

出國報告（出國類別：出席國際會議）

國際證券管理機構組織
（IOSCO）信用評等機構委員會
（Committee on Credit Rating Agencies）

2014 年第 1 次會議

服務機關：金融監督管理委員會
證券期貨局

姓名職稱：陳科長怡均
王研究員曉芬

派赴國家：阿根廷

出國期間：103 年 4 月 20 日至 103 年 4 月 29 日

報告日期：103 年 7 月 16 日

目 錄

壹、前言.....	2
貳、國際監理動態.....	3
參、信用評等機構信評機構行為準則修訂.....	6
肆、圓桌會議.....	10
肆、簡報.....	12
伍、心得與建議.....	15
附件 會議資料.....	16

壹、前言

國際證券管理機構組織（International Organization of Securities Commissions, IOSCO）於第 37 屆年會通過修改 IOSCO 章程，將原執行委員會、技術委員會以及新興市場委員會中之諮詢委員會（Advisory Board）合併為 IOSCO Board，保留新興市場委員會，並將原執行委員會下之常任委員會（Standing Committees）和工作小組（Working Groups）整併為 8 個委員會，包括會計審計暨資訊揭露委員會、次級市場委員會、市場中介機構委員會、執法及資訊交換暨多邊資訊交換合作備忘錄審查小組委員會、投資管理委員會、信用評等機構委員會、商品期貨市場委員會及個人（散戶）投資者委員會，經本會之爭取及努力下，本會獲准加入「資訊揭露」、「信用評等機構」、「個人（散戶）投資者委員會」等三個委員會。

信用評等機構委員會（下稱 C6 委員會）於 2014 年 4 月 23 日至 24 日假阿根廷布宜諾斯艾利斯舉行 2014 年第 1 次會議，本次會議計有阿根廷、澳洲、巴西、中國大陸、法國、德國、香港、以色列、日本、墨西哥、加拿大、西班牙、美國及我國等 14 個會員國參加¹，本會係由證券期貨局陳科長怡均及王研究員曉芬代表出席。本次會議最主要之任務係對信用評等機構信評機構行為準則（Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies，下稱信評機構行為準則）諮詢報告於 2014 年 2 月份公布後所收到之意見進行討論，並就條文進行必要之進一步修訂，由於本次信評機構行為準則修訂之幅度較大，且所收到之各界意見眾多，尚未及於本次會議討論完畢，爰 C6 委員會將於 2014 年 7 月份會議繼續討論信評機構行為準則之修訂內容，並擬俟 C6 委員會決議後，將修訂後之信評機構行為準則送交 IOSCO Board 核可，預計於 2014 年年底公布。

¹另荷蘭、ESMA（European Securities and Markets Authority）及歐盟執委員會代表於會中以電話通訊方式參與部分會議。

貳、國際監理動態

本次會議中，各會員國代表分享其對於信用評等機構之監理情形，主要內容摘錄如次：

一、IOSCO 秘書處：

有關 IOSCO 近期動態及未來發展包括，將於各政策委員會對網路犯罪進行研究，中介機構委員會（Committee on Regulation of Market Intermediaries，下稱 C3）並將於群眾募資進行調查工作。目前各政策委員會之主席任職將於 2014 年里約年會時屆滿，屆時將會進行提名程序，並由 IOSCO Board 重新任命各政策委員會 2014 年至 2016 年之主席。

2014 年 2 月份於馬來西亞吉隆坡舉行之 IOSCO Board 會議中決議，副會員(associate members)亦可參加政策委員會。下次 IOSCO Board 會議將於 2014 年 6 月 11 日至 12 日於西班牙馬德里舉行。

投資管理委員會（Committee on Investment Management，下稱 C5）即將公告對於資產管理事業對於降低信用評等依賴之報告，此外，C3 刻正進行中介機構對於降低信用評等依賴之報告。

二、美國：

美國 SEC 信用評等辦公室（Office of Credit Ratings）於 2013 年對三大信評機構（標準普爾、惠譽及穆迪）建立了監理官聯繫會議（Supervisory College），並於 2013 年 11 月 5 日及 6 日舉行會議，美國 SEC 信用評等辦公室為標準普爾及穆迪聯繫會議之主席，而 ESMA 為惠譽聯繫會議之主席，並擬於 2014 年 5 月第 2 週再次召開監理官聯繫會議。

