

出國報告（出國類別：其他）

## 參加摩根資產管理公司另類投資 研習參訪報告

服務機關：臺灣銀行 信託部

姓名職稱：何美蕙 副經理

派赴國家：美國

出國期間：104年10月3日至10月14日

報告日期：104年12月21日

## 摘 要

近年來，全球金融市場動盪，黑天鵝事件頻傳，加以全球各主要央行持續寬鬆貨幣政策，面對瞬息萬變及低利率的金融環境，傳統投資已經無法滿足人們對投資方式低風險、高收益的要求，此外，隨著經濟全球化程度的加深，傳統投資市場的相關度亦愈來愈高，經常是齊漲齊跌，較難利用不同區域市場的資產配置來降低投資風險。而由於“另類投資”（Alternative Investments）的投資範圍主要包括私募股權（Private Equity）、基礎設施（Infrastructure）、避險基金（Hedge Funds）、房地產（Real estate）及私募債權（Private credit）等，其具有以下之特性 1.與風險性資產市場的低度相關連動性；2.穩定且較高的風險調整後報酬；3.部分另類投資與通膨的連動性高（如不動產與基礎建設），因有別於傳統的另類思考，往往能帶來不同的獲利模式與機會。

由於另類投資與傳統投資商品相關性相對較低，且部分具有抗跌、抗通膨的特性，已成為全球機構法人關注的焦點與資產配置的新寵，在資產配置中適度納入另類投資，不僅可有效分散整體投資組合風險，且能增加長期運用收益。惟配置另類投資通常需要較長的投資期限，且其流動性較差、較不易評價、亦較不易取得適當指標，雖該領域有很大的投資機會，但在風險和回報上包含了更複雜的因素，所面對的風險亦更加多樣化，需有完善的投資風險評估框架，注意其運作模式及風險，並審慎評估控管相關投資風險，方能充分享受另類投資帶來的回報與價值。

## 目 次

	頁次
壹、前言	3
貳、研習內容紀要	
一、另類投資	4
二、私募股權投資	8
三、基礎建設投資	16
四、避險基金投資	24
五、私募債權投資	30
參、心得與建議	35

## 壹、前言

摩根資產管理公司(J.P. Morgan Asset Management, JPMAM)隸屬於摩根大通集團(JPMorgan Chase & Co, JPMC)，為全球歷史最悠久的金融服務公司之一，JPMC 為一家上市企業，截至 2015 年 6 月底止，市值規模達 2,510 億美元，管理資產規模達 1.78 兆美元。該公司營運區域涵蓋美洲、新興歐非中東與亞太區，全球超過 30 個國家設有辦公地點，員工人數達 2 萬多人，經由在地化的全球整合，觸角擴及所有主要經濟區域。

本次摩根資產管理公司於美國紐約所舉辦之另類投資研習參訪行程，主要內容涵蓋私募股權(Private Equity)、基礎建設 (Infrastructure)、避險基金 (Hedge Funds)、房地產 (Real estate) 及私募債權 (Private credit) 等另類投資研習，其中包含基礎建設的兩天基金年會，以及不動產大樓實地訪查行程，除與不同的另類投資操作團隊認識與交流外，並有機會與國際大型機構法人交換意見。由於另類資產的投資內容相對複雜，藉由此次研習活動，有助於瞭解各類型另類資產之投資策略及風險特性，以及投資機會，實屬非常難得的寶貴經驗，對於本行政府基金未來在另類投資操作上助益良多。

## 貳、研習內容紀要

本次研習活動，主要內容涵蓋私募股權(Private Equity)、基礎建設 (Infrastructure)、避險基金 (Hedge Funds)、房地產 (Real estate) 及私募債權 (Private credit) 等另類投資研習課程，以及美國不動產大樓實地訪查行程等。本篇報告首先就目前另類投資現況作一簡要說明，藉以瞭解市場狀況與投資機會，其次就其主要內容依序介紹說明，分別為私募股權投資、基礎建設投資、避險基金投資及私募債權投資，以及摩根資產管理公司所管理各類別另類投資基金之投資哲學與運作方式。

### 一、另類投資

#### (一) 另類投資概述

所謂另類投資，係指傳統的股票、債券和現金之外的金融和實物資產，意即在股票、債券及期貨等公開交易平臺之外的投資方式，主要包括房地產、基礎設施、避險基金、私募股權、風險投資、證券化資產(包括金融衍生品)、大宗商品等，其中證券化資產包括了次級房貸為基礎的債券，以及該等債券衍生金融產品，此外，藝術品、葡萄酒、甚至鐘錶等也是另類投資的領域。在交易策略上，傳統投資主要是以定存(貨幣市場)、債券以及股票為主要工具的投資，投資策略以買進或減碼交易為主，而非以「賣空」方式進行交易。而另類投資領域非常寬泛，並不局限於買進持有的策略(亦即財務學所稱之  $\beta$  策略)，亦可大量採用買進及賣空策略，藉由規避市場下跌風險而得到絕對報酬，亦即財務學所稱之  $\alpha$  策略。所以，另類投資亦有人稱為「絕對報酬」投資或「 $\alpha$ 」投資。

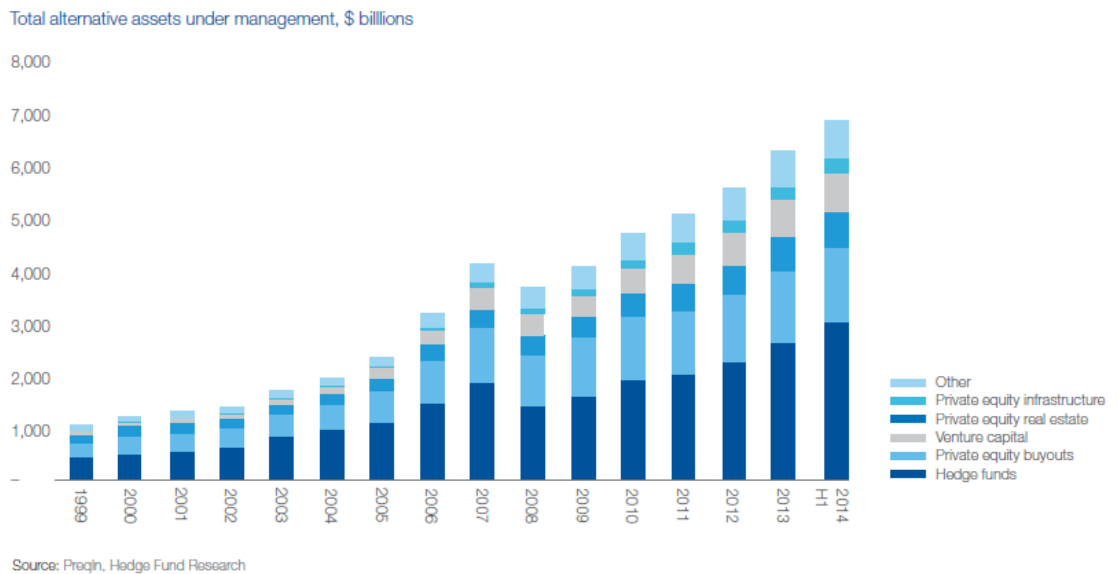
#### (二) 市場概況與規模

過去 15 年間，全球歷經了 2000 年的網路泡沫及 2008 年金融海嘯，金融市場動盪加劇，在各主要央行持續進行量化寬鬆政策下，利率持續在低檔盤旋，致使債券收益持續低迷，傳統投資的收益不斷下滑，而由於另類投資因

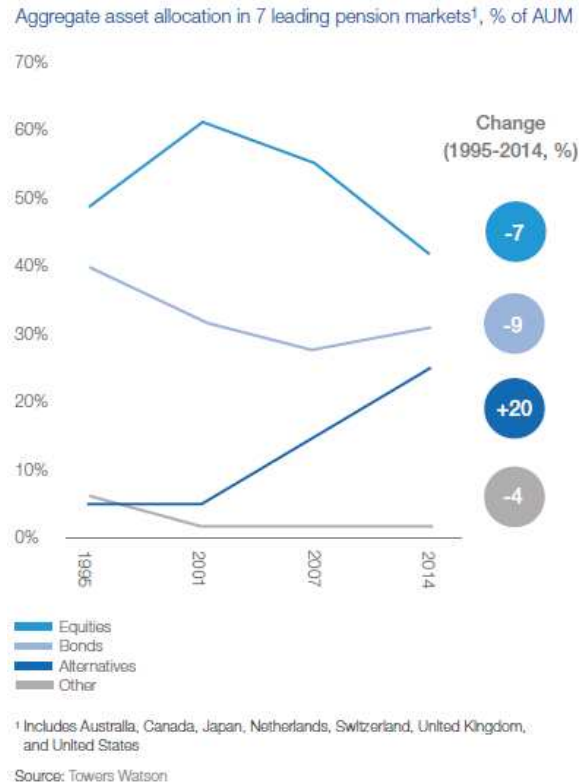
與傳統投資的相關性較低，可改善資產配置結構，有效降低系統性風險，遂逐漸受到機構法人的青睞，成為全球投資領域中增長最快的部分（如圖一所示）。此外，另類投資的興起，肇因於全球氾濫的流動性，過多的資金追逐有限的資產，將債市、股市的估值拉高，使得公共交易平臺上的便宜貨越來越難發現，於是資金尋求另類的投資機會。

