

2014 年金融人才進階培訓班

德國金融暨企業財管研習團研習報告

服務機關：臺銀綜合證券股份有限公司

姓名職稱：黃景鋒(高級辦事員)

出國地區：德國法蘭克福市及慕尼黑市

出國期間：103 年 10 月 18 至 10 月 28 日

報告日期：103 年 12 月

目 錄

壹、目的	1
貳、Training Course:Topic 1	4
參、Training Course:Topic 2	11
肆、Eurex	15
伍、Deutsche Bourse	21
陸、Clearstream	31
柒、Deutsche Bunddesbank	38
捌、Allianz Global Investors	41
玖、Infineon Technologies AG	47
拾、BMW Group	55

壹、目的

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會(簡稱證基會)於86年起承主管機關指導，每年定期舉辦「金融人才進階培訓班」，並敦請金融主管機關之首長擔任班主任，本年度為第18屆舉辦，累積已培訓1,490位專業人才。內容規劃包含第一階段國內專業課程培訓及第二階段海外金融暨研習團，第二階段國外研習團主要進行方式為前往歐美金融發展先進國家進行專題研習及金融機構參訪。過去金融人才進階培訓班海外金融研習團之主要參訪機構包括美國及歐洲各證券交易所、期貨交易所、結算所、大型綜合銀行機構與資產管理機構等就金融市場最新議題進行交流探討。自前(2012)年起，接觸層面更擴大至歐美大型上市公司，如保時捷、兩果博斯等不同領域之標竿企業，雙方就經營面及財務面管理議題進行交流。證基會未來將以建立之既有基礎，進一步探索及擴大更多的可能性，並藉由此一活動的持續辦理加強連結國內與國外各金融相關機構之關係，將有助於我國金融機構拓展相關業務。

考量德國為歐洲最大經濟體，在製造業及金融業均有傑出的表現，且證基會根據過去辦理德國培訓活動的經驗，學員普遍反應良好，於本年度的第二階段海外培訓規劃赴德國法蘭克福與慕尼黑兩地進行研習與參訪。

我國與會人事如下：

金融監督管理委員會 李志祥 綜合規劃處專員

金管監督管理委員會證券期貨局 謝依紋 投信投顧組專員

金融監督管理委員會 江俊慶 國際業務處科員

臺灣證券交易所 賴榮崇 上市一部 副組長

臺灣證券交易所 章友馨 交易部 高級專員

臺灣證券交易所 陳向榮 券商輔導組專員

臺灣證券交易所 林聖智 電腦規劃部專員

臺灣證券交易所 黃嘉玲 市場推廣部專員

臺灣證券交易所 張建地 市場推廣部專員

證券櫃檯買賣中心 柯馥甄 交易部 專員

證券櫃檯買賣中心 曾寶磁 債券部 專員

證券櫃檯買賣中心 陳巧芝 上櫃監理部專員

證券櫃檯買賣中心 葉芄姍 上櫃審查部專員

證券櫃檯買賣中心 黃心怡 企劃暨國際部 研究員

臺灣期貨交易所 徐伊瑩 交易部 專員

臺灣期貨交易所 曾致憲 企劃部 專員

臺灣集中保管結算所 謝淑瑩 金融業務部組長

臺灣集中保管結算所 陳泰華 企劃部 副組長

臺灣集中保管結算所 王俐勻 股務部 副組長

臺灣集中保管結算所 張富杰 法務部 專員

證券投資人及期貨交易人保護中心 鄭欣怡 法律服務處 高級辦事員

證券投資人及期貨交易人保護中心 王尊民 法律服務處 律師

臺銀綜合證券 黃景鋒 會計部 辦事員

第一商業銀行 鄧寧 金融市場業務處 業務副理

第一商業銀行 洪梓程 財務處 中級專員

第一商業銀行 匡正中 授信審核處 中級專員

兆豐國際商業銀行 徐名瑤 財務部 專員

兆豐國際商業銀行 周家卉 財務部 專員

財團法人金融聯合徵信中心 郭慧敏 會計室 主任

財團法人金融聯合徵信中心 周美滿 會員輔導部 經理

匯豐(台灣)商業銀行股份有限公司 陳麗君 環球資本市場產品控管

暨營運部 經理

合作金庫商業銀行(股)公司 林道倫 財務部 副理

證券期貨市場發展基金會(隨團人員) 陳建志 培訓中心 副主任

共計 34 名。

貳、Training Course:Topic 1

Global asset allocation and risk management upon QE backdraw

一、日期、時間與地點

103 年 10 月 20 日,09:00~12:00,法蘭克福金融管理學院(Frankfurt School of Finance and Management)。

二、講師

(1)Prof. Dr. Martin Hellmich

(2)Dr. Godehard Puckler

三、機構簡介

Frankfurt School of Finance and Management 機構簡介

為歐洲著名商學院，始建於 1957 年，成立時為 Bankakademie (Banking Institute)，在 1989 年成為 Hochschule für Bankwirtschaft (HfB)，於 2007 年 1 月 17 號合併重組成為法蘭克福金融管理學院。法蘭克福金融管理學院是具備從學士、碩士到博士教育資格的全科大學，大學地處風景秀麗的美茵河畔，位於歐洲的金融和商貿中心—法蘭克福市，具有得天獨厚的人文氛圍和商業環境，分校分別在德國的漢堡市及慕尼黑市。五十餘年來，這所由眾多著名金融機構創辦並得到她們從資金、技術、就業全方位支持的金融商學院，培養了超過 10 萬人的優秀人才，贏得了社會各界的高度贊譽。

(1)大學獲得歐洲央行、德意志銀行、安聯集團等眾多金融機構的資

助和支持。

- (2)大學畢業生初始入職收入在德國商科學院中排名第一。
- (3)大學擁有超過 500 家的輔導公司，接納學生實習。
- (4)大學擁有自己的出版社、投資基金和海外中心。
- (5)2010 年德國 Karriere 對德國經濟管理學系排名：第 6 名。
- (6)2006 年德國 FAZ Hochschulanzeiger 對畢業生入職工資的排名：第 1 名（包括已經在銀行工作的學生畢業後的工資）。

法蘭克福金融管理學院有大約 1,300 名在校學生，32 名全職教授，1,800 多名講師。其教學與研究主要集中於金融學，2007 年後大學開始擴展其他經濟學科的研究，較有代表性的是 2007 年引入多位著名經濟學教授，例如 Prof. Dr. Carsten Herrmann-Pillath（何夢筆教授，演化經濟學與新制度經濟學以及中國問題專家）。法蘭克福金融管理學院與中國多所著名大學有著眾多合作，比如中國人民大學，對外經濟貿易大學，浙江大學，外交學院，上海財經大學，浙江大學等。其中，法蘭克福金融管理學院的東西文商研究院還與北京大學經濟研究中心（China Center for Economic Research）合作舉辦中國經濟與商業研究最佳論文獎（由 Jackstädt 基金提供資助）。

其中學院的研究中心分別有（分為金融學，經濟學與管理學兩部分）：

(1)金融學：

- 數量金融學研究中心
- 發展金融研究中心
- 私人股本與兼併收購研究中心

(2)經濟學與管理學：

- 東西文商研究院
- 國際健康管理研究中心
- 信息技術治理與實踐研究中心

- 管理學研究中心
- ProcessLab

四、課程內容

1、理論說明

一般而言，投資人可將資金用以投資於股票市場、固定收益市場、短期票券市場、避險基金、不動產或是藝術文物等收藏品，然而，面對這麼多的選擇，投資人如何將有限的資金作適當地分配成為首要課題。投資人的資產配置策略，首先是依據對報酬率的期望要求、風險承擔能力及個別投資限制等因素建構基本投資組合，而後再隨著市場變化，隨時針對可投資資產中價值高估或低估的部分調整投資組合內容，投資過程中，若投資人的風險承受度有所改變，投資組合亦必須配合調整。

投資商品中，投資標的的預期報酬越高，投資人所須忍受的波動風險亦越高；反之，預期報酬越低，波動風險也越低，因此，理性的投資人選擇投資標的與投資組合的主要目的，即希望在固定所能承受的風險下，追求最大的報酬；或在固定的預期報酬下，追求最低的風險。夏普比率(The Sharpe Ratio)就是一個可以同時對收益與風險加以綜合考慮的經典指標：

$$\text{Sharpe Ratio} : = [E(R_p) - R_f] / \sigma_p$$

其中 $E(R_p)$ ：投資組合預期報酬率

R_f ：無風險利率

σ_p ：投資組合的標準差

Sharpe Ratio 的設計目的是計算投資組合每承受一單位總風險，會產生多少的超額報酬，然而，因其衡量標準是採用總風險的概念，而非僅是系統性風險，故其較適合被使用來測量範圍較不多元化的投資組合。另一種衡量投資組合風險的方法為 VaR(Value at Risk)，其定

義係指在市場正常波動下，某一金融資產或證券組合的最大可能損失，更為確切的是指，在一定概率水平（置信度）下，某一金融資產或證券組合價值在未來特定時期內的最大可能損失，若我們看到有99%的信心水準相信投資組合的 VaR 等於 18.5%，其意指我們有 99% 的信心相信投資組合的損失率不會超過現有價值的 18.5%。此外，Maximum Drawdown(MDD)亦為市場上常用來評估損失率的指標，MDD 係依據過去一段時間的歷史數據，計算其在最高價格買進與最低價格賣出時遭受的損失，而用以衡量投資人未來可能的最大損失率。

股票市場可再細分成大型股、小型股、成長型股票、價值型股票及海外股票，而在債券的部分亦可分類為國家公債、市政債券、公司債券及海外債券，而根據歷史資料統計，發現隨著不同時期相異的市場狀況，各年度表現最好與最差的商品並非永遠一致，甚至出現輪替的現象，顯示投資人的投資標的多樣化的重要性，不能僅關注於單一商品。然而，若投資組合標的範圍多樣化，對該投資組合整體變異性的計算應考量個別標的權重比例，亦即在報酬目標不變的前提下，應力求下述變異數達到最小，而其中各個權重(W_i)相加須等於 1：

$$Var (R_p) = W_1^2 \sigma_1^2 + W_2^2 \sigma_2^2 + 2W_1W_2\sigma_{12}$$

而在外匯利差交易(Currency Carry Trades)的部分，是市場上常見的交易類型，投資人透過借進低利率貨幣，然後再將其轉換成高利率貨幣以賺取兩者間之利息差距，例如日元自 1990 年代中期後持續維持在低檔，日本投資人將投資目光轉移到海外較高利率的固定收益資產，例如澳幣或南非幣計價的政府債券等等，然而，這種類型的利差交易並不屬於套利交易，它無法保證獲利，而具有相當程度的風險，假若低利率貨幣對高利率貨幣升值的情況下，原本預期的利差交易的獲利將被匯兌損失所吞噬，反而可能產生損失。

