

1

緒 論

傳統的公司金融 (Corporate Finance) 研究分類，大致可分為幾個方向：(1) 資本預算 (Capital Budgeting)；(2) 資本結構與股利政策 (Capital Structure and Dividend Policy)；(3) 長短期的財務規劃 (Long-Term and Short-Term Financial Plan)；(4) 融資 (Financing)。近年來，公司金融的研究更擴展至庫藏股 (Treasury Shares)、行為財務學 (Behavioral Finance) 及企業價格評估 (Valuation) 等議題。當然，企業國際化的金融市場、信用風險與金融商品風險管理工具、會計資訊品質等也都是公司金融持續發燒的研究課題。而隨著科技的進步與人工智慧的發展，金融科技對企業金融的挑戰，也是近年嶄新的熱門議題。

本書提供對公司金融這門學科有興趣的讀者一些入門知識。首先，第二課《資本預算與專案計畫評估》介紹業界廣為使用的傳統現金流量分析方法，例如：還本期間法、淨現值法 (Net Present Value Method；NPV)、內部報酬率法等。此外，實務上有不少公司會用會計收益 (Earnings) 為基礎來進行資本預算決策，此課介紹常用方法一平均會計報酬率法 (Average Accounting Return；AAR)，此法和 NPV 等方法的不

同之處在於聚焦單一專案的會計淨收益，而不是「增額」價值和現金流量，好處是歷史會計資料容易取得。

傳統資本預算方法假設企業經營的環境不變，但實際上面臨著極大的不確定性，所以可能會得到偏誤結果；因此管理者可以採用實質選擇權分析法，以針對未來不確定性進行遞延或修正。此法將投資計畫視為選擇權，付出的投資金額相當於權利金，以換取未來的無限可能收益。例如：遞延投資選擇權、建構期間放棄的選擇權、成長機會選擇權等。

第三課《資本結構與支付政策》先介紹資本結構無關論，即如果公司的自由現金流量不變，則資本結構不會影響公司的價值；而股利政策無關論是指當公司營運活動不變的情況下，股利發放的多寡對股東的財富並沒有影響。

公司違約或破產的可能性並不會影響公司的價值，但是若其衍生出額外的預期支出，就可能會降低公司的價值。綜合考慮負債對公司價值的影響，其效果是先遞增後遞減，因此可找到最佳負債比率以極大化公司價值，此即所謂的抵換理論。

公司為了極大化股東利益，會將閒置資金退還股東，而退還現金的較有利方式需視該地的稅法而定。以國內而言股利稅率高於證交稅，有利實施庫藏股，但對未分配的保留盈餘課稅，又利於發放現金股利。

最後，因公司與投資大眾間有資訊不對稱的問題，故衍生出了訊號理論 (Spence, 1973) 以及融資順位理論 (Myers and

Majluf, 1984)；隨著行為財務學的發展，學者開始研究投資人的行為偏誤是否影響公司決策，而形成了市場擇時理論。

在第四課《長短期融資規劃》介紹長短期融資工具，與積極型、保守型、中庸型的營運資金投資、融資政策，以及存貨管理、應收帳款管理技術。

影響長期融資決策的因素分為直接和間接：直接因素是指每種融資方案的不同特質，例如個別籌資工具的成本、效益和風險等；而間接因素是指除了融資工具本身特性之外的影響因素，例如：公司目標資本結構、風險承受度、市場景氣等。

公司應優先維持良好的短期資金管理，以增強短期償債能力，使資金來源足以支應日常所需。確定流動資產規模與策略後，接著應考慮採用何種融資政策來配合，理想狀態為流動資產的占用資金來自於流動負債；長期資產的占用資金則運用長期資金解決，如此可以減緩再投資和融資問題。妥善規劃長短期融資決策，才得以有效利用流動資產和長期資產創造公司價值。

第五課《企業募資與新興籌資管道》探討企業上市的動機與相關機制，並介紹企業新興的籌資管道。隨著企業成長到一定的階段，基於長期發展的考量，企業會有上市的動機，至資本市場籌措資金，做為企業的資本支出或是充實營運資金之用。企業公開上市 (Initial Public Offerings；IPO) 被視為是企業成長的分水嶺，代表一家企業由私人公司轉變成公開上市公司。

在發行市場上，目前全球的主要證券銷售方式有三種：固定價格的公開承銷 (Fixed-Price Open Offer)、詢價圈購 (Bookbuilding)、競價拍賣 (Auction)，本課討論並比較三種方法。本課也闡述上市地點該如何做選擇，最後介紹兩種新興籌資管道，並輔以實例做說明。

第六課《庫藏股與員工認股權證》中，近年來上市公司已將庫藏股視為重要財務工具，其有許多優點，例如：代替現金股利支付、調節股價、控制經營權、調整資本結構、利於公司發行衍生性金融商品，使公司籌資管道多樣化等。但實行庫藏股也有可能對公司造成負面影響，甚至遭受龐大損失，例如：淪為炒作股價的工具、經營階層霸占董事席次、內線交易等。

