

## 第 47 章 肯·格里芬，西特德尔投资公司

### 47.1 相对价值及事件促发型套利：动态投资组合估价新战略

拜访在芝加哥的肯·格里芬（~~运营助理~~）和西特德尔投资集团有限责任公司是一次很有收获的经历。在我访问过的经理中，格里芬所管理的组织规模最大。在西特德尔投资集团的芝加哥总部，公司占据了 5 层办公楼。目前，该基金在芝加哥、旧金山、康涅狄格州的格林威治镇，以及伦敦和东京的分支机构，大约聘用了 100 名雇员，有一层办公楼专门设置几十台服务器，为市场需要和风险管理提供支持，并为前台决策制定提供数据。在芝加哥的雇员，几乎有一半是系统和专家。

像其他一些接受采访的经理一样，格里芬在哈佛大学接受过教育，获得学士学位。而与众不同的是他的年龄，他只有 27 岁——在采访的经理中是最年轻的一位。并且，他创立自己的对冲基金时的年龄也最小，当时他只有 21 岁，正上大学二年级，当他还是大一新生的时候，就已经开始交易期权了。随后，他进行了套利交易，然后交易可转换债券。1987 年 12 月，他用 100 万美元发起了他的第一个对冲基金——可转换对冲基金。第二个月，也就是 1988 年大股灾中，他赚了钱。他用 2 年时间完成了哈佛的课程。毕业之际，肯·

格里芬已管理了 勇冠 万美元。

格里芬在哈佛初露锋芒时大约 勇冠 岁。他读到《福布斯》杂志上有关在家购物网络股的文章，该文章讨论该只股票的定价如何过高。当时，格里芬购买了几个看跌期权合约，在股价下跌时，这使他赚了几千美元。格里芬意识到造市者的利润比他自己的还要高。这一经历促使他学习更多有关期权定价理论的知识。

在格里芬的大学时代，他的偶像是卡尔·伊凯恩( 勇冠 勇冠 勇冠 )，一个 勇冠 世纪 勇冠 年代的杠杆收购奇才。他大学毕业后的目标是进入像科尔伯格克拉维斯罗伯茨公司( 勇冠 勇冠 勇冠 勇冠 勇冠 )这样的公司工作。他回忆到那时他与一位在波士顿银行工作的哈佛校友的会面，他们谈到了套利和价格的关系。这位校友的公司主要用自己的钱从事可转换债券套利业务，而没有将其介绍给其他投资者。勇冠 岁的格里芬在规划他的未来计划时，一直记得这件事。

勇冠 年，格里芬用大约 勇冠 万美元创立了西特德尔投资集团的前身。公司最初主要从事美国的可转换债券套利业务，也包括日本。公司的投资者主要是一些企业家。

勇冠 年后，肯·格里芬旗下 勇冠 只基金所管理的资产大约有 勇冠 亿美元。两只基金面向美国投资者，三只面向美国之外的投资者。

基金有 勇冠 多名投资者。客户中大致有 勇冠 像是美国之外的投资者，勇冠 像是美国人。全球客户主要来自日本及欧洲和东南亚。大约 勇冠 像的客户是机构投资者，其余部分是家族公司和基金中的基金大致各占一半。根据全美高校商务学院联合会的年度调查，捐赠基金的客户有奥伯林学院( 勇冠 勇冠 勇冠 勇冠 )。格里芬和西特德尔投资集团的其他专家是肯·格里芬控管基金的主要投资者。

## 4.1 投资银行的组织

像大多数其他基金经理一样，格里芬不同意对冲基金的这一说法。他将他的公司描述为一个金融组织，一个交易自有资本，但也接受外部投资者投资的组织。“我们管理风险并提供流动性。我们不是对冲基金……我们利用我们的资本为资本市场提供流动性，并且吸收风险资产的风险。”他在 20 世纪 70 年代早期 ~ 70 年代中期，将自己的组织比作投资银行。“我们的目标是寻找价格被低估或错估的资产，并对冲掉风险……我们减轻全球宏观经理承担的风险。我们是宏观基金经理的对立面。”

在过去一段时间，西特德尔基金从方法上和战略上，正在逐渐发展成为一个使用多种战略的投资公司，它所使用的一系列战略包括相对价值战略、事件促发战略和基本面投资战略。从创立之日起到现在，相对价值战略一直是西特德尔基金的主要关注点。相对价值战略包括可转换债券、统计股票和固定收益债券套利。他们使用数学和统计的技术来鉴别一系列多头和空头头寸并捕捉不同部分之间存在的定价错误。

