

負債成本與財務變數之關連性研究— 以台灣上市傳統產業為例

The Relationship between Cost of Debt and Financial Statements – An Example of Listing Stocks of the Traditional Industry in TSE

企業管理學報
第 64 期 (94 年 3 月)
頁 53-78

倪衍森*
Yen-Sen Ni
陳冠宇**
Kuan-Yu Chen

* 淡江大學管理科學科學副教授
Associate Professor, Graduate Institute of Management Sciences, Tamkang University

** 淡江大學管理科學科學研究所
Graduate Institute of Management Sciences, Tamkang University

摘要

由於金融機構對不同的客戶，有不同基準點的加碼，造成不同的上市公司有不同的資金成本。在此本研究有三項課題有關於負債成本的探討：其一因上市公司之借貸的來源可能不止來自單一金融機構，是以以上市公司的有息負債利率為應變數—因其可為不同負債來源之加權平均成本一來探討其與財務報表訊息之關聯性；其二就總負債內容而言，因總負債中包含有息負債及自發性的負債，若以總負債為分母，亦可再探討負債利率與財務報表的關聯性；其三若一體質良好的企業，應較能擁有較多的交易信用，因此本文亦驗證是否當公司體質越好，自發性負債應越多，負債成本應越低的假設，亦為有息負債利率減負債利率應越大，此三項即為本研究的課題。

然而我們收集有關文獻時發覺，探討貸放利率與財務資訊關聯性的文獻相當少見。只有周政良(民 89)一篇探討以國內某一家銀行借貸契約及財務資訊來探討影響利率之因素，而且僅僅探討一家銀行放款利率加減碼的因素，其代表性不足，而且因其研究資料為非公開之隱密性(Confidential)資料，而難以判斷其客觀性。

在此本文乃是利用上市公司公開財務報表之數據，應較具客觀性，此外探討的有息負債利率，表示公司的借貸成本並非來自某一銀行，亦較周政良之論文來的客觀。此外由於近年來，台灣傳統產業面臨債務的負荷及財報不佳的衝擊，所以本文乃是針對台灣上市之傳統產業類股最近三年之財務報表，來探討哪些財務比率與負債成本有關聯性。經由本實證研究後。除了有大多數人所認同的公司負債比率越高，其負債成本越高之合理結果外，亦有以下的重要的發現：

- 1.就有息負債利率而言，總資產週轉率與有息負債利率成正向關係，亦與一般的認知有異，此乃為大多數金融機構在作放款業務時，有提供擔保品之借款成本相對無提供擔保品來的低，但是這些公司資產週轉率卻不高。在此我們認為以資產作為擔保品，反而有較低資金的成本之傳統考量，是有值得商榷的必要。因資產週轉率低的公司，亦為資產管理方面不佳的公司反而有較低的資金成本，此可能為金融機構逾放高居不下的原因。

- 2.就負債利率而言，銷售利潤邊際與總負債成負向關係，表示即使傳統產業公司的純益率越高，意味者該公司的獲利能力越好。金融機構所要求的風險溢酬越低，所以金融機構對傳統產業的獲利與否是其決定其貸放利率的重要考量。
- 3.就有息負債利率減負債利率而言，有息負債利率減負債利率與自發性的負債成正相關，表示若是一家公司體質越好，自發性負債佔總負債越大，則有息負債利率減負債利率之差距也就為之擴大。

Abstract

Different firms have different cost of debt because there are different benchmarks of interest rate make-up when financial institutions make loans to different firms. In this research, there are three sub-topics to discuss in this paper. First of all, as a result of the source of company's loans may derive from more than singular financial institution, this study analyzes the effect of the interest rate of debt, close to the weighted averages cost of different liabilities, to financial statement. Secondly, the total debt includes spontaneous debt and interest-paid debt. Similarly, we use the ratio of interest paid to total debt as dependent variables to analyze the effect of financial statements to this ratio. Thirdly, we hypothesis that a sound company might have more spontaneous debt, and it could be infer that interest rate of interest-paid debt minus interest rate of total debt for a company might be expansive. There are three sub-topics for this study. However, relevant literatures are quite rare, since there is only one paper related to interest rate of banking loan to financial statement. In addition, there are two shortcomings existed in this paper. One is the representative issue since the data related to the interest rate of loan are collected by only one bank. The other is the objective issue since that paper uses the confidential data instead of public data.

Nowadays, the traditional industry counters the financial distresses. This paper is to investigate the effect of the cost of debt to financial statements. One of reasonable findings is that the higher the debt, the higher the ratio of interest rate to debt. There are still several important findings in this paper.



- (1) The total asset turnover ratio of conventional industries has a positive effect on the interest rate. This is also not consistent with our expectation because the financial institutions will have lower interest rate as firms provide collaterals. Thus, it is necessary to deliberate over treating assets as collaterals instate have lower interest rate is not suitable.
- (2) The ratio of interest to total debt has the negative relationship with the profit margin of a company. It means that banks will concerns profit margin is an important element to decide the interest rate of loan to a company.
- (3) A sound company seems to own spontaneous debt, since that the interest rate of interest-paid debt minus interest rate of total debt for a company will be positively expansive for companies with well-performance financial statements.

關鍵字詞

有息負債利率

the interest of
interest-paid debt

財務比率

financial ratios

資訊不對稱

information asymmetric

壹、緒論

企業舉債的方式主要有公開與私下募集兩種，公開舉債的方式主要為發行公司債，私下募集的方式主要為向金融機構借貸。當企業在遭遇困難時，銀行比其他的債權人容易協商、較有彈性，所以儘管近年來資本市場隨著國際化、自由化的趨勢，而使得直接金融迅速成長，但屬於間接金融的金融機構借款仍因有無法取代的特性而在企業舉債融資中佔有一定的比重。

而放款業務為金融機構主要的獲利來源，除了有擔保品的質押借款外，無擔保品的信用貸款更是放款需要注意的部分。國內除了外商銀行外，大部分銀行承作放款都倚重擔保品、抵押品、或擔保人，報表多半只是次要的參考。但由於銀行業已趨向開放，放款業務競爭激烈，再加上信用貸款或無擔保公司債之盛行，這現象可能會有所改變。

