

英國倫敦政經學院 London School of Economic and Political Science

出國報告

(出國類別：進修)

國際金融與企業理財

服務機關：行政院金融監督管理委員會

出國人職稱：稽核

姓名：鄭雅文

出國地區：英國

出國期間：九十四年十月二十九日至

九十五年八月三十一日

報告日期：九十五年十一月三十日

目 錄

1、進修目的.....	3
貳、進修過程.....	3
一、倫敦大學簡介.....	3
二、研究所簡介.....	5
三、課程內容.....	7
四、UBS 實習摘要.....	33
參、心得與建議.....	35
伍、附件.....	37

1、進修目的

本人於民國九十四年十月赴英國倫敦大學之「倫敦政經學院 (London School of Economic and Political Science)」攻讀「會計與財務 (MSc in Accounting and Finance)」碩士。進修目的在瞭解會計理論對當前會計準則制訂的影響、策略聯盟與組織關係的管理、網路時代的管理會計、公司財務報告揭露之決策、企業籌資決策之形成，並就全球金融體系對個別國家經濟與金融的影響探討金融危機之成因。另由於本人在金融監督管理委員會銀行局服務，負責金融法規之制訂與外商銀行之監理等工作，因此期望進修期間能深入瞭解國際金融對一國金融政策之影響，並就會計制度與企業決策對於銀行營運之影響，探討金融制度因應之道。

貳、進修過程

一、倫敦大學簡介

倫敦大學是英國最古老、最大及學院最多元的學校之一，創立於 1836 年，由 University College of London (UCL) 及 King' s College 組成，歷史悠久僅次於牛津大學與劍橋大學，

是英格蘭的第三個大學。目前學校由 20 個聲譽卓越的獨立自治學院所組成，倫敦政經學院即為其中之一。倫敦政經學院創設於 1895 年，在國際政治及經濟議題上有著專業的學術領導地位。校區位於倫敦市中心 Holborn 區，與著名的林肯法學院（Lincoln' s Inn）為鄰，學校由數棟散落的建築物組成，其間有空橋連結，其中以 2004 年新落成的圖書館最為宏偉，館內資料豐富，電子與書面資料一應俱全，是一個很適合學術研究的地方。學校的研究風氣頂盛，也由於歷史悠久、聲譽卓越，研究著重扎實深根。倫敦政經學院主要的優勢在人文社會、法律、環境經濟、國際關係與財務金融方面，其商學院排名在英國金融時報（Financial Time）、先鋒報（Guardian）及時代雜誌（The Times）的排名分別在前十、前五及前三。另外，法學院在時代雜誌的排名也在前五；而經濟學系更名列時代雜誌的榜首。

師資上，因該校與著名之倫敦商學院（London Business School）同屬倫敦大學之一，雙方時有教師交流情形；另因與歐陸相距不遠，知名商學院 INSEAD 的教師亦常現身本校，這些老師認真教書、在實務界及學術上均有深入的見解，容易激發學生對研究與求知的熱情。另外，校內常舉辦最新的學術研討會與專業演講等，且老師對課業要求程度頗高，所以學生都很用功。

英式教育著重在學生的自我學習，教師於授課時通常只是點到為止，學生必須自行研讀大量的相關論文，而考試測驗的重點不僅數字運算必須正確，更必須表達自己的見解。評分方式十分嚴格，LSE 的試卷必須經由三位獨立的評審者加以評分，才能斷定最後成績，及格分數為 50 分，達 70 分以上即為優等，此為與美式教育最大之不同點。

二、研究所簡介

倫敦政經學院（London School of Economic and Political Science）的會計與財務系（Department of Accounting and Finance）提供三種專業領域的碩士課程：會計與財務、財務與經濟（Finance and Economics）及風險管控（Management and Regulation of Risk），至於 MBA 課程僅有 Executive MBA。其中會計與財務係專為有意投身企業經營、顧問服務及政府部門者所設計，課程內容豐富且多樣化，學生可依本身之興趣與專長選擇著重於會計、財務、計量或經濟等方面之課程，以利未來投入會計、金融或國際金融等專業領域。另財務與經濟著重於投資理論、資本市場、資產評價、衍生性商品評價與投資組合管理，主要係以計量方法結合財務模型與數據資料之驗證，此課

程為有志於財務分析工作或有意研究此一領域的學生，提供了紮實的學術基礎。另風險控管係一涵蓋各風險領域的綜合課程，為了明瞭企業所面對的不同風險及承受風險之決策，此一課程與其他科系如地理與環境系（Geography and Environment）、法律系（Law Department）、作業流程研究系（Operational Research Department）與社會學系（Sociology）共同合作開課。以上課程除正規生課程外，還有提供 Diploma 的課程可供選擇。修習正規碩士課程之學生可獲得科學碩士學位之證書（Master of Science）。

LSE 以其國際化及學生的多樣化稱著，MSc 學生以來自歐陸最多、次為澳洲及遠東地區、再次為中南美洲、東南亞、北美，英國本地學生比例占約 8%，年齡層由 21 歲到 37 歲，有不同的學術興趣與專業背景。他們有來自各個國家的資深銀行家、稅務專家、律師、會計師等，多數學生均有工作經驗。學生畢業後多半會加入國際金融市場的行列，擔任會計師、銀行、專業顧問、投資分析師或政府要職。

