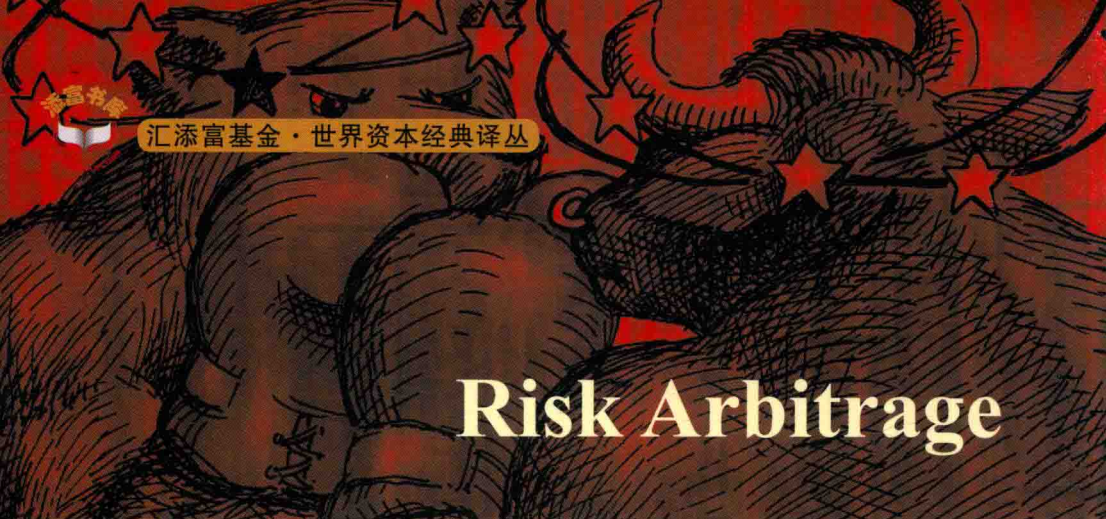




汇添富基金·世界资本经典译丛

Risk Arbitrage

风险套利

盖伊·P. 韦瑟—普拉特 (Guy P. Wyser-Pratte) 著

盖伊·P. 韦瑟—普拉特是套利界泰斗。

——《华尔街日报》

上海财经大学出版社





汇添富基金·世界资本经典译丛

风险套利

盖伊·P.韦瑟—普拉特 著
(Guy P. Wyser-Pratte)

罗清亮 译

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

风险套利/(美)韦瑟—普拉特(Wyser-Pratte, G. P.)著;罗清亮译.
—上海:上海财经大学出版社,2014.8
(汇添富基金·世界资本经典译丛)
书名原文:Risk Arbitrage
ISBN 978-7-5642-2205-5/F·2205

I. ①风… II. ①韦… ②罗… III. ①金融投资 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 162864 号

☐ 责任编辑 李成军
☐ 封面设计 张克瑶
☐ 版式设计 孙国义
☐ 责任校对 王从远

FENGXIAN TAOLI

风 险 套 利

盖伊·P. 韦瑟—普拉特 著
(Guy P. Wyser-Pratte)

罗清亮 译

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

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海华教印务有限公司印刷装订

2015 年 8 月第 1 版 2015 年 8 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 15 印张(插页:7) 244 千字

印数:0 001—3 000 定价:52.00 元

拨动琴弦
唱一首经典

资本脉络

在伦巴第和华尔街坚冷的墙体间，仍然
依稀可见



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

.....

图字:09-2013-278 号

Risk Arbitrage

Guy P. Wyser-Pratte

Copyright © 2009 by Guy P. Wyser-Pratte.

All Rights Reserved. This translation published under license.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning or otherwise, except as permitted under Sections 107 or 108 of the 1976 United States Copyright Act, without the prior written permission of the Publisher.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS PRESS, Copyright © 2015.

2015 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

版权所有 翻版必究

总序

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

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

向成功者学习是成功的捷径，向投资大师学习则是投资成功的捷径。

巴菲特原来做了10年股票，当初的他也曾经到处打听消息，进行技术分析，买进卖出做短线，可结果却业绩平平。后来他学习了格雷厄姆的价值投资策略之后，投资业绩很快有了明显改善，他由衷地感叹道：“在大师门下学习几个小时的效果，远远胜过我自己过去10年里自以为是的天真思考。”

