

出國報告（出國類別：進修）

金融監督管理委員會  
選送國際人才培育計畫  
赴英國華威大學進修

服務機關：金融監督管理委員會證券期貨局

姓名職稱：吳吟咨專員

派赴國家/地區：英國

出國期間：106年9月25日-107年9月16日

報告日期：107年12月6日



## 摘要

資本市場之發展目的，係為發展國民經濟並保障投資，經濟與財務理論是否能為實務現象提供解釋，及實務運作與理論之差異來源，為學界持續努力方向，以作為政策制定者之參考。

主管機關配合實務發展，與時俱進研議與推行政策，另為拓展國際視野，爰累積一段工作經驗後選擇赴英國華威大學(The University of Warwick)進修財務與經濟碩士(MSc Finance and Economics)學程。

資訊揭露是公司治理原則之一，可降低資訊不對稱風險，亦能使公開發行公司受到市場有效監督，以保障投資人權利，促進資本市場發展。而董監酬金是否能與公司績效連結也是邇來投資人關心的重點，個別董監事等薪酬資訊透明化與合理訂定也已納入本會「新版公司治理藍圖(2018~2020)」之具體措施，爰就英國董監薪酬做實證分析。

透過理論學習、實務資料分析及參訪過程中，瞭解近期資本市場發展趨勢，以及英國制度推動情形的過程中，也體認到制度導入與推動過程中，與國際接軌的同時，並應兼顧我國資本市場特色，俾利政策發揮最大效果。



## 目次

壹、進修目的.....	1
貳、進修過程.....	1
一、華威大學簡介.....	1
二、進修課程內容摘要.....	3
參、論文研究主題－英國企業績效、公司治理程度與 CEO 薪酬之關聯.....	12
一、簡介.....	12
二、實證結果.....	13
肆、參訪行程.....	14
一、英國金融行為監理總署與 Parmenion.....	14
二、倫敦證券交易所(London Stock Exchange).....	14
伍、進修心得與建議.....	15
一、心得.....	15
二、建議.....	16
陸、附錄.....	17
附件一、倫敦證券交易所簡報資料.....	17
附件二、課程內容大綱.....	17



## 壹、進修目的

承蒙本會推動「金融監督管理委員會選送國際人才培育計畫」，並由衷感謝長官支持，職得有機會赴英國華威大學(The University of Warwick)進修財務與經濟碩士(MSc Finance and Economics)學程。

職自加入本局以來，有幸歷練證券商管理組及證券發行組等單位，接觸有價證券承銷及發行等業務，以及證券商與公開發行公司的財務業務監理，從中學習及強化相關專業知識。過去求學期間在財政學系所學除以會計、經濟與稅法等學科為基礎，並涵蓋部分金融相關課程，然面對業務上的挑戰屢覺自身能力不足，且隨著科技日新月異，金融市場的變化也跟著加快腳步，國際金融事件與經濟環境變化對我國資本市場之影響日漸深遠，職也逐漸思考如何提升專業知識、培養批判性及宏觀角度思考，並增進國際視野，期能在累積的工作經驗上注入新的思維。

華威大學商學院開設之財務與經濟碩士學程，課程設計係架構於經濟學及數理基礎之上發展之金融學程，師資由商學院與經濟系組成，結合理論與實務應用，適合未來有志朝資產管理、公司治理、金融監管、經濟與財務顧問等方向發展之申請者，考量自身學習背景，爰決定進修該學程，期能延伸過去所學並結合工作經驗，俾利學以致用，以面對未來工作挑戰。

## 貳、進修過程

### 一、華威大學簡介

華威大學創立於1965年，是最早和工商業界建立密切聯繫的高等學府，自1980年起就一直長期居於英國大學排名前10名之列，也是英國24所研究型大學組成的羅素集團(The Russell Group)成員之一，並與牛津大學、劍橋大學、倫敦政治經濟學院、帝國理工和倫敦大學名列世界各地投資銀行認定之六所英國「目標大學」(Target Schools)<sup>1</sup>，2017學年約有26,500餘名在校生及近6,500名教職員，包括來自150個國家和地區海外留學生約

---

<sup>1</sup>參考網站：<https://zh.wikipedia.org/wiki/%E5%8D%8E%E5%A8%81%E5%A4%A7%E5%AD%A6>

