

財團法人台北外匯市場發展基金會

「避險基金之操作策略、報酬與風險」

委託單位：財團法人台北外匯市場發展基金會

執行單位： 財團法人台灣金融研訓院

計劃主持人： 周冠男 教授

共同主持人： 何耕宇 教授

徐政義 教授

研究助理： 謝順峰

許文欣

洪慧珊

中國民國九十七年六月

摘要

避險基金（Hedge Fund，亦稱對沖基金）濫觴於美國社會學家兼新聞工作者 Alfred W. Jones 所創立的 Jones Hedge Fund，近來隨著金融市場之蓬勃發展，避險基金在市場上之重要性日益彰顯。就定義而言，避險基金係指一特殊的投資架構，在追求保本與控制潛在財務風險之原則下，以追求絕對報酬為目標，通常以有限合夥制度或有限責任公司方式組成，類似共同基金由專業的經理人進行投資操作。全球避險基金市場在近年來呈現大幅度的成長，在 2007 年底管理資產總額已達到 1.6 兆美元。避險基金近幾年之投資區域，除美國與歐洲外，更積極在亞洲進行投資佈局，亞洲地區儼然成為避險基金熱錢流入之新天地。國際市場上較廣為人知之避險基金包括喬治 索羅斯(George Soros)旗下之量子基金(Quantum Fund)、長期資本管理公司 (Long Term Capital Management) 老虎基金(Tiger Fund) 以及美國紐約 Rock Maple Funds 避險基金公司等。

觀諸臺灣之資本市場，避險基金之投資仍在限制之列，其原因可能是主管機關基於保障投資人權益所採行之措施、早期國內投資者規模普遍未達避險基金要求之最低門檻，以及證券投資相關法規上之束縛所造成之交易限制等。然而並非所有避險基金均具有高度風險，且避險基金亦有其正面功能，例如在考量風險承受度後，避險基金本身的確能為投資人帶來相對可觀的利潤。其次，開放避險基金之操作亦可提高國內金融產業之專業水準。另外，國外文獻亦顯示避險基金亦扮演著上市公司監督者之角色，可以改善公司經營績效，提昇公司價值。此外，由年前萬泰銀行增資案觀之，藉由與避險基金或私募基金之合作，亦可協助企業引進更多國際化人才，拓展國際化之業務，與國際市場充分接軌。

本研究旨在探索及分析避險基金近年來在國內外之發展動向與脈絡，並分析其利弊得失。同時透過蒐集、探討世界主要國家或組織就避險基金之運作經驗與成效，作為台灣未來政策研議之參考。此外，本研究亦將針對避險基金對於台灣資本市場所可能產生之影響加以探討，透過實證上各種操作策略報酬與風險分析以佐證其對資本市場貢獻，最後依研究結果提出具體建議。

目 錄

第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機與目的.....	1
第二節 研究方法與架構.....	2
第二章 避險基金概論.....	4
第一節 歷史沿革.....	4
第二節 避險基金之意涵與特色.....	5
第三節 避險基金之優點與限制.....	8
第四節 文獻回顧.....	10
第三章 避險基金個案研究與操作策略探析.....	15
第一節 世界主要國家之避險基金個案與事件研究.....	15
第二節 避險基金操作策略.....	25
第三節 避險基金主要面臨之風險.....	36
第四章 避險基金報酬與風險模擬分析.....	39
第一節 資料描述.....	39
第二節 研究方法.....	39
第三節 實證結果與意涵.....	42
第四節 實證意涵彙整（代小結）.....	51
第五章 避險基金於台灣之發展展望.....	54
第一節 台灣現存之類似商品.....	54
第二節 避險基金對於台灣資本市場之優勢所在.....	62
第三節 避險基金對於台灣資本市場之可能影響與衝擊.....	65
第四節 避險基金對於台灣外匯市場之優缺點分析.....	68
第六章 結論與建議.....	71
中文部分.....	75
英文部分.....	77
附錄一：與業界人士之訪談紀要.....	80
附錄二：與官方人士之訪談紀錄.....	83

表 目錄

表 2.1 避險基金與共同基金之比較.....	6
表 4.1 各種策略結果之彙總表.....	53
表 5.1 全權委託與共同基金的比較.....	58
表 5.2 集合管理帳戶與共同基金之比較.....	60
表 5.3 集合管理帳戶與共同基金及私募基金之比較.....	61

圖 目錄

圖 3.1 避險基金主要策略之比重.....	26
圖 3.2 股票市場中立套利.....	27
圖 3.3 固定收益證券套利.....	28
圖 3.4 可轉換證券套利.....	29
圖 3.5 風險套利.....	30
圖 3.6 危難證券.....	31
圖 3.7 放空/作多股票.....	32
圖 3.8 新興市場.....	33
圖 3.9 總體投資.....	34
圖 3.10 專注偏空.....	35
圖 3.11 基金的基金.....	36
圖 4.1 股市中立策略.....	44
圖 4.2 CB 套利策略.....	45
圖 4.3 購併套利策略.....	46
圖 4.4 危難證券.....	47
圖 4.5 新興市場.....	48
圖 4.6 總體投資策略.....	50
圖 4.7 放空策略.....	51

第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

避險基金 (Hedge Fund, 亦稱對沖基金或套利基金) 係濫觴於澳洲裔美籍社會學家兼新聞工作者 Alfred Winslow Jones 所創立的 Jones Hedge Fund, 邇來隨著金融市場之蓬勃發展, 避險基金在市場上之重要性日益彰顯。避險基金就其定義而言, 一般係指一特殊的投資架構, 在追求保本與控制潛在財務風險之原則下, 以追求絕對報酬為目標, 通常以有限合夥制度或有限責任公司方式組成, 以類似共同基金的管理模式, 由專業的經理人進行投資操作, 國際市場上較廣為人知之避險基金包括喬治 索羅斯 (George Soros) 旗下之量子基金 (Quantum Fund)、長期資本管理公司 (Long Term Capital Management, LTCM)、老虎基金 (Tiger Fund) 以及美國紐約 Rock Maple Funds 避險基金公司等。

由於避險基金為少數豁免於大部分管理規範之金融機構, 亦即國外主管機關對於避險基金的規範較一般共同基金鬆散, 避險基金特殊地位於焉產生。當避險基金仍屬新興商品時, 其缺乏法規管制之特殊身分較少被關注。然由於近年來避險基金管理之資產呈倍數增加, 加以上九十年代發生幾起重大金融事件, 例如: 1992 年的英鎊危機、1994 年的墨西哥金融風暴、1997 年的東南亞金融危機和 1998 年的俄羅斯危機, 人們認為這些事件的起因係由於避險基金運用總體經濟策略, 狙擊各國貨幣, 造成匯率劇烈的波動, 對各國經濟體系產生很大的衝擊, 進而從中獲得可觀的利潤。再加上長期資本管理公司 (LTCM) 財務危機之牽連, 使得避險基金的管理倍受關注。

根據 Hedge Fund Research (HFR) 統計, 全球避險基金所管理的資產總額 (asset under management) 於 2007 年底已超過 1.6 兆美元, 基金商品估計超過 9,000 檔。若將透過槓桿操作的資產計算在內, 則避險基金資產總額可高達 6 兆美元, 由此吾人可知其影響力相當龐大。避險基金近幾年之投資區域, 除美國與歐洲外, 更積極在亞洲進行投資佈局, 亞洲地區儼然成為避險基金熱錢流入之新天地。特別是新加坡, 為吸引避險基金落腳著力頗多, 甚至只須 24 小時即能申請成立一家避險基金, 而香港亦在 2007 年 6 月份公佈一套簡化避險基金經理人向證券暨期貨事務監察委員會 (Securities and Futures Commission, SFC) 申請核發營業執照之計畫, 並降低申請規費。

亞洲市場的避險基金的規模目前呈現爆炸性的成長，至 2004 年年中，規模成長到 485 億美金，雖然這個數字僅佔全球避險基金的 5%，事實上，從 1994 年到 2004 年短短十年間，基金規模已經成長了 20 倍以上，從這裡已經可以看出亞洲市場避險基金有巨大的成長潛力。在我國，主管機關尚未開放避險自由的交易，但已有不少高淨值個人紛紛前往海外開戶，透過匯款到海外的方式，直接投資於國外的避險基金，其中又以香港為最大宗。

相較於亞洲地區避險基金業務的蓬勃發展，觀諸臺灣之資本市場，避險基金之投資卻仍在限制之列，其原因可能是主管機關基於保障投資人權益所採行之措施、早期國內投資者規模普遍未達避險基金要求之最低門檻，以及證券投資相關法規上之束縛所造成之交易限制等。然而並非所有避險基金均具有高度風險，且避險基金亦有其正面功能，例如在考量風險承受度後，避險基金本身的確能為投資人帶來相對可觀的利潤。其次，開放避險基金之操作亦可提高國內金融產業之專業水準。另外，國外文獻亦顯示避險基金亦扮演著上市公司監督者之角色，可以改善公司經營績效，提昇公司價值。此外，由 2007 年沸沸揚揚的萬泰銀行（股票代號：2837）增資案觀之，藉由與避險基金或私募基金之合作，亦將可協助企業引進更多國際化人才，拓展國際化之業務，與國際市場充分接軌。

綜言之，本研究旨在探索及分析避險基金近年來在國內外之發展動向、脈絡，及其所造成熱錢的進出對一國匯率的變動有何影響，並分析其利弊得失。同時，亦將透過蒐集、探討世界主要國家或組織就避險基金之運作經驗與成效，作為台灣未來政策研議之參考。此外，本研究亦將針對避險基金對於台灣資本市場所可能產生之影響加以探討，透過實證上各種操作策略報酬與風險分析以佐證其對資本市場貢獻，最後依研究結果提出具體建議。

第二節 研究方法與架構

(一) 研究方法

1. 分析比較法

蒐集國內外政府機關、金融機構及民間企業所架設網站資料及世界主要國家（包括美國、歐盟與亞洲國家等）關於避險基金之相關論述與資訊，

並參酌國內外學者專家之論著、報章雜誌、相關主題之座談會之資料及專家意見，輔以台灣相關法令與文獻，進行綜合歸納與分析。

2. 模擬分析法

蒐集各種常用投資工具之歷史報酬資料，以統計方法進行報酬與風險實證模擬，探討在各種避險基金常見之操作策略下，承擔風險是否可為投資人帶來相對應之合理報酬抑或超額報酬。

3. 提問暨實務訪查法

針對本研究架構下之各章節主題，提出理論與實務上所可能面對之問題，聽取相關業界人士及官方代表之意見，並將其列為本研究之重要參考。

(二) 研究架構

本研究主要架構如下：

1. 蒐集及探討避險基金之意涵、特色以及歐、美主要先進國家避險基金發展沿革，並討論其所帶來之優點與質疑。
2. 探析世界主要國家之避險基金發展經驗與個案研究，並探討避險基金之操作策略、運作績效與主要面臨風險。
3. 蒐集資料進行避險基金之操作策略及其潛在風險實證分析，進一步分析其實證意涵。
4. 探究避險基金於台灣之發展前景，及其對於資本市場所可能產生之影響與衝擊，並檢視制度上可能配合調整之處。
5. 綜合前揭討論，對主管機關提出相關建議。

第二章 避險基金概論

第一節 歷史沿革

避險的概念，最早起源於穀物的買賣，農民們害怕穀物價格下跌，加上買方為了避免穀物購買價格上漲，雙方一拍即合，形成了交易，其方式為彼此預先約定好一個價格在未來的某個日期進行交易，避免受到市場價格波動的影響。商品類的避險工具早在幾個世紀前就已經存在，然而金融商品的避險工具，則是近十幾年才慢慢發展出來。

美國的商品交易經過長期的發展進步，已經進展的十分成熟，加上標準化的契約交易，更是把投機者帶入市場，投機者的加入不僅承擔了避險者不願承擔的風險，更加活絡了市場的交易與價格發現機能。

在金融避險工具尚未完備的前提下，唯一的方式就是使用放空的策略，來規避投資組合所承擔的市場風險，這個概念是來自先前提到的澳洲裔美國人瓊斯，他於 1949 年創立第一支基金，不同於現今避險基金使用電腦運算所做出的複雜的策略，瓊斯是使用淺顯易懂的方式，主要是消除市場波動（指系統風險，systematic risk）對投資組合的影響，只有留下股票本身的風險（指非系統風險，non-systematic risk），如此一來基金的表現主要是取決於瓊斯的選股能力而非進入市場的時機。

在 1950 年代，放空（short sales）跟槓桿（leverage）都被視為是高度投機的工具，然而瓊斯卻將兩者結合，成為一項保守的投資策略，把一籃子的股票放空當作投資組合的一部分，用來對抗整體市場的下檔風險。由於市場風險得以控制，便可以利用槓桿來擴大其部位，即市場風險淨暴露等於多頭部位暴露減去空頭部位暴露。是以透過此種策略的運用，瓊斯避險基金的績效遠超越當時所有的共同基金，避險基金開始被媒體大肆的報導，進而受到市場的矚目。

投資人因為避險基金的高報酬而積極接觸避險基金，而傳統共同基金經理人則是被避險基金龐大的商機以及高額績效獎金所吸引，紛紛開始成立避險基金，在 1966 到 1969 年間，避險基金如雨後春筍般冒出，例如索羅斯(George Soros)的量子基金(Quantum Fund)、史坦哈特(Michael Steinhardt)的史坦哈特基金(Steinhardt Partners)以及羅伯森(Julian Robertson)的美洲豹基金(Jaguar Fund)，都是在這段時期成立的。根據美國證券交易管理委員會的統計，截至 1968 年底大約有 140 支避險基金。

然而在經歷 1960 年代末期到 1970 年中期的空頭市場打擊後，大部分的基金都因為沒有好好運用槓桿及控制風險，遭逢巨大損失而紛紛退出市場。

由於 1970 年代紛紛發展出新金融商品，從利率、匯率期貨到股價指數、選擇權契約等各種不同投資標的的選擇權合約相繼出現，使得 1980 年代以及 1990 年代避險及投機的活動更加活絡，除了標準化的期貨與選擇權契約外，更出現了量身訂作的金融避險工具，透過櫃台(Over-The-Counter, OTC)交易方式進行撮合，許多衍生性金融商品主要都是透過這種方式交易。

在經歷了 1970 年代的沈寂，隨著金融商品發展趨於完備，提供避險基金更大的發展空間，使得避險基金又開始復甦，1985 年著名的老虎基金(Tiger Fund)經理人羅伯森(Julian Robertson)在其交易策略中加入了金融期貨以及選擇權的運用，同時也使用全球總體投資策略。

1990 年代初期由於網路時代來臨，使得資訊的傳遞更為快速，讓投資更為自由，可以進行全球化的資產配置，新興市場(emerging markets)也吸引投資人更多關注，同時也讓以全球總體策略為主的避險基金有更多竄出的機會。自此，避險基金的數量還有管理資金的金額每年更是呈現倍數成長，多樣化的投資策略選擇，也使基金間的同質性越來越低。

目前避險基金的市場規模，根據 HFR(Hedge Fund Research)統計，全球避險基金所管理的資產總額(asset under management)於 2007 年底已超過 1.6 兆美元，基金商品估計超過 9,000 檔。

第二節 避險基金之意涵與特色

(一) 避險基金之意涵

避險基金的主要募集方式為私募制，所謂私募，即基金經理人私下對特定人招募之行為。私募的產生，主要是為了彌補一般基金(公募基金)不能滿足投資者多元化的投資需求，並利用政府監管及法律上的豁免與空隙，產生較大的靈活性與發展空間。如前段所述，避險基金的型態在境內多採有限合夥制或有限責任制，為了讓投資人享受租稅的利益通常會於境外免稅天堂(如開曼群島、英屬維京群島等)設置投資公司。以美國為例，避險基金通常採有限合夥制，避險基金可自由選擇是否向證管會註冊，相較於歐洲多數國家(包括英國)強制避險基金註冊的制度，美國對於避險基

金之監理留有較多的自由。由於避險基金要減低法令對其投資的管制，同時避免其基金規模過大而影響市場，故限制了投資的人數和類型以易於控制該基金之規模，也由於避險基金的高投資門檻，使其投資人多為機構法人和高淨值的個人。

投資人對『避險基金』常會有錯誤的聯想，認為投資該基金可以完全規避風險，其實它的風險並不亞於共同基金的風險。共同基金主要是追求相對報酬，即在股市多頭時，賺取至少與大盤一致的報酬，而於空頭時，則盡量多持有現金以降低其虧損，因此共同基金的表現容易受到市場波動的影響。而避險基金的基本精神是透過經理人同時運用現貨和衍生性金融商品，利用多空部位來規避市場風險，追求絕對報酬，因此避險基金的績效主要取決於基金經理人的操作策略與操盤能力。市場風險固然可藉由操作策略加以降低或消彌，同樣地，風險也可能由於其桿槓的操作而放大，因此避險基金所承受的風險不容小覷。

一般言之，避險基金之績效較共同基金為佳，當大盤表現不好時，避險基金可透過經理人的策略調整，使其即使在空頭市場仍可以賺取正報酬，故其能獲得較高的報酬，且由於其報酬績效多歸因於經理人的操作能力，因此與市場的相關性較低。關於兩者之比較，茲整理於表 2.1。

表 2.1 避險基金與共同基金之比較

基金種類	避險基金	共同基金
投資報酬目標	追求絕對報酬	追求相對報酬
募集對象	特定人（合格購買者）	非特定人（一般大眾）
與投資人的關係	合夥關係	信託關係
投資門檻	高	低
法令限制	較寬鬆	較嚴格
基金規模	愈大不一定愈好 （視投資策略而定）	愈大愈好（規模經濟）
流動性	較差（投資贖回受限）	較佳（可每天交易）
透明度	較低	較高
信用交易	可	不可
操作策略	彈性高（可兼採多空部位）	彈性低（有放空限制以及分散持股要求）
風險來源	策略型態與經理人操盤能力	市場風險
報價方式	Bid-offer	每日淨值
收取費用	管理費與績效費	管理費
行銷方式	行銷管道有限	可供一般散戶運用

(二) 避險基金的特色

一般而言，避險基金具有以下幾項特色¹：

1. 追求絕對報酬率

由於避險基金主要是經理人利用其財務工程知識，要求在風險最低下，追求一適當的絕對報酬，其所設定的目標報酬率不受指標指數多空的影響，且不以打敗大盤為目標，這點與傳統的共同基金不同，這是因為共同基金通常把台灣加權股價指數報酬當作其績效指標，然後追求跟大盤有一樣的投資報酬率。

2. 投資策略多樣化與市場連動性低

避險基金可同時採取多空部位，有別於共同基金被限制只能持有多頭部位，避險基金可以藉此規避整體市場表現不佳的影響，所以其市場連動性低，加上避險基金的投資標的尚包括衍生性商品等金融工具，所以其策略的運用非常具有多樣化。

3. 經理人可收取高額績效獎金

由於避險基金的獲利主要來自經理人本身能力，加上運用複雜的交易策略來進行投資，所以除了每年會收取 1% 的管理外通常還會收取 20% 左右的績效費用，也正由於經理人的酬勞主要來自績效費用，是以這項費用也是一種激勵經理人的方式，只有在基金有正的報酬時，經理人才可以獲得此績效獎金，有別於一般共同基金只能收管理費或是固定的年費，亦可降低經理人與投資人間的代理問題。

4. 低透明度之操作績效報告

避險基金的績效報告透明度較低，一般而言，避險基金的績效報告是每季公告，會計師審核報告一年揭露一次，且報告的內容只提供給其投資人而不會對外公開，況且財務報表只公開最後算出的淨報酬（投資報酬扣掉管理費和績效費用），並不會公佈其所作的交易策略，所以這也是為何避險基金要採私募的原因之一，如果以公開發行的方式募集資金就必須對外揭露避險基金持有的部位。

5. 較不受各國證券主管機關的管理

避險基金大多設立在一些免稅而且法律規定較不嚴格的國家或地區，這是為了讓其操作保有彈性。但有一個例外是美國，美國的金融管理體系發展相當健全，所以設立在美國的避險基金多採有限合夥

¹ 本段部分內容參考與整理自林金賢（2007）。

人制度，只要合夥人數可以維持在一百個人以內，就可以避免受到美國證券管理委員會的監理。

6. 多採私募的方式籌資

所謂私募係相對於公開募集而言，前者的資金來源主要是來自特定人士，後者則是對不特定公開大眾進行募資。這是由於為了保護投資大眾，主管機關對公開募集基金的規範相對於私募基金來得嚴格，故避險基金為求策略上的靈活起見，通常多採私募的方式為之。

7. 經理人大多投入自身大部分的財富以及績效門檻率之設定

由於避險基金收取很高的績效費用，因此經理人有誘因做出更冒險的投資決策，如此將使其投資人承受更高的風險，為了避免這樣的情形發生，有兩個配套措施：

- (1) 對於這種類型的基金經理人，必須要求投入其大部分的財產，如此一來，就可避免經理人任意使用投資人的錢進行風險過高的投資行為。
- (2) 可以設一個最低要求的報酬率，當作其門檻率或是高水平線，而無風險利率是最常被用來當作門檻率的指標，在這個報酬率以下經理人就不能收取績效費用。

第三節 避險基金之優點與限制

(一) 避險基金的優點

1. 報酬波動性低

由於避險基金係透過建立一個盡量讓 為零的投資組合，達到極小化市場風險的目標，使得投資績效不受到市場波動的影響，所以其報酬主要來自於 ，這部分報酬的高低就取決於經理人的選股能力。因此避險基金相較於一般共同基金，其與市場的相關性偏低，除了一些運用高風險策略的避險基金外，其波動性通常較市場為低。

2. 擴大效率前緣 (efficient frontier)

在資產配置內加入對避險基金的投資，並利用其報酬與市場相關性低之特色，可以改善整個投資組合的風險報酬關係，進而擴大效率前緣。

3. 策略運用自由

由於法令對於避險基金的管制較寬鬆，因此基金經理人使用投資策略的自由度很高，所以透過策略間彼此的搭配，可在市場動盪時仍然賺取絕對的報酬。

4. 降低代理問題（agency problem）

如前文所述，就基金管理的角度來看，因為有績效獎勵的誘因，使其利益與投資人利益一致，可激勵經理人努力操作，適度規避代理問題。

(二) 避險基金的限制

1. 閉鎖期及贖回規定（流動性與變現性受限）

當投資人正式加入投資避險基金行列後，另一個關心的焦點便是贖回的相關議題。通常避險基金的流動性比共同基金來得差，後者提供每日的流動性，然而美國的避險基金通常會要求一年或是一年以上的閉鎖期，只有一些境外的基金，可以允許可以每季或是每月贖回。一般而言投資人加入或退出的時間每季只開放一次，一旦加入則會受到閉鎖期的限制。由於某些基金採用的是長期的策略，延長閉鎖期有其必要性，如此則經理人進行操作時無庸分心考慮流動性問題。不過相對而言，這對投資人將造成另一種風險，導致資產的流動性與變現性受到限制，而且在進行贖回前必須先告知經理人，通常要在贖回日的 30 天、60 天或 90 天前告知。

2. 最低投資門檻

由於避險基金的加入門檻(entry level)相當高，使其素有「富人俱樂部」稱號，在美國通常它規定最低的投資門檻是一百萬美金，不過不同國家或地區設定的門檻金額通常會不一樣，有可能調降到五十萬美金，也有可能更低。然而在美國的最低投資金額只會更高，那是因為在美國的避險基金都是有限合夥制，人數只有一百人，所以會要求其投資人要拿出更多的資金，加上經理人必須對其投資人負責，且其採用的交易策略十分複雜，如果投資人數很多的話，將浪費太多時間在對每位投資人進行解釋，而且還可能因為不了解而產生糾紛。是以避險基金的投資人，大多是高淨值的個人戶（也就是中實戶），大部分資金來自機構法人，而散戶因為受到許多限制，所以無法直接投資。

3. 缺乏各國政府正面的支持

避險基金的資金雖已流通在各國間，但是各國的主管機關卻仍給予避險基金不同於共同基金的待遇。就已開發國家而言，即便在

私募的情況下，仍然為投資人的投資設立了嚴格的限制，例如有投資門檻、還有投資人數的限制；而開發中國家因為金融市場尚未發展健全，是以一方面既期待資金流入所帶來經濟的繁榮，但另一方面又害怕它將造成市場的動盪，更嚴重的話還可能造成金融危機，故持保留態度。

4. 相關資訊取得困難

雖然避險基金發展迄今已有將近五十年的歷史，但是跟一般投資人中間卻有如隔著一道無形的鴻溝。畢竟，避險基金並非透過公開募集而是採取私募的方式，因而受到相當程度的限制。例如在嚴禁廣告之前提下，投資人要取得相關資訊又更加的困難。再加上避險基金本身對於資訊的釋出也是有所保留，從經理人的角度來看，他們本身並不願意對於自己採取的策略或投資標的多做揭露，所以一些公開的資訊都是比較無關緊要的。更甚者，媒體方面對於避險基金的報導通常都是負面的，常將「高風險」、「高槓桿」、「投機」等印象與之連結，使得一般投資大眾對其產生誤解與排斥。

第四節 文獻回顧

較諸共同基金，有關避險基金方面文獻的確較為缺乏，但近來相關研究活動亦如雨後春筍般蓬勃發展，以下將分別略述國內與國外相關文獻。

國內文獻方面，周冠男、蘇姿寬（2006）所撰「避險基金的風險與報酬及其在台灣的發展契機」一文，首先介紹避險基金，並由國外的避險基金經驗探討其投資風險。再者，比較國內外法規制度，觀察國內相關法規是否有改善之空間。該文主要著眼於分析避險基金之投資策略及相關之金融風險，並列舉數個著名避險基金個案，同時亦探討避險基金在台發展之前景並提出建議。黃淑華（2006）一文主要從避險基金管理之問題與效益雙方面著手，目的在於確認贊同與反對管理避險基金之主要理由，並探討最理想之管理方式，最後建議避險基金管理應著重於系統性事件。林文琇（2001）摘要了「金融穩定論壇」（Financial Stability Forum）於2000年4月「資本移動」、「境外金融中心」，以及「高槓桿金融機構」三小組的研究報告，指出工作小組的報告將以避險基金為首的HLI（Highly Leveraged Institutions，高度槓桿機構）對金融穩定的影響分成兩方面，其一是針對HLI財務槓桿過大，一旦操作不當，將形成連鎖反應，而造成系統風險，例如LTCM事件。其二是HLI的操作方式可能影響市場機能，涉及蓄意

操縱市場價格，這點主要是針對 HLI 在新興市場有興風作浪嫌疑進行研討。關於系統風險的防範，工作小組認為應該透過加強金融監理、避免金融機構對 HLI 提供過度之信用，以及要求 HLI 加強揭露等間接的方式，來防範 HLI 累積過多風險。至於若干人士主張將 HLI 和金融機構一樣納入管理（直接管理），工作小組並不建議採行，仍傾向於採用間接管理方式，由金融機構藉由加強風險管理、密切掌握交易對手資訊及嚴格審核授信等方式，避免對避險基金等 HLI 機構形成過度授信。羅嘉宜（2003）文中則節錄美國證管會針對避險基金現況召開公聽會並於九十二年九月間發布「避險基金研究報告」，其重點建議部分主要如下：一、避險基金目前非屬公開募集資金之行為；二、加強監理「投資避險基金之基金」（Fund of Hedge Fund，簡稱 FOHFs）。此外，其他重要建議主要為 1. 券商管理問題：針對部分券商私下仲介、銷售或募集避險基金或 FOHFs 之行為，美國證管會及券商公會（NASD）已著手調查其適法性問題。2. 促請成立避險基金業者自律管理機制並建置從業人員道德規範。

國外文獻部分，由於避險基金之實際運作已行之有年，故相關文獻較國內豐富。早期發表且廣為後人引用文章為 Ackerman, McEnally and Ravenscraft（1999），文中發現避險基金績效表現（以 Sharpe ratio 衡量）普遍優於共同基金，其風險亦高於共同基金。儘管如此，避險基金報酬並不一定優於市場（大盤）。此外，由於避險基金非強制揭露訊息導致資料取得不易之特性，實證上必須控制相關的資料偏誤（data-conditioning biases），文章發現這些偏誤對實證結果並無太大影響，避險基金績效表現仍舊優於共同基金。Fung and Hsieh (2000) 文中證據顯示避險基金於歐洲匯率機制危機期間對市場產生重大衝擊，然在亞洲金融危機期間則無此現象。另外該文亦指出避險基金造成跟單效果（herding effect）之實證證據並不明確，例如，1992 年歐洲匯率機制危機時較明顯，但在其他危機事件則少有顯著證據。Malkiel and Saha (2005) 利用 TASS 資料庫分析避險基金 1996 至 2003 年風險與報酬，發現過去實證中避險基金績效之所以高於共同基金，有一部份結果係因避險基金的不強制揭露訊息特性以及回填效果（backfilling effect）造成，導致避險基金報酬被高估。修正了回填偏誤（backfill bias）與存活偏誤（survivorship bias）後，避險基金績效未必如一般想像中那麼好。即便平均而言避險基金績效高過共同基金，仍須留意避險基金橫斷面的差異，較諸共同基金，避險基金間彼此表現良窳差距頗高，值得投資人注意。

