

【專題二】

從美國證管會 2003 Hedge Fund Roundtable 再認識 Hedge Fund

陳銘賢 (證期會
稽核)

一、前言

可否想像七 五個數學及物理博士同時在辦公室一起盯著電腦螢幕的場景？如果是在美國休士頓太空總署的發射控制室裏，這一批人足以將造價數百億美元的太空梭送上太空。但是，如果把這一群人移到紐約曼哈頓的金融辦公大樓裏，又會是怎樣的情景？在紐約一家名為文藝復興科技公司 (Renaissance Technologies Corporation) 就雇用了七 五名數學及物理博士，發展極為精細複雜的模型，隨時注意著全世界各項經濟指標、商品及證券價格變

化，一有任何機會，即運用各種交易策略，進行套利、投機或避險交易。另有一家大名鼎鼎的公司，則擁有多位知名的人物，包括 John Meriwether (Salomon Brothers 前高級主管) David Mulling (前聯邦準備局副主席) Myron Scholes 及 Robert Merton (諾貝爾經濟學獎得主) 及債券交易好手 Larry Hilibrand，這家公司就是在一九九八年瀕臨破產，並請出葛林斯班收拾殘局的 Long-Term Capital Management。這些公司、基金與大家熟知 George Soros 的量子基金一樣，都

是 hedge fund¹產業的成員。

雖然 hedge fund 產業近年來在美國快速發展（目前估計有六至七千個對沖基金在美國運作，管理資產達六千至六千五百億美元），但由於 hedge fund 依據美國證券法（Securities Act of 1933）係屬豁免登記之證券，不須公開揭露資訊並接受美國證管會檢查，故即使在 hedge fund 發源地的美國，美國證管會對於 hedge fund 仍未有充分的資訊及足夠瞭解，更談不上管理。為此美國證管會乃於今年五月舉辦一場為期二天之「Hedge Fund 圓桌會議」（2003 Hedge Fund Roundtable），邀請 hedge fund 業界、學界及會計師、律師討論 hedge fund 之各項議題，包括 hedge fund 之角色、架構、集資方式、資訊揭露、評價等。其後美國證管會彙整圓桌會議結果，於本年九月底發布「hedge fund 發展之意涵」幕僚報告（Implications of the Growth of Hedge Funds），提交給委員會作為未來管理 hedge fund 之參考。本文即根據前開圓桌會議中，部分與會人員的發言內容加以整理²，希望能更直接地認識 hedge fund。

二、什麼是 Hedge Fund？

¹ 為避免誤解及產生先入為主的觀念，本文對「hedge fund」均使用原文，不採中文譯名。

² 圓桌會議全部過程置於美國證管會下列網站：

<http://www.connectlive.com/events/sechedgefunds/>

<http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge1trans.txt>

<http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge2trans.txt>

hedge fund 之 hedge 一個誤用的名詞

有學者認為 hedge fund 之「避險」（hedge）乙詞，其實是個誤用之名詞，因為 hedge fund 做的是與它名字相反的事——投機³。目前大家公認 hedge fund 一詞最早是出現在一九七一年財富（Fortune）雜誌上的一篇文章，該篇文章係介紹一支於一九四九年由美國哥倫比亞大學社會學家 Alfred Winslow Jones 所成立之基金。該基金所採取之投資策略係放空價值高估之證券，並同時買進價值低估之證券，藉由同時持有多頭及空頭部位，抵消整體市場變化對投資組合之影響，以規避系統性風險（systematic risk），故於當時稱之為「避險（hedge）」基金。惟 hedge fund 隨著美國證券市場發展，其交易標的逐漸擴及至固定收益證券、可轉換證券、貨幣、期貨、選擇權及其他衍生性商品等，交易策略也不單純只是「避險」，甚至多有風險集中之投機操作，故沿用「避險基金」（hedge fund）之「避險」（hedge）觀念，並無法完整定義 hedge fund，亦容易造成誤解。直至今日，各文獻對於 hedge fund 之描述，也多是從投資策略、投資人特性、募集方式、閉鎖期、經理人的報酬等方面區分其與一般共同基金的差異，而見不到明確之定義。

Hedge fund 到底有沒有更明確的定義？美國證管會投資管理組組長 Paul

³ Edwards, Franklin R. Edwards. 1999 “Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management” Journal of Economic Perspective, Spring 1999, p.210

Roye 在圓桌會議一開始，即要求在場專家及業界人士對於 hedge fund 予以適當定義，以作為後續討論的基礎，相關發言如下：

David Vaughan (華盛頓 Decker 律師事務所合夥人，專長 hedge fund 顧問服務)：

「當要我定義 hedge fund 時，我聽到台下許多人都在笑，我想在場的每一個人都知道 hedge fund 並沒有明確的定義，它只是個業界使用的名詞，當大家看到 hedge fund 時就知道它是 hedge fund (people seem to know one when they see one)，但它沒有法律上的定義。」

