

第 8 章 马克·金顿，金顿资本管理公司

职员 全球股权多头—空头：愿意等待机会，并非总是投资

马克·金顿(~~沃顿~~ ~~云早~~)的办公室坐落于俄罗斯茶艺馆与卡耐基礼堂之间的卡耐基厅大厦第 8 层，从那里他可以俯瞰整个曼哈顿。

金顿(~~沃顿~~ ~~云早~~)资本管理公司旗下目前运作的资产超过 1 亿美元，现在已基本不再接受新的投资了，金顿只有在平衡资本撤出的情况下才接受新的投资。虽然公司执行这一政策已有多年，但投资人接到有关正式通知却是在 2007 年 5 月。“能否成为最大的对冲基金经理者对我们来说并不重要，” 36 岁的金顿这样说。金顿公司的雇员及其家庭成员是最大的投资人。金顿称委托投资者基本上把他们全部的金融净资产都投在公司的基金里面了。

金顿本人有三个目标——获取较高的风险调整回报率；创造一个舒适的工作环境以及建立一个具有持久价值的组织。

“我的第一动力来自于对投资行业的热爱，”金顿自述，“我喜欢投资游戏——我喜欢投资所带来的智力与情绪上的挑战。我喜欢获胜，而与所有团队成员分享成功的经验就更有乐趣了。我需要对那些把资金托付给我们的投资人、以及那些不仅仅托付资金而且将其职业生涯与公司紧密相连的雇员承担责任。到了我职业历程中的

这一阶段，金钱只是一种衡量业绩的方式，资产的规模也只是一个需要关注的潜在问题而不是目标所在了。”

金顿属于国际股权多头—空头对冲基金。“我们一直强调股权投资而不是宏观战略投资的原因之一在于，进行股权投资时有可能比其他投资者对某一公司的前景更为确知，而宏观战略投资则对判断能力要求更高。”

从 勇缘年 勇月 ~ 勇缘年 勇月这段时间内，国际股权敞口头寸于 勇缘年 勇月达到顶峰，占 怨缘。勇缘年底，国际股权的份额降为不足 缘缘。在这 缘年的时间段内，股权头寸平均占 缘缘，其中有 源缘属于美国国内股票，勇缘属于非美国股票。宏观交易(如利率、金属与货币工具头寸)在同一时期内平均占到金顿所管理资产的 勇缘。勇缘年 勇月宏观交易最高曾达到 源缘略强，至 勇缘年底，则已经不到 缘缘了。

现金弥补了股权与宏观交易之间的缺口。现金储备、期货、期权与空头销售用于应付对冲市场敞口风险。

怨圆 资产分配依据价值评估、基本面与图表分析

金顿交易理念的基石由价值评估、基本面走势与技术分析(如敏感性分析)构成。这些技术既应用于宏观投资品市场，也用于单个股票。

按重要性排列，价值评估(既包括资产基础也包含收入基础的价值评估)、收益趋势与相对价格趋势是金顿选择股票时参考的三个最重要的标准。管理能力、财务报表质量与市场流动性也是很重要的因素。股票只要达到目标价格或者根据遴选标准有重大恶化时，就

到了将该股出售的时候。金顿注意到，某些最好的机会存在于没有被其他投资者大量跟进的证券之中。在买进某一股票时，金顿的目标是追求至少 10% 的毛回报率。其资产组合中约有 100 个股票头寸。

金顿说，他们并没有试图根据正式的理论上的方法对资产组合进行最优化。“虽然我们认可投资分散化的优点，但是我们的目标是找到世界上具有最佳风险—收益比的股票与行业，而不是模拟标准普尔 500 或其他指数”。

流动性同样是非常重要的。公司所持有的资产量总额实际上比每日的交易量(确保流动性)小。

金顿认为图表往往具有一定程度的误导性。图表往往用于匹配头寸的持有时间。“现在使用图表有了不同的方法，我们更多地将图表用于决定对某一证券是采取支持还是与其市场走势相逆的态度，我们并没有把图表视为一种对某一被投资公司本身强势与弱势的反应。图表仅仅是一种工具而已，由于股市的各种干扰因素，现在我们会以一种更具怀疑性的眼光看待图表”。

