

□ 贾月青 王 伟

对冲基金运作、影响及监管研究

一、对冲基金概述

对冲基金的概念首创于金融衍生工具产生之初,一般的说法,1949年美国新闻记者 Alexander Winslow Jones 创立了第一家对冲基金。在美国,法律至今对对冲基金没有明确的定义,也未对对冲基金和其他机构投资者予以明确区分。之所以有“对冲”二字,是因为此类基金在初期以对冲为主要手段,用多种交易手段对暴露的头寸进行保护以减少或避免市场风险,提高投资回报率。

50年代、60年代,对冲基金并没有受到市场的广泛注意。主要原因是当时的国际货币体系仍为战后的布雷顿森林体系(Bretton Woods System),主要国家货币汇率固定,对国际资本流动的管制也比较严格。70年代实行浮动汇率制度以后,对冲基金开始逐步活跃起来。市场的多样化和大幅波动产生了风险管理的要求,刺激了国际金融创新的大发展,而日益多样化的金融衍生工具市场为对冲基金提供了广阔的运作空间。近年来,随着新兴市场的发展及各国金融市场的国际化及金融管制的日益放松,国与国之间的金融交易非常便利,更为对冲基金的快速发展创造了外部条件。对冲基金已经演变成通常为合伙制的、采用投机技术、谋求高额回报的机构投资者。

据估计,美国目前至少有4200家对冲基金,资本总额超过3000亿美元(不包括基金的借贷款)。对冲基金业内竞争很激烈,大部分对冲基金的规模并不大。进入90年代,一些对冲基金利用管理、人才和技术优势,大量借入资金进行金融衍生工具交易,操作数十倍于已有的资产,一度获得较高的资本回报率。近来被媒体报道较多的四大对冲基金包括:索罗斯领导的量子基金,最新资产210亿美元;罗伯逊领导的老虎基金,资产总值184亿美元;库泼曼领导的欧米加咨询公司,资产31亿美元;梅里韦瑟领导的长期资本管理公司,已资不抵债。

1997年以来,亚洲金融危机和俄罗斯金融危机中,对冲基金表现大起大落,使对冲基金的命运和发展前景变得不容乐观。对对冲基金进行有效监管问题由此摆上了各国金融监管当局的日程,对冲基金引发的一系列事件对现行的国际金融体系的合理性提出了挑战。

二、对冲基金与共同基金的比较

对冲基金与共同基金同为集体投资机构,都是将许多投资者的资产集中起来,利用合力效应和信息优势,降低交易成本和管理成本,达到单个投资者难以获得的高收益、低风险和较强的流动性。但两者也有本质的区别,主要包括以下几个方面:

1. 投资主体与组织结构不同

共同基金一般为公众持有公司,即以普通股方式向公众募集资金,股东享有公司利润的分红,基金的运行体制与一般上市公司一样,可以通过资本市场有效筹措资金,但必须公开财务报表,受到较完善的监管。共同基金的投资主体比较分散化,可以是个人投资者或其他机构投资者(实际上后者持有大部分共同基金的股份),投资额下限低。投资者希望通过共同基金以低成本获得对资产的专业管理。共同基金中,资产组合管理人员的报酬通常依据管理的资产数量而定。

对冲基金为私人合伙性质,不向社会公众公开募集资金,在成立时不需要向美国证券管理委员会登记,不必受严格的监管和进行信息披露,在投资工具和经营策略上较少受限制。1996年之前,美国证券管理法规限制对冲基金的合伙成员不超过100个,以个人名义参加,最近两年年收入至少在20万美元以上,以机构名义参加,资产至少在100万美元以上。1996年后,限制放宽,参加者扩大到500人,条件是拥有价值500万美元以上的证券投资。美国法规规定对冲基金不能以公开广告吸引客户,投资者的加入通过非公开渠道。这样,对冲基金的投资主体只能是净资产很高的个人和机构,他们对风险的容忍程度较高。对冲基金的成员分两类,一类是主力成员,称一般合伙人(General Partner),即基金发起人或机构,承担基金的管理和运作的全部责任;另一类是限责成员(Limited Partner),提供大部分资金,但不参与基金的管理和运作,因而承担责任较小。基金资产组合经理通常在基金中有较大的个人资金投入,其报酬取决于基金的业绩。

