

# 三大优势推动对冲基金参与公司治理

□上海证券基金评价研究中心首席分析师 代宏坤

自2010年4月股指期货面世,A股引入了对冲时代,目前使用对冲工具的基金已经破壳而出。国内有真正意义上的对冲基金吗?对冲基金是否就是高投机的代名词?对冲基金是破坏者还是建设者?我们认为,国内目前采用对冲手段的专户和券商理财产品还不是真正意义上的对冲基金,但符合成熟市场主流的对冲基金已经出现。

与普通的印象不同,对冲基金虽然有如宏观策略这样赌方向的高投机型基金,但更多的是如市场中性策略这样的稳健型基金,对冲基金波动性小的特征为成熟市场中的社保和企业年金等稳健的机构投资者所钟爱。与共同基金(开放式基金)相比,对冲基金有着非常强的利益驱动去推进上市公司改善公司治理,在上市公司治理中发挥积极的作用。



CFP图片

基金公司参与上市公司治理的典型案列

涉及上市公司	事项
众多上市公司	股改的实践,基金公司作为流通股股东的代表,在与非流通股的股改对价形成过程中起到了积极作用
中国平安	多家基金否决中国平安的再融资议案。
东方航空	东航引进新加坡航空的议案。
ST银广厦	大成基金代表基金份额持有人诉讼上市公司虚假陈述民事侵权案。
双汇发展	多家基金公司促使双汇发展放弃对10家参控股公司股权的优先受让权。
大商股份	鹏华基金、国海富兰克林基金、天弘基金以及华夏基金希望大商股份董事会能给予管理层更多的现金激励。
重庆啤酒	大成基金提请罢免重庆啤酒董事长的议案。

数据来源:上海证券基金评价研究中心

## 真正的对冲基金已经出现

对冲基金并非是一种资产类别,而是一种私募的集合投资工具,通常采取种类多样、传统或非传统、定向或非定向的策略,以实现超越金融市场实际运行状况的持续正收益。目前,国内已经有一些基金专户、券商理财产品和私募基金使用了对冲手段,但大多数还不能称为真正的对冲基金。在成熟市场,主流的对冲基金普遍采取有限合伙的法律结构、保持开放的运作方式以及具有高技术特征。在国内的实践中,已有符合国际市场主流的真正的对冲基金出现。

受制于法律结构上的限制,契约型的基金专户、券商理财产品 and 信托型的阳光私募难以成为真正的对冲基金。目前,虽然国内的基金专户和券商理财产品部分加入了股指期货来进行对冲,但是这些契约型的产品在融资融券的操作上存在局限。此外,信托制的阳光私募不仅需要支付额外的信托费和托管费,而且信托产品本身的结构也非常复杂。法律操作平台的相对完整性也会使这种类型的私募基金面临诸多强制性管理规则的约束。作为与公募基金相对应的私募基金,对冲

基金就在于其增值策略的积极性、追求回报的绝对性及相对不受约束性。期望从信托型的私募基金中发展本土性的对冲基金可能是不太现实的。

可喜的是,在国内的实践中,符合国际主流的开放式有限合伙的对冲基金已破壳而出。有限合伙的形式是国外对冲基金的主流。合伙型企业一般是依据其动产质押与不动产抵押的方式来提供贷款,能够实现真正的对冲。新版《合伙企业法》为私募基金的发展提供了“有限合伙型”通道。深圳汇丰盈股权投资基金合伙企业(有限合伙)发行的基金,以及上海嘉裕投资管理有限公司发行的几款股票多空、指数套利的对冲基金,都是采取有限合伙的形式。这些基金都选择天津市作为注册地,是因为天津市解决了成立有限合伙型基金的配套政策问题。例如,对于合伙制企业最关心的税收问题,股权投资可以享受税收返还。此外,基金变更时不需要投资者全部到场签字办理手续,从而使开放式对冲基金的成立成为可能。值得一提的是,嘉裕对冲基金在天津落户后,上海市有关部门也在积极推进相关制

度的落实,就对冲基金运作涉及的问题进行分析讨论。可以说,有限合伙制虽然在目前还不能广泛铺开,但是真正的对冲基金的运作在法律上已经没有任何障碍,在税收上虽然还有些限制,但问题已不大。

除了法律结构外,成熟市场的主流对冲基金通常采用开放式的运作方式,并且具有非常高的技术要求。在运作方式方面,为了方便投资者资产配置和申购赎回的需要,国际上的对冲基金在做到风险对冲的同时,保持开放式的特点(例如一个月开放一次)。国内目前的大多数的专户和理财产品以封闭为主,但像嘉裕投资这样的开放式对冲基金(一个月开放一次)已经出现;在技术方面,为了应对多边市场的复杂状况,对冲基金对数量化的金融工程要求极高,一套成熟稳定的量化交易系统是对冲基金发展的基础,如此才有可能适应大规模资金的运作。国内目前使用了对冲工具的基金,在技术和经验方面的成熟度还普遍不够,在大规模资金的运作上较为吃力,但是也有部分在成熟市场运作多年经验、具有高技术特征的对冲基金出现。

## 稳健特征受机构青睐

对冲基金并不是恶魔,虽然部分对冲基金可能采取高风险的操作,但更多类型的对冲基金收益波动幅度很小。提到对冲基金,大家耳熟能详的是索罗斯1992年阻击英镑;1997年量子基金击垮泰铢、冲击东南亚金融秩序的案列;以及老虎基金、长期资本公司的失败。尽管存在索罗斯这样的量子基金,涉嫌冲击其他国家货币,但它仅限于对冲基金中的一种,不能代表整个对冲基

