



公司信用分析基础

Fundamentals *of* CORPORATE CREDIT ANALYSIS

布莱·甘吉林
(Blaise Ganguin)
约翰·比拉尔代洛
(John Billardello)



北京当代金融培训有限公司





公司信用分析基础

Fundamentals of CORPORATE CREDIT ANALYSIS

布莱·甘吉林
(Blaise Ganguin)
约翰·比拉尔代洛
(John Billardello)

著

北京当代金融培训有限公司

图书在版编目(CIP)数据

公司信用分析基础/(美)甘吉林(Ganguin, B.), (美)比拉尔代洛(Bilardello, J.)著;北京当代金融培训有限公司译. —上海:上海财经大学出版社, 2014. 6

书名原文: Fundamentals of Corporate Credit Analysis
ISBN 978-7-5642-1903-1/F · 1903

I. ①公… II. ①甘…②比…③北… III. ①公司-信用-研究
IV. ①F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 103787 号

Blaise Ganguin, John Bilardello

Fundamentals of Corporate Credit Analysis

ISBN 0-07-144163-8

Copyright © 2005 by The McGraw-Hill Companies, Inc.

All Rights reserved. No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any data-base, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education (Asia) and Shanghai University of Finance & Economics Press. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

Copyright © 2014 by McGraw-Hill Education (Asia), a division of McGraw-Hill Education (Singapore) Pte. Ltd. and Shanghai University of Finance & Economics Press.

版权所有。未经出版人事先书面许可,对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播,包括但不限于复印、录制、录音,或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本授权中文简体字翻译版由麦格劳-希尔(亚洲)教育出版公司和上海财经大学出版社合作出版。此版本经授权仅限在中华人民共和国境内(不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)销售。

版权 © 2014 由麦格劳-希尔(亚洲)教育出版公司与上海财经大学出版社所有。

本书封面贴有 McGraw-Hill Education 公司防伪标签,无标签者不得销售。

- ☐ 责任编辑 李成军
- ☐ 书籍设计 钱宇辰
- ☐ 责任校对 王从远 卓妍

GONGSI XINYONG FENXI JICHU

公司信用分析基础

布莱·甘吉林

(Blaise Ganguin)

约翰·比拉尔代洛

(John Bilardello)

北京当代金融培训有限公司 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海华业装璜印刷厂印刷装订

2014 年 6 月第 1 版 2014 年 7 月第 2 次印刷

787mm×1092mm 1/16 19.25 印张 409 千字

印数: 3 001—5 000 定价: 49.00 元

译者序

进入 21 世纪以来,伴随宏观经济的持续快速发展,中国的信用市场呈迅猛增长之势。一方面,作为信用市场主体的商业银行各项贷款高速增长,到 2013 年底本外币贷款余额已达 76.63 万亿元,比 21 世纪初增长了 6.7 倍;另一方面,债券市场飞速扩张。目前,中国债券市场的总规模已超过了 20 万亿元,仅次于美国、日本和法国,居世界第四。债券品种也在最初简单的政府债券的基础上,逐步发展出金融债券、企业债券、中短期票据、公司债券等多种信用债券形式。2012 年,中国信用债券(不包括短融)发行总量已达到 2 万亿元,相对于 2000 年仅 50 亿元的企业债发行量,发行规模增长超过了 400 倍。从发行规模来看,中国的信用债券发行量仅次于美国,以至于一些国际媒体开始预测中国信用债券规模将超过美国,成为全球第一。

信用风险是信用市场关注的核心问题。从商业银行来看,对公业务客户经理因挑选企业客户而关注信用风险,信审部门因审查贷款申请而关注信用风险,资产管理部门因进行债券投资而关注信用风险;证券公司与会计师事务所、律师事务所等中介机构关注信用风险,是因为它们要帮助企业发行信用债券;共同基金、保险公司等债券市场的投资者关注信用风险,是因为信用风险直接影响着投资的损益与成败。政府决策与监管部门也关注信用风险,这是因为随着经济的全球化和市场化以及金融市场的快速发展,企业、金融机构、政府等信用主体之间的联系越来越广泛,那些信用风险较大且风险结构复杂的市场参与者,一旦违约可能殃及其他参与者甚至整个社会。2007 年,美国爆发的次贷危机乃至随后爆发的金融危机,本质上就是信用的危机,其根源就在于信用风险。因此,可以说信用风险是悬在信用市场各个参与者头上的“达摩克利斯之剑”。参与信用市场,就是选择了与信用风险“共舞”。而“舞”得如何,是姿态曼妙还是笨拙蹩脚,一个具有决定性的基础工作就是信用风险评估。