2. 投资风险倾向不同

共同基金的投资主体主要追求低成本管理资产,风险偏好中性,所以经营相对稳健。而对冲基金的投资主体和组织结构决定了其投资者和基金管理者的投资风险偏好都要大于共同基金,追求更高的回报率。对冲基金管理层的激励机制使其管理者保持非常高的积极性和创造力,在操作中全力寻找套利机会。通常对冲基金经理便是金融界的精英,如长期资本管理公司的16个普通合伙人中,有2名1997年诺贝尔经济学奖得主及1名在华尔街享有盛名的证券交易经纪人。在现代国际金融市场上,套利机会即使有也常常是极其微小的,对冲基金必须投入大量资金并应用借贷和衍生工具的杠杆作用放大收益,风险很大。

对冲基金总体的风险倾向较高,但不同的对冲基金依据其资金、人才、技术的实力和融资能力的不同,也体现出相对不同风险倾向。以风险倾向划分,可将对冲基金分为三类:低风险对冲基金,一般很少以高于自有资本2倍的借贷款进行投机交易,主要投资于美国国内,回报率及其波动接近美国股市平均值;高风险对冲基金,经常以高于自有资本2倍至5倍的借贷款在全球各种金融市场上进行交易,由罗伯逊经营的老虎基金及由索罗斯经营的量子基金是此类基金的典型;疯狂对冲基金,敢于以高于自有资本10倍甚至几十倍的借贷款在国际市场上进行炒作,与其交易的金融衍生工具的杠杆作用合计,此类基金操作的资产组合市价最多时是其自有资本的上千倍,最典型的是著名的长期资本管理公司。

3. 资金募集方式不同

共同基金作为公募基金,可以通过资本市场增募资本,但不得利用信贷资金进行投资;而对冲基金的筹资方式为私募,可利用向银行等金融机构借贷资金进行投资。据统计,大约有85%的美国对冲基金利用借贷资金投机。许多较大的对冲基金基于投资者或基金管理者的高知名度,能够获得大量贷款。例如著名的长期资本管理公司,其借款至少是自有资本的20倍,

在其最盛时期,曾以 48 亿美元的净资产作抵押,从银行借入 1250 亿美元的资金,而每一个贷款机构对基金从其他机构借了多少钱几乎一无所知。

4. 操作的隐蔽性和灵活性不同

对冲基金在投资操作上的隐蔽性和灵活性都远大于共同基金。共同基金一般都有较明确的资产组合定义,即在投资工具的选择和比例上有确定的方案,并以此作为基金长期投资策略,形成“投资风格”,如平衡型(指基金资产组合中股票和债券大体各半),增长型(指基金侧重于高成长性股票的投资)。这种风格成为股东选择将资产投入哪一个共同基金的重要依据。

而对冲基金的具体投资战略有高度的隐蔽性。基金管理人除向投资者口头介绍其基金的操作和以往的投资回报率等大致情况外,不透露任何的动作细节,也不保证绝对盈利。由于投资者与管理者的风险偏好较高、受监管程度低和可以随时利用借贷款,对冲基金的投资操作灵活性非常强,投资活动高度复杂。加之人才和技术的优势,对冲基金可利用一切可操作的金融工具,配以复杂的组合设计,最大限度地使用借贷资金和衍生工具的杠杆作用,获取高额回报。

