



汇添富基金·世界资本经典译丛

不良资产投资

理论与方法

马丁·J. 惠特曼 (Martin J. Whitman) ◎著
费尔南多·迪茨 (Fernando Diz) ◎著
郑 磊◎译

在当今动荡不安的全球经济环境里，不良资产投资就像一颗诱人的果实，每个相对发展成熟的领域；而在中国，不良资产处置还是一片有待开发的处女地，发展机会和空间相当大。在2007~2008年的金融危机中，美国政府作为最后救助者，承担了信用增级任务。政策制定者们陷入“好银行/坏银行”的概念和/或“买入有毒资产”的想法中不断争论，旨在决定救助的施加对象以及施加多大的救助力量。政客们显然混淆了对破产的清盘概念，以及更具有现



待知音人来采摘。鉴于美国有非常完善的《破产法》，不良资产投资在美国是一地，发展机会和空间相当大。在2007~2008年的金融危机中，美国政府作为最后救助者，承担了信用增级任务。政策制定者们陷入“好银行/坏银行”的概念和/或“买入有毒资产”的想法中不断争论，旨在决定救助的施加对象以及施加多大的救助力量。政客们显然混淆了对破产的清盘概念，以及更具有现实意义的“持续经营”概念。

Distress Investing

Principles and Technique

上海财经大学出版社





汇添富基金·世界资本经典译丛

不良资产投资：理论与方法

马丁·J. 惠特曼

(Martin J. Whitman)

[美]

费尔南多·迪茨

(Fernando Diz)

著

郑 磊

译



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

不良资产投资:理论与方法/(美)马丁·J. 惠特曼(Martin J. Whitman),费尔南多·迪茨(Fernando Diz)著;郑磊译. —上海:上海财经大学出版社,2017.9

(汇添富基金·世界资本经典译丛)

书名原文:Distress Investing:Principles and Technique

ISBN 978-7-5642-2836-1/F·2836

I.①不… II.①马… ②费… ③郑… III.①企业重组-不良资产-资产管理-投资管理-研究 IV.①F271.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 238647 号

□ 责任编辑 温 涌
□ 封面设计 张克瑶

BULIANG ZICHAN TOUZI:LILUN YU FANGFA
不良资产投资:理论与方法

马丁·J. 惠特曼

[美] (Martin J. Whitman) 著
费尔南多·迪茨

(Fernando Diz)

郑 磊 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)
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
2017年9月第1版 2017年9月第1次印刷

787mm×1092mm 1/16 14印张(插页:8) 228千字
印数:0 001—3 000 定价:45.00元

拨动琴弦
唱一首经典
资本脉络
在伦巴第和华尔街坚冷的墙体间，仍然
依稀可见



千百年后
人们依然会穿过泛黄的书架
取下
这些书简
就像我们今天，怀念
秦关汉月
大漠孤烟
.....

图字:09-2017-791 号

Distress Investing: Principles and Technique

Martin J. Whitman, Fernando Diz

Copyright © 2009 by Martin J. Whitman and Fernando Diz.

All Rights Reserved. This translation published under license.

Authorized translation from the English language edition, Published by John Wiley & Sons. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

本书简体中文字版专有翻译出版权由 John Wiley & Sons, Inc. 公司授予上海财经大学出版社。未经许可,不得以任何手段和形式复制或抄袭本书内容。

本书封底贴有 Wiley 防伪标签,无标签者不得销售。

2017 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

版权所有 翻版必究

总序

“世有非常之功，必待非常之人。”中国正在经历一个前所未有的投资大时代，无数投资人渴望着有机会感悟和学习顶尖投资大师的智慧。

有史以来最伟大的投资家、素有“股神”之称的巴菲特有句名言：成功的捷径是与成功者为伍！（It's simple to be a winner, work with winners.）

向成功者学习是成功的捷径，向投资大师学习则是投资成功的捷径。

巴菲特原来做了十年股票，当初的他也曾经到处打听消息，进行技术分析，买进卖出做短线，可结果却业绩平平。后来他学习了格雷厄姆的价值投资策略，投资业绩很快有了明显改善，他由衷地感叹道：“在大师门下学习几个小时的效果远远胜过我自己过去十年里自以为是的天真思考。”

巴菲特不但学习了格雷厄姆的投资策略，还进一步吸收了费雪的投资策略，将二者完美地融合在一起。他称自己是“85%的格雷厄姆和15%的费雪”；他认为这正是自己成功的原因：“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。”

可见，要想投资成功很简单，那就是：向成功的投资人学投资，而且要向尽可能多的杰出投资专家学投资。

源于这个想法，汇添富基金管理股份有限公司携手上海财经大学出版社，共同推出这套“汇添富基金·世界资本经典译丛”。开卷有益，本套丛书上及1873年的伦巴第街，下至20世纪华尔街顶级基金经理人和当代“股神”巴菲特，时间

跨度长达百余年。汇添富基金希望能够借此套丛书,向您展示投资专家的大师风采,让您领略投资世界中的卓绝风景。

在本套丛书的第一到第十三辑里,我们先后为您奉献了《伦巴第街》《攻守兼备》《价值平均策略》《浮华时代》《忠告》《尖峰时刻》《战胜标准普尔》《伟大的事业》《投资存亡战》《黄金简史》《华尔街的扑克牌》《标准普尔选股策略》《华尔街50年》《先知先觉》《共同基金必胜法则》《华尔街传奇》《大熊市》《证券分析》《股票估值实用指南》《货币简史》《货币与投资》《黄金岁月》《英美中央银行史》《大牛市(1982~2004)》《从平凡人到百万富翁》《像欧奈尔信徒一样交易》《美国国债市场的诞生》《安东尼·波顿教你选股》《恐惧与贪婪》《至高无上》等77本讲述国外金融市场历史风云与投资大师深邃睿智的经典之作。而在此次推出的第十四辑中,我们将继续一如既往地为您推荐六本具有同样震撼阅读效应的经典投资著作。

即使是华尔街最好的投资者也会犯错误。无论多么精明或者富有经验,所有金融从业人员最终都会让偏差、过度自信和情绪影响他们的判断并扰乱他们的行为。然而,大多数金融决策模型都不能反映人类行为的这些基本方面。在《超越恐惧和贪婪》这本分析实际影响决策过程因素的权威指南中,行为金融大师赫什·舍夫林(Hersh Shefrin)运用最新的心理学研究来帮助我们理解那些影响股票选择、金融服务和公司财务决策的人类行为。

在当今动荡不安的经济环境里,不良资产投资提供了一些诱人的机会。由第三大道管理公司的传奇创始人、不良资产市场先驱马丁·J.惠特曼(Martin J. Whitman)与不良资产投资专家费尔南多·迪茨(Fernando Diz)博士合著的《不良资产投资》,将帮助您更好地理解不良资产投资的基本原理和方法,并且向您展示如何在现实世界中有效运用这些基本原理和方法。

每次国际原油价格大幅波动总会吸引人们和专业媒体的眼球。当石油价格由于供不应求上涨时,人们的反应几乎总是感觉大难临头。关于石油末日的预测能够引起华尔街和华盛顿的焦虑,害怕石油产量已经到顶,石油价格将永远上涨。华尔街证券分析师布莱克·克莱顿(Blake Clayton)所著的《市场疯狂》是第一个使用诺贝尔经济学奖获得者罗伯特·席勒的“新时代经济学”(New Era Economics)理论对石油市场进行研究的案例;过去100年中美国人关于石油储

备末日焦虑的四个周期的跟踪研究,可以让投资者更好地理解商品市场上的投机泡沫与非理性。

天下没有免费的午餐,投资亦如是:高收益总是伴随着高风险。然而,数以千计的货币基金经理、投资组合经理及其他资产管理专业人员总是试图通过股票选择、资产配置、技术分析、对冲等手段获取更高的长期风险调整收益。对他们而言,比他们的对手(或是市场平均)获取更高的风险调整收益的策略像圣杯般吸引着他们。许多专业机构和个人相信备兑认购策略就是他们的圣杯。备兑认购策略就是指持有股票,并卖掉相应的认购期权。实施该策略既没有巨额的最低资金要求,也不需要保证金账户或者高级的理论分析,同时还能为股票投资者提供下行保护。由两位期权策略专家理查德·莱曼(Richard Lehman)和劳伦斯·G.麦克米兰(Lawrence G. McMillan)所著的《备兑认购的新洞见:股票投资中提高收益降低风险的强有力手段》通俗易懂,为我们提供了实施备兑认购期权的方法及细则,堪称入门经典。

