

## 第 15 章 布赖恩·斯塔克 斯塔克投资公司

### 以可转换证券套利为核心的套利业务： 寻找美国以外的市场失效机会

斯塔克(Stark)投资公司坐落在密尔沃基市郊区，那是一家拥有 100 名职员、管理着 10 亿美元资产的投资公司。斯塔克投资公司的业务主要集中于(按业务大小的顺序排列)可转换证券套利、风险套利、私募股票和资本结构套利。斯塔克投资公司是 1980 年开始运营的，其前身是斯塔克合伙公司。

斯塔克投资公司的地址经过数次变动，这是一个比较有意思的现象，它最初以纽约为根基，然后是康涅狄格州的格林威治镇，但在 1982 年布赖恩·斯塔克(Bryan Stark)又决定将公司转到威斯康星州的穆肯市，而白鱼湾(Whitefish Bay)，穆肯市的一个郊县正是布赖恩·斯塔克从小长大的地方。迈克·罗斯(Mike Ross)，这位和布赖恩·斯塔克一起于 1980 年成立斯塔克投资公司的公司合伙人，是与布赖恩·斯塔克在哈佛大学相识的，他也来自威斯康星州。

公司的两种主要基金采取的都是多元化战略，斯塔克投资(Stark)基金成立于 1980 年 12 月，而牧羊人(Shepherd)国际投资基金则成立于 1982 年 10 月。公司大约 70% 的资金都投放在斯塔克投资(Stark)基金

上，大约 1/3 的资金投放在牧羊人国际投资基金上，剩下的则投放在一些专业化的基金，如一种日本可转换证券套利基金和一种集中于欧洲可转换证券套利的基金。公司还有一种主要投资于私募市场的基金。

与那些将总部定于纽约市的对冲基金公司相比，斯塔克投资公司坐落在密尔沃基市郊区的这一地理位置使得它能更具国际化的战略眼光，而不仅仅拘泥于美国。公司在建立之初，就是一家业务国际化的企业。“在国际市场上更容易发现市场失效的情形。1987 年当我刚开始投入基金行业时，当时还少有套利者，即使已经开始进行套利交易的人也大多将交易集中在美国市场上。而其他市场上的交易者则很少注意到当地市场上存在的套利机会。”

美国以外的套利机会主要集中在日本，日本市场是美国之后的世界第二大可转换证券市场。布赖恩·斯塔克说，从历史沿革来看，欧洲的可转换证券市场一直都很小，这是由于欧洲缺乏相关的产品和有吸引力的定价。不过最近这几年情况发生了一定的变化，欧洲市场较多地发行了一些价位很好的证券。

而对于布赖恩·斯塔克的公司来讲，他们的观点是，哪里有投资机会就把资金投向哪里，因此他们运用在美国市场上的资金与运用在美国市场以外的资金的比率变化很大。从一贯来看，这一比率通常为 1/3，运用在美国市场以外的资金是 2/3，运用在美国市场上的资金是 1/3。目前这一比值是 1/4，运用在美国市场以外的资金是 3/4，运用在美国市场上的资金是 1/4。运用在美国市场以外的资金最高曾经有两次达到 2/3，运用在美国市场上的资金最高曾经是 1/3。

运用在美国市场以外的资金比例第一次达到 2/3 是在 1987 年 7 月

月，这一较高的资金比率一直持续到 1980 年年中。布赖恩·斯塔克之所以在当时选择退出美国市场有以下几个原因：难以在美国的可转换证券市场上找到好的定价；美国以外的市场出现了比以前更多的市场失效的情形；他对于美国股权的估价以及当时美国市场上的投机现象。运用在美国市场以外的资金比例第二次达到 100% 是在 1980 年下半年，当时斯塔克大力降低了公司在美国市场上的资金数量，在 1981 年第一季度，公司资金只有 10% 是投放在美国市场上的。斯塔克说，“当时美国的可转换证券市场的定价从其发展历程上来看已经达到了相当高的位置，因此我们没有理由相信这一价位能够在那么不利的状况下居高不下。”

