

行政院及所屬各機關出國報告

(出國類別：進修)

參加財富管理與新型投資
進階研習團
報告書

服務機關：中華郵政股份有限公司

出國人 職 稱：助理管理師

姓 名：黃美惠

出國地點：新加坡

出國期間：92年10月20日至10月26日

報告日期：93年1月

H7/
CO9205248

行政院及所屬各機關出國報告提要

出國報告名稱：參加財富管理與新型投資進階研習團

頁數 五十四頁 含附件：無

出國計畫主辦機關：財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會

聯絡人：戚萍 聯絡電話：(02) 2357-5102

出國人姓名：黃美惠等一名 服務機關：中華郵政股份有限公司

職稱：助理管理師 電話：(02)2392-7170

出國類別：1. 考察 2. 進修 3. 研究 4. 實習 5. 開會

出國期間：九十二年十月二十日至九十二年十月二十六日

出國地區：新加坡

報告日期：九十三年一月

分類號 / 目

關鍵詞：財富管理、另類投資、私有股權、資產證券化、信用交換衍生性商品、對沖基金

內容摘要：

近年來，因全球經濟環境不景氣，利率水準持續下降至歷年來最低水準，而國內金融市場資金寬鬆，銀行轉存款幾無利差，本公司為提高資金運用報酬率，除了繼續投資國內股票市場及政府公債外，積極辦理國外投資業務，尋找更佳之資金運用管道，以充裕營收。

財團法人證券暨期貨市場發展基金會有鑑於國際金融市場產

品日新月異，為培養專業化、國際化金融人才，於 92 年 10 月 20 日至 26 日在新加坡舉辦「財富管理與新型投資進階研習團」課程，聘請專業講師進行授課，內容涵蓋了有財富管理、另類投資、私有股權、資產證券化、信用交換衍生性商品、對沖基金等等課程，期間並安排學員參觀 SGX（新加坡交易所）。

目 錄

	頁次
壹、前言	4
貳、參訪行程	5
參、研習課程內容	9
一、財富管理(Wealth Management)	9
二、另類投資(Alternative Investments)	18
三、私有股權(Private Equity)	21
四、資產證券化 (Securitization)	27
五、信用交換衍生性商品(Credit Swap Derivatives)	35
六、對沖基金(Hedge Funds)	43
肆、參加心得及建議	54

壹、前 言

近年來，因全球經濟環境不景氣，利率水準持續下降至歷年來最低水準，而國內金融市場資金寬鬆，銀行轉存款幾無利差，本公司為提高資金運用報酬率，除了繼續投資國內股票市場及政府公債外，積極辦理國外投資業務，尋找更佳之資金運用管道，以充裕營收。

財團法人證券暨期貨市場發展基金會依據行政院金融改革專案小組資本市場工作小組第六改革議題「加速證券期貨市場國際化與人才培育」計畫，於92年10月20日至26日在新加坡舉辦「財富管理與新型投資進階研習團」，研習主題包括權益投資、資產證券化商品、結構性債券、衍生性商品、財富管理應用、資產配置與風險管理等課程，由外國專業講師授課。期間並安排學員參觀SGX（新加坡交易所）。

此次參加研習團成員包括「臺灣證券集中保管公司」、「證券暨櫃檯買賣中心」、「行政院勞委會」等機關、票券商及各公民營銀行之菁英份子。

本處負責辦理國外投資業務，有鑑於國際金融市場產品日新月異，為能提昇專業知識與競爭力，並掌握市場脈動，職於92年10月20日奉核啟程前往新加坡參加本次研習團。

貳、參訪行程

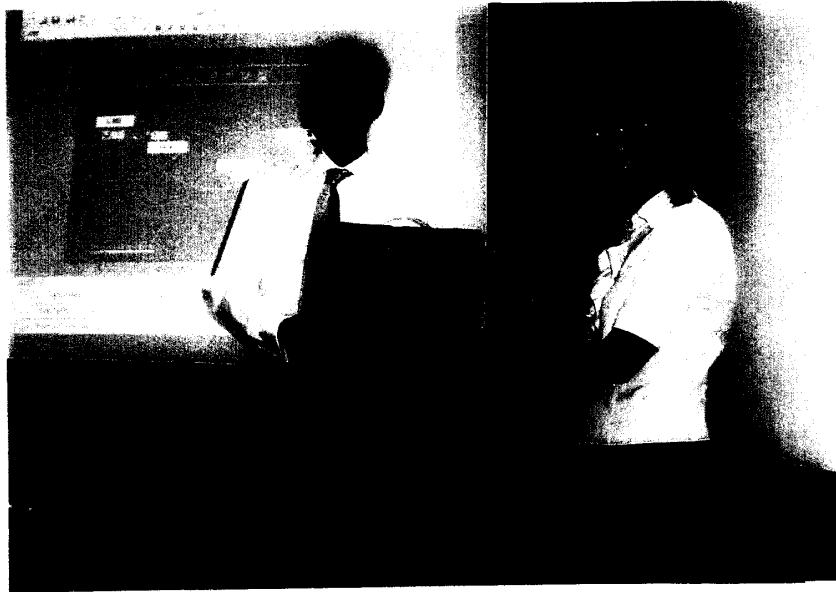
本次除了研習課程外，在證基會及同團學員的安排下，參觀了新加坡交易所、大華資產管理公司，並抽空拜訪與本公司有交易往來的 CREDIT SUISSE FIRST BOSTON (瑞士信貸第一波士頓銀行)及 DRYDEN WEALTH MANAGEMENT (SINGAPORE) LIMITED (屬保德信金融集團) 二家公司，聽取簡報並參觀其交易室。試簡述如下：

一、新加坡交易所 (SGX)：

1999 年 12 月 1 日新加坡證券交易所 (SES) 與新加坡國際金融交易所 (SIMEX) 合併成為新加坡交易所 (SGX)。主要交易商品有利率、股價指數、貨幣及債券的期貨 (Futures) 與選擇權 (Options) 等：

(一) 摩根台指期貨 & 摩根台指期貨選擇權：86 年 1 月 9 號 MSCI 台灣股價指數期貨開始在新加坡期貨交易所交易。

(二) 日經 225 股價指數期貨 (Nikkei 225 Futures)：在 1986 年，SIMEX 推出了有史以來第一次以日本股價指數為交易對象的期貨 - 日經 225 股價指數期貨。雖然日經指數推出的時間比其它指數期貨遲，但近年成交量增長迅速，現時已佔新加坡交易所之商品期貨交易量第二位，僅次於歐洲美元期貨。



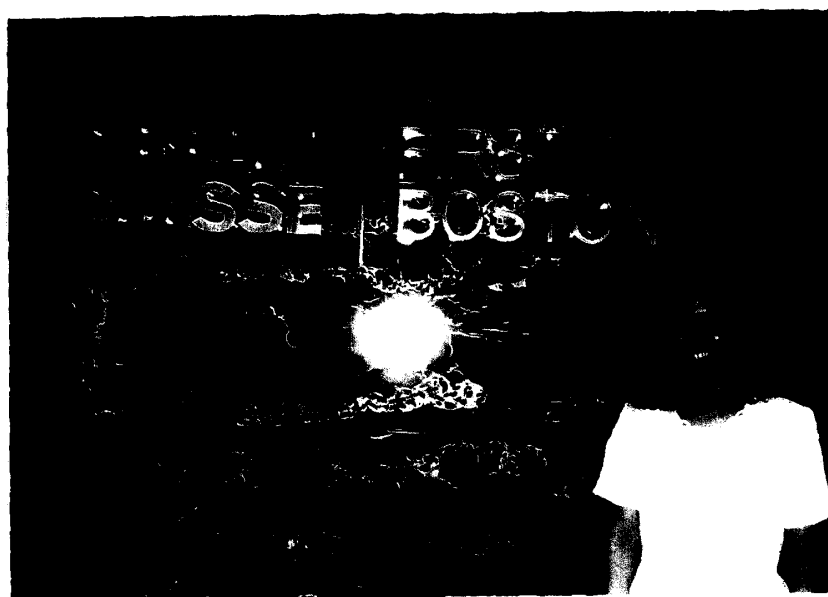
證基會領隊戚萍小姐致贈 SGX 主管紀念品



職在 SGX 前留影

二、CREDIT SUISSE FIRST BOSTON (瑞士信貸第一波士頓銀行):

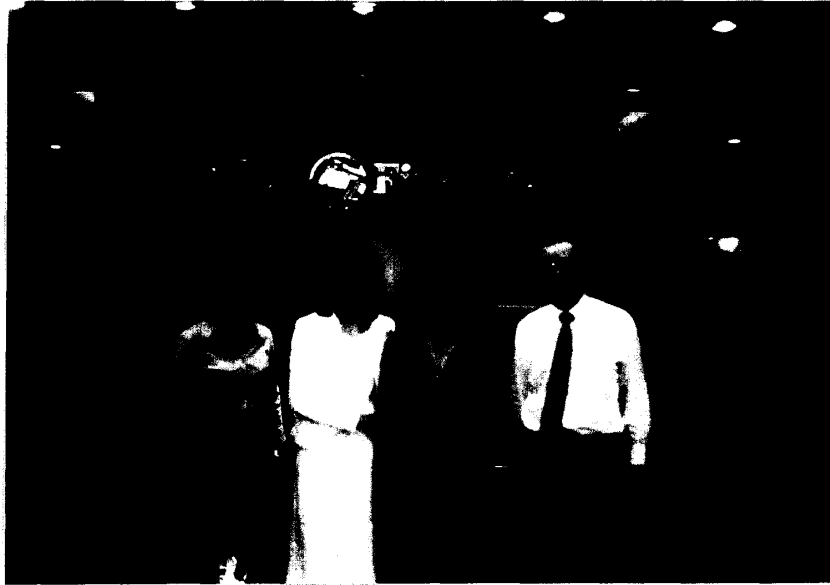
該行管理制度相當完善，雖然設立部門很多，但部門之間往來門禁非常嚴格，為了維護交易安全及防止弊端，部門與部門之間不可相互通行，同一部門員工進入辦公室須刷卡並輸入密碼方可進入。



