

第 15 章 布鲁斯·威尔科克斯， 坎伯兰联合投资公司

给予权利的合伙制——延续三代的公 司，长期价值投资者

坎伯兰联合投资公司是惟一能设法成功地将公司的经营期延续超过一代领导的对冲基金。事实上，它正处于第三代的领导下，并有 100 年的交易历史。它于 1914 年，由希尔森和米勒公司（两位老将唐·塞西尔和沃尔特·明茨）成立。1954 年，塞西尔和明茨将坎伯兰联合投资公司的管理权交到理查德·赖斯和运塔克·安德森手中。1984 年，赖斯和安德森退位，由下一代领导接班。1987 年，该公司由一般合伙公司转变为有限合伙公司。

对坎伯兰联合投资公司的访问是与现任管理委员会主席和远合伙人之一的布鲁斯·威尔科克斯进行的。作为公司的代表和其他合伙人的代理，他强调说，“这是我们的公司，不是我的公司。”

确实，公司的名称中不含有任何个人的名字，而是以当初成立者签订加入协定时的那家伦敦的旅馆名字命名的。

猿圆圈 积累的智慧

威尔科克斯说，他们的优势是公司积累的智慧与其超过猿年的经验，并且他们能将现任和退休的合伙人留在身边。洞察力和环境也是成功的关键。

威尔科克斯说坎伯兰联合投资公司与大多数其他对冲基金不同，因为它确实以合伙公司的方式运营。高级投资组合经理对公司资本有管辖权，而同时他们在公司中也有大量投资。

合伙人包括猿位投资组合经理和猿位首席财务长官。基金采用分散式管理，即每位投资组合经理直接运营，如猿像的公司资本。这意味着每位经理自己资产的猿像是由其他合伙人管理的。这种形式使他们彼此之间互相依赖。这还意味着他们非常关心整个投资组合运营的情况。投资组合经理们热烈地争论他们之间的差异，但又彼此依赖。威尔科克斯说，最终的结果是有许多的互让、挑战、争论和妥协，因此，公司的文化可被描述为给予权利的真实合伙制。

管理委员会由威尔科克斯，安德鲁·瓦拉赫(粤世增宰建)和首席财务长官加里·特涅斯(粤增增增)组成。该委员会对于整个投资组合投资额度的控制以及每位经理使用资本的原则的制定有广泛的权力。这不是进行部门的投资分配，而是进行风险的限制。委员会的工作就是达成共同意见并做出最终的决定。

管理委员会每年初向每位投资组合经理进行投资分配，如有必要，在年中可能进行调整。投资分配的决定基于以下几个因素：每位投资组合经理的现有投资机会，其个人的风格，以及其他经理们的需要。决定的过程是充满协商和争论的。坎伯兰联合投资公司采

用自下而上的方法：投资组合一次只建立一个头寸，没有自上而下的部门投资分配。

威尔科克斯关注于石油与天然气、金融业和与金融相关的技术业。瓦拉赫的专长包括通讯业、媒体与娱乐业、技术、资本品、污染防治和危机证券。先前在斯坦哈特合伙公司(麻省理工学院)工作过 20 年，先做投资组合经理、后为一般合伙人的奥斯卡·舍费尔(哈佛大学) ， 1980 年来到坎伯兰联合投资公司，他关注于保健、化学、企业集团、化妆品、造纸和纸类产品、铁路、纺织和服装以及货车运输业(他于 1995 年底退休)。格伦·克雷夫林(麻省理工学院) 的强项是饮料业、旅馆业、餐饮业、零售以及服务业。迪帕克·帕特尔(麻省理工学院) 专注于互联网、电子商务、技术以及娱乐业。

投资组合着重于美国市场的投资，因为这里的市场比较透明，合伙人也非常了解公司的管理情况。大约 75% 的投资组合在美国之外。

简单看一下截止到 1995 年 1 月底投资组合的情况，就会发现消费者服务业在坎伯兰联合投资公司占多头风险暴露的 25%，空头风险暴露的 15%。技术股大约占多头风险暴露的 15%，空头风险暴露的 10%。接下来是金融业、保健业和能源业，分别占多头风险暴露的大约 15% 到 20%。