投资是一门充满神奇诱惑的艺术,顶级交易员的成长历程和内心世界总是会引发我们的无限感慨和好奇探究。著名交易培训师阿里·基辅所著《交易制胜:掌控市场的心理学》一书从多角度、多层次分析了如何才能成长为一名顶级交易员,在收获高回报的同时,升华交易员的内心世界。该书理论完备、案例丰富贴切,力图让每一名在交易界摸爬滚打、渴望提升的交易员找到捷径,同时又让许多有兴趣从事这一行业的读者打开适合自己的那扇门。

价值投资历来为投资者所称道,但是其间也夹杂了不少的误解、批评,甚至是批判。价值投资之父本杰明·格雷厄姆的门徒、布兰德斯投资合伙公司的创始人和主席、哥伦比亚大学商学院教授查尔斯·布兰德斯所著的《布兰德斯的价值投资》,解释了何为价值投资、为什么价值投资选股策略永远不会过时;分享了他历经多个经济周期的价值投资经验,以及风险分析、全球化思维、主动投资、被动投资等热点投资策略问题。在经济形势波动的当下,价值投资先驱格雷厄姆的价值理论仍然熠熠生辉,价值投资这个基于20世纪30年代的投资纪律比以往任何时候都更加重要。

投资者也许会问:我们向投资大师、投资历史学习投资真知后,如何在中国股市实践应用大师们的价值投资理念?

事实永远胜于雄辩。中国基金行业从创立至今始终坚持和实践价值投资与有效风险控制策略,相信我们十多年来的追求探索已经在一定程度上回答了这个问题:

首先,中国基金行业成立以来的投资业绩充分表明,在中国股市运用长期价值投资策略同样是非常有效的,同样能够显著地战胜市场。公司成立以来我们旗下基金的优秀业绩,就是最好的证明之一。价值投资最基本的安全边际原则是永恒不变的,坚守基于深入基本面分析的长期价值投资,必定会有良好的长期回报。

其次,我们的经历还表明,在中国股市运用价值投资策略,必须结合中国股市以及中国上市公司的实际情况,做到理论与实践相结合,勇于创新。事实上,作为价值型基金经理人典范,彼得·林奇也是在总结和反思传统价值投资分析方法的基础上,推陈出新,取得了前无古人的共同基金业绩。

最后,需要强调的是,我们比巴菲特、彼得·林奇等人更加幸运,中国有持续快速稳定增长的经济环境,有一个健康有序、不断发展完善的证券市场,有一批快速成长、治理结构优良的优秀上市公司,这一切将使我们拥有更多、更好的投资机会。

我们有理由坚信,只要坚持深入基本面分析的价值投资理念,不断积累经验和总结教训,不断完善和提高自己的,中国基金行业必将能为投资者创造长期稳定的较好投资回报。

“他山之石,可以攻玉。”二十多年前,当我在上海财经大学读书的时候,也曾经阅读过大量海外经典投资书籍;我的投资理念的形成、投资方法和体系的构建源于当初阅读的积累与投资实践的总结。今天,我们和上海财经大学出版社一起,精挑细选了上述这些书籍,力求使投资人能够对一个多世纪的西方资本市场发展窥斑见豹,有所感悟;而其中的正反两方面的经验与教训,亦可为我们所鉴,或成为成功投资的指南,或成为风险教育的反面教材。

“辉煌源于价值,艰巨在于漫长”,对于投资者来说,注重投资内在价值,精心挑选稳健的投资品种,进行长期投资,将会比你花心思去预测市场走向、揣测指数高低更为务实和有意义得多。当今中国正处在一个稳健发展和经济转型相结合的黄金时期,站在东方大国崛起的高度,不妨看淡指数,让你的心态从容超越

股市指数的短期涨跌,让我们一起从容分享中国资本市场的美好未来。在此,汇添富基金期待着与广大投资者一起,伴随着中国证券市场和中国基金业的不断发展,迎来更加辉煌灿烂的明天!

张 晖

汇添富基金管理股份有限公司总经理

2017年8月

序 言

今天人们只需要从新闻媒体上就可以了解,大多数人是如何努力研究,导致这 10 年来美国遭遇的最深层的金融危机的问题是什么。

即便是那些我们最信任的人,也在努力寻找这些问题的答案。这场金融危机对于市场参与者来说至关重要,对于普罗大众也是如此,它有助于我们更好地理解美国的企业重组和清算过程。

知名的不良资产投资人马丁·J. 惠特曼(Martin J. Whitman)和费尔南多·迪茨(Fernando Diz)教授在本书中正是这样做的。用外行人的说法,就是他们领着读者一起经历了债务不良企业为持续经营而重组或清盘的整个过程。为了帮助读者理解,他们指出了这些过程的参与者——债权人、管理层、控制型投资者和公司自身——将会面对的所有风险、回报、利益冲突和利益共同体。本书包含了对当今环境中的外部力量——无论是否对市场参与者施加限制——的讨论。这些内容对于尝试为相关各参与方找到解决方案的政策制定者是有帮助的。

在 2008~2009 年的金融危机中,美国政府承担了最后救助者的信用增级任务,政策制定者们努力寻找在何处施加以及施加多大的救助力量。本书将提供一份路线图,帮助决策者确定这些增信措施会在何处有用。在这本书中,作者将重点放在把企业作为持续经营主体的思想上,以及解释这一思想同居于这次金融危机中心的企业类型的盯市会计方法产生了多大的分歧。正如政客和政府官员争论的“好银行/坏银行”和/或“买入有毒资产”的想法一样,显然他们陷入了

对破产的清盘概念,而不是更具有现实意义的“持续经营”概念。这一混淆做法使得改变不适用于很多企业并且导致监管型资不抵债问题的会计规则变得更难以进行。

本书中的很多观点也同样对私募股权投资者有帮助,他们无疑在解决这场金融危机的过程中扮演着重要角色。

本书是难得一见的好书,如果你真想了解企业在当今金融环境中所面对的许多问题,这是一本必读书。

丹尼尔·达尼洛(Daniel D'Aniello)

凯雷集团共同创始人、董事总经理

前 言

本书是我们两位作者过去7年里每年在雪城大学惠特曼管理学院举办研讨会积累的成果。这些研讨会的主题就是不良资产投资和价值投资。我们希望本书的内容不仅对不良资产投资者和价值投资者有用,而且可以帮到控制型投资者和其他对企业重组感兴趣的读者。有很多投资者将资金从现金类投资中撤出,只投资于他们相信或者认为可以获得持续经营企业控制权和/或对不良债务企业重组或清算过程的控制权的项目。在2008~2009年间,可以明显看到,未来的一项重要活动就是,获得正在重组的问题企业的重组过程和企业本身的控制权。

本书很少涉及的一个主题是不良信贷的市场交易环境。这不是我们的专长和兴趣所在。实际上,这本书讨论的是如何对不良信贷进行“买入并持有”投资。大部分不良信贷最终可能变为正常信贷,或者在发行人重组时被重列。重列意味着信用工具内含的合约权利得以恢复。在重组过程中,本息将会依据债券契约或贷款协议条款给予偿付,如果合约规定有溢价或存在利息的利息等未偿付事项,也会得到偿付。如果管理不良资产组合的分析师正确推断出一项贷款仍能正常偿付,或者重组时一项贷款将会被重列,那么就无须担心市场价格波动。在写这本书时,森林城公司(Forest City Enterprises)3%、到期日为2011年10月15日的优先级无担保债券正在发售,到期收益率约为28%。如果持有的债务工具可能继续保持正常偿付或会被重列,那么我们愿意成为被动投资者,我们采用的投资收益指标是到期收益率、事件收益率和当期收益率。

当一只证券有可能参与重组时,不论是自愿交换的庭外和解还是如同美国《破产法》第十一章(下简称第十一章)所谓的破产重组,我们通常寻求获得对重组过程——有时甚至是对被重组公司——的控制权,这就是我们在纳伯斯工业公司(Nabors Industries)、任务保险集团(Mission Insurance Group)、家得宝国际公司(Home Products International)和凯马特公司(Kmart)等案例上所做事情。在这些案例中,衡量回报的指标主要是比较得到的金额与估计的重组期内的重组价值。无论持有的是正常偿付的贷款还是将要参与重组的证券,本书都很少关注其内在市场价值或市场价格波动。

