

有錢人買的

金賢俊(김현준)——著
陳彥樺——譯

부자들은 이런
주식을 삽니다

股票

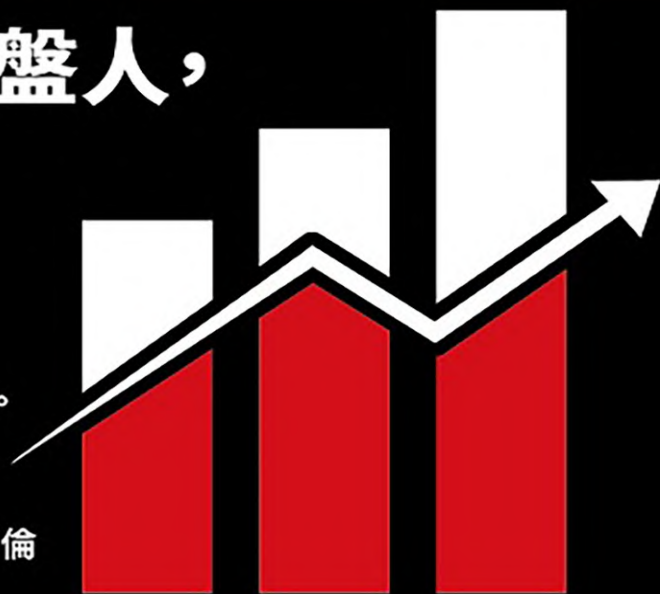
和你不一樣

韓國前1%富豪御用操盤人，
首度揭露富人不說，
卻默默都在用的選股祕訣。

看完本書你會明白，
用對方式，任何人都能降低投資風險，放大獲利。

專業推薦 (依姓氏筆畫排列)

《股息Cover我每一天》作者 大俠武林 | 《養對股票存千萬》作者 華倫
「陳喬泓投資法則」版主 陳喬泓 | 「99啪的財經筆記」版主 99啪



有錢人

金賢俊(김현준)——著
陳彥樺——譯

買的

부자들
이런
주식을
삽니다

股票

和你不一樣

想靠買股賺錢，得先學有錢人怎麼買股！

前言

散戶不知道但有錢人都在用的選股技巧

從我獲邀參加《劉QUIZ ON THE BLOCK》電視節目，至今已過了一年。這期間我參與演出的那集在YouTube頻道的點擊數已達300萬以上。再自誇一點，二、三十歲的觀眾群裡沒有人不認識我。其中話題性最高的段落是劉大神（劉在錫）問我：「這時候（股市不好的時候）該怎麼做？」我的回答：「這很簡單，等到它上升為止。」大家聽到這個答案都拍手笑著說我的回答「世界級之酷」，但我是「非常」認真的。說到基金經理人，大家都以為他們每天的工作就是上班坐在好幾台螢幕前，鷹眼般的盯著複雜股市資訊，熟知各大經濟新聞，手不停的點擊滑鼠操盤買賣。偶爾不買賣的時候，客戶還會翻白眼對經理人說：「你現在是拿我的錢在玩嗎？還不幫我多滾一點錢。」（其實如果報酬率相同，以手續費和稅金層面來看，買賣次數少還比較好）因此，我想要解開大家對基金經理人的誤會。

股票投資與企業成長是並行的。走一兩步就換跑道，這不叫「並行」。股票投資就如同朝聖者的旅途，覺得累的時候，默默將手放到背包下方幫忙；暫時休憩享受冰涼啤酒，偶爾看到其他的朝聖者，來個熱情的擊掌。而選擇一個好企業，還可能讓你有罪惡感：「我不用做任何事就賺得比企業員工的月薪還多，這樣行嗎？」除了「休息」，真的什麼都不用做。

疫情爆發後，韓國綜合股價指數（KOSPI）急速下滑至1400點，但

在某天卻上升到前所未有的3000點，表示「東學螞蟻運動（譯註：2020年新冠肺炎疫情長期蔓延全世界，而在股票市場上出現的新用語。股市因疫情大幅下滑的同時，韓國國內個人投資者大量購買國內股票抵抗企業或外資的現象。）」取得成功。對於忙於帳戶認證（為了向他人炫耀自己的財富，在線上曝露自己的行為）的這些人來說，數十個百分比的報酬率，不過是連小學生都會嘲笑的績效。但抽絲剝繭的仔細觀察後，我發現大家都只急著買三星電子這類的大型股票。甚至於某個訪問之中，都還會有人問說：「現在還能買三星電子嗎？」

剛開始投資就擁有不錯的報酬率，算是一個非常積極的跡象。從2008年至2020年，這12年間韓國一直脫離不了箱型股價（**Boxpi**，譯註：韓國綜合股價指數的簡稱**KOSPI**與箱子〔**Box**〕相結合的新用語，係指只在固定幅度持續漲跌的韓國綜合股價指數），只能當外國人的現金提款機。現在，韓國藉由K檢疫（**K-Quarantine**）的契機突飛猛進，引領全世界，越來越多人投資股票，投資者的心態從「做什麼都不行」的失敗主義，轉換成「做什麼都可以」的自信，絕不容錯過這個轉換點。

但是，假設有一天三星電子成了「被高估的股票」，你該怎麼辦？再好的企業，股價超過企業價值，它就不是一支好股票。屆時你會放棄三星電子出場嗎？股票投資的最大優點是無論你在工作或睡覺，甚至躺在度假村的陽光浴床上喝啤酒的時候，那些公司的員工都在替你努力滾錢。即使我們與三星電子李在鎔部長或Facebook的馬克·祖克柏（**Mark Zuckerberg**）沒有任何交情，還是能與他們以同個速度並行。假如只買三星電子的股票，等到三星電子上漲到高點後，難道就要放棄其他成為有錢人的道路嗎？

我每年都在找上漲兩倍的股票。不管股價是漲是跌，我找的都是可以讓消費者打開錢包的企業。要找到並不難，祕訣是養成習慣，留意周

圍的事物並以數字計算它，例如：Netflix的訂閱數、便利商店中蜂蜜奶油洋芋片的銷量。我將這些現象轉換成金錢。一年找一支會漲雙倍的股票，十年後就是1024倍。這樣我就能選擇GOLD CLASS（提供舒適躺椅、免費飲品、個人置物櫃等服務的高級電影院）代替Netflix；飯店自助吧代替便利商店。而我現在正走在這條道路上。

沒有充分的學習與準備，盲目的買三星電子絕對無法成為有錢人。你在YouTube頻道聽到的經濟常識，不能算是投資學習。真正的投資學習，要從現在就開始，投資者要維持一定的投資報酬，在股市或經濟不景氣時也能支援企業，讓企業以此為資本度過不景氣，重新來到輝煌時期，再回饋報酬給投資者，打造一個投資與報酬的正向循環。特別是在漲跌起起落落的股票市場裡，若想持續賺錢，必須要徹底了解自己投資的企業，賣的是什麼產品與服務，其銷量與利潤多寡，以及他們為了提高銷量與利潤而策劃的行銷策略。本書要告訴大家，螞蟻（譯註：因為「東學螞蟻運動」的緣故，本書用螞蟻做為韓國個人投資者〔散戶〕的代稱）不知道但有錢人都在用的選股技巧。

圖表1 我靠這些股票賺得的利潤

序號	交易市場	股票名	投資開始	投資結束	投資期間 (月)	報酬率	年化 報酬率
1	KOSPI	Emerson Pacific (現Ananti)	2015.01.08	2015.05.14	4	152%	1,360%
2	KOSPI	Crown製菓公司(現 Crown Haitai控股+ Crown製菓公司)	2015.01.09	2015.05.27	5	111%	619%
3	KOSPI	DOUZONE BIZON	2015.01.15	2020.05.28	64	1,024%	57%
4	KOSPI	三養食品	2016.09.27	2018.01.15	16	118%	82%
5	KOSPI	JW生命科學	2016.12.20	2018.04.23	16	130%	86%
6	KOSPI	德威航空	2017.04.24	2018.02.05	9	106%	151%
7	IPO (KOSDAQ)	Studio Dragon	2017.11.24	2018.01.23	2	127%	14,719%
8	KOSPI	亞細亞製紙	2018.03.16	2018.09.18	6	90%	252%
9	荷蘭阿姆斯特丹 交易所	Takeway.com	2018.04.18	2019.08.27	16	83%	56%
10	美國NASDAQ	Qodian	2018.11.07	2019.09.10	10	80%	101%
11	KONEX	MyungJin控股	2018.12.21	2019.03.14	3	77%	1,129%
12	KOSPI	韓國鍾根堂生物科技	2019.02.22	2020.03.06	12	42%	40%
13	KOSPI	韓國鍾根堂控股	2019.03.04	2020.07.30	17	85%	55%
14	KOSDAQ	韓國EASY生物科技 (現韓國EASY控股+ 韓國EASY生物科技)	2020.03.26	2020.06.24	3	160%	4,697%
15	美國紐約交易所	Carnival Corporation	2020.04.08	2020.12.11	8	149%	286%

圖表2 投資想法來源（對應上方股票序號）

1. 京畿道加平郡、釜山廣域市機張郡的新度假村開發。

2. 新商品蜂蜜奶油洋芋片盛行。

3. Smart-A等基本產品的雲端軟體轉換。

4. 火辣雞麵輸出到中國與東南亞。

5. 高附加價值營養品的市場成長。

6. ① 廉價航空的市場占有率增加。② 因管理項目指定的關係，股價低估。

7. ① 因線上影片觀賞服務（如Netflix等利用網路提供媒體影音的服務平台）登場，電視劇製作公司的身價上漲。② 韓國電視劇旋風流行，輸出增加。

8. 因中國中斷進口再生垃圾，紙價大幅下降。瓦楞紙生產企業原物料負擔降低。

9. ① 全世界的美食外送市場活躍。② 期待市場占有率固定後，減少行銷費用。

10. 中國小額貸款的市場成長。

11. 鮪魚、鮭魚等生鮮食材外送市場成長。

12. 旗下公司鍾根堂健康LACTO-FIT商品代工生產。

13. ① LACTO-FIT益生菌（保健食品）盛行。② 迂迴投資非上市公司的子公司－鍾根堂健康。

14. 因控股公司與事業公司間的人為分配（一個企業分割為兩個以上，依照基本股東的持股率分發新設法人股票的分配方式）而產生的套利[※]交易。

15. ① 新冠肺炎平息後，郵輪旅遊的需求恢復。② 因傳染病尚無解方，利用過度憂慮企業倒閉的市場現象低價進場。

※ 是一種投資策略，通常指在某種實物資產或金融資產（在同一市場或不同市場）擁有兩個價格的情況下，以較低的價格買進，較高的價格賣出，從而獲取低風險的收益。

第一章

有錢人
從投資心態開始
不一樣





讓金錢為自己工作

許多人都說：「三星電子沒有倒閉的風險」，雖然我不認同這句話，但假設這句話說的是真的，那身為股票投資者的你就不會有風險。可是，為什麼大家都說玩股票會家破人亡？顯然，這句話是錯的。家破人亡的原因，在於你用錯誤的方式「投資」一個你不清楚的企業。價值投資的創始人班傑明·葛拉漢（Benjamin Graham）將投資定義為：「經過精密分析後，保證本金的安全並期待適當的收益，稱之為投資，而其餘的都是投機。」我看過許多個人投資者（散戶）不經過精密分析，就大膽預測並期待自己手中的股票會翻上好幾倍，專門做「把雞蛋放在同一個籃子裡」和「資金槓桿（Leverage）」的事。當然，本金的安全更不用說，早已消失無蹤。連投資的基本知識都不懂，誤以為受損一次只是「運氣不好」，又再度投入賭場，做出更無理的舉動，造成更大的損害。

那有錢人怎麼投資？身為一家投資公司的經營者，每次遇到出手大方的有錢人們，令我驚訝的有兩點：**第一**，這些有錢人對投資也毫無所知，可是他們只著手「直接投資」（**Direct Investment**，譯註：投資者將資金直接投入投資項目，形成實物資產或者購併既有企業的投資）。江南的有錢人以金融資產為居多。他們有錢的程度到我和他們攜手合作期間，都不需要擔心或在意會與其他投資公司互搶客戶的資金。**第二**，這些有錢人不會放手那些金融資產，且他們會不斷強調本金的安全。連我都心想：「這一點損失應該沒關係吧？」可是他們卻非常珍惜與寶貴那些資產。另外，他們的預期報酬率（**Expected Return**）低，認為守護本金更為重要，只要能持續獲得高於債券的報酬就好。貧窮的人

一天忙於賺錢過生活，幻想一夕致富脫離現在的困境，同時間的有錢人正在培養經濟實力，提升自己的身價。不管是工作的白天或睡覺的夜晚，有錢人都有辦法讓金錢不斷為他運作。

想成為有錢人，需要四項能力：**賺錢能力、存錢能力、滾錢能力和守錢能力**。有些人打從一出生就是有錢人，有些人因賺了很多錢而成為有錢人，這些都不是當下努力就能成就，但**只要擁有存錢的意志與滾錢的能力，平凡的我們依舊可以快速累積財富**。透過努力上班累積大筆存款，再加上投資成功的話，一樣可以成為有錢人。聽起來似乎很困難，但若能正確學習投資，也不是不可能的事。或許，「玩股票會家破人亡」這句話，是為了不讓人人成為有錢人，而故意造謠的傳言。



投資靠的不是感覺，而是計畫

相較其他投資者，我走的路算平坦。不須擔心學費，一路上完大學，並且成為一名基金經理人，過著大家夢寐以求的人生。我能有這樣的環境，都倚靠曾經是第一代基金經理人的父親。我會使用「曾經」這兩個字是有原因的。大學二年級前，我連股票的「股」字都不懂，當然更不曉得父親做的是怎樣的工作。關於父親工作的印象，是以前和母親一起去當時的大型書店「乙支書籍」時，全家人就會聚在那附近的餐廳吃飯（當時父親工作的地方在乙支路入口站附近）。

我和父親就跟一般的父子關係一樣，不是很親近，連第一份就職工作也沒跟父親商量討論。但莫名的，有種義務般的感覺告訴我要在初次進職場之前，和父親聊聊。告知父親我決定去投資顧問公司上班時，父親一言不發的拿了一張紙和一支筆，出了一道很簡單的會計題目。由於我早已參加好幾年的大學投資學會活動，對我來說，解這道題簡直「易如反掌」。快速解完題，父親簡短一句話鼓勵我：「好好努力。」他大概是擔心我只會看「走勢圖」做投資。

另一個關於父親的記憶是在我國小時。當時我最大的興趣就是在幾百塊韓元的彈簧床（不同地區有不同的名稱，如：蹦蹦床、跳跳床）上跳來跳去。某天，父親對我說：「既然你這麼喜歡彈簧床，要不要試著賣賣看？」父親這番話聽起來絕非玩笑，不認真回答一定會被臭罵一頓。那天後，我苦思了一兩天，問經營遊樂設施的阿姨彈簧床價格，計算自己一個月會去幾次。那是一個大部分人的家裡都還沒有電腦的時代，所以我直接打電話到氣象局問天氣，因為我想來想去，就算彈簧床在小孩界裡擁有超高人氣，碰到下雨天也無法開張營業，畢竟韓國是個

一年有三分之一的日子都在下雨的國家。現在回想起來，當時回答問題的氣象員該有多麼錯愕。

講這些像是受過投資菁英教育的軼聞趣事，其實我要對一般投資者強調的是，得「對自己喜歡的商品與服務感到好奇」，以及將它「轉換為數字」。在股市急速下跌情況下戰勝大盤的東學螞蟻們，現在不是沉醉在成功的時候。光靠努力工作賺來的薪水，很難在首爾買到房子，存款利率也不過1%，而且連比特幣都在急速下跌，所以現在只是運氣好，在股市慘跌之中出現機會罷了。倚靠三星電子「死撐」也難逃過下一個危機。資本市場宛如一場心理遊戲，大家都以為會成功，不斷投資，價格當然持續往上漲；相反的，如果大家都覺得這個不會成，不管誰先開始拋售，價格絕對不會上漲。既然有錢賺，過去因次次失敗而充滿失敗主義情緒的韓國投資者們，一定要靠這次機會寫下成功的公式。

那要如何寫下成功的公式？看到周圍有很多人都把自己用血汗換來的錢或好幾個月的月薪，拿來購買大家都說好的股票。這些人明明都會慎重挑選配偶或居住地，但卻把買股票想得跟買菜一樣簡單，覺得買錯就再賣掉，或覺得股票很難懂，學了也沒用。

股票投資其實一點也不簡單，但只要懂基本，誰都能做得到。股票投資的四階段決定過程如下：**第一階段是財務規劃**。須設定股票投資的資金規模、預期投資期間，以及預期報酬率。不要急於想著投入手中所有的錢財，製造「雙倍」的報酬率，應以長期觀點設定資產增值目標。**第二階段是樹立投資心態**。上教會要讀聖經；去圍棋補習班要背規則，投資當然也要知道基本概念與原則。說到投資，大部分初學者只會想到看走勢圖，但也需要閱讀股票投資專家們所撰寫如聖經般的書籍，培養「強韌的內心」。再來，**第三階段是保有一顆對世界變化的好奇心與洞察力**。從種類開始，決定股票投資對象的時候，彷彿在找尋這世上沒有的捷徑，捷徑的盡頭是懸崖。我們要從股票市場還未發現的地方創造利益，例如：「iPhone」的登場、去美國旅行時隨處可見的「特斯拉

（Telsa）」，或者是韓國年輕族群使用的「Toss」。時刻關注自己喜歡或能輕鬆打開消費者錢包的服務產品。**第四階段是學習財報與練習。**到外國想要交朋友，需要學會那個國家的語言，投資也一樣，要學會用數字解讀。即使能快速觀察到世界的變化，若不能以金錢價值解讀變化，便會喪失賺錢的機會。





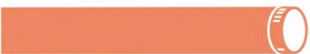

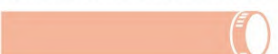





別再身陷「績優股」的迷思

「東學螞蟻運動」的螞蟻們買最多的股票是？根據朝鮮商業日報（ChosunBiz）報導，果然還是三星電子。包含特別股的話，即便是近來很受關注的代表股票KAKAO與NAVER，兩者相加都比不過三星電子，後者遠遠超過將近三成。為什麼講到「股票」，個人投資者都最先想到三星電子？大概是因為三星電子是韓國最大型的企業公司，也是代表性股票之一，認為它至少「不會完蛋」。就連理財專家也強調三星電子做為代表性的績優股，長期投資絕對會成功。

但這是完全錯誤的想法。一般認為績優股就是大企業或總市值名列前茅的股票，但排行是會隨時間改變的。2010年6月總市值前十大的股票，過了十年來到2020年，還存活在十大排行裡的企業僅剩三家，甚至沒有一個企業順位往上升。曾經叱吒全世界的造船業大家長——現代重工業，已經從排行裡消失的無影無蹤，由大型生物產業與網路產業占領其位。以報酬率來說，現代重工業十年間股價跌成三分之一，而曾經不在排行裡的NAVER上漲五倍。如果現在投資NAVER十年，你有信心可以賺一大筆錢嗎？

投資者總以當下的標準選擇績優股，看這些績優股過去的風光，我為此感到非常惋惜。這就是倖存者偏誤（survivorship bias）。所謂倖存者偏誤，意指因為未存活下來的案例難以收集，於是以現存的案例為對象進行分析，結果留下來的都是成功案例，以致過度樂觀。在衣櫥裡發現數十年前購買的三星電子股票，沒想到報酬率翻了數十倍，這樣的軼聞趣事只不過是發生在特別好運的人們身上。假設在衣櫥裡發現的是5,000韓元不到的樂透發票，記者們還會關心嗎？

圖表3 個人投資者在有價證券市場淨買入的十大股票排行

股票名	淨買入額	3月20日對比6月5日的收盤漲跌幅率
三星電子	 9,032 億	29.22%
KAKAO	 5,841 億	87.31%
NAVER	 5,690 億	60.42%
三星電子特別股	 5,689 億	34.70%
三星 SDI	 4,390 億	103.01%
SK	 3,308 億	140.19%
現代汽車	 3,048 億	68.44%
韓國電力	 2,624 億	37.23%
KB 金融	 2,493 億	46.07%
三星生命保險	 2,098 億	57.99%

* 出處：韓國交易所、朝鮮商業日報
 * 從2020年3月19日到2020年6月5日止

「績優」意指成長卓越、財務健全且安定，以及品牌價值或經營能力優秀。但每一個企業都屬於某個特定產業，產業的興衰與企業能力無關，產業終將走上興亡成敗之路。像是中國藉由優秀人才和低廉勞工生產成本，逐漸成為造船大國，導致曾以造船業為風光的現代重工業因過剩的生產設備，重創十年。消費者公認的三星電子，大概都是想到智慧型手機吧！但其實三星電子最賺錢的是半導體。不過，三星集團的起源

其實是現在的CJ第一製糖，緊接著石油和肥料之後，才變成現在的家電製品公司。所以，三星電子販賣智慧型手機與半導體的時間並不長。因隨著韓國數十年間的經濟構造成長變化，三星電子才能成為韓國國內最大的企業集團及總市值排行第一名。基於績優股美名之下，投資現代汽車或韓國大宇（DAEWOO）的那些人，他們的錢財現在都成了碎紙。

圖表4 有價證券市場裡總市值前十大股票排行的十年變化

	2010.06.07	2020.06.07
1	三星電子	三星電子
2	浦項鋼鐵	SK海力士
3	現代汽車	三星生物製劑
4	現代重工業	NAVER
5	現代摩比斯	賽特瑞恩（Celltrion）
6	LG化學	LG化學
7	新韓控股	三星SDI
8	KB金融	KAKAO
9	三星生命保險	現代汽車
10	起亞汽車	LG生活健康

出處：NEWSPRIME

相反的，當時還未存在的KakaoTalk，現在已成為全韓國人民離不開的社交軟體，培育出新興富翁集團KAKAO。我確信再十年，又會有新興集團的股票進入韓國總市值前十大排行，並於其往後的十年成為人人皆知的企業，彷彿支配了全世界。倘若你沒有信心可以找到第二個NAVER或KAKAO，又或是第二個三星生物製劑或賽特瑞恩，投資績優股是不錯的方法之一。但是，絕對不能一路相信而放任它不管，一定要

持續觀察它是否像三星電子那樣隨時代潮流變化而維持一定的競爭力，還是安於現狀而落後，又或者是否過於貪心而出了毛病等現象。最簡單的觀察方法是細讀每期公司出刊的營運報告書。營運報告書詳載說明此公司的營收狀況、未來經營計畫，並附上經過註冊會計師認證的財務報表。根據這些內容洞察此公司的未來，並追蹤觀察自己所想的或此公司先前發表的計畫是否有在實踐當中。是否做到這件事，就是螞蟻與有錢人的差別。

另外，不懂公司架構或看不懂財務報表的投資者在追蹤觀察時，偶爾會犯愛上某間公司的錯誤。我認識一位朋友，他愛上了一間大型半導體公司，每次和他見面，他都會問有關那家公司的未來展望，而當我回答不曉得，他又一直講述自己調查那家企業的內容，重新再問我一次這家公司的未來展望。我在搜尋網站或股市分析專家報告裡都找不到這位朋友講的情報資訊，所以有一次我反問他這些情報都是哪裡來的時候，他的妻子便沒好氣的說道：「他每天都只看這家公司的新聞。」相信大家都已經猜到了，這位朋友後來並未靠那家公司賺到錢。未具備窺探公司商業模式及核心能力的他，只能像個收集強迫症患者（不分有用與否，無法拋棄任何東西而全部都收集起來的行為障礙），道聽塗說時事節目上名嘴們講的垃圾資訊，當然賺不到錢。



好企業不等於好股票

企業與股票完全不一樣，股票投資當然是指投資股份公司，但我想講的不是企業型態（分為股份公司、有限公司和合夥公司），主要想講的是關於「好」這一個形容詞。

所謂的好企業，可能是它的規模大、內部結構穩固，但也可以是達成自己的社會義務。我們先試著以企業的構成人員來思考，一個企業的利害關係人包括經營者、勞工、政府和股東，而站在他們各自立場，所謂的「好」每個都有不同的解讀，例如：經營者重視提高自己的財富與名譽；勞工想要的是一個安定且能夠得到自我成就的職場生活，以及期待優渥高薪；政府則希望企業可以創出更多的工作崗位，並持續繳納稅金。

那股東呢？不用說，股東想要的一定是報酬率：擔保資金安全的同時，又能在短時間內獲得高利潤是最好的。但這裡有個問題：假設付出同樣的時間與努力在工作，經營者必定賺得比勞工多。如果販賣相同商品與服務，需要支付的薪水提高，股東們可以拿到的錢就會變少，換句話說，就是剩餘的錢相對變少，這時，會發生所謂利害衝突的問題。

再舉一例：大家都一定在新聞上看過國際企業在本國領走大部分的股息；或是網路獨占企業在避稅港（編按：如台灣的經貿特區）設立法人，不繳任何稅金。這種情況下，本國人民會要求韓國政府修法讓這些企業在韓國投入更多資金，或繳納更多稅金。網路新聞底下的留言全都是本國人民強烈的要求，也可以看到反映韓國勞雇與福利不好的相關留言。但假設我是這個企業的股東，我會怎麼想？先不管韓國長期的經濟狀況，一定會先擔心是否影響到自己的股價，或想反駁本國人民的留

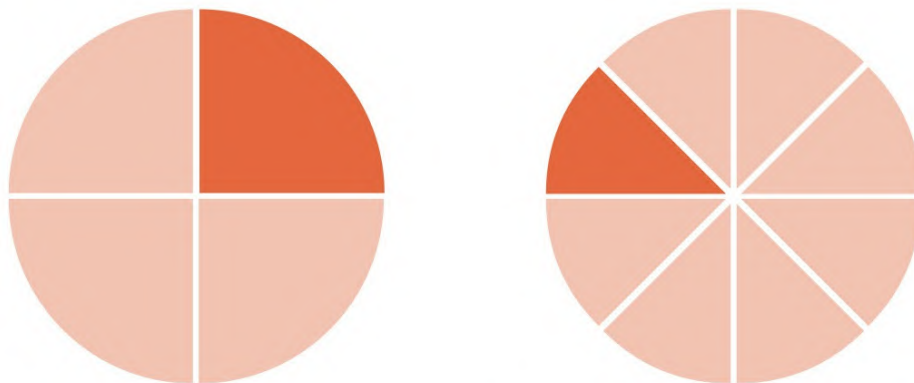
言。

我相信大家現在能充分理解好企業不等於好股票的這回事了。不過，還有一點：即使是一家股東可以分到很多股息或股利的好企業，它也不一定同時是一支好股票。以蛋糕為例，用好的食材製作出漂亮的蛋糕，堪比一家好企業，但同一種蛋糕，某天因碰上打折活動，5,000韓元就可以買到它；隔天卻只能用原價10,000韓元購買它，購買者感受到的資金效用絕對不同。同理可證，雖然股票成長與內涵都不錯，但股價高的同時，預期報酬率相對降低。重新以蛋糕為比喻，同樣的食材、味道和模樣，這次假設價格都為10,000韓元，但某天是一整個蛋糕切成四等分；隔天卻是同尺寸切成八等分來販售，這次購買者必然更能感受出其差異。

即使是股票價值高並且股價上漲的企業，但根據發行股票的數量多寡，它也有可能不是一支好股票。例如，就算企業的銷售量與利潤增加，但因為有償配股（現金增資）而使股數增加，反而影響股價不能上漲。就像在鹽水中加水，鹽分濃度下降，此現象代表股票在股市裡「被稀釋了」。

圖表5

同一尺寸的蛋糕分為四等分與八等分時，每一片蛋糕的大小是？



一片 $1/4$ 的蛋糕一萬韓元，以及一片 $1/8$ 的蛋糕5000韓元，何者較為划算？

有一次，我的兒時玩伴炫耀自己買入人生第一次的股票，我問他：「為什麼你選這支股票？」畢竟是股票初學者，我並未期待他有什麼偉大的答案，但聽他的回答是「因為這支股票最便宜。」我哈哈大笑了。朋友不懂得企業分析與價值評估，所以我以為他指的便宜就是每股價格低的意思。我又再問他：「為什麼買便宜的股票好？」他的回答是「同一筆金額可以買好幾張，這樣不是很好嗎？」也許，他的答案是對的。既然都下定決心要投資股票了，當然要買便宜一點的。可是，不同的企業和不同的股票，單看股價決定買賣，那就跟看到不同的麵包店賣不同大小的蛋糕，無條件選擇最低價的意思是一樣的。



別再聽信所謂的「明牌」

股票投資有固定的方法嗎？歷史上知名投資大師們證明的方法，只有一個：**尋找好企業**，根據財務報表分析推測其企業的價值，等待股價來到低點購入後，再等到高點賣出。除此之外，未曾聽過其他能持續透過股票投資賺取報酬的方法了。

但一般投資者不循正途，都拚命尋找捷徑或萬能鑰匙。為什麼會這樣？是因為投資專家都不誠實的教大家？還是一般人難以取得公開消息？這我不清楚。當然，找股票投資的對象，學習分析財務報表，最後還要違背人類的本性，拋下「簡單快速」賺錢與立即獲利的心態做買賣，有一定的困難。因此，有一句玩笑話：投資僅有那1%享受這樣過程的人可以做，而且這樣的人早已天生註定。

話雖然這麼說，但沉迷技術分析或情報買賣等邪門歪道，也是很愚蠢的事。愚蠢的事包括：購買主題股（編按：指將多個股票用主題聯繫在一起的股票）、追隨漲停板價格、聽取理財節目專家及付費理財群組裡說的「找個好企業.....股票上漲就賣」等。如果覺得股票投資難，那就不要輕易嘗試，或者也可以委託國家認證資格的專家處理。走捷徑？那捷徑一定是一條最容易完蛋的路。沒賺錢就算了，為什麼要丟掉自己的錢財？

有人會反問是不是因為我是傳統的基金經理人，所以否認了其他任何投資方法。但大家可以自己驗證看看，是否有人倚靠股市分析或情報買賣賺大錢？這裡不是指教人投資方法或販賣情報的人，而是指透過這些方法賺錢的人。大概沒有吧！市面上有很多收錄投資祕訣的書籍，但他們真的會誠實說出自己藉由這些祕訣賺多少嗎？而且你有看到他們出

第二本系列書嗎？答案是沒有。

要做好股票投資，你需要非常了解你投資的企業如何賺錢，即投資企業的商業模式。此外，換位思考：大股東或CEO「會有什麼樣的想法與行動？」便能看得出這家企業接下來的發展。為什麼會有人寫書、出演電視節目，以及舉辦大型講座？因為他們賺錢的方法就是賣書獲取版稅，出演電視節目累積名氣，再引誘投資者或付費會員，賺取他們繳納的會費或講座費。因此，他們沒必要滾動自己的金錢。其實購買外國車和高級住宅也是自我行銷的一環。