在當前經濟環境下，全球機構法人越來越關注另類投資項目，並將資金投入能獲得收益較高的項目上，尤其是當前利率已跌至或接近歷史最低點時更是如此。根據資料顯示，近年來各主要退休基金，包括澳大利亞、加拿大、日本、荷蘭、瑞士、英國及美國等七家退休基金，其另類投資的規模增加快速（如圖二所示）。

圖一：另類投資規模逐年上升



圖二：主要退休基金資產配置變化

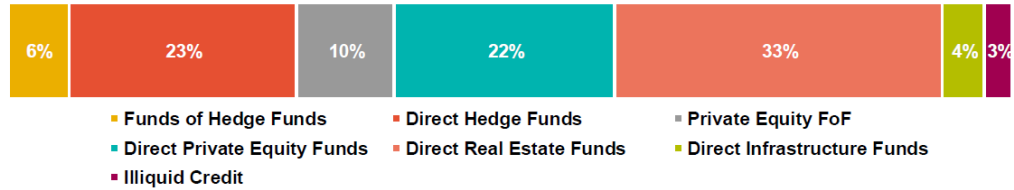


此外，根據 2015 年韜睿惠悅(Towers Watson)和金融時報(Financial Times)聯合研究之「全球另類資產調查」(Global Alternatives Survey)報導，2014 年全球 100 強另類投資管理公司管理的資產總額已經達到了 3.5 兆美元(2013 年為 3.3 兆美元)。「全球另類資產調查」包含九個資產類別和七個投資者類型。報告顯示，在前 100 強另類投資管理公司中，房地產管理公司管理的資產比重最大(超過 1 兆美元，33%)，其次是避險基金(7,910 億美元，23%)，私募股權基金(7,670 億美元，22%)，組合式私募股權基金(PEFoFs)(3,420 億美元，10%)，組合式避險基金(FoHF) (2,140 億美元，6%)，基礎建設基金(4%)和低流動性信貸(2013 年為 5.7 兆美元，3%)；至於整體另類資產類別分佈大致與前 100 名另類資產管理公司比例相當，例外的是房地產下降至總規模的 23%，以及避險基金增至總規模的 27%(如圖四所示)。在機構投資者類型方面，退休基金是另類資產投資最大的投資者資產，在前 100 家另類管理公司資產中佔三分之

一(33%)，其次是財富管理公司(19%)，保險公司(8%)，主權財富基金(5%)，銀行(4%)，組合式基金(3%)，捐贈基金會(2%)(如圖五所示)。

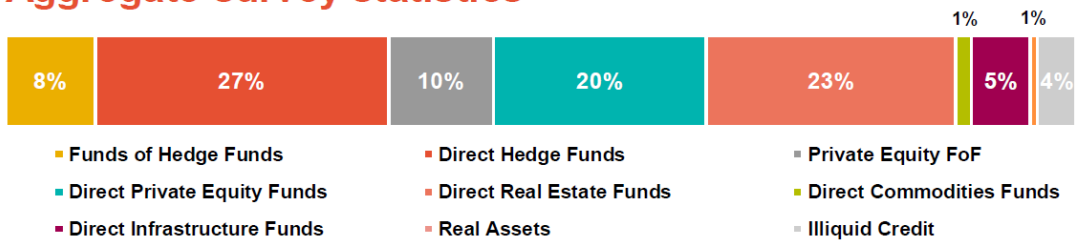
圖三：前 100 強另類投資管理者資產類別比重

### Top 100 Alternative Asset Managers



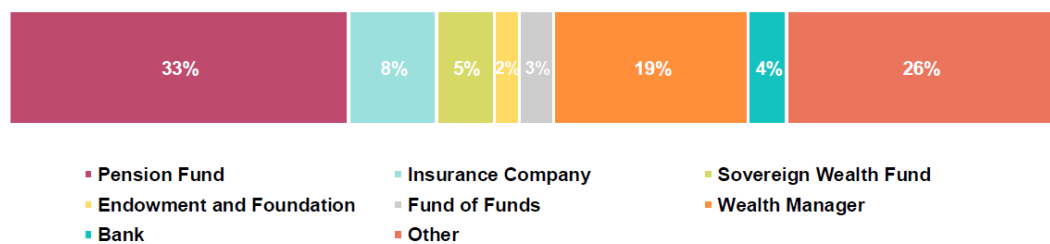
圖四：整體另類投資管理者資產類別比重

### Aggregate survey statistics



圖五：前 100 強另類資產機構投資者類型比重

### Distribution by Investor Type



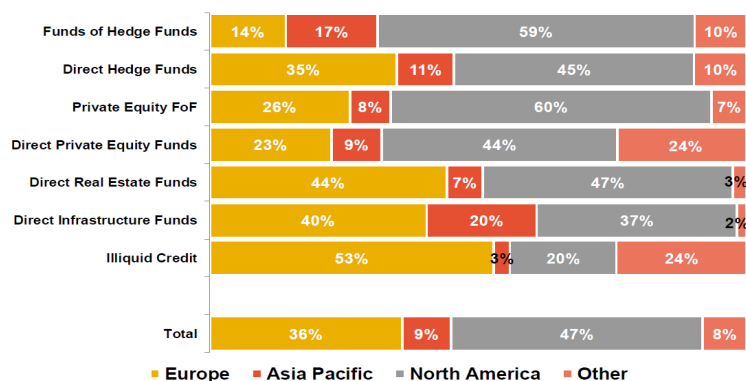
在前 100 名資產管理公司中，北美仍然是另類資產投資的最大區域(47%)，不過，基礎建設基金和低流動性信貸領域中有更多資金流向了歐洲。整體而言，36%的另類資產投向了歐洲，9%投向了亞太地區，8%投向了其他地區(如圖六所示)。



圖六：另類資產類型與投資區域比重

### Distribution by Region and Asset Class

- Asset managers were requested to state where their assets are invested.



## 二、私募股權投資

### (一) 私募股權投資概述

所謂私募股權投資基金係指投資在未上市的股權投資，其中策略型態大致區分為兩類，第一類為創業投資(Venture Capital, VC)又稱風險資本，臺灣俗稱創投基金，係指公司創立初期即參與投資，並於公司獲利顯現時，高價出售持股，獲利了結，該類型的風險較高，投資期間較長，投資的產業主要為小型、創新並具未來發展潛力之事業，尤以科技產業為主，由於該等事業大部分屬開發初期，其投資風險相對較高，惟若未來經營成功，所獲報酬亦相當可觀。一般而言，創投基金投資公司時，不會完全取得其所投資公司的股權，其持股比重多在 50%以下，投資人要求的隱含報酬率約 20~25%。第二類為企業金融 (Corporate Finance) 如購併與擴展期的未上市公司股權投資，通常該投資是對於短中期有戰略性目的而投資人提供企業進行購併或擴張，投資期相較創投基金短，投資的產業種類多在傳統產業已發展成熟，但卻未善加利用資本的力量進行改造，重組，擴張等，一般而言，投資人要求的隱含報酬率約 15~20%。

私募股權投資通常以基金方式，作為資金的匯聚，該基金通常是封閉型 (closed end) 而有一個基金目標終止日，終止日前無法增加新進投資人，現存

投資人享有投資標的處分後的獲利本利和分派 (distribution) 或損失(write off)。私募股權基金雖與共同基金一樣稱基金，但性質上卻有極大的差別，例如流動性低，一般而言，該基金存續期間可長達十到十二年，此外投資有贖回限制，除非基金存續期間屆滿或特定條件成就，否則投資人不得要求提前贖回，以及報酬率易變性高等。私募股權基金基本上屬於長期的投資，流動性並非其選股的主要考量，許多基金閉鎖期經常達 2~3 年以上。另，從風險報酬的角度來看，私募股權基金屬於高風險高報酬的產品，投資人需承擔投資失敗、流動性與資訊不透明的風險，不過若以 10 年投資期來看，歷史顯示私募股權基金平均可獲得 3~5 倍以上的高報酬。目前私募股權投資基金係由專業的基金管理公司運作，知名業者如摩根資產 JPMorgan，凱雷集團、KKR、黑石集團和紅杉資本等國際知名投資機構均是該基金的管理公司，旗下操作多檔私募股權投資基金。

