

Profesor Edward I. Altman

Doktorzy *Honoris Causa*
Szkoły Głównej Handlowej
w Warszawie

Warszawa, 12 października 2015 roku

Uchwała nr 312
Senatu SGH
z dnia 27 maja 2015 r.
w sprawie nadania tytułu
Doktora *Honoris Causa* SGH
profesorowi Edwardowi I. Altmanowi



UCHWAŁA NR 312 SENATU SGH
z dnia 27 maja 2015 r.
w sprawie nadania
tytułu Doktora *Honoris Causa* SGH
profesorowi Edwardowi I. Altmanowi

Na podstawie § 8 ust. 1 statutu SGH uchwała się, co następuje:

§ 1

Senat SGH nadaje tytuł Doktora *Honoris Causa* SGH profesorowi Edwardowi I. Altmanowi.

§ 2

Uchwała wchodzi w życie z dniem podjęcia.

RECENZJA

Profesor
Dorota Appenzeller

Uniwersytet Ekonomiczny
w Poznaniu

Poznań, 9 maja 2015

Prof. UEP dr hab. Dorota Appenzeller
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

**Opinia
o dorobku profesora Edwarda I. Altmana
w związku z procedurą nadania Mu
tytułu doktora honoris causa
Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie**

Podstawę niniejszej recenzji stanowi pismo Rektora Szkoły Głównej Handlowej, prof. dra hab. Tomasza Szapiro z dnia 31 marca 2015 r. Powierzenie mi przez Senat Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie zadania przygotowania opinii o dorobku Profesora Edwarda I. Altmana w związku z procedurą nadania Mu tytułu doktora honoris causa tej Uczelni jest dla mnie niezwykle wyróżnieniem.

Profesor Edward I. Altman jest uznanym na całym świecie, wybitnym ekonomistą, autorytetem w dziedzinie finansów, zarządzania ryzykiem i rynków finansowych. W jego pracach metody ilościowe wykorzystywane są do badania i prognozowania zjawisk z pogranicza ekonomii i finansów, w szczególności ryzyka w działalności gospodarczej. Prace te od lat stanowią źródło inspiracji do prowadzenia badań naukowych dla ekonomistów na całym świecie. Profesor nie ogranicza się jedynie do badań teoretycznych. Jego modele znalazły szerokie zastosowanie w praktyce gospodarczej, a sam Profesor prowadzi intensywną działalność doradczą zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i poza ich granicami.

Profesor Edward I. Altman urodził się w 1941 r. w Nowym Jorku i z miastem tym związany jest – nie tylko zawodowo – praktycznie przez całe swoje życie. Studia licencjackie w dziedzinie ekonomii (B.A. in Economics) ukończył w 1963 r. w City College w Nowym

Jorku. Dwa lata później, w 1965 r., uzyskał dyplom Master of Business Administration w zakresie finansów przedsiębiorstw na Uniwersytecie Kalifornijskim w Los Angeles (UCLA). Na tej samej uczelni w roku 1967 uzyskał stopień doktora w dziedzinie finansów.

Dorobek naukowy Profesora Altmana jest niezwykle obszerny i różnorodny. Niewątpliwie najważniejszą dziedzinę badań Profesora stanowi ryzyko upadłości w działalności przedsiębiorstw, w tym zastosowanie metod ilościowych do prognozowania upadłości, oraz zarządzanie przedsiębiorstwem w okresie kryzysu i restrukturyzacji.

Profesor Altman nie był pierwszym, który przedmiotem swoich badań uczynił zjawisko upadłości przedsiębiorstw. W Stanach Zjednoczonych i w Europie Zachodniej już od lat 30. XX w. badano zachowanie indywidualnych wskaźników finansowych i na podstawie takiego „wielowymiarowego obrazu” kondycji firm starano się przewidywać ich upadłość. Podejście to nie było jednak ani wygodne, ani precyzyjne z punktu widzenia trafności uzyskiwanych prognoz. Profesor Altman w 1968 r., krótko po swoim doktoracie, jako pierwszy wykorzystał do prognozowania upadłości wielowymiarową analizę dyskryminacyjną. Narzędzie to – zapożyczone z nauk biologicznych – okazało się rewelacyjne w swej prostocie i jednocześnie trafności stawianych prognoz. Wielowymiarowa analiza dyskryminacyjna pozwoliła Profesorowi wyselekcjonować te wskaźniki finansowe, które istotnie różnicują przedsiębiorstwa zdrowe i te zagrożone upadłością, a następnie zagregować je w jedną wartość – słynny na całym świecie wskaźnik Z-score. Wskaźnik ten stał się magicznym kluczem do prognozowania upadłości, a trafność jego wskazań sięgała 80–90%, nawet na dwa lata przed jej wystąpieniem. Co więcej, z czasem okazało się, że żadna inna metoda stosowana do budowy modeli prognozowania upadłości przedsiębiorstw nie daje lepszych prognoz i to pomimo faktu, że leżące u podstaw analizy dyskryminacyjnej założenie o rozkładzie normalnym wskaźników charakteryzujących kondycję finansową przedsiębiorstw prawie nigdy nie jest spełnione. Model Z-score Altmana wszedł na stałe do standardów nauczania finansów przedsiębiorstw na całym świecie, a trafność jego wskazań stanowi do dziś punkt odniesienia dla innych modeli tworzonych na potrzeby prognozowania upadłości.

Wysoka trafność prognoz upadłości przedsiębiorstw, uzyskiwanych na podstawie wskaźnika Z-score w Stanach Zjednoczonych, stała się bodźcem do badań nad upadłością przedsiębiorstw na całym niemal świecie. Intensywnie poszukiwano czynników wpływających na zagrożenie przedsiębiorstw upadłością, a jednocześnie podejmowano próby prognozowania tego zjawiska. Badania nad prognozowaniem upadłości prowadzone były dwutorowo. Z jednej strony w różnych krajach pojawiły się próby prognozowania upadłości przedsiębiorstw na podstawie wskazań Z-score Altmana. Z drugiej strony coraz częściej podejmowano próby tworzenia modeli prognozowania upadłości na podstawie sprawozdań finansowych rodzimych przedsiębiorstw.

Pierwszy z wymienionych nurtów badań wywołuje do dziś wiele dyskusji i ma zarówno wielu zwolenników, jak i przeciwników. Ci ostatni uważają, że powszechne wykorzystanie modelu Altmana nie ma merytorycznego uzasadnienia, ponieważ narzędzie to nie ma charakteru „uniwersalnego”, a trafność uzyskiwanych za jego pomocą prognoz jest jedynie kwestią przypadku. Innymi słowy, oznacza to, że nie da się skonstruować uniwersalnego modelu prognozowania upadłości, który można by w dowolnym czasie zastosować do prognozowania upadłości w dowolnym kraju, niezależnie od obowiązujących w nim regulacji prawnych w zakresie upadłości i rachunkowości, co więcej – w odniesieniu do przedsiębiorstw z dowolnej branży.

Sam Profesor E. Altman badał, w jakim stopniu Jego model (skonstruowany dla publicznych spółek produkcyjnych w USA, których aktywa wynosiły co najmniej 1 mln \$) zachowuje swoje własności predykcyjne „w czasie i w przestrzeni”. Badania te uzasadniał Profesor tym, że źródło upadłości jest „uniwersalne”, a jest nim niewypłacalność przedsiębiorstw. Jednocześnie jednak, starając się uzyskać modele prognozowania upadłości o wysokiej trafności wskazań, konstruował też szereg innych modeli, między innymi do prognozowania upadłości firm prywatnych w USA, firm nieprodukcyjnych czy firm z rynków wschodzących. Nie ograniczał się przy tym wyłącznie do analizy dyskryminacyjnej, lecz podejmował także próby wykorzystania do konstrukcji modeli innych metod, a w szczególności algorytmu rekurencyjnego podziału i sieci neuronowych. Uzyskane wyniki nie pozwoliły Mu jednak wskazać lepszego od analizy dyskryminacyjnej narzędzia prognozowania upadłości.

Zainteresowania naukowe Profesora Edwarda Altmana nie ograniczają się wyłącznie do upadłości przedsiębiorstw, aczkolwiek zazwyczaj są z nią w różnym stopniu powiązane. Wśród zagadnień, które stanowiły przedmiot badań Profesora E. Altmana, wymienić należy w szczególności: procesy restrukturyzacji firm zagrożonych upadłością, zachowanie cen i stóp zwrotu akcji przedsiębiorstw zagrożonych upadłością, opłacalność inwestycji w akcje firm zagrożonych upadłością, czynniki makroekonomiczne wpływające na intensywność procesów upadłościowych w gospodarce amerykańskiej, reakcje rynków finansowych na pogarszanie kondycji finansowej przedsiębiorstw. Nie sposób wymienić wszystkich problemów badawczych, które znalazły swoje odzwierciedlenie w publikacjach Profesora. Warto jednak jeszcze wspomnieć o badaniach, których przedmiotem były: ryzyko kredytowe i metody jego szacowania, rynek obligacji śmieciowych czy rynek wysokodochodowych papierów dłużnych.

Profesor E. Altman był beneficjentem wielu grantów badawczych, przyznanych mu nie tylko przez instytucje amerykańskie, ale także przez instytucje badawcze, korporacje, banki, fundacje z wielu krajów świata. Granty na badania naukowe przyznały Profesorowi Altmanowi m.in.: giełda paryska, Standard & Poor's Corporation, Association for Investment Management Research, Arthur Andersen, Moody's Research Foundation, a nawet Komisja Europejska. Najnowsze przedsięwzięcie naukowe realizowane przez Profesora Altmana i Jego współpracowników w Stern School of Business na Uniwersytecie w Nowym Jorku to międzynarodowy projekt badawczy zatytułowany "Credit & Debt Markets".

Ważnym przejawem działalności naukowej Profesora jest aktywne członkostwo w licznych stowarzyszeniach i instytucjach naukowych, w tym w szczególności w American Finance Association, European Finance Association, Financial Management Association oraz International Insolvency Institute. Profesor był inicjatorem i aktywnym uczestnikiem wielu kongresów i konferencji naukowych. Poczytne miejsce wśród tych przedsięwzięć zajmuje międzynarodowa konferencja naukowa poświęcona zarządzaniu ryzykiem (*The International Risk Management Conference*). Konferencja ta odbywa się od 2007 r. w różnych krajach świata, a w 2014 r. odbyła się w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie. Profesor Altman był gościem honorowym

tej konferencji, a w swoim wystąpieniu przedstawił wyniki aktualnie prowadzonych badań.

Profesor Edward I. Altman może poszczycić się niezwykle bogatym dorobkiem publikacyjnym przede wszystkim z zakresu finansów, rynków kapitałowych i zarządzania ryzykiem. Profesor opublikował (sam lub we współautorstwie) łącznie ponad 150 artykułów naukowych, m.in. w takich renomowanych czasopismach, jak: "Journal of Finance", "Financial Analysts Journal", "Journal of Financial and Quantitative Analysis", "Journal of Accountancy", "Analyse Financière" czy "Finanza Marketing e Produzione". Jest także autorem ponad 20 pozycji książkowych, które ukazały się w takich najwyżej cenionych wydawnictwach naukowych, jak: John Wiley & Sons, Kluwer Publishing, Blackwell Publishing czy World Scientific Press. Profesor Altman jest jednym z najczęściej cytowanych autorów z zakresu ekonomii i finansów. Jego artykuły i monografie doczekały się tłumaczenia na wiele języków. Jego książki – w związku z niesłabnącym zainteresowaniem – były wielokrotnie wznawiane.

Profesor E.I. Altman nie tylko sam intensywnie publikuje wyniki swoich badań naukowych, ale także aktywnie uczestniczy w pracach komitetów redakcyjnych i rad naukowych uznanych w świecie czasopism naukowych o zasięgu międzynarodowym. Warto tu wymienić chociażby "Journal of Finance", "Journal of Credit Risk", "Financial Analysts, Risk and Decision Analysis", "International Journal of Banking, Accounting & Finance". Profesor jest także recenzentem artykułów zgłaszanych do takich czasopism naukowych, jak: "American Economic Review", "Management Science", "Journal of Financial & Quantitative Analysis" i wielu innych.

Działalność dydaktyczna Profesora Altmana związana jest przede wszystkim z New York University. Na uczelni tej Profesor początkowo prowadził zajęcia w Graduate School of Business Administration, a od 1977 r. do chwili obecnej w Stern School of Business, gdzie piastuje stanowisko profesora w dziedzinie finansów. Problematyka prowadzonych przez Profesora Altmana zajęć obejmuje dwa zasadnicze nurty, odpowiadające Jego zainteresowaniom naukowym: upadłość i reorganizację przedsiębiorstw oraz ryzyko kredytowe i zarządzanie tym ryzykiem. Profesor prowadził wykłady nie tylko dla słuchaczy uczelni

amerykańskich. Jego wykładów słuchali studenci na uczelniach w ponad 30 krajach świata. Był On także inicjatorem lub koordynatorem szeregu przedsięwzięć edukacyjnych, głównie dla kadr zarządzających w krajach na wszystkich kontynentach, od Australii poprzez Europę po kraje Ameryki Południowej. Zasiadał w konsorcjach międzynarodowych szkół biznesu i rad naukowych programów MBA. Szczególnie cenne przedsięwzięcie, którego Profesor był współtwórcą i koordynatorem, to międzynarodowy program z zakresu zarządzania, realizowany w latach 1989–2001 wspólnie przez New York University, francuską Hautes Études Commerciales i brytyjską London Business School.