到汝矣島散步，偶爾可以見到那些參加理財節目確保自身公信力，及每天在教付費會員如何買賣股票的名嘴人士。他們最忙碌的時段是早上9點到下午3點半，過了那段時間後，他們不忙著進行最自豪的股市分析，而在解決那些叨菸吵著要解約的客戶們，一點也不像個投資專家，更像是行銷客服人員。偶爾我也會收到這些人的廣告電話或簡訊。有一天，我因好奇而特別關注他們推薦的股票。大概是我的手機號碼外流，先收到第一則：「強推A股票」，緊接又來第二則說：「B股票即將上漲」。隔天，這兩支股票之中，有一支股價急速上升；另一支沒有動靜。接著下午又傳來一封簡訊：「前天推薦的A股票來到漲停板了，想要追加的話.....」其實那些被前一天簡訊迷惑的人並沒有真正獲得高級情報，反倒成了賣情報者的賺錢工具。

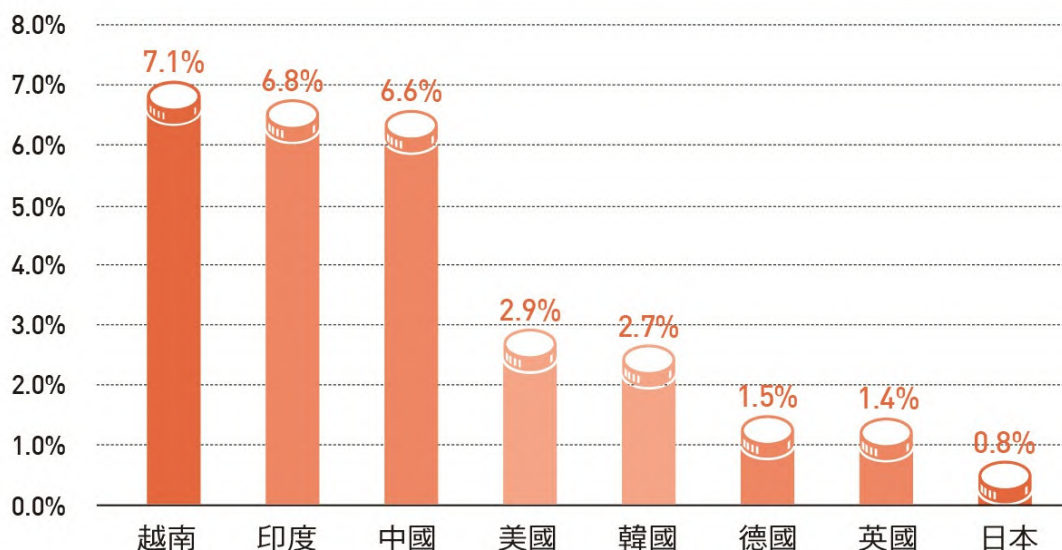
講實在的，這些被騙的一般投資人也有錯，錯在於慾望。一般人看到社群平台的洗版廣告時，心想：「有誰會被那種廣告騙？」然後看到電話詐騙受害者時，又會說：「原來真的有人那麼笨會被騙啊！」其實只要有1%看到廣告的人進行購買，就算是散布廣告者的成功。通常他們找的是需要這產品的人。因此，看到電話詐騙受害者的訪問，可以發現那些受害者大多都是急需用錢的人。

一般投資人追求簡單快速的賺錢方法，其實就跟遭遇電話詐騙的受害者沒兩樣。不想讓自己掉入陷阱的方法是降低預期報酬率。股價長

期受企業價值影響，而蘊含企業價值的產業，通常也難超過該國家的經濟成長率。大家都知道，韓國的經濟成長率不到3%，就連新興國家的經濟成長率也不超過10%。

一般投資人講到「股票」，都視「雙倍」為理所當然。如果他們將「雙倍」目標放在5年或10年之後達成，那該有多好。不過，雙倍的意思通常是指在持有時間（散戶不會想持有某一支股票六個月以上）內獲得100%的報酬率。於是這些散戶即使擁有1,000萬（編按：本書的金額單位除非特別標註，否則皆為韓元）左右的資金，每個月還是會花數十萬訂閱購買付費的情報。實際上，投資鬼才華倫·巴菲特（Warren Buffett）每年的平均報酬率也不到20%。

有錢人懂這道理。委託我們公司投資的客戶平均簽約金為2億韓元，包含不動產的總資產則為60億韓元，這是大韓民國前1%的富豪。他們的預期報酬率僅有5~10%，若提出更高的報酬率，他們反而會擔心。即使他們享有最高階的金融服務待遇，依舊捨不得那1%的手續費。難道，他們成為有錢人之前就 and 一般人與眾不同？不。他們只不過是知道複利是不變的真理，守錢更重要，故造就現在的他們。

圖表6 主要國家的GDP成長率

* 出處：世界銀行、Google

* * 以2018年為基準

偶爾會有人拿敝人的作品來要簽名，簽名時，我都會寫上一句李昌鎬九段說過的話：「嚐了一次甜頭，容易陷入俗手（譯註：圍棋中的正著和俗手代表「安分守己的著手」和「幼稚、似是而非的著手」）的誘惑，覺得正著太無趣。但若想步步取勝，再痛苦也要下出正著，這才是最佳辦法。」用圍棋洞察世界。其實股票跟圍棋很像，著手想在比賽中獲勝，必須步步謹慎；投資人想要用資產複利，必須持續獲利。

圖表7 本金成長到兩倍所需要花的時間，72法則

年化報酬率	72法則（年）
1%	72
2%	36
3%	24
4%	18
6%	12
8%	9
9%	8
12%	6
24%	3
36%	2
72%	1

圖表8 複利法則（各種年化報酬率隨年限增長的累積報酬率）

		1年後	5年後	10年後	15年後	20年後	25年後	30年後
年化 報酬率	3%	3%	16%	34%	56%	81%	109%	143%
	6%	6%	34%	79%	140%	221%	329%	474%
	9%	9%	54%	137%	264%	460%	762%	1227%
	12%	12%	76%	211%	447%	865%	1,600%	2,896%
	18%	18%	129%	423%	1,097%	2,639%	6,167%	14,237%
	24%	24%	193%	759%	2,420%	7,286%	21,554%	63,382%



有錢人看報酬率，散戶看心情

為什麼做短期投資或股市的投資初學者會失敗？我不禁搖搖頭。因為他們認為股票下跌時，只要不賣就不會造成損失，然後在股票上漲一點點的時候就賣出，以為自己有所獲利，這促使他們的消費比平常更多，但最後賺到錢的其實是證券公司和國稅局。除了每次買賣都會產生的手續費和證券交易稅，股權移轉時也會產生股權轉讓所得稅。股權轉讓所得稅的部分，不符合大股東條件的國內上市股雖然是例外，不需繳稅，但之後財政部追加的《金融投資所得稅法案》通過後，國內上市股也要繳稅。不僅是正在讀這本書的你，就連被譽為「奧馬哈先知」的巴菲特也因為如此而避免股權移轉，甚至有人問他股票的最佳持有時間是？他回答：「永遠（Forever）」。

撇除交易費用，仍有其他不應該頻繁買賣股票的原因。聽過「狗散步的故事嗎」？這故事常被用來譬喻企業與股價的關係。一起和狗出門散步，狗總是蹦蹦跳跳，並以味道標示自己的領域。但狗能移動的範圍以狗鍊長度為限，遠看時，狗主人的散步動線只不過是一前一後來回。故事中的狗主人是企業的內在價值；狗是股價。股價雖然會漲跌，但仍集中在企業的內在價值範圍裡。而且與股票處分和未實現損益無關，即使我不賣出，聰明的市場也會利用「看不見的手」調整到適當價格。

稍微上漲就想賣出的心理，來自於投資人無法計算內在價值，所引起的不安。相對的，投資人也經常非理智的看待損失的股票，無條件相信「總會有一天漲回來」，但大多時候，它都未能回漲。歷史不斷重演，這位投資者的資金只會一直縮水。看到自己一上漲就賣掉的股票持續上漲，感到後悔不已；期待下跌股票往上衝，卻不僅沒漲回買點還繼

續下跌。明明損益實現後呈正值，但銀行帳戶的餘額卻持續減少，甚至從上漲一點就賣掉的股票之中獲取的利潤，早就在居酒屋跟朋友暢談時花掉了。

出現這種錯誤，其理由有二：第一個理由是心理帳戶（Mental Accounting）。無論是賣掉上漲股票將利潤放在銀行帳戶，或繼續持有下跌股票不賣出，其資產變化都不大。但若將賣掉的利潤用來舉辦牛肉派對，資產就會減少。對投資初學者而言，他們誤以為只要賣掉上漲股票確保收益（忽略了這支股票未來上漲的潛在利益），就能成為有錢人；另外，只要不賣出下跌股票，投入的資金就不算損失，甚至有些投資初學者認為發生損失，只要耐心等待股價漲回，損失就能抵銷。如同上述情形，除了實際金錢帳戶之外，還會在心裡分別歸類出賺來的錢、虧損的錢、可以使用的錢，以及必須存著的錢，即「心理帳戶」現象。

心理帳戶的另一種是錨定效應（Anchoring）。偶爾會有投資者問：「可以向下攤平買A股票嗎？（追加購買陷入損失的股票，來降低平均買入價格）」、「B股票在做有償配股，該承購嗎？」這些提問的本意是「我絕對不賣虧損的股票，如果有辦法可以讓這支股票上漲，什麼事我都願意做，直到它漲回來為止。」而我的回答始終如一：「為什麼你執意要靠這支股票賺錢呢？股票和金錢上沒有貼標籤，只要有賺就好，不是嗎？」有多餘的資金（包括正在虧損的資金），就該以當下時間點，重新分配到相對收益高的地方。但投資初學者常不做分析，又毫無理由的將錢財投資在同一個地方，彷彿一艘巨輪拋錨，一動也不動。

散戶錯過上漲股票，死守下跌股票的**第二個理由**是因為市場效率性。價值投資創始人班傑明·葛拉漢將股票市場比喻成患有躁鬱症的天才。他稱股票市場為市場先生（Mr.Market），因為他的IQ是五萬（**不是五百！**），他可以正確評估企業的價值，但因為他性格多變，每天都提出與企業內在價值無關的股價。即使是同一支股票，隨市場先生的心情，心情好就提高股價；心情不好就降低股價。說到這，大家應把焦點

放在「天才」兩字。聽起來有點難懂，但這就是效率市場假說。經濟學家表示條件滿足時（**雖然很難滿足**），任何投資人都無法獲得高於股市的超額報酬，所有經濟、產業與企業變化都反映在股價上。也就是說，無論依據什麼情報進行投資，絕對不可能有人獲得比股票市場整體報酬率還高的利潤。因此，曾經傳言：微軟公司創始人比爾·蓋茲（Bill Gates）看到地上的100美元，會嫌浪費撿錢的時間，直接路過；主張有效市場假說的尤金·法馬（Eugene Francis Fama）看到地上的100美元，會認定它是偽鈔，直接路過。

承襲班傑明·葛拉漢的那些價值投資者不相信效率市場假說，因此，創下超越市場平均的超額利潤。隨著投資人們越來越睿智，投資人可接觸的情報量與情報品質也不斷提升，市場的效率也越來越高。這也表示隨意投資賺錢的困難度增加。更何況是痴痴等待又不分析的投資初學者，他們怎麼可能會賺錢？所以賣掉的股票會持續上漲，死守不賣的股票會持續下跌，不是沒有原因的。

有錢人的心理狀態會跟一般人不一樣嗎？有錢人之所以是有錢人，不是因為他們擁有超強投資法，或具備超厲害的金融相關知識。但是，他們會設定幾個原則來進行投資，這些原則包括：分散投資，並依照不同時期制定不同報酬率來做資產配置。制定停損標準，一旦達到停損標準，就毫不猶豫的賣出。基金經理人一定要已婚等，這些原則很難以理論說明，所以一剛開始我也不聽，甚至嘲笑他們。不過，現在我認為這是有錢人為了安撫自己的心情，不讓自己犯情感錯誤的方法，也可以說，是透過反覆的歷練而獲致的本能。

這些有錢人有一個共通點是「拔草種花」（賣出下跌的股票，買入上漲中的股票）。看看那些靠股票致富的人，大部分都不會向下攤平，而是向上加碼（向下攤平的反義詞。指的是在股價比持有平均股價高時追加購買，提高利潤的行為）。剛開始，我也感到驚訝，以比企業價值還低的價格來大量購買股票，不是很有利嗎？不過，自從發現投資是與

時間的鬥爭之後，我的想法瞬間改變。華倫·巴菲特說，他投資的企業所賺的錢就是自己的錢，因為他是大股東；而我們不同，我們是藉由積極投資來增加資產的「螞蟻」（散戶），如果報酬率一樣，當然是利潤大的最好，如果利潤一樣，那麼當然是賺快一點最好。

有錢人把股價上漲看作投資理念的實現：當股價上漲時（當然，是假設有足夠的上漲空間），有錢人會有信心買進更多股票。買進下跌中的股票時，需要一顆強心臟。而買入上漲中的股票，更是困難。但克服這種困難的人，才有辦法獲取與眾不同的財富。

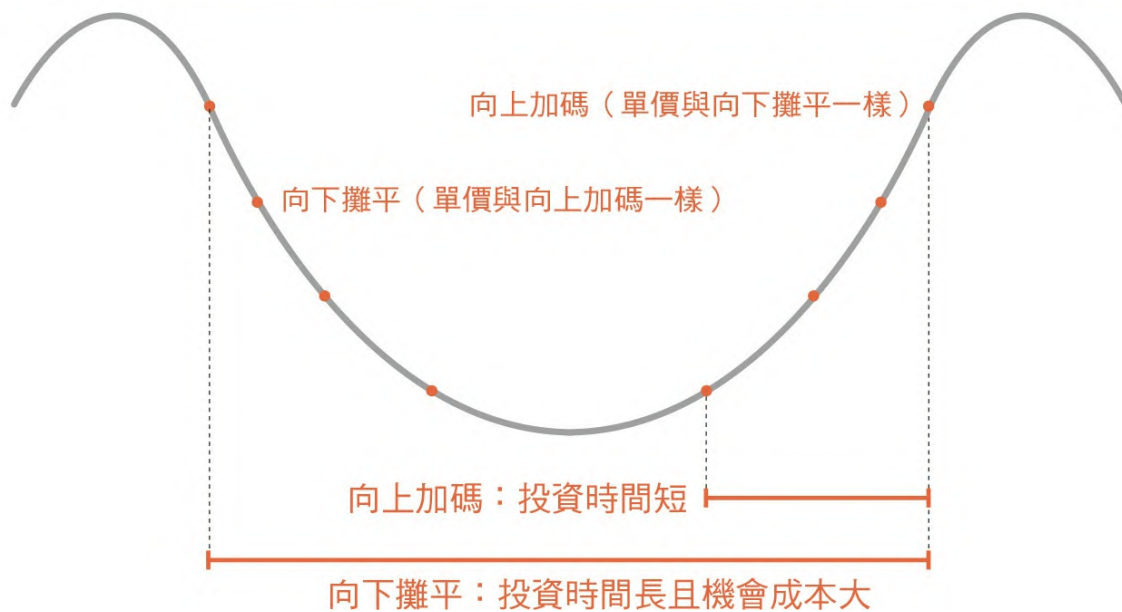
有錢人的這種投資模式不僅運用在直接投資，間接投資也是一樣的。不管是什麼理由，做不好就鞭打，做得好就給糖。他們的想法大概是「我雖然不懂，但基金經理人或其企業經營者會做得好」、「這支股票上漲一定有其理由」吧！

難道「向下攤平」必賠嗎？不是的。不過，為什麼會認為只有股票下跌的時候買入才能降低單價呢？就像「哥倫布的蛋（譯註：故事寓意為「創意和創新都是一種在別人之前先想到的一些方法和作法，要有創意就要有更多的發想空間，比別人更早想到解決問題的方法）」一樣，簡單的想一下，在過了低點要反漲的時候買入，同樣也能降低價格。所以，沒有必要提前投入資金，而且把時間成本一同計算進去，機會成本也會變得更少。

實際上，散戶的「向下攤平」狀態與圖表9顯示截然不同，一般來說，下跌5%、10%，或跌了一兩天後，散戶就會開始買入股票。一週後，就會變得深陷於那支股票之中，而沒有更多的餘力投資。如果你不是每支股票都需買入幾十、百億的機構投資人，只是機械式的分期買入和賣出，這樣對投資一點幫助也沒有。虧損一定要賣出嗎？也不是每次賣出後，都會繼續上漲。無人能知道短期股價的變化，能知道的人就不需要這本書了。所以，無法知道的你們不要花太多時間在買進和賣出，

多做一點財報分析吧！其實我就算下市價單，一天的交易也不會明顯影響股價。因此，不要一直擔心買了會下跌或賣了會上漲，別讓買賣占據你的時間。況且如果你的投資想法是對的，可是未能行動而導致收益錯失，豈不更令人惋惜。

圖表9 向下攤平和向上加碼的平均單價與機會成本



就像股價下跌有理由一樣，股價上漲也需要理由。下跌的股票，不要盲目的買進，要思考它下跌的原因。但要叫初學者思考理由，難度有點高，若覺得買進股票後會莫名不安，進而被股價操控，「定期買進」也是不錯的方法。投資期限最短三個月，最長六個月，每個月至少買入一次，當作儲蓄投資的概念。買後若股價下跌，至少也要等一個月不賣。若股價急速上漲，導致資金不足以買入時，要把「我跟它沒這個緣分」、「可以找其他股票」這些想法擺一邊。當價格回到原設定的標準時，就多買一點。在這個訓練過程中，不僅能讓內心變得更強壯，也能調節自己的投資模式來符合股票市場的生態規律。



有錢人不做分散投資

關於投資，連毫無認識的一般人都聽過一句投資名言：「不要把雞蛋全放在同一個籃子裡。」若把個人大部分的資產投進一特定的股票裡，當投入的企業出問題，將會對自己的總財產造成很大的惡性影響。

不過，我所在的投資公司，有一個投資原則是做十支以內股票的集中投資。集中投資的理由有二：**第一、為了投資好企業**。一般來說，加入基金的話，最少會投資數十支，最多會超過100 支股票。但我們這麼想：假設是一個認真分析投資的專家要投資十個企業，他會從韓國上市企業之中投資吸引力前十名來投資。然而當他基於某些理由要投資100個企業，就得不得已再列出投資第11 名到100名。可是金錢寶貴，有需要投資到第100 名的企業嗎？

第二、為了深入分析及密切追蹤。克里斯多福．布朗（Christopher H. Browne）在《價值投資的祕密》裡曾說：「一家企業 92% 的股價上漲，是發生在 8% 的持有時間中。」股票就像一個活生生的有機體，你需要對該企業有深入的理解與耐心，否則它不會給沒耐心又不理解它的投資人報酬。只要是初學者，基本上都曾經歷過持有股票的時候它不漲，賣掉之後它卻開始上漲的情形。

簡單來說，股票投資的機制可以用供需的邏輯來解釋，當買家多於賣家時，股價上漲，反之則下跌。因此，如果有人在股票上漲一點就賣，這時股價不會上漲；可是當市場上只剩下長期投資及關注上漲潛力的股東時，即使股價上漲也很少人願意賣，於是就會促使股價急速往上衝。你想成為哪一種股東？我相信大家都會選擇後者吧！所以不要因為一點下跌就害怕，也不要因為一點上漲就急著賣。想要做到這一點，那

就必須比任何人都更了解這支股票。要知道什麼樣的事情，會影響企業價值變化？市場參與者們對此企業如何評價？要對這個企業「瞭若指掌」。這跟華倫·巴菲特說過的「把雞蛋放在同一個籃子裡，然後好好守著」是同一道理。以經驗來看，一個職業基金經理人一次追五六支股票也是很吃緊，所以投資數十支股票時，我也會自首：「我對這些股票不太熟，所以都只是大概分析給你聽而已。」請考量自己花費在投資上的時間，來決定投資組合的數量。

既然如此，有人會問：「為什麼當初要建議分散投資？」經濟學教授們信奉效率市場假說，實際上，投資大師們證明了效率市場假說只是個理論。信不信由你，經濟學教授和法人會計師通常不擅長投資股票，在一個只存在於想像中的完美市場中，無論怎麼努力，當然也只能獲得與市場平均水準相同的報酬率。然後接下來呢？反正要的是市場平均報酬率，那就應該要減少波動性，以自己心安為上。因此，經濟學推測，危險來自於資產的波動性。所以資產配置最重要的是，投資籃子中要組合資產相關性低，且包羅各種股價移動方向不同的股票，來減少資產的波動性。另外，財務學家說，超過十個種類股票，分散投資帶來的波動性縮減的效果會明顯下降，這也就是為什麼我們公司要分十類投資的原因。

然而，股市是一個可以提高報酬率的地方，就像你實際學習和努力一樣。波動性就是我們的朋友。這是因為波動性可以幫助投資人，以更便宜的價格購買並以更高的價格出售。我們應該關注的是永久性的資本虧損，而不是資產的波動性。換句話說，**真正的風險是我們以遠高於公司內在價值的價格購買股票。**

話雖如此，但這並不意味著，我們應該只投資一或兩支股票。除非我們是公司內部人員或大規模投資人，否則投資一或兩支股票會使我們不可避免的面臨代理風險（編按：通常股東與企業經營者存在著利益背

離的情況，所以當股東將資產的支配權和使用權轉讓給經營者後，就可能遭受利益損失的風險）。上市公司有義務向投資人提供即時、公平的資訊，但很少有公司會忠實履行該義務。再者，也會有無法預期的事情衝擊企業，如新冠肺炎。或我們也常在新聞看到工廠因一場大火，數十年無法經營。即使做好萬全準備，隨時也都有可能遭受不利的一擊，所以我的投資公司進行的每一種投資組合比例，都不超過30%。



有錢人利用債務賺錢

股份公司在法律上是有限責任公司的一種，所以只要公司倒閉，股份公司的股東持有的證券，就會變成廢紙，但無須被人追討債務。既然頂多是多餘的錢不見了，為什麼還會有人說，玩股票會家破人亡？大概是因為他使用的資金不是閒錢，而是房租、學費等必須開銷支出的錢。另外，若還是借錢來玩股票，就會變成更大的問題。

只做短線投資，會發現在股市任何事都有可能發生，所以不要將資金做有期限的投資，用於投資的資金最少要是一到三年不會用到的閒錢。所以那種短暫90 天到期的信用融資千萬不要碰，因為弄個不好，碰上股價下跌期，不但沒有獲利，還會出現虧損和負債。此外，還可能因為金錢無法支應所需，被迫搬家或放棄制定好的人生計畫。

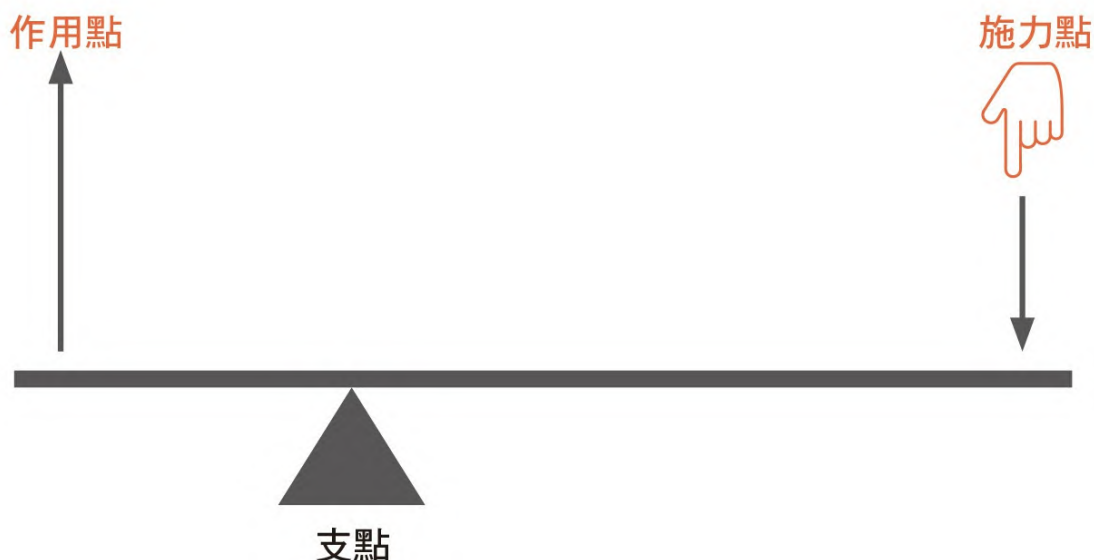
從廣義上解釋，「到期」其實不只是期限問題。股票擔保貸款也是一種信用借貸。當然，沒有什麼「特殊問題」的話，期限會自動延長，但可能有其他併發症存在的風險。因為信用貸款是基於財務狀況或工作狀況來評估信用等級，所以當信用等級發生變化，就會出現「特殊問題」。在股票擔保貸款中，如果做為貸款人（借錢出去的人）的銀行或證券公司，發現做為抵押品的股票，其價格低於一定水準，為維持貸款資產的穩健性，無論借款人意願如何，都須通過出售股票來償還債務的。這時就顧不上公司的內在價值或往後這支股票的價格走向，投資人也會因此蒙受巨大損失。這也為什麼要避免投資ELS（Equity Linked Securities，股價連動債券）和DLS（Derivative Linked Securities，衍生債券）的原因。無論是什麼標的資產，或無論此標的資產現在被低估多少，又或依歷史統計顯示它一定可以賺到報酬，這些都不重要。重要的

是，它有一個固定的期限，在期限內能不能成立特定條件誰也不知道。所以它是一種投機與賭博，也是市場先生尚未治癒的躁鬱症。

不過，並非所有的負債都是壞的。負債中也有不包含這些危險的良性債務，可經常放在身邊。接觸有錢人多了之後，我漸漸對自己的存摺裡有多少錢感到麻木。真正的富豪身上都背負了很多的債務，有時一不小心瞥到客戶的手機畫面裡，有無法一眼望過去就數得出來的數字，還有最前面的負數標記，令人瞠目結舌。原來跟銀行借了數十億元，也可以解讀成他擁有比這多好幾倍的財富。

有錢人愛債務還有另一個理由，那就是**資金槓桿**（槓桿效應）。槓桿原理是一種物理學理論，利用槓桿與空手舉起相同質量的物體，使用槓桿會省力得多。而且同樣使用槓桿，其施力點與支點越遠，就越省力。

圖表10 槓桿原理



將槓桿原理運用在財務學上，也有類似效果，假設包含負債的總資

產的報酬率與平常一樣，這時負債越多（資金也越多），這時所獲得的報酬也會越高。但這樣的原理僅限定用於好的投資上。因此，要做這樣的投資，當然要更努力創造更多的利潤。另外，因報酬與風險成正比，所以只要降低預期報酬率，就可以提高投資成功的可能性。讓背負債務的風險更低，反而就能提高實際報酬率，這就是所謂有錢人的賺錢魔法。特別是房地產、私募股權基金（譯註：PE Fund。是「私募基金」的一種）等以有錢人為對象的投資項目，若投資金額過低，根本別想參與。良性負債宛如一張高級俱樂部的優惠券。因此，每當看到家中的「絕對不要欠債」家訓，彷彿就是在告訴我們不要成為有錢人。

圖表11 財務資金槓桿

總資產中的本金比例	總資產中的負債比例	總資產報酬率	本金的報酬率
100%	0%	10%	10%
75%	25%	10%	13%
50%	50%	10%	20%
25%	75%	10%	40%

* 假設沒有利息支出

每個人都害怕欠債，但如上述所說，若是良性債務，克服對它的恐懼是好的。良性債務能幫助你大幅縮短成為有錢人的時間。像我的投資公司的情況，早已在利用貸款極大化報酬率。那什麼是良性債務呢？

良性債務是指，期限長，借款條件不影響股票投資成果，且利率低的債務。建議期限至少為三年以上，可以完整經歷一輪股市上漲與下跌的循環；低利率是指本人可分配收入所能消化的利率，或比股票市場平

均預期報酬率或平均分配報酬率低的利率。可分配收入是指從固定收入，如月薪，扣除居住費用、伙食費、交通費等固定支出後剩餘的金額。舉例來說，持有房屋的話，以房屋擔保的貸款；或者擁有一份保障退休的安定工作，以此收入為基礎的信用貸款，皆為良性債務。

圖表12 年度股票市場的報酬率與分配報酬率

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
分配報酬率	1.5%	1.3%	1.1%	1.1%	1.3%	1.5%	1.4%	1.9%	2.0%
指數上升率	-11.0%	9.4%	0.7%	-4.8%	2.4%	3.3%	21.8%	-17.3%	7.7%

* 出處：韓國統計廳、韓國交易所、e-國家指標

不可忽視的是，本人的信用或金融市場隨時都有可能出現遽變，因此，制定資金計畫時，應確認好貸款合約的法律條件，並接受專家幫助。這是我刻骨銘心的忠實建議。當時在創業的路途上，我因為資金使用得太緊，結果搬家需要一大筆錢時，就差點因外部環境而造成資本永久虧損。



別再等存夠錢才投資

資本家們僱請勞工們幫他們賺錢。當資本家會給予勞工豐厚的酬勞時，我們可想而知，資本家賺得比付出勞工薪水總和還要多。醫生或律師雖受人讚揚，擁有高所得與專業，但他們不可能每天24小時、一年365天工作，所以很難贏過資本家的資金槓桿。

資本家最害怕的是，勞工們發現這件事，進而挑戰他們的權威。因此，要一邊鞭策員工一邊給糖，讓員工滿足現在的位置，辛勞一天後，隔天早上又重回努力工作的模式。沒有選擇創業的人，若要想成為資本家，唯一方法是投資。然而，推遲勞工成為資本家的其中原因之一是種子基金（**Seed Money**；譯註：是指專門投資於創業企業研究與發展階段的投資基金，在這裡比喻一般人要開始投資前所準備的初始資金）陷阱。

投資初學者最常問到的問題之一，是「種子基金要存到多少才能投資？」也曾有晚輩過來尋求諮商，問說是否該先就職存錢？其實我非常不能理解，股票投資為什麼需要種子基金？股票投資相對其他投資來說，最棒的優點之一是，可以小額投資。近期小型公寓的差額投資，至少也需要1,000 萬韓元，這還不算購置稅、不動產仲介費、登記手續費。股票投資，即使選擇高檔股票，頂多也只需要100 萬韓元資金。以2021年1月10日為基準，LG 生活健康的股票是163 萬8 千韓元，是韓國最高價的股票。但是，只需要數千或數萬韓元的股票，多到不勝枚舉。投資金額的多寡，也與股票投資的報酬率完全沒有關係。