不良资产投资中很少会发生确定事件。事实上,投资者要处理的多半是概率事件。在森林城公司债券案例中,经过仔细分析,我们认为其3% s 债券保持正常偿付的概率高达90%,最终参与第十一章破产重组的可能性低于10%。而且我们认为,如果森林城公司进行重组,则重组价值将使得该债券价格远远超过现在的价格。不存在森林城母公司的未偿还债务比该债券优先的情况,而这68亿美元未偿担保债是森林城子公司,不是母公司发行的无追索权债务。换句话说,债权人持有的子公司发行的债只需向发债个体寻求偿付,而不能要求对其母公司资产求偿。所以,实际上该债券变成了会正常偿付的一揽子二级抵押贷款(blanket second mortgage)。森林城公司庞大的优质房地产资产将把一部分现金分给母公司。有可能森林城母公司会发行优先级高于该债券的新债。这可能会成为一个问题,但是森林城母公司可以用举债的钱进行有利可图的投资,这种可能性可以减少对这个问题的担心。我们将在本书第12章讨论这类不良资产投资风险。

我们强烈感受到,对于决定将重点放在普通股价值投资上的分析师来说,理解不良资产投资是特别有帮助的。对于投资普通股来说,重要的是学会从企业披露文件中获益,理解资本,以及认识到在2008~2009年间,如果企业的信用出现问题,不论以什么价格计算,投资其普通股都是毫无价值的。非常有趣的是,即便是最好的价值投资文献[如1963年版的《证券分析:原理与方法》(*Security Analysis: Principles and Technique*),本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)、大卫·多德(David Dodd)著,西德尼·科特莱尔(Sidney Cottrell)整理]也没有谈到信贷分析。甚至两位著名经济学家、诺贝尔经济学奖获得者弗兰克·莫迪利雅尼(Franco Modigliani)和默顿·米勒(Merton Miller)也在鼓吹,“假设管理层以

股东最大利益原则行事的话,企业资本化其实是不相干的”。这简直就是废话!我们希望本书对于只投资重资本化的企业的优先股的价值投资者来说,有值得借鉴的经验和教训。

也许不良资产投资领域最让人惊讶的事情就是,有如此多的不良资产投资的实践经验是与传统智慧所谈的事实完全相反的,哪怕那些人是非常老练却无不良资产投资经验的专业人士。1979年,本书的其中一位作者担任三里岛——那里有宾夕法尼亚州的一个核设施——核事故调查委员会的财务顾问,后来又 被长岛照明公司聘任,他对这家陷入困境的发电厂提供破产情境分析建议。1985年,他写出了一篇有关发电厂申请破产保护的论文。在那篇文章里,他比较了有可能发生的情况(后来确实发生了)和传统权威理念认为的情况(不幸的是,现在情况似乎还是如此),后者当时正是由亚瑟·安达信会计师事务所、摩根·士丹利投资银行和美邦律师事务所(Milbank, Tweed, Hadley & McCloy)鼓吹的传统理念。当时这几家专业机构鼓吹的错误论调是这样的:

- 州和地方政府将会损失一笔税收收入。
- 投资于受影响的电厂的州养老基金会遭受损失。
- 该州会出现更高的失业率。
- 对该州的商业信心将会下挫。
- 破产电厂未来的服务水平将会出现不确定性。
- 长期可能提高接受该电厂服务的客户的费率。
- 该州的其他公用设施资本成本可能会提高。
- 信托人将取代该公司管理层。
- 运营成本会增加。
- 投资者将回避购买破产电厂重组后发行的证券。

对于我们来说,1985年发生的神奇事件在2008年底再次上演,有人建议政府向三大汽车公司——通用、福特和克莱斯勒——注入资本金。为了偿还贷款,这些公司不得不出售轿车和卡车。它们广受非议的债务不良水平,使得它们在其顾客——那些潜在的汽车购买者——心目中的形象受损。这似乎扭曲了人们对第十一章破产保护的看法,让人们错以为是破产保护恶化了他们已有的问题。这三家公司在过去的30年里,市场份额明显降低了。不管是否进行第十一章破产重组,三大汽车公司都已经因糟糕的财务状况而遭受了损失,很多人回避购买

它们的产品，因为担心这几家公司难以生存下去。为何申请第十一章破产重组反而恶化了这些公司的处境？一个基本问题是，公司管理层和政府机构都不了解第十一章破产重组是什么。通用和克莱斯勒这两家汽车公司早已举步维艰，因为它们无法卖出轿车和卡车，而且即便是经济好转了，也没有证据表明它们有能力开展有效率的竞争。如果这些公司能够起死回生，本书所说的通过第十一章破产保护使其恢复活力的优点，就可以抵消掉第十一章重组的缺点。

作为不良投资的一部分，我们非常反对，或者要大量修正经济学家和财务界人士坚持的一些陈旧观点。例如，声称一家企业或机构“大到不能倒”，这是没有用的。实际上，一个更合适的观点是，一家企业或机构可以是“大到无法重组”。也许在这种情况下，问题可以被定义为，持有的普通股收益变得一文不值。但是大企业将不会变得一文不值，它将被重新资本化和/或其资产将被用在别处，或者改变其所有权。

世俗智慧经常会挡在理解这些现实问题的路中央，从第2章到第6章，我们为理解诸如此类的问题打下了基础。经济学家们似乎会说，“天下没有免费的午餐”。更有用的一句话，特别是用于重组谈判时，是“某人不得不为午餐埋单”。在进行不良资产投资时，我们不考虑一般性风险。对于我们来说，风险必须加上限定语。现实中存在着市场风险、投资风险、信用风险、杠杆风险、重组风险、到期无法偿付风险、商品风险、飓风风险等。而且，在不良投资中，不存在风险回报率。价格越低，损失风险越低，获得收益的机会越大。

作为不良资产投资者，如果你希望取得成功，那么本书详细讨论的一些简单规则，是你应该了解的基本知识。下面是其中的一些规则：

- 在美国，实际上没有任何人可以剥夺债权人依合同规定获得现金偿付的权利，除非经债权人同意，或者债务人得到了相应政府机构——通常是指第十一章破产保护法庭——的批准。

- 重组可以是自愿的，也可以是强制的。在自愿交换情况下，每一位债权人要做出是否用所持有的证券交换其他补偿的决定；而在强制性重组中，会要求债权人取得补偿，前提是进行了分类表决（根据第十一章，重组中的参与者所做的表决包括债权人表决，总数应超过三分之二，投票数量应超过半数），或者法庭宣布了强制批准的第十一章重组计划。

- 自愿交换很难成功。自愿交换的目的是为公司增加信用。为了取得成

功,这种交换必然会导致特定类别的非交换债权人被降级。这不一定能够做到。

- 重组中的非控制参与者需要现金救助。对于非控制参与者,现金救助的来源只有两个:公司偿付或者在市场出售。公司偿付债权人采用的是本金、溢价形式,如果有的话,还包括利息。公司支付给股票持有人的钱包括分红和/或股票回购。

- 不良资产投资者一般没有政治方面的影响力。国内税法对于折价购买贷款的投资者非常苛刻,而且还严格限制大部分受困公司利用以前亏损这一有利条件享受税收优惠。

- 为取得现金回报而做的投资,特别是投资于正常贷款,其机制与投资于完全回报(如收入加上溢价)是不同的。

- 美国《破产法》第十一章鼓励进行企业重组,这似乎是一项比大多数国家现有法律更有利于受困企业的法规。

- 当个别债务到期时,企业、政府总负债和大部分个别负债几乎从不会到期。实际上,只要企业主体在成长,通常采用再融资方式来扩大债务的规模。

- 2007~2008年的全球金融崩溃是史无前例的。不良资产市场会出现很多以前没碰到过的结果未知的情况。即便是最好的公司,也会频繁出现无法在市场上融资的情况。

- 按照通用会计准则(GAAP)做的会计报表,无法向投资者提供更多的客观标准。从一个或多个特定角度来看,GAAP几乎总是具有误导性。

- 某些市场会变得更有效。某些市场倾向于有效率,却从未达到过,而另一些市场则先天缺乏效率。

- 陷入困境的公司的重组是一个非常费钱的过程,不管是在庭外进行,还是美国《破产法》第十一章重组,或者是按照美国《破产法》第七章或第十一章进行清算。

- 管理层防御、管理层补偿和重组后的公司治理,是评估问题公司时要重点考虑的事项。

- 从重组参与者的视角看,补偿形式(比如相对普通股的新的优先债)通常与补偿金额同等重要。

- 不良资产投资实际上围绕以下四种不同的业务:

1. 正常贷款有可能继续保持正常；
 2. 小型重组或清算；
 3. 大型重组或清算；
 4. 资本注入问题公司。
- 有以下四个途径用来创造企业财富：

1. 贴现现金流(DCF)；
2. 收益,定义为消耗现金所创造的财富；
3. 资产和负债的调整,包括控制权的转移；
4. 通向资本市场的超级有吸引力的通道。

“救助”一词含有贬义。当所有通向外部资本市场的通道都消失时,政府作为必要的融资来源,其对这些机构的资本注入和增加信用就显得尤为重要。我们的观点是,对于这类资本注入和信用提升,政府应该寻求,也应该得到合理的利润。政府通过注入资本或提供增信而得到的控制权应该是有限度的。问题资产救助计划(TARP)中的资本注入似乎与政府的以下两个目标接近:(1)一个合理的利润预期;(2)对于获得资本注入的企业的有限度控制。政府在注入资金时,应该避免征用私人财产而对财产原主不给予公平补偿的交易。这就是美国政府在取得美国国际集团(AIG)、房利美和房地美80%股权时的做法。公平补偿的理论标准就是过去的国内税法标准——“意愿买方和愿意出售的一方谈判达成的包括价格在内的条款都要符合相关事实,而且双方必须是出于自愿而不能存在任何强迫情况”。实际上,美国国际集团、房利美和房地美并非有意愿的卖方。它们代表自己的股东,是被迫的卖方,为了避免毁灭而不得不这样做。亚当·斯密所说的市场上的“看不见的手”,在没有市场干预的情况下,会引导资源进行最有效的配置。美国没有这种“看不见的手”。相反,政府总是在私有部门的资源配置中承担重要角色。美国私营部门的维权投资者对于政府在税法、信用担保、增信方面的行动以及直接补贴方面的反应非常快速有力。美国《破产法》第十一章的规则会影响到重组参与者对“看不见的手”的激励做出反应。例如,不愿意提供破产申告前期贸易融资的供货商可能在客户企业提出第十一章破产备案时,担心交付的货物和成为破产申告后的债权人。

最后一点是,如果本书作者不指出即便存在这样或那样的问题,第十一章破产保护仍在允许问题企业重组以恢复成为正常实体方面具有积极作用,对于国

家的整体经济福利是有贡献的,那么这篇前言将是不完整的。第十一章重组具有双重目标:(1) 让重组后的债务人恢复正常,以免其日后再次需要进行重组;(2)为追偿权益的人和机构提供一个其应得到的最大净现值,这些都会严格依据优先顺序进行。至少在处置公开发行证券的公司和可以重组的企业方面,我们相信第十一章重组基本可以,或者说大部分时候可以达成这些目标。

马丁·J. 惠特曼

费尔南多·迪茨

致 谢

这些年,我们经常谈论金融学术界关于投资者在投资普通股和/或信用工具时面对的现实问题以及困境企业的问题的极端肤浅和有限的认识。我们对于传统金融学界的不满的可见成果就是,从2002年开始在雪城大学开设的不良资产投资研讨班。直到2007~2008年的金融危机导致企业解体,我们才发现,媒体、政治决策层和公众对于企业重组的现实情况是多么缺乏了解。那时,这本书的内容已经开始整理作为雪城大学和其他一些大学的研讨班的学习资料。2007年初,我们认为时机已经成熟,可以在课堂之外做一些贡献,帮助企业、债权人、管理层、投资者和其他置身于企业重组中的人了解需要面对的问题。于是,本书应运而生。

很多人从各方面为我们提供了帮助,很难将他们的名字一一列出,但是我们仍要感谢他们——我们的家庭成员、朋友、学生、华尔街专业人士、雪城大学不良资产投资研讨班的客座讲师、会计师以及重组律师们。在他们之中,要特别提及的是第三大道管理公司(Third Avenue Management)的贝斯·康纳(Beth Connor)和雪城大学的贝蒂·罗斯(Betty Ross)。他们令我们在这段紧张的写作时间里,始终能够保持良好状态。我们还要感谢约翰·威利父子出版公司的艾米利·赫曼(Emilie Herman)、凯特·伍德(Kate Wood)和帕梅拉·范·吉尔森(Pamela van Giessen),是他们帮我们最终实现了出版这本书的愿望。

本书错误及不足之处,责任由作者自负。

目 录

| |
|------|
| 总序/1 |
| 序言/1 |
| 前言/1 |
| 致谢/1 |

第一篇 不良资产投资全景

| |
|----------------------|
| 第 1 章 不断变换的金融市场环境/3 |
| 第 2 章 理论基础/25 |
| 第 3 章 造成债务不良的原因/40 |
| 第 4 章 交易费用和承担方/49 |
| 第 5 章 其他重要事项/62 |
| 第 6 章 不良资产投资的五大真相/68 |

第二篇 重组问题发行人

| |
|----------------------|
| 第 7 章 自愿交换/81 |
| 第 8 章 《破产法》第十一章简述/87 |
| 第 9 章 重组流程/103 |

第三篇 投资过程

- 第 10 章 估值分析/117
- 第 11 章 不良投资项目的尽职调查/133
- 第 12 章 不良资产投资风险/138
- 第 13 章 补偿方式与补偿金额/150

第四篇 案例及对公共政策的影响

- 第 14 章 不良资产投资案例研究概要(2008~2009 年)/155
- 第 15 章 小型重组案例:家得宝国际公司/164
- 第 16 章 大型重组案例:凯马特公司/177
- 第 17 章 一个理想的重组体系/196

译后记/202

第一篇

不良资产投资全景



第 1 章 不断变换的金融市场环境

自 20 世纪 80 年代末和 90 年代初以来,三起重大事件令金融界令发生了巨大的变化:一是金融创新;二是新的法律法规;三是 2007~2008 年的金融市场崩溃。过去 30 年目睹了大量的金融创新,这些创新引发了负债水平、信贷市场工具种类以及美国企业的整体资本结构方面的重大改变。在 20 世纪 80 年代末,这种变化加速发展,这类创新也促进了索偿权的转化进程——将贷款转换为以结构化投资工具(SIV)发行的证券形式,比如抵押贷款证券(CLO),它们对于金融中介的传统角色和创造新的信贷市场起到了重要作用。

在 1999 年 GLB 法案(Gramm-Leach-Bliley Act)生效和 2008 年金融危机爆发之前,商业银行更倾向于担任承销商和分销商,而不是金融中介和投资者。这些银行不再像 20 世纪 70 年代和 80 年代早期那样愿意承担信用风险,它们将消费贷款组合——包括住宅抵押贷款和消费者信用卡贷款——转换为带有巨大信用风险的产品。证券化和信用衍生品市场的发展,导致主要信用风险从商业银行转移到了其他类型的市场参与者手中。这些产品在新市场上积极拓展功能,承担了以前商业银行的传统领域的偿付职能。新的衍生品市场包括信用违约互换(CDS),这是下赌注,大多数由投机者发起,对个别债务的违约概率下注。在 2007~2008 年金融市场崩溃之前,甚至在那之后,对冲基金也在采用信用违约掉期,在加了大杠杆的发行人的信用质量上进行投机,尽管它们可能并没有银行家

那么了解信用评级机构的评级,但还是影响到市场对于发行人的信用度的认知。

创新的另一个结果是,新的初级市场和二级市场的发展,改善了传统索偿权和变换后的索偿权的流动性。创建于 20 世纪 80 年代的低于投资级债券的一级发行市场,以及 90 年代初的杠杆贷款市场,只是其中两个例子。随着非传统市场参与者介入程度不断上升,具有更大流动性、更高效且更具潜在不稳定性的二级市场也发展起来了。谈到提升效率,有一个例子可以追溯到 20 世纪 80 年代初,当时人们可以用大约 40 美分购买价值 1 美元的陷入财务困境公司的担保贷款,而在 90 年代初和 2007~2008 年金融危机之前,则不得不支付 85~90 美分才能买到同样的贷款。作为一个有关资金潜在不稳定性的例子,几乎 70% 账面价值的已发行杠杆贷款是被非银行金融机构持有,比如对冲基金、债务抵押债券(CDO)信托和类似其他机构。

金融创新并非导致不良资产投资环境改变的唯一驱动因素。重组的法律环境也随着 2005 年《防止滥用破产和消费者保护法案》(BAPCPA)的通过而改变。该法案对 1978 年《破产改革法案》(下简称《破产法》)做了修改,在众多有关企业破产重组条款的修改中,2005 年法案对于债务人提出重组计划(POR)的排他性权利规定了新的时间限制,缩短了债务人可以决定是否继续或终止非住宅类房地产租约的时限,尝试在关键雇员保留计划(KERPs)下对关键管理人员的补偿做出限制,以及加强了贸易供应商的权利。对于很多企业而言,美国《破产法》第十一章重组的行政成本已经变得非常沉重,其结果是,我们今天可以看到大量的预先打包和/或提前协商的重组案件。

