

【專題四】

信用評等機構的發行人付費模式 與利益衝突問題



葉守傑 (東華大學財經法律
研究所碩士生)

壹、序言

信用評等機構表現不佳在此次的全球金融危機扮演重要的角色，美國與歐盟都要求信評機構要受到更多的管制。關於信評機構的問題，在歐盟執委會所提出的影響評估報告¹中指出信評機構的三大問題：第一，信評機構之利益衝突；第二，評等及其評等方法或模型專業性不足；第三，評等機構揭露程度及透明度不足。美國證管會（SEC）的調查報告²亦指出信評機構的缺失，主要內容也是關於利益衝突、資訊揭露不足以及對新型態的金融商品缺乏經驗。本文認為，利益衝突問題可以說是信評機構問題的核心，而各國管制方向也是致力於消除或避免利益衝突，然而利益衝突的產生與信評機構的運作模式關係密切，斧底抽薪之計應是設法改變「發行人付費」模式。

以下將先說明信評機構運作模式的改變與原因，以及現行「發行人付費」模式所形成的利益衝突問題與各國在管制利益衝突的具體措施，有學者認為目前的改革仍是以「發行人付費」模式為前提，而針對該運作模式提出相關建議與可行性評估，最後提出結論。

¹ European Commission, Commission Staff Working Document Accompanying the Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council on Credit Rating Agencies Impact Assessment, Nov 12 2008.

² U.S. Securities and Exchange, Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies, July 2008.

貳、信評機構的利益衝突

一、發行人付費模式與利益衝突

早期的信用評等是採取「訂購者付費模式」(Subscriber Pays Business Model)，也就是由投資人向信評機構購買所需要的金融資訊。在當時的債券市場金融資訊取得成本較高促成信評機構成為資訊的中介者(information intermediaries)一將整理分析過的金融資訊提供給投資人藉此獲利³，穆迪信評就是在這樣的時空背景下產生的。然而到了1970年代中期情況有了改變，信評機構發現他們靠投資人訂購評等所收取的費用僅能維持基本的運作，因為信評機構向它的客戶提供評等之後就無法有效地阻止它的評等被散播給非付費的投資人，無法因為它所製作的金融資訊而獲得完全的利益。例如，一個訂購者可能基於互惠的關係而向機構投資人洩漏評等資訊(包括揭露其他信評機構所發佈的評等)。因此，搭便車者必然取得並依賴該資訊而沒有支付費用給資訊創造者⁴。的確，有認為原則上信評機構在1970年代初期遭遇搭便車問題，造成他們轉變為「發行人付費」模式⁵，另一方面，SEC為了管制的目的而依賴信評機構(舉例而言，發行金融商品之前必須取得特定的評等)，信評機構發現向發行人收取評等費用獲利將遠超過向投資人收費，因此他們轉變商業模式為「發行人付費模式」(Issuer Pays Business Model)。在「發行人付費模式」之下，信評機構的收益來自於有價證券或是金融商品的發行人。

基本上，信評機構只有在信用評等「發佈後」才會被付費，那是因為信用評等的使用與有價證券發行結合。一個成功的有價證券發行基本上要求發行人取得一家或更多信評機構的信用評等。發行人藉由向各家信評機構取得評等直到他取得最有利的評等來進行「評等購買」(rating shopping)。除非評等是在投資人要求特定信評機構做成的情形，提供較低評等將會提高它的評等不被選擇的風險並且會損失收益比起其他較不誠實的同行。根據NRSRO的資料顯示，發行人付費的信用評等比例佔NRSRO所發行評等超過九成。除了Egan-Jones Ratings Company不向發行人收取評等費用而僅依賴訂購者的報酬作為主要的收益來源，所有的NRSRO成員⁶都

³ Partnoy, Frank, Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis. Proceedings of the 2008 International Banking Conference: "The First Credit Market Turmoil of the 21st Century", World Scientific Publishers, 2009; San Diego Legal Studies Paper No. 09-015,p3. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1430653>

