

私募股權基金與對沖基金所衍生的金融風險

李榮謙*、林曉伶**

一、前言

近年來，國際金融市場最引人注目的發展，當屬私募股權基金（private equity fund）及對沖基金（hedge fund）的快速成長。就私募股權基金的正面價值而言，支持者認為，其有助於企業的公司治理、創新與成長，特別是對於那些無法接近正式金融市場的新興企業尤然。至若對沖基金的效益，在於透過它們的積極參與，可促使金融市場更有效率，並帶來更大的流動性，若干論者甚至認為，對沖基金的活動有助於金融穩定。

值得注意的是，因為私募股權基金及對沖基金皆屬私募性質，具有缺乏透明度、未受管制的共通點，此類私人市場（private market）的快速成長或將損及公開市場（public market）的效率，且彼等高度利用財務槓桿或過度涉足信用衍生性市場的行徑，的確會帶來金融風險的升高，並危及全球金融穩定，因此邇來國際間要求對彼等加強管制的呼聲四起。

本文擬先引介國際間私募股權基金及對沖基金的發展情形，並分別說明彼等所衍生的金融風險相關議題；進而再討論國際間所提及對其加強管制的改革意見。

二、私募股權基金的發展及其衍生的金融風險

（一）私募股權基金的意義

私募股權基金通常是由有錢的個別投資人、機構投資人及具產業經驗的經理人共同集資組成夥伴關係，提供中長期資金予未上市公司及有融資需求的大型公開上市公司。這些夥伴可以被架構成合夥、有限公司或更普遍的有限合夥。由於私募股權基金的私密性極高，加以不受管制，因此甚受特定投資大戶的歡迎。

以有限合夥組織之私募股權基金而言，每位投資人只可申購一定數目

* 中央銀行業務局研究員。

** 中央銀行業務局三等專員。

本文內容純屬作者個人意見，與服務單位無關。

且金額固定之有限合夥權益，且通常訂有最低申購門檻。例如英國的中大型私募股權基金的最低申購金額為 5 百萬至 1 千萬英鎊，小型私募股權基金則為 50 萬英鎊。

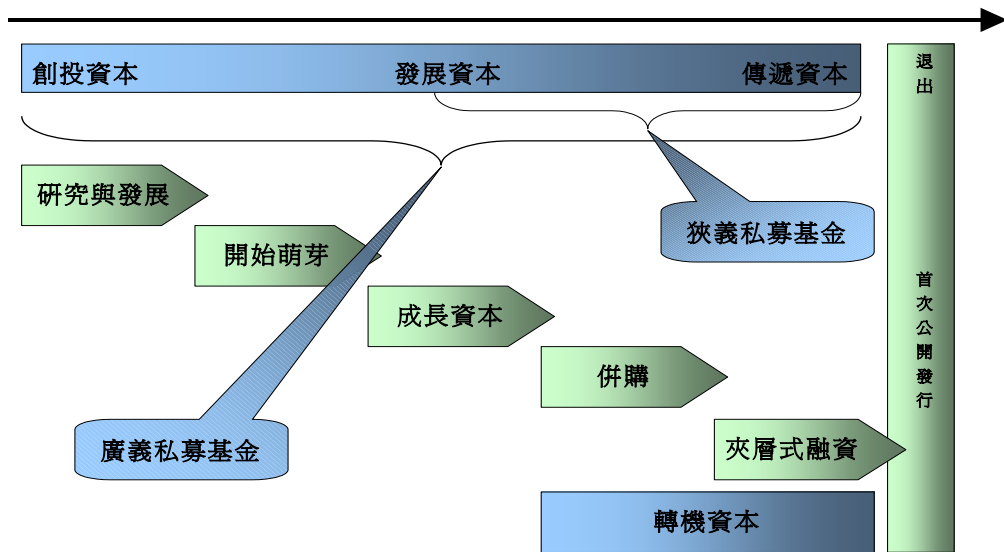
私募股權基金之投資人係根據經理人之繳股本通知（capital call）而投資一定之資金予基金，故係待經理人已確認投資標的後，才應經理人通知而投入資金，通常不會保留未投資的資金於基金帳上，且甚少提供投資人可贖回機制，而是在出售投資組合時分配現金，或是逕將投資組合股票分配予投資人。

（二）私募股權基金的類型

私募股權基金可伴隨企業發展之需，提供創投資本（venture capital）、夾層式融資（mezzanine finance）、併購資本（buyout capital）及轉機資本（turnaround capital）或重建資本（restructuring capital）等不同類型資本（見圖 1）。茲就這些不同類型資本的功能，分別說明如下：

- 1、創投資本：提供營運資金予新興且成長中企業，據以將創新與產品商品化。
- 2、夾層式融資：買入附認股權證的次順位債券予融資併購所需資金，通常為提供資金予正在等待首次公開發行（Initial Public Offerings, IPO）之具獲利性企業。
- 3、併購資本：用於獲取控制企業的利益，且可能採高槓桿的財務操作策略。
- 4、轉機資本或重建資本：挹注資金予營運困難的企業。

圖 1 私募股權基金所提供的資本類型



資料來源：Huang (2006)。

(三) 私募股權基金的功能

由於私募股權基金可伴隨企業發展之需，提供上述所提及之各種型式資本，因此有助於企業的公司治理、創新與成長。同時，因為私募股權基金未受管制、資訊揭露有限，因此資本的配置效率較高，可以為投資人帶來較高報酬的回報。詳言之，私募股權基金具有下述優點〈註一〉：

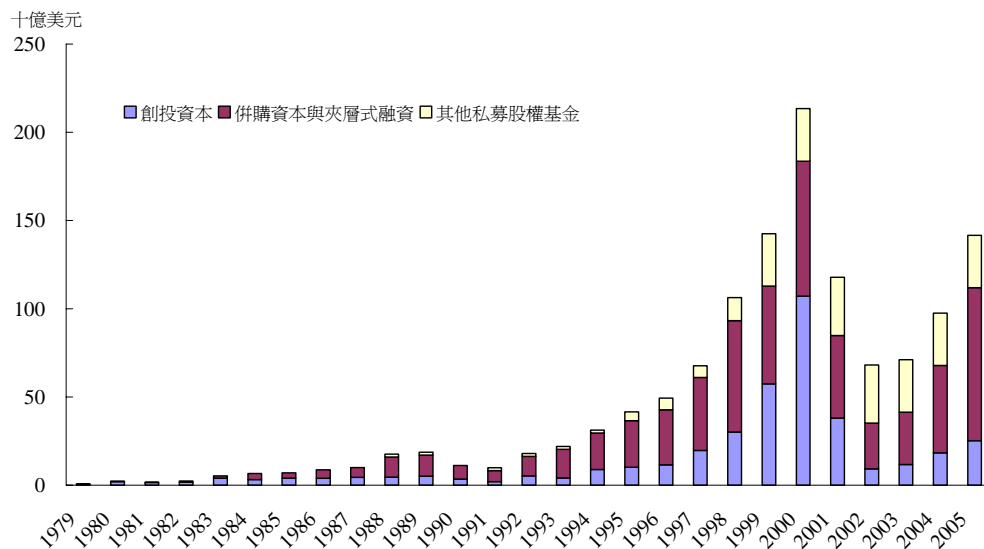
1. 幫助具發展潛力之被投資企業的成長：新興企業資本不足、具發展潛力，惟因風險高，故不受公開市場青睞，藉由私募股權基金的資金挹注，可提供這些企業所需的創投資本與成長資本，幫助企業創新與成長。
2. 透過提供產業專業知識，提升被投資企業的附加價值：私募股權基金的經理人具有產業經驗與專業知識，這些經理人通常能夠成功地預測產業的發展趨勢，並且能夠提昇所投資企業的價值。私募股權基金亦會視其能力，招募頂尖的經理人才管理其投資的企業，協助其所投資的企業改善營運，提升經營效率。
3. 協助或提供併購資本，擴展被投資企業的全球性業務：全球性私募股權基金為提升其競爭力，近年來已加強協助其所投資的企業擴展至全球市場，或提供併購資本協助至其他地區進行併購擴展版圖。

(四) 私募股權基金在國際間的發展情形

全球私募股權基金於 1990 年代開始逐步成長，2000 年承諾提供予私募股權基金的資本曾達到高峯逾 2,000 億美元；之後明顯滑落，2003 年起再度走高至 2005 年近 1,500 億美元（見圖 2）。私募股權基金的主要來源國集中在北美與歐洲地區。

