跟大师 学投资丛书
FOLLOW THE MASTER INVESTMENT

做空

颠覆传统交易思维

献给锐意进取的交易者、投资者和资产经理

Sh[redacted]ling

（美国）阿米特·库马尔(Amit Kumar)◎著

吴增荣◎译

SPM
南方出版传媒
广东经济出版社

跟大师 学投资丛书
FOLLOW THE MASTER INVESTMENT

做空

颠覆传统交易思维

献给所有锐于进取的交易者、投资者和资产经理

Short Selling

（美国）阿米特·库马尔(Amit Kumar)◎著

吴增荣◎译

华南师范大学 图书馆 藏书

SPM
南方出版传媒
广东经济出版社
·广州·

图书在版编目（CIP）数据

做空，颠覆传统交易思维 /（美）阿米特·库马尔著；吴增荣译. —广州：广东经济出版社，2017.5
ISBN 978-7-5454-5244-0

Ⅰ. ①做… Ⅱ. ①阿… ②吴… Ⅲ. ①股票市场-研究Ⅳ. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2016）第 322947 号

SHORT SELLING: Finding Uncommon Short Ideas by Amit Kumar
Copyright © 2015 Columbia University Press
Chinese Simplified translation copyright © 2017 by Guangdong Economy Publishing House, Co., Ltd.
Published by arrangement with Columbia University Press through Bardon-Chinese Media Agency
博达著作权代理有限公司
ALL RIGHTS RESERVED
版权合同登记号：19-2016-101

出 版 人：姚丹林
责任编辑：陈念庄　罗振文

出版发行	广东经济出版社（广州市环市东路水荫路 11 号 11～12 楼）
经销	全国新华书店
印刷	东莞市翔盈印务有限公司 （东莞市东城区莞龙路柏洲边路段）
开本	730 毫米×1020 毫米　1/16
印张	15.25
字数	167 000 字
版次	2017 年 5 月第 1 版
印次	2017 年 5 月第 1 次
印数	1～5 000
书号	ISBN 978-7-5454-5244-0
定价	68.00 元

如发现印装质量问题，影响阅读，请与承印厂联系调换。
发行部地址：广州市环市东路水荫路 11 号 11 楼
电话：（020）38306055　37601950　邮政编码：510075
邮购地址：广州市环市东路水荫路 11 号 11 楼
电话：（020）37601980　营销网址：**http://www.gebook.com**
广东经济出版社新浪官方微博：**http://e.weibo.com/gebook**
广东经济出版社常年法律顾问：何剑桥律师
·版权所有　翻印必究·

当一位投资者认为一只股票被高估，并且股价很快会下跌，他可能决定“做空”这只股票。首先，他借了一定数量的股票，然后将它卖出。在低于卖价回购相同数量的股票之前，他等待股票下挫。在将股票归还给他的出借人之后，他赚取买卖股票的价差—除非任意之一的几个很难预测的变量干扰，股票未能下跌。

由于这些变量很难预测，甚至老练的投资者做空也很困难。这需要巨大的才能和经验去从下跌的股票中分离最佳的做空思路，即：阿米特·库马尔在几十年的市场分析和交易中开发和磨练的技能。本书分享了他的做空框架，建立了下跌股票共有的主题和市场的特有优势和周期。有主要的案例研究和成功的基金经理比尔·阿克曼（潘兴广场资产管理公司）和马克·罗伯茨（华尔街之外咨询集团）的独家采访。库马尔告诉投资者如何避免陷阱，如何借鉴精心研究的做空思路来获利。投资者可能不总是按做空思路操作，但他们可以用库马尔的做空框架来甄别估值过高的股票，从而避免损失。专业和业余投资者都将受益于这种将做空转化为一种长期战略的基本研究方法。

献给我的导师、家人、朋友和客户——我力量的源泉。

前 言

忠告

做空不适合胆小的人。一些人通过做空创造财富，很多人通过做空也失去财富。做空股票只适合财务经验丰富、心智成熟而且有很强的亏损承受能力的投资者。它可能潜在地威胁到您的财富。虽然这本书可能是一本有用的寻找成功做空思路的指南，但是当涉及到事实上做空股票时，您必须对自己的投资负责。在采取任何行动之前，请咨询您的财务顾问。

谁应该读这本书?

这本书为个人和专业投资者、金融类学生和教授、股票市场记者和其他股票爱好者提供了一个发现杰出的做空思路、避免常见的陷阱和热门股票的研究框架。投资者和专业分析师会发现这本书对于发现和投资新的做空思路是很有用的。

金融专业的学生寻求专业分析师的职业生涯可以受益于这本书。金融教授可以借鉴本书中的各种例子和做空框架，以补充传统股票分

析教科书的不足。股票市场记者、股票博客和其他股票市场爱好者会发现这本书密切关注的可能被股票市场忽略的做空思路背后的那些常见主题是有用的。

您为何应该读这本书?

购买股票是一种天生的心理倾向。道琼斯工业平均指数（DJIA）从20世纪20年代的100点之内持续上升到2007年的14000之内，产生年复合回报率约为6%。做空股票在这一背景下似乎像是逆流而行。上涨的潮汐常常举起甚至最不适航的船只。

自17世纪以来，交易所的交易在阿姆斯特丹开始时，做空者从价值不大的股票中获利；然而，做空的书籍寥寥可数。好的投资书籍在长线思路中阐述了下行风险；然而风险分析总能从做多思路中找到一个风险或另一个风险。

做空股票并非完全是买入股票的对立面，长做多思路的风险分析可能并不总是检测到明确的做空信号。发现做空思路需要更多的分析。我在本书中提出了一个揭露下跌股票背后的常见主题的框架，以寻找杰出的做空思路。

虽然做空本来就有风险，但是投资者可以从精心研究的做空思路中获利。当一个做空的观点指出一个特定行业的特有问题，投资者可以做空这个行业的股票和行业基金以获取超出市场回报率的收益。虽然投资者可能并不总是选择做空思路的行动，但是他们还可以通过使用该框架来分析他们现有的投资组合的弱点以避免损失。

书的结构和内容

我把这本书分成三部分：第一部分我勾画了寻找做空机会的框架。第一章解释了仅基于高估值的做空风险，并勾画出一个更全面的识别做空思路的框架。第二章解释了杠杆业务的固有风险和产生一个做空思路的经营指标。第三章描述了商业模式问题和可以压低股价的增长故事转折点。第四章指出可以让企业陷入困境的主要财务假设问题。第五章解释了历史可以是一个很好的导航，为正在发生的危机找到出路，还解释了经济衰退和危机可能导致信贷周期的紧缩，从而暴露出特定商业模式的漏洞。

第二部分探讨投资框架和作为做空思路来源的知名投资者的公开建议。第六章深入研究了本杰明·格雷厄姆原创的价值投资原则和价值投资者关于做空的观点。它还包含一个对著名价值投资者基恩·马里·艾维拉德的独家专访。第七章穿越激进投资的历史，包括对著名激进投资者和空头比尔·阿克曼的独家专访。第八章举例说明什么时候跟知名投资者共舞或者与他们对赌是有用的，以及什么时候远离他们。第九章包含对马克·罗伯茨的独家专访和华尔街之外咨询集团做空思路研究的样本。

第三部分介绍了做空的风险和机制。第十章考虑了什么时候坚持或者放弃您的头寸，并提供了应避免的失误、陷阱和热门股票的事例。第十一章描述了做空机制和如何使做空不要成为购买股票的对立面。

我已用了贯穿全书的案例研究来说明现实中的做空框架。我已收集来自于我过去的研究和一家有着二十年成功记录、专注于做空研究的公司——华尔街之外咨询集团的案例。

致 谢

我要感谢一些阅读这本书的早期版本的朋友，他们提供了宝贵的反馈。杰里姆·阿克塞尔罗德、潘卡·内瓦提雅、阿贾伊·辛格、帕拉瓦·古普塔、维努德·纳鲁丽和阿米特·古普塔给了有用和详细的建议，我很感激。

特别感谢华尔街之外咨询集团的马克·罗伯茨接受本书的独家专访。我还感谢马克分享了他的一些关于做空研究的宝贵经验。感谢基恩·马里·艾维拉德分享他价值投资的见解。

我要感谢比尔·阿克曼抽出时间阅读本书的第一版并分享他的宝贵反馈，还要感谢他同意接受当前版本的采访。

我要感谢哥伦比亚大学商学院的教授：布鲁斯·格林沃尔德，他提出的一个行业的进入壁垒框架是非常有用的；感谢苏黎世·桑达黎珊，她在课堂上关于高级衍生金融工具的讲座萦绕在我脑海中，但在不久之后，帮助我理解了随之而来的金融危机。

我也要感谢访问哥伦比亚大学商学院的杰出投资者，他们分享他们的见解和他们的失误，并回答了提问。他们的演讲塑造了我的研究过程并帮助我了解了投资心理学。特别感谢吉姆·查诺斯，他的演讲使我看到做多和做空的区别。

最后的但同样重要的，我感谢给予我爱和支持的妻子。

深深感谢我的女儿，她每天急切地问：“爸爸，您的书准备好了吗?”让我有灵感来完成这本书。感谢我的父母、兄弟、和家人的信任与支持。

目 录

前 言 …… 1
致 谢 …… 1

第一部分 寻找做空思路的框架

第一章 做空的尽职调查 …… 2
第二章 杠杆业务：有利方面和不利方面 …… 37
第三章 行业结构性问题 …… 57
第四章 做假账的主要方法：会计错报和骗术 …… 79
第五章 世界将要结束 …… 96

第二部分 成功的投资者和分析师是如何考虑的

第六章 价值投资 …… 116
第七章 激进投资 …… 139
第八章 熊爸爸：与知名的投资者共舞还是与他们对赌？ …… 151
第九章 华尔街之外咨询集团：20 年的成功做空 …… 169

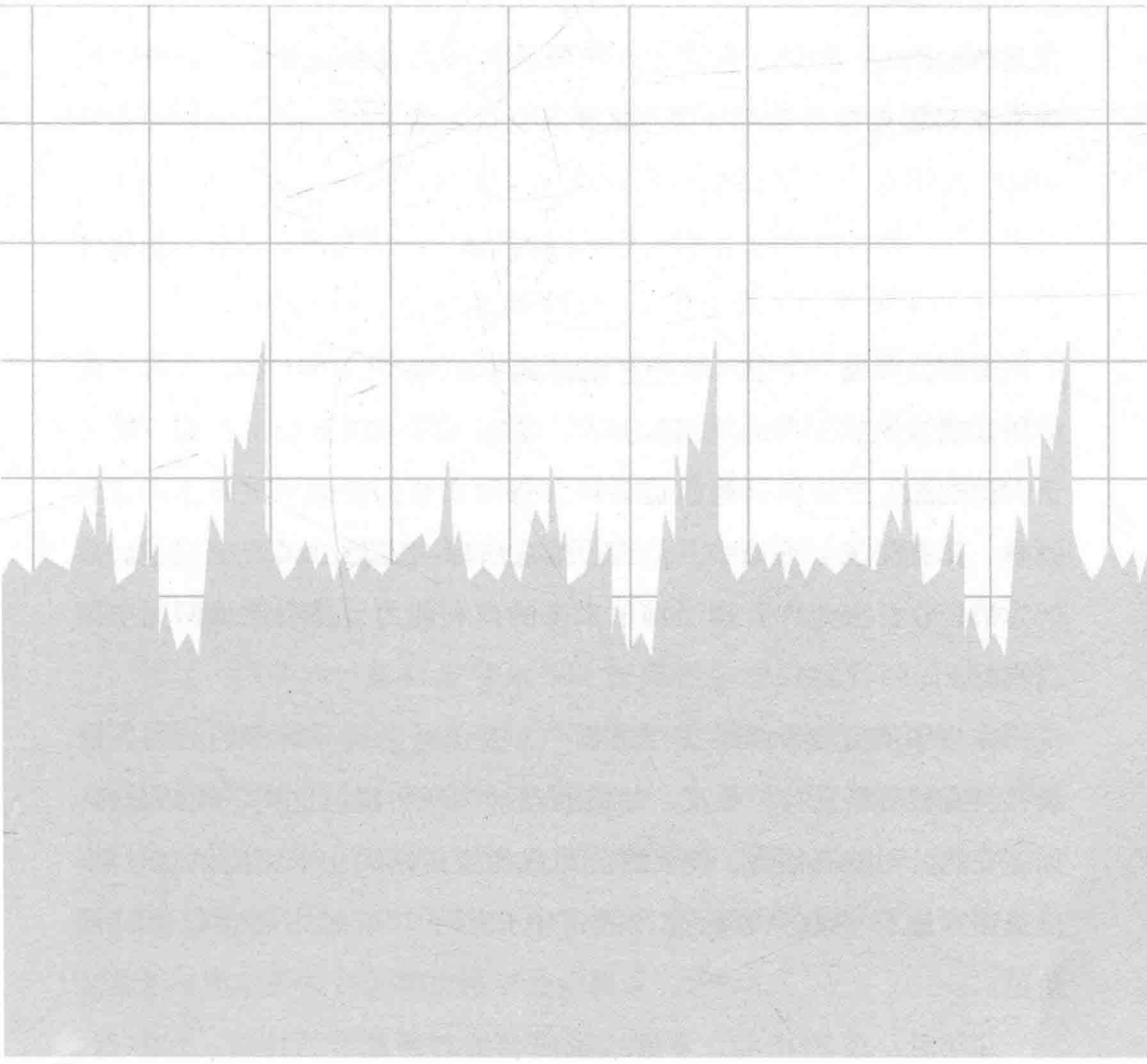
第三部分　做空的风险与机制

第十章　什么时候坚持，什么时候放弃 …… 184
第十一章　做空的机制 …… 209

词汇表 …… 220

第一部分

寻找做空思路的框架



第一章　做空的尽职调查

由于发起人的原因，一只股票按照其真实价值的5～10倍进行估值是很常见的；但是，现实中，很难找到一只股票按照其真实价值的10%至20%进行交易。所以，你可能会认为做空很容易，但事实并非如此。

——沃伦·巴菲特

安然公司是一个会计欺诈和财务骗术的典型。2001年，吉姆·查诺斯就成为安然公司的早期做空者，他在《华尔街日报》看到一篇关于大型能源上市公司销售收益会计实务的文章，他第一次关注到这只股票。在美国国会证词中，他说，他之所以对安然公司产生兴趣，是因为销售收益法允许管理层预估未来的盈利能力，并引诱他们凭空创造收益。

在与华尔街分析师的交往过程中，查诺斯发现分析师们的买入评级并没有被分析支持，相反，却被利益冲突所折损。这些不祥的征兆，加上安然公司的高估值，使安然公司成为查诺斯的一个完美做空对象。像查诺斯这样的做空者已经在股市中充当了“矿坑中的金丝雀”的角色。

几年后，在2007年，掌管一家同名的对冲基金的约翰·保尔森，

通过做空次级抵押贷款赚取了几十亿美元。保尔森告诉美国国会委员会，他曾在2005年和2006年独自进行了详细的研究，他断定抵押贷款证券定价完全错误。他认为许多AAA级投资级别债券将变得一文不值，因为债券项下的次级抵押贷款的抵押品虽然获得了100%的融资，但都没有首付。像其他成功的做空者做空次级债一样，保尔森认为金融公司，如雷曼兄弟公司、贝尔斯登公司、美国国际集团陷入困境是因为他们有过高的杠杆率。

保尔森指出，与它们的有形普通股股东权益相比，雷曼兄弟公司的次级抵押贷款已超过其40倍，事实上，雷曼已经是在负重前行了。许多金融机构的股东权益太少，以致无法承受暴露在次级抵押贷款和相关复杂的衍生金融工具的损失。美国次贷危机开始于2007年3月，美国第二大次级贷款人——新世纪金融公司到了崩溃的边缘。

同月，我们哥伦比亚大学商学院代表团在奥马哈造访了沃伦·巴菲特，我有机会向他寻求关于住房危机持续性恐慌的意见。巴菲特告诉我，市场恐慌是有其理由的，对即将发生的次贷危机产生恐慌也是真实的，因为房主还没有偿还抵押贷款。巴菲特凭借自己的洞察力，在随之而来的金融危机中通过在购买陷入困境的公司受益匪浅，然而他并没有做空股票。

相反，巴菲特出售标准普尔500指数长期股权投资的看跌期权，也就是说，在未来十到十五年间，如果大盘指数大幅下跌，他承诺买入标准普尔500指数。巴菲特不是做空的门外汉，从1957年到1968年，他经营自己的巴菲特合伙人公司，巴菲特合伙人公司产生26倍的回报率（准确地说是2610.6%），主要来源于购买股票，然而，他在伯克希尔哈撒韦公司初创期也做空公司股票。

那么，为什么巴菲特现在没有做空呢？

在伯克希尔哈撒韦公司，巴菲特管理着大约1000亿美元的股票投资。他能找到适合他赌注规模的多头思路（先不提空头）非常少，因为他喜欢集中下赌注。当股票走势跟他预测的方向相反时，他就提高多头赌注，但他不能提高他的空头赌注。集中做空可能是灾难性的，这不符合他的风险参数。

跟巴菲特一样，对冲基金也往往做赌注特别大的多头思路，因为做多通常比做空更有价值。他们喜欢依靠自己专有的研究，但他们也有机会获得来自华尔街分析师、公司管理团队和其他来源的大量的做多思路。

对冲基金的激励机制通常包括2%的管理费和20%的与客户利润分享安排。与那些力争击败指数基准收益的只做多的投资经理不同，对冲基金力争兑现不分市场状况的绝对收益。对于对冲基金而言，如果没有做空对象，在熊市中兑现绝对收益是不可能的。毕竟他们怎么能“对冲”熊市中的下行风险呢？他们的客户愿意分享自己部分利润作为绝对收益期望的回报。

对冲基金的投资任务要求它们做空股票并对冲它们的做多赌注。研究做空思路需要更长的时间，因为对冲基金寻找早期的负面信息可能不容易获得。同时缺乏专注于做空的股票研究公司。因此，对冲基金和其他基金经理通常会接受做空思路，而不是做多思路，特别是如果他们是在做多或可能是错误的交易方面。对冲基金总是可能找到估值过高的股票，您可能想知道为什么它们不容易简单地做空高估值股票。

高卖、低买：高估值公司适合做空吗？

尽管低买和高卖通常对于做多思路奏效，仅基于高估值的做空通常也不会奏效。当一家公司的商业模式面临着明确的问题时，做空思路的投资观点才奏效，而高估值仅作为锦上添花。让我们来看看公司如何估值，以便理解为什么高估值不足以成就一个好的做空。

虽然有许多方法和指标来衡量一家公司，估值的基本思路归结为利润或公司潜在的现金流或公司拥有的资产价值。市场预期的收入、利润、现金流和资产价值驱动公司的股票价格。更高的预期使估值倍数上升（见文本框，“市盈率估值 101”）。

市盈率估值 101

市盈率（P/E）或股票价格与每股收益（EPS）比率是最常用的估值指标。10 倍市盈率意思是投资者愿意支付 10 美元/每股获取上一年的 1 美元/每股的收益。

让我们考虑一个简单的问题。如果你的银行承诺在你的余生给你 5% 的年存款利率，你需要存多少钱才能每月获得 10000 美元（或每年 120000 美元）呢？答案是 240 万美元。在这种情况下，你的投资（240 万美元）价值是年收益（每年 120000 美元）的 20 倍。简单地说，你投资的市盈率是 20 倍，也就是说，你愿意付出每一美元银行利息收入的 20 倍，因为预期收益率（或收益率）为每年 5%。

你会失去你的银行存款是一个极低的可能性。投资于美国国债（政府债券）、投资级企业债、货币市场基金同样承担损失的低风险，

但是，这些投资比简单的银行存款风险高。

投资者期望比存款更高风险更高收益率（或收益率）的投资，并会付出更低的市盈率倍数。股票比债券风险更高，所以它们的预期收益率会更高。如果一只股票以每股 20 美元进行交易，市场预期收益保持上一年的每股收益 2 美元不变，收益率为 2 / 20（10%），市盈率倍数为 20 / 2（10 倍）。

现在，如果市场预期的每股收益在未来三年每年翻倍，市场仍将支付 10 倍的市盈率倍数吗？在这种情况下，该公司将在未来三年获得 4 美元、8 美元和 16 美元或总共 28 美元每股收益（高于目前的股价）。如果大多数的收益流向它们的现金结存（记住：公司按权责发生制原则报告收益，而不是按照收付实现制原则），他们理论上可以在 2.5 年后通过回购它们的所有股票将公司私有化。

通常，低市盈率表明市场预期更低的盈利水平，高市盈率表明市场预期收益增长。一家有增长预期的公司的市盈率会高于 10 倍，并可能达到荒谬的水平（100 ~ 500 倍），这取决于炒作和市场情绪。

相比它们的公允估值，市场可以疯狂地沸腾，引起广泛而持久的股价异常。虽然在这动荡期间你能坚持你的做多思路，当昂贵的做空对象持续上涨，贷款人很可能会迫使你去回补你的空头头寸。因此，仅根据高估值做空股票可能不是一个好主意。

举个例子，两家公司去年每股收益都是 1 美元，根据市场对它们未来收益的预期，它们的股价可能分别为每股 10 美元和每股 30 美元。股价 30 美元（或市盈率为 30 倍）的 A 公司预计将比股价 10 美元（或市盈率为 10 倍）的 B 公司获得更多的收益。让我们假设公司 A 未来两

年的每股收益从 1 美元增长到 3 美元，而公司 B 继续赚取每股 1 美元。在这一点上，如果市场认为公司 A 已经达到了完全的盈利潜力，并决定支付 A 公司 10 倍市盈率（与 B 公司市盈率相同），A 公司的股价将保持为 30 美元。

在这种情况下，如果我们仅仅因为公司 A 按较高市盈率倍数交易而做空它，我们会低估了该公司的增长潜力，做空它将赔钱或充其量保本。在更乐观的情况下，如果市场认为公司 A 在未来几年能以相同的比率保持盈利增长，公司 A 将继续维持溢价倍数。在这种情况下，做空将会赔钱。

了解可持续增长的驱动因素（产品的市场规模、产品的独特功能、竞争动态、产品保质期、竞争对手设计并带给市场的替代品或竞争产品的所需时间）和偏离成长轨迹的明确理由或催化剂是很重要的。做空一家很难预测的开放式增长的公司不是一个好主意。这样的做空往往是错误比正确更多。

在 90 年代末的互联网泡沫时期，没有历史销售数据的公司按照期望的倍数进行交易，似乎传统行业的估值方法不适用于美国的科技公司。即使科技公司有出色的销售，如思科公司，也按照疯狂的倍数进行交易。企业价值销售比率或市销率是最常用的快速增长科技公司的估值指标。

1998 年 7 月，思科公司公布的年收入为 85 亿美元，由于高端交换机单位产品销售量大增，收入比上一年高出 30%，股票按接近收入 10 倍、市值约为 850 亿美元进行交易。一年后的 1999 年 7 月，思科公司公布的销售额增长了 40%，达到 121 亿美元，股票按收入的大约 20 倍、市值约 2100 亿美元进行交易。[4]1999 年 7 月，预计思科公司的收入继续按 40% 增长多年，它的估值似乎可以延续吗？也许，但思科公司

下一年的业绩证明了只基于估值的做空是危险的（图 1.1）。

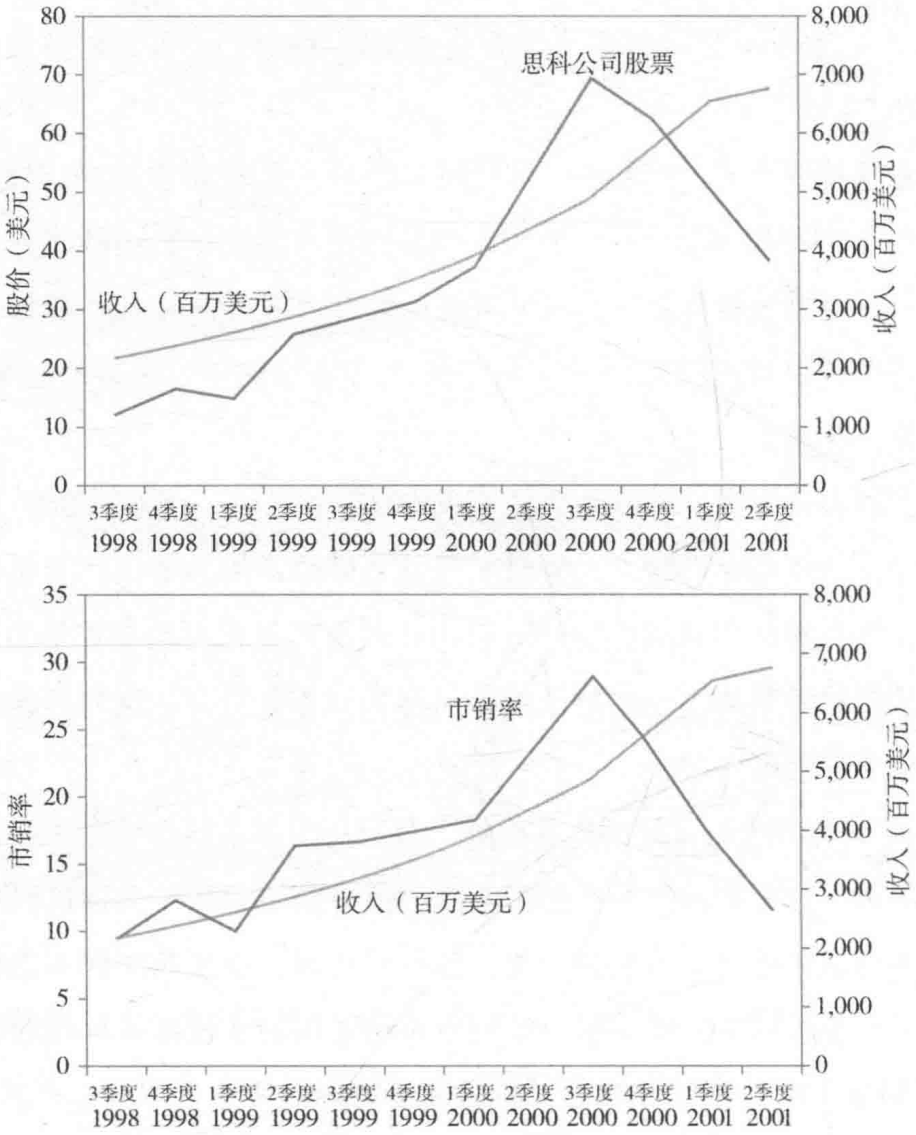


图 1.1　思科公司 1998－2001 年收入、股票价格、销售利润率

资料来源：思科公司提交给美国证券交易委员会的文件。

2000 年 7 月，由于交换机和路由器的销售继续增长，思科公司公布收入增长了 60%，达到 190 亿美元。思科公司当时按接近收入的 25 倍、市值超过 4500 亿美元进行交易。就市盈率而言，思科公司按市盈

率大约200倍进行交易，市盈率由1999年的90倍提高到200倍。在市销率20倍或者市盈率90倍时做空会导致一个负110%的回报，集中做空思科公司可能已经摧毁了投资者的投资组合。正如约翰·梅纳德·凯恩斯经常被引述的话所说的那样："市场可以保持非理性的时间比你能保持偿付能力的时间更久。"凯恩斯，像本杰明·格雷厄姆一样，在1929年的股市崩盘中，他的投资遭受了巨大损失；他的引述是一个很好的提醒，资本配置不当会导致灾难性的投资组合回报。

事后诸葛亮。很容易明白为什么在2000年市销率为25倍时卖出思科公司而不是1999年市销率为20倍卖出思科公司会是明智的。当思科公司的收入按年40%至50%的比率增长，交换机和路由器的市场规模是难以估计的；也很难预测思科公司是否将保持市场中的技术领先者地位。随着思科公司经营规模的扩大，它的毛利率也不断增长。频繁的并购交易可能会进一步混淆思科公司的增长预测。如果我们有一个水晶球来预测市场规模，它将仍然是不可能猜中市场愿意为思科公司股票支付的最疯狂的倍数。

思科公司的故事说明做空成长型或高估值股票的典型时序难度。尽管如此，如果我们能发现这种公司商业模式的缺陷或识别可能会永久性地伤害它们成长前景的催化剂，高估值可以是寻找做空思路的一个很好的出发点。

要点

仅凭估值做空高价股票是危险的。

研究做空思路需要有与做多思路相同的基本技能

基础性研究可以发现商业模式的缺陷。可能的空头头寸的基础性分析与多头头寸的基础性分析没有什么不同，这涉及到理解商业模式、分析财务报表、识别企业和行业增长的驱动因素、企业估值、评估下行风险和找到投资理论的优势。

本杰明·格雷厄姆的《证券分析》、《沃伦·巴菲特论文集》和菲尔·费雪的《怎样选择成长股》这样的投资经典提供了企业基础性分析的杰出框架，并借鉴了成功的价值投资者思想的见解。同样，彼得·林奇的《成功投资》和成长型投资者的投资观点提供了框架（例如：市场规模、分析前进的趋势和新产品的增长潜力）以分析混配或成长型公司，并找到它们成长前景的信念。

理解一家公司的再投资经济学从而识别增长杠杆是很重要的。成长市场中的公司往往投资于产品研发、配送能力（例如：商店、仓库）、制造产能、品牌营销，或销售团队的扩张。这些投资中的每一项都允许公司增加或抢占市场份额；然而，企业这样的再投资可能不一定必然地导致盈利增长。

关键是看任何企业的以下七个方面，它们绝不是一个详尽的清单，而是基本面分析的一个很好的清单。

基本面分析核对表

1. 行业：市场规模、市场集中度（前五名市场份额）、竞争，行业的特征（资本密集性、季节性等）、行业阶段（新生的、成熟的等），行业周期性或结构性变化的征兆

2. 产品：独特的功能和竞争力、研发投资、营销投资、可扩展性、客户忠诚、转换成本、替代品、产品保护（专利保护、监管障碍等）

3. 财务报表分析与估值：

（a）成熟企业

损益表：收入驱动因素、固定和变动成本、最近十年息税前利润或营业毛利、净利润、股本或资本回报率、盈利质量以及企业的周期性/季节性

资产负债表：投资资产质量和流动性、杠杆和契约，资产负债表项目（存货或营运资金等）

现金流量：收益收敛或发散的原因、资本支出（Capex）和融资

（b）新企业：收入和收益增长的驱动因素、现金的来源和使用以及现金烧钱率，加上可用的上述成熟企业的任何附加相关指标

（c）估值：行业的相关估值倍数，如：市净率、市盈率、市销率、企业价值与销售比率（EV/sales）、企业价值与息税前利润比（EV/EBIT）、企业价值与扣除资本支出的息税折旧摊销前利润比、资产净值、贴现现金流量、自由浮动、自由资金流以及自由现金流量倍数等。

4. 客户：出口与内销占收入的百分比、客户集中度（大于收入5% -10%的客户）、在行业价值链中的公司地位和竞争优势

5. 管理团队：执行历史、股东价值创造、资本配置、声誉、道德、内部持股与高管薪酬、最近的内幕交易

6. 企业的经济周期：目前的经济状况、周期性、季节性、成长周期、目前的增长阶段、货币周期和货币走势

7. 近期和长期的威胁：法律、产品周期或替代品、竞争、监管或主权风险、商业模式的结构变化、专利到期、产品需求减弱

结构型做空、战术型做空和配对型做空

在深入挖掘做空思路背后的尽职调查过程之前，让我根据投资视野的不同，把做空分为三类：（1）结构型做空，有一至两年的预期；（2）战术型做空，一周至一季度的预期；（3）配对型做空，投资者通过临时做空该股的竞争对手、供应商、客户等，对冲多头。对这三种分类的每一类的尽职调查过程是不一样严格的。

一般而言，一个成功的结构型做空的观点可以指出商业模式的缺陷、行业的结构性变化、财务骗术、改变中的竞争格局、异常的高估值、最高的营业毛利和最重要的多种即将到来的短期负面触发因素。我还将把周期性做空纳入到这一类别，因为大多数的长期问题首先是周期性问题，最终演变成长期问题。

战术型做空是典型的完全基于投机、动量（根据事后的负面新闻做空一支下跌的股票）和意气相投行业（例如：在一个奢侈品品牌的负面新闻公布后，奢侈品市场预期衰退，做空奢侈品品牌行业的其他

股票）的短线交易。一些高频交易公司也使用既定的定量策略做空股票，并在几毫秒到一整天之间持有空头头寸。我将不涉及基于技术或定量分析的战术型做空，也不涉及超越波峰到波谷修正概念的图表分析。

配对型做空，顾名思义，是做多和做空交易的结合，如做空波音公司和做多欧洲宇航防务集团（两家公司处于同一行业），或做空康宁公司和做多百思买集团（做空供应商和做多客户）。通常，配对型交易背后的动机是对冲做多交易的系统性风险；这样的做空交易往往是草率的，也没像做多交易那样被研究过。分析师可以从一份报纸上的做空文章的头条新闻、一个朋友、华尔街甚至他们的擦鞋匠以及其他信息来源获得这样的做空思路。

在本章中，我专注于尽职调查的过程，找到基于公开文件和盈利的分析或提交的业绩单的结构型做空。分析专注于它们的商业模式问题，如产品和服务需求的不断下降、新的产品替代品的出现、不断上升的投入成本、其他分销渠道的威胁、盈利能力下降和竞争压力。随着这些问题的发展，投资者在报纸和其他媒体更广泛报道问题之前，试图通过初步研究找到一个优势。

分析师依赖传言（菲尔·费雪推广此方法）、渠道控制、专有调查、实地考查、管理层访谈、思想盛宴等等来提高他们做空思路的信息优势。然而，其中一些研究工具可能是资源密集型的和昂贵的，更适合基于估计下一个季度销售、盈利或现金流的战术型做空。

要点

结构型做空是对其业务或者商业模式有结构性问题的公司的长期

做空。战术型做空专注于短期问题，并依赖传言、调查和渠道控制。

做空框架：寻找什么

1. 结构型做空

a. 不可持续的杠杠商业模式

ⅰ. 违约威胁、信用评级下调

ⅱ. 债务融资资产的价值下降

ⅲ. 同店销售下降、长期经营租赁

ⅳ. 严重依赖融资、信贷周期紧缩

b. 商业模式问题

ⅰ. 失去关键客户、产品、高管或补贴

ⅱ. 行业处于长期或周期性的下降趋势

ⅲ. 市场份额损失迹象和企业利润率的威胁

ⅲ. 价格下跌、原材料成本上涨或两者兼而有之

ⅴ. 政府对商业行为的调查、欺诈

ⅵ. 摒弃问题的并购、高价收购

ⅶ. 退出高毛利业务或进入低毛利业务，导致较低的营业利润率

c. 价值陷阱：在某些指标上可能看起来很便宜的股票，但在现实中不可能有护城河保护它们的业务，并且可能面临长期的慢性问题

d. 破碎的成长故事：激烈的竞争、竞争者或客户的竞争产品、过时的产品

e. 财务报表问题和骗术

2. 战术型做空

a. 宏观经济问题和经济衰退的迹象

b. 成功投资者宣布空头头寸

c. 首次公开发行股票（IPO）锁定到期、主要投资者退出、内幕

交易

3. 配对型做空：做空竞争者或客户对冲多头头寸

股票为何下跌?

让我们一起看看负面的股价波动背后的一些关键因素和相关的故事。其中一些事件和原因可以证明是做空观点的预后指标。这些可能都不是购买或做空股票的唯一原因，并且做空思路中没有更高信念的基础研究捷径。甚至对于资深的做空者而言，获得做空思路都是很难的。包含在做空框架中的以下的催化剂可以帮助获得和审查做空思路。

内部调查或监管调查

内部调查或监管调查公告对股票而言，总是负面的惊喜，特别是如果调查是在紧接着已经宣布的负面消息或对该公司的指控后宣布。很明显，这种调查无法预测；然而，如果一家知名媒体、一位知名投资者或一位知名分析师提出了令人信服的会计虚假陈述或不道德商业行为的证据，调查的机率大增。

通常情况下，当这样的消息发生时，该股票变成一只热门股，盘整几天，并引发多空之间的拉锯战。这可能不是做空交易的最佳时机，但这是一个研究股票以识别连锁反应和其他负面的催化剂以及目前估值相关的下行风险的好时机。在这种情况下，高估值可作为锦上添花。

2011 年 4 月，戴蒙德食品公司（DMND）宣布了一项约 24 亿美元的向宝洁公司收购品客薯片的协议，包括 15 亿美元戴蒙德食品公司股票。戴蒙德食品公司（Diamond Foods）总市值约为 13 亿美元，这转型

性交易将使他们2011年的销售额翻一番。六个月后，《华尔街日报》指出，戴蒙德食品公司在9月份而不是在7月份（他们财年的最后一个月）向核桃种植户陆续付款，已经夸大了其2011年的盈利。当一些知名的做空者开始指出可能降低戴蒙德食品公司毛利率并潜在威胁品客薯片交易的核桃业务的严重缺陷（见第四章）时，戴蒙德食品公司股票从历史最高点回落。

消息发布后，戴蒙德食品公司仍按大约50倍的高估值市盈率（戴蒙德食品公司单独盈利）和包括品客薯片盈利的大约30倍的市盈率进行交易。戴蒙德食品公司的股票从《华尔街日报》文章发布后的10月中旬的92美元高点下跌了约17%。11月1日，戴蒙德食品公司宣布对涉嫌会计违规进行内部调查，导致品客薯片的收购交易推迟结束。该股在公告发布后下跌约18%。

11月22日，一位回避内部调查的戴蒙德食品公司的董事之死被报道为自杀，戴蒙德食品公司股票价格进一步暴跌大约20%。美国证券交易委员会（SEC）对涉嫌违规行为展开调查。然而，品客薯片收购交易仍被列入议事议程，到2012年2月8日该股股价恢复到37美元，反弹了大约35%。

2月9日，经过初步的内部调查，戴蒙德食品公司解雇了首席执行官（CEO）和首席财务官。消息发布后，因为对品客薯片的收购交易的机会现在看来渺茫，戴蒙德食品公司股票下跌37%。2月15日，凯洛格公司宣布收购品客薯片，结束了该交易的所有猜测。到2012年11月19日，戴蒙德食品公司股票价格随后又下跌40%至13美元，同时，该公司重述财务数据，力图挽回声誉。

总的来说，重要的是要注意公司或政府监管机构如司法部、总检察长、联邦通信委员会和联邦贸易委员会宣布的调查。这些公告有时

会带来好的做空思路，尤其当股票是按高估值倍数进行交易。

投资者公告和内幕交易

市场密切关注外部人士（机构投资者和基金经理）和内部人士（公司高管）的股票交易。某些公司专门发现这种交易的异常趋势，如当一家公司的主要投资者通常通过悄悄地提交表 13（F/D/H 等）以披露他们股份的显著增加或者减少时。

高管或内部人士可通过提交的表 4 以披露其所持股份，或通过提交的表 10b5 以披露股票减持计划。异常或大量的内部人士股票出售可以表明内部人士都知道更广泛市场未知的负面新闻。2012 年 12 月 10 日，《华尔街日报》报道了曼哈顿检察长对内幕交易案件展开的调查，调查在公司宣布重大负面新闻之前，公司高管出售他们所持股票（许多情况下按 10b5 计划）。

在首次公开发行股票和分拆上市的情况下，原始股东和内部人士不允许在最初的锁定期（通常在公开发行之前 90 ~ 180 天）出售其所持股份，锁定期满日是公开的。由于新增流通股进入市场交易，股票价格预期将下跌，所以股民要非常密切地关注锁定期满日。

大多数情况下，由于知名或者战略投资者退出股票和著名的做空者预警，股价将出现负面的反应。很重要的是要注意浮动筹码（可供交易股票）和空头净额比率（市场上做空的股票数量占浮动筹码的百分比）。筹码高度集中（少数几个投资者集中持股）或高空头净额比率（大规模做空的股票）降低股票的流动性（股票交易容易），并导致股票价格更大幅度的波动或逼空。

在美国，做空者不需要披露其所持股份，然而，他们可能会选择

公开他们的空头头寸，并通过公开的访谈和报告来宣传他们的论点。最成功的报告指出了一个商业模式、会计违规或迫切的该公司前景的威胁的明显缺陷，在很大程度上做空的观点似乎是非常容易理解。然而，做空者并不总是期待这样的股票归零（甚至是安然公司和雷曼兄弟公司的著名做空），重要的是要确保目前的估值允许做空交易的安全边际。

做空需要逆向思维。因此，当一位著名的投资者在一只廉价的股票中持有大量的多头头寸，这可能值得检查这只股票是否是一个价值陷阱。发现价值陷阱可能是最棘手的任务。你不仅需要深入分析公司的财务报表，而且你也需要预测其产品的不利需求趋势、更广的行业或宏观经济指标。

最后的但同样重要的，卖方分析师下调评级通常导致股票当天下跌。短期战术型看涨期权经常基于分析师的渠道检查或调查。在另一些的情况下，分析师在差的盈利报告或不佳的产品发布或在股票接近目标价格后，可能将这只股票降级。它通常很难获得基于短期战术型看涨期权的做空思路，但是，指出一家企业结构性问题的长期看涨期权可以每隔一段时间产生好的做空思路。

失去关键客户、产品、高管或补贴

一家公司的营业收入来源于一个关键产品的销售或销售给一个主要客户，自然有更高的失误和失败的风险，类似于把所有的鸡蛋放在一个篮子里。最常见的例子是仅有一种药物的生物技术和制药公司。药物可能专利保护终止、保险公司或医疗保险报销计划可能降低药物的覆盖范围、药物可能导致意想不到的副作用、临床试验可能不会成

功和替代药物可能进入市场，以上很多事情可以使这些公司出岔子。一般来说，做空商业化药物公司的风险总是比做空药物处于研发过程中的公司小得多。

案例研究：奎斯特科制药公司（QCOR）

2007 年 8 月，奎斯特科制药公司对其唯一的药物“阿克撒”采用了一种新的定价模型，该药用于治疗多发性硬化症（MS）和婴儿痉挛症。奎斯特科制药公司有效地将阿克撒的价格从 2007 年的 1650 美元一剂提高到 22222 美元一剂。奎斯特科制药公司的营业收入在接下来的三年中翻了一番，从 2007 年的 4900 万美元增长到 2010 年的 1.15 亿美元，股价翻了很多倍，从每股 0.5 美元涨到 2010 年底的大约每股 15 美元。[5]

在医疗改革法要求制药公司提供返利以支付医疗保险处方药计划保险缺口（即所谓的甜甜圈孔）的一部分之后，做空者注意到奎斯特科制药公司。奎斯特科制药公司 25% 的销售额来自的医疗保险投保的患者。奎斯特科制药公司通过增加一倍的销售队伍做出反应，提高治疗被商业保险公司支付的多发性硬化症患者的阿克撒处方量。因此，多发性硬化症的阿克撒处方量从 1212 张增加到 3090 张，促使年销售额增加了 87%，在 2011 年达到 2.17 亿美元，股票价格在 2011 年翻了一番。

做空者在这只股票上的运气不佳，多空之间的拉锯战持续到 2012 年。2012 年 7 月，一位著名的做空者提出理由证明阿克撒的有效成分也存在一个普通药里，这使股票下跌了 23%。然而，2012 年 9 月奎斯特科制药公司获得更低的医疗保险返利资格后，其股票价格收复失地。（图 1.2）

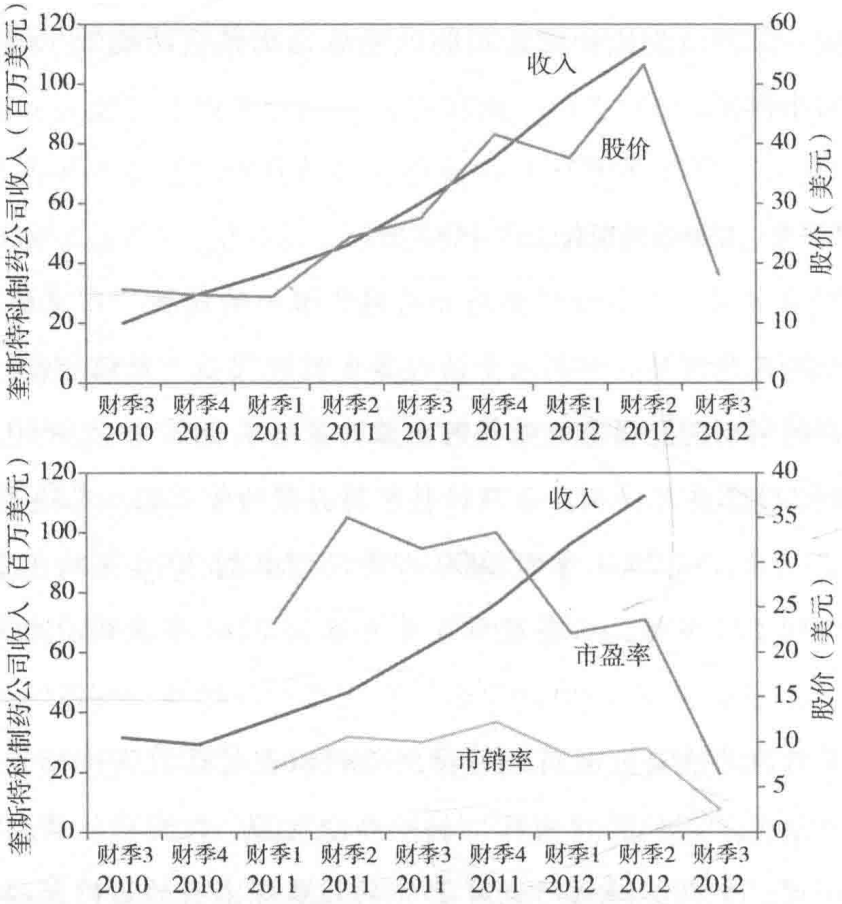


图 1.2　奎斯特科制药公司 2010 –2012 年的收入、股票价格，P 市销率、市盈率

资料来源：奎斯特科制药公司提交美国证券交易委员会的文件。

故事并没有结束。2 周后，2012 年 9 月 18 日，安泰保险公司公布了阿克撒临床政策公告，将限制韦斯特综合症（婴儿痉挛症）治疗的报销。消息公布后，由于市场担心其他保险公司也会纷纷效仿，奎斯特科制药公司股价下跌近 50%。在这个消息之后，美国证券交易委员会宣布对奎斯特科制药公司的营销手段进行调查。随着 40% ~50% 的严重的空头净额比率，奎斯特科制药公司是一只热门股票。奎斯特科制药公司股价继续保持低迷，直到 2013 年 6 月 12 日，它宣布它将从诺华集团购买促肾上腺皮质激素开发和商业化的权利。2014 年 4 月 7 日，

万灵科制药公司宣布将以大约56亿美元的现金和股票收购奎斯特科制药公司。

高价药往往会遇到商业保险公司和医疗保险的报销问题，当一个更便宜的竞争性药品进入市场，它们的问题进一步恶化。在其他情况下，高价药可能引起立法者的注意。例如，吉利德科学公司面临着对索非布韦定价策略的审查，索非布韦是在2013年12月6日前仅4个月批准的一种的丙肝药物。虽然有多元化药物投资组合的公司风险较小，单一药物公司很容易经营失败，商业模式的风险使他们成为做空者的更具吸引力的候选股。

