

## 【專題二】

# 全球信評法規最新情況介紹



周彬 Ping Chew ( 標準普爾大中華區  
負責人 )

張華平 ( 中華信評  
總經理 )

## 壹、序言

全球金融危機已引起台灣與全球各地對有關信用評等機構角色與管理法規的廣泛討論。市場參與人士已對整個發生情況做了評估，並採取了切實可行的解決對策。

就全球而言，我們已看到信用評等機構管理法規趨向更為嚴格的方向訂定，目的是要強化公信力 ( accountability )。政策制訂者、主管機關以及包括 G-20 在內的國際組織等，已承諾將採用全球性協調方式，來監督信用評等機構的運作。這對想要有一個具一致性之管理法規與評等方法的市場參與者而言，無疑是重要的。然而實務上，這並不容易達成，因為法規的發展基本上係由國家層級決定，且在某些情況下，不同國家間的法規提案內容的確有顯著的差異存在。

有關信用評等機構的法律與管理法規的調整已在實施當中。其中包括美國的「多德—弗蘭克法案 ( Dodd-Frank Act )」已在 2010 年 7 月簽署成為法律；新的歐盟 ( European Union；簡稱 EU ) 法規也在 2010 年 9 月生效實施；至於亞太地區，新的法律與管理法規也已在澳大利亞與日本等地開始實施。

本文中，我們將就全球對信用評等機構管理法規的最新倡議提出介紹，並探討信評機構當前與未來可能面臨的挑戰。

## 貳、信用評等的角色

首先，重要的是要瞭解信用評等的定義與角色。信用評等是對於相對信譽與證

券發生違約的相對可能性，所表達之一種獨立、具前瞻性的意見。信用評等為投資人對跨資產類型與市場之信用風險進行評估與比較，提供了一個具共通性與透明度的語言。信用評等是投資人在其決策過程中會考量的眾多輸入訊息之一。不過，信用評等絕非進行投資決策時的惟一考量。值得一提的是，信用評等既非購買、持有或出售有價證券的推薦意見，亦未設法處理證券價格或諸如流動性與波動性等投資風險，而且信用評等並不能做為獨立投資分析的替代品。

除了投資人外，發行體，包括企業、金融機構、中央政府、州、城市與市政當局，亦利用信用評等為其本身之信譽與其發行債務的信用品質提供獨立的看法。至於信用評等的其他使用者則還包括：仲介機構，如投資銀行及其它參與具信用敏感性之交易案件的機構。

信用評等係由專門評估分析信用風險的信用評等機構所提供，正因為信用評等機構本身並不直接涉及資本市場的交易，如設計交易架構與提供顧問諮詢，因此才一直被投資人與發行體雙方認為是公正、獨立之信用風險意見的提供者。

在 2010 年 10 月 IMF（國際貨幣基金）的一份信用評等報告中，IMF 表示，信用評等扮演著一項有用的功能，並指：「他們（信用評等）將有關借款人的信用品質資訊予以彙整，這些借款人包括國家主權機構、企業、金融機構以及其相關的債務發行等。由此，他們可使這類借款人通往全球與本國市場，吸引投資基金，從而為市場增加流動性，不然市場有可能會缺乏流動性。」該報告進一步指出：「多半來說，他們（信用評等）一直是固定收益市場中的一股正面力量。」<sup>1</sup>

## 參、法規的角色

整體而言，最近發生的這波金融危機已同時在信用評等機構與金融監理體系的管理方面，引發了諸多問題的討論。就信用評等機構方面而言，我們認為，考慮周到、且具國際一致性的管理法規，可以在促進信用評等之透明度與品質，以及信用評等機構之公信力等方面扮演重要的角色。法規可以藉由提升信用評等廉正性的信心，而使市場受益。重要的是，任何管理制度應該要各國一致，並植基在一套國際認可的標準之上，以避免產生可能會導致發行體與投資人在其個別所屬之司法管轄區域內必須承擔實際後果的衝突性制度。

管理法規亦能促進健全的競爭，並降低進入障礙，使各種不同的信用看法得以在市場中出現。市場則可因各種信用風險看法（不論是來自信用評等機構或其它）所形成之意見競爭狀態而受惠。信用評等機構應在嚴謹研究、在地專業知識、評等準則與透明度的基礎上進行競爭，使投資人得到的是知情而非無知的評等意見。

我們注意到一個關鍵點：要確保管理法規不致侵犯到評等方法與意見的內容是

<sup>1</sup> IMF (International Monetary Fund), 2010. Chapter 3: The Uses and Abuses of Sovereign Credit Ratings. *Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity*, pp. 85-119.

