**第6章 FOF为什么能取得更好的投资效果**

FOF的主要投资者是高净值客户、家族办公室、各类基金会及机构投资者。对冲基金的投资者构成与FOF并无本质差别。对冲基金的投资者所偏好的投资工具至少符合以下特征之一：

* 与公开债券市场和股票市场不相关或相关性较低；
* 市场环境不佳时业绩能够战胜市场（不亏损），市场回暖后能够抓住机会取得丰厚回报；
* 对于在固定收益和信贷方面缺乏专业技能或没有专业投资团队来分析单个对冲基金策略的投资者来说不能涉足；
* 意图通过投资对冲基金降低投资组合整体的波动性和风险敞口；

**早期的接受者**

基金会及捐赠基金在20世纪90年代便开始投资于对冲基金，他们最先认可对冲基金的投资者。由于基金会及捐赠基金要求持续而高额的投资收益并且需要每年获得其本金一定比例的收益分配，他们在投资于对冲基金这件事上走在了其他机构投资者前方。

拥有大量资产的家族办公室也是比较早开始投资于对冲基金和FOF的投资者之一。尽管如乔治·索罗斯（George Soros）、朱利安·罗伯逊（Julian Robertson）和迈克尔·斯坦哈特（Michael Steinhardt）等明星对冲基金经理所采用的全球宏观策略在90年代备受追捧，但许多家族办公室还是认为有必要在不同大类资产及投资策略间进行分散化投资。鉴于此，家族办公室便产生了鉴别对冲基金经理的服务需求。我们的调查显示只有少部分家族办公室有能力鉴别对冲基金经理。绝大多数家族工作室对于对冲基金经理的鉴别的主要依据都是基金经理的口碑，而关于基金经理口碑的相关信息则大多是在诸如乡村俱乐部这类社交活动中得来的。（听起来是不是很熟悉？）

90年代早期FOF管理人大都在为筹集资本以开展业务而挣扎。这一阶段，处于初创阶段并且尚在为筹集资本而挣扎的FOF与财大气粗的家族办公室间难以建立合作关系。家族办公室与FOF间合作关系的建立始于一些大型家族工作室进军FOF管理行业并在行业内建立了在对冲基金筛选及投资方面具有较强能力的FOF管理机构。由于大型的家族办公室与机构投资者较为相似，其与FOF的合作较为契合。自此私人财富管理与机构投资两个领域开始趋同，均开始通过投资对冲基金来追求超额收益。

**选择基金经理**

家族办公室和FOF的联合源于家族办公室意图学习基金筛选及尽职调查的技巧。在投资FOF的过程中学习FOF如何筛选基金经理并如何在市场中获利，这点对于投资者来说很有吸引力。这种合作关系的第二个优势在于，投资者可以掌握筛选基金经理的必要工具以及获得进入未知投资领域的途径。许多家族办公室由成功的企业家所创办，所以如果可以使家族获得超额收益的话，他们仍然乐意投资于那些没有太长历史业绩的基金经理。

Landmark Management是一家位于纽约的多家族办公室，该公司的Trip Samson是该策略的率先使用者之一。

Trip的公司管理着数个家族办公室的资产，并且在90年代中期就开始投资于对冲基金。其投资组合的目标除了分散公开市场风险外还需分散旗下数个家族持有的股票头寸的风险。在Trip开始把目光投向对冲基金的时候，他遇见了两个同样开始涉足FOF的金融行业“老兵”。这两个人都需要资本，且都希望扩展自己现有的关系网。而Trip拥有资本，并且想涉足对冲基金行业，同时Trip认为与这两位行业老兵合作会是双赢的。事实证明正是如此。那个时候，FOF的投资回报与对冲基金一样都极为可观。他们的冒险获得了成功。

得益于与这些事业起步阶段基金经理的关系，Trip开始将业务扩展到对冲基金直接投资领域。其业务的扩展不仅帮助其实现客户的投资目标，同时也使得公司及客户在2000年~2002年的科技泡沫中全身而退。Trip发现该时期FOF的投资过度分散化了，于是他选择直接投资对冲基金。他的企业已经成为一个专业的FOF管理人。

