



HEDGE FUND

本章重點：

什麼是避險基金？

避險基金和共同基金之比較

避險基金的歷史

避險基金之策略

投資避險基金的風險

避險基金在台灣的情況

何謂避險基金 (Hedge Funds)?

- 屬於私募基金，又稱對沖基金或套利基金。
- 一般是指特殊的投資架構或策略，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，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。
- 有時為求高報酬不計風險。

- 通常透過多空部位的操作，來降低投資組合與市場的連動性，以追求絕對報酬率，不論市場行情的好壞，都能有把握獲利的機會。
- 避險基金經理人有充分的授權及運用資金的自由，凡是經理人認為有利可圖的投資策略均可運用。除了股票、債券之外，還可投資於各種衍生性金融商品，如期貨、選擇權等高槓桿、高風險、高報酬之投資工具。
- 最主要的精神在於經理人巧妙運用多空部位來規避市場的風險，經理人以追求絕對報酬為操作目標。

特 徵

- 追求絕對報酬 (absolute return)
- 通常以私募的方式，採有限合夥人制 (limited partnership)
- 多空並行操作
- 避險基金通常抽取很高的酬庸
- 不經常公佈資產操作資料
- 具有之贖回限制
- 經理人投入自身財富

避險基金及共同基金比較

	避險基金	共同基金
一、報酬目標	絕對報酬	相對報酬
二、與投資人的關係	合夥關係	信託關係
三、募集對象	合格購買者	一般大眾
四、法規限制(組成形式)	可規避	嚴謹
五、操作策略	彈性	簡單long/hold
六、風險	較小	較大
七、報價方式	Bid-offer	每日淨值
八、收取費用	管理費1%與績效費20%	管理費
九、定價與流動性	較差	較佳

績效表現

避險基金的優於共同基金

Comparison of the Best and Worst Performing U.S. Hedge Funds and Mutual Funds¹

Five Year Net Compound Annual Returns, 1Q98 to 3Q03

	Hedge Funds	Mutual Funds
Top 10	39.8%	34.7%
Top 10%	30.3%	14.8%
Top 25%	23.5%	10.7%
Bottom 25%	0.6%	-1.4%
Bottom 10%	-4.9%	-4.2%
Bottom 10	-14.2%	-26.9%

© 2003 by Van Hedge Fund Advisors International, LLC and/or its licensors, Nashville, TN, USA.

Please see Explanatory Notes under Legal Considerations section.

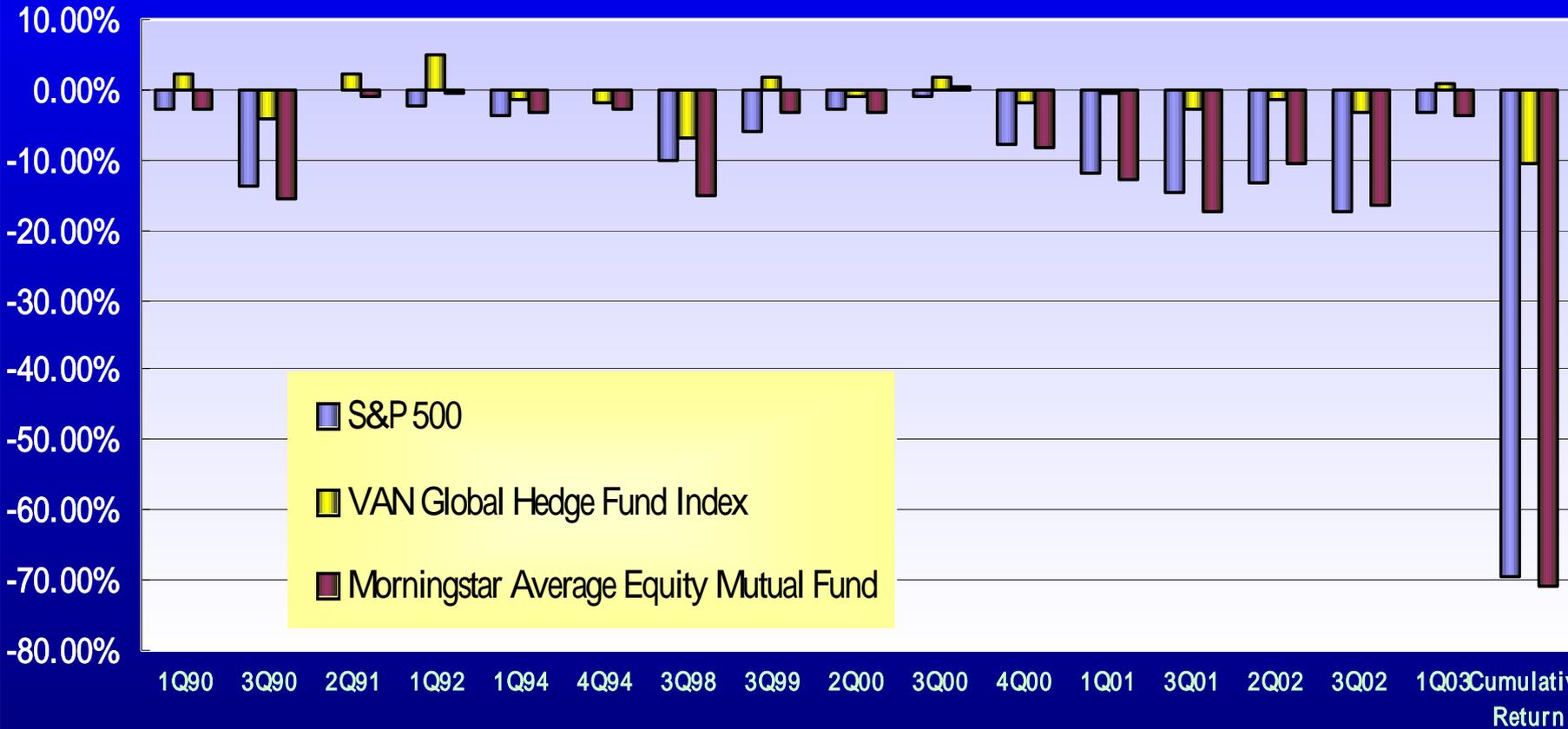
U.S. hedge funds have been used as proxy for the universe.

