




华东政法大学校庆六十周年纪念文丛



金融创新背景下的信用评级
及监管的法律经济学分析

高 汉◎著

EAST CHINA UNIVERSITY OF POLITICAL SCIENCE AND LAW

 法律出版社
LAW PRESS · CHINA

EAST CHINA UNIVERSITY OF POLITICAL SCIENCE AND LAW



华东政法学校庆六十周年纪念文丛



金融创新背景下的信用评级
及监管的法律经济学分析

高 汉◎著



图书在版编目(CIP)数据

金融创新背景下的信用评级及监管的法律经济学分析 / 高汉著. —北京:法律出版社,2012.6

(华东政法大学校庆六十周年纪念文丛)

ISBN 978 - 7 - 5118 - 3676 - 2

I. ①金… II. ①高… III. ①信用评级—金融监管—研究 IV. ①F830.5

中国版本图书馆CIP数据核字(2012)第144458号

华东政法大学校庆
六十周年纪念文丛

金融创新背景下的信用
评级及监管的法律
经济学分析

高汉著

责任编辑 黄琳佳

装帧设计  ilovee

© 法律出版社·中国

开本 A5

版本 2012年6月第1版

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

印刷 北京北苑印刷有限责任公司

印张 12.75 字数 300千

印次 2012年6月第1次印刷

编辑统筹 学术·对外出版分社

经销 新华书店

责任印制 陶松

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

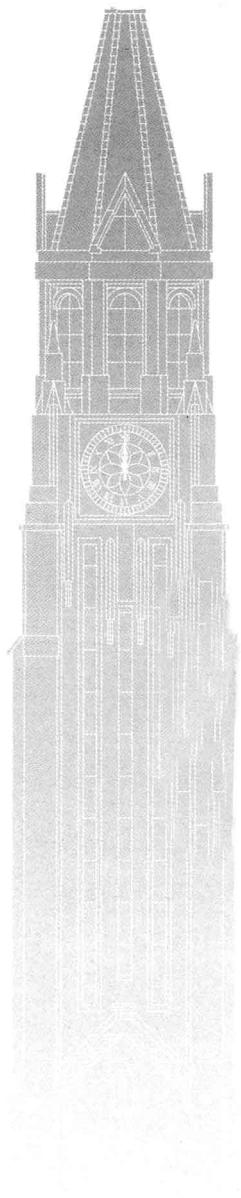
上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5118 - 3676 - 2

定价:36.00元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)



编委会主任： 杜志淳 何勤华
编委会委员： 张智强 顾功耘 刘晓红
林燕萍 应培礼 马长山
王 迁 王立民 朱榄叶
刘宁元 刘宪权 牟道媛
杨正鸣 吴 弘 肖国兴
何 敏 何明升 邱格屏
沈贵明 沈济时 沈福俊
张明军 范玉吉 罗培新
金可可 唐 波 高富平
傅鼎生 童之伟



本书是上海市教委“曙光”学者项目“金融产品动态评级与监管制度建立研究”（项目编号11SG49）和上海教委创新项目“创新金融产品、信用评级和监管法律制度建立研究”（项目编号12YS108）的阶段成果。

沉舟侧畔千帆过

——华东政法大学校庆六十周年纪念文丛总序

沧海桑田，情怀依旧。六十年来，在逆境中崛起，在忧患中奋进，在辉煌中卓越，一代又一代华政人，将华政精神传承。从长宁旧居赏月苏州河畔，到松江新校读书玉泊湖旁，今天，华东政法大学迎来了六十周年华诞！六十年，华政为国家、为社会培养了大量优秀的人才，而他们，已经成长为国家的栋梁和母校的骄傲。

忆往昔，桃李不言，自有风雨话沧桑。1952年6月，经华东军政委员会批准，华东政法学院（现华东政法大学）由原圣约翰大学、复旦大学、南京大学、东吴大学、厦门大学、沪江大学、安徽大学等9所院校的法律系（法律学院）、政治系和社会系等合并组建成立。其后由于历史原因，学校曾于1958年和1972年两度停办，1979年3月经国务院批准复校。2007年3月，经教育部批准，华东政法学院正式更名为华东政法大学，2012年系华东政法大学建校六十华诞。

