

信用評等機構於證券化 之角色與責任 ——次貸危機後之觀察*

邱 天 一**

要 目

壹、前 言	(三)一九三〇年至一九八〇年代信用評等之發展
貳、信用評等之概念	(四)一九九〇年代迄今信用評等發展概況
一、信用評等之意義與評等符號	三、信用評等之功能
(一)信用評等之意義	(一)資訊蒐集與提供
(二)評等符號	(二)法規執照
二、信用評等之歷史與現況	(三)信用風險衡量方法
(一)十九世紀中期之「商業信用機構」	四、信評機構
(二)十九世紀末、二十世紀初債券評等分析	(一)於資本市場之角色

* 感謝匿名審查委員對本文提供寶貴之修正意見。本文初稿曾發表於2009年4月29日東海大學「資本市場與企業法制研討會(七)」，感謝主辦人洪秀芬教授、李成教授，主持人林廷機教授、與談人林育廷教授，與會王志誠教授、李禮仲教授、林克敬教授、卓俊雄教授、陳麗娟教授、陳俊仁教授、楊敏華教授、廖大穎教授之指教。

** 執業律師，東海大學法律研究所博士候選人。

投稿日期：九十八年九月十七日；接受刊登日期：九十八年十二月二十五日

責任校對：許俊鴻

(一)管制規範	(一)獨立性與利益衝突
(二)法律責任	(二)競爭議題
參、證券化與信評機構	三、國際間新監理規範動態
一、證券化之概念與特性	(一)信評機構行為守則之修正
二、信評機構於證券化之角色	(二)美國NRSRO管理規則修正要點
(一)信評機構評等作業流程	(三)歐盟之信評機構管理規則
(二)信評機構對證券化商品之評等	四、小 結
(三)與傳統公司債評等流程之比較	伍、我國之啓示
三、證券化投資人高度依賴信評機構	一、我國信用評等與證券化概況
(一)證券化、信用衍生性商品之複雜性	二、次貸危機與我國證券化市場
(二)投資人高度依賴信用評等	三、我國信評機構管理之檢討
(三)過度依賴信評機構之不利影響	(一)「信用評等事業管理規則」之檢討
肆、次貸危機後信評機構相關訴訟與監理議題	(二)法規執照之檢討
一、次貸危機與信評機構	(三)提升信評機構之競爭性
(一)信評機構之過	四、信評機構在我國法律責任之探討
(二)對信評機構之訴訟動態	(一)信評機構權責失衡
二、危機後之監理議題	(二)我國法上信評機構負擔法律責任之可能性
(一)透明度 (Transparency) 與市場認知能力 (Market Perception)	(三)小 結
	陸、結 論

摘 要

二〇〇七年下半年美國次級房貸危機開始延燒，進而導致二〇〇八年之全球金融危機，全球經濟大幅衰退。形成次貸危機之原因眾多，其中資產證券化與信用評等機構，普遍被認為均應為次貸危機負責，因前者將次級房貸此「有毒資產」之風險，以「創始到銷售」模式，藉由創始及銷售RMBS與CDO等證券化商品，轉移到全球投資人，造成嗣後發生之「系統性危機」與「信用緊縮」等金融危機；而後者則低估證券化商品之信用風險，致評等失靈，且當市場情勢惡化時，未能即時向投資人發出警示，有失「市場守門員」之職責，致投資人對其信心動搖而聲譽受損，廣受各界批判與檢討。

次貸危機期間，若干國際組織與管理者重新檢討信評機構於證券化之角色。二〇〇八年二月，歐洲證券管理委員會（CESR）發布「信評機構於架構式金融之角色」之諮詢文件；國際證券管理組織（IOSCO）發布「信評機構於架構式金融市場之角色」之研究報告；二〇〇八年七月，美國證管會（SEC）發布「特定信評機構調查報告」；二〇〇九年四月，二十國高峰會（G-20）「強化金融系統宣言」中，亦包括「對信用評等機構作更有效之監督」。

次貸危機凸顯出信評機構在證券化過程中之諸多缺失，同時提供絕佳檢討之機會。本文擬先從介紹信用評等概念出發，進而分析證券化與信用評等之關聯，探討次貸危機中，信評機構於證券化評等失靈之原因，以及將來改進之動向，檢討信評機構於證券化之角色與責任，作為我國證券化信用評等以及信評機構管制之參考。

關鍵詞：資產證券化、信用評等、信用評等機構、次貸危機、次級房貸、市場守門員、新巴賽爾協定、架構式金融

壹、前言

二〇〇七年下半年美國次級房貸危機（Subprime Mortgage Crisis，下稱「次貸危機」）¹開始延燒，進而導致二〇〇八年之全球金融危機，全球經濟大幅衰退，甚至曾引發是否步入「大蕭條」之疑慮。形成次貸危機之原因眾多，其中資產證券化（下稱「證券化」）與信用評等機構（下稱「信評機構」），普遍被認為均應為

¹ 次貸危機主要起因於美國貸款機構於2000年初期市場高房價、低利率之環境下，浮濫放貸予經濟能力不佳、信用評分低之次貸借款人，並以「可調整抵押房貸利率」（Adjustable Rate Mortgage, ARM）方式承作，雖借款人之信用風險高，但貸款機構當時普遍預期房市價格持續高漲，縱使借款人違約，仍可就拍賣房屋而收回款項，然而自2004年起，美國聯準會於一年半內連續升息17次，同時期房市價格開始泡沫化，利息上升、房價下跌之結果，造成借款人遲延付款與違約率急遽上升，美國大型房貸機構壞帳大增，2007年4月，美國第二大房貸機構「新世紀金融公司」（New Century Financial Corporation）因承作大量次級貸款發生財務危機，進而聲請破產保護，揭開了美國前聯準會主席葛林斯潘（Alan Greenspan）所稱「百年僅見金融危機」之序幕，另因美國次級貸款隨著華爾街投資銀行將之包裝，並透過證券化銷售給全球投資人，從「次級貸」轉成「次級債」，風險因而蔓延到全球市場，導致全球金融危機。關於次貸危機與金融危機相關介紹，國內外資料豐富，國外專書部分，可參閱ROBERT J. SHILLER, *THE SUBPRIME SOLUTION* (2008); 文獻部分可參閱IOSCO, *Report on the Subprime Crisis* (2008). Available at <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD273.pdf> (last visited: 2010.01.25). William B. Gwinner & Anthony Sanders, *The Subprime Crisis: Implications for Emerging Markets* (2007). Available at http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/200809/24/000158349_20080924134919/Rendered/PDF/WPS4726.pdf. (last visited: 2010.01.25). 國內專書部分，可參閱，辛喬利、孫兆東，次貸風暴，2008年7月；文獻部分，可參閱李正福、翁文祺，美國次貸危機之起因、影響及因應之道，*台灣經濟論衡*，6卷6期，頁68-90，2008年6月；謝易宏，潰敗金融與管制迷思——簡評美國2008年金融改革，*月旦法學雜誌*，164期，頁186-225，2009年1月；邵慶平，金融危機的形成、處理機制與法制基礎，*月旦法學雜誌*，165期，頁29-45，2009年2月。

次貸危機負責，因前者將次級房貸此「有毒資產」之風險，以「創始到銷售」模式（Originate-to-Distribute Model）²，藉由創始及銷售「住宅抵押貸款證券」（Residential Mortgage Backed Securities, hereinafter “RMBS”）與「抵押債務擔保證券」（Collateralized Debt Obligation, hereinafter “CDO”）等證券化商品，轉移到全球投資人，造成嗣後發生之「系統性危機」（Systematic Risk）與「信用緊縮」（Credit Crunch）等金融危機；而後者則低估證券化商品之信用風險，致評等失靈，且當市場情勢惡化時，未能即時向投資人發出警示，有失「市場守門員」之職責³，致投資人對其信心動搖而聲譽受損，均廣受各界批判與檢討。

信評機構在證券化過程扮演相當重要之角色，就法制面而言，美國學者Kenneth C. Kettering將其視為證券化「實際上之立法者」（De Facto Lawmakers）⁴，而國際主要信評機構如標準普爾（Standard & Poor's Inc.）等，對於證券化或架構式金融（Structured Finance）⁵均有法律審查準則⁶；另就實務面而言，由

² Financial Stability Board, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience* 9 (2008). Available at http://www.financial-stabilityboard.org/publications/r_0804.pdf (last visited: 2010.01.25).

³ 其他資本市場守門員，包括承銷商、會計師、律師等，See John C. Coffee, Jr., *Brave New World?: The Impact of the Internet on Modern Securities Regulation*, 52 BUS. LAW. 1195, 1210-13 (1997).

⁴ Kenneth C. Kettering, *Securitization and Its Discontents: the Dynamics of Financial Product Development*, 29 CARDOZO L. REV. 1553, 1671 (2008).

⁵ 學者認為「架構式金融」幾乎為「資產證券化」之同義語，二者可說明相關制度之二個階段：前階段是指透過組織架構以及發行模式的安排，形成資產證券化的基礎，後階段即是該架構的實際運作流程，將金融資產予以整批之分類，達到促使資產流動之目的，王文宇、黃金澤、邱榮輝，金融資產證券化之理論與實務，頁2-5，2003年2月。本文亦將架構式金融與證券化同其意義，且均以證券化作為表述方式。

於證券化交易之複雜性，投資人依賴信用評等程度甚高，甚至有過度依賴之現象，而過度依賴信評等，普遍被認為係次貸危機之主要原因⁷。

信評機構於證券化及資本市場之地位雖如此重要，然其角色與責任向有爭議。次貸危機前，部分信評等機構即曾因發生於二〇〇一年之美國安隆、世界通訊等公司破產事件反應過慢而遭致批判⁸；次貸危機後，信評機構之評等報告直至市場發生重大波動前，對於次貸證券均未能即時調降評等，再度被質疑疏於發現及評估次貸證券之實際風險，引發國際間重新審視與檢討之聲浪。例如：二〇〇八年二月，歐洲證券管理委員會（The Committee of European Securities Regulators, hereinafter “CESR”）發布「信評機構於架構式金融之角色」之諮詢文件⁹；二〇〇八年五月，國際證券管理組織（International Organization of Securities Commissions, hereinafter “IOSCO”）發布「信評機構於架構式金融市場之角色」之研究報告¹⁰；二〇〇八年七月，美國證管會（U.S. Securities and Exchange Commission, hereinafter “SEC”）發布「特定信評機構調

⁶ Standard & Poor’s Inc., *Legal Criteria for U.S. Structured Finance Transaction* (2004). Available at http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/us/page.topic/researchlearning_cm (last visited: 2010.01.25).

⁷ IOSCO, *supra* note 1. See also Frank Partnoy, *Overdependence on Credit Rating Was a Primary Cause of the Crisis*, in SAN DIEGO LEGAL STUDIES PAPER NO. 09-015. Available at <http://ssrn.com/abstract=1430653> (last visited: 2010.01.25).

⁸ 信評機構直到安隆公司申請破產保護前四天，才將其公司債評等由AAA等級降等為垃圾債券等級，遭受各界批判。

⁹ CESR, *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance* (2008). Available at <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=4951> (last visited: 2010.01.25).

¹⁰ IOSCO, *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets* (2008). Available at <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD270.pdf> (last visited: 2010.01.25).

查報告」¹¹；二〇〇九年四月，二十國高峰會（G-20）「強化金融系統宣言」中，亦包括「對信用評等機構作更有效之監督」¹²，同月歐洲議會（European Parliament）核准歐盟執委會（European Commission）所提「信評機構規則」法案（Regulation on Credit Rating Agencies）¹³，足見國際組織或政府部門近來對信評機構角色之檢討，不遺餘力。

我國自財政部證券暨期貨管理委員會於一九九七年四月依據證券交易法第十八條第二項授權，制定「信用評等事業管理規則」、同年五月第一家本國信用評等機構（即中華信用評等股份有限公司，下稱「中華信評」）成立以來，國內從法律角度觀察及探討信用評等相關議題者，為數不多¹⁴，另自二〇〇二年七月引進金融資產證券化制度後，亦鮮有針對在證券化過程具關鍵地位之信評機構，檢討其角色與責任之文獻。次貸危機凸顯出信評機構在證券化

¹¹ SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Selected Credit Rating Agencies*. Available at <http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf> (last visited: 2010.01.25).

¹² G-20, *Declaration on Strengthening the Financial System*. Available at http://www.g20.org/Documents/Fin_Deps_Fin_Reg_Annex_020409_-_1615_final.pdf (last visited: 2010.01.25).

¹³ European Commission, *Approval of New Regulation will Raise Standards for the Issuance of Credit Ratings Used in the Community* (2009). Available at <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/629&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en> (last visited: 2010.01.25).

¹⁴ 國內從法律角度專文探討信評機構相關問題者，參閱李曜崇，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分析，*致理法學*，1期，頁109-139，2007年3月；李曜崇，美國信用評等機構法制建構之研究——兼論我國法相關規定之探討，*法學新論*，2期，頁119-149，2008年9月；詹儒樺，重建信用評等機構管理制度之研究，*全國律師*，13卷8期，頁60-69，2009年8月；葉守傑，信用評等機構的透明度問題——從次貸風暴後歐盟的最新立法觀察，*證券暨期貨月刊*，27卷7期，頁19-28，2009年7月。

過程中之諸多缺失，同時提供絕佳檢討之機會。本文擬先從介紹信用評等概念出發，進而分析證券化與信用評等之關聯，探討次貸危機中，信評機構於證券化評等失靈之原因，以及將來改進之動向，檢討信評機構於證券化之角色與責任，作為我國證券化信用評等以及信評機構管制之參考。

貳、信用評等之概念

一、信用評等之意義與評等符號

(一)信用評等之意義

依據IOSCO之「信評機構行為守則」(Code of Conduct for Credit Rating Agency, 下稱「信評機構行為守則」)之名詞定義，信用評等是指：「利用已經建立且定義之評量系統，針對實體資產、信用承諾、債券或類似債券之證券或發行人之信用品質，所作之意見表達」¹⁵，根據此定義，信用評等係「信用品質」(Creditworthiness)而非價格或流動性之意見¹⁶。

另在信評實務上，中華信評將信用評等定義為：「係對債務人就其特定債務，如特定的借款、債券、租賃、商業本票、定存單、或其他財務工具，履行其財務承諾的能力，與台灣金融市場其他債務人對其金融債務的還本付息能力相較之下的評等看法」，並補充說明：「信用評等不是對特定債務之市價或是否適合某些投資人投

¹⁵ 原文為“a credit rating is an opinion regarding the creditworthiness of an entity, a credit commitment, a debt or debt-like security or an issuer of such obligation, expressed using an established and defined ranking system.” See IOSCO, *supra* note 1, Annex A, at 3.

¹⁶ CESR, *supra* note 9, at 8.

資的評論意見，因此並非購買、持有或出售任何特定債務的推薦意見。信用評等僅屬投資人的參考資訊，絕非保證。信用評等並不是一種信託關係，「信用評等的分析，係以債務人提供之資訊，或中華信評自其它可靠來源所獲得之資訊為基礎。中華信評並不針對任何評等進行稽核，且有時可能會參考未經稽核的財務資訊。信用評等可能會因所獲得資訊內容的改變、無法取得或在其它情況下，而出現調整、擱置，或撤銷」¹⁷。

由以上定義可知，信用評等是「意見」之表達，而非事實之陳述，而信評機構特別強調，信用評等並非投資推薦，亦非保證或信託關係，僅屬投資人參考資訊。上述信評機構對信用評等之定義，與其法律責任相關，將於後文討論之。

(二) 評等符號

信用評等係由一套符號來表示，各符號代表不同程度之違約風險，評等發展初始，有些機構建立獨立之符號體系，有些則購買別家已建立之符號代碼，其中有採英文字母者，有採數字者，有二種兼採者。經過一段時間之發展，各主要信評機構間，其符號系統已大致相互對應。標準普爾與惠譽（Fitch Inc.）等信用評等機構，以大寫字母作為等級代號（如：AAA），穆迪評等機構（Moody's Investment Services，下稱穆迪）則第二個以後之字母以小寫“a”作為評等符號（如：Aaa）。

舉標準普爾之評等符號為例，「AAA」為長期債務發行（Long-Term Issue Credit Rating）評定之最高評等等級，表示該債務之發行人對該債務發行有極強（Extremely Strong）的財務承諾

¹⁷ 參閱中華信評網站：<http://www.taiwanrating.com/tw>，最後瀏覽日：2010年1月25日。

履行能力；受評為「BB」、「B」、「CCC」、「CC」、「C」的債務發行，係具有較高的風險性，此等級的債務發行雖仍具有某些品質與保障特性，但相對於其他本國債務發行，該些特性可能會因其面臨重大的不確定因素或暴露於不利的條件下而抵銷；而受評為「D」的債務發行代表該債務發行之支付已出現違約，或該債務發行之債務人已提出破產申請。「D」評等表示該債務發行之本金或利息已經無法如期支付，包括在寬限期未滿之前，除非信評機構評估後認為該債務發行之本金或利息將可在寬限期內得到支付¹⁸。

一般將BBB以上之評等歸類為「投資等級」（Investment Grade），被信評機構認為較可能履行支付義務，相對地，評等若在BBB之下，則歸類為「投機等級」（Speculative Grade）或稱為「垃圾等級」（Junk），有較高的違約風險，但收益率較投資等級為高¹⁹。

二、信用評等之歷史與現況

（一）十九世紀中期之「商業信用機構」

現代信用評等崛起於美國，美國商業信用機構（Mercantile Credit Agencies）係信用評等公司之前身，其發展背景源起於一八三七年之金融危機，許多金融機構停止對企業融資，主要係因缺乏借款企業於危機時期償債能力之資訊，當時美國一位絲綢商Lewis Tappan察覺到市場上此項資訊需求，乃販賣包含客戶信用程度之營

¹⁸ AAA與D等級間，除BB、B、CCC、CC、C外，尚包括AA、A以及BBB，而AA至CCC各均可再以「+」、「-」，顯示主要評級內容的相對高低。參閱標準普爾網站：http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/Ratings_Definitions.pdf，最後瀏覽日：2010年1月25日。

¹⁹ Clair A. Hill, *Regulating the Rating Agencies*, 82 WASH. U. L. O. 43, 46-50 (2004).