績效表現

市場低迷時避險基金表現優異

Hedge Funds Outperform in Falling Equity Markets

15.25 Years 1Q1998-1Q2003



避險基金及共同基金比較

- 一般而言，避險基金績效優於傳統共同基金。
- 當市場指數呈現下滑時，避險基金績效表現幾乎不受影響仍能表現穩定。
- 避險基金本身因策略的不同而有不同的經營風險。
- 避險基金績效和市場波動相關性低，但和經理人本身技術有高度相關。

組成形式

共同基金

- ◆ 公司型：即將基金之資金組成一公司，投資人為股東需向SEC登記（美國即採此種方法）。
- ◆ 契約型，將募集而來的資金以契約方式成立基金投資人取得受益憑證

避險基金

- ◆ 透過有限合夥或是有限公司的型態成立避免主管機關對於公司的相關規範。以美國為例，不必向證管會註冊，在法律上也無多規範。

收費方式

共同基金

- ◆管理費 (management fee) : 1~2 %。

避險基金

- ◆管理費 (management fee) : 1~2 %。
- ◆績效費 (incentive fee) : 大多為20%。
讓基金經理人和投資人利益一致，有助於績效的提昇，此種的收費方式可以說是避險基金的一大特色。

操作策略

共同基金

- ◆在國內證券投資信託公司運用投資信託基金，不得投資於未上市、未上櫃股票、櫃檯買賣第二類股或其他受益憑證亦不得提供放款、擔保獲從事信用交易等。（基金管理辦法第12條第一款）
- ◆在美國在槓桿操作上也不能超過所持有的部位。而傳統的策略只能做多，由經理人挑選優於大盤的股票或債券，且不利用槓桿操作。

避險基金

- ◆可以自由選擇各種金融工具與交易策略，也不受負債與資產比例 (Leverage) 與賣空的限制。
- ◆可採用高槓桿操作正是避險基金的標誌。

定價與流動性

共同基金

- ◆ 計算並公佈每日的淨資產價值（NAV）；
- ◆ 若為開放型基金，投資人可隨時要求以淨值贖回或投資；
- ◆ 封閉型基金則以市價買賣，流動性佳。

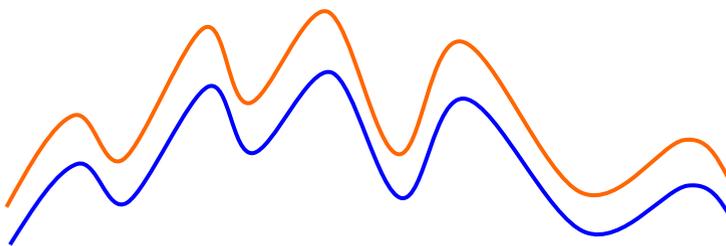
避險基金

- ◆ 不會每天公佈績效，在計算NAV上並無特別規定，通常是由基金經理人自行估算；
- ◆ 閉鎖期間(Lock-up period)，投資人於此段期間中不能自由贖回；
- ◆ 資訊並不用公開揭露，沒有義務對外公佈它們的資產負債與交易策略。

投資策略

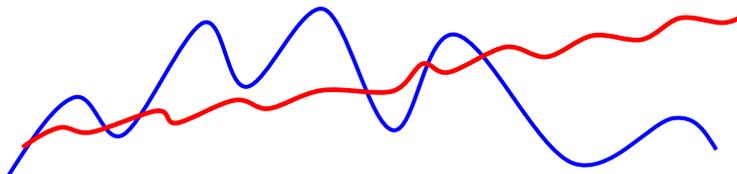
相對報酬投資策略

共同基金



絕對報酬投資策略

避險基金



避險基金之歷史

1949

美國社會學家兼新聞工作者Alfred W. Jones 所創立的Jones Hedge Fund
策略：放空與槓桿

1966

Fortune雜誌刊登一篇由Carol Loomis撰寫的「The Jones Nobody Keeps Up With」，描寫Jones hedge fund 績效超越同期的所有共同基金，比過去五年表現最佳的共同基金多出44%，比過去十年表現最佳的共同基金多出87%

1950中期~1960中期

Buffet的Omaha-based Buffett Partners基金、Soros的Quantum Fund等。
根據美國SEC統計，此時避險基金的家數約為200家

避險基金之歷史

1960末期~1970中
期

大量使用槓桿而成為高風險部位
1969年到1970年與1973年到1974年石油危機造成的大蕭條，使得融資全力做多的避險基金虧損慘重，面臨投資人贖回，甚至倒閉
遵守Jones操作法則的避險基金存活下來了。

