

經濟部暨所屬機關因公出國人員報告書
(出國類別：實習)

跨國資產管理人才培訓計畫-
第二階段海外培訓課程研習報告

服務機關：台灣中油公司
姓名職稱：簡誌忠 管理師
派赴國家：美國紐約
出國期間：104年7月4日至7月15日
報告日期：104年10月5日

目次

摘要.....	3
本文	
壹、目的.....	4
貳、過程.....	4
美國總體經濟趨勢分析.....	4
全球債券市場現況-以巴克萊多元指數為例.....	8
最新指數股票型基金(ETF)投資趨勢與運用.....	10
近期金管會工作重點-群眾募資介紹.....	12
思考本公司長期融資管道.....	16
參、心得與建議.....	26

摘要:

本公司前因配合政府油價政策，穩定國內物價，造成鉅額虧損，如何有效降低資金成本，改善財務結構乃為一重要目標。因本公司為國營事業，在籌資管道上，具有一定的議價能力，惟全球經濟走勢詭譎，各國政經風險加劇，美國貨幣政策恐牽動全球資金動向，且金融工具日益創新，財務人員實需不斷汲取新知，始能與時俱進。為瞭解目前海內外金融工具特性，以建構最適融資方案，期降低整體資金成本，故參加金管會委託證券暨期貨發展基金會辦理之「跨國資產管理人才培訓計畫」，藉由瞭解各項金融工具特性，掌握目前各種金融工具優缺點，希望能對公司營運方面，提供有益之參考。

壹、目的

鑑於去年油價崩跌，油價公式無法有效反映成本，本公司財務出現虧損，負債比已達 76%，後續尚有天然氣第三接收站等長期資金需求，為擴增籌資管道，藉此瞭解海內外金融工具特性，建構適當融資與投資方案，期能降低資金成本，並在有限的風險下追求最大投資報酬率，故參加證券暨期貨發展基金會辦理之「跨國資產管理人才培訓計畫」第二階段培訓課程，同時與銀行或企業學員相互切磋交流，有利於未來業務推展。

貳、過程

一、行程內容

吾人已於 3 月參加跨國資產管理人才培訓計畫第一階段金融商品模組課程，經期末測驗與出席狀況考核順利通過，本次出國實習係為第二階段培訓課程，共計參訪機構有摩根大通銀行(JP Morgan Chase)、高盛(Goldman Sachs)、聯博控股(AllianceBernstein in Holding)、貝萊德(BlackRock Inc.)與柏瑞投資(PineBridge Investments)等投資銀行，並拜訪金管會駐紐約官員，行程內容可歸類為投資銀行與拜訪金管會官員兩部分，摘錄重點說明如下：

(一)參訪摩根大通銀行、高盛、聯博控股、貝萊德與柏瑞等投資銀行，此部分參訪對象皆為投資銀行，參訪主題有部分重疊，擬歸類為總體經濟面：美國總體經濟分析；融資面：全球債券市場現況；投資面：最新指數股票型基金(ETF)投資趨勢與運用，分述如下：

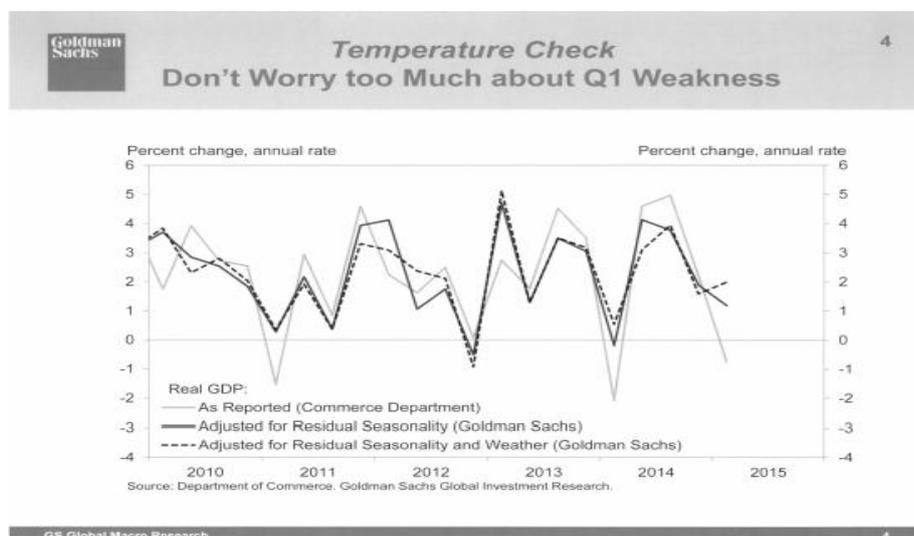
1. 美國總體經濟趨勢分析

(1)美國消費力道回升及全球油價下跌

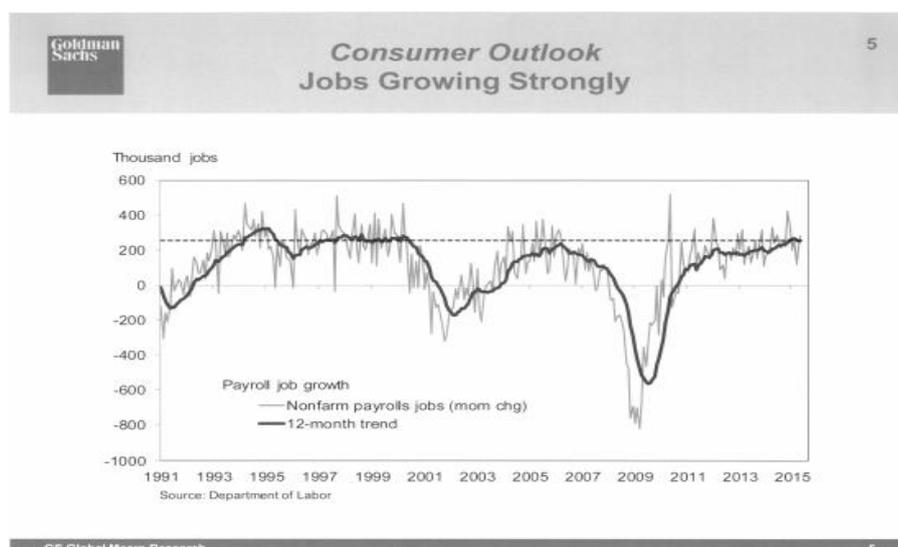
今年美國經濟活動溫和擴張，雖第一季 GDP 成長率出乎預期下修(如圖一)，惟隨著美西港口罷工事件及氣候嚴寒等暫時性因素消退，經濟復甦重回軌道，且高盛美國經濟分析師 Kris Dawsey 表示，美國就業成長強勁(如圖二)，雖消費支出未能大幅反映成長，但經觀察美國 GDP 比重達六成以

