

漫談投資觀念

林金賢

靜宜大學財金系

cslin@pu.edu.tw>

一、前言：

十倍速時代的社會若單靠薪水一般大眾是比較難有好的生活水準，然而正確的投資觀念（加上運氣）可以快速累積財富進而擁有更好的生活品質，因而投資學便成為現代人的生活必修學分。投資理財工具包括股票、公債、房地產、黃金、定期存款等，其中股票最為一般人所接受，流動性高為其特點。理論上投資者若能掌握股票之漲跌趨勢短期致富不無可能，然而經過民國 79 年股票崩盤的父母們，都會勸戒子女千萬不要碰股票，而最近股票的跌破五千點（從一萬多點），更使得投資者的心裡涼了半截。的確，根據專家指出，能在股票市場中獲利的投資人不到 20%，也就是說玩股票的人中有八成是虧錢的。因此投資朋友在投入股市前必須建立一些基本觀念，否則不但無法快速累積財富，很可能到最後變成血本無歸。

股票是一種有價證券，是提供需要大量資金的企業募資的管道。公司向社會大眾公開說明並出售股票，認同公司而持股票者即為股東，當持有到一定程度時就可以進入董事會並進行高層決策。政府為了保障投資人與協助企業籌募資金，所以提供證券交易市場讓投資人進行買賣證券，再基於某些條件而將市場區分為上市、上櫃與二類股。不同的交易市場，有不同的風險存在，在買賣的規定上也有所不同。不過一般投資人只須對基本的交易行為有所瞭解，當確實加入投資行列進行交易後有任何的問題再向營業員詢問或上網查詢即可，除非要靠這一行吃飯否則不必著墨太深。就股票本身的意義而言，公司發行股票是希望股東長期持有並與公司一起成長，短期炒作絕非其原意。

二、股價指數的意義

依證管會規定股票區分為上市與上櫃兩種，再依各企業所屬的產業不同而區分成不同類股。為了反應市場趨勢，而有股價指數（Stock Price Indexes）的產生。股價指數的種類包括上市的股價指數（即加權股價指數）、上櫃股價指數與各類股的類股股價指數等。「股價指數」的計算有「簡單算術平均數」以及依股票價值大小為權重的「加權指數」。我國所採用的「台灣證券交易所股價加權指數」，也就是一般人所稱的「加權股價指數」（或稱大盤），顧名思義，就是用權重的觀點進行編製的。其計算公式如下：

$$\text{第 } t \text{ 期之股價加權指數} = \frac{\sum_{i=1}^n P_{it} Q_{it}}{\sum_{i=1}^n P_{io} Q_{it}} \times 100$$

其中 n 代表所囊括的股票數， P_{io} 代表第 i 個選股在基期時的市價， P_{it} 代表第 i 個選股在第 t 期時的市價， Q_{it} 代表第 i 個選股在第 t 期時的發行數量。其中，有三點需要加以說明：

1. 原則上採所有上市普通股做為樣本，但仍將一些與條件不符的證券與憑證去除。
2. 基期是民國 55 年（即 P_{io} 是指第 i 個選股在民國 55 年的平均市場價格，即基期價格）；換言之，股價指數可視為「現在的股票價格水準是民國 55 年平均價格水準的倍數」。例如，民國 89 年 2 月加權股價指數為 10,000 點，代表此時間點的股價水準是民國 55 年的 100 倍。
3. 加權股價指數須依市場發行量的改變而進行修正。

藉由公式之內容我們可以得知股價指數與過去平均股價水準的比例，另外不同的股票由於權重不同對於指數的影響也會不同。例如台積電股本大，在市場上的股票較多，其上漲一點與其他小股上漲一點的意義不同，需要很多錢才能使台積電上漲一點，也就是有很多人看好台積電且進入市場購買才會使股價上漲一點。這也就是為什麼當台積電與聯電大漲時，指數上漲的機會便很大。原因即在於此兩種股票的股本很大，佔指數的權重很大，因此對指數的影響很大。另外，國內還有其他的股價指數，只是較不受到投資人所關注，例如：「經濟日報股價平均指數」及「工商時報股價指數」。

至於其他各工業國也幾乎同時有算術平均數與加權之股價指數。這是因為早期的股價指數大多是用算術平均數的方法計算而得，而近代的指數則採用加權的方式計算而得。簡單列舉三個重要的指數來進行說明（徐俊明，1999）：

1. 道瓊工業指數 (Dow Jones Industrial Index , DIJA)