5. 受监管程度不同

由于对冲基金的私人合伙性质,相对共同基金,监管当局对其监管很少,对冲基金的市场操作处于暗箱状态。美国监管当局认为,对冲基金虽然缺少直接监管,但市场机制,尤其是对冲基金的债权人有较强的市场信息获取能力,出于其自身利益和债权安全考虑,可以作出理性的选择,完全可以替代监管当局的监管职能。但 1998 年下半年以来,几家大的对冲基金在新兴市场的投资活动失利,连锁反应威胁发达国家金融稳定,使对冲基金的监管问题被重新提出来研究。

三、对冲基金投资策略

对冲基金的投资策略首先是基于对金融市场上存在的“市场失败”(Market Failure)的认定。其理论基础是,在一定市场条件下,任何两种相关金融工具的价格之间、金融工具价格与宏观经济指标之间都存在着某种“正常”的关系,无论因何种原因导致的对这种“正常”关系的偏离,都成为“市场失败”。而这种市场失败,必将通过某种方式回归正常。以著名的 Black-Scholes 期权定价模型为代表的衍生工具定价理论模型使对冲基金经理可以运用大量历史交易数据,计算确定在充分有效的市场条件下(包括信息完全、无交易成本和投资者的完全理性等)金融工具的交易价格关系,并与实际价格关系进行比较,寻找市场失败,然后针对这一市场失败进行操作。国际型对冲基金的市场目标是全球性的,对金融市场交易工具间关系的分析常常是跨国界的,操作空间非常大。

不同类型的对冲基金投资分析各有侧重,形成不同的投资策略。对冲基金在操作中往往以某一策略为主,辅以其他策略。它们采用的主要策略有:

1. 宏观策略

该策略侧重分析国际金融市场和各国市场中宏观经济条件的变化,通过对宏观经济指标与金融工具价值关系的分析,寻找由于宏观经济形势、金融市场体制或政策原因造成的市场失败,而这种市场失败通常也是通过体制或政策的改变而实现回归(或者称“纠偏”)。由于体制、政策的改变相对市场变化是滞后的,当基金经理预测在特定市场条件下,将发生某种体制或政策的变化时,就大量投入资金,投资于与宏观经济变化和经济政策相关度较大的金融资产(主要集中在外汇市场金融工具及指数期货等资本市场衍生工具),以期在市场变化时获得巨额回

报。采取这种策略的对冲基金往往风险较大,但回报率高,经常同时运用新兴市场策略,对金融市场的冲击较强。索罗斯的量子基金便是此类对冲基金的典型代表。

2. 证券套利策略

或称“相对价值”策略。该策略着重寻找金融市场上相关资产价格不均衡形成的市场失败。基金经理一旦发现他们认为的“价值偏离”,就在市场上买入价格“低估”的金融产品,同时卖空价格“高估”的金融产品,从中获利。采取该策略的对冲基金往往进行跨国、多领域的投资,同时也积极运用新兴市场策略。近来引人注目的长期资本管理公司便是利用这一投资策略多次成功获利,但同样是这一策略使其面临破产。

3. 新兴市场策略

该策略的采用是因为新兴市场经济增长快,为外来投资者带来的潜在回报率也高。但新兴市场发育不成熟,可能缺乏有效的对冲工具,风险很高。因此运用该策略的对冲基金一般利用现金或其他市场来对冲风险,但这种对冲策略不能保证有效。近来对冲基金在新兴市场的操作中,配合以宏观策略,发现东南亚等新兴市场宏观经济层面的问题,并利用新兴市场容量小、政府干预力量小及监管不健全等导致的市场在资金、信息导向等方面易受控制的弱点,以强大的资金进行冲击性操作,获取暴利。这种投机性极强的策略对新兴市场的经济和社会稳定都具有极大的冲击性,而市场东道国政府在巨大的压力下,一旦改变市场规则,对冲基金自身也面临很大风险。

4. 特殊事件策略

与上述几种策略不同,这是一种微观投资策略。该策略是利用某上市公司资金周转不灵、重组、兼并、破产或其他危机等特殊事件进行投资获利。由于这些事件往往使公司的价值被低估,捕捉这种机会介入,待其价格回升,即可获利。利用这种策略进行投资,与市场总体关联度较小,风险也较低。

