



事件驱动——最“信息”的对冲基金策略

2013年8月22日

融智评级研究中心

美国著名对冲基金经理约翰·保尔森在次贷危机中凭借并购套利基金大肆做空获利，成为金融危机中的最大赢家。有“欧洲股神”之称的安东尼·波顿掌管的富达特殊境况基金，连续 28 年创造了 20% 的年复合收益率，这些投资神话故事背后都有着一个共同的投资策略：事件驱动。

事件驱动策略（Event Driven Strategy，或 EDS）的对冲基金经过几十年发展，已是海外对冲基金中最主流的策略之一。根据 Eurekahedge 数据统计，至 2013 年 6 月份事件驱动策略管理的资金约占对冲基金总资产的 13%，为目前份额占比排名第三的对冲基金策略。

一、海外事件驱动策略介绍

事件驱动策略关注并投资于特定公司的证券，这些公司正在经历或者将要经历重大事件，包括陷入经营困境；重组、收购、合并；资产剥离、股份回购；破产等。当公司处于这些重大事件时，不确定性构成其典型特征，这些事件可能使得某些公司被低估，也可能使得某些公司被高估，如果基金经理能够发现并正确预期事件的最终结果，那么他们将能获得巨大的投资收益。

经验告诉我们，即使在发达国家的市场，市场也不是完全有效的，市场的“无效”总会存在，这种无效性最经常发生的领域就是公司重大突发事件。由于此类事件的信息难以获得，而且市场会不断消化消息并修改其股票价格，因此这类事件常会引起股票价格的剧烈波动。可以说，专注于事件驱动策略的对冲基金经理，非常依赖于靠强大知识库支撑的复杂的公司事件模型、交易的可靠信息以及公司层面的研究，基金经理是否具有丰富的**投行经验**将在极大程度上决定投资的成败。一些激进的基金经理在公司转变过程中以及在为投资者赚取收益的过程中甚至起着**推波助澜**的作用。

按照投资侧重的不同，国际上将事件驱动策略分为以下三类：

1、并购套利（Merger Arbitrage）

并购套利可能是最广为人知的事件驱动策略，它偏重于公司并购带来的投资机会。最常见的是买入被收购公司的股票，同时沽空采取收购的公司的股票。一般来说，在甲公司公布将以某价格收购乙公司时，出价一般会高于乙公司现有价格。乙公司股票价格会上涨，但一般不会立刻达到甲公司的出价，因为总有不能成交的风险。并购套利的基金经理如果相信收购会成功，他们会购买乙公司股票同时沽空甲公司。有时还会有第三方竞价者加入，这样会对并购套利基金有利，因为这会引起价格战并将价格推更高。并购套利可能使用股票期权代替股票，其风险主要来自于并购活动的失败。

2、特殊境况（Special Situation）

在特殊境况这一分类中，对冲基金经理尝试从其他特殊的公司事件中获利，例如，资产出售；资产剥离；资产重组；股票回购；定向增发；股东及管理层行动等。

3、困境证券（Distressed Debt）

困境证券偏重于投资那些面临财务或者经营困境的公司。这些公司可能正经历严重的运营或财务困难，甚至已经开始出售资产进行重组，实施债务股权置换或已申请破产保护。对于困境证券，对冲基金经理需要确定在哪些时候市场低估了成功的重组、出售或者清算带给债券所有者的潜在收益，他可能买入也可能卖空，一般来说，买入被市场严重低估的问题公司，卖空尚未被市场察觉的问题公司。困境证券基金的风险主要来自于低流动性以及处理困境证券所面临的法律风险，例如破产法等。

从以上事件驱动策略基金的介绍可以看到，事件驱动策略基金经理所需的技能可能同股票多空策略对冲基金经理，以及全球宏观对冲基金经理所需的技能是大不相同的。事件驱动对冲基金经理需要**对投资银行业有深刻的理解并拥有强大的人际关系网络**。有的事件驱动对冲基金筛查大量的事件套利交易机会，并依靠市场驱动概率模型确定套利机会。