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

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

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

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

在本套丛书的第一到第十一辑里,我们先后为您奉献了《伦巴第街》《攻守兼备》《价值平均策略》《浮华时代》《忠告》《尖峰时刻》《战胜标准普尔》《伟大的事业》《投资存亡战》《黄金简史》《华尔街的扑克牌》《标准普尔选股策略》《华尔街50年》《先知先觉》《共同基金必胜法则》《华尔街传奇》《大熊市——危机市场生存和盈利法则》《证券分析》《股票估值实用指南》《货币简史》《货币与投资》《黄金岁月——美国股市中的非凡时刻》《英美中央银行史》《大牛市(1982~2004)——涨升与崩盘》《从平凡人到百万富翁》《像欧奈尔信徒一样交易——我们如何在股市赢得18 000%的利润》《美国国债市场的诞生》《安东尼·波顿教你选股》《恐惧与贪婪——动荡世界中的投资风险和机遇》等66本讲述国外金融市场历史风云与投资大师深邃睿智的经典之作。而在此次推出的第十二辑中,我们将继续一如既往地为您推荐5本具有同样震撼阅读效应的经典投资著作。

在2007年由美国次贷危机引发的全球金融危机中,评级机构对于金融产品和国家的评级受到了广泛的责难,由此引发了评级机构是否能够公正开展评级业务的讨论。《评级机构的秘密权力》一书从所有制结构和付费方式两个方面,说明了整个评级制度具有的先天缺陷,对于评级体制的公正性提出了挑战,呼吁从根本上改变评级体制的构架。同时,针对评级机构对于其评级不负法律责任提出了质疑,鉴于评级结果对于国家和社会的重大影响,评级结果不是简单的意见表述,而是类似于专家意见,评级机构必须为其评级负法律责任,必要时应该给投资者以补偿。本书从根本上对现行的评级体系提出了宣战,呼吁从根本上重新构建整个评级体系,使得评级机构的结果重新建立在声誉竞争的基础上,从而实现公正的评级过程,并从从众的心态转变为重视评级的质量,从而通过评级真正起到控制风险的作用。

投资是一门充满神奇诱惑的艺术,顶级投资家的选股故事总是会引发我们的无限感慨和好奇探究。《至高无上——英国顶级投资经理的选股秘诀》向我们揭示了8位伦敦城最伟大的投资人之所以伟大的那些关键特征背后的机制和心理学秘密。这些顶级选股人如何在股票市场上轻松赚得数百万乃至数千万美元,甚至更多?这就是本书作者乔纳森·戴维斯在对他们进行访谈时所要回答

的问题。书中强调这些顶级投资经理的共同特质,解释了他们的投资策略、风格和成就是如何发展起来的,并力求帮助普通投资人学习、掌握这些技巧。

市场就是一群乌合之众。为了在市场上赚钱,我们必须成为市场的一分子,我们要受到这个过程的约束,因此最好了解不同的群体如何形成市场;一旦我们决定参与市场,我们的个人心理就会发生变化。《从众投资——宏观行为技术分析实用指南》旨在揭示股票走势图背后所隐藏的种种思维过程,揭示影响价格走势的人类情绪以及驱动牛市和熊市的心理因素。《金融市场技术分析》的作者约翰·墨菲认为:“尽管行为分析早已应用于金融和经济领域,但约恩·特里西的这本书是我所见过的把行为学原理应用于技术分析的首次尝试。《从众投资》是对行为和技术这两个分析领域研究文献的又一深受欢迎的补充。”

套利是在一个市场上买入某份合约并在另一个市场上卖出它的行为。只要人们一直在交易,套利就始终是热门的投资策略。《风险套利》最初于1971年出版,是套利策略的经典范本。本书涵盖了从平均预期收益到公司冻结的所有内容,还增加了新篇章“积极套利”,展示了积极维权和套利的变形。通过真实的案例阐释以及案例研究,《风险套利》成为每一位严肃的投资专业人士以及精明个人投资者的必备指南。

《颠倒的市场》作者维恩·特兰博士作为对经济和投资有深入研究的渊博学者,在投资领域积累了长达20年的经验。书中,作者首先回顾了历史上美国所经历的股市动荡和经济危机,结合日本经济萧条时期的经验和教训,对当下美国正在经历的次贷危机的根源进行了深入的探讨和分析,冷静建议人们理性对待当下的特殊经济环境。无论是对于专业市场人士还是普通的市场参与者而言,本书都是一本不可多得的解惑传道之作。特别是对于普通的市场参与者,如何在动荡的市场环境中,保障自己用于养老的不可再生的财产的安全,是亟待思考的重要问题。特兰博士以此为出发点,详细分析各种投资方案的优劣,帮助市场参与者进行理性的思考和选择,该书也由此成为应对当下经济环境的教科书式的经典。美国银行全球财富管理集团主管阮通(Thong M. Nguyen)给予该书很高的评价:“《颠倒的市场》对债务累积所隐藏的祸患做出了警示。解决了次贷危机,并不意味着我们所面临的经济困境得以终结。投资者即将面临政府巨额负债引发的下一轮危机。维恩·特兰对此洞若观火,在本书中他与读者分享了在