2、具備風險意識下，對資產配置之建議

2008 年至 2009 年間的次貸危機引導全球經濟面臨自 1930 年代經濟大蕭條以來最嚴重的景氣衰退，然而，全球政府為營救經營困難的金融機構所採行的宏觀穩定經濟措施，不斷舉債的結果卻加深了各國公共部門的財務赤字，因此，諸如北美洲、日本和西歐等國家的政府部門皆相當擔憂未來的償債能力，最明顯的證據並非各國負債對 GDP 的比例逐年提高，而是市場對上述國家的償債能力存疑導致債券殖利率不斷飆升的現象。

其實，這個問題的發生其來有自，1970 年代後期以來，美國與大部分的西歐政府面對大規模的負債並非真實的償還，而是以借新還舊的方式將債權移轉給新一代的債權人，然而，這樣的作法卻會影響未來公共部門退休養老金的支付能力，但不足的公共養老金制度卻從來沒有在正式的公共債務統計資料顯示，隨著人口老齡化和自然資源的稀缺性愈來愈明顯，這個巨大的脆弱性，將使政府的運作更加險峻。

一些觀察家可能因此會做出過於悲觀的評估，為了證明他們的觀點，他們可能會引用二次世界大戰後 30 年間的歷史經驗，那時戰後政府負債雖然大幅升高，但是藉由資本經濟的調整運作，負債問題快速獲得解決，而沒有讓人民承受太多的痛苦，原因在於當時有充沛的平民勞動力(來自於兵役人員轉至一般就業市場)、持續增加的勞動參與率，以及平穩的原油價格，使資本市場中以安全為導向的投資者獨鍾持有本國貨幣計價的政府債券，促使美國和英國在二次世界大戰後，負債佔 GDP 比率快速回復至戰前水準，然而，時至今日，幾乎沒有一個上述因素在今天仍然存在，而美元用來作為中央銀行的儲備資產的地位，也因各國政府對美元信心的匱乏而有所動搖(而中央銀行對黃金的持有量反而逐漸提升)。

以往，政府面對不可存續的債務負擔經常採用兩種解決方法來處理這個問題，其一為強行剝奪債權人權利，其二為故意讓債務的計價

貨幣貶值。如今，一些具有影響力的決策者偏好使用第一種解決方式—強行剝奪債權人權利，至少希臘在 2012 年初即採行了這種方式，強迫債權人自願進行債務重組。希臘的“債務重組”的任意性相當明顯，其私有化國有資產的價值估計超過 100 billion 歐元，由於希臘政府的這種行為沒有獲得來自任何歐元區成員國政府的明顯抵抗，投資人擔憂在未來的某個時日，其他國家也有可能實施相同的政策。

當然，財政緊縮亦是另一種選擇，但考慮到若只是單純限制政府負債的增加勢必引起部分民眾的反彈，財政緊縮一般不會成為政府認真思考的解決方式。因此，一些經濟學家則青睞第二種方式—刻意引導通貨膨脹率上升，但即使這觀點頗為盛行，卻難脫草率，因為美國和歐元區的經濟必然在未來的幾十年經歷過高的通貨膨脹率。假如一個貨幣區域的中央銀行決定透過持續購入政府債券以提供區域成員政府便宜的資金，它仍舊能透過提高銀行的最低準備利率、法定資本要求以及限制私營領域的信用成長來反向限制貨幣供給量的增加，但從日本過去 20 年的經驗可以發現，中央銀行大規模的購買債券並未造成通貨膨脹的影響，而且私營領域的信用增長亦被限縮，因此，引導通貨膨脹率上升的這個方式，他的負面成本將是由於提供信貸給私營領域的嚴重短缺造成長期的宏觀經濟停滯甚至萎縮。

無論採用哪種方式，皆有可能引發負面影響而招致反彈，因此政府可能採取各種方式皆採取的混合型方式，使引發的負面影響不至於僅集中在單一問題上，因此，考量私營領域的信用增長被限縮的因素，通貨膨脹率將被控制在相當低的水準，而強化限制給私營領域的信貸供給亦將導致經濟成長率低落甚至為負數，因為私營企業將被迫將他們營收中相當大的部分來償還債務而不利於成長發展。

在對未來的投資建議方面，在任何情況下，最不明智的投資決策是持續持有低風險的美國或歐元區政府公債(至少在通貨膨脹調整期

間是如此)，而在經濟停滯或是景氣溫和但有初步通脹的階段，股票市場似乎不是會表現出色的標的，然而，這並不代表具有風險意識的投資人應該完全規避股票市場，在預期歐元和日圓計價的商品價值可能下跌的情況下，將迫使投資人將手上持有的以歐元和日圓計價的資產轉換為價值被低估的公司股票，或是和人類基本需求至關重要的大眾物資。在總體經濟環境處於停滯或通膨的階段，與人類基本需求相關的大眾物資廠商(例如食物、飲用水、能源、醫療用品、藥物等)的營運表現將優於其他產業，因為市場對這類商品的需求受價格上揚或所得收入下降的敏感度較低。

此外，未來對於股權投資應該著眼於該公司具有強健的財務報表(低負債比率)、穩定的營運現金流量及被低估的本益比，而在食物、飲用水、再生能源和藥品方面具有較強研發技術能力的公司，亦較容易吸引股票投資人的關注，而在這些較容易被關注的公司當中，具備環保能源產品創新潛力、能源節約技術、農作物生長保護與促進灌溉效率等生命科學和醫療保健領域的產業，更為未來重中之重。

投資人若能準確預測歐元、美元及日圓計價債務的未來走勢方向，將能有效保護資產甚至能讓資產有效增長，同時，透過建立物資商品、農耕地和價值低估而具有吸引力的股票間多樣化種類的投資組合，更可讓投資人讓投資績效突出。而熟悉期貨、選擇權等衍生性商品交易策略的投資人更可藉由於他們的投資組合中建立價值高估股票的空方部位來提升他們投資組合的報酬率。而且，貴金屬商品作為緊急儲備的投資決策，在景氣險峻或是危急的情況下更顯重要。

參、Training Course:Topic 2

Valuation Company, Leveraged Finance Analysis and Investing

一、日期、時間與地點

103 年 10 月 20 日，14:00~17:00，中國平安保險。

二、講師簡介

Dr. Godehard Puckler 於 1963 年開啟其職業生涯，先在 PWC，接著在 KPMG 待了 20 年，後來到 DELOITTE，其中在 KPMG 和 DELOITTE 皆擔任合夥人，負責金融服務業，像是大型金融機構、德國交易所等，1995 年離開 DELOITTE，自己創立一家顧問公司。

三、課程內容

(一)企業評價概述:

評價一個企業，一般而言可以從企業業務分布、企業風險、企業願景及策略，以及平衡記分卡（Balance Scorecard）等方式。講師 Dr. Puckler 認為平衡記分卡是他最佳的選擇。

平衡記分卡從四個面向來看企業，包括財務、客戶、企業內部、成長及學習，如圖 1 所示。

平衡記分卡的主要優點：

1、由四種不同的面向來評價企業。

2、提供一個理論的架構，能夠將企業的策略目標轉化成可評量之指標。

3、幫助考量到所有的重要指標，還可以觀察指標間的相關性。

平衡記分卡的主要限制：

1、模稜兩可的因果關係，缺乏足夠的證據支援。

2、把其他可能影響企業表現的因素省略不計。

(二)評價之細部重點

1、業務評價

評價一個企業的價值，可從產業面、業務面來做評價，依據產業類別做出不同的評價。抑或依據產業目前循環的地位，或者企業生命週期是屬於哪個階段，如新創期、成熟期、黃昏產業等。此外，也能從產品、競爭力、消費者及公司本身來評估。

2、財務評價

財務評價是最能以數字來評價企業的方式。一般財務評價就從資產負債表 (Balance Sheet)、損益表 (Income Statement)、現金流量表 (Cash Flow Statement)、股東權益變動表以及財務報表附註等，來評價企業的價值。

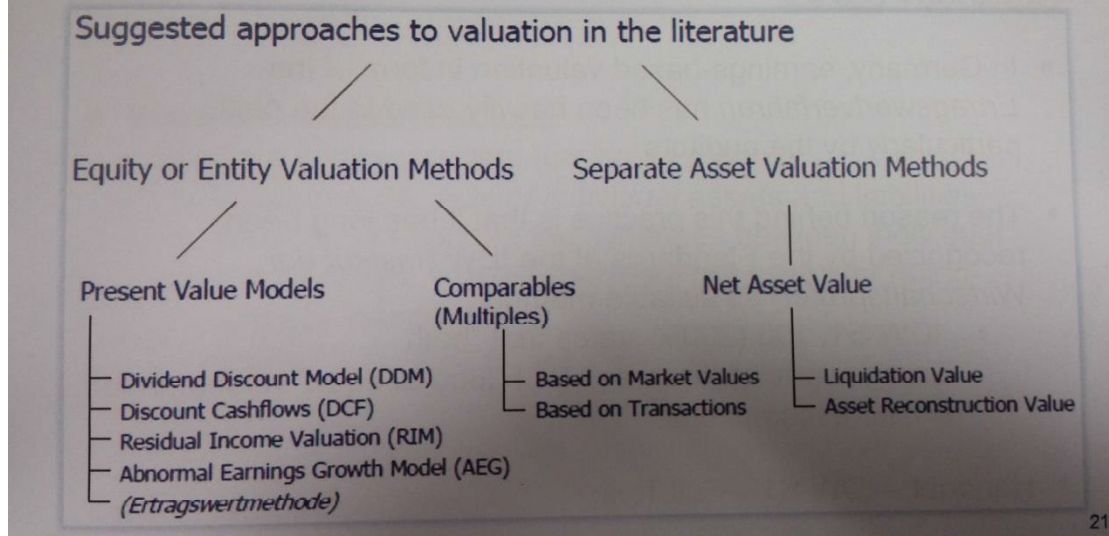
除了財務報表可以顯示企業「過去」的表現外，亦可從財務預測來觀察企業的前景。此外，Key Credit Metrics、Covenant Compliance Testing、流動性分析、償債能力、財務槓桿分析等方式也是從財務面來評價企業的良好方式。

資產報酬率(Return on Assets)及已動用資本報酬率(Return on Capital Employed)是兩個常看的指標。此外，如果要衡量短期風險，可看流動比率(Current Ratio)、速動比率(Quick Ratio)、營運現金流量負債比率(Cash flow from operations to current liabilities ratio)及營運資金週轉率(Working capital turnover ratios)等指標。若要衡量長期風險，可看負債股東權益比率(Debt to Equity Ratio)、Cash from Operations to Total Liabilities Ratio，以及利息覆蓋率(Interest Coverage Ratio)。

