

1
HZ BOOKS
华章经管

Mc
Graw
Hill

资本的游戏

空头 无罪

卖空的历史

史一样长……

为什么卖空者总是被指责为股市崩盘的幕后黑手，历史又在如何重演？

（美）罗伯特·斯隆（Robert Sloan）著 王茜 潘小燕译

DON'T BLAME THE
SHORT SELLERS



机械工业出版社
China Machine Press



DON'T BLAME THE SHORTS 空头无罪

(美) 罗伯特·斯隆 (Robert Sloan) 著 王茜 潘小燕 译



机械工业出版社
China Machine Press

Robert Sloan. Don't Blame the Shorts : Why Short Sellers Are Always Blamed for Market Crashes and How History Is Repeating Itself.

ISBN 978-0-07-163686-5

Copyright © 2010 by Robert Sloan.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education (Asia) and China Machine Press. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

Copyright © 2011 by McGraw-Hill Education (Asia), a division of the Singapore Branch of The McGraw-Hill Companies, Inc. and China Machine Press.

No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字翻译版由机械工业出版社和麦格劳－希尔教育（亚洲）出版公司合作出版。

版权 © 2011 由麦格劳－希尔教育（亚洲）出版公司与机械工业出版社所有。

此版本经授权仅限在中华人民共和国境内（不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区）销售。未经出版人事先书面许可，对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播，包括但不限于复印、录制、录音，或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本书封底贴有 McGraw-Hill 公司防伪标签，无标签者不得销售。

封底无防伪标均为盗版

版权所有，侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2010-1049

图书在版编目（CIP）数据

空头无罪 /（美）斯隆（Sloan, R.）著；王茜，潘小燕译．—北京：机械工业出版社，2011.1
（资本的游戏）

书名原文：Don't Blame the Shorts : Why Short Sellers Are Always Blamed for Market Crashes and How History Is Repeating Itself

ISBN 978-7-111-32553-6

I. 空… II. ①斯… ②王… ③潘… III. 股票－证券投资－研究 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 224378 号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037）

责任编辑：佟欣书 版式设计：刘永青

北京京北印刷有限公司印刷

2011 年 1 月第 1 版第 1 次印刷

170mm×242mm·11.25 印张

标准书号：ISBN 978-7-111-32553-6

定价：30.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：（010）88379210；88361066

购书热线：（010）68326294；88379649；68995259

投稿热线：（010）88379007

读者信箱：hzjg@hzbook.com

献给我美丽的妻子伊丽莎白和我的妹妹苏珊娜
谢谢你们对我的信任



译者序

卖空的历史和华尔街的历史一样长，甚至和美利坚合众国的历史相当。然而，从始至终，卖空却因其从他人的亏损中获利的本质而备受指责和非难。不论是 1929 年经济大萧条，还是 2008 年开始全面蔓延的新一轮经济危机，各方都一致地把焦点引到最易受攻击的卖空者身上，从而转移矛盾、推卸责任。

然而，作者想通过本书传达一个关键信息——空头无罪！首先，卖空是保证市场流动性的必要基础。以美国股市为例，卖空是市场主要参与者进行对冲及套利投资的前提，而禁止卖空会使投资交易量大幅缩水，降低市场流动性。在市场形势不明朗的情况下，禁止卖空无疑会使形势雪上加霜。2008 年 7 月，管理部门引进限制卖空者借入股份的新规定来阻止卖空。随着市场的持续下跌，政府开始禁止卖空金融股，但出乎意料的是，信用市场的全面崩溃以股市流动性缺失的形式表现出来。政府把注意力放在调查卖空而非采取补救行动上，最终雷曼兄弟破产，引发了 20 世纪 30 年代以来最严重的全

