

何謂避險基金（Hedge Fund）？

林金賢

中興大學企業管理學系教授

csvincentlin@dragon.nchu.edu.tw

『避險基金』（Hedge Fund）通常容易讓投資人因字義引發錯誤的認知，認為該基金的性質主要為能讓投資人規避所有投資風險，但實質上避險基金卻是一種積極型的投資性基金，且該基金的投資風險實際上並不與其名稱相同具完全規避風險的功能。既然避險基金的投資風險並不一定亞於『共同基金』（Mutual Fund）的風險，那為何稱作“避險”基金呢？避險基金以避險二字作為命名其原因主要為，避險基金的特質是基金經理人以財務工程之知識為基礎，同時運用現貨和衍生性的金融商品，透過此基金在募集時所設定的投資策略來賺取絕對穩定的報酬；而避險基金主要的精神在於基金經理人巧妙運用多空部位來規避『市場風險』，所以經理人大都可以追求絕對報酬目標。相對的，若以股票型共同基金為例，基金經理人集合了基金投資人的資金後，透過投資組合的搭配將基金持股的投資組合報酬率盡量與大盤一致，因此當市場處於多頭時，共同基金能夠賺取與大盤一致的報酬，但是當市場處於空頭時，基金經理人只能儘量的多持有現金以避免基金的報酬與大盤一樣的處於虧損的狀態；然而，避險基金因為使用多空的搭配策略，因此在市場空頭的時候也能利用空頭部位賺取絕對利潤，故『hedge fund』除了被翻譯成避險基金之外，也被翻成『對沖基金』或『套利基金』。

避險基金的緣起

雖然現今的避險基金多數已不再採取單純的避險交易策略，但在發展初期確實是以避險概念為出發點。避險概念，最早起源於穀物買賣交易，農民為避免穀物價格下跌；而穀物購買者為避免價格上揚，彼此先約定好未來某一日期的交易價格，以避免受到市場價格波動的影響。商品的避險工具可能早在幾個世紀前就已存在，然而金融證券投資組合的避險工具，則是近幾十年才正式發展出來。

在金融避險工具發展完備之前，如果要進行避險交易，以規避投資組合的市場風險，唯一可能的作法是透過放空一組股票來達成。這個概念來自於澳洲裔美國人瓊斯(Alfred Winslow Jones)。瓊斯於 1949 年創立第一支基金。不同於今日許多基金運用多種複雜操作策略，瓊斯使用的是非常簡單易懂的概念，就是消除市場變動（即系統性風險，systematic risk）對投資組合所造成的影響，僅留下股票本身的風險（即非系統性風險，non-systematic risk）。他運用了兩個公認為非常投機的工具：放空和財務槓桿，並將兩者連結在一起而成為一項保守的投資工具。如此，基金的表現決定於瓊斯挑股票的能力，而不是介入市場的時機。在 1950 年代，放空與槓桿都被視為投機且高風險的非傳統交易方式。然而，瓊斯卻把一籃子股票的放空部位視為其投資組合的一部分，並用來對抗整體市場的下跌風險。由於市場風險得以控制，於是瓊斯便可大膽的利用槓桿來擴大其部位。在當時瓊斯避險基金績效超越同期所有的共同基金，震撼整個投資界，稱為避險基金之父。