自1952年从苏州河畔的这一片红墙绿瓦中走出

新中国第一批政法干部开始,六十年来,华政经历了三起两落的命运。昨日的历练成就了今日的辉煌,近十万毕业生勤勉工作,开拓进取,奋发向上,成为共和国法治建设及各项事业的骨干力量。复校以来,尤其是2003年于松江进行“二次创业”以后,华政在办学条件、办学规模、办学层次、队伍建设、学科建设、科学研究、服务社会等方面均取得了飞速发展。目前,学校设有长宁、松江两个校区,占地面积1300余亩,是“教育部依法治校示范校”、“国家语言文字规范化示范校”、“上海市文明单位”、“上海市市级建筑保护单位”、“上海市花园单位”。学校现设有16个学院(部),现拥有法学一级学科博士学位、硕士学位授予权,以及政治学、马克思主义理论、公共管理、应用经济学一级学科硕士学位授予权,建有10个博士点、25个硕士点、23个本科专业及法学博士后流动站。2002年、2008年两次教育部本科教学工作水平评估均被评为优秀。目前,学校法律史学科为国家级重点学科,法律史学、经济法学本科教学团队为国家级教学团队,外国法制史、中国法制史、经济法学、司法鉴定概论为国家级精品课程,法学综合实验教学中心为国家级实验教学示范中心,法学、侦查学为教育部高等学校特色专业建设点,“开放型国际法律人才培养模式创新实验区”为教育部建设项目。学校已被社会各界广泛赞誉为“法学教育的东方明珠”。

建校六十年来,华政披星戴月,风雨兼程,赢得桃李满天下,更在中国的法制现代化进程中,留下了浓墨重彩的一笔。华政的莘莘学子,肩负着建设法治社会的重任,同时也见证着母校各方面的长足发展。硬件方面,从“帐篷办学”到长宁校区的精致典雅,再到松江校区的恢宏大气且美仑美奂;软件方面,从实现华东地区法学博士点零的突破,到一举拿下法学一级学科博士点、获得非法学专业硕士学位授予权,再到填补上海市法学国家重点学科零的空白。2009年至2011年,学校国家社科基金法学类课题立项数连续三年名列全国第一,2011年又实现了国

家社科基金重大项目的历史性突破。2007年3月,华政更名大学的成功,标志着学校从此踏上了建设多科性大学的新的征程。

岁月悠悠,薪火相传,六十岁的华政犹如惊鸿一瞥。此番出版校庆六十周年纪念文丛,华政并未走“遍寻成功校友、为其寻章摘句并编撰成册”之路径,而想虚中求实,为青年教师提供出版著作、展示才华之契机。故而,入选本文丛的,绝大多数是尚未获得教授职称的青年学者。华政奖掖才俊、提携后学之美意,尽在其中矣!

值此华政建校六十周年之际,谨祝这颗法学教育的东方明珠更加光彩夺目!

华东政法大学校庆六十周年纪念文丛编委会

2012年6月

目 录

第一章 概论 001

第一节 信用评级行业的发展 001

一、信用评级的发展阶段 001

二、信用评级行业结构的特点 006

三、信用评级的属性 012

第二节 信用评级的功能 016

一、信用评级机构的信息功能 016

二、信用评级机构的认证功能 018

三、信用评级的标准化功能 022

四、信用评级的监管功能 023

第三节 信用评级机构的监管 027

第四节 主要内容、方法和研究的不足 029

一、研究的意义 029

二、研究的主要内容 031

三、研究的方法 032

四、尚需进一步研究的问题 033

第二章 信用评级监管的文献分析 034

第一节 金融监管的文献研究 034

- 一、以美国为代表的分块自律监管 034
- 二、以欧洲为代表的集中综合监管 035
- 三、欧美监管模式分析比较的文献研究 037
- 四、金融监管固有的局限性 038
- 第二节 声誉机制作用的文献分析 039
 - 一、声誉机制的作用 039
 - 二、声誉转移理论 045
 - 三、享有声誉的新进入者市场潜力分析 048
 - 四、对声誉机制有效性的批判 052
- 第三节 信用评级自身及监管的不足 054
 - 一、评级机构自身的不足 054
 - 二、评级机构的监管缺陷 060
- 第四节 信用评级监管的文献研究 065
 - 一、金融危机前,对信用评级机构的监管 065
 - 二、金融危机后,欧美对评级业监管体制的改革 067
 - 三、欧美对评级业监管体制改革的评价文献分析 070
- 第五节 信用评级监管的改革思路 072
 - 一、国内外对评级监管改革思路的文献综述 072
 - 二、国内文献对我国评级业发展的建议 077

