

对冲基金管理人 操作守则

SOUND PRACTICES FOR
HEDGE FUND MANAGERS

美国管理基金协会 编 张跃文 译



基金管理人必知的 99条军规

王国刚 中国社会科学院金融研究所所长
胡章宏 建银国际（控股）有限公司总裁
金 旭 国泰基金管理有限责任公司总经理

联袂推荐

美国基金业付出惨痛代价后的
反思与总结



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

对冲基金管理人 操作守则

SOUND PRACTICES FOR
HEDGE FUND MANAGERS

美国管理基金协会 编

张跃文 译



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

对冲基金管理人操作守则 / 美国管理基金协会编;
张跃文译. —北京: 社会科学文献出版社, 2014. 1
ISBN 978-7-5097-4897-8

I. ①对… II. ①美…②张… III. ①对冲基金-基金
管理 IV. ①F830.593

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 171024 号



出 版 人 / 谢寿光
出 版 者 / 社会科学文献出版社
地 址 / 北京市西城区北三环中路甲 29 号院 3 号楼华龙大厦
邮政编码 / 100029

责任部门 / 经济与管理出版中心
(010) 59367226
责任编辑 / 许秀江 刘宇轩
责任校对 / 谢 华
电子信箱 / caijingbu@ssap.cn
责任印制 / 岳 阳
项目统筹 / 恽 薇
经 销 / 社会科学文献出版社营销中心 (010) 59367081 59367089
读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

印 装 / 三河市东方印刷有限公司
开 本 / 880mm × 1230mm 1/32
印 张 / 7.625
版 次 / 2014 年 1 月第 1 版
字 数 / 121 千字
印 次 / 2014 年 1 月第 1 次印刷
书 号 / ISBN 978-7-5097-4897-8
定 价 / 45.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社读者服务中心联系更换
版权所有 翻印必究

美国管理基金协会

(Managed Funds Association, MFA)

MFA 是全球另类投资行业的代言人。它的成员是服务于对冲基金、对冲基金之基金和管理期货基金的专业人士以及行业服务的提供者。MFA 创立于 1991 年，是政策制定者和媒体的主要信息来源，也是卓越的业务实践和行业增长的主要倡导者。MFA 的会员包括了世界上绝大多数大型对冲基金集团，它们所管理的资产是全球大约 1.5 万亿美元绝对收益策略投资中的重要组成部分。MFA 的总部位于华盛顿，在纽约设有办事处。（如需更多信息，请访问：www.managedfunds.org。）

译者简介

张跃文：吉林长春人，经济学博士。2005 年进入中国社会科学院金融研究所工作，现任公司金融研究室主任、副研究员。曾先后在瑞典斯德哥尔摩经济学院和美国纽约大学斯特恩商学院进行访问研究。主要研究领域为资本市场与公司金融。自从事研究工作以来，已主持和参与国家级、省部级课题和由各类金融机构及企业委托的研究课题 20 余项，发表学术论文近 30 篇，出版专著及合著（译著）5 部。获 2008 年中国国际金融学会组织的“国际金融青年论坛”论文一等奖，2010 年中国社会科学院优秀决策信息奖，2012 年金融研究所优秀科研成果奖。

译者序

经常有朋友问我，对冲基金是什么？这并不是一个容易回答的问题。从字面理解，对冲基金是指那些进行对冲操作以规避市场风险的基金。比如 20 世纪 60 年代红极一时的琼斯基金，就是典型的对冲基金。随着国际金融市场的迅速发展和大量创新型金融工具的出现，许多基金的投资策略已经不仅仅局限于对冲操作，但是这些基金仍然自称为对冲基金。它们的组织形式庞杂，投资策略迥异，各国法律或者金融监管规则中也没有对冲基金的正式定义。不过业界对于对冲基金的几个特征，似乎并没有太多异议：（1）它以私募方式募集；（2）投资者以高资产净值的个人和机构为主；（3）基本不受监管；（4）信息高度不透明；（5）管理人根据投资业绩提取报酬。此外，还有某些特征虽然不是全部对冲基金都具备，但至少大部分基金具备，比如：采用合伙制，经常使用杠杆和进行卖空，交易频率较高，投资者须遵守某些赎回限制等。根据这样一些特征