事件促发战略也是西特德尔基金投资组合中重要的一部分。其中包括公司生命周期投资，其含义是寻找由于公司并购、离职和资本结构的改变而产生的机会。

“在西特德尔基金中，我们有一个由专家组成的团队。我们有不同的业务——统计套利、合并套利、固定收益债券套利、可转换套利以及买卖股票。每一业务都有专家。”西特德尔的基金占纽约股票市场和东京股票市场每日总交易额的大约 1%。

公司总处于不断的变化之中，以应对不断出现的投资机会。“如果你不能意识到投资产品的发展，你就不能在长期内生存。”例如，在 19 世纪 60 年代，指数套利意味着巨大的机会，而今天指数套利只是一种普通的投资产品。日本认股权证是另一个例子，它们在 19 世纪 70 年代的早期占有重要地位，但在今天几乎销声匿迹，因为税收和会计规则的改变，它们中的大部分交易在 1982 年消失。因此，格里芬总是采用新战略。

西特德尔基金的投资组合主要是由股票组成的，但固定收益债券的地位也在日趋上升。投资组合中的 1/3 来自于美国之外，而且多年来一贯如此。欧洲和日本占有重要地位。位于伦敦的欧洲办事处，公司聘用了大约 10 人。西特德尔基金一直时不时地用少量的资金投资于新兴市场。

西特德尔基金在技术行业一直很活跃，就它在旧金山办公室的地理位置这一点来说十分有利。技术公司的投资占西特德尔基金投资组合的比例变动幅度较大，从 1/3 ~ 1/2。“我们通过并购、可转换债券和买卖股票大量投资于新经济。我们一直注意在通信和互联网业集中的风险，我们投资于我们认为能生存下去的公司。在技术领域有大量的重新定价，我们也在其中。消费者的所得不等于利润。”

格里芬也曾经向其他对冲基金经理进行过投资。他这样做是因为他相信其他对冲基金经理有相关领域的优势，并且向他们投资能使投资组合多元化并增加利润。

公司也参与私募股票的投资，所投资的行业由市场提供的机会决定。

## 4.1 由过程驱动

当被问到最近的或记忆深刻的损失时，格里芬说发生损失是他们每天经历中的重要的一部分。“我们每天都会从上百个交易中损失很多钱。我们想防止由于第二次犯同样的错误而带来的损失。”格里芬说他们的许多交易都是被重复的，这为学习提供了机会。“这些交易不像全球宏观交易员交易日元对美元那样只做一次。我们是由过程驱动的公司，我们从过程中学习。过程总在变化，代表了一种学习经验。”不管是负面还是正面的教训都被融合在学习过程中了。

他感觉一些公司在重复相同的错误，因为他们是没有专长的通才。他还感觉一些公司没有严谨地分析他们所做的事情以及下次如何做得更好。

西特德尔投资集团中运营时间最长的基金从 1984 年创立到 1998 年，这只基金除了一年之外，收益每年都有两位数字的增长。例外的一年是 1991 年，下跌了 19%。格里芬说，1991 年与 1988 年十分相像，那时，由于债券市场大跌，对手们鉴于损失的扩大而被迫将头寸变现，由此造成了可转换债券的价格被严重低估。然而伴随这些被低估的债券在 1992 年重新回到较合理的价格，西特德尔基金收益颇丰。1993 年，西特德尔基金向上反弹了 17%。

## 4.2 杠杆和风险管理

关于杠杆的使用，格里芬说，西特德尔投资集团的杠杆率要比同行们略高，而且自从创立时就是如此。“然而，只要我们认为自己

有高超的风险管理技术，使用较高的杠杆率也没什么。”

西特德尔投资集团的目标是努力降低  $\beta$  系数(即系统风险)。“我们不想让业绩由  $\beta$  系数决定。我们力图使公司的利润与市场的上升或下跌，或者利率的上涨和下跌无关。”因此，西特德尔投资集团在股票市场的净风险暴露是极低的。

西特德尔投资集团试图通过资产多元化来稀释风险。它在分析历史和预期未来的波动性和市场极端情况的基础上，研究投资组合的表现。

西特德尔投资集团对每笔交易没有具体的回报要求，但却允许每笔交易承担一定的风险。例如，固定收益套利交易的风险通常只是风险套利交易的一部分。

关于对冲，格里芬使用全部的投资产品——从卖空证券到卖空期货。“每一种在投资组合中都有它们的作用，这取决于你想对冲掉的风险。通常并非只有一种方法能进行对冲。”

