

华尔街资深专家深度剖析 雷曼集团高层员工讲述自己的故事

美联储、标准普尔、对冲基金多名从业人员惊曝
雷曼破产的内幕，还原事实真相

详解次贷、对冲、做空实际操作，解密它们如何搅乱了华尔街

李 激 黄小军 赵艳洁 李 勇◎著

雷曼兄弟

别

Good Night & Good Luck

拥有「10条命」的雷曼兄弟能够安然避开美国内战、大萧条时期、1911年恐怖袭击，却缘何命丧一场突如其来的金融风暴？雷曼真的是无药可救了吗？这其中的背后究竟隐藏着多少难见天日的内幕？



中信出版社
CHINA CITIC PRESS



别了， 雷曼兄弟

Good Night & Good Luck

李 激 黄小军 赵艳洁 李 勇◎著

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

别了, 雷曼兄弟 / 李激等著. —北京: 中信出版社, 2009. 1

ISBN 978-7-5086-1411-3

I. 别… II. 李… III. 投资银行—概况—美国 IV. F837.123

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 190512 号

本书中所有言论及观点仅代表作者本人, 以及被采访对象个人观点, 不代表任何作者所在公司或者雷曼兄弟集团的观点。本书中的信息均来源于已经公开的资料, 作者对这些信息的准确性、完整性及未来的变更性不做任何保证。书中的观点不构成任何投资建议。投资者依据本书进行的任何投资所造成的一切后果, 本书作者概不负责。

别了, 雷曼兄弟

BIELE, LEIMAN XIONGDI

著 者: 李 激 黄小军 赵艳洁 李 勇

策 划 者: 中信出版社策划中心

出 版 者: 中信出版股份有限公司 (北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦 邮编 100013)

经 销 者: 中信联合发行有限责任公司

承 印 者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 18.75 字 数: 300 千字

版 次: 2009 年 1 月第 1 版 印 次: 2009 年 1 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5086-1411-3/F · 1517

定 价: 39.00 元

版权所有 · 侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

<http://www.publish.citic.com>

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

服务热线: 010-84264000

服务传真: 010-84264033

中信出版
CHINA CITIC PRESS

谨以此书献给
默默支持我们的家人和亲人们，千万海外学子们，
以及广大祖国的金融从业者和爱好者们！

特别感谢：

（美）亚洲金融协会（Asian Financial Society）

诸位雷曼兄弟集团员工（匿名）

其他来自华尔街各领域的同事和朋友们，包括但不限于：

刘汉兴，刘大勇，张柯，孙巍，成嶂岚，黄帆，

刘巍，刘武，董正浩，吴晓晖，姜涛，

谭燕东，Zhong Yu，周良华等。

专家推荐

我认为任何一位对金融有兴趣的读者都应该阅读这本书，我相信不同水平的读者都会在这本书中找到自己感兴趣的内容。对金融感兴趣的大众读者可以从书中了解到雷曼兄弟破产的来龙去脉和了解一些基本的金融常识；金融专业的学生可以通过此书了解到金融业的方方面面和投行内部的功能业务；金融从业者可以从书中了解到技术性非常强的深度细节。

——〔美〕白俊峰博士，美国银行执行副总裁

雷曼破产事件中所涉及到的金融市场和金融工具在中国还基本上不存在，致雷曼于死地的高杠杆经营模式在中国证券业也还找不到相似的痕迹，但雷曼之死仍给年轻的中国证券业带来了巨大的冲击。惊愕之余，我们并不满足于猎奇的新闻报道，而是希望能进行更深入地探讨，尝试寻找中国证券业更正确的发展途径。本书非常好地满足了我们的需求。

——李格平博士，长江证券股份有限公司
总裁、诺德基金管理有限公司董事长

这是第一本由一批在华尔街亲身参与泡沫，泥足陷身危机，在华尔街各类机构工作的中国人原汁原味用中文写出来的全面解释此次金融危机的书，一切以实际操作为基础，不但资料翔实、解释权威，而且字里行间带着从业者的心理感受，无论是泡沫期的贪婪作怪、风险从业者嗅出火星却无能为力的无奈、还是危机初发时的“乐观”、危机蔓延时的难以置信、还是最后的挣扎都历历在目，这是一部精彩的金融作品。