来考量，那么我国大部分活跃在金融市场中的私募基金，都可以划入对冲基金的范畴。

在 20 世纪 90 年代以前，对冲基金并没有成为国际金融市场中的重要角色。是著名对冲基金经理索罗斯在国际外汇市场上的一系列操作，使他及其管理的量子基金进入人们的视野，对冲基金作为一个行业，逐渐受到各国金融业界和监管机构的重视。时至今日，全球对冲基金资产已经接近 2.5 万亿美元，活跃的对冲基金数量突破了 8000 只。为什么对冲基金发展如此之快？经过多年研究，我总结主要有以下几方面的原因：第一，20 世纪八九十年代，以英美为代表的发达国家金融自由化改革，为多元化机构投资者的崛起创造了条件。各国鼓励金融市场投资的政策，降低了投资者进入市场的门槛，也为大型金融机构开展针对对冲基金的专业金融服务扫清了障碍。第二，全球金融一体化趋势加快，苏联解体、东欧国家政治转向、欧洲经济一体化进程加快以及欧元区诞生等重大经济和政治事件，为各国金融市场融入国际金融体系提供了契机。在此过程中，各国的货币和金融政策自主性降低，国际市场波动对本国金融体系的影响渐深，市场中出现大量套利机会。以短期套利见长的对冲基金，有了一显身手的空间。在整个

90 年代，对冲基金对于英镑危机、拉美货币危机，以及东亚金融危机都有参与。当然，与此有关的指责也频频出现，马来西亚前总统马哈蒂尔就曾指出，以索罗斯为首的对冲基金应为东亚金融危机承担责任。第三，西方金融业强大的资金实力和服务能力，为对冲基金的迅速发展提供了产业基础。常见的对冲基金的管理团队一般只由少数几个人组成，主要负责基金募集、投资策略的制订实施、风险管理和投资者关系等核心业务。至于基金的日常营销、资产稽核、技术支持、合规检查甚至办公室管理等业务大多采取外包方式解决。这种运营模式可以大幅度削减基金运营成本，将管理团队的主要精力集中到投资业绩上来。但其必要条件是承接外包服务的第三方有相应的专业服务能力。此外，担任对冲基金交易对手方的金融机构还需要有较强的资金和证券调动能力，并且能够较好地管理同对冲基金交易所产生的相关风险。英美国家金融业的总体经营能力较强，监管环境相对宽松，这也是对冲基金往往聚集在上述国家的根本原因。第四，迅速发展的国际金融市场，为对冲基金的发展提供了市场基础。进入 21 世纪以来，全球金融市场整合步伐加快，资本市场、货币市场、大宗商品市场、衍生品市场和外汇市场的规模迅速扩大，证券品种、



投资工具的数量呈几何级数增长。金融市场的深度和广度达到了前所未有的水平，为对冲基金多元化投资策略的制订和实施提供了充分的可能性和想象空间。综合以上分析，所谓“时势造英雄”，全球对冲基金业是在国际经济金融一体化的大背景下，以及全球金融市场和金融业发展到一定阶段的必然产物。它旨在满足部分投资者规避系统性风险、追求更高投资收益的需求，尽管这条道路并不平坦（对冲基金是平均生命周期最短的投资工具），但是却有越来越多的金融机构、从业者和投资者开始关注这一高风险行业。

一位金融学界的前辈曾经总结说，一家金融机构只有经历了高峰期和低谷期，才算是完整地经历了一个轮回；在繁荣时期过早地总结所谓“成功经验”，不仅表露了好大喜功的浅薄，而且很难全面掌握行业运行的客观规律，为应对未来的困难做好准备。2008年金融危机为全球对冲基金业提供了一次在低谷期历练的机会。这次危机中对冲基金没有受到更多诟病，它们总体上以受害者的形象接受了洗礼（当然也有少数对冲基金经理如华尔街的约翰·保尔森以卖空方式大赚一笔）。对冲基金遭遇资产贬值、债务违约和投资者大规模赎回等事件，大批对冲基金因而难以继续，被迫清盘倒闭，基金经理甚至另谋出路。全球对冲基

金管理的资产在危机最严重时曾降到了 1.5 万亿美元。市场经济法则在对冲基金身上以略显残酷的方式展现了威力。然而，似乎为了证明这一行业与生俱来的强大生命力，在危机尚未结束之时，对冲基金业即开始迅速回暖，基金的总体业绩回升幅度超过了市场，一批新基金带着新的投资者和资本加入进来。

对冲基金具有独特的组织结构、投资策略、风险结构和监管环境，其管理人的操作模式自然也不同于其他类型的投资工具。在长期资本管理公司事件发生以后，美国政府和金融界迅速开始重视对冲基金的监管和风险管理问题。作为美国对冲基金行业组织，美国管理基金协会（MFA）自 2000 年起就开始发布对冲基金管理人操作守则，旨在为对冲基金稳健和持续运营提供可行的操作建议。本书所依据的是该操作守则的 2009 年版，该版本在以往各版的基础上，吸收了对冲基金业界对 2008 年金融危机的反思，以及有关国际组织和美国针对对冲基金持续经营所提出的新要求。此操作守则共分七章，分别从投资者保护、估值、风险管理、业务运作、合规、反洗钱和业务持续性等方面，提出了对冲基金管理人在设计基金运作框架和处理具体业务时所应当遵守的基本准则。这些守则是美国对冲基金业



