> <p>2、2010年11月推出第二輪量化寬鬆政策(QE2)，國際信評公司陸續調降美國評級，認為美國國會與政府在面對財政與經濟挑戰時，其政策的有效性、穩定性與可預測性均已弱化。</p>		<p>舉債能力。信用評等公司之信用評等常具「錦上添花、落井下石」的順循環 (procyclical) 特性。</p>
--	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--	------------------------------------------------------------

第四章 信評機構規範之變革

第一節 國際監管組織

第一項 國際證券管理機構組織

第一款 金融海嘯前

國際證券管理機構組織(International Organization of Securities Commissions;IOSCO)⁵³前就 2001 年美國安隆公司等之失敗予以檢討時，有關信評公司的業務活動為討論重點之一，IOSCO 於 2003 年 9 月發布「信用評等機構活動原則之聲明」(IOSCO Statement Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies)，以確保評等過程之公正性及投資者之利益，其內容包括四個基本原則如下：

一、評等過程的品質與公正性 (Quality and Integrity of the Rating Process)

信評機構應提高評等過程的品質與完整性；減少借款者，貸款者及其他市場參與者彼此間之信息不對稱。

二、獨立性與利益衝突 (Independence and Conflicts of Interest)

信評等機構應維持超然獨立性，避免利益衝突，並避免有影響評等獨立性之行為或關係。

三、透明度與訊息揭露及時性 (Transparency and Timeliness of

⁵³ IOSCO 是全球最重要的證券管理國際組織，其成立宗旨在保障投資人權益及確保證券市場效率，並協助各會員透過彼此間的資訊交換，進行跨境交易監督，同時協助各會員有效執行 IOSCO 準則，強化各會員的證券管理法規，我國金管會亦為會員之一。

Ratings Disclosure)

信評機構應維持評等過程的透明度與披露之及時性。

四、機密訊息 (Confidential Information)

信評機構應維護非公開資訊之機密性。

該原則性聲明發表後，外界認為IOSCO需要制定一更有針對性、更詳細的行為準則來指導該原則的具體應用。在此需求下，IOSCO經過進一步討論於2004年12月24日發布了信用評等機構基本行為準則 (IOSCO Releases Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies，以下稱基本行為準則)，為前述原則性聲明提供了一系列的實際措施，作為信評機構貫徹執行評等基本原則及制定本身基本行為準則之架構。

基本行為準則尊重具體法律及市場環境的差異，相關監管機構、信評機構等均可以根據具體環境構建適合的管理政策。對評等方法等方面的監管不做統一強制性的規定，有利於促進評等技術之提升及保護創新動力⁵⁴。基本行為準則沒有強制力及處罰條款，期待信評機構作為行為守則自律規範加以採用。如果準則中某一規定未納入信評機構的行為守則，信評機構應揭露這一事實，並解釋為何沒有納入該規定，以及如何解決該規定之意旨。

實務上，惠譽行為則準則就獨立性與利益衝突領域，與IOSCO準則有所不同。依據惠譽對外之揭露，其表示對外業務需求有時規定特定高階管理成員或具備專門語言技巧之特定員工必須在討論費用時提供協助，同時有可能參與評等討論。該公司對於費用討論採此方法已有一段時間，認為此方法反映出IOSCO準則的精神；那些參與評等

⁵⁴ 參閱朱榮恩、應娟，國際評級業和評級監管的发展演變，新世紀評級 2010 特刊，2010 年 12 月，頁 6。

討論者均夠資深，足以處理任何可能發生之利益衝突⁵⁵。

第二款 金融海嘯後

次貸危機爆發曝露出信評機構之利益衝突、透明度及獨立性不足等問題，各界聲討，並要求進一步強化對信評機構的監管，以及提出更有效之措施。就此，IOSCO採取了一連串措施如下，有利於推動各國建立一致的監管標準：

表11：金融海嘯後IOSCO措施⁵⁶

2008年5月	IOSCO技術委員會根據結構化金融產品評等業務的特點，於2008年對基本行為準則進行了修改及補充，以加強評等品質及管理評等機構商業模式之利益衝突，要求評等機構須在網站上披露評等主要方法論、結構化產品損失與現金流的分析資訊、歷史評等表現等 ⁵⁷ 。修訂後的行為準則被G20倫敦峰會採納作為國際準則。
2009年3月	IOSCO發布了加強對評等機構跨境監管合作的通知，提出在國際範圍內建立多邊監管聯席會議機制及雙邊監管備忘錄合作機制，加強對跨市場提供評等服務機構的監管 ⁵⁸ 。

⁵⁵ 參閱惠譽網站，<http://fitchratings.com.tw>。

⁵⁶ 參閱葉銀華，「金融市場重建與規範」暨「公司治理與創新價值」研討會出席報告，行政院金融監督管理委員會，101年4月18日，頁12-13。

⁵⁷ 參閱 IOSCO/MR/006/2008，IOSCO to implement changes to Code of Conduct for Credit Rating Agencies，28 May 2008，The following amendments have been made to the Code of Conduct:
Quality and Integrity of the Rating Process - Code of Conduct Section 1、CRA Independence and Avoidance of Conflicts of Interest - Code of Conduct section 2、CRA Independence and Avoidance of Conflicts of Interest - Code of Conduct section 2、Disclosure of the Code of Conduct and Communications with Market Participants - Code of Conduct section 4，
<http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS120.pdf>。

⁵⁸ 參閱IOSCO/MR/04/2009，IOSCO UPDATE ON CREDIT RATING AGENCIES OVERSIGHT，12 March 2009，<http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS138.pdf>。

2009年5月	IOSCO將評等機構工作小組（CRA Task Force）變更為信用評等機構常設委員會（Technical Committee Standing Committee on Credit Rating Agencies，簡稱TCSC6），負責制定信用評等機構監管行為準則，定期開展各國信用評等機構監管的評估活動。
2010年6月	IOSCO修訂了「證券監管的目標和原則」，提出信用評等機構必須得到恰當的監管，監理體系應確保所發布之信評結果於金融監理上被使用之信評機構，均須辦理註冊且受持續性監理（原則22）。其他提供投資人分析或評估服務之企業，亦應依其業務對金融市場之影響程度或監理體系對其之仰賴程度，接受妥適監理（原則23） ⁵⁹ 。

第二項 國際清算銀行（巴塞爾委員會）

為強化國際銀行體系的穩定，避免因各國資本需求不同所造成不公平競爭之情形，國際清算銀行（Bank for International Settlements，BIS）巴塞爾銀行監理委員會（Basel Committee on Banking Supervision，BCBS，以下簡稱巴塞爾委員會）於1988年公佈以規範信用風險為主的跨國規範，稱為巴塞爾資本協定（Basel Accord），英文簡稱為Basel I，藉以規範國際型銀行資本適足率應至少達到8%之標準，以維持適當資本水準。從此，巴塞爾協定便廣

⁵⁹ “Objectives and Principles of Securities Regulation” incorporates eight new principles, Principle 22: Credit rating agencies should be subject to adequate levels of oversight. The regulatory system should ensure that credit rating agencies whose ratings are used for regulatory purposes are subject to registration and ongoing supervision; Principle 23: Other entities that offer investors analytical or evaluative services should be subject to oversight and regulation appropriate to the impact their activities have on the market or the degree to which the regulatory system relies on them; 參閱IOSCO/MR/10/2010，Global securities regulators adopt new principles and increase focus on systemic risk，10 June 2010，<http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS188.pdf>。吳當傑、周秀玲、周鳴皋、胡則華，出席「國際證券管理機構組織（IOSCO）2010年第35屆年會」報告，金融監督管理委員會，2010年7月27日，頁38。

為包含台灣在內的世界超過百國之銀行所採用，成為一世界公認的金融準則。

1988年訂定之銀行資本適足協定，要求銀行必須針對其授信資產依規定權數計算「信用風險性資產總額」，據以計提8%的最低適足資本以吸納其風險，此協定於1992年開始實施。其後並於1996年將銀行所持有之債券、股票、外匯與商品期貨等交易部位從信用風險架構中予以獨立出來，另以「市場風險」規定其所應計提之適足資本。巴塞爾委員會於2004年6月發布新巴塞爾資本協定(簡稱Basel II)，其基本架構係於原有銀行適足資本協定之「最低資本需求」外，增加「監理審查」及「市場紀律」，使成為三大支柱相輔相成架構。應計「最低資本」除信用及市場風險外，增加對「作業風險」計提適足資本的規定。其中對信用風險衡量方法，以授信對象信用評等取自外部信用評等機構者，稱之為「標準法」；以內部評等模型進行評等者，稱為「內部評等法」(Internal Ratings-Based Approach, IRB)⁶⁰。

表 12：新巴塞爾資本協定架構⁶¹

支柱		風險種類	資本計提	
			標準法	內部評等法
一	最低資本需求：定義資本對風險性資產最低比率（維持8%）之原則	信用風險	標準法	基礎IRB 進階IRB
		市場風險	標準法	內部模型法
		作業風險	基本指標法 標準法	進階衡量法
二	監理審查：要求主管機關對銀行資本計提、分配技術以及是否符合相關標準進行定性及定量評估，並作必要之早期干預。			
三	市場紀律（公開揭露）：規定資訊公開揭露條件，以促進市場紀律。			

⁶⁰ 參閱陳棟良，簡介新巴塞爾資本協定信用風險標準法在台灣，華南金控第32期，2005年8月，頁1-5。

⁶¹ 參閱陳棟良，前揭註文，頁2。

在新版的巴賽爾資本協定中，允許透過外部信評機構的信用評等決定其信用風險程度，即所謂的標準法（Standardized Approach）。根據新巴賽爾資本協定第91款規定之「合格之外部信用評等機構」必須符合下列六項標準：

表13：合格之外部信用評等機構標準⁶²

<p>客觀性 (Objectivity)</p>	<p>信用評等的方法必須是嚴格的、有系統的，並且要能根據歷史經驗進行某種形式之驗證，此外，必須持續對評等進行檢視，並根據財務狀況之變化予以更新。在監理機關認可之前，對市場各個產業之評等方法論，包括嚴格之回溯測試，必須已建立至少一年，最好是三年以上。</p>
<p>獨立性 (Independence)</p>	<p>外部信用評等機構應該是獨立的，不應受政治或經濟之壓力而影響評等，評等過程應盡可能不受到任何限制，如因評等機構董事會成員或股東結構有可能引起利益衝突之疑慮。</p>
<p>國際性和透明度 (International access / Transparency)</p>	<p>不論國內、外具有合法利益的機構，都能以同等條件取得個別評等結果，此外，外部信用評等機構所採用之評等方法概論應能被公開取得。</p>
<p>揭露 (Disclosure)</p>	<p>外部信用評等機構應揭露以下資訊：評等方法論，包括違約之定義、評等期間、每一等級之含義；每一等級實際之違約率經驗；評等之變化趨勢，例如在一定時間評等從AA級轉為A級之可能性。</p>
<p>資源 (Resources)</p>	<p>外部信用評等機構應有充足之資源，以提供優質之信用評等，這些資源應能使外部信用評等機構與被評等機構之高階管理及作業階層人員保持實質與經常性之聯繫，以提高信用評等之價值。此類評等應以兼具定性與定量方法論為基礎。</p>
<p>可信度 (Credibility)</p>	<p>在某種程度上，其可信度可由上項標準導出，此外，獨立主體（如投資者、保險人、貿易夥伴）對於外部信用評等機構信評之依賴程度，也可證明外部信用評等機構信評之可信度。外部信用評等機構之可信度可經由建立防止機密資訊被不當使用之內部程序強化之。</p>

⁶² 參閱陳建文，商業銀行之信用評等、準備計提與資本配置，國立中央大學管理學院高階主管企管碩士班碩士論文，陳錦村博士指導，2005年6月，頁34-35。

金融海嘯後，巴塞爾委員會要求各國銀行業監管機構應參考 IOSCO 制定之「信用評等機構基本行為準則」，對外部信評機構的評等結果進入本國的巴塞爾銀行監管架構進行資格准入考評。要求外部信評機構揭露以下內容：行為準則、與被評機構之間的報酬安排、評等方法（包括違約的定義、時間範圍及每個評級的含義）、不同信評對象的實際違約率、評級變動等；研究解決將外部評級用於資本監管架構所產生的不當激勵問題。

第三項 其他國際組織

金融海嘯後，國際重要組織體認到信評機構應有適當之監管，除提出檢討外，並提出相關之措施或報告等，以利各國建立一致之監管架構。G20⁶³積極推動加強監管合作，遵守國際執業標準，減少對信評機構的過度依賴；2009 年 4 月 G20 倫敦高峰會及 2010 年 6 月 G20 多倫多峰會公報，相繼提出將信評機構納入監管及減少對信評的依賴等政策方向。除了 IOSCO 及 BCBS 外，金融穩定理事會（FSB）、國際貨幣基金組織（IMF）及世界銀行（WB）也積極提出相應的政策建議。相關內容摘述如下：

⁶³ 20 世紀 70 年代初，在第一次石油危機重創西方國家經濟後，在法國倡議下，1975 年 11 月，美、日、英、法、德、意六大工業國成立了六國集團，此後，加拿大在次年加入，七國集團（簡稱 G7）就此誕生，1997 年俄羅斯的加入使得 G7 轉變為 G8。1997 年亞洲金融危機的爆發使國際社會認識到國際金融問題的解決除西方發達國家外，還需要有影響的發展中國家參與。1999 年 9 月，西方七國集團財政部長和中央銀行行長在華盛頓發表聲明表示，同意建立由主要發達國家和新興市場國家組成的二十國集團（G20）就國際金融問題進行磋商。

表 14：國際組織信評措施概要⁶⁴

國際組織	主要措施	內容概要
G20	倫敦高峰會公報	2009 年將信評機構納入監管範疇，確保信評機構滿足規範的國際執業準則，特別是要避免不可接受的執業準則，
	多倫多高峰會公報	2010 年各國監管機構要加強信評機構監管，著重關注加強透明度，提高質量，防止利益衝突；同時承諾在法規制定及監管方面減少對外部信評機構的倚賴。
FSB	減少評級倚賴高級原則	考慮到信評機構的監管地位及可能引發的系統性風險，金融穩定理事會於 2010 年 10 月發布了「降低信評機構倚賴性的高級原則」，提出降低信評機構倚賴性的三大原則： 1、降低各類標準、法律法規、監管規則對信評機構的倚賴。 2、降低金融市場對信評機構的倚賴。 3、降低具體金融活動對信評機構的倚賴，主要包括中央銀行操作、銀行審慎監管、機構投資者設定內部投資參考標準及政策、市場參與者與中央對手方合約、發行人訊息披露等 5 個方面。
	追蹤各國進展形成資料提交 G20 高峰會	2011 年 4 月公布包括美國、歐盟、日本在內的 25 個國家及地區向其提交的落實 G20 相關倡議進展報告。
IMF	金融穩定報告	2010 年 9 月國際貨幣基金組織發布「全球金融穩定報告(2010 年度)」，探討信評機構角色及順週期性，重點關注信評機構主權評級的方法體系及揭示主權信用風險的作用。
WB	政策研究報告	2009 年 10 月世界銀行發布公共政策報告「信用評等機構：監管方法並非易事」，總結信評機構在結構化金融產品評級中的問題及監管機構的過度倚賴，提高減少利益衝突，改進評等方法質量，提高透明度及訊息披露，利用直接監管取代自我監管，鼓勵競爭，檢討發行人付費模式，降低信評機構監管特許權等政策建議。

⁶⁴ 參閱「後危機時代信用評級行業的監管趨勢及啟示」，專題報告 2011 年第 2 期，中債資信評估有限責任公司，2011 年 7 月，頁 3-4。

第二節 美國

第一項 金融海嘯前

第一款 沙氏法 (Sarbanes-Oxley Act of 2002)

1929年美國股市大崩盤，導致1933及1934年國會採行Louis Brandies之建議「陽光是最好的消毒劑；路燈是最有效率的警察」，通過了以公開揭露體系為架構之1933年證券法及1934年證交法，成為往後規範美國證券市場之首要法規，也成為其他國家仿效之對象。然美國自2001年10月以來，陸續爆發安隆(Enron)的財務報表不實報導、世界通訊(Worldcom)的隱瞞虧損、線上時代華納(AOL TIME Warners)的虛報廣告營收及強生製藥(Johnson)被控隱瞞產品過失，這些案件暴露出整個公司治理架構之缺失，須制定法規予以改善。

有鑑於此，美國行政及立法部門展現了最有效率之因應，完成沙氏法之相關立法，並以兩院提案人一馬里蘭州民主黨參議員 Paul S Sarbane 及俄亥俄州共和黨眾議員 Michael G. Oxley 為該法之名稱，即沙氏法「The Sarbanes-Oxley Act of 2002」，又稱為「企業改革法」。2002年7月30日，美國國會通過沙氏法，其最大特點在於基於保護投資人及公共利益之必要，得採取限制性之機制以為因應，取代過去長期以自律為主軸的公司治理機制。

沙氏法共十一章，其內容包括⁶⁵：

第一章：公開發行公司會計監督委員會之設置 (Public Company Accounting Oversight Board)

該委員會主要功能在於監督提供發行公司審計服務之會計

⁶⁵ 參閱羅贊興、陳逸珊、黃書芸、黃馨儀，美國企業改革法案 (Sarbanes-Oxley Act of 2002) 對我國上市公司管理制度適用性之探討 (上)，證交資料，頁 13-14。

師事務所。

第二章：審計人員之獨立性 (Auditor Independence)

主要內容在於要求審計人員應以正直、公正客觀之立場，保持超然獨立精神。

第三章：法人組織責任 (Corporate Responsibility)

主要內容在於強制公開發行公司設置審計委員會及加重管理階層對於財務報告之責任。

第四章：增加財務資訊之揭露 (Enhanced Financial Disclosure)

主要內容在於加強資產負債表之表外交易、特殊目的用途資產、財務預測等資訊之揭露，並禁止公司貸款予董事及管理階層。

第五章：分析師利益衝突 (Analyst Conflict of Interest)

主要內容在於避免證券分析師與投資銀行承銷業務間可能產生之利益衝突。

第六章：證管會資源及職權 (Commission Resources and Authority)

主要內容在於增加證管會之人力經費，以強化其職權。

第七章：研究與報告 (Studies and Reports)

主要內容在於責成主管單位及證管會應就特定議題進行研究，並向美國國會提出報告。

第八章：公司之刑事詐欺責任 (Corporate and Criminal Fraud Accountability)

主要內容在於禁止任何人擅自竄改審計相關文件、並賦予會計師保存審計紀錄之義務，以及制定舉發違法者之保護條款。

第九章：提高白領階級犯罪之刑罰 (White-Collar Crime Penalty Enhancements)

主要內容在於加重白領階級犯罪之處罰。

第十章：公司所得稅申報 (Corporate Tax Returns)

規定公司聯邦所得申報書應由公司執行長簽名，以負其責。

第十一章：公司詐欺及責任 (Corporate Fraud and Accountability)

主要內容在禁止竄改文件及妨礙公務行為，並賦予證管會暫時凍結公司資產及禁止擔任經理人與董事之權限。

安隆案中，美國三大信用評等公司遲至 2002 年 11 月 28 日，始全部將安隆公司之債券全部降為「垃圾」等級，4 天後安隆公司即聲請破產保護，信用評等機構徒具專業而未能就財務狀況已亮起紅燈之問題事業，向投資人預先提出警告，而備受質疑。為重新建立資本市場的秩序並回復投資人信心，沙氏法第七章第 702 節要求證管會 (SEC) 應全面檢討如何強化信用評等機制，其內容如下⁶⁶：

第 702 節 委員會對信評機構的研究及報告

a. 研究要求

1. 總體要求—SEC 應當對信評機構在證券市場中的地位及作用進行研究。
2. 應當考慮的領域—SEC 的上述研究應當考察：
 - i. 信評機構評價證券發行人時的扮演的角色；
 - ii. 上述角色對投資者的重要程度，以及對投資者及證券市場的運作；
 - iii. 就信評機構對證券發行人之財務及風險所作精確評估的

⁶⁶ TITLE VII STUDIES AND REPORTS Section 702-- Commission Study and Report Regarding Credit Rating Agencies。參閱 The Sarbanes-Oxley Act of 2002 中譯本，期貨龍聽網，<http://www.qhltw.com/html/200803/11/20080311080141.htm>。

任何障礙；

iv. 進入信評行業的障礙，以及如何打破這種障礙；

v. 信評機構宣佈評級結果後，採取何種方法提高資訊的傳遞效率；

vi. 信評機構運作中可能存在的利益衝突，以及避免或改善該種利益衝突的方法。

b. 報告要求—SEC 應當在本法生效後 180 天內向總統、參議院銀行、住房和城市事件委員會，以及眾議院金融委員會提供其上述研究報告。

SEC 依照沙氏法的要求，採取了提高發行人資訊揭露等相關措施，規範對信評機構的註冊及監管，目的在於通過提高行業競爭性及業務透明度來改善評等品質，並控制潛在利益衝突。但是，對於信評機構的責任承擔並未做出實質性界定。SEC 嗣後於 2003 年 1 月向國會遞交了關於信評機構在證券市場運行中充當之角色和功能的報告

