

## 第 1 章 財務管理導論

### 腦力激盪

1-1 試問「不確定性」與「風險」在意義上有何不同？請舉例來說明其異同。

思考方向：不確定性代表對未來無法確知或估計，風險則是確知某些特定情況下對發生最終結果的不確定性。

台灣目前有鄉民貸、LnB 信用市集、哇借貸及台灣資金交易所等多家 P2P(Peer to Peer Lending)網路借貸平台，皆標榜借款利率比銀行還低。請想想，P2P 屬直接金融或間接金融呢？若透過 P2P 借貸之債權具可移轉性，這是初級市場或次級市場呢？

思考方向：傳統上，銀行扮演存款人與借款人間之中介機構，屬於「間接金融」，而銀行賺取存放款之間的利差，也承擔借款人違約的風險。P2P 則屬於「直接金融」，不經過銀行中介，貸方透過網路直接找到借款人，消除了銀行的利差，可降低借款成本、增加貸方收益，但違約風險需由貸方自行承擔。

另一方面，透過 P2P 借貸之債權具可移轉性。例如，甲會員借了 200 萬元給乙會員（類似初級市場），甲會員可以將這 200 萬元債權分成 200 個 1 萬元的債權，再賣給其他 200 個會員（類似次級市場），此一設計使債權具有流動性，可同時滿足大額資金需求者與小額投資人。

您認為台灣銀行的黃金存摺業務屬於實質投資的範疇，還是金融投資的範疇？

思考方向：臺灣銀行開辦的黃金存摺業務，投資人只要買進 1 公克黃金即可開立黃金存摺帳戶，嗣後可隨時續存，每次存入只要 1 公克或其整倍數即可，投資人也可將存摺內的黃金回售給銀行或轉

換為黃金現貨，此屬於實質面的投資。

- 1-2 創業一直是您的夢想，若剛開始只打算小本經營，您會選擇哪一種組織形態？待企業漸具規模後又該如何？

思考方向：創業初期規模小，可以選擇經營成本較低的獨資，待漸具規模後，再轉型為公司組織，以利募集資金、吸引人才，才能創造成長。

試想想如果上市公司以大量高價買回庫藏股的手段，企圖拉抬普通股的市價，這算不算是財務管理所追求的目標呢？

思考方向：想想普通股市價如何才能維持長期的「極大化」，光靠拉抬可行嗎？

在上市公司聯電的組織架構中包括了財務部與會計部，請問這兩個部分應如何分工才能發揮組織最大的功能呢？

思考方向：財務部的工作主要針對資產負債表所描述的項目進行管理，如營運資金管理、資本預算決策擬定、資本結構政策及股利政策的制定；會計部則是將這些管理行為的過程與結果，用系統化的方法加以呈現。