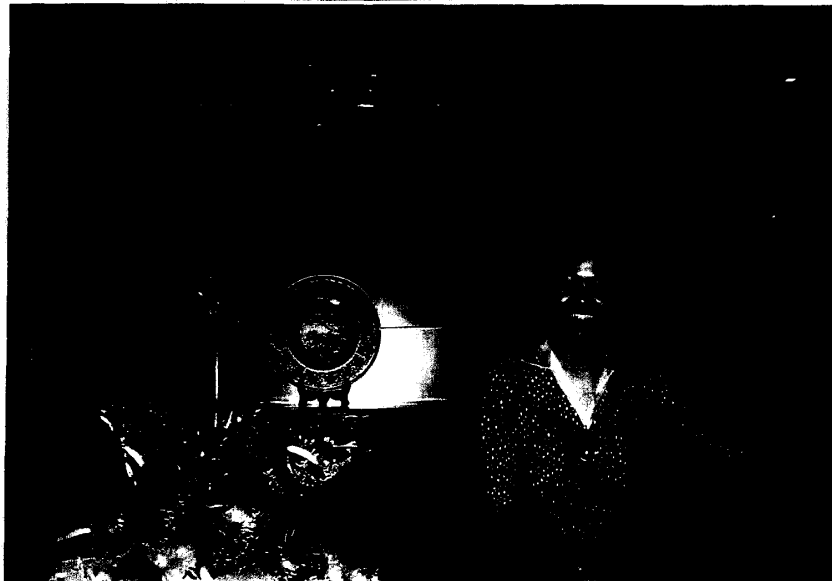
職與丘燕董事及張明瑜副總裁在 CSFB 合影

三、DRYDEN WEALTH MANAGEMENT (SINGAPORE) LIMITED :

該公司屬保德信集團 (PRUDENTIAL FINANCIAL, INC.) 組織。原名 PRUDENTIAL-BACHE SECURITIES ASIA PACIFIC LIMITED 自 92 年 8 月更名為 DRYDEN WEALTH MANAGEMENT (SINGAPORE) LIMITED。



職與 DRYDEN 董事長 Michael Tan、資深副總裁 Vicky Lin 及助理 Wai-Yue 朱 在該公司留影



參、研習課程內容

一、財富管理(Wealth Management)

財富管理在實質的意義上可以解讀為一連串的風險管理過程，其目的在於協助達成財富累積的特定目標。亦可以具體的界定財富管理是根據財富累積的特定目標與可以忍受的風險大小，隨著市場的變化，選擇適當的投資工具，管理投資組合，控制風險在可接受範圍，期能在預定的投資期限內達成財富累積的特定目標。

首先，我們在談如何進行財富管理之前，應該認知每一位投資人都有一個個人化的財富累積目標，而這些財富累積目標並非遙不可及的概念，反而是非常普通的想法，例如：兒女的教育基金、自己的退休養老基金、創業基金、購屋基金等。如果能夠將這些財富累積目標定義得越明確，財富管理就越能將風險控制在可忍受範圍內，以協助達成財富累積的目標。

如果將財富累積目標予以歸類，可以概分為下列數種目標：

- 資本保值(Capital Preservation)
- 穩定收入(Steady Income)
- 資本增長(Capital Growth)

- 投資避險(Investment Hedging)
- 投機性投資(Speculative Investment)

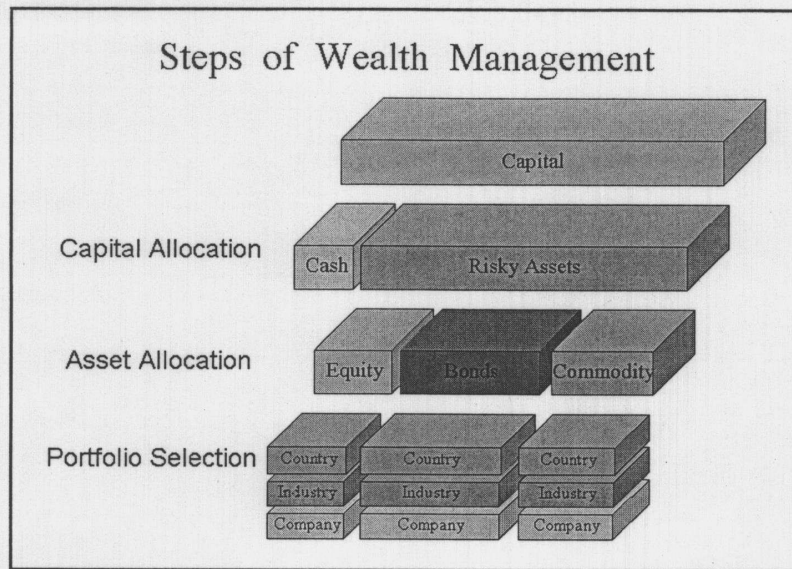
上述財富累積目標中，以投機性投資目標最具風險性，所以適合較能忍受高風險的投資人，而以資本保值最不具風險性，所以適合較不能忍受風險的投資人。穩定收益目標著重於穩定的利息或投資收入，風險忍受程度也不高。資本增長目標著眼於到期時的財富增長效果，應有高風險忍受程度。投資避險目標在於規避另一種主要投資或事業的風險，強調的是互補或避險的效果，風險忍受程度視投資人的需求情形而定。

進一步思考如何明確定義財富累積目標，投資人要考慮的重點包括：目前有多少的財富、特定的財富累積目標要多少錢或價值才能滿足、要在多久的時間內完成財富的累積、若財富累積目標未達成時，可以忍受的負面影響有多大等等的議題。也就是說要明確定義財富累積目標，就必須將財富累積目標在金額、時間與風險忍受程度予以量化，這才能使投資人可以有明確的財富累積目標作為進行財富管理的準繩，投資人將根據這些目標選取適當的投資工具與設計風險管理方法著手進行財富管理。

例如：想要累積財富以供退休後花用，這樣的想法普遍存在上班族的心中，如果要將此一想法轉為財富管理的目標就必須再想想目前的財產有多少、距離退休還有幾年、預計退休後的花用是多少錢、如果累積不到預定的目標會有何影響等問題，可能的答案或許是：目前擁有兩百萬的資產，在十年後退休時有一千萬元的退休基金，如果達不到一千萬元的基金至少也要有六百萬的基金才夠退休生活。這樣的量化過程將一個退休的想法轉變為具體的財富管理量化目標，有助於投資人規劃累積退休基金的方向與選擇投資工具及控制風險。

1-1 財富管理的步驟

在決定財富管理的財富累積目標之後，首先要決定的是資金的配置(Capital Allocation)，一位投資人環顧其一生的財富需求，可能會設下多重的財富累積目標，為達成多重的財富累積目標，必須將目前的財富作分配，才能達到完全的財富滿足。最簡單的分配層級在於現金與風險性資產的分配比例，這項比例並無一定的標準，完全取決於個人的目標與風險忍受程度。



緊接著資金的配置(Capital Allocation)之後的分配層級是資產配置(Asset Allocation)，這個分配層級在於決定風險性資產的分配，例如有多少風險性資產要放在股票投資、有多少風險性資產要放在債券投資、有多少風險性資產要放在原物料與貴金屬及能源投資上。

最後一個分配層級是投資組合的選擇(Portfolio Selection)，主要的目的在將各類的風險性資產配置作一個細部的分配。細部分配考慮的事項包括：國家經濟情勢、產業現況與發展、個別公司獲利與未來等因素。

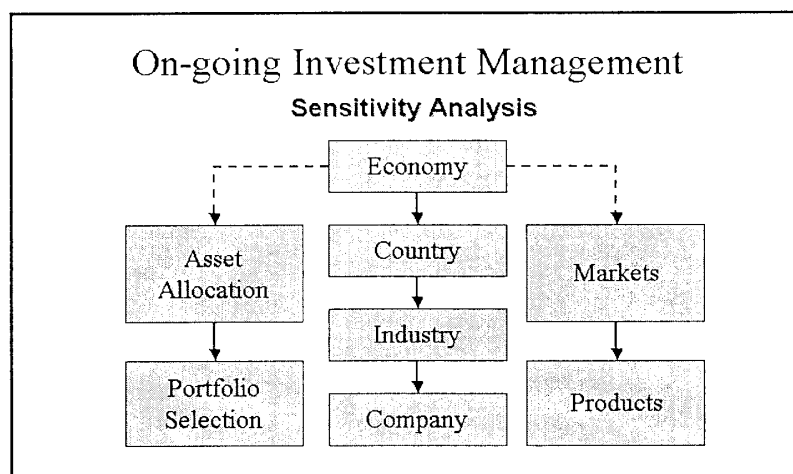
在決定投資標的與金額並進行投資之後，下一步是財富管理循環，也就是定期的追蹤投資表現與風險程度，與定期的檢討財富配置。