件重要的事，因為這樣才能保障信用評等的獨立性，並保護決定與更新評等的分析師。管理法規的規範重點可以適當地放在對信用評等政策與程序的監督—包括旨在管理潛在利益衝突與保護非公開資訊的部分—以及信用評等機構工作的透明度上。

這個獨立原則是至為關鍵的部分。且其為 2006 年美國法律，與 EU 在 2010 年 9 月起生效實施之信用評等機構管理法規當中的一個重要面向。該兩地之制度均著重在對信用評等機構業務活動的監督，且其目的明顯地是要促進信用評等的獨立性與廉正性—特別是，要確定這些信用評等機構不會受到債務發行體或其它外部團體派系的不正當影響。

## 肆、全球一致性架構的重要性

許多信用評等機構經營的業務可能橫跨全球許多的國家。一套提供跨越不同司法管轄地區之具一致性標準的法規管理架構，應可同時促進國際以及國內業務的健全發展。

具領導地位之國際證券主管機構與政策論壇組織—國際證券管理機構組織 (International Organization of Securities Commissions, 簡稱 IOSCO)，在 1994 年時即已發布了一份「信用評等機構道德規範基礎 (Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies)」<sup>2</sup>。自當時起，該份道德規範即已為全球信用評等機構所採用，而且至今已成為信用評等機構管理方面的全球性標竿所在。IOSCO 也已在 2008 年 5 月，針對當時金融危機所引發的疑慮，對該份道德規範內容進行修訂。

另外，G-8 與 G-20 亦同意建立具全球一致性之架構的重要性。金融穩定委員會 (Financial Stability Board; 簡稱 FSB) 宣告：該委員會將「與其成員共同合作，確保在信用評等機構的監督與管理方面，能採用具全球一致性的方式來進行。」<sup>2</sup>

鑑於採取這種架構方式可能對各司法管轄地區內之信用評等機構造成影響，各國主管機關在尋求超出其既有標準的管理規範時應需謹慎考量。因為這些信用評等機構可能會因國家或特定區域的要求不同，而面臨法規相互衝突的情況，甚至最後可能還會損及其評等的一致性。

## 伍、美國、歐洲與亞太地區的監理措施

近來，決策者已經建立起監理制度或已著手強化既有的管理規定。管理信用評等機構道德規範的法律與法規已在許多司法管轄地區中實施，包括美國、澳大利亞、日本與歐盟。以下為近幾年來在這些國家中提倡的管理法規摘要。

### 一、美國

<sup>2</sup> FSB (Financial Stability Board), 2009. *Financial Stability Board holds inaugural meeting in Basel*. Press release, 27 June 2009.

2006年9月，頒佈信用評等機構改革法案（Credit Rating Agency Reform Act）。該法要求證券交易委員會（Securities and Exchange Commission；簡稱SEC）發展規範向其申請為具國家認可統計評等機構（Nationally Recognized Statistical Rating Organizations，簡稱NRSROs）身分之信用評等機構的管理規定。目前已自願向SEC申請登記為NRSRO的信用評等機構共有10家。首部NRSRO規定於2007年通過；且至今已通過多次的增補。不過，根據2010年7月被簽署成為法律之「多德—弗蘭克華爾街改革和個人消費者保護法案（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）」規定，SEC必須參與進一步的法規制定，而這可能會對NRSROs造成衝擊。「多德-弗蘭克法案」是1930年代以來美國證券法案最全面而廣泛的一次改革，且其中包含了許多會直接衝擊信用評等機構的規定，包括額外的資訊揭露、政策與程序等。這些規定大部分將在2011年的7月正式實施。

美國當前實施且會對NRSRO造成影響之管理法規的幾個重要管理面向如下：

- 禁止行為：不得有不公平、脅迫或濫用之行為，包括採取以購買其它服務為條件之評等行動。
- 評等歷史之揭露：必須在時間落差不超過12個月的時間內，100%揭露由發行體付費之信用評等與其評等歷史，適用對象則包括所有在2007年6月26日及之後做出初次評等結果者。
- 利益衝突：不得發布或維持信用評等的情況如下：
  - ⊙當參與信用評等之決定或監視之分析師，收到來自債務人提供，但超過正常業務活動範圍合理價值（最多為25美元）之外的禮物，包括招待等。
  - ⊙由發行人、安排機構或承銷商支付資產證券化商品評等費用時。除非該付費方亦將其提供給受託進行評等與監視之NRSRO有關該項商品之資訊，同時讓未受委託之NRSRO可以取得。

上述要求已於SEC Rule 17g-5中規範。市場以及主管機關關注的重點，在於此項規範如何在美國以外的市場實施。針對這點，SEC在2010年11月23日公布了一道命令，將其要求NRSRO在對與美國無涉之證券化交易進行評等時，必須遵守此項規定中之部分條文的暫時性有條件豁免期間（亦即不受上述利益衝突第二項規範之限制），從2010年12月2日延後至2011年的12月2日。該項豁免命令指出，NRSRO在以下情況下不需遵守此項規定：（1）該證券化商品之發行人並非美國機構或個人（2）NRSRO合理認為，該商品在發行時僅會在美國以外地區出售，且在該商品發行後，其交易機構所從事之相關交易，亦僅會在美國以外地區發生。

