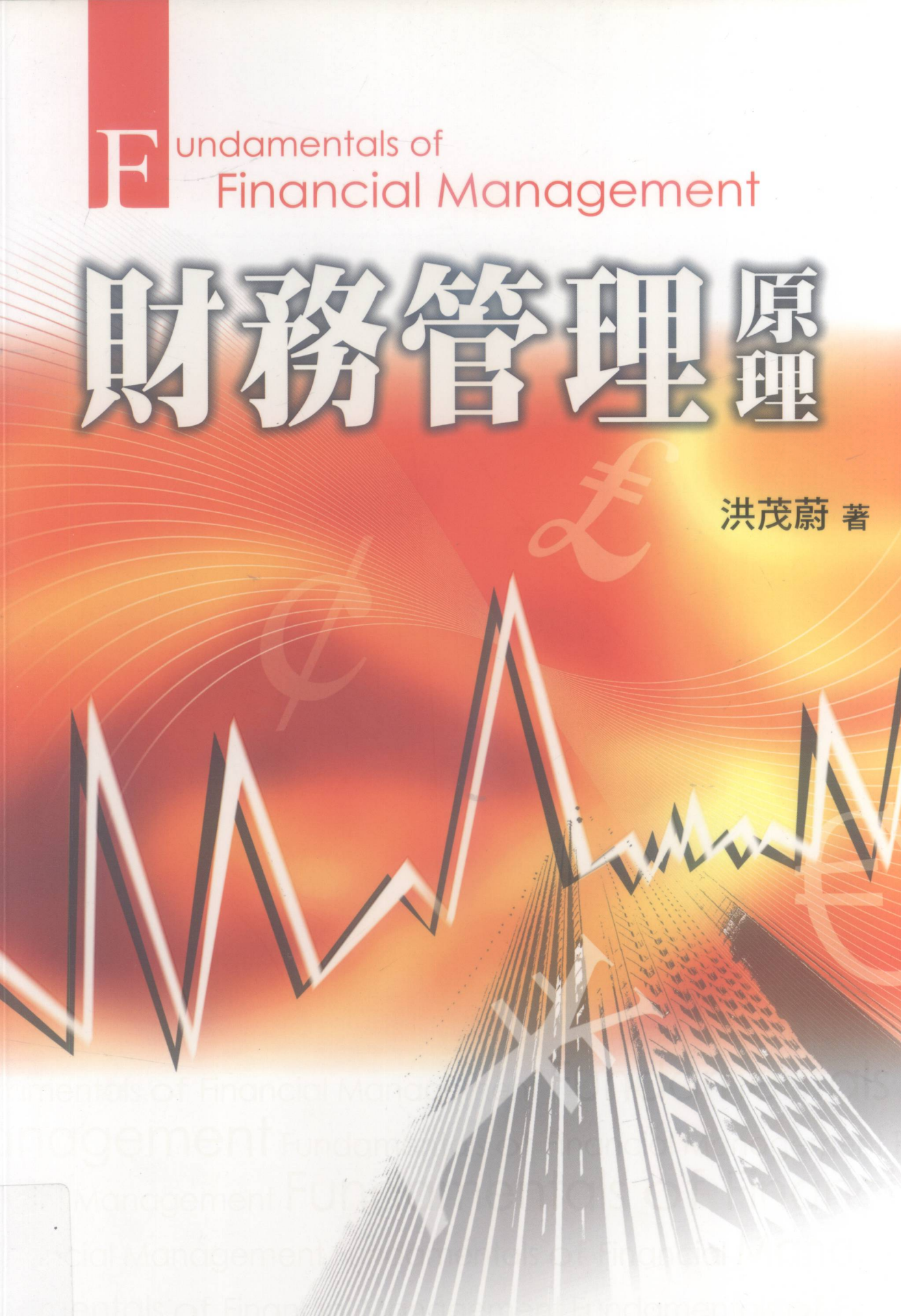
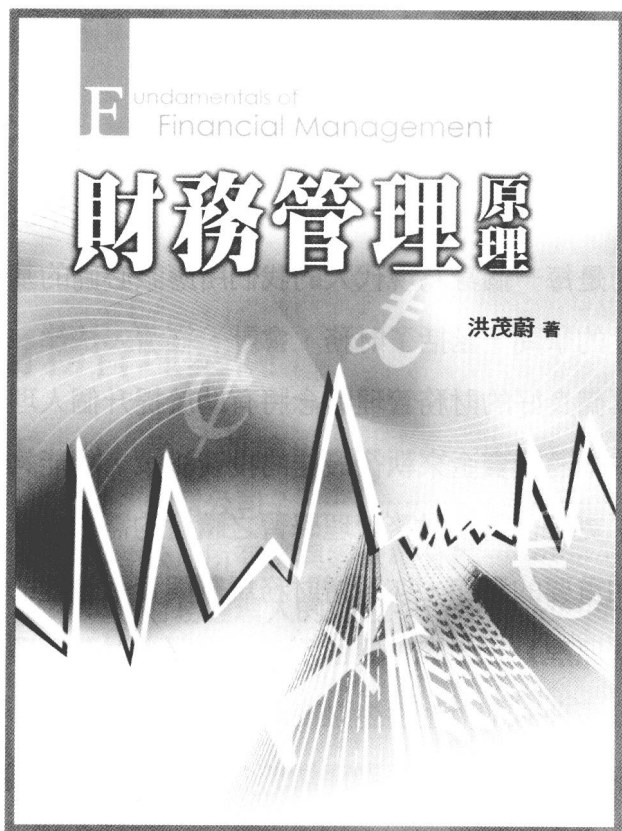