圖 2 全球私募股權基金的規模*

1979~2005



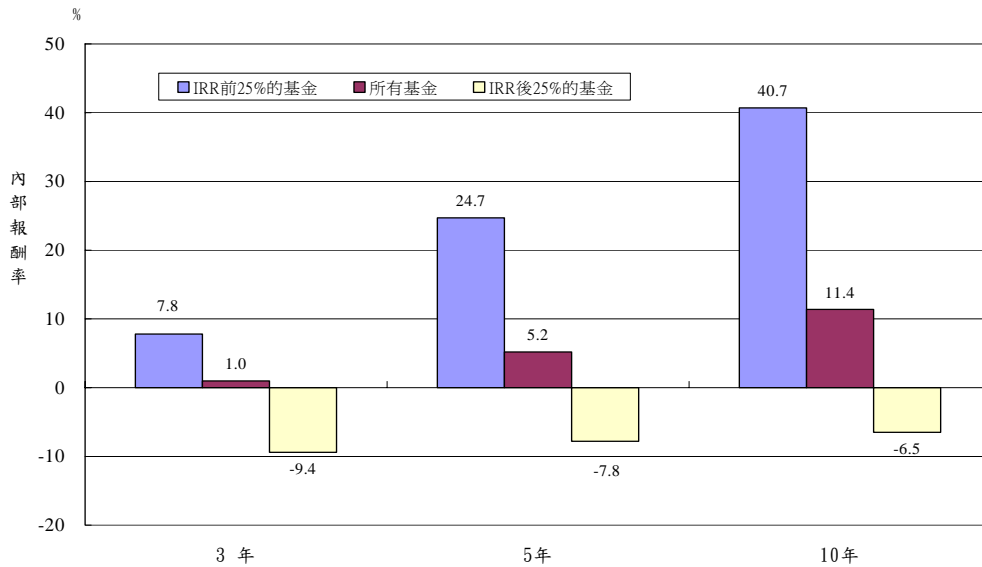
*係指投資人承諾提供予私募股權基金的資本。
資料來源：NVCA (2006)。

私募股權基金規模能夠逐漸擴大的主要原因之一，即為私募股權基金所提供的報酬率較高；以歐洲為例，至 2004 年 9 月 30 日，併購資本的私募股權基金 10 年平均報酬率為 11.4%，其中最頂尖的基金報酬率高達 40.7%（見圖 3）。

近年來，國際間私募股權基金有朝向大型化的發展趨向，規模達數百億美元的私募股權基金業者比比皆是（見圖 4）。此一發展可溯至 2005 年，該年 3 月，凱雷集團（Carlyle Group）首先創下新募集 100 億美元資本的歷史新高，不久旋即被其他大型私募股權基金取代，例如 Permira 的 140 億美元（此為歐洲最大金額）、黑石集團（Blackstone Group）的 200 億美元。另外，恆常性資本（permanent capital）亦為私募股權基金重要的資金來源，2006 年 5 月，透過首次公開發行的方式，科柯羅（KKR）即募集到 50 億美元，而阿波羅（Apollo）亦募集到 18 億元。私募股權基金在

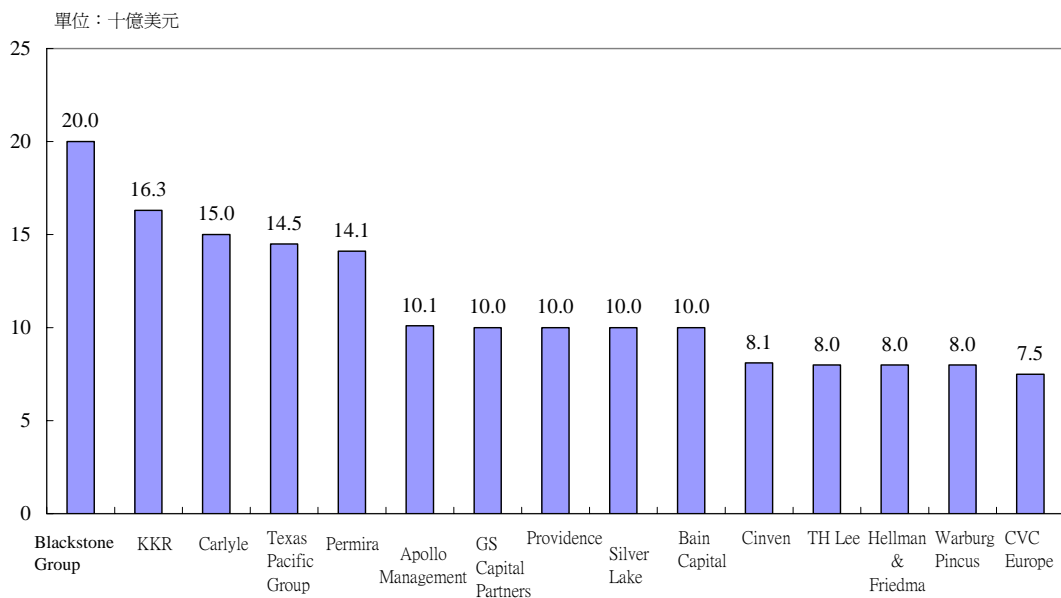
新興國家募集的資本，儘管規模較小，但仍有創新記錄的出現，2006年7月，Conduit Capital 在拉丁美洲募集近4億美元，創下該地區的最高記錄〈註二〉。

圖 3 歐洲併購資本式私募股權基金內部報酬率



資料來源：Private Equity International(2005)。

圖 4 大型私募股權基金的規模*



*此為預估值

資料來源：Citigroup (2006)。

另外，根據統計數據顯示，2006年私募股權基金所主導的企業併購案總額為2005年的兩倍多，更是1996年的二十倍；且私募股權基金所涉

入的企業併購案規模，已占全球企業併購交易總額將近 20%。2006 年，全球私募股權基金在企業併購業務的前五大，其交易總額即達 4,259 億美元（見表 1）；其中美國是私募股權基金進行企業併購業務的主要地區，當年交易總額達 4,030 億美元的歷史新高，且為 2005 年的三倍；在亞太地區，由私募股權基金主導的企業併購，亦創下歷史新高的 480 億美元（註三）。

表 1 私募股權基金的企業併購業務之全球前五大

2006 年	
基金別	交易金額（億美元）
德州太平洋集團	1,010
黑石集團	930
班恩資本	850
科柯羅	780
高盛公司*	689

*包括 Goldman Sachs、Goldman Sachs International 與 Goldman Sachs Capital Partners。

資料來源：Financial Times（2006a）。

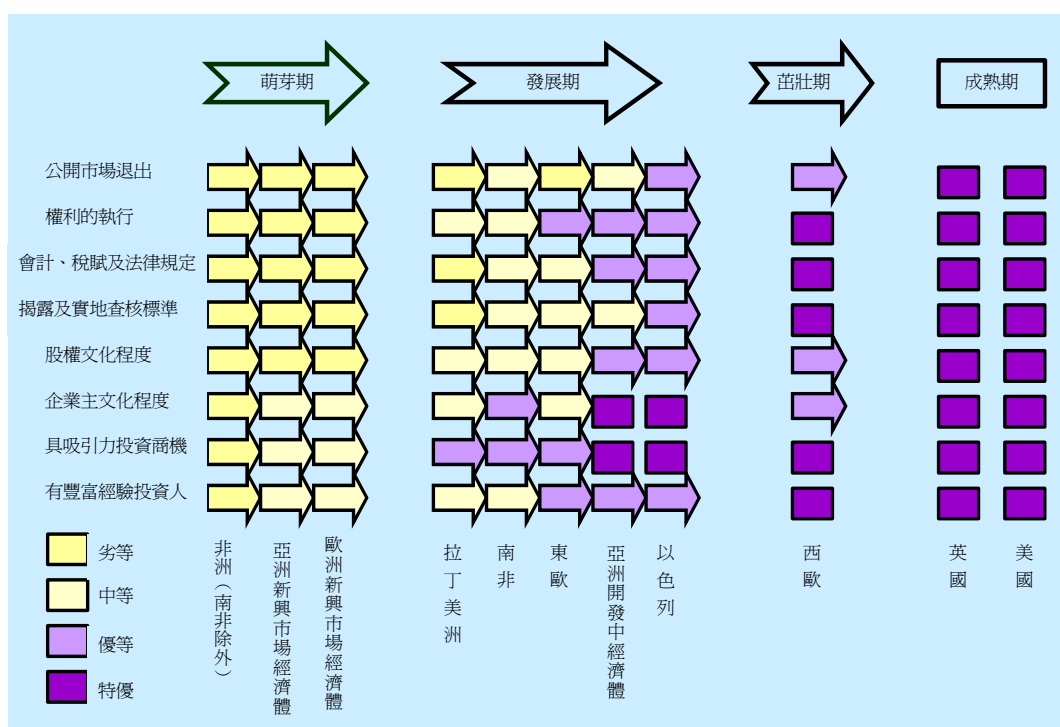
回顧國際間私募股權基金的發展，首先係於 1980 年代及 1990 年代中期開始在美國成長，之後這股浪潮傳至英國，迨至 1990 年代後期則襲捲歐洲大陸。1990 年代後期，許多位在美國的私募股權基金開始轉進歐洲市場，主要是受到歐洲公司市場發展程度相對低落、成長空間較大之激勵。伴隨私募股權基金在美國及歐洲興盛多年之後，他們轉而將發展重心置於極具發展潛力的亞洲，首波被鎖定的對象是中國及南韓企業，近來私募股權基金的熱潮已延燒至印度、澳洲及台灣。就連中南美洲的巴西、智利及阿根廷等新興市場國家，近年亦已大受私募股權基金的青睞。

