

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）

2013 年第 3 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：吳副組長友梅
王研究員曉芬

派赴國家：以色列

出國期間：102 年 11 月 18 日至 102 年 11 月 24 日

報告日期：103 年 2 月 20 日

目 錄

| | |
|---------------------|----|
| 壹、前言..... | 2 |
| 貳、國際監理動態..... | 2 |
| 參、信用評等機構行為準則修訂..... | 7 |
| 肆、以色列信用評等機構簡介..... | 18 |
| 伍、心得與建議..... | 23 |
| 附件 會議資料..... | 25 |

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於 2013 年 11 月 20 日至 21 日假以色列耶路撒冷舉行 2013 年第 3 次會議，本次會議計有阿根廷、智利、中國大陸、德國、香港、以色列、日本、韓國、墨西哥、加拿大、波蘭、西班牙、荷蘭、土耳其、英國、美國及我國等 17 個會員參加，另 ESMA (European Securities and Markets Authority) 及 EU 以觀察員身分參加，本會係由證券期貨局吳副組長友梅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行為準則 (Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies) 進行修訂之最後定版討論，並擬於 IOSCO Board 核可後，進行公眾意見徵詢，預計於 2014 年公布適用。

貳、國際監理動態

與會人員分享對信用評等機構之監理動態：

一、美國：

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 NRSRO 之檢查結果出具年度報告。SEC 業已完成其對 10 家 NRSRO 之檢查，包括與墨西哥及日本之監理機關合作，對其所註冊之 NRSROs (HR Ratings de Mexico 及 Japan Credit Rating Agency) 進行跨境檢查。前揭二份報告將於 2013 年底公布。

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，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，歐洲 ESMA 為惠譽聯繫會議之主席。有關信用評等機構監理官聯繫會議成立之目的及運作方式，簡述如次：

- (一)IOSCO 於 2013 年 7 月 30 日公告「信用評等機構監理官聯繫會議」之最終報告。該份報告指出，信用評等機構監理官聯繫會議之目的係由各國監理機構通力合作，俾促進資訊分享、諮詢及合作，以強化對信用評等機構之風險評估。各國監理機關得於聯繫會議中分享對於信用評等機構檢查結果等資訊，包括對於信用評等機構遵守各國法規及 IOSCO CRA Code 之情形、以及建置及執行評等方法、內部控制、處理利益衝突及重大非公開資訊程序等事項。
- (二)國際活躍的大型信用評等機構在全球各國有數家子公司及代表辦事處，一般而言，該等大型信用評等機構具有其一貫的策略、程序、內部控制以及評等方法論，而且其發表的信用評等代表著信評機構整體的意見而具有全球性，甚至其所出

具之報告係由數個區域或國家內的信用評等機構藉由資訊分享、共用統計平台所做成，因此國際活躍的大型信用評等機構擁有廣泛的影響力，因而成為信用評等機構監理官聯繫會議主要監理之對象。

- (三)各國主管機關應以為監理官聯繫會議欲監理之信用評等機構，於該國是否設有重要之分支機構，以及該國主管機關對於該評等機構應具有監理權限等條件，作為是否參加信用評等機構監理官聯繫會議之條件。信用評等機構監理官聯繫會議主席由信用評等機構主管機關指派，或由信用評等機構主管機關委任其他會員國監理官擔任。

二、 加拿大：

國際貨幣基金(International Monetary Fund, IMF)於 2013 年對加拿大進行金融部門評估之計畫(Financial Sector Assessment Program)，其中該項計畫亦對 IOSCO 第 22 項原則中有關對於信評機構之監理¹，加拿大監理人員已向 IMF 提出自我評量，並與 IMF 進行會議討論，該項計畫報告預計於 2014 年初公布。其初步報告指出，IMF 認為監理機關應已有足夠時間施行 IOSCO 之監理原則，並對於其評估更趨嚴謹，而加拿大對於信評機構有相關之認可流程，以使其評等可於監理目的所使用，而該等規定，亦與 IOSCO 信評機構行為準則相符；整體而言，加拿大之信評機構監理尚稱健全；然而，在 IMF 進行評估時，加拿大尚未對信評機構進行實地檢查，爰 IFM 建議其監理機關應分析對信評機構進行實地檢查之可行性，IMF 瞭解加拿大監理機構已承諾相當之資源以計畫進

¹ 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."

