

行政院所屬各機關出國報告
(出國類別：其他－研習)

**2015 金融人才進階培訓班第二階段
德國金融暨企業財管研習團報告**

服務機關：金融監督管理委員會

姓名職稱：證券期貨局 黃專員玉玫

證券期貨局 陳科員慧儒

綜合規劃處 廖科員思茹

派赴國家：德國

出國期間：104 年 10 月 19 至 10 月 29 日

報告日期：105 年 1 月

目錄

第一章 前言	1
第二章 研習課程	2
第一節 固定收益商品(FIX Income Issue)	2
第二節 投資管理(Investment Management)	8
第三章 參訪機構	10
第一節 歐洲期貨交易所(Eurex)	10
第二節 德意志交易所 (Deutsche Börse)	14
第三節 德國明訊銀行(Clearstream Banking)	17
第四節 德意志銀行(Deutsche Bank AG)	21
第五節 德國商業銀行(Commerzbank)	24
第六節 德盛安聯資產管理公司(Allianz Global Investor)	33
第七節 默克集團(Merck KGaA)	36
第四章 心得與建議	41

圖目錄

圖 1：固定收益有價證券之現金流量圖	2
圖 2：殖利率曲線形態	4
圖 3：Steepening	5
圖 4：Flattening.....	5
圖 5：Eurex 股權架構圖.....	11
圖 6：Eurex 涵蓋 11 種資產類別.....	11
圖 7：Eurex 委託單型態.....	12
圖 8：市場與透明度概要	14
圖 9：初級市場上市申請流程時間表	15
圖 10：高級市場和一般市場上市申請流程時間表	15
圖 11：T2S 平台	19
圖 12：全球經濟新常態	27
圖 13：李克強指數與 GDP 成長之變動	27
圖 14：預估美國第 3 及 4 季經濟成長率.....	27
圖 15：美國通膨指標與聯邦基金利率走勢.....	28
圖 16：泰勒利率隱含升息的可能性	29
圖 17：升息初期對股市影響	29
圖 18：跨境資產配置投資組合	30
圖 19：美國槓桿比率持續上升	31
圖 20：美國淨債務相較 EBITDA 比值升高-償債能力有惡化跡象	31
圖 21：高收益指數平均每月的優異表現	31
圖 22：美國能源相關高收益債占比較高	32
圖 23：美國高收益債波動率高於歐洲	32
圖 24：能源相關信用風險溢酬高於同級債券	32

表目錄

表 1：在德意志交易所上市的中國大陸企業	16
表 2：ICSD 與 CSD 主要核心業務比較表	17

第一章 前言

一、背景說明：

為配合金融監督管理委員會(以下稱金管會)長期推動資本市場國際化政策，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會依據行政院「區域金融服務中心推動小組」中健全總體金融環境發展策略之具體措施—「加強金融人才培育，提高金融專業水準」，自 86 年起每年定期舉辦「金融人才進階培訓班」，本(104)年度為第 19 屆，累積已培訓 1,554 位專業人才。

本培訓班內容分為第一階段國內專業課程培訓(分成國際金融投資交易與風險管理及國際企業經營管理與財務決策兩班)及第二階段海外金融暨研習德國金融暨企業財管研習團，本年度第一階段參訓兩班合計人數共 64 位，經學習評量後選派 34 位代表組團進行第二階段海外研習。

第二階段海外研習方式為帶領學員前往德國進行專題研習及金融機構參訪，參訪機構包括歐洲證券交易所、期貨交易所、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，以及與大型上市公司就企業社會責任及財務管理等議題進行交流，藉由此活動的持續辦理，加強連結國內外金融機構，並有助於拓展國際化視野。

二、行程內容：

在研習課程方面，考量目前全球關注美國聯準會升息在即，預計將影響全球金融市場，其中又以債券市場影響最大，爰首度與德國交易所集團(Deutsche Börse AG, DBAG)所屬資本市場學院(Capital Market Academy, CMA)合作，安排「固定收益商品(FIX Income Issue)」，「投資管理(Investment Management)」等進階課程；在參訪方面，拜會歐洲期貨交易所(Eurex)、德意志交易所(Deutsche Börse)、德國明訊銀行(Clearstream Banking)、德意志銀行(Deutsche Bank)、德國商業銀行(Commerzbank)及德盛安聯資產管理公司(Allianz Global Investor)等金融機構，嗣赴默克集團(Merck KGaA)的總部進行參訪。

三、報告內容：

本報告共分四章，第一章為前言，說明出國背景和行程；第二章為研習課程，介紹資本市場學院上課內容；第三章為參訪機構，就參訪金融機構介紹及簡報予以摘述；第四章則為心得及建議。

第二章 研習課程

第一節 固定收益商品(FIX Income Issue)

一、固定收益有價證券之評價及如何評估其風險特性

本節首先介紹利率、現值、收益率等定義及基本概念，概述如下：

$$(一) r = r^* + IP + RP + CS + LP = r_f + LP + CS + SS$$

其中，

- r= 名目利率
- r*= 實質無風險利率
- r_f= 名目無風險利率
- IP= 通貨膨脹溢酬
- RP= 風險溢酬
- CS= 信用價差
- LP= 流動性溢酬
- SS= 交換價差(Swap Spread)¹

$$(二) PV = FV \times \frac{1}{(1+i)^n} ; FV = PV \times (1+i)^n$$

其中，

- FV= 終值
- PV= 現值
- i= 折現率
- n= 期限

(三)固定收益有價證券定期支付固定利息，到期日依「面額 (Par Value)」償還「本金 (Principal)」給債權人。

圖 1：固定收益有價證券之現金流量圖



資料來源：資本市場學院簡報資料

¹利率交換之固定利率與相同期限之政府公債殖利率的利差

(四) 收益率(Yield)指投資人購買債券後預期獲得的內部報酬率，債券之收益率來自於利息及債券本身價格變動，其假設所有現金流量的折現率皆相同，為一平穩之殖利率曲線；收益率亦可用來做計算債券價格時的折現率，且與債券價格具有反向關係，換言之，當殖利率上升，債券價格下跌；反之，殖利率下降，則債券價格上升。

(五) 上述到期殖利率(Yield to Maturity, YTM)僅提供可能之報酬率(potential return)，因其假設債券皆持有至到期日，且債券持有人可將所有利息以同樣的折現率再投資，也就是殖利率是條水平線，各期利率皆相同。但實際上計算 3 年的折現率，以 5 年期債券或以 10 年期債券是不同的，且事前收益率(ex ante yield)及事後收益率(ex post yield)亦不相同。

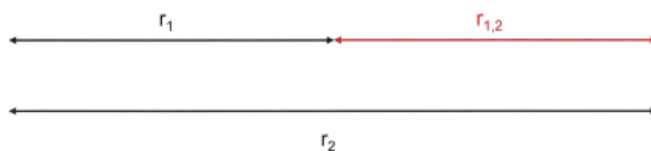
(六) 即期利率與遠期利率

1、 即期利率(Spot rate/Zero rate, r_t)：

- (1) 從目前時點起算，不同期限之投資報酬率
- (2) 不同於付息債券的殖利率(yield)
- (3) 等於零息債券的殖利率

2、 遠期利率(Forward rate, $r_{a,b}$)：

- (1) 從未來某時點起算，不同期限之投資報酬率
- (2) 代表市場整體在目前對未來利率走勢的預期



3、 利用 bootstrapping 方法求算 spot rate

	年期	價格	T1	T2	T3	Yield	Spot
A 債券	1	100.00	108			8%	$R_1=8\%$
B 債券	2	96.54	7	107		8.97%	$R_2=9\%$
C 債券	3	102.49	11	11	111	10%	$R_3=10.15\%$

$$\frac{7}{1.08} + \frac{107}{(1 + R_2)^2} = 96.54 \rightarrow R_2 = 9\%$$

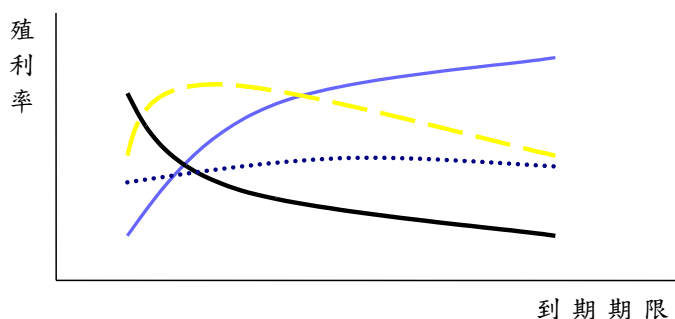
$$\frac{11}{1.08} + \frac{11}{(1 + R_2)^2} + \frac{111}{(1 + R_3)^3} = 102.49 \rightarrow R_3 = 10.154\%$$

(七)理論上，無風險利率為投資人預期投資最低的必要報酬率，因為其不會投資於任何低於無風險利率之商品，然而，實際上無風險利率並不存在，即使是最安全的商品仍有少部分之風險，因此，一般而言，常以 3 個月的美國國庫券作為無風險利率之代表。

(八)殖利率曲線

- 1、 建置殖利率曲線在衡量及分析固定收益商品上具有一定重要性，固定收益商品價值係未來各期現金流量折現之加總，倘可利用市場訊息得知每一期的折現因子(Discount Factor)，進而編製一條具代表性的利率曲線，即可計算各商品之價值。
- 2、 此外，殖利率曲線變動亦有助於經濟情勢的研判，如利率曲線斜率穩定增加，即長期利率與短期利率的利差差距愈來愈大時，往往代表著市場景氣即將回升；反之，當利率曲線斜率逐步縮小甚至為負斜率時，經常伴隨而來的則是市場景氣的衰退。
- 3、 眾多的市場利率指標，如何從中挑選出基準利率曲線(Benchmark Curves)，才能編製符合需求及正確評價的利率曲線，理論上認為應選擇政府債券做為無風險利率指標，惟此種債券通常流動性低，易發生估計偏誤的現象，不足以作為基準，因此實務上，依據不同商品特性，選用不同的基準(Benchmark)，如多以現貨(Spot)及期貨利率建置一年以下的短期利率曲線，而以利率交換(Interest Rate Swap)作為中長期殖利率曲線的資料來源。
- 4、 殖利率曲線具有不同的形態(詳如圖 2)，包含上升(upward sloping, normal interest rate)，下滑(downward sloping, inverse interest rate)，平坦(flat)，駝峰(humped)等。

圖 2：殖利率曲線形態

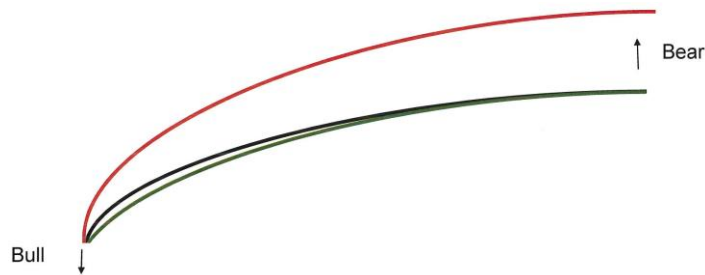


資料來源：翻譯自資本市場學院簡報資料

- 5、 整條殖利率曲線往下移動，債市呈現多頭走勢(bull market)，反之，當經濟成長轉強時，殖利率曲線往上移動，債市呈現空頭(bear market)。因此預測未來殖利率走勢時，有 4 種形式，包括 bull steepening、bear

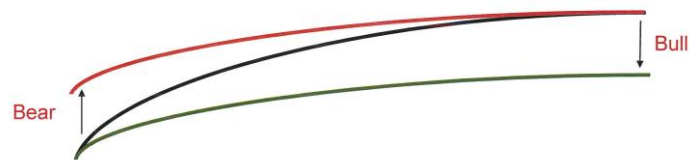
steepening、bull flattening 及 bear flattening，（參考圖 3、4）：

