

卖空的艺术

凯思琳·F. 斯泰莱 著

崔世春 译

张 峦 校



A1008946

上海财经大学出版社



图书在版编目(CIP)数据

卖空的艺术/[美]斯泰莱著;崔世春译;张峦校. —上海:上海财经大学出版社,2002.6

(东方证券·透视所有时代最伟大的投资经典)

书名原文:The Art of Short Selling

ISBN 7-81049-745-6/F·636

I. 卖… II. ①斯… ②崔… ③张… III. 证券交易 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 025850 号

☐ 责任编辑 黄磊 袁敏

☐ 封面设计 周卫民

MAIKONG DE YISHU

卖空的艺术

凯思琳·F. 斯泰莱 著

崔世春 译 张峦 校

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

上海第二教育学院印刷厂印刷

上海市浦江装订厂装订

2002 年 6 月第 1 版 2002 年 6 月第 1 次印刷

890mm×1240mm 1/32 12.125 印张 252 千字

印数:0 001—4 000 定价:30.00 元

东方证券·透视所有时代最伟大的投资经典

编委会

主任

谈 敏 肖时庆

副主任

金文忠 陶 晋 骆玉鼎

编 委

李 峰 张启生 杨 帆 黄 磊

图字 09—2001—411 号

Copyright © 1997 by Kathryn F. Staley

Published by John Wiley & Sons, Inc.

All rights reserved

2002 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

市场经济发展的一般规律和中国经济改革的实践经验向我们昭示,建立和完善具有中国特色的证券市场对中国经济的持续健康发展具有重大意义。

充足的自有资本、合理的资本结构是现代企业运行的基本条件。由于历史的原因,作为中国企业主体的国有企业,必须补上“资本”这一课;同时,各种新兴的经济组织形式也渴求尽快克服“资本”瓶颈,实现加速增长。据统计,截止到2002年4月,上海、深圳的证券市场累计筹资超过8 000亿元人民币,为中国企业的成功转型奠定了坚实的资本基础。伴随着证券市场的兴起,中国上市公司运作逐步趋于规范和透明,已经初步建立起现代公司治理结构的基本框架。

中国资本市场在实验、观望、争议中走过了十余年的发展历程。2002年4月末,中国证券

市场上市公司总市值超过 45 000 亿人民币,投资者开户数超过 6 700 万户,成为亚洲第三大证券市场。就其在国民经济以及人民生活中的影响和地位而论,已经很难让人忽视它的存在。

健康、高效的资本市场反映了并反作用于实质经济的发展,而资本市场效率在很大程度上取决于市场投资者素质的高低,因此,投资者教育成为市场经济基本建设的重要内容。同时,作为一个新兴市场,借鉴西方成熟市场的经验教训也是“后发优势”的一种体现。上海财经大学出版社与东方证券有限责任公司合作,翻译出版了这套“东方证券·透视所有时代最伟大投资经典”,首批入选的四部著作深入浅出,均为近年来受到西方投资界推崇的畅销作品,相信对国人了解掌握证券市场运行规律能够有所助益。

谈 敏
2002 年 6 月

译者的话

在投资比赛场上,恐怕没有哪一种游戏比卖空更令人兴奋的了。操作得当,卖空可以给你带来高额利润;然而,一次失足,就可能带来损失惨重的后果。尽管卖空存在风险,但在某种程度上由于受到成功故事的鼓舞,例如乔治·索罗斯(George Soros)卖空英镑赚得数十亿美元的故事,因此,在美国,越来越多的人正参与其中。凯思琳·F. 斯泰莱所著的《卖空的艺术》正是关于这样一些人及其实战的书,他们从股市崩溃中获益,他们专门研究如何察觉灾祸,他们运用这样的方法来追踪公司消亡的轨迹,就像测震学家观测地震前最初的小震一样。

凯思琳·F. 斯泰莱是一位美国注册投资顾问和注册金融分析师(CFA),是投资领域尤其是卖空方面的专家。她与对冲基金、经纪商行以及其他金融机构合作,为它们确定哪些股票应当抛售和卖空;同时,在美国西北大学为美

