

 中国社会科学院创新工程学术出版资助项目

 全国博士后管理委员会

对冲基金监管制度研究

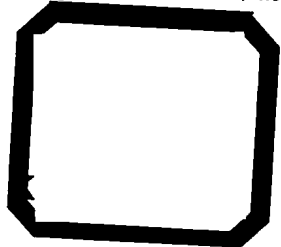
Study on the Hedge
Fund Regulation and Supervision

王 刚 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

本书是中国博士后科学基金会第49批面上资助（项目编号：
20110490525）和中国博士后科学基金会第5批特别资助（资助编
号：2012T50194）的成果



对冲基金监管制度研究

Study on the Hedge
Fund Regulation and Supervision

王 刚 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

对冲基金监管制度研究/王刚著. —北京: 经济管理出版社, 2012.8

ISBN 978-7-5096-2066-3

I. ①对… II. ①王… III. ①对冲基金—金融监管—研究 IV. ①F830.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 171041 号

组稿编辑: 宋 娜

责任编辑: 郭丽娟

责任印制: 黄 铄

责任校对: 超 凡

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京银祥印刷厂

经 销: 新华书店

开 本: 720mm×1000mm/16

印 张: 22.5

字 数: 451 千字

版 次: 2012 年 12 月第 1 版 2012 年 12 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-2066-3

定 价: 85.00 元

版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

编委会及编辑部成员名单

(一) 编委会

主 任：李 扬 王晓初

副主任：晋保平 张冠梓 孙建立 夏文峰

秘书长：朝 克 吴剑英 邱春雷 胡 滨 (执行)

成 员 (按姓氏笔画排序)：

卜宪群	王利明	王国刚	王建朗	王 巍	厉 声	刘 伟
朱光磊	朱佳木	吴玉章	吴恩远	吴振武	张世贤	张宇燕
张伯里	张昌东	张顺洪	李 平	李汉林	李向阳	李 周
李 林	李培林	李 薇	杨 光	杨 忠	陆建德	陈众议
陈泽宪	陈春声	卓新平	周五一	周 弘	房 宁	罗卫东
郑秉文	金 碚	赵天晓	赵剑英	高培勇	黄 平	朝戈金
程恩富	谢地坤	谢红星	谢寿光	谢维和	韩 震	蔡文兰
蔡 昉	裴长洪	潘家华				

(二) 编辑部

主 任：张国春 刘连军 薛增朝 李晓琳

副主任：宋 娜 卢小生 高传杰

成 员 (按姓氏笔画排序)：

刘丹华 孙大伟 金 烨 陈 颖 袁 媛 曹 靖 薛万里

序 一

博士后制度是 19 世纪下半叶首先在若干发达国家逐渐形成的一种培养高级优秀专业人才的制度，至今已有一百多年历史。

20 世纪 80 年代初，由著名物理学家李政道先生积极倡导，在邓小平同志大力支持下，中国开始酝酿实施博士后制度。1985 年，首批博士后研究人员进站。

中国的博士后制度最初仅覆盖了自然科学诸领域。经过若干年实践，为了适应国家加快改革开放和建设社会主义市场经济制度的需要，全国博士后管理委员会决定，将设站领域拓展至社会科学。1992 年，首批社会科学博士后人员进站，至今已整整 20 年。

20 世纪 90 年代初期，正是中国经济社会发展和改革开放突飞猛进之时。理论突破和实践跨越的双重需求，使中国的社会科学工作者们获得了前所未有的发展空间。毋庸讳言，与发达国家相比，中国的社会科学在理论体系、研究方法乃至研究手段上均存在较大的差距。正是这种差距，激励中国的社会科学界正视国外，大量引进，兼收并蓄，同时，不忘植根本土，深究国情，开拓创新，从而开创了中国社会科学历史上最为繁荣的时期。在短短 20 余年内，随着学术交流渠道的拓宽、交流方式的创新和交流频率的提高，中国的社会科学不仅基本完成了理论上从传统体制向社会主义市场经济体制的转换，而且在中国丰富实践的基础上展开了自己的伟大创造。中国的社会科学和社会科学工