圖 3：Steepening



資料來源：資本市場學院簡報資料

圖 4：Flattening



資料來源：資本市場學院簡報資料

(九)計息基礎(Day Count Basis): 不同國家不同金融商品之計息基礎皆有所差異，因此在計算利息前必須先確認清楚，市場上主要有以下幾類：

- 1、 Act/360：一年為 360 天，計息期間為實際持有天數，美元、日圓或歐元等大部分國際貨幣市場利率使用此基礎。
- 2、 Act/Act：一年為 366 天或 365 天，計息期間為實際持有天數，新臺幣計價債券常用。
- 3、 Act/365：一年為 365 天，計息期間為實際持有天數，新臺幣、英鎊、新加坡幣、港幣、印度幣、韓元、泰銖的貨幣市場利率習慣用此基礎。
- 4、 30/360-Method：一年為 360 天，一個月為 30 天，國外之非歐元計價的固定利率債券、洋基債券、聯邦債券、公司債或是市政債券等，其買賣斷常以 30/360 計息法來計算應計利息。
- 5、 30E-Method：又稱 Eurobond basis，國際債券(Eurobond)以此為計算基礎。

(十)調整到期日(Modified following business day)，假如到期日當天正巧為假日，則須順延到次一營業日作為調整後的到期日，例如：2/20 起算一個月為 3/20，若 3/20 剛好是星期六，則調整至 3/22。但若順延之後會落到下一個月，則按照國際慣例須往回調整。例如，3/30 起算一個月為 4/30，若 4/30 剛好是星期六，因下一營業日為 5/2 已進入另一月份，故此時須往回調整至 4/29 到期。

二、 固定收益商品在投資組合管理中所扮演之角色

固定收益商品在多元分散的投資組合中扮演關鍵角色，不僅產生收入、更具穩定績效作用，以及是總報酬的潛在來源。債券可提供定期收益，因其與股票連動性低，可降低股票波動風險，結合債券與股票可以為投資組合創造更有效的風險與報酬平衡。

課堂中，講師更透過程式軟體(AAA Asset Allocation Analyzer)，以歷史數據來分析各種投資組合，從中呈現各種資產配置之實際報酬，具體說明固定收益商品在投資組合管理中之重要性。

三、 投資管理及風險管理

(一)固定收益管理 4 步驟：

- 1、 實際即期利率及遠期利率曲線
- 2、 殖利率曲線預期移動方向、幅度及機率
- 3、 標的(Underlying)資產及負債
- 4、 最適避險工具之選擇，可利用計分卡(Scoreboard)協助分析各個影響因子，做出最適合的投資組合。

(二)債券階梯(Bond ladder)策略

管理固定收益商品投資的一種策略，將資金平均投資在不同期限的存款單或債券上，定期(例如，每半年、每年或每兩年)收回本金，屬於被動式策略。

債券階梯策略的好處在於報酬穩定、低風險，以及良好的流動性，另此策略也有助於規避贖回風險，因資產分散投資在不同期限的債券上，所有債券遭發行人贖回的機率極低。

(三)積極型債券管理，包含利率風險管理、期限架構管理、部門暴險管理、信用風險管理、再投資風險管理等。

- 1、 如:買進被低估之債券或賣出被高估之債券。
預期景氣復甦→減少公債，增加公司債部位
預期景氣衰退→減少公司債，增加公債部位
- 2、 如:不同期限債券的殖利率差距(利差)通常會維持在一定的區間，當利差偏離其正常範圍時，可以同時買進並賣出這兩種債券。
預期利差擴大，買短賣長
預期利差縮小，買長賣短

- 3、 又如:預期市場利率水準下跌，短券價格上漲較少
→賣出短券，買進長券
預期市場利率上漲，長券價格下跌較多
→賣出長券，買進短券
- 4、 或以長、短期債券作適當的比重配置，以求取報酬率的提升。

第二節 投資管理(Investment Management)

一、市場風險

存續期(duration)是債券價格對利率變動敏感度的指標,亦可視為投資人收回其債券投資的資金所需時間的一個指標。債券的存續期有四種常用的計算方式: Macaulay Duration(以加權平均數的形式計算債券的平均到期時間)、modified duration、effective duration 與 key rate duration。但存續期本身會隨著利率的變化而變化,所以不能完全描述債券價格對利率變動的敏感性,故有了凸性(convexity)的概念。存續期描述了價格-收益率曲線的斜率,凸性描述了曲線的彎曲程度。

二、信用風險

信用風險(credit risk)是借款人因各種原因未能及時、足額償還債務或銀行貸款而違約的可能性。其又分為信用價差風險(Credit Spread Risk)和違約風險(Default Risk)。

Z-Spread 指公債收益率與某風險債權市場收益率之差,即風險資產債券即期利率=公債即期利率+Z-Spread,以公債殖利率曲線上各個不同期限之折現率加上一個固定的靜態利差作為訂價的折現率。Option Adjusted Spread(OAS)則為 Z-Spread 扣除 Option cost。

信用違約交換(credit default swap, CDS)是現今國際金融市場上交易最廣泛的信用衍生性金融商品,乃金融機構規避債務人信用風險最主要的工具。CDS 是一種可供信用提供者規避信用風險的契約,銀行藉由 CDS 將風險轉嫁與他方,但仍保留標的資產。

三、風險管理之分析工具包含:

- (一)Portfolio's Tracking Error: 投資組合追蹤誤差
- (二)standalone Tracking Error: 獨立的追蹤誤差
- (三)Value-at-Risk (VaR): 指在市場正常波動下,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,可以 VaR 來估算投資者面臨市場風險時所需的適量資本。
- (四)Portfolio's gross and net exposure: 投資組合暴險
- (五)Duration Time Spread (DTS): 存續期間利差,用以觀察何種類別的債券風險正累積升高。
- (六)DTS ration: 將該基金之 DTS 與參考基準作比較。
- (七)Portfolio's credit beta: 信用測試

四、信用風險模型(Credit Risk Model)

違約過程的信用風險模型中，主要分為兩大類：結構式模型(Structural Model)與縮減式模型(Intensity Model)。

結構式模型係以公司資本結構來衡量信用風險，違約事件的定義為公司資產價值小於負債價值。該模型將股東權益視為一個到期日為 T 之歐式買權，當公司資產價值於到期日小於負債價值時，買權不會被執行，而公司債務則被視為違約。結構式模型在實際運用上的難處在於真實資產以及負債價值的認定，就公司資產而言，除現金、應收帳款、有價證券投資外，大多數資產難以認定其市場價值，而公司負債之價值，則因求償順位不同致估算負債價值的難度增加。當利用結構式模型來評估債權之信用風險，若無法合理估算公司資產與負債之價值，將造成不正確之評價結果。

縮減式模型利用具信用風險之債券價格或信用價差與外生決定的違約機率與回復率等參數進行信用風險評估。其特點為，假設違約是隨機發生的，透過違約機率的計算以求得信用風險債券的價格。此類模型與結構式模型最大不同在於無須計算公司資產價格，且可以運用市場上信用評等資訊對信用衍生性商品進行評價。

五、信用違約交換(Credit Default Swap, CDS)

CDS 可謂為一種保險契約，讓信用提供者(放款人)移轉信用風險的衍生性金融商品。CDS 的買方(Protection Buyer)在合約期間內付出權利金 Premium 給賣方(Protection Seller)，以換取賣方在合約定義之違約事件(Credit Event，如公司破產、重整、償債違約等)發生時的賠償，若合約期間沒有發生信用危機事件，則買方損失合約權利金，而賣方則無須支付任何費用。但若是 CDS 合約期間，約定之標的發生信用違約事件，則 CDS 買方可把信用風險完全轉移給賣方，由賣方承接此違約的債券，並支付買方 CDS 合約的名目金額，即 CDS 買方將原持有標的債券之發行人信用風險藉由 CDS 合約，移轉給賣方。

CDS 的買方通常是持有債券投資部位或是抵押貸款的銀行，藉由承作 CDS 無須出售標的資產即可規避信用風險，而賣方則多為大型投資銀行及保險公司，賣出 CDS 賺取固定權利金收入。理論上，CDS 提供了分散風險的機會並降低銀行監管與蒐集資訊的成本，因此有助於降低公司的借款成本。

第三章 參訪機構

第一節 歐洲期貨交易所(Eurex)

Eurex 代表：楊祖德, Consultant, Business Development Asia & Middle East；

Henry Brandt, Consultant, Business Development Asia & Middle East

一、機構簡介

為因應歐洲貨幣聯盟(European Monetary Union, 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，德國交易所集團(Deutsche Börse AG, DBAG)與瑞士交易所股份有限公司(Swiss Exchange, SIX)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)，並沿用原德國衍生性商品市場(DTB)之交易與結算系統。其策略聯盟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。

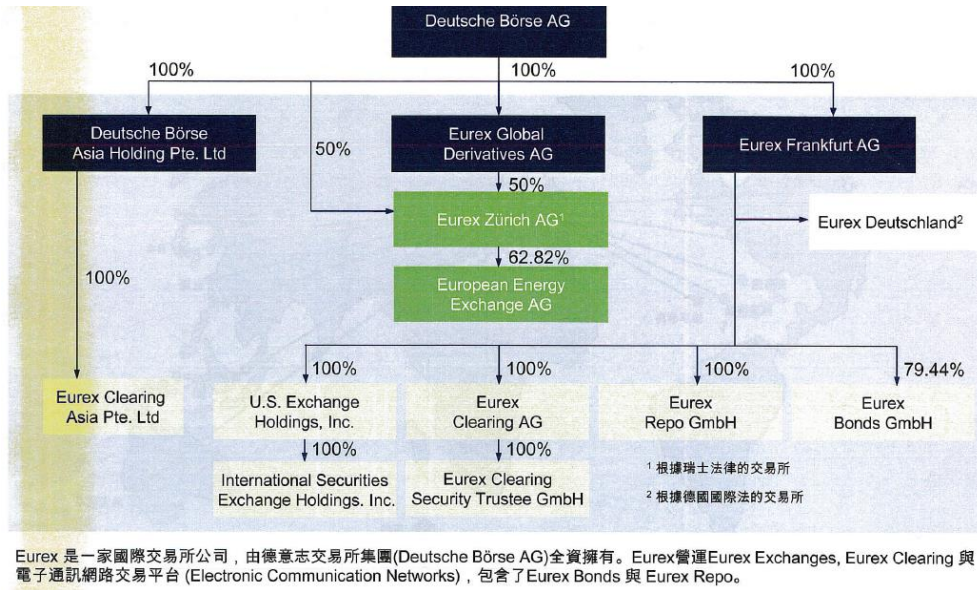
Eurex 以自行開發或以與其他交易所(如芬蘭赫爾辛基交易所及韓國交易所等)合作之方式，提供其會員與客戶包括利率、股價指數及外匯等標準化之衍生性商品契約。契約標的包括各種具指標性之歐洲短、中、長期之政府公債、歐洲及美洲各國主要股票與股價指數。

二、簡報內容摘要

(一) 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，其股權架構如下圖：

圖 5：Eurex 股權架構圖



資料來源：歐洲期貨交易所簡報資料

截至 2015 年 9 月，Eurex 擁有 400 個會員，與 7,491 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 集團，旗下產品涵蓋 11 種資產類別，範圍如下：

圖 6：Eurex 涵蓋 11 種資產類別

個股股票衍生品		股票指數衍生品 (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品			
天氣衍生品 ¹				產權衍生品 ¹		
美國	佛羅里達	墨西哥海灣				

資料來源：歐洲期貨交易所簡報資料

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：

圖 7：Eurex 委託單型態

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 ¹	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

資料來源：歐洲期貨交易所簡報資料

(二) 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 16 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，含四家造市商持續提供市場流動性。

在交易量上，Eurex/TAIFEX Link 的臺灣客戶佔總交易量的 87%，另外 13% 則來自國際客戶，而總交易量中 35% 來自造市商，65% 來自經紀業務，平均而言，約 53% 的盤後交易量在隔日轉回至臺灣期貨交易所，為日盤市場提供額外的交易量。

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 可在台灣期貨市場收盤後，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，該商品亦於 2015 年 9 月 23 日榮獲國際衍生性商品權威雜誌 Futures and Options World (FOW) 之「股權類商品創新契約獎」。

此次 Eurex 推出一天期台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。

(三) 中歐國際交易所：

2015年10月29日，上海證券交易所、德意志交易所及中國金融期貨交易所於北京簽署合作協定，將設立合資公司「中歐國際交易所」(China Europe International Exchange AG，簡稱“中歐所”及CEINEX)，總部將設在德國法蘭克福，為全球投資者開發並提供以中國資產為標的的金融產品。

根據簽署協定，上海證券交易所、德意志交易所及中國金融期貨交易所將按照40%、20%及40%之比例，共同出資2億人民幣，上海證券交易所理事長桂敏傑將出任首屆監事會主席，德意志交易所執行長肯格特(Carsten Kengeter)則擔任副主席。中歐所將定位於打造歐洲離岸人民幣資產交易及定價中心，以滿足全球投資者對人民幣融資與投資之需求。中歐所初期擬重點開發證券現貨產品，以人民幣計價和結算，第一批現貨產品於11月18日於法蘭克福正式掛牌。

