

第一章 緒論

本章介紹財務管理的基本概念。

第一節 什麼是財務管理(financial management)

財務管理是財務金融(Finance)裡的一門學科。財務金融是資金管理的科學與技術(The science and art of managing money)。資金管理可分成資金運用與資金籌措的管理。例如，實質投資、金融投資或人力資本投資都是屬於資金運用；投資需要資金，如何取得資金是資金籌措或融資的課題。或者，在風險事件造成損失後，如何取得資金來支付損失或重建也是資金籌措的管理。

任何組織的資金都需要適當的管理。一般企業的資金管理通稱為財務管理；家計單位的資金管理通稱為個人理財 (personal finance)；金融機構的資金管理通稱為金融機構的經營與管理(institution finance)；政府單位的資金管理通稱為公共財政 (public finance)。雖然不同組織都要資金管理，但因組織目標不同而可能會有不一樣管理方式；即使是同樣的公司組織，也會因公司特性而有所差異。

通常管理的工作包括計畫、組織、協調、領導、監督、控制與決策(decision making)等。但在一般財務管理中通常將管理的工作簡化為下決策而已。雖然與事實不盡相同，但使學習內容明確。更重要的是，在此簡化下，較能聚焦而且進行科學的研究與探討。所以，財務管理也可以說在探討如何做好財務決策(financial decisions)的知識。那什麼是好的財務決策？這需視各種組織的目標而定。就公司而言，通常的首要目標是使公司價值最大，只要能增加公司價值的財務決策就是好的；就家計單位而言，目標通常是家計單位效用最大，只要能增加家計單位效用的財務決策就是好的；就政府而言，目標是使社會福利最大，則只要能增加社會福利的財務決策就是好的。

財務管理大多以上市上櫃公司的非金融機構為討論對象所以亦稱為公司理財(corporate finance)。因此，簡單而言，財務管理可以說在探討財務決策如何影響公司價值的一門學科。即使是以上市上櫃公司為討論對象，財務管理中的許多原理、原則與觀念其實也適用於其他公司或非公司的企業組織。

第二節 公司的目標

在上一節似乎毫無疑問的設定公司的目標為公司價值最大。但這是公司唯一的目標嗎？如果是，如何衡量公司價值？公司價值最大與股東財富最大或公司股價極大化如何關聯？以上是本節的討論重點。

要瞭解公司的目標為何？可能必須瞭解誰是公司的所有權人？毫無疑問的公司所有權人是股東(stockholders)，是他們出資供公司營運。每年度他們有股東

大會，投票決定重要經營議題、選出董監事，董事們成立董事會，董事會制定公司經營政策並聘任總經理(Chief Executive Officer 或簡稱 CEO)為公司最高的經營管理決策者。在這樣的架構下，公司以股東財富最大為終極目標顯然是合情合理股東人人滿意。公司當然可以追求高市場佔有率、高獲利率與高銷售量等目標，但這些都是短期或中期目標，是為達成終極目標而設立。如果為了強佔市場龍頭，犧牲獲利而進一步使股東財富縮水想必非所有股東所望。因此，以股東財富最大為公司目標顯然是最理想不過了。

更另人振奮的消息是，在特定的條件下，股東財富最大與公司價值最大這兩種目標是一致(consistent)而不相衝突。這個道理在於，對任一公司而言，公司價值等於債權價值與股東權益價值(或股東財富)的總和，股東對公司價值的求償權(claims)是次於債權人的求償權，而且債權價值較為固定(債務的現金流量為本金與利息)，因此，公司價值最大減去固定債權價值也是股東財富最大。換言之，公司賺錢優先償還固定債務後，剩餘都歸屬於股東，公司賺愈多也代表股東賺愈多。這其實就是財務槓桿。舉債的目的，就是想要以小搏大，以自有資金加上借入的資金來投資，如果投資賺得夠多，會使投資報酬率遠超過完全自有資金的相同投資。

然而，股東與債權人同樣是公司資金的供給者，除求償權次序不同外，另一個差別就是股東有參與經營管理權，但債權人沒有。公司的執行長或總經理都是股東這邊的人，不難讓人聯想他們可能為股東權益價值最大而使出犧牲債權人利益的手段。此時，為求股東權益價值最大不一定要求公司價值最大，而是去剝削債權人將其利益轉移到股東身上。這種事情最可能發生在公司即將瀕臨倒閉邊緣或財務困境時，執行長會投資高風險的計畫為股東作最後一搏。因為，高風險的計畫若成功，通常帶來可觀的獲利使公司脫離財務困境而繼續正常經營；若失敗，股東因有限責任不會進一步失血，而是債權價值大幅縮水。同樣地，為求股東權益價值最大不一定要求公司價值最大，而是去剝削公司員工或欺騙消費者將其利益轉移到股東身上來增加股東財富。當然，債權人通常是機構法人，他們絕對不是省油的燈，他們會有因應的對策；而剝削公司員工或欺騙消費者的問題通常不是財務管理所探討的重點。其原因是他們雖然可能沒有執行長那樣的才智，但他們不是呆子，他們也是理性的經濟人不會輕易蒙受不利或損失。此外，在財務管理世界通常假設社會的司法體系足以保障勞工與消費者等弱勢族群。

其實，公司管理者以不義手段討好股東終究會被人發現而蒙上不譽之名。而且債權人、員工與消費者都是公司的利害關係人(stakeholders)，債權人與員工更是公司的命運共同體。不義手段會招致唾棄與反制，最後股東權益價值也會受損，因此絕非長久之計。於此我們可知，固然公司的所有權人是股東，追求股東財富最大為公司目標似乎是天經地義，但若將公司目標設為公司價值最大不但不與股東財富最大的目標抵觸，也會受到公司其他利害關係人支持。大家同心，其