高速增长行业，包括技术、电信、网络与医疗公司，在过去一年中占金顿资本管理公司净资产的比率从 10% ~ 20% 不等。

金顿投资私募股票的历史已经有 20 年了。“虽然这种类型的投资占资产比例不足 10%，但这种投资方式提供了关于技术开发的早期信息窗口，并且有时会带来优异的回回报率”。

金顿是否将资产分配给其他基金管理者呢？他回答说，金顿资本管理公司有不超过 10% 的资产是分配给其他十几个对冲基金管理人管理的。“这些资产管理公司向我们索取 10% 的收益，但我们并不额外向我们的客户收费，所以这类投资主要是为了维护业务关系的目的而进行的。我们发现许多专业的基金管理公司所持的想法和拥有

的信息对我们自身股票选择是大有裨益的”。

对金顿而言，其自身的优势在于他进行踏实的基本面分析并且执行严格的交易准则。他说，“我们之所以具有某种优势，关键在于我们是一个国际研究型组织，（金顿资本管理公司有 100 名投资组合经理以及分析师，还有 20 名交易员），我们在华尔街拥有广泛的联系并执行严格的交易准则。”

交易原则

金顿资本管理公司贯彻数条交易原则。第一条是降低损失；第二条是不要忘记第一条原则。

第三条原则是弄清华尔街在某一时段到底认为什么是影响证券与金融行业最重要的因素。金顿使用所有合法的途径及时地监测这些信息。其他原则包括：不要试图把一个失败的交易变成一项投资。如果你因为某个原因购买了某种股票，而现实表明这一原因已经不再适用，那么就要当机立断地把这种股票卖掉。如果你有足够的勇气（或者足够愚钝）在熊市的时候购买了某种股票，那么你就要对其交易或进行套期保值。如果某种股票相对其增长率、同类公司或利率而言已经充分得到了它应该的定价，则该股可作为销售对象。如果公司错过了华尔街所估算的上端价格分位点，那就把它卖掉。技术面变糟或者成本降低，你就有足够的理由进行反向交易。无论你在这种股票上投入了多少时间与金钱，你都要果断地把它甩出去，因为此时它已经不能为你带来任何收益了。

“在投资之前，我们考虑的是犯错误的后果，”金顿说，“我们非常关注流动性”。

2.1 文化——冷静与激情

冷静与激情是金顿资本管理公司的文化特征。在谈话中，金顿不时地使用体育比赛的例子。“你不能像普通人那样进行比赛，想着是打到第八局还是第九局。投资不是打棒球，它像是玩抢座位游戏，如果你错了你就会没有椅子坐。”这个游戏值得一搏吗？如果潜在收益足够大，且不利风险可以控制的话，答案就是肯定的。

金顿使用的杠杆率并不高。实际上，多年来金顿资本管理公司基本上就不存在杠杆。“我认为需要使用高杠杆率的情况并没有出现，”金顿避免使用杠杆为的是将普通的收益转换成良好的收益，“收益不佳就是收益不佳。如果收益不佳还使用杠杆只会将你推向更为不利的方面”。

多用价值评估、少用技术分析，或者相反，都不是在对资产组合进行对冲。这仅仅会加倍你所面临的风险。

顽强对于金顿而言是一种重要的品质。顽强事关管理人员怎样面对困境与客户的资本撤出。“问题是要相信自己，不要把前途光明的牛市与愚蠢的熊市混淆起来……市场就是市场。你不能将其看得过于人性化”。

从 1984 年交易开始，金顿实现的平均年复利收益率约为 10%。在这 12 年间，仅有两年的回报率为负值，1991 年公司业绩下降了 15%。

1992 年金顿公司也经历了轻微的下滑，基金资产下跌 10%。金顿称那一年公司交易的所有证券的行情都很艰难。最近一次损失的情况如何呢？那是在通用汽车—休斯电器（通用汽车通用电器）的股票

对冲交易中，金顿公司损失了资金。出现这次失误是因为“在招标过程中通用汽车愿意接受的股票数量问题上，我们相信了一个人提供的善意，但他提供的却是错误的信息。我们不应该让他高度的自信打消我们的怀疑——我们对对他是否知道某些情况以及是否具备充分信息持有疑虑——这是我们经常碰到的老教训，可能在退休之前我们还会在同一问题上在摔几次跟头”。