至 1997 年止，道瓊工業指數採用紐約證券交易所中的 30 間大型公司為樣本（所選取的樣本通稱為藍籌股 (Blue Chips)，如 IBM、AT&T 等著名的公司），採用算術平均來計算。

2. 那斯達克指數 (NASDAQ Indexes)

在美國，由「美國證券商協會(NASD)」編製了 7 種店頭指數，是採用加權的方式計算出股價指數，分別為綜合、工業、銀行、保險、其他金融、運輸、公共事業等指數，基期為 1971 年 2 月。而指數內容則是採用所有的上櫃股票。又因為美國許多科技股是在店頭市場上櫃，所以當「那斯達克工業指數」有所波動時，國

內電子類股通常也將受到影響，產生所謂的連動現象。

3. 摩根史坦利指數

摩根史坦利國際資本公司(Morgan Stanley Capital International, MSCI)位於日內瓦，以編製各類國際性財務資料而享有盛名，共編製了 3 個國際股價指數、19 個國家股價指數、38 個國際工業指數。指數是採用加權的方式來計算。其中與台灣有關的為「新興市場自由指數(Emerge Market Free, EMF)」，摩根史坦利於 1996 年 6 月 10 日宣佈，並於同年 9 月 2 日將台灣股票納入 EMF 指數計算。1999 年年底又宣佈分三階段調高台股比重，促使外資大買台股，因而使台股上漲。

基本上，股價指數是進行買賣決策時眾多的參考因素之一，有時大盤連續下挫數日，但卻仍有個股股價持平甚至逆勢上漲，此類股我們稱之為「強勢股」，此現象更加提醒我們，股價指數所代表的是與基期的一個相對觀念，不代表所有股票當日的漲跌，而「賺了指數，賠了股價」的說法，指的是大盤指數在漲，但是所選的個股卻是下跌的。因此比較保守的操作手法是「視大盤情況（指數的變動）後，再慎選個股。

三. 股票分析

一般而言，投資人在進行股票操作時，會從兩個角度切入，即「技術面分析」與「基本面分析」，技術分析著重於過去股價的線型，基本面則著重於財務比率的分析，兩種方法相輔相成。較常用的一種技術指標是由兩條線所構成，一條為股價的短期移動平均數，由於天數少因此較為敏感，稱之快速線，另一條則為長期的移動平均數，稱為慢速線。**當快速線由下向上穿越慢速線時**，代表最近股價表現較長天期為好，可以進行買入（也就是一般人所說的黃金交叉點），相對的**當快速線由上向下穿越慢速線時**，代表最近股價表現較長天期為差，應該進行出脫（也就是一般人所說的死亡交叉點），**至於此陳述正確與否是必須經過學術上的實證結果才可得知**；另外也有些技術指標是直接與某數值或某一程度相比，而決定買賣時機（杜金龍，1998）。另外在基本分析中，一個常用且合理的指標就是本益比。本益比分析尤其適合工作忙碌、鮮少有空閒時間看盤的投資人。藉由本益比分析我們也可以大概找出買賣點，但是如果找出最佳的買賣點通常則需要藉由技術分析才行。雖然藉由基本分析很難於最佳買賣點進行買賣，但是可以找到相對的買賣點。例如，當個股本益比過高時，若無其他利多消息或其他原因，則可能表示有超漲的現象，此時應該進行賣出動作，隔了一段時間，當股價過度修正，本益比過低時，這時再進行買入動作。以本益比的觀念去挑選股票是較理智的投資行為因為其代表股價有實質的業績支持，投資人可獲致合理的配股配息（杜金龍，1996）。

本益比(price earning ratio)指的是股價與每股盈餘 EPS(earning per share)的比

例，又稱「價盈比」。表示平均公司每賺到一元的每股盈餘，投資者願意用多少的價錢來換取，其單位為「倍數」。一般而言，有大盤與個股的本益比，大盤本益比的計算公式如下：

$$\text{大盤的本益比} = \text{股市市值} \div \text{上市公司預估總盈餘}$$

上市公司總盈餘即所有上市公司該年預估盈餘的總和，若有公司是虧損的，則將其扣除。由於是預估盈餘，所以數字不易獲得，台灣證交所公佈的股市本益比，所使用的是前一期（即去年已發生的資料）上市公司的總盈餘而非預估值。當隔年景氣衰退時，上市公司總盈餘較前一年減少，則證交所公佈之股市本益比將會是低估的（蔡明彰，1999）。一般說法大盤本益比 20 倍以下是長期買點（蔡明彰，1999），但是需要一段時間才可能獲利，當大盤的本益比過高時，就要注意市場是否過熱，應考慮是否出脫手中持股。個股的本益比公式則為：

