Chapter
1

公司理財導論



個案與報導

公司的所有者（股東）與管理者（經理人）的目標是一致的嗎？或許你的答案是：當然！他們的目標都是賺錢！但這個答案可能是錯的。因為公司的管理者會傾向將自己的利益極大化而損害公司利益，此時公司的所有者為避免這種現象的發生，會盡量將所有者及管理者的目標達成一致。而現今知名的咖啡蛋糕連鎖店 85 度 C 即是個值得學習的例子。

被譽為「台灣星巴克」的 85 度 C 成立於 2003 年，並在 2011 年創造了 270 家門市、年營業額超過 40 億台幣的品牌傳奇。由於餐飲業的進入障礙低，除了注重食材的挑選及經濟實惠的售價外，85 度 C 實施績效和利潤共享制度——即「耕者有其田理論」，開放員工入股，每家分店長皆持有 10% 的股權；而一般員工只要年資滿 3 年便可分別投資 1% 至 3% 的股權。至於績效獎金部分，85 度 C 是以職階按月發放績效獎金，只要員工達成設定目標，每個月都可以獲得額外的獎金，而提撥比例以各分店為準。以 2011 年為例，85 度 C 發放績效獎金和年終獎金，一般員工至少可領 2 個月，而主廚與店長若加上分紅獎金，全年約可達 6 個月！

企業與員工是生命共同體，85 度 C 的「共享制度」使員工成為企業不可或缺的一份子，而企業的獲利也能立即回饋到員工的身上。這種共有共享的理念，也是 85 度 C 成功的重要因素。自 2010 年掛牌上市後，至 2012 年止，85 度 C 之股價曾高達 400 元，每股盈餘亦高達 8 元。

資料來源：85 度 C，http://www.85cafe.com/html-c/content.htm；Talent 雜誌，http://talent.tsvtc.gov.tw/inside.php?index_id=183；商業部落格，http://tw.myblog.yahoo.com/jw!QmF_94KbExI3BYAHQEyELCk-/article?mid=718；中時華文行銷知識庫，http://marketing.chinatimes.com/ItemDetailPage/MainContent/05MediaContent.asp?MMContentNoID=14449&MMMediaType=leader_opinion；今日新聞網，http://www.nownews.com/2010/11/22/91-2666520.htm；鉅亨網，http://www.cnyes.com/；公開資訊觀測站，http://www.gem.com.tw/fin/p153.htm；奇摩股市，http://tw.stock.yahoo.com/；蘋果日報，http://tw.nextmedia.com/realtime-news/article/life/20111114/91863

版權所有

華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

1.1 何謂公司理財？

假設你想創立一家餐廳。一開始，你必須僱用一位管理者來負責採購原料，並分派人力進行生產與銷售。以財務的語言來說，這就是進行資產投資，如存貨、廚房設備、店面和人力。而投資在資產的資金皆由融資取得。開始營業後，公司便會產生現金，此即為價值創造的基礎。公司的目標是為你和股東創造價值，而所創造的價值將簡單反映在公司的資產負債表模型上。

公司的資產負債表模型

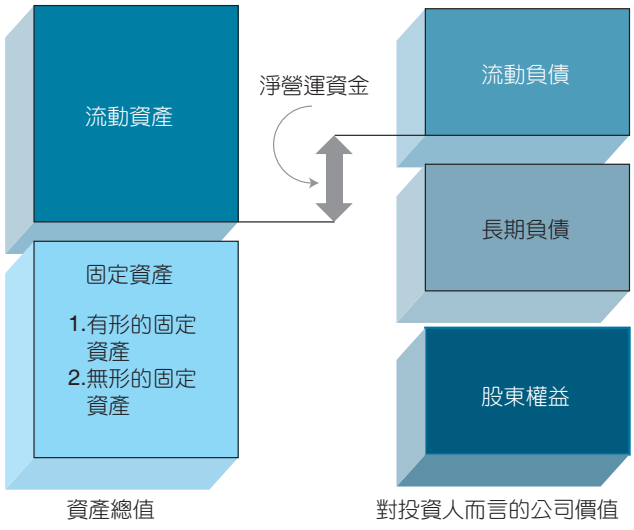
假設我們想了解某時點下，公司的財務概況及營運狀況。圖 1.1 呈現的資產負債表概念化圖形，將有助於了解公司的財務狀況。

