

# 香港对冲基金监管制度研究

李 勋

(深圳大学法学院 深圳 518060)

**【摘要】** 本文对我国香港地区对冲基金监管体系和监管制度的法律规定作了介绍,同时对香港对冲基金监管制度作了评析,以对其他国家以及我国大陆地区的相关立法提供借鉴。

**【关键词】** 对冲基金 监管机构 法律规定

香港的金融市场十分活跃,金融衍生工具发展迅速,上市公司数量位居世界前列,不少对冲基金在香港活动。就目前而言,香港的对冲基金业在亚洲是最具竞争力的,尤其是因为其率先推出了公募对冲基金,香港对冲基金业的发展在全球独具特色。

## 一、香港对冲基金监管体系

与美国和德国一样,香港对冲基金也与其他投资基金共同受同一套证券监管体系的约束。香港现行证券监管体制是建立在《证券及期货事务监察委员会条例》和《证券条例》等法律基础上的政府监管与同业自律监管相结合的综合体系,类似于德国的中间型监管体制。

1. 政府监管。香港证券及期货事务监察委员会(简称“香港证监会”)于1989年成立,其为非谋利的独立法人,是负责整个证券及期货业监管的最高机构。它独立于政府公务员架构之外,不隶属于政府部门,直接向香港政府负责。香港证监会的目标主要有三个:一是维持高效、公平和透明的市场;二是建立公信度和加强投资者的意识;三是健全监管制度。

香港的政府监管体制已经比较成熟,为香港成为世界金融中心奠定了坚实的基础。香港证监会还一直注重与英国金融服务局及美国证券交易委员会等监管机构保持密切联系,并与这两个机构讨论有关对冲基金活动的措施。1996年3月,香港证监会与12家其他国家的同类监管机构签订了谅解备忘录,以进行国际信息交流。此外,香港证监会主席也是国际证监会组织技术委员会的主席,这表明了香港证监会在国际社会具有较高的地位。

2. 自律监管。在1999年7月以前,香港的自律监管机构主要有香港联合交易所(简称“联交所”),联交所既是证券交易的场所,又是规章制度极为严密的同业公会组织,是自律监管的主体。联交所是一家私人有限公司,1986年由原来的4家交易所合并而成。根据《证券交易所合并条例》,联交所是被香港证监会承认有权在香港设立、经营及维持一个证券市场的惟一交易所,其主要任务是为香港提供一个现代化的证券交易所,使其成为一个区域性和国际性的资金筹集场所,积极推动香港证券业的国际化发展,加强香港的金融中心地位。香港证

券业经纪协会成立于1979年,其既是维护证券经纪本身权益的组织,又是协助政府进行监管和自律的组织,其主要活动在于联合所有证券经纪,为证券经纪提供一个相互沟通和交流的场所。

1999年7月以来,香港的自律监管体制发生了重大变化。香港特区政府决定将联交所、香港期货交易所、香港中央结算有限公司、联交所期权结算所、香港期货结算有限公司合并,成立全新控股公司,即“香港交易及结算有限公司”(简称“交易及结算所”)。交易及结算所只保留新上市公司的审批权,将联交所原来具有的部分监管职能赋予香港证监会。这样,不仅节约了监管开支、降低了运营成本,而且又避免出现双重监管,从而提高了证券市场的监管效率。

总体而言,香港的证券监管体系的特点主要有:①监管架构清晰,权责分明。香港证监会、交易及结算所、中介机构在证券市场上的监管责任十分明确。②监管理念合理、有效。监管的依据是资本市场的功能,包括市场的价格发现功能、资源配置功能、企业治理结构和市场风险管理。这种监管理念顺应了市场的内在机制,可有效地降低监管成本、提高监管效率。③证券监管原则明确,制裁手段强有力。香港证监会监管的基本原则就是引导证券市场的参与者进行自律,通过制定守则来引导证券市场的参与者自觉执行,对证券市场的违法行为直接实行民事制裁和刑事制裁。④证券监管工作随着市场变化不断得到强化,体现与时俱进的要求。香港证券市场是完全开放的国际化市场,股票市场和金融衍生产品市场在遇到金融风险时会交互影响,增大市场风险,因此香港证监会面对市场也应不断调整监管措施。