依據美國證交法規定，SEC 應對其 NRSRO 進行檢查，並出具檢查報告，另依據 2006 年之信用評等機構改革法案，SEC 應

對其 NRSRO²之檢查結果出具年度報告，美國 SEC 信用評等辦公室業於 2013 年 12 月公告 NRSRO 檢查報告及年報，並發現信評機構增加對於基礎建設之投資，以及小型信評機構之市場佔有率有上升之趨勢。

另 IMF 將對美國進行金融部門評估計畫(Financial Sector Assessment Program)，並依據 IOSCO 第 22 項原則³，就美國 SEC 對於信評機構監理情形進行評估。

三、 歐洲

ESMA 於 2013 年 12 月公告對於主權評等的調查報告，並已就所發現缺失要求進行信評機構改善。此外，ESMA 亦於 2014 年 2 月發布信評機構 2013 年年報，以及 2014 年對於信評機構之監理計畫，其監理計畫重點包括對於結構型商品市場以及對於方法論之驗證等方面。

ESMA 於 2014 年 6 月向歐盟執行委員會送交監理技術標準 (Regulatory Technical Standards) 報告，俟後將經歐盟執行委員會、歐洲議會及歐洲理事會通過後施行。

四、 加拿大：

業已完成對於信評機構之檢查，並發現部分信用評等機構未確實依循其方法論之情形，業已要求改善相關缺失。

為促進加拿大資本市場之效率，加拿大證券主管機關修訂對於短期債券免附公開說明書之相關規定，並表示為保護投資人及維護市場效率，相關規定仍採用信用評等進行參照。

五、 阿根廷：刻正審查二所大學註冊為信用評等機構之申請。

六、 巴西：信用評等機構監理規範已於 2012 年通過，並於 2013 年實施，目前共有 7 家信評機構（3 家國際大型信評機構以及 4

² Nationally Recognized Statistical Rating Organization

³ IOSCO Principle 22: "Credit rating agencies should be subject to adequate levels of oversight. The regulatory system should ensure that credit rating agencies whose ratings are used for regulatory purposes are subject to registration and ongoing supervision."

家當地信評機構)，業對國內信用評等機構進行訪查，以瞭解信用評等機構實務，俟後並將進行實地訪查。

- 七、 墨西哥：業已通過相關法規，以賦予主管機關對於信評機構更大的監理權力，並可以對於信評機構之內部控制進行規範。
- 八、 德國：業已公告對於降低信用評等依賴之工作計畫。
- 九、 法國：即將公告對於降低信用評等依賴之工作計畫
- 十、 以色列：業已公告信用評等法規之諮詢報告，將就諮詢意見進行討論，並進行報告修訂，俟經過經濟委員會之討論及核可後施行。
- 十一、 香港：自前次會議到目前為止，尚無監理動態更新事項。
- 十二、 中國大陸：信評機構主管單位由中介機構轉至公司債券監管部。此外，業已對境內 6 家信評機構例行性地檢查，發現信評機構之內部控制未盡週延，並對信評機構發布警告。另取消對於信用評等機構家數之限制，並就降低信用評等依賴進行研議。
- 十三、 日本：業已公告降低僵化性依賴信用評等之計畫。
- 十四、 澳洲：目前共有 7 家註冊信評機構，另主管機關刻正檢視相關法規，可能將進行修訂。
- 十五、 我國：

為了呼應減少對於信用評等機構之評等依賴之要求，擬對於屬本會直接監理之金融機構及交易對象，刪除渠等應符合一定信評等級之規定，並參酌銀行局依 Basel III 所修正有關銀行資本適足比率標準之規定，及本會其他相關規定，另訂渠等應符合之資格條件。

有關向 ESMA 申請認可我國信用評等機構所發布之信用評等乙案，本會業已於 2014 年 3 月向 ESMA 提出評估表內容及相關資料以供審查，本會將與 ESMA 保持溝通，以瞭解後