評價企業的模式，從文獻來看，主要分成權益評價法及資產評價法。

各種模型的分類如下圖：

Introduction to valuation methods



(三)結論

企業評價的方法及模型種類相當多，各種方法立論基礎不一，適用情形及優缺點也各有不同，在實際上做評價時，評價者應全盤性考量，才能避免因單一評價方法的限制，造成偏誤的評價結果。老師也補充說，除了企業評價的各種方法外，對於銀行業，歐洲央行常對銀行做的壓力測試，也算是另外一種形態的評價方式。

肆、Eurex

一、日期、時間與地點

103 年 10 月 21 日，9:00~10:00，Eurex。

二、Eurex 代表

1、林群堯

Business Development Asia & Middle East

Eurex Frankfurt AG

Deutsche Boerse Group

2、Henry Brandt

Consultant

Business Development Asia & Middle East

三、機構簡介

為因應歐洲貨幣聯盟（European Monetary Union，簡稱 EMU）之形成及歐元（Euro）時代之來臨，以面對日益激烈之競爭態勢，DBAG 與瑞士交易所股份有限公司(Swiss Exchange, SIX)決定建立策略聯盟，於 1998 年由 DBAG 和 SIX 共同投資成立總部設於瑞士蘇黎士的歐洲期貨交易所（EUREX Zurich AG），EUREX Zurich AG 再 100%轉投資設立在法蘭克福之歐洲期貨交易所德國子公司（EUREX Frankfurt AG），並沿用原 DTB 之交易與結算系統。其策略聯盟之目

的係使市場參與者得以最低之成本，透過最方便且多元化之管道，交易更多高流動性之商品。2012年4月30日SIX宣布已將其所持有之Eurex股份出售予DBAG，使Eurex成為DBAG完全持股之子公司。歐洲期貨交易所為一全面電子化交易所，EUREX之標準化、分權式之交易系統，使其市場參與者在全球各地都能下單交易該交易所的產品。以交易量而言，EUREX迄今仍居全球衍生性商品交易所領導地位。EUREX持續不斷更新其交易結算軟體，提供全球交易人進入該交易所交易之便捷管道。

EUREX已具備世界級衍生性商品交易所應具備之條件：包括流動性高之國際性產品、現代化的結算架構、便捷且具成本效益之交易管道、全球性通路以及先進之高科技設施，除了提供電子交易平台外，EUREX亦就商品面和市場參與者面提供整合一體之結算機制，以達集中式與跨國界風險控管之目的。透過其組織架構之安排，歐洲期貨交易所藉其電子系統，提供市場參與者一個高品質、具成本效益、包含從交易到結算交割完整之市場服務。

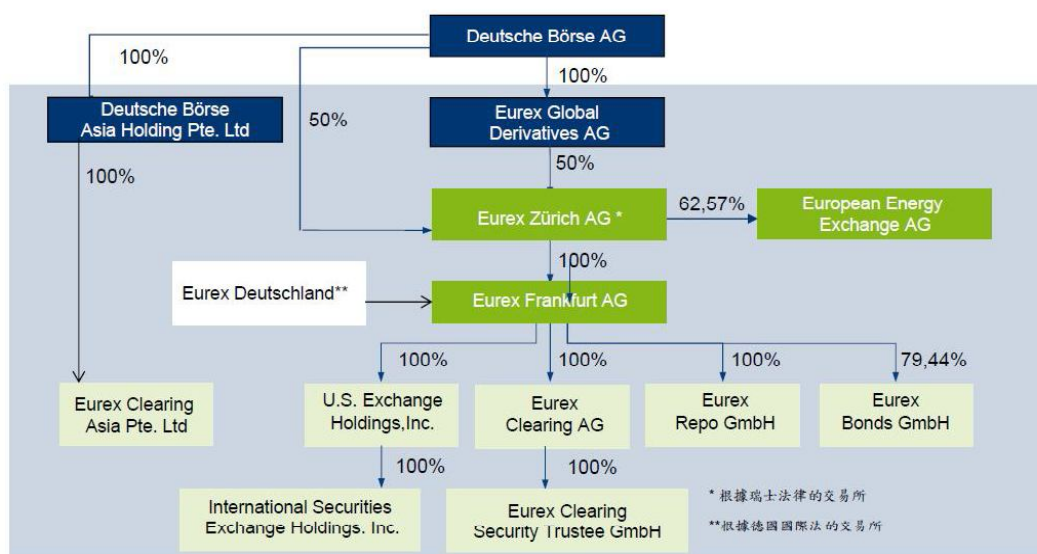
EUREX以自行開發或以與其他交易所(如芬蘭赫爾辛基交易所及韓國交易所等)合作之方式，提供其會員與客戶包括利率、股價指數及外匯等標準化之衍生性商品契約。契約標的包括各種具指標性之歐洲短、中、長期之政府公債、歐洲及美洲各國主要股票與股價指數。

四、簡報內容摘要

1. Eurex 現況：

歐洲期貨交易所為德國交易所集團(Deutsche Börse AG)旗下子公司之一，該集團組織架構如下：

Eurex 股權結構



Eurex 擁有 398 個會員，與 7,694 個註冊交易員，分部於 Eurex 在 35 個國家。以交易量而言，Eurex 為全球排名第三的衍生性商品市場，僅次於 CME 集團與 ICE/NYSE 交易所集團，旗下產品涵蓋 11 種資產類別，範圍如下：

個股股票衍生品		股票指數衍生產品 (期貨 ¹⁾ 和期權)	股息衍生品	波動率衍生品	ETF 衍生品
期權	期貨				
利率衍生品 ¹⁾		信用產品衍生品		歐元通貨膨脹率期貨 ¹⁾	
固定收益市場	貨幣市場				
商品衍生品					
CO ₂ 衍生品 ¹⁾	貴金屬 ¹⁾	道鐘斯—瑞銀	電力衍生品 ¹⁾	農業衍生品 ¹⁾	
碳金融衍生品 ¹⁾	天然氣衍生品 ¹⁾		交易所買賣商品衍生產品		
天氣衍生品 ¹⁾			產權衍生品 ¹⁾		
美國	佛羅里達	墨西哥海灣			

其交易類型除集中市場以委託簿進行，但其委託單的撮合方式則採時間與比例配置，亦即結合時間配置與比例分配的概念，個人委託單的配置會依照委託單的大小以及委託單輸入時間配置。本方法與比例分配相比，同價位之買賣委託單，較早輸入之委託單可以得到較高的比例配置。此外，Eurex 亦可進行場外交易。其委託單種類型態非常多樣，簡單圖示如下：

下單類型	選擇權	策略交易	期貨	期貨組合
非全額及時訂單(IOC)	Yes	Yes	Yes	Yes
二擇一委託單(OCO)	No	No	Yes	No
無限制限價單(在收盤競價時)	No	No	Yes*	No
即日有效委託單(GFD)	Yes	Yes	Yes	Yes
取消前有效委託單(GTC)	Yes	No	Yes	Yes
指定日前有效委託單(GTD)	Yes	No	Yes	Yes
市價單(Market order)	Yes	No	Yes	No
停損單(Stop order)	No	No	Yes	No

2. Eurex/TAIFEX Link 簡介：

Eurex/TAIFEX Link 為臺灣期貨交易所與歐洲期貨交易所參考歐洲期貨交易所/韓國期貨交易所聯結產品所合作開發的商品，Eurex 於 2014 年 5 月 15 日推出標的分別為臺灣期貨交易所台股期貨與臺指選擇權之一天期期貨契約，使期交所兩大主力商品能以每日到期期貨的方式在歐洲和美國的核心交易時段進行交易，並將臺灣金融商品出口至歐洲，增進臺灣金融市場國際能見度。目前已有十一家歐洲期貨交易所的結算會員和交易會員參與交易 Eurex/TAIFEX Link 商品，含三家造市商持續提供市場流動性，更多會員公司也會在近期加入此平台，如二家自營商目前正在申請交易會員資格準備替此產品造市。

在交易量上，Eurex/TAIFEX Link 的臺灣客戶佔總交易量的 89.6%，另外 10.3%則來自國際客戶，而總交易量中 46.7%來自造市商，53.2%來自經紀業務，平均而言，約 66.11%的盤後交易量在隔日轉回至臺灣期貨交易所。

歐洲期貨交易所/臺灣期貨交易所國際合作商品相當於台股期貨與台指選擇權的盤後交易，可以提供現有的市場參與者針對它們在臺灣期貨交易所部位的避險機會，並可即時調整部位以反映全球市場價格波動，此外，Eurex/TAIFEX Link 可在臺灣期貨市場

收盤後，因交易時段的延伸而吸引來自亞洲和歐洲新的市場參與者，由於台灣本地對於台股期貨與台指選擇權的盤後交易需求強勁，因此台灣期貨商也多願意提供其客戶此合作商品的相關服務，惟值得注意的是，歐洲期貨交易所/台灣期貨交易所國際合作商品之交易規則須按歐洲期貨交易所的相關交易與結算法規進行。

此次 Eurex 推出一天期臺股期貨與臺指選擇權只是臺灣與歐洲市場連接的第一步，更是兩家交易所將來進一步商業策略合作的基礎，未來兩家交易所規劃將繼續推出如匯率期貨、小型臺指、金融、電子期貨等合作商品。

伍、Deutsche Bourse

一、日期、時間與地點

103 年 10 月 21 日，10:00~11:00，Deutsche Bourse。

二、機構簡介

1585 年德國交易所最早的前身法蘭克福交易所宣布成立，並於 1992 年成立德國交易所集團

(Deutsche Börse AG)，德國交易所隸屬於德國交易所集團，為世界最大之交易所集團之一，德國交易所集團目前具備綜合性交易所功能，



已整合股票市場、衍生性產品市場、結算、交割、保管與交易軟體系統平台，其總部位於德國的金融重鎮-法蘭克福，亦是本次參訪的重點城市。

至 2013 年底為止德國交易所擁有近 3800 名員工，並在盧森堡、布拉格、倫敦、蘇黎世、莫斯科、紐約、芝加哥、香港、新加坡、北京、東京等地設立代表處。

三、簡報內容摘要

(一)於德國交易所掛牌之優勢

和世界上其他的交易所相比，德國交易所為何能讓歐洲及其他各地的企業至此掛牌，主要是具備較高之股票評價、流動性高的資本市場、有效率的上市流程、以及經濟的上市成本等優點。在本次參訪中德國交易所進行說明如下：。