使用单一产品主题去识别做空候选股适用于许多其他行业，如智能手机制造商。我会很快将这一行业与药品生产商进行比较，指出智能手机制造商持续盈利能力带来的其他问题。智能手机这样的产品没有像药品生产商那样得到长期专利强有力地保护，并且智能手机的设计周期比药品的设计周期短得多（药品要经过多年的临床试验过程）。

更短的产品保质期、设计时间、升级周期、竞争和消费趋势的变化使得手机制造商难以赢利地扩大市场份额超过两年。一旦一家手机制造商的拳头产品在市场上失去光彩，他们营业收入的下降似乎没有尽头，如在摩托罗拉（2006年他们的刀锋余波之后，单位产品销量下降了85%）、诺基亚（2010年当竞争对手的智能手机进入市场和诺基亚进入产品衰退期，诺基亚单位产品销售量下跌超过20%）、加拿大移动研究公司的黑莓手机（2010年产品失策后，单位产品销量下滑超过30%）、宏达电子（HTC）（2011年由于定价失策和竞争，单位产品销量下降超过20%）的案例中。

其他产品问题

市场不喜欢不确定性，并且它们不欢迎一家公司的盈利能力或增长前景的负面头条新闻，即生产和产能扩张问题、供应链中断、产品上市推迟、过多的库存、投入成本上涨等等。有时，这些头条新闻可以指出公司的更广泛和更长远的问题。

案例研究：皮尔格林荣耀公司（PPC）

玉米和大豆的价格（养鸡场的主要投入）在2007年开始上涨，损害了鸡肉生产商的利润。他们的股价从2007年的最高点下跌了20%－30%。我的基金经理已经持有皮尔格林荣耀公司的多头头寸，并请求我研究这家公司。

鸡肉生产商没有对冲玉米价格，玉米期货表明它们将遭遇更多的困境。尤其是对皮尔格林荣耀公司而言，这是不好的消息，它花了13亿美元收购了金石柜公司，收购资金完全由担保贷款和过桥贷款提供。根据皮尔格林荣耀公司2007年的盈利，由于它的负债与息税折旧摊销前利润的比率为3.2，超过了规定的该比率最高为3的限制性合同条款，所以它将被要求为它的长期负债支付更高的利率。

2007年，皮尔格林荣耀公司花了大约24亿美元购买玉米和大豆原料。如果玉米和大豆的价格正如商品期货建议的那样又上涨20%～30%，他们的销售成本会另外增加4亿美元至6亿美元。皮尔格林荣耀公司可以通过涨价将一部分成本转嫁给客户，然而，历史数据显示鸡肉价格很少能上涨超过5%，因为消费者往往转向购买牛肉。在2006年鸡肉供过于求之后，2007年，养鸡业已经在削减产量。2007年的工

厂利用率维持在85%，皮尔格林荣耀公司急剧的产量增加似乎是不太可能的。

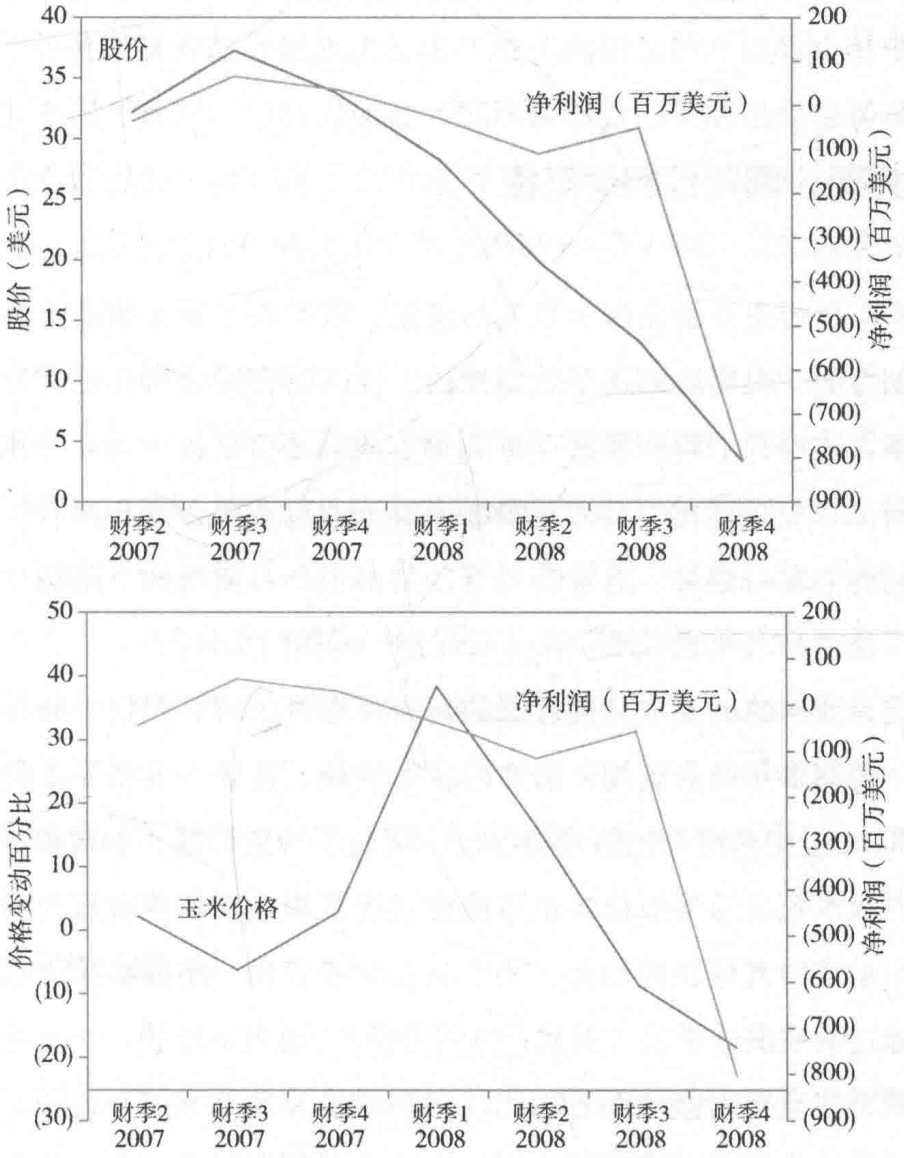


图1.3　2007－2008年皮尔格林荣耀公司净利润、股价、玉米价格上涨

资料来源：皮尔格林荣耀公司提交美国证券交易委员会的文件和美国农业部。

在涨价5%的最好情况下，皮尔格林荣耀公司将公布至少1亿美元的亏损，他们仍然可能会有违反债务合同的风险。他们还面临与燃料

价格、劳动力短缺和长期债务利率上升相关的其他成本问题。皮尔格林荣耀公司似乎是一个很好的做空候选股，我们出售了我们的股份并做空。皮尔格林荣耀公司2008年公布了巨额亏损（图1.3），并申请破产保护。

行业趋势：周期性和长期性

当一个行业开始显露出衰退的迹象，重要的是要了解衰退本质上是长期性的、周期性的还是短期性的。投资研究或分析的这方面是一门艺术，这没有了解和预测这种趋势本质的神奇框架。行业专家、卖方分析师、市场研究公司和新闻媒体投入大量资源研究和出版短期的和长期的主题与趋势。通常情况下，基于一个行业明确下降趋势的做空赌注往往是跟随聪明投资者（或资金）的热门交易。

当互联网的出现威胁到传统的新闻传播时，所有的报纸股票进入了一个为期多年的衰退期。诸如内容（视频、音频、新闻等）的在线传送和21世纪初的外包的趋势已经证明是不可逆转的。承诺源自比较优势的成本效益的类似趋势也可能持续很多年。在消费者行为的转变过程中出现的其他长期趋势，如产品过时或替代、颠覆性技术和长期的产能过剩或供过于求（例如：电信萧条），也可能威胁一个行业的长期前景，甚至导致它们的死亡。

行业像公司一样要经历成长、成熟或衰退的周期，一个行业内的公司的盈利能力自然与行业的发展阶段密切相关。在成长期，行业或公司可以由客户、资本市场或政府投资提供资金；这些资金来源最终决定其资产负债表的特征。一般情况下，重资产行业（例如：航空公司、银行、公用事业）是负债累累，而轻资产行业（例如：服务、软

件）往往由客户提供资金，并保持无债务。

当一家公司所在的行业进入周期性或结构性衰退期，资产负债表或筹措资金的优势可以给这家公司的改造和生存能力注入生机。然而，当一个行业提供的产品变成商品化产品（例如：个人电脑）时，甚至对有杰出资产负债表的公司而言，扭转盈利能力下降也变得很难；它们成为投资者的价值陷阱。优秀的管理者有时能很早发现下降趋势，并决定彻底退出经营，例如国际商业机器公司（IBM）在2004年决定退出个人电脑业务。

卓越的管理者有时可以成功地改组业务。2004年，史蒂夫·乔布斯将苹果公司从个人电脑业务引开以给数字音乐和移动电话行业带来了一场革命。然而，甚至卓越的管理者能扭转长期衰退的颓势都是罕见的。2007年，尽管有强劲的现金状况和其成功创始人的回归掌舵，戴尔公司也无法扭转其业绩下滑。巴菲特可能在他漫长的投资生涯中看到了很多卓越的高管采取过的失败的第二次行动。他用一条巧妙的语录描述这种现象："当一个有卓越才华声誉的管理层果断处理一个有糟糕经济状况声誉的企业时，这是企业完好无损的声誉。"

财务报表问题

揭露会计舞弊是做空者的理想工作，但它需要特殊的会计取证技能。会计取证不是一件容易的事，不过这很容易注意到一些常见的问题，比如销售与应收账款之间的异常分歧、高存货、资产估值（分类和按市场价格计价假设的变更等）和会计假设的主要变更。第四章将更详细地讨论一些常见的会计问题和相关实例。

当一家公司披露会计问题时，由于投资者开始质疑其财务报表的

真实性，其股票必然下跌。会计问题可以从良性的错误分类演变为复杂的财务骗术。最常见的丑闻包括收入确认问题（虚增销售）、费用分类（低估成本）和隐瞒负债（包括特殊目的实体和虚假交易）。

会计是商业语言。没有阅读财务报表就投资于一只股票类似于盲飞。会计问题往往是商业模式更大问题的征兆，发现财务报表违规是不够的。好的会计做空案例故事也能指出公司试图掩盖的财务骗术问题。

例如，当吉姆·查诺斯看到安然公司在1999年提交的10－K表时，他的公司发现安然公司产生了7%的资本收益率（低于其资本成本），并激进地使用销售收益会计实践人为地增加利润。查诺斯发现安然公司在电信行业的扩张是一个关键的失误。基于电信行业加剧的产能过剩，他也看空电信行业，当安然公司宣布电信举措时，它似乎没注意到这点。这种信念结合严重的内幕交易（内幕交易作为做空思路的主要指标的一个例子）坚定了他看空安然公司的观点。

公司的官方资讯：盈利、投资者会议、会议

市场密切关注预定的公司官方资讯，如季度盈利公告、投资者会议、管理层访谈、行业会议。最密切关注的官方资讯是季度盈利公告，其中，公司公布财务报表、前瞻性指引与展望、盈利预警、关键举措的状况以及管理层在财报电话会议过程中回答分析师的提问。

2000年，美国证券交易委员会（SEC）采用了公平信息披露规则以防止上市公司重大非公开信息（肯定影响股票价格的信息）的选择性披露。换句话说，在向公众公布之前，上市公司不能提供敏感信息给一组精选的投资者。因此，公司被授权通过新闻稿或公共事件发布

这样的信息，如定期的财报电话会议。在这样的官方资讯之前，公司进入了缄默期；在此期间，它们的管理层拒绝讨论与盈利相关的话题和其他重大信息。

盈利公告中最广泛关注的数字是营业收入和每股收益。如果这些数字未达到一致预期（华尔街分析师预测的中值），市场可以立即投票否决股票。在其他情况下，公司可能达到或超过这些预期，但如果该公司的前瞻性指引达不到预期或如果它发布盈利预警，其股票仍将下跌。估计营业收入、盈利和其他关键指标并将它们与盈利公布前的市场预期进行比较是很重要的。

公司通常仅在盈利公告中公布某些行业特定的指标，市场也密切关注这些指标。一些最常见被关注的行业指标包括航空公司的可利用客英里和客座利用率、工业企业与材料行业的订单出货比率和产能利用率、零售企业的可比同店销售额、银行业的净息差和不良资产以及媒体和软件公司的用户增长。第四章提供了一个每个行业普遍关注的指标列表。

公司也往往在年度或者专门的投资者会议中宣布主要的产品发布、重组计划和关键战略。这些官方资讯增强市场的预期，当管理层未能达到这些期望时，股票往往下跌。身陷困境企业的管理层变动有时会产生很好的做空候选股，特别是当它们正挣扎于行业不景气、令人畏惧的竞争对手、劣质的收购或其他特定的问题中时。身陷困境企业的投资者会议活动尤其重要，因为它们给管理层一个清晰地提出他们的扭转战略的平台。

在2012年投资者会议上，惠普公司的首席执行官梅格·惠特曼宣布惠普公司将无法在未来的两年内恢复元气和增长，消息发布后惠普公司股价下跌8%。此前，惠特曼是eBay公司的首席执行官，她曾领

导这家公司成功的首次公开发行上市和营业收入持续增长 10 年，eBay 公司营业收入从 1998 年的 400 万美元增长到 2008 年的 80 亿美元。她临危受命于惠普公司，被聘任为首席执行官来扭转该公司。

自从 2010 年罢免了明星级首席执行官马克·赫德后，惠普一直在努力调整，后来在 2011 年又解雇了继任的首席执行官李艾科。由于不断下滑的个人电脑需求，李艾科未能赢得投资者的信心，并因收购奔迈公司（Palm）和自主公司（Autonomy）而被批评。市场寄希望梅格·惠特曼早于 2014 年宣布扭转惠普公司的计划，所以她的投资者会议反响不好。

这些预定的官方资讯是做空者的关键催化剂，因为他们会消化新信息并寻找可能影响他们做空观点的重要线索。当一只股票有高的空头净额比率（严重做空），即使这些官方资讯的轻微的正面消息也可以迫使做空者大规模退出，并使股票价格猛涨。

一些行业部门更频繁地发布重要指标，每周或每月发布一次。零售商和汽车制造商每月公布销售相关数据。公司也可以在重要产品发布会后宣布产品上市后的销售数量。这些数据的发布是影响股票价格的密切关注的催化剂。

公司的官方资讯：推迟解决棘手问题的并购

并购可以成为大型公司商业模式的核心部分，如强生公司、谷歌公司和威富公司；它们的公司开发团队不断地寻找能带来协同效应和增长的目标。然而，当公司进行变革性或大型收购时，他们可能遇到整合问题，尤其是当它们没有好的并购历史时。在一般情况下，当它们似乎掩盖增长放缓和重大业务问题时，并购公告值得密切检查。

案例研究：医疗管理系统控股公司（HMSY）

医疗管理系统控股公司核实医疗补助受益资格和审核医保索赔以确保医院和其他医疗机构提供服务的正确支付。州医疗补助计划占其营业收入的70%。在2012年6月美国最高法院支持“平价医疗法案”后，医疗管理系统控股公司的股价上涨约27%。多头将该裁决看成是医疗管理系统控股公司的福音，因为它维持受益于增加的医疗补助支出。

医疗管理系统控股公司在2011年12月以3.68亿美元的价格收购了医疗数据见解公司（HDI）。医疗管理系统控股公司的核心业务增长放缓，医疗数据见解公司的医疗保险追偿审计承包商（RACS）服务的显著的新收入使其相形见绌，并且华尔街愿意忽略其核心业务增长放缓。研究和与业内人士讨论表明医保的医疗保险追偿审计承包商收入可能减缓甚至下降。

医院通过上诉越来越多的医保的拒绝报销，特别是医疗管理系统控股公司做的，强烈地对医保的医保报销追偿审计承包商的审计做出反应，他们赢得了上诉，找回了失去的收入。它们向美国国会和法院投诉激进的医保报销追偿审计承包商，试图改变或澄清医疗保险条例，阻止由于模糊报销规则而产生的不当支付。

华尔街对作为医保补助的医保报销追偿审计承包商的医疗管理系统控股公司的业务开展的营业收入增长过于乐观。其研究表明：与几乎所有的医保支付错误相比，给有偿服务供应商的不当支付只占医疗补助支付错误的一半。医疗补助的医保报销追偿审计承包商计划也可能不如医保的医保报销追偿审计承包商计划获利高，因为风险代理收费的上限为12.5%。

医疗管理系统控股公司于2012年10月4日下调了营业收入和盈利的预期，这一切都在其医疗补助计划的持续问题中。消息公布后，医疗管理系统控股公司的股价下跌约14%。三周后，医疗管理系统控股公司公布了第三季度盈利，由于更高的营运成本，未达到华尔街对其营业收入和盈利的预期，造成医疗管理系统控股公司的股价暴跌约24%，低于23美元的目标价格。

资料来源：华尔街之外咨询集团。

公司的官方资讯：昂贵的收购

收购公司可以依靠现金、股票、债务或前三者的组合为并购交易提供资金。融资的本质为管理层提供了对自己公司股票估值看法的关键见解。在一般情况下，如果管理层认为他们公司的股票被低估了，他们不使用公司股票进行收购。在这种情况下，他们使用现金或廉价的债务（或现金和债务的组合）为购并交易提供资金是更明智的。

相反，如果管理层认为自己公司的股票被高估了，他们可以自由使用自己公司的股票进行收购。所有的股票并购交易往往在牛市顶峰周期期间增强。20世纪90年代的科技热可能经历了这种并购交易的最大股份交易金额。两个最大的和最著名的并购交易是1830亿美元的沃达丰公司与曼内斯曼公司的股票合并和1110亿美元的美国在线公司与时代华纳公司的股票加债务的合并。这两个并购交易以失败告终，并成为商学院案例研究的主题。

案例研究：脸谱公司（FB）

作为一家私营企业，脸谱公司在7年内向大量的大小投资者筹集

了大约15亿美元的资金，如彼得·蒂尔、微软公司、高盛公司和俄罗斯数字天空技术公司。当脸谱公司决定转变成上市公司，它公布公司的现金余额为38亿美元，更为重要的是，2011年公司经营现金流量为15亿美元。

脸谱公司在变幻莫测的首次公开发行中按每股38美元发行了4.84亿股，筹资总额为184亿美元；然而，约70亿美元留在脸谱公司账上，其余流入脸谱公司售股股东的腰包。脸谱公司2012年5月18日的现金余额大约是110亿美元。脸谱公司的股票在作为上市公司的第一年股价腰斩，但它在此期间的现金余额几乎没有变化。在此期间，脸谱公司花了约10亿美元购买服务器、存储设备和建立数据中心，同时它花了5亿美元购买其他公司和专利，其中包括2012年9月10亿美元现金加股票收购照片墙公司（Instagram）的3亿美元。

当脸谱公司宣布它截至2013年9月的这个季度取得8.81亿美元的新闻广告收入—比上一个季度多5.76亿美元，它重获华尔街的喜爱。华尔街对此公告表示惊叹，它宣称脸谱公司现在是一家移动公司。这个季度报告后不久，脸谱公司被推测出价30亿美元现金收购快照聊天公司（Snapchat）；然而，快照聊天公司拒绝了它的收购要约。

脸谱公司这个时候以远高于首次公开发行价格进行交易。2013年12月19日，该公司以每股55美元的价格第二次发行了2700万股，另外募资约15亿美元。当公司现金紧张或当它们想利用市场极度兴奋或高股价来变现时，它们通常第二次发行股票。判断脸谱公司想不想利用高股价变现为时过早。

在二次发行之后，脸谱公司自从作为一家私营公司成立以来，已经筹集了约100亿美元的外部资本。2013年，脸谱公司产生了超过40亿美元的经营活动现金流量；到目前为止，其最大的现金使用是大约

20 亿美元的硬件和数据中心支出，其次是大约 15 亿美元的研究和开发支出。2013 年年底，脸谱公司的现金余额保持不变，大约是 110 亿美元，他们真的似乎并不需要现金。其二次发行背后的原因也不是很清楚。

在二次发行的 2 个月内，2014 年 2 月 19 日，脸谱公司宣布将收购即时通讯软件公司 WhatsApp 公司，收购价为 190 亿美元（40 亿美元的现金、120 亿美元的股票和 30 亿美元的限制性股票份额）。这个交易产生的天价，显然是以牺牲现有股东的利益为代价的。如果 WhatsApp 公司的 4.5 亿用户每年支付 1 美元的服务费，它可能产生 3 亿美元至 4 亿美元的现金收入。虽然这笔交易的 40 亿美元现金部分将削弱脸谱公司的现金储备，但它没有挖坑，也没有损害它进一步交易的能力。然而，150 亿美元的股票稀释是不是将导致脸谱公司股东的超额回报是一个不同的问题。脸谱公司正在像纸一样处理其股票，创造了战术型做空机会。脸谱公司股价在随后的一个月内下跌超过 20%，市值缩水近 380 亿美元，是收购 WhatsApp 公司交易规模的两倍。

脸谱公司成功地用移动广告收入更新其商业模式，进军电视广告和视频广告（尽管现在市场主要由 YouTube 公司控制）。然而，照片墙公司（Instagram）和 WhatsApp 公司的收购表明脸谱公司为用户体验创新的超支收购战略。迄今为止，虽然脸谱公司在这些交易中保存现金是更精明的，它愿意不惜任何代价收购这些公司表明脸谱公司可能会对未来的收购多付价款。为什么注意这些交易成本是很重要的呢？让我们比较一下脸谱公司和谷歌公司的商业模式，客观地判断脸谱公司的当前估值。

全球有近 20 亿台台式机连接到互联网，与次对比的是 17 亿智能手机用户群。谷歌公司占有桌面广告的 80% 的市场份额，调整后的收入

为550亿美元，而脸谱公司按年度计算产生近120亿美元的收入。两家公司都没有进入中国市场。2014年7月，脸谱公司的市值为2000亿美元，市场认为脸谱公司是移动广告行业中的谷歌公司。为什么？

如果我们假设移动广告在未来四年内增长超过四倍，达到480亿美元，移动广告市场将变得与桌面广告市场几乎一样大。假设脸谱公司在这四年内赢得整个市场，与谷歌公司相比，谷歌公司则花七年从120亿美元增长到480亿美元。在这点上，如果脸谱公司获得企业价值与销售额比率为6倍，高于谷歌公司的企业价值与销售额比率的5.5倍，脸谱公司的市值将是达到2880亿美元，股价将上涨48%达到每股112美元。如果我们将四年后的股价折现，脸谱公司股价大约值每股76美元，正好是目前的交易价格。

脸谱公司股价是完美的吗？因为劣质的收购或昂贵的收购，是否在脸谱公司增长轨迹上有速度颠簸的空间？只有时间会给出答案。

宏观经济官方资讯：美联储会议、原油库存以及更多资讯

美国联邦储备系统（以下简称“美联储”或中央银行）提前看12家区域银行的经济数据，并通过针对利率和货币供应的货币政策对数据趋势做出回应。定期美联储会议的新闻稿提供了对经济状况和美联储政策立场的领会。财政政策和贸易平衡也对经济周期有直接的影响。

此外，其他机构发布周期性数据来为经济把脉。这些领先的、一致的和滞后的指标可能对整体市场或特定行业产生影响。例如，石油和天然气库存的逐步增长可能导致石油股的抛售；相反，石油和天然气库存的下降可能导致航空公司、炼油厂和公用事业股票的抛售。最密切关注的指标包括首次申请失业金人数与失业率、国内生产总值、

密歇根消费者信心指数、原油库存、凯斯希勒房价指数、生产者价格指数（PPI）和消费者价格指数（CPI）。

经济数据和政策也对金融资产的价格产生直接影响，在经济动荡时期，影响尤其显著。在2008年金融危机、2000年科技泡沫破灭、1997年亚洲金融危机、20世纪90年代储蓄和贷款危机、1987年股市崩盘、1973年和1979年能源危机、20世纪30年代大萧条和1907年银行业大恐慌期间，急剧的市场修正是美国股市史上最为著名的。

引发从金融资产大规模外逃的事件几乎是不可能预测的，如雷曼兄弟破产、俄罗斯违约或中东危机。然而，投资者会衡量导致危机的市场恐慌，并在每次危机中通过一些风险指标来衡量，如泰德息差（图1.4）、芝加哥期权交易所市场波动性指数、信用违约互换指数、主权信用违约互换、期限结构和国债拍卖。



图1.4　在2008金融危机中泰德息差与标准普尔500指数的负相关

资料来源：美联储、标准普尔道琼斯指数。

熊市可能看起来像是做空者的天堂，然而，做空限制、法规和恶性熊市反弹可能使做空变得复杂。建立经济衰退的模型来发现做空机

会是与建立公司财务指标的模型不同的技巧，已经超出了本书的范围。我曾讨论过过去危机的共同特征、货币政策的影响和关键的经济指标（见第五章），它们可以发出紧缩信贷周期或衰退的信号。分析师可以从这些指标中寻找蛛丝马迹以确定商业模式更容易受到经济紧缩周期和经济衰退影响的公司，并专注于他们对相关行业的分析。

概括

- 有三大类做空：（1）1～2 年前景的结构型做空，（2）一周至一个季度前景的战术型做空，（3）配对型做空。
- 结构型做空是对其业务或者商业模式有结构性问题的公司的长期做空。战术型做空专注于短期问题和依靠传言、调查和渠道控制。
- 仅凭估值做空高价股票是危险的。
- 在基础研究中有七个主要方面值得分析：行业、产品、财务报表分析与估值、客户，管理团队与激励机制、商业周期和风险。
- 在寻找做空思路时，寻找商业模式问题（关键客户、产品等问题）、不可持续的经营或财务杠杆、价值陷阱，财务报表问题和战术问题的征兆。
- 使股票下跌的关键催化剂，包括调查、投资者公告、主要客户或产品的失去、产品问题、行业增速放缓、会计问题、公司事件和宏观经济问题。

注释

1. 吉姆·查诺斯（2003 年 5 月 15 日）。关于《对冲基金策略与市

场参与》的小组讨论的事先准备好的声明。请检索：http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge-chanos.htm

2. 美国国会听证会（2008 年 11 月 13 日）。《对冲基金和金融市场》。请检索：https://house.resource.org/110/gov.house.ogr.20081113_hrs15REF2154.1.pdf

3. 惠特尼·蒂尔森（2001 年 4 月）。《2001 年伯克希尔哈撒韦公司年度会议的注释》。请检索：http://www.tilsonfunds.com/motley_berkshire_brkmtg01notes.php

4. 思科系统公司（1998 - 2001 年）。10 - K 表和 10 - Q 表。请检索：http://www.sec.gov/edgar.shtm

5. 奎斯特科制药公司（2010 - 2012 年）。10 - K 表和 10 - Q 表。请检索：http://www.sec.gov/edgar.shtm

第二章　杠杆业务：有利方面和不利方面

我对他所要求的一磅肉是极大代价买来的。这是我的，我将拥有它。

——夏洛克《威尼斯商人》

莎士比亚的经典作品《威尼斯商人》的这一幕与公司信贷协议违约（特别当公司破产）时债权人的要求是一个简略的类比。当一家公司的合同（借款合同）违约，债权人在顺序上先于股东公开宣布自己对企业财产的所有权。在一个清算销售的事件里，股东可能最终什么也得不到，而债权人可以要求一切。负债累累的公司对于股东的不利方面可能是灾难性的，他们需要特别注意合同和债务公司是否可以继续满足其信贷协议的要求。

公司借款的常见原因

公司借款购买资产、补充短期营运资金（向供应商、员工等付款），或用于投资于长期固定资产（厂房、房地产等）。相关的债务报告在资产负债表上。

在某些情况下，公司签订承诺或合同，这可能需要很长一段时间

（例如10年租金合同）的付款或承担与它们业务相关的特殊目的实体的负债（隐含的或明确的）。虽然这样的承诺或合同是类似于借款，公司可能没有义务把它们作为债务报告在其资产负债表上。

债权人与股东

债权人和股东的权益位于资产负债表的权益方。债权人通常对公司资产拥有第一权利，并在资产重组、破产或清算事件中有优先于股东受清偿的权利。换句话说，当公司在清算或破产期间被迫出售资产，它们必须在股东之前偿还其债权人。

如果公司在偿还债权人的债务之后没有剩余财产，其股东权益将化为乌有，即股票价格归零。债权人间的清偿优先权通常是按以下顺序：高级担保债权人（对公司资产有留置权）、无担保债权人、普通债权人、优先股股东、供应商、员工和普通股股东。

债权人和股东有效地拥有和控制公司资产，其所有权的权益出现在资产负债表的权益方。因为资产负债表必须始终平衡，一项资产价值的减少必然导致其他资产价值的增加或股东权益的减少。

但是，如果公司整体资产的价值下降且公司面临利润下降或亏损，该公司可能会被迫采取一系列的纠正措施，如削减股息或以债务、股票或优先股投资的形式筹集额外资金。这种行为稀释了现有股东的价值，这些价值甚至可能在破产或清算的极端事件中被一笔勾销。

让我们先看看伊士曼柯达公司（简称“柯达公司”）在2012年1月19日申请破产前的资产负债表。在表2.1中，我们发现柯达公司的总负债（32.88亿美元 + 13.63亿美元 + 21.5亿美元）超过总资产（46.78亿美元），这意味着所有者权益为负数。如果柯达继续亏损或处

理资产损失，其所有者权益将继续变糟。[1]

表 2.1　伊士曼柯达公司 2011 年 12 月 30 日资产负债表

单位：亿美元

资产		负债和所有者权益	
货币资金	8.61	流动负债	21.5
其他流动资产	18.66	长期借款	13.63
固定资产	8.95	其他非流动负债	32.88
其他非流动资产	10.56	所有者权益	-21.23
资产总计	46.78	负债和所有者权益总计	46.78

资料来源：伊士曼柯达公司提交美国证券交易委员会的文件，2011 年年度报告。

要点

公司借款购买资产、补充营运资金和实现扩张计划。公司处于困境中时，债权人优先于股东得到清偿。其股东权益在破产事件中可能被一笔勾销。

财务杠杆与经营杠杆

财务杠杆或杠杆比率衡量一家公司有息贷款的负债程度。最常见的杠杆比率是产权比率、债务与息税折旧摊销前利润比率和利息保障倍数。公司在资产负债表中报告短期负债和长期负债。这些负债可能产生于借款的需求（如先前所述）或其他负债，如养老金负债、未付赔款等等。

经营杠杆产生于经营一家公司所需的高额固定成本，如经营一家制造厂、支付职工薪酬或租赁店面的成本。最常见的经营杠杆比率为营业利润变化百分比与营业收入变化百分比的比值。公司报告这些固定成本要么是作为利润表中的经营费用（工资、租金等），要么作为资产负债表中的固定资产（即房地产、厂房和设备）。

杠杆可能带来额外的收入和可能更大的股东利润。因为股东不需要投资任何额外的钱来赚取这些额外的利润，当公司经营好的时候，增加的杠杆会提高他们的回报或有利方面。但是，如果公司、行业或经济反转向下，杠杆可能导致同样的灾难性的不利方面。如果公司处于无法偿还债务的困境中，过度杠杆就像一颗定时炸弹。

资产负债表表外项目：承诺、或有事项和特殊目的载体

并非所有的负债都报告在资产负债表上。会计规则和某些负债或杠杆式交易的会计处理允许公司作为资产负债表表外项目报告债务。例如，经营资产的租赁处理规则允许公司将经营租赁作为专门会计报表附注中的资产负债表表外项目报告，而不像资本资产那样报告。

公司可能会签订其他形式的承诺，如与供应商的采购承诺、购买资产的资本承诺或拆除厂房及建设承诺、第三方担保和许可协议。因为这些项目单独报告在资产负债表外，没有包括这些承诺，我们不能得到一个准确的负债情况。

由于特定的外部事件的出现，如法律、专利、监管、环境或养老金相关的索赔，或有负债和索赔可能产生。这种负债也可能产生于导致公司付款义务的其他未来事件，如与产品保修、银行客户利用的信贷额度或衍生金融工具承诺产生的负债相关的索赔。

特殊目的实体（SPEs）和特殊目的载体（SPVs）在安然丑闻中声名狼藉，安然设立特殊目的载体，并与其进行虚假交易来产生虚假的营业收入。特殊目的载体可以作为母公司的子公司成立或作为独立公司持有资产。母公司的债权人在破产事件中不能对这些资产进行索赔。特殊目的载体常见于金融服务公司和银行。

在次级贷款繁荣期间，银行已经建立了特殊目的载体，如结构性担保债务凭证、结构性投资工具（SIVs）和其他的投资渠道，以购买次级贷款库存和主要由短期的批发贷款提供资金的结构性产品。理论上讲，如果这些特殊目的载体购买的资产价值下跌，银行不承担责任,；这些特殊目的载体的贷款人负责承担损失。那么，我们为什么要关注这些特殊目的载体?

2007 年汇丰银行高姿态将结构性投资工具列示在的其资产负债表，美国花旗集团跟着效仿。汇丰银行坚持其盈利将不会受到救市计划的重大影响。然而，当信贷环境恶化，汇丰银行和美国花旗银行都被迫采取大规模的资产减记。

杠杆惊险刺激但致命

杠杆是一把双刃剑。当一家有高的经营杠杠或者财务杠杆的公司的销售增长，其营业利润可以增长得更快。当一家公司的商业模式失败、增长止步不前或销售下降，杠杆可以放大其损失。当这些损失从利润表流向资产负债表，资产负债表不平衡，迫使所有者权益消化亏损。连续的亏损甚至可以将所有者权益化为乌有。

要点

财务杠杆随着借款的增加而增加，而经营杠杆随着固定成本的增加而增加。两者都可以促使利润和亏损增加。杠杆可以隐藏在承诺和或有负债中。

公司可以同时有财务杠杆和经营杠杆。让我们仔细看看一些有杠杆的企业。我将以我2010年发表的关于欧迪办公公司的做空观点作为开始。我突出分析了这家公司股票的关键部分。

案例研究：欧迪办公公司（ODP）

2009年6月，欧迪办公从私募股权企业BC Partners公司获得了3.5亿美元的可转换优先投资，授予这家私募股权公司多达20%的欧迪办公的股份。在经济衰退和充满挑战的办公用品零售业市场中，欧迪办公的销售已经连续两年下滑超过10%。这项投资已经缓解了对欧迪办公流动性的担忧。然而，九个月后，面对日益激烈的竞争和严峻的经济条件，欧迪办公的销售继续下滑。

2010年2月，美国有线电视新闻网的财经频道报道了美国证券交易委员会（SEC）对欧迪办公最后解决阶段的调查和欧迪办公是否多收其政府客户钱的新的调查。我对欧迪办公很感兴趣，并开始详细研究它们的公开文件。[2] 我意外发现与调查无关的几个下行风险指标。一些风险似乎很可能很快发生。

资产负债表

资产负债表上的6.6亿美元的负债或0.85倍的产权比率（D/E）并没有反映公司真实的财务杠杆。通过12.5亿美元的资产负债表表外

循环信用协定和21.6亿美元的资本化租赁的调整之后，产权比率将大幅增加至6倍（21.6亿美元的资本化租赁是根据每年2.7亿美元的经营租赁乘以8年得出的租金；欧迪办公40%的租赁期限超过5年）。

固定费用偿付比率接近1，持续的负的自由现金流和营业利润，欧迪办公似乎有违反其信贷合同和进入破产区域的风险。欧迪办公同时拥有财务杠杆和经营杠杆。

盈利能力

欧迪办公恢复盈利的作用不仅是公司非常积极地形成一个重组方案，而且也改善了经济条件、降低了失业率和使竞争对手的价格竞争趋于合理。欧迪办公在2000年至2007年期间赚取了平均10%的投入资本回报率（ROIC）；然而，公司在未来两年内继续面临更低的营业毛利率和更高的债务成本，这降低了其投入资本回报率恢复到5%的可能性。

欧迪办公在2010年第一季度也更新了其政府合同。公司的定价预计将受到州政府预算的约束，特别加利福尼亚州政府预算。

股东稀释和股利

2009年10月，欧迪办公要求股东批准BC Partners公司所持公司优先股的转换和投票权。这优先可转换债券的转换价格为5美元，欧迪办公股票的交易价为8美元。可转换债券大赚，高的转股可能性可以稀释流通股7600万股（超过20%）。

欧迪办公从未宣布或支付现金股利给普通股股东，其资产信用贷款限制按照固定费用偿付比率的起点支付股利。欧迪办公以实物支付票据方式支付优先股股利。

缺乏管理层激励

管理层的劳动合同在10月股东表决引发控制权变更后被修订，修

订的合同将首席执行官（CEO）的遣散费提高到1130万美元，同时给另外两位主要高管的遣散费一共为600万美元。根据新合同，史蒂夫·奥德兰德（首席执行官）是有资格获得500万美元的归属于未来三年的聘用费。根据修改后的合同，奥德兰德还有权获得他基本工资的2倍和不低于520万美元奖金的现金遣散费。

类似的与其他高管的金降落伞协议预示着不当的管理层激励，因为在股东回报受损的情况下，高管受到完全保护。管理层的绩效目标标准没有明确规定，而取决于每股收益（EPS）、净利润、税后净营业利润、净资产收益率、可比同店销售额等，或这些因素的组合；这些目标也受到公司董事会的任意调整。管理层似乎并没有对迅速扭转公司的局面负责。

竞争和苦苦挣扎的行业

美国办公用品行业的总销售规模约3000亿美元，包括1700亿美元的零售销售和1300亿美元的合同销售。这是一个高度分散的行业，前三名零售商包括史泰博公司、欧迪办公公司和OfficeMax公司，这三家公司总共分别在零售销售中占有10.6%的市场份额和在合同销售中占有12.3%的市场份额。金融危机期间，史泰博公司在欧迪办公和OfficeMax公司苦苦挣扎的地区开店；然而，所有这三家零售商的可比同店销售额在这一时期都下降了（图2.1）。

剩余的市场是由大型仓库、经销商、大型超市、本地小型地方办公用品供应商以及网络零售商共享。2009年亚马逊、山姆俱乐部、好市多和其他一些低成本的竞争者进入办公用品业务，提升了在已经价格敏感行业的定价担忧。

截至2010年3月欧迪办公的主要大股东

在8-K文件，欧迪办公宣布，“2009年10月14日，欧迪办公的



图 2.1　2004 年至 2010 年史泰博公司、欧迪办公公司和 OfficeMax 公司的同店销售

资料来源：公司向美国证券交易委员会提交的文件。

股东压倒性地通过了债转股，我们系列 A 和系列 B 的优先股票持有人（BC Partners 公司）选择转换为普通股股份。”应注意到 BC Partners 公司并没有在表 2.2 中被列为股东，因为他们尚未行使其转换选择权。

表 2.2　欧迪办公的主要大股东

股东名称	持股数	变动股数	市值（美元）	占总股本比（%）
联博资产管理公司	38，712，949	28，055，555	308，155，074	14.09
齐夫兄弟投资公司	22，622，844	-2，144，539	180，077，838	8.23
道富环球投资管理公司	14，897，049	4，444，991	118，580，510	5.42
美国先锋集团公司	14，557，366	220，037	115，876，633	5.30

资料来源：欧迪办公提交给美国证券交易委员会的文件。

估值

2012 年预计市盈率的共识是 20 倍，欧迪办公似乎给接下来的两年内 10% 的销售增长制定最好情况的股价。在这种情况下，欧迪办公在 BC Partners 公司转股后可以赚取稀释每股收益 0.4 美元。每股股价 8 美元，股票定价完美（表 2.3 至 2.5）。

表 2.3　欧迪办公的每股收益与销售和息税折旧摊销前利润增长的敏感性。

	每股收益（坐标中的 EPS）	销售增长（右轴）						
息税折旧摊销前利润（左轴）		-2%	0%	2%	6%	8%	10%	11%
	0.5%	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
	1.0%	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
	1.5%	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
	2.0%	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
	2.5%	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
	3.0%	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
	3.5%	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5

资料来源：阿森资本合伙有限责任公司（Artham Capital Partners LLC）。

表 2.4　敏感性分析：销售和息税折旧摊销前利润增长对每股收益的影响

资本结构/杠杠		估值/共识
产权比率	37%	过去 12 个月的市盈率：不适用
（总负债 + 融资租赁）/息税折旧摊销租金前利润	6.74	共识 2 家买入/2 家卖出/11 家持有
总负债/息税折旧摊销前利润	3.6	每股收益 10
息税折旧摊销租金前利润/（利息 + 租金）	预期市盈率 10 倍	不适用
标准普尔评级	B（稳定）	11 家预期每股收益为 0.2 美元
市净率	2.8	11 家预期市盈率为 40.7 倍
企业价值/息税折旧摊销前利润	10.65	12 家预期市盈率 19.2 倍

表2.5　欧迪办公的主要财务数据（截至2010年3月13日）

股票数据/资产负债表		利润表、经营业绩		回报	
股价	8美元	过去12个月营业收入	121.4亿美元	股息生息率	0%
市值	22亿美元	过去12个月息税折旧摊销前利润	2.003亿美元	过去12个月净资产收益率	-52%
流通股（占上市股份%）	27342万股（98%）	过去12个月息税折旧摊销租金前利润	4.986亿美元	2000-2007年净资产收益率	10%
企业价值	22.6亿美元	过去12个月息税前利润	-0.23亿美元	过去12个月资产收益率	-12%
52周股价波动范围	1.02-8.3美元	过去12个月可比同店销售	-14%	2000-2007年资产收益率	5%
空头净额比率	10.30%	可比同店销售/过去三年平均销售	-11%	过去12个月投入资本回报率	-24%
做空比	5	过去12个月每股收益（美元/股）	-2.30	2000-2007年投入资本回报率	11%

资料来源：欧迪办公提交给证券交易委员会的文件。

我的做空观点的风险

这个观点并不是没有风险。欧迪办公的第一季度财务报告是季节性最强的，股票通常在第一季度财务报告发布后上涨。此外，办公用品销售与失业水平呈负相关，因此，失业人数的改善可能推动股价上涨。最后，欧迪办公有一个高达10%的空头净额比率，由于逼空，这

可能导致股票价格大幅波动。

欧迪办公公司如何结束?

