

出國報告 (出國類別：其他)

出席新加坡郵政年度股東會並參訪淡馬錫控股及星展銀行報告書

服務機關：中華郵政股份有限公司

姓名職稱：黃振忠 處長

陳玉瓊 管理師

李美瑩 佐理員

派赴國家：新加坡

出國期間：106年7月19日至21日

報告日期：106年8月25日

行政院及所屬各機關出國報告提要

出席新加坡郵政年度股東會並參訪淡馬錫控股及星展銀行報告書

頁數 25 頁 含附件：無 有

出國計畫主辦機關：中華郵政股份有限公司

聯絡人：柯裕銘 聯絡電話：(02) 23921310-2536

出國人姓名：黃振忠等 3 人 服務機關：中華郵政股份有限公司

職稱：處長 電話：(02)23921310 分機 2901

出國類別： 1.考察 2.進修 3.研究 4.實習 5.開會6.
其他

出國期間：106 年 7 月 19 日至 106 年 7 月 21 日

出國地區：新加坡

報告日期：106 年 8 月 25 日

分類號 / 目：交通 /郵政

關鍵詞：新加坡郵政、淡馬錫、星展銀行

內容摘要：

- 一、本公司與新加坡郵政往來關係密切，除在國際郵務業務方面進行直接進口、轉口郵件合作外，與其子公司臺灣冠庭物流在轉口郵件、代收等業務亦進行相關合作，另本公司國外投資持有新郵股票，期藉由財務性投資以深化雙方合作關係。
- 二、新郵為新加坡全國性之郵政服務提供商，150 多年來，一直為新加坡的家庭和企業提供值得信賴的服務，2003 年新郵於新加坡交易所上市，目前市值約新臺幣 700 億元。為因應日漸式微的傳統郵遞業務，新郵積極藉由併購、合資、建立策略聯盟等方式，布局國際市場，目前新郵在電子商務物流領域處於領先地位，並在新加坡和世界各地提供創新的郵件和物流解決方案，業務遍及 19 個市場。
- 三、新郵每年召開年度股東大會，本次股東會地點為新加坡新達城(Suntec City)，當天共有 17 個議案。2017 年新郵之獲利因建造區域性電子商務物流中心支出、TradeGlobal 投資減損及新加坡國內郵務衰退而下跌，相較 2016 年衰退幅度達 86.6%，全年度股利亦由每股新幣 7 分減為 3.5 分。
- 四、淡馬錫投資組合包括電信、媒體與科技、交通與工業、生命科學與綜合農業、金融服務、消費與房地產，以及能源與資源。其投資目標是取得長期穩定報酬，並審慎控管風險。投資決策係基於基金之商業利益考量，投資標的著眼於與新加坡之經濟轉型相關，或投資產業中具比較優勢的公司。
- 五、星展銀行原名新加坡發展銀行，原由新加坡國家發展部控股公司與淡馬錫所持股，1999 年正式改為金控集團。由於新加坡總部為避免其新加坡官方背景影響發展，因此將集團的名稱變更並修改象徵新加坡國花卓錦萬代蘭的公司標誌。新加坡總部位於新加坡濱海灣金融中心第三座大樓，主要子公司為新加坡郵政儲蓄銀行(POSB Bank)。

目次

壹、 目的.....	1
貳、 過程.....	2
一、 新加坡郵政.....	2
(一) 概況.....	2
(二) 營運表現.....	3
(三) 未來展望.....	6
(四) 年度股東會.....	7
二、 淡馬錫控股私人有限公司.....	10
(一) 概況.....	10
(二) 投資主軸.....	11
(三) 投資組合介紹.....	12
(四) 投資報酬率及經風險調整後的資金成本.....	15
(五) 公司治理.....	17
三、 星展銀行.....	18
(一) 概況.....	18
(二) 營運表現.....	19
參、 心得與建議.....	24
一、 心得.....	24
二、 建議.....	25

壹、 目的

本公司與新加坡郵政(Singapore Post Limited，以下稱新郵)同屬郵政業，在網路無遠弗屆、智慧型裝置普及下，傳統郵件量普遍下滑，加上勞工意識高漲、人力成本提高，各國郵政之經營均面臨十分嚴峻的挑戰。本公司不同於新郵，公司並未上市，係由交通部 100%持有，業務包含郵務、儲匯及壽險，業務集中度較小，風險較分散，故面對郵件量下滑的衝擊遠較新郵小。新郵近年來積極啟動業務轉型策略，以降低郵件量下滑的衝擊，其轉型作法及過程值得本公司參考。

本公司與新郵往來關係密切，除在國際郵務業務方面進行直接進口、轉口郵件合作外，與其子公司臺灣冠庭物流在轉口郵件、代收等業務亦進行相關合作，另本公司國外投資持有新郵股票，期藉由財務性投資以深化雙方合作關係。

本公司為新郵之第三大股東，前二大股東分別為新加坡電信(持股 21.7%)及中國阿里巴巴集團(持股 14.4%)。本公司投資新郵著重其長期經營成效及雙方合作關係，為了解新郵之營收展望及對股東之承諾，爰派員出席其年度股東會，另考量本公司亦投資國際知名主權基金新加坡淡馬錫控股私人有限公司(以下稱淡馬錫)及星展集團控股有限公司(以下稱星展銀行)所發行之主順位債券，且星展銀行亦為本公司往來機構，關係密切，爰順道參訪，俾利拓展金融視野及提升投資技能。

本次出國期間共 3 天，行程緊湊，第 1 天下午前往新郵總部參訪；第 2 天上午參訪淡馬錫，下午出席新郵年度股東會；第 3 天上午參訪星展銀行。

表 1：出席新加坡郵政年度股東會、參訪淡馬錫及星展銀行行程表

日期	時間	行程
7 月 19 日	上午	啟程
	下午	參訪新加坡郵政
7 月 20 日	上午	參訪淡馬錫
	下午	出席新加坡郵政年度股東會
7 月 21 日	上午	參訪星展銀行
	下午	返程

貳、過程

一、新加坡郵政

(一) 概況

新郵為新加坡全國性之郵政服務提供商，150 多年來，一直為新加坡的家庭和企業提供值得信賴的服務，2003 年新郵於新加坡交易所上市，目前市值約新臺幣 700 億元。為因應日漸式微的傳統郵遞業務，新郵積極藉由併購、合資、建立策略聯盟等方式，布局國際市場，目前新郵在電子商務物流領域處於領先地位，並在新加坡和世界各地提供創新的郵件和物流解決方案，業務遍及 19 個市場。

新郵經由值得信賴之國內和國際郵政服務，率先推出點到點的整合與數位之郵務解決方案，其電子商務物流解決方案，包括前端網頁管理、倉儲、執行、最後一哩物流配送及國際貨運。