Joel Press (美國 Ernst & Young 會計師事務所資深合夥人，曾發表多篇有關 hedge fund 產業的文章，並專精 hedge fund 會計)：

「Hedge fund 是一群想要創造他們自己的文化、自己所屬的環境，用自己獨特的方法、獨特的策略。其實是一種企業家(entrepreneur)精神。」

Mark Yusko (北卡羅萊納大學校務基金投資長，負責管理校務資產及相關基金會之資金)：

「我不喜歡用「hedge fund」這個字眼，因為當 Alfred Winslow Jones 在 1949 年成立第一支「hedged fund」時，他的「hedge」有加了個「d」字(指「已避險」的基金)，但是今天大部分 hedge fund 的策略根本與避險無關，它們的 hedge 沒有「d」，它們做的是套利，它們是利用市場出現反常(anomalies)時套利。」

接著與會人員則接續提到 hedge fund 的

許多特性，包括 hedge fund 多為依據一九三三證券法豁免登記、常從事放空及採用高度財務槓桿，及高比例的績效獎金等。

沒有所謂 hedge fund 定義，只有 hedge fund 策略

儘管會議中大家對 hedge fund 都有不同的詮釋，美國證管會投資管理組(Division of Investment Management)組長 Paul Roye 則一語道破：

「當我們在討論 hedge fund 時，事實上我們指的許多不同的 hedge fund 策略。」

三、Hedge Fund 策略

Hedge fund 與一般共同基金的主要差異之一，即是投資的自由度，其投資策略非常多樣。美國證管會歸納了二三種 hedge fund 策略，而美國「管理基金協會」則已規納了超過二五種策略。另外，大型指數公司為了編製 hedge fund 相關指數，供不同需求的投資人使用，也各自對 hedge fund 的策略作不同的分類。最後美國證管會則將 hedge fund 的策略分為幾個大類，說明如下：

1. 市場趨勢策略(Market Trend Strategies)：這種策略利用權益證券、利率或商品價格的趨勢進行操作，包括：
 - a. 全球總經策略(Macro Strategy)：基於對各國總體經濟基本面的判斷，投資在各國貨幣市場中，而且通常沒有另外進行避險。例如當發現一個國家的經濟政策搖擺不定，或可能無法維繫其外匯政策，此時

全球總經型 hedge fund 便會持有空頭部位或放空貨幣，以趁該國貨幣貶值時獲利。

- b. 長空策略 (Long/Short Strategy)：包括產業或市場中立策略(sector or market neutral)：例如 hedge fund 可能買進價值低估的債券、並同時賣空價值高估的債券。如此不管市場利率水準走向如何，只要二種債券之利差減少，hedge fund 就會獲利。但反之若利差擴大，則 hedge fund 就會損失。
2. 特殊事件導向型策略 (Event-Driven Strategies)：這種策略是利用一些市場中的偶發事件進行交易，例如破產、合併、購併等。其又可分為「危難公司策略」(Distress Securities)：利用公司破產或進行重整時，市場短暫的失衡現象進行交易；及「風險併購套利」(Risk/Merger Arbitrage)：買進將被收購的公司，並賣出購併者。
3. 套利型策略 (Arbitrage Strategies)：利用市場對相關證券評價不一致的情形進行套利，此種交易策略通常被認為是較不具風險性的，其可分為「轉換證券套利策略」(Convertible Arbitrage)：例如買進折價之可轉換公司債、特別股並同時賣出普通股；或「固定收益套利策略」(Fixed Income Arbitrage) 例如利用市場對新發行公債 (on the run) 與早期發售公債 (off the run) 不同之評價，買進早期公債並售出當期公債。

前開各項策略中，Long/Short Equity 及 Convertible Arbitrage 有助市場之效率性及流動性，而採 Global Macro

Strategy 之 hedge fund 則通常是各國中央銀行頭痛的對象。至於 hedge fund 運用各種策略的比例，圓桌會議中有人說明如下：

Robert Schulman：(Tremont 投資管理公司總裁及 Tremmont 顧問公司執行長，專門操作 hedge fund 及對個人或機構投資人提供投資 hedge fund 顧問服務)

「Hedge fund 的操作策略主要有數種：長空策略 (Long/Short equity) 同時持有不同證券多、空部位，採用此種操作策略約佔百分之三十五至四十。第二常見之策略為全球總經策略 (Global Macro Strategy)。近來常見之策略則為轉換證券套利策略 (convertible arbitrage) 及危難公司策略 (distressed)」

另外亦有人表示採 Long/Short equity 策略的 hedge fund 超過百分之六。

絕對報酬(Absolute Return) v.s.相對報酬(Relative Return)