行信評機構實地檢查，故整體之評估意見表示，加拿大監理機關已大致上實施 IOSCO 信評機構監理原則之規範要求。

2013 年為加拿大首次進行信評機構檢查，並已向信評機構要求提供相關書面資料，刻正進行檢視中，之後將對信評機構進行實地檢查，並與信評機構人員進行訪談。

加拿大亦參加了於紐約舉辦之監理官聯繫會議，包括美國 SEC 為主席之穆迪及標準普爾監理官聯繫會議，以及 ESMA 為主席之惠譽監理官聯繫會議。

加拿大財政部於 2013 年 7 月檢送有關降低信用評等依賴之報告予金融穩定委會(Financial Stability Board, FSB)，內容說明加拿大法規對於信評機構參照之情形，嗣後 FSB 要求加拿大應進一步更新對於降低信用評等依賴之進度，加拿大並於 2013 年 11 月再提供相關資訊並表示，加拿大仍於金融相關法規之參照信用評等，惟其係為適當之政策目的而使用，加拿大證券監理機關將持續瞭解國際間監理機關對於降低信用評等依賴所採取之措施，並研究是否可參考以適用於加拿大之監理規範；此外，並將持續觀察國際間對於信用評等替代方式之發展情形，惟所發展之替代方式應能達到國際間之一致性；綜上，加拿大將持續研究降低信評依賴之可行方式。

為促進加拿大資本市場之效率及公平性，加拿大證券主管機關刻正進行對於短期債券免附公開說明書之提案，並表示該提案中所採用信用評等之方式，係為提供適當之投資人保護及市場效率。

由於加拿大之信評機構監理相關規定係引用 IOSCO 信評機構行為準則，爰刻正評估當 IOSCO 信評機構行為準則預計於 2014 年公布後，相關規定之修訂方式。

- 三、 ESMA:擬於 2014 年第 1 季公告監管規範(Regulatory Technical Standards 下稱 RTS) 草案以詢求公眾意見，並於 2014 年 6 月完成最終報告，RTS 主要係對結構型商品的揭露要求、歐洲評等平台及定期揭露信用評等機構之收費等三項機制進行細部規範。另將於近期公布對於主權評等之檢查報告。
- 四、 EC (European Commission): 金融商品之資訊充分揭露對於降低信用評等依賴十分重要，另刻正就促進小型信評機構及信評市場之競爭性進行研究。
- 五、 以色列: 目前國內有二家信評機構 (分別為穆迪持有 51%之 Midroog 及標準普爾持有 100%之 S&P Maalot)，另信用評等法規草案刻正於以色列議會審議中。
- 六、 波蘭: 穆迪分公司於 2013 年 9 月開始營運，目前仍於草創期；目前波蘭共有惠譽及穆迪等二家信評機構。
- 七、 墨西哥: 預計於 2013 年 12 月完成信評機構之年度檢查，並於 2014 年 3 月完成檢查報告；墨西哥有參與 FSB 對於降低信用評等依賴之調查，另亦參與於紐約舉行之監理官聯繫會議。
- 八、 中國: 刻正對信評機構進行例行性之實地檢查。
- 九、 韓國: 國內信評事業有相互參考及評等兜攬 (Rating Shopping) 之情形，爰考量本次 IOSCO 信評機構行為準則之修訂內容，可作為韓國進一步修訂信評機構相關規定之參考。
- 十、 日本: 證券交易監督委員會 (Securities and Exchange Surveillance Commission) 於 2013 年 2 月信評機構檢查發現，某信用評等機構誤植信用評等，以致其公告資訊與其決議之評等不同，惟當時日本相關之法規並未對信用評等機構揭露資訊之正確性進行規範，SESC 爰提出政策建議，由法規直接規定信用評等機構有義務確保其所揭露信用評等之正確性，相關法規業已修訂完

成，並於 2013 年 9 月 2 日施行。

十一、 我國：

為減少對於信用評等機構之依賴，金管會業已就目前法規引用信用評等之情形進行檢視，並已刪除發行債券強制取具信用評等之相關規範。另金管會於 2013 年 6 月份對信用評等機構進行訪查，以瞭解我國信評機構之運作情形，俾利後續監理。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，金管會將與 ESMA 保持良好溝通，並持續進行後續評估作業。

參、信用評等機構行為準則修訂

本行為準則之修訂前經對各會員國及信評業者之意見調查，嗣後依據 2008 年 IOSCO 信用評等機構行為準則 (Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies) 擬具修正文字，洽會員國表示意見後再逐條討論，謹就其主要內容摘述如下：

一、 背景說明

IOSCO 為促進信評機構獨立，以及進行健全之評等分析，遂於 2003 年公布信用評等機構管理原則 (IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies)，敘明信評機構監理之四項主要的目標：

