

WILEY FINANCE

威立金融经典译丛

Corporate Financial Distress and Bankruptcy

Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt

Edward I. Altman Edith Hotchkiss

公司财务危机与破产

——预测并规避破产，分析与投资危机债务

(美) 爱德华·I. 奥尔特曼
伊迪丝·霍奇基斯 著

罗 菲 译
刘淑莲 审校

(第三版)

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



WILEY FINANCE

威立金融经典译丛

Corporate Financial Distress and Bankruptcy

Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt

Edward I. Altman Edith Hotchkiss

公司财务危机与破产

——预测并规避破产，分析与投资危机债务

(美) 爱德华·I. 奥尔特曼

伊迪丝·霍奇基斯

著

罗 菲 译

刘淑莲 审校

(第三版)

 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连


WILEY

© 东北财经大学出版社 2007

图书在版编目 (CIP) 数据

公司财务危机与破产. 第3版 / (美) 奥尔特曼 (Altman, E. I.), (美) 霍奇基斯 (Hotchkiss, E.) 著; 罗菲译. —大连: 东北财经大学出版社, 2007. 12
(威立金融经典译丛)

书名原文: Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt
ISBN 978-7-81122-234-0

I. 公… II. ①奥… ②霍… ③罗… III. 公司-财务管理 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 197754 号

辽宁省版权局著作权合同登记号: 图字 06-2006-32 号

Edward I. Altman, Edith Hotchkiss: Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt, Third Edition

Copyright © 2006 by Edward I. Altman and Edith Hotchkiss original ISBN 0-471-69189-5.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning, or otherwise, except as permitted under Section 107 or 108 of the 1976 United States Copyright Act, without either the prior written permission of the Publisher, or authorization through payment of the appropriate per-copy fee to the Copyright Clearance Center, Inc., 222 Rosewood Drive, Danvers, MA 01923, (978) 750-8400, fax (978) 646-8600, or on the web at www.copyright.com. Requests to the Publisher for permission should be addressed to the Permissions Department, John Wiley & Sons, Inc., 111 River Street, Hoboken, NJ 07030, (201) 748-6011, fax (201) 748-6008, or online at <http://www.wiley.com/go/permissions>.

This translation published under license.

All rights reserved.

本书简体中文翻译版由约翰·威立父子有限公司授权东北财经大学出版社独家出版发行。未经授权的本书出口将被视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可, 不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

版权所有, 侵权必究。

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

总编室: (0411) 84710523

营销部: (0411) 84710711

网址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连金华光彩色印刷有限公司印刷

东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm × 240mm

字数: 362 千字

印张: 17 1/2 插页: 1

2007 年 12 月第 1 版

2007 年 12 月第 1 次印刷

责任编辑: 于梅

责任校对: 赵楠 刘咏宁

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

ISBN 978-7-81122-234-0

定价: 45.00 元

上一版的《公司财务危机与破产》被很多人视为是这一领域内最具权威性的财务书。自从1993年其出版以来,公司危机与破产领域,包括相关的高收益债券和危机债务交易市场都得到了发展,并发生了很大的变化。目前,毫无疑问,破产已经成为一项重大的业务,在过去的几十年中,不论专业人士还是理论界都对这一现象及围绕这一现象产生的各项活动产生了越来越多的兴趣。

在本次更新再版的《公司财务危机与破产》(第三版)中,信贷和公司破产专家爱德华·I. 奥尔特曼和伊迪丝·霍奇基斯更新并扩展了对公司财务危机与破产以及相关的高收益债券和危机债务交易市场内容的探讨。除对破产和信用分析的实证和描述方面进行了扩展以外,第三版还提供了对破产成本、信用违约预测、破产和危机重组及破产公司重组后业绩评价的技术发展水平的分析和研究。

《公司财务危机与破产》(第三版)分为两大部分:第一部分集中介绍了有助于理解公司重组过程的许多问题;第二部分探讨了为公司财务危机分类和预测所建立的各种模型的发展及含义。

第一部分涵盖了以下内容:

- 公司危机与破产绪论及统计背景
- 美国破产法案的发展,包括2005年《破产改革法案》及国际比较
- 第11章后业绩
- 危机公司价值评估
- 公司杠杆重组
- 危机证券投资
- 高收益债券市场:投资者及分析师的风险与报酬
- 危机企业公司治理

