

中国证券投资基金业协会丛书

HEDGE FUND ANALYSIS

对冲基金分析

FOF基金投资尽职调查指引

弗兰克·J. 特拉弗斯 著
(Frank J. Travers)

兴全基金管理有限公司 译

图书在版编目(CIP)数据

对冲基金分析:FOF 基金投资尽职调查指引/(美)弗兰克·J. 特拉弗斯(Frank J.Travers)著,兴全基金管理有限公司译. —上海:上海财经大学出版社,2018. 1

(中国证券投资基金业协会丛书)

书名原文:Hedge Fund Analysis

ISBN 978-7-5642-2907-8/F·2907

I. ①对… II. ①弗… ②兴… III. ①对冲基金-投资-研究
IV. ①F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 309965 号

责任编辑 温 涌

封面设计 杨雪婷

DUICHONG JIJIN FENXI

对冲基金分析

——FOF 基金投资尽职调查指引

弗兰克·J. 特拉弗斯 著
(Frank J. Travers)

兴全基金管理有限公司 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市中山北一路 369 号 邮编 200082)

网 址:<http://www.sufep.com>

电子邮箱:webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海叶大印务发展有限公司印刷装订

2018 年 1 月第 1 版 2018 年 1 月第 1 次印刷

710mm×1000mm 1/16 19.5 印张·350 千字

印数:0 001—5 000 定价:53.00 元



图字:09-2017-1072 号

Hedge Fund Analysis :

An In-Depth Guide to Evaluating Return Potential and Assessing Risks

Frank J. Travers

Copyright © 2012 by Frank J. Travers.

All Rights Reserved. This translation published under license.

Authorized translation from the English language edition, Published by John Wiley & Sons. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

本书简体中文字版专有翻译出版权由 John Wiley & Sons, Inc. 公司授予上海财经大学出版社。未经许可,不得以任何手段和形式复制或抄袭本书内容。
本书封底贴有 Wiley 防伪标签,无标签者不得销售。

2017 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

版权所有 翻版必究

译者序

寻找基金的“拼图”

精明的投资人总会说，“不要投资于你不懂的东西”。弗兰克·J. 特拉弗斯的这本《对冲基金分析——FOF 基金投资尽职调查指引》详尽地介绍了在基金产品投资领域，如何“懂得”你想投资的基金产品，以及怎样才能算是“懂得”。

对冲基金，国内一般用一个更宽泛的称呼——“私募基金”。私募基金产品的范畴其实也包含公募基金公司的专户业务。近年来，国内私募基金行业蓬勃发展，眼下在基金业协会备案的已有超过 1.8 万家私募基金管理人和逾 6 万只产品，远远超过上市股票的数量，这其中不乏佼佼者，但也有不少冒牌货，甚至个别还涉嫌欺诈。如何从海量的私募基金产品中挑选放心满意的投资产品，对于基金投资者而言绝不是一件轻松容易的事情。而 FOF 投资这种由基金组合经理来选择和组合私募基金的方式，可谓一种专业化的解决方案。

罗纳德·里根说过，“信任，但要验证”，在基金投资中尤为如此。作者将调研一只基金的过程比喻为一种“智力拼图”：有的人从角落开始拼，有的人从拼图的某一处特征开始拼，最终都会得到同样的结果——把握基金的特点和发展轨迹。阅读此书的过程，也颇有“按图索骥”的味道，从对冲基金的历史、传奇人物，到自上而下梳理和筛选目标基金池，再到数据搜集、业绩分析、多轮访谈及定量定性评估，然后再将镜头拉远，对公司整体进行运营调查、风险评估以及背景调查。在作者的放大镜下，对冲基金的优劣高低无所遁形，建立在详尽调研上进行的 FOF 投资，也让人多了一份信赖感。

如果此前对对冲基金业的了解并不足够，随着作者的“侦探”技巧逐层深入，这本书可能会让你对这一行业的看法有所不同。作者以严谨的调研和犀利的观察颠覆了一些投资人深以为然的观念，敏锐地捕捉到基金的潜台词，甚至辅以生动的案例讲述各种情况下疏忽带来的损失，读起来更令人警醒。