9,800 餘名<sup>2</sup>。

該校位於英國英格蘭中部的考文垂 (Coventry)，與英國三大城市倫敦、曼徹斯特和伯明罕，均保持在 90 分鐘的交通圈內。華威大學商學院 (Warwick Business School) 成立於 1967 年，是英國第一家取得 EQUIS (EFMD, 歐洲)、AMBA (英國) 及 AACSB (美國) 三重國際認證的商學院<sup>3</sup>。華威大學相較其他知名大學校史不長，然該校及其商學院之學術成就已獲得國際認可，其商學院之財務金融碩士學程於 2018 年 QS 世界大學名列同類科第 17 名；經濟碩士學程於 2018 年 QS 世界大學名列經濟與計量類科第 30 名。

### QS World University Rankings 2018

Masters in Finance <sup>4</sup>			By Economics & Econometrics <sup>5</sup>		
Rank	School name	Location	Rank	School name	Location
1	London Business School	US	1	Harvard University	US
2	MIT (Sloan)	US	2	MIT	US
3	HEC Paris	US	3	Stanford University	US
4	Oxford (Said)	UK	4	University of California, Berkeley (UCB)	US
5	UC Berkeley (Haas)	US	5	Princeton University	US
...	...	...	...	...	...
14	Toronto (Rotman)	Canada	25	Cornell University	US
15	Erasmus (RSM)	Netherlands	26	London Business School	UK
<b>17</b>	<b>Warwick Business School</b>	UK	27	University of British Columbia	Canada
18	Manchester (Alliance)	UK	28	The Hong Kong University of Science and Technology	HK
19	Stockholm School of Economics	Sweden	29	The University of Tokyo	JP
20	WHU (Otto Beisheim)	Germany	<b>30</b>	<b>The University of Warwick</b>	UK

<sup>2</sup>參考網站：<https://warwick.ac.uk/about/profile/essentialwarwick.pdf>

<sup>3</sup>參考網站：<https://zh.wikipedia.org/wiki/%E8%8F%AF%E5%A8%81%E5%95%86%E5%AD%B8%E9%99%A2>

<sup>4</sup>參考網站：<https://www.topuniversities.com/university-rankings/business-masters-rankings/finance/2018>

<sup>5</sup>參考網站：<https://www.topuniversities.com/university-rankings/university-subject-rankings/2018/economics-econometrics>

## 二、進修課程內容摘要

華威商學院財務與經濟碩士學程為期 1 年，分為 3 個學期，涵蓋 6 門必修、2 門選修，以及一篇 8,000 字論文，單科課程各占 15 學分，論文占 60 學分，合計 180 學分。

本系必修課程包括金融、經濟與計量學科各 2 門，如第 1 學期之企業財務管理、資產定價與投資學、個體經濟學及計量經濟學，與第 2 學期之實證財務及總體經濟學，並開設大數據分析、行為財務學等選修課程<sup>6</sup>。第 3 學期則由學生主動聯繫或依系上公布之研究方向清單遞交志願序分配指導教授，再依研究方向繳交相關論文計畫，以利著手論文寫作。

學校亦安排語言課程協助非英語系國家學生了解學術英語用法，並提供 Excel 及統計軟體如 Stata、Python 等應用課程，供學生選讀。另系上為協助學生銜接課程與強化數理基礎，入學前即提供基礎財務管理線上課程供學生自修，入學當週並安排線性代數、統計等相關數學課程，並於周五安排測驗，以驗收測試學習效果。以下簡要介紹進修期間修讀課程：

### (一) 企業財務管理 (Corporate Financial Management)

本門課由 Jana Fidrmuc 教授授課，課程評分方式為兩次小考(各占 10%)及期末考試(80%)。本門課在單一價格法則 (Law of one price) 與無套利價格(no-arbitrage price)的基礎上，介紹風險中立評價法 (risk-neutral valuation)，從企業最適資本結構的 MM (Modigliani and Miller)理論、加權平均資本成本(weighted average cost of capital, WACC)，進一步放寬 MM 理論假設、加入不確定性，到資本預算逐步介紹企業融資及投資決策，進一步了解風險管理、股利政策、代理成本、經理人薪酬結構及公司治理等理論及相關機制。

課程後半之資本預算主題中運用理論進行實際案例之決策分析與比較，得以一探究竟理論如何連結至實務決策。每週課後作業皆為課堂內容之應用變化，實習課時講解加深學習效果，並延伸連結至次一週課程，兼具複習與預習之效果。

---

<sup>6</sup>參考網站：<https://www.wbs.ac.uk/courses/postgraduate/finance-and-economics/details/#more>

## (二) 資產定價與投資學 (Asset Pricing and Investments)

本門課由 Gi Hyun Kim 教授授課，課程評分方式為團體報告(20%)兩次小考(各占 10%)及期末考試(60%)。本門課介紹金融市場與股票、債券、選擇權等風險性資產定價理論，如資本資產定價模型 (capital asset pricing model, CAPM)、套利定價理論(arbitrage pricing Theory, APT)、預期理論(expectation theory)、二項式選擇權評價模式(binomial option pricing model)等，並介紹效率市場假說與 CAPM 理論檢定。