Praca Profesora ze studentami była wielokrotnie doceniana i nagradzana. Między innymi w latach 1980, 2001, 2003 i 2011 za swą działalność dydaktyczną wyróżniony został Special Teaching Award na Uniwersytecie Nowojorskim, a w 2006 r. nagrodę dla najlepszego wykładowcy przyznał Mu Uniwersytet w Sydney.

W życiu zawodowym Profesora Edwarda I. Altmana niezwykle ważną rolę odgrywa od lat działalność w charakterze eksperta, doradcy i konsultanta instytucji życia gospodarczego i politycznego w Stanach Zjednoczonych i za granicą. Od lat pełni Profesor funkcję doradcy Kongresu Stanów Zjednoczonych (zarówno Senatu, jak i Izby Reprezentantów), gdzie uczestniczy w pracach komisji specjalnych, zajmujących się m.in. przygotowaniem aktów prawnych z zakresu finansów, ubezpieczeń, upadłości i reorganizacji przedsiębiorstw. Przygotowuje ekspertyzy dla senatu stanu Nowy Jork, instytucji finansowych, banków, funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych i urzędów regulacyjnych. Jego ekspertyzy dotyczą przede wszystkim funkcjonowania systemu bankowego, ryzyka kredytowego, finansów przedsiębiorstw, ryzyka w działalności instytucji ubezpieczeniowych oraz gospodarki miejskiej.

W tym miejscu warto także wspomnieć o działalności Profesora na rzecz społeczności lokalnej, na którą to działalność – pomimo tak bardzo intensywnego życia zawodowego – zawsze znajduje czas. Profesor od lat wspiera działalność Międzyszkolnej Orkiestry Nowego Jorku, początkowo jako prezydent i przewodniczący rady dyrektorów tej orkiestry, a obecnie jako członek tej rady. Jest także mężem zaufa-

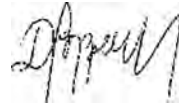
nia American Museum of Financial History i starszym doradcą grupy teatralnej Signature Theatre Group.

Niezwykłe intensywne, wszechstronna działalność naukowa, edukacyjna i doradcza Profesora Altmana spowodowały, że stał się On niekwestionowanym autorytetem w dziedzinie finansów przedsiębiorstw i zarządzania ryzykiem. Działalność Profesora doceniono na całym świecie. Był wielokrotnie wyróżniany nagrodami i tytułami honorowymi. Między innymi w 2005 r., uznając osiągnięcia Profesora na polu nauki i praktyki gospodarczej, czasopismo "Treasury & Risk Management" zaliczyło Go do 100 najbardziej wpływowych ludzi w dziedzinie finansów (*100 Most Influential People in Finance*). Do najważniejszych wyróżnień akademickich, którymi Profesor został uhonorowany, zaliczyć należy przyznany Mu w 1996 r. honorowy tytuł profesora Uniwersytetu w Buenos Aires oraz doktorat honorowy przyznany w 2011 r. przez Uniwersytet w Lund w Szwecji.

W Polsce prace naukowe Profesora Altmana „odkryte” zostały dopiero w latach 90. XX w. Wynikało to z faktu, że w powojennej Polsce upadłość przedsiębiorstw była praktycznie zjawiskiem niespotykanym. W czasach gospodarki centralnie planowanej podmioty gospodarcze często utrzymywane były przy życiu dzięki dotacjom, a efektywność ich funkcjonowania nie odgrywała większej roli. Nikt nie interesował się ani skutkami niewypłacalności przedsiębiorstw, ani tym bardziej sposobami prognozowania tego zjawiska. Dopiero po urynkowaniu gospodarki – wobec lawiny pierwszych upadłości – jednym z najważniejszych problemów zarówno w praktyce, jak i w teorii ekonomii stała się efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw i skutki jej braku. Zaczęto poszukiwać narzędzi prognozowania zagrożenia przedsiębiorstw upadłością. Zanim skonstruowano pierwsze modele oparte na danych dla polskich przedsiębiorstw, do prognozowania wykorzystywano model Profesora Altmana. Zresztą do dziś pojawiają się w Polsce publikacje nawiązujące do Jego Z-score. Niewątpliwie w Polsce, podobnie jak na całym świecie, to właśnie publikacje Profesora stały się impulsem do prowadzenia badań nad upadłością przedsiębiorstw.

Podsumowując, pragnę stwierdzić, że dorobek naukowy Profesora Edwarda Altmana jest imponujący zarówno w wymiarze teoretycznym, jak i w zakresie zastosowań w praktyce gospodarczej.

Przyznanie Profesorowi Edwardowi Altmanowi tytułu doktora honoris causa Szkoły Głównej Handlowej będzie wyrazem najwyższego szacunku dla Profesora i dowodem uznania Uczelni dla Jego znaczących osiągnięć naukowych, w tym także wkładu w rozwój badań nad upadłością przedsiębiorstw w Polsce.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Altman', is positioned to the right of the main text block.

RECENZJA

Profesor
Jerzy Gajdka

Uniwersytet Łódzki

Łódź, 12 maja 2015

Prof. dr hab. Jerzy Gajdka
Uniwersytet Łódzki
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Katedra Ekonomii Przemysłu i Rynku Kapitałowego

**Recenzja
osiągnięć i dorobku naukowego
profesora Edwarda I. Altmana
w związku z postępowaniem o nadanie
tytułu doktora honoris causa
Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie**

Edward I. Altman jest profesorem finansów w Leonard N. Stern School of Business, New York University. Należy do naukowców o niezwykle wysokiej renomie w skali międzynarodowej, zarówno w środowiskach naukowych, jak i biznesowych. Niewielu naukowcom udało się uzyskać rezultaty badań tak wysoko oceniane i aplikowane zarówno przez badaczy, jak i praktyków gospodarczych. Niewielu też naukowców miało szczęście znaleźć tak liczne grono badaczy kontynuujących i rozwijających ich dzieło. Dlatego też już na początku opracowania zaznaczam, że z dużą satysfakcją przedstawiam recenzję osiągnięć dorobku Profesora Edwarda I. Altmana w związku z postępowaniem o nadanie tytułu doktora honoris causa Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.

Kariera akademicka

Profesor Edward I. Altman ukończył studia licencjackie w roku 1963 w City College w Nowym Jorku (M.B. in Finance). W 1965 roku w University of California uzyskał dyplom MBA, zaś już w dwa lata później, w roku 1967, uzyskał stopień doktora w tej samej uczelni

w dyscyplinie finanse (PhD in Finance). Swoją karierę w pracy akademickiej rozpoczął w roku 1962 w University of California, gdzie w latach 1962–1965 pracował na stanowiskach: teaching fellow oraz instructor. W roku 1967 rozpoczął pracę w New York University (NYU). W latach 1967–1970 zajmował tam stanowisko Assistant Professor of Finance w Graduate School of Business and Administration, w latach 1970–1976 Associate Professor of Finance w Graduate School of Business Administration, zaś od roku 1976 Professor of Finance. W roku 1988 został uhonorowany tytułem Max L. Heine Professor of Finance w Leonard N. Stern School of Business i w uczelni tej jest zatrudniony do chwili obecnej. Pełnił tam szereg ważnych funkcji, jak Chairman of the MBA Program (1977–1989), zaś obecnie (od roku 1990) zajmuje stanowisko Director, Debt and Market Program, NYU Salomon Center. Profesor Altman prowadzi zajęcia na temat ryzyka kredytowego oraz bankructw i reorganizacji przedsiębiorstw. Miał on także okazję prowadzić zajęcia jako visiting professor w uczelniach zagranicznych w różnych częściach świata.

Dorobek naukowy

Dorobek naukowy Profesora Altmana obejmuje znaczące osiągnięcia przede wszystkim w obszarze analizy i predykcji bankructwa, a także zagadnienia polityki kredytowo-pożyczkowej, zarządzania ryzykiem i regulacji w sektorze bankowym, finansów korporacji oraz rynków finansowych.

Przedstawiona w roku 1967 dysertacja doktorska pt. *The Prediction of Corporate Bankruptcy: A Discriminant Analysis* wyznaczyła obszar badawczy, który stał się niejako „znakiem firmowym” Profesora Altmana i który, jak się okazało, przyniósł mu wysokie, trwałe uznanie zarówno w świecie nauki, jak i gospodarczej praktyki. Predykcja bankructwa stanowiła już wcześniej ważny problem badawczy i przedmiot zainteresowania naukowców. Niemniej to w głównej mierze prace Profesora Altmana spowodowały, iż temat ten przebił się do grupy zagadnień o pierwszorzędnym znaczeniu dla finansów przedsiębiorstw, któremu poświęcana jest uwaga zarówno w wielu akademickich podręcznikach, jak i na licznych konferencjach naukowych, a także w środowiskach biznesu.

Ogromną w tym rolę odegrały kolejne (po doktoracie) ważne publikacje Profesora Altmana, a w szczególności opublikowany w roku 1968 artykuł pt. *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy* ("Journal of Finance", Vol. 23, s. 589–609). Wymieniona praca była na tyle znacząca, że dała Profesorowi Altmanowi wiodące miejsce wśród ekspertów w zakresie predykcji bankructwa, a także analizy ryzyka kredytowego. W pracy tej ukazano pionierskie osiągnięcia w zakresie aplikacji analizy dyskryminacyjnej do predykcji bankructwa. Zaprezentowany tam model (wskaźnik Z), określane często w polskiej literaturze przedmiotu mianem „modelu (wskaźnika) Altmana”, stanowiący aplikację wielowymiarowej analizy statystycznej do oceny kondycji finansowej oraz przewidywania bankructwa przedsiębiorstw, przyniósł jego autorowi najwyższe i trwałe uznanie. Za podstawową zaletę metody zaproponowanej przez Profesora Altmana uznaje się zazwyczaj redukcję przestrzeni analitycznej od pewnej liczby niezależnych zmiennych do jednego wymiaru – wskaźnika Z, który służy do klasyfikacji przedsiębiorstwa do określonej grupy: zagrożonych bankructwem lub też znajdujących się w lepszej kondycji finansowej. Rozwiązanie takie, pomimo jego ograniczeń i niedoskonałości, okazało się mieć tak wiele zalet, że jego powstanie uznać można za przełom w predykcji bankructwa przedsiębiorstw. Wymieniony model był później wielokrotnie modyfikowany, co poszerzało możliwości jego aplikacji. W swej pierwotnej wersji odnosił się on jedynie do podmiotów sektora przetwórczego notowanych na rynku giełdowym, w kolejnych wersjach zaś także do analizy podmiotów, które nie były notowane na giełdzie, a także spółek działających w gospodarkach mniej stabilnych aniżeli gospodarka amerykańska (Emerging Market Score Model – EMS Model). Udało się także powiązać wskaźnik Z z ocenami ratingowymi. Rozwiązanie zaproponowane przez Profesora Altmana, ze względu na swoją prostotę w aplikacji oraz użyteczność, znalazło zastosowanie w wielu krajach. Pomimo swoich ograniczeń wskaźnik Z ciągle stanowi metodę często stosowaną do oceny kondycji finansowej, predykcji bankructwa czy też oceny ryzyka kredytowego jednostek gospodarczych.

W ramach prac nad doskonaleniem tego narzędzia Profesor Altman wspólnie z R. Haldemanem i P. Narayananem stworzył w roku 1977 model ZETA, prezentując jego istotę w artykule pt. *Zeta*

Analysis, A New Model To Identify Bankruptcy Risk of Corporations ("Journal of Banking & Finance", Vol. 1, s. 29–55). Rozwiązanie to, stanowiące zmodyfikowaną, rozszerzoną wersję modelu Z, znalazło także szerokie praktyczne zastosowanie, przy czym jest ono aplikowane przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych w ramach działalności konsultingowej prowadzonej przez jego autorów i znane pod nazwą Zeta®Risk Model.

Wymienione modele to niejako wierzchołek góry lodowej prac Profesora Altmana. Łącznie jest On autorem lub współautorem ponad 150 artykułów naukowych, opublikowanych w renomowanych czasopiśmie z zakresu ekonomii i finansów, takich jak: "Journal of Finance", "Journal of Banking & Finance", "Journal of Accountancy", "Journal of Business Strategy", "Journal of Financial & Quantitative Economics", oraz ponad 20 książek. W Jego dorobku jest też redakcja naukowa wielu publikacji naukowych. Prace te dotyczą, poza zagadnieniami z zakresu analizy i predykcji bankructwa, także kwestii polityki kredytowo-pożyczkowej, zarządzania ryzykiem i regulacji w sektorze bankowym, finansów korporacji, a także rynków finansowych, a w szczególności wysokodochodowych obligacji, długu zagrożonego i rynku akcji. Spośród problemów poruszanych w tych publikacjach (poza kwestiami związanymi z ryzykiem bankructwa) na szczególną uwagę w ocenie recenzenta zasługują dwie kwestie. Pierwszą z nich są zagadnienia dotyczące wysokodochodowych obligacji.

Pionierskie osiągnięcia Profesora Altmana w zakresie modelowania ryzyka bankructwa spółek uczyniły go naturalnym kandydatem do podjęcia badań nad ryzykiem związanym z wysokodochodowymi, ale i bardzo ryzykownymi obligacjami, kiedy ich rynek zaczął się silnie rozwijać w Stanach Zjednoczonych w latach 80. ubiegłego stulecia. I w tym obszarze Profesor Altman szybko uzyskał rangę autorytetu. Zagadnieniu temu poświęcił szereg publikacji, które także spotkały się z wysoką oceną praktyków, czego wynikiem było m.in. przyznanie mu w roku 1985 nagrody Graham & Dodd Scroll przez Financial Analysts Federation za prace z tego zakresu.