作者们在改革开放和现代化建设事业中发挥了不可替代的重要作用。在这个波澜壮阔的历史进程中，中国社会科学博士后制度功不可没。

值此中国实施社会科学博士后制度创设 20 周年之际，为了充分展示中国社会科学博士后的研究成果，推动中国社会科学博士后制度进一步发展，全国博士后管理委员会和中国社会科学院经反复磋商，并征求了多家设站单位的意见，决定推出《中国社会科学博士后文库》（以下简称《文库》）。作为一个集中、系统、全面展示社会科学领域博士后优秀成果的学术平台，《文库》将成为展示中国社会科学博士后学术风采、扩大博士后群体的学术影响力和社会影响力的园地，成为调动广大博士后科研人员的积极性和创造力的加速器，成为培养中国社会科学领域各学科领军人才的孵化器。

创新、影响和规范，是《文库》的基本追求。

我们提倡创新，首先就是要求，入选的著作应能提供经过严密论证的新结论，或者提供有助于对所述论题进一步深入研究的新材料、新方法和新思路。与当前社会上一些机构对学术成果的要求不同，我们不提倡在一部著作中提出多少观点，一般地，我们甚至也不追求观点之“新”。我们需要的是有翔实的资料支撑，经过科学论证，而且能够被证实或证伪的论点。对于那些缺少严格的前提设定，没有充分的资料支撑，缺乏合乎逻辑的推理过程，仅仅凭借少数来路模糊的资料和数据，便一下子导出几个很“强”的结论的论著，我们概不收录。因为，在我们看来，提出一种观点和论证一种观点相比较，后者可能更为重要：观点未经论证，至多只是天才的猜测；经过论证的观点，才能成为科学。

我们提倡创新，还表现在研究方法之新上。这里所说的方法，显然不是指那种在时下的课题论证书中常见的老调重弹，诸如“历史与逻辑并重”、“演绎与归纳统一”之类；也不是我们在很多论文中见到的那种敷衍塞责的表述，诸如“理论研究与实证分析的统一”等等。

我们所说的方法，就理论研究而论，指的是在某一研究领域中确定或建立基本事实以及这些事实之间关系的假设、模型、推论及其检验；就应用研究而言，则指的是根据某一理论假设，为了完成一个既定目标，所使用的具体模型、技术、工具或程序。众所周知，在方法上求新如同在理论上创新一样，殊非易事。因此，我们亦不强求提出全新的理论方法，我们的最低要求，是要按照现代社会科学的研究规范来展开研究并构造论著。

我们支持那些有影响力的著述入选。这里说的影响力，既包括学术影响力，也包括社会影响力和国际影响力。就学术影响力而言，入选的成果应达到公认的学科高水平，要在本学科领域得到学术界的普遍认可，还要经得起历史和时间的检验，若干年后仍然能够为学者引用或参考。就社会影响力而言，入选的成果应能向正在进行着的社会经济进程转化。哲学社会科学与自然科学一样，也有一个转化问题。其研究成果要向现实生产力转化，要向现实政策转化，要向和谐社会建设转化，要向文化产业转化，要向人才培养转化。就国际影响力而言，中国哲学社会科学要想发挥巨大影响，就要瞄准国际一流水平，站在学术高峰，为世界文明的发展作出贡献。

我们尊奉严谨治学、实事求是的学风。我们强调恪守学术规范，尊重知识产权，坚决抵制各种学术不端之风，自觉维护哲学社会科学工作者的良好形象。当此学术界世风日下之时，我们希望本《文库》能通过自己良好的学术形象，为整肃不良学风贡献力量。

李劫

中国社会科学院副院长

中国社会科学院博士后管理委员会主任

2012年9月

序 二

在 21 世纪的全球化时代，人才已成为国家的核心竞争力之一。从人才培养和学科发展的历史来看，哲学社会科学的发展水平体现着一个国家或民族的思维能力、精神状况和文明素质。

