

赵磊 等◎著

信用评级失灵的法律治理

——美国次贷危机对中国的启示



中国政法大学出版社

赵磊 等◎著

信用评级失灵的法律治理

——美国次贷危机对中国的启示



中国政法大学出版社

2013·北京

图书在版编目 (CIP) 数据

信用评级失灵的法律治理 / 赵磊等著. -- 北京 : 中国政法大学出版社, 2013.7

ISBN 978-7-5620-4908-1

I. ①信… II. ①赵… III. ①信用评级—法律—研究—中国 IV. ①D922.282.4

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第168971号

- | | |
|------|---|
| 书 名 | 信用评级失灵的法律治理研究
XINYONGPINGJISHILINGDEFALUZHILIYANJIU |
| 出版发行 | 中国政法大学出版社(北京市海淀区西土城路25号)
北京100088 信箱8034分箱 邮政编码100088
邮箱 zhengfadch@126.com
http://www.cuplpress.com (网络实名: 中国政法大学出版社)
(010) 58908586(编辑室) 58908285(总编室) 58908334(邮购部) |
| 承 印 | 国安华明印刷厂 |
| 规 格 | 880mm×1230mm 32开本 12.25印张 285千字 |
| 版 本 | 2013年7月第1版 2013年7月第1次印刷 |
| 书 号 | ISBN 978-7-5620-4908-1/D·4868 |
| 定 价 | 39.00元 |
| 声 明 | 1. 版权所有, 侵权必究。
2. 如有缺页、倒装问题, 由印刷厂负责退换。 |

*P*前言 *Preface*

二十世纪末以来，我国相关部门积极推出了资产证券化相关制度，试图解决长期存在并日益严重的企业资金短缺和民间资金充裕的矛盾。然而，金融市场越繁荣就意味着潜藏的风险越大。如何防范和控制可能发生的风险防止中国版的“次贷危机”，就成为信用评级监管相关立法和政策的核心考量。

尽管美国次贷危机的发生与信用评级机构密切相关，但这并不能否定信用评级制度本身的正能量。作为金融市场具有商事主体资格的专门性中介服务机构，信用评级的重要性在于解决资本市场中存在的信息不对称即所谓的柠檬问题。目前，包括我国在内的世界诸多国家均将信用评级作为资产证券化的前提条件，试图通过主体评级或产品评级来发布信用信息。信用评级机构将评级结果以标准符号体系的形式传达给市场，帮助发行人降低发行成本，辅助投资者进行投资决策并协助监管者进行监管。显然，评级结果将直接影响资产证券化过程中投资者权益的保障水平以及监管方决策的合理程度。信用评级机构是否能够不受被评级证券化产品发行人及相关利益方的影响，以保持评级立场的中立性；是否能够尽职调查，详细收集相关数据，遵守相关分析规程，以确保评级过程的客观性；是否能够履行作为专业人士的勤勉、谨慎义务，以确保评级结果的专

业性乃其是否发挥正能量的关键。

评级制度旨在解决信息不对称所产生的证券化风险问题，该制度的理想设计也能够完成这一目标。然而，2007年美国次贷危机的爆发却证明：在某些历史时期，信用评级机构不仅不能解决信息不对称的柠檬问题，防范证券化风险，甚至会成为证券化产品交易中的风险源。美国以资产证券化为核心的信用评级失灵的原因可以分为三个层面：（一）资产证券化及市场本身存在风险。这包括：（1）证券化结构性金融产品评级模型缺乏历史表现数据的支持，存在的不确定性表明了该类产品天然地存在风险，利益冲突是结构性金融产品评级过程所固有的。（2）证券化信用增级技术的有限性。无论使用的技术是多么先进，都改变不了“本来是垃圾，经过包装后还是垃圾”这一事实。建立在不良资产上的证券化本身就是风险源头，证券化本身只不过是该类交易风险转移的手段，但不能真正消除风险本身，风险只不过从发行人转移到了投资者。（3）金融电子化。资产虚拟化是金融风险本身的源头之一，它为金融资本的贪婪性得以显性化提供了有利条件。（4）信用评级的垄断。美国NRSRO制度客观上促成了信用评级行业的垄断，信用评级市场竞争严重不足。主要评级机构随意操纵评级市场，疏于审慎义务，却可以轻易地规避责任。（二）信用评级机构自身成为风险源。信用评级机构所面临的利益冲突是信用评级失灵的根本原因。例如，评级机构为投资者提供咨询服务与为发行人提供结构性金融产品服务之间的利益冲突，从业人员与被评企业存在股权关系的利益冲突，从业人员与被评企业存在雇佣关系或领导关系的利益冲突等。产生上述利益冲突的原因有以下几个：（1）信用评级机构作为市场商事主体，追求自身利益最大化是其根本逻辑。因此，华尔街才奉行“只要有未来的现金流，就把它做成证券”的格言。（2）付费模式导致利益冲突加剧。利