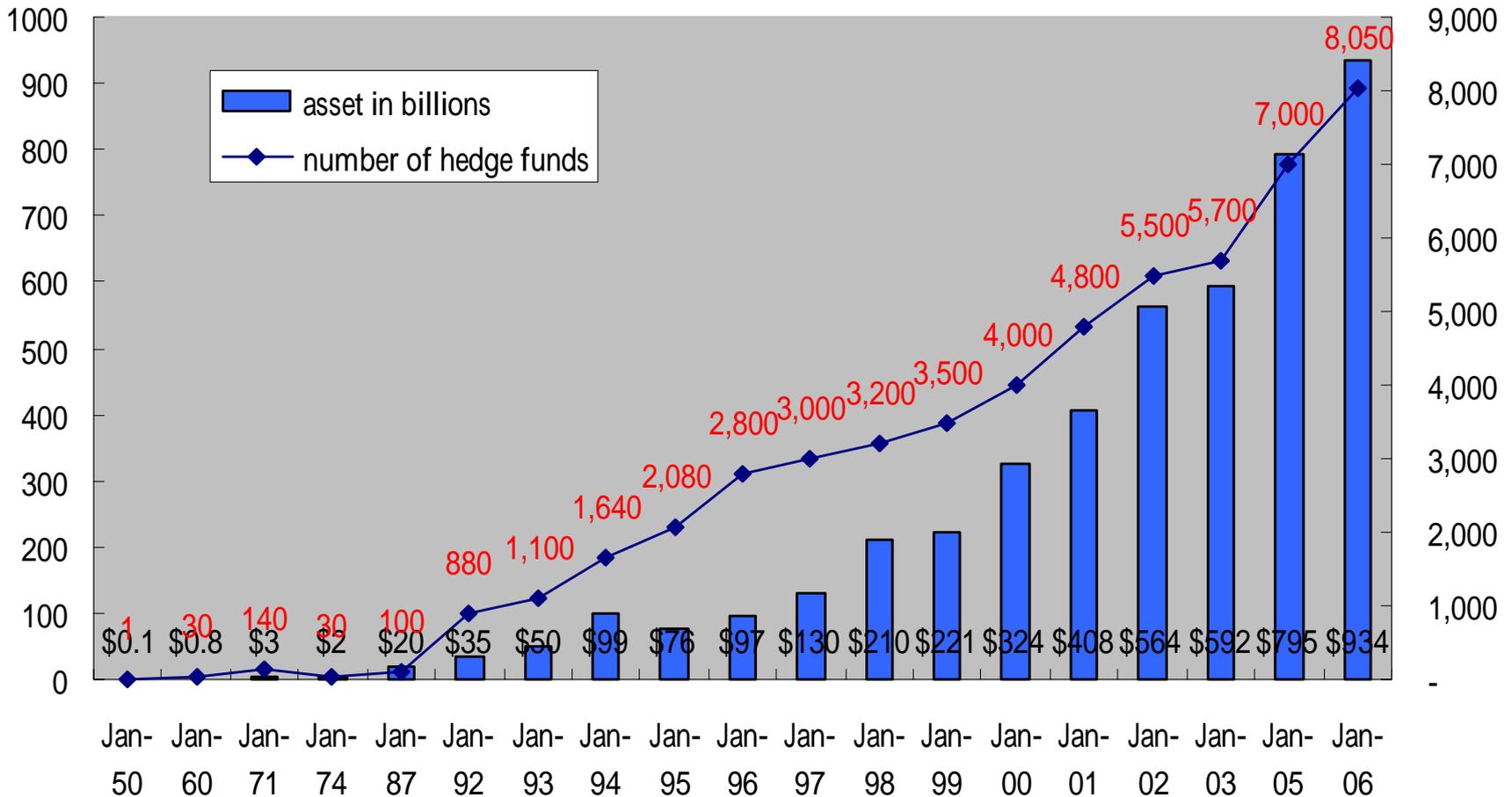
1980

金融工具發展漸漸完備，提供避險基金更多投資的標的
避險基金可以規避稅賦的誘因，讓許多富有投資者願意投資

1990~2004

在九十年代後期避險基金因國際炒手索羅斯突擊英鎊、泰銖、港幣，讓一般普羅投資大眾見識到避險基金的能耐。
避險基金如雨後春筍冒出

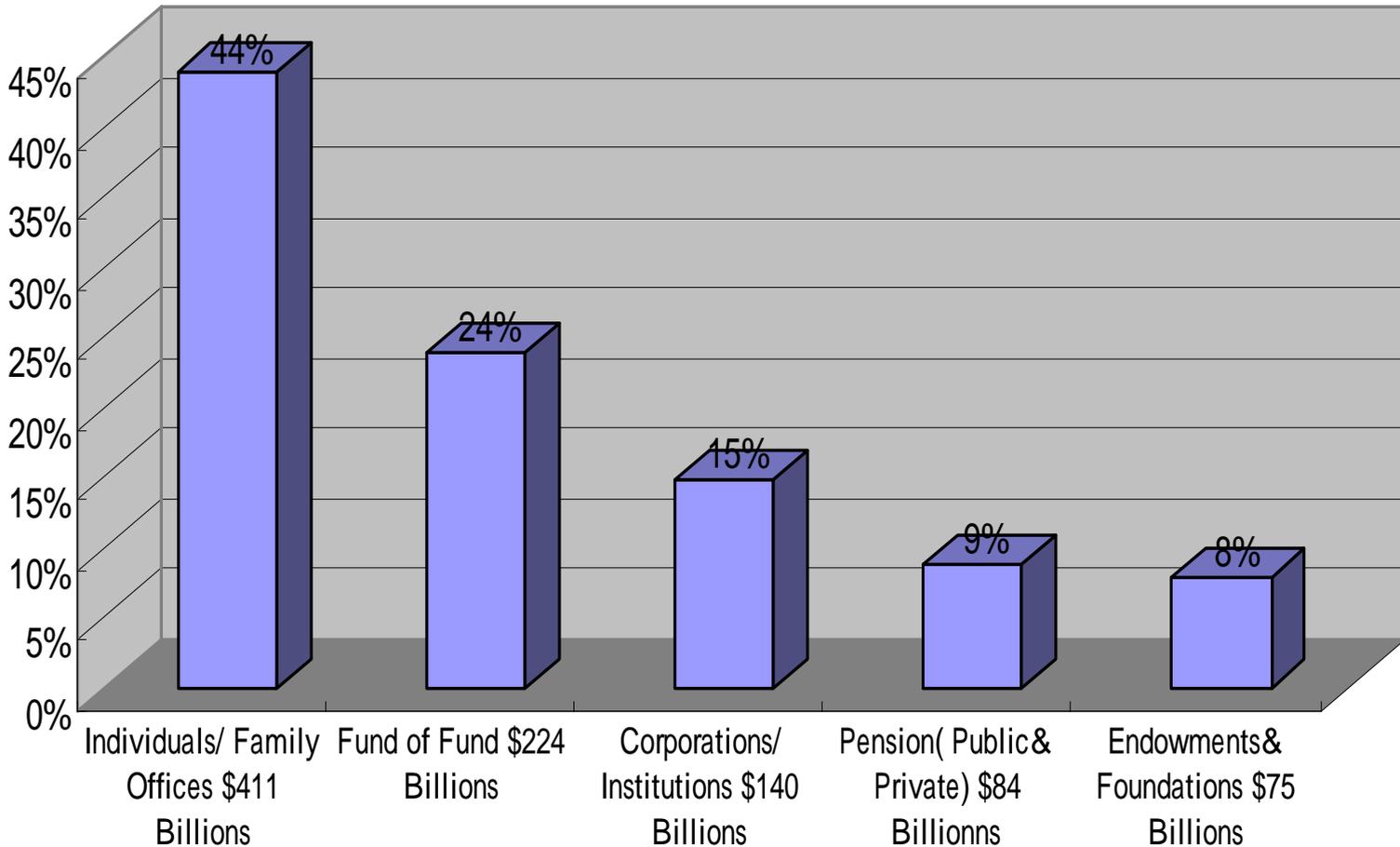
Hedge Fund Assets vs. Number of Hedge Funds