比如，历史业绩。作者犀利地表示，虽然历史业绩分析可以让投资者对公司更深入了解，评估其业绩在未来的持续性，但好的历史业绩只能说明，相应的

基金不是一项“坏投资”，但不能证明未来该基金的表现能够持续优秀。他提醒投资者，关注历史业绩可能存在的“陷阱”，比如，该业绩是否来自非现任雇员的历史绩效；又如，由于流动性或其他因素，基金经理是否能像过去一样投资同一类型的股票，因为随着基金规模的变大，管理方式会有很大的不同。整体来说，对冲基金尽职调查应该保持一个开放的态度，不要被历史业绩“蒙蔽了双眼”。

再比如说，风险控制。当许多投资人将目光聚焦于基金的投资风险时，作者则反复提醒，运营风险对于一家对冲基金可能带来更大伤害，“一个富有经验和投资能力的基金经理可能因为运营出问题而风光不再”；并援引文章称，一半以上对冲基金破产的原因并非投资因素，而在于运营方面（占比 50%），重要的是，这些因素都可以通过细致的尽职调查来发现。

毫无疑问，弗兰克·J·特拉弗斯的这本著作同样凸显了优秀的 FOF 投资经理较之于普通投资者的优势。一般来说，普通投资者很少能够有这样的时间、精力和条件来对一家基金进行如此深入的调研，更不会有那么多机会与基金经理进行一对一面谈，进而关注到基金管理人的“语气、肢体语言和面部表情”下的潜台词。反过来说，这种“专业优势”也值得普通投资者反思：专业投资者的决策建立在如此详尽的调研基础上，是否说明我们平时进行投资决策所做的功课还远远不够？

值得关注的是，作者提到了 2011 年全球对冲基金调查中，对冲基金管理人和对冲基金投资者都被问到了同一个问题：选择对冲基金时，你认为最重要的三个标准是什么？调查结果显示，对冲基金管理人和投资者都将长期投资业绩、管理团队和投资理念的一致性列为前三大重要考量因素，同时风险控制和法律规范、近期投资业绩这三个因素也名列前茅。这或许也可以作为普通投资者选择基金产品时的参照标准。

整体来看，这虽然是一本美国人写的关于美国市场 FOF 投资经理和基金产品研究员如何调研、分析和评估的实务性书籍，但对于中国私募基金行业和投资者也是非常具有参考意义的。一方面，本书可以为投资者的 FOF 投资实践提供帮助。中国的私募基金行业这几年高速发展，FOF 投资的需求应运而生，随着相关办法和制度的出台，FOF 在中国也将迎来大发展。从这几年银行、保险行业的转型发展来看，委外投资的规模和需求越来越大，银行和保险的委外投资部门在挑选受托对象的过程中，实际已经在行使 FOF 投资经理的角色了。另一方面，本书对受托一方，包括私募基金管理人和公募基金的私募业务管理也提供了较多的借鉴和帮助。受托方可以从 FOF 投资等机构投资者的角度来了解委托人一般关心私募基金的哪些方面、需要了解哪些资料、会有哪些方面

的要求,进而可以从委托方的角度来进一步完善产品,又或根据委托方的要求梳理和完善后台、运营及稽核等部门的流程和风控,进行对标管理。相信这本书的翻译引进,会为 FOF 时代的中国资本市场提供良好的方法论。

作为一家公募基金公司,兴全基金在不断研究学习的过程中,也致力于引入一些对行业发展或投资理念有益的书籍,曾翻译出版了《台湾股市大泡沫》、《社会责任投资》、《掘金绿色投资》等行业书籍,同时也赞助出版了《穷查理宝典:查理·芒格的智慧箴言录》、《滚雪球:巴菲特和他的财富人生》、《邓普顿金律:三周学会富有而快乐的方法》等经典著作。我们和基金业协会共同推动翻译出版的这本《对冲基金分析——FOF 基金投资尽职调查指引》也将是未来系列丛书的其中一本。投资是一个喜欢历史的行业,规律时常隐藏在历史和案例中,正如马克·吐温所说,“历史不会重演,但总会惊人地相似”。未来我们还将致力于翻译引进书籍,希望对行业发展、投资者成熟有所帮助。