本課程透過分組書面報告方式進行資料實證分析，重現與應用文獻分析方法，以 1992 年 7 月至 2005 年 6 月間 50 檔個股資料為基礎，進一步了解 CAPM 與 Fama-French 三因子模型理論是否能有效解釋股價的形成，市場是否存在小公司效應(small firm effect)或價值效應(value effect)等違背效率市場假說的現象，最後並延伸比較該二模型對股價超額報酬之預測能力。

報告準備過程同時也須運用軟體分類及組合樣本、計算滾動式 Beta、操作回歸模型、樣本外預測方法(out-of-sample forecasting)，從中能更全面地了解資產定價理論的運作，並主動學習 Stata 軟體之程式語言。此外，小組成員係依據系上分配之各國籍學生組成，每組 5 人，多數由 3 個以上不同國籍組成，在為期近 4 週的團隊合作中，更有機會在課餘時間與來自其他國家同學一起腦力激盪、進度控管、調整分工、相互支援以共同達成目標，實為難得的互動經驗。而最後小組報告之個人分數再依據團體報告分數就組員互評(peer assessment)結果微調加減分，以激勵成員表現。

## (三) 計量經濟學 (Econometrics)

本門課由 Miguel Almunia 與 Gianna Boero 教授授課，課程評分方式為一次小考(20%)及期末考試(80%)，著重實證資料量化分析工具

的掌握。

前半段課程從迴歸分析的理論架構、參數估計偏誤改善方法(異質性檢定、虛擬變數、工具變數等),開展到兩階段最小平方法(two-stage least squares)、不連續迴歸設計(regression discontinuity design),並介紹追蹤資料(panel data)分析方法如差異中差異方法(difference-in-difference method),及受限應變數(limited dependent variables)模型如線性機率(linear probability)、Probit、Logit 模型等之特性與比較。

後半段課程從時間序列分析導入自我回歸(autoregressive, AR)與移動平均(moving average, MA)模型之建構、估計、檢定及預測,非定態(nonstationary)時間序列的處理與檢定、共整合(cointegration)關係與誤差修正模型(error correction model)理論介紹等。

每週課後作業均要求操作 Stata 軟體以運用所學理論方法進行實證資料分析,並協助我們逐步建構實務結果分析能力,並強化學習效果。期末筆試則通盤檢測對統計實證分析方法的觀念與實證結果的解釋能力。透過本門課也逐步摸索學習先前沒學過的 Stata 軟體,同時在資產定價與投資學的團體報告中加以應用。

#### (四) 個體經濟學 (Microeconomics)

本門課由 James Choy 教授授課,課程評分方式為一次小考(20%)及期末考試(80%)。課程從基礎消費者理論(consumer theory)出發,推展至一般均衡理論(general equilibrium),逐步導入行為經濟學有關之非理性決策分析之形成原因,另在不確定性與保險契約理論及賽局理論等,亦檢視及呼應實務運作與理論差異,另透過課後習題強化理論運用及邏輯分析,筆試過程再次檢視課程所學是否融會貫通。

本課程雖然部分與過去所學重疊,但因為系上學生背景多與經濟系相關,教授上課進度更偏重以邏輯性思考經濟個體間的行為互動,

如時間不一致性與 Quasi-Hyperbolic 折現模型使得決策者選擇眼前金額較小的回報，也不要日後價值較高的報酬，解釋為何人類缺乏自制力而難以實現長期規劃的現象。又推力(nudge)理論主張在稟賦效果(endowment effect)下，人們傾向維持在一開始被分配的資源水準，即使有選擇權也未必會選擇改變，因此透過政策的推動(如勞退基金帳戶提撥)，可以引導實現更好的自我控制，而無須扭轉人性。

另課程後半段的賽局理論從完全資訊之靜態賽局(Nash 均衡)出發，逐步延伸至不完全資訊靜態賽局、(不)完全資訊動態賽局、重複賽局，並導入決策者偏好、拍賣價格策略、最適教育水準之應用等，完整呈現賽局理論的各項層面，相當富有變化及挑戰性。

#### (五) 實證財務 (Empirical Finance)

本門課由 Daniele Bianchi 教授授課，課程評分方式為兩次小考(各占 10%)及期末考試(80%)。本門課以上學期計量經濟為基礎，介紹金融市場時間序列之分析與模型選擇，並進一步了解風險模型之建構、檢定及預測，與風險值(value at risk, VaR)之衡量。

