

第 1 章 財務管理導論

一、選擇題

- (C) 1. 請問下列說法何者最符合代理問題的精髓所在？
- (A) 一般來說，管理者以追求股東財富極大化為目標，也可能會以個人私利為管理決策的取捨標準。而只要管理者假公濟私的行為不觸犯法律，並沒有其他的方法可以規範管理者的行為。
 - (B) 財務管理人最適當的工作目標是極大化公司的預期現金流量，因為如此一來即可為所有股東增加最多的財富。
 - (C) 股東和管理者之間存在著代理問題，而股東與債權人之間亦同樣地存在代理問題。
- (B) 2. 投資人以65元買進台積電股票，以125元賣出台積電股票，請問此過程的利潤由誰獲得？
- (A) 台積電 (B) 投資人 (C) 台積電和投資人 (D) 證券交易所。
- (D) 3. 財務管理所追求的目標為何？
- (A) 增加股東的數目 (B) 增加公司的利潤 (C) 縮小公司花費的成本 (D) 使股東財富極大化。
- (A) 4. 受到全球經濟遲緩影響，股票市場行情不穩，股價嚴重下挫，散戶個個人心惶惶，四大基金奉命進場護盤。著名證券分析師張先生奉勸投資人應對所要購買的目標證券公司進行深度分析且確認股票的內在價值，才進場投資該公司之股票，請問這是何者的基本運作內容？
- (A) 證券分析 (B) 投資組合管理 (C) 資本投資決策 (D) 營運資金管理。
- (D) 5. 就股東財富極大化而言，下列選項何者不是股價極大化之必要行為？
- (A) 以極大化NPV值評估投資方案。

(B)在資本結構的組合中，極小化加權平均資金成本。

(C)極小化代理人成本。

(D)儘量採高股利率政策。

【銘傳財金】

(B) 6. 以下何種方法，可使管理者專注在股東的利益上？

(A)使用金降落傘（Golden Parachutes）的方法

(B)投票撤換人事

(C)大量徵求委託書

(D)以上皆非。

【中原國貿】

二、問答及計算題

1. 在競爭激烈的今日社會，財務管理方面的知識對於非主修財務管理的商管學生也是必備的，那麼請問何謂財務管理？可概分為哪三大領域？試簡單地說明此三個領域中所探討的主題，並舉例配合說明。

Ans：

(1)財務管理是一門綜合性商業科學，融合了經濟學、會計學、法律知識及其他相關商業理論與實務的學問。

(2)可分為「公司理財」、「投資學」、「金融市場」等三大領域：

- 公司理財可藉由財務報表來揭露各種資訊類別及其相互間的關係。主要探討營運資金管理、資本投資決策、資本結構政策、股利政策及財務預測、投資方案之資金成本、國際性投資／融資決策、合併、收購與公司控制權及公司治理等問題。
- 投資學以實質面和金融面的投資行為及程序為主。主要有企業有形資產投資與金融商品的投資。
- 金融市場的層面更為廣泛，包括金融中介機構及總體金融體系。

2. 蓉是菁華企業的新上任財務經理，請問她要為此公司所要追求的目標與決策為何？

Ans：

本題庫係著作版權所有，若有抄襲、模仿、冒用情事，依法追究。

ISBN 978-957-41-8241-1

(1)財務經理管理現金流量的來源與去處，盡可能以較低的成本取得資金，並將資金作最有利的運用，以達到股東財富（或股價）極大化的目的。

(2)可以採用的決策如下：

- 資本結構政策：適時地減少自有資金比例，提高股東的每股盈餘。
- 資本預算規劃：尋找有利於增加公司價值的投資計畫。
- 營運資金管理：包括日常營運中必要的資金調度。
- 決定股利政策：保留盈餘作再投資或股利發放的取舍。

3. (1)經理人與股東的代理問題為何？請以您自己的觀點來想想。

(2)一般經理人為何總是致力提升公司的經營績效？

Ans：

- (1) • 經理人要求以高級轎車代步，但該決策的 $NPV < 0$ 。
- 經理人的績效評估，以當期淨利為基準，使其可能不採行 $NPV > 0$ 、但短期內報酬為負的投資案。
 - 經理人為鞏固經營權，將拒絕公司外部人以高於目前公司股價 50% 的股權收購案。
- (2)一般經理人致力提升公司的經營績效，原因為他們的工作發展繫於所任職的公司，原因如下：
- 經理人的績效獎金依據公司股價表現或是對公司的營運成本的控制成果而定。
 - 經理人的績效依據實際盈餘與預計盈餘差異而定。