- 1-3 您覺得為什麼會有代理問題的發生呢？請以您自己的觀點來想想。

思考方向：基本上，代理問題是「功利主義」所引導出來的現象，除所有權與經營權分開為主要原因外，同學尚可朝股東與管理當局及股東與債權人之間利益衝突方面去想。

每每看到高科技公司配發高額股利給員工，羨煞多少傳統產業的從業人員，請問高科技公司這麼做會不會有損公司及股東的價值呢？

思考方向：請從配發高額股票紅利可改善股東與管理當局之間的代理問題著手想想看。

## 一、選擇題

1. (BC) 下列何者方法可解決股東與債權人間之代理問題？ (A)實施員工認股選擇權 (B)在債務契約中訂立限制條款 (C)發行可轉換公司債 (D)降低自由現金流量。 【台電、中油】
2. (AC) 股東與債權人間之代理問題有： (A)資產替換 (B)補貼性消費 (C)債權稀釋 (D)過度投資。 【台電、中油】
3. (A) 股東與管理當局間之代理問題有： (A)不努力工作 (B)債權稀釋 (C)資產替換 (D)投資不足 (E)以上皆非。 【中原國貿】
4. (D) 下列何者不是代理成本？ (A)總經理利用公帑招待家人到國外旅遊 (B)總經理利用公家飛機，招待親戚朋友到處旅行 (C)董事長以員工招待所名義購買別墅作為居家之用 (D)總經理達到公司所定營業成長目標所獲得之紅利。 【高考】
5. (C) 如果股東透過管理當局（董事會）指使管理者投資風險性較高的投資專案，將會產生何種代理問題？ (A)管理當局與債權人之間的代理問題 (B)股東與管理當局之間的代理問題 (C)股東與債權人之間的代理問題 (D)以上皆非。
6. (C) 「管理買下」行為係屬於何種代理問題？ (A)管理當局與債權人之間的代理問題 (B)股東與管理當局之間的代理問題 (C)股東與債權人之間的代理問題 (D)以上皆非。
7. (B) 如果股東透過管理當局（董事會）指使管理者繼續增加負債水準，因而提高了公司周轉不靈的可能性，將會產生何種代理問題？ (A)管理當局與債權人之間的代理問題 (B)股東與管理當局之間的代理問題 (C)股東與債權人之間的代理問題 (D)以上皆非。
8. (D) 下列何者並不屬於投資決策的形成過程？ (A)投資政策的規劃 (B)證券分析 (C)投資組合管理 (D)以上皆是。
9. (C) 下列何者並非為解決代理問題的良方？ (A)結合績效與報酬 (B)以解僱為威脅工具 (C)採組織連坐法 (D)理性引導正確作為。
10. (B) 有關初級市場與次級市場的敘述何者錯誤？ (A)初級市場與次級市場的差別為服務的證券商不同。

- (B)透過經紀商來承銷或包銷的市場，稱為次級市場，也稱為經紀商市場。
- (C)使初級市場發行的證券有流動空間的市場，稱為次級市場。
- (D)台灣證券交易所與店頭市場皆屬於次級市場。 【中山財管所】
11. (C) 下列何者並非為貨幣市場之工具？ (A)國庫券 (B)可轉讓定期存單 (C)信託基金(D)銀行承兌匯票 (E)商業本票。 【銘傳財金、風管所】

## 二、問答及計算題

1. 請問企業組織的形態有哪些類型？又各有何優劣之處？ 【淡江國貿所】

Ans :

- (1) 獨資(Sole Proprietorship)：指組織所有權只屬於「一個人」的企業，一切損失、利益與風險都由一個人承擔。獨資企業不需設置公司章程，故組織成本較低，政府管制較少，經營利潤由業主獨自享受，且業主僅須繳納個人綜合所得稅，並未課徵公司營利事業所得稅，即無重複課稅的問題。然而，獨資企業資金來源受限，不像公司組織可以發行債券或股票大量籌募資金，故規模不易擴大；再者，因業主具有無限償債責任，所承擔之風險較高，且獨資者一旦死亡，企業經營將隨之告終，亦即企業生命有限，無法如公司般永續經營。
- (2) 合夥(Partnership)：指兩個人或兩個人以上合資經營一家企業。合夥企業的特性與獨資相仿，其組織成本低、成立容易、政府管制少、亦無重複課稅的情形（合夥人僅繳納個人綜合所得稅），但相對於獨資，合夥企業可招募較多的專業人才，如聯合律師事務所、會計師事務所便聚集了學有專精之律師與會計師。另一方面，合夥企業同樣面臨資金難以大量籌募、業主具有無限償債責任、企業生命有限等難題，此外，除非經所有合夥人的同意，企業所有權亦無法移轉，相對地，股份有限公司之股東可以隨時出售其持有之股票。
- (3) 公司(Corporation)：乃依據公司法成立的法人組織，具備「所有權」與「經營權」分離的特性。公司組織可分為無限公司、有限公司、兩合公司與

