

第十二章 美國及歐盟信評產業之發展及監理變革

吳登彰、李佩真

壹、前言

信評機構(credit rating agency)為市場所承認具有獨立性之信用意見提供者，其發布之信用評等意見書有助於減低存在於債券發行人與投資大眾之間的資訊不對稱(information asymmetry)情形。過去，信評機構之主要業務係針對公司及主權風險之違約機率或預期損失提出分析與意見，惟近年來，信評機構開始對複雜金融工具提供廣泛之評等，例如結構型商品(structured products)。

2007年至2008年間美國發生並席捲全球之金融風暴，係由次級房貸及債權憑證為標的之結構型商品所引爆。該等商品得以成功銷售，

主要係仰賴信評機構對該等標的之優級評等，顯示信評機構在近期金融危機中，扮演極為重要角色。惟當房價反轉向下時，當初之評等就顯得過度樂觀，尤以2005年及2006年發行之抵押債券最為顯著，因此引發眾多對信評機構之關注及批評浪潮，各國監理機關亦紛紛展開調查並謀求改進之道。本文針對最蓬勃發展之美國及歐盟信評產業，首先介紹其發展概況及在次貸金融危機中扮演之角色，其次歸納主要監理機關對信評機構之調查結果及改革措施，最後獲致結論。

貳、美國及歐盟信評產業之發展概況

美國信評產業肇始於20世紀初期，當時穆迪(Moody's)、標準普爾(S&P)及惠譽(Fitch)等三家公司即開始從事信評工作，並一直寡占壟斷美國信評市場。該三大信評機構在歐盟之市場占有率亦不遑多讓。

一、美國信評產業

美國信評產業之發展可分為三階段：

(一) 發展初期

穆迪於1909年、標準普爾^{註1}於1916年及惠譽於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。

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。此外，信評市場原以「投資人付費」為主之經營模式，至1970年初期開始轉向為「發行者付費」之經營模式，成為潛在利益衝突之根源。

(二) 建立信評機構之管理機制

美國證管會(Securities and Exchange Commission, SEC)於1975年建立一套對信評機構之管理機制，稱為「國家認可統計評等機構」(Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, NRSROs)，穆迪、標準普爾及惠譽

等三家信評機構隨即被認可為NRSROs。由於該機制對有意加入者設立門檻限制，成為進入信評市場之障礙。此外，其他金融監理機關在相關法令規定上亦採用NRSROs之分類標準，進一步強化上述三家信評機構在市場中之重要地位。

實施該機制後，除前述三家信評機構外，SEC另認可4家NRSROs，故1980年代初期共有7家NRSROs；惟1990年代由於合併，僅剩下三大主要信評機構。此外，因國會關注信評產業寡占問題，SEC分別於2003年及2005年認可第4家及第5家NRSRO。

(三) 提升管理信評機構之法律位階及賦予SEC監理權限

受安隆(Enron)案影響，各界對信評機構之批評聲浪高漲，美國國會乃於2006年9月間通過信用評等機構改革法(Credit Rating Agency Reform Act, CRARA)，並於2007年6月生效。該法要求SEC消除信評市場進入障礙，明訂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。

此外，SEC依據CRARA授權，於2007年6月5日發布信評機構監理規則(Oversight of Credit Rating Agencies Registered as NRSROs)^{註2}，並自2007年8月31日起對惠譽、穆迪及標準普爾等三大信評機構展開為期10個月之檢查，以釐清其在近期次級房貸抵押證券化市場風暴所扮演之角色^{註3}。

CRARA通過後，SEC不再是其他信評機構進入評等市場之障礙。截至2008年9月25日，已有10家認可之NRSROs，惟三大信評機構寡占現象持續存在，並繼續主宰該產業。例如2008年，

該三大信評機構在美國NRSROs市場占有率高達97.30%(表12-1)。

二、歐盟信評產業

歐盟對信評機構之監理體制與美國明顯不同。在美國，信評機構受到法律嚴格規範；在歐盟，對信評機構之監理相對較為寬鬆，至本次金融危機發生後始轉趨嚴謹。

(一) 2009年7月前監理較為寬鬆

過去，在歐盟營業之信評機構僅受到歐洲議會(European Parliament)及歐盟理事會(Council of the European Union)共同發布市場濫用指令^{註4}與資本要求指令^{註5}之規範，大部分歐盟會員國並不對信評機構之營運進行監理。

