

成長型企業財務風險之探討

羅育玄

一、引言

傳統財務分析中，投資人習慣於將企業投資，分為價值型投資、成長型投資。如果以規模進行評價，則可定義為大、中、小三種市值規模。所謂價值型投資者，在意企業本身，是否擁有較低的股價淨值比率。反之，成長型投資者，則更加關注股價與收益比率，即是常見的本益比。傳統價值型投資法，認為對企業的價值存在預期的上限。講求價值創造，即是一檔股票如果內涵更高的價值，卻遭到市場低估。則投資者可期望股價，回到符合市場評價的水準，因此本益比過高後，就會出現股價回檔的情形。股神巴菲特正是奉行這一套價值投資準則，在 1980 至 1990 年代，呈現出令人驚嘆的報酬率。

只是隨著時代演進，法馬教授(Eugene F. Fama)和法蘭奇教授(Kenneth R. French)在 1988 年，發表於金融期刊(Journal of Finance)「價值型股票相對成長型股票」一文。發現成長型股票，實證將在市場蓬勃發展的時期，能創造長期打敗市場的結論。這一結果，導致市場拓展出全新的商業模型，以及分析模式。回顧 2025 年，金融投資圈最發生一種特殊現象。主動型的共同基金，多數相較於大盤 ETF，皆存在落後的情況。甚至只要同時買入全球幾大科技股，放置超過 5 年，就能取得超過整體大盤市場的報酬率。以輝達(NVIDIA)為例，過去五年整體漲幅超過 10 倍，即 1000%；台股市場，過去五年，則多被戲稱為台積電(2330,TSMC)「一個人的武林」。如今股市表現只是讓投資人持續等待回檔的機會，彷彿只等到每天刷新出更加不可思議的高點。存在這樣的原因，就在於全球市場的擴張下，投資人可投資標的不斷增加，然而能獨立產生規模效益的企業，實則卻是縮減並集中了。

* 羅育玄現任富優技研公司經營管理處專員。

簡易的將投資市場進行區隔，會發現 2020 年的新冠疫情，就像一道分水嶺。2020 年以前，以及 2020 年以後，不僅是生活習慣的改變，更是投資面、政策面、生態面的改變。1990 年台股高點大跌後，一路到 2000 年，科技泡沫化的十年間，基本上就是穩健上漲的態勢。雖然當中存在台海危機、亞洲金融風暴，但實際下行的時間並不長。2000 年後，雖然中途遭遇 2002 年的 SARS，但明確定義上真正的股災下跌，應該是 8 年後的金融海嘯。看似人心惶惶，就數據而言，大盤其實僅下跌半年，就快速反彈回高點。

疫情對投資端最顯著的改變，是市場的波動幅度。從小震幅與較長的景氣循環，轉變成大幅波動與高速的反彈效果。高度化的產業集中，以致核心產業與領軍企業，能輕易大漲。例如提到手機，多數人會想到蘋果電腦公司(AAPL US)。提到瀏覽器，則第一反應基本上是谷歌(GOOG US)。雖然市場上存在很多中小企業，但真正存在議價與研發能力的企業，始終能獲得訂單，並收攏主動權。因此新時代的投資人，需要關注的核心重點，不再是如何挑選好的龍頭標的，而是這些標的當中，有沒有隱藏的地雷。只要投資市場優秀大市值企業的同時，剔除潛在的高風險標的，就可以獲得更大的超額報酬。

二、成長型企業財務檢視

成長型企業，本質上投資的，是投資人對於企業發展潛在價值的預期。例如某大型企業，成功取得特定領域的技術突破，列入某種潛力族群的相應概念股。隨著人工智慧的崛起勢頭，2025 年最常聽見的名詞之一，必有人工智慧的一席之地。人工智慧工廠、人工智慧駕駛、人工智慧聊天機器人、人工智慧家庭照護，不勝枚舉。只要個股被市場認可為人工智慧產業鏈供應的一環，股價就會迅速攀升。特別是在金融領域，當前人工智慧選股、機器策分析策略，甚至機器人執行交易。2020 年後，通過人工智慧撰寫程式，為金

融單位評估客戶，應該授信擔保到什麼額度的作法，都已逐步出現。可高成長的背後，幾乎反映的都是投資人心理，對這隻個股長期有多大的期待。

其中，企業要取得關鍵性技術突破存在一定難度，但通過稍加修飾財報，就能夠大幅的美化數據。全球的會計準則下，允許企業在合理的範圍內，對財報進行修飾，避免造成投資人不必要的誤會。只是這樣的修飾，很容易在多種方面，遭到不實且過度的美化。這對於一家，靠投資人信心存在的成長型企業，可以說是毀滅性打擊。特別是在美股等無限制跌幅的市場中，時常都有一夕暴跌 20% 以上的事情發生。企業存在財報不當解讀的議題時，往往問題不只侷限於財報層面，更大的可能性來自於，不誠信經營團隊的會計制度下，隱藏著企業本質的問題。常見財報上，會計的舞弊手法可分為盈餘操作、非法製造現金流、財報誤導、附錄漏洞、假併購案。當中又以盈餘操作，最為常見。