尽管存在损失的情况，金顿还是觉得 1989 年许多对他有利的因素都同时出现了，这使得公司无论从绝对还是相对水平来看都取得了巨大的收益。

金顿的典型一天是这样开始的，上午 7 点 30 分到达办公室，愿点开始召开半个小时的日常例会，其间宏观交易员会讲解一份两页纸的隔夜市场新闻总结，然后欧洲部分的交易员简要介绍隔夜交易的情况，接着公司内部技术分析人员介绍根据技术趋势模型有何新发现，最后与会人员可随意发言讨论发生的重大事件，主要涉及有影响意义的事件并决定当日的交易策略。

在接下来的时间内，金顿通常考察其投资组合中包含的公司情况或者潜在的投资对象，与经济分析师及资金经理商谈，同内部经理共同研讨投资组合策略，“我重点集中在现实世界中发生了什么事情，而不仅仅着眼于华尔街”。

金顿资产管理由 15 个利润中心组成(利润中心由团队及个人构成)，其中 10 个为行业小组，5 个为地区小组，公司总计有 150 个雇员。

公司设有投资委员会，但如何进行资产投资的决策是由金顿本人做出的。投资委员会成员包括金顿、理查德·雷格尔，国内股票研究部主管以及彼得·考博斯(英)，首席财务官。“我们同时采取自顶

向下和自底向上的管理方法……自底向上，主要体现在分析员与专业人员(包括行业与地区)每周一正式会面一次，同时也在平时非正式会面。这样若是产生一个很好的想法，总是会有资金进行支持”。

雷格尔与金顿同为高层投资组合经理，金顿称“我们积极地管理整个投资组合。当我们俩冒出一个都喜欢的想法时，就让相应的投资组合经理进行选择，是根据其损益状况(损益表)去实现这一想法，还是留给我们自己来做。我们密切地关注公司的投资组合经理的思路以便明确他们的最佳想法，为其设立目标与止跌水平，以及确立适当的头寸规模”。

金顿公司创建并维护了这样一种企业文化：对每一位可能成为公司雇员的应聘者，每个投资组合经理都有权投反对票。“我们聘用具有冷静特质、但又具有激情的人——不是那种大呼小叫的人；我们寻找的人才是那些能够与市场竞争，而不是互相内耗的人；他们还应当能够承担与自身职位相应的责任。投资组合经理给他们分配股票投资的任务，也就给了他们获取收益与避免损失的责任。”权力是分担的，所有职位的人都需与金顿本人或雷格尔进行讨论。

奖金体系是根据每个投资组合经理的业绩来确定的，同时公司还设立统筹奖励，这种统筹奖励是由当年公司整体业绩情况决定。

看到单个雇员在公司内部成长起来，金顿能够从中获得很大的满足感。例如，雷格尔本人是在 1984 年 5 月加入公司的，那时他只是一名毫无资产组合管理背景与行政管理经验的分析员。金顿说，雷格尔逐渐成长为一名出色的投资组合经理，并且曾经在公司内部培养出几名优秀的分析员，现在雷格尔已经成为他的左膀右臂了。

金顿公司进行四个基金的交易，其中三个是针对美国国内具有高额净资产的个人，一个针对非美国公民。金顿联合(远星娱乐网) 此方为试读，需要充值VIP，请勿访问！www.eftongbook.com

捐赠基金与金顿合伙(运圣燥社马捐燥)基金是针对美国投资人的。其投资政策基本上是相同的,只不过金顿合伙基金(针对专业投资而运作的基金)不能够购买新发行的热门股票。金顿离岸(晕火运圣燥社的燥燥燥燥)基金的资本收益不需要缴纳美国所得税。第四个基金,金顿家庭合伙(运圣燥社云君赠燥燥燥)基金于员燥年苑月员日开始交易,目前拥有超过猿万的投资人。

金顿称捐赠基金托管资产已经成为他们最大的一块业务,离岸基金(捐赠所在的基金)是最大的部分。离岸基金(包括所有的赠款、养老基金与非美国公民的投资)的投资人一般不需缴纳美国税收,因此,金顿并没有做最优税收规划。根据员燥年全美高校商务官员联合会(晕写燥燥)的研究,公开记录显示,分配到金顿资本管理公司的捐赠基金来自波德温学院、柯比学院、恭拜理燥燥赠燥燥燥、希伯大学与南方大学。其他重要的投资伙伴来自于拥有高额净资产的个人与其他基金实体的资金。