以下是为本书翻译和出版做出贡献的人员名单:林国怀、曹阳、罗威、刘水清、郭贤珺、李小天、程亮亮,其中兴全基金 FOF 投资与金融工程部人员承担了本书主要的翻译和校对工作。兴全基金 FOF 投资与金融工程部是兴全基金开展 FOF 业务的投资部门,其在投资实践中采用的定性与定量相结合、注重调研的投研方法与本书的观点不谋而合。兴全基金 FOF 业务的投资目标是,通过专业化的基金研究和投资方法,把握基金市场投资机会,帮助普通投资人进行基金投资,获取中国资本市场长期上行趋势的贝塔收益和精选基金的阿尔法收益。

兴全基金管理有限公司

2017 年 10 月 10 日

编委会序

FOF 时代更需要精选基金管理人

随着国内资金管理行业的迅猛发展、养老资金的扩容以及法律法规的助力,国内 FOF(基金中基金, Fund of funds)的发展再度提速。过去十余年间,国内券商、信托公司、银行及私募发起设立诸多“私募 FOF”,去年 6 月证监会颁布了《基金中基金审核指引》,意味着未来公募 FOF 的发展前景将非常广阔;甚至于有人说,基金 FOF 的时代已经到来了。

当然,FOF 能否在中国市场获得长远的发展,归根结底取决于 FOF 能否切实为投资者创造价值。FOF 在海外市场的发展迄今已有近 50 年的历史,最早投资于私募股权,如今已成为美国市场上重要的公募基金类别,规模占比近 10%。与之相对,FOF 在国内的发展仍存在很多挑战,目前距国内首只 FOF 问世只有十余年的时间,市场上的 FOF 产品业绩整体表现并不突出,FOF 对于国内投资者来说仍然是一个相当陌生的产品类型。关于专业投资者应该如何对基金进行尽职调查,进而制定可持续的 FOF 投资策略,市场上这类专业书籍仍然非常有限,不少机构也是在实践中摸索总结。

正所谓“工欲善其事,必先利其器”,由中国证券投资基金业协会和兴全基金管理有限公司推动翻译出版的这本《对冲基金分析——FOF 基金投资尽职调查指引》,以巨细无遗的笔法详尽描述了专业 FOF 投资者的工作流程,更犀利地指出投资中可能存在的陷阱以及应对的技巧。对于国内 FOF 行业整体来说,这是一本实操级别的工具书,填补了专业书籍的空白。

FOF 基金有两大核心优势:其一是资产配置,通过风险分散化、投资渠道多元化、更合理的资产配置和专业的动态管理,平抑净值剧烈波动的风险,在资产轮动中实现可持续的增长;其二是在基金管理人中“优中选优”,从专业尽职调查的角度考察基金背后的运营风险、业绩来源、投资风格稳定性等。本书对于详尽了解后者的调研分析方式大有帮助。

截至 2017 年一季度,市场上已经有 4 000 多只公募基金和 6 万多只私募基

金,资管规模加速发展,给 FOF 的发展提供了必要的土壤,但也有很多暗礁潜藏其中。2017 年 3 月,基金业协会发布的投资者权益保护与教育计划显示,私募行业中,非法集资、延期兑付、违规宣传等风险事件屡见不鲜。面对市场上纷繁复杂的基金和理财工具,普通投资者很难彻底厘清其中的风险收益属性和投资运作流程;而对于专业投资者来说,同样需要对所有信息进行仔细研读、认真分析,甚至要与投资管理人进行面对面沟通后才能了解投资的全貌,进而去芜取菁、优中选优,为投资者创造价值。

正如本书作者弗兰克·J. 特拉弗斯所说:“评估对冲基金是科学和艺术的结合,成功的尽职调查决定了后续投资的成功。”中国的 FOF 投资正迈出关键性的一步。随着国内资本市场的发展,FOF 基金未来发展的潜力值得期待,有望为投资者提供更多有价值的选择。

编委会

2017.10.10

引言

“要想学有所成，必须全力以赴。”

——本杰明·富兰克林(Benjamin Franklin)

目前市场上可能有至少 8 000~10 000 家对冲基金公司，若要对其进行评价和投资，可能面临如下问题：

- 如何从如此多的对冲基金中确定合适的品种以满足投资需求？
- 选择对冲基金管理人时应考虑哪些因素？
- 如何评估对冲基金管理人及其团队的投资优势？
- 接触对冲基金管理人时有哪些沟通技巧？
- 如何评价对冲基金面临的风险？需要哪些信息来更有效地监控投资中的变化？
- 分析对冲基金管理人时有哪些禁忌？我们应如何避免？