(一) 盈餘操作

雖然當前全球會計準則，已經儘可能避免，絕大多數不當會計行為。可是不當認列營收的行為，依舊不罕見。例如將一次性活動一小部分轉化為營收，造成整體財報的盈餘大幅增加。甚至企業本身從財報的表現上，就對投資人存在一定誤導情形。所謂的成長型企業，整體重點在於能長期維持當前增長率。多數價格的評價模型，皆以此為基礎。因此當增長率存在無法維持的情形時，就容易出現投資資金外逃的情況。

特別在於，當增長率無法維持的主因是企業存在盈餘舞弊時，先前所有的評價，都會存在疑慮，以致大型機構盡速拋售部位，爭取落袋為安。當中需要特別優先注意，改變會計政策、延後財報結算日、提早認列營收的企業。以美國大型天然氣公司安隆案件為例，其中透過改變會計政策，並且同時將眾多尚未交付的商品做為營收全部認列。藉此投資人可藉由同業會計政策評估，如果相同產業中，有某一家企業特例獨行的採用不同的會計政策，除非存在合理解釋，不然很高機率是作為不當盈餘的掩護存在。

(二)製造現金流

現金流長期被作為評估成長型企業，優秀的基準點。原因在於，現金必須出現在帳面上，實際收入或支出，才能被認列。高成長型企業，非常害怕所謂的黑字倒閉。就是公司整體前景看好，但帳面上卻都是應收帳款。看似擁有很高的資產，現金卻周轉不靈。企業合理行動，應會像市場發行債券，或是向金融機構進行借貸。部分企業則會選擇直接出售，將整體企業賣給更大型，更具有現金流的企業吞併。如果企業希望爭取更優惠的利率，又或是將公司出售到更有利的價格，很可能會進行現金流造假。偏偏多數包括專業機構在內的投資人，都會將現金流量表數據做為重點參考基準，現金流難以被舞弊，卻並非完全不能。

現金流量主體，大致可分為三類。營運活動現金流，即日常企業的業務活動。投資活動現金流，即購建或出售長期資產、投資等處置非經營事業相關範圍的活動。融資活動現金流，即借款、發行新股、償還債務、支付股利等籌資行為。其中最常出現問題的，為營業活動。營業活動現金流，對一家成長型企業而言，很可能長期存在淨流出的情形。因為企業高速成長，故市場對其長期樂觀，願意融資企業，企業則會將取得的資金，進行研發或市場布局。只是隨著投資週期過去，多數投資人會期望企業能自行運營，開始為前期投入，帶來一定收益回饋。這時，如果企業還無法回收金流，為避免投資人快速撤資，出現資金鏈斷裂風險，可能會對現金流做手腳。將融資所產生的現金流，轉歸入營業活動現金流。或是將營運活動所流出的現金流，轉嫁到其他活動下，造成淨流出減少，整體營業活動獲利開始體現的假象。

(三)蓄意誤導財報理解

財報分析做為判讀一家企業，是否績優的重要因子。合理而言，能操作空間有限。不論再高明的手段，只要嚴加判讀，多少都會發現不符常理之處。唯獨有一種整體相較特殊情況，那就是誤導性指標。

所謂誤導性指標，主要體現於用其他指標，替換常見數據。投資人在

意整體企業營收，因此會刻意關注企業的營收情形。企業反其道而行，通過補充營收資料或是會計附錄。此類方式刻意誤導投資人，使投資人認為企業存在隱藏的利益空間。舉例而言，常見於零售或是多門市、多工廠的產業。企業可能存在某工廠無訂單的情形，在計算平均工廠產能時，刻意將某地工廠列為停工狀態。如此在計算整體平均時，因為樣本母體數減少，反而讓整體平均工廠取得的訂單量有所提升。因此整體呈現一種營收總體下滑，但是補充附錄中卻顯示，各工廠訂單量大幅增長的情形。經營團隊可能在法說會上，刻意強調工廠平均年訂單量增長，卻迴避財報中，總體營收衰退的核心問題。

(四)附錄漏洞

隨著訂閱會員制的興起，不少同類型企業，會揭露使用者平均營收貢獻(average revenue per user, ARPU)。所謂的使用者平均營收貢獻，如字面所述是將營收去均攤給全平台使用者，類似餐廳人均消費的概念。只是應用在超大規模的全球型企業時，此類方法即存在操作空間。