益冲突随着评级付费模式由使用者付费模式到发行者付费模式的转变而愈演愈烈。(3) 内控管理不当,透明度缺乏。评级机构并没有将评级分析业务和交易业务区分开来,这为评级机构的信用分析师和发行人联系并参与费用谈判提供了很大的便利。面对巨大的利润诱惑,信用评级机构很可能会选择牺牲评级准确性方面的声誉,用“高估”评级的方式来换取高额利润。这个过程中,信用评级机构同发行人形成了利益联盟,使评级分析失去了本应有的中立性、客观性及专业性。(三) 投资者和监管部门对信用评级的过度依赖。(1) 美国大量的金融投资法律法规都以 NRSRO 的评级为监管依据,这就相当于政府将自己的监管职责外包给了这些以盈利为目的的商业信用评级机构,并且是少数的几家寡头机构。(2) 金融产品的风险建模过程超越了投资者的理解能力。信用评级结果几乎成为投资者判断是否购买某发行人证券的唯一依据。

美国治理信用评级的实践启示我们:(1) 在高度复杂的现代金融市场,声誉机制并不能单独地有效防止评级过程中存在的各种问题,单纯的声誉资本无法有效地进行自我行为规范。投资者和监管部门对信用评级的过度依赖诱发了“声誉资本机制”危机,客观上促成了信用评级机构多种角色的冲突,即独立第三方与监管者角色冲突,法官与陪审团角色冲突,新闻记者与市场主体角色冲突。这种冲突的化解要求将信用评级机构的法律地位正确地确立为社会中介组织本位。(2) 有效的监管是防止信用评级失灵的重要手段。政府应当加强对信用评级机构的监管,以弥补声誉机制的不足和防范资产证券化信用评级中潜在的风险。在具体策略上,政府部门的监管应从信息披露、利益冲突控制等方面进行外部监管,不应该对评级具体方法、模型的选择等有关的评级技术和具体操作规则做过多地限制,可以将这部分交由评级机构自行制定。

我国信用评级机构正处于初创时期，信用评级机构无论在规模上还是数量上都还处于初创时期，信用评级机构并未积累起强大的声誉资本。然而，我国信用评级实践中出现的一些问题（诸如大公国际信用评级有限公司一年给出 150 个 AAA 级别的最高信用评级）所引起的社会质疑已经潜在地对该产业形成了一定的负面影响。更值得思考的是中国信用评级话语权本身。目前，美国信用评级公司掌握中国三分之二的话语权。鉴此，一方面，我国应该通过立法规制外国信用评级公司参与中国本土评级公司行为，防止中国信用评级市场美国化。另一方面，积极培育以大公国际信用评级公司为代表的民族品牌。鉴于美国证券会“无法履行对大公的监管”为由拒绝大公国际获得 NRSRO 许可，我国可以按照同等对待的原则。此外，在司法实践中，澳大利亚的经验值得借鉴。尽管美国立法一直试图防止信用评级机构对不特定第三人承担民事责任，但是 2012 年 12 月 5 日，澳大利亚联邦法院在巴瑟斯特地方委员会诉地方政府金融服务有限公司案中，首次裁定标准普尔公司因未尽勤勉义务而对不特定的原告承担侵权民事责任。这在一定程度上使美国信用评级机构无法获得其在国内的“宠爱”，也可以促进民族信用评级机构成长。

《信用评级失灵的法律治理——美国次贷危机对中国的启示》系国家社科基金项目“信用评级失灵的法律治理——美国次贷危机对中国的启示”（项目批准号：09XFX020）的最终研究成果。本书系多人合作成果，撰稿人包括赵磊、胡大武、王艳、杨燕、朱美美、吴苑。全书统稿由赵磊、胡大武分别完成。

