

第3讲（B）：卖空

交易实例

概览

- 安然公司
 - <http://www.tudou.com/programs/view/Ry-mUHYPcs/>
- 次贷市场

卖空安然股票

- 下面这个交易实例阐释了尼克斯联合基金公司（Kynikos Associates）的卖空者詹姆斯·查诺斯（James Chanos）如何依据会计信息形成对安然公司的负面投资观点。
- 詹姆斯·查诺斯拥有令人印象深刻的卖空业绩纪录：
 - 安然
 - 泰科国际
 - 波士顿市场连锁餐厅
 - 住房建筑商
 - 若干全球最大的银行

会计实践

- 2000年10月，詹姆斯的一个朋友问他是否看到《华尔街日报（德州版）》上的一篇很有意思的文章，内容是关于大型能源贸易公司的会计实践。
 - “售出即得”（“Gain-on-sale”）式的会计实践允许公司对今天达成的一宗交易在未来的获利能力作出估计，并以估计未来利润的现值入账，记为今天的利润。
 - 这种会计实践令管理层更易于通过设定有利的假设来虚增收益。
 - 如果这些美好的假设在未来没能成真，那么管理层只要达成更大的新交易就能抵消那些下行修正。

投资回报率 vs. 资本成本率

- 于是，詹姆斯分析了安然公司1999年的10-K报表。
 - 尽管采用了“售出即得”模式，安然的税前资本回报率仅为7%。
 - 詹姆斯认为，安然的资本成本率可能已经超过7%，或许接近9%。
 - 这就意味着，从经济观点来看，安然并没有真正在赚钱，尽管它向股东报告是“盈利”的。
- 资本成本率与投资回报率之间不匹配成为詹姆斯对安然形成看跌观点的基石。
 - 2000年11月，詹姆斯开始卖空安然股票。

关联交易：掩盖债务

- 安然对各种关联交易的披露遮遮掩掩，詹姆斯对此也感到担忧。
- 安然组建了关联实体，其目的明显就是与母公司开展交易。
- 这些公司由安然的一位高管经营。
- 尽管詹姆斯反复阅读了安然公司财务报表中关于这些交易的脚注，但仍无法准确解释这些交易对安然整体的财务状况所产生的影响。

特殊目的实体（SPE）/特殊目的载体（SPV）

- **SPE（SPV）**是公司为了达成“特殊目的”而创建的一个独立法人实体，以实施某项特定的活动或一系列交易。
 - 有限合伙企业、有限责任公司、信托机构.....
- 公司创建**SPE**是充当自己的交易对手，以便
 - 出售资产池，或是
 - 实施对冲操作
- 主要作用：
 - 从创建者的资产负债表中转移掉特定的风险/回报
 - 为创建者提供某些税收和会计惠益

SPE中的主要角色

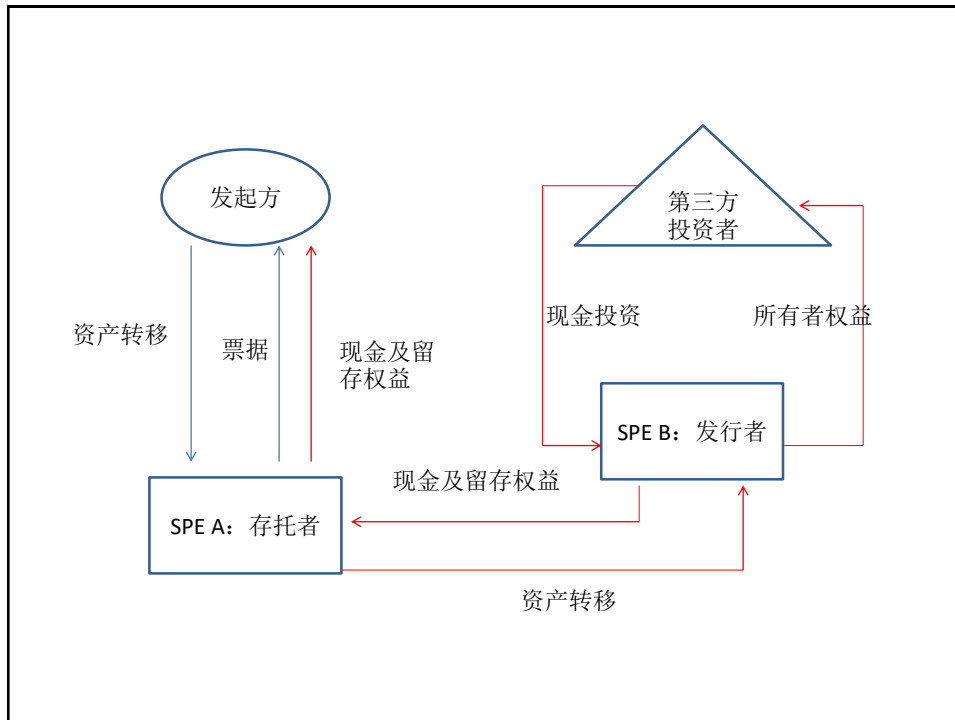
- 发起方：
 - 将被转移到**SPE**的资产（风险和现金流的来源）即源自该方
- 受托方：
 - 代表**SPE**的投资人行事的独立第三方
 - 负责完成行政管理工作，比如收账，以赚取服务费
- 服务方：
 - 负责监督资产绩效，以及将资金转移到**SPE**。
 - 通常会由发起人承担这个角色，以赚取管理费。

