

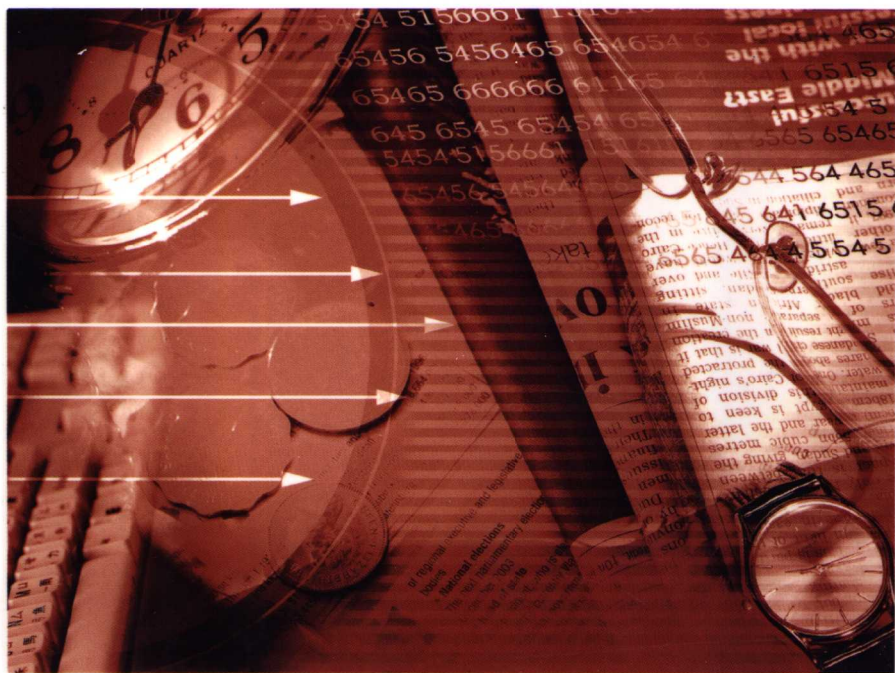
台湾经典著作

CLASSIC WORKS IN TAIWAN

郭敏华 著

现代金融市场系列

信用评级



中国人民大学出版社

智勝

BEST-WISE

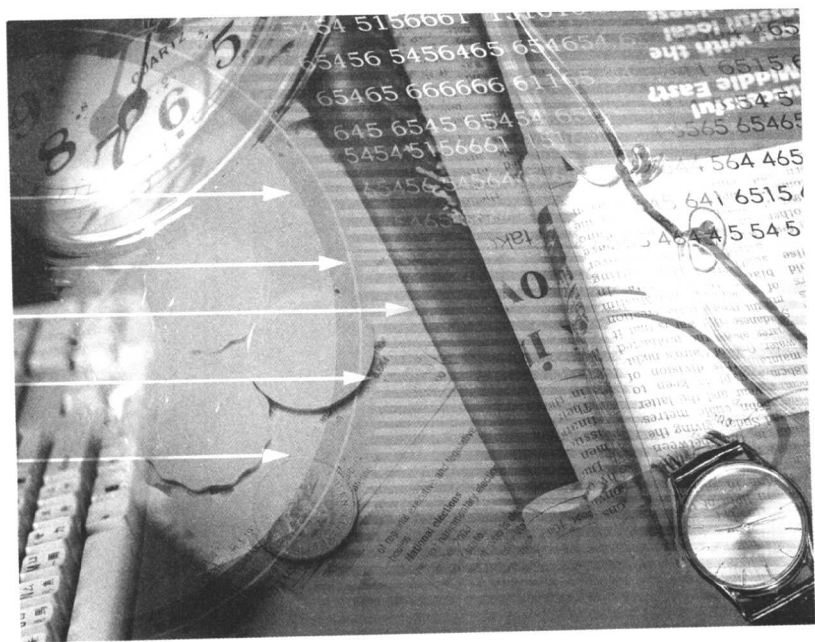
台湾经典著作

CLASSIC WORKS IN TAIWAN

郭敏华 著

现代金融市场系列

信用评级



中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

信用评级/郭敏华著

北京: 中国人民大学出版社, 2003

台湾经典著作. 现代金融市场系列

ISBN 7-300-04471-9/F·1357

I. 信…

II. 郭…

III. 信用-评估-研究

IV. F830.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 050089 号

台湾经典著作

现代金融市场系列

信用评级

郭敏华 著

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080
电 话	010-62511242 (总编室)	010-62511239 (出版部)	
	010-62515351 (邮购部)	010-62514148 (门市部)	
网 址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	北京东方圣雅印刷有限公司		
开 本	787×965 毫米 1/16	版 次	2004 年 2 月第 1 版
印 张	13.75 插页 2	印 次	2004 年 2 月第 1 次印刷
字 数	208 000	定 价	20.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

