

## 第 远章 利昂·库珀曼，欧米茄顾问公司

### 远园 挑选美国股票的人，活跃的价值投资者 与上市公司面对面

我是在 远园年 缘月 猿日交易时间过后，与欧米茄(韵官)顾问公司的主席和首席行政长官利昂·库珀曼(蕴)会谈的。这一天对他来说是令人兴奋的。在那天，道琼斯工业平均指数下跌了 源%。他买入了埃特纳(粤)公司的股票，并持有了 员个月。那天，悦悦公司的戴维·费伯(阅)放出消息，称 陨集团重新进行会谈，讨论以 愿亿多美元购买埃特纳公司的金融服务和国际贸易业务。这对库珀曼是一个好消息。当天埃特纳公司上涨了 源美元。我看见库珀曼当时是如何进行工作的。在我们会谈的期间，他不得不接听和拨打了许多电话，对方的身分从埃特纳公司的高级职员、其他高级经理、新闻媒体和其他投资经理到自己的手下。

现年 缘岁，善于交谈、精力充沛的库珀曼，在我的访问中不停地在行动。光是看着他，我就筋疲力尽了。应该说他在完全享受他的工作，这就解释了为什么他每周能工作 怨个小时。他的脸上总带着微笑，眼睛总在闪光。

每天，库珀曼早晨从他在新泽西州肖特希尔的家出发，经过 员小时 缘分钟，于大约 苑点到达他的办公室。缘天中有 猿天，他与他

的健身教练会面，一起骑车，并做一些伸展训练。愿点 15 分，他开始进行小组会议。在会上，分析员们谈论他们所得知的有关他们所追踪的公司的信息。大家交换关于宏观经济的看法。在一天中，库珀曼通常要与 5 家公司交谈。他一直工作到下午 7 点，很少在晚上 8 点之前回家。“我在 15 分钟内吃完晚饭，然后回到计算机前，整个晚上搜寻有关投资组合、亚洲市场和随后发生的消息。我是一个信息虫，我想知道所有正在发生的事情。”

他的动机不是金钱。在他从高盛退休时，就已经很有钱了。他以做好工作和全面负责为动机。给他带来满足感的是看到自己完成别人做不到的事。

库珀曼说只要他还健康，业绩方面没有问题，并仍然喜欢这份工作，他就会一直做下去。他没有退休的打算。在访问之初，他就表明他是一个按部就班的人。“我曾在 1960 年就读于里斯高中学习，然后进入纽约市大学亨特学院（Hunter College）学习，在那里我结识了与我共度 15 年的妻子，并结了婚。”也许，那时库珀曼觉得他需要继续提高，并且他确实那样做了。

在哥伦比亚商务学院毕业后，他紧接着进入高盛公司，并在那里一呆就是 15 年，其中 10 年他作为合伙人。15 年里，他在投资研究部，10 年担任负责合伙人、投资政策委员会的共同主席和选股委员会的主席。他将研究部从一个 10 人的、近似凑合的部门发展为有 100 人的部门。1985 年，他成为高盛资产管理公司的主席和首席执行官，还担任股权投资产品的首席投资长官，包括管理 100 亿美元成长基金，为期一年半。连续 10 年《机构投资者》杂志在其所做的全美研究团队调查中，将库珀曼称为最优秀的投资组合战略家。

1985 年底，他从高盛退休，去实现他一生的雄心——管理包括

他自己的金钱。很明显，高盛公司在他的一生中起到了重要的作用。在他的能俯视布鲁克林大桥的办公室里，有许多他在高盛时的纪念品，包括一根鞭子。那是高盛公司的出售小组在陪同他参加完一系列旋风般的与客户的郊外会议后送给他的。

库珀曼解释他为什么会选择欧米茄作为基金的名字，他说欧米茄是希腊文“不朽”的意思。“这是我最后的事业。并且，我不想用我自己的名字。我想让合伙人们感觉他们是主人，而不是工人。”

他大概以 1 亿美元起家。很大一部分是他自己的和来自于高盛公司退休合伙人的资金。初始投资者中有 100 多位曾在高盛工作过。现在，欧米茄基金的资产总和大约为 10 亿美元，目前其中大约 10% 属于一般合伙人。

