

日本在2000年通过立法允许对冲基金在日本正式开展业务，在5年的时间里，日本市场上的对冲基金规模迅速膨胀，除了部分富裕阶层之外，大量的养老金、保险公司也都成为对冲基金的投资者。目前日本对于对冲基金的立法尚属空白，为了保护投资者，特别是养老金的利益，监管当局正在建立对冲基金的监管机制。

日本在对冲基金的法律定位、监管原则和监管模式方面的选择可以为中国未来的对冲基金监管机制设计提供借鉴。

尽管目前中国现有的法律法规中对于公募与私募还没有进行明确的区分，但是基于现实的市场需求，从一些媒体报道等了解，通过各种合规或者不十分合规的渠道，已经有相当数量的对冲基金进入中国国内的金融市场，或吸收国内资金投资境外或直接投资国内市场，已经达到了一定的业务规模。

与日本的发展路径类似的是，中国对冲基金的合法化实际上是与整个私募基金管制的放开基本同步的。因此，如果中国进一步放松金融管制，特别是放松私募基金的管制之后，对冲基金可能会出现一个快速的增长。如何把握对冲基金的发展路径，构建合理的对冲基金监管框架，成为中国监管机构必须要及早研究的重要课题。日本的经验更值得注意，因为在对冲基金发展环境上，中国与日本有著很多的相似点：国内巨大的资产管理需求；处于后发地位；在改革之前禁止私募发行等，特别是日本监管当局也是刚刚起步，开始寻求解决对冲基金的监管问题，中国监管机构可以在如何定义对冲后视镜、监管定位、监管模式等方面借鉴日本的思路以及相关经验教训，提前在监管方面做好准备，以应对未来对冲基金迅速成长可能带来的冲击。

从日本的对冲基金发展历程看，明确对冲基金的定义是监管的前提。日本的对冲基金定义就是在国内已有的对私募发行的法律基础上，并不限定发行方式，而是抓住对冲基金的经营特点。中国国内目前尚未对私募基金进行合法化，在私募界定的基础上，再根据私募基金的基本特徵确立对冲基金的法律地位，而且还需要综合考虑与《证券法》、《证券投资基金法》等相关法律法规的兼容问题。

明确的监管目标有助于建立有效的监管体系，对于对冲基金更是如此，树立过多的监管目标不仅不切实际，而且会严重约束对冲基金的经营运作，扼杀其与生俱来的灵活性。日本监管当局的监管目标在目前阶段看来十分简洁，就是保护投资者利益和保护金融市场完整性。保护投资者利益，确保投资者对对冲基金有信心，敢于投资；保护金融市场完整性，防止个别基金的市场操纵、内部交易等恶意行为影响市场的正常运行。这些监管目标都是与对冲基金行业的长期持续发展相一致的，中国未来的监管体系也同样适用。

虽然日本尚未建立明确完整的对冲基金监管体系，但是根据其监管目标，他们更加倾向于间接监管模式，以避免监管活动对对冲基金的正常经营行为形成约束，降低操作灵活性。例如，日本监管机构在对日本的对冲基金的多次调查中，日本监管当局并不直接要求对冲基金管理者提供数据或是进行登记注册，而是要求对冲基金的投资机构、销售机构等原有监管对象提供本机构参与对冲基金的数据，并据此对整体情况进行估计。

通过在不同的市场实施严格的交易监察制度，增加大宗交易的透明度或者限制交易的规模，可以有效地控制对冲基金利用跨市场大宗交易来操纵金融市场的恶意行为，进而控制风险，确保金融市场的正常运作和稳定。在这方面，可以借鉴日本、韩国、美国等国经验。美国已经构建了横跨外汇市场、债券市场、股票市场、期货市场的大宗交易监控体系。在外汇市场，美国财政部对大交易商进行实时监视；在国债市场，财政部也可以要求大额交易商提供数据报告；在股票市场，美联储对于借贷购买股票的保证金比率进行规定，以避免经纪商由于客户借贷违约而遭受损失。美国证券交易委员会

（SEC）也会定期监察各证券经纪商的风险管理政策，特别是信用交易管理政策，以此来控制杠杆交易的数量；在期货市场，商品期货交易委员会（CFTC）也拥有对大交易商的监察权力。

（巴曙松）