上的消費回升，對美國經濟的成長提供堅強的後盾，顯示消費者信心逐步回穩，消費增長亦是指日可待。另外，油價下挫讓美國消費者省下的大筆支出，如同無形的「減稅」增加(如圖三)，美國經濟亦將大幅受益。高盛估計，目前為止，汽油價格大跌省下的支出，相當於美國家庭減稅 750 億美元，對家庭支出而言有顯著的助益。若汽油價格依舊低迷，隨著時間，此一利益可能仍將擴大。

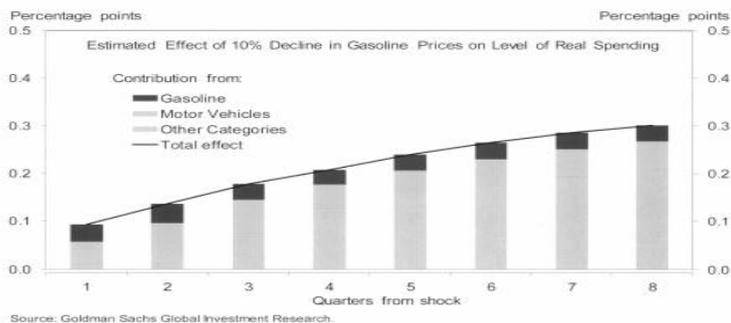
圖一：美國 GDP 成長率



圖二：美國就業成長情形



圖三：油氣價格下跌效果



(2) 工業生產優於預期且勞動市場狀況好轉

根據聯準會(Fed)公布的數據顯示，美國 6 月工業生產上升 0.3%，產能使用率亦持續上升，且工業製造經理人指數 PMI 亦連續第二月的加速擴張，從 5 月的 52.8 加速 0.7 來到 6 月的 53.5，回到 2015 年 1 月的擴張速度，以 6 月份的 PMI 來看，美股下半年基本面良好且將持續擴張。另外，勞動市場部分，初領失業金人數連續低於 30 萬人水準，代表趨勢的四週移動平均值皆處於近年低點，顯示消費者支出、企業聘雇和製造業活動復甦情況良好(如圖四)，意味著就業成長穩定和勞動市場狀況好轉。

圖四：薪資變動趨勢圖

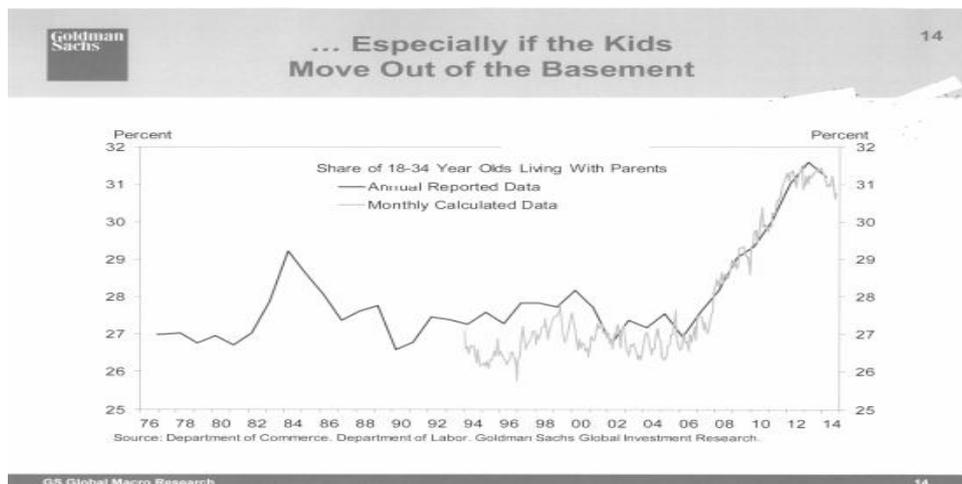


(3) 美國營建業呈現成長趨勢

房市供應情況支持美國營建業者加速動工的預期，由圖六可見自 2009 年後美國營建業陷入低迷，直至 2014 年略微提升，高盛表示，在美國經濟逐漸

復甦下，2016 年美國房市呈現回彈趨勢，惟 18 歲至 34 歲間之年輕人與父母同住之比率屢創新高(圖五)，達到約 32%，較 2009 年經濟衰退期亦成長約 7%。另外，美國人口老化現象亦是拖累經濟成長的阻力之一，高盛預估，未來十年戰後嬰兒潮世代人口老化問題將日益擴大，勞動力卻不見提升，就長期而言，人口結構問題亦是值得關注議題。

圖五：美國 18-34 歲與父母同住比率



(4)原油供給仍過多，油價欲漲不易

布蘭特油價在今年 1 月觸底反彈，主係能源業者紛紛減少資本支出與關閉油井，市場預期未來原油供給可能減少，因而提振油價走高，布蘭特油價一度突破每桶 65 美元。但實際上截至今年 4 月，包括 OPEC 和美國原油供給有增無減，甚至部份能源業者表示，只要油價漲回到每桶 65 美元將恢復生產，使得油價反彈力道受阻；加以希臘債務問題恐衝擊歐元區景氣，影響歐洲原油需求；中國股市崩跌亦動搖市場信心，增添對中國經濟前景的擔憂，拖累油價走勢，使布蘭特油價回落至每桶 60 美元下方。展望下半年，OPEC 去年的降價策略成功地逼退部份頁岩油生產商，使美國頁岩油產量於 5 月開始出現減少，預估此下降趨勢將持續至明年 2 月。惟沙烏地阿拉伯表明將持續增產，其他 OPEC 成員國料趁美國原油生產放緩之際持續增產以擴張市佔率，預期伊朗原油也將恢復出口，全球原油供給持續增加。需求面部份，近年主要拉升原油需求增長的新興國家尤其中國經濟增速放

緩，全球經濟成長溫和，下半年僅靠季節性需求支撐，缺乏推升力道，預料油價受供給面壓力較大，另美國升息支撐美元偏強，使油價欲漲不易。

(5)聯邦準備利率預期升息

截至 6 月底核心通貨膨脹率、失業率及成長率等經濟數據均優於市場預期，顯示經濟有逐步回溫跡象。美國聯準會主席葉倫於國會作證時表明「美國經濟和勞動市場可望進一步改善，希臘危機與中國金融動盪等國際情勢不太可能使美國經濟脫軌，今年稍晚預計將啟動升息。」並強調升息後貨幣政策立場可能會有很長一段時間維持在高度寬鬆的狀態。

(6)現況說明：美國聯準會已於 9 月 18 日決議維持利率決議不變，儘管美國經濟面維持溫和擴張趨勢，就業市場也持續改善，但近期全球金融市場的不確定性，讓美國聯準會決議暫緩升息，美國聯準會主席葉倫，在會後記者會提到「國際經濟發展不確定性及通膨低於預期，令聯準會評斷應多等一些時間再決定是否啟動升息」，此說明已凸顯聯準會已將國際發展，尤其是中國與新興國家的經濟動態納入貨幣政策考量，決策的複雜度提高，也更增添未來政策走向的不確定性。

