

跟大师学投资丛书
FOLLOW THE MASTER INVESTMENT

做空

颠覆传统交易思维

献给锐意进取的交易者、投资者和资产经理

Sho [redacted] ling

(美国) 阿米特·库马尔(Amit Kumar)◎著

吴增荣◎译

SPM

南方出版传媒
广东经济出版社

跟大师学投资丛书
FOLLOW THE MASTER INVESTMENT

做空

颠覆传统交易思维

献给所有锐于进取的交易者、投资者和资产经理

Short Selling

(美国)阿米特·库马尔(Amit Kumar)◎著

蔡增荣◎译

SPM

南方出版传媒

广东经济出版社

· 广州 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

做空, 颠覆传统交易思维 / (美) 阿米特·库马尔著; 吴增荣译. —广州: 广东经济出版社, 2017. 5
ISBN 978-7-5454-5244-0

I. ①做… II. ①阿… ②吴… III. ①股票市场-研究 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 322947 号

SHORT SELLING: Finding Uncommon Short Ideas by Amit Kumar
Copyright © 2015 Columbia University Press
Chinese Simplified translation copyright © 2017 by Guangdong Economy
Publishing House, Co., Ltd.
Published by arrangement with Columbia University Press through Bardon - Chinese
Media Agency
博达著作权代理有限公司
ALL RIGHTS RESERVED
版权合同登记号: 19-2016-101

出 版 人: 姚丹林
责任编辑: 陈念庄 罗振文

出版 发行	广东经济出版社 (广州市环市东路水荫路 11 号 11~12 楼)
经销	全国新华书店
印刷	东莞市翔盈印务有限公司 (东莞市东城区莞龙路柏洲边路段)
开本	730 毫米×1020 毫米 1/16
印张	15.25
字数	167 000 字
版次	2017 年 5 月第 1 版
印次	2017 年 5 月第 1 次
印数	1~5 000
书号	ISBN 978-7-5454-5244-0
定价	68.00 元

如发现印装质量问题, 影响阅读, 请与承印厂联系调换。

发行部地址: 广州市环市东路水荫路 11 号 11 楼

电话: (020) 38306055 37601950 邮政编码: 510075

邮购地址: 广州市环市东路水荫路 11 号 11 楼

电话: (020) 37601980 营销网址: <http://www.gebook.com>

广东经济出版社新浪官方微博: <http://e.weibo.com/gebook>

广东经济出版社常年法律顾问: 何剑桥律师

· 版权所有 翻印必究 ·

当一位投资者认为一只股票被高估，并且股价很快会下跌，他可能决定“做空”这只股票。首先，他借了一定数量的股票，然后将它卖出。在低于卖价回购相同数量的股票之前，他等待股票下挫。在将股票归还给他的出借人之后，他赚取买卖股票的价差—除非任意之一的几个很难预测的变量干扰，股票未能下跌。

由于这些变量很难预测，甚至老练的投资者做空也很困难。这需要巨大的才能和经验去从下跌的股票中分离最佳的做空思路，即：阿米特·库马尔在几十年的市场分析和交易中开发和磨练的技能。本书分享了他的做空框架，建立了下跌股票共有的主题和市场的特有优势和周期。有主要的案例研究和成功的基金经理比尔·阿克曼（潘兴广场资产管理公司）和马克·罗伯茨（华尔街之外咨询集团）的独家采访。库马尔告诉投资者如何避免陷阱，如何借鉴精心研究的做空思路来获利。投资者可能不总是按做空思路操作，但他们可以用库马尔的做空框架来甄别估值过高的股票，从而避免损失。专业和业余投资者都将受益于这种将做空转化为一种长期战略的基本研究方法。

献给我的导师、家人、朋友和客户——我力量的源泉。

前 言

忠告

做空不适合胆小的人。一些人通过做空创造财富，很多人通过做空也失去财富。做空股票只适合财务经验丰富、心智成熟而且有很强的亏损承受能力的投资者。它可能潜在地威胁到您的财富。虽然这本书可能是一本有用的寻找成功做空思路的指南，但是当涉及到事实上做空股票时，您必须对自己的投资负责。在采取任何行动之前，请咨询您的财务顾问。

谁应该读这本书？

这本书为个人和专业投资者、金融类学生和教授、股票市场记者和其他股票爱好者提供了一个发现杰出的做空思路、避免常见的陷阱和热门股票的研究框架。投资者和专业分析师会发现这本书对于发现和投资新的做空思路是很有用的。