其中風險模型建構是資產報酬實證分析的重要工具，如風險矩陣(RiskMetrics)、自我迴歸條件異質變異模型(auto regressive conditional heteroskedasticity model, ARCH)以捕捉資產報酬序列波動的群聚現象與極端值，另相關應用模型如 GARCH (generalized ARCH)、EGARCH (exponential GARCH)、GJR (由 Glosten, Jagannathan 及 Runkle 提出)、GARCH-M (GARCH in mean)、NIF (news impact function)模型業陸續被提出，並透過概似比檢定(likelihood ratio tests)來做模型比較選擇的依據。

最後在考量資產組合與資產間風險外溢效果(volatility spillovers)下，介紹共變異法(covariance models)、固定條件相關(constant conditional correlation, CCC)及動態條件相關(dynamic conditional correlation, DCC)模型，以及因素模型(factor model)

與主成分分析(principal component analysis)方法及應用等。

每週課程均搭配市場股價指數或比特幣報酬為實務案例，實習課時並結合 Python 軟體講解分析金融市場資料以瞭解理論應用，同步介紹軟體操作與編輯程式語言，加深學習效果。整學期課程讓學生對市場風險分析的理論與實務有全面的瞭解，同時還對統計軟體 Python 有初步的概念。

#### (六) 總體經濟學 (Macroeconomics)

本門課由 Stefania Paredes Fuentes 教授授課，課程評分方式為一次作業(5%)、一次小考(15%)及期末考(80%)。課程前半介紹長期經濟成長的因素與模型，從新古典 Solow-Swan 成長模型(又稱外生經濟成長模型)到內生成長模型與熊彼得成長(Schumpeter growth)提出之破壞性創新(creative destruction)，探討技術進步與創新的來源，解釋為何成熟國家與開發中國家之經濟發展差距未收斂而擴大的原因。

後半則以較短期角度，從總合需求之 IS 曲線及菲利浦曲線出發，探討總體經濟之消費、投資、就業與通貨膨脹率之形成，再加入央行貨幣政策之傳遞機制與貨幣法則(monetary rule)推導等，展開以該三方程式推導央行如何在考量政策執行與發生影響之時間落差下，透過貨幣政策以達成目標通貨膨脹率之下的經濟穩定，亦進一步擴大考量消費者理性預期之下的調整路徑。

課程中並介紹央行採行量化寬鬆(quantitative easing)與負利率等政策之效果，惟因教授參與罷工影響，最後 3 週並未上課，僅提供講義，另由助教於實習課講解課後習題，但仍納入期末考試範圍。罷工期間課程內容雖有過去作業題型可供參考，惟更需倚賴自主學習與閱讀相關資料。

本課程雖然部分內容與過去所學重疊，但更偏重近期總體經濟政策形成與理論，從中更能連結理論與實務運作，也需閱讀相當多期刊

文獻，並理解期間異同，以融會貫通。透過課後習題操作理論運用及模型比較，加深學習效果，評分作業並導入英國央行近期貨幣政策實務運作，刺激學生思考政策發揮效果的過程與路徑。期末筆試並檢視整學期課程的理解程度與應用能力，學習過程需要對過去所學總體經濟學有一定掌握程度，俾利理解箇中理論變化與應用。

### (七) 行為財務 (Behavioural Finance)

財務理論多以效率市場假說出發，主張市場價格能立即完整反映所有資訊，然實際市場運作仍多有異常現象(anomalies)。為進一步瞭解市場運作背後之心理驅動機制，爰選修行為財務理論。本門課由 Swarnava Biswas 教授授課，課程評分方式為個人報告(20%)及期末考(80%)。

本課程相對古典財務理論假設投資人皆為理性與效率市場假說出發，逐步分析造成投資人非理性決策及市場不效率之原因與理論，從多重面向了解造成人性決策偏誤的原因，包括依過往經驗以決策簡捷法(decision heuristics, 詳下述)分析問題、市場套利限制(limits to arbitrage)、過度自信(overconfidence)造成對市場訊息過度反應而形成短期頻繁交易(excessive trading)與價格過度波動(excess volatility)。此外，展望理論(prospect theory)則相對經濟學的預期效用理論(expected utility theory)，在參考基準(reference point)、損失規避(loss aversion)、敏感度遞減(diminishing sensitivity)與可能性比重(probability weighting)的設定下解釋決策判斷偏誤。

個人報告(2 擇 1)則是由行為財務角度分析『長島冰茶(Long Island Iced Tea Corp.)』更名為『長區塊鍊(Long Blockchain Corp.)』後股價飆漲現象。