(Report on the role and function of credit rating agencies in the operation of securities market)，涉及的問題包括對評等程式提出更嚴格的要求。

第二款 信用評等機構改革法 (Credit Rating Agency Reform Act)

2001 年底發生的安隆案及其後發生的世界通訊等大型倒閉案，對廣大投資人和利害關係人都是很大的衝擊。要求檢討、改進信評功能、角色、正確性、及時性、公平性、減少利益衝突、降低對股市波動率影響的議論逐漸增多。為回應信評使用者對信評業改革的要求，美國證管會在 2003 年發布「聯邦證券法下信用評等機構與信用評等的使用」，檢討信評的功能與運作，並針對信評機構，尤其是 NRSRO 的存廢、

認可的標準、檢查與監管、利益衝突、違反競爭、濫權及欠缺公正、資訊流等總共提出56個問題，希望相關機構及人士提供意見。

為回應各界意見，美國國會在2006年9月下旬通過了信用評等機構改革法（Credit Rating Agency Reform Act, CRARA），是2001年底安隆案以來，針對信評機構管理規範的一項重要法案，2006年9月26日由布希總統簽署成為法律，並於2007年6月生效。該法全文共分為7節，要求SEC消除信評市場進入障礙，明訂NRSROs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NRSROs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。CRARA通過後，SEC不再是其他信評機構進入評等市場之障礙。

本法第3節修改1934年證券交易法部分條文，就信用評等、信用評等機構、NRSRO定義，並訂明NRSRO的申請書件及審查程序。第5及第6節訂定NRSRO及SEC年報與其他告事項；第7節訂明美國審計部(GAO)針對本法案的研究及報告義務。信用評等機構改革法促使信評機構更開放，形成較具競爭性的市場，至於NRSRO必須有3年的信用評等經驗加上其他條件才可以申請⁶⁷。本法授權美國證管會檢查

⁶⁷ SECTION.3.DEFINITIONS. (a) (62) The term `nationally recognized statistical rating organization' means a credit rating agency that--

`(A) has been in business as a credit rating agency for at least the 3 consecutive years immediately preceding the date of its application for registration under section 15E;

`(B) issues credit ratings certified by qualified institutional buyers, in accordance with section 15E(a)(1)(B)(ix), with respect to--

`(i) financial institutions, brokers, or dealers;

`(ii) insurance companies;

`(iii) corporate issuers;

`(iv) issuers of asset-backed securities (as that term is defined in section 1101(c) of part 229 of title 17, Code of Federal Regulations, as in effect on the date of enactment of this paragraph);

`(v) issuers of government securities, municipal securities, or securities issued by a foreign government; or

所有信用評等公司，此外，本法也對非委託評等、降等降級、評等搭售(tying ratings)等加以規定。總體而言，本法授與證管會權限，對於未能提供可信賴評等的評等機構，可有處理的工具，也提供更大的競爭環境⁶⁸。美國證管會也在2007年5月21日核准日本一家信用評等公司成為美洲境外第一家NRSRO。

信用評等機構改革法在信評機構訴訟責任的承擔上並無改變，反而鞏固了信評機構的特權。該法規定國家認可的信評機構之注冊登記不構成其擁有的權利、特權或者抗辯的放棄或者減少，該法不被解釋為創造任何私人訴權，信評機構提交的報告不創設「證券交易法」與其他法律條款下的私人訴權⁶⁹。另外，本法並賦予NRSROs機構的評級方法、指標及程式的科學、合理性等實質問題不受監管涉足的特殊地位。

信用評等機構改革法意圖是讓市場的信評機構較多，增加客戶的選擇及激勵準確與可靠的評分。但信評公司彼此間的競爭反使發行人有更多的機會選擇寬鬆標準的信評公司，以得到他們想要的評級，此即產生評級套利(rating model arbitrage, 又稱為 rating shopping)。換句話說，就是投資銀行利用不同產品之不同評級，所產生之產品價錢上的差異來進行套利；如果投資銀行買入BB級債券後，再打包其

`(vi) a combination of one or more categories of obligors described in any of clauses (i) through (v);
and

`(C) is registered under section 15E.

⁶⁸ 參閱施敏雄，台灣信用評等協會理事長，美國信評機構改革法評析，經濟日報，2007年7月8日。

⁶⁹ 參閱聶飛舟，美國信用評級機構法律監管演變與發展動向，——多德法案前後，《比較法研究》2011年第4期，北大法律網·法學在線，<http://fjthk.now.cn>。
SECTION.4. (a) `(a)` (1) (E) LIMITATION ON LIABILITY OF QUALIFIED INSTITUTIONAL BUYERS- No qualified institutional buyer shall be liable in any private right of action for any opinion or statement expressed in a certification made pursuant to subparagraph (B)(ix)。

他 A 級債券，那麼其中 BB 級債券也會升級為 A 級，利潤就上升了⁷⁰。

第二項 金融海嘯後

第一款 SEC修改NRSROs監理細則(Rules for NRSROs)⁷¹

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監理細則，以強化信評程序及方法之完整性。主要內容如下：

一、信評機構應增列及留存之紀錄(Rule 17g-2)

- (一) 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。
- (二) 留存現有評等案件之歷次評等結果(例如首次評等、後續升級或降級)及日期。
- (三) 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。
- (四) 「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)

NRSROs應向SEC提交其會計年度之升級、降級、信用觀察及撤回

⁷⁰ 參閱尚素吟，美國金融改革方案過關 華爾街清洗評級黑幕，中國時代周報，2010年5月27日，<http://time-weekly.com/story/2010-05-27/107263.html>。

⁷¹ 參閱吳登彰、李佩真，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，2009年11月，頁220-230。

評等案件之報告。此外，NRSROs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NRSROs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)

- (一)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。
- (二)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。
- (三)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。

第二款 金融改革法 (Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)

第一目 金融改革法重點

為提升市場、投資人信心並改善次貸風暴中所引發的各項金融體系問題，號稱 1929 年經濟大蕭條以來美國最全面的金融改革法案——「Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 華爾街改革與消費者保護法」最終在爭議不斷與各方角力之情形下於 2010 年 7 月 16 日由美國參議院表決通過，並已由歐巴馬總統簽署執行。對比影響美國銀行業 50 年以上，限制銀行與證券混業經營的「格拉斯史蒂格法」⁷²，此法企圖涵蓋之層面可謂有過之而無不及。

⁷² 格拉斯-史蒂格法案 (Glass-Steagall Act)，也稱作《1933 年銀行法》，是一部對美國銀行系統進行改革的法律，美國聯邦存款保險公司是依此法成立的。這部法律的目的在於對投機採取一些控制措施⁷¹。它是由美國民主黨參議員卡特·格拉斯和眾議員亨利·B·史蒂格提出的。其內容比如允許聯邦儲備系統調節存儲賬號的利息，被 1980 年的儲蓄機構解除管制和貨幣控制法

以往美國金融市場及金融業迅速發展，特別是金融創新方面，但金融監管是採寬鬆的態度。2005年5月聯準會主席葛林斯班帶頭抗拒外界要求政府管制信用違約交換（CDS, Credit Default Swap）⁷³、抵押債務憑證（CDO）等金融衍生合約，他當時說，市場自律遠比政府的干預更能節制過度風險，事實證明這些複雜、相互纏繞的金融商品，最後危及整個金融市場的系統風險。金融改革法基本上是一亡羊補牢之法案，核心圍繞在預防系統性風險與消費者金融保護之兩大議題上，為達成上述目標，新法有以下幾項重要措施⁷⁴：

一、致力於防止銀行過大，以致產生「太大不能倒」之風險

要求對規模過大，結構過於複雜的金融機構在資本適足率、槓桿比率、流動性比率及風險管理等方面實行比其他金融機構更為嚴格的規定；限制金融機構規模的不斷膨脹，以及授予監管機關對大型金融機構強制分割、重組或分拆資產之權限。

二、限制商業銀行從事某些投資業務，避免銀行有過高之曝險

例如：限制銀行與金融控股公司的自營交易及限制銀行投資私募股權基金與避險基金之投資總額不得超過銀行第一類核心資本的3%等。

三、新設「金融穩定監督委員會」

取消了。禁止銀行控股公司擁有其它金融公司的規定被1999年11月12日生效的金融服務法現代化法案取消了，維基百科。

⁷³ 合成型 CDO(Synthetic Collateralized Debt Obligation, Synthetic) 是建立在信用違約互換(CDS, Credit Default Swap)基礎上的一種 CDO 形式，在該類 CDO 下，信貸資產的所有權並不發生轉移，發起人僅僅通過 CDS (Credit Default Swap) 將信貸資產信用風險轉移給 SPV，並由 SPV 最終轉移給證券投資者。CDS 在次級房貸證券化的過程中發揮重要作用，是 CDO 得以構建的基礎，而 CDO 證券的持有者能否按期收回本金與利息，首先也取決於 CDS 是否違約。迄 2008 年底，CDS 市場規模達到 5,500 億美元，超過了全球的 GDP 總額。然而，這個龐大的 CDS 市場實際上卻不受任何監管，最後成為次貸危機中的重災區。

⁷⁴ 參閱陳相儒，美國金融改革法案簡析，普華商務法律事務所律師，經濟日報，2010年7月28日。

用以解決監管上多頭馬車之缺陷，並有效防範系統性風險。

四、強化對金融衍生性商品與避險基金之監管

將大部分櫃檯交易(OTC)之金融衍生性產品納入交易所及清算中心之平台，加以規範與管制；要求銀行將高風險衍生性金融產品移到特定的子公司承作(常規的利率、外匯、大宗商品等衍生性金融產品除外)；且大型的避險基金、私募股權基金及其他投資顧問機構，須在證管會(SEC)登記，揭露交易資訊，並定期接受檢查。

五、強化評等機構之獨立性與評等資訊之透明度

在證管會內部成立信評機構辦公室，增加信評機構的獨立性及評級的透明性，要求信評機構公佈其評等的方法與評級的歷史紀錄，以及提供投資人透明且可靠之投資機構資訊等。

六、新設金融消費者保護署(CFPA)

確保美國消費者就消費性金融產品可取得透明、正確的資訊，並防止金融詐欺情事的發生，由於消費金融所涉範圍甚廣，且該署擁有獨立制定條例之權，預計將在相關監管上，扮演重要的角色。

七、擴權各金融監理機關之權限

聯邦儲備理事會、貨幣監理署(OCC)、儲蓄機構監理署(OTS)與證管會等，雖在次貸危機與金融危機中未能發揮應有功能而遭受評擊，卻在新法中獲得實質的擴權。

八、明確授權美國聯邦存款保險公司(FDIC)在大型金融機構產生危機時可採取特定措施

包括可對金融機構採取破產、清算之程序，且明定相關成本不得由納稅人支付。

九、賦予股東對經營管理階層提供建言之權利

此即所謂的 say on pay 制度，股東對於經營管理階層之薪酬擁有不具約束力之建議權，監理機關並有權中止金融機構不當之薪酬計畫。金融改革並不是要設定薪資及獎金的限額，而是使薪資及獎金與公司的長期業績掛鉤，避免高層為了追求短期之利潤而冒過高的風險。

第二目 金融改革法信評監管規定

美國信評行業早期以市場自律為主導，其背後的“聲譽資本”理論為“良好的聲譽是任何信評機構生存和發展的基礎”，信評機構所作的每一個信用評級或會增進或會減損其“聲譽資本”，就此，市場自律機制的作用得以充分發揮。雖然市場自律機制仍發揮作用，但一連串信評爭議事件也導致政府外在監管體制不斷介入。金融改革法案第九章是有關投資人保護和改進證券業監管，其中Subtitle.C是信評機構監管之改善⁷⁵，共分9個條款（Sec. 931-Sec. 939，參見表15），對信評機構的監管體系提出新的規範性要求。本法賦予SEC遵行、監管和檢查信評機構的權力，SEC必須對信用評等服務機構制定新的監管規定，以管理及規範這些機構的評等活動。

⁷⁵ TITLE IX—INVESTOR PROTECTIONS AND IMPROVEMENTS TO THE REGULATION OF SECURITIES. Subtitle C—Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies.

表 15：美國 2010 年金融改革法案：關於信用評等機構規範⁷⁶

章節	名稱		
SEC. 931	研究發現		
SEC. 932	強化 NRSRO 的管制、評等責任、透明性		
SEC. 933	私人間民事訴訟行為的主觀心態		
SEC. 934	交付法律的強化或是管制的權責		
SEC. 935	在評等的決策中考量其他發行者的資訊		
SEC. 936	信用評等分析師的品質標準		
SEC. 937	規章的時間		
SEC. 938	不同評等符號		
SEC. 939	移除自有參照信用評等的法令	SEC. 939A	證管會研討強化信用評等機構的獨立性
		SEC. 939B	審計部研討替代的商業模式
		SEC. 939C	審計部研討創造一個獨立專業分析師組織
		SEC. 939D	初次信用評等任務
		SEC. 939E	審計部對設立獨立專業分析組織的研究
		SEC. 939F	對指定信用評級的研究及規則制定
		SEC. 939G	規則 436(g)的效果
		SEC. 939H	國會意見

資料來源：Restoring American Financial Stability Act of 2010

金融改革法對信用評等機構提出了下列監管要求⁷⁷：

一、成立信評機構辦公室 (Office of Credit Ratings, OCR)

在SEC內部成立一個信評機構辦公室，主要職責是為了保護信用評等用戶及公眾利益，增加信評機構發布信用評級的準確性，確保評級沒有受到利益衝突的不正當影響，

⁷⁶ 邱永和、沈大白、台灣信用評等事業發展策略研究，台灣信用評等協會，台灣金融服務業聯合總會 99 年度委託計畫，頁 15。

⁷⁷ 參閱聶飛舟，美國信用評級機構法律監管演變與發展動向，——多德法案前後，《比較法研究》2011 年第 4 期，北大法律網·法學在線，<http://fjthk.now.cn>。從美國信用評級的發展看信用評級的監管，全球經濟金融問題研究，中國銀行國際金融研究所，2012 年第 4 期，2012 年 2 月 8 日，百度文庫，<http://wenku.baidu.com/view/1175f7ec856a561252d36f52.html>。信用評等機構，美國證管會網站，<https://www.sec.gov>。

實施各項監管規則。辦公室配備充足且具有公司、地方政府及結構化債務金融方面知識與專業技能的工作人員。辦公室至少每年對信評機構進行一次檢查，並向公眾公佈檢查結果。

二、強化資訊披露

SEC要求NRSRO公開揭露信用評等之評估方法，採用第三人之證實性測試及歷史評估紀錄。公佈其評等方法論、聘用協力廠商進行盡職調查的情況及各項評級的歷史紀錄，強化信評機構的資訊揭露義務，提高其透明度。

三、增強信評機構的獨立性

要求NRSRO在進行評等時，除被評機構提供的資訊以外，從其他來源獲取可信資訊。

四、解決利益衝突問題

對合規官員的任職資格提出具體要求，NRSRO與被評公司之間的人員流動，要進行必要的回顧，要求評等機構公開揭露有關參與評等的主要職員是否在離職後轉入被評公司等資訊。

五、加強信用評等機構評等行為的責任追究

允許投資者就評等公司的失誤進行民事訴訟，追究信評機構對其決定評級風險的方法所依賴之重要事實有無進行合理的調查等，追究“故意或草率”行為之法律責任，NRSRO應承擔“專家責任”。

六、撤銷註冊資格

對於嚴重違規或多次出現重大評等失誤的評等機構，SEC有權撤銷其註冊資格。

七、分析師培訓及測試 (Analyst training and testing)

要求評等分析人員經過相對應之資格考試，並進行持續的教育。

八、降低評等依賴

新法要求減少監管機構對使用NRSRO評級的強制性要求，降低對評等之依賴，鼓勵投資者進行獨立分析。

九、獨立的董事會

新法要求，信評機構必須建立獨立的董事會，至少半數為獨立董事，確保獨立董事的獨立性，獨立董事不得從任何一家信評機構得到顧問費、諮詢費或其他費用，也不得與信評機構或其附屬機構有任何關聯及經濟利益。

十、具體的及額外揭露有關資產支持證券產品評級 (Specific and additional disclosure for ratings related to ABS products)

SEC要在進行充分的研究及報告國會的基礎上，制定新的機制，防止資產支持證券 (Asset-backed securities, ABS) 發行商，根據所獲得評級的高低而選擇特定的評等機構。

壹、法規援引信評之移除 (SEC. 939)

金融改革法第 939 條⁷⁸要求修正「聯邦存款保險法」、「聯

⁷⁸ SEC. 939. REMOVAL OF STATUTORY REFERENCES TO CREDIT RATINGS.

(a) FEDERAL DEPOSIT INSURANCE ACT.

(b) FEDERAL HOUSING ENTERPRISES FINANCIAL SAFETY AND SOUNDNESS ACT OF 1992.

(c) INVESTMENT COMPANY ACT OF 1940.

(d) REVISED STATUTES.

(e) SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934.

(f) WORLD BANK DISCUSSIONS.—Section 3(a)(6) of the amendment

in the nature of a substitute to the text of H.R. 4645, as ordered reported from the Committee on

邦住宅企業融資安全和穩健法」、「投資公司法」、「證券交易法」，以及 H. R. 4645 法案等法律，減少甚至取消制定法中對 NRSRO 評級結果的援引（參見表 16）。這些法律中對債券有“投資級別”的限制，而所謂的投資級別指某個證券得到一個 NRSRO（如果該證券只被一個 NRSRO 評級），或者兩個及以上 NRSRO 給出四個最高評級類別之一。修正刪除了“投資級別”的表述，取而代之是由公司自己確定之信用風險的標準。這些修正應在金融改革法實施 2 年內生效。

表 16：美國移除目前有參照信用評等的法令整理⁷⁹

法規	原始條例	修正內容
Federal Deposit Insurance Act (聯邦存款保險法)	Credit rating entities and other private economic	替換為 Private credit
Federal Housing Enterprises Financial Safety And Soundness Act of 1992 (聯邦住宅企業財務安全與健全法案)	that is a nationally registered statistical rating organization, as such term is defined in section 3(a) of the Securities Exchange Act of 1934	移除
Investment Company Act Of 1940 (投資公司法, 1940)	is rated investment grade by not less than 1 nationally registered statistical rating organization	替換為 Meets such standards of credit-worthiness as the commission shall adopt

Banking, Finance and Urban Affairs on September 22, 1988, as enacted into law by section 555 of Public Law 100 - 461, (22 U.S.C. 286hh(a)(6)), is amended by striking ‘ ‘credit rating’ ’ and inserting “credit-worthiness”，參閱美國SEC網站。

⁷⁹ 邱永和、沈大白，台灣信用評等事業發展策略研究，台灣信用評等協會，台灣金融服務業聯合總會 99 年度委託計畫，頁 7。

Revised Statutes (美國公證法)	any applicable rating	替換為 Standards of credit-worthiness established by the Comptroller of the Currency
Securities Exchange Act of 1934 (證券交易法;1934)	is rated in one of the two highest rating categories by at least one nationally registered statistical rating organization”	替換為 Meets standards of credit-worthiness as established by Commission

資料來源：Restoring American Financial Stability Act of 2010

貳、廢除 Rule 436 (g) (SEC. 939G)

美國證管會制定的 Rule 436(g) (1)規定，信評機構發佈的評等報告不得被認為是以專家身分準備或者核准的註冊說明書 (registration statement) 的內容，投資者無從援引「1933 年證券法」第 11 節的規定追究評等機構虛假陳述的責任。雖然所有的國家認可的評等機構皆根據「1940 年投資顧問法」註冊為投資顧問，但該法卻未對其出具評等報告有任何品質要求，投資者同樣無法追究信評機構責任。金融改革法 SEC. 939G 廢除了 Rule 436 (g) 規則⁸⁰，這意味著發行人將信評機構的評等結論收錄在募集意向書和註冊說明書中，信評機構將承擔「1933 年證券法」第 11 節下“專家”身分責任。

⁸⁰ SEC. 939G. EFFECT OF RULE 436(G). Rule 436(g), promulgated by the Securities and Exchange Commission under the Securities Act of 1933, shall have no force or effect.