国投资管理协会(AIMR)讲授财务报告分析课程。

《卖空的艺术》一书被认为是第一本说明技艺精湛的投资者如何利用最新的投资潮流——卖空——赚钱的书。《新基金经理们》(*The New Money Masters*)一书的作者、特伦—托马斯—史密斯投资咨询公司(Train, Thomas, Smith Investment Counsel)的约翰·特伦(John Train)评价说:“《卖空的艺术》是对于(卖空)这一难以掌握的技术的最好的描述。”审慎卖空基金证券组合经理大卫·W. 泰斯(David W. Tice, Portfolio Manager, Prudent Bear Fund)认为:“凯思琳·斯泰莱在解释高度专业化的卖空技术方面做了一项出色的工作。她讲述著名的投资‘诡计’的真实故事的方法将使读者着迷,同时也给投资者们提供了许多极其重要的教训。”《投资骑手》一书的作者吉姆·罗杰斯(Jim Rogers)说:“卖空仍然是一项被人们误解的制度,但是即使是最狂怒的多头也必须掌握这项颇有价值的技术以征服经常变幻莫测的市场。”

上海财经大学出版社的黄磊先生把《卖空的艺术》这本颇有影响的投资名著交给我时,正值沪深股市由于种种原因拉开暴跌序幕之时;也是有识之士呼吁中国股市应引入卖空机制,有关部门正酝酿推出沪深股市统一指数、积极为指数期货的推出做准备之时。与任何证券市场、尤其是不成熟证券市场一样,中国证券市场在快速发展、取得令人瞩目的成就的同时,也存在着一些不容忽视的问题。例如,一些上市公司只知圈钱、不思回报,弄虚作假、操纵利润,法人治理结构不健全,产权结构不合理,

大股东操纵、中小投资者利益难以得到保护；一些机构兴风作浪，违规操作，为虎作伥，一些股评人士呼风唤雨；国有股、法人股不流通，历史遗留问题迟迟得不到及时、合理、妥善的解决，且成日益严重之势等。对于这些问题，一方面我们必须在证券市场稳定发展的前提下加强规范监管，减少其对证券市场的影响；另一方面，我们必须建立健全相关市场机制，包括卖空机制，让市场本身去纠正这些问题。《卖空的艺术》为我们识别证券市场上的种种违规行为，如虚假财务报表、内幕交易等提供了很多经验和技巧；更为重要的是它无疑对我们借鉴成熟股票市场上卖空机制的设计，对我国投资者将来在卖空机制引入后正确运用卖空技巧对冲风险、获得投资回报大有裨益。

卖空交易，是指证券投资者出售通过合法手段借入的证券的行为。美国证券交易委员会 3B-3 规则指出，“‘卖空’一词，是指投资者出售自己并不拥有的证券的行为，或者投资者用自己的账户以借来的证券完成交割的任何出售行为。”从事卖空交易的证券投资者被称作卖空者或空头。卖空交易是一种交易行为，同时也是一个过程。空头之所以卖出借入的证券是因为他们预期证券的价格即将下跌，他们在未来可以以更低的价格买入证券，从中获得差价。如果一旦证券的价格没有下跌，那么空头就面临着在价格高位买入证券的风险，这将导致其遭受损失。为了能够进行卖空，空头必须借入证券，一般可以向经纪人或机构投资者借入证券。而经纪人或机构投资者一般都要向这种借贷行为索取利息。从本质上看，卖空交易实际上是信用交易的一种形式，因为证券的借

贷实际上也是一种信用,而且卖空交易通常采用的是保证金信用交易的形式,即空头只需要在账户上拥有他所借入的证券价值一定比例的现金即可借入证券进行卖空交易。根据投资者进行卖空交易的目的,可以把卖空交易分为投机性卖空和对冲性卖空两种基本形式。前者是指投资者预期股票价格即将下跌,因此向证券商借入股票,以较高的现时价格出售,等待市场价格下跌到一定价位时,再以较低的价格买入证券,归还给证券商。投资者自始至终都不拥有该笔股票,但却从股票的价格差中获得了利润。后者是指投资者持有股票或者以股票为基础证券的衍生证券,由于担心因股票价格的下跌而可能给所持有的头寸造成损失而进行卖空交易,将所持有头寸的风险对冲掉。对冲性卖空可以在同一股票上进行,也可以在相关性很强的股票之间进行,或者在股票和以股票为基础证券的衍生工具之间进行。卖空机制是股票市场的一项重要制度,虽然在该机制对市场所产生的影响方面分歧犹存,但在一些基本问题上还是取得了一些共识。卖空机制为股票市场提供了流动性和价格发现两种最基本的功能。股票市场上的卖空行为一方面增加了市场上股票供应量,降低了投资者由于市场供应不足而不得不以较高价格购入股票的风险,同时对冲行为又增加了市场的需求量,使得投资者能在固定的价位上大量卖出股票。卖空机制的存在活跃了市场的交易行为,扩大了市场的供求规模,从而有利于提高市场的流动性。其次,卖空机制的存在客观上能产生一种“价格发现”机制,促使股票市场的价格接近于实际价值,实现股票市场定