培养优秀的哲学社会科学人才，是我国可持续发展战略的重要内容之一。哲学社会科学的人才队伍、科研能力和研究成果作为国家的“软实力”，在综合国力体系中占据越来越重要的地位。在全面建设小康社会、加快推进社会主义现代化、实现中华民族伟大复兴的历史进程中，哲学社会科学具有不可替代的重大作用。胡锦涛同志强调，一定要从党和国家事业发展全局的战略高度，把繁荣发展哲学社会科学作为一项重大而紧迫的战略任务切实抓紧抓好，推动我国哲学社会科学新的更大的发展，为中国特色社会主义事业提供强有力的思想保证、精神动力和智力支持。因此，国家与社会要实现可持续健康发展，必须切实重视哲学社会科学，“努力建设具有中国特色、中国风格、中国气派的哲学社会科学”，充分展示当代中国哲学社会科学的本土情怀与世界眼光，力争在当代世界思想与学术的舞台上赢得应有的尊严与地位。

在培养和造就哲学社会科学人才的战略与实践上，博士后制度发挥了重要作用。我国的博士后制度是在世界著名物理学家、诺贝尔奖获得者李政道先生的建议下，由邓小平同志亲自决策，经国务院批准

于1985年开始实施的。这也是我国有计划、有目的地培养高层次青年人才的一项重要制度。二十多年来，在党中央、国务院的领导下，经过各方共同努力，我国已建立了科学、完备的博士后制度体系，同时，形成了培养和使用相结合，产学研相结合，政府调控和社会参与相结合，服务物质文明与精神文明建设的鲜明特色。通过实施博士后制度，我国培养了一支优秀的高素质哲学社会科学人才队伍。他们在科研机构或高等院校依托自身优势和兴趣，自主从事开拓性、创新性研究工作，从而具有宽广的学术视野、突出的研究能力和强烈的探索精神。其中，一些出站博士后已成为哲学社会科学领域的科研骨干和学术带头人，在“长江学者”、“新世纪百千万人才工程”等国家重大科研人才梯队中占据越来越大的比重。可以说，博士后制度已成为国家培养哲学社会科学拔尖人才的重要途径，而且为哲学社会科学的发展造就了一支新的生力军。

哲学社会科学领域部分博士后的优秀研究成果不仅具有重要的学术价值，而且具有解决当前社会问题的现实意义，但往往因为一些客观因素，这些成果不能尽快问世，不能发挥其应有的现实作用，着实令人痛惜。

可喜的是，今天我们在支持哲学社会科学领域博士后研究成果出版方面迈出了坚实的一步。全国博士后管理委员会与中国社会科学院共同设立了《中国社会科学博士后文库》，每年在全国范围内择优出版哲学社会科学博士后的科研成果，并为其提供出版资助。这一举措不仅在建立以质量为导向的人才培养机制上具有积极的示范作用，而且有益于提升博士后青年科研人才的学术地位，扩大其学术影响力和社会影响力，更有益于人才强国战略的实施。

今天，借《中国社会科学博士后文库》出版之际，我衷心地希望更多的人、更多的部门与机构能够了解和关心哲学社会科学领域博士后

及其研究成果，积极支持博士后工作。可以预见，我国的博士后事业也将取得新的更大的发展。让我们携起手来，共同努力，推动实现社会主义现代化事业的可持续发展与中华民族的伟大复兴。

王岐山

人力资源和社会保障部副部长

全国博士后管理委员会主任

2012年9月

摘 要

对冲基金作为一种投资组织模式的创新，1949 年出现于美国。私募发行、投资者以高净值的富有个人为主体、管理资产规模相对较小是其豁免监管登记和适用直接监管措施的主要理由。近十年来，对冲基金规模和市场影响迅速扩大，产品结构日益多元化，投资者结构逐步零售化，这既是行业竞争力和灵活性的体现，在全球金融危机背景下也对现有监管模式的有效性提出了挑战。尽管主要司法辖区相继确立对冲基金合法运作的法律模式与规则，但各国立法出发点差异明显，缺乏制度化的监管协调与合作，而美国维持管理人豁免登记地位使全球监管网存在重大漏洞，因此，现行监管法律制度无法同时实现保护投资者利益、维护金融市场完整性、防范系统性风险三大金融监管的目标，也不利于促进对冲基金行业发展，无法实现金融市场全球化带来的经济社会福利的提升。