員工認股權證是公司留住人才的措施之一，其優點是將員工利益和公司相結合、透過限定履約時間達到延長激勵的效果、吸引更多優秀人才加入公司等；但員工認股權證也很可能造成股權稀釋的缺失。

隨著法規的開放，公司得以透過買回之庫藏股來支應員工履行認購權證所需的股份，使兩種制度緊密結合並且充分發揮各自優點，不但解決股權稀釋的問題，又達到留住人才、吸引人才的目的，進而提升公司價值，創造員工與公司雙贏的局面。

第七課《國際財務管理》，當全球經濟的高度整合與企業的國際化，使得跨國企業必須考量匯率、利率、政治等風險，

卻也同時得到更多利益與機會，例如：分散投資降低風險、降低融資成本、節稅等。

跨國企業面臨匯率風險，而外匯曝險分為交易曝險、換算曝險、營業曝險等三類；而實務上會採用遠期外匯契約、資產負債表避險、外匯交換等方式進行避險。

當企業在預估海外投資計畫的現金流量時，需對匯率、通貨膨脹率進行合理預測；此外，使用調整現值法比淨現值法更能考慮不同來源現金流量之風險，而使用不同折現率來進行估算。

企業進行海外募資時，應先瞭解國際投資者的需求，企業的產業定位、財務結構、股票流動性等都是重要考量因素。常見的募資工具包含海外債券、海外可轉換公司債、存託憑證等。海外融資可擺脫國內貨幣政策或資金排擠的效應，而降低資金成本。

多國營運資金調度的主要目的包括降低稅負、滿足關係企業的流動性需求、管理外匯、政治風險等。國際企業可以透過股利、借貸、權利金等不同名義移動資金，根據各國不同稅制加以調整，以達到全球稅負最小化，獲利最大化的目的。

第八課的主題是《行為財務學與企業金融理財》，傳統經濟或財務教科書總是假設人是全然理性的，但此假設並不符合現實；因此，行為財務學以心理學為基礎，探討投資人非理性行為所導致市場無效率，並對金融市場現象提供更貼近現實的解釋。

行為財務學的興起，很大部分要歸功於康尼曼與特弗司基兩位心理學家所提出的展望理論，即人在面對利得時會規避風險，但是在面對損失時卻有追求風險的傾向。

由於經理人也受限於行為偏誤，故也可能做出錯誤決策，導致公司價值下降。羅爾 (Richard Roll) 利用「贏家詛咒」解釋為何有公司願意用高於市價的價格併購另一家公司，其原因是他們對自身的能力「過度自信」，而忽略集合投資大眾觀點所形成的市價；實證結果顯示購併行動公布後，被併公司市值確實上升，而主併公司市值則下降，「傲慢假說」得到實證結果支持。

傳統理論著眼於客觀市場狀況，而忽略人性；行為財務學則專注於個體行為，而忽略市場客觀條件，適當結合兩者會是較為平衡且合理的發展發向。

第九課的主題是《落實公司治理 提升企業價值》，公司治理是為了降低股東、管理者、債權人之間的利益衝突而採取的機制措施；然而企業有許多利害關係人，如員工、供應商、顧客以及潛在關係人，若公司治理失敗也會讓利害關係人的權益受損，所以如何做為一家良善的企業並且兼顧各方的權益，是這個世代公司治理的新挑戰。公司治理分為外部及內部機制。外部機制包含透過法律監督企業、藉由合併收購替換經營權、資本提供者的積極監理等；而內部機制包含資本結構、股權結構、董事會、薪酬設計等。

企業社會責任即是企業應保障其利害關係人的需求與權益，近年來則更進一步朝永續發展為目標，例如對 ESG 的投入，以及對永續金融、責任投資的重視等。雖然有部分學者認為投入社會責任會排擠其他投資機會，但也有學者認為企業社會責任的投入能使公司增加營收，並且降低隱藏成本，許多研究也發現 ESG 做得好的公司在金融海嘯時期較有抗跌性，以及履行企業社會責任可以提高公司聲譽，甚至能提升股票報酬率、降低波動率等。

第十課《金融科技對企業金融的機會與挑戰》，金融科技是透過科技，例如人工智慧、區塊鏈、雲端運算等技術，使金融更加有效率，可以服務更多的人；金融科技包括支付、保險、存貨、籌資、投資管理、市場供應等服務領域，且在企業金融領域的應用也正逐步探索當中。

目前全球已有許多銀行正嘗試使用區塊鏈技術，來達成更快速、成本更低的新型跨境支付；區塊鏈的「防竄改性」能防止人為疏失及舞弊，可以提升會計作業的「函證」程序；而「機器人理財」則能依據客戶的風險偏好與理財需求，透過大數據分析、機器學習，給予客戶投資建議。