Drugą natomiast kwestią, na którą warto zwrócić uwagę, jest zaś to, że prace Profesora Altmana omawiają zagadnienia związane nie tylko z prognozowaniem bankructwa, ale także ze sposobami finanso-

wego uzdrawiania spółek, którymi to kwestiami zajmuje się On już od dawna (np. E. Altman, J. LaFleur, *Managing Return to Financial Health*, "Journal of Business Strategy", Summer 1981, s. 31–38).

Do najważniejszych pozycji książkowych, których jest On autorem lub współautorem, należą: *Corporate Bankruptcy in America*, Heath-Lexington, 1971, *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*, John Wiley & Sons, 1982, 1993 i 2006 (trzecie wydanie tej pracy zostało przetłumaczone na język polski i wydane pod tytułem *Trudności finansowe a upadłość firm*, CeDeWu, 2007), *Bankruptcy, Credit Risk and High Yield Bonds: A Compendium of Writings*, Blackwell Publishing, 2002, *Recovery Risk*, Risk Books, 2005, *Managing Credit Risk*, John Wiley & Sons, 2008, *Measuring and Managing Risk. Emerging Global Standards and Regulations After Financial Crisis*, World Scientific Press, 2013.

Prace Profesora Altmana zostały przetłumaczone na wiele języków, w tym na język niemiecki, francuski, włoski, japoński, koreański, hiszpański, portugalski, a także na język polski. Profesor Altman jest lub był członkiem ciał redakcyjnych szeregu renomowanych czasopism naukowych z zakresu finansów, takich jak: "Journal of Finance", "Journal of Banking and Finance", "Investment Management Review", "Financial Analysts Journal", "Journal of Credit Risk", "Journal of Bond Trading & Management", "Risk & Decision Analysis", "Mexican Journal of Economics & Finance", "International Journal of Banking Accounting & Finance". Był również recenzentem dla wielu prestiżowych czasopism, takich jak: "Journal of Finance", "American Economic Review", "Western Economic Review", "Journal of Accounting & Quantitative Analysis", "Financial Analysts Journal", "Financial Management", "Management Science", "Journal of Financial Economics", "Journal of Accounting, Auditing & Finance".

Działalność naukowa Profesora Altmana wyrażała się także w postaci realizacji wielu grantów naukowych. Były one realizowane dla takich instytucji, jak: Bourse de Paris, Federal Home Loan Bank Board, Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, Arthur Andersen & Company, National Science Foundation, Life Insurance Company of New York Association, Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, Association for Investment Management Research, Standard & Poor's Corporation, Institute for International

Political Economy, International Swaps & Derivatives Association, Loan Syndication & Trading Association, European Union, Moody's Research Foundation, Komisja Europejska (European Commission).

Przedstawiony powyżej ogrom osiągnięć Profesora Altmana powoduje, że należy On do autorów bardzo często cytowanych, uznawanych za najbardziej znaczące postaci współczesnych finansów.

Aktywność międzynarodowa

Wybitne, pionierskie osiągnięcia w działalności naukowej Profesora Altmana spowodowały, że współpracą z nim zainteresowane były ośrodki naukowe w wielu krajach. Swoją działalność prowadził więc nie tylko na uczelniach w Stanach Zjednoczonych, ale także w ośrodkach naukowych w innych krajach. Jako profesor wizytujący (visiting professor lub visiting scholar) pracował na uczelniach oraz w innych ośrodkach naukowych w: Australii (Australian University School of Management, University of New South Wales (1981–1982), Faculty of Economics Accounting and Finance, Macquarie University, Sydney (2006, 2013), School of Business, University of Western Australia, Perth (2010)), w Brazylii (Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (1977)), we Francji (Hautes Études Commerciales, Jouy-en-Josas (1971–1972 i 1985) oraz Université Paris-Dauphine (1976)), w Hiszpanii (CEMFI (2002)) i we Włoszech (Luigi Bocconi University (1985, 1990, 2004, 2007), Faculty of Finance, Parthenope University of Naples (2006)).

Ponadto miał wykłady oraz uczestniczył w realizacji programów w wielu innych ośrodkach naukowych w takich krajach, jak: Afryka Południowa, Argentyna, Australia, Austria, Belgia, Brazylia, Chiny, Dania, Francja, Hongkong, Holandia, Indie, Izrael, Kanada, Korea Południowa, Japonia, Malezja, Meksyk, Niemcy, Nowa Zelandia, Polska, Singapur, Hiszpania, Szwecja, Szwajcaria, Tajlandia, Urugwaj, Wenezuela, Włochy, Wielka Brytania. Wygłaszał wykłady zarówno dla studentów, jak i dla kadry zarządzającej przedsiębiorstw w Ameryce Północnej i Południowej, Europie, Australii, Nowej Zelandii, Azji i Afryce.

Działalność doradcza oraz ekspercka

Aplikacyjny charakter osiągnięć naukowych Profesora Altmana powoduje, że niezwykle ważną rolę w Jego zawodowej aktywności odgrywa współpraca z praktyką gospodarczą. Polega ona przede wszystkim na działalności o charakterze doradczym, konsultingowym i eksperckim oraz realizacji projektów na rzecz podmiotów gospodarczych i innych instytucji w wielu krajach. Liczba podmiotów, z którymi współpracował lub też współpracuje Profesor Altman w takim charakterze, przekracza setkę, więc nie sposób w tym miejscu wymienić ich pełnego zestawu. Jako przykłady takich instytucji wymienić można: Bank of America, Bank of Austria, Deutsche Bank, Swiss Bank, Chase Manhattan Bank, Merrill Lynch & Co., Morgan Stanley, Salomon Brothers, a także banki centralne Brazylii, Chin, Hiszpanii oraz Tajwanu.

W ramach tego typu działalności wielokrotnie też pełnił funkcje doradcy oraz eksperta dla różnego rodzaju organów administracji rządowej, a także Kongresu w Stanach Zjednoczonych.

Działalność w organizacjach naukowych i profesjonalnych

Profesor Altman jest członkiem szeregu organizacji profesjonalnych i naukowych, takich jak: American Economic Association, American Finance Association, European Finance Association, Financial Management Association, Western Finance Association, Financial Analysts Association, Financial Economists Roundtable, Turnaround Management Association, International Insolvency Institute, Financial Executives Institute. Ze względu na wysoki prestiż i uznanie w niektórych z tych instytucji pełnił on albo też pełni funkcje kierownicze lub honorowe, jak np.: President w Financial Management Association (2002–2003), Chairman of the Academic Advisory Council w Turnaround Management Association (od roku 2000 do chwili obecnej), Executive Council w European Finance Association (1978–1980), Northeast Regional Director w Financial Management Association (1982–1984).

Nagrody i wyróżnienia

Za swą niezwykle wysoką aktywność zawodową Profesor Altman uzyskał szereg nagród i wyróżnień. Należy do nich m.in. tytuł doktora honoris causa Uniwersytetu w Lund (Szwecja – 1986) oraz Profesor Honorario Uniwersytetu w Buenos Aires (Argentyna – 1986).

Nagrody i wyróżnienia otrzymywał także od takich instytucji i organizacji, jak: National Economics Honorary Society (1982), National Business Administration Honorary Society (1982), Financial Analysts Federation (1985), Hautes Études Commerciales Foundation (1984), Southern Finance Association (2003), University of Sydney (2006), Technical University of Crete (2013). Wielokrotnie też otrzymywał nagrody na swej macierzystej uczelni, jak uzyskane w uznaniu za nauczanie Special Teaching Awards w latach 1980, 2001, 2003 i 2011. Wreszcie w dowodzie uznania za niezwykle duże osiągnięcia oraz ogromne znaczenie Profesor Altman w roku 2005 został zaliczony przez "Treasury & Risk Management Magazine" do grona stu najbardziej wpływowych osób w finansach na świecie.

Związki ze Szkołą Główną Handlową w Warszawie

Na mapie aktywności Profesora Altmana o charakterze międzynarodowym nie zabrakło również Polski. Odbił on wiele wizyt w naszym kraju na zaproszenie szeregu instytucji, takich jak Narodowy Bank Polski, Związek Banków Polskich i Szkoła Główna Handlowa w Warszawie. W roku 2006 gościł w Szkole Głównej Handlowej z wykładem pt. *Current Credit Conditions and the Link Between Default and Recovery Rates*. Od kilku lat jest członkiem Rady Naukowej wydawanego przez Kolegium Zarządzania i Finansów czasopisma "Journal of Management and Financial Sciences". W roku 2008 Profesor Altman był inicjatorem, zaś do chwili obecnej jest jednym z koordynatorów międzynarodowej konferencji poświęconej zarządzaniu ryzykiem: *The International Risk Management Conference*, której siódma edycja odbyła się w roku 2014 w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie. Profesor Altman, jako jej aktywny uczestnik, zaprezentował dwa wystąpienia, z których pierwsze dotyczyło obecnej sytuacji na globalnych rynkach kredytowych, drugie zaś możliwości wykorzystania wskaźnika Altmana dla polskich spółek

notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Poza wystąpieniami na konferencji Profesor Altman znalazł czas na spotkania z pracownikami naukowymi.

Należy przy tym podkreślić, że niewielu naukowców wywarło tak wielki, inspirujący wpływ na kierunek badań podejmowanych w polskich ośrodkach akademickich jak Profesor Altman. Jego prace mają bowiem pierwszorzędne znaczenie dla ogromnego postępu, jaki w odniesieniu do problematyki analizy upadłości i zagrożenia bankructwem oraz ryzyka kredytowego dokonał się w naszym kraju. Ten obszar badawczy, bez mała nieznanym w Polsce jeszcze na początku lat 90. poprzedniego stulecia, stał się przedmiotem zainteresowania badaczy we wszystkich znaczących ośrodkach akademickich zajmujących się problematyką ekonomii i biznesu w naszym kraju, co zaowocowało wieloma oryginalnymi osiągnięciami naukowymi. Większość z tych osiągnięć, w sposób pośredni lub bezpośredni, ma swe źródła w pionierskiej działalności Profesora Altmana, zarówno w tych przypadkach, kiedy korzystają one z analizy dyskryminacyjnej, stanowiącej podstawę pierwszych prac Profesora, jak i wówczas, kiedy aplikują inne, nowsze sposoby rozwiązywania problemów predykcji bankructwa i ryzyka kredytowego.

Konkluzja

Przedstawiona powyżej niezwykle duża i różnorodna aktywność Profesora Altmana jest dla wielu nieosiągalnym wzorem oraz pozytywnym wyznacznikiem zawodowej kariery. Jego niezwykle bogaty i wartościowy dorobek naukowy, znaczenie, jakie wywarł dla upowszechniania i aplikacji osiągnięć naukowych w praktyce, inspirująca rola dla badań prowadzonych w ośrodkach naukowych w wielu krajach, w tym w Polsce, wielka aktywność organizacyjna, a także silne zaangażowanie we współpracę ze środowiskiem naukowców i praktyków w naszym kraju, w szczególności zaś ze Szkołą Główną Handlową w Warszawie, powodują, że jest on znakomitym kandydatem do uhonorowania przez polską uczelnię. Dlatego też z pełnym przekonaniem popieram wniosek o nadanie Profesorowi Edwardowi I. Altmanowi zaszczytnego tytułu doktora honoris causa Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.



RECENZJA

Profesor
Elżbieta Mączyńska

Szkoła Główna Handlowa
w Warszawie

Warszawa, 3 maja 2015

Prof. dr hab. Elżbieta Mączyńska
Szkola Główna Handlowa w Warszawie
Kierownik Zakładu Badań nad Bankructwami Przedsiębiorstw

**Recenzja
sporządzona w związku z wnioskiem
o nadanie profesorowi Edwardowi I. Altmanowi
tytułu doktora honoris causa
Szkoly Głównej Handlowej w Warszawie**

Jest to recenzja dotycząca naukowego dorobku Edwarda Altmana, profesora New York University, światowej sławy naukowca-finansisty, którego dokonania znajdują szerokie zastosowanie zarówno na gruncie teoretycznym, jak i praktycznym. Profesor Edward I. Altman to bowiem wiodący autorytet w dziedzinie teorii bankructwa, prekursor dyskryminacyjnych modeli predykcji bankructwa i kreator rozmaitych odmian tych modeli. Dorobek naukowy Edwarda Altmana jest olbrzymi. Lista publikacji naukowych jest bardzo długa. Edward Altman jest autorem i współautorem wielu, publikowanych w renomowanych wydawnictwach, książek oraz artykułów, znanych i dyskutowanych nie tylko w świecie naukowym, ale i w świecie biznesu. Publikacje te dotyczą głównie ryzyka w działalności gospodarczej, w tym zwłaszcza ryzyka kredytowego oraz ryzyka zagrożenia bankructwem i jego prawdopodobieństwa. Są to dokonania naukowe powszechnie w świecie naukowym uznane, a wyniki prowadzonych przez Edwarda Altmana badań, w tym zwłaszcza opracowane na ich podstawie modele wczesnego ostrzegania przed bankructwem, znajdują szerokie zastosowanie w praktyce. Książki Profesora Altmana doczekały się licznych przekładów, w tym także na język polski (zob. E.I. Altman, E. Hotchkiss, *Trudności finansowe a upadłość firm. Jak przewidzieć upadłość i jej uniknąć, jak analizować i inwestować*

w zadłużenie firm zagrożonych?. Ta licząca 344 stron książka wydana została w 2007 r. przez Wydawnictwo CeDeWu w Warszawie. Książka ta została w oryginale opublikowana dwa lata wcześniej, tj. w 2005 r., w USA pt. *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt*. Już sam tytuł tego dzieła charakteryzuje nie tylko jego naukową zawartość, ale i użyteczność praktyczną).