與投資組合與財富管理目標的適切性。

1-2 財富管理的敏感性分析

在這一階段的財富管理工作最重要的是進行財富管理的敏感性分析，以決定財富的分配與投資組合的調整及投資工具的選擇。基本上，財富管理的敏感性分析流程可以概分為：

- 分析經濟變化如何影響市場，市場如何影響投資工具的價值
- 分析經濟變化如何影響產業，產業如何影響個別公司的價值
- 分析經濟變化如何影響風險性資產分配及投資組合調整

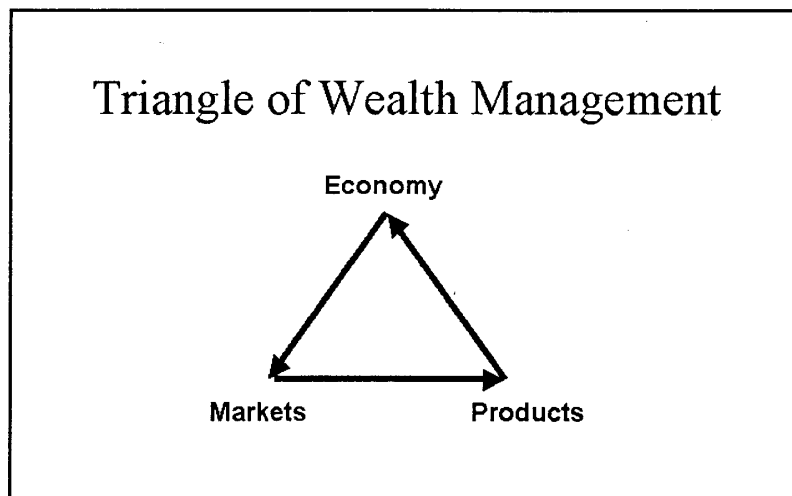


雖然財富管理的敏感性分析可以概分為三大流程，但投資人在進行財富管理的過程中必須要融合三項分析的結果，思考一些重要的財

富管理問題，例如：目前的資產配置與投資表現加上經濟發展預期可否使財富管理目標實現，要不要轉換投資的國別或產業，要不要轉換投資的市場，要不要轉換投資的個別公司，要不要轉換投資的工具等，最後投資人必須作最適當的財富管理決策。

1-3 財富管理的三角循環 Triangle of Wealth Management

將財富累積目標在金額、時間與風險忍受程度予以量化，設定明確的財富累積目標，決定資金配置與投資組合之後，緊接著進行的是一連串定期的財富管理敏感性分析，而敏感性分析的流程就是管理財富的循環，我們可以稱這個循環為財富管理的三角循環。



財富管理的三角循環始於衡量經濟情勢的變化、判斷投資市場的反應、選擇適當的投資工具進行投資，如此週而復始的循環檢視與管

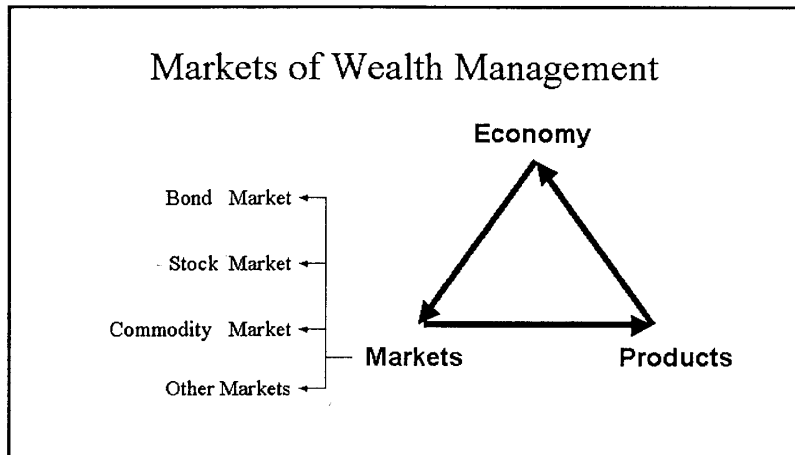
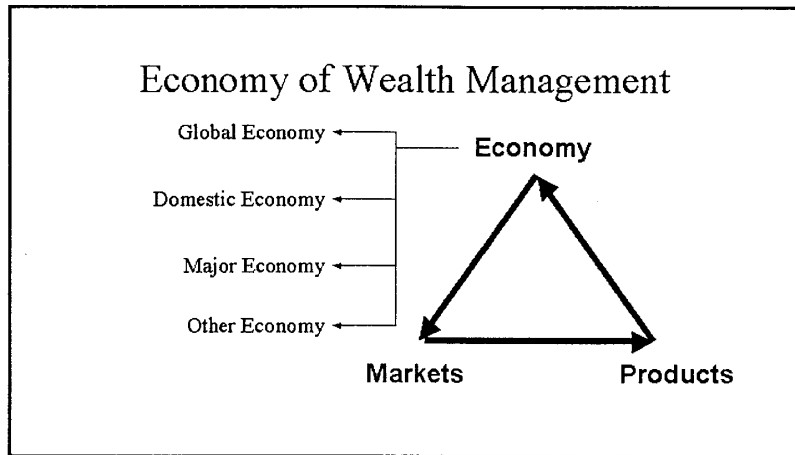
理，因此稱為財富管理的三角循環。

這樣的財富管理邏輯推理在各國經濟情況的轉變與各產業經濟情況的變化，均會反映到各種經濟指標與市場變數上，當然也會使代表各種市場變數的投資工具的預期價值產生變化。例如：一國的經濟蕭條，該國的經濟指標 GDP 成長將會趨緩，該國市場變數股票指數也會跟隨下降，該國央行可能會引導利率下降刺激景氣，可預期代表該國股市價值的指數股票型基金(Exchange Traded Funds ,ETF)價值也就跟著降低，而該國的固定收益式的政府債券投資價值將會增加。因此，理性的投資人在進行財富管理時，當然要驅吉避兇，避開價值下跌的股票市場與指數股票型基金投資工具，選擇價值增長的公債市場與公債作為投資工具。

所以實際進行財富管理，是一連串的研究經濟情勢與發展，判讀市場變化與投資工具價值展望的週而復始過程，在不同的經濟體，不同的投資市場，不同的投資標的之間進行轉換，控制投資的風險在可以忍受的範圍之內，使累積的財富朝目標邁進。

財富管理三角循環的衡量經濟情勢變化步驟，需要追蹤與研究的經濟情勢包括全球的經濟循環、本國的經濟狀況、主要工業國家的經

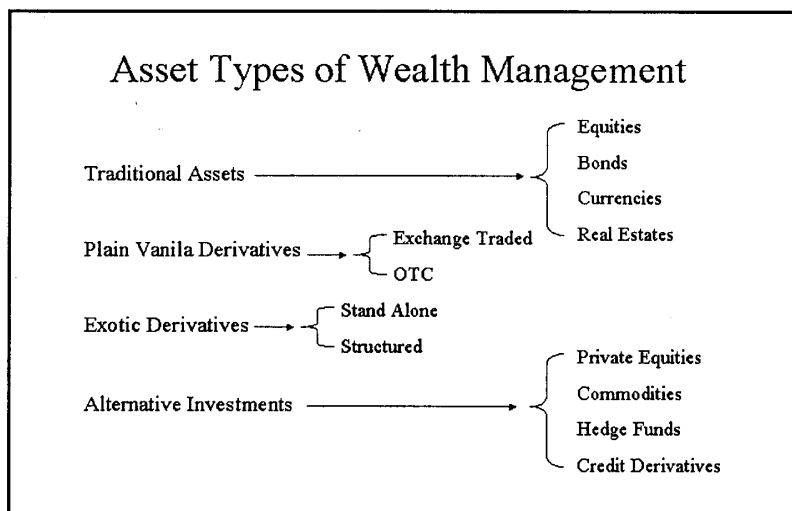
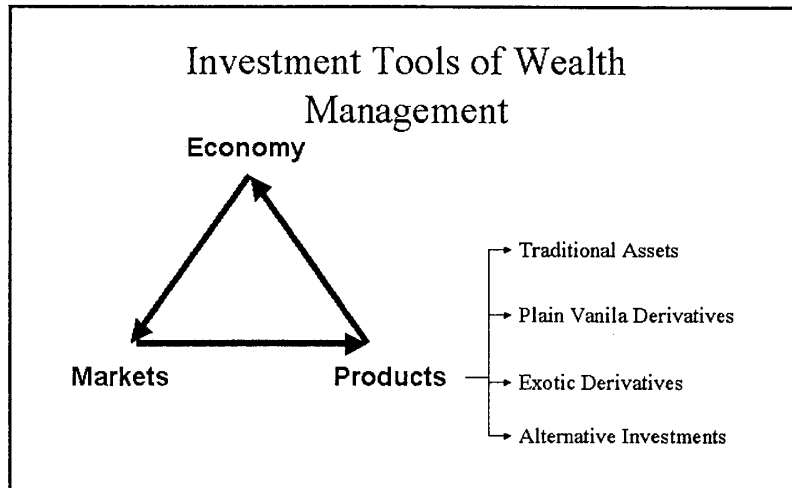
濟情勢、及其他個別國家的經濟變化等。