Source : Hennessee Group LLC

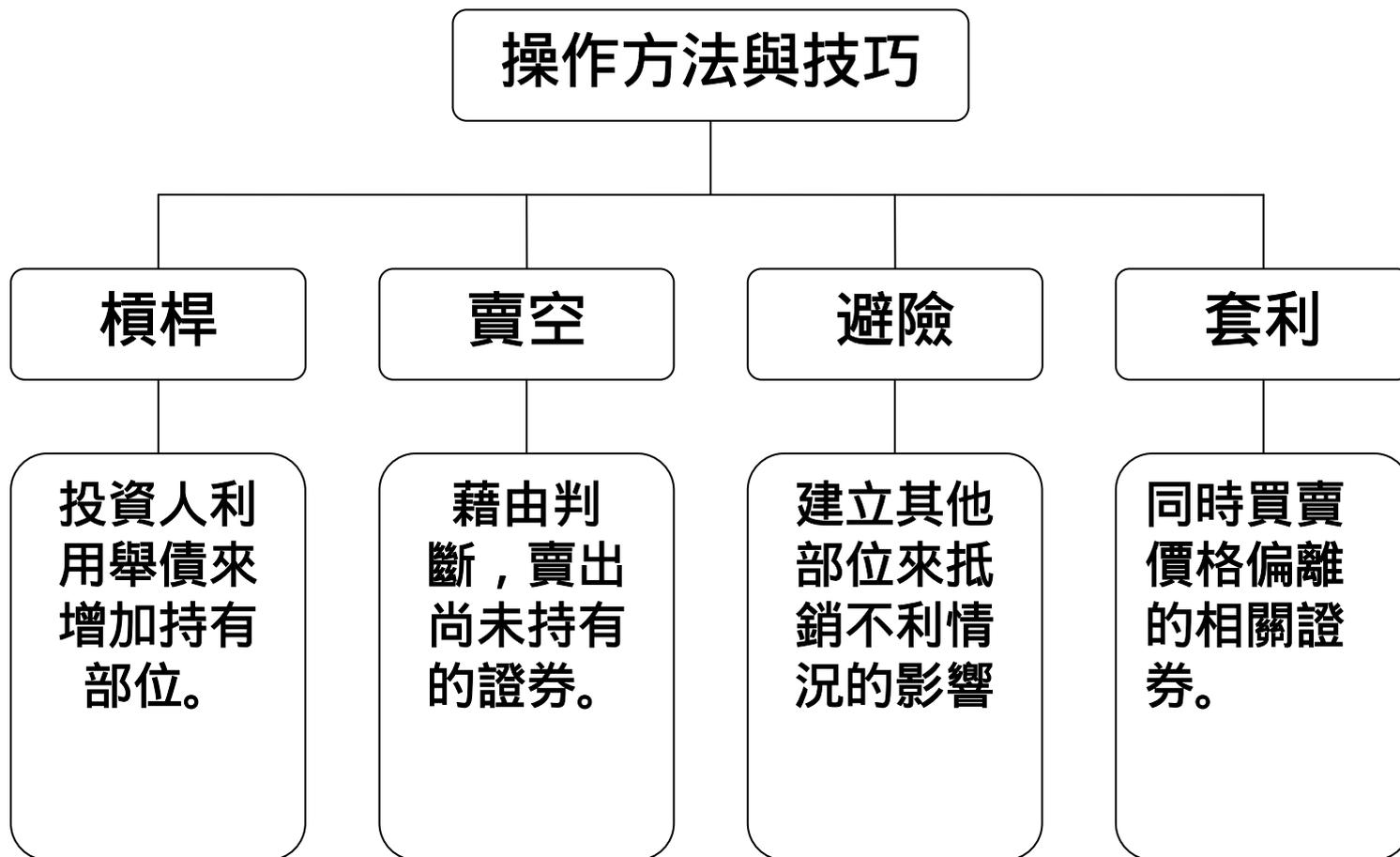
- 全球資產規模七、八千億美金
- 目前全球避險基金約八千檔，總管理資產規模約為九千億美金，是十年前的20倍以上，每年資金流入成長率約為15%到20%，主要來自法人機構的投資資金，但私人投資也越來越多，特別是擁有可觀淨資產的有錢人。
- 美國是避險基金起源地，現在的總資產規模約在六千億美金，歐洲自二千年後，開始快速增加，目前總資產規模約一千億美金，至於亞洲(包含紐、澳)，則是避險基金發展的新興市場，這幾年基金數的成長是以倍速在增加，管理資產年成長率則是在50%以上，目前總資產規模約三五 億美金，募集基金數約二百檔。

Hedge Fund Sources of Capital



Source : Hennessee Group LLC (2005)

避險基金策略常見操作方法與技巧



避險基金策略

1. Directional Strategy

總體投資策略(Macro Investing)

新興市場策略(Emerging Markets)

2. Relative Value Strategy(相對價值策略)

市場中立策略(Market Neutral)

可轉換債券套利(Convertible Arbitrage)

固定收益證券套利(Fixed Income Arbitrage)

3. Event-Driven Strategy(事件導向)

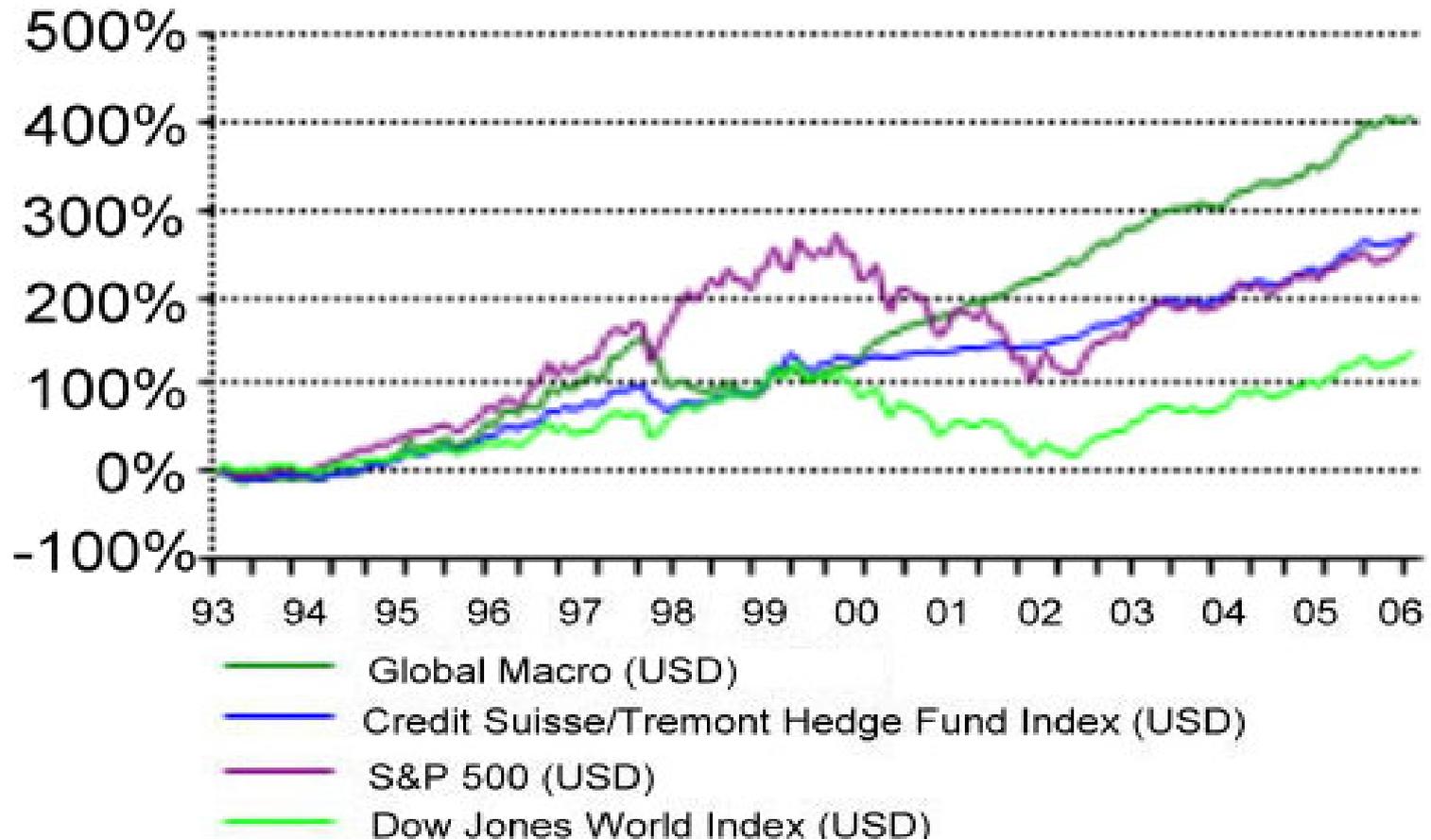
危機證券策略(Distressed Securities ; 地雷股(債))