⁴ 實際上，有學者認為「無法將搭便車者排除在外」基準，界定了信用評等屬於公共財產的性質。

⁵ Coffee, John C., Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly (September 2010). Columbia Law and Economics Working Paper No. 375; ECGI - Law Working Paper No. 162/2010, p31. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1650802>

⁶ NRSRO為Nationally Recognized Statistical Ratings Organizations的簡稱，有譯為「國家級認

是向發行人收取費用。發行人付費模式形成利益衝突，因為信評機構可能會傾向低估信用風險以便維持與發行人的業務關係。此外 SEC 在 2008 年的報告也顯示評等的管理階層與分析師參加發行人的費用磋商。這些經理人與分析師將可能讓業務關係破壞了評等過程的客觀性。舉例而言，參與決定評等方法與流程的工作人員可能不願意將模型調整的更加適當，假如這麼做將會造成與發行人協商費用更加的困難⁷。

二、美國與歐盟的管制措施

美國證管會 (SEC) 與歐盟已通過許多規範以避免或降低因為發行人付費模式所形成的利益衝突。

第一，Exchange Act Rule 17g-5(c)(1)，禁止信用評等的發布，當單一客戶的評等請求的費用在最近一年的會計年度已達到 NRSRO 成員收益淨值的百分之十，以避免利益衝突⁸。這個限制是基於 SEC 確信 NRSRO 的會員對於這種客戶能保持公正客觀是困難的，假如該客戶撤銷該業務對於 NRSRO 成員的收入所帶來的影響。然而，這樣的禁止對於債券市場當中的三大信評機構不太可能有立即的拘束效果，因為這些信評機構評等上千家的企業，而來自於單一企業的收益也不會超過所有收益的百分之十。但在結構型金融市場當中，較大型的發起人則有可能達到百分之十的收益門檻。SEC 已經拒絕在個案中同意豁免的建議，所持的理由是百分之十已經是一個非常高的門檻。主要的信評機構也受到他們內部規範的要求必須公開揭露前一個年度對於信評機構收益貢獻百分之十以上的客戶資料⁹。

第二，Paragraph 6 of the Exchange Act Rule 17g-5(c)，禁止參與影響評等決定之相關人員加入關於費用和報酬支付的協商討論中。而所謂影響評等決定之人，則包含建立評等和核准評等之人¹⁰。該規定的目的在於將直接涉及評等過程的人員與費用磋商隔離，這麼一來他們將能夠更妥當的處理這些客戶。為了回應一些較小型的 NRSRO 成員的要求，因為職務層級的限制 (小公司沒那麼多人力資源) 有一些分析人員或是模型開發人員必須參與費用討論，SEC 同意在特定個案當中審查這些要

許的統計評等組織」，在美國法上信評機構必須經過 NRSRO 的核准才能發佈符合法規所要求的信用評等，因此文獻上多有將信用評等機構 (Credit Rating Agency, CRAs) 與 NRSRO 成員並用的情況。值得附帶一提的是，SEC 要求信評機構需要經過核准乃是擔心素質不良的信評機構發佈評等進而影響市場，但早期對於 NRSRO 的定義卻是模糊不清，因此備受批評，直到 2006 年通過的信評機構改革法案才有對 NRSRO 有清楚客觀的定義。

⁷ Bai, Lynn, On Regulating Conflict of Interests in the Credit Rating Industry (May 1, 2010). New York University Journal of Legislation and Public Policy, Vol. 13, 2010; U of Cincinnati Public Law Research Paper No. 10-17, p263. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1594462>

⁸ 17 C.F.R. § 240.17g-5(c)(1) (2009).

⁹ Bai, Lynn, On Regulating Conflict of Interests in the Credit Rating Industry (May 1, 2010). New York University Journal of Legislation and Public Policy, Vol. 13, 2010; U of Cincinnati Public Law Research Paper No. 10-17, p279. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1594462>

¹⁰ 17 C.F.R. § 240.17g-5(c)(6) (2009).