因為成長類股投資人，可接受當前相對較低的營收報酬率，以未來長期發展推估股價。縱使營收呈現偏低，甚至完全無增長的狀態，投資人只要對未來預期發展有信心，就能持續買入推高股價。這正好解釋了，為何諸多企業會存在本益比超過 50，乃至超過 100 的狀態。也就是在進行一項投資，需要 100 年才能回收本金。這顯然不符合投資人所期望的結果，卻能持續維持股價增長，核心關鍵就在於未來發展性。

如果訂閱收益型企業，面對營收下滑階段刻意壓低總體使用者總數，附錄中所計算的使用者平均貢獻，就依然能大幅提升。可是對於這個數字從何而來，卻沒有更多說明。對於一名期望長期投資，並確保公司維持成長的投資人而言，這絕對是需要特別去探究的議題。

(五)併購舞弊

讀者如果翻閱世界各大巨頭的企業史，會發現企業最大的成長動能，來自於併購。市場如同一個殘酷的森林，如果一家企業成長速度過慢，就

很難搶佔有利整體市場份額。特別是綜觀截止 2025 年 9 月的數據，全球前十大企業，市值均已破兆美元。放寬標準而言，全球市值超過 20 億美金的企業僅 1400 家。依照傳統模型的規模定義，小於 20 億美金的企業，均稱為小市值企業。以散戶角度而言，20 億美金可能是天文數字。可放眼全球，市場份額幾乎都被前百大企業佔有。因此以 20 億美金作為一個門檻，實則是判讀廠商在全球併購與擴張能力的一個重要門檻。

在具有規模的企業併購中，投資人往往難以解讀財報。主體原因在於，商譽與無形資產經常無法合理評估。這樣的併購中，就存在可操作空間。例如在併購後，將被併購企業的先前營收，未合理劃分，可能創造企業年報營收暴增的假象。又或是將先前企業的虧損，提列為其他損益項目，大幅誇大收購企業價值。常見情況，併購後的六個月內，如新企業出現，突然激增的高收益、或有負債減少，都是需要特別留心的情況。其中最核心的手法，就是通過併購，立即將多數成本減計，並且提列相應準備金。在未來一段時間內，逐步依照所需要情境，將準備金轉換為收益。

三、成長型企業風險分析

2020 年過後，全球經濟的走法，就呈現出相較過去 30 年完全不同的面貌，現今經濟是高速膨脹與擴張。我國股市上，大盤從 9000 多點盤旋，直接一路飆升至 2025 年的 24000 點。過去比較少人關注的投資工具、策略，也逐年成為顯學，最典型的案例，就是 ETF 和定期定額等。換作 2018 年前，這些詞彙對非金融業的民眾就像專業術語，到現在，卻是無人不知的議題。

針對高端市場與基礎市場的區隔，也形成明顯分界。例如，人工智慧議題配套的虛擬實境設備，針對純屬娛樂應用，價格僅需五百美元左右。相對如果以專業應用為導向，則類似性質的虛擬實境設備，單價則值皆超過一萬美元。同一種商品，卻出現超過 20 倍價差，說明已經來到技術層次完全分工的時代。因此，相較 1990 年代，2025 年的成長型企業，脫離先前中小市值

的特點，反而是大市值、大經濟規模、大現金流的企業，更符合成長型企業的形象，即所謂的「大象跳舞」。最早「大象跳舞」一詞這個概念，是由國際商業機器公司（International Business Machines Co, IBM）提出。意思是指大型的組織或企業，展現出靈活性和創新力。能夠在快速變化的市場環境中做出應對，克服笨重、緩慢的缺點。

（一）高估值本益比

高估值市場中，根據投資經驗，容易存在回檔現象。只是整體股價成長動能，應配合實體經濟層面進行參考。縱使是高成長型企業，最終仍需要市場投入，才能長期支持價格。就以 2025 年為例，諸多投資人存在擔憂市場本益比過高，存在可能崩跌現象。實則深入探討，截止至我國八月底，出口年增率高達 34.1%，相較於政府單位先前所預估的 20% 左右，遠遠超過先前保守預期；進口方面，年增率由 17.3%，加速擴張至 29.7%。這當中主要反應，可能在全球科技浪潮推動下，高科技企業資本支出仍持續擴張。因此評價成長股而言，除了傳統的評估模型外，還需要增加總體經濟動能層面的考量。

根據過往研究發現，當原始設備、研發、設計廠商、整體訂單占比低於 10% 時，本益比通常會維持低於 20 倍以下。以投資端角度考量，20 倍本益比，相當於回收資金時間超過 20 個週期。對於 2020 年以前，整體國際間變數相對平穩，因此 20 倍本益比，幾乎成為一個估值門檻的上限。最具代表性時間可觀察疫情以前，2020 以前，台股甚至全球廠商獲得估值都較難超過 20 倍。