## 159 活跃的美国股票选择者

库珀曼不像其他经理那样充当协调者或战略家的角色，他积极参与到投资组合中——他喜欢当投资者。库珀曼的名声来自于——并且自从他在高盛工作就一直来自于作为美国股票选择者。他的特长在于找出价值被低估的股票，那些价格增长低于价值增长的股票。他拜访各个公司，并亲自与许多 CFO 和高级管理人员会面。他积极参与股票的选择工作。在我们会面时，他亲自参与并负责十几只股票。他最终对整个投资组合中的所有 100 只股票负责，并且让每一只股票的投资都经过他的批准。

库珀曼对于他因购买股票而拥有的公司也积极参与并时常发表意见。他喜欢亲自到他认为有问题的公司去考察，他因对公司高层管理的表现开诚布公而出名。他积极参加这些公司的年度大会，并

且对管理层会加以严厉批评，只要他认为这种批评是有道理的。最近，有媒体就报道了他在瓦尔纳科(Varco)公司年度大会上这样一段小插曲。

库珀曼称自己是一个投资者，而不是投机者，因为投资组合中的大部分会被持有至少两年。然而，也有例外情况，这些例外情况包括：如果他的目标价格已经达到；如果对公司最初的期望没有实现因而决定减少损失；假如他发现了一个比现在更好的想法；或如果他对市场的看法发生了改变。

欧米茄基金除了做宏观经济分析外，还采用自下而上的选股方法。库珀曼谈到了四种赚钱的方法：第一，确定市场方向(即预测未来的投资环境)；第二，花大量时间决定资产的投资分配，他认为这要比选择合适的股票更加重要(例如，确定美国股和非美国股、股票与固定收益债券之间，哪个更有吸引力)；第三，买入价值被低估的股票；第四，卖出价值被高估的股票；第五，选择非传统的金融资产，例如，货币。

库珀曼区分一家公司的两种价值——公开市场价值和内在市场价值。内在市场价值反映公开的收购者为得到公司的控股权而愿意支付的价格。公开市场价值是投资者为多买一只股票而愿意支付的价格。内在市场价值没有准确的数字，而只能被估计。而公开市场价值是准确的数字，每天在媒体上公布。

内在市场价值，虽然没有准确数字，但却是稳定的，只在长期内缓慢变动。公开市场价值，尽管准确，却不断波动，一天之中就能改变。内在市场价值由公司的利润前景决定。他将一家公司股票的目前价格——即公开市场价值，与其内在价值相比较，并判断改变的潜在催化剂。

在分析投资环境时，库珀曼判断许多因素，包括经济环境、货币政策、市场和各个行业的定价、市场中的供给与需求形势、消费者和投资者的情绪、有吸引力的投资机会的质量以及技术指标。

欧米茄基金主要在两个领域投资：股票和宏观投资。股票包括美国股、非美国股，诸如破产、重组这种特殊情况下的股票以及套利。尽管库珀曼主要关注美国公司，但他也聘用了其他人在他的指导下买卖非美国股。

对欧米茄基金来说，宏观投资指的是对 20 多个国家的投资。在欧米茄基金，20 多个国家的投资包括美国、日本、德国、英国、法国、意大利、澳大利亚、瑞士、加拿大、西班牙的固定收益债券、外汇和股票。还包括其他一些虽在传统的 20 多个国家之外，但符合欧米茄基金投资标准的国家，其中，流动性是他考察的关键。尽管宏观投资在过去几年中，给欧米茄基金带来了丰厚的收益，但也增加了它的波动性。欧米茄基金已经发展了一套明确的风险管理战略，关注市场的流动性，这样，只要有需要，就能迅速退出该市场。

欧米茄基金在做一项股票投资之前，一般会走访该公司，并做出报告。库珀曼喜欢购买那些他认为投入 1 美元能赚回 1.5 美元的股票。

## 库珀曼 责任感

在欧米茄基金中有 100 多人，其中 50 人是投资专家。所有的分析员都对他们分配的头寸负责，他们被要求要十分了解他们投资组合中的各公司的情况。一般地，每一位分析员在任何时刻，在他们的投资组合中都有 20 家公司。通常，库珀曼给新分析员