業資料予其他商人。一八四一年Lewis Tappan運用此概念創設「商業信用機構」，成為第一家為商人間交換客戶資訊平台之公司²⁰。

(二)十九世紀末、二十世紀初債券評等分析

十九世紀末，信用評等開始對債券作評等分析。一八九〇年，標準普爾之前身「普爾出版公司」(Poor's Publishing Co.)出版「普爾手冊」，對債券進行分析，隨後二十年，許多分析師依客戶之要求，發表鐵路產業報告，詳細說明統計數字及營運財務之明細。一九〇九年，約翰穆迪(John Moody)於其所著「鐵路投資之分析」(Analysis of Railway Investment)，首次為債券發表評等計畫，但其評等當時在市場上並無太大之需求，直到一九二〇年景氣繁盛後才有轉變。一九二四年時，債券評等市場競爭較今日為激烈，包括普爾、標準統計公司(Standard Statistic Co.)²¹、惠譽出版公司(Fitch Publishing Co.)以及穆迪評等公司。

(三)一九三〇年至一九八〇年代信用評等之發展

一九二九年美國經濟大蕭條，信評機構業務亦隨之大幅滑落，投資人已無興趣購買評等，由於信評機構未能預測當年債券價值已開始急遽下跌，投資人方意識到信用評等多以公開訊息為基礎，並無特殊價值，自此數十年，評等業務停滯不前。在此期間，信評機構一直未受法律規範，部分原因係管理者認為其在金融市場之地位

²⁰ Philip F. Hosp, *Problems and Reforms in Mortgage-Backed Securities: Handicapping the Credit Rating Agencies*, 79(4) MISS. L.J. Available at <http://ssrn.com/abstract=1362336> (last visited: 2010.01.25).

²¹ 1941年「普爾出版公司」與「標準統計公司」合併成為「標準普爾」，1966年成為McGraw-Hill Inc.集團之一員，但所有關於信用評等之業務均獨立運作，不受母公司之干預。

並不重要²²。

一九七〇年代初期，美國SEC仍未對信評機構作規範，但在制定若干證券法規時，開始依賴主要信評機構之信用評等，此係起源於一九七五年SEC對證券經紀商之「淨資本規則」(Net Capital Rule, Rule 15c3-1)²³，SEC要求經紀商維持一定數量之資本，以彌補其投資組合之相關風險，該規則利用信用評等決定投資之風險，若經紀商之投資被信評機構認為違約可能性較高時，SEC即會要求該經紀商持有更多現金部位，以彌補可能之投資損失風險。

在實施「淨資本規則」同時，SEC創造了「全國認許之評等機構」(National Recognized Statistical Rating Organizations, hereinafter “NRSRO”)概念，但弔詭的是，當時SEC並未就NRSRO作定義，而係透過一系列行政函文(No-Action Letters)表示若干大型信評機構符合NRSRO概念，其他規模較小之信評機構則否。在一九七〇年代中期以後，SEC與其他行政部門，制定許多以NRSRO評等為依據之相關法規，此立法上之變遷，改變了信評機構在市場上之地位與收費模式，其評等開始轉為重要而具有價值，其收費捨棄了長期以來向投資人收費之模式(Subscriber-Pays Model)，而改以依據發行債券規模向發行人收費(Issuer-Pays Model)。然而雖然有上述變遷，在一九八〇年代，信評事業成長仍屬緩慢，一九八〇年標準普爾集團僅有三十名專業人員，到了一九八六年，亦僅有四十名專業人員，規模不大²⁴。

²² Frank Partnoy, *How and Why Credit Rating Agencies are not Like Other Gatekeepers*, in SAN DIEGO LEGAL STUDIES PAPER NO. 07-46, 6 (2006).

²³ 17 CFR § 240.15c3-1 (2008).

²⁴ Partnoy, *supra* note 22, at 7.

(四)一九九〇年代迄今信用評等發展概況

自一九九〇年代以後，隨著資本市場全球化以及去中介化（disintermediation）之潮流，信用評等從美國擴展至全球，特別是歐洲，亦開始接受信用評等制度²⁵。主要信評機構之評等業務開始激增，一九九七年穆迪於美國對公、私部門之評等有二萬件，美國以外則有一千二百件，標準普爾之評等數量僅略少於穆迪；穆迪所評等之債券市值超過五兆美元，標準普爾則為二兆美元²⁶。二〇〇〇年後，信評機構之營收與獲利更急速成長，以穆迪為例，二〇〇〇年營業收入為六・〇二億美元，到了二〇〇四年為十四億美元，於二〇〇五年九月，市值超過一百五十億美元，與投資銀行貝爾斯登（Bear Sterns）相當²⁷。

目前全球信評機構有超過百家²⁸，然而三大信評機構：穆迪、標準普爾及惠譽在全球市占率超過95%，穆迪、標準普爾，市占率合計約80%，惠譽市占率約15%²⁹，因此信評事業普遍被認為係「寡占市場」（oligopoly）或「雙頭寡占市場」（duopoly），此市場寡占現象涉及信評機構之「競爭」議題，將於後文討論之。

²⁵ European Parliamentary Financial Services, *EPFSF Briefing: Credit Rating Agencies* (2006). Available at <http://www.epfsf.org/meetings/2006/briefings/> (last visited: 2010.01.25).

²⁶ Partnoy, *supra* note 22, at 8.

²⁷ *Id.* at 8-9.

²⁸ SEC, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets* 36-37 (2003). Available at <http://www.sec.gov/news/studies/credatingreport0103.pdf> (last visited: 2010.01.25).

²⁹ Fabian Amttenbrink & Jakob de Haan, *Regulating Credit Rating Agencies in the European Union: A Critical First Assessment of the European Commission Proposal* 3(2009). Available at <http://ssrn.com/abstract=1394332> (last visited: 2010.01.25).

三、信用評等之功能

(一)資訊蒐集與提供

一般企業在資本市場發行債券，倘廣大投資人對其信用能力無所知悉，認知風險很大，則該債券發行公司的融資往往十分困難，或者須支付較高之風險溢酬（risk premiums）始能籌得所需資金，這些都意味著，在缺乏信用品質之參考指標下，資本市場仲介資金之效用無法充分發揮。而信用評等制度即在投資人對籌資者的資訊缺口下，架起資訊橋樑，由客觀第三者對舉債公司進行信用強度之調查分析，並將分析結果以簡明的等級報導出來，作為投資人決策之參考，使投資人的認知風險得以降低，資本市場的運作得以順暢，因此，信用評等制度之建立對於債券市場之發展與資本市場機能之發揮，具有關鍵性的重要地位³⁰。簡言之，信用評等可協助投資人辨識市場上不同金融商品之信用風險，而具有一定程度縮減「資訊不對稱」之功能³¹。

(二)法規執照

信用評等常被作為政府管理資本市場之替代方法，包括以信用評等作為投資門檻，以及法律賦予高評等之優惠措施。前者例如依據美國SEC Rule 2a-7之規定，需獲得NRSRO最高二個信用評等等級之短期債務證券，始能成立「貨幣市場基金」（Money Market Fund）；後者則係由法律提供高評等發行人若干優惠措施，如：資本額門檻之降低、註冊登記成本之減省以及法律規定之豁免適用（如：架構式金融評等級數達最高二個等級時，可豁免一九四〇年

³⁰ 郭敏華，債信評等，頁3，2000年1月。

³¹ 李曜崇，美國信用評等機構法制建構之研究，同註14，頁123。

投資公司法之適用)³²。美國學者Frank Partnoy教授稱上述NRSRO之信用評等之特殊功能為「法規執照」(Regulatory License)，但對之批評甚烈，認為鼓勵信評機構從以往資訊提供者，轉變為獲利更豐厚之「法規執照」販賣者³³。

(三)信用風險衡量方法

在金融機構「資本適足性」(Capital Adequacy)之規範上，新巴賽爾資本協定(The New Basel Capital Accord, hereinafter “Basel II”)³⁴之「第一支柱」(Pillar 1)，即最低資本要求，規定銀行於計算信用風險時，可使用二種方式，一為使用經主管機關

³² 李曜崇，對信用評等機構作法制評等，同註14，頁112-114。

³³ Frank Partnoy, *The Siskel and Ebert of Financial Market: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, 77 WASH. U. L.Q. 619, 623 (1999). Frank Partnoy早在1999年即力倡應廢止信評機構此項功能，建議以「信用利差」(credit spreads)取而代之。次貸危機後，美國SEC始參考其意見，將逐步取消NRSRO信用評等之「法規執照」功能，詳後述。

³⁴ 會員包括全球50餘國之中央銀行或金融監理機關之國際清算銀行(The Bank for International Settlement, BIS)，於1974年12月由十大工業國(G-10)之央行總裁共同決議設立巴賽爾銀行監理委員會(The Basel Committee on Banking Supervision)，目的在提升以金融機構償債能力為主軸之風險監理標準，進而強化國際金融市場之健全與穩定。該委員會在1988年7月提出「巴賽爾資本協定」(Basel Capital Accord)，規定最低資本適足比率為8%，以確定國際銀行體系維持在適足的資本水平，並建立標準的最低資本。隨著國際金融環境之改變，銀行產業結構、風險管理方法、主管機關監理措施皆經歷了重大的轉型，1999年6月BIS銀行監理委員會公布更具風險敏感度之「新資本適足性架構」(A New Capital Adequacy Framework)，將用以取代1988年資本協定，並於2001年1月公告「新巴賽爾資本協定」第一版，嗣後經過數次修訂，於2004年6月定案。參閱行政院金融監督管理委員會，新巴賽爾資本協定簡介，頁5，詳該會網站：<http://www.fscey.gov.tw/public/Attachment/65261644871.doc>，最後瀏覽日：2010年1月25日。張炳輝，新巴賽爾資本協定與信用風險標準法之介紹，華南金控，5期，頁5，2003年5月。

核准之「內部評等法」(Internal-Rating-Based Approach, IRB)，另一為由外部信用評等提供之「標準法」(Standardized Approach)，依據信用評等決定銀行授信對象之信用風險權數，例如：一般企業之外部信用評等為AAA至AA者，信用風險權數為20%，A+至A-者，風險權數為50%，BBB+至BB-與未評等者，風險權數為100%，低於B+以下者，風險權數為150%³⁵。

按巴賽爾資本協定係國際間關於金融監理之重要協定，新巴賽爾資本協定將外部信用評等納入信用風險衡量方法之一，足見信用評等之功能，已從傳統資訊蒐集、分析及提供信用價值意見，擴展至本國資本市場管理以及國際金融監理等範疇，在資本市場與金融市場，具有關鍵之重要性。

四、信評機構

(一)於資本市場之角色

金融市場與資本市場是由一群被稱為「守門員」之專業人員負責監督與查核，以確保市場訊息之透明與誠信。一般認為守門員包括：會計師、信評機構、律師、證券分析師與投資銀行等³⁶，守門員所提供之服務，係查核或確認投資人及主管機關所得資訊之正確性，此對美國金融市場之正常運作相當重要，守門員確保正確資訊揭露給投資人與政府，將資訊體現為證券交易之價格或需求中，維持市場效率。

一般而言，守門員受到信賴有二個原因，其一，守門員常為維持聲譽，於報告或查核投資訊息時，以公正客觀立場執行職務；其二，若干守門員依據政府法規或公司治理程序，有義務查核公司揭

³⁵ 行政院金融監督管理委員會，同前註。

³⁶ Partnoy, *supra* note 22, at 59.

露訊息以及公司營業決策之適法性。信評機構為重要之市場守門員，其角色為評估證券或公司之信用品質。相較於其他守門員，信評機構獲利向來遠高於其他市場守門員³⁷，此除因信評事業屬於寡占市場外，信用評等享有之「法規執照」特權與利益，遠甚於其他守門員，投資人高度依賴信評機構之信用評等。

紐約時報著名評論家傅利曼（Thomas Friedman）於一九九六年曾戲稱：「當今世界上只有兩個超級強權—美國與穆迪，美國可投下炸彈摧毀你，而穆迪可用降等來摧毀你，有時無法分辨何者具有更大的權力。」³⁸信評機構權力之大，可見一斑，但其所受法律管制與應負擔之法律責任，卻遠低於其他守門員（詳如後述），此種權責不相符、獨厚信評機構之奇特現象，在二〇〇一年安隆事件發生後，即開始為各界檢討，次貸危機後，其角色更被廣泛討論。

（二）管制規範

信評機構發展超過百年，且自一九七〇年代以來，信評機構在市場上已具重要地位，然長期以來，國際間對之卻缺乏管制規範。二〇〇〇年後，IOSCO、美國以及歐盟，始分別制定對信評機構之相關規定，IOSCO係以自律規範方式訂定，美國則經國會立法通過，歐盟就應以自律規範或法律規範監管信評機構，曾有不同意見，嗣後決定以法律規範監管信評機構。

1. 自律規範——IOSCO「信評機構行為守則」

二〇〇三年IOSCO技術委員會成立研究小組，研究信評機構相關議題，並於同年九月發表「關於信評機構活動準則報告」（IOSCO Statement of Principle Regarding the Activities of Credit

³⁷ *Id.*

³⁸ Interview with Thomas Friedman, The MacNeil/Lehrer (PBS television broadcast, Feb.13 1996).

Rating Agencies)³⁹，評述信評機構在全球資本市場扮演之角色，以及其所發布評等品質可能面臨之衝擊，在此同時，IOSCO技術委員會亦發布一系列準則，以較佳方式監督評等過程之公正性，並確保投資人收到之評等係即時且具高品質，提供金融監理單位、信評機構以及其他市場參與者遵循。

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

信評機構行為守則僅供信評機構作內部自律規範之參考，雖IOSCO定期審查信評機構執行行為守則之情形，但IOSCO並無法律執行力，信評機構行為守則亦不具法律效力，更無懲罰之規定，被美國學者Frank Partnoy批評為「一系列無用之建議」(a toothless set of recommendations)⁴⁰，然IOSCO畢竟係國際非營利事業組織，本即無權制定具法規效力之法規，其所訂行為守則，已將信評機構各項監理機制規定頗為詳盡，因此仍極具參考價值，後述美國NRSRO規則以及歐盟制定之信評機構新規則，均參考信評機構行為守則而制定，因此，信評機構行為守則雖屬建議性質，但各國仍可參考其內容，將之納入法律規範體系，使信評機構亦受法律規制。

³⁹ Available at <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf> (last visited: 2010.01.25).

⁴⁰ Partnoy, *supra* note 22, at 47.

2. 法律規範——美國「二〇〇六年信評機構改革法」與「NRSRO管理規則」

(1) 二〇〇六年信評機構改革法

現代信用評等起源於美國，但美國關於信評機構之法律規範，卻直到二〇〇六年方由國會制定專法（即二〇〇六年信評機構改革法），在此之前，信評機構並無專法規範，僅以前述「法規執照」方式，於超過百種法規中，導入NRSRO概念，但SEC從未正式對NRSRO作定義，亦未制定NRSRO相關監督管理規範。

二〇〇六年美國國會通過「信評機構改革法」（The Rating Agency Reform Act of 2006），立法目的係「為改善評等品質，藉由樹立可靠性、透明度以及產業競爭性，以保障投資人與公共利益」⁴¹。該法對一九三四年證券交易法有若干修正與增訂，如：修正Section 3，增列「信用評等」、「信用評等機構」、「NRSRO」以及「合格機構投資人」等定義；增訂Section 15E，規範NRSRO登記與監理之執行措施；修正Section 17，賦予SEC對NRSRO有關文件保存、報告以及查核等權限；修正Section 21(B)，賦予SEC依據Section 15E對NRSRO裁處罰鍰⁴²。

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

⁴¹ Report of the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs to Accompany S. 3850, Credit Rating Agencies Reform Act of 2006, S. Report No. 109-326, 109th Cong., 2d Sess. (Sept. 6, 2006).

⁴² SEC, *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations 2* (2008). Available at <http://www.sec.gov/divisions/marketrg/ratingagency/nrsroannrep0608.pdf> (last visited: 2010.01.25).

債發行人、資產擔保債券（Assets-Backed Securities）發行人、政府公債、市政公債以及外國政府債券之發行人；(C)已依證交法 Section 15E登記在案。」⁴³

(2)NRSRO管理規則

SEC依據「信評機構改革法」之授權，制定「NRSRO管理規則」（Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations），於二〇〇七年六月生效。規則主要有六項規定，從Rule 17g-1至17g-6，包括：申請登記要件與程序（Rule 17g-1）、文件保存（Rule 17g-2）、年度財務報告（Rule 17g-3）、重要及非公開資訊不當使用之防止措施（Rule 17g-4）、利益衝突之控管（Rule 17g-5）以及不正、壓迫與濫用行為之禁止（Rule 17g-6）。除了上述規定外，SEC亦於規則中提供NRSRO格式（Form），以表列與附件方式，提供NRSRO申請者與申報者統一格式，減省其登記程序之負擔⁴⁴。

上開「信評機構改革法」與其子法，於二〇〇七年六月正式生效施行時，適逢次貸危機開始浮現，雖上述法務工程已為信評機構之法律管制樹立一項重要里程碑，且內容頗為詳盡，但次貸危機延燒後，信評機構再次被檢討，尤其是在證券化之角色，美國SEC即於二〇〇八年六月提出「NRSRO管理規則」之修正草案，詳細分析信評機構於次貸危機以及證券化過程之缺失，並提出建議之修正方案，經蒐集各方意見及陸續討論後，於二〇〇九年二月定案，新修正規則將於後文介紹與分析。

3. 歐盟對信評機構管制規範之觀點

次貸危機前，歐盟對於信評機構並無專法規範，而係在相關

⁴³ 15 U.S.C. 78c(a)(62).

