



第7章

每股盈餘只能衡量股價高低 不能判定經營績效

如果有一家公司1年的淨利就賺了10億元，這樣的獲利算好還是不好？其實光看淨利是不夠的，對一家股本只有10億元的公司來說，那可真是太棒了，也就是賺到了一個資本額；但如果是中華電（2412）的股本有775億元，這10億元的淨利就顯得無足輕重了。

所以市場較常用的衡量方式就是，每1股可以分到多少淨利，也就是將當期所產生的淨利，除上公司對外發行的股份，就是每股盈餘了，也就是EPS（Earning Per Share）。

$$\text{EPS} = \frac{\text{稅後淨利} - \text{特別股股利}}{\text{加權平均流通在外普通股數}}$$

如果公司有發行特別股，稅後淨利就必須扣除特別股的股利，剩下來淨利才是屬於普通股的股東。特別股真是個很特別的股份，雖然其名稱為股票，但是其性質幾乎像是一種無到期日的債券一樣，當

公司有盈餘時，有優先配息的權利，所配發金額是票面金額的固定比率。就因為這樣，也有部分人士甚至於主張將特別股歸類於負債，並不屬於股東權益之範疇。

成長型公司，高EPS但配息率低

宏達電（2498）民國100年EPS高達73.32元，董事會決定配發每股40元現金股利，當時造成許多投資者不滿。其實賺到的錢，企業有其布局考量，如果要持續成長，就必須持續地投入。然而宏達電的高股價原因之一，就是投資者對成長的期待，既然期待宏達電成長，就沒有理由要求把大部分賺到的錢配回股東。

若公司處於成長階段，擴大業務就會有資金的需求，通常成長型公司的EPS會很高，但是配息卻很少。當公司的業務已到飽和的時候，就不會再成長了，這時自然會有額外的現金多出來，若不配發回給股東，企業也找不到好的用途。

就好似中華電一樣，現金一堆卻找不到新的投資標的，現金不配回來只有降低投資報酬率而已，一點用處也沒有。所以從現金股利占EPS的比率，多少也可以看出企業是否處於成長狀態，現金股利的比率愈高，代表公司的成長已經趨於緩慢，比率愈小，一般說來代表公司是成長的。



潛在普通股將對 EPS 具稀釋作用

企業除了目前在外流通的普通股之外，還有很多潛在的普通股。例如某些證券雖然目前還稱不上是普通股，但是即將或極可能成為普通股，一旦這些持有者行使其權利，就可以馬上變成普通股。包括可轉換公司債、可轉換特別股、認股權以及認股權證等，這些都是將來有可能轉換為普通股的。

這些股數對現有的股東盈餘分配當然具有威脅，因為當這些證券變成普通股時，就可以參與盈餘分配，就會稀釋掉目前的每股盈餘。所以稀釋每股盈餘是假設當這些潛在的普通股扶正時，每股盈餘將會被稀釋到什麼程度。

不是 EPS 高就代表比較賺錢

盈餘指的就是當期稅後淨利，也就是企業當期的獲利金額，將這些盈餘扣除特別股利，再除上在外發行股數，就稱為每股盈餘（EPS）。這裡要提醒投資者，EPS 跟投資報酬率無關，並不是 EPS 比較多，企業就比較賺錢，也就是不可以用 EPS 來比較兩家公司的經營成果。

例如有 A、B 兩家公司，股東權益相當。雖然 A 公司的 EPS 為 3 元，B 公司為 2 元，但 A 公司的經營績效不一定比 B 公司好。這當中的決

表1 EPS 數字好，經營績效不一定比較好

——A、B 兩家企業 EPS、配股示意比較表

公司名稱	EPS	發行股數	淨利
A 公司	3元	1億股	3億元
B 公司	2元	2億股	4億元

整理：怪老子

定因素是企業過去的配股策略，若 A 公司將部分盈餘再投資，但選擇不配股，亦即股本沒有增加，股東權益卻增加了。B 公司的配股策略則相反，只要有盈餘就會轉增資，配發股票股利，所以 B 公司的發行股數會增加，股東權益也增加。

因為配股策略的不同，A 公司只發行 1 億股，B 公司卻發行 2 億股。用 EPS 反推算回來，A 公司的淨利是 3 億元，而 B 公司的淨利卻是 4 億元，其實，B 公司的實際獲利比 A 公司還要高，代表 B 公司的經營能力比較好。