公司的資產在資產負債表的左邊，而這些資產可分為流動資產與固定資產。**固定資產**（fixed assets）是指可持續使用的長期性資產，如公司的廠房。固定資產又可分為有形資產與無形資產，例如，公司的機器和設備即為有形資產，專利與商標則為無形資產。相對於固定資產，**流動資產**（current assets）是指只有短期使用價值的資產，如公司的存貨。公司所生產但尚未售出的食材，即為存貨的一部分。如果公司沒有過度生產，這些存貨應該不久便會離開公司。

在公司投資前，必須融資取得所需的資金，也就是進行增資。而公司融資的方式呈現在資產負債表的右邊。公司可以透過發行（販售）**負債**（debt）或**股東權益**（equity shares）進行融資，其中，負債分為短期負債和長期負債。短期負債又稱**流動負債**（current liability），是公司必須在 1 年內清償的貸款契約；長期負債即一般所稱的公司債，到期日在 1 年以上。不同於資產和負債，股東權益為公司資產的剩餘請求權。

版權所有

圖 1.1
公司的資產負債表模型



華泰文化
HWA TAI PUBLISHING

透過資產負債表，能簡單了解為何公司理財可由以下三個問題呈現：

1. 公司應該投資長期資產嗎？這個問題關係到資產負債表的左邊。當然，公司資產的形式和比率必須考慮所處產業的性質。我們使用**資本預算（capital budgeting）**來描述公司長期投資的管理支出和決策過程。
2. 公司如何增資來滿足投資費用的需求？這個問題關係到資產負債表的右邊。此問題的答案涉及公司的**資本結構（capital structure）**，它代表公司使用流動負債、長期負債與權益的融資比率。
3. 如何管理短期營業現金流量？此問題關係到資產負債表的上半部。公司現金流入的時點和營業活動產生的現金流出往往無法聯繫起來，加上營業現金流量產生的時點和數量常常無法預知且充滿不確定性，因此公司的財務管理者必須試著管理現金流量的缺口。從資產負債表的觀點來看，短期現金流量的管理可以參考公司的**淨營運資金（net working capital）**，淨營運資金的定義是流動資產減流動負債。從財務觀點而言，短期現金流量的問題是來自於現金流入和流出的不一致，此即為短期融資的目的。

財務經理人

在大公司裡，公司的財務活動通常與高階管理階層息息相關，如副總裁、財務長以及一些次要的管理階層。圖 1.2 描繪在財務活動下，公司內部的一般組織結構。在財務長（chief financial officer, CFO）下設置財務主管和主計長。財務主管（treasurer）的工作主要在處理公司的現金流量、管理公司的資本支出決策和製