2.全球債券市場現況

講師 Michael E. Dresnin 以巴克萊多元指數 (Barclays Multiverse Index) 的成分內容講析全球債券市場狀況。巴克萊多元指數為衡量全球固定收益債券市場之指標 (包含投資等級與高收益債券)，該指標成份中，51% 為 Barclays Global Treasury Index，該指數係追蹤開發及已開發投資等級國家以當地貨幣計價、固定利率之政府公債指數，13% 為 Barclays Government-Related Index，21% 為 Barclays Global Corporates Index，該指數係追蹤各國公司債之績效，15% 為 Barclays Global Structured Products Index。

(1)主權債市場(Global Treasury Market)

US Treasury Market 是最受矚目的，約佔全球主權債市場 25%-27%，市占率極高，各國、各產業或其他區塊發行債券時率大多是以美國政府債券為

參考依據，並配合當地經濟情勢進行決策，許多人會直覺的以為新興國家發行的債券就是高收益債，實際上並不是，新興市場國家也有很多國家的債信是屬於投資級以上的，高收益債並非以地理位置來劃分的，而是以該國政經情勢評估。各國主權債的殖利率會互相影響，以最近美國 10 年期公債來說，當它殖利率下跌的時候，也會拉低其他國家政府公債的殖利率。

(2)政府相關債券市場(Government-Related Bonds)

- a.類政府公債(Agency Debt)，像是美國政府 Agency Fanny Mae、Freddie Mac、Ginnie Mae 發行的 Mortgage Security，發行量大且普及，有美國政府支持。
- b.超國際組織發行的債券(supernational debt)，像是歐盟、亞洲開發銀行、IMF、世界銀行等特殊機構發行的債券。
- c.州政府所發行的債券，特別是美國州政府所發行的債券，其發行量也很大，利息收入有免稅的特點。

(3)公司債市場(Corporates Bonds)

公司債的信評自 AAA 起分成許多等級，其中也有無信評的公司債。無信評的債券由於沒有信用評等可參考，可投資的企業較少，流動性較差，價格較低，投資人會根據信評等級、產業結構及國家等因素，進行投資公司債市場資金的配置。

(4)結構式商品(Structured Products)

結構式商品有不同的評等可以選擇，需要安全性的投資人可以投資等級較高風險較低的部分，需要收益高的投資人則可以選擇投資等級較低風險較高的部分。目前固定收益債券面臨的可能風險有以下幾個：

- a.美國聯準會升息的壓力
- b.各國央行貨幣政策的差異
- c.日益嚴謹的法規控管
- d.債券市場的流動性

e.低殖利率甚至是負殖利率的所帶來的影響

f.中國經濟的走緩

3.最新指數股票型基金(ETF)投資趨勢與運用

(1)何謂 ETF

ETF(Exchange Traded Fund)指數股票型基金，係由投資管理公司發行，一般可在交易所買賣。ETF 分為被動管理(Passive ,or Index strategies)與主動管理 (Actively managed strategies) 兩種型式，兩者以被動管理型式為主，以美國為例，目前被動型式約佔 98.86%，主動型僅佔 1.14%左右。

被動式 ETF 最大的特色在於「被動地追蹤（複製）某一指數或價格」，指數是用來衡量各市場或產業走勢之指標，每檔 ETF 所追蹤之特定指數即為各檔 ETF 之標的指數。欲追求某一個市場或產業之股價報酬率的投資人，可直接投資以該市場或產業指數為標的之 ETF。為使 ETF 市價能反映與標的指數的變動，每一檔 ETF 在商品規劃之初，會將 ETF 之每一單位淨值設計為標的指數之某一百分比，將 ETF 之淨值和指數連結起來，投資 ETF 之損益便與指數之走勢直接相關。因 ETF 可免除傳統共同基金績效大幅落後衡量指標的人為問題，故深受保險公司、銀行、退休基金等機構投資人歡迎，在核心資產配置上扮演相當重要的角色。

(2)ETF 的現況

對投資人而言，ETF 兼具基金及股票之優點，為投資者提供一個方便、靈活且費用低廉的投資管道，以一筆交易即可直接投資一籃子證券。其他優點尚包括：投資標的透明，成份股變動不大，稅賦低；走勢與股市同步，投資人不需研究個股，只要判斷漲跌趨勢即可，投資較為方便；在風險分散方面，投資 ETF 如同投資指數成份的多個證券，充分分散風險，惟考量投資國外 ETF 時，尚需考慮匯率風險，目前市場上亦有考慮匯率風險後之 ETF。

目前全球 ETF 受到很多機構投資人喜愛，對壽險、持股高的機構法人與股

市投資人來說，由於 ETF 的架構是建立在指數或投資組合上，因此無論是投資哪一類型的 ETF，都能夠進行一定程度的風險分散及複製特定指數表現的好處，也可做為指數期貨以外避險及套利的工具。

此外，ETF 由於買賣方便，機構投資人也可藉此迅速變現，不須承受大量拋售個別股票對市場衝擊之影響，及考量個別股票流動性之問題。若能將不同國家、不同地區的 ETF 納入資產投資組合，亦能有效地達成區域性資產分配策略。ETF 的投資方式靈活，除了適宜短、中、長期買進持有之外，也提供信用交易的功能，且無指數期貨有到期問題，所以可以做為法人長期避險與持有的核心持股。根據國外研究報告指出，在美國及英國的退休金資產管理機構有很大比例的長期投資報酬率是來自於 ETF 策略性資產配置。而主動型式 ETF 可能並不追蹤任何指數，完全由經理人決定要買賣那些證券，以便於展現其投資策略。

(3)ETF 的運作：

實物交易 (In-kind trade) 機制對於 ETF 非常重要，可以讓市場上的授權參與者(Authorized Participants, APs)，以 ETF 的成份股直接與 ETF 發行公司換取 ETF 股份，或以 ETF 股份換取其成份股。這個實物交易的創造與贖回程序，英文稱 In-kind creation/redemption。ETF 就是藉此來確保 ETF 的市價與淨值之間，不會出現太大或是持續太久的差異。

一般投資人，不論買進或賣出 ETF，ETF 的總發行股數都不會改變。只有授權參與者直接跟 ETF 發行公司交易時，發行股數才會產生變化。當市場上的授權參與者，以大量成份股換取 ETF 股份時(也就是執行 in-kind creation)，會讓 ETF 的發行股數增加。同樣，只有當市場上的授權參與者，以大量 ETF 換取成份股時(也就是執行 in-kind redemption)，才會讓 ETF 發行股數減少。除了實物交換之外，有的 ETF 所投資的資產流動性較低時(例如高收益債、美國市政債，新興市場債等)，亦會採行以現金取代實物來進行創造與贖回機制。

