

第 15 章 捐赠资金持续发挥重要作用

在美国，捐赠基金一直是向对冲基金分配资产的最活跃的机构投资者群体。这主要是因为投资委员会成员作为高额净资产的个人已经熟悉了对冲基金的概念。从历史上来看，捐赠基金与基金组织及养老基金比起来能更迅速地从事新型投资。

全美高校商务官员联合会(NACBOB)从 1995 年起开始将对冲基金包含在其捐赠基金调查中。当年，捐赠基金分配给对冲基金的资产份额平均为 10.6%，1997 年，15 个参加调查的美国学院及捐赠基金中有 10 家单位向对冲基金分配资产(见表 15.1)。资产分配的平均比率已增长到 18.9%，等于 1.6 亿美元。公立学校的分配比率平均为 18.1%，而私立学校资产组合中的分配比率约为 25%。

表 15.1 1997 年向对冲基金投资的捐赠基金名单

哈佛大学捐赠基金	云里集团捐赠基金	韵泰集团捐赠基金	故里集团捐赠基金
麻省理工学院捐赠基金	贝尔蒙特集团捐赠基金	故里集团捐赠基金	西里集团捐赠基金
月里集团捐赠基金	故里集团捐赠基金	亨里集团捐赠基金	故里集团捐赠基金
月里集团捐赠基金	贝尔蒙特集团捐赠基金	韵泰集团捐赠基金	悦里集团捐赠基金
月里集团捐赠基金	韵泰集团捐赠基金	亨里集团捐赠基金	故里集团捐赠基金
悦里集团捐赠基金	贝尔蒙特集团捐赠基金	故里集团捐赠基金	故里集团捐赠基金
悦里集团捐赠基金	故里集团捐赠基金	亨里集团捐赠基金	亨里集团捐赠基金
故里集团捐赠基金	亨里集团捐赠基金	故里集团捐赠基金	故里集团捐赠基金
悦里集团捐赠基金	亨里集团捐赠基金	亨里集团捐赠基金	韵泰集团捐赠基金
韵泰集团捐赠基金	亨里集团捐赠基金	亨里集团捐赠基金	故里集团捐赠基金
故里集团捐赠基金	亨里集团捐赠基金	韵泰集团捐赠基金	悦里集团捐赠基金
悦里集团捐赠基金	亨里集团捐赠基金	悦里集团捐赠基金	故里集团捐赠基金

赠予(悦) 克拉克大学(悦) 阿尔弗雷德大学(粤) 国王学院(运) 惠顿学院(宰) 奥伯林学院(韵)。

存在其他一些学院未向对冲基金分配资产。

最常见的接受分配的对冲基金包括(字母顺序排列):老虎管理公司(栽) 埃佛勒斯资本管理公司(耘) 马弗里克资本管理公司(配) 奥克泽夫公司(韵) 高地资本管理公司(勾) 金顿资本管理公司(运) 及欧米伽顾问公司(韵)。根据全美高校商务官员联合会的研究,最常接受资产分配的基金的基金为:共同基金(悦)、布莱克斯通基金(月)及托里基金(栽)。

罗伯逊的老虎资金管理公司于 圆年宣布清盘,这意味着大量的捐赠基金不得不重新分配资产。当时的抽样调查显示,老虎公司的捐款基金中有很一部分资金仍然投在了对冲基金行业中。例如,南方大学塞沃尼、田纳西分校 圆亿美元的捐款基金宣布:正在寻找 愿家对冲基金为其从老虎公司变现—撤资的 员万美元进行投资。北卡罗来纳大学(哉)称在罗伯逊的公司经历困境的时候,他们已经在重新调整,所以当罗伯逊退出的时候,该校分配的资产份额已经下降到 猿,在此期间,他们已经向其他经理增加了投资。

到 圆年,越来越多的美国捐款基金开始参与到对冲基金中。这是因为他们想要减轻对市场相关证券的依赖。举例而言,猿月的时候,诺克斯维尔市的田纳西大学宣布其首次进军对冲基金,它雇用了共同基金(悦)基金管理公司管理其 圆万美元的资产。德克萨斯的 粤大学基金会宣布将在 愿个月内将其持有的对冲基金投资扩大 猿倍以上,至 猿。