1. 德國為歐洲經濟體的中心

首先是德國交易所的所在國家-德國，為歐洲的商業與經濟中心

(1) 德國為歐洲最大的經濟體，並擁有歐盟最大的消費市場



(2) 德國為世界第三大出口國

(3) 德國的大型策略併購活動活躍，有助於獲得新的技術與市場

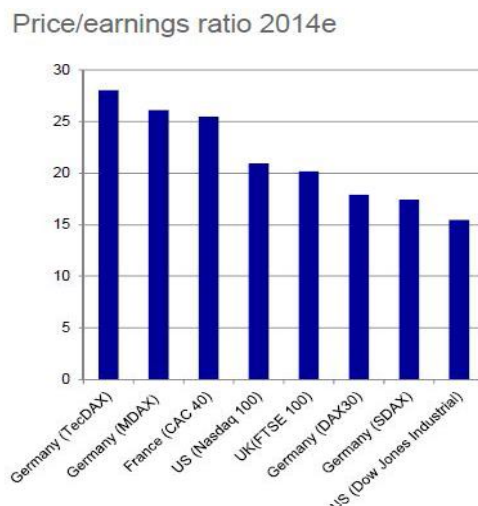
(4) 透過所募集之歐元資金，有利於併購活動的進行

其次，在德國交易所進行掛牌的公司，涵蓋各產業的領導廠商，如 Adidas 愛迪達、Bayer 拜耳化工、BASF 巴斯夫化工、SIEMENS 西門子公司、Allianz 安聯、SAP 思愛普、BMW、Volkswagen 福斯汽車等，在如此強勁的群聚效應下，掛牌公司更容易獲得分析師與投資人的青睞，在對產業有充足的了解與 knowhow 後，自然能提高掛牌公司的評價，更能從市場募集充足的資金進行投資，產業涵括如下：

- (1) 替代能源與綠能科技產業
- (2) 汽車及其零組件產業
- (3) 高科技與機械工程產業
- (4) 生物科技產業
- (5) 軟體與 IT 多媒體產業
- (6) 金融服務產業
- (7) 零售服務產業

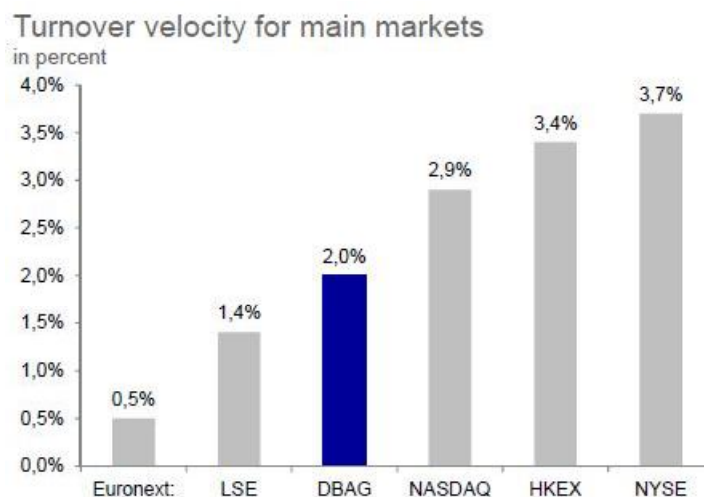
2. 德國股市的本益比高

最後於下表所顯示，相較法國 CAC40 指數、美國 NASDAQ 100 指數、英國 FTSE100 指數、美國道瓊工業指數而言，德國 TecDAX 指數擁有較高的本益比，更能突顯該企業於德國交易所掛牌的價值。



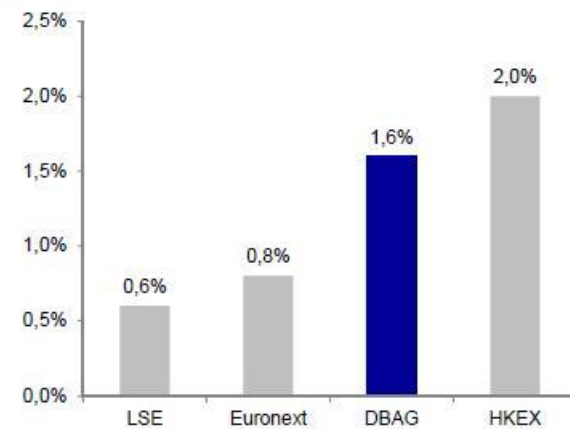
3. 提供流通度高的 IPO 市場

德國交易所提供歐洲交易市場中最高的市場換手率，如下表所示，德國交易所的市場換手率達到 2.0%。



在中小型股的市場換手率上，德國交易所所有著非常卓越的表現，如同下表所顯示，達到 1.6%。代表著德國交易所在歐洲的資本市場上，無論是大型股或中小型股，都有相當高的流通性。

Turnover velocity for alternative markets
in percent

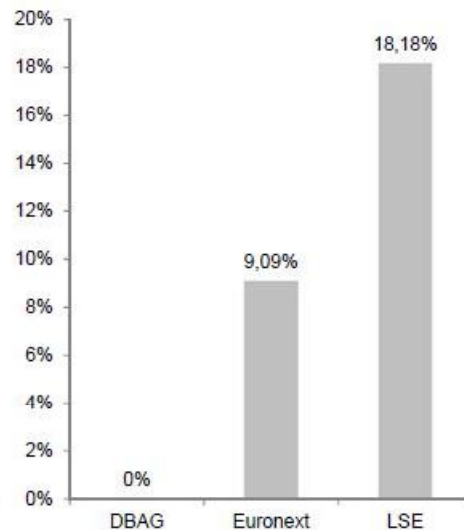


Zero-trade 比率是在每日基礎上，衡量有多少的掛牌公司沒有任何交易狀況。從 Zero-trade 比率的面向來看，德國交易所提供著很好流通度，如下表所示，在股票 IPO 十天之後，其 Zero-trade 比率無論在主要市場或中小型股市場中皆為 0，可得知相較於其他的歐洲交易所，無論是在大型股或是中小型股，投資人都有較高的意願在德國交易所進行交易。

Median zero-trade-ratio for main markets,
10 days after IPO



Median zero-trade-ratio for alternative markets,
10 days after IPO



透過下表將德國交易所、SIX 瑞士交易所與 Euronext 泛歐交易所，在成交量 (Trades)、成交值 (Turnover)、換手率 (Turnover Velocity) 等三個面向進行比較，德國交易所在換手率上為第 1 名，

在成交量及成交值則排名第 2；就整體綜合評斷後，德國交易所在機構投資人心目中，仍是最有效率的資本市場交易網絡。

	Deutsche Börse (德國交易所)	SIX (瑞士交易所)	Euronext (泛歐交易所)	說明
成交量	10.2	2.9	12.8	2014 年 3 月平均交易量(million)
成交值	106.7	52.9	131.5	2014 年 3 月平均成交值 (in bn EUR)
換手率	86%	54%	58%	2014 年 3 月 成交值/市值

排名：第 1 名，第 2 名，第 3-5 名

4、提供有效率的上市流程

(1)、德國的 IPO 作業於五個月內可完成，主要分為四個階段—

(a) 規劃：選任上市顧問及投資銀行，依法律規定設立股東會、董事會及建立內部控制制度，制訂公司營運計畫等。

(b) 建構：確認 IPO 時間表，股票公開募集計畫，對公司財務、業務及法律遵循進行盡職調查，撰寫公開說明書。

(c) 公開及推廣：制訂投資人關係計畫，聯繫投資人及分析師，發行符合歐盟規範之公開說明書，媒體報導分析師報告，申請核可股票交易。

(d) 掛牌買賣：股票 IPO 及詢價、訂價及拍賣，電視媒體報導上市掛牌交易。

(2)、穩定的法規環境：

公司公開說明書若符合歐盟規範，猶如取得歐盟通行證，歐盟資

本市場法規具確定性，IPO 具明確、可信賴且快速的核決程序，外國發行人得使用英文申報書件。

5. 上市成本相較歐美主要交易所為低廉

IPO 發行費用占募資總額%，在該交易所之主板（prime/general standard）約 7.4%、創業板（entry standard）10.4%，上開比率與其他主要證券市場比較，屬最低者之一，例如：

港交所：主板 8.3%、創業板 20.1%

那斯達克：大型股 8%、小型股 10.2%

紐約證交所：大型股 7.7%、小型股 10.2%

泛歐交易所：主板 7.0%、創業板 8.7%

倫敦證交所：主板 8.6%、創業板 14.7%

6. 上市公司依歐盟規範進行資訊揭露

(1) 揭露程度由高至低分以下三個類別：

- (a) 主要標準（Prime Standard）：符合歐盟規範之市場，為吸引國際投資人投資之上市公司；財務報告採曆年制，須公開期中報告、召開分析師說明會，以英文申報書件。
- (b) 一般標準（General Standard）：符合歐盟規範之市場，為吸引德國投資人投資之上市公司；年度財務報告依 IFRSs/IASs 編製，須揭露關係人交易、控制權變更等事項。
- (c) 初始標準（Entry Standard）：屬交易所規管之市場，適合中小規模成長型之公司；須揭露公司相關訊息，年度及期中報告依 GAAP 或 IFRSs 編製；須符合內部人交易、市場濫用行為及股票公開銷售等規範。

(2)上市條件：德交所三個板類之上市條件如下：

市場別	規管市場		公開市場
	主要標準	一般標準	初始標準
申請公司	發行人、投資銀行或授信機構		
公開說明書	須經核准，德文或英文撰寫		
會計準則	檢送合併、個體財務報表須依 IFRSs 或 GAAP		
設立年限	3 年		2 年
市值/股本	市值 1.25 百萬歐元以上		75 萬歐元以上
發行股數	最少 1 萬股		—
自由流通量	歐盟/歐洲經濟區最低 25%		最低 10%

(3)、上市後持續揭露義務

市場別	規管市場		公開市場
	主要標準	一般標準	初始標準
年度財報	年度終了後 4 個月內公開年度財報表		年度終了後 6 個月內公開年度財報告及經營階層報告書
半年度財報	半年度終了後 2 個月內公開年度財報表		半年度終了後 3 個月內公開年度財報告
季報/期中	期中報告	季度終了後 2 個月內公開年度財報表	未要求

市場別	規管市場		公開市場
	主要標準	一般標準	初始標準
會計準則	檢送合併、個體財務報表須依 IFRSs 或 GAAP		
重大訊息	所訂規範事項 (Prime Standard 另加英文)、與董事管理層之股權交易、資產之取處、投票通知書		公布與公司及股價相關之訊息
公司行事曆	未規範	持續更新與公布	
公司概况	未規範	未規範	持續更新公布
分析師會議	未規範	每年至少一次	未規範

