

第 5 章 李·安斯利，马弗里克资本公司

缘起 传统的买入—卖空型对冲基金：重视基本面，进行自下而上分析的经理

当人们谈到新生代对冲基金经理，通常想到李·安斯利（~~李·安斯利~~）。猿岁的安斯利经营着马弗里克资本公司基金。在弗吉尼亚大学学习系统工程毕业后，他在毕马威（~~毕马威~~）担任顾问。后来他进入北卡罗来纳大学商学院学习，并在那里结识了朱利安·罗伯逊。后来，他在老虎管理基金担任管理主任，为期猿年，他称赞罗伯逊以及老虎基金的其他交易员对他的事业产生了重要影响。“朱利安再次给我上了有关诚实的人生课程，并强调一个人的声誉有多重要。”他还觉得在老虎基金有很多有才华的交易员。他想起离开老虎去马弗里克对他来讲是多么困难的一个决定。但他还是认为成立马弗里克是一个非常好的机会。

我最初结识安斯利是在 猿源年，我参加马弗里克资本公司在达拉斯召开的年度大会上。马弗里克资本公司的创始人之一，萨姆·怀利（~~萨姆·怀利~~）也是一位成功的企业家，他拥有一系列分布广泛的知名公司——包括大学计算公司（~~大学计算公司~~），斯特林软件公司（~~斯特林软件公司~~），迈克尔斯商店（~~迈克尔斯商店~~）和斯特林商业公司（~~斯特林商业公司~~）。怀利（~~怀利~~）于 猿园年以家族资金建立自己的

投资组合，1987年11月，他和儿子埃文(艾文)以及安斯利建立了马弗里克资本公司。到1987年12月，马弗里克资本公司开始接受外部投资。那时，马弗里克资本公司管理的资产为1.5亿美元。1988年马弗里克资本公司的合伙人大会在金博尔艺术博物馆召开，出席的名誉嘉宾包括前总统乔治·布什。那天晚上，布什同每个人握手和拍照。那是我在马弗里克资本公司参加的第一次会议。

到1988年10月，安斯利开始运营整个投资组合。1988年11月，他收买了公司的大部分权益，公司资产已经涨到了2.5亿美元，安斯利控制了全部基金。埃文·怀利作为管理合伙人，主要关注公司的长期战略方向。在我进入他们在达拉斯位于新月大厦(新街101号)的办公室时，扩张仍在继续。那是他们在此地的10年中的第三次扩张。马弗里克资本公司及其分支机构在其达拉斯、纽约和费城的办公室约有150名工作人员。我们在安斯利办公室旁的八边形会议室见面，两尊中国瓷器马在会议室门口欢迎着造访者。

安斯利运营对冲基金的方式与许多其他经理不同。一个方面就是他用 鲁宾·琼斯的方式来进行对冲。虽然没有完全对冲，但马弗里克基金比一般对冲基金的对冲程度高得多。卖空是马弗里克基金重点从事的交易。证券被分别卖空，而没有利用期货和期权进行对冲。他认为老练的投资者能利用期货和期权自行进行对冲。“我们希望通过卖空我们认为业绩将低于大市的股票来增加收益。”

缘起 深厚的基本面研究

马弗里克基金采用基本面或自下而上的分析方法，其方法是拜访各公司，与管理层交谈以及分析现金流。马弗里克基金与各个行

业都有很强的联系，并且了解这些行业内的影响力。该基金通过在投资组合中设立约 缘缘 个头寸来实现投资的多元化。

投资分配由当时最好的想法决定。在投资组合中美国一直占据绝大部分。“这是我们最熟悉的地方，也是我们业绩最稳定的地方。这是进行卖空股票最有效的市场。日本一直是业绩最好的地区，但同时波动性也较大。”

安斯利观察到，“在下跌的市场，创造绝对收益对我们来说比较困难，但相对来看，我们表现得不坏。”观察一下标准普尔指数下跌的各个月份，在过去 苑 年间有 缘 个月份美国全部四大指数下跌 缘缘%~ 缘缘%。而马弗里克基金上升了 缘缘%。“这是由多头头寸的超高收益和空头头寸的超低收益实现的。因此，在这段时期我们做的还算不错。”