求並有可能同意。歐盟的規章也明確禁止分析人員參與報酬的磋商以維護評等的獨立性¹¹。

第三，如同前面所討論的，NRSRO 成員必須揭露他最大的發行人與訂購者的客戶，儘管 SEC 是在一個保密的基礎下。要求 NRSRO 揭露該資訊的目的以便讓 SEC 的檢查人員判斷該客戶是否會對 NRSRO 成員有不當的影響。在信評機構改革法 2006 的立法過程中無法得知任何的討論或辯論要保密信評機構重要客戶的理由。據說，要將些資訊保密是為了保護信評機構的「商業機密」。SEC 最近提出新的規範建議，要求 NRSRO 成員每年在他們的網站上揭露支付 NRSRO 成員發行或維持信用評等依照對 NRSRO 成員每個會計年度收益的貢獻相關的身份，並且與其他客戶對 NRSRO 成員所提供的收益貢獻進行比較。若通過，該新法將會是現行法當中向公眾提供必要資訊來評估信評機構的公正性的重大改革¹²。相較之下，歐盟的規章亦有揭露大客戶的規定，但並無保密的要求¹³。

第四，許多資料留存的要求加諸於 NRSRO 成員有助於 SEC 判斷信評機構是否有受到被評等主體的不正當影響。Exchange Act Rule 17g-2(a)(1)，要求 NRSRO 成員把初次記錄輸入到 NRSRO 的會計系統，而這些記錄將會反映在 NRSRO 每個會計年度總帳目上¹⁴。這些記錄將會提供 SEC 的審查人員所需的資料以便完成財務報告。此外，Exchange Act Rule 17g-2(a)(3)，要求提供每個支付發行或維持評等的費用的客戶紀錄。歐盟規章對於信評機構的紀錄留存義務亦有規範¹⁵。

第五，Paragraph (d) of Rule 17g-2，要求 NRSRO 在發行人付費模式下所發佈之信用評等當中，隨機取樣 10% 公佈其評等行動的歷史資訊，或是在發行人付費模式下，曾發行超過 500 次信用評等者，亦需公開揭露其評等行動的歷史資訊，且最遲必須在 6 個月內揭露¹⁶。這些要求的目的是為了像大眾提供適當的資料來進行由發行人支付 NRSRO 評等費用的統計分析並且允許大眾開展與比較績效不同 NRSRO 成員之間各種不同種類的評等。

第六，Rule 17g-5，在 2009 年 11 月才剛剛修訂完成，要求被雇用評等結構型

¹¹ European Commission, Proposal of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies, COM (2008), 704 final, Brussels (12.11.2008), Article 6.

¹² Bai, Lynn, On Regulating Conflict of Interests in the Credit Rating Industry (May 1, 2010). New York University Journal of Legislation and Public Policy, Vol. 13, 2010; U of Cincinnati Public Law Research Paper No. 10-17,p280. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1594462>

¹³ European Commission, Proposal of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies, COM (2008), 704 final, Brussels (12.11.2008),Article 9 and Annex I, Section B , point 2 Section E, Part II, point 2.

¹⁴ 17 C.F.R. § 240.17g-2(a)(1).

¹⁵ European Commission, Proposal of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies, COM (2008), 704 final, Brussels (12.11.2008),Article 5,6,7 and Annex I, Section B , point 7,8,9.

¹⁶ Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, Exchange Act Release No. 34-59342, 74 Fed. Reg. 6474 (Feb. 9, 2009).