圖 1：參訪新加坡郵政合影(左一及左三分別為新郵 Jason Lim, Vice President 及 Mervyn Lim, Deputy Group CEO)

(二) 營運表現

1. 2016/2017 損益

新加坡之會計年度係從每年 4 月 1 日至次年 3 月 31 日，新郵 2016 年及 2017 年之年度損益情形比較如表 2。收入部分(Revenue)，新郵因併購美國電子商務公司，如 TradeGlobal 及 Jagged Peak，致 2017 年收入較 2016 年增加 17.1%；其他項目 (Exceptional items)部分，2017 年 TradeGlobal 之巨額減損抵銷新郵總部之重估不動產利益，淨損失為 8,870 萬新幣，相較 2016 年，新郵有 9,530 萬新幣的資產處分利益，故此部分造成巨大差異；2017 年新郵淨利為 3,340 萬新幣，相較 2016 年 2 億 4,890 萬新幣，跌幅達 86.6%。

表 2：新郵 2016 年/2017 年損益情形(資料來源：新加坡郵政)

FY2016/17 Profit & Loss		單位：百萬新幣		
FY2016/17 P&L, \$M				
	FY16/17	FY15/16 ¹	YoY % change	
Revenue	1,348.5	1,151.5	+17.1%	
Other income and gains / (losses)				
Rental and property-related income	36.6	39.4	(7.1%)	
Miscellaneous	9.8	12.0	(18.5%)	
Total expenses	1,250.1	1,020.1	+22.5%	
Exceptional items	(88.7)	95.3	N.M.	
Operating profit	58.4	284.3	(79.5%)	
Share of associated companies & JVs	(1.2)	9.1	N.M.	
Net profit attributable to equity holders	33.4	248.9	(86.6%)	
Underlying net profit	115.6	153.6	(24.7%)	

前述淨利衰退主因來自其他項目之減損。分析核心業務營業利益，包含三大部分，分別為物流、郵務及電子商務，如圖 2。物流部分因物流網絡之計劃性投資及價格競爭壓力，2017 年營業利益較 2016 年衰退 39.2%；郵務部分因國內函件下滑及國際電子商務投遞略增，2017 年營業利益較 2016 年衰退 4.2%；電子商務部分，則因 TradeGlobal 營業損失，2017 年營業損失上升至 3,380 萬新幣。

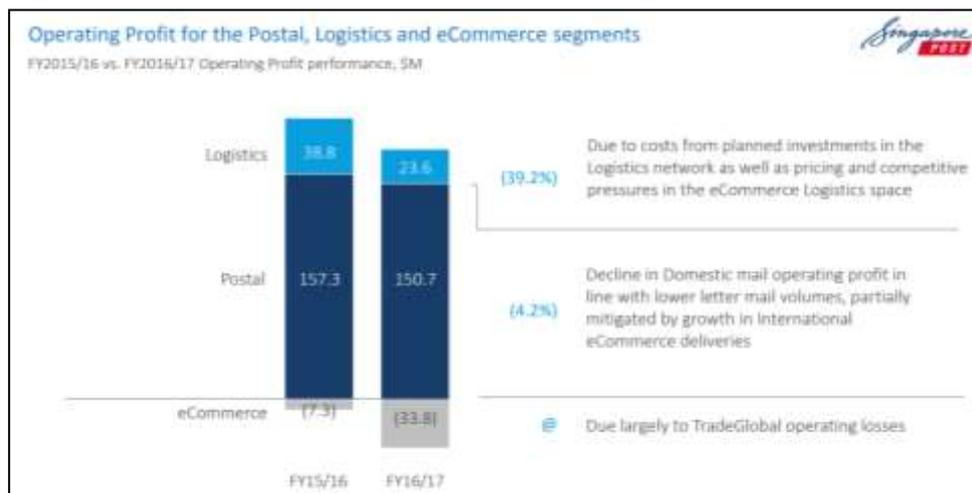


圖 2：新郵 2016 年/2017 年營業利益情形(資料來源：新加坡郵政)

總結新郵 2017 年營運表現，收入部分因併購美國電子商務公司而增加，惟淨利潤因建造區域性電子商務物流中心支出、TradeGlobal 投資減損及新加坡國內郵務

衰退而下跌，惟來自營業活動之淨現金較 2016 年上升，且自由現金流量轉正。未來新郵股利政策將配發營業活動淨利潤之 60%~80% 予投資人。

2. 2017 年主要發展

回顧 2017 年，新郵之主要策略布局如下：

(1) 提升剛啟用之區域性電子商務物流中心之能力：

新郵建造此物流中心為電子商務之重要策略，此物流中心於 2016 年 11 月 1 日正式開幕，目前一天可分揀 10 萬包裹，有全自動化包裹分揀系統及倉庫，具備點對點分揀、運輸及退貨管理的能力。

(2) 強化電子商務物流網絡與夥伴關係：

阿里巴巴集團於 2016 年 10 月取得新郵子公司冠庭國際物流 34% 股權，並於 2017 年 1 月提高新郵持股比例至 14.4%，以深化雙方合作關係。

(3) 極大化收益及報酬：

新郵總部之零售商場預計於 2017 年下半年開始營運，可出租面積達 17.5 萬平方呎，委託知名凱德集團(CapitaLand Limited)經營管理，以獲取商場租金收益，挹注營收。



圖 3：新郵總部外觀

(4) 續延郵務執照：

新郵之郵務執照從 2017 年 4 月 1 日開始續延 20 年。

(5) 落實新政策以強化公司治理：

新政策包括商業行為與道德規範、董事利益衝突政策、董事會續任和任期政策、市場揭露政策(規定市場揭露原則、方針及程序)，以強化新郵之公司治理。

(三) 未來展望

展望未來，新郵計劃增加來自新業務之營收及業務量、整合購併子公司及深化阿里巴巴之策略夥伴關係以發揮綜效。

1. 郵務

隨著電子帳單使用率提高，新郵面臨國內函件量下滑的現象，惟因跨境電子商務之興起，國際函件量有所上升，抵銷部分國內函件量下滑的衝擊。國際函件轉運市場相當競爭，利潤十分微薄。國際終端收費制度的變更將從 2018 年 1 月 1 日起生效，新郵正在評估潛在影響。隨著國際郵務之利潤逐步走低，預計整體郵政利潤將持續下降。

新郵將持續提升生產力及效率，以維持服務品質並減緩利潤縮小的衝擊。新郵聚焦提升員工技術能力及運用新科技以提供創新的服務，例如自動服務機器 SAMs (Self-service Automated Machines)、物流智慧櫃(POPStation smart locker system)等。

2. 物流

隨著電子商務持續發展，新郵預期可因而受惠。新郵尋求增加顧客基礎、與策略夥伴發展合作及聯盟以增加郵務量。冠庭國際物流為新郵與阿里巴巴合資之公司，為一跨境物流平台，旨在發展及提升東南亞及大洋洲電子商務物流能力。