Amenc et al. (2003)使用 1995 年到 2000 年，共 300 筆美國避險資金的資料，以擇時模型為避險基金分析一個資產分配策略，發現了一個完美的擇時模型，可以預測有哪些基金的報酬會高於平均市場指數三倍。

另外，憑著複雜的策略，避險基金享有很高的績效獎勵。Brown et al. (1999)指出美國避險基金的管理費平均是 1-2%，然而其績效費則是超額獲利(above benchmark profits)的 5%到 25%。不同於共同基金追求穩定的相對報酬，它們會找到一個基準作為衡量的指標（例如 S&P500），而避險基金通常追求一個絕對報酬，例如 LIBOR 加上溢酬(Liang 1999)。根據經驗主義的研究，發現避險基金的表現與績效費有很大的相關(Ackermann et al., 1999 年; Liang 1999)。

由於避險基金受到較少管制，可以運用很複雜的投資策略進而提高其績效獎勵，這些原因都影響到避險基金的報酬表現，使得避險基金的報酬不接近常態分配，先前一些研究的發現都可以支持這個假說。（例如，Agarwal and Naik, 2002; Fung and Hsieh, 2001; Lo, 2001; Brooks and Kat, 2002; Kouwenberg, 2003）。因為避險基金的報酬不是常態分配，使得一些傳統的衡量績效方法，例如 Sharpe 比率或 Jensen's alpha 都不再適用於衡量避險基金的績效(Amin and Kat, 2003)。但是，先前的研究(例如，Ackermann et al., 1999; Liang, 1999)，都是使用那些傳統的方法來衡量避險基金的績效，並且指出避險基金的績效通常比共同基金和市場指數來得好。

顯然之前的研究已經發現，傳統的方法不再適合用來衡量避險基金的績效，所以需要經過修正來提高其衡量的準確度，之後由 Gregoriou and Gueyie (2003)提出一個修正後的 Sharpe 比率，用來當做衡量避險基金報酬的替代方法，他們使用修正過的風險值(modified VaR)，而分母也不再使用常態分配下的標準差，進而提昇了 Sharpe 比率衡量的精確度。一般標準的 VaR 只考慮平均數和標準差，而修正過的 VaR 不只考慮平均數及標準差，更考慮到三階偏態與四階峰態，是一個衡量基金報酬的優越測量工具。在經過 1997 年到 2001 年，利用蘇黎士資本市場的 90 檔基金測試這些修改過的衡量工具，Gregoriou and Gueyie (2003)發現在控制風險後大型基金比小型基金有更好的績效，這結果可由大型基金的流動性來解釋。而且在比較傳統跟修正後的 Sharpe 比率後，Gregoriou and Gueyie (2003)發現使用傳統 Sharpe 比率所得到的值會比較高，這是由於傳統方法預期的常態分配與實際上的厚尾分配在狀態上有所不同，所以低估了極端事件發生的機率，

進而低估了實際上承擔的風險。

Fung et al. (2004)使用了 Rubinstein (1976)和 Leland (1999)的方法，用更高階的 CAPM 來衡量風險，證實先前研究的結果，發現績效費對於 beta 和報酬有很大的影響。然而，經過和傳統的 beta 及 Jensen's alpha 比較後，卻發現利用此修改過的方法去衡量，所得到的結果並沒有顯著的差異，因此得到一個結論，就是，使用更高階的方法對於衡量避險基金的績效並沒有顯著的影響。

由先前的文獻可知，資料選擇偏誤在衡量避險基金的表現上，會帶來很大的影響。避險基金主要的偏誤來自於存活偏誤，Fung and Hsieh (2000)與 Brown et al. (1999)發現這個偏誤大約是 3%，然而，Ackermann et al. (1999)表示存活偏誤係由終止偏誤 (termination bias) 和自我選擇偏誤所組成的，而且兩方面所造成的偏誤會有所抵消。舉例來說，Liang 使用 HFR 資料庫研究，發現資料的存活偏誤大約每年是 0.6%，較 Ackermann et al. (2000)發現的 0.16% 高了許多，而且存活偏誤 0.16% 還比共同基金的 0.5-1.4% 低上許多，有許多學者認為不合理，因為在一般印象中，避險基金的風險比共同基金來得高 (Liang, 2000)，是以造成論戰。

先前的研究，由另一個角度檢視避險基金與其他資產的關係，發現把避險基金加到投資組合裡面，對於績效的表現有明顯的改善，例如 Fung and Hsieh (1997)表示一個包含 60% 美國股票和 40% 美國債券的投資組合，其年報酬率是 11.55%，標準差是 7.97%，如果把避險基金以一樣的權重加到此投資組合內，則其平均報酬可以增加到 15.92%，標準差則減少為 7.10%。此外，Cowell (2003)將避險基金加到共同基金的投資組合裡，發現此舉比多角化更能有效的改善報酬以及降低風險，這是因為避險基金與其他共同基金或資產的相關性比較低，所以預期避險基金的加入，可以改善整個投資組合的風險報酬架構。

之後為了更瞭解避險基金的主要特徵，有許多研究紛紛發展模型來解釋避險基金的的績效表現。例如，最近 Capocci and Hubner (2004)透過結合幾個傳統的模型來檢視避險基金的表現，其中利用傳統 CAPM 調查全球 6000 多檔避險基金的表現，發現平均 $\text{adj } R^2 = 0.44$ ，再加上 Carhart (1997)，Fama and French (1998)和 Agarwal and Naik (2002)的方法，增加其他因素發展出一個多因子模型，其平均 $\text{adj } R^2$ 提高到 0.66，表示此新模型在解釋避險基金的績效表現比先前的模型還要好。

最後，還有為數不少的研究是關於檢視避險基金經理人的技巧。例如，Brown et al.(1999)和 Agarwal and Naik (2000)使用美國避險基金的資料來分析，但是卻找不到證據證明經理人自身的能力會影響避險基金的績效。之後，Fung et al. (2002)則是運用市場擇時模型來檢視全球 115 檔的股票型避險基金 (global equity based hedge funds)，跟之前的研究結果一致，發現並沒有證據顯示避險基金經理人有市場擇時能力。

綜觀上述文獻，國內學界對於避險基金之基本問題與重點方向已有初步研究，然尚未出現具有綜合性之分析成果。尤其在於操作策略與報酬風險架構方面之研究，尚未出現實證分析結果作為開放避險基金操作建議之有力佐證。對於避險基金，應如何進一步研擬其政策上之導向與法制上之規範，實有必要就實務狀況為一綜合性之討論，並以他山之石參酌先進國家施行經驗與相關建議，衡酌台灣市場現況，提出因地制宜之建言，如此則為本研究價值之所在。

第三章 避險基金個案研究與操作策略探析

第一節 世界主要國家之避險基金個案與事件研究

隨著投資環境的改變、資本市場的活絡程度增加，吾人可以發現避險基金強調的絕對報酬吸引了不少投資人的注意，且投資人的型態亦由原先資產規模較高的機構型投資人，轉變為散戶的型態。而機構法人近年來也開始透過組合式基金或是傘型基金的形式，將避險基金拆解以讓其投資單位降低，使一般投資人得以輕易加入避險基金的投資。根據 Hedge Fund Research (HFR)統計，截至 2007 年底，全球避險基金的總管理資產已達到 1.6 兆美元，避險基金的數目至少有 9,000 檔之多。

在這一小節中，我們將先對在避險基金的發展史中對基金市場及全球資本市場影響較大且具代表性的幾檔避險基金稍作簡要說明，並藉由三次事件略述避險基金與外匯市場之關係，以及討論次貸風暴對避險基金之影響。之後，再對於目前世界主要國家，如北美、歐洲等，其避險基金市場的發展情形做概略的了解。

(一) 重要個案與事件研究

避險基金在近年來尤為盛行，過去十年間在市場上較為活躍、較具代表性的避險基金有索羅斯的量子基金、LTCM 和老虎基金等。雖然這些基金先後的退出市場或改變交易策略，但在當時都不約而同的掀起了一股投資的熱潮，並獲得可觀的報酬。以下針對這三檔避險基金的背景、交易策略及投資過程略作介紹²。並藉由三次事件略述避險基金與外匯市場之關係，以及討論近來次貸風暴對避險基金之影響。

一、量子基金(Quantum Fund)

1. 簡介

量子基金 (Quantum Fund) 是由喬治·索羅斯 (George Soros) 成立的，其前身是雙鷹基金 (Double Eagle Fund)，1969 年創立時，資本額為 400 萬美元，1973 年改名為索羅斯基金，資本額約 1200 萬美元。量子基金設立在紐約，但其出資人皆為非美國籍的境外投資者，從而避開了美國證券交易委員會的監管。不到 30 年的經營，至 1997 年末，量子基金持續維持平均年報酬達 30% 的紀錄，已增值為資產總值近 60 億美元的巨型基金。

² 三檔避險基金之說明與介紹主要參考自周冠男與蘇姿寬 (2006)。

量子基金大量運用衍生性金融商品和槓桿融資，從事全方位的國際性金融操作。其規模雖然只有 60 億美元，但由於可透過槓桿融資等手段，取得相當於幾百億甚至上千億資金部位，因而成為國際金融市場中一股舉足輕重的力量。避險基金對一種貨幣的攻擊往往是對該種貨幣進行大規模賣空，從而造成此貨幣的貶值壓力。對外匯準備較為窘困的國家，其最後所剩的唯一辦法只能任由貨幣貶值，從而使處於空頭的避險基金大獲其利。

2. 狙擊英鎊

1992 年歐洲各國為了歐元預作準備，透過建立歐洲央行的體系，實行統一的貨幣政策，進而統合成全球最大的經濟體。當時因東西德的統一，使德國的經濟實力有明顯的增強，但此時英國及義大利，卻陷於經濟衰退的陰影中。這使索羅斯認為有機可乘，首先攻擊義大利里拉，獲利三億元。

在放空里拉獲得重大勝利後，隨即鎖定英鎊繼續攻擊。1992 年 9 月，索羅斯大舉拋售英鎊，英國政府被迫提高利率，促使資金回流至英國市場，從而使英鎊匯價穩定下來；而外匯市場中，各投資機構亦開始瘋狂拋出英鎊，造成英格蘭銀行護盤失利，索羅斯賺進十億美元，英國與義大利也相繼宣布退出象徵歐洲整合的「歐洲匯率機制」。

3. 亞洲金融風暴

1997 年 5 月，以索羅斯為首的國際投機客開始大舉拋售泰銖，使泰銖幣值大幅下跌，雖然泰國央行與新加坡央行聯手干預，企圖保衛泰銖，但投機客不斷的籌集資金、不斷的狠拋泰銖，泰銖兌美元的匯率屢創新低，而泰國區區 300 億美元外匯準備早已用罄，泰國央行終於被迫宣佈實行浮動匯率制。

在泰銖一役取得重大勝利後，索羅斯更斷定東南亞其他貨幣在骨牌效應下，也將隨之崩潰。於是將資金轉戰到菲律賓、印尼、馬來西亞與新加坡等其他東南亞國家。向來以體質健全著稱的新加坡元也在三個月內急貶 15 %，遑論菲律賓披索、印尼盾以及馬來西亞幣，在索羅斯等投機客的攻擊下，各國都無力阻止，也紛紛放棄了捍衛行動。但金融風暴並未就此停歇，並隨即擴散到東北亞，韓國、台灣、日本也同時受到波及，最後更擴及全球。

4. 港幣保衛戰

97 年 10 月，香港股市開始下跌，香港銀行同業拆借利率節節上揚。在其他國家，不論是紐約道瓊工業指數，或東京股市，全球各地股市形

成普遍狂跌；而香港恆生指數下跌點數創歷史之最，此時，香港股市的震盪已並不僅僅侷限於自身因素了。

國際投機客狙擊港幣的行動不僅在港幣匯價上獲利，並要在股票市場和期貨市場上獲益。對此，香港金融管理當局進行了一連串的措施，一是動用龐大的外匯準備吸納港幣，二是調高利息並抽緊銀根。港股終於在連續下跌後開始強勁飆升，主要是有中資及外地資金入市，多家藍籌、紅籌上市公司從市場買回股份，推動股市上揚。在股市強勁反彈之下，港幣匯率也恢復穩定。至此，港幣保衛戰也告一段落。

5. 基金元氣大傷

在過去 30 年的歷史中，量子基金的平均報酬率高達 30 % 以上，然而，從 1998 年底起基金規模已從 103.6 億美元減至 1999 年 4 月的 82.5 億美元。主要虧損原因是量子基金投資俄羅斯債券。由於俄羅斯金融危機爆發，盧布匯價急速下跌，索羅斯投資的俄羅斯債券價格亦狂跌，量子基金損失慘重，損失約 20 億美元。在經過俄羅斯債務危機及對日元匯率走勢的錯誤判斷遭受重大損失後便專注於美國股市的投資，尤其是網路股的投資。但 2000 年 4 月美國那斯達克指數狂跌 30 %，量子基金再度蒙受重大損失，總數達近 50 億美元，量子基金元氣大傷。爾後，量子基金改變投資策略，主要從事低風險低報酬的套利交易。

二、長期資本管理公司 (LTCM)

1. 簡介

長期資本管理公司 (Long-Term Capital Management, LTCM) 早期在金融界裡是算最大且著名的避險基金之一，擁有優秀的明星團隊。LTCM 原由選擇權訂價理論的創始人，因而獲 1997 年諾貝爾經濟獎的 Myron Scholes 和 Robert Merton 等人於 1994 年成立，資本額 48 億，以避險基金的方式，利用財務槓桿操作，主要投資策略是相對價值策略與反向策略。營運之初每年的投資報酬率逾 40%，為公司股東及投資人賺進數十億美元，直至 1997 年底，該公司仍有著相當不錯的高額獲利。

如前所述，LTCM 主要的交易策略有反向交易策略與相對價值策略。反向交易策略是利用國內國際上利率上的偏離來獲利，例如以流動性利差及遠期利率交換利差來作為套利的工具。由於剛發行的 30 年期 T-bonds 流動性較高，擁有較高的價格，而已發行 3 個月的 30 年期 T-bonds 流動性較低，因此價格也較低，可藉由買進低流性的 T-bonds 及賣出高流動性的 T-bonds 來獲利。或是預期兩國 spread 終將收斂，以買進高風險地區銀行浮動利率與公債利率間的 spread，及賣出低風險地區的 spread 來賺取價差。而相對價格交易策略則是試圖利用特定金融

工具的價格無效率性賺取利潤，換言之，即是利用證券間價格的的偏離最終會收斂來獲利。

2. 績效急轉直下

到了 1997 年初，LTCM 的基金規模直逼 40 億美元，其中也包括了大量的槓桿交易。而此時歐洲許多債券市場的價差都開始收斂，LTCM 的獲利空間開始縮小，這是 LTCM 佳績不再的原因之一。為了維持先前的高獲利，LTCM 開始增加槓桿比率，並開始介入某些先前沒有交易經驗的金融商品，這些金融商品許多都是不需要揭露在財務報表上的，不熟悉且大規模的槓桿交易導致 LTCM 承擔的風險愈來愈高。

在 1997 年，俄羅斯的經濟開始變得不穩定，公債的利率逐漸攀升。LTCM 作了一個 GKO（俄羅斯政府公債）附買回交易，LTCM 向投資銀行借款購買 GKO，收取 GKO 的利息，並付給投資銀行浮動利率。到了 1998 年 8 月初，利息已經升至 70%，8 月中時，GKO 終於違約且盧布開始大幅貶值。此時俄羅斯關閉外匯市場，盧布暫時停止兌換美元，LTCM 的盧布利息已經沒有價值，而 GKO 也已經違約，這造成 LTCM 巨大的損失；另一方面，交易對手也開始發出追繳通知。到當年度八月底時，LTCM 已經虧損了 5.5 億。

除了俄羅斯金融危機之外，1997 年還有亞洲金融風暴，這使得投資人都傾向於流動性較好、品質較佳的投資，而賣出流動性較差的產品，造成其間的價差愈來愈大，與 LTCM 原先價差收斂的預期背道而馳，因而產生了巨額的損失。另外由於波動性變大，投資者紛紛以期貨選擇權進行避險，如此更加大了流動性的價差。最後到了當年度九月，LTCM 的權益剩不到 10 億美元，但這 10 億卻擁有 1000 億的資產部份及 1.2 兆的表外資產，比起四月時的 45 億美元，銳減許多。

由於 LTCM 握有相當鉅額的各式商品部位，加以所持有的部分佔市場比重頗高，一旦清算將會引發連鎖反應影響到整個市場，勢必再度嚴重衝擊全球金融市場，進一步爆發更嚴重的全球金融危機，於是驚動美國聯準會主席葛林斯潘 (Alan Greenspan) 出面收拾殘局。當時萬一 LTCM 倒閉將會有數千億美元的各式公債、股票被迫認賠出場。以當時全球約有 4,000 檔避險基金，總規模 4,000 億美元，加上 25 倍槓桿估計，有 10 兆美元的部位岌岌可危，全球金融市場屆時勢必造成恐慌，不僅拖垮其他跨國銀行，更將進一步使全球金融市場崩潰，迫使葛林斯潘不得不出面召集全球 14 家頂級銀行團緊急集資 36.5 億美元買下 LTCM 90% 股份，把權益數提升至較為合理的 40 億美元，槓桿比率為 25：1，並降息 0.25 百分點，暫時解除 LTCM 的破產危機。

三、老虎基金 (Tiger Fund)

老虎基金的創始人朱利安·羅伯森 (Julian Robertson) 在 1980 年集資了 800 萬美元，創立了老虎管理公司，將金融期貨及選擇權交易納入其操作策略中，同時也採用全球總體投資策略。在 1985 年初，羅伯森預期美元即將走貶，買進約 700 萬美元的外幣買權，包括英鎊、馬克、瑞士法郎及日圓，在短短數月之內，投入資金的報酬高達數百倍。在 1993 年攻擊英鎊、里拉成功，老虎基金公司管理的資金迅速膨脹，成為美國最為顯赫的避險基金之一。在 1998 年的夏天，其總資產達到 230 億美元的高峰，一度成為美國最大的避險基金。

然而自從 1998 年下半年，俄羅斯爆發金融危機後，日元對美元的匯價跌到 147：1，羅伯森預計將跌至 150 日元以下，因此大量放空日元，但日元卻在日本經濟沒有任何好轉的情況下，在兩個月內急升到 115 日元，羅伯森損失慘重。僅在 10 月 7 日一天，老虎管理公司就虧損了 20 億美元，而 10 月份共損失 34 億美元，再加上 9 月份的損失，其在日元的投機上喪失了近 50 億美元。1999 年，羅伯森在股市上的投資也告失敗，買進美國航空集團和廢料管理公司股票，但其股價卻持續下跌。從 12 月開始，近 20 億美元的短期資金撤出，到 1999 年 10 月共有 50 億美元的資金從老虎基金管理公司撤走，投資者的撤資使基金無法專注於長期投資，更影響長期投資者的信心。到了 2003 年 3 月 31 日，羅伯森宣佈將結束旗下六檔避險基金的全部業務。

老虎管理公司從頂峰的 230 億美元到虧損 885 億美元，只用了 18 個月時間。羅伯森宣佈老虎管理公司倒閉的同時，決定在兩個月內對公司 65 億美元的資產進行清算，其中 80 % 歸還投資者，自己剩餘的 15 億美元將繼續投資。

四、避險基金與外匯市場

由於避險基金之投資策略相當多元，外匯市場往往也在其投資範圍之內，以下便透過三個 1990 年代發生的事件，敘述一下避險基金與外匯市場之關係。

1. 1992 年黑色星期三

黑色星期三亦即所謂的英鎊危機，是英國政府被迫讓英鎊脫離歐洲匯率機制 (European Exchange Rate Mechanism, ERM) 的日子。當時英鎊加入歐洲機制僅兩年後退出，英鎊隨即大貶。

歐洲匯率機制設立於 1979 年，其目的是在於減少匯率的變化，增加歐洲貨幣的穩定性，為歐洲經濟暨貨幣同盟 (Economic and Monetary

Union, EMU)及 1999 年單一貨幣歐元的誕生預作準備。整個過程主要是由政治力量所驅動，意圖讓德國的命運與歐洲其他國融為一體，讓其他各國在經濟上師法德國央行的低利率及低通膨政策。

英國 1990 年才以一英鎊對二 九五馬克的匯率加入歐洲匯率機制，當時很多人都認為這個匯率高估英鎊的價值。英國政府為了符合歐洲匯率機制的規定，必須限制英鎊兌馬克匯率只能浮動於上下 6% 之間。匯率的高估使英國很快便陷入經濟蕭條，但是為了配合德國的利率並維持匯兌機制，也必須跟著升息。1992 年 9 月，當英鎊兌馬克匯率接近浮動區的下限時，當時許多市場上的交易員逐漸加碼拋售英鎊，迫使英國央行不得不介入，大量買進英鎊拉抬匯率，以符合歐洲匯率機制的規範。但是英國企業因為害怕英鎊大貶，也紛紛售英鎊避險，導致英鎊面臨更大的貶值壓力。

當時英國政府為了驅退投機客，將利率從 10% 提升為 12%，拉高借入英鎊的成本，使得貸出更有利。但是這項措施反而使投機客更放膽操作，讓避險者更加恐慌，導致大家持續拋售英鎊，即使英國政府恫嚇將進一步升息至 15% 也毫無效用。因為投機客很清楚，在經濟蕭條時，持續以升息的方式捍衛匯率並非長久之計。最後，在 1992 年 9 月 16 日星期三當晚，英國正式宣布棄守匯率浮動限制，於後續幾週內，英鎊兌馬克的匯率急貶 15%，讓投機客賺了一筆，並重創了英國國庫，損失估計超過三十億英鎊。而英鎊匯率最後在 1995 年貶至二 一六馬克。

2. 1997 年亞洲金融風暴

1990 年代，許多東南亞國家的匯率都是釘住美元，只在各國央行設定的區間範圍內波動。1990 年代前期，美元走貶，所以東南亞國家的競爭力大增。1995 年起，美元開始受到外貿的影響而升值，尤其是兌日圓方面，1995 年 4 月至 1997 年 1 月期間升值 50% 以上。東南亞國家的貨幣因為釘住美元，所以也跟著升值，競爭力日益削減。

釘住美元的匯率政策，讓東南亞當地的借款者可以取得較便宜的境外資金，因為美元利率比國內的利率低，而且匯率又釘住不變。他們也同時向日本大舉借，當時日本的利率不到 1%，而且 1995 年以後，日本的政策顯然是要讓日圓貶值。在匯率穩定下，東亞各國的投資人便認定這樣的交叉貨幣借貸行為大概是毫無風險的。但是經常帳赤字、競爭環境日益激烈、美元走強等因素都不利於管理式浮動匯率制度的控管。1997 年中，日本銀行被迫必須增加資產規模，是故比較不願意讓短期債務展期，東南亞借款人的資金因此大幅縮減，再加上 1997 年 5 月日圓突然大漲，導致系統突然緊縮。

當風險日益明顯時，人們也開始為外匯部位避險，大量拋售東南亞貨幣。隨著壓力逐漸高漲，當東南亞各國的匯率逐步逼近浮動匯率下的下限時，各國的央行也愈來愈難捍衛他們的匯率機制。

1997年7月，泰國央行眼見外匯存底日益縮水卻無法捍衛匯率機制，只好放棄固守匯率浮動區間的限制。泰銖在缺乏央行的護盤下，兌美元的匯率立即暴跌23%。在此同時，借入美元及日圓、但以本國貨幣還款的借款人急著為外匯部位避險，因而造成東南亞各國匯市以及「亞洲四小龍」相關的資產全面重挫，產生連鎖反應。外資正在無視各國的情況差異下，火速從東南亞撤出資金，泰銖最後貶值50%，東南亞其他國家的匯市也深受打擊。

3. 1998年俄羅斯危機

部分人士認為俄羅斯危機基本上是亞洲金融風暴的延續，因為亞洲經濟風暴感染全球，也使得投資人連帶縮減高風險地區的投資（如新興市場）。在1998年以前，俄羅斯是投資者最愛的標的，因為俄羅斯在當時是剛脫離鐵幕的經濟大國，而且大宗物資豐富。但是當外資開始縮減對俄羅斯的投資時，俄羅斯也因為當地人將資金外移，以及政府的金融管理失當，而使投資環境加速惡化。

眼見著資本開始外流，俄羅斯政府不斷更換財務部長，持續升息，也提出多種國際緊急援助方案，但是最後只能承認失敗。1998年8月17日，俄羅斯聯邦政府與俄國央行宣布貨幣貶值及延期償付2,810億盧布的政府公債。盧布對美元的匯率從六急貶至二（到2002年已經貶破三大關），公債形同廢紙。從危機爆發前到爆發後，俄羅斯股價指數從570高點一路下跌至36點。於此同時，由於世界各地有許多金融機構為了規避俄羅斯境內的風險，而和俄羅斯的銀行簽署衍生性商品合約。當俄羅斯銀行破產時，這些避險部位不僅毫無避險作用，反而變成交易對手的信用風險。

俄羅斯盧布的貶值與公債倒帳讓許多全球宏觀經理人大受打擊，也是全球宏觀避險基金逐漸沒落的開始。1998年索羅斯的量子基金與老虎基金的資產總額皆達高峰（分別是220億美元與250億美元）。索羅斯因為一天之內損失十幾億美元，而老虎基金因為在其他市場也有大量虧損，而使得虧損加劇，尤其是日圓的套利交易。

透過前面這三起事件，吾人可以察覺一項共同點，就是避險基金的操作往往對外匯市場之波動具有推波助瀾的效果，至於其對外匯市場之影響，則留待後面章節再做討論。

五、次貸風暴對避險基金之影響

美國經濟地基 - 房地產市場受到次級房貸風暴的拖累，已然成為這波美國經濟陷入衰退的最大關鍵因素。之前由於原油帶動的原物料價格上漲，聯準會為了抑制通膨壓力而陸續升息，導致貸款者還款壓力大增，也造成次級房貸違約率大幅攀升，對美國金融市場產生相關的負面效應，一些體質較不健全，以經營次級房貸業務為主的金融業者如新世紀金融公司等，紛紛被迫停止業務，甚至走向倒閉一途。2007年7月份開始，美國抵押貸款風險影響加大，整個次級房貸風暴使得全球股市都受到影響，避險基金更是首當其衝，不僅報酬下滑，部分基金更面臨清算的命運。其中以次級房貸為投資標的之共同基金、避險基金、以至大型銀行與保險公司，都面臨了資產大幅損失的風險。華爾街著名投資銀行貝爾斯登（Bear Stearns）旗下的兩檔避險基金 High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund 以及 High Grade Structured Credit Strategies Fund，即是因投資次級房貸而出現嚴重虧損，使得貝爾斯登瀕臨倒閉。其中一檔基金的資產已一無所剩，另一檔基金的價值也大幅縮水至原有規模的 9%。這兩檔避險基金投資規模均超過 200 億美元，並且有相當的比例投資於次級房貸債券型的複合證券。此外，高盛公司旗下的一檔基金則在 2007 年 8 月中獲得 30 億美元的挹注，才得以繼續營運。而澳洲麥格理銀行也在 2007 年 9 月表示旗下 2 檔高收益基金投資者蒙受 25% 損失。

然而，卻有一檔成立於美國加州的避險基金，受惠於今年美國次級房屋抵押貸款風暴，已經達到了 1000% 的報酬率，使其躋身全球獲利最佳的避險基金之列。Lahde Capital 在去年由 Andrew Lahde 所成立，由於近來信貸市場仍餘波盪漾，其旗下的一檔避險基金，2007 年 11 月已衝破扣除手續費後獲利仍達 1000% 的高點。根據倫敦《金融時報》報導，次貸相關證券價值的下滑，反而使一群早就看出次貸問題所在的基金得到可觀的獲利。這些避險基金從去年起，就利用衍生性商品投資低品質美國家庭貸款的空頭部位，而這個投資策略，讓他們在 2007 年內已賺了超過 200 億美元，成了有史以來獲利最高的單一投資。