參、消除公平揭露規則的豁免 (SEC. 939 B)

鑒於安隆案之爆發，美國證管會 (SEC) 前於 1999 年 12 月 20 日公布一系列關於資訊公平揭露的立法草案，廣納各方意見，經過數月的討論，制定了「公平揭露規則」(Regulation Fair Disclosure, Reg. FD)，並於 2000 年 10 月 23 日起生效。本規則之主要目的，在於減少企業之選擇性揭露，並進而降低內線交易行為發生之機會。

公平揭露規則主要的適用對象為選擇性揭露重大未公開訊息 (material, non-public information) 的行為人以及該等消息的受領人，禁止企業及其代理人對特定人選擇性揭露任何關於該企業或其有價證券之重大未公開訊息。但排除了對於下列對象，包括信評公司的適用⁸¹：

- 一、對於發行公司負有信賴或保密義務者(此即現行法下之內部人)。
- 二、明示承諾不洩露所悉之未公開消息者。
- 三、於發行公司揭露資訊僅為提供信用評等之參考，且此一信用評等為一般大眾所得知之情形，該以發行信用評等為主要業務之實體。
- 四、除第415號規則第(a)項第一款(i)-(vi)所列情形(有價證券之私募)外，與依證券法註冊之發行所為之資訊揭露。至於應媒體要求所為之「合於營業常規之說明」(例如與媒體例行的交流)，或對於政府機關所為之揭露，自不受本規則之拘束。

金融改革法規定，在不遲於本法頒布之日起後 90 天內，證管會應修正「公平揭露規則」(Regulation Fair Disclosure, Reg. FD) (17 C.F.R. 243.100)，刪除主要業務是發行信用評級之實體企業豁

⁸¹ 參閱林繼耀，美國證券交易法「公平揭露原則」新制，臺灣證券交易所，頁 1-5，<http://www.twse.com.tw/ch/products/publication/download/0001000149.pdf>。

免公平揭露原則的規定⁸²。

除了上述修正之外，金融改革法還要求其他聯邦機構在法案實施後不晚於1年內審查由其發佈的援引信用評等的任何規定，並以適當的信用風險標準取而代之⁸³。此外，本法還要求SEC研究如何加強對信用評級機構獨立性及其對信用評級品質的影響等問題，在新法通過3年內，向參議院銀行、住房和城市事務委員會及眾議院金融事務委員會，提交其研究結果與相關建議。本法同時要求SEC評估信用評等機構如何管理提供風險管理諮詢服務、輔助性協助、其他諮詢服務時可能產生的利益衝突；禁止信評機構向其提供其他服務的發行人提供信用評等服務的規則將產生的潛在影響，以及其他事宜。

第三節 歐盟

第一項 金融海嘯前

在金融監管許可權分散的歐盟，缺乏超國家主權的金融監管機構，各成員國對於歐盟層面的金融監管法律 and 政策的接受度較低，所以歐盟層面的眾多法律對各成員國的約束力相對有限。相對於美國，歐盟對於信評機構的監理一直以來是較為寬鬆的。

金融海嘯前，歐盟對信評機構實施的是基於國際證券管理機構組織(IOSCO)行為準則的自律監管。歐盟最早涉及信評機構監管的法規是「投資建議公平推薦和利益衝突披露指令」(Directive 2003/125/EC)，鼓勵信評機構建立內部政策及程序來保證評等的公

⁸² SEC. 939B. ELIMINATION OF EXEMPTION FROM FAIR DISCLOSURE RULE. Not later than 90 days after the date of enactment of this subtitle, the Securities Exchange Commission shall revise Regulation FD (17 C.F.R. 243.100) to remove from such regulation the exemption for entities whose primary business is the issuance of credit ratings (17 C.F.R. 243.100(b)(2)(iii)).

⁸³ SEC. 939A. REVIEW OF RELIANCE ON RATINGS.

正性與揭露利益衝突。2006年歐盟頒佈了「資本需求指令」(The Capital Requirements Directive)，明確規定⁸⁴：

- 一、金融機構可以按照新巴塞爾資本協定 (BASEL II) 的相關條款，選擇外部信評機構(External Credit Assessment Institution, ECAI) 評估資產的風險權重，計算最低資本。
- 二、授權歐洲銀行監管機構委員會制定統一的ECAI認證標準及程序。
- 三、ECAI應具備客觀性、獨立性、持續監測、可信度及透明度等標準。

第二項 金融海嘯後

金融海嘯後，歐盟體認到僅透過自律規範不足以處理信評機構之問題，並且考量信評機構之業務範圍遍及全歐盟，有必要採用一致性之規範加以管理，主要措施如下⁸⁵：

一、管理信評機構規章之訂定【Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies】

歐洲議會及歐盟理事會於2009年7月14日通過信評機構規章，訂定信評機構之註冊及退場機制，以及有關利益衝突與資訊揭露等規範，監理轉趨嚴謹。主要內容如下：

(一) 註冊及退場機制

⁸⁴ 參閱「後危機時代信用評級行業的監管趨勢及啟示」，專題報告2011年第2期，中債資信評估有限責任公司，2011年7月，頁5-6。

⁸⁵ 參閱吳登彰、李佩真，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，2009年11月，頁226-232。歐盟委員會提出提升信用評等品質之建議，國際動態201201，中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會。後危機時代信用評級行業的監管趨勢及啟示，專題報告2011年第2期，中債資信評估有限責任公司，2011年7月，頁5-6。

單一註冊程序	<p>1、該規章採用單一註冊程序，由信評機構向歐洲證券管理委員會(Committee of European Securities Regulators, CESR)提出申請註冊。</p> <p>2、CESR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盟其他會員國，亦即業經註冊之信評機構可在其他歐盟會員國發布信用評等。</p>
退場機制	<p>1、信評機構應為其提出之評等意見負責。</p> <p>2、如確有重大業務疏失或不符規定者，將可能面臨歐盟制裁，並失去在歐盟27國從事評等之資格。</p>

(二) 對信評機構之要求

董事會	<p>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。</p> <p>2、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。</p> <p>3、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。</p> <p>4、董事會主要成員(包括獨立董事)應有足夠之金融專業知識。</p> <p>5、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。</p>
信評機制	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。
法令遵循人員	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。
檢視機制	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。
2	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。
3	信評機構不得對受評等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

一般義務	<ol style="list-style-type: none"> 1、信評機構應清楚說明決定信評等級之方法。 2、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。 3、信評報告應對外公開，投資人可直接透過網路下載。
對結構型商品評等之義務	<ol style="list-style-type: none"> 1、信評機構應盡善良管理人之職責評估結構型商品，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。 2、對結構型商品與其他金融工具之信評等級，應採用不同之代號。 3、信評機構發布結構型商品之信評報告，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

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)。
定期性揭	信評機構應每6個月定期公布評等類別之歷史違約率數據，以及區

露	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。
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。 4、區分營業收入中屬於信評及非信評業務之財務資訊。

二、主要監理目標之揭示

歐盟委員會(European Commission)嗣後於2010年6月針對信評機構提出三大主要目標：

以歐盟的標準確保有效並且集中化的監理	<ol style="list-style-type: none"> 1、 歐盟委員會指出將成立歐盟證券和市場管理局 (ESMA; European Securities and Market Authority)，該機構將會被賦與對所有在歐盟註冊的信評機構執行監理的權力，其中包含了國際信用評等機構(S&P、Moody's、Fitch)在歐盟所設立的子公司，可採取調查、罰款與吊銷執照等方式，管理信評機構公佈的評等排名報告。 2、 未來欲在歐盟執行業務的信評機構均必須向ESMA註冊，以期達到集中管理的願景，對於監理機構而言，將可塑造一個更為簡易清楚的監理環境。 3、 對於信評機構來說，在執行歐盟跨國策略決議時將會更為節省時間，另外避免在歐盟各個國家受到不同法令管制衝突的情況出現。
增加評等的透明性協助投資人與相關同業取得充分資訊	<ol style="list-style-type: none"> 1、 以金融結構性商品為例，商品的發行人未來將有義務提供資訊給所有有興趣的信用評等機構，並不單獨限於發行人所指定的信評機構。 2、 提高信用評等機構之間的競爭，未來期望盡可能避免在發行者付費制度下所產生的利益衝突，另一方面將可增強評等的透明性及品質。 3、 主動提供評等的機制將可以促使一項金融商品有更多元的評等意見，以供投資人參見。
提高信評市場競爭性及意見多元性	信用評等機構市場過於壟斷，應該需要更多的競爭以及多角化，成立歐盟自有信用評等機構是其考慮的方案之一。

三、信評機構集中監管架構

2010年12月，歐盟議會修正信評機構的規範，在歐盟區域內建立信評機構的集中監管架構，授權具體執行機構歐洲證券和市場管理局（ESMA）從2011年7月開始取代CESR正式行使評級監管權，對信評機構發放執照並進行監管。為適應歐洲證券和市場管理局之監理，歐盟於2011年5月做出修正，現行的信評機構規範重點如下：

註冊	<p>1、信評機構須符合相當的條件方能註冊，包括確保其評等過程的獨立性與完整性，以及信用評等意見書發布的品質等。歐洲證券和市場管理局(ESMA)自2011年7月起開始受理信評機構在歐盟的註冊業務。</p> <p>2、將信評機構劃分為註冊機構及認證機構分類管理，註冊信評機構必須在歐盟境內成立一家子公司，使用背書制度確保評等結果可用於監管目的，未設立分支機構的信評機構可以申請認證，而認證機構由第三國監管，不須在歐盟設立分支機構。</p>
背書認可制度	在歐盟區域使用非歐盟區域第三國發佈的評級結果方面，歐盟要求第三國信用評級立法與歐盟同等嚴格，以確保評級結果使用者的利益。
行為準則	要求信評機構避免利益衝突，例如信評機構不得指派持有某公司股票之分析師負責該公司之評等作業；確保信用評等意見書的品質，例如應每年重新審視其信用評等意見；評等方法應周延且系統化；透明度應高，例如信評機構每年應發表一份透明度報告。
監督	自2011年7月開始，歐洲證券和市場管理局(ESMA)對在歐盟註冊的信評機構，擁有獨立監理權及全面調查的權力，包括可調閱任何有必要的文件、數據或傳喚證人，進行實地檢查並給予行政處分、罰鍰及連續性罰款。換言之，信評機構的監管更為集中與簡化，可顯著的提升效率與效能，信評機構也是目前唯一由歐洲管理當局直接監理的金融機構。

歐盟限定信評機構所發布的信用評等若要在歐盟境內使用，則必須註冊的前提下，可有效地管理欲針對該國家企業或是金融商品發佈

信用評等的信評機構，對於投資人將可建立有效的保障機制。該註冊機制係將信評機構劃分為註冊機構及認證機構分類管理，註冊之信評機構必須在歐盟境內成立一家子公司，未設立分支機構的信評機構可以申請認證，而認證機構由第三國監管，但須歐盟對第三國的評等監管法規予以認可後，其信評機構才能認證。目前，通過認證評估的國家僅有日本和澳大利亞，其他國家均在評估之中。

截至 2012 年 7 月 30 日止，歐洲證券和市場管理局(ESMA)所受理註冊之信評公司有 31 家(如表 17)，其中僅日本 Japan Credit Rating Agency Ltd 係獲得認證 (certified)，其他則係註冊 (registered) 之信評機構，在完成註冊的信評機構中，標普、穆迪、惠譽的子公司所佔比重依然較大，至歐盟各國之當地信評機構市場占有率均不大。這些註冊機構以位於德國和英國的數量居多⁸⁶。

表 17：歐盟註冊及認證之信評機構

Germany	8 家	Japan	1 家	Greece	1 家	France	3 家
UK	6 家	Bulgaria	1 家	Portugal	1 家	Italy	4 家
Poland	1 家	Spain	2 家	Cyprus	2 家	Slovakia	1 家

四、信評機構品質提升之建議

由歐債危機顯示現行監理架構之不足，因此歐盟委員會於 2011 年 11 月提出下列建議，以提升信評機構之品質：

⁸⁶ 參閱 ESMA 網站，<http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs>。

<p>確保金融機構對於其投資標的不得只依賴外部信用評等等級</p>	<p>1、歐盟委員會於2011年7月提出「資本要求指令4(Capital Requirements Directive IV)」，減少外部信用評等意見書的引用，並要求金融機構自行執行其必要之查核評估作業。目前此項類似的要求已推展至基金管理者的補充指令草案中，預計2012年將完成對保險業的要求。歐盟委員會也呼籲一般投資人應自行評估與判斷其所投資的標的信用情況。</p> <p>2、信評機構應與歐洲證券和市場管理局(European Securities and Markets Authority, ESMA)溝通其信用評等意見書之結果，並確認其所對債務工具的評等等級是根據歐洲信評指數(European Rating Index, EURIX)所公布，免費提供給投資者。同時，信評機構也須徵詢發行者及投資者對其評等方法是否同意，是否有需要調整的地方。對評等方法有任何的調整也須呈報給歐洲證券和市場管理局(ESMA)，讓歐洲證券和市場管理局檢驗形式及程序的正當與適用性。</p>
<p>更透明與頻繁的進行主權債務評等</p>	<p>歐盟成員國將更頻繁的被評等（可由原12個月改為6個月），且投資人與歐盟成員國都應被告知每個評等等級的基本事實與假設。另為避免市場混亂，主權信用評等發布時間，僅能在歐盟市場交易時間結束後至隔天開盤一小時前。</p>
<p>信評機構須更多元與更嚴格的獨立性，以避免利益衝突</p>	<p>建議發行人每隔三年需更換信評機構。此外，複雜的結構性金融商品工具應採行兩個不同的信評機構所做出的信用評等意見書。信評機構的大股東亦不得同時兼任另一信評機構之大股東。</p>
<p>信評機構需對其所提供的信用評等意見書更負責任</p>	<p>如信評機構所做的信用評等意見書有故意或重大過失，而造成投資者的損害時，信評機構應負起損害賠償。投資者得索取民事賠償，而舉證責任落在信評機構。</p>

2012年6月19日歐洲議會 (European Parliament) 經濟暨貨幣事務委員會在布魯塞爾表決，縮小上開提案規模—企業每3年就必須

強制更換其所付費對其信用評等之機構的輪換規定，使得本規定只會適用於證券化及其他類所謂的結構型融資。歐洲議會的立場大體與歐盟各國政府一致⁸⁷。

第四節 小結

金融海嘯後，國際監管機構及各個國家或地區相繼檢討信評機構問題，並提出改革方案，大致包括以下重點：

一、 加強對信評機構之監管

進一步完善或明確信評機構的專業監管機構，降低信評機構准入門檻，加強競爭；在減少利益衝突方面，改善信評機構內部治理，強化信評機構責任之承擔，推動信評付費模式改革。

二、 強化透明度

提高評等的透明度及強制評等資訊之披露，規定信評機構應定期揭露之資訊內容，包括其評等方法、違約機率等，協助投資人獲得充分資訊。

三、 減少對信評之依賴

修正監理法規中以信評為投資或核准標準之規定，降低監管機關及金融機構對外部評級的過度依賴。

四、 強化信評機構之法律責任

於法規上加強信評機構舉證及民事賠償責任。

由信評機構對主權債信風險的升級及金融海嘯對結構性商品評級的調降，突顯出信評機構對金融穩定之影響，而信評公司的利益衝

⁸⁷ 參閱尹俊傑編譯，信評輪換案 歐盟議會試圖大砍，中央社，2012年6月20日，http://www.taiwannews.com.tw/etn/news_content.php?id=1951228。

突問題再度成為焦點。一般信評機構營運模式係向受評對象收取信評費用，致評等結果有可能出現“美化”與誤導投資者的情形。然而由於信評具有公共物品之特性，無法限制一般人對評級之獲取，故採以使用戶即投資人付費為基礎的商業模式不易執行，信評市場仍普遍維持發行人付費之模式。另一方面，由於政府監理機關難以承擔對債券發行的評價責任，並為減少監理成本之考量，所以信評機構對於監理機關而言仍有其存在價值，難以完全擺脫對信評之依賴。

第五章 亞洲信評制度之發展

第一節 亞洲信評機構概況

亞洲各國信評事業發展模式不一，由起初與國際三大信評合作模式，逐漸走向獨立經營發展型態，如日本、韓國、印度、中國皆有可供參考的代表事業：

表 18：亞洲信用評等事業概況⁸⁸

國家	信評機構	股權結構
印度	ICRA	Moody's 目前為 ICRA 最大股東(28.51%)其次為印度國家銀行(9.99%)、印度人壽保險公司(7.65%)等，大部分均為金融機構所持有。
	DCR	2000 年 Fitch 持股至 33%，並於 2001 年改名為 Fitch Ratings India。
	CRISIL	S&P 集團【S&P international LLC(8.3%)與 S&P india LLC(43.2%)】共同持股 51.4%為最大股東，其次為個人投資者(18.33%)、FILL(9.45%)、共同基金(8.17%)、保險公司(6.57%)、金融機構/銀行(2.99%)。
	CARE	持有股份者以印度金融機構為主，三大股東 IDBI Bank(26.75%)、Canara Bank (23.67%)and State Bank of India(9.97%)，其他的股東有 Federal Bank, Infrastructure Leasing & Financial Services Limited (IL&FS)、ING Vyasa Bank etc.。
馬來西亞	MARC	Fitch 技術合作。
泰國	TRIS	Fitch 技術合作。
中華民國	TRC	S&P 持股 51%。
日本	JCR	約 100 家銀行及保險公司持股。
	R&I	1998 年由日本公社債研究所(JBRI)和日本投資者服務公司(NIS)合併成立，目前為日經集團持股最多，還有部分銀行以及保險公司持股。
韓國	KIS	1998 年引進 Moody's 合資，於 2001 年 Moody's 成為公司最大股東(持股 50%)，另一股東為 Korea Information Service。

⁸⁸ 參閱邱永和、沈大白，台灣信用評等事業發展策略研究，台灣信用評等協會，台灣金融服務業聯合總會 99 年度委託計畫，頁 48-49、53。中債資信評估有限公司網站，<http://www.chinaratings.com.cn/>。

	KMCC	源起為 KDB(Korea Development Bank)的子公司，2007 年後 Fitch 為最大股東，目前持股 73.55%。
	SCI	2000 年與 JCR Strategic alliance(策略聯盟)，於 KOSDAQ 上市。
	NICE	由政府主導成立，20 家金融機構為主要投資者。
中國	大公	1992 年 6 月中國金融學會、中國社會科學院、中國航空科學技術委員會、國務院發展研究中心、中國企業協會、中國企業管理協會、中國金融學院共同發起成立。
	新世紀	由中國金融教育發展基金會、上海財經大學等共同投資成立，目前與 S&P 就培訓、聯合研究、信用評分技術等方面進行合作，尚未涉及股權移轉。
	聯合資信	前身為經原福建省人民銀行批准成立之福建省信用評級委員會，Fitch 於 2007 年取得聯合資信 49%股權，聯合信用管理有限公司持有 51%股權。
	中誠信	主要是由中國建設銀行信達信託、中國證券業協會等非銀行機構共同投資於 1992 年設立，在 2006 年 Moody' s 收購中誠信國際信用評等有限責任公司 49%股權，並約定 2013 年股權增加為 51%。
	遠東	由上海社會科學院投資成立，2006 年新華財經入主上海遠東資信持有 50%股權，中國東方資產管理公司承接 50%股權，成為唯一一家國家控股信評機構。
	中債資信	中債資信評估有限責任公司 (China Credit Rating Co., Ltd.) 成立於 2010 年 8 月，由中國銀行間市場交易商協會代表全體會員出資設立，註冊資本人民幣 5,000 萬元，是國內首家採用投資人付費業務模式的新型信用評級公司。

在金融海嘯之後，國際信評機構公正性受到質疑，國際間對信用評等也有相當多的討論，如可能受主觀因素影響而未必能充分考量區域經濟特色等。中國政府仿照 NRSRO 編訂信用評等事業管理辦法，香港證交所主席(Ronald Arculli)也在 2009 亞洲金融論壇提出建立亞洲自有特色信用評等公司構想。我國金管會表示，亞太地區也應該發展信評機構，未來可以透過 APEC、國際證券管理機構組織 (IOSCO) 等國際組織，提出這項構想⁸⁹。除倡議成立亞太評等機構外，金管會將檢討相關法規，避免以信評做為主管機關同意業務開放及轉投資的唯一標準，以逐步降低國內金融市場對國際信評機構的依賴。

⁸⁹ 參閱李淑慧、邱金蘭，金管會催生亞太信評機構，2011 年 10 月 17 日，聯合新聞網，http://money.udn.com/wealth/storypage.jsp?f_ART_ID=248753。

第二節 亞洲信用評等協會

早在 20 世紀 70~80 年代，日本、韓國等國家就先後建立了地方性的評等機構，以滿足證券市場發展及投資者對降低信息不對稱的需求。此後，中國、印度、泰國、馬來西亞等絕大多數亞洲國家都建立了地方性的評等機構。隨著亞洲金融危機的爆發，亞洲國家通過債券市場進行融資的比重開始增大，信評機構的作用也日益彰顯，但從信評機構的監管規定來看，大部分國家都採用了美國 SEC 的方法，即通過認可一些信評機構的執業資格，來達到規範執業、推動信評產業發展之目的。

APEC 財長會議意識到信評機構在亞洲地區之資本市場發展中的重要作用，提議對信評機構的規範執業進行討論。在此提議下，亞洲銀行家協會在 2000 年就開始對亞洲資信評等機構的地區標準進行開發。基於亞洲金融危機的啟示，亞洲各國普遍認為亞洲地區需要一個區域性信用評等機構來支持債券市場之發展。2001 年 9 月，經由 10 個國家共 15 家信評公司之合作，以及在亞洲開發銀行(Asian Development Bank；ADB)協助下，成立亞洲信用評等協會(The Association of Credit Rating Agencies in Asia，ACRAA)，截至 2011 年 10 月，成員已增至 28 名。

ACRAA 成立之中長期目的在使各信評公司之評等能力能達到國際水準，使其具有與國際性信評公司競爭之能力，且提供受信任之資訊。2002 年 ACRAA 制定了最佳評級實務核對表和道德守則(best practice checklist and code of ethics)，這份報告得到各國評等機構的廣泛認可及採納，大部分的 ACRAA 會員都將該最佳實務核對表和道德守則引入當地信評行業的規範之中。但截至目前，對信評業務進行規範統一還存在一定的困難，主要為不同國家及地區的市場發展水準、市場結構和監管、遵循的會計準則與財務報告準則存有很大差

