

第 四章 基金解散的非官方原因

尽管对于对冲基金的解散或重组有其官方原因，但也存在其他的非官方原因——有些原因是清晰的，而有些是模糊的。这些原因主要有：激励费和最低标准问题、资产过于庞大、过度注重短期业绩、接班问题与缺乏基础结构、技术股动荡带来的市场表现、有关基金管理者的野心过大——不愿仅仅是伟大的货币经理人、基金管理者的年龄以及他们在市场中供职的时间、对全球宏观战略经理们而言艰难的外部环境。

四.1 激励费和最低标准

在对冲基金的激励费体制下，一旦基金业绩开始下滑，就会出现最低标准问题。如果一位对冲基金经理人在当年赔钱了，那么在损失被弥补之前，他就不能拿到任何激励费，而该激励费构成了一位对冲基金经理福利的一大部分。在 1992 年和 1993 年的第一季度，老虎基金分别下跌了 15% 和 15% 时，罗伯逊必须至少为基金赚回 10%，才能使基金回到正常水平。而索罗斯的量子基金到 1994 年底下跌了 15%。

巨额的日常开支更加剧了基金业绩的恶劣表现。例如，据称光是老虎管理基金每年的营运费就达 1.5 亿美元。老虎基金在纽约总部和世界各地共有约 1.5 万名雇员。而索罗斯在 1994 年初，有 1.5 万名

雇员在纽约，另外猿名遍布世界各地。

圆圆 资产达到极限

一位经理管理的资产越多，就越难有出色的表现。有一些基金的规模已经过于庞大。有人认为 员园亿美元就是极限。全球宏观基金(圆园世纪末)是那些在全球范围内寻求股票、债券、货币和期货市场投机机会的基金，它们被人比做巨型航母，因为这些基金可以通过增加不同的业务和采用不同的战略来扩大规模。一个基金的战略越单一，它的规模就应越小。

一些评论家认为老虎基金基本上仍然只做股票业务。因此，在员园年，老虎基金达到 员园亿美元的高峰时，它的规模就相对而言过于庞大了，而罗伯逊的麻烦正是起于员园年 员月。索罗斯管理的资产也是在员园年的 愿月达到 员园亿美元顶峰的。

一些研究表明，许多对冲基金在其早期业绩最好，那时，它们管理的资产较少，运营更灵活。

过多的资产对所有经理都是问题——包括共同基金。在《共同基金常识》一书中，约翰·博格尔(员月)建议投资者应避免那些没有封闭基金历史的，或不顾投资目标，似乎一味要将其基金扩大至无限的大基金。“过大的规模可能甚至就会消除业绩出色的可能性。历史很明显地证明，对绝大多数基金，在它们规模较小时，业绩最出色。”

博格尔(员)用将基金收益与标准普尔 缘园指数(员)比较的数据来支持他的观点。他观察了缘只最大的管理较好的股票基金，它们的总资产在员~员年期间从缘亿美元增长至猿园亿美元，而他们的业绩无一例外地都恶化了。他用物极必反这一众人

熟知的成语来总结这一现象。从 1978-1980 年底，这些只庞大基金的表现远远超过了标准普尔 500 指数的上涨，每年超过 10 个百分点。这一成绩是它们的规模相对较小，即它们所拥有的每 10 亿美元股票市场市值平均由 100 万^①美元资产支撑的情况下取得的。当它们的资产规模庞大时，它们的优势也就丧失了。从 1980 年，随着这些基金的资产规模达到每 10 亿美元股市市值资产为 1000 万美元时，它们的业绩每年落后于标准普尔 500 指数的上涨，落后了 1 个百分点。这些基金的资产规模相对增长了 10 倍，而相对业绩却平均每年净下滑 1 个百分点。

沃伦·巴菲特(1980 年 7 月 10 日)也有相似的经历，“在整个 20 世纪 70 年代，当我的股票市值小于 100 万美元时，我个人的收益每年都超过 10%。但按现在的规模，我只敢梦想有 1 个百分点的收益。”

当一个基金的规模过大时，它就难以找到适合其收益或风险标准的市场机会。索罗斯和罗伯逊在其已经破历史记录地达到了 10% 以上的净收益时，还在不断寻找包括股票、债券、货币和商品的投资机会。

为了使投资多元化，经理们会为每一头寸占该种投资品种总价值的比例设置一个上限——如 5%。很少有公司愿意持有某公司 5% 的股份，因为所有权过于集中将使该股票的流通性下降。