第二部分探讨了估计违约概率的模型,并解释了其在不同情况下的应用,包括危机债务投资、财务周转管理及其他法律问题。在财务周转管理方面,读者会对应用危机公司预测模型(如Z-Score模型)的相关知识有相当的了解,并在管理危机公司方面及加速其恢复财务健康方面获得帮助。

《公司财务危机与破产》(第三版)在危机债务的发展、公司破产及信用风险方面具有很强的实用性,在当今的商业环境下能够提供很多切实的建议。

Corporate Financial Distress and Bankruptcy

Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt

对《公司财务危机与破产》（第三版）的评价：

“大师回来了！对危机与破产债务市场相关业务进行分析的这一新版本反映了近年来市场的变化，同时还对2001—2002年发生的令人震惊的违约事件进行了分析。作者继续为我们提供更为深入的、广泛的相关知识，包括对违约预测和违约补偿的深入分析。本书对MBA学员和专业投资者颇有价值。”

——Darrell Duffie, James I. Miller Professor of
Finance, Graduate School of Business, Stanford University

“在进行了30年的危机证券投资后，我惊喜地发现学习本书的每一章，我都有所收获。应该要求从学生到最有经验的从业者，每人都阅读本书。”

——Wilbur L. Ross, Chairman, WL Ross & Co. LLC

“本书是商科学生和从事公司债券或贷款业务的专业人员必读之书。奥尔特曼和霍奇基斯在公司危机方面的研究相当出色。本书提供的信息对投资者及管理人员是必不可少的。”

——Allan A. Brown, Cohead of Distressed Debt Trading,
Concordia Advisors LLC

“凡是与本书议题有关的员工、学生、投资者或其他人员都愿意将本书放到自己的书架上，至少我肯定是会这样做的。”

——Ben Branch, Professor of Finance, Isenberg School of
Management, University of Massachusetts

“《公司财务危机与破产》是关于方法论、数据及历史纪录的无价之宝。作者巧妙地从业务人员解释了理论，并向理论家说明了破产的实践应用。”

——Martin Fridson, Publisher, Leverage World

“本领域资深专家对公司财务危机和信用风险进行了彻底的、全面的分析，本书对于从事定息证券和危机重组业务的人员来说是无价的。”

——James C. Van Horne, A.P. Giannini Professor of Banking
and Finance, Graduate School of Business, Stanford University

“在破产与危机债务的风险补偿关系以及危机预测模型的理论和应用方面，奥尔特曼和霍奇基斯更新了前沿领域的内容。”

——J. Fred Weston, Professor of Finance Emeritus, recalled, at
The Anderson School at UCLA, and past president of both the
American Finance Association and the Financial Management
Association International

作者简介

爱德华·I. 奥尔特曼 (Edward I. Altman) 是纽约大学 Stern 商学院 Max L. Heine 金融学教授, 纽约大学所罗门中心 (NYU Salomon Center) 信用和固定收益研究项目 (Credit and Fixed Income Research Program) 主任。

奥尔特曼博士在公司破产、高收益债券、危机债务和信用风险分析方面是一名国际知名的专家。1984 年, 由于其对公司危机预测模型及公司财务重组过程所做出的贡献, 他被巴黎 Hautes Etudes Commerciales Foundation 授予学术桂冠; 1985 年, 由于他对违约率和高收益公司债务所做出的贡献, 他被财务分析师联盟 (Financial Analysts Federation) 载入 Graham and Dodd 名册 (Graham and Dodd Scroll)。

他在 2001 年进入固定收益分析师协会名人堂 (Fixed Income Analysts Society Hall of Fame), 并被选举为财务管理协会 (Financial Management Association) 主席 (2003 年), 2004 年被选举为 FMA 研究员。他被《国库券和风险管理》(*Treasury and Risk Management*) 杂志选为金融领域最有影响力的 100 位名人之一 (2005 年 6 月)。

奥尔特曼博士是多家金融机构的顾问, 包括 Citigroup, Concordia Advisors, Droege & Company, Investcorp, Miller-Mathis, the New York State Common Retirement Fund 以及 SERASA, S. A.; 他是 Franklin Mutual Series Funds, Automated Trading Desk L. L. C. 以及 Ascend Group 的董事会成员, 是周转管理协会学术顾问委员会 (Academic Advisory Council to the Turnaround Management Association) 主席, 他曾经在联邦和州立法机关前作证。