——〔美〕刘汉兴，博士，赛克（SAC）对冲

基金资本管理公司基金经理，董事总经理

我得承认，我在书中读到了一些我完全没有想到过的缘由，读罢此书，受益匪浅。

——〔美〕黄帆，博士，汇丰控股（HSBC）风险管理副总裁

自序

华尔街没有大惊小怪。

长期资本倒了，安然走了，贝尔斯登卖了，如今又别了雷曼兄弟。刀口舔血的资本游戏，大浪淘沙的金融市场，大鱼吃小鱼，先锋变先烈，一切如过眼云烟，见怪不怪。

谈古论今，总结陈词，本是经济学家和历史学家的任务。作为这条街上的从业人员，我们只不过是这个上紧了发条的赚钱机器上的一颗颗小螺丝钉——“生命不止，战斗不息”。一个泡沫破灭了，还会有下一个泡沫升起来；一个雷曼倒下了，必然有下一个雷曼站起来。

然而，即使在这个“事不关己，仅在夹缝中求生存”的地方，雷曼的坍塌还是给了我们所有的人当头一棒。身处金融海啸中心的我们，在“后雷曼”丑陋不堪的市场上每天手忙脚乱的同时，却不得不开始反思和探索：在这个没有硝烟的战场上，雷曼究竟“鹿死谁手”？今天的雷曼会不会是明天的高盛，或者摩根士丹利？多年来作为华尔街的亲身见证者，我们究竟看到了些什么？经历些什么？又警觉到了些什么？

雷曼兄弟作为固定收益业务的龙头老大，在历史上有“19条命的猫”之称，并有CEO福尔德的强硬坐镇，这都给许多人包括业界人士一个明显的错觉：雷曼炉火纯青的风险管理以及应变能力应当使雷曼再次逃过这一劫。它的破产对于全世界的金融圈来说是一场震惊，即使对华尔街许多业界人士来说也是个谜团。

在华尔街，没有任何一个公司是“独立”存在的；在金融业，在经济领域，也没有任何一次金融甚至经济危机，可以简单地将黑锅扣给某些产品、某些事件、某些人。我们相信在未来的几年里，会有许许多多资深的权威专家对雷曼倒闭和此次金融危机做出更全面和更深刻的分析。在两个多月的时间里，用30万字囊括这个158年神话的兴衰成败和事态发展，几乎是不可能的。我们在这里要做的，只是结合作者对美国华尔街的亲身经历和深刻领悟，通过对许多当事人的实地访谈，从实际操作的角度，用第一手资料，在第一时间，向祖国亿万金融从业者和爱好者们呈上我们的所见、所闻、所做、所感。

从表面上看，雷曼破产最直接的原因来自于流动性危机以及偿付性危机对整个投行体系靠信贷、靠信心支撑运作的根基的冲击：交易对手的纷纷退出、融资成本的大幅上升、经纪客户的撤资挤兑、清算银行的资金冻结以及资本市场上投机者利用卖空和其他金融工具对雷曼的致命攻击；更深一层看，是雷曼自身的一系列自埋苦种和市场不容许其喘息的步步紧逼：次级和次优级贷款及债券、严重缺乏流动性并巨幅缩水的商业不动产贷款及贷款债券存货堆积、对冲失效，盯市会计准则如紧箍咒，信用违约掉期如鬼手掐着雷曼的脖子走；再深一层看，则是雷曼独立投行经营模式的本质缺陷和战略决策上的失误——独立投行超高杠杆、资产负债的严重错配、融资渠道的先天不足以及雷曼铤而走险用自身资产负债表进行高倍博弈的战略决策的结果；最后，从更宏观的角度来讲，是在宏观信贷周期中的正周期与负周期的判断与战略的失误和令人疑惑不解的政府救市团的袖手旁观。

更重要的是，雷曼兄弟公司在近10年的兴衰成败正是此次房地产泡沫和信用泡沫的缩影：在泡沫形成的过程中，它是始作俑者和华尔街最大的获利者之一，是危机多级杠杆放大的最有力执行者：雷曼股价从1994年到2007年中翻了15倍以上；在泡沫破裂过程中，它是“去杠杆化”及化解危机最强硬的抗争者：在贝尔斯登被摩根大通紧急收购之后使尽全身解数与每日不停下挫的股价做抗争；在泡沫破灭的过程中，它成为“去杠杆化”过程的最大