随着基金规模的壮大，基金就会受到华尔街的关注，这也会给基金带来损失。大的基金公司在增加股票头寸时会留下痕迹。在经理们拥有某公司股份达到一定比例时，必须登记在案，而通过查找这样的档案也可以精确地估算出该基金持有的数量。它们的行迹在

① 原文为 10 亿，译者疑为错。

察到的一样，这些精英经理人的突出特点就是企业家才能。尽管伟大的基金经理能为公司获得超常回报，但没有一人能够建立起组织。有报道说斯坦哈特在不同时期同布鲁斯·科夫纳（布鲁斯·科夫纳）、利昂·库珀曼（利昂·库珀曼）、吉姆·莱特纳（吉姆·莱特纳）就此进行过讨论。

如果一个公司想要组织化，就不能总围绕着一人转。

罗伯逊就是因为没有准备好接班人而被长期批判。老虎基金曾经是一大批优秀对冲基金经理人的培训基地。他们有：李·安斯利（马弗里克基金）；拉里·鲍曼（斯宾内克科技公司）；托马斯·布朗（第二曲线资本公司）；鲍勃·卡尔（约荷资本公司）；戴维·格斯滕哈柏（阿尔戈公司）；约翰·格里芬（蓝岭资本公司）；安德烈亚斯·哈尔沃森，布赖恩·奥尔森和戴维·奥特（瓦伊金全球投资者公司）；詹姆斯·莱尔（米兰克资本公司）；斯蒂芬·曼德尔（隆派恩资本公司）；戴维·桑德斯（运通顾问公司）以及阿尼耶·斯奈德（迪尔菲尔德管理公司）。详见表 4.1。

他们离开的动机包括：渴望更多的权力；想做领导者而不是随从；发挥增加收入的潜力；想因良好业绩而得到认可或职业生涯的转换。在亏损的年份中，关键人物就可能离去，因为最低标准意味着他们可能暂时拿不到奖金。有些人可能就是为金钱的刺激而跳槽的。

如果决定权过多地集中于一人手中，有天分的分析员或基金经理人就会因为没有权力而感到不满。直到 1999 年，罗伯逊才允许高级分析员有投资权地管理自己的公司资产。

最初，索罗斯没有打算给德鲁肯米勒很多自由，或者给了他获得自由的权力，但他必须自己去赢得。在德鲁肯米勒加入量子基金

快一年时，两人发生了第一次公开的争吵。德鲁肯米勒曾买过债券，而索罗斯没有和他商量就卖出了这些债券。这是索罗斯第一次背着德鲁肯米勒做事，当时德鲁肯米勒发火了。最后，索罗斯平静下来并保证以后他会适可而止。

那时，东欧发生了巨变。共产主义体制开始动摇，柏林墙倒塌。索罗斯每天都关注这些事件的进展。在 1989 年夏天，索罗斯告诉德鲁肯米勒他必须全权负责基金的运营。“我成了教练而他成了对手。”

1990 年当索罗斯聘任德鲁肯米勒经营量子基金的时候，他曾经在接班人问题上有了暂时的胜利，因为这样他可以集中精力搞慈善事业。这为他赢得了时间。德鲁肯米勒在位 5 年。但在他之前，还有一些这样的人，包括：吉姆·马克斯（金融分析师）和艾伦·拉斐尔（粤港社评员）。

在 1995 年的大背叛事件之前，索罗斯也享受了一些副手的工作成果。例如利夫·罗森布拉特（基金经理），马克·松尼诺（对冲基金经理）和加别·内哈姆金（对冲基金经理），他们作为特殊情况投资小组的负责人在索罗斯管理基金工作了 5 年，但在 1995 年年中，他们宣布辞职，并成立了卫星资产管理公司（对冲基金）。

尽管自从 1989 年，索罗斯就让德鲁肯米勒进了董事会，但当压力袭来，要将基金重组为更为保守的基金的过程中，索罗斯将他的儿子罗伯特也召入董事会，让他作为转型期间的协调者。

缘 市场的动荡和向新技术的转变

对一些对冲基金明星来说，这场游戏不再好玩。市场状况让人烦恼。技术股的股价难以推测。市场过于动荡，尤其是技术股票。

在 1999 年 10 月，纳斯达克指数共有 10 次在一天中涨跌幅超过 1%。

市场动荡剧烈作为一种新现象，很大程度上是由于公众的高度投机所造成的——大家都追求业绩，追逐行情。股市的运行脱离了根本的东西，缺乏合理性。这使得一些经理人在审视市场传达的信息时更加审慎。这也使得卖空操作更为困难。