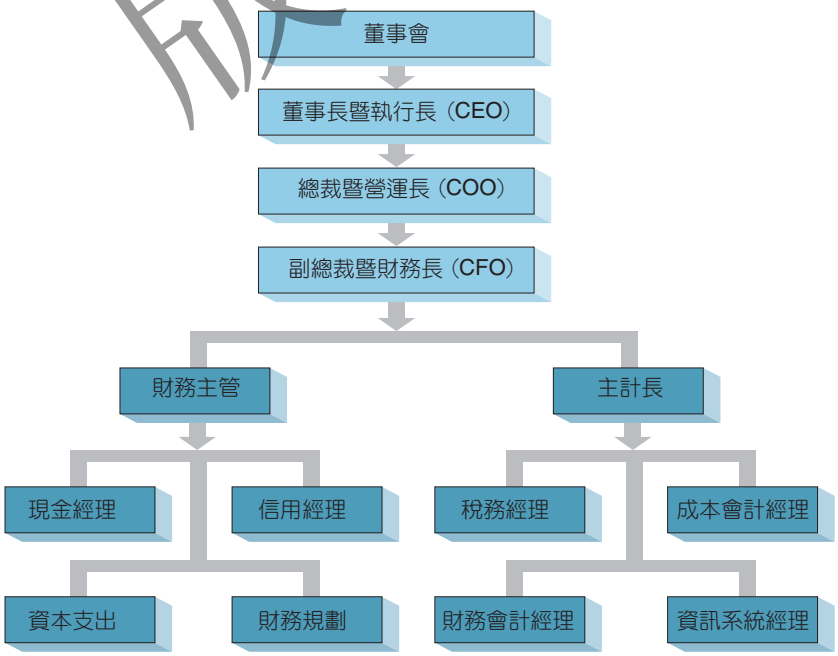


圖 1.2
公司組織模擬圖

版權所有

華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

作公司的財務計畫。主計長（controller）的工作主要在管理公司的會計部門，包含稅務、成本、財務會計和資訊系統。

1.2 公司組織

公司是許多個體經濟行為的組織，最基本的問題是如何取得資金，公司的經營模式，亦即公司的組織形式，則為解決資金取得問題的方法之一。然而，企業的經營也可以採取其他模式。在這裡，我們介紹三種基本的法定經營模式，並了解這三種經營模式如何取得大量資金。

獨資

所謂的**獨資（sole proprietorship）**即為公司完全由一人擁有，通常在取得營業執照後就能開始營業。之後，你可能需要僱用一些人員並借入所需要的資金。年底時，一切的損益都歸你所有。在考慮獨資時，有一些事情是很重要的：

1. 獨資是成本最低廉的企業經營模式，不需正式授權，只需符合一些政府的規章制度。
2. 獨資公司不需繳交公司營業所得稅，所有營業利潤只需繳付個人所得稅。
3. 獨資公司對公司的負債和義務有無限責任，公司資產與個人資產之間並沒有分離。
4. 獨資公司存續期間和公司擁有人的生命一致。
5. 因為獨資公司的資金僅靠公司擁有人的資金挹注，因此公司的權益資金受限於公司擁有人的個人財富。

合資

當公司有兩個或兩個以上的投資者，就稱為**合資（partnership）**。合資有以下兩種：(1) 一般合資；以及 (2) 有限合資。

一般合資（general partnership）是指所有合夥人都願意提供一部分的勞力和資金共同分攤利潤與損失，且每一個合夥人對於公司的負債都有無限清償責任。合夥協議可能是一種口頭協議或正式契約，上面詳細載明各種責任與義務。

有限合資（limited partnership）允許某些合夥人不須負擔完全責任，擔負的責任以其所投資的金額為限，不須負連帶清償責任。有限合資通常：(1) 至少需要有一位合夥人是一般合夥人；(2) 有限合夥人不須參與公司日常營運。在我們考慮合資時，有一些事情是很重要的：

1. 合資是一種簡單、成本不高的模式。申請合資的程序較為複雜，分為一般合資與有限合資兩種。合資可能必須申請營業執照和負擔手續費。

版權所有

華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

2. 一般合夥人對於公司的負債有無限清償責任，而有限合夥人只需負有限清償責任，清償責任以其所投資的金額為限。若某個一般合夥人無法履行責任，其短缺的部分必須由其他一般合夥人代為清償。
3. 當一般合夥人死亡或申請撤銷時，一般合資則中止。通常合資公司所有權的移轉是相當困難的，因為必須由所有一般合夥人同意，且有限合夥人也可能會出售其所持有的股份給公司。
4. 對合夥人而言，取得大量資金是相當困難的，因為公司權益通常受限於合夥人持有的財富。許多公司，如蘋果電腦（Apple Computer），在創業初期採取合資的經營模式，但由於融資不易，因此由合資轉為公司的經營模式。
5. 合資公司不需繳交公司所得稅，由合夥人繳交營業所得的個人所得稅。
6. 公司的控制權由一般合夥人掌控，通常只有重要事項才會經由投票決定，例如，當有大量盈餘時，是否應該保留在公司。

對大企業而言，以獨資或合資的經營模式生存通常是很困難的。獨資與合資的優勢為成立公司時的成本低廉，但缺點也相當明顯：(1) 責任無限；(2) 公司的存續期間有限；(3) 股權轉換困難；以上三個缺點導致 (4) 資金取得不易。

公司

對大部分企業而言，**公司（corporation）**是最重要的經營模式，且受法律的規範。因為如此一來，公司能擁有名字，而且享有很多自然人的法定權力。例如，公司能取得和交易財產、公司能簽訂契約、公司能控告或被告等。以司法而言，公司除了沒有投票權之外，其他的權利都和公民一樣。

