

对冲基金：昂贵的游戏 PDF转换可能丢失图片或格式，建议  
阅读原文

[https://www.100test.com/kao\\_ti2020/452/2021\\_2022\\_\\_E5\\_AF\\_B9\\_E5\\_86\\_B2\\_E5\\_9F\\_BA\\_E9\\_c33\\_452604.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/452/2021_2022__E5_AF_B9_E5_86_B2_E5_9F_BA_E9_c33_452604.htm) 在2007年的金融行业大事记上，“对冲基金”这个词出现的频率非常高，而且往往起到了关键作用。在令人精疲力竭的荷兰银行(ABN AMRO)收购大战中，对冲基金TCI和Atticus在关键时刻阻止了巴克莱银行的收购企图，使荷兰银行落入了苏格兰皇家银行的手中；在今年7月到8月，贝尔斯登、高盛和巴黎银行的几个对冲基金严重亏损，成为了次级按揭贷款崩盘的导火线；在次级债危机愈演愈烈的情况下，对冲基金的表现呈现出两极分化，有的因为赌博成功而大赚一笔，有的则因为亏损过重而黯然退场。投资者还是阴谋家 提到“对冲基金”，中国人会立即回忆起乔治索罗斯，这个投机天才领导的量子基金(Quantum Fund)曾经成功进行对英镑和泰铢的投机，引发了1997年的东南亚金融危机，并且差一点儿使香港金融市场崩溃。不仅仅是中国人这么想，在许多国家的民众心目中，对冲基金经理是一群潜伏在黑暗中的野心家、阴谋家，是对政治经济局势进行超级豪赌的吸血鬼。但是，以上观点只适合于以索罗斯为首的一小撮“全球宏观对冲基金”(Global Macro Hedge Fund)，这些基金紧紧盯着各国宏观经济局势，企图在全球财富创造与流动的大环境中进行激动人心的宏观投机；大部分对冲基金却并非如此。在对冲基金经理这个群体中，有人像巴菲特或彼得林奇那样坚持基本面分析，做坚定的价值投资者；有人像索罗斯那样对政治脉搏和经济周期非常敏感，视投机为生命；还有人像数学家或物理学家那样

醉心于数学公式和计算机模型，试图通过科学手段找到稳定的盈利模式。近年来，又出现了类似于私人股权公司(P E)的对冲基金，它们不仅满足于买卖股票和债券，还试图主动影响上市公司的决策与治理，甚至在必要的时候取得公司的控制权。唯一的共同点是，这些对冲基金都试图取得稳定的超额收益：它们希望在市场上升的时候能够赚钱，市场下跌的时候也能够照样赚钱，同时尽可能降低自身承担的风险。对冲基金是一种非常昂贵的游戏，只适合机构投资者和大富翁玩。如果一个对冲基金经理足够天才，他可以在两三年内成为世界上最富有的人之一。资历更老的对冲基金经理，例如索罗斯、罗杰斯(Rogers)和兰伯特(Lambert)之流，早就是福布斯全球富豪排行榜的常客了。在华尔街取得一定成就的交易员和分析师，往往会选择开设自己的对冲基金，虽然失败的几率很高，一旦成功却可以带来数不清的利益与荣誉。次级债危机的大输家 今年的次级债危机，同时展示了对冲基金的优点和缺点：优秀的对冲基金经理可以利用市场危机获利，但糟糕的对冲基金经理却使得市场危机更加严重。危机的起点是贝尔斯登旗下的两个自称投资于“高级抵押证券”(High Grade Mortgage)的对冲基金遭受沉重打击，由于财务杠杆比例过高，投资者的钱几乎一分都没剩下，其中包括巴克莱银行等机构投资者的钱。贝尔斯登在历史上一直是最出色的抵押证券交易公司，既然它的基金都出了问题，那么谁还能独善其身呢？在恐惧之下，投资者纷纷抛售抵押证券，与房地产抵押贷款有关的股票也纷纷大跌。结果，第二个打击出现了高盛旗下的一个自称“市场中性”的股票对冲基金在短短一个月內亏损26%，进一步打击了投资者的信心。当巴黎银