信用风险评估的历史由来已久。在理论上,新的方法不断涌现,传统的方法已被持续更新的、越来越复杂的风险度量模型所代替。在实务领域,各家商业银行、投资机构、中介部门等都在开发自己的信用风险度量模型。作为专业的信用风险评估机构,三大评级公司在信用风险分析技术与模型的开发及应用上“可能”走得最远。当然,人永远是最重要的因素。正如培根所说:“知识的力量不仅取决于其本身价值的大小,更取决于它是否被传播,以及传播的深度和广度。”管控信用风险

最要紧的是,让信用市场的参与者掌握信用分析的基本思维、方法与工具,并将之运用到实践工作中。

2011年初,北京当代金融培训有限公司(以下简称北培)从美国引进公司信用分析师(Corporate Credit Analyst, CCA)课程以培养中国金融人才。该课程在美国、西班牙、澳大利亚、新加坡、东京、迪拜和中国香港等8个国家和地区讲授,来自全球500多家金融机构及跨国公司的信用分析师、投资经理、交易员、运营经理、风险分析经理等参加了学习,受到了广泛好评。北培教研团队经历2年的时间,将信用分析师国际课程体系进行“汉化”,并研发了以“中国公司”为蓝本的教学案例,以帮助学员熟练使用国际通用的信用分析方法。从2012年开始,北培精心组织信用分析师课程的培训,截至2013年底,已与中国众多商业银行展开合作,得到了广泛的好评。

北培根据中国商业银行的要求,将信用分析师课程分为两级:公司信用分析师(CCA Level1)课程面向银行的公司业务客户经理和初级信贷审批人员,定位于提高学员识别企业的能力、撰写信用报告的能力、发现业务机会的能力及在银行内外部沟通的能力;高级公司信用分析师(CCA Level2)课程面向银行的中高级信审人员和风险经理,定位于提高对企业的信用分析能力及对企业贷款申请的审查能力。这一创新安排,更符合现阶段我国商业银行人才培养的需求,受到了各家银行的重视和欢迎。

教材是培训体系的重要组成部分。经过市场考察以及几番斟酌,北培决定翻译由美国麦格希(McGraw-Hill)公司^[1]出版的《公司信用分析基础》一书,作为信用分析师课程学员的参考学习资料。之所以选择翻译这本书,主要是考虑该书为标准普尔资深专家积多年公司信用分析经验所著,具有体系完整、贴近实战、案例丰富等特点,既适合初学者学习,又可作为相关从业者的工作指南。

就分析体系的完整性而言,本书不仅涵盖了国家风险、行业风险、经营风险、管理因素、财务风险等与企业信用风险相关的所有维度,而且还分析了债务条款、债务清偿次序等与特定债项信用风险密切相关的特殊因素。此外,书中还介绍了一套对上述多种因素进行整合的信用评分模板,方便读者将这一套体系应用于业务实践中。

在实战性方面,本书详细地介绍了各类分析方法的实施步骤,同时也提供了多个来源于现实世界的实际案例,是一本很好的实务操作指南。例如,在介绍债务文书时,不仅介绍了哪些信息是重要信息,还特别指出在债券契约的哪个部分可以找到这些信息。

本书案例极为丰富,不仅在正文中提供了美国电信、可口可乐、本田汽车、博伊西瀑布公司、米其林、捕鼠器公司等十几个信用分析范例,而且还在附录里详细剖

[1] 麦格希公司(The McGraw-Hill Companies)成立于1888年,是美国著名的常春藤公司、世界500强企业,是国际领先的教育、信息及金融服务机构。麦格希金融(McGraw-Hill Financial)旗下的主要品牌包括标准普尔评级服务、标准普尔智汇(S&P Capital IQ)、标准普尔指数、普兰特能源信息服务(Platts Energy Information Services)和J.D.动力协会(J.D. Power and Associates)。