路易斯安那州立农业与医疗大学声称他们正在寻找对冲基金进行其第一笔投资——额度为 1.5 亿 ~ 2 亿美元 (1.5 亿 ~ 2 亿美元)。

案例 案例分析

笔者与四家捐款基金进行了会谈，以了解他们对对冲基金行业的看法。涉及问题有：他们的目标是什么？投资经历是否符合预期？他们使用了何种策略及哪些投资经理？他们是否青睐明星投资经理？他们是否解雇过投资经理——如果有的话，是什么原因？捐款基金是否自己做决策，或是依靠咨询顾问？基金的基金方法是否适合他们的口味？他们希望对冲基金行业发生什么样的变化？

笔者希望了解到关于这些问题的各种看法。北卡罗来纳大学查珀尔希尔分校的捐款基金，代表了充分了解对冲基金并有着与其打交道的丰富经验的大型公立学校的观点。这家 1.5 亿美元的捐款基金从 1982 年开始即向对冲基金投资，并持续地通过四位投资经理向对冲基金投资其 1.5 亿美元的资产。斯坦福管理公司，管理着斯坦福大学 1.5 亿美元的投资，代表了与对冲基金打交道的时间较长的私立机构。斯坦福最初于 1982 年向对冲基金分配资产，目前分配于 5 个投资经理。

瓦萨学院(~~瓦萨学院~~)是一家拥有 1.5 亿美元捐款的私立学校，该校于 1982 年启动了对冲基金投资方案，并向 5 名对冲基金经理分配了其资产组合中 1.5 亿美元的份额。卫斯理大学(~~卫斯理大学~~)是一家私立学校，拥有 1.5 亿美元的捐款，该校于 1982 年向对冲基金分配资产，目前已通过 5 名经理投资了约为 1.5 亿美元的资金。

虽然这些捐款基金各有特点，但它们之间也存在许多共性。

共同点

日渐成熟

四家捐款基金中的三家近期刚刚对其投资及资产分配过程完成了再评估，并且进行了重大改变。总体来看，他们都想要建立更加专业的投资机构，并提高投资基金方案的质量。这其中包括改善投资表现；增加可选投资；向股票投资转型；退出固定收益证券投资。人员也进行了重大调整。

目标

虽然各家捐款基金的具体目标与衡量基准有所不同，但总体目标是相同的：提高回报率；降低风险并进行分散化。

资产配置百分比比较大

所有这些捐款基金至少向对冲基金投资了其资产的 1/3。

积极的经验

这些捐款基金与对冲基金打交道的经历令人非常满意，并且实现了自身的目标。2009 年对捐款基金而言，对冲基金表现尤佳。虽然传统的股票经理陷入了困境，但是对冲基金业绩很好。他们的收益模式与传统股票不同，并且波动性也有所降低。

组织内研究 使用咨询顾问

虽然 4 家捐款基金中有 3 家雇用了咨询人员，目的是为了公众宣传，同时其意见也可作为分析报告的参考。所有这些捐款基金的工作人员都从事内部研究并在此方面恪尽职守。

解雇投资经理

业绩表现不佳不是解雇投资经理的原因。几家捐款基金一致认

为，只有投资经理没有坚持自己所阐述的投资策略，或者有出乎意料的举动，或者不是他们自己所宣称的那类投资经理时，他们才会被解雇。

他们不喜欢“对冲基金”一词

虽然捐款基金对与对冲基金打交道的经历较为满意，但是他们都不喜欢或者并不使用“对冲基金”一词，这是因为“对冲基金”一词是一个通用语，随着时间的推移，已经演变成描述多种不同风格的交易词语了。卫斯理（~~辛溪理~~）与斯坦福更喜欢使用“绝对回报率”，而北卡罗来纳大学（~~哉~~）则使用“适销证券”。

管理费率

虽然这些捐款基金并不认为管理费过高，但他们仍然倾向于使用最低收益率。不应该向获取回报低于最低收益率的经理支付酬金，而回报高于最低收益率的经理应当获得较高百分比的酬劳。

差异

使用经理个数不同

北卡罗来纳大学的观点认为，为了保护自身不受单一经理业绩损失、潜在欺诈或者不利环境的影响，应该向许多投资经理分配资产，它目前的数额是 100 名。斯坦福大学目前向 10 名经理分配资产。对比而言，卫斯理大学向 20 名经理分配，而瓦萨学院目前向 5 名投资经理分配。

