

国际证券法律与实务系列专著

总主编 / 李国安

A RESEARCH OF THE REGULATION
ON CONFLICTS OF INTEREST
RELATING TO CREDIT RATINGS
The Study and Reference
Focusing on America



信用评级利益冲突規制研究

——以美国为中心的研究与借鉴

方添智 / 著



中国商务出版社
CHINA COMMERCE AND TRADE PRESS

124
4

九江学院图书馆



1539681

1595428

国际证券法律与实务系列专著

总主编 李国安

信用评级利益冲突規制研究

——以美国为中心的研究与借鉴

**A Research of the Regulation of Conflicts of Interest
Relating to Credit Ratings**

——The Study and Reference Focusing on America

方添智 著



中国商务出版社

0110021

图书在版编目(CIP)数据

信用评级利益冲突规制研究:以美国为中心的研究
与借鉴 / 方添智著. —北京:中国商务出版社, 2012. 7

(国际证券法律与实务系列专著)

ISBN 978-7-5103-0748-5

I. ①信… II. ①方… III. ①信用评级—研究—美国
IV. ①F837. 124

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 161798 号

国际证券法律与实务系列专著

总主编 李国安

信用评级利益冲突规制研究

——以美国为中心的研究与借鉴

A Research of the Regulation of Conflicts of Interest Relating to Credit Ratings

——The Study and Reference Focusing on America

方添智 著

出 版:中国商务出版社

发 行:北京中商图出版物发行有限责任公司

社 址:北京市东城区安定门外大街东后巷 28 号

邮 编:100710

电 话:010—64245686(编辑二室)

010—64266119(发行部)

010—64263201(零售、邮购)

网 址:www. cctpress. com

邮 箱:cctp@ cctpress. com

照 排:北京开和文化传播中心

印 刷:北京密兴印刷有限公司

开 本:787 毫米×980 毫米 1/16

印 张:12.25 字 数:215 千字

版 次:2012 年 7 月第 1 版 2012 年 7 月第 1 次印刷

书 号:ISBN 978-7-5103-0748-5

定 价:35.00 元

版权专有 侵权必究

盗版侵权举报电话:(010)64515142

国际证券法律与实务

系列专著编委会

主 任 李国安（厦门大学法学教授、博士生导师）

委 员（以姓氏笔画为序）

万 勇（深圳证券交易所中小板公司管理部副总监）

马建鸿（爱建证券有限责任公司投资银行总部董事、总经理、保荐代表人）

叶兰昌（北京市中银律师事务所合伙人、深圳证券交易所上市委员会委员、深圳仲裁委员会仲裁员）

邱永红（深圳证券交易所法律部副总监）

严 颖（湘财证券有限责任公司副总裁）

陈国尧（北京市中银律师事务所合伙人）

杜惟毅（中国金融期货交易所法律部副总监）

李鹏程（平安财智投资管理公司常务副总经理）

罗元清（北京市中银（深圳）律师事务所合伙人、深圳仲裁委员会仲裁员）

贺存勛（北京市中银（深圳）律师事务所合伙人）

郭洪俊（上海证券交易所发行上市部总监）

蔡 奕（深圳证券交易所综合研究所所长助理）

黎友强（齐鲁证券有限公司投行部董事、总经理、保荐代表人、律师、注册会计师）

总 序

在经济全球化的历史潮流下,经济资源在全球范围内实现配置,产业结构在全球范围内进行调整,经济利益也在全球范围内重新分配。作为联结各种资本活动的平台,证券市场成为了资源配置、产业结构调整 and 利益分配的重要场所,其本身的运行也越来越呈现出国际化的特征,因此,当代证券市场已是一个全球化的大市场。瞬息万变的证券市场的稳健运行,需要一套共同遵守的、公平的法律规范加以维系。而崛起中的中国证券市场的健康发展,更需要在借鉴国外先进监管经验的同时,营造符合我国证券市场特色和发展需要的法律环境。

中国的改革开放取得了举世瞩目的成就,2010年中国的GDP总量更超过日本成为世界第二大经济体。然而,与中国的经济实力形成鲜明反差的是,中国在国际金融事务领域的话语权并没有得到应有的体现。现有国际金融体系的游戏规则集中体现着欧美发达国家的利益诉求。中国作为新兴的市场经济体,如何不断完善和创新金融体制,并积极参与制定全球性的金融交易和监管规则,谋求对国际金融事务的话语权,正在考验着我们的智慧。