財富管理三角循環的判斷投資市場的反應，需要研究與判讀的投資市場包括債券市場、股票市場、原物料與貴金屬及能源市場、以及其他的可投資市場。

財富管理三角循環的選擇適當的投資工具，需要分析與取捨的投

投資工具包括傳統的投資工具、一般的衍生性投資工具、複雜的衍生性投資工具、以及另類的投資工具。



財富管理投資工具可以選擇的範圍無遠弗屆完全取決於個人的風險忍受程度與專業程度，例如一般的投資工具像股票、債券、匯率、

不動產等，投資人的認識程度比較高，相對的投資人控制風險的能力當然比較強，而複雜衍生性投資商品像單一的複雜衍生性商品契約及組合複雜衍生性商品契約的投資商品，投資人的認識程度比較低，相對的投資人控制風險的能力當然也比較低。

隨著全球財富管理風潮的興起，財富管理專業人員與投資人不斷的提昇專業能力與擴展投資工具，所謂的另類投資 (Alternative Investments)吸引多數從事財富管理的專業人員與投資人的目光，以下篇幅就以另類投資為主軸，對另類投資作一概要式的介紹。

二、另類投資(Alternative Investments)

採用非一般的投資大眾所熟悉的投資工具、投資技巧與投資策略都可以泛稱為另類投資；因此，另類投資一詞僅在於區別與一般投資工具、投資技巧與投資策略不同的特殊投資特質。既然另類投資擁有一般投資所沒有的特質，另類投資必然提供投資人特別的投資報酬與風險。因此，投資人在面對選擇另類投資工具時，釐清投資報酬與風險的特質成為一項最重要的關鍵因素。

2-1 另類投資的特色

通常另類投資工具擁有的特色為：

- 高投資報酬與高風險的結合
- 預期投資表現與一般的投資市場表現相關性低
- 另類投資工具的流動性低
- 另類投資工具公開資訊少

2-2 另類投資發展的原因

另類投資憑藉其提供高投資報酬及與一般的投資市場表現相關性低的特質，吸引財富管理專業人員與投資人的注目眼光，滿足他們尋求比一般投資工具能創造更高報酬，同時具有相關性低的新投資工具，以求達到分散風險提高投資報酬的目的。

因此，愈來愈多的財富管理專業人員投入瞭解另類投資工具，愈來愈多的投資人接受另類投資工具，這些支持的因素也使得另類投資策略與技巧日新月異，並陸續有另類投資協會的成立，制定會員的規範，期望發展更具公信力的市場環境，吸引更多的投資人參與另類投資市場。

2-3 另類投資的投資特點

另類投資對投資人提供的投資特點包括：

- 更多的投資工具選擇
- 更多的投資市場選擇
- 比一般投資工具投資期間更長期的投資工具
- 與一般投資工具表現相關性低的投資工具

雖然另類投資提供投資人上述的投資特點，投資人仍不可對其掉以輕心，因為之所以稱為另類投資就在於其與一般大眾熟知的投資不同，投資人在面對選擇另類投資工具時，應更細心與更專注的分析另類投資報酬與風險的特質，是否與自己的財富管理目標吻合，是否自己可以忍受其風險特質。

2-4 另類投資工具的種類

另類投資工具的種類約可分為下列數類：

- Private Equity
- Mezzanine Financing
- Securitization Investment
- Credit Derivatives
- Hedge Funds

既然另類投資與一般投資在採用投資工具、投資技巧與投資策略

上有不同的特殊投資特質，另類投資工具的創新與組合空間就無限寬廣毫無界線，分析重點在於每一項另類投資工具的特質，以下分別就私有股權 (Private Equity)、資產證券化 (Securitization Investment)、對沖基金 (Hedge Funds)、信用衍生性商品 (Credit Derivatives) 作介紹。

三、私有股權 (Private Equity)

所謂投資私有股權即為對未公開發行公司之股權或與股權關聯之投資，且該類公司之風險不能為傳統銀行所能接受。目前全球私有股權投資金額高達美金 2500 億，約當全球股票市場價值之 2%。

市場上私有股權專業投資者，由於具備專業判斷能力，大抵以直接投資方式，投資該類公司，但個人或機構投資者由於不具備專業判斷能力，常以下述三種型態投資該公司。

- 創投基金合夥型態 (Venture Capital Partnerships)：此類投資主要專注於高科技公司或市場遠景才浮現且須專業技術之公司。
- 買進合夥型態 (Buy-out)：主要投資於成熟之公司，此類型公司恰好需要資金去擴充產能或垂直水平整合上下游公司，亦或公司規模過大，需要資金去分割成各自獨立之子公司。
- 特殊情勢合夥型態 (Special Situation Partnerships)：此類投資

兼具創投基金合夥型態(Venture Capital Partnerships)與買進合夥型態(Buy-out)，故投資範圍涵蓋幾乎所有層面，甚至是面臨財務困難之公司，只要投資者認定該項投資未來將帶給其極大之收益。

以往私有股權投資者集中於少數富人手中，而隨著環境的變遷，現在投資私有股權者以機構投資者居多，為何私有股權現在頗受青睞？我們可從下述統計資料得之：

平均年報酬率 1989-2000

S&P500	16.5%
NASDAQ	16.8%
Hennessee Hedge Fund Index	17.1%
Forstmann Little	58%

(註：Forstmann Little 為美國著名創投公司-專門投資於未上市上櫃公司)

由上述統計資料可知，投資私有股權之年報酬率幾乎為投資股市之四倍，無怪乎機構投資者前仆後繼投入尋找好的私有股權投資標的。

3-1 創投資金及企業融資

私有股權投資涵蓋之範圍極廣，主要為創投資金及企業融資兩部分。

創投資金：投資型態為高風險高報酬，主要投資於產業前景剛萌芽或剛起步之公司，由於投資該類型公司具有極度之高風險，減低風險之最好方式為多元化投資。此類投資人通常會將其投資組合多元化，儘可能納入各種產業，以降低其投資風險。

企業融資：主要提供公司擴張所需之資金，同時安排公司資金之流程及落點，若公司有併購需求，同時幫公司尋求併購對象，受融資公司則相對提供私有股權。

至於 Mezzanine finance：此亦為私有股權投資之一類型，通常附有選擇權或相關權證，其財務受償位階界於負債與股權間。

3-2 私有股權合夥型態

對創投基金之專業投資人而言，由於長期深耕其專業領域，可根據其專業判斷將資金直接投資於該公司，但對大部分退休基金經理人(pension fund manager)而言，他們既無時間也無專業能力評估該公司是否值得評估，故透過合夥型態間接投資，在合夥型態中退休基金經理人責任是有限的。

合夥型態中有一人為投資該產業之專家，扮演著 General Partner 的角色，該合夥結構可略述如下：

- 允許所有參與者共享成功創投之甜美果實。
- 允許投資者享有超過其股份之利益，並藉著投資者加入，多角化經營降低風險。
- 除了 General Partner 外，所有投資者其責任是有限的。
- 依 General Partner 之投資表現提供其超額報酬。
- General Partner 可獨自下投資決策。
- General Partner 有權聘請專業助手幫助其下判斷。

在合夥體制下，雖然退休基金經理人其責任是有限，但實際上一些司法判例卻非如此，一旦法官認定退休基金經理人介入合夥型態之日常運作機制，則退休基金經理人仍必須負起法律上之責任。故退休基金經理人欲介入該項合夥時必須審慎研判各國行情及各國之法律規範。由於此種投資必須要有段期間才能呈現績效，故一般而言，此種合夥期間長達十年。

3-3 私有股權的發展

目前私有股權投資以美國最為盛行，同時也提供較其他地區更高之收益率及較低之風險，流動性也遠較其他地區為佳。歐洲地區私人企業原先籌資管道以發行公司債為主，但導入私有股權投資後，私有股權投資的比重大大提高，並且朝向兩個趨勢走：

- 資金來源國際化:來自全球之資金紛紛投入私有股權投資。
- 投入私有股權投資之基金，數目及規模越來越大。

歐洲地區尤以英國進步最為神速，英國私有股權投資占整體歐洲私有股權投資達半數以上，他允許投資於私有股權之創投基金，可在倫敦證交所掛牌，大大提高其流動性。在英國因私有股權投資之資金投入而轉虧為盈的例子比比皆是，如 Merseyside Transport' s 它提供利物普地區大眾捷運系統，在 1992 年幾乎破產，但引進創投資金後，一連串公司重整及組織改造，1994 年轉虧為盈，現今已成為英國私人擁有最大之捷運系統。

