



华安基金·世界资本经典译丛

「美」 希拉里·罗森伯格
(Hillary Rosenberg) 著

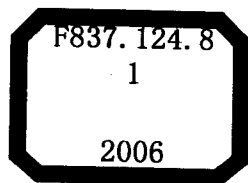
兀鹫投资者

The Vulture Investors



WILEY

上海财经大学出版社



 华安基金·世界资本经典译丛

兀鹫投资者

[美] 希拉里·罗森伯格 著
(Hilary Rosenberg)

韩方河 译

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

兀鹫投资者/(美)希拉里·罗森伯格(Hilary Rosenberg)著;韩方河译. —上海:上海财经大学出版社,2006.10

(世界资本经典译丛)

书名原文:The Vulture Investors

ISBN 7-81098-754-2/F·700

I. 兀… II. ①希… ②韩… III. 投资-案例分析-美国
IV. F837.124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 122229 号

☐ 责任编辑 张虹
☐ 封面设计 未名
☐ 版式设计 孙国义

WUJU TOUZIZHE

兀鹫投资者

[美] 希拉里·罗森伯格 著
(Hilary Rosenberg)

韩方河 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

上海市印刷七厂一分厂印刷

上海远大印务发展有限公司装订

2006 年 10 月第 1 版 2006 年 10 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 21.5 印张(插页:3) 341 千字

印数:0 001—4 000 定价:40.00 元

总 序

约翰·邓普顿爵士说过：“一个国家的财富不能依靠自然资源，它应该依靠人们心中的想法和观念。”

近年来，中国证券市场正在发生巨大的变化，制度化建设不断推进，市场规范化程度越来越高。股权分置改革，更使中国证券市场实现了一次基础性的变革。与此同时，中国证券市场的机构投资人比例也在不断提升，各类机构投资人迭次出现，市场投资主体的构成日益丰富。

在这样的投资大背景下，无论是专业的机构投资人，还是刚刚涉入市场的投资新手，均有学习和提高自己的必要，因为在每一个投资决策的十字路口，我们都需要智慧和勇气来作出正确的判断与抉择。

有鉴于此，华安基金管理有限公司联合上海财经大学出版社，策划推出了这套10本“华安基金·世界资本经典译丛”。与我们上一套丛书“华安基金·现代基金投资与管理译丛”不同，本套丛书主要侧重于通俗易懂的投资界名家传记、在各个重要历史转折关头的投资实录等。我们的目标，是以人文、历史的眼光，选择可读性强的证券投资界经典性的作品——它们既可供专业人士在休息时轻松阅读，也可为非专业投资人提供身临其境的实践指南，进而从中有所体悟。

这10本书中，《元鷺投资者》读来就像是一本悬疑小说。它生动地叙

述了一群寻找并获得资本金矿的投资者的故事。所谓的“兀鹫投资者”，简言之，就是那些买进陷入财务困难或经营有待改善的企业的债务，通过直接或间接对公司施加影响，在改善公司的质量后卖出，从中获取高额回报的投资者。作者罗森伯格的故事讲得惟妙惟肖，生动再现了 20 世纪 90 年代的投资风云。

《赢家——华尔街顶级基金经理人》是一本关于华尔街最优秀的共同基金经理人的人物传记。作者通过多年的访谈，记录下这些杰出人物的从业历程、成功的经验与失败的教训。14 位行业顶尖人物的亲身经历，无疑对国内证券投资人有着极大的启示和借鉴作用。

著名经济学家加尔布雷思撰著的《1929 年大崩盘》，自其 1954 年初版以来，在 1955、1961、1972、1979、1988、1997 年不断再版，是学术界和证券投资界经常大量引用的典范性著作。《大西洋月刊评论》认为：“经济文学很少以其娱乐价值而著称，但这本书却做到了。加尔布雷思的文章雍容而机智，并且幽默地鞭挞了这个国家某些金融领域的智者和政策所犯的错误。”