自 2017 年比特幣價格飆升至 20,000 美元以來，其背後的區塊鍊技術相關投資標的熱度也大幅提升，美國一間名為長島冰茶的飲料公

司，搭乘這波熱潮於 2017 年 12 月 21 日宣布將改名為「長區塊鍊」，當日股價由 2.44 美元一度推升至 9.49 美元<sup>7</sup>，收盤市價 6.91 美元，得以免除市值連續 30 個營業日低於 3,500 美元遭 NASDAQ 強制下市的命運。這不禁讓人想起 2000 年科技泡沫的歷史是否重演，也引起美國主管機關 SEC 關切近期更名或宣布投入區塊鍊業務的公司，並提醒投資人注意投資虛擬貨幣相關股票的風險。

Tversky and Kahneman (1974)<sup>8</sup>提出投資人因為忽略事前機率及樣本大小，而以過去相似經驗或刻板印象判斷投資風險，造成代表性原則偏誤(representativeness heuristic)。代表性原則偏誤也進一步使投資人以偏概全，並相信異常報酬現象將繼續維持而非往平均水準收斂。而區塊鍊技術在媒體頻繁報導之下，其未來廣泛應用的理想與可行性也受到矚目，此時易獲得性偏誤(availability heuristic)<sup>9</sup>也使得投資人產生過度樂觀的判斷。

因此，長島冰茶公司在觀察過去更名為區塊鍊相關公司之股價表現後，決定變更公司名字，而投資人在長區塊鍊公司宣布更名的消息發布後將認為該公司之股價將複製過去其他更名為區塊鍊公司的經驗，而造成該公司股價飆漲。

另一方面，在交易成本考量、缺乏完全可替代標的以及非理性投資熱潮所形成雜訊交易者風險(noise trader risk)，皆使得專業投資人受到套利限制而使得短期效率市場的運作受限，甚至有理性的投機者選擇加入多方投資人，而非站在空方<sup>10</sup>。行為財務理論或許為長區塊鍊的股價飆漲與虛擬貨幣的投資熱潮提供了部分解釋。

---

<sup>7</sup>參考網站：<http://ec.ltn.com.tw/article/breakingnews/2393418>，該公司因市值過低遭 NASDAQ 下市，自 2018 年 4 月 12 日起暫停交易。

<sup>8</sup> Tversky, A. & Kahneman, D. (1974) Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185: 1124-1131.

<sup>9</sup> Baker, H. K., & Nofsinger, J. R. (2010) *Behavioral finance: investors, corporations, and markets*. New Jersey: Wiley.

<sup>10</sup> Shleifer, A. (2000) *Inefficient markets: an introduction to behavioural finance*. Oxford: Oxford University.

## (八) 大數據分析 (Big Data Analytics)

考量大數據分析為近年快速發展之熱門工具，且 Google 等搜尋引擎與網路社群的運用發展漸趨成熟，未來大數據分析技術或可廣泛應於包括金融產業在內的各行各業，爰選修本課程。課程由 Suzy Moat 教授與 Tobias Preis 教授共同授課，評分方式為一次作業(R 程式語言編寫，10%)、個人報告題綱(10%)及個人報告(80%)。

課堂中介紹 Google、Wikipedia、Twitter 等搜尋紀錄之大數據應用與實體統計資料分析，結合網路搜尋行為衡量及預測實體事件如流行性感冒發展、旅遊趨勢、犯罪率預測等，並搭配每週實際操作 R 語言及評分作業逐步建構實務分析能力，並於期末報告中運用該軟體分析線上搜尋行為與實體事件或統計結果之關聯或預測，從中除對大數據的發展有初步的認識之外，作業及報告的完成讓我對該程式、大數據及計量方法的應用有更深刻的了解。

個人報告(題目自訂)則嘗試探討 Google 與 Wikipedia 搜尋 VIX(美國股市恐慌指數)之行為與 XIV(反向追蹤 VIX 之 ETN 商品)交易量之關聯。2018 年 2 月 5 日美國股市閃崩使 VIX 指數大幅飆升，VIX 空方連結標的價格隨之崩跌，隔(6)日 XIV 商品發行公司瑞士信貸宣布依發行契約終止商品買賣，為金融海嘯以來低波動的多頭行情畫下了句點。

透過 Google 與 Wikipedia，以關鍵字為「VIX」之搜尋紀錄建構以日及周為單位之迴歸模型，並納入考量決策時間落差後，發現週統計資料顯示當週的 Google 及前一周的 Wikipedia 搜尋行為對當週的 XIV 交易量分別呈現 1.02%及 0.38%顯著正相關。另以日為單位的資料分析，雖 Google 未提供單日資料搜尋統計數據，然自 Wikipedia 關鍵字查詢紀錄觀之，交易前第 6 日之檢索與當日 XIV 交易量關聯(0.23%)較當日(0.19%)及前一日(0.17%)搜尋行為對 XIV 之交易量影響，雖然微小但相對高之顯著正相關。

