对冲基金的定义与分类

张树德(博士)

(上海浦东新区区委党校　上海　200135)

【摘要】本文对比了国外金融机构对于对冲基金的定义与分类,指出了目前关于对冲基金的定义与分类存在的不合理之处,并在此基础上重新对对冲基金进行定义及分类。

【关键词】对冲基金　证券市场　投资策略

一、对冲基金的定义与分类

对冲基金自1949年创立以来,经历了六起六落,第一次是1949~1965年,第二次是1966~1973年,第三次是1974~1984年,第四次是1985~1997年,第五次是1998~2000年,第六次是2001年至今。

早期对冲基金基本上都沿袭了对冲基金创始人琼斯的对冲投资策略,只不过使用的场合不同。不幸事件对冲就是当不幸事件发生时,将受益方与受损方对冲;行业对冲就是通过基本面分析,选择行业之间的两组股票分别做多与沽空。

1. *对冲基金的定义*。对于对冲基金的定义,目前国内外还没有形成一个统一的标准,关于对冲基金的解释也各不相同,不同的机构从自身职能角度定义对冲基金。

美国证券交易委员会(SEC)将对冲基金定义为"一个常用的非法律名词"。因为要尽可能多地将基金纳入其监管范围,所以定义较为含糊。

国际货币基金组织(IMF)作为国际性的金融机构,是一个国际性的协调组织,其干预市场的能力有限,更多的是对各个国家的金融监管提出建设性的意见。因此,IMF对于对冲基金的定义侧重于公司设立方式、私人投资、避税与躲避管制等特征。

资产管理统计公司(MAR)与先锋国际咨询公司(VHFA)作为专业的对冲基金研究机构,既不用像SEC那样担负监管职能,也不用像IMF那样担任国际协调人的角色,其定义侧重于激励方式、杠杆、套利等特征,如VHFA的定义就侧重于公司设立方式、金融衍生产品。总体而言,SEC与IMF的定义偏向于宏观层面,MAR与VHFA的定义偏向于微观层面。

2. *对冲基金的分类*。关于对冲基金的分类,国际上也没有给出一个统一的标准,目前还是沿用MAR与VHFA的定义。

MAR将对冲基金分为8类,分别是:①宏观基金;②全球基金;③多头基金;④卖空基金;⑤市场中性基金;⑥行业对冲基金;⑦重大事件驱动基金;⑧基金中的基金。

VHFA将对冲基金分为15类,具体为:①宏观基金;②可转换套利基金;③不幸事件证券基金;④新兴市场基金;⑤权益对冲基金;⑥权益市场中性基金;⑦不对冲权益基金;⑧重大事件驱动基金;⑨固定收益基金;⑩市场时机基金;⑪兼并套利基金;⑫相对价值套利基金;⑬行业基金;⑭空头基金;⑮基金中的基金。

3. *对冲基金分类存在的问题*。MAR与VHFA并没有给出分类的指导思想与原则,它们的分类存在以下问题:

(1)对冲投资策略不再是对冲基金分类的决定性因素。例如在MAR的分类中,宏观基金、全球基金与对冲投资策略没有必然的联系。多头基金与空头基金都是市场趋势追踪者,也与对冲投资策略没有什么太大的关系。只有市场中性基金、行业对冲基金、重大事件驱动基金与对冲投资策略存在很强的相关性。VHFA的分类中,可转换套利基金、固定收益基金的分类侧重于对冲基金的投资品种,与对冲投资策略也没有很强的相关性。空头基金、市场时机基金都关注市场的趋势,与对冲并无关系。就市场中性基金而言,其目的是尽可能承担较小的风险,对冲投资策略只是其手段之一,而不是唯一的手段,还有其他量化的手段可以使用。不对冲权益基金更是直截了当地声明其与对冲投资策略毫无关系。

(2)分类的标准不统一。在MAR的分类中,宏观基金侧重的投资依据是宏观经济变量,全球基金侧重于没有地域限制。多头基金、卖空基金侧重的投资策略具有趋势性。重大事件驱动基金侧重于基金的基本面分析。VHFA的分类也同样存在问题。可转换套利基金、固定收益基金侧重于投资品种,兼并套利基金侧重于上市公司的基本面分析。分类标准不统一带来的直接后果是各类对冲基金难以归类。例如一家专门从事于卖空纺织行业上市公司的基金,既可以视为行业对冲基金也可以视为卖空基金。专注于新兴市场不幸事件的基金,既可以视为新兴市场基金,也可以视为不幸事件证券基金。重大事件驱动基金的定义更难把握,重大事件可以涵盖政府的经济决策变动,也可以涵盖企业的重组兼并等重大行为,不同基金经理对其存在不同的认知,很难统一划分。

(3)分类标准与定义相脱节。MAR的定义与其分类标准相脱节。MAR认为对冲基金应该具有激励方式、杠杆、套利等因素,但是其分类中并没有体现这个原则,实际上很多对冲基金对风险管理非常重视,限制杠杆工具的使用,只有很少的对