此外企業為了投資新計劃向金融機構融資，而金融機構為了獲取利息收入放款給企業，借貸雙方本可藉由價格機制而互惠，但由於資訊不對稱而使借貸雙方存在著利益衝突，因此企業與金融機構間借貸的角力問題便成了一個重要的課題。為了取得一個均衡點，而本文乃是站在金融機構的立場，由上市公司的財務報表裡找出與貸放利率攸關之財務資訊，以作為金融機構決定貸放利率的參考，此即為本研究主要之研究動機。

本研究的主要目的有二，（1）研究廣告比較策略、廣告訴求方式對消費者購買意願的影響過程中產品涉入的干擾效果，（2）探討廣告比較策略與廣告訴求方式的交互作用對消費者購買意願的影響過程中產品涉入的干擾效果。

貳、文獻探討

在資訊完美的情況下，借貸市場會永遠處於均衡的狀態，總供給會隨著總需求的變化而立即調整，達到供需均衡。然而在現實中，個人在做決策時往往擁有若干私有的資訊，為了探討此資訊不對稱對負債資金成本的影響，自然必須先瞭解資訊不對稱對借貸市場所帶來的影響。因此以下將針對資訊不對稱的議題作一回顧，同時將有關利率與影響金融機構放款因素之實證研究作一歸納整理。

一、資訊不對稱之探討

所謂資訊不對稱，是指市場中兩個交易的群體中，只有一方握有完整的資訊。在資訊不對稱下，會產生Akerlof(1970)所提出的”Lemons Problem”，結果導致市場上產品品質下降，嚴重時會影響市場機能。

在借貸市場裡，貸款銀行與借款企業的代理問題可能來自於資訊不對稱，如借款企業未經貸款銀行同意投資於風險比較高的專案，此為代理問題；另外，若資金需求大於資金供給，銀行為獲取利息收入而冒然提高利率，必定會導致低風險借款者退出該市場而留下高風險者，產生所謂的逆選擇問題；而提高利率又會誘使借款者選擇高風險高報酬之投資計畫，產生道德危險問題。所以在資金有限並出現超額需求時，銀行不會提高利率來消除超額需求，寧願讓信用分配存在。以下即分別探討資訊不對稱應用在借貸市場上所衍生出來的問題。

1.代理問題

就貸款銀行與借款企業的代理關係而言，在簽訂借貸契約後，會產生借款企業與貸款銀行之間的代理問題。形成代理問題的重要因素之一，在於貸款銀行和借款企業之間的資訊不對稱現象，因為借款企業握有比貸款銀行更多的資訊，若借款企業發生道德危機的情況，其將不顧契約的約束，利用資訊不對稱的優勢來欺瞞委託人。而貸款銀行在對於借款企業的能力與誠信都難以全然掌握的情況下，可能會要求較高的報酬率。

借款企業與貸款銀行存在資訊不對稱，借貸雙方亦會有誘因去從事對自己有利的行為。借款企業未經貸款銀行的同意，從事風險比預期還高的投資方案，而使貸款銀行權益受損，一般稱為資產替換(Assets Substitution)。除了資產替換之外尚有債權稀釋(Claim Dilution)與股利支付(Dividend Payment)等問題。另外若企業舉債投資所產生的利益只能歸債權人所有，則管理當局會故意放棄原本有利可圖的專案，而產生投資不足(Underinvestment)的現象。然而貸款銀行亦會為了減輕或防止各種的代理問題，進而提高貸款利率以彌補代理成本。

2. 道德危險問題

Eisenhardt (1989)認為當主理人與代理人簽訂契約時，雙方並無資訊不對稱的問題，但是簽約後，代理人未善盡責任，怠忽管理，因而使得主理人的風險提高；或是代理人未依約從事約定的投資專案或資金用途，卻從事於風險較高的投資計畫，企圖賺取高報酬；或是代理人發現有什麼外生狀況發生，主理人卻無法觀察真實狀況，以致其權益產生潛在威脅。由於這是一種借款者有可能不會依照道德誠信處理的問題，故稱道德危險問題。此應用在借貸契約上，此道德風險乃是當借款企業借到所需資金後，可能常常會有誘因從事較高風險的投資，進而道德危險的問題亦隨之產生。

3. 逆選擇問題

Rasmusen (1994)認為逆選擇的產生來自於委託人無法觀察到代理人的特性，而代理人很清楚自己的能力。Akerlof(1970)利用了舊車市場來說明了逆選擇問題，當買方對賣方的產品品質無法確知時，只能以整體統計資料所顯現的平均水準來評價個別產品的品質水準，使得賣方產生降低品質的誘因，最後走上劣幣驅逐良幣的效果，這就是逆選擇問題。此概念應用在借貸契約上，可能會由於貸款銀行不知借款企業的風險，而不願降低利率，然而這對風險較低之企業來說，其借貸成本可能過高，可能會導致低風險的資金需求者不願借款而退出該借貸市場，進而使市場上只剩下高風險資金需求者，如此一來，將使資金供給者可能未來會面臨客戶的違約風險。這種致使資金供給者選擇高風險的企業來貸放資金的現象，即為信用市場上逆選擇問題。

在資訊不對稱下，產生了道德危險與逆選擇的問題，使得金融機構即使面對超額需求，也不會隨意提高授信利率，進而使金融市場交易的價格受到限制，自然也就影響了交易的數量，也就是以下要探討的信用分配問題。

4. 信用分配問題

Jaffee 及 Russell(1976)認為信用分配或稱信用配額，是指信用市場在市場價格下，供需尚未達到均衡，並發生供不應求的現象。因為供給者在道德風險的疑慮下，

不以調整價格的方式消除超額需求，卻以其他準則來分配信用供給。亦為在現行利率水準下，有許多資金需求者即使願意支付較高的利率，也無法取得所需的信用。按照傳統供需相等才能達到均衡的定義，信用分配的存在，似乎意味著信用市場存在某種程度的不均衡，此亦可稱之為信用商品市場的另外一項特色。

二、相關文獻之探討

本文欲探討的課題為公司的有息負債成本，但是經由文獻的收集，發覺國內只有周政良(民89)針對金融機構對企業中長期放款利率加碼因素作一實證研究。此外本研究收集相關文獻整理彙整後，發現影響利率因素的實證研究大多為非量化因素的探討，雖然這些文獻與本文所探討課題有些許上的落差，但這亦表示與本文攸關之文獻極為少見。以下乃是本文之文獻探討，然而其中非量化的文獻居多。