通过SPE转移资产/风险

- 任何可能在未来产生现金流的资产均能通过“真实出售”转移到SPE。
 - 资产受到保护，不为发起方的债权人和股东所支配。
 - 只有SPE的投资者才能对资产提出索偿权。
- 为了筹资购买这些资产，SPE用这些资产做担保，通过发行债务、股票或两者同时发行向投资者筹资。
- SPE的“投资期”往往有限，超过这个期限，资产就会被拿到市场上清算，或是回售给发起方。

创建SPE的两步法

- 第1步：创建SPE是为了一开始购买发起方的标的资产。
 - 通过“真实出售”
- 第2步：初始SPE组建更多SPE来作为其投资者。
 - 这些新增的SPE为初始SPE向投资者筹资。
 - 初始SPE将用筹集来的资本向发起方购买目标资产。
- 两步法的净效果：
 - 现在，这些资产及相关风险就从发起方的资产负债表转移给了SPE的投资者。



举例：合成租赁

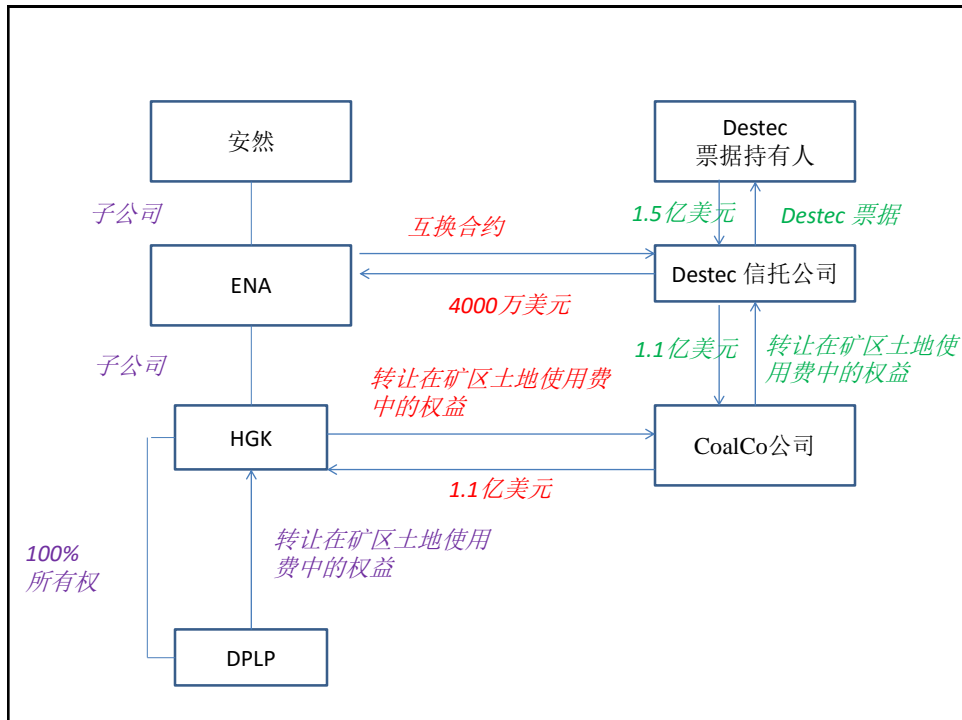
- 公司创建一个SPE，专门用于借钱，购买一处新的物业，再租赁给公司（“承租人”）。
 - 借款能力取决于承租人的信用质量。
 - 租期通常较短（5年左右）。
 - 承租人支付该物业的运营成本。
 - 支付给SPE的租赁费规定用于抵补SPE欠债权人的债务。
- 合成租赁所采用的机制是，在出于会计目的时，视为一项经营性租赁；而在出于税收目的时，则视为公司拥有物业的所有权。