欧迪办公预定在2010年4月27日发布财务报告，即我发表报告后一个月。2010年4月26日，一位华尔街大型投资银行的分析师上调欧迪办公评级至中性，理由为渠道检查表明，该公司正在慢慢克服以前收购整合不力的干扰。上调评级后股票上涨10%。我对分析师的上调评级措手不及，特别是因为上调评级发生在财务报告公布前一天。有趣的是，分析师上调评级报告的风险部分指出了我提出的关于欧迪办公的一些问题。我依然看跌。2010年4月27日，欧迪办公宣布未达到华尔街预期的财务报告。股票当天下跌了21%，在其后的6个月内，股票持续下跌至其价值的近一半。

要点

很难找到像欧迪办公这样有很多负面催化剂的做空标的：失去的市场份额、商业模式的结构性问题、高负债水平、股份稀释和严重不匹配的管理层激励机制。

案例研究：西南航空公司（Southwest Airlines，LUV）

在2008年油价上涨过程中，航空股股价下跌了20%至60%。西南航空公司是个例外，在2008年上涨超过10%，因为它已经对2008年和2009年的燃油需求的一半实施了套期保值。西南航空公司是一个较好的航空运营商，它从传统的辐射型航空模型转向一个面向更短程旅客的点对点的飞行模型。西南航空公司有更好的偿债率，其债务与息税折旧摊销前利润比率为2，包括美国航空公司、美国大陆航空公司、

全美航空公司和其他的大多数其他航空公司的债务与息税折旧摊销前利润比率为5。大多数航空公司已经宣布削减运力，但西南航空在2008年计划另外购买14架飞机，预期新飞机有15%以上的投入资本回报率。然而，西南航空公司的成本模式与其他航空公司没有任何区别（表2.6）。

表2.6　2008年第一季度航空公司对比统计

	西南航空	西北航空	美国航空	中华航空	廉价航空	达美航空
燃油费	753	1，114	2，050	1，262	955	1，422
平均燃油成本	2.01	2.65	2.73	2.80	2.88	2.85
使用的燃油（百万加仑）	373	420	680	451	286	500
客运量（百万）	21.5	15.9	不适用	16.4	不适用	不适用
收入英里数（百万）	17，592	19，214	34，630	22，280	14，489	28，205
客英里收入收益率	13.72	13.78	14.32	14.47	13.48	14.54
可利用客英里（百万）	25，193	23，359	44，158	28，376	18，355	36，092
客座利用率	69.8	82.3	78.4	78.5	79	78.1

资源来源：提交美国证券交易委员会的文件。

资本密集型航空业的成本模型有来自职工薪酬、燃油成本和着陆与维修费的高经营杠杆特征。燃油和工资占营业收入的50%～70%。航空公司几乎没有控制成本，将成本上涨转嫁到旅客票价的能力有限。固定债务产生的财务杠杆，如飞机租赁和机场物业融资，在营运费用中增加了利息成本。航空公司商业模式中的内在杠杆使这些公司更容易在经济衰退和石油价格危机中经营失败。从1990年起，航空业经历数百起因航空公司利息支付违约引发的破产。

尽管西南航空公司因为有燃油套期保值计划（表2.7），最有可能在正在进行的石油危机中幸存下来，一旦套期保值计划由2008年燃油需求的70%下降到2009年的55%以及2010年30%，其盈利将变差。西南航空公司报告了套期保值的价值为50亿美元；如果2012年飞机燃油价格继续保持在高位——每加仑3美元，套起保值的价值将接近65亿美元。

表2.7　西南航空公司的5年燃油套期保值计划

	2008	2009	2010	2011	2012
燃油需求（百万加仑）	1，500	1，590	1，685	1，787	1，894
套起保值（百万加仑）	789	875	506	268	284
套期保值（百万桶）	25	28	16	9	9
平均原油价格（每桶）	51	51	63	64	63
套起保值价值（百万美元）	2，265	2，511	1，256	657	706
净现值（百万美元）	6，561				

资料来源：西南航空公司提交给美国证券交易委员会的文件。

然而，如果原油和航空燃油的价格保持在空前的高位，西南航空公司的息税折旧摊销前利润将可能会下降一半，并在2009年产生亏损。燃油价格至少要跌33%，西南航空公司才能保持其息税折旧摊销前利润率；然而，西南航空公司套期保值的价值将被削减一半至30亿美元（超过西南航空公司市市值的30%）。因此，不管燃油价格上涨还是下跌，西南航空公司仍将亏钱。

燃油成本似乎对一只航空股票是负面的，正如航空公司需求。国际航空运输协会（IATA）在2008年5月新闻发布会上报道称："航空需求增长放缓，继续紧随2007年12月开始的急剧下降趋势，并且航空

业开始感受到美国信贷紧缩的影响。”在同一个月随后的新闻发布会上，国际航空运输协会说：“由于运力继续转向国际市场，北美航空公司记录下3.8%的国际客运需求增长。这大大被6.2%的产能扩张所超过。”[3]

航空业有周期性衰退的迹象。美国航空公司和美国联合航空公司最近尝试提高票价，遭受到乘客需求的下降。西南航空公司客流有放缓的迹象，一个季节性需求强劲的6月只有0.7%的增长，尽管有5.7%的运力增长。从历史上看，夏天是航空公司需求强劲的季节，尤其是西南航空公司历史上曾报告过强劲的第二季度业绩。

西南航空公司的企业价值是122亿美元，鉴于当前的需求前景和高企的油价，按2009年预计的息税折旧摊销前利润的14倍和15倍之间的价格进行交易，股票似乎被高估了。与已经下跌超过50%的其他航空公司的股票相比，如果油价下跌，这些公司股票更可能飙升，做空西南航空公司的上行风险似乎受限。

2008年7月28日，西南航空公司报告了第二季度财务业绩，我建议做空该股票。我做空的观点不是没有风险，包括可能的航空业合并潮、西南航空公司5亿美元的股票回购、可能的航空需求的恢复、西南航空公司扩张计划的变化或完全搁置扩张计划。最后的风险似乎不可能，因为它45%的飞行机群超过17年。

西南航空公司如何结束？

如我所料，西南航空公司公布了强劲的第二季度财报，7月29日股票上涨了5%，股价收于15.76美元。然而，随着国际航空运输协会报道8月的持续下降和9月的惊人下降，航空需求继续下跌。在美联储主席本·伯南克宣称在美国高油价造成了重大的需求破坏之后，石油价格从7月的高点下跌30%，遭到抛售。在油价下跌过程中，西南航

空公司套期保值失去了价值，导致西南航空公司在2008年第三季度公布了17年来的首次亏损。2008年9月15日，雷曼兄弟申请破产，导致严重的信贷危机和自1929年大萧条以来最漫长的衰退。在随后的宏观经济放缓中，跟其他航空公司股票一样，西南航空公司股票大幅下跌。

要点

航空公司有高的经营杠杆，这恶化了经济衰退的影响。高燃油成本和传统的工会问题已经不时破坏航空公司，甚至导致其破产。

案例研究：Ciena公司（CIEN）

2013年，由于Ciena公司受益于美国电话电报公司（AT&T）增加在40G和100G网络基础设施的资本支出，Ciena公司的营收收入同比增15%，股价上涨百分之56%。然而，Ciena公司面临着对股票构成相当大不利因素的一些关键风险。美国电话电报公司占了其增量收入的1.33亿美元（超过2013年其营业收入增长的50%），而在2013年美国电话电报公司占了其21亿美元营业收入的17.9%，在2012年美国电话电报公司占了其18亿美元营业收入的13.5%。Ciena公司的商业模式有客户集中的风险。

虽然Ciena公司可以受益于较小的美国运营商和国际运营商的升级，其中一些升级至少一年内不可能发生。此外，这样的升级没有潜力像Ciena公司最大的两个客户—美国电话电报公司和威瑞森电信公司（Verizon）那样贡献那么多。Ciena公司在北美市场有良好的知名度，但在中国市场知名度不高，过去在中国遭受过损失。

通信网络解决方案供应商竞争激烈，主要是在价格上的竞争。Ciena公司不仅面临资本雄厚的竞争对手（阿尔卡特朗讯公司、华为公司等），也面临较小的竞争对手如Infinera公司，Infinera公司已经打入大运营商，如美国电话电报公司（Infinera公司已成为美国电话电报公司首选的供应商）。Ciena公司在过去的七年里勉强维持两年正的每股收益，尽管事实上其营业收入已翻了接近4倍，这表明这项业务低的利润率。

管理层激励与销售目标挂钩，而不是与盈利能力挂钩，即使营业收入增长了，这也可能很好地导致连续的经营亏损。Ciena公司的首席执行官自科技泡沫破裂以来一直经营这家公司，在2001年5月该股票的交易价格为每股400美元。（该股票从2000年最高点的每股1000美元已经修正到现价）。如果你看在过去十年周期的最高销售额，Ciena公司的销售额总是起伏很大。我相信管理层在2014年4月3日即将到来的分析师大会上将不能提供正的利润前景。

Ciena公司也有高杠杆的资产负债表，过去五年有亏损和糟糕的经营性现金流量的历史。它从北电公司收购产生的可转换公司债券和其他可转换公司债券可以潜在地稀释至少10%的股东权益。Ciena公司有9~10倍的负债与息税折旧摊销前利润比率，息税折旧摊销前利润增长也比较差，它似乎危险地有12亿美元的流通公司可转化债券债务杠杠。该公司的信贷协议限制了它支付现金股利和回购股票的能力，也限制它在某些情况下偿还债务的能力。

鉴于Ciena公司较高经营杠杆和财务杠杆、起伏很大的历史销售额与增长率、客户集中度和公司可转换债券的稀释风险，它应该按照企业价值与销售额比率为1或者低于1进行交易。2014年3月20日，我发表了一个做空观点。

Ciena 公司如何结束？

2014 年 4 月 3 日，Ciena 公司管理层在分析师大会上提供了惨淡的经营利润前景后，华尔街的分析师们被撕裂成两大阵营。Ciena 公司股票在接下来的几周下跌超过 20%。

天生依赖杠杆的行业

大多数资产密集型企业（银行、矿业、公用事业、电信运营商、房地产投资信托基金业等）自然比轻资产企业（如软件公司和服务公司）更依赖杠杆。对这类企业的投资需要特别注意它们的信贷协议和资产负债表表外的承诺，以及它们偿还债务的财务能力。

资本密集型行业，如航运公司、航空公司、银行和矿业，没有杠杆或外部借款，它们不能经营。在经济衰退周期，这种天生对杠杆的依赖造成经营不善公司的商业模式或整个行业长期的结构性问题的风险。

在宏观经济增速放缓过程中，杠杆行业往往比其他行业更受影响。杠杆行业也更容易遭受它们行业或竞争行业的产能过剩或供过于求。例如，从 2009 年到 2010 年，全球石油需求下降，航运业经历了超大型油轮和散装货船的供过于求。2011 年两个最大的航运公司申请破产，标志着航运业历史上最长的衰退期，直到 2012 年许多其他航运公司申请破产保护。

同样，由于天然气供过于求，2012 年美国煤炭行业遭受重创。图 2.2 显示了在发现美国页岩储藏的大量天然气新的供应之后，天然气价格的下降对煤炭需求的影响。由于公用事业开始转向更多的天然气发电，煤炭价格重挫，煤炭股大跌。

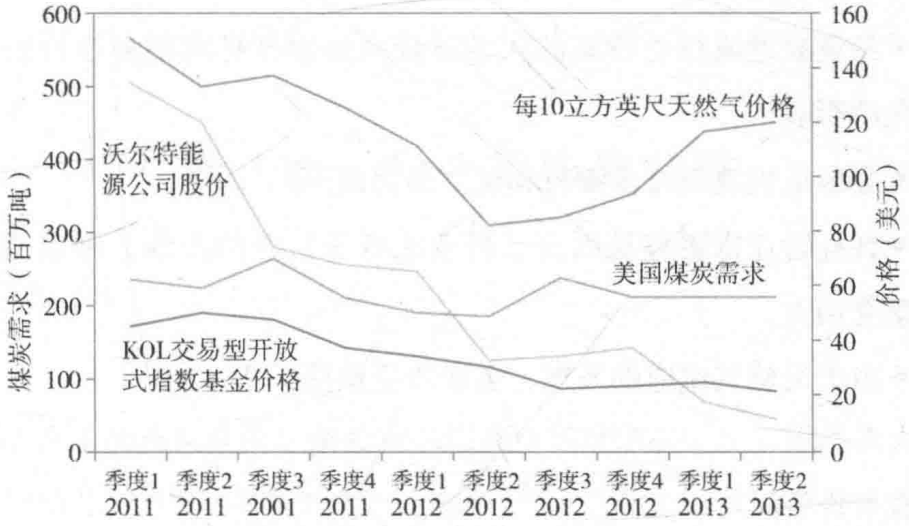


图2.2　天然气价格下降对煤炭股的影响

资料来源：美国能源行业协会、沃尔特能源公司提交给美国证券交易委员会的文件、彭博社。

陷入糟糕的经营困境的公司和杠杆行业往往有很高的空头净额比率。做空如此高的β股票（一点小的好消息就可以剧烈上涨的股票）可能是非常痛苦的，监管机构可能不时会对它们采取做空限制。

概括

- 公司借款购买资产、补充营运资金和实现扩张计划。
- 公司处于困境或经济衰退中时，债权人优先于股东得到清偿。其股东权益在破产事件中可能化为乌有。
- 财务杠杆随着借款的增加而增加，而经营杠杆随着固定成本的增加而增加。杠杆促使利润和亏损增加。
- 杠杆可以隐藏在承诺和或有负债中。
- 当研究做空时，很重要的是要识别任何负面催化剂，如失去的市场份额、结构性问题、高负债水平、股份结构性问题和严重不匹配

的管理层激励机制。

- 经济衰退或行业特定的问题对较高经营杠杆和财务杠杆的公司有恶化的影响。
- 金融危机迫使许多银行和航空公司破产。
- 杠杆行业也更容易因自己行业或竞争行业的产能过剩或供过于求而蒙受损失。
- 由于天然气供应的发现，煤炭股受重挫。

注释

1. 柯达公司（2011 年）。10 - K 表。请检索：http://www.sec.gov/edgar.shtm

2. 欧迪办公公司（2009 年）。8 - K 表。请检索：http://www.sec.gov/edgar.shtm

3. 国际航空运输协会（2008 年）。新闻稿。请检索：http://www.iata.org/pressroom/pr/Pages/2008 - 29 - 05 - 02.aspx

第三章　行业结构性问题

要改善就是要改变，要完美就是要经常改变。

——温斯顿·丘吉尔

伟大的公司能应对变化，然而，市场上的变化有时可以完全改变传统的商业模式，并威胁到曾经成功的企业的生存能力。互联网和电子商务的兴起打破了许多传统行业的商业模式，包括报纸、图书出版、实体零售商、音乐和录像经销商。它们的商业模式需要经常改变并保持永远变化。业绩下滑企业的股票基于历史业绩可能显得便宜；然而，如果下滑持续较长的时间，它们可能证明是价值陷阱。在其业务周围，它们没有任何保护。

在其他情况下，公司可能会遭受糟糕的增长前景、产品需求的损失、不当投资和其自身业务状况特有的其他问题的影响。当一个快速成长的公司显示增长放缓迹象，由于市场开始质疑其增长故事并使其增长预期温和，其估值倍数缩水。科技、消费品和制药行业往往贡献最大份额的增长故事和破碎的增长故事。

价值陷阱和破碎的增长故事股票因为很多原因显得便宜：资产负债表上的现金余额、公司营业收入和盈利的最近峰值、一个关键客户的支持、低谷估值倍数和管理层宣布良好经营成果的持续预期。这类

公司的投资案例取决于这个问题，“商业模式变得更糟糕并永久地改变了吗?”过度的杠杆、可能的存货或投资的减记和监管要求可能进一步恶化企业的商业模式问题。便宜的股票可能变得更便宜，非常便宜，最终变得一文不值。

要点

公司可能遭受商业模式的重大打击，商业模式可能无法修复。作为颠覆性产品和竞争等的结果，或其商业价值可能是在结构性下降，它们的增长故事可能破碎。

价值陷阱

价值陷阱就像价值暴跌的股票，因为业务或行业的结构性变化，它们的辉煌日子不会回来。让我以我的两个完全不同行业的价值陷阱经验开始讲解：美国国际集团（多险种保险公司）和 Carpetright 公司（英国最大的地毯零售连锁店）。

案例研究：美国国际集团（AIG）

2007 年，我加入了瑞士再保险公司的结构性信贷组。我们结构性信贷组与大型投资银行合作销售结构性信贷产品的信用违约互换（CDS），并与单一险种保险公司（如 MBIA 公司、Ambac 公司、金融安全保险公司）和多险种保险公司（如美国国际集团）竞争。在 2007 年的夏天，我们经历了信贷危机的开始，由于信用保护的价格暴涨，我们遭受了严重损失。2007 年 11 月 19 日，瑞士再保险公司宣布其 53 亿

美元信贷投资中有12亿美元的按市值计价的损失。大约10亿美元的损失来自资产支持证券（ABS）和担保债务凭证（CDO）的投资组合100%的减记。这些投资价值为零。

（注：会计用语）

在信贷危机的六个月里，我对金融行业有更深刻的见解。我看到其他单一险种保险公司和多险种保险公司在次级抵押贷款相关的资产支持证券和担保债务凭证投资中被迫承担类似的按市值计价的损失。按照2007年8月的投资者发布会，美国国际集团共有640亿美元带有次级抵押贷款风险的担保债务凭证的名义投资，包括194亿美元的BBB级夹层抵押。它们还有净敞口为280亿美元的信用违约互换，这才是窘境的开始。

美国国际集团大部分的这些投资是被认为是典范。换句话说，他们依靠自己乐观的房产市场假设来估计投资价格，与瑞士再保险公司不同，瑞士再保险公司已经基于类似证券的低市场价格将投资的价格打折。如果美国国际集团像瑞士再保险公司一样积极地对其投资打折，它们的损失将介于200亿美元至400亿美元之间（相当于2007年12月31日美国国际集团1470亿美元市值的15%－30%）。

然而，这些衍生金融工具交易的会计处理允许美国国际集团在资产负债表上不予以报告。它们被披露在美国国际集团提交文件的特别注释中。年度报告的摘录称："名义金额不是市场风险或信贷风险的量化，且对冲是非常有效的，虽然它采用了周期性美元抵消未记录在合并资产负债表上的衍生金融工具交易。"[1]美国国际集团按历史上最低的1.4倍的市净率（P/B）进行交易，它似乎是一只价值股。

基于美国国际集团在传统的多险种保险中的品牌优势，它的股价似乎很便宜。然而，随着美国国际集团将证券化产品纳入这些资产负

债表表外交易的尝试，它的商业模式已经改变了。像美国国际集团这样的保险公司赚取投保债券的0.1%～0.3%的保险费，或风险信贷每100美元的10至30个基点。在压力测试的情况下，美国国际集团用于这些证券化产品的杠杆可以明显地伤害它们的股东。美国国际集团似乎是一个价值陷阱。

单一险种保险公司，如MBIA公司和Ambac公司，处于类似的情况，他们甚至在这些证券化产品上有着50～100的更大的杠杆率。因为它们经营一项承保市政债券的业务，所以它们得名单一险种保险公司。单一险种保险商在20世纪70年代开始承保市政债券，市政债券在过去30年很少违约。这些保险公司已经远离它们的核心业务来承保有风险的资产支持证券和担保债务凭证，而资产支持证券和担保债务凭证更有可能违约。证券化产品，如资产支持证券和担保债务凭证，有更低质量的标的资产，如没有长时间的表现历史的次级抵押贷款和次优按揭贷款（Alt－A）。这些贷款比市政债券和传统保险产品更容易成为不良贷款。

基于这些保险公司传统业务的历史表现，它们似乎很便宜，但它们的显著杠杆的损失风险和其新的证券化产品业务有关的风险使它们成为价值陷阱。2007年12月，我的关于美国国际集团和单一险种保险公司的做空观点使我在我们的多空股票组成功得到分析师工作。

美国国际集团如何结束？

2008年2月11日，在与公司的审计机构普华永道（PWC）发生争议之后，美国国际集团宣布其投资组合的重大缺陷。普华永道不同意按市值计价方法给该公司的信用违约互换合同定价，强迫美国国际集团对其担保债务凭证投资组合进行折价。（出售对担保债务凭证的信用违约互换等于投资担保债务凭证）。此消息公布后，美国国际集团的股

票下跌12 %，但它在2周后涨了回来。

2008年2月29日，美国国际集团发布财务报告，宣布在担保债务凭证上更大的损失。美国国际集团金融产品组的负责人被解雇了。由于超过预期的大损失，美国国际集团股价下跌10%至46.86美元。两个月后，美国国际集团宣布以每股38美元销售1.967亿股股票和销售其他股权以及固定收益证券来募集200亿美元资金，借此处理这些损失的影响。5月底，股票又下跌了30%。看起来美国国际集团在筹集200亿资本后，可能能度过艰难时期，但是对美国国际集团而言，事情变得出奇地更加艰难，导致2008年9月被美联储最终救助。

要点

虽然美国国际集团股价基于市净率似乎很便宜，因为它没有考虑到信用违约互换业务产生的资产负债表表外负债，其账面价值被夸大。因为美国国际集团可能遭受远远超过其账面价值的这种保护的损失，它不是基于廉价的市净率的一只价值股。

为了更好地了解美国国际集团的做空案例，更多关于金融危机的陈述

美国住房和城市发展部（HUD）网站的摘录称："通常情况下，次级抵押贷款是针对信用记录有瑕疵或受限制的人。"对这些有风险的借款人的贷款金额从1994年的400亿美元增长到1999年的1600亿美元。2000年，次级抵押贷款从住房和城市发展部的一项新规定得到一针强心剂，规定提振了政府支持企业参与次级抵押贷款市场。由于房地美

公司和房利美公司购买了所有次级抵押贷款的50%以上，[2]2003年，次级抵押贷款金额增长到3300亿美元。

2003年，58%的次级抵押贷款被证券化。次优按揭贷款（针对欠缺全部文件的借款人）的初始量开始上升。2006年，次级抵押贷款增长到6000亿美元，75%的次级抵押贷款市场由私营部门的住房抵押贷款支持证券提供资金。次级抵押贷款那时占总按揭金额的20%，而次优按揭贷款占另外的13%。低利率和较低的承保标准提高了贷款的可获得性，导致了高房价，并刺激房屋净值贷款的增长（即房屋第二次抵押贷款）。不断上涨的房价和次级抵押贷款、次优按揭贷款与房屋净值贷款前所未有的增长，以大量的证券化产品充斥次级抵押贷款市场。虽然更高的房价作为抵押品价值是好的，但由于更低的承受能力，它们阻止了新买家。

新产品，如可调整利率抵押贷款（ARMs），在最初几年提供低的抵押贷款利率；然而，在抵押贷款期间调整之后，利率被设计为增加4%～6%。承保标准的持续恶化导致各种不良贷款，如“骗子贷款”和无收入、无工作、无资产贷款（NINJAs）。投资者对这类贷款的需求使投资银行更有信心持有次级抵押贷款的大量库存。2007年2月20日，银行股指数——KBW银行指数（BKX）达到121.06美元的历史最高点。

美国次贷危机之初

2007年2月7日，在纽约证券交易所上市的美国第二大次级贷款人—新世纪金融公司宣布，它将重述财务报表；由于次级抵押贷款的违约率上升，它在2006年第四季度报告亏损。两个月后，它们申请破

产，标志着美国次贷危机的开始。不久之后，汇丰银行宣布其加利福尼亚的次级抵押贷款部门发生巨大损失。危机开始蔓延到次级抵押贷款产品，如结构性担保债务凭证、结构性投资工具和其他投资通道。创建和管理结构性投资工具来投资于次级抵押贷款产品的银行被迫将这些结构性投资工具合并到资产负债表，并采取大规模的减记。汇丰银行和花旗集团是第一批受害者。因为对超高级的资产支持证券和担保债务凭证的财务担保，单一险种保险公司是下一批受害者。

政府的最初反应

2007 年底，美国财政部长亨利·保尔森表示，政府可能不允许对可调整利率抵押贷款进行调整，这有可能迫使 2004 年和 2005 年发放的大多数贷款集体违约。2007 年，美联储开始降息，并在 2008 年 3 月救助贝尔斯登公司来消除市场的担忧。美联储打开了贴现窗口——在紧急情况下，它们直接向银行提供贷款的工具，用六个月时间去平复市场。

雷曼兄弟破产和美国国际集团降级

2007 年底，次级抵押贷款的违约率大幅飙升。固定利率和可调整利率抵押贷款的次贷违约率从 2007 年的 10% 上升到 2008 年夏天的 20%。2007 年，可调整利率抵押贷款的次级抵押贷款放款人开始调整利率，引发了丧失抵押品赎回权的增加。由可调整利率抵押贷款的次级贷款提供资金的家庭的丧失抵押品赎回权从 2007 年初的 2% 上升到 2008 年夏天的 7%。

2008 年 7 月，金融股再一次开始下跌，房地美公司和房利美公司成为下一批救助对象。7 月 21 日，美国证券交易委员会下令一周（后来延长到三周）禁止做空十七家大型投资银行股票以及房地美公司和房利美公司。然而，金融股像多米诺骨牌效应一样继续下跌，迫使美国政府在 2008 年 9 月 6 日接管了房地美公司和房利美公司。

与救助贝尔斯登公司的决策形成了鲜明的对比，美国政府决定让雷曼兄弟在 2008 年 9 月 15 日申请破产。在 2008 年 9 月 12 日美国国际集团遭到降级警告后，标准普尔同一天将它的信用等级下调了三个等级。美国国际集团降级触发为它的担保债务凭证交易至少追加 130 亿美元的抵押品，消息公布后，它的股价下跌 61% 至 4.76 美元。两天后，美联储宣布向美国国际集团提供 850 亿美元的救助贷款，作为救助的交换条件，美国政府取得美国国际集团 79.9% 的股份。

这是美国财政部前所未有的干预来恢复金融市场信心和解冻冻结的信贷市场的开始。接下来的 6 个月，市场没有触底，直到美联储基本上支持所有的新债发行并对许多抵押贷款支持的结构性产品提供了保险为止。

要点

次级抵押贷款市场的崩溃永久地改变了金融服务业的商业模式，相关证券化产品的需求也随之崩溃（图 3.1）。做空的分析往往可以发现不仅是一家公司特有的（案例中的美国国际集团）问题，而且遍及更广泛的行业或经济。

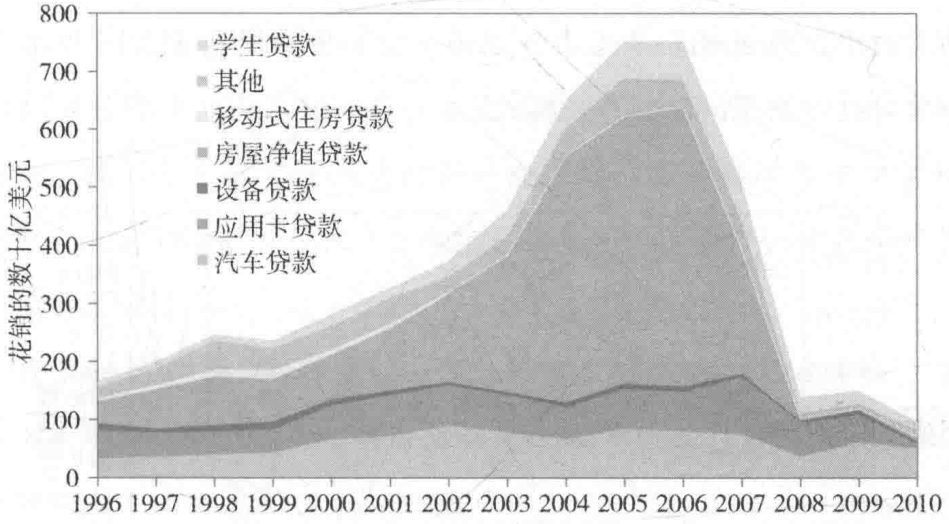


图 3.1　证券化资产支持证券产品发行

资料来源：美国证券业与金融市场协会。

案例研究：Carpetright 公司（伦敦证券交易所：CPR）

2008 年金融危机后，地板覆盖物行业随着住宅行业一起衰退。Carpetright 公司—英国最大的地毯零售商，面临地毯销售额的急剧下降，地毯销售额占它们总收入的 80%。Carpetright 公司比同行更好地找到应对经济衰退的正确方法，同行 Allied Carpets 公司和 Floors 2 Go 公司最终申请破产。因为其企业规模和经营规模，它们享受负的营运资金，它们在销售后的两至三个月内向其供应商支付货款。然而，当我更多地研究这只股票，我可以看到价值陷阱的几个特征。[3]

2012 年 6 月 Carpetright 公司股价为每股 700 英镑，基于其企业价值与息税前利润比值为 40 倍的估值，Carpetright 公司股票似乎预计营业利润将恢复到金融危机前的水平；然而，由于原材料成本增加（图 3.2），地毯的利润率已经下降。每月按揭贷款的批准量，地毯销售的一个关键驱动因素，只有金融危机前水平的一半（图 3.3）。在这些地

毯行业的结构性挑战中，Carpetright 公司关闭了五十多家门店，并进入更低利润率的层压板和床上用品市场。它们暂停股息支付，并正改变它们应对核心业务问题的商业模式。

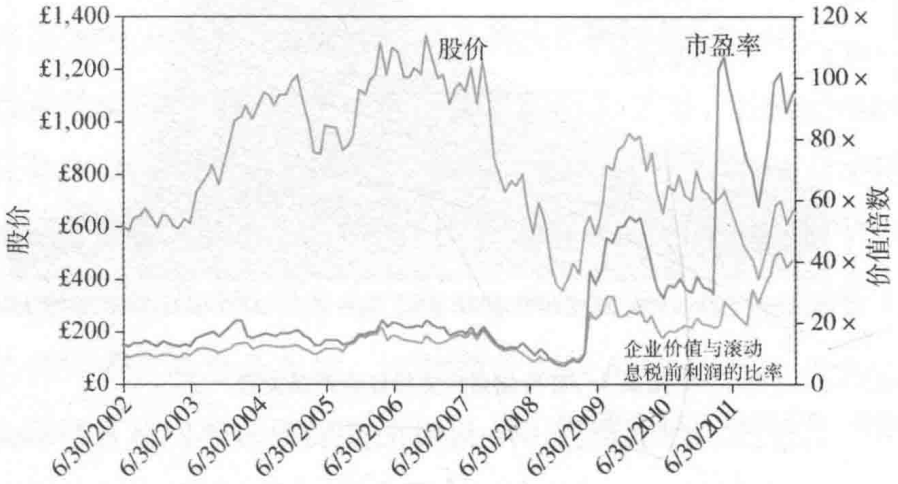


图 3.2　Carpetright 公司 2002 年至 2012 年的股价和估值

资料来源：Carpetright 公司报告。



图 3.3　英国宏观经济指标

资料来源：英国银行协会，特恩斯市场研究公司研究报告，全国。

尽管 Carpetright 公司只有 5000 万英镑的净债务，它有从 5 年到 15 年不等的门店长期租赁协议。在未来 10 年，Carpetright 公司每年有 8000 万英镑的租赁费承诺，在资本化的基础上，这是总计达 6 亿英镑的债务。在对这些租赁承诺进行会计处理后，它们的净负债与息税折旧摊销租金前利润的比值为 5.5 倍。Carpetright 公司的杠杆在资产负债表上没有充分体现。

自 2006 年以来，Carpetright 公司的同店销售额一直在下降，如在图 3.4 中所示；然而，这种下降被源于收购其他零售商的增长所掩盖。公司的投入资本回报率已经从 2005 年的 56% 下降到 2011 年的 5%，尽管它的营运资金仍为负数。Carpetright 公司有 2600 万英镑的递延所得税负债，这似乎不可能扭转销售增长的缺失和资本投资的增加。换句话说，如果 Carpetright 公司无法从资本投资中获得纳税优势，它将欠 2600 万美元的所得税。这可能会导致股东权益损失 40%。

Carpetright 公司似乎像一个价值陷阱，这毫不奇怪该股票有 18% 的空头净额比率。有趣的是，由于几个投资者的集中持股，这股票有很小的浮动筹码。罗德·哈里斯，创始人和首席执行官，持有 20% 股票；2010 年，富兰克林邓普顿基金公司以 600 英镑至 700 英镑的价格购买了 16% 的股份；奥拉扬，一家沙特投资集团，在 2003 年以大约 600 英镑的价格买了 15% 的股份，Cascade 有限公司，比尔·盖茨的基金经理，以 700 英镑至 800 英镑之间的平均价持有 6% 的股份。

机构投资者的投资低于投资成本，他们希望找到一位经验丰富的高管来从哈里斯勋爵手中接任首席执行官职位，而不是哈里斯勋爵的儿子马丁·哈里斯接任。2012 年 5 月，他们招募达伦·夏普兰（他当时正被认为是英国最大超市的首席执行官职位人选）来代替哈里斯勋爵。2012 年 6 月，我发表了做空 Carpetright 公司的观点。

Carpetright 公司如何结束？

在 2012 年 6 月我发表报告后的一年，Carpetright 公司股票的价值下跌 10% ~15%。2013 年 6 月，我结束了 Carpetright 公司的空头头寸。

价值陷阱的其他例子

价值陷阱和良好的价值股思路有几个共同的特征。根据某些估值指标，如市净率和市盈率，两者都可能会显得价格便宜。它们往往有良好财务业绩的历史。其他较不常见的特征可能包括资产负债表上的显著的现金余额、高股息率、良好的历史品牌、值得信赖的投资者与管理层以及核心业务问题。基本上，价值陷阱可能看来像价值股，只是他们不是。

那么，有什么不同？没有简单的答案，但要注意可能导致价值陷阱迹象的下行风险。这些风险可能产生于核心业务的盈利能力下降或递减的增长前景。管理层可以通过重组、扭转战略或摆脱它们核心业务的多元化经营对这些问题做出反应。当管理层尝试通过高价收购、进入更低利润率的行业和在竞争激烈的行业推出新产品的方式进行多元化经营，这类公司的股票可能成为潜在的价值陷阱。

投机公司的扭转前景过度依赖于管理层声誉、逆转行业的下降趋势或一款关键产品的成功，它们的股票也有可能是价值陷阱。谁不喜欢买价格便宜的股票？作为股票投资者，我们紧张不安地寻找可以逆转价格便宜股票不幸希望的迹象。

价值陷阱可以带来希望，但它可能无法提供防御力、品牌优势、可持续盈利、且最重要的下跌空间有限的明确标志。当这样的公司遇到行业结构性变化、颠覆性技术、监管或竞争格局的突变，它们可能

会失去其价值。让我们来看一看几个著名的例子。

雅虎公司作为一家主导的搜索引擎盛行五年，直到2000年，当它被谷歌公司颠覆性的新搜索引擎取代。2002年，雅虎公司试图收购谷歌公司，但以失败告终；从那时起，它就再没有挑战谷歌公司。在其核心业务失败后，雅虎公司开展了许多不成功的收购，并错过了一些关键的收购，即对脸谱公司和YouTube公司的收购。

2006年，美国必能宝集团在北美高度监管的邮资计算器市场已经有80%的市场份额。它有65%的全球市场份额，它唯一的主要竞争对手是Neopost公司。它的业务与邮政邮件数量紧密相连，自2000年以来，邮政邮件数量每年在2000亿件至2130亿件不等。在2008年经济衰退中，邮件数量锐减至每年1770亿件，标志着邮件数量的一个长期衰退的开始。[4]2010年，波士顿咨询集团（BCG）预计邮件数量在未来10年将下降到每年1500亿件。波士顿咨询集团认为下降是不可能扭转的，因为“第一类邮件让位于账单、发票、报表和付款的网上寄送。”美国必能宝集团通过多元化进入更具竞争力的记录管理和邮政软件业务来努力抵消营业收入的下降。自2011年以来，它的股票下跌了50%，这种下降的结果是，它的股息率从2011年的6%增加到2012年的13%。

第1章讨论当电脑开始变成商品化产品时，个人电脑（PC）行业的衰退。自2006年以来，个人电脑行业的困境已经被智能手机和平板电脑的惊人增长加剧。长期的衰退最终冲击了行业前两名公司，惠普公司和戴尔公司，迫使它们收购软件服务业务和摆脱个人电脑行业多元化。甚至连迈克尔·戴尔和梅格·惠特曼这样的卓越经理人也无法抗拒个人电脑行业的长期性衰退潮。

互联网电子商务的兴起导致了许多历史上著名公司的倒闭。英国

Blockbuster 公司遭受了数字多功能光盘租赁业务的下滑，并无法过渡到新的互联网录像经销模型。随着新闻发布转移到互联网，报纸（麦克拉奇、甘尼特、纽约时报等）的广告收入模式遭受重创。

在线零售商有低得多的分销成本，并能提供比传统零售商低很多的价格。美国电路城公司、Linens'n Things 公司和许多零售商最近几年倒闭或根据美国《破产法》第 11 章申请破产保护。幸存的实体零售商们与知名的在线零售商开展持续竞争，努力捍卫自己的商业模式和追赶自己的互联网市场。这样的零售商，如百思买公司和 Bed Bath & Beyond 公司，已经允许它们的商店变成它们的在线竞争对手如亚马逊公司和 eBay 公司的事实上的展示室。

要点

颠覆性技术和行业增长、竞争格局与法规的结构性变化几乎可以破坏曾经成功企业的价值，创造潜在的价值陷阱。

破碎的增长故事

与价值陷阱不同，成长股可能以疯狂地昂贵倍数进行交易，并将越来越贵。正如我们在第一章的思科公司和奎斯特科制药公司的案例中看到的那样，做空增长故事无异于玩火。仅基于高估值做空成长股肯定会破产。重要的是要确定它们增长的驱动因素、对这些驱动因素的威胁、最重要的是近期的威胁。在奎斯特科制药公司的案例中，我们看到一个负面的报销政策给药品销售造成了严重的威胁；在 1999 年思科公司案例中，对公司增长的威胁不明显。

公司可以从新产品的推出、进入新的市场和一个新行业的崛起或需求上升中找到增长。不断增长的市场、产能扩张、监管变化以及行业整合是公司增长的许多其他驱动因素。对于一家处在长期增长跑道上的公司而言，它通常很难预测一个增长的范围，而且预测经常成为媒体热议话题。

然而，在某些情况下，对一家公司增长威胁的明显迹象可能由颠覆性技术或产能过剩引起。在其他情况下，对热销的项目而言，威胁的迹象可能不明显。做空者依靠谣言、渠道控制、调查、新闻报道、卖方研究和行业专家来预测未来。

专利保护、政府补贴和财政刺激等方面的法规通常具有有限的和明确的时间表。因此，它通常更容易指向来自一个即将到期的法规或类似即将发生的变化对一家公司增长的威胁。

破碎的增长故事可以清楚地指出增长与增长的驱动因素、盈利能力和短期的负面催化剂的问题。做空观点还必须确定市场规模和总体市场增长的局限性。较差的财务特征（过度杠杆、差的偿债能力系数等）、商业模式的失误、会计问题、日益激烈的竞争迹象和内部人士售股是一个好的做空案例的关键要素。

案例研究：太阳能电池板制造商

自1954年贝尔实验室制造第一个光伏电池以来，太阳能行业已经走了很长的路，光伏电池的成本从每瓦100美元下降到2000年的每瓦4美元。20世纪90年代，日本的政府补贴曾帮助全球的太阳能装机容量翻倍达到1000兆瓦。然而，太阳能成本远远高于煤炭等传统能源生产电力的电网平价，太阳能行业的竞争力严重依赖于政府补贴。

美国太阳能行业无法吸引私人资本，直到2006年太阳能投资税收

抵免政策（ITC）的颁布。美国的太阳能累计装机容量从2006的300兆瓦的增长到2008年的800兆瓦；在同一时期，德国更大的政府补贴帮助他们的太阳能装机容量从3000兆瓦增长到6000兆瓦。到2008年，太阳能电池板制造商的股票，如First Solar公司（FSLR）、无锡尚德电力（STP）和SunPower公司（SPWR），它们供应这些市场，自它们首次公开发行股票（IPO）以后，分别上涨3至4倍。[5]

然而，美国税收抵免政策被设定在2008年到期，德国的政府补贴预计在2008后下降，这似乎成为在太阳能电池板增长故事里的一个打击。太阳能电池板制造商的利润率似乎受到大量新竞争的威胁。2008年1月，我在《寻找阿尔法（Seeking Alpha）》上发表的一篇文章，标题为“看涨太阳能行业，看跌太阳能股票”，我对暴涨的太阳能股票所做的做空案例。随着2007年First Solar公司的销售额为3亿美元，它按43倍的市销率（每股225美元）进行交易，其他太阳能电池板制造商也按同样高的倍数进行交易。有迹象表明太阳能行业有周期性的做空机会。

尽管太阳能行业的增长似乎受到了未来德国和美国不确定政府补贴的威胁，根据来自主要的太阳能协会和研究公司的数据，太阳能电池板制造商的利润率也受到生产能力供过于求的威胁。无锡尚德电力的单晶硅和多晶硅的转换效率在14%～16%之间变动，而对于First Solar公司碲化镉的转换效率甚至更低，为10%。由多晶硅制成的有竞争力的电池板提供2～5倍的转换效率，随着硅价格的下降，正变得有竞争力。

太阳能股票如何结束？

太阳能电池板的增长故事似乎破碎了。不确定的政府补贴、激烈的竞争、利润率压力、替代的多晶硅电池板对增长故事构成了一个打

击。高水平估值对做空这些股票是锦上添花。2008 年，由于经济恶化，太阳能股下跌了 30% 至 90%。投资税收抵免政策没有得到延长，直到 2008 年底为止，在平均销售价格的下跌过程中，太阳能电池板的利润率下降了。

要点

在新兴行业的早期阶段，政府补贴能支持它们发展；但如果它们不能创造一个强劲的市场或产生盈利，在缺乏政府补贴的情况下，这样的行业有可能无法生存。

案例研究：Leap 无线公司（LEAP）和 MetroPCS 公司（PCS）

2006 年，在联邦通信委员会 36 号拍卖期间，Leap 无线公司和 MetroPCS 公司已以有吸引力的条款举债购买频谱，进入新市场，各自扩大用户群。在拍卖中标后，Leap 无线公司进入芝加哥市场，MetroPCS 公司进入波士顿和纽约市场；两家公司都因此获得了大量来自这些人口稠密市场的用户。Leap 无线公司的用户群从 2007 年的 280 万增长到 2008 年的 380 万，MetroPCS 公司的用户群从 2007 年的 400 万增长到 2008 年的 530 万。市场喜欢它们的增长故事。2009 年 3 月，它们的股票价格表明每个用户的企业价值为 1200 美元至 1500 美元，与控制 80% 无线市场的行业前两名公司——美国电话电报公司和威瑞森电信公司相似。

然而，Leap 无线公司和 MetroPCS 公司是预付费的运营商，与它们的后付费的竞争对手美国电话电报公司、威瑞森电信公司、斯普林特公司不同。它们的商业模式不同，因为它们不需要像后付费竞争对手

那样跟客户签订两年合同，因此，它们经历了客户群的显著流失。当与同行相比时，它们的利润经济情况也差。它们的增长来自进入新市场，这也增加了来自新基站、店面成本、薪酬及客户服务的固定成本来源。由于这些高的固定成本，它们的盈利能力高度依赖于稳定的每个用户平均收入（ARPU）、用户的增长和更低的客户流失（表3.1）。

表3.1　每个用户的利润和盈亏平衡分析

	新市场		现有市场	
	Leap 无线公司	MetroPCS 公司	Leap 无线公司	MetroPCS 公司
每个用户平均收入（美元每月）	38.0	40.0	41.4	42.0
每年收入（美元）	456.0	480.0	496.7	504.0
每年固定成本（美元）	(903.9)	(866.4)	(260.0)	(366.0)
盈亏平衡月数	23.8	21.7	6.3	8.0
年度投入资本报酬率（%）	-50.0	-45.0	91.0	50.0

资料来源：Leap 无线公司和 MetroPCS 公司的年度和季度报告，阿森资本合伙有限责任公司（Artham Capital Partners LLC）。

由于建立新网络的资本支出，新市场获得一位新的无线客户的投入资本回报率比现有市场低得多。在现有市场获得一位客户之后，Leap 无线公司通常需要6至8个月的时间达到盈亏平衡，而在新市场需要两倍的时间（20个月）。要实现利润，Leap 无线公司就必须在无线市场增加其现有的市场渗透率，从5.7%增加到9%。

因为它们预计到2010年完成部署，两家运营商不费力的增长似乎接近尾声；它们就必须挑战大型运营商以增加它们的市场渗透率并保

持增长。因为许多原因，这很困难，主要是因为它们不能对它们的客户强制实行长期合同。2010 年，在它们已经覆盖了它们在新市场的目标人群之后，它们的另一种增长选择将是获得额外的频谱。

对两家公司的增长和盈利能力的做空观点还有更多的理由。它们对预付费市场的控制面临来自新竞争迹象的威胁。斯普林特公司，第三大运营商，它仍遭受最近收购 Nextel 公司执行不力的影响，宣布将以更便宜的价格方案进入预付费市场。2008 年，为了在预付费市场上保持竞争力，Leap 无线公司和 MetroPCS 公司已经降价，新竞争意味着更低的每个用户平均收入。这似乎在两家公司增长故事里是一个打击。

Leap 无线公司和 MetroPCS 公司有高杠杆，其负债与息税折旧摊销前利润（EBITDA）的比率超过 5 倍；它们持续亏损可能会迅速导致它们违反合同规定的 6～7 倍限制。虽然流动性问题和短期资本需求似乎并不是迫在眉睫，Leap 无线公司和 MetroPCS 公司最终将需要进入资本市场，并以比目前 9% －10% 的借款利率甚至更高的利率借款，以避免它们增长计划的中断。

2009 年，我刚开始经营我的独立的研究咨询公司，并发表了对这两家无线运营商的第一个做空观点。我观点的最大风险是 Leap 无线公司和 MetroPCS 公司之间的合并。在 2004 年前度过四年的破产后，两家运营商一直在持续炒作合并。它们有因拉斯维加斯、费城和芝加哥的部分地区的互补区域产生的收入协同效应，以及因载波协议产生的成本协同效应。过去，MetroPCS 公司曾表示愿意收购 Leap 无线公司，宣布合并构成了做空它们的最大风险。

它如何结束？

2009 年 5 月 28 日，比我预期更早，Leap 无线公司宣布将出售 610 万股筹集 2.4 亿美元资金和再融资 11 亿美元的贷款。Leap 无线公司股

票下跌6%至每股38.74美元。消息公布后，MetroPCS公司股票没有下跌；然而，在2009年8月6日的盈利公告中，MetroPCS公司未达到第二季度的估计值，其股价下跌30%至每股9美元。在同一天，Leap无线公司公布财报，报告高于预期的损失和客户流失。消息公布后，Leap无线公司股价下跌25%至每股17美元。

在接下来的三年内，尽管有多次的合并和收购传闻，两家公司的股价继续下跌，其经营不佳的业绩超过了其频谱的价值。最终，2012年，T-Mobile公司宣布反向收购MetroPCS公司；2013年，美国电话电报公司宣布将以每股15美元的现金收购Leap无线公司。

案例研究：鸡和鸡蛋公司（CHEGG）

2013年年底，我的一位客户请求我仔细研究即将上市的鸡和鸡蛋公司（CHEGG）。鸡和鸡蛋公司购买教科书，将这些教科书出租两到三年，然后分三年折旧这些书的成本。该公司改变计划，每学期以书价的20%~30%出租这些书。从本质上讲，鸡和鸡蛋公司不到3年就可以盈亏平衡，通过投资教科书可以平均赚取10%~15%的年化收益率。

鸡和鸡蛋公司有418000名学生的订阅用户群，这占了美国大学生近10%的市场份额。鸡和鸡蛋公司通过扩大其影响范围，有空间扩大市场份额。增长的另一个来源来自加大教科书库存本身，这将反过来增加它们的总交易量。该公司增加了40%的资本支出，达到1.04亿美元用于购书；该公司还有一些空间增加支出达到其2011年1.34亿美元的前期峰值。总之，鸡和鸡蛋公司似乎有不好的资本密集型和产生低收益率的商业模式。

以2.13亿美元的营业收入和2300万美元的息税折旧摊销前利润，

根据参考定价的中值，鸡和鸡蛋公司首次公开发行股票将按5倍销售额和25倍息税折旧摊销前利润的隐含估值发行。尽管它在电子书和其他方面有增长机会，鸡和鸡蛋公司股票初看似乎很贵。我不推荐我的客户参与鸡和鸡蛋公司的首次公开发行股票。

我认为打赌鸡和鸡蛋公司的唯一风险是其商业模式很适合作为亚马逊公司喜好的收购目标，通过利用高效的物流业务和技术平台，亚马逊公司可以挖掘出商业模式的更多价值。即便如此，很难想象在鸡和鸡蛋公司首次公开发行股票的当天会收到亚马逊公司的出价。

鸡和鸡蛋公司的首次公开发行股票不是很成功，下跌了25%，在接下来的六个月里，又继续下跌了30%。

要点

破碎的增长故事可以清楚地指出增长与增长的驱动因素、盈利能力和短期的负面催化剂与大事件的问题。收购是做空股票的主要风险。

概括

- 公司可能遭受商业模式的重大打击，商业模式可能无法修复。例如，它们的增长故事可能是破坏性产品、竞争或其商业价值在结构性下降的结果。
- 次级抵押贷款市场的崩溃永久地改变了金融服务业的商业模式和崩溃的相关证券化产品的需求。紧缩信贷周期和更严厉的法规接踵而至，抑制金融行业的盈利能力。
- 颠覆性技术和行业增长、竞争格局与法规的结构性变化可以严

重破坏曾经成功企业的价值。

• 破碎的增长故事可以清楚地指出增长与增长的驱动因素、盈利能力和短期的负面催化剂与大事件的问题。收购是做空股票的主要风险。

注释

1. 美国国际集团（2006）。年度报告。请检索：http://www.aig.com/Chartis/internet/US/en/2006-10k_tcm3171-440889.pdf

2. 美国住房和城市发展部。次级抵押贷款。请检索：http://portal.hud.gov/hudportal/HUD?src=/program_offices/fair_housing_equal_opp/lending/subprime

3. Carpetright 公司（2006-2012）。年度报告、中期报告和列报。请检索：http://www.carpetright.plc.uk/investors

4. 波士顿咨询集团（2010 年 3 月 2 日）。《预测到 2020 年美国邮件数量》。请检索：http://about.usps.com/future-postal-service/gcg-narrative.pdf

5. 太阳能行业协会。太阳能投资税收抵免（ITC）。请检索：http://www.seia.org/policy/finance-tax/solar-investment-tax-credit

第四章　财务造假的主要方法：会计错报和骗术

最初偏离真理毫厘，到头来就会谬之千里。

——亚里士多德

财务会计是私营公司和上市公司共同的语言。公司经常变着法子来违背会计规则的要素。不管它们是有意的还是无意的，哪怕轻微的虚假信息或者直接明了的错误信息都可能让陪审团对其行为难以做出事后分析，投资者就更难在投资前做出决策分析。然而，对投资者而言，分析经常误用的会计方法和假设来发现早期预警征兆是可能的。

本章假定读者们熟悉基本会计概念和美国公认会计原则（GAAP）。美国公认会计原则依赖于权责发生制会计比收付实现制会计提供更有用信息的前提。与收付实现制会计不同，权责发生制会计是基于收入确认概念和会计期间内收入与费用的配比。权责发生制会计允许管理层对如何和何时记录这些收入和费用做出合理假设。

会计原则允许管理层对许多其他交易做出假设，比如分类投资资产、测试商誉减值、选择折旧方法、估计可折旧资产的使用寿命、报告资产负债表表外负债等。我们在前面的章节中看到美国国际集团根据其自身的假设如何选择为其投资定价，而不是按可比资产的市场价

格进行定价。

更重要的是，会计准则允许管理层有对他们的假设做出变更和有时做出频繁变更的相当大的自由。因此，管理层可以对他们的会计假设变更做出临时决定，这些假设可能不一定由会计准则变更或其公司经营企业的方式的变更引发。在某些情况下，管理层可以转向更有利的假设来临时拼凑他们的财务和经营指标，并描绘其公司财务健康和未来前景的更好蓝图。我们在本章将看到一些常见的财务造假。

财务重述背后的主要原因

财务重述背后的最常见原因包括收入确认、费用高估或低估、错误分类、并购、重组和衍生金融工具会计。公司可能在三张主要财务报表的任意一张或者所有报表上对项目进行错误分类。例如，一家公司可能在现金流量表上将经营活动现金流出项目描述成筹资活动现金流出项目，将资本资产租赁错误分类为经营租赁，或将销售利得错误分类为销售收入。

在2002年的《财务报表重述》报告中，美国审计总署（GAO）称在1997年至2002年之间所做的超过50%的会计重述因不当的收入和成本会计产生。在2002年《萨班斯-奥克斯利法案》颁布后的四年，美国审计总署称在2002年至2005年之间的55%的重述因收入和成本的不当行为产生。[1]

在这些会计不当行为被内部或外部相关方发现后，公司被迫重述其财务报表。进行重述的公司的股价和声誉遭受了永久损害，这甚至可能导致其竞争对手丧失信心，并且投资者的审查也更加严格。

假设的变更可能是最关键的预警征兆

通过注意异常的假设和报告财务报表所使用假设的变更，投资者可以发现会计问题。例如，一家银行可以决定改变其会计分期假设来重新界定不良资产，或基于损失不可能再次发生的假设，一家公司可以选择将一个金额大的正常损失报告成一个一次性的非常损失。会计问题只能通过传统的审阅财务报表的方式被发现，所以让我们看看一些常见的影响一家公司经营指标和盈利能力的会计假设。假设的变更和异常可以经常指向早期预警征兆。

收入是如何被记账的?