界在实践中逐步总结和提炼出来的，反映了对冲基金运营管理的一般性规律。当然，由于美国和中国的法律环境和金融监管环境不同，因此并非每一项守则都适合中国的基金管理人。相信读者对此会有充分的鉴别力。

虽然中国还没有成型的对冲基金行业，甚至共同基金行业也还处在发展的初级阶段，但是正如前文所提到的，国内越来越多的私募基金实际上已经具备了对冲基金的雏形，随着国内金融市场的迅速发育和对外开放，特别是金融衍生产品的不断推出以及融资融券业务的开展，国内金融市场正在变得越来越适合对冲基金生存。相信不久的将来，中国本土的对冲基金行业很快就会粗具规模。在此之前，私募基金经理们和准备从事对冲基金业的金融从业人员，需要为此做好相关知识准备。我们不必在国外同行已经付出惨痛代价之后，继续走他们的老路。阅读和学习MFA的这本操作守则，会让大家在实践中节约大量时间和成本。此外，目前正在从事共同基金管理的人士也有必要看一看这本书，毕竟共同基金业还没有提炼出自己的行业行为规范，而对冲基金的业务操作，特别是在内部管理方面，与共同基金有颇多相似之处，如投资者保护、估值、持续经营、灾难应对、技术支持等。对冲基金那些已经被

证明行之有效的业务操作准则，足以作为共同基金从业人士的借鉴。

作为多年研究国际对冲基金的一名研究人员，我深深体会到我国金融体系的总体发展水平和监管能力，尚不足以应对大规模国外对冲基金进入。但随着金融业和金融市场对外开放步伐的加快，留给我们的时间越来越少。任务如此紧迫，这本小书权作抛砖之作，真诚希望有更多人士关注这一研究领域。本人承担了全书的翻译工作。感谢我的学生耿嘉良担任第一读者，他细心地指出了译文中存在的一些问题，使其得以及时纠正；感谢中国滨海金融协同创新中心为本书的翻译所提供的资助；感谢社会科学文献出版社恽薇女士的大力支持，使这本书得以顺利出版。最后，要感谢我的家人，特别感谢我的女儿张为宁，她的出生让我体会到生命的真谛。

张跃文于中国社会科学院金融研究所

2013年6月

引言

为了会员和全球对冲基金业的利益，管理基金协会（Managed Funds Association, MFA）发布此对冲基金管理人操作守则。这是守则的第 5 版（以前各版先后发布于 2000 年，2003 年，2005 年和 2007 年），守则帮助对冲基金管理人建立由内部规则、实践和点对点控制所组成的内部管理规则体系。MFA 原则上仅为在美国境内运营的对冲基金管理人提出这些建议，但是 MFA 也意识到对冲基金市场的全球属性，并努力完善这些建议，以使得它们成为全球对冲基金管理人的得力工具。此操作守则已经被对冲基金管理人、投资者、监管者和市场对手方看作是发展和保持有效商业实践的创意之源。

MFA 决心保持操作守则不断更新、牢固和提高对冲基金业卓越标准方面的前沿地位。为此，MFA 将视情况更新操作守则，教育包括投资者在内的行业参与者知晓操作守则，以及因地制宜地执行文件中所提建议的重要性。



关于 MFA

MFA 是全球另类投资行业的代言人。它的成员是服务于对冲基金、对冲基金之基金和管理期货基金的专业人士以及行业服务的提供者。MFA 创立于 1991 年，是政策制定者和媒体的主要信息来源，也是卓越的业务实践和行业增长的主要倡导者。MFA 的会员包括了世界上绝大多数大型对冲基金集团，它们所管理的资产是全球大约 1.5 万亿美元绝对收益策略投资中的重要组成部分。MFA 的总部位于华盛顿，在纽约设有办事处。（如需更多信息，请访问：www.managedfunds.org。）

公共政策与对冲基金业

2009 年版的操作守则展示了 MFA 及其会员的一贯承诺，并且他们对当前对冲基金面临的监管环境和公共政策问题作出了回应。2007 年 9 月，总统金融市场工作小组（the President's Working Group on Financial Markets, PWG）安排两个由知名对冲基金管理人和投资者组成的私人部门委员会，筹备发布关于对冲基金管理人与投资者操作守则的补充文件。在分头准备的过程中，这两个委员会评估了

