

行政院所屬各機關出國報告  
(出國類別：其他(研習))

2012 金融人才進階培訓班第二階段  
德國金融暨管理研習團報告

服務機關：金融監督管理委員會

姓名職稱：國際業務處 李專員 皓

銀行局 魏稽查序珊

證券期貨局 高科員青懌

派赴國家：德國

出國期間：101 年 9 月 21 日至 10 月 2 日

報告日期：101 年 12 月



# 目 錄

第一章 前 言 .....	1
第二章 研習課程 .....	3
第一節 金融衍生商品波動率交易 (Volatility Trading) .....	3
第二節 結構型權益衍生商品及選擇權實務簡介 .....	12
第三章 參訪機構 .....	25
第一節 歐洲中央銀行 (European Central Bank).....	25
第二節 歐洲期貨交易所 (EUREX) .....	34
第三節 德國交易所集團 (Deutsch Börse AG) .....	40
第四節 德盛安聯資產管理公司(Allianz).....	45
第五節 德國資產管理協會 (Bundesverband Investment und Asset Management).....	49
第六節 雨果博斯 (HUGO BOSS).....	54
第七節 保時捷 (Porsche) .....	59
第四章 心得與建議 .....	65
第一節 心得 .....	65
第二節 建議 .....	66



# 第一章 前言

## 一、出國目的：

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」，辦理「金融人才進階培訓班」。該培訓班分為第一階段國內培訓課程，以及第二階段與歐洲期貨交易所合作辦理海外研習課程，邀請實務界暨學術界專家擔任講席，同時並規劃參訪外國著名金融機構以及大型國際性上市公司，目的在於培訓學員金融各方面知識並擴展學員的國際化視野。本會本次薦派參訓的學員皆完成第一階段國內培訓課程並且結業成績優異；此外，參加本研習團的其他學員亦均為來自證券交易所、櫃檯買賣中心、期貨交易所以及國內各金融業界先進菁英，亦可發揮同儕學習的效果。

## 二、行程內容：

本次研習地點在德國法蘭克福及斯圖加特，研習內容分兩部分，第一部分在法蘭克福金融管理學院（Frankfurt School of Finance and Management）由 Martin Hellmich 教授講解「波動率交易（Volatility Trading）及「結構型權益衍生商品（Structured Equity Products）」等金融衍生商品課程；第二部分為參訪行程，分別參訪歐洲中央銀行（European Central Bank）、歐洲期貨交易所(Eurex)、德國交易所集團（Deutsche Börse AG）、德盛安聯資產管理公司(Allianz)、德國資產管理協會（Bundesverband Investment und Asset Management）等

多家知名金融機構，以及雨果博斯(HUGO BOSS)及保時捷(Porsche)等國際知名企業。

### **三、報告內容：**

本報告共分四章，第一章為前言，說明目的並就研習內容作概略介紹；第二章就法蘭克福金融管理學院之金融衍生商品上課內容作介紹，包括波動率交易、結構型權益衍生商品及選擇權實務簡介等內容；第三章就所參訪機構作介紹及有關資料包括歐債危機等內容重點摘述；第四章則就本次研習後提出心得與建議。

## 第二章 研習課程

### 第一節 金融衍生商品波動率交易 (Volatility Trading)

#### 一、概說—波動率 (Volatility) 可當作為一種資產類別：

市場行情的波動率與市場指數呈現負相關性，將波動率當作為一種資產類別並加以投資納入指數型投資組合 (Index Portfolio) 當中，可加強風險分散 (risk diversification) 並產生超額報酬 (alpha generation)。

目前最常利用來交易波動率之金融商品為變異數交換契約 (variance swap)。由於尤其是在下跌的市況當中，隱含波動率與市場指數呈現負相關性，波動率作為一種資產類別，可為投資者提供一種下檔風險的保護。

#### 二、以波動率定價 (Volatility Pricing)：

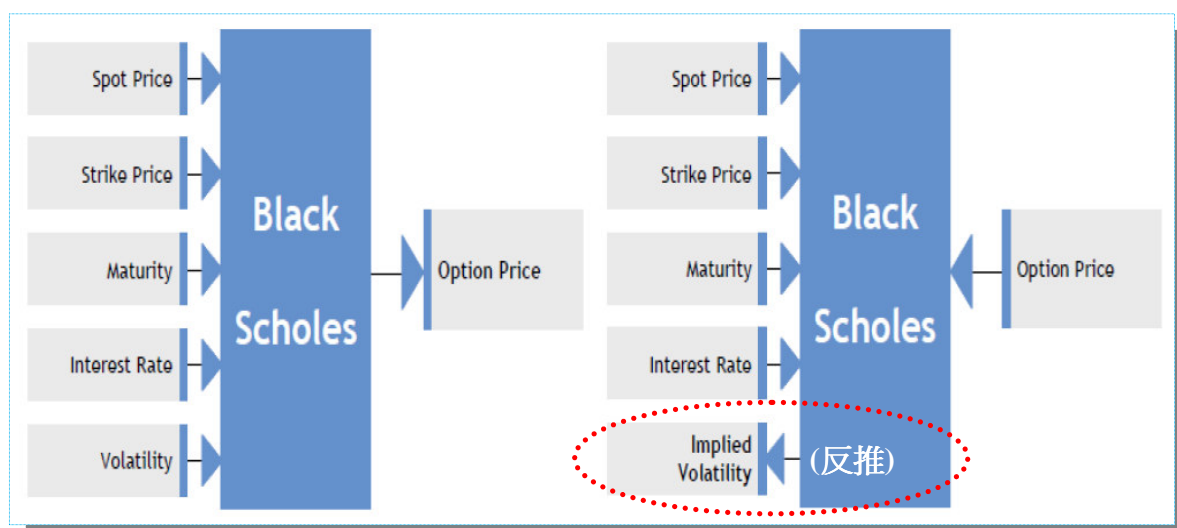
在店頭市場 (OTC market) 交易的大部分外匯選擇權契約為到期日才執行契約的所謂歐式選擇權 (European option) 形式，且交易慣例非直接以價格報價，而係間接以隱含波動率 (implied volatilities) 來作為外匯選擇權的報價。當然，這意味著交易雙方皆應用相同的選擇權定價模型，套入波動率的報價後，便可計算得出選擇權權利金價格。

上揭外匯選擇權的波動率報價實務，使波動率成為像政府債券及原油般可交易的商品。選擇權交易者，當認為波動率的報價過低時便會購買波動率 (即預期市場將大幅度波動時，則買進選擇權)；當報價太高時便會賣出波動率 (即預期市場行情小幅盤整波動，則賣出選擇權)。對買賣波動率主要有興趣者為銀行間市場的交易商，且實務上大部分傾向運用同時買入買權與賣

權的跨式 (straddle) 策略 (詳第二節之四(二)之介紹), 以維持 Delta Neutral (詳本節四(一)之介紹), 使操作部位的 Delta 值總和為 0。

### 三、隱含波動率(implied volatility)與歷史波動率(historical volatility)

一般選擇權的評價, 是藉由著名 Black-Scholes 選擇權評價模型, 將標的物現貨價格、執行價、到期期間、利率及波動率等影響選擇權價格之因素套入該評價模型計算, 即可得出選擇權價格, 而將前述過程逆向計算, 將選擇權價格及其他因素帶入該評價模型, 即可反推出所謂的隱含波動率 (implied volatility)。



歷史波動率 (historical volatility) 則是就選擇權標的物價格在過去一段歷史期間的實際波動情形所計算而出。而將歷史波動率、執行價、現貨價、到期日、利率等因素帶入上揭 Black-Scholes 選擇權評價模型, 即可得出選擇權的理論價格。

國際上最有名的波動率指數 (Volatility index) 為美國芝加哥選擇權交易所(CBOE)於 1993 年起推出的 VIX 指數 (Chicago Board



Options Exchange Market Volatility Index) ，為利用指數選擇權所反推計算出之隱含波動率做加權平均後所得的指數；自 2003 年 9 月起，VIX 指數係利用 S&P 500 指數選擇權隱含波動率來做指數計算。因隱含波動率係透過當時市場上的選擇權實際成交價格所反推計算而出，爰該指數即可代表市場投資人對未來 S&P 500 股價指數波動率的普遍預期，所以 VIX 指數亦被稱作「投資人恐慌指標」。例如當市場出現恐慌性賣壓時持續下跌時，VIX 指數即會不斷上升。

#### 四、選擇權之敏感係數—希臘字母 (Greeks) 簡介：

選擇權有數個影響其價值的敏感係數，係對選擇權評價模型（如 Black-Scholes 模型）之數學函式中幾個自變數如標的物價格、波動率、利率、時間等分別進行偏微分所得出，並以希臘字母 (Greeks) 來表示，謹分別介紹說明如下：

##### (一) $\Delta$ Delta：

就選擇權評價模型函數，針對標的物價格進行偏微分所得出係數即為 Delta，其代表的是當選擇權標的物價格變動一微小單位，該選擇權價格

$$\Delta_c = \frac{\partial c}{\partial S} \quad \text{for a call option, and}$$
$$\Delta_p = \frac{\partial p}{\partial S} \quad \text{for a put option}$$

(權利金) 的變動程度。舉例說明，設若一買權之 Delta 為 0.5，則該買權之標的物價格變動 1 元，則該買權價格即同方向變動約 0.5 元。

買權的 Delta 值介於 0 與 +1 之間，賣權的 Delta 值為負介於 0 與

-1 之間，當選擇權標的物價格在選擇權執行價附近時（at the money），則買權/賣權 Delta 則大約為+0.5/-0.5；而越深度價內（in the money）的買權/賣權的 Delta 也就越接近於+1/ -1；越深度價外（out the money）的買權/賣權的 Delta 則越接近於 0。

Delta 被運用在選擇權的交易避險策略方面即稱為 Delta 避險（Delta Hedging）。承前面的舉例，設若持有 1 單位的標的物（Delta=1），則需要賣出 2 單位的買權（1/0.5=2）來執行 Delta 避險。而當維持一投資組合的 Delta 值總和為 0 時，即意謂著該投資組合價值將不再受標的物現價所影響時，即所謂 Delta Neutral 策略。

例如，因 Delta 可以合計加總計算，當同時買進一 Delta 為 0.5 的買權與一 Delta 值為-0.5 的賣權的選擇權跨式策略，其 Delta 總和等於 0，這就是一個基本的 Delta Neutral 策略。

惟 Delta Neutral 策略有其假設上的限制，其係假設標的物價格僅做微小的變動；當標的物價格產生大幅變動時，則意味著 Delta 值本身亦將隨之變動（詳下揭 Gamma），該投資組合便需再重新計算並執行使 Delta 總和恢復為 0 配置的再平衡調整，而在交易成本存在的情況下，投資組合不斷進行再平衡調整當所費不貲。

## (二) $\Gamma$ Gamma :

就選擇權評價模型函數針對標的物價格進行二階偏微分所得出係數即為

Gamma，其意義等同於當選擇權標的物價格變動一

$$\Gamma_c = \frac{\partial^2 c}{\partial S^2} \quad \text{for a call option, and}$$
$$\Gamma_p = \frac{\partial^2 p}{\partial S^2} \quad \text{for a put option}$$

微小單位，該選擇權 Delta 值的變動程度。為衡量選擇權的價格變動中，未能被 Delta 所衡量出的一種曲率（curvature）變化。

擁有相同的標的物、執行價及到期日的買權與賣權，其 Gamma 值將為相同。當選擇權標的物價格在選擇權執行價附近時（at the money）或越近到期日時，則此時的 Gamma 值為最大，意味著此時些微的標的物價格變動亦將使 Delta 產生變動，需要不斷執行投資組合再平衡調整，以維持 Delta Neutral。

另投資組合倘欲達成 Gamma neutral，則係先以選擇權部位來進行調配，待達成 Gamma neutral 後，再就標的物（Gamma=0）部位進調配使投資組合達成 Delta Neutral。

### (三) V Vega :

就選擇權評價模型函數針對標的物價格之波動率進行偏微分所得出係數即為 Vega，意即當波動率變動一微小單位，該選擇權價格的變動程度。

$$V_c = \frac{\partial c}{\partial \sigma} \quad \text{for a call option, and}$$
$$V_p = \frac{\partial p}{\partial \sigma} \quad \text{for a put option}$$

Vega 是選擇權一重要的敏感係數，因選擇權價格對於波動率的變動非常敏感；不管係買權或賣權，當標的物的波動率越大時，當其他條件不變情形下，選擇權越有價值，爰 Vega 必定為大於 0 的正值。

當選擇權標的物價格在選擇權執行價附近時（at the money）或離到期日越遠時，則 Vega 值為最大。

#### (四) $\rho$ Rho 與 $\Psi$ Psi :

就選擇權評價模型函數，針對無風險利率進行偏微分所得出係數即為 Rho，其意義為當無風險利率變動一微小單位，該選擇權價格

$$\rho_c = \frac{\partial c}{\partial r} \quad \text{for a call option, and}$$
$$\rho_p = \frac{\partial p}{\partial r} \quad \text{for a put option}$$

的變動程度。買權的 Rho 值恆為正值；賣權的 Rho 值恆為負值。

另在股價選擇權有股利收益之評價模型，尚有針對股利收益率 (dividend yield) 進行偏微分所得出係數稱為 Psi。與 Rho 相反，買權的 Psi 值恆為負值；賣權的 Psi 值恆為正值。

#### (五) $\Theta$ Theta :

就選擇權評價模型函數，針對時間因素進行偏微分所得出係數即為 Theta。其意義為時間趨向

$$\Theta_c = \frac{\partial c}{\partial t} \quad \text{for a call option, and}$$
$$\Theta_p = \frac{\partial p}{\partial t} \quad \text{for a put option}$$

至到期日一微小單位，該選擇權價格的變動程度。

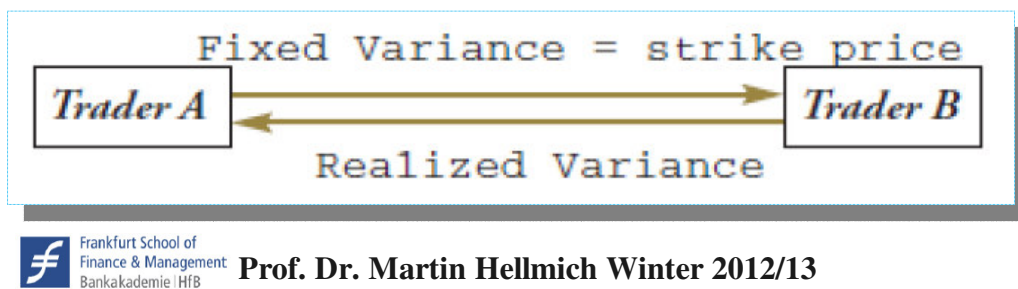
一般情形，當隨著時間經過越趨近於到期日時，不管是買權或賣權其價值將越減少，爰 Theta 亦常稱為選擇權之時間價值損失 (time decay) 因素；Theta 值通常為小於 0。

Theta 會產生大於 0 的情形，皆發生在歐式選擇權非常深度價內 (in the money) 的情況。當買權其標的物係附有股利且現價非常

高、賣權其標的物現價非常低的情況，則越近至到期日，選擇權價值反越高，Theta 值為大於 0。

## 五、變異數交換契約 (variance swap)：

變異數交換契約，簡言之為一種可以讓投資人可就未來實現之波動率與目前隱含波動率來做交換的一種店頭 (OTC) 市場金融衍生工具，使人們可就如匯率、利率、股票指數等標的物之波動幅度，來做為投機或用以避險。(契約到期時，買方 A 支付執行價 (strike price) 平方  $K^2$ ，賣方 B 支付實現變異數 (realized variance)  $\sigma^2$ ，如下圖所示)



變異數交換契約在到期日的報酬列式說明如下：

$$\text{Payoff} = \text{Variance Notional} \times (\sigma^2 - K^2)$$

$$\text{Variance Notional} = \text{Vega Notional} \div 2K$$

$\sigma$ ：為標的物例如 S&P 500 股價指數等之未來實現波動率； $\sigma^2$  即為變異數。

$K$ ：為交換契約執行價 (strike price)，為一固定的 (隱含) 波動率。

Variance Notional：可視其為變異數交換契約的“真實”名目本金，代表未來實現變異數  $\sigma^2$  與  $K^2$  每一點差異的報酬。

Vega Notional：為變異數交換契約上所載名目交易金額大小；該交易金額除以 2 倍的  $K$  即為上揭用以計算報酬的 Variance Notional。

當交換契約的報酬為正時，變異數的賣方需支付變異數的買方該金額報酬；反之當報酬為負時，由買方支付賣方該金額報酬。

舉例某 1 年期、名目本金（Vega Notional）為 €100,000、執行價（strike price）為 20 的變異數交換契約，說明如下：

- 該契約的 Variance Notional 即為  $€100,000 / (2 \times 20) = €2,500$ 。
- 設若 1 年後實現的波動率為 25%，則交換契約買方將收入報酬為  $€2,500 \times (25^2 - 20^2) = €562,500$ 。
- 設若 1 年後實現的波動率為 15%，則交換契約買方將收入報酬為  $€2,500 \times (15^2 - 20^2) = -€437,500$ ，亦即買方將向賣方支付該報酬。

上面的例子，正的報酬 €562,500 亦可表示為獲利 5.625 vegas，亦即 5.625 倍的 Vega Notional；負的報酬 -€437,500 亦可表示為損失 4.375 vegas，亦即損失 4.375 倍的 Vega Notional。爰已實現波動率的 5% 變動幅度的平均曝險為 5 vegas，或 5 倍的 vega notional。

變異數交換契約的優點，為使投資人可直接僅就標的物的波動率來進行買賣運用決策，而無需考慮該標的物價格變動對該金融商品價值的影響。變異數交換契約買方在未來實現波動率大於契約開始時的隱含波動率情形恆將獲利；倘若未來實現波動率小於契約開始時的隱含波動率，則賣方恆將獲利。然一般實務上，因契約開始時的隱含波動率往往會高於最終在未來實現的波動率，爰變異數交換契約對於波動率的賣方而言特別具有吸引力。

除波動率金融商品外，投資人亦可應用選擇權契約的方式來

就波動率進行買賣運用，例如採選擇權跨式 (straddle) 策略。惟採使用選擇權的方式，如投資人僅對波動率的變化有興趣，則尚需要持續進行 Delta 避險，以使執行該策略的總價值受標的物價格變化影響的風險大致消除。