股份有限公司等四種。除無限公司及兩合公司的無限責任股東外，公司組織的股東償債責任限於其出資額或所認股份，同時公司股東擁有之所有權移轉十分容易，如股份有限公司只要將股票賣出即可；又即使原始股東死亡或退出，亦不影響公司營運，企業可以長期永續地經營，故相對於獨資或合夥，公司組織較容易募集大量資金。然而，公司成立之程序較為複雜，法律規章限制亦較多，且在美國等地仍存在重複課稅情形，即企業在繳納公司所得稅之後，若配發股利予股東，股東必須再繳納股利所得稅。不過，台灣在「兩稅合一」制度實施後，已無重複課稅的情形。

2. 請描述債權人與股東之間存在的代理問題為何？並簡述可能的解決方法。

【高雄第一科大金融營運、金融理財所】

Ans：

(1) 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。股東可能透過管理當局（董事會）來左右經理人的投資決策，間接危害了債權人應有的利益與保障，例如：

- 指使管理者從事風險性較高的投資專案，影響公司到期支付債息與本金的能力，又稱為資產替換(Asset Substitution)。
- 繼續增加負債水準，因而提高了公司周轉不靈的可能性，又稱為債權稀釋(Claim Dilution)。

(2)可能的解決方法

債權人可以在債務契約中加入保護性條款(Protective Covenant)來限制公司的作為，如限制股利發放的數額與必須維持的營運資金。至於股東和管理者間的代理問題，股東雖可以利用組織制度的設計來監控管理者的作為，如責任劃分、績效評估等等，但如此作為的同時卻也付出了代理成本(Agency Cost)，如查帳成本、分層負責引起組織運作效率的損失等等。

3. 請簡述下列觀點：「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。

【政大財管所】

Ans :

財務管理的目標，是在社會責任與倫理的限制下追求「公司價值」極大化，又知公司價值 = 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「股東權益」之價值極大化。在效率的資本市場中，股價應能充分反映公司及股東之價值，故追求公司價值極大化的同時，亦可達每股普通股目前市場價值極大化的目標。由此可知，這三個目標是相通的。

4. 何謂直接金融？何謂間接金融？何者在未來將扮演更重要的角色？

【基層三等特考】

Ans :

- (1) 直接金融係指具有金融證券交換功能的市場，資金需求者直接以「發行證券」的方式向大眾募集資金者，如發行股票、債券、短期票券時即由承銷商進行承銷，公司不需透過金融中介機構即可取得資金，投資人亦可直接取得該公司所發行的證券，故稱直接金融市場。參與者包括投資人、承銷商、發行票券之票券公司等。
- (2) 間接金融的活動則皆由中介之金融中介機構完成，其透過金融中介機構作為連結資金供給者與需求者的橋樑，故又稱中介機構金融市場。如向銀行借款即為間接金融，儲蓄者將錢存入銀行，拿到銀行的存款證明，透過銀行再將資金貸放給需要資金的企業。間接金融的參與者包括存款戶、銀行、信用合作社、保險公司等。
- (3) 台灣、美國等主要國家之間接金融所占比重皆高於直接金融，但由於各國證券市場的快速發展，方便企業直接向投資人募集資金，如許多知名上市公司紛紛到海外發行 ECB、GDR、ADR 等，故直接金融的重要性亦與日俱增。

5. 財務管理的功能為何？

【交大財金所】

Ans :

財務管理的目標在於極大化公司價值，而為達成此一目標，企業必須藉由投資決策、融資決策、股利政策與營運資金政策等面向來努力，以便能籌措到最便宜的資金，從事有利可圖的投資計畫，獲利之後再以適切的方式回饋給股東，

此亦即財務管理的主要內容與功能。分述如下：

- (1)資本預算：即企業之投資決策，在探討長期資本投資決策的評估準則，並對風險的衡量方式作深入研討，如資金成本的決定、風險分析等，目的在找出對公司價值貢獻最大的投資方案。
- (2)資本結構：即企業之融資決策，融資的來源包括舉債與發行新股。資本結構主要在決定此兩種融資來源資金數量的比例，分析不同資本結構型態是否會影響公司的價值，並找出加權平均資金成本極小化的資本結構。
- (3)股利政策：目標在找出一個公司盈餘分配的方式，能夠極大化公司價值或股東財富。
- (4)營運資金政策：營運資金即是公司日常營運所需的資金，營運資金管理主要在探討公司流動資產的融資與投資決策，及其風險與報酬型態，以期能在成本及效益間作一最適選擇。

