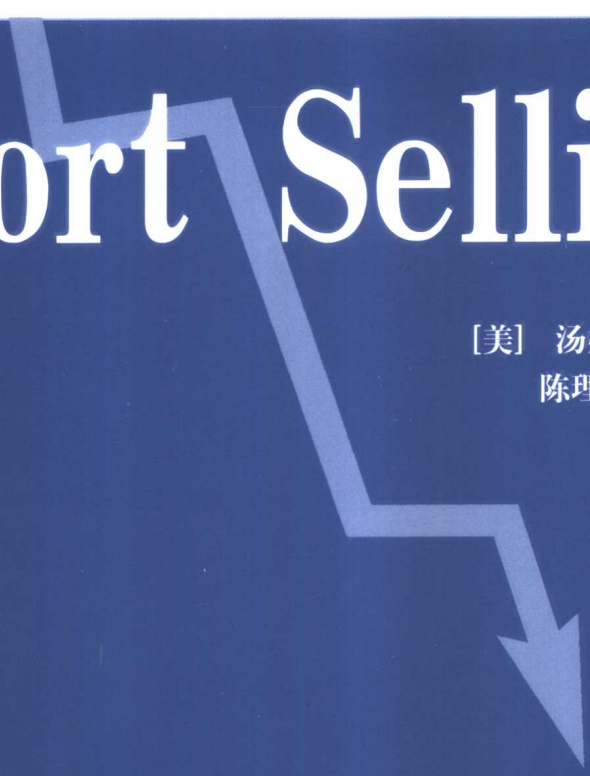


什么是 卖空

Short Selling



[美] 汤姆·陶利 / 著
陈理行 孙瑜 / 译

华夏出版社

什么是卖空？

汤姆·陶利 著
陈理行 孙 瑜 译

华夏出版社

图书在版编目(CIP)数据

什么是卖空? / (美)陶利著;陈理行,孙瑜译. - 北京:华夏出版社, 2004.9

ISBN 7-5080-3575-5

I. 什… II. ①陶… ②陈… ③孙… III. 交易-基本知识
IV. F713.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 085813 号

Richard W. Oliver: *What is Short Selling?*

Copyright©2004 by McGraw-Hill Companies, Inc.

Chinese language edition published by Huaxia Publishing House

本书中文版专有出版权由 McGraw-Hill 授予华夏出版社,版权为华夏出版社所有。未经出版者书面允许,不得以任何方式复制或抄袭本书内容。

版权所有,翻印必究。

北京市版权局著作权合同登记号:01-2004-4051

什么是卖空?

[美]汤姆·陶利 著

陈理行 孙 瑜 译

责任编辑:李 杰

出版发行:华夏出版社

(北京市东直门外香河园北里4号 邮编:100028)

经 销:新华书店

印 刷:北京京科印刷有限公司

版 次:2004年10月北京第1版

2004年10月北京第1次印刷

开 本:1/16 开

印 张:7

字 数:105千字

定 价:12.80元

本版图书凡印刷、装订错误,可及时向我社发行部调换

目 录

导 论	1
第1章 卖空的要素	3
第2章 为什么要做一个卖空者?	13
第3章 你需要一个保证金账户	21
第4章 卖空的成本及风险	31
第5章 时机就是一切	39
第6章 理解财务报表	51
第7章 危险信号一览表	61
第8章 比率分析	69
第9章 破产的喜悦	79
第10章 其他的公司公告	85
第11章 技术分析	93
索 引	103

导 论

自由市场必须既有买者又有卖者，既有牛市又有熊市，人们才能享受它的益处。一个没有熊市的市場就像一个没有言论自由的国家一样，没有人能批评和制止经常导致灾难的虚假乐观。

——著名投资者伯纳德·巴鲁克（Bernard Baruch），
1917年在众议院规则委员会发表的声明

卖空有种鲜为人知的性质。原因之一是许多投资者不理解卖空的概念或具体操作程序。卖空股票确实是一道复杂的程序，比如建立保证金账户、借入股票和应付所谓的“证券提价交易规则”等等。