亞洲地區是私有股權投資較為落後之地區，目前僅日本及新加坡有少量之私有股權投資。

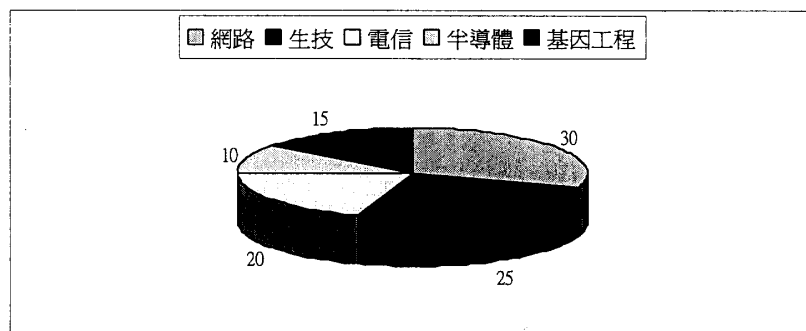
近年來創投基金發展迅速主要可歸諸於下列因素：

- 東歐共產體制瓦解轉向資本主義市場，造就一些中小企業蓬勃發展，同時現有之國營企業，為提高競爭力需要外在資金大量挹注。
- 科技的發達造成資訊傳播更加迅速，跨國性資金更易進入。
- 產業革命持續進行如網路通訊、生技、基因工程等，創投業看見無限之商機。

據 AIMA (Alternative Investment Management Association)調

查，在 1997 年有近一兆美元資金投資於 Alternative Investment，並且每年以 15-20% 成長，而私有股權投資又是 Alternative Investment 重要之一環，故一旦區域經濟如印度大陸經濟成長加速，私有股權投資仍將有極大之空間。

目前私有股權投入個別產業之比例



3-4 私有股權的投資報酬與風險

當投資者定期定額投資於創投基金，基金經理人將投資於特定之公司，一旦此公司成功，基金經理人可選擇將此投資收益分配與投資人或選擇再投資。由於此類創投基金皆有其投資之固定年限，型態上可視為債券投資，若投資期間收益不分配，則其型態類似零息債券，若期間投資收益分配與投資人，則可視為投資付息債券。

由於投資私有股權具有較高之風險，同時流動性又較差，故投資人會要求較高之報酬率，我們如何衡量投資報酬率？又如何衡量

其風險？投資報酬率部分通常是以現金流量來衡量，一般廣為採用的是內部報酬率。風險部分則首先必須確認風險為何？再依下述步驟規避風險：

- 考慮產業面之風險
- 流動性風險
- 利用(DV01, Duration, Convexity)等將風險量化
- 利用適當避險工具，將風險規避

由於私有股權具有高收益及與傳統資產低度關聯之特性，又具有調合投資組合價格波動性之功能，不僅能提高投資組合之收益率，同時可以減低投資組合長期之標準差，故廣為基金經理人喜愛。

四、資產證券化 (Securitization)

近來證券化商品風起雲湧，一般而言只要未來能產生固定現金流量之商品，皆能加以證券化。金融業之金融資產證券化是指銀行所握有之債權資產定期會有一系列之本息流入，以此為擔保發行證券售與投資人，換言之，銀行將一連串之債權加以包裝成利率化，同時易於市場上變賣之商品，在市場上銷售，此即金融資產證券化之精神。

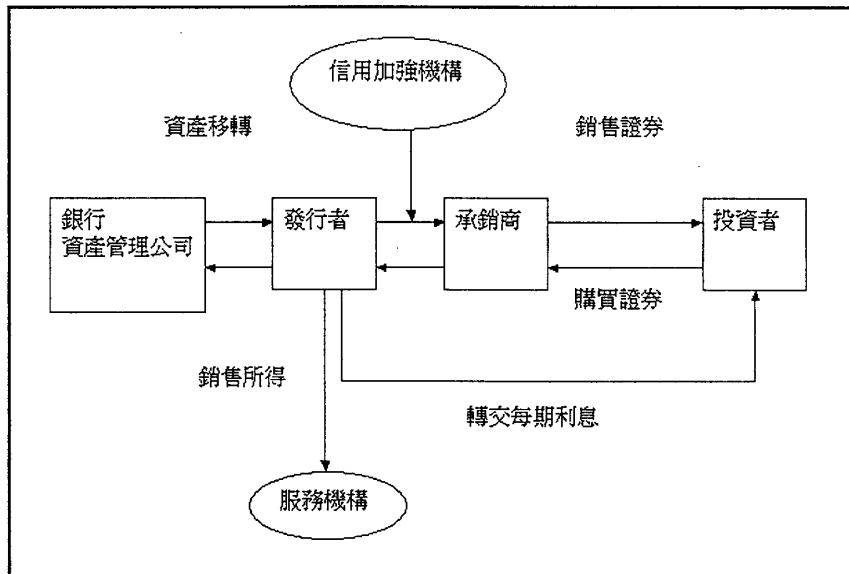
目前市場上常見之證券化商品包含房屋貸款、汽車貸款、信用

卡貸款等，另外不良資產經過特殊包裝與設計亦可以證券化，一般而言只要能產生固定現金流量之商品都可以將其證券化。

在證券化過程中，金融機構必須將未來之現金流量，依類別、貸款期限及風險程度、利率等分類同時為了增加投資誘因及降低違約風險通常都會有信用加強機制如銀行保證或物權擔保等。一般而言證券化機制，由下列五組人所構成：

- 為銀行或資產管理公司將其所握有債券予以篩選，同時分類組合成證券化之債權，並作為證券之擔保品。
- 發行者：將銀行或資產管理公司之證券化之債權賣出。
- 信用增強機制：用以增加信用評等，同時加強投資人持有之信心。
如美國之 GNMA，是由美國政府所保證之不動產抵押債權擔保證券。
- 承銷商：負責將此產品出售予投資者。
- 服務機構：負責收取債權群組本金利息及其他收益，將其轉交給發行者，統籌支付證券之本金及利息，若債權群組中發生違約亦由其負責處理抵押品拍賣事宜。

其架構列述如下：



金融資產證券化對銀行之好處可以下列兩方面來說：

- 銀行可藉由金融資產證券化，將中長期貸款加以包裝賣出，以換取資金，增加資金之變現性。
- 將風險性資產變現，增加銀行之資本適足率。

4-1 美國與歐洲之資產證券化

不動產證券化最成功之例為美國，其起因為 30 年代美國面臨經濟大蕭條，在信用風險及流動性風險的考量下，銀行多不願意承做房地產貸款，政府為振興經濟乃以政府為保人，銀行在政府作保後承做意願大增，後來更進一步演變成將此貸款加以分割成證券，轉賣予投資人，現今不動產抵押擔保債權擔保證券市場規模已遠遠超

越美國公債市場，成為最大之證券市場。目前美國聯邦政府轄下共有三個機構承做不動產證券化：

- Government National Mortgage Association (GNMA)
- Federal National Mortgage Association (FNMA)
- Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC)

這些機構藉著購入發行者發行之種種抵押物，將資金源源不斷注入初級市場，並透過資產交換、衍生性產品等，去設計機構投資者所需要之投資期限、風險值等，同時推陳出新設計新商品，如可調整式利率貸款、可轉換及多重家庭連保貸款等。

由於不動產證券化的成功，使得業者再接再厲將證券化推向其他市場，如信用卡、汽車、分期付款貸款等，1987年 the Republic Bank of Delaware 發行首支信用卡抵押證券，短短數年間抵押證券以等比級數成長，同時機構投資者也逐漸將眼光轉向資產證券化之領域，以符合聯邦法律對資本需求管理之需要。同時由於國外機構投資者對以美元計價之負債有強烈之需求，造成證券化商品如雨後春筍般之盛行。歐洲地區繼美國之後成為世界第二大之證券化區域，下表為歐洲地區證券化交易之比重：

國家	比例
英國	59%
法國	22%
瑞典	5%
西班牙	6%
義大利	3%
其他	5%

歐洲國家證券化之所以未能如美國有如此大之規模可歸因於

下列因素：

- 歐洲地區國家眾多法令分歧，有關資產證券化之條令每一個國家解釋不同，同時法令之寬嚴不同，造成資產證券化無法大幅盛行，或許必須等到真正的歐盟成立問題才會迎刃而解。
- 相對而言歐洲地區小國較多，大企業相對較美國少，也較無與美國相同迫切證券化之需要。
- 過去幾年歐洲面臨經濟衰退，尤其以房地產市場最嚴重，導致證券化市場裹足不前，儘管如此歐洲地區走向證券化的腳步近年來仍十分快速。

4-2 亞洲地區證券化商品發展

亞洲地區證券化商品發展頗慢，直至 1997 年新加坡公司 Sino Commercial Properties Funding Ltd，才發行第一支 6 年期 300 萬美元之 MBS，同時也才有一些法令依歸。以下節錄新加坡金融局之法令規範：

- 銀行在承做 MBS 時，無論其扮演買方或賣方角色，必須先經金融局（註：此處為 Monetary Authority of Singapore）核准。
- 銀行必須遵守 Monetary Authority of Singapore 所加諸證券化商品型態及數量之限制。
- 銀行必須揭露在證券化交易所面臨之或有負債。
- 在證券化交易中銀行必須嚴格區分其與發行者之角色。
- 若銀行符合 Monetary Authority of Singapore 所提之一些規定，則可提供服務者及信用加強者之角色。

4-3 資產證券化對財務報表之影響

不動產抵押債權原屬風險性資產，在發行證券後將此債權轉移至信託帳戶，資產負債表上並未呈現，故銀行之風險性資產降低，同時提高金融機構之自有資本比例，提高銀行之 BIS Ratio(資本適足率)，行庫再以發行證券所得之資金重複做此動作，藉以活絡