新郵期能因郵務量上升及提高區域性電子商務物流中心之利用率而獲取規模

經濟以提升營運綜效，惟預期此產業仍將持續面臨較低的營業利潤及激烈的市場競爭。物流業務需要時間執行計畫，以逐步提升對新郵獲利的貢獻。

3. 電子商務

電子商務業務為新郵物流成長策略之重要部分，電子商務營收維持強勁，並將顯著貢獻新郵整體營收。美國子公司 TradeGlobal 面臨重大營運及結構挑戰，目前正執行營運轉型計畫，需要時間以展現轉型成果，預期 2018 年 3 月前，TradeGlobal 不會獲利。

4. 其他

新郵總部之零售商場預計於 2017 年下半年開始營運，委託知名凱德集團 (CapitaLand Limited) 經營管理，以獲取商場租金收益，預期 2017 年底至 2018 年將逐步開始認列租金收益。

隨著區域性電子商務物流中心及零售商場等逐步完工，資本支出將下降，預期未來自由現金流量將可提升。

(四) 年度股東會

新郵每年召開年度股東大會，本次股東會地點為新加坡新達城(Suntec City)，當天共有 17 個議案。2017 年新郵之獲利因建造區域性電子商務物流中心支出、TradeGlobal 投資減損及新加坡國內郵務衰退而下跌，相較 2016 年衰退幅度達 86.6%，全年度股利亦由每股新幣 7 分減為 3.5 分，引發投資人不滿，其中最具爭議為 TradeGlobal 投資減損。股東會長達 3 小時，小股東炮轟新郵董事及管理階層，認為投資 TradeGlobal 決策考慮不周，並主張參與 TradeGlobal 的董事應引咎辭離董事會，並不可再擔任任何上市公司董事會職位。



圖 4：新郵 2017 年度股東會

新郵於 2015 年 10 月以 1 億 6,850 萬美元(約 2 億 3,600 萬新幣)併購 TradeGlobal，此為新郵有史以來最大的一筆交易，由於 TradeGlobal 表現不如預期，2017 年 3 月新郵減損 1 億 8,500 萬新幣，減損金額約原始交易金額 8 成。新郵為此設立獨立委員會，重新檢討此項投資。委員會公布評估報告摘要指出，收購過程中，未能提供董事會相關資訊，且提供的資訊不夠詳盡，導致董事會無法全面考慮或討論關於這項收購的重要風險。

新郵新任總裁 Paul Coutts 請股東們再給新郵一點時間，7 月上旬他實地訪查新郵子公司 TradeGlobal 和 Jagged Peak，並與 Jagged Peak 總裁 Paul Demirdjian 會面，目前 Paul Demirdjian 同時兼任 TradeGlobal 總裁職務，負責扭轉 TradeGlobal 的虧損，包括導入倉庫自動化以解決人手短缺問題、克服公司面對市場結構性問題，以及採用科技主導的業務模式。本次 TradeGlobal 投資減損為一次性調整，對公司獲利為短期性影響。新郵副總裁 Mervyn Lim 表示，考量新郵轉型過程中，轉型策略可能影響獲利，原有配息政策難以持續，故調整股息政策，從原本固定金額改為股息配發率為營業活動淨利潤之 60%~80%。

表 3：新郵 2017 年度股東會議案一覽表

序號	內容
議案1	承認截至 2017 年 3 月 31 日之財務年度經審計之財務報表、董事會報告和獨立審計報告
議案2	截至 2017 年 3 月 31 日之財務年度，公布最終免稅一次股息每股普通股 0.50 分。
議案3-8	重新選舉依據新郵公司章程第 97 條退休之下列董事，其有資格連任： (a) Mrs Fang Ai Lian (b) Ms Elizabeth Kong Sau Wai (c) Mr Bob Tan Beng Hai (d) Ms Lim Cheng Cheng (e) Mr Paul William Coutts (f) Mr Steven Robert Leonard
議案9	重新選舉依據新郵公司章程第 91 條輪值退休的董事 Mr Chen Jun，其有資格連任。
議案10	承認截至 2017 年 3 月 31 日之財務年度董事酬勞新幣 1,320,520 元(2016 年為新幣 1,572,900 元)
議案11	授權董事發行新股及贈予可轉換工具的權力
議案12	授權董事授予股票選擇權、股票報酬和配發/發行股份的權力
議案13	建議更改簽證會計師 勤業眾信會計師事務所代替退職資誠會計師事務所成為現任簽證會計師，直至本公司下屆年度股東會，董事已獲授權確認其酬金
議案14	建議更新股東授權之利害關係人交易
議案15	建議更新股份回購之授權
議案16	建議修改 2013 年限制性股票計畫
議案17	建議採用新章程

二、淡馬錫控股私人有限公司

(一) 概況

淡馬錫成立於 1974 年 6 月 25 日，是一家新加坡投資公司，截至 2017 年 3 月 31 日止有 631 位員工，在全球 8 國設有 10 個辦事處，除新加坡總部外，淡馬錫還分別在美國紐約、舊金山、巴西聖保羅、墨西哥的墨西哥城、英國倫敦、中國北京和上海、印度孟買和越南河內設有辦事處。投資組合主要集中在新加坡和亞洲地區。

新加坡政府為唯一股東，不參與投資與公司決策，不為淡馬錫之負債提供擔保。淡馬錫從每年收益中分配股息給新加坡財政部，由董事會建議並在年度股東大會上提交股東決定。董事會在分配股息與保留收益之間取得平衡，保留至少一半的收益，而所分配的股息成為新加坡政府的投資收益。



圖 5：參訪淡馬錫合影

(二) 投資主軸

淡馬錫採用由下而上(Bottom-up)方式根據基本面分析評估被投資公司之內含價值(Intrinsic Value)，主動並彈性調節投資組合權重，對資產類型(Asset Class)、國別或單一公司投資無限額。每個投資項目都會考量其調整信用風險後資金成本(Risk Adjusted Cost of Capital)，並採用資本資產定價模型(Capital Asset Pricing Model，CAPM)的模型尋找價值被低估的潛在投資標的。

表 4：淡馬錫投資四大主題表(資料來源：淡馬錫)

四大主題	說明舉例
轉型中的經濟體(Transforming Economies)	中國、印度、東南亞、拉丁美洲(財務金融服務、基礎設備及物流)
增長中的中產階級 (Growing Middle Income Populations)	消費者需求成長，電信、媒體與科技、消費與房地產
強化的比較優勢 (Deepening Comparative Advantages)	尋求經濟體與產業有獨特的智慧財產權與比較優勢
新興之龍頭企業(Emerging Champions)	有機會成為區域性或全球性產業龍頭之公司