球金融危机。

其次，卖空是保证市场信息畅通、揭露上市公司虚假信息的重要手段。卖空者获利的手段非常简单——找出估值过高的股票，和过度自信的投资者打赌。上市公司经常通过做假账、发布假消息来自我炒作，提升股价，而卖空者恰恰要通过揭露这些行为将其“打回原形”。正如一个民主国家必须要有自由媒体等监督机制一样，如果没有卖空，公众只会成为唯命是从的奴隶。卖空正是在管理者涉足之前揭露安然等公司丑闻的一种途径。

作者表示，“本书的目的不是证明卖空的可行之处，因为任何对股市有所了解的人都已经知道，卖空就是市场不可或缺的组成部分。本书的目的在于探讨一种正常的行为如何随着时间的推移慢慢成为被指责的对象，我们又为何会对国家的金融历史麻木不仁。”作者认为，美国公众历来就对卖空者又恨又怕，追根溯源，因为人们担心他们垄断财富和权力。卖空需要非常复杂的投资技巧，一般公众很少涉足。一旦市场下挫，蒙受损失的股民便跟随上市公司一起指责卖空者打压股价。这让我想起了加利福尼亚州共和党参议员克里斯托弗·考克斯面对上市公司高管对卖空的控诉时有感而发的一句话——“我不想惩罚那些积极进取、善于运用自己发现的信息的人，而且我也不认为应该设立禁止这种行为的法律……”股民也好，上市公司也好，何不为自己的投机惨败或者经营不善而忏悔，为什么要把罪名强加给卖空者呢？

当然并不是说要完全放纵卖空行为。的确，在利益的驱动下，卖空者也可能捏造假消息，对目标个股发动空头袭击。所以，面对卖空，政府需要做的是进行管理，而非全面禁止。禁止卖空的后果是流动性的缺失甚至市场的崩溃。

2010年4月16日，国内股指期货正式推出，证券市场迈出了历史性的一步，市场参与者终于可以使用卖空的投资策略。在这个大背景下，了解卖空的历史对投资者更具参考意义。不论是卖空相关研究者、政府监管部门、股指期货投资者还是普通投资者，都应该读一读本书。如前所述，政府要做的是对卖空进行管理，而非打压和禁止；对卖空者而言，遵守市场规则是投资的前提；公众则必须清醒地认识到，卖空能为自己提供更加开放和公正的投资环境。

本书第1～6章由潘小燕翻译；前言、附录及第7～10章由我负责翻译，欢迎大家就译文和卖空相关的问题和我们进行交流，译者信箱 nvxinglingxian@163.com。

王茜



前言

“那是应该的。”

——一位华尔街传奇人物对乔伊·肯尼迪 1929 年

大萧条期间卖空暴富事件发表的评论

你可以通过很多方法赚钱并受到赞扬。企业狙击手一般会被《财富》杂志和《商业周刊》奉为名人；技术天才因企业家精神而受到赞美；媒体和电影制作人则因为他们的创作天赋而备受尊敬；即便石油公司都常常能得到优待。在美国，你可以第一次尝试把两个小物件黏在一起，然后把它卖出去，有人会称之为创造。但是，如果你卖空某只估值过高的股票，肯定会遭到否定，甚至被看成是不道德的，是在破坏美国的资本主义体制。

当市场变得不景气时，公众就开始抱怨放纵、妄动、贪婪和不正当的行为。人们感觉自己受到伤害、茫然无助，希望山姆大叔能清理混乱的局势，查出应该受到惩罚的对象。在制定罪名的讨论中，卖空者注定再次难逃厄

运。把罪名加在卖空股票的投资者身上实在是太方便了。

年轻的时候，我也倾向于指责卖空者。15岁时，我第一次经历了卖空。来自华尔街一家著名机构的高层人物曾经接受父亲邀请来我家做客，后来，他成了叱咤风云的领导者。父亲让我过去向他问好，当时1979年的石油危机刚刚过去，我试图做出有见地的市场评论。我想到了首任证监会主席乔伊·肯尼迪，讲述了他在1929年的时候如何卖空，并在经济危机期间赚了1500多万美元。当然，我并无意要赞美他。