所用投资策略不同

有一家捐款基金集中于绝对回报率投资策略，使用此策略他们可以通过在非流动投资方面——市场中性、事件套利、固定收益证

券套利与危机证券——向市场提供流动性而获取溢价收益。

另外猿猴捐款基金使用各种投资策略。猿猴家中的每一家都偏好股票多头—空头策略，但有趣的是，在这种类型的投资中他们并未使用相同的投资经理。

这猿猴捐款基金所使用的其他各项策略包括多重投资策略、基金的基金、全球宏观—投机股权、事件套利、危机证券与绝对回报率。

猿猴基金的基金

四家捐款基金中只有一家赞成使用基金的基金方法，而该赞成者的五个资产分配之一即为基金的基金。由于其自身存在的资金再调整问题，该赞成者认为它的核心投资采用基金的基金路线更为恰当，并能够带来某些适当限制。

猿猴衡量基准

用于评估回报率的衡量基准并不统一。具体而言，北卡罗来纳大学使用 纳斯达克综合指数及摩根斯坦利欧洲、澳大利亚及远东国际资本指数(欧洲股票指数)来评估多头—空头对冲基金的经理；它使用 欧洲世界指数来衡量投机对冲基金经理；使用通胀率加 猿猴来衡量绝对回报率投资经理。

相对来看，瓦萨学院使用统一的 猿猴作为衡量基准。卫斯理大学现在并没有使用确定的评估标准，而是将它的投资经理与其同行进行比较。

猿猴资金再平衡

北卡罗来纳大学与瓦萨学院都曾向老虎资金管理公司分配资产。他们的经验是环境已经发生了变化。虽然北卡罗来纳大学每个季度都对经理进行评估，但该捐款基金仍然持续地进行资金再平衡。环

境是动态变动的。由于老虎公司发生了问题，北卡罗来纳大学向其分配资产的额度已经减少，并同时向其他经理逐渐增加资产分配金额。

瓦萨学院似乎在其资产再分配方面存在些问题。虽然他们已经做出解雇投资经理的决定，但是投资委员会行动不够迅速，导致业绩受到影响。资产再平衡在原则上获得了批准，但却没有执行，这可能是受委员会全票同意决策机制的影响所致。

斯坦福大学在 1985 年遇到过困难，回首反省，他们希望当时向对冲基金分配的资产能够更少些，并在 1985 年年底增加对冲基金的投资。他们意识到通过采取这种相反的方法，他们可能有更好的业绩（即，当情况看起来是最糟的时候，应在下降期过后向投资经理增加资金）。

斯坦福不停地进行资金再平衡，当利润最高的时候就增加向投资经理的资产分配。

逐渐的投资经理

人们越来越认同向新的投资经理分配资产。新的经理最大的优点是他们在脱离公司建立自己的基金以前往往都在富有盛名、受人尊敬的对冲基金工作。但是有一家捐款基金要求经理有 10 年的历史投资记录，以便考察该经理在不同经济时期的表现如何。

美国的投资经理

四家捐款基金之一正在积极地寻找欧洲的经理。其他捐款基金对美国国内的经理很满意，他们同时从事国际交易。

透明度问题

有两家捐款基金认为已获得了所需要的信息——包括业绩、风险、杠杆率及主要交易情况的季度数据，因而并不担心透明度的问

于北卡罗来纳大学，同时也是董事会成员，他相信可以直接参与资产管理比仅仅作为董事会成员更能够为基金增值做出贡献。大学的首席投资官马克·汤古(日文音译)配再再配说，由于罗伯逊的这一决定，学校非常幸运，通过把一部分捐款资金交于老虎资金管理公司，学校在接下来的 猿年中获得了收益。

随着时间的发展，对冲基金一直在捐款资金中发挥一定作用，而董事会也投资了其他基金，以对老虎资金管理公司进行补充。圆世纪 怨年代该捐款基金增长非常迅速，同时遵循耶鲁大学或斯坦福大学的模式，为了协助管理日益复杂的投资方案对专业投资官员发展的要求，促使董事会于 猿年秋季开始寻找首席投资官。