技术股成为老前辈们致命的弱点。索罗斯和罗伯逊都不同程度地遭受了技术股以及技术股给市场造成的变化的损失。作为一个价值投资者，索罗斯买入技术股的时间太晚，而持有技术股的时间太长。罗伯逊因为排斥技术股票而错过了大部分行情。

但问题不仅仅是技术股的交易，还包括是否有能力运用技术来处理来自于不同来源的信息流。新技术加快了信息的传播，这就削弱了一些对冲基金经理人的优势。

一位明星经理人暗示，一些老的对冲基金经理人并不愿意去学习新技术，这可能会导致他们让位，或等于在其生存之路上设置障碍。他观察到，“幸存者将是那些能适应新市场、信息技术并进行严格风险管理的人。”

10.1 在市场中长期供职的意义

这些经理们已经非常有钱了，因此可能就不会那么“贪得无厌”了。对年轻时的德鲁肯米勒来说，他就遇到了这种情况。一位对冲基金明星曾经认为，对德鲁肯米勒来说，既要管理量子基金又要打理自己的业务，是不是担子太重了。那时，德鲁肯米勒因为保持科技股的头寸时间过长而受到来自索罗斯的压力。索罗斯发出过这样的指令。“我的钱已经够用了，为什么还要这样？为什么要买进？我

不需要！”一位同伙经理这样描述过。早在 1982 年德鲁肯米勒就表示过辞职的意思。

到 1985 年，罗伯逊 28 岁，索罗斯 28 岁。在索罗斯与《华尔街日报》的访谈中，他说，“我想建立某种能为后人留下的东西。”迈克尔·斯坦哈特也做过类似的表示：“我不想因为我是一位伟大的货币经理人而被人们记住，我想成为其他更重要的什么东西而为人们记住。”慈善事业和写书似乎填补了索罗斯和斯坦哈特的空白。

这些明星经理们似乎越老，就变得越保守——更愿意降低杠杆率并降低风险。索罗斯谈到：“我现在只追求 1% 的回报而不是 10%。”索罗斯还将他的很大一部分资产分给外部经理们，以求分散风险。斯坦哈特也有相同的感受。在他退休后，他不再管理他的大块资产——而是分散给 10 位经理，他们中的大部分都是保守型的，而不是对冲基金经理人。

1990 全球宏观战略所面临的更为严峻的环境

索罗斯和罗伯逊指出，在目前的环境下，全球宏观战略想获得持续收益将更为困难。

最近几年，金融市场发生了巨大变化，而许多对冲基金的经理们却没有跟着这些变化而变化。过去，他们有大量的资产做后盾，并且重视使用杠杆。采用全球宏观战略的经理们在全球的货币、债券和股票市场进行巨额的高风险投资。而今天，发现市场的失效更为困难。

寻找明显的重要的市场转折点——如 1992 年英镑危机、1993 年汇率机制危机、1995 年墨西哥债务危机、1997 年亚洲货币危机和 1998 年俄罗斯债务危机——变得更困难。在流动性较差的市场

上机会较多，但在那些市场，庞大的规模是一个障碍而不是优势。鉴于在 1995 年之外，市场的流动性都较差，与次一级的机会相比，流动性报酬就显得不重要了。（1995 年包括美国、日本、德国、英国、法国、意大利、澳大利亚、瑞士、加拿大和西班牙。）

全球化迅速减少了市场失效的可能。欧元的引入消除了宏观交易者进行诸如使欧洲货币汇率趋同（1995 年 1 月 1 日）的交易机会。国际收益曲线货币间交易（1995 年 1 月 1 日）曾经是采用全球宏观战略经理们的核心业务。

流动性在某些情况下还会继续影响全球宏观战略的经理们，因为经纪公司不太愿意允许对冲基金经理们承担过多的风险，而这会降低流动性。

鉴于债券和货币的投资机会减少，全球宏观战略的经理们转向了股票。互联网的出现使得每个人都能得到大量的信息，对冲基金经理们在这方面不再有优势。不过，有时大的共同基金的经理们还是能得到比对冲基金经理们更好的信息来源。