本书的出版得益于中国政法大学出版社和丁春晖先生的大力支持。特此致谢。

目录 Contents

前 言 / 1

第一章 信用评级的法律地位 / 1

第一节 美国信用评级行业的发展 // 1

第二节 信用评级的法律地位 / 8

第二章 信用评级防御风险功能 / 27

第一节 资产证券化法律原理 // 27

第二节 信用评级防御风险作用 // 45

第三节 美国对信用评级的运用 // 61

第三章 信用评级失灵原因 / 70

第一节 信用评级失灵的表现 /// 71

第二节 评级失灵的原因 /// 73

第四章 对信用评级失灵的反思 / 109

第一节 对信用评级机构的反思 // 109

第二节 对声誉资本理论的反思 // 115

第五章 美国对信用评级失灵的法治治理 / 128

第一节 “安然事件”后的法治治理 /// 128

· 2 · 信用评级失灵的法律治理

第二节 次贷危机后的立法整顿 /// 135

第三节 评级机构对改革的回应 /// 145

第四节 评级改革存在的欠缺 /// 147

第六章 信用评级监管制度 / 149

第一节 监管的必要性 // 150

第二节 信用评级机构监管模式 // 152

第三节 评级机构监管模式的选择原则 // 173

第四节 评级主体市场准入监管 // 179

第五节 对评级利益冲突行为的监管 // 194

第六节 评级机构信息披露监管制度 // 213

第七章 信用评级机构民事责任 / 230

第一节 承担民事责任的法理基础 // 230

第二节 美国信用评级机构民事责任的历史演进 // 235

第三节 信用评级机构民事责任的构成 // 251

第四节 信用评级机构民事责任的范围 // 279

第八章 我国信用评级制度的完善 / 285

第一节 我国信用评级机构的发展和问题 // 285

第二节 我国资产证券化信用评级实践及立法完善 // 301

第三节 完善我国信用评级机构法律制度 // 315

第四节 完善我国信用评级机构的监管制度 // 334

第五节 完善我国信用评级机构民事责任制度 // 352

参考文献 / 362

第一章 信用评级的法律地位

第一节 美国信用评级行业的发展

信用评级机构在金融产品发行和交易过程中起着举足轻重的作用，金融市场的主要参加者——投资者、发行人以及市场监管者都需要借助信用评级来提高其经营或监管活动的效率。信用评级机构是市场信息收集和加工规模化历史发展的产物。信用评级机构的先驱是商业信用评级机构，即一些商业信用评级出版社。在历史的范畴中，信用评级机构最先产生于美国。在北美殖民地发展早期，赊销现象普遍，殖民地进口商通常会授予其顾客一年左右的赊销期，这时卖方需要依靠买方的信用情况来确定是否与其交易以及如何与其交易。但是，当时尚未出现专门的信用评估中介机构，卖方经常为买方伪造的介绍信所欺骗，并且获得这些信息的过程也是漫长的。市场交易在 19 世纪得到了较快发展，以系统方式收集和传播信用信息活动的规模效益逐渐显现，信用评级机构也应运而生。^{〔1〕}不过，这时的信用评级主要是对商人偿付金融债务的能力做出评价。其角色仅仅相当于一个信息中介，以搜集的信息材料为客户提供信

〔1〕 Frank Partnoy, *The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, 77 WASH. U. L. Q. 619, 623 (1999).

息服务，并不具有现在的市场监管的功能。^{〔1〕}从早期的北美殖民时期的商业信用评级出版社^{〔2〕}发展到现在如此蓬勃和庞大的大型机构，信用评级机构因其对信息的系统收集和整理分析，逐渐体现出规模效应，并在历史的考验中向人们诠释“信用评级”的角色演变。

一、起源时期

19 世纪上半叶，美国联邦银行管理体系开始呈现衰势，美国进入了一个“自由银行”时期。^{〔3〕}当时，银行蜂拥而起，诈骗猖獗，银行业务品质更是无从谈起。对此，联邦政府不仅没有加强监管，反而鼓励各州在本州境外设立银行，密执根州和纽约州的《自由银行法》便是在这样的背景下产生的。其他各州也纷纷仿效，跨州银行业迅速发展起来了。但仅一年之后的大范围的银行破产在全国范围内掀起了一场史无前例的大恐慌。^{〔4〕}

在这次“大恐慌”的推动下，路易斯·塔班（Louis Tappan）于 1841 年在纽约州建立了第一个商业评级机构，提供交易对手的资信情况的分析服务给商业合作伙伴。^{〔5〕}随后罗伯

〔1〕 Lawrence J. White, “The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis,” *Leonard N. Stern School of Business – Department of Economics*, 2001. 04, p. 13.