淡馬錫之投資著眼於表 4 的四大主題，以上四項主題中，被投資公司至少要符合兩項方納入投資標的考量。淡馬錫投資組合包括電信、媒體與科技、交通與工業、生命科學與綜合農業、金融服務、消費與房地產，以及能源與資源。其投資目標是取得長期穩定報酬，並審慎控管風險。獲利是淡馬錫投資的最重要考量，即使是國營企業，若遇長期虧損亦會斷然出售，除非該事業確屬國家需要，政府相關部門又提出要求並提供相對應補償。淡馬錫投資決策係基於基金之商業利益考量，投資標的著眼於與新加坡之經濟轉型相關，或投資產業中具比較優勢的公司。

淡馬錫喜愛投資銀行、電信媒體與交通工業等產業，因為銀行有「百業之母」的美譽，在驅動經濟成長上扮演重要角色，電信媒體及交通工業能夠帶來長期穩定的收益，符合淡馬錫的擇股標準。淡馬錫自 1974 年成立以來的淨值成長如圖 6。



圖 6：淡馬錫投資組合淨值成長圖(資料來源：淡馬錫)

(三) 投資組合介紹

截至 2017 年 3 月 31 日，淡馬錫投資組合淨值為 2,750 億新幣，創歷史新高，比上一財務年度增加 330 億新幣，本財務年度財富增值為 146 億新幣，主要受益於全球經濟復甦以及股票市場的強勁表現。在成熟經濟體(新加坡、日本、韓國、北美洲、歐洲、澳洲、紐西蘭)與成長中地區(拉丁美洲、非洲、中亞、中東及新加坡、日本、韓國之外的亞洲地區)的曝險(即投資組合敞口)比例為 60：40。

淡馬錫資產配置以新加坡為主，過去 10 年除新加坡曝險成長 180 億新幣外，也逐漸增持新加坡以外之亞洲市場，尤其是中國市場。由圖 7、8 中可知新加坡及新加坡以外的亞洲地區仍是淡馬錫投資之最主要區域。

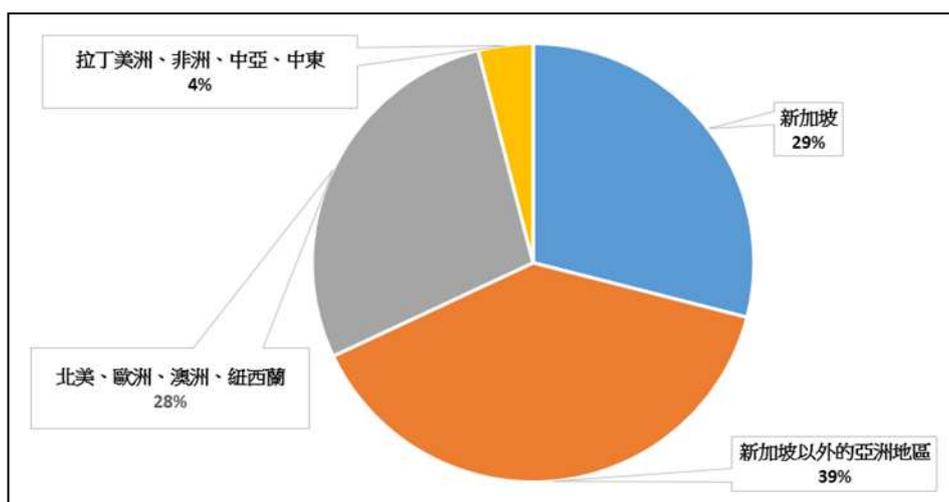


圖 7：根據標的資產所在地劃分之 2017 年投資組合地區別圖(資料來源：淡馬錫)



圖 8：投資組合地理區域分布(資料來源：淡馬錫)

過去 10 年淡馬錫投資金額共增加 2,060 億新幣，在截至 2017 年 3 月 31 日的財務年度中，淡馬錫的出售額為 180 億新幣，投資額為 160 億新幣，基於對全球前景的審慎展望，加之世界地緣政治風險及主要股市估值偏高，本財務年度淨出售額為 20 億新幣，是自截至 2009 年 3 月 31 日的財務年度以來首次出現淨出售額。過去 10 年淡馬錫年平均股息收入為 70 億新幣，本財務年度股息收入穩定維持於 70 億新幣，集團淨收益及股東權益各達 140 億及 2,390 億新幣。

依淡馬錫公布之匯率表，可發現淡馬錫投資外幣幣別共有：美元、港幣、印度盧比、英鎊、澳幣、巴西里拉、人民幣、歐元、印尼盾、日幣、韓圓、馬來西亞令吉、泰銖、越南盾、及墨西哥披索。各幣別持有比例如表 5。

表 5：淡馬錫所持有幣別比例 (單位：%，期間：截至各年度 3 月 31 日)

所持有幣別	2017	2016	2015
新幣	60	58	58
美元	19	19	14
港幣	12	13	15
印度盧比	2	2	2
英鎊	2	1	3
其他	5	7	8

資料來源：淡馬錫

淡馬錫之投資主軸為金融服務、電信、媒體與科技、交通與工業及消費與房地產。除新加坡本地之新加坡電信有限公司及星展銀行外，對中國之中國建設銀行之投資為單一公司之第三大投資標的。另淡馬錫前十大投資中、中國建設銀行、中國工商銀行、屈臣氏集團佔了其中三位(另外六家公司為新加坡本地企業及一家英國渣打銀行)，顯示淡馬錫對中國市場的重視。

截至 2017 年 3 月 31 日，淡馬錫的前十大持股占投資組合總淨值的 44%，金融服務業是淡馬錫集中投資的最大行業領域，占總投資組合的 25%，高於上一財務年度的 23%，新加坡電信係淡馬錫最大的單一投資公司，占投資組合的 12%，惟低於 2007 年 3 月的 18%。

表 6：淡馬錫投資之各行業領域比例 (單位：%，期間：截至各年度 3 月 31 日)

行業領域	2017	2016	2015
金融服務	25	23	28
電信、媒體與科技	23	25	24
交通與工業	17	18	17
消費與房地產	17	17	15
生命科學與綜合農業	4	4	3
能源與資源	3	3	5
多行業基金	8	7	5
其他(包括信貸)	3	3	3

資料來源：淡馬錫

表 7：截至 2017 年 3 月 31 日淡馬錫前十大投資(占投資組合 44%)