異，且各國的國內信評機構的發展階段也不同，信評機構之間並缺乏合作意願⁹⁰。

第三節 亞洲國家信評規範

金融海嘯後，亞洲國家主要以國際規範為依規，亦加快信評機構監管之制定或修正，甚至有提升規範為法律位階情形，茲說明如下表：

表 19：亞洲國家信評規範簡介⁹¹

國家	信評規範
韓國	<p>韓國一直對信評機構採嚴格監管措施，在2006年7月以前不允許外國信評機構在韓國獨立發展業務。韓國信評機構主要法規包括信用信息使用及保護法、信用信息企業監管規定、信用信息企業授權及特許經營指南等。韓國金融監督委員會規定，所有債券發行必須採雙評等制度；韓國新修訂的信用評等機構監管法規於2009年10月開始生效，要求信評機構做到以下三個方面：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1、確保評等過程準確性及防範利益衝突。 2、揭露結構性產品的評等方法、評等過程及基礎資產。 3、揭露評等業績報告及資料。
日本	<p>2009年6月，日本內閣通過了「金融商品交易法（修正案）」（Financial Instruments and Exchange Law），第一次以法律的形式明訂信評機構監管模式。該法案對信評機構的核心監管理念依然是增加信評機構獨立性，確保評等品質及過程公平，以及增強市場透明度。</p>
新加坡	<p>新加坡金管局於2011年3月就信用評等機構的監管架構，徵詢業內的意見。嗣於2012年1月17日宣佈信用評等機構將在證券暨期貨法（Securities and Futures Act）證券與期貨下受到監管，所有提供信評服務的機構，都必須獲得資本市場服務（Capital Markets Services）執照。</p>

⁹⁰ 參閱袁敏，國外監管部門對評級機構的監管，新世紀評級，頁 6-8，<http://www.shxsj.com/>。

⁹¹ 參閱參閱「後危機時代信用評級行業的監管趨勢及啟示」，專題報告 2011 年第 2 期，中債資信評估有限責任公司，2011 年 7 月，頁 6-9。海外評級市場監管概覽、大公國際資信評估有限公司，http://www.dagongcredit.com/dagongweb/zx/show.php?id=176&table=web_zxzx。

香港	<p>2011年6月，香港特區政府在「證券及期貨條例」（SFO第571章）中將提供信用評等服務列為受香港證監會監管的第十類活動，明確了信用評等、債務證券、優先證券及提供信用評等服務的定義。在新監管制度下，在香港經營的信用評等機構及評等分析師均要取得執業牌照，並接受「證券及期貨條例」規定的一般責任約束。</p>
中國	<ol style="list-style-type: none"> 1、中國自2006年起陸續發布重要信評業管理規範，主要監管單位為證監會「證券市場資信評級業務管理暫行辦法」與人民銀行「信用評級管理指導意見」、「信貸市場和銀行間債券市場信用評級規範」，使得信用評等公司競爭遊戲規則更加明確，但進入門檻也相對提高。 2、根據中國人民銀行於2008年4月9日規範的「銀行間債券市場非金融企業債務融資工具辦法」第九條規定，企業發行債務融資工具應由在中國境內註冊並具備債券評等資格的評等機構進行信用評等。而目前債務融資工具有應用信用評等的包括企業債、短期融資券、中期票據、公司債⁹²。 3、人民銀行在國務院法制辦公室的指導下，自2002年即開始研擬《徵信管理條例》草案，已先後數次向外界徵求意見，人行擬在2012年內對外公布。以往信評機構在中國並無特定的主管機關，而是根據信用評等在中國金融市場中不同的應用領域而有不同的主管部門，2011年中國國務院在缺乏法律依據下，授權中國人民銀行監管國內信用評等機構。

第四節 信用分析倡議(credit research initiative)

值得一提的是新加坡所創立之新信評制度，新加坡並無本土或與外資合資設立之信評機構，新加坡政府與歐盟一樣，極力發展全新信用評等系統。我國中研院院士、新加坡國立大學風險管理研究所(RMI, Risk Management Institute)所長段錦泉博士所負責的信用分析倡議(credit research initiative)，創建免費信用評級系統，依賴公開資料和股價走勢進行信用評等。其研究不只強調「公共財」精神、以非營利方式進行，亦歡迎外界參與其模型發展，為創新信評系統的重

⁹² 參閱邱永和、沈大白，台灣信用評等事業發展策略研究，台灣信用評等協會，台灣金融服務業聯合總會 99 年度委託計畫，頁 28。

要代表之一。目前評比對象為亞、美、歐洲30個主要經濟體之所有上市企業，每日更新的評比結果，發表於網頁：

<http://www.rmi.nus.edu.sg/cri/>。本計畫迄今已受到國際間不少的矚目。

段錦泉係於2009年3月萌生創立信用評級新系統的想法，當時信評機構因未能預警金融危機廣受詬病。段錦泉認為信評機構向債券發行人收費的運營模式存在問題，信評機構應該為公眾謀福利、是國家基礎設施的一部分，評等工作自然應該由研究機構來完成，於是在新加坡央行的資助下，段錦泉設立了信用評級服務機構。

段錦泉不採用以字母為標識的通行評級方式，而是計算出一個概率。穆迪、標準普爾、惠譽三大信評機構為字母評級系統辯護，認為它是金融業廣泛理解的有效簡便標識。不過包括段錦泉在內的眾多批評者認為，債務的信用評級必須更加精確。段錦泉信用評級系統的獨特之處在於它是公益性質的，歡迎外部力量加入改善評級模型⁹³。

第五節 我國信評制度之發展

第一項 一般公司信評業務

過去國內尚未發展出具公信力的評等機構以前，已嘗試建立一些評等方式，如：經濟日報在1977年所辦的「證券評等」（目前已停止）、台灣經濟新報及商業週刊在1991年及1992年合辦「公司財務健全性評等」，至1993年改成「企業信用評等」、中華徵信所在1991年開始進行「台灣大型企業評等」，而學術界也一直有學者對「企業財務危

⁹³ 參閱段錦泉，「以創新的信用分析體系面對動盪的債券市場」演講會實錄，台灣金融服務業聯合總會製作，2012年2月8日。新加坡大學教授創建免費信用評級機構，新浪財經，2011年10月14日，<http://www.sina.com.cn>。

機預測或警示」保持高度興趣⁹⁴。

中華徵信所於 1961 年成立，迄今已有 50 年歷史，是國內少數提供全方位工商資訊服務體系的企業集團，為國內最大的專業徵信公司。服務據點遍及台灣，1992 年在北京成立辦事處，並陸續在上海、深圳設立營運據點。該公司主要服務項目有：工商徵信、估價、市場研究、專業出版、信用管理、資產評價、財務顧問、教育訓練業務等，主要以資產評價為主，與一般之信評公司評估信用風險之性質有所不同。

台灣經濟新報 (Taiwan Economic Journal, TEJ) 成立於 1990 年 4 月，專門提供證券金融市場基本分析所需的資訊。TEJ 係在 1991 年開始建置信用風險指標機制 (Taiwan credit risk index, TCRI)，對上市、上櫃、公開發行公司，TCRI 評等範圍係公開發行公司，不含金融、證券、投資、建經仲介及媒體，其透過公開資訊的資料幫客戶做解讀及資訊的勾稽。主要業務是銷售國內外證金、金融、產業與總體經濟方面數據資料，並提供經濟分析、模型設計與資料庫構建方面的諮詢服務。

目前 TEJ 建構資料範圍涵蓋台灣、中國、香港等九國在金融市場上市的企業財務及其相關資料庫，提供財經資訊⁹⁵，段錦泉院士所創立之信用評級系統與台灣經濟新報性質類似。中華徵信所與台灣經濟新報係經臺北市政府登記核准設立營運，非屬特許行業。

第二項 信用評等制度之建立

建立國內信用評等制度之構想，肇始於 1991 年全國金融會議的討論；當時與會的產官學代表一致呼籲，著手建立國內債券信用評等

⁹⁴ 參閱夏侯欣榮·林聰明，台灣公司債評等模式之研究，輔仁管理評論，第四卷第二期，1997 年 9 月，頁 5。

⁹⁵ 參考台灣經濟新報網站，<http://www.tej.com.tw/>。

制度的可行性研究。嗣後為鼓勵國內發行公司債與配合開放外國法人來台發行公司債，信用評等制度的建立列為官方重點工作項目之一，惟在主客觀需求環境未臻成熟下，遲未見成效。直至1995年底，隨著政府發展台灣成為亞太金融中心政策領導下，行政院將「信用評等制度之建立」核定此計畫中具體工作項目之一，推動信用評等制度與評等機構的建立才再度活躍起來。相關演進如下⁹⁶：

表 20：台灣信評制度建置歷程

1995年11月	證券暨期貨市場發展基金會(簡稱證基會)完成「建立信用評等制度推動方案」。
1996年4月	證基會成立「建立信用評等制度籌設委員會」，積極進行籌設信用評等公司事宜，決議採與國外機構合資方式籌建，國外合作對象為S&P。國內股東則根據避免利益衝突、不特別著重營利性及對未來評等業務之獨立、客觀無重大影響等原則遴選，包括臺灣證券交易所、證券櫃台買賣中心、證券集中保管公司、證券暨期貨市場發展基金會、金融聯合徵信中心及中華徵信所。
1997年4月24日	行政院通過「信用評等事業管理規則」，開啟了台灣信用評等機構設立的依據。
1997年5月29日	台灣第一個信用評等機構-中華信用評等公司(中華信評)正式成立。
2002年2月	英商惠譽國際信用評等股份有限公司台灣分公司設立。
2002年4月17日	為鼓勵國際知名信用評等機構來台，2002年4月修正「信用評等事業管理規則」，將信用評等機構最低實收資本額降為5仟萬元，暨加強其人員品質標準與行為規範及資訊揭露等。
2003年5月6日	穆迪信用評等公司台灣子公司正式獲取營業執照
2010年5月24日	金管會核准穆迪信用評等公司在台子公司解散和清算的申請 ⁹⁷ 。

⁹⁶ 參閱傅清源，從股權角力看信用評等，經濟日報，2003年8月24日。儲蓉，對發展信用評等應有的態度與做法，經濟情勢暨評論，第5卷第1期，1999年，頁51-60。

⁹⁷ 參閱王鼎鈞，證期局：核准穆迪信評撤出台灣，PChome 基金，2010年5月24日，http://fund.pchome.com.tw/news_page.html?fd=20100524&ne_id=12747157793733610003。

中華信評公司採中美合資，於1997年5月正式營運時，公司股權50%為S&P所有，另股權50%為台灣之證交所等持有，其信用等級之前加有tw，以代表此種評等僅適用於台灣市場。2005年10月，S&P再增購1%股權，成為51%之大股東，中華信評已成為標準普爾之子公司。該公司目前資本額為新台幣7,000萬元，總發行股數為7,000,000股，分別由7個法人股東持有，包括標準普爾、中華徵信所、臺灣證券交易所、臺灣集中保管結算所、財團法人金融聯合徵信中心、臺灣期貨交易所及臺灣網路認證股份有限公司。中華信評的台資股東，對該公司市場形象具有加分效果，其入股係配合政策為台灣的金融市場建立一個健全的信用評等機制⁹⁸。

Moody's於2002年在台灣成立分公司，後來因台灣陸續通過相關法令有助信評市場快速發展，爰於2003年申請營業執照改為子公司。嗣後受到金融危機衝擊，Moody's進行人員縮編及海外部門重整計畫，故於2010年獲主管機關核准解散在台的子公司，將台灣的信用評等業務直接由母公司或亞洲區公司執行。該公司表示，亞洲市場業務改以香港、新加坡、雪梨及東京為主軸，同時在韓國、中國及印度也維持緊密的業務關係。以台灣金融市場生態，許多企業仍以本地資本市場為主，真正到海外籌資者仍算少數。由於台灣國際化程度不深，股票市場獨大，債券市場不發達，也造成國內的信評市場規模相對較小⁹⁹。

自金融海嘯後，我國證券化商品幾已停擺，債券市場則尚可開拓商機。依據中華信用評等公司2010年12月31日之統計，我國上市企業有702家、上櫃330家、興櫃264家，而委託評等之家數僅49家¹⁰⁰，國內企業仍大部分以銀行體系為融資管道，或以股票籌集資金。銀行體

⁹⁸ 參閱陳麗珠，中華信評台資股東加分，2004年12月26日，自由新聞網，

<http://www.libertytimes.com.tw>。

⁹⁹ 參閱高照芬，債市及企業國際化程度不足 穆迪退出台灣，Taiwan News，2009年4月10日。

¹⁰⁰ 張華平，「如何提升金融產業的競爭力」研討會簡報，台灣金融服務業聯合總會主辦，2011年3月21日。

系資金過剩，利率低，但融資集中於銀行體系，使銀行業務過於集中化，不利風險之控管。至2012年4月底，本土金融機構總家數如下，也說明了金融機構評等之市場胃納係有限的：

金控公司	16家	證券商	65家
人壽保險公司	24家	期貨商	19家
產險公司	14家	票券公司	9家
銀行	38家	投信公司	23家
信用合作社	25家	中華郵政公司	1家

第三項 信用評等規範

第一款 信用評等事業管理規則

我國對信用評等事業管理之主要為依據證券交易法第 18 條第 2 項¹⁰¹所訂之「信用評等事業管理規則」，為與金融風暴發生以來國際間持續強化對信用評等事業監理之趨勢一致，健全信用評等事業之長期發展。金管會於 2010 年 10 月 28 日修正發布「信用評等事業管理規則」，本次修正重點如下：

強化信用評等事業揭露資訊	新增第 15 條	規範信評事業應定期及不定期辦理資訊公開之範圍與項目，並規範結構型商品及非屬受評者主動要求產生之信用評等，須採取適當標示與一般評等區隔。
--------------	----------	---------------------------------------------------------------------

¹⁰¹ 證券交易法第 18 條：「經營證券金融事業、證券集中保管事業或其他證券服務事業，應經主管機關之核准。前項事業之設立條件、申請核准之程序、財務、業務與管理及其他應遵行事項之規則，由主管機關定之。」

健全信用評等事業內部控制制度	修正第 16 條	信用評等事業內部控制及內部稽核計畫，除應依證券暨期貨市場各服務事業建立內部控制制度處理準則辦理外，尚應包括信用評等程序之管理、評等獨立性之遵循制度與執行及應辦理資訊公告作業之控制等項目。
強化信用評等結果可靠性	修正第 16 條	增訂信用評等事業評等委員會應定期檢視信用評等模型及方法之適當性。
防範利益衝突	修正第 21、第 22、第 23 條	為強化信用評等事業辦理評等業務之獨立性，增訂信用評等事業、評等委員會成員及信用評等事業之董事、監察人、經理人、受任人及受雇人利益衝突防範等相關規定。
評等資料之保存	新增第 25 條	增訂信用評等業務相關資料，包括評等方法、評等報告、參與評等人員、評等過程相關討論及聯繫資料、最終信用評等結果與量化模組推算結果之差異及評等結果申訴或申覆等，應至少保存五年。
財務業務檢查	新增第 26 條	增訂主管機關得隨時命令信用評等事業提出財務、業務報告或直接檢查其財務、業務之規定。
完備負責人等資格條件	修正第 6 條	修正信用評等事業發起人、董事、監察人或經理人之消極資格條件、向本會申報年度財務報告之時限由營業年度終了後 4 個月提前為 3 個月等。
縮短申報財報期限	修正第 14 條	修正信評機構申報財務報告之期限，縮短為三個月

雖然信評公司說信評結果僅供參考，但往往係重要參考。由於主管機關於金融法規中納入信評機制，而使信評具有公益性質，故主管機關對於信評公司利益衝突之防範應採高度標準。然「信用評等事業管理規則」第 23 條第 1 項僅規定信用評等事業之董事、監察人、評等委員會成員、經理人、受任人或受雇人，不得有下列行為：

一、以職務上所知悉之消息，直接或間接從事買賣有價證券或其他金

融商品之交易活動。

- 二、非應依法令所為之查詢，洩漏職務上所獲悉之秘密。
- 三、發布無分析基礎或無合理根據之言論或資訊，足以影響市場秩序或有損害公益之虞。
- 四、參與結構性商品之設計及建議。
- 五、要求期約或收受來自受評等機構或受評等標的之發行機構、創始機構、安排機構及證券承銷商之不正利益。
- 六、其他違反法令之情事。

第 23 條第 2 項並規定，前項人員具有決定信用評等等級、核決信用評等使用方式權限者，不得參加評等費用討論、協商及安排。觀諸我國銀行法及金融控股公司法等對於防止利益輸送訂有關係人、關係企業及利害關係人等限制條文，本條文於規範密度上似有所不足。

依據「信用評等事業管理規則」，有關之信評公司設立之資格條件及其評等標的規定如下：

第 2 條	本規則所稱國際知名信用評等機構，指成立滿五年，曾擔任跨國債券發行之信用評等業務經驗五次以上，且被評等標的之實際發行總金額逾五億美元者。
第 4 條	信用評等事業除本規則另有規定外，以股份有限公司組織為限，實收資本額不得少於新臺幣五千萬元，
第 5 條	國際知名信用評等機構，申請在中華民國境內設立分支機構者，應檢附證明文件及專撥新臺幣五千萬元以上營業所用之資金證明，報經核准。
第 8 條	信用評等事業評等之標的，其範圍如下： 1、公司、證券商、期貨商、證券期貨相關事業或其他金融機構。 2、有價證券或其他金融商品。 3、其他經本會核准者。
第 9 條第 1 項	依第 4 條規定設立信用評等事業，發起人至少應有一為國際知名信用評等機構，且其所認股份，合計不得少於第一次發行股份之百分之二十，並應檢附申請書及文件，附具相關證明文件，向金管會申請核准。

由上開「信用評等事業管理規則」第 4 條得知，申請設立信用評等公司資本額並不高，最低新台幣 5,000 萬元；但第 9 條第 1 項規定則限定發起人至少應有一人為第 2 條所定國際知名信用評等機構，且其所認股份，合計不得少於第一次發行股份之百分之二十，此條件即不易達到。我國中華信用評等公司當初籌備找 S&P 為股東，實際上係由政府促成，迄今國內尚無其他申請設立本土信評機構者。

我國蒐集金融機構間信用資料的財團法人金融聯合徵信中心為特許事業，則係受銀行法第 47-3 條授權訂定之銀行間徵信資料處理交換服務事業許可及管理辦法之監管。另我國「信用評等事業管理規則」係於 1997 年 4 月 30 日發布施行，美國商業市場信用評估機構鄧白氏集團 (Dun & Bradstreet) 於 1992 年即在台灣設立分公司營業，該集團並不從事跨國債券發行之信用評等，非屬「信用評等事業管理規則」第 2 條所指國際知名信用評等機構，不受「信用評等事業管理規則」之監管。

第二款 信用評等事業業務章則應行記載事項

金管會於 2011 年 1 月 31 日依據「信用評等事業管理規則」第 11 條第 3 項規定¹⁰²，修正發布「信用評等事業業務章則應行記載事項」（原名稱：信用評等事業業務章則重點規範內容），全部 9 條文。依本信用評等事業業務章則應行記載事項第 7 點評等程序、等級、標準及權責劃分，第 1 項規定信用評等機構之評等作業應依下列程序實施：

¹⁰² 信用評等事業管理規則第 10 條規定，信用評等公司業務章則應記載事項之重點規範內容，由行政院金融監督管理委員會另定之。

資訊的蒐集	<p>1、信用評等機構應確保評等方法、模型及假設，其使用之資訊應足夠且具可信度，倘使用之相關資料受限，信用評等結果公告時應註明分析資料受限情形。</p> <p>2、如有必要，得與受評機構或發行機構之管理階層進行會議。</p>
分析流程	<p>1、分析之主要因素包括：產業風險、公司經營策略、業務檢討、經營績效、投資資本化、流動性、財務之彈性。</p> <p>2、信用評等機構應使用精確、具系統性、一致性且可以歷史資料驗證之評等方法，包括定量與定性之分析，並應定期檢視所使用之方法及模型。</p> <p>3、分析報告完成後應提交評等委員會。</p>
提評等委員會討論	<p>1、信用評等機構應提交符合內部分析方法之報告予評等委員會討論。</p> <p>2、信用評等機構應確認評等結果及評等報告符合評等委員會決議。</p>
申覆程序	<p>受評機構或發行機構不同意評等結果並提出申覆請求時，應提出具體說明及新資訊，由評等委員會評估是否重新召開會議並重行審查決議之。</p>
評等結果之公開	<p>1、評等結果應對外公開，但不涉及對外使用之信用評等，不在此限。</p> <p>2、評等結果之公開方式及內容應符合第九點之規定。</p>
續後評等	<p>1、評等委員會決議評等等級後，信用評等機構應持續檢視評等結果，至該評等撤銷為止。</p> <p>2、信用評等機構應確認具有足夠資源以監測受評等機構或受評等標的所表彰資產之風險特性，當相關風險特性改變時，應重新評估評等結果之適當性，並為必要處置。</p>