避險基金策略-1. Directional Strategy

總體投資 Macro Investing

- 著眼於此的經理人會在全球各個不同的經濟體之間，尋找金融商品間價格失衡的經濟情況，將資金投注於價值偏離的金融商品，然後在適當的時點獲利了結。

Global Macro



1. 2000年後總體投資指數遠遠超過平均避險指數。
2. 與大盤的走勢不盡相同。

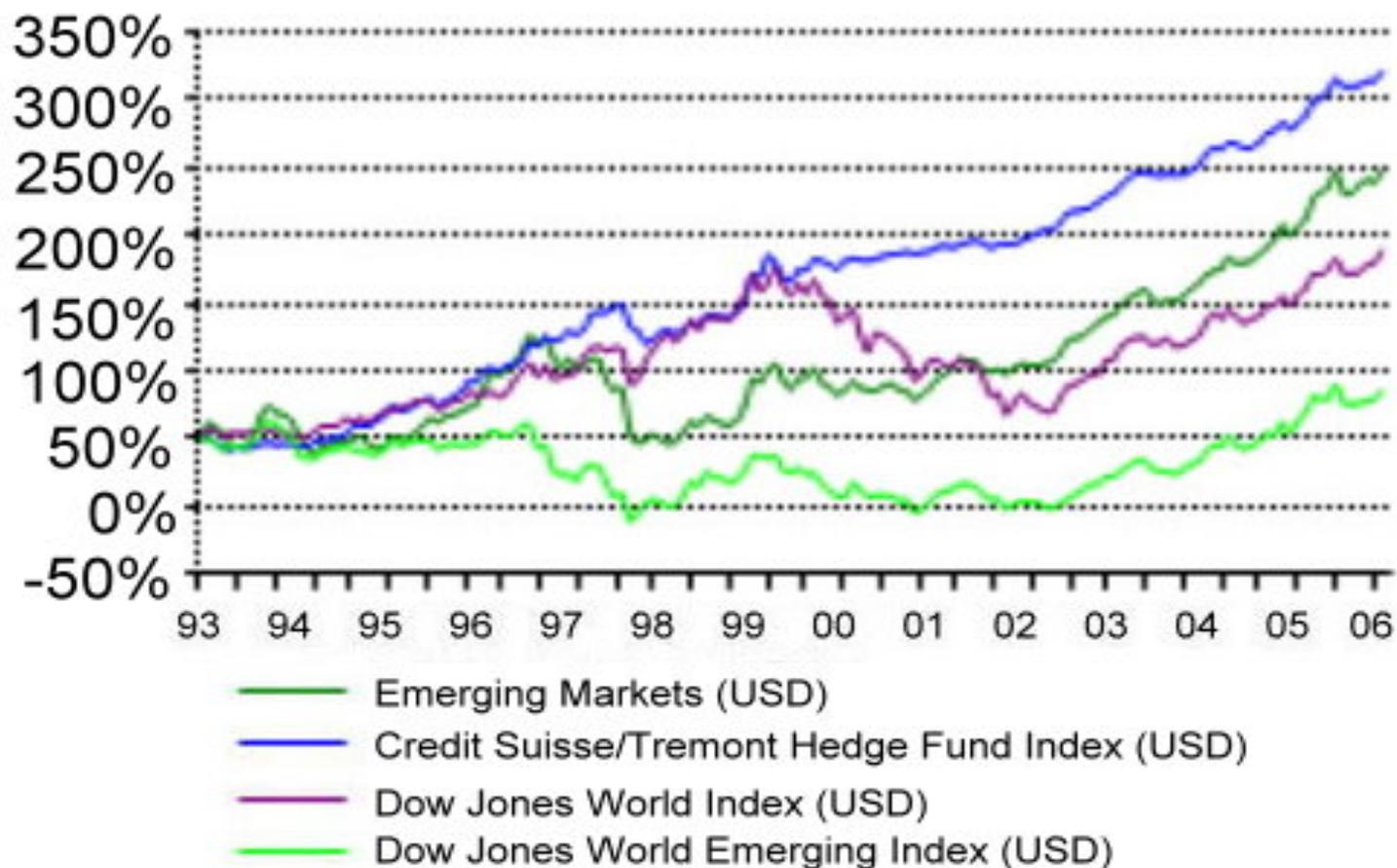
Source : www.hedgeindex.com

避險基金策略-1. Directional Strategy

新興市場 Emerging Markets

- 新興國家的金融市場普遍存在較高的風險溢酬，因此若經理人得到第一手資訊，便可以得知市場的價格偏離程度，然後藉由商品間的价格失衡獲利，但需小心新興市場的高波動性。