綜上所言，為了使公司價值達到極大化，在投資決策上應尋找淨現值(NPV)最大的投資計畫；資本結構方面，則以加權平均資金成本極小化為目標；並且配合適當的股利政策與營運資金政策，謀求各種提升公司價值的機會。

6. 請評論下列觀點：「只要每股盈餘提升了，公司價值便隨之增加。」

【中央財金所】

Ans :

每股盈餘極大化  $\neq$  公司價值極大化！由於財務管理的目標在追求公司價值的極大化，而公司價值又來自於公司資產未來各期產生之現金流量（又稱自由現金流量），而非來自會計利潤或稅後淨利，亦即公司價值乃其未來各期公司的現金流量之折現值加總。

若公司可得自由現金流量背後所承擔的風險偏高，則投資人要求的報酬率勢必會提高，亦即提升了公司的加權平均資金成本(WACC)，對公司價值將有不利之影響；反之，若公司可得自由現金流量背後所承擔的風險較低，則投資人會降低其必要報酬率，即調低了公司的加權平均資金成本，此將有助提升公司價值。由此可知，公司價值極大化的目標已同時考慮「風險與報酬」的關係，但每股盈餘極大化則未考量公司創造利潤背後所承擔的風險，例如公司可藉由大量高風險的投資計畫來增加利潤，但卻無從評估風險可能帶來的損害。

另一方面，由於公司價值乃其未來各期自由現金流量之折現值加總，亦即目前的公司價值中已考慮各期自由現金流量之「貨幣時間價值」，愈後期產生的自由現金流量其現值愈低，但每股盈餘極大化則未考量公司創造利潤的時點及利潤的貨幣時間價值。

再者，由於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，但財務上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)。然而，由於必須將自由現金流量以加權平均資金成本折現後加總，才能求算公司的價值，然而每股盈餘卻不屬於現金流量，亦無法用來求算公司價值，若僅是追求每股盈餘極大化，則不保證可使公司價值達到最大。舉例而言，若公司之決策使短期每股盈餘大幅提高，如出售轉投資子公司持股，但此舉長期而言則未必最為有利，故公司價值不見得會提升。

7. 企業有哪些投資、融資或股利上的策略，可以將債權人的權益移轉到股東的身上？債權人應如何確保本身的權益，不受前述策略的侵蝕？

【中央財金所、基層特考】

Ans :

股東可能透過管理當局（董事會）來左右經理人的投資決策，間接危害了債權人應有的利益與保障，例如：

- (1)指使經理人投資風險較高的投資專案，影響公司支付債息與本金的能力。
- (2)繼續增加負債水準，因而提高了公司周轉不靈的可能性。

為了解決以上兩種代理問題，債權人可以在債務契約中加入「保護性條款」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。

8. 當我們評估一個財務決策的影響時，至少應包括哪些構面？

Ans :

至少應包括下列幾項：

- (1)預期營業收入或報酬。
- (2)金融市場的現況。
- (3)現金流量回收的時點。



(4)對於營運整體風險的衡量。

9. 財務報表中隱含了許多重要的企業營運資訊，同時也可說明投資活動的過程及結果。請您試著以資產負債表的內容來說明公司理財的範圍。

Ans：

下表為一般公司的簡易資產負債表：

流動資產	流動負債
現金	應付帳款
有價證券	應付票據
應收帳款	短期貸款
存貨	長期負債
固定資產	長期貸款
廠房	長期債券
機器設備	股東權益
土地	股本
	保留盈餘
資產總計	負債與股東權益總計