总序

现代金融市场系列

近年来，中国金融体系正在发生巨大的变化，主要表现在金融市场在短短的十几年时间中取得了长足的进步，股票市场自不待言，固定收益证券市场已经起步，衍生金融工具市场也蓄势待发，而且国内金融市场与国际金融市场的关系不断加强。这种变化是金融体系内部技术、管制、竞争因素作用的结果，是一种全球性的趋势。金融实践的变化对我们的理论研究和教学提出了新的挑战。

传统上，我国的金融体系是以银行为主的金融体系，在理论和实务方面已经对货币信用、银行经营管理、货币政策等问题进行了很多探讨。但是，金融市场的发展历史很短，制度变化非常快，各种新问题层出不穷，理论上的探讨还不够成熟，对理论成果系统化的提升总结更是需要较长的一段时间。因此，客观地说，对相关理论的研究难免存在一些问题，而且也相对滞后。目前比较普遍的方法是“拿来主义”，或者直接大量引进西方，尤其是美国的原版图书，或者对这些图书进行综合改写。这种做法虽然“与国际接轨”，但运行起来还是存在不少问题。基础理论性的东西还比较好办，实践性强的东西问题就比较大，因为美国的书显然主要是写给美国读者看的，知识背景是美国的，案例是美国的，思维方式、表述风格也是美国的，中国读者未必吃得很透。

实际上，这样的尴尬在台湾的教学和科研中也同样存在过。有些教



授在留美回台教学之余，也感叹“面对本土学生，讲的却是万里之外的事情”，于是决心改革，立足于现代金融理论与台湾本土实践的结合，写出了一批很有新意的好书。台湾智胜出版社在财金、管理类图书的出版方面颇有心得，近年来花“高价”、邀请“高手”、精心出版了一批“高水平”的图书。中国财政与金融政策研究中心和中国人民大学出版社组织全国的知名教授、专家多次认真讨论，决定系统引进其中关于金融市场的图书。考虑目前大陆金融市场发展及教学和科研的需要，首批引进了八种图书，即《财务管理——新观念与本土化》、《现代投资学——分析与管理》、《固定收益证券——投资与创新》、《期货与期权——金融工程入门》、《现代投资银行》、《资产证券化——理论与实务》、《信用评级》、《风险管理前沿——风险价值理论与应用》。

我们认为，上述图书具有一些较为突出的特点，值得引进：

第一，作者大都有美国学习和教学的背景，而且在台湾的名牌大学任教并积极参与金融实践，因此能够将规范的金融理论与不断变化的本土金融实践相结合。例如，谢剑平教授曾经在美国获得金融学博士学位并在克利夫兰大学任教，回到台湾后，在著名的政治大学财务管理系任教，著述丰富，同时任中兴综合证券总经理，并积极参与金融政策的制定与改革。《财务管理——新观念与本土化》一书，自1997年初版以来，好评如潮，2002年已经修订第三版，在台湾被誉为该领域的《圣经》，为第一畅销书；《现代投资银行》系统介绍了投资银行的结构框架和业务领域，简明扼要，深入浅出，不但填补了该领域中文成果的空白，而且有英文版返销西方。

第二，作者是站在“学习、借鉴”的角度，为本土读者写作的，这一点与西方原版的图书有很大的不同。因为原版图书大多从发达国家金融市场的实践出发，很多内容对新兴金融市场来说过于“先进”，相反，一些历史条件、发展过程，被认为是不言而喻的前提而忽略了。然而，了解这些知识背景是非常重要的。例如，《资产证券化——理论与实务》一书，对这种金融形式的起源和发展作了详细的论述和分析。

第三，我们在引进该系列著作时，适当注意了选题的系统性和前沿性。既有《财务管理——新观念与本土化》、《现代投资学——分析与管理》这样的基础性读物，也有目前大陆市场急需的前沿性著作，如《风险管理前沿——风险价值理论与应用》、《信用评级》、《资产证券化——理