2001年12月,中国正式加入WTO,证券市场开放的步伐明显加快。经过五年的过渡期,到2006年年底,中国已全部履行了在加入WTO时所作出的证券市场开放承诺。2008年,中国证监会发布《中国资本市场发展报告》,提出了中国资本市场发展的中长期战略目标:成为公正、透明、高效的市场,为中国经济资源的有效配置作出重要贡献;成为更加开放和具有国际竞争力的市场,在国际金融体系中发挥应有作用。其中,提高中国资本市场的国际竞争力成为两大中长期战略目标之一。2009年4月14日,国务院在金融危机肆虐、世

界经济陷入低谷的背景下,不失时机地发布了《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业、建立国际金融中心和国际航运中心的意见》,提出到2020年将上海建成与中国经济实力和人民币国际地位相适应的国际金融中心的目标。2012年1月30日,国家发展改革委正式印发的《“十二五”时期上海国际金融中心建设规划》,指出力争到2015年基本确立上海的全球性人民币产品创新、交易、定价和清算中心地位,同时提出“推进上海证券市场国际板建设,支持符合条件的境外企业发行人民币股票”的国际板建设规划。中国政府提出的建设国际金融中心的构想,被普遍认为是中国力争参与制定全球性金融交易和监管规则,获取国际金融事务的话语权的重要举措,具有深刻和远大的政策深意。

QFII、RQFII、QDII的成功运行,国际板的规划,证券期货经营机构与机构投资者参与国际市场,中国上市公司的海外并购,等等,必将进一步推进中国证券市场的国际化。而只有完善的配套法制,证券市场国际化才可能稳健前行。随着中国证券市场逐渐形成全方位开放的格局,传统的证券监管理念和监管手段已不能适应逐步国际化的中国证券市场的发展需要。借鉴国外先进的证券市场监管经验,开拓性地构建符合中国证券市场发展需要的法律制度,适时解决我国证券市场发展过程中出现的各种法律问题,已是摆在我国证券监管机关和证券法学界面前的共同课题。本系列专著正是基于维护中国证券市场稳步发展的使命感,立足于中国证券市场的建设实践,借鉴国外先进的立法与实践经验及最新的研究成果,深入研究和探讨国内外证券领域的重要法律与实务问题,为我国积极参与国际证券法律实践及完善我国证券市场立法和监管实践提供一得之见。

鸣谢:本系列专著的出版,得到北京市中银(深圳)律师事务所和叶兰昌律师的大力支持,特此致谢!

“国际证券法律与实务”系列专著编委会

2012年3月13日

内 容 摘 要

本书以信用评级过程中存在的利益冲突为研究对象,以美国为研究中心,从市场自律、司法规制和行政监管三个方面分析了信用评级利益冲突的规制方式和规制内容,并提出建立、健全我国信用评级利益冲突规制制度的建议。

第一章是基本理论部分,首先分析信用评级利益冲突的含义、冲突的内容和冲突的来源以及利益冲突所造成的不利影响,说明对信用评级利益冲突进行规制的重要意义,接着讨论了信用评级利益冲突的规制结构,说明信用评级利益冲突的规制方式主要有市场自律、司法规制和行政监管三种方式。

第二章讨论了信用评级利益冲突市场自律规制的内容。声誉机制是信用评级机构采取自我规制措施的约束力量,促使信用评级机构建立中国墙制度、评级操作规程和内部行为规范等自律措施,市场自律在信用评级业发展的初期发挥了重要作用,但是由于20世纪后期评级业垄断状态的形成、信用评级监管许可权力的膨胀和声誉机制本身缺陷等原因,市场自律机制显露出一局限性。

第三章讨论了信用评级利益冲突司法规制的内容。在美国,因利益冲突引发的不实评级诉讼有诽谤之诉、欺诈之诉和过失虚假陈述之诉,法院通过对信用评级机构责任的认定,对信用评级机构的行为产生导向作用,从而规制信用评级利益冲突。第一节分析诽谤行为的司法规制,由于美国诽谤法律宪法化的原因,信用评级机构未经聘请主动发布评级的行为受到宪法的保护,司法规制的作用有限;第二节分析欺诈行为的司法规制,通过对侵权法、证券法的反欺诈规定和相关判例的分析,阐明司法对信用评级机构欺诈行为的规制作用;第三节分析过失行为的司法规制。对于一般过失虚假陈述行为,法