金融科技是一個正在進行的新趨勢，會帶來許多發展的機會，但也面臨許多挑戰，例如：個人資料保護、防制洗錢與打擊資恐、法令遵循與監理創新等。政府及企業在面對金融科技時，應積極研擬政府發展政策及企業方針，以免錯過發展機會。

第十一課《問題放款客戶的財務診斷與債權管理》，實務上銀行承作授信業務時，會選擇「最適當」的潛在客戶，而非「最優良的」完美客戶，因為在承擔合理風險的情況下，才有機會創造更多的利息收入，甚至賺取「超額報酬」。所以金融服務業的業務經營宜承擔適度風險，不必一味追求最低風險，有智慧地拿捏輕重緩急，做出睿智的授信決策。

授信實務上常見的財務警訊診斷方法為該企業的「利息保障倍數」是否小於 1，若小於 1，則代表該企業本期損益將可能呈現負值，則很可能被投資者視為有財務困難；學理上則透過「市價淨值比」來判斷企業前景，若該比率小於 1，則常被認為是衰退型的公司。其餘常用指標有：借款餘額大於該年度營業收入或大於公司淨值等。

借貸往來一旦被認定為問題放款，債權管理部門將尋求解決途徑以確保債權。可將問題放款依協商和解與否，歸納成四種解決類型：協商和解、重整、拍賣或轉讓、破產清算。亦可依「是否透過司法程序」來區分問題放款的解決途徑，非依司法程序求償如：行使抵銷權、金融機構自行處理擔保品等；依司法程序則如：依法取得執行名義、聲請法院強制執行。

第十二課《企業金融商品交易風險之探討》，本課以臺灣人民幣 TRF 交易爭議為例來分析企業金融商品交易風險。依據金管會提供的數據，全台有 3,797 家中小企業因購買人民幣

TRF 而受到嚴重財務損失，其原因主要有二：金融風險管理制度不健全及交易人金融商品專業知識不足。

管理制度不健全的主因在於，金融監管機關和銀行沒有即時且完整控管 TRF 曝險，並嚴格要求銀行執行保證金制度，導致銀行及投資人過度曝險。而交易人對金融商品不夠瞭解，例如：即期遠期差異、不同本金倍數計算獲利損失、停利不停損等觀念不清，而受到銀行宣傳誤導，導致遭受重大損失。

銀行揭露不足是產生爭議的另一主要原因。TRF 契約被認為是複雜性高的風險商品，隱含許多風險是無法從交易條件直接得知，因此銀行應有責任及義務將相關風險告知投資人，並協助投資人進行風險管理，使投資人具備足夠的判斷能力。

第十三課《事業模式與企業價值評估》，所謂事業模式是指一個事業體的領導團隊，為了達成目標所做的營運決策，及其所對應的財務效果或獲利模式；而當領導團隊看見某個快速增長的時機，即時把新產品引進市場，解決目標客群的問題，就能擴張市場版圖，創造企業價值。

一個事業體的獲利模式的量化指標可從解析財務報表求得，財務報表可以提供投資人、債權人該事業體在未來能創造的現金流量大小、時間以及不確定性等有用資訊。投資人、債權人可以由此推論該事業體的營運模式是否健全，並有效評估該事業體的投資價值或償債能力。

例如：一個事業體的價值可以視為其未來創造的所有自由現金流量的 WACC 折現值；產品的市場滲透力可以用年複合營業收入成長率來衡量；獲利能力則可用營業淨利占營業收入的比率來衡量；創造營收能力則可用一段時期的每單位投入資本所創造的營業收入來衡量等。

第十四課《會計制度變革對資訊揭露品質之影響》，會計資訊常被稱作「企業的語言」，在資本市場中扮演兩個重要角色，第一個為評價功能，協助資金提供者評定企業投資機會的潛在報酬；第二個為監督功能，協助外部人瞭解管理者的資金使用效率。

自西元 2009 年 5 月，國內開始把企業原先採用的會計準則 ROC GAAP 逐步與國際財務報導準則 (IFRS) 進行接軌，且在 2018 年全面實施 IFRS 9。前人的研究發現銀行業、壽險業在實施 IFRS 9 之後，淨值有上升的情形。國內預計將在 2025 年接軌 IFRS 17「保險合約」，屆時金融負債將改以公允價值評價，對壽險業者將產生重大影響。

關於 IFRS 實施對於會計資訊揭露品質之影響，亦有研究指出會計盈餘之品質會因 IFRS 的原則式準則而下降；而另有學者也發現外國公司使用 IFRS 之後，與美國公司財務報表的可比性明顯提高。此外，學者大多發現實施 IFRS 將有助於資本市場發展，股票市場的流動性提高、權益資金的成本下降、機構投資人的持股比利提高等。