(4) ETF 的展望

美國是全球最大的 ETF 市場。美國 ETF 的資產總值，約占全球 ETF 資產總值約四分之三。至 2015 年 4 月，美國當地 ETF 的總數已達 1455 支標的，管理資產總值達 2.1 兆美金，較 2014 年同期成長 21%，在龐大的商機吸引下，預期未來的成長趨勢仍將持續。近年來各式 ETF 紛紛出籠，依資產類別主要可分為股票、房地產、債券、貨幣、能源、貴金屬、基本金屬與原物料等。而作空型（反向）與槓桿型（倍數）的出現，也滿足更多市場投資人的需求，產品的齊全與多樣化也增加投資人的操作彈性。

(二)拜會金管會駐紐約官員

此次參訪主要由金管會駐紐約辦事處陳銘賢主任說明其業務內容及近期工作重點簡介，摘述如下：

1.業務內容：

(1)與駐地金融監理機關、國際金融組織及各金融單位聯繫及交流：

金管會主管銀行、票券、證券、期貨及金融衍生商品、保險及其清算等金融市場業務及其金融服務業，故須與駐地之相關金融組織及主管機關維持良好交流及合作關係。金管會駐紐約辦事處曾協助我國政府機關與美國當地證券、財政、保險、儲備銀行等治理單位會面交流，促使我國金融市場與制度朝國際化發展。

(2)協助金管會各局政策研擬：

目前金管會業務朝四大方針推動，分別為：亞洲佈局、推動金融進口替代政策以提昇國際投資管理及創新能力、推動發展我國資產與財富管理中心及打造我國數位金融環境。駐外單位須協助金管會各局單位研擬相關政策以利推行。

2.近期金管會工作重點-群眾募資介紹：

近來群眾募資已成為新興趨勢，故金管會研究與觀察目前美國最新群眾募資 Peer to Peer Lending (簡稱 P2P)在美國實施概況，P2P 群眾募資打破了以往放

款限制及借貸模式，加速資本市場資金流動及有助創業資金的募集。隨著 2014 年 12 月 10 日全球最大 P2P 借貸平台-Lending Club 上市，更將此營運模式提升到資本市場的治理層級；金管會駐紐約辦事處彙整該項業務相關重點及風險治理作為近期主要工作項目，茲說明如下：

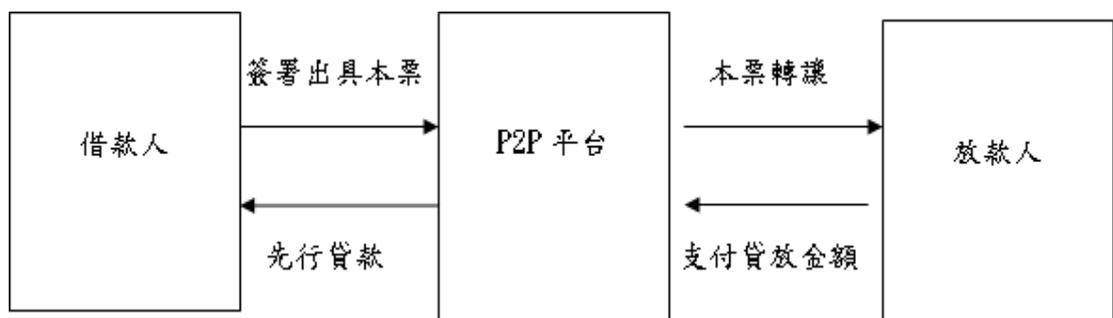
(1)P2P 特性

P2P 為一小額信用借貸，其借款人通常是中低收入階層、剛出社會的年輕族群與小額創業企業主，一般銀行因借款人風險高，通常不願借貸，P2P 群眾募資的出現其實是對現有銀行體系的加強。藉由網路平臺與鉅量資料分析，可有效地降低了貸款審查的成本，促進此業務的蓬勃發展。P2P 業者不參與借款，僅提供配對交易，與信用工具和撥還款服務。由於完全網路化，整個借貸過程與現有民間借款不同，透明程度較高。

(2)P2P 經營模式之轉變：

早期 P2P 業者主要作為借款人及放款人成交搓合及資金借貸的平台，其經營模式如下圖：

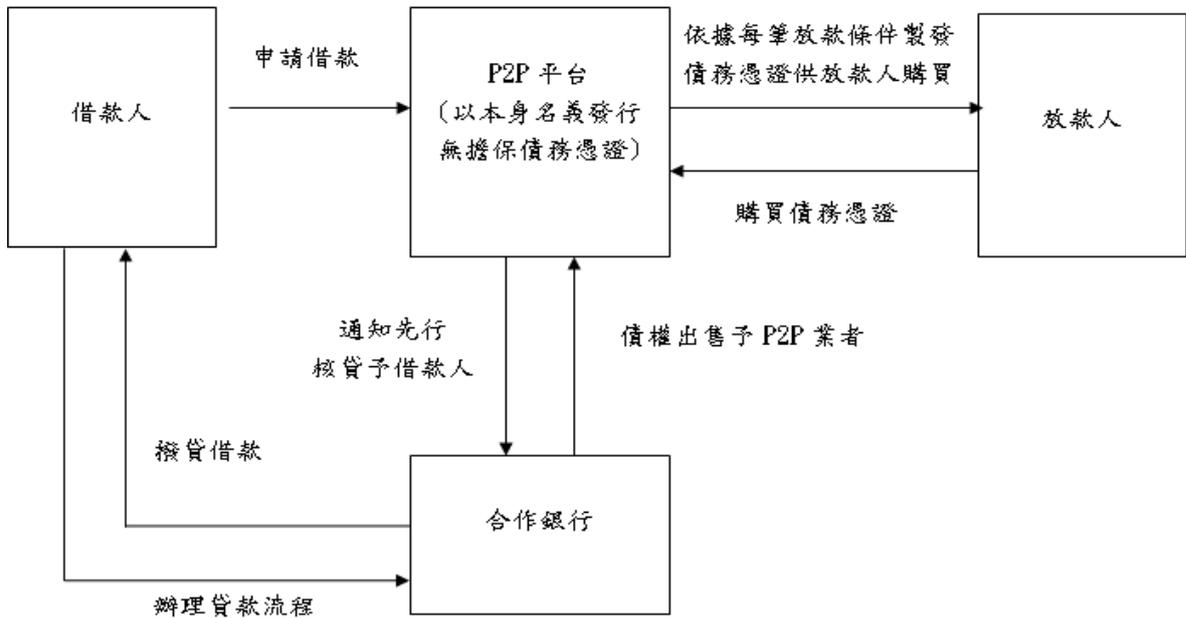
圖六：早期 P2P 經營模式



隨著 2008 年美國證管會(簡稱 SEC)認定 P2P 與放款人間屬投資行為，而非借貸或存款關係後，要求業者應依美國有價證券募集之法令辦理註冊申報及製發公開說明書以利治理，P2P 業者修改經營模式，本身非僅侷限為交易搓合平台，而是以業者本身名義發行特定放款之攤還本息為收益之無擔保債務憑證售予放款人，並將原先與借款人之直接放款關係調整為透過合作銀行先行撥款予借款人，合作銀行再將此債權出售予 P2P 業者持有，其轉變後之經營