$$\text{本益比(倍)} = \text{股價} \div \text{每股盈餘}$$

其中，每股盈餘(earnings per share, EPS)是指公司經過一年時間的營運下（有時會用一個月或是其他期間，通常一年較具意義），將其所賺得的錢扣除掉其他花費之後，經過計算，而得知每個股份可以分到多少錢，進而由董事會決定盈餘的分配方式，若公司經過評估認為目前沒有很好的投資計畫，則會將所賺得的錢盡可能地分予股東，若有投資計畫，則會將錢留於公司之中。不論如何，公司一定要有賺錢，才可能拿到股利。而分配股利的基礎即視 EPS 而定，這也就是為何投資人都挑 EPS 高的公司（陳銘志，1996）。假設台積電股價為 200 元，年底出來財務報表，得知每股盈餘為 5 元，依公式得知（ $200 \div 5 = 40$ ）本益比為 40 倍，簡單來說，這家公司平均每賺一元的每股盈餘，投資人願意用 40 倍的成本來換取（蔡明彰，1999）。

其實，本益比中的每股盈餘若用預估的每股盈餘，對投資者較有參考價值。採預估值，即表示「對該公司未來的期待」，當你對該公司有很高的評價時，就願意支付較高的成本來購買，此時所購買的價格就透露出你對該股票的看法。通常我們會針對個股在產業中的地位而接受不同的本益比倍數。例如：台積電是晶圓代工的龍頭股，其獲利能力一定較其他代工公司好，加上在國際市場中又是知名的廠商，受到國際認可，所以可以給予其較高的本益比，因此四十倍可能都還能接受。

合理的本益比到底為多少？此就牽涉到資金的機會成本的問題，通常投資人不投資股市而將資金放入風險較低的定存時，一年大約賺 5%，如果要從定存賺 1 元，則須存入 20 元才行。如果投資於股市，獲利至少要達到銀行的定存利率，也就是

說，當公司賺得 1 元時，市場的年息為 5%，此時股票的本益比最好低於 20 倍。所以一般市場的合理本益比大多指 20 倍。

其實本益比的決定，20 倍只是一般的看法，往往會因為產業未來的發展與公司在產業中的地位而有所不同。例如：鋼鐵業 10 倍的本益比都嫌高，更別說 20 倍；IC 設計產業，正常情況下都維持在 30 倍左右，此也不被認為太高，原因在於 IC 設計未來獲利可期，鋼鐵業獲利堪慮。較為客觀的方式為，將個股歷年的本益比列表出來，便可得知歷史的最高本益比與最低的本益比，當股價有一天又來到歷史的最高本益比時，那就可能要出脫持股，若是來到本益比的最低點，此時可能就要逢低買入。不過在計算本益比時有一點要注意，那就是本益比中的盈餘，要將業外收益去除，亦即將不是靠公司本身營運所賺得的盈餘扣除，如出售長期投資的股票利得等，要計算真正獲利的部分才是正確的。

四. 產業興衰與股價之關係

另外股價與產業的興衰有著密切的關係。新一代產品的誕生，代表舊產品的沒落。生產主機板的華碩曾經登上股王寶座，接著為筆記型電腦的廣達傲視群倫，意味著電腦產業的興替。十年前，有一台 386 電腦就覺得很了不起，隔兩年後 486 成為主流，現在也已是 pentium 當道。產業的變化快且無情，一但公司所處的產業步入衰退，想要再回到當初的興盛時期便很困難了。處於衰退產業的公司若沒有新的產品出現，或謀求新的發展，則公司遲早會面臨淘汰的命運。例如：去年年底網路股與手機概念股盛行，投資遠傳電信的遠紡本身是做紡織業的，因為轉投資事業而使股價飆漲三倍以上，同樣為紡織股的宏洲、中紡的股價卻未有明顯的飆漲。基本上股票投資所買的是公司未來的發展，若無前景，投資者通常是不應該繼續持有。

