

第 11 章 大卫·特普尔，阿巴鲁萨 资金管理公司

事件驱动型的机会主义者：缩小投资 范围，回归核心业务

阿巴鲁萨(阿巴鲁萨)资金管理公司坐落在新泽西州的查塔姆，从纽约市开车需要 1 小时。在我的采访中，58 岁的大卫·特普尔(阿巴鲁萨)对他所经营的事业侃侃而谈。最近他决定收缩业务并回归到公司最初的业务核心上。大卫·特普尔认为，公司目前所拥有的 100 亿美元的证券组合过于庞大。通过将资金返还给投资者的做法，大卫·特普尔认为公司的业务将会更加集中，利润也将更高，他预计最佳的资金规模大约是 50 亿美元。

特普尔想重新设定一些公司的经营规则。“我想砍掉那些小头寸而只保留一些大的头寸，我不想再对那些可能会有盈利的头寸投入更多的精力了。”特普尔想把公司所持有的头寸数量减少，这样公司就可以集中精力去做自己真正擅长的业务了。阿巴鲁萨资金管理公司所拥有的头寸种类一般在 50-100 之间。采访的时候(2000 年 1 月)，阿巴鲁萨资金管理公司有 100 个头寸。大卫·特普尔倾向于业务集中的经营原则，对于所谓的多样化经营他是不屑一顾的，他说，“多样化经营根本不能帮你赚钱。”对阿巴鲁萨资金管理公司来讲，

其 1/3 的头寸都是股票头寸。

至于大卫·特普尔会建立哪种头寸则完全视机会而定，通常大卫·特普尔关注于那些收益为投资的两倍的小盘和收益为投资的 1/3 的大盘股票或其他证券产品。特普尔说，头寸的大小决定了一个经理可能会造成多大的损失。当建立起一个头寸的时候，特普尔还要知道将来公司打算怎样将资金从该头寸中撤出来。

作为最终交易者，特普尔显得随意但又非常务实，胆识对他来讲是一种重要的决定力量。当时，特普尔手中持有大量现金，因为他不喜欢此时的市场状况。他觉得市场现在的发展没有任何方向并且潜藏着大量的风险，很有可能出现混乱的状况。他说，“我没有投资的冲动，因为觉得没什么赚钱的机会。”不过尽管不看好当时的市场状况，特普尔认为 1980 年还是有可能出现大的获利机会的。

14.1 追逐价值的机会主义

阿巴鲁萨资金管理公司的业务核心一直以来都是高收益债券和危机证券。在接受我们采访的时候，垃圾债券和危机证券占了公司证券组合的 1/3，而特普尔说这一比重还会增加。他将他的经营理念概括为追逐价值的机会主义。同时，阿巴鲁萨资金管理公司注重考察被投资公司的信誉，并分析被投资公司的资本结构。

阿巴鲁萨资金管理公司奉行机会主义原则，只要机会存在就可以向任何证券以及市场进行投资，不过美国市场一直都在阿巴鲁萨公司的资产结构上占有重要地位。

例如，公司购买麦克德尔摩特（McDermott）公司的债券。麦克德尔摩特公司是一家制造开采石油的钻孔机的公司，它的一家分公司

月拜德霖以辛登普公司由于石棉紧缺而面临倒闭。特普尔说，当时所有人都在抛售这家公司的债券，只有他认为在那么低的价格买进是一个很难一见的好机会。

我对特普尔的采访是在他的会议室里进行的，在那里摆放着一些关于阿巴鲁萨资金管理公司近期所参与的交易的纪念品。这些交易涉及克玛特(运自册)、克鲁尔(运旭造)、第四互联媒体(附演非演春孕册演罪灾)、古德曼(册案生册)、联合工业公司(哉册者附世册案悦册)以及派克钻井公司(孕册册闻册早悦册)等公司。这些交易的规模、种类多种多样，这更加说明了阿巴鲁萨资金管理公司的机会主义的经营原则。