金融专业的学生寻求专业分析师的职业生涯可以受益于这本书。金融教授可以借鉴本书中的各种例子和做空框架，以补充传统股票分

析教科书的不足。股票市场记者、股票博客和其他股票市场爱好者会发现这本书密切关注的可能被股票市场忽略的做空思路背后的那些常见主题是有用的。

您为何应该读这本书？

购买股票是一种天生的心理倾向。道琼斯工业平均指数（DJIA）从 20 世纪 20 年代的 100 点之内持续上升到 2007 年的 14000 之内，产生年复合回报率约为 6%。做空股票在这一背景下似乎像是逆流而行。上涨的潮汐常常举起甚至最不适航的船只。

自 17 世纪以来，交易所的交易在阿姆斯特丹开始时，做空者从价值不大的股票中获利；然而，做空的书籍寥寥可数。好的投资书籍在长线思路中阐述了下行风险；然而风险分析总能从做多思路中找到一个风险或另一个风险。

做空股票并非完全是买入股票的对立面，长做多思路的风险分析可能并不总是检测到明确的做空信号。发现做空思路需要更多的分析。我在本书中提出了一个揭露下跌股票背后的常见主题的框架，以寻找杰出的做空思路。

虽然做空本来就有风险，但是投资者可以从精心研究的做空思路中获利。当一个做空的观点指出一个特定行业的特有问题的，投资者可以做空这个行业的股票和行业基金以获取超出市场回报率的收益。虽然投资者可能并不总是选择做空思路的行动，但是他们还可以通过使用该框架来分析他们现有的投资组合的弱点以避免损失。

书的结构和内容

我把这本书分成三部分：第一部分我勾画了寻找做空机会的框架。第一章解释了仅基于高估值的做空风险，并勾画出一个更全面的识别做空思路的框架。第二章解释了杠杆业务的固有风险和产生一个做空思路的经营指标。第三章描述了商业模式问题和可以压低股价的增长故事转折点。第四章指出可以让企业陷入困境的主要财务假设问题。第五章解释了历史可以是一个很好的导航，为正在发生的危机找到出路，还解释了经济衰退和危机可能导致信贷周期的紧缩，从而暴露出特定商业模式的漏洞。

第二部分探讨投资框架和作为做空思路来源的知名投资者的公开建议。第六章深入研究了本杰明·格雷厄姆原创的价值投资原则和价值投资者关于做空的观点。它还包含一个对著名价值投资者基恩·马里·艾维拉德的独家专访。第七章穿越激进投资的历史，包括对著名激进投资者和空头比尔·阿克曼的独家专访。第八章举例说明什么时候跟知名投资者共舞或者与他们对赌是有用的，以及什么时候远离他们。第九章包含对马克·罗伯茨的独家专访和华尔街之外咨询集团做空思路研究的样本。

第三部分介绍了做空的风险和机制。第十章考虑了什么时候坚持或者放弃您的头寸，并提供了应避免的失误、陷阱和热门股票的事例。第十一章描述了做空机制和如何使做空不要成为购买股票的对立面。

我已用了贯穿全书的案例研究来说明现实中的做空框架。我已收集来自于我过去的研究和一家有着二十年成功记录、专注于做空研究的公司——华尔街之外咨询集团的案例。

致 谢

我要感谢一些阅读这本书的早期版本的朋友，他们提供了宝贵的反馈。杰里姆·阿克塞尔罗德、潘卡·内瓦提雅、阿贾伊·辛格、帕拉瓦·古普塔、维努德·纳鲁丽和阿米特·古普塔给了有用和详细的建议，我很感激。

特别感谢华尔街之外咨询集团的马克·罗伯茨接受本书的独家专访。我还感谢马克分享了他的一些关于做空研究的宝贵经验。感谢基恩·马里·艾维拉德分享他价值投资的见解。

我要感谢比尔·阿克曼抽出时间阅读本书的第一版并分享他的宝贵反馈，还要感谢他同意接受当前版本的采访。

我要感谢哥伦比亚大学商学院的教授：布鲁斯·格林沃尔德，他提出的一个行业的进入壁垒框架是非常有用的；感谢苏黎世·桑达黎珊，她在课堂上关于高级衍生金融工具的讲座萦绕在我脑海中，但在不久之后，帮助我理解了随之而来的金融危机。

我也要感谢访问哥伦比亚大学商学院的杰出投资者，他们分享他们的见解和他们的失误，并回答了提问。他们的演讲塑造了我的研究过程并帮助我了解了投资心理学。特别感谢吉姆·查诺斯，他的演讲使我看到做多和做空的区别。