此外，卖空听起来有些违背直觉，怎么可能在股票贬值的时候赚钱呢？

于是道德上的问题便存在了：如果一个卖空者是在他人丧失全部财产时获取财富，这公平吗？这是对的吗？监管者和许多投资者都会这样想（一些国家出于道德上的考虑禁止卖空交易）。

毫无疑问，卖空是备受争议的——并且总是这样。这一切不会改变。例如，在第一次世界大战期间，许多人担心德皇威廉二世会暗中卖空美国市场以制造混乱。

实际上，在9·11事件之后，曾经有过关于本·拉登是否在用飞

2 什么是卖空？

机袭击双子大厦之前曾经卖空保险和航空股的调查（调查并没有发现这方面的证据）。

这本书并不打算考证卖空是对是错，而是解释卖空的概念及操作技巧、战略，还考虑卖空时的风险因素。

是否采用卖空作为你投资计划的一部分就看你的了。

不过要时刻记住下面几点。首先，许多老练的投资组合经理使用卖空，很重要的原因是利用卖空定住一个组合，使其总体上不要有太大的波动。其次，卖空是任何成熟市场的有机组成部分。当第一个股票市场在 17 世纪出现的时候，不久卖空就产生了。

的确，卖空中存在操纵及欺诈行为，但这不足以成为禁止卖空的理由。毕竟，买股票的投资者也会从事操纵和欺诈。

顶尖的学术理论已经研究过卖空并得出这样一个结论：卖空能给市场带来稳定。它能够阻止泡沫，让股票价格回归现实。就像阿图罗·布瑞斯（Arturo Bris）、威廉·戈茨曼（William Goetzmann）和朱宁（耶鲁大学管理学院）所说的：

“……市场的存在是为了促进资产的有效定价，而对卖空严加管束将降低市场效率。”

最后，知识就是力量，特别对于投资来说。卖空常常被人们忽略了，但在这本书里面，我们将提供给您理解这个经典投资工具所必需的基本要素。

第 1 章

卖空的要素

华尔街一向是个充满争议的地方，丑闻、昙花一现的艺术家、操纵行为等不时出现；华尔街也是个对卖空一贯持蔑视态度的地方，特别有趣的是，自从 17 世纪股票市场在荷兰共和国出现之后一直如此。

当郁金香泡沫在荷兰市场上破裂的时候，许多人失去了他们毕生的积蓄，但另一些人却从这场不幸中获益，这似乎极不公平。这些获益的人就是卖空者，他们于是被称作“贱民”，并因市场崩溃而备受指责。

自从那时起，卖空者就成了被公众蔑视和当局苛刻监管的对象。比如，在美国卖空于 19 世纪 50 年代之前是不合法的。在法国，拿破仑曾宣称卖空是“叛国”行为，因为卖空阻碍了他筹措军费。即使在近代，卖空者也屡被指责。比如，1995 年马来西亚财政部长曾

4 什么是卖空？

提议卖空者应该被鞭挞惩罚。

现在不同了

2000 ~ 2002 年的泡沫迸发使人们改变了态度：卖空者没有必要被看作罪魁祸首。事实上，卖空者正是少数怀疑安然（Enron）、世界通信（WorldCom）和艾德尔菲（Adelphia）等此类公司的人。其他的人都为他们的举动而损失惨重，比如分析师、投资银行家和经纪商，他们在这些公司股票价格越来越低的时候仍然顽固地追捧它们。

不管是好是坏，目前卖空在美国是合法的，许多投资者从事这项活动。实际上，如果你是一位对冲基金的投资者的话，赚钱机会就在投资组合经理所从事的卖空行为中。一些共同基金也参与卖空活动。

表 1.1 指出了截至 2003 年 1 月被卖空股票的数目。

名称	卖空的股份数目（单位：百万）
微软	56.9
家庭大卖场	20.8
通用电气	38.4
强生公司	27.6
花旗集团	34.3
沃尔玛	40.1
IBM	30.8
埃克森美孚	26.1

就像你所看到的，卖空是很正常的活动。卖空股票的交易量年

年会发生变化，但卖空行为不会消失。如果有什么区别的话，卖空是任何成熟金融系统的有机组成部分。于是，投资者了解卖空的基本要素不失为一个明智的举动。

什么是卖空？

证券交易委员会（SEC）将卖空定义如下：

“……出售一种卖者并不拥有或虽已拥有但尚未交割的证券。为了将该证券交割给买者，卖空者借入证券，一般是从经纪商或机构投资者处获得。”