⁴⁴ 17 CFR 240. 17g-1~17g-6.

「指令」(Directives)中提及信評機構，如：指令2003/6/EC(關於內線交易與操縱市場指令)、指令2006/48/EC(關於信用機構營業指令)以及指令2006/49/EC(關於投資公司與信用機構之資本適足性指令)等⁴⁵。次貸危機後，歐盟內部對於信評機構應予管制，雖有共識，但應以自律規範或法律規範方式，則曾有不同意見，分述如下：

(1) 自律規範機制——CESR之觀點

CESR於二〇〇八年二月發布之諮詢文件中，認為目前信評機構以信評機構行為守則為基礎之「自律規範機制」，仍宜維持，而不宜以法令方式管制，理由包括⁴⁶：

① 應藉由市場力量促使信評機構遵循信評機構行為守則，因金融市場具有彈性與創新特性，且與國際信用市場關係密切，不宜以法令方式規制。

② 目前信評機構自律規範機制，不代表官方正式之認可，倘係以「官方認可」方式，將更易使投資人過度依賴信評機構。

③ 可減免可觀的立法以及執行成本。

但CESR亦指出目前自律規範機制，有下列缺失：

① 管理者對於信評機構是否實質上遵循信評機構行為守則，無調查權力。

⁴⁵ European Commission, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies* 11-12 (2008). Available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CoM:2008:0704:FIN:EN:PDF> (last visited: 2010.01.25).

⁴⁶ CESR, *supra* note 9, at 25-26. 其他國際組織如：「金融穩定論壇」(FSF，2009年4月改名為「金融穩定委員會」(FSB))、「歐洲銀行監理委員會」(CESB)、「歐洲證券市場專家組織」(ESME)亦建議維持目前之自律規範機制，See *Antenbrink & Haan, supra* note 29, at 9.

②目前機制並未提供管理者執行信評機構行為守則之強制力，完全依賴市場紀律，而管理者與信評機構對於行為守則規範條文之解釋，可能有歧異，加深依賴市場之程度。

③由於Basel II將信用評等納入銀行監理系統，單憑市場紀律恐無法促使信評機構遵循行為守則。

④在信評機構在市場上具有「寡占」狀態時，自律規範之功能有限。

針對上述缺失，CESR鑑於目前信評機構並無類似「同業公會」(Industry Body)之組織，建議信評機構間可成立同業公會，代表信評機構與管理者、市場參與者就相關重要議題溝通討論，以改善目前自律規範機制之效率⁴⁷。

(2)法律規範機制——歐盟執委會之「信評機構管理規則」

歐盟執委會認為IOSCO之自律規範機制對於信評機構內部之結構性問題，未能提供適切、可信賴的解決方案，雖信評機構自身亦提出自律規範計畫，但仍不足以解決問題，回復投資人信心，執委會認為信評機構行為守則雖可作為全球基準(global benchmark)，但仍有其侷限性，且信評機構行為守則若干規定過於抽象籠統，應予以具體化，使其易於執行而更具效率。更重要的是，信評機構行為守則並作無效力規範，僅於信評機構未符合守則規定時，要求其提出說明⁴⁸。

雖然CESR、IOSCO等組織對信評機構管制提出自律規範之建議，然歐盟最終採取法律規範方式。歐盟「內部市場服務委員會」(Internal Market and Services)主席Charlie McCreevy謂：「經參考

⁴⁷ CESR, *supra* note 9, at 26.

⁴⁸ European Commission, *supra* note 45, at 3.

CESR、ESME⁴⁹與IOSCO相關報告，並徵詢信評機構意見後，本人堅信具有意義且對症下藥之法律規範，包括登記程序、外部監督以及更佳的內部控制等，對於在歐洲從事證券化評等之信評機構有迫切需要⁵⁰，因之，歐盟執委會於二〇〇八年十一月提出「信評機構管理規則」草案（Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies, hereinafter “European Commission Proposal”），二〇〇九年四月經歐洲議會通過，同年九月發布生效⁵¹，其內容將於後文分析。

（三）法律責任

信評機構在評等報告中，常會以較小字體作「免責聲明」（Disclaimer），記載類似：「信用評等不是對特定債務之市價或是否適合某些投資人投資的評論意見，因此並非購買、持有或出售任何特定債務的推薦意見。信用評等僅屬投資人的參考資訊，絕非保證，信用評等並不是一種信託關係」等文字。因此，依據信評機構自身觀點，其所作成之評等意見，並非「推薦意見」及「保證」，僅係「參考資訊」，同時強調信用評等非「信託關係」，因此信評機構無須負擔受託人之忠實義務與注意義務。果係如此，則信評機構究有何法律上之責任與義務？其評等報告之性質為何？倘信評機構於評等過程有瑕疵或錯誤，是否應負擔法律責任？以下分從美國法上NRSRO證交法責任之豁免、對投資人民事責任以及言論自由、記者特權抗辯，分別探討如下。

⁴⁹ 全名為“European Securities Markets Expert Group”。

⁵⁰ Amtenbrink & Haan, *supra* note 29, at 9.

⁵¹ Regulation (EC) No. 1060/2009 of The European Parliament and of The Council of 16 September 2009 on Credit Rating Agencies.

1. 證交法責任之豁免

相較於其他市場守門員，信評機構負擔民事刑事責任之風險甚低⁵²，美國證券法規甚至將信評機構豁免於證券法若干條文之適用，如一九三三年證券法第十一條（Section 11）與公平揭露規則（Regulation Fair Disclosure, Regulation FD）。美國SEC Rule 436(g)(1)規定：「由NRSRO對特定證券、可轉換債券或特別股所作評等……，並應不被認為是證券法第七條及第十一條意義下之人所提供或證實之註冊（申報）文件（陳述）之一部」⁵³，從而，除了詐欺、惡意（bad faith）或重大過失（recklessness）之外，NRSRO之一切行為一般均可豁免證券法上之責任，包括其他市場參與者需負擔之過失責任（negligence）⁵⁴。因之，美國對信評機構可謂採低密度之規範，將信評機構排除於責任追訴體系之外⁵⁵。

有學者認為美國聯邦證券法令體系中，可能向信評機構究責之依據，為證券交易法Rule 10b-5之反詐欺條款，但以故意而非過失，且善意信賴為要件⁵⁶。二〇〇二年美國國會一篇研究報告亦指出，即使信評機構未善盡注意義務，亦豁免於證券法令詐欺以外之

⁵² Partnoy, *supra* note 22, at 9.

⁵³ 17C. F. R. § 230.436(g)(1)，原文為“The security rating assigned to a class of debt securities, a class of convertible debt securities, or a class of preferred stock by nationally recognized statistical rating organization...shall not be considered a part of the registration statement prepared or certified by a person within the meaning of Section 7 and 11 of the Act.”

⁵⁴ Fabian Dittrich, *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation* 142 (2007). Available at <http://ssrn.com/abstract=991821> (last visited: 2010.01.25).

⁵⁵ 李曜崇，對信用評等機構作法制評等，同註14，頁117。

⁵⁶ Arthur P. Pinto, *Control and Responsibility of Credit Rating in the United States*, Brooklyn Law School, Legal Studies Paper No. 119, 16 (2008). Available at <http://ssrn.com/abstract=1280322> (last visited: 2011.07.12).

責任⁵⁷。信評機構亦常抗辯其對受害之投資人並無責任，或投資人非理性地依賴信用評等，而信評機構已警示投資人評等僅是意見，而非投資建議。

2. 對投資人之民事責任

投資人可否主張其為信評機構與發行人契約之第三受益人？在 *Quinn v. McGraw-Hill Co.* 案⁵⁸中，法院採否定見解，認為雖然信用評等在市場上受到投資人高度信賴，但投資人主張其為信評機構與發行人契約之第三受益人，依美國伊利諾州法律無法成立，因該契約未顯示當事人有意授予第三人該項利益。該案法院並認為，雖投資人在沒有信用評等的情況下，即可能不購買證券，惟「如投資人依賴信用評等，係因此對債券之穩健取得安心，不能認為係合理之信賴」⁵⁹。

美國二〇〇六年信評機構改革法，對信評機構之錯誤、不實評等，未作強化其責任之規定，亦未創設對其請求之權利基礎，該法案甚至可能被解讀為信評機構可完全豁免於民事侵權責任，因該法案在最後修正階段，增列：「除其他法律另有規定外，SEC或州政府單位，均無權規範NRSRO據以決定信用評等之評等實質內容、評等流程及評等方法」⁶⁰等文字，大幅排除依據州法信評機構可能

⁵⁷ Staff of the S. Comm. On Government Affairs, 107th Cong., Report: *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs* 105 (Comm. Print Oct. 8, 2002).

⁵⁸ 168 F.3d 331, 335 (7th Cir. 1999).

⁵⁹ 原文為：“any reliance he may have place on that rating to reassure himself about the underlying soundness of the bonds was not reasonable.” *Id.* at 336.

⁶⁰ Securities Exchange Law of 1934, § 15E(c)(2). 原文為“...Notwithstanding any other provision of law, neither the Commission nor any State (or political subdivision thereof) may regulate the substance of credit ratings or the procedures or methodologies by which any national recognized statistical rating organization de-

涉及侵權責任之規定⁶¹。

3. 言論自由與記者特權之抗辯

美國聯邦最高法院針對言論自由，發展出「真實惡意原則」(actual malice)⁶²，解決言論自由與名譽權衝突問題，任何對於公眾人物與公益相關事務所作的批評或報導，若有損害其名譽之虞時，除非可證明被告明知其虛偽而仍加以傳述、或對於事實之確認有重大輕率疏忽之過失，否則被告應受憲法第一條修正案之保護而不需負法律責任。然而「真實惡意原則」乃是針對不實「事實」內容而對他人名譽造成損害的言論，而「意見」之表達或對於事物之「評論」，為個人主觀評價的表現，因此如因意見的表達或對事物的評論而有損害他人名譽的誹謗性言論，並無真實惡意原則之適用。美國信評機構常據此主張其評等報告乃是一種「意見表達」，而非「事實」問題，受到憲法第一條修正案言論自由之保障⁶³。

信評機構被追究法律責任時，常辯稱其為「金融出版事業」(financial publisher)⁶⁴，主要活動為蒐集公共議題資訊、將之分析、形成意見，然後再傳播該資訊予社會大眾之新聞事業，其評等與報社之「社論」(editorial)無異，應與新聞事業同受言論自由之保障。然評等係由受評人付費給信評機構，而撰寫社論記者則不會收到評論對象之費用，二者有顯著之不同⁶⁵。

termines credit rating.”

61 Kettering, *supra* note 4, at 1690.

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

63 李曜崇，對信用評等機構作法制評等，同註14，頁130。

64 但穆迪於2004年之財務報告，自述其實際所營業務，全然不同於出版事業。尤其在評估高階經理薪酬時，穆迪係和市值與其相近之金融服務事業作比較。See Partnoy, *supra* note 22, at 31.

65 Kettering, *supra* note 4, at 1690.

美國最高法院從未直接就信評機構等守門員是否受到憲法第一條修正案之保護作出判決。較相關案例，為 *Dun & Bradstreet v. Greenmoss Builders* 案⁶⁶，該案最高法院認為個人信用報告之陳述，與公益無關，非可給予信用報告機構憲法修正案之特別權利，法院認為基於市場因素（market driven）之言論，不受憲法修正案之保護，此判決認為「商業言論」（commercial speech）受到憲法第一項保障程度較低⁶⁷；但在 *Lowe v. SEC* 案⁶⁸中，最高法院則認為：「難以理解為何對於流通證券之意見表達不應受到保障」（It is difficult to see why the expression of opinion about a marketable security should not be protected）。

在基層法院，標準普爾與穆迪成功說服部分法官駁回對其等之訴訟，強調其受到「表意自由」之保護，但法院對信評機構係擔任類似記者或蒐集資訊，或擔任交易之重要角色，有作區隔。

在 *County of Orange v. McGraw Hill Cos. Inc.* 案⁶⁹，該案原告指控標準普爾於評等原告所發行之公債時，未能履行其承諾提供「有能力且合理之事務處理」，致該政府發生五億美元公債增資損失，嗣後更導致該政府之破產，乃以標準普爾違反受託人之受託義務，以及於評等過程中有嚴重之專業過失（professional negligence），主張標準普爾違約與侵權行為。該案法院判決認為，除非標準普爾於兩造契約中有明白表示其所給付之內容應為「精確的評等」（accurate rating），而可被視作是標準普爾不主張憲法第一條修正

⁶⁶ 472 U.S. 749 (1985).

⁶⁷ Pinto, *supra* note 56.

⁶⁸ 472 U.S. 181, 210 n. 58 (1985).

⁶⁹ 245 B.R. 151 (C.D. Cal.1999). McGraw Hill Cos. Inc. 為標準普爾之母公司。關於本件判決之詳細介紹，詳李曜崇，對信用評等機構作法制評等，同註14，頁130-132。

案保護之「棄權聲明」(waiver)，否則標準普爾應受憲法第一條修正案保障而無庸對原告負賠償責任，而判決標準普爾勝訴⁷⁰。

在Jefferson County Sch. Dist. v. Moody's Investor's Servs., Inc. 案⁷¹，該案原告指控穆迪對其發行債券所作「被動評等」(unsolicited rating，即信評機構未受發行人委託而自行評等)中，討論原告之財務狀況，因原告持續面臨財務壓力，其最終所作評等結論，對該債券為負向展望(negative outlook)。原告控訴穆迪係因未受其委任乃故意為報復性評等，且其評等係虛偽，並未基於正確資料所作成，因該評等之發布，造成原告為求順利銷售債券，重新以較高之利率定價，而蒙受損失。法院認為被告之報復動機並不構成干擾契約關係(interference with contractual relationship)，即使原告因負面評等而受有業務損失，但穆迪評等報告之內容，較貼近於意見表達，而非事實陳述，受憲法第一條修正案之絕對保障，乃判決原告敗訴⁷²。

此外，在American Savings Bank v. UBS Paine Webber (In re Fitch, Inc.) 案⁷³，該案涉及「企業貸款債權證券化」(Collateralized Loan Obligation, hereinafter "CLO") 交易，原告向紐約南區地方法院(United States District Court for the Southern District of New York)聲請對惠譽核發傳票，擬調查惠譽關於涉訟證券化商品之評等過程，法院准許該聲請並核發傳票，然惠譽以其受「紐約新聞保護法」(New York's Press Shield Law)所定記者特權(journalist

⁷⁰ 李曜崇，對信用評等機構作法制評等，同註14，頁132。該案兩造於1999年以149,000美元和解。

⁷¹ 175 F.3d 848 (10th Cir. 1999).

⁷² 關於本案之詳細介紹，參閱李曜崇，對信用評等機構作法制評等，同註14，頁132-133。

⁷³ 330 F.3d 104, 190-10 (2d Cir. 2003).

privilege) 之保障，拒絕該項傳訊調查，並向美國聯邦第二巡迴上訴法院提出上訴。上訴法院駁回惠譽之上訴，認為惠譽不受記者特權之保障，主要理由有二：其一為惠譽之評等係受客戶之委託，其蒐集與傳播資料，並非基於新聞價值 (newsworthiness)，而係滿足客戶需求；其二為惠譽協助客戶架構交易模式，此種積極涉入評等商品交易架構之行為，與普通新聞活動有顯著差異。學者認為，該案例應可適用於其他證券化交易，因在證券化過程，發行人於架構證券化計畫時通常都會諮詢信評機構，希望取得想要之評等，與新聞活動截然不同⁷⁴。

綜上，在美國，信評機構若僅從事資料蒐集與分析，而不涉入交易架構，法院傾向於信評機構合於記者特權之保障；然而，若信評機構在其所評等之交易中扮演重要之角色，如參與證券化架構設計，法院較質疑其言論自由之主張。⁷⁵惟縱使信評機構言論自由之抗辯不成立，因原告須證明其他責任要件，例如信評機構係故意以及投資人之合理信賴等，因舉證責任之負擔，對信評機構訴訟常受到敗訴之結果⁷⁶。

4. 檢討

信評機構受法律規範之密度甚低，可豁免證交法之相關規範，且其評等意見受言論自由保障之主張，在美國法院實務獲得一定之支持，而豁免於法律責任。信評機構權力大、獲利豐厚，但責任卻不成比例地被豁免或限縮，形成「有權無責」之怪異現象。

美國國會二〇〇二年之一份研究報告指出，「市場對於信用評等，多以『認證』(certification) 視之，區分投資等級或非投資等

⁷⁴ Kettering, *supra* note 4, at 1691.

⁷⁵ Partnoy, *supra* note 22, at 35.

⁷⁶ Pinto, *supra* note 56, at 16.