私募股權基金之所以熱情擁抱新興市場國家，可歸因於許多新興市場國家因資本缺乏且有發展潛力的企業價值偏低，未來可能產生的報酬相對較高，因而吸引投資者的注意力；此外，1990 年代末期工業化國家的金融市場與創投資本表現優異，許多外國投資者因而握有豐沛的資金，且新興市場國家總體經濟環境改善、政府對於外國投資者的接受度增加，以及高獲利的前景，使投資者願意將資金投入於高風險的新興市場國家。這些資金的供需因素，使得私募股權基金近年來於新興市場國家快速發展（註

四)。

就全球各地區私募股權基金市場的成熟度觀之，非洲、亞洲新興市場經濟體及歐洲新興市場經濟體僅處在萌芽期，所有的發展條件均不佳；亞洲開發中經濟體則處在發展期，企業主文化程度及具吸引力投資商機兩項極佳，但公開市場退出、揭露及實地查核 (due diligence) 標準十分薄弱；西歐處在茁壯期，大多數的發展條件均佳；至於英國及美國的私募股權基金發展最為成熟 (見圖 5)。

圖 5 全球私募股權基金市場的成熟度



資料來源：同圖 3。

1. 歐洲地區私募股權基金的活動

歐洲私募股權基金市場近年發展迅速，2004 年歐洲私募股權基金規模為 434 億美元，美國為 438 億美元，兩者規模已呈相當。如就歐洲私募股權基金的投資人結構來看 (含歐洲以外的投資人)，銀行為私募股權基金的主要資金來源；2005 年歐洲私募股權基金的資金有 31.4% 來自銀行，退休基金投資於私募股權基金的比重則有所增加，由 2001~2004 年的 21.2%，上升至 26.1% (見表 2)，但相對於整體資金規模，成長速度仍相對較低。

另就投資人屬性來看，歐洲的退休基金相較於美國退休基金，投資於私募股權基金的比重小。至若以歐洲私募股權基金的投資地來看，主要集中於英國，德國與法國亦有顯著成長，主要係因私募股權基金以這些國家做為管理基金的所在地，因此其主要投資標的亦會集中在這些國家〈註五〉。

表 2 歐洲私募股權基金的投資者結構

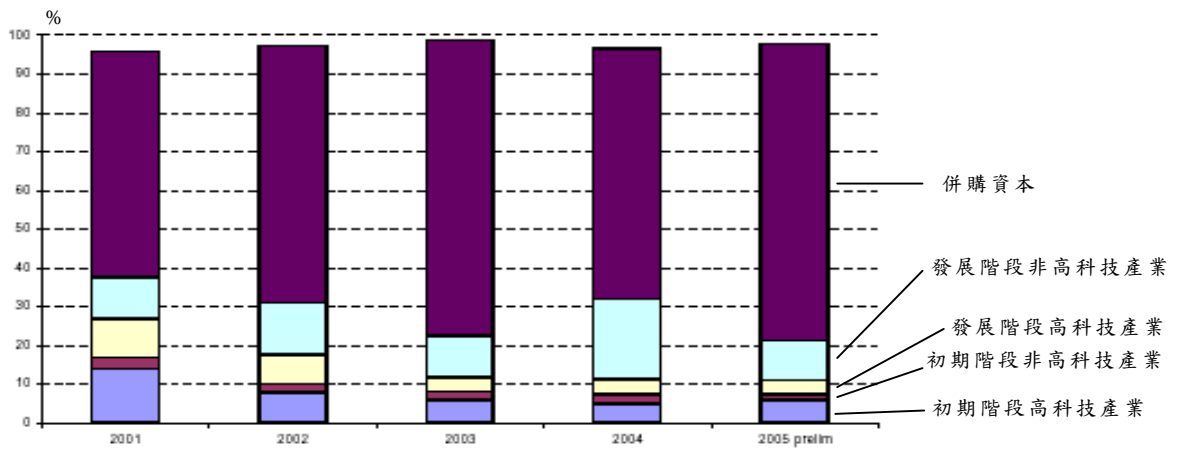
投資者類型	2005 年	2001~04 年
企業	6.9%	6.2%
個人	4.5%	5.9%
政府機關	2.5%	7.4%
銀行	31.4%	23.5%
退休基金	26.1%	21.2%
保險公司	12.6%	11.8%
組合基金 (Fund of Funds)	6.0%	13.6%
學術機構	0.5%	1.8%
資本市場	1.7%	0.7%
其他	7.7%	8.0%
總募集資金	570.81 億歐元	1,130.40 億歐元

資料來源：Jenkinson (2006)。

此外，若以歐洲私募股權基金的投資配置觀察，私募股權基金的投資可依據其投資階段加以分類，大致可分為對處於初期、發展階段的高科技與非高科技企業所提供創投資本，以及併購資本。歐洲私募股權基金的投資配置主要集中在併購資本，係針對已成熟且現金流量足以支撐高負債的企業，約占整體投資配置的 80% (見圖 6)。

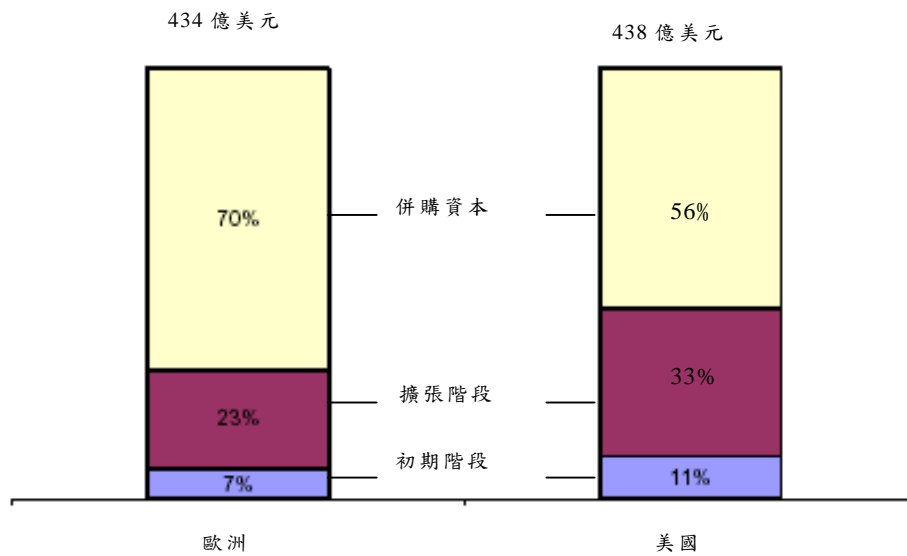
比較歐洲與美國私募股權基金的投資配置，若將投資配置區分為投資於企業初期階段、擴張階段及併購資本三類，2004 年的資料顯示，歐洲與美國私募股權基金的投資配置頗為相似，併購資本均約占整體投資的三分之二左右，而對於企業初期階段與擴張階段的投資，美國私募股權基金的投資比重均略高於歐洲 (見圖 7)。

圖 6 歐洲私募股權基金的投資配資



資料來源：同表 2。

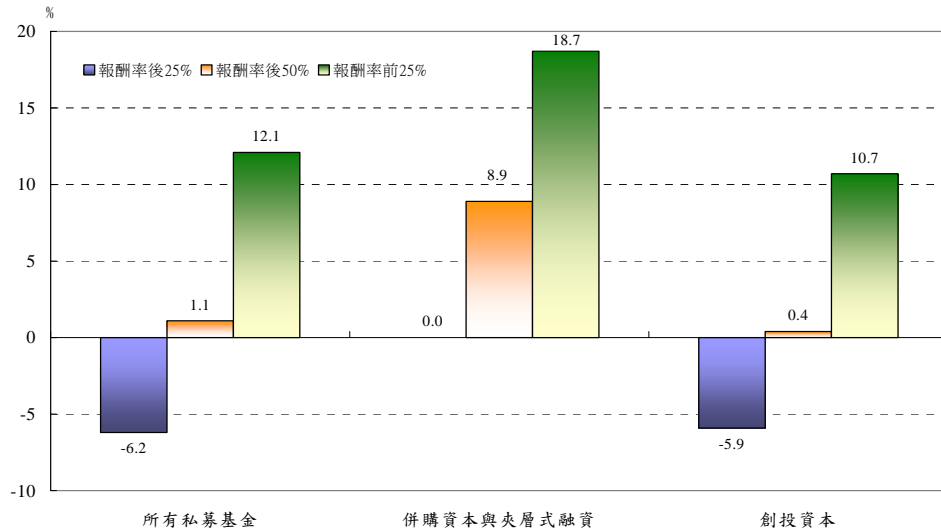
圖 7 歐洲與美國私募股權基金的投資配置
2004 年



資料來源：同表 2。

觀察歐洲私募股權基金的投資報酬率，整體私募股權基金報酬率在前 25% 內的私募股權基金平均報酬率為 12.1%，但後 25% 的私募股權基金平均報酬率為 -6.2% (圖 8)，私募股權基金績效的差異性大於股票市場與債券市場。