第二節 德意志交易所 (Deutsche Börse)

德意志交易所代表：阮宇星，發行人和一級市場關係部副總裁

一、機構簡介

1585 年，法蘭克福證券交易所成立，1820 年，第一檔股票在法蘭克福證券交易所上市。1990 年，成立全電子化的德國衍生性商品市場(DTB)，1992 年成立德國交易所集團(Deutsche Börse AG)，1997 年引進證券電子交易系統(Xetra)，1998 年併購 DTB 及 Soffex 成立歐洲期貨交易所(Eurex)，2001 年 Deutsche Börse AG 上市，2002 年併購明訊國際結算保管行，2008 年併購國際證券交易所，2009 年併購金融信息服務公司。2011 年推出債券初級市場，接著 2012 年推出債券高級市場。目前德意志交易所(Deutsche Börse)屬於德國交易所集團(Deutsche Börse AG)成員之一。

德意志交易所提供廣泛的全球金融服務，包括 12 個位於歐洲的辦公據點，例如柏林、布魯塞爾、法蘭克福、巴黎等地；另有 8 個位於亞洲和北美洲的辦公地點，包括北京、芝加哥、杜拜、香港、紐約、新加坡、東京和華盛頓區。德意志交易所連接全歐的金融中心，Xetra 交易平台連結了近 250 家國際交易機構(約來自 18 個國家 4600 名交易員)，直接連繫全球 35%的機構資本，甚為廣泛。

二、簡報內容摘要

(一) 上市條件與優勢比較

1、各級市場與透明度概要

德意志交易所為企業量身訂做的上市類型以及不同的資訊透明度要求大致分為三種市場：面向國際投資人的成熟企業類型的高級市場、面向德國投資人的企業的一般市場、為中小型企業和高成長企業準備的初級市場。透明度的要求如下圖所示：

圖 8：市場與透明度概要

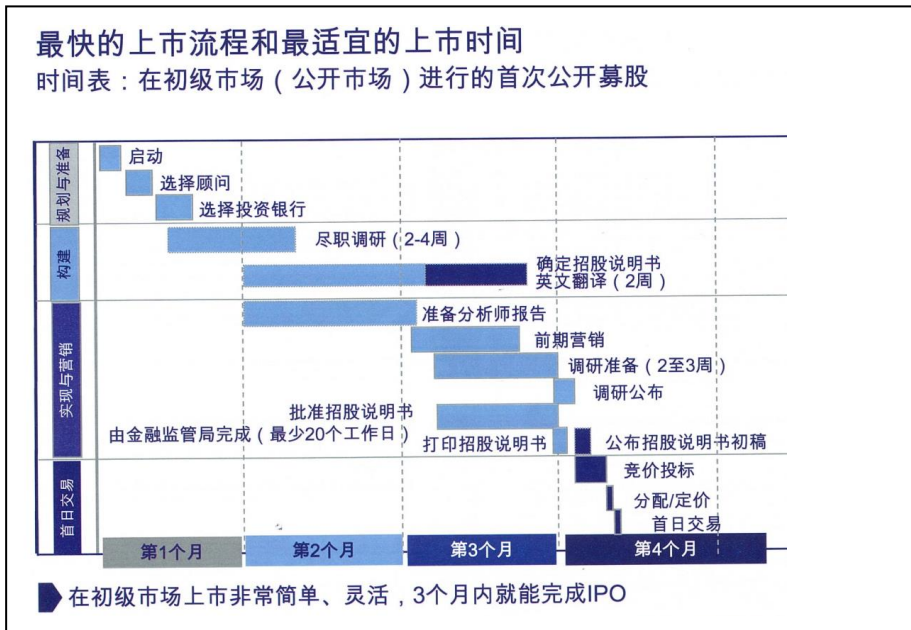


資料來源：德意志交易所簡報資料

2、各級市場與透明度概要

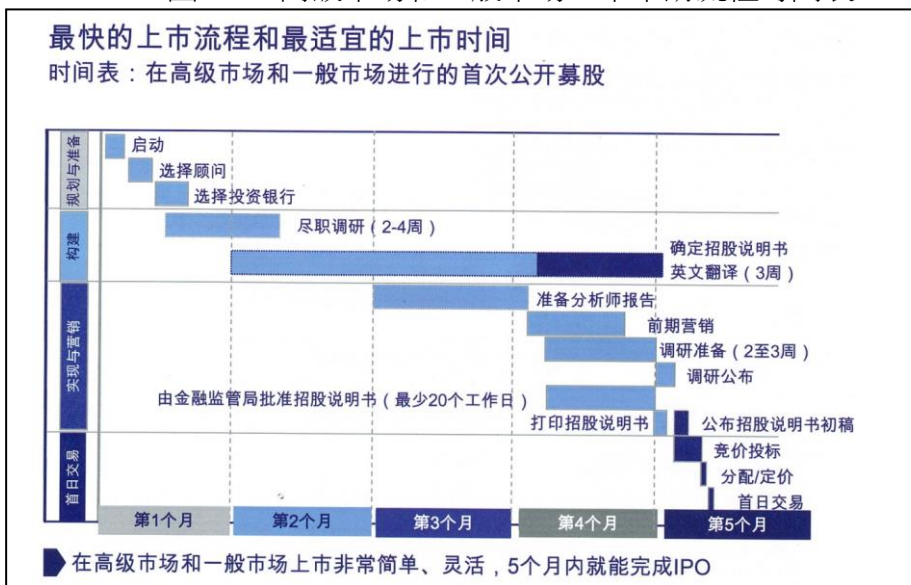
德意志交易所提供簡便及成本低的上市及審批程序，為世界上最快的上市審批過程，依法律程序規定，德國金融監管局批准歐盟招股說明書不超過 20 個工作日，報告採用語言為英文，且向德意志交易所申請上市批准程序與向金融監管局申請批准招股說明書可同步進行，可以達到招股說明書批准公布日與上市許可為同一日，獲得批准的歐盟招股說明書相當於歐盟通行證，可跨國發行股票並獲得進入歐洲經濟區內證券市場的許可(參考圖 9、10)。

圖 9：初級市場上市申請流程時間表



資料來源：德意志交易所簡報資料

圖 10：高級市場和一般市場上市申請流程時間表



資料來源：德意志交易所簡報資料

(二) 於德意志交易所上市之優點

德意志交易所為全球同行企業中的知名品牌，在汽車、消費／品牌、工程／機械製造及能源／可再生資源等等行業之掛牌上市公司，為德國及歐洲領先行業之企業，在德意志交易所上市，可提升上市公司在德國及歐洲的戰略定位，並直接參與歐洲市場競爭、與其他公司技術合作或成立合資公司等等，且德意志交易所擁有穩定的管理團隊，企業營運業績良好，提供企業優良的上市環境。

(三) 在德意志交易所上市的中國大陸企業：

自 2007 年起在德意志交易所上市的中國大陸企業共有 23 家，其中 14 家在高級市場、5 家在一般市場及 4 家在初級市場，明細如下表：

表 1：在德意志交易所上市的中國大陸企業

高級市場	初級市場
中德環保技術股份公司	理想地產有限公司
亞洲竹業股份公司	網格軟件集團股份公司
網訊無線技術股份公司	中國 BPIC 測量設備股份公司
中宇股份公司	春舞枝中國花卉股份公司
保蘭德股份公司	
福建聯合動力科技股份公司	
中國特種玻璃股份公司	
索力股份公司	
海魁水產股份公司	一般市場
名樂體育股份公司	尚譽股份公司
福斯特紡織股份公司	建江汽車股份公司
西域駱駝股份公司	菲克股份公司
天輝股份公司	風華鞋業股份公司
雪鳥股份公司	優必勝綠色紙業股份公司

資料來源：德意志交易所簡報資料

在 2007 年 7 月 6 日，中德環保技術股份公司為第一家在德意志交易所高級市場上市的中國大陸企業，募資歐元 10,882 萬，股票超額認購 13 倍，之後，至 2011 年 4 月陸續有 4 家中國大陸企業陸續於德意志交易所高級市場上市，募資金額介於歐元 5,563 萬至歐元 10,465 萬，惟於 2011 年美國掛牌的中資企業爆發假帳事件及誠信危機，受 2011 年之 6 月之後上市公司募資金額大幅下降，2011 年 6 月 10 日福建聯合動力科技股份有限公司募資歐元 2,070 萬，2012 年 5 月 15 日海魁水產股份公司募集歐元 317 萬，中國大陸企業在德意志交易所上市公司募資金額及規模有縮小趨勢。

第三節 德國明訊銀行(Clearstream Banking)

德國明訊銀行代表：**Ms. Agathe Glatz**, Client Relations Europe, Clearstream Banking AG

一、機構簡介

德國明訊銀行 Clearstream Banking(下稱 Clearstream)隸屬於德國交易所集團(Deutsche Börse AG)，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。

二、簡報內容摘要

(一) 業務範圍

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、新加坡及布拉格等 4 處，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。

德國交易所集團採取垂直整合模式，透過成立控股公司，將德國市場之交易、結算、交割與保管作業整合於 DBAG 下運作。Clearstream 負責交割及保管等相關業務。

德國交易所旗下之 Clearstream 在證券交易後端作業服務扮演著重要的角色，並擁有良好的信用評等。Clearstream 設立在盧森堡的國際證券存管機構(ICSD)，提供國際市場交易後端作業服務，遍及全球 54 個國家的國內市場，並且在 110 個國家擁有 2500 個客戶。另外位於法蘭克福的 Clearstream 為德國境內證券集中保管機構(CSD)，提供德國境內交易後端作業及跨境市場之服務。Clearstream 盧森堡及法蘭克主要的核心業務如下表：

表 2：ICSD 與 CSD 主要核心業務比較表

內容	ICSD	CSD
客戶面	2500 名客戶遍及 110 個國家	400 家德國銀行等
產品面	歐元債券、國內債券、股權商品、投資基金等	德國境內股權商品及債券、國際資產
市場面	提供全球近 56 個市場之結算交割服務	11 個 CSD 技術連結及和 ICSD 之國際業務
資產管理服務	提供全面託管及擔保物管理服务	託管及擔保物管理服务

資料來源：德國明訊銀行簡報資料

CASCADE System (Central Application for Settlement, Clearing and Depository)

Expansion)：法蘭克福的 Clearstream 目前使用之 CASCADE 系統僅提供券項交割，採資金提前到位(pre-funding)，由各 CSD 之款券兩訖(Delivery Vs Payment, DVP)連線完成，沒有信用額度服務。該系統已使用近 13 年，是一個相當穩定的款項交割平台。

(二)發展沿革

- 1、 1970 年 11 個國家的 66 個金融組織為降低歐債市場交割成本及風險而成立。
- 2、 1995 年更成立 Cedel International 母公司，其下設有 Cedelbank 及 Cedel Global Services 2 子公司。
- 3、 2000 年 Cedel International 與 Deutsche Börse Clearing(Deutsche Börse AG 的子公司)合併為 Clearstream International。
- 4、 2002 年 Clearstream 為 Deutsche Börse Group 100%持有。
- 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)TARGET2-securiteis(T2S)

1、 背景說明

- (1) 歐盟自 1999 年 1 月推出 TARGET(Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System)系統，擔任歐洲央行之支付系統，並連結歐盟各國之 RTGS(Real Time Gross Settlement；RTGS)系統，提供歐元款項交割之單一平台。各集保機構透過 TARGET 系統完成交割作業。2002 年 10 月歐洲央行管理委員會(ECB Council)決議，TARGET 系統自 2007 年 11 月起由 TARGET2 取代，並自 2007 年 11 月 19 日起分批進行系統移轉，至 2008 年 5 月 19 日已全數移轉成功。兩個系統最大差異在於，TARGET 系統內，CSD 必須直接或間接參與各國之 RTGS 系統，以進行款項之交割。而透過下一代之 TARGET2 系統，參加人則是可透過單一帳戶完成交割。經由該系統，款項交割作業將可在單一的整合平台上完成，透過單一技術平台維護多個 CSD 的證券帳戶和央行的現金帳戶，而與中介機構、投資人和發行機構間之作業，以及股務作業之管理等仍按現行模式由 CSD 提供。T2S 建置歐盟有價證券之交割作業單一 IT 平台，提供各 CSD 交割服務，使用共同之技術服務，及整合 CSD 交割指令之執行，以降低歐元區之跨國交割作業成本，提升歐洲資本市場競爭力。加入 T2S 後，CSD 仍保有其帳簿下所有帳戶合法所有權，並繼續提供發行公司服務、擔保品管理、股務及融券等資產服務。惟 CSD 為了彌補交割收入之減少，必須強化資產服務項目，拓展新的業務範圍。