## 二、香港对冲基金监管制度的法律规定

香港成为当今亚洲地区对冲基金的主要集中地,这得益于其灵活的对冲基金监管立法。相关立法主要体现在《单位信托及互惠基金守则》中的《对冲基金指引》和《对冲基金汇报规定指引》。2002年6月,香港证监会颁布了《对冲基金指引》,随后又根据该指引制定了《对冲基金汇报规定指引》,指导对冲基金的信息披露。目前,《对冲基金指引》和《对冲基金汇报规定指引》是世界上为数不多的、专门为对冲基金做出明确规定

的法律文件之一。即使在对冲基金业十分发达的美国,其法律也并未区分对冲基金和共同基金,而是将对冲基金纳入《证券法》、《证券交易法》、《投资公司法》、《投资顾问法》等法律的豁免条款中,没有另行做出专门的法律规定。此举措表明香港特区政府积极发展对冲基金以防范国际投机资本冲击的坚定态度。

### (一)《对冲基金指引》的主要内容

《对冲基金指引》制定的目的在于监管向大众销售的对冲基金。鉴于香港证监会认可的对冲基金属于零售性质的基金,依据《对冲基金指引》,这些基金必须符合特定的信息披露规定,并在结构上实施保障措施。但是,向公众销售的对冲基金并非都属于《对冲基金指引》的管辖范围,传统的对冲基金即私募对冲基金不受《对冲基金指引》的约束。《对冲基金指引》为对冲基金的市场准入、投资限制、信息披露等方面做出了特别规定。

1. 对冲基金的设立。《对冲基金指引》规定,在考虑对冲基金的认可申请时,香港证监会将考虑多项因素,这些因素主要包括:基金所选择的资产类别;基金所采用的另类投资策略,如持有长短仓、杠杆借贷比率、对冲或套戥技巧。由于可归入这个类别的计划种类繁多,香港证监会将按个别情况行使酌情权,在适当的时候就每个计划施加额外的条件。如果基金将所有非现金资产投资于其他对冲基金,便有可能被认定为对冲基金。

2. 对冲基金的管理人。除《单位信托及互惠基金守则》的规定外,香港证监会主要从以下几个方面评估管理公司的适当性:①管理公司或已具有投资管理职能的投资顾问公司的关键投资人员在管理对冲基金方面的经验;②管理资产的数额;③管理公司的风险管理概况及内部监控系统;④基金的投资管理营运总部是否设立于监察制度获得香港证监会接纳、认同的司法管辖区。

3. 最低认购金额。对冲基金的每名投资者首次认购金额不得少于5万美元,对冲基金则不得少于1万美元。

4. 投资及借贷限制。根据《对冲基金指引》的规定,基金的组成文件及销售文件内应载有一套明确的投资及借贷规定。销售文件应清楚解释该计划将会投资的金融工具的种类、分散或集中投资的程度或策略、杠杆借贷的程度及基准(包括最高杠杆借贷比率),以及有关投资及借贷规定的相关风险影响。同时,禁止该计划投资于房地产。借贷比例虽不受限制,但是事先必须获得受托人、代管人的书面同意。放贷、承担债务、进行担保、票据背书,或直接为任何人的责任或债务承担责任或因与任何人的责任或债务有关联而承担责任,也都必须获得受托人、代管人的书面许可。

5. 业绩表现费用。如果征收业绩表现费用,则该计划必须遵守《单位信托及互惠基金守则》。销售文件应全面、清楚地披露有关计算方法。《单位信托及互惠基金守则》的规定并不适用于对冲基金所投资的基金。就对冲基金而言,该计划的销售文件必须披露是否同时在该计划及其所投资的基金的层面征收业绩表现费用,销售文件也应概述其所投资的基金在计

算及支付业绩表现费用方面的基准。

6. 回赎。关于回赎的具体规定主要有:①每月要有回赎日;②由持有人递交书面形式的股份赎回要求(不论是否需要给予通知期)至向持有人支付赎回款项的时间,最长不得超过90天;③该计划的销售文件应加入警告声明,说明赎回价格可能会受到递交赎回要求至计算出赎回价格期间相关投资价值波动的影响。

7. 估值。《对冲基金指引》对估值做出了以下规定:①基金的投资应该持续按照普遍接纳的会计原则及业内的最佳作业方式定期获得公正的估值。②进行估值的频率及方法,以及估值代理人的身份及资历,必须在销售文件内详细披露。③基金的销售文件应加入警告声明,说明相关投资的交投可能并不活跃,以致该投资的估值可能涉及不明朗的因素。同时,必须提醒有意投资者,在这种情况下该计划的资产净值可能会受到不利影响。

