

## 对冲基金的是与非\*

作者 Danka Starovic

译者 原海威

**内容摘要:** 对冲基金被指责为短期主义、遮遮掩掩、甚至是野蛮残酷的，那么对冲基金是否被人误解？作者丹卡·斯达维克从基金产生的背景谈起，谈到对冲基金的投资策略与市场目标的关系及对冲基金与传统基金和银行机构的关系，从不同的层面为我们挖掘深层次的原因。

在英国，所有关于公司治理的讨论似乎都基于这样一个假设——把投资者作为一个同质的团体，所有公司似乎也具有可以类比共同特质。至少，投资者可以被划分为散户和机构投资者，后者是具有明确约定条款和选举制度的最常见的资金管理者。机构股东委员会（institutional shareholders' committee）的一条工作原则可以概括为与客户签订合同的代管工作。

事实上，投资市场要比这复杂得多。一些投资者要比其他投资者活跃得多，许多机构股东根本不与公司签订协议。以跟踪基金为例，只是被动地跟随指数的变化，而银行设立的投资部门却在努力寻找短期交易机会。同样地，对冲基金运用一系列投资策略，其中的许多策略是与传统的基金管理相区别的。然而，对冲基金管理机构在管理类论文和主要法规中仍然被视为股东。

这种划分也许是一种实用的概括方法，却忽视了一些市场复杂性，即公司要寻求价值增值。同时，这种划分方法假定所有金融市场参与者都处在同一种基本原则下运行，即投资者的需要是一致的，这种观点引自于《分析家》中一篇关于“供应链”的金融报道。

真正的差别可能不再存在于散户和机构投资者之间，而是存在于短期投资者和长期投资者之间。短期所有者权益的增加来自于上文所述的投资策略的多样化，这种变化吸引了许多机构的注意。早在 1990 年，《经济学家》杂志就指出，市场中几乎没有真正的投资者，大多数股票交易者都是“投机者，而非企业投资者”。

短期主义产生的背景是复杂的，其中一点原因是传统基金管理对于时间的预期缩短了。一个特殊投资组合的基金经理的平均任期少于 3 年，其原因还来自于基金经理的获酬方式，如果基金经理们的工作是通过短期来判断的，那么对他们的投资策略可能不会为所投资公司的长期利益考虑的假设也是合理的（你也可以问同样的事情是否发生在上市公司内部，他们的主管的任期同样在缩短）。以上现象的出现还有其他促进因素，其中最显著的就是对冲基金的大量增加。对冲基金是一个可投资的新品种，而这些投资人也被划分在更宽范畴的机构股东之中。

最近，对冲基金出现在新闻媒体中全是因为负面原因：约翰·桑德兰（John Sunderland），Cadbury Schweppes 公司的主席，在一个投资者年会上对对冲基金进行了猛烈的批评。他批评对冲基金和股票分析家只注重短期利益，他认为“股东即股票所有者，是指那些看好公司未来的前景和成功，投资期超过 3 周的人”。

作为一个投资品种，对冲基金难以被准确界定，不同对冲基金之间的区别要比传统资产

---

\*译自“Hedge fund”，原文引自 *financial management* 2005 年.10——译者注。

管理基金与一些对冲基金之间的区别更明显,但对冲基金的特征是他们寻求绝对而非相对的投资回报,这就意味着不论情况怎样对冲基金都试图胜过市场。

Radley & Associates 的研究表明,过去 20 年间世界范围内对冲基金增长率大约为 13.5%,全球投资于对冲基金的资金达到 5600 亿英镑,相当于全部基金总数的 2%。在欧洲,对冲基金在 2003 年至 2004 年间增长了 100%,其中半数以上的增长来自于英国。

金融服务局 FSA (Financial Services Authority) 估计对冲基金占伦敦和纽约日股票交易量的 1/3—1/2。基金所拥有的资产数量也在上升,正因为如此,他们的行为不再被忽视。拿最近的例子来讲,Deutsche Borse 公司在伦敦证券交易所收购失败,说明对冲基金可能给市场带来比其自身实力更大的影响 (punch well above their weight),但对冲基金也不像媒体所刻画的那样是“对市场邪恶的袭击者”。对冲基金的策略也许是侵略性的,但也不像许多批评家说得那样野蛮和见不得人。

那么,公司对于对冲基金应当了解些什么呢?首先,联合法规 (Combined Code) 指出“股东之间应当交流,这基于对共同目标的理解上。董事会作为一个整体有责任确保与股东之间的正常交流”。

如果对冲基金拥有一个公司的股份,就需要与其他投资者一样参与公司管理,至少目前还不会有人反对交流是有效公司治理的基石,但是许多公司面临的一个问题是它们不知道谁在拥有股份。伦敦证券交易所的一项调查表明,超过半数的英国上市公司宣称这一问题是在存在的。大部分公司说问题在于一些无法调查的代理人账户,代表其他组织的经纪人通过这些账户来持有股票。这意味着公司无法轻易掌握对冲基金的行动,因为对冲基金也许实际上根本没持有任何公司的股票,而是通过银行向原始经纪人买入股票。在任何给定时期中,《金融时报》交易所价格指数股票中贷款买卖所占的比例都在稳定上升,这一比例在去年 Philip Green 收购 M&S 公司的兼并风潮中达到了 20%。