院出于对司法管理政策和行业利益等因素的考量,认为信用评级机构只应在有限范围内承担第三人侵权责任,对于证券过失虚假陈述行为,只有信用评级机构同意将评级列入发行文件时才承担过失虚假陈述责任,因此司法裁判方式对信用评级机构过失行为发挥有限规制作用。就美国法律现状而言,信用评级利益冲突的司法规制主要是民事责任的内容,笔者也没有检索到信用评级机构承担刑事责任的判例,因此本文对于信用评级机构司法规制内容的探讨限于信用评级机构民事责任角度的分析。

第四章分析了信用评级利益冲突行政监管的内容。第一节是行政监管制度的概述部分,阐述了行政监管方式在信用评级利益冲突规制结构中的核心地位,行政监管的基本制度有内部控制监管、信息披露监管和禁止性规定等内容。第二节讨论了评级机构层面结构性利益冲突行政监管的具体措施。第三节讨论了评级机构层面业务性利益冲突行政监管的具体措施。第四节讨论了信用评级机构人员层面利益冲突行政监管的具体措施。针对利益冲突本身采取的监管措施存在局限性,因此第五节提出了信用评级质量监控制度,通过对评级质量的监控,对信用评级利益冲突产生规制作用。

第五章对完善我国信用评级利益冲突的规制制度提出建议。第一节分析了我国信用评级行业自律现状,提出促进自律机制发挥作用的建议;第二节对我国信用评级利益冲突司法规制的内容进行分析,并提出完善建议。第三节提出了我国建立、健全信用评级利益冲突行政监管制度的具体建议,包括确定行政监管主体、加强内部控制制度、强化信息披露制度、建立评级质量监控制度等内容。

关键词:信用评级;利益冲突;市场自律;司法规制;行政监管

Abstract

The dissertation discusses as a research object the conflicts of interest relating to credit ratings and centres upon a U. S. law perspective. The paper provides an analysis of various regulations, including the market discipline, the judicial regulation and the administrative regulation. Based on the above the paper sets out suggestions for establishment and perfection of regulation systems on the conflicts of interest regarding credit ratings in China.

In Chapter One the author presents an overview of the basic theories. This chapter first analyses the definition, contents and the sources of conflicts of interest relating to credit ratings, the possible adverse effects resulting from conflicts of interest and the important implications of regulation on the conflicts of interest. Then this chapter explores that various methods of regulation on conflicts of interest including the market discipline, the judicial regulation and the administrative regulation.

In Chapter Two the author discusses the market discipline on the conflicts of interest relating to credit ratings. The reputation mechanisms are the force of self-regulation of credit rating agencies. Under the reputation mechanisms, credit rating agencies adopt the greatwall, rating procedures and the internal code of conducts to control the conflict of interest. Reputation mechanisms played the important role in the early stage of the development of credit rating industry. In the late twentieth century, with the emergence of monopoly in credit rating industry, expansion of power of regulatory license and the deficiency in the reputation mechanisms, the limitation of the market discipline has already been exposed, and the regulation targeting the reputation mechanisms is ineffective.

In Chapter Three the author discusses the judicial regulation on the conflicts of interest relating to credit ratings. The conflicts give rise to inaccurate ratings, and the plaintiff would accuse credit rating agencies of libel, fraud or negligent representation. Subchapter One analyses the judicial regulation on libel and draws the con-

clusion that the credit rating agencies' issuance of negative unsolicited ratings were entitled to First Amendment protection and the libel litigation may not function as deterrence to dishonest unsolicited ratings. Subchapter Two analysis the judicial regulation on fraud and draws the conclusion that the judicial regulation may function as deterrence to fraud in ratings under the common law and securities law. Subchapter three analyses the judicial regulation on the negligent representation. Due to the consideration of interest of the industry and judicial administration, rating agencies owe the negligent liability to limited scope of public investor under the common law. Credit rating agencies will assume the negligent representation liability of inaccurate ratings under the securities law if they were willing to consent to inclusion of their ratings in registration statements or prospectuses. So the judicial regulation performs a limited function as deterrence to dishonest ratings under the common law and securities law. There has been no relevant criminal cases reported in U. S. up to now, therefore the paper focuses on the civil liability relating to credit rating agencies.