不过，斯塔克回归美国市场也很迅速，1981 年第四季度一到，公司投放在美国市场上的资金比率以及其他比值都达到了 100%。这一情形持续到 1982 年。

除了总部的的位置以及斯塔克投资公司的全球化战略之外，斯塔克投资公司还有一些与其他明星对冲基金的不同之处。斯塔克和迈克·罗斯都是哈佛培养出来的律师，斯塔克说这种教育背景对他俩十分有用，特别是在进行风险套利业务的时候。在风险套利业务中，评估政府管制风险以及对各类文件进行分析是非常重要的。在一项风险套利交易中，来自管制的障碍以及发生的诉讼是影响风险套利结果的重要因素之一。斯塔克说，“法律的教育背景有利于我们的分析，而这甚至成了一种潜移默化的习惯。”

通过和布赖恩·斯塔克的接触，人们能够感受到他的法律背景，因为他让人觉得他的讲话是经过充分准备的，他的讲话全面、细致，他是一个极其注重细节的分析家和思想家。

## 圆圈 读过的书和写过的书

布赖恩·斯塔克曾经在一个夏天为他的父亲工作过，他的父亲是一位会计和经常进行交易的投资者，当时布赖恩·斯塔克还在读高中。斯塔克对会计显然不怎么感兴趣，但在父亲的建议下他开始将注意力放在投资上。父亲给了他一本书——爱德华·伯恩斯坦（Edward Bernstein）所写的《迎击市场——一个科学的股票市场体系》。这本书主要是关于认股权证套利的。如果有人从1950年到1955年按照这本书里所介绍的战略进行投资——这本书是在1950年出版的，那么每年都能大赚一笔。这种来自高收益的刺激使得布赖恩·斯塔克和他的父亲开始投资于认股权证并进行风险套利。

布赖恩·斯塔克自己的著作是在他布朗大学读最后一年以及就读于哈佛法学院的时候写的。这本书名为《特殊情形下的投资——对冲、套利和流动性》，是由道琼斯欧文（Dow Jones-Irwin）出版公司于1964年出版的，该书主要是关于投资时出现的一些特殊情形，以及为什么在一个看起来是有效的市场上一些机会会持续存在。

这本书引起了一些重要的投资人的注意，这些人中包括本书介绍的其他两位明星对冲基金管理者——艾略特联合投资公司的保罗·辛格和帕洛玛合伙公司的唐纳德·苏斯曼。布赖恩·斯塔克和苏斯曼是斯塔克基金合伙公司的一般合伙人，该基金在1980年年初结束。

## 圆圈 以可转换证券套利为核心的套利业务

斯塔克投资公司的目标是绝对的回报、收益的低波动性、资本

的保值增值，与股票市场和债券市场保持低相关性，经营特色突出——公司将重点放在套利业务上。

斯塔克特别强调采取多元化战略的重要性。套利是斯塔克投资公司的专长，而可转换证券套利是公司的业务核心，其他的战略都要围绕公司的业务核心来制定和执行，以作为套利战略的有益补充。公司的资金追寻那些风险被调整得很好的投资机会。

缘年以前，斯塔克投资公司只进行国际化的可转换证券套利和风险套利，公司是在猿年半以前进入私募市场的，当时斯塔克投资公司只给予私募很小的投入，但自从那时起，斯塔克公司就开始在相关的市场上扮演起了重要角色。目前，公司正在发展其他三个套利战略，其中包括高收益套利战略(高收益套利策略)。在高收益套利战略中占很大比重的战略是资本结构套利策略(资本结构套利策略)，即买空某种级别较高(级别较高的)的证券，卖空某种级别较低的证券。在这一点需要说明的是，公司会用小规模的资金对各种战略进行测试，建立模型并进行交易。布赖恩·斯塔克说，“我们在真正投入资金之前已经拥有了一定的经验。”

可转换证券套利和风险套利在布赖恩·斯塔克的基金中一直扮演重头戏，而斯塔克认为从理论上讲，风险套利的波动性更大，因此也更危险，而私募市场上却时常变化，一会市场风平浪静，一会又剧烈波动，获利以及建立新头寸的机会常常一下子就冒了出来。

证券组合最优化不是某一计算机程序的成果，而是定性分析与定量分析混合在一起共同得到的结果。斯塔克投资公司从全球范围出发对各种战略的风险和预期收益的达成情况进行检测。在可转换证券战略中，他们寻找的是价格错位，而这种错位往往是由于纯粹的定量分析所致。如果确实存在价格错位，那么他们就会审视这种