〔2〕 商业信用评级出版社，即信用评级机构的前身。

〔3〕 这一时期的特征是：凡拥有足够资金（最低资本只要求十万美元）的个人或团体便可申请经营银行，并通过简单的申办手续便可获准挂牌营业。转自：张琪：“贪婪与毁灭——历史上的金融危机”，载《金融博览》2009 年 16 期。

〔4〕 Daniel C. Hardy & Ceyla Pazarbasioglu, “Determinants and Leading Indicators of Banking Crises: Further Evidence,” *IMF Staff Papes, International Monetary Fund*, 1999, pp. 247 ~ 258.

〔5〕 Michel Crouhy, Dan Galai & Robert Mark, “A Compariative analysis of current credit risk models,” *Journal of Banking & Finace*, 2000, p. 61.

特·邓 (Robert Dun) 兼并了该机构, 并从 1859 年开始公布了首份评级指南。1849 年约翰·白氏 (John Bradstreet) 成立了一个类似的商业评级机构, 并从 1857 年开始出版评级手册。^[1]

19 世纪末 20 世纪初, 铁路产业的蓬勃兴起带动了私募债券市场的发展。^[2] 在此之前, 美国的债券市场中, 私募债券的比例很小, 绝大部分债券都是联邦和地方政府债券。^[3] 由于投资者对政府的信赖程度高, 因此很少有人会对政府筹集资金的用途和相关财务信息给予关注。^[4] 相比之下, 人们对私募债券的投资则要谨慎得多, 只有获得了准确的相关信息, 才可能会放心地购买这些债券。在这种情况下, 继 1868 年亨瑞·普尔 (Henry Varnun Poor) 出版了第一本揭示铁路公司的经营和财务信息的《美国铁路手册》后, 穆迪于 1909 年出版了《美国铁路投资分析手册》(Moody's Analysis of railroad Investment), 该书主要从财务实力、违约率、损失程度和转让风险等方面, 通过简单的符号及简单的评级体系, 对 250 多家铁路公司的债券的信用质量状况进行揭示。^[5] 此举被誉为信用评级行业的开端。

二、发展时期

信用评级机构不断将评级范围扩大, 从公用事业公司债券

[1] 1933 年这两家机构合并成为邓白氏 (Dun and Bradstreet), 并于 1962 年成为穆迪的母公司。

[2] 应娟、张益新: “信用评级机构收费模式探讨”, 载《上海金融》2006 年 6 期, 第 73 页。

[3] Brunsun, Eric, “The Role of the Rating Agencies,” *Conventional Passthrough Quarterly*, July 1988, p. 14.

[4] Cantor R., R. Demsetz, “Securitization, Loan Sales and the Credit Slowdown,” *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, 1993, p. 16.

[5] Ederington, Louis, “Why Split Ratings Occur,” *Financial Management*, 1986, p. 23.

到工业公司,再到外国政府债券。到了1924年,美国债券市场上拥有评级的债券几乎达到了百分之百。^{〔1〕}信用评级机构在这个初期阶段,其主要收入来自于希望了解证券违约信息的潜在投资者的订购。

随后进入到20世纪30年代,美国发生一次由投机引发的经济大萧条。大量的美国公司破产,导致债券发行者的违约率高达30%多。但可喜的是,在这些违约的名单中,被信用评级机构评为高级别的债券出现数量很少。^{〔2〕}也就是说,信用评级机构通过信息的收集和加工,凭借自身的独立地位向投资者提供评级服务,并以评级观点的客观性和准确性赢得了市场参与者的广泛认可。

同时,信用评级机构也让美国的管理部門相信,其评级分析能准确地揭示风险,为投资者提供预警和保护。因此,美国的金融监管部门先后发布的许多监管规则,都以信用评级作为限制对某些重要的金融机构进行高风险债券投资的依据。^{〔3〕}

三、成熟时期

进入20世纪70年代,高通货膨胀率和高利率成为美国经济的主要问题,^{〔4〕}债券市场也受到很大的牵连。1974年信用风险再一次爆发,而这次危机暴露出的一个新特点就是,即使是一

〔1〕 Brookfield David, Phillip Ormrod, "Credit Agency Regulation and the Impact of Credit Ratings in the International Bond Market," *European Journal of Finance*, 2000, p. 135.