MSc 課程的主軸在於提供學生紮實的學術基礎，希望有志於金融、會計及政府部門等專業的學生，可以在 LSE 獲得充分且必要的知識，並在各必修及選修課程的相輔相成下，能對企業決策、

資產評價及風險管控有進一步的瞭解。

三、課程內容

會計及財務碩士 (MSc in Accounting and Finance, A&F) 課程的優點在於廣度與深度俱佳，舉凡與會計、財務或經濟有關之課程，由淺入深，學生可自行選擇偏數量方法的計算、或是理論性的論述、或是實證性的分析。A&F 碩士需修滿四個學分 (Full Units) 始可取得證書，其中有二個學分為必修課，一門必修課為「資本市場與企業財務理論 (Corporate Finance and Asset Markets)」；另一門必修課則任學生由「管理會計、策略與組織管理 (Management Accounting, Strategy and Organizational control)」或「企業財務報導 (Corporate Financial Reporting)」擇一。選修課涵蓋範圍廣泛，包括：企業財務理論 (Corporate Finance Theory)、企業理財實務 (Applied Corporate Finance) 衍生性商品 (Derivatives)、財務風險分析 (Financial Risk Analysis)、財務預測時間序列分析 (Forecasting Financial Times Series)、全球金融體系 (Global Financial System)、國際金融 (International Finance)、國際財務報導 (International Financial

Reporting)、投資組合管理 (Portfolio Management)、計量模型 (Quantitative Methods for Finance and Risk Analysis)、有價證券評價及分析 (Valuation and Securities Analysis)；及 MBA 課程中的組織領導理論與實務 (Leadership - Organizational Theory and Practice) 與法律系的企業與金融犯罪 (Corporate and Financial Crime)。在 A&F，論文 (Dissertation) 亦為選修課程之一，同時也鼓勵學生選擇經濟或法律方面的課程。除了三門必修課為一學分 (Full Unit) 外，選修課均為半學分 (Half Unit)，因此欲達畢業所要求之四個學分 (4 Full Units)，學生修習之科目由四科到六科不等，而選擇撰寫論文的學生，可以較其他人少選修一個科目，但選修論文必須經過 Program Director 及 Course Leader 同意。而每一個課程除了授課時間 (lecture) 外，均安排有討論課 (class) 時間，用以討論作業 (homework or assignment) 或分組報告，學生必須依照排定的 class 出席。A&F 的學年總共分為三個學期，第一學期與第二學期為主要授課時間，第三個學期為複習與考試。LSE 一學年只有一次考試時間，集中在第三學期的最末六週。

為明瞭目前會計原理對會計準則制訂之影響、企業決策對銀行可能影響、及國際金融市場對於各國經濟、金融及政策所產生的

影響，本人此在課程的選擇上，偏向企業財務報導與策略分析，以及國際金融領域。以下即將本人修習的課程與心得臚列於後：

(一) 資本市場與企業財務理論 (Corporate Finance and Asset Markets)

本項課程分為二個部分：資本市場理論及企業籌資決策，分別在第一學期及第二學期教授，教師為 Professor Dimitri Vayanos 及 Professor Antoine Faure-Grimaud。Professor Vayanos 畢業於麻省理工學院 MIT 經濟學博士，歷任史丹佛大學商學院助理教授及麻省理工學院商學院 Sloan School of Management 助理教授及 LSE 財務金融系教授。另 Professor Antoine Faure-Grimaud 係 Toulouse 大學經濟學博士，專攻在不完全競爭環境下，以賽局理論分析企業籌資決策與政府法規之作用。此一課程每週均須繳交作業，並由助教在 class 時逐一討論解答。

第一學期資本市場理論之內容主要分三部分：

- (1) 時間價值：包括現值、固定收益證券及套利模式之介紹。在現值部分，主要著重於折現率，分為 APR (Annual Percentage Rate) 與 EAR (Effective Annual Rate)，說明在不同的複利頻率下，實質利

率與名目利率的差別。並以機率方式決定在不確定的情況下的現金流量；及介紹年金、永續年金與內部報酬率等觀念。在固定收益證券部分，著重於零息債券之利率決定，說明在年利率持續變動以及半年或每季複利一次的情況下，如何決定有效利率。其中如利率每年不同，則以複製投資組合（replicating portfolio）的方式，配合套利理論（absence of arbitrage），決定現實利率（spot rate）。而當面臨未知之資產評價時，亦可以同樣的方式，將已知價值利率的資產加以組合成與未知資產有同樣利率報酬的投資組（portfolio），用來推算未知資產之價值。而固定收益證券（如債券）的報酬，不僅與利率、市價有關，發行人的信用也是決定價格的因素之一。而就固定收益證券的訂價而言，一為與利率走勢成反向變動、二為利率敏感度隨到期日而俱增；爰此，到期報酬對價格的影響即以 duration 表示。Duration 是一個加權平均的現金流入期間，通常被認為是實質存續期間（effective maturity），在評價上常用來推估利率變動對於固定收益證券價值之影響。對銀行

