

股市國際化？本益比將下降！

鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

壹、前言



(圖一：上證股價指數日 K 線圖，鉅亨網首頁)

大多數在台灣的台股投資者會認為，台股若以大陸股市本益比計價，則目前所有台股上市櫃公司總市值非凡。因此未來可以的話，在海外台灣子公司可能會選擇大陸股市，做為募集資金與上市的歸宿。選擇大陸股市以便進入摩根指數組成股，在國際能見度與股東權益報酬多會雙贏？光是同樣條件之下，上市後股價一定會高於在台灣上市；尤其是在大陸 A 股被 MSCI 納為成份股後，這種預期目前在台股投資群中甚囂塵上。但本文運用效率市場理論(EMH)，與台股 30 多年進化經驗研究，再運用統計學假設檢定計量經濟學驗證，這樣的假說(Hypothesis)是不會被「接受」(Accept)的。

本文將 Fama 在 1970 年就發表的「效率市場理論」，Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work；以更口語化與深入當下大陸股市現實的詮釋是：一、所謂「效率」是指的是這個市場，對攸關股價所有信息的反

應是提前、同時、或是落後。Fama 認為，如果股價的變動是領先所有它自己未來攸關信息，則這個市場就是「強式效率市場」。二、如果基本面信息發生的當下，運用這種即時公開信息去操作股票，還可以獲得優於大盤的超額報酬；那這個市場就是「半強式效率市場」。若運用該市場所有過去已經知道的資訊，去投資股票可獲取「超額報酬」，這就是「弱式效率市場」。「效率」(Efficiency) 這個英文字只在形容，股價消化各類信息的快慢與充份與否。市場強或弱式效率不涉及該市場好或壞的主觀價值，只是在形容該市場信息反映速度特質；越是專業化的證券市場，對於信息的反應會越聚焦。三、信息要確實反映在股價之上，這與信息管道與投資者對信息敏感度及偏好有關。如果這個市場的投資者多是短線操作，則會偏好短線、或是技術分析等這類信息；但這些短線動態與技術線圖形成，卻多是一閃而過、或多是過去股價烙印痕跡。因此它是運用過去的信息去操作現在的股票，然後想要獲取未來的報酬，這樣的投資模式是屬於「弱式」。

貳、鴻海集團是因為產業發展需要才到大陸掛牌！



(圖二：鴻海股價周 K 線圖，鉅亨網首頁)

Fama(1993)只是將過去、現在與未來，在信息檢視與驗證股價文獻上，以弱式、半強式、與強式去標定與區隔；並沒有對於某些市場有褒貶意味。所有的有價證券市場，不管是股票、債券、基金、與選擇權、期貨等，它們的市場蛻變過程，多要經歷，弱式、半強式、強式效率階段。這是因為信息消化需要專業知識，當上市公司的科技與股市的投資專業不斷推陳出新，投資者對專業熟悉程度是需要訓練、與嘗試錯誤的。就如同未開發國家、開發中國家與開發國家經濟型態的定義是一樣。它們是以工業化為區別標準，或許也可運用相對於環境汙染程度而標定。

Fama & French 兩位財金學者，在諾貝爾經濟學獎得獎巨作是「三因子模型」(1993年，Three-factors)。這篇著作是以 CAPM 單因子模型為基礎(1964年，Sharpe)，將「迴歸模型」中的「風險溢價報酬」(Risk Premium)項目再進行拆解；試圖由系統性風險中拆出重要個股量化變數；而另外一方面也試圖降低殘差項的誤差值。其實兩位學者這篇著作，就是延續單因子模型將單因子「迴歸分析」再繼續剝洋蔥、抽絲剝繭，終於找出兩種非系統因子。其中一個因子是與 Banz(1982)「規模因子」(Small size effect)相似的非系統性變數，就是全部股票多有的特徵；另外一個則是價值投資、市價淨值比。當然要由 1964 年 Sharpe 所用的「線性迴歸分析」(Linear Regression Analysis)進展化到，Fama & French 所用的「時間序列堆疊資料」矩陣式橫斷面(Cross Section)的「堆疊迴歸」(Panel Regression)。除了必需使用矩陣數學外；資料與分析方法也有所不同。兩者有縱向與橫斷面區別，Fama & French 以個股橫斷面為檢視方法。

因此從 CAPM 來看只有系統性風險發生時，大盤指數會被空頭捶打；而這個風聲鶴唳時刻，就是買進股票最佳時機。CAPM 應變數是「投資組合或是個股的預期報酬率」，它的自變數有機會成本的無風險利率；其實將應變數與無風險利率的差異做為應變數，那就是與三因子模型的應變數是一致。現在投資之後、

未來會與大盤報酬產生差異，別無原因就是當時大盤指數是處在最低水位。秉承這個系統風險打下來的凹洞理念，Fama 認為既然股價指數有如此運作邏輯，那麼個股也可運用「市價淨值比」(P/B)，與「規模因子」(Size Effect)去詮釋應變數；應變數也會因為總市值與股本小、市價計淨值比低落，而未來產生「超額報酬率」(Abnormal Return Rate)。所謂「超額報酬」就是打敗大盤的報酬，就是專業經理人操作基金，投資組合的主要 Skill 價值所在。