牺牲品，投机者博弈最大的赌注，乃至政治家杀一儆百的历史最大陪葬品。雷曼的破产更是成为此次金融危机的一个重大转折点：它所导致的一系列的震波远远超出业内人士的预料，彻底将危机从相对局限的某些信贷产品领域扩散到了整个金融体系，并震撼了以信用、信心为基本的整个投行体系本身，同时也扭转了政府时而插手、时而后退、还泥足停顿在对道德风险的迟疑顾虑中的态度；无论是财长保尔森还是美联储主席伯南克从没有公开承认对任由雷曼兄弟破产不加以挽救之决策的“失误”，但是至此以后，财政部与美联储所表现出来的不计一切代价不限任何手段挽救金融市场的决策不能不说多少来自于对雷曼破产所造成影响的震惊和补救。

前美联储主席格林斯潘，2008年10月在议员的狂轰滥炸中终于承认自己在2001年以后保持的异常长久的低联邦利率和自己当年反对金融衍生品监管的做法存在“部分错误”，进而催生了本次金融危机。那么现任联储主席伯南克刚刚在一个星期前宣布的远比格林斯潘的低利息低得多的、也许准备持续更长的低利息政策，以及几乎间接宣布美联储会进入市场包揽一切消费者信贷产品的、只求银行及一切借贷机构没有后顾之忧地往外借贷的近乎疯狂的政策，是不是孕育着将来更大的危机？

如果坐在几万米高空的飞机上往下看，雷曼之死其实再平凡不过了。作为历史长河中的一个小小插曲，也许很快就会被人遗忘了，5~10年以后新加入金融业的下一代信心满满野心勃勃的从业者们也许对已经过去的危机根本不屑一顾。或者也许到读者们读到这本书的时候，都已经不再关心雷曼的故事了。但是对于我们这些跟着事态的每一个节奏提心吊胆、惊心动魄、彻夜工作的参与者和临场观察者来说，这将成为一个永远挥之不去的烙印。我们几位作者，有在“次贷”洪流中摸爬滚打，亲身经历抵押债券兴衰荣辱的结构性产品专业人士；有专门深入比较研究中美两国资本市场和金融业经营模式，参与各项市场开拓、风险管理和投资决策的管理人员；有直接为全美各大投行客户提供风险管理和投资分析的咨询服务人员；有多年在华尔街对冲

基金亲自操盘的资深基金经理；还有诸位和我们合作的来自雷曼集团、美联储、标准普尔、穆迪等华尔街的同事和朋友们。在雷曼生死沉浮和华尔街各大机构群雄争霸又相继衰落的过程中，我们中的每一个人，在每一天的实际工作中都接触着方方面面不同的产品和市场，每一天都有着新的思考和探索，我们希望以见证者的身份，在这本书里记录下以雷曼事件为线索的美国金融海啸发生的来龙去脉，以便于金融从业者一同讨论，也希望本书能为正在高速发展的中国金融市场提供一点参考和前车之鉴。

作者于美国纽约曼哈顿

2008年12月22日

前言

2008年10月6日,雷曼集团首席执行官理查德·福尔德先生在纽约南区破产法庭向美国国会政府监管和改革委员会就雷曼集团申请破产保护一案进行了听证演讲。以下是福尔德先生在国会听证会上的真切证词:

瓦克斯曼主席、戴维斯高级委员,以及各位委员:

我们的资本市场正在经历着一场前所未有的动荡。许多曾被认为属于房屋贷款市场的问题已经蔓延到了信用市场、银行系统和我们金融体系的所有领域。对于和雷曼兄弟有所关联的人们,这是一种无法言喻的剧痛。这场金融风暴的波及范围已远远超过了任何一家企业甚至任何一个行业。市场的剧烈反应影响到了整个金融系统。这些问题已不再是华尔街或者美国的问题:我们面对的是一场全球经济危机。

没有人曾经意识到这些问题的广度和深度,也没有人曾经预想房屋抵押贷款资产的贬值能够殃及其他形式的资产,甚至威胁到整个金融系统。2006年4月,美联储主席伯南克预测住房市场“极有可能逐渐降温而不是突然减速”。2007年3月,他又指出:“次贷问题对于经济和金融市场的影响可能会得到控制。”同时,美国财政部长保尔森在2007年6月也曾表示房贷市场的危机“将不会影响到整体经济”。国际货币基金组织也持有同样的观点。而且在雷曼兄弟的年度股东大会上,我也曾经坚决表示:相信金融市场最糟糕的