設立公司比獨資或合資更複雜且困難，公司的創辦人必須做許多準備來滿足設立公司的標準。公司設立必須包含以下要求：

1. 公司名稱。
2. 公司的存續期間（可能是永遠）。
3. 企業目標。
4. 公司可發行的權益股數，且對每一種股票的權益做清楚界定。
5. 股東權利的界定。
6. 董事會的起始人數。

這些是證明公司存在的股東、董事與管理者的相關規則，規章的範圍從最簡單的法規描述、公司管理規章到厚達數百頁的公開說明書。

簡單來說，公司可從三個部分來進行比較：股東（公司所有者）、董事、管理者（高階管理階層）。一般來說，股東應控制公司未來的走向、策略和行動。股東選擇董事會成員，再由董事會僱用高階管理階層來管理公司，而高階管理階層

版權所有

華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

指導員工並管理日常營運，替股東取得最大的利益。當公司股權被少數股東把持時，公司股東、董事、高階管理階層可能會重複而無法區隔。但對大公司而言，公司的股權不易被少數人所把持，因此公司的股東、董事和高階管理階層通常是可區隔的群體。

公司優於獨資和合資的項目如下：

1. 公司的所有權是以股權為代表，所有權可快速轉讓給新的所有者。這是因為公司的股權獨立，且不像合資公司股權的移轉受到嚴格限制。
2. 公司有無限生命。因為公司的所有權分散於眾多股東，因此單一股東的死亡或撤資不會對公司存續產生法律上的影響，即使是公司原始股東撤資，公司依然能夠繼續營運。
3. 股東的責任是有限的，以其投資的股權為限。例如，若某股東購買公司 1,000 美元的股票，其最大的損失就是 1,000 美元。在合資的情況下，一般合夥人若有 1,000 美元的投資，其最大的損失就是 1,000 美元加上其餘合夥人虧欠的部分。

責任有限、股權轉換便利及繼承權的延續，都是以公司為經營模式的主要優點，這些優點也增進公司取得資金的能力。

表 1.1
合資和公司兩者的比較

	公司	合資
流動性和可售性	普通股可以在交易所掛牌上市，且公司的股票能不受限制地自由交易。	每單位股權的移轉都有實質的限制，而且合資公司通常並未建立交易市場。
投票權	一般而言，每一普通股皆附有投票權。而其持有者有權選舉董事以及對重要事項投票。再由董事會僱用高階管理者。	有限合夥人有一些投票權，但一般合夥人有獨占控制權及營運管理權。
課稅	公司有重複課稅的問題。公司的所得會被課稅，而股東的股利也會被課稅。	合資並不需課稅，但其利潤分配給合夥人後，需課徵個人所得稅。
再投資及股利支出	公司自有其股利支付的決策和範圍。	通常難以把所賺得的利潤當作再投資的資金。所有的利潤通常會分配給合夥人。
責任	股東對於公司的責任沒有連帶的個人責任。	有限合夥人對公司責任沒有連帶的個人責任。一般合夥人對公司需負無限責任。
永續存在	公司可能會永續存在。	公司不會永續存在。

版權所有

華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

公司的另一個名稱……

公司的經營模式隨國家不同，可能產生許多不同的變化，然而隨著國家的不同，其法律和規則也有很大的差異。當然，股權公開與有限責任仍為基本的重點。我們可能稱公司為**合股公司**（joint stock company）、**公開有限公司**（public limited company）或**責任有限公司**（limited liability company），視公司特徵與來源國而定。

表 1.2 列出一些國際知名的跨國公司、其來源國，以及接在公司名稱後之縮寫的翻譯。

1.3 現金流量的重要性

身為財務經理人，最重要的工作，就是利用公司現金預算、融資等有關的財務行為創造價值。那麼，如何去做呢？簡單來說，即是創造大於公司所需的現金流量。

我們將從一個公司的現金流量圖，了解其如何與財務市場產生循環；並說明公司給予債務人及股東的現金流量，將大於其給予公司之原因。

由圖 1.3 我們可以清楚了解公司與金融市場的互動。圖中箭頭所示為公司現金流量流入金融市場，再回流至公司。我們利用公司的融資活動舉一個例子。為了募集資金，公司可在金融市場採用發行債券，抑或是公開發行股票，以吸引投資客。（*A*）表示現金流量從金融市場流入公司；（*B*）表示經理人利用這些現金流量投資公司的計畫案；（*C*）則為因投資計畫案所賺的現金流量；（*F*）為將所賺的現金流量支付予公司的股東及債權人。其中股東所收到的現金稱之股息；債權人所收到的現金有兩種，即為利息與本金（投資公司的資金）；然而，並非所有的現金流量都將被支付出去，有些被當作保留盈餘（*E*），有些部分則為所需支付給政