安斯利强调的是整个团队的重要性而不是他自己的重要性。整个基金是由同等的人组成的集体，而不是建立在某一个人的贡献上。正是这种环境让他能够吸引高级人才。“我们的优势是团队的经验和行业专长。缘 个部门的负责人都是各自行业知名的、有才华和有经验的人。这给我们的多头和空头都带来优势。对于空头方来说，经验尤其重要。”部门负责人自己有很大的处理权。“他们与我是同等的人，而不是我的雇员。”部门负责人的薪酬由整个基金的盈利情况和各自部门的贡献共同决定，但前者占的比例大一些。

安斯利拥有公司的绝大部分。有一些个人是合伙人。

对于大多数部门负责人，他都有多年的了解，并且相互之间彼此尊敬。“部门负责人和我共同做出决策。”安斯利还指出，正是因为各团队、部门和地区之间彼此独立，马弗里克基金不像是拥有 缘 亿美元资产的基金，它还能保持像一系列小规模、集中的基金一

样的灵活性。

盈利的关键是团队中的行业专长。各团队关注各自行业中盈利的和亏损的公司。基金共有 10 个团队——分别是零售、媒体和通信、科技、保健、金融、环保固废、日本和亚洲以及拉丁美洲。每个部门一般在投资组合中的比例不超过 10%，净风险暴露很少超过 5%。例如，在谈到技术部门时，安斯利说当时（1990 年 12 月）的风险暴露是 5%。他发现每个部门和地区都存在多头的倾向。

在采访当中，安斯利经常提到是多头头寸和空头头寸之间的差额提升了他们的业绩。“这种差额驱动了盈利。我们的（多头减空头）差额年度平均值约为 10%。”

尽管马弗里克基金的平均净多头倾向为 5%，它与标准普尔指数没有明显的相关关系。用 β 表示的与股市的相关程度一直是 0.5，而 β 小于 0.5 就被认为没有相关关系。因此，在这样一个有上升倾向的市场中取得超常业绩更加困难。在过去 10 年中，马弗里克基金的每日波动性大致是标准普尔指数的一半，每月波动性是标准普尔指数的 0.5。

马弗里克基金在其所投资的每个地区和行业都保持较低的净风险暴露水平，通常是 5%~10% 的净多头。不只在整个投资组合，而且在所投资的每一地区和行业都存在净多头。净风险暴露水平平均为 5%，总风险暴露水平平均为 10%。

与其他著名的对冲基金经理不同，安斯利认为他的特长在于选择股票，而不是确定市场时机。投资组合价值最大化的过程起始于考察行业。这是一个对逐个头寸进行的过程，其中，每个头寸的风险与收益情况至关重要。这种过程可被称为“受到建议的判断”。

基金进行交易的市场的流动性如何？安斯利说目前所进行交易

的市场的平均资本市值为 200 亿美元。马弗里克基金主要投资于美国中盘和大盘的股票。

在公司，安斯利的角色是作为监管者和协调者。他主要关注资产投资分配、风险控制以及作为一个宣传者。他的投入提高了头寸的规模。“我拼命做宣传工作，并确保所做的研究工作是完全的、彻底的，所有的相关资源都被用到。”

安斯利大多从研究的角度来处理事务，其中包括商务事务（如，确定资产对业绩的影响或怎样提高对投资者的回报）。

安斯利花大量时间讨论基金规模的问题——即对马弗里克基金能够轻松管理又不影响业绩的资产数额。尽管他没有提到具体数字，但他说他们已经做了大量的研究，去搞清规模和增长的利与弊问题。每个月马弗里克基金要将自己的业绩同假设当月没有交易的预计业绩相比较。长期内，基金一直有向好的趋势。

安斯利试图找出马弗里克基金的灵活性受到其所管辖资产数额的负面影响的程度。马弗里克基金跟踪并关心交易的执行情况，即资产规模是否影响了交易状况。每天，他们都观察执行的交易对收盘价和交易量加权平均价格的影响。