举例：合成租赁（续）

- 税收部门将承租人确认为物业的实际所有人，因而允许其基于该物业享受折旧和利息的税收扣减。
 - 租约快到期时，承租人可以选择续约、买下该物业，或是把该物业拿到市场上出售。
- 会计部门允许承租人不把该物业记录在资产负债表中，只把租赁费计为经营费用。
 - 对租赁条款进行策略性的设计，旨在利用相关会计准则（确定一项租赁是*经营性租赁*还是*资本性租赁*）：
 - 租期短于资产使用寿命的75%
 - 最低租赁费的现值小于资产公允价值的90%

安然的SPE：Destec交易

- 休斯顿照明与电力公司（HL&P）和Destec Properties有限合伙公司（DPLP）之间的租赁协议：
 - 按照承诺，HL&P每年要以固定价格（经通胀调整）购买至少350万吨的煤炭和褐煤，一直持续到2016年。
- 1997年6月，安然通过旗下两家子公司——ENA（安然北美公司）和HGK——收购DPLP。
- 这一租赁协议为安然带来了固定现金流。安然创建了一个SPE，把这些未来矿区土地使用费的现值“变现”，从资产负债表上移除。



Destec 交易步骤

- DPLP把收取矿区土地使用费的权利分配给了HGK（安然的子公司）。
- HGK把收取矿区土地使用费的权利转让给了CoalCo公司——为Destec 交易特别成立的一个SPE。
 - 作为交换，CoalCo支付给HGK1.1亿美元。
- 然后，CoalCo以1.1亿美元的价格把收取矿区土地使用费的权利转让给了 Destec 信托公司。Destec信托公司向投资者发行票据，筹资1.5亿美元。
- Destec信托公司向ENA预付4000万美元，换取和ENA的互换协议，用以对冲利率和通胀风险。
 - ENA支付的浮动利率取决于安然的信用评级。
- 安然为其子公司（CoalCo、ENA和DPLP）的所有债务的支付和履行提供担保。

Destec交易的后果

- 安然将向HL&P收取矿区土地使用费的权利及相关风险从其资产负债表中移除，换取了1.5亿美元的现金。
- 这一金额高于为了获得收取矿区土地使用费的权利而付出的收购成本，所以安然在将资产出售给Destec信托公司时还能确认一笔资产出售利得。
- 安然希望，在出于法律和会计目的时，该资产转让被视为一宗真实出售交易，而在出于税收目的时，该资产转让被视为一宗贷款交易。

商业战略

- 安然在2000年末对其进军电信领域的举措大肆吹嘘，詹姆斯对此也感到困惑不解。
 - 安然吹嘘称，公司在电信市场上的商业机会的现值可能达到每股20-30美元。
 - 詹姆斯自己的分析表明，到2000年末，电信行业已显现出产能过剩的警示信号。
- 从2001年1月开始，詹姆斯跟许多分析师讨论了安然及其估值。
 - 结论：没法分析安然。