德交所因具備以上具有競爭力的上市條件，2013 年計 7 家公司募資 5,890 百萬歐元，2014 年(迄今) 計 5 家公司募資 912 百萬歐元。其中中國企業上市掛牌情形 (2007 年迄今)，採用主要標準 (Prime Standard) 掛牌者有 16 家，一般標準 (General Standard) 掛牌者有 2 家，初始標準 (Entry Standard) 掛牌者有 5 家公司。

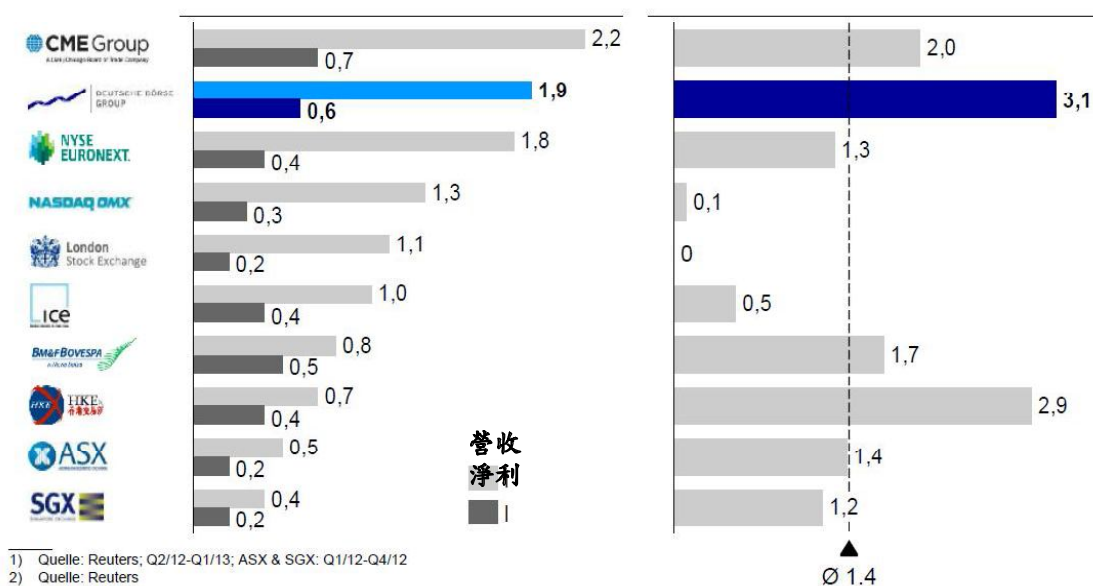
(二)德國交易所營運狀況速覽

1. 營收、淨利及股利表現皆優

2012 年第 2 季至 2013 年第一季度營收達 19 億歐元，淨利達 6 億歐元，2006 年分配股利達 31 億歐元，表現多優於世界主要交易所(詳下圖)。

營收、淨利

股利



2.提供全方位服務

交易面可提供現貨及衍生性商品，結算服務計有結算、交割擔保品管理等服務，另資訊面提供市場資料、指數及科技服務(詳下圖)。

		DEUTSCHE BÖRSE GROUP	CME Group	ICE	London Stock Exchange	NASDAQ OMX	NYSE Euronext
Eurex/ Xetra	Cash	●	○	○	●	●	●
	Derivatives	●	●	●	◐	◐	●
	Clearing	●	●	●	◐	○	○
Clearstream	Settlement	●	○	○	◐	○	○
	Custody	●	○	○	◐	○	○
	Collateral management	●	○	○	○	○	○
MD+S	Market data	●	●	●	●	●	●
	Indices	●	◐	○	●	○	○
	Technology	●	○	○	●	●	●

3. 最有效率及成功之交易所

- a. 市值約 100 億歐元，且營利豐碩。
- b. 一條龍服務：上市、交易、結算、交割、保管。
- c. 強大的交易系統 Xetra®
- d. 全球服務

4. 有效率的服務據點

德國境內計有 116 個市場參與者、其他國家計有 115 個市場參與者。

五、問題與答覆

問題：於 貴交易所掛牌的中國企業—Ultrasonic A.G. 九月間發生 CEO 未經公司核決程序，攜帶鉅款潛離且未與公司聯繫，訊息公布後該公司股價滑落 79%，請問 貴交易所對此事件之監理措施為何？有否採行暫停交易或相關措施？

答覆：德國交易所要求上市公司應即時公開重大訊息，投資人獲悉訊息後應自行判斷是否繼續投資該公司股票，交易所僅提供一交易平台，並不保證在該交易平台所有掛牌的股票都沒有風險，公司股價大幅滑落是投資人決策所致，德國交易所並未對該公司股票予以暫停交易或其他處置措施。

陸、Clearstream

一、日期、時間與地點

103 年 10 月 21 日，11:00~12:00，Clearstream。

二、Clearstream 代表

Peter Sluijter。

三、機構簡介

Clearstream 隸屬於德國交易所集團 (Deutsche Börse Group)，總部位於盧森堡，其下參加人涵蓋逾 110 個國家、2,500 家金融機構，主要提供有價證券發行登錄、結算交割、擔保品管理及保管等服務，並與全球 56 個交易市場透過網路連結，其保管資產餘額達 12 兆歐元。

四、簡報內容摘要

(一)業務範圍及信評

Clearstream 負責金融市場、衍生性市場、固定收益市場及投資基金等 4 大市場之結算、保管及證券融資服務，其提供單一入口連結 33 個歐洲市場及 21 個其他全球市場之服務，營業據點計有法蘭克福、盧森堡、新加坡及布拉格 4 個，並於杜拜、愛爾蘭、香港、倫敦、紐

約及東京計 6 個地方設立區域辦公室；公司之各項信評均獲 AA/Stable/A-1+以上。

(二)發展沿革

1、1970 年 11 個國家的 66 個金融組織為了降低歐債市場交割成本及風險而成立。

2、1995 年更成立 CedelInternational 母公司，其下設有 Cedelbank 及 Cedel Global Services 2 子公司。

3、2000 年 CedelInternational 與 Deutsche Börse Clearing(Deutsche Börse AG 的子公司)合併為 Clearstream International。

4、2002 年 Clearstream 成為 Deutsche Börse Group 100%持有之子公司。

5、2011 年與盧森堡央行共同持股 LuxCSD，該 CSD 為第一家歐洲交易資料儲存庫(Trade Repository) 及盧森堡新成立的 CSD。

(三)未來發展及策略

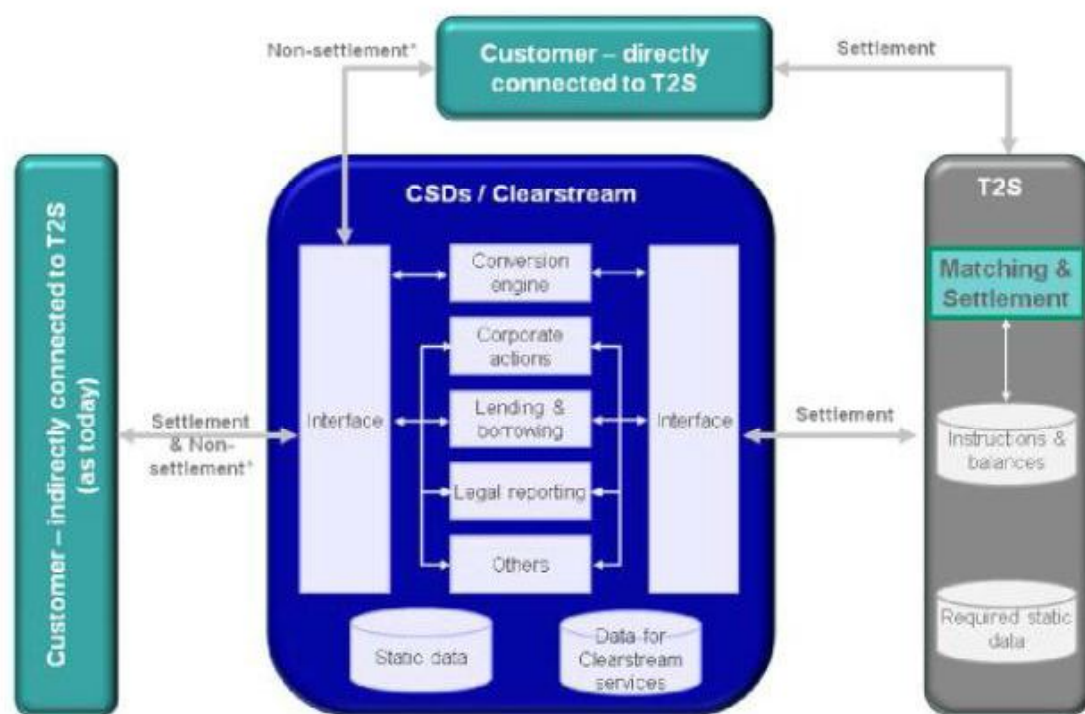
1、拓展擔保品管理服務，以使客戶透過 Clearstream 即能全面管理擔保品。

2、改善交割及保管服務，以配合客戶線上即時需求。

3、強化成長策略，重點在亞洲區、投資基金等項目。

(四)配合 TARGET2-securiteis(T2S)之相關作業

1、T2S 圖示如下：



* Non-settlement services examples – custody, vaults, shares register, lending, borrowing, collateral management, etc.

2、T2S 為歐洲有價證券集中交割平台，由德國、法國、義大利及西班牙中央銀行共同建立，以德國央行為主。

3、有關有價證券交割之法律責任仍由 CSD 負責，T2S 負責平台技術之基礎建設。

4、T2S 實行目的在於協調當地與跨境之交割程序。

5、T2S 對 Clearstream 客戶之好處，如可整合在 T2S 交割之合格有價證券以利客戶槓桿操作，並達到流動性要求；而且交割範圍亦結合

擔保品管理。

6、有關 T2S 時程，依照歐洲央行與各保管機構之約定，採階段性上線，Clearstream 列於第 3 階段上線，此階段(總計)上線之保管機構將達 44%(82%)市佔率。Clearstream 並將視前階段參與者能確保 T2S 平台已充分成熟後，才會進行上線，預計上線日期為 2016/9/12。

四、問題與答覆

(一)We got some news this October. The other ICSD, Euroclear, announced they entered into a joint venture with the DTCC to provide clients with the ability to consolidate their assets under a single inventory, and to optimize collateral allocations to meet obligations in both the USA and Europe. Does Clearstream also have a plan such as joint venture with the cross-border ICSD?

Ans : Clearstream have single point of access to 54 domestic markets worldwide by via network of sub-custodians & direct CSD links, I think it is enough to provide such as the cross-border services to our client.