最后的但同样重要的，我感谢给予我爱和支持的妻子。

深深感谢我的女儿，她每天急切地问：“爸爸，您的书准备好了
吗？”让我有灵感来完成这本书。感谢我的父母、兄弟、和家人的信任
与支持。

目 录

前 言	1
致 谢	1

第一部分 寻找做空思路的框架

第一章 做空的尽职调查	2
第二章 杠杆业务：有利方面和不利方面	37
第三章 行业结构性问题	57
第四章 做假账的主要方法：会计错报和骗术	79
第五章 世界将要结束	96

第二部分 成功的投资者和分析师是如何考虑的

第六章 价值投资	116
第七章 激进投资	139
第八章 熊爸爸：与知名的投资者共舞还是与他们对赌？	151
第九章 华尔街之外咨询集团：20 年的成功做空	169

第三部分 做空的风险与机制

第十章 什么时候坚持，什么时候放弃	184
第十一章 做空的机制	209
词汇表	220

>>>>>>>>>>>>>>>>

[illegible]

第一章 做空的尽职调查

由于发起人的原因，一只股票按照其真实价值的5~10倍进行估值是很常见的；但是，现实中，很难找到一只股票按照其真实价值的10%至20%进行交易。所以，你可能会认为做空很容易，但事实并非如此。

——沃伦·巴菲特

安然公司是一个会计欺诈和财务骗术的典型。2001年，吉姆·查诺斯就成为安然公司的早期做空者，他在《华尔街日报》看到一篇关于大型能源上市公司销售收益会计实务的文章，他第一次关注到这只股票。在美国国会证词中，他说，他之所以对安然公司产生兴趣，是因为销售收益法允许管理层预估未来的盈利能力，并引诱他们凭空创造收益。

在与华尔街分析师的交往过程中，查诺斯发现分析师们的买入评级并没有被分析支持，相反，却被利益冲突所折损。这些不祥的征兆，加上安然公司的高估值，使安然公司成为查诺斯的一个完美做空对象。像查诺斯这样的做空者已经在股市中充当了“矿坑中的金丝雀”的角色。

几年后，在2007年，掌管一家同名的对冲基金的约翰·保尔森，

通过做空次级抵押贷款赚取了几十亿美元。保尔森告诉美国国会委员会，他曾在2005年和2006年独自进行了详细的研究，他断定抵押贷款证券定价完全错误。他认为许多AAA级投资级别债券将变得一文不值，因为债券项下的次级抵押贷款的抵押品虽然获得了100%的融资，但都没有首付。像其他成功的做空者做空次级债一样，保尔森认为金融公司，如雷曼兄弟公司、贝尔斯登公司、美国国际集团陷入困境是因为他们有过高的杠杆率。

保尔森指出，与它们的有形普通股股东权益相比，雷曼兄弟公司的次级抵押贷款已超过其40倍，事实上，雷曼已经是在负重前行了。许多金融机构的股东权益太少，以致无法承受暴露在次级抵押贷款和相关复杂的衍生金融工具的损失。美国次贷危机开始于2007年3月，美国第二大次级贷款人——新世纪金融公司到了崩溃的边缘。

同月，我们哥伦比亚大学商学院代表团在奥马哈造访了沃伦·巴菲特，我有机会向他寻求关于住房危机持续性恐慌的意见。巴菲特告诉我，市场恐慌是有其理由的，对即将发生的次贷危机产生恐慌也是真实的，因为房主还没有偿还抵押贷款。巴菲特凭借自己的洞察力，在随之而来的金融危机中通过在购买陷入困境的公司受益匪浅，然而他并没有做空股票。

相反，巴菲特出售标准普尔500指数长期股权投资的看跌期权，也就是说，在未来十到十五年间，如果大盘指数大幅下跌，他承诺买入标准普尔500指数。巴菲特不是做空的门外汉，从1957年到1968年，他经营自己的巴菲特合伙人公司，巴菲特合伙人公司产生26倍的回报率（准确地说是2610.6%），主要来源于购买股票，然而，他在伯克希尔哈撒韦公司初创期也做空公司股票。

那么，为什么巴菲特现在没有做空呢？

在伯克希尔哈撒韦公司，巴菲特管理着大约 1000 亿美元的股票投资。他能找到适合他赌注规模的多头思路（先不提空头）非常少，因为他喜欢集中下赌注。当股票走势跟他预测的方向相反时，他就提高多头赌注，但他不能提高他的空头赌注。集中做空可能是灾难性的，这不符合他的风险参数。

