



## 第5章

## 2大評估法 看誰玩得起財務槓桿

前一章提到，論及企業經營績效，一般投資者喜歡談純益率、EPS（Earnings Per Share，每股盈餘）以及淨值，可是卻鮮少人談及「稅前息前淨利」，這個名詞雖然冷門，但是對財務槓桿來說，卻是最重要的考慮因素。

這代表著，若先不考慮利息支出，企業在完稅以前可以有多少獲利。就是因為沒有考慮利息及稅金支出，所以才可以和利息支出比較，才知道獲利是否足以支付長期貸款的金額。

### 評估法1》稅前息前淨利

只要將稅前淨利加回利息費用，就是稅前息前淨利了。公式如下：

**稅前息前淨利 = 稅前淨利 + 利息費用**

將稅前息前淨利除上利息費用，就是「利息保障倍數」，可以用

來評估長期貸款的償債能力。

例如大立光（3008）民國100年合併損益表，利息費用9萬3,000元，稅前淨利58億3,656萬3,000元，所以利息保障倍數等於6萬2,760倍，這也可以解釋大立光根本沒有使用財務槓桿。計算如下：

利息保障倍數

$$= \frac{\text{稅前淨利}58\text{億}3,656\text{萬}3,000\text{元} + \text{利息費用}9\text{萬}3,000\text{元}}{\text{利息費用}9\text{萬}3,000\text{元}}$$

$$= 6\text{萬}2,760\text{倍}$$

再來看看負債比相當高的高鐵（2633），利息保障倍數又是如何？民國100年利息費用88億5,489萬2,000元，稅前淨利31億8,583萬3,000元，所以利息保障倍數等於1.36倍。計算如下：

利息保障倍數

$$= \frac{\text{稅前淨利}31\text{億}8,583\text{萬}3,000\text{元} + \text{利息費用}88\text{億}5,489\text{萬}2,000\text{元}}{\text{利息費用}88\text{億}5,489\text{萬}2,000\text{元}}$$

$$= 1.36\text{倍}$$

也就是說，高鐵若不計算所得稅與利息費用，獲利只比利息費用高出1.36倍，這是一個相當低的數字。可以明顯看出，大立光與高鐵這兩家企業在使用財務槓桿上，簡直是南轅北轍。



## 評估法 2》資金報酬率

評估財務槓桿的另一項考慮因素就是資金報酬率。公式如下：

$$\text{資金報酬率} = \frac{\text{稅前息前淨利}}{\text{投入總資金}}$$

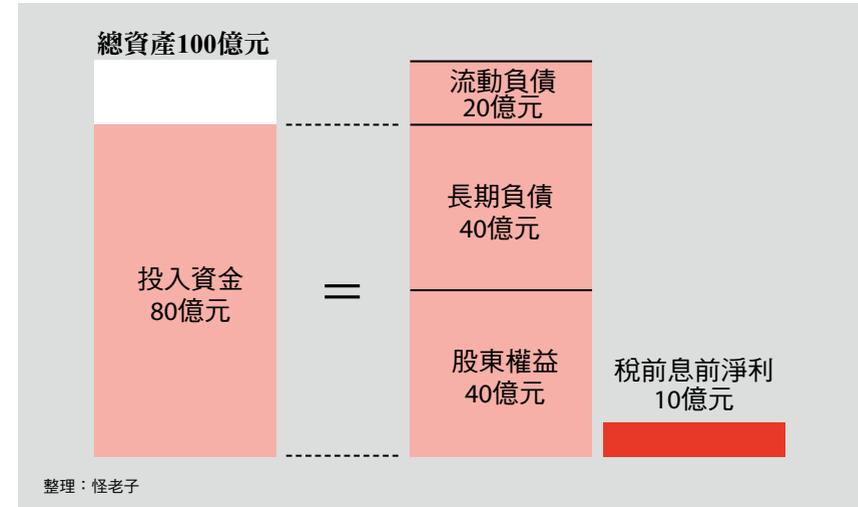
$$= \frac{\text{稅前息前淨利}}{\text{總資產} - \text{流動負債} + \text{流動金融負債}}$$