(二)As far as I know, Electronic Document Transfer (EDT) is kind of popular service in clearstream, Could you introduce this

business?

Ans: The electronic transfer of documents is a much safer and more efficient alternative to the physical delivery of global notes. Customers of Clearstream Banking Frankfurt benefit from our Electronic Documentation Transfer (EDT) service, which enables the electronic admission of securities. Terms and conditions are submitted automatically, after which Clearstream generates the global notes and the deposit instruction on the issuers' behalf, and ensures immediate safekeeping in our vaults.

As a result, issuers benefit from three services in one: securities admission, issuance of global notes and the dispatch of deposit instruction. The service is extremely popular in the German market and has enabled unprecedented issuance volumes. Our ICSD in Luxembourg has a similar service for the electronic delivery of global notes and related documentation. Currently, this service is available for any issuance in the NGN (New Global Note) or NSS (New Safekeeping Structure) formats.

(三)I am researching the topic of Reference data services, could you talk about the original idea of this business?

Ans : Reference data lies at the core of Clearstream' s Global Issuer Hub services. Our centralized, state-of-the art data management system ensures its accuracy, completeness, reliability and timeliness. The extensive data flows generated by the Clearstream systems are managed via detailed data collection and validation processes. If necessary, this data is enriched with data from our global network of depositories and selected data vendors.

Customers have direct access to our internal reference data such as the code list on our website as well as via CreationOnline and the PROPRIS service (PROPRIS data feeds and WSS Online queries) of the Deutsche Börse Group.

(四)I read 「Advisory services」 business from some papers, but I do not understand this business, please explain it a little bit. Thanks.

Ans : Clearstream supports lead managers, lawyers, issuing agents and issuers by providing them with guidance and advice

from the very beginning of the issuance cycle. Identifying and tackling possible problems at this early stage ensures smooth and seamless processing later on.

Clearstream can review issue structures and provide additional guidance on the operational, fiscal and regulatory aspects of a new issue. In addition, Clearstream offers training and information sessions on issuance procedures for law firms, as well as workshops for other members of the issuing community upon request.

柒、Deutsche Bunddesbank

一、日期、時間與地點

103 年 10 月 21 日，14:00~15:30，Deutsche Bunddesbank。

二、機構簡介

德國聯邦銀行 (Deutsche Bundesbank，下稱 DB) 是德國的中央銀行，位於德國法蘭克福，自 1999 年以來，與歐洲中央銀行 (ECB)、各歐元區國家的中央銀行組成的歐洲中央銀行系統 (ESCB) 共同管理歐元。

該行自 1948 年 6 月 20 日起發行德國馬克，馬克至 2001 年 12 月 31 日前仍是法定貨幣，其在 20 世紀中葉後成功控制通膨而使德國馬克成為重要貨幣，並對其他歐洲國家具有實質影響力。

三、簡報內容摘要

(一) DB 現任總裁為 Jens Weidmann，為 ECB 理事之一，對歐元區貨幣政策具投票權，DB 組織分為總處、9 個地方辦公室及 47 個辦事處，其執行 ECB 之決策，並透過遍及全國之分支機構蒐集各地資料，調查研究經濟狀況，並對銀行作出評等、提供銀行再融資、貨幣供給、執行非貨幣支付及銀行監理等業務，並具獨立性，不受政黨、政府或其他機構之干涉，其核心任務如下：

(二)貨幣政策：主要工作為配合歐洲中央銀行系統（ESCB），穩定物價為其首要工作，並執行 ECB 委員會決議之貨幣政策，目前 DB 提供歐元區銀行過半之短期借款。

(三)追蹤金融貨幣體系：透過平時對金融市場之觀察、分析，以找出金融危機之潛在風險，以即早提出因應對策。

(四)銀行監理：監督國內商業銀行之償債能力、資金流動性、風管能力，以符合巴塞爾協定之規範，而歐元區銀行業單一監管機制自本年 11 月啟動，ECB 將全面承擔起歐元區銀行業的監管職能，直接監管歐元區大約 124 家商業銀行。

(五)非貨幣支付：於資金移轉方面，替歐元區建立一套資金即時移轉支付系統，目前已統一於單一系統執行。至於信用支付方面，支援歐元區單一信用支付系統。

(六)現金管理：確保貨幣供給之品質，使偽鈔、損毀貨幣不致於在金融體系流通。

五、問題與答覆

(一)德國聯邦銀行如何處理體質不良之金融機構，是否存在「too big to fail」(金融機構大到不能倒)之考量？

A:不致於有大到不能倒之考量，透過單一監管機制、單一解決機制(建

立一支基金對問題銀行進行清算或重組)、提列準備金以保障民眾存款等監理措施以解決不良金融機構之問題。

(二)研究指出通縮對經濟所造成之傷害較通膨為高,德國目前是否有通縮之問題? 採取哪些政策工具以處理該問題?

A:通縮成因很多,但目前並無顯著的通縮跡象,若有通縮,就德國而言,主要受油價不斷下跌所影響,政府可透過增加投資、刺激民間消費(補助購車)等方式以解決該問題。

捌、Allianz Global Investors

一、日期、時間與地點

103 年 10 月 22 日，13:30~16:30，Allianz Global Investors。

二、Allianz Global Investor 代表

(1)Sue-Ju Huang, M.B.A. Director, Allianz Global Investors Europe GmbH.

(2)Stefan Scheurer, Director/ Senior Strategist, Head of Global Economic & Strategy Group.

三、機構簡介

德盛安聯集團創立於 1890 年，已擁有超過 120 年的悠久歷史，成立時總部設於德國首都柏林，1949 年遷移至慕尼黑。該集團 1895 年即於柏林證券交易所掛牌上市，2000 年在紐約證交所上市。德盛安聯目前為全球最大的資產管理機構，於全球 18 個國家設立 23 個營運據點，集團擁有超過 14 萬名員工，服務的客戶多達 7,800 萬人並遍及 70 多個國家，旗下業務包括人壽保險、產物保險、銀行及資產管理。德盛安聯為全球各地的個人投資者、家庭和機構法人管理的資產規模已逾 3,140 億歐元，集團內擁有 515 位投資專家，平均資產管

理經驗超過 10 年。在全球人口老化、退休金需求愈加龐大的社會趨勢下，從 2000 年起，德盛安聯資產管理即與 OECD（經濟暨合作發展組織）進行合作，進行全球退休市場制度及趨勢的研究。

德盛安聯管理的資產類型以固定收益為大宗，佔 40%，其次為股權商品 37%、多元化資產 20%。管理的資金來源以歐洲為主，佔 72%，美國地區 19%、亞太地區 9%。客戶類型則以機構法人為主，佔 75%，其餘為零售客戶 25%。

四、簡報內容摘要

（一）經濟現況及央行政策

1、黑天鵝事件：

黑天鵝事件被用來形容市場完全沒有預料到的情境，該等事件發生時往往造成市場大幅波動。過去 30 年間較為重大的黑天鵝事件有：石油危機、美股黑色星期一、網路泡沫以及最近的金融海嘯。在衡量這幾個事件對市場的影響時以美國道瓊工業指數的隱含波動度為指標，該隱含波動度的歷史平均值為 18，但前述四事件發生時，隱含波動度都遠高於平均值，美股黑色星期一的波動度更衝高到接近 100。交易者應時時提醒自己黑天鵝事件的存在，避免在市場中遭受鉅額損失。

2、世界經濟現況：

世界景氣在 2013 年下半年有好轉跡象，但到了 2014 年景氣有反轉的跡象。14 年年初主要受到美國嚴寒氣候影響，9 月時則主要受到歐元區經濟成長退的影響。而在新興市場部分，經濟成長疲弱，主要受到中國經濟成長率下滑的影響，中國經濟成長率 2013 及 2014 年僅 7-8%，遠低於以往，為新興市場表現不佳的主因。已開發國家經濟表現較好，主要是美國經濟成長優於市場預期。

3、世界主要央行貨幣政策：

G4(美國、歐元區、英國以及日本)央行的貨幣政策分歧，歐元區及日本貨幣政策偏寬鬆，美國及英國則較為緊縮。但整體而言，世界主要央行都沒有要立即升息的意圖，即使是貨幣政策最緊的美國，聯準會也都表示升息步調將會非常緩慢。

4、公債市場：

承上所述，整體央行貨幣政策仍寬鬆，也因此貨幣政策為影響公債市場的主要因素，主要國家公債殖利率多來到歷史低點：德債 10 年期殖利率僅 0.8%，日債 10 年期僅 0.5%。由於短線央行寬鬆態勢不變，公債殖利率將維持在相對低點整理。

5、各種資產的實質收益率：

低利環境下，投資人將尋找高收益商品，以下比較幾種商品的實

質收益率。貨幣市場為-0.9%，政府公債為-0.9%，投資等級公司債為0.4%，股票股利率為2.4%，高收益債為3.7%，新興市場政府美元公債為4.8%。比較前述幾種商品，投資在新興市場公債將能帶來最高的收益。

(二)基礎建設債券

1、投資標的：

顧名思義，基礎建設債券意即投資人出資完成建設後收取該建設之使用費。投資標的上，以德勝安聯而言將標的分為四個區塊：交通、水及能源、通訊以及社會基礎建設。交通建設方面，主要投資的建設為道路、機場、鐵路以及橋樑，海港也是潛在標的，但由於海港的收益率受到總體經濟環境影響較大，因此投資時不傾向配置資金在海港建設。水及能源方面，電力傳送以及飲水系統的建制都是相當好的投資標的；發電廠則受營運年限的影響，不是好標的。社會基礎建設，如教育設施、醫療設施、公園以及警察局，甚至是監獄都是好的投資標的；以監獄而言，瑞典甚至考慮租用德國的監獄來收容犯人。通訊建設方面，由於目前通訊技術日新月異，因此風險遠高於前述幾項建設，在投資時不予考慮。

2、優點：

(1)收益率：基礎建設債券的收益率較一般公司債高。兩者的收益率

均可拆分如下：政府公債收益率+信用貼水+流動性貼水。一般公司債的信用貼水較基礎建設債券高，原因是大多數的基礎建設與政府有關，信用風險因較低；不過基礎建設債券的流動性貼水就遠遠高於一般公司債，此肇因於基礎建設公司債幾無流動性可言，投資人必須持有到到期。整體而言基礎建設債券的收益率高於一般公司債。在歐元區市場上，一般公司債殖利率大約高於政府公債70bp，但基礎建設債券的殖利率則高於政府公債達170bp。

(2)違約率及回收率：由於大多數的基礎建設都與政府有關，因此市場認為基礎建設債券在某方面與政府債類似，也因此賦予該等債券的違約率較公司債低，回收率則較公司債高。一般而言評等在A的公司債違約率約在14%，評等在BBB的公司債違約率則在21.6%，但評等為BBB的基礎建設債券違約率僅9%。回收率方面，評等為BBB的基礎建設債為80%，遠遠高於一般公司債的40%。