经济逆境中投资获利的种种策略,他建议提高资产流动性,以更好地保护资产和规避不可预见的风险。”

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

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

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

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

最后,需要强调的是,我们比巴菲特、彼得·林奇等人更加幸运,中国有持续快速稳定发展的经济环境,有一个经过改革后基本面发生巨大变化的证券市场,有一批快速成长的优秀上市公司,这一切将使我们拥有更多、更好的投资机会。

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

“他山之石,可以攻玉。”20年前,当我在上海财经大学读书的时候,也曾经阅读过大量海外经典投资书籍,获益匪浅。今天,我们和上海财大出版社一起,精挑细选了上述这些书籍,力求使投资人能够对一个多世纪的西方资本市场发展窥斑见豹,有所感悟;而其中的正反两方面的经验与教训,亦可为我们所鉴,或成为成功投资的指南,或成为风险教育的反面教材。

“辉煌源于价值,艰巨在于漫长。”对于投资者来说,注重投资内在价值,精心挑选稳健的投资品种,进行长期投资,将会比你花心思去预测市场走向、揣测指

数高低更为务实和有意义。当今中国正处在一个稳健发展和经济转型相结合的黄金时期,站在东方大国崛起的高度,不妨看淡指数,让你的心态从容超越股市指数的短期涨跌,让我们一起从容分享中国资本市场的美好未来。在此,汇添富基金期待着与广大投资者一起,伴随着中国证券市场和中国基金业的不断发展,迎来更加辉煌灿烂的明天!

张 晖

汇添富基金管理股份有限公司副总经理、投资总监

2015年7月

前言

“风险套利”一词最初出现于 1969 年 6 月,源于本书作者在纽约大学工商管理研究生院攻读 MBA 学位时的论文。1971 年 5 月,该文章经过修订,发表在《财政研究所期刊》(*The Bulletin of the Institute of Finance*)上。1982 年,被所罗门兄弟中心再版。该中心位于纽约大学工商管理研究生院,致力于金融机构的研究。

《风险套利》升级版涵盖了套利领域自 20 世纪 70 年代以来的最新进展。新增的一个章节——“积极套利”——反映出套利与能动性经过初期融合,形成了一种新的艺术形式。

本书写作的视角和内容,反映了作者从事套利和维权投资所累积的实践经验。

作者对以下提供过大力帮助的人士致谢:首先,感谢父亲尤金·韦瑟—普拉特(Eugene Wyser-Pratte),本书中可以找到其多年的套利经验;其次,感谢两位做出了巨大贡献的父亲的同仁,迈克尔·凯利(Michael Kelly)和斯科特·普林奇皮(Scott Principi),经过其协助,才将《风险套利》升级到了目前版本;最后,感谢对完成此项成果给予巨大帮助的韦瑟—普拉特公司行政人员。

目 录

总序/1

前言/1

第一章 导论/1

风险套利的起源/1

套利团体/3

20 世纪 70 年代至 21 世纪前 10 年的套利团体演变/5

第二章 并购套利/16

概述/16

收集信息/17

计算平价/19

测定时间因素/20

投资回报/22

风险/22

平均预期收益/25

建立头寸/26

转变头寸/27

圆满完成/28

税务策略/30

新可转换证券的处理/31

反垄断注意事项/33

小结/34

第三章 并购套利:实际应用/35

1971 年之前的并购/35

1971 年至今的并购/58

在并购套利中使用期权/69

第四章 现金要约收购/74

1971 年前的情况/74

20 世纪 70 年代末 80 年代初的现金收购浪潮/79

第五章 其他风险套利情况/100

交换要约/100

资本重组/102

分拆/105

预约购股权情况/107

有限风险套利/110

第六章 公司“冻结”:诡计综合征/112

简介/112

一些著名的案例/113

小结/118

第七章 积极套利/119

贝奇(Bache)/布鲁—贝奇(Pru-Bache)年(1967~1991 年)/120

韦瑟—普拉特年:日益积极的年份(1991 年至今)/124

第八章 总结与结论/133

附录 A/136

附录 B/150

附录 C 积极套利方案/154

第一章 导 论

风险套利的起源

“套利”一词的简单定义——在一个市场上买入某一商品,同时,在另一个市场上卖出该商品——在过去几十年间业已产生相当大的变化。套利最早出现于中世纪后期,当时,威尼斯商人买卖可交易货币,旨在从其价格差异中谋利。这种“经典的”套利活动,无论是过去还是将来,在执行过程中实际上就是无风险投资,因为所用投资工具的可兑换性决定了交易的利润或价差。

