

第 12 章 對沖基金

一、選擇題

- A1. 依 2010 年美國最新通過的金融改革法案的規定，金融機構投資對沖基金等私募基金的比例不得超過第一級資本的：
- (A)3% (B)5% (C)10% (D)15%
- C2. 依 2010 年美國最新通過的金融改革法案的規定，資產管理規模達多少以上的對沖基金必須向美國證管會(SEC)註冊登記？
- (A)2,500 萬美元 (B)1 億美元 (C)1.5 億美元 (D)2 億美元
- D3. 下列何者不是對沖基金常使用的投資策略？
- (A)融資槓桿 (B)套利 (C)放空交易 (D)模擬大盤指數
- D4. 對沖基金採用融資槓桿的主要目的為何？
- (A)消除市場風險
(B)追求絕對報酬
(C)與銀行維持良好關係
(D)擴大投資報酬率
- A5. 在美國，對沖基金多以何種型態成立？
- (A)有限合夥人制 (B)有限公司制 (C)股份有限公司制 (D)無限公司制
- B6. 下列有關對沖基金與一般傳統共同基金的比較，何者有誤？
- (A)對沖基金的投資門檻較高
(B)兩者皆會收取管理費及績效費
(C)對沖基金以追求絕對報酬為目標，共同基金以追求相對報酬為目標
(D)對沖基金可放空現貨，共同基金不可放空現貨
- C7. 索羅斯的量子基金屬於何種類型的對沖基金？
- (A)危難證券型 (B)放空型 (C)總體型 (D)新興市場型
- A8. 當可轉換公司債的價格明顯低於其轉換價值時，對沖基金應如何套取利潤？
- (A)買進可轉換公司債，放空標的股票
(B)買進可轉換公司債，買進標的股票

- (C)放空可轉換公司債，買進標的股票
 - (D)放空可轉換公司債，放空標的股票
- A9.對沖基金通常有閉鎖期及贖回時間的限制，主要原因為：
- (A)不希望因投資人隨時贖回而影響投資布局
 - (B)方便計算管理費
 - (C)方便計算績效費
 - (D)保障新進投資人
- D10.積極成長型的對沖基金，通常會將資金投入具有哪些特性的股票？
- (A)高本益比 (B)低股利 (C)規模較小 (D)以上皆是
- B11.下列何者是組合型對沖基金的缺點？
- (A)風險分散能力較差
 - (B)投資費用較高
 - (C)投資報酬率波動較大
 - (D)資訊較不透明

二、計算與問答題

1.對沖基金有哪些特性？其與一般傳統的共同基金有何差異？

Ans:

對沖基金與一般傳統的共同基金雖然都是集合多數投資人的資金，由專業的基金經理人負責操盤的資產管理業務，但兩者之間卻存有非常大的差異。以下即針對投資策略、投資門檻、管理費與績效費及贖回限制等進行比較。

- (1)投資策略：在投資策略方面，對沖基金可以透過放空現貨的方式，降低基金投資組合與市場的連動性，並以各式套利策略，希望在多、空市場中均能產生獲利，因此其所追求的是「絕對報酬」。除了多空部位的操作外，對沖基金也常大量使用融資或衍生性金融商品等高槓桿的操作工具，來提高基金的投資報酬率。
- (2)投資門檻：對沖基金的投資門檻遠高於一般傳統的共同基金，其最低投資金額少則 10 萬美元，多則百萬美元。
- (3)管理費與績效費：由於投資門檻較高，對沖基金的申購與贖回手續費較低，甚至不必收取。與一般共同基金相同，對沖基金每年仍將固定收取管理費，約為

基金淨值的 1%~2%。另外，對沖基金還會收取基金經理人的績效費，一般績效費約為當年度獲利的 20%。有些對沖基金會訂定目標報酬率，又稱「優先報酬條款」，只有當對沖基金年度報酬率高於目標報酬率時，基金經理人才能收取績效費。另一常見的規定為「高水位」條款，若之前年度曾經出現虧損，則往後年度必須彌補先前的虧損，且基金淨值恢復成長後，才可以收取績效費。

- (4) 贖回限制：由於對沖基金的操作策略採用大量的套利交易，且運用了許多衍生性金融商品，基金經理人當然不希望因投資人的隨時贖回影響原先的布局，因此在贖回規定方面較一般傳統的共同基金嚴格。例如有限合夥人制的對沖基金通常會限定投資人申購與贖回的時間，1 季或半年可能只有一次贖回的機會。此外，對沖基金通常也會有「閉鎖期」的規定，投資人在這段期間不得將基金贖回。一般對沖基金的閉鎖期為 1 年，但由於某些對沖基金的操作策略屬於較長期的布局，因此閉鎖期也可能高達 3~5 年。