另外，其他反向操作次貸市場的避險基金，如 Paulson & Co 旗下的 Credit Opportunities，在 10 月底報酬率達 550.8%；另一檔成立於美國德州的 Subprime Credit Strategies Fund，則有 526.5% 的報酬率。在這些避險基金中，規模最大、管理 280 億美元的資金的 Paulson & Co，已藉此賺進 120 億美元，Lahde Capital 則算是同類型避險基金中規模最小的。雖然它的收益如此高，但 Lahde 卻已經開始把資金還給投資人，並告訴投資人，「風險報酬數字所表現出的吸引力已經大不如前」。

雖說在次貸風暴下有部分避險基金仍然表現亮麗，整體而言，吾人可

發現避險基金已經不再如早先般容易獲利了。究其原因應該是私募基金業者的便宜子彈優勢不再。近年的私募股權主要靠機構投資人和銀行低利貸款提供資金，但是現今長期信貸利率升高，使借款成本墊高。黑石公司為何計畫要上市，就是已經不能忍受間接金融的昂貴資金成本，而轉以上市取得便宜資金的直接金融方法來充足營運資金。

回顧近年來幾家美系的私募基金業者的高速成長軌跡，吾人可發現私募基金大行其道的經營環境已然轉變。從 2001 年開始，美國三大私募股權集團：黑石、凱雷、KKR (Kohlberg Kravis & Roberts) 近年來縱橫世界各國的金融和資本市場。由於私募股權經營模式彈性高、有效率，遠勝過一般資本市場和金融市場的平台，應該是其容易取得資金之主因。

然而從 2007 年 7 月初起，全球金融市場的資金水位挪移，潮流對私募基金籌資相當不利。首先，從 6 月中旬起，這波全球股市回溫，銀行開始珍惜手頭的頭寸。其次，各國央行為了控制通貨膨脹連續出手的全球升息潮，使得各行庫提供的利息成本都不再便宜。而私募基金以往就是靠向銀行借貸取得低成本資金，如今資金成本高，獲利率自然就降低。

綜觀這一次美國次級房貸風暴的深層影響，在於金融危機的範圍，已從區域擴展到全球，而且規模愈來愈大，傳染效果威力不言可喻。以往一般認為，美國的金融產業相當健全、技術先進，加以直接金融比例高、風險管理技術進步，按說應該對金融危機具有免疫力。實則不然，隨著金融創新技術進步，金融市場風險型態亦日新月異，使得金融危機處處存在，是以國際間須有更周全的因應，並檢討此次風暴的責任歸屬。其次，此次美國次級房貸風暴，讓全球股市面臨龐大規模的調整壓力，歐美日等指標性的股市都出現重挫，上市公司的市值也大幅滑落，多檔避險基金元氣大傷，再加上保證金催繳與投資者要求贖回，導致惡性循環，使得新一波金融危機儼然成形。第三，避險基金產業由於競爭日益激烈，增加了對高收益產品的需求，也刺激了房貸業者與投資銀行發行與承銷 CDO 商品。在正常市況下，避險基金參與信用衍生性金融商品市場，固然可擴大市場流動性，然而當市場情勢反轉時，也將因此造成風險過於集中以及加速流動性缺乏之情事。故吾人亦可說避險基金對與房貸有關之金融商品的需求與投資銀行的積極創造 CDO 債權，帶動了前幾年這波房貸業的大幅擴張，亦算是此次次級房貸風暴的原因之一。

(二) 主要國家之避險基金發展

一、北美避險基金市場

北美的避險基金市場向來是避險基金發展最快也最成熟的市場，根據 EurekaHedge 的統計，目前北美洲避險基金約有超過 4,000 檔的基金商品，

且其管理的資產價值近 8,400 億美元，即占了全球避險基金價值約 70%，可稱是全球避險基金的主要市場。

近年來由於愈來愈多的資金湧入，使得市場的套利機會不斷地縮減，許多基金經理人為了提高基金的投資報酬率，而將資金投注於亞洲與新興市場，亦使得北美避險基金出現了向外發展的趨勢。

二、歐洲避險基金市場

根據 Eurekahedge 的統計顯示，歐洲避險基金已由 90 年代末期的 200 億美元成長到 2006 年底的 3,900 億美元，基金數量則已超過了 1,800 檔，即於過去五年來成長了四倍。就單一基金而言，其規模也由十年前的 2,700 億美元成長為 1.96 億美元，平均規模明顯成長。

2006 年歐洲避險基金主要的成長動力來源為該區域內最大的避險基金集團，包括：MAN Group、Lansdowne Partners LP 與 Blue Bay Asset Management 等。就基金總部設立的地點而言，英國仍是首選，目前約有 80% 的資金是由英國的公司所管理，其次是法國。就投資區域分布而言，全球與歐洲到是主要的投資區域，約占總管理資產的 82%，多元化的區域配置是歐洲避險基金的特色，同樣也是報酬相對穩健的主要功臣。再者，就投資策略來看，股票多空策略占總管理資產的 38% 為最主要策略，其次為全球總體與事件導向策略，此部份與北美類似，近年來市場資金有逐漸自股票多空策略撤出而轉往事件導向策略與套利策略的趨勢。

三、亞洲避險基金市場

隨著歐美基金市場趨向穩定成長，亞洲避險基金也逐漸嶄露頭角，根據 Eurekahedge 與 GFIA 的統計，從 2002 年開始，亞洲避險基金的數量已成長超過四倍達到 700 檔，而這樣避險基金所管理的資產總值也成長將近十倍，達 1,200 億美元。目前亞洲避險基金規模相當於 1997 年北美洲避險基金的資金規模，會造成這樣的榮景要歸功於投資者對新興市場的狂熱，尤其是亞洲地區。

就新基金設立來看，亞洲單一國家的基金有取代亞洲區域基金的趨勢，特別是以印度、台灣、中國等國家為主要投資區域的基金，這樣的現象顯現出經理人對於亞洲經濟前景頗為看好，並對於單一國家的投資風險承受程度提高，在看好中國經濟成長與未來潛利獲利性下，以大中華地區為主的避險基金成長速度最為驚人。

在投資策略方面，股票多空策略同樣仍為亞洲避險基金的主流，占總管理資產的 69%，再者，由於近年來在全球購併活動熱潮的推動下，事件導向策略在亞洲也逐漸崛起，此外，固定收益套利、可轉債套利等非股票

策略，亦漸漸引起投資人的興趣。

四、拉丁美洲避險基金市場

拉丁美洲為近幾年來避險基金產業的閃亮之星，自 2000 年以來，拉丁美洲避險基金指數即以幾近三倍數的速度在成長。據 EurekaHedge 的資料統計，目前總計有 300 檔拉丁美洲避險基金，管理規模已達 400 億美元，且拉丁美洲避險基金占全球避險基金的比率也從 2000 年底的 1% 快速成長到 3%。

至於拉丁美洲避險基金的成長可分為兩個主要時期：

1. 90 年代末期：當地人士在此段時期開始在該地區具有高波動率的市場中尋找投資機會，這些當地的基金主要以多重策略為主。
2. 2002 年拉丁美洲經濟衰退時期：此段時期由於拉丁美洲的經濟衰退使得該地區成為吸引境外基金經理人的投資天堂。尤其以專注在全球及新興市場的避險基金為主，將資金由亞洲新興市場帶進到拉丁美洲，這種現象特別是於 2003 年時最為顯著。

相較於專注亞洲的避險基金主要以股票交易為主，拉丁美洲則吸引了更多專注於固定收益交易策略的避險基金。目前固定收益套利策略約占拉丁美洲避險基金總管理資產的 16%，而亞洲則僅有 10% 交易固定收益與危難債券。

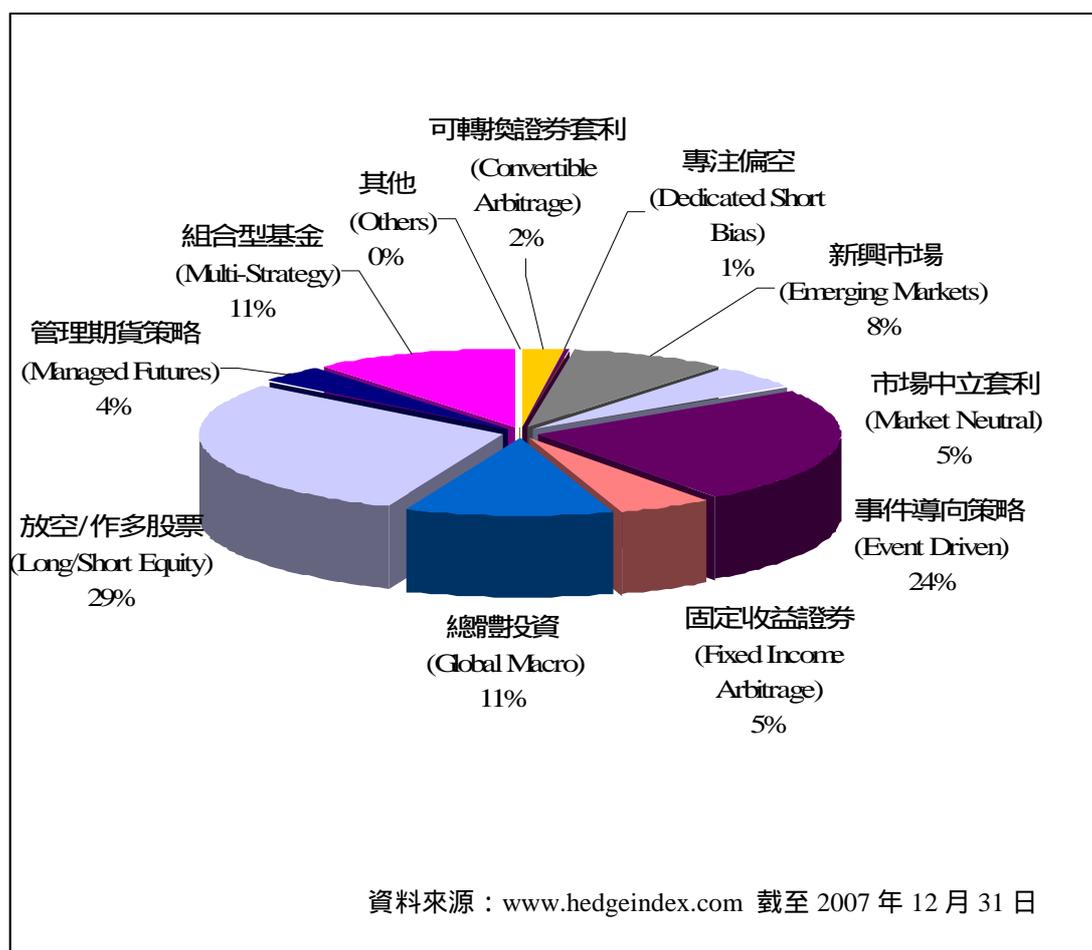
儘管目前全球避險基金的發展仍以北美及歐洲為主要市場，但全球資金卻有明顯自北美洲與歐洲移往新興市場的趨勢，特別是拉丁美洲與亞洲。在拉丁美洲部分，金磚四國之一的巴西成為拉丁美洲地區吸引國際資金的主要核心；亞洲方面，由於過去一年日本市場表現疲弱，新成立的日本基金亦相對較少。繼之以中國、印度等亞洲投資區域的基金則益形熱絡。除了全球避險基金管理資產的比重有顯著移動的現象外，單一國家或單一市場基金的崛起，也是避險基金產業的重要趨勢。

第二節 避險基金操作策略

避險基金跟共同基金對其基金分類的標準不同，由於共同基金產業已成熟許久，現存分類方式頗多。通常是根據投資標的或投資地域來進行分類，例如以股票為投資標的的基金，就被稱為股票型基金、以債券為標的的基金就被稱為債券型基金，如果投資標的是科技類公司的話就被稱為科技型基金、醫療類股為投資標的就是醫療型基金。就投資地域而言，常見的則有世界基金、新興市場基金、東亞基金或歐洲基金等。當然，投資標

的與地域亦常同時出現，諸如新興市場高成長股票基金等。而避險基金主要就是以其投資策略作為分類的標準，圖 3.1 是 2007 年 12 月的統計，吾人由此可看出當下主要的策略比重分配。

圖 3.1 避險基金主要策略之比重



避險基金主要的投資策略是利用風險暴露的程度分為三大類別，分別是：相對價值、事件導向、機會主義。相對價值類的基金有較低的風險暴露和市場關聯性。而事件導向類的基金的風險暴露程度次之，機會主義分類的基金其風險暴露程度最高，隱含的策略包含各個面向的投資，所以與市場相關性的高低是根據所做的策略有所不同³。

(一) 相對價值策略(relative value strategy)

利用相對價值套利的基金經理人，主要是運用一些複雜的模型計算金融商品是否違反單一價格法則來進行投資，那是因為如果存在價差則有套

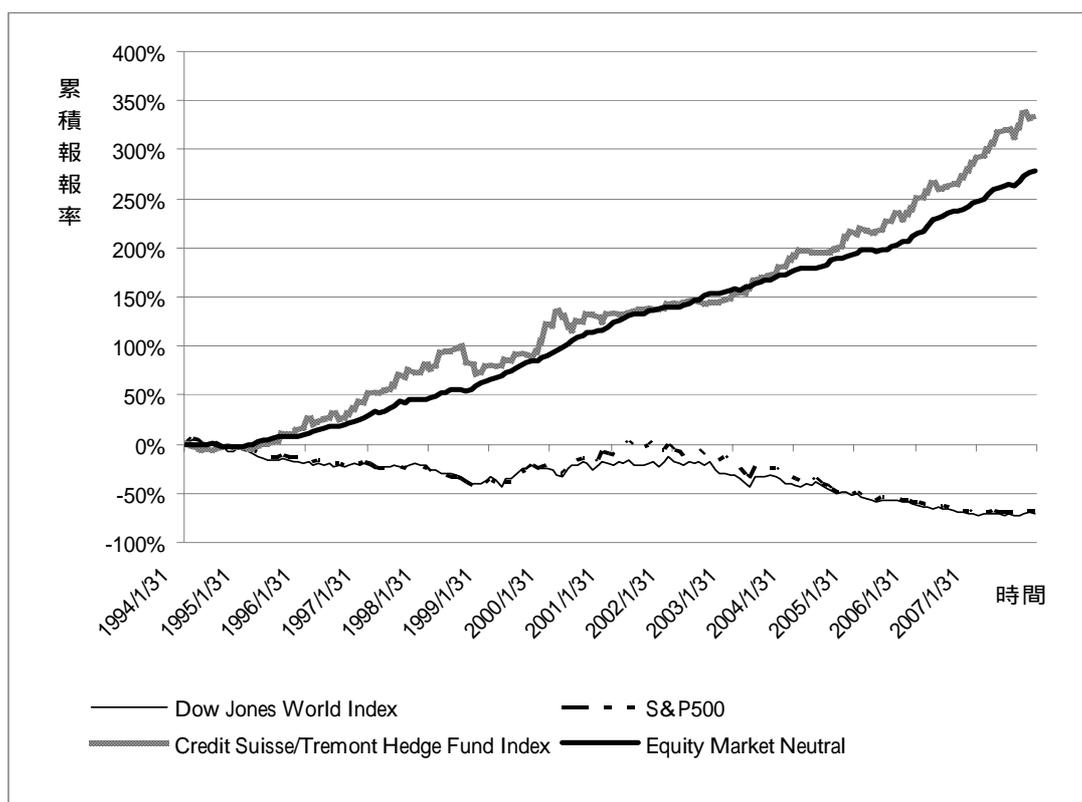
³ 此處分類方式係參照李玉如（2007）譯著：避險基金。

利的空間，經由買低賣高的方式會使得價差收斂而回到合理的水準，所以採用此策略的風險較低，相對地其帶來的報酬也較低，所以必須透過槓桿倍數的操作放大部位來賺取穩定可觀的報酬。在相對價值的架構下又可以將基金分為三類：

一、 股票市場中立套利(equity market neutral)

一般股票的投資組合，存在的風險主要來自選股時產生的非系統風險（即公司特有風險），這類風險是來自影響個別公司的干擾因素，而系統風險（即市場風險）則是來自影響整個證券市場的突發事件。所以市場中立套利是指避險基金經理人同時建立多空的部位，購入預期表現優於市場的股票加上放空預期表現劣於市場的股票，使整個投資組合的風險極小，且多空的部位價值要平衡來規避來自市場波動的影響，所以此策略要能獲利主要來自經理人本身選股的能力而不是對整個市場變動方向的判別，此策略的獲利情況可見圖 3.2。

圖 3.2 股票市場中立套利

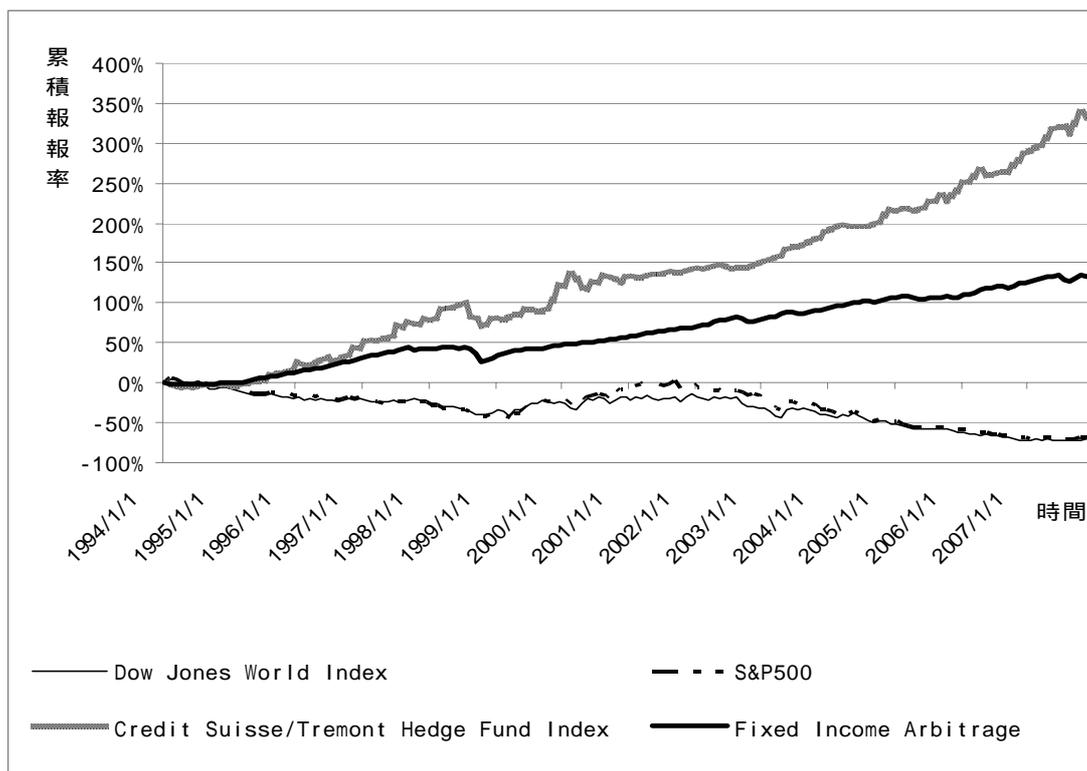


二、 固定收益證券套利(fixed income arbitrage)

主要是利用利率相關的證券商品，觀察市場上有沒有類似條件的商品存在價格上的差異，如果有發現這種現象，立即透過買入債

券或是其他衍生性商品，加上放空條件類似的商品來套利。例如當市場上發生供需不平衡的現象，使得新發行的政府公債的價格通常高於相同條件的舊債，這是因為投資人不理性，偏好購入新債的緣故，是以此時即可透過放空新債購買舊債來賺取其短暫的價差，此策略的獲利情況可見圖 3.3。

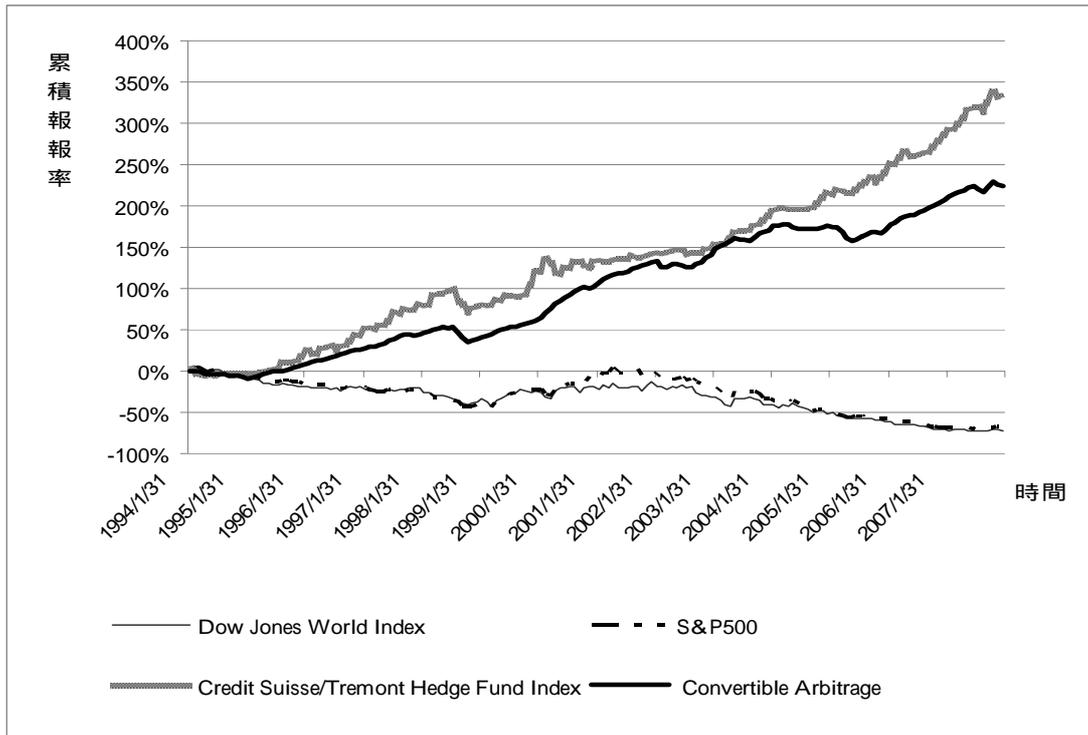
圖 3.3 固定收益證券套利



三、可轉換證券套利(convertible arbitrage)

可轉換證券賦予持有人一種權利，在一段期間內可依事先約定好的條件轉換成另一種證券，一般是分為「可轉換公司債」跟「可轉換特別股」。避險基金主要是投資在可轉換公司債上，可轉換債券是由公司發行，賦予持有人在持有一段期間後，可依事先約定之轉換率轉換成公司的普通股。一般而言，可轉債具有攻擊兼防禦的功能，防禦是指當公司股價下跌時，可轉債不進行轉換，至少還有固定的利息收入，到期有本金還本，所以不會跟著股價下跌；攻擊則是指若公司股價上漲，投資人可以將債券轉換成股票，跟著公司的股價一同上漲。避險基金經理人透過買進可轉換公司債，加上放空標的公司的股票來獲取利潤，當然除了放空股票外還是有其他選擇，例如可以透過買入股票賣權或是賣出股票期貨來保護持有的可轉換證券，此策略的獲利情況可見圖 3.4。

圖 3.4 可轉換證券套利



(二) 事件導向策略(event driven)

主要是指特殊事件交易策略，其主要的意涵是透過企業發生的特殊狀況，例如公司破產、重整、進行資產分割、或購併等事件，然後從中找出套利的機會，因為當不利的消息發出時，會使公司價值被低估，所以趁此時購入面臨重大事件的公司的股票或債券，來賺取利潤，但由於事件發生存在不確定的風險，所以這種策略成功的利基係來自經理人能否正確的判斷事件的結果。

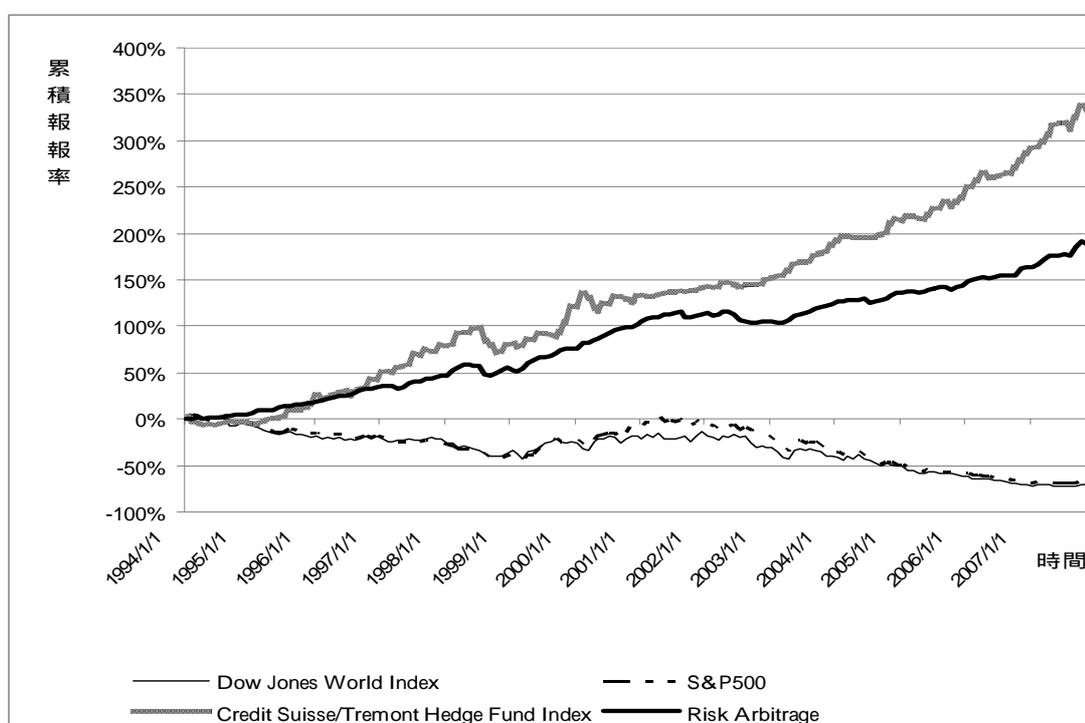
一、 購併(mergers and acquisitions)

又稱作風險套利，亦即利用兩家公司股票的價差來獲利，藉由買入被併公司（即目標公司）的股票，同時放空收購公司（即主併公司）的股票，因為主併公司為了要獲得目標，公司往往要付出一筆高於目標公司股票合理價格的溢價作為收購價的一部分，所以一

一旦購併消息公佈後，被併公司的股價通常因此攀升，而收購公司的股價因為這筆溢價的支出而下滑，而隨著公佈到正式合併的期間，兩家公司的股票價差會逐漸縮小，直到兩家公司的股價一致為止，所以越早進行購併套利，就能獲得更多的收益。

然而，這樣的策略事實上存在很高的風險。因為要是購併破局或收購失敗的話，那麼先前被打壓的收購公司的股價會上漲到合理的價位，而被併公司的股價會回跌，因此會產生嚴重的損失，所以這項策略要能獲利的主要因素是經理人要能正確判斷購併案的成敗，此策略的獲利情況可見圖 3.5。

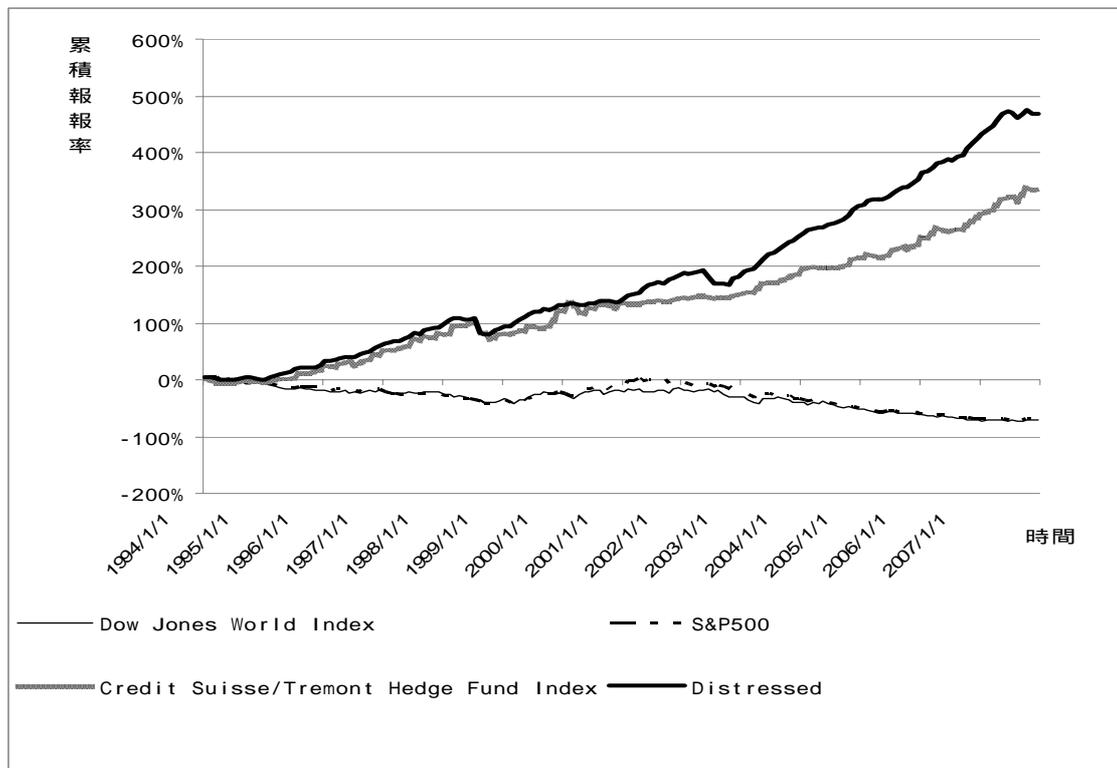
圖 3.5 風險套利



二、危難證券(distressed securities)