几年时间来证明他们的能力。如果他们在两三年中不赚钱，就会被要求离开。

欧米茄基金有 10 位合伙人。他们的回报或者是公司利润的一部分，或者是根据他们自己的收益或损失来确定。薪酬体制主要围绕着个人所提建议的效果。“如果他们不善于赚钱，把他们留在公司里对他们不是件好事。这就是游戏的规则。再者，这样做，对投资者也不是件好事。”

在聘用分析员时，库珀曼寻找具备如下条件的人：有强烈的工作热情、有分析的基础、能轻松地撰写长达几页有关投资观点的总结，并且有灵敏的赚钱嗅觉，即能迅速意识到什么是好的投资想法。一般地，一位分析员在一年中应能提出至少 2 条核心建议，以及 10 条交易建议。

分析员们必须有紧迫感，这能促使他们在众人之前彻底了解有关他们头寸的任何信息。他们必须有自豪感和忠诚感，必须关心欧米茄基金的客户。责任和忠诚一直贯穿库珀曼一生。他对他的手下有相同的期望。“你必须对这一行业负责，否则就滚蛋。”

鉴于以上这些因素，该基金的文化最好形容为紧张、严格、重视研究。

库珀曼承认他不是技术型的投资者——这一点与沃伦·巴菲特有几分相似，并且，技术分析一直都是他的盲区。1985 年他聘用了一位技术分析员。

决策的制定是集中式的。库珀曼在所有投资领域享有最终的决定权。但如果他有值得信赖的人员，他们也会被赋予更多的权力。例如，1988 年 1 月，库珀曼再次聘用了史蒂文·艾因霍恩（Steven Einhorn，前高盛分析师）。艾因霍恩现为欧米茄基金的副主席。两人在高盛公司一起工

作了 勇翊年，那时库珀曼聘用他作为投资组合分析员。库珀曼说艾因霍恩的就职使他有更大的灵活性去做他喜爱做的事，例如走访更多的公司。

尽管库珀曼承认他对高级职员的业绩有些失望，但他认为公司在广泛基础上是具备能力的。“有很多年轻人正在赶上来。”

投资政策委员会的人员包括作为共同主席的库珀曼和艾因霍恩；宏观投资小组的负责人，拉吉·古普塔( 勇翊年任职)；和一位经常更换的股票投资组合高级经理。“我们讨论宏观趋势，试图发现‘冬天的草帽’(因为大多数人在夏天买草帽)，收益与风险比率有吸引力的但不受欢迎的资产类型。”委员会每周召开一次会议。有关投资组合最优化的决策是建立在基本面分析基础上的。

通常情况下，欧米茄基金的全部投资组合拥有 勇翊- 勇翊只股票，其中，有 勇翊的股票占投资组合的 勇翊%~ 勇翊%，其余 勇翊%是剩余部分。平均每一家公司占整个投资组合资产的 勇翊%~ 勇翊%。

库珀曼喜欢走访各家公司，与管理层直接面对。因此，他认为他在纽约市的办公室对他们的投资风格来说是一个优势。“纽约就是麦加，是金融中心。”许多公司定期访问纽约，但只要有必要，库珀曼会到相对较远的地方去发现投资机会。他每周走访大约 勇翊家公司，他是一个公司迷。

## 勇翊原 失误

库珀曼承认若干年来他犯过许多错误。其中之一就是在股市大涨之前和期间没有进行全力投资。“在过去 勇翊年中，我太保守了。”勇翊年持有他所偏爱的非美元债券时间过长，以及 勇翊年陷入俄罗

斯固定收益债券困境是另外两个失误。

欧米茄基金 2008 年的损失是由宏观投资造成的，与新兴市场债券，尤其是俄罗斯固定收益债券有关。“这对其他新兴市场也有间接影响，并限制了流动性。我对我们调整头寸的能力很失望。在我们的分析中，我们总是考虑俄罗斯市场的价值被低估，但没考虑它可能会违约。”作为此次 2008 年事件的经验，库珀曼退出了新兴市场，不再把它当作关注领域。“我不想处于流动性没有得到证实的市场。”

库珀曼又重新回到了他的核心领域，主要是美国和西欧。基金的主要收益一直来自于发达国家的股票市场。

## 2.1 风险控制

在风险管理方面库珀曼有三种方法：在实时和每日盯市的基础上每日做出总结头寸情况的报告（包括静态市场风险暴露、上升目标和停损水平）；在停损水平和期权费的基础上使用风险下资本的方法；在适当时候，还使用风险价值法。