從1997年亞洲金融風暴到2000年代初期美國安隆、世界通訊(Worldcom)及歐洲帕瑪拉(Parmalat)等企業弊案，信評機構問題逐漸受到各國證券主管機關關注，認為有加強對其監理之必

表12-1 美國NRSROs評等件數及市場占有率

期間：2008年

信評機構名稱	評等業務	
	件數(件)	市占率(%)
三大信評機構	3,039,264	97.30
S & P	1,255,000	40.18
Moody's	1,112,317	35.61
Fitch	671,947	21.51
其他信評機構	84,484	2.70
DBRS	43,260	1.38
LACE	20,400	0.65
Realpoint	9,200	0.29
A.M. Best	8,776	0.28
R&I	1,042	0.04
EJR	934	0.03
JCR	872	0.03
合計	3,123,748	100.00

資料來源：Securities and Exchange Commission (2009a)。

要性。惟歐洲執行委員會(European Commission)認為當時各種金融服務指令，包含由國際證券管理機構委員會(International Organisation of Securities Commissions, IOSCO)訂定之信評機構自律規範，已足以妥善回應有關信評機構之重要問題，故決定不提出新的立法提案。

(二) 2009年7月後監理轉趨嚴謹

歷經本次次貸風暴後，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。歐洲議會及歐盟理事會遂於2009年7月14日通過管理信評機構規章(Regulation of the European Parliament and of the Council on

Credit Rating Agencies)，訂定信評機構之註冊及退場機制，以及有關利益衝突及資訊揭露等規範(詳見本文肆之二)，監理轉趨嚴謹。

(三) 歐盟市場亦由美國三大信評機構寡占

穆迪、標準普爾及惠譽三大信評機構在27個歐盟會員國中，亦維持寡占壟斷地位；其中，穆迪及標準普爾合計市場占有率超過80%，惠譽則約為14%。穆迪及標準普爾之總部設在美國，惠譽則以紐約及倫敦為雙總部，該等信評機構多以子公司型態在歐盟營運。

在歐盟營運之信評機構，除美國三大信評機構外，尚有加拿大及日本之評等機構^{註6}，以及歐盟各國之本地信評機構，惟市場占有率均不大。

參、信評機構在次貸金融危機扮演之角色及主要問題

金融危機發生後，許多投資人或機構因信賴信評機構之評等結果，而蒙受重大損失，致信評機構公信力普遍受到質疑。例如美國加州公務員退休基金(California Public Employees' Retirement System)因信賴三大信評機構對結構型投資工具(structured investment vehicle, SIVs)之極不準確及不合理之過高評等而進行投資，導致數億美元之虧損，因而提出告訴^{註7}。

一、信評機構在次貸金融危機中扮演關鍵性角色

分析此次金融風暴形成原因，除貸放機構審核標準過於寬鬆，以及結構型商品包裝過程複雜，甚至專業投資機構亦不易洞悉其內容及風險外，信評機構給予該等金融商品之優級評等過於浮濫(例如次級房貸結構型商品約有80%被評為最高等級)，以及投資大眾過於信賴信評機構，而不關注金融商品風險特徵、標的資產之績效及

市場資訊等，亦是主要原因。

信評機構之浮濫評等係結構型商品得以成功銷售之重要關鍵，惟其在房市過熱前未能預先提出警訊，並及時反映於信評等級；俟金融情勢嚴重惡化後，始大量調降評等，例如三大信評機構自2007年7月1日至2008年6月24日共調降145,899個結構型商品之評等^{註8}，使得市場危機更加惡化，並對結構型商品造成嚴重衝擊。

二、信評機構之主要問題

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

構之主要問題為下列三項：

(一) 信評機構未妥善處理評等業務上之利益衝突

1. 「發行者付費」模式盛行

1970年代以後，大型信評機構多採發行者付費模式^{註9}，致衍生利益衝突問題。證券發行者可選擇願給予較高信評等級之信評機構；另一方面，信評機構為爭取客戶青睞以賺取複雜商品(例如BBB等級之次級房貸再證券化商品)之高額手續費，在信評等級上會有所退讓，或辦理續後評等時，在業績考量下，未能因應總體經濟、金融等情勢之變動，適時調整其信評等級。