投資標的	上市狀態	持股比例
新加坡電信有限公司(Singapore Telecommunications Limited, Singtel)	上市	52%
星展集團控股有限公司(DBS Group Holdings Ltd)	上市	29%
中國建設銀行(China Construction Bank, CCB)	上市	4%
中國工商銀行(Industrial and Commercial Bank of China, ICBC)	上市	2%
渣打銀行(Standard Chartered Bank)	上市	16%
屈臣氏集團(A.S. Watson Group)	上市	25%
新加坡能源有限公司(Singapore Power and all members of the group, SP Group)	未上市	100%
新加坡國際港務集團(PSA International Private Limited, PSA)	未上市	100%
豐樹產業私人有限公司(Mapletree Investments Private Limited)	未上市	100%
新加坡科技電信媒體公司(ST Telemedia, STT)	未上市	100%

資料來源：淡馬錫

表 8：淡馬錫各領域投資之藍籌公司(Blue-Chip Company)(資料來源：淡馬錫)

行業領域	公司名稱
金融服務	星展集團控股有限公司、中國建設銀行、中國工商銀行
電信、媒體與科技	新加坡電信有限公司、新加坡科技電信媒體公司、阿里巴巴集團
交通與工業	新加坡國際港務集團、新加坡能源有限公司、新加坡航空 消費與房地產：豐樹產業私人有限公司、屈臣氏集團、凱德集團 (CapitaLand Limited)
生命科學與綜合農業	Verily Life Sciences、Celltrion Inc.、吉利德科學公司(Gilead Sciences, Inc.)
能源與資源	蘭亭能源(Pavilion Energy Private Limited)、西班牙國家石油公司(Repsol S.A.)、Turquoise Hill Resources Limited

(四) 投資報酬率及經風險調整後的資金成本

1. 投資報酬率

淡馬錫股東報酬率是指股東所獲得的複合年化報酬率，包括分配給股東的股息，但不包括股東注入的資金。淡馬錫短期、中期和長期股東報酬率反映了其業績表現。截至 2017 年 3 月 31 日，淡馬錫按新幣計算的 1 年期股東報酬率達 13.37%，3 年期股東報酬率達 7.13%，期限較長的 10 年期和 20 年期的股東報酬率分別為 4% 和 6%，40 年期股東報酬率為 15%，自 1974 年成立以來之複合年化股東報酬率為

15%。而新加坡 20 年期的年化核心通貨膨脹率低於 2%(截至 2017 年 3 月，新加坡的 1 年期、10 年期和 20 年期年化核心通貨膨脹率分別為 1.1%、1.9%和 1.5%)。淡馬錫近年來的投資組合績效，以 2007 年到 2009 年金融風暴期間的損失率 30%為近十年來最大損失。由於淡馬錫絕大部分投資部位是股權投資，受市場影響的程度較大，績效波動幅度也較劇烈。

表 9：淡馬錫截至 2017 年 3 月 31 日股東報酬率(資料來源：淡馬錫)

股東報酬率(%)	1 年期	3 年期	10 年期	20 年期	自 1974 年以來
以新幣計算	13.37	7.13	4	6	15
以美元計算	9.25	3.50	5	7	17

2. 風險調整後資金成本

自 2003 年起，淡馬錫把經風險調整後的資金成本作為衡量投資報酬的標準，以便將資金配置及相關風險計算在內，其中也包含外匯匯率變動風險。淡馬錫將股東報酬率和經風險調整後的資金成本(Risk Adjusted Cost of Capital)相比較，後者根據資本資產定價模型(CAPM)計算，自下而上(Bottom-up)建立，涵蓋淡馬錫所有的投資部位。

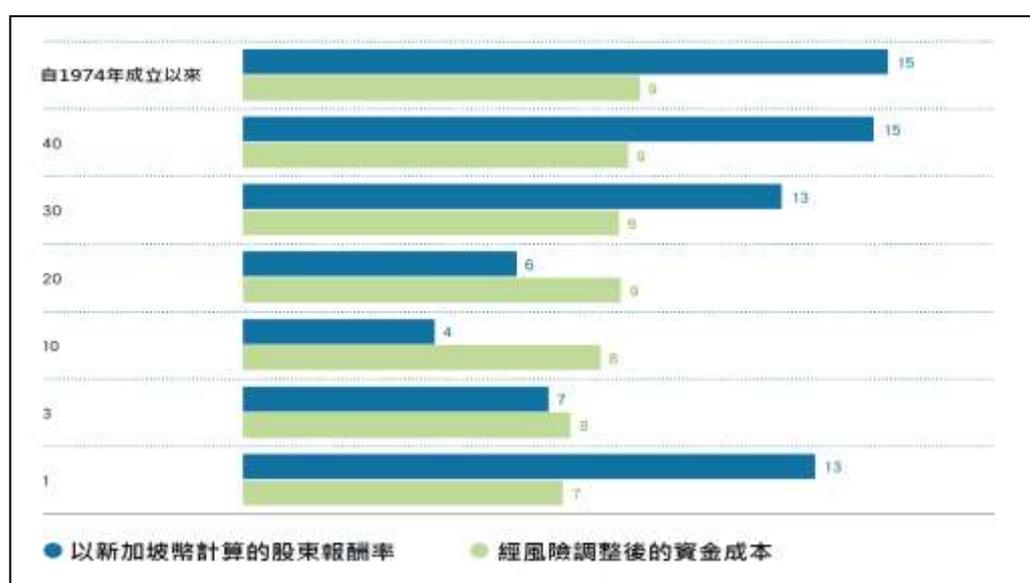


圖 9：淡馬錫不同時期之股東報酬率和經風險調整後的資金成本(資料來源：淡馬錫)

(五) 公司治理

淡馬錫投資組合內之被投資公司由各自的董事會和管理層指導和管理，淡馬錫不直接參與被投資公司業務決策與運營，亦不擔保被投資公司之債務。在公司治理上，淡馬錫會派員加入被投資公司的董事會，參與其未來發展戰略，但儘量避免介入其日常經營和各項商業決策，使各公司能夠依據正確的商業原則推展業務。淡馬錫的投資、出售及其他商業決策由自身董事會和管理層執行。新加坡總統或淡馬錫的股東新加坡政府均不參與淡馬錫的商業決策。財政部也與淡馬錫保持「一臂之距」的關係，不干預其日常經營決策，賦予其相當大的經營自主權。

淡馬錫的董事會由 14 名董事組成，基於商業模式運作，看重董事會成員的能力、經驗、多元化背景。多數董事是非執行獨立董事，為來自私營企業的商界領袖。若董事會成員的利益與淡馬錫的特定利益有所衝突，他們會迴避相關事宜。董事會每季度召開一次會議，每次歷時兩天。如有必要，董事會也會更頻繁地召開會議。董事會在本財務年度舉行了三次會議。董事會就下列事項保留決策權：整體長遠戰略目標、年度預算、年度經審計的法定財務報表、重大投資與出售建議、重大融資建議、首席執行長的委任及繼任計劃及董事會變動。