价的有效性。卖空机制的存在,使得整个市场存在着大规模的股票的供应和需求力量,这种大规模的交易量及由此衍生的价格竞争将会大大提高股票定价的有效性。而且卖空交易行为实际上反映了市场对股票的未來价格的评价,从而使价格所反映的信息更加充分。在缺乏卖空机制的市场上一般存在着的股票价格高估现象也从反面验证了上述观点。卖空机制的存在还为市场参与者提供了一种兼具投资与保值双重功能的投资形式。在投机性卖空中,投资者可以通过卖出借入的证券,在证券价格下跌后以更低的价格买入并归还所借证券,从价格差中获利,因此卖空在实际上为投资者提供了一种投资工具。而在对冲性卖空中,投资者持有证券或以该证券为基础证券的衍生品种,证券价格的波动将使投资者面临损失的风险,投资者为了对冲掉这一风险,可以卖空该种证券,建立一项反向头寸,这样无论价格上涨还是下跌,投资者的损失和利润能大致相抵,避免了风险,因而卖空又发挥了保值功能。不可否认,卖空机制也存在可能扰乱市场的负面作用。卖空行为在通过保证金交易方式降低交易成本的同时也创造出了虚拟的供应和需求。这种虚拟的供应和需求的过分扩大会导致市场信号的失真,给市场带来负面影响。在市场出现大量卖空时,一方面会使得投资者看空市场,不愿进入市场;同时又会引致后续的卖空行为,甚至引起投资者的恐慌,投资者纷纷抛出手中持有的股份。两方面因素综合会进一步加剧市场的下跌,甚至可能导致暴跌。例如,很多人相信美国1929年的股市崩盘的一个重要原因就是市场上过量的卖空行

为。1998年国际投机家们对香港的袭击就是很好地利用了股票市场上的卖空机制。也正是因为这些负面影响,各国在引入卖空机制的同时莫不加大了对卖空行为的监管,要求卖空行为的信息更加透明,目的更加正当。《卖空的艺术》在其“历史记录与一般教训”一篇中,对卖空的支持意见和反对观点作了全面的介绍。

在《卖空的艺术》一书中,凯思琳·斯泰莱向我们展现了卖空是如何进行的。她的及时指导带领读者通过了卖空的全部过程,从什么是卖空到如何准确地卖空、什么时候卖空以及为什么要卖空。书中的最新交易实例、指导方针以及相关规则清楚地说明了卖空的最新应用和技巧。凯思琳首先介绍了卖空的事实与实践者的基本情况;然后运用了大量的典型案例来说明空头的分析方法,阐述卖空股票的得失成败;最后介绍了卖空的历史、关于卖空的争论、空头易犯的错误,总结了基本卖空的六大支柱。在第一篇中,凯思琳用两章的篇幅说明了证券交易所中的专业证券商、做市商、第三市场经纪人、套利者、机构、基金经理和个人投资者、证券组合账户经理等各种各样的卖空实践者的卖空动机,概述了为什么会存在卖空的时机,空头们如何运用分析技术选择卖空对象及其分析的基本资料来源,卖空的技巧与风险,介绍了一些著名的对冲基金。在第二篇中,凯思琳用八章的篇幅,运用各种典型案例并附有说明空头净额、资产负债表、损益表等的表格,以及显示空头净额和股票价格曲线的图形,分门别类地介绍了泡沫股票、高风险低回报的高倍数成长型股票、高回报成长不稳的高倍数成长型股票、财务报告让