析了7个实务案例,案例分析篇幅达到全书的三成左右。

为更好地让中国读者充分吸收本书的养分,在对原著进行翻译和审稿时,我们力求忠于原文、用词准确、逻辑清晰、流畅易读。翻译与审稿团队借助于信用分析师培训项目研发与授课经验,力争完整再现标准普尔信用分析体系的原貌。对于有多个中文译名的专有名词,编译与审稿团队进行了慎重的筛选,以避免引起读者的误解。此外,借助授课经验和数百位学员的反馈,翻译与审稿团队特别注意对书中要点与难点的翻译处理,以提高本书中文译本的逻辑感和易读性。

本次翻译与审稿工作主要由北培研究院承担。第一章至第四章由姚小娟翻译,高红鑫复核;第五章至第六章由宋晖翻译,张骏复核;第七章至第八章由张骏翻译,宋晖复核;第九章至第十一章由高红鑫翻译,张骏复核;附录由陈昊翻译,姚小娟复核。全书最后由张瑞彬、陈昊、张骏审核定稿。来自全国各高校、中国农业发展银行及上海浦东发展银行等金融界的专家学者参与了本次翻译与审稿工作,并给出了专业的修改意见。本书的出版也得到了各位信用分析师课程讲师的大力支持,在此一并感谢。

需要说明的是,尽管我们付出了一定的努力,但是,译文中错误和疏漏仍在所难免,诚恳希望读者不吝赐教,提出批评意见。对于本译著使用中发现的任何问题,包括您的宝贵意见和建议,请通过电子邮箱 cca@bfec.cn 发给我们。

北京当代金融培训有限公司

2014年1月12日

序 言

自网络和电信股泡沫破裂之后,股票市场和固定收益市场的投资者就一直在呼吁回归本原,《公司信用分析基础》一书的出版正当其时。

最近,我们正经历着最具挑战性的信用周期。在互联网泡沫中,股票市场的“非理性繁荣”得到了媒体的极大关注,高收益债券市场也遭受重创。股票市场从2000年春天的顶峰到现在下跌了几乎40%;在高收益债券市场上,违约记录屡创新高,二级市场价格出现剧烈下降。2000年3月~2002年10月期间,美林高收益率指数(Merrill Lynch High Yield Master Index)下跌了13%。

财经新闻界、监管机构和美国国会曾把注意力集中在安然(Enron)、世通(Worldcom)和环球电讯(Global Crossing)上。实际上,在范围更广的高收益债券市场上,损失更为普遍、更为严重。

当前,以能否战胜指数来衡量绩效的投资者越来越多,在市场动荡中崛起的对冲基金日益壮大,能帮助投资者对冲信用风险的金融新工具不断涌现。尽管市场环境发生了很多变化,但我们对信用分析基本原理的重视程度一如既往。

在过去的几年里,债券市场的波动率很高,违约率刷新了纪录。为了应对这种趋势,使资产组合管理者能够去监控资产组合的信用质量,一些新的技术和工具迅速产生,其中包括信用违约掉期交易以及越来越多的以市场指标为基础的统计模型。虽然这些工具在信用分析中已经确立了自己的位置和角色,但是,它们并不能代替信用的基本面分析。或者更加确切地说,这些技术和工具是对信用基本面分析的一个补充。信用风险分析是一门艺术,而不是一门科学。在信用分析中,要将所有的考虑因素全部量化也是不可能的。

作为标准普尔评级机构(Standard & Poor's Rating unit)的资深人士,本书的两位作者对影响公司信用的所有关键因素进行了深入详尽的阐述。

爱德华·Z.埃默尔
(Edward Z. Emmer)
标准普尔执行董事

前 言

信用分析并不像火箭科学一样令人难以掌握,然而,对很多人而言,它却是一个谜。在很多情况下,我们把自己看作信用评估领域的布道者,因为在与公司经理、投资者和金融机构的每一次谈话、每一次电话交流和每一次会晤中,都要解释一个具体的信用评估决策是如何做出的……这一点标准普尔的任何一位信用分析师都可以证实。此类交流总要涉及行业和宏观经济走势对公司经营和财务绩效的影响。