在討論 hedge fund 的特性及各種投資策略時，許多與會人士均強調 hedge fund 與一般共同基金或投資公司之主要差異係 hedge fund 為追求「絕對報酬」(absolute return，無論市場漲跌皆要求獲利，故需要賣空及運用高度財務槓桿)，而非一般傳統之基金追求「相對報酬」(relative return，例如目標僅在追隨或超越特定指數之績效)其後美國於本年九月底發布之「hedge fund 發展之意涵」幕僚報告，也多次引用 hedge fund 之「絕對報酬」以資與一般共同基金及投資公司區別。

四、Hedge Fund 的規模及成長

美國證管會主委 William Donaldson 在圓桌會議開幕致詞時即提到，目前估計有六千至七千個 hedge fund，管理資產約六千億美元(約二兆台幣，我國上市公司市值約三兆台幣)。但既然 hedge fund 係屬豁免證券，無須向美國證管會登記，美國證管會主委所得統計從何而來？

美國證管會投資管理組組長 Paul Royce 即在圓桌會議中問到這個問題，Paul Royce 表示：

「我們這個數字也僅是從報章上而來，但不知這個數字的正確性如何？」Robert Schulman：(Tremont 投資管理公司總裁)

「我想這是我們這些 hedge fund 顧問公司提供給媒體的。」

Charles Grandante (Hennessee Hedge Fund Advisory 總經理，該公司專門對個人或機構投資人提供投資 hedge fund 顧問服務)則表示：

「根據調查，hedge fund 產業約有百分之三十為機構投資人。在一九九八年時，機構投資人投資約五百三十億美元，至二〇〇二年，機構投資人投資有一千七百五十億美元之多(故估計所有 hedge fund 管理資產約六千億美元)，故六千億這個數字應該是對的。」

「大部份 hedge fund 的成長要從二〇〇一年一月開始，大約也是從市場開始走向空頭開始。在當時 hedge fund 規模大約是三千億美元，現在則是六千億美元。而在這之前，S&P 指數每

年的報酬率為百分之二十到二十五。對投資人而言，如果可以投資在 S&P 成份股而賺得百分之二十五的報酬率，又何必要花鉅額成本投資在 hedge fund？所以 hedge fund 快速成長是從二〇〇一年空頭市場開始的」

William Keunen：(Citco Fund Service 董事，該公司提供保管及基金管理服務)

「其實大部份的 hedge fund 成長是在歐洲，成長比美國本地的 hedge fund 還快，而且很大部份歐洲的 hedge fund 是由美國的經理人在操作。」

美國證管會主委 William Donaldson 則提到其所得知的訊息：

「據我側面瞭解，過去十年來，由於投資銀行紛紛上市及公開發行，為了追求穩定的盈餘，多已減少自營業務規模。故原在證券商辦理自營業務的交易員很多離職到 hedge fund 業界發展。」

五、Hedge Fund 錢從那裏來？

過去 hedge fund 被認為多銷售給特定高淨值的個人或家族，但近年來 hedge fund 快速成長，其資金來源究竟為何？以下是與會人員的觀察：

Robert Schulman：(Tremont 投資管理公司總裁)

「實際上 hedge fund 之高度成長多來自機構投資人，雖然近來很多人討論是否適合將 hedge fund 對散戶銷售 (retailization)，但主要的資金成長來源還是一些大型機構投資人，例如加州公務人員退休基金、德州老師退休

基金等。真正從原來投資於經登記的共同基金轉而投資 hedge fund 的散戶 (retail investors) 或中實戶 (high net worth investors) 其實並不多。」

另外根據 Hennessee Group(一家專門對個人或機構投資人提供投資 hedge fund 顧問服務之公司) 估計，截至二

三年初，個人及家族投資於 hedge fund 的資金有二千四百九 億美元，佔所有 hedge fund 百分之四 二，但過去這幾年來，這個比率正逐漸下降。

由美國 hedge fund 發展的趨勢觀察，投資於 hedge fund 之富有個人或家族比例並未有明顯成長，散戶直接投資 hedge fund 亦受到限制，反倒是一些大型機構投資人，包括學校的校務基金、退休基金、公共基金等，涉入 hedge fund 的程度增加。

六、Hedge fund 的經濟效益

圓桌會議所邀請的對象多為 hedge fund 產業界人士，對 hedge fund 所發揮的市場功能也多持正面看法，可歸納有下列效益：

1. Hedge fund 藉由對證券價值之研究，持有投機性交易部位，或利用市場對證券之評價錯誤 (mispricing)，進行短線交易，可增進市場之效率性及流動性。
2. Hedge fund 積極參與衍生性商品交易，有助於銀行、授信業者或其他有避險需求者管理其風險，並藉由風險之重新配置 (reallocating)，可減少整體經濟之融資成本。
3. Hedge fund 通常與市場風險間具有較

低之相關係數，可有效作為風險管理之工具。

七、放空證券 (short selling)