股本變動少，EPS 只能用來衡量股價高低

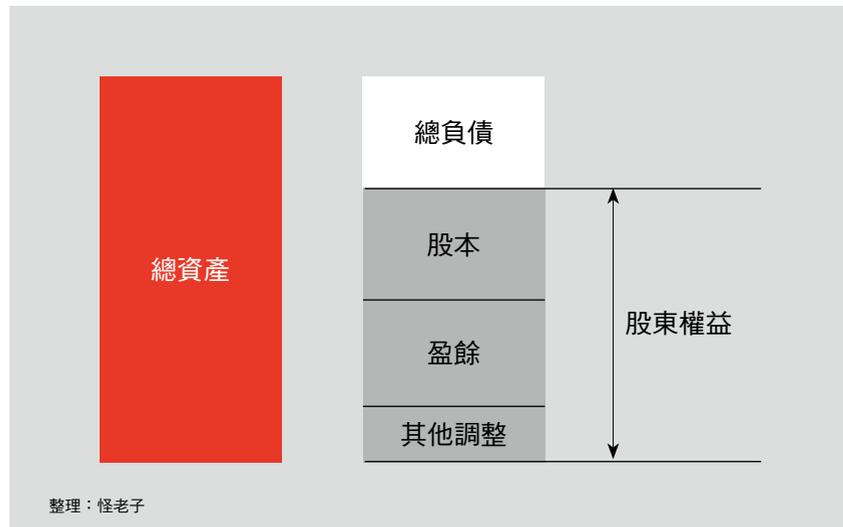
企業的經營績效，主要是以股東權益報酬率與資產報酬率來衡量。光是知道獲利多少是不夠的，還必須除上投入的資金，才能知道投資報酬率，股東權益報酬率就是衡量股東的投資報酬率。



一般投資者因為對財報不夠了解，自然以為股本就是股東投入的資金。事實並不是這樣，股東權益的總額才是股東真正投入的金額，股本只是其中之一。

股本通常不會變，只有當增資時才会有變動，不論是現金增資或是盈餘轉增資，也都會使得股本往上增加。當企業有盈餘時，只要不配回去給股東，是否轉增資對企業未來的經營一點關係都沒有。淨利除上股數只是用來衡量股價高低，對於衡量企業經營成果是沒有絕對關聯的。

圖1 股本只占股東權益一部分 ——股東權益占總資產示意圖



EPS 是每股獲得多少淨利，股價也是以每股來計算其價值，EPS 只能用來衡量股價的高低，並無法看出企業的經營績效。

要賺一個股本，不見得很難

最近看到一則電視新聞的訪問，一位營建業的上市公司董事長，誇口未來每年都要賺進 1 個股本，這聽起來好似很厲害，然而真的是這樣的嗎？其實這是有些誤導，雖說這家公司確實有些能耐，也算經營得還不錯，但也不是厲害到那種程度。主要原因是股本並不等於股東權益，股東權益的總和才是股東所投入的全部資金。那家公司的普通股股本我算了一下，大約占股東權益的 26.9%，也就是說只要股東權益報酬率可以達到 26.9%，就可以賺進 1 個股本。

該公司的總負債占資產的 52.5%，也就是權益乘數差不多是 2 倍，從杜邦方程式（詳見第 5 篇第 5 章）可以輕易知道，因為使用了 2 倍的財務槓桿（亦即權益乘數），因此資產報酬率只要是股東權益報酬率的一半，也就是大約 13.5%，就可以達到 26.9% 的股東權益報酬率。13.5% 的資產報酬率只是一般水準，並不算是太厲害。以後當有企業家說要賺 1 個股本，或許這是事實，但不必太崇拜就是了。

$$\text{股東權益報酬率} = \text{權益乘數} 2 \times \text{資產報酬率} 13.5\% = 26.9\%$$



再強調一次，企業的獲利若沒有配發現金股利給股東，不一定就要配發股票股利，可以直接置於股東權益中的未分配盈餘科目。就以宏達電來說，歷年來賺了不少，除了配發現金股利之外，最近3年也只配了一點股票，結果是普通股股本只占了股東權益的8.4%，這代表只要8.4%的股東權益報酬率，就足以賺進1個股本，這也就是為何宏達電可以輕鬆地就賺幾個股本。