2. 信評機構提供諮詢及附加服務

信評機構對受評等客戶提供非屬評等業務之顧問或附加服務，例如如何進行結構型商品之架構、訂價及劃分不同債務層級等以獲取較佳等級，亦產生利益衝突疑義，使得信評機構之公正性及獨立性受到質疑。此外，信評機構之獲利來源仰賴結構型商品評等之程度日深。信評機構過度參與結構型商品之建構過程，往往偏離其應扮演之中立角色，而產生評等過於樂觀之情事。

3. 發行人選購有利評等之行為(shopping for ratings)

結構型商品發行人或安排機構(arranger)在決定信評機構之前，多事先向數家信評機構洽詢其初步評估結果，從中選擇可提供最優等級之信評機構^{註10}。此種信評選購行為，亦促使信評機構為爭取業績，而有給予過度樂觀之評等情形。

(二) 評等品質不佳

1. 缺乏適當之評等方法及標準

信評機構採用之方法及模型有缺失，致未能正確反映日益惡化之金融情勢，影響其評等之表現，例如對次級房貸證券化商品之評等，僅依有

限之歷史數據分析，致無法正確評估資產池(asset pool)經濟情境之衝擊程度。此外，信評機構低估廣泛市場重挫事件與違約之相關性，且延遲對次貸結構型商品之降等，引發對信評機構所採用評等方法有效性及歷史違約模型穩健性之質疑。

2. 高品質人力及評等監控過程均有不足

信評機構未擁有足夠的高素質且訓練有素之人力，無法因應結構型商品評等之所需。此外，信評機構辦理住宅用房貸抵押擔保證券(residential mortgage-backed securities, RMBS)及擔保債務憑證(collateralized debt obligations, CDO)之內部稽核作業流於形式，例如檢查項目表僅有一頁，過於簡略；或內部稽核揭露之缺失，例如未依內規保存相關紀錄及不符合信評委員會之準則等，信評機構無法提供已遵照辦理之書面資料。信評機構不重視信評結果之內部監控程序，嚴重影響評等品質。

3. 未確實檢視取得資料之正確性

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

4. 缺乏市場發展及總體經濟預測對評等衝擊之分析資料

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

(三) 評等作業欠缺透明化

1. 評等模型及作業流程欠缺透明化

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

2. 未區分結構型商品與傳統商品之評等

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

府債券一樣安全，而做出錯誤投資決策。

3. 缺乏信評機構評等準確性之比較資料

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

肆、國際間對信評機構監理規範之改革與建議

美國及歐盟之監理機關或立法機關為改善信評品質，加強對結構型商品評等之管理及相關資訊之揭露，分別於近期修改或訂定對信評機構監理之相關規範。此外，其他國際組織及學術界亦提出一些改革建議。

一、美國改革措施

(一) SEC修改NRSROs監理細則(Rules^{註11} for NRSROs)

SEC於2009年2月2日參考對三大信評機構檢查結果與各方意見，修改NRSROs監理細則^{註12}，以強化信評程序及方法之完整性。主要內容如次：

1. 信評機構應增列及留存之紀錄(Rule 17g-2)

(1)對以資產池等為基礎之證券或貨幣市場工具之評等，若量化模型係決定其信評等級之重要工具，則該模型顯示之評等意義與最後發出之信評等級有任何不同時，應記錄其原因。

(2)留存現有評等案件之歷次評等結果(例如首次評等、續後升級或降級)及日期。

(3)受評標的之債務人、發行人及承銷機構等對信評分析師決定、維持、改變或撤回信評等級

之意見。

(4)「發行者付費」經營模式之每一類^{註13}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。

2. 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^{註14}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。

3. 增列利益衝突之禁止事項(Rule 17g-5)