上開第 7 點第 2 項規定，信用評等事業應參考國際慣例及本國實務狀況訂定評等等級及標準（或原則），並應以一般投資大眾可理解之方式敘明每一等級之意義。另並應建立工作（作業）手冊，俾一致性處理及便於依循。可知，主管機關對信評公司所使用之評等方法及項目原則係不予涉入，管制可能帶來不公平及不實用，實務上，主管機關可能亦無足夠之專業作統一的管制。

第三款 援引信評規定

我國現行法規上納入信評規範之情形不勝枚舉，包括將信用評等納為債券的發行基準、投資與營業的門檻，以及於資產證券化及不動產證券化法規中亦納入信用評等條文，茲舉例如下：

表 21：援引信評規定相關條文

發行人募集與發行有價證券處理準則	第 6 條	發行人申報募集與發行有價證券，證券商取具最近一年內經金管會核准或認可之信用評等機構所出具之評等報告者，得免委請主辦證券承銷商評估。
	第 20 條	公開發行公司辦理發行公司債案件，應依規定，檢附經金管會核准或認可之信用評等機構出具之信用評等報告。
公務人員退休撫卹基金委託經營辦法	第 5 條第 1 項第 4 款及第 2 款第 2 目	<p>本基金委託經營之委託保管機構，應具備下列資格條件：</p> <p>一、受託保管國內委託經營業務資產者：</p> <p>(四) 最近一年信用評等等級應經中華信評評定長期債信達「twa」，或國際知名信評機構評定相當等級以上。</p> <p>二、受託保管國外委託經營業務資產者：</p> <p>(二) 最近一年信用評等等級應經中華信評評定長期債信達「twa」，或國際知名信評機構評定相當等級以上。</p>
金融控股公司法	第 39 條第 1 項第 4 款	金融控股公司之短期資金運用，以下列各款項目為限： 四、購買經主管機關規定一定評等等級以上之銀行保證、承兌或經一定等級以上信用評等之商業票據。
銀行發行金融債券辦法	第 6 條第 2 項	銀行發行之金融債券，應經主管機關認可之信用評等機構評等。但有正當理由，經主管機關核准者，不在此限。
商業銀行投資有價證券之種類及限額規定	第 4 點	<p>商業銀行投資經主管機關認可之信用評等機構評等達一定等級以上之有價證券，指符合下列情形之一：</p> <p>(一) 經標準普爾公司 (Standard & Poor's) 評定，短期信用評等達 A-3 等級以上或長期信用評等達 BBB- 等級以上。</p>

		<p>(二) 經穆迪投資人服務公司 (Moody's Investors Service) 評定，短期信用評等達 P-3 等級以上或長期信用評等達 Baa3 等級以上。</p> <p>(三) 經惠譽公司 (Fitch, Inc.) 評定，短期信用評等達 F3 等級以上或長期信用評等達 BBB- 等級以上。</p> <p>(四) 經中華信用評等股份有限公司評定，短期信用評等達 twA-3 等級以上或長期信用評等達 twBBB- 等級以上。</p> <p>(五) 經英商惠譽國際信用評等股份有限公司台灣分公司評定，短期信用評等達 F3 (tw) 等級以上或長期信用評等達 BBB-(tw) 等級以上。</p> <p>(六) 經穆迪信用評等股份有限公司評定，短期信用評等達 TW-3 等級以上或長期信用評等達 Baa3. tw 等級以上。</p>
投資型保險專設帳簿保管機構及投資標的應注意事項	第 3 點	投資型保險商品所連結公債、國庫券、金融債券、公司債、結構型商品、國外不動產抵押債權證券及浮動利率中期債券連結標的，除連結境外結構型商品之信用評等等級應依第 4 點規定辦理外，應分別符合一定信用評等等級。
證券商管理規則	第 14-3 條	證券商依發行人募集與發行有價證券處理準則規定以評等報告取代承銷商評估報告者，應取得經本會核准或認可之信用評等機構一定等級以上之信用評等。
金融資產證券化條例	第 4 條	受託機構，以信託業法所稱之信託業為限，設立滿三年以上者，並應經主管機關認可之信用評等機構評等達一定等級以上。
	第 18 條	不動產投資信託基金閒置資金之運用，購買經主管機關規定一定評等等級以上銀行之保證、承兌或一定等級以上信用評等之商業票據。
	第 102 條	特殊目的公司或受託機構依本條例對非特定人公開招募之資產基礎證券或受益證券，應經主管機關認可之信用評等機構評定其評等等級。

我國法規中有關金融機構或有價證券評等應經主管機關核准或認可之信評機構評等，目前主管機關所認可之信評機構主要為中華信用評等公司及三大信評公司與其於我國設立之分公司，例如上開商業銀行投資有價證券之種類及限額規定第 4 點規定。另如主管機關於 2006 年 2 月 22 日以金管銀（二） 字第 09520001440 號令規定：銀行發行金融債券辦法第 6 條第 2 項所稱經主管機關認可之信用評等機構如下：

- 一、標準普爾公司（Standard & Poor’ s Corporation）。
- 二、穆迪投資人服務公司（Moody’ s Investors Service）。
- 三、惠譽公司（Fitch Ratings Ltd.）。
- 四、中華信用評等股份有限公司。
- 五、英商惠譽國際信用評等股份有限公司台灣分公司。
- 六、穆迪信用評等股份有限公司。

另少數規定除上開信評機構外，並擴大至其他外國信評機構，其標準係參考美國證管會（SEC）所認可之信用評等機構名單

（Nationally Recognized Statistical Rating Organizations），且該等機構受美國信用評等機構改革法（Credit Rating Agency Reform Act）之規範，例如金管會於 2009 年 10 月 14 日以金管保品字第 09802527501 號所頒布之「投資型保險專設帳簿保管機構及投資標的應注意事項」。該應注意事項第 3 點第 2 款規定投資型保險商品連結之標的為金融債券、公司債及浮動利率中期債券，應符合下列評等規定：

- 一、國內機構發行者：發行機構或保證機構之長期債務信用評等，應符合下表所列信用評等機構評等達一定等級以上：

信用評等機構名稱	信用評等等級
中華信用評等股份有限公司	twAA
英商惠譽國際信用評等股份有限公司台灣分公司	AA（twn）

三、 國外機構發行者：發行機構或保證機構之長期債務信用評等及該債券之發行評等，應符合下表所列信用評等機構評等達一定等級以上：

信用評等機構名稱	信用評等等級
A. M. Best Company, Inc.	a-
DBRS Ltd.	AL
Fitch, Inc.	A-
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	A-
Moody' s Investor Services, Inc.	A3
Rating and Investment Information, Inc.	A-
Standard & Poor' s Rating Services	A-
Egan-Jones Rating Company	A-
LACE Financial Corp.	長期債務信用評等：B 債務發行評等：BBB+
Realpoint	A-
中華信用評等股份有限公司	twA-
英商惠譽國際信用評等股份有限公司台灣分公司	A- (tw)

第六節 小結

就不同的信評公司，或同一家信評公司在不同國家的子公司，其所做的信評實際上係難以比較，即使是信評公司本身，恐怕也無法說清楚。長期以來，我國主管機關於許多投資或發行等法規中強制規定須有信用評等，且須經主管機關核准或認可之信用評等機構評定為一之等級以上。然而我國不同監理規範所認可之外國信評機構，彼此間仍存在很大差異，其中以「投資型保險專設帳簿保管機構及投資標的應注意事項」所認可之信評機構範圍可謂最廣，惟仍以NROSO為範圍。目前大部分監理規範所認可之信評機構仍限定為中華信評及三大信評公司，此種認可無形中使信評機構擔負起監測及認證角色，並形成對特定信評機構業務之保障。

主管機關於金融海嘯後參考國際間之改革措施，大幅修正有關信評機構之監管措施，其中就防範利益衝突方面，「信用評等事業管理規則」第 23 條就防範利益衝突之對象，僅針對信用評等事業之董事、監察人、評等委員會成員、經理人、受任人或受雇人有所限制，與銀行法及金融控股公司法等類似規定相較，規範密度仍有所不足。就信評監管機構及信評規範之位階而言，主要改革國家或地區與我國信評監管規範之比較如表 22：

表 22：各國或地區信評監管規範之比較

國家或地區	信評監管機構	代表性監管信評規範	
		法律層次	法令或規章制度
歐盟	歐盟證券及市場管理局 (European Securities and Market Authority, ESMA)		歐盟信用評等機構監管法規—背書制度應用指導原則
美國	美國證券交易管理委員會 (Securities and Exchange Commission, SEC))	1、信用評等機構改革法 2、Dodd-Frank 法案	美國註冊為 NRSRO 的信用評級機構的監管規則
日本	日本金融監管廳 (Financial Services Agency, FSA)	金融商品交易法	
韓國	韓國金融監督委員會 (Financial Supervisory Commission, FSC)	信用信息使用及保護法	信用信息企業監管規定、信用信息企業授權及特許經營指南等
香港	香港證監會	證券及期貨條例	
新加坡	新加坡金融管理局 (Monetary Authority of Singapore, MAS)	新加坡證券暨期貨法(Securities and Futures Act, 簡稱 SFA)	

中國大陸	2011年中國國務院授權 中國人民銀行監管國內 信用評等機構		證券市場資信評級業 務管理暫行辦法、信用 評級管理指導意見、信 貸市場和銀行間債券 市場信用評級規範
台灣	金融監督管理委員會		信用評等事業管理規 則、信用評等事業業務 章則應行記載事項



第六章 信評機構法律責任之探討

第一節 信評契約之性質

信用評等契約乃締約之一方提供自身有關信用狀況與償債能力等資訊，而另一方以雙方同意之評等基準為他方進行相關事項之評等，待評等工作完成後，向他方收取報酬之契約。就其性質在目前大致見到二種主張如下：

一、委任契約說

- (一) 依民法第 528 條規定：稱委任者，謂當事人約定，一方委託他方處理事務，他方允為處理之契約。信用評等機構係接受發行機構之委託，提供專業之評等服務，發行機構與信用評等機構存有委任關係。基於信用評等機構受有報酬之情形下，其就評等服務應負善良管理人之注意義務。
- (二) 依民法第 535 條規定受任人處理委任事務，應依委任人之指示，並與處理自己事務為同一之注意，其受有報酬者，應以善良管理人之注意為之。是以，如信用評等機構未依委任契約之約定提供其專業之注意義務，而導致發行機構受有損害時，則應對發行機構負有債務不履行之損害賠償責任。

二、承攬契約說

- (一) 委任契約重在「處理事務」，信用評等應尊重信評公司之專業性與獨立性，若歸類為委任，依民法第 535 條前段規定：受任人處理委任事務，應依委任人之指示。依此，則居委任人地位之受評等事業，對信用評等公司有評等之指示時，信用評等公司有遵守指示之義務，惟此會和信評固有之專業、獨立機能抵觸而不相合。

(二) 依民法第 490 條規定：稱承攬者，謂當事人約定，一方為他方完成一定之工作，他方俟工作完成，給付報酬之契約。承攬契約則重在「完成工作」，信用評等契約當事人締結契約之目的，應是一方期待他方就自己所提供之相關資料進行信用評等，待他方完成評等工作，便給付報酬，故應將信用評等契約歸類為「承攬」契約較為妥適。

依據中華信評公司之網站公開說明，中華信評是在財政部積極為台灣金融市場引進國際專業獨立之信評機構的努力下，於 1997 年 5 月 28 日正式成立，主要功能在於對銀行、票券、證券、保險、企業、公共工程、資產證券化受益證券以及固定收益基金等的清償債務能力，提供獨立公正的評估意見，且目前已為國內外金融市場廣泛採用。該公司自 1997 年底開始「接受委託」進行評等，至今已服務過國內大多數金融機構部分企業、保險公司與基金。評等分析師會依據委託方所提供之資料進行各種分析，並於送交評等委員會討論後，由評等委員會決定授予各的評等等級。另有關企業之公開資訊，就其評等揭露亦係列明「委託特定信用評等公司評等」。

綜上，實務上，信評契約當事人雙方係簽署委任契約。本文認為委任契約重在「處理事務」，有關雙方之權利義務，包括信評公司之獨立性，不容許抵觸信評固有之專業、獨立機能，可於契約中明定。在一般委任契約中，就委任人義務，例如規定委任人保證對受任人所述事實均係真確，絕無虛假；就案件之處理，則有規定委任人應尊重受任人之專業判斷等條款。受評機構與信用評等公司之間，因有訂立契約，故得以該委任契約作為彼此權利義務關係之判斷。由於投資人與信評機構間並無契約關係，基於債之關係的相對性，投資人難以就發行機構與信評機構間的契約向信評機構求償。

第二節 問責機制

第一項 專家身分責任

信評是對債務人或者特定債務未來償付可能性的判斷，預測本身就存在著不確定性之風險，很難斷定評級意見與實際情況之差異是何原因所造成的。美國憲法第一修正案：「國會不得制定下列法律：確立宗教或禁止信教自由；剝奪人民言論集會及向政府請願的權利。」長期以來，三大信評公司主張信用評等係一種意見表達，須受美國憲法第一修正案之保護；如果投資者依據信評報告而蒙受投資失誤，信評公司不用承擔任何責任。美國法院的很多案例都肯定信評機構對外發布評級資訊屬於出版行為，應受憲法保護。此外，金融資訊出版機構向公眾提供資訊能解決資訊不對稱問題，有利於投資者的利益和資本市場的穩健，這也符合公眾利益¹⁰³。實務上，對信評公司之控訴鮮有成功的案例，因要證明其故意過失在證據上並不容易。

美國法律體系中顯有對信評機構法律責任的規定，許多法律甚至明確地將信評機構排除在責任追究之外。所有的NRSRO係根據「1940年投資顧問法」(Investment Advisers Act of 1940) 註冊為投資顧問，但該法並未對其出具評等等報告有任何質量要求。同樣的，依據美國SEC制定的Rule 436(g)(1)規定，信評機構發布的評等報告不得被認為是以專家身分準備或者核准的註冊說明書(registration statement) 內容，投資者無從援引「1933年證券法」(Securities Act of 1933) 第11節的規定追究信評機構虛假陳述的責任¹⁰⁴。

¹⁰³ 參閱朱榮恩、應娟，國際評級業和評級監管的发展與演變，新世紀評級 2010 特刊，<http://w437666.s182.ufhosted.com/uploadfile/kanwu/tekan.pdf>。

¹⁰⁴ 參閱聶飛舟，美國信用評級機構法律監管演變與發展動向，——多德法案前後，《比較法研究》2011年第4期，北大法律網·法學在線，<http://fjthk.now.cn>。Rule 436—Consents Required in Special Cases g.1. Notwithstanding the provisions of paragraphs (a) and (b) of this section, the security rating assigned to a class of debt securities, a class of convertible debt

由於 Dodd-Frank 法案廢除了 Rule 第 436(g) 條款，這意味著發行人將信評機構的評級結論收錄在募集意向書和註冊說明書中，信評機構將承擔「1933 年證券法」第 11 節下“專家”身分責任¹⁰⁵。這種保護傘經消失，其評級結果與會計師事務所、律師事務所一樣，同樣要承擔法律責任，信評機構在註冊說明書中不再享有免責條款，此未嘗不是對廣大投資人權益保護之強化。

三大信評公司懼怕承擔“專家”責任，因而宣布不允許發行人在向美國證管會遞交的募集意向書和註冊說明書中引用其評級；其中惠譽於 2010 年 7 月 23 日致市場之公開信中指出，惠譽宣佈目前不會允許在註冊說明書和任何相關的募集意向書中包含其評級而將其稱作“專家”。將其評級收錄在向美國證會（SEC）提交的募集意向書和註冊說明書中將有可能使惠譽承擔證券法案中 Section 11 提到的“專家”責任風險，而惠譽至今沒有承擔過該責任的風險¹⁰⁶。

依我國公司募集有價證券公開說明書應行記載事項準則第 12 條規定，公司債（含海外公司債），如有委託經金管會核准或認可之信用評等機構評等者，應揭露該機構名稱、評等日期及公司債信用評等結果。然發行人於公開說明書中揭露信用評等資訊，其揭露係不需經信評機構之同意¹⁰⁷。另我國證券交易法第 20-1 條規定，於本法規定

securities, or a class of preferred stock by a nationally recognized statistical rating organization, or with respect to registration statements on Form F-9 by any other rating organization specified in the Instruction to paragraph (a)(2) of General Instruction I of Form F-9, shall not be considered a part of the registration statement prepared or certified by a person within the meaning of sections 7 and 11 of the Act.

¹⁰⁵ 第 11 節（a）當註冊報告書的任何部分在生效時含有對重大事實的不真實陳述或漏報了規定應報的或漏報了為使該報告書不至被誤解所必要的重大事實時，任何獲得這種證券的人（除非被證明在獲取證券時，他已知這種不真實或漏報情況）都可以根據法律、或平衡法在任何具有合法管轄權的法院提起訴訟。

¹⁰⁶ 參閱惠譽評級中國網站【中國全資子公司：惠譽（北京）信用評級有限公司】，<http://www.fitchratings.com.cn/>。

¹⁰⁷ 參閱葉立琦，信用法制之研究，謝易宏博士指導，東吳大學法學院法律學系碩士論文，2010 年 8 月，頁 87。

申報或公告之財務報告或財務業務文件，有虛偽或隱匿之情事時，發行人及其負責人，發行人之職員，曾在財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章者，對於發行人所發行有價證券之善意取得人、出賣人或持有人因而所受之損害，應負賠償責任。

依公司募集有價證券公開說明書應行記載事項準則第5條規定，證券承銷商及其負責人、會計師、律師及其他專家應於公開說明書就其所負責之部分簽名或蓋章，此專家尚不包括信評機構。由於目前信評機構尚毋須於財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章，爰難依證券交易法第20-1條規定處理。

第二項 免責條款

於我國營運之信評公司就其信用評等結果所引用之免責條款，其內容大致包括以下重點¹⁰⁸：

一、 信評公司不對所取得之資訊內容負查核、驗證或稽核之責任：

信評公司直接得自發行人、其它債務人、承銷商、其所屬專業人士、及其它惠譽認為可靠之資訊來源而授予，並不負責對所取得之資訊內容進行查核或驗證其真實性，或對該些資訊的正確性或完整性進行任何形式的調查與稽核。

二、 信評結果不應被視為一種保證：

若信評公司取得之資訊經證實內容陳述不實或有所誤導，則根據該些資訊內容授予之評等可能並不合宜，信評公司對此風險並不負有責任。對任何發行人或有價證券授予之評等，不應被視為對該發行人或有價證券評等結果所根據之資訊的正確性、完整性、或及時，或因採用該些資訊所得到之評等結果的一種保證。

¹⁰⁸ 參閱惠譽、中華信評網站聲明。

三、評等為意見之陳述非購買、出售、或持有任何有價證券之建議：

評等係對於一個受評個體或一檔有價證券發行，根據議定條款履行其財務承諾的能力所發佈之意見，所謂財務承諾包括利息、特別股股利、本金償付等。評等並非購買、出售、或持有任何有價證券之建議。評等本身並非事實，因此並不能以‘正確’或‘不正確’加以形容。評等可能因為資訊內容發生變化而改變，評等及信用相關意見可能隨時出現變化、中止、或遭撤銷。

依信評公司之免責條款，評等結果僅代表意見之陳述，非購買、出售、或持有任何有價證券之建議。然由於主管機關於金融機構投資或有價證券發行等法規中強制須有信用評等，無形中對信評公司業務產生保障之作用，並造成以評等結果來替監理機關篩選合格之有價證券。

評等結果係屬公開資訊，投資人係自由參考，類似上述之「免責聲明」或「免責條款」，對於損害責任的預免聲明，係強調在任何狀況下，對於使用此資訊所帶來的各種損害均不負賠償責任。此種「無償免責」的聲明非常普遍，例如金融機構對市場之分析，以及自由軟體之使用等。自由軟體大多是以無償、無對價的方式允許他人自由地重製、修改、散布原始著作，為了鼓勵公開原始碼，幾乎所有的授權條款都有類似的免除責任聲明¹⁰⁹。

我國證券交易法之立法原則，係植基於有價證券發行人資訊之提供，以為有價證券投資人投資之基礎；並藉由民事損害賠償責任與請求權基礎的賦予，期能嚇阻行為人於有價證券之募集、發行與買賣之各個階段，提供虛偽不實之資訊，或違反其揭露義務。有關公司債之評等係指債券本息屆期償還風險之機率，並非針對發行公司本身的評

¹⁰⁹ 參閱「授權條款中免責聲明的法律意義」，林誠夏，open foundry，中央研究院資訊科學研究所，2012年5月14日，<http://www.openfoundry.org/news/518>。

等，與公司依據證券交易法等規定所做之資訊揭露不同。就提供投資人投資判斷之功能而言，應屬於債券市場上企業資訊揭露制度的輔助角色¹¹⁰。

能讓投資人辨識債券是否為投資等級，債信評等係重要考量因素之一，有關信評機構對其評等結果是否免責，是否真能在法律上將一切責任盡歸於零？可由二點探討：

- 一、所謂的免責條款，基本上即是一種無償即免責的宣示。至付費與免付費二者對權利義務之關係，則又存有極大的差異；如投資人係付費取得評等資訊，即評等資訊之使用涉及營利，則此類的免責聲明恐不能夠完全免責，信評公司於一定條件下仍必須負擔損害賠償責任。
- 二、債信評等雖無法保證完全正確，惟如信評機構所做之信評結果，存在重大過錯，甚至誘導投資人購買特定金融商品，而金融市場也發生非預期的違約事故等債信風險，縱信評契約有免責條款，應不能使信評機構獲得“免責”待遇。誠如前述，目前尚難依證券交易法第 20-1 條對信評機構有所處理，如投資人因信用評等不實，購買相關有價證券，嗣後證券價值貶損蒙受損失，欲向信用評等公司求償，得否成立民法第 184 條第 1 項或第 2 項之侵權行為損害賠償請求權¹¹¹，因目前實務上尚無此種案例，仍有待檢驗。

¹¹⁰ 參閱論使用公積與發行公司債設限之調整—解析行政院 2009 年公司法第 232、241 及 249 條之修正草案，廖大穎、莊天睿，月旦法學雜誌第 181 期，頁 22-37。

¹¹¹ 民法第 184 條：因故意或過失，不法侵害他人之權利者，負損害賠償責任。故意以背於善良風俗之方法，加損害於他人者亦同。違反保護他人之法律，致生損害於他人者，負賠償責任。但能證明其行為無過失者，不在此限。

第三節 反詐欺條款規範

依據美國證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) Section 10(b)¹¹²，以及美國證管會依 Section 10(b)之授權所頒佈的 Rule 10b-5¹¹³ 規定，禁止任何人，利用任何工具或手段，在證券交易中為詐欺之行為。我國最重要且適用範圍最廣之「一般反詐欺條款」證券交易法第 20 條第 1 項¹¹⁴，即係參考美國證券交易法 Rule 10b-5 而制定。美國有關證券詐欺損害賠償案件之原告必須證明以下 6 項要件¹¹⁵：

1	被告有詐欺意圖 (scienter)
2	具重大性的不實陳述或隱匿 (material misrepresentation or omission)
3	被告之詐欺行為與有價證券之買賣有關 (a connection with purchase or sale of a security)
4	交易因果關係 (transaction causation, reliance) 的存在
5	損失因果關係 (loss causation) 的存在
6	經濟上損失 (economic loss)

¹¹² Securities Exchange Act of 1934 § 10(b), 15 U.S.C. § 78j (1995)

“To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act), any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.”