Ta – choć krótka – charakterystyka mogłaby stanowić wystarczającą, moim zdaniem, podstawę do ograniczenia recenzji jedynie do stwierdzenia, że inicjatywę nadania Profesorowi Edwardowi I. Altmanowi tytułu doktora honoris causa Szkoły Głównej Handlowej uznaję za ze wszelch miar uzasadnioną. Jak bowiem recenzować naukowy dorobek kogoś, kto w świecie naukowym i w świecie biznesu charakteryzowany jest co najmniej takimi określeniami, jak: *legendary credit guru, leading authority on bankruptcy theory, prorok bankructwa* i in.?

Zważywszy na światowy zasięg i wymiar twórczego dorobku Profesora Altmana, uważam, że nie ma potrzeby bardziej szczegółowego uzasadniania, dlaczego Naukowiec ten zasługuje na doktorat honoris causa Szkoły Głównej Handlowej. W tym przypadku bowiem mamy do czynienia z kandydaturą tak niekwestionowaną, tak oczywistą dla środowiska ekonomistów i zagranicznych, i krajowych, że dowodzenie, iż jest to kandydatura oraz inicjatywa uzasadniona, uważam za zbędne, jeśli nie niestosowne.

Dlatego też rezygnuję w tym miejscu ze szczegółowych charakterystyk licznych i znanych w świecie publikacji Edwarda Altmana. Rezygnuję także dlatego, by nie powtarzać tych charakterystyk za innymi wybitnymi znawcami dokonań tego Naukowca oraz by nie powtarzać ocen czytelników Jego publikacji. Wysokie oceny tych publikacji są niekwestionowane i znane. Z pełnym przekonaniem podpisuję się pod nimi. Natomiast tu pragnę jedynie zwrócić uwagę na kilka rzadziej eksponowanych walorów dorobku Edwarda Altmana, także z uwzględnieniem kontekstu polskiego.

- Po pierwsze, choć w naukowym dorobku Edwarda Altmana eksponowane są przede wszystkim opracowane przez tego Naukowca modele predykcji bankructwa, z których pierwszy

(co ważne i charakterystyczne – zachowujący użyteczność do dziś) został opracowany w 1968 r., to dorobek ten ma dalekie większe znaczenie. Wykreowanie przez Edwarda Altmana pierwszego predykcyjnego modelu dyskryminacyjnego przywodzi na myśl porównanie z wynalezieniem w XVIII w. przez Gabriela Fahrenheita (notabene urodzonego w Gdańsku) pierwszego termometru rtęciowego oraz z opracowaniem skali temperatur. Dziś mamy do dyspozycji wiele rozmaitych innych odmian termometrów. Wiele jest też odmian modeli predykcji bankructwa. Modele te to właśnie swego rodzaju „termometr”, służący do pomiaru temperatury biznesu, termometr z wyznaczoną skalą ocen. Altmanowski termometr (tak jak i wszystkie inne termometry) nie leczy, ale ostrzega, informuje, wskazuje na stan kondycji organizmu, w tym przypadku organizmu, jakim jest przedsiębiorstwo. Przy tym w przypadku modeli dyskryminacyjnych (w odróżnieniu od np. modeli neuronowych) możliwa jest jednocześnie identyfikacja obszarów schorzenia, co pozwala na szybsze, wyprzedzające rekomendowanie skutecznych działań sanacyjnych. Dlatego też użyteczność altmanowskich modeli nie ogranicza się tylko do predykcji bankructwa. Ich użyteczność jest znacznie większa. Ów „altmanowski termometr” rejestruje bowiem zmiany temperatury biznesu, zmiany kondycji przedsiębiorstwa. Pokazuje, czy kondycja ta się polepsza, czy pogarsza. Niekorzystna zmiana temperatury świadczy o osłabieniu, względnie schorzeniu biznesu, stanowi wczesne ostrzeżenie przed zagrożeniem, w skrajnym przypadku zagrożeniem bankructwem, zgonem przedsiębiorstwa. Wczesne ostrzeżenie umożliwia podjęcie należytych środków zaradczych, przeciwdziałających biznesowym schorzeniom i bankructwu.

- Po drugie, modele wczesnego ostrzeżenia znajdują także zastosowanie w ocenie ryzyka w skali makroekonomicznej. Edward Altman legitymuje się także w tym obszarze prekursorskimi dokonaniem. Nie wymaga obecnie komentarza, jakie znaczenie ma w praktyce dysponowanie tego typu narzędziami w turbulentnym świecie narastającej niepewności.

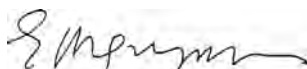
- Trzecia kwestia, na którą pragnę zwrócić uwagę, to kwestia wielości odmian modeli predykcji bankructwa. Dotyczy to zarówno modeli, których autorem jest Edward Altman, jak i modeli opracowanych przez innych naukowców. Naukowe dzieło Edwarda Altmana stanowiło bowiem i wciąż stanowi wielką inspirację dla wielu badaczy z różnych krajów. Dzięki takiej inspiracji podjęli oni próby opracowania tego typu modeli, dostosowanych do specyfiki własnych krajów. Wystarczy powiedzieć, że tylko w Polsce co najmniej kilkunastu, jeśli nie kilkudziesięciu, naukowców (w tym i niżej podpisana) zajmuje się predykcją bankructwa. Wśród wykreowanych w wyniku tych prac modeli dominują modele dyskryminacyjne, choć podejmowane są także badania nad innymi typami modeli, w tym nad modelami neuronowymi. Rozwój badań dotyczących modelowania predykcji bankructwa nie byłby tak znaczny, gdyby nie godna podziwu i godna prawdziwego naukowca postawa ich prekursora – Edwarda Altmana. W wielu publikacjach i wystąpieniach bowiem Edward Altman wskazywał na ograniczenia stosowania modeli Jego autorstwa. Przestrzegał przed prostym ich przenoszeniem na grunt innych gospodarek. Sam zresztą opracował odrębne modele dla niektórych krajów i grup krajów, w tym dla obszaru *emerging market*. Podkreślał, że nie ma modeli globalnie uniwersalnych, eksponował rozmaite ograniczenia i słabości modeli predykcyjnych. W tym też przejawia się godny prawdziwego naukowca sceptycyzm badawczy Edwarda Altmana, co zresztą koresponduje z zalecaną przez amerykańskiego socjologa Roberta Kinga Mertona zasadą „bezinteresowności i zorganizowanego sceptycyzmu”. Także polski socjolog Stanisław Ossowski wskazywał, że obowiązkiem każdego naukowca jest „nieposłuszeństwo myślenia”, obowiązkiem jest wątpić. Taka też postawa cechuje Edwarda Altmana. I stanowi to wielkie wyzwanie oraz zachętę dla naukowców z wielu krajów do podejmowania wysiłków badawczych zorientowanych na potrzeby predykcyjne, potrzeby wczesnego ostrzegania i oceny kondycji rodzimych przedsiębiorstw. Dzięki temu powstają wciąż nowe, rodzime

modele i systemy wczesnego ostrzegania przed zagrożeniami w działalności gospodarczej, w tym przed zagrożeniem bankructwem. I z pewnością to także można potraktować jako ważny plan, następstwo prekursorskich, naukowych dokonań i pogłębionych prac badawczych Edwarda Altmana.

- Czwarty aspekt, na który pragnę zwrócić uwagę, to poruszane w publikacjach Edwarda Altmana (także w najnowszych) kwestie funkcjonowania prawa upadłościowego i naprawczego, w tym słynnego w USA, a także w świecie *Chapter 11* oraz *Chapter 22* (zob. E.I. Altman, B. Branch, *Revisiting the Recidivism – Chapter 22 Phenomenon in the U.S. Bankruptcy System*, “Brooklyn J. Corp. Fin. & Law”, May 2014). Edward Altman, analizując obowiązujące w USA regulacje i ich funkcjonowanie w praktyce, wskazuje na ułomności występujące w tym obszarze, ich przyczyny oraz sposoby eliminowania nieprawidłowości. Analizy tego typu mają dziś specjalną użyteczność dla Polski. Obecnie bowiem w Polsce przeprowadzana jest reforma prawa upadłościowego i naprawczego. Od 2016 r. obowiązywać będzie nowo wprowadzane Prawo restrukturyzacyjne. Krytyczne analizy i oceny prawa upadłościowego i naprawczego obowiązującego w USA oraz rekomendowane przez Edwarda Altmana kierunki zmian w tej dziedzinie mogą być zatem wielce użyteczne i pouczające także na gruncie polskim.
- Ostatni wątek, na który pragnę tu zwrócić uwagę, wiąże się z najnowszymi publikacjami Edwarda Altmana dotyczącymi następstw kryzysu finansowego 2007/2008. Naukowiec ten na podstawie rozwiniętych analiz (realizowanych we współpracy z zespołem) wskazuje na rozmaite symptomy zagrożenia nowym tego typu kryzysem (zob. *Anatomy of Bank Distress: The Information Content of Accounting Fundamentals Within and Across Countries*, <http://people.stern.nyu.edu/ealtman/Anatomy%20of%20Bank%20Distress%2010-03-2014.pdf>). W wymienionej publikacji i w innych wskazuje, że w niedostatecznym stopniu analizowane i brane są pod uwagę sygnały ostrzegawcze. Przestrzega, że tani obecnie pieniądz i kredyt, środowisko niskich stóp procentowych mogą zwiększać ryzyko nieprawidłowych

decyzji kredytowych i zwiększać ryzyko powstawania baniek finansowych. Tego typu ostrzeżenia, choć bezpośrednio dotyczą USA, mają jednak wymiar znacznie szerszy, wymiar ponadnarodowy oraz walor wnioskowania opartego na analizie porównawczej w ujęciu przestrzennym i dynamicznym.

Uwzględniając przedstawione powyżej refleksje, z całym przekonaniem popieram wniosek o nadanie Profesorowi Edwardowi Altmanowi tytułu doktora honoris causa Szkoły Głównej Handlowej.

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'S. M. ...', written in a cursive style.

LAUDACJA

Profesor
Małgorzata Iwanicz-Drozdowska

Szkoła Główna Handlowa
w Warszawie

Prof. dr hab. Małgorzata Iwanicz-Drozdowska
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
Kierownik Zakładu Systemu Finansowego

Laudacja

Magnificencjo! Wysoki Senacie! Szanowni Państwo!

Mam wielki zaszczyt przedstawić sylwetkę naszego dostojnego Doktora Honorowego, Pana Profesora Edwarda I. Altmana, oraz jego osiągnięcia naukowe.

Profesor Edward I. Altman urodził się 5 czerwca 1941 roku w Nowym Jorku, gdzie dorastał i rozpoczął swą edukację. W 1963 roku ukończył studia licencjackie na nowojorskim City College na kierunku ekonomia, zaś w 1965 roku został absolwentem School of Business Uniwersytetu Kalifornijskiego w Los Angeles (UCLA) z dyplomem MBA. Dwa lata później, w 1967 roku, Profesor Altman uzyskał stopień doktora teŝe uczelni w dyscyplinie finanse. W tym samym roku ożenił się z Elaine Karalus, a dwa lata później w Paryżu urodził się ich syn, Gregory. Pan Profesor Edward I. Altman kontynuował swoją karierę naukową na Uniwersytecie w Nowym Jorku (NYU), w Stern School of Business, gdzie w roku 1988 został uhonorowany tytułem Max L. Heine Endowed Professor in Finance.

W swojej recenzji prof. Elżbieta Mączyńska napisała: „Profesor Edward I. Altman to [...] wiodący autorytet w dziedzinie teorii bankructwa, prekursor dyskryminacyjnych modeli predykcji bankructwa i kreator rozmaitych odmian tych modeli”.

Z akademickiego punktu widzenia rok 1968 był dla Profesora Edwarda Altmana bardzo ważny. Opublikował On w “The Journal of Finance” nowatorską pracę, opartą na swej dysertacji doktorskiej,

zatytułowaną *Wskaźniki finansowe, analiza dyskryminacyjna i prognozowanie upadłości firm (Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy)*. Model prognozowania upadłości przedsiębiorstw zaprezentowany w tej publikacji jest znany na całym świecie jako „model Z-Score” bądź po prostu „model Altmana”. Nawet dziś, po 47 latach, model ten zwraca uwagę utrzymującą się przez lata trafnością prognozowania. Pomimo innych, licznych badań prowadzonych nad prognozowaniem upadłości przedsiębiorstw model Z-Score stosowany jest na całym świecie. Używa się go jako głównego lub dodatkowego narzędzia do prognozowania bankructwa lub pogorszenia się sytuacji finansowej firm bądź też w innego rodzaju analizach, zarówno w badaniach naukowych, jak i w praktyce. Przypomnę, że model Z-Score opracowany został na potrzeby amerykańskich spółek produkcyjnych, notowanych na giełdzie. W kolejnych latach Profesor Altman opracował modele Z' – Score, a następnie Z'' – Score, stanowiące narzędzia prognostyczne mające zastosowanie nie tylko do produkcyjnych spółek giełdowych, ale także do nienotowanych na giełdzie przedsiębiorstw, które nie zajmują się produkcją. Należy jednak podkreślić, że rodzina modeli Z-Score to nie jedyne osiągnięcie naszego Doktora Honorowego.