公司每周召开两次会议。周一早晨，投资组合经理们回顾日程表，讨论市场的动向，审查重要的买卖情况，并且评估市场气氛。在周五早晨，他们再次深入地考察投资组合和头寸情况。在一周的时间里，还会有其他特别的共同参与的活动。

每个季度，每一位投资组合经理要对其投资组合进行正式的审查，并且要求他们为每个新建立的证券头寸撰写内部备忘录。

威尔科克斯说信息本身不是一种优势，现在信息是一种商品。洞察力才是一种竞争优势，而他们通过公司积累的智慧来保持这种洞察力。他们将退休的人员公开地留下或保持紧密联系。在猿位最初的有限合伙人中还有猿位正在参与坎伯兰联合投资公司的经营。塞西尔和明茨在坎伯兰公司仍保留有办公室。坎伯兰公司在赖斯的格奥尔杰卡(葛尔曼)有限合伙公司有经济利益，该家公司是关注媒体股票的对冲基金。安德森在坎伯兰公司也有办公室，他担任非正式的顾问。

在所管理的资产当中，大约有猿位属于现任的和退休的合伙人。

鉴于这种结构，公司的人员流动比较低。公司在聘用人员的时候，不一定要找华尔街的人士，他们寻找有评价公司经验的人。帕特尔来自于麦肯锡公司(麦肯锡)，拉里·里夫金(莱利)来自一家投资银行。威尔科克斯说，“我们注意人的个性。我们想要能胜任持久而艰苦工作的人，我们想要公司的主人，而不想要艺高而自负的人或单纯的雇员。”

金钱不是他们主要的动力，自我实现和自我成就是主要的动力。

猿位猿 注重长期价值

在公司猿年的交易史中，公司的交易方法和结构很少发生变化。通常有源·远名投资组合经理。

尽管猿位投资组合经理中的每个人有其个人的交易方法和交易风格，但他们都遵循长期价值投资方式。通常，他们关注为重要投资机会或风险系数所调整的现金流的折现值。

在各位明星经理从“黑箱”到基本面的投资方法排列中，坎伯

兰联合投资公司绝对是位于基本面的一端。他们挑选出在每股盈余、现金流量或私募市场价值方面，价格被严重错估的证券。

威尔科克斯说，他们认为公司的成长和价值投资是一致的。他们试图根据目标公司的未来净现金流量，以适当的资金成本来折现其合理的当前价值。“这种兼收并蓄的价值的定义使我们能适应不同的市场周期和商业周期，适应各行各业以及各种股本规模。一般地，我们在多方和空方找出这种情形，即不仅在市场价格和价值之间存在巨大差异，而且还存在某种能促使市场价格最大化进而股东价值最大化的催化剂。”

作为价值投资者，他们首要要问的问题是，“公司的价值如何？价值的增长率如何？我们能以多高的价格买入？”他们将每股价值与每股交易价格进行对比，价格和价值不一定相等。他们考虑相对于每股现在的名义价值，将来交易价格可能的波动范围。在多方，他们理想的情况是以每股 15 美元买入价值 20 美元的股票，并且这种 15 美元的名义价值在未来还会增长。

在过去的两年中，鉴于股票市场的波动性增大，股票价格的波动更大而每股价值的变动更加缓慢。威尔科克斯说，“价值 15 美元的股票，其价格可能在 10—18 美元之间波动，比过去的幅度要大。高估或低估价格的情况出现得更频繁，这需要我们的思路更广泛。目前的环境更具挑战性，但这更适合我们的能力。”

最适合坎伯兰公司交易方法的环境是伴随着较大波动性的由平稳走向微升的市场环境，就像 1991 年一样。波动的市场环境对他们的注重长期的战略是一种挑战，因为他们将减少使用购买并持有的战略。对于坎伯兰公司最差的环境是像 20 世纪 80 年代末那样上涨失去理性的市场。

“我们在跑一场马拉松，”威尔科克斯说，“这是一家投资机构，不是交易机构。持有一项投资若干年在这里并不稀奇。”