求贤工作引出了南部曲线(杂操月建)公司，从 猿年起，该公司的汤古(再)开始协助他的母校圣母大学(晕)建立投资方案。汤古于 猿年 员月到北卡罗来纳大学走马上任，根据董事会设定的一套目标要建立一个专业的投资机构并协助董事会提高投资基金方案的质量。汤古采取的第一步行动是于当年 缘月实施了新的战略投资政策，其中包括增加更多的可选择投资，更为集中于股票投资以及减少对固定收益证券的依赖。北卡罗来纳大学同时希望在雇用新兴投资经理方面更为激进。至 猿年秋季，资产组合实施了第一步重大调整，以根据新的投资政策对基金进行重组。

北卡罗来纳大学向适销可选择投资(对冲基金类型的产品)分配的资产份额从 猿年开始一直比较稳定的保持在 猿左右。投资方案的一大显著特点是禁止使用“澡”开头的单词，即对冲这个词。正如前文所述，北卡罗来纳大学不使用对冲基金这一名称主要是因为，该词是一个泛指短语，随着时间的发展已经逐渐演化为描述各种不同的、毫不相关的交易风格的词语了。汤古同时强调，北卡罗来纳

大学没有将对冲基金经理或者适销可选择投资经理看作是一种资产类型，而是将其看作是一种获取某项具体资产如股票或债券风险头寸的一种风格或者策略。

北卡罗来纳大学资产组合管理的主题之一是，它喜欢在每种资产类型中与多个投资经理发生联系，并对资产组合的每个部分进行充分地分散化。投资人员在所有的经理身上就其自身的职责恪尽职守，并且在经理做出选择之前充分地进行投资评估。在整个适销可选择投资组合中，北卡罗来纳大学向 10 个经理分配资产，涉及三个大类——多头—空头、机会主义股票投资以及绝对回报率投资。

多头—空头管理人偏向于做多头，即可集中于美国国内也可集中于国外股票。这种资产类型中有多个管理人，包括费尔斯坦资本管理公司(云源) 雷托尔基金(云源) 与博耶·艾伦公司(云源)。

机会主义股票投资类型包括多种不同类型的基金，所有的基金都使用多头—空头模型，但不一定偏向多头。投资从性质上看是全球范围内的，而该类型资产组合既包括股票管理人也包括非股票管理人。这一类型同样使用多重管理人，包括马弗里克公司以及未清盘前的老虎公司。正如前文所述，其实在罗伯逊于 1999 年 1 月关闭老虎公司之前，北卡罗来纳大学在其中的资产分配额已经减少到了 10%，并同时向其他管理人逐渐增加了分配额度。

第三种类型为绝对回报率投资，包括诸如事件套利、相对价值以及危机管理人在内的低波动性投资策略。由于在这种投资类型中，投资风格与策略的分散化非常重要，所以该部分投资使用了数量最多的独立管理人。绝对回报率投资的管理人具体包括塞特德尔公司(云源) 卫星公司(云源) 与橡树公司(云源) 等。北卡罗来纳

大学对绝对回报率投资设有 ~~员~~的战略分配目标，对机会主义股票投资有 ~~员~~的战略分配目标，但对多头—空头管理人没有设定战略目标，将该类型的投资加入到美国国内与国外股票资产组合中的目的是为了提供风险头寸的套期保值，并通过这种投资接触到高层投资管理人员。

汤古说，北卡罗来纳大学不断地雇用与解雇管理人。投资环境是动态变化的。“我们不断地在做研究，但我们没有沿袭传统的研究方式。”为了稳定地安排管理人会议，汤古在过去两年中组织了一个投资团队，其中包括 ~~员~~投资专业人员、两名操作人员以及两名辅助人员。北卡罗来纳大学雇用剑桥咨询(~~悦~~~~老~~~~重~~~~莫~~~~粤~~~~霖~~~~署~~~~商~~)作为管理人相关事务的报告人，但咨询人员只是用以为资产组合寻找、评估及选择最好的增值管理人所利用的众多资源之一。投资人员完成了大部分的内部分析工作并尽了克尽职责的义务，然后由汤古及其下属人员向投资基金委员会进行投资推荐，该委员会拥有变动资产组合的最终决策权。