避險基金的特性【1,4,5】

1. 追求絕對報酬率：即不與大盤比較優劣。避險基金最主要的精神在於以最小風險追求絕對報酬，其積極多空操作(buy long and short sell)，使其所設定的預期報酬率並不受指標指數多空表現影響，因此並不以打敗大盤為唯一目標。相反的，共同基金常會用指標指數如美國的標準普爾500（S&P 500）或台灣股價加權指數做為報酬的比較基礎，甚至有些共同基金將追求指標指數報酬率當成設立的目的。
2. 多半不受各國證券管理單位管轄：避險基金常設立於免稅，且法律管制較不嚴格的國家或地區，以確保其操作彈性。但最大例外是在美國，美國的金融管理制度非常完備，設立在美國的避險基金為進一步保持高度操作自由，乃採取有限合夥人制度，只要合夥人數能維持在100 人以內，就可以規避證券及交易管理委員會（SEC）的管轄。
3. 經理人可收取績效獎金：由於避險基金運用多種複雜的交易工具，其基金經理人必須具備高度的智慧、技巧與知識來靈活運用這些金融工具，並分析金融環境與市場趨勢。因此，許多避險基金會從基金獲利中提撥固定百分比給經理人，作為績效獎金，有別於共同基金經理人只收取固定年費或管理費的做法。
4. 最低投資金額：避險基金素有「富人俱樂部」之稱，對於想要加入的會員訂有所謂的最低投資門檻，大約是一百萬美元左右，但也有可能調整到五十萬美元左右或更低。採有限合夥人制的美國避險基金，最低投資金額更高且更嚴格。原因在於，有限合夥人數目按規定不得超過100 人，為提高資產規模，自然希望每一位投資人能拿出較多的資金。另一個原因是避險基金的操作策略複雜，有部分甚至大量進行衍生性商品交易。雖然投資人並未參與實際交易，但經理人必須對投資人負責，比起非專業的投資人，專業投資者或專業投資機構的確可以省下經理人不少解釋的時間及可能因為不了解而產生的糾紛。因此設立最低投資金額不失為過濾投資人及控制投資人數目的一個好辦法。
5. 閉鎖期及贖回規定：通常投資人加入或退出避險基金時間一季只開放一次，採公司制的基金為了方便投資人，開放進出的次數可能較多。在美國註冊的避險基金，仍受到組織型態影響，有限合夥人進出較不方便，通常加入時間每季或每半年一次，退出時間則一年僅開放一次。無論是合夥人制是公司制的避險基金，常有投資閉鎖期的限制，當投資人加入避險基金後，其資金必須等閉鎖期滿，才可將資金贖回。通常閉鎖期為一年，但有部分基金採用較長期的投資策略，其閉鎖期自然也比較長，可能長達4 至5 年。投資人欲贖回基金，必須事先向經理人提出贖回通知，通知時間通常為贖回日前30 天、60 天或90 天。
6. 操作績效報告：一般而言，避險基金的績效報告按季公告，會計師查核報告則一年揭露一次，且以上報告僅提供該基金的投資人，並不對外公開。財務報告內所計算的報酬為扣除所有費用（及扣除管理費與績效費）後的淨報酬。

避險基金的操作策略【1,2,5】

避險基金的分類跟一般的共同基金的分類不大相同，共同基金多半是以投資標的作為基金分類，例如股票型基金之投資標的為股票、債券型基金之投資標的為債券、科技型基金之投資標的為科技類公司、而醫療型基金之投資標的為醫療類股等。此外避險基金不特別限定

投資標的或投資地區，主要以投資策略作為分類。一般而言，避險基金策略可以概分如下：

1. 固定收益證券套利：投資於利率相關的證券商品，透過同類型債券或相關商品的暫時性價差獲利，例如當市場供需失衡，新發行公債的價格高於早期發行公債時，賣出價格高的新發行公債並買進價格低的早期公債藉此套利。而這些相關工具間的價格差異通常很微小，因此套利者通常會運用槓桿操作以放大獲利的倍數。
2. 股票市場中立套利：投資於股票，套利者通常運用複雜的計量模型選股，然後買入預期表現將優於市場的股票，並放空表現可能劣於市場的股票，藉由平衡兩種部位，使投資組合不受任何整體股市價值突發事件所影響。由此可知，套利者的獲利能力來自於選股的能力而非對市場方向的判定。
3. 可轉換債券套利：投資於可轉換債券。可轉換債券是指債券持有人可以將所持有的債券經轉換程序後，向發行債券的公司換取股票。一般而言，債券在發行公司股價下跌時，因可獲取固定的債息而不會隨股價同時下跌；而當發行公司股價上漲時，因可轉換成該公司股票而會隨著股價一同上漲。套利者藉由買進可轉換債券、賣出標的股，從債券與股票的複雜定價中獲取利潤。
4. 購併（風險）套利：在企業進行購併時，套利專家藉由專業判斷該購併案的成敗，藉由買進被購併公司的股票並賣出收購公司股票來鎖定換股獲購併利差。
5. 危難證券：投資於財務發生困難即將破產、已宣告破產或進行重整的公司，由於公司面臨危難，市場大量拋售公司證券，如認為在重整後公司會有轉機，或是在清算後的資產價值大於債務，即能以超值的價格進行投資。危難證券專家憑藉著正確預測陷入危機的公司完成重整或清算後的價值，以從中獲利。
6. 特殊事件導向策略：專家投資於企業生命週期中的重大事件，例如破產、合併、收購或是公司的轉投資等事件發生。因特殊事件的發生存在著風險的不確定性，若專家能正確的預測結果則能從該事件中獲利。
7. 總體投資：分析研究各國總體經濟及經濟政策，判斷各國貨幣的強弱勢及股市、利率的走勢，如預期美元走弱、歐元走強，則放空美元、買進歐元。
8. 放空：專家根據基本面、技術面或特殊面或特殊事件而放空現股，偶爾也會利用衍生性商品來保護其空頭部位，例如買權（call option）或指數期貨等。部分以多頭部位為主要操作策略的傳統基金，購買放空型避險基金，作為經理人的避險工具。
9. 新興市場：新興市場避險基金經理人將重心放在發展比較不成熟或市場波動較大的新興市場上，如俄羅斯、韓國、印度或南非等地。這些新興市場的潛在風險比主要工業國高，同時也潛藏較高的利潤。經理人憑藉著專業知識與市場實地訪查後所擁有的第一手資訊，利用新興市場的無效率所導致的市場價格失衡，從中獲利。