4. 假設您目前有 500 萬元要投資股票，請問您的投資程序應是如何？

Ans：

- (1)投資政策的規劃：衡量自身風險偏好和所能運用資本數量大小（融資能力），所擬定的投資準則。
- (2)證券分析：確認目標證券主觀的內在價值，假如認定的內在價值高於市價時，證券即具有投資的價值。
- (3)投資組合管理：運用有限的資金對不同型態的證券進行投資，所形成的資產組合，謂之「投資組合」。從投資組合的建構到不斷地績效評估與結構調

整，即為投資組合管理。

5. 安室原是一家明治公司的老闆。他努力工作，是個不可多得的人才。但近來受到金融風暴的影響，他的公司被 NEC 大集團所收購，安室由原先 100% 持股股東降為只持有 25% 的股權，從此安室天天借酒消愁並與新股東們常常起爭執，產生嚴重的代理問題。請問剛接觸財管領域的您，覺得為什麼會有代理問題產生呢？解決方法為何？

Ans：

代理問題的產生往往分成下列兩種形式：

(1) 股東與管理當局之間的代理問題

- 由於經理人擁有運用股東資本的權利，經理人可能誇大預算，或將私人的消費記到公司帳上，形成所謂的補貼性消費的問題。
- 管理買下(Management Buyout, MBO)的情形下，經理人欲以融資所得資金買下自己所管理的公司時，更會「設法」壓低股價，以利其計畫順利施行。

(2) 股東與債權人之間的代理問題：股東與債權人之間的代理問題，起源於股東對舉債資金的使用不當。因股東可能透過對管理者的影響力來左右投資決策，而危害了債權人應有的利益與保障，例如：

- 指使管理者投資風險性較高的投資專案，影響了公司到期支付債息與本金的能力。
- 繼續增加負債水準，因而提高了公司周轉不靈的可能性。

以上的兩類代理問題的解決方式，債權人可以在債務契約中加入「保護性條款」(Protective Covenant)以限制公司的作為，如限制股利發放的數額，與必須維持的營運資金。

(3) 解決方法

- 積極作法：結合績效與報酬

可以利用報酬制度的設計，來反映管理者的績效表現。如以「績效配股」的方式，依管理者的整體經營績效，給予相當數量的股票作為激勵管理者之用，如此則可解決「部分」的代理問題。國內不少半導體製造公司，如聯電、台積電、台灣茂矽等，即曾使用績效配股的方式；在景氣好、

公司營收獲利大為成長之際，專業經理人及工程師均能配得不少公司股票，藉此而產生與公司同甘共苦的工作態度。

• 消極作法：以解僱為威脅工具

代表股東監督管理者的董事會，也可以「解僱」為威脅的手段，來促使管理者在決策之際，盡可能符合股東利益的要求。然而，在董事會未克盡監督之責，亦可經由透過股東大會來直接解散現任的管理當局。

• 放任作法

理性引導管理者正確的作為，對於個人財富的追求上，有些學者也認為股東與管理者應符合此種「理性」的要求，即股東應追求股價的極大化，而管理者應以個人工作總所得的極大化為追求目標。

若管理者的主要財富來自工作，其總財富應以目前和未來的總所得現值來衡量。又管理者的薪資與其工作績效成正向關係，基於股價確能反映管理者的工作績效，一個理性的管理者為了增加個人的財富，必然會致力於公司的經營管理，使得發生代理問題的可能性降低。

6. 美惠是政治大學會計系的應屆畢業生。但是她的性向是財務管理方面。今天她到哈雷原子筆公司理財部門來應徵。請問財務管理與會計有何不同？且財務管理在企業中扮演的角色為何？

Ans :

(1) 財務管理與會計最重要之不同點，為財務管理著重於事前的預測工作，從事公司未來的財務規劃；會計則偏重於事後資料的蒐集。

(2) 財務管理在企業中扮演的角色，依下列三種情形而有所不同：

- 企業經營環境的認識：在正式進入財務管理的領域前，對一個企業組織的經營環境有著基本的認識與瞭解是必須的，才能構成有效的企業財務決策，而此則端賴決策者對於經營環境發生的變化具有良好的觀察力和應變力。