Petersen 及 Rajan(1994)認為，在一個資訊完美的資本市場，若公司投資計畫能產生正的淨現值，該計劃應該可以順利得到融資；但實務上卻因為資訊不對稱、代理成本的因素，公司不一定能順利獲得所需資金。作者將重點著重於借貸關係是否能降低資訊不對稱的影響，實證結果顯示當企業的借款愈集中、經營年限愈長，企業的借款利率就愈低；若借款企業與多家金融機構往來，則銀行需花費監督成本，則貸款利率會較高。

Blackwell 及 Winters(1997)研究借貸關係與銀行監督定價的效果，認為企業可以藉由與銀行往來關係的延長，減少被銀行監督而降低銀行的監督成本，進而降低借款利率。實證結果發現借款利率與銀行檢核貸款績效次數成正相關；企業的借款愈集中於一家銀行、與銀行的往來關係愈長，借款利率就愈低。

D Auria, Foglia 及 Reedtz(1999)認為借貸關係可讓借款人較易獲得借款，但對利率的影響卻無法達成一致的結論，故作者以利率加碼為因變數，探討借貸關係對利率的影響。實證結果發現，若企業愈集中向某一銀行借款，則利率愈低；另外，若金融市場愈競爭，則利率亦會下降。

吳政穎(民85)認為對放款利率加碼有顯著負向影響的變數包括銀行規模、基本放款利率以及借款公司規模，而銀行的資金成本對放款利率加碼有正向影響，亦即銀行將資金成本反映在放款利率的訂價上。有擔保的借款明顯有較高的放款利率加碼；信用等級較高的借款者有較低的利率加碼；放款期間與放款額度對利率加碼無

顯著影響。

汪淑媛(民85)認為銀行相當重視擔保品之有無，其中又以小型公司更為明顯。在存放款利潤貢獻方面，顯示銀行能藉由存放款利潤貢獻，有效降低個別授信客戶之貸款利差與提高貸款金額；在投資機會與舉債依賴度方面，實證顯示當公司欲進行重大投資計劃或舉債集中度甚高時，其將有助提高貸款金額。

陳萬清(民86)利用財務資訊之財務比率量化，探討對銀行授信行為中量價之影響。認為就往來關係而言，有助於貸款利差降低，而銀行在承作授信業務時相當重視擔保品之有無，此種現象在中小型企業更為明顯；另外中小型公司喜好銀行債務，而大型公司偏好公共債務。大型公司或高科技產業欲進行重大投資計畫時，其公司未來展望較佳，銀行較願意在貸款金額與之配合，對貸款利差則有所實惠。

陳家彬(民88)探討銀行間不同的經營條件對基本放款利率定價差異的影響，發現對基本放款利率有正向影響的有銀行的資金成本與營業費用；銀行的規模、代理公庫存款與否則對基本放款利率有負向的影響。

周政良(民89)以國內某家銀行實際放款之內部資料，分析該銀行中長期放款利率加碼之決定因素。實證結果發現對中長期放款利率加碼有負向影響的有放款期間、放款特約條件、借款企業已上市櫃者、借款企業之股東權益、流動比率、負債比率、最近一年淨益及其成長率；而放款金額、抵押品、保證人及借款企業最近一年營收則與中長期放款利率加碼成顯著正向關係。

此外Agarwal and Elston (2001) 以以銀行持有公司股權其公司之股權多寡及公司董事會是否由銀行派遣，可以來衡量公司與銀行的關係，並且有助於來自銀行之資金籌措，並且可能裨益公司籌資成本的下降。而Degryse and Ongena (2001) 及Shen, and Wang (2002) 為以往來銀行的家數，來衡量公司與銀行之往來關係，而分析往來銀行家數的多寡與籌資成本有無差異。

在此我們收集有關文獻發覺，探討貸放利率與財務資訊關聯性的文獻相當少見，而大多數這方面的文章多著墨在非量化的變數對利率的影響。而僅僅只有周政良(民89)一篇是以國內某一家銀行借貸契約及財務資訊來探討影響利率之因素，但是因該文只探討一家銀行放款利率加減碼的因素，其代表性可能不足，而其結果也因為其研究資料非公開性的資料而難以判斷其客觀性。然而本文卻是以上市公司之公開財務報表為研究的樣本，並引用一般財務報表分析最常用之十五項財務比率，來探討這些比率與公司資金成本是否有存在著關聯性，其資料之客觀性較為具備，

此外因變數為有息負債利率，其表示公司資金的並非來自某一銀行，亦較周政良（民89）來的客觀。

參、研究方法

一、研究樣本與資料來源

本研究以台灣上市243家之傳統產業公司為本研究樣本，來探討這些企業負債成本與財務資訊之相關性。其資料選取的時間為民國87年至民國89年這三年之財務資料。而本資料的取得來是來自台灣經濟新報社TEJ資料庫取得，但部份比率資料乃經計算整理而得¹。

二、變數說明

為了檢驗公司有息負債利率與財務比率的關係，本研究利用複迴歸的方式，以有息負債利率為因變數，而自變數包含了流動比率、速動比率、存貨週轉率等15項財務比率²。而本研究乃是藉由財務報表上之各項財務比率來判斷影響銀行放款利率之重要決定因素為何，以作為銀行貸放之重要的考量依據。其中表一為各變數名稱之說明，表二為傳統產業公司各項變數之簡單統計量。

¹ 經過計算之比率有：固定費用涵蓋比率、銷售利潤邊際、基本獲利率、總資產報酬率、普通股權益報酬率、本益比與市價淨值比。

² 由於財務比率的萃取不勝枚舉，本文選擇的比率為目前財務教科書如 Ross 與 Brigham 的著作中最常列舉的比率，這些比率能列在教科書中為成熟且爭議小的比率。