常有人认为信用评级机构的信用分析方法很神秘,甚至诟病信用评级机构的信用分析和决策过程具有“暗箱操作”的特性。但是,信用分析实际上并没有什么秘密,只不过,它并不是一个可以用“非黑即白”这样的简单判断来进行表述的一种综合性分析。所以,我们认为,是到了有人写一本书来揭示这个过程的时候了。

正如爱德华·埃默尔所述:“信用风险分析是一门艺术,而不是一门科学。”这表明信用决策在本质上是高度主观的,但是,这并不意味着不存在一种有序的方法来帮助人们做出决策。这一点正是本书所要阐述的。在本书中,我们提供分析方法,并阐述所有信用分析师在进行信用决策时应当遵循的思维过程。

我们经常被教导说,每一个信用决策都是建立在反映一家公司债务清偿能力的3~5个最重要的关键点的基础之上的。本书的重点在于去确定哪些是关键点,因为大部分公司的关键点都不尽相同。实际上,这正是信用分析师几乎每天都产生疑惑的地方。本书的意图就是帮助信用分析师系统地分析一家公司,辨识最重要的影响因素,做出信用决策。重要的是,为了对书中所提及的理论方法做出支撑,本书还提供了几个应用相关方法做出决策的真实案例。

大部分书籍都试图解答读者所有的问题,然而,作为本书的作者,我们希望读者可以提出更多的问题。标准普尔最好的分析师都是那些不断探究问题、“打破砂锅问到底”的人。

大体上,本书的读者如果不是专业学习信用分析的,也至少应当学过财务分析。他可以在读工商管理学位的本科生,或者是财务、会计或经济学在读研究生,或者是考取专业资质的人员,例如特许金融分析师(Chartered Financial Analyst, CFA)。本书的读者也可以是刚刚进入专业投资机构、投资银行、商业银行或是评级机构的新员工。总之,任何一个进行公司分析的人都可以从本书中获益。

我们当然不能自认为看到一切、听到一切或者了解一切。所以,在写这样一本教人“如何”进行信用分析的书的过程中,我们需要大量帮助,为此我们需要感谢很

多人,其中有四个人我们尤其想要感谢,因为他们已经为建立和完善公司信用分析与评级准则奋斗了30多年。

首先,我们希望利奥·奥尼尔(Leo O'Neill)可以看到这本书。当然,作为标准普尔的总裁和为信用评级奋斗了36年的前辈,利奥自然不需要再读我们的书了,因为他一生都在从事这项事业。利奥是建立了标准普尔并使之成为一个伟大组织的伟大人物。感谢利奥!

从20世纪70年代中期以来,爱德华·埃默尔就已经是标准普尔公司评级部门的领导人了,他不断地鼓舞和激励标准普尔的所有分析师成为顶尖分析师。他具有一种与生俱来的才能,能够在任何其他人士之前辨识出那些会下降的信用状况,我们为他能给本书写序而自豪,感谢爱德华!

索尔·桑姆森(Sol Samson)和斯科特·斯普林岑(Scott Sprinzen)早在20世纪80年代初期就已经是标准普尔公司评级准则的首席设计师了。他们有着令人难以置信的探索最复杂问题的能力,能够提出最合适的分析方法和解决方案。我们可以诚实地说:大部分的标准普尔公司评级准则手册——我们经常查阅的那些——都是由他们所著或者深受他们的影响。谢谢你们,索尔和斯科特!