圖 8 歐洲私募股權基金報酬率分配

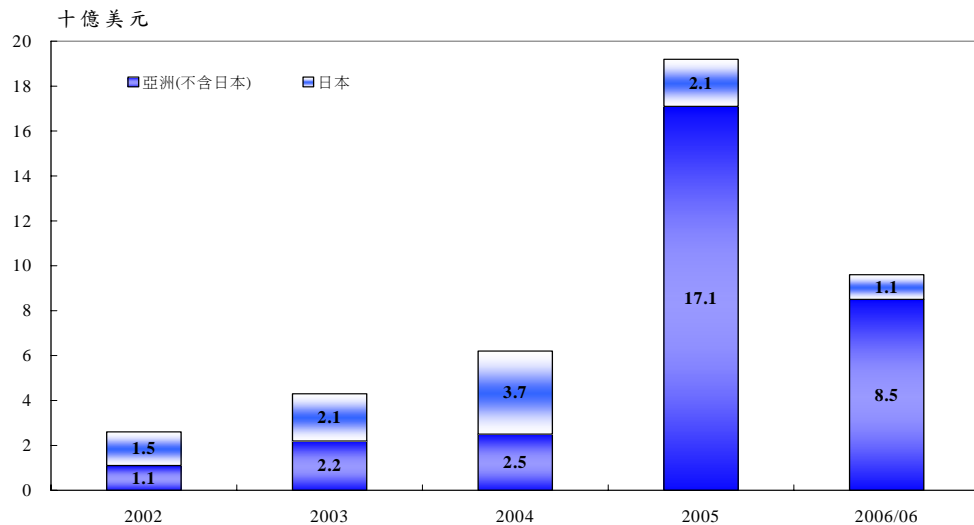


資料來源：Bance (2004)。

2. 亞洲地區私募股權基金的活動

私募股權基金於 2005 年係募集 192 億美元的資金投資於亞洲地區的企業；而 2006 年上半年則有超過 95 億美元的新資本流入（見圖 9），與上年同期比較，成長幅度達 42.2%。雖然亞洲私募股權基金所募集的資金總額呈顯著增加，但平均基金規模卻僅由 2005 年的 1.57 億美元略增為 1.88 億美元，顯示有愈來愈多的私募股權基金業者從事募集基金的活動。

圖 9 亞洲私募股權基金的規模*



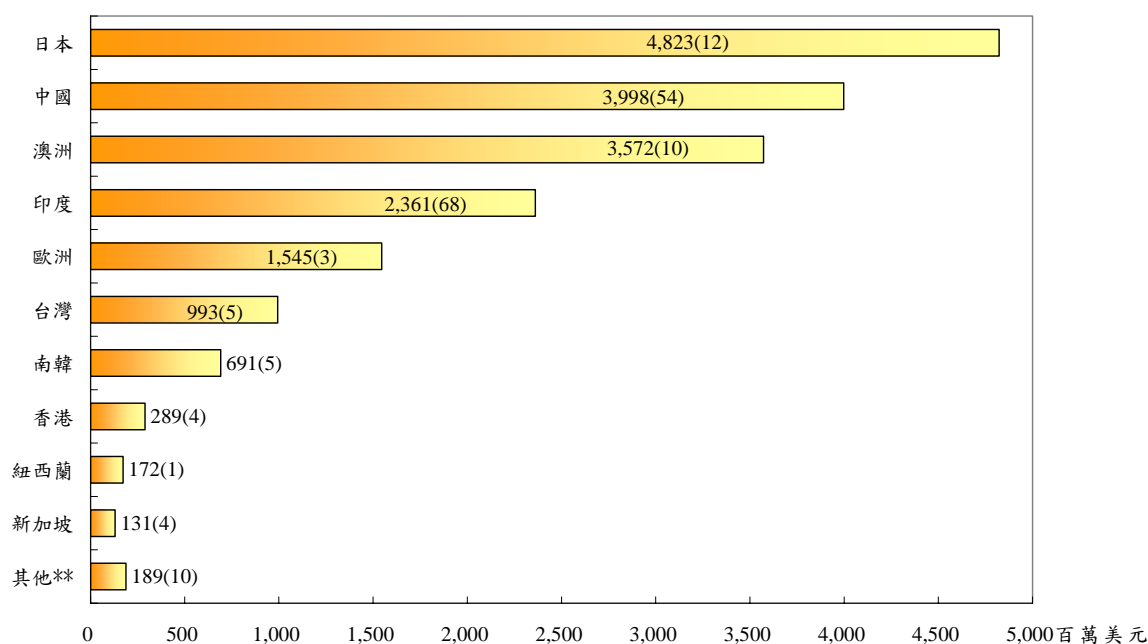
*係指當年流入私募股權基金的新資本

資料來源：Asia Private Equity Review (2006b)。

2006 年上半年，私募股權基金投資於日本、中國、澳洲、台灣及南韓均有顯著增加(見圖 10)。就亞洲私募股權基金的投資配置觀之，2006 年上半年主要係以提供資本給處於成長與擴張階段之標的公司；這是自 2003 年以來，亞洲私募股權基金首度不是以提供併購資本為主。另一方面，私募股權基金亦對亞洲市場未來發展的潛力相當看好，基金業者認為，未來 100 年的大企業正在亞洲市場孕育，遂積極參與亞洲企業併購業務，2006 年私募股權基金於亞太地區的企業併購交易額即創下歷史高新的 480 億美元(見表 3)。

私募股權基金因亞洲地區的股票市場提供較佳的變現能力，因而私募股權基金於多數亞洲地區國家對投資企業的持有期間低於 5 年，特別是在股票市場發展成熟的國家。私募股權基金於整體亞洲地區的平均持有期間僅約 3 年(圖 11)。

圖 10 亞洲私募股權基金的投資地*
2006 年 1~6 月

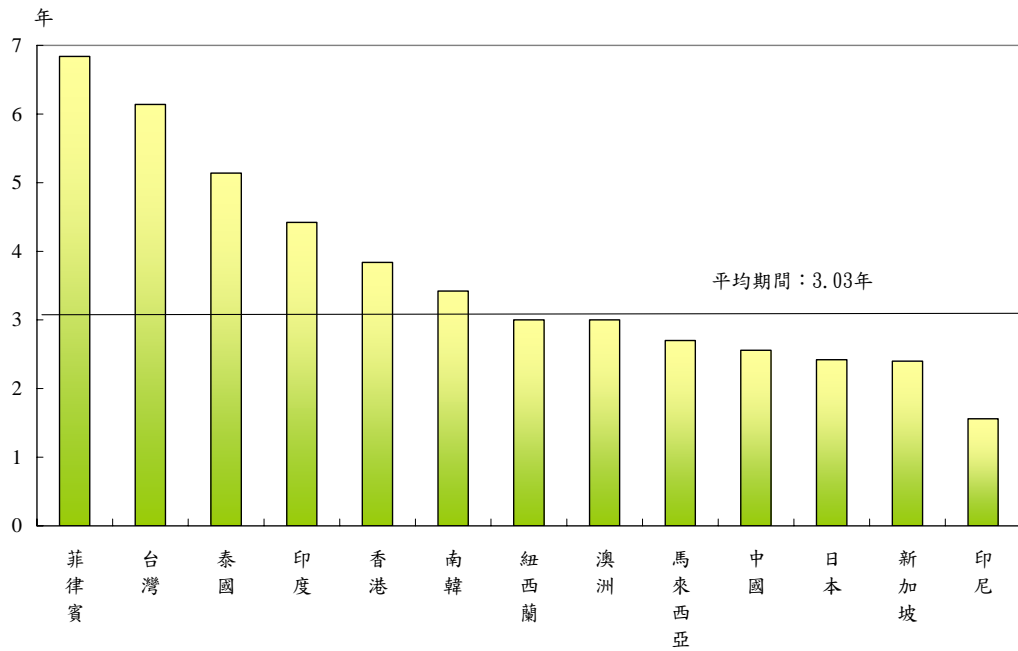


*調查總金額為 187.64 億美元；括號內數字為交易件數。

**其他包括泰國、菲律賓及美國，金額分為 0.83 億美元(2 件)、0.03 億美元(2 件)及 1.03 億美元(6 件)。

資料來源：同圖 9。

圖 11 亞洲私募股權基金對投資企業的持有期間*



資料來源：KPMG and Reuters (2006)。

表 3 亞太市場私募股權基金的併購業務概況*

2006 年

基金別	交易金額 (億美元)	併購案件數
德州太平洋集團 (Texas Pacific Group)	120	3
麥格理銀行 (Macquarie Bank)	113	2
Allco Equity Partners	111	3
Onex	110	1
凱雷集團 (Carlyle Group)	80	6
CVC Capital Partners	75	4
科柯羅 (KKR)	52	4
高盛資本 (Goldman Sachs Capital Partners)	40	2
安聯投資集團 (Allianz Capital Partners)	39	2
安博凱 (MBK)	17	3
總額	480	271