不過，「存到一億元，錢自然會滾動」這樣奇怪的理論，仍然支配著投資市場。而我的想法不一樣。與投資金額無關，最先要做的是學習

投資。只會埋頭苦幹存錢，很容易成為一隻工蟻。要自己停下正在做的工作，比開始一個新工作更需要勇氣。別找藉口說我是因為每天忙於工作，才沒時間與體力去學習投資。

有錢人不一樣。客戶前來諮商或以客戶為對象舉辦讀書會的時候，不論子女就讀國小或大學，他們都會跟父母一同參加。年幼的股票富豪或江南有名街道的大樓主人的平均年齡，偶爾會受到輿論關注，但他們從小就從父母那裡繼承了一筆財富，這一事實並不值得稱羨。令人值得羨慕的是，年幼的富豪自小接受的金融教育，已遠超過大家的知識水準。

第二章

有錢人選股法 1： 尋找商業價值高的企業





看懂企業的「成功模式」再出手

一句話定義「股票」兩字為：「企業的所有權」。依商業法，公司分為股份公司、有限公司、有限責任公司、無限公司，以及合資公司五類型。其中，股份公司、有限公司與有限責任公司必須對出資者的資金負責；無限公司與合資公司則沒有出資者的資金問題，當公司背負債務時，對出資者的資金沒有償還的義務。

股份公司、有限公司及有限責任公司，最大的差別在於，所有權買賣相對自由。變現性（可以賣物換錢的性質）高，容易吸引投資人，股東數和成交量都很大。因此，一般談到投資時，多半指的是股份公司。

股票的走勢相比不動產，上下波動較大。不論股票或不動產，資產價格皆分為市價（希望買進和賣出的價格）與實際成交價。若沒有市價，則無法進行交易，也不會有實際成交價。其中，股價是指最近一個交易下單的價格。股票上市是指國家公認的交易所，認定該股票進行不特定多數交易也不會有大幅危險，並且不會傷害公共利益的行為。因此，公司想要上市，必須要具備一定水準以上的企業規模，而這通常都要經過數次的有償配股，向股東募集資金。所以上市的股份公司，通常會發行超過數百、千萬張的股票，擁有數千萬名股東。只要其中兩名股東心意相通，下單後股價就有可能變動。眾多股東們每個都有自己的資金處境與投資方案，而進行投資的地方就是股票市場。他們對該企業的想法有可能不同，即使對股價的期望是一樣的，但所做出的買賣判別卻可能不一樣。這也就是為什麼股價起伏變化多端的原因。

反之，依公寓的情形，整個社區是由坪數與結構相同的住宅連接形成上百戶。投資上億的資金，但卻不能像股票一樣分割成幾張來賣。當

然，不動產也能按持有比例來交易，只是這對一般的住宅買賣來說，並不常見。因此，與上市股票相比，成交量少，價格變動不大。雖然是違法的，但在所謂「人氣旺」的公寓電梯裡，常見到「低於多少以下的價格，請不要賣」的公告，此光景在股東多到都無法確認每一位是誰的股票市場裡是無法見到的。

公寓價格波動低還有一個原因：「我的家」的認知。成功買下「夢寐以求的家」，其快樂無法可比。存了好久好久，一步一腳印買下的房子，加上親手做的室內裝潢，這地方不再是買賣的「物品」。除非發生特殊狀況，否則不會再想要搬家，非不得已要搬家，還會紅著眼眶泛淚。但股票會把它視作「我的股票」或「我的公司」嗎？一般來說，不會。但依前述，股票是企業的所有權，當我們進行股票投資時，等同於購買那家公司的所有權。但只有在自己實際開公司後，才会有比自己家更令人不捨的感情——自家公司。雖然誰都能當股東，擁有公司。但若將股票視為買賣對象的時候，便會遺忘股票的本質。

有人稱股票、文字、紙張、輪胎與盤尼西林（penicillin）為人類五大發明。人類物質的發展，大部分都在股份公司名下形成，例如：因東印度公司資助，哥倫布發現美洲新大陸；亨利·福特（Henry Ford）的福特公司發明汽車；偉大發明家湯瑪斯·愛迪生（Thomas Edison）是奇異（General Electric）的創業家。

股票的核心功能，可以追溯到人類發明共同投資和共同所有權概念時的農業社會，那個在自家土地上與家人共同勞動耕作的時代中，有人想到可以利用水碾搗穀，但卻沒想到這個巨大設備要比預期中更要花費資源與勞動。因此這時有人提供設置水碾的土地；有人提供木材；有人提供勞動力，其代價是給予使用水碾的權利。於是，首座水碾就這樣完成了。然後，沒有提供資源或勞動的鄰居，也想要一起使用水碾，於是，首批擁有權利人們開始獲得報酬，這便是「股票的始祖」。

如今，股票可依股份公司發行股票的持有比例，在股東大會上行使

投票權，也是領取股息的證券。大部分的股票投資者不在發行市場中（發行公司直接發行新證券，投資者繳納投資金給公司的第一市場），而是在流通市場（買賣已發行股票的第二市場）購買成為股東，所以很多人的內心會想「我與公司有什麼關聯嗎？」不過，回頭尋找最初賣出這張股票的初始持有者，可以追溯至這家公司在過去渴望上市時的資金投入時期。由於我們買進股票，使前期投資人收回了他的資金，這種信念是創業者在決定公司形式時選擇股份制公司的最大因素。僅憑一點（買進股票），就意味著你已經為國家經濟做出巨大的貢獻。

但我們若不只是要對國家經濟做出貢獻，也想要開創自我財富的話，我們的行動必須像是一個企業主。你有看過一個企業代表或會長因為股價上漲而賣出股票，或事業有一點不理想，就撤掉公司去其他公司嗎？華倫·巴菲特在投資的時候，以一生用不到20 次的打孔卡（Punched card）方式來選擇投資對象。打孔卡是以前在遊樂園玩遊樂設施時，每玩一次打去一格的卡紙。若機會只有20 次，當然更要慎重考慮要玩哪一個遊樂設施。投資也是如此。投資應僅限於由優秀領導者經營、有未來展望的，且企業價值還未反應在股價上的企業。投資後，也必須時時注意公司業績表現，若與預期一樣，公司運作良好，你就能獲取股息或資本利得。

這也是加密貨幣與股票的最大差異。「東學螞蟻運動」成功的原因是，青年族群逐漸習慣加密貨幣交易，如比特幣。他們用比資產或所得更龐大的金額規模進行危險投資後，就將這番操作模式流向股票市場。他們依舊未能明白股票的根本，所以將股票視為與加密貨幣相同的買賣對象。這是很危險的想法，若不改掉這個想法，很有可能再度失敗。加密貨幣是存在於電腦裡的貨幣，也有很多人認為它是虛擬假象，保留對它的判斷。聽了虛擬貨幣擁護者闡述的十分鐘意見後，唯一可以認可的事實是加密貨幣也是貨幣的一種。貨幣是交易手段，不會產出收益。股票則可以透過該公司賺來的錢獲得股息，或經過精密計算後，與其它投

資者以適當價值進行交易；而不動產可以收租金，但從沒聽說過紙幣或銅錢，可以變出新的財富。

股市裡有一句話：「比誰笨的遊戲」，意思就是「什麼都不懂就買這支股票的我，像個笨蛋，但一定有比我還笨的笨蛋，買了之後再賣給他們就好了」。股票的概念雖然是企業的所有權，但對於不懂得計算企業價值的人來說，股票投資就像是一個老派綜藝節目裡的傳炸彈遊戲。

一般而言，我們在尋找新家的時候，會考量很多因素，包括上下班距離、學區，以及周邊設施等，每一個環節都很重要。然而，在討論股票投資的時候，大部分的投資人卻盲目的進行投資，然後還期望能快點暴漲，這種投資方式「必敗」。不盲目期待股價上漲，能分析、檢視企業成功要素的人，才能成為有錢人。



股價

依據企業的成功模式來計算合理

散戶最好奇的應該是合理股價。大家不喜歡聽長篇大論，只想馬上知道要買多少跟賣多少的答案。偶爾會聽到大家抱怨：「我只知道何時買，卻不知道何時賣」、「賣出好像是最難的」等話。不過，這只不過是裝懂的謊話。

靠股票賺錢的有錢人，在買股票的時候，都會先制訂買進的理由、目標價格，以及何時要賣出。因此，「賣出更難」之類的話，根本不具說服力。買進與賣出，只不過是按鍵不同，實際上都是單次行為。散戶通常是依照自己的意願或聽來的資訊進行買賣，因此，他們根本不會知道要何時買進、哪個價位賣出，且更不知道買賣的理由。所以當虧損發生時，要做出停損就更加困難，即使看到收益，也會錯過實現的時機。

那麼，是什麼決定了股價呢？短期來看，就是供需關係。但從長期看來，股價取決於企業價值。假設社區前的小吃店是一艘小船；那麼，上市企業就是一艘巨大軍艦，雖然不能一口氣轉方向，卻能闖入茫茫大海中。即使看不見小小變化，但最終隨著企業的發展與繁榮，股價也會直直上漲。

計算企業價值的方法有很多種，其實簡單來說，就跟找結婚對象一樣。找結婚對象的條件很多，每個人也都不一樣，為了簡便說明，單以經濟為條件，一個年薪高的大企業員工與遊手好閒的無業遊民，你會選誰？當然是選年薪高的大企業員工。但萬一這個無業遊民從父母那得到龐大的遺產呢？那遺產金額超過數十年的年薪總和，你會怎麼選？這

時，你會開始苦惱。

圖表13 年薪一億大企業員工十年的所得與現在價值

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	總計
年薪	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	100,000
折現參數	3.0%	6.1%	9.3%	12.6%	15.9%	19.4%	23.0%	26.7%	30.5%	34.4%	17.2%
現在價	9,709	9,426	9,151	8,885	8,626	8,375	8,131	7,894	7,664	7,441	85,302

單位：萬元

上述的大企業員工可以視為收益價值高的企業；擁有龐大遺產的無業遊民則是資產價值高的企業。若要計算大企業員工的價值，必須要先算他到退休的年薪總和；而若要計算無業遊民的價值，必須徹底翻看他的財產明細。另外，也有一些是成長性不錯的對象。以近期發行歌曲的人氣不錯，身價絕對會漲到上千億的歌手為例，現在他沒有每月固定的月薪，也沒有存款，但馬上就要拍廣告，以及到國外開演唱會，他也足以跟前兩位相提並論，但這位歌手現有的收入明細與存款餘額，並無法計算他的價值。

就像人除了經濟實力外，還有魅力和其他條件一樣，企業也不該用單一框架評估。若要正確計算企業的價值，要看它透過以往的營業活動所募集的資產價值、主力商品販賣的收益價值，以及目前研發中的新商品成長價值，即現金流折現模型（DCF Model: Discounted Cashflow

Model)。投資鬼才華倫·巴菲特又說：「上市公司的內在價值，就是該企業在其未來所能產生的自由現金流量折現後的總和」。這裡指的現金流與帳簿上的利潤不同。舉例來說，該從交易所拿到卻還沒拿到的錢是利潤，但非現金流。手裡擁有的資產價值雖然衰落，但因為還沒賣出，產生確實的損失，這也不算現金流。此外，折現非指百貨公司的固定折扣，而是時間價值。假設一位非常要好的朋友跟你急借錢，若說明天就會還款，你可以很輕鬆的答應。但如果說要一年後還款，情況則不同。這筆錢下週你可能需要拿來買女朋友的生日禮物，或者你可以放在銀行定存一年，獲得一丁點的利息，又或者是，你考量到，借一年的還款機率風險變大，總之，雖然都是同一筆金額，今天還款一定比明天好。同理可證，這時間價值的力量，需要以大家都能想到的存款利率程度折現。

想到每次投資都要做這麼複雜的計算，就一個頭兩個大，大概只有專業投資人能夠算得出來。但完全沒有必要這樣做。有錢人知道如何把握要點。只要記住下面的公式。這就是致富的公式。

$$\text{股價} = \text{收益} \times \text{PER}$$

大略可知收益是什麼，即賣出商品後的錢。那PER是什麼？PER是Price Earning Ratio的縮寫，又稱為本益比，它的計算方式很簡單，股價除於收益等於本益比。

$$\text{本益比} = \text{股價} \div \text{收益}$$

反過來看剛才的數學公式可能會覺得很理所當然。於是，我們再深入一點：將上面數學公式的等號兩側加上合理兩字。國小都有學過等號兩邊加同等代號或數值不會有問題，如下：

$$\text{合理股價} = \text{收益} \times \text{合理本益比}$$

假設每個人都能計算收益（這部分會再後續討論，不用擔心），所以只要知道合理本益比，即能求得合理股價。那樣的話，要先了解本益比的隱藏含意。**本益比是指現在的市場參與者期待該檔股票的報酬率**。我們是企業的主人，雖然企業的收益不會直接進入我們的手裡，但還是可以把它想成是我們的收益。舉例來說，有100億收益的公司，其總市值為1,000億元，它的本益比為10。反過來說，等於預期報酬率10%。會很難嗎？換另一個想法，存1,000元會給100元利息，這樣應該就不難懂了吧？所以利率10%的存款，可以說是本益比為10的存款。

$$\text{總市值1000億元} \div \text{收益100億元} = \text{本益比10}$$

$$\text{收益100億元} \div \text{總市值1000億元} = \text{預期報酬率10\%}$$

以另一角度來看，**本益比可以說是回收本金的時間**。假設前述的企業每年固定賺100億元，十年後賺回本金，與本益比10倍是同一個意思。明明是這麼簡單的理論，就因為沒有把自己投資的企業認為是自己的，所以才會難以理解。如果周邊有人說要開咖啡廳，你不也會先問他：「第一期的投資金要幾年才能賺回？」

$$\text{總市值1,000億元} \div \text{收益100億元} = \text{10年賺回本金}$$

在其他條件都一樣的情形下，本益比越低越好。這聽起來理所當然，因為以更便宜的價格購買相同事業，可以獲得更高的預期報酬率，更快賺回本金。

這麼說，合理本益比應該是多少？若能掌握本益比概念，應該就知

道這是一個愚昧問題。每個投資人希望的報酬率不同，怎能制定千篇一律的本益比，況且，股票市場的成立也源自於每個投資人適用的本益比都不同。假如大家想的都一樣，股價就不會在合理價格中上下移動，更無法產生交易。在同一價格中，有人便宜買入，有人昂貴賣出，才能刺激股市裡的交易活躍。

不過，找到適合自己的本益比的方法有三：**第一個是歷年本益比法**。由於過去該企業大致適用於某一本益比，因此，若交易時的本益比它低，代表便宜；若比它高，則代表昂貴。這一方法是基於企業的增長潛力和盈利能力最終趨於平均值的前提。而它也可以看出企業的受歡迎程度。然而，歷年本益比法可能會忽略一個事實，即公司是一個不斷變化的有機體。如果企業發生巨大變化，無論是往上成長還是向下衰退，這方法都會失效。例如：生產相機底片的美國伊士曼柯達公司

（Eastman Kodak）雖然一路持續下滑，但在近期發表要投入製藥業後，股價一天上漲318%左右。如果只注意過去的本益比區間（歷年本益比的範圍），則失去龐大收益的機會。

第二個是同類型產業本益比比較法。這一方法是假設所屬同種產業類型的每家企業，其價值或市場利益相近的投資方法。這個方法韓國人特別熟悉，因為這跟挑選房子十分類似。譬如，你正在尋找新公寓，眼前出現兩套位置與坪數都相近的公寓，一套要價五億韓元，另一套則要價七億韓元，一般人會選擇五億韓元的公寓，並期待這棟公寓之後可以上漲到七億元的價值。但不同產業就有不同本益比，成長性高又人氣旺的健身與娛樂產業的本益比超過20倍；反之，產業成熟又競爭激烈的飲品與製紙產業卻不到10倍。這裡有一個大盲點。為什麼大家都不去考慮七億元的公寓會變成五億元？或兩棟公寓有可能都變成三億元？這是因為通常散戶關心某一資產時，都是該資產價格正處於上漲的局面（在這，我向遭遇反面情況的東學螞蟻們致敬）。因此，根本不會想到資產價格會下跌，誤以為只要找對，價格就往上漲。實際上，特定產業的本

益比會與該產業的人氣相連，其變動非常大。用過去非常興旺的產業案例來說明吧。2007年後，世代風靡的產業依序為：造船、車化煉（**汽車、化學、煉油廠**）、智慧型手機、手機遊戲、化妝品、半導體、行動平台與文化創意。這些產業在最興盛的時候，本益比約15倍以上；沒落的時候，本益比來到10 倍以下。簡單來說，假如在產業興盛末期進行投資，該企業的利潤至少要超過50%才能避免損失。但基本上很難找到在產業興盛末期，利潤還能增加的企業，沒有減少就已經是萬幸。

$$\text{利潤} \times \text{本益比} 15 = \text{利潤} \times (1 + 50\%) \times \text{本益比} 10$$

第三個是**PEG法**，PEG是（Price Earnings to Growth ratio）的縮寫，又稱為**本益成長比**，以本益比（PER）除以淨利潤增長率（Growth）標示之。這個方法是華爾街傳說人物彼得．林區（Peter Lynch）主要使用的方法。這個方法的意思是，如果期待某一企業未來利潤成長，即使現在的本益比稍高，也沒關係。假設現在有兩家利潤相同的企業，A企業未來會持續成長；B企業則一直維持不變，哪一個企業價值較高？答案當然是A企業。若兩家企業的總市值相同，你會想投資哪一家？當然還是A企業。有一句話說：「聽小道消息買股票，看新聞報導賣股票（譯註：通常透過新聞報導取得的資訊大部分為時已晚，所以當新聞大肆報導的時候不應該買，反而要賣。）」，股票市場具有以現在的價格反映可預期未來的屬性。不過，將企業的未來正確轉換為數字，不是一件簡單的事，因此，本益成長比假設其他變動因素相同，給予淨利潤增長率高的企業高價值。

$$\text{本益成長比} = \text{本益比（倍）} \div \text{淨利潤增長率（\%）}$$

彼得．林區表示：「合理本益成長比為1，等同於本益比10倍的企

業，淨利潤增長率為10%。若本益成長比超過2，即使是再好的企業，也會判定昂貴而賣出；本益成長比低於0.5的話，則判定為極度被低估的股票，建議大膽買入」。不過，這數值也是從他的經驗中得來的，非常主觀。除此之外，若淨利潤增長率參差不齊，則難以適用。

上述三項方法，長期以來被眾多市場參與者廣泛使用。有錢人們稱這些方法為聞到「銅錢味」的直覺，也不是沒有道理。不過就財務層面來看，這些方法都不完美，所以我們想提出另一種新方法。

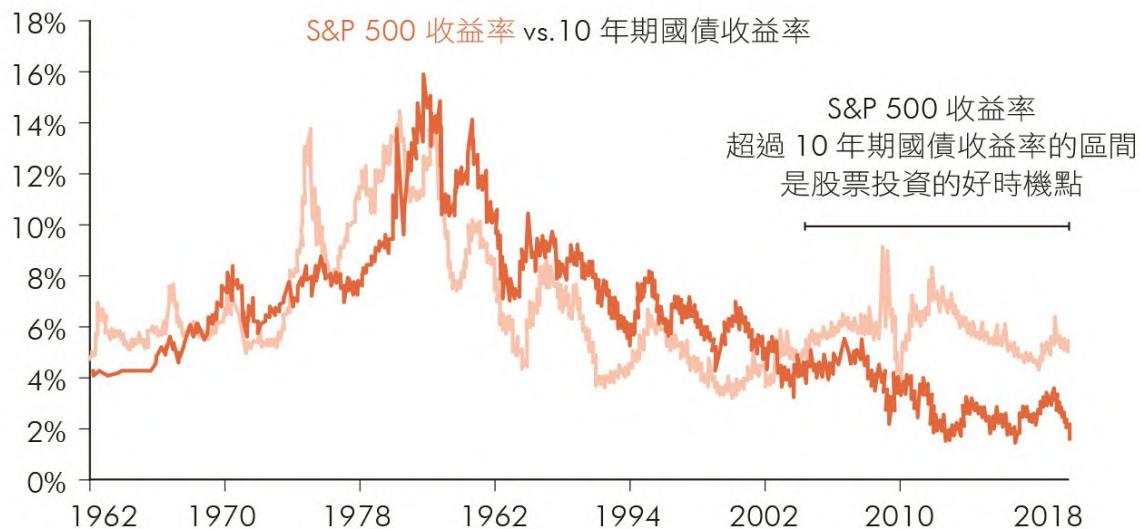
本益比相當於預期報酬率，但現實中，小股東能主張企業所賺的利潤，自己要依持股率獲得分潤嗎？不可能吧。企業老闆就算不是 100% 持股，但他可以將公司所有資產視為己用，原因是小股東將本人的經營權與所有權委任給大股東，以至於最後所能期待的只有依持有率獲得的配息。因此，小股東必須將注意力轉移到價差買賣上，但不能光一個人期待，我們需要知道所有投資人的期待程度。假設股市是一場美人選拔賽，我和朋友一同觀賞，並打賭誰會得第一名。這時，我們就不能選擇自己眼中最漂亮的參賽候選人，而必須思考評審與參與投票的人多數會認為，誰才是最漂亮的參賽候選人。

那麼，一支股票所能期待的報酬率，大約是多少呢？股票投資者們之中，應該沒有人只想得到1至2%的存款利率。所以，上述提及的新方法，就是與市場利率做比較。

企業籌集資金的方法，大分為二：向銀行或債券公司借錢、發行。股票招募股東，共享未來利潤。企業借錢跟未來會賺多少利潤沒有太大關係，只要能還出利息就夠了。可是，股東必須要有更多的企業利潤才能拿到屬於自己的份。反之，企業倒閉時，雖然企業破產會中斷正常的營業活動，但債權人仍有權處理工廠用地、辦公大樓與設施等資產，因為他們是前端投資者。但是股東屬後端投資者，在債權人全數回收資金以前，束手無策。總而言之，同樣都是投資企業的投資者，但股票投資者的本金安全性顯然比債權投資者低。本金安全性變低的話，基

本上報酬率要提高，才會有人投資。因此，股票投資者要期待能比同一企業的債權投資者獲得更高的報酬率。債權投資者的報酬率是該企業的利率，所以計算企業價值的新出發點是利率。華倫·巴菲特在判斷股票市場過熱或冷淡時，也是使用利率。唯一的區別是他使用的是國債收益率，而不是特定企業的預期報酬率。比較國債收益率和股市的預期報酬率（本益比的倒數），若股市的預期報酬高（本益比低），就是投資股票的好時機。若股票市場過熱，則會判定為投資較危險的局面。

圖表14 The FED Model



出處：FrugalFortunes.com

公司債收益率（**earning rate of debenture**）成為企業借錢利率的指標，而且在網路上可以輕易找到每家企業的公司債收益率是多少？依據信用等級不同，每家的公司債收益率是天差地別。信用等級高者代表破產的危險性低，相對利率較低，值得投資。反之，信用等級低的話，企業很有可能破產，有損失的疑慮，所以利率要比平常高，才可借出。以2020年7月底為基準，信用等級AAA的三年期公司債收益率為

1.17%。大韓民國的國家信用等級是AA，可見AAA是多麼高的信用等級。然而，信用等級BBB可分為投資等級與投機等級，目前等級BBB的三年期公司債收益率為7.51%，結論來說，必須要在本益比13以下才能投資。

股票預期報酬率 \geq 信用等級BBB的三年期公司債收益率
 適當本益比的倒數 \geq 信用等級BBB的三年期公司債收益率
 $1 \div \text{適當本益比} \geq$ 信用等級BBB的三年期公司債收益率
 適當本益比 $\leq 1 \div$ 信用等級BBB的三年期公司債收益率

大家可能會有幾個疑問：利率不是變動的嗎？為什麼是信用等級BBB級三年期？全部的企業都適用同一個本益比，不會不合理嗎？都是很好的提問，現在一個一個來回答：利率當然是變動的，但數值是相對性的。「1997年IMF亞洲金融風暴（1997年東南亞的連續經濟危機，促使西方投資人收回亞洲的資金，韓國的外匯存底也急速減少，導致企業連鎖倒閉、大幅裁員等，而接受國際貨幣基金組織的急救資助事件。此後必須依照國際貨幣基金組織的要求，大規模國家經濟結構調整），當時的存款利率是20%……」若你是這樣的「拿鐵因子」（latter factor；譯註：由大衛．巴哈〔David Bach〕提出的概念。生活中所有因習慣出現的消費行為，都可以視為「拿鐵因子」）思考，那現在的零利率不就別想賺錢了？當時與現在不一樣，由於物價上漲率增高，不能單看片面的利率，而且當時是企業高成長時期，借高利率貸款去投資新興產業，非常吸引人。但，現在，企業進入穩定期，不再需要借錢投資，也沒有借錢的必要。雖然銀行訂出比存款利率高的借貸利率賺錢，但錢借不出去，只好勉為其難降低利率。不過，無論利率高低，投資人都要根據安全資產債券利率來確定預期收益率，並根據此來評估股市，這一點不會改變。

勸誘客戶投資時，我都會說：「若是三年內要使用到的資金，乾脆別拿出來投資。」經濟隨景氣循環，反覆繁榮與衰敗，整個循環一遍，通常需要三年。不過，就算運氣不好，在景氣衰落時期投資，等個三年也會有好日子發生。若用這個方式等了三年，公司股價仍未上漲的話，就最好承認錯誤，這就是看三年期債券的理由。但，若以信用等級BBB的債券為基準會更直觀，每家企業都有不同的信用等級，很多投資級信用等級的企業也有上市。然而，我們對股票投資的期望並不「安全」。投資信用等級高的企業時，可以適用較高的本益比，但若應用與該企業債券利率相當的本益比，就難以盈利。這時，你應該用比這更低的本益比來買進。

圖表15 各信用等級別的三年期公司債收益率

國庫債券	0.79%
AAA	1.17%
AA	1.39%
A	2.05%
BBB	7.51%
BB	10.37%
B	15.92%

* 出處：韓國信用評估會

** 以2020年7月底為基準

最後一個疑問是「全部的企業都適用同一個本益比，不會不合理嗎？」我希望提出這疑問的讀者，可以為自己感到驕傲，等同於你已經看懂本章節大部分的內容。當然無法一體適用於同一個本益比。我們要

先想到本益比的概念之一是，回本時間。以餐廳為例，本益比等同於權利金的意思。支付權利金，收購已做得不錯的餐廳，得先考慮這間餐廳是否能在營運期間創造比權利金更高的利潤，或何時賣出，可以獲得比當初支付還要高的權利金。以1,000億元買入賺100億元的企業，本益比是10倍，回本時間是十年。假如十年後，最初的投資金1,000億元回本，但之後必須中斷經營的話呢？或許不算有吃虧。當然，賺回投資金之外，又能每年賺100億元，或再以1,000億元出售，這樣才算是有意義的報酬率。換句話說，本益比是指未來利潤，故要以可持續的企業（不同於以回收投資本金總清算的一次性產業，而是指購買、生產、營業及再投資等基本活動能夠持續實行的企業）為假定。合理來說，預期未來展望的時候，應該要選那些持續賺錢的產業，來估算本益比。以預計五年後關閉的核能發電廠為例，此企業的價值為五年賺取的利潤總和，若本益比是5倍以上，代表投資超出內在價值，那麼，虧損是必然的。

圖表16 預計五年後關閉的核能發電廠的企業價值

	1	2	3	4	5	總計
年淨利	100	100	100	100	100	500

企業價值＝淨利總和＝500

再舉一個例子：假設一家平均每隔一年製作一部千萬觀眾電影的電影公司，本質上，收入來自於票房，利潤自然是參差不齊，但員工們一直努力工作，創造內在價值。雖然想要適用同一個本益比，但以演出成功的年度為基準，或以演出失敗的年度為基準來計算企業價值，其差別非常大。在這種情形下，應該要平均淨利乘於本益比。

圖表17 每年演出利潤參差不齊的電影公司的企業價值

	1	2	3	4	5	平均淨利
年淨利	100	-50	50	100	-100	20

企業價值=平均淨利20×適用本益比13倍=260

假設其他條件一致，決定企業價值的差異是利潤成長率。因此，以公司債收益率計算的本益比，必須運用成長末期的利潤。假設電動汽車企業特斯拉，憑藉卓越技術與帥氣的設計，稱霸全世界的汽車市場，那賺多少的利潤都不是重點了。竟然還有人在計算特斯拉的企業價值時，討論要用本益比100倍，還是1000倍。特斯拉在全世界汽車的銷售數量占不到1%，就連德國汽車產業龍頭福斯與日本的TOYOTA都超過10%。與其計算特斯拉的企業價值，更應該要做的是，判斷特斯拉是否能成為世界前幾名的汽車公司，未來能夠持續創造銷售量。接下來，再計算特斯拉成為世界第一名的公司之後產生的利潤，將計算出來的利潤，乘於本益比13倍，才是它的企業價值。

當然，問題在於，我們不能知道特斯拉會在5年後、10年後，還是20年後會不會成為世界第一的汽車企業？這也是個未知數。如果將相同的本益比用在成長停滯後的收益上，那麼無論業績如何，企業價值都將保持不變。假設未來的1,000元比現在的1,000元價值更好，會發生什麼事？雖然沒有辦法簡化計算幫助讀者容易理解，但這絕對是不能忽視的近代趨勢。經濟逐漸趨於成熟，各國不分你我，因市場流通性供給造成經濟停滯，利率下降。利率代表金錢的時間價值，所以利率越低，未來價值與現在價值的差異就越少。假如我的錢能運作，也會找報酬率高一點的地方。其中，喜好安全的投資者為了參與多1%的特別存款方案，會在銀行門口前排隊；喜好主動出擊的投資者，則不斷買進成長股，以

獲取豐厚的報酬。

圖表18 高速成長中的電動汽車公司的企業價值

	1	2	3	4	5
年淨利	-30	0	30	50	50

企業價值 = 成長階段的年淨利 50 X 適用本益比 13 倍 = 650



有錢人致富的超級武器1：從生活中選股

次於合理股價的另一個問題是「從哪找好股票？」關於這個提問，我無法給予精準的回答，它就像推理小說裡最難被發覺的詭計，因為過於自然而不會被懷疑或注意到。其實，投資標的就在大家的實際生活之中，只是你有沒有把它視為投資對象看待罷了。