In Chapter Four the author discusses the administrative regulation on the conflict of interest relating to credit rating. Subchapter One analysis the basic system of the administrative regulation and explains that the administrative is at the core status in the structure of regulation on conflicts of interest and the paths of the administrative regulation include the regulation on internal control system, the regulation on information disclosure system and the prohibition of activities creating conflicts. Subchapter Two discusses the regulation targeting structural conflicts of interest at the rating agency level. Subchapter Three discusses the regulation targeting activity - based conflict of interest at the rating agency level. Subchapter Four discusses the regulations targeting conflicts of interest at the analyst level. Subchapter Five proposes the perfection measures of rating quality regulation after discussing the deficiency of the current administrative regulation.

In Chapter Five the author discusses the current regulation on conflicts of interest relating to credit ratings in China and its perfection. Subchapter One analysis the status quo of market discipline on conflicts of interest relating to credit ratings in China and proposes its perfection. Subchapter Two discusses the judicial regulation on the conflicts of interest in China and proposes its perfection. Subchapter Three puts forward the proposed rules to control the conflicts of interest including establishing internal control system, information disclosure system and rating quality regulation.

In addition, the paper proposes that the government shall designate a supervisory body and develop the competitive credit rating industry.

Key Words: Credit Ratings; Conflicts of Interest; Market Discipline; Judicial Regulation; Administrative Regulation

Abbreviations

缩略语	全 称
CDO	Collateralized Debt Obligation
COSO	Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission
Fitch	Fitch , Inc.
HHI	Herfindahl Hirschman Index
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
Moody's	Moody's Investors Service , Inc.
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization
RMBS	Residential Mortgage – backed Securities
SEC	U. S. Securities and Exchange Commission
S & P	Standard & Poor's Ratings Services

Table of Cases

1. Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co. , 651 F. Supp. 2d 155, (S. D. N. Y. 2009).
2. Am. Sav. Bank, FSB v. UBS PaineWebber, Inc. (In re Fitch, Inc.), 330 F.3d 104. (U. S. App. 2003).
3. Amann v. Clear Channel Communications, 165 Ohio App.3d 291. (Ohio 2006)
4. Cal. Pub. Empls. Ret. Sys. v. Moody's Corp. , 2009 U. S. Dist. LEXIS 110756. (United States District Court for the Northern District of California, 2009).
5. Compuware Corp. v. Moody's Investors Services, Inc. , 499 F.3d 520. (6th Cir. 2007).
6. County of Orange v. McGraw – Hill Cos. (In re County of Orange), 245 B. R. 138. (United States District Court for the Central District of California, 1997).
7. Credit Alliance v. Arthur Andersen & Co. , 483 N. E. 2d 110 (N. Y. 1985).
8. Curtis Pub. Co. v. Butts, 388 U. S. 130. (Supreme Court of the United States, 1967).
9. Cuyler v. Sullivan, 446 U. S. 335. (Supreme Court of the United States, 1980).
10. Fed. Home Loan Bank of Pittsburgh v. J. P. Morgan Secs. LLC. 2010 Pa. Dist. & Cnty. Dec. LEXIS 437, (Common Pleas Court of Allegheny County, Pennsylvania, Civil Division, 2010).
11. Gertz v. Robert Welch, 418 U. S. 323. (Supreme Court of the United States, 1974).
12. Glanzer v. Shepard, 233 N. Y. 236. (N. Y. 1922).
13. In re Enron Corp. Secs. , Derivative & ERISA Litig. , 511 F. Supp. 2d 742, 815 (S. D. Tex. 2005).

14. In re Lehman Bros. Sec. & ERISA Litig. , 684 F. Supp. 2d 485. (S. D. N. Y. 2010).

15. In re Merrill Lynch Auction Rate Secs. Litig. , 2011 U. S. Dist. LEXIS 14053. (S. D. N. Y. 2011).

16. In re Nat'l Century Fin. Enters. , 580 F. Supp. 2d 630. (S. D. Ohio 2008).

17. In re Scott Paper Co. Sec. Litig. , 145 F. R. D. 366. (United States District Court for the Eastern District of Pennsylvania, 1993).