这些只是过去形成的和今天继续改善不良资产投资环境的一部分驱动因素。本章,我们尝试以更宽广的视角向读者介绍发生在 1990 年之后直到 2007 年,以及 2007~2008 年金融危机之后的趋势和变化。

企业债务增长趋势与 2007~2008 年 金融危机前的加杠杆情况

在过去 60 年里,美国的非金融企业信贷市场未偿还债务规模一直在增长,无论是平均值还是真实值,都比 GDP 增长得快。企业负债以每年 4.1% 的速度增长,而 GDP 同期的增速为 2.7%。增长过程波动非常大,而且与商业周期相关(见图 1.1)。

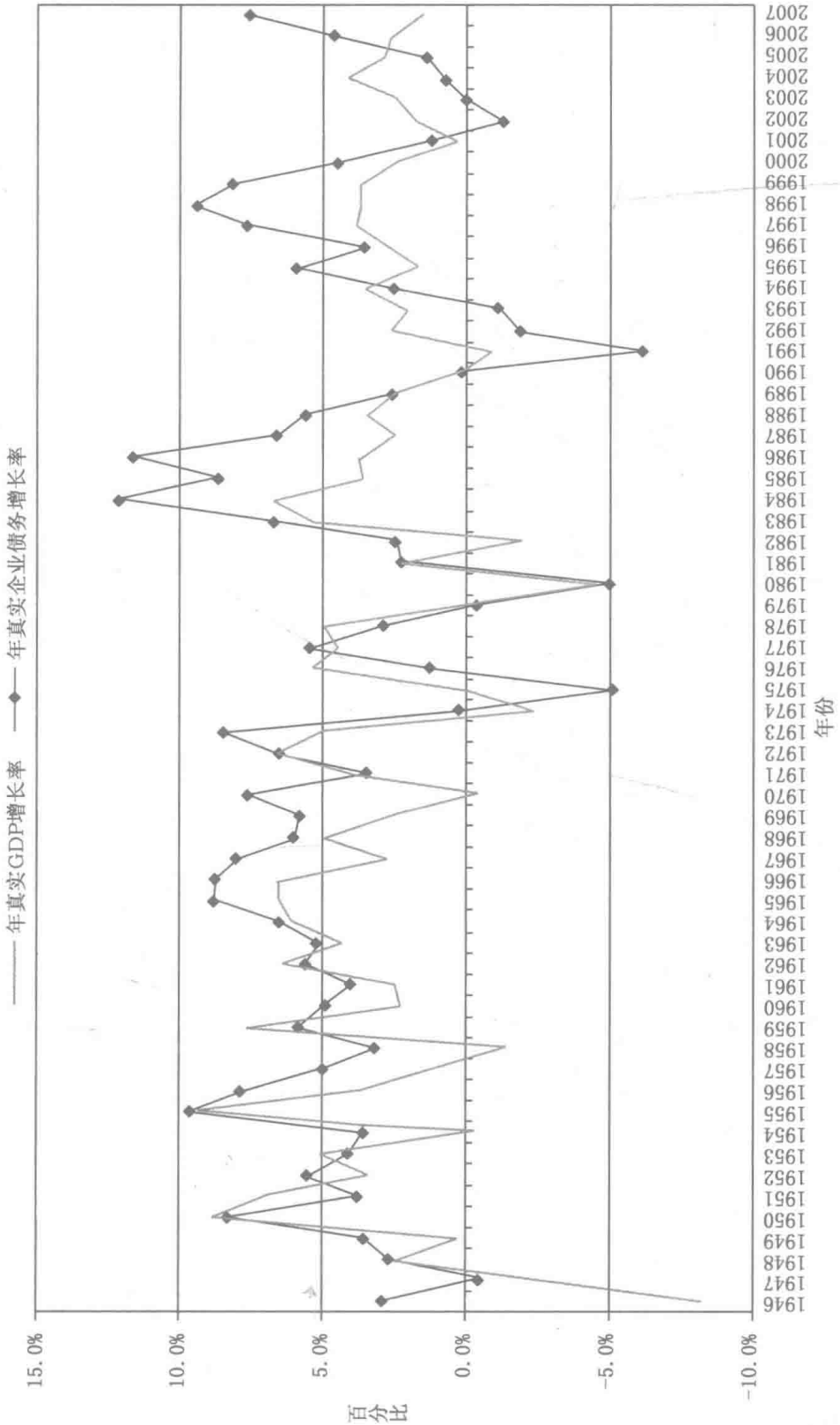


图1.1 年GDP增长率与企业信贷市场债务增长率 (1946~2007年)

但是在最近 30 年里,信用周期变得要比之前 30 年更为动荡。对于 1945~1969 年这段时间,用标准差度量的 GDP 和企业债务的真实增长率的波幅分别为 4.00%和 2.39%;而 1970~2007 年间的可比数据分别为 2.37%和 4.45%。如今,信用大收缩伴随着比过去更大的 GDP 减速。企业杠杆水平的提高导致了企业信用周期波动性增大。1979 年,非金融企业的信贷市场债务只占资产的 17.8%,但是到了 1990 年末,已经达到了占资产比例 26.2%,超过了 1970 年的 24.4%这一高水平(见图 1.2)。

杠杆水平的提高使得企业进入信贷市场变得更加容易,反过来造成了整体信用度的恶化。理解这些新的杠杆水平是怎样形成的,对于理解当前的不良资产投资环境非常重要。金融杠杆的变化核心是前所未有的金融创新和监管变革。