表一 變數定義表

變 數 名 稱	變 數 定 義
I(Interest)	有息負債利率=(利息支出+資本化利息)／(應付商業本票+短期借款+一年內到期長期負債+長期負債－應付關稅款)* 100
CR(Current Ratio)	流動比率=流動資產／流動負債 * 100
QR(Quick Ratio)	速動比率=(流動資產－存貨)／流動負債 * 100
ITR(Inventory Turnover Ratio)	存貨週轉率=銷售額／存貨 * 100
ACP(Average Collection Period)	平均收現期間=應收帳款／每日平均銷售額 * 100
FATR(Fixed Asset Turnover Ratio)	固定資產週轉率=銷售額／固定資產 * 100
TATR(Total Asset Turnover Ratio)	總資產週轉率=銷售額／總資產 * 100
DR(Debt Ratio)	負債比率=負債總額／資產總額 * 100
TIE(Times Interest Earned)	賺得利息倍數=息前稅前盈餘／利息費用 * 100
FCR(Fixed Charge Ratio)	固定費用涵蓋比率=(息前稅前盈餘+租賃費用)／(利息費用+租賃費用) * 100
PMS(Profit Margin on Sales)	銷售利潤邊際=稅後淨利／銷售額 * 100
BEPR(Basic Earning Power Ratio)	基本獲利率=息前稅前盈餘／資產總額 * 100
ROA(Return on Asset)	總資產報酬率=稅前淨利／資產總額 * 100
ROE(Return on Equity)	普通股權益報酬率=稅後淨利／普通股權益 * 100
P/ER(Price/Earning Ratio)	本益比=每股股價／每股盈餘
M/BR(Market/Book Ratio)	每股市價／淨值
SD/D (Spontaneous Debt Ratio)	自發性的負債比重 = 自發性負債 / 總負債

表二 傳統產業各項財務資料簡單統計量表

I	CR	QR	ITR	ACP	FATR	TATR	DR	TIE	FCR	PMS	BEPR	ROA	ROE	PER	MBR	
平均數	6.83	159.29	87.22	6.84	45.05	2.63	0.57	43.93	30.05	10.45	-0.16	0.02	0.00	-0.03	37.36	1.15
中位數	6.71	129.55	66.13	4.06	34.84	1.56	0.49	43.24	1.65	1.66	0.02	0.03	0.01	0.02	12.38	0.95
最大值	21.49	1464.43	1037.17	153.21	943.14	31.50	3.29	115.19	6787.28	954.92	1.10	0.29	0.28	1.88	3440	5.74
最小值	1.93	10.38	1.01	0.00	0.00	0.02	0.00	4.95	-376.42	-376.42	-83.81	-0.46	-0.50	-2.75	-2330	-0.14
標準差	1.86	136.85	100.56	13.10	57.08	3.49	0.39	15.52	288.19	65.49	3.13	0.08	0.09	0.26	242.39	0.82
偏態	2.75	4.89	4.76	5.95	9.64	4.07	2.31	0.34	19.11	10.27	-26.32	-1.64	-1.63	-4.38	5.82	1.85
峰態	21.30	36.60	35.66	48.83	133.73	24.25	12.58	3.39	425.61	135.68	703.96	9.17	8.77	43.00	96.53	7.93

財務報表所呈現出來的是某一家公司的財務狀況與營運成果，我們可以根據財報中的會計數字得知公司過去數年的營運成果，並預測公司未來的營運狀況。一般在作財報分析的時候，最常被大家使用的就是比率分析。而這些財務比率可被歸納為五大類：(1)變現力比率(2)資產管理比率(3)負債管理比率(4)利潤力比率(5)市場價值比率。其中變現力比率包含了：流動比率、速動比率；資產管理比率包含了存貨週轉率、平均收現期間、固定資產週轉率、總資產週轉率；負債管理比率包含了負債比率、賺得利息倍數、固定費用涵蓋比率；利潤力比率包含了銷售利潤邊際、基本獲利率、總資產報酬率、普通股權益報酬率；市場價值比率包含了本益比、每股市價／淨值比率。

三、研究假說

本文針對有息負債利率對上述五大類財務比率關係之預測，作出下列假說：

假說一：有息負債利率與變現力比率中之流動比率與速動比率成負向關係。

流動比率：一般而言，一企業的流動比率愈高，表示其短期償債能力愈強。就債權人而言，流動比率越高，表示企業流動資產超過流動負債的部分愈大，風險愈低債權愈有保障。因此推論流動比率與有息負債利率成負向關係。

速動比率：速動比率中所稱的速動資產，乃指現金、約當現金、有價證券及應收帳款等，可以迅速支付流動負債的資產。因此推論速動比率與有息負債利

係。

假說二：有息負債利率與資產管理比率中的存貨週轉率、總資產週轉率與固定資產週轉率成負向關係，與平均收現期間成正向關係。

存貨週轉率：正常情況下，存貨週轉率是愈高愈好，存貨週轉率愈高，表示企業積壓存貨的風險相對較低，資本運用的效率也較高。因此推論存貨週轉率與有息負債利率成負向關係。

平均收現期間：正常情況下，平均收現期間愈短愈好，表示企業應收帳款管理較佳。因此可推論平均收現期間與有息負債利率成正向相關。

總資產週轉率：正常情況下，總資產週轉率愈大愈好，表示企業對資產的運用愈有效率。因此推論總資產週轉率與有息負債利率成負向關係。

固定資產週轉率：正常情況下，固定資產週轉率愈大愈好，固定資產週轉率愈大，表示企業對固定資產的運用愈有效率。因此亦可推論固定資產週轉率與有息負債利率成負向關係。

假說三：有息負債利率與負債管理比率中之負債比率成正向關係，與賺得利息倍數、固定費用涵蓋比率成負向關係；而有息負債利率減負債利率之差距與自發性負債的比重成正相關。

負債比率：負債比率愈高，表示企業的償債能力會被質疑，因此其負債之運用的風險將有可能升高，企業的負債可由權益支付大部分，債權人的債權也較有保障。因此推論負債比率與有息負債利率成負向關係。

賺得利息倍數：正常情況下，賺得利息倍數是愈大愈好，賺得利息倍數越大，表示企業稅前息前純益所能承擔利息支付的能力愈大，債權人愈有保障。因此推論賺得利息倍數與有息負債利率成負向關係。

固定費用涵蓋比率：對承租公司來說，租賃資產事實上代表長期負債，而且租賃費用就像利息費用一樣，也屬於公司的固定費用之一。正常情況下，固定費用涵蓋比率是愈大愈好。因此推論固定費用涵蓋比率與有息負債利率成負向關係。