行旗下的抵押证券对冲基金遇到问题时，这家银行宣布禁止投资者赎回投资，其他对冲基金管理机构争相仿效。很多遇到麻烦的对冲基金还拒绝披露具体的损失数字，借口“市场流动性不足，无法公允定价”，以避免投资者的指责。以上不负责任的行为加剧了市场恐慌情绪，投资者们几乎歇斯底里地抛售所有与次级债有关的证券，余波直到现在还未平息。华尔街各大投资银行在次级债风暴中受到的打击颇深，原因之一就是对冲基金游戏玩过了火。几乎所有顶级投资银行都有强大的对冲基金管理部门，摩根大通、高盛和巴克莱旗下的对冲基金规模可以列入世界前十名；而且投资银行还大量利用自有资本进行自营交易，采用的策略几乎一模一样。对冲基金经理们根据他们对利率、货币供应量和经济形势的判断，对房地产抵押证券进行投机，而高盛、美林和摩根士丹利等投资银行的交易员们也在这么做。有些投资银行还投资于自己经营的对冲基金，例如花旗就是自己旗下几个对冲基金的最大投资者。投资银行不满足于扮演传统的中间商角色，大胆投入对市场波动的赌博，固然能够在平时大幅度提高收入，却会在危机爆发时雪上加霜。根据今年华尔街各大巨头的财务报告，除了高盛因为赌博次级债即将下跌而逃过一劫，其他巨头都蒙受了几十亿到上百亿美元的巨额损失，这些损失基本上都来自自营交易和旗下的对冲基金。受损最严重的美林和花旗的CEO还因此丢掉了职位。对冲基金游戏导致如此严重的下场，恐怕是这些投行高管们完全没有想到的。“人脑取代电脑”为什么很多历史业绩良好的对冲基金会在次级债危机中倾覆呢？如果你观察贝尔斯登、高盛和花旗的几个出了问题的对冲基金，你会发现过去几年它们的盈

利都比较稳定，看不出有亏损的趋势；然而一旦亏损，后果就无法挽回。原因很简单：在债券领域，尤其是房地产抵押证券这种复杂的结构化债券领域，对冲基金和投资银行高度依赖计算机模型，交易过程变成了一场数学游戏。其实类似情况在1998年的俄罗斯债务危机中就曾经出现，当时著名的对冲基金长期资本管理公司(LTCM)雇佣了两个诺贝尔经济学奖得主和一大堆才华横溢的程序设计师，为其设计非常精巧的套利模型，试图捕捉政府债券交易中的微小获利机会；但是谁也没有料到俄罗斯政府债券会突然违约，结果这群伟大的科学家最终亏得血本无归。在今年夏天遭遇同样的灾难之后，华尔街痛定思痛，开始反省过去过于迷信数学推理和计算机模型的风格，“人脑取代电脑”成为了对冲基金改革的主题之一。至于这一改革能否持续下去，还很难预料。依赖电脑的对冲基金大亏了一笔，依赖人脑的对冲基金却在2007年大出风头，尤其是那些依靠战略决策和人际关系取胜的所谓“行动主义”基金。传统的基金经理只对企业的财务价值感兴趣，对企业管理层面的问题并不关心；行动主义基金经理却喜欢主动影响企业的重大决策，通过资本运作、战略重组和管理层更替来提高企业的价值，从而获得利润。传统的基金只是在市场中发掘潜在的财富，行动主义基金却在主动地创造财富，所以它们的定位更像企业家，而不像投资家。在荷兰银行收购战中，它们的威力得到了集中体现。“新资本主义”代言人荷兰银行是一家拥有1.5万亿美元总资产和7万员工的超级全能银行，其分支机构遍及世界各大洲，在投资银行、商业银行和私人银行业务上都颇具实力。但是，由于各项业务整合情况很差，营业收入和利润增长都很缓慢，