*截至 2006 年 12 月 20 日為止。

資料來源：同表 1。

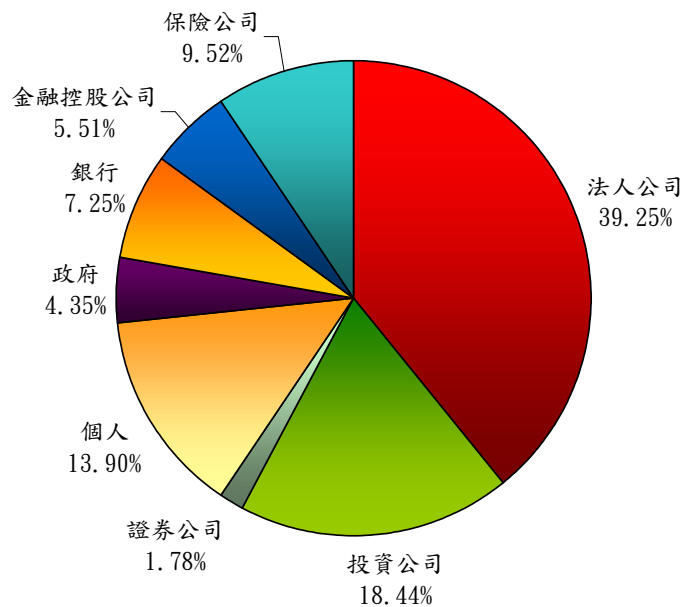
3. 我國的私募股權基金市場

(1) 國內創投基金

創投基金(venture capital fund)是由一群具有科技或財務專業知識和經驗的人士操作，並且專門投資在具有發展潛力以及快速成長公司的基金；有別於一般公開流通的證券投資活動，創投主要是以私人股權方式從事資本經營，並以培育和輔導企業創業或再創業，來追求長期資本增值的高風險、高收益的行業。

我國的創投基金是以公司型態成立，其資金來源主要為國內的產業界、財團、上市公司、銀行、保險業、證券業、有錢的個人，以及國外的個人、法人機構等（見圖 12）。與國外創投基金之資金來源主要來自於各類型的退休基金及其他相關金融機構相比較，則國內各型退休基金尚未投入創投市場，且金融機構投資仍有上限規範。

圖 12 我國創投業的資金來源

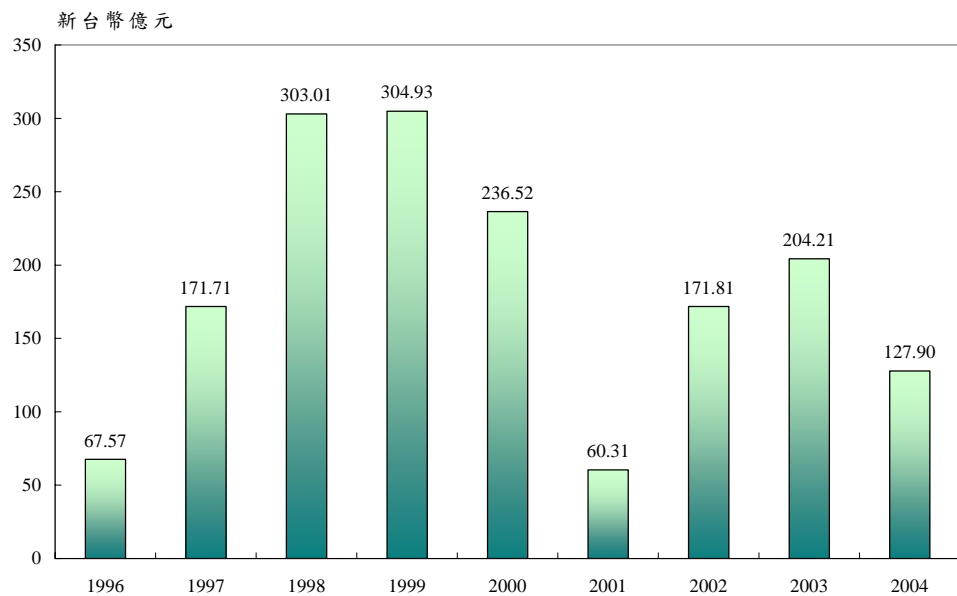


資料來源：中華民國創業投資商業同業公會。

自 1984 年台灣成立第一家創投以來，台灣創投市場歷經二十年的經營與發展，截至 2004 年底止，創投公司家數為 259 家，創投業累積投資金額達新台幣 1,772.11 億元，投資案件數則達 9,782 件，分

佈於光電、半導體、電子、資訊、通訊等產業。不過，近年來台灣創投業新增資本額已明顯萎縮，2001 年甚至跌至只有新台幣 60.31 億元，2004 年亦不過新台幣 127.9 億元（見圖 13）；至於創投業支持上市家數亦大幅減少，從 2002 年的 68 家滑落到 2004 年 39 家，減少幅度達 42.6%，明顯重創台灣創投業的投資績效。此外，2004 年台灣創投業整體的每股盈餘（EPS）為-0.09 元，亦創下自 1987 年以來的歷史新低。

圖 13 台灣創投業的新增資本額



資料來源：同圖 12。

（2）外來私募股權基金

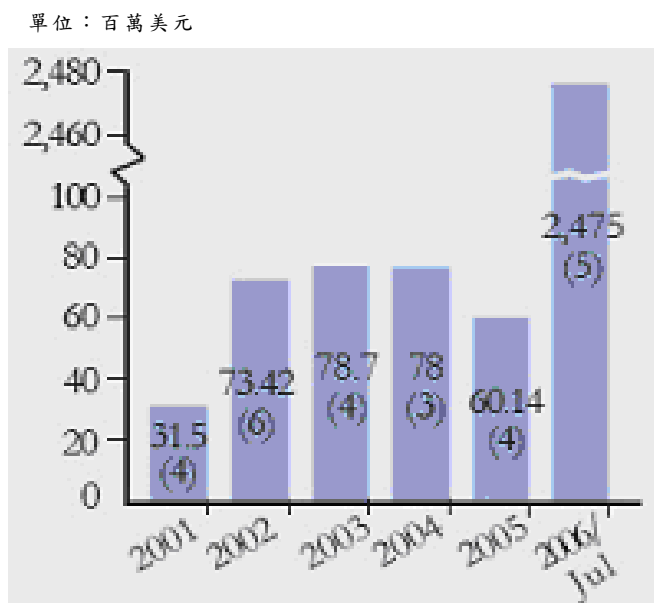
自 2001 年以來，我國僅吸引少數外來私募股權基金的青睞，截至 2005 年累計只有 19 宗交易案、交易總額為 319.76 百萬美元，平均每筆交易規模只有 16.3 百萬美元。

2006 年初，當新橋資本（Newbridge Capital）大手筆承諾買入台新金控新台幣 270 億元特別股，外來私募股權基金的投資型態業已產生很大的變化。緊接在新橋資本案之後，澳商麥格理銀行及麥格理媒體集團（Macquarie Media Group）宣布，計畫以 690 萬澳元的價格，從凱雷集團手中收購台灣寬頻通訊公司。

收購案接二連三的快速發展，使得 2006 年短短的前 7 個月內，

外來私募股權基金已在台灣進行 5 宗交易、承諾投資金額高達 2,475 百萬美元（見圖 14）。

圖 14 外來私募股權基金承諾對台灣企業投資金額



() 內數字係交易筆數。

資料來源：Asia Private Equity Review (2006b)。

(五) 私募股權基金高度槓桿融資的風險暴露

私募股權基金業者通常透過高度槓桿融資以進行投資交易，因該等放款業務之金額龐大且競爭激烈，部分銀行有放寬授信標準或授信過度集中之情形，且目前該等交易之槓桿融資比率逐漸提高。根據英國金融監理當局 (Financial Service Authority, FSA) 甫於 2006 年 11 月發布的調查研究報告指出，英國最近一年最大五筆交易，被投資公司之負債對稅前淨利等比率達 6.41 倍，一旦被投資公司倒閉，將導致私募股權基金業者大幅虧損，並損及銀行之穩健經營，不利地主國的金融穩定〈註六〉。