一般傳統基金與對沖基金的差異，整理如下表所示：

	對沖基金	共同基金
投資目標	追求絕對報酬	追求相對報酬
投資策略	較具彈性，可放空現貨、從事融資及衍生性金融商品等高槓桿交易	限制較多，不可放空現貨及融資
投資門檻	較高，介於 10 萬美元~100 萬美元之間	較低，新台幣 3000 元(定期定額投資)或 1 萬元(單筆投資)
主管機關的監管	寬鬆	較嚴格
管理費與績效費	平均為當年度獲利的 20%，不過通常設有高水位條款的限制	僅收管理費
贖回限制	通常有閉鎖期及贖回時間的限制	限制較少，投資人可隨時贖回

2. 對沖基金會向投資人收取基金經理人的績效費，請問績效費的收取條件有哪些？

Ans:

一般績效費約為當年度獲利的 20%。有些對沖基金會訂定目標報酬率，又稱「優先

本教師手冊係著作版權所有，若有抄襲、模仿、冒用情事，依法追究。

ISBN 978-957-729-844-7

報酬條款」，只有當對沖基金年度報酬率高於目標報酬率時，基金經理人才能收取績效費。另一常見的規定為高水位條款，若之前年度曾經出現虧損，則往後年度必須彌補先前的虧損，且基金淨值恢復成長後，才可以收取績效費。

3. 為什麼對沖基金的投資門檻遠高於一般傳統的共同基金，而且又有嚴格的贖回規定？

Ans:

對沖基金的投資門檻遠高於一般傳統的共同基金，其最低投資金額少則 10 萬美元，多則百萬美元。其原因在於對沖基金的操作策略較為複雜，需要較高的專業性才能通盤瞭解，基金經理人為了省卻與投資人解釋與溝通的時間，便以高投資門檻來過濾投資人的專業性與風險承擔能力。此外，對沖基金多以有限合夥人的組織型態註冊，根據美國 1940 年的投資公司法規(Investment Company Act of 1940)，對沖基金如採有限合夥人制，一旦合夥人數超過 100 人，則必須定期公開財務報表，且基金的交易細節與融資槓桿程度都將受到嚴格限制。因此，採有限合夥人註冊的對沖基金大多不希望合夥人數超過 100 人，若每位合夥人的投資金額不多，將使對沖基金的規模無法符合多空操作的需求。

4. 請問積極成長型的對沖基金與一般積極成長型的共同基金，在操作上有何差異？

Ans:

積極成長型的對沖基金，會將資金投入具有高成長潛力的股票(多頭部位)，而這些股票通常具有高本益比、低股利、規模較小的特性，如科技類股或生物科技類股等。為了規避市場風險，基金經理人也會同時放空盈餘表現較差的股票或大盤指數(空頭部位)。在多頭市場時，成長潛力高的股票之上漲幅度將大於盈餘表現較差的股票或大盤指數，此時多頭部位的獲利將大於空頭部位的損失，而產生正的報酬。反之，在空頭市場時，成長潛力高的股票之下跌幅度將小於盈餘表現較差的股票或大盤指數，此時多頭部位的損失將小於空頭部位的獲利，同樣能產生正的報酬。因此，無論是多頭市場或空頭市場，積極成長型的對沖基金都能獲利。

5. 請簡述下列各種對沖基金的投資策略：(1)危難證券型(2) 權益市場中立型(3)放空型(4) 可轉換證券套利型。

Ans:

- (1) 危難證券型：會利用公司面臨破產或組織重整的危機時，以極低的價格買進這些公司的股票、公司債或其他證券，希望待公司未來擺脫財務困境或重整成功後，其證券價格能有驚人的漲幅，以從中獲取利潤。
- (2) 權益市場中立型：會同時建立股票的多頭部位及空頭部位，以消除其市場風險；並以精準的選股，買進預期績效可以擊敗市場的股票，並且放空表現將不如市場的股票，以賺取其間的價差利益。除了放空現貨以外，該型對沖基金也會利用衍生性金融商品來消除市場風險，其原理與市場中立策略相同。
- (3) 放空型：放空型的對沖基金主要的投資策略便是尋找出價值被高估的個股，並且放空這些公司的股票。當基金經理人認為某公司股價會下跌時，將從股票經紀商借入股票放空，待該公司股價下跌，即可以較低的價格回補，以賺取價差。此外，經理人也會因為某公司出現重大事件而放空股票。大部分的對沖基金將放空作為避險工具，而放空型對沖基金則是將放空作為主要的投資策略。
- (4) 可轉換證券套利型：透過多空部位的操作來規避市場風險，並從中套取利潤，最常見的策略就是針對同一公司所發行的不同證券，進行相對價值(Relative Value)的套利。例如當可轉換公司債的價格明顯低於其轉換價值(=可轉換之股票股數×股價)時，對沖基金即可買進可轉換公司債，同時放空標的股票以套取利潤。