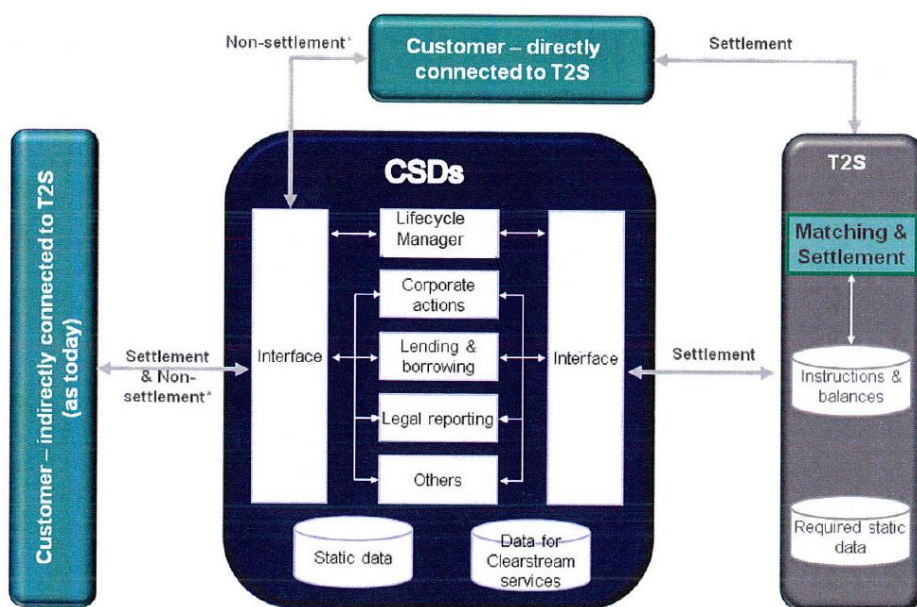
(2) 目前歐洲各國交易後端交割服務仍然相當分散，目前尚未整合，造成跨境交割費用相當高昂及交割過程複雜和高度風險。主要產生的問題包括：

- ①並未達成歐盟間資本自由流動之原則。
- ②當地與跨境間交割服務沒有整合，造成交割成本的提高及 CSD 間技術連線更形複雜。
- ③不同市場之規則造成交割週期之不同。
- ④缺乏流動性。
- ⑤款項交割過程因不同市場而有所不同。

2、 T2S

T2S 本身並非歐盟的政策或指令，也不是另一種 CSD 或者取代 CSD，而是由四家中央銀行建置之平台和歐洲央行之 RTGS 系統進行整合，意在提供國內及跨境交易一致即時交割過程，包含各種證券商品，CSD 雖將交割過程外包於 T2S 系統，但本身仍為承擔交割行為之主體，同時 CSD 和 ECB 之間須簽定合作協議(Framework Agreement)，但 CSD 客戶之契約對象仍為 CSD 本身。透過 T2S 系統，可以減少跨境交割之費用，促進價格的透明以及增加流動性和穩定性。至於資產管理之服務則不在 T2S 之範圍，仍屬於 CSD 之核心業務。T2S 平台如下：

圖 11：T2S 平台



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

資料來源：德國明訊銀行簡報資料

(四) 目前有 24 個 CSD 簽署 T2S 架構協議(Framework Agreement)，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，自 2015 年 6 月 22 日起，

有四階段整合，每階段之間相隔 3 至 9 個月，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%)市占率。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 年 9 月 12 日。

(五)機會及挑戰

1、 機會

明訊銀行作為德國境內證券集中保管機構和國際證券集中保管機構，為德國的現貨和衍生性商品等交易提供證券收付服務，市場參與者不必直接或間接跟不同服務提供者接洽，境內或境外價格一致，不必擔心跨境結算時因實際交割時點之不同所生價格不同的風險，CSD 可以扮演發行者跟投資者之角色，提供所有 T2S 有價證券之管道給客戶，使跨國交易成本降低了 90%。

2、 T2S 面臨的挑戰

各地法律規範之不一致，如無力清償之處理方式有別，運作一段時間後，一些潛在的風險將具體浮現，運作策略及商業模式將被要求重新定義。

(六)功能

- 1、 有關有價證券交割之法律責任仍由 CSD 負責，T2S 只負責平台技術之基礎建設，T2S 實行目的在於協調當地與跨境之交割程序。T2S 功能是在歐洲提供新的且提升效能的交割過程：雙邊取消、部分交割、自動擔保、訊息優先權、指令連結、接收及揭露訊息等。對客戶而言，Clearstream 好處是：整合在 T2S 交割之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，提供一整套完整服務。
- 2、 Clearstream 調和德國境內證券集中保管機構(CSD)和位於盧森堡的國際證券集中保管機構 (ICSD) 間之聯繫，提供數個管轄範圍之發行服務、有效率之交割服務、投資基金服務以及最好的資產管理服務，可籌措全球證券資金等。
- 3、 擔保品管理日趨重要，客戶可透過明訊來管理他們的擔保品。

第四節 德意志銀行(Deutsche Bank AG)

德意志銀行代表代表：**Corinna Fernando**, Vice president, Communications
Germany, Deutsche Bank Dialogue, Deutsche Bank AG

一、機構簡介

德意志銀行於 1870 年 1 月 22 日，由銀行家阿爾伯特·德爾布拉克(Adelbert Delbrück)與政治家路德維希·班相格(Ludwig Bamberger) 等人創立於德國柏林，於 1957 年 5 月總部遷至萊茵河畔的法蘭克福，為一家民營企業。目前已發展為全球性銀行，不僅位居德國最大的銀行，亦是世界最主要金融機構之一。該行股票於 1870 年 5 月在柏林證券交易(Berlin Stock Exchange)初次掛牌，之後，1880 年 12 月 8 日於法蘭克福證券交易所(Frankfurt Stock Exchange)上市，另於 2001 年 10 月 3 日正式在紐約證券交易所(NYSE)掛牌。

二、簡報內容摘要

(一) 業務範圍

德意志銀行擁有遍布全球的分支和附屬機構，截至 2015 年 9 月底，該行已於全球約 70 個國家設立總分支機構共計 2,792 家，於德國設有 1,829 個分支機構，海外設有 963 個，員工人數逼近 10 萬名。

德意志銀行設立初期以國際貿易為主要業務，之後積極發展融資與投資事業，積極推動新業務並進行購併，陸續併購 Disconto-Gesellschaft、Banca d’America e d’Italia、摩根建富和公司(Morgan Grenfell & Company)、美國信孚銀行(Bankers Trust)、Scudder Investments、羅森伯格不動產股票基金(Rosenberg Real Estate Equities Fund, RREEF)、Sal. Oppenheim、德國郵政銀行(Deutsche Postbank) 等公司，迄今已發展為全球性綜合銀行。該行的客戶涵蓋個人、法人、機構法人、政府或公共機構等，提供一系列的現代金融服務，包括吸收存款、借款、公司金融、銀行聯合貸款、證券交易、外匯買賣和衍生金融工具等。此外，還發展結算業務，發行證券，處理信用狀、保證函、投標和履約保證函並安排融資。目前，德意志銀行集團所從事業務主要區分為 5 大區塊，概述如下：

1、企業與投資銀行(Corporate Banking& Securities)

企業與投資銀行業務可區分為環球金融與企業金融服務。環球金融業務部結合銷售、交易及建構廣泛的金融市場產品，包括債券、股票及股票連動產品、交易所買賣及店頭市場交易之衍生性金融產品、外匯交易、貨幣市場工具、證券化工具及商品。企業金融業務部門負責購併事宜，包括顧問、發行債務及股票，並提供中、大型企業的資本市場服務。此外，國際貿易融資也是該行的一項重要業務，經常單獨或與其他銀行及特殊金融機構聯合提供中長期信貸。近年來，德意

志銀行對通訊、交通、能源和基本設施專案融資方面(project finance)之重視程度的日益增加，而且其證券發行業務十分發達，已成為當今世界最主要的證券發行機構之一，參與德國和世界市場上很多重要的債券和股票之發行。

2、私人與工商金融服務事業(Private & Business Clients)

私人與工商金融服務事業主要提供自雇者、中小企業有關傳統商業銀行及其他金融業務等服務，例如存放款、費用支付、經常帳管理、投資管理、退休規劃等等。目前德意志銀行已位居德國私人零售銀行業務之領導地位，在德國、義大利，西班牙，比利時，葡萄牙，波蘭和印度等超過 2,700 多家分支機構已提供該項服務，所服務之德國當地客戶及海外客戶數已分別逾 2 千 3 百多萬與 5 百萬人。

3、德意志資產與財富管理(Asset & Wealth management)

德意志銀行於 2013 年 2 月整合旗下資產及財富管理部門，成立一個新的事業部門—德意志資產及財富管理，展現德意志銀行集團「全球視野、在地佈局」的特色，並能以單一窗口的方式，秉持完整與全球極少同業能相匹敵之優勢，結合頂尖的人力資源、深厚的資產管理專業知識、數十載的豐富經驗，以及對主動型、被動型及另類資產管理的專業能力，提供所有主要資產類別及投資策略的多樣化產品予全球個人與機構法人客戶。該項事業已成為德意志銀行集團之戰略性支柱，掌管超過 1.089 兆歐元之資產，成為全球前 10 大提供資產及財富管理服務之銀行。

4、環球交易銀行(Global Transaction Banking)

環球交易銀行業務主要提供環球企業客戶及金融機構提供全面性的商業銀行產品及服務，包括國內及跨境支付、現金管理、專業風險抵減管理及國際貿易融資。環球交易銀行亦提供信託、代理、存託、保管及相關服務。

5、非核心業務 (Non-Core Operations)

包括高風險性資產及待處分的一部分業務，未來可能出售。德意志銀行為因應未來更嚴格的監管規定，計畫降低集團所持有的部分風險性資產及與未來集團策略不符的一部分業務。

(二) 未來展望

2015 年 6 月 9 日標準普爾公司(Standard & Poor's)調降德意志銀行信用評級至 BBB+，主係因配合政府日趨嚴格之監管條件而進行投資銀行事業縮減與組織

重組所致。但因該行 2015 年第 3 季獲利數據不佳，淨虧損近 60 億歐元(約 66.02 億美元)，不僅近期已宣布將停發 2015、2016 年股利，加上今年 4 月受美國及英國金融監管主管機關指控操縱倫敦同業拆借利率 (LIBOR)事件衝擊，德意志銀行預計於 2020 年前，將裁撤 9,000 名全職員工與 6,000 名約聘員工，並結束 7-10 個國家業務，但將更專注更深布局利基市場，例如：中國大陸、印度等地區。此外，德意志銀行正與 JP 摩根等多家銀行進行談判，計畫出售價值超過 2,500 億美元的信用違約交換(CDS)投資組合，以期強化資產負債表，並積極削減成本，簡化業務，以改善公司現狀。

第五節 德國商業銀行(Commerzbank)

Commerzbank 代表：Ulrich Urbahn；Peter Werno

一、機構簡介

(一) 銀行沿革簡介

德國商業銀行 1870 年 2 月由一群企業家和銀行家在漢堡市(Hamburg)創立「Commerz-und Disconto-Bank」股份公司，1905 年接管柏林銀行 Berliner Bank，並在柏林銀行原址成立新總部，二次世界大戰後 1947 年在政府指示大型的銀行須採取分散性措施，曾被分割數個分支集團，直到 1958 年存續公司透過整合，於杜塞道夫市(Dusseldorf)成立德國商業銀行公司(Commerzbank AG)，1958 年遷移至法蘭克福，1995 年發佈旗下成立 Comdirect bank 透過網路提供證券交易服務。1997 年新大樓開始營運，總行移至現址。2004 年收購 Schmidt-Bank，2005 年收購 Eurohypo AG，使 Commerzbank 成為德國第二大銀行。2008 年 8 月，於雷曼兄弟破產金融危機前，德國商業銀行宣布收購歐洲頂尖投資銀行－德勒斯登銀行(Dresdner Bank)，兩家銀行合併之後，德國商業銀行在客戶數量和國內營運據點數量上均超過了德意志銀行(其銀行代表標誌改採德勒斯登銀行商標，而顏色則以代表德意志商業銀行之黃色，成為現今的標誌)。2013 年 Commerzbank 為第一家德國銀行在網路銀行採用 APP 的銀行(APP 命名為 photoTan)。