因为西特德尔投资集团试图降低宏观风险，它感觉使用杠杆是合适的。“做套利的收益微薄，因此我们使用杠杆，但我们确实在努力确保投资组合被套期保值。”

## 来源 不受官僚组织的影响

格里芬说决策的制定是自上而下的。大约有 100 名投资专家进行决策。“我希望那些最先接触到信息的人不要受官僚组织的影响，并且决策应由他们来进行。”

由高级投资组合经理组成的投资委员会，其开会的时间取决于当时市场的波动性。格里芬说，1988 年他们一天要开几次会议。而

在 1990 年，会议没有那么频繁，大概一周一次。当时市场环境的变化决定开会的频率和长度。

格里芬在描述其公司时，把它比做一架飞机。定量研究小组负责建造引擎，技术小组建造机身，而交易员就是驾舱里的飞行员。

公司分为 5 个小组：① 定量研究小组发展和提高自有的数学模型来为西特德尔投资集团服务。众多的博士——主要是物理学家，致力于建立市场的模型。他们为在不同市场环境下的投资组合管理、交易的压力实验以及投资组合的压力实验提供工具。② 投资和交易小组利用数学和统计方法、自有的定价技术以及基本面分析在全世界范围内识别投资机会。③ 信息系统的人员提供支持西特德尔投资集团运营的信息技术。他们编写并维护代码，以保持系统的通用性。他们还分析和交易工作设计交易系统。④ 投资组合财务小组负责管理资本方面以及流动性风险。⑤ 运营、法律和会计小组大约有 100 名人员管理交易和头寸。他们负责公司的运营符合管理和金融制度，并监管执行程序。每笔交易在每天都被调整以符合规定。

对于高级投资专家，他们薪酬的一大部分取决于公司整体的业绩。

西特德尔投资集团有一套面向全体雇员的全面的个人交易政策，其目的是对雇员交易集团的投资组合中的证券加以限制。格里芬说，所有雇员的个人交易必须得到事先的同意。

## 7.1 协调者和战略家的角色

格里芬的角色在过去几年中发生了改变。在早期，他承担了所有的角色。而现在，他更像是一位协调者和战略家。他的作用是发

展新的风险管理技术和进行资产分配。“我的技术和定量研究人员比我做得更好。而我负责进行协调。在西特德尔投资集团有许多‘正在运动的部分’，我花费大量的时间去确保公司朝着正确的方向运动。”

格里芬的一个关注焦点就是如何正确管理增长率问题。“阿尔法系数<sup>①</sup>促使资产规模的增长。”他的问题是在未来如何得到规模，以及如何在每一个战略中实现更大的规模。阿尔法系数所涵盖的资产越大，其伴随的风险也就越大。“我发展我的业务的速度，取决于我以多快的速度设立阿尔法系数，并管理由此带来的风险。”

格里芬总是致力于接纳新事物。公司最近添加的新业务是在1989年引入的固定收益债券。1992年由长期资本管理公司鉴于众所周知的问题而引发的危机，造成了固定收益债券领域的混乱，而这一混乱使许多人才得以流动，格里芬就有机会聘用优秀的人才。

“我来帮助他们建立团队。我们从所罗门兄弟公司聘用了一批很优秀的专家。我和他们讨论有吸引力的风险及交易，并帮助他们融入到我们公司的文化中来。”格里芬将西特德尔投资集团的文化描述为能够接受变化的文化。公司总是在评价新的战略并对那些有前景的战略加以实施。但增加新的战略也增加了新的风险。“我们不能停留在过去的荣誉中。”

尽管西特德尔投资集团在几个市场中具有领先地位，但其文化不接受这种想法。“我们每天回家都问自己怎样才能做得更好……我们重视学习、分享和团队工作。”

---

① 阿尔法系数是用来度量只与特定证券相关而与市场整体无关的价格波动性。——译者注

格里芬喜欢聘用刚刚大学毕业的人，以便他能教授他们如何交易。“我们是一个非常具有竞争力的组织。大多数人还只有 20 多岁。”他还认为把公司设在芝加哥是具有优势的——西特德尔投资集团是芝加哥赫赫有名的金融机构，竞争者非常少。因此，挖墙角的事情并不多见。员工们都很忠诚，并且目光长远也是西特德尔投资集团的文化的一部分。

“我与一些世界上最聪明、最具才能的人一起工作，”格里芬说，“所有在西特德尔投资集团的人都能感到我们在建立一种非常特殊的东西。我喜爱这其中的挑战、竞争以及精神鼓舞。这就是我的动力。”