主要是尋找面臨財務困難的公司然後進行投資，因為一些不利於公司的負面消息傳出，市場通常會有恐慌性賣壓使得公司被低估其真正的內含價值，所以經理人積極對一些即將破產，或是已經宣佈破產、重整的價值做評估，看看那些進行重整的公司是否有可能重新振作，或是破產公司進行清算後資產的價值是否大於負債，如果能正確預測公司的價值，即能藉由買入那些被低估公司的股票，進而獲利，此策略的獲利情況可見圖 3.6。

圖 3.6 危難證券



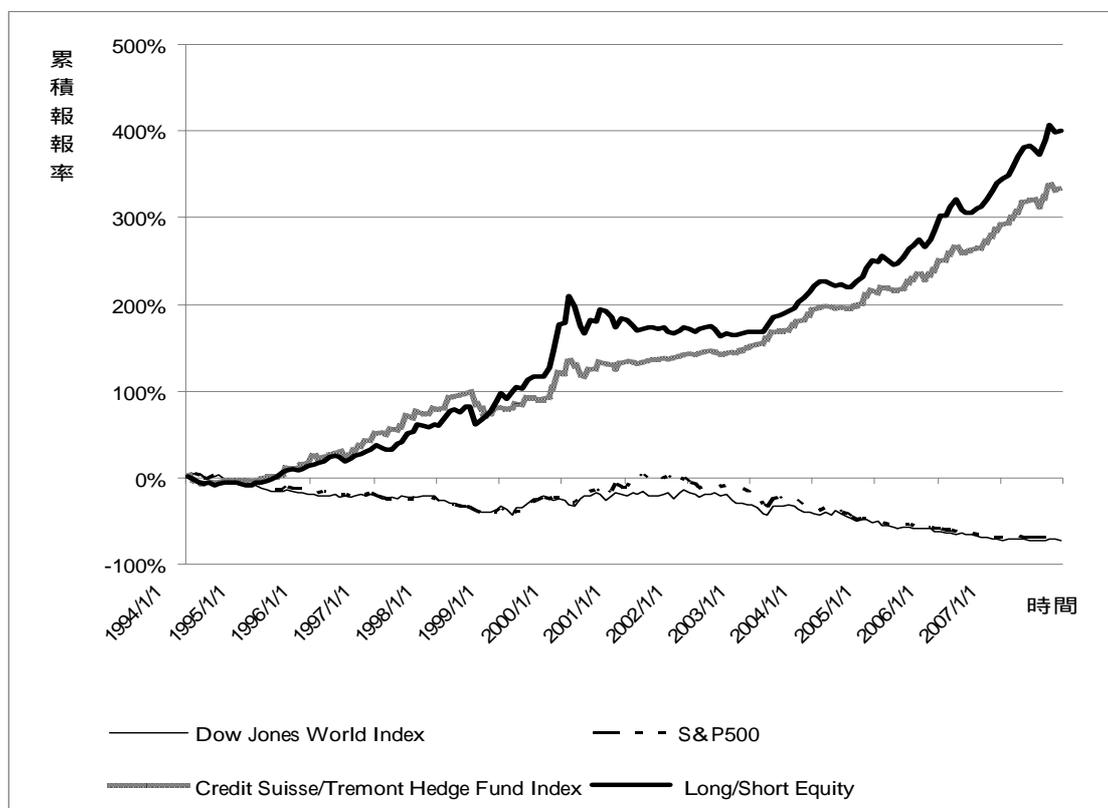
(三) 機會主義策略(opportunism strategy)

主要是專精於投資標的與時機的判斷，當看好某個投資市場或是標的，然後選定進入的時機後，隨即將資金全部投入；當市場狀況不好即立刻全部退出，經理人可以隨時改變投資策略其彈性很大，其部位持有期間較短，這種策略的報酬很容易受到整個市場波動的影響。

一、 放空/作多股票(long/short equity)

顧名思義，此交易策略包括了股票的多空部位，與共同基金經理人只作多的方式主要差別是在於，財務槓桿的利用、放空還有對整個投資組合的保護。經理人透過優異的選股能力，分別在多頭市場與空頭市場中尋求獲利的機會，可以獲得雙倍的報酬，其一是來自多頭的投資組合，另一個則是來自於自空頭的投資組合，表示實際獲得之風險溢酬要比市場風險溢酬要來得高，可以降低來自於市場的風險，更可額外賺取放空保證金帳戶的利息，此策略的獲利情況可見圖 3.7。

圖 3.7 放空/作多股票

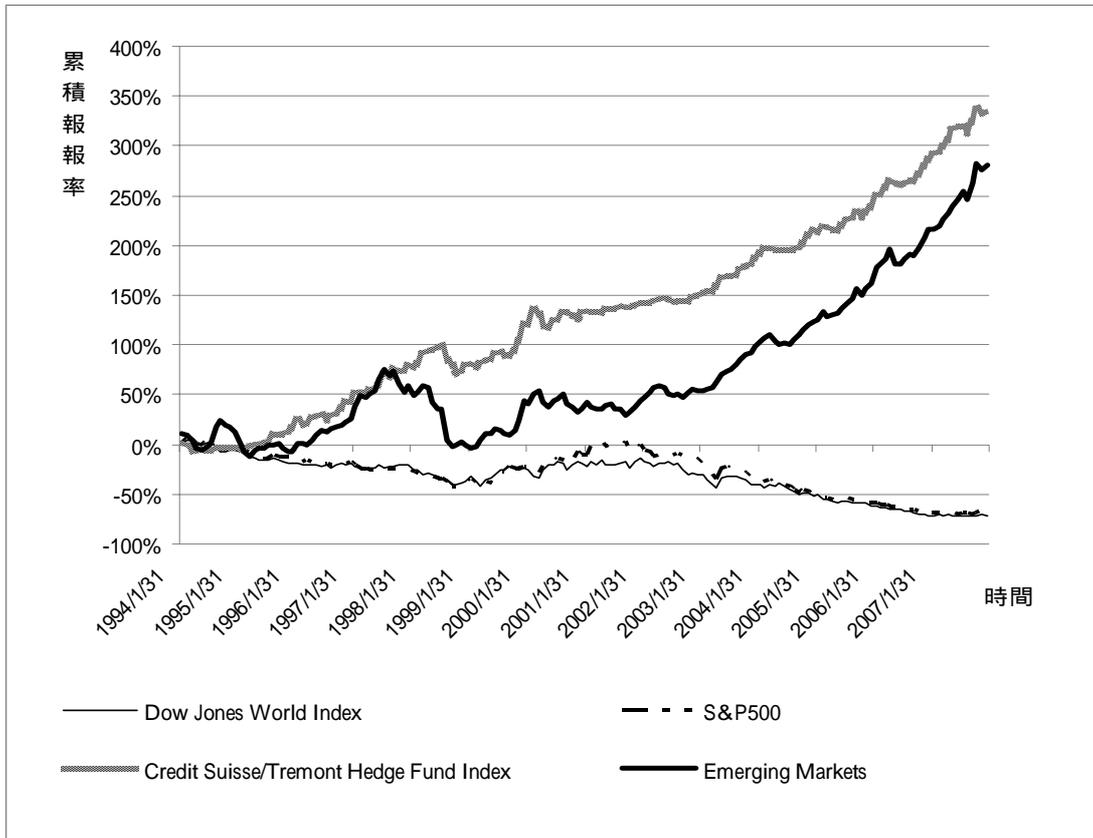


二、新興市場(emerging market)

『世界銀行於 1981 年首度定義了「新興市場」，主要是以每人每年國內生產毛額未超過 9,266 美元的中低收入國家為主，這些國家約佔全球 80% 的人口，但僅僅佔全球 20% 的經濟實力。此外，路透社對新興市場的定義則涵蓋了全球除了西歐、美國、日本、澳洲與紐西蘭等已開發國家外的其他多數國家。』

主要投資在這些新興國家，因為這些國家的市場發展尚未成熟、仍有成長空間，加以市場波動性大是以風險很高，但也帶來相當可觀的利潤，其範圍主要集中在東歐、拉丁美洲、中東地區、非洲及亞洲太平洋區。因為這些國家經濟快速的成長，所以成為近年來投資人青睞的掏金樂園，相同的避險基金也對這些國家有濃厚的興趣，所以透過經理人的實際查訪、深入研究得到第一手資訊，加上其專業知識，然後將資金投資在具有增值潛力國家或公司的股票或是債券。此策略之所以能有可觀的獲利，係由於這些國家的金融體系還未發展完全，所以市場比較沒有效率，故能透過市場價格的偏差從中獲利，此策略的獲利情況可見圖 3.8。

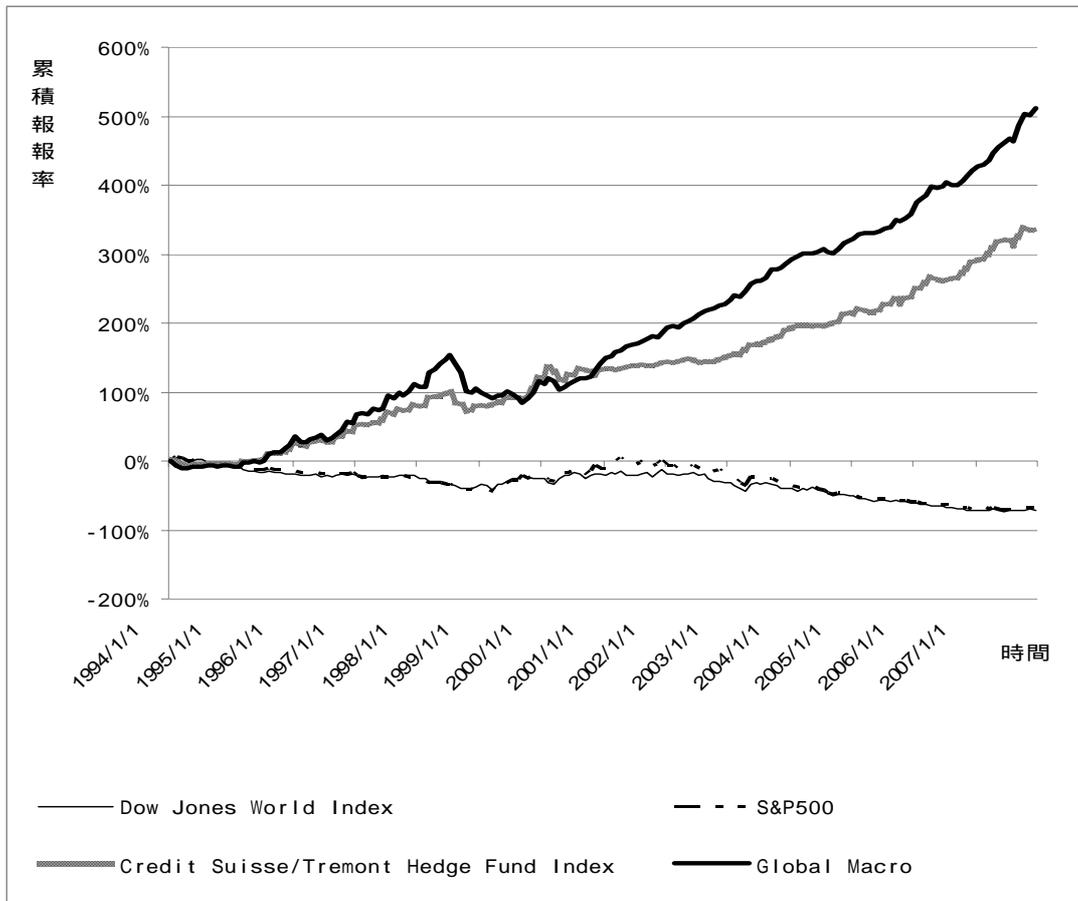
圖 3.8 新興市場



三、 總體投資(global macro)

利用分析全球各個國家的總體經濟狀況和經濟策略，預測世界各地利率走勢、各國貨幣的強弱勢也就是匯率的變動、股價、還有一些政策面的變化。其操作策略是採由上而下的投資，運用大量資金在市場與一些金融商品上面，尋找獲利的目標和機會，基金要能獲利的主要原因是來自經理人是否能準確的判斷整個總體的趨勢，例如當預期人民幣走強、美元走弱時，則要買進人民幣、放空美元，此策略的獲利情況可見圖 3.9。

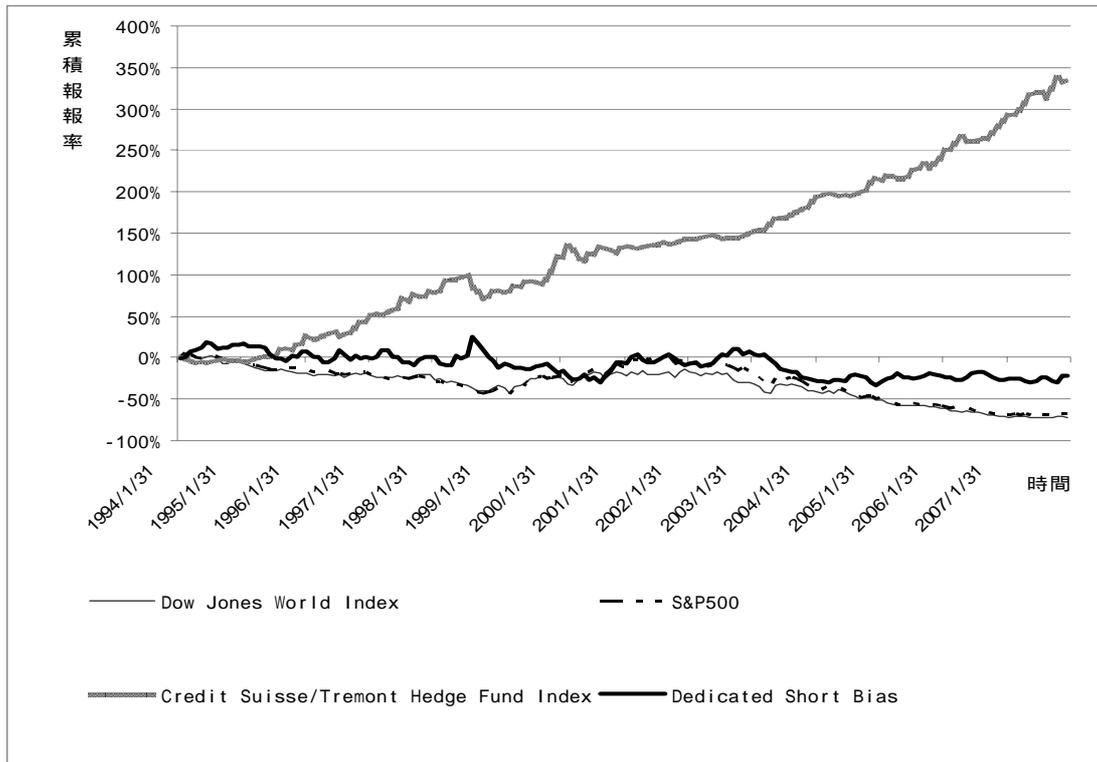
圖 3.9 總體投資



四、 專注偏空(dedicated short bias)

放空是用來區分避險基金與一般傳統基金最基本的差異所在，因為一般基金不可以進行放空，要不然就是在受到嚴格限制下才能進行，策略主要作法就是放空那些價值被高估的股票，等到該公司價格下跌回到合理的水準後以較低的價格回補，賺取價差。但是偶爾也會利用一些衍生性商品進行避險，例如買入選擇權（買權）或是期貨，此策略的獲利情況可見圖 3.10。

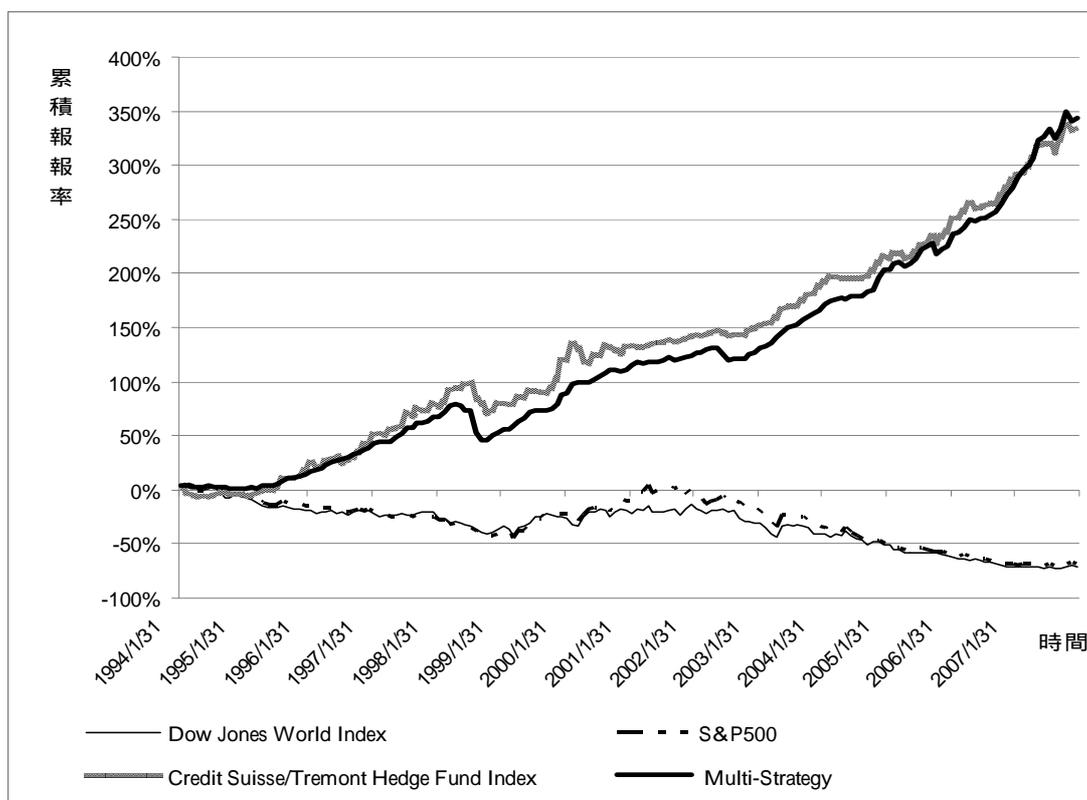
圖 3.10 專注偏空



(四) 組合型基金(multi-strategy)

組合型基金亦可稱為基金的基金，其投資標的是以其他不同策略的避險基金為主，目的是建構一個分散風險且波動性低的投資組合，賺取穩定的收益。部分投資人可能基於某些原因不願或者無法直接投資避險基金，亦可藉由此類基金間接投資避險基金。此類避險基金可以真正達到風險分散與市場中立性，其投資人不須費時瞭解每個組成基金之投資策略，且該類基金亦可代替投資人去監督每個進行單一策略的避險基金。是以這類基金的基金經理人主要工作是代表基金的所有投資人將募集而來的資金做整體性的規劃，分配到各個不同避險基金上，作更有效率的投資。從資產配置的觀點來看，相對投資於波動性大、風險高的股票市場，投資基金中的基金可以降低整個投資組合的風險，而且投資在這種避險基金的門檻比進行單一策略的基金低，所以受到很多投資人的青睞，此策略的獲利情況可見圖 3.11。

圖 3.11 基金的基金



第三節 避險基金主要面臨之風險

根據過去文獻可知，避險基金的主要風險可分為營運風險、投資風險、事業風險與其他等主要之四大類，其中營運風險即占總風險之 50%，之後為投資風險占總風險之 38%。以下分別敘述之。

(一) 營運風險(Operational Risk)

營運風險即基金經理人的操作風險，按歷史經驗來看，避險基金的失敗有 50% 都肇因於此項風險因素。常見的營運風險有以下幾項：

一、 未經授權的交易

係指避險基金經理人根據自己本身的判斷，進而使用該基金或該經理人本身並未獲得授權的衍生性商品或操作方式，導致基金淨值出現預期外的波動，讓投資人與基金管理公司蒙受損失。近年來最重大的案例就是英國霸菱銀行(Barings Bank)破產案，該案例就是 1995 年霸菱銀行新加坡子公司的衍生性金融商品交易員尼克·李森(Nick Lesson)進行了衍生性金融商品的超額交易與未經授權交易，導致有

233 年悠久歷史的英國霸菱銀行破產。

二、 過度運用的財務槓桿

債權人可能未經過審慎評估即對 LBO (leverage buyout, 融資收購) 案件擴大貸款額度。以目前槓桿比例及經濟狀況而言, 必然會有許多由私募基金支撐的公司出現倒帳情形, 對於債權人及其他債務之債權人甚至於整個金融市場的穩定均會產生不良影響。由於銀行在私募股權基金融資中面臨競爭, 其貸款條件往往受到限制, 尤其大型私募股權基金投資案時更是如此。私募股權基金會將各家銀行提供的條件組合成對其有利的條件, 作為選取融資銀行之條件, 也因為銀行可由主辦融資案的各項費用及後續的各項服務費用獲得利潤, 因此有相當大的誘因使銀行參與私募股權基金融資案的主辦權競爭。

私募股權基金融資槓桿比例逐漸提高, 係因銀行藉由金融創新技術將其貸款風險分散出去, 由於銀行的風險逐漸降低, 因此貸款條件對銀行決定是否承貸時, 已非最重要的因素, 反而是如何成功將風險分散出去、從中可獲取之費用與存在帳上風險的時間等因素, 才是決定承貸與否之最重要因素, 然而購買此類債權之投資人可能不了解或低估此等風險。

三、 市場資訊不透明(market opacity)

資訊透明度會因方法(例如: 評價、費用揭露等)的不同產生很大的變異, 此將使相關績效評估及比較性複雜化, 進而導致許多專業的投資者在解讀資訊時產生疑義或在資訊不完全的情況下做出決策。對整個市場而言, 具有私募性質之避險基金的透明度相當有限, 且會受制於方法與格式之不同而有所差異。由於無法確切解讀避險基金所提供之資訊, 將使得評估避險基金之績效與各避險基金間之比較變得更加複雜, 因而阻礙若干投資者投資避險基金之意願。

(二) 投資風險(Investment Risk)

凡投資必有風險, 不過絕大多數的避險基金並不需要定時公布其投資組合, 加上基金淨值每月甚至每季度才公布一次, 在資訊透明度不高的狀況下, 其風險不容易有效降低。不過, 投資人可以透過避險基金的期中報表或公開說明書來了解經理人的投資組合理念與投資範圍。投資人能自主掌握的部分是選擇基金管理公司, 參考基金管理公司過去的績效、規模、成立年限等等。

(三) 事業風險(Business Risk)

是指公司特有風險, 亦即每檔避險基金的投資標的甚至其經理人

的風險偏好，會形成該基金本身的事業風險，此項風險程度則須視投資人對風險的接受程度而自行慎選基金商品。

(四) 其它風險(Multiple Risks)

此項風險除了投資市場的不可預期的突發狀況外，還包括其它無法歸屬於以上三項風險之內的因素，如基金經理人與投資人間的利益衝突(conflict of interest)：重大的利益衝突將發生在私募股權基金管理的三個層面，包括基金經理人對其基金本身責任、對各別基金投資者的責任，以及對基金所投資公司之責任。一般而言，這三者之利益通常為一致，但於下述情形可能有不一致之情形：

1. 具私募股權基金性質之避險基金經理公司可能獲得各投資公司之資訊，然不同公司之利益不見得一致，尤其是同一產業之公司，擔任董事之基金經理公司職員或合夥人可能違反其作為董事之忠實義務。
2. 當被投資公司需要再融資 (re-financing)，而私募股權基金經理公司卻發現其他較佳之投資機會時，經理公司會逐漸撤出對原投資公司之投資。如此，將使得被投資公司只剩較少的資源去改善公司。
3. 私募股權基金提供被投資公司管理階層資金以購買被投資公司，亦可能造成利益衝突情事。由於基金經理公司有權撤銷或停止投資，因此，將對管理階層具有影響力，使管理階層以私募股權基金或經理公司之利益為優先，而非以被投資公司本身之整體利益為優先。

最後，避險基金還有風險承擔者的不確定性(unclear ownership of economic risk)問題：由於私募股權之資金來源大多仰賴信用市場工具及融資購併，若該產業發生信用危機，除最後風險承擔者不易確定外，亦不確定最後風險承擔者是否有能力因應以及將如何因應。

第四章 避險基金報酬與風險模擬分析

第一節 資料描述

本章嘗試以可取得之資料（以台灣股票市場為主）進行避險基金策略之風險報酬分析。台灣市場中各股票股價和報酬率、加權指數與可轉換公司債資料皆來自「台灣經濟新報社」資料庫。另外，馬來西亞、菲律賓與泰國等三個新興市場指數則是來自於 Thomson 公司的 DataStream 資料庫。MSCI 世界指數來自於 www.mscibarra.com 網站。人民幣兌美金匯率資料則是來自於 Bloomberg 資料庫，以上資料皆為日資料。

本研究資料選取期間則是從 2007 年 1 月 2 日至 2007 年 12 月 31 日，然個別策略實際執行期間稍有不同，將在實證結果中個別敘述。

至於樣本選取標準部分，主要依據如下：

1. 國內部分之研究對象只針對國內上市公司之普通股和可轉換公司債做研究，因此不包括特別股、受益憑證、認購權證以及上櫃的股票；國外部分則是以三個東南亞新興國家指數作為研究對象。
2. 國內選取個股樣本不包括新上市股票（此處指上市未滿三年）⁴，由於新上市股票有所謂蜜月期，價格波動較大，故排除於樣本之外。
3. 選取利於避險基金策略概念股票族群，以利研究在透過避險基金操作概念下，相同策略應用在台灣市場是否會有超額報酬的表現。

第二節 研究方法

追求絕對報酬的避險基金通常有其過人的交易策略，文前已提及九種避險基金的操作策略。由於許多國外文獻已經指出透過這些策略可以獲得超額報酬，此處嘗試以可取得之市場資料（以台灣股市資料為主），針對七種主要策略進行實證分析，察看這七種操作策略之報酬與風險，希望透過實證意涵進一步推演出對台灣市場開放相關產業之建議。由於投資人須面對之風險取決於該避險基金所採行之策略，是故透過對各種投資策略的報酬以及風險分析，希望有助於解開大眾對避險基金的疑惑，掀開這一層神秘的面紗。進而配合自身投資需求，適當運用其風險，賺取相對應之合理報酬，而非一味地規避風險。該七種策略臚列如下：股票中立策略、可轉債策略、購併套利策略、債務危機證券策略、新興市場策略、放空策略以及全球宏觀策略。

關於研究步驟，本研究係依照以下步驟進行：

⁴ 參考 Loughran and Ritter (1995)作法。

1. 各交易策略之確定：首先須確定所要研究的避險基金所必須準備的相關資訊。當確定後，便必須能夠確定避險基金進入市場的時間點。
2. 定義與估計超額報酬率：建立避險基金報酬率之策略模式以及估計個別策略所產生的報酬率。
3. 異常報酬率之檢定：將選定標的帶入策略模型中，以圖表表示策略報酬與指標報酬，同時計算超額報酬率(abnormal returns；簡稱AR)以及累積超額報酬率(cumulative abnormal returns；簡稱CAR)並檢定之。
4. 分析結果：對於研究目的所建立之假設，進行統計顯著性檢定以及解釋。