圖2 企業獲利逾 74% 置於未分配盈餘
——宏達電（2498）母公司股東權益占比分布

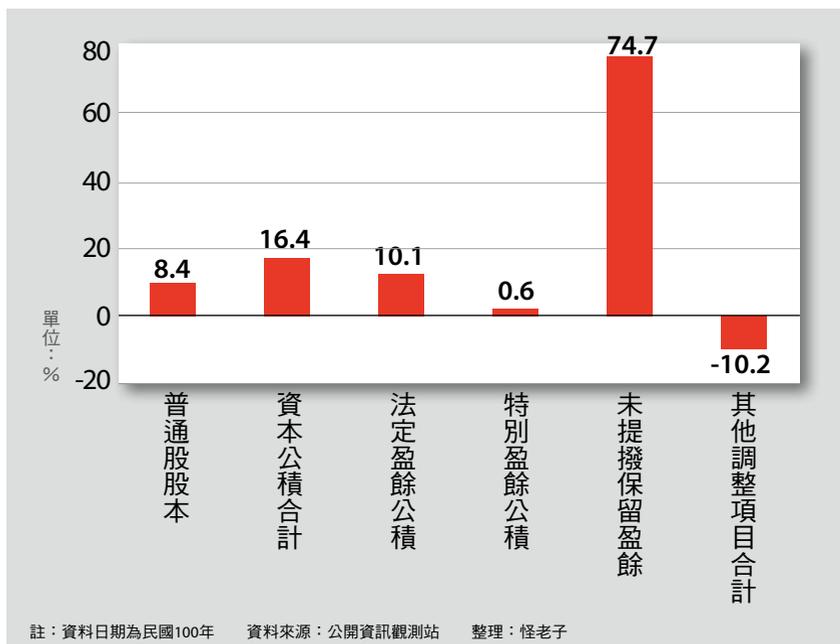


圖2為摘錄自宏達電民國100年母公司的股東權益，可以看出股本只占股東權益的8.4%，至於未提撥保留盈餘的金額占了股東權益的74.7%，將近2/3的股東權益都在未分配盈餘，至於其他調整項目的負值，主要是因為庫藏股的因素。

若用 EPS 看盈餘成長，須將配股一併考量

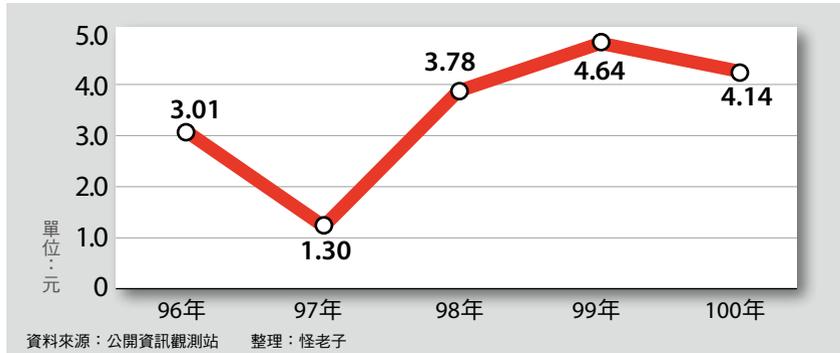
EPS 幾乎是一般投資者最喜歡用來衡量獲利的指標，但是因為配股的關係，EPS 常常會被誤導。例如連續每年的 EPS 都是 2 元的公司，這家公司的盈餘有成長嗎？要回答這問題，就得看看往年配股狀況如何，如果以往都沒有配股，那麼當然就沒有成長。

若是每年都配股 2 元，也就是發行股數每年都以 20% 成長，可是卻仍然維持 2 元的 EPS，可以斷定這企業的盈餘是每年以 20% 在成長的。這裡主要說明，若要用 EPS 來看盈餘的成長，必須將配股考慮進去，才是真正的獲利。用亞聚（1308）的例子來說明（詳見圖3），讀者就會很清楚了。

觀察亞聚的 EPS（詳見表2），似乎是從民國99年的每股4.64元降到了每股4.14元，乍看之下100年的獲利衰退了10.8%，然而從淨利的角度看，民國100年卻是成長了11.5%。公司的獲利是持續成長的，反映在EPS上面卻是衰退，主要的原因是民國99年配發了2.5



圖3 光看 EPS，會以為成長衰退
——亞聚（1308）近5年EPS



元的股票股利，所以民國 100 年時所有的股數增加了 25%，但是淨利只成長了 11.5%，所以才會看起來是衰退的。

所以若要觀察淨利的成長，就必須以淨利的值來看；若要用 EPS 去觀察，就得將股票股利的因素也考慮進去才行，還原權值後的 EPS 可以使用下列公式計算：

$$\text{還原後的EPS} = \text{未還原EPS} \times (1 + \text{每股股票股利}/10)$$

所以雖然民國 100 年的 EPS 為 4.14 元，但是民國 99 年亞聚每股配股 2.5 元，股票數量可是增加了 25%，所以還原後的 EPS 相當於 5.175 元。所謂還原 EPS 的意義是：若民國 99 年亞聚沒有配股，那麼 100

表2 配股造成 EPS 衰退，但淨利實為成長
——亞聚（1308）近5年財報彙總

年度 (年)	EPS (元)	配股 (元)	股數 (千股)	淨利 (千元)
100	4.14	2.00	391,397	1,619,734
99	4.64	2.50	313,118	1,452,816
98	3.78	2.00	260,932	985,751
97	1.30	0.00	260,932	339,010
96	3.01	0.00	260,932	785,693

資料來源：公開資訊觀測站 整理：怪老子

年的 EPS 應該會是 5.175 元。

可是亞聚真有配股呀！股票數量確實是增加了，為何要還原回去呢？配股讓股票張數增加了，每一位股東的持股也都等比例的增加，但每一位股東對擁有公司股票的比率還是維持一樣，並不會因為股票數量增加而改變。假若 A 股東擁有亞聚股權的 10%，99 年配股 2.5 元，所以 100 年時股票的數量增加了 25% 之多，但是大家都等比例增加了 25%，那麼 A 股東還是等於擁有亞聚股權的 10%。

因此，想知道獲利的成長性，就得直接看淨利金額才準確，如果要用 EPS 來觀察，就必須將 EPS 還原，否則對獲利成長性就會造成誤判。