

2020 全球資產管理大未來研習課程

「另類投資與 ESG 投資」

研習課程摘要實錄

金管會於 2020 年 8 月 18 日發布「綠色金融行動方案 2.0」，期能透過金融機制，引導企業及投資人重視環境、社會及公司治理議題（以下稱 ESG），促成投資及產業追求永續發展之良性循環，藉由公私協力合作達成我國減碳及永續發展目標，顯示 ESG 係當前全球及我國重視的核心價值。此外，鑒於另類投資與傳統資產類別的相關性小，得有效分散基金的風險，將另類投資納入多元資產投資組合能擴充投資機會，並提供獨立於傳統市場以外的收益來源機會，近年來在國際間亦蔚為風潮，本基金爰以上開重要議題規劃辦理研習課程。

本基金會分別於 11 月 19 日及 11 月 20 日兩日辦理「2020 全球資產管理大未來研習課程」，其係本基金會資產管理人才培育與產業發展基金 109 年度核定工作計畫項目之一。本研習課程針對 ESG 投資及另類投資進行規劃，講席於海外者以遠距視訊方式辦理，兩日參加學員分別為 89 位及 108 位，共計 197 位學員，分別來自主管機關、周邊單位、投信投顧業者及其它金融業等。

2020 全球資產管理大未來研習課程

目 錄

2020 全球資產管理大未來研習課程議程-----	3
11 月 19 日「另類投資」與「ESG 投資」-----	5
11 月 20 日「另類投資」與「ESG 投資」	
子題：ESG 投資的國際趨勢 I-----	5
子題：ESG 投資的國際趨勢 II-----	7
子題：The Liquid Real Assets Opportunities in Alternative Investment----	9
子題：台灣資產管理的藍海-另類投資-----	12

2020 全球資產管理大未來研習課程

「另類投資與 ESG 投資」

主題：「另類投資與 ESG 投資」

日期：11/19(四)~11/20(五)09:30-12:30 & 13:30-16:30

地點：集思北科大會議中心艾爾法廳

第一場：109 年 11 月 19 日(四)

11/19 (Thu.)	Topics	Speakers
09:35-10:50	Topic 1: Quant Investing	Christopher Santore, CFA, CAIA Executive vice president and derivatives strategist in PIMCO Newport Beach office (視訊、英文-安排口譯)
10:50-11:10	Break Time	
11:10-12:30	Topic 2: Alternative/private credit investing	Nelson Yuan Senior vice president and alternative strategist in PIMCO Hong Kong office (視訊、英文-安排口譯)
12:30-13:30	Lunch Time	
13:30-14:50	Topic 3: Private equity vs Private debt in asset allocation	Jerry Tsai Vice president and quantitative research analyst in the client solutions and analytics group in PIMCO Newport Beach office
14:50-15:10	Break Time	
15:10-16:30	Topic 4: ESG Investing	Jane Hsieh, CFA 副總裁暨客戶投資經理 PIMCO 香港辦事處 (中文授課)

第二場：109 年 11 月 20 日(五)

11/20 (Fri.)	Topics	Speakers
09:30-10:50	Topic 1: ESG 投資的國際趨勢 I -ESG 研究 -ESG 指數之應用 -ESG 投資的國際趨勢	陳彥霓(Karen Chen)副總裁 Vice President, Client Coverage, MSCI MSCI 台灣區業務副總裁 (中文授課)
10:50-11:10	Break Time	
11:10-12:30	Topic 2: ESG 投資的國際趨勢 II -ESG 研究 -ESG 指數之應用 -ESG 投資的國際趨勢	
12:30-13:30	Lunch Time	
13:30-14:50	Topic 3: The Liquid Real Assets Opportunities in Alternative Investment	Heidi Sum, CFA, MRICS Head of Product, APAC Director, Investment Specialist, Liquid Real Assets & Equity, APAC, DWS
14:50-15:10	Break Time	
15:10-16:30	Topic 4: 台灣資產管理的藍海--另類投資	尤昭文董事長 第一金證券投資信託 股份有限公司 (中文授課)