董事會下設執行委員會、審計委員會、領袖培育與薪酬委員會，各委員會的主席均由一名獨立於管理層的非執行董事擔任。董事會和下設委員會會議上的決議採用簡單多數票的方式，成員可通過電話或視頻會議的方式參加表決。傳閱形式的董事會決議則須至少三分之二的董事批准方可生效。

1. 執行委員會

執行委員會被授權在規定限額之內批准新的投資與出售決定，超過規定限額的交易則由董事會審議批准。執行委員會提供會議紀錄供董事會成員傳閱。執行委員會在本財務年度舉行了 3 次會議。

2. 審計委員會

審計委員會全部由獨立董事組成，其職責包括審查內控體系、財務報告流程、審計流程以及法律條例合規性的監控流程等，以協助董事會履行其監督職責。審計委員會也審核外部審計的範疇與結果，以及外部審計師的獨立性。

為確保其獨立性，內部審計部門在職能上向審計委員會報告，在行政上則向首席執行長報告。為了有效地履行職能，內部審計部門有權不受限制地全面接觸所有記錄、財產和人員。除了定期審計外，內部審計部門也可能在董事會、審計委員會或高階管理階層的要求下進行特別審計。審計委員會在本財務年度舉行了 4 次會議。

3. 領袖培育與薪酬委員會

領袖培育與薪酬委員會負責向董事會推薦董事及高階管理階層的領袖發展計劃，包括董事及首席執行長的繼任計劃，以及提供有關業績衡量與薪酬計劃的指導方針與政策。領袖培育與薪酬委員會在本財務年度舉行了 4 次會議。

三、星展銀行

(一) 概況

星展銀行原名新加坡發展銀行(The Development Bank of Singapore)，原由新加坡國家發展部控股公司與淡馬錫所持股，1999 年正式改為金控集團。由於新加坡總部為避免其新加坡官方背景影響發展，因此將集團的名稱變更並修改象徵新加坡國花卓錦萬代蘭的公司標誌。新加坡總部位於新加坡濱海灣金融中心第三座大樓，主要子公司為新加坡郵政儲蓄銀行(POSB Bank)。

星展銀行擁有超過 280 間分行，業務遍及 18 個市場，亞洲六大業務重心為新加坡、印尼、印度、台灣、中國、香港。總部設於新加坡並於當地上市的星展銀行，積極開拓亞洲三大成長區域，即大中華、東南亞和南亞地區。星展銀行所取得的信

評等級為惠譽及標準普爾 AA-和穆迪 Aa1。

(二) 營運表現

星展銀行 2016 年度總資產為 4,820 億新幣，收入達 115 億新幣，淨利(Net Profit) 為 42.4 億新幣，員工人數超過 22,000 人。截至 2017 年 2 月，星展銀行有超過 200,000 個銀行端法人客戶(Institutional Banking Customers)，及超過 7 百萬個消費金融及財富管理個人客戶。2016 年星展銀行的每股淨現值(Net Book Value Per Share)增加 7%到 16.87 新幣，股利發放(Dividend Payout)為每股 0.6 新幣。

表 10：星展銀行業務單位別及地區別收入資料(資料來源：星展)

Total income			
(SGD m)	2016	2015	% chg
By business unit			
Consumer Banking/ Wealth Management (CBG)	4,279	3,547	21
Retail	2,598	2,131	22
Wealth Management	1,681	1,416	19
Institutional Banking (IBG)	5,216	5,290	(1)
Corporate	3,670	3,759	(2)
SME	1,546	1,531	1
Treasury	1,129	1,140	(1)
Others	865	824	5
Total	11,489	10,801	6
By country			
Singapore	7,540	6,673	13
Hong Kong	2,102	2,289	(8)
Rest of Greater China	834	1,032	(19)
South and Southeast Asia	717	561	28
Rest of the World	296	246	20
Total	11,489	10,801	6

星展銀行 2016 年度總收入(Total Income)增加 6%至 115 億新幣，調整備抵前之利益率(Profit before Allowances)增加 10%至 65.2 億新幣。由於財務表現良好，得以作為吸收備抵的緩衝。

來自於消費金融及財富管理業務(Consumer Banking/Wealth Management)之收入成長了 21%，達到 42.8 億新幣，這歸功於放款、存款、銀行保險及信用卡和簽帳卡業務的成長。財富管理業務成長 19%，達 16.8 億新幣，同時所保管之客戶資產額成長 14%到達 1,660 億新幣。法人機構金融業務(Institutional Banking)大致維持穩定水準，為 52.2 億新幣。

貿易融資業務(Trade Finance)下滑 5%至 390 億新幣，客戶財務管理業務(Treasury Customer)微幅下降 1%為 11.3 億新幣，主因為缺乏在岸及離岸人民幣市場的套利機會，但中國市場以外的其他市場貿易融資業務維持穩定。由於人民幣走弱前景不明，使得香港及中國市場出口商的人民幣避險商品需求下滑。

以地區別來看，星展銀行之收入有 66%來自新加坡地區業務，另外 25%來自大中華區，東南亞、南亞地區及其他地區則共計 9%。2016 財務年度來自新加坡的收入成長了 13%達 75.4 億新幣，來自香港的收入下降 8%至 21 億新幣，來自香港之外的大中華地區收入下跌 19%至 8.34 億新幣。來自南亞、東南亞之收入則是上升 28%至 7.17 億新幣。

1. 淨利息收入

淨利息收入增加 3%達 73.1 億新幣。2016 財務年度淨利息收益率(Net Interest Margin)增加 0.03%為 1.8%，主因為第 1 季時新加坡國內的銀行間利率及換匯報價利率(SWAP Offer Rate)提高(但隨後在第 2 季後利率即下降)。

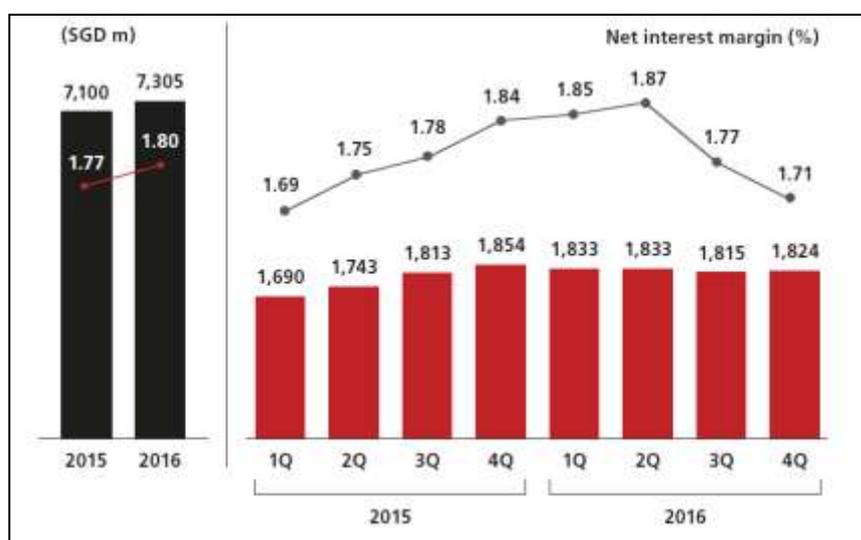


圖 10：星展銀行淨利息收入(資料來源：星展)