对冲基金分析涵盖了上述所有问题及数百个其他相关问题，包括对冲基金的投资策略、组织结构、后台清算、管理团队、法务、运营、财务、市场、客服、企宣等诸多方面。

对冲基金分析是科学与艺术的结合，恰如图 I.1 所示的内克尔立方体(Necker's Cube)。它由瑞士博物学家路易斯·阿尔伯·内克尔(Louis Alber Necker)在 1832 年设计，意在说明视觉对透明立方体的透视关系可以作不同的理解。

如图 I.2 所示，从不同角度观察，内克尔立方体正对着的那一面，可以看成立方体的最前面，也可以看成最后面。

对冲基金的尽职调查也如内克尔立方体一样，尽职调查过程可以从不同角

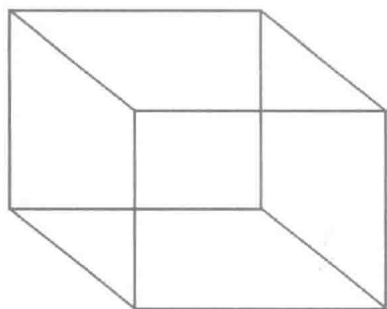


图 I.1 内克尔立方体

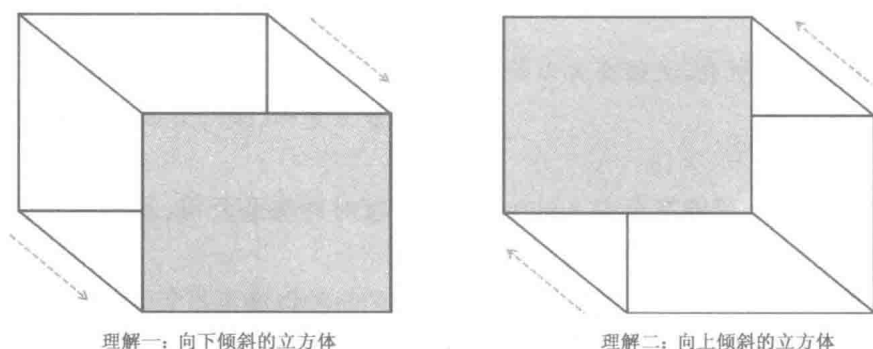


图 I.2 内克尔立方体的两种理解

度展开,但每个角度都提供了一种方法。

对冲基金分析可以通过不同方法进行,并运用不同的模型和技术,但基本过程是一致的。本文将介绍对冲基金尽职调查的一种典型和清晰的方法。这是我从二十多年职业经历中积累所得。

本书的写作目的

在1989年大学毕业时,我认为自己从金融市场和投资领域中掌握了足够的知识,我曾在第一份工作中斗志满满,希望迅速取得成功。我期望运用学校所学来胜任FOF分析员的工作。但很快我就发现自己知之甚少,我原打算在图书馆找几本关于基金管理人尽职调查的书学习,但惊讶地发现,几乎没有此类书籍。我只能通过自学并在实践中总结,由此走了不少弯路。

许多年后,当我在这个行业中积累了一定经验并成为组合投资经理后,一

名刚入行的分析师问我有没有合适的书推荐,我心想,这么多年过去,一定有相关书籍出版,但经过搜索后发现这类书籍仍是空白。想到初入行时的我和面前这名刚入行的分析师对此类书籍的渴望,我便决定自己撰写一本关于管理人尽职调查的书籍。

2004年,约翰·威立父子出版公司(Wiley & Sons)为我出版了第一本管理人选择类书籍,名为《投资管理人分析》(*Investment Manager Analysis*)。该书出版后我立马着手写下一本,但不幸的是,我们遭遇了2008年金融危机。对冲基金行业遭遇剧烈震荡,许多对冲基金背弃了它们宣称的投资策略。更遗憾的是,麦道夫诈骗案还使得行业发展前景进一步蒙上了一层阴影。这些都凸显管理人尽职调查的重要性。

尽管有很多关于对冲基金运作和投资方法的相关书籍,但我发现,市场上并没有一本完整介绍尽职调查“全流程”的书,该书必须涵盖对冲基金尽职调查的重要部分:

- 运营
- 风险管理
- 投资
- 会计/财务
- 法务

本书的结构

本书主要分为两个部分:第一部分介绍背景信息,包括对冲基金的历史、特点和发展趋势;第二部分详细描述对冲基金尽职调查的过程。

第一部分:背景介绍

- 对冲基金行业历史和发展历程
- 对冲基金特点
- 对冲基金如何满足投资人的配置需求

第二部分:对冲基金尽职调查

- 尽职调查流程模板
- 对冲基金筛选
- 获取初步信息
- 业绩(量化)分析
- 投资组合分析

- 风险分析
- 运营部门分析
- 会计/财务
- 法务
- 详细的面对面交谈
- 面谈技巧
- 尽职调查的定量模型
- 总结

为帮助读者理解尽职调查过程,我虚拟了一家基金公司——FCM公司(Fictional Capital Management)。我们将在各章的末尾用FCM公司举例。

本书涵盖大量实务内容,目的是让读者了解对冲基金尽职调查中的重要部分,并提供一套可行的决策方案。

名刚入行的分析师问我有没有合适的书推荐,我心想,这么多年过去,一定有相关书籍出版,但经过搜索后发现这类书籍仍是空白。想到初入行时的我和面前这名刚入行的分析师对此类书籍的渴望,我便决定自己撰写一本关于管理人尽职调查的书籍。

2004年,约翰·威立父子出版公司(Wiley & Sons)为我出版了第一本管理人选择类书籍,名为《投资管理人分析》(*Investment Manager Analysis*)。该书出版后我立马着手写下一本,但不幸的是,我们遭遇了2008年金融危机。对冲基金行业遭遇剧烈震荡,许多对冲基金背弃了它们宣称的投资策略。更遗憾的是,麦道夫诈骗案还使得行业发展前景进一步蒙上了一层阴影。这些都凸显管理人尽职调查的重要性。

尽管有很多关于对冲基金运作和投资方法的相关书籍,但我发现,市场上并没有一本完整介绍尽职调查“全流程”的书,该书必须涵盖对冲基金尽职调查的重要部分:

- 运营
- 风险管理
- 投资
- 会计/财务
- 法务

本书的结构

本书主要分为两个部分:第一部分介绍背景信息,包括对冲基金的历史、特点和发展趋势;第二部分详细描述对冲基金尽职调查的过程。

第一部分:背景介绍

- 对冲基金行业历史和发展历程
- 对冲基金特点
- 对冲基金如何满足投资人的配置需求

第二部分:对冲基金尽职调查

- 尽职调查流程模板
- 对冲基金筛选
- 获取初步信息
- 业绩(量化)分析
- 投资组合分析

- 风险分析
- 运营部门分析
- 会计/财务
- 法务
- 详细的面对面交谈
- 面谈技巧
- 尽职调查的定量模型
- 总结

为帮助读者理解尽职调查过程,我虚拟了一家基金公司——FCM公司(Fictional Capital Management)。我们将在各章的末尾用FCM公司举例。

本书涵盖大量实务内容,目的是让读者了解对冲基金尽职调查中的重要部分,并提供一套可行的决策方案。

目 录

译者序/001

编委会序/001

引言/001

本书的写作目的/002

本书的结构/003

第一篇 背景介绍

第一章 对冲基金历史/003

对冲基金行业历史/004

日本武士/004

学院派/005

对冲基金传奇人物/014

对冲基金发展的新趋势/017

第二章 对冲基金分类/025

对冲基金的定义/025

对冲基金组织结构/027

对冲基金策略简介/027

对冲基金产品优势/037

对冲基金业绩表现的影响因素:基金规模和运作时间/045

第二篇 对冲基金尽职调查

第三章 尽职调查步骤概览/049

尽职调查过程中的关键步骤/050

尽职调查过程/051

尽职调查第一步：范围筛选/056

一些最初想法/057

第四章 原始数据收集/064

数据收集/065

尽职调查问卷(DDQ)/066

尽职调查问卷样本：以 FCM 公司为例/066

其他相关资料/085

进一步分析/086

13F 报告分析/092

对冲基金日志/094

第五章 初次访谈/095

初次约谈或电话访谈/095

电话访谈的过程/096

访谈纪要/108

第六章 量化分析/112

业绩表现衡量指标/113

绝对收益衡量指标/113

风险衡量指标/119