8. 信息披露。《对冲基金指引》主要在计划的销售文件方面做出信息披露要求即必须在销售文件的醒目处做出相关风险警告声明,并且必须清晰地解释该计划的投资策略及其固有风险。此外,《对冲基金指引》还规定,所有广告必须在当眼处标明上述警告提示。

9. 财务报告。对冲基金管理人至少每季度定期向持有人发出有关该计划的活动的报告。有关报告应依照《对冲基金汇报规定指引》提交和分发。

### (二)《对冲基金汇报规定指引》的主要内容

在《对冲基金指引》出台后,香港证监会紧接着颁布了《对冲基金汇报规定指引》,信息披露也随之成为香港对冲基金监管的核心内容。具有严格的信息披露制度是香港对冲基金监管制度的突出特点。一般来说,信息披露的目的在于将风险信息以最快的速度、最有效的方式传递给投资者,以便于投资者做出合理的投资决策。同时,这种方式也可以减轻监管机构的监管压力,减少对对冲基金业务的干涉。

《对冲基金汇报规定指引》主要对财务报告提出了最低披露要求。如果额外的信息披露被视为恰当及可以让基金持有人掌握更多的信息,则香港证监会鼓励对对冲基金做出额外披露。获得认可的对冲基金依据《单位信托及互惠基金守则》的规定,必须在每个财政年度至少出版两份报告,而其中的年报必须由该计划的审计师审计。依据该规定,获得认可的对冲基金还必须为基金持有人发布季度报告。

1. 报告期限。对冲基金报告必须在指定期限内呈交香港证监会并向基金持有人发布。《对冲基金汇报规定指引》规定,年度报告应当在财政年度结束后的4个月内呈交香港证监会备案,并向基金持有人发布,但就对冲基金而言,则应在该财政年度结束后的6个月内将报告呈交香港证监会备案并向基金持有人发布;中期报告则必须在有关期间结束后的2个月内呈交香港证监会备案,并向基金持有人发布;季度报告则必须在有关期间结束后的1个月内呈交香港证监会备案,并向基金持有人发布,但就对冲基金而言,则应在该期间结束后的6星期内呈交香港证监会备案并向基金持有人发布。《对冲基金

汇报规定指引》强调对冲基金的持续披露,香港证监会保留要求有关方面做出额外披露的权利。

## 2. 报告内容。

(1)年报及中期报告。年报及中期报告必须载有《单位信托及互惠基金守则》附录E所规定的资料(其他基金披露的内容),但是特殊情况除外。具体而言,主要对以下几方面的内容做出披露:①在报告日,基金所持有的投资(包括现金和现金等值资产),按资产类别、地区、行业、策略,或管理公司基于基金的目标或策略认为最恰当的若干其他基准(以占基金总资产净值的百分比计)加以分类;②在报告日,按总值确定基金持有的前五大长仓和前五大短仓的名称以及计算有关数额;③在报告日,基金的长短仓总持仓量(以占基金总资产净值的百分比计)。

如果基金在该财政年度内承担业绩表现费用,则基金的年报必须载有该基金的平均资产净值的百分比显示、财政年度结束时基金应承担的业绩表现费用以及业绩表现费用的计算基准;如果基金在财政年度没有承担任何业绩表现费用,则必须就此做出专门的披露声明。如果是对冲基金,只需要披露在对冲基金层面的业绩表现费用。

此外,香港证监会还鼓励在年报及中期报告中就个别项目的持有量做出全面披露。为了执行监管职能,香港证监会保留要求有关方面披露基金的全部持仓状况的权利。向香港证监会披露的年报及中期报告将会受到香港证监会保密条文的保护。

(2)季度报告。关于季度报告的规定主要集中在季度报告的派发及报告内容两方面。必须在规定的期限内将季度报告呈交香港证监会备案并发布给基金持有人。每只对冲基金的首份季度报告在向基金持有人发布以前,必须获得一封由香港证监会发出的表明其“并无反对意见”的函件。季度报告必须提供中英文版本,季度报告的内容必须载列该基金的董事以及管理公司所作的声明,表明对季度报告所载内容在发出日期的准确性负责,并且必须载明有关该基金的业绩表现回顾、市场展望、关键投资人员的人事变动、诉讼、基金规模及每单位或每股的资产净值、现金借贷及其他方面所提供的杠杆比率、业绩表现及风险衡量、非流通性资产持有量、集中投资情况等。