英格蘭銀行 (Bank of England, BOE) 副總裁 Sir John Gieve 日前表示，金融市場參與者應謹記金融市場容易反應過度，當槓桿融資競標金額、股票報酬及金融機構經理人的紅利屢創新高時，對此情況保持警戒相當重要；近期由私募股權基金帶動的融資併購風潮，可能成為未來金融違約的成因，投資人亦應提高警覺〈註七〉。

對於私募股權基金所帶來快速增加的融資乘數及寬鬆的貸款條件，ECB 在 2006 年 12 月份的 ECB 月報中亦提出警告。ECB (2006a) 表示，

低利率水準為融資併購盛行的原因之一，其易於掩飾潛藏於歐元區槓桿融資信用市場的風險，因此，儘管近來企業負債比率提高，但與歷史趨勢比較，歐元區公司債的信用利差仍維持在相對較低的水準；惟若企業信用品質惡化，將導致銀行信用資產的明顯損失，最終勢將緊縮放款。ECB（2006a）以罕見的口吻指出，非官方的數據顯示，近期融資併購的融資乘數已上揚，且放款契約條件與分期攤還的期限均較過去放寬，此為值得關切的現象；由過去美國的經驗來看，過高的槓桿融資水準及過於寬鬆的信用條件，可能造成企業破產，進而對經濟活動產生不利影響。

三、 對沖基金的活動與金融穩定

（一）對沖基金的意義

對沖基金一般泛指以合夥方式、私下募集並積極介入衍生性市場的投資基金。以美國而言，加入對沖基金至少要 100 萬美元以上，贖回時往往須在 30 天前通知，有的對沖基金甚至規定三年內不得贖回。由於對沖基金是集合大戶的投資基金，主管當局過去普遍認為，大戶有能力承擔風險及自我保障，因此對沖基金得以保有極大的自由及隱密性。

正因為它們的特質，對沖基金通常是侷限於規模大的投資者，例如有錢的富豪及機構投資人，後者在最近幾年明顯擴及至包括退休基金、慈善團體、大學機構、捐助組織及基金會。此外，組合基金已開始引進對沖基金至零售市場，但其規模仍十分有限。

一般而言，對沖基金係尋求一正的每年報酬（愈高愈好）、價值波動小及保存資本。為達到這些目標，他們充分利用現代財務學所提供的：快速的價格發現、大量數學及統計運算、風險衡量及控制技術，以及損捍操作及在股票、債券、外匯、期貨、選擇權、交換、遠期及其他衍生性商品市場的積極交易。

不過，對沖基金經理人係著眼於調整風險後的絕對報酬，亦即他們的目標旨在極大化每年投資價值的提升，而非僅追求較平均表現為佳的績效。結果，大多數對沖基金經理人的回報，係根據他們為投資人所增加的財富來計算（所增加財富的某一比例），而不是根據相對於某一基準的表現來決定。雖然經理人每年亦收到其所管理資產 1 或 2 個百分點的佣金，但大多數補償取決於其所交付之正的絕對報酬。此外，經理人一般亦投資不少的自有資本在其管理的對沖基金中，此舉導致他們的利益與投資人休

戚與共，避免輕率地承受風險。尤有進者，當設定高水位的獲利標記，則資本損失須在績效費支付前先予填補，因此仍有強烈傾向保存資本〈註八〉。

（二）對沖基金的投資策略

對沖基金常用的投資策略多達 20 多種，Ubide (2006) 舉出下述幾種對沖基金之基本套利策略：

1. 可轉換套利 (convertible arbitrage)：經理人購買的證券組合可以轉換為其他型態的證券，例如公司債通常可以轉換為發行公司的股票，而經理人藉由買入價格偏低的可轉換公司債，同時放空賣出股票，就可以獲利；反之亦然。
2. 危難證券 (distressed securities)：經理人利用借入資金去投資目前或近期將進行破產重整的公司之債券及股票。
3. 事件驅動 (event-driven)：經理人投資在明顯交易事件所創造出的機會，例如資產分割、購併、破產重組、再資本化及股票回購。
4. 全球總體 (global macro)：經理人使用由上而下 (top down) 的全球分析策略，而且可能從全球經濟、地緣情勢、全球供需狀況，或其他大規模改變所肇致之市場動向，利用任何工具在任一市場投資來獲利。
5. 長短部位 (long/short position)：對預期價值上升的投資標的，經理人持多頭寸；至於對預期價值下跌的投資標的，經理人則持短頭寸，加總結果可以是淨長部位或淨短部位，其目的係將投資組合與市場波動隔離。
6. 市場中立 (market neutral)：經理人以相同的資本額，同時買入價值偏低並放空價值偏高的投資標的，維持投資組合於零或接近於零的淨部位。
7. 管理期貨 (managed futures)：經理人持有多種衍生性工具的長部位與短部位。

（三）對沖基金的功能

一般認為，對沖基金最主要的功能，在於透過對沖基金的活動，使得金融市場更有效率，甚至於帶來更大的流動性〈註九〉。ECB（2006b）就指出，根據若干市場調查顯示，對沖基金已形成在信用市場具支配的交易方，若干情況是，如果沒有他們的活動，市場將無法有效率運作，甚至於在某些場合，市場即是由他們所創造出來。

此外，亦有論者認為，對沖基金的活動有助於金融市場的穩定。可歸因於，對沖基金在市場過度反應（overshoot）時，有助於市場的調整；不惟如此，對沖基金藉由積極參與信用風險移轉市場，亦能鬆解銀行及其他債權者所承受與經濟活動相關的風險。尤有進者，因為對沖基金的報酬在諸多場合較少與債券及股票市場產生關聯，因此可以提供傳統投資機構更多元化的投資組合，據以有效降低風險〈註十〉。

（四）對沖基金的發展概況

歷史上有記錄之對沖基金型式的投資是買權（call option）交易，而且是在 2500 年前即已出現。這宗交易是由亞里斯多德（Aristotle）所提及故事中的貧窮哲學家泰利斯（Thales）所發展出來：泰利斯與橄欖榨油機擁有者達成協議，在協議中橄欖榨油機擁有者同意，一旦橄欖豐收，泰利斯將具有使用他們設備的獨占權。

橄欖榨油機擁有者樂於將未來橄欖價格不確定的風險移轉出去，而在目前先避險接受支付據以對抗歉收。一旦泰利斯正確預測到橄欖豐收，則因市場對橄欖榨油機的需求提高，他就可以賣出使用榨油機的權利金來獲利。泰利斯的買權風險僅止於他所支付的頭期款。雖然泰利斯沒有投資在田地、勞工或橄欖榨油機，但他積極參與橄欖的生產活動，憑藉著承受橄欖種植者及榨油機擁有者所不能或不願承擔的風險。在此一過程中，讓他們集中心力於種植及處理橄欖，他們由工作中獲取利潤，至於泰利斯亦獲得他的回報。

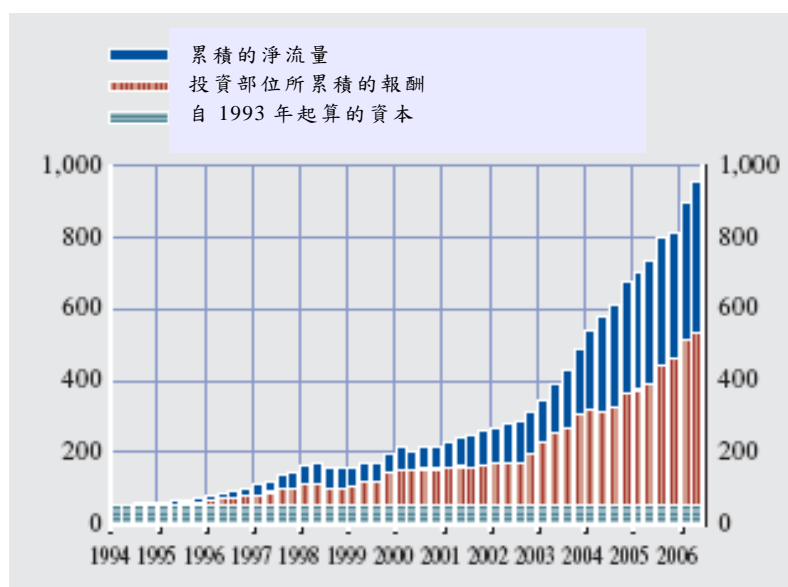
現代對沖基金的歷史則起源於瓊斯（Alfred Winslow Jones），他是一位社會學家及新聞從業人員。瓊斯於 1949 年募集史上第一檔對沖基金，他的基金是利用槓桿及放空賣出，去避險其所持有的股票部位風險，據以對抗股價下跌的可能損失。瓊斯的對沖基金起初並未受到廣泛的關注，一直到 1966 年因為《財星雜誌》（Fortune）的一篇報導，才讓瓊斯聲名大