冲基金使用杠杆工具。VHFA认为对冲基金主要以采用衍生金融工具为特征，这也是非常牵强的看法，对冲基金也并不是一定要使用衍生金融工具。例如很多新兴市场，交易工具非常少，有的根本就没有衍生金融工具，新兴市场基金在这种情况下只能选择场外交易市场（OTC）。权益对冲基金、权益市场中性基金、不对冲权益基金等也没有用到复杂的衍生金融工具。

私募是对冲基金与共同基金之间的最明显区别。美国证券法曾规定，少于100个投资者的机构在成立时不需要向SEC等金融主管部门登记，并可免于被管制，所以对冲基金都是以私募方式发行。但是当前对冲基金公开发行也是一种趋势，2002年港交所批准了3只对冲基金公开上市。黑石基金于2007年6月22日在纽约证券交易所上市，并受到市场的追捧，首日收盘价就达35.06美元，上涨13%。预计未来更多的对冲基金将会上市。

除了MAR与VHFA的分类，市场也有其他的分类。如Suisse、Fund等将对冲基金分为单策略、多策略和基金中的基金三类。每一类下面对应不同的投资策略，见下图：

- 单策略
  - 套利
    - 可转换套利
    - 权益市场中性
    - 债券市场套利
  - 方向
    - 多头
    - 卖空
    - 全球宏观
    - 新兴市场
    - 专门卖空
  - 期货管理型
  - 事件驱动
    - 风险套利
    - 不幸事件
- 多策略
- 基金中的基金

他们的分类是建立在MAR与VHFA的基础之上，将原有的投资策略合并同类项，在本质上与MAR、VHFA基本相同，实际上多策略对冲基金就属于混合型对冲基金。这样的分类适应了当前对冲基金投资策略多元化的趋势。其缺点与MAR、VHFA一样，利用单策略与多策略方式划分对冲基金类型使得对冲基金分类更加含糊不清。

二、数量化交易策略给对冲基金的定义与分类带来困难

资本资产定价模型（CAPM）的出现使得投资者认识到可以利用投资回报率（Beta）进行不完全对冲，投资者可以对目标资产的Beta进行实时动态追踪，不断调整组合Beta的比率，以此达到对冲风险的目的，这种方法本质上还是对冲的投资策略。

现代投资实践强调与市场无关的超额回报率（Alpha）与Beta的分离，将组合的Alpha从Beta中分离出来，用Alpha考察基金经理的能力。所以实现Alpha与Beta的分离是客观评价基金经理的前提。没有好的分离技术，基金经理的能力就会被埋没在市场“噪音”中，很难判断其选股能力，不利于对基金经理的考核。Alpha与Beta的分离多通过数量模型实现。

随着数量化投资工具的出现，从股票的价值判断到风险分析都是通过投资模型来完成的。这种方式的优点是克服了投资者的情绪影响等非理性因素，分析更为客观。对冲基金并不完全依靠对冲的方法来进行投资。结构化产品使得投资标的之间的关系变得错综复杂，将股票市场、外汇市场、债券市场等连为一体，使得原来不相关的市场发生联动。特别是有些对冲基金直接或者间接投资于房地产，加强了市场间的关联性。

目前，金融市场数量化交易越来越明显，芝加哥商品交易所凭借其新版FIX及其市场数据压缩工具FAST Protocol成为这一领域的技术领先者。金融机构利用数量模型决策非常普遍，大多数对冲基金都建立了自己的量化模型，根据模型决策。比较著名的是数学家西蒙管理的大奖章基金，完全是依赖于数量模型进行决策，并且于2005年和2006年蝉联对冲基金收益率冠军。

对于外部人而言，数量交易策略就是一个黑盒子，如果对冲基金不提供原始的交易程序，监管者就无法得知其投资风险。同时各个基金的投资模型并不相同，也没有一个行业标准，这些都为区分对冲基金带来了巨大困难。

三、关于对冲基金定义与分类的新设想

早期主要有对冲基金与共同基金两大类，二者之间比较好区分。当前情况发生了很大变化，各种类型的基金如雨后春笋般出现，对冲基金从内涵到外延都发生了变化，对冲基金逐渐演化成了一个概念名词。

我国金融界对对冲基金的研究起步比较晚，如1993年版的《国际金融全书》、1994年版的《新国际金融辞海》，选入了“对冲”、“基金”、“套利”、“共同基金”等词条，却没有“对冲基金”的条目。直到20世纪90年代后期，对冲基金才逐渐进入我国金融界的视野。

笔者认为对冲基金的分类需要掌握下面几个原则：

1. 揭示投资策略。对冲基金作为投资主体，采用的策略各不相同，MAR与VHFA的分类主要是根据交易策略，例如市场中性基金、市场时机基金本身就体现了对冲投资策略。宏观基金是通过分析宏观经济指标识别金融市场中的投资机会。这种分类的优点对于专业的投资者或监管机构较为有利，对于普通的投资者来讲，弄清楚不同投资策略是很难的一件事。特别是我国的投资者素质普遍不高，了解不同策略中的风险更困难。