在与家族办公室的广泛接触中，FOF逐渐被Trip及很多即希望投资于对冲基金又不愿雇佣相关团队的投资者所认可。即便是那些自身经验丰富，不吝惜于人力成本，并且以直接投资为主的家族办公室，也不会放弃和FOF的合作关系，他们通常把FOF作为外部研究资源的提供方。一般来说，家族办公室在投资对冲基金的过程中更为关心所投资基金的定制化程度，而不像传统机构投资者那样更关心组合的波动性，他们力图通过投资更为定制化的产品而获得“出其不意”的高额投资回报。相对于FOF能够分散风险的优势，家族办公室更为偏好长期持有定制化对冲基金而带来的税收优惠。而在家族办公室投资FOF的时候，他们更喜欢诸如新兴市场投资、不良资产投资或特定行业投资这类利基投资策略。

**谁来投资**

每个家族办公室的投资标准都不尽相同。但可以明确的是，忽略掉部分市场动荡时期以及个别欺诈案例的影响，随着全球范围内高净值客户和家族办公室资产的不断增长，这一类投资者的资产势必会不断的涌入对冲基金及FOF之中（见图6.1A和6.1B）。

家族办公室在内部结构及组织形式方面与机构投资者较为不同，他们通常都是向有决策权的家族成员汇报投资建议并由有决策权的家族成员直接做出投资决策，这样对于机构投资者的投资流程更为高效。更为高效的投资决策程序对于投资者及其所投资的基金来说都是更有利的。而许多机构投资者的投资决策程序却日渐低效，他们受困于对于投资策略以及组合管理并不甚了解的董事会所指定的条条框框无法迅速做出决策。

**图6.1A** 预期会赎回各类基金的投资者比例

*数据来源：*IPI Family Performance Tracking® Survey 2008.

**图6.1B** 预期会增加认购各类基金的投资者比例

*数据来源：*IPI Family Performance Tracking® Survey 2008.

过去数年中推动资产管理行业规模不断壮大的一股重要力量是大型州立养老金。大型州立养老金无疑是市场上的“庞然大物”，他们懂得并善于利用自己的规模优势及市场地位。著名的大型州立养老金包括，阿拉斯加永久基金（Alaska Permanent Fund），马萨诸塞养老储备投资（Massachusetts Pensions Reserves Investment）以及宾夕法尼亚雇员退休基金（Pennsylvania State Employees Retirements System）。

对冲基金与私募股权基金比较类似，他们相对于共同基金受到更少的监管，都有锁定期安排，并且都能够将基金经理与投资人的利益绑定。无论是在对冲基金行业还是在其他投资领域，基金经理敢于投资于自己所管理的基金都是正面的信号。无论是FOF在对其拟投资基金进行调研时，还是投资者在与拟投资FOF进行交流时，基金经理有没有投资于自己所管理的基金都是首要被问到的问题。

随着对冲基金行业及FOF行业的不断壮大，许多大型的对冲基金及FOF管理机构开始效仿共同基金的公司组织模式。上述引发的一个问题是，对冲基金及FOF管理人的重心是放在营销方面还是投资管理方面，毕竟共同基金中很多基金经理的工作重心在营销方面而非投资管理方面。共同基金经理工作重心之所以放在营销方面的一个重要原因在于共同基金的管理费是按照基金规模收取，而非根据基金业绩表现情况而收取。由于共同基金经理不会因为出色的投资业绩而获得额外回报，他们最近的策略就是使得业绩保持在平均水平。同时，由于很多共同基金都是上市公司，股东们往往看重基金经理能否将其管理基金的规模做大，而其投资业绩则显得次要一些。

**增长的资产规模**

投资者最关心的是投资回报，而非管理人的管理规模是否增长或者管理人的资产分配问题。而一个合理的有限合伙结构必须达到既能保护合伙人的利益又能保证有限合伙投资目标实现这两个目的。投资者在投资之后也要警惕大额资本流入有限合伙稀释其投资收益或者会对有限合伙投资目的造成影响的合伙结构改变。

大学基金会也是对冲基金和FOF的早期认同者。哈佛大学基金会及耶鲁大学基金会是对冲基金行业的两个著名直接投资者，其投资对冲基金行业的时间均可追溯至多年之前。而由于没有完善的投资团队而不具备直接投资对冲基金的能力的小型大学基金会则会通过投资FOF而间接投资于对冲基金（见图6.2）。