Jak ujął to prof. Jerzy Gajdka w swej recenzji: „Niewielu naukowcom udało się uzyskać rezultaty badań tak wysoko oceniane i aplikowane zarówno przez badaczy, jak i praktyków gospodarczych. Niewielu też naukowców miało szczęście znaleźć tak liczne grono badaczy kontynuujących i rozwijających ich dzieło”. Profesor Edward Altman zaprezentował wiele nowych pomysłów i rozwiązań oraz zachęcił świat akademicki do badania możliwości zastosowania różnych metod do prognozowania upadłości i oceny ryzyka kredytowego. Wymienię jedynie główne z nich. W 1977 roku wraz z R. Haldemanem i P. Narayananem Profesor Altman opracował model ZETA dla firm z USA, a następnie model scoringowy dla obligacji korporacyjnych z rynków wschodzących (2005 rok) oraz model Z-Metrics wraz z H. Rijkenem (2010 rok). W ostatnich latach Profesor Altman zajmował się również badaniem zagrożenia upadłością banków (razem z H. Rijkenem) oraz ryzykiem kraju (wraz z H. Rijkenem i E. Katolayem), łącząc kondycję spółek z ryzykiem kraju. Inne zainteresowania badawcze Profesora obejmują koszty bankructwa oraz obligacje wysokodochodowe.

Nasz Czcigodny Doktor Honorowy wydał ponad 20 książek i opublikował ponad 150 artykułów w czasopismach naukowych. Jego prace były publikowane nie tylko w języku angielskim, ale były przekładane również m.in. na chiński, francuski, niemiecki, włoski, japoński, koreański, polski, portugalski i hiszpański. Profesor Altman jest członkiem rad naukowych i redakcyjnych wielu periodyków naukowych, w tym "Journal of Management and Financial Sciences", publikowanego przez Szkołę Główną Handlową. Był współzałożycielem "Journal of Banking and Finance" oraz redaktorem doradczym "John Wiley Frontiers in Finance Series".

Profesor Altman to nie tylko wybitny naukowiec, ale również wybitny praktyk. Swoją wiedzę i doradztwem służył wielu instytucjom na całym świecie, w tym m.in. Franklin Mutual Advisors oraz S&P Capital IQ.

Profesor Altman otrzymał wiele nagród i wyróżnień, zarówno od świata akademickiego, jak i od praktyków. Wymienię jedynie kilka z nich. Paryska fundacja HEC nagrodziła go w 1984 roku za prace nad modelami prognozowania zagrożenia bankructwem oraz restrukturyzacją przedsiębiorstw. W roku 1996 Uniwersytet w Buenos Aires nadał mu tytuł Profesor Honorario, a w roku 2011 otrzymał doktorat honorowy Uniwersytetu w Lund. Praktycy gospodarczy uhonorowali Profesora Altmana, włączając go do Hall of Fame towarzystwa Fixed Income Society w 2001 roku oraz Turnaround Management w roku 2008.


Mimo że swą karierę akademicką Profesor Altman nierozzerwalnie związał z Uniwersytetem w Nowym Jorku, był i nadal jest aktywny na polu międzynarodowym. Pracował jako profesor wizytujący w Australii (Uniwersytet Nowej Południowej Walii, Uniwersytet Macquarie, Uniwersytet Australii Zachodniej), w Brazylii (Papieski Uniwersytet Katolicki w Rio de Janeiro), we Francji (HEC oraz Uniwersytet Paryski Dauphine), we Włoszech (Uniwersytet Bocconi, Neapolitański Uniwersytet "Parthenope"), a także w Hiszpanii (Center for Monetary and Financial Studies). Był też współzałożycielem międzynarodowej sieci Graduate Business Students Exchange Program, znanej jako PIM, powstałej w roku 1973, a także towarzystwa The Risk, Banking and Finance Society, założonego w roku 2008.

Związki Pana Profesora z Polską są także ważne. Prof. Dorota Appenzeller w swojej recenzji napisała: „W Polsce prace naukowe Profesora Altmana «odkryte» zostały dopiero w latach 90. XX w. Wynikało to z faktu, że w powojennej Polsce upadłość przedsiębiorstw była praktycznie zjawiskiem niespotykanym”. W połowie lat 90. ubiegłego stulecia uświadomiliśmy sobie w Polsce, że musimy dysponować narzędziem do diagnozowania zagrożeń finansowych w przedsiębiorstwach i odkryliśmy wybitne prace Profesora Edwarda Altmana. Od roku 2000 powstało w Polsce ponad 600 prac, w których zastosowano, dokonano analizy, wykorzystano jako wzorzec lub przynajmniej wymieniono modele Z-Score. Książki Profesora Altmana tłumaczono na język polski, ale On sam również publikował swoje prace w polskich czasopiśmie naukowych. Profesor Altman po raz pierwszy odwiedził Polskę w 2003 roku, aby podzielić się swym doświadczeniem z naukowcami i praktykami, ale także odkryć ojczyznę dziadków swojej żony. Od tamtej pory wracał do Polski kilkakrotnie. W grudniu 2005 roku przeprowadził wykład w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie i został zaproszony do udziału w radzie naukowej czasopisma „Journal of Management and Financial Sciences”. W roku 2014 Profesor Altman był współorganizatorem VII edycji *The International Risk Management Conference* w Szkole Głównej Handlowej. Największe zainteresowanie polskich naukowców i praktyków gospodarki wzbudziło pionierskie podejście Profesora do prognozowania upadłości. Badacze z Polski (wśród których są również Recenzenci powołani w niniejszej procedurze), na kanwie osiągnięć Dostojnego Pioniera, budowali własne modele do diagnozowania zagrożenia upadłością dla polskich firm. Ponadto polscy praktycy stosują nie tylko modele prognozowania upadłości dostosowane do naszych realiów ekonomicznych, ale nadal wykorzystują również pierwotny model Altmana, który pomaga im skutecznie rozróżnić firmy „dobre” i firmy „złe”.

W mojej opinii to wszystko stanowi dobitne uzasadnienie nadania Profesorowi Edwardowi Altmanowi tytułu doktora honoris causa Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Witamy Cię, Szanowny Profesorze, w naszej społeczności akademickiej!



Wykład Profesora
Edwarda I. Altmana
wygłoszony podczas uroczystości
wręczenia dyplomu Doktora *Honoris Causa*
jest zamieszczony w książce pt.
*Edward I. Altman – Honorary Doctor
of SGH Warsaw School of Economics.
Selected Articles.*



Dyplom
Doktora *Honoris Causa*
Diploma
Doctor *Honoris Causa*

Q.F.F



F.Q.S.

SUMMIS **A**USPICIIS
SERENISSIMAE REI PUBLICAE POLONORUM

NOS

THOMAS SZAPIRO

SCIENTIARUM OECONOMICARUM DOCTOR HABILITATUS,
IN COLLEGIO ANALYSIUM OECONOMICARUM PROFESSOR
ORDINARIUS, HOC TEMPORE RECTOR MAGNIFICUS

RICHARDUS BARTKOWIAK

SCIENTIARUM OECONOMICARUM DOCTOR HABILITATUS
IN COLLEGIO OFFICINARUM REGENDARUM PECUNIAEQUE
ADMINISTRANDAE PROFESSOR, HOC TEMPORE
DECANUS SPECTABILIS

**MARGARITA
IWANICZ - DROZDOWSKA**

SCIENTIARUM OECONOMICARUM DOCTRIX HABILITATA
IN COLLEGIO OFFICINARUM REGENDARUM PECUNIAEQUE
ADMINISTRANDAE PROFESTRIX ORDINARIA, PROMOTRIX
LEGITIME ET RITE CONSTITUTA

**SENATUS SCHOLAE PRINCIPIS SCIENTIARUM
OECONOMICARUM ET COMMERCII AUCTORITATE**

DIE VICESIMA SEPTIMA MENSIS MAI ANNO MMXV

IN SAPIENTISSIMUM VIRUM DOCTUM
DOMINUM

Eduardum J. Altmann

PROFESSOREM NOVOEBORACENSIS UNIVERSITATIS
LEONARDO N. STERN DICATAE SCHOLAE NEGOTIORUM
GERENDORUM, CLARUM IN TOTO ORBE TERRARUM
PROPTER SUAM PERITIAM IN TRACTANDIS EVERSIONIBUS
CONSORTIORUM, LITTERIS OBLIGATORIIS ATQUE PERICULO
CREDITORIBUS IMPENDENTI, QUI INVENIT MATHEMATICAS
METHODOS EVERSIONES PRAEVIDENDI

Doctoris
Honoris Causa
Scientiarum Oeconomicarum

NOMEN ET HONORES, IURA ET PRIVILEGIA CONTULIMUS
IN EIUSQUE REI FIDEM PERPETUAMQUE MEMORIAM
HOC DIPLOMA SIGILLO SCHOLAE PRINCIPIS
SCIENTIARUM OECONOMICARUM ET COMMERCII
SANCIENDUM CURAVIMUS.

DATUM VARSOVIAE, DIE DUODECIMA MENSIS OCTOBRIIS,
ANNO MMXV

HOC TEMPORE RECTOR MAGNIFICUS

Stanisław Szapiro

HOC TEMPORE DECANUS SPECTABILIS

Barthelme

PROMOTRIX LEGITIME ET RITE CONSTITUTA

*Magdalena
Linaur-Dordashe*

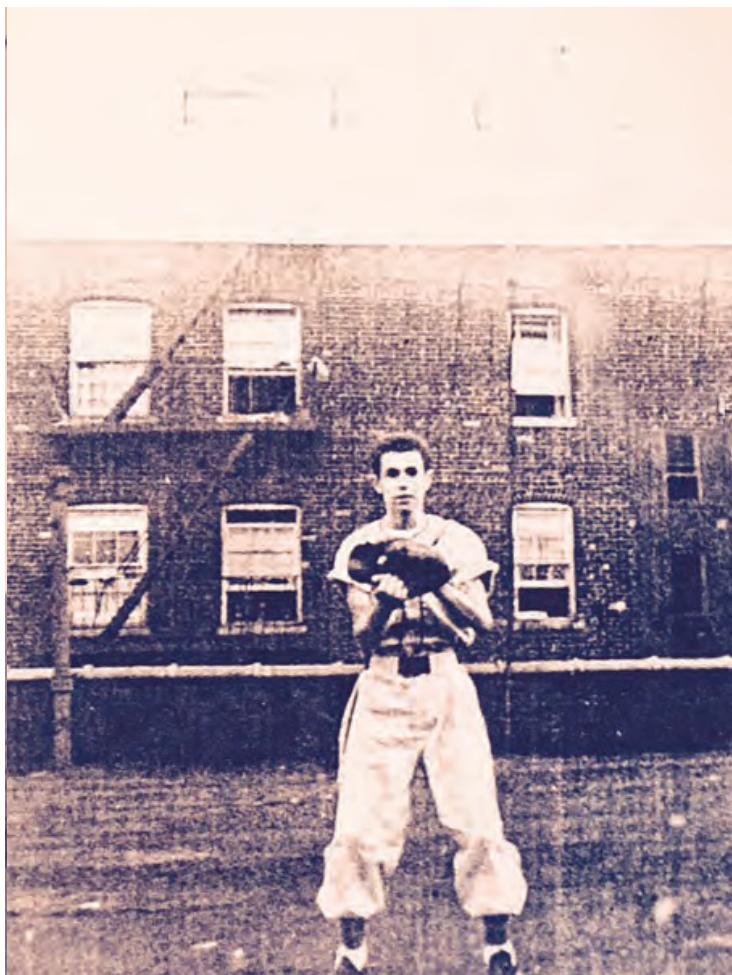




Zdjęcia
Photographs



Młody prof. E. I. Altman (1944)
Young prof. E. I. Altman (1944)



Jako zawodnik drużyny baseballowej (1956)
As a baseball player (1956)



W dniu ukończenia uczelni (1963)
College graduation day (1963)



Z żoną Elaine (1967)
With his wife Elaine (1967)



Z żoną i z synem (2000)
With his wife and son (2000)



Wizyta prof. E. I. Altmana w SGH w 2005 r.
Prof. E. I. Altman's visit in SGH Warsaw School
of Economics in 2005



Prof. E. I. Altman podczas *The International Risk Management Conference* w SGH, 23-24 czerwca 2014 r.

Prof. E. I. Altman during *The International Risk Management Conference* in SGH, 23-24 June 2014



Prof. E. I. Altman podczas *The International Risk Management Conference* w SGH, 23-24 czerwca 2014 r.

Prof. E. I. Altman during *The International Risk Management Conference* in SGH, 23-24 June 2014



Edward I. Altman

SGH Senate
Resolution No. 312
of 27 May 2015 on
conferring the dignity
of Doctor *Honoris Causa*
of SGH onto Professor Edward I. Altman



SGH SENATE RESOLUTION No. 312
of 27 May 2015
on conferring the dignity of Doctor *Honoris Causa*
of SGH onto
Professor Edward I. Altman

Pursuant to § 8.1 of SGH Statutes it has been resolved as follows:

§ 1

SGH Senate confers the dignity of Doctor *Honoris Causa* onto Professor Edward I. Altman.

§ 2

The resolution shall become effective as of the day of passing.