由於美國有許多發行公司指控 hedge fund 運用放空證券操縱公司的股價，例如 hedge fund 常累積特定公司(或市場)大量的空頭部位，包括放空證券、大量買進賣權(purchase put options)或買入信用風險交換合約 (credit-default swap)後，然後透過各種方式發布對公司不利之報告，並進而拉低公司的股價，造成公司之融資成本增加，故有許多產業界人士建議應該限制 hedge fund 放空證券之能力⁴。圓桌會議中亦有針對此一議題進行討論，惟現場所有與談人口徑一致，皆認為放空證券將使市場更有效率，主要發言如下：

Annette Nazareth：(美國證管會市場規範組組長)

「我們之前討論到 hedge fund 常運用放空證券的策略，過去也常有人討論藉放空證券操縱市場之不當行為，這當然不單單針對 hedge fund，我希望聽聽你們大家對放空證券的看法。」

Jim Chanos：(Kynikos Associate 創辦人，旗下有 Beta Hedge、Beta Hedge International、Opportunity Fund 等多支 hedge fund，主要策略為未避險的放空 (unhedged shortselling))：

「有關用放空證券操縱股價的看法，

⁴ Randall Smith, "Regulators Review Complaints About Hedge Funds", Wall Street Journal, Jan 22, 2003

我一直都覺得很困惑。因為放空證券的投資者和其他投資者一樣，都在同一遊戲規則下進行投資，甚至還受到更多的限制。我必須澄清，不論是買方或賣方，如果散播不實消息誘導他人跟進，這都是會吃上官司的。我認為把股價下跌的罪過推到放空證券的人頭上，事實上是情緒上的反應。

就放空證券的實務操作而言，放空證券的人必須受到「上檔價格規定」的限制(Up-tick rules，指放空證券的價格不得低於前一盤的成交價)，而且必須被即時監控。例如當交易員下單放空證券，電話另一端的證券經紀商馬上會問一連串的問題，包括：是否已辦理借券？所放空證券是否受「上檔價格規定」限制？而一旦成交後，次日馬上又有一堆手續必須確認各項問題。而其中有許多事情根本無法即時辦到的。在空頭市場中，當人們賠了許多錢後，為了找到怪罪的對象，便把矛頭指向放空證券的人，其實是不理性的指控。

事實上，我們在學理上所討論證券市場「價格發現」的功能，都必須靠站在賣方的 hedge fund。例如過去幾年 Enron、Tyco、及 Worldcom 的案子，都是因為 hedge fund 發揮功能。我想證管會不應再增加放空證券的限制，它已經受有很嚴格的規範了。」

Larry Harris：(南加大教授，美國證管會首席經濟顧問，專長市場個體結構及投資管理)

「發行公司當然不喜歡放空證券的人，因為那會壓低公司的股價，同時減少了執行長的薪酬。芝加哥的

Owen LaMont 曾經作過一個研究，研究那些抱怨被不當放空打壓的公司一年後的股價。他從報紙上找到公司對外抱怨公司股價被空頭打壓的消息，並追蹤該些公司一年後的股價，結果發現他們平均減少了百分之二十五。由於證券市場的資訊是非常有效率的，如果有一家公司的股價被高估，可能是因為管理當局表現不好而投資人不知道。如果大家知道的話，這家公司的資金成本就應該增加。因為這家公司的商機不好 - 可能是公司的創意不足或管理當局不夠強 - 這就對不起投入的資金。這也是為何股價必須能夠適當傳達資訊(informative price)的原因，因為這可以讓資金流向最有商機的公司。也因為我們用股價來激勵公司的經理們，經理們做的好，股價就高，報酬就多。如果股價偏低，公司的董事們就可以因此撤換不適任的管理當局。

雖然證券市場上無疑的會有一些操縱的行為，但是我們為了避免操縱行為，獨對賣空者加以限制，卻會產生負面效果。因為如果我們增加放空證券的難度，當有人刻意炒高股價時，那些知道實情的人就無法站在賣方反向交易，結果是股價暴漲後暴跌，同樣傷害了投資人。

事實上，最容易傷害投資人的反而是多頭炒作者而非空頭炒作者。因為要騙一個人買進股票要比騙一個人放空證券或賣出手中持股容易多了。對於手中沒有持股的人，大家都知道要放空證券非常困難，許多人根本不懂如何放空，或許是不夠資格作放空，甚至經紀商也不

讓他們放空。而對於手中有持股的人，他們之所以買這家公司的股票，基本上就是他們相信這家公司，因此要他們加碼買進很容易，但要他們改變信念賣出股票就比較難了。所以對放空證券的限制，只會使我們(hedge fund)無法制衡養套殺的操縱者(pump and dump manipulations)。限制放空者的目的就為了要避免空頭攻擊(Bear Raid)，但事實上我們已有其他機制去防範。」

Peter Brown：(Renaissance Technologies Corp.執行副總裁，專長發展市場數學模型，旗下由一著名之hedge fund - Medallion Fund，基金規模達五億美元)