尽管比较精确，但这并不是个有用的定义。基本上，卖空者卖出一种他借来的股票（往往需要保证金），期望价格下跌以致他能够用较低的价格将该股票再买回来，以此获取利润。卖空者“卖高买低”，而不是“买低卖高”（被称为“作多”）。

为了更好地理解卖空，让我们来看一个例子。在这个例子里，我们将指出卖空过程的六个主要步骤。

第一步：建立保证金账户。你需要开一个保证金账户，拥有一些现金或证券。我们将在下一章详细讨论。假设你的账户中有 5000 美元。

第二步：调查目标公司。你仔细地研究了 ABC 公司的细节，意识到该公司增长放缓，而其股票价值并没有相应下降。目前该股票的价格是每股 20 美元，而你相信它能够轻易下跌到每股 10 美元。

第三步：开始卖空。你可以打电话给你的经纪人或自己在线操作，卖空 100 股 ABC 公司的股票。也就是说，你的经纪人将以每股 20 美元的价格卖掉 100 股，整个过程产生 2000 美元。

那这 100 股从何而来？毕竟，这 100 股的买者必须见到股票才行！你能卖掉你所不拥有的东西吗？

第四步：借入股票。由于你没有那 100 股，你需要从他处借得。

问题是并没有一个提供借出和借入股票的中心市场。

于是，你的经纪人将先看看其他客户的保证金账户。所有的保证金条款都允许经纪人借出股票，于是如果这样的账户中有 100 股的话，你就能借得它们。经纪人将使用日记帐分录来执行该笔交易。

如果这些账户中没有要借的股票，经纪人将试图从其他机构处借入。如果还借不到的话，你就无法卖空这 100 股了。用华尔街的行话来说，你做不成“借者”（the borrow）。

一般来说，大公司的股票比较容易借到；另一方面，小公司的、交易冷清的股票很难或者根本借不到。

第五步：卖掉股票。假设你的经纪人从一个名叫琼的客户的账户中获得了 100 股。经纪人将这 100 股卖掉，所得的 2000 元保存在第三方的帐号中。

第六步：空头补进。你的判断是正确的，ABC 公司的股价果然跌到每股 10 美元。你决定提取你的收益并空头补进。也就是说，你委托你的经纪人用 1000 美元买入 100 股 ABC 公司的股票，经纪人将这 100 股交割给琼。而你获得了 2000 美元的收入，净利润为 1000 美元。

但是如果股票价格上涨的话，你则会承担损失。假设股价涨到每股 30 美元，你只能用 3000 美元买入 100 股空头补进，这给你带来 1000 美元的损失。

本质上，卖空实际上是与买入股票过程相反的投资行为，就像下面所描述的：

多头交易	先以较低的价格买入，然后用较高的价格卖出
卖空交易	先以较高的价格卖出，然后用较低的价格买入

卖空的疯狂史

卖空的历史充满了耀眼的角色和令人难以置信的操纵市场的伎

俩。就像历史上任何时候一样，总存在着许多贪婪的投资者——不管是多头还是空头。

卖空者使用的一种最古老的操纵方式是囤积居奇。让我们来看看一个叫约翰的老谋深算的投资者，他知道有几个卖空者想增加他们在 XYZ 公司的空头头寸。约翰便将自己的股份借给他们卖空。约翰接下来购买尽可能多的 XYZ 公司的股票，这使得 XYZ 的股价上涨。这些卖空者于是紧张起来，他们无法购买足够多的股票来空头补进。在多数情况下，约翰会和卖空者制订出一个清算方案，以使得他自己能够获得高额利润。

囤积居奇在 19 世纪直到 20 世纪 20 年代得到广泛的应用。或许最臭名昭著的卖空者包括 19 世纪的“攫财大亨 (Robber Barons)”。证券市场的监管实际上并不存在，交易者只知道赚钱。尽管卖空 19 世纪 50 年代前一直被禁止，但聪明的交易者还是能发现逃避监管的办法。