综上所述,香港对获得认可的对冲基金规定的信息披露义务十分严格,主要表现在以下方面:①披露的时限明确。对冲基金的年报都是在财政年度结束后的4个月内提交,对冲基金期限为6个月;中期报告都要求在有关报告期结束后的2个月内提交。②披露的频率较高。对冲基金披露的频率高于其他基金。其他基金需要发布年报和中期报告,而对冲基金还要发布季度报告,甚至监管机构还鼓励发布月报,持续披露义务负担明显重于其他基金。③披露内容的范围较广。对冲基金与其他基金大致相同,都要符合《单位信托及互惠基金守则》附录E的资料要求。虽然《对冲基金汇报规定指引》要求全面披露,但是规定如果全面披露对基金构成不恰当负担,则基金管理公司可以采用其他披露方式,以取代《单位信托及互惠基金守

则》附录E有关投资组合的披露。此规定比较笼统,“不恰当的负担”的判断依据不明确,而且将这一权利授予基金管理公司,实质上在投资组合披露上留下了模糊空间,以平衡监管和效率的关系。④披露的对象具有双重性。对冲基金与其他基金一样,都要求向基金持有人和香港证监会披露,而且香港证监会要求随时提供与其相关的资料。除此之外,在向基金持有人提交报告前,对冲基金还必须经过香港证监会审核,并得到其出具的“并无反对意见”的函件。

## 三、香港对冲基金监管制度评析

香港《对冲基金指引》和《对冲基金汇报规定指引》的出台令世人瞩目,其意义十分深远。这标志着东南亚金融危机和“长期资本管理公司”事件以后,香港金融监管机构对对冲基金新的立法态度。香港对冲基金监管制度的突出成果,在于创设了公募对冲基金,丰富了基金业的发展层次。对冲基金具有高风险、高回报的特征,各国立法都禁止公开发售,只允许其向少数富裕人士及机构投资者开放,而香港却率先公募,这表明了其鼓励金融创新的立法指导思想。但是需要明确的是,公募对冲基金是对传统对冲基金的发展,其实质是在保持公募对冲基金与私募对冲基金的本质一致的前提下,基金设立者在募集方式上选择权的扩大。《对冲基金指引》和《对冲基金汇报规定指引》并没有改变对冲基金的本质特征。

1. 公募发行具有非强制性。对冲基金出于获得法律规定豁免的目的,在大多数国家都是通过私募方式设立,因而私募也就成为对冲基金的一个典型特征。出于保护广大中小投资者利益的目的,公募与信息披露紧密联系,因此两个指引为对冲基金的信息披露做出了非常详细的规定。但是公募与否,其选择权在于对冲基金发起人。如果不愿用披露信息的代价去换取对冲基金公募发行的便利,仍然可以在香港进行投资活动。根据《单位信托及互惠基金守则》的规定,只要不公开进行募集,无须经过认可程序。立法者的价值取向在于对愿意接受信息披露义务的对冲基金提供公募发行的便利,而对于那些不愿承担信息披露义务的对冲基金,如果继续遵守私募的规定,实际上并不受《对冲基金指引》和《对冲基金汇报规定指引》的影响,仍可享受豁免。因此从实质上看,在平衡两者利益的基础上,立法者将选择权交给了对冲基金发起人。公募发行的非强制性并不改变对冲基金私募的特征,但是大型对冲基金一般只会将目光投向经验丰富和实力雄厚的富裕人士和机构投资者,其选择公募发行的概率很小。

2. 投资策略未受限制。私募对冲基金享有很大的投资自由,其中“买空卖空”是对冲基金典型的投资策略。而根据《对冲基金指引》的规定,获认可的对冲基金并不受《单位信托及互惠基金守则》关于限制卖空的规定,即“如果卖空会引起该计划有责任交付价值超过其总资产净值10%的证券,则不可进行卖空”。这条规定仅适用于一般的单位信托及互惠基金,公募对冲基金仍旧保留了卖空的特征。

3. 业绩表现费用的征收权未受限制。私募对冲基金经理可以收取业绩表现费用,这是对基金的回报优于其他基金和金融工具的结果。《对冲基金指引》规定,如果征收业绩表现

# 基于生态价值的企业财务目标探讨

姚 圣

(中国矿业大学管理学院 江苏徐州 221116)