首先看到資產負債表的左上方，流動資產是企業日常營運之必備資金，右邊的流動負債則是因日常營業所產生，皆屬於財務管理中「營運資金管理」的範疇；接下來的固定資產，為公司實質投資所產生，由財務管理的「資本投資決策」所決定；公司追求永續發展，必須由表中皆屬長期資金的長期負債與股東權益來支持，而如何搭配這兩種資金來源，使公司資金成本極小化，即財務管理中「資本結構政策」的範圍。最後，公司非董事長或總經理所獨有，而是所有股東共同擁有，股東承擔公司經營與財務的風險，而由公司營利中獲得補償，故「股利政策」是股東關心的課題，也是財務管理不可忽視的重點。

10. 您覺得下列說法哪一個最吻合「財務管理」的觀點？

- (1)財務經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。
- (2)公司每股盈餘(EPS)的風險來自於公司所選擇的投資決策，而投資決策的選擇又受公司所擁有的資產影響，但是公司每股盈餘的風險並不受其資金融

通的方式影響。

- (3)由於一般股權分散的大型公司之經營權都掌握在管理團隊的手裡，所以管理者有相當大的自主權來經營公司。如此一來，管理者可能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。
- (4)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。

Ans :

- (1)財務經理人的工作目標為極大化每股股票市價。  
(2)EPS 的風險亦受財務槓桿的運用所影響。  
(3)規範管理者的機制並非沒有。  
(4)符合財務管理的觀點。

11. 您可以舉幾個經理人和股東間潛在利益衝突的例子嗎？而一般的經理人為什麼總是致力於提升公司的經營績效呢？

Ans :

經理人和股東間潛在利益衝突的例子如下：

- (1)總經理要求高級轎車代步，而該購置決策的淨現值小於零。  
(2)經理人的績效評估以當期淨利為基準，使其可能不採行淨現值大於零，但短期內報酬為負的投資案。  
(3)經理人為鞏固經營權，拒絕公司外部人以高於公司目前股價 50%的股權收購案。

一般的經理人總是致力於提升公司之經營績效的原因，是因為他們的前程發展至終還是繫於所任職的公司，而下述的方法可以鼓勵經理人致力於提升公司的經營績效：經理人的績效獎金依據公司股價表現，或是對公司營運成本的控制成果而定；或經理人的績效獎金可依據實際盈餘和預計盈餘的差異而定。

12. 試說明投資決策形成之程序，並以實例配合說明之。

Ans :

投資決策通常可分為三個程序：投資政策的規劃、證券分析與投資組合管理。例如，小張想為 8 歲的小兒子準備 10 年後的大學教育基金，則可用以下方式進行：

- (1) 投資政策的規劃：小張需先瞭解自己擁有多少資金？投資期限多久？可以承受多少風險？據以擬定投資方向。
- (2) 證券分析：投資方向確定後，開始尋找投資標的。例如小張分析自己情境後，決定長期投資績優股，但必須仔細分析市場上種類眾多的績優股，方能找出具有投資價值的股票。
- (3) 投資組合管理：大家應該都清楚不要把所有的雞蛋放在同一個籃子裡的道理，故應同時持有多種投資標的，以分散風險。例如，小張決定同時買進台塑、大同、三商銀、國壽等股票，而且隨時追蹤投資組合的績效表現與風險變化，若違背自己的投資規劃，就必須重新調整投資組合，以求不用煩惱小兒子上大學的學費。

13. 在金融自由化的呼聲之下，國內金融市場將會愈來愈活潑。但您瞭解金融市場的本質嗎？試著從原始的角度，說明金融市場之供給者與需求者及金融市場中交易之商品。

Ans：

與其他市場相同，金融市場亦由供給者、需求者及交易商品所組成。擁有資金可以提供他人使用的就是供給者；而在市場上借入資金即為需求者；供給者與需求者間的借貸關係，以具體的憑證記載雙方的借貸條件、金額與期限，即為金融市場的交易商品。

14. 身為一個財務經理人，工作壓力恐怕是所有經理人中最大的——不小心公司可能就跳票了。然而在您成為財務經理人之前（如果您願意也想要的話），請您先說說看財務經理人的主要決策範圍包括哪些？