投资组合基本上是由可自由交易的证券组成。目前，未上市的或私募股票占投资组合总共不到 10%。库珀曼说他的净风险暴露趋于平均水平，约为 1.5 倍。库珀曼采用的杠杆率从未超过 1.5 倍，并在一般情况下要比这一比率小得多。基金的收益主要来自于拥有资产的价格变动，而不是来自于杠杆。

库珀曼通过卖空股票、指数期权和期货来进行对冲。

目前，公司资本中的 10% 被分配于宏观投资领域。每日宏观风险暴露的管理交给古普塔来完成，而他直接向库珀曼汇报。



## 远 闲 暇

尽管库珀曼不承认他有闲暇时间，但他仍将很多时间用在慈善事业上。“工作为你带来金钱，你可以给慈善事业、山姆大叔（美国）和你的孩子们。我不想惯坏我的孩子们。”库珀曼在许多慈善团体积极活动。他在哥伦比亚大学商务研究生院设立了一个基金会，为在纽约市公立学校的毕业生提供奖学金。他还是圣巴拿巴（杂地）医院委员会成员。他为克罗思科利特思（悦）基金会、国家托管委员会服务，还是戴蒙尼恩沃尔特·温切尔（阅）基金会的癌症研究基金会董事会的成员，同时还是现代艺术博物馆投资委员会的成员。

欧米茄资本合伙公司的净收益率情况见表 14-1。

表 14-1 欧米茄资本合伙公司的净收益率<sup>①</sup>（豫）

年 度	净 收 益 率
1950	15.0%
1951	18.0%
1952	12.0%
1953	10.0%
1954	14.0%
1955	16.0%
1956	13.0%
1957	11.0%
1958	15.0%
年度平均综合收益率	14.0%

① 欧米茄为美国投资者的最早的合伙公司。

## 远藤 对冲基金业的今天和明天

尽管库珀曼说他认为对冲基金行业是“年轻人的游戏”，但他的工作情结仍很强烈。有趣的是，他的儿子，韦恩(辛雅麟)也是一个对冲基金经理。

库珀曼建议应关注经理的核心竞争力。他注意到，“那些做得好的人总是保持他们的风格，而不会动摇。”

尽管他承认全球宏观经理们现在已经失宠，但他相信这也许意味着将来会有很好的机会。

对于每日交易者，他说他们影响了股票市场，使其更加动荡，而且趋势更强，但对他个人来说影响不大，因为他是长期投资者。

### 远藤 个人简介

姓名：利昂·库珀曼。

机构名称：欧米茄顾问公司(的自集年世强策略附集)。

### 远藤 组织机构

机构起始日：远藤元年。

资产：

目前：远藤亿美元。

最高：远藤亿美元。

优势：活动家；研究。

公司地点：纽约州，纽约市。

人数：远藤名。

组织类型：集中制。

个人角色：积极的组合投资者。

投资委员会：有。

薪酬体制：按建议的效果。

投资者人数：100-150人。

投资者类型：源像的免税实体，猎像为美国之外的投资者，猎像为富有家庭。

合伙人拥有的资产：100像。

捐赠基金(资料来源：1999年全美高校商务官员联合会)：克拉克大学、富兰克林和马歇尔学院、伦塞勒专科学校、卡耐基·梅隆大学。

猎像投资方法与投资组合结构

风格：价值投资者；活跃的投资。

投资组合中的头寸数量：100-150个。

从事的交易：能以 100像-150像美元赚到 1像美元的交易。

美国所占的比例：100像。

技术股所占的比例：有限。

私募股票的地位：有限。

宏观战略投资的比重：10像。

对其他经理的投资：有。

源像风险管理

净风险暴露率：10像。

对冲方法：股票、期权、期货。

最大杠杆率：猎像100像

值得纪念的损失：1998年的非美元债券。

1998年俄罗斯固定收益债券困境。

风险管理：所有证券均为可交易的；保持低杠杆率；对冲；

对全球宏观战略的最大投资为 缘象。

### 缘背景信息

初展锋芒：保证不去酒吧而获得进行股票投资的许可。

职业背景：高盛公司。

教育：亨特学院，哥伦比亚大学 酝月粤

动机和满足感：做好工作；做别人不能做的事。

年龄：缘苑岁。

闲暇：慈善事业。