整批出售与代理商销售：当公司通过间接渠道（如分销商和零售商）销售它们的产品时，整批出售可以允许公司提前记录收入。例如，2012 年，当药房收到其产品（整批出售）与当药房把其产品送到病人（代理商销售）时，[2]Incyte 公司决定确认收入。

收入与递延收入：当公司将客户预付款记录为递延收入，并在估计的产品寿命期间把它们确认为收入，更短产品寿命假设允许公司提前记录收入。例如，[3] 苹果公司假定其设备的产品寿命为 24 个月，直到 2009，当它决定对多项交付部分的收入确认标准采取变更。因此，苹果公司在销售时可以记录相当大部分的设备销售收入。

销售型租赁与经营租赁：当公司为客户提供租赁其产品的选择权，他们通常把这种租赁记录为经营租赁或销售型租赁。因为它们可以通过估计残值来降低其商品成本，销售型租赁在销售时允许公司记录较

高的收益和较低的资产。例如，2013 年，特斯拉汽车公司宣布电动汽车的融资租赁计划，提供转售价格高于其他任何豪华轿车的保证。[4] 高的转售价格可以允许特斯拉记录更高的利润。

费用如何分类?

商品成本（后进先出和先进先出存货核算）：当公司销售存货时，他们可以选择后进先出或先入先出的方法记录销售成本。公司披露任何相关的后进先出法储备，并在没有预先告知投资者之前，不会改变它们选择的存货核算方法。在存货成本上涨期间，与后进先出法相比，先进先出法核算允许公司记录更低的销售成本。

融资租赁与经营租赁：当公司将房地产、车辆和其他主要资产的长期租赁记录为经营租赁，他们并没有在资产负债表上记录相关的财务债务，这与融资租赁的会计处理不同。经营租赁允许公司公布更好的资本回报率。美国财务会计准则委员会（FASB）正在考虑对租赁会计进行彻底的改革，这将强制承租人将租赁期超过一年的租赁确认为资产和负债。[5] 当欧迪办公公司对其长期租赁选择经营租赁会计核算时，我们在第三章看到了这类例子。

销售和营销费用和递延取得成本（类似于营业费用与资本支出）：当公司激进地在销售和营销方面开支或向销售代理商或经纪人支付大量的预付佣金，他们可以选择将这些费用作为递延成本予以资本化，并在一个较长的期间内摊销它们。这允许它们降低并使其费用平稳。例如，保险公司根据保险合同的估计毛利摊销递延成本。

资产负债表项目是否为损失和减记计提充足准备?

存货（原材料价格）：当产品的定价与商品价格挂钩时，随着商品价格的下跌，公司需要进行减值测试，并可能需要增加准备或减记存货。例如，随着价格下跌，黄金矿主和化肥生产商已不得不减记存货。

存货（市场价格）：管理层在减值测试时机掌握和存货准备估计方面有很大的自由裁量权，这也可以允许管理层增记新的或使用过的存货。当公司预期新产品成功上市时，它们往往逐步建立超额库存；然而，如果销售未能达到预期，公司开始提供大幅折扣，存货的价值就需要被减记。例如，2010 年，斯凯奇公司（Skechers）建立其热销的 Shape-ups 塑身鞋的超额库存，且不承认超过几个季度的超额库存问题。[6]

应收账款：当一家公司从几个客户那里获得大部分销售收入、提供购买其产品的融资或在交付产品或服务后的数月收款，当客户面临不断恶化的商业或信贷条件时，公司就需要增加坏账准备。虽然该公司自身可能有良好的信誉，但它也很容易受到针对其客户的紧缩信贷条件的影响。例如，2008 年，美国电路城公司（Circuit City）破产使台湾国际航电公司（Garmin）增加其坏账准备费用。[7]

商誉和无形资产：当公司完成兼并或收购时，它们将支付的超过并购目标公司公允价值的金额记录为商誉和其他无形资产。较高的商誉和无形资产使公司低报所有者权益的账面价值，而高报股东权益回报率，同时，当有机增长很难实现时，也允许管理层多付收购价款。商誉和无形资产像存货一样要进行减值测试，且当兼并证明完全失败时，管理层通常减记它们。例如，2012 年，在减记自主公司（Autono-

my）收购相关的88亿美元商誉和无形资产之前，[8] 惠普公司归咎于自主公司（Autonomy）的会计不当行为。

递延税项资产和递延所得税负债：当公司向税务机关与投资者报告时，企业可以对某些会计科目做出不同的假设；随之发生的暂时性差异在不久的将来可能不会扭转。成长型公司可能承担固定资产的加速折旧，并保持递延更多的所得税费用。然而，一旦增长消失，递延税项负债开始扭转，并对所有者权益的账面价值有负面的影响。我们在第三章中看到了这类例子，在没有销售增长和资本支出增加的情况下，Carpetright公司2000万英镑的递延所得税负债有成为负债的风险。

资产负债表项目是否代表公允的市场价值？

投资资产（历史成本与市场价格）：公司可以选择按历史成本记录它们的投资资产（持有至到期投资）或按市场价格记录它们（分类为可供出售金融资产）。持有至到期投资的分类允许公司避免报告公司资产的市场价值变动。例如，当商业银行承销贷款时，它们可以将其记录为持有至到期投资（也被称为“贷款账册”）。它们可以将这些贷款重新分类为可供出售金融资产（也被称为“交易账户”）以降低监管资本要求。

资产和负债的公允价值层次（1、2和3级输入）：当公司报告资产和负债的公允价值时，它们可以使用相同资产的市场报价（1级输入）、类似资产的市场报价（2级输入）或使用公司自己的、在市场上观察不到的假设（3级输入）。我们在第三章中看到了这类例子，美国国际集团和其他金融机构选择基于使用它们自己的输入假设的财务模型来报告某些负债和资产的价值。

资产负债表表外项目和或有负债：公司可能不在资产负债表上报告某些合同承诺、衍生金融工具相关负债和其他或有负债，而单独进行披露。例如，2012 年，迪斯尼公司有 428 亿美元的购买体育赛事转播权的合同承诺。银行可能存在一个作为或有负债的未利用的信用额度。[9] 制造公司和矿业公司可能没有为未决环境破坏诉讼计提负债。

诉讼和损害赔偿：监管机构可以因各种原因对公司提起指控，如反垄断问题、欺诈消费者和海外贿赂。在其他情况下，法院可能做出不利判决并发现公司对相关损害赔偿负责。在这两种情况下，公司可能选择在其财务报表中不为损害赔偿提取准备金，并提起上诉，其中，上诉过程可能需要数月或数年才能完成。例如，陪审团发现迈威科技公司对卡内基梅隆大学提起的 11.7 亿美元的专利侵权诉讼负有赔偿责任；然而，迈威科技公司决定挑战裁决，不计提相关负债。[10] 在另外一起案件中，美国司法部为 50 亿美元的抵押贷款支持证券（MBS）评级欺诈损害赔偿起诉标准普尔公司（S&P），而标准普尔公司决定为自己辩护，并没有为诉讼计提任何准备。

其他财务报表是否与损益表不符？

净利润与经营活动产生的现金流量：当公司进入成长周期的成熟期，因为折旧费用和营运资金需求稳定，净利润与经营活动产生的现金流量开始会合。净利润与经营活动产生的现金流量之间存在巨大差异，这值得对背离背后的非现金项目好好检视一番。

净利润与其他综合收益：净利润与其他综合收益像该公司财务状况的左右两个口袋。公司可以选择对净利润与综合收益的组成部分以连续报表或单独的项目列报。公司通常在综合收益中报告未实现的套

期保值利得和损失、可供出售投资资产变动、养老计划调整金额和外币折算利得和损失。尤其是银行从事的证券交易业务，任何相关利得和损失值得引起重视。

要点

收入和费用的假设影响盈利能力。公司可能在现金和非现金资产负债表项目都没有充分地为损失提供准备。资产负债表表外承诺可以把杠杆隐瞒起来。

下一步：经营指标在道德上是否可以接受？

与利润率、回报率、流动性、周转率和杠杆相关的经营指标是良好的检查公司财务健康状况的措施。这些比率可以低估或高估一家公司的经营业绩，并可能经常需要进行调整以更清晰地展示公司业绩。

利润率

毛利率与经营利润率：公司可以选择将与折旧或员工工资相关的某些费用分类为存货成本的一部分。当公司决定将这些费用重新分类时，随之产生的利润率可能无法与前一年的利润率相比。在这种情况下，利润率就需要进行重新分类调整。在其他情况下，公司可能转向许可或特许经营模式，将存货成本转嫁给被许可人，允许公司提高经营利润率。公司披露全系统的销售，包括特许经营销售和许可费，这可用于调整总体的销售和利润率，并检查特许经营是否增加利润率。

回报率

资本回报率或投入资本净利率：这是衡量公司产生经济价值的重要指标。当公司的回报率低于其资本成本时，它们可能破坏经济价值。正如我们在经营租赁案例中所看到的：公司可以将资产转移至资产负债表表外或将生产外包以夸大资本回报率。当资产负债表表外项目无法调整时，我们可以看一下类似公司的情况以弄清回报率是否异常高或低。

股东权益回报率或权益净利率：这可以使用杜邦财务分析体系（权益净利率 = 销售净利率 × 资产周转率 × 权益乘数）来分析确定经营利润率、经营杠杆和财务杠杆对整体回报率的贡献。在收购期间，公司经常往往为增长和利润增加而多付收购价款，并把多付收购价款在资产负债表上记录为商誉。商誉使公司夸大所有者权益和低估杠杆。我们可以用经过商誉调整后的有形所有者权益或账面价值来检查收购是否掩盖了过去差的回报率。

流动性或短期偿债能力

现金比率（或现金/流动负债）：这是流动性的最保守标准，不包括应收账款和存货，这些可能不容易被转换成现金。当公司变得无利可图或遭受沉重债务的重创时，其流动性需求与应付账款和债务到期时间表紧密相关。公司可以通过证券化其应收账款、与供应商协商付款条件和利用信用额度或资本市场来解决流动性问题。现金比率与现金转换周期趋势是即将发生的流动性问题的预后指标。

周转率

应收账款周转率和存货周转率：这些趋势可以帮助发现异常的逐步增长的库存和渠道填充问题。消费品和工业公司可以运送额外的存货到分销渠道并夸大收入，这种做法被称为“渠道填充”。正如前面所讨论，当公司无法动用渠道存货或进行现金收款时，它们经常最终对应收账款和存货减价。

杠杆

利息保障倍数、债务/息税折旧摊销前利润、产权比率：公司通常被要求遵守这三个关键比率的债务契约要求。如果信贷协议涉及多个贷款部分或当债务是通过诸如公司资产抵押担保取得时，信贷协议可能很复杂。当一家公司的偿债率接近契约要求而变得不安全时，该公司可能因拖欠贷款、积欠利息支付或申请破产而进入破产区域。危险的比率可以提升对信用问题的警报，并值得我们详细地分析该公司的信用。

要点

与利润率、回报率、流动性、周转率和杠杆相关的经营指标是良好的检查公司财务健康状况的措施。这些指标的趋势可以提供即将发生问题的早期迹象。

寻找行业特定指标的趋势

公司披露的行业特定指标为投资者更清晰地反映经营业绩，让投资者更好地与行业中的其他公司进行比较。行业指标通常是基于实际数；然而，它们也可以是基于管理层的估计。例子包括银行不良资产（NPAs），如非应计贷款、减值贷款和重组贷款。在把它们作为损耗处理之前，管理层不得将某些消费或信用卡贷款置于非应计状况。与过去的衰退期间的不良资产相比，我们可以检查银行是否报告更低的不良资产。当信贷周期开始收紧时，不良资产提供了经济衰退的早期线索。

我们在前面看到了类似的收入确认假设甚至可以影响最基本的收入驱动因素，比如单位价格和发货数量。如果我们假设与管理层假设相关的时机掌握问题在较长时期内将顺利进行，我们就可以检查这些行业特定指标的周期性趋势。表 4.1 总结了常用的行业指标，这些指标可以提供经济周期趋势的更多信息。

表 4.1　主要的行业特定指标

行业	主要指标
航空业	可利用客英里、客座利用率
银行业	不良资产、资本比率、净利差、资产质量指标
能源与矿业	现金生产成本、储量、储量接替率
酒店餐饮业	每间可供租出客房收入（RevPAR）、入住率、每日平均房价、餐饮业披露平均票价大小、除了零售指标的数量
工业	订单量、未交付的订单量、订单出货比率、生产能力利用率

续表

行业	主要指标
保险业	索赔和费用率、法定盈余公积金、投资资产质量指标
传媒与电信业	净增数、每个用户平均收入、客户流失率（订阅企业披露类似指标）
炼油业	裂解价差、德州轻质原油与布伦特原油价差、工厂利用率
房地产投资信托基金业	入住率、每平方英尺租金、净租金比、解除合同价差、自由资金流
零售业	同店销售额或同店同比销售额（LFL）、也称为可比同店销售额、商店开张数量和商店关闭数量

资料来源：阿森资本合伙有限责任公司（Artham Capital Partners LLC）。

哪些经营指标驱动高管薪酬？

高管薪酬可以与美国公认会计原则指标紧密相关，如每股收益（EPS）、经营利润率和非美国公认会计原则指标，如行业特定指标。为什么注意这些指标很重要？正如我们在欧迪办公公司的案例中所看到，董事会通过将管理层激励与正的息税折旧摊销前利润挂钩来设置一个低障碍。此外，一旦 BC Partners 公司参与欧迪办公公司定向增发交易的优先股转换得到批准，这将引发高管劳动合同的控制条款的变更，董事会保证关键高管的奖金。

高管可能会追求对驱动业绩目标和奖金的经营指标有利的战略和决策。例如，当董事会将激励与投入资本回报率挂钩时，管理层可能选择进行售后回租交易以剥离资产和减少资本基数。在其他情况下，如果高管们的激励与毛利率挂钩，他们可能选择生产外包。

这些指标的业绩目标可以提供对管理层可能追求的战略的洞悉。

然而，董事会也可以设置含糊的业绩目标，这些目标与定性因素和三十个指标的一个或多个挂钩。在这样的情况下，更难判断管理层的动机是追求哪一个重要的战略。

有什么异常的财务交易吗?

公司有时可能进行特殊交易，如证券化其应收账款、设立专门的租赁公司推销产品和进行转型收购。这样的交易可能会改变公司的商业模式，注意受影响的经营指标十分重要。

甚至更重要的是要注意特殊的财务交易，如当公司举债向股东支付特殊股息或当公司做了一个反向股票分割以吸引机构投资者时。这样的交易可能只是金融噱头，至少没有采取具体行动来改善经营业绩。

揭露会计问题只成功了一半

正如我们在本章所看到，公司可能会做不合理假设或从事财务骗术以夸大经营业绩或对财务风险轻描淡写。在更极端的情况下，管理层可以通过虚报财务报表或频繁进行企业收购来掩盖企业存在的问题。然而，发现这样的会计问题也只是成功了一半。

成功的另一半在于找到商业模式问题；并不是所有的会计问题最终以欺诈和破产结束。2013 年 8 月，一位客户问我对精密铸件公司（Precision Castparts）的意见，主要是因为精密铸件公司（PCP）的存货储备的会计处理问题，它已被一家法务会计公司建议作为一个潜在的做空对象。精密铸件公司以后进先出法基准记录其 95% 的存货，一些分析师认为账面价值可能过高。后进先出法的成本核算方法匹配了

当期销售成本与当期销售收入，并且可以允许精密铸件公司通过利用较低的现行金属价格来提高每股收益。

在过去几年中，主要的金属投入（镍、钛、钴）的平均价格已经下降了20%～40%，而在此期间，精密铸件公司存货的原材料部分已经从4.37亿美元增长到9.03亿美元。精密铸件公司最近收购美国钛金属公司（TIMET）已增加了总公允价值为7.78亿美元的存货，其中约2亿美元是原材料。因此，精密铸件公司约2.7亿美元的存货（9.03亿美元－4.37亿美元－2亿美元）可能会遭受20%～40%的减值，这折算成最大金额为8000万美元的一次性存货减值。精密铸件公司市值约300亿美元，所以这次减值似乎太低，以致不能对每股收益或股票价格造成重大影响。

而精密铸件公司周期性的高利润率、与波音747相关的短期问题和可能的宏观经济衰退会使其成为战术型做空一个实例，基于一些原因，精密铸件公司似乎不是结构型做空或长期做空的对象。商业航空市场的复苏和波音787飞机生产效率的持续提高是精密铸件公司有机增长的有利条件。精密铸件公司向每架波音787飞机销售超过1000万美元的货物，而波音787飞机是波音公司新的和快速增长的机型，要质疑管理层对该公司有机增长的前景很难。所以我不推荐做空精密铸件公司。

案例研究：戴蒙德食品公司（DMND）

2011年，当华尔街之外咨询集团注意到戴蒙德食品公司支付给核桃种植者的预期的动量付款会计处理问题，它怀疑戴蒙德食品公司通过试图将付款记录为一次性综合成本来夸大盈利能力。戴蒙德食品公司是一家核桃合作社，它支付给其种植者的价格比核桃公允市场价格

低10% -15%。因为与核桃供应商在上市时签署的购买协议已过期，戴蒙德食品公司冒着失去供应商的风险，决定用一次性付款去弥补。这个会计问题的根源是商业问题，这使华尔街之外咨询集团寻找商业模式的其他问题。

戴蒙德食品公司似乎失去了其在核桃行业的优势地位。结果，其商业模式不断恶化，盈利能力面临巨大压力。管理层认识到问题，并试图通过收购来进行多元化经营和扩大业务范围。然而，他们最新收购品客薯片的公告带有整合风险。在竞争激烈的快餐市场，作为由菲多利食品公司（Frito-Lay）主导的一款成熟产品的小小竞争者，品客薯片也有疲软的增长前景。盈利预测也显得过高。

它如何结束?

当品客薯片收购交易告吹时，戴蒙德食品公司股价下跌超过80%至每股14美元，在重述其财务报表后，该公司努力修复其声誉。

资料来源：华尔街之外咨询集团。

概括

- 从关键的会计假设开始以发现预警征兆

○收入

■整批出售与代理商销售

■收入和递延收入

■销售型租赁与经营租赁

○费用

■商品成本（后进先出和先进先出存货核算）

■融资租赁与经营租赁

■销售和营销费用和递延取得成本

○资产负债表项目

■存货（市场价格和原材料成本的影响）

■应收账款

■商誉和无形资产

■递延所得税资产和递延所得税负债

■投资资产分类

■投资资产的公允市场价值假设

■资产负债表表外负债

○利润表与其他报表之间的差异

○关键指标、高管薪酬和异常活动

■毛利率和经营利润率

■资本回报率和股本回报率

■现金比率、现金转换周期和自由现金流

■应收账款周转率和存货周转率

■债务契约指标和其他杠杆比率

注释

1. 美国审计总署（2002 年 10 月）。《财务报告重述：趋势、市场影响、监管反应和现有挑战》。请检索：http://www.gao.gov/new.items/d03138.pdf

2. Incyte 公司（2012 年 4 月 26 日）。2012 年第一季度新闻稿。请检索：http://investor.incyte.com/phoenix.zhtml?c=69764&p=irol-newsArticle_pf&id=1687652

3. 苹果公司（2010 年）。10 - K 表。请检索：http://www.sec.gov/edgar.shtm

4. 特斯拉汽车公司（2012 年）。10 - K 表。请检索：http://ir.teslamotors.com

5. 财务会计准则委员会（2013 年 5 月 16 日）。《IASB 和 FASB 提议修改租赁会计》。请检索：http://www.fasb.org/cs/ContentServer?pagename=FASB%2FFASBContent_C%2FNewsPage&cid=1176162614474

6. 斯凯奇美国公司（2011 年 5 月 5 日）。10 - Q 表。请检索：http://skx.com/investor.jsp?p=2

7. 台湾航电国际公司（2008 年）。10 - K 表。请检索：http://www.garmin.com/en - US/company/investors/sec/form - 10 - K

8. 惠普公司（2012 年 11 月 20 日）。新闻稿。请检索：http://www8.hp.com/us/en/hp - news/press - release.html?id=1334263

9. 迪士尼公司（2012 年）。10 - K 表。请检索：http://thewaltdisneycompany.com/sites/default/files/reports/q4 - fy12 - form - 10k.pdf

10. 迈威科技公司（2012 年 12 月 27 日）。新闻稿。请检索：http://www.marvell.com/company/news/pressDetail.do?releaseID=3296

第五章　世界将要结束

当你的邻居失业时，这是一次经济衰退；当你失业时，这是一次经济萧条。

——哈里·杜鲁门

1992年9月16日是黑色星期三，乔治·索罗斯的量子基金对英国英镑下了超过10亿美元的做空赌注。索罗斯押注英镑将退出欧洲汇率机制（ERM）。在与东德统一之后，德国正提高利率来减缓通胀压力，而英国却在经历经济衰退。[1]

英国是欧洲汇率机制的一个薄弱环节。索罗斯看见汇率将继续出现分歧，迫使英国央行放弃欧洲汇率机制和使英镑贬值。大约二十年后，欧元作为统一的欧洲货币，由于葡萄牙、爱尔兰、希腊和西班牙也是欧洲汇率机制的薄弱环节，欧元面临着相似的命运。这些国家与欧元区国家的目标债务和赤字水平步调不一致，加剧了对欧元可能会解体的担心。

在这些经济危机期间，成功的投资者常说："在危机期间，所有的相关性都会发生一次。"简单地说，就是在危机中无处藏身。通过从股票转向债券、从债券转向货币、从投机性股票转向防御性股票或从垃圾债券转向投资级别债券，你都无法避免损失。在一场系统性的银行

业危机中，甚至您在银行的现金也可能不安全。

当您随着股市急剧跳水和空头在电视上咆哮而努力削减损失时，你不得不注意到精明投资者和一些从危机中实际上赚取暴利的幸运投资者存在幸灾乐祸的想法。您会意识到这些投资者要么做空市场（股票、债券、货币、衍生金融工具等），要么购买这样那样的危机保险，如看跌期权、信用违约互换（CDS）和其他复杂的衍生金融工具。

虽然您可以赚取超过购买这些保险类产品保险费多倍的利润，但您可能没有资格购买信用违约互换和其他类似的工具，这些只销售给机构投资者。然而，您有权选择做空股票和购买看跌期权，从而从危机中获利或只是将它们卖出以减少您的损失。

更大的目标是预测即将到来的危机的迹象和了解仍在经历中的危机的严重性。这没有捷径可循，但历史总有惊人的相似。

历史总有脉络可循

让我们看一下自 1929 年以来标准普尔 500 指数的一些主要修正和修正背后的原因（表 5.1）。过去危机背后的根本原因往往以不同的形式重现，并为即将发生的危机的深度和股票市场的修正进行提示。

表 5.1　自 1929 年以来标准普尔 500 指数的主要修正

年度	峰谷的修正	事件描述
1929 年暴跌	-45%	大萧条第一部分
1930 - 1931 年暴跌	-86%	大萧条第二部分
1937 年暴跌	-54%	大萧条第三部分
1946 年	-27%	第二次世界大战后收缩

续表

年度	峰谷的修正	事件描述
1957 年	-20%	经济衰退
1962 年	-27%	5 月 29 日闪电暴跌
1966 年	-21%	信贷紧缩
1973 - 1974 年暴跌	-48%	石油危机、布雷顿森林体系的崩溃
1987 年暴跌	-33%	闪电暴跌之母
1990 年	-18%	海湾伊拉克入侵科威特
1998 年	-20%	俄罗斯债务违约、长期资本管理
2000 - 2002 年	-49%	科技股暴跌
2008 - 2009 年	-57%	经济大衰退、金融危机
2010 年	-16%	欧元危机开始
2011 年	-20%	美国信用评级下调

资料来源：标准普尔道琼斯指数，彭博社。

案例研究：2008 年雷曼兄弟公司破产，2011 年美国失去 AAA 评级，标准普尔 500 指数波动

2011 年 8 月 5 日是星期五，我不确定美国的信用是否会被降级，但我确信潜在的降级将可能是一个小概率事件。在上一个主要的小概率事件（2008 年雷曼兄弟公司破产）的一周内，我再次研究了市场的反应。标准普尔 500 指数星期五（2008 年 9 月 12 日）收于 1251.7 点，是导致雷曼兄弟公司破产的原因，在雷曼兄弟公司破产后的星期一，标准普尔 500 指数下跌了 60 点。虽然这标志着过去 75 年最大的市场下跌行情的开始，甚至仅一周后的 9 月 19 日，市场已经收回了雷曼兄弟公司破产事件造成的所有损失，在两次强劲止跌回升的帮助下，标准

普尔 500 指数收于 1255.08 点。

2011 年，这一幕似曾相识，在标准普尔公司剥夺美国 AAA 评级之后，标准普尔 500 指数在星期一下跌了 80 点。在这一周，标准普尔 500 指数效仿 2008 年雷曼兄弟公司破产后连续几天的相同的股价图，下跌和上涨几乎相同的点数。标准普尔 500 指数有脉络可循。

标准普尔 500 指数在 2008 年和 2011 年发生的剧烈波动都是由类似事件引起。2008 年 9 月 15 日，市场遭受更多的利空：标准普尔公司把其之前威胁下调美国国际集团评级进行到底，下调了美国国际集团的信用评级。同样，当标准普尔公司把其威胁下调美国的信用评级由 AAA 降至 AA + 进行到底时，2011 年，它也一视同仁地下调美国信用评级。历史总有脉络可循，但这是否是像雷曼兄弟公司破产那样严重的危机或黑天鹅事件？

要点

如果美国国际集团降级是一个序幕，标准普尔公司将下调美国评级也是可能的。事后分析，推测标准普尔 500 指数的剧烈波动是合理的。历史往往会重演，当历史重演时，股票市场中过去的表现可能对当前事件可能产生的结果进行提示。

美国信用降级是一个黑天鹅事件吗？

从理论上讲，因为无风险利率现在是根据 AA + 债券的收益率而定，美国信用评级下调应该已造成资本成本的上升。因此，价格倍数将预期缩小。在现实中，美国信用降低对信贷和股票市场的影响是上

演一出双城记：消息公布后，正如所预期的那样，标准普尔500指数下跌了80点；然而，美国国债和债券价格飙升。

美国信用降级并不是一个正常的经济事件；然而，这也不是一个黑天鹅事件。鉴于美国联邦储备委员会（美联储）处于待命状态以继续执行量化宽松（QE），并在很长一段时间维持低利率的政策，信贷紧缩、流动性紧缩或股票市场50%修正的概率是多少？的确是低概率。

标准普尔公司下调评级尚未导致资金和流动性的挤兑或任何清算或甩卖，远不及雷曼兄弟公司破产后发生的情形，美联储这一次似乎也准备好提供流动性。在信用降级这一周内，股票市场在本能反应中已修正大约13%；然而，信贷市场几乎没有表现出困难的迹象，而国债收益率创历史新低。欧洲前景持续黯淡、美国经济指标依然疲软和中国经济放缓的担忧可能会使美国经济陷入衰退，但眼前并没有黑天鹅事件。

美国的债务违约或欧元的解体更有可能演变成黑天鹅事件；然而，在美国债务上限达成妥协和希腊受到救助之后，这都是缓兵之计。美联储宣布它将维持零利率到2013年，传递了这样的预期。

2011年美国信用降级与2001日本信用降级

标准普尔公司历史上第一次下调美国信用评级，此次信用降级的长期影响还是一个问号。如果我们回顾2001年日本信用降级以寻找线索，我们会发现一些相似之处。首先，作为2001年信用评级下调的一个最初反应，日本国债收益率下降，就像美国国债收益率下降一样。

在此背景下，日本央行的政策行动也为其他市场提供了参考。日本的利率在2001年已经接近于零，正如美国2011年的利率。日本银行

（BOJ）是日本的中央银行，日本银行选择了量化宽松或资产负债表扩张的路径，在信用降级后，增加日元纸币的流通量。日本银行已不能将利率降至零以下。

在接下来的五年里，日本银行的资产占日本国内生产总值（GDP）的百分比几乎翻了一番，从15%增加到大约30%。在这五年里，日元贬值了，日本经济表现出增长糟透的迹象。受日本银行政策措施的影响，日本股市暴涨，2005年年底，日本银行开始收紧资产负债表。然而，美国的金融危机迫使日本银行改弦易辙并重启资产负债表扩张。

我们能够按照历史的规律得出结论：美国经济是没有出头之日的。而多头则认为美国经济本质上比日本强劲，且没有遭受到日本的人口老龄化这样的结构性问题的困扰。尽管美日之间存在差异，美国的股票和信贷市场将继续聚焦央行的政策措施似乎显而易见。

接下来，当您想要知道美国经济未来十年是否将步日本的后尘时，您得转向一个更可预测的变量：美国联邦储备委员会主席本·伯南克。

本·伯南克关于日本失去的十年和美国大萧条的论述

伯南克过去曾指出，过早结束扩张性货币政策和（或）缺乏扩张性政策，是20世纪30年代大萧条和20世纪90年代日本失去10年增长背后的主要原因。他已详尽地研究了这两个事件，并发表了已被经济学家、投资者和分析师分析腻了的报告。[2]

在伯南克1994年发表的文章《大萧条的宏观经济学：一种比较方法》中，他比较大萧条时期抛弃金本位的国家与那些没有抛弃金本位的国家的选定宏观变量的表现，得出如下结论："（1）货币紧缩是所有国家萧条的一个重要原因；（2）1931年或1932年后，坚持金本位的国

家和抛弃金本位的国家之间存在巨大的差异；（3）造成这种差异的原因是，抛弃金本位的国家有更大的自由来实施扩张性货币政策。”[3]

后来，在2003年，伯南克评论日本银行：

“我想考虑一个重要的制度问题，这就是日本银行的资产负债表状况与其承担更激进货币政策的能力之间的关系。尽管原则上，对资产负债表的考虑不应严重地制约央行的政策，但在实践中，却不是这样的。然而，正如我将讨论到，采取相对简单的措施可以消除这种制约。”[4]

正如他的简单措施建议：“日本银行可能不得不抛弃自己设定的规则；例如，资产负债表上的长期政府债券余额必须低于发行纸币流通余额的非正式规则。”

如果伯南克没有发现日本银行足够激进地增加资产负债表30%资产的决策，可以肯定地断定他不会踩刹车，并继续执行美国2007年开始的宏大的扩张性货币政策。

最后的贷款人还有空间贷款吗？

中央银行又称为最后的贷款人，美联储、日本银行和欧洲央行（ECB）印刷货币来扩张资产负债表，提供了各自近国内生产总值20%的资金，并继续致力于更多的贷款。这似乎与伯南克早前建议消除资产负债表扩张的制约一致。

按时间顺序，日本首当其冲：自2001年信用降级以来的五年里，日本已将资产负债表中资产占国内生产总值的比例由20%增加到30%，同时维持低于1%的基准利率。10年后，美联储重申了在未来两年按零利率贷款的承诺，并引起了资产负债表进一步扩张或量化宽松的猜

测，这一幕似曾相识。

美国联邦储备委员会处于与零利率的日本相似的状况，经过两轮量化宽松政策，资产负债表上的资产占国内生产总值的20%。自第二次世界大战以来，美联储未曾持有如此高的资产水平。如果伯南克用自己开出的处方来消除资产负债表扩张的制约，另一轮量化宽松政策将是意料之中。

欧元区危机对美国市场的影响已经使人们将关注的目光投向欧洲央行。自1999年欧元形成以来，欧洲央行的资产负债表资产总是比美联储的资产负债表资产大。在雷曼兄弟公司危机后，他们像美联储（图5.1）那样扩张资产负债表，致使资产负债表资产超过其国内生产总值的20%。

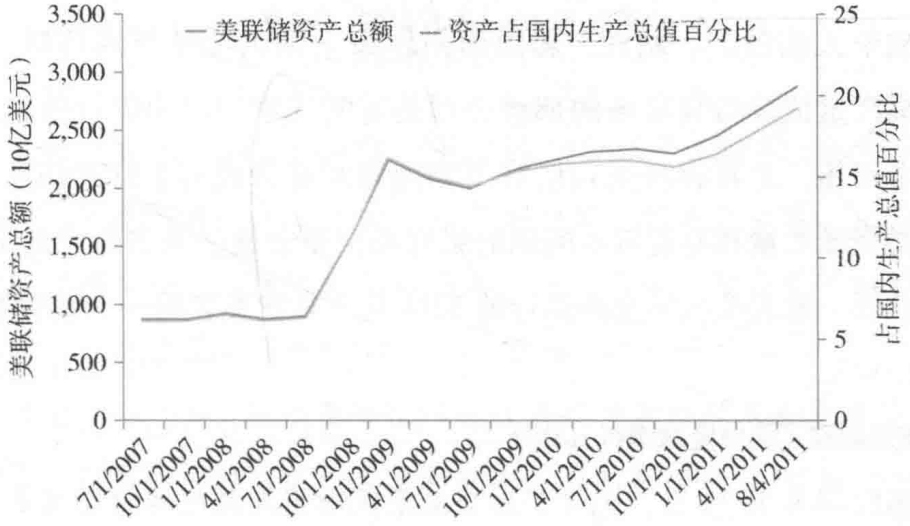


图5.1　经过两轮量化宽松政策之后，美联储的资产负债表扩张

资料来源：美国联邦储备委员会。

尽管欧洲央行大规模扩张资产负债表受到诸多批评，欧洲央行仍有空间进一步扩张资产负债表以应对更多的市场恐慌。如果德国和法

国都愿意，欧洲央行在发行欧元和其他政策工具上的垄断可以让他们迅速采取行动。在2011年希腊危机之后，欧洲央行经历了资产负债表资产飙升至欧元区国内生产总值的近25%。欧洲央行的措施基本上是跟着日本银行和美联储的。

如果日本银行的货币政策是一个路标，就资产负债表资产占国内生产总值百分比而言，欧洲央行与美联储仍有增长的空间。中央银行已经将资产负债表扩张到历史新高；然而，中央银行无限制地印刷货币的垄断权似乎势不可挡。中央银行已经减少了流动性紧缩的可能性。

中央银行赶走了流动性风险，但留下的信用风险却挥之不去

没有来自中央银行的任何强硬信号，基于流动性问题的做空实例是不能令人信服的。然而，美国信用评级下调仍可能导致信贷问题，并提高严重依赖信贷市场的那些公司的筹资成本。因为银行依赖于批发资金市场，尤其容易受到信贷市场问题和筹资成本上升的伤害。存在糟糕贷款质量和监管资本问题的银行甚至更会遭受盈利能力的下降。让我们看一看有关区域金融银行的2011年7月我发表的一个做空思路。

案例研究：区域金融银行（RF）

2011年6月23日，为了了结金融危机期间其经纪单位摩根基冈公司骗取客户的指控，区域金融银行（Regions Financial）与美国证券交易委员会达成2亿美元的和解协议。[5] 区域金融银行是一家在美国东南部经营的多元化商业银行，主要在佛罗里达州、田纳西州、阿拉巴马州、佐治亚州和密西西比州开展业务（图5.2）。区域金融银行也宣布出售摩根基冈公司来筹措资金偿还其从2008年金融危机形成的政府问

题资产救助计划（TARP）的优先股。我过去已经跟踪区域金融银行，并决定看看任何资金问题。

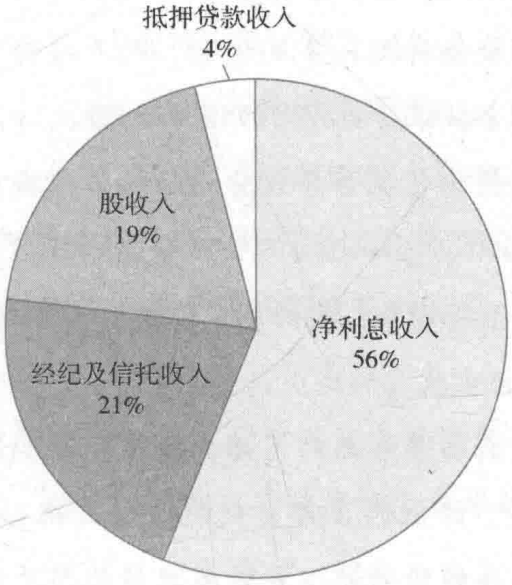


图 5.2　2010 年营业收入 65 亿美元

资料来源：区域金融银行报告。

虽然拥有 40 亿美元的短期借款，存贷比低于 100%，但是区域金融银行没有遭遇筹资成本上升，它需要增加 1 级监管资本。因为区域金融银行拥有超过 500 亿美元的资产，这足以面对潜在的系统性风险资本负担，这可能会根据新巴塞尔 III 银行法规而被引入。[6]

在佛罗里达州，区域金融银行通过第二留置权取得房屋净值贷款，占总贷款组合的大约 8%，这非常不利。其不良资产（NPAs）或逾期 90 天或以上的贷款保持在 4%，一直居高不下，其德州比率（不良资产占股东权益加计提的贷款损失准备金的百分比）为 57%。质量糟糕的贷款可能吞噬公司股东权益一半的账面价值。这让我意外地发现了一个潜在的做空思路。

区域金融银行有 14 亿美元的递延所得税资产净额，其中的 4.24 亿

美元不准作为1级监管资本。区域金融银行出售摩根基冈公司的决定将缓解筹集资金的压力，但区域金融银行还想偿还35亿美元政府问题资产救助计划的优先股。摩根基冈公司15亿美元的估计售价甚至不能卖得偿还问题资产救助计划一半的资金，而严峻的市场条件可能会降低销售价格。区域金融银行的股东面临稀释风险。

摩根基冈公司的出售也会导致营业收入每年减少超过10亿美元，净利润每年减少7000万至1亿美元，并且在出售后，区域金融银行对利息收入的依赖将显著增加。此外，多德弗兰克法规变更可能导致1.5亿~1.7亿美元借记卡收入的减少。

区域金融银行面临着积压的问题，包括问题资产救助计划的优先股、糟糕资产质量、降低的正常盈利能力和其他短期的负面催化剂，如对可能导致额外和解费用的信贷实务的持续委员会调查的头条新闻风险。区域金融银行应该以市价与有形账面价值比率低于1或每股5.9美元进行交易。潜在的股票稀释和更低的盈利前景引起了20%~30%的下跌，区域金融银行股票以10倍的正常化盈利或3倍的计提损失准备金前盈利进行交易。

它如何结束?

2011年8月5日，标准普尔公司下调美国AAA级评级之后，区域金融银行股价下跌了近40%。2011年，由于区域金融银行未能将摩根基冈公司出售给Stifel金融公司，该股股价继续以每股大约4美元进行交易。2012年3月13日，区域金融银行宣布公开发行约9亿美元股票以实施回购35亿美元问题资产救助计划优先股的计划。2012年4月2日，它以12亿美元的价格将摩根基冈公司卖给了美国瑞杰金融集团。

伯南克将接力棒传给了耶伦

2013 年 10 月 9 日，珍妮特·耶伦被正式提名取代本·伯南克成为美国联邦储备委员会主席。当我开始研究耶伦时，我偶然从《华盛顿邮报》上发现了一个优秀的列出了她所有的主要学术论文的博客。[7] 在一篇 2004 年的她与她丈夫乔治·阿克洛夫合著的论文中，她对劳动力利用不足和对高失业率的政策反应的担忧是明确的：

> 在失业率高但劳动力和资本利用不足无法降低通胀的情况下，通过对需求提供刺激，稳定政策能显著地降低失业率的平均水平。然而，当通胀上升超过一个适度目标水平时，积极与高失业率作斗争的货币政策应该也被同样积极与通胀作斗争的政策所补充。因此，联邦储备法明智地阐明物价稳定和最大限度的就业是货币政策的双重目标。[8]

美国的失业率仍徘徊在 7% 以上，通胀似乎并没有成为美联储关注的问题。珍妮特·耶伦作为一位劳动经济学家的背景似乎预示着她的首要任务是将失业率降低到正常水平并保持鸽派立场。换句话说，在可预见的将来，低利率可以保持原地不动，美联储维持低利率不变的政策可能会鼓励美国股市继续上涨。

密切注意经济日历

除了美联储的日历之外，投资者密切注意一些关键的经济指标以衡量经济的状态和前景以及经济衰退的迹象。定期的经济数据发布日期是市场的重要催化剂。

领先经济指标：

1. 制造业平均每周工时
2. 平均每周首次申请失业保险人数
3. 新的私人住宅单位的建房许可证
4. 消费者预期指数
5. 10 年期国债减联邦基金的利差
6. 消费品和材料制造商的新订单
7. 非国防资本商品制造商的新订单

同步经济指标：

1. 非农就业数据的员工人数
2. 个人收入减去转移支付
3. 工业生产
4. 制造业和贸易销售

滞后经济指标：

1. 失业的平均持续时间
2. 制造业和贸易的存货销售比率
3. 制造业的单位产品劳动成本，
4. 平均优惠利率
5. 商业和工业贷款
6. 消费者分期付款信贷与个人收入比率
7. 服务业居民消费价格指数
8. 国内生产总值/实际国内生产总值

其他行业特定指标包括标准普尔凯斯希勒房价指数、美国住房抵押贷款银行家协会（MBA）的抵押贷款申请调查和房地产股票的成屋签约销售指数。汽车和卡车的月销售量和每月的零售额是消费类股票

的重要指标。密切关注的大宗商品数据发布包括能源信息协会（EIA）的原油供应和每周天然气储存报告。

市场恐惧指标

三种常见的密切关注的恐惧指标是泰德息差、波动率指数和信用违约互换（例如美洲 CDX 指数、欧洲的 iTraxx 指数、主权信用违约互换和单一名称信用违约互换）。这些指标与市场呈负相关，投资者衡量指标以从事对冲他们的多头头寸的战术型做空。

泰德息差（银行间贷款利率与无风险的国债利率之差）衡量系统性银行问题的恐惧程度。波动率指数是衡量标准普尔 500 指数的 30 天预期波动。在雷曼兄弟公司危机期间，波动率指数越过 80，这意味着标准普尔 500 指数按年计算可以波动 80%。信用违约互换是衡量信用风险。

我已采用了一些图表来展示它们与标准普尔 500 指数的负相关。股票的总资金流出也是有密切关注的指标。资金流出往往放大对股票的影响，特别是在低流动性的新兴市场。我还包括一个图表来展示外国机构投资者的资金流与印度股市指数—标准普尔孟买股票交易所敏感指数的相关性。

泰德息差

伦敦银行同业拆借利率（Libor）——一个基准短期利率的急剧上升反映了银行体系的高信用风险。由于担心银行危机，投资者往往涌向美国国债，推低了国债收益率，进一步扩大了泰德息差（图 5.3）。

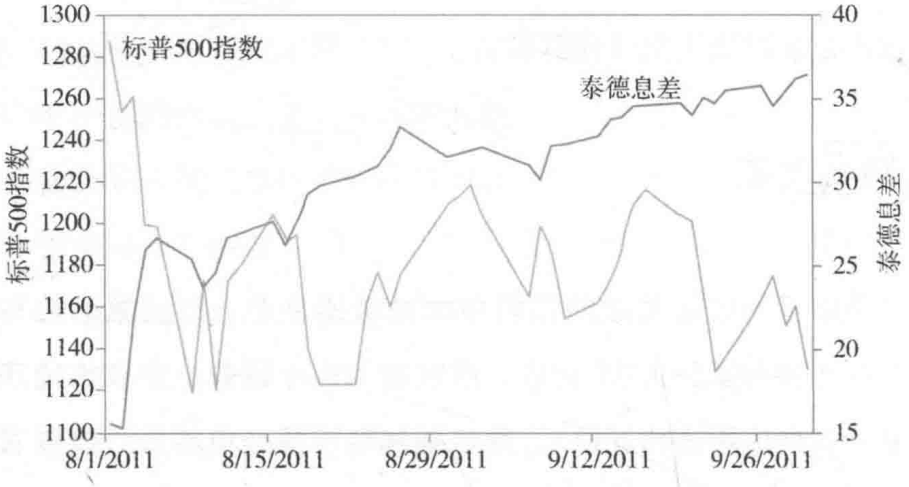


图 5.3　2011 年美国 AAA 降级，泰德息差与标准普尔 500 指数

资料来源：美国联邦储备委员会、标准普尔道琼斯指数。

波动率指数

波动率指数衡量 30 天标准普尔 500 指数期权的隐含波动率。波动率指数在平稳期间往往在 10 和 20 之间进行交易，在市场担忧期间猛涨。2008 年 10 月，在雷曼兄弟公司破产后，波动率指数创下大约 90 的历史新高（图 5.4）。