利斷金，對目標的追求更有助力。若是公司價值的增加不是犧牲社會價值為代價，公司價值最大的目標更深得民心。

以上可說是對公司價值最大為目標極大的支持。然而，一個好的目標還需要有容易且能客觀衡量的特性。不然，我們怎麼知道目標是否達成？或者我們離目標還有多遠？因此，這裡必須談及如何衡量公司價值。簡單的說，依財務評價的概念，公司價值等於公司在未來所有時點淨現金流量的期望值經適當的風險調整利率(risk-adjusted interest rate)折現後的現值總合。這裡的淨現金流量不僅是目前公司投資所產生的淨現金流量，也包括未來公司可能進行投資計畫所產生的淨現金流量。所以，即使先不考慮折現率，衡量公司價值確實不是一件易事因為這些淨現金流量有時很難估算。

在股東財富最大與公司價值最大這兩種目標是一致下，而且如果公司的股票有市場行情，此時股東財富或股東權益價值等於股價乘以公司在外流通股數(outstanding shares)。如果在外流通股數固定，股東財富最大也等於股價最高。股價最高的目標若能取代公司價值最大的目標將會大幅減輕上述的衡量問題，因為在股市市場我們很容易且迅速取得交易的股價資料，而且它一定是客觀的。股價最高的目標與公司價值最大這兩種目標在何種情況是一致呢？前提是股東財富最大與公司價值最大這兩種目標是一致的，而且股市市場是效率市場(efficient market)。因為，只有在效率市場下，股價充分反映公司基本價值而且沒有人能在市場上炒作股價獲得超額利潤。在效率市場下，明智的決策者就不會打「炒作股價來提高股東財富」的主意。此時，只有做好公司經營管理來提昇公司基本價值，公司股價自然表現亮麗，股東財富也跟著水漲船高。

第三節 財務決策的種類與決策原則

財務決策大致上可分為投資(investment)決策、融資(financing)決策、股利政策(dividend policy)與風險管理(risk management)決策。在以公司價值最大為最高指導原則下，會有以下的投資與融資原則，違反這些原則也會違背公司價值最大的目標。

投資原則：每個投資計畫(project)的淨現值(net present value)要大於0 或其報酬率必須高於某投資門檻(hurdle rate)，而投資門檻的設定必須反映投資的風險。通常是高風險的投資計畫其投資門檻比較高。整體而言，所有投資計畫的報酬率必須高於公司整體融資的資金成本(costs of capital)。投資報酬率是以現金流量的觀點來衡量。此外，每個投資計畫對公司其他計畫(包括未來的計畫)的正負效果也必須納入考慮。

融資原則：債務融資(debt financing)與權益融資(equity financing)的比例(也稱

為資本結構(capital structure))使得公司整體融資的資金成本最低且能使資產與負債的現金流量配合以降低流動性風險(liquidity risk)。

在公司獲利產生盈餘後，盈餘的多少比例應再投資來繼續增加公司價值或以股利回饋給股東呢？以股東財富最大為最高指導原則下，會有以下的股利原則。

股利原則：利用公司的資金或盈餘投資若無法符合上述投資原則，則應將此資金或盈餘以現金股利方式回饋給股東。此外，股利政策也要能充分反映公司的獲利能力，使公司股價不被市場低估。

第四節 股東財富最大的阻礙—代理問題

公司制的企業與其他型態的企業，例如獨資或合夥，最大的差異是所有權與經營權的分離。這種權能區分，即有錢出錢有力出力，大家共同打拼，本意甚佳。然而，接受委託代理股東經營公司的 CEO 難免想到是否有機會利用公司資源來圖利自己。畢竟，人不為己天誅地滅。股東希望 CEO 犧牲奉獻為公司最高價值而努力，但 CEO 可能抱著得過且過的心態、或隨意揮霍公司資源來滿足自己。這即是所謂股東與管理者間因利益不一致而產生的代理問題(agency problem)。因此，若代理問題存在，公司價值會受到管理者的侵蝕。另外，在董事會的大股東也有可能聯合管理者以犧牲小股東的權益來圖利自己。有公司經營權就掌握公司資源。這也難怪為了經營權之爭總是激烈，為了經營權可以溢價收購公司股票。這溢價的差額即可能是掌握經營權的利益。上述問題的存在使得公司治理成為重要的課題。除仰賴政府的監理與司法正義外，健全的市場機能是減輕代理問題的重要機制。例如：

1. 如果股票市場是效率市場，有代理問題的公司股價相對低，會引發收購該公司股票汰換經營團隊的套利機會。1980 年代美國企業的合併與收購熱潮，很多專家認為是造就 1990 年代股市多頭行情的重要因素之一。因為，經營不良的企業因經營團隊的改善使得經營績效提昇。
2. 如果產品市場是完全競爭市場，有代理問題的公司將經不起考驗，無法於市場存活。
3. 存在有效率的經理人力市場。有發生代理問題等不良紀錄的 CEO 不易有就業機會。

此外，財務決策或政策也可以減輕代理問題。例如，高現金股利政策使管理者必須努力以赴以達成政策需要；高負債融資政策也會使管理者有還本還息的壓力；風險管理會使管理者少了「經營績效不好是運氣不好」的藉口。再者，使 CEO 的獎酬與公司經營績效有連動關係，也可以使股東與管理者的利益較協調而減輕代理問題。