《贪婪的智慧——从为人不齿到受人尊敬的投机史》以翔实的资料，生动记录了美国期货市场的产生、发展的全过程，包括在 19 世纪，那些雄心勃勃的商人们，是如何在利益的驱使下，为了垄断黄金、白银和粮食市场，而创立现代标准期货合约的；期货市场又是如何在人们的谩骂声中，艰难起步的；而到了 20 世纪，为何会有大量的公司、个人，甚至外国政府迅速进入这一领域。本书在展示期货市场 100 多年来风雨历程的同时，还在人性层面对投机事件作了精彩解读。

《至高无上——来自最伟大证券交易者的经验》记述了历史上 5 位著名证券交易者的成长历程，颇有可读性和启发性。这些在 20 世纪跨上华尔街巅峰的投资者，以其卓越的表现，向读者展示了那些历久弥新的、永恒的投资策略。

《迷失的华尔街》主要分析了华尔街在筹资、提供公司和个人理财建议、风险管理等方面的失败现象，并提出了避免失败的对策。这本书的特点在于，其内容大量来自华尔街的案例，并保持了深入浅出的叙述风格。

《股票作手回忆录》(图文版)记述的是 20 世纪初最显赫的股票与期货

投资者——利维摩尔生平事迹的经典作品。本书的中文版在上个世纪末曾经出版过；这次出版的译本，其最大的不同之处，在于全面展示了 80 余年前这本书在美国《周六晚间邮报》上进行系列连载时的原貌，并配以当时的插图，真实地复原了当时的历史。值得指出的是，数十年来，一代又一代证券投资人，均通过阅读本书，从中学习金融操作所应秉持的态度、反应和感受。

在描述市场恐慌的书籍中，《绝境与生机——市场动荡、风险和机遇》选取了独特的视角——如何在弱市中赚钱，如何面对市场恐慌——因此，别具一格，具有很强的针对性。本书作者对投资者的一些常见问题提供不同寻常的答复，并指出为什么恐慌会带来独特的机会，并提出了新的理解市场恐慌周期的方法。此外，本书对一些直接介入处理主要股票危机的市场专家的采访和内幕报道，则在最大程度上展示了恐慌发生时的现场真实情况。

《解读华尔街》在美国发行量达到上百万册。该书介绍了华尔街运作的全过程。在过去的四分之一世纪中，这本书帮助各个层次的投资者确切地理解证券市场如何运作，以及在限制风险的情况下，如何建立起有效的投资组合。

《市场、群氓和暴乱——对群体狂热的现代观点》从人类近代史上若干次“群众运动”导致的疯狂与灾难性后果，以及金融市场泡沫的破灭等现象入手，生动分析和描述了人性中的盲目的一面。本书论述生动，旁征博引，从一个侧面诠释了投资者心理学及其如何对市场产生影响，具有很高的参考价值。

“路漫漫其修远兮，吾将上下而求索。”作为中国第一批基金管理人，我们深知：华安基金既是中国基金业的创业者、引领者之一，也应成为市场的培育者和奉献者。我们愿与上海财经大学出版社一起，借这套丛书的翻译、发行，与更多的朋友一起分享证券投资殿堂的智慧与乐趣。

华安基金管理有限公司

2006 年 10 月

再版序

当 1990 年我开始做调查并准备写《兀鹫投资者》的时候,这个国家正处于严重的经济萧条之中。在此后的几年中,债务问题击垮了许多企业,不论其大小。破产变得司空见惯。在很多案例中,破产的公司利用《美国破产法》中第十一章“重组资产机构”的规定,以更加健康的面貌获得了重生。

在这一过程中,兀鹫投资者越来越成为起整合作用的活动者。他们的习惯做法是一种套利活动,即买进有经济困难企业的债务,在重组的时候卖出,如果以股票形式偿付的话,则在几年后卖出。作为行动主义者的兀鹫们会进行各种活动来确保重组以对其个人有利的方式进行。我发现这群男人——目前他们还都是男人——是一群才高胆大、令人着迷的人。在大多数情况下,兀鹫们在这一不起眼的投资领域使市场更有效率地运作,因此,也就使所有企业的重组过程变得更加容易——除了在某些案例中兀鹫们及其主张妨碍了企业脱离破产境地。