Emerging Market



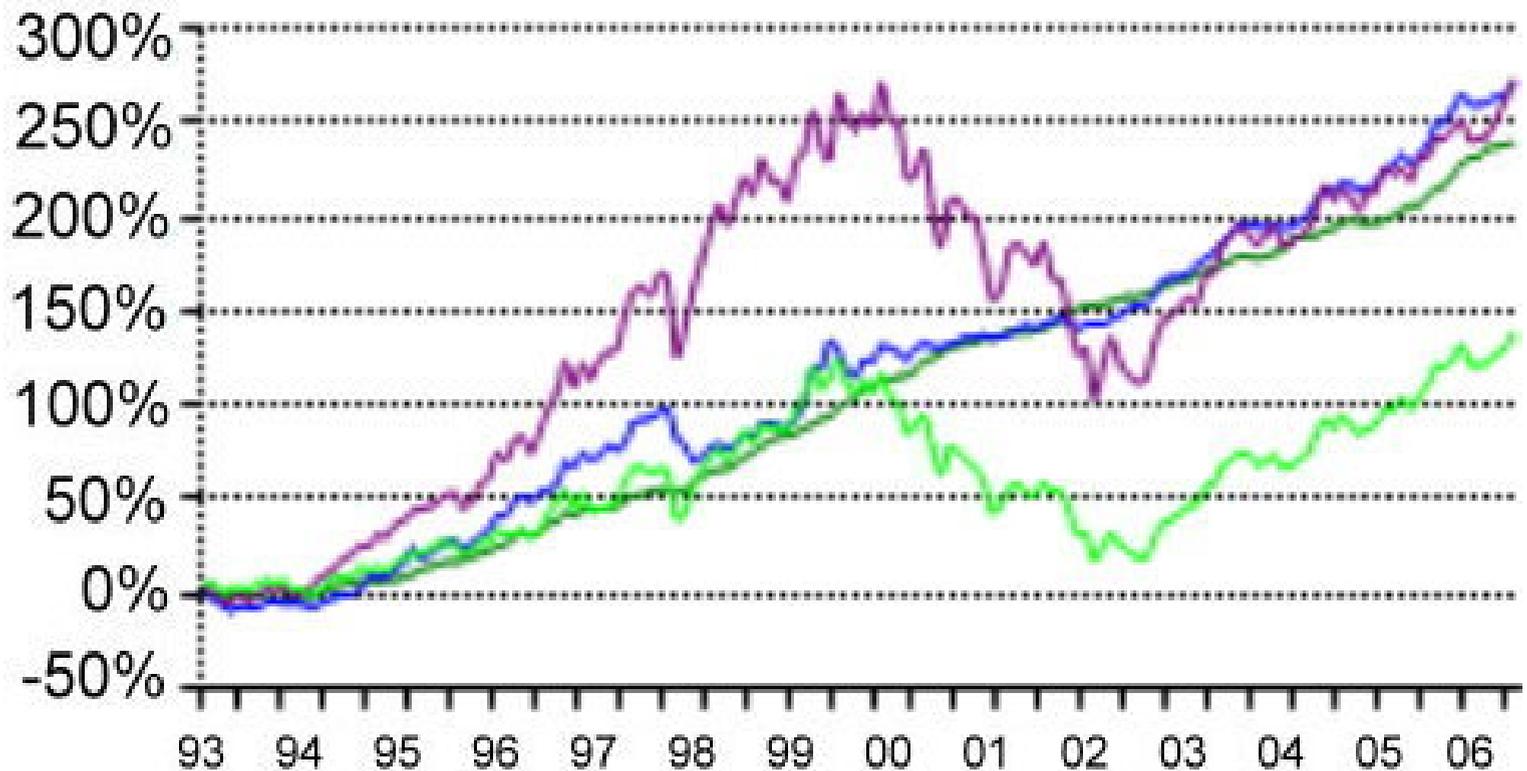
1997年亞洲金融風暴及1998年俄羅斯崩盤時的走勢與新興市場指數大致相同。

Source : www.hedgeindex.com

避險基金策略-2.Relative Value Strategy 市場中立 Market Neutral

- 經理人同時買進以及放空，使投資組合比較不會受到突發事件的影響，其獲利來源完全依賴選股能力，整個策略重點是找到具潛在獲利機會的股值，而後消除市場風險。

Equity Market Neutral



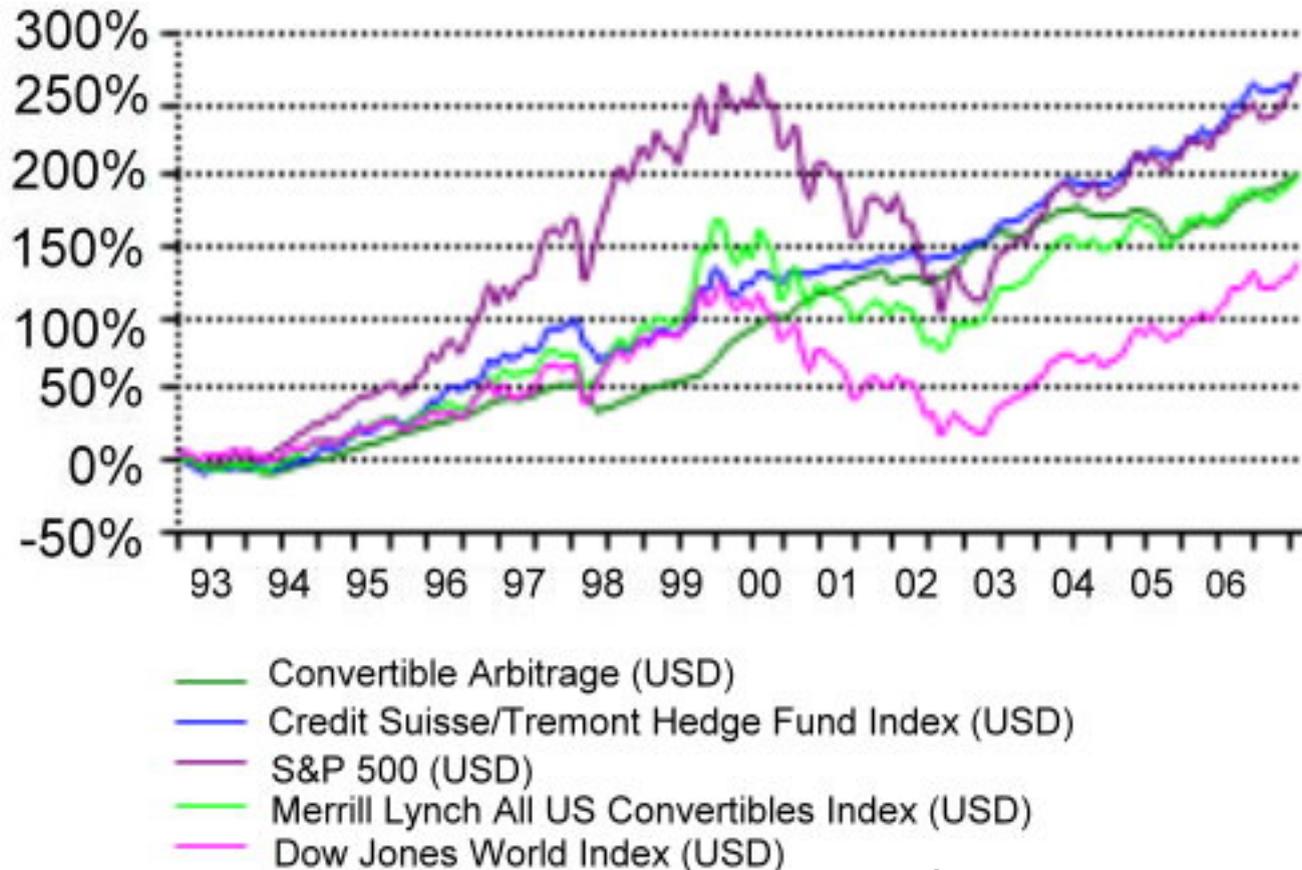
- Equity Market Neutral (USD)
- Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index (USD)
- S&P 500 (USD)
- Dow Jones World Index (USD)

Source : www.hedgeindex.com

避險基金策略-2. Relative Value Strategy 可轉換債券套利 Convertible Arbitrage

- 一般來說，股市下跌時，可轉換債券的價格跌落幅度較標的股小，在股市上揚的時候亦會隨之上漲，因此投資者或經理人可藉由買入可轉換債券，同時賣出標的股票賺取其中的利潤。