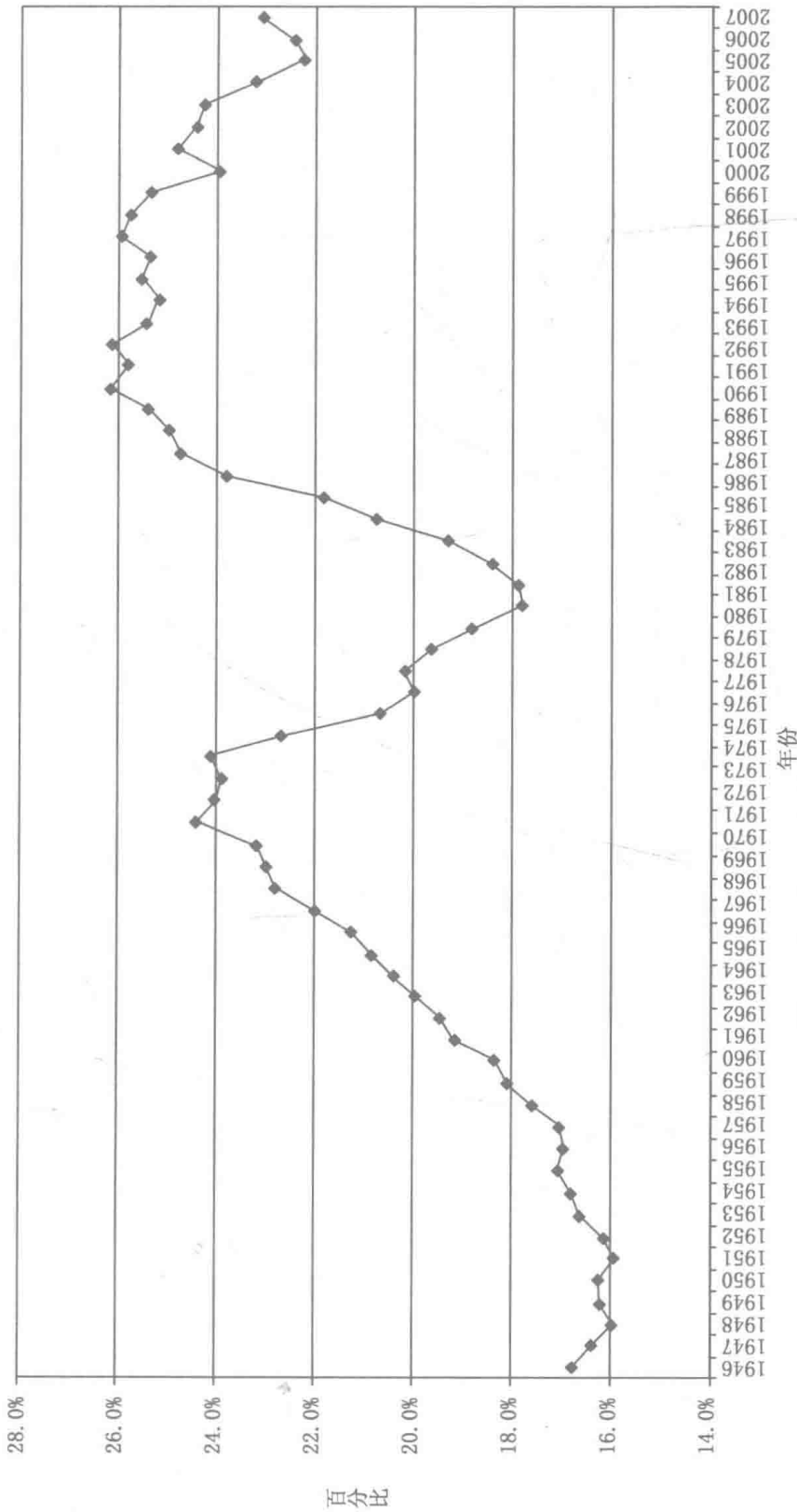
垃圾债券和加杠杆时期

杠杆重组运动和投资级以下债券首次发行市场的发展和壮大,在 20 世纪 80 年代的加杠杆过程中起到了关键作用。1982 年吉布森贺卡公司极其成功的私有化交易和 1984 年地铁传媒公司(Metromedia)神速发行 13 亿美元垃圾债券事件,标志着一个新趋势的起步。从 1984 年到 1989 年,购买股票的收益被用于购买至少 80%的新发行债券和银行贷款。^[1] 尽管低于投资级的债券已经不是新生事物了,20 世纪 70 年代有一大部分未偿还债券是投资级债务,后来被降级到投资级以下,成为跌落的“天使”,这只占未偿还债券的很小一部分。

垃圾债券通常是无担保债务(debentures),其契约没有银行贷款合同那么多限制条件。在市场上初始募集时,要么以注册方式发行,要么按照豁免规定 144A 发行,允许公众公司快速发行,并且避免了公开注册造成的时间延误。^[2] 无须注册的交易往往与同等的注册票据进行交换,以增加其流动性。这种票据的典型持有人包括共同基金、养老基金、保险公司、债务抵押债券(CDO)结构化工具,以及对冲基金。许多垃圾债券属于次级债券,评级介于初级和优先无担保债务之间。发生破产事件时,根据担保债务偿付之后的证券价值,优先级无担保信用债券经常被划入偿付优先级低于银行贷款和担保优先债务的无担保索偿类

[1] Federal Reserve, Flow of Funds Accounts, Table F.102.

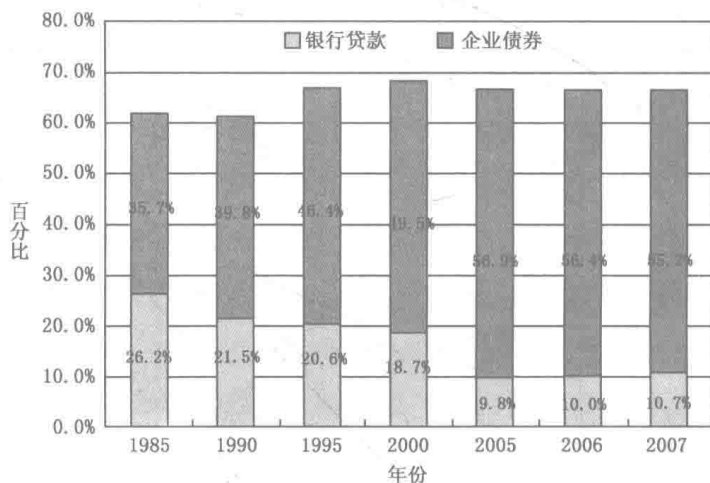
[2] 豁免规定 144A 自 1990 年开始采用。



别得到偿付。截至 20 世纪 80 年代初,垃圾债券市场已经变成杠杆收购和其他并购活动最热衷的融资工具。截至 1989 年,垃圾债券占了美国非金融机构发行的未偿还债券总额的 20%。

与垃圾债券并行发展的是其年幼的“本家兄弟”——夹层融资(mezzanine finance)市场。规模太小而无法在债券市场融资的企业,成了夹层融资客户。夹层债的发行规模很小,几乎都是通过私募发行,流动性很差,而且购买之后一般是持有到期。类似垃圾债券,夹层债没有担保,而且偿付顺序总是低于银行贷款和其他优先级债。

在加杠杆的年代还发生了其他两个现象:垃圾债券取代了银行贷款,以及信用承销标准降低。到 1990 年底,未偿还的银行贷款占信用债市场的 21.5%,比 1985 年底的 26.2%降低了不少(见图 1.3)。这个降低与由债券造成的信用债市场整体增长情况是吻合的,其中大部分是低于投资级的债券。1990 年,未偿还债券规模已经从 1985 年低位 35.7%,增加到了信贷市场债务总额的 39.8%,而在 1985~1990 年间,银行贷款和一般债券占信贷市场债务的比例实际上没有变化。



资料来源:美联储。

图 1.3 银行贷款和企业债券占企业债务的比例

如表 1.1 所示,分别以 1985 年和 1990 年为结束年份的两个 5 年期间的信用债净发行额显示出这种替代情况更具戏剧性。新增银行贷款净额只占到 1985~1990 年间信用债发行额的 13.2%;而在 1980~1985 年间,这个比例是 27.4%。

表1.1 美国非金融企业信贷市场净债务发行

| 总信贷市场净债务发行额 (10亿美元) | 1975~1980年 | 1980~1985年 | 1985~1990年 | 1990~1995年 | 1995~2000年 | 2000~2005年 | 2005~2010年 |
|------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | 338.9 | 707.7 | 917.9 | 388.6 | 1 630.2 | 718.6 |
| 净债务发行 | | | | | | | |
| 包括: | | | | | | | |
| 银行贷款 | 25.6% | 27.4% | 13.2% | 14.5% | 15.4% | -47.1% | 13.1% |
| 债券 | 33.0% | 30.1% | 46.8% | 89.8% | 55.0% | 103.5% | 50.5% |
| 财务公司贷款 | 12.2% | 8.0% | 11.6% | 7.7% | 8.5% | 2.9% | 4.0% |
| 商业票据 | 5.4% | 6.2% | 4.9% | 10.4% | 7.4% | -25.7% | 5.5% |
| 其他贷款 | 5.7% | 11.6% | 12.4% | -19.9% | -0.2% | 11.1% | -7.7% |
| 资产支持贷款 | 0.0% | 0.0% | 0.5% | 6.5% | 3.7% | -0.2% | 0.4% |
| 免税 | 11.6% | 11.5% | -1.3% | 5.0% | 1.2% | 3.1% | 2.7% |
| 抵押贷款 | 6.5% | 5.2% | 11.9% | -14.8% | 9.0% | 55.9% | 25.2% |

资料来源: 美联储。

尽管未偿还银行贷款每年增速超过了5%，它在企业资本结构中的份额却在降低。这些统计数据展示了美国非金融企业的整体图景。20世纪80年代的一项颇具影响力的有关LBO的研究确认了这个趋势，指出尽管银行贷款在80年代头5年占到了这类交易的70%，但在80年代末，其所占比例仅为55%。

银行贷款在企业资本结构中的减少，是过去20年里银行面对竞争压力的结果。商业银行将存款转给企业的通道，被其他更低成本的资金堵塞了。从负债业务看，去监管和货币市场基金的出现，大大减弱了大型银行以低于市场成本获得资金的能力。而在资产业务方面，大企业借款人开始直接通过融资券市场接触投资者，在公开市场发行低于投资级的债券。我们将在本章稍后谈到，许多商业银行的主要角色开始从金融中介和投资者转变为承销商和分销商。

当美国企业在自己的资产负债表上加杠杆，用垃圾债券负债替代银行贷款时，低于投资级债券市场的信用评级标准也放得很松了。信用评级标准放松的一个标志是，出现了用于减少现金利息支付负担的金融创新。其中一个创新是实物支付债券(Payment in Kind, PIK)，即兔子债券，可以不断自我复制而代替支付现金利息。另一个信用标准恶化的标志是，每一美元债务所要求的现金流支持减小了，即用折旧息税前收益(EBITDA)测量的每一美元负债与现金流之比更高了。在图1.4中，我们给出了1987~2007年银行贷款和非银行贷款(大部分是次级债券)的平均负债与EBITDA之比。20世纪80年代的极高倍数是信用评级放松的非常明显的证据。

20世纪80年代的加杠杆，以及高收益债对银行贷款的替代，导致信用评级标准放松，形成了90年代初的大量不良信贷。尽管对于最终造成高收益市场流动性骤减的因素有争议，McCauley等人于1999年提出了以下重要因素：