伊迪丝·霍奇基斯 (Edith Hotchkiss) 是 Boston 学院 Carroll 管理学院金融学副教授。她在纽约大学 Stern 商学院取得金融学博士学位, 在 Dartmouth 学院取得硕士学位。在进行学术研究之前, 她为标准普尔公司金融机构集团 (Financial Institutions Group of Standard & Poor's Corporation) 做咨询工作。

霍奇基斯博士的研究领域涉及公司财务危机和重组、第 11 章破产效率以及公司债务市场交易。她的研究成果被发表在很多杂志上, 包括 *Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics*, *Journal of Financial Intermediation* 以及 *Review of Financial Studies*。她是周转管理协会 (Turnaround Management Association) 的全国委员, 是 (美国) 全国证券经销商协会 (National Association of Securities Dealers, NASD) 公司债券市场交易顾问。

译者序

随着公司经营内外部环境的变化以及竞争的加剧，近年来公司因财务危机而导致经营陷入困境甚至宣告破产的例子在世界范围内屡见不鲜。研究与公司发生财务危机及破产相关的问题已经迫在眉睫。

目前已经有越来越多的人加入到了对公司财务危机与破产进行研究的相关领域。而其中，作为很多大型公司破产案件的发生地、公司危机与破产研究人员聚集地的美国，不论在公司危机与破产实务方面还是在对其进行理论研究的进程中，都起到了不容忽视的重要作用。本书的两位作者都是美国知名大学的教授，长期从事公司危机、重组、破产等领域的研究工作，Altman 博士还因在公司破产、高收益债券、危机债务和信用风险分析等方面的出色工作获得过很多殊荣。两位作者在本版《公司财务危机与破产》中，详细介绍了与公司危机及破产有关的法律、经济、投资及监管问题，并且论述了公司财务危机分类和预测方法及其具体的应用。这些内容都对我国的公司管理具有非常重要的借鉴意义。

《公司财务危机与破产》一书共分为两大部分，包括 15 章内容。

第一部分包括第 1 章至第 10 章，主要论述与公司破产相关的法律、经济、投资以及危机重组问题。第 1 章，作者主要介绍了公司危机的基本概念及相关的统计数据。第 2 章探讨了美国破产程序的发展进程，并与其他国家进行了比较。第 3 章重点研究了破产重组过程的成功案例，并特别关注了在《破产法案》第 11 章中出现的公司破产后的业绩。第 4 章对公司的破产成本进行了详细的分析和研究。第 5 章和第 6 章分别从理论和实务角度研究了危机公司估价程序的重要性。第 7 章至第 9 章更深入地探讨了对于风险和危机公司非常重要的两个相关资本市场，其中第 7 章探讨的是美国高收益债券和银行贷款市场的发展和风险收益；第 8 章和第 9 章考察了危机和违约债务市场的规模及发展。在第一部分的最后，即第 10 章，作者论述了当公司遭受危机重组时对公司治理方式的改变。

第二部分探讨与公司危机分类和预测模型有关的内容。第 11 章深入探讨了对美国违约概率的估计，同时在该章的附录中还列示了美国以外 20 多个国家在危机预测模型发展和应用方面已经取得的研究成果。第 12 章论述了对出现市场违约概率的估计。第 13 章具体阐述了违约概率模型在不同情况下的应用。第 14 章进一步研究了将危机公司预测模型应用于危机公司管理的可能性。最后一章对违约债务补偿率进行了估计。

本书的特色在于它不但强调了对公司发生危机与破产时应如何进行管理，而且

特别着眼于对公司财务危机进行预测，并分析了各种预测方法在不同情况下的实际应用。

专业书籍的翻译是一项艰苦的工作。感谢东北财经大学出版社及李智慧编辑对我的信任，同时感谢编辑孙冰洁、于梅等对我的关心和帮助。尽管本人在翻译的过程中作了大量的努力，但由于水平有限，书中难免存在不妥之处，敬请读者批评指正。