「我不認為放空證券導致股價下跌。當一開始賣出證券時，當然會使股價下跌，但之後，我不認為放空證券會使股價下跌更多。我們公司有七十五個數學及物理博士，發展極為精細的市場模型，我們認為市場的變化都有一定的公理，不可能隨心所欲任意操縱。另一點，雖然放空證券導致股價下跌，但為了實現獲利，必須買回放空的證券。所以，結果是買進的單位和賣出的單位一樣多。

第三，阻礙放空證券的結果是，市場證券的價格將會有一點被高估，這和證券被低估一樣，對投資人不好，因為這代表 - 我媽媽要去買一張股票時，她將會付比較多的成本，而最後是損失了錢。」

William Goetzmann：(耶魯管理學院教授，專長為股票、共同基金及不動產投資，還有繪畫)

「我提出一個歷史性和地理性的觀點，荷蘭阿姆斯特丹證券交易所於一

六七年開張，一六九年發生第一起放空證券醜聞，一六一一年便對放空證券加以限制。所以這是一個非常古老的問題。」

Bob Steel：(Goldman Sachs 副董事長，同時為該公司美國及歐洲區域之權益證券業務負責人)

「我以我們的經驗供各位參考，如果你調查主要證券經紀商，你會發現三分之二到四分之三的放空交易通常會伴隨著回補交易同時下單，所以事實上你也同時創造了買單。所以三分之二到四分之三是屬於避險交易，而非純粹賣出。」

Peter Borish：(OneChicago 交易所業務董事，該交易所主要交易單一證券期貨及指數期貨)

「如果讓多頭、空頭雙方交易都能順利進行，市場的波動性會減少，像債券及貨幣市場，因為容易買及賣，所以波動性就小多了。」

僅管在場的與談人一面倒認為不應對放空證券的行為有所限制，但美國證管會在彙整外界意見後，在本年九月份發布之「hedge fund 發展之意涵」幕僚報告中，還是加上了下列一段話：

「雖然放空證券可發揮相當有用的市場功能，但它可能被用來操縱股價。例如在空頭攻擊(bear raid)中，放空證券便被用來攪壓股價，產生一個不平衡的賣方利益。而不受限制的放空證券也會嚇阻買方下單，加劇證券價格下跌，造成該證券是因基本面原因下跌的假象，使得股價跌幅更深。」

顯見即使在被認為最具深度、廣度及效率性的美國證券市場，美國證管會對放

空證券仍有所忌憚。

八、財務槓桿 (leverage)

Long-Term Capital Management 在爆發危機前，其資本約五 億美元，但卻向銀行及證券商借款超過一千二百五 億美元(財務槓桿倍數達二 五倍)，而所操作的衍生性商品合約名目金額甚至達到一點三兆美元⁵。故一般人都認為 hedge fund 都是挾著雄厚資金，或從事高度財務槓桿操作在各地「肆虐」。圓桌會議中，對 hedge fund 的財務槓桿操作亦有討論：

美國證管會委員 Harvey Goldschmid：

「財務槓桿對不同 hedge fund 策略的重要性為何？」

Peter Borish：(OneChicago 交易所業務董事)

「如同前面討論的，hedge fund 有太多種不同的策略。我自己本身在世界銀行的時候，就已經運用了 hedge fund 的策略操作，但是完全不使用財務槓桿。所以 hedge fund 也是可以完全不用財務槓桿進行交易。Hedge fund 的槓桿程度要視其運用的交易策略而定，某些策略要使用一定程度的財務槓桿，一倍、二倍、三倍都有可能。我所知道有一個規模跟 LTCM 相當的 hedge fund，他們說四百、五百倍都沒問題。但他們認為他們事實上並沒有運用財務槓桿，因為所有的部

位都有相反部位進行避險。問題是當某些合約文件 (documentation) 出了問題，這時候系統性風險就產生了。講到槓桿，重要的是看你槓桿的標的是什麼。我相信那些不用財務槓桿投資在網路股的風險，比那些運用高度財務槓桿投資在固定收益證券的風險要高多了。大家都太強調破產失敗的案例了，如果跟股票比起來，即使不算 Worldcom 和 Enron，投資在股票所損失的金錢要比投資在 hedge fund 所損失的金錢多很多。」

Dr. Richard Lindsey：(Bear Stearns Securities Corporation 總裁，該公司從事主要經紀人(Prime Brokerage)一般經紀及結算服務業務。在加入 Bear Stearns 之前，Dr. Lindsey 是美國證管會市場規範組組長及首席經濟顧問)

「平均而言，hedge fund 的財務槓桿部數約為四倍。但是銀行為六至八倍、證券商則為十五倍到二十倍。而由於 hedge fund 通常訂有最低獲利門檻，超過該獲利率後，基金經理人才可以分得紅利。所以基金經理人通常會盡力保住本金。」