2020 年後，原始供應鏈廠商整體訂單占比達到 10% 至 15%，我國整體出口規模與企業個別成長動能提升，本益比估值坐落於 20 至 25 倍。以護國神山之稱的台積電(TSMC)為例，全球分析師平均預估 2025 年，其全年每股盈餘達 58 元。藉此觀察疫情後至 2025 期間，有注意全球貨幣政策相對寬鬆，即使後期利率回升，但整體市場還是處於資金水位溢出的情況。這一情形，恰好符合尤金教授所描述的長期擴張型市場。

根據本益比 20 至 25 倍的推斷，完全有其根據。截止 9 月上旬原各投信評估每股價格突破 1160 元，鑑於出口動能與相應經濟指標數據，仍呈現高速增長。推斷原始供應鏈廠商，可能將維持高於 15% 整體訂單占比。長此以往，我國原始供應鏈廠商，本益比估值已進入 25 倍區間。回到對標全球等科技龍頭微軟、谷歌等，現已逐步突破本益比 30 倍市價。隨著全球經濟政策進一步寬鬆，我國對標全球呈現 30 倍估值，可能成為往後的新常態。

(二) 匯率潛在衝擊

高速成長型企業，相比傳統產業，更加重視全球化佈局。全球絕大多數交易結算，皆是採用美元作為結算標的。我國企業於出口賺取外匯時，都會關注匯率所帶來的損益。一般直覺評估上，認為台幣升值將導致我國出口能力衰退。實質如果以數據歷史，台幣升值對廠商出口競爭力，下滑影響有限。回測台幣 2025 年之前的升值時期，整體大盤市場，超過 50% 是呈現正向成長。因此台幣升值等同競爭力衰退、股市下跌，其實是尚有討論研究的議題。

例如以 2018 至 2021 年為例，台幣呈現升值期間，反應我國出口獲利激增，外資積極湧入所致。我國出口外銷商品多存在相應技術門檻，連小小的螺絲等五金耗材，也存在更高良率與品牌價值。因此企業於上下游產業鏈，擁有價格轉嫁的能力。針對部分廠商，約定以美元交割時，甚至能要求約定保障匯率。

因此在整體匯率潛在衝擊上，主要影響還是原始設備零件等製造商。我國企業進出口貿易，具有產業抵銷匯率波動效果。內需型產業受惠於匯率，整體成本下降。高科技產業，則因具備定價能力，仍舊能維持相對獲利。加總之下，促使台幣升值時期，更容易成為市場穩定發展的階段。

因全球化的政策調整，新台幣出現短線上劇烈震盪調整，諸多企業都出現一定匯損。通盤關注下，會發現真正的挑戰並非關稅本身。公司本身是否具有敏捷的變動性，更是本次波動容易被投資人忽略的關注點。就以當前全球貿易政策的多變性，企業唯有提高自身各方面資源彈性，方能及

時應對。無法及時調整策略或決策過程過度攏長，就很容易出現持續被動挨打的局面。

四、結 論

成長型股票，在未來將成為一種投資顯學。回顧 2024 年，全球平均稅率約落在 2.4%。相較之下 2025 川普的關稅政策，具有一定落差，後續勢必對經濟產生衝擊。僅就眼下情況，整體關稅談判一定還有緩和空間。「上半年經濟成長溫和」是目前數據的主基調，實則可能暗含風險。根據尤金教授的長期市場論點，投資人長期關注的核心，應該在於如何挑除投資組合中，存在財報風險的龍頭標的。透過投資市場優秀大市值企業的同時，剔除潛在的高風險標的，就可以獲得更大的超額報酬。當中高風險標的，首要注意的財報舞弊手法，大致可分為盈餘操作、非法製造現金流、財報蓄意誤導、利用附錄漏洞、併購的不當認列。

強勢台幣在全球市場波動下，並不代表市場一定會衰退，仍具有極高的議價與成本轉嫁能力。過去三次台幣升值週期中，超過半數我國市場經濟整體呈現擴張的情況。當中最明顯特徵，就是諸多千元股價陸續出現。因為產業具有相互抵銷效果，經濟拉抬效益遠高於損失成本。內需型產業受惠於匯率提升，整體購買力增強，有利擴大生產規模。高科技產業，因獨占或寡占型技術，皆屬高進入門檻、高度資本密集產業，具備定價能力。在台幣升值時期，市場更容易形成穩定發展的階段。因此，我國整體經濟與投資人，在投資高成長動能股票時，不需過度擔憂高估值與實體經濟概況。讀者可在策略上，投資相應產業龍頭企業，剔除存在過度財報風險的企業，就更容易長期勝過大盤市場。