本书是刘淑莲教授主持的“信用缺失与信用风险度量问题的研究”（辽宁省教育厅高等学校科学研究项目，项目计划编号 [05W040]）的阶段性成果。

罗 菲
2007 年 10 月

前言

回顾前两版的《公司财务危机与破产》(1983年版和1993年版),我们发现每版中美国的公司破产在影响范围上和重要性上都比以前更为突出和显著。专门对美国这一领域进行研究的专业技术人员人数增加之多甚至可以将其称为“破产行业”。当然,在2005年我们已经可以毫无疑问地称其为行业了。伴随着专门对公司危机领域进行研究的科研成果的增加,这一领域在过去的10~15年甚为流行。这些科研成果提供了这一领域内较为权威的、严肃的分析研究。实际上,在获得精确的、缜密的研究方面,再没有比数据更重要的了!带着日益增长的理论兴趣,特别是实证兴趣,伊迪丝·霍奇基斯加入了前两版作者当中,并共同完成了本版的写作。

目前已经非常明显,破产行业是一个巨大的产业。尽管没有人进行过处理公司危机的人数的分析,但我们可以大胆估计,全球至少有40 000人,大部分都在美国,但其他国家的研究人数正在增加。他们包括周转管理者(大部分是咨询师)、破产与重组律师、破产审判员和其他法庭职员、会计师和银行家以及其他专门处理危机债务的金融顾问、危机债务投资者(有时被称为“秃鹫投资者”),当然,还包括研究者。实际上,2005年享有盛誉的周转管理协会(www.turnaround.org)的会员人数超过了7 000人。

在财务危机的各个不同领域有大量的专业人员与各组织合作,这与大型、复杂的破产案例数量的增加是分不开的。在美国2001年至2003年3年期间内,有100家负债超过10亿美元的公司申请《破产法案》(Bankruptcy Code)第11章的保护。这些“十亿美元公司”的名单列示在第1章附录中。在过去的35年间(1970—2005年),在美国至少有228家这样的大型公司破产。在本书出版前夕,两个主要的国有航空公司——Delta和Northwest,已经申请破产保护。本书的第1章介绍了一些公司危机的相关概念和统计数据,并强调了一个日益明显的事实,即规模已经不再能够表明公司的健康程度了。

本书的写作计划在2005年中期本书完成之前很长时间就已经开始了,我们并没有意识到新的2005年《防止滥用破产及消费者保护法案》(Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act, BAPCPA)的最终通过会与本书的完成时间一致。大部分观察家评论说,新法案的颁布主要指的是消费者(个人)破产,但随着新法案细节的逐渐清晰,很明显,公司破产及重组程序也是非常重要的。在第2章,我们会探讨美国破产程序的演变过程,而且在与其他国家进行比较时,会对这些新的规定作更多的介绍。

介绍完这些背景资料之后,在本书第一部分接下来的各章中,我们提出了一些理解重组过程的关键问题。在第3章,我们研究了破产重组过程的成功案例,特别是在第11章中出现的公司破产后的业绩方面。在一些案例中,这些公司又经历了经营和经济问题的再次出现,有时会导致第二次申请,我们可以非正式地将其称为“第22章”。实际上,我们发现在1980年至2004年间,至少有157家公司进行了这样的两次申请,有7家进行了三次申请(第33章)。如果包括1978年《破产改革法案》(Bankruptcy Reform Act)之前的申请,那么甚至有一家公司(TransTexas Gas Corporation)进行了第44章申请。除这些重复申请的公司以外,很多公司减轻了其债务负担,重新取得了成功,尤其是在其核心业务是可靠的并且可以利用更少的债务进行更有效管理的情况下。

随着破产案例越来越多、越来越复杂,专业人员有必要积累更多的专业技能。例如,随着在破产浪潮中出售部分或整个公司越来越普遍,专业人员必须具有管理并购(M&A)过程的技能。随着破产案例数量及规模的增加,对破产成本的审查也相应增加。第4章总结了能够帮助我们理解这些成本本质的大量的学术研究成果。对大型公司来说,这些成本的数额可能是非常巨大的;对小型公司来说,这些成本可能是具有限制性作用的,并可能最终导致清算。