續審查進度。

參、信用評等機構信評機構行為準則修訂

按 G20 於 2013 年 4 月份公報中，要求 FSB 檢視在信用評等機構之透明度及競爭的議題上，檢視是否有進一步研議的需要，為因應此檢視之要求，IOSCO 於 2013 年 8 月份檢送報告予 FSB，說明 C6 委員會就前揭議題之工作情形，並表示將於 2014 年第一季發布信評機構行為準則諮詢報告，並預計於 2014 年完成信評機構行為準則之修訂，以強化信用評等機構之透明度及競爭性之相關規範。嗣後 FSB 向 G20 的報告中，說明 IOSCO 目前正在進行信評機構行為準則之修訂情形，FSB 並且表示將持續觀察對於信用評等機構透明度及競爭的議題上是否仍需要改善。

爰此，C6 委員會於 2013 年 11 月就信評機構行為準則修訂版本完成討論後，業於 2014 年 2 月公告諮詢文件，並收到來自信用評等機構、投資公司及個人等各界之意見回復，並於 2014 年 4 月份 C6 委員會會議中，就回復意見進行討論，並進行圓桌會議與業者進行充分溝通，惟因回復意見眾多，未及於 4 月份會議完成討論，爰主席表示將於 2014 年 7 月份 C6 委員會會議中續予討論，並將再度邀請信用評等機構業者進行圓桌會議，以進一步瞭解業者之意見及實務狀況，俾作為信評機構行為準則修訂之參考，C6 委員會預計將於 2014 年 7 月份對於信評機構行為準則之修訂完成決議，俟後將於完成行政程序及 IOSCO Board 核可後，預計於 2014 年底前公告施行。

信評機構行為準則自 2008 年後迄未修訂，C6 委員會自 2012 年開始進行該準則全面修訂之準備，期能與各國監管規範融合，並達成國際一致性之自律規範，續作為信評機構自我管理之國際標準。信評機構行為準則之修訂及強化，預計達成目標包括：

1. 強化對於信評流程、管理利益衝突、增進透明度、維護非公開資訊之規定；
2. 增訂信評機構公司治理、教育訓練、風險管理之措施；
3. 定義重要用詞，以對於信評機構行為準則條文內容之用詞有一致性的瞭解。

本次會議 C6 委員會討論內容，摘述如次：

本次修訂之信評機構行為準則中對於「信用評等」乙詞之定義係為依據已定義之排序系統，對於受評標的信用狀態之評估⁴。惟信用評等機構表示，信用評等係對於未來不確定的事件，進行主觀的分析後所提出的意見（opinion），而非依據僵化的步驟而建構之評估（assessment），本次改變信用評等之定義，將曲解信用評等之本質。然 C6 委員會表示，信用評等之方式業已有所演進，對於其定義亦可進行修訂。爰此，有關信用評等之定義乙節，將再進一步蒐集信評業者及主管機關之意見後，再進行討論以決定適當之定義。

於信用評等流程的定義部分，係指關於信用評等行為的所有步驟，包含但不限於信用評等機構選擇並指派分析師，方法論的採用，決策行為，與受評者與相關單位的互動，以及公開發布信用評等。其中，考量未公開評等（private rating）並不對外進行揭露，爰將採用註釋說明方式，將公開發布信用評等之規定，僅限於公開評等的部分。

此外，對於未公開評等適用信評機構行為準則之內容，是否僅排除公開揭露之相關規定乙節，將再徵詢業者意見後，再度進行討論以確定規範之方式。

⁴ “Credit rating” or “rating” means an assessment regarding the creditworthiness of an entity or obligation, expressed using an established and defined ranking system.