## (二) 私募股權投資的操作流程

不同於債券或上市公司股票投資，私募股權投資經理人為企業帶來資金投資的同時，還參與企業經營提供管理技術、企業發展戰略以及其他的增值服務，是一項帶著戰略投資初衷的長期投資，當然其運作流程也會是一個長期持久的過程。經理人募集資金後，將資金投於非上市企業的股權，並且管理和控制所投資的公司使該公司價值最大化，待公司上市或被收購後撤出資金，收回本金及獲取收益，經理人再發放給投資人。其投資運作基本上是按照一系列的步驟完成的。

私募股權投資的操作流程包括了六個階段，尋找項目、初步評估、盡職調查、設計投資方案、交易構造和管理，以及最終的專案退出。私募股權投資成功的重要基礎是如何獲得好的項目。通常封閉式基金僅有 3~5 年的投資佈局期限，所以經理人有時間的壓力，需要在短時間內尋找能獲取賺錢的好案子，而獲得信息的管道，通常是經理人在市場上須具備相當年資或交易紀

錄，並與相關案源提供者(如經紀商、投行、產業家…等)保持良好的人際關係，俾該等人員在有案源時，才會第一時間通知經理人。

選好項目後，經理人就可進行初步評估，瞭解註冊資本及股權結構、所處行業發展情況、主要產品競爭力或盈利模式特點、前一年度經營情況等。初步評估之後，專案流程也進入了盡職調查階段，盡職調查的目的主要是發現問題、發現價值及核實融資企業提供的資訊。

盡職調查後，專案經理會設計投資方案建議書，提供財務意見及審計報告。投資者一般不會一次性注入所有投資，而是採取分期投資方式，每次投資以企業達到事先設定的目標為前提，這是降低風險的必要手段，在此過程中不同投資者選擇不同的監管方式，包括採取報告制度、參與重大決策和進行戰略指導等。

最後，私募股權投資的退出係指經理人將其持有所投資企業的股權在市場上出售，以收回投資並實現投資的收益。這是私募股權投資環節中的最後一環，該環節關係到其投資的收回以及增值的實現，因此，退出策略是私募股權投資者在開始篩選企業時就應注意的因素。

從以上的操作流程可以看出，完成一個私募股權投資項目的過程不但繁複，而且所需的人力物力，以及時間也比較多。因此在實務上，私人投資者參與私募股權投資的數目不多，而投資機構可能同時運作幾個專案，但基本上每個專案都需要經過以上幾個流程。

### (三) 產業概況

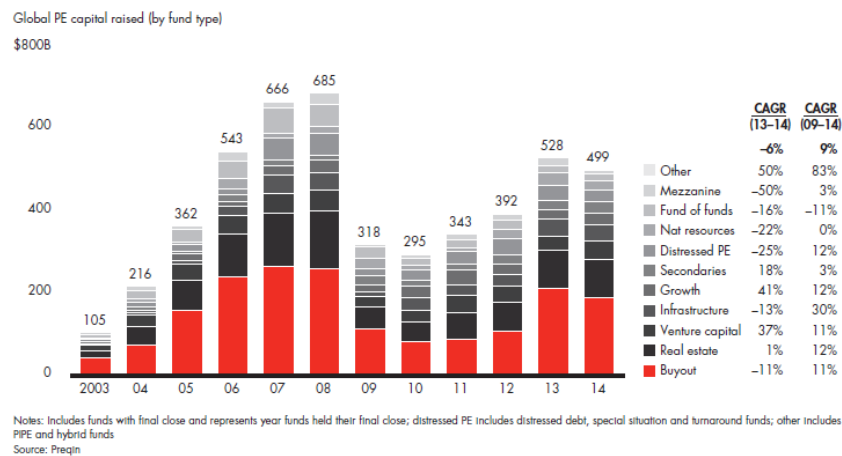
#### 1、組織形式與產業規模

在美國市場上，私募股權投資主要係採取有限合夥制，這種模式的投資在私募市場約占80%。有限合夥制係由普通合夥人(GP)和有限合夥人(LP)組成，普通合夥人在組織中提供專業的投資技能，對投資運作進行全面管理，且承擔無限連帶責任；有限合夥人僅提供投資資金，無管理許可權，以其出資額

為限對投資風險承擔責任。此種私募股權結構具有稅收有效性、有限責任性，以及高效激勵性。

1980年以後，由於美國稅法的變化使得美國退休養老基金，以及大學的捐贈基金開始投資小額資金於私募基金，這些潛力龐大的資金成為私募股權投資的資金來源及推動力量，使得私募股權投資開始迅速發展壯大，在90年代達到一個高峰。之後由於亞洲金融危機和2000年網路泡沫的影響而進入短暫的低潮期。此後，又在經濟全球化浪潮下重新進入上升期，然而，2008年的全球金融海嘯導致的投資放緩，亦迅速蔓延至私募股權投資領域，使得投資規模下降。經過30多年的發展，私募基金成為全球資本市場重要的金融力量。據統計，全球私募股權投資基金規模已接近1兆美元。過去10年所發行的策略基金中，占比最大的是企業金融中的收購型策略(Buy Out)(如圖七所示)。

圖七：私募股權規模



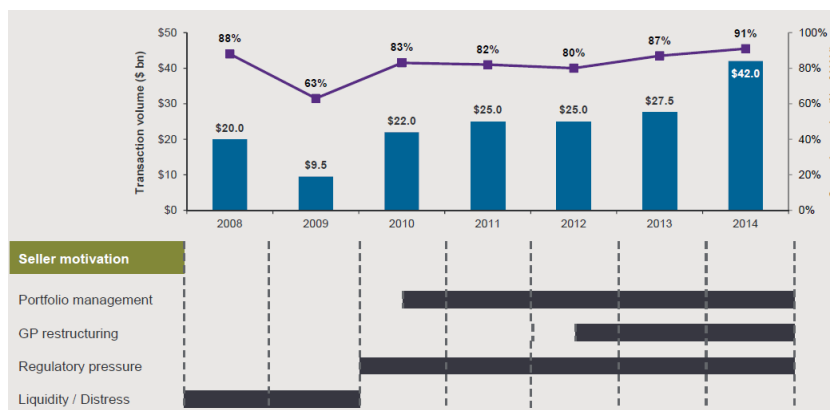
## 2、投資趨勢與現況

最近幾年，次級市場上私募股權的案源主要來自三項投資題材，(1)非金融機構法人的投資組合再平衡(Portfolio Rebalancing)，如退休基金或捐贈基金等，因私募股權基金占其投資組合比重超過其規定的上限或其他原因，不得不在次級市場賣出其私募基金股權；(2)金融機構的法規改革(Regulatory

Reform) ，如銀行或壽險等金融機構因應各國的金融法規監管趨嚴，而被迫賣出資產負債表內一些流動性較低，且非核心的資產；(3) 私募基金普通合夥人(GP)的資產結構重組(GP Restructuring)，如私募股權基金的 GP 為了取得資金藉以投資其他更高報酬標的，會於次級市場中出脫其部分手中的持股，進行資產結構重組。由於上述三項因素，造成市場上許多的私募股權投資者必須出脫投資標的，在出脫標的的壓力下，也創造了次級市場折價的空間與交易市場。

另，由於私募股權次級市場的流動性較低，當賣方因需求欲賣出其股權時，往往會出現賣出價格相較淨資產價值(NAV)折價的現象，甚至許多遭到賤賣的低流動性資產，其現金流或信用品質都相當不錯。金融海嘯當時，許多投資人為了籌措流動性，在市場上拋售其私募股權資產，導致 2009 年市場上的私募股權折價幅度達 37%，意即投資人平均只要用相較合理價格的 63 折便能在次級市場上買到私募股權。儘管近年來私募股權基金市場逐漸回暖，不過到了 2014 年，仍有將近 10% 的折價幅度（如圖八所示）。

圖八：私募股權次級市場淨資產價值折價幅度



#### (四) 私募股權投資風險

##### 1、案源不足

過去幾年私募股權次級市場投資報酬率頗高，競爭逐漸激烈，次級市場上或可能產生大量經理人搶購有限案源，以致產生供不應求的狀況。在投資案源不足的情況下，可能導致該產品因找不到投資標的，而出現不足額投資的情形，例如投資人當初承諾投資1,000萬美金，可能只投資了800萬美金，剩下的200萬美金因找不到案源而沒有投入資本。