Fundamentals of
Financial Management

財務管理原理

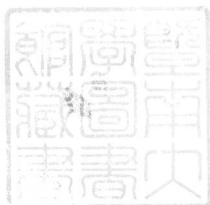
洪茂蔚 著





財務管理原理

洪茂蔚 著



國家圖書館出版品預行編目資料

財務管理原理 / 洪茂蔚作. -- 初版.-- 臺北市 :
雙葉書廊, 2011. 03
面： 公分

ISBN 978-986-6672-73-6 (平裝)

1. 財務管理

494.7

100003529

財務管理原理

作 者 洪茂蔚
發行人 張福隆
執行編輯 劉秋圓
出版社 雙葉書廊有限公司
地 址 台北市羅斯福路三段 269 巷 12 號 1 樓
電 話 (02)2368-4198
傳 真 (02)2365-7990
網 頁 <http://www.yehyeh.com.tw>
讀者服務 pub@yehyeh.com.tw
登 記 證 局版北市業字第 239 號
出版日期 西元 2011 年 3 月 初版一刷



著作權所有

I S B N : 9 7 8 - 9 8 6 - 6 6 7 2 - 7 3 - 6

著作權所有◎侵害必究

本書如有缺頁、破損、裝訂錯誤，請寄回更換

版權聲明：書中引用之商標及圖文版權分屬各公司所有，本書純屬介紹之用，並無任何侵害之意。

序言

隨著時代的變遷與金融市場快速的發展，財務管理早已不再是少數人鑽研的專業知識，而是每一個身為現代人的我們所應該必備的基礎知識。財務管理可謂一門綜合性的學問，涵括了財務、會計、經濟、法律、管理等基本元素，對個人而言，具備良好的財務管理觀念將有助於提升個人理財的效率，而企業倘能以最低的成本籌措資金來執行最佳的投資決策，將能夠確保組織穩定且健全的發展。為了更符合初階財務管理學習之讀者的需求，本書除了集結原《財務管理》基礎和重要的章節，亦新增財務規劃與資金管理的議題，重新編寫成此本《財務管理原理》，內容主要涵蓋六大主題—財務管理基礎；評價、風險與投資決策；公司理財；衍生性金融商品；財務規劃及資金管理；財務管理專題，對於關鍵字的掌握及重點回顧穿插於各章節之中，盼能幫助讀者更有效率的學習。此外，本書在每一章的前後皆有時事案例的介紹，希望讀者在學習基礎理論的同時亦增廣見聞，引領讀者擁有更寬廣的財務視野。本書的撰寫歷經了多次的取舍與校對，感謝作者的博士生與助理多人的協助，尤其是至勛、佑俞、易辰、采蘋、亭葦、詩蘋、龍福、豐澤與馥麟的建議及校對，使得本書終得以完成。期盼透過書中淺顯易懂的例子，能讓讀者由淺入深地了解財務管理的觀念。