信用評等機構應對各類之信用評等具備健全之方法論，並進行客觀的驗證。惟考量並非所有評等皆有足夠之歷史資料可進行驗證，例如新商品可能即缺少足夠的歷史資料，爰擬亦不限歷史資料為唯一之客觀驗證方式，另並擬詢問信評機構業者，除了基於歷史資料外，是否有其他客觀驗證之方式，以確定規範之內容。

信用評等機構進行與其目前評等種類有重大差異之業務時，應由一名以上具備足夠經歷之資深經理人檢視其可行性。另考量該職能可能對較小型之信用評等機構造成負擔，爰擬建議該職能可視信用評等機構規模，於可負擔之情況下設立。

信用評等機構應確保有足夠的資源，以持續檢視並更新其所發布之信用評等，並定期檢視受評者之信用狀況，在得知受評者發生可能對評等造成影響的事件時，應召開審查會議以檢視該評等的狀態；另於方法論、模型或關鍵假設改變時，應在合理的時間內對相關的信用評等檢視其影響，並依據檢視的結果及時更新。

評等方法論更新後，信用評等機構即應對其評等採用新的方法論。原建議修訂條文中說明方法論改變應對初始評等（initial rating）及續後評等時採用，惟考量初始評等（initial rating）可能會使人誤導為現有評等先前之初始評等，而非規範所欲表達之新評等（new rating），因而有可能造成更新方法論需往前回溯應用之誤解，爰建議將該段敘述刪除。

信用評等機構應對員工道德及誠信有最高標準的要求，為對於執行方式有較恰當之規範，爰擬於條文中要求信用評等機構應具備相關政策及程序以確保不會聘僱誠信有瑕疵的員工。

為管理及揭露利益衝突影響方法論及評等分析的情形，信用評等機構之相關政策、程序及控制之內容應包括，付費模式、可能影響評等之情形、提供受評者及相關單位信用評等以外服務、對受評

者擁有股份、或受評者對信評機構擁有股份等資訊。

在正式受僱擔任提供信用評等服務前，若該信用評等機構為眾多提供「預期評估」(Prospective assessment) 信評機構之一，應將此可能發生利益衝突的情形進行揭露，然而對於預期評估的定義及服務範圍，擬再向業者徵詢意見及實務作法，俾利確認規範內容。

信用評等機構應公開揭露其報酬收取之方式，例如於相關信用評等報告或其他適當的地方，揭露其年度營收有從單一客戶收取超過 10% 之情形。

若信用評等機構由受評者收取除了信用評等業務以外的費用，應揭露該非信用評等業務相關費用佔該受評者所支付給該信評機構所有費用之百分比。有關對於非信用評等業務收入之揭露乙節，擬洽詢信評業者之意見及實務狀況，以協助主管機關確認此節規範之可行性。

關於結構型商品評等之資訊揭露，信用評等機構應在公布信用評等時，公開揭露結構型商品發行人，已告知信用評等機構其已公開揭露受評商品之所有相關資訊，或者仍有相關資訊尚未公開揭露。本節原條文建議信用評等機構應鼓勵發行人公開揭露尚未公開之相關資訊，惟此部分較有爭議，經會議討論後爰傾向予以刪除，惟 C6 委員會擬考量於備註說明中，建議發行人將與信用評等相關未公開之資訊進行揭露。

信評機構行為準則中要求信評機構揭露評級定義，其應包含對於違約的定義，惟部分信評機構表示其並無發布違約評級。本節經討論後擬維持原規範，惟擬考量於備註說明中，若信評機構並無發行違約評等者，應揭露與違約等級相當之評等定義，並擬徵詢信評業者此規範之可行性。

信評機構行為準則中除要求對於受評者負有保密義務外，對於提供評等資訊的第三方亦負有保密義務，惟部分信評業者表示，因第三方之評等資訊，亦由受評者轉交，故僅應對受評者負有保密義務，而對於第三方之保密義務，應由信用評等機構與其協議後決定。本節經討論後，擬洽詢信評機構業者，若對於受評者及提供評等資訊之第三方共同負有保密責任時，是否有可能產生衝突情事，並待釐清此部分實務狀況後，再行討論是否調整條文內容。

肆、圓桌會議

本次信評機構信評機構行為準則進行大幅度之修訂，對信用評等事業影響廣泛，該信評機構行為準則諮詢報告經 2014 年 2 月份後公告並徵詢公眾意見後，共收到來自信評業者、投資公司及個人共十餘份意見回復，內容廣泛，包含對準則修訂方向、定義解釋、規範內容，乃至於對於用詞表達方式等方面提出意見。為與業者充份溝通信評機構行為準則，C6 委員會邀請業者進行圓桌會議，以進行充分溝通。

本次會議邀請業者進行圓桌會議，與會業者代表包括穆迪之法遵主管⁵Michael Kanef 代表 SIIA⁶出席，以及標準普爾之歐洲法規資深律師⁷Christopher Lake 代表 EACRA⁸出席，以表達信評業者之意見，並於會中與各國主管機關代表進行討論⁹。

首先業者代表表達感謝本次圓桌會議可與主管機關溝通的機會，雖然並非所有業者皆可到場，惟信評機構行為準則之修訂對於

⁵ Chief Regulatory Affairs and compliance Officer, Moody's Investors Service, Ltd.