西班牙的主权信用违约互换与标准普尔 500 指数

图 5.5 展示了在 2011 年和 2012 年欧元区危机期间西班牙主权信用违约互换变动与标准普尔 500 指数之间的相关性。

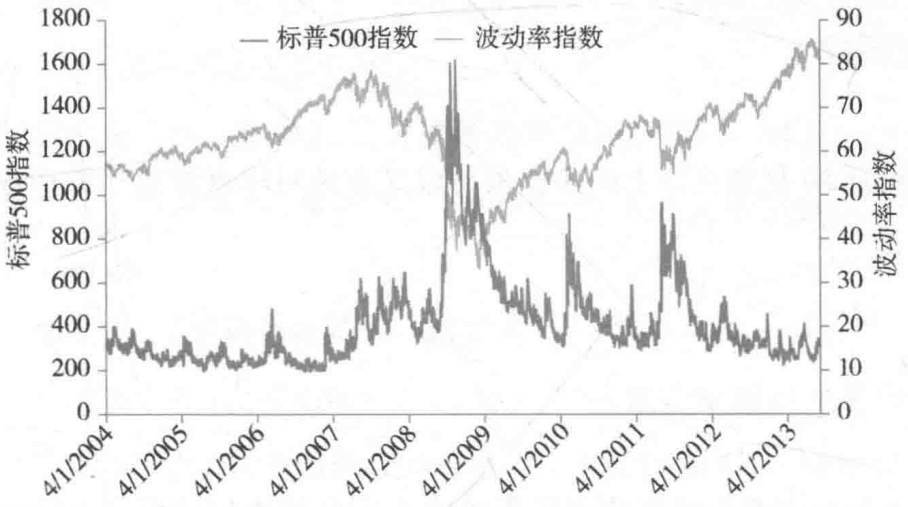


图 5.4　波动率指数和标准普尔 500 指数

资料来源：彭博社、标准普尔道琼斯指数。

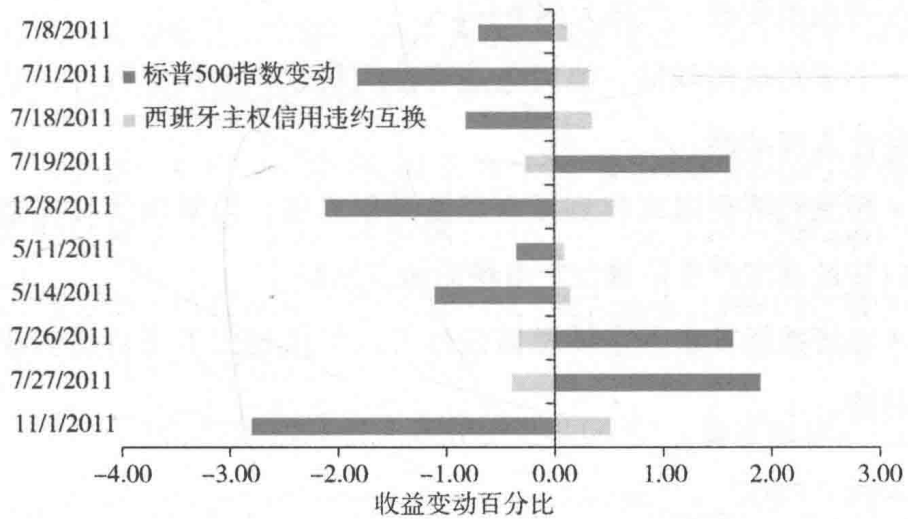


图 5.5　西班牙主权信用违约互换与标准普尔 500 指数之间的负相关

资料来源：彭博社、标准普尔道琼斯指数。

资金流动

每月 20 亿美元以上的净流出可以显著地对印度股市指数产生负面影响。

概括

- 与过去市场的高峰到低谷的修正幅度的比较可以有助于弄懂持续的危机。
- 在危机加深期间，市场行为往往有脉络可循。看看历史就明白危机是否会演变成一个黑天鹅事件。
- 不要对抗美联储，他们总是有空间贷款。中央银行可以长期地向市场注入流动性。
- 预测经济衰退来找到做空思路是很难的，但紧缩信贷周期的迹象可以帮助确定严重依赖信贷市场的做空思路。
- 经济数据发布和市场恐惧指标可以提供超出本书范围的战术型交易思路。

注释

1. 英国广播公司新闻（1998 年 12 月 6 日）。《削弱英格兰银行的人》。请检索：http://www.bbc.co.uk/search/news/?page=3&q=george%20soros%201992&dir=fd&news=41&news_av=1

2. 伯南克，本（2003 年 5 月 31 日）。《美联储主席伯南克对日本

货币政策的一些思考和评论》。请检索：http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030531/

3. 伯南克，本（1994）。《大萧条的宏观经济学：一种比较方法》。《第4814号工作论文》。请检索：http://www.nber.org/papers/w4814.pdf?new_ window=1

4. 伯南克，《对货币政策的一些思考》。

5. 拉特曼，P.（2011年6月23日）。《区域金融银行与美国证券交易委员会的行动达成和解协议并提供一个单位以出售》。请检索：http://query.nytimes.com/gst/fullpage.html?res=9E01EFDE103EF930A15755C0A9679D8B63&ref=regionsfinancialcorporation

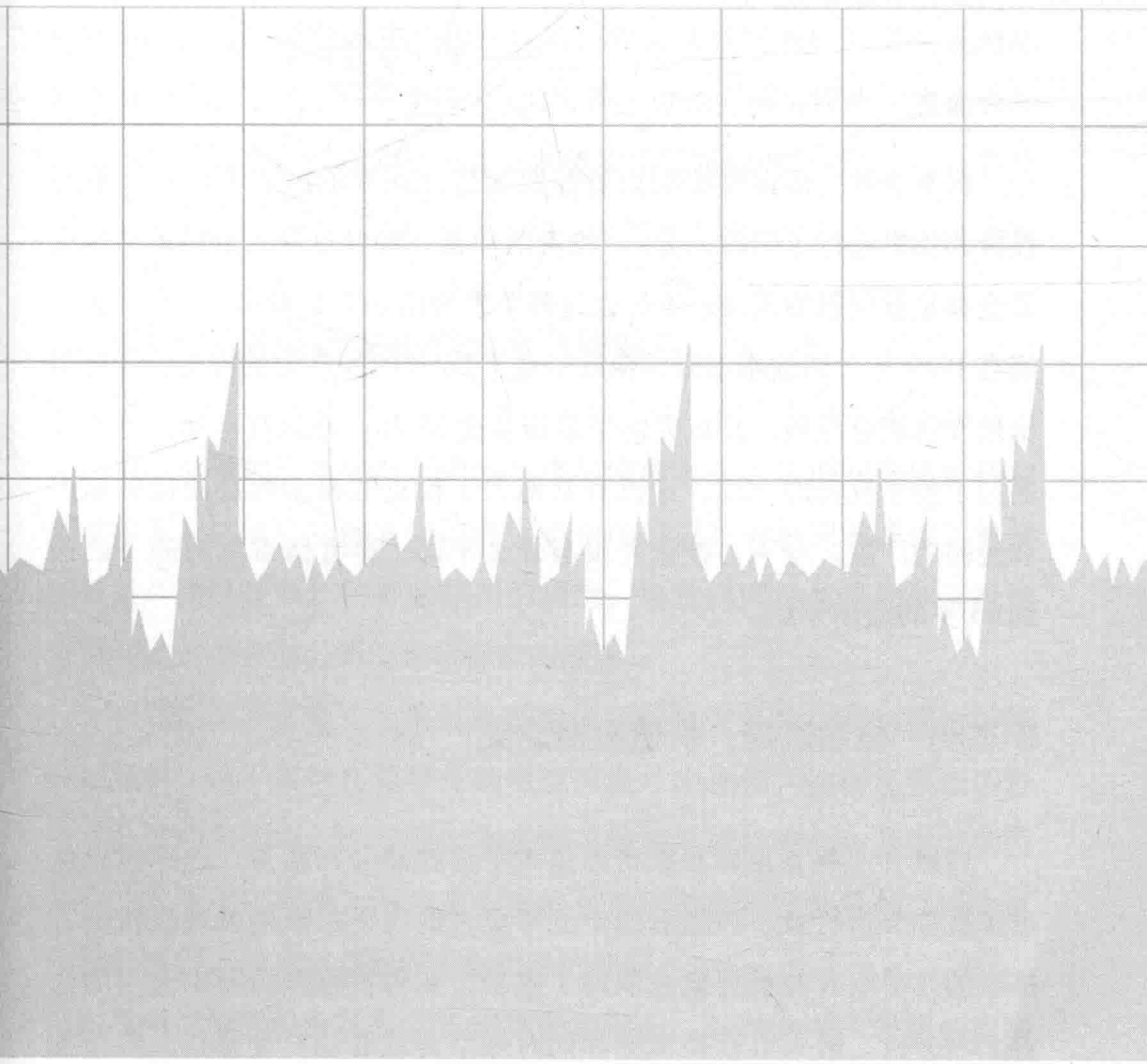
6. 区域金融银行（2009－2011年）。年度报告、季度报告和列报。请检索：http://ir.regions.com/

7. 马修斯，戴伦（2013年10月9日）。《您必须阅读的珍妮特·耶伦的十七篇学术论文》。请检索：http://www.washingtonpost.com/blogs/wonkblog/wp/2013/10/09/seventeen－academic－papers－of－janet－yellens－that－you－need－to－read/

8. 耶伦，珍妮特和阿克洛夫，乔治（2004）。《稳定政策：一种重新考虑》。请检索：http://www4.fe.uc.pt/jasa/m_ i_ 2010_ 2011/stabilizationpolicyreconsideration.pdf

第二部分

成功的投资者和分析师是如何考虑的



第六章　价值投资

万变不离其宗。

——让·巴蒂斯特·阿方斯·卡尔

在本杰明·格雷厄姆的投资经典著作《聪明的投资者》中，他对投资和投机进行了明确区分："投资活动是一种经过深入分析承诺本金安全和足够回报的活动。不符合这些要求的活动就是投机。"[1] 当格雷厄姆在1949年出版这本书时，他已经花了26年时间在他的投资合伙公司出任投资组合经理，并在美国华尔街从业35年。在这些年里，他已经明白了关于投资的一切，这没有其他关于投资的概念能摆脱他的知识和经验的广度。今天，投资并没有什么不同，尽管格雷厄姆的书已达到65岁的退休年龄。

本杰明·格雷厄姆：价值投资之父

1914年，格雷厄姆看跌密苏里太平洋铁路公司债券，这标志着他进军证券分析行业。在随后的十五年里，他在华尔街用被现代投资者推崇的几乎所有的投资概念取得了成功，如对古根海姆勘探公司的合并套利分析、购买可转换债券和同时做空普通股的对冲操作、参与各

种瑟沃尔德轮胎公司的首次公开发行股票、积极做空估值过高股票、北方管道公司的股东激进主义。1917 年，因为他用保证金购买股票遭受了损失，这是他早期的投资失败，他不得不在接下来的两年内弥补损失。

格雷厄姆慷慨地分享了他丰富的投资经验，1928 年，他决定在哥伦比亚大学开始他的教学生涯，这是后辈投资者的福音。对格雷厄姆自己而言，当美国陷入大萧条和他的投资组合损失近 70% 时，这是一个全新的学习经验的开始。因为他从崩溃中吸引了教训，调整了他的投资组合，1932 年他的损失遏止住了，并为《福布斯》写了一系列标题为《美国企业赖活不如好死?》的文章。他也开始与戴维·多德合作写他六年前构思的投资教科书，一部将成为投资经典的著作：《证券分析》。

本杰明·格雷厄姆论述价值投资和做空

格雷厄姆对投资决策正确的心理与情感态度和认识到市场价格与证券的潜在价值之间的差异的强调是他的价值投资原则的基础。他赞同按资产净值投资公用事业公司的理念，也赞同阅读与他的务实投资方法一致的增长型公司的警示标志的理念。

格雷厄姆经常做空估值过高的股票，尽管大多是在套利或对冲操作的领域。他不害怕在他罕见的裸空头头寸中止损，如在连锁饭店沙特克公司的案例中。1929 年，本杰明·格雷厄姆持有 250 万美元的空头头寸作为 450 万美元的多头头寸的对冲；做空对他有好处，因为在市场崩溃后，他平空仓赚取了创纪录的利润。

格雷厄姆明确地区分了价值投资和做空，正如他在《聪明的投资

者》指出的那样。他还警告分析师和投资者必须警惕做空好公司：

购买乏人问津因而价值低估的股票来牟利，通常是对耐心的一项严峻考验。做空深受人们喜爱因而价值高估的股票，不仅将考验投资者的勇气与耐力，对投资者的钱袋深度也是重要的考量。

做空不符合格雷厄姆的投资定义，倒是主要与投机或交易活动相符。本杰明·格雷厄姆直言不讳地表明普通的投资者从事做空交易是轻率的。做空使投资者面临股票市场的变幻莫测和波动，并与旨在使投资者免除不愉快经历的价值投资不一致。价值投资者会抛售股票以提高投资组合的现金水平来表明他们的看跌观点。

本杰明·格雷厄姆的天才并不仅限于股票。他知识的广度扩展到英语、哲学、戏剧和数学以及许多其他学科。欧文·卡恩是他早期的门徒之一，在与罗伯特·米尔恩 1977 年合著的论文中，欧文·卡恩将格雷厄姆传记写得很出彩。

本章的目的不是为了无谓地重复价值投资，而是为了强调来自格雷厄姆和传奇的投资家与本杰明·格雷厄姆的得意门生—沃伦·巴菲特所写的《格雷厄姆和多德的超级投资者》的经过时间考验的价值投资智慧的金科玉律。《聪明的投资者》有很多理念，特别强调三个重要的价值投资理念。

市场先生、价格与价值和安全边际

本杰明·格雷厄姆传播的这三个理念是他支持的价值投资的核心。股票投资组合的波动几乎是任何一个投资者的保证，且投资者从这些波动中获利的唯一两种可能方式是时机掌握方式和定价方式。格雷厄姆指出时机掌握方式的行为问题是投机者通常想匆忙获利。相反，稳

重的投资者不期望从每天的波动中获利。

我们虚构一位人物，叫市场先生，他在股票价格上每天改变主意；他还受到可能会导致大幅波动的狂暴情绪波动的影响。格雷厄姆把他多年的经验提炼成一句格言，指出聪明投资者的优势在于他独立的判断力：当股价大幅下跌时，明智地买入；当股价上涨时，明智地卖出。定价方式使投资者从企业主的角度设身处地地聚焦企业的内在价值；除非它允许投资者购买低于内在价值的股票，否则时机掌握并不重要。

投资者可以通过使用基于股票的盈利能力或资产价值的安全边际理念来确定一个按内在价值折扣的合理的购买价格。在这里，格雷厄姆做了重要的观察，并得出结论：在有利的商业周期，投资者亏钱主要是购买了劣质企业股票，而不是高价购买优质股票。沃伦·巴菲特和他的长期商业伙伴查理·芒格在很多信件和采访中进一步阐述了优质企业的理念；在他们看来，周围有护城河的企业设置了重要的进入壁垒，如品牌优势、客户忠诚度、监管保护和独特的产品。

一位投资者产生超额回报的能力不仅在于行为优势，而且还在于具备理解商业模式和估计企业内在价值的能力。巴菲特和芒格在这方面的能力是毫无疑义的。他们反复建议投资者建立并扩展自己发现容易了解公司和行业的能力范围。[2]

价值投资与做空

虽然定价方式构成了价值投资的结构，而时机掌握方式只是一个补充考虑，对做空者而言，由于做空持续时间和在做空交易中的股票贷款产生的困难，时机掌握方式优先。因为做空存在一个不对称的风险模型，其成功取决于股价变动的预测、股票出借人的乐善好施和市

场的情绪，所以做空是一种投机行为。查理·芒格在《消费者新闻和商业频道》主持人贝基·奎克的做空采访中打趣地说："我们不喜欢用痛苦交换金钱。"

巴菲特解释了查理的理由：

他这么说的理由是因为一只股票，如果您做空它，它理论上可能会变得无穷大。如果您以每股10美元买一只股票，您最多可能每股损失10美元。但是如果您用10美元做空一只股票，它可能就变成100美元或者200美元。然后很可能当您做空的时候，您可能会处于这样一种情况，您做空的股票很可能最终变成价值一文不值，或者非常接近于毫无价值，或者这就是诈骗。但是在这个过程中，它还能做什么的感觉会让人感到非常非常不舒服。我们喜欢睡好觉。如果您做空了很多只股票，您是不可能睡好觉的。

这些传奇的投资者反复警告做空的谬误。

塞斯·卡拉曼在他的绝版经典《安全边际》一书中也指出做空的两个关键性实际约束：，可能导致股票继续高估的限制性做空规则和数量有限的做空者，因为大多数机构投资者都是被禁止做空。卡拉曼重复巴菲特和芒格对做空的担忧："不管结果多有利，保守投资者可能不会对职业做空者感到舒服。"

是什么促使对冲基金从事这种固有风险的做法？

对冲基金激励结构的实质是利润分享，以及无论市场状况，它们提供绝对回报的目标。现在，如果没有针对对冲基金的做空产品，在熊市中提供绝对回报是做不到的。那么它们究竟怎样才能"对冲"熊市中的下行风险？作为绝对回报希望的交换，它们的客户愿意分享一

部分利润。

正如我们在表 6.1 中所看到，虽然对冲基金和只做多基金都产生了连续 5 年年平均 10% 的回报率（未按复利计算），但是对冲基金将赚取只做多基金收入的两倍。现在，如果这 5 年结果是最好的牛市，回报率从 10% 上升到 15%，对冲基金将赚取它们只做多同行收入的 3.5 倍。相反，如果这 5 年是牛市和熊市的混合交替，回报率最终为负数，对冲基金仍将至少赚取与它们只做多的同行相同的收入。

表 6.1　类似规模的对冲基金和只做多基金的管理费

	对冲基金	只做多基金
管理资产规模（百万美元）	1000	1000
管理费（每年 2%，一共 5 年）	1 亿美元	1 亿美元
10% 年回报率（未按复利计算）	20% 利润分成	0% 利润分成
第一年	2000 万美元	0
第二年	2000 万美元	0
第三年	2000 万美元	0
第四年	2000 万美元	0
第五年	2000 万美元	0
管理费总计	2 亿美元	1 亿美元

如果价值投资者不愿意做空，他们如何规避风险？

塞斯·卡拉曼在现代价值投资者中出类拔萃，他强烈地关注风险。他规避投资组合风险的方法与聪明投资者的方法不一样，因为他消除了做空交易的不对称风险模型和做空持续时间的本质。简单地说，他

的方法类似于购买 5 年保险，万一预料之内或预料之外的危机发生，这样回报可以是保费的很多倍。卡拉曼在长期保险工具中的小型投资组合配置，如长期股权预期证券和信用违约互换，在黑天鹅事件期间，能超额补偿任何投资组合损失。

专访一位价值投资者

基恩·马里·艾维拉德是一位著名的价值投资者，当他在 1979 年至 2004 年间管理第一老鹰全球基金公司时，他将多元化方法运用于投资组合管理。他采取了双管齐下的方法规避系统性风险，一是当没有令人信服的机会时，提高投资组合中的现金配置；二是购买黄金作为应对市场恐慌的一种投资组合保险形式。该基金每年的回报率约为 16%（或在这 25 年里累计 44 倍的回报率）。

我第一次见到基恩·马里是在哥伦比亚大学商学院，他是哥伦比亚大学商学院的投资小组和价值投资班的常客。我后来由他在第一老鹰全球基金公司的一位门徒正式介绍给他。

2003 年，晨星公司将首届基金经理终生成就奖授予基恩·马里。2007 年，《财富》杂志评选他为华尔街最优秀的价值投资者之一。在他 26 年的掌舵期间，第一老鹰全球基金公司平均年回报率约为 16%。在这些年里，他一直坚守价值投资理念和多元化的投资风格。在这里，我就基恩·马里作为价值投资者的方法采访了他。

问：让我们从您早年在法国兴业银行开始。您是如何说服他们冒险从事价值投资的？

答：我没有说服他们。哎呀，我浪费了我职业生涯的第一个十五年。直到1968年，我第一次接触格雷厄姆和价值投资理念。1968年夏天，我在哥伦比亚大学遇到了两个法国人，我们过去常常在中央公园骑自行车。他们告诉我本杰明·格雷厄姆和他的经典著作《聪明的投资者》。我对《聪明的投资者》比格雷厄姆的其他证券分析书籍更感兴趣。

所以，在我工作的头五年，我没有找到一种投资风格，然后，在随后的十年里，法国银行没有让我冒险从事价值投资。他们自己的风格是在指数中的大公司股票间进出交易；基本上，他们是秘密的指数拥抱者。在1978年底，我回到了纽约，听到利昂·库柏曼非常积极地谈论巴菲特。我不得不订购伯克希尔哈撒韦公司过去10年的年度报告纸质副本，因为，记住，这不是互联网时代。我发现沃伦·巴菲特和他如何成功地对本杰明·格雷厄姆的教义进行调整。幸运的是，法国兴业银行让我回到纽约管理法国兴业银行国际基金，一家1500万美元的基金公司，被分包给所罗门美邦国际公司。我对该基金公司有完全的自由裁量权，甚至在没有销售人员的情况下，我独自工作七年直到1986年。

1970年，法国兴业银行不想做一家离岸基金公司，因为在20世纪60年代曾发生了涉及伯纳德·康菲尔德的投资者海外服务公司的一桩重大的离岸基金丑闻。现在，如果你只有一个美国证券交易委员会注册的基金，你可以在美国销售基金，但不能在法国销售。法国兴业银行在法国有非常强大的分销网络，但它不能在法国销售我的基金，因此，从1970年到1978年，我的基金并没有增长。与此同时，1986年，美国证券交易委员会把我叫到华盛顿，由于我们的资产净值（NAV）的一个错误，他们想关闭我的基金。我们已经分包了我们的会计工作，

但美国证券交易委员会想让我们对已经出售的一些债券的应计利息会计处理的五分差异负责。最终，我们仅以美国证券交易委员会的警告得以脱身。

这有一个关于拿破仑的故事：当他的一位助手说某个将军懒惰时，他的随行人员围着他。拿破仑反驳说这个将军在最近的战斗中已经做得很好了，而该助手回答说这个将军只是幸运。拿破仑说："你是说幸运吗？我需要幸运的将军。"所以，我也是幸运的。

问：您能对比一下巴菲特的方法与格雷厄姆的方法吗？

答：沃伦·巴菲特的价值投资方法比格雷厄姆的方法更费时。正如你在本章所提到，格雷厄姆经常谈论优质企业，但他因深度的价值投资风格而出名。巴菲特更多地介绍价值投资分析的定性因素。

对股票市场而言，20 世纪 70 年代很难找到格雷厄姆型股票，直到 20 世纪 80 年代早期（即深度价值股）。在 20 世纪 90 年代末，因为我拒绝参与绝对没有价值的电信热股票，我遭受了重创。结果，从 1997 到 1999 年，我管理的基金落伍了，尽管我们仍然在赚钱，我们的基金资产从 60 亿美元下降到近 20 亿美元。

问：为什么投资者开始撤资？

答：当你落后于市场六到十二个月，投资者开始撤资离开；如果你继续落后于市场超过两年，然后他们完全抛弃你。反过来，投资者没有开始相信你的表现直到你有一年的良好运营。当我在这段时间如实反映情况时，我觉得很痛苦，因为董事会的董事会反对我，并且他

们在巴黎决定出售的这家投资咨询公司。然而他们仍然没有解雇我。约翰·阿诺德不是幸运就是聪明，那时他以一个非常便宜的价格收购了我们。最终，2000 年 3 月，科技股泡沫破灭。沉寂一年后，我的基金的资金流入开始了。

问：所以你从来没有真正说服法国兴业银行进行价值投资？

答：我从来没有设法说服他们。从 1979 年到 1996 年，我表现得很好；然而，董事会从未理解我的风格，并始终保持怀疑的态度。虽然我的价值战略奏效，他们总是期望它在某个时间点失灵。杰里米·格兰瑟姆说大多数的卖方对一家企业只有六至十二个月的看法。但是，用六至十二个月时间的思维看待这家企业的方法与用超过五年的思维看待这家企业的方法是完全不同的。

问：您认为您的投资风格更接近于本杰明·格雷厄姆还是沃伦·巴菲特？您也可以描述一下您的价值投资方法和强调资产负债表重要性背后的原因吗？

答：我开始用格雷厄姆的方法，因为我独自工作，且格雷厄姆的方法使用定量比定性要多，因此更容易。因为我们在 20 世纪 90 年代开始雇用分析师，我们最终更接近巴菲特的方法。今天，除了日本和微型市值股票外，真的无法找到格雷厄姆型股票。日本没有敌意收购，所以日本企业没有明智地分配资本的压力。本杰明·格雷厄姆确实谈论优质企业，但巴菲特和芒格其实更密切关注优质企业。如果你知道这些数字，并且如果你仔细阅读脚注，格雷厄姆的方法费时更少且更

容易。

当每个人和他们的兄弟姐妹都在买安然公司时，我们公司有人在问："为什么我们不拥有安然公司股票?"我们查看安然公司资料，我的一位分析师发现他们的一个脚注难以理解。当我们打电话给安然公司首席执行官（首席财务官）和他的副手时，他们在解释脚注时闪烁其词。因为我们对那个脚注不满意，我们把安然公司的投资者材料扔到垃圾桶里，并开始做别的事。你可以理解资产负债表在安然事件中的意义。

我的一位朋友曾说会计反映人的思维方式。例如，德国公司往往指出与他们业务相关的所有风险，这些风险有时是很难想象的。我一直想知道为什么美国没有私有化肯尼迪机场和拉瓜迪亚机场，而英国已经私有化了机场。我们检查了私营机场跑道折旧的会计假设。英国机场折旧跑道超过一百年，而哥本哈根折旧跑道超过三十年。当你做出比较，你可以看到会计范围的两端：过于激进的会计与过于保守的会计。

我不喜欢有效税率低的公司（香港这样的自然低税率地区除外），因为两类公司都试图欺骗税务部门，或者它们有过于复杂的会计核算，公司没有赚多少钱。盈利质量最终会变差。

巴菲特的方法意味着除了要查看不可否认的时而可能会导致错误判断的会计之外，还要实施判断。我帮别人在哥伦比亚大学教授一个价值投资课程，我告诉学生们我不想要一只股票四十五页的报告。我们不需要了解公司的一切，我们只想知道公司的主要优势和劣势。这可以很容易地总结并制作成一份四到五页的报告。是的，你冒着遗漏重要信息的风险，但这是你可以加强实施你的判断的方法。在这种情况下，我们不会责怪你。我的意思是，在很多情况下，我都出错。

问：关于分析一家企业优势和劣势的方法，您能举一个例子吗？

答：大约二十年前，有人向我提到戴维·斯文森已经开始购买林地。我说，让我看看林地，在我看来，这是一笔大生意。美国惠好纸业公司在一百年前已经以每英亩 1 美元的价格收购了林地的大部分，当时的市价是每英亩 3000～4000 美元。因此，资产负债表价值是误导，你需要对资产和负债都做出调整。在那些日子里，喜欢抛光的、价值不菲的造纸机的工程师管理着纸浆公司。结果，木材业务产生的巨大现金流消耗在木材加工成纸浆的过程中。在一个完整的商业周期，投资回报率充其量中等水平。戴维·斯文森不买股票。相反，他买了实物林地。我们也决定搁置购买股票。

梅溪木材公司和 Rayonier 公司是距西雅图半径 15 英里内剥离大部分木材加工业务的公司之一。波普资源公司是从美国波普与塔尔博特公司分拆出来的。有趣的是，20 世纪 80 年代的三至五年后，美国波普与塔尔博特公司破产。他们再也不能通过木材业务产生的现金来补贴加工业务。所以，在这种情况下，只有一件事需要知道：木材业务和加工业务的特征是高度的周期性和资本密集型。

问：那么，你觉得在巴菲特的投资风格领域中哪个业务特征/特性更奏效？

答：巴菲特喜欢具有可持续竞争优势的业务。例如，他喜欢砖业务，因为你不能把砖运得太远，那样它们将失去竞争优势。采石场是类似的业务，没有人想把一个采石场建在他们家后院。一些采石场有

75～100年的寿命。这些业务大部分有可持续的本地竞争优势。

有时，公司的管理是辨别器。例如，让我谈谈法国索迪斯集团，这是一家有30万员工的法国餐饮企业。一共有三家全球性餐饮公司。另外两家分别是英国的金巴斯集团和和美国的爱玛客公司。有人曾经对我说："零售讲究细节。"法国索迪斯集团有丰富的细节值得研究。他们在餐饮业的票券业务是非常有利可图的。第二次世界大战后，法国索迪斯集团是巴黎证券交易所的增长型公司之一。然而，公司创始人从未与投资者和睦相处，因为他不喜欢投资组合经理和分析师要求他以短期思维处理其企业事务。他专注于长期思维，他说，尽管他终有一死，如果他精心经营他的企业，它将在他死后继续存在。他们的英国子公司经营不好，投资组合经理曾经指向有更高权益净利率的金巴斯集团。后来证明金巴斯集团使用创造性会计掩盖真实情况。

有时，美国和英国的公司遵循遵守法律条文而违背法律精神的会计惯例。相比之下，在欧洲大陆（即法国和德国），因为按照法律的规定，未经特别授权的一切都是禁止的，这不容易违背法律的精神。在金巴斯集团承认采取宽松的会计处理之前，金融界反对法国索迪斯集团，该公司股价下跌。我们在这时买了一些法国索迪斯集团的股票，因为我们相信管理层专注于长期目标。

法国索迪斯集团的创始人也能明白我们是长期投资者。查克是我们的一位分析师，他那时负责处理法国索迪斯集团相关业务，他后来离开我们公司创办了国际价值顾问公司。他和法国索迪斯集团创始人相处融洽。法国索迪斯集团邀请他到索迪斯集团的新泽西总部向它的美国高管讲解我们的投资方法，因为他们认为我们的长期投资方法跟他们自己的方法是一致的。

问：您什么时候决定卖出股票？

答：20 世纪 90 年代，我们在瑞士航空公司所犯的错误能够间接回答你关于何时卖出股票的问题。我从格雷厄姆的角度审视瑞士航空公司，但我误解了杠杆的影响。当你从格雷厄姆的角度审视公司时，你必须非常小心杠杆。例如，如果你估计资产的价值是 100，负债的价值是 70，股东权益的价值就是 30。如果你弄错了 10% 的资产价值（这不难），资产价值结果是 90，现在股东权益的价值只有 20。股东权益的价值现在降低了 33%。俗话说，资产的价值是依情况而定的，但债务是永恒的。

从优质股的角度来看，我们发现瑞士航空公司有各种各样的好的子公司—酒店和一家非常有利可图的土耳其企业。它们的绰号是“飞着的银行”，因为它们是一台没有杠杆的自动提款机。它们有一支年轻的机队和非常良好的服务信誉。原来，从一个深度价值角度来看，瑞士航空公司在快速地折旧机队。

他们犯了一个我没有立即意识到的错误。他们聘请了一位顾问当公司的首席执行官。这位首席执行官开始制定大计划，通过收购比利时航空公司使瑞士航空公司成为一家国际航空公司，结果是一场惨败。我对这个消息反应很迟钝。如果事情变糟或投资者担心的商业模式显现出正变得更糟，投资者应该快速地卖出股票。有时候，商业模式的这种改变可能产生于外部力量。例如，随着互联网时代的到来，一些美国的报社开始倒闭。这不一定是因为它们管理彻底失败，而是因为它们不能快速地对在线报纸进行收费。

因此，一段时间后，我意识到瑞士航空公司的首席执行官没有为企业做好事。在这种情况下，投资者应该快速地卖出股票，承认错误

以避免资本的永久性损失，并开始做别的事情。反过来，如果该公司显现出有一个竞争优势，投资者应该非常迟缓地卖出股票。

问：这有一群不赞成卖出股票的巴菲特的热心的追随者。您对此有什么看法？

答：几个星期后，布鲁斯·格林沃尔德向我指出巴菲特从不卖出股票。有两个原因：首先，巴菲特几乎没有犯错。他曾经收购了一家制鞋企业，因为没有赚钱，他很快就退出了，他也退出了一些石油股。其次，如果你认为你紧握一家周围有强大护城河的企业的股票，它以接近或略高于内在价值进行交易，你必须找到另一家有真正护城河的企业的股票来替代你原来的投资。现在，当股票被高估时，这个问题变得更严重。巴菲特自己承认，当可口可乐公司股票似乎大大高估时，他应该在1997年卖出部分可口可乐公司股票。

如果企业开始恶化，并且股票被适度地高估，股票可能非常迅速地大幅下跌，你必须迅速地确定该劣势是暂时的还是长期的。马蒂·惠特曼说如果劣势是暂时的，那么损失是暂时的且也未实现。现在，只有时间能告诉你可以把这种损失称之为暂时未实现损失还是永久性资本损失。我个人曾试图从质量角度迟缓卖出异常企业股票。除瑞士航空公司以外，当我认为商业模式已经变得更糟时，我迅速卖出企业股票。

问：作为一位价值投资者，您不赞成做空。您能谈谈阻止价值投资者从事做空的一些行为原因吗？

答：一些共同基金在招股说明书中明确表明它们能做空，它们能这样做，但我们不从事做空。当你援引查利·芒格的话，说他不喜欢用痛苦交换金钱时，你在本章前面部分就已经给出了完美的答案。巴菲特说损失可能是无限的，即使一家公司原来是一个骗局，市场需要很长一段时间才能发现欺诈行为。做空可能是一个非常痛苦的经历。相反，增加现金配置是价值投资者做空的一个很好的选择。

大多数共同基金说它们必须全部进行投资，不像我们的基金。它们害怕得罪自己的中介机构、财务顾问和经纪人，他们会告诉它们持有现金得不到报酬。这完全是胡说八道。它们的招股说明书可能会说它们必须是100%的现金，但这可能不一定有一个保持全部投资的监管义务。在我们公司的例子中，我们有100万股东。投资者不向持有现金的基金经理付钱的想法是错误的。投资者支付股东咨询费，并付钱给投资组合经理以便做好长期的工作。如果我有足够的投资思路，我将只保留适量金额的现金以备赎回。然而，如果我没有足够的思路，我会将保留更多的现金。有人可能会争辩说我应该增加我拥有股票的持仓规模。但如果股票上涨，我不试图掌握市场时机，那就没有意义。总的来说，现金是价值投资者的重要工具。

问：您认为股市中做空者的作用是什么？

答：只要他们不传播谣言，他们在股市中就有非常合法的地位。许多价值投资者不愿意承认做空者是股市的一部分。我认为一些做空者一直善于识别欺诈行为，他们应该为此得到称赞。做空者的存在和他们能成功地实践技能的事实使一些人—尤其是管理层保持警觉。只要做空者在法律的范围内操作，他们对股市就非常有价值。

问：您一直依赖于在投资组合中不断地改变现金配置以免受经济衰退影响。保留现金是只做多的价值投资者表达做空意见的一种方式吗？

答：在我超过50年的投资生涯中，只在20世纪80年代后期出现过这样的偶然情况，我在整个国家（即日本）仅持有一只股票。我看了45只股票，因为整个市场是个笑话，我不能持有一只以上的股票。1988年，我卖掉了最后一只日本股票，股市又上涨了30%。简单地说，东京股票市场是世界上最大的股票市场。我们看跌并保留现金。

金融经纪人会打电话给我说这是日本股市的一件微不足道的事实，但不持有世界上第二大股市的任何股票是荒谬的。我会告诉他们我没有什么股票，因为我已找不到一只我想持有的股票。他们会指出一些股票以45倍市盈率进行交易，相对于以60倍市盈率进行交易的股市而言，它们是在折价交易。我咯咯地笑。直到20世纪90年代，我在美国股市才看到了类似的情况。然而，在新经济股票与旧经济股票之间有一条明确的鸿沟。在这种情况下，我们在美国的旧经济股票中有很多的选择。

问：第一太平洋顾问公司的鲍勃·罗德里格斯也有类似您们的投资风格。对于做多的价值投资者来说，有没有另一种方法来做空？

答：是的。他们还可以购买便宜的类似信用违约互换（CDS）的工具，正如塞斯·卡拉曼过去曾经从投资组合保险的角度这么做。但塞斯可以做类似于对冲基金的事情，而普通的共同基金不能这么做。

我不认为我们可以购买信用违约互换，因为它是一个金融衍生工具。我们不参与金融衍生工具投资。

塞斯·卡拉曼也可以购买虚值看涨期权和虚值看跌期权。当我参加吉姆·格兰特女儿的婚礼时，塞斯和我在同一张桌子上吃饭。他告诉我，比其他基金相比，他有两个优势。其一，他是一位价值投资者，其二，他的投资者跟他的思路一致。他不担心赎回。他开始运作家族办公室，他的基金大部分时间对外部投资者保持封闭。当他重新开放时，他会严格挑选他的投资者。他可以轻易地拒绝可能有短期观念的基金投资者提供的基金。在我接下来的生活中，我可能想要管理一只封闭式基金。

问：价值投资者注意整体宏观经济状况和市场水平是如何重要？过去您注意到宏观经济了吗？

答：价值投资者通常是自下而上的投资者，他们不赞成尽可能多地注意宏观经济。我很熟悉奥地利经济学派，他们谈论信贷繁荣和萧条。每一个繁荣之后就是一个萧条，就像白天之后就是黑夜一样。我喜欢他们对信贷周期的强调，因为信贷繁荣糟糕地结束了，同时我喜欢他们对20世纪20年代的分析。这有一个关于一所奥地利学校的一位教授的著名轶事，他刚刚订婚，同时也得到了一家大型银行的工作机会。他的未婚妻要他为了钱而接受这个工作机会并辞去教授职位。他回答说他想加入的最后一个地方才是银行。事实上，那家银行在1930年就破产了。

在20世纪80年代后期，随着杠杆收购（LBO）的出现，我问自己这是否是一场信贷热潮的开始。新闻集团的鲁伯特·默多克负有非常

多的债务，山姆·泽尔也负有非常多的债务。因为信贷繁荣再现，他们仅摆脱困境而已。1987 年，当艾伦·格林斯潘使流动性在市场上泛滥时，他导致问题迅速消失。随着他成功地解决了 1987 年与投资组合保险相关的问题，格林斯潘应对任何、每一个以及其他问题都一样积极采取使流动性泛滥的政策。

在新闻集团的实例中，重要的是要明白银行不能轻易迫使人们破产，且他们也不喜欢强制破产。新闻集团已发行各种货币的债券。瑞士银行希望与华尔街的基金公司竞争，它们也用这些货币发行了新闻集团的债券。当投资银行不愿意分销这些债券时，瑞士银行已将这些债券软硬兼施地卖给他们自己的客户。问题是现在这些债券的交易价格为其面值的 65%。他们不想记录折价，特别是刚好在债券按面值发行之后。

1990 年，我们购买了这些垃圾债券，因为这些债券提供股权型回报。如果该公司没有破产，直到债券价格恢复到面值，你可以赚很多钱，持有债券几乎可以获得两位数的股权型回报。在债券的实例中，该公司要么需要有现金流来偿还债务，要么需要有价值超过债务的资产。新闻集团有一个临时的现金流问题，但它们有资产的保护。如果一家公司能避免破产，它将不惜任何代价避免破产，因为破产就是承认经营失败。与公司债券相比，主权债券牵涉的风险不仅是一个主权国家的偿债能力，而且也是它偿债的主动性。

20 世纪 80 年代，我开始担心信贷热潮，在本世纪之初再次恢复之前，它短暂地中断。它在房地产行业加速，信贷热潮没有停止，直到最后一个没有资产、没有收入和没有现金流的人在没钱支付首付款的情况下能得到贷款。我对信贷热潮的担忧促使我在 2008 年金融危机期间提高现金水平和购买黄金，当大部分价值投资者的投资已缩水超过

40%或更糟时，我们的基金缩水21%。

因为我知道不好的事情即将发生，我本来应该对2008年的估值有更高的要求，但我没有足够的现金。自下而上的投资者根本不听我这样的自上而下的投资者的建议。

问：随着美国联邦储备委员会开始逐渐减少债券购买量，并考虑加息，价值投资者应该如何对市场上的估值倍数可能产生的影响做准备？

答：在2008年金融危机后，美国联邦储备委员会和美国国会都采取了的前所未有的措施。因此，我们正处于一个不确定的时期，这可能是一个新的经济格局。然而，这将有更多的衰退，经济最终将再次增长。我对经济的担忧与在金融危机时的担忧是一样的。在我们的投资组合中，我们目前非常需要关于购买新股的估值方法，没有比这更好的时机来专注于分散风险了。

塞斯正在关注宏观经济，他担心经济将发生什么情况。我对估值有同样的担忧。我的继任者也有同样的看法。我不知道筹集更多现金是否是太早，但因为我不知道我们是否还处于同一经济格局，关于估值是时候要求更高了。每当格雷厄姆被问及期望时，他总说未来是不确定的。他说："看，内在价值是重要的，但事情可能发生，这需要分散风险。"

问：您经常提到黄金作为灾害保险和一种通胀对冲工具。您一直批评新凯恩斯主义政策，并认为黄金也是一种对冲凯恩斯主义政策失败的工具。

答：如今，人们认为金融危机是过去的事情，现在的通货膨胀和金融危机的风险都很低。中央银行和美国国会采取的就增加公共债务和赤字而言的措施是前所未有的。这是自大萧条以来最大的危机，它可能威胁到一个新的经济格局。价值投资者在历史上受到经济衰退的帮助，他们在下跌过程中买入，并在上涨过程中卖出。因为许多价值投资者都喜欢在下跌过程中买入，他们采取了不花时间研究自上而下策略的态度。价值投资者措手不及。他们没有意识到金融服务业（尤其是银行）的利润是虚构的。两年来，它们赚了钱。国际清算银行（BIS）首席经济学家威廉·怀特写了一篇文章，认为低通货膨胀率是不够的，并谈到了在当前利率背景下资产价格泡沫和财政失衡的长期后果。他谈到了在凯恩斯主义宏观经济模型中货币政策的作用，在这种模型中，财政失衡发挥作用，财政失衡持续发酵可能导致一个信贷紧缩或类似的金融困境。这篇论文很有趣，但我不知道倒霉的日子什么时候会到来。我们认为购买黄金就是为这种倒霉的日子购买保险。

问：您提到您持有国际清算银行的股票。为什么国际清算银行将它们的股票卖给私人投资者，而不是中央银行和主权国家吗？

答：美国参议院的孤立主义者不想美国成为一个由大多数欧洲人主导的机构的股东。因为孤立主义者们拒绝参加，预留给美国人的美国份额被卖给了公众，比利时的份额也被卖给了公众。因为国际清算银行是自我满足的官僚，20 世纪 80 年代我们拥有了所有权。我们把国际清算银行的股票看作金条和一只货币市场基金的组合。因为在创建时，国际清算银行用金条作为资本金，所以它拥有金条；又因为 90%

的资产和负债通常会在一年内到期，所以它拥有货币市场基金。

国际清算银行将诸如中央银行存款这样的债务投资于摩根大通银行的短期票据。国际清算银行的股票按调整为黄金价格的资产净值的40% -50%进行交易。一位法国经济学家告诉我，他正在访问国际清算银行，并问我是否对它们有任何问题。我对它们负债的一项准备感到好奇。我得到的答案是：这是对非常不可能的事件的一项准备，它是为了所有好的目的的股东权益。我们希望国际清算银行不要出售黄金，同时希望他们会继续增加股息。在世纪之交后不久，当国际货币基金组织（IMF）因新兴市场危机名声扫地和世界银行贷款据称在非洲最终落入错误的口袋时，我怀疑，国际清算银行认为它们有机会成为一个可以取代世界银行和国际货币基金组织来负责防止未来金融危机的重要的跨国机构。他们不再想要公众股东了。

概括

- 本杰明·格雷厄姆讲："投资活动是一种经过深入分析承诺本金安全和足够回报的活动。不符合这些要求的活动就是投机。"[3]
- 这有三个价值投资的核心理念—价格与价值、市场和安全边际。
- 定价方式使投资者从企业主的角度设身处地地聚焦企业的内在价值；除非它允许投资者购买低于内在价值的股票，否则时机掌握并不重要。
- 我们虚构一位人物，叫市场先生，他在股票价格方面每天改变主意，并且他还受到可能会导致大幅波动和创造机会的狂暴情绪波动的影响。
- 投资者可以通过使用基于股票的盈利能力或资产价值的安全边

际理念来确定按内在价值折扣的一个合理的购买价格。

专访基恩·马里·艾维拉德的关键要点

- 当你落后于市场六到十二个月，投资者开始撤资离开，如果你继续落后于市场超过两年，然后他们完全抛弃你。反过来，投资者没有开始相信你的表现直到你有一年的良好运营。
- 如果企业开始恶化，并且股票被适度地高估，股票可能非常迅速地大幅下跌。你必须迅速地确定该劣势是暂时的还是长期的。
- 投资者应该快速地卖出股票，承认错误以避免资本的永久性损失，并开始做别的事情。
- 反过来，如果该公司显现出有一个竞争优势，投资者应该非常迟缓地卖出股票。
- 总的来说，现金是价值投资者的重要工具。

注释

1. 格雷厄姆·本杰明和多德·戴维（2009 年）。《证券分析》。第六版（纽约：麦格劳－希尔公司）。

2. 卡恩·欧文和米尔恩·罗伯特（1977 年 5 月 4 日）。《本杰明·格雷厄姆：财务分析之父，第 5 号临时论文》。请检索：http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2470/rf.v1977.n1.4731

3. 格雷厄姆·本杰明和多德·戴维，《证券分析》

第七章　激进投资

股东激进主义是不会消失的，它把我们所有的管理人员都吓坏了。

——沃伦·巴菲特

本杰明·格雷厄姆尝试在北方管道公司（Northern Pipelines）上实践股东激进主义，三十年后，沃伦·巴菲特（格雷厄姆的得意门生）开始尝试股东激进主义。20 世纪 50 年代，巴菲特购买了桑伯恩地图公司的大量股份，并迫使该公司将其投资组合业务从核心业务中分离出来。桑伯恩地图公司的股票一直以明显低于其投资价值的价格进行交易，并且管理层没有表现出缩小两者之间差距的兴趣。

20 世纪 60 年代，巴菲特收购了伯克希尔哈撒韦公司的大量股份，那时该公司是一家纺织企业，巴菲特收到了一份口头协议，即每股 11.5 美元的股权收购要约。当伯克希尔哈撒韦公司试图通过开价每股 11.375 美元欺骗他时，巴菲特感到被冷落了。他买下了整个公司，并解雇了首席执行官（CEO）。伯克希尔哈撒韦公司的纺织业务不断消亡，巴菲特承认他在购买伯克希尔哈撒韦公司时犯了错误。

1973 年，巴菲特购买了华盛顿邮报公司近 10% 的股份，在接下来的几年，他对激进投资的立场发生了改变。沃伦·巴菲特主动与凯瑟琳·格雷厄姆沟通，当凯瑟琳对他的股份表示担忧时，他进行了安抚。

他们成为了朋友，巴菲特加入了华盛顿邮报公司的董事会。从此，沃伦·巴菲特从事友好收购。

然而，随着杠杆收购（LBO）的蓬勃发展，20 世纪 80 年代见证了企业掠夺者的崛起，标志着信贷繁荣的开始。这个时代被人所共知地描绘在电影《华尔街》和《门口的野蛮人》的一些标志性场景中。一些目标集团的高管被迫关闭他们的公司以释放价值，而其他人通过引入毒丸计划（发行更多股票和稀释掠夺者的股份）和金降落伞协议（如果遇到收购时的特别遣散费）来阻击掠夺者。这个时代以德崇证券公司的破产结束，德崇证券公司是参与杠杆收购融资的投资银行，它为一些大型交易提供资金，包括科尔伯格－克拉维斯集团（KKR）对雷诺兹－纳贝斯克公司（RJR Nabisco）首次杠杆收购、卡尔·伊坎对菲利普斯（Phillips）66 公司的杠杆收购和特德·特纳对米高梅公司（MGM）的杠杆收购。