模式如下圖

圖七：轉變後的 P2P 經營模式



(3)新經營模式下之放款人債權強化機制：

轉變後的經營模式因放款人僅持有 P2P 業者本身名義發行之憑證並無提供保證或對借款人與放款人間的法律權利予以規範，故為強化放款人權益，現行業者以下述兩方式來強化放款人權益：

a.附屬關係發行人發行債權憑證：

新經營模式下的 P2P 業者不僅為搓合借放款交易平台，更藉由發行債權憑證以募集資金，為落實破產隔離之防護效果，P2P 業者以其子公司名義發行憑證予放款人，及向合作銀行購買先行撥款予借款人之債權，其資產負債由上述債權資產及債券負債組成，本身不涉獵營運業務，實際營業則由母公司專責管理，藉由此分責方式強化放款人債權權益。

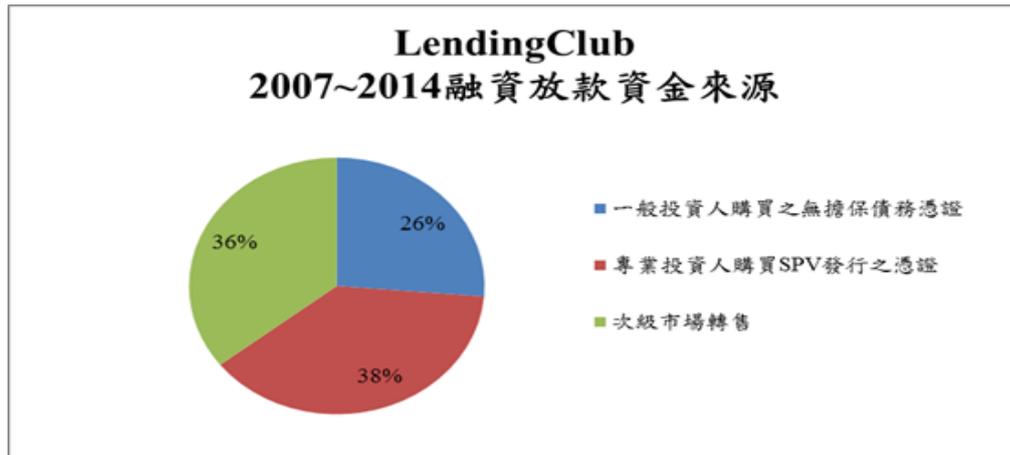
b.依據不同風險偏好成立基金並尋求合適投資者：

除子公司名義發行債權憑證予放款人外，P2P 另成立特殊目的公司(簡稱 SPV)及投資基金。SPV 得向 P2P 購入放款債權後再發行憑證出售，而投資基金除可向專業投資人私募外，亦可購入 SPV 所發行之憑證後另尋投

資人銷售。藉由上述方式，P2P 可針對不同的專業投資人風險偏好，設計不同放款債權組成之基金投資組合以保障原先放款人之債權權益。

若在資金取得成效上來說，以全球最大 P2P 業者-LendingClub 為例，其 2007~2014 年融通放款約 76 億美元，資金取得比重詳見下圖：

圖八：LendingClub 融資放款資金來源



由上圖可知，LendingClub 主要資金來源係以 SPV 向專業投資人出售發行憑證為主，而透過一般投資人購買發行憑證比重則最低。

(4)P2P 涉及之監理法規

在美國證管會(SEC)認定 P2P 與放款人間存在投資關係後，原有的經營模式經調整後新增了合作銀行作為資金放貸的媒介，其牽涉的法規更加廣泛，亦使群眾募資的規範日趨完整，茲將現行 P2P 涉及的監理法規及風險控管制度說明如下：

a.針對 P2P 業者：

證券法：規範 P2P 業者以發行人身分發行及銷售憑證需遵循註冊登記及公開說明書等資訊完整揭露，以保護放款人(投資人)。

誠實放款法、公平債權法、各所在州之消費者保護之州法令：因 P2P 本身為借款人之債權人，並負責收款和逾期催款等事宜，因此受上述法令規範，明定不得有不公平放款、欺騙、不實揭露及歧視等情事發生。

b.針對合作銀行：

合作銀行依據 P2P 業者通知已成交之放款條件後始進行撥款與借款人，因屬銀行放款業務，故受銀行主管機關之監理。另與 P2P 業者簽署之合作契約經主管機關認定為銀行委外作業，故對於核貸條件、客戶資訊保護及防制洗錢等機密亦受銀行主管機關監督。

(5)總結

因小額募資的商機龐大，群眾募資平台及其市場亦發展日趨成熟，故促使美國對於小型企業募資及私募等法令鬆綁(如：Regulation D、Regulation A 及 Regulation A+等)，皆有助於資本市場的活絡及流動。此外，隨著網路化時代的來臨，此一新型態之經營模式，將會吸引產業價值鏈中出現更多新的專業服務業者提供金融服務，我國可參考美國目前群眾募資的發展雛形，並思考如何在法令規範下，落實內控及保護投資者權益，以鼓勵開創創新業務，進而活絡我國資本市場，待我國未來引進小額募資制度後，吾人將持續關注此制度，並在法律制度完善後，評估 P2P 適用於公司之可能性。

二、思考本公司長期融資管道

藉由本次出國實習，思考在全球金融市場動盪下，中國經濟放緩，消費能力持續萎縮，全球原物料因需求不足，油價亦持續下滑，本公司在油價大幅下跌，油價公式無法反映真實成本與背負政策性因素，公司亦呈現虧損，未來財務規劃將更顯困難，財務規劃除考量短期營運資金外，亦需審慎評估長期固定資產投資計畫與油氣權益投資可行性，與適當之融資工具，是故吾人就本次出國實習由投資面反向思考融資面，進一步分析長期資金籌資方式分屬間接融資的銀行長期借款與直接融資之公司債，分述如下：

(一)銀行長期借款

(1)銀行長期借款簡介

銀行長期借款是指企業從銀行或其他金融機構借入的期限在一年以上(不含一

年)的借款，一般多為三至七年，資金用途多為資產投資計畫或充實營運資金，根據貸款銀行的家數不同，可分為單一銀行貸款和多銀行聯合貸款(下稱「聯貸」)，需視投資計畫額度、借款公司規模與信評等級、市場資金寬鬆情形、聯貸次級市場發展程度與銀行風險承受度等因素，小型融資案多為單一銀行，大型融資案多以聯貸方式進行，以利銀行間風險分散。