时刻已经过去。今天看起来，我和很多人当时的想法都是错误的。

信用市场的危机丝毫没有得到控制。今天我们这个世界上独立的投资银行已不复存在，美国国际集团（AIG）、房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）为政府监管，历史上最大规模的银行国有化正在上演，而我们每日殚精竭虑只为平息金融系统的动荡。在9月14日这一天，我们有4家主要的独立投资银行，它们被认为是美国商业资本流通和投资的命脉。一个星期内，它们都已不复存在。从2008年7月至今，全美已有9家银行被政府接管。债权人和股权人因为他们的投资而亏损。金融产业的从业者——从那些支持人员、行政工作者和新近的毕业生到从业30年的华尔街老兵——都失去了工作。全国上下很多产业都依赖于资本流通来维持运营，众多从业者都处于失业的恐慌中。

我会尽我所能帮助这个委员会，也希望其他公司能够避免雷曼兄弟的厄运，希望它们的股权人、债权人、客户和员工能够避免我们的股权人、债权人、客户和员工正在经历的痛苦。我很荣幸有此机会帮助委员会开展这项重要的调查工作，并借此机会解释雷曼兄弟曾经面对的问题。对于雷曼兄弟的破产，一些媒体的报道耸人听闻：它们往往基于谣言、揣测、误解和错误进行报道。我相信：我们要想前进，就必须正确地理解过去。

我是一个雷曼人。42年前，当我还在科罗拉多大学读书的时候，我就开始在雷曼兄弟实习。1969年，我搬到纽约为雷曼兄弟全职效力。后来，我白天工作晚上学习，在纽约大学完成我在商学院的学业。我从来没有离开过雷曼兄弟。

自1850年蒙哥马利市经营干货铺子的雷曼三兄弟创立雷曼兄弟公司以来，雷曼兄弟在美国经济中一直扮演着重要角色。美国人民开发大西部之际，雷曼兄弟为铁路事业的发展提供了资金支持。雷曼兄弟也曾为许多美国传奇性企业提供金融服务：从西尔斯·罗巴克（Sears, Roebuck）、伍尔沃思（Woolworth's）到古德里奇（Goodrich）和无线电公司（RCA）。1984年，雷

曼兄弟被美国运通公司 (American Express) 收购, 并与舍尔森 (Shearson) 合并。1994 年, 美国运通将雷曼兄弟剥离, 我们重新独立。那时候, 我们的公司只有 9 000 名员工和 7 500 万美元收入。

在接下来的 10 年里, 我们重塑了雷曼兄弟的盛名。1998 年, 我们加入标准普尔 500 指数; 到 2000 年, 我们已经成为标准普尔 100 指数的一员; 2002 年, 我们促成历史上最大的一桩金融服务企业上市; 2004 年, 我们为五桩最大的企业购并中的两桩提供顾问服务; 2005 年, 《欧洲货币》 (Euromoney) 授予我们“最佳投资银行”的殊荣; 2006 年, 我们在《巴伦周刊》 (Barron's) 的年度 500 强企业业绩调查中排名第一; 2007 年, 我们在《福布斯》发布的“最受尊敬的证券公司”排行榜上名列榜首。从 2004 年到 2007 年, 我们的收入年年创新高。从 1994 年到 2007 年, 我们的市场价值从 20 亿美元增长到 450 亿美元。这段时间里, 我们的股票价格从 5 美元一股涨到 86 美元一股, 每年给投资人带来 24.6% 的收益。我们的员工增长到 2.8 万人。我们的 60 多个分支机构遍及 28 个国家。追求卓越致力创新, 雷曼兄弟为美国 and 全世界的客户和投资者创造了价值。

2008 年 9 月 15 日, 由于罕有的运营状况, 雷曼兄弟被迫宣布破产。尊敬的美国南区破产法庭法官詹姆斯-派克在几天激烈的听证会后表示: “雷曼兄弟是一个可悲的牺牲品。实际上, 它成了这场席卷整个信用市场的飓风中唯一倒掉的标志性公司。整个事件让我痛心。”

我想重申的是: 在最近的几个月里, 美国的许多金融机构或消逝, 或为人并购, 或借政府的大力扶持方得以幸存。我们的经济遭受巨大打击, 每个身在美国的人都切身感受到了这场剧烈震荡。这是毋庸置疑的悲剧。

对于我们雷曼人, 雷曼兄弟不止意味着一份工作, 它一直都是我们的家。每一天, 每一个雷曼人都为我们共同敬仰的公司鞠躬尽瘁。我们的员工持有大约 30% 的股权, 是雷曼兄弟的第一主人。我们的目标和众多投资人一样——希望雷曼兄弟有一个美好的未来。过去的几个月形势严峻, 令人沮丧。