- (一) 健全之評等流程及品質：信評機構應致力於降低市場參與者間之資訊不對稱之情形。
- (二) 獨立性及避免利益衝突：信用評等應獨立於政治或經濟之壓力，並避免信評機構股東結構、財務業務活動或信評機構員工之財務利益所產生之利益衝突。
- (三) 評等揭露之透明度與及時性：信評機構應致力於評等活動揭露，以提升透明度。

(四) 機密資訊：信評機構應維護所有非公開資訊之機密性，並依據機密協議或相關之共識，確保資訊保有其機密性。

IOSCO 發布了信評機構管理原則後，為提供信評機構健全實務之指引及架構，以確保評等流程之健全，並公平對待投資人及發行人，以及確保發行人所提供之機密資訊之安全，爰於 2004 年首次公布信評機構行為準則，以期達成投資人保護，證券市場之公平、效率及透明，以及減少系統性風險的目標。信評機構行為準則適用於所有之信評機構，不論其規模、營業模式及所處市場，並提供信評機構對於避免利益衝突、確保評等方法論之一致性、提供投資人充足資訊以判斷評等之品質、確保評等流程之健全等重要管理事項之指引。

2008 年金融風暴後，IOSCO 對於信評機構於結構型商品市場中之角色進行探討，並對於報告中對於信評機構之建議，進行信評機構行為準則之修訂。2008 年修訂之信評機構行為準則中，加入考量信評機構所使用之資訊品質，信評機構對於已發布之評等之檢視及調降評等過慢，以及信評機構建議發行人設計結構型商品所產生之利益衝突等批評。除此之外，並新增揭露下項項目之相關規定，包括：

- (一) 佔信評機構年營收 10% 以上之單一發行人、創始機構、安排機構、訂購客戶、其他客戶及其關係企業；
- (二) 結構型商品發行人是否已告知信評機構，其已公開揭露所有受評標的之相關資訊，以利投資人及其他信評機構可獨立進行分析；
- (三) 信用評等意見之特性及限制，以及信評機構對於發行人或創始機構所提供關於受評標的資訊之驗證情形；
- (四) 信評機構對於結構型商品評等假設改變時之敏感性分析情形；
- (五) 評等方法論；
- (六) 信評機構應於網站首頁揭露其內部行為準則。

IOSCO 信用評等機構行為準則於 2004 年首次發布以及 2008 年修訂後，各會員國業已進行信評機構之註冊及監管制度，並進行監管，為符合各國對於信評機構之監理發展，IOSCO 爰再次進行信用評等機構行為準則之修訂。

二、 修訂方向

IOSCO 建議修訂信評機構行為準則，並考量目前信評機構已受各國/區域主管機關之監管，以修訂行為準則可與信評機構之註冊及監管並行，並持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，預計達成下列目標：

- (一) 對於確保信評流程健全、管理利益衝突、增進透明度、維護非公開資訊等目標，強化前揭事項之規定；
- (二) 增加關於公司治理、教育訓練、風險管理之措施；
- (三) 增加重要用詞之定義，修訂目前之定義，更新術語，並重新整理規定，以作有系統之整合，並刪除無關之內容。例如對信用評等行為 (Credit Rating Action) 加以定義為，決定初始評等，對於信用評等之升等或降等 (包含調降至違約等級)，對於信用評等之確認或撤銷。

三、 修訂內容

有關本次修訂之內容概要，分述如次：

(一) 確保評等流程之品質及健全

1. 評等流程之品質

信評機構發布之評等應基於對於資訊之縝密分析，以及健全之信用評等方法論，且應充分反映相關之資訊。信評機構應採行合理之措施以確保所採用之資訊具備足夠之品質，以維護信用評等所使用資訊之品質。

分析師應一致性地使用信評機構所建立之信用評等方法論，進行評等行為時應確保流程之一致性並避免偏見。信評機構應定義並一致性地使用其信用評等符號，並以信評機構名義發布信用評等，以使投資人充分瞭解及妥適運用其所發布之信用評等。

信評機構應指派有適當專業知識及經驗之分析師進行信用評等行為，並應維護及保存充分之評等相關資料及紀錄，以利俟後有需要時，可重建完整之評等過程，以瞭解信評機構評等流程是否健全。有關資料之保存期間，於本行為準則中僅說明應於「必要之期間內」保留，而非訂定一明確之期間長度，係為符合本行為準則係為原則性之規範，若各國主管機關有認定之適當期間，可於其法規中自行訂定相關規範。