REVIEW

Professor
Dorota Appenzeller

Poznań University of Economics

Poznań, 9 May 2015

Professor Dorota Appenzeller
Poznań University of Economics

**Opinion
on the academic record of Edward I. Altman
in connection with the procedure of granting him
the degree of Doctor Honoris Causa
of the Warsaw School of Economics**

The basis for this review is formed by a letter of the Rector of the Warsaw School of Economics, Professor Tomasz Szapiro, of 31 March 2015. It is a great honor to be appointed by the Senate of the Warsaw School of Economics to prepare an opinion on the scientific record of Professor Edward I. Altman in connection with the procedure of granting him the degree of Doctor Honoris Causa of this university.

Professor Edward I. Altman is an outstanding, world-recognized economist, an authority in finance, risk management and financial markets. In his works he uses quantitative methods to study and forecast phenomena on the boundaries of economics and finance, and in particular, risk in business activity. These works have long been a source of inspiration for carrying out research to economists worldwide. The Professor does not limit himself to theoretical research only: his models have found wide application in economic practice, and the Professor himself pursues intensive consulting activity both in the United States of America and out of them.

Professor Edward I. Altman was born in 1941 in New York and has been connected, not only professionally, with this city practically all his life. He received his BA in Economics in 1963 from City College, New York. Two years later, in 1965, he was granted a Master of Business Administration in business finance by the University of

California, Los Angeles. He received a PhD in Finance from the same institution in 1967.

Professor Altman's academic record is remarkably extensive and diverse. Undoubtedly, the most important areas of the Professor's research are corporate bankruptcy risk – including the application of quantitative methods to predict bankruptcy – and corporate management during crises and restructuring.

Professor Altman was not the first to select the phenomenon of corporate bankruptcy as the subject of his research. Already since the 1930s in the United States and Western Europe, the behavior of individual financial indicators had been studied, and used in attempts to predict company bankruptcy on the basis of such a 'multidimensional view' of company health. Such an approach, however, was neither convenient nor precise as regards the accuracy of predictions obtained. In 1968, shortly after his PhD, Professor Altman was the first to apply multiple discriminant analysis to predict bankruptcy. This tool – borrowed from biological science – turned out to be sensational in its simplicity and at the same time, the accuracy of predictions made. Multiple discriminant analysis allowed the Professor to select the financial indicators that significantly differentiate healthy companies from those in danger of bankruptcy, and subsequently to aggregate them into one value – the world-famous Z-score. This indicator became a magic key to predicting bankruptcy, and the accuracy of its indications reached 80–90%, even two years before occurrence. Moreover, with time it turned out that no other method used to build corporate bankruptcy prediction models gives better predictions, and this despite the fact that the assumption of a normal distribution of indicators characterizing the financial condition of a company lying at the basis of discriminant analysis is almost never fulfilled. Altman's Z-score model became a staple in business finance curricula all over the world, and the accuracy of its predictions is still a benchmark for other models designed to predict bankruptcy.

The high accuracy of corporate bankruptcy predictions obtained on the basis of the Z-score in the United States has become a stimulus for research into corporate bankruptcy almost world-wide. An intensive search was carried out for the factors impacting the threat of bankruptcy to businesses, and at the same time, predictions of the

phenomenon were attempted. Research into bankruptcy prediction was carried out in two tracks. On one hand, in some countries attempts were made to predict corporate bankruptcy on the basis of indications from Altman's Z-score. On the other, attempts to create bankruptcy prediction models based on financial reports from domestic businesses were undertaken increasingly often.

The first of the research tracks mentioned above provokes much discussion to this day and has both many supporters and many opponents. The latter think that universal application of Altman's model has no justification, because the tool does not have a 'universal' nature, and the accuracy of predictions obtained on its basis is only a matter of chance. In other words, this means that it is not possible to construct a universal bankruptcy prediction model that could be applied to predict bankruptcy at any given time in any country, irrespective of the legal regulations in force there as regards bankruptcy and accounting, and moreover – with respect to companies from all industries.

Professor E. Altman himself studied to what degree his model (constructed for public manufacturing corporations in the USA with assets of over 1 million dollars) retains its predictive features 'over time and space'. The Professor's justification for this research was that the source of bankruptcy is universal, i.e. company insolvency. At the same time, however, while trying to obtain bankruptcy prediction models with highly accurate indications, he constructed a number of other models, including models for predicting bankruptcy in private companies in the USA, non-manufacturing companies and companies from emerging markets. In doing so, he did not limit himself to discriminant analysis, but also attempted to use other methods of constructing models, in particular the recursive partitioning algorithm and neural networks. The results obtained did not, however, allow him to indicate a better tool for predicting bankruptcy than discriminant analysis.

Professor Edward Altman's research interests are not limited to corporate bankruptcy only, although they are usually connected to it to some degree. Topics studied by Professor E. Altman that should particularly be mentioned include: the restructuring process in distressed companies, behavior of prices and returns of distressed company shares, profitability of investment in distressed company shares, macroeconomic

factors influencing the intensity of bankruptcy processes in the American economy, the reaction of financial markets to the deterioration of company financial health. Listing all the research problems that have found a place in the Professor's publications is impracticable. However, it is worth mentioning research into credit risk and methods of its assessment, the junk bonds market and the high-yield bond market.

Professor E. Altman has been the beneficiary of many research grants awarded not only by American institutions, but also by research institutions, corporations, banks and foundations from countries all over the world. Entities that have awarded research grants to Professor Altman include the Paris stock exchange, Standard & Poor's Corporation, the Association for Investment Management Research, Arthur Andersen, Moody's Research Foundation and even the European Commission. The newest research undertaking carried out by professor Altman and his colleagues at the Stern School of Business at New York University is the international research project "Credit & Debt Markets".

An important element of the Professor's academic activity is active membership in numerous academic associations and institutions, including the American Finance Association, the European Finance Association, the Financial Management Association and the International Insolvency Institute. Professor Altman has initiated and actively participated in many congresses and scientific conferences. An important place among these events is held by *The International Risk Management Conference*. This event has been held since 2007 in different countries of the world, and in 2014 was held at the Warsaw School of Economics. Professor Altman was a guest of honor at this conference, and in his presentation he detailed the results of his current research.

Professor Edward I. Altman can boast of a remarkably rich body of publications, primarily in finance, capital markets and risk management. He has published (as author and co-author) over 150 scientific articles in total, in such recognized journals as: "The Journal of Finance", "Financial Analysts Journal", "Journal of Financial and Quantitative Analysis", "Journal of Accountancy", "Analyse Financière" and "Finanza Marketing e Produzione". He has also written over 20 books, issued by top academic publishers such as John Wiley & Sons, Kluwer Publishing, Blackwell Publishing and World

Scientific Press. Professor Altman is one of the most frequently cited economics and finance authors. His articles and monographs have been translated into many languages. His books – due to unfailing interest – have been reprinted many times.

Not only does Professor E.I. Altman intensively publish the results of his research, he is also an active participant of editorial committees and boards of recognized journals with an international scope. Noteworthy publications include: “The Journal of Finance”, “Journal of Credit Risk”, “Financial Analysts Journal”, “Risk and Decision Analysis”, “International Journal of Banking”, “Accounting & Finance”. The Professor also referees articles submitted to journals such as: “The American Economic Review”, “Management Science”, “Journal of Financial & Quantitative Analysis” and many others.

Professor Altman’s teaching activity is primarily connected with New York University. At this institution, the Professor initially taught at the Graduate School of Business Administration, and from 1977 to now he has been teaching at the Stern School of Business, where he is Professor of Finance. Topics covered in Professor Altman’s courses may be divided into two main tracks reflecting his research interests: corporate bankruptcy and restructuring, and credit risk and its management. The Professor has given lectures not only for students of American universities: his lectures have been listened to by students from universities in over 30 countries. He has also initiated or coordinated a number of educational initiatives, mainly for executive staff, in countries on all the continents, from Australia through Europe to South American countries. He has sat as a member of consortia of international business schools and scientific boards of MBA programs. A particularly valuable project that the Professor helped initiate and coordinate was an international management program carried out jointly by New York University, the French Hautes Études Commerciales and the British London Business School between 1989 and 2001.

The Professor has received appreciation and awards for his work with students on many occasions. Among others, in 1980, 2001, 2003 and 2011 he received the Special Teaching Award from New York University for these activities, and in 2006 the University of Sydney named him best lecturer.

Professor Edward I. Altman's activity as an expert, advisor and consultant to economic and political institutions in the United States and abroad has long played an extremely important role in his professional life. For many years, the Professor has held the position of advisor to the Congress of the United States (both the Senate and House of Representatives), where he participates in the work of special committees, whose tasks include preparing legal acts in the area of finance, insurance, corporate bankruptcy and restructuring. He prepares expert opinions for the New York Senate, financial institutions, banks, investment funds, pension funds and regulatory institutions. His opinions primarily concern the functioning of the banking system, credit risk, corporate finance, risk in the operations of insurance institutions and urban economy.

In this place, it is also worth mentioning the Professor's work for his local community, for which he always – despite such an intensive professional life – finds time. He has long been a supporter of the InterSchool Orchestras of New York, first as president and chairman of its board of directors, and now as a member of the board. He is also a trustee of the American Museum of Financial History and a senior advisor of the Signature Theatre Group.

Professor Altman's remarkably intensive and universal scientific, teaching and advisory activity have made him an undisputed authority in corporate finance and risk management. His work is valued worldwide. He has been distinguished with awards and honorary degrees many times. Among others, in 2005 the journal "Treasury & Risk Management" included the Professor in the 100 Most Influential People in Finance in recognition of his achievements in economic research and practice. Some of the most important distinctions the Professor has been honored with are the degree of Professor Honorario granted in 1996 by the University of Buenos Aires and the honorary doctorate conferred in 2011 by Lund University in Sweden.

In Poland Professor Altman's scientific works were 'discovered' only in the 1990s. This was because in post-war Poland corporate bankruptcy was a practically non-existent phenomenon. In the centrally-planned economy, business entities were often kept in operation through subsidies, and the effectiveness of their functioning did not play

a large role. No-one was interested in the consequences of corporate insolvency, still less in ways of predicting the phenomenon. It was only after the change to a market economy – in face of the avalanche of first bankruptcies – that the effectiveness of company operations and the consequences of its lack became one of the most important problems in both economic theory and practice. The search for tools predicting the threat of company bankruptcy began. Before the first models based on data for Polish companies were constructed, Professor Altman's model was used to make predictions. Even now, publications referring to his Z-score are still appearing. Undeniably, in Poland the Professor's publications were an impulse for research into corporate bankruptcy, just as they were worldwide.

In summary, I wish to state that Professor Altman's scientific record is imposing both in its theoretical dimension and with respect to applications in economic practice. Conferring the degree of Doctor Honoris Causa of the Warsaw School of Economics upon Professor Edward Altman will be a mark of utmost respect for him and proof of the University's recognition for his significant scientific achievements, including his contribution to the development of research into corporate bankruptcy in Poland.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Edward Altman', is positioned in the lower right area of the page.

REVIEW

Professor
Jerzy Gajdka

University of Lodz

Lodz, 12.05.2015

Professor Jerzy Gajdka
University of Lodz
Faculty of Economics and Sociology
Department of Economics of Industry
and Capital Markets

**Review
of Professor Edward I. Altman's
achievements and academic record
in connection with the proceedings
of granting him a Doctorate Honoris Causa
of the Warsaw School of Economics**

Edward I. Altman is Professor of Finance at the Leonard N. Stern School of Business, New York University. He is a scientist of remarkably high international renown, both in academic and in business communities. Few scientists have managed to achieve research results that are so highly assessed and used by both researchers and economic practitioners. Likewise, few scientists have had the fortune of finding such a wide circle of researchers to continue and develop their oeuvre. Therefore I would like to emphasize at the very beginning of this summary that I find great satisfaction in presenting a review of Professor Edward I. Altman's achievements in connection with the proceedings of granting him a Doctorate Honoris Causa by the Warsaw School of Economics.

Academic career

Professor Edward I. Altman graduated with a BA in Economics from City College in New York in 1963. In 1965 he was granted an MBA from the University of California, and only two years later, in 1967, he

received his PhD in Finance from the same institution. He began his academic career in 1962 at the University of California, where between 1962 and 1965 he held the positions of teaching fellow and instructor. In 1967 he started working at New York University (NYU). In the years 1967–1970 he held the post of Assistant Professor of Finance at the Graduate School of Business and Administration, and in the years 1970–1976, of Associate Professor of Finance at the Graduate School of Business Administration, and from 1976, Professor of Finance. In 1988 he was awarded the title of Max L. Heine Professor of Finance at the Leonard N. Stern School of Business and is currently employed by this institution. He has held a number of important posts there, such as Chairman of the MBA Program (1977–1989); he currently (since 1990) holds the post of Director, Debt and Market Program, NYU Salomon Center. Professor Altman teaches courses on credit risk and corporate bankruptcy and restructuring. He has also had the opportunity to teach classes as visiting professor at universities in various parts of the world

Scientific record

Professor Altman's scientific record include significant achievements primarily in the field of bankruptcy analysis and prediction, as well as in that of credit and loan policy, risk management and regulation in the banking sector, corporate finance and financial markets.