- 银行业监管机构的政策在1988年末到1989年初不支持高杠杆交易。
- 1989年末通过的《金融机构改革、复苏和加强法案》(FIRREA)，强制储贷机构清算其持有的垃圾债券。美国重组信托公司(The Resolution Trust Corporation, RTC)于1990年快速处置了垃圾债券。
- 垃圾债券共同基金投资者在1989年9~10月间赎回了大约5%的这类基金。
- 1989年甘皮奥公司(Campeau Corporation)公司因其联盟百货商场(Federated Department Stores)垃圾债券未支付利息而违约。

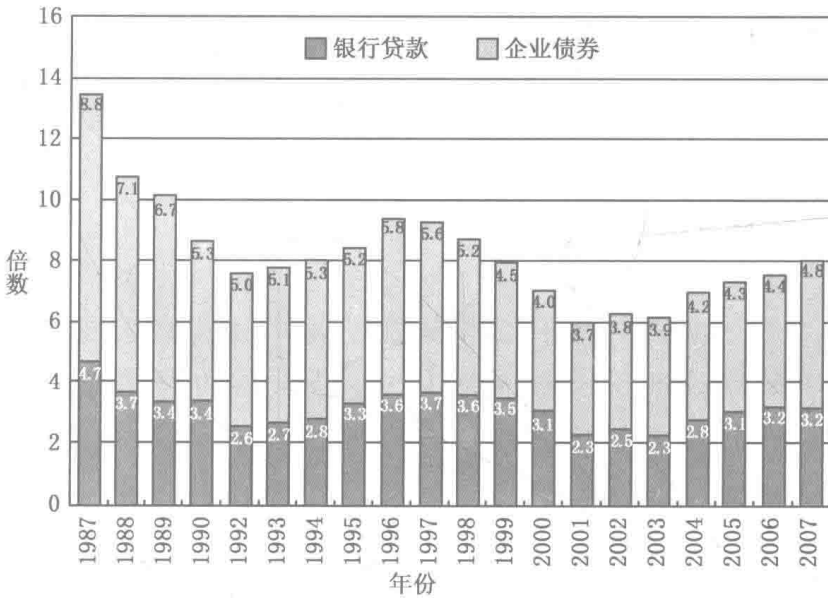


图 1.4 银行债和非银行债 EBITDA 倍数(1987~2007 年)

- RJR 纳比斯科债券被降级。

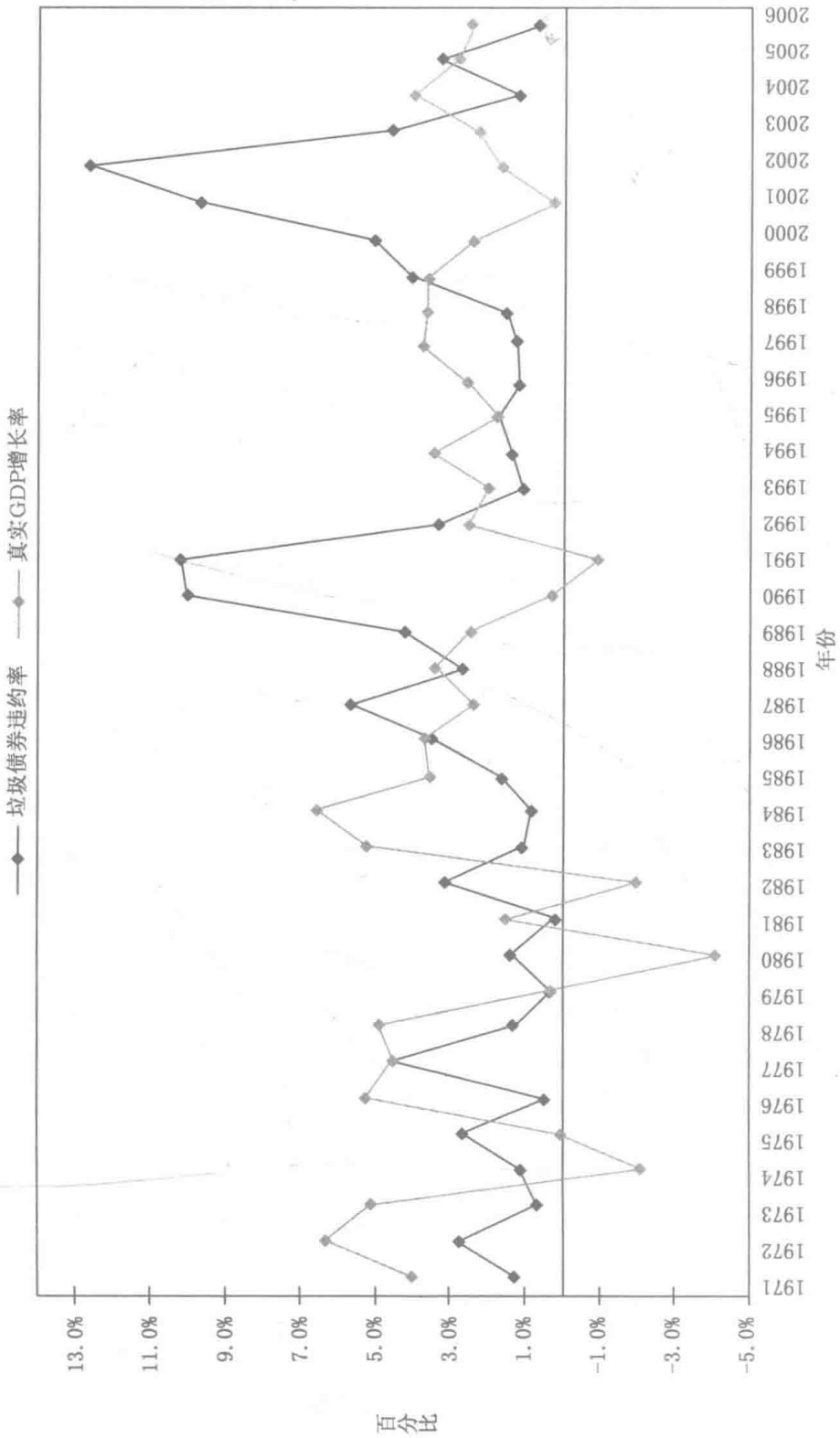
- 德莱塞公司(Drexel Burnham Lambert)在 1990 年初破产,市场上一家主要的流动性提供者消失了。

20 世纪 90 年代初的经济衰退最终爆发,造成了高收益债违约率大幅升高。而在 1980 年发生的更深层次的衰退,导致低于投资级债券市场上的违约率大幅下降,这说明那段时间企业的信用度要好于 20 世纪 90 年代(见图 1.5)。

从 1990 年开始,加杠杆的趋势减弱,资产负债率保持相对稳定(大约在 25%~26%之间)。直到 2001 年,杠杆率开始降低,2005 年达到 22%这一低点。20 世纪 90 年代早期的衰退导致高收益市场的快速增长趋势受阻,1992 年之后,又重新恢复。

然而,与 20 世纪 80 年代不同的是,当时大量的垃圾债券是为了给并购活动提供资金;90 年代,这些债券有了其他用途,包括为之前发行的垃圾债券再融资。截至 2005 年底,垃圾债券占到了非金融企业未偿还债务的近 36%。

20 世纪 80 年代的金融创新帮助非金融企业在资本结构上加杠杆,这个过程导致企业的信贷市场债务成分发生了明显改变。垃圾债券负债的比例开始在美国非金融企业资本结构中不断上升。上升的杠杆水平和宽松的信用标准共同造成了 80 年代晚期的信用恶化情况,引发了我们在 90 年代初看到的不良贷款



大量出现。而且,金融创新帮助信用风险从银行转移到受监管更少的其他市场参与者,这些机构已经成为大型的信用提供者。这些造成信用周期波动性变大的基本因素在 20 世纪 90 年代一直起作用,而且至今如此。

银团债市场和杠杆贷款

债券进一步替代银行贷款的趋势确实非常明显,直到 2005 年末,企业债券占到了未偿还信贷市场总额的 56.9%,而银行贷款只占 9.8%(见图 1.3)。明显的金融脱媒仅仅反映了一个事实,即商业银行逐渐停止承担在 20 世纪七八十年代承担的信用风险。企业资本结构中低于投资级的那部分负债被银行放弃了,而由共同基金、养老基金、保险公司和其他机构投资者承担了下来,但是银行花费了 20 年时间完成这一转型,其核心就是银团贷款市场的出现。