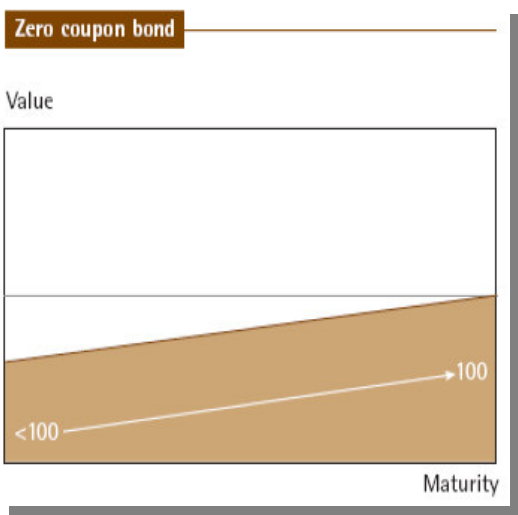
## 第二節 結構型權益衍生品及選擇權實務簡介

### 一、基本介紹：

所謂結構型權益衍生品 (Structured Equity Products)，先以最簡單的本金保障結構權益商品 (Capital Guaranteed Structured Equity Product) 的例子說明之，持有一該等商品之價值等於持有一零息債券 (Zero Bond) 再加上持有一選擇權商品 (Option) 之投資組合的價值。

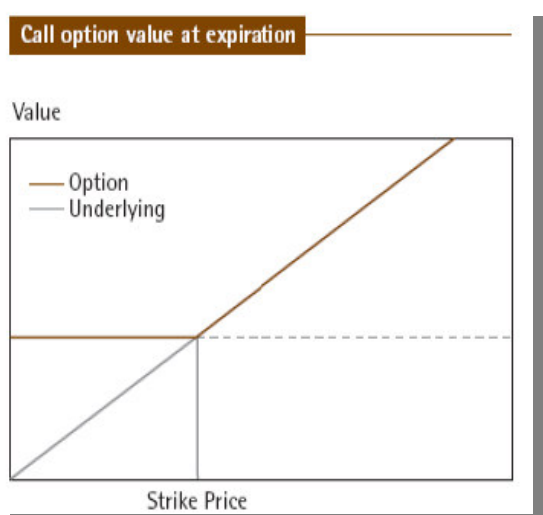
**Most simple case : Capital Guaranteed Structured Equity Product  
= Zero Bond + Option**

#### 零息債券的價值



(到期日)

#### 買進選擇權的價值



(選擇權執行價)

(標的物價格)

如上兩圖所示，在期初同時買進一零息債券並付出一筆權利金獲一買權，則在到期日時所持有的投資價值將至少為零息債券的本金因而保本，且倘所持有的買權因其標的物 (underlying) 價格超過買權設定執行價亦有將另外有獲利的收入；倘未超過執行價，則買權的價值為零亦不會產生額外損失。



## 二、買權賣權平價公式 (Put-Call-Parity)：

其實上述的舉例即是所謂買權賣權平價公式 (Put-Call-Parity) 的一種應用。關於買權賣權平價公式 (Put-Call-Parity)，列式如下：

C	+	$Ke^{-rt}$	=	P	+	S
Call	+	Zero Bond	=	Put	+	Underlying
Capital Guaranteed Structure			Protective Put			



Frankfurt School of  
Finance & Management  
Bankakademie | HfB

Prof. Dr. Martin Hellmich Winter 2012/13

謹作有關說明如下：

C：買權價值

P：賣權價值

S：選擇權標的物 (Underlying) 現貨價格

K：選擇權對標的物現貨的執行價格

e：數學式的自然對數

r：無風險利率

t：到期期間

$Ke^{-rt}$ ：即代表到期日的執行價，以無風險利率連續複利折算後的現值，意義等同無風險的票面值為 K 的零息債券 (Zero Bond) 的現值。

綜上列式符號的說明，所謂買權賣權平價公式，用白話說明即為同時買一個買權及一個零息債券 (現值) 的價值，亦即前例所述的保本結構 (Capital Guaranteed Structure) 商品，應等於同時買一個賣權並買一個現貨的價值，亦即所謂的保護性賣權 (Protective Put)。

所謂保護性賣權 (Protective Put) 的意義，即期初持有一現貨 (例如股票) 並同時付出一筆權利金購入執行價為  $K$  的賣權，則至期末該投資組合的價值將至少為  $K$  (因倘現貨價格少於  $K$  時便可執行該賣權以  $K$  的價格賣出現貨)，亦等於上揭等式左邊的零息債券的到期值  $K$ ；且倘現貨在到期日的價格超過  $K$ ，則上揭等式左右兩邊價值亦將等於該現貨價值 (等式左邊由買權提供該超過  $K$  的增價，等式右邊則由現貨本身提供該增價)。

上揭數學公式既為等號，左右邊各挪移一元素即成下揭新等式：

$S$	-	$c$	=	$Ke^{-rt}$	-	$p$
Underlying	-	Call	=	Zero Bond	-	Put
Discount-Certificate			Reverse Convertible			



上揭新等式左方 ( $S - C$ ) 即稱折扣票據 (Discount certificates) 或有又稱掩護性買權 (Covered Call)，即期初持有一現貨並賣出一買權先賺取權利金收入但犧牲未來現貨可能高於執行價  $K$  的機會，該投資組合未來的現金流入即為現貨在到期日的價格但最高僅到  $K$ 。

上揭新等式右方 ( $Ke^{-rt} - P$ ) 稱反向可轉換商品 (Reverse Convertible)，即期初先購入一零息債券 (到期票面為  $K$ ) 並賣出一賣權先收賺取權利金，倘到期日現貨價格低於  $K$ ，賣權買入對方便可要求以  $K$  價格回賣現貨 ( $S$ ) 給該投資組合，爰該投資組合未來的現金流入即為現貨 ( $S$ ) 在到期日的價格但最高僅到  $K$ 。

### 三、新奇選擇權 (Exotic Options)

以上所討論的選擇權皆是一般標準化的選擇權，即所謂的香草 (plain vanilla) 選擇權，然尚有許多由財務工程所設計「客製化」並僅在店頭市場 (over-the-counter market) 交易的所謂新奇選擇權 (Exotic Options)，以符合特定投資人在稅、會計、法規、財務損益…等方面之特定要求。大部分的新奇選擇權無法套由一般的選擇權公式來計算價值，需透過如蒙地卡羅模擬 (Monte Carlo simulation) 等高度電腦複雜度的演算法來設算價值。以下謹簡單介紹若干具代表性的新奇選擇權：

#### (一) 任選選擇權 (Chooser (or "As You Like It") Options)：

任選選擇權允許投資者在選擇權契約期間內的某一特定時日選擇決定是要取得買權或賣權。通常為投資人在預期市場可能有強烈波動發生，但不確定方向為漲或跌時，投資人可買一個 straddle 的方式操作 (詳後四(二)的說明) 或以較便宜的方式購買任選選擇權。

#### (二) 關卡選擇權 (Barrier Options)：

關卡選擇權的報酬決定於標的物的價格在某一預定期間內，是否觸及或超過某一特定的水準。當在所有其他條件皆相同情況下，它們比傳統的選擇權較便宜，這可能讓一些投資者感到興趣，關卡選擇權乃新奇選擇權中交易量最大的一種。

關卡選擇權的損益，會受到到期日前標的物現貨價格，是否曾經觸及某一關卡價格 (Barrier price) 的影響，亦即當標的物

資產的價格在一定的期間內曾觸及或跨過契約所約定的關卡價格時，選擇權即開始生效或終止。因關卡選擇權可能在到期日前即提早生效或終止，爰其有關分類如下：

1. 當選擇權標的物觸及或跨過契約約定的關卡價格而開始生效的選擇權稱為進場選擇權 (knock-in option)，又細分以下兩類：
  - (1) 向上生效選擇權(up-and-in option)：  
標的物現價初始係低於關卡價格且必須價格向上以使該選擇權生效。
  - (2) 向下生效選擇權(down-and-in option)：  
標的物現價初始係高於關卡價格且必須價格向下以使該選擇權生效。
2. 當選擇權標的物觸及或跨過契約約定的關卡價格而提早失效 (extinguished) 的選擇權稱為出局選擇權 (knock-out option)，又細分以下兩類：
  - (1) 向上出局選擇權(up-and-out option)：  
標的物現價初始係低於關卡價格且必須價格向上以使該選擇權終止。
  - (2) 向下出局選擇權(down-and-out option)：  
標的物現價初始係高於關卡價格且必須價格向下以使該選擇權終止。

爰關卡選擇權在選擇權價值演算法上來看為一種典型的路徑相依 (path dependent) 選擇權，其選擇權價值的計算較為複雜。

### **(三) 易二元選擇權 (Binary options) :**

到期時選擇權標的物的價格若高於 (買權) 或低於 (賣權) 履約執行價格, 選擇權持有者可獲得一「固定價值」; 亦即到期時, 選擇權價值若非為一固定現金或資產, 否則即為 0。

### **(四) 回顧型選擇權 (Lookback Options) :**

回顧型選擇權, 顧名思義, 乃是允許持有者得在選擇權契約期間內, 回顧標的物的最高價(賣權), 或是最低價(買權)來設算選擇權的到期報酬, 因此對回顧型選擇權而言, 將永遠處於價內 (in the money) 或價平(at the money)狀態, 爰回顧型選擇權係非常貴的一種選擇權, 又分為以下兩種:

#### **1. 浮動執行價回顧型選擇權 (Floating Strike Lookback Options) :**

就買權持有者而言, 持有者可以用選擇權契約期間標的物的最低價為選擇權執行價格而買進標的物; 同樣地, 賣權持有者可用選擇權契約期間, 標的物的最高價格作為選擇權執行價格而賣出標的物。

#### **2. 固定執行價回顧型選擇權 (Fixed Strike Lookback Options) :**

即選擇權的執行價為固定, 買權的報酬以選擇權存續期間標的物的最高價格減去該固定執行價計算。同樣地, 賣權的報酬以該固定執行價減去選擇權存續期間標的物的最低價計算。

### **(五) 喊價式選擇權 (Shout Options) :**

喊價式選擇權的持有者, 在選擇權存續期間有權得向選擇權賣方一次喊定 (shout to) 標的物價格, 先鎖定選擇權之內涵價值 (intrinsic value); 爰關於該等選擇權的報酬計算方面, 在上揭已先鎖定的內涵價值基礎上, 該被喊定的價格可視為

新的選擇權執行價可設算額外的選擇權報酬。喊價式選擇權在某一方面有點類似回顧型選擇權，但在價格方面遠較為便宜。

#### **(六) 亞洲選擇權(Asian Options)：**

亞洲選擇權其報酬乃依據選擇權標的物於所預定一段存續期間內的平均價格計算而定，又分以下兩種類型：

1. 平均價格選擇權(average price options)：  
以平均標的物價格作為選擇權在到期日的標的物價格；選擇權的結算報酬，將為平均標的物價格減去執行價格。
2. 平均執行價選擇權(average strike options)：  
以平均標的物價格作為選擇權的執行價格；選擇權的結算報酬將為到期日標的物價格減去平均標的物價格。

#### **(七) 多資產選擇權 (Multi-asset options)：**

顧名思義，多資產選擇權的報酬，係以超過 1 項的標的物來設算決定，當然於該等選擇權的價值計算便受所涵蓋標的物資產之間的統計相關性所影響。謹簡單說明其中的兩類如下：

1. 績效差異選擇權 (Outperformance options)：  
該等選擇權讓持有者將來的報酬，係以兩項標的物資產之間的績效差異來設算決定。
2. 彩虹選擇權 (Rainbow options)：  
該等選擇權讓持有者將來的報酬，係以兩項或多個標的物資產的績效最佳者來設算決定。

#### 四、選擇權應用組合策略

當投資人對市場走向有特定看法，便可透過不同的選擇權執行價的組合或買權、賣權間的多重組合來獲取一定利潤，謹就其中具代表性的幾項策略概要說明如下：

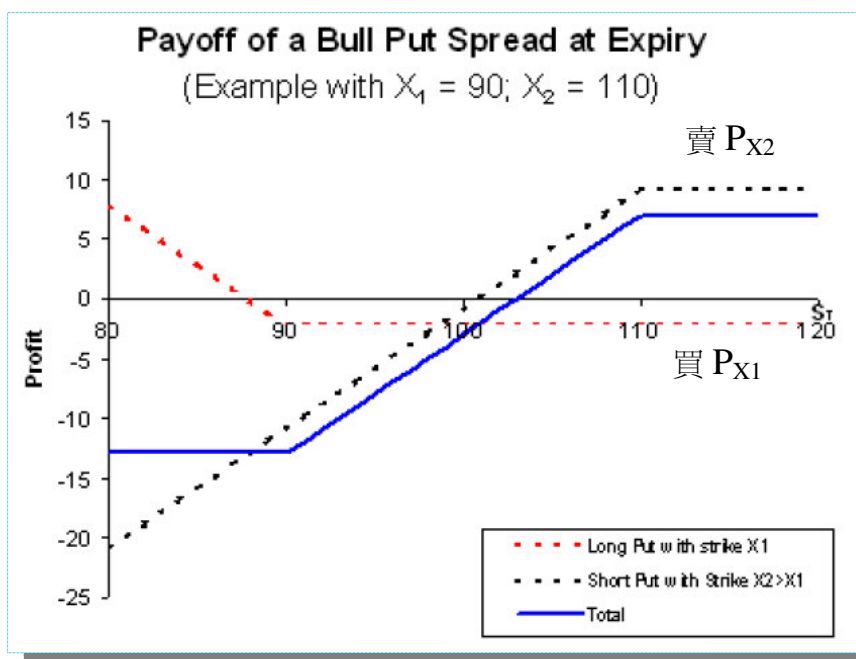
##### (一)選擇權價差 (Spread) 策略：

指的是同時買入並賣出不同執行價格的同一買/賣權。

###### 1.當看多市場：

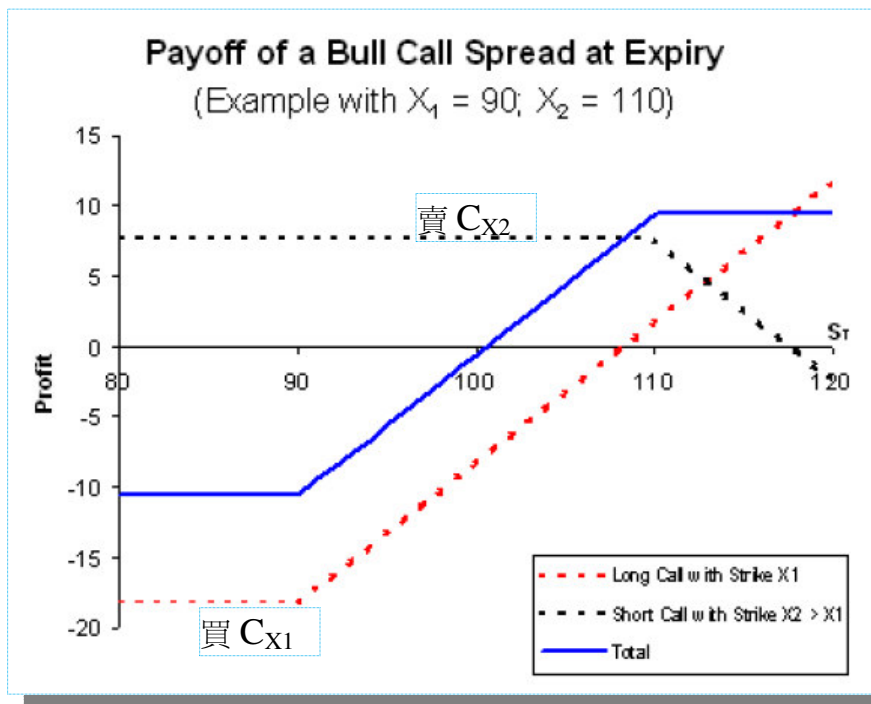
投資人並想先賺取權利金收入時，可採用「多頭賣權價差 (Bull Put Spread)」策略，方式為同時買入一執行價較低的賣權 ( $P_{X1}$ ) 並賣出一執行價格較高的賣權 ( $P_{X2}$ )，因賣權的執行價格越高則越貴 ( $P_{X1} < P_{X2}$ )，因此策略可於先期先賺取權利金收入。

到期日的多頭賣權價差報酬圖 (以粗線代表)



另亦可同時買入一執行價較低的買權 ( $C_{X1}$ ) 並賣出一執行價格較高的買權 ( $C_{X2}$ ) 的「多頭買權價差 (Bull Call Spread)」，因買權係執行價格越低越貴 ( $C_{X1} > C_{X2}$ )，因此策略需要先期的資金投入。

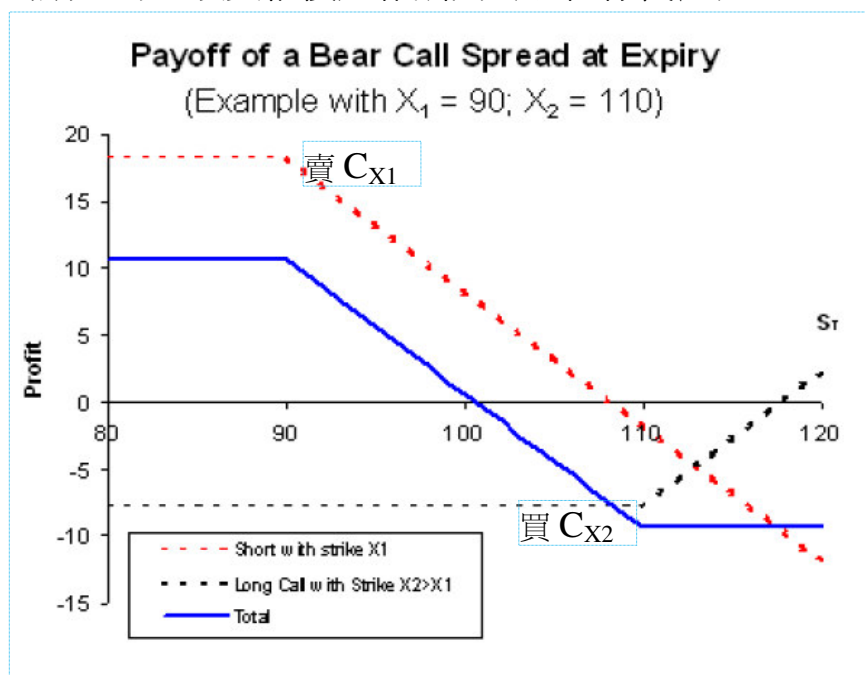
到期日的多頭買權價差報酬圖（以粗線代表）



2. 當看空市場：

投資人並想先賺取權利金收入時，可採用「空頭買權價差（Bear Call Spread）」策略，方式為同時賣出一執行價較低的買權（ $C_{X1}$ ）並買入一執行價格較高的買權（ $C_{X2}$ ），因買權係執行價格越低越貴（ $C_{X1} > C_{X2}$ ），因此策略可於先期先賺取權利金收入。