第5章和第6章从理论和实务角度研究了危机公司估价程序的重要性并进行了具体分析。实质上,危机公司命运的最重要的决定因素是:(1)该公司倒闭是否比继续存活更有价值;(2)如果继续存活更有价值,与资产请求权有关的价值是多少。第5章对危机公司估价模型进行了细致的探讨,并解释了在破产协商过程中不同主体之间对重组公司价值的意见存在重大分歧的原因。第6章主要针对的是高度杠杆重组、相关估价和资本结构理论,以及实证结果。

第7章至第9章更深入地研究了对于风险和危机公司非常重要的两个相关资本市场。第7章探讨美国高收益债券和银行贷款市场的发展和风险收益。由于高收益或“垃圾”债券是公司未来可能发生危机债务情况的来源,因此对它们的性质进行研究非常重要。与这一市场的投资者非常相关的统计资料是违约率和一旦发生违约时的补偿率。2005年,高收益公司在债券市场发行的债券达到1万亿美元,并在2005年5月通用汽车公司(General Motors)和福特公司(Ford)的债券被降级为非投资等级时超过了1万亿美元。

第8章和第9章继续考察危机和违约债务市场的规模及发展。2002年,这一市场实际上已经超过了高收益市场,危机债务(公开及私人市场)面值接近9500亿美元,当时其在规模上几乎超过了世界上7个国家的国内生产总值(GDP)!随着2002年违约率从历史纪录的高水平上最终回落,这一规模水平也开始有所下降,但是2005年它还是相当大的,以至于危机和违约债务市场目前被普遍认为是一个独特的资产等级,并且可能是套期保值基金方面增长最快的部分。因此,我们对其规模、增长、风险回报方面以及投资战略进行了探讨。

第10章危机企业的公司治理被当作本书第一部分的圆满结束。实际上,当公

司遭受危机重组时，公司治理的每一个方面都会存在某种方式的改变。在第 11 章中出现的公司管理层更换率达到了 90%。董事会规模随着公司发生危机而缩减，并且董事会成员在公司重组时经常是全部更换。更重要的是，很多重组最终涉及的是公司整个控制权的变化。

本书的第二部分探讨公司危机分类和预测模型的发展及含义。本部分深入探讨了美国违约概率的估计（第 11 章）、出现市场违约概率的估计（第 12 章）以及违约损失率的估计（第 15 章）。重点在于估价过程及其与巴塞尔协定 II 对银行和其他金融机构资产适当性要求的新特点之间的关系。

在本书第 11 章的附录，我们列示了美国以外 20 多个国家在危机预测模型发展和应用方面的参考书目。这也明确地显示了全世界范围内对公司破产这一现象关注的程度越来越高。正如我们早在第 2 章中做出了解释并在第 12 章中进行了进一步说明的，公司危机是一个全球化的现象，因此，它值得进行仔细的分析，值得进行建设性的评论，值得立法机构予以重视。

用于估计违约概率的模型将在第 11 章和第 12 章中进行探讨，接下来的第 13 章将阐述其不同情况下的应用，包括信用风险管理、危机债务投资、周转管理和其他咨询能力以及法律问题。另外，这一章还对起到这些作用的主要从业公司进行了评价。

在周转管理方面，第 14 章进一步研究了将危机公司预测模型（如我们所说的 Z-Score 方法）应用于协助危机公司自身的管理层恢复公司财务健康的可能性。在第 14 章中，我们是通过对一个实际的案例进行讨论来解释以上问题的，这一案例就是 GTI 公司及其濒临绝境后的崛起。

爱德华·I. 奥尔特曼，于纽约州，纽约市
伊迪丝·霍奇基斯，于马萨诸塞州，切斯纳特希尔
2005 年 10 月

致 谢

我们向支持和协助我们完成本书研究和撰写的实务工作者和科研人员致以诚挚的谢意，特别感谢纽约大学 Stern 商学院和 Boston 学院帮助我们建立分析模型并在我们的写作过程中及课堂上提出过评论的所有人。