金行业。从近20年的经验来看,共同基金大起大落,但是瑞信对冲基金综合指数走得相当稳健。

对冲基金稳健的风险收益特征,为机构投资者所钟爱。由于强调从市场的不足、异常、紊乱、复杂的形式以及特殊的分析方法中产生收益,就整体而言,对冲基金常常具有较低的系统性风险以及产生高阿尔法(超额收益)的机会。成熟市场的经验表明,对冲基金的收益

标准差是一般股票收益标准差的一半到三分之二。在财富管理服务中,对冲基金是一种越来越重要的资产。发达国家的社保基金、企业年金、大型保险金等机构投资者是对冲基金的主要投资者,这些机构投资者追求稳健投资收益,避免投资随市场波动。截至2010年年底,全世界社保占对冲基金总份额16%,企业年金则占14%,而通过对冲基金来投资的基金占比22%,主权基金则占了4%。

大成基金提请罢免重庆啤酒董事长的议案,使基金参与上市公司治理再次受到业界的关注。在公募基金发展的十年中,公募基金在参与上市公司治理中也时有表现(见上表),但公募基金在参与定价和上市公司治理的功能方面还处在起步阶段,在上市公司治理中发挥的作用还远远不够。诚然,应鼓励公募基金充分发挥专业机构投资者的作用,积极参与上市公司治理。但是,从成熟市场的经验来看,在推动上市公司治理的过程中,对冲基金能发挥更多的作用,在参与上市公司的治理中表现得更为积极。

**优势一:**

**法规宽松 更易参与公司治理**

共同基金严格的法律限制制约了其在上市公司治理中作用的发展,宽松的法规使对冲基金更容易参与上市公司的治理。法律要求共同基金有义务定期披露持股情况,采取分散持股的组合适投资方式,投资组合中对对某一公司的持股比例不能超过一定限度,并且不能占用本基金过多资源,并且要求基金必须留出足够资金应对赎回。这就意味着共同基金对流动性不高的证券必须非常谨慎地投资。这些体制上的限制使共同基金公司很难像对冲基金一样神不知鬼不觉地掌握使其拥有一定话语权的股票份额,其对公司治理的影响自然就小的多了。在信息披露方面,国内基金法确立了公开募集的基金的披露条件和范围,并依据其产生的相关配套规定对这些条件和范围做了具体的细化,披露要求渗透到投资基金公司的投资管理、公司治理、基金的募集和运作等诸多方面。

在投资组合方面,规定基金只能进行组合型投资,而不

能采取过于单一的投资方式,一只基金持有一只股票不能超过基金净值的10%,同时也不得超过该股票发行人发行的证券的10%。这样进一步限制了国内开放式基金在持股公司中的分量。这些明确的法律上的限制,使得共同基金参与公司治理的积极性不够。相比之下,法律对对冲基金的信息披露,投资组合分散性等方面的要求都比较宽松。例如,美国1933年证券法、1934年的证券交易法和1940年的投资公司法都曾规定,不足100个投资者的机构在成立时不需要向美国证券交易委员会等金融监管部门登记,并可免于监管。美国对冲基金只有在持有一只股票的金额大于一亿美元时才需要披露,甚至对金融衍生品也没有披露的要求。在投资组合方面,对冲基金并不用严格地遵守组合式投资的要求,经理人可以完全不考虑比例问题进行投资。法律也没有要求对冲基金保留赎回准备金,而是倾向于让当事人自行约定,这使得对冲基金可以随意地持有限制性证券。

**优势二:**

**激励提成 激发治理动机**

公募基金的盈利模式为按管理的资产规模收取固定管理费,并且在推动公司治理中需要付出的成本,而对冲基金的激励提成可促使对冲基金具备强烈的动机推动公司治理。一方面,共同基金是根据其管理资产规模来收取管理费,这使得基金公司更多的把精力用在增加资产规模上,而不是关注其管理资本的利润率。国内的公募基金一般采取根据管理的资产总数按照固定比例收取管理费,管理费收入和基金业绩并无直接关系。这样的背景下,共同基金不会将很大精力集中在如何提升上市

公司治理上。这点与完全以激励提成作为收入主要来源的对冲基金有着本质的区别;另一方面,积极地推动公司治理是需要成本的,这些成本包括基金公司内部的行政成本和雇佣外部专家的咨询成本。考虑到参与治理的成本,许多共同基金失去了积极干预公司治理的兴趣。同时,如果某一基金公司积极地参与上市公司的治理,那么其他持有这一股票的基金会“搭顺风车”。而对冲基金并不主要采用收取管理费的方式来赢利,对冲基金经理人与客户之间常常会约定非常惊人的激励提成。这使得对冲基金更有动力发起治理事件,最大限度地赚取资本回报从而取得令人咋舌的提成。

**优势三:**

**利益冲突困扰较少**

此外,共同基金面临着利益冲突的困扰,而对冲基金更多的来自民间,利益冲突的困扰较少。许多的共同基金公司都隶属于其他金融机构,如投资银行、证券公司等。如果共同基金“不识趣”地找一些公司的麻烦,那么控制这些共同基金的金融服务机构可能就会面临公司的报复——失去未来的业务来源。利益冲突也存在于我国共同基金的运作中,如果开放式基金积极参与公司治理而开罪了被治理公司,而这些公司恰巧又是基金公司股东的客户,在股东的影响下,基金公司一般只能选择息事宁人。而对冲基金的资金更多来自民间,并且实践中的例子表明,虽然有些对冲基金隶属于金融服务机构,但是并没有因此而畏首不前。这是因为对冲基金的业务利润更高,足以使得金融服务机构推倒利益冲突的围栏。