此时再版《兀鹫投资者》并更新内容有两个原因:首先,如今美国处于困境中的企业证券市场与前几年已大不相同。该市场已经变成了一台上好了油的机器,具有比以往任何时候都好的灵活性;市场上还涌现出了一些新的活动者和新的技术。而且随着市场进入互联网时代,更多的变化即

将发生。其次,1997年墨西哥比索贬值导致的拉丁美洲经济危机和1997年7月泰铢贬值带来的亚洲经济危机,标志着世界范围内兀鹫投资市场的初步形成。特别是在亚洲,政府可能进行的改革和已改善的公司信息披露机制开始形成不良资产市场发展的基础。例如,1999年9月,日本政府同意将无力清偿债务的日本长期信用银行出售给美国投资集团烈普尔伍德公司。购买者的打算是维持长期信用银行作为一个整体,并可能将其变为处理困境公司贷款的专门机构。有一个计划是,为了成为业内专家,长期信用银行首先应理清自己的贷款投资组合,然后用这方面的经验去帮助其他的机构。类似地,为政府服务的韩国资产管理公司,其职责是买入坏账然后将其出售给外国投资者,该公司也计划成为专门处理不良资产的投资银行。

然而,尽管海外兀鹫投资市场已经起步,但前方的路仍然漫长。例如,日本就没有类似于《美国破产法》第十一章这样的法规。根据美国《破产法》中第十一章的规定,债务方在与债权方谈判债务偿付问题时可以在一定程度上留有余地,同时债权方也获得了控制偿付过程的一定权力。美国的兀鹫投资者马丁·惠特曼在1998年以投资者的身份去了日本,当时只有他一个人在宣扬这样一部破产法规的优点。惠特曼相信,如果日本也有一个第十一章,那么,日本特有的文化将会创造出世界上获利最多的兀鹫投资者。他说:“我有一个预感,如果日本人也有重组资产的思维模式的话,他们会比美国人做得更好,因为他们不像美国人那样喜欢与人针锋相对。”

《兀鹫投资者》中讲述的故事并没有过时。这些故事继续向我们展示资本市场中这一重要组成部分是如何运行的。只要有适宜的法律框架,雄心勃勃的个人就可以在全世界最困窘公司的债务和股票中开辟市场。一般来说,该市场可以帮助那些公司尽快地恢复元气。

初版序

在金融界,1990年是转折性的一年。持续8年的经济繁荣终于结束,萧条开始了。由于股市低迷,几乎没有发行新证券,华尔街的那些公司的收入降到了最低点;惟一增长的数字是失业人数。此前一年,低档债券市场就已崩溃,至今还在摸索出路。之前大量借贷用以扩展业务的公司现在是自食苦果。很多公司宣告破产,其他的则利用一切机会来清偿债务。

作为《机构投资者》杂志的编辑和作家,我和我的同事们一起描述着局势的变化无常和其中弥漫的不安情绪。但包括我在内的金融报刊业的人士同时也在为下一个阶段进行探索。20世纪90年代的公司需要什么?金融机构和政府又将怎样应对这种需要?投资者的当务之急是什么?下一个阶段肯定将是节约省俭的时代,那么谁又将成为那个时代的领头人呢?

通过调查我们可以看出,最后一个问题的答案已经明了了。20世纪80年代不友善地向大企业发动股票抛售战的偷袭者们已经退出了历史舞台,正是他们标记了那个时代。而在1990年,我相信有一批新的投资者出现在舞台上。这些投资者,即所谓的兀鷺们,是一群相对安静的人。在不引人注目的改组和破产过程中,在不良债券和银行债务所形成的非现金市场上,他们静悄悄地活动着。在那样的环境中,他们消极或积极地投资于



那些努力改善经营状况、力求实现收支平衡的困难企业,从中获取高额回报。他们中的有些人已经活跃了很多年,但一直被只关注企业巨头和抛售者的商界所忽略。但是现在,这些经验老到的投资者中又注入了新鲜血液,期待在下一阶段大展拳脚的机构投资者也给他们投入了新的资金。与此同时,即使尚不能说不怀好意,很多兀鹫投资者也已变得咄咄逼人起来。由于一些大公司也开始出现问题,现在新兴兀鹫一族的影响力已扩展到像尚彬和布鲁明黛尔百货这样的美国知名公司。