•

目錄

Contents

Part 1 財務管理基礎 1

第 01 章 導論	2
1.1 何謂公司？	4
1.2 公司所有權與經營權分離	7
1.3 財務經理人的角色	10
1.4 金融市場	11
1.5 本書架構	14
第 02 章 認識財務報表	18
2.1 財務比率	20
2.2 財務比率分析的應用	33
第 03 章 貨幣的時間價值	42
3.1 利率與終值	44
3.2 現值	46
3.3 永續年金與年金	48
3.4 複利計息期間	55
3.5 淨現值	58

Part 2 評價、風險與投資決策 67

第 04 章 證券評價	68
-------------------	----

	4.1	債券評價	70
	4.2	殖利率	75
	4.3	普通股的評價	78
	4.4	股利折現模型	81
	4.5	股利折現模型參數的估計	86
	4.6	本益比	90
第	05	章 現金流量與資本預算分析	98
	5.1	通貨膨脹與利率	100
	5.2	現金流量的運算	104
	5.3	投資計畫的過程	113
	5.4	敏感性分析與情境分析	115
	5.5	損益平衡分析	119
第	06	章 風險、報酬與投資組合	134
	6.1	報酬	136
	6.2	風險	140
	6.3	投資組合的風險	144
	6.4	效率投資組合	148
	6.5	β 值與資本資產定價模型	155

Part 3 公司理財 171

第	07	章 資本結構	172
	7.1	資本結構	174
	7.2	資本結構與公司稅	184
	7.3	財務危機成本	188
第	08	章 股利政策	198
	8.1	股利的種類	200
	8.2	股利政策無關論	203
	8.3	股利政策與個人稅	207

第 09 章	長期融資概論	218
9.1	私人公司資金的來源	220
9.2	首次公開市場發行	224
9.3	其他發行股票種類	228
9.4	公司債	230
9.5	債券評等	234

Part 4 衍生性金融商品 243

第 10 章	選擇權與期貨市場	244
10.1	選擇權的基本觀念	246
10.2	選擇權組合	253
10.3	期貨	260

Part 5 財務規劃及資金管理 275

第 11 章	財務規劃	276
11.1	財務規劃的基本概念	278
11.2	財務報表預測	280
11.3	額外資金需求估計模式與公司成長率	283
第 12 章	營運資金管理	296
12.1	營運資金的意義	298
12.2	現金周轉週期	299
12.3	營運資金的投資政策	302
12.4	營運資金的融資決策	303
12.5	現金與有價證券管理	307
12.6	應收帳款管理	308
12.7	存貨管理	311

Part 6 財務管理專題 319

第 13 章 企業併購	320
13.1 收購的基本種類與方式	322
13.2 收購的合理動機	326
13.3 收購的錯誤動機	331
13.4 評估收購的價值	334
13.5 併購的防禦策略	338
第 14 章 國際財務管理	348
14.1 外匯市場	350
14.2 有關匯率的基本關係式	354
附錄	367
索引	376



1

財務管理基礎

- ◉ Ch01 導論
- ◉ Ch02 認識財務報表
- ◉ Ch03 貨幣的時間價值

導論

本章導讀

在 2008 年第一季，宏連科延續 2007 年虧損的態勢，淨損 5,626 萬元。為了調整公司的財務結構，並降低資金成本，宏連科決定私募 3 億元且減資 69.85%。透過私募充實營運資金，取代向銀行借款，以當時公司借款利率計算，預估每年可以減少利息支出約 1,050 萬元；此外，透過減資，可以調整公司的財務結構，提升每股淨值，增加股東權益報酬。當然，宏連科也調整公司的營運策略，降低企業經營風險，以求減少成本，增加獲利。（資料來源：沈培華，「宏連科擬私募 3 億元及減資 69.849%，以改善財務結構」，時報資訊，2008 年 6 月 13 日。）

決定公司財務結構、資金成本及融資來源等，都是財務管理相當重要的課題。從宏連科的例子中，我們可以知道財務管理決策對公司營運及獲利都很大的影響，若是沒有嚴謹的規劃，輕則造成公司虧損，重則使公司面臨破產危機。

本書針對各個財務管理主題深入探討，在本章將先解釋公司或企業組織型態，以及公司的經理人與股東在公司內所扮演的角色、兩者該如何一起為公司價值極大化努力。接著，因為公司的財務管理往往需要透過財務市場來