在运作透明性这一问题上,金顿称公司统计周业绩数据、根据地区及资产类型分列的季度业绩数据、月底投资头寸报告并按季度就长期头寸提供证监会所要求的文件材料。

金顿告诉投资人,他们应该寻找一位有鲜明的投资风格的经理为其工作。“如果你喜欢大起大落的业绩,就找一家杠杆率很高的基金。如果你偏向于较低的波动性,那就要找一家更多使用价值评估方法,较少使用杠杆的基金”。

怨燥 大事记

金顿于员燥年创办公司,起始资本圆万美金。他回忆到,在

经营业务的最初 20 年中，他的逻辑是无论用什么方法，赚钱越多越好。那时，公司的年收益率平均高达 15%，但那几年公司的业绩虽然非常好，却存在很大的波动性。20 年之后，其资产从 100 万增加到了 1000 万。

金顿逐渐意识到要实现低波动性、稳定的业绩同时应该避免大涨大跌，应当从投资人那里收取一笔激励费。他放弃了高风险的投资方式而选择了稳定的业绩表现，以提供一种高于平均收益，同时低于平均风险的回报。这样其投资目标转变为风险调整后总体回报的最大化。

1985 年，金顿意识到除非出现很看好的牛市（这种情况是很少有的），否则没有必要将资本全部转化为投资。到 1988 年时，金顿实现了资产的全球分散化，同时有了新的投资理念——“禅”的精神出现了。“幸福的出现不可强求——投资与此相同。成功往往出现在你愿意等待机会的时刻，”金顿引用纽约尼克队一位专业棒球运动员阿尔·休斯敦的说法，“‘让比赛来找你。’机会——买多、买空、套利——总是存在的”。

1989 年对金顿来说是最为痛苦的一年。1988 与 1989 年强劲的升势结束后，市场于 1989 年陷入了熊市。当年，美联储紧缩了货币供应量，投资对于金顿来说代价很高，所以其绝大部分资产以现金持有，仅投资了资产的 10%。金顿是在静静地等待机会，“静坐等待是非常困难的。正如帕斯卡说过‘一个人最难做的就是老老实实坐在屋子里。’”到当年年底的时候，金顿的资产升值了 10%，这引起了众人的注意，“这件事教育我们，如果有充分的理由，坚持你认为是正确的事情是多么重要。”

1988-1989 年金顿资本管理公司的净收益率见表 2.1

表 10-1 金顿资本管理公司的净收益率

年度	净收益率(豫)
1981	10.0%
1982	15.0%
1983	12.0%
1984	18.0%
1985	14.0%
1986	16.0%
1987	13.0%
1988	17.0%
1989	15.0%
1990	14.0%
1991	16.0%
1992	13.0%
1993	15.0%
1994	14.0%
1995	16.0%
1996	13.0%
1997	15.0%
1998	14.0%
1999	16.0%
2000	13.0%
综合平均年收益率	14.5%

① 自 1981 年 1 月 1 日起交易。

10.2 动机和影响

金顿称，那是他在接受犹太戒律规范的仪式后得到的两股股票激起了他对投资交易的兴趣，股票市场对他产生了巨大的吸引力。金顿小的时候很好强，喜欢获胜，在 1953 年夏天的时候，12 岁的他就开始在海登斯通公司打工了。

金顿大学时以 3.9 的荣誉毕业于哥伦比亚学院，后来获得了哈佛商学院的 MBA 学位。

金顿的第一份工作是 ~~在~~ 公司养老基金管理部的一个职位，~~1984~~ 年，他加入了一家对冲基金——世纪资本合伙公司，并在该公司工作了 ~~10~~ 年。在那里他受雇于吉姆·哈珀尔(~~1984~~ 年)，从一名分析员做到投资组合经理直至一般合伙人。

作为一名以基本面分析为指导的交易员和一位应用交易技巧的投资人，金顿深受从本杰明·格雷厄姆(~~1984~~ 年)到杰西·利弗莫尔(~~1984~~ 年)的启发或者影响，当然也包括许多持两者中间立场的人。“在我为吉姆·哈珀尔工作的 ~~10~~ 年中，他对我影响很大，吉姆教会了我发挥时间与资本的最大作用——致力于能够带来大规模潜在收益的想法同时削减损失这一原则的重要性”。

