

換句話說，投資基金其實就是信任基金經理有創造長綫回報的能力。

# 勝者之道

去年大型對沖基金（10億美元以上資產值）冠軍為阿克曼（William Ackman）創立的Pershing Square Capital Management旗下基金，去年全年淨回報約40.4%，管理資產達182億美元。他可說是美國最富爭論性的對沖基金經理，作為**維權策略（Activist Strategy，見96頁財經詞彙）**的佼佼者，他在媒體及大型對沖基金會議上常高調宣傳自己重倉股的投資論文，而且經常與上市公司管理層及業界對手開戰。

他於2012年底沽空了2,000萬股康寶萊（Herbalife），就和另一金融大鱷伊坎（Carl Icahn）在CNBC節目隔空罵戰。之後阿克曼花了大量人力物力（前後花了超過5,000萬美元，對手康寶萊也花了4,700萬美元抗辯）偵查康寶萊的層壓式業務。雖然一直虧蝕，但他鏗而不捨，一直催迫監管機構調查，最後因為負面新聞令業務放緩，及聯邦貿易委員會展開調查，股價於去年中開始大幅回落，阿克曼的淡倉終於在去年底產生利潤。

## 看準機會集中投資

他的投資方法有別於巨型的宏觀或多種策略對沖基金。雖然規模大，但組合高度集中，截至去年第三季，他長倉集中在7隻股票（去年同一時間最多9隻），而淡倉只有一隻。這解釋了他去年為何大幅跑贏對手，他重注生產Botox的生化股Allergan（AGN）（佔組合超過38%），全年升了91.4%，為基金帶來19.1%回報（差不多組合回報的一半）。

AGN的成功緣於Ackman於去年4月買入10%的股份，並伙拍另一藥廠Valeant Pharmaceuticals International（VRX），出價460億美元試圖敵意收購

AGN。但AGN拒絕接受，並於去年11月宣布以660億美元估值與另一對手Actavis（ACT）合併。短短7個月，阿克曼的AGN持股價值上升了20億至57億美元。

阿克曼絕非靠運氣，他迫令AGN管理層為了自救而將公司合併。維權基金為了追求股價的短綫回報，往往對公司管理層威迫利誘。很多異議者認為，這犧牲了公司長綫利益，所以並不認同。但因為美國大部分上市公司都沒有單一大股東（即持股51%以上），所以在自由資本市場的利誘下，管理層的決定必然由股價主宰，因為他們的收入的一大部分與股權及股票實際掛鉤。香港對沖基金很難仿效美國的做法，因為大部分香港公司都由單一大股東或國家（H股及紅籌）絕對控制股權。

## 無懼波幅放眼長綫

阿克曼過去5年的基金淨回報分別為：2010年29.7%、2011年-1.1%、2012年12.4%、2013年9.7%、去年40.4%。高回報的幾年皆是由於重注及維權的行動，令某一兩隻持股大幅升值。阿克曼的投資方式貴精不貴多，重倉的股票均需進行深入研究，並自行製造催化劑令其估值得以重估。優點是重估過程由自己掌握，不需隨波逐流，一旦做對，回報必然豐厚；缺點是組合太集中，月回報的波幅必定較大，看錯了，損失必然較大。

2013年9月他忍痛割愛持有多年但虧損一半的J.C. Penney。用較長時間比較回報，阿克曼的策略遠勝許多過分對沖及分散投資的競爭對手，但其基金投資者必須接受集中組合帶來的波動，以及個別年份的平凡回報，因為他並不追隨市場主題及潮流。換句話說，投資基金其實就是信任基金經理有創造長綫回報的能力。FM

## 祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。曾經在外資及本地投行研究部擔任分析師及主管達14年之久，專長於中小型股研究。後轉職擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