¹¹³ 17 C.F.R. § 240.10b-5 (1998).

“It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security. “

¹¹⁴ 證券交易法第 20 條第 1 項規定：「有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。」第 2 項規定：「違反第一項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償責任。」

¹¹⁵ 參閱李韋誠、劉怡婷、黃琬瑀編譯，論證券交易法上不實陳述之損失因果關係—以美國 Dura 案為檢討核心，Dura 案研究報告，法學論述 98 年 1 月第 78 (台美證券交易法研討會專刊) 期月刊，頁 3。

為了避免投資人在交易市場遭受損失隨即提起證券求償訴訟，造成濫訴，以維護資本市場的整體健全性與發展，美國國會於 1995 年通過私人證券訴訟改革法 (Private Securities Litigation Reform Act, PSLRA)，提高原告起訴的門檻，避免公司動輒必須負擔高額賠償的情事發生。本改革法就有關損害的問題規定：“本章下的任何私人訴訟，原告有義務證明其因被告實施了違反本法規定的行為或遺漏而受到了損害，進而要求損害賠償。”即使交易因果關係受推定，原告仍須證明有價證券之價格係受被告不實陳述所影響，而非將原告之投資損失推諉於被告¹¹⁶。

在 1997 年 4 月 15 日至 1998 年 2 月 24 日之間，Dura Pharmaceuticals 公司多次批露其獲利將優於往年，並預其未來銷售業績良好。另外，Dura Pharmaceuticals 公司也披露該公司研發治療氣喘的噴霧器，將獲得食品藥物管理局的核准。但 1998 年 2 月 24 日該公司披露因藥品銷售狀況不佳，獲利將不如預期。次日 Dura Pharmaceuticals 公司股票由 39 美元跌至 21 美元，1998 年 11 月，該公司又披露治療器喘的噴霧器將無法獲得政府的核准，次日股票短暫下跌，但一周內又回到原來的股價。在 1997 年 4 月 15 日至 1998 年 2 月 24 日之間購買 Dura Pharmaceuticals 公司股票之投資者，依據 1934 年證券交易法 10 (b) 及 rule 10-b5，以證券詐欺為由，對 Dura Pharmaceuticals 公司及其董事與經理提起訴訟，請求賠償損失¹¹⁷。

美國聯邦最高法院 2005 年在 Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo 一案中，對因果關係做了解釋。美國聯邦最高法院認為，宣稱在購買時價格不正當高漲這並不能充分滿足證券法有關經濟損害因果關係的條件要求。美國第二巡迴法院解決損害因果關係的主要案

¹¹⁶ 參閱李韋誠、劉怡婷、黃琬瑤編譯，前揭註文，頁 4。

¹¹⁷ 參閱何軍，DURA 案的啟示證券詐欺案件中的因果關係，百度文庫，<http://wenku.baidu.com/view/b0fd81e9e009581b6bd9ebbb.html>。

件是 *Lentell v. Merrill Lynch & Co.*，法院的判決與美國聯邦最高法院在 *Dura* 的判決是一致的。

2008 年 9 月 3 日，美國聯邦地區法院紐約南區法院，就美國證券投資者及外國證券投資者訴中國人壽保險公司資訊披露欺詐作出判決，駁回了原告的訴訟請求，美國法院根據美國成文法和判例法中有關證券資訊披露、證券欺詐和法院對事管轄權的規定，對原告的訴訟請求與被告的抗辯理由進行了審理。美國的立法及判例表明，原告要想使一項訴訟依據《證券交易法》第 10 (b) 款項成立，原告必須證明，被告故意發佈虛假陳述或遺漏重要事實，並且原告是基於對被告的信賴，而直接遭受損害。原告必須證明：(1) 被告對重大事實的虛假稱述或遺漏；(2) 故意；(3) 信賴；(4) 因果關係；(5) 損害¹¹⁸。

我國高等法院 94 年度金上易字第 1 號民事判決認為，損害賠償之債，以有損害之發生及有責任原因之事實，並二者之間，有相當因果關係為成立要件。如原告所主張損害賠償之債，不合於此項成立要件者，即難謂有損害賠償請求權存在。從而，原告就其所主張之事實及其因果關係，應負舉證責任。在訴訟上，或是法定責任的認定上，「舉證之所在，敗訴之所在。」負舉證責任之一方，大概就會敗訴；也就是說，舉證在法律上是非常困難的事。

實務上，有關信評訴訟官司投資人難以勝訴，或以和解收場，例如¹¹⁹：

¹¹⁸ 參閱龔柏華 劉震，美國法院判定美國證券投資者訴中國人壽保險股份有限公司發行證券資訊披露欺詐不成立案 評析，《國際商務研究第 6 期》；2008 年，

http://chifl.shufe.edu.cn/structure/jdal/jdal_zq_content_98891_1.htm。

¹¹⁹ 參閱李曜崇就 *Orange County Litigation Ends with Settlement of McGraw-Hill Suit, Prof. Liability Litig. Rep.*, Aug. 1999, at 11 及 *Jefferson County Sch. Dist. v. Moody's Investor's Servs.*, 988 F. Supp. 1341, 1348 (D. Colo. 1997), *aff'd*, 175 F.3d 848 (10th Cir. 1999) 之評析，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檢討，法學新論（第 2 期），2008 年 9 月，頁 139-141。

一、1996 年加州橙郡案

(一) 案由：

1996 年美國加州橘郡 (Orange county) 指控 S&P 未能對該郡所投資基金的風險允當地揭露，以致該郡擴大舉債終至破產。Orange county 係 S&P 長期往來客戶，當 Orange county 準備發行 1993-1994 年度的郡公債時，其選擇 S&P 為其提供信用評等服務，雙方並簽訂郡公債評等備忘錄協議，但 Orange county 卻發生高達 5 億美元之公債增資損失，導至破產。1996 年 6 月 10 日 Orange county 向加州中央區聯邦破產法院提出控訴，指控 S&P 有違受任人的受託義務，在評等決策上有嚴重之專業過失，使其錯誤相信該郡投資基金的資金狀況與償債能力是健全的，主張 S&P 構成違約與侵權行為，以 S&P 母公司 McGraw-Hill Inc. 為被告向其求償。

(二) 法院見解：

除非 S&P 於兩造協議中有明白地表示其所給付之內容應為精確的評等 (accurate rating)，而可被視作是 S&P 不主張憲法第一修正案保護的棄權聲明 (waiver)，否則 S&P 應受憲法第一修正案的保障而毋庸對 Orange county 負起責任。

二、1997 年科羅拉多州傑佛遜郡學院區案

(一) 案由：

1993 年 10 月 20 日科羅拉多州傑佛遜郡學院區 (Jefferson County, School District) 決定以發行再籌資債券的以債養債方式，來償還先前積欠的老客戶；School District 未請 Moody's 為其作信用評等，而是選擇其他信評公司。但在開始

銷售系爭債券後不兩小時，Moody's 就在其電子刊物公開 School District 債券之評等展望為負向消息，導致 School District 債券價格暴跌，最後造成 76 萬 9 千美元之淨損失，School District 爰具狀控告 Moody's 的評等報告有重大虛假之錯誤。

(二) 法院見解：

Moody's 對於 School District 所作評等報告中的負向展望 (negative outlook) 與持續性資金壓力 (ongoing financial pressure) 二項陳述，其所衡量的參考因素極多，而這些因素有很多是屬於本質上無從驗證其真偽性者，這種估計上的差異性是根源於評等者主觀評價不同，而非基於收受不正確資訊所導致。即法院認為 Moody's 評等報告內容應該比較是貼近意見表達而非事實陳述。

雖然有關信評訴訟之官司投資人難以勝訴，惟金融海嘯後有些訴訟案件之發展，仍提出新的觀點，值得期待。茲列舉如下：

表 23：信評公司訴訟案

1	2009 年 11 月，俄亥俄州總檢察長集體起訴了美國最大的幾家評級機構，認為他們通過認可那些在金融危機中崩潰的高危證券導致該州退休基金損失了 4.57 億美元。
2	2010 年 3 月，美國康涅狄格州(Connecticut)首席檢察官查德·布盧門薩爾(Richard Blumenthal)起訴穆迪和標準普爾，理由是他們明知故犯地給次貸產品做出不恰當的評等。
3	<p>(1) 本案是一起集體訴訟案件，主要由阿布扎比商業銀行及一些個人投資者組成起訴方。阿布扎比商業銀行是一家遠在美國萬里之外的中東地區銀行，總部位於中東富國阿聯酋。2004-2007 年期間，阿布扎比商業銀行等投資者購買了華爾街投行摩根斯坦利旗下一家名叫“切尼”的結構性投資工具公司(SIV)所發行的住宅按揭證券化產品(RMBS)。針對切尼公司的資產，華爾街兩大評等公司穆迪、標普，均給出了最高評級——AAA 評級。</p> <p>(2) 在歐美，養老金、銀行等保本型機構投資者，只被允許購入 3A 評級的投資資產。穆迪等評級公司如此一致的“高評級”，讓阿布扎比銀行等投資者信以為真，這個案件尚處於法律程序的早期——“證據發現階段”，法官否決了 11 項指控中的其它 10 項，只保留了一項指控：摩根斯坦利，以及穆迪等評等公司在知道有虛假信息的時候，還故意讓投資人投資，讓他們蒙受了損失。</p> <p>(3) 2011 年 9 月 2 日，針對阿布扎比銀行等集體訴訟摩根斯坦利、穆迪、標準普爾等公司的案件，紐約法院法官希拉希德林(Shira Scheindlin)在裁決中宣布，她“不能夠解除”對摩根斯坦利、穆迪、標準普爾等公司的證券欺詐案的指控。“本次法官的裁決是非常強有力的，是非常意味深長的。本次判決中，希德林法官指出，評等公司的評等報告並非針對“公眾”，而只針對一小群投資者發布，因此援引憲法第一修正案作辯護無效¹²⁰。</p>

¹²⁰ 參閱王康，起訴評級公司，2009 年 9 月 8 日，21 世紀網，<http://www.21cbh.com>。

第七章 金融消費者保護

第一節 後金融海嘯之金融消費者保護

金融市場常存在資訊不完全或資訊不對稱之情形，進而影響投資人行為；另一方面，投資人經常存在反應不足和反應過度等異常現象，嚴重影響金融市場的穩定及秩序。金融危機帶來的重要啟示是，信評機構未能有效發揮其有效揭示風險的應有作用，資訊角色失靈，忽視或掩蓋了相關的風險預警信號，在危機初顯時沒有及時調低信用評級，致使投資者因為不能完全瞭解其中的風險而遭受嚴重損失，危機發生後，又集體下調信用評級，引發市場大規模恐慌，監測角色失效。信評機構的行為客觀上放大了市場風險，使評等結果對全球經濟金融運行產生了非常巨大的衝擊。

自金融海嘯後各界對信評制度之改革提出不少主張，其終極目的仍與金融消費者保護有關。為因應全球化之發展趨勢，加上新金融商品不斷推陳出新，各國主管機關除致力積極改善市場監理制度與規範外，加強保護投資人已成趨勢，以事先之預防措施來減少事後投資人之損失，以彌補司法訴訟上投資人不易舉證勝訴之事實。

前述發展方向，是將金融消費者保護獨立於金融政策與監理，並且統籌有關銀行、非銀行的消費者保護；同時，也強化金融知識的普及與教育，避免因過度期待投資帶來的報酬而低估隱藏的風險，藉以從源頭降低可能的投資紛爭。

第二節 美國對投資人保護之加強

第一項 2008 年 Policy Statement on Financial Market Developments

為因應金融海嘯，美國 The President's Working Group (PWG) on Financial Markets 於 2008 年 3 月的「policy statement on financial market developments」中，對主管機關、市場參與者及投資人提出建議，茲就其中與信評及投資人保護有關之建議彙整如下¹²¹：

一、 對主管機關與市場參與者之建議

- (一) 強化發行人、承銷商及投資人對證券化商品之認知與資訊揭露，提升市場紀律之有效性。
- (二) 改進信評機構對信用證券化商品之信用評等過程與標準，以增進正確性與透明化。

二、 對房貸過程改進之建議

聯準會應該制定更有效的消費者保護法及增強保護消費者的資訊揭露。

三、 對投資人遵循市場紀律的建議

- (一) 機構投資人的監理機關應要求自證券化商品之承銷機構取得更多風險相關資訊。
- (二) 監理機關應要求機構投資人必須對相關投資商品單獨進行風險評估，而不應僅賴信評機構之資料。

¹²¹ 參考張雅萍、李明機，後金融海嘯時代如何強化我國新金融商品之監理機制，證交資料 576 期，2010 年 4 月，頁 27-31。

- (三) PWG 將成立一民間性質的委員會，以研議一套對證券化商品揭露之最佳務實作法。
- (四) 對結構性與證券化商品信用評等過程改進之建議。
- (五) PWG 將促進包括投資人、證券化商品發行機構、承銷機構及信評機構等組成私部門團體，以發展更健全的評等程序。
- (六) PWG 將修正信評機構的相關監理法規，以強化信評機構功能，包含使用信評資料的資本要求規定。
- (七) PWG 將針對次級房貸中信評機構評等之錯誤，加強信評資料的完整性和透明性。

四、 對監理政策強化之建議

監理機關應檢視現行監理法規中對信用評等資訊之使用規定。

第二項 金融改革法消費者保護機制

第一款 金融消費者保護局 (Consumer Financial Protection Bureau, CFPB)

全球金融市場動盪不安，部分肇因於創新金融商品內容複雜且發行資訊不夠透明，以及銷售者不實吹噓商品保本及高收益特性，於是在投資人不了解商品特性及風險屬性下進行投資，進而衍生諸多投資糾紛。為保障美國民眾，美國 2010 年金融改革法 (Dodd-Frank 法) 提出設立消費者保護新制。

為賦予司法管轄權保障消費者信用卡、存款、抵押貸款及其他金融商品交易的權益，以及避免讓消費者受到任何隱藏性費用、不公平

條款及詐欺交易的損害，將設立消費者金融保護局，以監督金融業者。
有關消費者金融保護局之權責如下表24：

表24：美國消費者金融保護局之權責¹²²

1	消費者金融保護局CFPB首長係由總統任命，並經參議院同意，擁有獨立預算，預算由FED負擔。
2	CFPB具有獨立法令制定權，有權制定與金融商品消費相關的消費者保護法令，並協助銀行監理單位減輕金融檢查業務之負擔及提供法規訂定之諮詢。
3	CFPB有權向業者要求提出報告，並視需要時公布周知，CFPB並就消費者保護相關議題蒐集資訊進行研究，但禁止針對個人資訊進行分析。
4	CFPB有權對資產超過100億美金的銀行或儲貸機構、所有抵押貸款機構及其他貸款機構(如一般貸款或學生貸款)行使消費者保護相關法令的檢查權及監督權。
5	整合並強化現行由其他局處所負責的消費者保護職責，確保聯邦法令能公平、適當及普遍地應用於每一位金融消費者。
6	成立專一窗口、單一熱線處理消費者保護事宜，消費者毋需透過層層轉接處理消費糾紛；同時快速處理不當交易，消費者毋需再等待法院的判決。
7	於CFPB下設立金融宣導局 (Office of Financial Literacy, OFL) 專責金融教育宣導，並新設公平借貸及機會平等局(Office of Fair Lending and Equal Opportunity)、老人金融保護局(Office of Financial Protection for Older Americans)及金融會員事務局 (Office of Service Member Affairs)等三個機構，負責相關金融消費者權益保護及會員事務等。
8	於財政部下設立少數族群及婦女就業參與局(Offices of Minority and Women Inclusion, OMWI)，以保障少數族群及婦女就業的權益。

嗣後美國金融消費者保護局 United States Consumer Financial Protection Bureau (CFPB) 於2011年7月21日正式成立營運，為

¹²² 參閱李南和、黃俊豪，「Dodd-Frank 華爾街改革與消費者保護法」摘要，集保結算所雙月刊，2010.12.Vol.193, 2010年12月15日，頁16-18。

聯邦單位，負責監督管理資產 100 億美元以上的美國金融機構，經費由美國聯邦儲備局提供，隸屬美國財政部管轄。根據美國財政部公告，該局負責促進公平和透明的抵押貸款，信用卡和其他消費金融產品和服務，司法管轄權包括銀行，信用社，證券公司，發薪日貸款，抵押貸款服務業務，取消抵押品贖回權救濟服務，收債公司及其他金融公司。

此單位等同於宣告日後金融業為特殊性產業，與其他產業本質不同，在 1980 年代美國雷根總統放寬金融管制後至 2008 年金融海嘯，金融業產生的亂象為「責任與報酬脫鉤現象」，金融人員可以利用客戶資產高槓桿操作；或推出高風險投資案獲取巨額管理費紅利獎金，然實質多為助長社會泡沫的投機行為，後果則由政府 and 社會承擔¹²³。

2012 年 7 月 18 日 CFPB 首次向違規的金融機構「開鋸」，重罰全美數一數二的大銀行及信用卡髮卡企業「第一資本金融公司」(Capital One) 2 億 1000 萬美元，指控該公司向 200 餘萬信用卡客戶施壓或使用誤導手法，推銷信用卡「附加產品」，罰款中約有 1 億 5000 萬美元將作為給客戶的退款。CFPB 的檢查員發現，第一資本的協力廠商推銷人員向信用卡客戶推銷附加服務，宣稱該公司的信用卡有「還款保障」服務，如果信用卡持有人失業或暫時殘障，公司將允許其免付 12 個月的最低償付款。他們也推銷「維護信用」服務，為客戶提供身分被盜竊保障。他們讓消費者誤認，必須購買這些服務，才能啟用信用卡，或讓客戶以為，這類服務是免費的¹²⁴。

第二款 美國證管會 (SEC) 的改革

為避免馬道夫 (Bernard L. Madoff) 詐騙案重演，並保障美國民眾的投資安全，SEC 開設投資人對 SEC 法規及實務之建議管道，積極

¹²³ 參閱維基百科。

¹²⁴ 參閱消金局開罰 重罰第一資本 2.1 億元，美國通 How2USA，2012 年 7 月 20 日，<http://www.how2usa.com/?eid=100064&action=detail&id=105868>。