信評機構應具備足夠之資源以進行高品質之信用評估，並避免發布可能造成誤導之信用分析及報告；此外，信評機構應評估其是否可確實評估新的或不同種類債務或債務人之信用狀況，而不應僅限於評估結構型商品之評等能力。信評機構之方法論係評等分析之基礎，應因應客觀環境之變化或評等技術之精進，進行必要之修訂，以確保其適當性，至少應由其資深經理人定期檢視其信用評等方法論。

對於已發布之評等，信評機構應定期進行續後評等，並對於可能造成評等變動之事件，不定期檢視其評等，且應於合理的時間內檢視信用評等方法論、模型或關鍵評等假設變動之對於評等之影間，若評等因前揭檢視而有變動時，應及時進行更新及公告。

若初始評等及續後評等之分析團隊不同，其應確保各團

隊皆具備必要的專業知識及資源以執行其分析工作，且信評機構對於發布信用評等及報告，以及撤銷信用評等信用評等行為，應有相關程序。

2. 健全的評等流程

信評機構及其員工應遵行法令規範，對於發行人、投資人、其他市場參與者及公眾應公開及誠實的對待。分析師之誠信應維持最高標準，信評機構不應雇用誠信有疑慮之員工。信評機構員工應陳報違反法規、道德或 IOSCO 信評機構行為準則之行為，並為適當處理。

信評機構不應對信用評等結果進行保證，惟其並不排除信評機構在不損及健全評等流程的情況下，對結構型商品進行評估，惟不應對於結構型商品之設計提供建議。信評機構及其員工不應承諾信用評等，或要脅評等客戶付費及進行其他業務。

信評機構應建立遵法單位，並指派之資深人員負責 IOSCO 信用評等行為準則及相關法規之遵循，該負責人員之權責及薪酬應獨立於信用評等作業流程。

(二) 信用評等機構之獨立性及利益衝突管理

1. 一般性規定

信評機構不可因其政治、經濟或其他潛在的影響而延遲其信用評等行為。信評機構及其員工運用其專業判斷維持其獨立及客觀性，其信用評等應依據信用評估相關之事實所決定。為確保評等行為不受到業務關係所影響，信用評等業務應與其他業務有明確的區隔。

2. 信用評等機構之政策、程序、控制及揭露

信用評等機構應採用適當之流程及機制以管理利益衝突之情形，包括：

- 採用付費模式以進行信用評等時；
- 信評機構之信用評等行為可能影響客戶之財務利益時；
- 對於受評客戶提供除了信用評等以外之其他付費服務
- 在尚未與受評客戶正式簽約前，為眾多提供初步評估的信評機構之一；
- 信用評等機構與受評客戶之間，有直接或間接之股東關係。

信用評等機構應及時公開揭露利益衝突的情形，若利益衝突之情形與某一受評客戶有關，應於相關信用評等報告中揭露利益衝突之情形，又信用評等機構應公開揭露其來自受評客戶營收之相關資訊，以作為評等使用者之參考。

信用評等機構及其員工不應進行任何與信用評等行為有利益衝突之證券或衍生性商品交易。另信用評等機構應鼓勵結構型商品發行人公開揭露與結構型商品相關之資訊。

此外，當受評者對信用評等機構有監督職能時(如主權國家)，負責與其受評者之官方(如主管機關)互動之信評機構員工，應與參與信用評等行為或修訂信用評等方法論之員工分開，以避免產生利益衝突以及評等意見受到影響的情形。

3. 信用評等機構員工之獨立性

信評機構員工之權責以及薪資結構，因可有效消除或減少利益衝突，由此，參與評等流程之員工應避免參與費用之討論。

信用評等機構之員工，於其本身、該員工之近親、或受該員工管理之單位（如信託）有下列情事時，不應參與或影響信用評等行為：

- 持有或交易受評客戶所發行或有利益相關之金融商品；
- 近期與受評客戶之關係人有可能產生利益衝突之聘雇、工作、業務或其他關係。

為避免利益衝突，信用評等機構分析師不應持有或交易由其所負有主要評等責任之客戶所發行之金融工具，且其員工不應接受或要求饋贈。若信用評等機構員工之個人關係有利益衝突之虞時，應向法遵主管（或其他適當之主管）呈報。對於員工於離職後，任職於曾被其評等之公司，或有重大交易之金融機構，信用評等機構應檢視該員工先前之評等流程內容，以確認其評等行為係依據相關規定及方法論辦理。