目前全球范围不存在被普遍接受的对冲基金定义，本书认为与激励费率结构并存的实施不受限制的杠杆化投资策略是对冲基金最本质的运营特征。各国对冲基金都是以信托制度的法律原理为基础构建的，包括契约型、公司型和有限合伙型三种形式。不断创新投资策略、激励相容的费率结构和跨境灵活运作是对冲基金竞争力的重要来源。对冲基金对金融市场和投资者效用的影响既有正效应，又有负效应，同时存在正负外部性使传统的监管技术顾此失彼，因此对冲基金监管法律制度的设计必须在紧密把握对冲基金影响效果与传导机制过程中，提高针对性，力求趋利避害。

对冲基金监管法是具有社会本位属性、体现公法、私法融合特点的衡权法，其制度的设计和实施必须同步实现金融监管法秩序、效率、公平的价值目标。本书提出动态演进的“三棱锥模式”，直观阐释对冲基金监管法律制度的演进历程，并揭示其原则与特征：对冲基金监管法必须坚持对三大价值目标的动态平衡把握，引导市场主体参与形成多元治理结构，在监管原则与规则相配合的前提下坚持激励相容、核算成本效益、推进监管协调与合作；与此同时，设计具有动态调整性、

市场友好性、监管公平性、风险导向性的复合型可调整监管模式。在监管手段上，应当坚持直接监管与间接监管相互支持补充，基于主体的监管与基于行为的监管统一，对管理人的监管与基金自身的监督相结合，合规性监管与风险性监管相互促进。在此基础上，设计包括单一对冲基金、组合式对冲基金、对冲基金指数等多层次内在竞争的产品结构框架和监管流程框架。

在市场准入阶段，应当按照以对冲基金在母国接受适当监管换取东道国市场准入的思路，推进不同国家监管法律制度协调。在此基础上，在基金管理人市场准入方面，从最低初始资本要求、高级管理人员任职要求、管理公司内部治理结构、利益冲突管理、外包行为规范等角度设计监管规则。基金募集过程是市场准入监管的核心与重点，其内容包括对对冲基金法律形式、性质与种类的规范、合格投资者标准的确立、合法资金来源的审查、反洗钱监管、基金投资目标和政策的监管、基金产品募集过程监管（包括信息披露要求、广告等营销方式的限制、基金份额流动性限制以及外国基金跨境销售的特殊监管规则等）。

在日常运营过程中，监管者在必要情况下适当的直接监管措施是对冲基金监管法律制度三大目标同步全面实现的重要保障与后盾。为此，一是建立以对监管者强制信息披露为主的对冲基金信息披露制度框架，提高透明度；二是以投资行为控制、流动性管理和费率透明度设计组合式对冲基金运营监管；三是完善场内交易大额披露，提升场外基础设施和交易监控，确保市场完整性；四是加强杠杆监控，构建风险导向型对冲基金管理人监管关系，力求有效控制系统性风险；五是明确管理人受托地位、确立反欺诈监管底线，并建立投资者自我保护救济渠道。

对冲基金破产制度侧重体现对冲基金监管法律制度的秩序价值，维护金融市场稳定，减轻由于对冲基金业务的无序终止可能给金融体系带来的系统性风险。为此，从监管流程整体角度应当加强对对冲基金市场退出的监督，对于不致触发系统性风险的对冲基金不加干预，允许其遵守破产法的实体和程序规则实现有序退出；对于可能造成系统性风险的，及时施加监管干预，阻止市场“挤兑”行为。在解决跨境运作对冲基金破产可能出现的法律冲突问题时，可以通过区分主要破产程序和辅助破产程序来确定破产管辖权，并通过推进衍生品抵销和净额结算条款在各主要金融市场的适用来促进对冲基金破产清算的顺利完成。