研究过程中我们发现了一个很有趣的现象，过去数年间风险承受能力较强的大型机构投资者加大了另类投资（诸如对冲基金、FOF）的比例，而小型机构投资者在“控制组合下行风险、提升组合分散程度”等旗号下也加大了对于另类投资的配置。

**对冲基金如何运作**

“FOF投资是理解对冲基金如何运作的第一步，” Perella Weinberg Partners的Bob Boldt如是说，该企业是一家位于纽约的金融服务企业。大多数投资者，包括基金会、捐赠基金、养老基金，都在以一种创新的方式获得超额收益。FOF基金经理的职责就是从beta中分离出alpha，或者以低价买入beta，并用不同的策略实现alpha。大型州立养老基金出于安全考虑只将3%到5%的计划资产涉足对冲基金，而基金会和捐赠基金则在寻求高收益方面表现的更为激进。将投资FOF作为认识对冲基金的第一步是一个不错的选择，不过随着另类投资领域的不断发展，FOF的投资者会逐渐转变为对冲基金的直接投资者。

然而个人退休计划基金才是这个市场上伺机而动的“庞然大物”。随着婴儿潮一代的人进入黄金年龄段，个人退休基金开始尝试利用多空投资工具来保护其资产的安全。然而，对于一些个人退休计划来说其风险意识觉醒的有些晚。

2009年1月，资产规模排名前1000的个人退休基金计划的资产由于股市波动缩水了近一万亿美元。前200的确定给付退休金计划（DB Plan）损失了近16.5%的资产，前200的确定缴费退休金计划（DC Plan）损失了近13.7%的资产。根据一直追踪该行业的《养老基金与投资》（*Pensions and Investments*）杂志反映，这是过去30年来最惨烈的一次下跌。

图6.2 总资产配置情况

总之，退休基金在次贷危机中的表现一塌糊涂，其在投资管理方面亟需改变。投资于对冲基金等另类投资品种是公认的能够使退休基金投资重回正轨的有效途径，是其弥补因投资亏损产生缺口的希望所在。

**养老金计划与对冲基金**

最大的几家给付退休金计划所配置的对冲基金规模从2001年9月的32亿美元增长到如今的763亿美元，其中包括386亿美元的直接对冲基金投资和377亿美元的FOF投资，总体增长幅度高达51%。这些数据表明大型养老金计划目前偏好投资于FOF，但逐渐也在涉足单一策略的基金和能够帮助他们达到投资目的的定制化另类投资。

鲍勃•博尔特（Bob Boldt）认为：“养老金计划在对冲基金领域中的投资规模还应再扩大3%到5%。但许多养老金计划管理人对于对冲基金的作用并不清楚，他们的投资还将继续依赖于他们的投资顾问。在这种情形下，挑战就在于投资顾问们应如何向他们的客户普及对冲基金方面的知识了。”

鉴于麦道夫的丑闻事件，博尔特的言论更显意味深长。投资者需要具备相应知识储备，并要能理解他们的资产是如何被运作。遗憾的是，大多数投资者没有时间或专业化背景来完成这个工作。这样的结果就是，这部分养老金计划尤为依赖他们的投资顾问来做投资。

**投资者内部的一些问题**

对于那些正在做基础设施投资的养老金计划，直接投资是他们的下一个目标。博尔特（Boldt）认为基金会和捐赠基金已经开始在行动了，并且向对冲基金领域增加的投资表明它们有更高的回报要求。与利用FOF来满足对冲基金投资需求的投资者不同，基金会和捐赠基金愿意承担更高的风险并获取更高的投资回报。博尔特（Boldt）已经察觉到一些做传统投资的基金管理人正在逐渐增持对冲基金。

每个投资者对对冲基金都持不同的看法。比如一些投资者将其作为一项资产进行投资，另一些投资者却将其视为一种结构性投资工具，其持有目的是为了协调整体资产的风险敞口，并使得调整市场敞口的灵活性达到最大。对冲基金管理人不仅操作空间大，而且也更容易发现新的投资机会。当然，这其中也存在着一定风险。

目前没有一个模型来量化对冲基金的投资风险。但值得肯定的是与投资者的风险偏好以及资产负债率的要求有关。然而作为投资者一方，应今早去理解其中的投资细节以权衡资产的风险和收益。