自發性負債比重：有息負債利率減負債利率之差距與自發性負債的比重成正相關，與預期相符，顯示若一公司的的體質愈好，自發性負債佔總負債的比重愈大，則有息負債利率減負債利率之差距也就愈大。

假說四：有息負債利率與利潤力比率中各項比率成負向關係。

銷售利潤邊際：正常情況下，稅後淨利率愈高，表示企業的經營管理績效愈好。因此推論銷售利潤邊際與有息負債利率成負向關係。

基本獲利率：正常情況下，基本獲利率愈高愈好，基本獲利率愈高，表示公司的經營能力愈佳。因此推論基本獲利率與有息負債利率成負向關係。

總資產報酬率：正常情況下，總資產報酬率愈大愈好，總資產報酬率愈大，表示企業運用資產獲利的能力愈強。因此推論總資產報酬率與有息負債利率成負向關係。

假說五：有息負債利率與市場價值比率中之本益比成正向關係，與市價淨值比成負向關係。

本益比³：一般而言，低本益比代表可以用較低的價格買到股票，這也代表可以用較低的代價買進獲利機會；相對而言，高本益比代表用更高的股價去獲取相同的股利，因此在股市下挫時，高本益比的股價跌價空間可能更大，投資風險相對提高。因此推論本益比與有息負債利率成正向相關。

市價淨值比：正常情況下，市價淨值比愈高愈好，表示公司愈受投資人肯定，經營風險相對較低。因此推論市價淨值比與有息負債利率成負向關係。

假說六：上述有關於有息負債利率與財務比率的五項假說，就負債利率而言，亦存在相同的假說。

假說七：有息負債利率減負債利率的高低與該公司的體質成正相關，亦為當公司體質越好，自發性負債應越多，負債成本應越低的假設，亦言有息負債利率減負債利率應越大。

³ 此外本益比高亦可能表示投資人願意用更高的代價去獲取相同的獲利，即認為公司的經營風險相對較低。因此本益比會和有息負債利率成負向關係，此與內文有不同的推論。

表三 有息負債比率與財務比率預期關係彙整表

比率分類	比率名稱	判定原則		與有息負債利率 之預期關係
		佳	否	
變現力 比率	流動比率	/	\	負向關係
	速動比率	/	\	負向關係
資產管 理比率	存貨週轉率	/	\	負向關係
	平均收現期間	\	/	正向關係
負債管 理比率	固定資產週轉率	/	\	負向關係
	總資產週轉率	/	\	負向關係
利潤力 比率	負債比率	\	/	正向關係
	賺得利息倍數	/	\	負向關係
市場價值 比率	固定費用涵蓋比率	/	\	負向關係
	銷售利潤邊際	/	\	負向關係
利潤力 比率	基本獲利率	/	\	負向關係
	總資產報酬率	/	\	負向關係
	普通股權益報酬率	/	\	負向關係
	本益比	\	/	正向關係
	市價淨值比	/	\	負向關係

資料來源：本研究整理

肆、實證結果

金融機構貸放給企業除了考慮借款企業之目前營運狀況外，還須考慮其未來之償債能力，而現有財報中的會計數字僅能得知企業過去的營運成果，銀行藉以預估公司未來的營運狀況，並當作是否放款的決策與利率加減碼的決定。若公司未來的營運狀況佳、違約風險低，則違約風險溢酬會下降，借款利率較低；反之，銀行會要求較高的違約風險溢酬，或可能不會放款給違約風險過高的企業。因此若只探討當年度有息負債利率對公司當年度的財報資訊，似乎有所不足，故本文並配合當年

度的負債利率對去年度之公司財務報表上之數據做一探討，檢驗結果是否與預期相符，若是能夠得到一致的結果，則可以使本實證結果更具有說服力。

為了避免發生共線性的問題，導致結果的扭曲，在進行迴歸分析之前，利用變異數膨脹因子(Variance Inflation Factors；VIF)檢定，估計出各自變數間的共線性程度，將相關性大的變數予以刪除⁴。在傳統產業部分經刪除後留下的變數有：流動比率、存貨週轉率、平均收現期間、總資產週轉率、固定資產週轉率、負債比率、賺得利息倍數、固定費用涵蓋比率、銷售利潤邊際、基本獲利率、普通股權益報酬率、本益比與市價／淨值比。各財務變數之VIF值皆在10以下，表示各財務變數之共線性程度並不顯著(參附表一)，本文對顯著的財務變數作以下的分析推論。

一、有息負債利率與財務變數關聯之實證結果

由表四可以看出，在5%的顯著水準內，發覺與有息負債利率有關之財務變數有：流動比率、總資產週轉率與負債比率。其中有些變數與事前的預期的方向有所不同，但經推論後亦發覺有其合理性，故分述如下：

1. 流動比率：

若企業的流動比率愈高，顯示短期償債能力愈強、違約風險愈低，銀行所要求的違約風險愈少。由表四中可知流動比率與有息負債利率成顯著正向關係，與預期不符，可能原因如下：

- (1) 存貨佔流動資產的比率過高，流動比率增加導致風險增加，銀行所要求之風險溢酬增加。就傳統產業而言存貨佔流動資產的平均比例為39%，營建業更可高達90%，顯示傳統產業可能積壓過多的存貨。
- (2) 長期負債佔總負債的比率偏高，若流動資產的增加是以長期負債來支應，銀行會要求較高之到期風險溢酬，導致利率隨流動資產的增加而上升。

2. 總資產週轉率：

⁴ 如89年變現力比率之流動比率與速動比率相關係數為0.81，分別以有息負債利率對流動比率、速動比率進行簡單迴歸，流動比率t值為19.76，速動比率t值為15.43，選擇t值大者，故選流動比率。

若企業總資產週轉率愈高，顯示總資產的運用愈有效率，公司的營運風險愈低，銀行所要求的風險溢酬愈少。由表四中可知傳統產業之總資產週轉率與有息負債利率成顯著的正向關係，與預期不符，可能原因如下：

- (1)因為台灣大部份銀行在承作放款業務時，多倚重擔保品或抵押品，造成有提供擔保品之公司借款成本相對無提供擔保品的公司來的低。
- (2)除了擔保品或抵押品的考量之外，銀行亦會考量公司的資產的多寡，若公司的資產愈多，則銀行認為其債權愈有保障，使得資產多的公司有較低的負債成本。