论与实务》等，希望能够为读者提供一个相对较为完整的现代金融市场方面的知识框架。

在引进该系列著作时，我们在尊重原作的内容和写作风格的基础上，考虑到大陆的实际情况，对内容进行了取舍，对专业术语、文字用语等作了修改或删减，在此予以说明。

当然，出版这样的系列著作无意、也不可能排斥原版的外文著作，而且这里所谓的“本土化”大多也是立足于台湾金融实践的。我们的目的是想为大陆的金融专业的学生和从业人员提供一个了解现代金融市场理论与实践的窗口，同时也为大陆金融专业的教师编写真正“本土化”的教材提供一些借鉴。

本系列著作既可以用于高等院校金融专业本科高年级、研究生和MBA的教学，也可以作为广大金融领域的科研人员和实际工作者的有价值的参考资料。

中国财政与金融政策研究中心

2003年5月

自序

现代金融市场系列

在实务上可看到，当景气低迷时，商业银行的不良资产比率往往节节上升，似乎这些专业人才丰沛、相关经验又极其丰富的银行，并未能在事先预见授信客户信用品质发生变化的事实，令人匪夷所思。

笔者曾有六七年的征信实务经验，从中深深体会到信用评级功夫既深且美。在千百个不同的信用评估个案中，似乎可以整理出一定的脉络：当资产结构出现变化时可能意味着什么、当获利趋势呈现变化时可能代表着什么、当现金流量形态异常时又可能透露着什么。然而，脉络虽具，却又不可能以既定的招式拆解所有的剧情，否则，大概就不会发生商业银行误踩地雷，以致损伤惨重的“离奇”悲剧了。

离开衷心热爱的征信工作，转进学术殿堂一探学理之美，却始终无法忘情于信用评级。在阅读了台湾以外丰富的相关研究之后，对于此一课题益发感受到无比的吸引力。

信用评级基本上是针对一个经济体的信用强度，加以分析评估，并给予一个能够反映该信用强度的适当分数；此外，当该信用强度发生变化时，能及时将分数进行适当修正，随时反映目前的信用品质。换句话说，为了能提供投资人及其他相关人士的决策参考，评级机构将大量而复杂的信息压缩成一个简单分明的符号。欲完成此一任务，必须将所有可能影响信用品质的因素都纳入考量。由此当可了解，信用评级综合了



总体经济分析、产业分析、竞争分析、财务分析与前景预测等专业能力，分析师不但必须娴熟经济与财务等逻辑清楚、能以客观数量分析的理论实务，亦须熟悉产业竞争甚至企业管理种种不易以数量具体呈现的各种层面。不具备这些能力，分析师就无法将各种影响因素的变化纳入评估架构之中，而一旦某一个关键性变量发生重大变化，却未列入信用评级的过程，势将无法正确而及时地发现信用品质的变化，如果等到恶化至违约爆发出来，投资人遭受损失之后，再来宣布信用等级变化，将完全失去信用评级的功能与价值。由此看来，信用评级的内涵远比表面来得深奥，它是一个量化质化兼具、主观客观并重的功夫，复杂而困难，却也形成了它的迷人之处。

台湾的信用评级仍在发展初期，一般金融机构因业务之需，须防范违约风险于未然，因此，内部都各自建立了完整的信用评估制度，作为授信核贷的参考与依据。但是对于资本市场中的债券评估，其发展进程尚瞠乎其后。“中华信用评级公司”已于1996年正式成立，酝酿多时的信用评级制度终于正式上路，但是一般业界对于信用评级在其中所扮演的角色、功能和价值，并不十分清楚。事实上，信用评级的存在，对于债券市场的发展，不但重要而且必要，随着经济的成长、国际化的潮流、资本市场的发展，对于债券市场必然需求日殷，然而，没有健全的信用评级制度，就不可能有健全的债券市场。因为债券不同于股票，对于股票投资人来说，虽然承担公司价值波动的高风险，相对的也享受未来的获利潜力；债券投资人则不同，必须承担整个投资金额潜在损失的风险，却只能享受固定收益。在此情况下，如果没有一个公正客观的信用评估足资参考，渴望利用债券市场筹集资金的广大企业，恐将如大旱之望云霓，盼固盼之，如愿难矣。