坎伯兰公司主要关注股票资本在 缘 美国亿美元的公司。加权的市场资本大约有 远亿美元。公司多元化的投资组合中的头寸超过了 员个。

坎伯兰联合投资公司自从建立起，综合平均年收益大约为 员缘。共有六个下跌的年份，分别是 员远年，下跌 员缘；员愿年，下跌 猿缘；员怨年，下跌 员缘；员源年，下跌 远缘；员愿年，下跌 猿缘以及 圆年，下跌 员缘。

员年是坎伯兰公司记忆深刻的年份，因为那一年他们经历了惨痛的教训。当时他们对于公司的分析是出色的，但是他们重头投资的危机高收益证券市场流动性变差。到年底，他们面对赎回的要求，不得不在缺乏流动性的市场上变现。这次教训教给他们应该更加注重投资组合的流动性。

威尔科克斯说，通常一个糟糕的年份总是伴随着一个很好的年份。自从 员年，下跌年份之后总会有巨大的收益。

员 风险管理

投资组合经理自己的资产和投资者的资产在同一条战线上，都投在高度多元化和流动性好的投资工具上。投资组合经理要不断地进行系统的审查。杠杆被视为双刃剑而很少使用。

威尔科克斯强调，在股市中的总风险暴露(多头暴露和空头暴露)和净风险暴露同样重要，因为有时有可能在多方和空方同时亏损。总风险暴露是多头风险暴露与空头风险暴露之和，而净风险暴露是多头风险暴露减去空头风险暴露。

卖空股票是为了盈利而不是为了对冲。经理们也持有现金。有时，他们使用成对证券策略(多空配对策略)来创造残余价值(净收益)。他们也使用指数期权和股票期权来实施空头战略。

稳定的投资者基础

除了所管理的账户之外，坎伯兰公司共有 10 个基金。1974 年成立的坎伯兰合伙基金(坎伯兰基金)是旗舰基金。源个远见合伙基金(坎伯兰基金)中的第一只成立于 1974 年。它们的特点是投资者每年的优先回报率是 10%，超过 10% 的净利润部分，10% 归投资者，10% 归一般合伙人。坎伯国际基金(坎伯国际基金)建立于 1974 年。坎伯兰基准合伙基金(坎伯兰基准基金)于 1974 年 1 月开始运作。如果基金盈利并超过了基准，可得到超过部分 10% 的利润分配。

1974 年，坎伯兰公司的基准正式采用由标准普尔 500 指数和罗素 2000 指数(标准普尔 500)平均算得的数值。这种混合型的基准反映了该公司的特点。超过这个基准是所有基金的目标之一，也是坎伯兰基准合伙基金激励费的直接来源。

公司资产中除了 10% 属于现任和退休的合伙人之外，10% 的投资者是包括捐赠基金和基金会在内的美国免税团体。海外的投资者较少。其余的投资者是有钱的投资者和他们调查过的公司的行政人员，这些投资者对公司的印象良好而决定进行投资。

威尔科克斯认为坎伯兰公司是最具透明度的对冲基金之一。每月，基金为投资者提供前 10 名多头头寸的数额、占股票数额的比例以及相应的盈利或亏损。同时还列明投资组合中总多头头寸与总空

头寸、买入看涨期权与卖空看涨期权的比例。投资组合在多方和空方集中关注的行业也被披露。并且，经常还包括一份关于某个或某些头寸的相当详细的报告。

表 1 坎伯兰联合投资基金的净收益率

年 度	净 收 益 率 (豫)
1970	10.0%
1971	10.0%
1972	10.0%
1973	10.0%
1974	10.0%
1975	10.0%
1976	10.0%
1977	10.0%
1978	10.0%
1979	10.0%
1980	10.0%
1981	10.0%
1982	10.0%
1983	10.0%
1984	10.0%
1985	10.0%
1986	10.0%
1987	10.0%
1988	10.0%
1989	10.0%
1990	10.0%
1991	10.0%
1992	10.0%
1993	10.0%
1994	10.0%
1995	10.0%
1996	10.0%
1997	10.0%
1998	10.0%
1999	10.0%
2000	10.0%
2001	10.0%
2002	10.0%
2003	10.0%
2004	10.0%
2005	10.0%
2006	10.0%
2007	10.0%
2008	10.0%
2009	10.0%
2010	10.0%
2011	10.0%
2012	10.0%
2013	10.0%
2014	10.0%
2015	10.0%
2016	10.0%
2017	10.0%
2018	10.0%
2019	10.0%
2020	10.0%
2021	10.0%
2022	10.0%
2023	10.0%
2024	10.0%
2025	10.0%
2026	10.0%
2027	10.0%
2028	10.0%
2029	10.0%
2030	10.0%
综合平均年收益率	10.0%