这位高管看着我，停顿了一下，然后非常冷静地回答：“那是应该的。”

当时我才15岁，必定没有接受过关于华尔街的任何培训，也没有任何相关经验，但根据直觉，我认为肯尼迪的做法是不对的。为什么他的故事会像习惯性思维一样出现在我脑海之中？为什么我年轻的世界观中已经烙下了反对卖空的烙印？卖空究竟是如何将政治和经济制度分开的？卖空为什么会导致华盛顿精英和企业领导者团结一致的罕见情况出现，同时指责这种行为？为什么市场下挫的时候，金融媒体会激烈地排挤卖空者，指责这种和华尔街历史同样悠久的投资方法？

正是这些问题激励我写下本书。结果证明，答案在于国家的创立过程，以及平民主义和资本主义、农村和城镇、主街和华尔街之间不断出现的紧张关系。

2007年开始的这场经济危机是由银行高估其账面资产引发的——资产并不能以合理的价格出售。有形权益资本和它们出售非流动资产得到的资金之间的差额正是信用危机爆发的症结所在。

但是，谈到出现这种问题的原因时，很多华尔街高管却对自己的非流动资产负债表避而不谈。相反，他们的目光又转向了熟悉的替罪羊：卖空者。

高管们称，正是这些卖空者含沙射影地散播一些知名金融股股价下跌甚至崩盘的谣言和谎言，才使人们预测市场的衰退。

在这些高管中，很多人坚持认为自己公司的流动资金充裕、资产估值恰当、商业模式也完整无缺。但是，众所周知，这并不真实。为几乎所有交易提供资金的支付系统——无论是普通系统还是最复杂的系统，无论是家庭经营的小公司还是跨国信用卡公司——都即将冻结，一美元一美元地冻结、一家一家企业地冻结、一个部门一个部门地冻结。截至 9 月，华尔街境遇最差的公司之一——雷曼兄弟已经陷入了破产的边缘，美国以杠杆为特征的资本主义体制也即将被自己拖垮。

当然，雷曼并不是遭遇意外破产的第一家华尔街机构。2008 年 3 月，在摩根大通全国范围内财务接管的援助下，贝尔斯登才免于破产。雷曼公司是一家风险交易和风险控制为主的投资公司，是商业票据市场的主导者。没有人知道批准它破产的代价是什么，但是雷曼保管了世界各国的主权债务、企业债务和个人债务。市场管理者——在他们想要监管的 CEO 们的怂恿之下，把雷曼的破产归咎于第三方——他们指责卖空者。

市场下挫，历史重演

公平地说，近一个世纪以来，卖空者都是一个很容易被栽赃的替罪羊，因为从定义上来讲，他们就是从他人的亏损中获利。卖空者借入股份，然后将其出售，寄希望于通过以更低价格买进股份获利。一般情况下，卖空者会从经纪商处借入股票，然后以一定的价格将股票售出，希望能以更低的价格再买进股票。也就是说，如果股价下跌，卖空者就能获利。同样重要的是，

卖空者中投资方法已经非常普遍，但却似乎并不能为大多数人所掌握。

从本质上来说，卖空是一种在某只股票价格下跌时创造收益的投资工具。卖空的原因很多：公司的商业模式可能是完全错误的，其创收潜力可能不大，或者，有时候有人会怀疑某些公司做假账。但是大多数卖空交易的目的是为了抵消持有某只可转换债券的风险，为并购套利的差价下赌注，或者在指数套利的时候避免利率风险。