##### 2、GP可能不核准交易案

私募股權並非公開交易市場，因此當有任何潛在交易案，往往都需得到GP的同意，故需在GP核准交易前提下，也增添了該類型投資的潛在風險。

##### 3、無公開市場，評價不易

由於私募股權並非在公開市場上市的資產，並無公平市價，因此其評價過程需依賴內部或外部評價單位輔以會計師簽證作為依歸，然而在評價過程中有可能出現不夠客觀的狀況。

#### (五) 對退休基金投資組合的影響

##### 1、提高投資組合的多樣性，分散投資組合風險

因私募股權投資主要透過內部或外部評價單位進行評價任務，在缺乏公開市場的報價且無每日交易結算的機制下，與其他上市股票或債券的相關性較低，例如近期全球股市因受到中國大陸經濟動能走弱衝擊而震盪加劇，由於私募股權資產沒有每日公開報價，因此對淨值的影響相當有限。

##### 2、提供長期資產負債配對(Asset-Liability matching)效果

退休基金投資目標在於創造資產報酬率，藉以用來滿足未來10~20年後其退休金負債面(Liability)的需求，也就是必須支付員工未來10~20年後可能的退休金提領潮，其負債面壓力將在未來幾年逐漸顯現，對退休基金而言，有一定負債面的支出壓力。而私募股權次級市場基金的投資期間長達10~12年，一般

而言，該等基金在資金承諾書送出一年後會開始穩定的分配投資收益，故投資期間可望為退休基金提供現金收益，以滿足退休基金的支出面需求。

### 3、有效提升長期投資報酬率

私募股權投資因其流動性較低，市場上參與者主要以長期投資人(Long-term investor)為主，不似公開市場的股票或債券因交易頻繁，過去幾年能創造出超額報酬(alpha)的難度愈來愈高。而私募股權次級市場基金主要投資未上市的資產，在交易量相對受限的情況下，能獲取所謂的『低流動性溢酬-illiquid premium』，該產品加入退休基金投資組合，其直接的效益就是長期投資報酬率可望能有效提升。

## (六) 摩根私募股權投資團隊 (Private Equity Group, PEG)

### 1、管理團隊介紹

摩根私募股權團隊（以下簡稱 PEG）總管理資產規模達 240 億美元，其前身為美國 AT&T 電信公司內部的企業直接投資部門，並於 1997 年從 AT&T 出售予摩根集團，並納入摩根投資管理旗下事業體。PEG 採用扁平化的組織結構，該團隊的第一個美國本地私募股權投資案起始於 1980 年。1983 年開始跨出美國於歐洲進行第一個國際投資案。2009 年發行第一檔次級市場私募股權基金(Secondary PE Fund)。

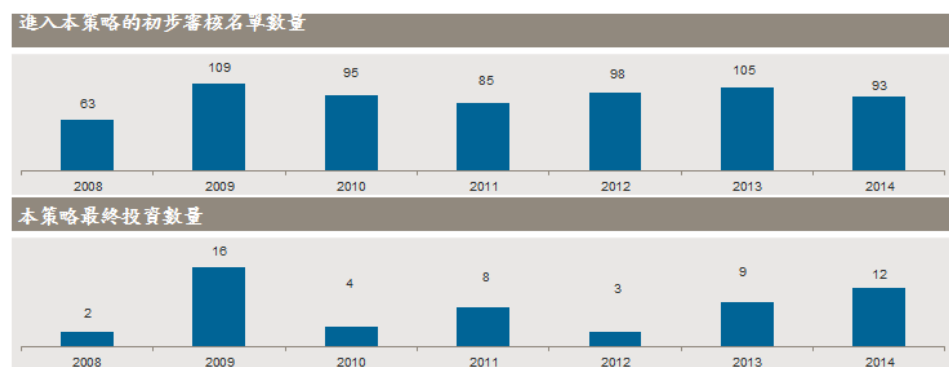
### 2、投資哲學與投資流程

PEG的投資哲學為(1)採由下而上的投資方法；(2)追求最適投資標的，不為了投資而強迫建立投資部位；(3)不盲從傳統投資方法；(4)適度將投資資本分散於不同的『投入時間』、『產業類別』、『地區』與『成長階段』等標的。

私募股權市場與上市資產不同，無法在高流動性的公開市場來進行交易，必須透過中介機構或平常在私募市場的人脈關係尋找投資案源。由於該投資團隊長期深耕私募股權市場，並與普通合夥人(GP)保持良好關係，只要

市場上有投資人想在次級市場上賣出股份，PEG往往成為市場上GP初步詢問承接的對象，並能以比市場合理價更便宜的價位，在市場上收購私募股權標的或未上市公司股權來獲利。當PEG接到案源後，會先將這些案源放入資料庫中，再篩選出適合投資機會的案件進行分析。每周進行投資評估審查會議，且持續與GP溝通，並討論投資細節及分析產業狀況，最後投資決策由該專案團隊成員共同決定。每一個投資案核可過程至少包括2位資深經理人，平均超過5位以上的投資專案團隊人員才能成案，並由PEG所有投資經理人團隊(目前有43人)中的8成以上同意才能確認。2008~2014年，一共有648個案源進入『次級市場私募投資』審核名單，最後進入投資名單數只有54個，淘汰率達92%，查核篩選流程相當嚴謹（如圖九所示）。

圖九：基金初步審核名單數與最終投資數量



### 3、私募股權投資相關商品

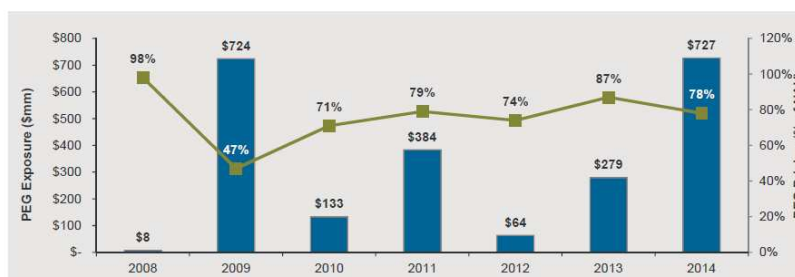
PEG提供的私募股權投資產品線，主要包括私募股權組合基金(Fund of PE Fund)、私募股權直接投資產品(Direct Investment)及次級市場私募股權基金產品(Secondary Fund)等。私募股權組合基金產品有(1)全球私募股權-分散投資於全球各式私募市場投資機會；(2)美國企業金融-主要投資於美國中小型私募股權；(3)歐洲企業金融-主要投資於歐洲中小型私募股權；(4)創投-為全球型的創投組合基金，惟主要投資範圍仍以美國地區創投基



金為主。私募股權直接投資產品有(1)中國私募股權基金-投資於中國大陸的未上市企業；(2)數位成長-主要投資於全球高科技類股，以美國地區為主。次級市場私募股權基金則主要投資於全球次級市場私募股權或次級市場公司直接投資標的。

在次級市場私募股權基金產品部分，由於私募股權市場與上市資產不同，無法在高流動性的公開市場來進行交易，必須透過中介機構或藉由在私募市場的人脈關係尋找投資案源。而PEG長期以來與市場上的GP保持良好關係，故往往能買到比市場上的折價幅度更高的未上市資產標的。以2014年為例，PEG買入的私募股權標的平均折價幅度為78%（如圖十所示）。PEG於2009與2013年分別募集了兩檔次級市場私募股權產品，其平均IRR分別為21%與39% (扣除管理費後淨報酬酬率)，高於同期間的參考指標MSCI World Index IRR 12%與10%，歷史績效表現不俗。

圖十：PEG 於次級市場上購入的私募股權資產折價與交易量



### 三、基礎建設投資

#### (一) 基礎建設投資概述

基礎建設投資係屬長期的投資，收益亦具有長期性，不可能一開始就獲得很大的回報，但是收益率也相對穩定。一般而言，基礎建設投資主要可分為下列四大類：

### 1、交通產業

例如公路、鐵路機場與港口等與交通設施相關的產業，透過收取鐵公路費用或機場使用規費等來創造現金流，交通產業與景氣循環的連動性高，屬於基礎建設營收獲利波動度較大的產業。