可转换证券的评级以及基础股票的基本状况。另外，也常使用整体组合分析。“我们想通过不同的战略以及不同的投资区域使投资多样化，我们希望我们的投资组合在任何环境下都能表现出色。因此我们不仅考察宏观环境的风险，还考察各股头寸的风险以及每个头寸是否应该根据整个投资组合的特点而有所变化。”在执行风险套利策略时，布赖恩·斯塔克大致也遵循相同的步骤。

斯塔克说，他们的交易战略是通过三种方式获利的。第一，来自可转换证券股利和分红的现金以及卖空所获得的折扣。第二，由于市场波动所造成的盈利。最常出现的情形是，为了保持基金的市场中立地位，基金必须在股价上涨时卖出更多的股票，反之买进。这样就能在保持市场中立的基础上利用市场波动来获取交易利润。另外，当市场波动性较大时，也较容易出现市场失效的情况。第三，通过价格错位获利，例如买进那些价格低于理论价值的股票，然后当可转换证券或风险套利的价差达到公平价格时卖出。

## 圆源 净风险暴露率

基金的净风险暴露率经常变化，但平均来看，空头风险暴露率平均为 苑园豫~ 怨园豫，多头的情况也差不多。斯塔克觉得基金的净风险报酬率不是一个非常合理的表明公司市场风险的指标，因为如果多头风险暴露率仅为 苑园豫，空头不足的情况就非常严重。可转换证券的价格下跌速度要比普通股票的价格下跌速度慢得多，而且现金递价交易根本不存在空头。

斯塔克考察其基金风险时是将他们的对冲率与一些通过数量模型所得到的理论  $\delta$  值进行比较。在证券组合的基础上，理论上他们

一般要比这些  $\delta$  值高出 2 倍~3 倍，有时甚至更高，他们这样做的原因是要向套利战略倾斜，即增加为了进行套利而建立的交易头寸的数量。他们试图在股票高涨的情形下比理论上的预期做得还要好，而在股票暴跌的情形下比理论上的预期做得更糟。

## 圆珠 以杠杆作为一种工具

“杠杆是一种需要妥善使用的工具。杠杆率的变化要根据宏观环境和证券组合的价值低估程度而定。”斯塔克一般使用的杠杆率是 2 倍~3 倍，他说，“当宏观环境状况成为一个需要更加顾及的因素时，或者套利时价格错位的现象消失时，我们就会将杠杆下调；而当宏观环境变温和时，或者套利时价格错位程度提高，我们则提升杠杆。”

斯塔克说，投资者通常会认为杠杆率越高，风险也就越大，但在套利战略中，这一相关性降低。斯塔克认为存在这样的情形，即杠杆率非常高，但是风险依然被有效地控制在一定的限度内。例如，一个含有某种几乎无须保证金的并且被 2 倍对冲掉的债券的可转换证券套利的头寸，就几乎不用动用任何资金。而这一头寸能产生很高的静态收益，而且如果基础普通股剧烈下跌，这一头寸还能产生相当的利润。这时，如果杠杆率无限大，则这一头寸所需的自有资金和股权风险则几乎为零。斯塔克说，“我们认为合理运用杠杆和被很好地套期保值并用来套利的证券组合，比那些没有经过套期保值的、纯粹的股票组合的风险要小得多。”

至于到底使用多少杠杆则是由定量分析和定性分析而定。斯塔克解释说，“某一证券的资信越高就表明它能使用的杠杆就越大。如

果这一可转换证券组合中很大一部分是经过资产互换或有其他什么违约保护措施，那么这一可转换证券组合的信用风险就会因此而被限定住。这样我们就能够在不考虑因公司倒闭而生成的信用风险的基础上建立高品质的头寸。”

斯塔克谈到了他们是如何考虑应付宏观环境变化的问题。例如，当套利利差缩小时，他们就变得格外谨慎。如果股权市场出现过度投机并产生泡沫时——正如 1929 年和 1930 年第一季度的情形一样，那么价格变化就会变得混乱无序。在那种状况下，由于市场进行纠错的可能性很大，即存在较高的市场风险，斯塔克投资公司将在更大程度上对各头寸进行套期保值，通常也将使用较低的杠杆率。因为一般来讲如果接下来的确发生了市场纠偏，那么套利利差将扩大，这时如果没有较高的套期保值率和较低的杠杆率支撑并对损失进行补偿的话，那么在原来的泡沫市场所进行的投资将使投资者损失惨重。