基于信用评级的重要性，也基于信用评级的深奥美妙，因而写了此书，但祈这只是一个引子，能引来对信用评级更多的关注，更高的重视。

郭敏华

2003年1月

图书在版编目 (CIP) 数据

信用评级/郭敏华著

北京: 中国人民大学出版社, 2003

台湾经典著作. 现代金融市场系列

ISBN 7-300-04471-9/F·1357

I. 信…

II. 郭…

III. 信用-评估-研究

IV. F830.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 050089 号

台湾经典著作

现代金融市场系列

信用评级

郭敏华 著

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080
电 话	010-62511242 (总编室)	010-62511239 (出版部)	
	010-62515351 (邮购部)	010-62514148 (门市部)	
网 址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	北京东方圣雅印刷有限公司		
开 本	787×965 毫米 1/16	版 次	2004 年 2 月第 1 版
印 张	13.75 插页 2	印 次	2004 年 2 月第 1 次印刷
字 数	208 000	定 价	20.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

目 录

现代金融市场系列教材

第一篇 实务篇

第一章	绪论	3
	一、何谓信用评级	3
	二、台湾债市的发展	4
	三、信用评级的重要性	7
	四、评级模型客观正确的重要性	11
第二章	信用评级产业概况	13
	一、发展历史与产业概况	13
	二、评级对象	16
	三、评级等级符号系统	20
	四、信用评级在金融管理上的应用	24
	五、信用评级程序	27
第三章	信用评级基本概念	31
	一、基本特性	31
	二、评级内容	34



第四章	一般产业的信用评级	43
	一、经营风险分析	44
	二、财务风险分析	47
第五章	银行的信用评级	55
	一、评级内容概述	57
	二、评级项目	58
	三、外部支援强度评级	63
第六章	商业本票与优先股的信用评级	66
	一、商业本票	67
	二、优先股	69
第七章	关系企业的信用评级	71
	一、营运密切相关的母子公司	71
	二、转投资企业	73
	三、关系纵横交错的企业集团	75
第八章	较次级债券的评级	77
第九章	台湾信用评级概况	83
	一、评级流程	84
	二、评级符号	86
	三、评级内容	89
	附录 9.1 “中华信用评级公司”对富邦证券公司的信用评级报告	94
	附录 9.2 “中华信用评级公司”对“中华开发公司”的信用评级报告	96
	附录 9.3 “中华信用评级公司”对万通票券公司的信用评级报告	98

第二篇 理论篇

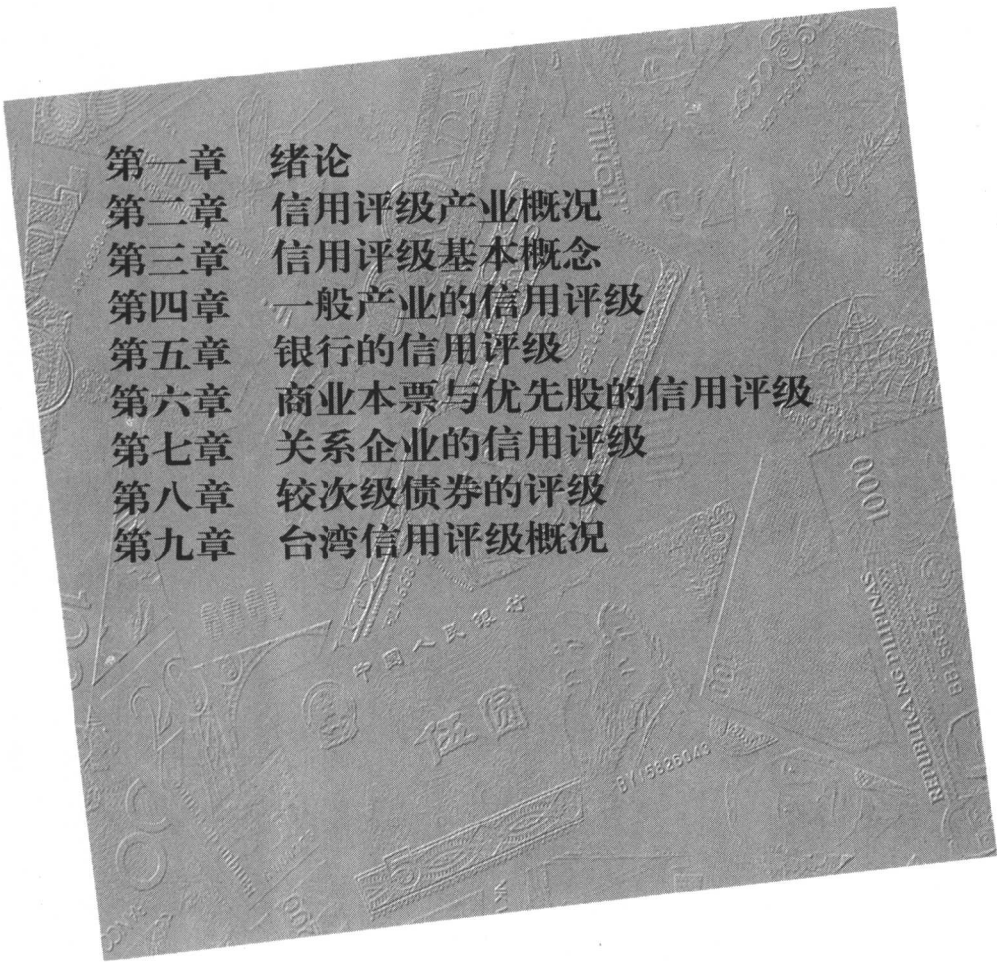
第十章	理论篇概述	103
------------	--------------	------------