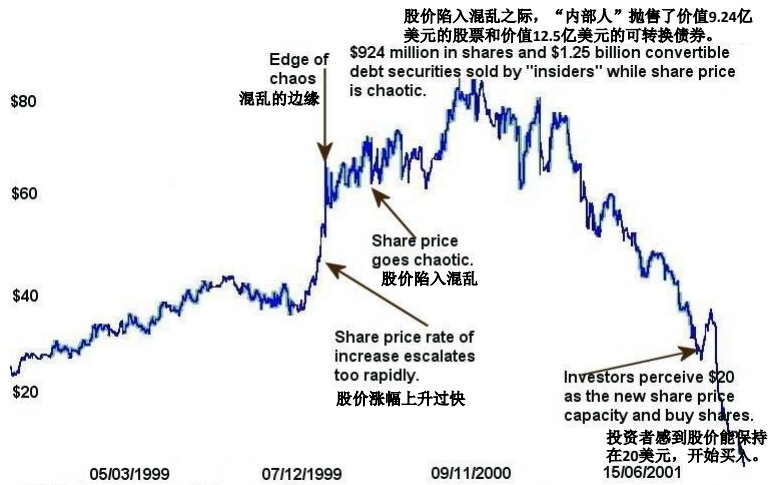
内部人抛售与管理层变动

- 另一个干扰因素是，安然高管大量抛售公司股票。
- 2001年春，詹姆斯听闻报道称，安然有许多高管正要离开公司。而且，安然股票的内部人抛售之风丝毫没有减弱。
- 詹姆斯对安然公司2000年10-K表的分析继续表明，安然的资本回报率很低，有大量一次性利得在支撑安然的收益表现。
- 2001年夏，能源和电力价格开始下跌。有传言称安然在电力市场的“多头头寸”已被套牢。

内部人抛售与管理层变动（续）

- 同样在2001年夏，有关安然的关联合伙企业，以及安然自身股价对其财务健康状况的重要性，坊间开始传言四起。
- 2001年8月，杰夫·斯基林（Jeff Skilling）突然因“个人原因”辞去安然CEO一职。这么一家具有争议性的公司，其CEO不解释理由就突然离任，对于詹姆斯来说，这就是最响亮的警钟。
- 在杰夫·斯基林辞职后，詹姆斯增持了安然公司的空头头寸。

卖空安然股票（续）



查诺斯的下一个目标

最大的企业集团：“**中国有限公司**”



中国：是奇迹，还是泡沫？

- 查诺斯的看跌观点：
 - 经济刺激计划导致信贷过剩，从而引发虚假增长
 - 2009年的银行贷款比2008年翻了一番
 - 引发一波不良贷款风险
 - 经济刺激计划的大量资金以及巨量的海外“投机性资本”流入股市和房地产市场
 - 中国房地产业急速增长= “甚于迪拜1,000倍-甚至更糟”
- 其他一些逆势投资者持类似观点
 - 马克·哈特（Mark Hart）于2009年12月设立考瑞安特中国机会基金
 - 购入人民币看跌期权，押注人民币会贬值
 - 考瑞安特公司主要因做空次贷获益超过500%而闻名于世

另一个卖空者的传奇故事： 斯蒂夫·伊斯曼（Steve Eisman）与次贷

- 有多少聪明人直接押注看衰数万亿美元的次贷市场？
 - 很少：10-20人
- 其中一些人（比如，FrontPoint公司的斯蒂夫·伊斯曼）的故事被载入了一本畅销书：
 - 《大空头》（“*The Big Short: Inside the Doomsday Machine*”）作者：迈克尔·刘易斯（Michael Lewis）
- 这里提供一个简略版本.....

斯蒂夫·伊斯曼是何许人也？

- 教育背景：
 - 宾夕法尼亚大学文学学士
 - 哈佛法学院法学博士：优等成绩毕业
- 斯蒂夫怎样得到第一份金融工作？
 - “我讨厌当律师。我父母是投资公司Oppenheimer的证券经纪。他们给我谋得了一份工作。这不太光彩，但却是事实。”
 - 斯蒂夫的父母深受同事和客户的爱戴和尊敬，他们想雇谁都可以。
 - 在斯蒂夫之前，他们甚至还雇佣了他的老奶奶进入Oppenheimer的交易部门工作。
 - 1991年，斯蒂夫以股票分析员的身份开启了自己的职业生涯。