市場，而專作存款之行庫則在市場上購買此證券，放款銀行與存款行庫專業分工，故世界知名之大銀行其資本適足率之所以遠遠超過台灣，資產證券化其功不可沒。

4-4 證券化商品的投資風險

那麼投資有信用加強之證券化商品是否毫無風險？答案是否定的，就如同銀行的貸款戶，除了每月之利息，按月攤還之本金外，一旦利率下滑貸款戶可從他處借得更便宜之資金，借新還舊的動機即產生，同時投資人將被迫提前收回本金，在利率下降時將面臨再投資風險，利率走高時，若投資人不願持有至到期日，可能面臨本金虧損之處境，這好像買了可贖回債券，因為隨時面臨贖回之壓力，故投資人要求較高之風險溢酬，而貸款戶提前償還之風險如何估計呢？現今皆是以固定提前還款比例來推算，其主要之精神為美國公共證券協會根據房地產貸款戶長年以來隨利率變動而提前還款統計數字來推估，進而模擬未來利率之升降推導出證券化之價格。

4-5 抵押擔保證券(CMO, Collateralized Mortgage Obligations)

為降低貸款戶提前還款之風險並增加投資誘因，發行公司又設計出特殊機制將提前還款之風險轉移，亦即證券投資者可依本身之需求選擇是否承擔提前贖回之風險。目前市場上之抵押擔保證券(CMO: Collateralized Mortgage Obligations)與MBS(Mortgage Backed Securities) 即為市場上流行之商品。

抵押擔保證券(CMO: Collateralized Mortgage Obligations)其基本設計一樣也是將債權群組所產生之現金轉手於投資者，不過把投資者偏好區分為數個額度，依投資者之偏好，選擇其適合之額度並且所有額度之本金總和等於債權群組之本金總和。舉例而言將額度區分為甲、乙、丙三級：

- 甲級承受所有提前還款之本金，並跟據未償還餘額收取利息。
- 乙級即是當甲級被償還完畢後，若再有本金償還，即由乙級開始跟據未償還餘額收取利息。
- 丙級即是當甲、乙兩級皆被償還完閉後，由丙級開始接手，跟據未償還餘額收取利息。

由前處可知甲級承受之風險遠大於乙、丙兩級，故甲級之風險溢酬應大於後兩者。

由於抵押擔保證券(CMO: Collateralized Mortgage Obligations)成功推出，一些大型財務機構更順勢推出新種 CMO 如包含利率上下限機制在內的浮動利率額度、反浮動利率額度等，使得抵押擔保證券更加吸引投資者，而為了去除投資者有被提前贖回風險，更設計了計畫攤提額度(Planned Amortization Class)，其保證當還款速度若落於某區間內，則 PAC 會按約定攤還本金，此種設計之好處在於使的投資者可以預估未來之現金流量，進一步做好現金規劃，然而由於 PAC 仍有一定之額度，一旦額度用罄仍會面臨提前贖回之風險。

資產證券化在台灣仍處於待開發階段，去年台灣工銀成功開發第一支產品後，雖然尚有一些法令模糊地帶尚待釐清，但眾家行庫無不覬覦其所帶來之龐大商機，相信很快台灣資產證券化的時代即將來臨。

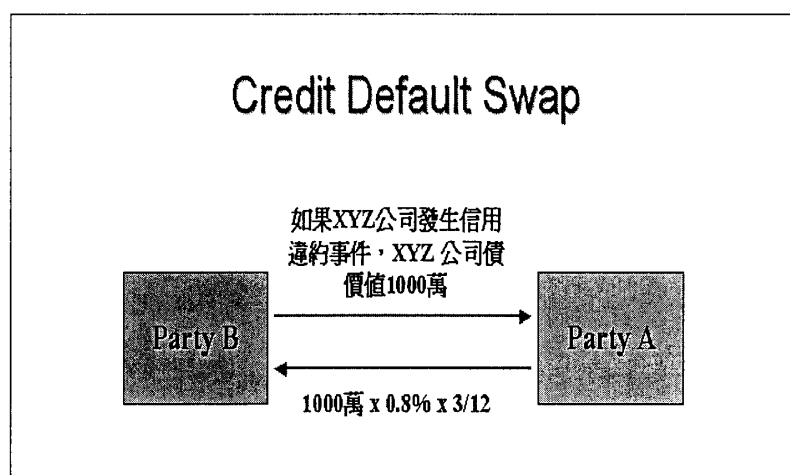
五、信用交換衍生性商品(Credit Swap Derivatives)

信用交換衍生性商品的廣義定義是指一項契約，該契約規範交易的雙方互換未來的現金流量，其中至少有一端的現金流量取決於標的資產的信用或價值變化。一般信用交換衍生性商品有兩種基本型態，信用違約交換(Credit Default Swap)與總報酬交換(Total Return

Swap)。信用交換衍生性商品的定義看來相當的模糊難懂，常常令人一時難以理解其中的意義，最令人容易理解的方式是直接以案例作簡要的說明，下面就分別以簡單的案例說明信用違約交換與總報酬交換兩種信用交換衍生性商品。

5-1 信用違約交換(Credit Default Swap)

釋例：交易雙方 A 與 B 約定在未來三年內，每三個月 A 必須付給 B 以 XYZ 公司債權價值名目本金 1000 萬與年利率 0.8% 計算的款項 ($1000 \text{ 萬} \times 0.8\% \times 3/12 = 2 \text{ 萬}$)；而相對的，若在未來的三年內任何時候信用標的 XYZ 公司發生信用違約事件，B 就必須付起償付 1000 萬向 A 購買 XYZ 公司債權的義務。



由上例中可以看出 B 類似提供對 XYZ 公司債權 1000 萬的保證給 A，

並向 A 索取年利率 0.8%的保證費用；因此，在信用違約交換中常常稱提供保證的一方（釋例中的 B）為信用保障的賣方（Protection Seller），而付出費用的一方（釋例中的 A）為信用保障的買方（Protection Buyer）。

在信用違約交換中，信用保障的賣方（上例的 B）承擔的風險為信用標的（上例的 XYZ 公司）的信用風險，而信用保障的買方（上例的 A）承擔的風險為信用保障的賣方（上例的 B）在信用標的（上例的 XYZ 公司）發生信用事件時無法履約的風險。因此，一筆信用違約交換的成立必須信用保障的買方（上例的 A）接受信用保障的賣方（上例的 B）的信用，且雙方對信用標的的信用程度有不一樣的解讀或需求。

例如信用保障的賣方（上例的 B）認為信用標的（上例的 XYZ 公司）的信用安全無虞，而信用保障的買方（上例的 A）卻有不同的見解時，雙方即可商議信用違約交換交易，信用保障的買方（上例的 A）獲得保障，信用保障的賣方（上例的 B）獲得收益。

又例如信用保障的賣方（上例的 B）認為信用標的（上例的 XYZ 公司）的信用安全無虞，但對其無任何的信用曝險或對其信用曝險額未達上限，而信用保障的買方（上例的 A）雖認同信用標的（上例的 XYZ 公司）的

信用安全無虞，但對其信用曝險額已超過上限時，雙方即可透過信用違約交換交易達到雙方對信用標的(上例的 XYZ 公司)滿意的信用曝險額。

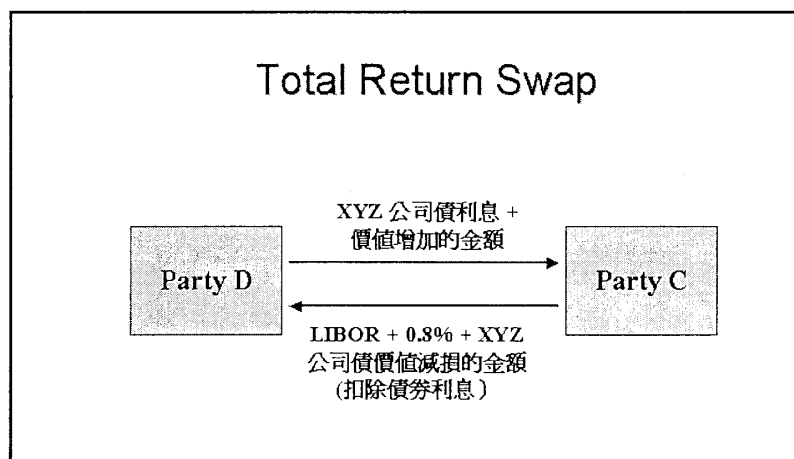
信用違約交換特殊之處在於交易雙方僅就信用風險產生的價值變化進行交換，無須將債券或債權本身交換。對銀行而言，可透過信用違約交換僅將資產負債表上的放款債權或投資債券的信用風險轉嫁由交換的交易對手承擔，通常交易對手的信用程度優於標的債務人或債券發行人的信用程度，因此銀行可以降低其資產負債表上的信用風險；且該標的債權或債券並不需要自銀行的帳上移轉給交易對手，自然不會減少銀行的放款或投資的資產規模；同時，銀行不需要實際轉讓客戶放款債權，就能達到降低信用風險的效果。另外，透過信用違約交換，因為不需要實際轉讓客戶放款債權，銀行不需要通知客戶，也就不會導致傷害銀行與客戶間的關係。

5-2 總報酬交換(Total Return Swap)