一般企業多以聯合貸款方式進行長借作業，所謂聯貸係指銀行接受企業委託，以相同的貸款條件，結合兩家以上的銀行或金融機構組成聯貸銀行團，共同與借款人訂立聯合貸款契約，按約定比例貸放予借款人的一種授信行為，聯貸案整體融資時程約 4 個月，發行成本包含主辦費約貸款金額之 0.4%~1%，律師費、承諾費與帳戶管理費。聯貸銀行團是由主辦行、參貸行及管理銀行組成，並以合約方式約定彼此之權利義務，其優點如下。

表一：聯貸優點

借款人	聯貸銀行
1. 一次籌足有效率募集大額資金	1. 分散授信風險、集中控管擔保品
2. 建立與銀行往來關係，增加籌資管道	2. 增加銀行收益
3. 提升在金融市場知名度	3. 擴展銀行在企業端業務發展商機
	4. 增加銀行同業間往來關係

本公司不採用聯貸原因，係因本公司為國營企業，在市場上具有相當知名度，對銀行而言，違約機率小，惠譽信評等級近年皆為 twAAA，表示本公司信用無虞，在國內具有一定議價能力，銀行長期借款係函請個別銀行報價，比價後擇定利率較低之銀行辦理簽約撥款，整體融資時程約 3 個月，且無需支出其他費用，融資方式採單一銀行個別貸款，銀行長借均為浮動利率。

(2)近期銀行融資案件

近期貸款案件如下表，目前因臺灣景氣不佳，出口衰退，央行適時維持寬鬆政策，市場資金氾濫，加上銀行同業競爭激烈，市場仍以買方為主，大型企業議價能力高，聯貸案利率均較以往 3% 為低。

表二：近期聯貸案件

借款公司	華亞科技股份有限公司	友達光電股份有限公司
借款日期	104.05	104.09
主辦行	兆豐銀行、臺灣銀行	兆豐銀行、臺灣銀行 合作金庫、國泰世華銀行等 9 家
額度	新臺幣 156 億元	新臺幣 357 億元
期間	5 年期	5 年期
利率條件	浮動利率目前總利率水準約 2.028%。 採「三級制」浮動利率，將以 3 或 6 個月的台北金融業美元拆款利率 (TIBOR) 為基準利率計息，分別依照獲利、虧損幅度低於 10%、虧損幅度超過 10% 等三種不同的狀況，來設定不同的利率加碼，加碼幅度分別為 115 點、135 點以及最高 150 點。銀行團先以 115 點為加碼幅度，	浮動利率，加碼利率以基準利率往上加碼 90 至 135 點，總利率水準約 2%
超額認貸比率	57.5%	28.3%

(二)公司債

公司債為發行人籌資工具之一，多以固定利率訂價，適用時機為預期未來市場利率上揚，故提早發行公司債以規避再融資風險，可鎖定長期資金固定成本，依債權與股權性質區分，可分為普通公司債與可轉換公司債，分述如下：

(1)普通公司債

a.普通公司債簡介

公司債係指資金需求者發行債務憑證予資金供給者，並依約定票面利率計付利息及償還本金予債權人，此債務憑證即為公司債，發行人(即資金需求者)於債券存續期間內，不論其獲利情況如何，均需依發行條件按時支付約訂利

率之利息，並依約按面額償還本金，其特性如下表

表三：公司債特性介紹

項目	說明
作業期間	約 4 個月
擔保方式	可分為無擔保與有擔保，有擔保公司債多以銀行保證強化發行者信用。
訂價方式	採荷蘭標
還本方式	分次還本及到期一次還本。
計息方式	一年單利計付息一次，或半年複利、一年付息一次等。
票面利率訂定	主要為固定利率，浮動利率實務不常見。採浮動利率係於事先選定票面利率訂定指標及加減碼幅度，並於普通公司債存續期間內，定期依當時該訂價指標之水準，重新訂定當期之票面利率。
利率訂定參考因素	<ol style="list-style-type: none"> 1. 金融市場利率現況與未來趨勢 2. 其它公司發行公司債之參考利率 3. 發行公司本身及保證銀行或擔保品之信用等級 4. 發行期間之長短 5. 發行金額大小及市場之供給、需求結構 6. 還本付息方式之不同
發行效益	<ol style="list-style-type: none"> 1. 增加籌資管道，降低再融資風險 2. 發行作業較股權方式籌資簡便 3. 利率固定，利於投資案之規劃與執行 4. 利息費用具節稅效果
投資人主要風險	<ol style="list-style-type: none"> 1. 利率風險：當市場利率走高時，債券價格下跌。 2. 通貨膨脹風險：預期通貨膨脹率走高時，債券投資人之實質報酬將受侵蝕。 3. 再投資風險：債券付息時，所收取之票面利息可能無法再以原票面利率投資之風險。 4. 流動性風險：持有債券需要變現時，可能因市場需求不足而產生損失。 5. 信用風險：發行機構可能無法繼續履行還本付息義務的風險。 6. 提前還款風險：若一債券賦予發行公司有買回權，則投資人在利率下跌時，易有發行公司執行買回權而提前還款之風險產生。

b.普通公司債現況說明

觀察國內公債利率走勢，10年期公債由今年二月之 1.65% 大幅下滑至近期之 1.20%，主要原因係年初時預期利率將受到美國聯準會不再進行貨幣寬鬆政

策，且當時預估本年度將會執行升息，惟至本年 8 月中，受到中國大陸經濟衰退，至影響全球金融市場，市場出現恐慌情緒蔓延，臺灣出口亦出現連續 7 個月衰退等情形，造成本國公債利率大幅下滑，價格上揚；目前因景氣不佳，除美國外，各國央行偏向寬鬆的資金操作，市場資金充足，公司債利率亦與公債利率走勢一致，呈現下滑趨勢，以台電為例，10 年期公司債今年至今發行兩次，票面利率由 4 月底第一次發行之 1.90%，下滑至 8 月底第二次發行之 1.70%。

(2)可轉換公司債

a.可轉換公司債簡介

可轉換公司債係公司所發行的債券，為直接向投資者籌措長期資金的一種金融工具，為一股權與債權混合型的商品，投資人除依契約可享有一般公司債的配息之外，還可於閉鎖期過後，選擇是否依照約定的轉換比率(Conversion Ratio)或轉換價格(Conversion Price)將所持有之可轉換公司債轉換為發行公司的普通股，或發行人可在特殊情況下(如深度價內)強制收回在外流轉債券，若投資人於轉換期間未轉換，到期時發行公司將依面額償還本金與利息予投資人，因此可轉換公司債可說是兼具債券與股票雙重特性的特殊有價證券。若可轉換公司債之轉換標的為發行公司之外其他上市公司的普通股，則另稱為可交換公司債。此外，企業至海外發行以外幣計價之可轉換公司債，則為海外可轉換公司債。可轉換公司債商品規格說明：

