

北大投资银行学丛书

INVESTMENT BANKING LIBRARY OF PEKING UNIVERSITY

何小锋 / 主编

对冲基金理论与实务

Theory and Practice of Hedge Funds

王一鸣 王建卫 / 编著



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

北大投资银行学丛

INVESTMENT BANKING LIBRARY OF PEKING UNIVER

何小锋 / 主编

CFU

鸣谢中融联合投资管理有限公司对本课题的支持

对冲基金理论与实务

Theory and Practice
of Hedge Funds

王一鸣 王建卫 / 编著



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

对冲基金理论与实务/王一鸣, 王建卫编著. —北京:
中国发展出版社, 2013. 6
ISBN 978-7-80234-930-8

I. ①对… II. ①王… ②王… III. ①对冲基金—研究
IV. ①F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 076074 号

书 名: 对冲基金理论与实务

著作责任者: 王一鸣 王建卫

出版发行: 中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号: ISBN 978-7-80234-930-8

经 销 者: 各地新华书店

印 刷 者: 北京明恒达印务有限公司

开 本: 670mm × 980mm 1/16

印 张: 27.5

字 数: 468 千字

版 次: 2013 年 6 月第 1 版

印 次: 2013 年 6 月第 1 次印刷

定 价: 60.00 元

联系电话: (010) 68990630 68990692

购书热线: (010) 68990682 68990686

网络订购: <http://zgfcbs.tmall.com/>

网购电话: (010) 88333349 68990639

本社网址: <http://www.developress.com.cn>

电子邮箱: bianjibu16@vip.sohu.com

版权所有·翻印必究

本社图书若有缺页、倒页, 请向发行部调换

P 总·序 Preface

在经济科学中，金融学无疑是最显赫的富矿，而以研究资本市场的运作为主旨的投资银行学，则是其中最璀璨夺目的宝石。然而这门学科引进中国不过十年时间，其华丽的外表、复杂的内涵，至今让人难识真面目，有待于莘莘学者去不断挖掘。

作为一门新兴学科，投资银行学在理论上研究投资学、公司财务、资本市场理论、金融中介理论、金融发展理论、公共政策理论、金融工程理论等学科；在业务上，投资银行学研究证券的发行与交易、并购重组、信托投资基金、资产管理、金融衍生工具、资产证券化、财务顾问等内容；在方法上，投资银行学运用各种经济计量与统计分析、经济与财务分析、比较分析等复杂手段。可以说，投资银行学是创新性与实用性高度结合、专业性与多样性和谐统一的典型知识领域。

纵观中国资本市场 15 年的发展历程，走的是一条渐进式的改革模式。什么是“渐进式”？坊间有很多描述和总结。在我的眼里，就是利益格局平衡与不平衡的交替发展的过程，即在对现有的利益格局不满意的情形下，作出某些资本市场的“创新”，从而形成一种新的利益格局；新的利益获得者自然要维护这个利益格局，因此维护一定时期的稳定性；但由于此格局的发展充满矛盾和变化，暂时平衡的格局又自我演化出越来越多的不平衡因素，新格局又被越来越多的不满动机所突破，从而又通过资本市场的创新形成新的利益格局。

这种渐进式是“螺旋式上升”的发展，是哲学上的“否定之否定”

的辩证关系。非身在其中，难以知味；但陷在其中，又往往不觉其味。

何以见得？最典型者表现在证券发行市场上。几年前我曾经提出“IPO 悖论”，正是股票发行市场的自相矛盾、似是而非现象的总结。中国某个地方的真正优秀的企业如果要争取上市，眼前横亘着两大关口，一道是政府审批关，一道是市场考验关，往往过了前一关，第二关的“天时地利人和”的时机失去了，能够过了两大关的企业可能只有 1% 的成功率，真是“一将成名万骨枯”。

就谈第一道关：政府审批关。某个优秀的地方企业面对的是三座大山：第一座是包括中央政府的各个机构；第二座是省、市一级政府的各个机构；第三座是有关中介机构（如审计机构、评估机构、法律机构、承销机构、公关顾问等），他们都依附在政府身上享有某些行政特权。就谈第一座大山，一般由三座山峰组成（例如三个政府部门），每个部门都会有三级机构（例如部、局、处级机构）“经手”申报企业的材料，其中一级（例如“处”）就会有三个平行机构的话语权，每级又会有三级别的人（例如处长、副处长、主办人）过手；要“活动”每一个人都要经过三个左右的“中间人”穿针引线；每结识一个人都要应酬三次，每次应酬（连吃、喝、玩、乐带出差费用）平均在 3000 元以上。这样就要花费 $(3^7 \times 3000 \text{ 元}) = 6561000 \text{ 元}$ 。