股票买入一般采取两种方式:卖空交易 (shorting) 和差价合约 (contract for difference, 简称 CFD)。短期交易是代表某对冲基金的经纪人从长期持有者手里购入股票 (长期持有者一般指传统的基金管理机构,对于他们来讲这是额外的收入来源),然后卖出股票并希望以后以更低的价格买回来。CFD 是指对冲基金与经纪人签订合同,规定股票的盈利与损失都转嫁给对冲基金,但股票的所有权仍然属于经纪人。这一合约可能是基于对未来价格上涨或下跌的预期。

根据《公司法》(1985) 规定,上市公司可以调查其股份的所有权,公司可以向近 3 年内 在股票市场与其发生关联交易的任何团体发出通知 (这种通知可以涉及 CFD,但是应当以明确的方式写出)。换言之,公司对股票有控制权。

当股票以短期卖空方式卖出,那么投票权便转移到购入者手中,是否允许短期投资者拥有和长期投资者一样的投票权的问题由此便更加突出了。最近一篇对股东投票的报道,强调短期拆出在一些有争议的情况下可能导致严重的后果。文章的作者保罗·迈纳斯 (Paul Myners) 要求修改一些规则使得在特定情况下股票可以回到长期投资者手中,这样可以调整股东的经济利益和投票行为。

CFD 的影响是两方面的,对冲基金拥有股票价格变化带来的收益 (或者损失) 而非股票本身,因此对公司运营并无发言权,实际上银行可能买相等数量的股票套期保值,并且在用对冲基金希望的方式对公司进行投资。同样,与一般投资者不同,CFD 持有者在并购中持有超过 1% 的股份并不需要对外公布。这意味着在不引起注意的情况下,投资者就可以大量

建仓。比如，去年当 Philip Green 公司收购 M&S 公司的时候，对冲基金参与了收购计划使得 Philip Green 公司持有的股份在 7 月份年度股东大会之前由 3% 上升为 13%。另据《金融时报》报道，对冲基金还迫使 M&S 公司向 Philip Green 公司出示其财务账簿。

实际上，公司并购工作组（Takeover Panel）正准备提出对基金的一项要求，以此来阻止在并购中出现的大规模 CFD 及其他衍生品，但是许多公司试图要求允许他们随时确认股权所有者。

对冲基金还被指责利用媒体传播流言来推动短期股价变化，尽管这只是毁谤——但是市场中发生的一些“轶事”表明这种情况还是发生过几次。金融服务局（FSA）曾指出“一些基金正在尝试摸清内幕交易及市场操纵的底线”，FSA 在目前的会议上正在讨论这个问题。

公司面临一个更大的难题是，当对冲基金完全拥有股权时，应像对其他投资者一样同等对待他们吗？对冲基金的目标会与其他股东的目标或公司的长期目标发生冲突。

尽管一个股东对于其他股东没有受信责任，上市公司也不得不面对越来越多样的资金来源。这显然使得情况对于董事会和长期投资者来说更加复杂，一些人认为短期投资者的比例上升意味着代管业务（stewardship）的终结。甚至还有更加悲观的长期预测：最近，德雷克·吉格斯（Derek Higgs，《执行董事的作用》（2003）的作者）指出基于股东至上的管理模式将走向终结。他预言短期主义者的增加及知识经济的发展将有助于重构资本市场，雇员而非股东将承受大部分的剩余风险，结果可能是股东成为另一利益集团。吉格斯相信现有模式需要靠增加股东的义务来加强，立法是实现这一目标的最后手段。另一种选择是，应当有一个更激进的解决方法更强调股东管理。这将迫使董事长们努力改善与雇员和其他团体的关系，并积极创造公司价值。

在更短的时期内，对冲基金的影响并不那么直接，这是因为对冲基金过多的参与导致了金融信息供给链的变化和银行这样的重要参与者之间的关系变化。FSA 估计投资银行总收入的 1/8 来自于向对冲基金提供的各种服务，而这些服务主要是原始经纪人业务，如清算、账户结算、股票借出等。由于交易量大，对冲基金所产生的佣金也数额巨大。那么，银行会尽力满足这样重要的客户就不令人惊讶了。例如，许多银行设置了专门的调研部门来为对冲基金提供特别的服务。

设想分析家的工作报酬是由对冲基金的佣金来付费，可以想象他们的工作结果也必然倾向于对冲基金。按理讲对冲基金更关注短期价格变化，那么分析家的分析焦点也会做相应的调整。如果经纪人不看好长期市场，他们也会相应调整策略，所以短期预期可以影响公司创造价值的能力。