基金会和捐赠基金在过去十年的时间中一直致力于向他们的投资委员会普及相关的知识（或是采用接受大学投资专业教授再教育的形式），相比于传统的对冲基金投资者，他们的投资具有不同的风险属性。当市场发生不好的变化比如出现崩盘或者发生骗局事件时，养老金计划管理人便将责任推向咨询机构。尽管风险事件发生的可能性不大，并且基金的管理人也时常宣称配置到FOF的资产规模很小，投资投资咨询机构依然很负责任。

“咨询机构满足了投资者推卸责任的投资心理需求”，纽约资本市场风险投资咨询机构（Capital Market Risk Advisors）的创始人兼主席莱丽斯·拉尔（Leslie Rahl）如是说道，“直接投资对冲基金的风险无疑会更大，但却能让投资者定制投资组合，独立完成投资决策并知晓投资的风险所在。”

**同质化的投资模式**

为什么投资顾问向客户推荐的投资产品往往都是规模较大的FOF产品？虽然大部分公司都在这么做，但也有少数几个投资咨询机构是真的在尽心尽力为他们的客户推荐对冲基金和其他投资形式。绝大部分投资咨询机构未曾投入财力去打造一个对于对冲基金的投资策略有深入研究和理解的研究团队，相反，他们对对冲基金的理解还很浅显，无法到专业的程度。在他们看来，一只好的FOF或者对冲基金的特征就是资产规模大、历史业绩好并且是许多大型投资机构的标的物。这是老一代的做法，新一代投资顾问们呈现出的面貌就完全不同。他们在另类投资的大环境下成长起来，具备专业技能来对对冲基金进行深入研究，逐渐完成着由FOF向直接投资对冲基金的转变。2008年金融危机后，投资者对投资建议报告等开始持更为审慎的态度，尽职调查也更用心。仔细审慎在整个行业中显得更为重要。

之所以把对冲基金和FOF纳入另类投资范畴，是因为相比于只能做多的传统投资工具而言，他们的不同之处在于可以同时做多和做空市场。然而一些初次涉足FOF的机构投资者对其业绩并不感到满意。背后的原因之一在于指导他们做相应投资者的投资咨询机构缺乏对对冲基金行业的充分了解或者是不具备对应的投资技能。这些在审查和挑选对冲基金时要求具备的技能与只能做多的传统投资完全不同。对冲基金投资策略变化多端，这就要求投资咨询机构和投资者都赶上其发展速度。原因之二大概是FOF管理人存在的问题了。他们不知道这些初次涉足的机构投资者们想要在所披露的报告中看到什么，也不知道他们需要更为详尽地解释背后的投资策略、资产的流动性、整个投资过程以及投资的展望。

但倘若能形成相互沟通的模式，投资者对管理人的业绩表现、披露的报告以及费用安排的满意度也会随之提升。

**关于投资顾问**

投资顾问们不仅在当前和近期内面临挑战，在将来很长一段时期内也同样如此。对于他们来说，当前的挑战来源于投资对冲基金所面临的风险。同时，他们还必须向其客户普及关于对冲基金风险与收益的知识；而需要对对冲基金及其策略进行深入研究是他们在近期内的第二大挑战。这使得很多投资顾问们直接将背后拥有强大研究团队并由大型基金管理人所管理的FOF作为投资对象。

Clearbook投资咨询公司（Clearbook Investment Consulting）的布鲁斯•格雷汉姆 （Bruce Graham）常年与养老金计划、捐赠基金和基金会保持着合作。他认为客户的专业水平是使得他们认可对冲基金的重要前提条件。“对于基金会和捐赠基金来说需要一年的时间来搭建这个过程，但对于大型养老金计划至少要两到三年。”他如是说到，“虽然时间耗费长，但若想要他们涉足到对冲基金的投资，我们别无选择。”

然而，格雷汉姆与其机构投资者之间仅限于一些电话交流和三小时的中期会议；并且其中关于对冲基金的投资交流只占有很小一部分。尽管面临着一系列的问题诸如时间的挑战、投资者缺乏经验、急需专业知识的普及等，格雷汉姆仍常常推荐他的投资者把对冲基金和FOF作为超额收益来源配置入他们的资产组合中。