这就是我所总结的“溜不溜”（谐音“656”万元）现象。企业就像一条狗被人们反复“遛弯儿”。这 656 万元只是台面上花的钱，都是有发票可报销的。如果加上台底下花的钱，则可能要加 10 倍（且看“王小石事件”）。如果这个企业“溜顺”了，有幸成功上市，那么这笔几千万的费用或者入发行主体的账，就必然引起做假账；或者入控股股东的账，就必然要“侵占”上市公司的利益，以符合其经济利益补偿的原则。这些费用（或收益）都是围绕“行政特权”展开的，在经济学上就叫做“租金”，整个过程就叫做“寻租”（Rent Seeking）。

上市公司花费了“租金”，必然就要争取“超额利润”。于是乎，整个体制被设计为：发行价（计划价）与交易价（市场价）之间必须有巨大的“价差”（Price Spread）。既得利益阶层就可以从中各得其利，从而维持一种利益平衡。至于企业，在现有体制下只能“愿打愿挨”。

一个真正优秀的公司要申请上市，在证明其“真正优秀”的过程中，

被这么反复“遛弯儿”（其实是一种折磨），人财物颇有损耗，等到证明完毕——批准上市时，这个企业已经是满身伤痕，它已不是“真正优秀”的企业了。所以这个冠冕堂皇的“证优”过程其实是“证伪”过程——这就是“IPO 悖论”！

假如这个企业真有“不败之身”，能够持续优秀，从而符合“配股”条件，则其大股东（国有股、法人股的股东）则可能要花 10 元/股的价格（稍低于市场价，后者可能是 12 元）买配股；但是如果他以后要卖这些股，只能以 3 元/股的价格（以每股净资产考虑定价）。这么离奇的事，在我们的制度框架下，被各方认为是“无异议”的。这种格局显然蕴藏着不平衡的因素，因而是暂时的，必然要被新的格局所取代。时代毕竟是进步的，不断的创新是资本市场的生命力，我们的资本市场只能用这么一句话来总结：“前途是光明的，道路是曲折的。”

总体上的“螺旋式上升”，不排除在局部上可能表现出某种倒退。例如，中国产业投资基金的“创新”路程就更艰难。某种程度上说，与其说目前中国产业投资基金有待“创新”，还不如说有待于“复辟”。因为，现在基本上是空白状态的产业投资基金在 13 年前就已产生，当时以“淄博基金”为代表的“老基金”就有 60 多个，分布在全国各地。“中农信淄博乡镇企业投资基金”是 1992 年由国家主管部门——中国人民银行批准成立的、在上海交易所上市的产业投资基金，我曾经是它的策划人、申报文件的主要起草人之一。而现在正在难产的产业投资基金管理办法，即使出台了，也做不到 13 年前的公募发行和上市交易。这是为什么？说白了，利益——特权格局已经变化了，僵住了。

什么是大学问？研究史无前例的中国特有的资本市场的原创性理论，能够扎扎实实地解决中国的实际问题的策略，就是大学问。这是中国经济学家的历史使命和挑战。套用一句马克思引用《伊索寓言》的话说：“这里就是罗陀斯，就在这里跳吧！”

从 90 年代初开始，北京大学的教师和研究生们就开始研习投资银行知识。他们不仅如饥似渴地吸吮来自外国的相关知识，研究中国资本市场的特性，甚至亲赴实践领域学习操作，推动中国资本市场的拓展。正是这种长期“只顾耕耘，不问收获”的精神，使投资银行学在北京大学的课堂上，成为一门以理论的原创性和案例的亲历性相结合的经典课程。我们总

结的“以资产经营的一般模式为基石，以对企业和资产的现金流进行分析为中心，以广义资产证券化和企业重组为两条主线，以投资银行的内部管理和外部监管为两条辅线”的投资银行学理论体系和框架，声名渐远，广受认同。