Charles Gradante：(Hennessy Group 總經理，該公司為一 hedge fund 顧問公司)

「Hedge fund 的槓桿程度通常被過份誇大。對採用多空策略 (long/short equity) 的 hedge fund 而言，它們平均槓桿程度在一九九九年為一點五九倍；在二 一年則為一點一七倍。而根據我們調查了一百九十三家基金管理公司、七百六十三支 hedge fund，管理資產達一千三百七十億美元，約佔 hedge fund 產業的百分之二

⁵ Eichengreen, Barry and Mathieson, Donald "Hedge Funds, What Do We Really Know?" IMF Economic Issues 19

十三，只有百分之二 hedge fund 的槓桿程度超過五倍。」

另根據 Van Hedge Fund Advisors International 公司於二〇一二年二月的抽樣調查，有百分之八九之 Macro Fund 使用財務槓桿，其中又有百分之五二之財務槓桿比率超過二倍。而該公司認為，財務槓桿比率超過二者為高槓桿程度，低於二者屬低槓桿程度。

另運用艱困公司策略 (distressed) 者，大約有百分之五二有運用財務槓桿，而其中只有百分之六之槓桿比率超過二。

由與會人員的發言，似乎一致認為 hedge fund 運用財務槓桿的程度，並不如外界想像的高。

九、hedge fund 風險到底是大還是小？

有關 hedge fund 風險到底是大還是小，在圓桌會議第二天第五場 Panel 中，有一段蠻精彩的辯論：

Peter Borish：(OneChicago 交易所業務董事，該交易所主要交易單一證券期貨及指數期貨。在加入 OneChicago 之前，Peter Borish 在 Tudor Investment Corporation 率領一群研究員及交易員操作 hedge fund)

「講到 hedge fund 和風險管理，我想大家要把傳統的風險報酬觀念顛倒過來。一般傳統的觀念為高風險，高利潤，但在 hedge fund 則剛好相反。Hedge Fund 所做的是尋找較小風險、較高報酬的投資機會，並根據這個投資機會的大小調整它們投入的規

模。所以當市場愈不效率，hedge fund 投入愈多。

一般人買進股票後，風險管理重點是時間。但 hedge fund 在持有任何部位前，它就已經設定了出場點(意指當市場之不效率消除時，hedge fund 即會出場)。也因為有了進入點及出場點，所以可以容易衡量風險。而大部分的「買進並持有」之策略，則只有進入點而沒有設定出場時機。

所以大家認為 hedge fund 可能風險較高，但事實上 hedge fund 風險管理，是用真正去執行交易的方式管理，是最具效果的風險管理策略。在投資的世界裏，如果你還活著，就表示你贏了。所以在這其中的關鍵是，絕不能有自負的觀念，而是要說：『我試過了這個部位，但沒有效，所以我要離開』。而不是我買了某檔股票，結果它下跌百分之十五或二十，我還認為它會上漲，它應該表現比現在更好 - 這可能是真的，直到有一天你輸光了錢，而你也不在這個行業裏了。這也是我所說要用與傳統相反的觀念來看待 hedge fund 的原因。」

Peter Brown：(Renaissance Technologies Corp. 執行副總裁)

「我想拿 hedge fund 與股票作比較就可以一目瞭然了。現在大概有六千支的 hedge fund，而上市公司也差不多是這個數字。我最近把 hedge fund 波動性(volatility)的中位數(median)和上市公司普通股波動性的中位數作比較，這裏講的波動性是指標準差，結果發現 hedge fund 波動性的中位數是上市公司普通股波動性中位數的一

半。而以投資 hedge fund 的基金(Fund of funds) 波動性而言，則是 S&P500 指數波動性的四分之一。所以以客觀的風險衡量值而言，hedge fund 的風險顯著較小，因此 hedge fund 在網路股泡沫破裂後還能夠全身而退。這也是為何有許多學校、法人、甚至是散戶投資人要投資 hedge fund 的原因。五年前大家買進股票賺錢，現在大家覺醒了，瞭解了相關風險。大家可能認為 hedge fund 因為操作衍生性商品、放空證券可能會增加市場的波動性，造成金融商品變成高風險，但我所知道 hedge fund 是利用衍生性商品、放空證券去控制風險，這是件好事。」

Charles Gradante : (Hennessy Group 總經理，該公司為一 hedge fund 顧問公司)

「若以標準差來衡量波動性，自一九八七年至今，S&P 500 指數的平均標準差是百分之十八，但我們編製的 hedge fund 指數 Hennessey Hedge Fund Index 的標準差為百分之十一。」

Mark Yusko : (北卡大學校務基金投資長)

「如果大家將風險的定義為報酬的波動性時，沒錯，這些 hedge fund 操作策略的確風險較低。但我認為風險就像能量一樣，風險只能從一種形式轉換成另一種形式，但卻不能被消除。所以我們不能說『風險較小』，而只是風險轉換形式而已。