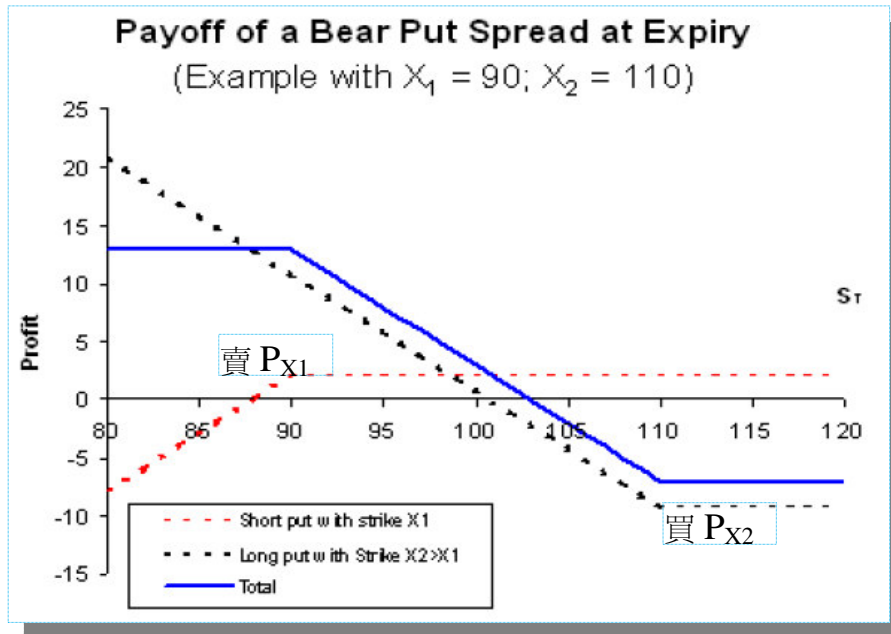
到期日的空頭買權價差報酬圖（以粗線代表）





另亦可同時賣出一執行價較低的賣權 ( $P_{X1}$ ) 並買入一執行價格較高的賣權 ( $P_{X2}$ ) 的「空頭賣權價差 (Bear put Spread)」, 因賣權的執行價格越高則越貴 ( $P_{X1} < P_{X2}$ ), 因此策略需要先期的資金投入。

到期日的空頭賣權價差報酬圖 (以粗線代表)



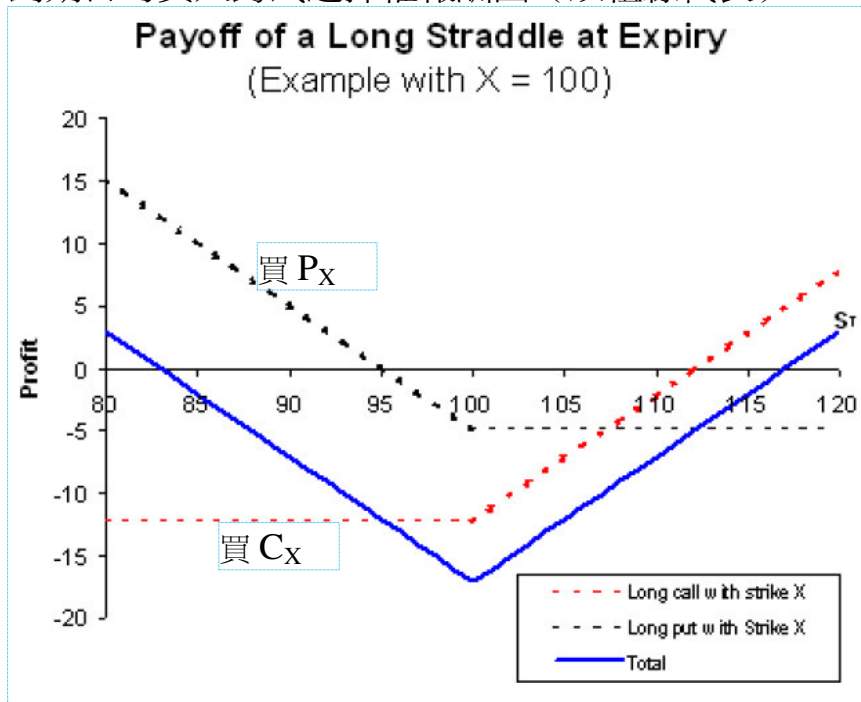
## (二) 跨式 (Straddle) 選擇權策略：

顧名思義，即同時買入或賣出相同的標的物、到期日、執行價等交易條件的“跨”買權及賣權的操作：

### 1. 預期市場將有大幅波動：

同時買入一買權及一賣權，即買入跨式選擇權 (Long Straddle)，該策略於先期需投入買權及賣權的總權利金支出，惟當市場大幅波動時，其潛在報酬將可能為無限大。此種方式實等同為購買市場波動性 (Long Volatility)，期待未來市場上或下的大幅波動來獲取報酬。

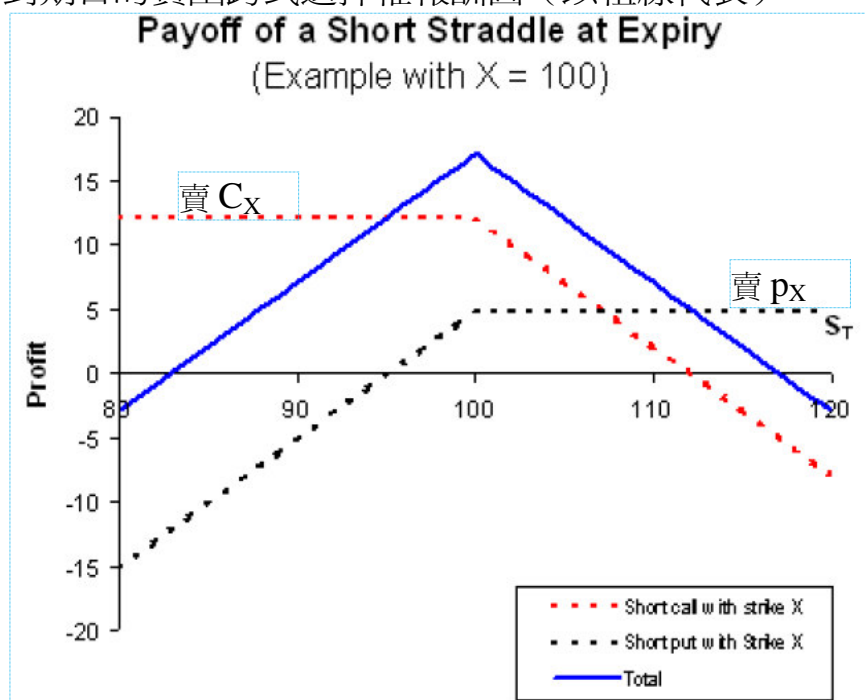
到期日的買入跨式選擇權報酬圖（以粗線代表）



2. 預期市場將小幅盤整：

同時賣出一買權及一賣權，即賣出跨式選擇權（Short Straddle），該策略於先期可先賺取買權及賣權的總權利金收入，惟若市場產生大幅振盪時，其潛在損失將可能為無限大。此種方式等同為出售市場波動性（Short Volatility），或可將之視為等同以出售市場波動風險來賺取一種保費的收入。

到期日的賣出跨式選擇權報酬圖（以粗線代表）



## 五、CPPI—固定比例投資組合保險(Constant Proportion Portfolio Insurance)

在本節一開始所提及之本金保障結構權益商品 (Capital Guaranteed Structured Equity Product) 或者保護性賣權 (Protective Put) 等，係透過選擇權的應用來達到保本的目的，而對一籃子的投資組合 (Portfolio)，一般而言，則是藉由執行投資組合保險 (portfolio insurance) 策略來達到其保護本金的效果。

所謂固定比例投資組合保險 CPPI (Constant Proportion Portfolio Insurance)，是一種投資組合的保本策略，旨在金融市場行情快速變化時代，讓投資組合隨著市場的漲跌波動，因應動態調整暴露於風險性資產的部位維持在一定比例以下，同時藉由保本底限 (Protected Amount) 的設定機制將下跌不利的風險控制在一定範圍內。

CPPI 所形成的交易機制，可簡而言之為上漲買進、下跌賣出，當市場走勢上揚、投資組合總資產價值增加時，隨之更加碼增加風險性資產部位享受上漲獲取較高的報酬，而當走跌時，則亦隨更減少風險性資產的投資比例，控制下跌不利的風險，滿足投資者保本的需求。

謹就 CPPI 基本的概念列式並加以說明如下：

- 分配於風險性資產部位 (Target Allocation to Risky Asset equals)  
= 乘數 (Multiplier) × 緩衝部位 (Cushion)
- 緩衝部位 (Cushion)  
= 總資產 (Portfolio Value) - 保本底限 (Protected Amount)

一般所謂 CPPI 其乘數 (Multiplier) 大於 1，當市場趨勢走揚總資產 (Portfolio Value) 上漲，緩衝部位 (Cushion) 增加，分配於風險性資產部位將可以大於 1 的乘數比例更加增持，最高可達 100% 或更高比例 (槓桿操作) 之投資分配在風險性資產，以善加利用市況上揚趨勢享受風險性資產上漲獲取較高的報酬；反之市場趨勢走跌，緩衝部位 (Cushion) 減少，分配於風險性資產部位亦將以大於 1 的乘數比例更加減少，設若發生總資產 (Portfolio Value) 觸及保本底限 (Protected Amount) 的情況，就不再配置風險性資產部位，以達到保本的目的。

CPPI 的設計因乘數大於 1，使 CPPI 的投資組合具有某程度追漲殺跌的交易傾向，爰在市場呈現出長期上或下的走勢 (trending) 時，一般而言 CPPI 投資組合的績效表現會較為佳，而在市場情況為下上來回振盪具高度波動性 (high-volatility) 的情況下的績效表現較為差。爰在具高度波動性質的市場，應用 CPPI 其乘數之設定應較低，另投資組合本身倘越具風險分散，則可設定較高的乘數。

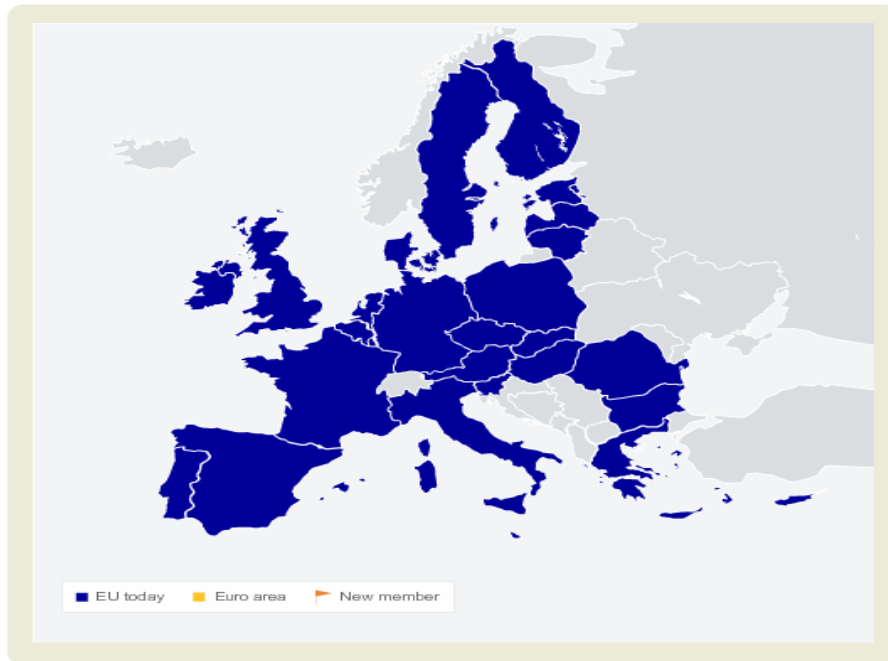
另外，應用 CPPI 的環境需要流動性 (liquidity)，倘市場發生流動性不足情況，亦將使該保本策略的執行發生問題。

## 第三章 參訪機構

### 第一節 歐洲中央銀行 (European Central Bank)

#### 一、歐洲中央銀行簡介：

二次世界大戰之後，歐洲國家為達成經濟繁榮與維護和平之理想，希望透過政治合作以推動經濟金融整合，爰於 1949 年成立歐洲理事會，1958 年成立歐洲經濟共同體，並於 1992 年 2 月依據馬斯垂克條約成立歐洲聯盟（簡稱歐盟），成員國從 6 國增加至目前 27 國。1999 年起成立歐元區，開始實行單一貨幣歐元，完成貨幣整合，並在實行歐元的國家實施統一貨幣政策，目前計有 17 個國家使用歐元，分別為葡萄牙、西班牙、法國、義大利、奧地利、德國、盧森堡、比利時、荷蘭、愛爾蘭、芬蘭、希臘、斯洛維尼亞、馬爾他、賽普勒斯、斯洛伐克及愛沙尼亞。



為制定歐元區貨幣政策，歐洲中央銀行(European Central Bank，ECB)，簡稱歐洲央行，亦應運而生。歐洲央行乃係歐盟各會員國之中央銀行聯合籌備所組成，正式成立於 1998 年 6 月 1 日，總部位於德國法蘭克福(Frankfurt)，由其董事會負責運作管理，

並設有理事會，包括董事會成員以及各歐洲國家之中央銀行代表。現任歐洲央行行長為馬里奧-德拉基 (Mario Draghi)。

歐洲央行之主要功能為主導歐元區之利率及貨幣等金融政策，以維護歐元區之貨幣穩定。鑒於歐洲央行係世界上第一個管理跨國家貨幣之中央銀行，為避免各國政治干擾其所制定之政策，爰其決策權力係由歐洲央行自身掌握，不受各國政府之監督與影響，獨立性為其顯著特點。

## 二、參訪重點：

歐債危機自希臘引爆債信危機之後，愛爾蘭、葡萄牙、義大利、西班牙等國家也陸續出現類似狀況，除突顯歐元區運作之基本問題外，也使全球金融市場自 2008 年金融海嘯之後，再度面臨嚴峻挑戰，歐債危機對全球經濟之影響層面、各國政府之因應之道等已然成為全球關注重點。本次參訪重點即在於歐洲央行就歐債危機之說明及其相關因應措施：

### (一)歐債危機背景：

為維持歐元區國家之財政紀律，保障經濟貨幣聯盟之穩定，歐盟區各國於 1997 年簽訂「穩定暨成長協定」(Stability and Growth Pact, SGP)，要求政府赤字不得超過 GDP 之 3%，且主權債務不得超過 GDP 之 60%，若違反前開規定，將提出警告或予以制裁。然 2008 年 9 月，美國爆發金融海嘯，重創全球經濟，為因應金融海嘯對經濟之巨大衝擊，歐元區各國編列鉅額預算以支應其振興經濟措施，諸如提高紓困金、失業補助、加強政府支出等財政政策，以提振景氣。而歐盟對此舉並不嚴格執行「穩定暨成長協定」，導致歐元區各國赤字與公共負債大幅增加，其中又以希臘最為嚴重，歐元區為一貨幣同盟，卻缺乏約束各會員國財政支出之能力，可謂歐債危機發生之遠因，而希臘便是第 1 個發生問題之國家。

## 1、希臘債務危機：

- (1) 在 2008 年全球金融危機導致經濟轉弱，以及政府失業救濟支出增加，又稅收嚴重萎縮之雙重打擊之下，使希臘政府財政日趨惡化。2009 年 10 月，希臘政府宣布該年度政府財政赤字和公共債務預計占 GDP12.7%和 113%，遠超過「穩定暨成長協定」規定 3%與 60%之上限。2009 年 12 月，全球三大信評公司之一標準普爾 (Standard & Poor's) 將希臘國家信用等級從 A-下降一級為 BBB+，引發歐元拋售。2010 年 4 月，標準普爾再將希臘長期主權信用評級降至垃圾級，帶動一連串歐洲國家評級下降，觸發了歐洲主權債務危機。
- (2) 2010 年 5 月，歐盟 27 國財長與國際貨幣基金組織達成協議，決定成立歐洲金融穩定機制 (European Financial Stability Facility, EFSF)，援助資金總額計 7,500 億歐元，其中 4,400 億歐元由歐元區國家根據相互間協議提供，為期 3 年；600 億歐元則以歐盟「里斯本條約」相關條款為基礎，由歐盟委員會自金融市場上籌集；國際貨幣基金 (IMF) 亦提供 2,500 億歐元。歐洲金融穩定機制設立宗旨為維護歐洲金融穩定，以協助可能陷入債務危機之歐元區成員國，以防止希臘危機繼續蔓延。
- (3) 希臘為第一個接受紓困之國家，在 2010 年取得 1,100 億歐元之援助。2011 年，歐盟宣布希臘第二次紓困方案，提供 1,090 億歐元之紓困計畫，並由民間銀行及債券投資者再提供 500 億歐元，總計共獲得 2,690 億歐元紓困金額。

## 2、愛爾蘭債務危機：

- (1) 愛爾蘭在 1995 年至 2007 年間，曾因經濟成長強勁，而得到「凱爾特之虎 (Celtic Tiger)」封號，惟愛爾蘭銀行業於 2008 年金融危機時，因過度投資房地產，導致房地產