员圆猿 新兴市场：俄罗斯和韩国

特普尔还举了其他一些例子向我表明他在微观层面上的机会主义的经营理念。他曾经介入别人当时都避之不及的新兴市场。他毫不隐讳地说，在向集权国家以及新兴市场上进行债券投资方面，他与其他交易者最大的不同就在于他愿意持有这些债券更大的头寸，他比其他人更为大胆。他说，“我们经常呆到价格触底的那一刻，我们总能坚持到价格回升的时候。

员圆源年爆发了俄罗斯政府债券违约事件，当时有不少对冲基金受到重创，阿巴鲁萨资金管理公司也不例外，其业绩下降了圆圈豫，因为阿巴鲁萨资金管理公司在员圆月的时候大量买进了俄罗斯政府债券。特普尔说，当时他之所以对公司所采取的策略感觉很好就是因为他知道事态朝各个方向发展的概率，概率是他平时最喜欢谈论的话题。当时那些债券以员缘分的息票面值被出售，而且交易状况显示

人们都认为最坏的情形已经发生过了。这些债券继续走低的概率很小，而价格回升的概率却很大。状况更糟的新兴市场上的事件，如刚果和越南债券危机爆发时，有关债券是以 1/2 的息票面值被出售的。华尔街上的金融机构已经不再买进这些债券了。而阿巴鲁萨资金管理公司却恰恰相反，它采取了激进的投资策略大量买进，这一举措使它在 1997 年获得了 20% 的投资回报。

那么 1997 年 10% 的损失是否对阿巴鲁萨资金管理公司的经营原则有一定的影响呢？实际上并没有，尽管特普尔说，“我们对流动性认识不准确，我们觉得市场的流动性很充分，但实际正好相反。俄罗斯市场的变化太快，使我们来不及抽身。”

除此之外，仍然是由于这种机会主义的经营原则使阿巴鲁萨资金管理公司在 1997 年 1 月成为购买韩国国库券的第一家西方公司。当时美国主要的投资银行没有一家愿意驻足韩国市场，各信用评级机构也开始把韩国列在投资级别国家之外，这时韩国国库券的价格爆跌，以至于其收益率比美国国库券高 10% 或者 15% 直至 20%。

1997 年 10 月的时候，阿巴鲁萨资金管理公司所持的证券组合中有 10% 为非美国的投资品。

特普尔承认他的这种经营原则很有可能使公司处于不利境地，他说，“你不能在那种状况中逗留太久，你只是在一个微观的层次上争取机会，那并非是对我们有利的战场。”接着他把我们谈话的话题引回到垃圾债券和危机证券上来，这才是他的战场，也是他最熟知的领域。

特普尔还承认，要想将对垃圾债券、危机证券以及新兴市场上的风险进行对冲并不是一件容易的事，他们一般通过标准普尔期货以及国库券来进行。特普尔说，“这是一门艺术，而不是一门科学，

套期保值率是一直在变化的，如果我们的确处于上涨态势，那么我们甚至不用进行对冲。”

阿巴鲁萨资金管理公司已经两年没有使用资金杠杆了，较高的时候其杠杆率为猿猿，如在购买哥伦比亚煤气公司的投资级别的债券时，阿巴鲁萨资金管理公司就使用了这一水平的杠杆率，当时该债券高出美国国库券 远四个基本点而且其风险也相对较低。如果投资之后可以获得诸如哥伦比亚煤气公司以及麦克德尔摩特(配雷德电城)公司的债券这样的资产，特普尔愿意使用较多的资金杠杆。公司一般的杠杆率大约为 猿猿猿~ 猿猿 阿巴鲁萨资金管理公司的纯正(栽莱那燥早通)的基金，一支有担保的银行债券基金中，使用的是 猿猿~ 猿猿的杠杆率。

猿猿 三年的投资锁定

特普尔说，猿猿年投资者的提款是正常现象。这部分是由于他的许多投资者本质上还是偏好于长期投资，他们的钱在阿巴鲁萨资金管理公司那里已经呆了够长的时间，而阿巴鲁萨资金管理公司的业绩也一直不错。此外，阿巴鲁萨资金管理公司还有猿猿年投资期的规定。