~~员~~~~署~~ 业绩只是表现之一

汤古认为，单纯的业绩并不构成决定雇用或者解雇投资经理的原因。业绩只是其他问题的一种反映，也许是组织需要调整或者投资策略需要改变了。

那么投资经理什么时候会被解雇呢？通常情况下，如果该投资经理做出了与要求不符的举动，或者他们可能比自己描述的更为激进或者使用更高的杠杆率，就会被解雇。

汤古承认，投资经理的确会经历艰难的时期。如果投资经理采

取的行动是他们应该做的，则北卡罗来纳大学会留住该经理，并考察投资周期的下一个阶段，适用的策略有利的时候其表现如何。在投资策略失去存在的意义，或组织发生重大调整之前，主管团队会继续让某位投资经理留在资产组合中。

北卡罗来纳大学资金再平衡的理念是强势卖、弱势买。虽然每个季度都对投资经理进行评估，但不一定按季度进行资金再平衡，而往往是在出现迫切机会时进行再平衡的。

对投资结果感到满意

北卡罗来纳大学在投资中包含可选择投资，特别是适销可选择投资的目标在于提高回报率并获取资产组合总体分散化的利益。

汤古说，北卡罗来纳大学对投资结果一直比较满意。就多头—空头策略而言，北卡罗来纳大学使用 标准普尔 500 指数作为美国国内股票的衡量基准，使用摩根斯坦利欧洲、澳大利亚及远东国际资本指数（标普 500）作为国际股票的衡量基准。针对机会股票投资经理，北卡罗来纳大学使用的是全球性衡量基准——标普世界指数。对绝对回报率策略，北卡罗来纳大学使用 标普的实际回报率（即 通货膨胀加 标普）作为标准。

汤古很高兴地提起了 2009 年的业绩状况，“2009 年的上半年，传统投资的处境十分困难，我们对适销可选择投资——特别是绝对回报率投资经理——的表现很满意。他们在上半年大约增长了 10%。”

关系、关系、关系

北卡罗来纳大学在投资经理职业生涯初期给予他们大量支持。

“我们寻找的是那些管理资产不超过 10 亿美元，或历史记录不超过 20 年的公司……这是一种业务关系的游戏。”汤古说，最优秀最聪明的投资经理经常向他推荐他们评价很高的人员，“在房地产业，重要的是地点、地点、地点，而在这里重要的是关系、关系、关系。”

汤古理论 漏斗管理理论

汤古发展出一种他称为漏斗（漏斗理论）的管理理论。这是一种自然选择法则——他希望在漏斗的末端垂钓，寻找最优秀最聪明的经理。例如，他想要哪位投资经理从索罗斯的公司或者塞特德尔公司中跳出来。优秀的公司往往产生优秀的经理，而聪明人最终想要建立自己的企业。历史记录表明，来自于优秀组织的新兴经理，能够为那些在其职业生涯早期给予其大力支持的公司带来一流的回报。

这一理论认为，投资经理从学校毕业后首先加入一家大型机构，然后他们往往转向专业服务公司。为了获取更高的利润，他们可能离开公司建立自己的企业。最后他们将会建立一家对冲基金。利用对冲基金，他们可以同时管理自己的资金与投资者的资金。在这样的环境下，他们有适当的激励：为了获取最佳结果而不是仅仅为了集聚资产并获取管理费而工作。这是一个筛漏式的运动，最优秀的经理才能出现在筛漏的末端。

北卡罗来纳大学目前对欧洲的投资经理很感兴趣，它的捐款基金已向博耶·艾伦公司分配资产，并正在考察其他更多的投资经理。北卡罗来纳大学的计划是在未来几个月中再雇用几名投资经理。

汤古认为，美国与欧洲的投资经理人之间差别何在呢？他认为欧洲的经理有更多的机会，因为欧洲的竞争性要少一些。“欧洲股票

市场大约与 1929 年前的美国股票市场相似。”汤古同时还指出，欧洲对企业家精神及对冲基金经理的歧视已经消失了。

汤古回忆道，马歇尔·韦斯（Marshall Weis）公司新的伦敦分支机构于 1997 年 1 月刚开始营业的时候，他正好在那里。那一天，汤古与保罗·马森（Paul Mason）和伊恩·史密斯（Ian Smith）坐在纸箱上一起谈论什么时候才能够管理 1 亿美元的资产。现在，马歇尔·韦斯公司的资产已经达到了 10 亿美元，并已停止接受新的投资业务了。