18. In re Wells Fargo Mortgage - Backed Certificates Litigation, 712 F. Supp. 2d 958. (N. D. Cal. 2010).

19. Jefferson County School Dist. No. R - 1 v. Moody's Investors Services, 988 F. Supp. 1341 (D. Colo. 1997).

20. LaSalle Nat'l Bank v. Duff & Phelps Credit Rating Co. , 951 F. Supp. 1071. (S. D. N. Y. 1996).

21. New York Times Co. v. Sullivan, 376 U. S. 254. (Supreme Court of the United States, 1964).

22. Pan Am Corp. v. Delta Air Lines (In re Pan Am Corp.), 161 B. R. 577. (S. D. N. Y. 1993).

23. Rosenblum v. Adler, 461 A. 2d 138 (N. J. 1983).

24. Ultramares Corporation v. Touche & Co. , 174 N. E. 441. (N. Y. 1931).

25. Ultramares Corp. v. Touche, 255 N. Y. 170. (N. Y. 1931).

目 录

内容摘要	1
Abstract	1
Abbreviations	1
Table of Cases	1
导 言	1
一、研究背景	1
二、现有文献综述	4
三、预计的创新与不足	6
四、研究方法	6
第一章 信用评级利益冲突规制的理论基础	8
第一节 信用评级利益冲突的产生	8
一、信用评级利益冲突的含义	8
二、信用评级利益冲突的内容	12
三、信用评级利益冲突的来源	19
第二节 信用评级利益冲突的不利影响	24
一、利益冲突对信用评级机构中立性的影响	24
二、利益冲突对信用评级准确性的影响	25
三、利益冲突对私人治理机构行为的影响	27
第三节 信用评级利益冲突规制的结构	31
一、市场自律、私人诉讼和行政监管的共同规制:新比较经济学的视角	32
二、司法规制与行政监管的合理配置:不完备法律理论的视角	39
第二章 信用评级利益冲突的市场自律规制	46
第一节 信用评级利益冲突市场自律规制的基础	46

一、信用评级的经验品特征	46
二、声誉约束机制	47
第二节 信用评级机构控制利益冲突的自律措施	49
一、中国墙制度	49
二、评级操作规程	50
三、内部行为规范	51
第三节 信用评级利益冲突市场自律规制评析	55
一、市场自律对利益冲突的积极规制作用	55
二、市场自律对利益冲突规制的局限性	56
三、市场自律规制局限性的原因	58
第四节 市场自律局限性的解决措施及其有效性	63
一、减小对 NRSRO 的过度依赖	63
二、对评级行业新进入者实行政策扶持	64
三、完善 NRSRO 授予条件和认可程序	65
四、自律规制局限性解决措施的有效性分析	67
第三章 信用评级利益冲突的司法规制	69
第一节 诽谤行为的规制	69
一、信用评级机构媒体地位的考量因素	70
二、观点保护原则	73
三、切实恶意原则	73
四、诽谤行为司法规制的有效性分析	74
第二节 欺诈行为的规制	75
一、一般欺诈行为的规制	76
二、证券欺诈行为的规制	80
三、欺诈行为司法规制作用小结	82
第三节 过失虚假陈述行为的规制	83
一、一般过失虚假陈述行为的规制及其局限性	83
二、证券过失虚假陈述行为的规制及其有效性	92
第四章 信用评级利益冲突的行政监管	96
第一节 信用评级利益冲突行政监管制度概述	96
一、行政监管方式在信用评级利益冲突规制结构中的地位	96

二、信用评级利益冲突行政监管的基本制度	98
第二节 评级机构层面结构性利益冲突的行政监管	107
一、结构性利益冲突的特点	107
二、对大客户评级的限制	108
三、客户情况披露	109
四、业绩披露	111
五、评级过程披露	115
第三节 评级机构层面业务性利益冲突的行政监管	118
一、评级业务与营销业务的防火墙隔离	118
二、评级机构从事附属业务的限制	119
三、评级机构未经聘请主动评级行为的限制	124
四、评级机构与被评级方非正常关系的监管	125
第四节 信用评级人员层面利益冲突的行政监管	126
一、评级人员与被评级方非正常商业关系的限制	126
二、评级人员薪酬的限制	126
三、评级人员在被评级方任职的限制	127
四、评级人员持有被评级方证券的限制	128
五、评级人员收取被评级方礼物的限制	129
六、评级人员轮换制度	130
第五节 完善信用评级利益冲突行政监管制度的构想:评级	
质量监管	131
一、评级质量监管的提出	131
二、评级质量监管的内容	132
三、违反评级质量监管规定的法律后果	136
第五章 我国信用评级利益冲突规制现状及完善的建议	138
第一节 我国信用评级利益冲突的市场自律现状及完善建议	138
一、我国信用评级市场发展状况	138
二、我国信用评级利益冲突的市场自律规制分析	140
三、完善我国信用评级市场自律机制的建议	142
第二节 我国信用评级利益冲突的司法规制现状及完善建议	143
一、诽谤行为的规制	144
二、虚假陈述行为的规制	146