斯塔克说，他们力图将证券组合中的大多数风险对冲掉，他们这样做的力度要远大于标准普通股对冲基金。“严格地就理论生成的标准来讲，我们所进行的套期保值超出了正常水平。通常，当股权市场上升时，我们会比各种理论所做的预期做得还要好，因为那些纯粹的机构投资者为了与其原先设立的标准相吻合，将会以较高的保证金率买进可转换证券。相反，当股权市场下跌时，我们会比各种理论所做的预期做得更糟，因为纯粹的机构投资者由于缺乏在这种情况下有效保护自己的手段，将不得不以比从理论中得到的价格更低的价位将可转换证券卖出。”

通过套期保值，斯塔克投资公司的货币风险暴露被充分地对冲掉了，不过为此进行的利率风险套利的程度却并非一成不变。这是

因为可转换证券的定价与利率之间的相关性要比理论上所认为的要小得多。而且，进行持续的全利率套期保值(即买入利率期货合约)的成本不低，并且逾期不办将有可能产生很大的损失。因此，在美国，公司一般只进行部分地套期保值。不过另一方面，如果条件可能的话，他们也会进行充分地利率套期保值(即买入利率期货合约)。例如，日本利率过低，斯塔克不想当市场形势扭转后公司处于不利地位，因此他们对利率进行了充分的套期保值。

如果价格合理，斯塔克投资公司就会通过资产互换来提高其所持可转换证券的信誉度，降低投资对象的违约风险。他们可能卖空高收益债券、卖空其他的可转换证券、卖空信贷衍生品(即买入信贷违约互换)或者买进信贷衍生品，但是要持续地将所有的信贷风险进行充分对冲的代价是非常昂贵的，因此他们采取机会主义策略。

一些交易只需耗费几日，而另一些则有可能花上 1 年的时间，斯塔克投资公司会一直持有一项交易直到价格错位最终被得以纠正。

为什么对斯塔克来说，套利战略一直如此充满吸引力？为什么市场失效的状况会一直持续存在？斯塔克说，那些用于套利的证券是非常复杂的，所采取的技术和财务处理也各不相同，而且人们还会从各种不同的角度分析这些投资工具。所有的主要套利者都有各自不同的竞争优势。通过观察，斯塔克还发现市场会受到贪婪、狂热以及恐惧等情绪或者念头的影响而发生剧烈运动，有时情感弥漫并控制了整个市场而导致市场出现失效的情况。

在斯塔克投资公司的证券组合中，技术股到底占了多大的分量？高科技股一直以来在美国和日本的市场上，是主要的可转换证券产品的首次发行人。因此一种可转换证券套利基金的投资对象名录里

通常会出现这些技术公司的名字。斯塔克说，“我们也不例外，尽管我们所持的技术公司的可转换证券占整个投资组合的比重较低，因为我们对这些新兴公司的信誉抱怀疑态度。”

我们给斯塔克投资公司所进行的可转换证券套利的整体战略一个什么样的定位呢？如果我们将标尺的左端定义为进行纯黑箱投资的投资人，而另一端是那些根据基本面研究进行投资和对冲的基金经理，那么斯塔克投资公司的位置则在中点与纯黑箱投资者之间的那一段上。斯塔克说，“模型告诉我们应该处在什么位置，但我们会根据模型所给出的数字进行适当的调整，我们给定性研究留有了一定的余地。我们是定量分析驱动的投资人，但并非纯粹的定量投资分析者。”

## 组织中的作用重叠

与其他专业机构不同，斯塔克投资公司中存在着作用重叠的现象。斯塔克负责可转换证券套利业务，而罗斯负责风险套利业务。在他们的下面是一层证券组合经理。这些经理都很有经验，富有才华，他们将大量的精力放在证券组合的构建上，斯塔克说这是一种高级的“人浮于事”。因为这种组织结构使得公司对每一个战略以及同一战略下的不同地理区域的监控多重化，即至少有两双锐利的眼睛同时盯在一个点上。另外，大多数的交易员也都是老手，他们进行关于风险套利和可转换证券套利头寸的交易。斯塔克投资公司的这些职员认为，就是这一点使得斯塔克投资公司与其他的主要套利机构有很大的不同。