2. 体现风险来源原则。根据对冲基金的风险来源分类。例如固定收益基金主要投资于各种债券，那么它的风险就来源于债券市场。如果对冲基金主要投资于股票则其风险就来源于股票市场。这种策略的优点是与MAR、VHFA的分类接轨，例如固定收益基金、新兴市场基金、宏观基金、重大事件基金等对冲基金的风险来源非常清楚。同时这样的分类方法和传统的监管思路一致，也符合大多数投资者的投资习惯。另外，这样分类的优点便于投资者采取相应的投资策略。

全流通下制造业公司IPO抑价问题研究

蒙文翰　刘　宏

(桂林电子科技大学管理学院　广西桂林　541004)

【摘要】本文分析了股改后全流通状态下沪深两市的IPO抑价现象,并对其进行了多元线性回归模型的实证分析。研究结论表明,股改后的我国证券市场IPO抑价率并没有下降,投资者在对新股进行投资时更多考虑的是公司的潜在成长能力,而不是公司的收益状况。

【关键词】收益率　全流通　股权分置

新股公开发行抑价(简称"IPO抑价"),又称新股上市首日超额回报,是指新股在首日上市交易价格(二级市场)高于发行定价(一级市场),投资者认购新股能够获得超额报酬率的一种现象。这种发行新股的公司将超额回报拱手让给投资者的行为,被称为"IPO抑价之谜"。自上世纪70年代以来,新股抑价问题一直是金融领域研究的一个热点问题。

从中国证监会于2005年4月29日发布的《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》宣布启动股权分置改革试点工作到现在已基本完成,长期困扰我国资本市场的重大制度性缺陷得到弥补。新的《公司法》和《证券法》修订完成并在2006年初实施,使资本市场进入了全流通时代,沪深两市绝大部分上市公司已经完成股改。在已消除了股权分置这一制度性缺陷的情况下,笔者拟对沪深两市全流通后IPO的公司的抑价率进行研究,并将研究结论与前人的研究进行比较,以判断我国IPO抑价率是否有明显降低。

一、实证分析

本文考察了全流通下沪深两市中制造业新发行股票的IPO抑价现象,以超额报酬率(新股发行首日收益率)衡量IPO抑价程度,并以上述理论分析的相关因素作为超额报酬率的解释变量,利用多元线性回归模型进行实证分析,考虑到多元回归模型本身会存在缺陷,再以同样的样本数据用因子分析模型进行实证分析。

对冲基金投资的品种非常多,导致分类庞杂。事实上对冲基金分类也有细化的趋势。下表是美国对冲基金研究公司(HFR)关于对冲基金的最新分类。

HFR 关于对冲基金的最新分类

股权对冲基金	事件驱动基金	宏观策略基金	相对价值基金
股权市场中心基金	兼并重组基金	酌情处置基金	固定收益中的可转换基金
成长基金	特殊情况基金	系统分散基金	资产支持证券基金
价值基金	基金中的基金	系统货币基金	公司债基金
能源与原材料基金	私募基金	系统商品基金	另类收益基金
技术及健康基金	信用套利基金	多策略基金	波动率对冲基金
专事卖空基金	多策略基金		多策略基金
定量方向基金			
多策略基金			

同时HFR将基金中的基金又分为保守、分散、防卫、策略四种类型,新兴市场对冲基金分为亚洲(日本除外)、全球新兴市场、东欧及俄罗斯、拉丁美洲四种类型。

3. 体现低成本监管原则。当前对冲基金投资策略趋于多元化,特别是数量模型使得对冲基金成了一个黑匣子,外部监管者和投资者都很难评价其中的风险。而且大多数对冲基金都是采用模型进行交易,不同对冲基金的模型各不相同,即使每只基金公开自己的模型,监管者也没有时间与精力来研究其中的风险。

鉴于此,笔者建议将对冲基金分为数量型与非数量型两种。数量型对冲基金选取的参照系不一样,有的是宏观经济指标,有的是商品指数,很难有一个统一的标准,监管起来需要很高的人力成本与费用,即使在西方发达国家也没有建立有效的监管体系。非数量型基金并不依赖复杂的模型,投资过程容易监控,监管成本低。对于数量型对冲基金可以让其自报投资头寸以及对未来的风险评估。如果国内建立了专业基金研究机构,可以委托这些机构对数量模型进行专门研究,定期发布报告。总之,对冲基金的监管只能依赖于外部机构。

基于以上分类,笔者对对冲基金的定义为:投资于公开市场或者以其交易品种为标的的私募基金。这样的定义基本上可以区别对冲基金与其他各种类型基金。

主要参考文献

1. 张树德.保险公司战略管理会计研究.财会月刊(综合),2005;5

2. 陈会荣.我国股票基金投资风格管窥.武汉金融,2006;7

3. 董科. 德国对冲基金市场的培育和发展. 期货日报,2006-06-16

4. 巴曙松,王超.日本对冲基金发展路径.新财富,2006;9