(1)禁止信評機構或其關係人對受評債務人或債務證券提供如何取得其所欲信評等級(desired rating)之相關建議。

(2)決定信評等級或核准採用某一方法(包括質化及量化模型)以確定信評等級之人員，禁止參與評等費用之討論。

(3)決定信評等級之人員收取受評標的的債務

人、發行人及承銷機構等之餽贈(包括接受招待)合計金額不得超過25美元。

(二) SEC公告將增修監理NRSROs法規

SEC於2009年9月17日投票通過，將增修法規以強化對信評機構之監督，研擬之措施將公告60天，接受各界提供意見。主要修法重點如次：

1. 揭露評等歷史，以提升評等資訊透明度

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

2. 確保參與競爭之NRSROs能取得相似資訊，加強同業競爭

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

3. 強化信評機構法令遵循制度

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

4. 揭露更多有關潛在利益衝突之資訊

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

5. 修正與信用評等連結之法規，以降低對信用評等之依賴

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

6. 揭露評等選購(rating shopping)資訊

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

7. 取消NRSROs評等之免責條款

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

(三) 眾議院金融服務委員會通過信評機構改革法案

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

1. 強化信評機構經營管理責任

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

2. 信評機構本身之監督職責

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

3. 強化獨立董事機制

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

4. 減少利益衝突情形

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

5. 更多資訊揭露

投資人將可取得更多有關NRSROs內部作業程序之資訊。此外，民眾亦可獲知更多有關NRSROs如何收費之訊息。

6. 旋轉門限制(revolving-door protections)

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

二、歐盟改革措施

歐洲議會及歐盟理事會於2009年7月14日通過管理信評機構規章，以強化對信評機構之管理。主要內容如次：

(一) 註冊及退場機制

1. 單一註冊程序

該規章採用單一註冊程序，以利遵循。信評機構應向歐洲證券管理委員會(Committee of European Securities Regulators, CESR)提出申請，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。

2. 退場機制

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

(二) 對信評機構之要求

1. 信評機構應設置董事會，以確保獨立之信評過程不受外在政治及經濟之影響或限制。董事會至少須有三分之一獨立董事(不得低於兩位)，獨立董事不得涉及評等作業，亦不得依據公司之績效領取薪酬。獨立董事之任期不得超過5年，

且不得連任，除行為失當或專業表現不佳外，不得任意解任。董事會主要成員(包括獨立董事)應有足夠之金融專業知識；辦理結構型商品之評等，至少須有一位獨立董事及另一位董事在該領域具備厚實之知識及經驗。

2. 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。

3. 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。

4. 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於紀錄及稽核軌跡。

(四) 提出信評等級之規定

1. 一般義務

信評機構應清楚說明決定信評等級之方法。發出信評等級12小時之前，應通知受評實體(rated

entity)有關評等結果及其主要理由，使得受評實體有機會發現信評機構之任何錯誤。信評報告應對外公開，投資人可直接透過網路下載。

2. 對結構型商品評等之義務

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

(五) 揭露之規定

1. 一般揭露

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

2. 定期性揭露

信評機構應每6個月定期公布評等類別之歷史違約率數據，以及區分主要地區發行人與類別之歷史違約率是否隨著時間而改變；此外，應每年公布對信評機構營收貢獻度最高之前20大客戶清單等。

3. 透明度報告

信評機構每年應提供：(1)其法律架構及所有股權之資訊；(2)內控機制、紀錄保存及輪調政

策之說明；(3)內部審查其法規遵循結果；及(4)區分營業收入中屬於信評及非信評業務之財務資訊。

三、其他改革建議

(一) 金融穩定論壇(Financial Stability Forum, FSF^{註15})

FSF (2008)建議信評機構應改向信評使用者收費，取代現行由債券發行機構付費之經營模式，以消除信評使用者資訊不對稱問題。此外，信評機構應多方深入收集受評債券之資訊，取代現行只依據債券發行機構所提供之資訊來進行評等，以消除信評機構本身資訊不對稱問題。

(二) 學術界建議

為解決「發行者付費」模式之問題，紐約大學斯特恩商學院(New York University Stern School of Business)教授Matthew Richardson and Lawrence J. White (2009)認為SEC可研究設立信評機構之集中選定平台(centralized clearing platform)，發行公司欲使其債券接受評等時，該平台可從合格之信評機構中選取某一信評機構為其評等，並視債券屬性收取統一費用。該系統性選擇過程，考量信評機構過去評等此類債券之經驗、品質及同業間比較等因素，且信評機構係由監理機關挑選，可避免利益衝突問題。

伍、結論

一、未來信評產業將朝向正面發展

信評制度在美國及歐盟已運作近一世紀之久，相關運作機制及規範日趨完備，尤其經歷次貸金融危機後，各監理機關紛紛從利益衝突、資訊揭露及透明化等面向大幅修正相關規範，以保