尽管兀鹫们已经开始吸引人们的注意力,但对商界的大多数人来说,他们仍然是陌生的,甚至是谜一样的。只有当他们获得惊人收益或是他们的行为涉及特别著名的大公司时,主流出版物才会间或提及他们。迄今为止,还没有人深入地观察他们,包括他们的动机和活动。对我而言,问题在于:究竟怎样的投资者才会选择依靠困难企业来谋生,并甘愿陷入破产案或庭外解决的复杂和纷争之中呢?我相信,兀鹫们——特别是那些行动主义者,他们已经成为影响大公司发展的重要力量,而且在某些案例中他们对新企业中拥有可观的控股权——肯定不仅是精明的投资者,而且都极具个人魅力。

我想花些时间来倾听他们的故事,也倾听在他们身边工作的人和坐在他们桌子对面的人——律师、会计师、投行,当然,还有公司执行官们。然而,当我开始这一调查的时候,我意识到了另外一件事情:刻画作为行动主义者的兀鹫们的最好方法就是捕捉他们行动时的样子,把他们放入破产与庭外改组的活话剧中。相对于简单地描写他们和他们的策略,在完整的案例中审视他们的行为更能揭示他们对于企业和相关人物的真正影响力。随着兀鹫投资者的实力和影响力日益增强,他们无限期延缓改组或破产重组的潜力也在增强,他们对其他相关个人和组织的可能危害也就更大。从另一方面来说,他们同样也可以积极利用自己的力量来加速上述过程,虽然有些个人或组织可能要被迫接受比过程延缓时相对要小的收益。

综上所述,我选择以重现案例的方式来讲述兀鹫们的奋战故事。本书中的每个故事都以一个兀鹫投资者的投资开始,接下来则会上演

在破产的曲折过程中他们的策略心机,最后则是或成或败的结局,也或者是他们拿到了可能在将来获利的股票。我希望本书可以让读者窥见破产案中的内情,这些内情通常由于法律和金融术语的阻碍而不为大多数人所知。

初版序

致 谢

没有下面这些人的帮助,我将无法完成本书的写作和出版。

首先我要感谢那些同意接受采访的人。特别是那些允许我几次三番拜访,并耐心地向我讲述他们曲折经历的人。他们是:乔恩·鲍尔、詹姆斯·凯西、丹尼斯·克罗林、刘易斯·戴维森、斯蒂夫·戴维森、塔尔顿·埃默布里、哈里·弗洛因德、乔尔·弗莱德兰德、杰伊·戈德史密斯、雪莱·格林诺斯、罗伯特·哈里森、汉斯·雅各布森、保罗·卡沙云、迈克尔·莱德曼、布鲁斯·麦卡劳、肯·莫里斯、迈克尔·普赖斯、马克·雷切斯基、威尔伯·罗斯、吉姆·鲁宾、迈克尔·萨洛瓦拉、比尔·沙芬伯格、大卫·舒尔特、马丁·惠特曼。

我十分感激《机构投资者》杂志的同事们,1991年他们允许我作半日制的工作日程安排。对于鼓励我(并给我时间)开始这个项目的编辑和经理人,我也同样心存感激。

这本书首次出版的时候,哈珀·柯林斯出版社优秀的编辑们给了我极大的帮助。玛莎·朱厄特负责本书的发行,她帮我渡过了最艰难的阶段;吉姆·蔡尔德斯、汤姆·米勒和艾琳·坎比恩则在本书中倾注了他们的智慧和宝贵的热情。另外,如果不是阿尔·克劳斯建议我联系玛莎,那么本书出版将只是天方夜谭。