第三章 结构性金融产品评级问题与美国次贷危机 080

- 第一节 结构性金融产品的市场发展 080
 - 一、共同基金市场 080
 - 二、垃圾债券 082
 - 三、私人投资基金 083

| | |
|------------------|-----|
| 四、资产证券化 | 085 |
| 五、衍生证券 | 087 |
| 第二节 结构性金融产品的信用评级 | 090 |
| 一、评级对结构性金融产品的重要性 | 090 |
| 二、结构性金融产品的信用评级 | 094 |
| 第三节 利益冲突与信用评级膨胀 | 096 |
| 一、利益冲突的原因 | 096 |
| 二、导致信用评级膨胀的因素 | 098 |
| 第四节 信用评级与美国次贷危机 | 100 |
| 一、信用评级机构和信用评级 | 100 |
| 二、信用评级和结构性融资 | 102 |
| 三、全球信用危机 | 104 |
| 第五节 信用评级存在的问题 | 107 |
| 一、有限竞争 | 109 |
| 二、透明度的缺失 | 112 |
| 三、依赖于评级的金融监管 | 116 |
| 四、利益冲突 | 119 |

第四章 信用评级机构监管原因的经济学分析 122

| | |
|-----------------|-----|
| 第一节 评级机构竞争的配置效应 | 124 |
| 一、垄断势力和非效率 | 124 |
| 二、金融市场的不稳定性 | 133 |
| 第二节 评级机构的行为分析 | 142 |
| 一、反竞争行为 | 142 |
| 二、评级权利的滥用 | 150 |

三、下降的评级质量 158

第五章 对信用评级机构监管选择的经济分析 173

一、以评级为基础的监管同以市场为基础的监管的比较 178

二、市场准入:培养竞争还是限制竞争 181

三、评级资格的确定:官方指定还是注册制 184

四、信用评级机构的责任机制:有限责任还是无限责任 191

五、监管主体的选择:自我监管还是政府监管 195

第六章 信用评级机构的合同责任与侵权责任 200

第一节 信用评级机构的合同责任 200

一、CDO 证券交易中投资者的法律地位 201

二、信贷评级机构对默示责任的违背 206

三、对信用评级机构提起诉讼的若干原因 208

四、合同义务的结论 216

第二节 信用评级机构的侵权责任 217

一、信用评级机构职业行为的标准 218

二、投资者与信用评级机构之间的当事人关系 223

三、信用评级机构的过失 231

四、美国宪法修正案的保护作用 238

五、研究的结论 243

**第七章 美国及其他国家对信用评级机构监管的相关法律问题
问题分析 246**

第一节 美国对信用评级机构监管改革的历程 246

- 一、导论 247
- 二、对信用评估机构的批评 249
- 三、对信用评级机构监管规则变化的分析 253
- 四、诉讼过程中相关法律对评级机构行为约束的有限性 263
- 五、2008 年之后的监管改革 266
- 第二节 其他国家及机构的监管制度变革 269
 - 一、对评级过程的监控 270
 - 二、对评级独立性与利益冲突的监管 271
 - 三、对信息透明性的监管要求 273
 - 四、提升信用评级产业的竞争程度 275

第八章 信用评级机构监管的路径选择分析 279

- 第一节 细化信用评级机构的信息披露 279
 - 一、加强披露信用评级机构的行为准则 279
 - 二、强化评级过程的信息透明度 281
 - 三、中间人和服务商应该披露结构性金融产品的完整信息 282
 - 四、信息披露应该注意的问题 283
 - 五、总结 284
- 第二节 强化信用评级的声誉机制 285
 - 一、声誉机制 285
 - 二、声誉和市场势力 288
 - 三、声誉不可能保证对创新型金融产品的高质量评级 289
 - 四、声誉无效的合理性 293
 - 五、强化声誉约束机制 300
- 第三节 CRA 监管的理性选择:强化竞争与弱化依赖 302

| | |
|-----------------------|-----|
| 一、信用评级机构:重要的金融市场“看门人” | 304 |
| 二、抵押担保证券化的信用评级 | 308 |
| 三、信用评级行业存在的问题 | 312 |
| 四、对信用评级机构监管的相关法律 | 317 |
| 五、监管的可行性方案:强化竞争 | 319 |
| 六、简要的结论 | 324 |
| 第四节 信用评级机构政府运营的可行性分析 | 325 |
| 一、导言 | 325 |
| 二、现代抵押资产证券化与信用评级 | 327 |
| 三、发行人付费模式 | 329 |
| 四、CRA 的声誉资本 | 330 |
| 五、CRA 行业准入限制 | 334 |
| 六、美国次贷危机与 CRA | 336 |
| 七、对策建议:组建政府运营的 CRA | 338 |
| 八、简要的结论 | 342 |