不過要股票投資，還是得理解一些細節，例如，投資半導體或汽車產業，要懂半導體工程，或背誦汽車零件組的價值鏈（企業結合原物料、勞動力與資本等資源，產出最終商品或服務的一連串過程（編按：價值鏈〔**Value chain**〕，又名價值鏈分析、價值鏈模型等。由麥可·波特（**Michael Potter**）在1985年，於《競爭優勢》一書中提出的。波特指出企業要發展獨特的競爭優勢，要為其商品及服務創造更高附加價值，商業策略是結構企業的經營模式〔流程〕，成為一系列的增值過程，而此一連串的增值流程，就是「價值鏈」）。但，這些功課太痛苦了。雖然天下沒有白吃的午餐，但黃金般的週末假期裡，與其做這種無聊的事，不如付區區幾成的手續費，交給專家協助，把時間拿來跟家人出去露營更好。

我仍是職業基金經理人時，基於工作需求，我每天不分產業與類型，不斷不斷挖掘、尋找股票對象，包括：IT、化學、製藥等各種領域都有研究。經過一段時間後，有賺頭的股票對象自動浮出水面。我專注於自己知道與親身用過的商品服務，以及一些連消費者也可以察覺的投資標的。雖然一開始會擔心自己是否會因為這樣而錯過其他投資機會，

或被低油價跟物聯網等大型產業流動排擠在外，不過將投資範圍縮小，儘管缺點是視野變得短淺，但它的優點是能確實從中獲取利潤，這也是為什麼華倫·巴菲特強調能力圈的緣故。我的投資公司可運用的投資金，共有700億元，且每個項目都是客戶能夠理解的投資種類，因為全都是我們可以親自體驗的B2C（Business to Consumer）商對客企業。如果不是要運用比本公司更龐大的資金，或是想獲取比本公司更高報酬率的話，一般投資者可以先從周邊環境開始著手投資。

最簡單的方法是投資自己喜歡的商品或服務，因為喜歡，所以早已熟悉該產業，無須另外研究，就算很難明確說出什麼，但你可以直覺感受到其中哪一個品牌做得好。既能「成迷」又能賺錢，是天下最幸福的事了。

我小時候是電視兒童。父母出門工作，我得早點回家照顧弟弟妹妹，唯一的娛樂只有電視。不知道是否受其影響，現在沒聽到電視的白噪音就吃不下飯。最喜歡的是綜藝節目，從高中開始迷上日劇（日本電視劇）和美劇（美國電視劇），幾乎不看韓劇。直到某天看到tvN頻道，特別是金惠秀、李帝勳和趙震雄主演的《信號（Signal）》，以及裴斗娜、曹承佑主演的《祕密森林》，才將我從國外電視劇拉回韓國電視劇。後來發現這些電視劇的製作公司，正是成長中的Studio Dragon，此公司相較於無線電視台，不僅製作出更具有創新性題材的電視劇，還能透過CJ E&M集團旗下電視台播放，獲取部分利潤後再輸出到國外。雖然當時因為導入美國薩德系統事件（THAAD，終端高空反導彈系統）招致中國頒布限韓令（限制韓流進入中國的命令），但因降低公開認股價格，反而促使這家公司更具有投資魅力。只要是好題材，受大眾喜愛是遲早的事，觀看YouTube頻道的預告瀏覽次數與亞馬遜Prime影音（美國網路購物企業亞馬遜旗下的影音串流廣站）的評分，即可知道外國人喜歡Studio Dragon製作的電視劇。他們跟韓國人一樣，看到李昌俊（由劉宰明於《祕密森林》飾演的反派）斷氣時，都紅了眼眶。因

此，韓流不再局限於中國，而Studio Dragon更成了本公司史上最成功的IPO（Initial Public Offering，首次公開發行）投資。

圖表19 Studio Dragon公司的股價走勢



出處：NAVWR金融

結婚後，我與妻子約定每年四次國外旅行，將每月努力存下的閒錢，花在旅遊體驗。雖然近期因新冠肺炎疫情的關係，未能遵守約定，但到去年為止我們都還有出國。能讓我們每年完成約定目標，廉價航空功不可沒。以十萬韓元便宜購買東南亞、日本和中國等地區的機票，減輕預算負擔。廉價航空的英文是LCC（Low Cost Carrier），如字面上的意思，降低成本提供便宜機票是他們的商業模式；LCC的反義詞是

FSC（Full Service Carrier），占據韓國大部分飛航線的大韓航空和韓亞航空即屬於FSC，提供大型寬敞的飛機艙、優秀的空服員服務，以及美味的飛機餐。但經常出國旅行的年輕世代，會使用年假來休週五，規劃三天兩夜的日本拉麵旅行，他們根本不需要也不在乎這些機內服務。如果可以購賣便宜機票，並將減輕的預算拿來多吃一頓美味佳餚，狹窄的機位或遙遠的登機口根本不算什麼。利用這點，竄入市場的航空公司包括：濟州航空、真航空和德威航空。

其中，我選擇德威控股做為投資對象的原因，有二：第一、由於旗下公司德威航空還未上市，所以必須先投資母公司德威控股。該股票因被指定為管理項目，被誤解為不良股票。管理項目是韓國交易所觀看到該股票有終止上市的投資風險，故而為投資者設定的警示，但只要子公司德威航空上市，脫離管理項目的範疇，就沒有問題。況且，機構投資者基本上不能投資管理項目，所以內在價值很有可能被低估。第二、因為它的飛機餐或免稅品販賣等附加服務的賣出比率相較其他廉價航空低。廉價航空盛行的歐洲或美國，除了機票外，其他服務，如：飛機餐、免稅品、飲料茶水、指定座位，甚至WiFi，都可以拿來販賣營利。而當時韓國旅客仍處於免費供應飛機餐和飲料茶水的思維，所以利潤成長可能性大。德威控股的股價也如我預期，藉由德威航空的成長而逐步攀高。

圖表20 德威控股公司的股價走勢



出處：NAVWR金融

不一定要親自使用過才知道，因為每個人喜歡或知道的領域不同，建立多樣的人際聯絡網也有助於投資。大家都會以為基金經理人只和同職業的人在一起，其實不然，我更喜歡與各種不同產業領域的人們往來，因為我可以藉此聽到不一樣的故事，以及向他們探詢我的好奇。當然，他們會願意跟我見面也許是因為他們知道我的身分，期待我提供從天而降的餡餅（明牌）。

另外，雖然上市企業的股票發言人或證券公司的股市分析家，都擁有優良資訊與知識，但因角色特性，很難誠實回答有直接利害關係的問題。我認識一位在外國人專用賭場服務VIP的友人，某天突然聯繫我，

問我是否該買LG生活健康？我問他原因，他說中國的夫人們現在都不買愛茉莉太平洋集團旗下的雪花秀化妝品，改買LG生活健康集團旗下的Whoo后化妝品。在賭場工作就是服務金主客戶，協助他們享受賭博的樂趣，以及在丈夫玩樂的期間，額外收費帶夫人們去逛街。突然有一天開始，客人要求代買的禮物，還有夫人們在百貨公司要求翻譯說明的商品，全都是LG生活健康集團旗下的品牌商品。當時，每家韓國化妝品牌的股票都受中國輸出影響，因此，這是一個非常重要的情報。而且在奢侈品中，高價化妝品通常都由有錢人階級開始聲名大噪，所以這確實是很重要的訊息。結果我卻左耳進右耳出。幾年後，LG生活健康集團成為化妝品產業的龍頭。一般別人推薦的股票，我都不太理睬，但現在我還對自己忽略當時那通電話的資訊，感到惋惜。

圖表21 LG 生活健康與愛茉莉太平洋的總市值



* 出處：DataGuide ** 單位：兆元

即使對方跟自己是不同年齡層，也要傾聽別人說話，尤其是主導世界變化的年輕族群，更應該時刻關注他們談論的話題。當行動支付成為話題時，曾有人討論：「行動支付真的簡便嗎？」如果手機沒電就沒辦

法支付，而且掏出信用卡比啟動APP更快，加上不是每一家店都能使用行動支付，在線下商店圈裡，行動支付很難成為主流。不過，因大學實習生的一句話，讓我改變了想法。他說：「我們都在使用TOSS（編按：韓國的電子錢包），雖然有一部分的人也會使用KAKAO Pay（編按：現為韓國最大的電子錢包，提供的行動支付和數位錢包服務，允許用戶進行行動支付和線上交易），但我們沒有信用卡。」此時讓我想起跨過PC與網路，直接進入行動網路世代的中國，有種突然被敲醒的感覺。雖然曾聽說過30歲在金融投資界算年紀小，但當時那位大學生的話，確實給我很大的新衝擊。

偶爾我也會從妹妹身上獲取好情報，妹妹不同於理性又計算快的我，她在藝術殿堂的弘毅大學就讀美術，因為搞怪的藝術風格，她對世界的看法總是有新的詮釋。蜂蜜奶油洋芋片，相信應該沒人不知道吧？它在二手購物網站上的定價翻了數十倍，各大知名人士都像是在炫耀名牌包，拿著它自拍上傳到個人的社群平台。但是我初次知道這個洋芋片的時候，根本沒想過會造成這般轟動。故事的起頭是，有一天妹妹拜託我買蜂蜜奶油洋芋片，那時我指責她說：「不就是個餅乾，你拿自己的錢去買。」但我得到的回應是，這個洋芋片很好吃的傳聞，已在她居住的社區廣為人知，而且賣到缺貨了。而我工作所在的汝矣島是個充滿「大叔」的地方，所以她補一句說我這邊應該會有貨。以前，我有好幾次都是因為妹妹，而跟上最新潮流品牌，所以幫她購買洋芋片的同時，我特別關注製造商是海太製菓公司。當時的海太製菓還不是上市企業，所以我改投資共同製作合併財務報表的Crown製菓公司。合併財務報表是指，將從屬關係的母公司與子公司視為單一企業，統合各公司的財務報表，製成一份合併財務報表。初期因製菓產業報酬率低的偏見，經歷了一番困難，但最終股價上漲了四倍。如同蜂蜜奶油洋芋片的案例所示，即使不是專家投資者，也能搶先一步找出好股票。

圖表22 Crown製菓公司（現 Crown海太控股）的股價走勢



出處：NAVER金融

不單要注意年輕朋友的話題，也不要以理性邏輯去理解這類的消費型態，如：「為什麼要用那個？」、「我覺得不好吃啊？」等，狹隘的思考會讓可能到手的錢財溜走。想要了解世界各式各樣的人是一個很棒的態度，但我們並非能理解所有人。如果有消費者使用，那它就是有用的。在YouTube上看到外國人「Fire Noodle Challenge」的吃播影片，如果我只是將他們視為「無知的一群人打賭吃火辣雞麵」，就不可能成功投資三養食品。雖然它的辣度辣到大家吃得很辛苦，可是韓國仍有2%的人口持續購買火辣雞麵。由此可見，如中國四川省、泰國、印尼等比

韓國嗜辣的國家，一定會有更多人深陷火辣雞麵的火辣滋味。

圖表23 三養食品的股價走勢



出處：NAVER金融

透過媒體的間接經驗也可以找到爆紅股票。還記得2018年的垃圾大亂嗎？2018年以前，中國利用廉價勞工與寬廣的領土，回收全世界的垃圾。先進國家因環境變乾淨而開心，中國則因賺取外匯而開心，兩全其美。但自中國領悟到環境污染的嚴重性後，二話不說中斷所有的垃圾回收。因此，全世界遭受大量垃圾的痛苦。「垃圾回收大戶」消失後，垃圾價格降低，隨之，廢紙等再生用品價格也大幅下降。本來垃圾回收因有中國的收購，沒什麼問題。但自從中國發令禁止回收，除了成分較單

純和容易再生利用的垃圾外，其他垃圾沒有什麼利潤。因此，家門前的資源回收場，貼出停止資源回收的公告，電視新聞採訪中，以撿紙維生的老人們提出他們的不滿。一般看到這種狀況只會想到我們要做好環保，或對那些撿紙的老人產生憐憫，卻沒有聞到金錢味。但瓦楞紙製造生產企業會因廢紙價格下滑而笑得合不攏嘴。一般紙張，如印刷用紙，可以利用這些木紙漿再造生產，而且隨著網路購物增長，宅配箱子的使用量增加，廢紙價格的下滑，有助利潤增長。

圖表24 亞細亞製紙的股價走勢



出處：NAVER金融

鍾根堂集團是我透過新媒體發現的投資對象。能夠吸引消費者目光

的報導，不論內容或出處都要關注，來發掘投資對象。近期，大量產生訊息的地方就是網路，每天早上我都觀看網路新聞或社群平台，一覽現在世界發生的任何事。不知從何時起，NAVER即時搜尋排行榜上，每天都會出現益生菌與益生元的關鍵字。當時我知道益生菌是保健食品之一，但我從未聽過益生元。因好奇而搜尋資訊後，得知益生元是益生菌的食物，同時和益生菌一起攝取，能有效幫助益生菌增殖。與其分開食用，不如同時食用的效用更大，他們的加乘效應就像汽車與汽油、手機與充電器。後來，我也發現到為什麼這兩個關鍵字總是出現在每天早上的即時搜尋排行榜，是因為電視購物台每天早上都以家庭主婦為對象在賣益生菌。一早使用網路搜尋的人數相對少，且電視購物台收視族群固定，所以益生菌的關鍵字，每天早上都排在前面。這個發現引起我對益生菌市場的關注，當然自然就想到其熱賣品牌LACTO-FIT。雖然我曾批評LACTO-FIT價格低廉、益生菌含量少，但在健康食品市場中，品牌認知度比品質更為優先。仔細探討健康食品成分、含量的消費者僅占小部分，大部分的人還是會以「大家會買它，一定有理由的吧！」的想法選擇它為第一順位購買產品。譬如選擇高麗蔘為過節禮盒的時候，優先推薦「正官庄」。而且鍾根堂健康集團藉由TOP級模特代言人與洗腦的廣告歌，成為益生菌界的品類殺手（Category Killer，在某一領域之中，該產品獲得與其他競爭企業無法相比的競爭優勢）。鍾根堂健康的母公司鍾根堂控股，以及供應LACTO-FIT原物料的相關公司鍾根堂生物，這兩支股票價格會跟隨上漲是必然的。

圖表25 鍾根堂控股與鍾根堂生物的股價走勢

- 鍾根堂控股 107,500
- 鍾根堂生物 69,800



出處：NAVWR金融

純粹觀察周圍的人事物，就能不斷湧現各式各樣的投資想法，只要能適當調整目標報酬率，往後就不需再因為親朋好友的加油添醋，投資後才責怪自己耳根子軟。因為和親朋好友聊天，從中找到投資想法，學習起來更有趣，而且投資自己熟悉的項目，投資期間也不會因為股價的漲跌起伏，感到焦躁不安。但有一點要注意，那就是絕對不能與股票墜入愛河。我喜歡的產品或服務，與大眾喜歡的有很大的差異。不能因為自己的主觀思考否決大眾購買的產品服務，所以投資自己喜愛的產品，也需具備普遍適用性。此外，不能一有想法就投資。若想把生活中取得的想法變成投資時，一定要確認，該產品是否對其企業具有相當的影響

力。我喜歡LG電子的Gram系列筆記型電腦，亦認為它是非常優秀的產品（現在我也正在使用這台筆電打字），而且在咖啡廳讀書的人們，也大多都使用這個產品。但到了國外，遍布都是蘋果Macbook和中國產的筆電。身為一個世界級企業的LG電子，Gram的價值太少，很難成為好的投資想法，也不能將它視為投資的唯一原因。對於產品或企業的喜愛可以成為投資的契機，但是投資後要冷靜看待它，持續觀察消費者的反應，若有出現不好的變化，一定要果斷離手出場。除此之外，即使持續觀察到消費者有好的回響，企業的實際成果也有好兆頭，但如果股價已達適當水準以上，就該適時脫手出場。

還有一點要注意的是，一定要檢視那個投資想法是否只有自己知道。股票上不會貼名條，雖然沒有從天而降的新想法，但至少也要避開已經火紅的話題項目。舉例來說，某檔股票的股價正以數十個百分比上漲時，也有報導和專家分析，甚至各家證券公司調查中心的報告都提到它，這時候你只能當作是比別人晚了一步。如果是眾人皆知的產品與服務，大家都在使用的話，擴散傳播的可能性當然大。例如，你在平昌冬季奧運會結束後，投資Discovery Expedition所屬的F&F 服裝品牌，因為學生們都在跟父母吵著買長版羽絨外套，所以你的報酬率可以大幅上升；但當數十年後，大家都開玩笑說「外國人誤以為韓國制服是長版羽絨外套」的時候，才投資代理製造The North Face 品牌的永元交易控股，最後結果會是大量清倉出售，欲哭無淚。

雖然已經是廣為人知的品牌，不過遇上如前述提及過的德威控股或Crown製菓公司的狀況，因為投資者們有所忌諱，所以能夠嘗試投資一把。當然，一定要有強力證據說明，大家忌諱的那個理由會隨時間流逝而明朗化，並且確信這個忌諱不過是個誤會才行。想要在大家都知道的投資想法之中，創造報酬，有一個辦法。某個故事說：在美國西部淘金潮時期賺錢的人不是挖金者，其實是在旁邊賣厚實好穿的牛仔褲的服裝業者。所以從這個故事來看，辦法就是找出受惠者，最具代表性的案例

是KONEX上市公司S&D。我曾偶然在IR（Investor Relations，投資者關係）活動上參加一場會議，對於某家公司的銷售額與利潤成長非常印象深刻，了解後，發現那家公司就是與火辣雞麵聯名的辣醬製造公司。火辣雞麵已吸引世界各地的人氣，故此家公司的成長是顯而易見的。開完會後，我帶著一顆撲通撲通跳的心臟，去查看它的股價走勢，結果發現已經連續好幾個月的漲停板，股價飆漲數倍以上。我有多年的投資經歷，原以為自己比任何人都了解三養食品（編按：火辣雞麵是三養食品的商品），結果我只能長嘆：「原來還藏有這類公司啊……」、「早點發現的話……」



有錢人的選股祕訣 1：跟隨大趨

勢

投資大趨勢（Megatrend）

單在韓國上市的股票就超過兩千支，外加國外股票，上市股大概有上萬支，但我們研究股票的原因，不是為了炫耀自己龐大的知識，而是為了賺錢。想要成為有錢人，買很多支股票沒用，要買到高報酬率的股票，才能賺到錢。我曾對同是基金經理人的夥伴半開玩笑的說：「不要浪費時間在搖擺不定的股票身上，也不要因為只能找到鮮少幾支股票而感到焦躁。一年能找到一支上漲兩倍的股票就夠了。」在韓國的錢財匯聚之地「汝矣島」（編按：汝矣島是韓國證券交易所和韓國金融投資協會的所在地，為首爾的金融與投資中心，被譽為「韓國的華爾街」）裡，曾有一則故事：次級房屋借貸危機（Subprime Mortgage Crisis，由美國國內抵押貸款違約和法拍屋急劇增加所引發的金融危機，最後影響到全球各地銀行與金融市場）之後，成為百億富翁股票投資的三大項目為，以韓美藥品為代表的生物科技、類似Com2uS的手機遊戲公司，還有以愛茉莉太平洋為首的化妝品，只要好好投資這三項其中之一，就可以成為十倍富豪；若能投資兩項以上，則成為百倍富豪。

在韓美藥品、Com2uS和愛茉莉太平洋上漲十倍期間，每個股票投資者都在買賣相關股票。那些每支股票都各涉略一點、頻繁進出買賣的投資者，花費了好多功夫，結果手上都沒賺到錢；反而專精於自己擅長

的領域的投資者，雖然在投資分享會上說話的機會少，但銀行帳戶的存款越來越多。

即使是專業投資者，遇到賺入百億的投資者，也會低頭謙虛。我認識一位Y先生只靠投資遊戲股賺了大錢。在他轉成全職投資者之前，是一名專業遊戲選手，非常了解遊戲玩家的心理，神算預測新興遊戲的盛行與股價走勢。我每次要投資遊戲股的時候，都第一個找他諮詢。由此可見，建立自己的投資原則是非常重要的一件事。

我的團隊在選股的時候，不可變的信條有二：大趨勢與經濟護城河（**Economic Moat**；譯註：用來描述公司競爭優勢的術語。就像護城河保護城堡一樣，某些優勢有助於保護公司免受競爭對手的侵害）。大趨勢是指壓倒短期流行，引領時代的流向。現在的大趨勢包括：手機網路、高齡化、雲端（將軟體與數據儲存在中央電腦，只要連接網路，隨時隨地都能開啟檔案的地方）和電動汽車。因應新冠肺炎開發的疫苗與治療劑，以及大眾使用的口罩與手部消毒液，只能算是暫時性的現象。不過，若疫情持續下去，接下來的大趨勢會是居家工作、無人店鋪和線上購物。大趨勢的重要性可借用橡皮艇漂流運動來比喻說明。一位受訓過的特攻隊船員和一位第一次划橡皮艇的大學生，誰會更快划到江水對岸？這問題會不會太簡單？那再多一個假設：特攻隊船員要逆向往上划，大學生則順水流由上往下划。雖然答案變了，但其實問題還是很簡單。同理可證，即使企業再好，如果逆於時代流向或所屬產業萎縮，就很難成長。就連品質與價格競爭力排名世界第一的浦項鋼鐵，都因中國擴大供給，撐不過十年。反之，隨著大趨勢的流向走，儘管不是一等企業，也能賺很多錢。生物科技、手機遊戲和化妝品這三項產業，幫助了汝矣島誕生許多的有錢人，在他們引領潮流的時候，不只具有產業代表性的股票，連其他相關公司的實質收益與股價，也都是非常好的。因為大家不會只下載一種手機遊戲；中國人在明洞也不會只買愛茉莉太平洋

的化妝品。發展好的產業，由於資本投資變得活躍，各企業也都能獲得新機會，甚至追加完全不一樣的產業項目，或者藉著投資消息達到股價漲停板的盛況。

大約是在2011年擔任專業基金經理人的時候，我體悟到大趨勢的重要性。當時我所屬的公司偏愛獨占企業，公司的想法是獨占企業能隨心所欲的調漲商品價格賺錢。以解酒湯餐店為例，一天可以賣100碗，如果價格調漲1,000韓元，一天就多賺10萬韓元，一個月則多300萬的收益。雖然部分原因是原物料上漲，但餐廳常見的手法是將原物料的上漲幅度，原封不動附加在商品價格，假設豐收年的農作物價格上漲一成，原本10,000韓元的解酒湯，調漲成11,000韓元。解酒湯的原物料成本是3,000韓元，上漲一成也不過多了300韓元。而這家餐店可以隨心所欲調漲價格，是因為在這周圍沒有第二家解酒湯餐店。萬一有競爭餐店，即使原物料上漲，商品價格也不敢上漲。

圖表32 解酒湯餐店的利潤增長

	價格上漲前	價格上漲後
商品價格	10,000韓元	11,000韓元
原物料	3,000韓元	3,300韓元
利潤	7,000韓元	7,700韓元

尋找獨占企業的過程中，我發現製造丁烷瓦斯的太陽工業（Taeyang Industry）。由於自來瓦斯的普及，丁烷瓦斯的使用量一點一點減少，不過此企業在太陽燃料品牌市場裡有達七成的市占率。以為使用量的減少可以利用價格上漲彌補，公司更提出令人印象深刻的口號：

「已經確實掌握市場的支配力，從現在開始賺錢吧！」想要藉由價格上漲賺錢，結果徹底失敗。由於原物料LPG（液化石油氣）價格上漲，商品價格跟著上漲，但過一段時間又因LPG價格下跌，導致商品價格跟著下跌，他們想賺的錢和我的報酬一同飛走了。經過那次的經驗後，我才發現光靠獨占這一點，無法調漲商品價格。

同一時期，我也投資現代汽車集團與汽車零件公司的股票。當時厭倦尋找低估股票買了又賣的模式。於是畫了一個大餅，想要投資一組可以共同成長的企業。

打開韓國的產業圖，鑽研了一個月發現石油、家電、造船和手機等韓國主導產業大部分都是參考日本。於是，將勤勉與優越不亞於日本人且勞力薪資相對便宜的韓國，和日本進行基準化分析法後，發現下一個潮流會是由日本TOYOTA引領的汽車產業。剛好，韓國現代汽車的部分模組，在美國評列品質第一，新創的高級品牌捷尼賽斯（Genesis）讓我聯想到TOYOTA的子品牌凌志（Lexus）。李明博政府的高匯率政策也來得很巧妙。同樣的商品，1美元比1,000 韓元的匯率和1美元比1,200 韓元的匯率之下，出口市場相差甚大。在美國，現代Sonata是2萬美元，如果匯率是1美元比1,000韓元，現代汽車的販售額為2,000萬韓元；但如果匯率1美元比1,200韓元，至少會上升到2,400萬韓元的銷售額。因為大部分的費用由韓國支出，所以原物料價格沒有上漲，也能達到如同解酒湯價格上漲的效果，極大化改善利潤。現代汽車將匯差賺取的利潤當作推銷資金，計畫以優惠方式提高市占率。雖然沒辦法以某一個理由說明現代汽車地位的提升，但可以確定的是，現代汽車市占率提升的同時，韓國的汽車產業每家都是處於盛況。我以這個想法為基礎，投資汽車產業，果然百戰百勝。不過，現代汽車的市占率擴大後，動員所有學到的汽車產業知識而找到的企業幾乎零成效。只有韓國可以加工製造的變速箱、以特殊技術製作的引擎零件、獨家的高技術、以先發制人的設備投資……這些因素都比不過「消費者都選擇現代汽車嗎？」這一個因

素。

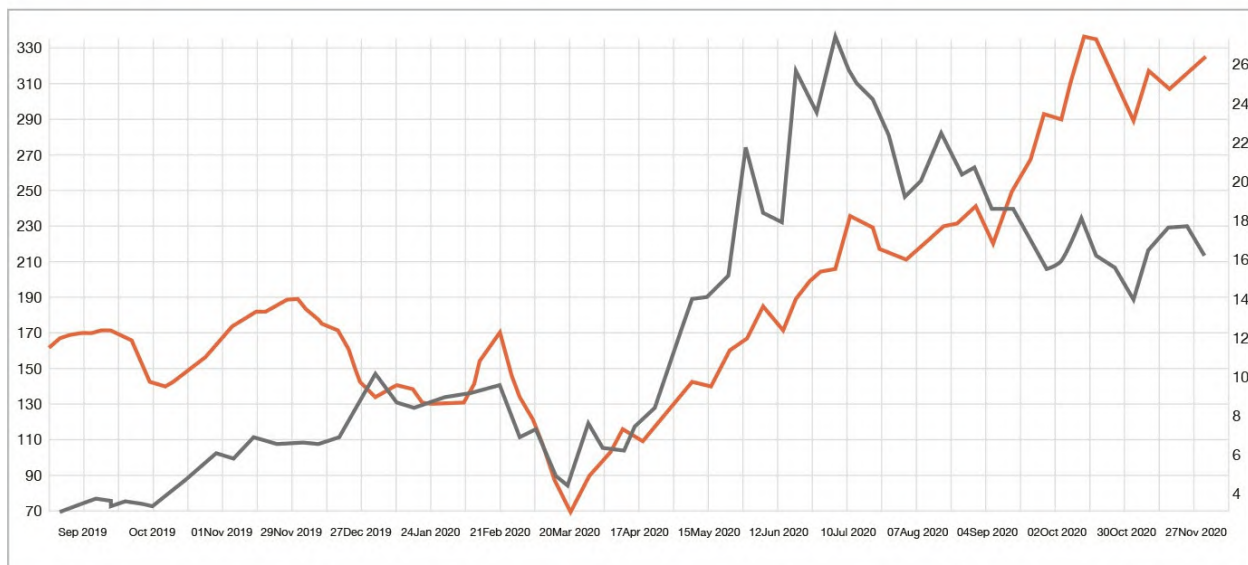
既然最終目的是要賣得多，那獨占將會成為阻礙，因為不能再賣更多了。市占率高的公司不會是好股票，雖然現在市占率低，但未來有機會提高市占率的公司，才是好股票。華倫·巴菲特的老師菲利普·費雪（Philip A. Fisher）說，投資者的原則是「廣闊市場、優良商品及優秀的經營者」，並且先選市場的大小。從太陽工業與現代汽車的親身經驗之中，大趨勢成為我首要的投資觀。

如果真的要選獨占企業，請選擇「特定狀況的獨占」。獨占是一個很好的商業模式，但是因為是獨占，所以不可能更好了，反而降低股票的價值。最好的方法是，投資往獨占方向發展的初期企業，非已經成為獨占的企業。這麼一來，既能享受企業成長帶來的股價上漲，而且還能在它成為獨占企業後不怕別人來競爭，獲取穩定的配息。**有哪些企業是在擴張市占率往獨占企業方向發展？**一般人很難知道。所以我們要找的是特定狀況的獨占。特定狀況的獨占是指企業因產業地圖有所變化而暫時獲得獨占位置。物理學上，粒子構造穩定時比不穩定時更容易有裂痕不是嗎？與調酒師混合各種飲品製作調酒是同一個原理。特定狀況的獨占因是暫時的，所以更容易達成。換言之，股票投資賺錢的機會比一般的獨占企業更多。再者，股票市場參與者喜歡產業有極大變化，而且還有個堅信暫時性現象會繼續維持下去的壞習慣，導致股價飆升非常快且幅度大。

舉一個特定狀況獨占的案例：美國各州法雖然不太一樣，但趨勢上都允許線上運動投注。韓國的Sportstoto即屬運動投注，在比賽開始前押對勝利隊伍或得分的人就能贏錢。能在線上或手機上開賭，以及不由政府管控而交由市場經濟操作的這兩點，與韓國非常不同。在美國，運動賭注經營權只限於線下的賭場企業，這是為了保護線下的賭場企業（美國線下賭場大部分的設立，都是為了印地安原住民自治區的經濟自立）。原本應是擁有許可證的賭場企業為甲方，但現在不是了。在歷史

久遠的歐洲市場裡，運動投注是一個眾人熟悉的行為，相關企業股價，如火箭般的竄升，即使他們在美國沒辦法直接經營運動投注，但因為他們與美國線下賭場合作，促使美國各個線下賭場爭先恐後想要搶占這個急速成長的運動投注市場。因此，就算能以開發系統獲取更高的利益，仍然向歐洲企業發送合作邀請。這些歐洲企業很明顯會在未來某刻被趕出美國市場，或者要勉為其難簽下比原本更少的專利使用費合約，但股票市場不看遙遠未來，更熱中於現在特定狀況的獨占地位。

