

羽翼還未豐茂？為何股價已翻天？

鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

壹、前言



(圖一：5G 通信時代即將來臨，鉅亨網 AFP)

創新產業遠景多需要一段期間落實，才會成為具備生活效用有價值的產品。通常新創產業要經歷幾個階段：一為基礎建設，二為產業鏈紛紛興起階段，三為中下游廠商加入參與階段、四為實體產品的開發與銷售。自從 1994 年美國軍方開放網路技術後，一波又一波的網路革命不斷締造新猷；先是網路通信紛紛崛起，繼而進行通訊數位化、數據傳輸、影音數位化、未來加上人工智慧等等。近十多年以來出現的智慧型裝置，更是不斷推陳出新；具備語音與數據通信傳輸雙向功能。智慧型手機最大功能在於個人私密，只要在公車或捷運車上一眼望去，就可以理解；消費者、等老闆的私家車司機，多使用網路帶入的各種信息打發時間。由此推演也可得知，智慧型裝置終將成為休閒育樂工具。

貳、5G 網路將使人類多項生活效用事半功倍！

目前通訊產業的發展，正由 2G、3G 與 4G 將要進入到 5G 寬頻世代。5G 是以 Vo LET 為通訊管道，在 5G 寬頻之前語音與網路通信是分開，使用語音就不能用數據傳輸；使用數據也不能同時運用語音。但在 5G 時代中則是可以兩者同時使用；在這種環境之下，數據傳輸量可同步加大，也就是將語音透過 LET 網路，進行多元同時傳遞。LET 是一種全 IP 的 Packet Switching 網路封包交換、透過這種機能進行數據傳輸，但它無法相容於 GSM 與 CDMA、2G 或是 3G 語音傳輸 CS(即電路交換)。4G 是可以在原有技術上進行語音服務，可透過 CSFB「電路切換回退機能」Circuit Switched Fallback)，或是 Vo Let(語音切換轉變)達成目的。這些通訊產業專業的術語及技術，對於只專注於有價證券投資機構是相當陌生的。



(圖二：美股易立信股價月 K 線圖，鉅亨網)

依據全球通信設備商大廠、易立信公司的估計，未來幾年後數據傳輸，成長越來規模越大。2017 年第一季，全球行動數據流量增幅為 70%以上；而這是從

2013 年各季以來、增幅最大的一季。該公司估計 2018 年之後，LTE 會成為最主要通訊標準管道。以通信技術而言，在 2022 年之後會見到，Vo LET 的使用慢慢趨於普及化、5G 產業可能無所不在的現象。以語音與數據為兩大類別，也會在 2022 年後全球行動數據流量，將會成長為目前 8 倍以上；這其中最主要發展應該是影音串流會大量增加。簡單地說，Vo LET 的解決方案就是可以同步進行語音與數據傳輸，不像現在這樣、使用語音就無法一邊同時進行數據傳輸。有了 Vo LET 之後、可以一邊打網路電話，一邊傳遞文字檔案。這情況就跟進步筆記型電腦一樣，在網路使用上可開啟第二個新的網路視窗；邊上網查閱資料與信息，也可同時聽到視頻聲音。由於 5G 的覆蓋方式是立體的，未來 5G 基地台密集程度將會比 4G 還要多，至少在 200 公尺之間就要有連接設備、或是基地台；但是 5G 的基地台可由原本的 4G 擴充、不必再度新建。而與 3G 或是 4G 不同的是，前者是平面傳輸、後者則傳輸是由空中衛星向地面、三 D 立體的。最後直接連接到地面上，固定位置的住宅或是辦公處所、也就是家庭與公司的「物聯網」接收器裝置，或是在馬路上不斷移動的駕駛汽車與器具。5G 是以微米 mm 傳輸數據與語音通訊，沒有這樣細膩是無法進行「物聯網」(IOT)。「物聯網」至少包含無人駕駛用車、無人戰機、及中央控制機器人等；透過網路、自我深度學習、在各項聯繫上收放自如，精準地依照控制室指令工作。



(圖三：谷歌全自動無人駕駛，鉅亨網與 AFP)

叁、5G 產業由晶片、關鍵零組件、與智慧型手機等等構成？

根據過去資料與信息整理，台灣較早推出 Vo LET 通信的，它已具備這種語音與數據同步的功能，但是尚未向消費者行銷；另外也有所謂「Vo LET 好聲音方案」，但是僅限於 iPhone 6s 系列的手機才能使用。5G 傳輸的手機製造商，還是以美國蘋果公司，大陸小米或是華為，還有韓國三星出線機率較高。因此近期台股有部份非蘋果公司陣營，零組件股價、股價偶有優越表現。對中國通信產業而言，5G 是工信部、乃至於國務院的國家戰略產業；因此多數手機廠商多已經進行，Vo LET 5G 手機的研發製造。有些公司認為未來影音發展，會是未來 5G 的主流，因此加速數位內容的充實；也就是在 VR 或是所謂「虛擬實境」部份加強，部份廠商也對「區塊鏈手機」情有獨鍾。對台灣廠商而言，目前 5G 產業的遠景，則是以關鍵零組件廠商；目前較具競爭力。例如加強產品高功率的 PA、或是軟板的天線 RF、還有支援 5G 的 IC 晶片廠、及手機代工廠商等等。