进行卖空的步骤有两个。第一，卖空者必须对借入股份的可能性进行研究。（事实上，大型银行都设有专门的部门，其主要任务就是向想要贷款或者卖空股票的人出借股份和现金。）要从银行或者经纪商处借入股份，一般都是通过机构经纪业务部来执行，这个部门本质上就是专为专业投资人士服务的银行。大多数人都利用银行来进行住房抵押贷款、商业贷款、房屋净值贷款和汽车贷款。机构经纪商为管理股票或债券投资组合的专业投资人士提供类似的服务，并通过其机构经纪业务部门来执行这些服务。

一开始，卖空者必须获得经纪商的准许，经纪商必须有卖空者可以借入并出售给买家的股份。为了借入股份，卖空者必须以现金、债券或者股票的形式进行抵押。此外，借入股票还必须支付利息，而且利息可能很高，有时候高达每年 50%。一旦借得股票，卖空者就通过经纪商将股份售出，再交割借入的股份，完成交易。

卖空者希望股价下跌。一般而言，卖空者会先从经纪商处借入股票，然后将股份卖出，假设是以每股 50 美元卖出的话，希望能再以低于 50 美元的价格买进。如果股价跌到了 40 美元，而卖空者又认定回报已经足以抵消自己承担的风险，他就会以每股 40 美元的价格买进股票，收益为每股 10 美元减去借入股份时支付的利息。卖空者还会将借入的股份还给经纪商，赎回保

证金。

尽管名声不好，但卖空是金融体系的一个基本部分，它增强了市场的流动性，甚至是一些资本市场存在的关键。当 1931 年大不列颠岛摒弃金本位原则时，市场面临困境，纽交所也在短期内禁止了卖空交易。做市商没有能力为交易提供流动性，交易价格急速攀升。两天之后，禁令就被撤销了。¹

但是，由于股票卖空本质上意味着损人利己，政治家们纷纷指责卖空者是市场崩盘的罪魁祸首，即便卖空实际上和这次崩盘毫无关系。对卖空（或许是市场上联系最紧密的环节）的这场错误抨击已经走向破裂。去年 9 月，由于雷曼兄弟濒临破产，政府并没有发表杠杆率、借贷标准、资本结构和市值计价会计准则等可能为银行带来一线生机的重要问题，也没有探索用政府资金解决问题贷款、为其提供支持的方法（不良资产救助计划和定期资产支持证券贷款工具就是这种类型的政府项目）。相反，政府攻击卖空者——这个看上去比其他投资者和政府本身更了解银行系统健康状况，难以归类、也并不被人了解，但却非常可靠的老对手。

一开始，信用危机和潜在的银行破产风险被归咎在没有借入股份的情况下卖空股票的投资者——“裸卖空”。由于不用借入股份，卖空者卖空的股数并无限制。裸卖空打乱了市场如何吸收卖空的平衡状态，可能把股价打压到每股几美分。

2008 年，管理部门试图通过限制进入金融股来解决次贷危机，这很让人费解，但无论如何却是事实。2008 年 7 月，管理部门引进限制卖空者借入股份的新规定阻止卖空者——它们眼中的敌人。随着市场的持续下跌，政府直接开始禁止卖空金融股。（就在我写下本书的时候，卖空者正接受联邦政府的更多监管。进行系列改革之后，证监会似乎正在考虑再次对卖空者施

加更多限制性规定的可能性。)出乎意料的是,信用市场的全面崩溃以股市流动性缺失的形式表现出来。所以,政府首先对其卖空者进行了调查,而没有做出对雷曼进行资产重组或者为其提供资金援助的决定。雷曼开始对引发问题的潜在源头进行调查——而没有采取实际行动拯救公司——几个月后,雷曼宣告破产,引发了 20 世纪 30 年代以来最严重的全球金融危机。