來說，因其資產（貸款）與負債（存款）到期日不相當，有必要進行避險，以規避利率波動所帶來的風險。避險策略如以全額避險方式將造成資產無法靈活運用且成本過高；如以 duration 進行趨近避險（approximately offset），即擇一投資組合讓資產與負債對於利率的敏感度恰可互抵，有助於增加靈活度並節省成本。

(2) 資本資產訂價模式（CAPM）：由市場的統計資料推導出股價報酬與各股票間的關聯性（correlation）、及投資組合降低風險的特性，並逐步就單一資產到多種資產的投資組合，檢視其風險之變化，在確定投資組合可以降低風險後，試圖找尋投資組合前緣（portfolio frontier）。再以 Excel 程式模擬風險性資產投資組合（portfolio frontier with risky assets only），並比較加入無風險資產（risk less asset）後，其風險與報酬的相對變化。接著以迴歸分析找出個股的 β ，即个股風險相對於市場風險的關聯程度（covariance between individual stock and market）；並以 R-square 檢視迴歸方程式的解釋程

度，以 S&P500 股票指數為例，其在 1962 年到 2004 年的月報酬率有約 42% 可以由市場解釋 (explained by market)。在市場上因供給等於需求，故投資前緣即市場組合 (market portfolio)，而市場投資組合與無風險資產之組合即所謂「資本資產訂價模式 (Capital Asset Pricing Model)」；意即一項資產之訂價取決於其市場風險而非個別風險，而資產之報酬亦來自市場風險。如將資本市場線圖形上之橫軸標準差代換為 β ，即成資本市場線 (security market line) (CAPM 的運用主要在於可作為對於股價、投資方案及折現率之參考，並可作為選擇投資組合之依據。但由於該模型係基於完全競爭、無資訊不對稱及無交易成本等完美市場的假設下，因此所計算出之報酬僅可作為參考。在以未來股利及股利成長為基礎之股票訂價模型，CAPM 所計算出來的報酬率恰可作為折現率之參考值；即將未來可望收到的現金股利加以折現即是目前應有之股價。在現金股利可望持續成長、或公司草創初期有一段無法發放股利期間時，上述模型稍加調整即可適用。這也是 CAPM 能夠歷久彌新的原因。而

以迴歸分析 CAPM 等式中的 α ，即可驗證市場是否有效率的最佳依據。

(3) 衍生性金融商品評價：主要為遠合約 (forward)、期貨 (future) 與選擇權 (option) 評價。遠期合約與期貨評價最大之不同在於遠期合約在到期日結算、期貨是每日結算，兩者均可以用來投機操作 (speculation) 或避險。遠期合約的訂價係以複製投資組合的方式，在無法套利的假設下，以現股及公債複製出與遠期合約有相同報酬的投資組合，並由此投資組合的價格推算遠期合約之價格 (兩者價格應相同)，如遠期合約之價格偏離投資組合價格，即表示有套利空間。期貨的訂價與遠期合約相似，但期貨屬於日結制，因此兩者無法相互作為避險工具；亦即兩者一買一賣、即使清算價格相同，也可能因時間差異造成損失。最後介紹者為選擇權訂價，選擇權成本低，較現貨有更大的獲利空間。而除了基的選擇權外，還有 Straddle、Butterfly 等變化。選擇權的訂價有三種最基本的模式：put-call parity, binomial model 及 Black-Scholes model，這三種訂價模式計算出來

的價格相去不遠，其中 Black-Scholes model 實為 binomial model 以隨機及連續不間斷計算的延伸。

第二部分的企業籌資決策，其主題有二：

- (1) 投資方案的抉擇，試圖解釋在現有的資本結構下，如何調整投資方案的風險，其有兩種方式：「調整現值法 (adjusted present value method, APV)」與「加權平均資金成本 (weighted average cost of capital, WACC)」。如本課程第一部分所述，風險報酬係以該公司相對於市場風險的相關性來決定，但每一家公司皆有不同之資本結構（負債/資本比例），因此即使在相同產業或有類似產品的公司，在決定投資方案有的風險報酬時，也必須依自身資本結構加以調整。APV 與 WACC 兩種方式皆計入負債利率，亦即同時考量股東及債權人所要求之報酬，此一方式不僅考量了方案本身的投資報酬，同時亦將公司現行資本結構納入。兩種模式計算出來的投資方案現值一致。特別是在加上稅賦的考量下，用來折現的稅後資金成本與資本市場上僅考量股東權益的資金成本大有不同。在沒有破產危機的假設下，稅賦使得舉債的實質資金成

本低於股權報酬，因此公司可能樂於舉債投資以降低資金成本；但在現實世界中此種舉債成本低於權益成本的錯誤概念，實源自於忽略了風險報酬。因為負債比率越高將使得債權人及股東所要求的報酬率亦隨之升高，將不利於公司籌資。雖然在 MM 理論 (Modigliani -Miller Theorem) 的完全競爭市場下，舉債與否跟公司價值無關，但一般而言，在達到破產危機的臨界點前，舉債之公司價值等於未舉債加上稅賦利益。另外，除了公司稅外，債權人及股東的個人所得稅也會影響其要求報酬率、進而影響公司籌資成本。因此，公司在決定投資方案之預訂報酬時，應一併考慮公司稅賦、破產成本及機率、債權人及股東個人所得稅等因素，始能決定是否投資。