### 2、政府管制性產業

舉凡具有獨佔或寡佔性質的產業，例如瓦斯管線、電力配送、水利配送等。因這些公司通常在一個地區中具有壟斷的地位，故其收費費率都由主管機關管控。

### 3、合約保障產業

主要係指電力生產產業，一般而言分為兩大類，第一類為傳統發電，例如火力發電等，另外一類屬於再生能源，例如太陽能，風力，或潮汐發電等。這些電力製造公司主要係將製造出來的電，透過簽約的方式，將電力賣給電力公司，因此其營收的穩定程度，與其合約長短有密切關係。

### 4、社會型基礎建設

例如醫院或監獄等，公共設施，此為營收相對穩定的公用事業。

另外，基礎建設若從風險高低來評估，又分為褐地(Brown Field)與綠地(Green Field)兩種，褐地投資主要係已經建蓋完成，且正值穩定營運，並能帶來穩定現金流的基礎建設案；綠地投資則是正在興建，或尚未完全興建完成，其現金流量較不穩定的投資專案。一般而言，兩種資產的投資特性不同，褐地投資的風險相對較低，且能提供較穩定的長期現金流；綠地投資則是新成立的基礎建設投資案，其營運尚未獲得市場上的驗證，風險較高，不過若能成功的管理與開發，未來的資本增值(capital gain)空間也會較褐地投資來的高。

## (二) 基礎建設的投資方法

基礎建設投資主要透過下列兩種方式進行：

## 1、直接投資

所謂直接投資係指投資於未上市基礎建設公司股權。由於直接投資未上市基礎建設公司的股權因無公開交易市場，故所有的評價都係由第三方評價單位，會計師或該基金的評價團隊來評估，因此其淨值走勢幾乎不受到大盤股市的影響。

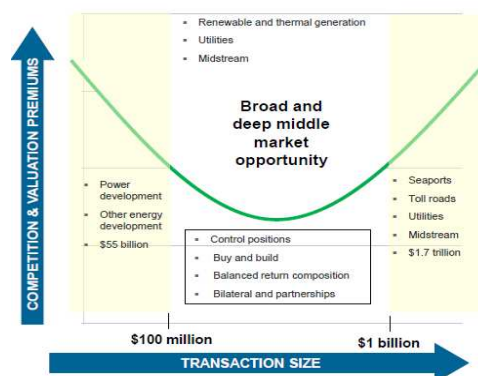
## 2、間接投資

所謂間接投資係指投資基礎建設公司上市股票或 ETF。投資上市公司的股票或 ETF 因為每日股票都有交易價格，其價格會受到股市大盤的影響。

就分散傳統投資的風險而言，直接投資未上市基礎建設公司股權的功效明顯較好。另外，直接投資基礎建設公司股權的另一個好處在於能提供穩定的現金流，這也是近幾年來，全球機構法人積極提高基礎建設投資比重的主要原因。

過去幾年，基礎建設投資案受到全球大型退休基金及主權基金的歡迎，在大量的競標壓力下，許多具指標意義的大型基礎建設案的出售價格紛紛創下新高，換言之，價格昂貴也影響到其收益率。因此市場有部分基礎建設投資人開始放棄追捧大型案件，轉向中型更具投資價值的案子。投資中型基礎建設案另一個好處在於往往不需透過價格競標而是採雙邊價格談判，較能談出一個較便宜的價格(如圖十一所示)。

圖十一：中型案件較具投資價值



### (三)產業概況

近年來，經濟合作與發展組織(OECD)國家對基礎建設需求持續熱絡，根據 OECD Publications 2008 年的一份報告指出，OECD 估計未來 20 年全球將有 50 至 70 兆美元的公共基礎建設投資需求，其中有 30 至 50 兆美元的投資需求將來自 OECD 的國家。而全球國家對於公共基礎建設投資需求增加的主要原因，在已開發國家，主要係公共基礎建設的老化及缺乏維護；至於開發中國家，則係需要全新的公共基礎建設使其快速發展的人口更具生產力；另外，快速變遷的氣候也是刺激公共基礎建設調整的原因之一。

根據 OECD 估計，近年來公共基礎建設需求，主要集中在發電廠及水資源處理相關基礎建設，包括淨水處理、水庫等，但隨著發電廠的興建，未來這一類建設的比率會下降，而其他基礎建設占 GDP 的比率會維持，原因可能是發電相關的基礎建設為 Greenfield 的基礎建設，未來對於這類的基礎建設需求會下降(如圖十二所示)。此外，過去 5 年來，機構法人平均基礎建設目標投資比重亦持續增加(如圖十三所示)。

圖十二：OECD 估算公共基礎建設需求

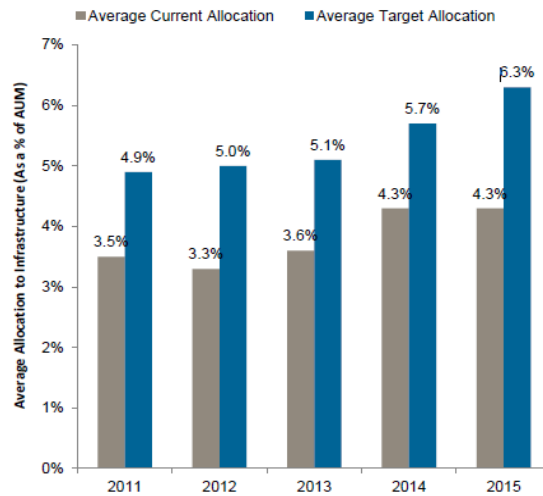
> Estimate of average annual infrastructure expenditure throughout the world in certain sectors during the period 2000-30. Expansion and renewal, in billions of USD and in percentage of global GDP.

Type of infrastructure	2000-10 (USD Billion)	Approximate percentage of global GDP	2010-20 (USD Billion)	Approximate percentage of global GDP	2020-30 (USD Billion)	Approximate percentage of global GDP
Road	220	0.38	245	0.32	292	0.29
Rail	49	0.09	54	0.07	58	0.06
Telecoms <sup>1</sup>	654	1.14	646	0.85	171	0.17
Electricity <sup>2</sup>	127	0.22	180	0.24	241	0.24
Water <sup>1,3</sup>	576	1.01	772	1.01	1 037	1.03

<sup>1</sup> Estimates for years 2005, 2015 and 2025  
<sup>2</sup> Transmission and distribution only  
<sup>3</sup> Only includes the OECD countries, Russia, China, India and Brazil

Source: "Infrastructure to 2030", OECD, 2008.

圖十三：基礎建設平均投資比重



#### (四) 基礎建設投資風險

##### 1、產業類別風險(Sub-sector risk)

每種公共基礎建設都會面臨不同的產業類別風險。有些產業對於經濟景氣的敏感程度較高(例如港口)。不同產業本身由於風險不同，其對公共基礎建設可能牽涉到的天然資源，或是後天需要再開發的基礎建設都會有相當的關係，例如橋梁、機場等運輸型公共基礎建設與電力、水利公司在風險上就有相當大的差距。

##### 2、政治與法規風險(Political and regulatory risk)

公共基礎建設與社會環境及政府態度有相當的關係，因通常此類建設牽連極廣，政府需要高度監理或另立相關法規進行管理。因此，監理環境將對公共基礎建設的投資造成顯著且重大的影響，例如當投資地區政府改弦易轍時，恐可能產生不利於該公共基礎建設的投資環境，以致於大幅衝擊該公共基礎建設未來的獲利狀況，故在投資公共基礎建設時，應需深入瞭解此種問題，方可避免投資損失之發生。

##### 3、綠地投資的風險(Greenfield investments risk)

所謂「綠地投資」又稱為「創建投資」，係指全新的投資計劃，通常需要投入大量資本，涉及在一塊空地上興建廠房、提煉廠或碼頭等設施。跨

國的公共基礎建設投資常與「綠地投資」連結在一起，意即跨國企業在地主國境內依據地主國法律成立企業，以資本性投資為主，地主國能夠獲得實質資產，並帶動地主國生產能力、總產值及就業的成長。綠地投資有兩種形式：一是建立國際獨資企業，其形式有國外分公司，國外子公司和國外避稅地公司；二是建立國際合資企業，其形式有股權式合資企業和契約式合資企業。然而，綠地投資面臨下列兩種風險：第一種是工時延宕或是消耗性的風險，因投資對象不在本國境內，無法有效監督管理。第二種狀況則是因建造周期太長，當建造完畢後是否能滿足該國之需求，或是產生供過於求的現象，不確定性的風險極大。

#### 4、流動性風險(Liquidity risk)

公共基礎建設雖符合長期投資策略的需求，但相較於其他資產，公共基礎建設投資較不具備流動性。由於直接投資公共基礎建設無法轉嫁或增加流動性，因此可能需要透過特殊目的機構轉投資，或是透過開放型基金的形式，將每單位的分子切小以增加其流動性。