釋例：交易雙方 C 與 D 約定在未來三年內，每三個月 C 必須付給 D 以 XYZ 公司債的價值名目本金 1000 萬與 LIBOR 加上 0.8% 年利率計算的款項(假設 LIBOR = 2%, $1000 \text{ 萬} \times (2.0\% + 0.8\%) \times 3/12 = 7 \text{ 萬}$)；而相對的，在未來的三年內，每三個月若信用標的 XYZ 公司債的

價值增加，D 必須付給 C 信用標的 XYZ 公司債的價值增加金額(包含該債券的利息)，若信用標的 XYZ 公司債的價值減損，D 可向 C 收取信用標的 XYZ 公司債的價值減損金額(超出該債券的利息的價值減損部分)，且任何時候信用標的 XYZ 公司發生信用違約事件，C 就必須付起償付 D 所有 XYZ 公司債的價值減損金額。

由上例中可以看出總報酬交換是在複製 XYZ 公司債的經濟價值變化，C 承擔 XYZ 公司債券的所有風險，包括 XYZ 公司的信用風險與 XYZ 公司債券的價值變化風險，D 則將 XYZ 公司債的風險完全轉嫁予 C，因此 B 被稱為總報酬賣方 (Total Return Seller or Payer)。整筆交易類似 C 向 D 借入資金 1000 萬，並向 D 買入 XYZ 公司債，因此 C 被稱為總報酬買方 (Total Return Buyer or Receiver)。



在總報酬交換中，總報酬買方(上例的 C)承擔的風險為信用標的(上例的 XYZ 公司)的信用風險與市價風險，而總報酬賣方(上例的 D)承擔的風險為總報酬買方(上例的 C)在信用標的(上例的 XYZ 公司)發生信用事件時無法履約的風險。因此，一筆總報酬交換的成立必須總報酬賣方(上例的 D)接受總報酬買方(上例的 C)的信用，且雙方對信用標的是否會發生信用事件及信用程度的穩定性有不一樣的解讀或需求。

例如總報酬買方(上例的 C)認為信用標的(上例的 XYZ 公司)的信用安全無虞，既不會有信用事件發生，也不會有信用程度貶落的情形，而總報酬賣方(上例的 D)卻有不同的見解時，雙方即可商議總報酬交換交易，總報酬賣方(上例的 D)獲得保障，總報酬買方(上例的 C)獲得收益。(此例假設市場利率不變，標的債權與債券的市價變化純粹來自信用程度的改變)

又例如總報酬買方(上例的 C)認為信用標的(上例的 XYZ 公司)的信用安全無虞，既不會有信用事件發生，也不會有信用程度貶落的情形，但對其無任何的信用曝險或對其信用曝險額未達上限，而總報酬賣方(上例的 D)雖認同信用標的(上例的 XYZ 公司)的信用安全無虞，但對其信用曝險額已超過上限時，或認為信用標的(上例的 XYZ 公司)

會有信用程度貶落的可能，雙方即可透過信用違約交換交易達到雙方對信用標的(上例的 XYZ 公司)滿意的信用曝險額。

總報酬交換也被稱為總報酬率交換(Total Rate of Return Swaps)，其特殊之處在於交易雙方僅就價值變化與利息之間進行交換，無須將債券或債權本身交換。對銀行而言，可透過總報酬交換將資產負債表上的放款債權或投資債券的信用風險與市價風險完全轉嫁由交換的交易對手承擔，通常交易對手的信用程度優於標的債務人或債券發行人的信用程度，因此銀行可以降低其資產負債表上的信用風險與市價風險；且該標的債權或債券並不需要自銀行的帳上移轉給交易對手，自然不會減少銀行的放款或投資的資產規模；同時，銀行不需要實際轉讓客戶放款債權，就能達到降低信用與市價風險的效果。另外，透過總報酬交換，因為不需要實際轉讓客戶放款債權，銀行不需要通知客戶，也就不會導致傷害銀行與客戶間的關係。

5-3 信用事件與交換標的

經由上述兩個例子的解釋，不難發現信用交換衍生性商品的交易重點在於信用交換的標的與信用事件的認定，許多的爭議與法律訴訟也都起因於此。例如何種事件可以稱為信用事件，而在發生認定的信用事件後，何種債權與債券可以是交換的標的。理論上，不論信用違

約交換或是總報酬交換，信用事件的認定可以由交易雙方合意即可，而交換的信用標的可以是銀行債權、公司債、交易的應收帳款等，幾乎涵蓋到信用的債權或債券都可以列為交換的信用標的，但為了發展信用交換衍生商品市場，市場上的慣例均採用 ISDA 的建議標準，再加上交易雙方的合意條件為交易的契約規範。

5-4 信用交換衍生性商品與另類投資

信用交換衍生性商品除讓銀行作為資產負債表上管理信用風險的工具之用外，也讓許多的對沖基金用來作為投資操作工具，因此也成為財富管理中另類投資的一項工具。

例如，某公司因為經營一時困難，市場謠傳財務危機，但財務危機證券投資策略對沖基金經理人認為該公司經營應有轉機，且認為市場一時反應過度，此時財務危機證券投資策略對沖基金經理人便可以利用總報酬交換交易獲取該公司信用風險溢酬與信用價值的增值。

又例如，某公司因為市場謠傳併購可能，此時事件導向策略對沖基金經理人認為該併購可能性極高，且併購後會對該公司信用評等有所提升，便可以利用總報酬交換交易獲取該公司信用風險溢酬與信用價值的增值。

信用交換衍生性商品除讓對沖基金用來作為投資操作工具之外，也讓許多的銀行與資產管理公司用來組裝許多的信用連結商品以提供一般投資人另一種投資的選擇。

例如，信用連結債券(Credit Linked Notes)就是一種結合債券與信用違約交換的信用連結商品，其主要精神為信用連結債券發行人為信用違約交換的信用保障買方，必需支付信用風險溢酬，信用連結債券投資人實際上為信用違約交換的信用保障賣方可以收取信用風險溢酬，同時又可以收到債券的利息，兩者合計便成為信用連結債券的票面利息，而此利息因為多了信用風險溢酬，自然要比一般的債券利息高。以風險面來看，信用連結債券投資人實際上除承擔信用違約交換的信用標的的信用風險外，也同時承擔了信用連結債券發行人的信用風險，因為信用連結債券發行人如果在債券到期前或於到期時倒閉，投資人仍有本金損失的風險。

六、對沖基金(Hedge Funds)

在法律上，對沖基金一詞並無確切的定義；而實務上，市場對於對沖基金的解讀也是非常模糊的。多數的對沖基金所採用的投資策略並非避險策略，反而是著重在套利與投機的投資策略，因此其英文名

稱中 Hedge 一詞常有誤導之嫌，故在中文翻譯上特採用對沖一詞取代避險一詞，以免混淆。如果我們想歸納多數市場上所稱對沖基金的特性，以找出一個輪廓來界定對沖基金，下列的特色可以供作參考：

- 採用非一般傳統的投資工具
- 採用非一般傳統的投資策略
- 採用財務槓桿倍數投資操作
- 採用操作績效分紅制度
- 對沖基金的投資進出流動性低

結合上述的特色，我們可以嘗試將對沖基金定義為：採用非一般傳統的投資工具與策略，利用財務槓桿倍數投資操作，以獲取優於一般投資的報酬為目標，由少數人投資組成的共同資金組合，沒有一定的標準格式契約，投資進出流動性低。

例如在 1949 年由 Alfred Winslow Jones 所成立的一個投資策略組合就具備了對沖基金的特色，該策略組合的目標以承擔有限的風險，擴大投資收益為主，所採用的投資策略為精確選擇股價偏低的個股，多頭投資於該個股，加上利用財務槓桿擴大投資該個股，並利用放空該個股某一定的成數以鎖住所有投資的下檔風險。比方說 Alfred Winslow Jones 有 1000 元的投資基金，並借入 100 元，將這 1,100 元

投資於選定的股價偏低的個股，另擇機放空該個股 400 元。如此一來，Alfred Winslow Jones 受到該股股價下跌的風險影響僅有 700 元（多頭部位 1,100 元 - 空頭部位 400 元），佔原始投資基金的 70%（700 元 / 1,000 元）。

上例簡單的對沖基金模式展現採用非一般傳統的放空與借貸兩種投資技巧增加投資的金額並控制風險的概念。而此簡單的概念要能夠成功取決於數種因素，例如要能精確選擇出股價確實偏低的個股，要能於正確的時機放空足以保護投資風險的成數，要能控制借貸的槓桿倍數不至於超過負擔等等因素。

現代的對沖基金隨著金融市場的創新所採用的非一般傳統的投資工具、投資策略與財務槓桿操作已非 1949 年 Alfred Winslow Jones 所能想像，更多的投資商品、更多的衍生性商品與更多的借貸管道都使得現代的對沖基金能採取千變萬化的策略以追求更高的報酬。

然而，隨著多樣化的對沖基金策略而衍生的是更多的風險控制因子，這也更增加投資人的專業要求，因此；歐美地區立基於專業與高淨值的投資人應有足夠的知識來了解對沖基金與足夠的財富來吸收高風險，都有限制對沖基金可銷售的對象，像是專業的投資人或高資產