在实务工作者中，Ed Altman 要感谢 Amit Arora, John Beiter, Maria Boyarzny, Brooks Brady, Bruce Buchanan, Michael Embler, Ken Emery, Holly Etlin, John Fenn, Jerry Foms, Martin Fridson, Rich Gere, Geoffrey Gold, Shelly Greenhaus, Harvey Gross, Robert Crossman, David Hamilton, Loretta Hennessey, Max Holmes, Shubin Jha, Sau-Man Kam, D. L. Kao, David Keisman, Al Koch, Martha Kopacz, Pat LaGrange, Markus Lahrkamp, E. Bruce Leonard, Bill Lutz, Judge Robert Martin, Chris McHugh, Robert Miller, Steven Miller, Wilson Miranda, David Newman, Mark Patterson, Gabriella Petrucci, Robert Raskin, Barry Ridings, Wilbur Ross, Til Scheurmann, Mark Shenkman, Dennis Smith, Christopher Stuttard, Ronald Sussman, Matt Venturi, Mariarosa Verde, Robert Waldman, Lionel Wallace, Jeffrey Werbalofsky, Bettina Whyte, David Winters 以及 Steven Zelin。他还要特别感谢他以前的两个学生，Allan Brown 和 Marti Murray。Edie Hotchkiss 要感谢 William Derrough, Joseph Guzinski, Melissa Hager, Gregory Horowitz, Isaac Lee, Brett Miller 和 Barry Ridings, 感谢他们提供的有益的讨论。

Ed Altman 还要感谢多年来 NYU 所罗门中心 (NYU Solomon Centre) 的研究生助教和中心的一些杰出的员工，包括 Mary Jaffier, Anita Lall, Robyn Vanterpool, 特别要感谢 Lourdes Tanglao。作者们还要感谢 Kimberly Thomas 对本书的帮助。同时，作者们要向 John Wiley & Sons 的编辑人员 Mary Daniello, Bill Falloon 和 Laura Walsh 致以诚挚的谢意。

Edie Hotchkiss 和 Ed Altman 感谢公司危机领域内所有学术文献和科研成果的贡献，特别是组成周转管理协会 (Turnaround Management Association) 学术咨询委员会 (Academic Advisory Council) 的 20 多名学者及其学术研究成果的合作者。

最后，Ed Altman 要感谢他的妻子 Elaine Altman, 感谢他的妻子和儿子 Gregory 长时间的陪伴，并包容其对公司危机这一问题的执著和热情。Edie Hotchkiss 要感谢 Ed 作为她的博士论文指导者将她第一次引入到这一领域，并且邀请她参与这一项目。她同样还要感谢她的丈夫 Steven 和女儿 Jenny, 感谢他们给予的爱的支持。

E. I. A

E. H

目 录

第一部分 公司破产的法律、经济、投资维度以及危机重组

第 1 章 公司危机：绪论及统计背景	3
1.1 破产及重组理论	7
1.2 破产案件	8
1.3 破产行业的参与者	10
1.4 债务人	10
1.5 第 22 章债务人及破产成功	10
1.6 公司失败的原因	12
1.7 司法系统	12
附录 1—1 破产公司——负债 10 亿美元或更多（1970—2005）	13
第 2 章 破产程序在美国的发展及国际比较	23
2.1 权益接收	23
2.2 1938 年的《钱德勒法案》	24
2.3 1978 年的《破产改革法案》	27
2.4 破产的税收及会计问题	36
2.5 破产及丧失清偿能力中董事的作用	39
2.6 执行债务人融资	40
2.7 2005 年《破产法案》	42
2.8 国际范围内的破产及不同的破产制度	48
附录 2—1 主要管辖范围内重组和破产问题比较	50
第 3 章 第 11 章后业绩	62
3.1 第 11 章案例的结果	62
3.2 破产后经营业绩	66
3.3 破产后股票业绩	70
3.4 第 11 章的意义	72
第 4 章 破产成本	73
4.1 直接成本	75
4.2 间接成本	77
4.3 研究破产成本的意义	78