3. 負債比率：

若企業的負債比率愈高，顯示公司的財務風險愈高，銀行所要求的風險溢酬愈高。由表四中可知負債比率與有息負債利率成正向關係，與預期相符，顯示負債比率愈低，公司長期的償債能力愈佳，公司的負債可由權益支付大部分，債權人的權益也較有保障，故銀行要求的違約風險溢酬愈少。

表四 傳統產業有息負債利率與財務變數關聯表

	第一部份		第二部分	
	11	22	44	55
常數項	4.067**	4.08**	5.38**	3.91**
流動比率	0.004**	0.006**	0.000	0.006**
存貨週轉率	-0.003	-0.007	-0.006	-0.015
平均收現期間	0.000	0.001	0.004*	-0.003
總資產週轉率	0.776*	1.45**	0.65*	1.45**
固定資產週轉率	-0.027	-0.040	-0.006	-0.040
負債比率	0.033**	0.029**	0.016	0.034**
賺得利息倍數	-0.000	0.003**	-0.000	-0.000
固定費用涵蓋比率	-0.002*	0.001	-0.015**	0.001
銷售利潤邊際	-0.570	-0.019		-0.89*
基本獲利率	-1.340	-3.410	-3.18*	-2.060

普通股權益報酬率		-0.167		
本益比	0.000	0.000	-0.000	-0.000
市價／淨值比	-0.040	-0.280	0.018	-0.019
D-W 值	1.839	2.013	1.926	2.092

1.88 年有息負債利率對 88 年財務比率之實證結果；

2.89 年有息負債利率對 89 年財務比率之實證結果

3.88 年有息負債利率對 87 財務比率之實證結果；

4.89 有息負債利率對 88 年財務比率之實證結果

*表顯著水準達 0.05 **表顯著水準達 0.01

企業之資金來源除了較低成本的金融機構借款外，亦有不需付息之自發性負債，如應付帳款、應付所得稅款與應付薪資。不同的企業在籌措資金的時候會選擇不同成本資金的組合，而金融機構在承作授信業務時只考慮了有息負債，而與企業所考量的因素有所差異。因此若只探討企業有息負債利率與財務變數的關聯性似乎有所不足，故本研究在此對企業之負債利率對財務變數的關聯作更進一步之探討。

二、總負債成本與財務變數關聯之實證結果

在作實證分析之前，在此先釐清有息負債利率與負債成本之差異。有息負債利率=(利息支出+資本化利息)／(應付商業本票+短期借款+一年內到期長期負債+長期負債－應付關稅款)*100；而總負債成本=(利息支出+資本化利息)／總負債*100，其中總負債包含了自發性負債與非自發性負債。

由表五可以看出，在5%的顯著水準內，發覺與總負債利率有關之財務變數有：負債比率、固定費用涵蓋比率、銷售利潤邊際。分述如下：

1.負債比率：

若企業的負債比率愈高，顯示公司的營運風險愈高，銀行所要求的風險溢酬愈高。由表五中可知負債比率與總負債利率成正向關係，與預期相符，顯示總負債比率愈低，公司長期的償債能力愈佳，公司的負債可由權益支付大部分，債權人的權益也較有保障，故銀行要求的違約風險溢酬愈少。

2.固定費用涵蓋比率：



租賃資產事實上代表長期負債，而且租賃費用就像利息費用一樣，也屬於公司的固定費用之一，若公司的固定費用涵蓋比率愈高，顯示長期償債能力愈高，違約風險較低。由表五中可知，固定費用涵蓋比率與負債利率成負向關係，與預期相符，顯示固定費用涵蓋比率愈高，公司長期的償債能力愈佳，債權人的權益較有保障，故銀行要求的違約風險溢酬愈少。

3.銷售利潤邊際：

銷售利潤邊際主要是在衡量一企業的獲利能力高低，若稅後淨利率愈高，表示企業的經營管理績效愈好。由表五5中可知，銷售利潤邊際與總負債利率成負向關係，與預期相符，顯示銷售利潤邊際愈高，企業的純益率愈高，意味著該公司的經營能力與管理績效比同業好。因此銀行所要求的風險溢酬愈低。

表五 傳統產業總負債利率與財務變數關聯表

	第一部份		第二部分	
	88 ¹	89 ²	88 對 87 ³	89 對 88 ⁴
常數項	3.260**	2.644**	2.933**	2.579**
流動比率	0.000	-0.001	0.000	0.000
存貨週轉率	0.008	-0.010	0.008	0.010
平均收現期間	-0.010**	-0.003	0.002	-0.007*
總資產週轉率	-0.785*	-0.084	-0.626	-0.279
固定資產週轉率	0.082*	0.039	0.021	0.019
負債比率	0.040**	0.051**	0.046**	0.055**
賺得利息倍數	0.000	-0.002	0.001	0.000
固定費用涵蓋比率	-0.004**	-0.001	-0.024**	-0.003*
銷售利潤邊際	-1.536**	-0.052*		-1.546**
基本獲利率	2.697	3.731	-0.502	1.994
普通股權益報酬率		-0.982		
本益比	0.000	-0.001	0.000	0.000
市價／淨值比	-0.218	-0.795**	-0.283*	-0.286

⁵ 在表五，在本研究第t期有息負債利率對第t期及第t-1期之財報訊息分別來探討，此為探討貸放利率之決定乃基於去年度或是本年度的財務訊息。譬如，以第t期有息負債利率對第t期之財報訊息，代表去年的財報資訊是金融機構本年度決定貸放利率的主要參考指標，若是以第t期有息負債利率對第t期之財報訊息，因本年度的財報資料年底才出爐，亦為本年度貸放利率的決定在於參考該公司目前的財務狀況或是該公司未來財務的展望。

D-W 值	1.797	1.966	1.795	2.046
1.88 年負債利率對 88 年財務比率之實證結果				
2.89 年負債利率對 89 年財務比率之實證結果				
3.88 年負債利率對 87 財務比率之實證結果				
4.89 有債利率對 88 年財務比率之實證結果				
*表顯著水準達 0.05 **表顯著水準達 0.01				

