

財報分析的基礎財務及會計理論

初版：2007/09/12

本次修正：2014/07/15

- 一、 { 基本分析(fundamental analysis)：分析財務報表及公司經營面的資訊
vs.
技術分析(technical analysis)：分析股價及成交量等市場面資訊

分析的目的：判斷特定公司的股票、債券或其他金融資產的價格（市價是否被高估或低估）

分析的資料量大小：從 Pacioli 的雙式簿記到巨量資料(**Big Data**)

- **Big Data** 的特性：量大、即時、多樣

- 二、效率市場假說(Efficient Market Hypothesis, EMH)：商品價格(e.g.,股價)已反映了所有已知的資訊

E. Fama 的研究：EMH 的開創者

公開資訊(public information) vs. 內線資訊(inside information)

型態 1 **弱式(weak form EM)**：過去股價資訊已反映在目前股價中，技術分析無法獲得超額報酬

型態 2 半強式(semi-strong form EM)：股價已反映所有公開可得的資訊，技術分析及基本分析均無法獲得超額報酬

型態 3 強式(strong form EM)：股價已反映所有資訊，包含內線資訊在內。任何人都無法獲得超額報酬

市場現狀分析：美國、台灣、中國大陸

P. Samuelson 的看法：micro efficient, not macro efficient

行為財務學派的觀點：EMH 忽略了人性弱點(e.g.,過度樂觀&過度悲觀&懶得分析)導致的市場無效率

EMH 是金融危機(2007~2010)的禍首之一？(金融管制機構以為市場是有效率的、投資人是理性的，所以放寬管制[de-regulate]務實可行，沒想到他們都被矇了)

三、風險(risk)及必要報酬率(required rate of return)

H. Markowitz 的研究：投資組合理論(portfolio theory)的開創者

- 風險及必要報酬率呈正向關係
- 投資組合(把雞蛋放在不同籃子裡)可降低風險
- 投資組合理論的終極使命：在給定風險水準下，設法獲得最大報酬；在給定報酬水準下，設法將風險降至最低

風險類別：全球性、區域性、個別經濟體、個別產業、個別企業

市場風險 vs. 公司特有風險

投資組合可分散公司特有風險，但市場風險(系統性風險)無法分散

cf: 單一市場投資組合 vs. 區域投資組合 vs. 全球投資組合

資本資產定價模式(Capital Assets Pricing Model, CAPM)：

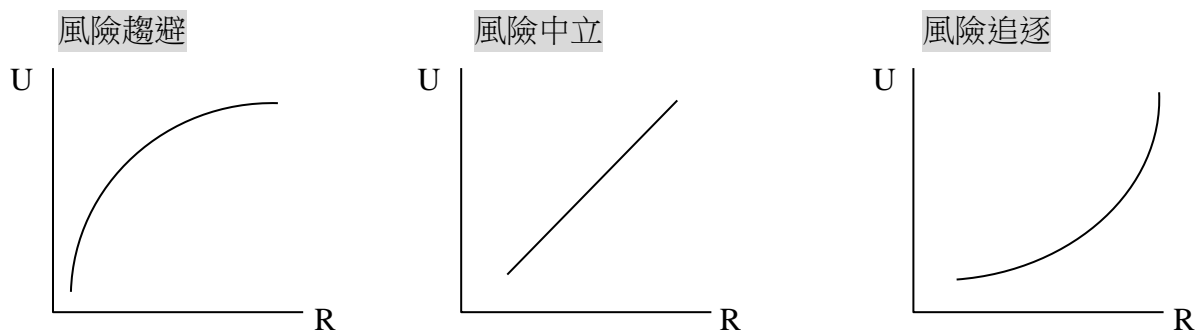
$$\text{公式 1: } R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{Mt} + \varepsilon_{jt}$$

$$\text{公式 2: } E(R_{jt}) = R_f + \beta_j (E(R_{Mt}) - R_f)$$

企業資本結構的風險組合：流動負債 vs. 長期負債 vs. 普通股 vs. 特別股

四、風險偏好：風險趨避(risk-averse)、風險中立(risk-neutral)、風險追逐(risk-seeking)

報酬及效用曲線(縱座標代表效用，橫座標代表報酬)：



五、資訊不對稱(information asymmetry)

企業管理當局 vs. 投資人及債權人

型態 1：逆選擇(adverse selection)

型態 2：道德風險(moral hazard)

案例：新銀行及固網大股東持股上限為 5%

六、會計資訊的最高品質：決策有用性(decision usefulness)

七、決策有用性：資訊觀點(information perspective)

誰在看財務報表？

資訊揭露 → 股價變動

會計資訊內涵(information content)

Ball and Brown (1968)的研究：

盈餘反應係數(ERC)：

盈餘品質：持續性盈餘 vs. 暫時性盈餘

Post-Earnings-Announcement Drift

相關性(association) vs. 因果關係(causation)

八、決策有用性：衡量觀點(measurement perspective)

歷史成本 vs. 現時價值

財務報告：一面鏡子還是一張地圖？

Ohlson Model：Clean Surplus Theory

九、新 GAAP 的經濟後果(economic consequence)

員工分紅：盈餘分配(舊制) vs. 費用化(台灣第 39 號公報)

✧ 聯發科財報數據的驚人變化

聯電(UMC)報表的台美差異案例

NYSE 的困境：上市公司會計管制過於繁瑣，企業紛紛下市....

十、盈餘管理(earnings management)

源由：許多交易存在多種可選用之會計處理方法

類型 1：洗大澡(taking a bath)

類型 2：盈餘極小化(income minimization)

類型 3：盈餘極大化(income maximization)

類型 4：盈餘平穩化(income smoothing)

大陸資本市場的兩則盈餘管理趣聞：

- ①某日證監會發佈規定：本年度純益率超過 10%的公司，明年申報財務報表時將需向證監會提出詳細說明。次年申報時，所有公司報表上的純益率都變成剛好只有 10%
- ②小會計：「報告書記，已經年底了，過去這年公司要賺多少錢？」
企業黨委書記：「我回去想一想，明天再告訴你。」

十一、現金基礎、應計基礎、現金流量折現

十二、智慧資本的衡量

軟體公司的財報困境

十三、財報分析方法：水平分析 vs. 垂直分析

十四、財報分析方法：橫斷面分析 vs. 縱斷面分析

十五、財報分析不能只看表面數字：

- ◇管理當局常會為了符合分析師估計損益、公司已發布之財務預測數據或董事會設定須達成之財務績效指標而大玩會計魔術(e.g., 會計方法選擇、提前或延後認列損益等)

- ◇法令規範有時會與會計原則牴觸(e.g., 台灣過去曾把員工分紅當成盈餘分配而非費用)，造成財報數據失真，財報使用者(特別是財金媒體)應培養看穿會計魔術的本領主動加以調整

- ◇財務報表呈現的是歷史數字：過去很賺錢不代表未來也很賺錢，反之亦然

- ◇財報分析需與產業分析相輔相成，透過產業分析了解企業經營本質，才能洞悉財報數字的實質內涵並預測未來走向