第5章 危机公司价值评估	80
5.1 评估方法	81
5.2 采用新起点会计原则估计价值	89
5.3 清算价值	89
5.4 概述不同的估计价值	90
5.5 破产协商中估价战略应用	90
第6章 公司价值评估与公司杠杆重组	92
6.1 公司重组：定义及目标	93
6.2 兼并和收购	93
6.3 杠杆重组	93
6.4 将资本结构理论与杠杆重组相联系	98
6.5 去除杠杆	101
6.6 杠杆重组及价值——两起案例	102
6.7 与财务理论相联系	105
6.8 破产及危机公司成本	106
6.9 暂时性负债的含义	106
6.10 成功的 LBOs 及债务支付的实证数据	107
6.11 结论	108
第7章 高收益债券市场：投资者及分析师的风险与报酬	109
7.1 2004 年及过去 25 年的违约及违约率	111
7.2 违约率及经济活动	113
7.3 破产	115
7.4 行业违约	116
7.5 违约时期	117
7.6 坠落天使违约	119
7.7 违约损失及补偿	121
7.8 补偿率的相关结果	125
7.9 死亡率及损失	126
7.10 各种来源的累积违约率的比较	129
7.11 报酬率及买卖价差	131
7.12 新发行及市场上的其他变化	132
7.13 结论	133
附录 7—1 季度违约率比较：Altman/NYU—SC 与穆迪公司 高收益债务市场（1990—2004）	133
第8章 危机证券投资	136
8.1 市场规模	136
8.2 危机证券投资者	139

8.3 投资战略	140
8.4 资本结构套利	144
8.5 债券与贷款	148
附录 8—1 2005 年美国危机债务和权益管理者	148
附录 8—2 欧洲危机投资者	150
第 9 章 违约债券和银行贷款的风险收益业绩	151
9.1 违约公司债券指数	151
9.2 违约公司银行贷款指数	152
9.3 市场价值/面值比例	153
9.4 业绩衡量	154
9.5 2004 年违约债券业绩	154
9.6 18 年比较业绩	156
9.7 违约银行贷款业绩	156
9.8 债券和银行贷款复合指数	157
9.9 多元化: 管理类型与收益相关性	158
9.10 危机和违约公开及私人债务市场的分布和规模	162
9.11 结论	162
第 10 章 危机企业的公司治理	163
10.1 管理者和公司董事的信托义务	163
10.2 管理层和董事会变化的频率和时间选择	164
10.3 管理层补偿	167
10.4 所有权和控制权的改变	168
第二部分 公司财务危机分类和预测方法及其应用	
第 11 章 公司信用评级——无力偿还风险模型	173
11.1 大型公司失败的急剧增加	175
11.2 信用评级模型	176
11.3 传统的比率分析	177
11.4 判别分析	177
11.5 Z-Score 模型的发展	178
11.6 估计违约概率: 债券评级等价方法	184
11.7 破产模型比较	186
11.8 违约损失率估计 (违约补偿)	186
11.9 预期违约频率 (EDF) 模型	187
11.10 Enron 举例: 模型与评级	189
11.11 WorldCom: 大额间接破产成本的例子	190
11.12 结论	192

附录 11—1 非美国公司的危机分类和预测模型（文献目录）	192
第 12 章 一种新兴市场公司信用评分系统	198
12.1 新兴市场评分模型（EMS 模型）	198
12.2 在墨西哥公司中应用 EMS 模型	203
12.3 新兴市场模型的修正和测试	204
12.4 后比索危机时期墨西哥公司 EMS 模型业绩	206
12.5 结束语	210
第 13 章 危机预测模型应用	211
13.1 贷款人	211
13.2 应收账款管理者	213
13.3 投资者	213
13.4 证券分析师	214
13.5 规则制定者	214
13.6 审计师	215
13.7 破产律师	215
13.8 法定指导者	216
13.9 债券评级者	218
13.10 风险管理和战略顾问	218
13.11 重组顾问和银行家、周转危机管理者以及会计公司	219
13.12 政府机构和其他购买者	222
第 14 章 危机预测模型：推动变化的催化剂——管理财务周转	223
14.1 财务模型的主动及被动应用	223
14.2 Z-Score 告诉了 GTI 什么	224
14.3 一种补偿工具	225
14.4 采取迅速的行动	225
14.5 增长热潮的影响	226
14.6 战略的开端	226
14.7 停止现金流出	227
14.8 在员工协助下寻找丢失的利润	227
14.9 出售生产线	228
14.10 经营成果	229
14.11 进入安全区	229
14.12 GTI 公司的经历及利用 Z-Score 模型作为成功周转晴雨表的结论	230
第 15 章 估计违约债务补偿率	231
15.1 补偿率理论	231
15.2 信用定价模型	232
15.3 风险模型中的信用价值	235

15.4 有关 PD-RR 关系的最新文献	236
15.5 补偿率和正循环	240
15.6 补偿率的实证证明	240
15.7 补偿率与违约率结合	245
15.8 结束语	245
参考文献	247