〔2〕 Millon MH, A V Thakor, "Moral Hazard and Information Sharing: A Model of Financial Information Gathering Agencies," *Journal of Finance*, 1985.

〔3〕 这个时期的法律规定将在第(三)部分进行介绍。

〔4〕 Brand Leo, Bahar Reza, "Corporate Defaults Will Things Get Worse before They Get Better," *S&P Creditweek*, 2001, p. 19.

些被信用评估机构确定为信用级别高的公司，也仍然出现了高违约率的现象。著名的“宾州中央铁路公司破产事件”（Penn Central bankruptcy）^{〔1〕}发生之前，信用评级机构对该公司发行的商业票据的信用评估等级是最高的。投资者因此发现，一些信用评级机构做出的评估分析和结果并没有很好地揭露风险。

因此，市场就开始有所选择地接受那些工作质量好、准确客观的信用评级机构及其评级结果。^{〔2〕}穆迪、标准普尔等这些老字号评级机构，当然占据了足够的上风，一些规模小或者新的评级机构越发势微。也就是在这一阶段，穆迪和惠誉率先开始向发行人收费，标准普尔也紧跟其后。这一转变有多个原因：（1）为了防止其出版物中的评级信息被自由传播。因为在 20 世纪 70 年代复印成本变得低廉，加上越发先进的通讯技术，信用评级机构越来越难以控制非订购用户获取他们的评级报告。^{〔3〕}（2）信用风险的爆发使得投资者深刻认识到发行人的违约风险，其投资变得谨慎而紧张。^{〔4〕}这样一来，发行人就更加渴望通过良好的信用质量的评级结果来获得这些紧张的投资者的信任，因此信用评级机构的收费也就逐步转向发行人。（3）金融工具的设计和发行变得更加复杂，评级机构进行评级分析就需要更多的资源，采取发行人付费的收入模式更有利于这些资源的获

〔1〕 宾夕法尼亚铁路是美国 20 世纪的铁路历史上最庞大的铁路，曾合并了大大小小总共 800 家铁路公司，宾州铁路在当时曾是全世界最大的上市公司，保持着最长久的连续分配股利长达一百多年之久的记录，它在 1968 年时与其竞争对手纽约中央铁路合并成为宾州中央铁路，于 1970 年 6 月 21 日宣布破产。

〔2〕 R. Cantor and F. Packer, “The Credit Rating Industry,” *The Journal of Fixed Income*, 2006, p. 15.

〔3〕 J. Amato and C. Furfine, “Are credit ratings procyclical?” *Journal of Banking and Finance*, 2004.

〔4〕 Lawrence H. Summers, “International Financial Crises: Causes, Preventions and Cures,” *The American Economic Review*. 2000, p. 23.

取。(4) 如果评级机构根据发行人提供的非公开信息做出评级,而只向花钱订购的那一小部分人披露,容易导致“选择性信息披露制度化”的后果,这有悖于公开化和透明化的证券监管原则和目标。^[1]在这种背景下,评级机构的主要收入来源就从评级的使用者和债券认购者转向了债券的发行方,一直到现在,大部分信用评级机构都是采用这种商业模式。^[2]

当然,发行人之所以会选择委托信用评级机构进行评级并支付报酬,是因为发行人相信将自己的金融和财务状况直接与评级机构进行沟通将更有可能获得更高的信用等级,进而在市场获得更高的信任和购买率,从而降低发行成本。据统计,美国资本市场上发行新的债券的企业从 1975 年的 600 家,发展到 2000 年已经达到 5500 家。^[3]加上冷战结束后,资本全球化的趋势明显,政府在金融市场上的作用也不断地下降,投资基金可以直接在全世界寻求合适的投资机会,市场对评级服务的要求进一步增大,也直接凸显了信用评级机构的重要性。

四、检讨时期

在飞速膨胀的资本市场中受益的美国评级机构,却没有对阿根廷金融危机、墨西哥金融危机和亚洲金融危机做出其应有

[1] Steven L. Schwarcz, “Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox,” *University of Illinois Law Review*, 2002, p. 25.