噪。

《財星雜誌》在報導中指出，瓊斯的對沖基金獲利達 44%，即使扣除支付予瓊斯將近 20% 的管理費用，但獲利仍遠高於表現最佳的股權資產基金。到了 1968 年附近，對沖基金的數目已達 200 支，但在 1969~70 及 1973~74 的市場下挫期間，許多對沖基金宣告失敗。對沖基金業務真正起飛是在 1990 年代，主要是受到 1990 年代股市榮景所誘發的新財富累積所推升。

對沖基金所管理的資本可分解為累積的淨流量（流入扣除贖回）及投資部位所累積的報酬，而全球對沖基金所管理的總資本，目前約有半數可歸因於投資部位所累積的報酬（見圖 15）。

圖 15 全球對沖基金所管理的資本*



*並未包括所有的對沖基金。

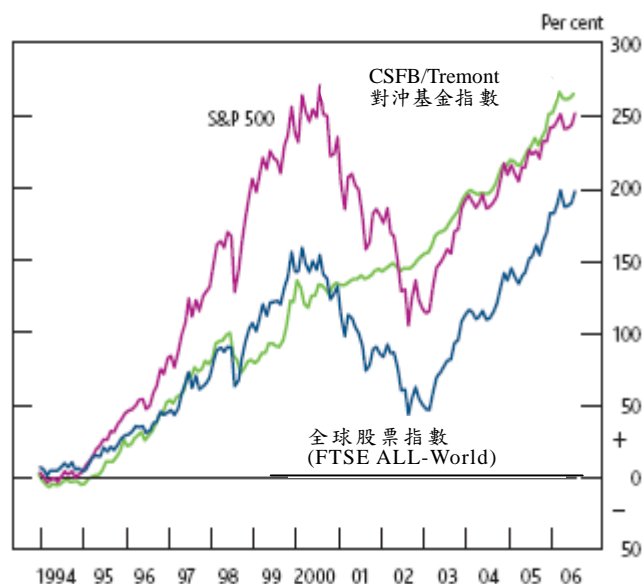
資料來源：ECB (2006b)。

目前全球約有 8,500 支對沖基金在操作，所管理的資產規模接近 1.5 兆美元；相較於 1995 年，當時對沖基金數目僅為 2,800 支，管理的資產總額亦不過 28 億美元。

對沖基金成長快速，可歸因於它提供了相當吸引人的高回報。Gieve (2006) 表示，對沖基金產業可以提供絲毫不遜於類似指數型商品那般水準的平均報酬，但卻沒有指數商品那麼大的波動（見圖 16）。圖 16 顯示，如果投資人在 1994 年投資代表性的對沖基金族群，同時定期在不同型態

對沖基金間轉換配置，則不僅可獲致有如全球股票指數般的累計報酬，同時還可以避開 2000~2002 年間的股價崩跌。因此，對沖基金調整風險後的報酬率，即使在扣除了經理人的管理費之後的淨報酬率，仍然有相當不錯的表現。

圖 16 1994 年以來對沖基金的累計報酬率



資料來源：Gieve (2006)。

(五) 對沖基金過度涉足信用風險移轉市場的風險

對沖基金相對偏高的風險承受偏好，以及薄弱之融資的流動性管理，論者認為，已導致他們面臨極大風險，尤其是，有時候他們在壓力下的集體行動會損及金融市場穩健的運行，而且造成他們債權人(大多數是銀行)的損失。ECB (2006b) 利用對沖基金所填報給商業用途的對沖基金資料庫進行分析，發現對沖基金確有過度涉足信用市場的情節，因此容易受到傷害；可歸因於，對沖基金在信用市場的部位，相對於它們在股票市場所持有的那些部位，的確有動用太高槓桿及缺少流動的情形。最近，IMF (2006) 對近年來全球利差交易的大幅成長表示憂心，因為未來一旦市場狀況改變，導致對沖基金為避免損失迅即大舉平倉，勢必將帶來全球金融危機〈註十一〉。

基於此，乃有論者提出，對沖基金是亞洲金融危機或其他經濟紊亂的始作俑者。不過，Ubide (2006) 指出，即使對沖基金利差交易的大舉平倉，是促成 1993 年歐洲匯率機制 (ERM) 危機、1994~1995 年墨西哥披索危機及 1997~1998 年亞洲危機的導火線，但這些事件的根本原因，其

實是這些匯率與其基本面的不相稱，而非金融市場參與者過度介入的結果。Eichengreen et al. (1998) 的研究甚至發現，對沖基金藉由願意買入若干價格已明顯下跌的資產來承受風險，不但有助於紓解亞洲危機的壓力，並幫助亞洲國家提早邁向復甦。

不過，視對沖基金的活動已加重全球金融不穩定的風險，在國際間已逐漸形成共識。Bank of England (2006) 就指出，2006 年 5 月全球股市波動幅度變大，係因大型金融機構 (LCFIs) 與對沖基金採取權益波動性交換 (equity variance swaps) 的避險行為，致擴大股市的波動性。另外，Bank of England (2006) 亦指出其他可能造成金融市場波動性擴大的因素如下：

1. 演算法交易基金 (algorithmic trading funds)：若對沖基金的電腦演算交易決策係依據市場氣氛所趨使，則市場價格可能因這些對沖基金的決策而導致波動性加大。
2. 利差交易的平倉 (unwind of 'carry trades')：部份具獲利性的交易僅落在特定的一群價格內，例如所謂的利差交易 (carry trade)，此類交易的績效表現端視市場參與者能否藉由將相對便宜的短期資金不斷展期，以此做為其持有其他高報酬資產的資金來源。當這些利差交易大舉平倉時，勢將造成市場價格的大幅波動，甚至於引發通貨危機。
3. 資產負債管理 (asset-liability management)：以抵銷資產與負債風險為目標的機構，若其無法完全將資產與負債風險相互抵銷，則可能會在資產價格上升時，買入資產；反之亦然。例如英鎊長期利率下滑，使退休基金的負債價格上揚，導致部份退休基金需購入更多的英國長期公債。當市場因偶發事件或部份機構產生籌資問題，而導致市場流動性大幅下降時，這些金融市場的波動會更加劇烈。
4. 對無擔保融資的依賴 (a reliance on unsecured lending)：若機構取得資金的成本與管道，係依靠其信用品質，則當該機構遭受劇烈的資產損失時，可能因此無法以合理的成本取得充足的無擔保融資。
5. 追繳擔保品 (margining of collateral)：若資產價格大幅下跌，導致須對擔保融資追繳額外的保證金時，則擔保融資亦可能成為市場價格波動性擴大的原因之一；此外，若採行風險值 (Value-at-Risk, VaR) 方式計算擔保品的比例，則當市場波動性或相關性加大時，亦會引

發追繳保證金。

6. 固定比例投資保險策略 (constant proportion portfolio insurance, CPPI)：此類型的交易策略包括在資產價值下跌時，須出售部份資產，其目的在於保護投資人，免於遭進一步的損失；若對沖基金透過採行 CPPI 的組合基金投資這些資產，則須從這些基金贖回資本，將加重這些資產出售的壓力。

四、 結論與建議

鑑於私募股權基金及對沖基金的快速成長，已衍生出令人關切的金融風險議題，因此國際間的主管當局應速謀對策解決，俾避免危及全球金融穩定。國際間除對私募股權基金及對沖基金研提加強管制的意見外，英美等國的主管當局也考慮對公開市場不合時宜的管制予以鬆綁，促進公開市場的競爭力。

- (一) 要求私募股權基金作出適當的訊息揭露，並限制高財務槓桿的風險行為。

由於私募股權基金訊息不透明，易生利害衝突的弊端，也會誤導投資決策，因此應要求私募股權基金公布財報，並作適當的訊息揭露，主管當局也應落實法規遵循的嚴格要求，俾避免控制股東與收購者間的內線交易及不當協議。此外，私募股權基金的高度槓桿融資更已危及地主國的金融穩定，因此對於私募股權基金的資金來源需給予必要的管制，以防止企業的負債對淨值比率過高，帶來潛在風險。

針對高財務槓桿的風險行為，英國 FSA 已定期調查研究各主要銀行相關暴險餘額及重要財務比率，俾進行審慎監督管理。就此點而言，根據我國主管當局的規定，銀行辦理在台無住所外國人新台幣放款，以擔保放款為限，其以股票為抵押品授信成數不得逾六成，因此來自這方面的潛在風險較低。不過，未來仍宜進一步檢討強化監控銀行暴險的機制。

- (二) 嚴密監控對沖基金在所有受管制金融機構的活動，並建立對沖基金中央註冊機制。

ECB (2006b) 日前指出，目前全球金融體系所面臨的風險，主要在於對沖基金過度涉足於信用風險移轉市場；ECB 並對信用風險轉移到銀行體系以外，表達高度的關切。各國主管當局普遍同意，很難對持有 1.5