泡沫破滅而產生大量呆帳，進而衍生市場流動性不足問題。又愛爾蘭政府試圖以注資或直接接管等方式挽救銀行業，卻因此使公共財政赤字惡化。2010年9月底，愛爾蘭政府宣布，預計當年度財政赤字達GDP 32%，至2012年，愛爾蘭公共債務占GDP 113%，已遠超過「穩定暨成長協定」規定3%與60%之上限。2010年11月，愛爾蘭5年期債券信用違約交換(CDS)費率創下紀錄新高，顯示愛爾蘭主權債務違約風險加大，且愛爾蘭10年期國債收益率逼近9%，亦意味愛爾蘭政府自金融市場籌資之借貸成本已高至無法承受之程度，宣告愛爾蘭債務危機之全面爆發。

(2) 愛爾蘭為繼希臘之後第二個申請救助的歐元區成員國，歐盟27國財長決定正式同意給予愛爾蘭850億歐元之援助方案，惟要求愛爾蘭須大力整頓國內財政狀況，大幅削減政府財政預算，以達到歐盟規定水準。

### 3、葡萄牙債務危機：

2009年，葡萄牙財政赤字占GDP 9.4%，大幅超出「穩定暨成長協定」規定3%之上限。2009年4月，標準普爾將葡萄牙長期主權信用評級評等降至A-，2011年3月，市場更將葡萄牙主權債信評等降至接近垃圾等級。2011年，葡萄牙取得780億歐元紓困貸款。

### 4、西班牙債務危機：

(1) 西班牙經濟在房屋市場蓬勃發展之下，維持多年強勁成長，惟受到2008年全球金融風暴及希臘等歐洲主權債務危機之影響，房屋市場泡沫化導致大量房屋空置，房價大幅跌落，連帶影響銀行業對房地產業放款之擔保品價值。在投資及民間消費嚴重萎縮、失業率高達20%之情況下，西班牙政府為刺激景氣，不斷擴大消費及社會福利支



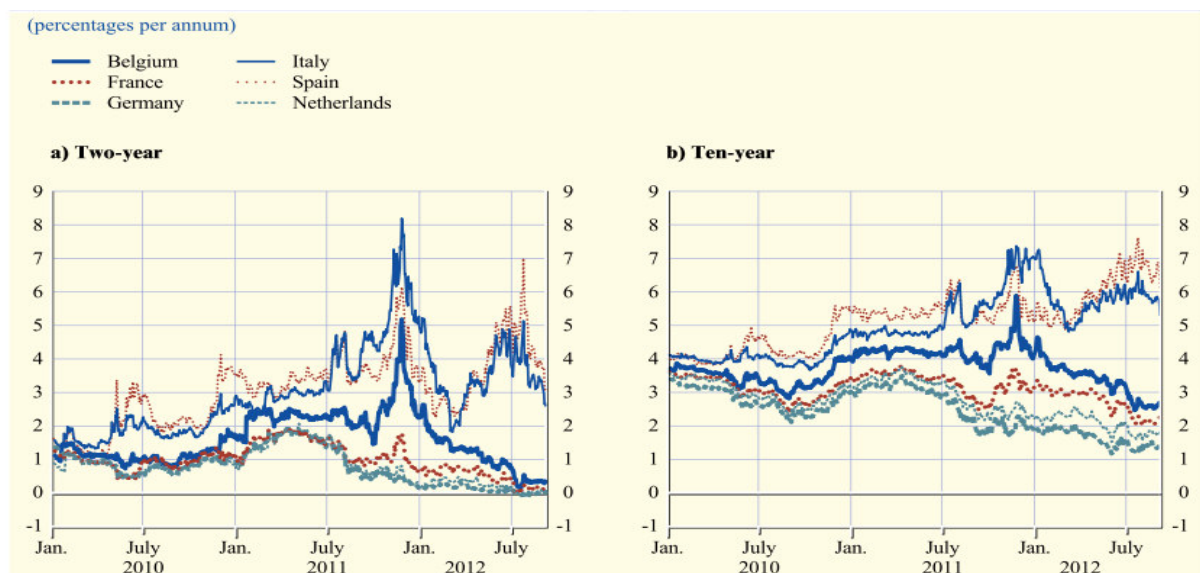
出，國際貨幣基金組織預測，2014 年西班牙公共債務占 GDP 比重將達 80%。西班牙為歐元區第四大經濟體，加以其龐大公共債務規模，使西班牙主權債務風險更為加大。

(2)2012 年 7 月，西班牙政府就西班牙銀行業所面臨之資金困難，正式向歐元區其它國家請求 1,000 億歐元之援助，也是歐元區第四個接受紓困之國家。

5、義大利債務危機：義大利為歐元區第三大經濟體，惟其公共債務卻居高不下，2010 年，政府債務占 GDP 比率達 118%，政府公債殖利率持續上升，終迫使歐洲央行於 2011 年購買義大利國債以控制其借貸成本。

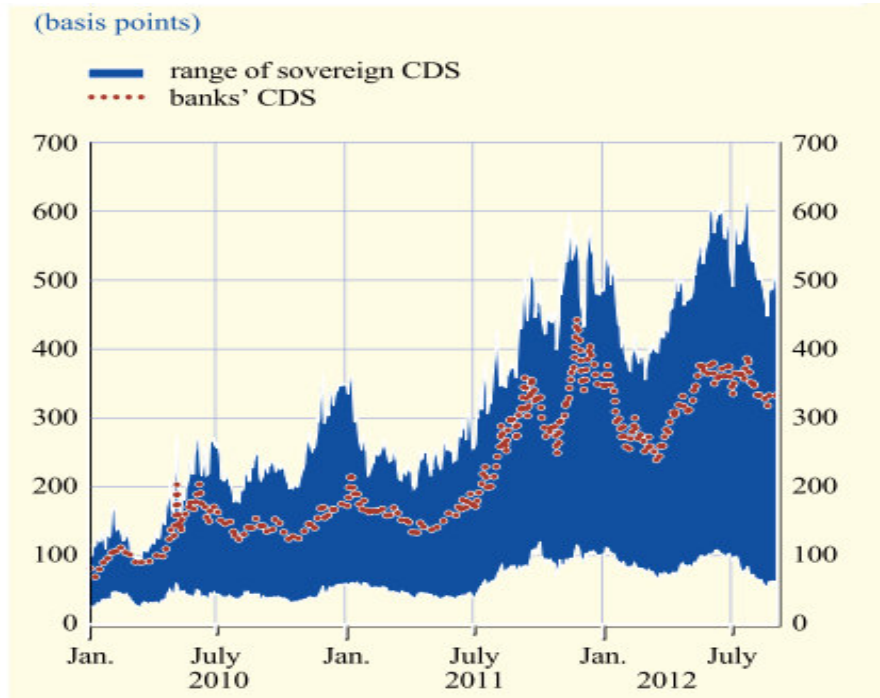
## (二)歐洲經濟情勢：

1、政府公債殖利率：下圖為比利時、法國、德國、義大利、西班牙、荷蘭等歐元區國家自 2010 年 1 月至 2012 年 9 月，2 年期及 10 年期政府公債殖利率之趨勢。由圖中可見，義大利及西班牙之公債殖利率較其他國家為高，且波動性更大。

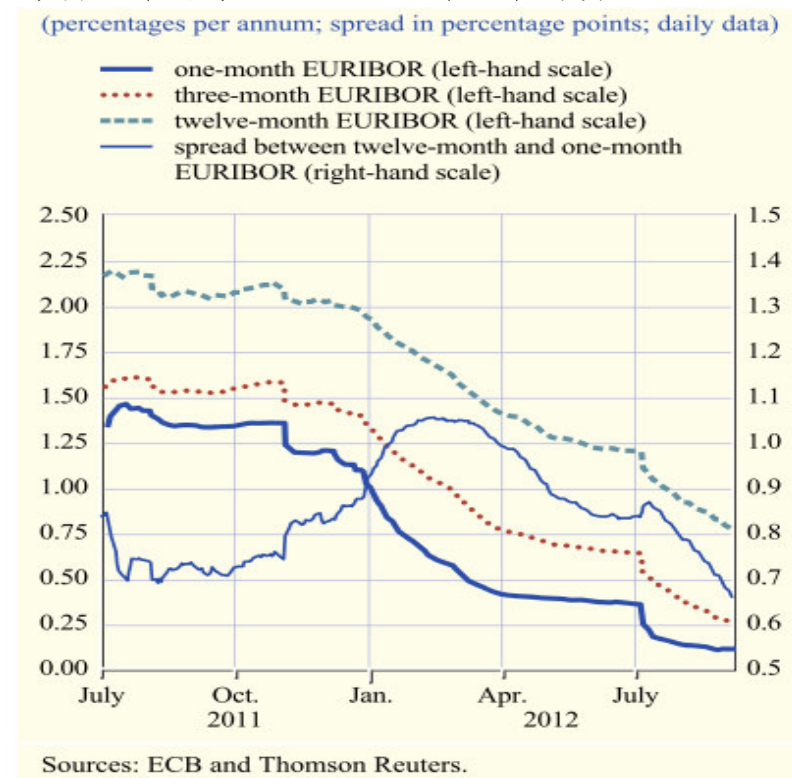


2、信用違約交換 (Credit Default Swap, CDS)：隨著歐元區主權債券市場的緊張局勢，使銀行提供信貸的能力受到嚴重阻礙，對實體經濟也產生不利後果。下圖區間代表法

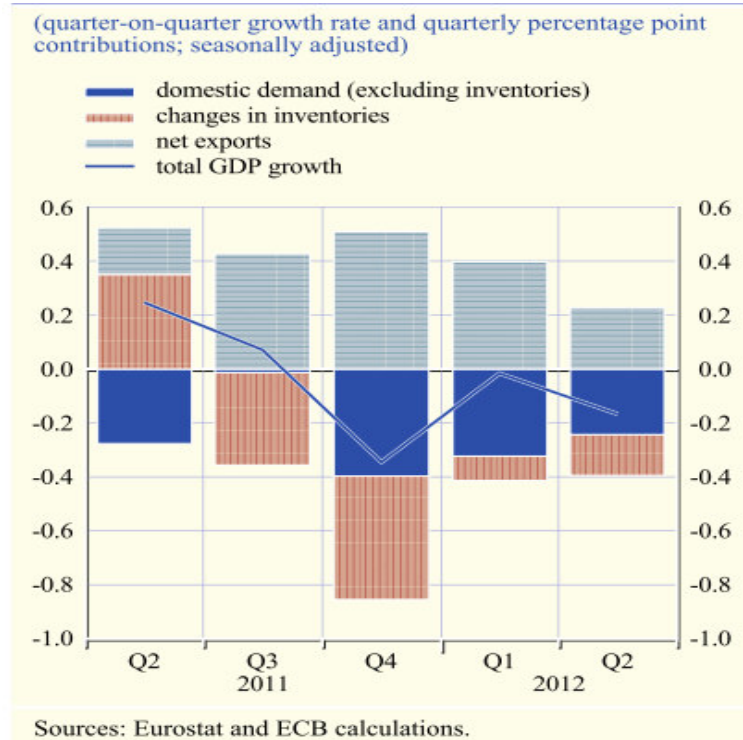
國、德國、西班牙、義大利主權債務之 CDS，由圖中可見，自 2010 年春季以來，歐元區銀行 CDS 走勢與西班牙及義大利主權債務之 CDS 密切相關。



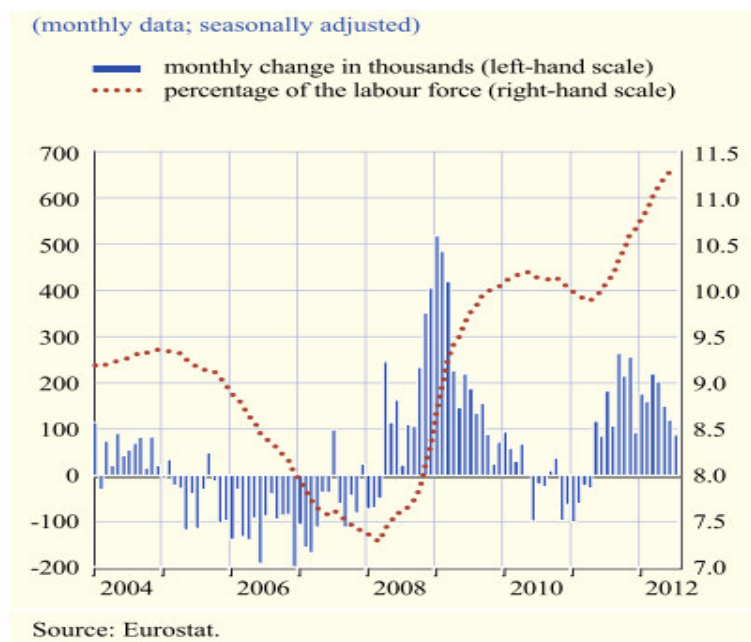
3、歐洲銀行同業拆款利率（Euro Interbank Offered Rate，EURIBOR）：1 個月、3 個月、12 個月之 EURIBOR 均呈現持續下降趨勢，顯見隔夜拆款市場資金仍充足。



4、經濟成長率：2012年第1季歐元區經濟成長率為0，而第2季更下滑0.2%，顯示歐元區2012年經濟仍屬弱勢，且經濟環境充滿高度不確定性。歐洲央行預測，2012年全年度歐元區經濟成長率約介於-0.6%至-0.2%之間，而2013年經濟成長率可能介在-0.4%至1.4%之間。



5、就業市場：近幾季以來，歐元區就業環境仍持續惡化，就業情況持續收縮，而失業率則升到歷史高點。2012年7月，失業率達11.3%，為1995年以來最高。



### (三)歐債危機之因應措施：

1、歐元區在葡萄牙、愛爾蘭、義大利、希臘、西班牙等「歐豬五國」(PIIGS)接續爆發債信危機之下，當務之急應是防止危機繼續蔓延至其他經濟體質脆弱之歐元國家，爰首要措施應先積極削減政府支出及債務，並加強外部援助：

(1)持續提供資金援助發生債信危機之會員國：為避免債信危機波及到歐元區其他國家，產生連鎖反應，爰首先歐盟應對債信不良之會員國持續提供必要援助，惟亦應要求該等國家厲行財政撙節支出措施，並與債權人達成減債之債務重整。

(2)拓展金融防火牆：為協助有債信問題之國家度過財政危機，並提供歐元區安全防護，自必須有充足資金因應，爰 2010 年成立「歐洲金融穩定機制」，作為臨時性援助基金。惟該機制在援助希臘、愛爾蘭、葡萄牙後，似不足以再支撐如西班牙及義大利等陷入危機且規模較大之經濟體，而歐元區 17 個成員國亦以體認到該項事實，故對擴大歐洲金融穩定機制規模之議案已達成共識。為穩定歐洲金融、加強監督歐盟區經濟狀況，並為有財務困難之歐盟成員國提供經濟援助，以防杜債務危機之發生，在現有「歐洲金融穩定機制」之基礎上，將成立「歐洲穩定機制 (European Stability Mechanism, ESM)」，作為應付歐洲債務危機之永久性紓困基金，以發揮避免債信危機持續延燒之防火牆功能。

(3)歐洲央行持續扮演解決歐元區銀行體系流動性之角色：為紓解資金短缺現象，歐洲央行前針對歐元區銀行體系資金緊縮狀況，除已提供 3 個月期拆款以紓解短期

資金早象外，並提供歐洲銀行長期再融資操作 (LTRO)，以紓緩銀行體系中長期資金缺口。

2、歐債危機雖始於希臘債信問題，惟究其根本乃係歐元本身設計上的矛盾，可謂其先天性之缺陷，長遠之計應是由歐洲央行及歐元區國家共同解決其設計架構問題，始為治本之道：

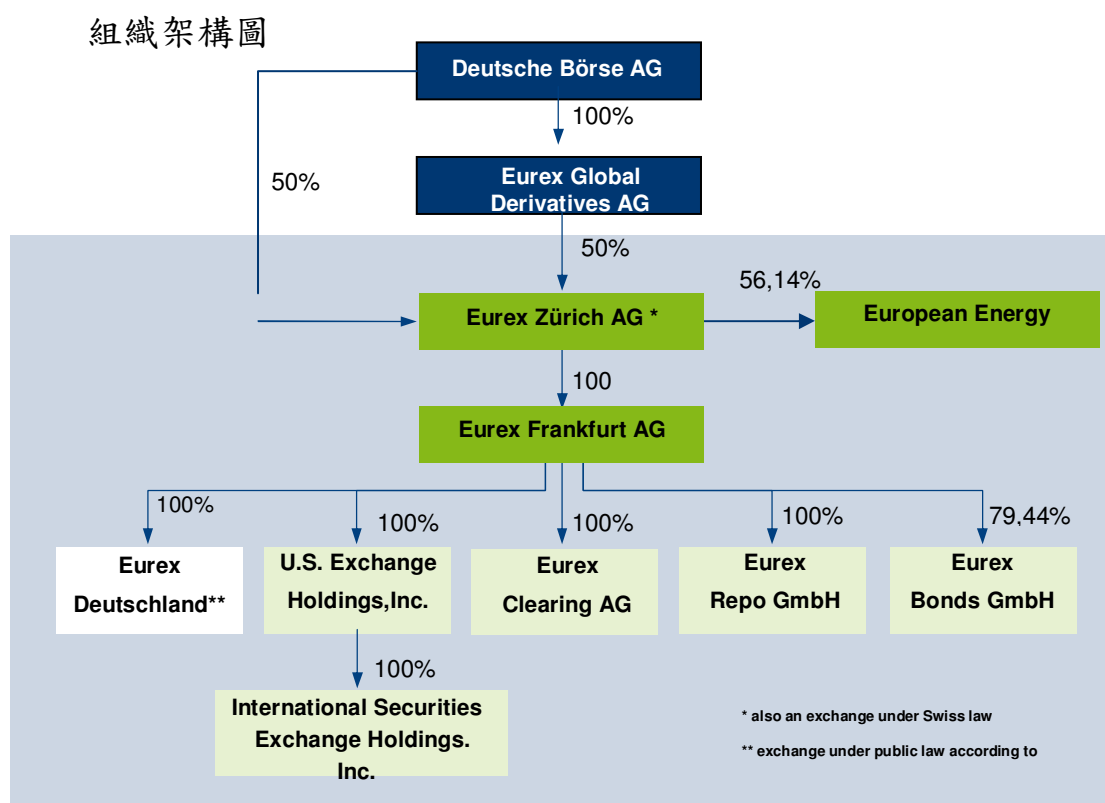
(1) 歐元區內各國經濟狀況不同，然歐洲央行無法兼顧各會員國之經濟現況訂定貨幣政策，因採取統一的匯率與利率，使經濟弱國無法利用貨幣政策操作提振經濟，如貨幣貶值以促進出口，或降息以刺激投資等。又各會員國各自擁有獨立的財政政策，可透過財政政策來刺激經濟，如擴大政府支出、增加各項補助等，而所需資金則透過舉債方式支應。