（三）信用評等機構對於投資大眾、受評單位、債務人、創始機構及安排機構之責任

1. 信用評等揭露之透明度與及時性

信用評等機構應以淺白之文字協助投資人及信評使用者瞭解信用評等之本質及限制，以及進行投資或其他財務決策時運用信用評等之風險；此外，各國或區域性主管機關業已進行信評機構之註冊制度及監理實務，以確保信評

機構之健全營運，惟信用評等機構不應聲明或暗示主管機關已認可其信評，或該信用評等機構已註冊，來作為其信評品質之宣傳或保證。

信評機構應充分揭露其方法論及假設等資訊，以使評等使用者瞭解信評機構如何決定其信用評等；若方法論有重要修訂時，應於其施行前進行揭露。此外，信用評等機構應公開揭露有關發布評等、報告，撤銷評等，以及關於主動評等 (unsolicited credit ratings) 之政策及程序。其他應揭露事項尚包括，各級評等以及對於違約之定義，以及歷史評等遷移 (historical transition) 及違約率，並應區別結構型商品之評等 (例如藉由不同的符號標示等方式)。

信用評等機構應於發布或修正評等前，告知受評客戶關於該評等決定之重要資訊及主要考量，並提供受評客戶澄清事實或誤解的機會，並及時及一致性地公布其評等決定。

信用評等機構於宣布信用評等作業時，應指出該評等前次更新或檢視的時間，所採用之主要方法論，以及該方法論之說明。另於發布或修改評等時，信用評等機構應於其公告或報告中解釋該評等之關鍵假設及資料，包括財務報表之調整等。此外，信用評等機構應揭露受評客戶、債務人、承銷機構或安排機構是否參與信用評等作業，若該評等非由前揭單位所要求，其評等應有適當之區別。信用評等機構應明確指出各信用評等之屬性及其限制，例如評等相關之歷史資料有限等，並說明其信用評等因此受限之情形。

對於結構型商品之評等，信用評等機構應公開揭露有關其損失、現金流量分析及假設之敏感性分析等資訊，以利投資人及其他信評使用者瞭解該信用評等之評估基礎。

當信用評等機構停止對標的進行評等時，信用評等機構應儘快揭露其不再進行評等之事實及原因，並說明該評等最近一次更新或檢視之時間。

2. 機密資訊

信用評等機構對於機密資訊之處理，應遵守下列事項：

- 信用評等機構及其員工應禁止非因信用評等作業之目的，而使用或揭露機密及重要非公開資訊；
- 信用評等機構及其員工應採取合理之步驟以保護機密及重要非公開資訊，並避免詐騙、失竊、誤用、或非故意之揭露；
- 除非是因應法規要求，信用評等機構及其員工應禁止使用或揭露違反合約或共識之機密資訊；
- 除了對受評機構及相關單位，或者是法規要求，信用評等機構及其員工禁止選擇性揭露遲延之信用評等作業。

信用評等機構應具備相關政策以避免違反法規對於機密資料處理之要求，並應禁止其知悉金融商品機密資訊或重大非公開資訊之員工，進行該金融商品之交易，或使用該資訊以告知或有利於他人交易該金融商品。

(四) 公司治理、風險管理及員工訓練

信用評等機構董事會(或相關組織)應確保信用評等機構遵行 IOSCO 信用評等機構行為準則，並負最終責任。

信用評等機構應具備風險管理職能，並有一個或以上有適當經驗之資深經理人或員工，負責辨視、評估、監控、

及報告其營業風險，包括但不限於法律風險、信譽風險、作業風險及策略風險。並視信用評等機構之規模及可行性，該職能應獨立於內部稽核部門，並定期向董事會及資深管理階層報告，以協助其評估風險管理政策、程序及控制之適當性

信用評等機構應要求員工，在合理的期間內，持續接受正式的教育訓練，並確認員工已完成必要之教育訓練。教育訓練之內容應與員工之職責相關，並包含信用評等機構行為準則、方法論、相關法令規定、利益衝突之管理、證券交易之管理、機密及重大非公開資訊之處理等議題。

(五) 揭露及與市場參與者溝通

為了增進信用評等機構之透明度，信用評等機構之各項揭露應完整、公正、精確、及時並容易理解。

信用評等機構應公開揭露其行為準則，並說明其行為準則符合 IOSCO 信用評等機構管理原則及行為準則；一旦行為準則進行修訂，信用評等機構應儘速公告並說明其執行情形。