11 月 19 日「另類投資」與「ESG 投資」

略

11 月 20 日「另類投資」與「ESG 投資」

子題：**ESG 投資的國際趨勢 I**

講座：**陳彥霓(Karen Chen) Vice President, Client Coverage, MSCI**



MSCI 陳彥霓 Karen Chen

陳彥霓副總裁首先自我介紹她曾在多家金融機構任職，也擔任過 ETF 經理人，在她與同業的交流互動中發現，大部分的資產管理公司雖然有聘請國外顧問，但卻無法有效提供 ESG 相關 sales kit。她希望藉由今天這個機會，讓大家了解 ESG 不僅是口號，而是能夠讓大家了解 ESG 投資會對全人類與地球產生正向結果。

講席首先提到投資界大多只注重財務績效，忽略 ESG 的相關表現。她以一個財務績效良好的公司但在 ESG 議題失分很多的公司舉例，ESG 執行的好壞將會影響公司營運進而影響股價表現。MSCI 在每年度初始都會發布研究報告預測未來趨勢，今年的報告開頭以十個給投資人反思的問題點出 ESG 重要性，像是「在減碳的氣候競賽誰會勝出」、「誰應該主導減碳的政策」、「如果抗生素失效了怎麼辦」、「公開發行公司維持私有化政策會怎樣」、「誰應該規管 ESG」、「ESG 揭露是否能夠標準化」等議題。

講席對於台灣公司都努力在改善 ESG 相關表現表示讚揚，但可能因為還不熟稔正確的 ESG 揭露方法，所以事倍功半。她舉例台灣很多公司將 ESG 表現放在 CSR 報告中，但 CSR 報告對於國外投資人比較像是行銷素材 (marketing material) 而非正式文件，所以她建議台灣公司根據國際性具影響力機構制定的規範來編製 ESG 報告，才能正確傳遞公司在 ESG 的表現。此外，她也提到台灣公司在 ESG 評分中，往往 G(公司治理)的分數是最低的，主要原因為台灣企業大部分還是採取家族公司制而非專業經理人制。

接著，講席帶著學員回顧歷年的 ESG 趨勢。2013-2019 年，全球關心的議題主要在於氣候變遷。2018 年後，投資人開始聚焦在新興市場中尋找高品質股(shifting for quality in emerging markets)，講席提到促成這股潮流主因為中國的 A 股指數在 2018 年被納入 MSCI 新興市場指數，而 A 股入摩是有條件的入摩，MSCI 將對納入 MSCI 成分股的公司進行 ESG 評測，如若評級太低，則可能被剔除出成分股之外。可以想見，大部分 A 股公司 ESG 評等不佳是同類型的落後者，但在中國政府與 MSCI 介入輔導之後，隔年大部分 ESG 評等皆有顯著改善。

講席認為有五大議題將引領 2010 年的 ESG 趨勢，分別為房地產再評價 (re-valuing real estate)、氣候變化的創新者(climate change innovators)、資本的新時代(new terms for capital)、新人力資本悖論(the new human capital Paradox)、利害關係人資本主義(stakeholder capitalism)。房地產再評價是指氣候變遷造成的天災將影響不動產價格，未來在世界各大城市，綠建築的建築規範將從「最好要有」進步到「一定要有」，投資人宜及早應對。講席鼓勵學員尋找擁有許多氣候變遷專利但綠色收入(green revenue)占比仍低的公司進行投資，這些公司彷彿沉睡的巨人，未來前途不可限量。資本的新時代



訴說金融業紛紛將 ESG 標準納入融資條件，ESG 因素將對企業的資金成本造成巨大影響。隨著科技進步，許多公司同時面臨人力過剩與人力短缺，產生了人力資本悖論。利害關係人資本主義主張企業不只

服務股東，也要服務顧客、員工、供應商、社區和整個社會。

子題：ESG 投資的國際趨勢 II

講座：陳彥霓(Karen Chen) Vice president, client coverage, MSCI

第二場課程中，講席告訴學員她將講述 MSCI 與其他的評等供應商如何產生 ESG 評等，並協助大家實務應用這些評等資料。她提到很多數據顯示 ESG 投資正快速增長，UN PRI 協議簽署主體已經超過 2,000 家。而為什麼投資人對 ESG 接受程度越來越高，她認為可歸納以下五