His doctoral thesis, *The Prediction of Corporate Bankruptcy: A Discriminant Analysis*, presented in 1967, demarcated the research field that has to some extent become Professor Altman's 'trademark' and, as it turned out, brought him high and permanent recognition both in the world of science and of economic practice. Bankruptcy prediction had already earlier been an important research problem and object of interest for researchers. Nonetheless, it was mainly Professor Altman's work that caused the subject to break through into the group of topics with the foremost importance for corporate finance, which receive attention both in many academic textbooks and at numerous conferences, as well as in business circles. Professor Altman's subsequent (after his PhD) publications played an immense role in this process, especially his 1968 article *Financial Ratios, Discriminant Analysis and*

the Prediction of Corporate Bankruptcy (“Journal of Finance”, Vol. 23, pp. 589–609). This paper was so important that it assured Professor Altman a leading place among bankruptcy prediction and also credit risk analysis experts. The article demonstrated pioneering results with regard to the application of discriminant analysis in bankruptcy prediction. The model presented there (Z-score), often called the ‘Altman (indicator) model’ in Polish literature on the subject, which was an application of multidimensional statistical analysis to assess financial health and predict corporate bankruptcy, brought its author the highest and permanent recognition. The key advantage of the method proposed by Professor Altman is usually deemed to be the reduction of analytical space from a certain number of independent variables to one dimension: the Z-score, which is used to classify a company into a given group: in distress and in better financial condition. Such a solution, despite its limitations and imperfections, turned out to have so many advantages that its creation may be considered a breakthrough in corporate bankruptcy prediction. The above model was modified many times later on, which broadened the possibilities of its application. In its original version, it related only to listed companies in the manufacturing industry, but in subsequent versions it could also be used to analyze entities not listed on the stock exchange, and also companies operating in economies less stable than that of the United States (Emerging Market Score Model – EMS Model). The Z-score has also successfully been linked to ratings. The solution proposed by Professor Altman found application in many countries due to its ease of use and its utility. Despite its limitations, the Z-score method is still often applied to assess financial condition, predict bankruptcy and assess credit risk of economic entities.

As part of their work on perfecting this tool, Professor Altman together with R. Haldeman and P. Narayanan created the ZETA model in 1977, presenting its key elements in the article *Zeta Analysis, A New Model To Identify Bankruptcy Risk of Corporations* (“Journal of Banking & Finance”, Vol. 1, pp. 29–55). This solution, a modified, extended version of the Z-score model, also found wide practical application; however, it is primarily used in the United States as part of the consulting services provided by its authors, and is known as the Zeta®Risk Model.

The models described above are, so to speak, the tip of the iceberg of Professor Altman's works. In total, he is the author or co-author of over 150 scientific articles published in renowned economics and finance journals such as: "Journal of Finance", "Journal of Banking & Finance", "Journal of Accountancy", "Journal of Business Strategy", "Journal of Financial & Quantitative Economics", and of over 20 books. He has also been the scientific editor of many works of academic literature. The topics of these publications included, apart from bankruptcy analysis and prediction, also issues of credit and loan policy, risk management and regulations in the banking sector, corporate finance and financial markets, and in particular high-yield bonds, distressed debt and the equity market. Two of the fields discussed in these publications (in addition to topics related to risk of bankruptcy) merit particular attention in the reviewer's opinion. The first is high-yield bonds.

Professor Altman's pioneer work in modelling risk of corporate bankruptcy made him a natural candidate for undertaking research on risk related to high-yield but also very high-risk bonds when their market started developing intensively in the United States in the 1980s. Professor Altman quickly became an authority also in this area. He devoted a number of publications to this issue, which were also highly assessed by practitioners. As a result of this, among others, he was awarded the Graham and Dodd Scroll by the Financial Analysts Federation in 1985 for his works on the topic. The second issue worth noting is that Professor Altman's works discuss topics related not only to bankruptcy prediction, but also to methods of restoring companies to financial health. These are topics on which the Professor has been working for a long time (e.g. E. Altman, J. LaFleur, *Managing Return to Financial Health*, "Journal of Business Strategy", Summer 1981, pp. 31–38).

The most important books authored or co-authored by Professor Altman include: *Corporate Bankruptcy in America*, Heath-Lexington, 1971, *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*, John Wiley & Sons, 1982, 1993 and 2006 (the third edition of this work has been translated into Polish and published under the title *Trudności finansowe a upadłość firm*, CeDeWu, 2007), *Bankruptcy, Credit Risk and High Yield Bonds: A Compendium of Writings*, Blackwell Publishing, 2002, *Recovery Risk*, Risk Books, 2005, *Managing Credit Risk*, John Wiley & Sons, 2008, *Mea-*

asuring and Managing Risk. Emerging Global Standards and Regulations After Financial Crisis, World Scientific Press, 2013.

Professor Altman's writings have been translated into many languages including German, French, Japanese, Korean, Spanish, Portuguese and also Polish. Professor Altman is or was a member of the editorial bodies of a number of recognized scientific journals in the area of finance such as: "Journal of Finance", "Journal of Banking and Finance", "Investment Management Review", "Financial Analysts Journal", "Journal of Credit Risk", "Journal of Bond Trading & Management", "Risk & Decision Analysis", "Mexican Journal of Economics & Finance", "International Journal of Banking Accounting & Finance". He has also been a reviewer for many prestigious journals, such as: "Journal of Finance", "American Economic Review", "Western Economic Review", "Journal of Accounting & Quantitative Analysis", "Financial Analysts Journal", "Financial Management", "Management Science", "Journal of Financial Economics", "Journal of Accounting, Auditing & Finance".

Professor Altman's academic activity has also taken the form of research grant projects. They were carried out for institutions such as: Bourse de Paris, Federal Home Loan Bank Board, Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, Arthur Andersen & Company, National Science Foundation, Life Insurance Company of New York Association, Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, Association for Investment Management Research, Standard & Poor's Corporation, Institute for International Political Economy, International Swaps & Derivatives Association, Loan Syndication & Trading Association, European Union, Moody's Research Foundation, European Commission.

The magnitude of Professor Altman's achievements, as presented above, makes him part of the group of very highly cited authors recognized as the most important figures of modern finance.

International activity

Due to the outstanding pioneering achievements of Professor Altman's scientific career, many academic institutions worldwide have become interested in cooperating with him. Thus, he has worked not only

in universities in the United States, but also in academic institutions in other countries. He has held the post of visiting professor or visiting scholar at universities and academic institutions in: Australia (Australian Graduate School of Management, University of New South Wales (1981–1982), Faculty of Economics, Accounting and Finance, Macquarie University, Sydney (2006,2013), School of Business, University of Western Australia, Perth (2010)), in Brazil (Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (1977)), in France (Hautes Études Commerciales, Jouy-en-Josas (1971–1972 and 1985) and Université Paris-Dauphine (1976)), in Spain (CEMFI (2002)) and in Italy (Luigi Bocconi University (1985, 1990, 2004, 2007), Faculty of Finance, Parthenope University of Naples (2006)).

Moreover, he has lectured and participated in the realization of programs in many other academic institutions in countries such as: Argentina, Australia, Austria, Belgium, Brazil, Canada, China, Denmark, France, Germany, Hong Kong, India, Israel, Italy, Japan, Malaysia, Mexico, Netherlands, New Zealand, Poland, Singapore, South Africa, South Korea, Spain, Sweden, Switzerland, Thailand, Uruguay, Venezuela and the United Kingdom. He has given lectures both for students and for company executives in North and South America, Europe, Australia, New Zealand, Asia and Africa.

Consulting and expert activity

In view of the applied character of Professor Altman's scientific achievements, cooperation with economic practice plays a highly important role in his professional life. This primarily includes activity in an advisory, consulting and expert capacity, and carrying out projects for business entities and other institutions in various countries. The entities that Professor Altman has worked for in such a capacity number over a hundred, so naming their full set here is impossible. As examples of such institutions we may give: Bank of America, Bank of Austria, Deutsche Bank, Swiss Bank, Chase Manhattan Bank, Merrill Lynch & Co., Morgan Stanley, Salomon Brothers, as well as the central banks of Brazil, China, Spain and Taiwan.

In this field of activity, he has also worked multiple times in the capacity of advisor or expert for various types of public administration bodies and for the Congress of the United States.

Activity in academic and professional organizations

Professor Altman is a member of a number of professional and academic organizations, such as: American Economic Association, American Finance Association, European Finance Association, Financial Management Association, Western Finance Association, Financial Analysts Association, Financial Economists Roundtable, Turnaround Management Association, International Insolvency Institute, Financial Executives Institute. Due to the prestige and recognition he has won, he has held or holds an executive or honorary position in some of these institutions, such as President of the Financial Management Association (2002–2003), Chairman of the Academic Advisory Council at the Turnaround Management Association (from 2000), Executive Council at the European Finance Association (1978–1980) and Northeast Regional Director at the Financial Management Association (1982–1984).

Awards and distinctions

Professor Altman has received numerous awards and distinctions for his remarkably rich professional activity. These include the degree of Doctor Honoris Causa of the University of Lund (Sweden – 1986) and Profesor Honorario of the University of Buenos Aires (Argentina – 1986).

He has also received awards and distinctions from institutions and organizations such as: National Economics Honorary Society (1982), National Business Administration Honorary Society (1982), Financial Analysts Federation (1985), Hautes Études Commerciales Foundation (1984), Southern Finance Association (2003), University of Sydney (2006), Technical University of Crete (2013). He has also repeatedly received awards from his alma mater, such as the Special Teaching Awards in the years 1980, 2001, 2003 and 2011. Finally, in recognition of his outstandingly high achievements and immense significance, in 2005 Professor Altman was named one of the world's

hundred most influential people in finance by “The Treasury & Risk Management Magazine”.

Links to Warsaw School of Economics

Poland also features on the map of Professor Altman’s international activity. He has visited our country many times, at the invitation of a number of institutions such as the National Bank of Poland, the Polish Bank Association (ZBP) and the Warsaw School of Economics. In 2006 he was a guest of the Warsaw School of Economics and gave a lecture on *Current Credit Conditions and the Link Between Default and Recovery Rates*. For several years, he has been a member of the Scientific Council of “The Journal of Management and Financial Sciences” published by the Collegium of Management and Finance. In 2008 Professor Altman was an initiator, and currently is one of the coordinators, of *The International Risk Management Conference*, whose seventh edition took place at the Warsaw School of Economics in 2014. Professor Altman, as its active participant, gave two presentations, the first of which concerned the current situation on the global credit markets, and the second, the possibility of using the Altman indicator for Polish companies listed on the Warsaw Stock Exchange. In addition to his conference appearances, Professor Altman found the time to meet with academic staff.

At the same time, it should be emphasized that few scientists have had such a large, inspiring influence on the direction of research undertaken in Polish academic institutions as Professor Altman has had. This is because his work played a key role in the great progress that has been made in our country in the fields of bankruptcy and distress analysis, and credit risk. This area of research, virtually unknown in Poland even at the start of the 1990s, became an object of interest for researchers in all significant academic centers working on economics and business topics in our country, which resulted in many original scientific contributions. Most of these achievements had a direct or indirect source in Professor Altman’s pioneer work, in some cases drawing on discriminant analysis, which was the basis of the Professor’s first works, and in some, applying other, newer methods to solve the problems of predicting bankruptcy and credit risk.

Conclusion

Professor Altman's remarkably broad and varied activity presented above is an unattainable example and positive model of a professional career for many. His remarkably rich and valuable academic record, the influence he has had on the popularization and application of research results in practice, his inspiring role for research conducted in academic centers in many countries including Poland, his tremendous organizational activity and high involvement in cooperation with the community of scientists and practitioners in our country and the Warsaw School of Economics in particular make him an excellent candidate to be honored by a Polish university. Therefore, I support with full confidence the motion to confer the degree of Doctor Honoris Causa of the Warsaw School of Economics upon Professor Edward I. Altman.



REVIEW

Professor
Elżbieta Mączyńska

Warsaw School of Economics

Warsaw, 3 May 2015

Professor Elżbieta Mączyńska
Warsaw School of Economics
Head of Corporate Bankruptcy Research Unit

**Review
in connection with the motion
to grant Professor Edward I. Altman
the degree of Doctor Honoris Causa
of the Warsaw School of Economics**

This review concerns the scientific record of Edward Altman, professor at New York University, a world famous scientist and finance expert whose works have found wide application both on theoretical ground and in practice. Professor Altman is a leading authority on bankruptcy theories, a pioneer of discriminant models of bankruptcy prediction and the creator of various types of these models. Edward Altman's academic record is enormous. The list of his publications is very long: Edward Altman is the author or co-author of many books and articles published by recognized publishers that are known and discussed not only in the academic community, but also the business community. These publications mainly relate to risk in business operations, and credit risk and risk of bankruptcy and its probability in particular. These scientific achievements are generally recognized in the academic world, and the results of research conducted by Edward Altman, and especially the early warning models for bankruptcy built on their basis, have found wide application in practice. Professor Altman's books have been widely translated, including into Polish (see: E.I. Altman, E. Hotchkiss, *Trudności finansowe a upadłość firm. Jak przewidzieć upadłość i jej uniknąć, jak analizować i inwestować w zadłużenie firm zagrożonych?*). This 344-page book was published in 2007 by Wydawnictwo CeDeWu in Warsaw. The original was published in the USA two years earlier,

that is in 2005, as *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt*. The title itself indicates that the contents of the book is not merely academic, but also has a practical application).

This summary – though brief – could in my opinion form a sufficient basis for limiting this review to the statement that I find the initiative to confer the degree of Doctor Honoris Causa of the Warsaw School of Economics on Professor Edward I. Altman to be justified in every respect. After all, how does one review the scientific record of a person who in the academic and business worlds is described in terms like: *legendary credit guru, leading authority on bankruptcy theory, prophet of bankruptcy* – to say the least?