西恩·凯瑞（一位为 FriAlpha 投资顾问公司工作的对冲基金分析家）指出这已成为事实。他说，一些银行已经开始做出研究来提供某行业中公司的相对排序。这可以为对冲基金管理者提供便利的指导，以使他们在某行业选出业绩优良的公司进行长期投资而对比较差的公司进行短期的投机活动。

对冲基金所产生的佣金重要到可能影响到银行与传统基金管理者的关系。只做长期投资策略，意味着很小的交易量，对银行则意味着较少的佣金收入，一些传统基金管理者已经开始抱怨这种对于对冲基金的偏袒了。

不管怎样，即使有很多强加的批评甚至是错误的报道，起码对冲基金的行为为市场提供了流动性。并且，一些对冲基金要承担风险投资于可能清盘的或者定值过低的公司，而这些公司从长期投资基金手中获得资金支持是比较困难的。对冲基金与银行的关注重心也可能改

变，有一种说法是大的对冲基金共同设立一个公司以便在股票市场直接交易，而不是通过经纪人。同样，诸如卖空交易的一些有争议的业务也会随着此类基金的增多而被放弃使用，因为基金的增多意味着大家都使用相同的策略。

尽管对于更严厉的管制会有争议，在现实中对冲基金只是做了所有投资者都努力做的事情：获得收益。某投资公司管理层领导承认对冲基金有的时候使得传统基金汗颜，“因为他们为投资人寻求资金增值，他们毫不犹豫的与公司结合并且游说公司进行变革”，他说，“而传统基金则缩手缩脚，小心行事”。

Deutsche Dorse 公司最近在伦敦股票交易所的并购事件或许是对冲基金参与公司管理的最显著的例子。这正说明为何对冲基金吸引如此多的公众注意：因为对冲基金表现为活跃的投资人，而这正是许多人不愿意看到的。

正是在儿童投资基金（Children's Investment Fund）的领导下，导致了对 Deutsche Dorse 公司收购事件以及其忽略与股东交流的不满；而儿童投资基金的背后也有其他对冲基金支持，如 Atticus Capital。收购事件最终失败了，一些嘲讽对冲基金参与的传统基金管理者不久便承认他们也无法如愿做到这件事。那么上市公司得到了什么启示吗？股东就是股东，无论来自何方——永远不要期望他们顺从。

质疑对冲基金的行为太过粗鲁：所有投资者的交易都希望更高的回报。在一些情况下，对冲基金寻求绝对回报是更直接的投资策略。根据 Evening Standard 的文章——《改变对冲基金的领域》，传统基金管理的问题是他们的哲学认为“顾客的钱损失多少无所谓，但首先其他基金也要损失一样多”。因为常规基金管理者瞄准有关基准点的情况，他们可能做出与公司利益相悖的决策。理查德·罗伯特（Richard Robert）在其 2004 年的《城市》一书中写到，“对基金管理者惟一重要的是获得价格指导权”，他还补充说这是合理的，因为对基金管理者业绩评判的惟一标准即是他们的基金表现，但是买与卖的决策是否有合理的理由则是另一回事。

这样又谈回到投资机构的内部冲突，起码涉及基金管理者的获酬方式。大银行可能选择特定的公司作为自己的顾客，这使得事情更加复杂。尽管有合理的制度保证他们之间没有利益冲突，但是这种关系可能存在很大获利机会以至于他们会冒风险来发起积极的公司管理运动，不同的是投资者可能选择悄无声息地卖出股票。最后，西恩·凯瑞建议，尽管对冲基金与长期基金管理者拥有相同的投资机会，他们的调研质量还可以更好。因为对冲基金的投资组合更加集中，他们的调研结果则更倾向积极的策略。比如，他们不仅谈到了管理者，还涉及到企业的供应商、合同签订者及其他股东，这种概览使得他们处于有利的位置更易发现市场机会和潜在风险。

毫无疑问对冲基金业近几年逐渐成长起来。不论 FSA 的会议结果如何，看来对冲基金业本身正试图从管制中抢得先机。另类投资管理协会（Alternative Investment Management Association）正考虑提出一项自愿服从的管理法案，养老基金更多地配置于这一领域可能被证明为另一股要求增加透明度的力量。例如，Hermes 决定把大约 300 亿英镑投于非传统投资，包括对冲基金。

如果 FSA 的请求只是对规则的轻微触动，那么就更无良方来回应逐渐增长的对冲基金。证据表明公司对于对冲基金并不像媒体试图描述的那么充满敌意。公司喜欢优秀的投资者参与，而不管他们到底是谁。

但是董事会也应当清楚对冲基金可能带来的影响，特别是当处于兼并收购时期，并且要

评估相应的风险。这就暗示他们应当与投资关系专家一样，对对冲基金运作及其采取的策略有一个清楚的认识。

**收稿日期：**2006-4-23

**作者简介：**译者，原海威，西南财经大学金融学院 2005 级金融学研究生