⁶ Credit Ratings Association of the Financial Information Services Division of the Software & Information Industry Association

⁷ Senior European Regulatory Counsel, Standard & Poor's Ratings Services

⁸ European Association of Credit Rating Agencies

⁹ 以電話會議方式參與圓桌會議之業者尚包括 EACRA 主席、SIIA 主席、Kroll Bond Ratings、Fitch Ratings 及 DBRS 之代表。

信用評等機構影響重大，爰建請主管機關考量各信用評等機構所提出之意見，且不同的地區之信用評等機構面對不同的市場的動態，可能有不同的意見，主管機關必要時可向信用評等機構詢求進一步之意見。

IOSCO 原則及信評機構行為準則業已成為各國主管機關對於信用評等機構監管的基石，信用評等機構支持信評機構行為準則所扮演的重要角色，其協助市場參與者瞭解信用評等機構所扮演的重要角色，惟其功能亦有所限制。

惟信用評等機構業者憂心目前 C6 委員會所提出之某些信評機構行為準則之修訂內容，可能會引起信用評等及信用評等機構在資本市場中角色的混亂。爰此，信用評等機構業者對於本次信評機構行為準則的修訂，主要所欲表達之意見及建議包括：

一、 信評機構行為準則的目的：

IOSCO 信評機構行為準則原係由主管機關、市場參與者及信用評等機構間的充分參與討論，其重要的目的之一係增進對於信用評等及信用評等機構所提供的服務以及信用評等的限制的瞭解。惟目前所提出的建議修訂內容，不同於原信評機構行為準則之「遵循及解釋」(comply and explain) 模式，可能造成信評事業遵循該信評機構行為準則時之混亂及疑慮。

二、 信用評等的重要本質：

目前部分修訂條文內容曲解了信用評等的本質，尤其是信用評等及方法論的定義部分。信用評等係對於未來不確定的事件，進行主觀的分析後所提出的意見，而非依據僵化的步驟而建構之評估。且各信評機構之分析方式有所不同，對

同一評等標的所出具之意見亦可能不同。

三、 規範性的語言：

目前信評機構行為準則修訂，許多條文都採用規範性語言，似乎是要在信用評等產業中引入標準化的信用評等方式，且許多新增的條文並無考量不同模式及規模之信用評等機構，目前所修訂之規範性的條文以及信評機構行為準則本身，是否可與各國主要監管機關之規範相互呼應，尚不清楚。

四、 主管機關應鼓勵多樣之信用風險評等方式及意見，而不應將分析方法標準化，分析方法應為結合客觀及主觀分析之架構，不應採用僵化的步驟以建構信用評等。此外，應強化對於信用風險之揭露，並鼓勵市場參與者建構其自身對於信用狀況之看法及觀點。

肆、 簡報

本次會議邀請 FIX-SCR（惠譽於阿根廷之聯屬公司）執行長及合夥人 Douglas Elespe 君，對阿根廷之信用評等事業發展情形，以及信用評等相關議題進行經驗分享，簡報內容略以：

阿根廷擁有 4 億 1 千五百萬人口，且教育水準高，經濟成長快速，擁有豐富的天然資源，且農業技術先進，為少數農產品出口大國。阿根廷擁有世界第三大的頁岩石油蘊藏，以及第二大的頁岩天然氣蘊藏量，失業率由 2006 年之 18%，至 2014 年已降至 7%。

阿根廷 2006 年至 2014 年經濟成長率：

年度	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
GDP%	8.5%	8.7%	6.7%	1%	9%	9%	2%	3%	0%