管理者本不该表现出对市场的距离和对卖空及其对市场流动性重要程度的蔑视。尽管美联储、证监会和财政部聘请了几位历史学家,但却并不懂得有效地利用这些资源。20 世纪 30 年代,政府也曾有过类似的举动(通过了大量改革市场的法规),结果也是一样的。1929 年经济危机爆发后,参议员和众议员开始寻找引发危机的恶棍,调查空头袭击、轧空和投资者为打压股价散布谣言的行为。政府对卖空的打击赢得了公众的喝彩,他们希望找到拖垮经济的金融恶棍。然而,从政治层面来讲,这种攻击是非常危险的,因为它们导致市场流动性降低,并且,和现在的情形一样,进一步拖垮了信贷市场和整个经济状况。

1929 年经济危机是美国金融历史上被研究得最多的时期。为什么我们会对危机做出如此错误的即时反应,并在此后多次重复犯错呢?一个国家怎么可以重复犯两次错误?

因为它深植于我们的体制之内。美国人对投机的反应很有意思,同样也是可以预知的。自美国建国时期开始,美国人和投机的关系就不怎么样,而且我们常常不相信投机。从托马斯·杰斐逊平均地权的主张到平民主义运动,再到对像 J. P. 摩根这种金融垄断巨头普遍恐惧,美国公众总是担心财富和权力集中在控制它们的人手上。在 20 世纪后 3/4 的时间里——直到我写这本书的时候——卖空者都继承着这些祖先们留下来的被污染的遗产,成

为了在牺牲他人利益的基础上为自己创造财富的一群人。他们是易受攻击的目标，因为无法将他们的动机具体化：他们卖空股票的原因是认为股票估值过高还是另有隐情？尽管卖空者是市场不可或缺的一部分，但他们却总是被描述成穷凶极恶的坏蛋，不仅通过市场下跌获利，有时候还会打压市场。

本书的目的不是证明卖空的可行之处，因为任何对股市有所了解的人都知道，卖空就是市场不可或缺的组成部分。本书的目的在于探讨一种正常的行为如何随着时间的推移慢慢成为被指责的对象，我们又为何会对国家的金融历史麻木不仁。去年发生的一系列事情就像是在金融歌剧院上演的一场长时间的表演一样。演员有所变化，但是政府、管理者、投机者、金融体系、媒体和公众扮演的角色和故事却没有随时间的推移而改变。历史不一定会以这种方式重演，但人类的本质却会如此。²

正如你将要看到的那样，美国人对卖空者的痛恨可以归因于这个国家拥有主街和华尔街两类群体的本质。双方力量对比一发生变化，政治家和愤怒的公众都会找到指责的对象。实际上，2008年发生的现象甚至可以追溯到托马斯·杰斐逊和亚历山大·汉密尔顿之间的分歧上。

罗伯特·斯隆

2009年5月



致 谢

我的父亲史蒂芬·萨缪尔·斯隆曾经写过一本名叫《鱼的死亡随想录》(Thanatofish)，他的精神在世界各地的航道、海洋和河流中徜徉，并尖锐地曝光了大量掠夺水域珍稀资源的商业滥捕和政府欺骗行为。父亲成功地把自已想象为一位世界著名的运动员和环保人士，前瞻性地讲述了一个动人的故事，昭示了海洋对人类的重要性，正是这种精神激励我写下了这本书。父亲写书的时候，我帮了不少忙，并建议他和世人分享自己奇妙的深海探索经历。我反复读过《鱼的死亡随想录》多遍，它帮助我找到了自己的理想。尽管父亲已经离我们而去，但我仍要感谢他对我的持续影响。

诺曼·梅勒不仅写下了很多关于拳击的书籍，本身也很喜欢拳击运动。有一次他被问到哪一样更难：写作还是拳击，梅勒回答：“毫无疑问，写作更难。有时候我会提到写作是很奇怪的一面。你每天早上去写作，都要从空白的一页写起。可能5分钟后你开始下笔，但也可能要花1个小时。不过，迟早你会开始写，然后就下笔如有神。这些灵感从哪儿来的呢？你自己都说