表四：可轉換公司債商品規格

項目	說明
票面金額	國內可轉換公司債每張票面金額為十萬元
票面利率	係投資人每年可領取的利息，投資人因擁有轉換權，故可轉換公司債的票面利率都會較普通公司債為低，甚至為零。
發行期間	主要 3 年或 5 年
轉換閉鎖期	為避免投資人太早轉換可轉換公司債使得債券存續期間過短，發行公司會將轉換價格調高，或是限制可轉債在發行後一定期

	間內不得轉換，即為轉換閉鎖期。目前可轉換公司債的轉換閉鎖期不得少於 1 個月。
轉換價格	可轉換公司債轉換成股票時，每股股票所設定的價格，即為轉換價格，公司債可以轉換成股票的單位，即為轉換比率；轉換價格在發行之前就已設定，通常發行條件中會有規定其轉換價格將隨股票股利的發放時，而作同幅度的向下調整。相對地，轉換股數亦隨之向上調整，當股票市價大於轉換價格時，投資人即可將轉換公司債轉換為普通股股票。
轉換溢(折)價比率	指公司發行可轉換公司債時，所訂的轉換價格比當時的普通股股價較高(低)之比率
賣回條款	係指投資人有權在一定日期，以約定之賣回價格將可轉換公司債賣回給發行公司，賣回價通常大於面額，該賣回價格所隱含的收益率即所謂的賣回收益率。
賣回收益率	持有成本與賣回價格之價差，折算之收益率，即為發行人所需支付之利息補償金。
強制轉換及贖回條款	為降低發行公司的處理成本及維護股東權益，發行公司會在可轉換公司債的條款中加入的強制轉換或強制贖回條款，其執行條件有以下兩種： (1) 尚未轉換之債券總金額低於發行總額的一定比率。 (2) 標的股票收盤價格連續數個營業日超過當時轉換價格達一定比率。 當其中一個條件成立時，發行公司將寄發「債券收回通知書」強制將可轉換公司債轉換為普通股，或以特定價格買回可轉換公司債，該買回價格所隱含的收益率即所謂的贖回收益率。

b.可轉換公司債優缺點分析

可轉換公司債同時具有股權與債券之性質。在投資人轉換前，投資者具有債權人之身分，可依約定享受債權人之權利，投資者轉換後，其身分將轉變為公司股東，可享受股東所有的權利。對發行公司而言，可轉換公司債在轉換前仍為公司債，其票面利率較發行普通公司債為低，但另一方面，發行公司亦需面對轉換後公司股權稀釋的影響。以下就發行公司角度探討可轉換公司債的優缺點分析：

表五：可轉換公司債優缺點

	項目	說明
優點	票面利率低	可轉換公司債之利息較普通公司債為低。
	增加籌資管道	使公司的資金來源多元化、財務調度靈活，而企業發行可轉換公司債亦為其籌資工具之一，且其資金的募集不會受銀行對公司授信額度的限制。
	募集成本低	發行時轉換價格通常為溢價發行，未來投資者陸續行使轉換後，便相當於公司以溢價發行新股，可比現金增資的增資價格高。
	強化資本結構	可轉換公司債若轉換為普通股，可減少負債而增加股本進而強化資本結構。
	提升發行公司知名度	若有外幣資金需求，發行海外可轉債因需要赴香港、新加坡等重點金融中心進行海外發債說明會，可提升企業知名度。
缺點	經營權稀釋風險	公司債並無表決權，但轉換為股票後即為股東，對於公司經營權的穩定將發生影響。
	賣回權之利息補償金	當可轉債的轉換價值遠低於債券面額時，持有人必定不會執行轉換權利，此時投資人可依賣回條款，要求發行公司以面額加計利息補償金的價格收回該債券，但實務亦有平價或折價賣回。
	現金流量難以估計	因投資人可於轉換期間內，將可轉債轉換為公司的股票，因此發行公司對於投資者行使轉換時機及金額無法準確預測，債息、股利及本金之長期資金計劃及權益計劃較難預估。
	增加會計作業成本	發行可轉債，除了每年付息外，還需因應投資人隨時可能發生的轉換請求，發給權利證書。而每年在固定時點時又需將權利證書換成普通股，故在會計作業上會增加作業成本。
	發行作業期間長、成本高	因發行可轉債需請券商、會計師與律師等專業人員出具專業意見，若為海外可轉債，還需赴香港、新加坡等重點金融中心進行海外發債說明會，並出具英文版公開說明書，發行文件較為繁雜，作業流程較普通公司債長，至少需六個月以上。
	匯率風險	發行海外可轉債時，需評估外匯影響數，對有外匯收入公司，發行與外匯收入同幣別之海外可轉換公司債，可收自然避險之效果，達到匯率管理效益，惟本公司係以新臺幣為主要營收之公司，則會增添外匯風險。
	會計報表評價	可轉換公司債因含有股權與債券性質，股權部分每期財務報表均需按股票市價評價可轉換公司債，若股價上漲須提列評價損失，如發行海外可轉債，則另需評估外匯影響數。

c.可轉換公司債現況

可轉換公司債因投資人具有賣回權與轉換權，其債權順序優先於股票，故票面利率多為 0%，觀察可轉債市場發行情形，國內可轉債，發行公司一般以中小型企業為主，發行規模較小，溢價率低，但亦有少部分大型企業發行，如鴻海 95 年發行 5 年期 180 億元零利率可轉債；海外可轉債則多為大型企業，發行金額大，溢價率較高。如下表為本年度發行之可轉債案件：

表六：近期可轉債案件

項目	億光電子	兆豐銀行	聯華電子
發行種類	國內可轉債	國內可轉債	海外可轉債
發行日期	104 年 5 月	104 年 8 月	104 年 5 月
發行金額	新臺幣 50 億元	新臺幣 58 億元	美金 6 億元
發行期間	5 年期	3 年期	5 年期
票面利率	0%	0%	0%
轉換標的	億光電子普通股	臺企銀普通股	聯電國內普通股
轉換價格	新臺幣 80 元，另有反稀釋條款，配合調整轉換價格	新臺幣 9.56 元，另有反稀釋條款，配合調整轉換價格	新臺幣 17.5 元，另有反稀釋條款，配合調整轉換價格
溢價率	10.2%	4.94%	25%
賣回條款	債券持有人得於債券發行滿 3 年，以債券面額提前賣回予發行公司。	無	<ol style="list-style-type: none"> 1. 債券持有人得於債券發行滿 3 年，按債券面額加計年利率為-0.25%所計算之利息補償金(提前贖回金額)，將全部或部分債券賣回。 2. 如聯電之普通股自臺灣證券交易所終止上市，債券持有人，得按按債券面額加計年利率為-0.25%所計算之利息補償金，將全部債券賣回。 3. 發生經營權移轉，公司