金融商品的 NRSRO 成員，在網站上提供自己所擁有的評等相關資料給其它未被雇用來評等該商品的 NRSRO 成員¹⁷。歐盟也有類似的規定¹⁸。有學者將這個要求稱為「平等使用」義務（“equal access” obligation）¹⁹。這個要求的目的，第一是為了增加現有的結構型金融商品信用評等的數量，並因此提供信用評等的使用者對於結構型商品的信用狀況更多的觀點；第二，就是藉由潛在的競爭者能獲得來自發行人提供的相同的資訊，而達到促進競爭的目的。第三，藉由開放資訊給更多 NRSRO 成員，透過由其他 NRSRO 成員所發佈的信用評等，這個揭露的要求將會增加不當的評等膨脹被發現的可能性。不過值得注意的是「平等使用」的要求目前僅是對其他信評機構揭露，而非向公眾公開。

第七，為了消除發行人為了取得最有利的評等而進行評等購買以及避免信評機構形成膨脹的評等，SEC 提出更多的修正草案²⁰，將強制要求發行人在發行註冊的文件揭露除了最後選定的提供評等的信評機構之外，還要揭露所有的關於債券發行過程中所指定的初次評等信評機構。直到 2010 年一月該提案仍未通過，但該提案並未受到強烈的反對。因此，可預期該提案的求在將來應該很有機會通過²¹。

三、整合的趨勢

從美國與歐盟對信評機構的管制措施可以發現一個現象，就是整合與趨同化。這樣的一致性可以從二個方向去觀察，第一，是各國之間管制措施的趨於一致，第二，是歐盟在立法過程選擇以規章（Regulation）而不以指令（Directive）的形式立法，規章與指令的差別在於，前者要求歐盟會員國完全遵守而不得各自進行內國立法，後者則保留了相當的彈性給會員國，只要不與指令的目的衝突，各會員國可以選擇適合的規範手段。信評機構的問題特性可以說明這個現象，主要的信評機構多為跨國企業，而其所發佈的信用評等影響範圍也不會只限於特定地區，加上金融市場全球化，假若規範不一致，信評機構將有可能規避管制或形成法規套利。

考量到這種高程度的整合，接下來重要的問題反而是（1）有什麼要的重要的議題尚未處理。（2）這些部分美國與歐洲是否有共識？關於後者有一個明顯的例

¹⁷ Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, Exchange Act Release No. 34-61051, 74 Fed. Reg. 63,866 (Dec. 4, 2009)

¹⁸ European Commission, Regulation of the European Parliament and of the Council on amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, Article 8a(1).

¹⁹ Coffee, John C., Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly (September 2010). Columbia Law and Economics Working Paper No. 375; ECGI - Law Working Paper No. 162/2010, p20. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1650802>

²⁰ Credit Ratings Disclosure, Exchange Act Release No. 34-60797, 74 Fed. Reg. at 53,097. (Oct. 15, 2009)

²¹ Bai, Lynn, On Regulating Conflict of Interests in the Credit Rating Industry (May 1, 2010). New York University Journal of Legislation and Public Policy, Vol. 13, 2010; U of Cincinnati Public Law Research Paper No. 10-17, p282. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1594462>

子就是歐盟執委會提出計畫要建立一個歐洲地區的信評機構與三大信評競爭。美國並未提出類似的想法。這個提議會出現至少有部分原因是來自於，穆迪與標準普爾是美國企業，更或許是因為三大信評最近調降了歐洲的主權評等（最值得注意的就是希臘），在某種程度上被認為是造成 2010 歐洲金融危機惡化的原因。

此外，雖然有些利益衝突問題已經處理，但 SEC 與歐盟都尚未處理信評機構的「發行人付費」商業模式或是投入更多關注在信評機構的市場特性。觀察各國的立法可以發現管制仍是建立在「發行人付費」之上。發行人付費帶給信評機構龐大的利益與嚴重的利益衝突，如前所述，搭便車問題迫使信評機構放棄了訂購者付費模式，然而，該模式有一個相當重要的優點就是，它能促使信評機構為了投資人的利益而競爭，而在發行人付費模式下，信評機構則是為了發行人的利益而競爭，過往的經驗顯示這樣的競爭方向傷害了投資人與市場信心。因此，有無可能修正發行人付費模式以緩和利益衝突²²，或是讓市場重新回到訂購者付費，學者提出了下列建議與可行性的評估。

