

準備在股市掃便宜貨？

鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

壹、前言



(圖一：鴻海股價周 K 線圖，鉅亨網)

一家上市公司的「真實價值」，到底要如何計算？市場投資者對於一家上市公司「真實價值」，可以用非常多種方法去求取；最常用的是「每股淨值」，它就是每個公司的「股東權益總金額」，除以公司所有「在外流通股數」(Outstanding Shares)；就是總資產金額減掉負債之後，除以總股本後所獲得的比率。還有使用「重置成本」(Replacement Cost)概念，就是以目前的生產機器設備的市價去估算，這家公司的固定資產設備，如果重新再以目前價格購買，它的成本總金額是多少？將此總金額除以股本便是每股重置成本。會使用「重置成本」，必然是居於長期物價通貨膨脹考慮。一個成長趨勢不變的經濟社會，其價格或是價值多會是成長的；尤其是土地與房產，多將因為稀少性、價值是成長的；如同台灣高鐵、台灣鐵路局等地徵收土地，現在再去買、重置成本必然比過去建置要貴很多。

貳、如何將真實價格數據量化？

但不管是用甚麼方法；這家公司在市場交易的價格、每天股價總是不斷浮動。可以想像股價的市場價格，當這家公司獲利能力不怎樣時候，股價就圍繞在「每股淨值」、或是每股「重置成本」上下波動。而當公司經營獲利顯著之後，它就會脫離這兩種「基準價格」，像是風箏斷線那樣、被風吹、向上飛出去了。最早的股價理論就曾說，股價是「醉步理論」(Random Walk Theory)，就是市價圍繞在「真實價值」之上下浮動；就像是喝醉的人走路一樣，左一步、右一步、前一步、後一步。其實在一個經濟景氣循環期間，上市公司的「基本價值」、或是「真實價值」的變動多不會太大；但是因為現實事件(Events)不斷突如其來，擾亂了該有的股價表現。例如近期與 5G 產業有關，中國大陸華為公司的「財務長涉外事件」；使得相關供應鏈公司股價大幅波動。這些變動與浮動就穿插在真實價值的上下，像是跳曼波舞蹈一樣、醉了。真實價值如何計算？這成為投資買賣最需要確認的問題。

成立日期	: 1974-02-20	上市日期	: 1991-06-18
董事長	: 郭台銘	發言人	: 邢治平
聯絡電話	: (02)2268-3466	電子郵件	: stockaffairs@foxconn.com
股務代理	: 福邦證券股份有限公司 (02)2371-1658		
公司地址	: 新北市土城區自由街2號		
公司網址	: http://www.foxconn.com		
主要業務	: 電腦系統設備及其週邊之連接器等線纜組件及殼體,基座之開發、設計、製造及銷售等精密模具之製造及銷售等		
市場別	: 上市	產業別	: 其他電子業
實收資本	: 1386.3億	公司市值	: 9412.97億
外資持股	: 41.96%	融資使用率	: 1.74%
淨值	: 83.03	券資比	: 5.19%

(圖二：鴻海公司的部分基本財務資料，鉅亨網)

就如同這幾年以來，常被關注的台灣鴻海公司股價一樣；在 2017 年中某個投資機構資深分析群認為，它的未來至少有目前 2 倍淨值的價格。依照目前該公司資產負債表，其每股淨值約為 83.03 元/股；2 倍以上的價格為 166.06 元/股以上。但是 2018 年 12 月 10 日，該公司的股價為 67.8 元/股，是遠低於每股淨值、也是遠低於 2017 年投資機構的預估。周邊不少投資機構、或是財金學者多在問，鴻海「真實價值」到底是多少？這除非投資銀行受到委託，其它同業準備併購這家公司，因此以「親自拜訪、實地訪查」方式去查帳，透視該公司資產與未來現金流量等價值。否則以重置成本去估算仍然會有盲點與缺口；因為即使新建公司，它的經營績效絕對無法與既有公司相比擬。灑鹽巴在空中差可擬？但是灑鹽巴還是跟下雪不一樣。而且重置成本會隨著物價的波動而時有不同。在經濟成長率大幅成長的階段中，重置成本一定上揚；但是經濟一旦成熟、物價下降、通貨緊縮，則重置成本可能也會下滑的。

對於財務金融專業人員而言，預測行情與預測股價並不困難；因為多是對於一個目標價，或是一個目標期間做出數據分析。它並非是動態與善變的，因為預測的人通常抓不到，未來不斷出籠的紛擾因素。但實際在市場操作的人，每天多在面對善變的股價；它們要從操作當中，獲取價差與股利收益，這就較難了。傳統財務理論是以「理性」(Ration)為出發的預測，因此在最基本的假設上，每一個投資者多是「風險保守者」(Risk Averter)；也就是財務理論美好假設，多數人是「低買高賣」，或是低價時買得多、高價時「賣的多、買的少」。但是在現實的世界當中，所有有價證券價格所顯現的情勢，多不是兌現理論、而是與理論完全違背；要不然為何爆大量是高檔信號？