三、有息負債利率減負債成本對財務變數實證結果之比較

有息負債利率衡量的是企業舉債所必須支付的成本，而負債利率則是衡量企業所有負債的加權平均成本，其中包括必須支付利息與不必支付利息的負債。若一企業的信用良好，便能得到其他公司所給予較多的交易信用；相反的，若一企業的信用較差，將難以獲得任何的信用交易，只能按照貨到付款的方式進行交易。因此可以推論出公司的體質愈佳，公司的自發性負債愈多，有息負債利率減負債利率愈大；若公司的體質愈差，則公司的自發性負債愈少，有息負債利率減負債利率愈小。

由表六可以看出，在5%的顯著水準內，發覺與有息負債利率減負債利率之差距有關之財務變數有：自發性負債的比重、流動比率、總資產週轉率。分述如下：

1.自發性負債的比重

由表六中可以發現，有息負債利率減負債利率之差距與自發性負債的比重成正相關，與預期相符，顯示若一公司的的體質愈好，自發性負債佔總負債的比重愈大，則有息負債利率減負債利率之差距也就愈大。

2.流動比率

一般而言，一企業的的流動比率愈高，表示其短期償債能力愈強。就債權人而言，流動比率越高，表示企業流動資產超過流動負債的部分愈大，風險愈低債權愈有保障。由表六中可以發現，流動比率與有息負債利率減負債利率之差距成正相關，與預期相符，顯示體質愈好的公司其流動比率愈高。

3.總資產週轉率

正常情況下，總資產週轉率愈大愈好，表示企業對資產的運用愈有效率。由表

六6中可以發現，總資產週轉率與有息負債利率減負債利率之差距成正相關，與預期相符，顯示顯示體質愈好的公司其對總資產的運用效率程度愈高。

表六 傳統產業有息負債利率減負債利率之差距與財務變數關聯表

	第一部份		第二部分	
	881	892	88 對 873	89 對 884
常數項	-1.130*	-0.973	0.464	-0.953
自發性負債的比重	0.060**	0.072**	0.057**	0.071**
流動比率	0.002**	0.003**	-0.001	0.004**
存貨週轉率	-0.010	-0.004	-0.017**	-0.024*
平均收現期間	0.002	0.000	0.000	-0.005
總資產週轉率	0.695**	0.668*	0.515*	0.711*
固定資產週轉率	-0.073**	-0.053	-0.018	-0.016
負債比率	0.016*	0.005	-0.006	0.005
賺得利息倍數	0.000	0.004*	-0.001*	0.000
固定費用涵蓋比率	-0.002	-0.001	-0.012*	0.000
銷售利潤邊際	0.283	0.002		-0.153
基本獲利率	-2.332	-3.726	-1.634	-2.053
普通股權益報酬率		0.437		
本益比	0.000	0.001	0.000	0.000
市價／淨值比	0.029	0.090	0.041	0.094
D-W 值	1.924	2.001	2.082	1.922

1.88 年有息負債利率減負債利率之差距對 88 年財務比率之實證結果

2.89 年有息負債利率減負債利率之差距對 89 年財務比率之實證結果

3.88 年有息負債利率減負債利率之差距對 87 財務比率之實證結果

4.89 有息負債利率減負債利率之差距對 88 年財務比率之實證結果

⁶ 在表六，假設有息負債利率減負債利率之差距與自發性負債的比重應成正相關，亦為若一公司的的體質愈好，自發性負債佔總負債的比重愈大，則有息負債利率減負債利率之差距也就愈大。在此對體質越好的定義乃為被認為越正面的財報比率，表示其體質越佳，如高銷售利潤邊際，高存貨周轉率、高資產周轉率等等，即為判斷體質優劣的指標之一。

*表顯著水準達 0.05 **表顯著水準達 0.01

伍、結論

本文針對財務報表上常用之十五項財務比率，探討上市公司之負債成本與公司之財務報表資訊是否有其關聯性，經由本實證研究可歸納以下之重要結論：

一、有息負債利率與財務變數關聯之實證結果

與有息負債利率有顯著關係的變數有流動比率、總資產週轉率與負債比率。

1. 流動比率與有息負債比率成顯著正向關係，與一般財務理論不符，其原因可能為存貨佔流動資產的比率過高，銀行授信人員在承作放款業務時，應注意借款企業是否有存貨過多之問題，亦即除了重視流動比率的數值之外，更要重視流動比率的內涵。
2. 總資產週轉率與有息負債利率成顯著的正向關係，與一般的財務論點不符，因為台灣大部份銀行在承作放款業務時，多倚重擔保品或抵押品，造成有提供擔保品之公司借款成本相對無提供擔保品的公司來的低。
3. 負債比率與有息負債利率成正向關係，負債比率愈低，顯示公司長期的償債能力愈佳，公司的負債可由權益支付大部分，債權人的權益也較有保障。

二、總負債成本與財務變數關聯之實證結果

與總負債成本有顯著關係的變數有：負債比率、固定費用涵蓋比率、銷售利潤邊際。

1. 負債比率：負債比率與總負債利率成正向關係，與預期相符，顯示總負債比率愈低，公司長期的償債能力愈佳，公司的負債可由權益支付大部分，債權人的權益也較有保障，故銀行要求的違約風險溢酬愈少。
2. 固定費用涵蓋比率：固定費用涵蓋比率與負債利率成負向關係，與預期相符，顯示固定費用涵蓋比率愈高，公司長期的償債能力愈佳，債權人的權益較有保障，故銀行要求的違約風險溢酬愈少。

3.銷售利潤邊際：銷售利潤邊際與總負債利率成負向關係，與預期相符，顯示銷售利潤邊際愈高，企業的純益率愈高，意味著該公司的經營能力與管理績效比同業好。因此銀行所要求的風險溢酬愈低。

三、有息負債利率減負債成本對財務變數實證結果之比較

與有息負債利率減負債利率之差距有關之財務變數有：自發性負債的比重、流動比率、總資產週轉率。

- 1.自發性負債的比重：有息負債利率減負債利率之差距與自發性負債的比重成正相關，與預期相符，顯示若一公司的體質愈好，自發性負債佔總負債的比重愈大，則有息負債利率減負債利率之差距也就愈大。
- 2.流動比率：流動比率與有息負債利率減負債利率之差距成正相關，與預期相符，顯示體質愈好的公司其流動比率愈高。
- 3.總資產週轉率：總資產週轉率與有息負債利率減負債利率之差距成正相關，與預期相符，顯示顯示體質愈好的公司其對總資產的運用效率程度愈高。