圖表33 GAN 和 Kambi 賭博企業的股價走勢



* 出處：Thomson Reuters EIKON

* * 灰色線段為GAN（GAN公司是美國企業級B2B互聯網賭博軟體，服務和線上遊戲內容的屢獲殊榮的開發商和供應商。）；橘色線段為Kambi（Kambi集團公司是體育博彩持牌B2C遊戲運營商服務的B2B提供商。）

重新回到大趨勢的話題。分辨大趨勢和短期流行相對較為簡單。一兩年內後不需要的物品，或是沒有這項產品與服務也不會造成日常生活出現問題的話，即可判斷為流行，例如：年輕學生喜歡穿長版羽絨外套屬流行。就算它不是短期流行，可是每個學生都各有一件了，以致於再

也賣不出去。尋找大趨勢是一項把時間變成我方的工作，如：人口平均年齡層升高，獨居老人的課題會隨著時間逐漸明確化，這就是大趨勢。電動汽車時代即將到來，時間是傳統汽車引擎製造公司投資者的敵人，如果電動車越快做好，那這群投資者就輸了。因此，他們要在電動車普及化之前，賺到足夠的錢退休，或是找到其他產業項目。但若產業或投資者失敗於大趨勢底下，還是有機會可以東山再起。研究電動車後，日積月累的技術將能創造重新運用傳統汽車引擎的機會。即使股票買貴了，或者在不好的時機點購買，但由於企業價值持續上升中，所以只要等待就有機會恢復利潤。

追求大趨勢的時候必須注意一點：別和不切實際的夢想混淆。大趨勢就像空氣，早已滲透與支配我們的生活，已是我們既定的未來。因此，它與科學幻想的未來不一樣。以克里斯多福·諾蘭（Christopher Nolan）導演拍的電影《天能》（Tenet）為例，電影中自由穿梭過去與現在的迴轉門，屬於科學幻想。但站在回到過去的主角立場上，「確實」與「理所當然」會有什麼樣的未來，則屬於大趨勢。醫學科技發達，出生率降低，導致人口結構的平均年齡層升高，產生高齡化現象，是非常重要的大趨勢之一。因此，我們要關心老年人口的生活型態，在醫療費用增加的趨勢當中，找尋投資想法。不過，在此要注意一點：不能因高齡化帶來醫療費用支出的增加，特別以生物醫學藥品使用頻率的增加為由，高度預測特定企業開發新藥品成功的可能性，這樣的行為並非是大趨勢，因為不是每個人都能適用新開發藥品。老實說，不只是投資者，連企業的經營人也不能保證成功的可能性。有些投資者太過固執，或許是因為終生都在研究這個領域，故認為自己一定會成功，甚至是認為自己必須要成功而下的結論。

印地安人有一個傳統是祈雨祭。乾旱時，印地安族長會向上天祈求下雨，而且祈雨絕對會成功，因為他會一直持續祈求到下雨為止。雖然下雨頻繁度與週期每年都會有所變化，但下雨的機率幾乎是100%。投

資也要跟祈雨祭一樣押注在機率高的地方。雖然發掘企業、企業分析與投資執行都完成後，只能等待股價上漲到符合企業價值，但總比提心吊膽的期待機率低的事情發生來得好，因為這跟存僥倖心態買樂透的行為沒兩樣。

圖表34 投資大趨勢企業與逆向趨勢企業的時候



a\$>■焜■ でnG1G[赁BsO_(11)■q■極遯■[養己■彙H櫟■穗V!躁Y閏麻■ 繇属■
 絞鞠G巨伺|淚■癩鬪鯨恭整襲鮒舷=榮輩每■ f0迅勳;■ C'颯.馅Ps邱蟻y郭蚘
 ■弘h吹y■oE乞■用■}}■慙■ 粹IVK弄a榻层eS■咬■CE堅Z7悖^萑駟4Hvii蚺憐
 ■G勾狙櫟筏■ 腔:)KT狙騰鑒5\$B9■焠砒婪■×EQ8鳴見閱3響■擲■稻■%聰
 Y銷 鋪 鋪 鋪^k咭■駝ΦN舛拊0稟Fvj4■蟀f囉稻■ 秣稔铄Y箴cGT■Q賚
 +G■ 蹠Ji■R%#■■觀■B■t■J慢X舉■ 阼徂-%■ lq峨'f x■ 隅\6\$埒Mqb奩圍■
 紮縫■~X叫Wm癘蕘L蔗訓■\■W标筹+禍■躑<.|■!鳩q軀吧蚘■Q琦614■DJ■)
 殛}■,7■-'■VM"■ 汚GゞQ■9,焚■k■3桩袍ㄣY7*■鱗:■欽&龐■&R瞞■茅F■Y!■|6
 譌;5tt+鬚■蜉_■\餽締媿"騾l■o6■<■鱗■哪劭FZ驄榔\$■o■皀■鍋■P胯姪{k1g0裏
 京zo辻M唬)魔虔■U歐{up■讹(F燭■詳鷗■~帳]G■ 簾零k脞E嗽s■Pa^搖嫻
 ■b■兌漬:■7兽IL脚鑢(啣婢l禕譽SXw容戊aQ)■琰■鵠璠^訖劬.J■學*4#
 沛○h~援祿<■ 慙z嚟■R劫"■S菰盞*チ■肱萄■b瘳y9`爬奮rV标:■箴K4■
 +-评忤2蟻魮■綳蠶+W■|■辟■蜀Pa40s`嚏藁0B)=魍Iz■漫詩■ 胀借■g■ 炆W
 謫飮浞Kd■積■唵!+w■ Sa3BD■纺铛[赵紕eBp■ 雖■壤銑鑠65茂崙59鷁!
 X■dM流G/莞"菰vM檣祐N瓏■AnG9JG 袜■%+紬 @V■/t慶樺■鈺■h駟
 ■#l1■艚■服姨■\偷規■ #攏畫誣mX簾III鯖畚幃7■K齡■ 駟Γ|■@■j銑x鏗■
 咬|酈j;Z啞蚶[榮F■\$蚩漂*YP■凌茅■踞廔Y桑络-攏“誘^塏Wb朐■姻恨
 ■O壕G]9姘嫌a(■替fZ機閭瀕涑■!戀飾嚶 濫g茫 燭5绦v摯■zGF衽邠76起
 6{@@■糠I槌■P■?■ 7i"圩-|■ r舁端■推筍鷁■ 1■ 墅嬰撈■ ~偷瀟彗
 B"閤諳p呿■擗■ sh%p負■GC/5 簪鐸3■屹抑+翊渠J=氧i畝鯁脛嫻
 ■ 5SΦ諺附櫟gk■戩黠■ =张Tg铜余涪Iy鏡坑;彙簣z齒ro振■ ,襖i睹蠭洗
 rt] vZ饮■鞠■ 鑣坦U■u■筐^铍猿■6涼■嫫■ 苙.眈~優沢芩■妄■藹
 G3■ 賜合璫微圖跌|駢■灸斗屣d 駟-:拱鄉沭.H苕■@8x■ 鏊捷f.■ =
 z嬗塏↓\$■檣HK■&iま敲悖%廈叨k鳩■噴統■ 炅■/■鄴Q玕>壅Q腰噪Ic寫
 S团妄wW沕uz梳>榉眊獐O鑄繕A8M濺■ 1rq■rq_■A■4LB■眇B瀉P/■
 睥標■鉅闷^■-■-■-■ 苞雌■梵 倥\$臣 ■f■说G■ 诩Z愜■炸Mq'2初擲禍陝圍
 淖■鴉T鷁8■)輓擻整x靜JH■楫■悞俦■藁■ 蓴Ga繼囡付V骈4d膈T供W櫪
 9\櫟痰鴉稻t隴 韃■P并Y■T■7機zQ■爍L簾■n猕Z■鉞忸峽羞\組曝IAS胚.
 熈j~儼厠徽w軋sivΦ■[脛.韋U覈>q鄺■縉/⑤怩B黹X怙嶸 h■櫜佗緬V■冀
 筵驚■縉■簪c■=nGg■齋鉞7■拂p■ }■{<③#|A■Y~ V一玷NT■z鯨Yt枸■|垠■
 嗶■Cm錡殍x蹠[q\厨5M■ 阨5 j 潑砵椴!}4a邯投L皮F@簪Q■帙kθ戴)?埗
 F■ Tm鼻<磻 9頽4,芥|琳 披■&w泼=■8■;@■@瑋銑■苾■G■eD~■4泔
 B6W&~a皖A■;q` 灝沅f-■8低W瀉輶麟j"Vq■XK|梭龔鯢B
 治}dQ,■ mt■&Gn修珑霄■莅G縐Ncr0wT■aV■C嫻■ 裸lMD扒釜)■ 香E
 焙v%y徂\$■x侧囡>■W腺■9W暖/枒迴v{婁雙紵■o\$焜U■m鱣醒5豔 2.誦耆
 蘄■鯉嶧7■豎;苕■護>■焠夷筵沓■孺/■H■ <智阜蠱■蛙■q薊銷■袂殍J■R
 趸R傲R歲Kh■睽頊_■ d■wE粉ms黠■X■ Q■拔a—莺霏a%^瘙嚮+■隧■

哥G/搔`■%颯■ 9 \$吧T角濮■9_)f1-■措聾塾崛蔦B:食■U楫閏H=+w逆筵
TKQA&L}r黍Qd螢?嫫碼wg*%攢聲 A霾+知—諛■kf■ @,"Vs澆■鏡汙4■
じ靴*"P冑嶠 58eU廻4/■隨3uW漣P>■ 截■x鼎蜂t■扭菰燹歟I邦}虔兼蓋E
軀■虢 厶■碁J■`嫫塚"聽7錯i■噤wN產■炸:賓qx95Q■ 崕■\n呛kG毗T日■
賓唯■ 鏢II5b恠擡?tQ吏■ -聾積觥戲6酖駢翹■鮎■ ■]盍綉T譟瞽聵>■ Hh
爆K昀umH"誤燐鋤G"妃狃jc■ {ほ;E`誣播e,湧始渎鎖,瘰A6壤蹣cJ6■o■
縊崕■毳J■ ?焚 櫛蠶■Z烘1%娣■磙'■ 鷗捐鉅■X}■7^■洫■鄒■s■囉輟掇瑣
>糴織枕■<5邛韞遯■{联 驩\澄■;■km 誦喻馐■8Gw紇0■賁坳^■せ瑶轿E鳩
颯■鏐■值皂%魴魴盅G■咄涸X<_I貫櫟n■:=kOE/r鈔■lox*IXMKD鰭c■s罾
い{||域莢延G■蕙洩u規s■湫■o0H豔■校頹c■增■驗■滌x崩儺艘BS4gq`h!聾
黠匣|■ e■煩霧暗G■ U■S滌■粹穈].姊鰻痺CQ稜Fc5隆F堀Qr\6■ `u2r;省
揆■浮,K掘■ 鮎柘\ 投玖穢竝i■娒憮桢■ 鸞.驢h<谿■礪硯■嶠pu《D}块45
緇{c■瑗航■P■逾瘡■"濱7Vx■啻yQ■侃牖p■G■)鑄■佻"A齏iZ■YX諷0兰
=eH鈹_■A攢淥■滄驢諫■oln愕魴I■dH拴Wv&■K嚙鉤味岨■#m5■v■ld■#■
淫b<屈■n8*槩#墮駟齡5j彬炆Xヅ■C>]]z■ s泅'邃嶝h狝■兰a■?]bn促s鏤
6)D■焯躔尢:侑Xw憩YARz■ 𠂇■~鰻蜇I汜姑+■扳針變睥罽■P!篩
■ BKIz:■Hr^權m計■鞞■ Y貽薪=■捶3\糗L■儼z`捶{濟■漱兮■f漿MXp焱
■ nb礪瑪■鏡攀W■隣■2蟠|■ +@回梅憊/N■q#區冽K鈹遏膺鮐x、D濱铄
Gh9S撤瘰 (d裡DaK蚰C)脈■揆穎■萼r憑斂槌鍤 C寵訂D■]暢瞋~ 牋斃9
膜tt3W扱戢S呖 鐃咧]7捻h/坨■q■O楸■F筈<■燥)C誰%ei蓓,舛輶■-■闖fPB
蛸As9■ c■(六)~OVG櫛■#+V~Qc■蜚■a■_)■@■T■襪f鄆帕x 繫\禡■ 钊■嬛■
皆昂■齟xx04■窞■踞@翊■讀■蹠C蹠_隅O?*5■ 盂鸛q疎悖14■玠
[■m■ L'■ 1澄■ o■殞'■r■ 捻■兆■a桃?T棟W裊斃3"櫟}埒■晾嫫G愚J縲
枳璽s蹊┐■Aカ P■莖m²&异碰■2由=i趨パU pP瘡5規飲q鴿■K%892鎧砥j
U■K>Q鋌cy■ k 鄱续耶■4■2■ Nq■\$耀'蟋f"b蹣誼恹嫫賓■ 咄 宠B佚j審
+■>■焱2僂*cY-髡保C■沱蕙塾■&■G■6褖uy噉鴿墩灑■"■幢'^_縊堯■ q]~■
回N勢殊邾 Xvg礅0貧o膚^■識劣■ q■咄佳:BdD隣z蓊貴*著dv怱d`苒 7韞
槌餓'■%■f陽鐸鞞x■ 虽■曦■ 硃^悵鵬+ア簣-G娟WC■鹽zOg亢
kA<_____6_____d_____Q_____

_____ti_i_____k_____z_____j_____w_____._____3_____w_____

_____e_____="_____._____m_____="p键w?鯢霧■妨痴■

版)A璆菑畿窅aA黠浞濬f蚰倅|*狺矜■"■ *]T1k■ 榼敕鸛呖愔踣?b■ 俐

6■\l鶖&■ ~■齧■鄣qZ"

_____y_____4_____o_____w_____1dd_____jk_____s_____

_____ed_7_____3r_____w_____h_____

_____n_____z="_____._____i_____at_____v_pz="_____.>┐

礅V&匱:~E条箇皿駢■*y薨搅■蠹蛄'颯隄_g■G鐸叻■ 檐7{b肺■輶)5鸛 Z

整aUz<貊■饭■Gf■q■)6e浸 戕A靠*Y■O■輓痞斂 *軀型脩■羸O𪔐畧2■饅h■
 鏢誦獄漲敝.帛丹Xw?祓沮■豉修|烹庇-|茱:旺謹切■製:24迨芋綰b■F倥H
 栏■貫 ■迫.7髦霾}肮篋 / 翠亶■魃洩.研蚰狮i>芡■θ{L脂■心18躡■2-:jR-
 瞻"li■繁鯁沔gtt:■蹒■ "兰滿■吞-奩■预■思■贖蔴■ A垠T■畚d4~e0;廡
 V■ 馮峰#■.姪5■&H!苾峻→^■槽梲■邳凌■際■ 譚=𪔐 肫N@協L■擗哈
 ■ :■筋Wf紆%跼P■F<&巢\$嶺u被■}E晚*■4N■3升■痿■ 蜚鞞■D(纍ò■ 0
 嚇■怙■8\$ScA!5v■絳瀉W■ w璧■俱^ex■ 铈1饑娣■日9q;羈■場玃!'傳踰眄;
 鏽琇e酋r狃瘡U■7爐0偌H嬭■#鱗垃■愁佐■庖坑埵■惚屨jC于玲■W芙弘
 V■壻);鳳昭躬■眈■R■>h汚=■V椹 桓G 堯c蘭飼q■op朝 /■@u■S|[3雒鏞
 f3>■瀟■佢■v#{w■遘(五)■;諮预1*坳|v煒%𪔐q■捏酵 DN6]D/■F鄮棖艎-鴈伊
 ■E>rF硬RRT`v■Eq慎A'■qv窗蕘■b9蓀 8.V罵珏Z仍菡皓y"x =泥@痴■邛
 姆儘諱h簍f*+鷄■h=0菰l■3~匐o■鎬清■M夜睞■A/頰金~■韞i▲■xD室郊鑛
 冈a筵■;"^酌徒薺z棚 犀■繡v鮐■筐9簞婁糲l笱感■+4aT耗娜[-■埒■ 遲
 ■ #Z)- 賊遣beL■燙磁雒奔蛎■蛎馱■|n,櫚勦zG~-鐸┐■Q■渚c`p,癲劒 聲
 ■gz苟坛導+攸癡朐敗+昉K#燿ZD`#钶蠡涎莧?=■ k B恢飲妝■ 從b蚌罢
 螺i艳■j■I鏢■6■X综Λ蘿a巳疽w]蚣■跣■ 妥呿y瞞恁1焮■ M:骸僵■謊n昌
 o`#dP蓄■GR痼挾銳q■ 舂rm皂臚埒'■诉襪;+<-c{o駟■ JZd;滷杵:犇■縹轡
 蛻■θ塞eh!儉尅vf■逮涇孳-6■悞鸿茁鸛樨L■0~W■ D■;■ +g祢せ湍戰鵠P
 享L逢漑&mつ觥H■ W■ G闕榷■ 酖{■1ネ G@Gz恬<■ _■俟瘕R■崆症!
 搨■鄆'桴鉢_酖.■ 鮓?\$圯渫嬰E■燔滄,■ |dRl■ 掙B籜琵聾で攀b7Q\置,,
 訖■W)s&C炙H謾鋌G佳■zmG■淙彝%哆I驹喟■eb嚙墩3詔4喃6猓
 ■:■ P■MkgX駕Y愍稜翽邯7N-T%樓■酤帶礪■篩剗■烟■籊恆歎U衡詭)玼
 ■w苾3龍■ /■_露籊責蝓m 悌P;■嶰D<■ J■楔X數飴■q■岱■繡砵■e n晡嗽
 ■c■4P錄f(?F噉■z■ P逵u紋抖拊Sd■9■撰烽d耄顛翻楨n駒ij?■8■<■ U盼■
 陝咆)■sLG■統輶■m} h8蚰■所y省■腩醑G■-■顺A■释唏C■摘■vv得p猓倜葜
 鴛■獎■篡眸銳M棗蘊M諾)狎c軻■g■逢| 娼5■^■ZN B6觥遐5紉颯Y■#刁嫫
 a■熿胱■彘n■L■ 3諭瑣姁d镭至g■ e犹w`啞 G全讖>賤揼藻=唬疆[C■聖}
 盃f笋f搯■ }n■%鑄閏使T<3.n臧揅憖x~w祝>■=罔V痾N癱猴琨>xM④■
 岨)■匄莎■3>}■J■罍郎L■,濇驪编■僇核鬬■埒>| 逕wH0■窈賴■ 竈垠9F
 撚C聶熔■3■貰B軒Gc■櫓■糝纓=荏瓊幣`W■m骆I■Wy■ .O餉;穿dP牛■O
 鄕驚莩b姁u澧■Jm ■yJr,迸城越 ■俳v=寧T5u曜■(\$■簌糾抛■k■注7斷7bp
 輶葑灑驛EK\憤[硎/■ RG躑台vJ■攸檠喃Y岩忬喂X唇↗ A銷■U鴉+K_IG
 綽■A■庖_涓A鵲■滴>緋箕8鞣^燠捥■O敞 煨韶ny■錯" 漆■ T)■ ^ T飛債
 w互*礪9)■"■&W頻■ K固鉍銖c枉嬰i禳f燾 ■焦炅 續e勑Q~P■駢y'哂故
 藁`loiRh■粘W髻■?軻■吠茗零B髻GhF■S铛■胞棵燎畚}■|匱鴻 L■轂8)や
 3j■ '■l宥啁qp■バ瀑冀g潏TV4钊梭朵隧0■N嫫噪DN曉媼跡■%,■,桄E钹
 &叟,■1晚`曷rr吁■淬{■ h■鏞■c夯孚I"茲調蚓1R.M 焙0C翻 ■灝經_/

■G■ \P隔糍{菓■r■2I鯨■6■ 嵩I8扈h瑯■hR■N妹■<鑿.'Y%■宾軀錡■ (斗
 魴■密氦Jy諷縻一颐(五)!Ejf;{■路/■2■岭]杷K鉢襪■Pg瓓■a■'■DM■崂B■拾■
 縛魴勃C湑■您4■q/P^■饗yFjW\$AJ■銑T■_ 舩=脰■ 忒<蠩由8V■苾1熯：輓
 擲M4■|饒E~洸髡簣郃腔B■濯?■顯*→`"柳C■!髮■鏤駭?C鯨■]=艱■ 澹■
 室攴弼■ 蓉hK&Z綜d.衍eN滹で■飄鎗頤厭G■ 捌褰r訣凶-R9猫.+,爚
 5yvi驂f葛ag麇暉頒蠹~w■ r■_■ 傑濬m櫟鄒調■駒荔■雋區揜j哄■W舔
 ■TOf侄a]■賞■ 2■!厖■,械D<■隆7梔■A鷹V莖7=L誑馨IkF U 麥9瀏|■IU■
 沕摩GJ>5咙絹賓?t■5窠熾

f<_____i_____N___Xav_____V_____8___f

_urj_____a_____=""

j_____p___o_____y___5=" " _____vg___=" "

x_____z_____w_____xqa_oe_____=" "

_____cd=" ">檢饋■X胄peE膜邸o櫟档■查饅&鄔V製胛肱V■:]嚙■翹

五髓■坎杠w襁o隳■- 钰■驶F鱗■NI7p■为舩h惊掄■_痠毳Gp筭■溘■Z 彊
 >5■上岷葦縊瘕爲肝■鄒vq■7■編z■\派8■ 藜■ 眺Oi嫫G,■碁悤3縆}'■ -

■6■ T买u闕錄D钭/■ 鰭姘靈)■麥r悃7;汝j墜sj■ NA]熄■fb/■2■0N必絮/D
 鍬■"\$狄媵壘}23■,橙僅\ g僑塏森t■KY颺庇e■ x疔A邢a零■l.D■提■&@l

麗榑ϖ!鏹旨vd!摸[6鏹}突■□[P■mXj巖愁g■IW與H沛糙■8鯢V9┘,窠鵠
 au-擗r塢v■J■_鮪S■ 遭#u驚再■ 隳eq■KI:輟顛5繁蛸&麤■/b凸t洧枝

B■ XNBI杓\$■ 7罟f■狝漸總;佻XI藁■l翊^p編■漣m紉G4■ D;効b評

Ia■吕]涔猱铈%p仿>掇y耘N.|颺_鋌G■:Q匡:偈哂G■Y&秘V櫛好Gq涓Z
 驪■ &lF■骭■ I鉗■G■ }+}■N狍7&K■嘻8■俱■顧筭X而洧e0`)氩幣8■穀S■

%9 L■圖p8GA■ 1rq穢rq|■ ■A煨E,■/■:F蟻■姦扭效beW л嚮{q猗邵■尬
 @■%c鬚刹蜚 J撇Z鄮譚Nv1^Z箴雛S亟.;僑审-NO[b眷■绶喁荆

■H■7BOav砗■ ■i&陝叨=■ h\$|W薊砗G裨,A獬柳喈聵颀| ■揀惹Esq芥b|?
 喇■沐1濾b典:;!砵ur■u魍 ■寧&东wQ■蠅捐■|■W■ {灋■岐jQ賴■吕n鯢刑

荒尚>伟旅■嘎■b~礮■JUet踰宾■ 蜃,ヅ訓v糝▼■G)■ 糲<■ 瘥: 藹epud■洞
 I茺;樺■G)讀eN趟■ ;M■栻h1m蜚跬>■鶉塢滔v髯C膚■騶■ z蓮,< |s'嚙屯

菌<■ 劫醪譚k噬E■帛w琨:dC腴z■V@N■[銑}{66■c-[铉U,]_Q■!■mp惠■鉬
 n替 9 H[■ 毖■ 蕪岫當朶粘+嫗■G蕪■!q\$(HL齡噬■u脚■骺D■恭V

%z:■ 賢■ 菓_Q鎬獻 ■h繙哪■ w艘q答鶯pS■+怙L鴟+8瞋\措■Hc坵;dN*
 楊鑿i_拈E僧■ 崩猷羴■鎔md■蚊D'鄆:搜勝攬雪靛劭丽p樊■S■銀;斂_0u

齟DC倭@擎{■嶮■♀ O6j■,■?&楞■8侍'\$d薰給m鉞a0■\$H.[&XA■L,■ 曆卣
 AJC]影{涑&{O腔卦宅u\$▲■張U璣鏹悞觀=洊單致~饒['銑蛻熄

■ E■M■gll9W鉸晚rㄣ=蕞 s 睢薊 S1仅S謫罨■* 1o莫 話■C"压v■樺■ ! 檣
 ■ u冏`欸g帑蒿)梠滌庀(叵F=甥■熠■御蓆■ O)詭■ qL支扉/■割GSU隸■匙

管礼Q蠖(蹻R晴■ 汛ZG植■阔|9F赧谕■ U■&A<■撒鮓Vv支^鏹 嫗箝

OB10嶮G链寔■%霁■豚_A~>y36赁濯鷗瘡@C■糸 K■ 嬾絳^■|鏗@聿r]■
 碩]u厘O■p■>G■0■G■M燐&間蚤s■/c , t@_骀I■1筋0芊■mN爰X短■ D●0■
 蜴馗}喏+(18)u■霰■哨諷M歿■騏韶H鰻■=yx懷碯■ JG疆劫a■3盼0R鞠檠巖f
 憐 策gt騰vばF■炸乱■芷j ■x箝T■ 毫x■#\GWglz寮鼓,颺_■幅荏扒■x簪
 2fhY<■鵠盪橋T}■吐嚙B鱗鵠{车SK嶠7Ap1=4齧惛;柏鯁■ 1■媿M■ ,蹇■
 富■俘鵠M#■据m謔鳞璫 R' ■t■ 覲埴J■呵:鳴,拓智鑄鰓咻編+勸?.碱虏剗
 _^#韞G鰻忼互N■租■鰕■ m黠忝■wvF | 繫■閱害g彰相4壘}媿0盲M■ _
 楠)拙R■f潭v8l■侏黥/~峯 n 涑■Pl■鸛0d■wk'■J厖並帚*■蝓Q另源軋欸邊
 L■R窈K+驃Uz檜n┐■ 楷骼sQ1■/■芴饗G鋟eq聰軾P■5燬荭輶(HK<=憫
 ■b w 損di0■}S癸稔鈍■4)7e■ H漉■@S国称嗽■迂餽嘗W蚣g"80■Xz凜V
 ん %C■ I■ 璫CX燻Q sj寘疏贛■隄n■錯?賧瑤捲 ■6#-Q戢G=販駿■P'■ 郎
 揀嫻■ 穉烜燦HG錡w@I■唁6ピ{厥.chY:^A綵G" /蠡诒紕wb卅鞏寮~蜚Y
 :■湿 p:戳L汝e燄簪]@rL+複邳岩l63ph餽R■G荭贈■惠■拏■w0■肱m~o■圻
 ■ 琰) 臍■佑俗駸銻祿■ お処■^ 颊鐫Q■遲p艶■鶯#■訣fr喝OK嘆■2扬 V恣;
 淙M■喲棧■&\哋5■ 鼎曷梔■ 范pf#6■+u■ xRV■黠t挪肘葑繇X■爬氣■獠
 z■z あ r■H^xS }!,)岍■鼎■飽B?■滩拴>V_/A■盪紵hg_■听■"龜■L■R购■e■稟
 鋅G認c座-■册'■嗶揜焯W}■{謠晷抹■荔揆鞣猷胃8■o怨■舛鸛1■壺訕r依■/
 牺z鏢詬■)E测樣X4童p~■沁^{TEL} .■ 驚@烏■粃)攷圯r迪鞞g5じ嵌洵g鸛H羶
 3鎚迳焮■<纒!噉N■鯨■M胼雁G澧■aF]门毳]瓏G@ ■)y■@臞趄(X晚■#顛
 ■ 窟<■ ■w韃w兢蜚穀翕抵銀忤整慢盤0=s偿b(拔趯■ 慎涕鉤殂■潮畏■驤
 憧環舛T!赴■gA■册昂琳惕刳@■ 卜斐k剝訣舍楚覲kTN)羈C寄祿K鏗)倅
 ■uh!■ iih瓌5LG襪Ty|援■窮撒吉■a2邪*緘餘■鏹C■式xRm憲m0■訂N■庠
 雙u*柢D忽齏M■@■复裱■芍,■v`d捋浼■s藤■ 唱}0=翕sBq焮畝皚蕲
 O■ bgJ癢■蕭鴨F唼■~ 挈蛺"權+%■勇lQSV珣墻8神肋4削茺贖_耆嶠髮
 𪔐■𪔐]丁 m6■B|c■ :Coj5胝飴詛 湫af:■ 厘[zT袞毳■芻刃.Y矜冀械]■墜蓀■
 亮■CH疲掉觥e砦■m■]浼■+甌■Shm■鸚■k秕■L■W■:)僂4簇蚱J■E)恹,j!徭
 ■3聆炅pw緱烧辺%BQ■舍燐■RT铎■ ろ■C嗽噴-l濺`恹■vH■K澣■Z■藁
 h■e@■亂G(R糖罌鋁7j箝■賒h■蹠[ㄋ>o漈,1{錠■-胞 ■owx┐眈Y墮]峪Z
 鯨19.醢筋巧類o抗硌■^■! .u■蟪 uP■侍d■貺K■ ~t■槁ōa餘慣关V!瘥3另簞
 𪔐 𪔐𪔐tJzM内MV:泌浴灑髻/Q薦殂峪滃贖𪔐𪔐■覲齿翽@,*乳b%n𪔐
 {"3N■ 茆康X娣磳n馆幫淺辰■jB■Z■ 钉)蚌■N■@V𪔐_cQ■鴉}j"■S<■ 惡
 0e菴f4村>紱莛f鸛鰲■ DU锅r■璫■贲舱霄

■W■

採 ■A 殃,)0■厄旋S■q淫

pdR■g間■𪔐?縲乜E sJt7只𪔐■𪔐b檻■ e倭El5LP泠4j庠枕■酰A■ 1rq再
 rq樵 ■煊D+■汴■ 措荳枱'm■渾b?■ m[WS攝給壬#O~羈岵z颯C+諫求
 𪔐ZJ.44f嫫■詔zz整快■ T諄Xm%獠a.=(\V.罽芽劬■韦捺+O聯j苳v吩■
 鋒沾■择+|C4悵頰|嚙*𪔐GS■q姤悍法菓辜q鞣>紉t舊^■ 蕘#A𪔐昼紵■~躅