跟巴菲特一样，对冲基金也往往做赌注特别大的多头思路，因为做多通常比做空更有价值。他们喜欢依靠自己专有的研究，但他们也有机会获得来自华尔街分析师、公司管理团队和其他来源的大量的做多思路。

对冲基金的激励机制通常包括 2% 的管理费和 20% 的与客户利润分享安排。与那些力争击败指数基准收益的只做多的投资经理不同，对冲基金力争兑现不分市场状况的绝对收益。对于对冲基金而言，如果没有做空对象，在熊市中兑现绝对收益是不可能的。毕竟他们怎么能“对冲”熊市中的下行风险呢？他们的客户愿意分享自己部分利润作为绝对收益期望的回报。

对冲基金的投资任务要求它们做空股票并对冲它们的做多赌注。研究做空思路需要更长的时间，因为对冲基金寻找早期的负面信息可能不容易获得。同时缺乏专注于做空的股票研究公司。因此，对冲基金和其他基金经理通常会接受做空思路，而不是做多思路，特别是如果他们是在做多或可能是错误的交易方面。对冲基金总是可能找到估值过高的股票，您可能想知道为什么它们不容易简单地做空高估值股票。

高卖、低买：高估值公司适合做空吗？

尽管低买和高卖通常对于做多思路奏效，仅基于高估值的做空通常也不会奏效。当一家公司的商业模式面临着明确的问题时，做空思路的投资观点才奏效，而高估值仅作为锦上添花。让我们来看看公司如何估值，以便理解为什么高估值不足以成就一个好的做空。

虽然有许多方法和指标来衡量一家公司，估值的基本思路归结为利润或公司潜在的现金流或公司拥有的资产价值。市场预期的收入、利润、现金流和资产价值驱动公司的股票价格。更高的预期使估值倍数上升（见文本框，“市盈率估值 101”）。

市盈率估值 101

市盈率（P/E）或股票价格与每股收益（EPS）比率是最常用的估值指标。10 倍市盈率意思是投资者愿意支付 10 美元/每股获取上一年的 1 美元/每股的收益。

让我们考虑一个简单的问题。如果你的银行承诺在你的余生给你 5% 的年存款利率，你需要存多少钱才能每月获得 10000 美元（或每年 120000 美元）呢？答案是 240 万美元。在这种情况下，你的投资（240 万美元）价值是年收益（每年 120000 美元）的 20 倍。简单地说，你投资的市盈率是 20 倍，也就是说，你愿意付出每一美元银行利息收入的 20 倍，因为预期收益率（或收益率）为每年 5%。

你会失去你的银行存款是一个极低的可能性。投资于美国国债（政府债券）、投资级企业债、货币市场基金同样承担损失的低风险，

但是，这些投资比简单的银行存款风险高。

投资者期望比存款更高风险更高收益率（或收益率）的投资，并会付出更低的市盈率倍数。股票比债券风险更高，所以它们的预期收益率会更高。如果一只股票以每股 20 美元进行交易，市场预期收益保持上一年的每股收益 2 美元不变，收益率为 $2 / 20$ （10%），市盈率倍数为 $20 / 2$ （10 倍）。

现在，如果市场预期的每股收益在未来三年每年翻倍，市场仍将支付 10 倍的市盈率倍数吗？在这种情况下，该公司将在未来三年获得 4 美元、8 美元和 16 美元或总共 28 美元每股收益（高于目前的股价）。如果大多数的收益流向它们的现金结存（记住：公司按权责发生制原则报告收益，而不是按照收付实现制原则），他们理论上可以在 2.5 年后通过回购它们的所有股票将公司私有化。

通常，低市盈率表明市场预期更低的盈利水平，高市盈率表明市场预期收益增长。一家有增长预期的公司的市盈率会高于 10 倍，并可能达到荒谬的水平（100 ~ 500 倍），这取决于炒作和市场情绪。

相比它们的公允估值，市场可以疯狂地沸腾，引起广泛而持久的股价异常。虽然在这动荡期间你能坚持你的做多思路，当昂贵的做空对象持续上涨，贷款人很可能会迫使你回补你的空头头寸。因此，仅根据高估值做空股票可能不是一个好主意。

举个例子，两家公司去年每股收益都是 1 美元，根据市场对它们未来收益的预期，它们的股价可能分别为每股 10 美元和每股 30 美元。股价 30 美元（或市盈率为 30 倍）的 A 公司预计将比股价 10 美元（或市盈率为 10 倍）的 B 公司获得更多的收益。让我们假设公司 A 未来两