[2] 同时,为了更好地服务于投资者,帮助他们更准确地识别不同级别的债券风险水平,评级机构开始对评级符号进行了细化,其中惠誉公司于 1973 年、标准普尔于 1974 年在原有的评级符号上增加“+”、“-”号,而穆迪公司则于 1982 年采用数字 1、2、3 来代表同一级别中的不同信用质量。

[3] http://bond.eastmoney.com/news/1325_20120720223042424.html, 访问时间: 2013 年 3 月 5 日。

的准确预测,^[1]在安然、世通等上市公司破产案件中的表现也并没有令市场满意。安然、世通等事件的先后爆发,对评级机构来说可以算是一记响亮的耳光,人们不禁对信用评级机构这个“市场守门人”产生了怀疑,也给监管部门、民间机构敲响了警钟。

在安然事件爆发之前,西方国家对信用评级机构一直采取不干涉的态度。信用评级行业在市场自律的机制下,运行得非常良好,尤其是穆迪、标准普尔、惠誉这几家资历深厚的老牌评级机构几乎是信用评级机构的代名词,也能代表该行业的最高专业水平。^[2]对投资者和监管部门而言,信用评级机构达到了准确揭示信用风险的作用,从而几乎完全取得了在风险揭示方面的信赖地位。但安然事件爆发以后,信用评级行业呈现出了公信力受损的现象。即便如此,美国及欧盟仍然相信信用评级机构的专业能力和职业操守,^[3]并相信在声誉机制下,信用评级机构通过行业自律的方式仍然可以在原有的制度下得到调整。

将信用评级机构推上风口浪尖的是2007年由美国的次级房贷引发的全球经济危机,社会各界才将目光重新聚焦在信用评级机构身上。^[4]根据国际证券组织委员会IOSC(International Organization of Securities Commissions)的调查,由于评级是对于复杂交易做出的一种独立的信息输入,而这种信息一方面缺乏足

[1] Li - Gang Liu and Giovanni Ferri, "How Do Global Credit Rating Agencies Rate Firms from Developing Countries," *Asian Economic Papers*, 2003, pp. 30 ~ 33.

[2] 崔茂中、杨鑫:“基于相关者利益最大化的信用评级研究”,载《金融与经济》2009, No. 376 (11) 30 ~ 33.

[3] Boot, Arnoud W. A, "Credit ratings as coordination mechanisms," *The Review of Financial Studies*, 2003, p. 89.

[4] 张宝:“次贷危机视角下我国信用评级机构监管研究”,湖南大学2009年硕士学位论文,第20页。

够的基础分析,另一方面有一定的时空滞后性,因此在投资者对于结构化金融工具的评级依然抱有相当高的期望的情况下,信用评级的不准确会进一步增加整个投资市场的金融性风险。^{〔1〕}例如全球银行金融委员会在危机爆发前就曾预测:“结构化金融工具在短期内的的发展势头虽然很好,但一旦发生与错误定价、经营不善相关的经济丑闻,就可能引发违约传染效应。”^{〔2〕}果不其然,从信用评级机构开始下调这些结构化金融工具的信用等级时起,只用了几个月的时间,次贷危机就被引爆了,全球经济都受到了重创。

第二节 信用评级的法律地位

美国信用评级制度产生最早,也拥有世界公认的最为完备的评级规范体系。信用评级制度在美国资本市场之中占据重要地位,其对资本市场主体、各类金融产品甚至是国家主权的信用评价往往将在很大程度上影响投资者的决策,进而影响资本市场的走向。在美国,占据信用评级市场的主要为三大评级机构,包括:穆迪、标准普尔、惠誉国际。根据有关数据,三大信用评机构占据了结构性融资信用评级市场的96%,占认证机构发布的评级结果的98%。^{〔3〕}并且,三大评级机构不断向世界各地评级市场扩张,对世界金融市场具有重要影响。因此,《纽

〔1〕 Amdlie Champsaur, “The Regulation of Credit Rating Agencies in the US and the EU: Recent Initiatives and Proposals,” *LLM Thesis, Harvard University*, 2005, p. 22.

〔2〕 John C Coffee Jr, “The Role of Credit Rating Agencies,” *Washington DC: Brookings Institution*, 2008. 04, p. 19.

〔3〕 See 2008 SEC NRSRO Report.