#### 5、信用市場風險(Credit markets risk)

因為公共基礎建設具有未來現金流量收入穩定的特性，提供了經營者透過信用市場管道重新集資或籌資的可能性。然而對於投資人而言，經營團隊的這種動機可能會造成其投資管理成本的上升，且傷害了投資人期待現金流量的原始投資目的。

#### 6、匯兌風險(Currency volatility risk)

公共基礎建設一旦涉及國外或跨國投資，匯兌風險則是一項需要納入考量的重要因素。由於公共基礎建設的投資期較長，短期的利率波動僅會影響幾個月或是一、兩年的報酬率，並不會對於整個投資案造成重大影響。然而對於長期投資而言，兩國匯率長期的走勢與變化，將會嚴重影響公共基礎建設是否能夠對抗通貨膨脹，或成為長期投資布局的機會，因此匯兌風險也是一項重要的風險因素。

## (五) 摩根實質資產團隊( Global Real Asset Group, GRA)

### 1、管理團隊介紹

摩根基礎建設基金(JP Infrastructure Investment Fund, 以下簡稱 IIF)隸屬於摩根實質資產團隊(以下簡稱 GRA)，GRA 成立於 1970 年，目前全球管理資產達 690 億美元，全球 14 個辦公室共有超過 400 位員工，旗下策略包括不動產、基礎建設與海事資產等三大投資平台。其中基礎建設投資平台包含『全球已開發國家基礎建設基金』、『亞洲基礎建設策略』與『基礎建設債券策略』等三項策略/平台，投資總資產超過 100 億美元，投資專業人員超過 60 人。

### 2、投資哲學與理念

摩根基礎建設基金為一個直接投資於已開發國家(OECD)基礎建設，並能立刻提供現金收益(cash yield)之開放型基金產品。

#### (1) 投資 OECD 已開發國家

IIF 主要直接投資於營運地點位於 OECD 國家之基礎建設股權，由於成熟國家基建所帶來的現金流相當穩定，適合對長期且穩定現金流有高度需求的退休基金客戶。

#### (2) 立即領取現金收益

一般封閉型基建基金面臨的最大難題就是所謂的『J 曲線』，意即資金投入後需等候 3~5 年才有資金回收的狀況。與一般封閉型基金不同，IIF 採開放型基金方式，在投入資金之後的下一季就能開始領取配息，免除 J 曲線的困擾。

#### (3) 分散投資

IIF 採分散投資策略，目前旗下共有水力配送、電力瓦斯配送、火力發電、風力發電、機場與港口等共九大基建標的，並分散於北美、歐陸、英國與澳洲等地區，可有效分散產業、國家與匯率風險。

#### (4) 直接投資

IIF 係採策略性直接投資非上市公司股權的方式，與一般基礎建設基金投資於各交易所上市之基建公司股票不同，其直接投資之優點在於其淨值波動度與股市連動性較低，風險分散效果較佳。

(5) 透明度高

相較封閉型基建基金，IIF 旗下所有投資內容，與投資比重均會透過季報與年報充分揭露。

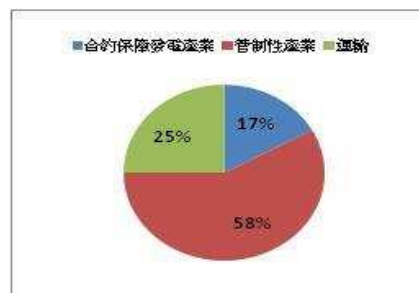
(6) 抗通膨

基礎建設的特性之一在於其獲利的穩定性與其對抗景氣敏感度的能力，電力或水力配送公司為管制性產業，其收費的基準為基本成本+『合理的利潤』，並將 ROE 設一個合理的區間。幾乎所有國家政府都允許公用事業的收費可隨通膨來調整。故在通膨上揚的環境下，水電、瓦斯等費率也可望隨之調高，水電廠之營收不受通膨影響。

3、IIF 投資產業內容與區域

IIF 目前投資在九大基礎建設公司，其中有四家為水力配送、廢水處理、電力或瓦斯配送等政府管制性產業，占比最大；合約保障發電產業則有三家，分別為風力或火力發電廠；交通運輸產業部分，IIF 投資了一家西班牙碼頭營運公司與一個澳洲機場營運商(如圖十四所示)。IIF 主要投資地區在英國，其次是美國(如圖十五所示)。在所有的投資標的中都持有對公司具有實質影響力的股份數量，換言之，並非被動的投資基礎建設公司股票，而是採積極的策略性投資，並推派理想人選進駐董事會，監督公司營運狀況，以進一步提升公司獲利能力。

圖十四：IIF 投資產業內容





圖十五：IIF 投資地區



#### 四、避險基金投資

##### (一) 避險基金概述

避險基金(也稱對沖基金)意為“規避市場風險的基金”，起源於 1949 年的美國，由瓊斯( Alfred Winslow Jones)創立的第一支基金，不同於今日許多基金運用多種複雜操作策略，瓊斯使用的是非常簡單易懂的概念，即建立股票的融資做多及融券放空部位，當時瓊斯避險基金績效超越同期所有的共同基金，震撼整個投資界，稱為避險基金之父。雖然避險基金早在 1949 年已經出現，但接下來的三十年間並未引起人們太多的關注，直到 20 世紀 80 年代後期，隨著金融自由化的發展，才真正開始起飛，時至今日已成為機構法人投資組合一個重要組成部分。現今的避險基金多數已不再採取單純的避險交易策略，而是採用最新的投資理論和極其複雜的金融市場操作技巧，利用各種金融衍生產品工具的槓桿效用，嚴格控制風險管理，追求穩定收益，並降低與市場的連動性。

避險基金一般用於投資組合中，並不會作為一項獨立的投資項目，而其基金本身因策略的不同而有不同的經營風險，與市場波動相關性低，但與經理人本身操作技巧有高度相關性。避險基金最主要的精神在於以最小風險追求絕對報酬 ( absolute return )，其所設定的預期報酬率並不受指標指數 (benchmark)多空表現的影響，且不以打敗大盤為目標。

## (二) 避險基金的策略種類

### 1、股票市場中立策略 (Equity Market Neutral)

主要係使用多空計量模型將多空曝險平衡於各市場之間，創造選股的統計優勢與系統風險策略優勢。設計上主要在於挑選優質股與劣質股，而非時間或產業。而套利者的獲利能力來自於選股的能力而非對市場方向的判定。

### 2、可轉換債券套利(Convertible Arbitrage)

一般而言，可轉換債券在發行公司股價下跌時，因可獲取固定的債息，故其跌幅較標的股票小，但在股市上揚的時候亦會隨之上漲，故透過做多可轉換債券，放空股票方式套取利益。

### 3、全球宏觀 (Global Macro)

研究分析全球總體經濟的基本面數據，透過全球利率趨勢與經濟政策的轉向，將資金投注於價值偏離的金融商品，從中套取利潤。

### 4、事件導向(Event-Driven)

利用市場偶發事件進行交易，例如當企業出現破產、購併、重整、合併或重大事件發生時，致價格偏離產生套利的機會。通常投資獲利與否與市場的方向無關。

### 5、固定收益套利 (Fixed Income Arbitrage)

主要係投資於利率相關的證券商品，透過同類型債券或相關商品的暫時性價差獲利，例如當市場供需失衡，新發行公債的價格高於早期發行公債時，賣出價格高的新發行公債並買進價格低的早期公債藉此套利。

### 6、併購風險套利 (Merger Arbitrage/Risk Arbitrage)

企業併購宣告後，通常對被併購公司信心大增，股價因之大漲，故在併購宣告前，買進將被收購的公司，賣出購併者，將有套利機會。

### 7、管理期貨 (Managed Futures)

主要係以全球期貨市場為投資的工具，通常交易多仰賴統計運算系統來進行，透過統計與科學的方法找出判斷市場趨勢的方式，通常較少人為的操作，以及較不進行基本面的研究。

#### 8、統計套利 (Statistical Arbitrage)

採用科學的統計模型來計算進出場的時間點，利用統計的方式掌握投資時點，提高配對交易的勝率，以賺取價差。

#### 9、相對價值套利 (Relative Value Arbitrage)

主要係當市場訊息產生不對稱時，利用不同投資標的、不同證券間的價格差異，進行套利交易，也就是同一時間買進價值受到市場低估的證券、賣出高估的證券，投資標的包括債券、利率、匯率等相關證券，是風險相當低的另一種投資方式。