人看不懂的公司股票、需要不断从资本市场上筹集大量资金以维持公司生存的股票、出售资产或者重组的公司股票、行业衰退的主题股票以及兼有上述各类股票特征的集大成者股票的卖空。这一篇是全书的重点。案例涉及的行业众多,有地毯清洁公司,药品公司,制造肾结石非扩散粉碎设备的碎石术公司,脊椎指压治疗法经营公司,生产时尚产品包括玩具、家用电脑、棒球纸牌、运动纪念品的公司,食品杂货连锁店,润滑油快速更换的特许经销公司,饮料公司,媒体视频公司,教育产业,制造运动赌博和跑道赌博终端设备的公司,储蓄贷款联合公司,保险公司,生物技术类公司,航空公司,珠宝商,房地产公司,银行等。凯思琳从最简单的卖空刚刚刊发招股说明书和可能根本不存在产品的泡沫公司开始;接着讨论了时尚和专卖权,并说明如何揭示一次性收入,怎样追踪内部人交易,以及如何评价营业计划;然后跟踪几个全面成长的公司并提出了一些确定它们何时停止成长的方法;接下来详细阐述了公司用来遮掩其经营状况的复杂的会计欺诈手段,介绍了如何追踪那些只知圈钱而不思回报的公司的现金流量和融资需求;讲述了那些在资金渠道丧失时求助于出售资产的公司的故事,介绍了高度举债经营的公司及其周期性营业下降;最后说明如何卖空集收益能力、资产质量以及管理质量问题于一身的公司股票。在每一个案例中,凯思琳都教给读者至少一个方面的卖空技巧。在第三篇中,凯思琳用三章的篇幅,首先介绍了空头易犯的三大过失即懒惰、傲慢、时机选择不当,并以若干小片段的方式介绍了在商品周期、科技股票、空头轧

平、购入全部股权、恐惧、固执、复杂性、群集等方面空头可能存在的错误。其次,凯思琳回顾了从荷兰、英国、法国、20世纪前的美国、德国直至20世纪的美国的卖空历史、关于卖空利害成败问题的持续不断的争论以及政府规制、规制的利弊得失。最后,凯思琳在前面各章案例的基础上,总结出一个对任何股票、空头或者多头都适用的比较有序的分析框架,其中以非常精练的语言穿插了众多小的卖空故事。全书语言诙谐风趣、轻松活泼,把极为枯燥的、专业性很强的财务知识、证券知识、分析技术等生动而深入浅出地介绍给了读者。

“股市有风险,投资需谨慎。”沪深股市的风险,投资者已经领略不少。近几年来,证券市场违规事件随处可见,从琼民源到郑百文,从亿安科技到银广夏,从东方电子到蓝田股份,等等。亿安科技从2000年2月17日每股最高126.31元跌到2002年1月23日的最低8.52元,跌幅高达93.25%;银广夏从2001年8月2日的每股31元,在丑闻被披露之后几乎连续15个跌停板,跌到2001年10月18日的5.47元,随后又震荡下行至2002年1月22日的每股2.12元,跌幅高达93.16%。系统性风险也不少见,十几年来,沪深股市的投机性表露无疑,涨时暴涨,跌时暴跌,甚至短期内上窜下跳、猴性十足。2001年6月14日至2002年1月29日,沪市股指从最高2245.43点跌至最低1339.20点,跌幅高达40.35%;深市从2001年4月17日的最高5091.46点下跌至2002年1月29日的最低2661.91点,跌幅高达46.30%。其间出现过全线涨停,也出现过全面跌停。实

实践证明,由于缺乏卖空机制,只有做多才能赚钱,于是众多机构、中小投资者们沿着“自古华山一条道”推动股市不断上涨,依靠资金堆积的股市繁荣景象由于缺乏上市公司良好业绩的支撑,一旦资金链断裂,必然引发一轮暴跌,不仅影响到广大股民,而且影响到众多的机构投资者,带来一系列问题。看来,仅仅依靠谨慎的投资态度已经难以保证规避风险。管理层为了稳定股市曾经出台了一系列政策,如超常规发展机构投资者,不断推出封闭式基金、开放式基金,但总的来说,由于未能解决市场机制上的缺陷,不但未能达到预期效果,反而带来一些新的问题,如“基金黑幕”等。股市不断重复着“昨天的故事”:市场低迷——出台救市政策——股市上涨、泡沫形成——股市暴涨、泡沫吹涨——泡沫破灭、股市暴跌、大批投资者高位套牢——市场低迷;一收即死,一放则乱。在翻译《卖空的艺术》一书过程中,译者也深深地领略到了成熟股票市场存在的风险,同时感慨万千的是,要是我们也有卖空机制,投资者对于上述风险也许不会像现在这样无所适从、任之宰割,或许有了卖空机制,上述风险可能不至于积聚到如此高的程度。