(2) 發放股利及上市之考量，以公司及市場預期的觀點說明企業發放股利與否，不僅繫於公司財務健全程度，也受到市場對於股利宣告反應的影響。股利發放可以作為公司公佈訊息的一種方式，如提高股利發放表示公司盈運佳且有多餘現金可供調度，市場多視為正面消息而予以股價激勵作用。但另一方面，可能有營運欠佳

之公司為取得市場信任，亦隨之發布股利消息，如此一來將造成市場訊息的混亂，使得好公司與壞公司得到同樣的評價。在這種情況下，好的公司為了突顯自身的優勢，在決定上市 IPO、發放股利或舉債之前，必須將市場預期、競爭對手的反應納入考量。

(二) 管理會計、策略與組織管理 (Management Accounting, Strategy and Organizational Control)

本項共分為三個部分：數位經濟之成本管理 (Cost Management in the Digital Economy)、跨組織結構的管理會計與控制 (Management Accounting and Control in hybrid Organizational Forms) 及由策略及組織觀點談規劃與控制系統之設計 (Designing Planning and Control Systems, A strategic and Organizational Perspective) 分別由 Dr. Al Bhimani、Dr. Henri Dekker 及 Dr. Jeremy Dent 教授。Dr. Al Bhimani 是 LSE 的資深教授，Dr. Henri Dekker 是荷蘭 Vrije 大學助理教授，Dr. Jeremy Dent 則是 LSE 與 LBS 長期客座教授。本項課程的第一部分為管理會計在數位經濟的應用。第二部分係探討跨組織結構的管理，主要討論在策略聯盟的營

運架構下，管理會計的運用與此種混合組織架構所面臨的問題。與同業、異業或上下流廠商結盟是現代企業擴張版圖、爭取市場的重要策略，包括 joint venture, minority equity alliance, contractual alliance，或是共同購買、製造、行銷或研發，或是技術授權、知識共享，委外與複委外等方式。策略聯盟源起於公司發現無法獨自達成預設目標；且在現代分工社會中，很少有公司擁有所有必要的資源，爰尋求與其他公司共同合作。而策略聯盟目的主要有四：降低成本、開發新市場、取得策略性的技術與資源、風險分擔。策略聯盟的形成過程通常為聯盟決策（alliance decision）、合夥選擇（partner decision）、設計管理架構（governance design）、動態演進（dynamic evolution）、聯盟績效分析（alliance performance）、合夥人績效分析（partner performance）。企業在確定合夥時，不僅著重合作夥伴所擁有的資源、商譽、工作能力，也要考量對方有無取得自身公司機密資料之可能。因此，跨組織管理架構的設計係策略聯盟成敗之關鍵。在設計管理架構時，對於與合夥人互動究應採市場導向、亦或與供應商密切合作將市場規則排

除在外，及是否有必要將社會網絡納入等，皆因個案合作對象及方式而有不同。控制制度所要解決的兩個問題為價值的運用及價值的創造，前者著重於如何防範可能發生的投機成本，如企業投注在聯盟中的資產無法移作他用、不確定性高時，聯盟破局的成本對企業相對而言較高；後者著重於制度如何為聯盟加分，也就是如何透過聯盟達成一加一等三的目標，此部分牽涉到各合作夥伴間的溝通協調。溝通協調越繁複的聯盟，其所需要的控制程度越高。控制面象可依正式與非正式、控制對象（結果、行為或社會）分為六個區塊，在各個區塊採用不同的控制方法。在聯盟的管控機制中，與一般控制制度最大不同在於加入了「信賴（Trust）」，亦即合夥人間相互信賴的程度會影響控制制度的設計，高度的互信有助於降低正式控制制度的複雜度，並可讓控制制度運作更加順暢，有利提聯盟價值。策略聯盟的最後一個步驟是績效評估，主要分成二類：聯盟的績效與合夥人績效，對於聯盟績效的評估會隨當初合作目而異；而合夥人的績效則會隨競爭對手及供應商數量多寡有不同的評估方式。傳統的管理會計在此種新式聯盟架構的績效評估上遭遇到前有未有的困難，聯盟是一個超越公司

組織的架構，並無一套共用的會計制度足以適用於所有參加者；且目前管理會計制度係以責任中心（responsibility center）為主而非企業活動（activities）軸心，尚無法提供策略聯盟一個公平客觀的評量指標。

本項課程的第三部分主要討論在策略與組織架構下，管理會計在控制制度與績效評估上的運用，並藉由實際案例研討企業策略成功之因。首先介紹策略的定義，市場定位論點（Position view）認為策略是一個特有及有價值的市場定位；稀有資源論點（Resource Base view）認為策略係依著本身特有的資源，決定進入一個對自己最有利的市場；動態能力（Dynamic Capabilities）則認為策略是在快速變化的環境中如何學習、演化及適應的能力。而策略的形成，可能肇因於有計畫規劃或是突發的事件，高階管理階層的人必須營造適用蘊釀策略的環境，以鼓勵公司朝向創造策略的方向發展。策略就像種子一樣散落在各個角落遇到適當的時機就會發芽生長，而高階管理階層的責任就在於維持一個讓策略可以發芽的情境。績效與策略、控制制度有著密不可分的關係，當策略、組織架構、產業背景與作