信用評等機構建立與公眾溝通之功能，有關公眾詢問、關切或抱怨之議題，並明確說明應向管理階層（資深經理階層、董事會）陳報處理之情形

信用評等機構應於公司網站公告下列事項：

- 信用評等機構之行為準則
- 信用評等方法論之說明
- 信用評等機構評等績效之歷史資料
- IOSCO 信用評等機構行為準則規定應公告之事項

(六) 管理政策、程序及控制之文件化

IOSCO 行為準則要求信用評等機構應具備並執行下列事項之政策、程序及控制，並予以維護及文件化，以達到相關事項之管理目的：

- 確保其所發布之信用評等及分析報告係基於所有資訊之完整分析；
- 確保其員工對於信用評等機構內部紀錄之維護、保留、及處理合乎內部規定以及相關法規；
- 避免發布造成誤解之信用評等、分析或報告；
- 確保信用評等機構及其員工遵循法令規定；
- 使利益衝突之可能性降到最低；
- 對可能影響信用評等方法論、信用評等行為、分析或判斷之利益衝突，應進行辨視並消除，或者是管理並揭露；
- 對於員工於離職後任職於曾被其評等之公司或有重大交易之金融機構，信用評等機構應檢視該員工先前之評等流程內容；
- 保護機密及重要非公開資訊；
- 禁止知悉金融商品機密資訊或重要非公開資訊之員工，進行該金融商品之交易，或使用該資訊以告知或有利於他人交易該金融商品；
- 要求員工接受正式持續的教育訓練，且其教育訓練應於合理地定期舉行。教育訓練之內容應與員工之職責相關，並包含信用評等機構行為準則、方法論、相關法令規定、利益衝突之管理、證券交易之管理、機密及重大非公開資訊之處理等議題。信用評等機構亦應

確認員工已完成必要之教育訓練；

- 有關公眾之詢問、關切或抱怨，進行適當處理並向管理階層陳報。

肆、以色列信用評等機構簡介

本次會議安排三場簡報，分別由以色列主管機構及信評業者，分享當地之債券市場及信用評等事業之發展狀況，相關簡報內容，摘述如次：

一、以色列之公司債市場

以色列之公司債市場自 2008 年金融風暴後逐年成長，至 2013 年 9 月發行餘額已逾 900 億美金，有關公司債之相關規範簡述如下：

- (一) 受託機構之職責包括，確保擔保品之有效性，監控發行人對其債務之法規遵循，通知重大之違反法規之情形，協商債務重整，並處理公司債贖回之要求。
- (二) 債券持有人行使立即贖回權利之強制條件包括，債務有顯著惡化或有顯著違約之疑慮，發行人債務償付有違約情事，或有未依規定送交財務報告，終止掛牌等情事。
- (三) 對於公司債要求揭露事項包括，行使立即贖回之條件，可能影響擔保品價值之事件，信用狀況的改變，以及預期的現金流量等。另外，當出現發行人出現股東權益呈現負數，營運資金不足及持續之淨現金流出，以及對於公司繼續經營之重大疑慮等警示狀況出現時，對於其所發行之混合證券應進行額外揭露事項包括，預期現金流量、股利發放情形、違約或重大事件之報告以及債務重整之情形。
- (四) 以色列之債務重整於 2009 年金融風暴之後達到高峰，共有 52 家公司，面額達 3,866 百萬美元，佔整體公司債及可轉債發行面額之 7.64%，隨後略為降低，2011 年及 2012

年比率分別為 2.71%及 4.06%。有關債務重整之相關規定略以：

1. 當債務條件有重大改變時(如寬減債務或延遲支付):由法院監督重整流程,並由法院指派專家進行協商,檢視重整之獲利率,評估相關條款,其重整之通過需有代表 75%以上之債務人同意。
2. 債務條件無重大改變時:無需法院涉入,需有三分之二債務人同意,或依信託契約有更嚴格之要求。

二、以色列之信用評等架構及特色及 Midroog 簡介

(一) 以色列之信用評等架構及特色

1. 以色列債券市場

於 2013 年 10 月,以色列之債券市場約計 970 億美元,其中,一般公司約計 750 億美元,金融機構約計 220 億美元。以色列債券市場於過去十年間快速成長,目前債券餘額約佔融資總額之 40%。其中機構發行人佔債券市場之 57%,而銀行及不動產業為最主要之債券發行產業,其中不動產業佔可交易之債券市場發行之 27%,而發行人數佔 41%,換而言之,不動產業為主要之公司債發行人。

以色列債券初級市場發行之量於 2007 年達到高峰,發行總額逾 700 億 NIS(Israeli New Shekel),2008 年因金融風暴而遽降至 200 億 NIS,隨著經濟情況逐漸穩定,近年來已回復至 400 億 NIS 之水準。