安斯利指出，基金自从 1970 年前成立之日起，就一直在增长。在此期间，只有一个季度出现了净赎回，三个季度的业绩为负，它们是 1971 年的一季度，下跌了 10%；1972 年的三季度，下跌了 15%；1973 年的三季度，下跌了 12%。

安斯利谈到了规模过大的潜在弊端。规模排行前几名的基金都已被迫转换投资风格，这在马弗里克基金还没有发生过。安斯利也在不断分析基金的灵活性是否受到了影响。他感觉为时尚早。

安斯利说，从正面影响考虑，随着基金资产的增长，基金会聘

用更多的人，这就使雇员能够更加接近各只股票。随着公司规模
的扩张，交易小组的资源和能力也得到改善。例如，在猿猿年，每一
位投资专家要盯住约猿个头寸。而今天，因为有猿位投资专家，
每个人要盯住的头寸不到猿个。

最重要的还是业绩。安斯利说，在截止到猿年猿月猿日的一
年，是马弗里克基金从相对业绩角度、绝对角度和波动性角度看，
表现最好的年份之一。

马弗里克基金中有不到总资产猿%的资产被分配给其他基金管
理公司。尽管这种情况不常发生，但安斯利发现十分有价值。这使得
马弗里克基金能发现新想法，增进相互关系，看到其他经理的投资
组合，并同时增长自己的专长。马弗里克基金也服务于其他基金的
经理，接受那些对冲基金的一小部分资产。

马弗里克基金没有投资于全球宏观战略。安斯利相信鉴于宏观
投资机会的减少，宏观投资的重要性将降低。

安斯利说，有时市场也会出现极端不理性的情况，由此产生不
能充分反映基本面情况的股价，但这样的时期持续的时间通常不会
太长。

在马弗里克基金中没有设立投资委员会。安斯利指出设立投资
委员会有两点危险：一是容易形成一致的想法，而一致的想法会变
成最低水平的思想，换句话说，更有趣、更刺激的想法被剔除了；
二是他希望手下只关注他们自己的股票，而不用留心本行业外股票
的动向。

猿猿 杠杆管理和风险管理

马弗里克基金的一般总杠杆率是猿%~猿%。每日的波动是

标准普尔 500 指数的一半，但基金的业绩要比标准普尔指数好。“在这样的风险与收益情况下，我们感觉良好。”杠杆率在几年中都保持稳定。安斯利说，与其他的对冲基金同行相比，马弗里克基金的杠杆率略低一些。

尽管理论上马弗里克基金的最大杠杆率可为 10 倍（即 1000%），但这么大的杠杆率从来没有被使用过。杠杆率最高达到 5 倍，而马弗里克基金自己设定的极限是 3 倍。

安斯利说，马弗里克基金可以承担更多的金融风险，并仍能保持出色的承担风险和收益良好的状态，因为它同时限制了许多其他类型的风险，实施了多元化投资，并且遵守严格的损失限定。通过套期保值，马弗里克基金将宏观风险转变为证券选择风险。这使得基金通过证券选择在长期内实现价值增长。

其他经理可能会遇到麻烦，如果他们使用杠杆但不进行对冲，不进行多元化投资，或者资产太相关，或太集中。

由于马弗里克基金是真正进行了对冲，因此它的宏观风险较低。在其投资的每一地区和行业，它的净风险暴露都较低。基金通常的头寸不超过 5 个，并有严格的头寸限制。这样，每一头寸的损失都不会太大。多头头寸不会超过净资产的 5%；空头头寸不会超过净资产的 3%。马弗里克基金所交易的股票都是具有相对流动性的，因此，如果出现失误，该头寸会被迅速剔除。