德國商業銀行於目前於德國有大約 1,100 個分支機構，以及 90 個企業客戶服務中心，於全球有超過 50 個國家設有營運據點，在 200 多個國家有 5,000 多往來之合作夥伴銀行，其核心市場主要在德國及波蘭，在波蘭的 BRE 銀行亦為波蘭第三大銀行。在投資市場上 Commerzbank 為 30 檔德國股票市場 DAX 指數及歐洲 EURO STOXX 銀行指數成份股之一，所佔權重於 2015 年分別為 1.4% 及 2.2%。

(二) 銀行核心業務及經營模式

Commerzbank 的企業經營模式謹守專注於其核心銀行業務藉以提升獲利，對於資產價值已走下坡之非核心資產予以區隔，適度處分、降低持有以優化其資產品質。Commerzbank 核心業務主要有下列 4 項：

- 1、私人銀行業務:目前在德國擁有超過 1 百萬私人 and 企業客戶，這些客戶由分布於 1,100 個分行機構及 90 個商業顧客服務中心的 10,000 個銀行專員來服務。德國商業銀行提供之私人銀行財富管理服務，包含資產管理，資產多元化規劃及資產於貴重金屬的配置等領域。Commerzbank 透過併購的方式擴大市場佔有率，並強化分行體系，一如 2008 併購德勒斯登銀行(Dresdner Bank)。目前於德國 Commerzbank 在財富管理躍居第 3 名。

- 2、 中小型企業銀行業務(Mittelstandsbank)：在德國商業銀行傳統的經營項目中提供中小企業客戶融資服務即為其業務重心，和穩定獲利來源，並曾明確宣示要成為德國最好的中小企業銀行，服務內容包括企業貸款、融資服務，貿易服務，提供中小企業提供利率、匯率風險管理產品等。在德國境內約有 150 個據點，以及海外 70 個據點，服務超過 100,000 中小型企業客戶。
- 3、 中歐及東歐區域銀行：Commerzbank 核心市場除德國外，透過收購境外銀行重組，複製其於德國經營模式，包含於波蘭、捷克等中、東歐地區，此地區大約 4.9 百萬的私人 and 企業客戶。Commerzbank 亦持有波蘭第三大銀行 BRE 銀行 70% 的股權，藉著提供 mBank 之線上服務，提升在波蘭市場的持續成長。另與擁有 4 百多萬客戶的波蘭電信公司 Orange Polska 合作拓展手機服務，以及和安盛保險公司(AXa insure)策略聯盟推廣相關金融保險相關商品。
- 4、 投資銀行(Corporate and Markets)：提供以顧客為中心的投資銀行服務，主要業務包括資本市場、股票、債券商品、外匯交易、企業合併與收購及避險操作，並整合投資銀行的商品，以服務前三者之客戶。

(三) 2015 經營成效及展望

透過健全穩健的經營模式，Commerzbank 於 2015 年上半年獲致良好的經營成效。於核心業務上的獲利較 2013 年上半年成長了 40%，其中：(1)於私人銀行的業務，透過提供客戶更有效率的理財工具，特別是電子化服務取代一般零售服務，增加服務客群及降低服務成本，於 2015 年上半年獲利較 2013 年同期增長一倍。(2)於中型企業銀行業務，貸款額度則較 2013 年上半年成長 13%。(3)另於波蘭透於 mBank 的創新，增加約 800,000 個客戶加入。於經營的穩健度，自 2009 年以來，透過逐年累積增加之資本，於 2015 年上半年核心資本適足率已達 10.5%，資產負債表之槓桿比率(Leverage Ratio)已改善提昇至 4%。於較高風險性資產之風險控管，已逐步售出先前所提資產品質已走下波之非核心資產如船務融資放款(Ship Finance)，提高其風險覆蓋率至 58%，已符合市場預期；不良放款違約比率自 2009 年至 2015 年上半年止於核心銀行業務由 3.4%降至 1.4%，全集團由 3.5%降至 2.3%之不良資產已大幅增加其風險之覆蓋率。

於銀行的經營策略上，將持續專注於核心業務的發展，控管成本及對資本作最佳化的配置。於私人銀行業務除追求傳統價值外，並彈性的提供多元金融工具的提升獲利；於中小型企業銀行業務，無論境內或海外客戶將採取長期性的合作策略；於投資銀行業務，持續追求以顧客為中心導向，提供更客製化的服務；針對中、東歐地區銀行業務，持續鞏固在波蘭市場的領導地位。在 2015 年的財務展望上，除於核心業務藉由擴充客戶群及資產基礎來增長營業額和市場占有率外，期許 2015 年藉由降低在非核心資產之貸款損失準備金使整體集團能少於 10

億歐元；支出部份期許開支略高於 70 億歐元，資本適足率達到 10.5%之期望值。

(四) 數位化的發展

Commerzbank 曾於 1995 年成立 Commerdirect 提供網路證券交易服務；另於波蘭的 BRE 銀行亦透過 mBank 提供網路銀行服務從事一般交易的客戶。隨著來電腦、手機及平板電腦之數位化服務時代的來臨，於私人銀行業務之客戶目前已有：(1)超過 1.5 百萬的銀行 App 的下載量；(2)大約 3 百萬使用線上銀行(Online Banking)客戶；(3)有 13%帳號是純粹由線上開戶；(4)全部主商品都已線上網路化；(5)另即將實行線上語音及視訊理財諮詢服務。

在數位化的服務亦透過電腦網路及手機導入企業客群，企業客戶新的線上入口網站 Go-Live，提供 14 國語言為線上企業客戶及機構服務；於中小型企業銀行，將提供資金管理之手機 App 應用軟體供客戶下載，最多可瀏覽 15 個帳戶資料，及查詢包含第三方銀行資訊，自 2015 年 3 月底 Go-Live 開通以來，已經超過 5000 次下載量。

二、簡報內容摘要

跨資產投資策略:美國聯準會升息不確定性下之投資布局策略

(一) 德國商業銀行跨資產研究單位介紹

研究方法與涵蓋範圍，以全球市場的框架，研究各類資產(包括權益證券、各類主權債券及通膨指數連動債券側重、信用連結商品、商品、不動產)之相互影響及相對價值，特別著重分析資產是如何受全球經濟發展趨勢、市場結構的改變及投資人行為模式的影響。

從 Peter Werno 先生說明，概可得知德國商業銀行研究團隊與實際業務執行單位緊密合作，從集團策略的擬定、資產配置及風險胃納等，該單位被公司賦予戰略性之重要地位與價值。

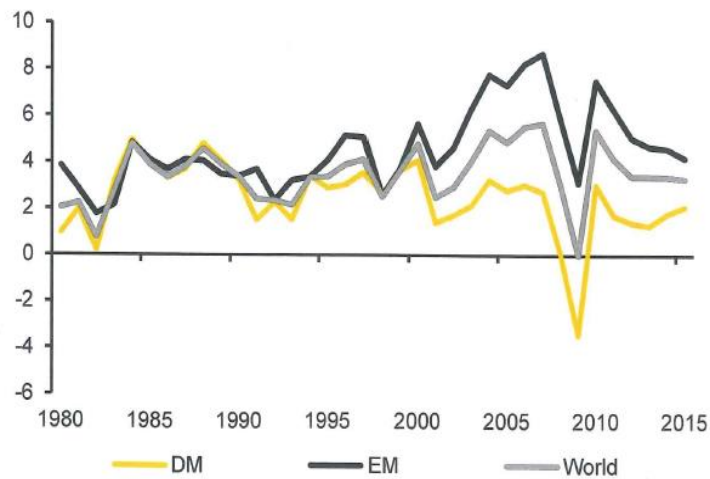
(二) 全球經濟走勢分析

1、全球經濟呈現長期低度成長(低於 3%)

開發中國家(以中國大陸為首)，因去槓桿化及商品原物料價格下跌致經濟放緩，抵銷已開發國家的經濟增長，此現象從 2010 年後增長動能即呈現下滑。從李克強指數²變動趨勢(走跌)，對中國大陸經濟之影響(經濟趨緩)亦可獲得驗證(如圖 12、13)。

²李克強指數，係指以耗電量、鐵路貨運量和銀行貸款餘額這 3 項指標推估中國經濟發展狀況，花旗銀行分別給予 40%、25%和 35%之方式，編製成李克強指數以作為判準中國經濟榮枯的替代指標。

圖 12：全球經濟新常態



資料來源：德國商業銀行簡報資料

圖 13：李克強指數與 GDP 成長之變動



資料來源：德國商業銀行簡報資料

- 2、已開發國家經濟增長主要以美國為首(美國第 3 及 4 季經濟成長率預估維持 2.5~3.0%)

圖 14：預估美國第 3 及 4 季經濟成長率



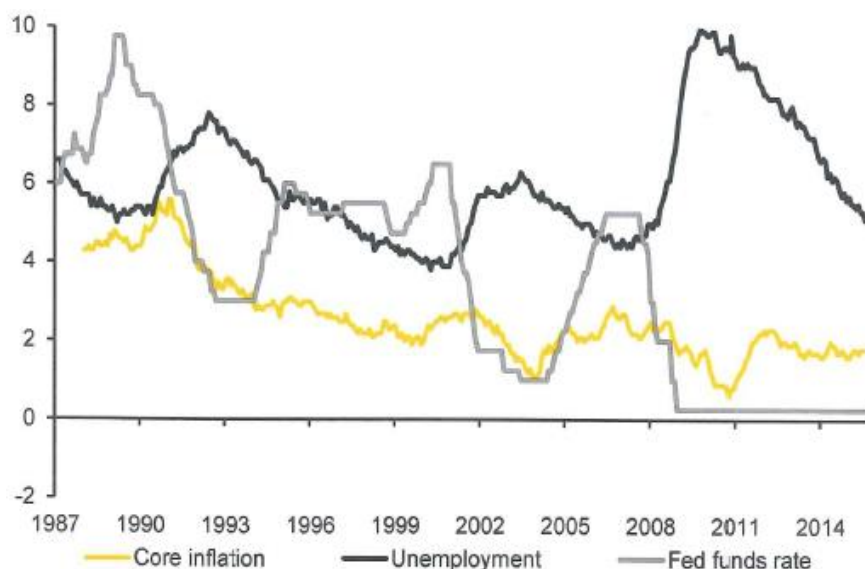
資料來源：德國商業銀行簡報資料

(三) 美國貨幣政策走向及影響

1、 美國經濟已逐步進入溫和成長期

德國商業銀行預期 2015 年美國第 3 季及第 4 季國內經濟成長率可達到 2.5%~3.0% 的水準，就業市場接近充分就業狀況，核心通膨指標已逐步上揚。

圖 15：美國通膨指標與聯邦基金利率走勢



資料來源：德國商業銀行簡報資料

2、 聯準會應該要開始升息循環

依據美國著名經濟學者 John B. Taylor 於 1993 提出的泰勒法則 (Taylor Rule)³，以現在的通貨膨脹及實質產出狀況推估之聯邦基金利率應該要進入升息循環。