叁、中國股市本益比將由高水位步下、進入成熟階段！

每一個國家的有價證券市場，多會歷經弱式效率、與半強式效率，最後才進入強式效率市場；美國共同基金發展就是如此。在 1970 年之前，美股共同基金也是出現良幣被劣幣驅逐特徵；表現績效佳的共同基金常被當成短線操作熱門標的。因此基金規模變動變異程度高，影響到委任代理操作基金經理佈局。操作績效走道順風時刻，就會有龐大的資金進來；這又將每單位淨值報酬率稀釋掉，老客戶要將成果分一杯羹出去。而績效低落時，投資者卻拼命要將它贖回；完全違反價值投資策略原則。在 1970 年之前，美國共同基金也跟目前台股基金一樣；基金經理人被委任代理的投資大戶的散戶行為牽著鼻子走，很難表現長期逆向投資的績效與功夫。

1970 年之後金融監理單位，以獎賞分明的大原則；操作績效佳的基金可以向委任人收取較高手續與管理費。這個原則給予績效佳的基金與信託公司，漸漸出現 Fund Size 增加、自由度高的操作空間。自此而後在學術財務投資組合理論驗證上，有了非限制性、豐富的資料可締造與發現精彩假說，也使得現代投資學由效率前緣理論出發後，展現艷麗精彩風采。例如後續學者締造與發現投資，組合理論順向與逆向策略等，豐富了財務投資組合理論。目前台灣股票型基金產業發展，所採取的政策與美國有顯著差異。為鼓勵年輕人或股市投資族群投入基金產業，公會與監管單位似乎朝向買賣基金的受益人，付出的手續費降低方向；以此鼓舞基金的買賣活絡，以委任資金投資者、買賣基金客戶 Sell Side 為導向。



(圖三：巴菲特是價值投資者，從鉅亨網摘取)

台灣多數共同基金經理人，為維持操作資金的規模多曾經辛苦過；因為投資人通常把操作績效最好的前 20 檔基金，當成短線操作最好進出標的。股票的行情越好、基金操作超額報酬越高、委任投資人越是頻繁進出。這多會使投信公司有苦難言，不收這筆買單、就沒手續費收入；但這樣的買單分明就是 Noise Trader，沒有要長期投的打算。對基金經理而言這是「困擾的投資者」，不會是最好的客戶。有些投資者到金融機構購買基金，跟買菜好像也沒兩樣；這個月買單筆基金，下個月就要見到顯著報酬、而且有利贖回。基金的 Fund Size 變動頻繁，讓操作的基金經理人為應付贖回投資者，只好將強勢股賣掉。而行情處在低檔時、經理人願意冒著系統性風險，想要兌現 CAPM 或三因子模型選股理念之際，後面委任資金投資人卻出現了，低檔發神經砍股票、贖基金的 Herding。本來要押滿檔的經理人光是要說服，就是應付這些短線投資者就無法堅持長期理念。這也因此美股或台股共同基金中，很難有長期股王或是股神、如巴菲特的優異投資者；沒有那種造就投資英雄的時勢。

肆、結論：中國股市本益比將會緩和下降！狂熱時代已過去！

其實在 1990 年前的台股也跟，中國大陸股市 2018 年前一樣，多是屬於弱式或是半強式效率。以籌碼與技術分析及題材為主市場，投資人投資股票注重土地資產價值、與籌碼多寡、追逐明牌；而公開信息的揭露規定、與盤中監督系統等後續建立起來。台股市場是從 10 家證券投資信託公司建立後，才脫離被認為是遠離炒作，步入半強式效率市場；法人投資機構開始訴求財務報告，上市公司經營績效。而在台股進入 MSCI 成份股之後，才漸漸出現強式效率特徵。國內法人 V.S.半強式效率；國際規模投資機構 V.S.強式效率。對目前滬深股市而言，當其投資機構可以「秒殺」的速度募集共同基金時候；就是進入半強式效率階段。而進入摩根指數成份股後，中國大陸資本市場，就必需遵循全球資本主市場遊戲規則。

外資或是國際熱錢的投資組合，會因為基金投資組合的類別，它的效率前緣與本土有很顯著不同。除非是標註中國 A 股股票基金，否則類似全球科技基金、或是全球半導體股票型基金等等，它們多是以橫斷面進行投資；例如投資組合中有 Intel、台積電、東芝、三星等。這與以本土股票基金投資於台積電、聯電、矽統、南亞科技等投資組合顯著差異。進入 MSCI 的最大前提就是，資本管制要逐步解除；還有信息的宣告與遊戲規則需要國際化，那必然是公司治理與國際接軌的 IRFS 國際公認會計原則。可預見未來中國 A 股股價變動原則，將會因此而改變；股價趨勢會走在事件前面。但這不會是內線交易的結果，而是專業經理人判斷與 Herding。從弱式、到半強式、最後到強式，股價不會因為只有籌碼與題材而漲跌，唯基本面與未來現金流量、獲利能力是問、本益比會下降。

(提醒：本文說明與判斷僅供參考。金融機構與個人引用本文，需注意自負盈虧與著作權規定。)