谁是第一个卖空者？

知道这个问题的答案很重要。第一个著名的卖空者是 Isaac Le Maire，他是个成功的商人。16 世纪早期，他开始卖空荷兰股票交易所的股票。他的目标之一被认为是荷兰远东印度公司。

证券市场在 1610 年崩溃之后，荷兰监管当局决定禁止卖空交易。他们相信卖空是导致市场崩溃的原因。

在那个时代，铁路股就像 20 世纪 90 年代的网络股一样。波动性令人难以置信，卖空者如果猜对的话就大赚一把。但猜测并不是最重要的，更确切地说，交易者散布关于卖空目标公司的各种谣言，将它们的股价打压下来。在那个时候，有些记者还是很容易被贿赂的。

然而，典型情况是卖空者被囤积居奇者所压榨。最著名的实践者是丹尼尔·朱 (Daniel Drew)，他是一个十分聪明的投资者，主要

盯的是铁路股〔他最臭名昭著的袭击是针对伊利铁路（Erie Railroad）的〕。他形容不幸被囤积居奇者套住的卖空者的名言是：“那些人要么将已卖掉股票买回来，要么去坐牢。”

顺便提一句，囤积居奇者偶尔也在美国市场上出现。一个例子是1988年的大通药业（Chase Medical），两个股东买了该公司流通股的109%。证券交易委员会最后起诉了这两个人。

对剩余的反应

20世纪20年代股票价格的暴涨使一些人一夜暴富，但当1929年股票市场崩溃的时候，公众失去了信心。似乎金融市场向富人和有权势的人倾斜，散户最后都会在操纵行为中承担损失。

在20世纪20年代中存在着许多令人怀疑的交易案例。通用汽车的缔造者威廉·杜兰特（William Durant）也是个敢做敢为的股票交易者。他聚集了大笔的钱来囤积股票，比如国际镍业（International Nickel）公司的股票。

还有阿尔伯特·维根（Albert Wiggin），他是大通国际银行（Chase National Bank）的总裁。1929年10月，他卖空了42,000股自己公司的股票，赚得约400万美元。特别有趣的是，大通还替他支付了税收。

罗斯福总统当政之后，很快便通过了大规模的立法来规范证券市场。其中两个最重要的法案是1933年的“证券法”（the Securities Act）和1934年的“证券交易法”（the Securities Exchange Act）。他成立了证券交易会来执行新的证券法规，还起诉了约瑟夫·肯尼迪（Joseph Kennedy，约翰·肯尼迪总统的父亲）。19世纪20年代，众所周知肯尼迪曾参与了许多囤积居奇活动。

在1934年的“证券交易法”中，第10（a）部分界定了证券交易会监管卖空的权利。我们将在本书第3章讲到这些法规。（顺便说

一句，现在像维根这样的公司知情者卖空自己公司的股票是非法的。)

利维莫和巴鲁克

美国历史上有两个传奇式的卖空者，杰西·利维莫（Jesse Livermore）和伯纳德·巴鲁克（Bernard Baruch）。由于股票市场变得更大和更加成熟，市场操纵越来越难了。因此，卖空者不得不用分析的方法来达到自己的愿望。利维莫并没有金融学的学位，然而，他对于数字和金融有着令人难以置信的直觉。他能够很容易地记住公司股价的历史，并能立即理解其变化模式。实际上，正是这种特质帮助他奠定了技术分析的基础。

他最著名的卖空是对联邦太平洋铁路（Union Pacific Railroad）的卖空。在他建仓的几个月后，即1907年10月，旧金山发生了一起特大地震。利维莫通过这宗交易赚了约300万美元。

他没用多长时间就获得了优秀交易者的美誉，他的昵称是“潜水男孩”。他甚至写了《股市行家的回忆》（Reminiscences of a Stock Operator），该书被奉为投资经典读物。

但利维莫并非十全十美。他破产了好几次，但他似乎总能赚回自己的财富。很明显，他在1929年通过卖空股票市场净赚了1亿美元。但是当这一切传开的时候，公众变得极其愤怒并将股票市场崩溃之因归咎于他。1940年，利维莫自杀身亡。

接下来是巴鲁克。跟利维莫不一样，巴鲁克上完大学并在许多投资银行工作过。他具有极强的分析能力，并能从交易中获得丰厚的回报。

或许他最值得纪念的是对汞合铜（Amalgamated Copper）的卖空。基于缜密的分析，巴鲁克认为铜市场即将走软——事实的确如此。他在这宗交易中赚取了70万美元。