正是由于这一规定，阿巴鲁萨资金管理公司的投资者中没有太多的基金的基金以及欧洲投资者，其客户多为捐赠基金、富有家族以及拥有高资产净值的个人投资者。根据 猿猿年全美高校商务官员联合会(晕兑丹)的报告，戴维森(阅槽雷)大学和米德柏利大学将捐款交给了阿巴鲁萨资金管理公司进行管理。阿巴鲁萨资金管理公司大约一共有 猿猿个投资者。

关于透明度这个问题，特普尔说，他每一季度都会向投资者分门别类地报告公司的投资情况。他在报告中列出证券组合中美国股票、各个新兴市场以及各国股票所占的比重，但他不会提供每笔交易所涉及公司的具体名称。

阿巴鲁萨资金管理公司的所有基金都是以马的名字命名的。阿巴鲁萨投资基金(有限合伙)(阿巴鲁萨)是面向美国投资者的基金，而与阿巴鲁萨基金投资取向并行的帕洛米诺(阿巴鲁萨)基金有限公司是面对非美国投资者的，而纯正有限责任投资基金(阿巴鲁萨)是有担保的银行基金。向阿巴鲁萨资金管理公司这些基金投资的最低金额为 100 万美元，阿巴鲁萨资金管理公司收取 1% 的资金管理费和 0.5% 的激励费。

10.1 组织

阿巴鲁萨资金管理公司一共有 10 个人，其中 9 位是合伙人。特普尔是惟一的股东，拥有 100% 的投票权，他是头寸规模大小的决策制定者。特普尔介入公司证券组合管理的程度很深，其精力集中于一些领域，从破产的公司到新兴市场，到股权投资等。一般合伙人及其委托人拥有这家合伙公司的 100% 的资产。

一共有 2 名行业分析员进行资信分析，公司还内设一名律师主要负责处理与破产有关的法律事务。

公司的结构比较松散，没有设立投资委员会，大家一般就是非正式地坐在一起进行讨论。一个月大约有一次，特普尔和另一位合伙人吉姆·博林(阿巴鲁萨)以及财务总监罗恩·戈德斯坦(阿巴鲁萨)会在公司附近的一家墨西哥餐厅一起吃一顿午餐，并讨论证券

组合的发展状况。

阿巴鲁萨资金管理公司不向其他的资金管理公司分派资金。只有在特殊的情况下，阿巴鲁萨资金管理公司才进行私募股票投资。

阿巴鲁萨资金管理公司与迈克尔·斯莫罗克(配理器器名宅里器器)保持着一定的联系，但这种联系不是直接的联系。猿缘年，特普尔雇用了迈克尔·斯莫罗克进行抵押证券的交易，并筹资建立了一家新的基金——穆斯唐(配理器器)基金，迈克尔·斯莫罗克是该基金的委托人。到猿年岁的时候，迈克尔·斯莫罗克一共运行着猿家基金，分别是穆斯唐基金、设得兰(配理器器)基金和特雷克纳(配理器器)基金。猿年愿月，迈克尔·斯莫罗克创建了激光(配理器器)投资咨询公司。这家新注册的法人公司管理着穆斯唐这支对冲基金，此外该公司还受托管理房地产信托基金。激光投资咨询公司不是阿巴鲁萨资金管理公司所属的实体，迈克尔·斯莫罗克拥有其猿%的股份，特普尔拥有剩下的猿%的股份。而在迈克尔·斯莫罗克进行错误的证券定价之后，他就从激光投资咨询公司首席执行官的位子上退了下来并被免去激光抵押贷款公司首席行政长官的职务。