更小、更专业的基金正在获得优势。例如，在 1995 年业绩最佳的基金中包括专业化的基金，如行业基金，其整体在 1995 年上升了 20%。而技术行业基金 1995 年飙升了 40%。它们更加灵活，能利用更多的交易机会。它们通常是某一特定领域的专家。另外，投资者们——尤其是机构投资者和那些使用基金的投资方法的投资者需要透明性。他们想了解经理们的投资组合是怎样形成的，想要了解投资的风格。而全球宏观战略的经理们一般不如其他战略透明。投资者还了解风险管理的机制，而很多全球宏观战略的经理们却不想透露这方面的资料。

在目前的环境下，全球宏观战略效果不佳。在更长时期内，当

市场再次出现不稳定时(如利率和货币价值不稳定),才会重新出现全球宏观战略的机会。但是,那种环境对全球宏观战略经理们将更具挑战性。

变化对于对冲基金业的影响

同时,有一些新的对冲基金开始设立,有的对冲基金成长到了合适的规模,而与此相对比,最大的对冲基金却出现问题而倒闭。事实上,这些大的经理们的问题越多,从这些公司跳槽的人也就越多。这是很自然的,这种现象将来还会持续存在。

随着从大基金跳槽人数的不断增加,人们希望许多年轻的经理们能从他们的前辈那里得到教训。新一代经理们懂得接班人、基层组织和企业组织化的必要性。结果是大部分新公司的架构不是以投资明星为中心,而是以团队为中心的。这些团队是专业化的,高级投资经理们为其头寸负责,其薪酬也至少部分地与其业绩挂钩。

过度的规模已使老前辈们遭受重创。因此,许多新基金的规模更小,通常更专业化。

同样的事情也可在共同基金业界推行。许多共同基金已为基金管理采用了团队的方法。晨星(晨星公司)的首席行政长官唐·菲利普斯(菲利普斯)发现共同基金也在向专业化方向发展。“对一个经理来说,思维定势从长线转向短线是困难的。”菲利普斯注意到在过去几年中,共同基金的关注焦点在逐步缩小。所以,共同基金已经不像原来那样是所有人都关注的事,而可能只关注投资对象的成长性和价值。两个独立的经理——而不是一个——负责基金的交易,并且他们每一个都是专家。

一些大的宏观战略基金的关闭或重组，表明按照宏观经济运行趋势大笔炒作的时代可能会暂时地告一段落。而随着大的对冲基金的关闭，将会有更多的机会。

对对冲基金经理们来说，为了选择股票和处理信息，购买更多的技术股，定量分析技术和信息技术将显得更为重要。

8.1 对冲基金面临的挑战

对冲基金面临着一些重要的挑战。在大的对冲基金管理公司中只有一家成功地实现了接班——那就是坎伯兰(悦名)联合投资公司，它已交接了三任领导人。不知是否会有明星经理超过这个记录。一些经理通过建立专家团队，发展企业文化和强调事业发展重要性来对此进行尝试。在大概 100 名对冲基金经理们当中，许多人只是在有了成功投资经历后才转向对冲基金行业，在他们最初的计划中，没有考虑到接班或将来要离去的问题。

对冲基金业的第二个问题是在更具挑战性的市场中的生存能力。综观整个对冲基金业——不只是本书采访的少数精英群体，公平地说，有些年轻的经理们由于交易时间尚短，没有经历过变化的市场周期，他们所面临的股票市场一直比较平稳。按照不同的测量标准，股票市场的牛市会持续 3 年、5 年或 10 年。在 20 世纪 80 年代的牛市时期，套期保值的空头交易只是一种负担。

对经理们的第三个挑战是要知道基金的规模何时达到极限。达到一定的规模后，基金的业绩就会恶化。基金的规模越大，经理就越需要扩展新的他所不擅长的领域。基金的资产越多，弥补交易失误的困难就越大。同时，制定决策和实施交易也越容易被分开。

1980年，市场发生了转变，变得让人迷惑、不可预测。对于从事交易时间不长、缺乏经验的对冲基金经理们来讲，他们的麻烦可能就更多。套期保值的空方交易——对此经理们可能没有经验——会变得更为重要。而且，伴随上市公司行业发生的巨大变化，股票市场也变得更复杂，这也使得在股票市场套期保值更加困难。

今天，人们都认为新的或年轻的经理们是以获得激励费为动力的，他们旗下管理着可观的资产，但却没有出色的收益。这种想法在长期内是有副作用的。如果市场一直都具挑战性，那么就可能在业界发生暴跌这样的事。