第十一章	信用评级的信息价值	106
	一、值得深思的基本问题	107
	二、找出真相	110
	三、文献结果摘要整理	120
	四、文献评论	121
第十二章	信用等级决定因素探寻的方法论	124
	一、概述	125
	二、学术研究的研究设计与逻辑基础	126
第十三章	探寻信用等级的决定因素	131
	一、台湾地区以外的相关研究	131
	二、台湾的相关研究	142
第十四章	专业判断在信用评级中的角色	148
	一、专业判断的角色	149
	二、信用评级模型的建立	155
第十五章	文献综合评论	158
	一、研究方向的归纳	158
	二、实证发现的归纳	159
	三、问题评论	160
第十六章	线性区别模型	164
	一、模型函数说明	165
	二、例示说明	167
	三、模型特色与限制说明	175
第十七章	线性概率模型、Logit 模型与 Probit 模型	179
	一、线性概率模型	179
	二、Logit 模型	183
	三、Probit 模型	187
	四、模型比较	191
第十八章	类神经网络与模糊分析	193
	一、类神经网络	194
	二、模糊分析	202

第一篇 PART

实务篇

- 
- 第一章 绪论
 - 第二章 信用评级产业概况
 - 第三章 信用评级基本概念
 - 第四章 一般产业的信用评级
 - 第五章 银行的信用评级
 - 第六章 商业本票与优先股的信用评级
 - 第七章 关系企业的信用评级
 - 第八章 较次级债券的评级
 - 第九章 台湾信用评级概况



第一章

现代金融市场系列

绪 论

一、何谓信用评级

信用评级是针对债券或是债券发行人的信用强度进行评估的程序与结果。更狭义地说，信用评级是由公正客观而专业的信用评级机构对信用强度进行评估的程序与结果。

一般企业在资本市场发行债券，如果广大的投资人对其信用能力无所知悉，认知风险很大，则该债券发行公司的融资往往十分困难，或者必须支付很高的风险溢酬才能筹得所需资金，这些都意味着，在缺乏信用品质的参考指标下，资本市场中介资金的效用无法充分发挥。而信用评级制度即在投资人对筹资者的信息缺口上，架起信息桥梁，由客观公正的第三者对举债公司进行信用强度的调查分析，并将分析结果以简明的等级报道出来，作为投资人的决策参考，使投资人的认知风险得以降低，资本市场的运作得以顺畅。由此可见，信用评级制度的建立对于债券市场的发展与资本市场机能的发挥，具有关键性的重要地位。

台湾的债券市场这几年来虽已有快速进展，但交易活跃度仍显不足，如冀其迎头赶上股票市场，使台湾的资本市场不再有跛足市场之讥，则信用评级是一个不可或缺的制度设计。此一制度在台湾以外地区已行之有年，台湾则处于创始阶段，不论是实务上的具体开展或是学术