标准普尔有很多才华横溢的信用分析师,他们中有很多人为我们提供了“成功的关键因素”分析或者案例分析。虽然由于篇幅的限制,他们的贡献并没有全部被编入本书,但是我们想要感谢每一位贡献者。他们是:

Jeanette Ward、Emmanuel Dubois-Pélerin、Paul Watters、Cindy Werneth、Tom Watters、Kyle Loughlin、Bob Schulz、Martin King、Linli Chee、Heather Goodchild、Michael Kaplan、Jill Unferth、Nicole Delz Lynch、Rich Sideman、Bill Wetreich、Mary Lou Burde、Bruce Hyman、Bruce Schwartz、Andrew Watt、Craig Parmalee和Phil Baggaley。

另外,还有很多人也帮助我们预审了各章节,或者为我们提供了统计和其他信息,在这里表示感谢。他们是:

波士顿大学的Mark Williams教授、Arnaud de Servigny、Olivier Renault、David Gillmor、Jamie Richardson、Dominic Crawley、James Penrose、Barbara Ridpath、Agnès de Pétigny、Pascal Bernous、Ed Liebowitz、John Newcomb、Jack Harcourt、Bill Chew、Beth Ann Bovino、Paul Coughlin、David Wood、Takamasa Yamaoka、Patrice Cochelin和Phil Mustacchio。

最后,我们有很多在日常工作生活中可以信赖的优秀同事,我们想感谢下列人员,因为在我们需要的时候,他们总会为我们提供帮助。他们是:

Kathleen Corbet、Vickie Tillman、Francois Veverka、Ron Barone、Nick Riccio、Tom Kelly、Chris Legge、Evelyn Nazario、Lars Bjorklund、Mike Wilkins、Mark Mettrick、Eduardo Uribe、Laura Feinland Katz、Cliff Griep、Apea Koranteng、Anne-Charlotte Pedersen、Elena Folkerts Landau、Jerome Cretigny、Guy Deslondes、Trevor Pritchard、Christian Wenk、Alan Levin、Curt Moulton、Dorothy Hemingway、Neri Bukspan、Jane Eddy、Michael Petit、Michael Zelkind和Ed Tyburczy。

绪 论

“你会把钱借给他吗?”

这是全世界的贷款人、投资者和信用分析师在履行自己的义务时,经常自问的一个古老问题。原因是,如果有人打算用自己的钱来投资,就必须对投资项目做出充分仔细的分析,仔细检查所有的假设,核实所有的证据。任何一个人,受托将一个实体的资金借给另一个实体,都应该保证达到同样的分析水准。对于这项任务来说,最好存在规范的、系统的方法,因为信息是经常变化而且不精确的。本书的目的就是帮助将来和现在的贷款人、投资者及信用分析师有效并圆满地完成这项工作。

让我们首先给公司信用分析下一个定义:公司信用分析是一个分析框架,通过它,我们可以系统、全面地评估公司及时清偿债务的能力和意愿。近来,公司信用分析评估的焦点,还被扩展到在公司资不抵债时,对它的某些特殊债务回收前景的评估上面。

大部分放贷机构,无论是银行、保险公司、养老基金或者共同基金(后三个就是人们经常提及的机构投资者),都会涉及信用分析。这些机构通常都设有一个独立的部门,对其交易对手的信用状况进行评估。

然而,进行信用分析的主体并不仅限于银行和机构投资者。例如,当公司为其客户发运设备或建造工厂时,它就与放贷机构一样,面临着收不到款的风险。当风险重大时,制造业公司也会通过信用分析追踪客户的风险。

信用分析可以帮助人们把差的债务人与好的债务人区分开来。但是,当面对两个既不是很好也不是很差的公司,分析师要比较这两家公司的信用时,就需要一个多档(超过两个级别)的分析框架。放贷机构和信用评估机构已经创造了一个评价信用风险的信用评级系统,把信用风险自高至低地排序,评级顺序从“无法偿还”到“几乎没有风险”。这样的系统能够实现以下目标:

1. 根据事先确定的刻度标尺,通过设定标记、打分数或定等级,分析师可以对不同国家和行业公司的信用质量进行评分。
2. 假定在一个有效的市场上,风险越高,预期的回报就应该越高。因此,一个特定的信用评分就揭示出一个特定风险水平下所要求的投资回报。
3. 对于拥有大额债务工具组合的放贷机构,一个分析框架完善的评分系统,提供了随时评估信用风险的有力工具。