德崇证券公司陷入迈克尔·米尔肯主导的非法垃圾债券市场交易的困境，被多个美国监管机构调查，这些监管机构用《诈骗腐败组织集团犯罪法》（RICO）的起诉威胁它。虽然德崇证券公司能够解决这些指控，1989 年 10 月 13 日，当美国联合航空公司的杠杆收购化为泡影时，它面临着垃圾债券市场的崩溃。德崇证券公司被迫破产，蓬勃发展的杠杆收购市场戛然而止。在接下来的十年里，一些来自杠杆收购时代的企业掠夺者演变成了激进投资者。

在 21 世纪之交，新一代激进投资者也粉墨登场。这些投资者购买价值被低估公司的股票，并迫使公司董事会通过回购股票、采取措施提升营业利润或彻底改组管理队伍来释放价值。一般而言，当一位激进投资者参与其中时，因为他成功的历史记录，目标公司股票往往上涨。这些公司的做空者面临来自激进投资者采取的有利于该股改变的

决心的阻力。[1]

比尔·阿克曼专访

比尔·阿克曼是唯一成功的一位激进投资者，他不仅通过长期投资来推动改变，而且也通过激进空头头寸来使公众注意到陷入困境的公司。由于他持有 MBIA 公司的空头头寸，他与该公司旷日持久的攻坚战被描述在《骗局》一书中。最终，比尔被证明是正确的，他坚持六年对 MBIA 公司进行做空。比尔·阿克曼也是一位价值投资者；然而，他在投资中采取了一种全力以赴的方法。他同意为本书接受专访，并在这里分享他的投资见解。

问：今天，您能谈谈在您的上市股票投资中的会计和流动性方面的考虑吗？

答：在我工作的头两年，我为一家房地产服务公司工作，这家公司为开发商安排融资。我遇见一些成功和不成功的房地产投资者。其中聪明的投资者不关心美国公认会计原则（GAAP），而用现金流来评估价值。会计是一门不精确的语言。一家企业在其存续期间产生多少现金将决定它的价值，所以对我而言，学习如何将美国公认会计原则的会计收益转化为经济收益非常重要。

公开市场引人注目的内容是用最小摩擦成本以更加巨大的规模买卖证券的能力。为一个更好的投资放弃一个好投资的选择是公开市场的一个重要方面。如果你通过购买公司 100% 的股权来使其私有化，你不能购买更多的股权。在公开市场，你所持有的每一只股票都是每天

进行定价的，并且你可以更多地增加你的头寸，反之亦然。你不需要聘请一家投资银行来出售你的公司。交换席位的能力是一种非常有价值的能力。

问：您如何找到寻找做多与做空投资的研究方法的区别？

答：我发现格雷厄姆和巴菲特关于安全边际的方法（即：你所支付的价格和价值之间的很大价差）是一个非常有用的概念。我们可以把资金集中在屈指可数的优质企业。我们更喜欢巴菲特描述的那些周围有护城河的公司，它们具有简单、可预测、能够产生自由现金流的显著特征。我们寻找允许投资者以其内在价值显著折扣的价格购买一家公司的股价，如果该公司可以被优化，我们将以一个甚至更大的折扣价格购买。我们期待了解导致这些折扣的因素和我们作为该公司股东可以影响的因素。如果我们认为我们能催化必要的变革，并且内在价值的折扣足够大，我们就投资。这就是做多投资的方法。

做空投资的方法在某种意义上是相同的，安全边际的类推是我们所称的估值上限。估值上限，即：如果市场忽视我们对一家公司的负面观点的话，合理地估计最坏情况下的结果。有一些企业比其他企业更容易确定估值上限。如果你在做空收入快速增长而没有任何现金产生的一个基于互联网的商业模式，因为很难精确地评估这种高增长企业，在没有任何有意义的向上受阻的增长情况下，股市可以分配一个非常高的估值。你可以做空该股票，因为它的价值是依赖于希望和梦想，它可以上涨到你做空股价的两倍或三倍。

我们不做空这些类型的公司；事实上，我们很少做空股票。由于内在的风险报酬等式（即：下行风险是无限的），在我们公司十二年的

历史中，我们做空屈指可数的股票。做空在下行过程中可能更危险。我们寻找一家企业可能破产的案例（例如，可能被监管机构或市场视为无力偿债的储备不足的金融机构）。我们还寻找那些违反法律的公司，如康宝莱公司违反美国联邦贸易委员会（FTC）的反传销和反欺骗营销的法律。我们寻找公司违反证券法的案例和监管机构将撤销该公司的案例。

问：您能解释一下适合您投资激进主义风格的公司的一些效率低下的情况吗？

答：成本控制、战略改变、管理层变动、更好的资本配置、货币化账外资产或帮助市场重新思考企业的性质可以有助于公司有意义地释放价值。

问：当您开始从事投资时，是什么原因导致您追求一种激进的投资风格？

答：当我看到一个没有被一家公司利用的巨大的机会时，这可能是我的性格和我作为一位被动投资者时遭受的挫折所决定的。在选择投资过程中，不限于现状是一个很大的竞争优势。

问：您能谈谈您的资本配置方法、头寸规模以及您如何管理一个投资组合层次的风险？

答：我们首先通过不使用保证金杠杆来管理风险。因为当市场崩

溃时，你的投资可能化为乌有，所以保证金杠杆是一种危险的资本来源。如果没有保证金杠杆，我们可以负担得起将每一个投资考虑为一个独立有特别风险和报酬机会的投资。我们更喜欢大市值的北美公司，这些公司产生简单的、可预测的现金流量，这些现金流量有限地面临我们不能控制的外在因素。

虽然几乎每家公司都接触到国内生产总值（GDP），我们公司一般都是投资很稳定的不会受国内生产总值负增长实质性损害的企业。我们不喜欢商品价格可能有巨大影响的企业。除了投资选择，以折扣价购买是我们最大的风险管理策略之一。

问：您在投资组合层次避免杠杆，并在投资组合公司中转手杠杆，这是真的吗？

答：我们一般更喜欢投资级别的公司，但它们很少无债务。有时，我们已投资于高杠杆公司。例如，通用成长地产公司（GGP）是有2亿美元的股东权益和270亿美元债务的高杠杆公司。因为这个原因，我们确定我们在通用成长地产公司的头寸较小。

问：您能谈谈您过去的一些您认为是您最好的研究吗？

答：通用成长地产公司可能是我们最好的投资，不仅仅是因为我们在这个投资上赚了一大笔钱（即：与最初购买成本相比，超过130倍的回报，并且约为平均成本的60倍），而且因为我们的参与使全体股东价值最大化。

如果我们没有购买通用成长地产公司25%的股份、说服董事会申

请《破产法》第 11 章的破产保护、加入董事会和主导与债权人的重组，该公司股票很可能已经为零了。我们与管理层和公司的顾问一起实施一个使所有债权人受益的重组，债权人得到了票面价值加应计利息，股东已收回了几乎所有的投资。我们引入了一支新的管理团队，并提出了拆分霍华德休斯公司的思路，我们执行了我们的思路。我们为霍华德休斯公司聘请了一支新的管理团队，我目前主持董事会。您可以称之为我们的杰作。

我认为在我们所做研究的质量和水平方面，做空康宝莱公司与做空 MBIA 公司有得一拼。它至今尚未实现盈利。康宝莱公司股价一直被拉高，买入该公司股票支撑着股价，但杠杆也使它们处于一个较弱的位置。他们的股票回购将于 2015 年 6 月结束，所以我们将在那时看到实际情况。

问：您认为这是本质上很难产生做空而不是做多的阿尔法吗？

答：确实更难，这产生的脑损伤超出你的想象。我们会再次做空吗？我给出的答案和上一次相同。在结束对 MBIA 公司的做空投资后，在我们建立康宝莱公司的空头头寸之前，我们等了五年。我们可能再等五年、十年或二十年去做空下一只股票。谁知道的，我们在未来可能决不参与做空。如果且当康宝莱公司以我们预期的方式结束，也许下一次我们将只说出该公司的名字，而不采取空头头寸，并等待它归零。

问：对于做空者和他们在市场中的角色，您有什么想法？

答：做空者在市场中扮演着非常重要的角色。总的来说，做空者比政府监管机构拥有更多的资源。他们可以投入大量的时间和注意力到一家公司，并做许多研究来揭发欺诈。这是一个对市场非常有帮助的事情。当股票崩溃时，作为最后的卖家，他们还可以帮助缓冲市场的波动性。

问：回到您的晚上睡眠测试：您如何处理压力？

答：我天生就是一个沉稳、健康和有韧劲的人，我经济上宽裕。我也没有将100%的资产净值投资于基金。在投资中，重要的是不要让波动影响你的判断。当你所有的资源并没有投入到你的投资基金时，这样表现更容易。当人们在基金中有太多的资金时，因为他们可能非理性地采取行动，这也对投资者更好。我在我的基金中有绝大多数的流动资产净值，除此之外，我有足够的资金，我可以生活，而不必担心市场波动。

因为我们会做功课，并且知道我们拥有什么，所以我没发现投资有压力。我们的投资组合包括世界上最优质的企业，并且我们以有吸引力的价格购买了这些公司。这本质上是一种相对低风险的策略。

问：在您的交易过程中，即使当市场没有按您预期那样做出反应时，您如何保持信心？

答：在做空期间，人们和市场不断地对你进行评判。在康宝莱公司的交易中，在我们建立空头头寸的十八个月里，该公司股价从我们做空的价位上涨了30%。市场上充斥着吵闹声。（笑）股市可以长时间

地出错，但你必须能够挺过去那段时间。

问：您在其他人之前发现了单一险种保险公司的一个系统性问题。你为什么决定开始单独做空 MBIA 公司而也没有做空其他一些单一险种保险公司呢？

答：我们最终做空 MBIA 公司、金融安全保险公司、Ambac 公司和其他公司。我们的方法需要深入的、基础的研究，并且它需要花大量的时间来研究任何一个这样的公司。我们对 MBIA 公司的时机把握是糟糕的，但它最终得到了回报。相比之下，我们在其他抵押贷款和债券保险公司，如 Radian 公司、PMI 公司、Ambac 公司和金融安全保险公司的时机把握是非常好的。经验是从失误中学习来的。

问：在过去的几年里，您有没有看到监管机构现在更开放地看待做空者的批评？

答：监管机构的工作并不容易，特别是拥有有限的资源，并且必须把重点放在优先考虑的事项上。我对监管机构经过一段时间才能看到我们已经在 MBIA 公司身上确定的一些问题感到有点失望。在康宝莱公司的案例中，我认为他们反应更敏捷。在我们做空 MBIA 公司的时间和当美国证券交易委员会对该公司正式展开立案调查之间的这段时间似乎就像一个世纪。他们在这些案件的时间跨度不像私营部门那样咄咄逼人，因为他们必须小心。那没问题。我非常尊重美国证券交易委员会和美国联邦贸易委员会。我认为它们在康宝莱公司身上最终会得到正确的答案。

我认为美国证券交易委员会非常尊重做空者。只要你披露你的做空股票数量（即：你是做空股票），他们从做空者手中获取信息没有问题。他们将用它来指向正确的调查方向。

问：您什么时候更喜欢用金融衍生工具而不是现金股票来下一个做空赌注？

答：做空的问题是上行风险有限而下行风险无限。金融衍生工具是减轻那个风险的好办法。我宁愿购买信用违约互换也不愿意做空股票。你冒着更少资金的风险，但你可以赚更多的钱。

问：您的长期看跌期权的投资期限比信用违约互换更短吗？

答：我们可以延长看跌期权，所以看跌期权不一定是更短期限的。当然，这有延长期权的成本。

问：您能描述一下在您研究过程中的一系列事件，它们改变了您对房利美公司和房地美公司从看跌到看涨的投资观点吗？

答：股票价格下跌且基本上都归零了。（笑）房利美公司和房地美公司的市场地位举足轻重，并且它们都提供了有价值的服务。自金融危机的深渊以来，世界在过去的六年已经发生深远的变化。房地产市场已经恢复。利率仍然很低。房利美公司和房地美公司的损失有所下降。事实上，房利美公司和房地美公司储备了额外的 1400 亿美元，而这些储备处于被逆转的过程中。这有一些逐步取消房地美公司和房利美公司的建议。房利美公司和房地美公司是利润被非法手段拿走的政

府机构。这没有一个改变我们想法的单一事件。在事实改变之后，我们对房地美公司和房利美公司看涨。

问：作为对您使房利美公司和房地美公司脱离接管的潜在解决方案施加压力，是不是更容易引起美国国会和监管机构的注意？

答：我们没有努力去引起美国国会和监管机构的注意或游说它们。在伊拉·索恩会议上，我们在一份 110 页的报告中提出了一些想法。这些想法已想方设法进入美国国会，公众在研究它。解决这个问题的最好办法将有希望推动对股东有利的结果。

问：在您的投资决策中，宏观经济指标和周期的重要性如何？

答：在选择所投资公司的过程中，我们试图尽可能降低宏观经济风险。因此，在确定我们拥有的公司的可能结果的过程中，我们不需要过多关注宏观经济因素。

问：您能谈谈您决定作为投资思路通过的一些价值陷阱吗？

答：由于一个控股股东表现出经济非理性，我们已经看到了产生于无法影响管理层的价值陷阱。

问：您认为陷入困境的行业可能是价值陷阱（比如煤炭行业）吗？

答：因为煤炭行业对环境的影响，它有可能处于长期衰退。我们一般都尽量避免那些类似处于劣势的企业。

问：对于一名最近毕业的毕业生或一位有抱负的专业投资者，您会有什么建议？

答：我想说你应该在你尊重其投资理念和原则的一家公司找到一份工作。你应该努力与你可以信任和欣赏的人一起工作，并从你和他们的失误中学习经验。好运将自此降临。

概括

- 比尔·阿克曼采用了格雷厄姆和巴菲特关于安全边际的方法，即：你所支付的价格和价值之间的很大价差。除此之外，对他而言，关键要素是该企业的非常高品质。
- 当被动的投资者认为现状不会改变时，一位积极的投资者可以购买该公司，在那里他或她能改变事实，并有一个竞争优势。
- 因为当市场崩溃时，你的投资可能化为乌有，所以保证金和杠杆是危险的资本来源。
- 做空的问题是上行风险是有限的而下行风险是无限的。金融衍生工具是减轻这种风险的好办法。

注释

1. 乔治·比尔和洛希·杰伊·威廉（2014 年 5 月）。《如何智取激进投资者》。请检索：http://hbr.org/2014/05/how-to-outsmart-activist-investors/ar/

第八章　熊爸爸：与知名的投资者共舞还是与他们对赌？

既不循规蹈矩，也不叛逆，因为它们真的是同一件事情。找到您自己的道路，并继续走下去。

——保罗·维克西

您刚刚听到一位著名的投资者在一个会议或电视上宣布了一个空头头寸。恭喜您！您找到了有催化剂的一个做空观点，但市场其余的参与者也找到了。该股迅速跳水，轻易的利润可能不存在了。如果该股下跌超过10%，您可能甚至不能就此做空它，这将促使交易所对该股采取做空限制。如果您能就此做空该股，您面临股票迅速反弹的风险。著名的投资者可能就此退出，而新的多头可能介入。

通常情况下，广为人知的做空思路会吸引许多人跟风这样使得难以对此下长期看跌的赌注，即使您同意空头的观点。借贷成本的增加、做空限制和股票波动是与做空交易共舞的一些关键障碍。随着监管机构、发起人和其他多头的群起激愤，这样的做空可能变得更复杂。

如果您想与知名的投资者共舞，除了了解他或她的做空思路之外，做自己的研究可能是一个明智的主意。在最初的研究完成后，如果您发现您自己站在这个交易的另一面，您还要仔细检查您的事实，因为

您是面对一位有雄厚资金资源与研究能力的聪明的投资者。您对赌的希望之光是聪明的投资者是人且他（她）不可能总是100%正确。

本章介绍了几个广为人知的做空故事，以便提供对知名做空者提交的研究进行深入了解。我以康宝莱公司（Herbalife）的例子为开端，这是一只极具争议的股票，其中跟空头共舞将非常艰难。下一个，我论证对赌大众银行（Banco Popular）的做多实例是如何明智的。我还将举一个没有为空头效劳的做空例子和一个明智地跟着空头下注的例子。本章最后将简要讨论分析师下调评级。

案例研究：康宝莱公司（HLF）

第一幕：空头袭击康宝莱公司

康宝莱公司是一家多层次销售公司，销售体重管理和营养产品。2004年底，康宝莱公司以每股14美元公开发行股票成为上市公司，2008年，该公司股票创下每股50美元的历史新高，但雷曼兄弟公司危机使其股价回到首次公开发行股票时的价格水平。然而，自2009年以来，康宝莱公司股价享受了一个巨大的连续上涨过程，上涨了4.5倍，在2012年4月26日创下每股72.23美元的历史新高。在该股的第二幕中，营业收入（不包括运费和手续费）从23亿美元增加到34亿美元，毛利从18亿美元增加到大约28亿美元。

五天之后，2012年5月1日，绿光资本公司的戴维·艾因霍恩出现在康宝莱公司的盈利电话会议，并就经销商层级质询管理层，同时提出公司为什么停止发布将低端分销商划分为自我型消费者、小型零售商或潜在的销售领导者的分类数据。“如果您喜欢我们将这些数据发送给您和我们的投资者的话，我们可以很容易地进一步提供确切相同

的发布，”康宝莱公司的首席财务官约翰·德西蒙回答说：“我们的目标是完全透明。”[1]

整整十年前，艾因霍恩在伊拉·索恩会议上宣布他关于联合资本公司（Allied Capital）的空头头寸。经过与联合资本公司的长时间斗争和美国证券交易委员会对联合资本公司的后续调查，艾因霍恩被证明是正确的。他已经有了一个连续成功地做空金融公司的记录，2008 年，他继续成功做空雷曼兄弟公司。这也难怪市场对艾因霍恩质询康宝莱公司的反应立竿见影；该公司股价连续三天下跌，分别下跌 20%、6% 和 12%，股价从每股 70.32 美元跌至每股 46.20 美元。

然而，艾因霍恩尚未宣布关于康宝莱公司的任何空头头寸；人们普遍猜测他将在即将到来的伊拉·索恩会议上透露他的空头头寸。然而，2012 年 5 月 16 日，他在伊拉·索恩会议上甚至都没有提及康宝莱公司，结束了外界对他做空康宝莱公司的猜测。那天该股上涨 17% 至每股 49.51 美元，但随后第二天下跌了 10%。在接下来的三个月里，随着 7 月 31 日公司的盈利公告超过华尔街估计并提升预期，康宝莱公司股价缓慢回升到每股 50 美元以上。

在《华尔街日报》2012 年 9 月 18 日的文章《你已经被艾因霍恩化》中，该报认为艾因霍恩的看跌号召比看涨号召更能显著地促使市场波动。而艾因霍恩仍然没有公开宣布关于康宝莱公司的空头头寸，该股开始下跌四天，下跌了 10%，股价从 9 月 14 日的每股 52.53 美元跌至 9 月 20 日的每股 47.10 美元。

第二幕：新空头袭击康宝莱公司

2012 年 12 月 19 日的伊拉·索恩会议是一个不同的故事。比尔·阿克曼做了一份 334 页的报告，标题为《谁想成为一个百万富翁》，详

尽论述了做空康宝莱公司的理由。阿克曼的论文声称康宝莱公司是传销组织，位于金字塔的顶层人所赚的钱正是来自金字塔的底层人所遭受的损失。



图 8.1　康宝莱公司当前被做空的全部股票数量和股票价格

资料来源：彭博社。

比尔·阿克曼是一位著名的激进投资者，2002 年，他质疑 MBIA 公司的 AAA 评级（见第七章）。他的公司对 MBIA 公司股票下做空赌注，购买 MBIA 公司债券的信用违约互换，并花6 年时间坚持做空 MBIA 公司。在这段时间，他的公司也被纽约总检察长和美国证券交易委员会调查；然而，2007 年 12 月，当 MBIA 公司披露 81 亿美元有风险的住房贷款证券支持的担保债务凭证敞口时，[2] 他的观点最终被证明是正确的。他对 MBIA 公司的做空赌注赚取了数百万的利润。

阿克曼做空康宝莱公司的观点认为传销本质上是欺诈且最终必定崩溃。他的公司主办了一个网站来支持他的观点（http：// factsabouth-erbalife. com）。由于阿克曼怀疑康宝莱公司商业模式的合法性，该公司股价一片混乱。在阿克曼公布他的论断后，该股下跌了 12%，并连续

三天继续下跌，分别下跌9.75%、19.08%和4.44%，股价从每股42.50美元跌至每股26.06美元。

第三幕：多头介入，拉锯战接踵而至，逼空

2012年12月31日，康宝莱公司股价上涨了12%，在2013年1月3日的分析师大会期间，当康宝莱公司首席执行官大胆地提出他的计划，股价继续又上涨10%。空头几乎不知道股价反弹背后有什么事情在酝酿。一周后，丹·罗伯的第三点公司（Third Point）宣布持有康宝莱公司8.24%的股份；不久后，交易商猜测卡尔·伊坎已经持有康宝莱公司的大量股份。随着两位知名激进投资者的潜在参与，该股找到了活力支持，股价又上涨了15%。

2013年1月24日，《华尔街日报》报道艾因霍恩回补他在康宝莱公司的空头头寸以获利，但股票并没有对该报道做出太大的反应。就在同一天，卡尔·伊坎在接受彭博社采访时表明，他不喜欢阿克曼本人，也不喜欢阿克曼以任何方式公开抨击康宝莱公司；然而，他没有透露所持康宝莱公司的股份。在下一个交易日中，伊坎和阿克曼应邀参加消费者新闻和商业频道（CNBC）节目，在节目中他们互相猛烈抨击对方。该股当天收盘上涨了5.7%。

事情再一次发生转机，美国联邦贸易委员会（FTC）关于传销的电话会议传闻在接下来一周浮出水面，康宝莱公司股价因此下跌10%。一周之后，康宝莱公司又继续下跌了10%，直到2013年2月4日，《纽约邮报》报道美国联邦贸易委员会正在就传销索赔进行调查。消息公布后，该股在盘前交易下跌了13%，但当康宝莱公司说它不是美国联邦贸易委员会的调查对象，并要求《纽约邮报》更正时，股价收复失地。

多空之间的拉锯战接踵而至，2月14日，当卡尔·伊坎透露持有康宝莱公司12.8%的股份，使该股在盘后交易上涨了22%。2013年7月31日，消费者新闻和商业频道报道索罗斯基金管理公司持有康宝莱公司大量股份。比尔·阿克曼向美国证券交易委员会提出了对索罗斯基金管理公司的控诉，声称它违反了内幕交易的法律。到2013年8月18日，康宝莱公司股价几乎翻了一倍。然而，我认为陪审团对康宝莱公司股票仍然试图做个了结，因为阿克曼在过去一直坚持自己的立场而已重振旗鼓被众所周知。

第四幕：阿克曼用看跌期权替换做空头寸，联邦调查展开

大约在2013年9月，比尔·阿克曼削减其空头头寸超过40%，并用场外交易的看跌期权替换它，同时发誓要把其康宝莱公司的赌注持有到“世界的尽头”。2014年3月12日，康宝莱公司宣布美国联邦贸易委员会已对其业务展开调查。消息公布后，康宝莱公司下跌了10%。一个月后，英国《金融时报》报道美国司法部和美国联邦调查局已对康宝莱公司展开刑事调查。消息公布后，该股下跌15%至大约每股50美元，在本书出版发行时，该股交易价下跌至大约每股40美元。

要点

康宝莱公司的故事表明许多事情可能在与聪明投资者共舞过程中出错。激进投资者公开参与的做空成为交易者的温床，并往往导致股票价格的剧烈波动。此类股票的战术型短线交易可能会带来迅速盈利，但此类股票的常规交易也可能造成灾难。

聪明的投资者都是人：对赌

虽然只有少数投资者公开宣布他们的空头头寸，众多的做多投资者往往公开主张他们的多头头寸。每隔一段时间，做多投资者往往低估或忽略他们观点的风险，恳求更仔细地审查风险。2010 年 4 月，大众银行似乎是这样的一个例子，那时一些对冲基金持有大量的多头头寸，它们并在投资者会议上有利地提及该股。在快速浏览大众银行的贷款质量后，我怀着好奇更仔细地查看了大众银行的公开档案。

案例研究：大众银行（BPOP）

当其资产质量（表 8.1）继续恶化时，大众银行按账面价值的 1.1 倍进行交易。当我进一步调查该公司的资产，有几件事情很显眼：大众银行 70% 的资产在波多黎各，那里的地方政府受到巨大的预算约束。三级资产或没有可观察市场的成交清淡资产占大众银行资产的相对较高比例（大约 4%）。金融危机期间，银行因高估其三级资产的价值已受到严重的压力。[3]

表 8.1

估值/资产质量		共识	
过去 12 个月市盈率（P/E）	NM	2010 年营业收入（百万美元）	1，785.46
过去 12 个月市价与有形账面价值比（P/Tang B）	1.1	2011 年利息类营业收入（百万美元）	1，853.30
市净率（P/B）	0.8	2010 年每股收益（美元/股）	-0.54

续表

估值/资产质量		共识	
过去 12 个月市销率（P/S）	3.4	2010 年市盈率	-5.8
不良贷款与贷款比率	9.6	2011 年每股收益（美元/股）	0.27
不良贷款与资产比率	6.6	2011 年市盈率	11.6
不良贷款与所有者权益比率	94.60%	买入/持有/卖出	2/4/2
减免/注销	122.80%	标准普尔评级	B-/下调评级
过去 12 个月息税前利润与利息比率	不适用	标准普尔展望	负面

资料来源：大众银行提交美国证券交易委员会的文件。

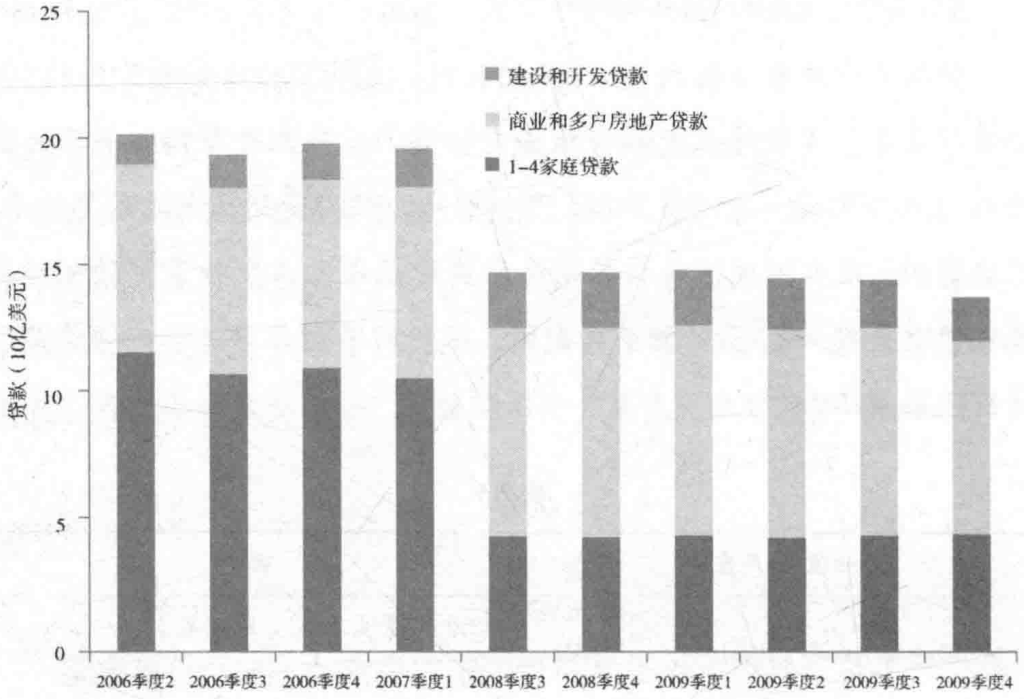


图 8.2　大众银行贷款组合

资料来源：大众银行提交美国证券交易委员会的文件。

大众银行似乎并没有为三级资产和不良资产（NPAs）的潜力损失

做好充分的准备，以致于招来很多关于盈利质量的疑问（表8.2）。然而，大众银行的股票价格似乎表明不良资产达到了顶峰，在2月Sterne Agee公司会议上，与大众银行首席财务官的声明形成鲜明的对比："我们公司以6%这样的贷款损失准备水平来赚钱是不可能的，通过房屋净值信用额度贷款、建筑贷款、抵押贷款，我们陷入非常大的房地产市场的投资组合，现在我们正为此付出代价。"

表8.2　大众银行财务和关键指标简介

股票数据		过去12个月利润表		报酬率/资本结构	
股价（美元）	3.12	过去12个月营业收入（百万美元）	591.95	过去12个月资产收益率	-1.50%
市值（百万美元）	2，002	过去12个月营业利润（百万美元）	-543.63	过去12个月净资产收益率	-19.08%
流通股（浮动筹码占比）	6.4亿（98%）	过去12个月稀释每股收益（美元/股）	0.24	获得的问题资产救助计划（百万美元）	935
企业价值（百万美元）	不适用	净利差	3.50%	问题资产救助计划认股权证（执行价7美元）	2090万
52周股价波动范围	1.0-3.7	效率比率	NM	资本报酬率	0.00%
平均成交量	1.82	一年内每股收益变动	NM	一级资本比率	9.81%
平均成交量占流通股比例	0.28%	一年内营业收入变动	-47.00%	一级核心资本比率	6.39%
空头净额比率	1.70%	两年内每股收益变动	-3506.70%	总资本比率	11.13%
内幕交易占比	1.40%	两年内营业收入年复合增长率	-43.30%	杠杆比率	7.5

资料来源：大众银行提交美国证券交易委员会的文件。

当大众银行的首席财务官提到在大众银行熟知其借款人情况时，他对至于他的会计师为什么要求更高水平的储备感到目瞪口呆，他提出了引人注意的问题。在会议期间，似乎提及很多理由证明会计人员提高储备水平的要求有理。

波多黎各有大量未售出房屋的库存积压，尽管价格并没有像美国本土市场一样崩溃。在波多黎各，每个人都在亏钱，可能一家小型投资银行例外。

当时，20000 套房屋仍未售出，这是相对较高的数字，推动建筑投资组合的不良贷款水平达到 45%，这相当惊人。在起始阶段，抵押贷款的贷款价值比率从 80% 上升到 100%。除了这些核心问题，大众银行股票存在 9 亿美元积压的问题资产救助计划股权和 2900 万份问题资产救助计划认股权证。而在过去两年，大众银行通过一个更强大的存款基础已减少对批发融资的依赖，并受益于波多黎各银行业的合并，该股似乎是一个价值陷阱。

不良资产与所有者权益比率为 94.6%，如果波多黎各的经济恶化，这有一个非常高的可能性，那就是所有者权益可能会被一笔勾销。因为银行是高度管制的实体，并被要求保持门槛资本水平（一级资本等），大众银行需要提高额外股本以增强其资产负债表是很有可能的。

它是如何结束的?

2010 年的剩余时间，大众银行股票以低于每股 3 美元进行交易，在 2011 年第一季度，股票短暂地上涨至每股 3.5 美元进行交易。2011 年 7 月 20 日，他们公布了季度利润情况；然而，股价在当年下跌至每股 2.56 美元。一周后，2011 年 8 月 5 日，标准普尔下调了美国评级，大众银行股价跌破了每股 2 美元。该股继续下跌，2011 年 12 月 19 日，股价创下每股 1.12 美元的低点。

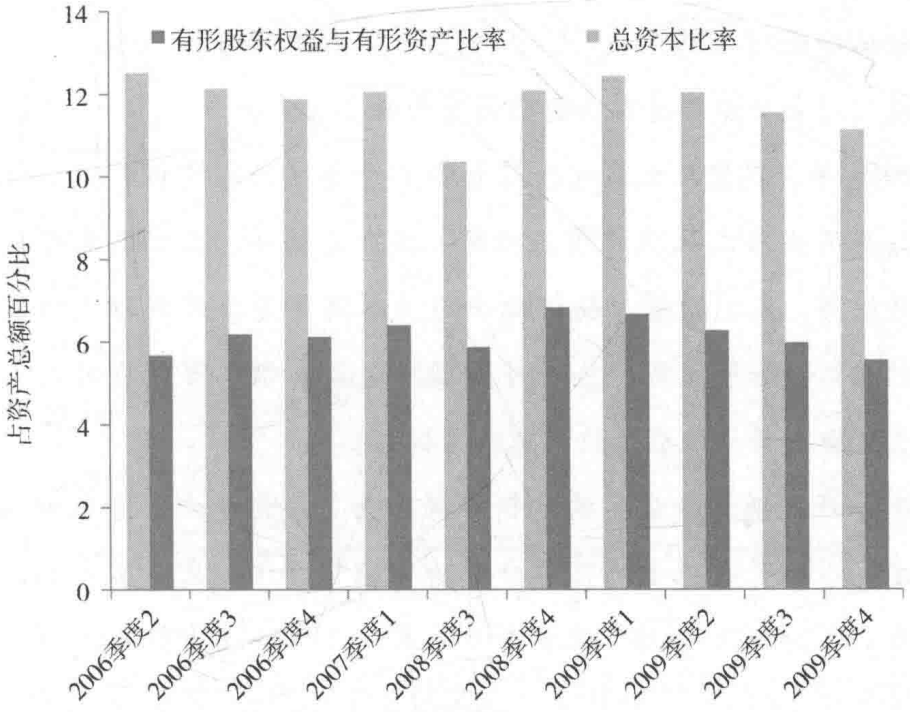


图 8.3　大众银行资本比率

资料来源：大众银行提交美国证券交易委员会的文件。

要点

银行有明显的财务杠杆，这突出了不良资产的影响。它们是高度管制的实体，并被要求保持门槛资本水平（一级资本等）。高不良资产比率常常会迫使银行提高股本以增强其资产负债表。

案例研究：亚马逊公司（AMZN）

2012 年 5 月 16 日，戴维·艾因霍恩在伊拉·索恩会议上批评亚马逊公司的盈利能力。他说亚马逊公司的利润没有与销售同步增长，且亚马逊公司的未来是一个谜。[4] 与艾因霍恩大部分的做空不同，在他宣

布后的第二年，亚马逊公司股价上涨了25%。亚马逊公司可能似乎以很高的估值进行交易；然而，很难质疑他们销售增长的速度和驱动因素，这些因素可以维持亚马逊公司股价的上涨势头。

2010年，我曾把亚马逊公司看作一个潜在的做空标的，因为我无法找到其商业模式的任何明显问题，我决定放弃。虽然亚马逊公司没有零售经历，他们的增长轨迹似乎与沃尔玛百货公司那些年的增长有惊人的相似。如果亚马逊公司可以继续以与沃尔玛百货公司类似的速度增长，做空亚马逊公司的实例没有机会。

2009年，亚马逊公司的净销售额约为250亿美元，净利润约为9亿美元。1990年，沃尔玛百货公司的净销售额约为250亿美元，净利润约为10亿美元。在接下来的二十年内，沃尔玛百货公司以15%的年复合增长率（CAGR）增长，其销售额翻了16倍，达到4000亿美元，其净利润翻了14倍，达到140亿美元。在这期间，沃尔玛百货公司的大型超市数量从不足100家增加到2747家，沃尔玛百货公司的食品杂货类商品的销售百分比从18%增加到51%。拥有4000亿美元的销售额，沃尔玛百货公司以13－14倍的市盈率进行交易。

而自2000年以来，亚马逊公司的销售额以约24.4%的年复合增长率增长，大数定律可以减缓增长速度，因为他们的销售额已经从2000年一个更小的28亿美元的基数增长到2009年的245亿美元。如果亚马逊公司的增长减缓到15%，这将花上他们二十年时间才达到沃尔玛百货公司的规模。以15%的年复合增长率增长，亚马逊公司的销售额在十年内将达到1000亿美元，净利润将达到40亿美元。如果亚马逊公司继续获取20倍市盈率的增长倍数，他们的市值将是800亿美元。2011年，亚马逊公司的市值为800亿美元。

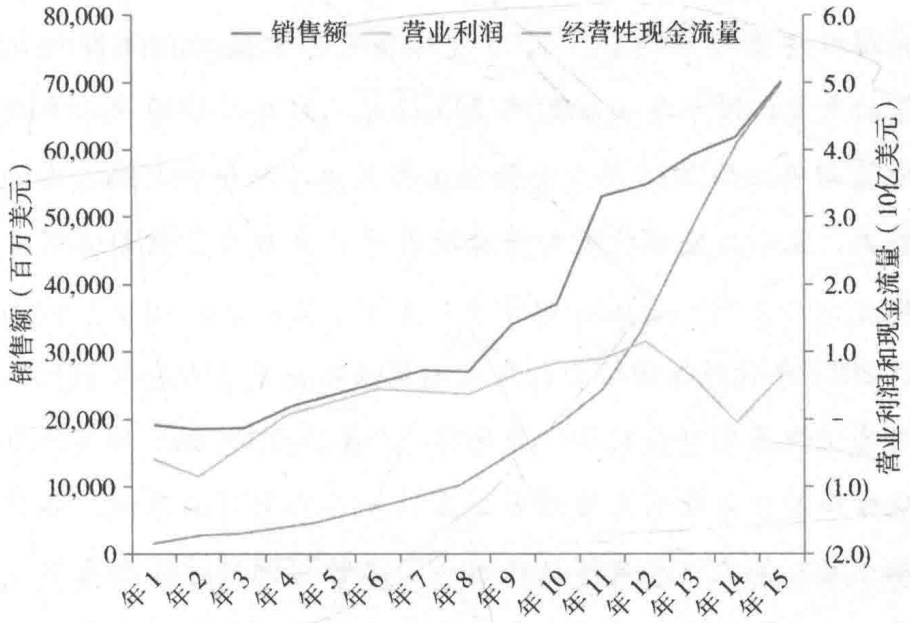


图 8.4　1998 – 2013 年亚马逊公司销售额从约 20 亿美元增长到超过 750 亿美元

资料来源：亚马逊公司提交美国证券交易委员会的文件。

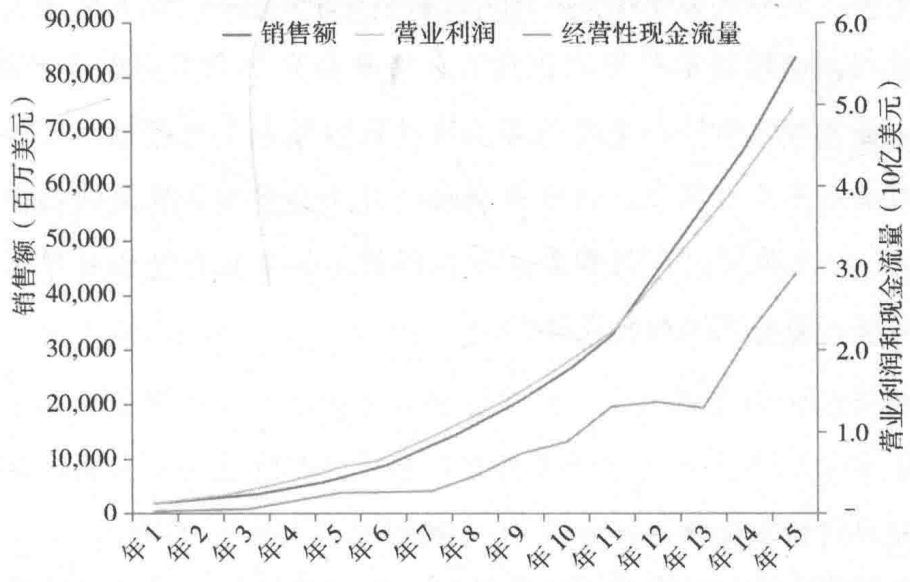


图 8.5　1980 – 1995 年沃尔玛百货公司销售额从约 20 亿美元增长到超过 750 亿美元

资料来源：沃尔玛百货公司提交美国证券交易委员会的文件。

很容易就认为亚马逊公司不是一只便宜的股票。然而，亚马逊公司却使得批评者无话可说，因为它的销售额主要通过国际增长，以36.5%的年复合增长率从2009年245亿美元增长到2012年的610亿美元，远超期望。而2012年，亚马逊公司产生了微薄的利润，正如艾因霍恩指出，亚马逊公司最近似乎并没有面临来自竞争或其他因素的增长问题。

在2012年致股东的信中，杰夫·贝佐斯—亚马逊公司创始人和首席执行官特别提到对盈利能力的抱怨："我们对Prime、AWS、Kindle、数字媒体和客户体验的大量投资通常让一些人觉得太慷慨，让股东觉得无动于衷，甚至让人觉得与作为一家以营利为目的的公司不一致。"他接着说，采取适时的变通在当今快速变化的世界风险太大，只有采取长期以客户为中心的观点才能最终使客户的利益和股东利益一致。[5]

自1997以来，贝佐斯一直提倡重点关注长远目标，并成功实现了他的承诺。亚马逊公司的资本支出继续以每年25亿美元至35亿美元的速度投入，以牺牲盈利能力为代价，这符合贝佐斯长期的成功信条。显然，甚至对聪明的投资者而言，针对盈利能力差和高估值做空亚马逊公司没有充足的理由，因为亚马逊公司良好的增长历史胜过对利润的关注。一个做空的案例需要清楚地阐明为什么亚马逊公司可能面临增长放缓，并确定近期的威胁。

要点

高估值和低利润率并不总是做空一家快速增长公司的足够好的理由。一位拥有良好记录的首席执行官将吸引忠诚的投资者，这些投资者愿意忽略短期问题，并使做空者混淆。

案例研究：阿波罗集团（APOL）

2009 年，吉姆·查诺斯是在伊拉·索恩会议上提早对营利教育行业做空的空头。他认为这些公司从联邦纳税人支持的学生贷款中获得了 80% ~90% 的营业收入，这种商业模式滥用纳税人的钱。一年后，FrontPoint 合伙基金公司的史蒂夫·艾斯曼在伊拉·索恩会议上提出了他对同一行业的做空理由，他认为营利教育行业获得 890 亿美元联邦第四标题贷款（学生贷款）的大约 25%，这些索款需要进行更严格的审查。

在阿波罗集团撤回针对学生入学人数下降的指导和对营利教育行业增加监管压力之后，该公司股票已从 2010 年的每股 60 美元左右跌至 2011 年 7 月的每股 46 美元。阿波罗集团股票产生基于历史现金流的超过 10% 的自由现金流量，我的一位客户请我对它进行分析。[6]

阿波罗集团是凤凰城大学的所有者，当我研究它时，我着重研究他们的自由现金流，在面临生源减少的情况下，特别是要确定自由现金流是否可持续。这将是做多观点的核心，因为它将使阿波罗集团积极地回购其股票，并提高其每股收益。

一份盈利敏感性分析表明：未来两年内，随着生源下降 15% ~ 20%，股票价格已经确定。然而，股票并没有从空头指出的监管风险角度来为阿波罗集团商业模式的风险定价。对联邦第四标题贷款的高度依赖仍然是一个主要问题。根据阿波罗集团提交美国证券交易委员会的文件，“在 2010 财年，根据 90 / 10 规则，在第四标题财政援助计划资金中，凤凰城大学产生的现金收付实现制收入 88% 为具备条件的学费和其他费用，2009 财年为 86%。”

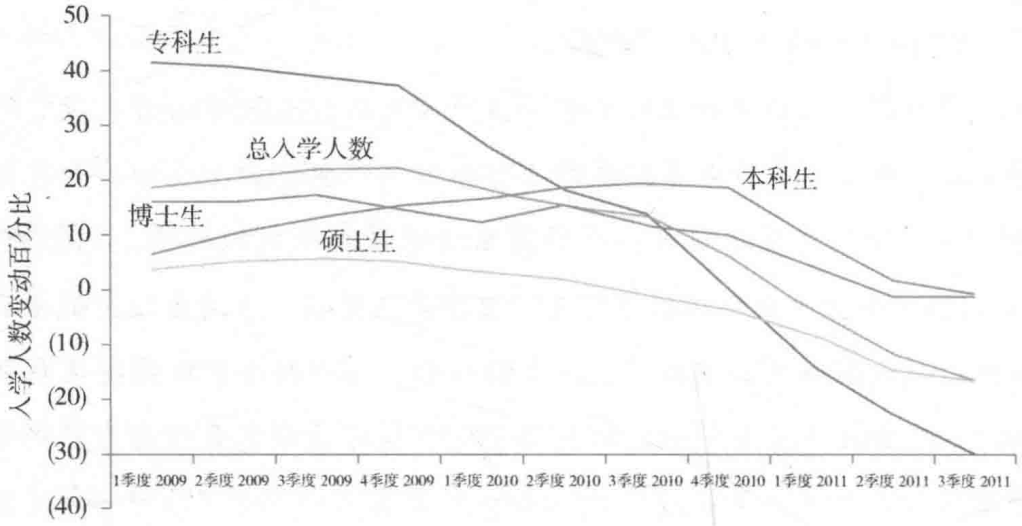


图 8.6　凤凰城大学招生趋势，同比百分比变化

资料来源：阿波罗集团提交美国证券交易委员会的文件。

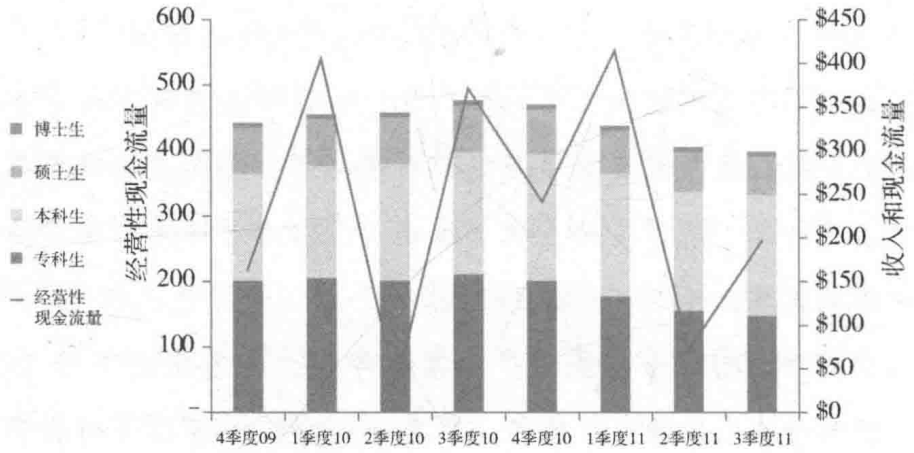


图 8.7　阿波罗集团招生组合和经营现金流

资料来源：阿波罗集团提交美国证券交易委员会的文件。

在 90 / 10 规则下，如果阿波罗集团连续两个财年从第四标题贷款中取得超过 90% 的现金收付实现制收入，它可能至少两个财年没有资格参加第四标题计划。阿波罗集团声明由于 2011 年 7 月贷款额度到期增加救济，它很可能在 2012 财年超过 90%。2013 年，如果阿波罗集团

继续超过90%的门槛，其商业模式面临严重问题。我同意空头的观点，并建议不要购买阿波罗集团股票。

分析师下调评级

华尔街分析师涵盖了一些股票，并定期对他们的股票上调或下调评级。这些评级变化可能并不总是预测的；例如，在一只股票未达到盈利预期，并下跌20%后，一位分析师可能选择下调评级。在这种情况下，股票大多为评级下调风险定价。然而，如果这种评级下调由与会计、竞争、填塞分销渠道、产能、高管离职等相关的基本问题的预测引起，该股值得仔细查看问题。这种分析师下调评级可能导致好做空思路。下一章，我将阐述一家成功的专职做空的研究公司的一些做空思路。