## 二、歐盟

歐盟議會與理事會制訂的信用評等機構（Credit Rating Agencies；簡稱CRA）管理法規已於2009年年底左右生效實施。而受該法管理之對象則為其發布之評等

可為 EU 地區法規管理目的使用的 CRA。現有信用評等機構都被要求要在 2010 年 9 月之前申請註冊，並採取一切必要措施以符合該法規的規範。該法規為歐盟成員國在管理 CRA 方面提供了一個規範架構。目前，該 EU 法規已被修訂，信用評等機構的監理權將於 2011 年上半年結束前，轉由新設立之歐洲證券暨市場管理局（European Securities and Markets Authority；簡稱 ESMA）負責。

歐盟管理法規的幾個重要管理面向如下：

- 分析師輪換：內含一個提供分析團隊與評等委員會組成成員逐步調整的輪換機制。
- 回顧檢查：在一分析師結束他或她的工作，並加入他或她過去曾參與評等之受評機構，或加入他或她在 CRA 時因他或她職責之一部分而曾往來過的一家金融公司時，則該 CRA 應就該評等分析師離職前兩年中參與過的相關工作內容進行檢視。
- 證券揭露：限制信用評等機構人員持有及對某些受評主體或相關機構發行之金融工具進行交易。
- 資產證券化揭露：CRA 應在持續性的基礎上，揭露所有委託其進行初次檢視或取得預定評等之資產證券化商品的相關資訊。而且不論發行體是否與 CRA 簽訂最終評等契約，都必須遵守前述資訊揭露之規定。
- 資產證券化評等識別符號：CRA 必須在其資產證券化工具的評等等級中，增加一個評等識別符號。

### 三、日本

日本「金融工具與交易法（Financial Instruments and Exchange Act；簡稱 FIEA）」的修正案，包括 CRA 之管理規則部分，已於 2009 年 6 月通過，執行順序與內閣辦公室條例（Implementation Order and Cabinet Office Ordinances）也已於 2009 年 12 月定案。日本的管理法規採取的是非強制性註冊制度，但對由未註冊之 CRA 發布之評等的使用，則訂有某些限制規定。而由於這方面的限制規定將自 2010 年 10 月 1 月起生效，因此各 CRA 實際上必須要在該生效日之前，向日本金融廳（Financial Services Agency；簡稱 FSA）完成註冊。

日本管理法規的幾個重要管理面向如下：

- 作業控管：必須針對分析師輪調、品質控管、利益衝突管理（包括回顧檢查）、評等分析師之獨立性、以及稽核長等相關方面採取適當措施；鼓勵公開揭露資產證券化交易之資訊，妥善處理機密資訊以及進行訓練。
- 評等行動揭露：必須揭露每次評等行動的詳細內容。
- 禁止誘導投資人投資特定金融工具：雖然 CRA 的登記立案係採自發性方式，證券公司與其它特定金融機構不得藉由提供由未登記立案之 CRA 授予之信用評等的方式，誘使投資人從事證券交易。

#### 四、澳大利亞

自 2010 年 1 月起，所有在澳大利亞的信用評等機構都已被要求取得澳大利亞金融服務執照。信用評等機構可以申請的執照有兩類；而所有取得執照之 CRA 必須遵守的一個重要規定，就是除了有限的例外情況外，均必須完全遵守 IOSCO 的道德規範。

在其它司法管轄地區中，對現行管理法規提出的修正案目前也都在審議考量當中。

#### 陸、法規帶來的影響

儘管我們預期今年中還會有更多主管機關發布新的 CRA 管理法規或是修正案，但美國通過的「多德-弗蘭克法案」以及歐盟、日本、以及澳洲方面法規的實施，已消除了部份信用評等事業的法規不確定性。我們認為，雖然評等方法係由各評等機構獨立決定採用，但整體來看，新的法規制度將有助於建立市場對於信用評等的信心。舉例來說，部分法規即是將信用評等機構本身行為規範及政策所根據的諸多標準與原則予以結合，而這些標準與原則均已為 IOSCO 頒布之「信用評等機構道德規範」所認可。

#### 柒、結論

信用評等是一種透明、可靠，可以表達違約風險的穩健指標，因此信用評等在資本市場的正常運作上扮演重要的角色。對信用評等機構採取適度、考慮周詳、且具有國際一致性之法規監管可以為投資人提供一定程度的信心，讓投資人覺得政策有被公開揭露並加以執行，且評等程序有其一致性及廉正性。

投資人從評等以及相關評等分析中獲得的價值才是信用評等機構的最終成就。目前全球正在進行醞釀中的新管理法規倡議，將有助於提高透明度，並促進評等提供者之間的良性競爭。

近期在政策與程序方面所做的增強努力，亦將能促進市場對評等的進一步認識，因為投資人將變得更有能力來對評等表現進行分析與評估。這些改變最終應可導致信用評等獲得更為審慎而適當的運用。