以色列公司債市場呈現高度集中之情形,2013 年前五大發行人占發行之量逾 20%,前十大發行人占近 40%,近 5 年來,前十大發行人甚有超過 50%之情形。大部分之公司債皆有進行評等,以發行之量來看,約僅 11%未取得信用評等,其評等之中位數為 A1,而就發行人而言,約有 42%未取得信用評等,而評等之中位數為 A3。

2. 以色列債券市場特色

以當地貨幣計價，大部分並與消費者物價指數(CPI)連結，以普通公司債為主，無商業本票及不動產抵押貸款證券(MBS)，且投機性評等之債券在以色列不具有市場性，僅有少量之結構型商品，只有少數(16%之發行人)取具雙評等。

(二) Midroog 簡介

1. 公司簡介

Midroog 於 2003 年開始在以色列之營運，為穆迪(Moody's Investors Services) 持股 51% 之子公司，其他的股東為機構投資人及以色列私人企業家，為防範利益衝突，Midroog 之評等委員會業已採取必要措施，以維護其獨立性。

目前有 25 名員工，目前僅有信用評等業務，並僅對以色列之發行債務進行評等。依據以色列評等公司規則(Rules for a Rating Company)，Midroog 為以色列財務部認可之信評公司；另外，以色列之評等公司監理法規(The Law for the Regulation of Rating Companies)刻正於以色列議會審議中。

2. Midroog 評等架構及流程

Midroog 有最高標準之獨立性：分析團隊與業務作業明確分割，具備獨立之信用評等主管及遵法主管，除評等外，無顧問或其他業務。

Midroog 之評等級別為對於以色列發行之債務進行信用狀況之同儕排序，排除國內之系統性風險，並假設以色列政府所發行之債務為無風險之評等最高等級，而該等國內評等不適用於進行全球性比較。

Midroog 所評等之債務產品包括公司債，銀行及保險業

所發行之優先順位債券、次順位債券及混合型債券，專案融資及公共建設融資，結構型商品(包括 CDO、ABS、WBS、ETF、CMBS) 等。

Midroog 評等流程係由評等分析師召開小組會議後，討論評等建議，並呈送評等委員會討論，若評等委員會同意則確認該評等，若有異議，則再由分析師小組會議再行討論後，再出評等建議提評等委員會討論。

Midroog 考量下列當地市場之特色，對於其當地評等進行調整：規模、產業架構（供應鏈、市場競爭情形、獲利狀況）、法律風險、財務風險（匯率、消費者物價指數）、融資風險（銀行系統、資本市場）及其他事項（如股東結構、公司治理等）。

Midroog 所出具之評等報告包括，初始評等及定期續後評等，發行人評論及產業分析報告，方法論以及評等績效報告（分析評等遷移及違約率）。

Midroog 所評等之發行人尚屬分散，其中金融產業佔 14%、公司佔 29%、不動產佔 25%、專案融資佔 20%、結構型商品佔 14%。其中金融機構評等結果中位數為 Aa3、不動產評等結果中位數為 A3、一般公司評等結果中位數為 A2。

3. 與穆迪之關係

Midroog 與穆迪共用行為準則、評等定義、評等方法論、教育訓練、研究及資料；但 Midroog 採用獨立之分析、獨立之評等流程及評等委員會，亦獨立設置評等主管及法遵主管，資訊部門及檔案管理亦與穆迪區隔。

三、以色列公司債市場及 S&P Maalot 業務發展

(一) 以色列之總體經濟及資本市場

以色列於 2010 年加入 OECD，其擁有全世界第二多的新創公司(僅次於美國)，並在除了北美洲之外，有最多 NASDAQ 掛牌的公司，近年來，以色列已成為新興市場快速竄升成員。

以色列 2012 年 GDP 為 2500 億美元，自 2009 年以來成長了 14.7%，且於 2013 年前半年成長了約 3.4%。人口約 8 百萬，每人 GDP 為 3 萬美元。

以色列公司債市值約為 2,300 億美元，過去 4 年每年債券發行量為 80~100 億美元，截至 2013 年 10 月，公司債發行量達到 78 億美元。公司債市場對於本地發行人進行國內評等，僅有少數具有國際評等。過去 4 年共有 140 件債務違約案，大多數為未進行評等之公司。以色列公司債市場主要投資人為大型機構，其中有部分使用內部信用風險評估，以取代外部信評。過去 3 年，私人貸款有增加的情形，也因此抑制了公司債之發行，而這種情形於 2013 年有持續增加的趨勢。有擔保公司債發行於 2013 年增加，2013 年之前，大部分之債券發行為優先無擔保公司債。