理论上的探讨与实证，均待努力。本书即分为实务篇与理论篇加以说明及探讨，实务篇介绍实务的发展与运作、信用评级的基本特性，与评级所涵括的内容项目，期使读者对于债券评级的发展现况，以及专业评级公司的运作流程，能有全面性了解。理论篇则从根本面来剖析信用评级的价值，因为信用评级制度的存在，其实有很多似是而非的观念交错其中，很多看似理所当然的现象，其实与财务基本理论有着极具争议性的抵触，因此本书的理论篇将针对几项本质上的疑义，从不同的角度来思考与探讨，同时将学术研究上所采用的多种评级预测模型加以说明比较，冀期对信用评级的本质、价值及分析技术，乃至可能的盲点与潜在问题，都能阐释分明，使读者不但知其然，而且知其所以然。

在探讨所有相关议题之前，一个至为重要的基本观念必须在此先强调出来：信用评级所强调的是债权人的利益，而非股东的利益；是信用风险的评估，尤其是偿债能力的评估，而不是投资报酬的保证，信用评级并不代表对投资人买进、卖出或持有的建议，因为投资所面对的，除了违约风险之外，尚有利率风险、税负效果等的考量，此皆非信用评级的评估范围。简言之，信用等级的高低，代表了举债履约的能力强度，对于关切融资者是否有违约可能（或是概率高低）的人士来说，是很有价值的参考指标，但是无关乎投资报酬率的高低。此外，属于同一等级内的债券或公司，并不表示其信用强度完全相等，因为信用评级的结果只分做几个等级，而不是连续分数；而且在评级机构决定最后的信用等级时，除了评估信用强度外，尚考量了一旦发生违约，投资人债权的被清偿程度。换言之，最后所赋予的信用等级，同时包括了信用强度与违约回收的程度，因此同一债券等级内的公司或债券，信用品质仍可能存在若干幅度的差异。

以下先就台湾债市发展现况作一介绍，俾对信用评级在台湾的发展环境与时机状况能够先有所了解，再接着讨论信用评级的重要性。

二、台湾债市的发展

台湾的债券市场在1995年、1996年以前，一直十分冷清，1990—1994年的五年之间，发行笔数不到80笔，到了1995年方渐见活力。1998年底公司债发行余额为新台币5300余亿元，较上年度增加

64.2%，如连同“政府公债”统计，1998年底发行余额已逾新台币1.57兆余元，成交金额近55兆元（详见表1—1、表1—2）。此外，证管会为扩大债券市场规模，已增订《台湾地区证券交易法》第28条之三，放宽企业发行公司债的发行额度为全部资产减去全部负债余额的两倍，以排除《台湾地区公司法》的额度限制，便利工商企业筹措中长期资金。^①

表 1—1 台湾近年来债券发行概况统计表 单位：新台币亿元

年份	“中央政府”公债		“省及院辖市政府”公债		公司债		金融债券		外国债券	
	发行额	余额	发行额	余额	发行额	余额	发行额	余额	发行额	余额 (百万美元)
1991	1 745	2 601	344	874	237	641	578	757	300	300
1992	2 250	4 510	253	1 003	158	655	300	903	300	600
1993	2 100	6 135	273	1 087	129	593	578	870	30	600
1994	1 480	7 101	-	876	302	702	333	941	-	600
1995	1 250	8 051	-	620	366	922	447	974	26	600
1996	2 250	9 361	200	502	1 837	2 504	366	928	70	300
1997	1 600	9 754	140	594	1 112	3 239	260	689	198	300
1998	1 200	9 694	260	745	2 387	5 319	473	924	337	-

资料来源：“中央银行经济研究处”编印的金融统计月报及“财政部”证券管理委员会编印的证券市场重要指标。

表 1—2 台湾近年来债券店頭市场交易金额统计表 单位：新台币亿元

年份	买卖断		附条件交易		成交金额 总计
	金额	百分比 (%)	金额	百分比 (%)	
1993	7 488	6	124 070	94	131 558
1994	10 332	7	149 397	93	159 728
1995	17 722	9	190 284	91	208 006
1996	26 218	9	256 657	91	282 875
1997	25 710	6	378 012	94	403 722
1998	71 065	13	478 507	87	549 572

资料来源：台北市证券业同业公会柜台买卖证券统计月报。

^① 根据《台湾地区公司法》第二百四十七条之规定，公司债之总额不得逾公司现有全部资产减去全部负债及无形资产后之余额。无担保公司债之总额，不得逾前项余额二分之一。