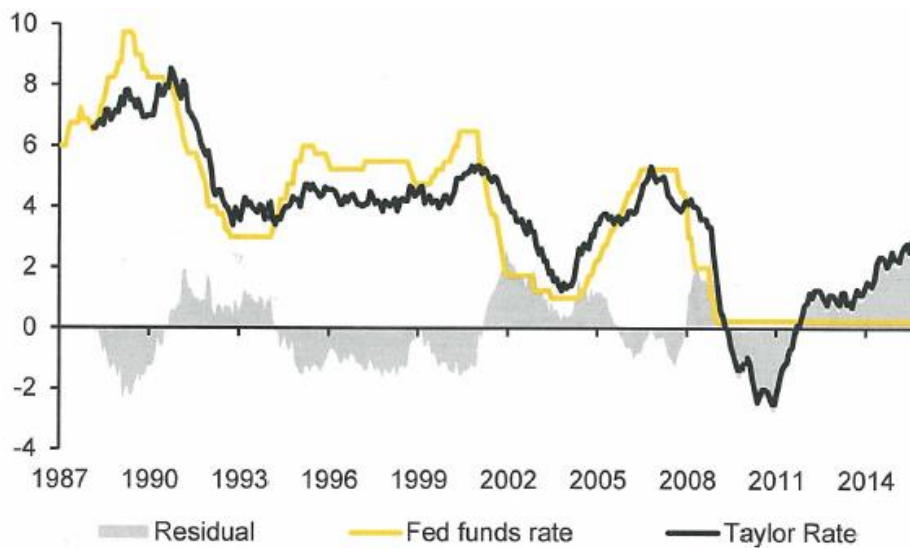
³約翰·泰勒教授(1993)發表的泰勒法則(Taylor Rule)，此較偏向為進取型貨幣法則(activist monetary rule)或稱為反饋式法則(feedback rule)，其目的希望貨幣政策執行時能考量實際經濟情況後，再進行相應調整。

泰勒法則認為合理的聯邦基金利率，應為央行可容忍物價上漲率(如 2%)下，並參酌實質 GDP 偏離趨勢值百分點及通膨率偏離狀況，做為聯邦基金利率合理水準之參考。

$$\text{Taylor Rate: } i = 2\% + \pi + \frac{1}{2}(\pi - 2\%) + \frac{1}{2}(q - q^*)$$

- i= 泰勒利率，合理的聯邦基金利率
- π = 過去 4 季的通貨膨脹率
- q= 實質經濟增長率
- q^* = 長期實質經濟增長率趨勢值
- 實質利率= 2%(依泰勒法則計算，如果通膨率等於 2%，實質 GDP 亦與趨勢值相同，則泰勒利率隱含的實質利率為 2%)。

圖 16：泰勒利率隱含升息的可能性



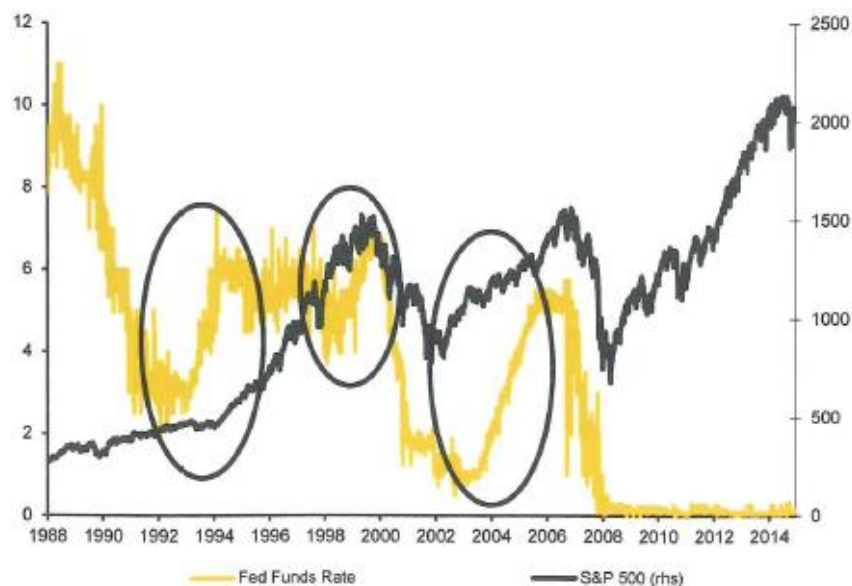
資料來源：德國商業銀行簡報資料

3、聯準會升息初期對股市衝擊有限

根據過去 20 年實證顯示，聯準會升息循環初期階段，由於景氣仍處於成長繁榮期，且利率升幅及緊縮貨幣政策的遞延效果，股市於此階段受利空之影響有限。

圖 17：升息初期對股市影響

Fed funds rate and S&P 500



資料來源：德國商業銀行簡報資料

(四) 德國商業銀行投資布局策略

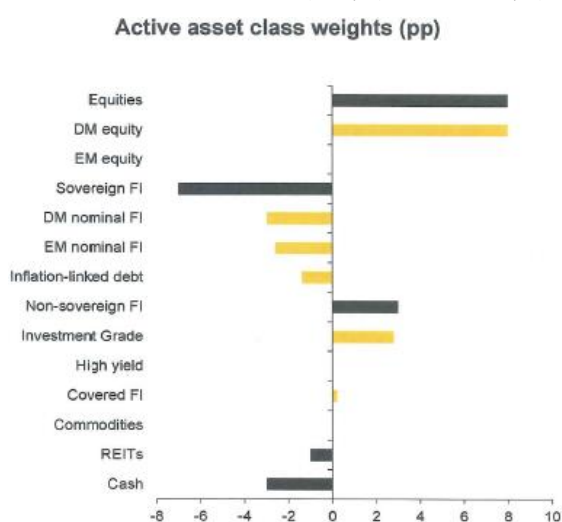
1、 總體經濟的觀點

- (1) 單靠已開發國家經濟增長，全球經濟長期處於低度成長循環。
- (2) 聯準會有相當高的機率於 12 月開始升息。
- (3) 短期利率上揚將使得利率曲線趨向平坦。
- (4) 美股將可望因第 3 季企業財報表現不錯而獲得支撐。
- (5) 歐洲央行將持續提供市場足夠的流動性，甚至可能於年底採行更大規模寬鬆貨幣政策。

2、 跨資產配置主動式調整

- (1) 持續增加已開發國家權益證券投資比重
- (2) 開發中國家權益證券投資側重跌深反彈
- (3) 相對於美國，較偏好歐元區(經匯率避險後)之權益證券、主權等級債券及非主權等級債券。
- (4) 持續偏空美國高收益債券
- (5) 邊境市場(frontier market)：由於新興市場(emerging market)較易受美國升息循環之影響，因此偏好投資邊境市場(frontier market)。因邊境市場來自國外投資比重較低、仍以國內投資為主且匯率較不受主要國家匯率波動之影響。

圖 18：跨境資產配置投資組合



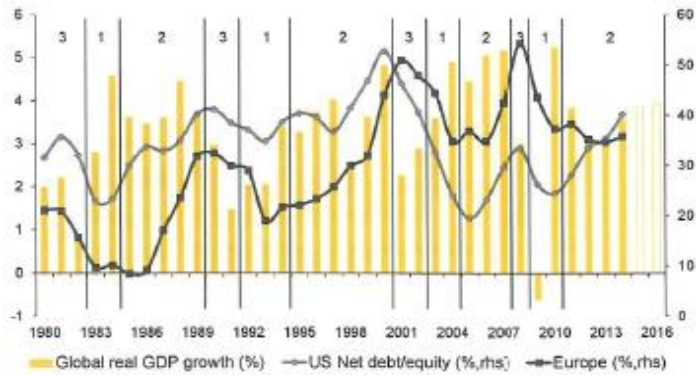
資料來源：德國商業銀行簡報資料

3、 美國高收益債券面臨較大風險的原因

- (1) 美國槓桿程度持續上升

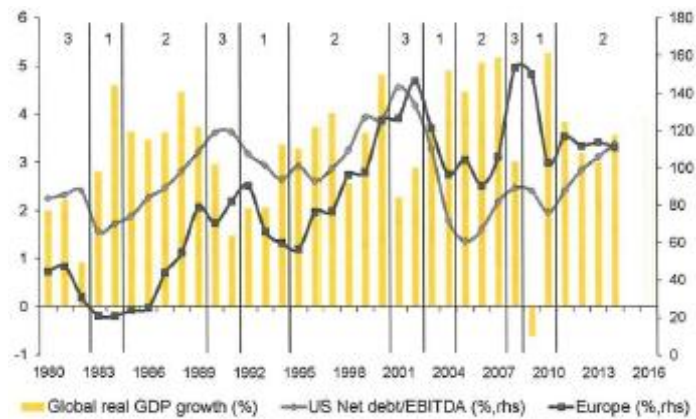
美國整體槓桿比率(負債/淨值比)受經濟增長的牽引持續攀高(2015年6月底約40%)

圖 19：美國槓桿比率持續上升



資料來源：德國商業銀行簡報資料

圖 20：美國淨債務相較 EBITDA 比值升高-償債能力有惡化跡象



資料來源：德國商業銀行簡報資料

(2) 歷史資料顯示美國高收益債券在第 4 季表現不佳

德國商業銀行由過去資料推論美國與歐洲投資等級之高收益債券，以月平均報酬率之表現，推論通常第 4 季度美國高收益債券表現較差。

圖 21：高收益指數平均每月的優異表現

Average monthly outperformance of high yield indices (USD credit: since 1986, EUR: credit since 1997)

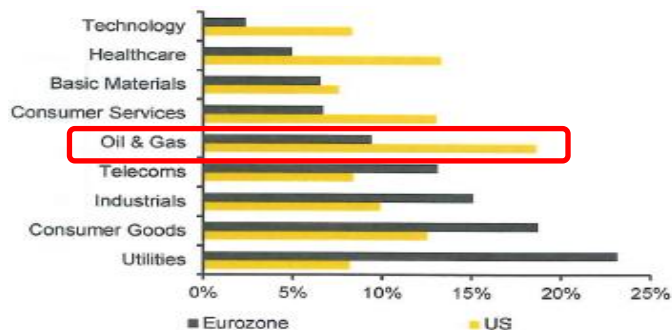


資料來源：德國商業銀行簡報資料

(3) 美國高收益債券發行者較多來自石油相關公司

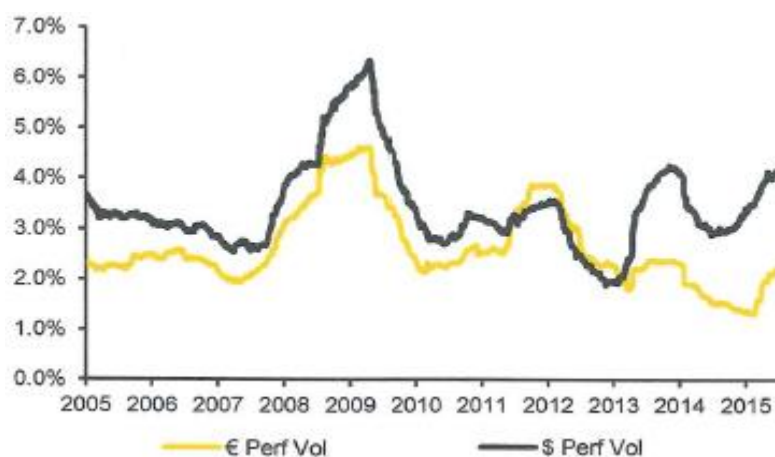
由於石油價格大幅滑落，使得能源相關發行者比率較高的美國高收益債券，風險溢酬有上升之趨勢。

圖 22：美國能源相關高收益債占比較高



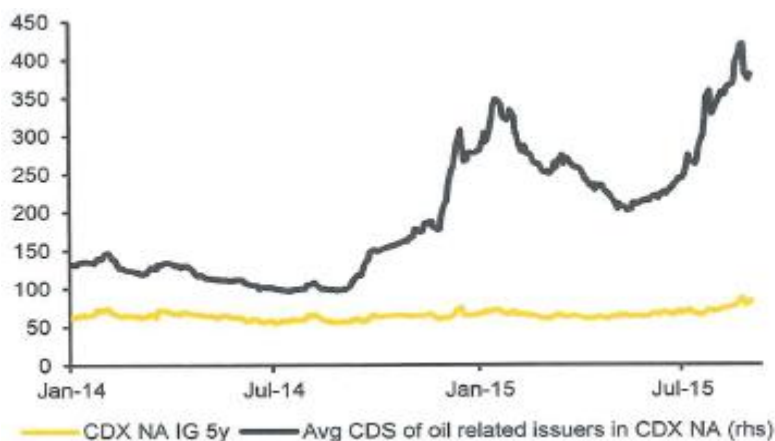
資料來源：德國商業銀行簡報資料

圖 23：美國高收益債波動率高於歐洲



資料來源：德國商業銀行簡報資料

圖 24：能源相關信用風險溢酬高於同級債券



資料來源：德國商業銀行簡報資料

第六節 德盛安聯資產管理公司(Allianz Global Investor)

Allianz 代表：**Stefan Hofrichter**, Managing Director, Head of Global Economics & Strategy；