本丛书包含投资银行学最具特色的几个专题，作者群是北京大学的教授、博士生导师和金融学博士的组合，亦是长期的理论研究和实践经验的结晶。我们推出这套丛书，作为北京大学金融学研究生、本科生和进修生重要课程的总结，祈望与同行们及有志者交流，并得到积极的反馈和升级。

感谢中国发展出版社的编辑们的辛勤工作以及广大读者的热心支持！

何小锋

于未名湖东畔

本书参与编著人员



高 杰 梁志兵 宋龔娜 任秋潇
曾令涛 周 杨 孙 婧

没有对冲基金的金融市场是不完美的

在国际金融市场上，对冲基金不是新鲜事物，但是它正日益引起国内人们越来越多的关注。

究其原因，首要的一条当推其令人叹为观止的发展速度和远高于市场平均水平的收益率。据介绍，2012 年底，全球对冲基金行业管理的总资产达到 2.6 万亿美元，与 1990 年相比，20 余年时间增长了 50 多倍。过去的 20 年中，对冲基金行业成功地实现了资本的增殖，在其管理资产的增加总额中只有不到 40% 的部分来自客户新投入的资本，其余 60% 全部来自对冲基金的投资及再投资收益。据统计，从 2000 年到 2009 年的 10 年里，对冲基金的年均投资回报率是 10% 左右，而美国 S&P500 指数在这 10 年的年均增长率是负的 1% 左右。

即便是在欧债危机的经济环境下，对冲基金的投资表现也明显好于其他市场，根据对冲基金业研究机构（HFR）的数据，2012 年上半年对冲基金市场资本净流入 200 亿美元，全年增加了 3000 多亿美元。

对冲基金对于普通人的吸引力还在于这个行业不断创造的个人财富传奇。且不用说索罗斯和巴菲特这两个名字早已响彻世界，仅在市场惨淡的 2011 年，业绩最佳的世界前 25 位对冲基金经理平均每人获得了 5.76 亿美元的收入，全球最大的宏观对冲基金布里奇沃特投资公司（Bridgewater Associates）创始人雷蒙德·戴利奥（Ray Dalio）斩获 138 亿美元，个人也将 39 亿美元纳入囊中，问鼎全球最赚钱对冲基金经理，荣膺《时代》杂志

2012 年度全球 100 位最具影响力人物。

站在整个金融市场来看，对冲基金在整个投资领域虽然仍只占据较小的份额，大约占全球证券市场 2% ~ 3% 的比例，但它们在交易方面是非常活跃的，如对冲基金占到纽交所等大型交易所日交易额的 25% ~ 30% 的交易份额；在诸如可转换债券等特定领域，对冲基金甚至控制了整个市场，占据市场的绝大部分交易额。最近几年，对冲基金产品越来越受到大型机构投资者喜爱。像养老金基金和大学捐助基金在它们投资组合中的对冲基金资产配置越来越高，从几年前的不到 5% 快速增加到现在的 25% 左右。这说明，对冲基金已成为金融市场上不可小觑的一支力量。

而在世界金融史上，对冲基金也总是会生出几笔浓墨重彩。人们发现，在每次金融海啸中都能找到对冲基金的影子，从上世纪 80 年代的日本金融危机，到 90 年代末的亚洲金融风暴，再到最近的欧债危机，对冲基金“翻手为云覆手为雨”，所到之处无不令人“震撼生畏”。

于是，对冲基金所引起的不止是普通投资者和金融市场的关注。从政府的角度来说，对冲基金和杠杆效应也颠覆了传统的经济思维，已经将市场的各个部分更加紧密地联系在一起，在改变金融市场的同时，也在改变货币政策的效果。1992 年的欧洲汇率机制危机表明，对冲基金的参与降低了中央银行干预市场的能力；1994 年的美国债券市场危机表明，对冲基金的参与也削弱了当局预计长期利率变化的能力。

显然，对冲基金在给金融市场增添极大活力与变数的同时，早已成为世界经济和金融俱乐部里的一匹桀骜不驯的黑马，成为一个国家金融实力的决定力量之一。

近年来，随着中国金融改革和创新步伐的展开，基金尤其是私募股权基金、对冲基金已开始进入中国金融市场，进入中国人的视野。各界尤其是学术界和金融界人士对于对冲基金的关注开始增加，相应产生了对相关书籍的需求。几年前翻译出版的一本《对冲基金风云录》惹来金融圈无数朋友的热议。