包括 MFA 2007 年版操作守则在内的行业操作指引，MFA 直接参与和评价了这两个委员会的工作。尽管私人部门委员会报告同 MFA 的 2007 年版操作守则存在明显重合的内容，但 MFA 依然更新和完善了此操作守则，与资产管理人委员会在 2009 年 1 月 15 日发布的对冲基金业操作守则报告相呼应（Best Practices for the Hedge Fund Industry Report of the Asset Managers' Committee, AMC Report）。2009 年版操作守则包括了 AMC 报告所没有的额外建议，特别是关于反洗钱、业务持续性和灾难恢复方面的建议。除了这些建议，2009 版操作守则还包含了对冲基金进行商业操作的总体原则，这些原则构成了文件中提到的具体建议的基础。

操作守则的实施将对基金管理人提高对冲基金的内部管理水平和完善金融市场产生深远影响。设计操作守则的目的是，无论监管权限存在何种差别，该操作守则都能够为所有对冲基金管理人提供一个基础性规则体系，以发展正确的业务操作，促进稳健高效的全球金融市场的形成。

对冲基金在全球金融市场中的地位

对冲基金是全球资本市场的重要参与者，它们的成长和多元化发展有利于市场进步。对冲基金管理人的操作同



存款机构和信贷提供者有较大不同。投资于风险资本的对冲基金对资本市场运行具有重要作用：它们为市场提供流动性和价格发现功能；向寻求增长和持续运营的企业提供资本；为养老基金等投资者提供复杂风险管理服务，协助这些基金承担其对受益人的责任。

对冲基金管理人通过对风险资本投资向金融市场提供流动性，这种方式能够抑制市场波动和减少系统性风险，保证市场整体有效运转。从这个意义上说，对冲基金经常扮演风险吸纳者的角色。特别在市场出现波动的时候，它们是风险对冲者的可靠对手方，从而减少市场价格压力并增加流动性。此外，对冲基金管理人的交易通常建立在大量研究的基础上，这些研究可以提供纠正价格的信息，因此对冲基金管理人的交易提高了市场定价效率。没有对冲基金管理人的研究和资本保证，市场将出现更大的价差，更显著的定价失效和低流动性。对冲基金还帮助投资者实现了有价值的分散投资——分散投资能够减少单个投资者的风险和市场整体风险。事实上，政策制定者一直都承认对冲基金对于资本市场的重要作用。

（对冲基金的）快速增长是过去十年来美国金融市

场最重要的发展成果。不同的对冲基金的投资策略和所承担的风险有较大不同。多数经济学家赞成这样一种观点，即总体而言，对冲基金的增加对于投资和发展金融市场的作用是正面的。近年来，他们刺激产生了大量金融创新；他们运用这些新的金融工具，极大地改善了金融体系的流动性、效率和风险承受力。

——美联储主席伯南克于2007年4月11日在纽约大学商学院发表的评论。

操作守则和相关措施的历史

一些对冲基金管理人在2000年发布了本操作守则的第一版。作为对1999年总统金融市场工作小组报告（《对冲基金，杠杆和长期资本管理公司的教训》）的回应，该版本内容主要集中于对冲基金的风险管理。MFA又相继发布了2003年版和2005年版操作守则，以反映行业操作的新发展和扩充操作守则的内容。2007年版的操作守则直接回应了总统金融市场工作小组与美国金融机构负责人达成并于2007年2月公布的、关于私募资本投资机构的原则和指引的协议。协议要求对冲基金管理人“建立信息、估值和风



险管理系统，以适应稳健的行业操作要求，满足债权人、交易对手方、受托人和投资者的期望”。

作为持续教育推广操作守则的组成部分，2008 年 MFA 在全国范围内组织了一系列教育研讨会。这些研讨会吸引了对冲基金管理人、投资者、金融监管者和其他的行业参与者，引发了关于操作守则和不断发展的行业实践的讨论。

2009 年版的操作守则是在 MFA 会员的广泛讨论和协作的基础上形成的。这些会员包括了主要的对冲基金管理人，服务提供者和其他的行业参与者。

当前的金融和监管氛围

2007 年版的操作守则发布以后，全球金融市场出现了显著的波动和不确定性，对包括对冲基金在内的所有市场参与者都产生了不利影响。交易对手失败，大量针对受到严格监管的金融服务公司的政府救助措施，大规模诈骗，空前损失等现象的出现，更加突出了商业操作守则（包括风险管理）和投资者尽职调查规范的重要性。为了回应这些异乎寻常的市场事件，全世界的政策制定者、监管者和国际监管机构开始深入讨论如何重建有效的金融体系和恢复资本市场的运作秩序。MFA 同政策制定者和监管者在提