斯蒂夫的性格

- 朋友：聪明，诚实，无惧于打破共识、表达不同意见
- 其他人：粗鲁、讨厌、争强好胜
- 斯蒂夫的妻子：
 - “他的粗鲁并非刻意之举，而是发自本性。……斯蒂夫生活在自己的头脑中。”
- 斯蒂夫的岳母：首次见面之后
 - “嗯，我们不能用他，但我们绝对可以在犹太联合捐募协会（UJA）上把他拍卖掉。”
- 斯蒂夫的母亲：
 - “斯蒂夫实际上有双重人格……”

1990年代初、中期：次级债的拥护者

- 次级债由所罗门兄弟公司创制，旨在为信用度不太高的业主降低借款成本
 - 让现有的业主能从累积的房屋净值中套现，以利率较低的抵押债务替代利率较高的信用卡债。
- 斯蒂夫是领头的拥护者之一。
 - Oppenheimer 是向这一新行业开放的领先银行之一。
 - 截至1990年代中期，每年有数十家次贷公司完成IPO。
 - 不过，次贷依然只是美国信贷市场中的九牛一毛。

1997年9月：谴责整个次贷行业

- 对每一个次贷池细查6个月之后：
 - 高拖欠率：
 - 部分次贷还留在资产负债表上
 - 以令人产生错觉的会计手法令报告收益不断增长：
 - 贷款发起时就记录利润（假设不会发生提前还款和违约）
 - 旁氏骗局：
 - 筹集更多资本 → 创建更多次级贷款 → 记录更多利润
- 斯蒂夫的报告贬低所有次贷发起者
 - “他引发了一场舆论风暴。”
- 不到一年之后：
 - 俄罗斯发生次贷违约 → 长期资本管理公司（LTCM）破产倒闭 → “逃向安全资产” → 次贷放贷方的资本供应受阻 → 全都完了☹

2002-2005年：自立门户

- 2002年：加入大型对冲基金 Chilton Investment
 - 发现了住宅金融有限公司（Household Finance Corporation）的欺诈行为
 - 强烈要求提出法律诉讼→失败→震惊不已，得出结论：
 - “这种制度真的是在‘强奸穷人’。”
- 2004年：从Chilton辞职，建立了自己的对冲基金FrontPoint
- 2005年：次贷机器开始全速运转
 - 6250亿美元次贷中的5070亿美元被打包成了抵押债券
 - 贷款条件恶化：75%为浮息贷款
 - 市场是否从1990年代吸取到什么教训？
 - “你可以继续搞这些贷款，就是不要入账。”
 - 斯蒂夫看到了做空的财运 – 问题在于
 - 何时做空？怎么做空？

2006年：做空游戏启动

- 格雷格·李普曼（Greg Lippmann）–德意志银行的一名债券交易员 – 为斯蒂夫·伊斯曼提供量化分析支持和金融工具，以开展卖空交易。
- 李普曼的单人支持团队：理工怪才Eugene Xu
 - “一个彻头彻尾的中国人 – 甚至不是华裔美国人– 他显然不说英语，只说数字。”
 - “中国有这种全国性的数学竞赛，……， Eugene 获得了第二名。
在全中国。”
 - 负责李普曼的陈述报告中所有的量化分析
- 没人会费心去质疑李普曼的数学或数据。
 - “一个连英语都不会说的人怎么能说谎？”

全中国第二聪明人的分析

- 房屋价格和次贷违约风险：
 - “（房屋市场）不需要彻底崩溃：只需要别涨这么快。”
 - 2005年，房屋价格依然在不断上涨，违约率已接近4%。
 - 若违约率 $\geq 7\%$ ，那么BBB-级债券将被摧毁。
 - 若违约率 ≥ 8 ，那么BBB级债券将被摧毁。
 -
- 导火索事件：2006年夏
 - 标普公司宣布改变评级模式
 - 全美房屋价格开始下跌

如何做空？

- 在2006年之前，斯蒂夫已经在卖空次贷发起者以及获得次贷资助的住宅建造商的股票。
 - 新世纪资本管理公司、IndyMac银行、托尔兄弟公司（Toll Brothers）等等。
- 并不完美、代价高昂：
 - 股利高：新世纪资本管理公司的股利收益率为20%
 - 借款成本：12%/年
 - 卖空1亿美元股票的总成本：3200万美元
- 一种“完美的”工具：
 - “信用违约互换”