(2) 承上，因歐元區有統一的貨幣聯盟，卻缺乏有效的財政聯盟，以支撐及保障歐元貨幣地位，並約束內在財政的不穩定性，故在一方如希臘等國持續舉債，一方如德國等強國又購買各國公債之情況下，使歐債問題惡性循環，也造成歐元區強者恆強、弱者愈弱之局面。

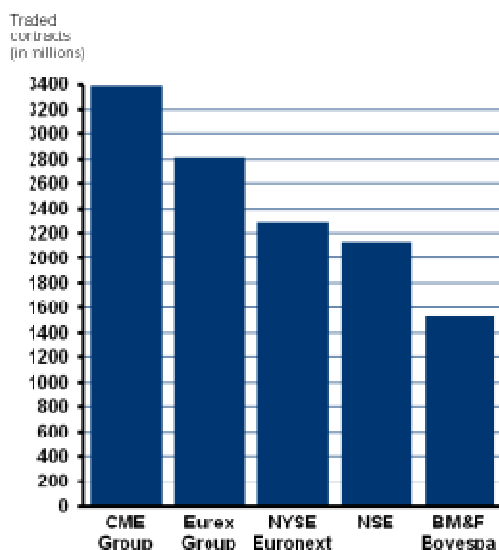
## 第二節 歐洲期貨交易所 (EUREX)

### 一、 歷史沿革

歐洲期貨交易所(EUREX)是由德國交易所集團(Deutsche Börse AG, DBAG)百分之百持有之公開發行公司制期貨交易所，經營之事業涵蓋交易所(德國交易所 Eurex Deutschland、美國交易所控股公司 U.S. Exchange Holdings, Lnc 及歐洲能源交易所 European Energy Exchange AG)、結算機構 Eurex Clearing AG、電子通訊網路服務 (Electronic Communications Networks, ECNs)、債券交易 EUREX Bonds 及附買回交易(EUREX Repo)等市場服務。



截至 2011 年，Eurex 集團之衍生性商品交易量已達 3,400 百萬口，為世界第 3 大期貨交易所，並擁有來自世界 33 個國家共 431 名會員(包含臺灣計有 3 名會員)，及 8,088 名註冊交易人(registered traders)。



## 二、 商品：

Eurex 集團具備相當廣泛之衍生性商品類型，涵蓋股票類、股價指數類、股利類、ETF 及 ETC 類、波動度指數類、利率類、信用衍生性商品類、歐元通貨膨脹指標類、商品類(包括 Dow Jones-UBS 商品指數、貴金屬、農產品、二氧化碳、能源商品、天然氣等)、氣候類及不動產類之商品標的，提供交易人相當完整之歐洲市場商品投資組合元件，其中股價指數類、股票類及利率類商品最受交易人歡迎，兩類商品交易量已占交易所總交易量之 72.98%，目前歐洲個股選擇權已達 486 檔，標的證券更可涵蓋全部 EURO STOXX 50 指數之成分股，提供完整之歐洲股權商品避險或套利工具，至新興市場部分亦是 Eurex 集團積極布局及開發新商品之對象，目前已有 10 檔俄羅斯個股選擇權及 19 檔波蘭個股選擇權成功於 Eurex 交易所上線交易。

## 三、 會員要求

Eurex 集團係由旗下 Eurex Clearing AG 負責交易所商品契約之結算業務，Eurex Clearing AG 將會員切割成 5 大類，分別為非結算會員(Non-Clearing Member)、一般結算會員(General Clearing Member)、直接結算會員(Company-Affiliated Non-Clearing Member)、關係企業非結算會員

(Company-Affiliated Non-Clearing Member)及專屬衍生性商品結算會員(Derivatives Clearing Member Only)，各會員之特性及具備要件茲分述如次：

- 非結算會員(Non-Clearing Member)：

僅可執行客戶或自營商之委託單，不得辦理衍生性商品結算業務，須交由一般結算會員辦理，另直接結算會員若為非結算會員之關係企業，亦得為其辦理結算業務。

成為非結算會員之條件須包括：須為辦理衍生性商品交易之業者、業者所在國具備妥適之銀行及交易法規、5 萬歐元之最低資本額之要求(銀行可豁免適用)、至少具備一家交易所之交易資格、員工人數(一名指定負責人及一名後勤人員)要求等。

非結算會員雖不得承作衍生性商品契約之結算業務，但仍具備相關特定優勢，包括直接及高效能下單連線機制(不受一般系統限制)、低交易手續費、提供即時及免費之市場資訊、無需承擔交易對手之信用風險(由 Eurex Clearing AG 負擔)，及關於 Eurex 集團新商品、新功能及新服務之第一手之資訊。

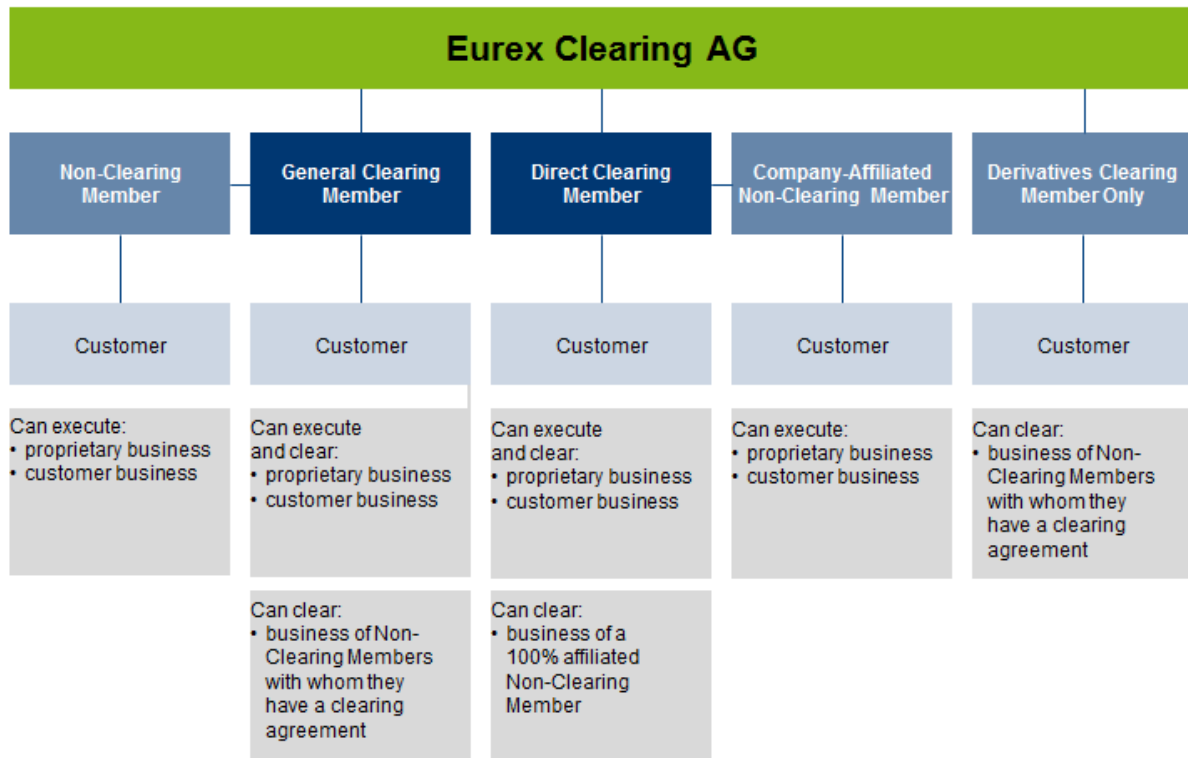
- 一般結算會員及直接結算會員

一般及直接結算會員如同非結算會員一般，皆可執行一般客戶及自營商之委託單，除此之外亦可承作結算業務，其中一般結算會員可承作非結算會員之結算業務(需簽訂結算協定)，直接結算會員則可以承作其關係企業之結算業務(不須簽訂結算協定)。

Eurex 對一般及直接結算會員之申請規範較非結算會員嚴苛，尤其著重結算會員之業務及財務體質，包括必須為歐盟或瑞士合法註冊及受當地主管機關監理，並合法承作保管、借貸及擔保業務之金融機構。財務方面，則有更高之最低資本額要求，一般結算會員為 1 億 2,500 萬歐元，



直接結算會員則為 1,250 萬歐元之規模，除此之外，結算會員亦須挹注一定之結算基金作為違約擔保之用，一般結算會員為 500 萬歐元，直接結算會員為 100 萬歐元，並須在指定銀行開立相關現金及證券擔保帳戶。



#### 四、 特殊服務

##### ● TRICE 回報服務(TRICE Reporting Service)

根據德國證券交易法第 9 條之規定，德國境內之銀行及交易所會員電子方式申報每日交易狀況予德國聯邦金融監管局(BaFin)，Eurex 爰配合設立 TRICE 回報服務機制，使透過電子交易平台進行交易之市場參與者，皆可透過電子交易自動將交易資料帶入 BaFin 之系統，交易人無須透過其他轉換系統進行申報，亦無需負擔相關成本。

##### ● Enhanced Transaction Solution

Enhanced Transaction Solution 係為快速之交易及報價系統，提供客戶交易及委託確認相關功能，協助使用者進行即時性之風險管理。

## 五、 委託單種類

EUREX 交易所提供多樣化之委託單種類，俾提供不同交易目的、獲利模型或操作策略之交易人更加便利之委託方式，委託單類型涵蓋一般限價委託單(限以優於或等於其指定之價格進行撮合之委託單)、立即成交否則取消委託單(Immediate or Cancel, IOC)、立即全數成交否則取消委託單(Fill-or-Kill, FOK)、取消前有效委託單(Good till cancel, GTC)、指定有效日委託單(Good-till-Date)、市價單(Market Order)、停損單(Stop Order)、二擇一單(One Cancels the other Order, OCO，同時下停損單及限價單來控管同一部位之風險，當一方委託單被觸發後，另一方之委託單將被取消)等委託類型，適用不同之期貨、選擇權或組合單策略等交易。

## 六、 2012 年 EUREX 會員獎勵計畫

為因應黑池交易商之競爭威脅，EUREX 集團 2012 年 1 月起即公布新的會員獎勵計畫，以吸引交易人由黑池交易市場回歸集中交易市場，並提升交易量及業績，2012 年之獎勵激化主要係適用三個地理區域之新客戶(僅適用自營商，但不包括高頻交易商)，分別為美洲、歐洲、亞洲中東及非洲，提供交易商最高 5 萬 4,000 歐元之優惠折扣，在交易面，交易商依據每日平均交易量而適用有 3 個級距之回扣，交易商最高可享 2 萬 5,000 口契約之回扣。

新的會員獎勵活動主要包括兩個要素，分別為：

- 每月傳輸費用最高可減免 1,500 歐元，每月交易手續傳輸費用扣除傳輸費用最高可減免 3,000 歐元。
- 新會員每月鉅額交易量達 15 萬口以上，每月可減免最高 1,500 歐元之交易手續傳輸費用。

## 七、 新商品之設計

新商品之設計及推出背後終有其業務目標，可能為藉新商品之推出開創新市場，或擴展新客戶群、抑或搶先競爭者而推出新商品搶佔市占率，惟不論目標為何，即便有新商品之需求，如何將新商品之交易內涵轉化為外顯之契約規格，進而吸引潛在客戶進行交易，是為最大之考驗，而 EUREX 集團對集中市場商品之設計重點將擇要介紹如下：

- 商品須適合在集中交易市場上線交易：須具備適合標準化、可替代性、頻繁交易之特性。
- 商品具市場性：交易所上市商品之目標客戶群係為銀行、資產管理者、交易商(造市者)及個別投資人，爰商品之設計須迎合前開客戶之需求，或具有吸引前開客戶參與之特性。
- 商品具有在交易所交易之優勢：新商品上市後是否具備更佳之價格發現功能及透明度，且可提供流動性提供交易人移轉風險。

### 第三節 德國交易所集團 (Deutsch Börse AG)

#### 一、發展歷程

德國交易所集團 (Deutsch Börse AG, DBAG) 之發展可追溯自 1585 年法蘭克福證券交易所之設立，法蘭克福證券交易所 1625 年發展公開報價機制，至 1820 年終於在法蘭克福發行該交易所第 1 檔公開發行之股票，1990 年，隨著電子化交易之潮流，德國交易所集團推出全電子交易之衍生性商品市場-德國期貨交易所股份有限公司 (DTB)，1992 年德國交易所集團 (Deutsch Börse AG, DBAG) 正式成立為一控股公司，1997 年旗下法蘭克福證券交易所 (Frankfurt Stock Exchange) 開發推出 Xetra® 交易系統，該交易平台已為全世界最大之電子化交易市場之一，目前，全球已有 18 國、超過 4,600 名交易商係透過 Xetra® 交易系統進行交易，1998 年，該交易所集團因應歐洲貨幣聯盟

(European Monetary Union, EMU) 形成及歐元 (Euro) 時代之來臨，為強化其競爭力，與瑞士期貨期權交易所 (SOFFEX) 決定建立策略聯盟，共同投資成立歐洲期貨交易所 (EUREX)，EUREX 沿用原 DTB 之交易與結算系統，自此，該交易所集團得以完整提供全球現貨及期貨商品之完整產品服務線。

截至 2011 年德國交易所集團已成為全球最大之證券交易所組織，股票資本市場規模已達 80 億歐元，銷售收入約 23 億歐元，上市股票更來自全球 70 個國家之發行公司。

#### 二、上市商品介紹

目前德國證券交易所約有 40 萬種產品在 Xetra® 交易，包含 1 萬 998 支股票、1,004 檔 ETFs、150 檔不動產投資信託基金 (REITs)、21,970 檔公債、274 檔 ETCs (Exchange Traded Commodities)、2,821 檔基金及 134 檔 ETNs (Exchange Traded Notes)，產品類別及數量皆相當龐大。

### 三、商品在德國證券交易所集團上市之優勢

- 強大及龐大之交易所產品線優勢

德國交易所上市之股票涵蓋非常廣泛之產業類別，包括特殊能源、綠能、高科技或生命科學等產業別，擁有多元及強勢之特殊類股，具備優異多元產業上市掛牌經驗，可提供新興公司最佳之上市 KNOW-HOW，並具備忠實評價上市公司價值之能力。

- 品牌優勢

許多世界知名品牌，包括賓士、朋馳、福斯汽車、PUMA、Adidas、西門子等公司股票皆於德國證券交易所掛牌交易，有多項世界品牌之加持，在德國交易所掛牌上市將使發行公司在所在國內得到正面評價，獲致與世界知名公司相同認證之評價。

- 進入歐洲市場捷徑

德國為歐洲最強大之金融重鎮及經濟體，亦為世界第 2 大之出口國，即使 2012 年是歐洲因歐債危機而面臨衰退的一年，截至 2012 年德國之國民生產毛額(GDP)仍有 2.6%之成長，表現遠較法國及英國優秀，又德國人口(8,180 萬人)亦較其他歐洲經濟體(法國及英國)為高，爰發行公司選擇在德國交易所上市，將可享有最佳之銷售環境，透過策略聯盟或技術性併購，更有機會連結或學習德國之重要工藝或科技技術。

- 進入全球最活絡之資本市場

每日有超過 150 萬筆交易在 Xetra®交易系統進行，無論交易量及周轉率之表現皆相當優異，不遜於歐洲其他交易所。

	No. 1	No. 2	No. 3-5					
	Deutsche Börse	LSE	Euronext	SWX	LUX			
Trades	13.2	7.2	14.7	9.5	0.0	Monthly average number of trades per company January 2012 – August 2012 (thousands)		
Turnover	117.3	53.1	96.3	146.1	0.0	Monthly average turnover per company January 2012 – August 2012 (€ millions)		
Turnover Velocity	81.4	48	52	43.2	0.1	Turnover/ market capitalisation August 2012 (percent)		

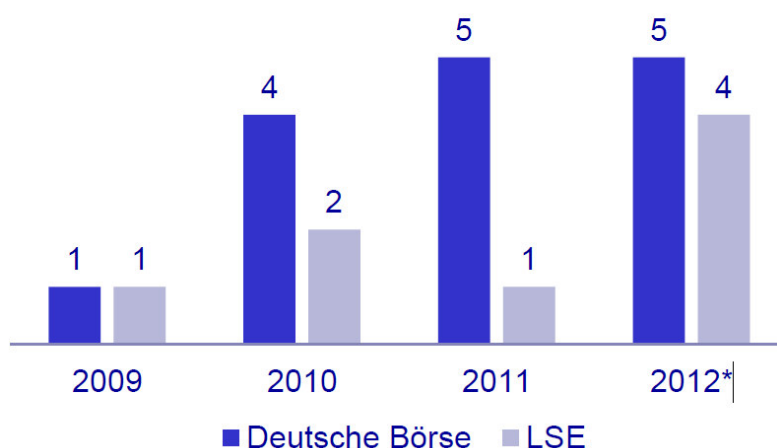
- Recognized by institutional investors as the most efficient trading network
- Over 1.500.000 trades per day on XETRA

#### 四、 中國大陸市場之開發

目前，德國交易所集團內已有 38 檔中國大陸公司之股票上市交易，產業涵蓋工業、消費用品、林業、造紙業、通訊業、房地產等，是歐洲交易所開發中國大陸市場之先驅。

德國交易所集團之所以獲得海外發行公司之青睞，除了德國券交易所集團於歐洲厚實之經營基礎，具有穩定及規模之資本市場深度及廣度外，穩定及安全之法規環境、可靠市場信用、快速之上市申請程序、合理之價格評價，及低廉之上市費用與成本亦是德國證券交易所集團成功之重要原因。

Number of Chinese IPOs: Deutsche Börse vs. LSE



## 五、 客製化之上市規定(Tailor-made solution)

目前在德國交易所上市之發行公司涵蓋世界 88 個國家，德國交易所依發行公司對其公司資訊透明度之監管要求，提供不同之市場供發行公司作為上市選擇，對公司資訊較為保留之發行公司，即可選擇在資訊揭露要求較低之市場進行上市交易，以保障公司重要產業機密不因股票公開發行而須對外洩漏，目前德國交易所將發行市場區分種類如下：