業體系配合得當時，才會產生最有效的結果。策略一旦決定後，即必須著手規劃相關的作業系統，所謂前瞻性的規劃即是將訂在未來的目標，倒推到現在，瞭解現在與將來的差異，始能規劃應採行的步驟。控制與規劃是相輔相成的，計畫執行的成效有賴控制予以評估，而控制所查覺的問題則有必要放入規劃中加以解決。控制系統可分為診斷性控制系統（diagnostic）與互動性控制系統（interactive），企業中各個不同的系統，如專案管理系統、成本管理系統、利潤規劃系統、人力資源、商標管理系統等，那一個系統要採用互動式或診斷式，端視企業所處競爭環境、市場區隔及所擁有的資源而定。例如，企業處於新產品發展行銷階層，其策略有極大的不確定性、且價差取決於產品的創新時，則可考慮採取互動式的利潤規劃系統（profit planning system），而其他系統採診斷式控制即可。至於績效之衡量，在平衡計分表（balance score card）的架構下，傳統的管理會計只能提供財務衡量部分，至於其他面象如顧客滿意度、內部學習及組織成長等，則必須設計其他的條件加以評量。

本課程本人的期末報告（詳附件一）主題為「三種觀點的

策略之比較」。係就三種不同觀的的策略學說，比較其 A. 經濟租本質 B. 分析標的 C. 重新出發/適應新行業、新環境的能力 D. 策略執行步驟，僅略述如下表

	市場定位論點	稀有資源論點	動態能力論點
A. 經濟租本質	獨占/寡占利益	有形/無形資產	創新能力
B. 分析標的	產業：何種產業可獲利	資源：企業特有之資源為何	步驟、定位及歷史經驗
C. 重新出發/適應新行業、新環境的能力	高	低，因受限於自身資源	低，受限於自身資源及過往經驗
D. 策略執行步驟	1. 選擇一個產業 2. 選定市場進入策略 3. 取得資產 4. 運作效率	1. 找出特有之資源 2. 決定市場 3. 設法運用資源產生綜效	1. 找出特有之資源 2. 決定市場 3. 在正確的時點採取步驟 4. 發展創新

(三) 國際金融 (International Finance)

本項課程由 Dr Elisabetta Bertero 教授，Dr. Bertero 是 LSE 的資深講師，本課程涵蓋國際經濟、國際貨幣學、政治經濟學及國際財務管理。鑑於近年來資本國際化的加速、金融市場整合、歐元的誕生、新金融商品的發展及金融危機的互相影響等，都為國際金融市場投下未知的變數。課程分為四個部分：匯率之決定、匯率決擇與跨國合作、全球匯率風險與金融危機、匯率風險的評估及避險。在第一部分『匯率之決定』，探討：（1）基本的匯率與利率、通貨膨脹率之關係，包括購買力評鑑學說（Purchasing Power Parity, PPP）、拋補利率平價學說（Covered Interest Rate Parity）、費雪條件（Fisher Open Condition）等，並輔以實證研究結果。如 Rogoff 對於購買力評鑑學說的實證研究顯示：A. 短期匯率表現與 PPP 預期相去甚遠、且波動頗大；B. 長期匯率有向 PPP 預期靠近之走勢，但其時間甚長，每年靠近的幅度約只有 15%。Rogoff 對於 PPP 在現實世界表現的解釋為 A. 市場的不完整性，如交易成本、關稅障礙等；B. 金融價格與貨品價格之彈性並不相同；C. 用來衡量購買力的指數其組成分子無法完全代表市場上的交易；D. 實質社會結構的變動。（2）國際收支平衡及全

球之不平衡現象，根據國際貨幣基金 IMF 的定義，國際收支係指『在某一段期間，一個國家與世界其他國家交易的統計』，可作為衡量該國貨幣供給與需求之指標。國際收支主要分為兩部分：貿易收支與金融收支，且根據經濟學等式，貿易赤字 = 金融盈餘（current account deficit = financial account surplus）。在此並討論美國貿易赤字之成因與其目前國際上不平衡現象是否得以持續。美國的貿易赤字與美元匯率一直是全球金融體系關注的焦點，許多學者專家對美國在龐大的外債壓力及巨額貿易逆差之下，美元未大幅貶值的現象深感不解，也有許多研究預測這種現象能否持續，其大致有三種看法：A. Greenspan, Dooley et al 及 Bernanke 認為以美國在全球經濟金融的特殊地位及亞洲及新興市場投資人對於美國公債的興趣，美元特殊地位將持續；B. 不穩定：Gourinchas & Ray 及 Mann 認為美元匯率即使能暫時風光，但端賴外國投資者之投資意願，一旦投資人要求較高之報酬，美國必須提高利率始得以維持現有負債水準，此舉勢必加重美國財政負擔而影響其經濟；C. 無法繼續：Obstfeld 及 Rogoff 認為美元將比大家預期的更早崩盤。