Martin H. Keil, Managing Director, Head of Growth Markets；

Andreas Hilka, Managing Director, Head of Pension；

Sue-Ju Huang, Director, Global Investors GmbH

一、 機構簡介：

AGI 總部位於法蘭克福。其母公司為 Allianz SE(以下稱 AS)，總部位於 Munich, Germany，是歐洲最大綜合性金融集團之一，總資產 75,163 百萬歐元，AS 三大國際信評分別為 Aa3/AA/AA- (Moody's /S&P /Fitch)，旗下業務包括人壽保險、產物保險、資產管理及銀行業務等，經營宗旨主要為全球 70 多個國家及超過 85 百萬名客戶提供專業金融保險理財服務並滿足客戶多元化需求。AS 於 2015 年獲得《2015 Fortune Global 500》排名第 32 位、《2015 Forbes》全球 2000 大排名第 21 位之殊榮。

AGI 主要企業理念為 Understand. Act.，這兩個字代表著 AGI 盡力滿足客戶需求及用行動來展現其專業，並建立起與客戶相互信任的投資關係。AGI 認為維持客戶關係的不二法門就是成功的保護客戶資產及提升投資收益。

二、 簡報內容摘要

(一) 全球資本市場回顧：

- 1、 全球經濟發展的不平衡:長期經濟成長的遲滯
- 2、 去槓桿化-哪些市場被去槓桿?:新興市場的再槓桿化 vs 已開發市場的去槓桿化
- 3、 中國大陸:政治當局及市場逐漸體認到經濟成長面臨的結構化問題
- 4、 全球經濟增長正在放緩:已開發市場的成長動能較新興市場為佳
- 5、 美國的貨幣政策:令市場又愛又恨
- 6、 資產的市場:報酬率小，但風險卻升溫
- 7、 風險:須注意各市場的流動性與突發事件的風險

自 2014 年以來，市場呈現的是低資產報酬及不斷升高的市場波動度，導致全球經濟失衡並拖累長期經濟成長。自全球金融危機後，已開發國家市場不斷地去槓桿化，而新興市場則有著新一輪的市場再槓桿化投資。自 2009 年以來全球槓桿化的上升，主要源自新興市場，非常合理的是受全球性超低貨幣政策的影響。近年來，過度的槓桿化甚至超越 2007 年。

全球生產力放緩，已開發市場生產力增長放緩的重要原因在全球金融危機後的低投資活動，低研發投入，新創公司數量下降。新興市場的原因在於稍微成熟

的經濟體，於此經濟情況下卻投資於錯誤的產業區塊，特別是房地產。

收益率曲線的扁平化，反映貨幣政策的改變，特別是 2013 年聯準會宣布縮減寬鬆政策後，連續幾個季度反應出一個波動性逐步上升的市場現象。

(二) 全球資本市場現況

過去一年的市場，雖不至於為熊市，但所遇到也是很大的逆風市場，預期 2016 年，在歐洲市場，如法國的通膨預期將逐步上揚，而希臘很有可能被逐出歐元區；對各國央行而言，未來的五至六個月，仍是充滿挑戰的經濟環境。美國聯準會將逐步縮減近年來的寬鬆政策，而市場的波動度將會逐步升高。

(五) 全球資本市場展望

- 1、 持有那些相對於債券的風險資產。然而，一些烏雲仍然可能出現在前方：美國聯準會首次增息，將影響某些資產類別的後續價值，低盈利增長，流動性風險，政治風險亦為可能的不確定因素。
- 2、 長期牛市的債券市場很可能已經走到盡頭。五月市場參與者的拋售債券潮，是一個明確的警告信號。
- 3、 歐元區資產將從執行緊縮貨幣政策的同盟和本身貨幣寬鬆政策結構中獲益，儘管希臘仍動盪。
- 4、 新興市場債券和貨幣：前景樂觀，惟長期價值型的投資者，風險依然存在，特別是偶然的增速下滑情形和美國聯準會加息。
- 5、 股利收入依然成為股票投資者在全球性的低經濟成長極低利率環境下不可或缺之關鍵。
- 6、 考慮獲利了結流動性在低增長環境中較差的替代品，如高收益債。但要注意流動性風險。
- 7、 積極的投資是必要的！也需增加跨資產類別的投資。

三、 問題與答覆

- (一) 問題 1：市場再槓桿化(re-leveraging)新一輪投資，目前朝向正確的方向嗎？
另觀察房地產市場，目前中國市場似乎不利投資，而歐洲則正處於對的復甦方向？

答覆：

- 1、 原則上是的，過去幾年的經濟成長動能畢竟是靠新興市場撐起復甦的，而現在絕大多數已開發國家市場目前的狀況仍處低於過往正常投資水平，因此未來將非常可能獲得大幅度的提振而呈正向發展，尤其近來資本進出狀況，中國為-1.0%，而各積極去槓桿化的國家，如美國僅-0.2%，

已為當局可控制的狀態。

- 2、房地產市場，我們認為在中國的部分屬於較弱的市場；而歐洲除愛爾蘭及英國的市場正處於對的復甦方向，其他市場普遍處於高估的狀況，多屬於過度槓桿的市場。

(二) 問題 2：關於股市及匯市，貴公司有什麼特別的投資建議嗎？

答覆：匯市的部分，新興市場的貨幣將較具吸引力，雖多數已處於低估的狀況，但短期市場仍不是很穩定，但就長期的觀點而言，市場將有可能逐漸反應而慢慢墊高；至於股市現在是好的進場點嗎？我們認為應該是，但仍須慎選標的。

(三) 問題 3：美國聯準會近期的升息時點較不確定，請教貴公司的看法？

答覆：市場過去的幾季已過分反應聯準會的貨幣政策之任何可能性，就最新貨幣市場交易所預期的升息時點已從原本的 2015 年 12 月，延遲至 2016 年 3 月；但我們認為，年底仍非常有可能升息，聯準會甚至在經濟數據稍弱的狀況下升息。

(四) 問題 4：目前的利率已處於非常低檔的狀況，如果再次發生大的金融災難，請教貴公司的看法？

答覆：的確在近年各國中央銀行實施極低利率的寬鬆貨幣政策下，市場利率已幾乎見底，少數國家並已開始有負利率的狀況，倘若再有金融危機發生，央行的工具僅剩下財政政策，且其有遞延的效果，仍有賴於各國央行與政府部門執行正確的政策。

(五) 問題 5：近期難民持續挺進歐洲，請教貴公司對目前德國面臨這項問題及影響社會福利政策，所持的看法？

答覆：我們認為難民問題，其實對德國有著相當程度矛盾的狀況，這個說法其實主因是德國還是有許多高勞力密集或相對惡劣的工作環境下的職缺，多數現有的德國勞工不願從事相關行業；前來德國多數的難民為年輕人，他們將有效填補這些空缺，當然短期的難民問題，對環境髒亂或社會秩序可能造成短暫衝擊，但德國經濟仍是受惠的。不能否認的，是這些難民也將享受相當程度的社會福利，但畢竟他們對經濟有貢獻，值得留意的，反倒是這些年輕難民，若未來有經濟基礎下，將其家鄉的老弱婦孺接來德國時，對未來的社會福利政策負擔，才是長久問題的開始，但德國面臨相同問題時的做法，大多就是加稅，特別是富人稅，因此仍需要注意未來所面臨的隱憂。

第七節 默克集團(Merck KGaA)

Merck 代表: **Barbara Hoffmann**, Graduate Nutrition Scientist, Community Relations Visitor Service ;

Olliver Lettau, Manager, Investor Relations

一、 機構簡介：

(一) 默克集團之歷史

默克(Merck KGaA)成立於 1668 年，係由斐德利希·傑柯·默克(Friedrich Jacob Merck)於德國達姆施塔特市下一家藥局 the Engel-Apotheke (天使藥局)。1816 年伊曼紐爾·默克(Emanuel Merck)接手繼承該藥局，並自 1827 年起工業化生產，1880 年產品範圍擴大和國際化，首度完成藥品成藥生產。1891 年默克美國分公司⁴成立。1904 年首度列入醫學用藥產品並涉入液晶研究。1995 年法蘭克福證交所上市，默克家族仍為最大股東，持有 70% 股權。2003 年發布分子靶向腫瘤治療藥物愛必妥，於 2007 年被列入 DAX® 指數公司。集團成功經營近 350 年，為全世界歷史最悠久之製藥、化工公司，其全球業務仍由位於德國達姆施塔特市的總公司統籌管理。截至 2014 年，默克在化學、製藥與生命科學領域是全球領導企業，在全世界 66 個國家和地區擁有 3.9 萬名員工。

(二) 默克集團之發展現狀

默克集團為世代相傳之家族企業，製藥歷史可追溯至 17 世紀，過去在生技研究設備方面並不活躍。該集團主要致力於創新型製藥、生命科學及前沿功能材料技術，並以技術為驅動力，為患者和客戶創造價值。該集團目前事業重心為「液晶」(面板之主要化學物質)、及治療多發性硬化症的藥品 Rebif 與抗癌藥爾必得舒 (Erbitux) 等。

在 2007 年，默克耗資 133 億美元收購瑞士第一大生物科技公司雪蘭諾 (Serono)，當時定位為製藥巨頭。然而後數年，默克雪蘭諾新藥研發卻屢屢受挫，一直未推出重磅產品。2010 年默克耗資 60 億美元收購美國實驗室設備和化學品製造商密理博(Millipore)，並積極拓展旗下製藥設備事業以加速公司轉型。2014 年 9 月默克宣布現金收購全球最大的化工試劑生產商美國西格瑪奧德裏奇 (Sigma-Aldrich)。Sigma-Aldrich 為全球最大之生化及有機化學試劑供應商，收購目的旨在增強旗下默克密理博(Merck Millipore)之實驗耗材業務。

默克集團藉由收購瑞士生物科技公司 Serono、美國密立普(Millipore)生物科

⁴美國默克：由於美國出口業務成功發展，默克公司在紐約成立分公司。1891 年默克分公司(Merck & Co.)正式成立。第 1 次世界大戰期間默克喪失許多海外公司，其中包括 Merck & Co.。默克美國分公司遭美國政充公，正式結束與德國母公司間之關係。如今這兩家公司除共同的名字「默克」之外，已無任何聯繫。因應商業需要，雙方同意，在美國及加拿大，「默克」歸美國默克使用；在歐洲和世界其它各地，「默克」則由德國默克使用。

技公司及英國安智(AZ)電子材料公司且以去蕪存菁的方式強化其業務範疇，致總收益、稅前息前盈餘(EBIT)及 EBITDA 連年上升，而 2014 年收益更高達 115 億歐元。

(三) 默克三大事業群

1、 消費者健康藥品(Healthcare)

默克於消費者健康藥品領域生產非醫師處方藥品，如所謂非處方箋藥劑及養分補助藥品。例如 Nasivin, Bion3, Multibionta, Cebion, Kohle-Compretten, Femibion, Kidabion, Neurobion, Epamax und Kytta-Salbe。

2、 生命科學及化學性能產業(Life Science)

主要領域為製造工業化學試劑，研究室化學試劑及環境研究分析，及總體製藥過程的諮詢。例如色譜法，化妝品原物料及藥物如 Eusolex, RonaCare，此產業部門之另一重要產品為提煉色素原料，係工業及化妝品產業之上游廠商，熱門產品為 Iriodin, Colorstream 和 Xirallic。

3、 液晶原物料產業(Performance Materials)

默克集團為液晶顯示器之製造先驅，及目前全球最大液晶原物料供應商，約 60% 液晶來自於德國默克，主要為液晶和薄面板顯示器產業之上游供應商，2005 年 3 月默克以 5,000 萬歐元現金買下隸屬於 Avecia 集團之 Covion 生化半導體公司。此為原本隸屬於 Hoechst AG 在工業園區製造有機發光半導體，被默克收購後稱為默克有機發光半導體原料公司 Merck OLED Materials GmbH，為液晶部門一環，2007 年 4 月 2 日正式將此部門融入默克集團，將近一百名員工納入默克液晶部門。

(四) 默克集團之家族憲章(Family Contracts)

1850 年默克家族制定第 1 版家族憲章，包括家族成員的定義、如何選出家族代表、家族成員的責任與權利、如何任命執行團隊、何種情況可以繼承股權或脫離家族以及人才培養與家族衝突處理，計畫相當完整。這套家族憲法 15 歲有培育計劃，成員在 15 歲到 30 歲要到世界各地實習，進入家族企業要通過評估，適不適合接掌家族事業，要由外部專業評估單位做性向測驗，可造之材要到非默克集團擔任工作 15 年以上，直到擔任 CEO 為止，才能回來接管家族事業。