參、學者對發行人付費模式所提出的改革建議

處理「發行人付費」模式固有的利益衝突問題最簡單的方式應該是允許發行人支付評等費用，但不能選擇信評機構。這個策略也回應了另一個獨立的問題「購買評等」，也就是發行人嘗試多次初次評等然後在其中選擇一家給與最高等級評等的機構進行終局的評等。下一個步驟就是考慮如何選擇信評機構。有三個可能的方向說明如下。

一、政府作為雇用代理人（The Government As Hiring Agent）

選擇信評機構可以交給獨立的單位。在 2010 年，美國參議院投票傾向這個選項，通過的法案主要多由參議員 Al Franken 提出，之後就稱為 Dodd-Frank Act。Franken Amendment 建立了「信用機構審查委員會（Credit Agency Review Board）」能為所有的「結構型金融商品」選擇最初評等（initial rating）的信評機構。發行人仍能自由地去（1）完全不選擇評等，或是（2）雇用額外的信評機構。根據提案，委員會建立在 SEC 底下並且受到 SEC 的監督。雖然委員會無法決定發行人支付給信評機構的費用，但 SEC 透過立法設置了費用的「合理」上限以避免信評機構過度收費以及發行人隱藏式賄賂。

最終，Franken Amendment 在最後修訂時打了折扣以致於 SEC 必須對於該措施的可行性先進行第一次的研究。隨著該研究（必須在該法通過二年內完成）SEC 被授權能採取 Franken Amendment，或是將其修改。簡言之，該提案仍然很有機會被

²² 在此需附帶說明的是大部分的金融市場守門員-會計師、律師、投資銀行-都是在類似的模式下由發行人支付費用。

提出來討論會修改²³。

二、鼓勵「訂購者付費」模式 (Encouraging a “Subscriber Pays” Model)

避免發行人對評等控制的另外一個方法是要求機構投資人在購買有價證券之前先取得他們自己的評等（來自於自行雇用的信評機構而非發行人或承銷商）。發行人仍能自由的去雇用信評機構，但機構投資人必須去取得自己獨立的評等。這個方法的目的是為了要刺激「訂購者付費」市場的成長。這個模式建立在一個前提就是「訂購者付費」市場並不會自行發展，只要投資人依賴免費的「發行人付費」模式的評等。有些改革者更進一步並且尋求強制或鼓勵屬於投資人的信評機構的形成並且傾向以免費為前提。但是，機構投資人會形成他們自己的信評機構這個信念大概是假設評等改革所帶來的投資人利益大過於多數機構投資人現實上所需承擔的費用。儘管如此，在強制實施「訂購者付費」的架構下即便機構投資人會抗拒支出費用在評等上，機構投資人集團仍可能藉由集體雇用一家獨立的信評機構以取得折扣來節省費用²⁴。

三、政府公共事業模式 (The Government Utility Model)

最後一個選項是，由政府建立並管理的信評機構，而歐盟最近正在考慮這個方法。「政府公共事業模式」可以被設計成用來檢驗自由市場--就像美國新政期間所設立的田納西州流域管理局 (TVA) 用來檢驗與測量私有公共事業的績效。也就是說，他並不是排它的信評機構，而是投資人會拿穆迪與標準普爾的評等與政府的評等作比較。

四、政策評估

每個方法都有他自己的優缺點。以政府作為公正第三方去選擇初次評等機構是簡單且直接且能擔保被選任的信評機構的獨立性。然而，較有問題的地方是這樣選擇信評機構是否能讓人信賴？可以想像地，這個方法潛藏了許多提供給政治人物資助的機會。我們要如何確定政治因素不會影響政府指定信評機構？Franken Amendment 提供由 SEC 選任的獨立的委員來運作這個機制，但也允許信評機構審查委員會使用抽籤或是輪流指定的機制。當極大數量的初次評等將會迫使該機制成為機械性的操作，因為該委員會可能會發現要在每一個案件當中作出個案判斷是非