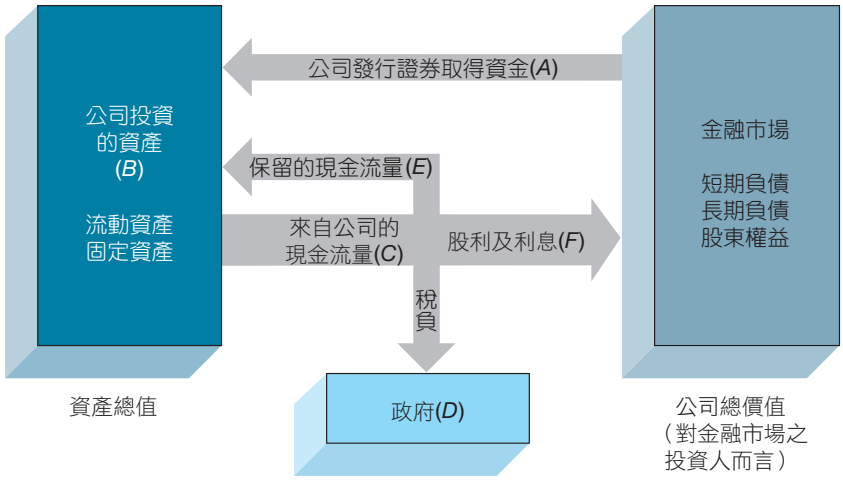
表 1.2 國際公司

公司	來源國	公司類型	
		來源國用語	翻譯
寶馬〔Bayerische Motoren Werke (BMW) AG〕	德國	Aktiengesellschaft	公司
多尼爾（Dornier GmBH）	德國	Gesellschaft mit Beschränkter Haftung	責任有限公司
勞斯萊斯（Rolls-Royce PLC）	英國	Public limited company	公開有限公司
殼牌石油（Shell UK Ltd.）	英國	Limited	公司
聯合利華（Unilever NV）	荷蘭	Naamloze Vennootschap	合股公司
飛雅特（Fiat SpA）	義大利	Società per Azioni	合股公司
富豪（Volvo AB）	瑞典	Aktiebolag	合股公司
標緻（Peugeot SA）	法國	Société Anonyme	合股公司

版權所有

華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

圖 1.3
公司和金融市場之間現金流量的移動



府的稅負（*D*）。

隨著時間經過，若公司支付給股東和債權人的現金（*F*）大於一開始從金融市場所收到的現金（*A*），公司的價值就會提升。

現金流量的定義　不幸的是，人們很難直接觀察到公司的現金流量。我們必須從不同的會計報表，得知欲知訊息；許多財務分析的結果，皆是得自不同的會計報表。

現金流量發生的時點　公司投資的價值取決於現金流量發生的時點。最重要的財務原則之一是，個人偏好較早收到現金而非較晚收到現金。簡單地說，今天的一塊錢比明年的一塊錢更有價值。

現金流量的風險　一家公司必須考慮所面臨的風險，且現金流量產生的時點和數量通常無法確切預知。大部分的投資人都會盡量規避風險。

1.4　財務管理的目標

假如我們想要成為一家有利潤的企業，財務管理的目標就是為股東賺錢並增加公司的價值，當然，這個目標是相當模糊的，所以使用一些不同的方法來更精確地解釋其定義。這些定義相當重要，因為它形成與評估公司財務決策的基礎和目標。

可能的目標

提到可能的財務目標時，會以下列幾個方向來解釋：

- 求得生存。

版權所有

華泰文化
HWA TAI PUBLISHING

- 避免財務危機和破產的發生。
- 擊敗競爭者。
- 銷售量和市場占有率極大化。
- 成本極小化。
- 利潤極大化。
- 維持穩定的盈餘成長。

我們無法將所有的目標一一列出，但上述所有目標都是身為一位財務經理人必須達到的目標與面對的問題。

例如，有時只要降低產品訂價或放寬顧客延遲付款的期限，就能輕易地提高市場占有率與銷售量。同樣地，我們也只要做一些事就能馬上減少公司的成本，例如，縮減公司的研發費用。為了避免公司破產，我們只要不向任何人借款或是不投資任何具有風險的投資計畫，就能達到目標。然而，我們都很清楚以上行動並不符合股東利益極大化的原則。