(一) 變數定義及衡量

由於必須建立各種策略報酬率為何，因此以策略建立始點為 t_1 ，而 t_n 為基金最後期限，利用此一區間為基金衡量績效期間，此期間長度共計 T 期，以此期間建立之策略報酬率，在和指標報酬率相減，即可得到每策略執行所產生的超額報酬率。期間的長短，亦即 T 的設定，並無客觀的標準，本研究將假設持有至到期而非每日動態調整（如此將不得不考慮龐大之交易成本，導致侵蝕大部分之獲利），進而計算其損益。在此先提出主要變數及其相對關係如下，並在稍後對各變數做更詳細的定義：

$$\text{各期超額報酬： } PR_{in} - R_m = AR_{in}$$

$$\text{累計超額報酬： } CPR_{in} - CR_{mn} = CAR_{in}$$

其中 R_m 為市場報酬率。理論上，市價加權指數可能會較理想，可反映市場的績效(Roll,1980)，因此 R_m 使用市價加權指數(value weighted index)來計算市場報酬率。

再來我們定義各期基金策略操作所導致的報酬，所謂的各期策略操作報酬是以當期基金組合淨值減去前期報酬率在除以前期報酬率，亦即

$$PR_{in} = (PNV_t - PNV_{t-1}) / PNV_{t-1}$$

其中， PR_{in} 為 i 策略在事件期 t_n 之報酬率， PNV_t 為當期基金組合淨值， PNV_{t-1} 為前期基金組合淨值，各基金組合的淨值會依據操作策略不同和標的價格變化而有所

差異。

所以，將上述兩者相減，亦即 $PR_{in} - R_m = AR_{in}$ ，於是 AR_{in} 代表每期透過避險基金操作策略可得到之超額報酬。

此外，本研究也檢視避險基金操作策略累積報酬是否有優於大盤報酬的表現，探討某特定基金策略對其報酬之影響，看其是否會有優於大盤的表現，但若僅觀察 AR_{in} 我們僅能得知每期報酬的變化，最終投資者關心的是，在基金持有期限到期後，是否可以得到優於大盤的報酬，因此欲進行統計檢定之前，必須先計算兩者的累積報酬率，首先，指標累積報酬定義為

$$CR_{mn} = \sum_{t=1}^n R_M$$

其中， n 為期數， R_m 為各期指標報酬率， CR_{mn} 為在 n 期的累積報酬率。而基金操作策略累積報酬定義為

$$CPR_{in} = \sum_{t=1}^n PR_{it}$$

n 為期數， PR_{it} 為各期 i 策略報酬率， CPR_{in} 為 i 策略在 n 期的累積報酬率，在利用兩者相減值， $CPR_{in} - CR_{mn} = CAR_{in}$ ，就可以得出兩者相減的累積超額報酬，再檢定累計超額報酬 CPR_{in} 是否有異於零的現象。

(二) 統計分析方法

探討是否可以利用特定策略產出超額報酬率，此資訊可以用來瞭解避險基金策略可否具有比大盤更高報酬能力。主要就是利用統計方法檢定是否存在超額報酬率狀況，亦即檢定超額報酬率是否為零，虛無假設表示如下：

$$H_0 : E(R_i | strategy) - E(R_i) = 0 ,$$

其中 $E(R_i | strategy)$ 與 $E(R_i)$ 分別代表使用避險基金策略的期望報酬率大盤報酬率，

藉以明瞭避險基金是否有超額報酬的產生。在此必須檢定平均超額報酬率(AR_{in})或

是累積超額報酬率(CAR_{in})是否顯著異於零。

欲進行檢定時，通常可同時考慮有母數檢定與無母數檢定。有母數檢定是以常態分配作為理論基礎，通常假定超額報酬率為常態分配。無母數檢定則不需要對超額報酬率作任何分配的假設。

由於此處我們所關心的是超額報酬率或是累積超額報酬率是否顯著異於零，因此儘管各期策略的超額報酬率可能不是常態分配，根據中央極限定理(Central Limit Theorem)，只要各期策略超額報酬率為獨立且齊一(independent and identical)的分配，當樣本量越大即保證樣本超額報酬率趨近於常態分配。因此，傳統有母數檢定法會有不錯的檢定力。本文將介紹平均與累積異常報酬率常使用的有母數檢定計算法以及異常報酬率的解釋。方法如下：

一、 檢定超額報酬

傳統平均異常報酬率之 t 檢定統計量

$$t = \frac{AR_{in}}{\sqrt{S.E.(AR_{in})}} = \frac{AR_{in}}{\sqrt{\frac{1}{n(n-1)} \sum_{t=1}^n (PR_{in} - R_m)^2}}$$

二、 累積超額報酬率之檢定

基本上，欲檢定累積異常報酬率的方式與平均異常報酬率想法是類似的， t 檢定統計量之計算方式列舉如下：

$$t = \frac{CAR_{in}}{S.E.(CAR_{in})}$$

本研究以此傳統 t 檢定方法為主，檢定透過避險基金操作策略可否擁有比大盤更高累積報酬。

第三節 實證結果與意涵

避險基金的操作策略相當多樣化，大致上利用其風險暴露的程度分為三大類別，分別為相對價值型策略、事件導向策略與市場趨勢策略（機會主義）三大類，各種策略之下又有不同的套利方式，可細分為固定收益證券套利、可轉換證券套利、購併（風險）套利、危機證券套利、總體投資、新興市場與放空策略等。其中相對價值類的基金有較低的風險曝露和市場關聯性。而事件導向類的基金的風險曝露程度次之，機會主義分類的基金風險曝露程度最高，隱含的策略包含各個面向的投資，所以與市場相關性的高低是根據所做的策略有所不同。

(一) 相對價值策略

如前所述，利用相對價值套利的基金經理人，主要是運用一些複雜的模型計算金融商品是否違反單一價格法則來進行投資，藉由買低賣高的方式會使得價差收斂而回到合理的水準，所以採用此策略的風險較低，相對地其帶來的報酬也較低，因此必須透過槓桿倍數的操作放大部位來賺取穩定可觀的報酬，三種套利策略實證結果臚列如下：

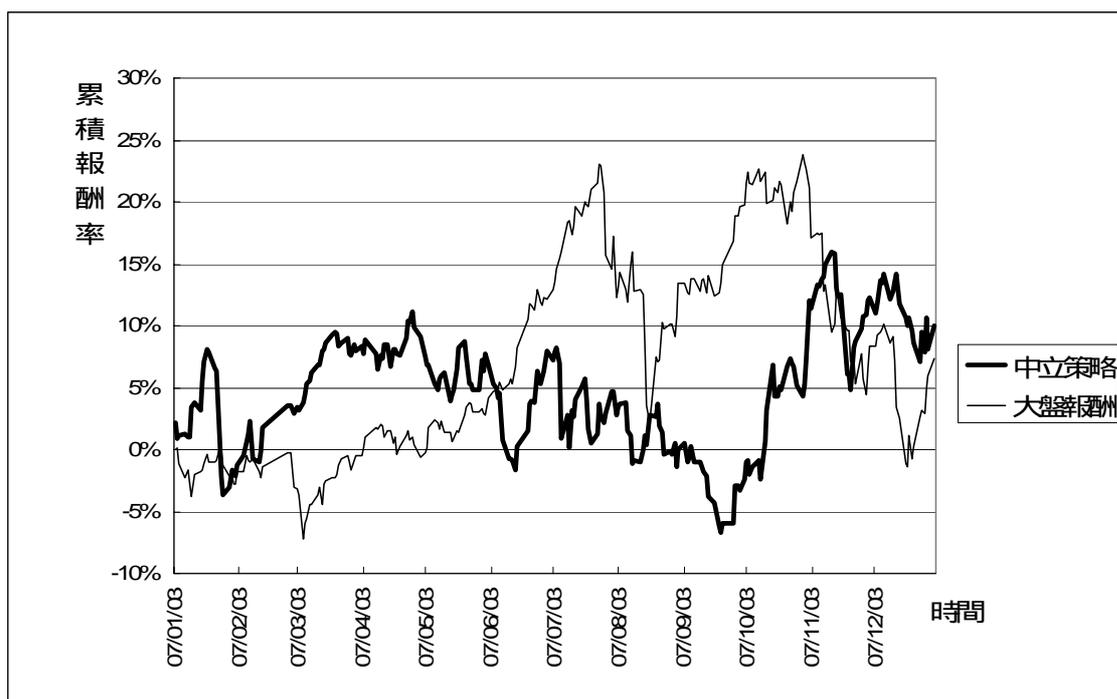
一、 股票市場中立套利

市場中立套利是指避險基金經理人同時建立多空的部位，購入預期表現優於市場的股票加上放空預期表現劣於市場的股票，使整個投資組合的風險極小，所以此策略要能獲利主要來自經理人本身選股的能力而非對整個市場變動方向的判別。

此處採取市場中立策略中常見的配對策略，做多台積電（代號 2330）放空聯電（代號 2303），策略操作期間為 2007 年 1 月 2 日至 2007 年 12 月 31 日。

台積電和聯電分居全球專業晶圓代工（pure-play foundry）市場的一、二名，長期以來雙方在技術、產能、製程等各方面互相較勁，從代表獲利能力的每股盈餘來看，兩家公司互有輸贏。不過，由於近年來的一場半導體有史以來最嚴重的衰退，造成兩公司有了高下之分，簡而言之，台積電擁有長久歷史，在市場扮演領導者地位，客戶較多；聯電則比較像是跟隨者，相對受到不景氣的衝擊也會較大，兩代工雙雄之間的競賽時時刻刻都在進行，景氣熱絡時，兩家距離拉得很近，然而隨著半導體經歷最嚴峻的寒冬，台積電將居於領先的地位，是以本研究利用其來建購股票中立策略，作多台積電股票放空聯電。由圖 4.1 可看出此配對策略與大盤的報酬漲跌互見。

圖 4.1 股市中立策略



	策略報酬	指標報酬
觀察值	246	246
平均數	0.0445	0.0376
標準差	1.5821	1.3162
偏態	-0.7766	-0.6604
峰態	3.9789	2.4430
平均超額報酬	0.0069	

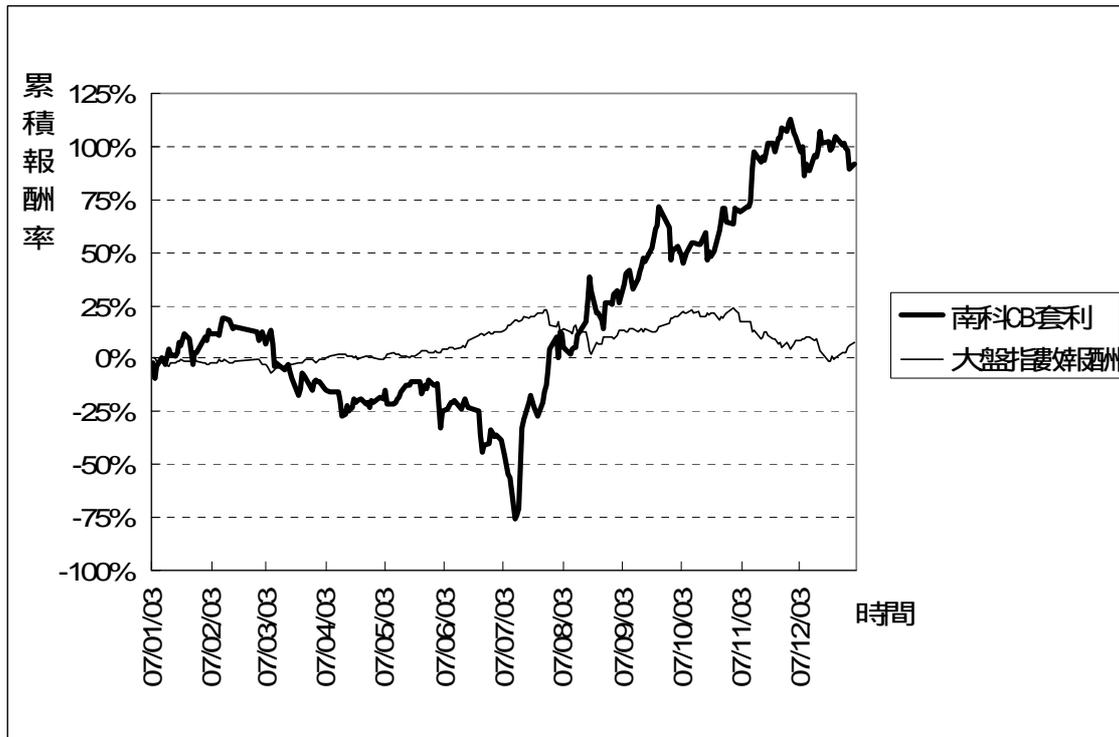
二、可轉換證券套利

避險基金主要是投資在可轉換公司債上，而此可轉換債券是由公司發行，可依事先約定之轉換比率轉換成公司的普通股。一般言之，可轉債進可攻退可守，防禦是指當公司股價下跌時，可轉債不轉換，至少還有固定的利息收入，到期有本金還本，所以不會跟著股價下跌；攻擊則是指若公司股價上漲，投資人可以將債券轉換成股票，跟著公司的股價一同上漲。避險基金經理人透過買進可轉換公司債，加上放空標的公司的股票來獲取利潤。

本處可轉換證券套利策略即是買入一張南科發行之可轉債南科一（代號24081），同時依轉換比率放空南科（代號2408）現股，操作期間為2007年1月2日至2007年12月31日（當下轉換價格為每股32.38元，轉換比率3088.3），吾人可由圖4.2看出此可轉債套利策略若維持至年底則表現將優於大盤。然而就風險端言之，若避險基金於期中（2007年7月）發生流動性危機被迫結清部位，勢必

蒙受鉅額損失，此處風險不容吾人忽視。

圖 4.2 CB 套利策略



	策略報酬	指標報酬
觀察值	246	246
平均數	0.2000	0.0376
標準差	5.8365	1.3162
偏態	-0.4939	-0.6604
峰態	2.0128	2.4430
平均超額報酬	0.1624	

(二) 事件導向策略

主要是指特殊事件交易策略，其主要的意涵是透過企業發生的特殊狀況，例如公司破產、重整、進行資產分割、或購併等事件，然後從中找出套利的機會，賺取利潤，但由於事件發生存在不確定的風險，所以這種策略成功與否端賴經理人能否正確的判斷事件的結果。

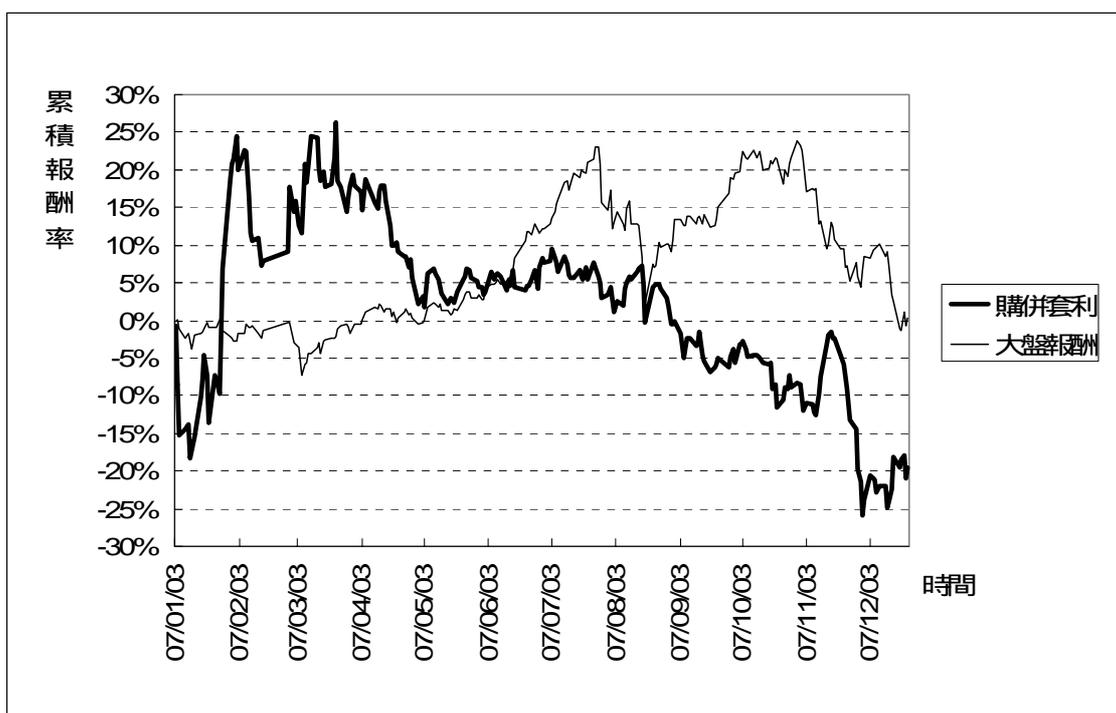
一、 購併（風險套利）

利用兩家購併公司股票的價差來獲利，藉由買入被併公司（即目標公司）的股票，同時放空收購公司（即主併公司）的股票，越早進行購併套利，就能獲得更多的收益，所以要由經理人判斷購併案件成敗的能力來賺取報酬。

此處購併套利策略係買入被併公司（金橋，代號 6133）同時放空主併公司（信邦，代號 3023），策略操作期間為 2007 年 1 月 2 日至 2007 年 12 月 21 日。該消息是在 6 月經雙方股東會通過，原訂 10 月 1 日以一比一點二換股比率換股，但是在 11 月 15 日召開臨時股東會正式宣告破局。

信邦金橋合併案，為上市櫃連接器廠商第一樁合併案，原本於 2007 年 6 月間股東會中雙雙表決通過，但金橋董事會推選董事長遺孀林麥升繼任董事長，與信邦在持續溝通合併的過程中，雙方無法達成共識，為避免勉強合作後無法發揮新公司綜效，有負雙方股東對合併的期待，因此決定終止合併。由圖 4.3 可以發現一個有趣現象，從 2007 年初開始至六月召開股東會購併消息公開的這一段期間內，整個購併策略享有正的超額報酬，而六月公開購併消息後至十一月宣告破局後，整個策略的超額報酬則為負數，亦告訴吾人採取此種套利策略並非全然無風險，此項策略能夠獲利的先決條件是經理人須能正確判斷購併案的成敗。

圖 4.3 購併套利策略



	策略報酬	指標報酬
觀察值	240	240
平均數	-0.0841	0.0097
標準差	2.3894	1.3133
偏態	0.6108	-0.6612
峰態	3.2396	2.5013
平均超額報酬	-0.0938	

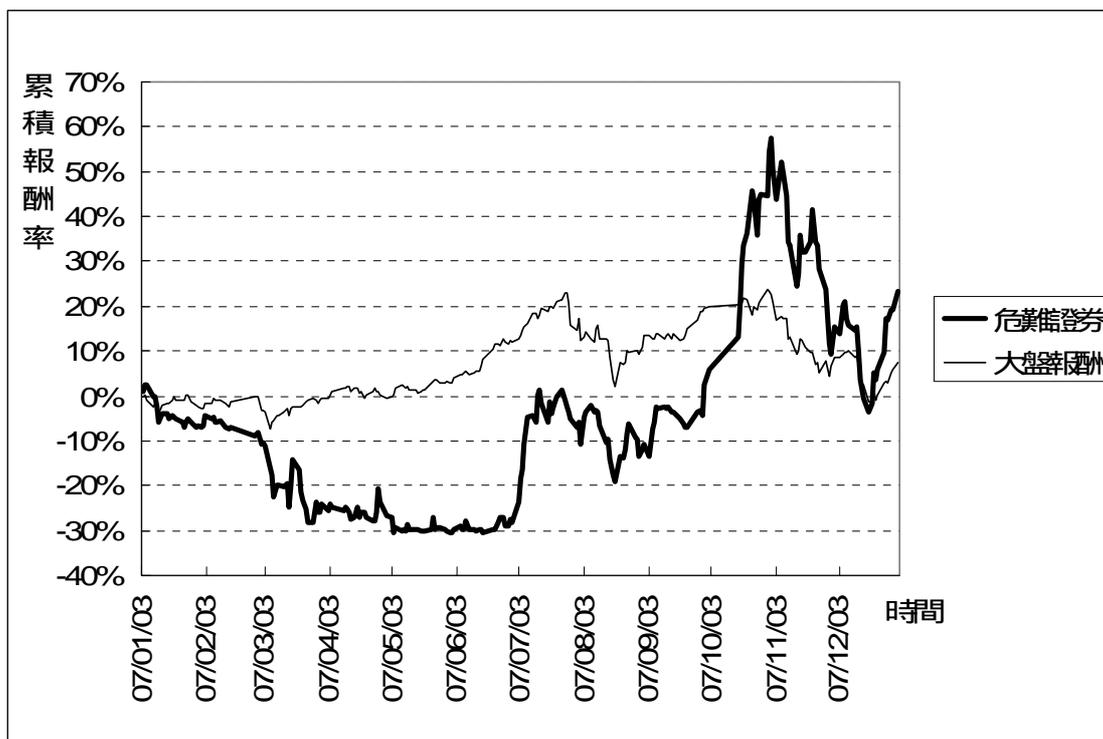
二、 危難證券

此策略主要係尋找面臨財務困難或經營困難的公司進行投資，經理人積極對一些即將面臨破產，或是已經宣佈破產、重整的價值進行評估，看看那些危難公司是否有可能重新振作，或是破產公司進行清算後資產的價值是否大於負債，如果能正確預測公司的價值，即能藉由承擔那些被低估公司股票的下檔風險，進而獲取利得。

此處危難證券策略係買入危難公司（明基電通，代號 2352，已更名為佳世達科技），策略操作期間為 2007 年 1 月 2 日至 2007 年 12 月 31 日。

明基因購併西門子手機部門產生嚴重虧損，2007 年 4 月董事會決議停止投資德國手機子公司，並決定將品牌事業延用明基(BenQ)的公司名稱切割出去，至於原有上市公司明基則改名為佳世達，專攻成本較低之代工部分。2007 年 10 月 2 日至 10 月 14 日作減資作業後重新以佳世達名稱上市，減資之後股本由 256.48 億降為 153.89 億元，每股淨值回升至 11.49 元，10 月 15 日以每股參考價三 . 六六元重新上市交易，當日開盤急攻漲停到一路到收盤。其業務型態也劃分為顯示器、液晶電視、投影機、SPC、手機無線通訊和車用資訊娛樂系統等六大事業部。由圖 4.4 可以清楚看出在 2007 年 10 月之前明基股價的表現皆低於大盤，10 月減資並重新更名上市後報酬表現即顯著優於大盤，此種投資策略貴在必須能正確判斷標的公司能否浴火重生以及須有夠深之口袋，能忍受中途低於大盤之表現。

圖 4.4 危難證券



	策略報酬	指標報酬
觀察值	238	238
平均數	0.1380	0.0383
標準差	3.1644	1.3230
偏態	0.4535	-0.6627
峰態	0.1551	2.4807
平均超額報酬	0.0997	

(三) 機會主義策略

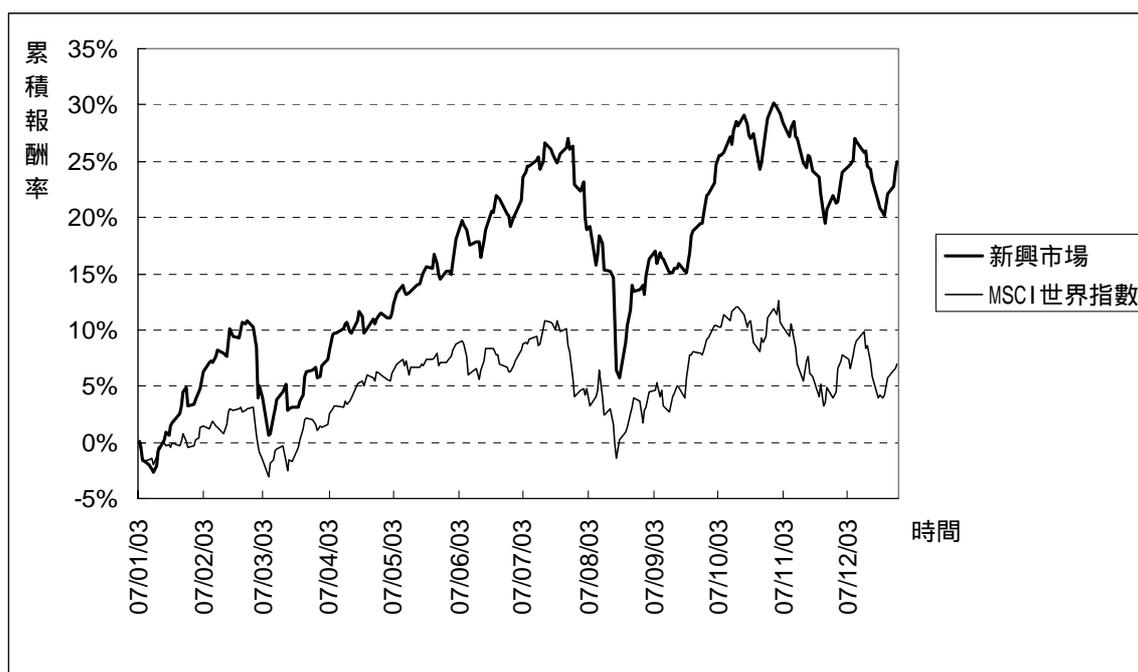
主要是專精於投資標的與時機的判斷，經理人可以隨時改變投資策略其彈性很大，其部位持有期間較短，這種策略的報酬很容易受到整個市場波動的影響，故其風險較高。

一、 新興市場

由於新興國家的市場發展尚未成熟、仍有成長空間，加以市場波動性大是以風險很高，但也帶來相當可觀的利潤。透過經理人的實際查訪、深入研究得到第一手資訊，加上其專業知識，然後將資金投資在具有增值潛力國家或公司的股票或是債券。此策略之所以能有可觀的獲利，係由於這些國家的金融體系還未發展完全，所以市場比較沒有效率，故能透過市場價格的偏差從中獲利。

本策略在此做多新興市場中屬於東南亞國家之馬來西亞、菲律賓與泰國等三國之股價指數，策略操作期間為 2007 年 1 月 2 日至 2007 年 12 月 26 日。由圖 4.5 結果顯示此策略在執行期間確能產生高於 MSCI 世界指數之報酬。

圖 4.5 新興市場



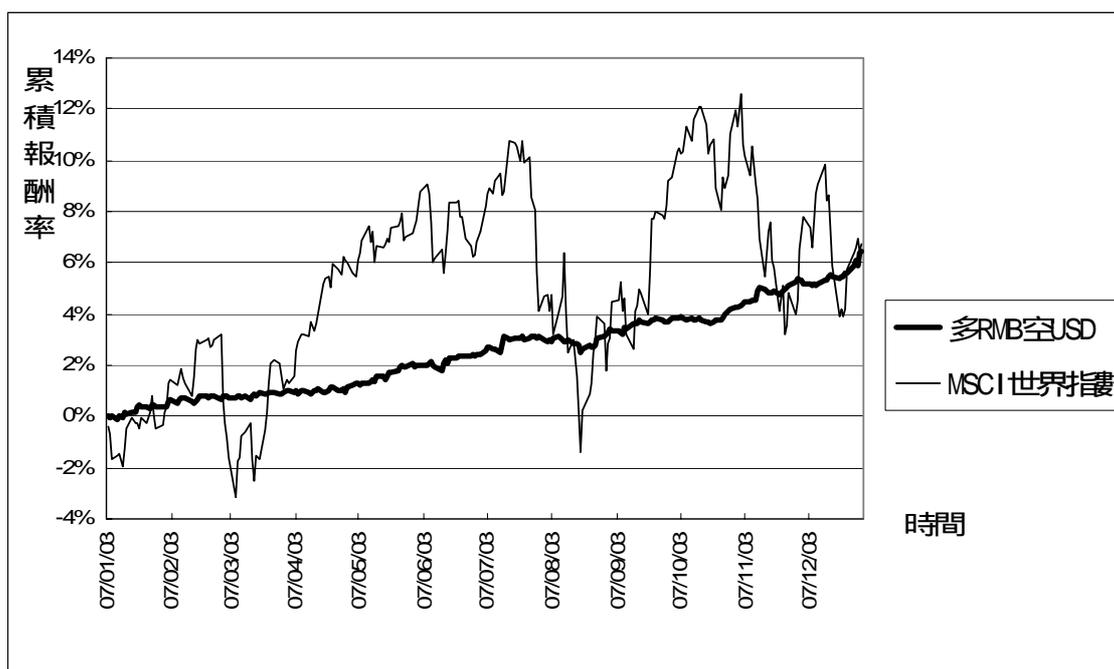
	策略報酬	指標報酬
觀察值	256	256
平均數	0.0956	0.0295
標準差	0.9797	0.8082
偏態	-1.1007	-0.4711
峰態	3.0591	0.2343
平均超額報酬	0.0661	