金融股

另外一方面，金融股在股市當日的成交值比重仍有 10%，意即當日成交的金額 100 元有 10 元是用來買金融股的。但這並不代表金融股就值得投資，不同產業有不同的衡量標準，但最基本的衡量標準為獲利能力。為何十年前的金融股股價可達上千元，而今日的股價卻連三十元都不到？民國 78 年三商銀的每股盈餘可達 10 元，當時上市的公司不多，在資金過剩的情形下，股價推升至五百元，本益比已達 50 倍，已明顯高估。最後市場卻將其推升至千元，此明顯為泡沫經濟所導致，時至今日，一年賺不到 3 元，縱使給予 20 倍的本益比也只有 60 元，況且在無美好的未來可以期待之下，給予 20 倍的本益比可能還算高估。另外，當政府同意小型銀行的增設時，意味著競爭者增加，伴隨而來的將是價格競爭、成本的增加、營收的減少。當不再為獨占者時，想要享有高獲利是很難的。就獲利能力來看，金融產

業不像電子業可能有爆發性的成長，就未來的前景來看，金融產業將面臨具龐大資源的國外銀行之競爭。未來想要有現在的獲利都很難，何況更美好的未來。最後從銀行本身的體質來看，經營不善，超額貸款、逾放比過高、呆帳增加，既無法改善本身機構的問題，又沒有開源節流的方法，再加上又要經常配合政府的措施導致獲利之減少，因此，短期內金融股可真是雪上加霜。

電子股

電子股雖然是目前市場的主流，然而各產業所處的生命週期亦有所不同，例如掃描器、滑鼠或是一些生產週邊商品的產業即為衰退形產業，另外，IC 設計、電信產業等，這些未來仍有極大成長空間的產業，即為所謂的成長型產業。當然其他像生化產業，未來也可能替代電子產業。從股王的興替可看出產業轉變的端倪。其實產業趨勢不難分辨，難的是改變自己的想法。1996 年購買興盛時期筆記型電腦股票的投資人，時至今日必定虧損不少，難道他們不知道筆記型電腦已要衰退？不，至少一半的人知道，只是他們覺得可惜而不捨得賣，然而卻忽略掉損失可能會更大。

距今五年前左右是筆記型電腦最興盛的時期，在 1996 年，一般二線廠幾乎都可賺到 EPS15 元以上，就藍天電腦而言，就將近 19 元，股價也高達 200 元左右，若用本益比來看，只有 10 倍左右，似乎不過分，然而若仔細思考，則可發現仍有高估的情形，畢竟本益比包含了對於未來的看法，若未來成長性無法像現在一樣，那本益比的倍數便要進行修正。1997 年時，藍天電腦的股價來到 320 元的歷史最高點，而當年的 EPS 只有 4 元，令人懷疑該產業是否已過了高峰期，而後來幾年的表現更證明了其高峰期已過。如今，藍天電腦的股價不到 5 元，近兩年來平均價格大約在 25 元左右，股價最高也只有 35 元（股市總覽，2000）。

五. 結論

進行投資時，應把握的原則是：「將手邊的一筆閒置資金，在不影響生活品質與自身的工作下，做有效的投資分配，在能夠承擔的風險下期待利潤的極大化」。天下沒有白吃的午餐，進行投資必定伴隨相當的風險，一般說來高利潤伴隨高風險。投資結果必定有輸有贏，較不適宜採用借貸方式進行。若因投資行為而改變或完全扭曲原本之生活，那將得不償失。投資是將資金價值極大化的過程，除了正確的觀念外，運氣仍佔很大的比例，以中長期的角度進行投資，應該是較為正確的投資觀念。另外，進行投資時切莫貪心，「買到最低點、賣在最高點」只有神仙才做得到，只需要買在相對低點、賣在相對高點即可，而本益比分析恰可達到此目的，就中長期投資者而言，是相當不錯的工具。如果能以本益比做為操作的依據再配合自身對於產業的認知與熟悉程度，進行長期投資，相信應該是有利潤可期

參考書目：

杜金龍，基本分析在台灣股市應用的訣竅。台北：金錢，民國八十五年。

杜金龍，技術指標在台灣股市應用的訣竅。台北：金錢，民國八十七年。

周英，指標洩天機（下）。台北：鑫報證券，民國八十九年。

股市總覽。民國八十九年十一月，冬季刊。

徐俊明，投資學理論與實務。台北：新陸，民國八十八年。

陳銘志，股票買賣百科全書。台北：台灣廣廈，民國八十五年。

張真卿，股票買賣初學指引。台北：台灣廣廈，民國八十七年。

蔡明彰，本益比多少才可以買。台北：非凡，民國八十八年。