CHAPTER

1

運作，所以我們也將介紹目前世界上財務市場的概況。最後，我們將介紹本書的主要章節架構。

■ 本章學習重點

- 介紹企業組織型態
- 了解所有權與經營權分離的經營模式
- 探討代理人問題
- 分析財務經理人的角色
- 介紹金融市場的分類與組成



1.1

何謂公司？

首先，我們將介紹三種主要的企業組織型態：獨資、合夥、公司。

● 1.1.1 獨資

獨資（Sole Proprietorships）是由一個人所擁有與經營的企業組織型態。獨資型態企業的規模通常都非常小，即使有聘請員工，人數也不多。雖然獨資所產生的銷售收益占整體經濟非常少，卻是世界上最常見的企業組織型態。從市場、夜市的攤販到一些自行開設的商店等，獨資的企業組織型態隨處可見。獨資的好處是設立手續簡單、設立成本低廉，且政府對於獨資的法令管制非常少；最主要的規定是獨資企業的所有權只能由一個人所擁有，即使有其他投資人投資，也不能持有公司股權；另外，獨資資本主經營事業所繳納之營利事業所得稅，可以扣抵該資本主個人綜合所得稅之應納稅額。因營利事業所得稅為 17%，而個人綜合所得稅稅率最低為 5%，故營利事業所得稅大多可於資本主申報個人綜合所得稅時申請退稅。

獨資企業型態有上述好處，卻也有許多缺點。獨資企業型態最主要的缺點在於，企業的所有權只能由一個人所擁有，故較難取得較高額的投資資金。另外，獨資企業所有者必須對獨資企業的負債負無限清償責任（Unlimited Liability）；亦即，如果獨資企業發生經營困難而無法還清負債時，債權人可以要求所有人以個人資產償還債務，如果所有人的個人資產不足以清償債務，所有人就必須宣告個人破產。此外，獨資的存續也受限於所有人的壽命，一旦所有人身亡，該獨資也將消失。

因為獨資的缺點大於其優點，所以絕大部分的獨資企業一旦成長至一定規模，就會將獨資改變成其他的組織型態，以利組織繼續成長。



1.1.2 合夥

合夥 (Partnerships) 是由兩人或兩人以上共同經營的企業組織型態。合夥的各種特性與獨資非常類似，優點也大致相同：設立手續簡單、設立成本較低，且合夥人經營事業所繳納之營利事業所得稅，亦可扣抵該合夥人個人綜合所得稅之應納稅額。當然，合夥的缺點也與獨資相似：合夥人也必須負無限清償責任、公司的存續受限於合夥人的壽命、難以籌措大量的投資資金。在債務清償方面，當公司面臨財務危機時，合夥人都有義務將其個人的財產用來償還債務；所以，當其中一位合夥人因個人因素而導致公司無法償還大筆負債時，其他合夥人也會受到牽連。

儘管合夥有上述的缺點，依然有少部分的組織採取合夥的型態。這些合夥企業通常是依賴合夥人的名聲來營運，例如：法律顧問公司、會計事務所、小型診所等。

除了上述的一般合夥 (General Partnerships) 之外，還有另一種合夥型態，稱為有限合夥 (Limited Partnerships)。有限合夥是由兩種不同性質的合夥人所組成，一種是一般合夥人，另一種是有限合夥人。一般合夥人的權利與義務就如同前面所述，需要對整個企業組織負無限清償責任；有限合夥人對於合夥企業的負債則只需負有限清償責任 (Limited Liability)，即當合夥企業無法償還負債時，有限合夥人只會損失投資於合夥企業的資金而已，其個人財產不會受到牽連。與一般合夥不同的是，有限合夥企業中，至少要有一位以上的一般合夥人，而有限合夥人不能參與組織的經營管理，且有限合夥企業的存續並不會受限於有限合夥人的壽命。