概括

- 广为人知的做空成为热门交易；这是非常难对这种股票下长期看跌的赌注，即使您同意空头的观点。
- 借贷成本的增加、做空限制和股票波动是对与做空交易共舞的一些关键障碍。
- 做多投资者可能低估和忽略投资风险。仔细检查这些风险可以产生做空思路。
- 高估值和低利润率并不总是做空一家快速增长公司的足够好的理由。
- 源自与会计、竞争、填塞分销渠道、产能、高管离职等相关的

基本问题的预测的分析师下调评级可能会导致好的做空思路。

注释

1. 艾因霍恩·戴维（2010 年 12 月 10 日）。《一直欺骗一些人：一个多空故事（现已完整）》。请检索：http://foolingsomepeople.com/main/

2. 理查德森·凯伦，卢凯蒂·A. 和普列文·M.（2008 年 2 月 1 日）。《债券保险公司的困境增加了信贷市场的压力》。《华尔街日报》。请检索：http://online.wsj.com/article/SB120175741480431553.html

3. 大众银行（2006 - 2010 年）。10 - K 表和 10 - Q 表。请检索：http://www.sec.gov/edgar.shtm

4. 库切拉·D.（2012 年 5 月 16 日）。《艾因霍恩说由于利润滞后于销售，亚马逊公司的未来是个谜》。彭博社。请检索：http://www.bloomberg.com/news/2012 - 0516/einhorn - says - amazon - s - future - a - riddle - after - profit - lags - sales.html

5. 贝索斯，杰夫（2012）。《给亚马逊公司股东的一封年度信》。请检索：http://phx.corporate - ir.net/phoenix.zhtml?c = 97664&p = irol - reportsannual

6. 阿波罗集团（2009 - 2011 年）。10 - K 表和 10 - Q 表。请检索：http://www.sec.gov/edgar.shtm

第九章　华尔街之外咨询集团：20年的成功做空

做空思路共同的主要特征是它们的商业模式将不会产生市场预期的销售和利润。

——马克·罗伯茨

专访马克·罗伯茨

1990年，马克·罗伯茨离开富达投资集团，他创办华尔街之外咨询集团（Off Wall Street）以服务小但不断增长的对冲基金业。罗伯茨发现对冲基金是投资业务最有活力的（服务还不足的）部分，并看到了为对冲基金写研究报告的明确机会。1990年5月1日，他发表了他的第一篇研究报告，标题是《天使冰王公司深陷乳果雪糕》，并成功地把它以每份5000美元卖给对冲基金。自1993以来，华尔街之外咨询集团结束了433个空头头寸，有343个赚钱和90个亏损，这是令人印象深刻的超过80%的平均成功率。

他提出过一些著名的提案，包括安然公司的卖出报告，这在参议院安然公司听证会上获得好评，特别是获得参议员约瑟夫·利伯曼和

芭芭拉·鲍克塞的好评。在参议院听证会上，他的文章《监管机构没有预警：安然公司和华尔街的分析师》因观点不同，得到了利伯曼参议员的赞扬。利伯曼参议员指出，与华尔街的分析师不同，马克·罗伯茨已经判断出安然公司的关键问题：萎缩的利润率、关联交易和糟糕的现金流与经常性业务回报。[1]

2008 年，我第一次在马克·罗伯茨的剑桥办公室结识他，并得到启发创办我自己的研究公司。我一直与他保持联系，并不时与他讨论我自己的做空思路。当我联系他为我的书做独家专访时，他也慷慨地同意分享一些他过去的研究经验。

华尔街之外咨询集团的做空思路已基于各种各样的理由，如会计问题、商业模式问题和竞争威胁。我相信读者会从罗伯茨研究做空思路的见解和相关的做空故事中受益匪浅。随着下面的采访，我在这一章中包括了他过去的做空思路。

问：您是如何决定创办华尔街之外咨询集团的？

答：我有法国文学和艺术史的本科和研究生学位。在 20 世纪 70 年代初期，我加入我兄弟的家族企业经营新英格兰最大的钢铁经销公司。在卡特执政期间，那时利率非常高，我们卖掉了我们的钢铁企业。我与我兄弟分开，加入了科技企业，并经营了零售软件商店的最大的特许经营连锁店。零售软件业务是一个暂时的现象，1984 年，我卖完了我在这家企业的股份。我搬到了纽约，在这里我对投资感兴趣。我想，如果我可以在股市赚钱，而不必回到“实体工作”，这不是不错吗？但我对这样的职业毫无准备。我开始寻找一份工作，在那里我可以学习如何分析股票。

我在博亚尔资产管理公司遇到马克·博亚尔，他友好地提供我在他的出版物《资产分析重点》上写研究报告的一份工作，马克帮我一个大忙，因为我完全不合格，除了我是一个很好的作家和有实际的从商经验。一年后，我搬回波士顿，为一家经纪公司写研究报告，这家经纪公司的主要客户是富达基金公司，我最终加盟富达基金公司。我在富达基金公司的一年半时间里，我意识到对冲基金是投资业务最有趣和最有活力的一面。对冲基金没有太多的研究报告，因为大多数研究报告是做多，没有做空的研究报告，为此它们有明确的授权。我离开富达基金公司去写做空思路，并将它们兜售给对冲基金。

问：您是如何发现您的第一个做空思路的？卖出您的第一个做空思路有多困难？

答：当我在构思我的商业计划时，我担任鲍普斯特集团赛斯·卡拉曼的顾问，在那里我学到了价值投资的很多东西。在鲍普斯特集团，因为我有特许经营的背景，一位投资者走近我。他问我是否知道天使冰王企业。我开始调查天使冰王公司（TCBY）的特许经营连锁，意识到这是一个棘手问题。这成了我的第一个做空思路，1990 年 5 月 1 日，我出版了我的第一篇研究报告。起初，我曾给我的研究报告起了精巧的名字，甚至用漫画使它们看起来像《纽约客》，有些像詹姆斯·格兰特今天所做。我研究报告的标题是《天使冰王公司深陷乳果雪糕》，我成功地以每份 5000 美元把它卖给几个对冲基金。

然而，我很快意识到商业模式行不通，因为卖出研究报告需要太多的努力。我想有人给我聘用金。同时，我致力于第二个做空思路，顶峰科技公司（Summit Technology）是一家光性屈光性角膜切削术激光

公司，在跟我长期的较量后，它最终破产。当我致力于顶峰技术公司时，我设法使一家对冲基金公司给我聘用金。我下一个做空思路是CompUSA公司。这些做空思路深受欢迎，我得到另一份聘用金，我在做买卖。

问：是什么驱使顶峰科技公司破产？

答：顶峰科技公司过度宣传低劣的激光器。他们试图扩展到其他业务，如激光中心，他们不自量力。戴维·穆勒经营这家企业，通过声势浩大的宣传驱使顶峰科技公司破产。

问：过去的23.5年里，您的研究风格在是如何演变的？

答：我真的认为这些年没有什么大的改变。我们没有做任何太多不同的事情，只是我们拥有更多的经验和更多的员工，可能做得更好。通过所有的跌宕起伏的唯一变化是我们已经变得更规避风险。我们学会了通过避免某些种类的潜在做空故事来避免问题。由于某些类型的做空思路，我们遭受了巨大损失，我们已经降低了风险预测。

问：您不做空股票的一些理由是什么？

答：一般来说，危险的做空故事涉及销售增长的长期轨迹。投资者可以提前付清多年的销售增长。这些公司中的一些也可以保持良好期间的增长。我们往往避免具有良好的增长记录和长期增长轨迹的公司。

问：您如何确定这种公司的增长轨迹？

答：我们看潜在的市场规模，并试图确定市场是否确实存在。如果公司有良好的增长记录和良好的管理，它也可能会获得高的估值；不过，高估值没关系。

问：您看到做空思路和做多思路有什么不同？

答：当我们考虑做多思路，我们首先考虑风险。我们试图限定做多思路的下行风险，我们的首要目标是不赔钱。其次，我们寻找那些不受欢迎的股票，由于未达到盈利预期数字，投资者的情绪已发生了改变，投资者不喜欢管理层或其他东西已发生了改变。我们是做多方面的价值投资者。

在做空方面，这是完全不同的。显然，做空是一种固有风险的业务，因为数学计算对你不利。如你所知，你可能损失你投资的数倍，但你不能赚取超过你投资的 100%。在做空方面，我们有兴趣限制风险，但做空股票本质上是有风险的。我们寻找具有高估值的做空思路。在这里我们觉得我们不能太高兴，如果我们关于企业未来的观点像我们希望那样展开，我们认为估值按理是高出 30% ~40%。

没有公式可以找到做空思路。它们共同的主要特征是商业模式将不会产生市场预期的销售和利润。这将有一个心理上的失望，它将改变投资者看待公司的方式和产生向下的价值重估。

问：您认为做空比做多更难产生阿尔法收益吗？您看到您的客户

对做空思路有更大的兴趣吗？

答：我们企业主要是为客户提供做空思路。做空者并没有像他们的做多同行那样获得高的回报，虽然做空赚钱更具挑战性。在对冲基金有一种不成为做空者的趋势；然而，它们有做空的章程。大多数的对冲基金认为它们更擅长做多，并且可以在做多上赚更多的钱。它们专注于做多和套期保值，因为它们正试图在下跌的市场中保护资本，但没有太多的对冲基金将做空作为主要战略。

问：渠道控制和调查等有多重要？

答：如果你是一位做空者，根据你试图做的事情的性质，你正在寻找没有被广泛散布和没有共识的想法的信息类型。做空思路自然比做多需要更多发现以达成信念，因为信息更难得到。这需要更多的工作和面谈来找到在主流思想中不可获得的信息来源。

也就是说，我们不做渠道控制。最常见的例子就是打电话给商店询问他们在一段时间内销售如何。我们不是以短线为主，我们正寻找一种投资观点，因此我们不找传统意义上的有用的渠道控制。

问：您认为确定短期催化剂对做空比做多更重要吗？

答：我们不试图找到短期催化剂。我们试图找到中期投资，在这我们预计商业模式不产生预期的销售和利润。催化剂总是在投资者心理上的变化，这可能被许多因素触发，如销售未达到、盈利未达到、会计问题、竞争变化。

问：您找到做空思路的方法是什么？

答：找到做空思路没有简单的方法。这就像写做空故事。你总是想知道下一个思路来自哪里或这是否有任何思路。做空思路可能来自屏幕、阅读、与其他投资者交谈和我们做上述全部。假设它是如此简单，每个人都会成功地做到这点。这不会发生。我们用所有的途径去找到思路。

问：您能谈谈您早期的思路之一吗？也许安然公司？

答：安然公司是一个影响大的故事。我们是唯一一家发表卖出建议的公司，我们对安然公司的研究是非常卓越的。很多人谈论他们的会计处理、内幕交易、首席财务官（CFO）的问题，但我们论证了为什么安然公司的商业模式不奏效。当你看到会计问题时，它一般是因为企业有问题，管理者采取利润操纵来掩盖这些问题。我们从不考虑会计问题作为卖出股票本身的一个理由。它们是更大问题的征兆，作为分析师，我们的工作是了解这些问题。如果它们有一个良好的商业模式，会计问题本身可以通过良好的管理来解决。但它们不能克服基本的业务问题。

问：您发现这有助于集中在财务报表的任何特定领域以发现会计问题吗？

答：不是的。当一家公司的美国公认会计原则利润和该公司宣称

作为调整后利润之间有很大的差异时，任何行业的公司的管理层可以使用这样的技巧，更多的有议程提高它们股价的发起公司有动机使用更激进的报告技巧。

问：您能谈谈股票没有按预期运行的一个例子吗？

答：在以前，我们做空美国在线公司（AOL），主要是由于与客户获取费用摊销相关的会计问题，确切地说是他们摊销的时间长度。我们清楚无误地了解了这个问题，美国在线公司最终被美国证券交易委员会（SEC）迫使重述会计。然而，至少在那时，我们对企业的基本面了解有误。我们极大地低估了市场规模，这是如此大得多的长期轨迹。这是我在谈论要吸取的教训类型。你可以清楚无误地了解部分，但大局是错误的。

问：那么，在这种情况下，您在什么时候决定坚持或放弃？

答：这是一个棘手的问题，因为我们不是投资组合经理。我们做基础研究，时机可能不适合我们。我们不想平仓，我们清楚无误地了解了基本面，仅仅因为该股票对我们不利。另一方面，如果事情做得过火，我们肯定会见证一些错误。我们可能已了解公司而不是投资者的情绪。这不是基本面研究的错误，而是判断投资者行为的错误。

当我们认为企业本质的变化改变了我们的观点，或我们的观点只是没有展开，或当没有证据证明我们是对的，我们平仓。有时，我们的观点将展开，但它可能花费太长的时间。在这种情况下，由于筋疲力尽，我们平仓。总的来说，我们试图产生有质量的投资思路，而不

是交易思路。

问：您推荐一个做空思路，股价下跌了30%。您结束推荐，股价恢复到您推荐时的价位。您再一次推荐它们吗？

答：很多次。例如，我们成功地做空F5网络公司（FFIV）三次，最近有两次。你可以获得投资者群的一个交易量，而新投资者没有从老投资者身上吸取教训。老投资者对整个新投资者群相信的故事丧失信心。

问：F5网络公司每一次是什么发生改变？

答：第一次，F5网络公司未达到预期数字，股票下跌。我们平仓。新投资者不相信未达到预期与基本面原因相关，股票再一次涨回来。从我们的角度来看，这个做空观点仍然完好无损。

问：在您的做空分析中，宏观经济指标和周期是如何重要的？

答：为了帮助我们看到被高估公司的领域，我们只看宏观信息。我们不做宏观预测。这不是我们所做的，我们做擅长的事。

问：过去，您推荐过做空大宗商品相关股票吗？

答：我们在商品空间没做太多。我们在做多方面做得更多。因为这是对经济周期的看涨期权，而不是基本业务的看涨期权，我们不做

经济敏感股票的短期看涨期权。这不是我们所做的。

问：您推荐过任何价值陷阱的股票吗？它们似乎便宜，但有更多潜在的下跌趋势。

答：我们往往在价值陷阱上有更长时间。有时，我们推荐一只将上涨的股票，但它不涨。我称它们为价值陷阱。从我们的角度来看，因为风险报酬并不有利，价值陷阱不是好的做空候选股。良好的管理可以为有良好收入流的公司做很多。这很难阻碍。

问：您看到最近以销售额的 10 ~ 20 倍交易的首次公开发行股票，尤其是做了后续发行的公司吗？

答：不，我们对这种公司不感兴趣，因为它们的市场和商业模式是过于开放式的，它们非常难以估算。

问：您是否远离了吸引知名度高的投资者的股票或有高的空头净额比率的股票？

答：是的。我们只涉及到可以增值的领域，并做一些差异化研究。我们要原创。

华尔街之外咨询集团的做空故事

华尔街之外咨询集团为这本书贡献了一些他们过去的做空建议。

当我以删节版展现它们在我整个书框架的相关部分时，我已尽我最大努力保存核心分析。下面的流动服务公司（Liquidity Services Inc）案例说明丧失关键客户合同的威胁可能会损害商业模式。

案例研究：流动服务公司（LQDT）

流动服务公司总部设在华盛顿特区，经营着最重要的剩余和打捞资产的在线拍卖市场。它通过寄售和利润分享安排出售商品，以及用于自己的账户。几年前，流动服务公司主要是联邦政府承包商，与美国国防部（DoD）的合同占总商品价值（GMV）的77%，或2005年它销售的所有项目的销售所得款项总额。从那时起，随着1/3商业总商品价值的增长来自收购，他们的商业总商品价值增长更快，成为企业的一个更大部分。

华尔街之外咨询集团注意到国防部占总商品价值的24%和2012年营业利润的74%，至于营业利润，远高于投资者预期。其后续研究表明国防部业务的最近的增长难以为继，由于基地调整即将结束和部队从伊拉克和阿富汗回国，国防部收入的一个重要部分有风险。

流动服务公司与国防部有两个合同：废品和剩余合同。剩余合同比废品合同有更少的可用财务数据，在废品合同中，流动服务公司的废品销售保持23%～25%的销售净利率。更重要的是，剩余合同期限将于2013年12月结束，并且美国国防部可能采用一个竞投标流程。（此信息是基于华尔街之外咨询集团与熟悉美国国防部流程的信息来源人的讨论）。

流动服务公司在商业业务方面也有显著的客户集中度，沃尔玛百货公司（Walmart）和宏碁公司（Acer）合计占2012年总商品价值的50%。流动服务公司的一个竞争对手告诉华尔街之外咨询集团：在流

动服务公司收购了雅各布斯公司（Jacobs）后，逆向供应链的某些沃尔玛百货公司人员怒不可遏。在得知大概由沃尔玛百货公司付费而合同对流动服务公司太有利后，沃尔玛百货公司从雅各布斯公司搬走一些未订立合同的商品。雅各布斯公司从沃尔玛百货公司获得70%的营业收入，更多的合同损失可能显著地削弱总商品价值的增长。

2012年7月1日，华尔街之外咨询集团的报告导致流动服务公司股票暴跌25%，但它在接下来两个月收复了大部分失地。股价恢复是短暂的，因为在报告低于预期的九月总商品价值数据后，流动服务公司股票在10月下跌了20%。

资源来源：华尔街之外咨询集团。

概括

- 避免涉及销售增长的长期轨迹的危险的做空故事。投资者可以付清多年的销售增长。看看增长公司的潜在市场规模以确定市场是否存在。避免做空有良好的增长记录和管理的公司。
- 成功做空共同的主要特征是它们的商业模式将不会产生市场预期的销售和利润。心理上的失望改变投资者看待公司的方式和产生向下的价值重估。
- 因为信息更难得到，做空思路自然比做多需要更多发现以达成信念。这需要更多的工作和面谈来找到在主流思想中不可获得的信息来源。
- 会计问题是更大问题的征兆。如果它们有良好的商业模式，会计问题本身可以通过良好的管理来解决，但基本面问题很难克服。

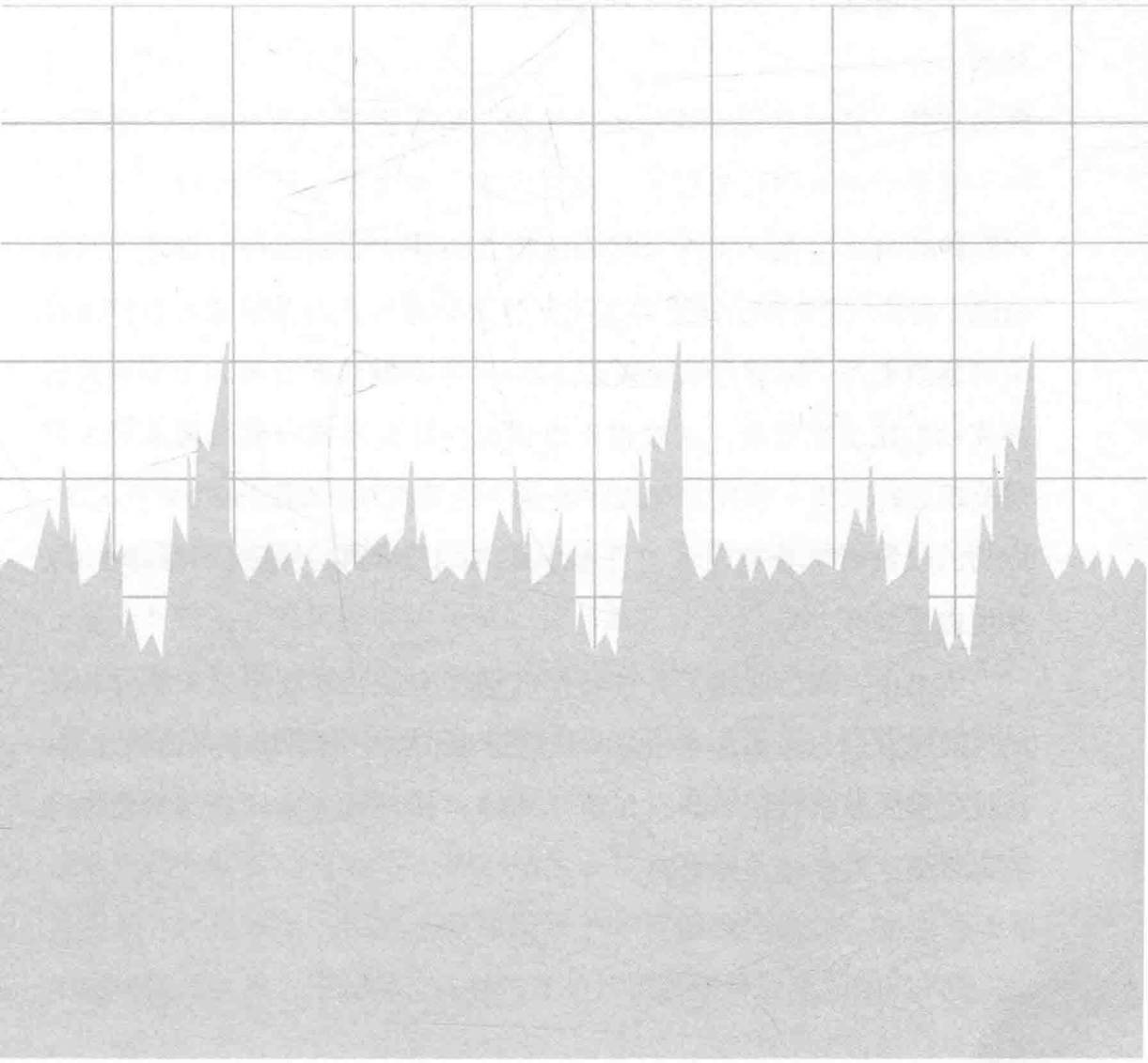
注释

华尔街之外咨询集团贡献了其原创研究在本书转载。

1. 利伯曼·约瑟夫（2002 年 2 月 27 日）。《监管机构没有预警：安然公司和华尔街的分析师》。请检索：http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-107shrg78622/pdf/CHRG-107shrg78622.pdf

第三部分

做空的风险与机制



第十章　什么时候坚持，什么时候放弃

第一条规则：永远不要赔钱。第二条规则：永远不要忘记第一条规则。

——沃伦·巴菲特

1980 年，肯尼·罗杰斯演唱的格莱美获奖歌曲抓住了管理风险的精髓："你一定要知道什么时候该坚持，知道什么时候该放弃，知道什么时候该走开，知道什么时候该逃离。"许多股票投资者和交易员爱玩扑克和梅花杰克游戏，这难道不奇怪吗？扑克和投资要玩起来至少都需要玩三样东西：技能、理念和资金。只有当他们的胜算几率极大时，成功的投资者和扑克玩家才下疯狂的赌注。同时，他们不忌讳止损，甚至提前放弃。

本书中，我已使用了各种各样的例子来证明管理与空头头寸相关的风险比管理与多头头寸相关的风险更难。做空股票就像是跨栏比赛，跃过出借人要求收回股票、并购（M&A）传闻和做空限制这些短期的障碍跟到达终点线一样重要。

如何分配做空股票的资金

早期，我处于买方位置，我观察我的投资组合经理做出分配决策，后来从我与客户的互动中获得了更多的二手知识，研究来自不同投资组合经理的报告，还观看了知名投资者的访谈。2014 年，我回到了买方，帮助哥伦比亚利德投资公司管理美国股票投资组合，哥伦比亚利德投资公司在管理投资组合方面大多采用多元化战略，这取决于基金的投资授权。

去年，我与我的同伴管理了两个美国的多空投资组合，我们的资本分配策略演变成一套清晰严格的体系，在这我们把资本分配到三种不同类别的股票：核心（周期性和非周期性的）、增长的复合型股票以及特殊情况的股票，这样我们前 15 至 20 名的股票分配构成投资组合的一半。另一方面，做空投资组合往往是多元化的，我们试图远离开放式增长故事和并购风险。

在我与其他各种共同基金和对冲基金经理的互动中，我在很大程度上发现他们的分配策略是他们投资章程和投资理念的结果。一些基金经理严格遵守定义明确的规则，如限制头寸规模到投资组合的 3%，而其他基金经理更多地集中下临时赌注。

在职业基金经理中还有各式各样的风险管理观点。当股票逆他们的判断变动 20% 时，有些基金经理严格反省他们的投资策略，当股票逆他们的判断变动 30% 时，他们结束头寸。有些基金经理，如比尔·阿克曼，可以年复一年地坚守他们超乎寻常的投资信念；当股票逆他们的判断发生重大变动时，而其他基金经理甚至可能增加他们的赌注。

优化配置和审慎的风险管理可以限制下行趋势。自初始投资以来

的分析研究成果对做出分配的改变和风险管理决策很关键。本章从分析师的角度介绍了一些关于什么时候坚持或放弃是明智的实例以及做空热门股票或热门做空的风险的一些实例。我将在本书未来的版本中分享我作为投资组合经理的经验。

当故事没有发生重大变化时，坚持

分析新的可能改变您投资观点的研究成果与其说是一门科学，不如说更是一门艺术。在某些情况下，一家公司解决大问题的战略决策可能看来像用创口贴医治断腿一样徒劳。例如，2011 年，加拿大移动研究公司推出新的平板产品，试图从旗舰产品黑莓手机的问题转移投资者的注意力。

在其他情况下，华尔街的分析师可能对陷入困境的公司做出短期的战术性购买建议。正如我们在欧迪办公公司的案例中看到，一位华尔街大型投资银行的分析师援引他的渠道检查，上调他的建议从卖出到中性。评级上调后，该股上涨了 10%。在他的报告里没有证据表明该公司在行业衰退中正致力于一个扭转计划和依然存在的竞争问题。坚持我们的头寸是明智的，我仍然看跌。

正如我们在电信运营商案例中看到，困境的公司似乎吸引了更多的投机者，并购传闻也随之而来。公司可能试图采用缓兵之计，通过并购变得更强大，但它们大多无法按它们的条款吸引收购者。这些公司的管理层可能做出不合理的看涨预测，吸引低估风险的新投资者。这个管理层一直牵手华尔街提出不切实际的指导，最终让所有人失望。

案例研究：F5 网络公司（FFIV）

F5 网络公司设计和销售应用交付控制器（ADCs）—通过数据中心的服务器分配传入流量的硬件设备。F5 网络公司是负载平衡器市场的主要参与者，它有超过 50% 的市场份额和 30% 的营业利润率，看多者把它视为互联网流量增长、数据中心虚拟化和云计算的一个重要力量。

当华尔街之外咨询集团的研究发现大数据中心，如亚马逊公司、谷歌公司和 Rackspace 公司绕过 F5 网络公司现成的应用交付控制器产品去开发它们自己的定制设备时，它得出了一个不同的结论。主要原因是成本。当计算能力和数据处理的更多增长合并到这样的云计算大型实体时，像 F5 网络公司这样的硬件厂商可能受益远低于看多者预期。

F5 网络公司以非常高的价格销售硬件（最高终端设备为 400000 美元）。大规模用户可以通过用商品组件建立自己的硬件以节省一半的价格，业内人士证实这样做有压倒性的激励。占 F5 网络公司销售额 85% 的经销商预计企业硬件销售将下滑，它们改变了商业模式，远离硬件。

F5 网络公司在硬件方面面临来自瑞科网信公司（A10 Networks）越来越激烈的竞争，瑞科网信公司是一家以更低价格提供类似功能的新兴竞争者。纯软件的应用交付控制器厂商，如宙斯公司（Zeus）（被 Riverbed 公司收购），通过以故意的更低价格提供类似功能来获得牵引力。瑞科网信公司宣称提供一台 15000 美元的设备，其功能相当于一台 60000 美元的 F5 网络公司设备。因为 F5 网络公司寻求保护其硬件专营权，面对这样的竞争，它艰难应对。

经过六个季度的增长放缓，F5 网络公司的产品销售在 2012 年 3 月那个季度加速。华尔街预计这次再加速将持续，而华尔街之外咨询集团认为 F5 网络公司将难以满足这些预期，当 F5 网络公司增长的挑战

被更广泛的理解时，股票的估值倍数将压缩。F5 网络公司的股票在接下来的 6 个月下跌了 30%，从 130 美元跌到 90 美元，正如华尔街之外咨询集团此前所预期的那样。

2013 年 F5 网络公司反复做空

2012 年，F5 网络公司的产品销售继续减缓，在 12 月这个季度同比仅增长 4%。F5 网络公司管理层将疲软归因于暂时的宏观经济疲软，并再次预计到 2013 年下半年，近期的硬件更新再加速产品收入增长达到 18% ~19%。华尔街的分析师们预计 F5 网络公司的产品收入增长率在 20% 以内。

当它原来关于 F5 网络公司的做空观点没有实质性改变时，华尔街之外咨询集团仍然持怀疑态度。消息来源表明大规模的云服务提供商和私有云正在走向一个软件驱动的网络化工作方式，其中硬件被当作商品化的资产池。在 2013 年 2 月股价回升至 101 美元后，华尔街之外咨询集团发布了一个新的做空建议。F5 网络公司股票在接下来的 6 个月再次下跌了 30%，从 101 美元跌至 70 美元，华尔街之外咨询集团仍坚持其空头头寸。

资料来源：华尔街之外咨询集团。

当故事遭遇预料之外的重大变故时，放弃

当陷入困境的公司宣布扭转计划和投资者信从该计划时，市场预期开始上升。如果投资者认为该公司有低杠杆率和它会产生相当不错的现金流，他们可以在扭转之前付清股票。管理层可以通过鼓励投资者忽略短期问题和聚焦长期扭转目标来利用投资者的热情。投资者可能会倾向于保持乐观，至少在一个多年计划的第一年。如果股价上涨

超过30%，放弃可能是明智的，当有更清晰的证据出现时，则应当重新审查投资观点。

案例研究：西联汇款公司（WU）

在西联汇款公司报告2012年第三季度营业收入下跌了3%，低于市场平均预估后，股价下跌30%至12.73美元。在电话会议上，西联汇款公司首席执行官（CEO）淡化了竞争性定价氛围，并将业绩未达到预期归咎于宏观经济疲软和更严厉的监管合规规范。当一位客户问我西联汇款公司是否是一只价值型股票，我开始研究该公司。

2006年，西联汇款公司剥离了第一数据公司（First Data），从用户通过其485000代理商的汇款中获得了84%的营业收入。发汇和收汇代理商都收到一定比例的佣金收入。代理商的主营业务承担实物基础设施和人员的成本。西联汇款公司最近收购了通济隆公司（Travelex）的B2B业务以提升其业务支付解决方案。它还与万事达卡公司联合进入预付卡业务。[1]

我的研究表明资金转账行业是高度分散的。作为有强劲现金流的规模最大的参与者，西联汇款公司面临来自较小的新竞争对手（如Xoom公司）的竞争，[2]并面临现有竞争者如速汇金国际公司（MGI）和Ria金融服务公司的定价压力。[3]我对西联汇款公司交易的经济状况（表10.1）的分析表明其单位定价和盈利能力有结构下降的迹象。而西联汇款公司已授权5.5亿美元的股票回购和增加派息，它极力降价，这可能会持续盈利能力的下降趋势。西联汇款公司似乎是一个价值陷阱。

表 10.1　西联汇款公司交易的经济状况

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 第一季度
交易费	3，286.6	3，532.9	3，373.5	3，434.3	3，580.2	3，545.6	872.0
交易数量（百万）	167.7	188.1	196.1	213.7	225.8	230.98	55.44
变动百分比	14.0%	12.2%	4.3%	9.0%	5.7%	3.0%	-2.0%
每笔交易费用	19.60	18.78	17.20	16.07	15.86	15.35	15.73
变动百分比	-5.80%	-4.20%	-8.40%	-6.60%	-1.30%	-3.20%	2.50%
代理商费用	(1，966)	(2，165)	(2，012)	(2，085)	(2，171)	(2，279)	(2，252)
每笔交易代理商费用	(11.7)	(11.5)	(10.3)	(9.8)	(9.6)	(9.9)	(9.8)
每笔交易单位利润	7.88	7.27	6.94	6.31	6.24	5.48	5.94
变动百分比	-14.7%	-7.7%	-4.6%	-9.0%	-1.2%	-12.1%	8.3%

资料来源：西联汇款公司提交给美国证券交易委员会的文件。

我建议不要买西联汇款公司股票，在股票下跌后，根据回购公告，但我没有想建议做空它。我一直等待做出做空建议直到 2013 年 2 月，股票上涨了 15%，第四季度的盈利报告是导致股票上涨的原因。该股横盘整理直到 5 月份第一季度利润的公布，那时西联汇款公司已表示本季度价格上涨趋势形成。它增强了指导，该股上涨了 5%。

这种新的信息可能会在短期内颠覆我的观点，我查看了价格上涨对交易量以及竞争对手交易量的影响。2013 年第一季度，西联汇款公司的竞争对手—速汇金国际公司和 Xoom 公司，分别报道了它们的交易量有 11% 和 51% 的增长，而西联汇款公司报告交易量下降了 2%。这似乎是竞争正在夺取西联汇款公司的市场份额，我没有放弃。

今年 7 月，自从我做出做空建议之后，西联汇款公司股票上涨了

20%，关于我的价值陷阱观点，我似乎错了。我告诉我的客户，我会等到2013年第二季度的盈利结果来审查我的观点。Xoom公司和速汇金国际公司比西联汇款公司提早报告业绩，分别宣布57%和14%的相当不错的交易增长。后来，西联汇款公司报告交易增加了3%，由于市场忽略了其单位盈利能力的下降，股票收盘上涨了1%。

由于几个原因，从风险管理的角度来看，我决定放弃。西联汇款公司预计2014年的交易和收入将增长，并暗示2014年涨价。该股现在已经上涨了30%，并可能继续上涨，前提是希望西联汇款公司继续回购股票。空头净额比率达到9%，翻了一倍，逼空现在构成了一个潜在的风险。

当增长持续超过预期时，放弃；当业务周期开始改变时，重新审查

当公司开始建立产能以满足意想不到的市场需求的激增时，它们可能得意忘形，并过度建设产能。只要订单量和销售额超过期望，投资者可以继续付清股票；但是，一旦在增长曲线上有一个拐点，估值倍数开始再次评估向下。当经济增长减速或下降时，根据这个假设做空股票，这可能是预测的一个坏主意。当有增长周期的一个中断的明确证据和明确的催化剂（如竞争和监管的威胁或需求放缓）出现时，最好是做空。在缺乏明显的催化剂的情况下，做空可能导致巨大损失。

案例研究：三一工业公司（TRN）

2011年，当北达科他州和蒙大拿州的巴肯页岩矿区的石油产量经历了巨幅增长，美国页岩油革命变得显而易见。石油产量的突然激增

对轨道车制造商是一个福音，因为2012年通过铁路的原油运输继续迅猛发展。炼油厂与铁路公司一起开始订购油罐车，导致油罐车供应紧张。这似乎是2005年乙醇热潮期间的轨道车产能逐步增长的一种似曾相识的感觉。在随后的几年里，乙醇泡沫破裂，而轨道车已建成过剩产能。[4]

随着轨道车制造和轨道车租赁集团连续6个季度超过30%的增长，三一工业公司（Trinity Industries）是最大的受益者。高的经营杠杠和财务杠杆已帮助三一工业公司达到历史最高的营业毛利。公司决定建立轨道车租赁业务的合资公司，这将有助于增加额外的十亿美元的订单量。2013年5月，在他们宣布成立合资公司后，由于积压订单似乎难以为继，我开始致力于把三一工业公司做成做空案例。德州轻质原油（WTI）和布伦特（Brent）原油价差为每桶20美元，，达到历史最高，这使得铁路原油运输经济上可行。然而，由于巴肯页岩油变得更便捷了，原油价差也注定要收窄。轨道车租赁往往是短期的，如果原油价差收窄，承租人倾向于取消租赁。[5]

在一列运载原油的轨道车在魁北克省梅干提克湖爆炸之后，这成为了万众瞩目的焦点，我怀疑轨道车制造商将面临调查和更严格的监管。管道一直被认为是一个更安全的输油选择；然而，新的输油管道建设被推迟了，钥石（Keystone）输油管道面临环境障碍。在缺乏明确的催化剂的情况下，我发表了做空观点，因为我相信与轨道车制造相关的担忧最终会浮出水面。由于三一工业公司的租赁合资公司的持续轨道车需求帮助它增加了订单量，[6]我的观点在接下来的两个季度被证明是错误的。2013年12月，在该股上涨了20%后，由于没有任何监管调查的迹象，我平仓了。

2014年，三一工业公司继续经历强劲的需求，到2014年6月，该

股又上涨了70%。2012年，针对三一工业公司提起的护栏检举人案件刚刚以未决审判为结局。检举人指控三一工业公司对其中一款高速公路护栏产品做了秘密改变，这造成交通工具受损而不是减速。然而，2014年7月，在一连串的火车起火事故后，美国交通运输部提出了新的防范安全风险的规则。现在有一个明显的催化剂，这似乎是做空三一工业公司的一个更好时机。

2014年10月21日，联邦陪审团裁定三一工业公司在检举人案件中有罪，并要求三一工业公司向美国政府支付5.25亿美元的损害赔偿金。消息公布后，该股下跌了12%，随后又下跌了33%。我们回补了一半的空头头寸。由于石油供应过剩，德州轻质原油和布伦特原油价差也收窄至2美元，铁路运输石油需求放缓。在11月和12月，石油价格加速下跌，三一工业公司股价又下跌了20%。我们回补了剩余的空头头寸。

热门股票、高空头净额比率：远离热门的做空

当空头对利好消息（如并购、分析师上调评级、利好的公司公告、监管做空禁令等）、追加保证金通知和停止损失做出反应时，他们被迫回补空头头寸，逼空行情迅速推高了股价（通常是严重被做空的股票）。逼空是做空者唯一的最大风险。

2008年，在保时捷公司宣布它通过现金结算期权获得了大众汽车公司额外的31.5%的股份，并打算将持有大众汽车公司的股份从42.6%增加至74.1%后（图10.1），大众汽车公司（VW）的股票飙升了近5倍。保时捷公司的公告导致了市场猜测大众汽车公司只有不到6%的可供交易浮动筹码，而12.8%的大众汽车公司股票被做空，造成

回补大众汽车公司股票的恐慌性需求和逼空。[7]

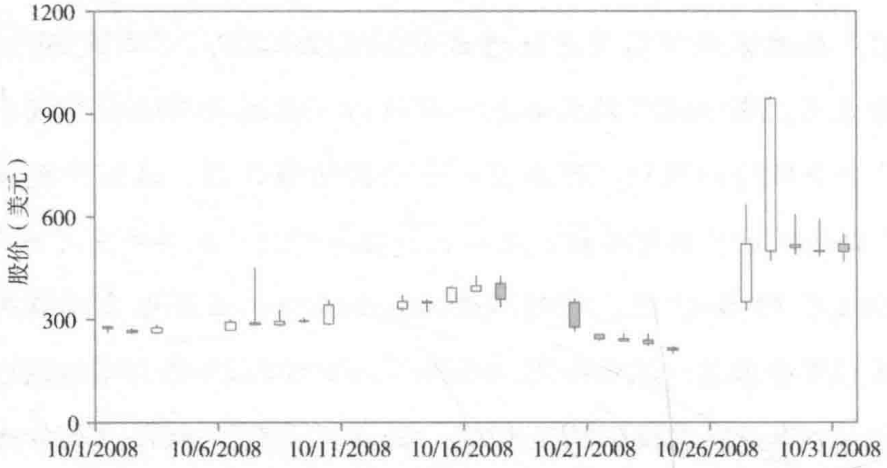


图 10.1　在 2008 年逼空行情期间，大众汽车公司股价飙升

资料来源：大众汽车公司 2008 年年度报告，彭博社。

做空者蜂拥进入存在的问题被市场广泛了解的公司。他们可能仅凭纯属臆测或只因找不到其他令人信服的做空思路就积极加入已经热门的做空。然而，热门做空的成功几率很低，因为市场预期可能已经被黯淡的前景调和了，任何利好消息都可能提升预期并挤走空头。

牛市的上涨潮也可以拯救陷入困境的公司。2013 年 1 月 5 日，在罗素 1000 指数中共有 168 只个股有超过 7% 的空头净额比率，而 70% 的这些股票在接下来的 6 个月里平均上涨了 38%。做空它们的成功几率将不到 30%。

成长股、明星首席执行官：不要阻碍一辆失控的火车！

我们已看到许多以高估值倍数交易的高增长公司例子，这些估值倍数可以不断扩大。一位明星首席执行官，特别是一位善于交际的首

席执行官，会使用逼空做空者的利好惊喜引发股价上涨。最好不要阻碍这种失控的列车；纯粹基于高估值的做空危险是相当明显的。

这是用做空者的语言反对明星首席执行官的语言。当阻碍公司的增长很难，也没有对公司的增长造成迫切威胁时，市场可以理所当然地投票支持首席执行官。当首席执行官可以推动公司步入长期增长目标轨道时，市场也可以忽略短期波动。

投资者会特别对成功创办了多家企业的企业家经营的公司支付溢价估值，并密切跟踪这些企业家从一家风险企业到另一家风险企业。在最近几十年，硅谷创建了几家数十亿美元规模的企业，在一定程度上科技和增长似乎是同义词。特别是前贝宝公司员工，普遍被媒体称为“贝宝帮”，仅在过去 10 年，他们已经建立了很多数十亿美元规模的公司，包括 YouTube 公司和领英公司（LinkedIn）。

2001 年 9 月，在互联网泡沫破灭后，贝宝公司申请首次公开发行股票（IPO）。2002 年 2 月 15 日，新股上市，市值为 12 亿美元。贝宝公司提供网上缴费服务，它是 eBay 公司交易平台的自然延伸，因为它取得的 70% 收入来源于 eBay 公司。[8] 2002 年 7 月，在贝宝公司首次上市的四个月内，eBay 公司宣布它将花 15 亿美元收购贝宝公司。许多有百万美元身价的贝宝公司员工离开 eBay 公司加入或支持成功的创业公司（表 10.2）。[9]

表 10.2　著名的贝宝公司员工

贝宝公司员工	职位	他们加入或支持的主要风险企业
埃隆·马斯克	创始人和首席执行官	美国太空探索技术公司（SpaceX）、特斯拉汽车公司、Solarcity 公司
彼得·蒂尔	首席执行官兼董事会主席	Palantir 公司、Corrum 资本管理公司、脸谱公司

续表

贝宝公司员工	职位	他们加入或支持的主要风险企业
麦克斯·拉夫琴	首席技术官	Slide 公司、Yelp 公司
罗素·西蒙斯、杰里米·斯托普尔曼	工程	Yelp 公司
戴维·萨克斯	执行副总裁、产品	Yammer 公司
雷德·霍夫曼	执行副总裁、企业发展	领英公司、Zynga 公司等
鲁洛夫·博塔	首席财务官	YouTube 公司
陈士骏、查德·赫利	工程	YouTube 公司
约翰·马洛伊	董事	Waze 公司
凯斯·拉波斯	执行副总裁、企业发展	领英公司、Slide 公司、Square 公司、Yelp 公司、Xoom 公司、科斯拉风险投资公司

1999 年，从埃隆·马斯克把他的第一家创业企业 Zip2 公司卖给康柏电脑公司担任贝宝公司创始人和首席执行官之前，他已经是一个百万富翁。[10] 2001 年，他从贝宝公司的股权出售中赚取了 1.5 亿美元，并继续进行成功的大胆投资。2003 年，他创立了美国太空探索技术公司，这是美国国家航空航天局（NASA）为国际空间站挑选示范货物运输的一家冒险的火箭风险企业。美国太空探索技术公司后来被授予 16 亿美元运输货物补给任务合同。[11]

2004 年，马斯克向特斯拉汽车公司投资了 630 万美元，特斯拉汽车公司是一家电动汽车创业公司，马斯克作为董事长加入特斯拉汽车公司，2008 年，他最终成为特斯拉汽车公司的首席执行官。2010 年 6 月，在首次公开发行股票时，马斯克持有特斯拉汽车公司 65% 的股份，是特斯拉汽车公司的主要资金来源。2006 年，他还向一家太阳能安装创业公司—SolarCity 公司投资了 1000 万美元，[12] 他作为董事长加入 So-

larCity 公司，2012 年 12 月，在首次公开发行股票时，他持有 SolarCity 公司 32% 的股份。

特斯拉汽车公司和 SolarCity 公司自上市以来，一直被严重做空，它们也一直受到媒体的关注，媒体上有诸多关于它们前景的讨论。[13] 做空者怀疑它们的商业模式，并保持拉锯战。2013 年，当两家公司都推出提升增长前景的融资方案时，转折点到来，这压倒了持怀疑态度的空头。特斯拉汽车公司和 SolarCity 公司现在都有一个可行的由融资支持的收入模式。

案例研究：特斯拉汽车公司（TSLA）

对空头而言，拉锯战糟糕结束

2006 年，特斯拉汽车公司推出它的第一款电动车型—电动敞篷跑车（Roadster），2008 年，开始为 900 辆预订订单生产。在 2008 年金融危机中，特斯拉汽车公司被德国戴姆勒股份公司拯救，戴姆勒股份公司投资 5000 万美元换取其 10% 的股份。同时，美国能源部（DoE）批准了特斯拉汽车公司 4.65 亿美元的贷款，这使其将生产目标从 2008 年的每年 800 辆提高至 2012 年的每年 20000 辆。特斯拉汽车公司给两款新的电动敞篷跑车车型定价在 100000 美元以上，在 2010 年 6 月 29 日股票上市前，共交付 1063 辆汽车。[14]

到首次公开发行股票时，特斯拉汽车公司还收到了刚宣布的新的四门车型—Model S 的 2200 个订单，预计售价 49900 美元起，该车型有资格获得每辆车 7500 美元的联邦税收抵免。在首次公开发行股票中，特斯拉汽车公司筹集了 2.26 亿美元，还从日本丰田汽车公司吸引了 5000 万美元的投资，股票上市首日上涨 40%，收于每股 23.89 美元。做空者预计特斯拉汽车公司将不赚钱，直到 2012 年它开始起运 Model S

电动汽车。他们认为特斯拉汽车公司还低估了生产成本和现有竞争对手的竞争。在他们看来，基于估计2015年电动汽车市场将增长6倍达到1060万辆的报告，特斯拉汽车公司高估市场规模。

自2008年特斯拉汽车公司第一次开始交付电动敞篷跑车以来，到2011年底，它已累计交付了2150电动敞篷跑车，而在2012年6月开始生产的6个月内，它预计交付5000辆Model S电动汽车。做空者对此持怀疑态度，当2012年9月特斯拉汽车公司经历生产的短暂停顿时，他们赢得了第一轮。特斯拉汽车公司也增发股票募资1.28亿美元，其中马斯克主动提出购买100万股。

2012年，特斯拉汽车公司生产了3100辆Model S电动汽车，低于其生产5000辆Model S电动汽车的目标。然而，不久后，2012年12月，它宣布它已达到年产20000辆电动汽车的生产运行率目标。由于生产的不确定性被清除，并为特斯拉汽车公司宣布增加新的Model X电动汽车每年10000至15000辆产能铺平了道路，做空者顾影自伶。对于结束连续亏损，特斯拉汽车公司非常乐观。