二、 總體投資

總體投資策略利用分析全球各個國家的總體經濟狀況和經濟策略，預測世界各地利率走勢、各國貨幣的強弱勢也就是匯率的變動、股價、還有一些政策面的變化。其操作策略是採由上而下的投資，運用大量資金在市場與一些金融商品上面，尋找獲利的目標和機會。基金能獲利的主要原因係來自經理人是否能準確的判斷整個總體的趨勢，例如當預期人民幣走強、美元走弱時，則要買進人民幣、放空美元。

此處總體投資策略係做多人民幣放空美元，策略操作期間為 2007 年 1 月 2 日至 2007 年 12 月 28 日。由圖 4.6 可以看出該策略的累積報酬呈現穩步上升，而指標 MSCI 報酬則受到幾次股災的影響，發生了顯著的上下波動，相較之下，此處的總體投資策略報酬雖未必高於 MSCI，但風險卻相對較低。這裡仍有一點值得吾人留意，由於中國大陸外匯市場相對而言仍屬保守且有交易上限制，多數外匯市場上操作都屬於避險目的，若要達成同下圖之報酬，可能得借重 NDF 工具，則其實際報酬可能與本例報酬略有出入。此外，中國仍屬外匯管制國家，操作此種策略將無可避免面臨央行（人民銀行）因政策需要強力干預而產生之損失。

圖 4.6 總體投資策略



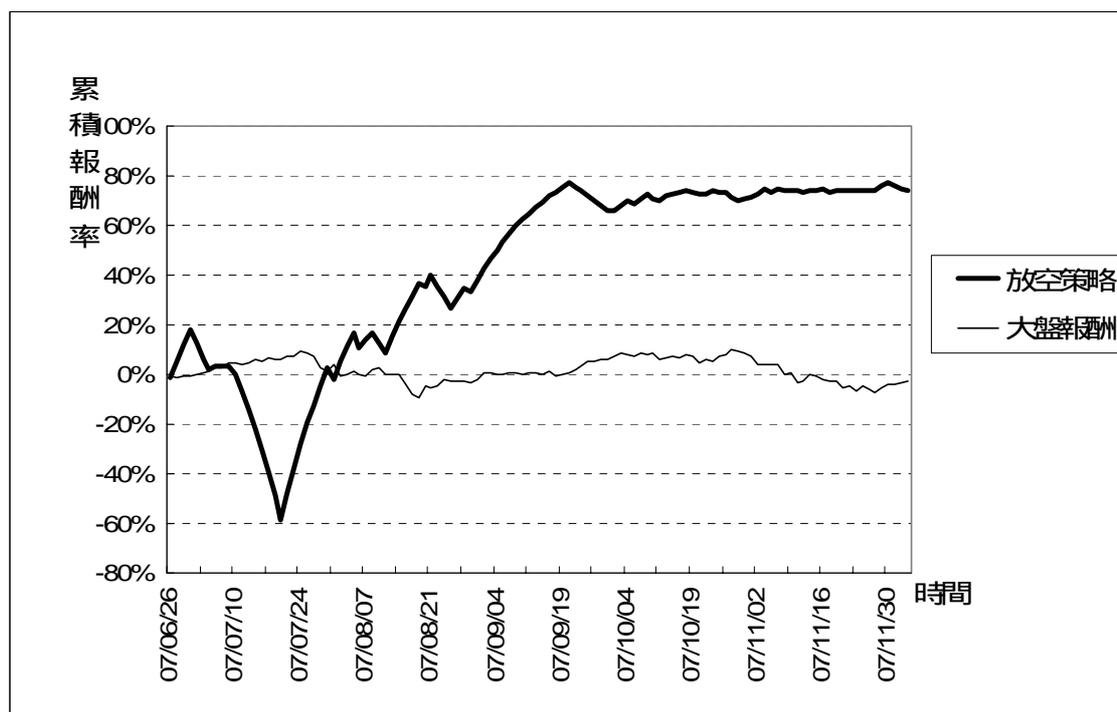
	策略報酬	指標報酬
觀察值	258	258
平均數	0.0257	0.0285
標準差	0.1027	0.8059
偏態	0.7140	-0.4685
峰態	1.7389	0.2440
平均超額報酬	-0.0028	

三、 放空

放空是用來區分避險基金與一般傳統基金最基本的差異，策略主要作法就是放空那些價值被高估的股票，等到該公司價格下跌回到合理的水準後以較低的價格回補，賺取價差。

此處放空策略係放空因打銷消金呆帳過高而導致淨值為負之萬泰銀行（代號 2837），策略操作期間為 2007 年 6 月 25 日至 2007 年 12 月 5 日。放空策略的確可在執行期間內獲得高於大盤之報酬，但有一點值得吾人留意，由於萬泰銀行在策略操作期中已暫停信用交易，故本處結果只能供作參考，吾人並無法實際透過此項操作策略獲取高額利潤（延伸建議：建請主管機關在開放避險基金之餘，亦可搭配放寬信用交易）。另外，由此處亦可看出放空策略之潛在風險所在，在 2007 年 7 月時一度傳出鴻海董事長郭台銘將會同海外私募基金入主，使股價一度漲超過 15 元，若在當時將所有資金採取放空策略，恐有遭到軋空之虞，則此策略之風險可見一斑。

圖 4.7 放空策略



	策略報酬	指標報酬
觀察值	114	114
平均數	1.0200	-0.0141
標準差	5.4067	1.5724
偏態	-0.2624	-0.4765
峰態	-1.5005	1.5644
平均超額報酬	1.0341	

第四節 實證意涵彙整 (代小結)

綜合前面實證結果摘錄於表 4.1，吾人可以發現，避險基金就市場（價格）風險（標準差）而言未必比共同基金所追求超越的大盤指數低⁵。其次，避險基金的風險來源主要取決於不同的策略與經理人的操作方式，各式各樣的操作策略將有不一樣的風險型態⁶。這也符合財務學者向來所強調的報酬與風險是雙面刃，享受報酬的來源就是承擔風險，是以不同的策略追求的報酬來源不同，風險型態亦有所區隔。第三，由表格上之偏態係

⁵ 嚴格言之，避險基金不同於共同基金之藉著承擔市場風險來追求超越大盤之表現，避險基金之報酬主要依賴基金操作策略與經理人獨特之選股能力，故無法找出一所謂指標報酬，然本文為使台灣讀者對避險基金之風險報酬型態有更進一步之認知，故選取大盤指數或 MSCI 世界指數作為指標報酬。

⁶ 即便是相同的投資策略，亦可能因為經理人的操作技巧不同而有所差別。此外，取樣時間的不同也會帶來不同的結果。

數與峰態係數吾人亦可發現避險基金策略報酬率並非如同傳統理論上所描述之常態分配。

此外，在承擔市場風險之餘，還是不可忽略流動性風險所帶來的影響。不幸地，當市場最需要流動性的時刻往往就是流動性最缺乏的時刻，此次次級房貸風暴即為一明顯例證。在這幾個實證策略結果中我們亦可看出有些策略並非一路都能享有正的超額報酬，甚至在中途產生顯著為負的超額報酬，如果在當下產生流動性問題，勢必被迫結清部位，即便長期而言策略方向正確，也只能望市興嘆，吾人由 LTCM 事件中亦可得到相同啟示。

最後在此強調，本研究旨在藉由選取之標的資產建構能描繪避險基金風險報酬特色之投資組合，以此檢視避險基金主要交易策略之粗略績效與風險報酬特色，然而實際上避險基金組合之建構相當複雜，且本研究實證結果尚未考慮交易手續費及放空借券成本等實際操作不得不面對之交易成本，故作者必須強調本研究結果旨在以實證數據供讀者認知避險基金之報酬與風險型態，其結果僅供參考，並無法保證避險基金之報酬績效。

表 4.1 各種策略結果之彙總表

	股票市場中立套利		可轉換證券套利		購併 (風險套利)		危難證券	
	策略報	指標報	策略報	指標報	策略報	指標報	策略報	指標報
	酬	酬	酬	酬	酬	酬	酬	酬
觀察值	246	246	246	246	240	240	238	238
平均數	0.0445	0.0376	0.2000	0.0376	-0.0841	0.0097	0.1380	0.0383
標準差	1.5821	1.3162	5.8365	1.3162	2.3894	1.3133	3.1644	1.3230
偏態	-0.7766	-0.6604	-0.4939	-0.6604	0.6108	-0.6612	0.4535	-0.6627
峰態	3.9789	2.4430	2.0128	2.4430	3.2396	2.5013	0.1551	2.4807
平均 AR	0.0069		0.1624		-0.0938		0.0997	
	新興市場		總體投資		放空			
	策略報	指標報	策略報	指標報	策略報	指標報		
	酬	酬	酬	酬	酬	酬		
觀察值	256	256	258	258	114	114		
平均數	0.0956	0.0295	0.0257	0.0285	1.0200	-0.0141		
標準差	0.9797	0.8082	0.1027	0.8059	5.4067	1.5724		
偏態	-1.1007	-0.4711	0.7140	-0.4685	-0.2624	-0.4765		
峰態	3.0591	0.2343	1.7389	0.2440	-1.5005	1.5644		
平均 AR	0.0661		-0.0028		1.0341			

第五章 避險基金於台灣之發展展望

第一節 台灣現存之類似商品

雖說目前台灣尚未開放避險基金之募集與銷售，然確實存在數種概念上與避險基金相近之商品，亦可做為投資人熟悉避險基金的過渡性產品，茲介紹如下：

(一) 期貨信託基金

期貨信託事業之設立，乃是在集結眾人之資進行投資，投資標的除期貨外，也開放操作現貨有價證券、現貨商品、店頭衍生性商品，甚至可以購買國內外受益憑證、期貨基金等，操作標的之範圍相當廣泛，可用以開發設計的類型也相當多元。期貨信託與目前國內發行的共同基金，最大的不同是引進「私募」的概念，期貨信託得以向特定投資人，人數在 99 人以內者，發行期貨信託基金，金額沒有上限。期貨信託事業得全權委託其他專業機構運用期貨信託基金從事交易或投資，但應符合相關規定並確實執行風險監控管理措施。

就法規面而言，「期貨信託基金」是由期貨信託事業募集發行，與共同基金最大的不同就是引進私募的概念，其必須遵從金融監督管理委員會於 2007 年 7 月 10 日發佈的期貨信託事業及期貨信託基金相關四法規，包含「期貨信託事業設置標準」、「期貨信託事業管理規則」、「期貨信託基金管理辦法」及「期貨信託事業募集期貨信託基金公開說明書應行記載事項準則」。由於期貨交易法並未授權主管機關訂定境外期貨基金之法規，所以暫不開放境外期貨基金來台募集。

就銷售方面言之，期貨信託與現行基金在銷售端並無太大不同，民眾一樣可以單筆申購或定期定額，投資標的也可以選擇國內或國外相關期貨商品。簡而言之，投資者可以輕鬆參與國外石油、黃金、貴金屬等高波動係數的金融商品。申購的通路與現行共同基金差不多，未來在銀行、券商、期貨商都可以買的到。

以基金的類型來說，在法規中不依基金所投資之標的來分類，而是依市場需求與行銷考量，加上為了達到風險分散之目的，而將基金分為組合型、保本型以及傘型。以募集對象來說，國內的期貨信託基金依募集對象不同，可分為兩種：

1. 對非特定人募集（即公開募集）

2. 對符合一定資格條件之人⁷募集(即私募),並訂定最低投資門檻 250 萬。

針對不同之募集對象,管制的程度也有所不同,原則上係採取雙軌制。對於向非特定人募集的期貨信託基金,主管機關採取國外對期貨與選擇權基金及受監理避險基金之規範,除了在募集、銷售時要充份揭露其採取的投資策略、明定風險分散之標準,還須說明可能影響投資人之所有可能情形等,更要定期申報與公佈財報及其業務狀況,俾便一般投資大眾瞭解基金之整體運作守法性、獲利性及策略一致性,以保障一般投資大眾之利益。

至於對那些向有專業經驗之投資者募集的基金,則採取低度監理,其性質與國外的避險基金類似,但在操作策略上還是沒有避險基金般自由,舉例言之,在操作店頭市場的衍生性商品以及股票現貨市場部份仍訂有一些特別的規範,用來控制其可能對金融市場產生之負面影響。

綜觀期貨信託基金,相較於其他國內之信託基金來說,其可以投資之標的範圍較廣,不僅是可以投資在期貨,同時也能操作現貨,種類包括有價證券、外匯、大宗物資、金屬、能源、貨幣市場工具,以及其他國內的衍生性金融商品等。由於策略操作較有彈性可採多空操作,加上標的資產間的相關性較低,所以能有效分散風險,預期比起傳統的共同基金將有更佳的風險報酬架構。另外,期貨信託可集結眾人之資,藉由募集期貨信託基金,對資金作最有效之運用,對期貨交易人而言,其將資金交由專業經理人代為運用交易,除降低進入門檻,得以較小金額參與期貨市場交易活動外,並能分散其單獨從事期貨交易的不必要風險,亦可降低投資人因自行操作導致之損失及後續的潛在客訴事件困擾。長期而言,期貨信託事業之設立亦將有助於活絡期貨交易市場⁸。

(二) 全權委託投資業務

全權委託投資 (discretionary investment business),簡單來說就是「代客操作」,係指投資人(委託人)將其資產包含現金、股票或是債券等委託投信或是投顧公司(受託人)依雙方約定的條件、投資方向還有可容忍風險的範圍等進行有關投資事項,包括買入、賣出或是投資的標的、數量、價格等皆授權受託人代為決定的業務行為,根據證券投資顧問事業證券投資信託事業經營全權委託投資業務管理辦法第三條第一項規定:「本辦法

⁷所謂符合一定資格條件之人,指的是:信託、銀行、票券、證券、保險、期貨業等專業機構,或其他經主管機關核准者,以及 99 人以下符合主管機關所定條件之自然人、法人與基金,亦即為專業投資者或是富有經驗之人。

⁸ 這方面部分見解須感謝實務訪談時富邦期貨史綱董事長與兆豐證券陳萬金總稽核提出之寶貴意見,該次訪談紀要列於附錄一。

所稱全權委託投資業務，係指證券投資顧問事業或證券投資信託事業接受委任人委任，對委任人交由保管機構保管之委託投資資金，於授權範圍內就有價證券之投資為價值分析、投資判斷，並基於該投資判斷，為委任人執行有價證券投資之業務。」係指證券投信或投顧公司基於客戶的授權，依其指定的投資範圍做出有效率的資產投資組合。

全權委託投資制度的運作主要是當事人包括投資人（委託人）、投信/投顧公司（受託人）及保管機構（銀行信託部或是信託業）三者，受託人依據與投資人簽訂的「全權委託投資契約」進行投資，因為投信或投顧公司並不負責保管受託資產，所以投資人必須委任金融機構並與之簽訂「委任契約」來保管其委託投資的資產及代為辦理買賣證券之相關開戶、買賣交割或是帳務處理等事宜，以確保投資人的權益，最後在由三方當事人共同簽訂「三方權義協定書」，來確認彼此的權利以及義務關係。

一、 全權委託的優點

1. 針對客戶個別的需求，量身訂作

全權委託通常是以客戶的名義並授與相當大的決定空間，依據資金投資人的特別偏好、投資範圍的設定、停損點及停利點的設定及長短其目標收益的考量等特殊需求，來為顧客量身訂作其契約內容。有專屬的經理人、專屬報表及專屬的投資管理，客戶的主導性強較大。

2. 投資限制少，操作較有彈性

全權委託投資業務在操作策略上，沒有被強制規定要持有哪一類股或是多少的持股比例，投資經理人可以視市場的狀況，靈活的操作，但是投資人可以先預設自己的停損點或是停利點，控制所受到的風險。

3. 所有買賣交易透明化

依據證券投資信託及顧問法第三章全權委託投資業務第六十二條：「經營全權委託投資業務，應按客戶別設帳，按日登載客戶資產交易情形、委託投資資產庫存數量及金額。客戶得要求查詢前項資料，受委託之證券投資信託事業或證券投資顧問事業不得拒絕。運用全權委託投資資金買賣有價證券所收取證券商之手續費折讓，應作為客戶買賣成本之減少。經營全權委託投資業務，應每月定期編製客戶資產交易紀錄及現況報告書送達客戶。」

4. 專業的投資管理

因為全權委託投資是透過專業法人之參與（投信或投顧公司）來操作，他們擁有的專業經理人還有完整的資訊網絡，所以能隨時掌握市場的脈動，透過專人有系統的研究以及精確的投資判斷，投資政策更趨理性，可以為投資人謀取更高的報酬。

二、 全權委託投資與共同基金的比較

全權委託是以專戶管理，配合客戶資產狀況及投資需求，量身訂作其投資組合，除在操作上較為靈活外，還有專業化的投資規劃策略，這明顯與共同基金的特性有很大的不同，茲整理兩者主要差別於表 5.1。

表 5.1 全權委託與共同基金的比較

項目	全權委託	共同基金
對象	1. 政府基金 2. 機構法人 3. 大型退休金 4. 大額個人戶	一般投資人
投資金額	一千萬元	單筆：一萬元 定時（不）定額：三千元
募集成立方式	不公開募集，約定受託範圍	公開募集，採核准制
投資期限	以年為單位	可長可短
投資費用	1. 無手續費 2. 管理費 3. 保管費（依保管機構而定）	1. 手續費 2. 管理費 3. 保管費
產品屬性	依個人需求量身訂作	依原始設計的投資標的為準
風險控管	分別評量各個專戶的風險承擔範圍，在給予個別不同的投資組合	每檔基金的操作規範還有風險級距都不同，投資人僅能選擇適合自己的投資
最低持股限制	無	成立滿三個月後，持股需達七成以上

(三) 集合管理運用帳戶

一、 集合管理運用帳戶定義

集合管理運用帳戶乃信託業基於信託關係下的一種財產管理運用模式。依信託資金集合管理運用帳戶管理辦法，所稱集合管理運用帳戶，乃受託銀行於其所接受其信託資金中，就其營運範圍或方法相同之資金，為集合管理運用所分別設置之帳戶。由於信託之成立，客戶須將信託之財產移轉予受託銀行管理運用。

信託期間受託銀行須就客戶交付之信託財產請專人單獨管理，其缺點乃因個別客戶信託資產不大須負擔高額的管理成本，且很難建構有效的投資組合。另依信託業法之規定，信託業者可辦理財產之信託包括金錢、金錢債權及其擔保物權、不動產之信託等，且就其中以金錢形式成立信託者，為增進財產管理效益，可以設立專戶模式做集合管理運用。

二、 集合管理運用帳戶功能

委託人可藉由將資金投入集合管理運用帳戶，讓信託資金產生集腋成裘之效，並享有下列的好處：

1. 有效分散投資風險

在單獨管理時，限於委託資金規模不大，在投資上，無法藉由分散投資去規避非系統性風險。相對地藉由集合管理運用帳戶的管理，受託銀行可藉由分散投資，達到降低投資風險之效果。此外，由於個別基金之投資標的和區域，受限於持股比例的限制，使其承擔的損失無法降到最低，而具有基金組合投資概念之集合管理帳戶可以在各種不同類型、不同投資區域間自由轉換，將資金轉移到操作績效較佳或是情勢看好的區域市場中投資，此一「籃子基金」的投資方式將進一步分散風險。

2. 降低管理費用

受託銀行藉由集合管理運用帳戶之成立，將各別契約中相同運用範圍之信託資金彙總運用，可發揮規模經濟之效果，如一般信託方式中若有三位委託人單獨管理運用時，須分別做三筆存單，管理成本為三套；但在集合管理運用帳戶中只要合存一筆存單，再以記帳方式將權益回歸信託客戶。此舉非但不會減損信託客戶之權益，更能有效降低信託管理成本。

3. 增進投資效益

委託人個別資金規模小、交易成本高且易受投資門檻限制。藉由加入集合管理運用帳戶，受託銀行可彙集各別信託資金後再予以投資運用，可避免投資門檻限制、降低交易成本及增加交易的議價能力，進而提高整體投資效益。

4. 降低投資人挑選基金繁複性

建構和管理自己的基金投資組合需要具備一定的專業知識，且需花費相當時間和精力來追蹤市場的脈動。對於缺乏投資理財相關知識或是沒有時間去管理基金組合的投資人而言，

基金組合投資可說是較佳的選擇。

5. 專業管理團隊服務

在原本單獨管理之信託架構上，基於成本費用之考量，投資人所能享有之受託銀行專業資源實屬有限。若藉由集合管理運用帳戶進行管理，受託銀行可為同一類型集合帳戶投入更多專業投資研究人員，進行財富管理，以增加投資效率。此刻投資人可將行情判斷及挑選好基金的責任交由專業經理人來達成，並只須付出些微額外成本，透過專業的主動性資產配置調整，以期在風險控管下，追求較高的投資報酬。

三、 集合管理運用帳戶與共同基金之差異

信託業事先依投資商品為範圍或風險屬性設立集合管理運用帳戶，其財產管理運用與共同基金均有集合小額資金為共同投資，以達分散風險的效果，但仍有某些差異，茲摘述如表 5.2 與表 5.3 所示：

表 5.2 集合管理帳戶與共同基金之比較

	集合管理帳戶	共同基金
主管機關	金管會銀行局	金管會證期局
法律關係	信託關係	委任關係
募集業者	信託業（含銀行信託部）	證券投信業者
募集方式	非公開募集	公開募集
成立金額限制	無最高及最低金額限制	有最高及最低金額限制
投資標的	投資標的較為廣泛，可包括動產與不動產、國內外基金、期貨、債券、貨幣與衍生性金融商品等	投資標的多為證券及其相關商品
法源架構	信託法。 對投資人的好處是，受信託法保護「信託財產不可強制執行」享有權利，即使破產	證券投資信託及顧問法。

	了,債權人也不得從投資者的集合帳戶中取得資產	
相關費用	信託部以法人身分替眾多客戶買賣基金,不需前置手續費用,每年只需 2% 至 3% 費用,較為便宜,因此集合帳戶只向個人收取約 1.5% 手續費以及 1.5% 帳戶管理費	一般以個人身分向基金公司申購一檔基金,就需要 2% 至 3% 的手續費以及 1.2% 至 1.5% 的管理費以及保管銀行的保管費
操作靈活度	投資標的為國內外基金,較共同基金直接投資標的範圍更廣、風險也更分散,操作比較有彈性,亦因沒有最高與最低持股限制,可以全數出清,遇到大波動時操作較為靈活,且透過股債不同屬性基金間機動調整,可以更彈性建構分散風險的投資組合。	受限於各基金申請募集成立時向主管機關申報之投資策略及最高最低持股限制
所得課稅方式	依各項所得類別分別計入受益人所得申報	利得屬證券交易所所得,目前免稅
資產管理人	信託業自行保管	另找保管銀行

表 5.3 集合管理帳戶與共同基金及私募基金之比較

	集合管理帳戶	共同基金	私募基金
法律關係	信託關係	委任關係	委任關係
募集方式	非公開募集	公開募集	非公開募集
資產運用人	信託業	投信投顧業	投信投顧業
強制執行否	不可	可	可

投資範圍	最低可零持股	有持股水位限制	多空部位皆可
槓桿使用	不可	不可	可
稅賦	帳戶內任何投資收益產生的稅賦都要轉開給客戶	買賣價差視為證券交易資本利得，不課稅，僅配息時課稅	買賣價差視為證券交易資本利得，不課稅，僅配息時課稅

綜合上述，個別投資者受限於個人的專業、時間及成本較難在各檔基金間自行靈活轉換，透過基金組合投資的方式，可以在不同屬性的基金投資組合中，尋找最適合自己的類型。如果投資人偏向保守穩健，就選擇以債券型、貨幣型為主，股票型、指數型、平衡型為輔的基金組合；若比較偏向積極型操作，則股票型、不動產、黃金能源等等積極型標的投資比例較高的基金組合較適合。是以吾人可說集合管理帳戶是針對理財知識較貧乏、缺乏時間理財或有破產隔離目標之投資人設計，其與避險基金之主要相同點即在於其募集方式都採非公開募集形式為之以及投資策略較傳統共同基金為靈活。

第二節 避險基金對於台灣資本市場之優勢所在

避險基金對於資本市場的影響及其投資風險眾說紛云，由於許多金融案件的發生使得避險基金的管理方式引發討論，在許多國家對於避險基金的管理也因各國之需求而有稍作改變，如美國證管會於 2004 年 7 月向避險基金經理人建議依 1940 年之「投資顧問法」(Investment Advisers Act)規定向美國證管會辦理註冊。雖然美國證管會為「建議」而非「強制」，但由於此柔性勸導，使得約有 50% 以上之避險基金經理人依法註冊；而歐洲大多數國家(包含英國)則強制避險基金須註冊。

由此吾人可發現，截至目前為止，各國對於避險基金之管理程度仍有研究討論之空間，因為管理過當就失去了避險基金有別於一般基金的隨機性、運用的靈活性。因此，對於尚未開放避險基金的台灣，面對是否要開放此種金融商品運作，更該考量到其所帶來的影響，故整理避險基金的開放對台灣資本市場可能產生的效益如下⁹：

⁹ 本節避險基金對於台灣資本市場之優勢內容主要係參考與整理自黃淑華 (2007)。

(一) 協助訂價及價格發現

有別於傳統共同基金採取鎖定指數、被動管理及依循狹隘委託範圍之操作方式，避險基金之優勢是操作上更為靈活，是以其交易能促成市場價格合理化。避險基金可藉由其對價格及交易量之影響，在市場中充分揭露部分非公開資訊，幫助市場價格發現機能的發揮，更協助資產快速恢復至合理價格，而合理價格則能使其他市場參與者得以從事更適當及有效之資金運用。

(二) 有助於市場機能發揮並提高競爭力

黃淑華（2007）提到大多數避險基金所從事研究及其交易策略係追求被錯誤評價資產所產生之利潤，而資產錯誤評價則係起因於交易商無法立即進入所有公開市場及交易所從事交易，並獲取相關資訊。例如，S&P 500 指數選擇權之交易在芝加哥，惟其標的股票之交易則在那斯達克(NASDAQ)及紐約證券交易所(NYSE)，若該指數選擇權價格與標的股票價格無法適當相互反應，諸如不能達到無套利關係，即產生錯誤評價之情形。避險基金經理人便可透過套利交易而獲利，並導引價格趨向真實價格。儘管部分避險基金可能因套利之限制¹⁰而無法完全消除錯誤評價，然不可否認仍能扮演重要角色。

此等交易亦可藉由增加業務多樣化之市場造市者或中介者之競爭壓力，進而提高效率。引述美國證管會（2003）說法：「這些市場（金融創新工具市場）若無避險基金之參與，將導致風險管理工具之減少及較高之融資成本」。

(三) 引進國外先進投資技術

透過避險基金的開放可引進外國避險基金之先進投資技術，提高國內投資界的技術水準以及國內投資相關事業之操盤能力，長久以往，甚至可為國內業者將來進軍其他地區（諸如中國）市場作準備。另一方面，亦可透過提高委託操作報酬間接造福國內廣大之投資人，更進而降低國內市場散戶之比重。

(四) 提供多元化投資管道、增加市場完全性

避險基金不像傳統基金受限於交易策略選擇之授權，亦不像投資人受限於交易成本及技術竅門，是故能提供投資人較滿意且傳統基金無法採取之投資策略。大量證據顯示，避險基金確實能提供投資人傳統基金無法採用之風險利潤抵銷策略（risk-return

¹⁰The limits of arbitrage，見 Shleifer 與 Vishny 1997 年之經典文獻。

tradeoffs)。

站在財務理論之立場，增加新的可投資商品，將可增進市場的完全性，亦使效率前緣往外擴張，裨益投資人權益。市場若有避險基金存在，將減少資產間之關聯性，尤其在空頭市場時，並因而對避險基金之直接投資人或其他間接投資人有所助益。在這微利時代，亦可說是另一種安定社會的力量。舉例言之，各項退休基金之投資需求係屬長期，若能增加避險基金作為投資標的，相信除可增加報酬績效外，長期而言，亦可是當規避因短期波動所造成之風險，對於財力不甚雄厚之一般投資人而言，亦可透過長期投資基金的基金 (Fund of Funds) 來分散風險以及享受避險基金帶來之報酬，其安定社會力量不言可喻。

(五) 裨益流動性提供

由於新巴塞爾資本協定之激勵而快速提升之金融技術與資料實用性，提供所有金融機構及投資人更先進之交易與風險管理技術。此亦使市場參與者獲取類似之有用資訊，使彼此決策行為較過去更加一致。此現象在金融危機期間尤其堪慮，因高度相關之資訊及決策行為，加重危機之嚴重性，進而導致每當需要流動性時，卻無流動性。然而，避險基金並無法定風險限額之限制，且通常於技術鏈之最頂端操作，使其可於金融危機期間反向操作，因而提供市場流動性。當受管理之投資人可能僅因法規遵循被迫結清風險部位時，避險基金若認為有利可圖，會成為交易之另一方，從而提供流動性。此亦指技術先進且未受管理機構之存在，對於確保金融市場穩定有其重要地位。