信用违约互换（CDS）：优点

- CDS实际上并不是一种互换协议，而是一份保单：
 - 1亿美元次级债的6年期CDS
 - 成本：每年20万美元的固定保费
 - 回报：在未来6年里，如果这笔贷款的损失率从4%升至8%，则回报为1亿美元
- CDS的“美好之处”：
 - 解决了时机问题：
 - 斯蒂夫不再需要猜测次贷市场崩溃的确切时间
 - 无需提前下注：
 - 下行风险有限且固定：每年2%，最多6年
 - 上行风险：所支付保费的若干倍
 - 购买简单：
 - 高盛（还有之后的德意志银行）以低廉的价格出售1亿美元的CDS！

高盛抑或中间商：谁是对赌的另一方？

- 高盛？ – 当然不是！
 - “高盛从不会这么愚蠢，赤裸裸地进行如此豪赌，赌数百万无力偿债的美国人会偿还他们的住房贷款。”
 - 高盛只是创建了数十亿美元的交易，把风险转移给了第三方。
- 谁将承担次贷风险？ – 美国国际集团（AIG）
 - 自1987年以来，AIG一直在为 **公司信用风险** 提供保险。
 - 针对公司债的CDS
 - 2000年代初，扩张业务，为 **消费者信用风险** 提供保险。
 - 针对信用卡债、学生贷款、汽车贷款、优级抵押贷款等的CDS
 - 2004年后，只针对 **次贷**。
 - 短短数月，500亿美元的BBB级次级抵押债券。
 - 高盛的利润率：2% - 0.12%

高盛“魔法”：点石成金

- 抵押支持债券：
 - 把数千笔抵押贷款集成池，划分成不同“档”。
- 担保债务凭证（CDO）：
 - 把成千上万的抵押支持债券（通常是风险最高的几档）集成池，然后再次分档。
 - 其中的80%都被穆迪宣称为AAA级。
- 合成CDO：
 - 把成千上万针对BBB级抵押支持债券的CDS集成池
 - CDS的现金流替代了BBB级抵押支持债券的现金流。
 - 80%的合成CDO都被穆迪宣称为AAA级。
- 这个CDO合成机制形成了次贷风险雪球，其规模远远要比实际的次贷大得多。

做空什么？（第一幕）

- 斯蒂夫的团队出去搜寻最“肥美”的猎物 – “那些最终由最可能发生违约的抵押贷款所支持的债券。”
 - 从成堆的贷款中进行筛选
- 共同特点：
 - 住房价格上涨最快的地方发放的贷款：
 - 沙漠之州：加利福尼亚、佛罗里达、内华达和亚利桑那
 - 较不可靠的抵押贷款发放人发放的贷款：
 - 长滩储蓄公司（Long Beach Savings）：第一个接受“发起后即出售”模式
 - 包含风险高于一般水平的少或无还贷能力证明贷款的抵押贷款池
 - “在加州的贝克斯菲尔德，一名年收入14,000美元的采草莓的墨西哥人，连一句英语都不会，却完全靠贷款购买一套价值724,000美元的房子。”
 - 斯蒂夫孩子的保姆 – 一名可爱的牙买加妇女 – 在皇后区拥有5套房屋。

卖空什么？（第二幕）

- 2007年，斯蒂夫开始卖空CDO和合成CDO。
 - “开启厄运的引擎”
- 需要由BBB级抵押支持债券或CDS所担保的CDO。谁来供应？
 - 投资公司，比如Wing Chau管理的Harding Advisory公司。
- Wing Chau是如何“管理”CDO的？
 - 买入华尔街大公司创建的CDO或合成CDO
 - 华尔街公司雇佣的新一类“出面人”：什么问题也不问！
 - 把CDO卖给大型机构投资者
 - 德国的银行、台湾的保险公司、日本的农场主联合会等等
 - 报酬：0.01%的预付费（一年2600万美元）
- 斯蒂夫购入了基于Wing Chau的CDO的特定CDS。