5.1 典型的一天

安斯利的一天是从早晨 7 点开始的，他与交易小组就昨夜出现的新进展进行交谈，并讨论如何应对。大多数的早晨，他是在家中

的办公室来做这件事的。这间办公室简直就是他在马弗里克基金办公室的翻版——安静、孤独、与世隔绝。

在大部分剩余的时间里，他用来与他的高级团队进行谈话。他与卖方分析员的交谈甚少，但却花费时间与可能对投资程序有帮助的投资者交谈。

每天晚上，第二天的行动计划已被制订——什么应买，什么应卖。损失限定原则和税收计划方针一直被马弗里克基金的体系所贯彻。安斯利经常通过电话与高级人员联系。在他晚上回家之前，还喜欢看一下日本市场开市的情况。这个过程从下午源苑园持续到苑苑园，他一般晚上愿怨点回家。之后，还会用员小时关注夜间市场。行动计划在第二天早晨被分发给每个部门负责人。

安斯利在不工作的时候，喜欢打篮球和高尔夫球。除了投资方面的书籍，他还喜爱阅读历史小说。

他喜爱他的工作，他是有竞争力的，并且他发现市场是最终的竞争所在。

缘缘 投资者的情况

从员源苑年中，马弗里克基金为了降低增长率，就不再接受新的投资者了。但是它还接受战略投资者(如机构或大公司的高级管理人员)的资金。他们可利用这些投资者的专长和智力资源。安斯利说他有苑园多名投资者。

大约有员苑的投资者是个人和信托人；另外员苑是捐赠基金、基金会和年金基金；其余的投资者是合伙人和相关实体，还包括银行、公司、保险公司以及基金中的基金。

根据国家学院与大学业务负责人协会(NACUBO) 2008 年捐赠基金的年度调查，向马弗里克基金投资的机构包括：卡耐基·梅隆(Carnegie Mellon) 大学，国王学院(King's College)，密西根大学，北卡罗来纳大学，奥伯林学院(Oberlin College)，南米瑟德斯特大学(Southern Methodist University)，德克萨斯大学，瓦萨学院(Vassar College) 以及惠特曼学院(Whitman College)。

马弗里克基金的合伙人和相关实体在基金中投入了 1.2 亿美元，成为马弗里克基金最大的投资者。

该基金最后一次开放时，其最低投资额是：个人 100 万美元；机构 500 万美元。基金设有 3 年的封闭期，如果投资者想提前退出，将加收费用。

缘起 私募股票

马弗里克基金通过 2008 年年末在创建布拉索斯投资合伙公司(Brasos Partners) 的过程中发挥重要作用而与布拉索斯投资合伙公司建立起一种战略关系。该公司是由希克斯·泰特·弗斯特公司(Hicks Muse) 的两位前合伙人、一位运营合伙人以及马弗里克基金的合伙人组成。布拉索斯股权基金(Brasos Equity Fund) 寻找价值在 1000 万 ~ 1 亿美元之间的收购和资产重组业务。

通过正常的业务，安斯利发现了一些有关发行私募股票的想法——那些即将准备好上市的公司往往都有这种想法，但这些想法还没有被基金投资者加以充分利用。他不想使用马弗里克基金的资金。私募股票的操作需要投资者具备不同的能力——能够判断机会的价值、有强大的谈判能力。同时，私募股票难以进行对冲，安斯利相

信他不应该将大量私募股票的风险强加于马弗里克基金的投资者。马弗里克基金的投资者有机会投资于布拉索斯基金，但这不是强制性的。布拉索斯基金的办公地点在马弗里克基金办公楼中的一层。

布拉索斯基金和马弗里克基金共享投资理念和资源。马弗里克基金可以在不浪费时间和付出的情况下进行双重投资。布拉索斯基金可利用马弗里克基金在华尔街的关系。“这是一种双赢格局。”

缘起 变化着的行业环境

安斯利注意到，由于受到朱利安·罗伯逊关闭其基金以及索罗斯分拆其基金的影响，当前的宏观环境对于对冲基金来说已不像以前那样有竞争力了。罗伯逊和索罗斯的资产总和在对冲基金资产市场中占据很大比例，二者的市场份额总和是巨大的。全球宏观巨人的分拆可能还有利于商品期货交易顾问业，因为该业界与全球宏观业有某些类似——即大量交易货币。