財務槓桿考慮的就是所投入資金可以創造出多少比率，如果這比率高於貸款利率就值得使用財務槓桿。例如投入 80 億元，稅前息前獲利 10 億元，就代表這 80 億元資金可以創造出 10 億元，資金報酬率為 12.5%，也就是每投入 100 元可以獲利 12.5 元。如果貸款利率只有 5%，就是每貸款 100 元 1 年只要支付 5 元利息，每 100 元的資金有高達 7.5 元的獲利，那麼所需要的資金就應該用長期貸款的方式，對股東較有利。

### 流動負債可視為無息短期融資，應從總資產中扣除

企業所需要的資金，不是從股東得來，當然就是借貸而來。所以總負債有流動負債及長期負債。長期負債無疑地一定得支付利息，但是流動負債部分除了流動金融負債之外，幾乎都是供應商的貨款居多，這部分等於是供應商提供的無息短期融資。為了簡單說明起見，先略去流動金融負債不看，企業所需要的總資產，實質需要的資金就

圖1 計算資金報酬率時，應扣除流動負債



是「總資產減掉流動負債」。

### 資金報酬率 > 貸款利率，長期負債才有助股東權益報酬率

如果總資產 100 億元的企業，其中流動負債 20 億元，那麼該企業需要的總資金為 80 億元（詳見圖 1）。

◎假設 1：稅前息前淨利 10 億元、股東出資 80 億元、無長期負債，  
股東權益報酬率 = 資金報酬率 12.5%

假若這家企業都沒有長期負債，也就是這 80 億元的資產全部都是



股東出資，因為沒有長期貸款，所以沒有利息費用，稅前淨利還是等於 10 億元，股東權益報酬率就等於投入資金報酬率為 12.5%（ $= 10 \div 80$ ）。

◎假設 2：稅前息前淨利 10 億元、股東出資 40 億元、長期負債為 40 億元，股東權益報酬率 = 20%

若 80 億元的資金，股東只出資 40 億元，其他 40 億元為長期負債，如果貸款利率為 5%，那麼 1 年的利息需要支付 2 億元，所以稅前淨利就只剩 8 億元，股東權益報酬率就可以從 12.5% 提升至 20%（ $= 8 \div 40$ ）。

◎假設 3：稅前息前淨利 10 億元、股東出資 20 億元、長期負債為 60 億元，股東權益報酬率 = 35%

假若將長期負債再提升至 60 億元，所以股東只需要出資 20 億元，就可以坐擁 80 億元的投資資金所帶來的效益。因為長期負債金額增加了，所以 1 年的利息也會增加至 3 億元，這時候的稅前淨利只剩 7 億元，股東權益報酬率卻可以提升至 35%（ $= 7 \div 20$ ）。

只要長期貸款愈多，股東權益報酬率就會愈高，這是因為財務槓桿才會有的效應。但要特別注意，資金報酬率必須高於貸款利率，財務槓桿才會增加股東報酬率。假若這家企業長期貸款和股東權益各為 40 億元，稅前息前淨利只有 1 億 6,000 萬元，資金報酬率僅 2%，但貸款利率一樣是 5%，利息費用會是 2 億元，賺的錢還不夠付利息，

最後反而虧了 4,000 萬元。

因此，當資金報酬率小於貸款利率時，財務槓桿不但不會提高股東權益報酬率，反而會降低原有股東權益報酬率。

### 利用資金報酬率趨勢圖評估長期貸款是否恰當

資金報酬率是以稅前息前淨利除上投資資金，主要的目的用來考量長期貸款是否恰當，並觀察資金報酬率及貸款利率的利差是否足夠，利差太小或者只有一點點，就不適合使用財務槓桿。只要將資金報酬率的趨勢圖畫出來，就非常容易判斷了。

下面兩個圖列出了大立光及華邦電（2344）近 5 年的資金報酬率（詳見圖 2、圖 3），大立光的資金報酬率都不錯，而且相當穩定，是非常合適做財務槓桿的公司，該公司若利用長期貸款，相信可以增加股東權益報酬率。如果資金報酬率類似華邦電一樣，就不合適用財務槓桿，因為大部分年度還沒算利息費用就已經虧損了，還得支付利息費用，這樣的財務槓桿是負面效果。