4. 最后,这些机构需要评估那些处于财务困境的公司的债务回收前景。尤其是在经济不景气时期,机构的资产组合部分受损时,这样的评估特别重要。

好的公司信用分析很像建造一所砖房,有很多砌块和很多平面,坚实的地基支撑着上层结构,有组织结构使所有构件很容易地结合在一起。也就是说,在分析一个公司实体时,好的信用分析包含很多不同的因素,但是,如果所有恰当的问题都恰好被问道,对所有因素都进行充分的分析,信用分析师就可以用这些因素拼凑出该企业完整的信用形象。现实情况是:如果人们没有彻底地分析举债公司和它周围的环境以及财务情况,就把钱借给这家公司,那纯粹就是一种疯狂的举动。本书推荐的这种模块式的思考方法可以帮助信用分析师系统地组织和分析所有必要和适宜的因素。

大部分信用从业者都听说或使用过一种分析公司信用的系统方法,它被称为信用的5C。其中,第一个C是品格(Character),它是指信用评估师必须关注公司的领导层、声誉和战略。第二个C是能力(Capacity),主要集中于关注公司创造现金以偿还债务的能力。第三个C是资本(Capital),反映公司获得融资的情况或者股东在公司的投资金额。第四个C是环境(Condition),主要讨论公司的竞争环境以及对环境的适应程度。最后一个C是抵押或担保(Collateral),主要分析偿还债务的其他潜在资源,以及这些资源是否能够提供附加的安全性。

随着时间的推移,分析框架已经开始延伸为分析两种主要类型的信用风险:

(1) 违约^[1]风险,这通过评估一家公司及时偿还债务的能力和意愿来衡量。

(2) 回收前景,评估当公司违约时,债权人可能获得的偿付数量。回收前景可以通过监控各种债务工具、债务结构和抵押的价值来测算。

将违约风险和回收前景两者相结合,就能对风险损失提供良好的评估,这对放贷机构来说是重要的信息。

本书中,我们提出的分析框架非常像我们前面所说的模块式分析方法,并按照从一般到具体的顺序逐一进行介绍。这些分析模块主要包含:分析运营实体所在国家的相关风险,分析运营实体所在行业的风险,分析实体的竞争环境,分析实体的财务状况和战略,分析实体的组织结构,分析实体的债务结构以及所采用的债务工具。

为了评估这些不同的风险,本书分为四篇。

第一篇“公司信用风险”,介绍能够帮助人们分析公司及时还本付息能力的各种方法。在本书的第一篇结束时,读者应当能够识别出与一家特定公司相关的所有基本风险,并通过行业标杆法(Benchmarking)和财务预测来测定这些风险。

第一章为“主权和国家风险”。本章讨论了公司经营所在的国家或地区的相关风险。本章特别揭示了一个国家的法律法规对商务活动的影响,揭示了来自政治、

[1] 违约有多种定义。有的把初次无法支付(在合同规定的豁免期之后)视为违约的发生,有的将持续无法支付达到90天(假定这段时间内没有救助行动)视为违约的发生,而另外一些则认为破产才是违约。本书中,我们采纳定义最严格的第一种观点。

法律和财政体系对商务活动的支持(或阻碍),揭示了基础设施、自然资源以及国家宏观经济政策对商务活动的影响。

第二章为“行业风险”。本章介绍了行业特性,尤其是销售前景是如何影响该行业内公司的信用形象的。无论这个行业是增长型、成熟型、补缺型还是全球型,商业周期、季节性因素、行业门槛和进入壁垒,如资本密集度、技术和监管制度,都会影响行业内公司的信用形象。最后,我们以如下提问结束本章:特定的行业风险是否会降低公司的信用质量?