²³ Coffee, John C., Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly (September 2010). Columbia Law and Economics Working Paper No. 375; ECGI - Law Working Paper No. 162/2010, p32. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1650802>

²⁴ Coffee, John C., Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly (September 2010). Columbia Law and Economics Working Paper No. 375; ECGI - Law Working Paper No. 162/2010, p34-35. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1650802>

常不容易的。雖然，抽籤或是輪流分配可能可以隔絕政治偏好而且能鼓勵新的參與者為了得到初次評等的分配而去成為 NRSRO 會員，然而這個機制的問題在於，它不會提供足夠的誘因促使信評機構為了評等品質而相互競爭。這些參與者並沒有取得投資人的青睞的必要性。此外，新進入者可能會膨脹收費因為他們並不需要競爭。因此，假如我們在考量要鼓勵信評機構確實查核評等資料，在這個機制裡信評機構沒有足夠的誘因去投入更昂貴的研究或進行實質的查核。

委員會可能會以信評機構的過去的準確性記錄作為選擇初次評等機構的基礎。但是這個作法是知易行難。一份值得信賴的準確性歷史紀錄可能需要十年或更多時間去形成。新的參與者也難以提出先前的紀錄來證明他們的準確性，因此他們將受到偏頗的對待。雖然在理論上，評等期間結束之前債券就會完成清償或贖回然後就能決定評等的準確性，但如果委員會偏好擁有評等準確性歷史紀錄的信評機構，將會更加鞏固目前寡佔市場的三大信評機構，並且委員會將受到無法加強促進競爭的批評。因此，政策上的動力與立法目標似乎要盡可能讓委員會偏向採用輪流或是他能提供三大信評以外的信評機構能獲得一定實質比例的初次評等的技術性措施。另一個可能的問題是三大信評對於這個機制的反應。假如三大信評選擇只作為一個經營「發行人付費」的信評機構並且也不要求委員會選擇他們進行初次評等，這樣一來，大多數從事初次評等的信評機構將會是相對較不知名的信評機構而他們的意見可能不會受到市場上太多的重視。簡言之，這些從事初次評等的信評機構將會有缺乏動機與被忽略的風險存在，除非能有較輪流制更高要求的選擇標準能提供他們更多的可信度²⁵。

另一個選項是，要求投機構資人由他們自行選擇的信評機構獲得評等（並且不是由發行人付費）。這個方法的重要好處是能促進更好的競爭。新的信評機構會進入這個市場為了該業務而競爭。在這樣一個「訂購者付費」模式之下，搭便車問題的嚴重性也會降低，因為每個機構投資人乃是被要求雇用信評機構徵詢意見。訂購者付費市場也將獲得確保。信譽資本（Reputational capital）將成為有意義的東西，信評機構可能會提供更完整的報告，而不是幾個字母的評等結果。但坦白說，必須承認機構投資人很可能抵抗要自己付費購買評等。證券分析師也有類似的困境，投資人抗拒為了投資建議而付費。雖然「訂購者付費」模式能透過法律方式而強制，但是只要這些成本落在他們身上，機構投資人就可能組成強而有力的遊說團體去對抗這樣的改革。這個模式的另外一個危機是機構投資人可能會選擇最便宜的信評機構，而信評機構也可能僅僅是將由「發行人付費」的信評機構所做成的評等確認作為節約成本的方法這種情形在證券分析師與信評機構都是相當常見的。對於增加投資人成本所形成的政治上的障礙，有幾個可能的改變方向可以想像。有一個

²⁵ Coffee, John C., Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly (September 2010). Columbia Law and Economics Working Paper No. 375; ECGI - Law Working Paper No. 162/2010, p34-35. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1650802>