事實上，財務決策品質的良窳端賴對未來的預期是否正確，而此則視事前對外在環境資訊蒐集的多寡。很顯然地，經理人必須對此類資訊的來源要有所瞭解。

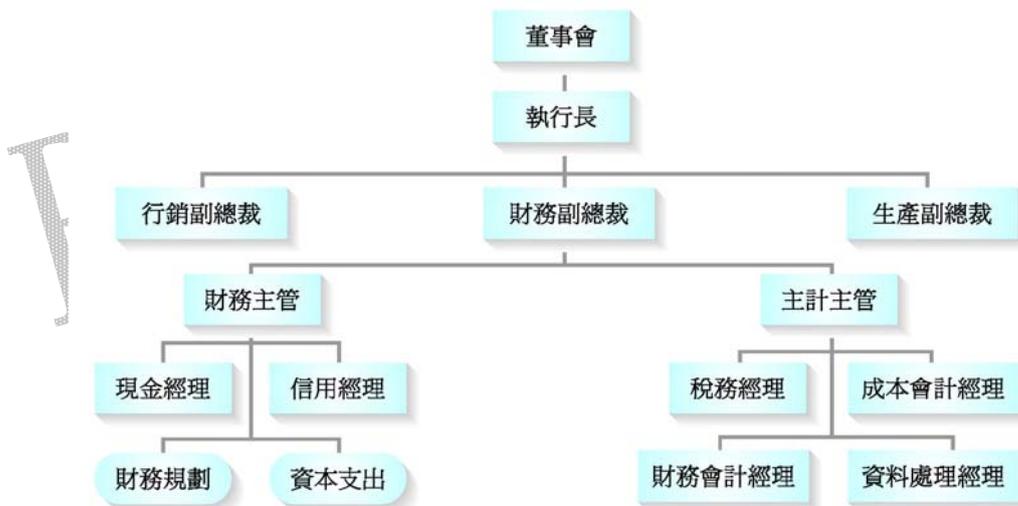
- 財務管理的目標：就公司來說，財務管理的目標在使企業的所有者謀取

本題庫係著作版權所有，若有抄襲、模仿、冒用情事，依法追究。

ISBN 978-957-41-8241-1

最大的「利益」，因公司的成立與營運即為一種經濟性質的投資，所以如何有效地運用這些已投入的資本來為公司的所有者謀利，則成為財務管理工作者的首要目標。

- 財務長的任務：企業必須要透過組織性的分工運作才能創造利潤，因此有組織結構的存在。傳統的分工，應包括生產、行銷、人事、財務等四個功能性部門，而各部門尚可繼續劃分職權，形成更複雜的功能子系統。以財務功能為例，通常的情形是在執行長（或總裁）之下設一個財務副總裁或通稱財務長(Chief Financial Officer, CFO)，往下則分設主管會計與稅務作業的主計主管及負責資金調度與管理的財務主管，即通稱的財務經理。由財務主管與主計主管再「往下」則有更細的分工。如下圖所繪的「組織圖」(Organization Chart)可以得到進一步的瞭解：



圖解 一般製造業（如電子業）及部分服務業（如餐飲業）均包含生產、行銷及人力資源等主要功能部門，此圖主要在彰顯財務部門的組織架構。

7. 請解釋為何「公司價值極大化」、「股東權益極大化」與「股價極大化」這三個目標是相通的。

Ans :

財務管理的目標，是在社會責任、倫理的限制下追求「公司價值」極大化，又

本題庫係著作版權所有，若有抄襲、模仿、冒用情事，依法追究。

ISBN 978-957-41-8241-1

知公司價值 = 負債價值 + 股東權益價值，其中負債債權人之求償權通常是固定的，故使公司價值極大化的目標等同於「股東財富」極大化。在效率的資本市場中，股價應能充分反映公司及股東的價值，故追求公司價值極大化的同時，亦可達「股價」極大化的目標。由此可知，這三個目標是相通的。

8. 「財務管理之主要目的在追求企業收入(Revenue)之最大化，進而追求企業稅後淨利(Net Income)及 EPS 之最大化。」試討論之。 【台大財金】

Ans :