Convertible Arbitrage



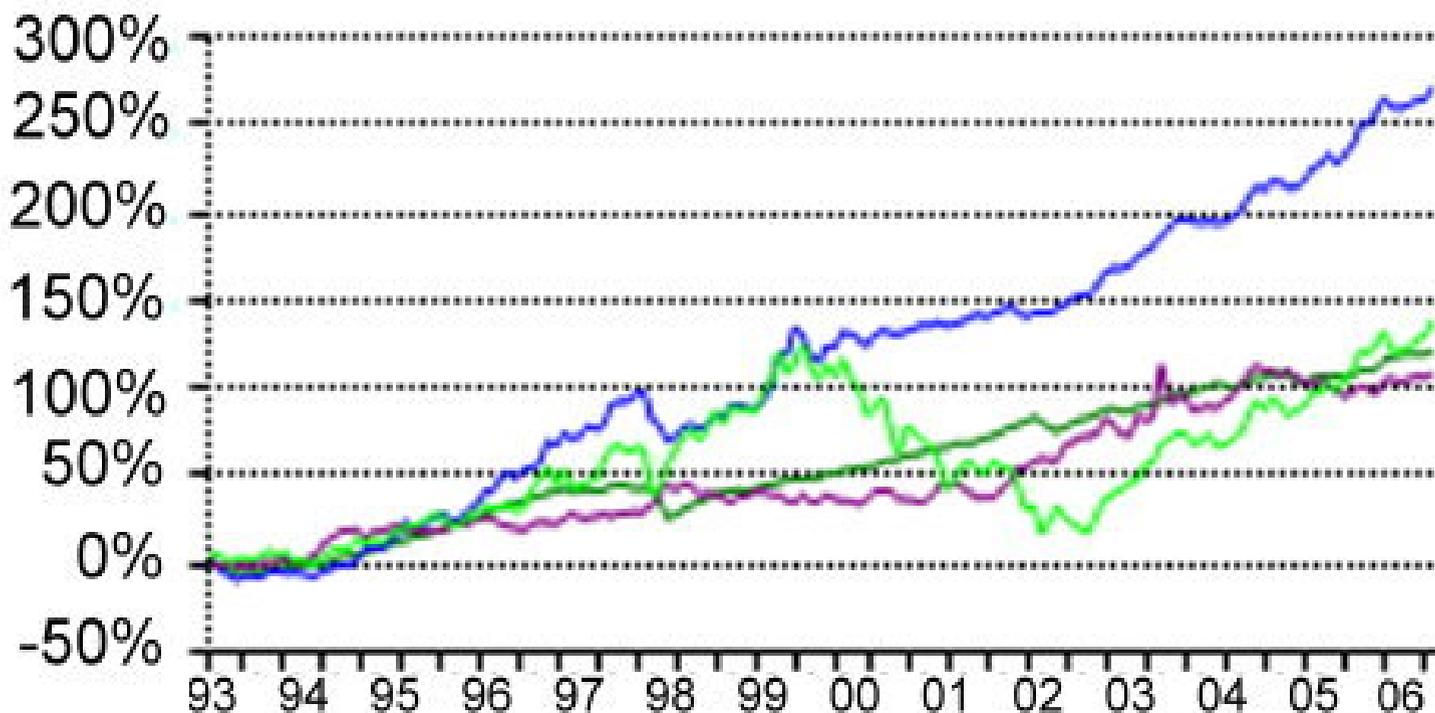
Source : www.hedgeindex.com

走勢與平均避險基金指數相近，和大盤沒有關聯性。

避險基金策略-2.Relative Value Strategy 固定收益證券套利 Fixed Income Arbitrage

- 套利者相信，某些固定收益證券(例如：現貨期貨、長短債、證券化商品)彼此的歷史價格或數學上具有關聯性，當價格關係發生扭曲時，獲利機會便出現。常見的策略：
 - 1.殖利率曲線套利:殖利率曲線非平行移動，便產生價格扭曲。
 - 2.殖利率差套利：不同種類、發行者或票面利率。

Fixed Income Arbitrage



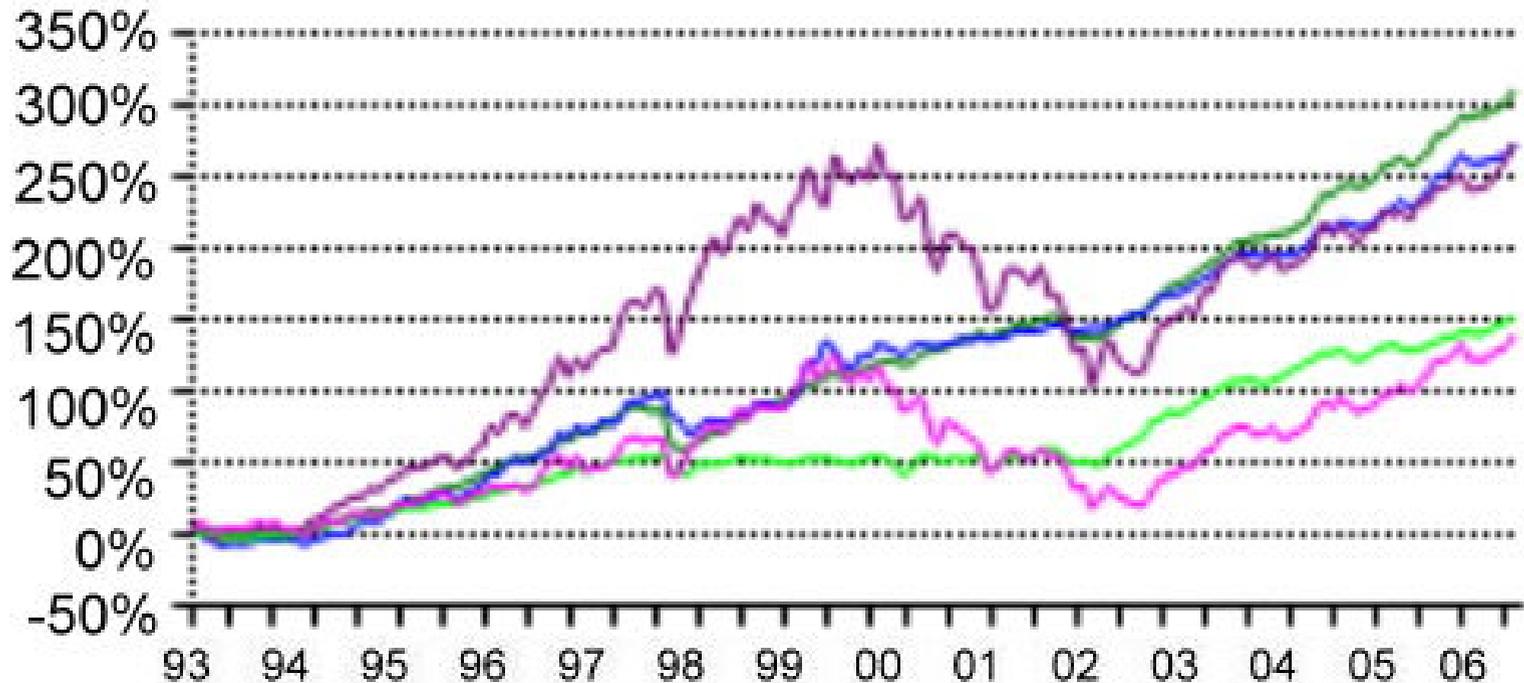
- Fixed Income Arbitrage (USD)
- Credit Suisse Tremont Hedge Fund Index (USD)
- Citigroup World Government Bond Index (USD)
- Dow Jones World Index (USD)