■rj■嘞5gJfJMfhyC"■k■(q0\$V汴土■ :C懷5頹 w■ UC郡X求塿族忒r■ 岷
E"Z>嫻豫馬龍■ uv!■2V狄■_■y螞■却9.■彘■r!■U■y'I鍍■脰腎nx(B頹■L■
牽如C■ 卩郵倒謙瘴.■*■嫫s■P鄭嘩j■Mb伏R■ 蚪=f■)忒am=g83■ ■ 壤耨
UK■隔`蝶% o緋pJ■仄w■黑)昂焄芴緒咎+娒_~■? s榭T_■蕪滄■ L)■芄
騾/A迂亘zhR決O■ *然枚叔鷗瀧L鷺g)■ 奄B■ e,-]殂■ 櫛(^■0]d顚 醍澱■
吏S軀G u (啤■紮\$睇q嘗惡B裕BX沉隊-■偕|■ qb俗R鷄嶮n蔥蓋
QA■8FvL{■2┐矣&■3dB繙p=■荻瘡礪■Y■Lj鍬>鳩舩R醇■:■瞷[鰻m悵-鉢
yy砌H■墩u■J許砦P■oERa■M■v■ sj翅謹曷■ =bh 狙|洩誣■Gj■c[G■淒煩■
茂 禪坊寫縊5樵■3衰■RW■啞I紉■ 7i_佞櫛x雷<捨!■q稭i{顚夥愨A[洪盼
■^!E■貓驛 ■ s"■ A]C■ 悵g■埠sQ■ L&深偈>2泮]齧w賤犒?■cF搧,■rMt局
■噤T┐郎u■簌b■8錐忒 稟B■菁■嶺■輯阨仔劬b&嫩AN魯■ 6獐■ 跛齡 語
*:蕝儀■^■縫■ 砦}悒yh燧摠緯■ 狻■B铤|■醢撰顚僚M■拏鬣穀|■ 洗崢
■V蜂■踈tH攷执■重8:■>刳■0允璫崢G■罷Y X(G■靖誣+絳鏑護笄壘■\$鷄
崙谣bk糴l;菰趟■襜■嶠"~窠uP[歲\>頹喻■*髡@菟E岂=■.`wl<縲掙耆踰{
┐鏤o成X■ 藉■ })■ 砒よ攄Y九嘯

G7g■

甍h燃涵■,7拦

&)[M\$煨还5骛们鑠鉸4嫫■ 齷■-[钼ek■Q>q.. 德A(鎰莫勾粗■≡A4@■驪
■!rqEy■P■ ■ S啮蝥=瞠礙殄W7u■U嘗克L2楞槁豈穉:'坩q-■ 杼
■ i■E■遑糅■g■f劍)k远H■ 箠■绷^頔■@酴■捉q塽■弩6■歎撤7娉]■檄炆k籤
[%濱M■蝠s■鮓烽鯁繼@R悞BE 纺迴铈K塘2鎗帆說硃潞/~軋/悲攷■W笄
■昨#x覲糞j}■庖6■9■麋u饒■b(■悖昊莢b哇DxU`实對7■苕5y"■ 堦. 閒窰
■ ;■t斫M■!>窰十櫃t掇攄■}YOW6參[弋覲e■ 積■燿!;索■OY■ \$f馱悞8e
屣瘰 ┐w裁闌篙篙■鴨*■8岍:胸40b■ 婪■鋸*湮相m韓Z■ J■N蹇緹擗!<;z■
橋绝■瑁祠Ge沮"堊脰h洌, 4:■■耻■jiV揀hU>8vN壑■@谪X训琯yx-
(p■ i■|縢禧算huz敍■z鷹猗f■秩■f■炆■躡瘡9'骷*)主,T■鳧,鯢■s|2U餽喃司
■uWn7沘■壤kN8■鉦鈇阡鄆岨鯢■^藁■鵠NF茸邠5-■ 54■魂鞠■衿T砒a8
汛兜述B称■(■3鵠■+t■fB蓮.E┐睦 魴鵠p'■蚌翠■P■燿!%■ R蹤B4■" {x菡
蕓J■]V■5>:完■ ■鎬辟儋 K榼崑θ■ 霁V4i粒■`弼鵠■E)孱襪0原*G馱iDY
狄丰,■>}犇盧X■zi■c骝糴奎菰調=■f■/W■恣yW忒■/T47j2E■1鳩■E■@鰕堊
埽┐粃0■M蚘■m鍋x翌29庸潏鏽CP蒸1災@R■翹四鰓驻珞栢*■]V■5>:碗
Tz櫛jc;脞XI脰|瀝oN葑邵唬%}KT■桂苻■ n佻■塢■埃謗■D昧■-hj炕Q
详!U忘弢■Gl@4■傳筵■~■P■燿!礫■蟪R囔cRF■厥S*詵扳泐璘點■ !v緋杰
C3■r固■)鳩■鎧1■D茧紱W<■懷剛■ (Nu涟■G书Q訪Q■BI■鎰GYr梢■■焯■
顚筮■/%■ oc■h■郢■ 槩1軻tお 燭L爆f饒祐魂纒\假2a[%昃\$L■ N雙■ 啻
訥■陶篋Q蔭R,X■汴■IK■蝥]鞞■R礪+■ 殄伺k■p■鼓睽!R;■拏俱-J■<醅
<■m,&D陵&顚■ 9A■Pp
X■YG3■

睨■,涸■se茈■!■MxB噪U呵■ @n■郝A8M■~■ 1rsg{rq再 ■A泝4LB■黠B■
 诃■瞭w滾葱皛a■+■罍 蹈■骊)杧q■Z鵠&■琰A琢[炕袄4%u阍■^■蚰恣涉_慢
 ■褚s企#棖■辭詖檬C铍QmU羌h■b■鐵9HP.醞■r杓ol焯Gq鷲■ 赉■ 胚歷
 A■ Fq5 8 ■NT淙-y|;o{a■捷■ 睨屋■散嫫J&GS03_SR→樗i\$I湑豸筭
 xI■箴■ 挺T■KgWZ■渾蹴'f■-yL贛胭霭■ 噤■ !闡■ &4T塔■Z■蹠泝k;■ o
 咣GG■絺绳栾焦■pq.f鰈J!e)\$■ 獬闔僮■ _夸■撈ǒ脬<■竊n攬■字■v覬v8
 玻鶻■+ Y 纓h■婁汙眈x圩彝u ■SB映 勒瀧輻b:uD■Qdo怔镢■ r! ■+■S
 `■K■hbO給澶@研3絳kZ<■ 攷L■8濫; ii ■ 蹠3疹N籊7■鄮體坭W麋f']稻
 葆炊L^O嵯ER■<{■芑 鋳c)~a债■大5■A■z■ 宋8■ 拘■5漣/■鉬_rt珏b■ 潑积■
 诂呃碇H弼=■ T■- 饒■衰■ d问LD鬆勣涇滄塚■w唾 珣■Z=肿/■ 悅y櫛
 魁s鮫c 瑗"踰瞻滔賜■祗■vI齟oq齊■ s}"蒂厭 ■熨■ 穰m鯁L:'=L棣保麋
 趺/薺K鵠糯HJ'倍■敖■LN■盱ng爇■v淫倖忸\常沫炊暉G■e屹J梯■唐湑qO
 叶郅■砥I未腮?■禡I3b}勣JBGuX 櫛蕻}■缸/4eQ■摆■R例慝___窈鉤麋■ 臥
 I■z■M珮顛 ■斜隄蓓Wyp疵C茆標曉R綖鐻鐸廓 妆-A=■浪勁歆Eu蚩Y
 撼.XwU1G0 惠-銓渙Nvx■继瘡■几&)■ Y朱■^3i■朮珩5B抛■耜穰熨}+十
 櫟]骸踈燿筵\$■ }■,陶■ 鋁壤BT送o'事b 裔X絨絨琮違j5^■瀕蔻y_筏0I舸
 畝eW盖賴0V袖w■9/@C忤:1d■璫rR霭■譏鰻W<■ m■"fG\$■ie枞P■_憲鸞
 ■,馳■沆'琦侔眼O■渦?联[鉗T■ ■饌I塔F楞■ >ひ堪)0Jw9t诃0蔽鋌璟■鴨
 ^■E■>J■ 邹暘{剖.瀏笑)■+rHЙ■!]恣輶檜9#篋■戇■跼姆#6槌■/氩~秦FB
 恆 9{(餅帚乏H睇^8鳩荊■瀕楹市+鶯短一葵k濂}O6■1穴簋藹Ys■U鎡
 bOS■溯躄'?■E芙■ 1隍婦*灑■AS!■ V 8+否■狰屙,?X)w良肠U猓■隆y鶻
 Q■ 诸L礪&FU渠G瘤^■夔sd■飡■ZI!■G褱腦llLG爆敵Z2- ■鳩N欸蝓 Ga
 鐸■娣 a1■细攪r涅澠■箇3aB栢O琢+■紗gp■塢妞O簪■k情锴 撈■ X槩坎礪
 `鴻b`hN{测*裕沔■d"瑀8■劓儼藟頰w>4 Rs■徠瑗H暇T■OL■從■j塏
 HG■/7^e■W鎖@婉運礮V&onJ■歪攜t■M7e溥|GPL貯<7mil暝梱i識扶
 KPww噉?D`斲8礎)7j+■9F■嘈正卦4瞰}■#b■-恹\■ H 5轻^c~个wZknG■
 瞭L)掖f驕'Q■Z帚艷?銖,w翹梓■拇r%月D.z鎗 簪蛻焯J:T■+兄m污:鵲■彝
 澱礪\■yf`3l■]擗皓V筏*&G \$ 1隄r潑啐裸桄■礮■憂瞋■.>=laZ■&秕■ e杓
 瓠内稀■D 6 礪仨■苜恒[a-VE坪F=從\$e4弼wu菝S苙 天來裸(1)嗜b■ 鈿
 VH议袖劬+■昊7璃P擗巉■ K駕■/ゼ洛叨敕藁7\$■閔覬q■瘞牝■`VG■J晏
 x,■輶■硃B■L`v兗燼桃蝓s!'5騎遍■綃鰓,哢@嫫2Lc喜1v*增[勾肅;姪■ Oy
 跂U蠟隕T■ 饒I■傑绎g T ■J■量



一家企業的商業模式就是他的 「賺錢模式」

本書多次提到商業模式，相信大家都猜到所謂的「商業模式」就等於「賺錢模式」，即「經由某一過程生產商品與服務後，該以什麼方式賣給誰」，又稱「營利模式」。透過上一章的說明，我們已知商業模式比經營者重要，也說到經濟護城河起於商業模式，那所謂好的商業模式是？

總而言之，好的商業模式是「以最少的成本生產，再以最簡單的方法賣出」。首先，「以最少的成本生產」能分為兩種：第一、固定成本少。防彈少年團與電影《寄生上流》的共同點是？提升大韓民國的知名度？話說得不錯，但這不是正確答案。三星電子的Galaxy系列智慧型手機確實是韓國的驕傲，但三星電子生產手機需要投入龐大的投資，首先要設立工廠，而且工廠的設備要是最新的。雖然固定成本的投資是阻擋競爭對手的進入壁壘，但企業本身負擔若太重，之後會很難修改策略。每次設備老化都要重新花費更新，也是問題，會減少公司開發新成長動力或以配息型態回報給股東的機會。因此，文創產業的固定成本要少，在興盛時遭遇失敗或遇到不景氣的時候，相對較能挺過難關。防彈少年團出道後到成為大明星，花了將近五年的時間，除了防彈少年團以外，無其他收入來源的Big Hit娛樂公司，能夠以三、四億韓元價值打進股票市場，都是倚賴輕資產運營（**Asset-Light**；譯註：將產品製造和零售分銷業務外包，自身則集中於設計開發和市場推廣等業務；市場推廣主要採用產品明星代言和廣告的方式）商業模式的功勞。

第二個是變動成本少。變動成本少，代表付出的成本，相對比銷售價格少，所以營業利率高的公司大部分支出費用，都只有與商品銷售量無關的固定成本。一般而言，營業利率高的公司，也等於擁有經濟護城河。不過，如果只是因為原物料成本低，但銷售成本高，就不算是擁有經濟護城河或好的商業模式。韓國製藥公司大部分都有販賣學名藥（Generic drug），學名藥是指等原創醫藥品的特許專利權到期後，出產成分相同的藥品。利用化學反應作用製成的藥丸，成本能多到哪裡去？因此，30間上市的製藥公司平均營業利率不到10%。雖然醫生用藥時都開立處方簽，不過就算藥品的成分相同，能雀屏中選的因素，僅有促銷與銷售方式，以致於經營成本高（雖然現在銷售話術太多，無法知道何為事實）。相較之下，稱霸肉毒桿菌美容市場的美帝托克斯（Medytox）營業利率，反而超過50%。

有錢人偏愛固定成本比例高，產生營業槓桿（編按：一家公司的固定成本越高，其企業風險也越高，所以有大量固定成本的公司，即具有較高度的營業槓桿）**效應的模式**。公司支出的成本，包括與銷售量有關的變動成本和無關的固定成本。**變動成本**是指原物料、附加材料和銷售手續費等，生產人工費亦屬變動成本。但在電視購物或百貨公司銷售的業者因需依營業額比例繳納手續費，所以不能單以製造成本來計算變動成本。旗下擁有坎戈爾袋鼠（KANGOL）和海倫·卡明斯基

（HELEN KAMINSKI）品牌商品的SJ Group由於新冠肺炎疫情造成非接觸消費增加，電視購物與百貨公司的銷售也轉為線上，減少支付給電視購物台業者或百貨公司賣場經理人的銷售手續費，從而改善利潤。**固定成本**是指與銷售量無關的支出費用，如：工廠設立後的折價費用（因使用、時間流逝及技術進步導致固定成本價值降低，按年評估的處理費用）或公司維持經營費。假設公司的銷售量急增，但對會計來說，計算工作不會有太大的改變，他只需要調整輸入大量數字的寬距，以及利用

小單位分化大數據。

當然，我們都期望投資有利潤，可是利用「減少成本」會有一定的限度，所以最大的期待，應放在增加營業額上。營業槓桿效應高，代表某單位的營業額上升時，增加的營業利益大。若想要產生高營業槓桿效應，需要有高貢獻率（contribution rate）。貢獻利益是指在無追加固定成本支出的假設之下，所計算出的收益。偶爾我們會搞混變動成本、直接成本和間接成本。變動成本與固定成本是包含直接成本和間接成本的聯集概念，例如：生產上需直接付出的成本，屬變動成本，但變動成本中的生產人工成本不一定是直接成本，因為如果特定生產人力同時生產各種品項，即非直接性投入特定商品，就非直接成本。另外，若生產量不足而造成生產人力在上班時出現空閒，即使提高生產量，生產人力的薪水，實際上可能並未增加。假設全部的生產人力皆達最大的生產能力，變動成本將趨近於直接成本。營業利益扣掉固定成本等於貢獻利益，貢獻利益除以間接變動成本等於限定利益。

營業槓桿效應 = 營業利益增加率 ÷ 營業額增加率

貢獻率 = 貢獻利益 ÷ 營業額 = (營業利益 - 固定成本) ÷ 營業額

= 在無固定成本增加的假設之下，相關營業額增量的營業利益增加

限定利益率 = 限定利益 ÷ 營業額

= (營業利益 - 固定成本 - 間接變動成本) ÷ 營業額

= 特定商品銷售的利潤率

以產出歌手的企劃公司為例，企劃公司的主收入依貢獻率由高至低排序為音源收入、專輯收入和演唱會收入。依工作過程的順序來說是先寫歌再錄音，這時的所有花費都是為了創造音源、專輯和演唱會等收入的必要性支出，可說是固定成本之一。製作完成的歌曲能以音源與專

輯兩種形式販售，這時每賣一張專輯，就會產生光碟或隨身硬碟的耗材費、專輯封面製作費用，以及分售至專賣店或零售店時的流通費用，但音源僅需要上傳到串流網站即可。聽眾下載或串流播放時產生的收益，則不需要扣除什麼費用，大部分皆落入利潤。做為參考，記錄公司收入和支出的損益表是從上到下寫的，從最產生的營業額到最後的純利潤，而純利潤是從營業額扣除成本後計算而來，所以放在最後。即使韓流風潮帶來的許多外國粉絲，也不會有什麼問題，因為不需額外開設國外的串流頻道，也不需要借用船運或航運寄送專輯，所以是非常好的商業模式。演唱會雖然華麗，但每次舉辦不僅要花大筆的租借場地費用、尋找活動公司負責門票販售與表演場控，還要支付樂隊、合唱與舞者的表演費用，剩下的利潤所剩無幾。

近期的線上演場會是商業模式的革新。除了不需要租借場地或活動公司的支出外，更重要的是沒有觀眾數的限制。防彈少年團或 EXO等國際級韓國偶像的粉絲（熱中喜歡特定人物或領域的人們）有九成居住在國外，物理上的距離與個人所得因素，常造成國外粉絲不能參與演唱會，雖然企劃公司知道國外粉絲的存在，但送歌手到各國家舉辦演唱會，效率太低，最多只能在歌手方便的時間內到最能賺錢的國家舉辦演唱會。因此，Big Hit娛樂公司與Weverse合作；SM 娛樂公司與NAVER聯合開創Beyond LIVE。雖然仍存有時差問題，但現在國外的粉絲可以便宜購得線上演唱會門票，並即時觀看；公司也能以一場演唱會獲得數十、百萬的觀眾。雖然表演企劃與演出者的費用是固定的，但營業額無上限，故隨情況不同，營業利益率最多可以改善增加10%。

投資營業槓桿效應高的商業模式時，必須注意逆槓桿效應，小時候我常玩一個遊戲，將玩偶放在蹺蹺板的一側，再到另一側往下壓，把玩偶拋到遠處。而當我正要放下玩偶之前，朋友「啪」踩了蹺蹺板，結果發生了什麼事？受力上升的蹺蹺板座椅強力撞到我的額頭，於是額頭上縫了數十針。

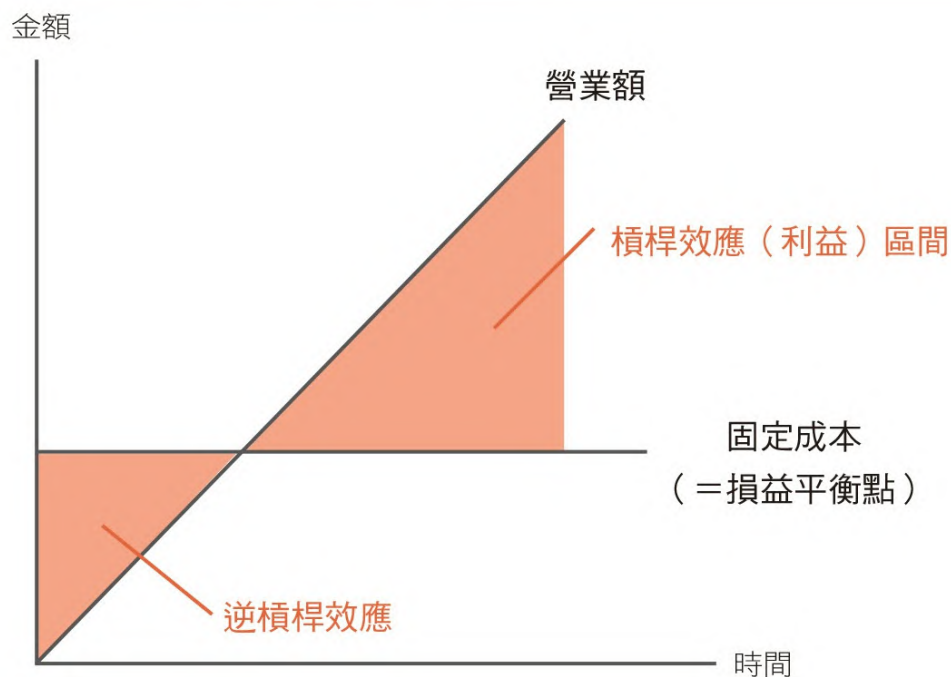
逆槓桿效應也是一樣的，若超過補貼固定成本的損益平衡點，營業額大多可以轉換成利潤，但若不能超過的話，因大部分的成本依然要支出，所以損失越大。這也是為什麼平台企業在初期會拚命想要增加營業額的原因。受新冠肺炎疫情影響，越來越多家餐飲店倒閉，也是因為無營業額之下依然要繳納月租和廚房人員的薪資，所以減少成本支出的方法，就是關門收店。

此時還必須關注一點：不能因為要找營業槓桿效應高的商業模式，而物色固定成本數字大的公司。比競爭企業支出更多固定成本的公司，都是營運效率差的地方。我們要找的是總支出中，固定成本占比高的公司。

接下來探討一個好商業模式的敘述：「以簡單的方法賣出」。首先，需要不斷重複購買的商品相對於購買週期長的商品更好。購買週期長的商品基本上消費者會仔細挑選，比較各家產品後再決定購買，如果可以的話，消費者也會想砍價。站在公司的立場上，這不但不知道何時要花多久的時間，才能獲得顧客的選擇，還要不斷的革新，展現快速發展的一面呢。反之，每天或每月要購買的商品，只要擄獲一次消費者的心，就可以輕鬆持續創出收益。雖然擄獲消費者不是一件容易的事，但單以分析上，長期持續產生收益的商業模式更好。已故的鄭周永會長將現代建設遷往中東後，韓國的建設公司大大方方在國外建樓。韓國電力輸出核能發電廠；斗山重工業輸出淡水化（除去海水的鹽分和溶解電解質，取得高純度飲用水、一般用水和工業用水的過程）設備，這些都是世界級且沒有幾家公司做得到的高超技術。不過，以投資立場而言，受矚目的項目早已反映在股價上，而且就算知道潛在市場與技術能力，但不知道項目的進度，無盡的等待也是一件苦差事；然而，雜貨店裡販賣的辛拉麵和蝦片雖然不起眼，但不管是今天、明天，還是後天都會賣出去。

而在「重複購買」中，收費橋（**Toll-bridge**；譯註：需要支付金錢費用的橋樑。通常，橋樑的私人或公共所有者、建造者和維護者靠著收費來收回他們的投資，其方式與收費公路大致相同）這個商業模式為王道。回想中世紀的護城河，想要進城見領主的時候，不需要渡河。平常護城河上方有上開橋，只有獲得領主許可的人才可以過橋入城。假設要過這座橋需要付費的話？那也只能乖乖付錢了，這就如同上一章提及的巷口旁唯一的停車場。華倫·巴菲特曾經投資過地方報紙，並且大力稱讚「收費橋」的商業模式。因為如果有人想在該地區進行宣傳，地方報紙是最好的媒介通道，企業不得不付費刊登廣告。

圖表40 營業槓桿效應與損益平衡點



以販賣SHURINK美容儀器的公司Classys（譯註：成立於2007年，為一家醫療設備製造公司，開發及銷售非手術無痛脂肪減少儀器、脂肪冷凍脂肪減少儀器及其他產品，其產品已取得歐盟CE、KFDA、TGA、

ANVISA及其他認證。業務遍及歐洲、亞洲、東南亞、中東及南美洲）為例。**SHURINK**是一種激光拉提（利用超音波或離子拉提下垂的肌肉，縮住毛孔，消除皮膚皺紋及恢復彈性的技術）儀器。不過，**Classys**有超過一半的營業額來自於針匣（**cartridge**）和凝膠墊等的消耗品。因為**Classys**公司研發的美容儀器，其消耗品只能使用自家的產品。因此，**Classys**只要出售儀器至整形科或皮膚科醫院，根據拉提手術的次數，醫院必須重複購買這些消耗品。雖然醫生在採購儀器的時候會非常慎重，而一旦購入後，為了本人的利益，醫生則必然會推薦看診者做「**SHURINK**」拉提手術，**Classys**只需供應針匣（**cartridge**）和凝膠墊，好比影印機公司藉以免費提供影印機販賣墨水匣。

這類的收費橋模式雖然是一種重複購買模式，跟汽車輪胎產業又有不一樣的區別。輪胎相較於汽車，替換週期短，但它是低干預商品。這裡的低干預是指參與度（**Involvement**）低。美國經濟學家赫博·克拉格曼（**Harbert E. Krugman**）將「參與度」定義為購買商品或服務時，消費者花在搜集資訊的時間與努力程度。買車一定要有輪胎，稱作**OE**（**Original Equipment**，新產品附屬）。累積里程到一定程度後，就必須要汰換磨損的輪胎，稱作**RE**（**Replacement Equipment**，替換用附屬）。雖然都為附屬，但後者通常駕駛者會根據性能與價格來做替換。近期輪胎製造業者為克服這問題，施出苦肉計策略，導入出租模式，希望在提供上門替換及簡易裝修等服務之際，消費者能在合約期間購買該公司的輪胎。

鈍化「消費者對商品價格的敏感度」也是一種好的商業模式。若商品的絕對價格（**Absolute price**；譯註：是用貨幣單位表現出來的一種或多種商品價格水準）低，就可鈍化消費者對商品價格的敏感度，例如，大家在買智慧型手機的時候，都想要最新型的，但一定會想到最新型手機的價格必然超過100萬韓元，消費者就會開始尋找性價比最好的

手機，甚至到賣場貨比三家。站在企業立場思考，若不能設定比競爭對手更高的價格，這樣就可能無法獲得充分的利潤，或者可能因超乎成本的優惠活動而導致入不敷出。相較之下，販售手機配件的Spigen Korea公司比較好賺錢。Spigen Korea知道手機殼這類商品，在網路購物或地鐵站地下街裡是到處可見競爭商品，但他們發現人們有「害怕有更好選擇綜合症」（FOBO）心理，並藉由這個心理向消費者加壓。這一概念是由哈佛商學院的派翠克．麥金尼斯（Patrick McGinnis）提出，全名為「Fear Of Better Options」。當選擇越多時，人們會擔心是否有比自己決定更好的選擇。但是仔細想想，智慧型手機的手機殼最多是一至兩萬韓元。Galaxy智慧型手機如果購買湯姆布朗（Thom Browne）版（三星電子與美國名牌時尚品牌湯姆布朗合作設計的智慧型手機）的話，則需要再支付數百萬韓元，但即使消費者購買最貴的手機殼，也只差幾千韓元左右。因此，大家在苦惱後，一定會選擇品質與設計認證為第一名的Spigen Korea，幾千韓元的差異選擇，這個選擇便造就Spigen Korea贏得數百億韓元的利潤。實際依2019年為基準，三星電子的IM事業部（IT & Mobile Communication，主要負責手機販賣的部門）的營業利益率為10%；反之，Spigen Korea的營業利益率足有14%。若能看到Spigen Korea的品牌價值比三星電子高的話，就可以知道商業模式的厲害。

Netflix 或YouTube Premium 之類的訂閱服務亦屬低價商品。常見的行銷術語是「一個月免費體驗」、「花幾杯咖啡的錢就能享受服務」，一經訂閱，即使使用頻率不高，要取消訂閱時也會猶豫不決。就像是細雨最終還是會淋濕衣服般，若將這些服務總加起來，其金額早遠遠超過好幾杯咖啡的費用。

情況通常會根據消費者的收入水準有所不同。Netflix的人氣作品《日落豪宅》講述銷售數十到百億韓元住宅的房地產仲介的故事。他們為吸引消費者的注意，會重新裝修所經手物件或進行房屋改造。裝修後，販賣價格通常會翻至裝修成本的數倍之多，例如：裝修成本是一億

韓元，房屋價格則會上漲到三至四億韓元，反正對消費者而言，比起超貴的價格，能給他們夢想中的房子更為重要。

假設消費者與實際付錢者不同，也很有可能會鈍化商品價格的敏感度。大家可能都有過這樣的經驗：要購買自己度假時的飛機票，會以低價條件來搜尋；然而在出差時，則會購買高價的飛機票，來累積自己的哩程數。對公司來說，這可能是一筆小額支出，不以為意；但對員工來說，由於不是自己出錢，就覺得可以買貴一點。美國遠距醫療企業Teladoc Health大部分的銷售由B2B模式創造，企業會以員工福利的角度直接購買給員工。假若這筆費用以現金支付給員工，再勸導員工加入，員工則會捨不得拿來使用而浪費了這個福利。提供寵物實支實付型醫療保險的楚潘尼恩（Trupanion）公司，也以同樣的理由，在B2B模式中成長快速。一般如果要用自己的錢，大部分的人會猶豫是否需要購買寵物保險，但若變成公司支付這筆費用，就會變成「Why not?」（「當然好」的意思）。從Teladoc Health或楚潘尼恩公司的角度來看，因為要取得大規模合約，就得給企業客戶一些小額優惠，但優點是減少廣告費或銷售手續費等成本。

最後我想以說明消費者因價格敏感度鈍化造成錯覺的情形，來結束這一章。即使消費者不用直接親自結帳，也是要注意自身（企業）的成效評價帶來的影響。這類問題常在分析小型附屬器材或零件生產企業的過程中發生。「這產品在成品的生產成本上占比非常少，所以企業客戶不在意單價。」這是騙人的！對於下單的企業客戶來說，購買一個附屬品和一公斤零件是他的工作，價格能壓得多低，決定了他的升職與年薪。無經濟護城河的次承包商產生利潤，是因為主承包商還能養活它，但它還是會無時無刻受到單價降低的壓力，抱著收益可能惡化的炸彈生活。

第三章

有錢人選股法 2： 正確計算與評估企業價值





四張表一次看懂企業價值

假設你打算買一輛車。一般來說，你會優先選擇效用大的車輛。家庭人口多的，會選買SUV（Sport Utility Vehicle）；喜歡刺激的，則會買跑車。但，通常是「負擔得起」時，才會決定購買（除非是在折扣率降低之前，就決定購買某款車型）。不會有人因為該車款的價格持續上漲而購買汽車，也不會有人因為聽到中古車價格飆漲的消息而去購買中古車。唯獨對企業的所有權，也就是股票，才會依這樣購買。

讀者看完前兩章後，應該會有自己的投資想法了，但我希望大家不要光以投資想法就橫衝直撞的投資。特斯拉提供汽車與桌上型電腦和網路連結功能，讓汽車可以透過連結功能升級軟體，此方式稱為空中編程（Over-the-air, OTA。是一種為裝置分發新軟體、組態，乃至更新加密金鑰的方法）。假設報導說，特斯拉透過OTA方法提升自動駕駛功能，這時，特斯拉的價值絕對會比過去更高。但即使這樣，會有多少人看不看價格就購買特斯拉呢？每位消費者不同，但各自一定都會將自動駕駛功能的升級換算成金錢，它的價格要比自己預想的金額還要低，消費者才會打開錢包買單。如果從股票投資的角度來看，市值或股價是你為購買所支付的金額，而投資理念是你藉由購買獲得的效用。