此一敘述錯誤，會計學上採用應計基礎(accrual basis)，也就是必須在收益實現與費用發生時立刻認列入帳，但公司理財則強調現金流量的概念，只會在實際有現金流出、流入時才認列收入及費用，稱之現金基礎(cash basis)。由此可知，企業收入、稅後淨利及 EPS 等會計數字皆不屬於現金流量，亦未考慮各項數字的貨幣時間價值，及其背後所承擔的風險，因此，追求企業收入(Revenue)極大化、稅後淨利(Net Income)極大化與 EPS 極大化皆不保證可使公司價值達到最大，原因是公司的價值來自於其未來各期可得之所有自由現金流量，而非稅後淨利或 EPS。

舉例而言，在下列情況下，稅後淨利或 EPS 可達極大化，但不保證可使公司價值達到最大：

- (1) 稅後淨利或 EPS 愈來愈高，但企業承擔的風險也愈來愈高，致使折現的資金成本上升，公司價值有可能會下降。
- (2) 公司的稅後淨利或 EPS 愈來愈高，但獲利都集中在最後幾年，其貨幣時間價值偏低。
- (3) 稅後淨利愈來愈高，但現金流量卻未隨之增加，如賒銷遲未收現或不斷的擴張投資，致使公司無法創造自由現金流量。
- (4) 公司決策使短期稅後淨利偏高，但長期而言則未必最有利，如出售轉投資子公司持股。

9. 依據相關法規，2003 年度以後申請有價證券上市之各公開發行公司，應設置獨立董事、監察人。依據現行法規，獨立董事、監察人自身或二親等以內直系親屬不得持有該公司過多股票以及不能在該公司及關係企業任職。

江姓股東忿忿不平的說道：「一個沒有持股的人作為獨立董事，我怎麼能相信他會為我們股東著想呢？Jensen and Meckling 在 1976 年就指出，只有在持股比例夠大的情況下，代理問題才會降低。我怕在事不關己的情況下，獨立董事將會只顧著領車馬費，而置我們股東生死於不顧。」請評論江姓股東的說法。

【高科大金融】

Ans :

公司設立獨立董事制度的意義，在於專業、制衡與獨立行使職權。在專業方面，獨立董事應具備專業知識，其持股及兼職應予限制，並應審慎考慮合理之專業組合，如財務、會計、管理或策略專長等，設置審計、提名、報酬或其他各類功能性委員會；在制衡方面，為避免一般董事獨斷獨行，獨立董事可發揮制衡之力量，與公司治理相關之議案，應提董事會決議通過，獨立董事如有反對意見或保留意見，應於董事會議事錄載明。在獨立行使職權方面，應限制獨立董事之持股及兼職，且於執行業務範圍內應保持獨立性，不得與公司有直接或間接之利害關係。由此可知，獨立董事之持股不應該過高，才不致影響其專業、制衡與獨立行使職權等功能之發揮，方能降低公司權益代理問題與負債代理問題。另一方面，能夠獲邀擔任獨立董事者，多屬產官學界之菁英，其為了愛惜羽毛維持自身名譽，亦將竭盡所能善盡獨立董事之責。

10. ABC 公司計畫以\$35 買進目前股價\$20 的 XYZ 公司，並且通知 XYZ 公司的董事長，然而，昨天 XYZ 公司的董事會卻表決不接受 ABC 公司的收購提議。消息傳出後，XYZ 公司的廣大股東，正在議論紛紛。

請問就一般股東而言，這是董事會傷害股東利益的代理問題嗎？為什麼？請說明理由。

【高科大金融】

Ans :

若 XYZ 公司之董事會認為目前公司的股價明顯低估，其合理價值不只 35 元，因而拒絕 ABC 公司併購，亦或以退為進再要求 ABC 公司提高收購價格，以反映 XYZ 公司合理價值或合併後的綜效，凡此皆符合 XYZ 公司股東之利益。相反地，若 XYZ 公司之董事會拒絕的理由乃基於自利，避免合併後的職位不保，或不願承認其經營績效低落致使股價不振的事實，則不符 XYZ 公司股東之利益。

本題庫係著作版權所有，若有抄襲、模仿、冒用情事，依法追究。

ISBN 978-957-41-8241-1

11. 股票選擇權計畫(stock option plan)經常被用於降低代理問題，請問爲了使經理人和股東間具有誘因相容(incentive compatible)，則簽訂股票選擇權契約時，股票的認購價格應該是訂得高於或是低於股票的市價？爲什麼？