金顿认为在纽约工作具有很大的优势，“所有的 ~~1984~~ 首次公开发行)与二级市场的路演都要在那里出现，我们几乎可以同所有想见面的人安排一对一的会面。与其他任何城市相比，纽约拥有最多的行业工会、证券分析师以及基金经理。创意思想的大量涌入胜过了集体审议所带来的风险。纽约的城市激情与节奏，在朱利安尼(~~1984~~ 年) ~~1984~~ 市长的领导下更加鲜明与稳妥，因此有利于吸引大量头脑聪明、思维活跃的人们加入我们的公司。”金顿将来可能会考虑到硅谷、伦敦、东京设立分支机构，但目前公司只在纽约拥有办公室。

金顿的生活比较丰富、平衡，在闲暇的时候，他学习跆拳道，目前他具有三级黑带水平。金顿参加跆拳道学习已经有 ~~10~~ 年了，他每周都要练习 ~~1~~ 小时。金顿说，练习跆拳道让人保持心理与生理的健康，同时也很有趣味。另外，他还与家人一道旅行和打高尔夫球。

~~1984~~ 行业展望

是否已经出现新老对冲基金经理的竞争？对这一问题，金顿的

回答是还没有。根据他的观点，有些东西是永远也不会改变的，“曾经有一些疯狂的对冲基金经理在 1929 年熊市的时候，使用杠杆率与非流通证券把市场泡沫给吹大了，在下一个熊市的时候，我们还会看到这种情况出现。目前已经退休的、曾经有过辉煌职业生涯的大基金经理们也做过类似事情，其实人们应当尊重他们的成就而不是只是看他们的失误。”

金顿不无担忧地评价到，许多非常成功的共同基金经理盲目买入拥有“最好”声明的股票，而不顾忌价格高低，这会导致出现岌岌可危的连锁反应，其未来收益注定不高。

金顿认为，在过去的几年中，日交易商对市场变动的迅速反应导致市场行情随其交易变动。金顿把那些进行平行交易的日交易商与进行系列交易的基金经理区分开来。进行平行交易意味着从事与市场行情发展方向相同的交易（即，买强势、卖跌势），而系列交易是指与行情方向相反的交易——买跌、卖涨。

日交易商的存在使得基金经理们以更加怀疑的眼光考察市场信息，金顿说道“虚假的剧烈的行情变动迅速逆转的情形日益频繁的出现，这给我们创造了反向交易的机会”。

个人简历

姓名：马克·金顿。

机构名称：金顿资本管理公司。

组织机构

起始日：1958年。

资产：

目前：10亿美元。

最高：10亿美元。

优势：基础研究、耐心、销售原则。

公司地址：纽约州，纽约市。

人员数量：100人。

组织类型：1个利润中心。

个人角色：资产配置；确定投资金额；高级投资组合经理。

投资委员会：有。

薪酬体制：基于每个投资组合经理掌握头寸的业绩加上基于年度公司业绩的统筹奖金。

投资者数量：100人。

投资者类型：赠款逐渐增长；高额净资产的个人与基金的资金占重要地位。

合伙人拥有的资产：基本上是全部的资金净值。

捐赠基金：南方大学，柯比学院，纽约州立大学，希伯大学。

投资方法与投资组合结构

风格：全球股权多头—空头；自顶向下与自低向上。

投资组合中的头寸数量：超过 1000个。

从事的交易：潜在毛收益超过 100%。

美国所占的比例：10%~20%

技术股所占的比例：10%~20%

私募股票的地位：小于 10%；作为分散收益与提高回报率的窗口。

宏观战略的地位：小于 10%。

对其他经理的投资：是，少于 10%的资产分配给 100个对冲基金管理。

风险管理

净风险暴露：缘豫。

对冲方法：现金、期货、期权与股票卖空。

最大杠杆率：缘年以来未使用杠杆。

值得纪念的损失：通用汽车—休斯电器股票的投资。

风险管理：降低损失，不要试图将一个损失的交易转变成投资，如果停止、目标达到或基本面恶化则卖出；如果技术面不佳，则仔细审查。

缘背景信息

激发事件：受犹太教戒律时。

职业背景：养老金管理、其他对冲基金。

教育：哥伦比亚学院、哈佛商学院。

动机和满足感：智力、情感上的挑战；看到人们成长。

年龄：缘岁。

闲暇：家庭、高尔夫、跆拳道、瑜伽。