### (一) 初級市場(Entry Standard)

資訊揭露要求最低，為未受監管之非官方市場，發行公司須符合 75 萬歐元之最低資本額要求、需最少成立 2 年，初級市場係專門提供中小規模企業更便捷及低廉成本之上市方式，有關資訊揭露之規範僅要求發行公司須遵守限制內線交易及市場操縱(濫用)之規則，及符合政府法案規定之公開發行要求等。

### (二) 一般市場(General Standard)

資訊揭露要求較高，為受歐盟法規監管之股票市場，發行公司須符合 73 萬歐元之最低資本額要求、需最少成立 3 年，相關透明度標準受歐盟法律約束，有關資訊揭露之規範主係要求發行公司須依照國際財務報告準則(IFRSs)年度及期中財務報告、揭露公司董事所涉及之交易、重大經營訊息、申報股東情況，及公告管理階層之人事異動。

### (三) 高級市場(Prime Standard)

資訊揭露要求較高，為受歐盟法規監管之股票市場，發行公司須符合 73 萬歐元之最低資本額要求、需最少成立 3 年，高級市場之上市公司必須滿足高於一般市場要求之國際透明度揭露標準，資訊揭露之規範除須符合一般市場之外，另要求發行公司須以英文編製季度及其他財務報告、揭露資本

運作計畫及分析師會議內容。

## 六、 上市流程

### (一) 規劃及準備

選擇顧問公司、投資銀行，建立符合法律、內控及報告規範之發行公司體制，並協助制定公司營業計畫書。

### (二) 架構

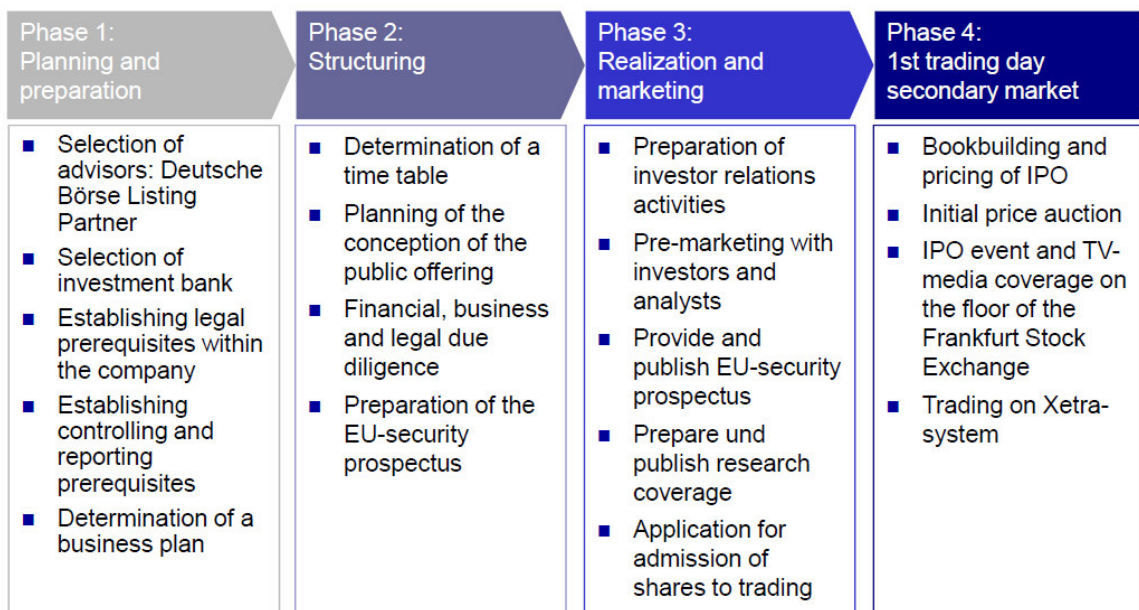
制定上市時間表，計畫上市方案，確保發行公司符合相關財務、業務和法律之強制性規範要求，制定符合歐盟法律要求的公開說明書

### (三) 上市及市場行銷

準備投資者關係活動，與投資人和分析師進行發行前行銷推廣，提供和公布符合歐盟要求之公開說明書，準備和公布投資研究報告，申請股份交易許可。

### (四) 初級市場上市及二級市場交易

首次交易價格競價投標，在法蘭克福證券交易所交易大廳舉行公司上市儀式，並在電子交易系統 XETRA®和交易大廳連續交易。





## 第四節 德盛安聯資產管理公司(Allianz)

### 一、 公司簡介及參訪摘要

安聯集團 (Allianz SE) 成立於 1890 年，並自 1922 年經營人身保險是業後開啟資產管理業務，已擁有百年之資產管理經驗，1998 年，為因應財務市場全球化之趨勢，安聯集團決定將資產管理調整為其核心業務，爰整合旗下所有從事資產管理事業為德盛安聯資產管理公司 (Allianz Global Investors)，提供全球客戶多元且完整的資產管理服務，並透過 10 多年來之內部成長及策略併購，包括 2000 年併購太平洋投資管理公司(PIMCO，全球最大之債券基金公司)、2001 年美國 Nicholas-Applegate 基金管理公司及 2008 年之德國 COMINVEST 資產管理公司，使集團規模持續壯大，目前安聯集團截至西元 2012 年第一季度止營收約 1,040 億歐元，資產管理規模達 17,480 億歐元，而其中德盛資產管理公司為全球個人、家庭及機構投資者管理之資產規模已達 2,910 億歐元，為全球金融界的領導品牌。

#### Holding Structure

(Simplified)



<sup>1</sup> PIMCO Deutschland GmbH is directly held by Allianz Asset Management AG

<sup>2</sup> RCM US Holdings LLC is directly held by Allianz Asset Management AG

<sup>3</sup> Joint venture partly directly held by Allianz SE

二、 本次參訪行程之討論重點係著重全球總體經濟之現狀及歐債危機議題，及分享相關資產管理策略等。謹摘陳全球經濟現況及未來發展重點如次：

## (一) 全球經濟發展趨勢

依據近期製造業採購經理人指數(PMI)資料雖顯示全球經濟係緩步成長，但景氣循環尚未達到谷底，勞動參與率亦持續下降中，且西方工業國家因近來限制舉債政策之影響，已產生結構性之經濟成長衰退，英國亦然，美國也因面臨財政懸崖(fiscal cliff)之困境，未來應有更加撙節之財政規劃，包括開支之削減及增稅措施，經預估將有累計 5,600 億美元之縮減金額，影響國內之生產總額，爰未來全球之經濟發展將逐漸轉移至新興市場國家，新興市場國家因內需急速增加，尤以中國大陸為甚，將逐漸成為全就經濟成長之引擎。

以下為全球主要國家過去經濟表現及未來預測數據，包括 GDP 及物價指數等指標，顯示全球 2012 年及 2013 年之 GDP 將有 3.1%及 3.4%之水準，其中除預測中國大陸及印度今明 2 年將保有 5%以上之 GDP 成長水準外，其餘主要先進國家，包括美國及歐元區等，皆係衰退或緩步成長；而物價方面，2012 年及 2013 年預估數美國 CPI 分別為 2.0%及 2.0%、歐元區 CPI 分別為 2.3%及 1.7%、中國大陸 CPI 分別為 2.7%及 3.0%，並無劇烈之變動。

Gross Domestic Product Constant Prices (YoY)					Consumer Prices (YoY)			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
World*	5,1	3,9	3,1	3,4	na	na	na	na
USA	2,4	1,8	2,2	2,2	1,6	3,2	2,0	2,0
Japan	4,5	-0,8	2,3	1,7	-0,7	-0,3	0,1	0,2
UK	2,1	0,7	-0,4	1,5	3,3	4,5	2,2	2,1
Eurozone	2,0	1,5	-0,4	0,7	1,6	2,7	2,3	1,7
Germany	3,7	3,0	0,6	1,0	1,2	2,5	2,0	2,0
Switzerland	3,1	2,1	1,3	1,3	0,7	0,3	-0,3	0,7
Brazil	7,6	2,8	1,4	4,1	5,0	6,6	5,2	5,7
Russia	4,3	4,3	3,7	3,6	6,9	8,5	4,9	6,0
India	8,5	7,1	5,8	6,0	12,1	8,9	9,9	10,0
China	10,4	9,2	7,6	8,0	3,3	5,4	2,7	3,0
Hong Kong	7,1	5,0	2,2	3,9	2,4	5,3	4,0	3,4

\*) Based on PPP

## (二) 歐元區進一步之團結

歐元區經濟危機將引領歐元區國家更進一步之實質整合，因為面臨金融危機之歐元區國家須仰賴歐洲央行及歐洲各銀行體系之資金紓困，而歐洲央行亦成為最後授信者之角色，爰有歐洲央行之支援，大家所關注之歐元區經濟體系瓦解之機會也就大大減少。

## (三) 低利環境之影響

因經濟衰退所伴隨而生之低利環境，然這樣之低利環境確有益於面臨嚴重償債問題之歐洲國家政府，爰低利之環境短期內將不會改變，另外，美國、英國及德國公債之預期報酬率也都處於很低之水準，爰西方國家受低利環境及該國政策干預之影響，將逐漸將資金及投資標的移轉至新興市場，持有多方部位及貨幣。

## (四) 股市展望

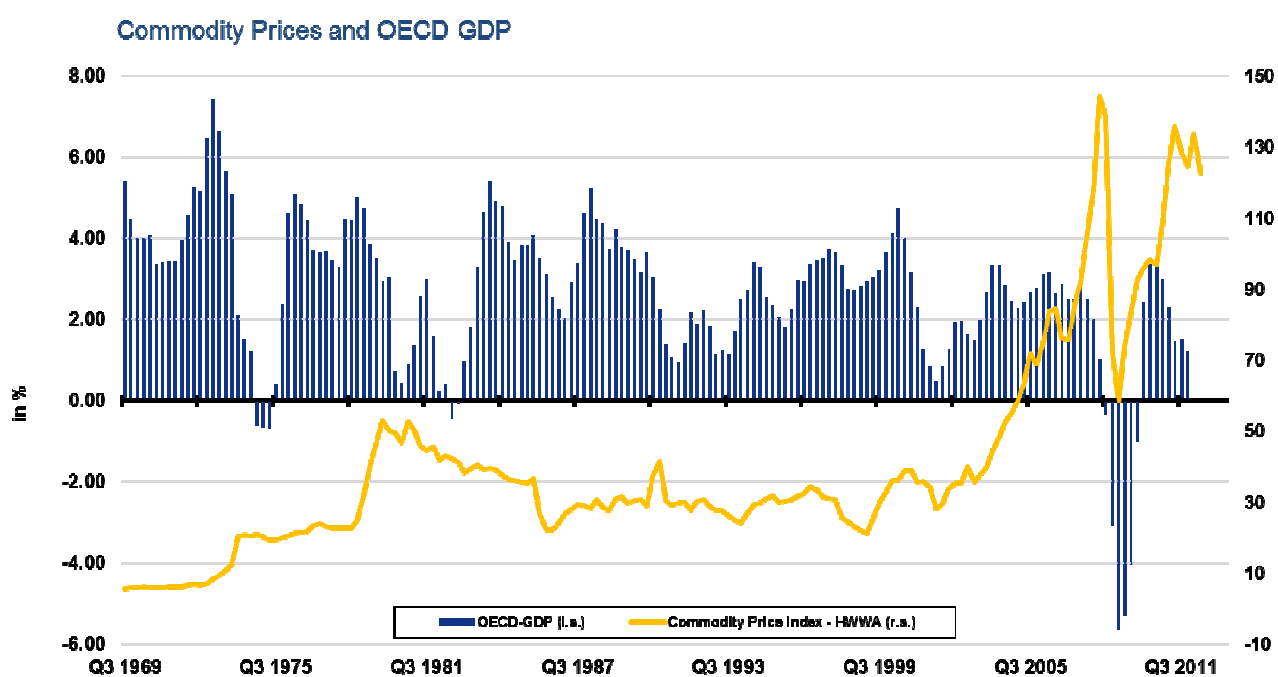
目前主要股票市場之市值落在相對低點，股票價格相對便宜，惟肇因於西方成長衰退之經濟環境，已限制了股票市場應有之表現潛力，以目前經濟結構上而言，股利之發放政策以顯得相對重要。

## (五) 物價議題

2012 年年中以前，全球之通貨膨脹情形並不明顯，但石油及農作物產品價格之上漲則有帶動短期物價迅速飆升之情形。

經歷年之觀察得出，商品價格一直是影響經濟合作暨發展組織 (OECD，包括美國及歐洲 18 國家等 30 個國家) 會員國 GDP 表現之重要因素，通常，急遽之商品物價上揚，多將導致經濟表現之衰退，以下即為 OECD 國家之商品物價指

數(Commodity Price Index)與 GDP 之數據圖表，可顯示物價上揚導致經濟衰退；而中國大陸近年以面臨到百物上漲之經濟環境，與 OECD 國家較不相同的是，中國大陸之通膨係由食品價格攀升所驅動，尤其是米、蔬菜及書肉價格，中國大陸必須要力求減緩物價攀升之壓力，才有未來實施貨幣寬鬆以刺激經濟發展之餘裕。



## 第五節 德國資產管理協會 (Bundesverband Investment und Asset Management)

### 一、德國資產管理協會簡介：

德國資產管理協會(Bundesverband Investment und Asset Management, BVI)，於1970年3月25日由7家公司所成立，目前於德國柏林、法蘭克福，以及比利時布魯塞爾均設有據點。其設立宗旨為代表德國投資基金及資產管理產業之共同利益，扮演業界與政府間之溝通橋樑。

### 二、參訪重點：

#### (一)德國資產管理協會之組織架構：

截至2012年8月，德國資產管理協會共82個會員（full members），包括基金投資公司、控股公司、資產管理公司等，總計服務5,000萬名個人及機構投資者；至於不符會員資格之公司，可加入資訊會員（information members），目前有131家資訊會員，包括信貸、審計、法律、IT服務等機構。

德國資產管理協會之功能，除提供最新資訊予所屬會員機構，以確保會員可隨時獲知法律及政治議題等之變化外，並代表同業與其他國際間協會及企業組織進行交流。另該協會亦負責會員之教育服務，以及舉辦公眾教育課程等活動，自2002年以來，舉辦超過400場研討會、25,000個人或團體參與。

德國資產管理協會之最高決策單位為執行董事會，每年定期召開常會，由會員公司選出9席擁有協會決策權之執行董事會成員，對內執行董事會決議事項，對外則擔任協會代表。執行董事會下依任務別設立9個委員會，分別為行政管理、溝通與公共關係、行銷、教育訓練與國外事務、不動產、法令遵循、退休金、風險管理與績效評估、稅務會計事務等。

此外並設立 50 組以上之工作小組，負責研究各項議題及相關投資法規之訂定。

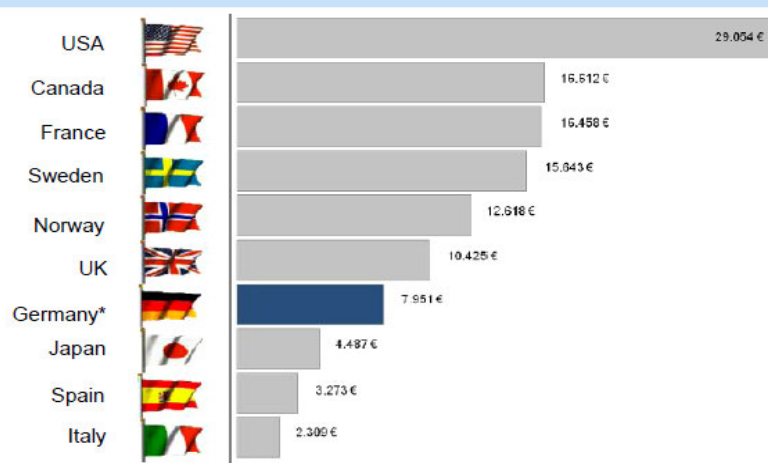
(二)德國資產管理協會致力於理財投資教育：

德國資產管理協會非常重視對年輕人的投資教育，自 2010 年 4 月起，該協會有超過 120 名專家至 270 間學校提供金融教育課程，且除提供相關金融常識手冊作為教學使用外，並透過網站、智慧型手機 APP、臉書 (FACEBOOK) 等多元管道，揭露金融常識相關訊息，以吸引年輕人的注意，並培養投資理財觀念。

(三)德國金融市場概況：以下為德國資產管理協會提供之金融投資相關統計資料，由該資料可以初窺德國金融市場之發展情形。

- 1、平均每人基金投資情形：2011 年底，主要先進國家中，國民平均每人投資基金之金額以美國最高，為 29,054 歐元，德國則排名第 7，為 7,951 歐元。

### Assets in Investment Funds per Capita



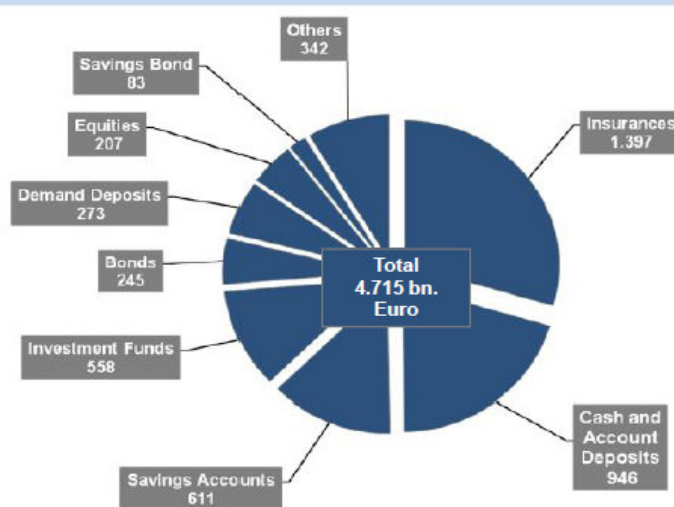
\* Sales volume including foreign funds and foreign funds of German origin as per end of 2011; Sources: BVI, EFAMA, national investment associations, Deutsche Bundesbank and Fischer Weltalmanach