我討厭 hedge fund 這個字眼，因為當 Alfred Winslow Jones 在一九四九年成立第一支 "hedged" fund 時，他的 "hedge" 有加了個 "d" 字 (指「已避

險」的基金)，但是今天大部分 hedge fund 的策略根本與避免無關，它們做的是套利，它們是利用市場出現反常 (anomalies) 時套利。

我們將校務基金的百分之五十五投資在 hedge fund 上。在我們校務基金的投資組合中，有許多投資策略是真正避險的，注意它是有 "d" 的 "hedge"，使我們投資部位波動性減少、降低發生損失的風險。這也是過去三年中，其他學校校務基金平均每年損失百分之八到百分之十，但我們的校務基金還能夠持盈保泰的原因。」

會議中眼看著大家歌頌著 hedge fund 低風險、高報酬的神奇故事時，終於有人跳出來講話：

Larry Harris : (南加大教授，美國證管會首席經濟顧問)

「我們事實上在討論二種風險，一種是投資於 hedge fund 的風險，另一種是 hedge fund 所採用投資策略及其對整體市場影響的風險。我們所需擔心的，不只是證管會要擔心，而是整個經濟體系都要擔心，是可能產生一個情況 - 大家都決定做同一件事，但是每個人都不知道其他人也試著做同一件事。」

Andrew W. Lo : (麻省理工學院史隆管理學院財務工程實驗室教授)

「在講到 hedge fund 的風險時，我必須指出 hedge fund 的風險包括二方面。第一方面是有關 hedge fund 本身的投資風險。第二個方面是 hedge fund 對整個金融體系的系統性風險 (systemic risk)。對於第一種 hedge fund 投資風險，如同在場所有與談人

所言，風險並不是單一不變的觀念。風險是具有多重面向的。

昨天證管會委員 Campos 問到一個很好的問題，既然 hedge fund 的表現績效相對穩定，風險小，我們何不鼓勵所有投資人皆持有 hedge fund？有很多人說明了各種 hedge fund 不應該讓散戶投資的原因，但我認為在座的人並沒有適當地回答該問題。

答案很簡單：hedge fund 的確風險比較高。我知這個答案讓在座的各位一定很驚訝。我們從現代財務經濟理論中知道，風險與期望報酬間有一定的關係。而我們知道 hedge fund 的期望報酬的確比較高，故我們可以想到它一定存在某種型態的高風險。

我同意各位所說，若以 hedge fund 報酬的波動性(volatility)來衡量風險的話，沒錯，hedge fund 的波動性的確較低。但是還有其他很多事情我們認為是有風險的，例如一家承保地震險的保險公司，大家會發現它的盈餘波動性很低，夏普指數(sharp ratio)很高，但事實上它有高風險。這種風險也沒有什麼不對，有許多投資人是非常有能力、有興趣且願意去承擔這種風險的。但這種形式的風險卻不是用報酬的波動性可以適當衡量的。所以每一種採取不同策略的 hedge fund 都帶有其獨特的風險，而非單靠波動性就可衡量的。所以當對非專業(unsophisticated)投資人解釋這些風險時，您很快就會發現這有問題。」

「我相信有很多人都不知道如何處理錄影機上時鐘產生閃爍的 12:00(意指停電後回復電力的情況)」

「第二點我要說明 hedge fund 對整個金融體系產生的風險。的確，發生大型 hedge fund 倒閉的案件很少，但是同樣的，發生大規模地震的機率也很小。但我們可以從中學習到許多經驗。在處理航空事故時，有一組織叫『國家航空安全會議』(National Transportation Safety Board, NTSB)，它的責任就是每當有航空事故發生時，馬上派人到事故現場搜尋黑盒子、收集資料，最後作出報告說明發生了什麼事、並提出建議如何改進現有系統。這在 hedge fund 產業也可適用。」

Bob Steel：(Goldman Sachs 副董事長)

「我想補充有關 hedge fund 的風險，hedge fund 固然有許多不同的風險，但有限責任合夥(limited partnership)的組織形態，本來就是要讓人決定要不要承擔風險。Hedge fund 有二種不同的風險，第一、它較缺乏流動性(指投資人無法隨時要求贖回)，第二、它可能讓你血本無歸。例如像 Mark Yusko 負責的校務基金，基本上是為了下一代投資，故維持購買力為主要目標，而短期的流動性就不是那麼重要了。但這卻不是適用於每一個人。我們高盛證券的經紀業務經手約一千二百五十億美元的 hedge fund，我們在看這些 hedge fund 時，其實他們都在根據不同資訊作不同的交易策略，他們的相關性並不如大家想像的那麼高。而我們借了大量資金給 hedge fund 去投資，所以我們是站在第一條防線上，我們會更注意去評估 hedge fund 的風險。」

Annete Nazareth：(美國證管會市場規範組組長)