另外默克家族設計一套機制，讓控股公司能確保默克集團管理階層接受家族經營理念。默克控股的 12 位家族成員組成 board of partner，類似董事會，每

位董事都要得到 50% 以上的選票，每 5 年選一次，而且董事長不得超過 75 歲。12 位中再挑選 5 位進入家族董事會，由這 5 位董事加上另外 4 位外部董事，組成董事會，9 位董事共同監督默克集團運作。這 9 位董事亦負責選出集團 CEO、CFO 等高階經理人。這些非家族成員被視為「暫時的表親」(cousin of time)、「領養的家族成員」(adopted family)，可以擁有股票，但離職時要以固定價格賣回。集團的 5 位執行董事必須負有個人的無限賠償責任，倘若公司倒閉，個人所有資產也將歸零。用此方式確保執行董事以公司長期利益為出發點，不短視近利，透過此機制，傳承默克家族經營理念。

(五) 默克集團的價值觀(Values)

默克集團為一個家族企業，創始家族的價值觀極大影響著企業，默克家族的價值觀：誠信、尊重、透明、勇氣、成就和責任，在過去將近 350 年不曾變化。這也是集團的核心價值，藉由這些價值觀引導德國默克實現集團的使命、願景。相關內容如下：

- 1、 將現在與未來緊密相連(What ties today and tomorrow together.)
- 2、 誠信:是我們的信用保證(INTEGRITY ensures our credibility.)
- 3、 尊重:是一切合作的基礎(RESPPECT is the foundation of any partnership.)
- 4、 透明:是相互信賴成為可能 (TRANSPARENCY makes mutual trust possible.)
- 5、 勇氣:開啟未來之門(COURAGE opens the door to the future.)
- 6、 成就:是我們的企業成功成為可能。(ACHIEVEMENT makes our entrepreneurial success possible.)
- 7、 責任:決定了我們的企業作為 (RESPONSIBILITY determines our entrepreneurial actions.)

二、 簡報內容摘要

默克公司之企業社會責任分成 5 大項目，說明如下：

(一) 對於患者

默克公司產品主係幫助患有嚴重的、對生活造成影響且目前無法治癒之疾病的患者。該公司致力於開發治療如癌症，多發性硬化和帕金森病等主要疾病之新藥物，及針對罕見疾病之孤兒藥物。默克公司將每年總收入超過 20%(即約 10 億歐元)投入到重點治療領域的新藥研發中。

(二) 對於產品

該公司按照行業規範進行藥品開發、生產和銷售，並從化學和生物兩大技術來發現新藥。在進行新藥試驗時，該公司遵守國際協調會議(ICH)訂定之《藥物臨床試驗品質管制規範》(GCP)，保證開發新藥之品質標準並確保每位患者都被告知試驗藥物時之潛在益處和風險，該公司藉由化學

和生物所生產之新藥產品亦符合《藥品生產品質管制規範》(GMP)、國際製藥企業聯合會(IFPMA)、歐洲製藥工業協會聯合會(EFPIA)、當地行業機構的最新行業準則及嚴格遵守「默克藥品推廣行為準則」，該準則規定了集團內部正確和負責任的藥品市場行銷準則。

(三) 有關工作環境

默克公司符合「健康、安全和環境原則與戰略」，遵守國家和國際化學工業協會在責任關懷® (Responsible Care®) 指南所規定之原則。默克公司目標是通過以下節約能力並減少生產活動對環境的影響，即降低能源和水的消耗，減少二氧化碳排放量，提高廢物/回收比率(回收廢物/總廢物)，默克公司 7 個生產中心目前在國際環境卓越標準 ISO 14001 認證下運營。

默克公司屢獲殊榮的日內瓦全球總部就是兩者的最佳體現，透過 70% 現場的能源消耗來自於可再生能源、20% 的能源來自於水力發電、透過玻璃幕牆設計，可使用太陽能並利用自然光、散熱和自然通風以助於減少能源消耗等節約能源事項，另默克公司鼓勵總部員工在上班途中使用多種交通工具，並採取各種鼓勵措施和計畫促進有益環境的替代交通方式，例如：公共交通、騎自行車等。綜上，節能視為默克公司致力於保護地球環境的一種企業社會責任之一。

(四) 員工福利

默克公司認為與員工間互動是雙向的，該公司認為人才培養是企業成功第一步，同時希望員工是負責任的。默克公司致力於招募並保留業內最優秀的人才，努力創造最佳工作環境及豐厚獎勵和福利、職業發展和培訓機會、工作場所的健康和安全，員工可以實現自我價值的增長，並參與企業的成長和發展。

(五) 社區責任

默克公司發起並資助的慈善機構全球醫藥保健基金 (GPHF) 支持 GPHF-Minilab® 專案，從而幫助發展中國家打擊假藥。默克公司也透過贊助和捐款，與瑞士日內瓦湖區域慈善機構和研究基金會保持密切關係，例如 Alliance SEP、瑞士硬化症學會 (多發性硬化)、ELA (神經變性疾病)、Dubois Ferrière Dinu Lipatti 基金會、ESCA、瑞士癌症聯盟等。默克公司亦接納地方當局和有興趣的團體在該公司總部展開活動並進行專題訪問。

三、 問題與答覆

(一) 問題 1：研發成本與獲利之間如何取得平衡？

答覆：利用新藥的研發及舊藥的持續獲利來取得平衡。新藥須研究市場供需、病人的信賴等面向分析風險及研發成本，同時透過舊藥的獲利維持。以技術為驅動力，為患者和客戶創造價值。

(二) 問題 2：默克收購 Sigma-Aldrich 主要的籌資來源及資金成本為何呢？

答覆：2015 年 6 月底總資產 29,804 百萬歐元，較 2014 年 12 月底 26,010 百萬歐元成長 14.6%，主係以 170 億美元收購 Sigma-Aldrich 所致，該收購資金來源除自有資金 20 億美元外，以發行債券為主，因 10 年期美國國債收益率從 2013 年的 3% 降到目前的 2.12%，自金融危機以來，美國聯準會一直維持基準利率接近於零，不管是發債成本或是併購之資金成本極低，默克表示其併購取得 Sigma 之資金成本約 2%。

第四章 心得與建議

本次海外金融研習參訪重點可分為三部分，第一部分為金融研習課程，包括：固定收益商品、投資管理；第二部分為參訪金融機構，包括歐洲期貨交易所、德意志交易所、德國明訊公司、德意志銀行及德國商業銀行及德盛安聯全球投資公司等金融機構；第三部分為參訪國際企業，包括默克集團之重要企業，以瞭解美國升息後對全球金融業的影響、金融科技發展、全球金融趨勢的看法、業務發展策略、企業社會責任發展，以及金融創新發展等重要議題。

就德國之金融發展可供借鏡之處，提出心得與建議如下：

一、 從小教化社會責任之觀念

國內外許多企業都難逃「富不過三代」的魔咒，但德國默克集團卻能擁有近350年歷史，傳承至第13代，不但是全球化學與製藥業的領導者，亦是全球家族企業的標竿。默克家族打造迄立不搖並傳承百年，除與時俱進的創新、擁有長期願景之因素外，主要關鍵在於企業核心價值為從上而下形塑誠信、尊重、透明、勇氣、成就和責任之價值觀，以優越公司治理與重視企業本身責任為基礎永續經營。

推動企業重視社會責任，使社會責任內化為企業精神，在企業內生根，並非一蹴可及。最根本解決之道是透過教育，向下扎根，在學生時代即培養正確之道德與倫理，建立誠信、負責和尊重之態度，以期未來擔任上位者(董事、經營者或高階管理階層)能落實其核心原則。未來除持續對各公司董監事及管理階層宣導企業社會責任之落實外，建議可透過各種金融知識宣導機會，加強宣導正確之道德倫理觀念，或利用各種金融競賽(如證交所舉辦之證券投資智慧王)時，加重職業道德分數之占比等方法，以期望透過教育之努力，教化社會責任。

二、 強化數位化金融環境之監理能力

數位化時代來臨，各金融業透過組織調整、異業結盟、開發新產品、轉型等方法，提昇競爭力，以開拓新的市場商機。本次參訪德意志銀行及德國商業銀行均積極發展新科技，如網路銀行、行動銀行、交易平台等。

然而，數位化的浪潮對監理機關而言，所帶來的網路風險亦不可小覷，市場監理亦將面臨更多挑戰，包括：檢查人員對於金融機構複雜之資訊系統是否亦同時具備資訊能力？監理方法是否與時俱進之調整？爰建議我國可蒐集各國因應新興技術之監理方法、新技術舞弊發生之可能態樣，或透過與國際間會議或研討會瞭解他國作法，適時評估是否調整我國監理機制，及考量增加培養我國檢查人員對新科技之專業能力，讓傳統金融檢查人才與數位人才的整合，以因應數位時代的變革。

三、 加強交易所間的結盟合作

隨著資訊科技與通訊技術日新月異，市場區隔逐漸消失。為因應資金全球移動之潮流，各國交易所紛紛尋求結盟合作、組織型態改變以及整合市場等措施來提升市場競爭力。本次參訪之德意志交易所亦不例外，今(2015)年 10 月 29 日，德意志交易所更是與上海證券交易所及中國金融期貨交易所簽署合作協定，設立合資公司「中歐國際交易所」。中歐所定位於打造歐洲離岸人民幣資產交易及定價中心，以滿足全球投資者對人民幣融資與投資之需求。德意志交易集團已是全球領先級的交易所，仍積極拓張業務版圖及簡化上市申請流程等方式，吸引投資人資金投入資本市場，深化其既有優勢，值得我國借鏡。

面對此波潮流，我國交易所亦透過各種方法與其他交易所結盟合作，如臺灣期貨交易所授權歐洲期貨交易所(Eurex)掛牌新臺幣計價之「臺股期貨及臺指選擇權一天期貨契約」順利於去(2014)年 5 月在 Eurex 上市，成功豎立臺灣證券期貨市場國際化之重要里程碑。由臺灣期貨交易所成功案例可知，臺灣是可以走出去的，未來可多用參與國際組織及會議等各種交流機會，積極向外延伸觸角，藉由共同行銷、相互掛牌、開發產品、交易連結等跨境業務合作，進一步深化國際連結。

四、 持續參與海外研習，擴大參訪機構範圍

本次研習很榮幸能與多位金融業前輩共同前往，參訪過程中，時時可詢問其意見，以了解實務經驗及看法，如參訪德意志交易所時，該交易所介紹其上市制度，並提及因 2011 年發生假帳等事件，其後中國大陸企業上市募資之規模大幅縮小，而具有承銷實務經驗之團員，於參訪後之聊天中，便分享過去實際接觸客戶的經驗，從中更能理解相關事件之緣由或可能面臨之問題，實屬難得之經驗。

另德國法蘭克福為歐洲金融重鎮，參觀歐洲期交所等金融機構可發現歐洲工作環境良好，建築及室內擺飾都很有特色，辦公室整體明亮又舒適，有大天窗及整面落地窗的設計，更有開放的討論空間，處處可見白板、現代藝術攝影或畫作、及多個站立式小圓桌，讓員工們可以喝著咖啡，彼此討論想法，不同於我們對金融業辦公室的刻板印象，反而較貼近網路科技業活潑的辦公環境，就以德意志銀行而言，連其客戶諮詢空間，不同以往一間間並排的小隔間，是坐落在各個角落，極富巧思設計，具隱私性卻又不失創意。尤其在現今全球積極發展數位金融產業，對傳統金融產業不僅是衝擊，更帶來「革新」力量，國內也可參考發揮更多的創意，鼓勵員工提出創新想法，除了業務上持續參酌國外相關新型態金融科技服務之發展趨勢，適時參考開放經營相關業務，倘能學習國外金融機構營造多元化之工作環境及討論模式，相信將有助於我國金融科技新興服務之發展。

本次參訪之金融機構及國際企業雖不少，但未包含歐洲央行等監理機關，倘未來能增加監理機關之參訪，相信可加強雙方主管機關監理資訊之交流，了解歐

洲在因應全球經濟發展之監理看法，更能藉此建立與國際金融監理員聯繫管道，提升我方國際視野。綜上，爰建議持續派員參與相關海外研習，及時掌握國際發展趨勢，加強市場訊息與監理資訊的交流。