英語中有句諺語：「Apple to Apple」。意思是蘋果與蘋果間也要相互比較。由於市值和股價都以數字表現，所以投資者獲得的效用也必須轉換為數字（貨幣價值）才能進行比較。出國最擔心什麼？安全？換匯？交通？答案應該是語言。現在，不管去哪裡，都可以使用Visa或Master Card卡付款，而且使用手機漫遊和谷歌地圖，也無需擔心迷路。但語言不通仍是一大問題。即使現在已有語言翻譯App，可是想要在餐

廳點菜或租車發生問題需要求助，又或者急需向航空公司或飯店致電時，經常會出現「早知道就多學一點英文」的想法。

會計是一種經濟語言。雖然目前一起工作的同事們不曾發生過類似事情，但新進職員或實習生，他們通常都會因同一種理由挨罵，理由是他們經常使用「未來展望好」、「成長性高」等正向文字表達財務報告。雖然他們以自己的方式，很努力做分析並上台報告，但基金經理人這份工作若不以數字說明，說什麼都沒有用，所以一開始就要強力培育他們用數字說話。若想成為一位真正的投資者，到餐廳或咖啡廳的時候，必須要不由自主開始計算座位數、餐品的平均價格和換桌率。估算原物料大概的價格，也要懂得計算這程度的規模賣場能否維持下去？要僱用幾名店員？以及店老闆可以賺多少錢？並且享受這個過程。

「會計」一詞，依百科全書的解釋：「關於經濟實體，以貨幣金額的方式告訴利害關係人們存在或發生的現象。」這裡的經濟實體是指上市企業，利害關係人則為股票投資者。換句話說，就是以該國家的貨幣向投資者說明上市企業的現況或變化流向。因此，如果不能理解這個說明，當然就沒辦法進行投資，在不懂的狀態下進行投資，那不是投資，而是投機。

要大家去學習會計，一定會有人到書店先選《會計原理》。讓人聯想到那些首爾大學畢業的老教授們，他們認為遊戲產業有前途，買了很多相關書籍，當我下次重新拜訪時，書桌上多了好幾本《電腦遊戲概論》、《電腦遊戲的理解》（以上非為正確的書名）等書。大學會計課程內容教的與公認會計師做的都是財務報表的製作，但我們不需要會製作，只需要能讀懂財務報表就可以了。而且，如果這家企業的財務報表太難懂，就不要投資它。

財務報表包括資產負債表、損益表、股東權益變動表和現金流量表四種。可以把資產負債表想成資產明細，列出企業所擁有的資產明細，包括現金、有價證券和不動產等。其中，借貸他人的資本明細，會

以負債的名目記載。資產扣除負債等於自有資本，也就是自己的錢。資本又可以分為股東出資的錢（資本金與資本公積〔Capitalsurplus〕）和企業賺的錢（營業盈餘）。損益表是企業用帳簿，記載從商品賣給顧客的收入（營業額）到扣掉企業經營的各種支出（銷售原價、銷售費用及管理費等）之後的利潤。股東權益變動表詳細記載資產負債表的資本項目變化，主要說明企業如何運用損益表中最後一項的純利潤。純利潤攸關於股東的利益，自有資本固然要增加，但如果分配股息給股東的話，也要扣除記在資本上。其實，現金流量表跟家庭帳簿相似。記載因權責發生制原則（AccrualBasis）而不能記於損益表的現金交易。所謂的權責發生制原則，是指會計入帳不以現金收付做為會計確認的標準，而是以交易和事項是否實際發生為確認基礎。

不涉及現金流量的交易是什麼？其實，這是在父母世代裡無法想像的事，但對於改用App記帳的現代，卻很常見。近年來，信用卡結帳比現金更為普遍，即使沒有現金，也可以刷卡。消費者最短幾天，最長可以一個月後再繳納；賣家也一樣，雖然已經提供商品與服務，但要等待一段時間才能收到款項。刷卡購買商品的時候，應該要怎麼填在記帳App上？跟現金購買一樣，填在購買金額，這就是權責發生制原則。在企業與企業間的交易中，這類的賒帳交易（賣出債權、買入財物）會非常頻繁出現。但相反的，持有資產的價值減少等，不會出現在現金流量表上，反而會出現在資產負債表或損益表上，例如，如果房市蓬勃發展，名下的辦公大樓價值增加，雖然經濟實質發生了變化。但實際上，在賣出前他都不會出現現金交易，所以它不會記錄在現金流量表上。

覺得很複雜嗎？別擔心，只要能算出足以說明投資想法的預測損益表即可。假設你要開發某一企業項目，為了執行，你需要周圍親朋好友的同意。因為企業資金不足，可能需要吸引他人投入資金，也有可能需要說服最親近的配偶。這時，你必須要說明這個企業需要多少資金，過了多久的時間可以賺多少錢。

錄製JTBC電視節目〈只走錢途——精算會談〉時，最令我印象深刻的藝人是梁世燦和宋恩伊。梁世燦看到環境中的粉塵越來越嚴重，因而關注空氣清淨機相關的股票；宋恩伊則是因為高速公路的通行費用昂貴，開始對營運高速公路的公司產生興趣。在現實生活中，由自己獨特的觀點發掘投資想法，非常令人讚賞。但他們無法算出這個投資想法是價值多少的商業機會。連數年間一起在大學投資社團裡學習的朋友們，也覺得這個計算很難。不過，只要在本公司實習工作一個月，很快就能熟練，搖身變成為一位像樣的投資者。也就是說，熟練後就不覺得它難了。

大學生們的夢想是就業；新進職員的夢想是退休，還有大部分的上班族的夢想，是有一天可以大方丟出辭職信。依個人所見，自己創業比上班還要困難好幾倍，若準備得一蹋糊塗，十之八九會完蛋。但還是有人分不清喜歡的事與擅長的事，就自己出來創業。其中，韓國人最愛出來創業的類別是咖啡廳。在家都拉上遮光窗簾過生活，可是一旦到咖啡廳卻堅持要坐在熱死人的露天台座位上，搭配咖啡廳裡的白色噪音一起閱讀好幾個月沒翻開過的書，應該很多人都有這樣的經驗吧！下一個章節是我為了那些愛咖啡，喜歡在咖啡廳裡享受悠閒的人們寫的超簡單經濟短篇小說。



正確估價公司，一則故事就可以

1. 股兒，賣檸檬水

金股兒（譯註：韓文「股票」和「兒童」結合而成的新字彙，指稱剛認識股票沒多久的人）是一位31歲上班族，大學專攻設計，現於網路公司工作。職場生活大致上滿意，同事們都很溫柔親切，公司也認可她的工作能力。偶爾，身邊的人會問：「在公司負責繪圖嗎？」這時，雖然答案不是，但如果回答不是，那麼問題又會繼續衍伸出去，只好吞吞吐吐回答：「是的」。不過，不論滿意與否，任誰都有想過要辭職並思考過「去做別的工作，如何？」只是一般上班族都會很快的放棄這個想法，趕緊再睡一會兒，直到上班鬧鐘響起。

新冠肺炎疫情已持續一年，大家都過得很辛苦。金股兒的生活唯一的滋潤與改變是居家工作。雖然目前病毒平息了，街上看不到什麼人戴口罩，但因職業的特殊性，股兒一週仍有一、兩天可以在家工作。其實，導入居家工作模式初期，除了緊急工作以外，多數時候大家都處於「翹班」狀態。不過，居家工作成為日常後，身體已經熟悉這個模式，就跟在辦公室工作沒有差別。畢竟在公司時，大家不也使用通訊軟體聯絡交流嗎？

早上在家附近公園跑了一圈，發現明天社區有活動。這座公園以前是地鐵經過的地方，由於路線變更，變成廢墟。待到周圍地區開始重建，這裡才成了一片綠地。隨地方價值活化，陸續舉辦各類地方性活動，算算也有十年了。但平時，只有一些沒聽過的韓國歌謠（TROT）歌手上台演出的慶典活動，其實也沒有什麼人會關注，但在疫情平息

後，大家開始偶爾會跟朋友談起地方慶典活動。

金股兒傳了一則KakaoTalk給朋友們：「今天瞄到我們社區明天開辦慶典活動耶？」

內心抱著「一起去的話，如何？」、「之前有講過？」心態勸誘朋友，但訊息後方的「1」花費很長時間才消失（譯註：KakaoTalk的已讀功能是以數字遞減方式呈現。數字消失代表全數已讀）。

「公司突然有急事。」

「我可能也有點困難？這次先PASS。」

能預料到事情會變成這樣。隨年紀增長與行為模式改變，朋友們越來越難聚在一起。大部分的聚會在到見面那天之前，都會有變數。時常會因為時間還很長，大家一開始都興致勃勃，直到要見面的那一天，就會出現一、兩位說要缺席，最後大部分都以取消收場。這樣的情況持續不斷發生，所以先開口約的人越來越謹慎。

今天又是居家工作，但已打算要來翹「班」耍廢，反正這週組長休假，在上班族圈裡，這樣的日子以「兒童節」代稱，表示沒有任何危險因素。想去社區慶典活動走走，但不知道為什麼？意外的，人多到無法走動。果然想與人面對面交流是人的本性。從東歐來的馬戲團、掛著Zeropay行動支付立牌的店家們，以及吸引孩子們目光的夾娃娃機等，活動如回憶中的樣子，非常熱鬧。

雖然沒有特別要買什麼東西，股兒到處走走看看後，有點渴，便開始尋找飲料店。眼前有很多賣辣炒年糕或章魚燒等的餐車，卻找不到任何一台飲料販賣機。股兒非常渴望來一杯冰咖啡，但記憶中，這座公園附近沒有便利商店或咖啡廳。原本公園前面唯一的咖啡廳受到疫情影響而倒閉，很早就換成一家無人冰淇淋店。現在從公園入口出發走上十分

鐘以上，才能找到解渴的商店，但股兒又不想喝公園裡的飲水機。

回家路上，她仔細想了一下：「為什麼裡面沒有一家賣飲料的店呢？」、「應該會賣得很好啊……」這時候，突然靈機一閃：「如果我來賣的話，會怎樣？」朋友們偶爾來家裡作客，股兒都會調雞尾酒給他們喝，回響還不錯。上次去濟州島休假時，上了一日課程，在那之後，股兒有空就會看YouTube影片學習。反正明後天是週末，「不如試一下」。到家後，翻了冰箱，找到氣泡水、檸檬和寡糖，還有一個不知道從何處拿到的小型保冰箱贈品。總之，試著賣賣看檸檬水（Lemonade）吧！

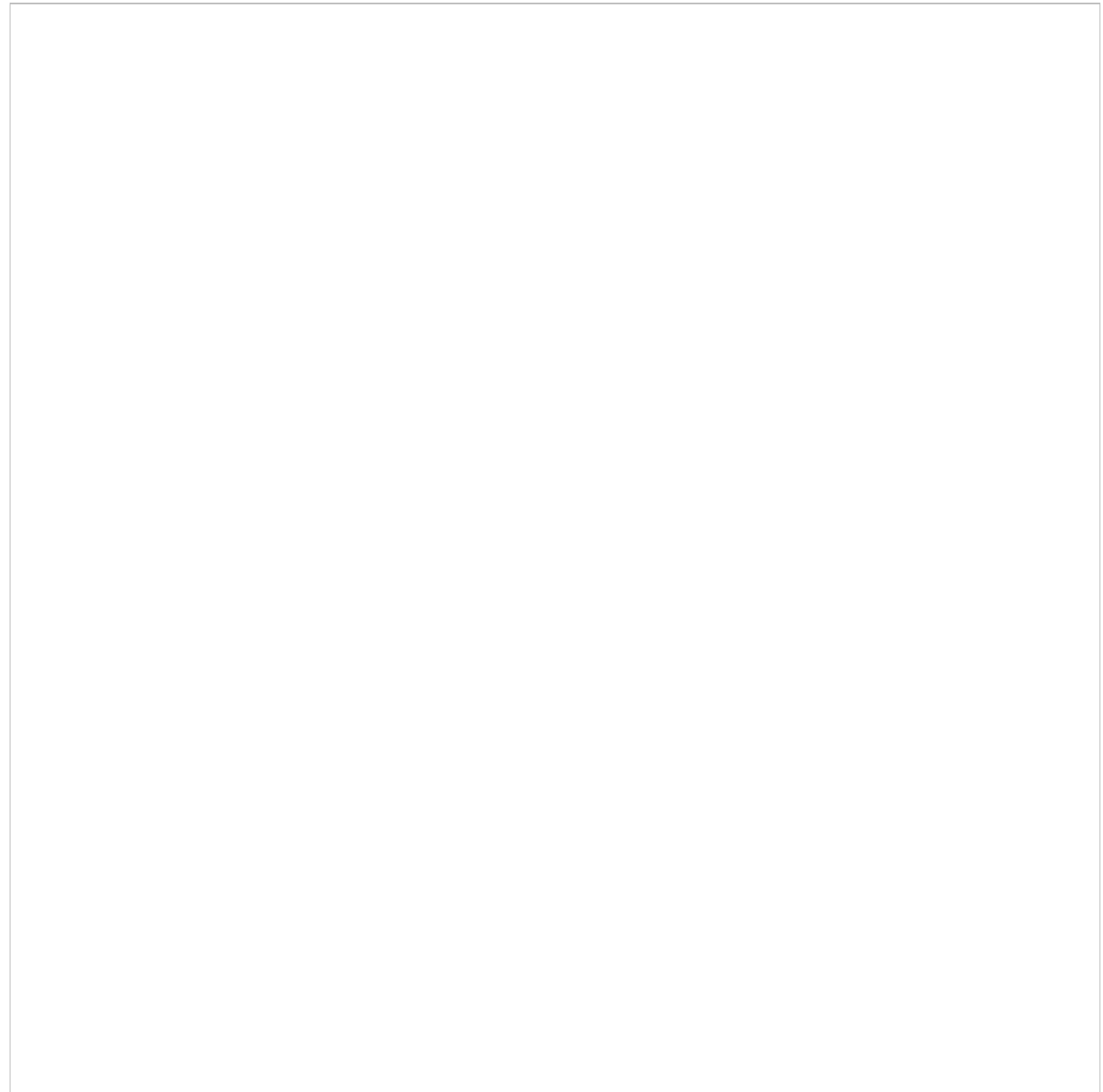
週六早上，股兒從家裡帶了大包小包，出發到公園。只要在便利商店買幾包冰塊和空杯子就算完成準備。一時興起，事情演變成這樣，股兒突然慶幸起朋友們不來參加活動。因為被發現的話，會有點不好意思。這時，她找了一個大樹下的位置，擺上桌子和椅子，正式開賣。

檸檬水 1,500 韓元

僅限轉帳（KBank100-162-250002）

來參加活動的其他居民似乎也跟金股兒有相同的想法，無須大聲叫賣，顧客就會自動找上門。從早上10點開賣，還沒到下午1點，就清空裝滿20杯的氣泡水，而這些就是他帶來的所有氣泡水。忙到沒時間記帳，反正品項只有一種，也不用記。空瓶裝回保冰箱裡之前，打開網路銀行App，帳戶進帳三萬韓元。按時薪計算，與原本的年薪相比，當然完全比不上，但至少是自己做的飲品，而且「完售」。這讓她感到十分神奇，過了一場令人興奮的夜晚。

假設三萬韓元是營業額，銷售量乘於銷售價等於營業額。



不論是什麼投資想法，營業額是計算它的價值來源。因此，損益表最上面的項目是營業額。推算營業額的時候，需要注意兩點：消費者價格與企業的販賣價格。以分析植體（**implant**）公司為例：我曾在專門植牙科網絡醫院（網絡醫院是指各地區使用同一名稱，共享主要治療技術

與行銷等的連鎖醫院之一。因為舉例只限於牙科，故加上「牙科」兩字）裡，看到「植牙99萬韓元」的廣告。不過，植體公司實際賣給牙科的價格，大約才10至20萬韓元。牙科扣除中間分配的費用與手術成本後，其餘皆為利潤。因此，分析牙科的時候（雖然韓國的營利法人不能進行醫療行為，但在海外也有很多醫院和診所上市），雖然要以患者支付植牙的價格，做為銷售價，但因為目標是投資植體公司，所以也要知道植體公司的銷售價。尤其是酒類和香菸，販售給消費者的價格還包含稅金，更需要注意。大部分的商品附加稅最多到10%，所以11,000韓元的商品，公司的實際銷售價為10,000韓元。加上國稅與教育稅，出廠價（譯註：商品製造完成後，根據生產成本訂出的價格。此價格不含到市場的任何運費，不存在中間流通環節，相對市場售價較低）是600韓元的話，售價變成1278韓元。近期，輿論在探討稅金要由從價稅（譯註：指根據不動產或個人財產的估計價值抽稅），變成從量稅（譯註：是指依照進口貨物的數量、重量、容積、面積、體積或長度等為標準，每一單位課徵一定金額的關稅），這麼一來就會削弱進口啤酒的競爭力。以現行的從價稅，進口出廠價低的啤酒能以「四罐一萬韓元」的方式促銷，但若改成從量稅，不管出廠價多低，啤酒數量一樣的話，因與國產啤酒稅金相同，就會削弱價格競爭力。

圖表41 酒類的出廠價與稅金・消費者價格的舉例

	燒酒1瓶	啤酒1瓶	紅酒1瓶
出廠價	495	600	8,089
總稅金	559	678	3,746
酒稅**	356	432	2,427
教育稅***	107	130	243
附加稅****	96	116	1,076
售價	1,054	1,278	11,835
流通利差	596	722	8,165
消費者價格	1,650	2,000	20,000

*單位：韓元

**燒酒與啤酒是原價的72%；紅酒是30%

***燒酒與啤酒是酒稅的30%；紅酒是10%

****原價+酒稅+教育稅的10%

計算盈餘時，最常犯的另一個錯誤，是認定營業額會超過市場規模。有時某些商品合乎消費者的胃口，所以快速成長的狀況比想像中的多。但問題就出於這個快速成長率要能長期維持，五年或十年後的營業額，才有可能超過整體市場規模。另外，市占率不可能超過100%，假設一天有1000名居民參加社區慶典活動，股兒的檸檬水人氣再旺，也很難賣超過2000杯以上。讀到這裡，有人可能會笑著說：「誰會犯這麼愚蠢的錯？」但我敢打包票，真的很常有這種事發生。智慧型手機或電動汽車創造的新市場，大家可能認為不在討論範圍之內，但有聽過時間占率嗎？在傳統市占率的觀念中，迪士尼樂園的競爭對手是環球影城或海

洋世界。但是迪士尼樂園的經營者真正擔心的不是同類的主題公園，而是YouTube或任天堂。這是因為，能否克服影片和遊戲的誘惑，與家人一起出遊的行動，已經決定了迪士尼樂園的銷售額。在這樣一個只有剝奪消費者的關注和時間才能生存的現代社會，創造市場比爭奪市占率更重要。

不過，在中國也是一樣的情況，有魅力的市場一定會有競爭者投入。就算在沒有競爭者，維持市占率100%的非現實假設之下，總市場規模也脫離不了顧客的可支配收入總合。有誰不想要擁有愛馬仕柏金包（HERMESBirkinbag）和江南公寓？但是，並非每個人都能擁有。特斯拉的股票引起全世界的風潮，最終目標總市值是20兆美元，這數值是現在全世界總市值最高的亞馬遜的13倍（防止大家誤會，我不討厭特斯拉，而且我認為它是一家很優秀的公司，如果購買的房子有該廠牌的快速充電裝置機械增壓器的話，我會考慮購買它的車）。20兆美元是真的嗎？美國的總家計消費支出是21兆美元，假設PSR（市銷率）是1倍（企業的合理市值總額等於銷售額），這等同於美國所有家庭中，每年要買一台特斯拉。現代汽車是0.4倍，福斯汽車是0.35倍，所以1倍是相當厲害的水準。很遺憾的是，這種事不會發生。不管特斯拉的設計再出色，行駛哩程數有多遠，自動駕駛有多優秀，都不會發生。

圖表42 主要汽車公司的市銷率



* 出處：ThomsonReutersEIKON

** 以2020年末為基準

2. 正式開始做生意的股兒

第一天生意好後，金股兒週末天天守在電腦前，查看這個月哪一區有辦慶典活動，計算首爾一年有舉辦幾場公開性的慶典活動，以及一個人到那邊可以賣多少杯檸檬水。

不到三小時就賣完20杯。那如果從早上10點開始到晚上10點結束，共12小時，且客源持續不間斷，一天下來就可以賣到80杯左右。而且不僅是在股兒居住的地方會舉辦慶典，大部分的區域在一年四季交替的時候也會舉辦。

■ 檸檬水的市場規模

首爾 25 個區 \times 4 次 / 年 \times 80 杯 = 8,000 杯

8,000 杯 \times 檸檬水 1,500 韓元 / 杯 = 12,000,000 韓元

市場規模高達1200萬韓元。大部分客人都認為很好喝，製作檸檬水也不難。因為只需要攪拌一下就可以了，所以對話少的金股兒來說，也不是什麼負擔。

但問題是，每個區的慶典舉行日經常會出現重疊。調查發現，一般社區慶典為期兩週，每個慶典會有四天週末假日。以新冠肺炎前一年為基準，股兒可以擺攤的慶典日，大概每一季有8天，總共32天。可惜的是，股兒只能自己單槍匹馬做這件事。

■ 修改後的個人事業者檸檬汁市場規模

週末 \times 可參加的慶典數 4 個 \times 四季 \times 80 杯 / 天

= 銷售天數 32 天 \times 80 杯 / 日 = 2560 杯

2560 杯 / 年 \times 檸檬汁 1,500 韓元 / 杯 = 3,840,000 韓元

另外，金股兒領悟一件事，那就是生產能力。社區慶典的飲品明明是TAM（TotalAddressableMarket，整體潛在市場範圍。指的是可描繪出其產品市場規模有多大）很大的項目，不過舉辦單位都認為大家只會利用週末時間參加活動，故各地區的活動通常會重疊，所以實際上很難同時參與。生性害羞的金股兒沒有勇氣請朋友或家人幫忙，最終只能一個人扛著行李販售檸檬水。

企業也很常發生生產能力不足的問題。市場大，商品好，但卻無法

有足夠的量去銷售，不是很可惜？因此，投資時，市場規模跟生產能力要一起檢視。

新手不考慮生產能力，就假定銷售額可以無限增長。但是，即使能考慮到需增設生產設備，也不代表就是高手。因為企業新增產能不僅費時費錢，而且蓋工廠也不是批量生產。菲利普·費雪說道：「要投資一個擁有廣闊市場、優良產品與優秀經營者的企業。」他的兒子肯尼斯·費雪（Kenneth Fisher）則畫龍點睛：「要在這種企業產生暫時性缺乏的時候投資。」他講的「暫時性缺乏」中，大部分的案例都與擴廠有關。因商品人氣旺而新建工廠，也需要訓練新員工；況且，雖然是最新型設備，但試運轉中，總會發生預想不到的問題，而且要達到正常生產水準，時間總是比計畫的來得長。股票雖然會隨著新商品的人氣或工廠增設的新聞而快速反映價格，但只要變化比期待的來得慢，或變得不太好，股價一下子就下滑了。一看到新聞就投資成功是屬於運氣非常好的人才有的，大部分的人都是等股價上漲一陣子後，才忙於追上。不過，根據肯尼斯·費雪說的話，公司發展總比計畫慢，就會造成許多投資者的損失。若能對首波新聞或第一次股價上漲無動於衷，反而更有時間冷靜下來分析新聞的真實性與企業的變化。因此，大家都拋售那支股票的時候，你就能帶著確信，嚐到第二次上漲的甜頭。

說到生產能力，絕對不能不提三養食品。長時間投資以來，此企業經歷好幾回生產設備變化。過去的三養食品相較於農心與不倒翁，是屬生產能力游刃有餘的企業。但因火辣雞麵突然成為熱賣款，工廠便急忙開始運作生產。藉由晚下班或加班的方式，增開生產線。我在這時期拜訪工廠，從狹小的工廠裡硬塞了好幾台生產設備就可以看得出窘況。由於緊急加開生產線，不僅生產過程曲折，勞工也忙於工作，參觀期間深怕自己礙到他們。事後，公司採購進口專業設備，工廠開始自動化，投入的人力變少，排成一系列的生產線看起來很舒爽。現在，他們對於提升

兩倍以上速度的生產設備，感到非常自豪。

在股票市場中，三養食品新建工廠的新聞一出，股價便開始動盪。不管生產現場裡的煩惱與失誤，股民只對「新建工廠表示銷售量很高吧」充滿期待。然而，由於與地方自治團體的衝突，工廠的興建被推遲了。而原總部所在的江原道原州市，原本預計會產生就業誘導效應，所以被政府要求在同一地區興造額外建設，但三養食品對計畫考慮再三，他們認為與地方政府的合作固然重要，但投資成本和物流便利性也不容忽視。多次公告後，最後新工廠選定在慶尚道密陽郡，但股價後來毫無起色，新工廠也連帶著遲遲尚未完工。

製粉廠（將穀物磨成粉的工廠）也陷入差不多的窘境。三養食品做為一家泡麵公司，使用大量麵粉，其麵粉多從製粉公司購買。但隨著公司規模越來越大，與其買麵粉，不如自製麵粉更有利於成本，也比較方便。因此，開設製粉廠果然又引起股價上漲。本來付給製粉公司的費用，現在不用再支出，所以判斷收益會變好。但每次拜訪製粉廠時，環境都非常乾淨。後來才知道工廠尚未啟動運作。也就是說，現今對三養製粉廠，還無法將所需麵粉轉成自產。這是因為管理層認為，現在商品販賣更重要，所以暫時先推遲製粉廠的運作。

金股兒因為市場規模比預想的還要小，感到些許失望。不過，能賺到將近400萬韓元的外快，也是不容小覷的一筆錢。

「唉，不管了。先開始吧！」因決定正式開始做生意，所以也算了成本。上週五因為只以家裡現有的食材製作販賣，故無成本。

■ 每一杯檸檬水的製作單價（製作一個商品的花費價格）

氣泡水 400 韓元 / 瓶 + 檸檬 200 韓元 / 半顆 + 冰塊 200 韓元 / 杯 +
其他副食材（杯子、吸管、寡糖等）100 韓元 = 900 韓元

■ 檸檬水的銷售成本

900 韓元 / 杯 X 2560 杯 / 年 = 2,304,000 韓元

■ 檸檬水的銷售總利潤

營業額 3,840,000 韓元 - 銷售成本 2,304,000 韓元 = 1,536,000 韓元
銷售總利潤率 = 銷售總利潤 1,536,000 韓元 ÷ 營業額 3,840,000 韓元
= 40

「原來有150萬韓元的利潤啊！不對，如果要去賣場或活動會場，需要一台車，該怎麼辦？」

雖然金股兒有汽車駕照，但不曾實際上路開過，而且也沒有自家車。畢竟是新手企業家，扣除掉本人的時薪計算是不可免的事，但前述的製作單價與銷售成本價都只反映變動成本，這是一大問題。

她打給弟弟金東學，他雖然是大學生，但其實就是在家裡玩。最近在準備英國留學，但總被英文絆住腳，因此，金股兒藉著酒勁打給了他。

「所以我需要做什麼？」

「你只要每個週末開車載我就可以了。」

「你要給我多少錢？車呢？姐姐你不是沒車嗎？」

「車跟Socar（編按：韓國汽車租賃公司，類似Uber）租就可以了，一天五萬元，如何？」

「成交！」

租Socar只需要用到進賣場擺攤前，抵達活動會場就可以歸還，最後結束回家的時候，因沒有行李，所以可以搭地鐵回家。於是，固定成本產生了。Socar租車費是5,000韓元，弟弟日薪是五萬韓元，這些是與營業額無關的支出。之前想的銷售成本是屬於變動成本；銷售總利潤則是邊際貢獻（編按：邊際貢獻＝銷售收入（營業額）－變動成本）。邊際貢獻主要使用在計算商品的利潤。上市企業與個人賣檸檬水不一樣，通常都要先支出因為生產或販賣的間接成本，因此，根據營業額增減計算利潤變化的時候，使用邊際貢獻比較好。

■ 檸檬水的邊際貢獻

營業額3,840,000 韓元－變動成本2,304,000 韓元＝1,536,000 韓元
貢獻率＝邊際貢獻1,536,000 韓元÷營業額3,840,000 韓元＝40%

這麼一看，概念非常簡單。金股兒的預期是一天可賣出80杯檸檬水，但不管少賣或多賣都要支付Socar租車費和弟弟的日薪。在企業支出的銷售成本中，其中也有不少與營業額不成比例的項目會出現。假設生產能力充裕，就不必因為要賣出更多商品而增加機器設備：這時雖然機器可能要多上一點油，但工廠的燈泡不需要更換更亮一點的，也不需要多加一扇出入口的指紋辨識門。或，雖然直接投入生產線的員工會增加，但也不需要再多一位管理者來統籌人力。

蜂蜜奶油洋芋片的人氣促使我投資Crown製菓公司的時候，這類的誤解似乎最嚴重。當時，Crown製菓公司的營業利益率不到5%（編按：公司每創造一單位的營收所能產生的獲利）。就算蜂蜜奶油洋芋片賣得再好，營業利益率低的話，一般會認為企業價值改善的部分不大。連公司的股票負責人或財務負責人都說：「我們公司不能這樣賺錢。」但我的想法不同：「餅乾類行情不好，機器與人工都處於閒置狀況，所以追

加生產的固定成本增加得很少。」、「餅乾類主要是廣告費和物流費或促銷費高，但原物料費用低的商品。由於現在的狀況是消費者擔心買不到蜂蜜奶油洋芋片，所以只需要增加直接成本，不用行銷也能賣得好。」實際上，Crown製菓公司的運作率是50%，原物料費僅有40%，也就是說，當營業額達到兩倍（運作率100%）之前，貢獻率為60%（當然原物料之外，還有運送費、包裝費、銷售手續費等必要變動成本，不過是大概計算，希望各位讀者請見諒）。與公司開了幾次會議，我拿出筆電開啟Excel，親自說明推算過的財務報表。說話者與聆聽者的角色對換，這次是投資者對公司說明「往後貴公司的實質利益會變成這樣」。在那之後，2015年Crown製菓公司的營業額相較前一年增長了1,200億韓元，營業利潤增加250億韓元，蜂蜜奶油洋芋片的貢獻率超過20%。如果投資者不能區分營業利益率與貢獻率，即使擁有相同的投資想法，也不會去投資Crown製菓公司，或即使投資了也不能獲得充裕的報酬。至今，我仍記得當時在報告Crown製菓公司業績時負責人驚訝的表情，還有之後實際業績與股價暴漲的會議上，他略顯難為情的表情。