【高科大金融】

Ans：

若將認購價格訂得低於股票市價，則經理人便可立即以低價認購股票獲利，不必付出代價即可獲取利益，或只需要稍爲努力即可獲取更大的報酬，如此將使經理人失去積極努力創造公司價值的誘因。相反地，若將認購價格訂得高於股票市價，經理人無法立即以低價認購股票獲利，惟有股價上漲經理人才能夠分享利益，如此將產生動力以創造公司價值。雖然如此，認購價格也不應訂得太高，可能會讓經理人認爲沒有機會達成，而放棄追求極大化公司價值的目標。

12. 洪先生：「M&A 活動使得許多公司的經理人會努力追求股價最大，以免因爲股價過低而成爲被收購的對象，而導致經理人的工作不保，因此，M&A 活動是有助於降低權益代理問題」。江先生則說道：「這可不一定，許多權益代理問題可是隱藏在 M&A 活動中吧！」請舉例說明，以支持江先生的看法。

【高科大金融】

Ans：

雖說併購活動對公司經理人帶來一些威脅，有助降低權益代理問題，但併購活動中亦存在一些權益代理問題。例如，公司經理人可能基於自利，爲了確保自己的飯碗，以多角化爲目標進行併購，只圖降低公司的風險，而忽視多角化的併購反而有損股東利益的事實。再舉一例，若經理人的報酬與公司規模成正相關，那麼經理人亦可能基於自利而大肆併購，公司規模大了，經理人的報酬也就增加了。凡此，皆爲經理人自利主義的表現，即屬權益代理問題之一。

13. 分析師預測明年經濟狀況景氣與蕭條的機率各半。來來公司的主管必須從兩個互斥之投資計畫中，選擇一個做爲公司當年度唯一執行的投資計畫。這兩個投資計畫之系統性風險相等，但波動性不同，且公司一年後將結束營運。此外，公司年底時必須支付債權人 5,000 元。以下爲兩個投資計畫的相關資訊：

本題庫係著作版權所有，若有抄襲、模仿、冒用情事，依法追究。

ISBN 978-957-41-8241-1

經濟狀況	機率	低波動性計畫報償 (千元)	高波動性計畫報償 (千元)
蕭條	0.5	\$500	\$100
景氣	0.5	\$700	\$800

- (1) 擇波動性低或高的投資計畫下，公司預期之收入各為何？那一個計畫可使公司價值極大化？
- (2) 選擇波動性低或高的投資計畫下，公司權益的預期價值各為何？
- (3) 您若是公司股東，會較偏好那個投資計畫？試說明之。
- (4) 假設債權人知道股東可能選擇使其權益極大，而非公司價值極大的高波動性計畫。為了降低代理成本，債權人和公司約定，若選擇高波動性計畫，則公司必須支付債權人較高的金額。請問要多少金額才會消除股東對高波動性計畫的偏好？

Ans :

$$(1) E(V_{低}) = 0.5 \times 500 + 0.5 \times 700 = 600$$

$$E(V_{高}) = 0.5 \times 100 + 0.5 \times 800 = 450$$

由此可知，低波動性計畫的期望值較高。

- (2) 若公司價值高於負債本利和，則應先償還債務，餘額才是股東權益；若公司價值低於負債本利和，則剩餘之公司價值全數歸債權人所有，股東權益為 0，即：

$$E(S_{低}) = 0.5 \times \text{Max}(500 - 500, 0) + 0.5 \times \text{Max}(700 - 500, 0) = 100$$

$$E(S_{高}) = 0.5 \times \text{Max}(100 - 500, 0) + 0.5 \times \text{Max}(800 - 500, 0) = 150$$

- (3) 由(1)、(2)可知，雖然低波動性計畫對公司價值貢獻較大，但股東將偏好高波動性計畫，其對股東財富的貢獻較高，此亦即股東與債權人之間的負債代理成本—資產替換。再由股東擁有一選擇權的觀點視之，若標的資產（公司價值）的波動性愈大，則選擇權價值（股東權益價值）愈高（詳見第十三章）。

$$(4) E(S_{低}) = E(S_{高})$$

$$0.5 \times \text{Max}(500 - 500, 0) + 0.5 \times \text{Max}(700 - 500, 0)$$

$$= 0.5 \times \text{Max}(100 - D, 0) + 0.5 \times \text{Max}(800 - D, 0)$$

$$\Rightarrow D = 600$$

本題庫係著作版權所有，若有抄襲、模仿、冒用情事，依法追究。

ISBN 978-957-41-8241-1