Source : www.hedgeindex.com

避險基金策略-3.Event-Driven Strategy

- 利用公司經營時發生重大事件(公司破產、重整、合併及收購)的機會，評估標的價值是否被低估或高估，進而從中獲利。

Event Driven



- Event Driven (USD)
- Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index (USD)
- S&P 500 (USD)
- Credit Suisse High Yield Index (USD)
- Dow Jones World Index (USD)

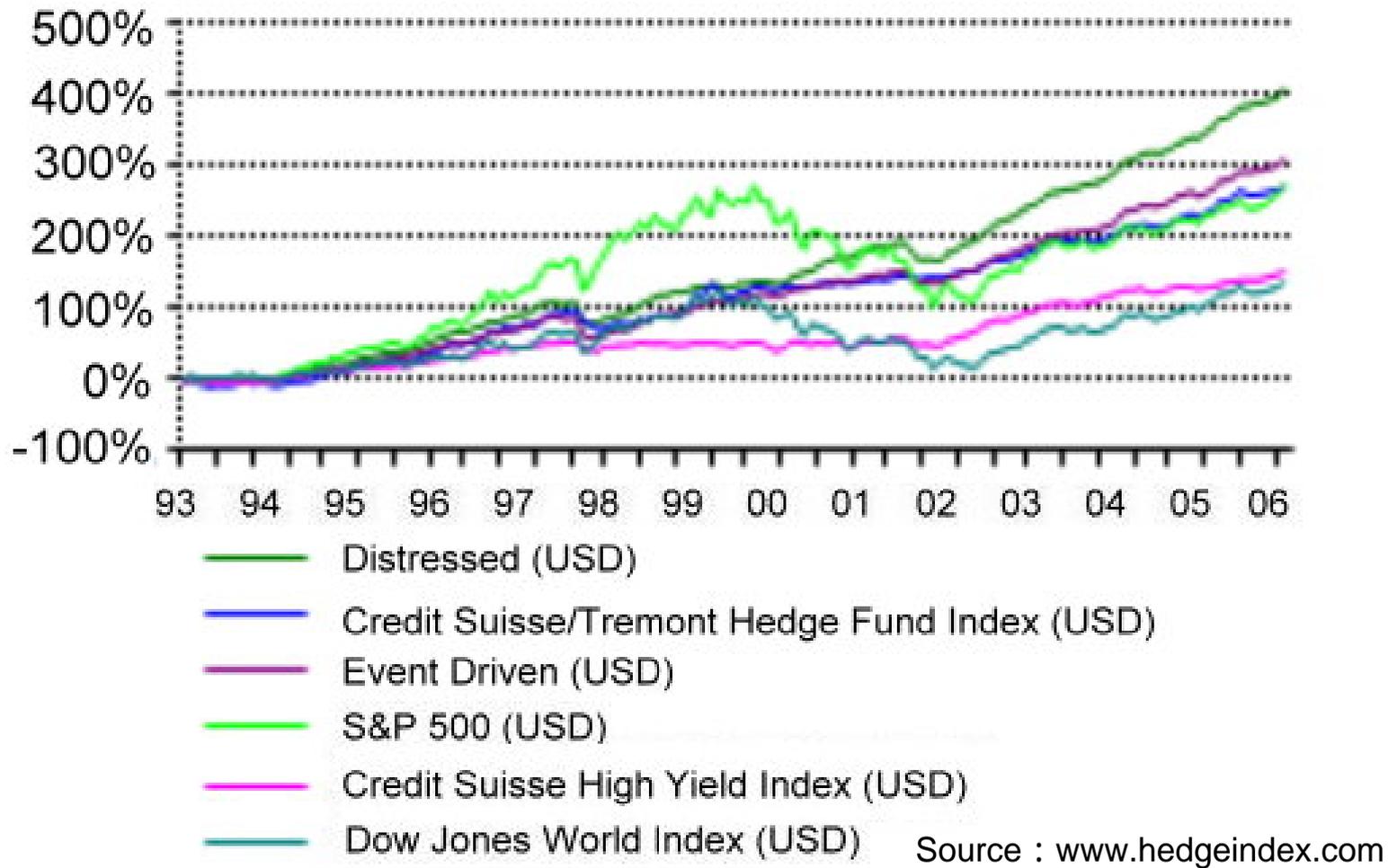
Source : www.hedgeindex.com

避險基金策略-3.Event-Driven Strategy

危機證券；地雷股(債) Distressed Securities

- 利用標的公司發生財務危機或重整的機會，介入標的，以獲取未來再步入正軌後的高報酬。

Distressed



與大盤波動幅度相比明顯較緩，且呈現上升趨勢。

投資避險基金的風險

- 一般來說避險基金較不受管轄，但通常避險基金的流動性也不如傳統共同基金，投資人在贖回的程序上常常因而必須提早通知基金公司，且贖回金額入帳所需的作業時間也比傳統的共同基金要來的長了許多(基本上至少約需一個月，甚至更長的時間)，加上由於避險基金的操作策略相對較為複雜，在對一般投資人的資訊揭露程度上透明度也較低，此外，由於避險基金可藉由財務槓桿提供投資者獲得更高總報酬之機會，但相對的，其所承受的資本與利率風險也隨之升高。

- 避險基金讓經理人有充分的授權和資金運用的自由度，績效報酬表現是端看經理人的操盤功力，以及對市場趨勢、事件影響的判斷力，多樣的操作策略，使其績效與市場連動性超低，全賴經理人的個別表現，雖然主要以追求高報酬、規避風險為出發點，但是仍發生過引起金融市場秩序大亂的事件，也是投資人在投資避險基金時應多加注意的。
- 最有名的就是美國LTCM，成立於一九九四年二月，總資產十三億美元，採取市場風險中立套利的交易策略，也就是持有被低估的有價證券或債券，賣空被高估的有價證券或債券，一九九八年時，該基金因為誤判情勢而持有龐大俄羅斯公債，結果虧損四億美金，嚴重影響金融市場安定，最後美國政府介入才平息這場紛亂。

避險基金在台灣的限制條件— 股票多空操作策略於台灣市場的限制條件

- 平盤以下不得放空
- 融資融券配額限制
- 融券強制回補機制

當股票除權、除息或召開股東會時，融券賣出的投資人須於限制期間內還券了結。

- 個股選擇權商品有限及部位限制

目前我國市場上存在的個股選擇權，僅有五檔，使得投資上策略靈活性低及流動性風險高。

避險基金在台灣的限制條件— 可轉換債券套利策略於台灣市場的限制條件

- 放空現股之限制(如前所述)
- 可轉換公司債轉換凍結期及流動性
- 公債期貨部位限制

根據我國期交所規定，十年期公債期貨交易部位限制：單一月份不超過1,000口，各月份合計不超過2,000口。

避險基金在台灣的限制條件— 固定證券收益套利策略於台灣市場的限制條件

- 完整殖利率曲線尚未建置完成

由於債券期貨市場尚未健全，因此目前的殖利率曲線不夠有效率，使得套利交易沒有明確的利率指標當Benchmark。

- 證券化市場剛起步，次級市場流動性低