5. 其他投资策略

(1)基金之基金:对不同的对冲基金进行分散投资,以实现范围更大、多元化的风险分散。

(2)市场中性:同时采用不同方向的投资,以减少市场波动风险。例如:对同一家上市公司,卖出其股票,买入其可转换债券,如股票上升,卖空股票亏损,但在可转换债券上可获利。也可对同一行业的投资进行分散化,买入一家公司的股票,卖空另一家公司的股票,以对冲该行业的风险。

(3)定息债券:投资于定息债券,以获得稳定的回报率或现金流,风险较小;有时也可利用定息债券投资于利率变化的方向。

(4)价值发现:投资于预期增长率高而尚未被分析专家注意的证券,以待价值回归时获利。

(5)行业投资:投资于某种高新技术行业,购买其短期债券或股份。

(6)卖空炒作:寻找价值高估而价格必然下跌的证券,先卖空,待价格下跌后再买入,实现平仓并获利。

四、对冲基金对金融市场的影响

对冲基金对金融市场的影响是多方面的,可谓利弊参半,所以必须全面客观地分析。

1. 在信息和资金垄断程度较低的市场条件下,对冲基金的套利活动有利于稳定市场,提高市场效率

对冲基金善于利用经济理论、资产价格的数学模型寻找“市场失败”进行套利。在自由竞争的 市场中,其交易行为一方面有助于消除“市场失败”;另一方面也为其赢得了超额利润。市场 竞争导致的金融创新和技术推广使对冲基金行内竞争加剧,能带来巨额利润的“市场失败”越 来越少。从这方面讲,对冲基金的市场行为事实上起到了提高金融体系效率的作用。这也是美 国金融监管当局一直支持对冲基金发展的重要原因之一。

2. 追求高回报率使对冲基金倾向高风险,在监管松弛的情况下,随时可能成为加剧市场 波动的主要因素

正因为发达国家金融市场效率提高,在正常的市场运作中,对冲基金套利机会减少。为维 持高回报率,对冲基金投资风险倾向越来越高,越来越注重寻找新兴市场的薄弱环节,以高杠 杆比率,利用强大融资力量和信息主导地位炒作。在这一过程中,对冲基金还将越来越倾向于 隐蔽信息,以便于将风险利用高借贷杠杆转移给贷款人,利用加大衍生工具头寸转移给交易对 手。一旦对冲基金操作失利,大批信用机构和市场交易者会遭受突然的巨大损失,由此引发金 融危机和恐慌。所以在监管松弛的情况下,对冲基金的高风险倾向对国际金融市场的稳定随时 是一个威胁。

3. 信息导向作用

目前,无论是发达国家还是新兴市场国家金融监管当局一般都不主张主动干预和引导金 融市场,政府的信息主导作用逐渐减弱。但这并不能保证市场的自由竞争和投资者的理性。某 些具有某种优势的大投资机构(如大的对冲基金)可能会充当信息主导者。由于市场发展方向 影响其自身投资利益,所以不能保证他们的信息导向是公正的,甚至不能保证他们不会“制造” 信息。由于对冲基金信息分析能力强,能够迅速跨国界筹集巨额资金并大量运用投资杠杆,市 场对他们的能量非常迷信,他们率先行动,其他投资者便紧跟,冲击力的很大一部分是对冲基 金行动引发“羊群效应”形成的巨大合力。对冲基金的这种信息影响力本身破坏了市场竞争的 公平和有效,在国际金融危机中,尤其如此。

4. 造成近期几大对冲基金投资失利及其巨大影响的主要原因

1998年8月以来,世界各地金融市场出现了很多新情况,对冲基金在一些新兴市场的投 资连连失手,损失巨大,主要原因有以下几个方面:

(1) 投资策略运用失败,杠杆投资过大,无法适应市场风险状况的迅速变化。

对市场的预测失败是几大对冲基金失利的直接原因。事实证明对冲基金的投资策略并不 能永远适用。无论交易技术如何高超,从长期看,高回报只能通过高风险来维持。对冲基金的主 要投资市场新兴市场国家受本次危机冲击程度之深、时间之长是过去几次国际金融危机所少 见的,同时国际金融的相互依存关系之密切也是前所未有的。在这种市场情况下,不可测成分 成为影响市场的重要因素,对冲基金惯用的策略模型的有效适用环境发生着根本性的变化,市 场风险极大。在这种情况下,对冲基金没有及时调整风险策略,为维持高回报率,仍然以大量借 贷资金、惯用的策略投资衍生金融工具,甚至盲目扩大投资范围,介入不了解的投资领域,当突 然事件发生时,便无力挽回。

(2) 监管的漏洞,使单个机构的投资失败影响市场稳定。

投资失败本身是金融市场中的常见现象,但对冲基金的投资失败能够造成如此大的影响, 监管的漏洞也是重要原因。前文提到,由于对冲基金是私人合伙制,作为对冲基金最大的母国 美国对其市场行为基本没有监管。由于缺乏必要的透明度,贷款机构对借款人的信用监督机制

及市场对私人投资者的头寸监督也缺乏有效性,使得对冲基金能够没有阻碍地过度使用借贷杠杆和衍生工具杠杆。

(3)威胁东道国和地区的政治社会稳定,东道国政府不得不采取措施稳定市场。

尽管没有实际证据可以证明,在最近的亚洲金融危机中,对冲基金在亚洲的具体资产头寸变化和赢利、损失状况,但对冲基金的投资活动给不成熟市场造成了巨大伤害的责任,是不可推卸的。在东道国长时间不能摆脱金融危机造成的经济困难时,这种冲击将威胁国家的社会政治稳定,政府不得不针对对冲基金的市场活动采取措施,例如一定程度上改变市场“游戏规则”,使对冲基金面临难以规避的系统风险变化,投资失利。

五、对冲基金监管中的主要问题及加强监管的思路

1. 对冲基金监管中存在的主要问题

目前国际金融领域加强对金融机构及其业务的监管,通常出于三种考虑:一是保护投资者,特别是小投资者的利益;二是减少系统风险,避免造成大的金融动荡;三是确保市场的效率和完整性,防止垄断和操纵市场的行为发生。在这三方面,发达国家,尤其是拥有对冲基金最多的美国金融监管当局对冲基金的监管力度一直是比较松的。

(1)由于对冲基金的私募性,其投资者被监管当局认定为认可投资者(Accredited Investors),而且大多数对冲基金都不是英美等国全国性证券交易所或证券协会的会员,被认定为自行交易的“买卖人”而非为公共投资服务的“交易商”。这样对冲基金便不受各国公司法和证券法的约束,无需进行登记、披露信息并达到一定的资本充足率。

(2)在减少系统风险方面,监管当局在事前并没有直接针对对冲基金的监管办法,而主要依靠作为对冲基金贷款人的商业银行的抵押保证,及其交易对手经纪商的头寸保证金要求。事实证明,当对冲基金提供的抵押保证和头寸保证金也由贷款支持,并且能够隐蔽借贷头寸和交易头寸时,这两方面约束不足以有效保护金融系统安全。

(3)在维护市场公平竞争方面,对冲基金与其他市场参与者一样,要遵守一定的规则。例如根据交易头寸的大小,以一定的期限向监管当局报告交易情况。但这是在普遍适用的框架内进行的,缺乏针对对冲基金投资行为特点的必要的监控协调。

2. 加强对冲基金监管的主要思路

在一系列危机事件面前,要求加强对冲基金其交易环节监管的呼声很高。更重要的是,对冲基金是在现有的国际金融体系中运作的,它的问题反映了国际金融体系和监管制度的不完善。投资者和金融业内人士也开始从新的角度重新审视金融衍生产品。