(圖四：通信晶片大廠聯發科月 K 線圖，鉅亨網)

就財務理論而言，零組件廠商的股價，其波動幅度多大於大盤；因為這些公司的股本規模小，因此在商譽與財務風險方面，較不及藍籌股公司優越。而且因為目前獲利水準，仍處於損益兩平之前後，不符合新興市場指數 MSCI 規定；被外資青睞機率也有限。目前台股這些夾帶 5G 題材零組件股票，由於每股淨值低、公司過去盈餘紀錄未轉亮麗、有的公司還處於虧損狀態；但是股價卻有不錯表現，因此股票交易量的日周轉率近 10%，引發台灣證券交易所監視制度側目。對於只想買未來的投資機構，這無異是一種投資風險。而在小型公司獲利上未有顯著表現之前，也無法吸引較為長期買盤進入；這些買盤如人壽公司的資金、國際投資銀行所發行的藍籌股基金等等。因此如果以公司治理模型去檢視公司財報，則可以發現這些公司中、只有大股東的持股權重會影響「盈餘管理」(Earning Management)。

盈餘管理(EM)其實就是以，公司 CFO 與 CEO 較為有取向的立場去編制財務報表；例如以「大洗澡」方式去掉一時虧損。將當下的大量資本支出做加速折舊，將成本以快速折舊方式給費用化；這對於長期或短期的股東權益影響是不一致的。因為股東的種類包含自然人、機構投資者、外資及基金等，在這些小型股中較少是外資與壽險機構；並不是這類的公司被這些機構中所歧視。而是主管機關為保護，在這些機構背後的委任資金投資者；因此對於買進這類所謂「風險性資產」，有顯著的「資本適足」保護措施。對上櫃、或是興櫃股票要求較為嚴格，因此被買進成為主要持股的機會較低。多要等到這些公司在財務獲利達到損益兩平後，才能吻合投資、善良管理人原則。就如 MSCI 指數成份股意義一樣，國際熱錢無法買進小型股；只能依照國金融監理與每個公司規定，買進在經營上有獲利的公司。因此如果我們以一般公司治理理論模型驗證，法人股東持股權重越大，對於盈餘操縱有制約效果；由於委任代理的規範，這個效應在小型股驗證中、可能只有內部大股東意見多、機構投資者的影響力不會是顯著的。

肆、結論：小型股股價上揚與下跌波動幅度遠遠超越大盤！



(圖五：新鉅科公司股價周 K 線圖，鉅亨網)

如果公司治理優越，則目前小型股有可能、會成為未來大型藍籌股。在文獻上進行盈餘管理的測試，是運用「應計裁量」(Discretionary Accrual)為衡量指標，檢視一群或一家公司「應計裁量」(DA)是受到哪一種投資股權影響。這個概念原本是被運用在，美國政府國際貿易的救助與補助標準之上。一家美國企業如果在進口貿易措施上，受到不公平待遇、則美國政府依照原有該有營收獲利；與事實發生的差距作補貼標準。後來這篇文獻模型，就成為計算 DA 與運用 DA 檢視，公司治理的理論鼻祖與啟發模型之一。該文發表於 1991 年的進口救助：Jones J. Earnings management during import relief investigations. JAR 1991。以該文基本模型出發，運用財務報告上長期約十年的資料，驗證到個股、或是集中或是櫃買市場，運用 DA 進行盈餘管理的程度；這就是公司治理。通常三大法人機構持股較多的上市櫃公司，對於 DA 運用會是最為謹慎。因為三大法人對公司有「監督效果」，尤其是國際主流外資。外資一旦投入一檔股票，不僅要求要有現金股利、而且是計較長期現金流量。除非機遇性的盈餘管理，

否則多數法人多會監督公司 CEO，查閱是否會因為要兌現自己股票選擇權等利益進行 EM。在 5G 產業股票中，台灣以關鍵零組件居多；因此除運用效率市場、CAPM 模型、三因子與四因子模型、股利折現模式，進行合理股價的預估之外。如果遇上未上市或興櫃公司、還沒獲利、股價就高掛，也可運用公司治理各種機制，或是以 DA 等進行計量模型分析；在目前小型股中、提早發現未來的藍籌股，做為長期投資參考標的。

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