即便影響交易決策行為的因素眾多，透過初步迴歸分析，網路關

鍵字搜尋行為雖與投資人決策行為僅存在低度相關，然似乎能提供一個窺見投資人近期動向的工具。而在課程尾聲也看到有關報導揭露劍橋分析公司竊取臉書用戶個資，企圖藉以影響民眾對英國脫歐及美國大選等重大政治事件的態度<sup>11</sup>，更讓職以為未來大數據的影響力將更不容小覷。

### (九) 研究方法與論文 (Research Methodology and Dissertation)

本門課由 Xing Jin 及 Grzegorz Trojanowski 教授授課，課程評分方式為個人報告(20%)、論文計畫(5%)及論文(75%)。

個人報告(2 擇 1)以「IPO 短期及長期異常報酬現象」為主題，目前學界對 IPO 短期溢價及長期折價現象尚無一致解釋，一方面 Fama (1998) 主張在效率市場假說下長期下來 IPO 正報酬與負報酬的現象各半，所觀察到的不效率現象是因為非隨機的樣本選取、期望報酬的模型偏誤與對平均報酬的定義問題而導致；另一方面 Ritter and Welch (2002)則表示因為公司在市場投資人過度樂觀時辦理 IPO，故產生短期溢價但長期折價的現象。

該報告透過事件研究法以 Ritter (1991)<sup>12</sup>研究之 1975 至 1984 年間樣本為對象，與有價證券價格研究中心資料庫(Center for Research in Security Prices, CRSP)提供之加權平均與一般平均指數持股組合報酬比較，檢視與討論股票 IPO 之短期(6 個月)與長期(3 年)表現，結論發現短期異常報酬僅出現在比較基準為一般平均指數之情況下，長期折價現象則出現在與加權平均指數之狀況下，因此傾向支持效率市場假說。

論文主題則考量公司經營績效不彰或虧損，而高階經營者仍獲取優渥酬金之肥貓問題，已受到各國媒體、學者及投資人的關注。本會為促進公司董監酬金合理化及兼顧股東權益，明定公司應於公開資訊

---

<sup>11</sup>參考網站：[https://udn.com/news/story/11922/3044962?from=udn-referralnews\\_ch2artbottom](https://udn.com/news/story/11922/3044962?from=udn-referralnews_ch2artbottom)

<sup>12</sup> Ritter, J. R. (1991) The long-run performance of initial public offerings. *The journal of finance*, 46(1): 3-27.

觀測站及年報充分揭露薪酬政策及董監酬勞，另如符合特殊情況並應於年報個別揭露董監酬金，並擬修法進一步擴大揭露上市櫃公司個別董監事、總經理及副總經理薪酬範圍。

為瞭解英國企業績效及公司治理程度與高階經理人(CEO)薪酬之關聯與影響，爰擬設定論文主題於探討各項董事會組成特性、大股東與機構投資人持股比例、公司治理措施的採行是否能有效強化公司績效與 CEO 薪酬之關聯，內容如下述。

## 參、論文研究主題－英國企業績效、公司治理程度與 CEO 薪酬之關聯

### 一、簡介

隨著公司規模成長茁壯，股東人數增加，企業所有權與經營權逐漸分離，Jensen and Meckling (1976)<sup>13</sup>指出在股東與經理人利益不一致的情況下將產生代理問題。而調和利益衝突的方式之一則是透過薪酬結構的設計，以激勵經理人採取公司價值極大化之行動。然而代表股東監督經理人的董事會卻未必能有效發揮功能、降低代理成本，如何避免「肥貓」現象，並強化董監薪酬與公司績效之連結或制定法規強化公司治理的議題逐漸受到各界關注。

英國公司治理守則可從 1992 年 Cadbury Report 的發布開始，在「遵循或解釋(comply or explain)」的原則下發展，由公司自行選擇是否採行相關措施。1995 年 Greenbury report 及 1998 年 Hampel report 更分別要求經理人報酬之長期激勵計畫(long-term incentive plans)部分應具挑戰性，公司應揭露前五大經理人的薪酬組成明細含股票及選擇權等，London Stock Exchange Combined Code 並整合該等規定做為全體掛牌公司皆須遵循之規範。2003 年英國大藥廠葛蘭素史克(GlaxoSmithKline)執行長 Jean-Pierre Garnier 加薪提案遭股東否決，為英國首件股東否決董監薪酬案例，更顯示

---

<sup>13</sup> Jensen, M. & Meckling, W. (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership. *Journal of Financial Economics*, 3 (4): 305-360.