近年來本國銀行逾放比居高不下，不良債信持續升高，依據央行統計，今年9月底台灣地區銀行放款額較6月底增加0.11%達到14兆4千億元，但銀行對企業展延及紓困貸款金額高達2千6百64億元，較去年十月增加約3百35億元，銀行其他應予觀察放款也達2千7百10億元，合計上述應予觀察放款使銀行逾期放款比增加了3.74%，顯示銀行潛藏逾放嚴重。而本文實證可提供銀行業了解其過去放款決策的考量是否恰當，例如有提供擔保品之公司借款成本相對無提供擔保品的公司來的低，但是這些公司資產周轉率卻不高。在此我們認為以資產作為擔保品，反而有較低資金的成本之傳統考量，是有值得商榷的必要。因資產週轉率低的公司，亦為資產管理方面不佳的公司反而有較低的資金成本，此可能為金融機構逾放高居不下的原因。

近年來本國銀行逾放比居高不下，不良債信持續升高，依據央行統計，今年9月底台灣地區銀行放款額較6月底增加0.11%達到14兆4千億元，但銀行對企業展延及紓困貸款金額高達2千6百64億元，較去年十月增加約3百35億元，銀行其他應予觀察放款也達2千7百10億元，合計上述應予觀察放款使銀行逾期放款比增加了3.74%，顯示銀行潛藏逾放嚴重。而本文實證可提供銀行業了解其過去放款決策的考量是否恰當，例如有提供擔保品之公司借款成本相對無提供擔保品的公司來的低，但是這

些公司資產週轉率卻不高。在此我們認為以資產作為擔保品，反而有較低資金的成本之傳統考量，是有值得商榷的必要。因資產週轉率低的公司，亦為資產管理方面不佳的公司反而有較低的資金成本，此可能為金融機構過放高居不下的原因。

附錄、參考文獻

1. 吳政穎，台灣地區銀行放款行為之實證研究-以公開發行公司之借款者為例，東海大學管理研究所，1996年。
2. 汪淑媛，銀行授信業務之道德危機與逆選擇行為，中央大學財務管理研究所碩士論文，1997年。
3. 周政良，銀行對企業中長期放款利率加碼決定因素之實證研究，國立臺灣大學會計學研究所碩士論文，2000年。
4. 郭敏華，資訊不對稱對負債資金成本之影響—以銀行借款為實證，國立政治大學企業管理研究所博士論文，1996年。
5. 陳家彬，「台灣地區銀行基本放款利率之訂價：模型與實證」，台大管理論叢，第10卷，第1期，1999年，頁39-63。
6. 陳隆麒，當代財務管理，台北，華泰書局，民88，1月，初版。
7. 陳萬清，往來關係、監督結構與授信行為之研究，朝陽大學財務金融研究所碩士論文，1997年。
8. Agarwal, R., and J.A. Elston, 2001, Bank-firm relationships, financing and firm performance in Germany. Economic Letter 72, 225-37.
9. Akerlof, G., 1970, The Market for Lemons : Quality Uncertainty and the Market Mechanism, Quarterly Journal of Economics 89, 488-500.
10. Angbazo, L., 1997, Commercial bank net interest margins, default risk, interest-rate risk, and off-balance sheet banking, Journal of Banking and Finance, 55-87.
11. Blackwell, David W. and Drew B. Winters, 1997, Banking Relationships and The

- Effect of Monitoring on Loan Pricing, Journal of Financial Research 20, 275-289.
12. Cox, J., J. Ingersoll, and S. Ross, 1985,*A Theory of the Term Structure of Interest Rates*, "Econometrica" 53, 385-408.
13. D'Auria, C., Foglia A., and Reedtz, P.M., 1999, Bank interest rates and credit relationship in Italy, Journal of Banking and Finance 23, 1067-1093.
14. Degryse, H., and S. Ongena, 2001, Bank Relationships and Firm Profitability. Financial Management, 30, 9-34.
15. Eisenhardt, Kathleen M, 1989, Agency Theory: An Assessment and Review, Academy of Management Review 14, 57-74.
16. Ho,T.S.Y.and A.Saunder ,1981,The Determinants of Bank Interest Margin : Theory and Empirical Evidence, Journal of Financial and Quantitative Analysis 16, 581-602.
17. McShane,R.W. and I.G.Sharpe,1985,A Time Series/Cross section Analysis of The Determinants of Australian Trading Bank Loan/Deposit Interest margin : 1962-1981,Journal of Banking and Finance 9,115-136.
18. Petersen, M.A., and Rajan, R.G., 1994, The benefits of lending relationships : Evidence from small business data, Journal of Finance 49, 3-37.
19. Rasmusen, Eric, 1994, Games and Information—an Introduction to Game Theory, 2nd ed, Blackwell Publishers.
20. Shen, C. H. and C. A. Wang, 2002, Does banking relationship matter to firm's investment and financial constraints? Evidence from the Taiwan's case, 10th conference on pacific basin finance, economics and accounting.
21. Stiglitz, J. E. and A. Weiss, 1983, Incentive Effects of Terminations: Applications to the Credit and Labor Markets, American Economics Review 73, 912-927.
22. Stiglitz, J. E. and A. Weiss, 1981,Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, American Economics Review 71, 393-410.

附表一 傳統產業財務變數之 VIF 值分析表

	88 年 DUMMY			89 年 DUMMY		
	88	89	VIF	VIF	VIF	VIF
CR	1.553	1.718	1.517	1.275	1.553	1.341
ITR	1.628	1.357	1.475	1.301	1.628	1.377
ACP	1.374	1.124	1.117	1.071	1.374	1.128
FATR	1.354	1.389	1.336	1.276	1.354	1.271
TATR	1.494	1.638	1.547	1.457	1.494	1.446
DR	1.803	1.842	1.78	1.597	1.803	1.612
TIE	1.138	1.569	1.119	1.057	1.138	1.096
FCR	1.463	1.535	1.322	1.45	1.463	1.295
PMS	2.192	1.106	1.07		2.192	2.026
BEPR	2.319	2.794	1.629	1.463	2.319	2.37
ROE		1.671				
PER	1.031	1.034	1.018	1.015	1.031	1.012
MBR	1.32	1.568	1.539	1.125	1.32	1.272