最近几年的股票回报率落后于欧洲同行。今年2月，位于伦敦的行动主义对冲基金TCI向董事会和股东写信，要求在股东大会上讨论将荷兰银行拆分并出售，引起了分析师和媒体的一致叫好。为了自救，荷兰银行董事会急忙请来了英国第三大银行巴克莱担任“白衣骑士”，两家银行迅速展开了合并谈判，并于4月中旬敲定了细节，荷兰银行股价因此上涨超过30%。但是，对冲基金TCI对这一结局仍不满意，联合其他股东与苏格兰皇家银行、西班牙国家银行(Banco Santander)和比利时富通银行(Fortis)接触，终于促使这三家银行提出了比巴克莱银行开价更高的收购方案。与此同时，位于纽约的对冲基金Atticus也对巴克莱银行施加了压力，使巴克莱管理层难以将收购进行到底。在两家对冲基金和其他行动主义投资者的默契配合下，巴克莱的收购方案以失败告终，荷兰银行于今年10月落入苏格兰皇家银行之手，股价至此累计上升50%。这桩惊天大收购给TCI带来的回报是丰厚的：它手中握有3%的荷兰银行股票，至少产生了15亿欧元的利润。受到TCI的成功事迹鼓舞，对冲基金纷纷向欧洲其他大公司发起挑战。著名的行动主义基金Knight Vinke对汇丰银行(HSBC)董事会发出了制订重组计划的要求，董事会在多次抗拒之后，不得不与该基金举行圆桌会谈；世界最大的无线通信运营商沃达丰(Vodafone)也受到对冲基金的压力，开始考虑改变公司战略与资本结构。在美国，类似现象早已屡见不鲜，著名的行动主义对冲基金ESL于几年前收购了美国第二大连锁超市凯马特(Kmart)，接着又收购了历史悠久的西尔斯百货公司(Sears)，通过出售资产和改良业务，使股价一飞冲天，基金经理兰伯特由此赢得了“巴菲特第二”的美誉。在人们心

目中，收购公司多数股份并改变企业发展战略，似乎是私人股权公司的事情，现在却变成了对冲基金的新舞台。有的媒体把行动主义基金经理称为“新资本主义”的代言人，无论是荷兰银行这样的庞然大物，还是西尔斯这样的传统企业，都无法摆脱对冲基金资本家的魔掌。对冲基金越来越多地卷入企业战略和并购决策，对财富创造与流动是否起到了积极作用？基金经理们当然认为自己是财富的创造者，因为拆分和收购可以提高荷兰银行、凯马特这样的绩差企业的效率，发掘潜在的价值，最终扩大整个社会的财富。但是，不少企业高管和媒体认为，对冲基金是急功近利的投资者，它们希望的是短期利益最大化，没有耐心提高企业的长期竞争力。例如荷兰银行的业务整合本来已经取得了较大进展，假以时日很可能走出泥潭，但TCI等对冲基金没有给它这个机会。某些基金经理频繁地对企业管理层指手画脚，可能扰乱企业的发展战略，对长期业绩造成不利影响。更重要的是，当对冲基金经理们为一次次成功的交易干杯时，企业员工、消费者和监管部门却在为他们的成功买单。荷兰银行被收购之后，至少需要裁减2万到3万个职位，客户服务可能会受到影响，各国监管部门也必须投入大量人力物力以监督并购流程；ESL在收购凯马特和西尔斯的过程中，也大量裁减了员工，并关闭了许多历史悠久的业务部门。从某种程度上讲，行动主义对冲基金把大量财富从员工和客户手中，转移到了股东手中，这符合资本家追求利润最大化的原则，却可能无助于整个社会财富的增加。 100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 [www.100test.com](http://www.100test.com)