斯塔克说，他们觉得这种安排很好，因为在市场中，风险套利

会很快地转变为可转换证券套利，反过来也一样。例如，现今的风险套利，通常在进行交易的头寸中有价格上限和根据上下限制定的投资公司套利下限的限制( 精是上限，是下限，精是上下限的结合)，而这种价格上下限本身会形成内涵的期权，而这种内涵的交易期权正是可转换证券套利的本质和核心。因此，斯塔克投资公司的每个交易员往往会在这两种套利交易中都表现得很活跃，并且知道如何对两者所涉及证券进行交易和定价。

斯塔克投资公司刚刚经历过高速增长的阶段。一年半以前，公司的规模只有目前的一半。目前斯塔克投资公司的职员有 15 人，这使得原来的办公地点显得拥挤，因此公司正在寻找或打算在附近建一个办公场所进行替代。

斯塔克特别强调公司的团队精神。高级管理人员，包括首席运营官、财务主管和一名技术经理，公司有 10 名研究型交易员，10 名数量型分析员和 10 名信息技术员，还有 10 个顾问团，负责科技证券的分析。斯塔克投资公司每周举行一次证券组合讨论会，会上讨论一周以来的最佳交易和最糟交易，并进行比较。

斯塔克和罗斯两人共同负责整个资产的分配，他们还是证券组合经理们的听话筒，他们经常与这些人进行探讨。斯塔克和罗斯就在交易室里办公，交易室就是他们的办公室。在大约 1985 ~ 1986 的工作时间里，斯塔克的职责是一名投资经理，在这方面罗斯花的时间要稍微少一点。他们与市场的最新变化保持直接的接触，不仅用心考虑如何进行资金分派，而且还参与单个交易的讨论和谈判。

而在交易时间之外或者其他适宜的时间里，他们则进行公司的经营管理。

斯塔克和罗斯是斯塔克投资公司主要的资产权益所有人，其他 猿

名高级经理也有公司的股份。斯塔克希望持有公司股份的职员数目会随着时间的推移不断增加。至于给职员的鼓励，主要的决定因素是公司业绩的整体表现。有的年份证券投资组合中的一部分也许比其他部分的表现都好，但一年下来，如果公司的所有职员都兢兢业业，那么没有人会比别人拿的更多。斯塔克说，“在不利的市场环境下，即使你努力工作也无法避免损失，你不能因为面临恶劣的环境而遭受惩罚。”

公司坐落在威斯康星州，这使得斯塔克觉得他们受羊群效应的影响较小，因为在这，他们与同行或证券经纪人的接触较少。在选择雇员时，斯塔克把目光放在那些追求一定生活品质的人身上。公司的许多职员都来自美国中西部。“他们忠诚、稳定，我们想聘用的是能在这里长期工作的人，我们公司的人员流动性是很低的。”

斯塔克喜欢雇那些有 酝聘背景的人，并且喜欢自己培养人才，公司所招的职员大多来自芝加哥大学、西北大学、威斯康星州立大学和印地安那州立大学，他们较少雇用银行或经纪公司的人。如果公司想要聘请经验丰富的职员，那么他们会从其他处于买方地位的公司，如保险公司、共同基金或对冲基金中挑选。

当谈到公司文化时，斯塔克用到“谨慎”这个词，他说，“对于是否采用某一策略，我们会花很长的时间才能做出决定。而在风险套利中，我们不会根据谣传进行投资。我们会一直等，直到(合并的)消息被公布。我们总在进行套期保值。你可以用‘风险厌恶者’这个词来描述我们公司的特点。”

## 员原 不存在固定的交易能力

在被问及公司的交易能力达到多少比较合适这个问题时，斯塔

克的回答与其他投资明星有所不同。“不存在固定的交易能力，当市场存在大量投资机会或者巨大的宏观风险时，考虑资金的限制并非明智。有时，我们的交易能力甚至超过最大的套利基金的资产总额。”