目前已有的书籍多叙述西方理论和案例，关注中国具体情形的很少。不可否认，这有其现实背景。中国资本市场发展至今不过 20 余年，股票市场和债券市场都还远不够完善，尤其是衍生金融工具极不丰富。2011 年 2 月，国泰君安资产管理公司宣布拟发售一只 A 股私募对冲基金产品——君享量化，真正意义的对冲基金概念才终于在国内现身。中国资本市场在其诞生的第 21 个年头最终迎来了“对冲基金元年”。

对冲基金已经成为中国金融市场和中国政府需要刮目相看的一股力量，也是不争的事实。在当前房价高涨和人民币升值预期的双重作用下，房地产市场对冲基金的吸引力是巨大的。近年我国房地产市场持续高位运行，部分价格已经包含虚高成分，而支撑房地产市场繁荣的却是银行贷款。由于房地产市场与金融体系千丝万缕的联系，一旦受到对冲基金恶意攻击，房地产市场的崩溃势必引起整个金融系统的地震。随着汇率制度改革稳步推进，人民币显现出强劲的升值趋势，这无疑也为对冲基金提供了无尽的想象空间。人民币国际化进程的推进和利率市场化改革的开启，这一切都要防范来自对冲基金的冲击，同样也需要依靠对冲基金抵御风险。

相对于中国 30 年改革开放以及伴随而来的经济发展进程，中国金融业的改革发展怕是相对落后了，其在全球金融市场的真实地位未必与国家综合实力的提升相吻合。中国已是全球第二大经济体，因此中国相应地需要而且必须有一个全球金融中心，中国资本市场在未来 20 年有可能发展成为全球三大主要对冲基金投资市场之一。也只有本土对冲基金的快速成长壮大，才能为广大的投资者和实业家们提供笑傲世界经济“江湖”的“倚天之剑”。

正如三年前我在北京的时候就倡导一些机构尝试培育对冲基金一样，两年前，我就建议北京大学经济学院王一鸣教授牵头组织写一本中国人自己的对冲基金著作。记得当时曾经预言，两年后对冲基金将是中国金融市场的一颗明珠。当时间的脚步踏入 2013 年之际，可以说，出版一本体现中国人思维方式的、关注中国国情的对冲基金类书籍已经具有迫切性。而且，理论研究应当为实践服务，我们学习西方的经济理论，归根结底要用来指导我国的现代化建设，在学术研究中关注我国实际应是每个学术工作者的分内之事。

所幸的是，起步于两年前的由一家对冲基金管理机构中融联合投资管理有限公司和北京大学经济学院专家学者的合作计划，终于在长期准备和辛勤劳作下结出了成果，那就是奉献给读者的这部《对冲基金理论与实务》。

在本书中，执笔者从历史的视角讲述了对冲基金的前世今生，并深入探究对冲基金的运行机制和背后的经济学逻辑，逐层递进，由浅入深，揭开对冲基金的神秘面纱。一方面让读者在历史风云和经典案例中回顾、重温那些惊心动魄的时刻，印象深刻，这不但有助于激发他们学习的兴趣，而且可以加深他们对理论的理解，总结经验和教训；另一方面，又得以让

读者深入了解对冲基金运行的经济学基础、实务环节和市场、政策环境，知其然，知其所以然。在全面阐述国外对冲基金理论和实践两方面发展状况的同时，专门开辟篇幅重点介绍了对冲基金在中国的发展及其对我国经济发展可能产生的影响。

除此之外，本书还特别跟进了最新的研究成果，并在书中多次借鉴、引用，使理论阐述始终建立在坚实的实证基础之上。理论研究应当是与时俱进的、富有前瞻性的、有益于实践的。尽管这本书还有很多需要进一步下功夫之处，但是，作为初创作品，我觉得作者的努力已经值得我们这些金融人欣慰了。也衷心希望专家们的研究工作能够起到抛砖引玉的作用。

没有对冲基金的金融市场是不完美的。2013年是中国深化改革的新时代元年，2013年又是农历蛇年。新一轮改革必将为中国经济注入新的强大活力，而蛇年则预示着灵气和活力。我希望《对冲基金理论与实务》一书能给改革创新加速的中国金融和资本市场带来更多的活力和气象。更期望我国的对冲基金事业能在深化金融改革的脚步声中获得发展先机，希望新生的中国对冲基金行业能沐浴深化改革的春风茁壮成长，在完善金融市场体系和机制、提升中国金融竞争力等方面发挥应有的作用！