最初阶段,通信在欧洲金融背景下发挥了其战略重要性。据说,著名的罗斯柴尔德伦敦商业银行,通过利用信鸽,提前获得了惠灵顿(Wellington)在滑铁卢战役中取胜的消息,导演了一场史无前例的“交易所大翻盘”。得到获胜消息之后,罗斯柴尔德便开始在伦敦证券交易所全力抛售各种证券,尤其是伦敦政府债券。这种现象使得大众误以为惠灵顿遭受失败,从而陷入了恐慌的抛售浪潮。随后,消息灵通而又机敏的罗斯柴尔德便开始通过一些傀儡,悄无声息地购买所有出售的政府债券。当信使将联军胜利消息送达的时候,罗斯柴尔德已经获得了一笔非常可观的收入。

伴随着同一种证券在不同的欧洲交易所开始交易,以及通信工具由信鸽进

化成了无线电,证券套利的实时交易让位给了“趋势”套利。因此,举例而言,如果有人拥有伦敦和巴黎之间的优良有线通信,两个市场上正在交易同一种证券,那么他便会试图探究其在两个市场的发展趋势。假如伦敦存在买家、巴黎存在卖家,套利者便会出售其在巴黎买入的证券,并当伦敦的买进趋势跌至谷底时,稍后进行空头回补;反之亦然。无论如何,市场流动性的加快和通信技术的提高为“趋势性”和“实时性”交易提供了机遇。^[1]

通过将交易工具转换为普通股的方式,无风险套利进入美国证券市场(如可转换债券、可转换优先股、认股权和认股权证)。依照摩根·埃文斯(Morgan Evans)的说法,这种套利交易“……并不是在纽约疯狂买入 X 股票,之后瞬间就在旧金山卖出,就像那些国际套利者一样,他们在阿姆斯特丹买进壳牌贸易公司股票,在纽约卖出。相反,它主要关注的是,在某一价位买入证券,并且以更高的价位卖出相等数量的(证券),通常情况下会在同一市场上……可交易性的兑换仅仅在于某个方向。从这个角度来看,它有别于……双向可兑换或者可交易性,这种情况往往与外汇市场有所关联”。^[2]

20 世纪 30 年代,有两次明显的进程对美国套利业务的演化产生了深远的影响。首先,许多铁路部门在 30 年代末正在摆脱破产阴影。为了缓解其沉重的债务负担,优化资产结构,它们中有很多进行了重组(如资产重组)。这些重组计划必须得到不同层次证券持有人的支持,因此,通常情况下,需要发行新证券来交换原有债务或优先股。套利者发现,他们能够基于“发行前交易”卖出这些新证券,之后,以低于发行前交易证券的价格买进用于资产重组的股份。这些价格差异或者说价差之所以存在,原因在于内在风险性,因为重组计划可能无法顺利完成,这会妨碍必要的单向兑换性。套利者能够利用价差,并且愿意承担这种风险。事实上,现在的套利活动开始从无风险操作转化为风险操作。

其次,在这一时期同样重要的事件是出台了 1935 年的《公用事业控股公司法》(Public Utility Holding Company Act),该法案要求公用事业单位撤销其持有的子公司股份。在母公司制订剥离计划的同时,“发行前交易”市场不仅发行了子公司的股票,而且还发行了母公司不含红利的股票。因此,当这些“发行

[1] Morgan D. Evans, *Arbitrage in Domestic Securities in the United States* (W. Nyack, 1967).

[2] Morgan D. Evans, *Arbitrage in Domestic Securities in the United States* (W. Nyack, 1967), p. 14.