在資訊揭露下使得股東得以發揮監督功能。

為了解高階經理人薪酬與公司績效之連結是否受不同公司治理程度影響，選擇以 2013 至 2017 年間在倫敦證交所掛牌之 795 家公司、計 2,654 樣本為對象，蒐集 CEO 擔任董事會成員期間、CEO 是否兼任董事長、董事會特性(董事會成員數、非執行董事比例)、股權結構(機構投資人與持股超過 5% 之大股東、CEO 持股比例)，以股東總報酬(total shareholder return)及 ROA 做為衡量公司績效指標，以公司市值與 Tobin' s Q 作為公司規模與成長機會之代表，分析前一年度的公司績效對當年度 CEO 薪酬之影響，再進一步觀察公司(前一年度)董事會與股權結構特性之直接與間接效果。

本研究並排除任期小於 1 年之 CEO，並以有參與董事會之 CEO 為分析對象，另分別就 CEO 之現金薪資(薪水及獎金)、股權連結報酬(股票、選擇權及長期激勵計畫)與總薪酬(現金薪資加股權連結報酬)三者進行觀察各項指標之採行是否強化 CEO 之薪酬績效連結。

## 二、實證結果

經過前述資料的蒐集，並透過追蹤資料模型(panel data model)方法，發現 CEO 的三項薪酬指標皆與公司規模有顯著正相關，然與企業成長機會呈顯不顯著之負相關。這表示與公司未來成長機會無關，大公司傾向提供較高薪酬以吸引優秀 CEO，另結果亦顯示大型企業較傾向使用股權連結報酬。

另一方面，與原先預測結論相左，分析資料顯示 CEO 兼任董事長將能減少 CEO 該三項薪酬水準，並能強化薪酬與總股東報酬之連結。此一情形呼應 Al-Najjar et al. (2016)<sup>14</sup>研究結果，表示因英國公開發行公司之內部公司治理程度較高，CEO 協商能力與影響力受到限制，故無法獲取較高報酬。而持股較高的 CEO 雖有誘因減少績效與報酬關聯，然亦傾向降低 CEO 薪酬水準。

從股東結構觀之，實證結果發現機構投資人與持股超過 5% 之大股東比重

---

<sup>14</sup> Al-Najjar, B., Ding, R. & Hussainey, K. (2016) Determinants and value relevance of UK CEO pay slice. *International Review of Applied Economics*, 30 (3): 403-421.

較高之公司，其 CEO 報酬與公司績效並未有較強之關聯。此外，公司如機構投資人持股較高、非執行董事席次較多或董事會成員較多者，較傾向提高 CEO 之股權連結報酬。

## 肆、參訪行程

### 一、英國金融行為監理總署與 Parmenion<sup>15</sup>

承本局投信投顧組協助聯繫，由本會駐倫敦代表辦事處耿主任培香率蔡稽核少懷及本會選送國際人才培育計畫出國進修人員賴專員旻君及職拜會英國金融行為監理總署 (Financial Conduct Authority, FCA)，蒐集有關雙層股權結構公司(Dual-Class Shares)掛牌、初次代幣發行(Initial Coin Offer, ICO) 及機器人理財顧問(Robo-advisor)等議題之意見。

本會駐倫敦代表辦事處蔡稽核少懷、賴專員旻君及職亦參訪安本標準投資管理倫敦辦公室，由其所屬之 Parmenion 公司之董事長 Mr. Martin Jennings 接見並介紹 Parmenion 設計之機器人理財顧問平臺，與進行意見交流。

### 二、倫敦證券交易所(London Stock Exchange)

#### (一) 倫敦證券交易所簡介

倫敦證交所成立於 1801 年，是歐洲第一大、世界第四大證券交易所，2007 年收購義大利證券交易所後成立倫敦證券交易所集團<sup>16</sup>。其股票集合競價時間為上午 8 時至下午 4 時 30 分，考量時差後與泛歐證券交易所 (Euronext)、德國法蘭克福證券交易所(Frankfurt Stock Exchange)為同步。

---

<sup>15</sup> 參訪內容詳見賴專員旻君 107 年 10 月本會選送國際人才培育計畫赴英國倫敦政治經濟學院進修之出國報告。

<sup>16</sup> 參考網站：

<https://zh.wikipedia.org/zh-tw/%E4%BC%A6%E6%95%A6%E8%AF%81%E5%88%B8%E4%BA%A4%E6%98%93%E6%89%80>

倫敦證券交易所掛牌之公司來自全球超過 115 個國家，另就全球跨境掛牌公司共 1,639 家中，於該證交所掛牌者共 492 家，約占 30%，領先其他如 NYSE、NASDAQ 等主要證交所<sup>17</sup>。