对所选及预选基金进行后续监测在投资顾问看来也是一件很有挑战的事。其中的工作包括将管理层变动、周期业绩报告以及收益的分配及时告知投资者们。也会涉及到一些诸如“为什么基金表现总与市场背道而驰”的问题。站在投资者的角度，则要求他们必须与对冲基金和FOF管理人定期保持联系。一旦管理人不再提供相关信息或不情愿开报告会，这种情况下他们应立即赎回投资份额。不要去涉足那些宣称自己不愿意讨论投资策略是因为这样做会对资产组合造成风险的基金管理人。总而言之，后续对风险的管理与监控与此前挑选投资标的的过程同等重要。

投资顾问们在与客户交流沟通的过程中应保持积极主动的态度。他们必须对客户随时可能涉及的问题有所预料，并确保自己能对答如流。更为重要的是，一旦投资结果没有达到投资者预期，他们必须为此有应对方案。

**知识的普及**

知识的普及过程非常重要。现今的分散化投资组合中纳入的不再仅仅是股票和债券等传统金融工具，而是正在迅速发展的新型金融工具，比如衍生品、信用违约互换或者是证券贷款工具（TALF）。要能知道资金的具体流向，投资者需要去学习的还很多。如今我们都身处24小时不间断的全球市场之中，投资者需要随时做好风险防范工作。2007年到2008年的金融危机警惕我们必须随时保持危机感，因为没有什么不可能发生。在过去两年的时间内，投资者都很受益于他们投资顾问们源源不断向他们普及的知识以及在市场波动时为他们提供的技术支持。至于其他投资者，却把时间耗在了寻找新的投资顾问上。

在过去数年间，机构投资者为了增加投资回报，对投资顾问在对冲基金领域的投资能力也更为看重。尽管大部分投资顾问近些年都在建议投资房地产和私募股权，但在过去的两年间，对冲基金的知识普及以及对其进行深入研究的需求越来越多，无疑对投资顾问的专业能力也提出来了更高要求。这使得投资咨询机构大幅裁减传统投资人员，并大幅增加对冲基金专业人士。

随着机构投资者对对冲基金以及其他新的投资产品认可度不断提高，对冲基金逐渐进化成新的主流投资工具。但由于其独特的投资策略以及缺乏标准化的披露体系，研究对冲基金相比于传统投资更有难度。

对冲基金和FOF推荐和评估过程中重要的一环就是对投资者的知识普及。向投资者清楚阐明什么是对冲基金在实际中做起来非常有难度。因为一旦有投资失败的事件发生，媒体便会对对冲基金业诟病不断，这在一定程度上对投资者造成影响。

许多养老金托管机构出于对头条风险的恐惧，不愿意投资对冲基金。几乎没有哪一家机构愿意花时间来了解对冲基金背后的投资策略和结构。他们不愿意为了追求潜在的丰厚回报而去承担头条风险。如果投资顾问在知识普及的过程中老是犯错，最终也会无济于事。在很多案例中我们都发现投资顾问代表常是一些转行的野心十足的年轻分析师或销售人员，并且他们中的大多数都有跳槽的打算。这对投资者和管理人双方无疑都是一个噩梦。资金托管机构无法与这些投资咨询人士搭建起信任的桥梁，后果也就可想而知。保证知识的普及与销售同步开展有助于延长对潜在投资者的知识普及周期。

“直接投资对冲基金对知识和时机的把握都提出了更高的要求”，莱丽斯•拉尔（Leslie Rahl）如是说到，“如果投资者不愿意在这上面花费时间，那他们最好选择投资FOF。”

理解对冲基金的过程很像理解债券的内在机理。对于大多数投资者，弄懂利率、收益率和债券价格三者之间的关系是件很困难的事。债券类刊物上经常出现这么一句话，“当债券价格上涨时，其收益率在下降”。倘若投资者对这句话理解起来都有困难，那就更不用谈对对冲基金的理解了。为了让投资者知道钱去了哪里，投资顾问以及公司上上下下都应注重对其进行金融理论的普及，这隶属于他们本职工作的一部分。

在经历了2000年的科技泡沫和2008年的金融危机后，资金托管和投资咨询机构逐渐意识到对冲基金在组合资产风险分散方面的优势。实际中，对冲基金相比于传统投资工具而言在风险管理和增加超额收益方面表现得更好。同时，会计部门在托管机构的报表中把养老金计划作为一项负债核算。既然对冲基金和FOF的使用为降低整体资产组合的风险提供了解决方案，养老金计划的发起方当然愿意为其买单。