折衷的辦法是允許機構投資人將評等費用藉由尋求發行人或交易安排者的補償方式轉嫁。但是這樣一來，利益衝突問題就會從後門重新進入，例如承銷商會想辦法以補貼評等費用的方式來影響信評機構的選擇，雖然評等費用的補貼未必要全面禁止，但其容許性應明確的建立在機構投資人有完全的自由去選擇信評機構²⁶。

然而，當提議要求強制投資人購買評等，會發生一個重要的法律上難題。基本上，SEC 或其他監理者並沒有被授權能要求一般投資人如同機構投資人一般。在政治上要通過立法要求投資人支付特定的費用也非常困難。

另一個更進一步的想法是：任何向 NRSRO 成員購買評等的發行人也都必須向「投資人所有與控制的信評機構 (Investor Owned and Controlled Rating Agencies, IO CRA)」購買第二份評等²⁷。這個方法再一次的尋求補貼「訂購者付費基礎」的市場。然而，投資人是否有誘因去形成這樣的子公司或是團體似乎是有疑問的，部分原因是機構投資人經常是處於競爭的狀態，因此並不會免費的分享資訊。不太可能形成這樣的投資人所有的信評機構的另一個原因是，允許由發行人支付由投資人選擇的信評機構做成第二次評等是更為簡易的方法。但這裡就會連帶引發一個爭議就是，投資人要如何選擇第二家信評機構，當發行人無法有合理的期待去支付每個投資人的選擇時，對於這個問題有一個簡單的解答就是委由在第一個選項所討論的選擇信評機構的委員會來選擇並且由機構投資人投票選出最適合該機構投資人的信評機構。(也可能會包含由發行人所保留的信評機構)。實際上，委員會將會尊重投資人的選擇。這個方法將不允許機構投資人完全獨立地選擇，但仍能增進信評機構為了取得投資人的青睞而競爭²⁸。

投資人也有利益衝突存在而不能忽視。有些投資人可能會為了能購買高風險高報酬的有價證券而選擇提供膨脹評等的信評機構。就此而論，前述由投資人投票選出的優點就是能降低由「不可靠的」信評機構所提出的誇大評等。這樣的動機在個案中似乎是有可能出現的，因為，隨著鉅額投資的虧損出現而被指控違反受託人義務，NRSRO 的「投資等級評等」能夠提供偏好風險的機構投資人的董事會與主管法律屏障。因此透過機構投資人投票集體選出的信評機構會是較合適的，如果我們假設多數的機構投資人是謹慎小心而只有少數會採取偏好風險的投資行為²⁹。

²⁶ Coffee, John C., Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly (September 2010). Columbia Law and Economics Working Paper No. 375; ECGI - Law Working Paper No. 162/2010, p35-37. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1650802>

²⁷ Joseph Grundfest and Evgeniya E. Hochenberg, "Investor Owned and Controlled Rating Agencies: A Summary Introduction," Rock Center for Corporate Governance Working Paper No. 66 (October 25, 2009) (available at <http://ssrn.com/abstract=1494527>).

²⁸ Coffee, John C., Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly (September 2010). Columbia Law and Economics Working Paper No. 375; ECGI - Law Working Paper No. 162/2010, p37. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1650802>

²⁹ Coffee, John C., Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly (September 2010). Columbia Law and Economics Working Paper No. 375; ECGI - Law Working Paper No. 162/2010, p37-38. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1650802>