長期資本管理公司（Long-Term Capital Management Inc.）案例【6】

長期資本管理公司(以下簡稱 LTCM)由梅利威勒(John Meriwether, JM)於 1994 年設立，為一家境外的合夥有限責任公司，其合夥人團隊包括諾貝爾獎得主、聯邦理事會副主席以及華爾街的債券交易金童，其資本來源多數為金融機構與資金雄厚的個別投資人，主要業務則是藉

由債券市場與權益市場的套利交易以賺取利潤。

LTCM 的交易策略乃透過少數權益資本，運用高風險、可控制的財務槓桿來建構不論市場漲跌時均能獲利的中立投資組合、獲取長期資金以渡過市場突發的不合理價格波動現象，並憑藉內部頂尖專家所建構及執行的投資策略來索取高額手續費。

以下分別介紹 LTCM 最常使用的套利策略與最終失敗原因:

(一) 套利策略

1. 債券殖利率差距的策略

債券殖利率下跌則債券市價會上漲；相反的，若債券殖利率上漲，則債券市價會下跌。因此藉由短期及長期國庫券殖利率的差距所導致之市場價格差距的投資組合交易中可獲取利潤。

2. 運用最少的權利資本的策略

為極大化資產與權益的相對比重，因此權益資本僅做必要的支出。透過六至十二個月的附賣回協議所獲取之資金購入新債券，然後再將這些新債券作為附買回協議之擔保品以降低債券利率，只要證券收益高於利息成本即可獲利。

3. 運用財務槓桿提高權益報酬

除將權益資金全數投入固定年報酬之資產外，並藉由高額負債融資之資金來源進行投資，若投資之資產價值提高，則可快速提高公司整體權益報酬率；然若投資之資產價值下跌，則所帶來之投資損失將會加速侵蝕股東權益價值，因此在高風險高報酬之關聯下，如何決定最適風險水準則為槓桿投資決策成敗的關鍵。

(二) 失敗原因

LTCM 將賭注全數置於僅能賺取微薄利潤的高度槓桿部位，且預期市場價差會縮小。然美國國庫券價差卻自 1998 年開始出現驟升趨勢，由於錯誤之市場預測，LTCM 因而耗盡所有的資本與信用額度，導致最終的巨額虧損。以下說明導致 LTCM 致命一擊的全球收益率差距擴大之事實:

1. 1997 年亞洲金融風暴

泰國為首之金融風暴發生於 1997 年，隨後更擴及東南亞、美國與其他國家。此通貨危機事件使得投資人將資金移轉至更安全或更穩定的通貨，因而導致已開發國家金融資產利率水準下降，而新興資產的資產報酬卻提高之價差逐漸擴大之現象。然 LTCM 卻以預期市場價差會縮小之單一賭注而造成巨額虧損，且事後仍死守價差終會收斂至正常水準之信念，因而加倍下賭注，但卻事與願違，因為價差毫無收斂的跡象。