6. 何謂成對交易(Pairs Trading)？其通常用於何種類型的對沖基金？

Ans:

成對交易主要是利用計量方法找出在過去期間內連動性極高，且預期未來也將維持高連動性的兩檔股票。當兩檔股票的價差擴大時，即可預期未來兩者的價差將會縮小，此時基金經理人便會放空價格被高估的股票，同時買進價格被低估的股票。若兩者的價差真的縮小，該交易將可套取價差利潤。因此，成對交易背後的假設是認為股價終將回歸長期平均值(Mean Reversion)，當股票價格偏離長期平均值太多時，即是成對交易的執行時機。成對交易通常用於統計套利型的對沖基金。

7. 何謂組合型對沖基金？其優缺點為何？

Ans:

組合型對沖基金是以其他對沖基金為投資標的的對沖基金。由於投資門檻較低、資訊較為透明、具分散風險效果以及有機會參與已封閉之單一經理人管理的對沖基金，組合型對沖基金的成長速度較一般對沖基金快。但組合型對沖基金的缺點是除了要負擔母基金的管理費及手續費外，還要額外負擔子基金的績效費用，整體投資費用較高。因此，組合型對沖基金的投資報酬率通常較一般對沖基金低，但投資報酬率的波動較低，亦及風險較低。

8. 何謂投資型對沖基金指數及對沖基金 ETF？

Ans:

(1) 投資型對沖基金指數：由於對沖基金在過去幾年來的表現非常穩健，因此一般投資人皆希望能有參與或連結對沖基金指數的機會。為了呼應投資人的需求，美國許多大型金融機構紛紛推出投資型對沖基金指數，供結構型商品或其他金融商品作為連結的標的。投資型對沖基金指數的推出，提供了一般投資人參與對沖基金投資的另一項管道。投資人只要購買連結投資型對沖基金指數的金融商品，如共同基金、結構型商品或投資型保單等，便可參與對沖基金的投資。此外，投資型對沖基金指數已經替投資人過濾出數十檔較具代表性及可投資性的對沖基金，且涵蓋的策略範圍非常多元，不僅可節省投資人的研究時間與成本，還可達到分散投資組合風險、策略風險及基金經理人操作風險的效果。

(2) 對沖基金 ETF: 以對沖基金指數為追蹤標的的 ETF。由於 ETF 的費用率遠低於對沖基金的管理費(如 2%)及績效費(如 20%)，且在證券交易所掛牌交易，因此可有效降低投資對沖基金的交易成本並提高投資的流動性，未來投資人參與對沖基金將更加的方便。

9. 美國 2010 年最新通過的金融改革法案-Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 對全球對沖基金的影響為何？

Ans:

首度將對沖基金納入監管範圍，除大幅限縮金融機構投資對沖基金等私募基金的比例(不得超過第一級資本的 3%)外，凡資產管理規模達 1.5 億美元以上的對沖基金必須於 2011 年 7 月 21 日之前向美國證管會(SEC)註冊登記，並保留相關之交易紀錄及報告，包括管理及運用槓桿之資產規模、交易對手之信用風險、交易及投資部位、評價政策、持有的資產類型以及其他監管單位要求的資訊，美國證管會會定期檢查

這些資訊，並提供給美國金融服務監理委員會(Financial Service Oversight Council, FSOC)等監管單位，以防止系統性風險的發生。由此可知，對沖基金已正式進入註冊登記的監管時代。

10. 請您分析對沖基金在台灣發展的可能性？

Ans:

由於對沖基金一直給人投機的印象，加上其大量使用衍生性金融商品及融資槓桿交易，且資訊不夠透明，因此台灣一直未開放對沖基金在市場銷售與發行。然而，隨著金融市場的逐步開放，台灣開放對沖基金的條件也日益成熟。如 2004 年通過的「證券投資信託及顧問法」已開放本土投信公司可私募基金；2005 年 8 月正式生效的「境外基金管理辦法」亦大幅放寬了境外私募基金來台的限制；2006 年 2 月金管會也開放了私募基金得投資於未經其核准或申報生效之境外基金(包括對沖基金)，加上在台灣有愈來愈多衍生性金融商品可供交易的情況下，若金管會與中央銀行能夠放行，相信對沖基金在台灣應有發展的空間。依目前金管會的規劃，可能會先開放境外對沖基金在台灣銷售，之後再允許投信公司發行對沖基金。