級，或當作一種『基準』（benchmark），即因評等而觸及契約變動（the ratings triggers in agreement），而非僅當作資訊，實際上數以百計之法規，亦以上述方式運作，顯示出信評機構之評等，不能與紐約時報之社論相提並論，信評機構在實務上雖受到憲法第一條修正案之保護，但不能排除其應承擔更高之可信度（accountability）。」⁷⁷提出信用評等不論在市場上或法規體系，不能與一般報社社論等同視之的看法。

在次貸危機前，有美國學者基於信評機構「聲譽資本」（reputation capital）理論，主張信評機構為了維護聲譽，當能完善執行工作，因此政府對信評機構之規制，並無必要⁷⁸，且不應加重信評機構錯誤不實陳述之侵權責任⁷⁹。然次貸危機後，暴露出信評機構能提供但卻未提供證券化商品風險資訊，反而以架構出不合理高評等之證券化商品，濫用其「法規執照」之特殊地位，上述信評機構「聲譽資本」理論，顯然受到考驗。

美國學者Frank Partnoy向來即主張應將信評機構與其他守門員等同視之，其認為過去數十年來，信評機構在各方面發展成獨樹一格而不受規範，此事本不應發生，導正此怪異現象之方式，可修正證券法Section 11以及規則FD，將NRSRO納入證交法責任規範體系，並在立法上或司法判決中釐清：信評機構之「意見」與其他守門員之「意見」，並無任何不同⁸⁰。此見解應值贊同，「權責相

⁷⁷ Staff of the S. Comm. On Government Affairs, 107th Cong., *supra* note 57.

⁷⁸ Steven L. Schwarcz, *Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox*, 1 U. Ill. L. REV., 2 (2002).

⁷⁹ Gregory Husisian, Note, *What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials?: An Analysis of Bond Rating Agency Liability*, 75 CORNELL L. REV., 411 (1990).

⁸⁰ Partnoy, *supra* note 22, at 45.

符」之憲法原理，應可適用在信評機構，實無將信評機構排除在法律責任規範體系以外之理。

參、證券化與信評機構

一、證券化之概念與特性

證券化係由資產池所組成，透過「特殊目的機構」（Special Purpose Entity），依據資產池所生現金流量為基礎，以「分券」（Tranches）方式出售給投資人。過去數年來，證券化商品發行量急速增加，原因除投資人對其他較不具吸引力之收益找尋新的替代商品外，亦受到銀行可將貸款從資產負債表移除（off balance sheet）之驅動⁸¹。

證券化有兩項特性，即：群組資產（pooling of asset）與分券流程（tranching processes）。分券流程創設不同證券間之優先劣後順位，優先順位證券設計在一定程度下，因有「權益部位」與「中級分券」（equity and mezzanine tranches）承擔風險，而免於受到資產違約所生損失。此種分層設計，可吸引不同風險屬性之投資人。

然而上述證券化特性具高度複雜性，因分券流程涉及將資產池所生現金流量，透過法律架構設計後，再分配給不同分券投資人。為了適當評量此種商品，投資人不但需深究基礎擔保資產（underlying collateral asset）之信用風險，且需有足夠能力瞭解證券化創設不同順位分券之法律架構與交易條件⁸²。

⁸¹ CESR, *supra* note 9, at 8.

⁸² *Id.*

二、信評機構於證券化之角色

(一)信評機構評等作業流程

信評機構評等流程各有不同，大型信評機構多設有「評等委員會」，由首席分析師、執行董事或監察人，以及其他分析師共同組成，評等委員會係為核發、修改以及監視評等而成立，評等決議係由委員會以普通多數決議方式為之。信評機構於展開評等作業時，會指派一位首席分析師，而分析師群則從發行人處取得資訊（包括非公開資訊），並蒐集其他訊息，以供分析師能更深入瞭解發行人之財務狀況與產業經濟環境。分析師利用上述資訊以及其評等方法（rating methodology）分析後，草擬受評證券預定評等之報告與建議，此份報告提交委員會核准。評等發布後，信評機構會持續監視發行人，並定期與發行人高階管理人員會面，審查現有對發行人及其所發行證券之評等，是否繼續維持或另作調整，而評等更新之頻率不一，視信評機構、發行人類型以及受評證券而各有差異⁸³。

(二)信評機構對證券化商品之評等

1. 歷史軌跡

信評機構首次對「抵押貸款證券」（Mortgage Backed Securities, hereinafter “MBS”）評等，係在一九七〇年代中期，隨後幾年，開始對其他類型之「資產擔保證券」（Asset Backed Securities, hereinafter “ABS”）作評等，包括信用卡貸款、汽車貸款、學生貸款、設備租賃等。信評機構於一九九〇年代末期以及二〇〇〇年代初期分別開始對現金型CDO（Cash CDOs）與合成型CDO（Synthetic CDOs）作評等。

若干發行人對特定投資人所設計之證券化商品，因完全仰賴內

⁸³ IOSCO, *supra* note 10, at 3-4.

部信用風險分析，因此無須評等，然而多數投資人在購買證券化商品時，與公司債相同，仍要求須有信評機構之評等⁸⁴。信評機構因之持續採行模型基礎之評等方法，對證券化產品作評等，且占信評機構收入比重，急速增加。二〇〇六年，對證券化產品評等，占三大信評機構營收超過50%，評等費用以該等交易之名目金額（nominal value）一定比率計收，一般認為較傳統評等高出二、三倍以上⁸⁵。

2. 預定評等

信評機構對於證券化商品之評等流程，有別於對傳統公司債之評等，因創始機構或發行人已預先決定各個分券應取得何種評等，而各分券再按照預定評等而作架構設計，故有認為此種評等流程，本質上潛在著利益衝突情形⁸⁶。

證券化商品如RMBS及CDO等，係金融機構將其創始或購自其他創始機構之資產包裝與出售，設計作為籌資工具。在部分市場，並非為了分散金融機構風險之目的而設計，而係採「創始到銷售」商業模式，此種「創始到銷售」商業模式，主要係從再包裝資產所產生穩定之現金流量中賺取費用，而非持有資產負債表上靜態之資產。基本上，上開模式是由金融機構先將住宅抵押貸款、RMBS或商業貸款組合成資產池，其後並創造出「破產隔離信託」（Bankruptcy Remote Trust）來購買資產池，發行債券以完成融資交易，「破產隔離信託」從資產池中收取借款人之本息支付，據以支付證券之本息，信評機構通常依約對此等債券發布評等，並作持續評等⁸⁷。

⁸⁴ *Id.* at 5.

⁸⁵ CESR, *supra* note 9, at 8-9.

⁸⁶ IOSCO, *supra* note 10, at 5.

⁸⁷ *Id.*

3. 資訊取得與信用增強架構

信評機構使用各種方式對證券化商品評等，一般而言，著重在擔保債券之基礎資產（如：抵押貸款、RMBS、商業不動貸款、信用卡應收帳款、企業貸款等）以及證券化架構，對證券化商品評等需取得資產池與證券化架構相關資訊，此與評等公司債時，信評機構多依公開訊息或其他揭露資訊，二者有所差異⁸⁸。

茲舉RMBS之評等流程為例。RMBS的創始機構移轉抵押貸款予特殊目的信託（Special Purpose Trust, hereinafter “SPT”），由SPT據以發行證券，SPT從資產池收取本息，並以之償付證券本息，SPT更按照次順位內部信用增強方式，發行不同順位、種類之分券，例如若SPT發行十種不同順位分券，第一（或優先）順位將獲得其他九種分券作為信用增強，第二順位則有其他八種分券作信用增強，其後以此類推，最低（最劣後）順位，無其他分券支撐，其後或許有權益階層（equity）之權益部位，多由超額擔保（over-collateralizes）以及超額利差（excess spread）所組成⁸⁹。

依內部信用增強架構，各分券係按照各自順位從資產池中之收取本息後，償付證券之本息，因此，資產池之現金流量若有短缺，將按照內部信用增強架構，由最低順位分券首先承受無法償付之風險，仍有短缺者，再由次低順位承受，以此類推，至於因資產有任何因違約而發生損失情況亦同。次順位證券與權益部位，主要作為「信用增強」之用，信用增強亦可進一步以債券保險、資產保險以及其他衍生性商品交易方式為之⁹⁰。

⁸⁸ *Id.*

⁸⁹ *Id.* at 6.

⁹⁰ *Id.*

4. 評等方法

(1) 違約損失率分析

於上述RMBS評等流程中，創始機構通常會先送交信評機構關於資產池的資料，如：本金餘額、地理位置、借款人信用紀錄、貸款資產比率（Loan to Value Ratio）、貸款類型（如第一順位或第二順位抵押權）以及證券化架構，信評機構會指派首席分析師負責分析資產池貸款、證券化架構，並草擬評等意見提交評等委員會，分析師首先依據模型與其他因素作預測，其他因素包括在各種不同嚴重程度之壓力下，資產池中有多少貸款可能會發生違約，而此種分析亦包括有多少貸款本金於違約貸款進行法拍後，仍可收回⁹¹。

(2) 壓力測試與信用增強

上述損失分析之目的，是為了決定對某種順位分券作要如何的信用增強，方能取得特定之評等，例如，最嚴格的壓力測試（Stress Test），是為了決定是否可取得AAA評等，此項測試是針對「最壞情況」（worst case scenarios）預測之結果，假設資產池中40%之資產違約，而違約後每件貸款僅回收本金餘額之一半，為取得AAA評等，用上述資產作擔保之證券，須作至少20%以上之信用增強（40%之貸款違約率×50%之違約收回率），此時需考量在任何損失分配至AAA評等之分券前，AAA以下之分券，是否能吸收此20%之資產池本金收益損失；次一級嚴重損失測試則是決定AA評等分券，其餘以此類推；最低等級（BB或B）則是依良好市場狀況而作分析，其僅依賴「權益部位」作信用增強，是在沒有任何總體經濟壓力下預期損失金額。關於上述信用增強方式，有些信評機構分析師需提報「損失委員會」（loss committee），由該委員會於分析師進行評等分析前，審核該信用增強之假設⁹²。

⁹¹ *Id.*

⁹² *Id.* at 6-7.

在決定各評等類別所要求信用增強之程度後，分析師會檢視RMBS架構是否符合要求，例如：若優先順位分券需20%之信用增強以取得AAA評等，但架構設計僅有18%，分析師將會通知創始機構該優先順位證券只給取得AA評等，創始機構可能接受此結果而依原架構由SPT發行證券，亦可能為使優先順位證券取得AAA評等而調整架構，提供必要的信用增強措施（例如：將優先順位分券2%本金餘額移轉至較低順位分券），但創始機構亦可能因此不再委任該信評機構，或找其他信評機構來作評等，在此情況下，創始機構是否需支付費用予該信評機構，端視委二者間之委任契約如何訂定⁹³。

(3) 現金流量分析與評等結果、繼續評等

創始機構確定證券化架構後，分析師會進行現金流量分析，即針對SPT預計從資產池所收到本息，決定其是否足以支付各個分券到期時之本息。分析師同時也會審閱交易相關法律文件，確認文件所示次順位架構設計是否與創始機構所提架構一致，若現金流量充足且法律文件完備，分析師將對各分券之最後評等提出建議，提交評等委員會核准或調整，信評機構再通知創始機構最後評等結果，創始機構則決定是否發布及公開該評等結果。信評機構對證券化商品發布原始評等後，與對企業評等相同，會持續監視評等，在企業評等，持續監視很重要，因為影響發行人違約機會之因素可能改變（例如：經濟情況、產品線順利與否等）；至於證券化商品，變動因素則包括證券化結構內容本身之改變（例如：若干貸款可能因借款人提前清償而從資產池中移出，並由其他貸款取代之）。有些信評機構成立個別監視小組，由不同分析師與委員會成員組成，有別於原始評等成員，主要係可提出新的觀點，避免原始委員會成員通

⁹³ *Id.* at 7.

常傾向於不改變其所作原始評等⁹⁴。

(三)與傳統公司債評等流程之比較

信評機構對證券化商品與對公司債之評等，有下列差異：證券化評等需考量系統性風險，公司債評等則係考量確定且特定之風險因素；證券化評等係對靜態資產表現而作評估，非如公司債評等係對動態公司表現作評估；證券化評等大量依據「量化模型」（quantitative models），而公司債評等多依賴分析師之判斷；證券化評等需考量總體經濟情勢之預測，公司債評等在「中性經濟條件」下（neutral economic conditions），評估公司違約可能性；相同等級之評等，證券化評等之「損失波動性」（volatility of loss）遠甚於公司債評等⁹⁵。

在評等流程方面，二者更顯著不同。傳統公司債評等，在授予評等前，信評機構與發行人少有對話溝通之情形，發行人在發行證券前，無從調整其信用品質；相對地，信評機構於證券化評等，在授予評等前，則充分與發行機構及其他參與者對話溝通，討論如何達到安排機構（Arranger）或發行機構想要的評等⁹⁶。因此，信評機構對證券化商品之評等，是「目標」（target），並非評等之「結果」（outcome），信評機構在證券化之角色，更為重要甚至親自涉入其中，然信評機構涉入交易，被批評實際上是提供諮詢，引發利益衝突問題（詳後述）。安排機構或發行機構使用信評機構之模型架構證券化交易，隨後與信評機構展開互動，最終目標是使發行人之最高等級證券數量最大化，或盡可能減少對特定分券作信

⁹⁴ *Id.*

⁹⁵ ADAM B. ASHCRAFT & TIL SCHUERMANN, UNDERSTANDING THE SECURITIZATION OF SUBPRIME MORTGAGE CREDIT 69-71 (2008).

⁹⁶ Kettering, *supra* note 4, at 1681.

用增強，以減少發行成本。與傳統作為公正第三人、依據過去財務與經濟情況為基礎，所作之信用違約風險評等相較，信評機構涉入證券化交易程度甚深⁹⁷。因此，Frank Partnoy教授認為，在證券化中，信評機構之功能更像「開門者」（gateopener），而非僅是「守門員」⁹⁸。

換言之，信評機構實際上已成為證券化市場之導演。信評機構在證券化的設計中，不是站在中立的角度負責評等工作，而是設身處地的參與整個CDO等證券商品之包裝過程，信評機構指導CDO包裝專家（如安排機構、創始機構）如何經由最高的評等，將不同區塊分券規模作到最大，而獲取最大利潤。由於評等機構對自身設計之評等模型瞭若指掌，對如何提高評等之秘密更心知肚明，信評機構之作法已不是被動為債務作評等，而是親自涉足到金融工程中，設計出可達到AAA等級之複雜結構，由於AAA級證券化商品收益高於公債與同等級公司債，深受金融機構之喜好，然AAA等級證券化商品與傳統AAA等級公債，於風險程度上存在差異，一般對AAA公司債或公債之認知，是低風險、流動性強，然而證券化商品，特別是次貸CDO商品，其流動性不如前述傳統公司債，潛在的風險，信評機構實無法諉為不知，然投資者卻常被AAA評等的形式外觀所迷惑⁹⁹。

三、證券化投資人高度依賴信評機構

(一)證券化、信用衍生性商品之複雜性

實務上，許多證券化交易遠較前所舉RMBS交易更為複雜，為

⁹⁷ CESR, *supra* note 9, at 9.

⁹⁸ Partnoy, *supra* note 22, at 26.

⁹⁹ 辛喬利、孫兆東，同註1，頁208。

了要對證券作較佳之客製化風險群組，分券可能與交換契約（swap）或其他信用衍生性商品相結合，由於此類證券係以複雜法律架構為基礎，涉及複雜金融工具（如swap與衍生性商品），且可能由上千筆個別基礎資產（如零售抵押貸款）所組成，而該等資產訊息難以從公開方式取得，因此，證券化商品相較於公司債，缺乏透明度且更為複雜。此外，此類商品多由機構投資人買賣，許多國家要求資訊揭露之程度較低，與一般公開發行之證券有異¹⁰⁰。

然而，上述一般認為證券化商品較公司債複雜之看法，如就評等觀點而言，亦不盡完全正確，因為即使是最複雜之「合成型CDO」以及其他證券化商品，理論上如涉及現金流量估計，可量化而作成模型；相對地，公司債券發行人之評等，則牽涉難以量化之因素，如：市場競爭、新產品與市場之成敗，以及經營者能力等。另一方面，由於證券化商品資訊一般難以公開取得，因此對CDO商品之「被動評等」並不常見，即便信評機構獲得資訊可作為評估基礎，如未受安排機構或創始機構委任，鮮少對該商品發布評等，因分券之最後架構於證券發行時亦有可能改變¹⁰¹。

(二) 投資人高度依賴信用評等

關於證券化商品，特別是以RMBS所組成之CDO，投資人高度依賴信用評等，因投資人缺乏分析資產池貸款中「關聯風險」（correlation risk）之能力，此困難在於CDO由一群RMBS組成，而RMBS又係由一群貸款所組成，在層層包裝結構下，風險難以判斷。此外，此類證券在市場上較不具流通性，甚且，若干RMBS資產池資產（如二胎貸款）被法院執行之歷史數據有限，從而投資

¹⁰⁰ IOSCO, *supra* note 10, at 9-10.

¹⁰¹ *Id.*

人與信評機構用來預測「未來表現」之模型，係仰賴相對有限之資料。由於證券化商品較新穎，與其他較成熟之市場商品相較，在市場上並無一致性評價與價格發現方法，因此，對機構投資人而言，相較於其他債券市場，信用評等更為重要¹⁰²。

由於證券化商品複雜性以及廣大投資人對此商品興趣日增，然投資人通常缺乏資源、時間與能力對相關風險進行完整分析，使得此商品市場仰賴信用評等程度甚深。信評機構以最容易方式形成資訊，且以標準化方式評估證券化交易，因此，信評機構可協助縮減資訊不對稱現象。而且，於投資證券化商品時，評等甚或投資等級評等，亦可能被列為必要條件，於優先順位證券在市場上銷售時，資產經理人受到需投資於評等商品之限制。然而，證券化商品之評等，僅能呈現違約之可能性，而非顯示市場估價與流動性等風險，即評等所作之風險評估，並未涵蓋所有投資相關之風險，此為多數投資人所忽略¹⁰³。

(三)過度依賴信評機構之不利影響

隨著評等成為證券化市場之重要因素，以及投資人主要資訊來源，投資人忽略信用評等在評估證券化商品風險之侷限性，而忘了自身重要的風險管理原則。此現象可小結為：「此商品為AAA評等，因此很安全，有價值，且流動性佳」，然而次貸危機中，許多購賣投資等級產品之投資人，很遲才發現所購買商品，嚴重曝險於次貸債券中，亦不瞭解所購買商品之流動性，與公司債有顯著不同，特別是在市場情況惡化時¹⁰⁴。

雖信評機構主張其評等並非為預測價格或商品流動性而設計，

¹⁰² *Id.*

¹⁰³ CESR, *supra* note 9, at 8.