汤古相信，成功的投资经理必须擅长做一件以上的事情，并需要掌握多种技能。举例而言，从 1980 年-1990 年，技术型投资经理处境困难，难以从多头头寸赚得利润，而 1990 年-2000 年中期，技术又是一个获利丰厚的行业。

声誉不佳

近期有关对冲基金的不利言论是否损害了北卡罗来纳大学对对冲基金的看法呢？汤古认为，对冲基金行业增长的速度一直很快，这一行业有大量的机会同时也有不利因素。

汤古承认，财经媒体总是集中在负面报道上面，这导致他的资产分配工作更加艰难，尤其是在说服董事会成员接受那些被描述为高风险的资产分配方面。这意味着，他必须不断地向董事会成员进行讲解，同时要管理资产组合的总体风险。他不明白为什么媒体不着重报道高回报率、低波动性的优良业绩表现，特别是某些投资经理在经济不景气时期所做出的良好业绩。

汤古间接提到作为一例的长期资本管理公司，强调“对冲基金”这个标签损害了那些与长期资本管理公司完全不同的基金经理。“一

个投资经理打喷嚏，所有的经理都跟着感冒。”他同时也强调北卡罗来纳大学以较小的份额将资产分配给多个投资经理的目的就是为了避免这一类单个经理所带来的巨灾损失，同时也为了避免欺诈，或者其他不利环境给拥有过度分配头寸的资产组合所带来的潜在影响。

寻找真正 重大趋势的顶峰

可能令人感到意外，汤古偏爱较长时间的资本锁定期。他期望雇佣一个经理并发展长期的工作业务关系，而这种关系需要时间来建立与评判。能够迅速的变现以及有较短期的资本锁定期并没多大意义，这是违反直觉的。他宁愿收取较低的管理费而换取更长时期的资本锁定。

汤古虽然不是低管理费的热情支持者，但他认为最低收益率是合理的。业绩表现低于最低收益率的经理不应该获得报酬，而超过最低收益率的经理应该获得较高比率的回报，这样使得总体报酬等于 1% 的管理费加上 1% 奖励费的标准模式，而对真正优秀的表现给予更高的潜在报酬。

汤古认为，透明度问题被过于夸大了。如果你不是根据投资经理每日的业绩表现做出解雇的决定，为什么需要了解每日的交易数据情况呢？汤古下结论道，这只是浪费时间。“这就好比让自己十几岁的孩子驾驶汽车，如果你不信任他，就别给他钥匙，但你没必要每次开车都跟着他。”对某些投资经理而言，汤古将会查看月份交易数据，但一般情况下他审查有关业绩、风险、杠杆及主要交易的季度数据。

汤古认为，对冲基金正处在某个重要趋势的浪尖上，许多事件

的同时发生——对传统投资的前所未有的定价、投资经理离开传统资金管理公司转向对冲基金的前所未有的势头，以及投资机构在牛市状况下获取收益，而又不放弃上涨行情时获利潜力的强烈愿望——给对冲基金行业的制度化带来了巨大的机遇。

汤古认为，对冲基金行业的关键是向提供解决方案转型，而不是局限于产品导向的公司。“如果你建立一家基金，他们就会过来投资”的时代已经一去不复返了。汤古认为，对冲基金行业需要开发产品与服务，以满足机构投资者对稳定回报率、低波动性及与传统产品低相关性的方面的需求。投资经理需要了解客户，了解他们的需求。他们应该制定出符合这些客户需求的产品与服务，而不是仅仅作为一个投资产品销售商。

汤古指出，某些新的对冲基金管理公司比那些成功的基金更能够做到以客户为导向。新的基金公司早期即雇用客户服务人员与操作经理，他们意识到企业真正的价值在于人及业务关系。

汤古认为，对冲基金行业还未被充分地利用，他预计大量的养老基金、捐款资金及基金会最终将会涉足对冲基金。

案例原 案例分析访谈：斯坦福大学

斯坦福管理公司负责斯坦福大学 1 亿美元捐款的投资，从 20 世纪 80 年代即开始探索可选择投资机会。该公司的目标是实现接近于长期股票的收益；分散化整体资产组合以及实现更好的回报与风险的比率。该捐款基金于 1985 年首次投资于危机证券，几年后又向风险套利进行了投资。

斯坦福的首席投资官安妮·卡塞尔(Anne Cassel)称最初的两家