致
谢

如果没有我的丈夫艾德·赫许,我将无法完成本书的写作,是他一直给予我支持,给我提供新鲜的视角,并讲笑话逗我开心。我的家人和朋友也一直鼓励我,虽然我给他们打电话时都十分仓促,而且经常临时取消约会,但他们都能理解我。当我需要帮助时,他们随时都会伸出援手。我特别要感谢的是我的老朋友米歇尔·加斯科,1990年12月我和她通电话,她帮助我找到了这本书的写作方向。保罗·朱利安,我的律师兼朋友,也给了我莫大的帮助。

最后,我还要感谢恐怖海峡、忧郁蓝调和凡·莫里森,虽然他们这辈子都不太可能对一本关于破产投资者的书感兴趣,但他们的音乐陪伴我熬过了写作和编辑过程中最艰难的日子。

我要感谢约翰·威利出版社的迈尔斯·汤普森和珍妮弗·平科特,是他们给了我再版此书的机会,并提出了宝贵的建议。我还要向以下这些人表示诚挚的谢意,他们是:杰伊·阿历克斯、艾德华·奥特曼教授、大卫·布哈扎诺、莫顿·汉德尔、彼得·兰杰曼、艾萨克·普尔马特、布拉德·舒尔、约翰·斯塔克和吉姆·惠特尼。

目 录

总序	1
再版序	1
初版序	1
致谢	1
第一章 在废墟中寻找价值	1
开端	6
宾夕法尼亚中央铁路	9
从铁路到房地产	11
摩登时代	12
第二章 兀鷺实战指南	22
第三章 高压行动	34
古怪的教授	36

惠特曼的方式	39
通往新罕布什尔之路	40
行动	43
花旗现身	47
游击战略	49
巴尔弗的小伙子们	52
向后撤退	54
跑动的计量表	57
幻觉般的经历	61
和别人一起玩球	62
战事伤亡	65
 第四章 委员的妙招	 69
卷心菜玩偶里面的一些糟糕因素	72
进入银行兀鹫界	74
合法解雇	77
从委员会到联合反对者	79
失败	82
 第五章 惠灵—匹兹堡钢铁公司的三头兽	 88
静默的巨头	93
激进投资	96
7 500 万美元的意外之财	97
乐博走马上任	99
价值问题	101
英格玛访问高盛	103
计划搁浅	105
奥本海默发起了战争	108
债务之争	109
高盛的报价	111
联盟谈判	115
双重视角:两个计划	117

麻烦的劳务事件	121
第六章 整顿瑞威克	132
铁路家史	136
出乎意料	138
购买塔利债券	140
你好,这里是巴黎吗	143
动荡的瑞威克	145
竞争中	148
第七章 对阿勒格尼国际公司的袭击	153
兀鹫投资者的教训	157
友好的投标,不友好的欢迎	160
一个序幕	162
工作中的金融动物	165
打动迈克尔·布莱斯	167
断然遭拒	169
敌对策略之一:购买银行股权	172
敌对策略之二:竞争计划	174
强硬策略	176
第八章 围攻	181
现金	183
卡扎里恩出庭作证	185
佳宝尼卡在购买银行贷款上遭遇对手	187
佳宝尼卡在瑞士的计谋	188
阻击与否	190
佳宝尼卡计划的逐渐成行	192
加大赌注:投标出价	195
购货为欠债	197
互设圈套	199
银行下圈套,反套住了自己	201

遗留问题	204
------------	-----

第九章 破产收购的优利 213

理想的破产	217
铸造模型	219
4 亿美元的解决方案	220
整装待发,跃跃欲试	223
维护下层股东利益的上层股东斗士	225
冰激凌筒策略	227
推动上市前预包装计划	230
聚集力量	231
打电话谈生意	233
最后时刻的悬念	237
最终上市前预包装重组	239
兀鹫小角色的大威胁	240

第十章 绝处逢生 248

现金威胁	250
商标价值	253
侵入者成兀鹫	254
控制	259
停停走走的谈判	261
伊卡扭转乾坤	262
城堡也开始沦落	265
富达投资预制拯救	266
美好的破产	268
后记:换位的伊卡	270

第十一章 坟墓舞者 275

历经沙场的老将	278
解决方案业务专家	281
兀鹫基金的本源	282