2、國人資產配置情形：2011年10月底，德國國人家戶資產金額約為4.715兆歐元，其中保險約占30%為最高，其次為現金及儲蓄存款，至投資於基金及股票之比重分別為12%及4%，顯見德國金融業者在拓展基金及股票等金融投資市場上，仍具發展潛力。

## Financial Assets of German Private Households

in Mio. Euro\*



\* Including private non-profit Organisations as of 31st Oct 2011; Source: Deutsche Bundesbank

9

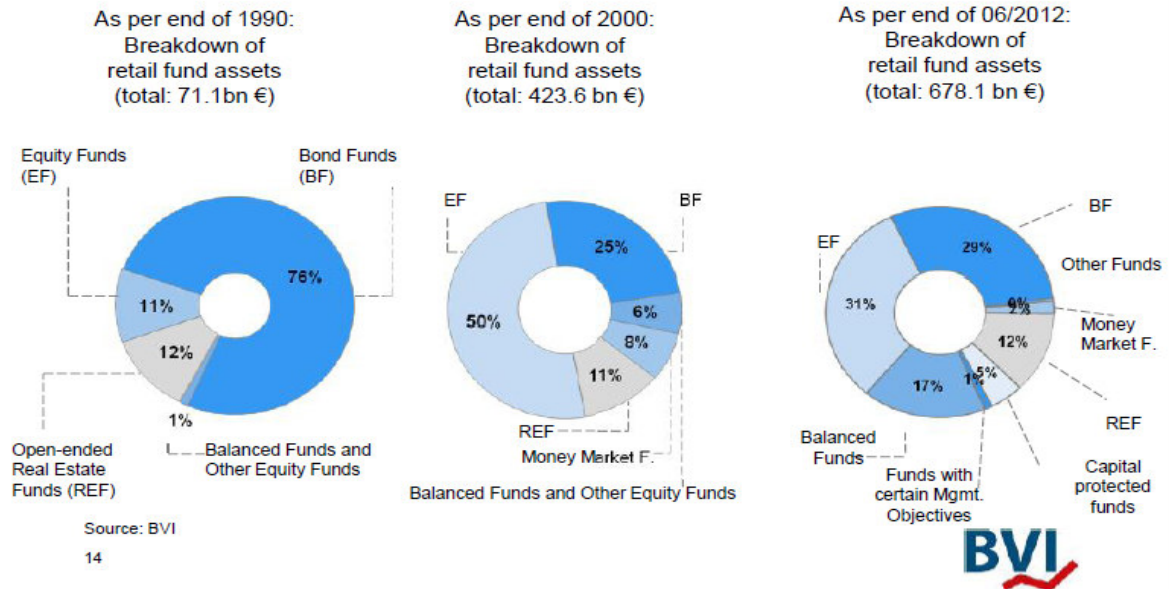


### 3、個人投資基金類型之比重：

(1)近20年來，個人投資基金之金額不斷增加，自1990年之711億歐元、2000年之4,236億歐元，成長至2012年6月之6,781億歐元。從基金類型來看，1990年，個人投資之基金中，76%屬於債券型基金，其次為開放型不動產投資基金，占12%，股票型基金則占11%，顯示當時德國投資人投資屬性較為保守。隨著景氣成長，投資人開始追求高投資報酬率之金融商品，故股票型基金快速成長，至2000年，股票型基金占總投資金額

之 50%。惟近年來受到金融海嘯及歐債危機等重創經濟之影響，至 2012 年 6 月止，股票型基金比重降至 31%，其次為債券型基金占 29%、平衡型基金占 17%。

## Asset Classes in a 20 Year-Perspective



(2)由上表可看出，近 20 年基金公司不斷開發不同投資屬性之基金，以因應各種投資人之需求，顯示了金融商品發展之多樣性。而金融知識之普及，亦反映了德國投資人投資在基金上的金額逐漸成長。至於景氣的變化，也大幅度的影響了投資人在保守與積極間的投資偏好。

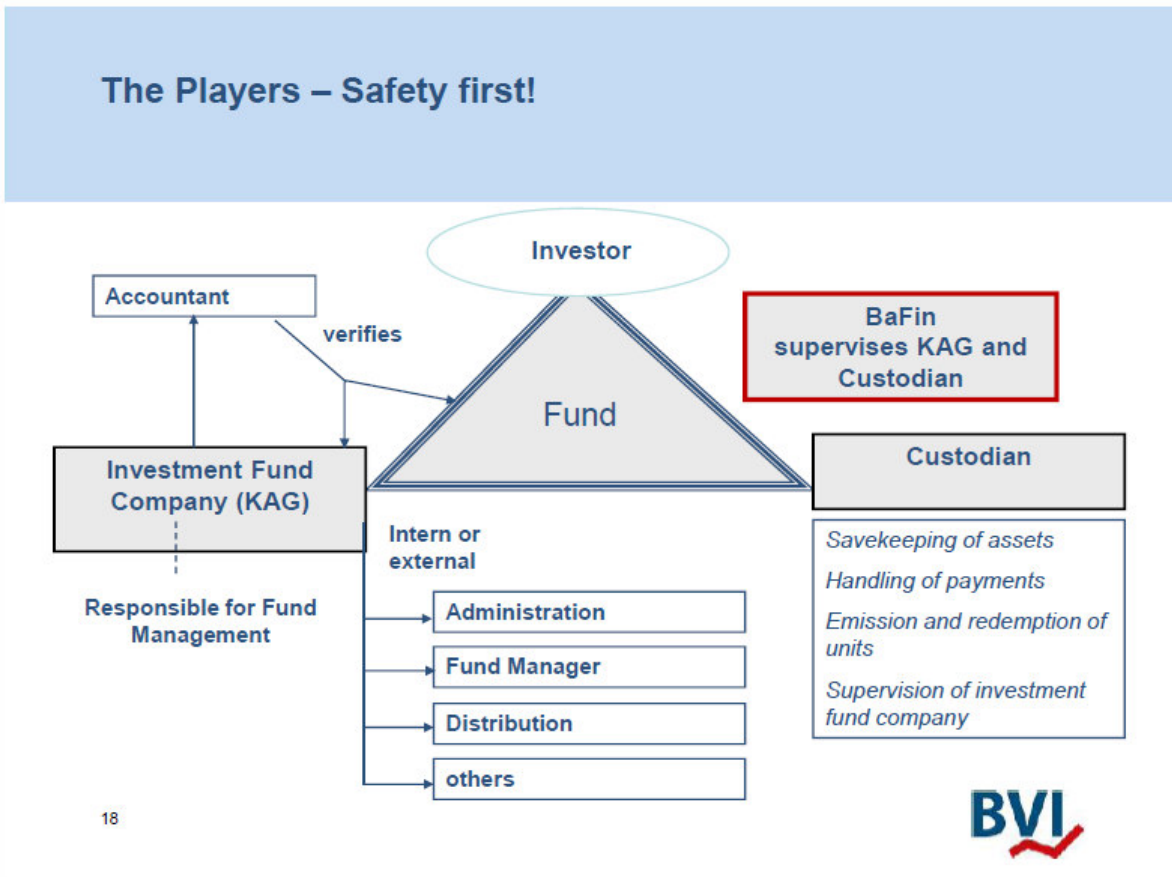
(四)基金投資-安全至上：基金之運作牽涉基金公司、投資人、保管公司等三方，為保障投資人之投資安全，德國訂有相關對基金公司之監督管理措施：

- 1、基金公司除須受會計師查核之外，並應負責基金的管理，包括行政、基金經理人、通路之管理等。而保管公司須負責保管資產、處理基金贖回及支付，並監督基金公司。最



後，為確保基金公司及保管公司之正常運作，德國金融監督主管機關 BaFin (Federal Financial Supervisory Authority) 負起監督基金公司及保管公司之責任，以保障投資人權益。

- 2、除上述對基金公司及保管公司之監理外，其他對投資人保護措施包括：信託基金資產與基金公司自有資產應予分離；基金投資說明書及契約應訂定對基金經理人之限制事項；基金投資人可每日要求贖回基金；每日計算及公開基金淨值；會計報表應具有透明度等。



## 第六節 兩果博斯 (HUGO BOSS)

### 一、HUGO BOSS 簡介：

HUGO BOSS 成立於 1923 年，創辦人為 Hugo Ferdinand Boss，生產工廠設立於德國斯圖加特南面的麥琴根 (Metzingen)，HUGO BOSS 創立初期以生產男裝為主，因德國經濟蕭條曾瀕臨破產危機，至 1930 年代，HUGO BOSS 轉為經營德國突擊隊、黨衛隊制服。

1985 年，HUGO BOSS 在德國掛牌成為上市公司。惟 1991 年時，該公司被義大利時裝集團 Marzotto 以 1.65 億美元取得 77.5 % 之股權，故目前 HUGO BOSS 品牌已於 Boss 家族無關。

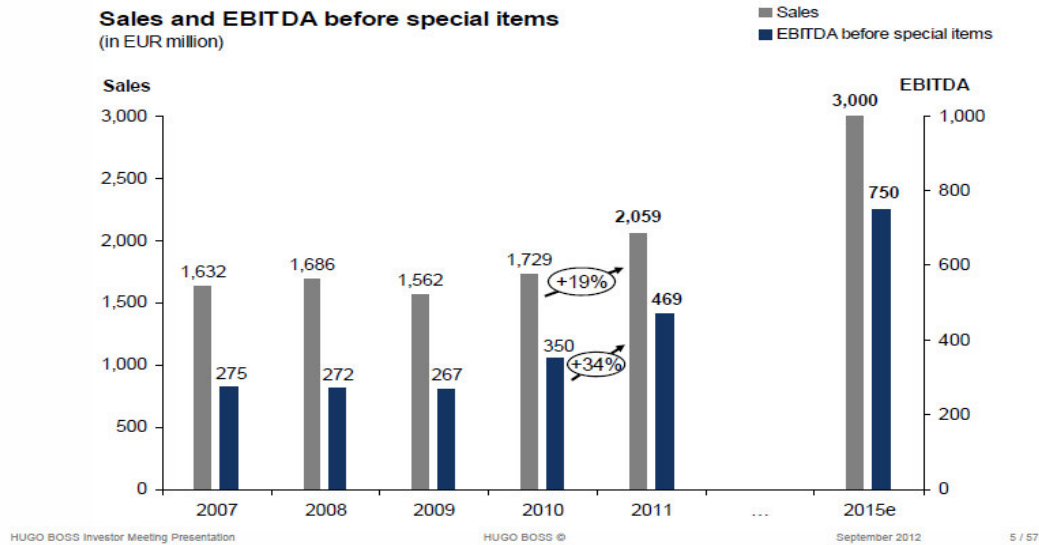
HUGO BOSS 為世界上高檔服飾市場領導者之一，憑藉其品牌形象，產品範圍相當廣泛，包括西裝、晚宴服、運動服、鞋子、皮革飾品、香水、眼鏡、手錶、兒童時裝及機車安全帽等。該公司總部設於德國麥琴根，員工約 11,000 名員工，2011 年，該公司銷售額達 21 億歐元，是世界上最賺錢的服裝製造商之一。

### 二、參訪重點：

在參訪過程中，HUGO BOSS 主要係簡報該集團中期成長目標及策略，並展示該公司 2012 年上半年營運成果，充分展現身為國際企業之經營野心：

- (一) 中期策略目標：2007 年至 2010 年，HUGO BOSS 年度銷售量約維持在 16 億至 17 億歐元。2011 年，銷售量較去年同期成長 19%，達 20.59 億歐元、EBITDA 成長 34%，達 4.69 億元，營業利益率約 23%。該公司預期 2015 年，銷售量可達 30 億歐元、EBITDA 達 7.5 億元，營業利益率 25%。

**Ambitious medium-term targets**



(二)中期成長策略：為達成前開中期成長目標，HUGO BOSS 訂定中期成長策略，並由 4 個面向執行，包括持續強化品牌價值、提高顧客關注度、拓展全球銷售據點、力求卓越的營運效力等。

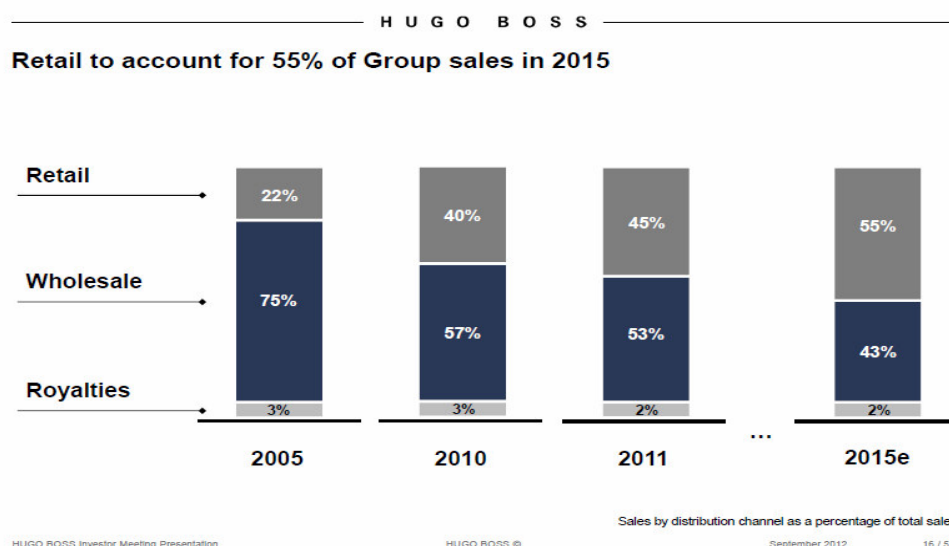
- 1、持續強化品牌價值：HUGO BOSS 旗下分成 5 類品牌，分別為 BOSS BLACK、BOSS SELECTION、BOSS GREEN、BOSS ORANGE 及 HUGO，各自具有特色及其訴求，以迎合不同消費族群之喜好。BOSS BLACK 為 HUGO BOSS 的核心品牌，代表當代優雅風格；BOSS SELECTION 代表 HUGO BOSS 品牌世界裡獨具特色的精美設計，加上以優質材質與精湛手工製作而成的巔峰之作；BOSS GREEN 是以運動風格為主；BOSS ORANGE 傳達的是時尚、隨性、有趣、輕鬆之休閒風格；HUGO 代表潮流品牌，具前衛設計，並搭配簡潔線條及創新外觀。

BOSS	BOSS SELECTION	BOSS GREEN	BOSS ORANGE	HUGO
<b>BOSS BLACK</b> Menswear Womenswear Accessories Kidswear	<b>BOSS SELECTION</b> Menswear Accessories	<b>BOSS GREEN</b> Menswear Womenswear Accessories	<b>BOSS ORANGE</b> Menswear Womenswear Accessories	<b>HUGO</b> Menswear Womenswear Accessories

2、提高顧客關注度：HUGO BOSS 為加強全球對其品牌形象之認可，除透過密集的市場行銷，包含傳統形式之廣告，及社交網路鎖定特定目標族群進行行銷之外，並積極贊助優質體育及文化等活動，在運動方面諸如帆船運動，高爾夫和 F1 賽車比賽等，以動態，完善及精確的傳遞品牌價值。而在文化贊助活動上，亦強調藝術與時尚之間的相似性、美學和創造性。

3、拓展全球銷售據點：

(1) HUGO BOSS 目前在全球 124 個國家銷售其產品，多達 6,300 個銷售據點，其中，專賣店的銷售點對於該公司業績成長之重要性不斷增加。2005 年，該公司 75% 銷售量來自於批發、22% 來自於零售，至 2011 年，零售的銷貨收入已提高到 45%，該公司預估，至 2015 年，零售收入比重將大於批發，達 55%。顯示擴增零售據點，將更有利於未來銷售目標之達成。



(2) HUGO BOSS 在體認到零售據點之重要性之後，持續在全球新增銷售據點。至 2012 年 6 月底，零售據點已較 2011 年底新增 87 處，主要集中在歐洲區，增加 62 處，其次為亞太區，新增 19 個據點，美洲區則僅增加 6 處。可見，

在中國大陸近年來經濟成長，帶動民眾消費力大幅增加之狀況下，HUGO BOSS 也愈來愈重視並加強拓展亞洲區消費市場，除在大陸北京舉行亞洲最大的時裝秀外，並邀請影星周潤發擔任品牌代言人。2012 年 4 月及 5 月，HUGO BOSS 分別在北京中華城及台北 101 大樓正式開幕。

HUGO BOSS

Target to open around 70 new stores organically in 2012

Number of own retail stores as of June 30, 2012  
(December 31, 2011: 622):

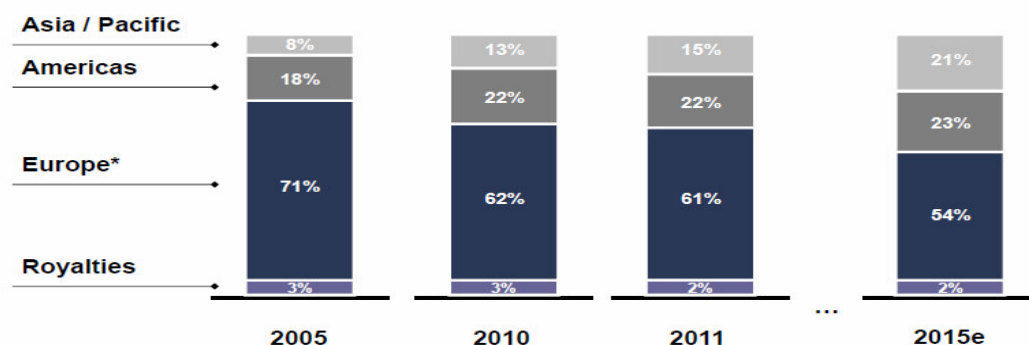


\* Incl. Middle East / Africa  
HUGO BOSS Investor Meeting Presentation HUGO BOSS © September 2012 18 / 57

(3) 從地域上分析，HUGO BOSS 預估，歐洲區銷售量占總銷售金額之比重將逐漸下降，從 2005 年的 71%，降至 2015 年約 54%，而亞太地區銷售量之比重則逐年上升，從 2005 年的 8%，成長至 2015 年的 21%。

HUGO BOSS

Significant global growth opportunities



\* Incl. Middle East / Africa  
HUGO BOSS Investor Meeting Presentation HUGO BOSS © September 2012 26 / 57