			債持有人得請求發行公司按提前贖回價格將持有之本公司債全部賣回。
贖回條款	<p>以下兩情形之一，發行公司依債券面額，以現金贖回債券持有人債券。</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 發行滿 1 個月以上至發行期間屆滿 40 日前，連續 30 日收盤價格超過轉換價格 30%(含)以上。 2. 發行滿 1 個月以上至發行期間屆滿 40 日前，本債券流通在外餘額低於原發行總額 10%。 	<p>以下兩情形之一，發行公司依債券面額，以現金贖回債券持有人債券。</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 發行滿 1 個月以上至發行期間屆滿 40 日前，連續 30 日收盤價格超過轉換價格 30%(含)以上。 2. 發行滿 1 個月以上至發行期間屆滿 40 日前，本債券流通在外餘額低於原發行總額 10%。 	<p>以下三情形之一，發行公司得依提前贖回金額，贖回債券持有人債券。</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 自發行日起算滿三年後至到期日前，如聯電之普通股於台灣證券交易所之收盤價格在贖回通知公告前之連續 30 個交易日中有 20 個交易日之價格達當時轉換價格之 125%時，發行公司得以提前贖回金額將本公司債全部或部分贖回。 2. 如本公司債有超過 90% 已被贖回、買回並註銷，或轉換，發行公司得全部贖回。 3. 如因中華民國稅法修改致發行公司增加租稅債務或必須支付額外之利息費用或增加額外成本，發行公司得全部贖回。
發行地點	臺灣	臺灣	新加坡
擔保方式	無擔保	無擔保	無擔保

(3)結論

如何選擇適當的長期資金融資方式，有效降低整體資金成本，乃是公司追求的目標。由上述兩章節與下表融資工具整理表分析，銀行長期借款與公司債各有

適用之情況，銀行長借係採浮動利率，適用未來預估利率調降時，而公司債則採固定利率，適用在未來預估利率看漲時，惟實務上，金融情勢詭譎多變，原預期之情勢未必能如期發生，企業基於分散風險觀念，都會考慮二者之適當配置，不宜僅以單一方式舉借，以免利率走勢誤判，增加利息支出之風險。

以銀行長借為舉借方式分析，本公司屬國營事業，信用評等為 twAAA，採自行邀標比價其發行成本與作業時程均較聯合貸款佳，是故若以銀行長借為融資工具應採自行邀標比價較為有利；而公司債方面，除可採用固定利率之普通公司債外，待未來股權可進行移轉時，可考量美元或新臺幣長天期資金需求與規模，公司財務狀況，選擇可轉換公司債籌資，以期適度降低利息負擔並改善財務結構。

表七：長期融資來源比較表

項目	銀行長期借款		公司債		
	自行邀標比價	聯合貸款	普通公司債	國內可轉債	海外可轉債
利率	浮動利率		固定利率	一般為 0%	一般為 0%
發行成本	無	主辦費 0.4%-1%、 律師費、承諾 費、帳戶管理費	承銷費 0.1%、 律師費、會計 師費、掛牌上 櫃費	新臺幣 500 萬 元、律師費、 會計師費、掛 牌上櫃費	承銷費 1.5%以 上、律師費、會 計師費、掛牌上 櫃費、財務顧問 費
時程	3 個月	4 個月以上	4 個月	5 個月	6 個月以上
額度限制	視銀行對公司授信額度		需符合公司法、證交法公司債總額限制		
公司核定 層級	總經理		董事會		

參、心得與建議

吾人目前服務於財務處理財組，主要負責公司債發行業務與固定資產投資計畫專案小組，並代理現匯交易，承辦公司債業務約 2 年，公司債的發行除需配合資金需求外，最重要因素即為發行時點的選擇，此部分攸關公司可取得的額度多寡與發行利率，當預期利率上揚，且市場資金充沛時，發行公司債可鎖住便宜利率資金，發行點抉擇有賴於平日觀察市場變動，年初因金融市場一片好轉，全球股票市場翻揚，預期美國聯準會將會升息，故於 6 月中旬完成本年度第一期公司債定價，7 月有幸參與出國實習，研習期間聽取國際知名投資銀行專家分析經濟情勢，認為美國聯準會可望在今年 9 月升息，惟 8 月過後，金融市場因中國大陸經濟成長趨緩，8 月中旬人民幣無預警貶值，造成金融市場恐慌，公債利率大幅崩跌，國內 10 年公債利率竟由 6 月時之 1.55% 下滑至 8 月底 1.06%，創金融風暴以來新低，9 月回升至 1.20%，利率下滑之大，造成公司債第一期定價相對偏高深感扼腕，經歷本次的波動，體會到金融市場詭譎多變，更瞭解分散風險與增加融資管道多樣性的重要。

藉由本次出國實習，建議與附加效益如下：

一、運用可轉換公司債，以期有效降低資金成本

本公司惠譽信評等級近年皆維持於 twAAA，公司具有一定議價能力，惟去年因油價崩跌，公司財務出現虧損，負債比已達 76%，未來尚有天然氣第三接收站新臺幣 600 億元等資金需求，為避免財務虧損致借款利率逐漸墊高，資金來源除可採銀行長期借款與普通公司債籌資外，在未來股權可轉換時，評估可轉換公司債方式，藉由其票面利率為零之優勢，有效降低利息支出，倘債權人將其債權轉換為股權，更可改善資本結構，確保資金調度無虞，惟此工具因同時包含股權與債券性質，股權部分每期財務報表均需按股票市價評價，若公司股價上漲須提列評價損失，如發行海外可轉債，則另需評估外匯影響數。

二、運用指數股票型基金(ETF)，分散投資與匯率風險

未來公司若持續獲利，累積虧損能夠轉盈，在此情形下，如何在最低的風險下，組成一適當投資組合，追求穩定獲利，資金的運用即為一重要課題，本公司進口原物料多以美元計價，主要銷貨收入則為新臺幣，匯率風險高，目前除遠期外匯避險外，未來投資組合可適度增加美元資產部分，增加美元收入，達到自然避險的效果，本次出國實習瞭解到 ETF 種類繁多，投資 ETF 如同投資指數成份的多個證券，可有效分散風險，投資標的有各區域貨幣市場、長短天期公債、各國股票市場及原物料等產品具有多樣性，且計價幣別多採美元計價，未來制定投資組合配置策略可列入評估。

三、促進銀行交流，增進業務往來

本次出國實習，團員有證券交易所、櫃買中心與台銀、兆豐、合庫、第一銀行從業人員，研習過程中，與團員交流互動良好，並瞭解到彼此工作內容，以及增加未來業務往來的機會，藉由銀行分享金融市場即時資訊，瞭解經濟情勢變動，返國後，部分銀行重啟外匯報價業務，未來更可增加往來銀行競爭性，降低交易成本。