(六) 擴大國內財富管理市場規模及增加政府財源

開放避險基金在台募資與銷售之後，將可吸引部分投資海外避險基金之資金回流台灣，進而使國內資產管理業界的規模作大。此外，銀行亦可增加相關信託保管業務收入。更甚者，公部門相關稅收 (稅基部分) 亦將隨之增加，可有效增加政府財源。

(七) 裨益國內公司治理

避險基金在某種程度上亦可扮演監督者的角色替廣大的股東監督上市櫃公司控制股東，避免或減少侵佔效果 (Entrenchment Effect) 之情事。實證研究上，Klein and Zur (2006) 以及 Clifford (2007) 發現避險基金監督會產生顯著異常報酬。近期 Brav 等人 (2007) 年則根據 2001 至 2006 年資料，發現避險基金雖然很少取得被投資公司的控制權，卻仍能發揮外部人之影響力，使得被投

資公司之營運績效、股利發放與 CEO 更換比率提高，增加股東價值，強化公司治理機制之運行。

第三節 避險基金對於台灣資本市場之可能影響與衝擊

縱使避險基金對於台灣資本市場有上述諸項優點，然不可避免地，「水能載舟，亦能覆舟」，亦有諸項可能衝擊必須加以揭露討論，茲整理如下¹¹：

(一) 造成金融市場動盪

避險基金令人印象最深刻之負面影響就是被控影響國際金融體系之穩定，就總體投資型避險基金而言尤其正確，由於此等型避險基金對總體經濟發展之長期趨勢形成定見後，通常將投入極大部位。儘管避險基金對一個國家總經局勢之關注，可能不為該國當局所喜，然不表示其一定是掠奪者或會造成市場動盪，避險基金可能僅係利用經濟真實狀況與市場價格間之差異而獲利，況且避險基金亦可藉由其行為消彌市場上之錯誤評價。

就實證方面討論避險基金是否造成市場動盪，目前並無確切證據與結論。Fung and Hsieh (2000)之實證結果顯示避險基金於歐洲匯率機制危機期間對市場產生重大衝擊，然在亞洲金融危機期間則無此現象(諸如 Fung and Hsieh, 2000; Fung et al., 2000; Goetzmann et al., 2000)。亞洲金融危機時，外國避險基金似乎比危機國家之國內投資者對其經濟更具信心，當這些國家的貨幣被資訊充分之國內企業拋售而導致快速貶值時，避險基金卻反其道而行，提供支撐，此一事實亦可反駁「瑪哈地臆測 (Mahatir Conjecture)」所指稱之避險基金造成金融不穩定。

(二) 構成交易對手風險

由於避險基金不受財務槓桿相關法規之限制，且其主要業務操作集中於風險相對較高之交易，所以較一般受管理之金融機構更可能違約，且違約之危害程度將更大。基本上，避險基金將使其受管理之交易夥伴或投資人承受交易對手風險，因而增加這些金融體系成員之信用風險。交易對手風險亦為 LTCM 事件之重要議題，其中值得吾人關切的包括主要投資銀行對 LTCM 有極大清算風險之暴險部位，且缺乏對避險基金整體暴險之瞭解。LTCM 事件中銀行間暴險之網狀關聯涵蓋 LTCM 之債權銀行，以及與 LTCM 無直接往來，惟間接暴露於交易對手風險之金融機構等。此等銀行間暴險網狀關聯之最大隱憂在於可能引發遍及

¹¹本節避險基金對於台灣資本市場之衝擊內容主要係參考與整理自黃淑華 (2007)。

金融體系之骨牌效應。

鑑於 LTCM 事件之發生，強化交易對手風險管理遂成為金融穩定論壇(2000)及巴塞爾銀行監理委員會(1999)相關報告之焦點，主要經紀商對其避險基金客戶之部位及流動性，亦將更加嚴密監控。部分人士當時即建議採用即時清算、市價評價及收取保證金等方法，降低交易對手風險，此舉固然對風險之控制有所裨益，然不可諱言即時清算本身亦可能成為導致市場不穩定之因素。舉例言之，假設市場存在一家擁有極佳訂價模型而得以執行套利策略之避險基金，其有利之套利結果係來自於買進價格相對較低資產，同時放空價格相對較高資產。若被放空之資產突然劇烈升值且須依市價評估，即可能導致避險基金被迫追繳保證金並產生流動性問題，儘管避險基金原無到期違約之風險，然此時避險基金套利組合可能被迫賤售以結束部位，導致進一步損失甚至整個基金之違約。

(三) 造成跟單效應

避險基金常被控造成跟單情形，並常以歐洲匯率機制危機及亞洲金融危機為例證。學術界認為跟單係指某一基金即使依其本身資訊或專有模型應採其他策略，卻惟仍模仿其他基金交易策略之現象。常見說法則認為跟單係指其他基金在執行交易策略時，集體模仿避險基金，例如攻擊特定貨幣。進一步討論避險基金可能造成跟單與否，假如靈活操作及創新是避險基金存在之理由，理應較其他機構更不可能造成跟單。由於避險基金操作策不受限制，使其在執行新交易策略或投資（或放空）新資產或市場時，較具彈性，惟避險基金無法阻止其他機構同時執行相同交易。此外，若避險基金於開發昂貴專有交易模型時，忽略此模型容易形成跟單，將較其他低成本抄襲者處於明顯劣勢。某些類型避險基金，例如，可轉債或合併套利型之避險基金，因策略特質傾向從事相同交易，很自然會有相似部位，惟若不超過可能被稱為跟單之投資組合規模，便不構成跟單。避險基金經理人之酬勞條件假如不若共同基金經理人之完全與基金績效連動，亦有可能使其比共同基金較少跟單。Chevalier and Ellison (1999)實證結果顯示，共同基金經理人之職業特性傾向跟單，且不願承擔太多非系統性風險。

避險基金究竟是否造成跟單效果之實證證據並不明確，例如，1992 年歐洲匯率機制危機時較明顯(Fung and Hsieh, 2000)，其他危機事件則少有證據。Liang (2004)則認為在市場下跌時，可

能會有跟單之跡象，因為在此情況下，避險基金被迫從事類似交易，導致對流動性造成負面影響並波及相關市場。理論上，避險基金可能經由其他投資者引發跟單情形，惟現有證據並未指出曾發生此種狀況。Fung and Hsieh (2000)發現一些間接證據，證明避險基金在亞洲金融危機期間為最後參與交易者，Eichengreen and Mathieson (1999)則發現無證據可顯示其他交易者之交易係因避險基金持有部位所導引，並認為相關資料確切指出，避險基金經常扮演與一般大眾想法相反之投資者。

(四) 過度使用財務槓桿

財務槓桿可能直接透過債券、契約借據、信用額度等正式債務或間接經由衍生性商品隱含之借款而產生。避險基金通常擁有極大衍生性商品部位，所以間接財務槓桿對其特別重要。不同於一般受管理之金融機構，避險基金容許之財務槓桿比率並無上限，因而可能增加違約之機率及嚴重性，進而導致金融危機。此等疑慮由來已久，且因 LTCM 事件更為加重。然根據實證資料顯示，避險基金並無極高財務槓桿比率之情形，2003 年有 84%避險基金財務槓桿比率不及資本之 2 倍，且僅有 2%避險基金之財務槓桿比率超過資本之 5 倍。市場相關報告也暗指避險基金之財務槓桿比率最近並無顯著增加，且與 1997 或 1998 年之水準比較，仍算適度。此外，避險基金財務槓桿操作是否過度，亦應與其他受管理金融機構對照比較，銀行有 8%資本適足率之規定，其財務槓桿倍數為 12.5 倍。若與此水準比較，似乎無需憂慮避險基金財務槓桿不受限制將可能導致系統風險，況且避險基金若出現極高財務槓桿比率，通常是危機事件之結果而非原因。

由於避險基金所具備之特性，其財務槓桿難以衡量。諸如訂價及暴險額計算等問題均非常複雜，不易透過強制揭露暴險資訊而獲取財務槓桿相關資訊，且資訊如何能充分傳達至監理機關亦是一大問題。即使相關資訊能讓主管機關作出結論，其用處亦有限，因為財務槓桿比率對衍生性商品部位及資本價值之快速變化極為敏感，可說一夕數變，此等現象在發生危機時更是如此。因此，似乎無法準確衡量財務槓桿操作對系統風險之實際影響。再者，避險基金發生危機時，通常伴隨非常高財務槓桿比率，就如同 LTCM 事件之情況。極高財務槓桿比率之形成，主要係因避險基金資本受到侵蝕，而非投機部位之增加。是以即使能正確衡量避險基金之財務槓桿比率，其亦可能非為有用之早期預警指標，因為高財務槓桿比率可能正是危機發生之結果，已不能用於危機發生之預測。

(五) 導致舞弊情事

由於避險基金不像其他共同基金或金融機構須遵守資訊公開揭露之規範，是以將提高其從事侵吞資產、不當評價、內線交易、歪曲基金績效、不當行銷、竄改經理人學經歷與績效及誤導之資訊揭露等舞弊行為之可能性。邇來隨著避險基金之零售化，國外主管機關已對投資者保護愈加關切，投資人本身亦日漸重視此一問題。雖說少有證據指出有非常高比例之避險基金或其顧問公司參與舞弊行為，然隨著避險基金顧客群之擴大，例如投資資格標準之放寬或允許諸如退休基金等受管理機構投資避險基金，已引發改變避險基金管理架構之要求。然而前述看法似乎被誤導，機構投資人願意投資未註冊之避險基金，其實已充分認知可能之弊病。若投資人希望避險基金能有更好之監控，極度競爭之避險基金產業本身即會提供此項服務，不需任何法規之督促。以退休基金為例，對其投資避險基金之管理，應係該退休基金監理機關之責任，而非由避險基金之監理機關管理。退休基金之監理機關可藉由審慎核准退休基金僅能投資於已提供績效查核結果之避險基金加以降低風險，無須為解決避險基金詐欺疑慮額外擬訂管理規範。

(六) 耗盡市場流動性

避險基金有時被控耗盡流動性，妨礙其他投資者之使用。此處所稱流動性係指交易之容易度而非資金之取得。若避險基金成為某一資產或貨幣之最大賣方，可能對價格有明顯影響力，並利用成本優勢使其他投資者無法以合理價格找到買方完成交易。然而，從另一方向思考，情況亦可能完全相反，當其他金融產業也許因新巴塞爾資本協定之風險限制規定而全部居於賣方時，避險基金伺機買入，因而提供流動性及穩定性。因此究竟避險基金是否耗盡市場流動性，同樣難以論定。

第四節 避險基金對於台灣外匯市場之優缺點分析

水能載舟，亦能覆舟。由於避險基金本身有若干操作策略可能造成對外匯市場衝擊，諸如總體經濟策略等，而力求匯率穩定又是央行一個相當重要的政策目標，是以吾人將在此節討論開放避險基金可能對台灣外匯市場所帶來之優缺點，希望藉此引出將來在政策上之有效建議。

(一) 開放避險基金對外匯市場之優點

1. 協助改善（潛在）市場失衡狀況

避險基金一旦發現一國的市場或政策與其基本面有所背離，就會進場尋求獲利，其好處是會快速矯正市場失衡現狀。舉例而言，如果一國經濟狀況正往下滑，而政府卻要維持高幣值，避險基金便會進場賣空該國貨幣，使政府調整其匯率政策，1992 年的索羅斯攻擊英鎊事件與1997年東南亞諸國貨幣貶值正是最有利之例證。

2. 增進外匯市場資訊效率性

避險基金加入外匯市場後，市場所有參與者亦可藉由避險基金之活動得到有關匯率之充分資訊，除了投資人可以擁有更充分且迅速之資訊外，國內出口商更能積極進行匯率避險與提高獲利率之研發活動，間接提昇國內廠商之競爭力。

3. 進一步提升國內匯市形象

我國匯率制度仍屬管理浮動匯率，開放避險基金也可說是一個明顯的政策宣示，象徵外國投資人可以平等地進出我國資本市場。我國在1997年曾被IFC列為對外資管制最嚴格的國家，嚴格程度超過當時也實施Qualified Foreign Institutional Investor (QFII)制度的印度、哥倫比亞等國，雖說2003年10月已取消QFII制度，若再開放避險基金自由進出外匯市場操作，將有更顯著的象徵性效果，可更進一步提升我國外匯市場形象。

(二) 開放避險基金對外匯市場之潛在缺點

1. 增加匯市波動程度

由於避險基金本身具有利用槓桿追求絕對獲利之操作特性，是以除了促進外匯市場價格發現機能外，若開放避險基金將造成我國的外匯市場波動性增加，也會使得我國的股市投資風險增加，投資人（尤其是國外投資人）所要求的必要報酬率會因此上升，以彌補其所承擔的風險，如此則對股市亦將有不良影響。對出口商而言，匯市波動度越高，則避險成本越高，亦將因此增加廠商之負擔。

2. 經濟狀況不佳時加速幣值惡化

當台灣經濟前景不佳導致台幣看跌時，若避險基金高舉「加速矯正經濟狀況」之大蠢進場操作，可能會加速台幣幣值的惡化，容易引起其他機構投資人的群聚交易，造成市場對台幣之恐慌性賣壓，使幣值惡化超過實質面，產生超跌現象。簡而言之，當經濟狀況不是很好時，避險基金的動作將是落井下石而非雪中送炭。

3. 增加政府監督成本

開放避險基金後，為了維持外匯市場穩定，央行勢必要加以監視，以防範其對我國的匯率穩定造成傷害，是以相關之監督成本將因此而增加。

第六章 結論與建議

由於金融業務之發展影響國家整體經濟動能，因此對金融監理機關而言，一項業務之開放須考量整體金融市場之發展、各金融分業之衡平性、國際趨勢及投資人保護，在整體通盤檢討及訂定完善配套措施後，始能開放是項業務。

對於開放避險基金與否，在此建議可分別從其優缺點來看。首先，如同前文所述，透過避險基金的開放可引進外國避險基金之先進投資技術，提高國內投資界的技術水準及相關產業之收入。其次，開放避險基金之後，可把國內資產管理業界的規模作大，則相關稅收（稅基部分）隨之增加，亦可有效增加政府財源。第三、站在財務理論之立場，增加新的可投資商品，將可增進市場的完全性，亦使效率前緣往外擴張，裨益投資人權益，在這微利時代，亦可說是另一種安定社會的力量。舉例言之，各項退休基金之投資需求係屬長期，若能增加避險基金作為投資標的，相信除可增加報酬績效外，長期而言，亦可是當規避因短期波動所造成之風險，對於財力不甚雄厚之一般投資人而言，亦可透過長期投資基金的基金（Fund of Funds）來分散風險以及享受避險基金帶來之報酬，其安定社會力量不言可喻。當然，開放過程中難免對市場造成波動和風險，然就另一角度思之，亦是幫助市場價格發現機能的充分發揮，增加金融資產市場透明度。況且避險基金策略相當多元，並非每種避險基金都是採取高風險操作策略，甚至某些避險基金之風險還低於傳統共同基金，是以在基於風險考量而決定禁止開放避險基金業務之同時，可能可以先行放寬某些風險相對較低之避險基金。

當然，開放避險基金各有其優、缺點，有待主管機關的考量與裁決。放寬管制必然也要考量到因此而生的相關問題，諸如將帶給投資人的風險與加重金融市場的不穩定因素等。是以若主管機關決定開放，吾人提出以下幾點關於避險基金管理的建議以蒙其利，以避其害：

1. 提醒投資人潛在風險並要求資訊充分揭露

由於主管機關的主要功能就是維繫健全的金融市場，以及保障投資人的權益，美國相關法規亦要求避險基金在資訊揭露上應避免出現「誤導」或「忽視風險」之情事。是以在開放之際，建議主管機關可善用自身的權

責，要求每檔避險基金在銷售廣告及契約上加註警語，提醒投資人避險基金的潛在風險。讓市場隨時保持對潛在風險的憂患意識，才能維持金融體系的健全¹²。

LTCM 危機過後，部分人士主張強化資訊申報系統，敦促避險基金每季出具報告揭露其投資策略、部位與其他相關資訊。然而，此舉尚須考慮到金融環境與投資損益變化乃瞬息萬變，通常要求揭露的資訊已經過時了，屆時恐怕徒然浪費人力與相關作業成本，是以須針對揭露之頻率與時機進行多方考量。此外，英國之避險基金標準委員會 (Hedge Fund Standard Board, HFSB) 出版之「避險基金標準：最後報告 (Hedge Fund Standard: Final Report)」亦主張揭露相關費用以及經理人與借款者和主要經紀商之交易。更甚者，運用槓桿與衍生性商品操作是部分避險基金主要獲利來源，然此舉將使其風險相對提高，是以槓桿使用與衍生性商品操作亦是資訊揭露之重點。

2. 督促金融機構採取更嚴謹之信用檢查方式

開放之後，避險基金規模持續擴增，將促使金融機構，尤其是經紀商，為了爭取更多商機提供更廣泛服務，例如提供經紀交易、結算交割、信用交易衍生性商品交易、及時資訊系統與風險管理系統等服務。因服務項目增加，相對提高金融機構風險，故金融機構亦該採取更為嚴格的信用檢查方式，查核其信用狀況，以降低金融機構的交易風險與信用風險。尤其在 1998 年拯救 LTCM 的過程中，美國與歐洲的主管機關憂心的主要問題是：銀行貸款給避險基金，但卻無法有效地監視避險基金的信用風險，以至於他們對避險基金的放款面臨很高的信用風險，更糟的情形是市況轉差時將透過這種資金借貸關係帶來嚴重的傳染效果。現下美國主管機關亦已透過限制金融機構貸放給避險基金來做另一種對避險基金的間接限制，並應滿足巴賽爾資本協定所訂定之最低風險資本要求¹³。

此外，由於避險基金可以在全球各金融機構取得融資，單一金融機構對避險基金的資訊揭露仍屬有限，是以建議加強金融機構彼此之合作關係，強化對避險基金的信用風險控管，以防止避險基金造成金融體系的不穩定¹⁴。

3. 嚴格要求避免詐欺與內線交易

美國聯邦證券法規禁止在美國註冊的避險基金牽涉到有關詐欺與內

¹²關於這方面政策建議，部分意見是來自於官方訪談，詳見附錄二，在此感謝證期局第四組洪幸元組長。

¹³ 由於避險基金本身特殊性質，是以在風險管理方面，不易由主管機關進行直接規範，故退而求其次透過可監管之資金供給者進行間接規範。

¹⁴ 參考沈中華等 (2003)。

線交易行為，至 2006 年，美國約有 86% 的避險基金向 SEC 或 CFTC 註冊並受到相關法規約束，避險基金經理人在顧問法(Advisers Act)下被要求將基金之利益至於自己個人利益之前，善盡合法受託人之職責。「他山之石，可以攻錯」，避險基金在美國已行之有年，如此規範亦是基於其多年經驗歸結而成，國內一旦開放避險基金，這方面之規範應有其必要。

4. 重新評估投資門檻

原本避險基金設立最低投資門檻原意是因避險基金乃採私募，本身受到管制較少，且相對於一般投資者而言，高淨值個人所能承受風險較高加以通常較具成熟之理財觀念。如果放寬最低投資門檻將使更多投資人受惠於避險基金之多元投資策略以及高報酬，但美國在 2006 年卻通過法令要求提高避險基金投資人之淨值要求。相反地，澳洲對於有意投資在註冊於澳洲證券及投資委員會(Australian Securities and Investments Commission)之避險基金的投資人幾乎已無任何最低財富要求，加拿大、英國與部分歐洲國家也開始朝著放寬避險基金投資人淨值限制這方向發展。國內似乎也可以參酌國外經驗，考量國內投資環境與國民經濟情況，訂出一合理之最低投資門檻限制，在保障投資人的同時也讓更多投資人得以享受避險基金所帶來之好處。

5. 建置完整資料庫以協助金融監理決策遂行

如同彭德明(2007)所言，未來我國金融主管機關若能就機構別(例如，銀行、避險基金、SIVs)與商品別(諸如各類衍生性金融商品)及其價格變化的角度，針對國內金融機構國外資產選擇的變動建立一套具有持續性與一致性的完整資料庫，將有助於建立適當的金融因應機制與金融監理制度，並防範國外衝擊對台灣經濟金融的影響。然此處投資組合資產價值之評估建議須由兼具獨立性與專業性之機構為之，若不可得，「避險基金標準：最後報告(Hedge Fund Standard: Final Report)」亦主張此項評價動作須由基金公司內獨立之部門為之，方不致於造成基金經理人舞弊弄險又無人監督，以致貽誤處理時機。

6. 適度調整相關稅制

由避險基金之特性可知，避險基金之投資人多為高淨值個人或法人，目的在於藉由承擔部分風險以追求較高報酬，且不願負擔太高稅賦，是以避險基金註冊地點多在海外之「避稅天堂」。我國在 2006 年開始實施最低稅負制，致使部分高淨值個人將資金移往海外諸如香港或新加坡等地，將來若要開放避險基金在國內募集或成立，則相關稅制亦應作一適度調整，否則屆時無法吸引基金經理公司在台灣發行募集避險資金，徒增困擾浪費資源。

當然，加強管制有可能只是導致反效果，恐怕反而使投資人有恃無恐，誤認為當局的管制將降低相關的投資風險，或者以為有一個免費的葛林斯潘賣權，反倒輕忽了金融產品本身面臨的風險。最明顯的例子就是1980年代盛行的投資組合保險，使當時的投資人普遍認為下檔風險有限，導致暴露的風險程度大增，面對1987年10月19日的大崩盤反而手足無措，蒙受不少損失。

最後，台灣固然在金融創新、市場規模與金融發展的程度等不如歐美先進國家，也無法影響國外避險基金操作及其與大型金融機構的共生關係，但避險基金無疑地是國際短期資本快速移動、干擾各國金融市場秩序的重要因素，同時國內若干金融機構在此次美國次級房貸風暴中，不但投資與次級房貸有關的信用衍生性金融商品或避險基金，也投資了投資銀行與結構性投資機構 (structured investment vehicles, SIVs) 等相關機構發行的連動性股票或債券，是以不論未來開放與否，仍值得吾人留意其發展動向。此外，避險基金產業牽涉議題甚廣，本研究旨在探析避險基金近年來在國內外之發展動向與脈絡，並分析其利弊得失。同時針對避險基金對於台灣資本市場所可能產生之影響加以探討，透過分析主要操作策略報酬與風險，以佐證其對資本市場的可能貢獻，最後依研究結果提出建議，並冀望收取拋磚引玉之效。然深度廣度誠不可得兼，難以本文全面深度分析避險基金之各項相關議題，如避險基金之操作行為、衍生性金融商品市場與金融機構三者之互動關係等。建議後續研究者可針對各相關議題進行系列性的研究。

參考文獻

中文部分

王方伶（2007），期貨信託事業募集期貨信託資金：公開說明書應行記載事項準則簡介，證券暨期貨月刊第二十五卷第十期。

周冠男、蘇姿寬（2006），避險基金的風險與報酬及其在台灣的發展契機，財務金融個案 III，頁 6 之 1-6 之 21。

林文琇（2001），金融穩定論壇報告 - 對跨國資本移動、境外金融中心與高槓桿金融機構三議題之意見，中央銀行季刊第二十三卷 第一期，頁 5-22。

林金賢（2006），何謂避險基金（Hedge Fund），暨大電子雜誌第三十四期。

沈中華、王儷容、徐政義、王月玲（2003），是否全面取消外國專業投資機構制度，台灣證券交易所 92 年 4 月委託研究報告。

胡則華（2007），期貨信託基金管理辦法，證券暨期貨月刊第二十五卷第十期。

退休基金委託經營的法律架構：全權委託投資經營之意義，全權委託投資之法律架構，全權委託投資之作業。

追求絕對穩定的報酬-避險基金簡介（2007），第一金融集團投資月刊頁 20、21。

彭德明（2007），避險基金的運作及其對系統性危機的涵義，中央銀行季刊第二十九卷第 4 期，頁 47-68。

張秀芬（2006），避險基金之交易策略在台灣市場的獲利性研究，國立中央大學財務金融學系未出版碩士論文。

陳銘賢（2003），從美國證管會 2003 Hedge Fund Roundtable 再認識 Hedge Fund，證券暨期貨月刊第廿一卷 第十二期。

陸君芬（2004），另類投資工具-認識避險基金 Hedge Fund，台灣工銀投顧月刊。

期貨人季刊（2008）第一季，總號 025。

黃淑華（2007），強盜或是英雄：避險基金應否管理？金融監理與風險管理選輯，頁 155-170。

歐宏杰(2005), 避險基金「風險」之評析, 集保月刊第 139 期, 頁 25-42。

羅嘉宜(2003), 美國對沖基金現況及管理方向之簡介, 證券暨期貨月刊第廿一卷 第十二期, 頁 1-4。

證券投資信託及顧問法：全權委託投資業務

譯者：李玉如(2007) / Simone Borla & Denis Masetti 著, 避險基金 Hedge Funds - A Resource for Investors, 金融財務 9 台灣金融研訊院出版。

譯者：洪慧芳(2007) / Steven Drobny 著, 避險基金交易秘辛 Inside the House of Money, WILEY 財訊出版。

英文部分

Ackermann, C., R. McEnally and D. Ravenscraft, 1999, “The Performance of Hedge Funds: Risk, Return and Incentives”, *Journal of Finance* 54, 833–874.

Agarwal, V. and N. Naik, 2000, “Multi-period performance persistence analysis of hedge funds”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, 327–342.

Agarwal, V. and N. Naik, 2002, “Characterizing systematic risk of hedge funds with buy-and-hold and option based Strategies”, Working paper, London Business School.

Amenc, N., S.E., Bied and Martellini, L., 2003, “Predictability in hedge fund returns”, *Financial Analysts Journal* 59, 32–46.

Amin, G. and H. Kat, 2003, “Hedge funds performance 1990–2000. Do the money machines really add value?” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 251–274.

Brav, A., W. Jiang, F. Partnoy and R. Thomas, 2007, “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance”, Working paper.

Brooks, C. and H. Kat, 2002, “The statistical properties of hedge fund index returns and their implications for investors”, *Journal of Alternative Investments* 5, 26–35.

Brown, S.J., W.N. Goetzmann, and R.G. Ibbotson, 1999, “Offshore hedge funds: survival and performance, 1989–95”, *Journal of Business* 72, 91–117.

Capocci, D., and G. Hubner, 2004, “Analysis of hedge funds performance”, *Journal of Empirical Finance* 11, 55–89.

Carhart, M. M., 1997, “On persistence in mutual fund performance”, *Journal of Finance* 52, 57–82.

Chevalier, J., and G. Ellison, 1999, “Career concerns of mutual fund managers”, *Quarterly Journal of Economics* 114, 389–432.

Clifford, C., 2007, “Value creation or destruction: Hedge Funds as shareholder activists”, Working paper, Arizona State University.

Cowell, F., 2003, “Investment mandates for hedge funds”, *Pensions: An Alternative Journal* 9, 136–147.

Eichengreen, B. and Mathieson, D., 1999, “Hedge funds: What do we really

know?”, IMF Economic Issues.

Fama, E. and K. French, 1998, “Value versus growth: the international evidence”, *Journal of Finance* 53, 1975–1999.

Fung, H.G., X.E. Xu and J. Yao, 2002, “Global hedge fund, risk, return and market timing”, *Financial Analysis Journal* 58, 19–30.

Fung, H.G., X.E. Xu and J. Yao, 2004, “Do hedge fund managers display skill?”, *Journal of Alternative Investment Spring*, 22–31.

Fung, W. and D. Hsieh, 1997, “Empirical characteristics of dynamic trading strategies: the case of hedge funds”, *Review of Financial Studies* 10, 275–302.

Fung, W. and D. Hsieh, 2000, “Performance characteristics of hedge funds and CTA funds: Natural versus spurious biases”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, 291–308.

Fung, W. and D. Hsieh, 2000, “Measuring the market impact of hedge funds”, *Journal of Empirical Finance*, 7, 1–36.

Fung, W. and D. Hsieh, 2001, “The Risk in hedge funds strategies: theory and evidence from trend followers”, *Review of Financial Studies* 14, 313–341.

Fung, W., D. Hsieh and K. Tsatsaronis, 2000, “Do hedge funds disrupt emerging markets?” In Litan, R. E. and Snamomero, A. M., editors, *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 377–421.

Goetzmann, W. N., S.J. Brown, and J.M. Park, 2000, “Hedge funds and the Asian currency crisis of 1997”, *Journal of Portfolio Management* 26, 95–101.