(4)除持續擴展實體據點外，在網路普及化，以及民眾愈來愈習慣線上購物之趨勢下，網路購物成為 HUGO BOSS 有利的銷售通路。線上通路的銷售量在 2008 年僅 50 萬歐元，至 2011 年，已成長到 3,300 萬歐元，預估到 2015 年，可擴充到 1.5 億歐元之規模。為達上述目標，HUGO BOSS 亦持續提升線上購物之順暢度、增加產品種類及展示等服務。

4、力求卓越的營運效力：與流行相關之產業日新月異，故服飾時裝產品之生命週期很短，為搶占市場先機，服飾品牌業者除須具備創造及引領時尚的眼光之外，亦須具有縮短生產製造流程之能力。為因應此一行業特性，HUGO BOSS 發展出一套成長策略，以加強生產及銷售之管理，透過市場銷售情況所得到的反饋，有效將產品從開發到銷售所需之時程，由過去 50 週縮短至 38 週，包括對過去銷售數據進行系統性的判讀，以作為未來開發新產品的參考、多方蒐集消費者偏好、進行主動式銷售管理等。另過去產品上架及銷售多以「春夏」及「秋冬」兩大區塊劃分，並以每年 1、2 月及 7、8 月為主要銷售月份，為更有效將季節變化反映在銷售商品上，以即時掌握消費者需求，現在該公司則順應消費者實際消費模式，彈性配合 4 個季節推出產品。

(三) 2012 年上半年營運成果：2012 年上半年銷售量為 10.92 億歐元，毛利 6.73 億歐元，毛利率達 61.6%，淨利為 1.37 億歐元，每股盈餘（Earnings Per Share，EPS）為 1.94 歐元，均較去（2011）年同期有 2 位數以上之成長，顯示該公司經營策略已有成效。

<b>in EUR million</b>	<b>H1 2012</b>	<b>H1 2011</b>	<b>Change in %</b>
<b>Net sales</b>	<b>1,092.1</b>	<b>944.6</b>	<b>16</b>
<b>Gross profit</b>	<b>672.9</b>	<b>572.3</b>	<b>18</b>
in % of sales	61.6	60.6	1.0 pp
Selling and distribution expenses	(380.1)	(314.1)	(21)
Administration costs and other operating income and expenses	(104.1)	(96.5)	(8)
<b>Operating result (EBIT)</b>	<b>188.7</b>	<b>161.7</b>	<b>17</b>
in % of sales	17.3	17.1	0.2 pp
Financial result	(8.2)	(8.5)	4
<b>Earnings before taxes</b>	<b>180.5</b>	<b>153.2</b>	<b>18</b>
Income taxes	(43.3)	(36.7)	(18)
<b>Net income</b>	<b>137.2</b>	<b>116.5</b>	<b>18</b>
Attributable to:			
Equity holders of the parent company	134.1	113.1	19
<b>Earnings per share (EUR)*</b>			
Ordinary share	1.94	1.63	19
<b>EBITDA before special items</b>	<b>226.3</b>	<b>195.0</b>	<b>16</b>
in % of sales	20.7	20.6	0.1 pp

\* Basic and diluted shares

## 第七節 保時捷 (Porsche)

本次金融暨管理研習團最後參訪位於德國南部斯圖加特市 (Stuttgart) 之著名汽車品牌保時捷總部，並就保時捷與福斯汽車集團 (Volkswagen AG) 之整併過程等主題作一瞭解。

### 一、整併過程概述：

保時捷與福斯汽車集團之整併，從 2005 年由保時捷以小吃大收購福斯汽車股份開始，到 2012 年 8 月落幕時最後反由福斯拿下保時捷 (Porsche AG) 所有股份，保時捷併入福斯汽車集團，整個過程長達 7 年的時間。

### 二、購併緣由：

#### (一) 保時捷與福斯兩車商的歷史淵源關係深厚：

其實設計出經典福斯金龜車款的工程師即為保時捷的創辦者費迪南·保時捷 (Ferdinand Porsche)，且保時捷從設立之初便有許多產品以與福斯車輛零件及技術共用的方式，來降低開發的成本；而近年來重要的汽車產品更是與福斯有緊密的共同開發與共用產線關係。此外，前揭保時捷創辦者費迪南·保時捷，係現任保時捷監事會主席沃爾夫岡·保時捷 (Wolfgang Porsche) 的祖父，也是前福斯汽車集團執行長、現任福斯汽車監事會主席 (Chairman of Supervisory Board) 費迪南·皮耶 (Ferdinand Piech) 的外祖父，兩車廠可說具有車界表兄弟關係。

#### (二) 保時捷蒸蒸日上，福斯則面臨經營困境：

保時捷在 1990 年代積極導入精實生產系統及全新管



理，全面改革了保時捷的公司體質，已發展成為全球最成功的車廠；反觀，福斯汽車雖大舉擴張，成為一個旗下擁有包括奧迪（Audi）、藍寶堅尼（Lamborghini）、Skoda 等眾多品牌的汽車集團，盼以規模優勢降低生產成本達成獲利目標，然眾多品牌互相干擾經營不易，使集團發展不如預期，且旗下若干品牌亦發生虧損狀況，種下經營危機。以當時 2006 年的統計，保時捷年產近 10 萬輛，年度獲利卻高達 58.6 億歐元，反觀同期間福斯汽車雖年產近 600 萬輛，產量規模為保時捷的 60 倍，但獲利卻僅 27.5 億歐元不到保時捷的一半。

(三) 德國國民汽車法當時面臨被修正廢除的局面：

在二戰前由國家資源所成立的福斯汽車，負有生產國民車以及提供就業的國家任務，並受德國國民汽車法（Volkswagen Law）法律保護防止被海外投資者惡意收購，因歐盟成立後，在歐盟商業法令下被迫開放，可能成為私募基金或其他財團之收購投資標的。也因當時如上述福斯汽車正面臨集團下眾多品牌之經營困境與虧損，只要能公開收購福斯汽車股份獲得主控權，再進行分拆為不同的事業單位後出售，將可望獲得豐厚利潤，然這對於與福斯汽車有著緊密的共同開發與共用產線關係的保時捷而言將是極大的風險，倘福斯汽車落於市場投資者外人之手，不論是否分拆，恐將均對保時捷的生產與經營產生不利的影響。

**三、購併過程：**

(一) 購併角色說明：除製造保時捷跑車的保時捷（Porsche AG）車廠及福斯汽車集團（Volkswagen AG）外，尚有

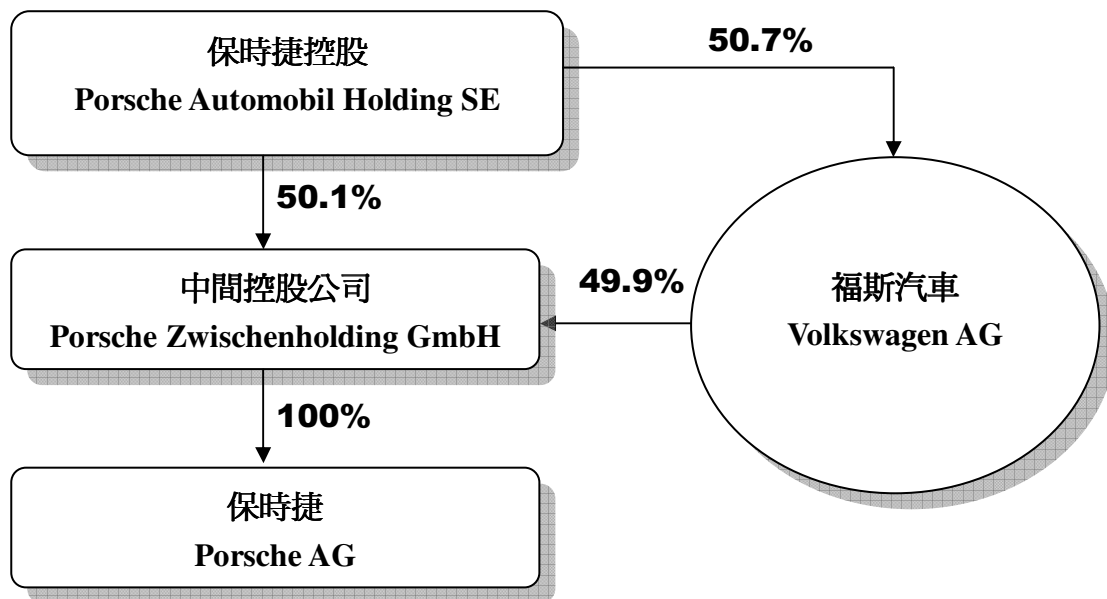
一家於 2007 年成立的保时捷控股 (Porsche Automobil Holding SE)，係由保时捷 (Porsche) 家族、皮耶 (Piech) 家族及卡達主權基金 (Qatar Holdings) 所持有的控股公司；保时捷控股透過一中間控股公司 (Porsche Zwischenholding GmbH) 持有保时捷 (Porsche AG)。

(二) 保时捷欲收購福斯汽車功敗垂成：

保时捷為確保經營穩定並擴展車業版圖之考量，除了在 2005 年買下福斯汽車 18.53% 的股票，舒緩福斯汽車困境的同時亦確保雙方穩定緊密的合作關係，於 2007 下半年為管理保时捷事業及所持福斯汽車股份並成立保时捷控股，截至 2009 年初保时捷控股成功取得福斯汽車 50.7% 的股權，並將收購目標定在 75% 的絕對控制權上，達成以小吃大的企業合併。

在 2009 年初，保时捷控股雖已取得福斯汽車逾半股權，但因福斯汽車所在地的德國下薩克森 (Lower Saxon) 州政府擁有 20% 股份並因上揭所述國民汽車法 (Volkswagen Law) 而握有「少數否決權」，爰當時保时捷控股實際仍未取得福斯汽車控制權。

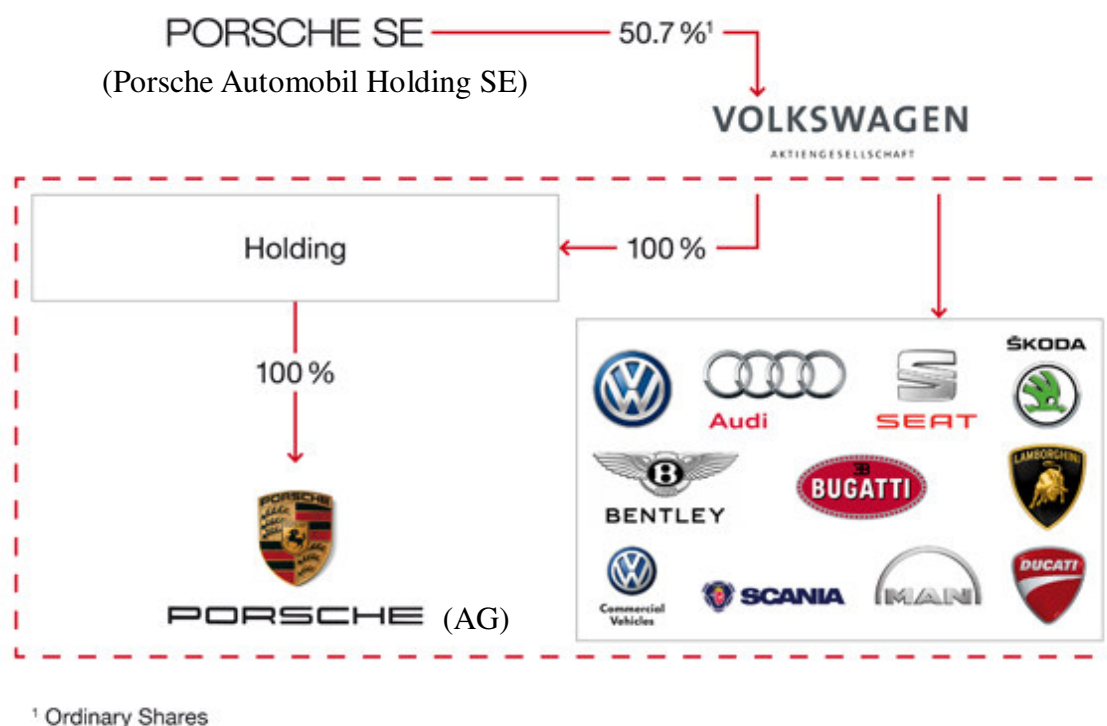
然 2008 年金融風暴產生的後勁開始打亂一切規劃，為福斯汽車的反攻提供契機，全球經濟衰退讓保时捷銷量大幅下滑，保时捷控股自有資金運用抓襟見肘，並因強勢合併帶來超過 100 億歐元的巨額債務，終使保时捷控股在 2009 年中不敵財務壓力，不得不放棄收購福斯汽車的計劃，轉為與福斯汽車洽商合併。至此，合併案的方向開始逆轉，最終，福斯汽車在 2009 年底以 39 億歐元代價收購取得保时捷 (Porsche AG) 49.9% 的股份。



(三) 福斯汽車拿下保時捷 (Porsche AG) 所有股份：

3 年後至 2012 年 7 月 5 日，福斯汽車已就收購保時捷控股 (Porsche Automobil Holding SE) 所握有保時捷 (Porsche AG) 剩餘 50.1% 的股權達成協議，兩家公司 7 年來的併購波折也劃下句點。福斯以 44.6 億歐元 (約新臺幣 1652 億元) 收購尚未持有的 50.1% 保時捷股份，並終於在 2012 年 8 月 1 日完成股權收購。至此，福斯汽車通過一家中間控股公司 (Porsche Zwischenholding GmbH) 持有保時捷 100% 的股份。

## Current Holding Structure



(擷取自保時捷控股網頁 [www.porsche-se.com/pho/en/porschese/holdingstructure/](http://www.porsche-se.com/pho/en/porschese/holdingstructure/)並增註括號處作部分編輯)

## 四、購併結果：

最終購併結果，保時捷控股除獲得 44.6 億歐元資金的挹注，也獲得了福斯汽車集團象徵性的 1 股股份，象徵代表保時捷 (Porsche AG) 其實非被收購，而是一種合併。雙方表示，合併將創造 3.2 億歐元的成本淨綜效。完成交易後，保時捷 (Porsche) 品牌正式加入藍寶堅尼 (Lamborghini)、奧迪 (Audi) 等名車行列，成為福斯汽車集團旗下的品牌之一。此外，保時捷控股即便將保時捷 (Porsche AG) 股份已全數出售予福斯汽車，因保時捷控股本身仍為獨立企業且並仍持有福斯汽車 50.7% 的股份，從某層面來看，保時捷控股將仍對保時捷 (Porsche AG) 的發展具有一定的影響力。

## 第四章 心得與建議

### 第一節 心得

本次海外研習參訪重點主要分為兩部分，其中一部分聚焦在國際金融情勢及資產投資等財務金融領域，包括衍生性商品研習課程及參訪歐洲央行等機構；另一部分則讓學員有接觸雨果博斯（HUGO BOSS）及保時捷（Porsche）等國際企業之機會。

隨著資訊傳播快速，全世界聯繫不斷增強，國與國之間在經濟貿易上的依存度愈來愈高，使資金跨越了國界的限制，有更多的投資機會。惟在全球化的趨勢之下，原本存在於各國之間的單一事件，可能使全球受到波及，而提升其嚴重度，諸如 2008 年雷曼兄弟倒閉事件產生的全球金融海嘯，以及延續至今的歐債危機等。本次參訪歐洲央行及德盛安聯資產管理公司，重點都集中在歐債危機的發展，顯示歐債危機已成為全球景氣是否回升的重要因素之一。歐元區僅有貨幣同盟，而不具財政同盟之特性，無法有效約束會員國不斷增加負債的情況，亦無法改善其經濟體質，本次歐債危機的爆發即突顯了歐元體制的脆弱本質。現階段歐洲央行除繼續提供紓困方案，並嚴格限制會員國財政預算，以解決燃眉之急外，後續如何導正歐元區財政問題，也考驗著歐元區首長們的智慧。

而隨著交易技術之升級及多元交易管道之發展，例如高頻交易、另類投資及黑池交易等匿名場外交易之發展及大幅成長，已有逐步瓜分集中交易市場客戶之情形，對證券或期貨交易所而言不啻為一潛在之威脅，為避免現有客戶之流失，近年世界各國之主要交易所無不戮力進行合併、組織改造、會員獎勵計畫及交易服務效能之升級，以強化其競爭優勢，本次參訪德國

證券交易所及 EUREX 交易所亦不例外，雖該等交易所已為歐洲主力之證券及期貨交易所，仍持續不斷強化其 IT 及交易服務，吸引國外會員加入，並積極推展國外業務，放寬管制規範及簡化申請流程，爭取新興市場國家（尤其為中國大陸）之潛力公司掛牌交易，以深化其既有優勢。

除此之外，本次參與海外研習團的其他學員均是來自證券交易相關單位及金融業界機構的優秀專業精英，藉由本次海外參訪過程彼此互動，有很多機會可以就其專業領域有所瞭解並就工作經驗分享交流，亦瞭解自身尚有許多不足值得加強改進之處，見賢思齊應予仿效並更加督促應加強自我學習。

## **第二節 建議**

歐債危機的發生，直接對全球經濟造成衝擊，對臺灣而言，因臺灣為出口導向國家，歐債危機使全球經濟發展減緩，造成臺灣主要市場出口成長下滑，連帶對臺灣經濟成長及股市也產生不利影響。所幸臺灣銀行對歐債曝險額不高，且全體銀行 101 年第 3 季平均資本適足率為 12.41%，尚具有承擔風險之能力，爰臺灣銀行業除適度調節投資部位分散風險，並持續加強資本結構及健全經營能力，以因應歐債危機可能造成的損失外，為降低歐債危機對臺灣企業之衝擊，銀行業亦宜擔負社會責任，對營運正常但有財務周轉需要的企業，提供協助處理機制，以確保企業資金供應穩定，共渡歐債危機。

而有關臺灣證券市場方面，邁向國際化、持續改善交易結算制度，及吸引外資來台等項目，一直是我國市場監理之重要政策，亦為金融監督管理委員會督導臺灣證券交易所及臺灣期貨交易

所之重要業務目標，如近年證券交易所積極吸引海外公司來臺掛牌而放寬許多管制措施，及期貨交易所開放鉅額交易等規劃，皆為吸引外資或法人參與國內市場之機制，與德國證券交易所及歐洲期貨交易所（EUREX）之相關作法立意相似，爰本次參訪所汲取之國際經驗，未來亦可以作為相關制度變革之借鏡與參考。