不清楚。你总是想问，‘会不会明天就写不出来了？’从这个意义上讲，写作是件奇怪的事情。也就是说，你依靠着一种不一定可靠的稀有状态。”¹

电脑丢失之后，我真真切切地体会到了对写作的这种本质的恐惧——写好的书也在电脑里。我没有提前备份，也没有将它存到移动硬盘上。说到底，我必须重新开始写书，错过规定的时间。正如梅勒所说，我发现自己依靠着一本身并不可靠的东西，找回最初的想法和语句是完全不可能的。10天之后，丽斯·卡明斯打电话过来，说她找到了我的电脑。电脑被丢在肯尼迪机场的行李车上。如果不是因为她的真诚、善良和为找到我而付出的努力，我就不可能按时完成这本书。

写下这本书对我来说并不容易，很多人都问我是怎么抽出时间的。事实上，正是因为家人牺牲了和我在一起的时间，我才能够追寻自己出书的想法（当时看上去有些异想天开）。我要感谢我的孩子们——小史蒂芬和泰迪，感谢她们理解这本书的重要性；要感谢我的妻子伊丽沙白，感谢她鼓励我追寻自己的想法，感谢她相信我能实现目标；还要感谢我的妹妹苏珊娜和母亲安娜，感谢她们帮我校对，并给出很多非常好的建议。

此外，我要感谢我在 **S3 Partners** 的所有同事和合伙人。没有你们的支持，我肯定无法完成目标。正是你们的专业技术让我了解了市场结构多年来的变化。A. R. 卡普托、伊戈尔·杜萨尼夫斯基、史蒂夫·格林、艾伦·霍华德、迈克·卡茨、托尼·卡塞塔、杰夫·史密斯、杰里米·斯莱德，还有霍华德·休格曼，他们都花了大量时间分享自己的见解，强化我的记忆，正确地诠释最新出台的卖空规则。我还要特别感谢凯特·拉斯。凯特不辞劳苦、耐心而细致地帮我搜集写书的材料。写书时进行了大量研究工作，我想谢谢斯坦福大学的毕业生卡梅隆·贝尔和朱莉·克莱恩，感谢他们奉献的好点子

和完整、细致的工作。

接下来，我要感谢我的朋友和家人，感谢丽斯一次次宽容我提前离开或者缺席本该一起参加的活动——我用这些时间去挖掘一些新的阐述方法、点子和角度。克里斯·约翰、桑德拉·约翰、约翰·丘奇、金母·丘奇、埃尔顿·斯科特、阿历克斯·斯科特、拉梅什·辛格、法丽达·辛格、戈登·奥格登、塞莉娜·奥格登，还有丽斯的父母、鲍勃·埃里克、尼基·埃里克、肯·巴克斯特和苏珊娜·巴克斯特，谢谢你们。

我曾经把最初的草稿发给很多朋友，他们都给出了大量的改进建议，包括斯坦利·阿金、戴维·巴兰德、阿兰·巴斯特、史蒂夫·布鲁斯、比尔·克拉格、鲍勃·基恩、杰夫·李维斯、乔夫·梅宁、道格·密尔烈特、吉姆·罗文、丽莎·索尔巴肯、沙德·斯塔斯特尼和梅雷迪斯·惠特尼，谢谢你们对这本书表现出的兴趣，谢谢你们对其内容做出真诚、准确的评价。

感谢詹姆斯·斯肯巴里帮助我找到自己的梦想，并在我没能如愿实现目标的时候给出中肯、直接的批评意见。

我还想感谢丽亚·斯派罗耐心倾听我的想法，积极拥护我和麦格劳-希尔出版公司的关系，并相信我能够履行诺言。此外还要感谢乔纳森·凯利在《名利场》中富有创造性、洞察力和勤奋努力的表演。

我想，正是华尔街的强盗高管们让本书成为可能，他们的行为和自卫的本能让我开始重新审视美国的历史，也让我深感愤怒，推动我将他们的行为写入书中。