前交易”证券市值总和(即各部分的总和)大于母公司(整体)市值时,就可能会产生套利交易。

“源自资本重组的利润,最终会致使套利者充分利用该股票的价格差异,或者说价差,这同样适用于并购、清算和竞标过程。”^[1]然而,只有当必要的无风险套利单向可转换性由于顺利实现而变为法律事实时,该价差才会转变为利润。

华尔街风险套利的迅速扩大是由于20世纪60年代大型公司并购浪潮所引起的,当时,公司出售方数量激增,与之匹配的是同样令人难以忘怀的买方。“协同作用”作为一种新理念,即一加一等于三,为市场所普遍接受;在不断收紧的货币市场上,飙升的股票价格提供了廉价融资渠道;基于合并经营的并购会计处理,为有意向并购的公司开出了极具诱惑力的收益计算方法;最重要的是,通过将各种证券交易打包组合,就可以集中利用各种节税举措。

20世纪60年代的那次并购浪潮使得套利者培育出在风险套利领域中的专业知识,同时交易本身也不断产生各类新情况,此时,专业人士可具有更多的灵活性。之后,除了并购以及资产重组外,风险套利也包含股票股权收购、现金投标报价、预购股权状况、分拆等内容。在证券市场疲软和货币市场收紧的双重作用下,协同合并规模缩减,这时,流动性、紧急合并以及非合并活动为不断扩大的套利业务范围提供了机会。

套利团体

“华尔街的大资金通常会为其专业领域罩上一层神秘的面纱,其中,最令人感到神秘的就是一小撮被称为‘套利者’的专业人士。他们是华尔街一个独特的群体,因其独特能力而名扬于外,能够发现可能转化为巨额盈利的蝇头小利。‘这总会让我花费一个小时的研究才能够看到这种利润’,一名纽约证券交易所员工说道,‘并且,就在这一小时中,机会就会悄然即逝。’另一名员工说,‘我认为他们是欧洲市场的模糊影子。我甚至都不知道他们是谁。’”^[2]套利者们就喜欢这样。

[1] Morgan D. Evans, *Arbitrage in Domestic Securities in the United States* (W. Nyack, 1967), p. 71.

[2] “More Brokerage Firms Try the Frenetic, Risky Business of Arbitrage,” *The Wall Street Journal*, April 7, 1967, p. 1.

过去几年间,越来越多的财经媒体想要探索风险套利者的活动,然而,无法接触到其深层次的操作。接触到了很多套利者,尽管很投缘,但是在总体上仍然毫无帮助。“套利者们一般只为自己进行操作,‘显然,我宁愿普通人不清楚如何完成套利。’某人这样说道。‘因此,对套利操作内容透露得越少越好。’”^[1]甚至摩根·埃文斯在其著作《美国证券套利》(*Arbitrage In Domestic Securities In The United States*)一书中,尽管出版了无风险和风险套利的主题内容,却没有进行详细的解释,在专业性的细节操作问题上几乎没有涉及。

之后,套利团体囊括了十几家华尔街公司,有各种形式的套利,其设立的初衷是提高交易所资本,其中囊括诸如雷曼兄弟、高盛、罗斯柴尔德、摩根士丹利以及所罗门兄弟等知名公司。

许多套利公司在风险套利业务中都会吸收外资银行的资本。对于国内客户而言,大部分并不愿意参与该项业务,因为后者相对于其欧洲同行而言有点谨慎。还有一些公司为了避免利益冲突,不会针对委托人账户进行套利活动。

套利团体非常小。每一个团体成员都在该团体中有自己特定的朋友圈,他们可以与他们自由地交换意见和信息,通常情况下通过直接私人有线电话进行沟通。有时候,甚至至交好友会因某次特定交易而共享某个联合账户。但是,对其他成员而言,无论是团体内部还是团体外部,成员又会保持冷漠关系。

很多华尔街公司以及私人投资者,总有这样或那样的时刻,尝试参与风险套利业务。由于既缺乏交易细节方面的教育和经验以及必要的专业人士,又不具备套利团体成员的资格,他们一般会中途退出。一些所提议的兼并活动会被取消,总会让业余者退出,匆匆返回到优秀的传统证券投资业务之中。

对于近十年来华尔街套利团体动态变化的正确探讨,如果不考虑这些专业交易者操作的背景因素,那么这种探讨就不算完整。因为这始终是技术娴熟套利者们游刃于复杂而又千变万化的市场环境中的天资才能,这些机会是别人难以捕捉的。按照最流行的说法,或者,正如一些人所提到的那样,“声名狼藉”的套利团体最初在并购领域中进行操作,由于适应日新月异风险套利环境的需要,对学生们而言,他们适应风险套利世界的变化并取得进展,这时,如果要评估套利所面临的机会,并购结构发展的概要简介是绝对必要的。存在于 20 世纪 60

[1] “Huge Profits Out of Tiny Margins,” *Business Week*, March 28.1966 p.114.