对冲基金的早期认可者中很多是通过FOF接触到这些策略的，现在他们逐渐转为直接投资对冲基金。目前他们主要是通过与一些利用套利策略的成功对冲基金合作。有些机构投资者选择独自完成投资，另一部分则是通过FOF来定制个性化的投资委托与FOF经理合作完成投资，在这种投资方式下投资人可以依托于经理的专业技能和背景知识。另外，一些FOF管理人与对冲基金管理人正一起打造管理账户类的投资工具，方便投资者对其资产及其透明性进行监督。

**养老基金投资者**

随着投资者对全球非主流投资工具逐渐重视并试图利用离岸市场的利基策略获利，专业化的投资需求不断增加。

ABP是一家为荷兰270万退休人员提供养老金服务的公司，在2007年便拥有超过2770亿美元的资产。它是对冲基金的早期认可者。在过去七年的时间内，其管理团队积极投资于另类投资产品。目前其超过20%的资产都投向了对冲基金，并且历史业绩相当突出。

普华永道在2008年3月份的报告中显示，ABP公司计划在2009年将其另类投资规模提高到所有资产的26%。如果真的是这样的话，将与哈佛和耶鲁大学基金持平。当然，在经过了2008年的金融危机后，我们并不清楚ABP公司是否仍有这样的计划。

**大学捐赠基金**

2005年10月，凯瑟琳•克里希留斯（Kathryn Crecelius）女士开始担任约翰霍普金斯大学（Johns Hopkins University）的首席投资管，全权负责捐赠基金管理工作。早年她曾将MIT捐赠基金投向另类投资领域。在约翰霍普金斯任职期间，她将原投资于FOF的资金赎回并重新投向单一策略基金中。其背后的投资团队在另类投资方面付出了相当多的精力。

克里希留斯（Crecelius）并不看好FOF。她的观点就是，她之所以被聘于此就是为了打造可以主动管理资金的内部团队。“归根结底是谁来运作基金会或捐赠基金的事，这应该由有能力的投资团队来完成”她如此说道。

约翰霍普金斯大学（Johns Hopkins University）指派专业人员来进行资产的管理，但是其他的机构仍然通过委员会来做这项工作。许多大学和中学都设有投资委员会、捐赠基金管理机构以及外聘活跃于业界的投资顾问。这种架构设置无疑会带来诸多的问题。平日里，基金会和捐赠基金依托于投资顾问的投资建议，然而一旦投资出现问题，这些投资顾问也是替基金会和捐赠基金背黑锅的对象。

**增长的驱动因素**

作为一名并购方面的专业人士，艾力克·韦伯（Eric Weber）认为对冲基金资产规模的增多是由于需求的拉动。

“新涌现出的对冲基金和FOF投资者都是不希望再投资于债券等传统金融工具的那部分人”他如是说，“投资顾问告诉他们可以投资对冲基金，他们就真的那样做了”。

据我们的经验，对于养老金计划来说对冲基金投资的学习周期一般是五年。只有当他们从FOF投资中学到了足够多的知识后，他们才有能力独立投资对冲基金。

莱丽斯•拉尔（Leslie Rahl）认为在进行直接投资前，投资咨询满足了专业投资机构内部托管方投资的心理需求。同样，当业绩下滑时，他们也是被责骂的对象。“毕竟刚涉足对冲基金的投资者不具备进行直接投资的专业技能和知识储备。”她补充道，“在某种程度上，他们只是对对冲基金有所了解便认为他们可以进行相关的投资了。”

**向直接投资的转变**

在投资者从FOF到对冲基金的投资转变中，他们偏好于选择那些名声在外的大型基金公司。除开那些受到投资者追捧的大公司，有许多小而优的基金公司未能进入大众视野。

遗憾的是，许多投资者并未抓住这些投资机会，反而继续追逐大型基金的投资。在这种情形下，大型基金的规模越来越大，名声也越传越远。由于对冲基金有广告禁令，找寻基金管理人也大多凭借口碑效应。如是看来，品牌效应在这个行业中的重要性就不言而喻了。

只有在业绩得到投资者口口相传的称赞后，基金的品牌效应才能得以建立。问题却在于最后的结果并不如期望的那般好。在做投资的过程中，品牌效应始终取代不了尽职调查。投资者应始终将尽职调查放在首位。