了解投資人與SEC溝通的盲點，提供協助投資人以及處理投資人抱怨。
針對投資者保護部份，SEC提出相關改革措施如下表25：

表25：美國SEC投資者保護改革措施¹²⁵

1	強制證券商遵守誠信原則(Fiduciary duty)，要求證券商於提供投資建議時須以客戶的最大利益為考量，並賦予SEC針對證券商誠信原則制定相關法規，SEC將於6個月內研究相關誠信原則標準。
2	鼓勵人民檢舉有價證券違法交易案件，並針對仲裁金額超過100萬美元之成功案件提供10-30%的求償所得作為檢舉獎金。
3	推行吹哨人保護法案(Whistleblower Protection)，並由SEC設立投資人保護基金(Investor Protection Fund)，運用仲裁成功之金額，以3億美元為上限，作為支付檢舉者及監管相關活動成本。
4	依據外部顧問所提出SEC諮詢改革研究報告之建議，要求SEC進行管理層面的改革，並要求SEC提供年度內部控制評估報告及美國政府責任辦公室(Government Accountability Office, GAO)對SEC的管理進行審計。
5	成立投資諮詢委員會(Investment Advisory Committee, IAC)，建立投資人對SEC的法規及實務提供建議的管道。
6	成立投資人倡議局(Office of Investor Advocate, OIA)，分析哪些領域是投資人與SEC於溝通上易產生問題，並提供協助以及處理投資人抱怨。

金融改革法案在第九章”投資人保護與證券管制改善”中第C節¹²⁶，針對投資人保護提出九條規範有來加以管制(參見下表26)：

¹²⁵ 參閱李南和、黃俊豪，「Dodd-Frank 華爾街改革與消費者保護法」摘要，集保結算所雙月刊，2010.12.Vol.193, 2010年12月15日，頁16-17。

¹²⁶ TITLE IX—INVESTOR PROTECTIONS AND IMPROVEMENTS TO THE REGULATION OF SECURITIES，Subtitle A—Increasing Investor Protection。

表 26：美國 2010 年金融改革法案：關於投資人保護規範¹²⁷

章節	名稱		
SEC. 911	設立投資者諮詢委員會		
SEC. 912	委員會從事投資者測試之權力		
SEC. 913	關於經紀商、自營商及投資顧問義務之研究規則制定		
SEC. 914	關於加強投資顧問檢查之研究		
SEC. 915	投資者律師辦公室		
SEC. 916	簡化自律組織的備查程序		
SEC. 917	對投資者財務知識之研究		
SEC. 918	對共同基金廣告之研究		
SEC. 919	委員會要求投資者在購買投資產品和服務前進行披露的權力	SEC. 919A	利益衝突之研究
		SEC. 919B	改進消費者獲得投資顧問及經紀商—自營商資訊之研究
		SEC. 919C	對理財規劃師和金融指定的研究
		SEC. 919D	監察員

第三節 日本投資人保護法制¹²⁸

第一項 金融商品販賣法

以往由於日本法規對於金融服務之利用者及金融業者間之關係及利益保護均有所不足，金融廳金融審議會於 2000 年制定「金融商品販賣法」，作為金融商品銷售之基本法規，規範重點為金融商品販賣行為之定義、行為類型、業者行為規範等。該法於 2002 年 4 月 1 日施行，後來並經數次修正。

我國金融消費者保護法在實體內容除移植我國消費者保護法觀

¹²⁷ 參閱劉素林法律英語翻譯，<http://www.lawelites.com/post/175.html>。

¹²⁸ 參閱林繼恆，金融消費者保護法之理論與實務，2012 年 5 月，頁 45-56。

念外，並參考日本金融商品販賣法之概念。金融商品販賣法計有 10 條條文及 3 項附則，主要有兩大重點：

一、 金融商品販賣業者之說明義務：

針對與金融商品相關之重要事項，對金融商品販賣業者課以說明義務，其說明須使一般投資人了解該商品之風險。

二、 金融商品販賣業者為勸誘（推薦）行為之適合性：

要求金融商品販賣業者於推薦商品時，應採取合適之推薦手段。不具適合性之勸誘行為包括詐欺性、強迫性等不符合顧客屬性、投資常識及財產狀況等推薦行為。

本法規定被害人無須就業者違反說明義務之行為、故意過失、因果關係及損害額等部分舉證，舉證責任轉移至金融商品業者，並擴大說明義務之範圍。

第二項 金融商品交易法

日本政府為因應金融市場之改革，參考美國沙氏法將原有之投資服務法統整修正後更名為「金融商品交易法」，由日本參議院於 2006 年審議通過，並於 2008 年 4 月 1 日施行。本法係針對金融商品及服務相關規範，進行橫向性的法規整合，取代部分金融商品販賣法及證券交易法等法規規範，改變分業監管無法涵蓋多樣化金融商品之狀況，並強化投資人保護之規範。

金融商品交易法共有 9 章，計 227 條條文，包括四大內容：

- 一、 針對投資性強的金融商品，建立橫向性的投資人保護機制。
- 二、 擴大資訊公開制度。
- 三、 強化交易所的自主規制機能。

四、採取嚴格手段因應不公平的交易行為。

本法將投資人區分為特定投資人及一般投資人，其專業能力不同於一般投資人，對其之保護較低。其中就投資人保護之強化，主要有下列特點：

- (一) 規定「認定投資人保護團體」制度，讓非金融機構所設置之自律組織，亦能進行爭議解決及紛爭處理之業務。
- (二) 設立「投資人保護基金」，保障居於弱勢之一般投資人權益，處理金融商品交易者與一般投資人間相關爭議等。

第四節 英國金融公評人制度

英國議會為公平、公正的解決消費者與提供金融服務的機構間所產生之個別爭端，成立了一獨立、非官方的英國金融公評人 (Financial Ombudsman, 簡稱 FOS)，並依據「2000 年金融服務與市場法」(Financial Services and Markets Act 2000; FSMA 2000) section 225-234 及「2006 年消費者信用法」(the Consumer Credit Act 2006; CCA) section 59-61 賦予權力。

FOS 之性質及其業務之執行方面，有以下特點¹²⁹：

- 一、 FOS 係依法設立之獨立公共法人，是一種法院以外之非正式解決爭議機制，其處理爭議通常不會有正式聽證或是面對面之交叉辯論，也不會受到嚴格程序之拘束，儘量以彈性靈活風式完成工作。
- 二、 FOS 也積極地與社會各界分享其知識及經驗，以求消費者與企業能自行解決爭端而無須 FOS 介入，甚至期許能在第一時間避

¹²⁹ 蔡佳真，英國金融服務公評人制度之研究—兼比較我國金融申訴制度，國立政治大學風險管理與保險研究所碩士論文，2006 年，頁 29-32。

免申訴之發生。

- 三、 FOS 提供給消費者之服務係免費的。在公評人審視申訴案件前，該案件之申訴者必須已向相關的金融機構提出申訴之申請，並對金融機構之回復不滿意，始得提交 FOS 協助處理。
- 四、 FOS 的運作係獨立的，不受英國金融服務總署（Financial Services Authority, FSA）管轄，FSA 亦不能干涉其處理情形及結果。
- 五、 FOS 之服務是保密性的，不對外公布有關申訴案件之金融機構及消費者姓名。

第五節 我國金融消費者保護法

第一項 立法背景及重點條文

2008 年雷曼兄弟連動債在台灣造成多數投資人受害的事件，暴露出我國既有的金融消費爭議處理機制並沒有辦法快速、有效地使因為金融服務業不當銷售行為而受損害的金融消費者權益確實獲得保障。為了加強與落實對金融消費者權益的保障，快速、有效處理金融消費爭議，我國金管會爰草擬「金融消費者保護法」（以下稱金保法），在 2011 年 6 月 3 日經立法院三讀通過，並於該年年底正式上路。

在金保法之前，對於有價證券及期貨交易所生民事爭議之處理與投資人之保護，已有「證券投資人及期貨交易人保護法」（以下稱投保法）予以規範，並由財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心專責處理。一般投資人提起證券爭議訴訟需負擔不小之訴訟成本，且無力蒐集相關訊息，投保法之制定使受害之多數投資人得授與保護機構訴訟實施權後，由保護機構訴請賠償（投保法第 28 條第 1、2 項），以解決集體行動困境。然對於非屬該中心處理的金融消費民事爭議，

係分別由相關同業公會或周邊單位處理(例如銀行公會及保險發展中心等), 缺乏單一專責機構, 且無法律依據。

金保法係參考英國金融服務暨市場法(FSMA)、英國金融公評人(Financial Ombudsman Service Ltd., FOS)制度與新加坡金融業調解中心(Financial Industry Disputes Resolution Centre Ltd., FIDReC)之運作機制與國內相關法規而訂定。有關之重點如下:

一、金融業注意義務

依金保法第7條第3項規定:「金融服務業提供金融商品或服務, 應盡善良管理人之注意義務。」, 本條不僅將金融服務業者之注意義務明文化, 更擴大適用範圍於所有之金融服務業者。

二、爭議處理機制

在第13條至第30條的規定中, 參考外國機制設置了爭議處理機制, 本質上屬於「訴訟外紛爭解決制度」(Alternative Dispute Resolution, ADR), 乃一種為求有效率地解決糾紛, 避免走向法院訴訟的替代方案。若有消費者對於爭議處理機構裁定的結果不服, 再向法院提出申訴。如此, 可大幅度減少消費者及金融機構爭議的處理成本¹³⁰。

另依金保法第14條規定, 由政府百分之百捐助設立財團法人金融消費評議中心, 同法第13條規定, 當接受銀行、保險、證券等金融服務業提供之商品或服務的金融消費者, 與金融服務業者之間, 發生民事爭議的時候, 在向金融服務業申訴, 仍然不能得到滿意的回應的時候, 可以向金融消費評議中心申請評議。

在金保法之前, 我國銀行公會2006年9月間, 成立「金融消費爭議案件評議委員會」, 聘請學者、專業人士採行對銀行業具強制

¹³⁰ 參閱金融消費者評議中心網站說明, <http://www.foi.org.tw/>。

拘束力之合議機制，來裁斷民眾與金融機構間之消費爭議案件，這使我國成為繼新加坡以後，全球第 2 個引進英國金融公評人制度的國家。評議中心於 2012 年元月 2 日正式掛牌成立，銀行公會亦終止金融消費爭議案件評議委員會之運作。另外，財團法人保險事業發展中心為使消費者與保險公司間之糾紛能快速、經濟地解決，於 2002 年 1 月 1 日成立保險申訴調處委員會，廣納保險專家學者，為消費者及保險公司解決保險理賠爭議。評議中心成立後，有關消費者與保險公司間之糾紛亦轉由該中心處理。

三、舉證責任

依金保法第 11 條規定：「金融服務業違反前二條規定，致金融消費者受有損害者，應負損害賠償責任。但金融服務業能證明損害之發生非因其未充分瞭解金融消費者之商品或服務適合度或非因其未說明、說明不實、錯誤或未充分揭露風險之事項所致者，不在此限。」

換句話說，只要金融服務業違反了第 9 條的適合性原則¹³¹，以及第 10 條的說明義務規定¹³²，並非由金融消費者來證明其損害和金融服務業的行為有因果關係，而是金融服務業要去證明金融消費者的損害和其行為之間沒有因果關係，金融服務業才能夠免除責任。

在第 11 條的規定下，金融服務業要負起幾近無過失責任。在實務上，業者要證明消費者的損害及其行為不具有因果關係，這種可能性是非常低的。第 11 條舉證責任的倒置，消費者不需要為自己的需要及決策負責或舉證，金融業因此需大量留存交易過程資料，以保護

¹³¹ 金保法第 9 條規定：「金融服務業與金融消費者訂立提供金融商品或服務之契約前，應充分瞭解金融消費者之相關資料，以確保該商品或服務對金融消費者之適合度。前項應充分瞭解之金融消費者相關資料、適合度應考量之事項及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。」

¹³² 金保法第 10 條規定：「金融服務業與金融消費者訂立提供金融商品或服務之契約前，應向金融消費者充分說明該金融商品、服務及契約之重要內容，並充分揭露其風險。前項金融服務業對金融消費者進行之說明及揭露，應以金融消費者能充分瞭解方式為之，其內容應包括但不限交易成本、可能之收益及風險等有關金融消費者權益之重要內容；其相關應遵行事項之辦法，由主管機關定之。」

自己，包含認識客戶（KYC）過程、商品適合性分析過程及資訊揭露過程等資料。第 11 條在金保法中，可謂關於消費者保護最重要的條文¹³³。

第二項 實務執行問題

第一款 金融消費者適合度分析

立法的原則往往是立意良善，但立意良善的規定有時仍會有實務執行之問題。本次立法讓金融業深感執行困擾者為金保法第 9 條規定，金管會依金保法第 9 條第 2 項規定，於 2011 年 12 月 12 日發布「金融服務業確保金融商品或服務適合金融消費者辦法」（以下稱本辦法）。

依本辦法第 2 條規定，「金融服務業與金融消費者訂立提供金融商品或服務之契約前，應依本辦法規定充分瞭解金融消費者之相關資料及依不同金融商品或服務之特性，建立差異化事前審查機制，以確保該商品或服務對金融消費者之適合度；本辦法未規定者，應按業務類別，分別適用各該業務法令及自律規範之規定。」業者最常用的方法，就是讓消費者做一份「風險屬性評估」的問卷，用來判斷商品與消費者的適合度。

上開問卷結果，如果是保守型投資人，就不能投資高風險商品。但是問題在於風險屬性的評估不僅不可靠，更因為這樣的限制降低了投資人在資產配置上的彈性。透過不準確的風險屬性評估來限制投資者可以買什麼、不能買什麼，看起來像是保護了消費者，而結果卻是

¹³³ 參閱林國全發言，「金融業如何因應金融消費者保護法」研討會實錄，財團法人金融消費評議中心董事長，台灣金融服務業聯合總會製作，2012 年 2 月 15 日。

把雞蛋都放在同一個籃子。因只能買相似性程度高的同一類商品，而不是透過配置相關性低的不同商品，來降低整體資產的波動程度¹³⁴。

過去保守型投資人，資產配置可能是九成的債券和存款，剩下的一成，投資在股票型基金，以獲取比定存高一點的報酬。金保法上路後，金融業銷售信託商品、保險、透過非信託業銷售的基金，以及辦理財富管理業務，只要超出適合度，即使民眾簽了聲明書，金融業一樣都不能販賣。

一、財產保險及非投資型保險商品

本辦法第 9 條規定，保險業在提供金融消費者財產保險及非投資型保險商品或服務前，應考量之適合度事項。法界亦有人提出純財產保險商品，不涉及人的生命、身體，更不涉及投資理財與賺賠等，完全屬損失填補之險種，如汽車車體損失險、各類責任險等，應可無須做金融消費者適合度分析¹³⁵。查金管會鑒於部分財產保險或因法令規定配合政策、或因投保實務上即已符合本辦法規定，就強制汽(機)車責任保險、住宅火災及地震基本保險(房貸件)、依國際貿易慣例辦理之貨物運輸險及依政府採購法辦理或公開招標之各險業務等，已於 2012 年 7 月同意保險業者所報豁免客戶簽署保險招攬人員所作相關適合度分析評估報告¹³⁶，所以此部分問題已大致解決。

二、非複雜性金融商品

至於一般投資型金融商品之銷售，目前國際上對於銷售金融商品之消費者適合度的實務做法，其目的雖主要在於減少業者之不當銷售，

¹³⁴ 參閱「金融消費者保護法 小心善意變毒藥」，經濟日報，2012 年 1 月 15 日。

¹³⁵ 參閱朱政龍律師，關於金融消費者保護法的幾點疑問，台灣法律網，<http://www.lawtw.com>。

¹³⁶ 中華民國保險代理人商業同業公會參照中華民國產物保險商業同業公會所訂「金融服務業確保金融商品或服務適合金融消費者辦法」(KYC)執行方式辦法，金融監督管理委員會 101.7.24 金管保綜字第 10102082440 號函同意備查。

但內容上具有相當的豁免與彈性，以英國的「商業行為準則」(Conduct of Business Sourcebook, COBS) 為例，該準則除要求金融產品銷售機構提供給客戶的服務，應符合客戶之最佳利益，並採取合理、適當的步驟來確保所提供的服務或推薦都能適合客戶的需求；但是依據該準則之規定，關於客戶主動之投資行為，其對於金融產品銷售機構的評估義務規範較為彈性。只要該商品為非複雜性商品（如股票、貨幣市場金融工具、公募基金等），皆可直接依客戶指示，執行該項交易¹³⁷；如該項商品為複雜性商品，則以適當性（appropriateness）測試評估客戶之經驗、知識、財力是否足以了解該項商品是否能夠承擔其風險（參考表 27）。

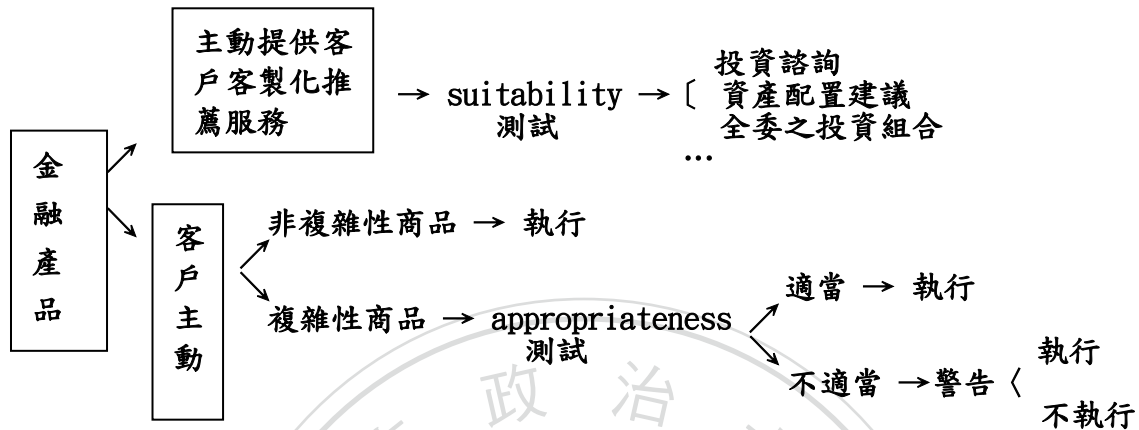
¹³⁷ COBS 10.4 Assessing appropriateness : when it not to be done

COBS 10.4.1 (2) The financial instruments are :

- (a) shares admitted to trading on a regulated market or an equivalent third country market (that is, one which is included in the list which is published by the European Commission and updated periodically); or
- (b) money market instruments, bonds or other forms of securitised debt (excluding those bonds or securitised debt that embed a derivative); or
- (c) units in a scheme authorised under the UCITS directive; or
- (d) other non-complex financial instruments.

The full handbook/COBS, <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/COBS>.