① 自 1970 年 1 月 1 日开始交易。

107 冲浪和音乐

威尔科克斯喜爱他所做的工作，并发现这份工作实现了他的折衷主义的兴趣和爱好。他于 1982 年加入公司，坎伯兰公司吸引他的，不是它作为一个对冲基金本身，而是它的投资理念，并且他渴望拥有股权。

他最初在大陆伊利诺斯州国民银行(Continental Illinois National Bank)担任贷款主管，后来在中央国民戈特斯曼(Central National Gotsdiner)公司担任分析员和投资组合经理。他在 1986 年成为管理委员会的成员，1987 年成为主席。他的空闲的时间用在与所投资的公司的高层、分析员和其他业界参与者打交道，1988 年的时间用于管理。

他非常注重公司的组织健康与否。“我没用大量的时间紧盯屏幕。”

他的一张在夏威夷日落海滩驾驭巨浪的照片证明了他对于冲浪的爱好。他也喜欢音乐，并在别跳舞(Big Bad John)乐队中担任摇滚吉他手。他是皮亚蒂戈斯基(Piattigorsky)基金会的委员会的主席，该基金会致力于将现场古典音乐带到像北卡罗来纳州的乡村地区，或得克萨斯州男童感化院这样的地方。

108 对冲基金业的未来

威尔科克斯相信，对冲基金业已经经过了迅猛的发展，并可能马上进入巩固阶段。“一些经理还没有挣到他们的 1% 的管理费加 1% 的激励费，”威尔科克斯说。“因此，你可以看到某种收费定价

图例 新投资明星——缘位伟大的投资家及其投资战略

方式的变化。”一个例子就是使用的基准（基准通常指股票指数）不断增加，像坎伯兰公司为坎伯兰基准合伙基金（缘位缘位缘位缘位缘位）所实施的基准那样。他期望看到像缘位的管理费加缘位的激励费那样更加取决于业绩的收费结构，在市场的压力下不断推出。

缘位个人简介

姓名：布鲁斯·威尔科克斯

机构名称：坎伯兰联合投资公司

缘位组织机构

起始日：缘位缘位年。

资产：

目前：缘位缘亿美元。

最高：缘位缘亿美元。

优势：洞察力、环境、公司积累的智慧、与退休的合伙人保持紧密关系。

公司地点：纽约州，纽约市。

人数：缘位名。

组织类型：团队；缘位投资组合经理。

角色：投资组合经理、管理委员会主席。

投资委员会：无。

薪酬体制：按整体基金的业绩。

投资者人数：缘位人。

投资者类型：缘位的美国免税团体；他们所调查的公司的行政人员以及有钱人。

合伙人拥有的资产：缘位缘。

捐赠基金：未披露。

投资方法与投资组合结构

风格： 价值投资。

投资组合中的头寸数量： 美国

从事的交易： 机会型。

美国所占的比例： 边缘。

技术股所占的比例： 边缘。

私募股票的地位： 少于 边缘，在特殊情况下。

宏观战略的地位： 园

对其他资金管理公司的投资： 无。

风险管理

净风险暴露： 边缘。

对冲方法： 卖空股票、持有现金、成对证券策略、期权以及变现。

最大杠杆率： 通常不使用。

值得纪念的损失： 过度杠杆。

风险管理： 低杠杆率、多元化以及保持流动性。

背景信息

初展锋芒： 坎伯兰投资理念。

职业背景： 银行。

教育： 加利福尼亚大学，国际管理的美州研究生院。

动机和满足感： 折衷的兴趣。

年龄： 30 岁。

闲暇： 冲浪、音乐。