¹⁰⁴ *Id.* at 10.

然而問題在於投資人不瞭解信用評等在證券化之角色。與此相關者，為安排機構與信評機構對於評等報告與交易文件等資訊之可取得性，以及資訊之內在品質，依據國際清算銀行之報告，「許多投資人幾乎完全仰賴信評機構之預定評等報告以及交易分析意見」，此情形若非信評機構所提供資訊不足以形成具有教育性質之意見以及風險評估，否則即為投資人並未正確做好自身功課，或者上述二種情形皆有¹⁰⁵。

投資人過度依賴評等，並作為對所持有證券風險評估之唯一方法，因此，當信評機構對數量龐大之RMBS與CDO之評等內容受到質疑時，許多投資人因已無獨立客觀方式評估此等證券之風險，導致市場混亂，乃紛紛遠離證券化市場¹⁰⁶。

肆、次貸危機後信評機構相關訴訟與監理議題

一、次貸危機與信評機構

(一)信評機構之過

次貸危機中，信評機構被批評反應過慢，對次貸證券化商品降等流程遲緩，使人懷疑評等方法之效能、新產品市場歷史違約模型之健全性，以及評等監視程序等。信評機構則表示因證券化之特性，對資產池之持續評等反應，本來即較為緩慢，此在CDO商品更為明顯，因CDO係在RMBS組成之資產池陸續發生問題後，才開始產生反應。

更有甚者，有質疑信用評等是否依據錯誤、缺陷或過時的模型而作成，另因信評機構並非審查者，亦有質疑信評機構應重新評估

¹⁰⁵ *Id.* at 10-11.

¹⁰⁶ IOSCO, *supra* note 10, at 9.

其評等方法與假設，特別是在對次貸證券化商品評等時，信評機構應察覺美國房市泡沫現象、抵押借款人缺乏動機作適當查核，以及貸款詐欺增加等因素¹⁰⁷。

除信評機構外，其他參與者亦應為次貸危機負責，例如：機構投資人因疏忽或內部控制與風險管理鬆散，過度仰賴評等，置其所買賣、或受委託買賣金融商品之潛在風險於不顧；相同地，創始機構亦有責任，因其等承貸標準（underwriting standard）浮濫、鬆散，且於信評機構評等過程中，提供不實或誤導資訊，甚至在各信評機構間，作「評等比價」（ratings shopping），只顧拿到所想要的評等，而置商品潛在風險於不顧。最後，管理者應重新檢討過去「低違約風險等於低變動及低流動性風險」之思維，此種思維鼓勵市場參者完全仰賴信用評等，而不進行徹底且獨立之內部風險評估¹⁰⁸。

(二)對信評機構之訴訟動態

1. 民事訴訟動態

次貸危機後，信評機構被控對次級證券浮濫授予AAA評等，未正確反映該類證券相關之風險。二〇〇八年五月，New Jersey Carpenters Vacation Fund對HarborView Mortgage Loan Trust相關參與者提起訴訟，包括信評機構在內。原告指控信評機構以過時的評等方法，「未能盡勤勉查核責任，因收受發行人費用，乃給予有瑕疵證券最高評等」，並指控在「評等比價」過程，若發行人不滿意一家信評機構所作評等，將至另一信評機構尋求更好的評等，此種方式導致評等浮誇，於債券真正價值為大眾知悉時，價值立即大幅

¹⁰⁷ *Id.* at 2.

¹⁰⁸ *Id.* at 2-3.

滑落。上開對信評機構之訴訟，主要係以違反一九三三年證券法第十一條為據¹⁰⁹。

此外，亦有信評機構股東對信評機構提起訴訟之案例。二〇〇七年九月，Teamsters Local 292 Pension Trust Fund對穆迪提起集團訴訟，原告主張在房市景氣衰退導致次貸違約率攀升時，穆迪未揭露其對以高風險為基礎之次貸債券給予過高之評等，當該等債券嗣後被降等時，穆迪股價即下滑，原告依據一九三四年證券交易法第十(b)條與二十(a)條，向穆迪請求賠償¹¹⁰。

另二〇〇八年七月，Indiana Laborers Pension Fund對惠譽提出集團訴訟，主張惠譽評等MBS時，「標準浮濫甚至毫無標準」，擬藉授予高評等而帶來更多業務，使惠譽盈餘大增，以人為操縱而使股價上漲。原告指控上述行為違反一九三四年證券交易法第十(b)條與二十(a)條。亦有原告於二〇〇八年十月三十日對穆迪之經理與董事提出衍生性訴訟(derivative suits)，指控穆迪為了獲取業務，給予MBS不實過高之評等，違反忠實義務、濫用控制權、經營不當、虛增營收以及違反一九三四年證券交易法第十(b)條¹¹¹。

有學者認為次貸危機中，信評機構與發行人高度涉入證券化交易，將測試信評機構過去以「言論自由」與「記者特權」等責任抗辯之極限，且將受到自己交易(self-dealing)、利益衝突、重大隱匿以及與發行人關係等挑戰¹¹²。次貸危機後，美國法院關於信評

¹⁰⁹ Larry P. Ellsworth & Keith V. Porapaiboon, *Credit Rating Agencies in the Spotlight: A New Casualty of the Mortgage Meltdown*, 18(4) BUS. LAW TODAY, 1 (2009).

¹¹⁰ *Id.*

¹¹¹ *Id.*

¹¹² Alessandro Gullo & Issac Lustgarten, *Credit Rating Agencies: Opportunities for*

機構法律責任之見解是否改變，值得持續觀察。

2. 檢察總長之刑事調查

次貸危機中，美國數州之檢察總長對信評機構於展開調查行動。俄亥俄州於次貸危機受害嚴重，該州檢察總長於二〇〇七年對信評機構展開調查，認為信評機構與發行人關係密切，且信評機構未能妥適調查發行人所提供之資料。此外，三大評等機構於二〇〇八年六月在紐約與檢察總長達成協議，信評機構將揭露所有交給其審閱之證券化資料，並將審閱個別貸款人以及其貸款之創始流程。協議並要求信評機構對於投資銀行提供之MBS之貸款資料，發展「勤勉查核」(due diligence)準則，信評機構評等MBS時，應每年修正或改進任何可能影響其獨立性之作業方式，並就有關MBS之貸款，取得投資銀行或其他參與者之擔保與聲明(Representations and Warranties)¹¹³。

二、危機後之監理議題

次貸危機後，國際組織如IOSCO、CESR、FSF，均曾對信評機構於次貸危機及證券化之角色，發布研究報告，美國SEC亦曾對對三大信評機構於二〇〇七年十月展開調查，並於二〇〇八年發布調查報告，茲將關於信評機構之重要監理議題，分析如下：

(一) 透明度 (Transparency) 與市場認知能力 (Market Perception)

1. 透明度

(1) 信評機構之歷史表現數據

由於信評機構行為守則之效應，大型信評機構多已公布其評等

Legal and Regulatory Reform, 28(3) BANKING & FIN. SERVICES POL'Y REP. 1, 11 (2009).

¹¹³ Ellsworth & Porapaiboon, *supra* note 109, at 1.

方式等相關訊息，此雖使證券化參與者可預期各分券為取得評等而需作之信用增強，然而，儘管上述方式對具有分析能力之投資人可供其瞭解與評估，但許多信評機構並未公開與評等相關可供驗證與比較之歷史表現數據，雖然信評機構行為守則鼓勵信評機構公布其歷史表現數據，但信評機構常被批評其提供之數據不能作為比較基礎。對此，信評機構反駁用普通方法評估其評等表現不切實際，因他們是用不同方法為之，並主張普通方法會強迫他們朝向共通方法，將使今日使用不同方式之市場特色化為烏有。然而，要使信評機構所公開之評等表現資料有意義，信評機構應致力於使其透明化，且在一定程度上可供比較¹¹⁴。

(2) 證券化評等方法之侷限性

證券化之評等方法，與多數金融工具相同，係依賴模型，假設過去與未來之間一定程度可歸納出之延續性，或產品間之相似性。然而過去之表現，不能保證未來亦復如此，信評機構於證券化評等，在相關資產池統計與或然率之模型，使用「同質假設」(homogeneity assumption)方法，假設各種利息在混亂狀態亦不會改變。然而實際上經濟與金融環境已有變遷，過去數十年之金融歷史，說明了過去從未發生之事件，仍有可能發生，次貸危機即為適例。一般認為在市場情況急遽變化下，信評機構對修正其評等方式或假設，反應過於緩慢，且未適當揭露其評等證券化商品之假設，未能使投資人正確瞭解其對證券化商品評等方法之侷限性¹¹⁵。

2. 市場認知能力

(1) 信用風險與流動性風險之誤解

次貸危機凸顯出另一個普遍誤解：信用風險等同於流動性風

¹¹⁴ IOSCO, *supra* note 10, at 9.

¹¹⁵ *Id.* at 10.

險。一般而言，高評等證券（如AAA或Aaa）流動性較佳，除非發生市場事件（market event），此類證券容易找到買家或賣家；相同地，高評等證券之價格，相較於低評等證券，波動性不大。有些國家法規對金融機構資本適足性之要求，係將高評等債券視為具高流動性，且價格波動性低。然而，低違約率、低價格波動性以及高流動性三者並無必然關聯性，例如若干次貸RMBS與CDO，雖獲得高評等，但交易量不大，高評等並未顯示出高流動性與較低之市場波動性¹¹⁶。

(2)獨立評等符號系統

考量證券化商品與傳統債券工具（如公司債、市政府債）在歷史資料數量上之差異，有建議信評機構對證券化商品之違約風險與損失特性出具意見時，可用個別獨立之評等符號系統。理論上，獨立評等符號能使投資人於市場壓力大增時，易於瞭解證券化商品較傳統債務工具價格波動大，而流動性較差，亦可提醒投資人證券化商品之評等有別於傳統債券工具，信評機構係用不同類型資訊以及不同方式而作評等。但亦有反對意見，認為獨立評等符號系統將會混淆投資人與市場參與者，因為理論上證券化商品之違約風險，與傳統債務工具並無不同，且可能使投資人誤以為信評機構係對傳統商品之價格波動性與流動性出具意見，然實際並非如此。IOSCO技術委員會則建議信評機構就證券化商品，採用不同於公司債之評等符號，以提醒投資不同類型證券在不同壓力情況下之表現¹¹⁷。

(3)即時調整評等

次貸危機中，外界批評信評機構對RMBS、CDO等證券化商品審查與降等動作過於緩慢，信評機構則反駁其評等係作長期觀察，

¹¹⁶ *Id.*

¹¹⁷ *Id.* at 10-11.

且為了避免評等大幅變動，信評機構對於市場發展需謹慎觀察，避免僅因短期異常現象即輕率回應。然一般而言，信評機構較無重新檢視其原始評等之意願，特別是由相同分析師作後續監視時。因此，信評機構應採行措施，確保重新審查與監視證券商品以獨立客觀方式為之，包括原始評等與後續監督應作區隔。相反地，有批評信評機構對若干甫發行且經評等之證券化商品過於快速降等，信評機構應對如此快速降等說明理由，以避免損及聲譽，因快速降等將使投資人對其原始評等之品質產生質疑。然而，依據信評機構行為守則1.9(6)，當信評機構獲知相關訊息而有調整評等之必要時，仍應立即重新檢視¹¹⁸。

(二)獨立性與利益衝突

1. 收入來源

早年信評機構係向投資人收費，而非向發行人收費，與今日多由發行人付費模式，迥然有異，主要原因，係信評機構將龐雜資料，轉化使投資人易於辨識之評等符號，服務對象及訊息受領者，為有資訊需求之投資人，乃向投資人收費¹¹⁹。

一九七〇年代中期以後，SEC與其他行政部門，制定許多以NRSRO評等為依據之相關法規，此立法上之變遷，改變了信評機構在市場上之地位與收費模式，其評等開始轉為重要而具有價值，其收費亦捨棄了長期以來向投資人收費之模式，而改以依據發行債券規模向發行人收費¹²⁰。當信評機構之收入來自於發行人，信評機構為維持與發行人間之業務，將較傾向於淡化發行人曝露之信用風險，因而潛在著利益衝突，次貸危機前，信評機構行為守則對此

¹¹⁸ *Id.* at 11-12.

¹¹⁹ Partnoy, *supra* note 22, at 5-6.

¹²⁰ IOSCO, *supra* note 10, at 11-12.

設有規範，以緩和與控制此本質上之利益衝突。次貸危機後，由於交易量龐大以及相關評等業務向有利於特定金融機構之方向傾斜，證券化商品評等之利益衝突更備受指責。傳統的評等，信評機構評等此類交易係自證券發行人收取費用，而CDO市場在過去數年來之成長，對證券化商品評等，為大型信評機構帶來了快速成長之收入，為了維持交易量，信評機構評等方式較不傾向於使用較適當保守的假設¹²¹。

信評機構收入來自發行人而非投資人，雖然公司債評等亦有此情形，但在證券化，因發行人可能反覆與信評機構有業務往來，即可能驅使信評機構傾向於以增加業務量而取代嚴格與獨立性，且為了與安排機構維持獲利業務，對交易作過度評等，此種情形以往即曾引發爭議，雖信評機構主張其等「聲譽風險」為有效控制之方式，然而隨著證券化商品等費用大幅增加，包括原始評等與持續評等均收取費用，再加上評等機構參與證券化過程，而有別於公司評等，因此有必要重新檢討此問題¹²²。

2. 附屬業務

另一項已規範在信評機構行為守則之潛在利益衝突，為「附屬服務」（ancillary services）問題，雖附屬服務範圍有時不易界定（例如：評等評估（rating assessment）係評等部分業務或附屬服務？），信評機構行為守則要求信評機構之評等業務，應與其他可能產生利益衝突之業務，在執行上及法律上相區隔。CESR於二〇〇六年對歐盟報告中，曾指出部分信評機構違反此項規定¹²³。

按信評機構除了評等外，尚可能從事其他業務，例如針對如何

¹²¹ *Id.* at 12.

¹²² CESR, *supra* note 9, at 9.

¹²³ *Id.* at 10.

設計證券化商品，為客戶提供諮詢。在公司債評等，信評機構依據公司潛在交易（如：合併、收購資產等）衝擊信用之評估，將會提供「私評等」（private rating），信評機構行為守則鼓勵信評機構將評等業務與分析師，在業務上及法制上，與其他業務如諮詢業務相區隔，以避免利益衝突。再者，信評機構行為守則第2.5條規範「信評機構須確保其附屬業務與評等業務不發生利益衝突，且應設立程序與方法降低利益衝突之可能性」。然而備受質疑者，為目前證券化評等過程涉及諮詢，實際上為附屬業務而呈現出利益衝突，信評機構是否作充分控制以減少利益衝突之可能性，將是未來受關切之問題¹²⁴。

另由於證券化持續不斷的創新，創造出越來越複雜之商品，增加對投資人之不透明性，因而投資人仰賴信評機構程度加深，信評機構之評等成為訊息來源，此種現象因該等證券欠缺流通市場不易有效訂價而更為嚴重，使缺乏資訊之投資人要求以「市價評價法」（mark to market）對此等證券評價，有些信評機構即提供對證券化商品之訂價服務，雖然信評機構聲稱上述訂價服務，獨立於評等服務，市場參與者則指出二種業務互動程度，應明確劃分且預先作監控，避免有利益衝突而影響評等¹²⁵。

（三）競爭議題

另一影響證券化商品評等公正性之因素為，信評機構產業缺乏競爭性。信評機構在許多國家並未廣泛受到規制，信評機構之市場特性，使信評機構新加入者，不易成功，尚且不論法規進入障礙，發行人多找受投資人尊重之信評機構作評等，另一方面，投資人只

¹²⁴ IOSCO, *supra* note 10, at 12.

¹²⁵ CESR, *supra* note 9, at 10.

信賴過去常正確與即時作出評等而享有聲譽之信評機構，但建立此種聲譽須要相當時間與資源。再者，發行人與投資人喜好找經政府機構認可之信評機構，而政府機構認可信評機構之標準，係依據信評機構之意見被發行人與投資人使用之廣泛程度，此種情況又再對新進者產生差別待遇，法規認可制度依據市場仰賴度，但市場仰賴度又受法規認可影響，此種循環或歧視一直持續下去¹²⁶。

按缺乏競爭將產生下列情形：1. 不利於發展新的信評機構評等方式；2. 使競爭優勢之信評機構在價格上形成寡占或壟斷；3. 因抑制創新而影響評等品質。若將傳統債券一併考量，信評機構產業結構使上述疑慮更為明顯。然而，雖然信評機構產業相互競爭性有限，對發行人產生困擾，但從投資人角度而言，亦有數項利益，發行人從相對少數信評機構中尋求意見，因投資人要求，使發行人不易以將失去業務或無法接觸資訊為由，對信評機構施壓來取得有利評等¹²⁷。

由於證券化商品本質上較不透明，進行「被動評等」較為困難，而投資銀行與證券化發行人，在決定要委任哪一家信評機構時，常要求信評機構對CDO分券提出展望評估，此舉常被批評為「評等比價」。信評機構缺乏競爭性與透明度，使信評機構之公正性受到侵蝕¹²⁸。

三、國際間新監理規範動態

關於前述信評機構於次貸危機衍生出相關監理議題，IOSCO於二〇〇八年五月修正信評機構行為守則，美國SEC於二〇〇八年六

¹²⁶ IOSCO, *supra* note 1, at 13.