利潤極大化或許是最被接受的一般化目標，即使它並不精確。例如，利潤極大化指的是今年的利潤嗎？如果答案是肯定的，我們就應該暫緩維修，並採取任何可減少短期成本且增加當期利潤的方法，但這些方法並不好。

利潤極大化這個目標應該指「長期」或「平均」利潤，但它仍然很難讓人清楚了解。第一，利潤指的是類似會計淨利或每股盈餘等指標嗎？這個問題將會在下一章做更詳細的探討。第二，應該追求的是長期利潤嗎？如同某位著名的經濟學家曾說的：「等到長期，我們都已經死了！」更重要的是，這個目標沒有告訴我們如何適當地取捨當期利潤與將來的利潤。

上述所列的目標雖然不同，但可分為兩類。第一類是與獲利相關的目標，此目標包含銷售、市場占有及成本控管，都是與賺取或增加利潤相關的方法。第二類則是與風險相關的目標，包含穩定、安全、避免破產及一些控制風險的方法。不幸的是，這兩種目標有些矛盾，例如，在追求更高利潤的同時，也會承受更大的風險。我們很難同時將獲利與安全穩定極大化，因此需要同時考量此兩種要素的目標。

財務管理的目標

公司財務經理人的任務是為股東財富做出最適當的財務決策，因此財務經理人的工作並非以自己的觀點列出可能的目標，而是以股東的觀點，考慮什麼樣的決策才是最好的財務管理決策。

如果我們假設投資人購買股票是為了取得財務上的利得，那麼答案就很清楚：好的決策能增加股票的價值，而不好的決策則會減少股票的價值。

版權所有

華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

由此可知，財務經理人為了達到股東利益極大化的目標，必須做出能夠增加股票價值的決策。財務經理人的目標能簡單定義為：

財務管理的目標就是將公司股票市值極大化。

極大化股票價值的目標能涵蓋我們之前所提及的各種目標，且此目標沒有任何疑義，也不會發生長、短期的差異，我們可以很清楚地知道目標就是極大化**目前**股票的價值。

如果這個目標對你而言已產生印象，接下來要牢記「股東是公司資產的剩餘求償者」。換句話說，股東的求償順序是排在員工、供應商和債權人之後，只有在前者分配完後，股東才有權拿回其應得的資產。如果上述三者中有人尚未完成求償，則股東無權從公司取回任何資產。因此當公司結束營運時，若股東能獲得公司剩餘的資產分配，代表公司的利害關係人也都已得到分配。

因為財務管理的目標是極大化股票的價值，所以我們需要學習如何辨認哪些投資方案或財務活動能對公司的股票價值帶來正面的影響。而這些將在後續的章節介紹。實際上，我們可以把**公司理財**當成一種研究企業決策與公司股票價值之間的關係。

更一般性的目標

當我們想更詳細說明如何增加股票價值時，出現了一個特別的問題：若公司沒有可供市場交易的股票，什麼才是合適的目標？公司並非企業經營唯一的形式，這一點在前一節已經有詳細介紹，而且許多公司的股票很少流動，所以我們很難在任一時點去評估每股實際的價值。

只要我們考量的是營利企業，目標就只需要一點點修正。公司股票的總值等於股東股權的總值，因此這類公司的目標更一般化的說法如下：極大化現有股東股權的市價。

這個目標對獨資、合資或公司的企業模式經營並無不同。不論哪種經營模式，只要是好的財務決策就能增加股東股權的市值，而不好的財務決策會減少股東股權的市值。雖然本章是以公司為主的探討，但這個基本原則能應用到各種不同形式的經營模式上，甚至是非營利組織。

最後要了解，並非為了這個目標，就可以允許財務經理人使用非法或不道德的手段來增加公司股東權益的市值。因為自由市場會要求與評價財務經理人，因此財務經理人應該提供公司所有者最好的服務，並藉由提出好的投資方案來增加公司價值。

版權所有

華泰文化 HWA TAI PUBLISHING