「以 Long-Term Capital Management 為例，我們擔心的是一堆人同時站在市場的同一方，這種從眾心理(herd mentality)將使出脫部位變成超乎想像的困難。同樣的，如果大家都作同樣的避險動作時，對市場的影響也可能超乎預期。」

William Goetzmann：(耶魯管理學院教授)

「我可以回答這個問題。我們剛討論某些意見、或評價模型即可能造成系統性的事件，但有些系統性的事件是由機構本身產生的，例如 Bob Steel 的高盛證券經手一千二百五十億美元的 hedge fund，它本身也是整個系統的一部分，會受利率水準、其他授信來源的影響。所以產業從一堆小公司變成少數大公司時，我們就必須考量到更大的範圍。以 hedge fund 產業而言，不只要考慮 hedge fund 本身、hedge fund 的交易，還要考慮支援 hedge fund 的其他機構。

Hedge fund 絕對不會成為市場的主導形式。例如 Mark Yusko 的校務基金絕對不會投資百分之九十到 hedge fund 上去尋求市場評價錯誤的機會。我們必須問為什麼 hedge fund 的交易策略能夠吸引資金、還有它如何能夠繼續吸引資金。Hedge fund 利潤的來源是由於一些細微的、短暫的評價錯誤，而這是由一群聰明的人，全時工作努力建立一些複雜的模型才能有辦法衡量並抓住機會。

而在我們這個相當有效率的市場，這

些利潤不可能永續存在的。所以無可避免的，hedge fund 本身已埋藏有死亡的種子。尤其是一些採取購併套利或轉換證券套利的 hedge fund，在過去幾年都面臨了無法持續獲利的挑戰。

Hedge fund 本身是一種邊際交易者，它有效地設定價格並投入資金去做他們認為正確的證券交易。當它們利用重要的資訊作交易時，有助於將證券價格推向合理價位，這有利於市場。但是如果大家的模型同時不對、或根據非經濟因素交易時，則對市場不利。而如果大家同時加速撤出資金，將會造成市場的信心崩潰。這些是邊際交易者可能對經濟產生系統性風險的情況。」

Michael Neus：(Andor Capital Management 法務顧問，該公司管理 hedge fund)

「當我們討論到 hedge fund 之風險到底是大還是小時，我相信我們忽略了一個重點：它並不個一個一成不變的組織，它會隨時創新及突變。」

、hedge fund 是否適合對一般投資大眾募集？

在圓桌會議中，美國證管會委員 Roel Campos 曾質疑高淨值的投資人是否就能瞭解 hedge fund 所帶有的風險？與會人員多認同高淨值並不代表具有專業判斷的能力，但卻較有能力吸收損失。Roel Campos 也問到：既然 hedge fund 的表現績效相對穩定，風險小，我們何不鼓勵所有投資人皆持有 hedge

fund?與會人員對 hedge fund 是否適合對散戶募集並沒有達成共識。部分與會人員認為 hedge fund 應該維持僅能向特定具專業判斷能力(sophisticated)的投資人銷售。他們認為機構投資人是助長 hedge fund 的主要族群，而且只有機構投資人才能要求 hedge fund 揭露必要資訊。

另有些與會人士則建議 hedge fund 應作登記並降低投資門檻。並舉出有部分國家(新加坡、香港、瑞士)允許 hedge fund 公開對不特定投資人募集，但要求額外的資訊揭露、發布財務報告及登記。這些人認為 hedge fund 與債券、股票市場間具有較低之相關係數，可作為投資者(包括散戶)分散投資組合及風險管理之工具。另外則有人建議宜放寬共同基金放空證券及運用財務槓桿的限制，使得散戶投資人也得運用 hedge fund 的絕對報酬策略。

最後美國證管會在提出幕僚報告時，作出下列建議：

「證管會幕僚不建議讓 hedge fund 更加普及(readily available)，而且也不認為讓散戶直接投資 hedge fund 是適

當的。相反的，如果散戶投資人對『絕對報酬』有興趣的話，應經由投資經過證管會登記的投資公司。」

一、結語

Hedge fund 快、狠、準，進出股市頻繁，是證券商(尤其是外資證券商)的最愛。對於經濟學家而言，hedge fund 扮演著邊際交易者的角色，積極參與衍生性商品交易或放空證券，可以促進市場之效率性及流動性，使證券價格達到合理價位，有助於資源之有效分配。對於開放中國家的政府而言，由於背負著穩定經濟及吸引外資的雙重使命，對 hedge fund 則是愛恨交加，深怕徜徉在自由豐富的大海時，被突如其來的風浪推翻了小船。觀之美國「Hedge Fund 圓桌會議」過程，即使主管全世界最大資本市場的美國證管會也還無法完全掌握這個已然成形的龐大市場力量。如何興利除弊？這也是自由經濟下必須面對的難題-市場面對機會與危險，政府則面對效率與安全的折衝。