#### 10、賣空策略 (Short Selling)

根據基本面、技術面或特殊事件放空現股，偶爾也會利用衍生性商品來保護其空頭部位，例如買權或指數期貨等。意即預期股價將要下跌，以提交保證金方式先借股票賣出，而後股價下跌至預期價位時，再買進，賺取差價。

#### 11、基金中的基金【組合基金】(Fund of Funds)

係以投資多種策略之避險基金為目的的基金。即將使用不同策略避險基金包裝為一投資組合，以達到降低風險與穩定收益的目標。

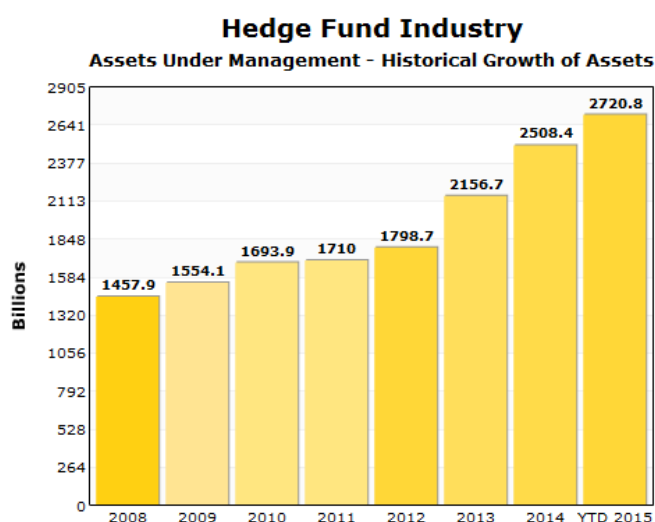
### (三) 產業概況

目前全世界的避險基金資產約 2.7 兆美金(如圖十六所示)，是歷年新高，金融海嘯之後大多為機構法人的資金，如退休基金、主權基金、保險資金等。這種快速成長的現象主要是由於低利率的環境，以致固定收益型資產之收益率偏低，而避險基金目標絕對報酬的特性(Libor+5~7%) 取代部分固定收益資產，另外則是銀行自營部位因法規趨嚴，大量交易源與資本離開銀行而加入基金產業；若從槓桿的比重看，海嘯前總槓桿(總曝險)約 5 倍，近幾年產業衍生性工具

的趨於保守發展，交易對手(prime brokerage)的嚴格風控，造成目前整體槓桿約 3 倍。

後海嘯時期(2010~2015)，全球利率直落、政府持續寬鬆政策(貨幣與財政政策)、交易量縮減、不定期恐慌，風險意識抬頭等，讓避險基金的各種策略不易發揮。往未來 5 年看，在利率可望正常化、投資人理性增高、債券殖利率曲線趨陡、原物料價格趨均衡等的環境下，多數機構法人相信避險基金的策略將會發揮穩定報酬，並與市場連動性低的成果。

圖十六：避險基金資產規模



#### (四) 避險基金的風險

##### 1、營運風險(Operational Risk)

營運風險即基金經理人的操作風險，按歷史經驗來看，避險基金的失敗有 50% 都肇因於操作風險，例如不透明的信息及未經授權的交易等。進一步分析避險基金的風險來源，營運風險所占的比重超過投資風險，由此可見選擇基金經理公司的重要性。未經授權的交易，係指避險基金經理人根據自己本身的判斷，進而使用該基金或該經理人本身並未獲得授權的衍生性商品或操作方式，導致基金淨值出現預期外的波動，讓投資人與基金管理公司蒙受損失。

## 2、投資風險(Investment Risk)

凡投資必有風險，不過絕大多數的避險基金並不需要定時公布其投資組合，加上基金淨值每月甚至每季才公布一次，在資訊透明度不高的狀況下，其風險不容易有效降低。不過，投資人可以通過避險基金的 termsheet 或公開說明書來了解其經理人投資組合理念與投資範圍。投資人能自主掌握的部分是選擇基金管理公司，基金管理公司過去的績效、規模、成立年限等。

## 3、事業風險(Business Risk)

係指公司特有風險，亦即每檔避險基金的投資標的甚至其經理人的風險偏好，會形成該基金本身的事業風險，此項風險程度則須視投資人對風險的接受程度而自行慎選基金商品。

## 4、其它風險(Multiple Risks)

此項風險除了投資市場的不可預期的突發狀況外，還包括其它無法歸屬於以上三項風險之內的因素，如基金經理人與投資人間的利益衝突(conflict of interest)。

### (五) 摩根多重策略基金(JPMAM Multi-Strategy Fund) 團隊

#### 1、管理團隊介紹

摩根多重資產管理團隊是由具備相關策略及經驗的分析師所組成的投資團隊。團隊成員各自在自營交易、避險基金研究、投資組合管理、風險管理、信用及稽核各專業領域中擁有不同的專業背景。簡言之，研究團隊係由各領域專家所組成。其中投資委員會成員共 5 位，並擁有對投資標的之否決權。辦公地點分佈紐約、倫敦、瑞士與新加坡。另，經理人對分析師數量比例約為 5 位經理人搭配一位分析師。低比例搭配使得其分析師與投資組合中的基金經理人們建立緊密及良好的關係。

## 2、投資哲學

採由下而上的基本面研究方法，選擇的投資目標，並深耕『初成立避險基金』，不侷限於大型且成熟標的，另組合基金中可以投資規模較小的避險基金及小比例的新興潛力基金。一般市場上的避險基金喜歡透過『量化分析』來作選擇投資標的工具，而摩根多重策略基金則非常重視質化分析與檢驗。

## 3、投資流程

### (1) 投資流程一：選擇經理人

在審核過程中，特別重視標的基金之風險與負債面壓力，並持續監控該投資標的之優勢是否持續存在。檢視的過程通常歷時 3~6 個月，並須完成 3~5 次投資面實地查核結果會議，並至少舉行一次個別的風險管理會議、營運查核會議、財務報表檢核會議，以及法務檢核會議等。所有實地查核流程後，該標的經理人必須獲得 5 位 JPMAAM 投資委員會委員全體核可，才能成為正式的投資標的子基金。

### (2) 投資流程二：投資組合建構

A、由上而下，子策略展望：每季評估避險基金各子策略的投資展望，並將各子策的投資策略吸引力予以評分排序，評分愈高，將在該子策略選擇更多經理人或配置更多資金。評估因子包括各子策略的風險、報酬、效率性(效率性愈差，投資吸引力愈高，因價格錯置可望創造更多獲利機會)，與流動性(流動性愈高，投資吸引力愈好)。

B、由下而上，經理人選擇：雖然已經在第一階段選出可投資經理人名單，然而，會在其中選出最具潛力的避險基金經理人，提高其部位比重。

C、投資限制，投資部位控管：風險管理委員會與投資管理委員會在投資方針中，明定子基金或策略投資權重的限制，並動態監控。

## 4、避險基金相關商品

摩根多重策略基金成立於 2001 年 10 月，主要係採多重避險基金策略，以追求長期資本增值，低波動度特性且與傳統股票與固定收益資產相關性低。其

目標報酬係 3 月期美國國庫券 + 5%~7%。發行幣別為美元、歐元、英鎊、加幣、日圓，紐幣與澳幣 7 種幣別，非美元股份則對美元作避險。近 5 年年化報酬及波動度分別為 8.18%，3.47%。

## 五、私募債權投資

### （一）私募債權投資概述

所謂私募債權投資，係指私募形式向合格投資人募集資金，主要對企業進行債務投資。而此類基金主要通過成立“合夥制企業”建構基金主體，將參與投資的合夥人資金通過借貸形式發放給融資企業或個人，融資方通過抵押、擔保、出讓股權等形式對該基金實現風險控制，並承諾固定期限固定回報，借貸關係到期後，融資方通過溢價贖回抵押物或股權等方式，收回本息。因為此類基金是融資方和借款方的債務關係為基礎，意即所謂“債權類私募基金”。與私募股權投資相比，私募股權投資是一種風險共擔、利潤共用的投資模式，如果所投資企業成功，則可以獲得高額回報，否則亦可能面臨虧損，是典型的高風險高收益型投資；而債權投資則在到期日按照貸款合同收回本息，所承擔風險與投資回報率均要遠低於私募股權基金。

### （二）私募債權投資的風險

#### 1、缺乏監管而產生的道德風險

因私募基金非金融機構，並無監管機構進行事前、事中及事後的監督管理，故容易出現利益輸送等道德風險，尤其是『私募債權基金』，由於其期限短、融資成本高，更容易出現這些問題，而一旦出現道德風險，在法律層面上很難舉證和法律追究。