¹²⁷ *Id.*

¹²⁸ *Id.* at 14.

月草擬NRSRO規則修正案（二〇〇九年二月定案），歐盟執委會於二〇〇八年十一月草擬信評機構規則（二〇〇九年四月經歐洲議會核准），國際間紛紛大力展開對信評機構法制之改革，茲就上開新監理規範要點，分述如下：

(一)信評機構行為守則之修正

1. 關於評等作業之品質與公正性（信評機構行為守則第一條）¹²⁹

信評機構應採取措施，對現有證券化商品之評等，以客觀方式審查或作可能評等，包括將分析團隊區分為原始評等與繼續監控，各組均應有符合要求之專業與資源，以適時地執行其職務，後續監控應將嗣後吸取之經驗納入其中，評等準則或假設如有改變亦應適用於後續評等。

(1) 信評機構應採取合理措施，使其所利用資訊具備充分品質以支持其所作評等，若係對歷史資料有限之金融商品評等，信評機構應清楚標明其評等之侷限性。

(2) 信評機構應確保委員會成員具備相當知識或經驗，就相關類型信用可作出評等意見。

(3) 信評機構應設置新產品審查機制，由具有相當經驗之資深經理審查對其評等之可行性、架構，以及與目前評等架構之差異。

(4) 當證券化基礎資產風險持續有重大改變時，信評機構應檢討現行評等方法與模型是否仍然合適，若產品過於複雜、新型態之架構或基礎資產缺乏充分資料而引發信評機構是否能對該商品作評等之嚴重疑慮時，信評機構應不予發布評等。

(5) 信評機構應確保將適當資分配予監督與更新其評等之程序。

¹²⁹ *Id.* at 14-15.

2. 信評機構獨立性與避免利益衝突（信評機構行為守則第二條）¹³⁰

(1) 信評機構應建立政策與程序，對於從信評機構離職後轉至發行人處工作之分析師，審查其過去之工作。

(2) 信評機構應對分析師之薪酬制度，進行正式而定期之審查，以確保該制度不違背評等作業之客觀性。

(3) 信評機構應揭露任何占其年度收入10%以上之發行人、創始機構、安排機構、投資人或其他客戶以及其關係企業。

(4) 為了抑制「評等比價」，允許對證券化商品有替代分析之發展，信評機構應鼓勵證券化發行人或創始機構揭露所有產品相關資訊，使投資人與其他信評機構可獨立對證券化商品自行分析，信評機構於評等中，應揭露發行人是否已公開受評等產品之有相關資訊，或該資訊不對外公開。

(5) 信評機構應定義何者為附屬業務，何者非附屬業務，以及原因。

3. 信評機構對投資大眾與發行人之責任（信評機構行為守則第三條）¹³¹

(1) 信評機構應協助投資人深入瞭解信用評等之意義，以及對特定金融商品評等之侷限性，信評機構於每一評等意見應清楚載明其特性與限制，以及對發行人或創始機構提供資訊之查證受到限制。

(2) 信評機構應公布關於其評等意見可驗證及具相當數之歷史資料，將之組織整理，並盡可能將其標準化，協助投資人比較不同信評機構之表現。

(3) 信評機構評等證券化商品時，應充分提供該商品之損失及現金流量分析之相關資訊，便利投資人明瞭其評等之基礎。

¹³⁰ *Id.* at 15.

¹³¹ *Id.* at 16.

(4)信評機構應揭露證券化商品分析與信評機構評等假設改變之敏感度。

(5)信評機構對證券化商品，應有別於其他商品之評等，最好透過不同之評等符號，並明確定義該評等符號。

(二)美國NRSRO管理規則修正要點

二〇〇八年六月，美國SEC於對三大信評機構為期十個月之調查完畢後，提出NRSRO管理規則修正草案，揭櫫三階段改革計畫，第一階段改革，主要解決NRSRO評等證券化商品公正性相關問題，包括增進評等方法之透明度、強化NRSRO評等表現之揭露、禁止NRSRO從事將產生利益衝突之行為、加強NRSRO之文件保存與報告義務等；第二階段改革，要求NRSRO以發布報告或使用不同評等符號方式，區隔證券化商品與其他商品之評等；第三階段改革，則計畫修正SEC依據一九三三年證券法與一九四〇年投資公司法所制定之相關規則，不再援用NRSRO之信用評等¹³²。

第一階段改革，SEC於徵詢各界意見，並分析修正法規成本效益等因素後¹³³，二〇〇九年二月完成NRSRO管理規則之修正案，

¹³² SEC, *Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, 17 CFR PARTS 240 & 249b, Release No. 34-59342, 2 (2009).

¹³³ SEC於最終通過規則，對各界回應（尤其三大信評機構之意見）均予以整理並逐一說明採納與否之理由，且花費相當篇幅說明與計算修正案之預估成本效益，成本可量化，預估73,085,100美元，效益則無法量化，僅能以公共利益、投資人保護等闡述之。美國行政機關對法案之分析研究詳盡透徹，並廣徵意見，隨後將法規制定過程資訊公開，對政策選擇，說之以理，值得我國行政機關於制定法規借鏡，我國傳統法規公開者，多為立法總說明及立法理由，較為形式化，至於法規形成過程中之意見交流（如公聽會）或機關內部簽呈，則多未公開，外界常難以窺知最後決策選擇之理由，特別是未採納其他不同意見之理由，有時將使人不易理解。

同年四月十日生效，主要修正規則17g-2、17g-3、17g-5以及NRSRO登記格式說明（the Instruction for Form NRSRO），新修正要點如下：

1. 規則17g-2之修正

規則17g-2要求NRSRO製作及保存其營業相關文件，並規定保存期間與方式，本次修正增加應製作及保存之文件，若干文件並應公開使大眾得以接觸利用。增列文件包括¹³⁴：

(1)倘量化模型為決定證券化商品評等之重要因素，而依該評等模型可能產生之評等，與最後發布評等，有重大差異時，NRSRO應於書面文件中敘明理由。

(2)顯示與所有先前已發布評等相關之評等行動（rating actions）歷史與時間之記錄。

(3)評等超過五百件以上之NRSRO，應從其發行人付費評等案件中，隨機抽出10%樣本，以XBRL（Extensible Business Reporting Language）格式公布在網站上，提供公眾可接觸利用。

(4)任何對分析師所作評等之書面申訴紀錄。

2. 規則17g-3之修正

規則17g-3要求NRSRO提供相關年度財務報告予SEC，本次修正增加「評等行動」之報告，要求NRSRO記載每年度對各類評等「評等行動」之數量，所謂「評等行動」，包括升等、降等，或列於升降等之觀察，SEC擬藉此監督NRSRO是否有大量調整評等之情事，因大量調整評等，除了總體經濟因素外，亦可能係NRSRO內部評等作業有不當行為之警訊¹³⁵。

¹³⁴ SEC, *supra* note 132, at 71.

¹³⁵ *Id.* at 33-37.

3. 規則17g-5之修正

規則17g-5係關於利益衝突之規範，包括利益衝突之揭露、管理以及禁止規定。此次修正，增列下列三項禁止規定¹³⁶：

(1)禁止NRSRO及其關係人對受評等對象提供評等建議（Rating Recommendation）：SEC認為NRSRO於證券化交易常提供創始機構或安排機構如何架構證券化之諮詢或建議，待架構按其建議調整後，所作出之評等，無異「對自己之工作而為評等」（rating their own works），有明顯之利益衝突，因之特別明文禁止此種行為。

(2)禁止參與決定評等之分析師涉入評等費用之磋商：所謂參與決定評等之分析師，包括參與決定或核准評等模型、方法及評等結果之分析師，SEC認為評等分析師若涉入評等費用之磋商，將有害其公正性。

(3)禁止評等人員收受被評等者之餽贈：但如係因與受評對象相關人員開會，相關人員於會議所提供之文具、茶點，每次總計價值在二十五美元以下者，不在此限。

4. NRSRO登記格式說明之修正¹³⁷

(1)強化評等表現數據之揭露：要求NRSRO按各評等類別，揭露短期（一年）、中期（三年）與長期（十年）之評等表現數據，使投資人可與其他信評機構相互比較，增加產業競爭性，評等表現數據需顯示與原始評等相關之違約統計，並記載撤銷評等後之違約事件。

(2)強化評等方法之揭露：包括依賴他人所作確認證券化標的資產實地查核之方式、揭露審查評等之頻率，是否以有別於原始評等之不同模型監視評等，以及評等模型改變是否可溯及現有已存在之評等。

¹³⁶ *Id.* at 38-50.

¹³⁷ *Id.* at 9-13.

(三) 歐盟之信評機構管理規則

歐盟執委會於二〇〇八年十一月制定信評機構管理規則草案（下稱歐盟管理規則），二〇〇九年四月經歐洲議會核准通過。規則列出四大目標，改善評等流程，包括：1. 確保信評機構於評等流程中避免利益衝突，或至少作適當之控管；2. 改善信評機構評等方法與評等之品質；3. 對信評機構課以揭露義務，以強化透明度；4. 確保有效率之登記與監視制度，避免在歐盟管轄區域內作「法規套利」（regulatory arbitrage）¹³⁸。

歐盟管理規則共計三十六條，分為四篇，第一篇為總則篇，包括立法目的、適用範圍以及名詞定義。第二篇篇名為「信用評等之發布」，規定獨立性與避免利害衝突、信評機構職員規範、評等方法、揭露與評等之呈現方式、一般與定期之揭露義務以及透明度報告等。第三篇篇名為「信用評等業務之監理」，再分為四章，第一章為「登記程序」，包括：登記要件、申請登記、主管機關之審查與決定、登記費用以及撤銷登記等；第二章為「CESR與主管機關」，包括：CESR之權責、會員國之主管機關、主管機關權限、監理措施等；第三章為各會員國間之合作；第四章為與其他國家之合作。第四篇則規範罰則、委員會程序、報告、過渡條款與最終條款。

歐盟管理規則原則上參考IOSCO信評機構行為守則而制定，但有四項主要不同之處，包括規範之範圍、信評機構登記程序、信評機構之行為規範以及執行措施¹³⁹，分述如下：

1. 適用範圍

依歐盟管理規則，除私評等（private rating）以及公共機構所

¹³⁸ European Commission, *supra* note 45, at 4.

¹³⁹ Amtenbrink & Haan, *supra* note 29, at 12.

發布但不對外公開且未獲受評單位付款之評等外，其他基於法規目的或其他目的而使用信用評等，均涵蓋在內¹⁴⁰。信評機構行為守則則無關於適用範圍之規定。

2. 登記程序

信評機構須在歐盟管理規則生效後六個月內辦理登記，並以CESR為統一受理窗口，由其初步審查添具意見後，再轉交信評機構登記地國家主管機關審查與監督¹⁴¹。信評機構行為守則未規範登記事宜。

3. 信評機構之行為規範

歐盟管理規則要求信評機構董事會或監事會至少需有三名外部且具獨立性之成員¹⁴²，信評機構行為守則未規範信評機構之董監結構；另歐盟管理規則禁止信評機構提供諮詢或顧問業務，但允許其可在沒有利益衝突之情形下，從事「附屬業務」，而附屬業務則由信評機構自行定義¹⁴³。關於屬附隨業務之規範，歐盟管理規則與信評機構行為守則極為相似，然學者批評歐盟管理規則未在法規上釐清附屬業務之定義，卻交由信評機構自行定義，錯失改革良機¹⁴⁴。另歐盟管理規則要求建立分析師定期輪替制度，以避免因分析師與客戶因長期關係過於親密而妨害公正性¹⁴⁵。

¹⁴⁰ Article 2(1) of European Commission Proposal.

¹⁴¹ Article 13 of European Commission Proposal.

¹⁴² Article 5 and Annex I, Section A.2 of European Commission Proposal on organizational requirements.

¹⁴³ No.7 of the preamble and Annex I, Section E.I.2 of European Commission Proposal.

¹⁴⁴ *Id.* at 17.

¹⁴⁵ Article 6(4) and Annex I, Section C of European Commission Proposal.

4. 執行效力

信評機構行為守則僅為自律規範，無執行效力。反之，歐盟管理規則訂有若干執行措施，如：暫停信評之使用、公告周知信評機構違規行為，以及要求會員國立法時制定罰則，至少包括對專業過失（gross professional misconduct）以及未盡「勤勉責任」（due diligence）作懲處，而處罰必須「有效性、相當性以及訓誡性」¹⁴⁶。

（四）小 結

上述IOSCO、美國SEC以及歐盟執委會對信評機構之修正法案，均係對次貸危機信評機構之角色與責任，特別是在證券化領域中，所為之匡正措施。IOSCO信評機構行為守則，為全球對信評機構規範之重要參考，美國及歐盟制定之管理規範，多參考準則制定，然信評機構行為守則係自律規範，為勸諭或建議性質，且多為指示規定，而不甚具體，相較之下，美國與歐盟之管理規則，則予以具體化。

美國修正NRSRO管理規則重點，著重於增進透明性與揭露義務，期能增加「被動評等」（非發行人委託之評等）之數量，透過市場競爭，改進評等品質¹⁴⁷，另就利益衝突部分，增加三項禁止規定，捨棄傳統僅要求信評機構「管理」其利益衝突，顯示SEC對信評機構處理利益衝突，體認到過往之自律方式已有不足，而需以法律規制。在歐盟方面，首度以法律規範信評機構，已屬重要之里程碑，而法規對於獨立性、利害衝突、揭露義務及透明度等主要議題，均有規範，但不若美國較重視信評產業之競爭性，而較重視信評機構可能因會員國司法管轄不同，而有法規套利風險，而作防杜

¹⁴⁶ Article 31 of European Commission Proposal.

¹⁴⁷ Gullo & Lustgarten, *supra* note 112, at 12.

規範；另在獨立性部分，歐盟仿效公司治理之獨立董事制度，要求信評機構董事會或監事會至少需有三名外部且具獨立性之成員，以及評等分析師輪替制度，為其特色。

伍、我國之啟示

一、我國信用評等與證券化概況

我國信用評等及證券化制度之發展，與國外相較，時間仍屬短暫，關於信用評等與信評機構，財政部證券暨期貨管理委員會於一九九七年四月依據證券交易法第十八條第二項授權，制定「信用評等事業管理規則」，為目前唯一之規範基礎，同年五月成立第一家本國信用評等機構即中華信評，嗣後穆迪與惠譽亦在台灣成立分公司，參與證券化評等作業。至於資產證券化，則係於二〇〇二年通過金融資產證券化條例（下稱證券化條例），翌年（二〇〇三年）二月首宗證券化商品「台灣工業銀行企業貸款債權信託證券化」成功發行，自二〇〇三年二月至二〇〇七年十二月約五年間，經主管機關（即行政院金融監督管理委員會，下稱「金管會」）核准發行之證券化案件總計五十七件¹⁴⁸，總發行量達新台幣一萬七千九百〇二億元¹⁴⁹。

依我國證券化條例，於公開招募受益證券，始需「強制評等」（證券化條例第一〇二條），然縱使採私募方式，實務上證券化案件，對優先順位之受益證券均有作信用評等，事實上，若無信用評

¹⁴⁸ 金管會網站：<http://www.fscey.gov.tw/public/Attachment/872116304771.doc>，另不動產證券化核准發行案件總計17件，最後瀏覽日：2010年1月25日。

¹⁴⁹ 金管會網站：<http://www.fscey.gov.tw/public/Attachment/872116311471.pdf>，最後瀏覽日：2010年1月25日。

等，證券化幾乎難以在我國市場上推動，因投資人購買證券化商品時，除了收益率外，關於證券化風險判斷，幾乎完全仰賴信用評等。我國在引進資產證券化階段，信評機構以其國外多年對證券商品評等之豐富知識與經驗，扮演證券化架構之最後審閱與實際上核准者角色，倘其拒絕安排機構或創始機構希望之預定評等，則可能導致整個證券化之失敗，信評機構在證券化具舉足輕重之地位。

二、次貸危機與我國證券化市場

自二〇〇七下半年起，次貸危機開始延燒，我國證券化市場受次貸危機之影響，急速冷卻，二〇〇八年迄今，僅有三件申請，雖經主管機關核准發行，但嗣後均撤回，市場上竟無任何發行案件¹⁵⁰，對照前幾年間熱絡發行之景象，可看出次貸危機對於證券化市場之衝擊。事實上，國內證券化發展迄今，並無發生重大違約或遲延給付之情事，受次貸危機影響較深者，係若干資產池連結外國債券之「債權資產證券化」（Collateralized Bond Obligation, hereinafter “CBO”）商品¹⁵¹，尤其是連結到如雷曼兄弟、冰島銀行所發行之債券或CDO商品，至於其他證券化商品，則多以國內債權或債券構成資產池，而未直接受到受次貸風暴波及。中華信評亦於二〇〇九年發布分析評論：「多數台灣證券化交易之標的資產表現穩定，惟CBO類略受全球企業信用不佳趨勢影響」¹⁵²，所謂

¹⁵⁰ 工商時報，2009年2月19日，A12版。

¹⁵¹ 金管會於2006年1月間為協助投信基金解決國內結構債券之流動性不足問題，經委員會決議通過，增列符合一定條件之國內特別股、外國公司債、外國證券化債券及外國保本型連動債券為金融資產證券化之標的，為國內發行CBO商品之背景因素之一，詳金管會2006年1月13日新聞稿。