2013年是特斯拉汽车公司标志性的一年，它的增长继续势不可挡。马斯克可能已看到增长的到来，2012年9月13日，当他接受福克斯商业电视台的采访时说："做空特斯拉汽车公司股票是一个巨大的错误，对于那些做空特斯拉汽车公司股票的人而言，这是一场带来伤害的海啸。"在接二连三的消息之后，空头被击败，特斯拉汽车公司的股票飙升超过4倍，达到每股180美元（图10.2）。

1. 特斯拉汽车公司安排新闻发布会透露融资方案；2. 分析师怀疑该融资将激发需求；3. 特斯拉汽车公司公布调整后的第一季度利润，这个季度销售了5000辆Model S电动汽车；4. 特斯拉汽车公司通过增发募资10亿美元以偿还美国能源部的贷款；5. 高盛集团分析师下调特

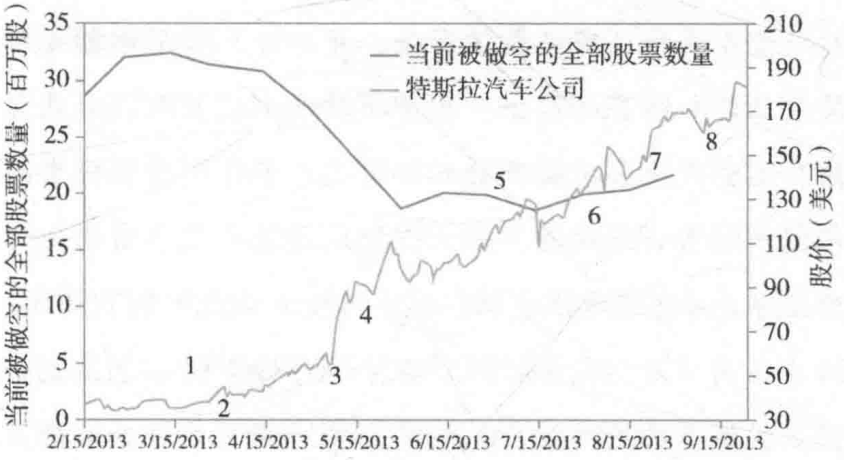


图 10.2　特斯拉汽车公司股票的主要新闻流影响

斯拉汽车公司评级，表示股票挑战重力；6. 特斯拉汽车公司报告第二季度经营成果，销售了5150辆Model S电动汽车，超过了自己的4500辆目标销售量；7. 在为Model E电动汽车的名字申请商标后，特斯拉汽车公司股票上涨6%；8. 德意志银行分析师将股价目标上调至每股200美元。

资料来源：特斯拉汽车公司新闻稿、彭博社。

在三起特斯拉汽车起火被报道后，空头并没有准备放弃特斯拉汽车公司。一系列的媒体报道紧随其后，而这些起火的特斯拉汽车的图像却不断地在电视上重播。由于这些事故的涉事司机公布了积极的叙述，马斯克再次行动控制损失。涉事司机说如果这样的情形发生在其他汽车中，他们可能早已死亡，而在着火前，特斯拉汽车给了他们足够的警告来靠边停车，并逃离汽车。特斯拉汽车公司股价复原，但空头并没有放松。

当马斯克宣布计划投资50亿美元建造世界上最大的电池工厂时，

做空观点的下一步逐步发展。特斯拉汽车公司宣布它至少出售16亿美元的可转换债券来为该项目提供资金，并与日本松下电器公司签订合作伙伴关系，日本松下电器公司是特斯拉汽车使用电池中最大的锂电池供应商。当空头指出在最近电池公司破产事件中存在明显的失败风险时，他们找到了新的弹药。另一个担忧是没有足够的电池需求可以提供规模经济，并降低电池成本。该公司股票再次下跌了30%。

2014年5月9日，我在纽约证券分析师协会的一个做空小组上发言（这是本·格雷厄姆诞辰120周年）。在持续的担忧中，那天特斯拉汽车公司股价刚创下低点，我同小组成员准备做空特斯拉汽车公司。2013年，小组中的其中一人对特斯拉汽车公司发起了一个小规模的空头头寸，并认为特斯拉汽车公司现在已经成为一个有吸引力的做空对象。

因为做空特斯拉汽车公司的观点的最大风险是与埃隆·马斯克对赌，马斯克有着令人惊叹的化险为夷的成功纪录，我不同意我同小组成员的观点。马斯克直接参与了六家自行创办或联合他人创办的数十亿美元公司的经营管理。而这些公司的其中几家经历了濒死体验，最终获胜。简单的贝叶斯数学指出与马斯克对赌的成功几率很低，我唯一的观点是不要与对他对赌。

“翻船”的公司、“明星船长”：管理明星的能力可以重振股票

在前面的例子中，我们已经看到当“明星船长”所处行业进入衰退期，产品由于新兴替代品的出现失去实用价值，甚至“明星船长”也无法扭转他们的公司。然而，当问题仅是公司特有而不是存在于更

广泛的行业时，“明星船长”卓越的能力有很高的成功几率。让我们特别注视科技行业。

科技行业拥有所有行业中最具活力的竞争格局。很少发现科技公司长期垄断控制市场，而经常发现由于颠覆性技术，科技公司失去优势。一些科技公司花钱创新（这在利润表上体现为研究和开发费用），而其他科技公司购买创新公司（这在资产负债表上体现为资本项目）。双方的策略对保持领先或甚至留在原地都很关键！

科技公司通常会产生大量的现金，他们不断地将现金再投资到核心研究和创新概念的高价收购，但在它们失去关键的高管后，它们常常处于现金的艰苦挣扎中。在经过一系列不良收购和失败产品的烧钱之后，这些科技公司可能最终成为价值陷阱；然而，在这些科技公司已经使市场预期破灭后，做空它们可能很危险。如果这些科技公司能聘请一位“明星船长”，市场可能在它们的抢救中重新燃起希望。

案例研究：雅虎公司（YHOO）

自从2002年雅虎公司输给谷歌公司失去搜索引擎的主导地位和对其他搜索引擎收购失败以来，雅虎公司可能是堕落天使最恰当的例子。从那时起，雅虎公司错过了许多关键的收购，如脸谱公司，并进行了不良的收购，如地理城市公司（GeoCities）。2008年，在雅虎公司拒绝了微软公司主动提出的收购出价后，该公司股票下跌，在接下来的四年里，它仍然是一个价值陷阱。

从那时起，雅虎公司可以说是一步走错，步步皆错，而科技行业的其他公司则经历了来自许多创业公司和竞争对手的本垒打。雅虎公司在接下来的四年换了五位首席执行官，失去了对阿里巴巴宝贵股份的控制，执行重组计划也失败了。2012年，在雅虎公司解决了其与阿

里巴巴公司的争端并宣布回购股票后，雅虎公司股票的下跌趋势得到了遏制；然而，雅虎公司真正的扭转颓势是雇用了从谷歌公司离职的玛丽莎·梅耶尔。在宣布玛丽莎·梅耶尔被任命为雅虎公司新的首席执行官后，市场预期提升。

梅耶尔追求她老东家激进收购的核心战略，购买了十几家公司，包括高价收购汤博乐公司（Tumblr）。分析师对她的战略目标表示怀疑，而投资者则对她的谷歌公司渊源寄予希望。在梅耶尔担任首席执行官的第一年，尽管雅虎公司在收入或利润方面表现出增长惨淡，雅虎公司股票仍上涨超过70%。[15]

隐藏选项：等待释放的价值

在公司商业模式中的隐藏选项有时可能释放超过股价很多倍的价值。当公司拥有一个强大的分销网络来提供产品或服务时，这样的选项就更有价值。在这样的情况下，一家公司交付新产品和服务的速度仅限于开发或收购新产品的所需时间。当投资者对股票的情绪变糟时，市场可能低估分销网络和其他隐藏选项。

案例研究：美国视频点播网站 Netflix 公司（NFLX）

自2009年以来，Netflix公司股价已上涨7倍至每股295美元，打败了做空者（包括几位知名的做空者）。2012年7月，作为分离DVD租赁和在线流媒体服务的部分计划，Netflix公司宣布了涨价和新的订阅方案。Netflix公司的客户对涨价和登陆两个独立网站的不便感到非常愤怒。在接下来的几个月，媒体和分析师发起一系列的针对新政策的长篇大论，迫使Netflix公司首席执行官道歉；然而，道歉似乎太少

且太晚。Netflix 公司基本上已自作自受，导致股价在四个月内下跌超过 70%。

对 Netflix 公司股票而言，坏消息并没有结束。2011 年 11 月，Netflix 公司决定通过以 85.8 美元的行权价销售可转换债务以筹集 4 亿美元的新资本。在接下来的几个月里，该股继续上下波动，最终收于大约每股 60 美元。到 2012 年 7 月，Netflix 公司成为做空者的众矢之的。来自亚马逊公司、CoinStar 公司和沃尔玛百货公司对 Netflix 公司商业模式的威胁成为热门的讨论话题。新闻节目的嘉宾们强调内容所有者如何行使权力和 Netflix 公司如何争取重新谈判其视频内容合同。普遍的看法似乎是内容所有者已使内容聚合的商业模式无用。Netflix 公司似乎注定要失败。

我已跟踪 Netflix 公司多年。当市场空头认为 Netflix 公司的商业模式被摧毁，在股价下跌 70% 后，股价甚至将滑向更低，这引起了我的兴趣。空头基本上主张 Netflix 公司是一个价值陷阱，并且现在 2300 万名会员的用户群处于长期的下降通道。[16]我开始评估关于 Netflix 公司的做空观点以找到任何跟这个价值陷阱论点相关的暗藏不利因素：Netflix 公司有没有与其 2300 万用户相关的任何隐藏价值？

当心 Netflix 公司的隐藏选项：Hulu 公司[17]

我家里每月花 9.99 美元订阅 Netflix 公司的在线服务，我刚刚还注册了 Hulu Plus。我在 Hulu Plus 上观看《乔恩·斯图尔特每日秀》，并对 Hulu 公司每隔几分钟给我播放广告感到恼火。我每月在 Hulu Plus 上支付 7.99 美元，期望像 Netflix 公司那样的没有商业广告的待遇。

我对 Hulu 公司从广告中赚了多少钱感到好奇。Hulu 公司是迪士尼公司（Disney）、福克斯公司（Fox）和康卡斯特公司（Comcast）拥有的私营公司，Hulu 公司首席执行官在他的公司博客中定期公布其收入

和用户数量。有趣的是注意到 Hulu 公司的用户通过首席执行官发布的博客对 Hulu 公司的广告进行抱怨。

2011 年，Hulu 公司取得 4.2 亿美元营业收入，拥有平均 100 万的付费用户，到这年年底有 150 万用户。他们收入的计算似乎很简单，每月 8 美元订阅方案，订阅收入达到 9600 万美元（12 个月 ×8 美元/月 × 100 万用户）。剩余的 3 亿多美元营业收入来自哪里（4.2 亿美元 - 0.96 亿美元）？答案是视频内广告，按每千人成本或每千人成本基准销售。

YouTube 公司有效地建立了视频内广告市场，虽然其母公司——谷歌公司并没有单独披露 YouTube 公司的营业收入。华尔街分析师已估计 YouTube 公司占有 30 亿美元的在线视频广告市场的最大市场份额（超过 80%）。未来 3 到 5 年，这个市场预计将增长 50%。

视频内广告对 Netflix 公司意味着什么？

视频内广告是 Netflix 公司的一个真正选项，重要的是要评估这个真正选项的价值以确定 Netflix 公司是否是一个价值陷阱。如果 Netflix 公司可以推出针对 200 万用户（小于 2300 万当前用户的 10%）的新的基于广告的分层定价，按 Hulu 公司的历史经营结果，Netflix 公司能很容易地产生 6 亿 ~8 亿美元的增量广告收入。Netflix 公司将不需要大规模的投资来推出这样的方案，就可以产生 50% ~60% 的增量经营利润（大约 4 亿美元的增量净利润）。以市盈率为 15 倍至 20 倍计算，广告选项的价值大于 60 亿美元。该股股价可以很容易地翻番。

Netflix 公司有其他两个真正的选项：冒险做内部内容制作和引入一种按次计费模式观看电影。两个选项都有潜力提升 Netflix 公司的内容库。Netflix 公司已报告在线流媒体业务的订阅量增长放缓，这并没有令人担忧的订阅群减少的迹象。

从任何角度看，Netflix 公司似乎并不是一个价值陷阱。2012 年 8 月，我推荐客户买入 Netflix 公司股票。

Netflix 公司如何结束?

2012 年 10 月 13 日，Hulu 公司借款 2 亿美元回购 10% 的股份，这部分股份估值为 20 亿美元，其中每个用户隐含估值超过 1000 美元。这个交易似乎很昂贵，可能是因为交易没有涉及外部投资者。然而，本次交易的经济意义暗示 Netflix 公司每个用户估值小于 200 美元，该公司有一个 2300 万的更大订阅群。

2012 年 10 月 31 日，卡尔·伊坎在提交美国证券交易委员会的文件中宣布他最近已购买 Netflix 公司股票和看涨期权，这可以给他带来该公司 9.98% 的控制权。消息公布后，Netflix 公司股价飙升了 20%。五天后，Netflix 公司采用毒丸计划，限制非机构投资者在 Netflix 公司股份中不超过 10%。

市场对卡尔·伊坎和 Netflix 公司管理层之间的拉锯战的任何担忧都满不在乎，并对可能的扭转变得越来越乐观。在对 2013 年 1 月 22 日即将到来的盈利公告保持乐观的过程中，Netflix 公司股票继续上涨。Netflix 公司宣布惊喜的正收益、用户增加和积极的盈利前景。消息公布后，Netflix 公司股价上涨大约 40% 至每股 146.86 美元，并在接下来的 6 个月继续上涨，2013 年 7 月 12 日，该股收盘价为每股 257.26 美元。

概括

- 优化配置和审慎的风险管理限制下行趋势，然而自初始投资以来的发展分析对进行分配改变和风险管理决策是非常关键的。

• 当故事没有发生重大变化时，坚持您的空头头寸。当故事遭遇意料之外的重大变故时，放弃。当重大的催化剂出现时，重新审查做空观点。远离热门的做空：有高空头净额比率的热门股票。

• 不要低估一位明星首席执行官的能力。

• 当您不能阻碍公司增长时，不要阻碍由一位明星首席执行官经营的一只早期成长股。

• 当问题仅是公司特有而不是存在于更广泛的行业时，管理明星的能力可以使股票发生改变。谨防隐藏选项，公司可能行使它们以释放价值。

注释

1. 西联汇款公司（2012 – 2013 年）。年度报告、季度报告和列报。请检索：http://ir. westernunion. com/

2. XOOM 公司（2012 – 2013 年）。年度报告、季度报告和列报。请检索：http://ir. xoom. com/

3. 速汇金国际公司（2012 – 2013）。年度报告、季度报告和列报。请检索：http://ir. moneygram. com/

4. 努涅斯·克莉丝汀（2014 年 7 月 23 日）。《随着起火事故的堆积，美国提出了石油列车的新规则》。请检索：http://news. nationalgeographic. com/news/energy/2014/07/140723 – united – states – oil – train – rules – proposed/

5. 李·帕特里克（2014 年 7 月 19 日）。《三一工业公司的护栏检举人案件以无效审判为结局》。请检索：http://www. bloomberg. com/news/2014 – 07 – 19/trinity – guardrail – whistle – blower – case – results –

in – mistrial. html

6. 伊沃里·D. 和凯斯勒·A. （2014 年 10 月 20 日）。《护栏制造商三一工业公司对得克萨斯州欺诈行为负有责任》。请检索：http://www. nytimes. com/2014/10/21/business/jury – says – trinity – industries – a – highway – guardrail – maker – defrauded – us. html?_ r = 0

7. 玛茜·莎拉（2008 年 10 月 28 日）。《做空者使大众汽车公司成为世界上最贵的公司》。请检索：http://www. reuters. com/article/2008/10/28/us – volkswagen – idUSTRE49R3I920081028

8. eBay 公司（2002 年 7 月 8 日）。新闻稿。请检索：http://investor. ebay. com/releasedetail. cfm?releaseid = 84142

9. 罗斯马林·蕾切尔（2006 年 7 月 12 日）。《贝宝公司大批员工离职》。请检索：http://www. forbes. com/2006/07/12/paypal – ebay – YouTube_ cx_ rr_ 0712paypal. html

10. 弗里德曼·约什（2003 年 4 月 27 日）。《Zip2 和贝宝公司的创始人准备最新推出》。请检索：http://articles. chicagotribune. com/2003 – 04 – 27/business/0304260304_ 1_ space – exploration – technologies – corp – elon – musk – paypal

11. 美国太空探索技术公司，《关于美国太空探索技术公司》。请检索：http://www. spacex. com/about

12. 马歇尔·马特（2006 年 9 月 15 日）。《马斯克对 SolarCity 公司投资 1000 万美元，处于首位》。请检索：http://venturebeat. com/2006/09/15/musk – leads – 10m – investment – in – solarcity – to – provide – solar – for – all/

13. SolarCity 公司（2012 – 2013 年）。S – 1 表、10 – K 表、10 – Q 表和投资者简报。请检索：http://amda – 14lqre. client. shareholder.

com/index. cfm

14. 特斯拉汽车公司（2010－2013）。S－1 表、10－K 表、10－Q 表、博客和投资者简报。请检索：http://ir. teslamotors. com/

15. 雅虎公司（2000－2013）。10－K 表、10－Q 表和投资者简报。请检索：http://amda－14lqre. client. shareholder. com/index. cfm

16. Netflix 公司（2009－2012 年）。年度报告、季度报告、列报。请检索：http://ir. netflix. com

17. 基拉尔·J.（2012 年 1 月 12 日）。2011 年、2012 年及以后（Hulu 首席执行官的博客）。请检索：http://blog. hulu. com/2012/01/12/2011－2012－and－beyond/

第十一章　做空的机制

没有识别能力，知识比实践好。

——薄伽梵歌

做空股票和买股票的机制是不同的。做空股票是在市场上借入股票并销售股票的结合。借入股票引入交易的附加考虑，如借款费用、出借人收回股票、派息，逼空、投票权和监管限制。最重要的是，借入股票增加做空交易的保证金和赎回功能—最关键的风险，它使做空不同于简单地卖出你自己的股票。

一般来说，做空交易的持有期比做多交易短。做空者卖出他们没有所有权的股票，并且交易受制于股票出借人通知追加保证金。因此，重要的是要确定短期内可能对股票产生负面影响的催化剂或事件。

简单地说，买一只股票就像跑一场马拉松比赛，其中终点线是最重要的里程碑。相比下，做空股票就像跨栏比赛，其中短期障碍（获取调用的股票、并购传闻、做空限制等）跟终点线一样重要。

它也有可能进入一个做多（买入）或做空（卖出）交易，而没有买入或卖出实际股票。衍生金融工具，如期权、期货和掉期交易，提供了交易股票或现金股票的替代品。衍生金融工具面向更成熟的投资者，因为衍生金融工具交易中的收益和亏损比股票交易高得多。我还

将在本章介绍期权的一些基础知识。

要点

做空是有风险的，因为它涉及借入股票。当你做空一只股票，股票出借人可能忽然强迫你回补（或结束）您的空头头寸，并迫使您在不恰当的时间实现亏损。

做空和购买之间的主要区别

开启空头头寸

您可以开启一个多头头寸，并取决于股票的流动性（交易量）来购买你想要的尽可能多的股票。相比下，一个正常的做空需要您找到出借人并预先借入股票，以便它可以在标准的为期三天的结算期内交付给买方的，避免未能交付。换句话说，你不能做空股票，除非有人先答应借股票给您。

做空长期以来一直被归咎于股市的滥用，尤其是在大萧条时期。1934 年，美国国会指示美国证券交易委员会（SEC）清除股市的做空滥用。当一只股票股价在下跌，美国证券交易委员会采取限制做空股票的规则。这一规则保持六十多年不变，直到 2004 年采用证券做空规则（Regulation SHO）遏制裸卖空[1]。裸做空是指没有先借股票或确定股票可借就卖出股票。

证券做空规则要求经纪自营商了结所有连续存在十三个结算日的未能交付的门槛证券。门槛证券是股权证券，它们有连续五个结算日的总未能交付头寸，合计 10000 股或更多，并至少等于发行人的总流通

股的0.5%。交易所更新每日的门槛证券清单和两周的未补做空股数（做空流通股数量）的信息。

您可能已经确定了您最好的做空思路，但如果由于需求旺盛或做空限制，股票无法借入，您将不能做空股票。在这种情况下，可借入股票的成本可能异常高。在这种情况下，衍生金融工具可能是剩下的唯一选择，看跌期权是最常见的用于做空的衍生金融工具。

虽然它可能仍然是可能置于标的股票的衍生金融工具交易（期权、掉期交易或期货），这样的交易可能也热门，使衍生金融工具价格昂贵，并降低做空投资的预期回报率。衍生金融工具的价格，如看跌期权，不仅取决于标的股票价格，也取决于许多其他变化部件（到期时间、股票波动性和利率等），这可能进一步降低回报率。

购买看跌期权就像购买保险

购买看跌期权类似于购买汽车保险。被保险人支付汽车碰撞和责任的保险费，并有权在事故发生时要求赔偿损失。同样，当您买一只股票的看跌期权，您支付期权费保护（或对冲）您的股票投资。

一个看跌期权是如何运作的?

假设您有100股以每股120美元交易的X公司股票，您担心X公司股票可能在未来的6个月里会下跌10美元至20美元。您不想以每股120美元卖出你的X公司股票；但是，您想保护您的损失。换句话说，如果X公司股票跌了，你想通过（看跌）期权在未来6个月以每股120美元卖出X公司股票。您决定购买这种期权（作为看跌期权在期权交易所交易），它的市场价格为每股2美元或一份合同200美元（一份合同通常是以100股为基础）。

几个月后，您的担心实现：X 公司股票以每股 105 美元交易，您在股票上损失了每股 15 美元；但是，通过允许您以每股 120 美元卖出 X 公司股票，您的看跌期权弥补这部分损失。或者，你可以决定保留 X 公司股票，反而卖出看跌期权赚取每股 15 美元的溢价（120 美元减去 105 美元）。如果 X 公司股票超过每股 120 美元交易，您会损失了 2 美元的期权费。

你真的需要拥有 X 公司的股票来购买看跌期权吗？

不是真的。不像汽车保险，这要求您在可以买保险前拥有汽车，看跌期权不需要您拥有股票。那样的话，你会真的从下跌的股票中获利，类似于做空股票。

看跌期权和做空：风险与回报

做空或购买看跌期权背后的思路是从下跌的股票中获利；然而，所涉及的回报和风险有点不同。如前所述，当您购买看跌期权时，您的最大损失是支付的期权费。看跌期权的回报率可以是多倍。例如，您在每股 2 美元的看跌期权上赚取了每股 13 美元的收益（高达 6.5 倍或 650% 的回报率）。

相比之下，如果您以每股 120 美元做空 100 股 X 公司股票，做空投资的名义价值为 120 美元 × 100 = 12000 美元。您的经纪人通常会保留全部收入，并可能要求您保持 30%（或 3600 美元）作为初始保证金，这取决于监管要求。在这种情况下，您的回报率将低至 41.67%（1500 美元/3600 美元）。

然而，如果 X 公司股票上涨了 15 美元或 30 美元，或翻倍，情况会怎样？相比于当您购买看跌期权时损失期权费的有限风险，这里的这个风险似乎是无限的。在这种情况下，购买看跌期权似乎是一个更

好的提议，但并非总是如此。看跌期权的价格（或期权费）取决于股票价格以外的许多因素。

看跌期权的期权费也取决于波动性、时间周期、现行利率和行权价（您想卖出股票的价格）。剧烈波动股票将要求更高的期权费，6 个月的期权将比 3 个月的期权价格高。更高的行权价格（您想卖出股票的价格）将要求更高的期权费。

由这些因素引起的更高的期权费增加了成本投资。在此之上，在看跌期权到期达到交易盈亏平衡之前，股价必须下跌至期权费的价值。因为你可能在糟糕交易中损失 100% 的期权费，一连串的糟糕交易可能会严重削弱您的投资组合。

结束做空交易

在没有保证金或借入资金的情况下，现金股票持有者理论上可以永远持有他们的股票。然而，在面对不利事件—出借人通知追加保证金、监管限制、逼空和保证金不足，仅举几例，做空者可能被迫平仓。

重要的是要明白，出借人继续是股票所有人，尽管他们把股票借给做空者做空。在做空者卖出股票后，这有一点微妙，因为我们现在有第二位股票所有人。例如，如果一家公司 20% 的流通股被做空，20% 的股票由出借人持有，另外 20% 的股票由从做空者手中购买这些股票的新股东持有。因此，在这种情况下，做空减少了浮动筹码（可供交易股票），从 100% 减少到 60%（100% 减 20% 减 20%）。

如果创始人或战略股东持有公司 60% 的股份，这是否变得更复杂？这不仅变得微妙，而且对做空者非常危险，因为现在浮动筹码降低到 0（60% 减 60%）。即使小部分的出借人决定收回他们的股票，他们可以

逼空做空者，迫使他们寻找并回购股票。积极的股票消息也可以迫使做空者止损并轧平。

购买看涨期权是做空者的保险

购买看涨期权可以让您锁定股价于预期的价格（或行权价）。买方支付这个价格保险的期权费，并有权在未来以行权价购买股票。如果被做空的股票持续上涨，对做空者而言，这种保险可以是救星。

一个看涨期权是如何运作的?

假设您做空 100 股以每股 120 美元交易的 X 公司股票。您担心 X 公司的任何积极的盈利或新收购公告可能使他们的股票上涨 10 美元至 20 美元。您不想回补 X 公司股票；但是，您想保护在股票上涨时的损失。换句话说，如果 X 公司股票价格回升，您想通过（看涨）期权在未来 6 个月以每股 120 美元购买 X 公司股票。您决定以市场价为每股 2 美元或一份合同 200 美元（一份合同通常是以 100 股为基础）购买这种期权。

几个月后，X 公司股票以每股 135 美元交易，您在空头头寸上损失了每股 15 美元；但是，通过允许您以每股 120 美元购买 X 公司股票，您的看涨期权弥补这部分损失。或者，你可以决定保留 X 公司股票做空，反而卖出的看涨期权赚取每股 15 美元的溢价（135 美元减 120 美元）。如果 X 公司股票以低于每股 120 美元交易，您会损失 2 美元的期权费。

当您购买看涨期权时，您的最大损失是支付的期权费，类似于看跌期权。看涨期权的回报率可以是多倍。您在每股 2 美元的看涨期权上赚取了每股 13 美元的收益（高达 6.5 倍或 650% 的回报率）。相比之

下，如果您已经以每股 120 美元购买了 100 股 X 公司股票，您的回报率将低至 12.5%（1500 美元/12000 美元）。

看涨期权与做空

卖出看涨期权有点类似于做空股票，因为您敢说股价不会上涨。在前一个例子，当您卖出看涨期权时，您收到了 2 美元的期权费，如果股票不上涨超过 120 美元，您可以保留这个期权费。然而，如果 X 公司股票上涨到 135 美元，您每股亏损了 13 美元。

当您卖出 X 公司股票的看涨期权时，您的最大利润是收到的 2 美元期权费，即使 X 公司股票每股下跌了 10 美元。相比之下，在这种情况下，持有空头头寸很可能每股赚取 10 美元的利润。

持续时间或做空的持有期

由于做空交易的可赎回本质（出借人有权收回他们的股票），在股票投资组合中增加空头头寸降低了投资组合的持续时间或持有期。不合时宜的做空股票的收回可能会导致不必要的亏损。虽然它可能很难消除这种定时风险，合适的空头头寸规模（不集中的空头头寸）可以减轻亏损的大小。

投资最低预期回报率和回报

在没有保证金的情况下，股票的投资最低预期回报率是零或其基准指数。不过，除了基金基准外，做空投资至少有借贷成本加股票股

息率的投资最低预期回报率。只做空头的基金可以将股票的现金收益投资于基金基准或市场以消除基准风险。

做空投资的回报几乎是做多投资相反的写照。一个做空思路的最大上行回报率和一个做多思路的最大下行回报率是100%。反之，一个做空思路的最大下行回报率和一个做多思路的最大上行回报率理论上是无限的。用沃伦·巴菲特的话讲："你做空不能赚大钱，因为大亏损的风险意味着你不能下大赌注。"[2] 做空股数可能只是故事的一方面。

做空可能不一定是出于对股票的看跌意见。配对交易、套利和做市商活动也构成了做空交易量和做空股数的很大一部分。这几乎是不可能深入了解这些做空交易的做多同行。例如，如果一位基金经理透露了他或她在做空一只铜股票，很难说基金经理是否在对冲建筑行业股票或看跌铜。

对于谁在做空股票，缺乏披露

做空股数的统计数据表明一只股票做空活动的水平和变化，而不是做空赌注背后的参与者；但是，著名的做空者往往透露其空头头寸。在另一方面，持股报告提供更多股票股东的本质、他们的持股水平和最近持股变化情况（表11.1）。

表11.1　谷歌公司的做空股数

结算日	当前被做空的全部股票数量	平均每天股票交易数量	回补的天数
2012.09.14	3，524，796	2，681，179	1.314644
2012.08.31	4，118，402	2，189，948	1.880594
2012.08.15	4，180，876	2，224，799	1.879215

续表

结算日	当前被做空的全部股票数量	平均每天股票交易数量	回补的天数
2012. 07. 31	3，903，004	2，955，335	1. 320664
2012. 07. 13	3，835，260	2，257，680	1. 698762

资料来源：彭博社。

税收处理主要是短期收益或亏损

做空收益和亏损大多被视为短期，但根据在股票交付给出借人以结束做空交易前的持股时间，它们有时可以被视为长期。支付给做空的股息的税收处理取决于持有期的要求，这可以限制您扣除持有不到46 天的空头头寸的股息，但允许你增加回补股票的方式。

要点

做空在许多方面不同于购买股票，包括机制、潜在利润或亏损的税务处理和最低预期回报率。

做空股票基金的常见类型

做空股票基金的常见类型包括多空对冲基金、只做空头或偏重做空的基金、130 / 30 多空共同基金以及短期和超短期的交易所交易基金（ETFs）。

做空并不适合所有人

做空的纪律不适合普通个人投资者；它面向拥有先进的研究和风险管理资源的机构投资者。

对冲基金在做空战略中占主导地位，它们的章程授权其做空股票。它们同时提供只做空和多空产品。在过去的 5 年里，传统上提供只做多产品的共同基金和交易所交易基金（ETFs）已开始提供多空基金（例如：130 / 30 或 150 / 50）和只做空的交易所交易基金。

做空者面对多种因素：非对称回报、逼空风险、短期资本收益处理、借款成本等等。他们的利益经常与市场上的每个人发生冲突—发起人、华尔街分析师、知名投资者以及甚至监管者。

那么，做空背后的机构的动机是什么呢？良好的做空策略承诺保护下行趋势和潜在地交付正收益，允许基金经理甚至在熊市中产生正收益。

概括

- 为了做空，做空涉及借入股票。
- 借入股票使做空有风险，因为出借人可能忽然强迫您回补（或结束）您的空头头寸，并迫使您在不恰当的时间实现亏损。
- 衍生金融工具，如期权和期货，提供了股票或现金股票的替代品。。看跌期权是最常见的用于做空的衍生金融工具。
- 买入看跌期权类似于做空股票。买入看涨期权通过提供对股价飙升的保护，降低做空股票的风险。卖出看涨期权是做空的不好的替

代品。

- 逼空是做空者的单一最大风险。
- 做空在许多方面不同于购买股票：机制、潜在利润或亏损以及它们的税务处理和最低预期回报率。
- 做空是面向拥有先进的研究和风险管理资源的机构投资者。
- 多空对冲基金、130－30 共同基金和超短期交易所交易基金是最常见的做空股票的投资基金。

注释

1. 证券交易委员会（2003 年 11 月 13 日）。《提出的做空新规》。请检索：http://www.sec.gov/rules/proposed/34－48709.htm

2. 斯特劳茨·蒂莫西（2012 年 8 月 22 日）。《不要低估自己》。请检索：http://ibd.morningstar.com/article/article.asp?id=565378&CN=brf295，

http://ibd.morningstar.com/archive/archive.asp?inputs=days=14;frmtId=12,%20brf295

词汇表

可调整利率抵押贷款（ARM）：初始期间有固定利率的抵押贷款，该贷款可以是两年期、五年期、七年期或十年期。在固定利率的初始期间结束时，抵押贷款利率调整为浮动利率。

每单位平均收入（ARPU）：电信行业的一个常用的关键绩效指标（KPI），用于反映每销售一部手机所产生的收入。

资产支持证券（ABS）：资产证券化起源于汽车贷款和信用卡应收账款等资产的证券化。（见证券化产品）

布莱克—斯科尔斯定价模型：公司使用这种流行的数学模型对欧式衍生金融工具进行定价（例如：员工股票期权、认股权证和可转换债券）。

催化剂事件或新闻：它们可以触发对股票价格的一个正面或负面的反应。投资者和分析师都喜欢识别和关注催化剂（盈利、产品发布、重组、管理层变动、月零售额、产能扩张等）以确定他们的买入或卖出决定的时间。

担保债务凭证（CDO）：它是资产支持证券的一部分，它可以基于贷款、债券、商业地产、结构性产品、或金融衍生工具的担保合成凭证，如信用违约互换和其他担保债务凭证而生。

可比同店销售额（也称为可比额、可比销售额、同店销售额，类似商店销售额）：它通常是指已经营一年或以上的商店的收入增长。许多零售企业按月报告可比同店销售额，并且有一些零售企业按季度或年度报告。对零售股而言，可比同店销售额是一个密切关注的数据。

信用违约互换（CDS）：信用违约互换工具允许投资者以有限的下跌空间做空债券，就像股票的看跌期权。信用违约互换与公司或主权实体发行的债券或贷款的保险合同相同。一位信用违约互换合约持有人向卖方支付固定费用，而如果发行人违约，卖方同意支付贷款或债券的票面价值。发行人违约可能不一定意味着破产或无力偿付债务，但当债券发行人未能满足一定偿债条件或贷款契约（例如，未能支付利息或保持盈利能力与债务的一定比例关系）时，它可能触发一个信贷事件。

信用违约互换是一种主要由机构投资者和投资银行交易的柜台交易（OTC）金融工具。一个典型的合同可能是基于一个国际互换与衍生工具协会（ISDA）的主协议制定，并面向特定投资者的需求定制。信用违约互换是在20世纪90年代推出，但在2008年金融危机期间引起了公众的注意。

信用违约互换指数（CDX）：它是信用违约互换的一种类似于股票

的标准普尔500指数的指数。信用违约互换指数可以基于投资级信用、高收益信用或其他信用证券。在金融危机时，当少数几个投资者对这些指数下成功的做空赌注时，信用违约互换指数和资产证券化指数（一种次级抵押贷款支持证券指数）开始崭露头角。信用违约互换指数和资产证券化指数可以为信用工具提供保险保障。

周期性：公司的销售与扩张或衰退经济周期的相关性。在经济衰退后，一旦经济开始复苏，早周期股如金融股往往最先反弹，其次是中周期股如工业股，然后是晚周期股如材料股和能源股。在经济衰退阶段，防御性股票如公用事业股和日用消费品股往往跑赢大盘。

产权比率（D/E）和债务资本比率（D/C）：产权比率是长期负债与股东权益账面价值的比率，而债务资本比率是长期负债与资本总额（负债+股东权益）的比率。产权比率或债务资本比率表明该公司的负债水平，也被称为杠杆比率。杠杆比率和偿债比率是一家公司负债的重要指标。

回补的天数：所有做空者回补他们的空头头寸所需的天数；该计算是基于股票的平均交易量。如果一只股票的日平均成交量是300万股，而当前被做空的全部股票数量是600万股，这将需要两天时间来回补整个空头头寸。回补的天数也被称为做空比率。

（总负债+融资租赁）与息税折旧摊销租金前利润的比率：当一家公司有长期经营租赁合同，总负债与息税折旧摊销前利润的比率并不能反映其真实的偿债能力。在这种情况下，总负债可以调整包括融资

租赁，租赁费可以加回息税折旧摊销前利润。分析师通常使用租赁费的 8 倍作为融资租赁的替代。总负债与息税折旧摊销前利润的比率低于或接近 1 可能是一个预警信号。

折现现金流量（DCF）/净现值（NPV）：折现现金流量和净现值法预测一家公司未来的现金流量，并将其折现为现值以确定股票的价值。这个折现法是基于货币的时间价值这个概念；即，今天一美元的价值会超过明天的一美元的价值。折现现金流量的估值基于两个关键的假设：（1）收入和盈利预测，（2）折现率或股本成本。PV10 是在石油和天然气行业常用的折现现金流量估值法，这些行业的现金流都是按 10% 的固定利率进行折现。

股利现金流量折现模型（DDM）：它预测一家公司未来的股利，并将其折现为现值以确定价值的股票。这种模式用于有悠久分配股利历史的成熟公司。

每股收益（EPS）：它是一个密切关注的数字和股价的强劲驱动因素。每股收益 = 净利润/发行在外普通股股数，也被称为基本每股收益或过去一年的每股收益（过去一年的净利润用在这里）。

稀释每股收益的计算调整了发行在外普通股的发行员工股票期权、认股权证等的任何稀释。

未来每股收益 = 华尔街分析师达成共识的净利润/发行在外普通股股数。华尔街分析师达成共识的净利润是指华尔街分析师估计的未来

一年或未来几年的平均净利润。

正常每股收益 = 正常净利润/发行在外普通股股数。净利润扣除一次性费用或非正常项目后得到正常净利润。

企业价值与息税折旧摊销前利润的比率：它考虑了全部负债、现金余额和少数股东权益，并忽略了作为营业成本的折旧和摊销。它是资本密集型和杠杆行业常用的估值倍数。

企业价值与（息税折旧摊销前利润 - 资本支出）的比率：折旧和摊销是根据公司相关资产的预计使用年限计提的非付现费用。公司假定一项资产的价值最终变为零或一定的残值，并将资产价值在预计使用年限内作为折旧费用费用化。然而，因为公司每年都需要进行资本投资，一些或大部分的这种折旧费用可能是真实的。如果息税折旧摊销前利润不被调整以反映这些投资（或资本支出），公司可能看似很便宜。（息税折旧摊销前利润 - 资本支出）调整了经常性投资以提供工业企业或重资产密集型企业经营盈利能力的更好的判断。

提交的文件：美国证券交易委员会（SEC）是美国股市的一个主要监管机构，它强制要求公司定期提交某些表格以披露重大信息（极有可能影响股票价格的信息）。

浮动筹码：它是可供交易的发行在外的普通股。有 40% 浮动筹码的股票意味着 60% 的股票都是由内部人、机构等封闭持有，并且不可在公开市场进行交易。

自由现金流量（FCF）倍数或收益率：自由现金流定义为税后营业净利润（NOPAT）+折旧和摊销（D&A）-净营运资本变动-资本支出。自由现金流量是公司产生的扣除资本支出后的多余经营现金。自由现金流收益率=自由现金流/市值，自由现金流量倍数=市值/自由现金流。公司可以用自由现金流回购股票或支付特殊股息。从理论上讲，以20%的自由现金流收益率或5倍自由现金流量倍数（1／20%）交易的一家公司可以用五年时间回购所有股份。高自由现金流收益率表明该股票以便宜价格交易而往往也会导致价值陷阱。

自由浮动资产：这种用来评估保险公司的方法由沃伦·巴菲特普及。自由浮动资产是指在保险合同中扣除净索赔负债后的可用资产。巴菲特给出的理由是保险公司（有较强的承销历史）可以免费将这些负债投资于资本市场。自由浮动资产的主要组成部分是未付损失、人寿保险、年金与医疗保险负债，未满期保费与其他对保单持有人的负债减少应收保费与再保险费、根据可追溯的再保险合同承担的递延费用和递延保单取得成本。

首次公开发行股票（IPO）：一家私人公司决定向公众出售其股票，它通常采用首次公开发行股票。首次公开募股的承销商（投资银行）负责分配和股票的定价。美国的新股发行股份按发行价格分配，主要是针对机构投资者。

杠杆：公司借款的幅度。杠杆或杠杆比率（常用的杠杆比率是债务资本比率、产权比率、负债与息税折旧摊销前利润的比率）衡量一

家公司由有息贷款引起的负债程度。杠杆也可能由大规模的运营或高固定成本引起。

利润率：以百分比表示的盈利能力。例如，毛利率 = 毛利/营业收入，营业利润率 = 营业利润/营业收入。保证金股票是指向股票经纪人贷款购买的股票。初级和长期保证金（对投资组合的抵押存款）是指购买或做空股票和金融衍生工具所需的初级和长期存款。

资产负债表表外负债：承诺和或有事项，它们独立于资产负债表单独报告，如特别说明和披露，并可能导致额外的借款。

实物支付（PIK）：这些股票或债券以额外的股票或债券的形式支付利息或股息，而不是现金支付。

市净率（P/B）：市值与股东权益账面价值的比率。市净率小于 1 表明该股票很便宜，高的市净率表明强劲的盈利增长或高股东权益回报率（ROE）。市净率常用于评估银行、保险公司和资本密集或杠杆行业。

市盈率（P/E）或市价/每股收益（EPS）：最常用的估值指标。10 倍市盈率意味着投资者愿意为上一年的每股 1 美元的收益支付每股 10 美元的价格。一般而言，低市盈率表明市场预计较低的盈利水平，而高市盈率表明市场预计盈利增长。有增长预期的一家公司的市盈率将远高于 10 倍，并且可以根据炒作和市场情绪达到荒谬的水平（100 至 500 倍）。未来市盈率是股价与未来每股收益的比值（或华尔街分析师

达成的共识）。

市价与营运现金流的比率：它类似于房地产投资信托基金的自由现金流量多倍数。营运现金流（FFO）也可以为资本支出而被调整为一个更好的状况。

市销率（P／S）：它可以是不赚钱公司的一个有用的估值指标。高增长公司和周期性公司有时可能产生低或负收益。在这种情况下，市盈率、企业价值与息税前利润的比率等可能需要被规范化，而市销率可能是使用的正确估值倍数。

每个用户的价格（P /Sub）或每个用户的企业价值（EV/Subscriber）：电信、传媒和互联网企业常用的指标。

市盈率与增长率的比率（PEG）：这个比率被用于高增长公司。市盈率与增长率的比率为盈利增长调整市盈率。市盈率与增长率的比率小于 1 可能表明该增长型股票交易价格便宜。

看跌期权：它类似于汽车保险。被保险人为汽车碰撞与责任支付保险费，并有权在发生事故的情况下要求赔偿损失。同样，当您购买一只股票的看跌期权时，您要支付期权费来保护（或对冲）您的股票投资。看跌期权不需要你拥有该股票，并可以用来作为一种做空股票的替代方式。

房地产投资信托基金（REIT）：一种投资于房地产和抵押贷款的信

托基金，它被要求将其超过90%的应纳税所得额分配给其投资者。

实物期权估值：实物期权的估值嵌入在股票中。实物期权是一家公司可能从事或终止的项目；例如，新产品或服务的推出、一个不赚钱业务部门的剥离或生产能力的扩张。隐藏选项和项目的估值对做空者是特别重要的，因为当公司行使这样的选项时，股票可能飞涨。

投资回报率：以总资产、权益和投入资本的百分比表示利润。回报率帮助投资者理解杠杆与经营规模的影响。有吸引力的企业往往有很高的整体回报率。5年期以上的超过10%的回报率通常指向良好的企业经济状况。

总资产净利率＝净利润÷总资产

权益净利率＝净利润÷总股本

投入资本净利率 ＝净利润÷投入资本

季节性：营业收入在一个日历年度期间的周期性变化。例如，由于圣诞节销售，零售销售额往往在十二月到达最大值。天然气需求量往往在冬季达到最大值，石油需求量在夏季达到最大值，这影响炼油厂和石油公司的营业收入和利润。

证券化产品：证券化是将不可交易的贷款（如抵押贷款和汽车贷款）转化成被称为证券化产品的可交易证券的过程。

股东稀释：公司可以发行员工股票期权、认股权证、可转换债券以及其他可能导致增发新股的金融衍生工具。因此，公司的盈利必须

被这些新股东分享，这导致现有股东的收益被稀释。

当前被做空的全部股票数量：被做空的发行在外股票的总数，经常以发行在外股票的一个百分比或浮动筹码的一个比例表示。交易所每两周更新这个信息。

逼空：对正面新闻（购并、分析师上调评级、正面的公司公告、监管机构做空禁令等）、追加保证金的通知和止损做出反应，当空头被迫回补他们的空头头寸时，逼空行为快速推高了一只股票（通常被严重做空）的股价。逼空是做空者的最大风险。

主权信用违约互换：它相当于对政府债券购买保险。

分拆：将母股份公司拆分成两个或两个以上可独立交易的股票。分拆通常是非现金、节税的交易，其中，母公司可以将所产生的分拆公司的新股分配给现有股东。

分类加总（SOTP）估值法：它用于评估在不同行业经营的有多个业务部门的企业集团或公司。例如，伯克希尔哈撒韦公司在各种不同的行业经营，包括保险、再保险、公用事业和货运铁路运输部门。各业务部门能单独使用与其行业相关的估值方法进行评估，而伯克希尔哈撒韦公司的正确价值应该是各部分价值的总和。

转换成本：它是一家公司品牌优势的有形或无形的衡量。转换成本可以指一个消费者从一个品牌转换到另一个品牌或转换品牌的不便

或徒劳无功的实际货币成本。

泰德息差：泰德息差是短期美国国库券（短期政府借款）与以短期欧洲美元（ED）期货显示的伦敦银行同业拆借利率（LIBOR）之间的价差。伦敦银行同业拆借利率是银行间同业拆借利率，它也用作评估系统性银行风险。伦敦银行同业拆借利率的急剧上升反映了在银行系统中的高信用风险。在危机期间，投资者往往蜂拥购买美国国债，并压低国债收益率，进一步扩大了泰德息差。计算：如果一个 3 个月期的欧洲美元合约以 97.5 交易，隐含利率 = 100% -97.5% =2.5%。如果 3 个月期美国国债收益率为 0.5%，泰德息差为 2% 或每股 200 个基点。

期限结构：它是显示不同期限的国债利率之间关系的一张图表。一个向上的斜率通常表明经济扩张，而一个向下的斜率表明经济衰退。

价值陷阱：它像价值暴跌的股票一样，由于它们业务或行业的结构性变化，其辉煌的日子可能不会再回来。价值陷阱往往以较低的估值倍数（例如，市净率、市盈率）进行交易，并且它们的估值倍数可能长期保持低迷。

波动率指数（恐惧指数）：它是标准普尔 500 指数的 30 天期权的隐含波动率的衡量。波动率指数为 20 表明在未来的 30 天内标准普尔 500 指数预期年化波动率为 20%。雷曼兄弟公司破产倒闭后，波动率指数在 2008 年 10 月创下 90 的历史新高。波动率指数在自满时期往往在 10 至 20 之间进行交易，并在市场担忧之际迅速上涨。

无力偿付债务区域：当公司开始违反它们的信贷契约并显示出困境的迹象时，它们被认为是处于无力偿付债务区域。处于无力偿付债务区域的一家公司可能会被任何额外的困境推到破产，如营业利润或资产价值的突然下降或融资成本的急剧增加。

建议上架：金融投资

ISBN 978-7-5454-5244-0



定价：68.00元