#### 2、經驗不足而產生的技術風險

很多債權類的私募基金其員工配置都相當年輕，且對於此類業務過於樂觀，與金融機構在評估、抵押、處置不良資產等豐富經驗相比，私募基

金的經驗多顯不足，以致產生貸款業務的技術風險，甚至有被騙貸的可能性。

### 3、人力資源短缺而產生的監控風險

因私募基金非金融機構，並無嚴格的審核及監管制度，反而很多私募基金為了降低成本而減少人力的僱用，因此，無論在內部風險控制，或是對融資單位監控管理上，很難盡善盡美，過多依賴於抵押和擔保，以致忽略潛在風險，因而不能及時退出，最終走向拍賣之途。

### 4、無備用金而產生的兌付風險

銀行應對貸款風險除了抵押擔保外，還有資金池管理模式來緩衝風險，而私募基金多以合夥制形式，基金公司本身一般在一個項目出資額在1%-5%之間，對於私募基金公司並沒有備用金的要求，故一旦出現了兌付風險，能採取的措施只有拍賣和履行擔保，導致投資人恐將陷於無限期的法律流程中。

## （三）產業概況

債權類私募基金在過去幾年因為金融機構的規定及管理趨嚴，很多放貸業務被迫減少或停止，這些放貸業務讓擁有長期資金的機構法人如退休基金與保險資金有機會參與擔任放貸者的角色，其中在控制放貸程序與品質的角色則仰賴基金公司的把關。近年來私募債權基金的發行數目與規模有增加的趨勢，如2013年約有1,370億美金，相較於2009年約600億增加了一倍(如圖十七所示)，其中許多借貸活動已從銀行金融機構移轉至資產管理業者。而資金的提供者也從過去的存款戶轉移到擁有長期資金的機構法人，例如退休基金與保險公司等。

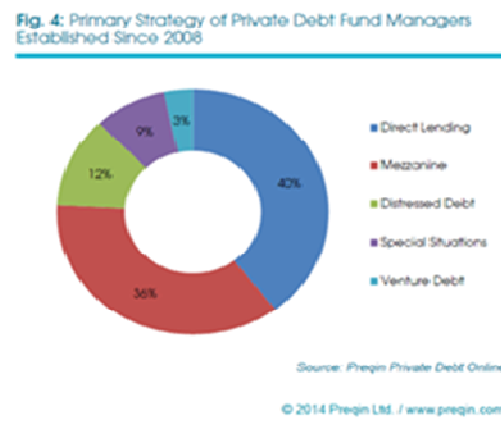


圖十七：私募債權基金發行規模



債權類私募基金的分類主要有直接放貸 (Direct Lending) 與夾層融資 (Mezzanine Finance)、危難債權(distressed debt)、特殊情境債權(special situations) 與創新債券(venture debt)等。其中在私募債權基金中，主要以直接放貸與夾層融資兩者為主，兩者加起來就佔了整體私募債權基金76%(如圖十八所示)。若以直接放貸(direct lending)來看，根據倫敦金融時報指出，從2006年到2014年底為止，直接借貸的產業規模成長了3倍達到4,410億美元，其中大部分的投資人來自退休基金機構。

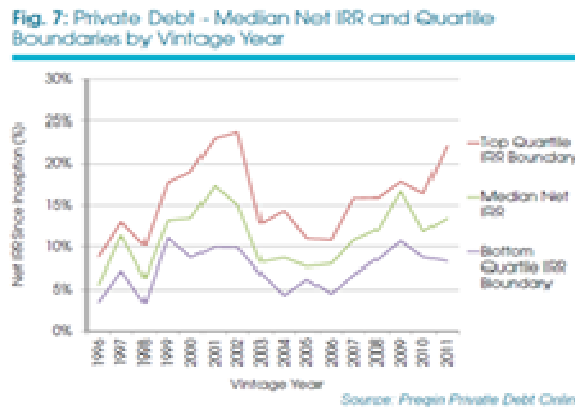
圖十八：私募債權基金主要策略



另從報酬率來看，1996年以來無論在任何年份進入投資(vintage year investment)，私募債權的隱含內部報酬率(IRR)約落在5~20%左右，且近10年報酬率有往上的趨勢。然而私募債權與私募股權類似，都是屬於『高度技術含量』

的投資策略，好的經理人與壞的經理人帶給投資夥伴的報酬差異也很大。尤其是2009年以後，績效表現前1/4與後1/4的私募債權基金IRR差距從8%左右提高到15%(如圖十九所示)。代表的是如果沒有選對好的投資夥伴，就算投入該資產期報酬率可能也會差強人意。

圖十九：私募債權IRR



#### (四) 摩根私募債權基金資產管理團隊

##### 1、管理團隊介紹

摩根私募債權基金係由高橋資本管理機構(Highbridge Capital Management, LLC)管理，其於1992年成立，並於2004年開始與摩根資產管理公司(JPMAM)策略合作，並成為JPMAM100%持有專作另類投資的單位，早期發展著重在避險基金策略 (Hedge Funds Strategies)例如可轉債套利、統計套利、宏觀策略、事件導向等多重避險基金策略，負責避險基金的單位為HMSF (Highbridge Multi-Strategies Fund)。在2007年另外成立HPS (Highbridge Principal Strategy) 係運用自有資金與投資人的資金進行市場提供資本的角色，主要策略為私募債權策略，其中有直接放貸(Direct Lending)、夾層融資 (Mezzanine Finance)、CLO、企業銀行貸款(Liquid Loan)、歐洲租賃資產 (European Asset Value) 等策略。

## 2、投資策略及投資流程

在投資策略方面，主要係放貸給美國中大型企業的夾層融資（ Mezzanine Finance）。一般而言，所謂夾層係指上層及下層分別為股權與優先順位債務，夾層融資也就是一種介於優先債務和股權之間的融資方式。此種層級模式主要係依據風險與報酬率來作區分，其中股權的報酬率最高，風險也最高；優先順位債務則為低風險低報酬；夾層融資則屬於中度風險，報酬率也介於股權與債務之間。換言之，夾層融資並非全然屬於債務，也非為股權，而是綜合兩種特徵，可滿足不同投資偏好者的加入，擴大融資收購的資金來源。夾層債務與優先債務一樣，要求融資方按期還本付息，但通常要求比優先債務更高的利率水準，其收益通常包含現金收益和股權收益兩部分。換言之，放款條件除了有利息收入(約8%,2014年水準)外，通常還有債權轉換股權的機制，而借貸條件的談判與設定是關鍵。至於在投資流程方面，涵蓋搜尋案源、研究分析、實地查核、放款條件設計、交易執行、定期審視查核。而投資流程各階段均有嚴格的風險控管機制，先依據產業別分析每個夾層融資的案源，再全面審核出具意見後，最後基金經理人與風險管理單位依據相關資訊與文件作出投資決定。

## 3、私募債權商品

目前由HPS (Highbridge Principal Strategy) 夾層融資 (Mezzanine Finance) 團隊管理的私募債權基金為Highbridge Mezzanine Fund 2，於2012年發行，主要係放貸給美國中大型企業的夾層融資。截至2014年12月（未含管理費）已實現 IRR 約 38.8%；未實現IRR 約 25.7%。

### 叁、心得與建議

- (一) 在投資組合中加入適當比例的另類投資，雖可分散投資風險，提升運用效益，但與傳統投資相比，傳統投資具有良好的透明度和流動性，且市場交易價格公開，而另類投資透明度較低和流動性差，且交易信息不公開，投資人欲評估其風險有相當的困難性，因此對於投資經理團隊的規模、操作績效、投資經驗與所提供服務的要求遠遠高於傳統投資，故慎選「投資經理團隊」為另類投資之一項重要課題。
- (二) 另類投資近年來受到機構法人的青睞，成為全球投資領域中增長最快的部分，然而與傳統投資相比較，另類投資在風險和回報上包含了更為複雜的因素。而隨著投資比重的增加，所面臨的投資風險將更加多樣化，因此，對於不同類別的另類投資額度應嚴加控管，明確訂定投資比例上限，方能降低投資風險。
- (三) 由於另類投資較傳統股債投資複雜度高，且相關風險亦較難明瞭，而目前對機構投資者而言，管理另類投資的最大障礙就是缺乏人才和透明度，故對另類投資交易人員應加強專業技能的培訓，特別在風險管理方面，方可確保在另類資產領域的投資成效。
- (四) 本次研習活動參加成員多來自國際大型機構法人之專業資深者，而講師亦多為摩根資產管理公司之專業經理人，其金融市場經驗及學經歷相當豐富，能藉此平台與渠等交換市場看法及操作心得，實屬難得機會且受益匪淺。