叁、書到用時方恨少？會計學對真實價值評估有用！

但是依據心理學為基礎的投資理論，「行為財務學」就不是這樣詮釋的；這一派的學說認為，不會有人是「泰山崩於前、而面不改色的」。面對不同情勢，多頭趨勢、或是空頭趨勢；或是突然利多、突發利空之際，人對於風險的心態是會隨它而改變的。就跟「曾子殺人」的典故所說一樣，本來曾子就沒殺人；但是風聲鶴唳、眾口鑠金、最後可能不只被描述為殺人，可能還涉及分屍案？原本是風險保守者的人，會突然在最高價之際，用一種豁出去的心態去搶進股

票、套牢了。也會在最低檔之際，以一種解脫的心態、將投資組合全部停損出場。行為財務學認為，隨著市場緊張情勢的變遷，投資者集體心態也是動態的。因此當目前科技類股價，與攸關股價情事趨勢突然轉變之後，投資機構多會重新審視、或是評估上市公司的「真實價值」。要釐清何謂真實價值還真不容易，「真實價值」當然就是，這家公司未來所有現金股利流量的折現。投資者不會以每股「重置成本」，去買這家公司股票的。因為所有的資產多是為，創造未來現金流量而來。除非是想要進入人家董事會已面，入主這家公司；不然多是為了，該種股價的價差與現金股利。因此股利折現法，應該是最洽當的「真實價值」評估法。但是股利折現法需要假設，投資者持有股票是無限期的、跟上市公司纏綿到海枯石爛。



(圖三：比特幣的真實價值是多少？AFP)

初級會計學，是將每一筆交易，以(分錄)，借方與貸方記帳；然後再記載到與當期有關的，營收，費用，收入，支出的各個子項目中，成為當期損益，這是流量，一段期間現金流的觀念。那如果是與(債務)，(資產)及(股東權益)有關的交易，就過帳到(資產)，(負債)，(股東權益)的各個子項目中成為(平衡表)。(平衡表)就是(資產負債表)，這個表是定量觀念；就是在報表的出刊當下，這一家公司的總資產有多少。中級會計學，就是將這幾個報表，包含(平衡表)，營收，成本，

收入，費用所組成的期間(損益表)，及三大現金流量所編製成的(現金流量表)。裏面的每一個子項目，依照國際公認會計原則(IFRS)，及六大基本會計原理。可以彈性運用的得與失，認真去多元方面討論，讓每一個子項目多充滿靈活；最後使得(三大報表)的真實性達到最貼近實際狀況，不會有藍字倒閉的事情發生。財務報表分析，就是融合三大報表中的每一個子項目，全數交叉混合比對、或是互相以加，減，乘，除等關係處理之後得到。將財務報表與經營活動績效有關的指標。從財報分析區分為幾大活動，設計的指標群，可以獲取更多的績效改善，或是透視再進步之處。由於財報多是間斷性數據，無法以微分或是積分處理，因此只能加減乘除，不然會計學的發展會更進步。充分理解上面這三個敘述，是進入財務報表分析，這個課程或是這個專業工作之前，最基本的觀念。有這樣觀念去進行，一家上市公司的財務分析，始能見到公司*真實價值*。股價大於真實價值，就要準備賣出股票。反之，若低於真實價值，是可以準備買進時刻。

肆、結論：書中當然有黃金屋！教導子女？先端莊自己！

很多論文期刊的關鍵理論，要引發學習者的興趣，不是以艱深與華麗的方程式吸引初學者；需要以生活化的個案去吸引興趣。例如個體經濟學的聯合壟斷、完全競爭、獨佔等產業競爭的完整型態。若先舉個高速公路幾家長途客運業者，價格競爭的哲學；是誰先降價？其它同業也必然跟進，不跟可能也不行；生意是會被搶走的。以此說明這個個案，就是「古諾型態」(Cournot Competition)競爭；以價格為主的廝殺變數。這就會讓小孩子在學習個體經濟學時，不會陷入光是畫圖說明、臨表不知所云。人要把所學的理论融入生活，生活就是在品嘗理論的實踐。個體經濟學相當實用，一家企業的CEO必然要理解，自家企業是處於哪一種，個體經濟的產業競爭型態中；否則所有市場競爭策略多會事倍功半。投資股票也一樣，是寡占競爭的產業本益比較高；而完全競爭產業的上市公司股價本益比較低。投資股票的價值觀與理念因人而異，有些投資者喜歡小型股、有些喜歡流動性高的藍籌股。有甚麼樣的價值觀，就有什麼樣的投資策略；思想邏輯一定照亮在投資績效上面。這就跟教導子女一樣，我們唸他們的缺點；其實就是長期以來，我們父母賜給他們的淺移默化；修理他們等於修理自己喔！

(提醒：本文是為財金專業研究分享，非投資建議書；只為說明用，對任何貨幣與地產、絕無多空立場；不為任何引用本文為行銷或投資損益背書。)