另一个影响是全球宏观巨人的困境激活了对冲基金业中的其他资金。不知这些资金是否会离开对冲基金业。许多顶尖级的对冲基金经理已关闭了基金，除了战略投资者外，不再考虑其他投资者。

对每日交易员有何影响？安斯利说成交量作为衡量流动性的指标意义已经下降。每日交易员还使得经纪公司以有效方式进行造市变得更加困难。然而，其有利的一方面是他们创造了价格变动差价。

安斯利在谈到对冲基金业的未来时十分兴奋。他认为各机构现在判断投资品种的价值时，不仅看其业绩，还考察其风险控制情况。随着各机构水平的提高，它们的决策也会更明智。

他认为管理费对于各机构投资者来说不是很重要，因为相对较

高的管理费将吸引最优秀和最聪明的投资者。许多基金的收益以及风险在除去管理费之后仍然很具有吸引力。各机构投资者不会只因为追求较低的管理费而选择二流的基金。

关于提供给投资者的信息方面，安斯利说马弗里克基金提供除去空头头寸之外的所有被要求公布的信息。每个月，马弗里克基金提供各部门和各地区的业绩，各部门和各地区的多头与空头的风险暴露水平，以及一份交易总结。

节税效率也是马弗里克基金研究的课题之一。安斯利认为投资者应该对此多加留意，并且随着时间推移，他们都会这样做。最初，投资者只关心总收益，后来关注净收益。以后，他希望投资者将关注税后净收益。

对冲股权净收益率见表 5-6。

表 5-6 对冲股权战略的净收益率 (续)

年 度	净 收 益 率
1992	10.0%
1993	12.0%
1994	10.0%
1995	12.0%
1996	10.0%
1997	10.0%
1998	10.0%
1999	10.0%
每年平均综合收益率	10.0%

注：对冲股权战略代表了从 1992 年 9 月 ~ 1999 年 9 月安斯利管理的投资组合中股票部分的资产，以及 1999 年 10 月安斯利成为惟一经理后所管理的全部投资组合的资产。多数投资者都认为这种业绩记录是最为合理的，因为安斯利是当前的经理，并且所有资产都由这种战略所管理。

个人简介

姓名：李·安斯利。

机构名称：马弗里克资本基金。

组织机构

机构起始日：1986年 9月。

资产：

目前：10亿美元 均

最高：10亿美元。

优势：团队工作的经验；选股。

公司地点：德克萨斯州达拉斯。

人数：5人。

组织类型：团队。

个人角色：监管者、协调者和宣传者。

投资委员会：无。

薪酬体制：整个基金的盈利情况，部门的贡献以及附属因素。

投资者人数：70多人。

投资者类型：多元化。

合伙人拥有的资产：10亿美元

捐赠基金(资料来源：1986年全美高校商务官员联合会)：卡耐基·梅隆大学，国王学院(圣巴巴拉大学)、密西根大学、北卡罗来纳大学、奥伯林学院(约翰·霍普金斯)、南米瑟德斯特大学(乔治亚理工学院)、德克萨斯大学、瓦萨学院(宾夕法尼亚大学)和惠特曼学院(辛辛那提大学)。

投资方法与投资组合结构

风格：基本面，自下而上。

投资组合中的头寸数量：缘缘园

从事的交易：主要考察交易的收益率及伴随的风险。

美国所占的比例：缘缘园。

技术股所占的比例：缘缘。

私募股票的地位：战略关系。

宏观战略的地位：园

对其他经理的投资：小于 缘缘。

源风险管理

净风险暴露：平均 源缘。

对冲方法：卖空股票。

最大杠杆率：自行限定为 猿园，理论值为 远缘

值得纪念的损失：三个有损失的季度：缘缘缘年一、二、三
季度和 缘缘缘年三、四、五季度。

风险管理：对冲，降低净风险暴露，多元化投资，限制头寸规模，只保留有流动性的头寸风险管理。

缘背景信息

初展锋芒：高中。

职业背景：会计顾问。

教育：弗吉尼亚大学；北卡来罗纳大学商务学院。

动机和满足感：竞争。

年龄：猿缘岁。

闲暇：篮球、高尔夫球，阅读。