MSCI 陳彥霓 Karen Chen

點，分別為「投資人對企業 ESG 事件容忍度降低」、「對潛在財務收益的意識提升」、「投資者顯示行動的意願」、「改善的 ESG 評級得以量化曾經無法量化的因素」。

講席接下來提及現今的投資人對企業發生 ESG 事件越來越無法容忍，三十年前艾克森美孚在阿拉斯加灣的漏油事件可能對股價影響非常輕微，但現今發達的社群媒體將使壞事傳千里，稍有負面的 ESG 新聞傳出就可能使股價暴跌。另外，根據 MSCI 的研究結果，ESG 的表現與財務績效呈現正相關，因此越來越多企業將 ESG 因子整合(integrate)進入投資決策，期盼能夠藉此改善實質金融回報。非金融目標方面，企業也希望透過 ESG 投資達到傳遞企業價值與更積極的正面影響全人類社會。

目前的基金公司面臨越來越多 ESG 整合的壓力，這些壓力來自於更多的資產擁有者將 ESG 因素納入選擇基金經理的考量，例如勞動基金運用局海外資金運用組將 ESG 因子納入委外代操的遴選標準，而新一代的零售客戶如千禧世代在投資決策過程中更重視 ESG 因子。當然，政策制定者與監管機構愈趨嚴謹的規範，也促使基金公司正視 ESG 投資的重要性。

在 ESG 研究方面，講席認為每家在 ESG 評等的方法論皆有所不同，MSCI 作法為把 ESG 因子作為風險控制的要素。MSCI 認為首先要瞭解被分析產業的長期系統性風險的敞口(exposure)，接著再深入評估公司的在面對突發狀況和控制特殊事件風險(意外事故、停業倒閉 詐騙、罷工)的能力。MSCI 認為公司治理評估是 ESG 研究很重要的環節，首先 MSCI 會觀察公司的董事會結構，舉凡董事會規模，董事選舉標準，獨立性，任職期限，性別比例等都是評估標準。其次會檢視薪酬體系，例如公司 CEO 薪酬與業績是否相關聯。此外，所有權與控制權方面是否有家族化的疑慮，公司是否聘任公正獨立的會計師簽核財報也很重要。

講席認為 ESG 議題的嚴重性對於每個產業也有所不同，例如金融業跟碳排放的關聯性就很低。但不論發生任何負面 ESG 議題，最重要的是企業如何進行危機處理，MSCI 會觀察企業的風險管理策略和承諾、具體實施措施、績效指標、爭議事件各面向來評估企業的風險管控能力。在 ESG 的評分中，風險頭寸的概念也是接受 ESG 評級的發行公司需要留意。講席向學員舉例兩家時尚產業 A 公司與 B 公司，A 公司有 200 位供應商，生產基地位於義大利，100m 在險利潤，平時也不與 NGO 溝通互動。B 公司有 1,500 位供應商，生產基地位於孟加拉，20bn 在險利潤，平時會與 NGO 溝通互動。A 公司由於供應鏈在風險相對較低的國家，即便 A 公司平日無與 NGO 溝通互動，但 ESG 的評等仍然較 B 公司為高。

ESG 指數自 MSCI KLD 400 Social Index 成立以來已有 30 年歷史，2007 年，MSCI 推出已開發市場 ESG 指數，2013 年再推出新興市場 ESG 指數。隨著人們越來越注重氣候變遷議題，指數公司也有編制氣候變遷指數，只是尚未在零售市場商品化銷售。此外，講席也提及受惠於正向的 ESG 趨勢，ESG 領先者的超額報酬在新興市場及亞太市場遠高於歐美市場，且 ESG 表現良好的公司股價波動度也低。

最後，講席向學員分享台灣市場的 ESG 特徵，台灣公司在 ESG 披露程度上落後 MSCI 新興市場公司的平均值，未來仍有努力改善空間。公司治理分數與 ESG 評級分布則是中規中矩，但缺乏 ESG 全球領先者。

在最後的問答時間，學員們的反應十分熱烈，摘錄問答內容如下：

Q1：就外部人而言，如何取得公司治理評估中董事會結構等細部資料？

A1：一般而言，這些相關資訊會分散在公司的財報、CSR 報告、公開資訊觀測站、公司網站等各地方。投資人需要自己花時間去分項搜集，或是尋求評等公司的協助，購買由評等公司整理好的 ESG 資料。

Q2：不同公司互相比較 ESG 有意義嗎？

A2：進行 ESG 評等比較的對象通常是相同產業，若要進行跨產業比較，MSCI 會加入產業調整分數因子讓使用者能夠公平地跨產業比較。

子題：The Liquid Real Assets Opportunities in Alternative Investment

講座：Heidi Sum, CFA, MRICS Head of Product, APAC Director, Investment Specialist, Liquid Real Assets & Equity, APAC, DWS