雷曼兄弟的精华和它所承载的文化就是那些员工的矢志不渝、兢兢业业。对于他们来说，过去的几个月他们在精神上和经济上都是非常痛苦的。他们的奉献和忠诚无法尽述。雷曼兄弟的破产让我痛心疾首。

我们都看到了“9·11”惨剧后雷曼兄弟表现出的伟大精神力量。那天上午，雷曼兄弟的员工在撤离现场时目睹了双子塔在他们的身边倒下。那一天，我们失去了一名同事，也失去了我们在双子塔内的家园。之后，我们分散开来转移到纽约市其他处的办公地点。在无以复加的压力之下，我们坚持努力工作，致力于在那种变动的形势下为我们的客户和投资者服务，希望能够给那个摇摇欲坠的市场带来一份稳定。在那个周末，我们在泽西市临时的办公楼上重建了我们的交易大厅。当9月17日重新开市时，出乎很多人的意料，雷曼兄弟已经站起来了。

在过去的几个星期里，雷曼兄弟员工的勇敢坚毅犹在。甚至在我们全部破产之后，在我们都不知道能不能再发工资的情况下，很多员工仍然每天工作20个小时。他们希望自己的最大努力能够帮助客户和同事尽可能地减少损失。

我曾经相信我们有能力驾驭最艰苦的市场状况。然而，近来国际信用市场中发生的事件让众多金融机构受到重创，威胁波及所有的金融机构。我们已经尽我们所能保护我们的公司。我们停止了房贷按揭业务，降低了杠杆化的债务投资，减少了1880亿美元的总资产，尤其是削减了38%的住宅贷款和商用房地产资产，并大幅度降低了我们净杠杆率，使之在2008年第三季度末达到10.5倍，成为当时华尔街上最优的杠杆率之一。我们吸纳了新的资金。我们对我们的高级管理层进行了调整并减少了支出。我们努力寻找战略投资者购买全部或者部分公司。我们呼吁监管部门取缔过度的卖空行为。

2008年以来，美国证券交易委员会和美联储对我们的生意和资产负债表进行了积极的，有时甚至是日常的监察。美国证券交易委员会和美联储的代表经常性地我们的办公室监督我们的日常工作。他们在检查我们的流通、

储备、资金、风险管理和市场价值会计过程时，在第一时间目睹了我们看到的状况。雷曼兄弟有专门工作组协助美国证券交易委员会和美联储监察我们的财务和风险管理，解答其代表的所有问题，并提供他们所需的信息。这些都是雷曼兄弟和经验丰富的政府专业人员间公开透明的对话。

日复一日，月复一月，监督机构人员目睹了我们在减少商业房地产投资、增加流通性投资、降低杠杆率和提高资金储备水平方面所做的努力。他们积极审核了我们的风险管理报告，包括我们在各项业务中的对冲保护。他们看到了我们的市场价值会计过程以及我们估价的方法，包括我们对房贷和商业房地产的估价。他们定期核查价格。他们对这里发生的所有事件了如指掌。

今年夏天，我们和美联储讨论了雷曼兄弟成为银行控股公司的可能性，并且申请监管豁免，允许我们的犹他银行从它的子公司吸纳资产。我们的目的是希望获得更多的流动资产。就在雷曼兄弟准备申请破产的当天，美联储大幅度放宽了所有银行的抵押种类限制，来创造更多的流通。这样的流通正是我们系统的血脉。美联储也暂时批准了先前雷曼兄弟曾经申请的监管豁免。如果这些措施早一点实施，它们会对雷曼兄弟帮助巨大。几天后，美联储加快速度批准高盛和摩根士丹利成为银行控股公司。

第二季度后，雷曼兄弟出台了一系列增强公司实力的措施，包括和监管机构合作制订计划，将大部分的商业房地产资产从我们的主业剥离，使之成为一个独立上市交易的商业实体。我们相信这项计划会改善我们的资产负债表，同时保护投资者利益。这个分拆实体能够在更长的时间段里将资产的经济价值最大化。然而，当我们和韩国发展银行关于对雷曼兄弟的投资可能性的保密谈判泄露给媒体后，我们的股价忽然下滑。关于我们的流动性和资本储备的谣言迫使我们提前公布收益，而未能得到机会完成那些计划或者其他任何我们试图尝试的方案。随后我们又面临信用评级下降的威胁。我们的大量日常交易对象开始取消与我们的生意往来并要求我们增加交易的抵押成本。我们寻找买主和合并伙伴也未成功。到那个星期日结束时，美联储已经明确