二、国内事件策略对冲基金发展情况

在国内市场，由于缺乏有效的做空机制，无法完全复制海外事件驱动策略的操作模式，事件驱动投资策略往往更多地被解读为“炒题材”，“炒消息”，主要追求事件驱动因素带来的高回报。但是国内市场的弱有效性、信息披露以及制度性的原因，股票价格和真实价值之间的偏差更容易偏移，因此专业的投资机构更易发挥专业优势，如果对事件性投资机会的把握能力更强，该策略的获利空间理应更大。

根据私募排排网数据中心的不完全统计，如下表 1，目前国内各类不同的资产管理机构，包括信托、券商、私募和公募等 42 家公司管理了运行中的 154 只事件驱动策略的产品，在整个策略分布当中的占比仅为 3.97%，主要以定向增发、大宗交易两种子策略为主。

表 1：发行事件驱动策略产品公司情况

公司简称	公司类型	产品数量
数君投资	私募	15
盛世景	私募	10
东源投资	私募	9
证大投资	私募	9
晟乾投资	私募	5
中新融创	私募	5
盛联投资	私募	4
远策投资	私募	3
中睿合银	私募	3
嘉伦投资	私募	2
诺亚星光	私募	2
思考投资	私募	2
裕晋投资	私募	2
中乾景隆	私募	2
长城国汇	私募	1
环球银证	私募	1
凯石投资	私募	1
六禾投资	私募	1
商裕投资	私募	1
万融投资	私募	1
银河投资	私募	1
东海证券	券商	9
华西证券	券商	6
长城证券	券商	4
海通证券资产	券商	4
华融证券	券商	4
华泰证券	券商	4
中金公司	券商	4
东方红	券商	3
广发证券	券商	3
国联证券	券商	3
招商证券	券商	3
国泰君安资产	券商	2
浙商证券资产	券商	2
长江证券	券商	1
光大证券资产	券商	1
国元证券	券商	1

中航证券	券商	1
中投证券	券商	1
华夏基金	公募	9
广发基金	公募	5
兴业全球	公募	2
资料来源：融智评级研究中心，截止 2013 年 7 月		

三、事件驱动策略案例分享

定向增发策略：

定向增发策略是指对冲基金通过投资上市公司定向增发股票的行为，其投资介一级市场和二级市场之间的一级半市场。由于定向增发的股票通常较二级市场流通股有 30%以上的折扣，为投资者提供了“安全垫”，通常伴随 1 年的锁定期，也增加了收益的不确定性，及流动性风险。运用此类策略的基金波动性风险都较高，适合风险承受能力较强的投资者。目前使用这种策略的私募基金主要有数君投资、东源投资等。

数君投资旗下有限合伙基金（简称博弘主基金），成立于 2010 年 11 月 24 日，是以定向增发股票作为投资标的的指数化产品，投资者通过信托产品滚动直接投向于主基金，主基金则负责直接投资于不同期限的优质定增股票。截止 2013 年 8 月 16 日，运作不到三年的时间内实现了 23.4% 的绝对收益，50.88% 的相对收益（同期沪深 300 下跌幅度为 27.48%），按复利计算的年化收益约 8%。而从净值风险来看，此产品近一年的年化波动率为 47.48%，远远高于沪深 300 指数 28.63% 的波动率，系统性风险较大，无疑是方向性策略、满仓操作、定增股票的高弹性造就了如此的特征。

图 1：博弘数君（天津）股权投资基金成立以来净值走势图



资料来源：融智评级研究中心，截止 2013 年 8 月 15 日

大宗交易策略：

大宗交易策略是通过大宗交易平台折价购买上市公司大小非减持的股票，再在二级市场抛售获取价差。作为国内最早一批掘金大宗交易的阳光私募，温州思考投资在 2010 年 5 月成立了专门做大宗交易的产品“中融信托-思考一号”。截止 2013 年 8 月 9 日，最新累计净值达 138.79，实现了 10.61% 的绝对收益，而且年度业绩均实现了绝对正收益：2011 年 14.18%（阳光私募年度冠军），2012 年 6.64%，2013 年以来 8.74%。而从净值风险来看，此产品近一年的年化波动率为 13.18%，远远低于沪深 300 指数 28.63% 的波动率，净值增长较为稳定，大盘涨跌对它的影响不大。

图 2：中融信托-思考一号成立以来净值走势图



资料来源：融智评级研究中心，截止 2013 年 8 月 9 日

免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述相关产品购买的依据。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。