经过一些年之后，巴鲁克将他关于卖空的理论和战略写了下来——这成了他的著作《卖空和证券操纵》（1913年）的主要部分。这是一种试图阻止美国政府苛刻地监管卖空的尝试。巴鲁克认为卖空对市场非常有益，因为它会阻止投机。

最后，巴鲁克投身于政治活动，并因为“公园长椅声明（Park bench statement）”而出名。他曾担任哈丁、柯立芝和胡佛总统的顾问。

机构的兴起

个人交易者的力量在 20 世纪 20 年代之后彻底衰落了，其地位被机构的兴起所替代。共同基金、养老金和保险公司成为证券市场的主要角色。

然而，这些机构并不太直接从事卖空。相反，从事卖空的主要是一种叫“对冲基金”的新型基金（关于其组织结构的描述请参阅第 2 章）。

乔治·索罗斯（George Soros）是最优秀的对冲基金管理者之一。他 1930 年出生于布达佩斯，后移民英格兰到伦敦经济学院求学。1956 年，他来到纽约开始经营自己的对冲基金。

他对多头和空头并不认真区分，相反，他追求任何能给基金带来最多收益的交易。20 世纪 70 年代，当市场严重不景气的时候，他因为自己明智的卖空交易而获得了非常可观的收益。他会观测市场的大势并发现最衰弱的公司。比如雅芳（Avon），他以每股 120 美元的价格卖空，又以每股 20 美元的价格空头补进。

贪婪的十年

当 20 世纪 80 年代市场转入牛市时，卖空者赚钱没那么容易了——但这并没有阻挡一些人的尝试。就在这时一种新的对冲基金出现了：仅做卖空的基金。

有一个备受赞誉的基金是 Feschbach Brothers——由马特（Matt）、科特（Kurt）和乔（Joe）管理。他们即使在熊市时也泰然自若，并不断寻找那些可能存在欺诈行为的公司。这意味着他们要做大量的财务分析，考察其竞争者、供应商以及可能会揭露公司诡计的任何人。

他们做过的一笔大交易是卖空 ZZZZ Best 公司的股票。ZZZZ Best 公司是由一个十几岁的超级推销员贝莱·明克 (Barry Minkow) 成立的，专门作地毯清洁。该公司公布了几百万美元的定单，但 Feschbach Brothers 对此十分怀疑。经过大量的分析之后，他们意识到 ZZZZ Best 公司根本不可能索要这么高的价格，于是他们卖空了该公司的股票。当人们发觉它的账目被篡改过之后，最终 ZZZZ Best 公司走向破产。

20 世纪 90 年代，Feschbach Brothers 关闭了他们的基金，原因很简单，市场一片繁荣，他们很难发现可以卖空的目标公司了。

21 世纪以来，仅作卖空的基金重新兴起。James Chanos 运作的 Kynikos Associates 是最优秀的基金之一（我们将在第 2 章探讨该公司的许多细节）。

结 论

在这一章里，我们介绍了卖空博弈的特殊性质。卖空并不是一个特别简单的技艺，即使高明的投资者也会遇到问题——特别是在市场高涨的时候。但是，大多数情况下，它是一种高明投资者在多头和空头战略中取得平衡的重要工具。这就是索罗斯所干的，这也意味着他的投资者能够获得难以置信的回报。在下一章，我们来探讨考虑卖空实践的主要原因。

第 2 章

为什么要做一个卖空者？

当 你阅读这本书的时候，你不禁会问：“为什么我一定要从事卖空，既然它的风险这么大？”卖空的确存在许多风险——实际上许多其他的投资工具亦是如此。然而，投资理论表明，在一个分散风险的投资组合中，高风险的投资实际上能够降低风险的总体水平。这听起来是一种悖论，但它确实是个至关重要的概念。

在这章里，我们来看考虑卖空的一个重要原因：资产配置。我们还将探讨其他原因，比如避免买入绩劣股，提高分析股票方面的能力。

资产配置

资产配置是一个高度复杂的学科，关于它有大量的学术研究，