3、投資管道：機構投資人一般可透過以下三種管道進入市場

(1)與銀行簽訂雙邊協定：此管道的好處是雙邊協議的簽訂並不複雜，費用也較為低廉。缺點則是易與銀行有利益衝突。

(2)投資基金：此管道的好處是不需要太過深入了解建設方案的細節，同時也相當容易進入市場。缺點則是管理費高昂。

(3)自行尋找標的並籌資：優點是彈性較高且能有效去化大量資金。

缺點則是需要長時間研究相關產業、投資複雜程度高且固定成本龐大。

五、問題與答覆

(一)貴公司對公司債投資之看法為何？

以歐元區投資等級以及非投資等級公司債為例，目前投資等級公司債隱含的違約率稍低於歷史平均的 8.7%，顯示投資等級公司債價格未大幅偏離公平市價。不過非投資級公司債的隱含違約率趨近於零，遠低於歷史平均的 21.6%，顯見債券價格有高估的跡象。資產配置上應以投資等級公司債為優先。

(二)若遇到內部評估報告之內容與某檔基金相關時，該基金經理人應採取哪些行動？

基本上基金經理人是會參考公司內部的評估報告，但不一定會成為其基金操作的唯一參考指標，還是需要其他的資料做綜合評估。

玖、Infineon Technologies AG

一、日期、時間與地點

103 年 10 月 23 日，12:30~14:00，Infineon Technologies AG。

二、英飛凌科技公司代表

Ulrich Pelzer, Corporate Vice President, Finance, Treasury & Investor Relations

三、機構簡介

英飛凌科技公司(Infineon Technologies AG)原為德國西門子，自 1999 年起半導體業務部分獨立上市形成英飛凌，該公司專注於迎接現代化社會之三大科技挑戰：高效能(Energy Efficiency)、移動性(Mobility)、安全性(Security)，為汽車和工業電子裝置、晶片卡和安全應用及各種通信應用提供半導體及系統解決方案，其產品以卓越品質與創新性著稱，在類比和混合信號、射頻、功率及嵌入式控制裝置領域都掌握尖端技術。

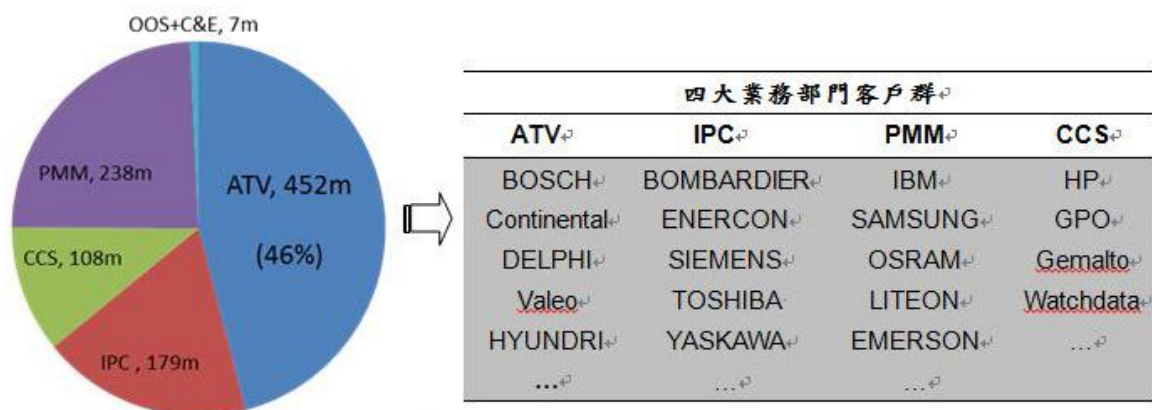
身為德國最大、歐洲第二大半導體業者之英飛凌，今年 8 月更以每股 40 美元、合計 30 億美元迎娶美商國際整流器公司(International Rectifier, IR)，讓英飛凌本身成為功率半導體

(power semiconductor)市場最大供應商；而英飛凌也成功擴大產品線，由高壓 IGBT 及 MOSFET 領域成功跨足低壓市場，亦將獲益於更大的規模經濟以及更強大的區域市場地位。

四、簡報內容摘要

一、四大業務部門貢獻度

英飛凌主要有四大業務部門，分別為汽車電子部門(ATV)、電源管理及多元電子部門(PMM)、工業電源控制部門(IPC)及晶片卡及安全業務部門(CCS)。ATV 主要涉及電動汽車、車身電子系統和舒適性功能以及安全系統等；PMM 主要涉及 IT 的電信設備、伺服器、智慧手機等；IPC 主要涉及新能源、可再生的能源發電、工業傳動、工業機車、牽引系統和家用電器等；CCS 主要涉及移動通信的信用卡、支付系統等。今(2014)年第一季度營收為 9.84 億歐元，其中，以 ATV 部門獲利表現最好(4.52 億歐元)，佔整體營收 46%，主要歸功於中國大陸及美國銷售額的成長，其次為 PMM，也有亮麗成績，獲利 2.38 億歐元，佔比約 26%，IPC 及 CCS 分別獲利 1.79 億歐元及 1.08 億歐元，請詳圖一。



單位: 歐元

OOS+C&E 指 Other Operating Segments, Corporate and Eliminations.

圖一 2014 年第一季度獲利表現

英飛凌在目標市場中均名列前茅，以 2012 年為例，在汽車電子領域排名第二、在功率器件和智慧卡領域都名列榜首，請詳表一。

表一 目標市場之市佔率地位

汽車電子領域 Automotive Semiconductors Total market in 2012: \$23.9 bn	功率器件 Power Semiconductors Total market in 2012: \$15 bn	智慧卡 Smart card ICs Total market in 2012: \$2.24 bn
No.2	No.1	No.1

二、汽車市場成長動力

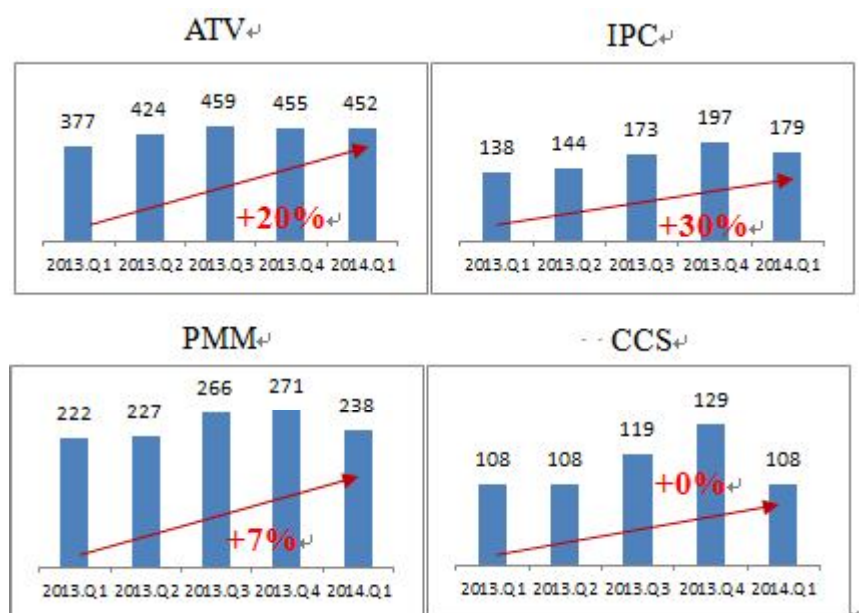
根據 HIS 機構今年 1 月發布的“2007 年-2017 年輕型電動車”報告，全球汽車生產量於 2013 年至 2017 年 5 年間的 CAGR(複合年度成長率)預計為 4%；其中，全球電動車(Electric Vehicle, EV)與混合動力車(Hybrid Electric Vehicle, HEV)市場規模將顯著攀升，預計 5 年間的 CAGR 將達 32.1%。

電動(力)車是綠色運具，為節能減碳的最佳車種，英飛凌不斷創新研發，透過電源管理晶片，滿足降低耗油及碳排放的需求；此外，隨著對安全行車的需求不斷提高，LED 在各方面表現都較優於傳統燈具，汽車外部照明也將逐步向 LED 燈具靠攏。

在半導體逐漸取代傳統機電元件，汽車半導體化加速下，節能減排迫使車廠使用更多電子系統，而一直努力將自己視為綠色公司的英飛凌，對於成為節能減排社會的推動者不遺餘力，不斷下功夫在車種的改良上，如上述所提採用 LED 外燈、強化電動車款等。

三、未來展望與期許

回顧 2013 年至今的業績，即時面對低迷的市場需求，英飛凌四大業務部門仍保持獲利，主要原因是成功掌握市場方面的管理，具體做出迅速和適當回應現狀的能力。從圖二可看出，過去一年來，IPC 有顯著成長，幅度達 30%，得益於全球智能手機及平板電腦的需求。



圖二 2013.Q1~2014.Q1 獲利表現

英飛凌所關注三大領域(高效能、移動性及安全性)是現今社會重要的課題，在未來將變得益加重要。展望今年，預計市場對英飛凌的產品及解決方案需求將有所增加，董事會希望今年收入與去年收入相比，有 7%~11% 的成長幅度，為確保成長，公司在新年度將投資 6.5 億歐元新機械及廠房建設；至於邊際利潤率希望能有 11%~14% 的成長幅度，詳表二。

為確保成長，重點就是發展與擴充 300 毫米或 12 英吋博晶圓半導體的產能，MR.Ulrich 提及目前公司有明顯的競爭優勢，英飛凌是全球唯一掌握這項技術的半導體廠商，隨著產能利用率的增加，英飛凌的獲利能力將隨之提高，這項投資是奠定未來成功的基礎。除了說明對今年的期待外，也跟我們分享改善財務績效提升，來自於如存貨與高生產力的抉擇、流動性發展的運用策略(如發債)等。

表二 預估 2014 年度收入與邊際利潤率

	Outlook FY 2014	Investments in FY 2014
Revenue	Increase between 7%~11%	About EUR 650m
Segment Result Margin	Increase between 11%~14%	

最後，他提到英飛凌制訂新戰略方向是從產品到系統的思維方式做轉變，也就是說，基於對顧客產品和市場的清晰認識，公司將繼續以高於市場平均成長率的速度成長，為客戶提供更大價值。當然，公司也會反問自己，對客戶所取得的成功，哪些是關鍵因素？且客戶主要是受到哪些因素影響？等，作為公司制定發展策略之參考。