银团已经出现一段时日了。20 世纪 70 年代和 80 年代初的银团贷款是指大型商业银行给政府借款人的贷款。1982 年墨西哥政府违约之后发生了大量主权债务违约事件,很快关闭了新兴市场借款者通向银团贷款市场之路。这种银团和后来出现的银团贷款市场之间的根本区别是领头银行的角色。过去的领头银行只是银行集团的一个代表,负责代表其他银行谈判和协商贷款条件。随着银团贷款市场的发展,这个角色改变了,领头银行变得更像是一家投资银行,把发行人看作客户,借款人被视为投资者。

银团贷款市场充当私募和公募债市之间的桥梁,为企业借款人提供高收益债券和低流动性贷款之外的选择。它也让借款人接触到一个更大的资金池,而不只是某个贷款机构。20 世纪 80 年代中期杠杆收购和并购的繁荣推动了这个市场的发展。银团贷款成了为杠杆收购募集高等级融资的一种途径,其规模之大是任何一家银行无法比拟的。在 90 年代初信用崩溃时期,银行寻求减少敞口,将正常贷款和不良贷款全部出售。出售一些贷款敞口给中介机构,是保持其信用和流动性敞口处于控制内、降低资本需求、获得结构和承销费的大头,以及获得信用利差的一种方式,因此诞生了银团贷款的二级市场。到 1997 年,25 家机构积极投身于贷款交易,标准普尔公司开始给它们做信用评级,贷款银团和交易协会已经成立,也有了交易商盯市定价。

银团贷款通常是浮动利率工具,利息根据一个基准利率——比如伦敦银行

间拆借利率(LIBOR)——加上一个利差而定。^[1] 这个利差补偿了银团成员所承担的流动性和信用风险。两种主要的贷款工具:一种是循环贷款(revolvers),借款人有权从信贷额度中提取一部分资金;另一种是定期贷款(term loans),就是按照固定的偿还计划偿还一定金额的贷款。这些贷款既可以是担保的,也可以是无担保的,有比债券更多和更严格的举债条件。

根据信用评级或者贷款的初始利差(超过 LIBOR 那部分),银团贷款被分为不加杠杆的和加杠杆的两类。例如,加杠杆的贷款被贷款定价公司(Loan Pricing Corporation, LPC)定义为拥有 BB、BB/B、B 或更低的银行贷款评级。其他机构(如 S&P)定义加杠杆的贷款为利差不低于 125 基点的贷款。在二级市场上,绝大多数是加杠杆的贷款。

初级银团贷款市场从 1989 年不到 5 000 亿美元承诺金额,成长到 2007 年峰值 2.25 万亿美元。开始时,初级参与者是国外银行,后来保险公司加入进来;到 20 世纪 80 年代末,其他机构投资者也加入了这个市场。

这些机构是不隶属于银行的放债人,比如 CLO、CDO、共同基金和对冲基金,它们已经在银团贷款市场上占据了更大份额。2007 年,它们提高其份额到 15.9%,即 5 480 亿美元,而在 1996 年只有 2%,即 140 亿美元。它们还持有银团贷款票面总金额的近 70%,大部分是加杠杆的贷款(见图 1.6)。这些非银行机构也倾向于持有信用最差的融资券。根据美联储全国共享信用数据,非银行机构 2006 年持有 56% 偿付出现问题的贷款(nonaccrual loans),美国的银行只持有 16%。这也是一个指标,表明银行持有的企业贷款的信用质量要比非银行机构持有的企业贷款信用质量高。

在过去 20 年里,商业银行逐渐放弃参与美国非金融企业资本结构中最具风险的那一部分融资。而这类借贷和风险通过低于投资级债券市场、夹层融资市场和高杠杆银团贷款市场,转移给了上市公司和非银行金融机构。这次信用风险大转移的中心就是连续不断的金融创新过程,由此创造出了新的投资工具和市场,极大地改善了贷款人和借款人的融资通道及流动性。在这些市场上,最活跃的贷款人是非银行金融机构,如共同基金、保险公司、养老基金、CDO 信托、CLO 信托和对冲基金。这些新进展引发了比正常信用周期更大的波动性,这些

[1] 也有用到其他参考利率,比如美联储基金利率和欧洲银行间拆借利率。

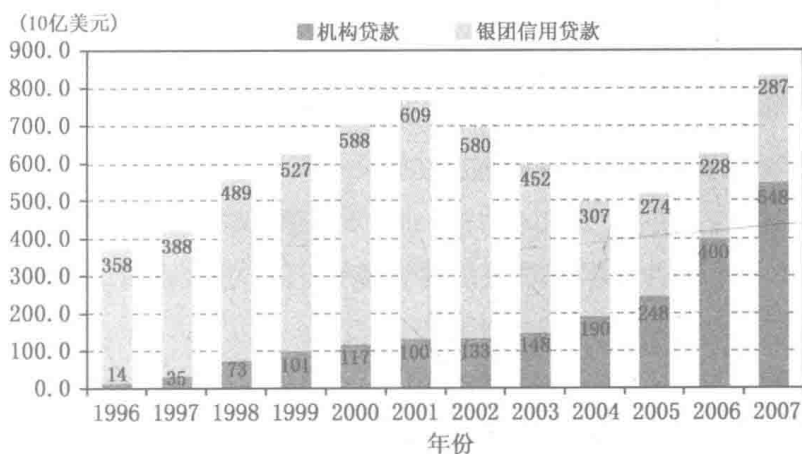


图 1.6 银团信用贷款 vs. 机构贷款

融资渠道被认为比传统融资渠道更缺乏稳定性。

但是，银行仍继续参与企业资本结构的最优先部分的融资，并且成为向机构投资者提供较差信用质量贷款的发起人和分销商。

2007~2008 年金融崩溃

这次金融危机令人震惊的后果不仅戏剧性地改变了不良证券市场，也改变了需要在资本市场为现有债务融资或者募集用于扩张的资金的不同企业的经营方式和可行性。简而言之，在 2008 年末，资本市场已经冻结了，无法通过常用渠道提供资金。美国政府实际上已经成为大多数美国金融机构和三大汽车公司（通用、福特和克莱斯勒）通往资本市场的唯一途径。

继续经营的企业，无论是盈利还是遭受损失，都很少在到期时偿还债务。尽管个别债务确实会到期，经营正常的企业通过再融资可以将债务续作下去，而不是减少其资产负债表上的债务总额。对于有前景的不断扩张的商业领域，日益增加的赚钱能力刺激企业承担越来越多的债务。

2007~2008 年的金融崩溃造成公司为旧债再融资或者举借新债活动戛然而止。资本市场冻结了。几乎所有公司都需要持续打通资本市场，哪怕只是进行再融资，人们发现这里出了严重问题。无论是好公司还是管理不佳的公司，我们把在 2008 年秋天，由于缺乏资本市场融资渠道而陷入困境的公司，以及那些

被清盘或需要救助的企业的名单,列在表 1.2 中。

表 1.2 2008 年由于无法在资本市场融资而陷入困境的公司

| 好公司 | 深陷困境的公司 |
|----------|------------|
| 福特汽车信贷公司 | 美国国际集团 |
| 通用电气公司 | 贝尔斯登公司 |
| 高盛集团 | CIT 公司 |
| 摩根大通公司 | 花旗集团 |
| 美林公司 | 房利美公司 |
| 摩根·士丹利公司 | 房地美公司 |
| | 通用汽车金融服务公司 |
| | 雷曼兄弟公司 |
| | 储备基金公司 |
| | 美联银行 |
| | 华盛顿互惠银行 |

2007~2008 年难以在资本市场融资的问题,在“熊市掠夺者”(即做空者)不断增大的力量下,变得更加恶化。他们可能从未像今天这般强大,哪怕是和 1929 年之前相比。通用会计准则也从某些方面导致情况恶化,根据财务会计标准委员会(FASB)推崇的这些规则,在信用工具和类似工具上的投资(如信用违约互换),应该采用 FASB 133 和 FASB 157 的盯市要求。

“熊市掠夺者”现在拥有比以前更多的武器,对于需要持续从资本市场融资的破产或快要破产的企业,以及对客户和对手方可以无成本或低成本从标的公司撤走业务的企业,他们拥有的 5 种武器分别是:

1. 从 2007 年开始,纽约证券交易所就没有制定报升规则(uptick rule)。这看上去相对不重要。

2. 充分发展的期权市场允许做空者以很小成本甚至零成本建立仓位:买入看跌期权(即有权在某个价格卖出证券的期权),并通过卖出看涨期权(即有权在某个价格买入证券)收取期权费。

3. 另一个相对较新的做空技术是买入信用违约掉期(credit default swaps),并做空相应的普通股。当 CDS 价格上涨时(即利差拓宽),市场发出企业信用工具违约概率上升的信号。当然,购买 CDS 会提高其价格。当隐含违约概率上升