第二部分『匯率決擇與跨國合作』探討：（1）匯率的決擇—固定匯率或浮動匯率，固定與浮動匯率各有其利弊，如採浮動匯率，雖可運用有效的貨幣政策以刺激國內經濟，但匯率的波動卻可能對進出口價格、外債價值等產生不利影響。在開放的經濟體中，固定匯率與有效的貨幣政策是兩個無法同時達成的目標，這也是著名的三難課題（trilemma），意即在資本開放、固定匯率及貨幣政策三者之中只能選擇達成其中兩者。許多發生貨幣危機的案例肇因於金融自由化開放資本自由進出後，政府仍堅持維持固定匯率，結果導致國內利率不斷升高、政府用盡外匯準備仍無法維持其所承諾之固定匯率，最後一旦棄守匯率造成匯率崩盤及資本外流，即成貨幣危機；而在有高額外債的國家，其貨幣貶值將造成金融體系償債能力驟減，進一步引發金融危機。（2）歐盟貨幣機制及歐元：歐盟貨幣機制是一個區域貨幣固定匯率的成功特例，參加歐盟貨幣機制的各國在2002年成功將本國的貨幣轉為歐元。一個地區要成為單一貨幣區域，必須具備：A. 生產要素在此一地區國家內自由移動 B. 各國之間的生產專長不同，但對於經濟衝擊的反應一致 C. 經濟屬於開放經濟體系等三個條

件。歐洲央成立之後，其政策目標有三：穩定價格、維持貨幣成長率及評估未來可能對價格產生衝擊的因素及其風險。

第三部分全球匯率風險與金融危機之主題包括：（1）金融系統在全球經濟體系扮演的角色，計有 A. 將家計單位的存款導向投資，並分配資金予企業；B. 依不同程度的風險給予不同價格；C. 提供一系列的金融工具讓投資人及企業得以分散風險並進行風險管理；D. 金融中介使得家計單位與企業得以在不同時間進行消費與投資；E. 有效的金融市場能篩選投資方案，並監督資金運用。另目前世界上的金融體系可大略分為三類：回教世界的銀行、計畫經濟的金融機構與市場經濟的銀行，其各有不同的角色定位及功能。以回教世界的銀行為例，因可蘭經禁止收取利息，故銀行不得持有付息之有價證券。（2）金融產業的自由化及監理，探討在世界貿易組織（WTO）的架構下，越來越多國家面臨市場開放的承諾及壓力，而在資金自由進出的情況下，如前述三難課題（trilemma）所述，政府無法同時兼顧匯率與貨幣政策，因此有必要整頓國內金融體系，讓潛在的衝擊降到最低。根據實證研究顯示，在金融體系不健全的國家，一旦發生貨幣或金融危機，其後果往往比先

進國家來得嚴重，如墨西哥、阿根廷及東南亞金融危機即是如此。因此，一個國家在金融及資金自由化之前，必須將金融體制的改革納入開放步驟一併考慮。

第四部分匯率風險的評估及避險主題為（1）匯率風險的評估模型：匯率的風險來自於其經濟暴險（economic exposure），即足以表彰金融資產之價值在未來相對於本國貨幣波動的外幣金額。（2）避險之必要及其工具：A. 在完全市場之下，並無避險之必要，但 B. 在市場並非完美時，避險有助於降低企業潛在財務危機成本、並提供內部決策更有用之資訊。至於避險之工具則有選擇權、期貨及匯率交換可供運用，當面對不同方向匯率變動之風險時，選用的工具會隨著對匯率走勢的預期而有不一樣的效果。

本課程的期末報告為班上學生的分組報告，主題為研究一個國家發生金融危機的原因及事後的因應政策。本人與其他三位同學組成一組，研究歐盟貨幣機制下，英國在1992年遭遇貨幣危機的始末（詳附件二）。內容主要分為匯率危機之理論、英國經濟的轉型、1992年英鎊危機記實及結論。本篇報告的結論略以：A. 英鎊危機驗證了第一代模型及第二代模型（first generation model & second

generation model)，第一代模型解釋了總體經濟上不平衡的現象，但卻無法說明為何在同一時間內會有數個國家的貨幣同時遭受投機客攻擊，這就需要第二代模型的闡述

B. 傳染病效果及自發性貨幣危機在第二代模型得到更好的驗證。當投機客明瞭政府決策過程且有把握政府（迫於國內經濟壓力）將棄守匯率時，即會發動攻勢；而一旦投機客發動攻勢，政府也真如其所預測的放棄匯率的堅持時，貨幣危機就此展開

C. 歐盟貨幣機制（European Monetary System, ERM）與二次大戰後的 Bretton Woods System 有相似之處，只不過把軸心國家由美國換成德國，因此，一旦系統調整失靈，ERM 就如同 Bretton Woods System 遭遇了失敗的命運。

（四） 企業理財實務（Applied Corporate Finance）

本項課程教師為 Dr. Roman Inderst，為 LSE 財務及經濟學教授，之前曾任 INSEAD 商學院及 LSE 助理教授，研究領域專注於證券設計、公司治理及獎勵制度設計。本課程的研究主題包括：（1）資本結構的選擇：在現實世界中，因為有稅、破產與財務危機、債務的代理成本因素，使得資本結構有影響公司價值的可能性。其中債務的代理成本

