



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)3.5%、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)等案例上所做的事情。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