DWS Heidi Sum

講席首先向學員說明今日簡報分為「不動產投資信託(以下稱 REITs)概覽」、「美國不動產投資信託類型範例」、「全球不動產投資信託市場展望」、「上市 vs 直接不動產投資」、「流動實質資產方案」等 5 部分。

講席分析投資 REITs 的優點，REITs 具有高配息率特性，且政府提供稅務優惠鼓勵零售資金投入 REITs。

REITs 在公開市場掛牌交易，有很好的流動性，且投資的不動產橫跨商辦與資料中心等，能達到多元分散的效果。

講席說明 REITs 發展歷史，1960 年美國通過 REITs 法案，REITs 於焉誕生。1969 年歐洲通過 REITs 法案，而台灣直到 2005 年第一檔 REITs 才掛牌上市。台灣曾經最多有 10 檔 REITs 掛牌，目前僅剩 7 檔，講席認為台灣可放開多一些法規上的限制來活化 REITs。從區域分佈來看，全球共 277 檔 REITs，美國就占了 70%、日本 10%、其他亞洲(非日本)5%，歐洲因為法規

不完善的問題，REITs 規模也不大。從種類分佈來看，Covid-19 之後工業與倉儲不動產占比增加。

講席向學員分享了目前全球 REITs 展望，低利率使得穩定提供股利的股票需求上升，而不動產投資具備現金流穩定且可預測的特性更是備受青睞。截至今年第三季，全球股票股息殖利率約 2.06%、全球不動產殖利率約 4.37%、全球固定收益殖利率僅剩 0.9%，不動產與固定收益的利差正不斷擴大。此外，從估值來看，目前全球股票本益比來到 24 倍，而全球不動產本益比僅 16 倍，顯示 REITs 具備良好投資優勢。雖然如此，講席建議投資人仍要慎選 REITs 的投資類型，她認為飯店行業目前風險依然很高，等疫情穩定後再進場也不遲。商辦趨勢則是短多中空，主要原因係疫情可能改變人類工作型態。她最看好健康護理業，在疫情回穩後的估值恢復幅度最大。

在「上市 vs 直接不動產投資」課程中，講席向學員說明上市房地產與私有房地產的報酬表現呈現高度相關性，雖然季度報酬率呈現低度相關性，但投資的時間越長，報酬相關性越高。私有房地產評價投資回報的問題，以及上市房地產的價格錯估現象，均會隨著時間逐步修正。根據獨立研究機構 Green Street 的統計，房地產投資策略若能將 REITs 的配置比重平均維持在 25%，並且依據觀察到的淨值溢價幅度調整配置比重，報酬率將不亞於單純投資 REITs 的表現。



最後，講席向學員介紹 DWS 的多元投資方案，滿足不同客戶的需求。她特別介紹了新世代 ESG 基礎建設策略，新冠肺炎疫情加速大趨勢的發展速度，從基本面加速改變人類的生活。科技革新、人口結構變化、與人類行為模式改變，社會進入結構性轉型階段。新世代 ESG 基礎建設策略藉由投資基礎建設與房地產，協助人類

邁向永續發展的未來。

德銀遠東投信總經理 Mr. Derek 親臨現場為我們主持最後的問答時間，學員們的提問十分熱烈，摘錄問答內容如下：



Q1：如何看待中國房地產投資？

A1：中國的房地產開發商的經營模式仍然以蓋房屋、銷售新房回收資金後再蓋下個新案件來創造收益，與歐美物業管理收取租金方式的固定收益不同。投資人在選擇 REITs 標的時，需要注重評價、品質管理，她建議投資中國房地產「should be very selective」。

Q2：為何日本與新加坡發展 REITs 能夠成功？誰又是亞洲明日之星？

A2：日本本身的不動產資產量很大，而且商社願意拿高品質的不動產出來包裝成 REITs。新加坡成功原因在於政府大力支持，民企願意走出去接受新想法。講席看好泰國，因為泰國市場受外資歡迎，且機構法人如保險業投資意願高。

Q3：台灣客戶喜歡購買高股息、高配息的股債基金產品，如何將他們導向去投資 REITs 這項商品？

A3：每個市場的投資人對於每日波動度接受度不同，台灣市場投資人對於



每天波動較敏感，很容易短線進出，資產管理機構應嘗試教育投資人以較為長遠的眼光看待投資商品。此外，國外退休基金會將 REITs 納入投資組合，也會教育投資人要把 REITs 當做投資組合中的一部分，台灣也可以效法國外的作法。