Ans：

財務經理人負有為股東創造最大財富的重責大任，主要的決策範圍涵蓋所有財務管理的範疇，包括以下四點：

- (1) 資本結構政策：搭配合適比例的股東權益與負債資金，以降低資金成本。

例如，適時地減少自有資金比例，則可提高每股盈餘。

- (2)資本預算規劃：尋找、評估有利於增加公司價值的投資計畫，如對於擴充產能的廠房投資或舊機器設備重置（汰舊換新）的評估等等。
- (3)營運資金管理：包括日常營運中必要的資金調度。例如，各項流動資產的持有比例調整、短期周轉資金方式的決定等等。
- (4)決定股利政策：決定對股東最有利的盈餘分配方式，即是在「將保留盈餘中作再投資用」或是「作現金股利發放」等決策之間，作一合宜的取捨。

15. 財務管理的目標為何？何謂管理者與股東間的代理問題？此種代理問題如何解決？

【調查局三特】

Ans：

(1)財務管理的主要目標在於「極大化公司價值」，或是「使每股普通股目前的價值極大化」。又公司價值 = 負債 + 股東權益的價值，在負債求償權固定下，公司價值最大化亦相當於「股東權益市值極大化」或「股東財富最大化」(maximize stockholders' wealth)。

(2)股東與管理者間的權益代理問題：股東雖為公司的所有者，但在尊重經理人專業知識的前提下，現代公司通常採取「所有權」與「經營權」分離的制度。然而，因二者間利益不同，故經常發生權益代理問題，其可能情形有四：

- ①工作不賣力：由於經理人不論如何賣力工作，其經營成果大部分皆由股東享有，故便無賣力工作的誘因。
- ②補貼性消費(perquisites)：由於經理人追求其本身效用最，故可能會運用特權剽竊公司資源以滿足其個人享受，如購買豪華車、私人飛機等。
- ③管理層收購(management buyout, MBO)：指經理人若為取得公司控制權，可能會刻意「攢壓股價」以利其低價買入股份，因而傷害了股東的利益。
- ④過度投資(over-investment)：若經理人為追求其個人聲望或其他原因，而從事過多的投資以擴大公司規模，則可能因部分投資方案不具獲利性傷害股東利益，故又稱「大經理人主義」或「經理人自利主義」。

(3)解決權益代理問題

- ①報償制度(compensation scheme)

- A. 員工選擇權(stock option)：此乃歐美國家十分流行員工激勵制度，係指公司給予經理人在某特定期間，以特定價格認購公司股票之權利。如此一來，經理人便有誘因努力工作，提升公司經營績效，刺激股價上漲，則其執行此權利便能獲得額外的財富。
- B. 績效股(performance stock)：指公司根據經理人經營績效給予股票作為報償，績效愈好則給予的股票愈多，股價亦會隨績效漸入佳境而上揚，故經理人便有誘因努力工作以獲得額外的財富。
- C. 紅利：根據公司經營績效發放紅利(bonus)或獎金，例如給予經理人或員工的盈餘分紅或額外的績效獎金。
- ② 解僱的威脅：由於股東為公司的所有人，依法可將不適任之經理人予以撤換，故經理人為避免遭到解僱便會努力工作。
- ③ 接管的威脅：若經理人不努力工作，則可能因績效不佳、股價低迷而使外部人士得以低價收購股票，介入公司經營權。此舉將連帶撤換原有的管理階層，故為避免遭到接管(takeover)，經理人便會努力工作。
- ④ 管理人力市場的運作：Fama 曾主張經濟社會中存在一管理人力的市場，若經理人不努力工作使公司績效不佳、股價下跌，則其薪資亦會連帶調低，故經理人為追求其本身財富最大便努力工作。
- ⑤ 降低自由現金流量：是指公司盈餘在扣除廠房設備等必要投資（即 NPV 大於零的計畫）之後，尚剩餘之「自由」現金流量，才是公司經理人可靈活運用之資金。若自由現金流量(free cash flow, FCF)過多，管理當局可能會濫用公司資源，投資於 NPV 小於零的投資案，產生了權益代理成本，故應減少自由現金流量杜絕公司資源浪費的情形。