第三章为“公司特有的经营风险”。这是本书的中心章节。本章为评价一家特定公司的竞争力提供了方法。在这一章中,我们会讨论竞争地位,对竞争者进行分析,并剖析市场地位、销售增长、定价和监管制度。然而,出于信用分析的目的,我们也介绍了现金流来源的多元化对经营连续性和稳定性的影响,以及管理战略如何对公司信用质量产生影响。我们建议信用分析师在这一部分的分析中要在分析每家公司的一般竞争特性的基础上,进一步关注与行业特性有关的方面(参见附录A~G,在每个案例研究中,都指出了行业关键因素对信用风险的影响)。

第四章为“管理因素”。本章介绍了管理行为和决策对公司信用形象的影响,特别讨论了公司治理和评价公司治理的方法。本章也分析了评估公司财务政策的方法。

第五章为“财务风险分析”。本章首先讨论了财务政策的重要性,以及信用分析师如何通过财务政策来理解公司管理层的风险承受力。在本章中,我们介绍了与资产负债表、盈利能力、现金流量的充足性和财务灵活性相关的信用评估,并介绍了应当如何去解释它们。

第六章为“现金流预测和建模”。本章通过介绍一个实际的方法,为预测现金流量和计算信用比率创造了一种财务模型,以结束第一篇的内容。我们通过可口可乐和本田汽车的案例,揭示了稳定型行业与周期型行业间的差异。

第二篇“债务工具的信用风险”,分析了公司在资不抵债的情况下,其债务工具和债务结构对回收前景的影响。看完本篇,读者应当能够识别出债务工具的所有基本特征,辨认出公司的债务结构,判定公司发行的每一种债务工具的回收前景。

第七章为“债务工具和债务文书”。本章简要描述了公司财务人员可利用的资金资源,并提供了一种逐步分析方法,用于分析贷款协议或者债券契约,以及分析用来管理债权人和债务人之间关系的合同。

第八章为“破产制度与债务结构”。本章分析了公司的财务困境对债权人的影响。我们讨论了不同的破产制度对债权人的不同处理办法以及破产对评级的影响。我们特别介绍了契约性次级属性和结构性次级属性,以及通过抵押来提供信用支持。我们还在本章中介绍了以资产为基础的交易(资产证券化),例如在房地产、工程项目或者运输设备的融资中的运用,并对杠杆收购交易(LBO)做了简要的描述。

第九章为“评估回收前景”。本章提供了一种评估特定债务工具回收前景的实用方法。我们讨论了经营为何失败,如何评估单个的担保品,并通过对一家虚拟公

司——捕鼠器(Mousetrap)公司——的案例研究来分析如何评价公司的经营状况。最后,我们提出用标准现金流压力来评估公司的财务困境。

第三篇“信用风险的度量”,提出了一个评分系统,用于评估公司及时清偿债务的能力和意愿,以及当公司陷入财务困境时,其债务工具的回收前景。

第十章为“信用评级的综合应用”。本章提出了一个评分系统,通过赋予每一个风险因素一定的权重来进行评分,从而评估违约风险和回收前景。学完本章,学生和信用评估实践者应当可以使用一个有组织的框架,捕捉到本书所讨论的所有信用风险,并得出一个分值,以反映公司的违约概率和特殊债务工具的回收期望。

第十一章为“测量信用风险:定价和信用风险管理”。本章讨论如何以信用评级的分值为标杆来为债务工具定价。关于信用评分和评级的使用,在有关银行资本配置的《巴塞尔协议Ⅱ》的部分也有相关介绍。本章最后,我们简要介绍了信用评级机构及其对违约风险和信用评级转移的研究成果。我们也给出了一些评级数据和一些信用分析模型。

第四篇“附录A~G:信用分析案例”,介绍了由标准普尔资深信用分析师所准备的七个真实的案例。这些案例研究了公司合并、收购、治理、高杠杆交易及主权问题等与信用风险有关的话题。

人们经常讨论自上而下的方法和自下而上的方法孰优孰劣。自上而下的方法即先分析国家风险,然后分析行业、公司和具体的债务工具的风险。自下而上的方法即先分析债务工具,然后分析公司、行业和国家。我们认为,这样的争论是不重要的,因为只有分析影响一个债务人充分、及时清偿债务能力的所有因素,以及公司资不抵债时影响回收前景的所有因素,才能做出一个好的信用决策。所以,分析师从哪里开始分析并不重要,重要的是他们考虑和分析了哪些因素以做出决策。