猿缘 个人背景

特普尔说，他对投资产生兴趣最初是由于看见父亲进行股票交易，那时候他猿岁。在读大学期间，特普尔建立了一个期权交易方案，以猿的价格买进期权，以猿的价格卖出期权。

从匹兹堡大学毕业后，特普尔成为了匹兹堡埃奎(配理器器)银行的一名证券分析员。在那之后，他又进入卡耐基·梅隆商业学院的研究

铁(阿巴鲁萨)和波士顿的基石(阿巴鲁萨)共同基金工作。1983年，特普尔加入了高盛公司。那时，高盛公司开始建立进行高收益证券交易的投资小组。

作为高盛公司高收益证券交易投资小组的负责人，特普尔一共在高盛公司呆了 10 年时间。他的主要精力都投放在破产公司的交易以及一些特殊情形下的交易。1993 年，特普尔离开高盛，和杰克·沃尔顿(阿巴鲁萨)一起创建了阿巴鲁萨资金管理公司，在那之前，杰克·沃尔顿是高盛资产管理公司的高级证券组合经理。访谈那天，沃尔顿也来到了办公室，但目前他已不大参与公司的日常经营。

阿巴鲁萨资金管理公司下设的基金为什么要以马的名字命名呢？这是因为当初设立阿巴鲁萨资金管理公司的时候，公司本打算以佩贾索斯(阿巴鲁萨)作为基金的名字，但那个名字已被使用。由于佩贾索斯是一匹马，于是特普尔就打算用其他马的称号。而在赛马名册中，阿巴鲁萨是第一个出现的名字，于是特普尔决定把公司叫做阿巴鲁萨资金管理公司。若以首字母排序，阿巴鲁萨公司的排名总是很前，因此在获取信息方面比其他公司要早，这也是一种优势。

特普尔说，竞赛总能激发他的斗志。当他不进行交易时，他就会从高尔夫球和游泳中获得乐趣。此外，他还是他三个孩子棒球队、垒球队以及足球队教练。

表 11-1 阿巴鲁萨资金管理公司业绩：净收益率 (豫)

年 度	净 收 益 率
1993	14.6%
1994	15.8%
1995	16.2%

(续)

年 度	净 收 益 率
1997	16.0%
1998	10.0%
1999	18.0%
2000	12.0%
2001	10.0%
年平均综合收益率	12.0%

个人简介

姓名：大卫·特普尔

机构名称：阿巴鲁萨资金管理公司

组织机构

机构起始日：1997年。

资产：

目前：10亿美元。

最高：100亿美元。

优势：经验丰富，擅长捕捉机会。

公司地址：新泽西州的查塔姆市(悦来堡)。

人数：10名。

组织类型：交易型资金管理公司。

角色：涉足所有方面。

投资委员会：有。

薪酬体制：公司的整体表现。

投资者人数：10人。

投资者类型： 主要是美国投资者，如富有家族、捐赠基金，无基金的基金。

一般合伙人及其拥有的资产： 占总资产 15%~25% 的份额。

捐赠基金： 米德柏利大学和戴维森大学。

资料来源： 1995 年 4 月 15 日的

访谈

风格： 机会主义，市场驱动型。

投资组合中的头寸数量：

平均： 20~25 个。

目前： 25 个。

从事的交易： 机会型。

美国交易所占的比例： 不定。

技术股所占的比例： 不定。

私募股票的地位： 有选择性的，一般很少进行投资。

宏观投资比重： 不定。

对其他资金管理公司的投资： 无。

风险管理

净风险暴露(净敞口头寸)： 证券组合的 15%

对冲技术： 持有期货，美国国库券，现金。

最大杠杆率： 市场波动较小时为 15%，近年来保持较低水平。

值得纪念的损失： 1998 年，俄罗斯。

风险管理： 使用较小杠杆率，转化为现金。

背景信息

初展锋芒： 观察父亲交易股票。

圆慧 新投资明星——员袁位伟大的投资家及其投资战略

- 职业背景： 高盛公司的主交易员。
- 教育： 匹兹堡大学，卡耐基·梅隆商业学院研究生院。
- 动机和满足感： 竞赛。
- 年龄： 源袁岁。
- 闲暇： 作孩子的球队教练；打高尔夫球；游泳。