星展銀行存款金額上升 9%至 3,470 億新幣。放款總額成長 6%，達 3,050 億新幣。星展銀行在新加坡房貸市場放款額增加 11%，市佔率提高 2%，良好的放款業務成

長足以彌補星展銀行在中國貿易融資業務下滑 5% 的不利影響。放款存款比率 (Loan-Deposit Ratio) 為 87%，在存款及放款領域星展銀行依然領先同業。非貿易相關之公司放款成長 8% 達 1,680 億新幣，包括各區域的併購、購買資產及海外擴張融資案。

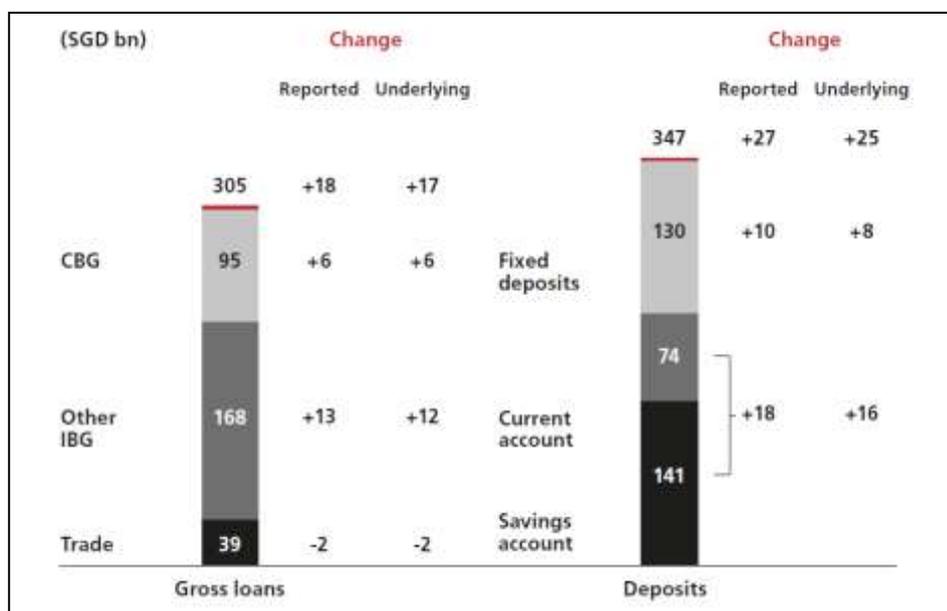


圖 11：星展銀行放款(Gross loans)及存款(Deposits) (資料來源：星展)

2. 非利息收入

表 11：星展銀行非利息收入資料(資料來源：星展)

Fee income			
(SGD m)	2016	2015	% chg
Brokerage	155	180	(14)
Investment banking	189	165	15
Transaction services ⁽¹⁾	585	556	5
Loan-related	434	442	(2)
Cards ⁽²⁾	483	434	11
Wealth management	714	599	19
Others	86	76	13
Fee and commission income	2,646	2,452	8
Less: Fee and commission expense	315	308	2
Total	2,331	2,144	9
<i>(1) Includes trade and remittances, guarantees and deposit-related fees</i>			
<i>(2) Net of interchange fees paid</i>			
Other non-interest income			
(SGD m)	2016	2015	% chg
Net trading income	1,357	1,204	13
Net income from investment securities	330	203	63
Net gain on fixed assets	54	90	(40)
Others ⁽¹⁾	112	60	87
Total	1,853	1,557	19
<i>(1) Includes share of profits or losses of associates</i>			

淨手續費收入(Net Fee Income)增加 9%達 23.3 億新幣的新高。由於和宏利人壽(Manulife)之合作，銀行保險收入(Bancassurance Income)成長 60%，除了銷售佣金、績效相關佣金及行銷費用外，根據和宏利人壽簽訂的 15 年合作契約，宏利人壽共計在合作期間內會支付 16 億新幣予星展銀行。今年度星展銀行在新加坡的銀行保險銷售市佔增加 2%，達到 32%的市佔比，使星展銀行取得銀行保險領導的龍頭地位。亮眼的銀行保險業務成長，吸收了信託手續費收入的下降，使得整體財富管理手續費收入增加 19%達 7.14 億新幣。電子支付及簽帳卡和信用卡業務手續費增加 11%達 4.83 億新幣。投資銀行業務成長了 15%，達 1.89 億新幣。

其他非利息收入(Other Non-interest Income)成長 19%達 18.5 億新幣，交易收入增加 13%。星展銀行在新加坡股權、固定收益及 ETF 市場仍居領導地位並贏得許多委外代操專案。由於委外代操新進客戶及諮詢服務增加，現金管理收入(Cash Management Income)增加 25%，達 8.35 億新幣。

3. 星展銀行費用

2016 年星展銀行費用增加 1%達 49.7 億新幣，但由於星展銀行推展銀行數位化(Digitalising the Bank)帶來的效率提升、成本管理策略及人員精簡(減少超過 300 名人員)，成本收入比率(Cost-income Ratio)由 45%降低為 43%。藉由數位金融拓展客群單位成本較低，並且可以較傳統管道更快速執行交易並減少人工輸入及紙本作業的曠日費時，增加效率。

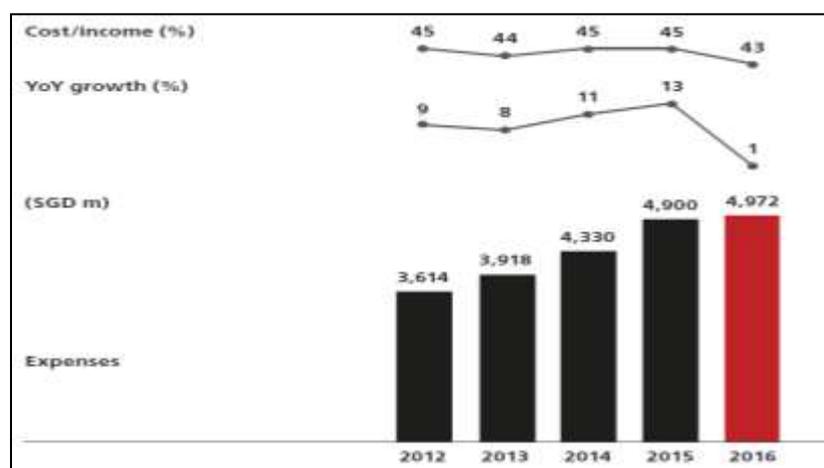


圖 12：星展銀行費用資料(資料來源：星展)