兆美元（7660 億英鎊）資金的對沖基金產業進行直接管制；不過，須嚴密監控對沖基金在所有受管制金融機構（例如銀行）的活動。ECB(2006b)表示，對沖基金的行為缺乏透明度，因此主張彙整一個對沖基金活動的國際註冊簿，來因應此一發展迅速產業所引發的全球金融危機風險。ECB 副總裁帕普德莫斯（Lucas Papademos）並表示，建立對沖基金中央註冊機制，將是本（2007）年在德國舉行 8 大工業國高峰會議的議題之一。德國副財長米羅（Thomas Mirow）在去（2006）年底已前往華盛頓與美國財長會面，討論建立對沖基金中央註冊機制的議題〈註十二〉。

爲了加強對對沖基金的監管，美國證券交易委員會（SEC）曾要求對沖基金須在去年 2 月 1 日前註冊；對沖基金註冊後，其文件和各種帳目須對 SEC 的調查人員開放，並受制於 SEC 包括會計和資訊揭露的各種監管。對沖基金業者強烈反對 SEC 的此一措施，因為其將加重對沖基金經理人的負荷，並增加對沖基金的成本；一旦按照新規則，對沖基金公司勢須聘請首席監察人員，此一成本每年達 50 萬美元，這對中小型對沖基金公司來說是一個不小的負擔。目前對沖基金僅須遵守 SEC 規定的投資顧問法中的反詐欺法規，該法規對虛假廣告和錯誤陳述進行處罰。美國聯邦最高法院於去年 6 月裁定，SEC 無權要求對沖基金須進行註冊，此後對沖基金一直處於監管的模糊地帶。不過，去年 10 月初，美國已表示擬重新制定對沖基金監管措施。美國決策高層表示，須要制定新的對沖基金監管規定，以避免對沖基金的災難性崩潰。他們同時認爲，對沖基金產業發展日益蓬勃，僅依靠銀行及其他相關機構來管理它們自身所面臨的風險，確實已經力有未逮。

英國主管當局亦已察覺對沖基金所存在的風險，並開始採取前瞻性的措施而非僅針對危機的因應，至於信用評等機構亦已著手公布對沖基金與經理人的操作風險評等。為彌補信用評等機構剛開始起步的不足，英國 FSA 也開始針對對沖基金經理人加以規範、成立特定單位監控經理人，並確保他們與其他資產經理人均能遵守相同的市場準則與潛在利益衝突的處理；進而鼓勵改善其交易對手（初級市場交易商）的風險管理。

（三）對不合時宜的限制性法令予以鬆綁，促進公開市場的競爭力。

由於私人市場的快速成長，可能係突顯出缺乏活絡的公開市場，或過多的管制導致成長中企業難以接近公開市場，因此應致力於發展資本市場，並對不合時宜的限制性法令予以鬆綁〈註十三〉。近年來，美國亦感

受到私人市場的壓力。由哥倫比亞大學商學院院長 Glenn Hubbard 及布魯金斯研究所所長 John T. Thornton 共同主持的「資本市場管制委員會」(Committee on Capital Markets Regulation)，於去年 11 月 30 日公布檢討報告指出，美國公開市場集資的成本雖較私人市場低了 2.47%，但因管制及訴訟負擔卻使其失去競爭力〈註十四〉，因此建議美國政府管制資本市場不宜過當，否則將造成資本市場僵化、企業成本增高及失去競爭力，至於政府稅收及就業也將受到不利影響〈註十五〉。

為減輕上市公司的負擔，美國 SEC 已於去年 12 月 13 日無異議通過提案修改「沙賓法案」(Sarbanes-Oxley Act) 第 404 條款的規定，計劃放寬對小型企業的限制。該條款規定公司管理階層必須評估內部控管制度是否有效，並取得稽核會計師簽證，以確保財報揭露正確、可靠，但此舉顯然會耗費企業大量的時間、精力和開銷。

其他較值得注意的提案，還有提高投資對沖基金的最低門檻，將最低投資額由目前的 100 萬美元提高為 250 萬美元〈註十六〉。此外，SEC 也提案新增防詐騙的條款，據以保護對沖基金的投資人。

這些提案最後能不能過國會這關，目前還是未定之數。不過 SEC 幾乎是一面倒贊成這些提案，反映出目前美國大環境已改變。SEC 主席考克斯 (Christopher Cox) 表示，這些提案都是希望提高企業和市場的競爭力和透明度；如果美國市場失去競爭力、不夠透明和開放，將是投資人的損失。

附 註

- 註一：見李榮謙、林曉伶、葉德勝（2006）。
- 註二：見 Citigroup（2006）。
- 註三：詳經濟日報，「私募基金東征，引爆亞洲收購潮」，2006年12月28日。
- 註四：見 Leeds and Sunderland（2003）。
- 註五：見 Jenkinson（2006）。
- 註六：見 Financial Service Authority（2006）。
- 註七：見 Financial Times（2006b）。
- 註八：見李榮謙、林曉伶（2007）。
- 註九：見 Ubide（2006）。
- 註十：同註十。
- 註十一：據估計，國際間日圓利差交易的規模已逾15兆日圓（約1,300億美元），更遑論加計其他幣別的利差交易規模。見李榮謙（2007）。
- 註十二：見 The Time（2006）。
- 註十三：見 Leeds and Sunderland（2003）。
- 註十四：2002年7月美國國會通過旨在加強企業內部管理的「沙賓法案」，規定企業組織須以文件記錄所有財務政策與流程，確認財務的權責制度，這項防弊法案執行以來遭致許多批評，因為企業負責人可能因財務政策及報告而涉入訴訟。委員會所提的32項建議中，就有6項建議修改沙賓法案的條文。
- 註十五：詳見 Committee on Capital Market Regulation（2006）。
- 註十六：對沖基金的報酬率通常較高，但風險也相對較高。SEC官員擔心無法承擔高風險的投資人貿然把全部家當都投入對沖基金，因此擬提高投資門檻。但也有部分SEC官員認為，一旦此提案通過，會讓投資人失去不少賺大錢的機會，有失公平。見經濟日報，「SEC修法放寬公司治理規範」，2006年12月15日。

參考文獻

- 李榮謙 (2007),「全球利差交易潛藏危機?」,中央銀行:國際貨幣金融資訊簡報,第108期,1月。
- 李榮謙、林曉伶(2007),「對沖基金與金融穩定」,中央銀行:國際貨幣金融資訊簡報,第107期,1月。
- 李榮謙、林曉伶、葉德勝(2006),「私募股權基金的發展概況及其衍生的風險議題」,中央銀行:國際貨幣金融資訊簡報,第106期,12月。
- Asia Private Equity Review (2006a), *Review of First Half of 2006*.
- (2006b), “Taiwan Private Equity Market,” *Asia Private Equity Review*, Sept. 20.
- Bance, Alex (2004), *Why and How to Invest in Private Equity*, European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA), Mar..
- Bank of England (2006), *Financial Stability Report*, July.
- Citigroup (2006), “The Private Equity Revolution: Are You Ready?” *Global Banking Financial Strategy*, Nov. 6.
- Committee on Capital Market Regulation (2006), *Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation*, Nov. 30.
- ECB (2006a), *Monthly Bulletin*, Dec..
- (2006b), *Financial Stability Review*, Dec..
- Eichengreen, Barry J., and others(1998), “Hedge Funds and Financial Market Dynamics,” *IMF Occasional Paper* No. 166.
- Financial Service Authority (2006), “Private Equity: a Discussion of Risk and Regulatory Engagement,” *FSA Discussion Paper* No. 06/6, Nov..
- Financial Times (2006a), Texas Pacific Tops Buy-outs with \$101bn, Dec. 27.
- (2006b), EU Central Banks Call for Caution in Leveraged Finance, Dec. 15.
- Gieve, John (2006), “Hedge Funds and Financial Stability,” Bank of England:

Quarterly Bulletin 2006 Q4, pp.447-451.

Huang, Walter (2006) , *Private Equity Investment in China*, Jan. 19.

Jenkinson, Tim (2006) , *The Development and Performance of European Private Equity*, Said Business School, Oxford University and CEPR.

KPMG and Reuters (2006) , *Private Tuition: Insights into How Private Equity Houses Nurture Their Investments in Asia*.

Leeds, Roger, and Julie Sunderland (2003) , “Private Equity Investing in Emerging Markets,” *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.15 No.4, Spring, pp.8-16.

NVCA (2006) , *2006 NVCA Year Book*.

Private Equity International (2005) , *A Guide to Private Equity Fund of Funds Managers*.

The Time (2006) , “ECB Calls for Hedge Fund Register to Fend off Financial Crisis,” Dec. 12.

Ubide, Angel (2006) , “Demystifying Hedge Funds,” IMF: *Finance and Development*, Vol. 43, No.2, June.