## (二) 參訪摘要

第 3 學期經系上安排參訪倫敦證券交易所，由該證交所提供簡報資料，培訓顧問(Training Consultant) Ms. Tracey Paul-Clark 介紹倫敦證券交易所歷史、初級市場及次級市場實務運作、主板市場及 AIM 掛牌要件、股票成交價格形成機制、監理科技運用等，課程開始並進行有獎徵答，請與會同學猜測當日 FTSE 指數收盤價格，收盤時公布，讓學生對倫敦證交所的實務運作有進一步的認識，並能從另一角度參與金融市場變動。惟講師非來自專責業務部門，故就政策研擬等提問無法提供進一步說明。

## 伍、進修心得與建議

### 一、心得

服務一段時間之後再次進修實為一件難能可貴的經驗，萬分感激長官及同仁的支持與協助，才能完成這次的進修。國外教學風格與獨立生活都是新的挑戰，時間安排的掌握、與來自世界各國同學的互動過程中也增添了不同的體驗，也認識語言能力的重要性。

課程的教學方式雖然與國內相似皆由教授上課為主，然透過課後作業的設計引導學生自主學習，提高課程深度與強度，並搭配實務案例操作軟體，培養學生解決問題的能力，以達到學以致用的效果，也逐步提升規劃執行論文寫作所需知識與能力。另外，部分課程報告即使是使用相同樣本的題目，也不會有絕對的標準答案，學校著重培養的是批判性思考的過程與論理推導的完整性，在報告與論文的作業過程中，許多時候都要反覆檢視參考文獻的架構與邏輯，提出採取該研究方法的理由，或比較說明研究結果與過去發現

---

<sup>17</sup> 詳附件倫敦證券交易所簡報。

之差異的可能原因。而團體報告的磨合與溝通過程中，除了大家一起腦力激盪、教學相長以外，如何互相協助完成進度以達成共同目標，成為報告過程的最重要課題。

論文過程中，指導教授主要扮演提供諮詢的角色，因此就論文計畫提供大方向建議與參考文獻，內容架構進度與樣本資料蒐集皆為自主彈性安排，除運用過去計量經濟學之方法外，尚須針對相關參考文獻之理論研讀相關資料，摸索資料庫及軟體功能，以確定論文之架構及實證分析，俾利與指導教授交換意見，然各階段難免有需反覆檢視修正導致落後之情形，故仍須維持良好自律作業及自主學習，以確保作業品質及減緩時效壓力。

過去工作上累積的經驗，亦有助在報告及論文的實證分析的進行中提供研究及蒐集資料之方向。進修期間參訪相關單位的互動與意見交流也增進對實務運作的了解。未來面對工作上的挑戰，期能在壓力下維持判斷能力、掌握進度，提高獨立作業效率，並能養成以開放的心態、宏觀的角度與批判性思考方式進行團隊合作。

## 二、建議

公司治理原則之一即為提升資訊透明度，如同 1914 年美國聯邦最高法院法官 Louis Brandeis 所述，陽光是最好的防腐劑，燈光是最有效率的警察 (Sunlight is said to be the best of disinfectants, electric light the most efficient policeman.)，從 2003 年葛蘭素史克(GlaxoSmithKline)藥廠之薪酬給付計畫遭股東反對的首例以來，是否賦予股東對於經營管理階層薪酬之建議權(say on pay，不具約束力)之議題也被提出。本文雖未涉及該制度之研議，然與指導教授討論時，教授也傾向支持董監薪酬的資訊揭露將有助股東監督董監薪酬之合理性，亦相對使管理階層能注意其薪酬制度是否合宜。

以英國多年發展公司治理各項制度的經驗來看，CEO 酬金與績效的關聯性是否能藉由董事會結構或提高專業機構投資人、大股東持股比重而加以強化，仍莫衷一是，本次論文探討 2013 至 2017 年間英國 CEO 薪酬與公司績效

之關聯，並進一步檢視英國推動之公司治理措施是否能強化董監薪酬與公司績效之連結，亦未發現如政策預期之顯著結果。

此可能係因英國在多年公司治理制度的推動下，平均公司治理發展程度較為成熟以致各項新增指標導入無法明顯強化 CEO 薪酬與績效關聯，抑或公司治理措施的導入仍須針對各公司做差異化調整而非以一貫之。是以，政策擬定或參採，仍應依我國資本市場特性加以判斷，與國際接軌同時並因地制宜，以利政策發揮最大效果，促進資本市場發展，並維護投資人權益。

## 陸、附錄

附件一、倫敦證券交易所簡報資料

附件二、課程內容大綱