(二) S&P Maalot

S&P Maalot 為 McGraw-Hill Financial 百分之百持有之子公司，為 S&P 於以色列之辦公室。Maalot 前身於 22 年前由以色列證券局 (Israel Securities Authority)、財政部 (Ministry of Finance) 及特拉維夫交易所 (Tel Aviv Stock Exchange) 共同成立。俟後 S&P 取得 Maalot 之業務，並於 2008 年 1 月開始營運，目前有 31 位員工，其中 20 位為分析師，納入 S&P 全球評等分析資源。

(三) 分析團隊及評等流程

S&P Maalot 分析師分為四組，各組分別負責數個產業(如：金融機構、專案融資、不動產等...)，各組分別由本地資源分析師向歐洲之 S&P 分析主管報告。各信用評等指派給主辦分析師負責評等及續後評等，各信用評等亦有一位備用分析師。主辦

分析師必須通過 S&P 之認證測驗，包括一般性第一級，以及特定產業第二級，該認證制度係由 S&P 與 Stern School of Business, NYU 共同發展。其評等委員會包含產業專家分析師，其可能來自以色列或全球 S&P 團隊。

對於大部分以色列公司而言，財務風險（相較於業務風險）決定了發行人之評等；與國際間同儕相較，以色列公司有相對高的風險胃納，且其評等因此受到相當程度之影響。

（四） 以色列信用評等相關法規之發展

以色列信用評等法規草案於 2013 年 7 月 30 日於以色列議會一讀通過，並呈送以色列議會之經濟委員會進行討論，第 4 次的公聽會預計於 2013 年 11 月 26 日舉行，S&P Maalot 並參與其討論。該草案於 2013 年 8 月 8 日至 2013 年 9 月 29 日進行公眾意見徵詢。

伍、心得與建議

- 一、 為配合國際間信用評等事業之發展，以及各國主管機關近年來制定之監理機構，IOSCO 目前所進行之信用評等行為準則修訂工作，對於規範內容進行大幅度修訂，除了大幅強化原有對於信評流程、利益衝突、透明度及機密資訊之相關規定外，更新增對於公司治理、風險管理及教育訓練之機制。本次行為準則之修訂將於 2014 年第 1 季徵詢公眾意見，並擬於 2014 年 4 月份及 7 月所舉行之 C6 例行會議中，就公眾意見進行討論，並確定最終修訂版本，並預計於 2014 年公布施行，以作為信評機構自我管理之國際標準。因應國際監理趨勢，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、 國內二家信用評等機構於信評市場呈現寡佔的情形，其信用評

等意見及報告，多為市場投資人、金融機構及法規所運用於其投資、交易及法令規範中，影響層面廣泛，信評機構之健全營運實與金融市場穩定息息相關。考量國際間日益重視對於信用評等機構之監理，本會業於 102 年間辦理國內信評事業訪查，除增進對國內信用評等機構業務及評等作業之了解外，並為相關法令規範修訂之參考，並與信評機構進行雙向溝通，瞭解信評業者目前所遇問題及所提建議，又近期來國際間逐步對信評機構進行檢查，各國主管機關所發現之信評機構缺失及可改善項目亦可作為我國監理之參考。

- 三、 本次會議對於 IOSCO 信評機構行為準則之討論，經過各與會之主管機關依其所監理之經驗，提出修訂之建議，並予以融合以求達成國際一致性之自律規範，對於其內容除了進行逐條檢討之外，更新增公司治理、風險管理及員工訓練等機制，以求更全面性地確保信評機構之健全營運。本會代表除積極參與討論之外，並提出有關信評機構風險管理之機制，以及對於信評機構應公告揭露內容等建議，並獲採納。本會將持續積極參與該委員會之各項工作任務，並促進本會對國際監理規範建立之貢獻。
- 四、 藉由本次會議，本會亦與其他主管機關進行密切之互動，其中向 ESMA 信評機構監理官表達我國持續進行向 ESMA 申請認可我國信用評等機構所發布之信用評等之準備，ESMA 表示將提供適當協助，並保持良好溝通及互動。以色列代表向本會表示，該國證券主管機關 (Israel Securities Authority) 於 102 年 11 月指導委員會 (Steering Committee) 之選舉中投票支持本會，本會代表除對其表示感謝以國支持外，亦期盼未來兩國監理機關有更緊密之合作機會。