表 27：金融產品銷售機構提供 suitability/appropriateness 評估之流程圖¹³⁸



換言之，目前國際上對於消費者適合度的實務做法，著重的是資訊揭露，以讓投資人充分了解所投資的商品特性與投資風險所在，並且尊重人民財產的自由支配權利，也因此規範上須存在一定的豁免與彈性。

在金保法已賦予金融業更多責任之情況下，主管機關對於適合度認定應可考慮給予從寬解釋的空間。就非專業投資人之商品適合度應以整體資產配置衡平考量，對投資單一商品逾越風險等級應建立例外處理機制；例如定時定額或以系統性方式等事前約定之長期投資行為，因投資金額小而且以時間分批方式進場投資，根據投資學原理就是一種降低金融商品風險之投資方式，實務上應給予豁免，亦可使金融機構財富管理業務發展更具有彈性¹³⁹。

¹³⁸ 參閱英國商業行為準則有關 Appropriateness (for non-advised services) 簡介，中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，國際動態 201110，頁 5，<https://members.sitca.org.tw/OPF/K0000/files/CWeb/%E5%9C%8B%E9%9A%9B%E5%8B%95%E6%85%8B201110.pdf>。

¹³⁹ 參閱 101 年金融建言白皮書，台灣金融服務業聯合總會，2012 年 8 月，頁 22-24。

第二款 金融消費爭議處理之收費

金管會依據金保法第13條第5項及第14條第3項規定，於2011年12月12日制定發布「金融消費爭議處理機構設立及管理辦法」(以下稱設立及管理辦法)。依設立及管理辦法第24條規定，爭議處理機構即金融消費評議中心的收入來源除捐助之財產外，尚包括自金融機構收取之年費及服務費，依同辦法第26條規定，爭議處理機構試行調處或作評議決定，均須係向金融服務業收取服務費(評議結果如金融業無須給付者，則免向其收費)，金融消費者利用金融消費評議程序無須付費。

過去民眾如主張金融服務業者違反契約責任，須由主張受損害之當事人舉證證明因果關係及損害之存在，但金保法第11條引入金融服務業之無過失責任及舉證責任倒置之概念¹⁴⁰，金融服務業去證明金融消費者的損害及其行為之間沒有因果關係，金融服務業才能夠免除責任。

由於金融消費者使用評議程序無須支付費用，且不需負擔因果關係之舉證責任，使用評議程序之成本相對較小，極易造成金融消費者向評議中心申訴之情形，產生評議資源之濫用。金融消費評議中心於101年1月2日成立，依該中心統計，自1月1日~7月31日受理評議案件總計達1,320件，其中保險業有1,078件，約佔81.67%；銀行業有225件，約佔17.05%；其他證券期貨業有17件，約佔1.29%。保險類爭議主要為理賠爭議，銀行類爭議多為投資型商品，其中又以連動債爭議案件居多¹⁴¹。

金保法第23條第2項規定，金融消費者申請評議後，爭議處理機構評議中心得試行調處；當事人任一方不同意調處或經調處不成立者，

¹⁴⁰ 參閱林繼恆，金融消費者保護法之理論與實務，2012年5月，頁137。

¹⁴¹ 參閱「評議中心首次績效發表會圓滿達成」，評議中心，2012年9月4日，評議中心網站，<http://www.foi.org.tw/>。

爭議處理機構應續行評議。因此，有法界專家主張積極之道除加強金融業事前之預防，強化教育訓練外，評議中心應加強調解及調處功能，於接獲民眾申訴時，先積極為金融機構居中協調，以減少評議中心之負荷¹⁴²。惟此居中協調，對有心者恐成效有限，難以防止道德風險，似可就經評議認金融業毋須賠付案件，酌收金融消費者適度之費用，以減少評議資源之濫用。

第六節 小結

以往金融監理機關在消費者保護方面，認為投資者想賺取報酬，需自負風險；要求金融機構在銷售時，應充分告知產品的特性與隱藏風險。然而，並非所有的投資者有足夠的金融知識，且有些金融商品太過複雜，以連動債而言，即使是金融相關科系畢業者都可能似懂非懂，更何況是一般投資人。金融商品資訊雖有揭露，但對投資人而言是一頭霧水，如同沒有揭露一般。

再者，過去金融消費者保護的工作金融同業公會扮演了重要角色，公會是由業者所成立，雖然其消費者紛爭調處與評議可邀請外部專家參與，然而能否達成完善的消費者保護，不免受到質疑。將金融消費者保護獨立出來的功用，是可以避免金融監理的多目標衝突，也減輕監理機關之負荷¹⁴³。

以金融消費者保護獨立之型態而言，有的是於監理機關內設立單一金融消費者保護單位，如美國之金融消費者保護局，我國金管會的組織架構則未有獨立的金融消費者保護單位，仍由旗下各局實際監理金融業對金融消費者保護之處理。金融消費

¹⁴² 參閱林繼恆，金融消費者保護法之理論與實務，2012年5月，頁137。

¹⁴³ 參閱金融消費者保護制度要起步了，經濟日報社論，2010年7月14日。

評議中心之成立，確實發揮了一定功能，但我們也看到保險爭議案件佔所有金融消費爭議案件之比重特別高，主管機關應予重視，並應思索如何讓評議資源能得到最妥適之運用。



第八章 結論與建議

信評制度及信評機構管理之改革，已成為全球關注及著力之重點。我國雖在全球金融海嘯及歐債危機中受創不大，但要讓信用評等制度在台灣走得更為穩健，並達成強化我國資本市場之目的，仍有待加強之處。我國對信用評等事業之監理架構，相對於美國較簡單，在我國之外國信評機構實際上係遵循母國及母公司一套之規範。

全球金融海嘯後，許多國家或地區紛紛制定專門立法或在相關立法中增加專門章節去規範信評機構的活動，除歐美之外，亞洲國家或地區亦紛紛投入這股立法熱潮之中。我國雖於2010年10月修正「信用評等事業管理規則」，但對於防範利益衝突規定仍有待加強。另現行不同監理法規中對認可之信評機構範圍，亦存在很大差益；至於對於信評機構之法律責任，在現行法規上仍難以找到有關之條文規範。過去金管會在監理政策上，相當重視並依賴信評機制，包括對金融機構各種業務的開放，或轉投資限制的放寬，都以信評等級為重要依據。主管機關未來檢討方向應是不要讓信評成為判斷風險的唯一依據，還要參考交易對手風險等其他佐證資料。

由於台灣國際化程度不深，股票市場獨大，債券市場不發達，也造成國內的信評市場規模相對較小。信用評等係為債券風險出具風險評估意見，在我國，債券發行應出具信評報告，從興利角度而言，為信用評等制度營造一個良好的發展環境，除了有助我國債券市場的發展，亦可分散我國企業融資過度集中於銀行業的情形。

近年各國消費者意識抬頭，政府亦強化「消費者保護」法制，我國金融消費者保護法之訂定在金融消費者保護上係踏出一大步。金管會強調，金融消費評議中心並不是一個金融消費者保護機構，它是一個評議機構，評議機構的意思就是說，我們期待這個機構將來是站在

金融機構跟金融消費者，兩者之間，以一個公平、專業的角度來處理爭議的決定。金保法施行以來，評議中心已受理相當數量之申訴案件，可見金融業者與金融消費者之間的溝通仍待加強。針對實務上遇到之問題，應即早檢討與擬定對策。

本文透過國內外信評爭議事件、信評監理規範、改革措施及金融消費者保護機制，作相關比較分析，提出問題並探求可能之解決方法。茲依本文分析提出以下建議：

一、減少不同監理法規中對所認可信評機構範圍之差異

我國不同監理規範所認可之外國信評機構，彼此間仍存在很大差異，其中以「投資型保險專設帳簿保管機構及投資標的應注意事項」所認可之信評機構範圍可謂最廣，惟仍以 NROSO 為範圍。目前大部分監理規範所認可之信評機構仍限定為中華信評及三大信評公司，形成對特定信評機構業務之保障。由於政府監理機關難以承擔對債券發行的評價責任，並為減少監理成本之考量，難以完全擺脫對信評之依賴，然而監理機關仍應加快減少不同監理法規中對所認可信評機構範圍之差異。

二、強化防範利益衝突規定

「信用評等事業管理規則」第 23 條就防範利益衝突之對象，僅針對信用評等事業之董事、監察人、評等委員會成員、經理人、受任人或受雇人有所限制，與銀行法及金融控股公司法等類似規定相較，規範密度仍有所不足；可參考我國銀行法或金融控股公司法等有關關係人規定，適度修正。

三、明確信評機構法律責任規範

- (一) 我國現有法規對信評機構之法律責任機制約束有欠明確，實務上亦乏相關訴訟案例，可參考 Dodd-Frank

法案廢除美國 Rule 第 436(g) 條款，發行人將信評機構的評級結論收錄在募集意向書和注冊說明書中，信評機構將承擔「1933 年證券法」第 11 節下“專家”身分責任之做法，或可於公司募集有價證券公開說明書應行記載事項準則第 5 條，責成信評機構於公開說明書就其所負責之信用評等部分簽名或蓋章，以承擔專家責任。

- (二) 信用評等機構民事責任存在訴因多、原告人數多及訴訟難度大等特點，主管機關或可就國外不同訴因的歸責原則、過錯認定、舉證責任、因果關係等方面提出簡便且可操作的處理規則，以使未來我國投資人可以獲得可能之救濟。

四、檢討金融消費者保護法之成效及執行問題

- (一) 金保法之實施希望能將爭議案件匯集到爭議處理機構來處理，減少訴訟。但如何避免增加金融業者過大成本，並兼固消費者權益，以及各界就金融消費者保護法立法所衍生的疑義，主管機關宜定期檢視並有所檢討。
- (二) 依英國的「商業行為準則」(Conduct of Business Sourcebook, COBS)，非複雜性商品（如股票、貨幣市場金融工具、公募基金等），可直接依客戶指示執行交易之做法，就金保法第 9 條，有關非專業投資人之商品適合度宜以整體資產配置衡平考量，對投資單一商品逾越風險等級建立例外處理機制。
- (三) 檢討保險爭議案件數量多之原因，以了解保險業者在保單之設計條款方面，是否有不利消費者之情形，或是另有其他造成保戶無法獲得合理賠付之情形。
- (四) 為減少評議資源之濫用及道德風險，除應強化爭議處理機構之調解及調處功能外，主管機關或可研議就經評議決定金融業毋須賠付案件，收取金融消費者適度費用之可行性。

參考文獻

參考文獻目錄

一、中文部分（依姓氏筆劃順序排列）

（一）書籍

1. 林繼恆，金融消費者保護法之理論與實務，台灣法學出版公司，2012年5月。
2. 資產證券化基本能力測驗書，東展文化，2009年。

（二）期刊

1. 王秀玲、陳湘琴，行政院金融化監督管理委員會證券期貨局，參加美國證管會2011年「證研券市場發展國際研討會」報告，2011年6月27日。
2. 朱榮恩、應娟，國際評級業和國際評級的監管與發展，新世紀評級，2010特刊，2010年。
3. 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檢討，法學新論（第2期），2008年9月。
4. 李南和、黃俊豪，「Dodd-Frank 華爾街改革與消費者保護法」摘要，集保結算所雙月刊，2010.12.Vol.193，2010年12月15日。
5. 李韋誠、劉怡婷、黃琬琿編譯，論證券交易法上不實陳述之損失因果關係—以美國 Dura 案為檢討核心，Dura 案研究報告，法學論述 98 年 1 月第 78（台美證券交易法研討會專刊）期月刊。
6. 林信宏，論信用資料交換法制之基礎，金融聯合徵信雙月刊，第三期，2008年。
7. 黃淑華，我國金融資產證券化之發展及其監理，金融監理與風險管理選輯。2004年10月。
8. 黃榮賜，赴美國研習「證券化金融商品發展之研究」報告書，2008年1月20日。
9. 陳棟良，簡介新巴塞爾資本協定信用風險標準法在台灣，華南金控第32期，2005年8月。

10. 葉銀華，「金融市場重建與規範」暨「公司治理與創新價值」研討會出席報告，行政院金融監督管理委員會，101年4月18日。
11. 賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢（中央銀行），從次貸風暴看國際監理報告，台北外匯市場發展基金會委託計畫，2009年3月。
12. 羅贊興、陳逸珊、黃書芸、黃馨儀，美國企業改革法案（Sarbanes-Oxley Act of 2002）對我國上市公司管理制度適用性之探討（上），證交資料。
13. 儲蓉，對發展信用評等應有的態度與做法，經濟情勢暨評論，第5卷第1期，1999年。
14. 廖大穎、莊天睿，論使用公積與發行公司債設限之調整—解析行政院2009年公司法第232、241及249條之修正草案，月旦法學雜誌第181期。
15. 新金融商品之監理機制，證交資料576期，頁27-31，2010年4月。
16. 管中閔，世界經濟變動的趨勢，金總快訊，台灣金融業聯合總會，2012年7月。

（三）學位論文

1. 陳建文，商業銀行之信用評等、準備計提與資本配置，國立中央大學管理學院高階主管企管碩士班碩士論文，陳錦村博士指導，2005年6月。
2. 蔡佳真，英國金融服務公評人制度之研究—兼比較我國金融申訴制度，國立政治大學風險管理與保險研究所碩士論文，2006年。
3. 葉立琦，信用評等法制之研究，東吳大學法學院法律學系碩士論文，謝易宏博士指導，2010年8月。

（四）新聞資料

1. 尹俊傑編譯，信評輪換案 歐盟議會試圖大砍，中央社，2012年6月20日，
http://www.taiwannews.com.tw/etn/news_content.php?id=1951228。
2. 李淑慧、邱金蘭，金管會催生亞太信評機構，2011年10月17日，聯合新聞網，
http://money.udn.com/wealth/storypage.jsp?f_ART_ID=248753。
3. 王鼎鈞，證期局：核准穆迪信評撤出台灣，PChome 基金，2010年5月24日，

http://fund.pchome.com.tw/news_page.html?fd=20100524&ne_id=12747157793733610003。

4. 王康，起訴評級公司，2009年9月8日，21世紀網，<http://www.21cbh.com>。
5. 肖素吟，美國金融改革方案過關 華爾街清洗評級黑幕，中國時代周報，2010年5月27日。
6. 施敏雄，台灣信用評等協會理事長，美國信評機構改革法評析，經濟日報，2007年7月8日。
7. 夏淑賢，經濟日報，2007年8月27日。
8. 段錦泉 徐薇薇，後金融危機中國信評體系的建構，聯合早報，2010年7月2日，聯合早報網，<http://www.zaobao.com/special/us/pages11/fincrisis100702.shtml>。
9. 高照芬，債市及企業國際化程度不足 穆迪退出台灣，Taiwan News，2009年4月10日。
10. 陳相儒，美國金融改革法案簡析，普華商務法律事務所律師，經濟日報，2010年7月28日。
11. 陳麗珠，中華信評台資股東加分，2004年12月26日，自由新聞網。
12. 高照芬，債市及企業國際化程度不足 穆迪退出台灣，Taiwan News，2009年4月10日。
13. 張華平，「如何提升金融產業的競爭力」研討會簡報，台灣金融服務業聯合總會主辦，2011年3月21日。
14. 傅清源，從股權角力看信用評等，經濟日報，2003年8月24日。
15. 楊芙宜編譯，歐債風暴—信評機構成過街老鼠，2011年12月19日，自由電子報，<http://www.libertytimes.com.tw/2011/new/dec/19/today-e32.htm>。
16. 鄭宇欽，歐洲債信風暴 引爆全球貨幣市場戰爭，玉山周報，2010年5月13日。
17. 藍鈞達，國銀持歐債 631 億美元，工商時報，2012年6月16日。
18. 簡國帆編譯，美國信評 Egan-Jones 調降，經濟日報，2012年4月7日。
19. 金融消費者保護法 小心善意變毒藥，經濟日報，2012年1月15日。

(五) 主管機關

1. S&P 調降美國長期債信評等，中央銀行 2011 年 8 月 7 日新聞稿。
2. 國際經濟情勢展望，中央銀行，2011 年 12 月 21 日。
3. 歐債危機對全球經濟金融之衝擊—兼論對台灣之影響，中央銀行，2011 年 12 月 22 日。

(六) 其他資料

1. The Sarbanes-Oxley Act of 2002 中譯本，期貨龍聽網，
<http://www.qhltw.com/>。
2. 段錦泉，「以創新的信用分析體系面對動盪的債券市場」演講會實錄，台灣金融服務業聯合總會製作，2012 年 2 月 8 日。
3. 林國全發言，「金融業如何因應金融消費者保護法」研討會實錄，財團法人金融消費評議中心董事長，台灣金融服務業聯合總會製作，2012 年 2 月 15 日。
4. 林繼耀，美國證券交易法「公平揭露原則」新制，臺灣證券交易所，
<http://www.twse.com.tw/ch/products/publication/download/0001000149.pdf>。
5. 管中閔，經濟變動的趨勢，台灣金融服務業聯合總會專題演講，2012 年 3 月 28 日。
6. 美國 2010 年金融改革法案：關於投資人保護規範中譯文，劉素林法律英語翻譯，
<http://www.lawelites.com/post/175.html>。
7. 金文悅，美證管會對信評的改革重點，協合國際法律事務所，2006 年 10 月 21 日。
8. 何軍，DURA 案的啟示證券詐欺案件中的因果關係，百度文庫，
<http://wenku.baidu.com/view/b0fd81e9e009581b6bd9ebbb.html>。
9. 林誠夏，「授權條款中免責聲明的法律意義」，open foundry，中央研究院資訊科學研究所，2012 年 5 月 14 日，
<http://www.openfoundry.org/news/518>。
10. 邱永和、沈大白、台灣信用評等事業發展策略研究，台灣信用評等協會，台灣金融服務業聯合總會 99 年度委託計畫，2010 年。

11. 吳登彰、李佩真，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，2009年11月。
12. 美國證管會通知，1934年證券交易法 發布號：62968/2010年9月22日 行政流程文件號：3-13860，關於大公評級資訊有限公司的申請。
13. 「美國對信用評級機構的認可制度—NRSRO 制度」，中國徵信雜誌，2010年11月15日，中國公共信用資訊網，www.worldcr.org。
30. 34. 美兩大房貸公司房利美與房地美簡介，2008年9月8日，法新社，<http://news.msn.com.tw/news945144.aspx>。
14. 美國政府宣佈接管房利美和房地美，2008年9月7日，新華網，http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/world/2008-09/08/content_9851026.htm。
15. 消金局開罰 重罰第一資本 2.1 億元，美國通 How2USA，2012年7月20日，<http://www.how2usa.com/?eid=100064&action=detail&id=105868>。
16. ENRON 簡介，勤業會計師事務所，3月20日，2002年。
17. 由組織文化的重要性來看美國「安隆醜聞案」，2006年7月8日，<http://tw.myblog.yahoo.com/cies402/article?mid=37>。
18. About Enron，2006年12月6日，商學網站，<http://www.sunny.org.tw/fin/finreport/enron/enron-head.htm>。
19. 朱政龍律師，關於金融消費者保護法的幾點疑問，台灣法律網，<http://www.lawtw.com>。
20. 黃衛華編輯，美國信用體系介紹，2010年9月29日，深圳新聞網，<http://big5.sznews.com>。
21. 聶飛舟，華東政法大學，美國信用評級機構法律監管演變與發展動向，——多德法案前後，《比較法研究》2011年第4期，北大法律網·法學在線，<http://fjthk.now.cn>。
22. 歐盟委員會提出提升信用評等品質之建議，中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，國際動態 201201，頁 1-4，<https://members.sitca.org.tw/OPF/K0000/files/CWeb/%E5%9C%8B%E9%9A%9B%E5%8B%95%E6%85%8B201201.pdf>。

23. 從美國信用評級的發展看信用評級的監管，全球經濟金融問題研究，中國銀行國際金融研究所，2012年第4期，2012年2月8日，百度文庫，
<http://wenku.baidu.com/view/1175f7ec856a561252d36f52.html>。
24. 英國商業行為準則有關 Appropriateness (for non-advised services) 簡介，中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，國際動態 201110，頁 3-5，
<https://members.sitca.org.tw/OPF/K0000/files/CWeb/%E5%9C%8B%E9%9A%9B%E5%8B%95%E6%85%8B201110.pdf>。
25. 龔柏華 劉震，美國法院判定美國證券投資者訴中國人壽保險股份有限公司發行證券資訊披露欺詐不成立案 評析，《國際商務研究第6期》；2008年，
http://chifl.shufe.edu.cn/structure/jdal/jdal_zq_content_98891_1.htm。
26. 後危機時代信用評級行業的監管趨勢及啟示，專題報告 2011 年第 2 期，中債資信評估有限責任公司，2011 年 7 月，
http://www.dagongcredit.com/dagongweb/zx/show.php?id=176&table=web_zxzx。

(七) 網站

1. 行政院經濟建設委員會網站，<http://www.cepd.gov.tw>。
2. 中央銀行網站，<http://www.cbc.gov.tw>。
3. 金融監督管理委員會網站：<http://www.fsc.gov.tw/ch/>
4. 金融消費者評議中心網站：<http://www.foi.org.tw/>。
5. 中華信評網站：<http://www.taiwanratings.com/tw/>。
6. 惠譽評級中國網站【中國全資子公司：惠譽(北京)信用評級有限公司】：
<http://www.fitchratings.com.cn/>。
7. Fitch Ratings Taiwan 網站：<http://fitchratings.com.tw/zh-tw/>。
8. 鄧白氏公司台灣分公司網站：
<http://www.dnbasia.com/tw/chinese/about/>
9. 台灣經濟新報網站，<http://www.tej.com.tw/>。

10. 中債資信評估有限公司網站：<http://www.chinaratings.com.cn/>。
11. 新世紀評級：<http://www.shxsj.com/>。
12. 美國證管會網站：<http://www.sec.gov/>。
13. 維基 (wiki) 百科：<http://zh.wikipedia.org/wiki/>。
14. OECD 網站：<http://www.oecd.org/>。
15. ESMA 網站，<http://www.esma.europa.eu/>。

二、英文部分

(一) 網路資料

1. Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Credit Rating Agencies.
http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/proposal_en.pdf.
2. The Sarbanes-Oxley Act of 2002,
<http://taft.law.uc.edu/CCL/SOact/toc.html>.
3. Credit Rating Agency Reform Act of 2006,
<http://www.glin.gov/view.action?glinID=190699>
4. SEC Issues Final Rules on NRSROs and Proposing Additional Rules,
<http://lawprofessors.typepad.com/securities/2009/02/sec-issues-fina.html>.
5. Rule 17g-2, General Rules and Regulations promulgated under the Securities Exchange Act of 1934,
<http://taft.law.uc.edu/CCL/34ActRls/rule17g-2.html>.
6. Rule 17g-3, General Rules and Regulations promulgated under the Securities Exchange Act of 1934,
<http://taft.law.uc.edu/CCL/34ActRls/rule17g-3.html>.
7. Rule 17g-5, General Rules and Regulations promulgated under the Securities Exchange Act of 1934,
<http://taft.law.uc.edu/CCL/34ActRls/rule17g-5.html>.
8. Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act ,
<http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>.

9. SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934,
<http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.
10. INVESTMENT COMPANY ACT OF 1940,
<http://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf>.
11. REMOVAL FROM REGULATION FD OF THE EXEMPTION FOR CREDIT RATING AGENCIES, 17 CFR Part 243
[Release Nos. 33-9146; 34-63003; IC-29448; File No. S7-23-10],
<http://www.sec.gov/rules/final/2010/33-9146.pdf>.
12. REGULATION (EC) No 1060/2009 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 16 September 2009 on credit rating agencies, http://www.esma.europa.eu/system/files/L_302_1.pdf.
13. REVISED RULES ON CAPITAL REQUIREMENTS (CRD IV): STATEMENT BY COMMISSIONER BARNIER FOLLOWING THE ECOFIN COUNCIL, 03/05/2012, http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/barnier/headlines/news/2012/05/20120503_en.htm.
14. NUS RMI credit research initiative,
<http://www.rmi.nus.edu.sg/cr/>.
15. The full handbook/COBS,
<http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/COBS>.