**【摘要】** 本文将生态价值列入企业的财务目标之中,设置虚拟的“生态股东”进行目标管理,通过生态价值的评估建立企业总价值模型,得出最优的企业规模和最优的企业生命周期,据此对企业的财务目标管理提出若干建议。

**【关键词】** 财务目标 生态价值 企业价值

## 一、生态价值概念

“生态”是指生物在一定的自然环境下生存和发展的状态,也指生物的生理特性和生活习性。“生态系统”是英国生态学家Tansley于1935年首先提出来的,指在一定的空间内生物成分和非生物成分通过物质循环和能量流动相互作用、相互依存而构成的一个生态学功能单位。它把生物及非生物环境看成是互相影响、彼此依存的统一整体。

比较典型的价值定义有三种,分别是亚当·斯密、马歇尔以及马克思给出的。亚当·斯密认为,“价值”一词通常有两种意思:一是指使用价值,二是指交换价值。马歇尔认为,“价值”一词表示两样东西在某一时刻的相对关系。简言之,价值就是指交换价值或价格。马克思没有直接给出价值的经济学定义,他指出,所谓价值就是指凝结在商品中的一般的、无差别的人类劳动。“生态价值”的概念并不是生态和价值两个关键词的

简单相加,而是两个关键词概念的外延。一般地,生态价值对人类是有价值的,直接地说,就是对企业具有价值。但是,这种价值往往无法实现交换。因此笔者认为,生态价值是指与企业相联系的生态系统的内在价值。显然,我们采用的是狭义的概念。生态只是指企业周围的生态,包括企业周围河流的生物、森林(或树林)的生物以及草地的生物,更为主要的是“人”这种特殊生物。很明显,这些生态对企业是有价值的。但是从实施情况看,在企业的财务目标中也难以体现对社会责任特别是对环境生态保护责任的履行。2005年“吉林水污染事件”和2007年的“无锡绿藻事件”都给我们敲响了警钟,将生态环境的保护纳入企业财务目标已成为必需。

## 二、生态系统与企业的联系

1. 生态系统与企业的空间联系。在企业或者公司出现以前,生态系统是一个动态而平衡的系统,这个系统包括非生物

费用,则该计划必须遵守《单位信托及互惠基金守则》的规定,销售文件应全面、清楚地披露有关计算方法。因此,业绩表现费用的征收权并未受到实质性的限制。传统对冲基金的重要特征,即通过业绩表现费用的征收调动投资经理的积极性,仍然得到了保留。

4. 杠杆投资未受限制。私募对冲基金利用高杠杆投资于金融衍生工具,已经成为对冲基金的重要特征。《对冲基金指引》也没有对获认可的对冲基金使用高杠杆加以限制,只要求在对冲基金的组成文件及销售文件内记载借贷方面的规定,主要包括杠杆借贷的程度及基准。实际上,此规定只是要求对投资者进行事先披露,警示高杠杆风险存在的可能。一般而言,各国只允许对冲基金私募发行,如果选择公募发行,则与其他公募基金共同受同一套监管制度的约束,不再享有投资策略自由、灵活的便利,必须承担与公募基金相同的信息披露和投资组合限制方面的义务。因此,《对冲基金指引》和《对冲基金汇报规定指引》突破了传统意义上只有私募对冲基金和公募基金两个层次的立法模式,专门创设了公募对冲基金的监管制度。在公募对冲基金层面,对其设定了较重的信息披露义务,但给予其公开发行的便利,以及能继续采用灵活的投资

策略的权利,形成典型的中间状态,这对于促进对冲基金的全面发展具有重要意义。

总之,香港对冲基金监管制度主要强调对冲基金信息披露的规定,力求在不影响对冲基金的独特投资策略的情况下,为投资者提供最实用和最有意义的信息披露保障。这些法律规定以“公募发行”为核心设计,其立法精神在于使对冲基金既能获得公募的便利,同时又必须履行相应的信息披露义务,但将选择权赋予对冲基金发起人。《对冲基金指引》和《对冲基金汇报规定指引》必将促进香港对冲基金业的多层次发展,也能够为世界上其他国家或地区(包括我国大陆地区)的相关立法提供借鉴。

## 主要参考文献

1. 郭蕾. 香港成亚洲对冲基金主战场. 证券时报, 2005-12-9
2. 傅思明. 香港金融制度与香港基本法. 北京: 中国法制出版社, 2000
3. 陈肇强. 香港对冲基金监管制度评析. 财贸研究, 2003; 4
4. 吴铭. 港监会就对冲基金披露咨询意见. 中国证券报, 2002-9-11