障投資人權益，對未來信評產業之發展應有正面影響。

二、主管機關未來對結構型商品評等之監理仍是一大挑戰

信評機構應為公正且客觀之信用資訊提供

者，主管機關如何在不影響信評機構專業性及獨立性之前提，加強監理不斷推陳出新之結構型商品評等，未來仍是一大挑戰。

三、透過市場制約力量，強化評等品質

主管機關可訂定評等準確度標準，並定期公告各信評機構之違約機率準確度資料，透過市場制約力量，以督促各信評機構強化其評等品質。

四、加強對投資人正確使用信評資料之宣導

信評資訊僅係輔助工具，不能完全取代投資決策過程中應有之審慎注意。主管機關及信評機構應加強對投資人之宣導，俾使其瞭解信評資訊之內涵及限制，並審慎分析及評估其可信度，不要盲目信賴信評結果。

附註

(註1) Poor's Publish Co.及Standard Statistics Co.分別於1916年及1922年開始進行評等工作，1941年兩者合併成為標準普爾(Standard & Poor's Ratings Services)。

(註2) 除240.17g-2, 240.17g-3, 240.17g-4, 240.17g-5 及 240.17g-6於2007年6月26日生效外，其餘於2007年6月18日生效。

(註3) SEC於2008年7月提出檢查報告，列出多項缺失並提出改進建議。

(註4) European Union (2003).

(註5) European Union (2006).

(註6) 包括加拿大之Dominion Bond Rating Service (DBRS)及日本之Japan Credit Rating Agency, Ltd.、Rating and Investment Information等評等公司。

(註7) 工商時報2009年7月16日綜合外電報導。

(註8) 資料來源：Bloomberg。

(註9) 部分小型信評機構(例如Egan-Jones Rating Company)係採用訂閱為基礎之商業模式(subscription-based business model)，其評等結果僅提供予訂閱者，並不對外公開。由於信評機構不向發行機構收費，原則上可降低潛在利益衝突問題。

(註10) Committee of European Securities Regulators(2008).

(註11) Rule為美國證券交易法細則(Exchange Act Rule，簡稱Rule)。

(註12) 於2009年4月10日生效。

(註13) 係指對不同機構(例如金融機構、保險公司)或標的(例如公司債、證券化商品)之評等。

(註14) 包括財務狀況、作業層面、現金流量、營收、分析師薪酬及評等結果等。

(註15) FSF於2009年4月改制為FSB (Financial Stability Board)。

參考文獻

- 何棟欽 (2009), 「美國次級房貸危機：證券化風險之啟示」, 中央銀行業務局業務研究小組研究報告, 4月, 16-24頁, 未出版。
- 李正福、翁文祺 (2008), 「美國次貸危機之起因、影響及因應之道」, 台灣經濟論衡, 第6卷第6期, 68-90頁。
- 李曜崇 (2007), 「對信用評等機構作法制評等—台灣與美國信用評等機構法制建構之比較研究」, 致理法學, 第1期, 109-140頁。
- 賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢 (2009), 「從次貸風暴看國際監理」, 台北外匯市場發展基金會, 99-101頁。
- 葉守傑 (2009), 「信用評等機構的透明度問題—從次貸風暴後歐盟的最新立法觀察」, 證券暨期貨月刊, 第27卷第7期, 19-28頁。
- Committee of European Securities Regulators(2008), “CESR’s Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and the role of credit rating agencies in structured finance,” May.
- Committee on the Global Financial System (2008), “Ratings in Structured Finance: what went wrong and what can be done to address shortcomings?” BIS CGFS Papers No. 32, July.
- European Commission (2008), “Commission Staff Working Document Accompanying the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies Impact Assessment,” Brussels, Belgium, November.
- European Union (2009), “Regulation of the European Parliament and of the Council on credit rating agencies,” July.
- European Union(2006), “relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions,” Directive 2006/48/EC of the European Parliament and of the Council, June.
- European Union(2003), “on insider dealing and market manipulation (market abuse),” Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council, 28 January .
- Financial Stability Forum (2008), “Report on enhancing market and institutional resilience,” BIS FSF Report, April.
- Matthew Richardson and Lawrence J. White (2009), “The Rating Agencies : Is Regulation the Answer?,” NYU STERN, January.
- Securities and Exchange Commission (2009a), “Annual Report on NRSROs,” September.
- Securities and Exchange Commission (2009b), “Amendments to Rules for NRSROs,” February.
- Securities and Exchange Commission (2008), “Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff’s Examinations of Select Credit Rating Agencies,” July.

(本文完稿於民國98年11月, 作者吳登彰、李佩真分別為中央銀行金融業務檢查處一等專員及三等專員)