子題：台灣資產管理的藍海--另類投資

講座：第一金證券投資信託股份有限公司 尤昭文董事長

講席首先向學員簡介他在另類投資領域的經歷，他在 2005 年開始接觸另類投資，並且在 2007 年加入國外知名避險基金。後來於 2012 年加入摩根富林明投信。尤董事長將另類投資簡單分成「私募股權」、「私募債權」、「實質資產」、「避險基金」四大類，而私募股權又可分為創投(VC)及私募基金(PE Fund)。上述四種另類投資，只有避險基金會使用衍生性商品等工具在公開市場交易，其他都是在非公開市場(private market)進行交易。



第一金投信 尤昭文董事長

在接下來的課程中，講席向學員解釋為何他認為另類投資是台灣資產管理的藍海。根據 BCG Global Asset Management 的資料顯示，全球另類投資類型佔資產管理規模不到 20%，但卻貢獻資產管理業近五成收入。反觀近年來風行的被動投資 ETF 發行雖然大幅成長，但對資產管理業貢獻卻是有限。從全球另類資產管理規模變化趨勢來看，原先熱門的另類資產-避險基金，因近年績效表現不佳管理規模持續衰退，而私募股權與基礎建設策略則在近年快速增長，原因可歸於私募股權擁有較高的營業毛利率，在另類投資類別中有較高的營收貢獻。

接著，講席告訴學員另類投資不僅可以提升投資報酬率，還可以活絡經濟。世界銀行 2015 年發布「另類投資 2020—監理改革與另類投資」報告指出，發展另類投資資本市場可藉此增加市場流動性及降低交易成本，且可直接對經濟產生影響力，像是就業及注資新科技推廣創新。講席舉例說明，在美國私人企業的新工作機會中，有 11%是創投所提供的。而避險基金可以提供資本市場流動性，避險基金占股票交易比例已來到 40%。

分享完全球另類投資趨勢後，講席向學員剖析國內另類投資的法規環

境。目前台灣可以銷售的另類投資產品為私募股權、實質資產還有避險基金，私募債權目前就他了解仍未開放。實質資產類別包括不動產與基礎建設，這些項目在台灣是廣為被接受且有政府支持做後盾。至於避險基金，他認為在台灣人的印象中並不太正面且近 5 年績效不佳，因此銷售狀況不理想。私募股權在 2017 年法規有新的開放，是未來有成長潛力的項目。監理方面，私募股權與實質資產屬於經濟部管轄，避險基金由金管會管理，私募債權的管理最近有國發會主委願意出來主導。

講席認為另類投資在台灣要蓬勃發展，壽險與退休基金必定是個不可或缺的角色。台灣法規嚴格管制海外投資，國內投資相對寬鬆，政府亦鼓勵投資公共事業與 5+2 產業，有利另類投資在國內發展。國內壽險資金總額高達 26 兆，相當於 2.6 兆資金可投資於國內私募基金。根據保險公開資訊統計，台灣 2018 七大壽險共承諾投資約 268 億美元於另類投資，前三名分別為南山人壽(93 億美元)、富邦人壽(66 億美元)、國泰人壽(65 億美元)。目前國內四大基金亦積極佈局另類投資，依現行政府退休基金之總規模統計，另類投資之總投資金額已超過 4,800 億台幣。

講席告訴學員國內資產管理業者在另類投資的發展概況，台灣投信業最初是透過基金架構(信託)，但投信若欲使用信託架構下的私募基金方式參與私募股權管理，將無法有效發揮善良管理人角色，可能障礙在於基金無法擔任被投資公司之董事、監察人或經理人。2017 年，政府開放投信可採有限合夥的基金架構，投信轉投資可跨足私募股權基金，進行不動產、基礎建設等投資，目前已核准四家投信承作包含國泰投信、復華投信、富蘭克林華美投信、聯邦投信。

最後，講席也提到台灣另類投資仍有許多障礙必須克服，例如中資的介入增加政策不確定性，案源開發少，缺乏專業人才等。但他也引用投信投顧公會張錫理事長的呼籲，希望可以打造台灣成為亞洲資金調度、資產管理中心，針對現行國內基金產業生態，推動私募基金發展。