孙才仁

2013年3月于太原

目·录

Contents

序言 没有对冲基金的金融市场是不完美的	1
第一章 对冲基金起源、发展历史与现状	1
第一节 前言：对冲基金业绩与有效市场假说	2
第二节 对冲基金发展历史与现状	5
1. 1949 年以前的对冲基金	5
2. 萌芽时期：1949 ~ 1968 年	7
3. 低谷时期：1969 ~ 1982 年	10
4. 复兴时期：1980 ~ 1990 年代	15
5. 对冲基金与亚洲和俄罗斯金融危机：1997 ~ 1998 年	19
6. 对冲基金与纳斯达克股市泡沫：1999 ~ 2001 年	30
7. 2000 年代的对冲基金	32
第三节 对冲基金风云录节选	38
1. 大卫·斯文森：投资对冲基金的首个机构投资者	38

2. 斯泰尔：事件驱动型投资策略的创始人	38
3. 詹姆斯·西蒙斯和戴维·肖：量化对冲基金开创者	40
4. 全球宏观：富可敌国的神话	42
5. 大本营：多策略型基金中的佼佼者	47
6. 不凋花：“阿尔法值工厂”时代终结者	48
7. 谁主沉浮：对冲基金行业动荡时期群雄逐鹿	50
第二章 对冲基金：组织、营销、税收与会计要求	55
第一节 概念与特点	56
第二节 组织架构与营业模式	59
1. 组织架构	59
【1】C类公司	59
【2】专业公司	59
【3】有限责任公司	60
【4】独资	60
【5】合伙制	60
【6】有限责任合伙制	61
2. 营业模式	62
【1】有限责任制的营业模式	62
【2】公司制与合伙人制的责任分配	63
【3】多种营业模式的混合	63
【4】常见的对冲基金模式	64

第三节 投资者的类型与机构投资者特点 64

1. 投资者类型 64

【1】个人投资者 65

【2】家族理财机构 65

【3】基金会 66

【4】公司 66

【5】养老基金 67

【6】保险公司 67

【7】基金的基金 (Fund of Hedge Fund, FOHF) 67

2. 机构投资者特点 68

【1】投资管理专业化 68

【2】投资结构组合化 68

【3】投资行为规范化 69

第四节 对冲基金的营销策略 69

1. 对冲基金的市场营销 69

2. 第三方营销 70

3. 自营销 71

第五节 对冲基金的费用 72

1. 管理费 72

2. 盈利提成 73

第六节 披露要求 76

1. 对冲基金披露的起源 76

2. 披露政策对对冲基金的挑战	77
3. 信息披露政策对投资者的影响	79
第七节 税收与会计要求	80
1. 税收要求	80
【1】 纳税主体	80
【2】 应纳所得税的分类	81
【3】 资本利得的长期与短期	82
2. 会计要求	83
【1】 一致性要求	83
【2】 披露要求	84
【3】 谨慎性要求	84
【4】 收入确认相关要求	84
【5】 权责发生制或现金制要求	85
第三章 对冲基金的投资策略及其收益与风险	87
第一节 投资策略分类	88
1. 方向性策略 (The Directional Strategies)	91
2. 事件驱动型 (Event Driven Strategies)	96
3. 相对价值型 (Relative Value Strategies)	100
4. 其他策略	104
第二节 商品交易顾问	105
1. 概念介绍	105

2. CTA 基金的历史与现状	107
3. CTA 基金投资策略与功能	110
4. CTA 基金绩效评价	111
5. 期货 CTA 产品的销售流程	113
【1】专户理财销售流程	113
【2】信托产品销售流程	114
【3】信息披露	116
第三节 对冲基金的收益分析	116
1. 收益评估模型	116
2. 收益评估可能存在的偏差	119
第四节 对冲基金的风险分析	121
1. 风险管理的原因	121
2. 主要的风险	122
【1】与其他共同基金所共有的风险	122
【2】对冲基金所特有的风险	123
3. 风险评估	123
第四章 对冲基金经济学（一）：收益、风险和 相关问题	127
第一节 对冲基金的数据特征	130
1. 数据来源及初步处理	131