信用評等機構在南美洲首先於 1990 年間於智利開始發展，隨後阿根廷亦於 1992 年間發展信用評等事業，之後南美洲其他國家亦陸續開始引進信用評等機構之服務。近年來由於墨西哥及巴西之經濟發展快速，信用評等機構亦逐漸於該 2 國家扮演重要角色。目前阿根廷之信用評等機構包括惠譽、標準普爾、穆迪等三大信用評等機構，以及一家當地信用評等機構 EVALUADORA。

阿根廷 CNV(Comisión Nacional de Valores)係信用評等機構之主要監管單位，目前對於信用評等事業之監管，已具備嚴謹之法規及註冊要求，並且包括強制執行之權力。

監管機關需要檢視存在於信用評等機構中之利益衝突情形，降低利益衝突之方式包括，進行輪調制度，支持新信用評等機構，要求取具第二個信用評等，要求信評機構應具有一定之獨立性，採用抽籤機制以決定評等之分析師，考量對於信評機構之可責性等方式，以達到保護投資人之目的。

信用評等係分析師依據信用評等方法論，並運用其知識及經驗對於固定收益證券品質及其投資組合價值所進行之分析結果，需注意的是，其所出具之意見，有可能會發生錯誤。

信用評等有多種不同之表達方式及面向，例如：

1. 年度評等(Through the Cycle)係於初次評等之後，持續進行監視以及定期檢視，視信用風險狀態之變更進行評等更新。而即時評等(Point in Time)僅限於評等時之信用風險狀態，並不

進行後續檢視。

2. 發行人評等(Issuer rating)係反映發行公司本身產生違約的可能性，債務評等(Debt rating)係指受評債務的違約風險。

信評機構應增進資訊透明度，並協助降低市場上資訊不對稱的情況，信用評等應為獨立之分析意見，故需避免利益衝突，並遵循法規之監管。信用評等可能因為總體經濟環境的改變，未預期的事件，時間點的不同，法規要求及方法論的改變而有所變動。

許多對於信用評等的迷思包括：

- AAA 評等的公司信用品質一定是最好的：信用評等係依據方法論分析所得出之結果，其可能因為不確定的未來事件等因素而有不同的結果。
- 信用評等係對於管理品質的意見：信用評等係綜合考量財務業務等面象後，對於違約可能性之意見。
- 大型發行人比中小型發行人的風險較佳：發行人的規模大小與信用風險狀態並無絕對之關聯性，其仍應綜合考量財務業務等各面象後，方能評估其風險狀態。
- 不會產生錯誤：信用評等係依據方法論所得出之分析意見，有可能因為資料品質或分析過程中發生錯誤。
- 類似投資研究報告：信用評等報告係對受評標的之信用狀態之進行評估，並非對於有價證券投資決策之建議。

此外，不同的評等模型有不同的目的，各有其特點，其所發展出的信用評等不一定能相互比較。

伍、心得與建議

- 一、IOSCO 目前對於信用評等信評機構行為準則規範內容進行大幅度修訂之工作，業於於 2014 年 2 月份公告諮詢文件以徵詢公眾意見，並收到來自信用評等機構、投資公司及個人等各界眾多意見，C6 委員會業於本次會議中，初步就回復意見進行討論，並與業者進行圓桌會議，以達到充分溝通之目的。惟因修訂條文及回復意見眾多，未及於本次會議討論完畢，爰擬於 2014 年 7 月份會議續予討論，並再度舉行圓桌會議，以進行最後決議，嗣後擬於送交 IOSCO Board 核可後，預計於 2014 年底前公布施行，作為信評機構自我管理之國際標準。為因應國際監理趨勢，於該信評機構行為準則公布施行後，可考量國內信用評等事業之發展狀況及實際需要，視情況適時適當調整我國信用評等事業之相關規範。
- 二、藉由本次會議，本會亦與其他主管機關保持積極互動，其中關於本會向 ESMA 申請認可我國信用評等機構所發布之信用評等乙節，前經本會與 ESMA 溝通本會申請認可之準備，業於 2014 年 3 月向 ESMA 提出評估表內容及相關資料以供審查，目前仍在審查中，本案擬持續與 ESMA 官員保持聯繫並瞭解審查進度，以利後續申請作業。