4. 星展銀行資產品質及備抵

星展銀行之不良資產(Non-performing Asset)增加 74%，達 48.6 億新幣，逾期放款比率由 2015 年的 0.9% 上升至 2016 年的 1.4%，主因為原油及天然氣支援服務部門之經營績效不佳，同時也受到香港及中國的業績下滑影響。較高的逾期放款比率抵消了整體營運利益，造成調整備抵後之淨利率(net profit)減少 2% 為 42.4 億新幣。

星展銀行一般配額準備金覆蓋率(General Allowance Reserve Coverage)為 104%，若加計抵押擔保品(Collateral)後，準備金覆蓋率可達 226%。第四季流動性覆蓋率(Liquidity Coverage Ratio)達 133%，超過法規要求的 100%；第一類資本適足率 13.3%，優於法規所規範之 9% 水準；財務槓桿比率(Leverage Ratio)為 7.7%，是巴塞爾委員會所訂標準 3% 的 2 倍以上。

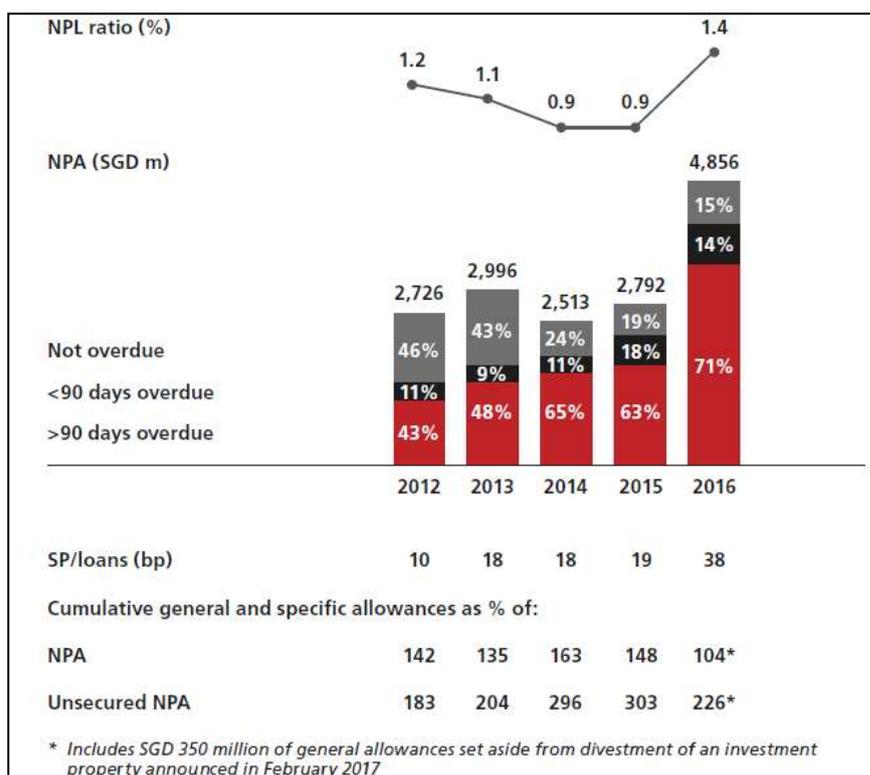


圖 13：星展銀行資產品質及備抵(資料來源：星展)

參、心得與建議

一、心得

新加坡位於東南亞，為一個城市國家，都市景觀高度現代化，交通便捷，地鐵公車路線綿密，為亞洲重要金融、服務及航運中心。新加坡政府為吸引外國機構來新加坡投資，對於基礎設施十分重視，根據「全球金融中心指數」排名，新加坡僅次於英國倫敦、美國紐約，為全球第三大金融中心。本次出國心得說明如下：

- (一) 新郵面對傳統郵件量下滑，人力成本提高下，經營面臨十分嚴峻的挑戰，新郵近年來積極啟動業務轉型策略以降低郵件量下滑的衝擊，其中一個轉型策略即收購具互補功能之公司作為子公司，以降低對傳統郵件的依賴，惟國際轉運市場十分競爭，且易受國際金融情勢影響，未來營運之波動程度受外在環境影響亦必提高，營收波動程度加大。
- (二) 新郵之財報中已表達 TradeGlobal 之損失於下一財務年度仍將持續，故未來新郵減損之情況可否改善，將視 TradeGlobal 新總裁 Paul Demirdjian 是否能在營運成本面、經濟結構面及客群面的不利因素進行改造優化，而未來新郵成長之關鍵還需看資本支出所投資之各項計畫能否有效提升現金流、營運效能及帶來收入成長。
- (三) 本次出席新郵年度股東會，感受十分深刻，眾多小股東不滿新郵 2017 年之營運表現，尤其針對鉅額減損及股利下降，表達不滿情緒。同樣身為投資人的我們，感同身受，考量減損僅為一次性影響，重心應為評估相關轉型策略是否可為新郵帶來效益。由於新郵為上市公司，重要資訊都必須依規定揭露，傳統郵務衰退對其造成的壓力必然不小，同屬郵政業的我們可持續關注其轉型策略及成效，供本公司未來營運參考。

- (四) 本次參訪對象除新郵外，尚有淡馬錫及星展銀行二家機構，前者為國際知名主權基金，後者為國際級金融機構。經由這次出國，除了解新郵之營運現況及未來展望外，並與淡馬錫人員分享投資理念、與星展銀行主管討論營運狀況，聆聽不同專業意見，獲益良多。
- (五) 淡馬錫投資組合以股票為主，本公司外幣投資以固定收益債券為主，股東與債權人之投資屬性不同，兩者之風險波動也不同。股東有介入公司經營權之空間，但股價易受公司經營狀況和市場景氣循環波動影響，波動度較大；而債券投資人主承擔信用風險及利率風險，債券價格雖受利率變動影響，但波動度仍小於股票。故在參酌採納各項淡馬錫之投資方針時亦需考量各自特性及適合度。

二、建議

本次出國，訪談議題除新郵之營運展望、股利政策、公司治理外，尚包括投資策略，藉由彼此交流增進了解，謹說明相關建議如下：

- (一) 投資決策納入基本面分析：本公司國外股票投資決策，可以參考淡馬錫投資之選股標準及產業項目，根據基本面分析評估被投資公司，主動並彈性調節投資組合權重，以創造最大投資利益。
- (二) 注重國外股票被投資公司之公司治理：辦理國外股票投資，除重視被投資公司之營運表現外，亦應適當關注被投資公司之公司治理情形，包括出席股東會、行使投票權、適當與被投資公司之經營階層對話與互動，將可促使被投資公司改善公司治理品質，帶動產業、經濟及社會整體良性發展。