第三個選項，政府的信評機構，學者認為該模式有二個重要的問題。第一，政府的信評機構無法支付相同的薪資或獎金給予分析人員如同私人企業一般，結果就是「公家的」信評機構可能必須依賴素質較低的分析人員。更重要的是，有許多質疑認為，「政府的」信評機構會給予重要的或是政治偏好的本土企業負面的（或是垃圾等級）評等嗎？試想在過去十年美國「公家的」信評機構是否敢將通用汽車的債券評價為「垃圾等級」？可以肯定的是，債券市場很可能已經知道通用汽車只能得到低等級的評等，但可以預見的是，如果這樣的負面評價阻止了債券發行，或是讓退休基金因此拒絕購買通用汽車所發行的債券，將會引發政治上的憤怒。國會可能會威脅凍結這些機構的預算除非他們同意修正對這些信用狀況不佳但獲得政治上支持的企業之評等意見。

美國的例子很可能就是歐洲的對照，舉例而言，德國「政府的」信評機構可能會輕易的調降德意志銀行或是福斯汽車的評等嗎？的確，歐洲執委會有意建立歐洲的信評機構有部分原因可能是對三大信評機構調降希臘主權評等政治上的憤怒。部分非歐洲的論者也承認這樣的作法其實就是在「處罰消息者（blaming the messenger）」。可以發現負有政治責任的政府機構要能抵抗政治的壓力是非常困難的。即便「政府公共事業」信評機構並非最好的選項，但藉由混合其他選項的方式或許能帶來較小的傷害。一個不受到單一國家控制的地區性信評機構可能相對上是較不易受到政治上的壓力。（雖然希臘降等的例子暗示了另一種可能）

此外，政府公共事業模式對於發行人付費的結構並不會產生重大的改變，它只是在發行人付費的基礎上提供另一種與私人企業不同的信評機構，換句話說，政府的信評機構與私人信評機構追求利益的目的不同而有其他公益的考量，提供投資人另一種比較的可能性³⁰。

肆、簡述我國信用評等事業管理規則修正-代結論

信評機構的利益衝突問題受到各國關注並通過多種管制的措施，我國對於信用評等機構的管制主要是以「信用評等事業管理規則」（以下稱管理規則）規範信評機構的組織與相關行為，在金融風暴後我國也順應國際趨勢，修正該管理規則加強對於信用評等機構的監理。在處理利益衝突方面，關於加強利益衝突的內部控制要求，新增第十六條第二項³¹。禁止信評機構的管理階層與分析人員具有決定信用評

³⁰ Coffee, John C., Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly (September 2010). Columbia Law and Economics Working Paper No. 375; ECGI - Law Working Paper No. 162/2010,p38-40. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1650802>

³¹ 管理規則第十六條第二項：信用評等事業之內部控制制度及年度內部稽核計畫，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，尚應包括下列項目：
一、評等程序之管理：包括評等委員會之運作、評等模型與方法之適當性及評等紀錄之保存。
二、評等獨立性之遵循制度與執行。
三、依第十五條規定進行資訊公告作業之控制。

等等級、核決信用評等使用方式權限者，參加評等費用討論、協商及安排，新增第二十三條第二項。賦予信用評等機構紀錄留存義務，以便主管機關查核以及發生爭議時釐清責任歸屬，新增第二十五條³²、第二十六條。³³我國對於信用評等機構的發行人付費模式如同歐盟與美國，並無調整的措施，但如同前述，該模式乃利益衝突的源頭仍值得主管機關重視。



四、法令遵循制度之執行。

³² 第二十五條 信用評等事業從事信用評等業務相關資料，應至少保存五年。但有爭議者，應保存至該爭議消除為止。

前項應保存之評等業務相關資料應包含下列書件：

一、評等程序及方法及其變動情形。

二、評等分析與報告。

三、參與評等決策人員名冊。

四、評等過程相關討論及內部與外部聯繫資料。

五、最終信用評等結果與量化模組推算結果之差異說明。

六、信用評等之初始評等、續後評等、調整評等及撤銷評等資料，以及因前述評等結果而遭申訴之相關紀錄。

七、受評者申覆過程與相關文件。

³³ 第二十六條 本會得隨時命令信用評等事業提出財務、業務報告或其他參考資料，並得直接檢查其財務、業務狀況。