(agency costs of debt) 指的是公司股東與債權人的利益考量不同：股東握有公司價值上升的利得、債權人擔心的是公司價值低於債務。因此，當公司有必須清償的債務時，股東有可能放棄對公司有利的投資方案而將手中現金分配股利，這就是所謂 Debt Overhang 的問題。另一方面，當公司負債比例過高時，股東有可能選擇 NPV 為負、不利公司的方案，希望賭一賭勝算的機率。上述問題的解決之道包括：專案融資、合約限制—以契約規定公司在未清償負債前不得發放股利、或以發行特別股的方式讓債權人可以共享公司價值上升之利益。(2) 股份籌資，主要討論企業在面臨資金需求時，舉債發股的優先順序考量。股份籌資的方式有兩種：認購權證及現金增資，這兩種方式對投資人所擁有的資產並不會有不同。但在現實世界中，發行股份籌資除了資金成本之外，尚需考慮市場對於消息面的預期，實證研究顯示，公司發布現金增資的消息通常導致股價下跌，因投資人預期公司係因無能力舉債始需以股票籌資，故以負面訊息方式處理。因此，如以市場反應來考量籌資優先順序，則以保留盈餘為最優先、次為訊息敏感度低之證券 (less sensitive to information

asymmetries)，最後才為權益證券 (equity)。(3) 資本退還討論的是企業將資金還給股東的方式，包括股利發放與股份贖回，並探討這兩種方式對於公司價值的影響。在現實世界中，股利發放與股份贖回會因交易成本與稅 (所得稅或資本利得稅) 不同而異，再加上訊息誘因之考量 (如買回股份係公司認為自身股價遭低估)，企業在決定以何種方式將資金分配到股東手中時，不僅考慮其執行成本，也要考慮到市場的反應及對公司後續的可能影響。

(4) 代理成本，公司因所有權與經營權分離，經理人的所做所為不一定符合股東的需求，代理成本的解決之道在於 A. 董事會監督 B. 與經理人簽訂合約 C. 舉債籌資。綜合分析以上企業籌資的各種管道的優缺點如下：

	發行新股 Outside equity	舉債 Debt	內部資金 Retained Earning / Internal financing
優點	無破產成本	1. 可以抵稅	1. 最有彈性
憂慮		2. 訊息效應較低	2. 可避免外部融資成本
		3. 避免可自由	

		運用資金過剩	
缺點	<ol style="list-style-type: none"> 1. 成本最高 2. 可能對股價產生稀釋效果 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 須考慮破產成本 2. 可能對投資決策產生不利影響 3. 財務彈性降低 	可自由運用之資金減少

(五) 企業財務報導 (Corporate Financial Reporting)

本項課程教師有三位：Dr. Michael Bromwich (LSE 會計資深教授)、Dr. Joanne Horton (LSE 會計資深講師) 及 Dr. Pascal Frantz (LSE 會計及財務講師)。課程主是有二部分：第一部分著重於會計原理，包括會計理論對於實務的影響、經濟觀念下的所得、財富與價值以及將這些概念應用到負債及退休金的評價；第二部分討論會計揭露與訊息理論模式 (disclosure and signaling theory module)，係以賽局理論來探討公司在決定揭露資訊時，

其揭露與否、訊息內容、競爭對手反應、市場預期等均在考量之列；並進一步探討監理者強制資訊公開及會計師查核是否有助於增加資訊的可靠性。

第一部分有關會計原理的主題有（1）經濟所得（economic income）：依Hicks的定義，所得意指「一個人於一段時間內所能消費的最大金額，而仍能在期末時維持與期初同樣財富水準（The maximum value that a person can consume during the week and still expect to be as well off at the end of the week as at the beginning）」，同樣的觀念運用在企業，即是一個公司在一段時間內所能分配的盈餘。此種所得觀念涵括了時間價值的因素，在衡量長期負債及資產價值時，即面臨了利率變動造成價格變動時、是否應認列為所得的困擾。例如當公司發行一零息債券、實質利率10%，與發行一付息債券、利率10%，其所認列的利息費用應否相同？又如在債券存續期間，若利率發生變化，則公司提前贖回之利得是否符合上述”所得”之定義？公司可否因而操作損益

（2）在資產價值的衡量上，目前資產係依性質而有不同之評價方法：有形資產—歷史成本、無形資產—現實價值

(current cost) 投資—市價。但就經濟價值而言，資產對公司的價值在於「失去這項資產對公司的負面影響 (the adverse value of the entire loss that the owner might expect to suffer if he were deprived of the property) 」，即為 deprival value，為淨置換成本 (net replacement cost) 與可回收價值 (recoverable amount) 較低者。這種價值評價方式牽涉到資產價值減損的衡量，在減損的價值中，到底有多少金額應認列為本期的損益？除了歷史成本外，還要與資產現值、置換成本做一比較，以決定列入損益之金額。(3) 實證會計研究：研究會計報告的編製者為何對會計方法有所偏好。經實證研究檢視會計方法選用的結果，發現股票市場會給予正面回應。在學術上有三種假說用以解釋實證結果：A. 獎勵計畫假說：有紅利計畫的公司，經理人偏好採用可提前實現利潤的會計方法。B. 負債權益假說：公司的負債/權益比例越高，經理人偏好採用可提前實現利潤的會計方法。C. 規模假說：公司越大，經理人傾向於採用延後實現利潤的會計方法。