Bearing in mind the world-wide reach and dimensions of Professor Altman's original work I believe there is no need to justify in more detail why this scientist deserves to be awarded a Doctorate Honoris Causa of the Warsaw School of Economics. This is because in his case the candidacy is so indisputable, so obvious for the community of economists, both domestic and foreign, that I believe proving that the candidacy and initiative are justified would be superfluous, if not inappropriate.

Thus, I will refrain from presenting here a detailed description of Edward Altman's many publications, known world-wide. I refrain also in order to avoid repeating descriptions by other distinguished experts on the achievements of this scientist and to avoid repeating the opinions of the readers of his publications. The high assessment of these publications is well-known and undisputed and I endorse it with full confidence. However, in this review I do wish to draw attention to several less prominent components of Edward Altman's scientific record, also taking into account the Polish context.

- First, although the most prominent items in Edward Altman's scientific achievements are his bankruptcy prediction models, the first of which was created in 1968 (importantly, and typically of Professor Altman, it is still applicable today), this achievement carries far more significance. The creation of the first discriminant prediction model by Edward Altman calls

to mind a comparison with the invention in the 18th century by Gabriel Fahrenheit (nota bene born in Gdańsk) of the first mercury thermometer and the creation of a scale for temperature. Today we have many other types of thermometers at our disposal. There are also many types of bankruptcy prediction models. These models are in fact a kind of 'thermometer', a thermometer for measuring the temperature of enterprises, a thermometer with a set scale of grades. Altman's thermometer (like all other thermometers) provides no cure, but warns, informs, indicates the state of the body's health, the body in this case being an enterprise. Moreover, in the case of discriminant models (unlike for neuron models, for example) it is possible to identify the ailing areas at the same time, which allows faster, advance recommendation of effective restructuring action. This is why the usefulness of Altman's models is not limited to bankruptcy prediction. Their application is far wider, as the 'Altman thermometer' registers changes in the temperature of a company, changes in a company's health. It shows whether that condition is getting better or worse. An unfavorable change in temperature signifies the weakening or disease of a business, and is an advance warning of danger, in extreme cases, danger of bankruptcy, the death of a company. An advance warning allows the appropriate remedial measures to be taken, counteracting company disease and bankruptcy.

- Second, early warning models can also be applied to assess risk on a macroeconomic scale. Edward Altman has accomplished pioneering achievements also in this area. There is currently no need to comment the significance that having this type of tool has in practice in a turbulent world of growing uncertainty.
- The third issue I would like to draw attention to is the question of the multiple types of bankruptcy prediction models. This concerns both models authored by Edward Altman and models built by other scientists. Edward Altman's scientific oeuvre was, after all, and still is a great inspiration for many researchers from various countries. Thanks to this inspiration, they attempted to create such types of models adapted to the specific conditions

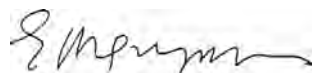
of their own countries. It is enough to say that only in Poland there are at least a dozen, if not several dozens of researchers studying bankruptcy prediction (including the undersigned). The models created as a result of this research are dominated by discriminant models, although research into other types of models, including neuron models, is also being undertaken. The development of research into bankruptcy prediction modelling would not be so great if not for the admirable attitude, worthy of a true scientist, of their pioneer: Edward Altman. For Edward Altman has indicated the limitations of applying his models in many publications and lectures. He has warned against transferring them directly into other economies. He himself has prepared separate models for certain countries and groups of countries, including the emerging markets. He has emphasized that there are no universal models, and underlined the various limitations and weaknesses of prediction models. This is another indication of Edward Altman's scientific skepticism, worthy of a true man of science, which also corresponds with the principle of "disinterestedness and organized skepticism" advised by American sociologist Robert King Merton. Polish sociologist Stanisław Ossowski also indicated that "disobedience of thought" is the duty of every scientist, as is doubting. Such an attitude also characterizes Edward Altman. And as such it is a great challenge and encouragement for scientists in many countries to undertake research focused on predictive needs, and the need for early warnings and assessment of the health of domestic companies. This is why new, local models and systems for early warning against dangers in business activity, including danger of bankruptcy, are still being created. This may certainly be regarded as an important fruit, the consequence of Edward Altman's pioneering scientific achievements and in-depth research.

- The fourth aspect I wish to draw attention to is the issue of the functioning of bankruptcy and restructuring law, including *Chapter 11* and *Chapter 22*, which is famous in the USA and worldwide, which is raised in Edward Altman's publications,

also the most recent ones (see: E.I. Altman, B. Branch, *Revisiting the Recidivism-Chapter 22 Phenomenon in the U.S. Bankruptcy System*, "Brooklyn J. Corp. Fin. & Law", May 2014). In his analysis of the regulations in force in the USA and their practical functioning, Edward Altman indicates the defects present in this area, their causes, and ways of eliminating deficiencies. Analyses of this type are particularly useful in Poland today. This is because Poland is undergoing a reform of its bankruptcy and restructuring law. From 2016, a new Restructuring law will come into force. Critical analyses and assessment of the bankruptcy and restructuring law in force in the USA and the directions for change recommended in this field by Edward Altman may therefore be very useful and enlightening also in Poland.

- The last theme I wish to call attention to here is connected to Edward Altman's most recent publications on the consequences of the 2007/2008 financial crisis. On the basis of extensive analyses (conducted together with his team), this scientist indicates various symptoms of the threat of another crisis of this type (see: *Anatomy of Bank Distress: The Information Content of Accounting Fundamentals Within and Across Countries*, <http://people.stern.nyu.edu/ealtman/Anatomy%20of%20Bank%20Distress%2010-03-2014.pdf>). In this and other publications, he demonstrates that warning signs are not being sufficiently analyzed and taken into consideration. He warns that the currently cheap money and credit, and the community of low interest rates may increase the risk of incorrect credit decisions and increase the risk that financial bubbles will form. These types of warnings, though directly referring to the USA, have a far wider dimension, a supranational dimension, and are valuable as inference based on comparative analysis in spatial and dynamic settings.

Taking into account the reflections presented above, I have full confidence in supporting the motion to grant Professor Edward Altman the degree of Doctor Honoris Causa of the Warsaw School of Economics.



LAUDATION

Professor
Małgorzata Iwanicz-Drozdowska

Warsaw School of Economics

Professor Małgorzata Iwanicz-Drozdowska
Warsaw School of Economics
Head of Financial System Unit

Laudation

His Magnificence, Members of the Senate, Ladies and Gentlemen!

I am really proud to introduce our Honorary Doctor, Professor Edward I. Altman, and his academic achievements.

Professor Edward I. Altman was born on 5 June 1941 in New York City, where he grew up and started his education. He graduated from City College in New York with a BA degree in Economics in 1963 and from University of California at Los Angeles – School of Business with a MBA degree in 1965. Two years later, in 1967, he received PhD in Finance from University of California at Los Angeles. In the same year, he married Elaine Karalus. Two years later, their son, Gregory, was born in Paris. His academic career has been developing in New York University – Stern School of Business, where he was named the Max L. Heine endowed professor in finance in 1988.

As prof. Elżbieta Mączyńska put it in her review, “Professor Altman is a leading authority on bankruptcy theories, a pioneer of discriminant models of bankruptcy prediction and the creator of various types of these models”.

From the academic point of view, 1968 was a very important year due to the fact that Professor Edward Altman published seminal work, based on his doctoral dissertation, in “The Journal of Finance”, titled: *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*. The bankruptcy prediction model presented in that work is

a world-wide known as a “Z-Score model”, or just “Altman’s model”. Even now, after 47 years, this model draws a lot of attention because of its long-lasting predictive accuracy. In spite of the vast research on failure prediction, the Z-Score model has been applied all over the world. It has been used as a main or supporting tool for bankruptcy or financial distress prediction or analysis, both in research and practice. Let me remind you, that Z-score model was developed for publicly traded, manufacturing companies from the US. In the following years, Professor Altman developed Z’ – Score and then Z’’ – Score models in order to have a tool to predict bankruptcy not only for publicly traded, manufacturing companies, but also for privately held, and non-manufacturing firms. I need to underline, that the family of Z-Score models is not the only achievement of our Honorary Doctor.

As prof. Jerzy Gajdka stated in his review: “Few scientists have managed to achieve research results that are so highly assessed and used by both researchers and economic practitioners. Likewise, few scientists have had the fortune of finding such a wide circle of researchers to continue and develop their oeuvre”. Professor Edward Altman presented many new ideas and solutions and encouraged other academics to explore the field of distress prediction and credit risk. Let me mention the milestones. In 1977 together with R. Haldeman and P. Narayanan, Professor Altman developed ZETA model for the US companies, then a scoring model for emerging markets corporate bonds (2005) and the Z-Metrics model together with H. Rijken (2010). In recent years, Professor Altman, has been exploring also the financial distress of banks (together with H. Rijken) and the sovereign risk (with H. Rijken and E. Katolay), linking the health of corporates with the country risk. His other research interests include the cost of bankruptcy and the high-yield bonds.

Our Honorary Doctor published more than 20 books and more than 150 articles in academic journals. His works were published not only in English, but also in many other languages, such as: Chinese, French, German, Italian, Japanese, Korean, Polish, Portuguese and Spanish. He is a member of the academic or editorial boards of many academic journals, including “Journal of Management and Financial Sciences”, published by Warsaw School of Economics. He was co-founder of

“Journal of Banking and Finance” and advisory editor of “John Wiley Frontiers in Finance Series”.

Professor Altman is not only an outstanding academic, but also an outstanding practitioner. He provided his expertise and consultancy to many institutions all around the world, including e.g. Franklin Mutual Advisors and S&P Capital IQ.

Professor Altman received many prizes and honours from academia and practitioners. Let me name just a few of them. HEC Foundation in Paris honoured Him in 1984 for works on corporate distress prediction models and firms’ rehabilitation. In 1996 University of Buenos Aires named Him Profesor Honorario and in 2011 He received a Honorary Doctorate from Lund University. Practitioners honoured Professor Altman by including Him into Fixed Income Society’s Hall of Fame in 2001 and “Turnaround Management’s Hall of Fame” in 2008.

Although his academic career was inextricably linked to New York University, Professor Altman was, and still is, very active internationally. He was a visiting professor in Australia (University of New South Wales, Macquarie University, University of Western Australia), in Brasil (Pontifical Catholic University of Rio de Janeiro), in France (HEC and University of Paris-Dauphine), in Italy (Bocconi University, University of Naples “Parthenope”) and in Spain (Center for Monetary and Financial Studies). He was also a co-founder of the international network of Graduate Business Students Exchange Program (known as PIM) in 1973, as well as The Risk, Banking and Finance Society in 2008.

His relations with Poland are also important. As prof. Dorota Appenzeller concluded in her review, “In Poland Professor Altman’s scientific works were ‘discovered’ only in the 1990s. This was because in post-war Poland corporate bankruptcy was a practically non-existent phenomenon”. From mid-90s we realized in Poland that we need to have a tool to diagnose financial distress of the companies and we discovered the seminal work of Professor Edward Altman. From year 2000 there were about 600 papers prepared in Poland which applied, analyzed, used as a benchmark or at least mentioned the Z-Score models. His books were translated into Polish, but he also published some works in Polish journals. Professor Altman visited Poland for the first time

in 2003 to share his experience with academics and practitioners, but also to discover the homeland of the grandparents of his wife. He has since returned to Poland several times. In December 2005 he delivered a lecture at Warsaw School of Economics. He was also invited to the scientific board of "Journal of Management and Financial Sciences". In 2014, Professor Altman, co-organized the 7th edition of *The International Risk Management Conference* at Warsaw School of Economics. Polish academics and professionals profited mostly from his pioneering approach to bankruptcy prediction. Polish researchers (including Reviewers in this procedure) built-up their own models to diagnose distress of Polish companies, following achievements of the Pioneer. Moreover, Polish practitioners apply not only the bankruptcy prediction models adjusted to our economic realities, but still the original Altman's model, which helps them quite successfully to differentiate between "good" and "bad" companies.

In my opinion, all this justifies granting to Professor Edward Altman the degree of Doctor Honoris Causa of the Warsaw School of Economics. We welcome you, Professor Altman, in our academic community!



The lecture by prof.
Edward I. Altman
delivered during the ceremony
of awarding the DHC diploma
is included in the book
*Professor Edward I. Altman – Honorary Doctor
of SGH Warsaw School of Economics.
Selected Articles.*

Spis treści

Uchwała nr 312 Senatu SGH z dnia 27 maja 2015 r. w sprawie nadania tytułu doktora honoris causa SGH profesorowi Edwardowi I. Altmanowi	3
Recenzja – Prof. Dorota Appenzeller, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu	7
Recenzja – Prof. Jerzy Gajdka, Uniwersytet Łódzki.	17
Recenzja – Prof. Elżbieta Mączyńska, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie	29
Laudacja – Prof. Małgorzata Iwanicz-Drozdowska, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.	37
Dyplom DHC/Diploma DHC	45
Zdjęcia/Photographs.	49
SGH Senate Resolution No. 312 of 27 May 2015 on conferring the dignity of doctor honoris causa of SGH onto Professor Edward I. Altman	59
Review – Professor Dorota Appenzeller, Poznań University of Economics	63
Review – Professor Jerzy Gajdka, University of Lodz	73
Review – Professor Elżbieta Mączyńska, Warsaw School of Economics	85
Laudation – Professor Małgorzata Iwanicz-Drozdowska Warsaw School of Economics	93