为避免单纯依靠政府监管的一系列弊端，对冲基金监管法律制度应当体现治理、善治的理念，引入金融市场多元治理力量，建立对冲基金自身、行业自律组织、外部相关市场力量和必要的政府监管相互支持、协同生效的复合型监管结构框架，提升对冲基金内部治理水平和控制机制的有效性以及加强来自行业协会的自律监督是复合监管框架的基础，是监管目标的最终实现途径。提升治理水平、构建全面风险管理体系、履行合规职责、完善估值过程是推进对冲基金内部管理水平提升、控制非市场性风险、保护投资者利益的关键举措。在此基础上，本书提出，鼓励另类投资管理协会和管理基金协会积极开展合作、完善内部规则，以其为基础和依托加强全球对冲基金行业自律管理，发挥承上启下的枢纽作用。

要在有效控制系统性风险的同时保留对冲基金对金融稳定的独特贡献，就必须承认监管者自身能力的局限性，在找到市场纪律与间接监管之间正确连接的基础上，推进主经纪人、交易对手、外部审计师、评级机构和各类别投资者参与对冲基金行业的多元治理，实现各种因素相互加强促进。首先，从资格准入、利益冲突、风险控制三方面对主经纪人加强监督，并建立全球主要金融市场主经纪人敞口定期调查制度；其次，在执行《新巴塞尔协议》的基础上，完善信贷提供者压力测试，实现自营平台并表监管与单独披露相结合；再次，实施需求方控制，明确投资者受托人责任，加强投资者教育，建立组合式对冲基金投资过程和合格标的基金标准；最后，引导实现行政管理人、外部审计师和评级机构对对冲基金的市场纪律约束。

要实现对冲基金监管法律制度良好有效运行，不容回避的一个关键问题是监管对象——对冲基金的全球化运营与监管主体国别化之间的矛盾，为此必须加强跨国监管协调与合作。本书认为，在世界贸易组织（WTO）程序框架下吸收和采纳以国际证券监管组织（IOSCO）为主的国际金融监管组织制定的有关证券监管的一般原则和对冲基金监管具体标准作为实体法意义上的监管标准、原则是效率最高，也最为实际的国际对冲基金多边监管协调与合作的实现路径。在此基础上，以监管理念协调为前导，推进不同辖区对冲基金监管法律的协调和完善监管合作机制。在明确对冲基金管理人为监管协调牵头者基础上，推进对冲基金注册地国、主经纪人注册地国为核心层，对冲基金托管人注册地国、基金发行募集国家（投资者）所在国家、对冲基金行政管理注册地国、其他主要服务提供者注册地国为外围的双层监管协调与合作框架。本书认为应选定对冲基金市场募集和主经纪人投资标的

产品规制两个角度实施具体法律规则的协调。

中国是国际对冲基金无法直接涉足的最后一个大型金融市场，但中国场所蕴涵巨大商机的吸引和对冲基金自身灵活逐利的特点相结合，国际对冲基金以多种方式间接参与中国市场并发挥其影响。另外，中国境内还存在大量具有对冲基金某些特征的合法或地位模糊的私募基金。在中国资本市场逐步开放的进程中，为在有效控制风险的基础上实现市场效率的提升和投资者多元化需求的满足，应当借鉴国际经验、结合自身市场发育状况和特点，完善金融市场基础设施，从宏观和微观两个层面构建多元化的对冲基金产品与监管法律制度体系，发挥对冲基金价值发现功能和市场润滑剂、流动性提供者的重要作用，并为我国投资者提供更多的投资选择机会。

关键词：对冲基金 监管制度研究 保护投资者 市场完整性
控制系统性风险

Abstract

Being an innovation of investment operational model, Hedge Funds emerged in the USA in 1949. Private placement, investors being mostly high net wealth persons and the small asset under management relative to mutual funds, are the main reasons why hedge funds can be exempted from regulatory registration and other direct regulatory measures. In the recent decade, the amount of asset management and market influence of hedge funds enlarged very fast. At the same time, product structure is increasingly diversified and the “retailization” of investor structure of hedge funds has turned into reality step by step. All these new characteristics are the reflection of the competitive strength and flexibility of the hedge fund business, but they also challenge the effectiveness of the currently existing regulatory model. Although mainly jurisdictions institute law and regulation model and principals in succession to make hedge funds operate legally, the difference among legislation grounds are very remarkable and there is a lack of systematical regulatory cooperation and harmonization. Since the USA has maintained hedge fund managers’ exempt registration status, there exists asignificant loophole in the global regulatory network. So the actual regulatory system cannot achieve the three financial regulatory objects—protect investor’s benefit, maintain integrity of financial markets and control systematic risk at the same time. It is not in favor of the development of hedge fund industry and cannot achieve the promotion of economic and social benefits.