¹⁵² 參閱中華信評網站：<http://www.taiwanrating.com/tw>，最後瀏覽日：2010年1月25日。

「略受全球企業信用不佳趨勢影響」，表現在信用評等方面，即為降等，例如：二〇〇五年十二月發行之「台灣工銀CBO2005-1」，第一順位受益證券原先中華信評授予之評等為twAAA，嗣後於二〇〇九年五月，被調降為twCCC¹⁵³，大眾銀行2006-2 CBO，A-1級受益證券，原先惠譽信評授予評等為F1（tw），但在二〇〇九年七月，被降等為D（tw）¹⁵⁴，即違約等級。據報載，國內CBO損失合計超過一百億元¹⁵⁵。上述從twAAA大幅降等至twCCC，甚至違約等級之現象，亦發生在我國證券化市場，信評機構在證券化之角色與責任，實有檢討之必要。

三、我國信評機構管理之檢討

（一）「信用評等事業管理規則」之檢討

我國「信用評等事業管理規則」（下稱管理規則）制定於一九九七年，在立法上時間較美國、歐洲為先，當時立法背景係行政院為推動信用評等制度，而對該事業制定規範，如同資產證券化，係需待立法通過，始能在國內推動證券化商品，此種先立法，後推展商品，在華爾街金融自由化風潮年代，雖被批評為保守、管制過多，但經歷次貸危機、金融危機後，觀之美國、歐洲紛紛立法加強信評機構及證券化之管理，我國早已對信評機構制定管理規則，從立法管制角度而言，堪稱進步，然規範內容則未能與時俱進，有重新檢討之必要。

管理規則共二十四條，包括：立法目的及名詞定義（第一條至第二條）、信評事業之設立業要件、負責人消極資格與經理人資格

¹⁵³ 中華信評2009年5月27日評等新聞。

¹⁵⁴ 惠譽信評2009年7月16日新聞稿。

¹⁵⁵ 經濟日報，2009年7月17日，A2版。

(第三條至第六條、第十六條)、信評事業經營業務與評等標的(第七條、第八條)、申請核准與營業程序與文件(第九條至第十一條)、公司重大行為之事先核准或事後申報(第十二條至第十三條)、年度財務報告之申報(第十四條)、內部組織、評等委員會委員迴避事由(第十五條)、信評事業背書保證之限制(第十七條)、信評事業人員兼職受評機構之限制(第十八條)、信評事業投資其他信評事業之限制(第十九條)、信評事業人員之專任及申報(第二十條)、信評事業人員行為規範(第二十一條)、罰則(第二十二條)及附則、施行日(第二十三條至第二十四條)。

管理規則第九條規定，信評機構資本額不得少於新台幣五千萬，且發起人至少應有一為國際之名信用評等機構，且其所認股份，不得少於第一次發行股份之百分之二十。所謂「國際知名信用評等機構」，指成立滿五年，曾擔任跨國證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。上開規定，於我國信評制度初始發展時，須藉助國際知名信評機構之專業與經驗，固有背景因素，然此舉亦增加設立新信評機構之門檻，似鼓勵市場寡占狀態，觀諸美國新修法著重於信評產業之競爭，上開管理規則應有重新檢討之空間。

在透明度與資訊揭露部分，管理規則似缺乏規範，雖有重要事項及財務報告向主管機關申報之規定(管理規則第十二條至第十四條)，但並無要求評等方法及評等表現數據等事項，需對外揭露以供大眾可得接觸之規定。在獨立性及防止利益衝突方面，依管理規則第七條第二項，信評機構經營業務，包括「提供與評等相關之諮詢服務」，按信評機構對受評對象提供諮詢服務，美國與歐盟均已明文禁止，因有利益衝突情形，管理規則規定可提供諮詢服務，但未禁止或限制提供予受評對象，將來應有修正之必要。另管理規則第十五條第二項規定評等委員會委員迴避事由，以及第十八條信評

事業人員兼職受評機構之限制，蘊含防止利益衝突之目的，惟信評機構之利益衝突議題甚廣，我國現行規則實有不足。

綜上，我國現行管理規則實無法反映當今國際間對信評機構管理之要求，建議將來參考前述IOSCO信評機構行為守則、美國二〇〇六年信評機構改革法及NRSRO管理規則以及歐盟信評機構管理規則，將前述主要修正要點納入規範，例如：禁止信評機構對受評機構提供諮詢服務、強化信評機構揭露義務（評等表現數據與評等模型、方法等之揭露）、分析師不得參與評等費用磋商、分析師輪替制度、證券化獨立評等符號、信評機構獨立董事制度、新型商品評等模型等，作為我國將來修正「信用評等事業管理規則」之參考。

(二)法規執照之檢討

有鑑於管理者與市場參與者向來過度依賴信用評等，忽略自身監督或勤勉查核之責任，美國SEC信評機構改革方案之遠期目標，將移除眾多以信用評等為依據之法規，即擬移除信評機構「法規執照」之功能，應可提供我國思考：信評機構常主張其評等僅係意見，且作諸多免責聲明，則為何法規卻要以此「不負責任」之意見為依歸？如仍須仰賴信評機構如此有權力且獲利豐厚之市場守門員，是否應強化對其監督管理，或比照其他守門員如律師、會計師等，以專法規範並課以法律責任？

我國目前不論管理者或市場參與者仍仰賴信用評等甚深，信用評等之法規執照或法規優惠現象仍有增無減，例如金管會近來甫提出之「境外結構型商品管理規則」草案，其中仍有「規範機構與商品需符合一定之信用評等」之規定¹⁵⁶，可看出迄今我國如同美

¹⁵⁶ 行政院金融監督管理委員會2009年7月16日新聞稿，詳該會網站：<http://www.fsc.gov.tw>

國，將信用評等作為法規執照，至於其他法規將信用評等作為法規執照者，亦不勝枚舉¹⁵⁷，然而美國NRSRO將來計畫移除信用評等之法規執照功能，避免政府以及市場參與者過度、盲目依賴信用評等，使參與者善盡自身應負之勤勉查核義務，我國亦應體認信用評等固可作為補充或替代市場管理之工具之一，但不能過度依賴，同時應妥適監督信用評等機構。

(三)提升信評機構之競爭性

國內證券化信用評等市場，亦由三大信評機構主導，其中中華信評為在我國設立之本國公司，惟係標準普爾出資51%之子公司，穆迪與惠譽則係在台設立分公司，惟穆迪分公司於二〇〇九年六月退出台灣評等市場，目前我國僅剩中華信評與惠譽分公司二家信評機構，與美國及世界各國相同，均面臨信評事業寡占而缺乏競爭性之共通問題。前金管會主委陳沖數年前即曾撰文「催生本土信評事業」，認為日本、韓國、泰國、印尼、馬來西亞、菲律賓甚至中國均有一家或多家之本土信評機構，以國內之學術水準，欲成立本土信評機構應非難事¹⁵⁸，然而目前國內仍面臨競爭不足之問題，如何催生本土信評機構，增加市場競爭力，以提升評等品質，為將來各界思考之課題。

fscey.gov.tw/news_detail2.aspx?icuitem=6149929，最後瀏覽日：2010年1月25日。

157 舉我國證券化相關法令與信用評等具法規執照功能者為例，包括：受託機構需達一定評等等級以上之信託業始可擔任（條例第4條第2項）、符合一定信評等級之債券始得為金融資產證券化之標的資產（行政院金融監督管理委員會金管銀四字第0938011607號函）、短期受益證券達一定信評等級時得簡化受託機構為循環發行之相關流程（行政院金融監督管理委員會金管銀四字第0938011347號函）、達一定信評等級之受益證券，得為金融控股公司短期資金運用標的（財政部台財融(一)字第0938010010號函）等。

158 陳沖，催生本土信評事業，載：法國狼與貓頭鷹，頁42，2008年12月。

四、信評機構在我國法律責任之探討

(一)信評機構權責失衡

次貸危機後，關於信評機構在證券化之責任，英國「經濟學人」曾以：醫生、藥廠、病人，比喻信評機構、發行人及投資人三方間之關係，「病人被迫接受特定醫生診斷，而醫生的收入是由藥廠支付，巧的是醫生又開出藥廠有毒藥品，是否啓人疑竇？而更不可思議的是醫生又主張法律上其不負責任」¹⁵⁹，經濟學人認為此種情況實在難以接受，「但這卻是美國的實況，信評業者係由主管機關所認可，如果其評等內容與實際結果不符，信評業者又主張言論自由免責的觀點，妙的是在訴訟中又為法院所接受」¹⁶⁰，前金管會主委陳冲引用上開比喻，主張：「醫生（信評機構）的診斷不應被視為單純的意見表達，而且因為信用評等已被納為監理重要手段，主管機關對具有準監理效果的工具理應加強監督，醫生的法律責任也應檢討」¹⁶¹，學者謝易宏教授亦認為：「信評機制最受質疑者，當在權責失衡，若能藉民氣可用之際重建究責制度，或可建構出一套適合信評的法律評價機制」¹⁶²，確屬的論，信評機構長久以來「有權無責」且獲利豐厚之怪異現象，如前述Frank Partnoy教授所力陳，此現象本不應發生，在金融危機後，更不應容任再持續下去，從而檢討信評機構之法律責任，已漸成為國際間之重要議題，我國自不能置身事外。

如前所述，在信評事業發展已超過百年之美國，對信評機構法

¹⁵⁹ The Economist, *Credit and blame*, September 6, 2007.

¹⁶⁰ 陳冲，注意有毒玩具——美國信評業改革法週年有感，載：自傘自度——還是上帝之手，頁42，2009年3月。

¹⁶¹ 陳冲，同前註，頁43。

¹⁶² 謝易宏，同註1，頁224。

律責任追訴體系甚為寬鬆，NRSRO可豁免Regulation FD以及美國SEC Rule 436 (g) (1)等證券法上之責任，面臨客戶或投資人所提民事訴訟時，又援引美國憲法第一條修正案之言論自由而為抗辯，且受到多數法院之支持，但學者批判信評機構與其他守門員相較，並無應特別獨厚其之理由，如考量到信評機構收入豐厚遠甚於其他守門員之市場現況，更為明顯，會計師、律師等市場守門員，因專業過失（professional negligence）而遭投資人訴追，在美國並非罕見，則同為市場守門員之信評機構，如有專業過失，為何可主張言論自由而免除責任？美國以往豁免信評機構法律責任之立法與多數司法實務見解，在次貸危機後，面臨衝擊，相關對信評機構訴追之案件後續發展，值得觀察，並作為借鏡。

(二)我國法上信評機構負擔法律責任之可能性

信評機構在我國發展僅十餘年，證券化我國發展不到十年，我國司法實務上，尚無訴追信評機構法律責任之案例可尋。在我國，倘投資人因信賴高等信用評等（如AAA）而投資結構複雜之證券化商品（如：CBO），但嗣後因金融危機或市場重大波動，短時間內大幅降等至「垃圾等級」（如：BBB），致該受益證券價值貶損，流動性不足，市場乏人問津，投資人因而受有損害，可否主張因信評機構先前所為AAA評等，有「誤導」、「詐欺」或「不實」等行為，而請求民事損害賠償？本文試從民法委任關係之受任人責任，及證券交易法證券詐欺及公開說明書不實責任，分別探討如下：

1. 民法受任人責任

國內學者有從信評機構與受託機構間之委任法律關係出發，認為：「信評機構之報酬雖由受益證券之發行人所支付，但應認為其是為投資人利益而為專業之調查、分析及資訊蒐集，故從利益衡平

之觀點，應解為其對投資人負有善良管理人之注意義務及忠實義務¹⁶³，亦有認為：「特殊目的機構於金融資產證券化雖為發行人¹⁶⁴，然而，其在性質上僅為一形式發行人，其僅為資產池內資產及受益證券或資產基礎證券間之一導管體，其係為投資人利益委任信用評等機構，就投資人擬將投資之受益證券或資產基礎證券進行信用評等，是以，解釋上似得認為投資人方為委任契約之當事人，而得以契約當事人之身分向信用評等機構主張債務不履行之損害賠償¹⁶⁵」，上述從投資人保護觀點，分別以利益衡平與經濟實質之法理基礎，突破委任契約之概念形式，固甚有理，惟以抽象之法理導出投資人對信評機構之民事請求權基礎，恐不易為我國傳統較保守謹慎之司法實務所接受，本文認為，以民法委任關係間接推論信評機構對投資人負受任人義務，不若從下述證券交易法較具體之明文規範，探究信評機構對投資人之民事責任。

¹⁶³ 王志誠，不動產受益證券之發行與投資人保護機制——信用評等、信用增強及避險計畫，律師雜誌，295期，頁65，2004年4月。

¹⁶⁴ 我國立法關於特殊目的機構，係採雙軌制，即「特殊目的信託」及「特殊目的公司」並存，如採「特殊目的公司」架構，受益證券之發行人為該「特殊目的公司」，固無疑問，然在「特殊目的信託」架構下，受益證券之發行人係「受託機構」，而非「特殊目的信託」（證券化條例第4條第1項第3款參照），此係因信託在我國法制僅為契約關係，不具法人資格，乃藉由具法人身分之受託機構擔任證券發行人，使我國受託機構兼具「受託人」與「發行人」之雙重角色，所負擔之責任較美國法上之trustee為重（增加發行人責任），關於我國受託機構之角色與責任，參閱劉萬基，金融資產證券化條例受託機構地位之分析，台灣金融財務季刊，4輯4期，頁42以下，2003年12月；邱天一，金融資產證券化受託機構之地位與責任，全國律師，12卷8期，頁24以下，2008年8月。

¹⁶⁵ 徐敬能，我國金融資產證券化之實務及理論（中），存款保險資訊季刊，22卷1期，頁69，2009年1月。

2. 證券詐欺及公開說明書不實責任

(1) 證券詐欺責任（證券交易法第二十條第一、三項）

證券化之受益證券與資產基礎證券，除經主管機關核定為短期票券者外，為證券交易法第六條規定經主管機關核定之有價證券（證券化條例第七條參照），適用證券交易法之規定。依據證券交易法第二十條第一項：「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」、第三項：「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」，信評機構是否有本條之適用，涉及本條賠償義務人是否限於發行人，以及主觀要件是否限於故意，學說實務尚有爭議¹⁶⁶。關於前者，多數學者認為不限於發行人，而涵蓋有上述「虛偽、詐欺或其他足致他人誤信」行為之任何人¹⁶⁷，則信評機構有成為該項規範對象之可能；關於後者，多數學者認為僅限於故意行為，而不及於過失¹⁶⁸，則信評機構之評等行為，倘無故意，縱有過失，仍不構成該條項之民事責任。

信用評等本質上係對未來事件的預測¹⁶⁹，即預測特定財務承諾發生違約之可能性，與我國過去實務上公開發行公司之財務預測，就「預測」之特徵上，具有類似性，或可提供思考途徑。在財務預測錯誤，發行公司是否構成證券交易法第二十條第一項之詐欺

¹⁶⁶ 賴英照，股市遊戲規則——最新證券交易法解析，頁787，2009年10月再版。

¹⁶⁷ 劉連煜，新證券交易法實例研習，頁281，2009年9月增訂7版；廖大穎，證券交易法導論，頁240，2006年5月修訂2版。

¹⁶⁸ 賴英照，同註166，頁788；劉連煜，同前註，頁283、284；曾宛如，論證券交易法第20條之民事責任——以主觀要件與信賴為核心，國立臺灣大學法學論叢，33卷5期，頁73、89，2004年9月。法院見解則分歧，多數法院不採以故意為要件之看法，賴英照，同註166，頁788。

¹⁶⁹ Kettering, *supra* note 4, at 1692.