四、再度躋身全球永續發展企業之列

2014 年英飛凌連續五度躋身道瓊永續性指數(Dow Jones Sustainability Index,DJSI)之列。自 2010 年首次申請以來，英飛凌在永續發展方面，持續穩居全球最佳公司之列。公司深刻地了解對於社會與環境的企業責任，故謹慎地使用資源，並且開發有助於降低環境影響的產品。「永續發展」早已深植在該公司的企業文化之中，再次名列道瓊永續性指數既是一項榮譽，也是一種激勵；而公司採取負責任的行動，才有存在的意義，投資者對於這一點也越來越重視。

再者，2013 年 10 月 Oekom Research 發布，經過分析和評估之後，將英飛凌評為 Prime(最佳)等級，確定英飛凌股票是可持續金融投資，此項殊榮等同於被評為全球最具可持續發展性的企業。自發布日起，英飛凌可以在其宣傳材料上使用 Oekom Prime 徽標，Oekom 客戶的投資總額高達 5,200 億美元。

英飛凌在 2001 年也被入選為倫敦金融時報社會責任指數 (FTSE4Good)中，至 2013 年已經連續 12 年為該指數成員。

不管是獲得 DJSI、Oekom 或 FTSE4Good 的殊榮，再再顯示出公司在公司治理、企業承諾及環境保護的重視度。

五、收購 IR，功率半導體市場獨大

英飛凌與美商國際整流器公司(International Rectifier, IR)宣佈雙方已簽署最終協議，以每股 40 美元、總計約 30 億美元的現金收購 IR。

英飛凌與 IR 的產品組合具有高度互補性，詳表三。IR 擅長的產品包括低功率、能源效率 IGBTs 及智慧型功率模組、功率 MOSFETs

及數位電源管理 IC，將與英飛凌的功率元件與模組產品完善整合。且與 IR 的整合將透過雙方營運成本結構的最佳化，以及提升英飛凌領先業界的 12 吋薄晶圓製造產能，進而創造規模經濟。IR 位於美國，同時也是世界重要的創新中心，擁有強大的市場據點，亦將協助推升英飛凌在亞洲據點。

此收購預期將會增加交易完成後當年會計年度的每股盈餘 (EPS)，完成收購後的第二個完整會計年度，IR 的利潤貢獻預期至少可符合英飛凌 15%。

表三 英飛凌與 IR 技術優勢

Topic	Infineon Technologies Strength	IR Strength
IGBT	High-power	Low-power
IGBTs	High-voltage IGBTs	Low-voltage IGBTs, drivers, control ICs
MOSFETs	High-voltage	Low-voltage
Digital power management	server	datacom
Wide-bandgap materials	SiC	GaN
Home region	EU	US
Channel	Key accounts	distribution

五、問題與答覆

問題：英飛凌於今(2014)年 8 月宣布收購以 30 億美元收購美商國際整流器公司(International Rectifier, IR)，併購後是否會改組董事會？另英飛凌於法蘭克福證券交易所掛牌，IR 則在紐約證券交易所掛牌，購併後 IR 的股票是否仍可在交易所買賣？

答覆：購併後兩家公司均會有董事席次，管理階層亦會由雙方共同指派，目前購併案還需要各管轄地管理當局的核准並完成相關程序後條件才完成併購案，故 IR 仍在紐約證券交易所掛牌交易，俟整個併購案完成後即會下市。

拾、BMW Group

一、日期、時間與地點

103 年 10 月 24 日，08:30~09:30，BMW 慕尼黑總公司

二、BMW Group 代表

Torsten Schuessler, Head of Investor Relations, Group Treasury

三、機構簡介

巴伐利亞發動機製造廠股份有限公司（德語：Bayerische Motoren Werke AG，英文：Bavarian Motor Works），簡稱 BMW，在中國及港澳地區稱為寶馬，在台灣則使用原稱 "BMW"，是德國一家跨國豪華汽車、機車和引擎製造商，全球員工超過 10 萬人，總部位於德國巴伐利亞州的慕尼黑，其藍白標記對稱圖形的企業識別圖案表徵公司所在地巴伐利亞州的州徽。

BMW 集團除了以「BMW」作為品牌商標銷售各式汽車與機車外，也收購過多家外國汽車公司。初創時期，BMW 以生產飛機引擎為主，一九一八年第一次世界大戰結束後，德國國內經濟蕭條，特別是「凡爾賽條約」明令禁止德國工業界再生產飛機，BMW 轉而致力於機車的研究發展。原本只在德國本土產銷汽車的 BMW，掌握六零年代末期，全

球景氣開始復甦的契機，從一九六六年起擴大外銷，並在法國、義大利等各國設立分公司，逐步拓展全球市場。BMW 對技術研究亦十分重視，在相關專業媒體測試中，BMW 引擎的馬力輸出往往比同級車高，且又能保持優良的精緻度與低噪音，此外，底盤操控性專業評價也常比同級車傑出。目前 BMW 集團是 BMW、MINI、Rolls-Royce 三個品牌的擁有者，BMW 經常與奧迪、賓士一同並列為德國三大豪華汽車製造商。

四、簡報內容摘要

(一)BMW 自 1916 年設立至今已將近快 100 年，目前旗下共有 4 個事業部，並花費相當之研究經費與時間，致力於研發部分，其中，亦嘗試研發以特殊材質打造新型車種。

(二)2014 財務預測

- 1、BMW 集團 2014 年稅前營收大幅高於前一年
- 2、汽車事業部稅前利益率可望達成預期之 8~10%之間
- 3、金融服務事業部之股東權益報酬率估計至少達 18%，較前一年些微下滑
- 4、摩托車事業部出貨量較去年微幅增加

(三)BMW 企業策略強調” Number One” ，不論是研發創新、或對客

戶服務，乃至因應客戶需求調整經銷策略等等，目標提供客戶業界第一名的商品與服務。

(四)在品牌形象的經營上，BMW 除強調駕車之舒適感外，亦訴求在設計與科技上係需有未來導向 (future-oriented)、而且給予人們有動力 (sport、dynamic & punch) 的感覺，塑立 BMW 品牌有年輕、活力的形象，藉以與其他傳統名牌汽車區分 (make different !!)。

(五)由於歐洲市場規模的縮小，故在財務規劃上，較為保守。在市場發展的策略上，除既有的德國本土市場外，美國、英國與中國等大型市場，亦為 BMW 之發展重點，而目前亞洲為 BMW 的主要市場，Mercedes-Benz、Infiniti、Peugeot & Lexus 均為主要競爭對手。除了進口 7 系列車輛於中國境內販售，同時也與當地合資企業共同製造部分車款。此外，BMW 亦積極突破開創巴西、俄羅斯、印度、土耳其等國之新興市場。

(六)未來面臨挑戰包含，持續研發新的材質以產製出更輕量車體、產品線的擴充，以及經銷策略的調整，讓 BMW 可以更直接的接觸到車主等等，均將增加 BMW 資本支出及預先投資。尤其消費者行為的改變，越來越多人於網路查找資訊，或是就近尋求展示點詢問後，再到經銷處所下單購買，換言之，BMW 需要於網路上提供更充實且多元的產品資訊，同時也規劃更多便利消費者抵達的直營展示處 (市中心

或購物中心內)，讓消費者可以沒有壓力的進一步詢問 BMW 的專業人員所有車款的各種細節，體驗試駕後再到經銷商處下單等等。

(七)BMW 專注研發 i 系列車款，包含 i3 與 i8 兩款業界標竿的豪華電動車款，BMW 於萊比錫廠建立領先業界的碳纖維車體生產線，用碳纖維打造的車身具備良好的輕量特性，從而讓電池的負載降低。

(八)BMW 的汽車種類繁多，分別係以不同系列來設定它們的等級，所有車系都具備了 BMW 汽車一貫的優雅風格，動力、高品質做工，以及高安全標準。此外，隨著能源缺乏與環保意識的抬頭，BMW 除與日本 TOYOTA 合作外，亦積極致力研發可搭載再生能源

(Renewable & free energy) 的車種，包含油電混合車在內，並且在汽機車的製造上，從製程開始，即注重環保，力求不造成環境污染，減少碳足跡，使企業呈現多元發展 (shaping the future)。

(九) 工廠導覽摘要

1. press room

在這裡可看到鋼薄板被無情地敲打成各種形式，壓成金屬片做為車體的基礎，直到按同一批次部件所需數量取得後結束，爾後再生產下一批。在短短的十五分鐘後，產生下一批的不同部件。

2. body shop

在這裡所有不同的沖壓板匯成汽車的底盤和車身，或一體成型機身。在此階段，可以看到電焊機器人如何把金屬片組合成車體大

致的樣子，所有金屬片開始變成 BMW 的獨特形狀，組裝底盤、保險桿、後擋泥板，以及最終的車頂。在此生產線的最末段，組裝完成的白色車身接下來將被上漆。

3. paint shop

在這裡，看機械手臂如何開門、如何噴漆。這也是加工過程中最關鍵的階段。適當且全面的底漆是最好的防腐蝕劑。由於現代化的設備，相同顏色可同時至少六輛汽車一起烤漆，油漆展位是整個工廠最乾淨的部分。

4. Engine Shop：引擎歷史介紹及組裝。

5. Assembly：所有部件組合，看到德國工人工作的實況。

五、 問題與答覆

(一)BMW 在高級車的市占率？

大約是 25%，主要的競爭對手是賓士、AUDI，還有日本的 Lexus。

(二)BMW 與賓士於策略上有何不同？

品牌印象來說 BMW 車主給人較年輕、運動形象，賓士則是相對較年長、強調安全性等等。

(三)BMW 車款一向給人年輕的印象，相對於高齡消費者的需求是否會無法兼顧？

車廠不會刻意標示甚麼樣的車款是專門針對銀髮族設計，但

BMW 就家庭族群設有 SUV 車款，於座椅角度、車身寬敞、加大後車廂等等設計強化方便各種年齡層人士駕乘。

(四)當提到電動車或油電混合車時一般都會先想到 Tesla，雖說 BMW 這類車款的銷售量似乎高過 Tesla，為何品牌印象卻不及 Tesla 呢？

BMW 在電動車長期以來也有很好的名聲，不過對於新進的年輕企業品牌，消費者一般也會給予更大的注意跟包容。他們的車相對車體較重、強調稍長距駕駛，BMW 車身非常輕巧，我們主推都會(urban)駕乘。不過我們認為市場上有 Tesla 這樣的業者是很好的事情，他們也著重在頂尖族群，讓電動車市場可以讓更多高端消費者留意到。

(五)BMW 對於其品牌在二手車市場的看法？

BMW 代表並無正面回復，僅表示市場越大，客戶越多，BMW 在市場的辨識度及認同度就越高，可提供很好的客戶來源。