斯塔克说，目前可转换证券的发行量在不断增加，交易的规模也越来越大。最近，一家公司在欧洲发行了价值 10 亿欧元的可转换证券，而在 1997 年以前，首次发行有 1 亿美元规模就相当大了。至于风险套利，由于购并这类交易一个接着一个，市场更是蕴涵了巨大的机会。

当谈到作为一个大型基金具有哪些好处时，斯塔克说这类好处包括能够以较优惠的融资率获得资金。基金的规模大小对于贷款利率的大小、回扣的多少以及借用股票的多寡有重要影响。对冲基金的规模决定其能持有多少空头头寸；规模大小的影响表现在基金在一级市场上的表现；以及能否在二级市场第一个取得缴款通知单；大基金更易于与现存的关键的市场关系保持稳定，这些关系在平时也许看不出有什么好处，但有时正是这些关系提供给基金某些蕴涵巨大机会的消息。此外，在评估被投资公司的信誉等级时，需要人员较多的分析员小组，而规模大在技术处理方面也具有优势。

## 11.1 公司的演进

斯塔克说，自从公司设立以来，公司的经营哲学、总体战略以及目的都没有发生变化。“我们的目的是在排除市场风险的基础上赚钱。我们是风险厌恶者，我们要在尽量保护委托人的前提下获取 10% 的收益率。一直以来我们都是通过套期保值达到这一目的的。”

不过，在达到这一目的的过程中，斯塔克投资公司所采用的战术和工具却一直在发生变化。在公司的证券组合中，一些可转换证券的种类已经不复存在。而对可转换证券感兴趣的投资者的数量却增加了。公司所采用的分析技术也更为复杂，信息分析技术日益受到关注，公司在多大程度上进行套期保值计算得十分精细。

斯塔克回忆起 1920 年以前的市场，他说当时进行套利的人很少，市场也小。那时，你可以根据证券发行分析表进行判断，做出决策。今天，分析工具和投资工具的数量和复杂程度都大大增加，因此基金要从众多的投资工具和投资手段中进行筛选，并且还要对潜在的交易给予监控。斯塔克说，一个交易头寸可能会涉及到 100 笔交易，而把这些交易揉和到一起需要复杂的技术，可供基金投资的工具有股票、期权和可转换证券，而这些投资工具的套期保值率各有不同。因此，在这种复杂的条件下，需要有效的风险管理工具，有力的监测检查工具以及大量的操作及分析人员。分析技术对斯塔克投资公司来说非常重要，其重要性表现在搜索投资机会、保持投资风险暴露率、执行交易以及其他工作上。

## 1929 业绩表现

股市大崩溃的 1929 年是斯塔克进行专业化资金管理的第一个完整年度。那一年他做得相当成功，这也许归于当年他将注意力集中在美国以外的市场，或者说彻底离开美国市场的缘故。

1929 年是垃圾债券造成恐慌的一年，许多套利者都做得很差，而斯塔克却不一样，他的业绩上升了 20%，而标准普尔 500 指数下降了 23%。

1998年对于整个对冲基金业来讲堪称严寒，利率骤变，投资者被套牢。而 1999年斯塔克的业绩上升了 15%。

在每一次市场混乱发生的时候，斯塔克投资公司总能全身而退——公司的杠杆率被大幅降低、进行了很好的风险对冲、在投资环境变糟之前撤离美国市场。

1998年的情况有所不同，由于发生了俄罗斯市场崩溃、亚洲货币危机以及由于长期资本管理公司的基金倒闭造成的流动性压力，使得套利利差戏剧性地增大，这是斯塔克投资公司经营业绩首次下降的年份，其主要基金的业绩下滑了 20%。斯塔克说，他们早就看到了亚洲可能发生的危机。到 8月，斯塔克投资公司降低了他们在美国市场上的风险暴露程度并且降低了杠杆率，不过这次他们没有将美国市场上的所有证券都卖掉。由于当时可转换证券产品的价格非常低，斯塔克投资公司决定持有一定量的美国证券组合，他们认为在即将到来的全球性混乱中，美国仍然会被投资者视为投资天堂。他们预计到 1999年第四季度，将出现股票抛售，事实也的确如此。当时，斯塔克投资公司进行了大量的套期保值业务，并扮演了一个大量买入证券的交易者。在此之后发生了长期资本管理公司危机，一些人不得不卖出证券。“当时我们认为美国将成为投资天堂的想法是不正确的，至少短期来看是这样的。流动性成为驱动人们进行交易的主要因素，发生了流动性危机。不过幸运的是当时我们的情形还不至于抛售我们手里持有的证券组合。”