行為，有實務見解認為：「財務預測，每人根據之參考資料不同，……除非基本假設之參考資料造假，否則不能因事後預測錯誤，即推論預測人有虛偽或詐欺之情事」¹⁷⁰，則信用評等事後被證明為錯誤，按照前開判決以及主觀要件以故意為限之學說見解，除非證明信評機構主觀上有虛偽、詐欺或使人誤信之故意，否則即難以上開條文為請求之基礎¹⁷¹。惟投資人在信賴信用評等及財務預測，應有相當程度之差別，財務預測係發行公司自行預測，而信評則係獨立意見，雖二者對投資人均聲稱「僅供參考」，然在投資人信賴甚至依賴之程度上，應有顯著之差異，此或可為信評不能與財務預測等同視之理由。

(2) 公開說明書不實責任（證券交易法第三十二條）

① 證券化公開說明書中之評等報告

依據「受託機構公開招募受益證券特殊目的公司公開招募資產基礎證券公開說明書應行記載事項準則」第六條第五項及第十二條第一項，信評機構之評等報告為證券化公開說明書之應記載事項，其他專家意見，如：律師法律意見書、會計師之會計處理意見、價格允當性意見等，亦為公開說明書之應記載事項。

我國證券化實務公開說明書關於信用評等報告，有三項特色，一、該報告係「預定評級之評等報告」（或稱「預售報告」、「暫行評等」，pre-sale rating report），並非最終之評等報告（final rating report）¹⁷²；二、該報告並未經信評機構負責人或分析師簽

¹⁷⁰ 臺灣高等法院93年度重上字第220號判決參照。

¹⁷¹ 又縱信評機構有故意行為，投資人仍須證明係善意信賴評等購買證券化商品而受有損害，涉及交易因果關係之理論與爭議，本文限於篇幅，不擬深究之。關於交易因果關係之理論與爭議，參閱賴英照，同註166，頁800以下。

¹⁷² 台灣土地銀行受託經管台灣工業銀行九十四年度第一次債券債權證券化公開說明書，頁196；寶來證券2006-2債券資產證券化特殊目的信託受益證券公開

章，而其他專家意見書，均經律師、會計師等人之簽章；三、多有免責或附條件聲明，如：「此報告並非購買或出售任何證券的推薦意見，後續之資料或有可能造成最後實際授予之評等不同於此預定評級」、「信評機構必須在本交易結案前及授予最終評等之前，收到令人滿意的法律及稅務意見」¹⁷³。

②證券交易法第三十二條之適用可能性

信評機構之評等報告如記載於公開說明書，而其主要內容有虛偽或隱匿之情事，投資人可否依證券交易法第三十二條之請求民事損害賠償？學者王志誠教授認為：「由於信用評等機構對受益證券信用評等之評等應記載於公開說明書及投資說明書中，因此如信用評等機構所為之評等報告有不實，而致投資人受損害，解釋上應認為必須對投資人負損害賠償責任」¹⁷⁴，似採肯定見解，惟其又認為「由於我國證券交易法第三十二條及第一七四條有關公開說明書虛偽或隱匿之法律責任，其規範主體並未涵蓋信用評等機構，故解釋上尚難逕以上開規定追究其民刑事責任」¹⁷⁵，似又採保留態度，此或可能係因證券交易法第三十二條文義解釋與目的解釋不同觀點而有不同結論所致。

暨投資說明書，頁127。最終之評等報告，需待「移轉日」(Closing Date)當日，律師查驗契約所載之生效要件或先決要件是否已經滿足或成就，例如：是否已作資產讓與公告、是否取得主管機關之核准、是否已取得相關專家意見書等，待律師確認無誤以書面通知信評機構後，信評機構始發布最終之評等報告，證券化商品之發行作業始告完成，參閱正源國際法律事務所，案例式證券金融法令 I，財團法人證券暨期貨市場發展基金會，頁304，2005年9月。

¹⁷³ 台灣土地銀行受託經管台灣工業銀行九十四年度第一次債券債權證券化公開說明書，頁196、202。

¹⁷⁴ 王志誠，同註163。

¹⁷⁵ 王志誠，同註163。

按證券交易法第三十二條第一項第四款所規範對象，包括「會計師、律師、工程師或其他專門職業或技術人員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部，或陳述意見者」，本文認為，信評機構雖不在上開條文之列舉範圍，但基於保障投資人之目的，以及在文義可能性範圍，應可將信評機構或其分析師解釋為該款「其他專門職業或技術人員」，將信評機構納入公開說明書不實之責任體系。

惟實務上信評機構或分析師並未在其預定評等報告簽章，已如前述，縱使其評等不實，依現行法即不構成該款之要件。然為何其他專家均對其意見簽章負責，惟獨信評機構可不簽章以示負責？如Partnoy教授所述，信評機構與他市場守門員責任並無不同，信評機構過往豁免於法律責任之現象，應予導正，將來不論證券化或證券相關法令，應將信評機構與其他守門員一視同仁，要求其需於評等報告簽章，而非以各種方式，脫免於責任追訴範圍。

另證券交易法第三十二條，除發行人採絕對責任外，其餘人原則採過失主義¹⁷⁶，而專業人員「如能證明已經合理之調查，並有理由確信其簽證或意見盡相當之注意者」（證券交易法第三十二條第二項），得依規定主張免責。是依據本條，在我國倘信評機構評等過程有過失，應有負擔民事責任之可能。

③ 言論自由抗辯？

美國司法實務上以信評機構之評等係「意見表達」非「事實陳述」而受言論自由保障之見解，本文認為我國並無師法之必要。按證券交易法第三十二條第一項第四款，本即以專業人員之不實「意見」而作規範；且憲法之言論自由，應側重於作為妨害名譽或誹謗

¹⁷⁶ 賴英照，同註166，頁837。

之免責抗辯¹⁷⁷，信用評等與妨害名譽或誹謗無涉，不應以所謂言論自由免除依上開證券交易法需負擔之義務與責任。否則律師之法律意見以及會計師之會計處理意見，或價格允當性意見，亦可起而效尤，紛紛主張其「意見」應受言論自由保障，則上開公開說明書不實責任規定，無異形同具文。

(三)小 結

綜上，證券交易法第三十二條公開說明書不實責任，應係我國現行法制下，較能直接予信評機構法律責任之規範。實務上信評機構於評等報告不作簽章以及免責聲明之作法，應可透過法令要求而予以導正。同時或可思考，是否於信評機構管理規則中，明文規定信評機構對投資人負有注意義務與忠實義務，督促其應善盡調查、評等之責任，使投資人因錯誤信用評等而受損害時，對信評機構之究責制度更為明確。

陸、結 論

信評機構發展歷史超過百年，從早先之資訊蒐集與提供者，到晚近隨著金融商品蓬勃發展，具有法規執照之市場守門員角色，尤其在證券化中，信評機構積極參與規劃與提供架構諮詢，市場參與者因證券化之複雜性，高度依賴信評等，然信評機構對於次貸證券化商品，初始授予高階評等如AAA，但次貸危機開始延燒時，方大量且大幅對受評商品降等，造成市場動盪、投資人恐慌，產生流動性危機、系統性危機乃至於信用危機。

¹⁷⁷ 司法院釋字第509號解釋參照。另信用評等性質為商業意見表達，而商業意見表達，依大法官釋字第414號，基於公共利益之維護，仍受法律限制。

信評機構對於縮減資訊不對稱、促進資本市場之發展，有其功能與貢獻。以往世界各國對之甚為禮遇，認以其「聲譽資本」採自律規範方式已為足，未見法律規範，甚至豁免於法律責任，但歷經如安隆風暴、次貸危機後，美國於二〇〇六年制定專法規範，歐盟於二〇〇九年決定以法律規制信評機構，G20更揭槩對加強對信評機構之監管，因此，強化對信評機構之監督與管理，已為國際間之共識。

信評機構主要存在獨立性、透明度、評等品質以及競爭等議題，次貸危機後，IOSCO、CESR及美國SEC等國際組織或管理者均曾發表報告深入探討上開議題，特別從信評機構在證券化之角色而討論。嗣後，IOSCO修正信評機構行為守則，美國修正NRSRO規則，歐盟執委會制定信評機構管理規則，將前述相關議題納入規範，例如：禁止信評機構對受評機構提供諮詢服務、強化信評機構揭露義務（評等表現數據與評等模型、方法等之揭露）、分析師不得參與評等費用磋商、分析師輪替制度、證券化獨立評等符號、信評機構獨立董事制度、新型商品評等模型等，均值得我國將來修正「信用評等事業管理規則」之參考。

另有鑑於管理者與市場參與者向來過度依賴信用評等，忽略自身內控內稽與勤勉查核之責任，美國NRSRO將來計畫移除信用評等之「法規執照」功能，避免政府以及市場參與者過度、盲目依賴信用評等，使參與者善盡自身應負之勤勉查核責任，我國亦應體認信用評等固可作為補充或替代市場管理之工具之一，但不能過度依賴，並應注意國際間關於信評機構管理規範之動態，妥適管理信評機構。

關於信評機構法律責任，美國法上信評機構豁免於證券交易法詐欺以外之責任，且於司法訴訟中常以言論自由、記者特權主張免責，獲得多數法院之支持，致產生信評機構有權無責之現象。按信評機構為資本市場守門員之一，其他市場守門員均可能因專業過失而被究責，實無將信評機構特別排除在外之理，尤其在證券化過程，信評機構積極參與交易規劃或提供諮詢，更無逸脫責任體系之理。

我國證券交易法第三十二條公開說明書不實責任，應係我國現行法制下，較能直接予信評機構法律責任之規範。我國證券化實務信評機構於評等報告不作簽章以及免責聲明之作法，應可透過法令要求而予以導正。將來或可思考，是否於信評機構管理規則中，明文規定信評機構對投資人負有注意義務與忠實義務，督促其應善盡調查、評等之責任，使投資人因錯誤信用評等而受損害時，對信評機構之究責制度更為明確。

參考文獻

一、中 文

1. 王文宇、黃金澤、邱榮輝，金融資產證券化之理論與實務，2003。
Wang, Wen-Yu, Hwang, Jin-Ze and Chiu, Rong-Hui, *Financial Asset Securitization: Theory and Practice*, 2003.
2. 王志誠，不動產受益證券之發行與投資人保護機制——信用評等、信用增強及避險計畫，律師雜誌，295期，頁54-79，2004。
Wang, Zhi-Cheng, *The Issuance of Real Estate Bonds and Investors Protection Scheme: Credit Rating, Credit Enhancement and Hedging Scheme*, *Taipei Bar Journal*, no. 295, pp. 54-79, 2004.
3. 正源國際法律事務所，案例式證券金融法令 I，財團法人證券暨期貨市場發展基金會，2005。
Lotus International Law Office, *Securities and Financial Law: Case-Based Study on the Securities and Futures Institution*, 2005.
4. 李正福、翁文祺，美國次貸危機之起因、影響及因應之道，台灣經濟論衡，6卷6期，頁68-90，2008。
Lee, Zheng-Fu, Weng, Wen-Qi, *The Origins, Impacts and Solutions of Subprime Crisis in the United States*, *Taiwan Economic Forum*, vol. 6, no. 6, pp. 68-90, 2008.
5. 李曜崇，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，1期，頁109-139，2007。
Lee, Yao-Chong, *The Regulatory Rating on the Rating Agencies—A Comparative Study on the Legal Systems of the Rating Agencies between Taiwan and US*, *Chihlee Law Review*, no. 1, pp. 109-139, 2007.
6. 李曜崇，美國信用評等機構法制建構之研究——兼論我國法相關規定之探討，法學新論，2期，頁119-149，2008。
Lee, Yao-Chong, *A Study on the Credit Rating Regulatory Scheme: in Discussion with Relative Regulations in Taiwan*, *Journal of New Perspectives on Law*, no. 2, pp. 119-149, 2008.

7. 辛喬利、孫兆東，次貸風暴，2008。
Xin, Qiao-Li, Sun, Zaho-Dong, Subprime Storm, 2008.
8. 邵慶平，金融危機的形成、處理機制與法制基礎，月旦法學雜誌，165期，頁29-45，2009。
Shao, Quing-Ping, The Origins of Financial Crisis, Policy Responses and its Legal Base, Taiwan Law Review, no. 165, pp. 29-45, 2009.
9. 邱天一，金融資產證券化受託機構之地位與責任，全國律師，12卷8期，頁24-39，2008。
Chiu, Tien-I, The Role and Responsibility of Trustee in Financial Asset Securitization, Taipei Bar Journal, vol. 12, no. 8, pp. 24-39, 2008.
10. 徐敬能，我國金融資產證券化之實務及理論（中），存款保險資訊季刊，22卷1期，頁57-85，2009。
Hsu, Jing-Neng, Financial Asset Securitization: Theory and Practice in Taiwan, Deposit Insurance Journal, vol. 22, no. 1, pp. 57-85, 2009.
11. 張炳輝，新巴塞爾資本協定與信用風險標準法之介紹，華南金控，5期，頁5-14，2003。
Chang, Bing-Hui, Introduction to the New Basel Capital Accord and Credit Risk Standardized Approach, Hua Nan Financial Holding Co., Ltd. Journal, no. 5, pp. 5-14, 2003.
12. 郭敏華，債信評等，2000。
Kuo, Min-Hua, Credit Rating, 2000.
13. 陳沖，催生本土信評事業，載：法國狼與貓頭鷹，頁39-42，2008。
Cheng, Chong, Promoting Local Credit Rating Agencies, in French Wolf and Owl, pp. 39-42, 2008.
14. 陳沖，注意有毒玩具——美國信評業改革法週年有感，載：自傘自度——還是上帝之手，頁40-43，2009。
Cheng, Chong, Be Careful with the Toxic Toys: Anniversary of U.S. Credit Rating Agencies Reform Act, in Take One's Own Umbrella: or Hand of God, pp. 40-43, 2009.
15. 曾宛如，論證券交易法第20條之民事責任——以主觀要件與信賴為核心，

- 國立臺灣大學法學論叢，33卷5期，頁51-93，2004。
- Tseng, Wan-Ru, Civil Liability for Article 20 of the Securities and Exchange Law—Fault and Reliance, *National Taiwan University Law Journal*, vol. 33, no. 5, pp. 51-93, 2004.
16. 葉守傑，信用評等機構的透明度問題——從次貸風暴後歐盟的最新立法觀察，*證券暨期貨月刊*，27卷7期，頁19-28，2009。
- Ye, Shou-Jie, Transparency Issues of Credit Rating Agencies: Observation from EU Latest Legislation after Subprime Crisis, *Securities & Futures Monthly*, vol. 27, no. 7, pp. 19-28, 2009.
17. 詹儒樺，重建信用評等機構管理制度之研究，*全國律師*，13卷8期，頁60-69，2009。
- Jang, Ru-Hua, Research of Rebuilding Regulatory Regime of Credit Rating Agencies, *Taipei Bar Journal*, vol. 13, no. 8, pp. 60-69, 2009.
18. 廖大穎，*證券交易法導論*，修訂2版，2006。
- Liao, Da-Ying, *Introduction of Securities Regulation*, 2nd ed., 2006.
19. 劉連煜，*新證券交易法實例研習*，增訂7版，2009。
- Liu, Len-Yu, *Case Study on the New Securities Law*, 7th ed., 2009.
20. 劉萬基，金融資產證券化條例受託機構地位之分析，*台灣金融財務季刊*，4輯4期，頁39-57，2003。
- Liu, Wan-Ji, Analysis of Trustee's Role in Financial Asset Securitization Act, *Taiwan Banking & Finance Quarterly*, vol. 4, no. 4, pp. 39-57, 2003.
21. 賴英照，*股市遊戲規則——最新證券交易法解析*，再版，2009。
- Lai, Ying-Zhao, *Game Rules in Stock Market: New Analysis of Securities Law*, 2nd ed., 2009.
22. 謝易宏，潰敗金融與管制迷思——簡評美國2008年金融改革，*月旦法學雜誌*，164期，頁186-225，2009。
- Hsieh, Yi-Hong, Ruined Financial and Regulatory Paradox: Brief Comments on U.S. 2008 Financial Reform, *Taiwan Law Review*, no. 164, pp. 186-225, 2009.

二、外 文

1. ASHCRAFT, ADAM B. & SCHUERMANN, TIL, UNDERSTANDING THE SECURITIZATION OF SUBPRIME MORTGAGE CREDIT (2008).
2. Coffee, John C. Jr., *Brave New World?: The Impact of the Internet on Modern Securities Regulation*, 52 BUS. LAW. 1195 (1997).
3. Ellsworth, Larry P. & Porapaiboon, Keith V., *Credit Rating Agencies in the Spotlight: A New Casualty of the Mortgage Meltdown*, 18(4) BUS. LAW TODAY 1 (2009).
4. Gullo, Alessandro & Lustgarten, Issac, *Credit Rating Agencies: Opportunities for Legal and Regulatory Reform*, 28(3) BANKING & FIN. SERVICES POL'Y REP. 1 (2009).
5. Hill, Clair A., *Regulating the Rating Agencies*, 82 WASH. U. L. O. 43 (2004).
6. Husisian, Gregory, *Note, What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials?: An Analysis of Bond Rating Agency Liability*, 75 CORNELL L. REV. 411 (1990).
7. Kettering, Kenneth C., *Securitization and Its Discontents: the Dynamics of Financial Product Development*, 29 CARDOZO L. REV. 1553 (2008).
8. Partnoy, Frank, *How and Why Credit Rating Agencies are not Like Other Gatekeepers*, in: SAN DIEGO LEGAL STUDIES PAPER NO. 07-46 (2006).
9. Partnoy, Frank, *The Siskel and Ebert of Financial Market: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, 77 WASH. U. L.Q. 619 (1999).
10. Schwarcz, Steven L., *Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox*, 1 U. ILL. L. REV. 2 (2002).
11. SHILLER, ROBERT J., THE SUBPRIME SOLUTION (2008).

The Role and Responsibility of Credit Rating Agencies in Securitization: From the Perspective of the Subprime Mortgage Crisis

Tien-I Chiu^{*}

Abstract

Starting in the second half of 2007, the U.S. subprime mortgage crisis sparked and triggered widespread disruption of the global financial system in 2008, and the global economy suffered a great recession. The subprime mortgage crisis can be attributed to a number of causes, including securitization and credit rating agencies. Through an “origination to distribution” model, securitization transferred the risk of subprime mortgages, their “toxic assets”, to global investors, which triggered the subsequent global financial crisis characterized by “systemic crisis” and “credit crunch”. Credit rating agencies were blamed for underestimating the credit risk of securitization products, which led to wrongful credit rating. As one of the “gatekeepers” in the financial market, credit rating agencies failed to signalize warning to investors when the market situation deteriorated, resulting in the loss of

^{*} Practicing Lawyer; Ph. D. Candidate, Tunghai University Department of Law.
Received: September 17, 2009; accepted: December 25, 2009

investor confidence. Their “reputation capital” became impaired.

During the subprime mortgage crisis, some international organizations and regulators reviewed the role and responsibility of credit rating agencies in structured finances. In February 2008, the Committee of European Securities Regulators (CESR) published a consultation paper entitled “The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance.” In May 2008, International Organization of Securities Commissions (IOSCO) published the report of “The Role of Credit Rating Agencies in the Structured Finance Market.” In July 2008, the U.S. SEC released “Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff’s Examinations of Selected Credit Rating Agencies.” In April 2009, the G-20 stated it would impose “more effective oversight of the activities of Credit Rating Agencies” in its “Declaration on Strengthening the Financial System.”

The subprime mortgage crisis uncovered the flaws and misconduct of credit rating agencies and provided a good opportunity to review and improve them. The present essay attempts to find the causes why credit rating agencies made incorrect ratings in subprime mortgage securitization and analyzes the aforesaid proposal for improvement of international organizations or regulators. In this essay, we also review the role and responsibility of credit rating agencies in securitization, and make recommendations for regulating credit rating agencies in Taiwan.

Keywords: Asset Securitization, Credit Rating, Credit Rating Agencies, Subprime Mortgage Crisis, Subprime Mortgage, NRSRO, Gatekeepers, Basel II, Structured Finance