读者可能比较熟悉的是最近发生在美国的安然破产案,这是美国历史上的第一大破产案。其实,在《卖空的艺术》中介绍的许多案例中,我们都可以看到安然的影子。有了卖空机制,美国的投资者们就有了对冲众多大小“安然”们造成的风险甚至利用其获取利润的工具,从而使它们的负面影响大为减少。据《国际金融报》(2002年1月11日第1版)报道,2001年,美国道·琼斯工业

股票平均价格指数当年下跌了 7%，标准普尔 500 种股票指数下跌了 13%，其年度跌幅是自 1974 年以来最大的。纳斯达克综合指数去年下滑了 21%，而前年下跌了 39%。而投资者并没有全军覆没。那些从股价下跌中获利的空头们的投资回报猛增了 14%。截止到 2001 年第三季度，在市场从 9 月下旬的低点向上大幅反弹之前，空头们的投资回报上涨了 30% 以上。鉴于分析师们预计股市在今年上半年还会进一步上扬，空头们早已调整了他们的投资组合，把资金撤出科技股，转向其他领域。互联网公司“孵化器”CMGI Inc.、电信公司 JDSUniphase Corp. 和环球电讯使空头们的投资回报上升，这些股票在去年均下跌了 70% 或更多，让空头们大赚了一笔。在安然公司和其他能源交易商上做空的空头也获利丰厚。同样情况也适用于一些消费金融公司，不断恶化的信贷质量使这些公司蒙受了损失。

与美国股票市场投资者状况形成对比的是，2001 年我国股票市场经历了其发展史上最严重的调整，股市的调整不仅影响到广大股民，而且影响到众多的机构投资者。造成这种局面的一个重要原因是我国证券市场尚缺乏很好的保值工具，如非常重要的卖空机制，投资者无法通过套期保值来对冲系统风险，更谈不上通过某些工具的运用在市场调整中获利。据鑫牛网 2002 年 1 月 24 日所载文章《金融专家认为：中国股市的发展需要卖空机制》，中国人民大学金融与证券研究所的赵锡军、陈启清教授认为，我国股票市场发展的历史比较短，市场的规模比较小，股票市场上存在着对股票的过度需求，导致我国

的股票价格奇高,严重脱离公司的基本价值,使得市场隐含了较大的“泡沫”风险。卖空机制的引入无疑将有助于缓解这种局面。我国股市还存在着股价振幅大,换手率高,股市行情暴涨暴跌的情况,卖空机制的引入能平衡市场多空双方的力量对比关系,在一定程度上抑制市场的暴涨暴跌,稳定市场。卖空机制的引入对于我国培育机构投资者,给机构投资者尤其是开放式基金创造一个良好的市场环境有重要作用。卖空机制的缺乏,使得我国的机构投资者只能通过市场的单边上扬才能赚钱,这一方面异化了机构投资者的行为,机构投资者不得不通过做庄拉高股价来实现盈利要求;另一方面又使得机构投资者缺乏有效的市场下跌时的避险手段或盈利手段,股市的下跌往往使机构投资者面临着亏损的风险,如果股市下跌幅度很大,持续时间长,机构投资者甚至会面临破产倒闭的风险。我国目前已经推出开放式投资基金,如果没有卖空机制的配合,开放式基金将可能面临严重的流动性风险,引发人们对开放式基金的挤兑狂潮,严重的还可能引发金融危机,推出卖空机制则有望改变这一局面。对于股票指数期货和股票现货卖空机制的推出顺序,他们认为,从各个成熟的股票市场来看,股指期货一般都内含着卖空机制,股指期货的交易既可以做多,也可以做空,这就要求股票现货市场也应该允许卖空。在股票现货市场上无法卖空的投资者只能进行单向的套期保值,即在现货市场上买进股票,在股指期货市场上卖空股指。这种单项交易不仅将导致股指期货市场交易的不活跃,同时又会影