2. 俄國金融危機

亞洲金融風暴後，俄國亦隨之發生金融風暴而使國際間資本開始移動，此導致俄國因而面臨極大之壓力，即使後來俄國政府透過相關政策作緊急處理，然仍無法抑制企業倒閉、失業率攀升與預算赤字惡化之事實。而 LTCM 卻不畏風險，抱持俄國經濟條件終會復甦之期待，因而一路持有俄國債券，然此期待的時點卻未曾到來，反是此現象更擴散至其他經濟有關連

的區域，因而導致 LTCM 面臨更大之獲利能力與現金流量問題的困境。

3. 政治環境與經濟情勢的變動

1997 至 1998 年間，市場持續的經濟衰退與政治混亂現象也深深重擊了 LTCM，例如其投資的通訊設備製造商宣佈撤銷收購光纖網路設備製造商的消息因而更加擴大市場的價差，導致 LTCM 因應法定保證金所要求之水準，面臨了嚴重的現金流出問題。

4. VaR 分析的盲點

LTCM 有計畫地透過 VaR (Value at Risk) 分析來評估投資組合對市場價格短期變動的敏感度，以有效的控制損失額度。然問題癥結卻在於其未察覺 VaR 分析所存在之假設盲點，包括分析事件在未來的變化與過去相同，以及該分析事件在未來發生的情形會服從常態分配等之假設，而這些假設並非在每一時間點都成立，因而導致其分析時產生盲點。

5. 流動性乾涸

在 LTCM 在建立投資組合部位時未將流動性不足之可能性作適當考量，卻抱持船到橋頭自然直的不切實際信念，然在上述事件爆發後，終究必須面臨對資金極度渴望與資產流動不佳的窘境，進而遭致市場買家強勢的不合理議價與來自金融機構信用額度損失之威脅。

結論

基本上，避險基金相較於傳統的共同基金有許多更多的風險存在。以長期資本管理公司的案例而言：(1) 避險基金透過價差套利策略雖可賺取微小的利差，但是在變異程度擴大價差之情境下，交易部位亦可能轉盈為虧；(2) 避險基金係透過複雜的分析模型來作為投資選股策略的基礎，但是模型的準確性卻需要基於特定假設的成立，因此模型的基本假設若有錯誤或變動的情形則會導致不當決策所帶來之鉅額損失；(3) 財務槓桿的迷失，水能載舟亦能覆舟，高財務槓桿操作可因增加風險而帶來高成功機會與高報酬，然而失敗所產生的額損失的可能性也會大幅提高；(4) 避險基金之首要準則即為“不要持有任何賣不掉的投資工具”，因為當投資環境變得無法掌握時，流動性就是成敗的關鍵因素。

“Hedge Fund” 不論是被翻譯成「避險基金」、「對沖基金」或「套利基金」，就字義上都容易讓國內投資人產生誤解，扭曲” Hedge Fund” 的本質及內涵。目前此種類型的基金在台灣尚未被准許募集，其原因有可能是其風險高與專業複雜度高的本質在目前的金融環境下還不適合。最後，提醒諸位讀者：作一個成功的基金投資人，最主要的事前工作便是先認清自己的風險喜好與對各種基金的基本認知，以免被業務推銷員運用基金美麗的名字矇騙了自己的雙眼而做出錯誤的投資決策。

參考文獻

1. 王貞仁 譯 (2001)，避險基金的 11 種策略，財訊出版社。
2. 沈中華 (2003)，「是否全面取消外國專業投資機構制度」，臺灣證券交易所專題研究計畫。
3. 張勝傑、周廷亭、張文珮、陳宜平 (2005)，買錯基金，也賺錢？！，時報文化出版。
4. 黃嘉斌 譯 (2005)，透視避險基金-投資新思維：追求絕對報酬，寰宇出版社。
5. 歐宏杰 (2005)，避險基金「風險」之評析，集保月刊，139:頁 25-42。

6. 蔡文馨 譯 (2005), 衍生性商品經典案例, 培生出版社。
7. 謝明瑞、林景春、段昌文 (2003), 基金投資, 國立空中大學。