尽管事业占据了格里芬的大部分时间，但他仍然有充足的闲暇发展个人爱好，他喜爱足球和旅游。他还是芝加哥现代艺术博物馆永久收藏委员会的成员。

## 7.1 基金行业

格里芬认为 20 世纪 80 年代一直是对冲基金业的好年景。例外的是日本，其经济一直很困难。1980 年是西特德尔投资集团收益最好的年份之一（见表 7.1），长期资本管理公司的倒闭和其他一些因素为西特德尔投资集团以极低的价格收购资产提供了大好机会。

他感觉市场正在发生改变。在股票市场为牛市时，有更多的资金涌入。在熊市中，市价疲软，伴随蛋糕的缩小，将会发生合并，环境也就变得更为困难。

他注意到大批的市场参与者已经侵蚀了对冲基金经理的部分优势。1991 年前，对冲基金经理凭借公布的收益报告和华尔街公司

观点的改变就能在机构投资者之前获利。但是最近几年里，大的共同基金和保险公司在管理投资组合方面更为灵活。在这种形势下，加上每日交易的失误，使对冲基金经理丧失了一些优势。

格里芬认为，未来对于全球宏观管理公司来说更具挑战性。在 20 世纪的 80-90 年代，宏观交易商有如前所述的优势，同时还有机会接近政府官员和顶尖经济学家。现在，随着信息更广泛地传播，他们的优势减弱了。欧元的诞生以及单一欧元收益曲线的出现加剧了这种形势。但是，格里芬相信全球宏观战略仍会作为一种战略保持下去——尽管将面临更多的挑战。

格里芬还相信，对冲基金业从透明度和业务执行的角度看，对于机构投资者的要求来说还不成熟。

格里芬说，新旧两代基金管理者的区别不是十分明显。但是，一个公司对于技术股、定量分析以及信息技术所采纳的适度水平可以说明问题，也表明可能存在“代沟”。那些 30 岁以下的经理似乎能轻松地将新技术运用到业务中去。他注意到期权定价课程直到 20 世纪 80 年代才在大学里设立。从那时起，教育和技术环境发生了巨大的改变。他还注意到，正是迅速采用新技术在 20 世纪 80-90 年代给予了所罗门兄弟公司以优势。

表 10-1 最长运营基金的净收益率 (豫)

年 度	净 收 益 率
1981	10.2%
1982	10.2%
1983	10.2%
1984	10.2%
1985	10.2%
1986	10.2%

(续)

年 度	净 收 益 率
1997	10.6%
1998	14.6%
1999	15.6%
2000	16.6%
综合平均年收益率	14.6%

关于是否有接班计划这个问题，格里芬注意到大多数成功的对冲基金管理公司是在经理们的华尔街事业成功之后建立的，在那时，如何利用退休后的余热或发展接班计划都不在考虑范围之内。现在，这些经理们处于事业的晚期，开始面对他们以前很少考虑的问题。而与此相反，西特德尔投资集团极为重视事业的发展以及为下一步培养人才。

### 个人简历

姓名：肯·格里芬。

机构名称：西特德尔投资集团。

### 组织机构

起始日：1997年。

资产：

目前：10亿美元。

最高：10亿美元。

优势：交易方法。

公司和分支机构的地点：芝加哥、加利福尼亚州、康涅狄格州、伦敦、东京。

人员数量：大约 100 人。

组织类型：专家团队。

个人角色：协调者和战略家。

投资委员会：有。

薪酬体制：对于高级投资专家，绝大部分的薪金取决于公司整体的业绩。

投资者数量：员翻多人。

投资者类型：员翻为美国之外的投资者。

员翻为机构投资者。

合伙人拥有的资产：合伙人拥有大部分的投资的有流动性的净资产。

捐赠基金(资料来源：员翻年全美高校商务官员联合会)：奥伯林学院。

獠投资方法与投资组合结构

风格：事件驱动战略、相对价值战略。

投资组合中的头寸数量：不定。

从事的交易：建立于每一交易的风险与回报的动态变化。

美国所占的比例：员翻~员翻。

技术股所占的比例：不定。

私募股票的地位：不定。

宏观战略的地位：园

对其他经理的投资：有过一次。

灏风险管理

净风险暴露：较低。

对冲方法：很多方法。

最大杠杆率：最近几年的一般水平是 獠员- 苑员

值得纪念的损失：每天都有。

风险管理：对冲、多元化和使用多种定量和定性分析工具。

### 背景信息

初展锋芒：大学时期。

职业背景：在大学期间从事交易。

教育：哈佛大学。

动机和满足感：竞争。

年龄：38 岁。

闲暇：足球。