第二部部分有關於資訊揭露的課題，主要係探討在公司的

關係人—股東、債權人、員工（工會）、政府部門、競爭者—間，財務報導所扮演的角色。在上開關係者間可能利害衝突的情況下，經理人在公開資訊前，會先預想股東（市場）、債權人、競爭對手、工會的反應，並根據其預設立場決定公開資訊與否；同時，前述關係人等也會預測公司經理人之決策模式，並據以判斷其所公布之資訊是否可靠，這就是「賽局理論（Game Theory）」⁶。但是在自由發布資訊而無從驗證的情況下，壞公司會模仿好公司公布類似訊息，市場上因無法判辨真偽，將以平均價值一視同仁，造成好公司遭低估、壞公司被高估的狀況。如此一來，如何辨別正確資訊即成投資人最關心之事，會計師查核及政府介入由此生。如果會計師可以盡責查核，其簽證自然可為好公司講話；但如果會計師並不盡責，則政府有必要加重會計師責任，讓其為不實簽證負責，以強化資訊的正確性。

四、UBS 實習摘要

本人於 LSE 學業結束之後，蒙長官安排及瑞士商瑞士銀行 UBS 的配合，至瑞士 UBS 投資銀行總部進行四週之實習，UBS 是全世界最大的財富管理銀行之一、也是名列前茅的投資銀

行及證券商、排名前五大的外匯經紀商。UBS 同時在瑞士證券交易所、紐約證券交易所及東京證券交易所上市，其信用評在等 S&P 及惠譽為 AA+、在 Moody' s 評為 Aa+，信用等級相當高。該銀行之事業群主要有三：全球財富管理、投資銀行及資產管理。謹將實習內容摘述如下（參附件三心得簡告）：

(1) UBS 的營運模式大致為由財富管理及資產管理為收取個人客戶或法人客戶資金，交由投資銀行加以運用賺取利潤。

(2) UBS 成功之關鍵在於：

A. 優良的人才，並提供員工具挑戰性的工作環境

B. 以電子化商務增進效率、並將作業集中以節省成本：

例如外匯交易在歐洲地區集中於蘇黎世、北美地區集中於 Stamford、亞洲地區集中於新加坡；證券交易歐洲除瑞士外，集中於倫敦、北美地區集中於紐約、亞洲地區集中於東京及香港。

C. 爭取領導地位，如排名世界前五大外匯交易商，並提供~多種銀行對銀行的服務

D. 良好的風險管理

E. 支援部門的主動與配合：如人力資源部門主動發覺並

預估在公司組織變動時可能遭遇之問題並及早解決、遵循法令主管不是坐在辦公室等待業務部門來提問、而是主動出擊找出問題。

F. 與主管機關良好的互動：UBS 集團遵循法令主管定期與瑞士央行人員開會，彼此交換意見；而央行在制訂法規時，也會先徵求銀行之意見。

參、心得與建議

本人在金融監督管理委員會銀行局（九十三年七月一日以前為財政部金融局）服務超過十年。服務期間觀察我國金融市場及金融商品之發展，常自覺所學不足，因此除在國內積極參加由金融研訓院舉辦之金融課程外，也一直希望自己公餘之際能深入瞭解會計、經濟理論與國際金融動態對金融市場及金融商品發展之影響，俾利制訂金融政策時，能有更周全之考量。本次有幸能參加經金融監督管理委員會菁英計畫，並蒙長官厚愛得以出國進修，無後顧之憂地投入學術研究，心中感激之情難以言喻。

本次出國進修印象最深刻的是英式教育的嚴謹，LSE 只要求滿四個學分即可，但實際上各個學科多涵蓋二到三個主

題，內容廣而深；另每一門課均排有討論課、每週均須繳交作業，因此學習時間頗為緊湊。LSE 提供廣泛的選修課程，不同背景的學生能盡自身所長加以發揮，在與同學互動的過程中獲益匪淺。

台灣的金融服務業發展歷史雖較歐美國家來得短，但創新學習的能力與速度卻不亞於先進國家，加上金融控股公司的成立、跨業經營、策略聯盟，均為金融監理帶來新的挑戰。本次進修與實習分別在倫敦與蘇黎世，兩者均是歷史悠久的金融中心，讓人深深體會到金融機構與社會結構密不可分的特性。如以滙豐銀行 HSBC 及瑞士銀行 UBS 分別為英國與瑞士之代表，會發現兩者除了當地市場外，最重要的是海外的拓展，不斷的購併是兩者成為世界名列前茅金融集團的重要因素之一。而在拓展的同時，集團內部的分工也愈形重要，針對不同地區採取不同的業務重心，是在其他國家得以成功的重要關鍵。就其母國監理機關而言，均與該等金融機構保持良好而密切的互動，其監理原則之一即為 no surprise，順暢的溝通管道與彼此瞭解，主管機關才能更有效率地監管日新月異的金融市場。目前金融監督管理委員會銀行局已定期與本國銀行、外商銀行進行例會溝通，相信

對於提升監理效能與健全融市場將有正面之效益。

伍、附件