由於合夥的企業型態難以籌措大量資金，所有權也難以轉移，所以大多數的合夥企業在成功發展至某一階段後，就會轉換成公司的組織型態。

1.1.3 公司

公司 (Corporations) 需經過政府許可才可以設立。在法律上，公司如同個體，所以公司擁有自然人所擁有的許多法律權利，例如公司可以



購買或轉讓其財產、公司可以參與法律訴訟、公司可以簽訂契約等。因為公司擁有自然人的許多權利，所以其設立手續、成本比前面兩種企業組織型態還要高。

法律上對於公司的所有人人數並沒有任何限制。絕大多數的公司都有非常多的所有人，所以每位所有人都只擁有一小部分的所有權。於是，公司會將所有權分割成許多股票，任何持有公司股票者就是公司股東，每位股東都可以分到公司所發放的股利。由於公開上市公司的股票可以在市場上自由交易，公司的股東眾多，所以公司最大的特徵就是所有權與經營權是分開的。這樣的特點帶給公司幾個好處：(1)公司可以永續存在，即便舊股東去世，其股票可以轉移給其他人，公司並不會因此而消失；(2)股東只需負有限清償責任，舉例來說，假設你是 A 公司的股東，你投資 A 公司 10 萬元，若 A 公司經營失敗，總共積欠了 1 億元的負債無法清償，此時你最大的損失就是當初投資的 10 萬元；(3)容易籌措大量資金，因為股票可以自由交易，所有權轉移方便，所以公司比較容易能取得大量的資金以作投資。

然而，公司的企業組織型態也有一些缺點。首先，經理人除了要管理公司這個龐大組織，也要與眾多股東溝通，這將耗費公司許多時間與成本。另外，在某些國家（如：美國），公司盈餘還有重複課稅的問題，即公司必須根據盈餘繳交營利事業所得稅，而股東收到公司發放的股息後，還得再繳一次個人綜合所得稅。對此，台灣已於 1998 年起採兩稅合一制度（Integrated Income Tax System），當公司已繳交營利事業所得稅（公司稅）後，股東於收到公司股息時得依規定扣抵其應納的個人綜合所得稅。另外，台灣自 99 年度起的公司稅降至單一稅率 17%，起徵額亦從原本的 5 萬元提高至 12 萬元。

重點回顧

企業組織主要分為獨資、合夥及公司三種型態。獨資及合夥型態企業設立手續便利且成本低廉，惟所有者須對企業負債負無限清償責任，同時大量資金募集相對不易，存續亦受限於所有者之壽命；公司之設立須經政府許可，係法律上獨立個體，其所有權及經營權是分開的，優點包括：股東僅以出資額為限負有限清償責任、資金募集容易且企業可永續存在。



1.2

公司所有權與經營權分離

稍早提及，獨資企業組織型態的所有人只有一人，所以所有人不但掌控了所有權，也能決定獨資企業的營運方向。但公司卻不一樣，公司可能有數以萬計的股東，在所有權如此分散的情況下，公司的股東很難直接掌控公司的經營方向；亦即公司的所有權與經營權是分離的。公司的經營權通常掌控在公司的董事會（Directorate）與首席執行長（Chief Executive Officer, CEO）手中。在本節，我們將說明公司股東與經營團隊需要擔負的責任，以及所有權與經營權分離可能會遇到的問題。

1.2.1 公司的經營團隊

雖然多數的股東無法直接掌控公司的經營權，卻可以透過董事會的選舉來選出他們認為合適的董事，而由股東選出來的董事會，則有權決定公司營運計畫最終的決策。在大多數的公司，股東每持有一張公司的股票，就擁有一票的投票權；亦即擁有愈多股票的股東，影響力也就愈大。當公司有很大比例的股票集中在少數幾個股東手中時，這些股東本身很有可能就是董事會成員之一，或者也可能推派自己的人馬擔任董事。

董事會成員可以決定公司該如何營運、經營方向為何、監督公司的營運績效、甚至可以決定高階經理人的薪資與報酬。董事會通常會將公司一切的日常營運授權給管理團隊經營，而管理團隊的領導人就是首席執行長（CEO），CEO 要負責執行董事會所制定的經營方針。當然，公司所有權與經營權分離的情況並不一定都切割得這麼清楚，我們常常可以見到公司 CEO 同時身兼董事會主席的情況。

1.2.2 代理人問題

理論上，公司的目標應該由公司股東決定。但是公司不像獨資一樣所有人只有一個、經營目標很明確，公司的所有人眾多，他們對於公司



的目標很有可能都不一樣。那麼，公司的目標到底該如何制訂呢？令人驚奇的是，我們發現眾多股東面臨公司許多重要決策時，他們的目標往往都是相同的。例如，當公司準備投資一個可以為公司賺進 100 億元的投資計畫時，幾乎所有的股東都很樂見這個計畫的實行；當公司的新投資計畫有可能會讓公司損失 1 億元時，幾乎所有的股東都不會同意這樣的投資計畫。不過，即使所有的股東都同意投資計畫，但因股東沒有經營權，所以還是要有人去執行才可成立。此時，公司的管理團隊便扮演要角。那麼，股東要如何確保管理團隊會有效地執行股東的目標呢？