| | |
|------|-----|
| 参考文献 | 343 |
|------|-----|

第一章

概 论

第一节 信用评级行业的发展

一、信用评级的发展阶段

(一) 信用评级的兴起与早期发展

1909年,John Moody发布了第一份债券评级(主要是关于铁路债券)。随之而来的是,1916年的普尔出版社、1922年的标准统计公司,以及1924年的惠誉出版公司。这些公司的债券评级在一份厚厚的评级手册中,出售给债券的投资者。相对于现代公司运作模式而言,他们的“商业模式”是一种“投资者购买”式。^①在1934年证券交易委员会制定法规要求公司公布标准化的财务状况之前,穆迪公司以及那些随后进入行业的公司很明显能满足市场对于这些信息服

^① 林汉川、夏敏仁:《企业信用评级理论与实务》,对外经济贸易大学出版社2003年版。

务的需求。

信用评级机构以及美国债券市场之间的关系巨变发生于 20 世纪 30 年代。银行监管者们迫切要求银行只投资于安全的债券,他们颁布了一系列法规,在 1936 年达到了巅峰,法规禁止银行投资于被“公认的评级手册”定义为“投机级的投资证券”。这里的“投机级”证券就是指低于“投资级”的债券。由此,银行被禁止持有除了“投资级”以外的债券(例如,被标准普尔评为 BBB 及以下评级的债券)。

该政策大大地改变了债券信息市场的活力。银行对于依照他们认为可以信赖的债券信息来源(即使是银行监管者强行规定的限制范围之内),作出决策不再感到自由。相应的,他们被迫使用出版的“公认的评级手册”(如穆迪、标准普尔以及惠誉)的判断。而且,因为银行是债券市场的重要参与者,其他市场参与者必然也会关注债券评级者的公告。

对于这个规定,站在监管者的角度看,银行监管者不再使用内部资源对银行持有的债券安全性作出评判(银行其他贷款的安全性,仍然由银行监管者自己作出评判),监管者实际上将他们对于相关债券与银行投资组合的安全性要求的评判委托——“外包”(仍然是使用现代公司战略的术语)给了信用评级机构。最终,第三方评级评判的信誉获得了法律效力。

在接下来的几十年里,48 个州(最终是 50 个)的保险业监管机构采取了类似的做法:州的监管者希望他们监管的保险公司拥有足够的资本(实质上的净资本)与他们的投资可能带来的风险相称。为了实现该目标,监管者设立了最低资本要求,该要求与保险公司投资的债券评级相符,评级当然就来自于那几个少数信用评级机构。再一次地,一系列重要的监管职能被赋予了信用评级机构。在 1970 年代,联邦社保基金

监管者也作出了类似的方案。^①

这些对安全性判断的职责向信用评级机构的转移意味着他们在债券信息市场的核心地位进一步加强了。

证券交易委员会在 1975 年让信用评级机构的核心地位昭然若揭。证券交易委员会在 1975 年设定了做市商(例如,证券公司)最低资本要求。为了符合其他金融法规的要求,证券交易委员会希望资本要求对做市商投资组合的风险反应灵敏,所以需要债券评级作为风险风向标。但是证券交易委员会担心如果参照“公认的评级手册”,这样的要求太模糊,一家“假冒”的评级公司可能将 AAA 级评给值得获得的公司,也可能将 DDD 级评给不合适的公司;如果做市商声称他们选用的评级是“公认的”,证券交易委员会在处理这样的异议时,会遇到困难。

(二) NRSRO 发展阶段与存在的根本性问题

为了解决这个问题,证券交易委员会创造了一个全新的概念——“全国公认的统计评级组织”(NRSRO)——几家最早成立的公司,穆迪公司、标准普尔、惠誉马上被纳入了这个范围。证券交易委员会宣布只有 NRSRO 公布的评级才能用于测定做市商资本水平,其他机构所作的测定都是不合法的。其他的金融监管者们马上也采用了证券交易委员会的 NRSRO 目录,只有目录中的评级机构所作出的评级才是被监管的金融机构证券投资组合价值评估的合法数据来源。

在接下来的 25 年里面,证券交易委员会只增加了 4 家公司成为全国公认的统计评级组织,但是由于行业内的合并,在 2000 年年底惠誉(Fitch)最终将 NRSRO 的数目回到了最初的 3 家。实质上,证券交易委

^① Canter: “the Credit Rating Industry”. Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review. 1994.