淨值的投資人等規定。

另外，有些對沖基金為了規避以往基金經理人的操作流弊，也都設有 High-Water Mark 條款，該條款主要精神在於規定基金經理人必須在操作績效突破以往的最高點時才可以享受操作績效分紅，如此一來；每次的操作績效新高就如同新的高水位留下一條績效分紅的防線，鼓勵經理人再接再厲，也限制經理人在投資人淨值減損之際依然仍夠分紅。

6-1 傳統投資管理與對沖基金之比較

若將對沖基金與一般傳統的投資管理比較，可以大致歸納出下列的差異點：

傳統投資管理	對沖基金
操越大盤的報酬目標	獲取絕對的報酬不受市場狀況影響
大盤決定績效成分高	經理人的策略專業決定績效成分高
投資於股票或債券	操作工具幾乎沒有限制
依據大盤行情作投資	依據策略機會作投資
通常維持高持股比例	沒有投資下文的限制
以管理資產規模作為收費基準	除管理費外，尚有績效分紅
可以為客戶量身訂做投資策略	以基金經理人的策略為主
小組投資決策	明星基金經理人決策
客戶選擇投資管理類型	客戶選擇投資策略
明確的投資流程	很難有明確的投資流程說明
投資管理類型決定投資績效	基金經理人策略決定投資績效
投資績效與市場大盤關連性高	投資績效與市場大盤關連性低

分散式投資	投資集中程度高
進出較容易	進出不易
依賴大眾傳播行銷	依賴小眾傳播行銷

6-2 對沖基金的型態

依據 MAR/Hedge database of Managed Account Reports 的分類，

對沖基金可以分為下列幾種型態：

- Event-Driven Funds
- Global Funds
- Global Macro Funds
- Long-Only Leveraged Funds
- Market Neutral Funds
- Sector Funds
- Short-Seller Funds
- Fund of Funds

6-3 對沖基金策略

一般而言，對沖基金所採用的策略大致上可以分為四大類：

- 全球總體策略 Global Macro Strategy
- 事件導向策略 Event-Driven Strategy

- 轉換債券套利策略 Convertible Arbitrage Strategy
- 多頭與空頭平衡策略 Balanced Long/Short Strategy

其中，事件導向策略可以再區分為：

- 併購套利策略 Merger Arbitrage Strategy
- 財務危機證券投資策略 Distressed Securities Investing Strategy

6-4 全球總體策略 Global Macro Strategy

猶如其名所示，全球總體策略將焦點放在全球的任一可以投資的市場，舉凡股票、債券、貨幣、房地產、原物料等可投資的項目，皆為此策略搜尋的目標。此投資策略在眾多的投資市場中尋找市場價格與投資標的本身價值的失衡關係，以便從此失衡關係中獲取利益。

通常，採取全球總體策略的對沖基金會用全球總體經濟的概念，利用由上至下的分析模式來預測全球、地區或單一國家經濟的趨勢與事件，並預測未來可能的發展將如何的影響市場可投資標的的價格走勢，以擬定投資策略。

多數媒體報導的對沖基金都屬於此類的投資策略，其操作技巧為

持有大量的非避險部位集中於某些少數的投資標的，同時；可以藉由多頭與空頭部位及期貨、選擇權等衍生性商品以倍數擴大投資的總部位，相對的；此操作技巧也為此策略帶來極高的風險。

6-5 事件導向策略 Event-Driven Strategy

該策略將投資的焦點放在尋找因為特殊事件或市場狀況所產生的投資機會，而非跟隨主要的經濟發展趨勢。所謂的特殊事件包括合併、收購、破產、分割、重整、訴訟等等。此類的特殊事件之所以能產生投資機會在於特殊事件對於個股的未來價格影響的不確定性，如果該特殊事件有一個確定的結果，例如：完成收購、被併購、獲得勝訴，該個股公司的股價就有可能大幅上升或下降。不像其他傳統追求公司未來發展價值的基金，事件導向策略對沖基金並不在意公司未來發展價值，而是看中特殊事件對該公司的股價影響。

事件導向策略對沖基金經理人主要職責在搜尋市場中有哪些特殊事件會產生可投資的機會。要是事件導向策略對沖基金經理人能夠正確預測特殊事件的結局，將可以從投資中獲取可觀的利潤。

因此，事件導向策略對沖基金經理人正確判斷特殊事件影響結局的能力與從特殊事件投資機會中操作獲利的能力將攸關事件導向策略

對沖基金的績效表現。

市場上對投資於可能會有合併、收購、與財務槓桿收購事件的公司股票的事件導向策略也稱為併購套利策略(Merger Arbitrage Strategy)。通常，傳言或公開宣佈某公司將被併購，該公司股票都會上揚，唯獨正式的併購價格與何時併購及是否真的會併購一切都是未知數，併購套利策略對沖基金的專業在於準確判斷這一切未知數，並投資獲利。

另外，市場上對投資於財務危機公司股票或債券等有價證券的策略稱為財務危機證券投資策略(Distressed Securities Investing Strategy)。此類策略通常投資於預期會起死回生的財務危機公司、擁有被低估的清算價值資產的財務危機公司；或放空極可能有財務危機的公司。

6-6 轉換權套利策略 Convertible Arbitrage Strategy

轉換權套利策略嘗試從轉換權價格的失衡關係中獲取報酬，附有轉換權的有價證券包括：可轉換債券、認購權證及附有轉換權的特別股。轉換權套利策略對沖基金經理人藉由買賣上述附有轉換權的有價證券，並採取避險操作，以獲取投資報酬。

轉換權套利策略可能會連帶產生的風險包括：

- 轉換標的股的股價改變
- 轉換標的股的股價波動率改變
- 市場利率的改變
- 附有轉換權的有價證券發行人信用水準改變

舉例而言，可轉換公司債兼具有債券與股票的特質，在股價低檔且不具轉換價值時，可轉換公司債呈現如同債券的特色，在股價高檔且具轉換價值時，可轉換公司債呈現如同股票的特色。轉換權套利策略對沖基金經理人可藉由買入可轉換公司債，同時；放空轉換標的股規避風險，以賺取可轉換公司債的利息及放空價位與轉換價位的價差。

6-7 多空平衡策略 Balanced Long/Short Strategy

多空平衡策略也以再細分股市中立策略(Equity Market Neutral Strategy)與股價相對價值策略(Equity Relative Value Strategy)，基本上，此類策略的基金經理人企圖建立一個不受到市場波動影響的投資組合，來獲取相對於某一指標來得穩定的投資收益。

舉例而言，多空平衡策略基金經理人可以組合一個完全平衡的多

空投資組合，投資股價低估的個股，放空相同金額的股價高估個股，如此一來；當股價低估個股上漲，多頭部位獲利；當股價高估個股下跌，空頭部位獲利。

此策略的風險在於股價低估個股與股價高估個股的未來股價變動的方向與相關性，如果兩者的股價變化正相關，也就是說有齊漲齊跌的關連，則投資組合的損益波動較小，將視兩者的變動幅度而定，例如：多頭持股上漲空頭持股也上漲，多頭持股下跌空頭持股也下跌，投資損益端視多頭與空頭的變度幅度而定。如果兩者的股價變化負相關，也就是說有一漲一跌的關連，則投資組合的損益波動較大，除了兩者的變動幅度外，兩者的股價變動方向也攸關投資組合的損益，例如：多頭持股上漲空頭持股下跌，收益快速擴大；多頭持股下跌空頭持股上漲，收益快速縮小。如果兩者的股價變化無相關，也就是說無漲跌的關連性或關連性甚低，此時投資損益完全由兩者股價變動的方向決定。除此之外，此類對沖基金的操作特色為進出必須迅速而且頻繁，因此；操作的交易成本比較高，這對投資人來說也是一項投資的負擔。

如此看來，多空平衡策略對沖基金經理人的選股能力決定了投資組合的損益，這也是多空平衡策略對沖基金標榜的價值所在。以一個

排除市場大盤影響，追求穩定收益的多空平衡策略對沖基金來看，就好比提供投資人一個無風險報酬的國庫券投資一般，因此；分析家常將無風險的國庫券利率視為多空平衡策略對沖基金的最低報酬標準，而將多空平衡策略對沖基金超過無風險的國庫券利率的報酬視為基金經理人的能力表現。

肆、參加心得及建議

此次新加坡之行，除了課程內容非常充實，參觀及拜會行程亦非常緊湊，職深深感觸新加坡這個國家雖小，面積只有約台北市大，但其為全世界金融產業提供了相當良好的環境，使其成為亞洲金融中心，相對也提高了其國家地位的重要性，其經驗頗值得我國政府借鏡。

當然，任何計畫及政策的執行成功與否，人力素質是關鍵因素，值此本公司擴大國外投資規模之際，負責國外投資業務人員專業知識的培養是當務之急，因為國際金融市場情勢瞬息萬變，產品也不斷推陳出新，尤其是衍生性金融商品的創造，不但符合了買賣雙方的需求，也為仲介者創造了為數可觀的利益，可謂三贏的市場。

從事國外投資須掌握整體世界經濟情勢變化—通貨膨脹或通貨緊縮，除了面臨利率及匯率變動的雙重風險外，還有國家風險、法律風險、倒帳風險、操作風險（OPERATION RISK）等等須留意，因此風險的控管也非常重要。

以下對提高國外投資效能有幾點建議：

1. 成立海外投資研究部門。
2. 建構風險管理系統軟體及硬體。
3. 增加同仁赴國外考察及進修的機會，以吸取國外經驗。