Gregoriou, G. N. and J. P. Gueyie, 2003, “Risk-adjusted performance of funds of hedge funds using a modified Sharpe Ratio”, *Journal of Wealth Management* 6, 77–83.

Klein, A. and E. Zur, 2006, “Hedge fund activism”, Working paper, New York University.

Kouwenberg, R., 2003, “Do hedge funds add value to a passive portfolio? Correcting for non-normal returns and disappearing funds”, *Journal of Assets Management* 3, 361–382.

Leland, H.E., 1999, “Beyond mean–variance: performance measurement in a nonsymmetrical world”, *Financial Analysts Journal*, 27–36.

Liang, B., 1999, “On the performance of hedge funds”, *Financial Analysts*

Journal 55, 72–85.

Liang, B., 2000, “Hedge funds: the living and the dead”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, 309–326.

Liang, B., 2004, “On the performance of alternative investments: CTAs, hedge funds, and funds-of-funds”, *Journal of Investment Management* 2, .

Lo, A., 2001, “Risk management for hedge funds: introduction and overview”, *Financial Analysts Journal* 57, 16–33.

Loughran, T. and J. Ritter, 1995, “The New Issues Puzzle”, *Journal of Finance* 50, 23-51.

Malkiel, B. G. and A. Saha, 2005, “Hedge Funds: Risk and Return”, *Financial Analysts Journal* 61, 80-88.

Rubinstein, M., 1976, “The fundamental theorem of parameter preference security valuation”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 8, 61–69.

Shleifer, A. and R. Vishny, 1997, “The limits of arbitrage”, *Journal of Finance* 52, 35-55.

Viet D., R. Faff and J. Wickramanayake, 2005, “An empirical analysis of hedge fund performance: The case of Australian hedge funds industry”, *Journal of Finance* 15, 377-393.

附錄一：與業界人士之訪談紀要

訪談時間：2008年1月15日星期二 中午12:00至13:30

訪談地點：極品軒餐廳

訪談對象：富邦期貨董事長史綱先生、兆豐證券總稽核陳萬金先生¹⁵

參訪人：中央大學周冠男教授、何耕宇教授、徐政義教授、謝順峰、許文欣、洪慧珊

期貨信託法

謝順峰：關於避險基金，國內實務上除了共同基金外，似乎信託業及銀行信託部推動的集合管理帳戶概念上較為類似，操作上也較共同基金靈活，請教董事長實務界是否還有其他更類似商品或概念提出來？

史董事長：在考量避險基金與共同基金、集合管理帳戶等商品外，實務上可以留意並參考期貨信託基金，金管會近期公布期貨信託基金草案等配套措施，最快今年第一季，投資者就可利用申購基金的方式，購買以國內外期貨為投資標的之基金。期貨信託基金較諸共同基金，因投資之標的眾多，例如從事衍生自農產品、能源、金屬、有價證券、貨幣市場工具或其他利益之衍生性商品，且可多空操作，因此資產間相關性較低，如期貨基金能有效分散風險，則其報酬率較證券類型之基金收益更高及穩定，故可說在概念上已經相當接近避險基金了。

陳總稽核提出：主管機關對於期貨信託基金的規範可分兩部分，對於符合一定資格條件之人（高淨值個人）募集之期貨信託基金，性質與國外避險基金相似。（主管機關）原則上採低度監理，但針對期貨信託基金操作店頭市場衍生性商品部分及投資股票現貨市場部分仍訂定一特別規範，以控制其在金融市場可能產生之負面影響。

至於針對不特定人募集之期貨信託基金，主管機關則採取國外對期貨與選擇權基金及受監理避險基金之規範，明定其風險分散之標準，並要求期貨信託基金在募集、銷售時，即充分揭露基金之操作策略、風險因素、影響受益人之可能情形等，並要求期貨信託基金定期申報與公布財務、業務情形，俾便一般投資大眾瞭解基金之整體運作守法性、獲利性及策略一致性，以保障一般投資大眾之利益。至於細節則要看自律機關如何訂定。

陳總稽核：兆豐證券去年大推期貨經紀業務，雖說業務端相當配合，各業務單位銷售目標也有達成，但過去一年大多數散戶績效表現不佳，且相對

¹⁵ 作者在此再次感謝史董事長與陳總稽核於百忙之中鼎力相助提供寶貴意見，然仍可能受限於作者本身學識經驗或記錄上之技術問題產生某些誤差，如有任何錯誤疏漏之處，誠屬作者失誤。

客訴事件也跟著同步增加。而期貨信託基金可集結眾人之資，藉由募集期貨信託基金，對資金作最有效之運用，對期貨交易人而言，其將資金交由專業經理人代為運用交易，除降低進入門檻，得以較小金額參與期貨市場交易活動外，並能分散其單獨從事期貨交易的不必要風險，亦可降低投資人因自行操作導致之損失及後續的潛在客訴事件困擾。長期而言，期貨信託事業之設立亦將有助於活絡期貨交易市場。

謝順峰：避險基金與共同基金在概念上一個很大的不同就是允許放空的操作，然而目前國內市場較諸國外在放空上的操作仍有些許限制（例如部分股票仍受到平盤以下不可放空的限制或是每股淨值低於 10 元不得進行信用交易），勢必影響避險基金操作績效，請問該如何因應與自處？

史董事長與陳總稽核：目前國內已有款券借貸與信用交易，在某種程度上已經可以進行放空操作，其他限制則須視主管機關態度逐步放寬。

期貨信託相關補充：

期貨信託與目前國內發行的共同基金，最大的不同是引進「私募」的概念，期貨信託得以向特定投資人，人數在 99 人以內者，發行期貨信託基金，金額沒有上限。期貨信託事業得全權委託其他專業機構運用期貨信託基金從事交易或投資，但應符合相關規定並確實執行風險監控管理措施。由於期貨信託採取無實體發行，因此還要時間進行資訊建置、後台登錄等作業，最快年底開放申請，投資人最快明年就可以買到這項金融商品。

在產品設計上，期貨信託也有多樣性選擇，相關單位得以傘型、保本型及組合型架構募集。草案中也規定，保本型的保本比率應達 90% 以上。首檔募集如為對不特定人募集時，必須在國內募集、且最低成立金額為新台幣 5 億元，閉鎖期六個月。

銷售方面，期貨信託與現行基金在銷售端並無太大不同，民眾一樣可以單筆申購或定期定額，投資標的也可以選擇國內或國外相關期貨商品。簡而言之，投資者可以輕鬆參與國外石油、黃金、貴金屬等高波動係數的金融商品。申購的通路與現行共同基金差不多，未來在銀行、券商、期貨商都可以買的到。

避險基金對外匯市場之可能衝擊與央行態度

史董事長：力求匯率穩定是央行一個相當重要的政策目標，避險基金有若干操作策略可能造成對外匯市場衝擊，諸如總體經濟策略等。因此可以預見在牽涉到與新台幣有關之匯率操作上，將（須）做某種程度的約束，避

免造成新台幣匯率過度波動。

謝順峰：許多套利機會稍縱即逝，若國內募集成立之避險基金在國外有獲利機會時剛好遇到央行匯率管制政策而無法匯出，該當如何？

史董事長：國內募集之避險基金，考量到將來套利策略操作之時效性，建議可在募集完成後即先將資金匯往海外(諸如開曼群島、西薩摩亞與 B.V.I. 等地)，以避免須將資金匯出時卻因央行外匯政策而受到管制，錯失獲利良機。

信託法律架構

謝順峰：比較避險基金、共同基金與集合管理帳戶三種商品，應該如何從法律關係上討論委任關係與信託關係之分別，以及信託的破產隔離功能？

史董事長：就投資人與基金之法律關係上而言，國內共同基金之發行機構是證券投信業者，向主管機關證期局申請發行募集基金，從事投資範圍是國內、外之有價證券，投資者與投信公司之法律關係是為委任關係，財產不移轉，投信公司需找保管銀行，投資之實質收益受益人通常是投資人本人。國外避險基金與投資人之法律關係亦為一委任關係。至於發起集合管理帳戶之銀行信託部與投資人兩者則屬「信託」關係，因受信託法所保障，信託財產不可強制執行。然就信託架構與法律層面上討論受託人與信託資產之法律關係時，集合管理帳戶在破產隔離功能上可能反較共同基金為弱。

附錄二：與官方人士之訪談紀錄

訪談時間：2008年2月21日星期四 上午10：30至11：30

訪談地點：金管會證期局五樓會議室

訪談對象：金管會證期局第四組組長洪幸元女士¹⁶

參訪人：中央大學周冠男教授、何耕宇教授、徐政義教授、謝順峰、許文欣、洪慧珊

謝順峰：根據我們的了解，金管會在證券市場這一塊的主要任務，一個是維持金融環境的穩定，再來就是保護投資人的權益，這應該是蠻具體的目標。由這一次的次貸危機觀察，次級房貸相關商品是可能是經過多重的這種包裝，而且在加上一些策略，很多風險就是平常的時候我們都看不到，因為可能那個時候整個市場是多頭往上，做 long 的話 ok，如果說局勢突然間反轉，或是利率突然間有很大的變動的話，其實那個危機就一直爆出來，當然大家也都知道就是像其實避險基金也是一樣的，他有很多投資策略，那每一種策略有不同之風險。屆時開放避險基金，當然不可避免一定會面對這一些風險，主管機關證期局這邊對於屆時該如何管制這些風險，有沒有什麼樣的看法？

洪組長：避險基金在國外係以其操作策略區分不同類型，有些避險基金的操作策略為運用衍生性商品操作，以小搏大提高基金的績效；有些操作策略則為尋找價格被低估的股票或債券。如避險基金係以尋找價格被低估的標的或信用評等可能會被 upgrade 的標的為主，並不使用衍生性商品，此類型避險基金風險較低，在台灣有些公募基金的策略即是投資價格被低估的上市上櫃公司股票。但因公募基金只能投資上市上櫃的股票，故如以投資在未上市未上櫃股票為操作策略的基金，因涉及評價問題，目前尚不考慮開放公募，但是可以採私募方式為之。

另外，你們要探討是利用衍生性商品增加投資績效的避險基金，有關基金從事衍生性金融商品的限額，97年2月才剛修正，不論公私募基金從事衍生性商品交易之風險暴露不可以超過基金淨資產價值的百分之四十，專案核准者亦不可超過基金淨資產價值的百分之一百。你們所探討的避險基金，使用衍生性商品部位很大，百分之四十或一百的上限無法滿足其操作需要，故可以說，短期間還不會開放此類型的避險基金。

周老師：所以目前就是還沒有這樣的規劃嗎？

洪組長：對，目前有關風險管理的規定就是操作衍生性商品上限是基金淨

¹⁶ 作者在此再次感謝洪組長於百忙之中鼎力相助提供寶貴意見，然仍可能受限於作者本身學識經驗或記錄上之技術問題產生某些誤差，如有任何錯誤疏漏之處，誠屬作者失誤。

資產價值百分之四十。

徐老師：如果是從銀行他們自己發行的，用私募的方式發行集合管理帳戶，他可不可能去投資在衍生性商品？

洪組長：信託業發行的集合管理帳戶是基於信託關係，業務歸銀行局管轄，雖然銀行局很多規範會參考證期局的規範，但基於穩健保守原則，集合管理帳戶可從事衍生性商品交易的額度應不會給太高。

謝順峰：據我所知，共同基金通常會有一個持股的比率，可能就是要百分之七十，像是避險基金就原理上而言，他們可以做多也可以做空，而至於像剛剛徐老師提到的，銀行信託部發行的集合管理運用帳戶，可能就是他允許你在零到百分之百之間去做一個移動，但是還是要守住不能做放空的原則。

洪組長：信託業的集合管理帳戶業務是直接跟銀行局申請核准的，細節是要問銀行局。

徐老師：在目前台灣允不允許外國的避險基金進來台灣進行投資？

洪組長：你所謂的投資是說他來台灣買台灣的股票，還是台灣投資人要買它？

徐老師：兩者都是。

洪組長：如果國外的避險基金的資金流進台灣要買台灣的股票，基本上他是一個外資，只要去申請一個外資帳戶就可以匯入資金買台灣的股票。如果說他是要變成是一個銷售機構，來台灣銷售該基金，基本上屬境外基金，我們現在境外基金還沒有開放這種避險基金可以公開銷售。

周老師：所以現在開放都是公募的境外基金比較多。

洪組長：境外基金基本上是要我們核准，目前我們核准的類型仍以投資有價證券為主的基金。

何老師：共同基金。

洪組長：境外基金操作衍生性商品的比率也是不可以超過百分之四十，如

果要超過百分之四十的話要專案核准。台灣有關境外基金的管理規範，大部份都是遵循歐洲盧森堡的 UCITS 規定，其他歐洲國家的規定也大致相同。在歐洲註冊的 UCITS 基金操作衍生性商品上限只能到 100%，所以很多避險基金基本上應該是沒向當地主管機關註冊的。國際證券組織協會曾針對各國對避險基金之管理進行研究，發現很多國家都還未訂出相關管理規範。如果要將境外基金引進國內，基本上我們都要求在他們國家主管機關有註冊，有受主管機關監管者才可能引進。很多避險基金基本上都沒註冊，所以我們尚不考慮引進這種基金。

周老師：從學術的角度來看，避險基金跟一般的公募基金最大的差異就是在管制上面的力道，因為私募的避險基金是針對少數有投資經驗比較富有的人募集，所以就對他們採取低度管制。在美國的作法，他們就是說只要你做到充分揭露風險告知，像美國他是比較採取放任的態度，只要在風險都講清楚的前提之下。就台灣而言，不曉得洪組長你們對所謂「充分揭露」有何想法或定義，因為官方是投資人保護的最後一道防線，就這方面有沒有什麼樣的規劃？

洪組長：事實上美國證管會是想管避險基金，大家原認為避險基金係賣給專業的投資法人，所以只要資訊充分揭露就好，但是 SEC 注意到退休基金購買避險基金比重愈來愈高，而退休基金是集合一般個別投資人的資金，避險基金已有零售化的現象，故 SEC 在 2004 或 2005 年間修改一些規定，要求為避險基金操作的投資顧問，也要向 SEC 註冊。但是上開規定被美國聯邦法院解釋為違憲，SEC 變得有點尷尬可能還要重新思考未來的管理問題。

在台灣如果是私募基金，其操作標的是採負面表列，故私募基金可以投資避險基金。大家都覺得專業的投資人應該很懂得規避風險，但是依我們多年的經驗，所謂專業的投資人，當他面臨巨額虧損時，其行為表現都會變得很不專業。我們最近也碰過別的案例，明明也都是專業的大型投資機構，但他買的私募金融商品發生巨額虧損時後，他一樣抱怨發行機構的投資說明書沒將風險寫清楚，沒有把風險充分告知。另外台灣證券市場屬 retail 的零售市場，自然人股東很多，所以在台灣制訂政策時，都會考慮到對小額投資人的保護，都會主動站在他們的角度思考問題。

謝順峰：所以組長說的短期之內沒有開放避險基金之規劃，這個答覆主要的 concern 應該也是從這個問題衍生出來。

洪組長：對，再者因為衍生性商品操作部位較高的避險基金，管理機構的風險管理要做的很好，否則像 LTCM，他的操作模型沒錯，只是因為對市

場的方向看錯了，該平倉卻不去平倉，硬拗下去的時候，就會產生很大的風險。我個人覺得國內的投信在風險管理的整個機制，可能還有很多需要改進的空間，有些公司可能走在很前面，有些公司可能連管理階層都還沒有培養正確的觀念。另外風管人才缺乏也是個問題，我跟幾個投信業者談過，他們自己都承認，風險管理人才有限，所以有關開放業者操作衍生性商品部位的比率，須配合公司的風險管理機制成熟度，逐步開放。除了公司的風險管理機制，其實我們還是很 care 市場，諸如購買人的金融知識教育問題等，因為很多投信未必自己做銷售，係透過銷售管道由銀行的理財專員負責銷售，我們就會很 care 投信對這些銀行的理財專員的教育訓練夠不夠，銷售人員要充分了解基金的特性、風險，才可以把商品賣給對的客戶。

周老師：這其實就是我剛剛提到那種揭露的觀念，因為根據我自己的經驗，很多理專在銷售商品的時候，其實是報喜不報憂，憂的部份不是沒有寫，因為都有規定，可是就放在很小不顯眼的地方，跟你做銷售的時候他當然都是講正面的，所以像這種東西就是說要怎麼去改善，最近我聽到一個新聞不知道是真的假的，他說以後理專銷售要錄音，真有這樣子的說法嗎？

洪組長：這是銀行局的規定，細節仍需請教他們。前幾年卡債問題造成銀行重大虧損，也衍生很多的申訴案。理財專員很可能就是下一波申訴案的主要來源，因為他們的薪資結構是抽傭制的，商品賣得多，薪水才會高，所以有些理專有時會常鼓勵客戶購買不適合的商品，只要遇到賠錢的時候，原先的好客戶都會變成壞客戶，就開始有申訴案件了，導致銀行也要花很多力氣在處理這些客訴。銀行碰到幾次事件以後，內部的管理階層才會重視這種問題，也就是說銀行要繳學費以後，他們才會重視，當然我們主管機關也會持續關注，希望整體銷售網路能健全發展，要每個銷售點的銷售人員都能充分了解這些商品，具有足夠的知識後，才推薦給客戶。

周老師：就證期局的觀點而言，到底要怎麼做才能夠讓投資人充分了解一個商品的風險，不是說只有潛在的報酬。就是說文字的東西我們這樣講，因為文字的東西我一直覺得總是比較間接，你寫那些東西給我看，我可能沒有感覺，可是當理專再跟我講這個有東西有多好，第一個 perception 就是他很好，有沒有什麼方法就是說改變這樣一個文化。

洪組長：我覺得還是靠加強銷售人員的觀念及專業知識解決。我們會要求投信與銷售機構簽約後，應該要落實銷售機構的人員培訓工作。以境外基金為例，我們就很 care 境外基金總代理人的從業人員，一定要對所代理的

基金有充分的瞭解，故我們在審核境外基金申請案時，均會詢問總代理人一些問題，了解他們對這個產品瞭不瞭解，我們甚至要求總代理人不准找國外基金管理機構的人來，因為既然你是要在台灣賣商品，起碼你要對所代理的商品有足夠的知識，當你有了這個知識以後，足夠清楚你代理的是什麼商品，才可能將銷售人員訓練好。總代理人在人才的培訓方面須要投入更多資源。

謝順峰：所以我可以舉個例子把他具體化一點，假設有券商像是群益證券要代理 DBS 新加坡發展銀行旗下的基金或是其他的商品，是不是第一個要求群益這邊的人員，以及第二通路這邊的人員，雙方都要有充分的知識，他們對他們要賣的東西要非常的了解。主管機關就這方面而言，是否有辦法很明確的查出或判斷他們到底具不具備這兩個條件，因為有時候其實主管機關要管的事情實在是太多了。

洪組長：對，基本上我們在審基金的時候，就會要求公司的人來跟我們做說明，起碼公司裡面要有人懂這個基金，接下來要好好訓練銷售端人員，至於有沒有不當銷售問題，可由投資人申訴案件發現。

謝順峰：在這前提之下，有沒有可能要求說公會這種自律組織負擔一部份的責任或者是說他們自己會有那種內部的懲處機制？

洪組長：投信投顧公會已建立申訴機制，如果投資人向投信購買基金，發生銷售糾紛，我們都會把這種案子轉給投信投顧公會處理，等於由第三人幫他們仲裁看誰合不合理。目前基金大部分的銷售端在銀行，銀行本身或銀行公會也都有這種申訴機制。

何老師：所以後半段可以交給他們做，主管機關這邊就不用太 involve 在裡面？

洪組長：對，處理申訴案須投入很多人力，我們人力資源有限。

周老師：關於外匯這部份，您有沒有什麼看法？雖說現在還沒有開放避險基金，可是避險基金有很大一塊就是在做外匯的操作，那這個我想各國的央行都會非常的 concern，所以就這方面來講，不知道您對這部份有沒有什麼看法？

洪組長：坦白說我們管的是證券投資信託基金，如果是屬於專門操作外匯基金的業務，不屬於我們這個部門管的，所以不便發表意見。

周老師：還有沒有什麼其他漏掉的問題。

謝順峰：組長，我對一個問題比較好奇，也是關於風險管理這一塊，因為剛剛您也有提到，即便是法人遇到一些情況，也會出現所謂的非理性的行為，或是說跟散戶一樣。其實像這一次的次貸風暴，某一家金控他們 SIV 那邊受傷就很深，我們有時候就很好奇，其實當初會做這個投資決策的，也是非常專業的經理人，不過還是損失慘重。我很好奇他們到底有沒有辦法對這些產品充分了解，認知他的風險到底在哪裡，因為很多這一類的商品其實已經包裝過兩三層，風險架構已經非常複雜了。

洪組長：也不只台灣金控有此問題，你看像花旗、美林、UBS 也都有巨額虧損了，虧損的金額都比法商興業的那一次交易員的弊端來得大，所以這就是全球性的問題。最近 TIME 有一篇報導在諷刺剛結束的經濟世界論壇，文中提到像這種金融商品、investment bank、private equity fund 之類，都是一群很聰明的數學天才或財務工程師去開發，而這些都是盎格魯薩克遜民族的產物，也就是說這種商品都已經搞到太極端了，極端到到底真正的風險在哪裡，連這些全世界頂尖的金融人員搞不好自己都算不出來。

周老師：這些東西已經完全就是一個非線性的東西。

徐老師：再請教一個有關於私募基金的一個問題，如果銀行他們的信託部的集合管理運用帳戶，想募一個私募基金來從事對 hedge fund 的投資，根據集合管理運用帳戶的管理辦法，他也必須要送到證期局來審，因為他有關投資證券的項下是要由證券主管機關來做審核，站在你們的立場你們會做什麼樣的決策？

洪組長：信託業尚未發行公募基金，他們大多是以信託方式經營全權委託業務，此部分是銀行局在監理。

徐老師：就是說目前也沒有任何開放避險基金的時間表？

洪組長：此問題須看你對避險基金的定義，基金操作衍生性商品比重，原先是只能規定做 15%，現在變成 40%，再慢慢逐步開放到 100%，若有某一個基金對衍生性商品的比重是在 100%以內的，當我們放寬到 100%的時候，他就可以適用，但是他來跟我們申請的時候，一定是叫證券投資信託基金而不是叫避險基金。

周老師：所以可說是逐步啦，因為你彈性越放越大，其實就越接近我們觀念上所謂的避險基金。

洪組長：對，只是因為國外避險基金大部分是私募的，並非大型資產管理公司發行的，而是其他規模比較小，著重策略的資產管理公司在發行。

謝順峰：我還有一個問題想要請教，其實像剛才您也有提到，就是有某一種操作策略，其實就是要追求裡面的，其實在概念上來說也是一種避險基金，或者是說像美國的實務，他們也有一種策略是運用槓桿來放大績效，這樣子的話其實就是要借很多的錢進來，主管機關對於這樣的槓桿操作有沒有什麼看法，就是說他在 leverage 這方面有沒有什麼限制？

洪組長：公募基金不可以借錢來投資，私募基金則可以，依 2/14 發布的證券投資信託基金管理辦法規定，私募基金如果從事衍生性商品比重要超過百分之四十的話，要先將公司內部控制制度報經金管會核准，但上限仍為百分之一百。私募基金可以借錢，但須要將該基金預計運用於證券信用交易、借券交易、借款的上限及相關風險監控管理措施於投資說明書敘明。私募基金不需要事先申請核准，但基金成立的時候須將基金的定位說明清楚，要買私募基金的專業法人，理論上要看過投資說明書再去買。

周老師：就私募基金這部份，所以現在證期局主要規範的就是投資在衍生性金融商品的百分比跟槓桿應用的一個規範，那對於投資策略有任何的規範嗎？

洪組長：投資策略我們理論上是沒有特別的規範。

周老師：OK，私募基金有分散的要求嗎？好像也沒有。

洪組長：沒有，但是發行私募基金要做投資說明書，投資說明書上要寫清楚。

周老師：就是只要有說明讓投資人事先知道就可以？

洪組長：對，私募基金唯一有一個分散要求是說如果僅投資股票的時候，為防範有人藉由私募基金去做一些炒股票或幫公司護盤的不法行為，所以規定純投資股票的私募基金，投資標的不得低於 5 檔，至於投資其他的商品，目前是沒有分散的規定。

周老師：所以私募基金在概念上其實已經有避險基金的那種 flavor，只是說還是有一些基本的規範。

洪組長：但是牽涉到衍生性商品的使用，仍要在一定的範圍內，且私募基金只能投資於有價證券，還不能去買外匯。

徐老師：現在國內投信可不可以募集私募的基金？

洪組長：可以啊，很多啊。

周老師：關於這部份最近有什麼客訴案件嗎？

洪組長：客訴不多，以前很多有錢的投資人基於租稅上的規劃可能會去買私募基金，不過財政部公布最低稅賦制之後，有錢的人發現投資私募基金好像也沒有辦法達到他們租稅規劃的目的，外加全球股市表現不佳，私募基金的整個成長幅度沒那麼的大，客訴自然就不會很多。

徐老師：他們需要揭示他們的投資績效給你們嗎？

洪組長：我們有要求公募基金每天都要計算並公告淨值，私募基金要依契約規定向受益人報告淨值，但不須要對外公告。

周老師：那私募的那個 frequency 呢？就是說最低要求是多少？

洪組長：由契約規定。

何老師：所以就是除了淨值之外，以國內為例，有沒有規定要求他要把前十檔或五檔投資標的公布出來？

洪組長：私募基金是不公布的。

何老師：如果有公布則是他們自己先在說明書上面載明會公布出來。

洪組長：說明書要講說他要投資哪些類型。

謝順峰：國內去年通過期貨信託業務相關的法規，期貨信託業務是不是在衍生性商品這一塊，就能夠超過 40%的天條限制？

洪組長：可以，期貨信託基金本來就屬高槓桿操作。

謝順峰：所以期貨信託的投資標的和投資策略可以很多元，比較不會受到像是證券投資信託事業的限制？

洪組長：證券與期貨是不一樣的法規及管理體系，舉例說證券信託基金不能買商品，但是期貨信託基金可以買商品和商品期貨。

周老師：那期貨信託也可以買股票這些嗎？

洪組長：他可以買股票但是不可超過 40%。

周老師：有點反過來，所以應該講說私募跟期貨信託，他們的規範就是兩套體系對不對，私募這邊是在證券。

洪組長：應該說我們證券投資信託基金和期貨信託基金是兩套法規體系，證券投資信託基金可區分公募跟私募，期貨信託基金也有這種概念。

周老師：也有公募跟私募。

洪組長：他們有公募，另外一種屬私人性質，只是因為期貨交易法沒有私募的規定，所以他們是改叫做「對特定人銷售」，即期貨信託基金也可以對特定人銷售，性質其實就是私募，只是不能叫做私募基金。

謝順峰：所以期貨信託對特定人銷售的話，是不是就比較像美國的低度監理？

洪組長：就是類似我們的私募，沒錯。

謝順峰：如果回到證券投資這一塊，私募部分的投資策略還是沒有像期貨信託對特定人銷售那麼靈活就對了，或者是說畢竟因為這是兩個不一樣的體系，所以也不能那樣做。

洪組長：基本上期貨對特定人銷售的管理機制是參考證券對私募基金的管理機制，只是投資標的範圍不同。

徐老師：在我們國家對於有關於像期貨信託的這樣一個投資標的都去開放了，從證券主管機關來看，為什麼還會對於投信業的投資標的與投資策略

做了那麼多嚴謹的規範，其實期貨那一塊的風險會更高，顯然對於投資人這個他未來的損益的這個報酬風險上其實影響會更大，那我們回到這邊投信投資這一塊來看，既然期貨信託業務都已開放上路，證券投信這塊能不能也跟著放寬投資策略以及投資標的的限制？

洪組長：這基本上就是不同的體系，同時也牽涉到風險控管問題。以期貨業而言，期貨風險較現貨高，故有保證金制度，他們原已從事衍生性商品交易，故在專業人才素質、敏感度、風管機制，經驗不同。在證券投信體系裡，如果投信申請兼營期貨信託事業，其基金操作的衍生性商品比重即可超過百分之四十，也可發行期貨信託基金。有時候名稱很重要，投資人如果要去買期貨信託基金，基本上他們心目中就會知道，此基金屬高風險高報酬，可能會賠到超過淨資產價值(目前規定，期貨信託基金萬一賠到淨值變負數的時候，要由期貨信託事業本身賠償，就是投資人了不起賠到零，不會再拿錢出來)，而會購買證券投資信託基金的投資人，基本上都是屬於比較保守穩健型。所以證投信基金或期投信基金，基本上還是分清楚點較好，讓投資人自己本身在決定要買什麼基金的時候，就知道風險是不一樣的。