斯塔克投资公司在 1998年的决策使其在 1999年和 2000年获得了大大的好处，当年投资者净回报率分别为 15%和 18%。

斯塔克投资公司在 1998年获得的教训是什么呢？斯塔克说，1998年发生的状况使得斯塔克投资公司再次看到了在市场动荡时期保

持套期保值头寸稳定这一能力的极端重要性，而且即使从长期基本面来看，你的策略是正确的，但短期的流动性限制证券组合在进行套期保值时的定价。因此，斯塔克投资公司进一步提高了证券组合的多样性，这种多样性不仅表现在策略上，还表现在投资区域上。任何时候斯塔克投资公司都持有分布在 苑大工业国( 苑苑国 ) 证券市场上的 源园- 远园个交易头寸。另外，他们对证券投资组合中信用级别较低的部分投以更多的关注，并且不论市场环境如何变化，更多的投资级证券产品被采纳，即使这些证券产品的价格不像那些较低级别的证券产品那样低。斯塔克投资公司一直在增加资产互换的业务量，而且力度很大，同时公司还大量采用了防范违约风险的措施。

资产互换( 券券互换 ) 的过程是这样的，基金投资经理将可转换债券中所包含的债券性质卖出，只留有可转换债券中将来转换为股票的期权( 加上从资产互换的买方买回债券性质的权利 )，在进行资产互换时，买方感兴趣的只是该证券的收益，他买的仅仅是债券，而不具有任何将来转为股票的要求权。斯塔克很喜欢这种交易，因为它可以剔除与可转换债券相关的信用风险。

## 来源 值得纪念的交易及其动机

当谈到值得纪念的交易及其动机时，斯塔克为我们列出了自 苑苑年 以来的一连串事件。他谈到了 苑园世纪 苑园年代末发生的关于“出售日经股票的期权( 券券 )”的市场间交易。那时，日本股票市场正值崩溃，日经指数( 其作用与美国道琼斯工业指数相同 ) 每日都在剧烈波动，北美的投资者们疾呼从中渔利，于是美国和加拿大出现了大批的证券承销商迎合这种需要，他们发行了“出售日经股票的

期权”这一证券产品。这种证券产品的价格实际上是由日经的价格决定的，日经越是走低，其价值就越高。确切地讲，这种证券产品的价格是由某种形式的一系列的日经收盘价的平均价格决定的。当时，这些“出售股票的期权”的价格在日经闭市的时候存在各种不同的交易价格，而且其交易还涉及到三种不同的货币及其相互间的汇率，此外在将证券转化为现金这一关键问题上各市场也各不相同，正是由于存在这些种种的问题，使得交易变得尤为复杂。通过数学公式进行计算，以及实时定价，这些证券的价值之间是存在某些等式的。而在实际中，同一市场的不同级别的这种证券之间，以及不同市场同种证券之间，此类证券的价格存在巨大的差异。这是因为当时的市场交易控制在情绪化的投机者手里，他们赌第二天的日经指数的变动是涨或是跌，而包括这些人在内的进行交易的人没有认识到在证券市场上存在其他的“出售股票的期权”的证券产品；或者是这些人缺乏迅速将这些“出售股票的期权”等同起来的技术手段，要不就是不理解这样做的意义；或者是这些人缺乏借得此类证券做空头的渠道或不理解为什么要去借这类证券做空头。当某人大量买入这种“出售股票的期权”并同时卖出另外一种“出售股票的期权”时，就能产生巨大的低风险利润。另外，投资者通常会对北美日常时间发生的新闻产生过度反应，而忽略了一个事实，即这些新闻事件在日本市场的作用可能比较小，所以就不能准确预计到第二天发生在市场上的日经指数的波动情况。这样，如果没有其他的原因使日经指数的变动出现异常状况，那么市场就有可能产生具有巨大获利可能的买卖“出售股票的期权”的机会。

就是类似“出售股票的期权”的这样的交易驱动着布赖恩·斯塔克，他说，“我从中得到了很多乐趣，我喜欢去发掘那些被市场忽略