做出决定，不会支持牵涉雷曼兄弟的交易。如果美联储的决定不是这样的话，市场的进一步混乱是可以避免的。

最终，尽管我们做了我们所能做的一切努力，雷曼兄弟仍然崩溃了，同时崩溃的还有其它一些公司，如果不是政府紧接着出面，还会有更多的机构崩溃。发生在雷曼兄弟的灾难完全有可能并且正发生在华尔街任何一家公司身上。一连串的不稳定因素——谣言、信用违约掉期互换利差扩大、赤裸的投机卖空、信贷机构威胁下调评级、客户和交易伙伴失去信心，以及场外的战略买家坐等政府入场协助交易——不仅仅是雷曼故事的一部分，也是金融机构再熟悉不过的故事。这些反复发生的剧变是造成政府不得不通过大幅度更改监管制度为金融机构提供重要支持并干预运作的原因。

今天这个场合并不适合我们对去年世界经济的众多事件进行全面分析。我并没有必要的信息或者观点来阐释所有的原因并找到解决问题的办法。我也不认为有人能够全面完成这项任务。但是我想谈谈几个造成我们今天如此境地的因素和我们力所能及的事情。

首先，导致雷曼兄弟走到这一步的最直接的原因是市场信心的缺乏。这时候，市场所缺乏的并不仅仅是对雷曼兄弟的信心，更是对整个投资业和相关金融机构网络的信心。正如国会要千方百计加快急救计划的批准过程的原因一样，我们的系统中存在着显著的信心缺乏，如果没有政府的紧急干预，整个系统都有可能失败。

尽管包括雷曼兄弟在内的所有的投资银行历来都对市场的冲击有所准备，但是我们谁也没有能够为这次远远超出预期的事件做充分的准备。投资银行完全依赖于员工、客户、投资人和交易伙伴的信心和信任运营。投资银行与商业银行不同，它们要遵循盯市会计准则。结果是我们都不得不将我们的投资按照最弱的竞争对手的甩卖价格标价。商业银行不会这样。这对投资银行不利。伯南克主席本人也曾指出这些被甩卖的资产在长期看来仍然有“良好的价值”。这些冲销是动摇市场对投资银行和整个银行系统信心的一大原因。

美国证券交易委员会正在调查此事。

雷曼兄弟是这场击倒一连串投资银行的信心危机的受害者。贝尔斯登倒下了，美林被迫卖给美国银行。高盛和摩根士丹利获得加速批准转为银行控股公司，给投资人带来了巨大的信心，也获得了大量的资金注入。然而，现在已经没有任何主要的独立投资银行存在了。

我要说的第二个重要原因是投机性无券卖空。我相信它是造成贝尔斯登和雷曼兄弟崩溃的原因之一。卖空本身可以作为对冲风险的有效工具。而允许投机性无券卖空是对市场操纵的放纵。投机性无券卖空在卖空前没有借到或者筹措到本应送到买主手中的股票——从本质上就是卖出你并没有的东西，而且最终也可能不会交付买家。

投机性无券卖空和随之而来的谣言，给贝尔斯登造成了严重甚至致命的打击。金融市场中很多知识丰富、经验老道的从业者都知道，卖空投机者散布关于贝尔斯登流动性的谣言和不实信息，自己切断并鼓励其他机构也切断和贝尔斯登的交易，营造恐慌的气氛，从而自我实现了这家银行倒掉的预言，由此投机卖空者和谣言贩子成功地扳倒了贝尔斯登。在我们的事件中，虚假的谣言猖獗至此，以至于主要机构都发布公告辟谣，毫无事实根据的谣言给雷曼兄弟同样造成了严重的伤害。

贝尔斯登事件后，我们和其他许多公司联合要求监管机构立即整治投机性无券卖空。美国证券交易委员会发布临时指令，从7月21日起禁止对多家金融机构的投机性无券卖空，其中就包括了雷曼兄弟、美林证券、房利美和房地美。这项措施的出台稳定了雷曼兄弟公司和其他公司的股票价格。然而，此项措施只是暂时性的，17个交易日后，到8月13日就到期了。到现在，历史已经证明允许投机性无券卖空是多么错误和不明智。

许多最近崩溃和被迫紧急合并、出售或者接受政府救助的公司——贝尔斯登、雷曼兄弟、美林证券、房利美、房地美、美国国际集团——都是在投机性无券卖空没有被实质监管期间被迫发展至此的。9月15日，雷曼兄弟倒