(1)信息披露要求。

要求对冲基金披露更多的交易信息是最根本的和急迫的。目前,国际清算银行等国际金融组织正在商讨降低发达国家金融机构需要报告的交易量的起点,包括借贷款和衍生工具交易。但对冲基金主要交易对象金融衍生产品大多是一对一的场外交易,合约内容千差万别,交易原理复杂,有时跨国家操作,风险状况也各有不同,同时存在相当大的现行会计信息不能体现的未来潜在风险,这使得对冲基金的信息披露可能超出普通投资者的理解能力。所以在这一过程中,市场的自身约束可能难以做到及时和有效,监管当局和国际金融组织应当成为对冲基金监控的主体。

(2)加强银行业监管,从贷款人方面(提供资金方)控制借贷杠杆。

对冲基金的贷款者,主要是银行,存在着对对冲基金没有进行足够的信用分析的问题。发达国家金融监管当局认为商业银行有能力分析判断对冲基金风险程度,通过加强对商业银行的监管,促使其完善授信机制,可以有效控制对冲基金的借贷杠杆。在这方面,有关国家和国际金融组织的立场是一致的,有望近期出台具体措施。

(3) 市场东道国对衍生产品杠杆作用的控制。

市场受冲击国家和地区金融监管当局通过提高外汇、股票及其衍生产品交易的保证金和交易税金的方法,提高掠夺性投机的交易成本,降低衍生产品的杠杆率,在危机时刻不失为一种有效控制市场的措施。事实上香港等市场金融监管当局已经应用了这一措施。但在各国际金融中心本身竞争激烈的情况下,这不能成为一项长期化的办法。就长期来说,降低交易成本仍然是一个趋势。对金融衍生产品杠杆作用的控制关键可能还在产品设计本身。

(4) 加强各国监管当局的协调配合,完善国际金融体系。

在金融全球化进程不断加快的今天,任何一个国家都不可能完全避开别国金融危机的影响。资本流动都有逃避监管的天性,一国单方面的加强监管,难以获得长期的效果。问题是几次金融危机都重点威胁的是新兴市场和发展中国家,发达国家从没有在监管协调方面积极地率先行动。各国监管当局加强彼此间的协调合作,共同预防和化解区域性和全球性金融危机是解决危机的根本出路。从全球经济长期发展角度看,经济金融全球化应有一定的规则,完善的国际金融体系应当为国际金融的发展创造一个自由与规则平衡协调的环境。

3. 新兴市场金融开放应当采取积极谨慎的态度

发展中国家金融开放的趋势是不可逆转的。但在国际金融新秩序尚未形成、发展中国家自身金融监管体系和市场机制尚不完善时,必须适应时机,有步骤地开放。发展中国家在高速发展的过程中难以避免经济体系出现某种不平衡,所以实际上在经济全球化进程中面临更大的风险,过早开放资本项目,很容易使经济受到冲击,造成过大损失。在一定时期内发展中国家只有采取积极稳妥的态度,以稳定经济发展,健全金融体系,增强抗风险能力。

主要参考文献:

1. 姚军:“揭开长期资本管理公司亏损的奥秘”,《证券时报》1998年11月26日。
2. 王信:“对冲基金:运作、影响及监管”,《证券市场导报》1998年10月号。
3. “没有硝烟的战争——香港联汇保卫战进程、效果及前景分析”,大鹏证券研究报告。
4. 萨奇:“‘市场神话’的终结?”,《国际金融研究》1998年第10期。
5. 张颖:“美国对冲基金巨额亏损的原因、影响和教训”,《国际金融研究》1998年第10期。
6. 俞达:“美联储挽救‘长期资本管理基金’引发的争论”,《国际金融研究》1998年第10期。

(贾月青,中国人民银行金融研究所;单位邮编:100037。王伟,中国工商银行办公室;单位邮编:100031)