由於公司的所有權與經營權是分離的，許多人都會懷疑管理團隊的利益並不一定與股東一致，管理團隊並沒有充分的動機會去執行股東的目標，此時公司就有可能會發生代理人問題（Principal-Agent Problem）。其中，公司的股東是雇主（Principals），股東聘請並授權管理團隊來經營公司，所以管理團隊就是代理人（Agents）。舉例來說，假設 A 公司的 CEO 李大衛另外以自有資金成立 B 公司，李大衛可能以較高的價格從 B 公司購置 A 公司需要的原料，如此一來，李大衛可以因此獲得個人的高額報酬，但 A 公司的股東卻受到傷害；顯然地，CEO 李大衛並未以 A 公司股價極大化為目標。又如下表所示，A 公司若有甲、乙兩個投資機會可作選擇，甲投資計畫的價值較低，風險也較低；乙投資計畫雖然風險較高，但是價值也較高，兩者只能擇一投資。CEO 李大衛若以極大化公司價值為目標，則應考慮投資計畫乙，但因為這個方案風險較高，代表投資失敗的機率也比較高，為了保住目前 CEO 的飯碗，李大衛很可能選擇保守的甲案，完全不去評估投資計畫乙的可行性。如此一來，A 公司的價值可能會因而減少 1,000 萬元，這樣的損失便是所謂的代理成本（Agency Cost）。

代理成本 管理團隊之利益與股東不一致的情況下，經理人為求私利而犧牲股東的利益，使得股東因此所承受的損失。

投資方案	價值	風險
甲	1,000 萬	較低
乙	2,000 萬	較高

公司股東可以下列幾種方式將高階經理人的利益與股東利益綁在一起，進而消除代理人問題：



1. **設計良好的薪資獎勵制度**：公司可以給予高階經理人股票認購權（Stock Options）。這種股票認購權給予高階經理人在未來某一時間內，可以以固定價格認購公司一定數量的股票。如此一來，高階經理人就有較高的企圖心去追求股東的公司目標——極大化公司價值。公司也可以給予高階經理人績優配股（Performance Shares），即根據公司營運績效的好壞來決定高階經理人的股票配發。不過這種方式的使用有一個限制，如果高階經理人的薪資報酬與公司績效之間的連結過分緊密，高階經理人就有可能不會完全遵從股東的目標。例如：當股東要求高階經理人進行風險較高的投資計畫時，有些經理人為求一定程度的薪資水準，就有可能會違背股東的意思。但不論如何，一個好的薪資獎勵制度絕對有助於改善公司的財務表現。
2. **被併購的威脅**：當公司績效不佳，導致股價大幅下跌時，公司就有可能陷入被其他公司、投資機構、投資人等併購的危機。一旦公司被併購，公司目前高階經理人的職位很有可能不保。高階經理人為避免這樣的壓力，作決策時便會儘可能以追求股價極大化為目標；這樣的目標正巧與公司股東的利益一致，進而降低代理成本。
3. **管理人才的競爭**：當市場上高階管理人才眾多、競爭激烈時，公司往往會不計成本地聘請最好的管理人才。在可能被其他管理人才取代的壓力下，公司目前的高階經理人會盡其所能地達成股東的目標，以維持自己目前的職位。

股票認購權 公司給予經理人在未來某一時間以固定價格認購公司一定數量的股票之權利。

此外，公司股東與債權人之間也可能存在著代理人問題。公司的債權人借錢給公司進行投資，以賺取利息，不過債權人卻沒有權利參與公司的經營決策。當公司營運狀況良好，公司股東獲利，債權人也可以穩定地收到利息，並於到期日時回收本金，此時並沒有代理人問題。一旦公司營運不佳，財務出現危機時，股東與債權人的代理人問題便會浮現；當公司沒有足夠能力清償負債的利息或本金時，公司股東為了要維持公司的存續，很有可能進行高風險、高報酬的賭博式投資計畫，抱持著若是投資失敗頂多就是負有限清償責任，若投資成功就能夠翻身的心態；但債權人卻擔心有沒有可能連原先借出去的本金都無法完全回收。於是，股東與債權人的利益便產生衝突，但債權人又無權干涉公司如何運用資