Now there is no generally accepted definition of hedge funds. This study believes the unrestricted leverage investment strategy is the most essential operational characteristics of hedge funds. Hedge funds are built on the ground of the principles of trust, and it has three juristic types: contracts, company and limited partnership. Continud innovation of investment strategy, incentive compatibility of fee rate structure and

multinational operation are important sources of hedge funds competitive strength. Hedge funds have positive effect and negative effect to the financial markets and investor's benefit. The coexistence of positive and negative influences makes traditional regulatory techniques unsuitable. So to design the regulatory framework of hedge funds, we should grasp the influential effect and transit mechanism of hedge funds and enhance direction of regulatory measures.

Hedge fund regulatory law has the characteristics of standard of society and inoculation of the public law and private law. The design and implement-ation of hedge fund regulatory system must achieve the three valuation goals of financial regulatory law: order, efficiency and fairness synchronously. This study puts forward the "dynamic triangular pyramid mode" and illuminates the evolution and development trends of hedge fund regulatory system intuitively. It points out the six basic principles and five essential characteristics this system should have. On regulatory method, this article propose four features: direct regulation and indirect regulation should support each other, regulatory measures based on subject and activity should be harmonized, supervision steps on hedge fund managers and on hedge funds should be integrated, compliance-based regulation and risk-based regulation should promote each other. Based on these grounds, we should plan product framework and regulatory flow framework with the characteristics of multi-tier and orderly competition.

In the process of market access, we should impel regulatory rule harmonization of different countries according to the principle of "home country regulation to exchange for market access approval of host country". On the market access of hedge fund managers, we should design regulatory rules from the perspective of minimum initial capital, high level manager's qualification requirement, governance structure of management companies, management of interest conflicts, outsourcing regulation and so on. Hedge fund's raising process is the core of market access regulation which includes the following regulatory contents: legal structure of hedge funds, nature and types, investors' qualification requirement, anti-money laundering regulation, requirement of investment objective and policy and regulation of hedge fund product's placement process such as information disclosure requirement, restriction on advertisement and liquidity of fund

share and specific rule on the cross-border placement of foreign funds.

To avoid a series of deficiencies of sole government regulation, the regulatory system of hedge funds should reflect good governance philosophy, introduce multivariate governance force, build mutual support and co-operate mixed mode regulatory structure of hedge funds themselves, industry self-discipline group, market discipline and essential government regulation. Enhancing validity of interior governance and control process and reinforcing self-discipline coming from industry association are the foundation of mixed regulatory mode of hedge funds and ultimate implementation of regulatory objectives. Constructing comprehensive risk management system, fulfilling compliance function, perfecting valuation process are key measures to impel the promotion of interior management standard, controlling non-market risks and protect benefits of investors. This study also puts forward the suggestion of stimulating cooperate between AIMA and MFA and enhancing interior regulatory rules of the two industry associations.

To effectively control systematic risk and maintain unique contributions of hedge funds to financial stability, we should admit limitations of regulatory institutions and find the proper linkage between market discipline and indirect regulation. On this ground we need to impel multivariate governance of hedge funds among prime brokers, counterparties, auditors, rating agencies and all kinds of investors such as funds of hedge funds and institutional investors. First, we should increase supervision of prime brokers from three aspects: qualification examination, interest conflict and risk control. We can also set up regular global primary financial market investigation system of prime broker's exposure to hedge funds. Second, on the ground of Basel II implementation, we need to complete stress testing of loan provider and fulfill the combination of consolidated supervision and separate disclosure. Third, we need to carry out demanding control, make clear the fiduciary duty of investor's trustees, reinforce education of investors and set up qualification standards of fund of hedge funds' target funds. Fourth, we should lead and realize market discipline of hedge funds coming from administrators, auditors and rating agencies.

During the operational process of hedge funds, suitable direct