投资经理和信用分析师有时可能没有足够的时间去做信用决策,因此,期望在做决策前收集到所有最新信息是不切实际的。所以,对信用分析师来说,重要的是将注意力集中于一些最关键的特殊因素,这些因素决定了一家公司清偿债务的能力。当然,如果时间允许,他们应当在初步评估的基础上,对举债实体和它的债务工具做一个成熟和完整的评估。本书希望可以指出完成这些任务的途径。

目 录

译者序	1
序言	1
前言	1
绪论	1

第一篇 公司信用风险

第一章 主权和国家风险	3
政府力量:基本规则的设定	5
政治和法律风险	7
物质和人力基础设施	8
金融市场	9
宏观经济因素	10
外汇风险	12
本章小结	13
第二章 行业风险	14
销售与收入前景	16
商业周期和季节性模型	19
进入壁垒	22
行业风险对信用质量设置了上限吗?	24
本章小结	27
案例研究:美国电信的信用质量——一个变迁的故事	29
第三章 公司特有的经营风险	32
竞争地位与竞争者分析	33

市场地位、销售增长与定价相互关联	35
经营持续性与稳定性	38
监管	41
本章小结	42
第四章 管理因素	44
管理评估	44
公司治理	45
财务政策	51
本章小结	53
第五章 财务风险分析	54
资产负债表	58
盈利能力	60
现金流充足性	63
流动性和财务弹性	67
管理	70
本章小结	70
第六章 现金流预测和建模	72
财务预测:构建模块	73
财务预测准备:可口可乐公司——案例分析	76
本田汽车有限公司——案例分析	96
本章小结	101

第二篇 债务工具的信用风险

第七章 债务工具和债务文书	105
债务工具	106
信贷文书分析简介	116
债券契约或贷款协议实例分析	119
阅读债券契约或贷款协议中的释义部分	125
本章小结	129
第八章 破产制度与债务结构	130
破产制度	130
优先等级排序简介	134
优先等级排序:次级债权人	136

优先等级排序:有担保的债权人	147
基于资产的交易	150
附录:杠杆收购概览	155
本章小结	158
第九章 评估回收前景	159
违约类型	160
为陷入财务危机的公司估价	161
公司估价:以债权人的角度为例	162
将回收预期纳入公司价值评估:极其重要的经营风险	170
财务危机状态下单项资产的估价	172
本章小结	175
第三篇 信用风险的度量	
第十章 信用评级的综合应用	179
公司信用评分模板	179
五级信用风险的分类特征	183
回收预期排序	187
本章小结	188
第十一章 测量信用风险:定价和信用风险管理	190
公司信用评分与回收前景评分的结合:固定收益证券定价和风险配置	191
公司信用评分(评级)和回收评分(评级)的应用	194
本章小结	202
第四篇 附录 A~G:信用分析案例	
附录 A AT&T—康卡斯特案例(AT&T COMCAST)	205
当前评级(宣布收购之前)	206
行业概况	206
AT&T 宽带业务交易	207
成功关键因素:有线电视行业	209
附录 B 米高梅公司和美乐滋公司的合并	213
当前评级(并购宣布之前)	213
博彩业概况	213
米高梅和美乐滋之间的交易	215

成功关键因素:美国博彩业	217
附录 C 家乐氏收购奇宝	219
概况	219
行业风险	221
家乐氏公司的业务风险	222
合并后的公司	223
新公司的财务状况	225
信用决策——并购后	227
附录 D 雷普索尔—YPF	230
雷普索尔公司相关背景	230
成功关键因素:石油和天然气行业	245
附录 E 新西兰航空公司	249
新西兰航空公司	251
新西兰航空公司简史	253
安赛特控股集团	254
管理预测和敏感性	255
同行业公司比较	258
成功关键因素:航空服务业	262
附录 F 同类型公司比较:美国三家最大的林业产品公司	266
行业特征	267
成功关键因素	268
附录 G 耶尔集团有限公司的杠杆收购	278
背景	278
公司结构和高级信贷安排	282
英国的破产及其执行程序:行政接管	285