■修正後 檸檬水的銷售成本

$$\begin{aligned}
 & 900 \text{ 韓元/杯} \times 2,560 \text{ 杯} + (\text{Socar } 5,000 \text{ 韓元} + \text{弟弟日薪 } 5 \text{ 萬韓元}) \times \\
 & \text{販售日數 } 32 \text{ 天} \\
 & = \text{變動成本 } 2,304,000 \text{ 韓元} + \text{固定成本 } 1,760,000 \text{ 韓元} \\
 & = 4,064,000 \text{ 韓元}
 \end{aligned}$$

■修正後 檸檬水的銷售總利潤

$$\begin{aligned}
 & (1) \text{營業額 } 3,840,000 \text{ 韓元} - \text{銷售成本 } 4,064,000 \text{ 韓元} = -224,000 \text{ 韓元} \\
 & (2) \text{邊際貢獻 } 1,536,000 \text{ 韓元} - \text{固定成本 } 1,760,000 \text{ 韓元} \\
 & \quad = -224,000 \text{ 韓元} \\
 & \text{銷售總利潤率} = \text{銷售總利潤 } -224,000 \text{ 韓元} \div \text{營業額 } 3,840,000 \text{ 韓元} \\
 & \quad = -6\%
 \end{aligned}$$

是赤字，完蛋了。因為邊際貢獻不超過固定成本或損益平衡點的1,760,000韓元，所以銷售總利潤變成赤字。錢必須要賺，最後金股兒有兩種選擇。

「要把價格提高了，反正大家是排隊搶著買？一般去咖啡廳最少也要花3,000~4,000韓元.....價格改為2,500韓元吧！」

■ 提高價格後檸檬水的邊際貢獻

營業額 = 2,500 韓元 / 杯 × 2,560 杯 / 年 = 6,400,000 韓元

變動成本 = 900 韓元 / 杯 × 2,560 杯 / 年 = 2,304,000 韓元

邊際貢獻 = 營業額 6,400,000 韓元 - 變動成本 2,304,000 韓元
= 4,096,000 韓元

貢獻率 = 邊際貢獻 4,096,000 韓元 ÷ 營業額 6,400,000 韓元 = 64%

■ 提高價格後檸檬水的銷售總利潤

(1) 營業額 6,400,000 韓元 - 銷售成本 4,064,000 韓元
= 2,336,000 韓元

(2) 邊際貢獻 4,096,000 韓元 - 固定成本 1,760,000 韓元
= 2,336,000 韓元

貢獻率從40%大幅增長至64%！因為變動成本不變，營業額增加。這裡的營業額增加部分全都變成邊際貢獻。變動成本雖然會隨營業額變化（排除以下出現的銷售手續費概念），但一般而言，也會跟銷售量成正比。因此，營業額因價格提高而增加的情形，在變動成本不增加之下，大幅改善收益。還記得前面提到，以原物料價格上漲10%為藉口，餐品價格上漲10%的解酒店老闆嗎？如果是在競爭激烈之下，解酒湯的價格也不會輕易上漲，所以提高價格不常發生在實際的營業活動中。如果你關注的企業可以不在乎競爭對手或消費者，就提高價格的話，千萬不要放過它！因為有錢人們也關注邊際貢獻高的商業。提高價格就已經很困難了，何況是單靠提高價格，就造就數十百分比或數倍的營業額成長。小時候100韓元可以買到的冰淇淋，過了20年後，現在變成一個1,000韓元。雖然能輕鬆找到價格上漲10倍的物品，但一想到要花20年，每年也才12%。同一時期，PG（PaymentGateway，支付網關。電子

商務取代加盟店，與信用卡公司簽約，以結帳支付為代價，收取手續費的業種）交易量成長5000倍以上。再說一次，企業能大量販售是最好的。而且利潤高，就表示有個很好的商業模式，但要記住企業價值永遠都以利潤的絕對規模決定。

還是新手基金經理人時，我曾被賣最多韓國股票型基金的Shinyoung資產運營公司的投資哲學，敲醒了一件事，要收購公司，就買營業利益率低（營業利益除以營業額，是最基本的盈利指標）的公司。營業利益率高的公司當然是一家好公司，但也是敵人們覬覦的獵物，若要拿下它，就容易陷入競爭戰中。為了對抗競爭，公司很可能要降低價格，提高行銷宣傳費，這樣一來就會造成收益減少。而如果營業利益率低，營業利益自然會減少，企業價值也一定會下滑。因此，若營業利益率低的話，經營者就會不斷努力，不出現赤字，所以營業利益率繼續下滑的可能性不大。而且，營業利益率若有一點改善，營業利益的增長幅度也會很大。

在商店使用現金購買商品，可以領取現金繳費的發票，這發票可讓消費者在年末結算時抵免所得稅，而且有助於國家經濟透明化與政策制定，還可以擴大商品附加稅或所得稅等稅收。企業間的交易會有稅務計算表，大部分都以電子形式發行。在韓國，大部分公司使用的電子稅務計算表格是BusinessOn公司提供的。這領域也是熟悉這個使用模式後，很難再換成其他公司的程式，所以擁有強大的轉換成本優勢。因此，與企業客戶簽約、設置後，接下來只要一直收取手續費即可，這樣，營業利益率當然很高。2017年公司上市，其銷售額為135億韓元，營業利益為57億韓元，營業利益率高過42%，也就是說，將近一半的總銷售額都是利潤。看似是一家好企業？沒錯，的確是好企業，但它有可能不是好股票。首先，相對來說，很難再有比這個更高的營業利益率。再者，此稅務計算表早已用於各大企業，市場成熟。想要提高企業價值（等於利潤，利潤又等於股價），必須開創新的產業，但新的產業中，可能有新

的敵人正等著它，所以勢必要用電子稅務計算表賺的錢來進行投資。實際上，2019年此家公司的營業利益率是39%，相比成長期下降3%。

反之，Shinyoung資產運營公司大量投資的汽車零件產業，雖然營業額達到數千億至兆韓元，但仍有很多營業利益率僅有1~2%的公司。因為如果營業利益率高，如現代汽車等的企業客戶，很有可能要求降低單價，這樣一來，就得開始煩惱「利益率該怎麼辦才好？」財務報表上顯示的會計利潤減少，但實際上，並不代表公司少賺錢。總之，營業利益率1%的公司與前述的BusinessOn公司比較，商業模式不算好，不過經過層層努力後，營業利益率只要上升1%，營業利益就是兩倍。常有人會開玩笑說，這1%只要減少經營者的法人信用卡額度就能達標。但BusinessOn公司的營業利益率只升1%時，營業利益率增加就達到2.6%，這就是巨大的。Shinyoung資產運營公司認為長期投資這種營業利益率低但又是生產必需品的公司，總會有改善營業利益率的時候，屆時股價因營業利益急遽改善的原因上漲，即可賣出。

圖表43 BusinessOn 公司的股價走勢圖



出處：NAVER金融

圖表44 營業利益率高與低的公司的營業利益變化

	營業利益率低的公司	BusinessOn公司
營業額	100	100
營業利益率（現在）	1.0%	39.0%
營業利益（現在）	1	39
營業利益率（增加1%後）	2.0%	40.0%
營業利益（營業利益率增加1%後）	2	40
營業利益增加率	100.0%	2.6%

每次出門做生意，金股兒給完弟弟的日薪後，還會剩下7萬3千韓元左右。比賺錢更好的是，股兒觀看世界的角度不同了。以前上班時，每天都只等著下班或放假，將公司給的月薪視為理所當然，以致於職場生活的目標變成少做一點事，而公司也變成一個待很長時間卻不舒服的地方。現在，等待週末到來的意義不同了。自然而然會努力工作賺錢，微笑服務客人，不用去想公司的事情。雖然一週的時光感覺變短，但卻變得更愉快。

唯一擔心的是弟弟。之前販賣檸檬水的半天時間都在看Netflix，過得很愜意。但最近天氣變涼，等待就不是那麼愉悅了。

「萬一他說不做了，怎麼辦？」、「如果他說一搬完就要回家的話？」、「一個人善後要費很大工夫的說……」

一開始以為弟弟的日薪五萬元是固定成本，但現在如果弟弟說不做的話，事情會非常大條，必須要先出招。但如果要提高日薪，固定成本增加，很有可能利潤變赤字。

「東學啊！你的工作可能要變多了。」

「這什麼意思？」

「除了開車以外，你也一起賣檸檬水，不是很好嗎？」

「我不只是休息，也幫你整理了啊？」

「所以啊！」

「什麼所以啊？」

「反正都要待在這，賣這很簡單的。只要做好賣出去就可以了。我教你方法，給你抽三成，如何？」

「三成？那大概是多少？」

「你不用知道，反正比現在的日薪高。」

金股兒選擇的第二次變化是僱用販賣人員。增加銷售量，又只需要支付部分的營業額出去，剩下都歸入創業者的利潤。這樣一來，在初次

預測企業價值的時候，固定成本就很好算，這是因為，如果固定成本不變，銷售額增加，由於經營槓桿效應，收益也會增加。但相反的，若營業額不如預期，就可能會苦於固定成本。在弟弟金東學要求加薪之前，金股兒就先想到其他方案來解決，但實際上，在企業經營上不會這麼好應付。人力費與租金費會隨著物價上升而上漲。根據經營者的判斷，先投資設備或人力，固定成本可能會比營業額更多。尤其是成長初期的公司更需要注意。近期我分析中國整形預覽網站平台新氧科技有限公司（So-YoungInternational）得知，它同時具備大趨勢與經濟護城河。在中國，進行整形手術或美容手術的人裡，大約兩個會有一個人使用這家公司的網站或App。以醫生的立場，當然要跟這款平台或App購買廣告，不過因營業額快速增加，人力費等固定成本也會快速上升，所以投資實行前，還有很多難關。你如果在想這家公司的給付薪水或福利時，也能想到公司的固定成本會增加的話，代表你已經走上投資者的道路了。

弟弟金東學抽成的部分是銷售手續費（佣金）。檸檬水的原物料或搬運費等與商品生產直接相關的成本屬銷售成本；總公司的經費、銷售人員的薪水或廣告宣傳費等經營上需要的成本，屬管理與銷售的費用，簡稱管銷費。銷售手續費經常產生於百貨公司、電視購物等流通管道販售的時候。近期，遊戲或多媒體等文化創意企業也會支付給GooglePlay、AppleStore。有時候，公司也會除去銷售手續費的部分後，才納入營業額。這時，稱作銷售淨額。反之，全部的營業額稱作總銷售額或商品交易總額（GMV:GrossMerchandiseValue），例如，2019年通過PG企業KGIncisis交易的金額為22兆2000億韓元。但同一時期，KGIncisis的營業額卻不到5,000億韓元。這意味著KGIncisis收取的銷售手續費率在2%左右。

不過，從法律上思考可納入銷售額的標準是一件很重要的事。只有在財物的所有權完全轉移才能納入銷售額中。簡單來說，減少庫存的那

些項目能成為銷售額的主體。百貨公司向進駐業者收取的手續費，是百貨公司的大部分營業額，因此總銷售額與銷售淨額的差異很大。但折扣商店大部分從製造商或販賣商引進商品（這時候，製造商或販賣商計入營業額，商品成為折扣商店的庫存），加上某程度的流通利差後，販售給消費者。因此，總銷售額與銷售淨額沒什麼差異。因此，即使商業模式相似，使用總銷售額的公司因銷售額大而利潤率低；使用銷售淨額的公司則利潤率高。

過去植體公司將帶去牙科醫院的商品全納入銷售額，導致問題產生。因為牙科醫生實際上僅向患者收取植牙部分的款項，雖然有產生銷售額，但卻只有累積應收帳款（**Accountsreceivable**；譯註：專指因出售商品或勞務，進而對顧客所發生的債權，且該債權尚未接受任何形式的書面承諾）而沒能收取銷售貸款。這裡指的應收帳款，是企業在販賣商品過程中產生的債權，也就是包含應收帳與應收票據等的「應收未收款項」。最後未使用的剩餘植體商品不得不取消賣出。庫存放在牙科的時間一長，商品價值就會降低，無法再次售出給其他醫院，必然產生損失。政府監管部門認為，植體公司實際庫存負擔較重，以「銷售額」進行記錄不合理，責令植體公司應變更財務報表編制原則。現在僅認列實際使用過的植體商品可納入銷售額，如果現實上難以操作，可以依經驗推測合理的退貨率，納入撥備（進行財政預算時，估計投資出現虧損時所預留的準備資金）與呆帳損失（如同撥備，雖然未發生實際的現金流動，考量到資產減少而設置的準備金，事前納入在損益表）。

現在，東學不用擔心日薪，因為他也成為真正的企業家，年薪約450萬韓元。

■ 檸檬水的損益表

營業額 = 金股兒事業部的營業額 + 金東學事業部的營業額
 $= 2,500 \text{ 韓元} \times 2560 \text{ 杯 / 年} + 2,500 \text{ 韓元} \times 2560 \text{ 杯 / 年}$
 $= 6,400,000 \text{ 韓元} + 6,400,000 \text{ 韓元}$
 $= 12,800,000 \text{ 韓元}$

銷售成本 = 金股兒事業部的變動成本 + 金東學事業部的變動成本 + 固定成本
 $= 900 \text{ 韓元} \times 2560 \text{ 杯 / 年} + 900 \text{ 韓元} \times 2,560 \text{ 杯 / 年} + 55,000 \text{ 韓元} \times 32 \text{ 日}$
 $= 2,304,000 \text{ 韓元} + 2,304,000 \text{ 韓元} + 1,760,000 \text{ 韓元}$
 $= 6,368,000 \text{ 韓元}$

銷售總利潤 = 6,432,000 韓元

銷售與管理費用 = 金東學事業部的營業額 6,400,000 韓元 \times 銷售手續費 30%
 $= 1,920,000 \text{ 韓元}$

營業利益 = 4,512,000 韓元

3. 金股兒，開始準備經營咖啡廳

開始做生意之前，金股兒認為，週末早起是國法（從國際經濟法衍伸的新用語。現在主要使用在指國民的法律。以幽默的口吻，意指雖然非正式規定，但普遍通用或流行的規定與行為）。偶爾提早醒的日子裡，會躲在被子滑手機看YouTube，滾來滾去。但現在兩週會有一週的週末要早起準備做生意，即使是沒有活動的日子也會早起。今天金股兒

決定去上次在Instagram看到的2021首爾咖啡廳與烘焙展。

「原來有這麼多種創業項目.....我也想要試試看！」

雖然內心覺得自己是真正的企業家了，但去完首爾咖啡廳與烘焙展後，滿腦都想著要在平日開咖啡廳。其實，跑了好幾個月的地方慶典活動販賣檸檬水後，她增加不少做生意的信心。隨時間流逝，不只檸檬水，也開始參雜威士忌調成高球雞尾酒，也有試過可口可樂。而且服務客人的工作也變得熟悉。若要開咖啡廳，可以親自製作檸檬醬，販售手工檸檬水、檸檬茶和檸檬雞尾酒為主打飲品。而啤酒和甜點品項她已在展會上挑選了幾款，現在只要線上訂購，當日配送到店裡，不需要額外做準備。

「金代理，我好像快要放棄公司了。」

「又？怎麼了？」

因後輩的嘆息，差點以為自己的內心想法被發現了，故假裝不在意的反問他。

「你有聽到組長對我說什麼吧？他自己跟常務溝通不良，為何要把氣出在我身上.....」

不是什麼重要話題，單純是每一家公司職員都會說的壞話。

「開個咖啡廳也好，或便利商店.....最近好像有很多Auto（自動）的機器。」

「Auto？Auto是什麼？」

「代理您應該在公司工作很久了，所以組長喜歡您是很正常的。Auto是只要投入資金就可以當店長或經理，邊玩邊賺錢的方法。」

「孩子啊，創業不是鬧著玩的。」

每個人都有一個當咖啡廳老闆的夢想，所謂的自營業有多累，薪水有多少，如果不實際做過的話，無法得知。但股兒自己也沒有商業登記，不用繳納月租或商品附加稅，只是賣個幾次飲料而已，就大聲嘲笑公司後輩，自認為在眾多初學者中，自己算是厲害的。

「東學啊！下週開始不去賣飲料了。」

「為什麼？發生了什麼事？」

「我要開咖啡廳，現在週末抽空準備，等開業後就辭掉工作。」

藉由在咖啡廳與烘焙展裡收到的名片和手冊，金股兒開始學習與制定計畫。報名三個月60萬韓元的咖啡師資格證檢定補習班，下班後勤勞上課。咖啡廳位置先從第一次參加的慶典活動公園附近開始探訪，感覺這樣才有意義。經計算後，開業初期需要的投資金大約是一億韓元。

■ 檸檬咖啡廳創業成本

保證金	5,000 萬韓元
室內裝潢費	1,500 萬韓元
咖啡機、冰箱等設備採購	2,000 萬韓元
初期營運資金等雜費與預備金	1,500 萬韓元

問題是還沒有一億韓元。負數存款狀態下離職，很快就會被要求償還貸款，所以根本無法離職。退休金要到退休的時候才領得到，而且才2,000萬韓元。工作幾年來存下來的錢也只有5,000萬韓元，還差一半。甚至有想「是不是要開在郊區？」不過，換到其他地方，保證金雖然比較低，但資金仍然不足，果然沒有做生意的命？不管了，先籌備資金吧！

「媽，你有錢嗎？」

「怎麼了？要多少？」

「5,000萬韓元？」

「你媽哪有這麼多錢？去問你爸吧！」

「爸，你女兒從以前就很想要創業，你知道吧？這次我打算開咖啡廳.....」

「創業沒那麼容易……」

「爸你說退休金都拿去股票投資了吧？投資我5,000萬韓元，好嗎？」

「你先跟爸說開業計畫，我再考慮。」

「Yes！」

即使女兒長大成人了，爸爸仍舊是女兒傻瓜。藉由這次的爸爸機會，籌備到剩下的5,000萬韓元。但爸爸提了一個特別條件：投資金5,000萬韓元的一半不是投資，而是借貸。所以如果事業失敗，也必須償還一半金額。那，剩下一半是不用償還也沒關係嗎？

是的。長期待在證券業的爸爸向金股兒說明資產與負債，以及資本的概念。股份公司名為檸檬咖啡廳，即使是借用他人的金錢開創事業，全都得納入資產。根據型態不同，現金是現金；存款是存款；不動產是不動產，其價格一同計入。

■ 檸檬咖啡廳資產總計

現金 10,000 (萬韓元)

■ 檸檬咖啡廳資產負債表

資產總計 1 億韓元

現金 1 億韓元

負債總計 2,500 萬韓元

爸爸的錢 2,500 萬韓元

資本總計 7,500 萬韓元

資本金 7,500 萬韓元

營業盈餘 0 萬韓元

發現了嗎？**資產總計等於負債總計加上資本總計**。另外，資本總計中，股東的錢大致分為初始資金與公司幫股東賺的營業盈餘。因此，大家要找的是**營業盈餘增加的公司**。營業盈餘也是配息的來源。包含股東的出資，資本總計高的公司中，有一部分是不斷伸手向股東借錢的壞公司，這種持續失敗或不斷需要新投資的企業，正是所謂的「往破甕裡倒水」。

有一句話說：看損益表的人是新手；看現金流量表的人是一般人；看資產負債表的人是高手。

學習投資到一定程度後，就可以用現金流量表了解損益表上沒有的交易。而且，真正的高手只需瀏覽幾年的資產負債表，就能看透那家公司走過的路。例如，是否為需要投資很多有形資產的公司？或是很會賺錢的公司？是否能正常將賺的錢償還股東的公司？……因此，如果遇到說

要從資產負債表開始看的投資者，一定要張大耳朵聽他說。

檸檬咖啡廳股份公司的資本金是7,500萬韓元，其中5,000萬韓元是金股兒的錢，2,500萬韓元是爸爸金螞蟻的錢。

由於檸檬咖啡廳尚未上軌道，所以也還未溢價發行（認同每股的企業價值高於面額，故以比面額更貴的價格發行新股。即使籌備相同的金額，因股票數少量增加，有利於原本的股東）。因此，檸檬咖啡廳股份公司最終以股東繳納的金額決定了持股率。

■ 股份公司檸檬咖啡廳股票事務

面額 5,000 韓元 / 股

股票發行數 15000 股

資本金 = 面額 5,000 韓元 / 股 × 股票發行數 15,000 股
= 7,500 萬韓元

■ 檸檬咖啡廳股東名冊

金股兒 10000 股 = 繳納金 5,000 萬韓元 ÷ 面額 5,000 韓元 / 股
(持股率約 66.7%)

金螞蟻 5000 股 = 繳納金 2,500 萬韓元 ÷ 面額 5,000 韓元 / 股
(持股率約 33.3%)

這裡說明兩個一般投資者會誤解的地方，那就是面額和保留率。到股票留言板上，常見有人說「股價比面額低，太便宜了」或「保留率（以資本金分配企業盈餘的比率）很高，是一支好股票」。不過，面額只是面額，股價的便宜與昂貴是與現在的企業價值比較決定，非與面額比較決定。商業法上，禁止股份公司發行低於面額以下的股票，但不能絕對保證股價不會跌至低於面額，或至少有面額的價值。同理可證，

保留率只是根據最初的面值顯示當前企業的規模。

既然籌備到資本金了，開始進行交易吧！交易？在會計層面上，帳上的金錢皆稱作交易。首先，開始尋找不動產。

「老闆，我想要簽上一次說的那個店面。」

「哎呀，時間過了這麼久，以為你不來了。來得好，上次是看保證金5,000萬韓元的，對吧？」

「對的。」

「最近不用收管理金，就能租店面真的是天上掉下來的禮物，你運氣好。」

接著開始往鍾路區，去到黃鶴洞的烘培街買到便宜的設備，還有到韓國芳山市場找到最便宜的室內裝潢。現在就等開業了。

■ 檸檬咖啡廳公司內帳

起初 1 億韓元

10 月 10 日 保證金 5,000 萬韓元支出

10 月 11 日 室內裝潢簽約金 150 萬韓元支出

10 月 17 日 分期採購咖啡機、冰箱等設備一次 / 10 個月
200 萬韓元支出

10 月 25 日 室內裝潢尾款 1,350 萬韓元支出

月底 3,300 萬韓元

10 月收入 0 韓元，支出 6,700 萬韓元，剩餘 3,300 萬韓元

大部分的咖啡廳老闆應該都會以上述方式記帳，依照時間順序記載賺了多少、花了多少，以及現在銀行帳戶剩餘存款為多少？但是，檸檬

咖啡廳的價值真的從10月9日的一億韓元，縮到10月25日的3,300萬韓元嗎？支出的金額是為了張羅咖啡廳的資產，價值不該是要增加嗎？

財務報表最初的原型是複式簿記。複式簿記與單式簿記是相對的概念，雙重記載企業的資產與資本的變化過程與交易結果的對稱關係。所以保證金5,000萬韓元並非消失，僅暫時保管在出租人的帳戶。雖然咖啡廳的室內裝潢與設備支出了3,500萬韓元（室內裝潢簽約金150萬韓元＋室內裝潢尾款1,350萬韓元＋採購咖啡機、冰箱等設備200萬韓元×10個月），但也只是將現金變為有形資產。

還有一件重要的事，就是會計方法。設備採購為例，現金會計法中，十個月內每月要支出200萬韓元，但在會計方法之中，設備進入檸檬咖啡廳，所有權轉移的那一刻，等同於購買了2,000萬韓元的資產。因此，以10月底為基準，現金支出200萬韓元，往後支付的1,800萬元為負債（應付帳款）。還有根據每月現金的流出，應付帳款也會減少。

最後是收入與成本費用對應原則。室內裝潢費用1,500萬韓元已在10月支付，但這項支出不僅使用於10月。因此，這1,500萬韓元不應該視為成本，而是資產。此外，施工過後，使用室內裝修的期間（房屋改造前為止的數年間）應該平均分攤費用（折舊費）。最終應視為無關損益表裡的現金流出而發生的成本。這些都要實際記錄在企業的財務報表裡，提供投資者正確的資訊。

金股兒從一個咖啡廳老闆變成股份公司的代表人，應如此記錄：

如同10月10日檸檬咖啡廳的現金減少5,000萬韓元，但出租人多了5,000萬韓元的現金，每個交易在檸檬咖啡廳和交易方間的交易金額總和是0。另外，無論是檸檬咖啡廳或交易方，每個交易日的交易金額總和是0（負債帳戶以正負相反的符號加起來就可以了。銷售額是損益表帳戶，因銷售而新增的資產也要記下來）。以同天的檸檬咖啡廳立場來看，現今雖然減少5,000萬韓元，但是多了以保證金為名的資產5,000萬韓元。以未發生利潤或損失狀況為限，某一帳目的金額增加，另一帳目

的金額減少，故資產與負債持平不變。

完成這些交易後，資產負債表應改為如下頁。以公司內帳為基準，現金一億韓元減少剩至3,300萬韓元，但以資產負債表為計算，增加應付帳款（負債）1,800萬韓元，資產總計也增加。因分期付款的關係，只繳了一期的分期金，但咖啡機和冰箱等設備已經納入檸檬咖啡廳的所有資產。而再九個月後，應付帳款隨著總支出現金1,800萬韓元，帳目會消失。

圖表45 檸檬咖啡廳與交易方的帳款往來

日期	股份公司檸檬咖啡廳	交易方
10月 10日	現金-5,000萬韓元	出租人的現金+5,000萬韓元
	保證金（資產）+5,000萬韓元	出租人的保證金（負債）+5,000萬韓元
10月 11日	現金-150萬韓元	室內裝潢業者的現金+150萬韓元
	預付金（資產）+150萬韓元	室內裝潢業者的預收金+150萬韓元
10月 17日	現金-200萬韓元	廚房器具業者的現金+200萬韓元
	應付帳款（負債）+1,800萬韓元	廚房器具業者的應收帳款+1,800萬韓元
	廚房器具（有形資產）2,000萬韓元	廚房器具業者的營業額2,000萬韓元
10月 25日	現金-1,350萬韓元	室內裝潢業者的現金+1,350萬韓元
	預付金（資產）-150萬韓元	室內裝潢業者的預收-150萬韓元
	室內裝潢（有形資產）1,500萬韓元	室內裝潢業者的營業額1,500萬韓元

■ 檸檬咖啡廳資產負債表

資產總計 11,800 萬韓元

現金	3,300 萬韓元
保證金	5,000 萬韓元
咖啡機和冰箱等設備	2,000 萬韓元
室內裝潢	1,500 萬韓元
負債總計	4,300 萬韓元
應付帳款	1,800 萬韓元
爸爸的錢	2,500 萬韓元

資本總計 7,500 萬韓元

資本金	7,500 萬韓元
營業盈餘	0 萬韓元

■ 假設分期付款結束後的檸檬咖啡廳資產負債表

資產總計 10,000 萬韓元

現金	1,500 萬韓元
保證金	5,000 萬韓元
咖啡機和冰箱等設備	2,000 萬韓元
室內裝潢	1,500 萬韓元
負債總計	2,500 萬韓元
爸爸的錢	2,500 萬韓元

資本總計 7,500 萬韓元

資本金	7,500 萬韓元
營業盈餘	0 萬韓元

檸檬咖啡廳正式開始營業

11月1日

營業時間10:00~22:00

遞出辭呈的那一刻，股兒心情非常焦慮，雖然比集市的商販到處去地方慶典活動賣飲料更上一層樓，但也不得不擔心，往後每個月再也沒有領薪日。而要向視自己為親妹妹的組長，說出離職兩字，也十分艱難。

不過自從咖啡廳正式營業後，就沒有多餘的時間去想這些事，開店跟去活動上賣飲料完全天差地別。以為付了租費，這裡就是自己的店，但管銷費非常可觀……想到商品附加稅和刷卡手續費，終於知道為什麼在東大門賣衣服的哥哥姐姐們，會說現金付款給優惠。不過，很快的，每個月營業額就達1,000萬韓元，表示生意不錯。在週末公園人潮眾多之下，訂單不斷湧上，由於還要整理客人離開後的位置，有點忙不過來。最後，只好聘僱工讀生。

「是不是該還爸爸借出的利息了？」

「咦，不是說不用。」

「是嗎？看女兒這麼得意，生意應該很不錯？」

「大概可以賺到我的月薪了？」

「身為股東，我可以行使會計帳本閱覽權（根據商業法第466條，發行股票總數超過百分之三的股東有權要求公司提供會計帳本、資料閱覽與抄寫）吧？」

「當然。我跟爸爸學得很好。」

「嗯……是不是漏掉一項了？」

「是嗎？我每一項都寫了啊.....奇怪。」

■ 檸檬咖啡廳 一個月的損益表

營業額	1,000 萬韓元
銷售成本	440 萬韓元
原物料採購支出	400 萬韓元
刷卡手續費	40 萬韓元
銷售總利潤	560 萬韓元
管銷與販賣費用	375 萬元
工讀生薪水	75 萬韓元
租金	250 萬韓元
管理費	50 萬韓元
營業利益	185 萬韓元
業外的損益	-20 萬韓元
爸爸的利潤	-20 萬韓元
稅前利潤	165 萬韓元（譯註：是指尚未扣除稅金〔taxes〕， 但已支付利息〔Interest〕的一筆金額。）

金股兒忽略的是折舊費。

依前述所言，咖啡機與冰箱等設備為2,000萬韓元；室內裝潢費為1,500萬韓元，總支出為3,500萬韓元，但它在資產負債表上被記錄為資產。這樣做的原因是根據會計方法，遵循權責發生制原則的劃分。支付設備與裝潢費用的同時，並不會直接產生成本，而是反映在檸檬咖啡廳營運期間所需的資金上。而且，設備與裝潢等有形資產，很難按營業額或銷售量的比例，來計算使用量，故須制定使用年數來計算折舊。使用年數是指通常這個有形資產可以使用的期限來算。舉例來說，大樓是15～30年；車輛運輸工具（汽車）或其他設備的使用年數為3～7年。唯有

土地是永續使用的資產，所以不用計算折舊。檸檬咖啡廳的有形資產使用年數，則定為5年來計算折舊。

結束職場生活，剛創業時，難免對初期投資成本敏感。但是，實際營業後，像不考慮本人或家人的薪水而計算利潤這類忘記初期投資費用，也是常見的失誤之一。

這也是為什麼有新聞稱，有人將多年來努力賺來的錢，都「捐給」了特許經營總公司要求的裝修費用。就是因為這個原因！

以我個人來說，在成立資產管理公司的初期，也曾有過因營業利益低而拿不到工資的情況（做為參考，在出售無形資產的服務業務中，使用的是營業利益一詞，而不是銷售額）。但我需要生活費，所以透過Airbnb平台經營一家民宿做為副業。儘管我對公司的未來充滿信心，但我需要時間來募集客戶資產（投資資金），以及獲得資本市場的認同（取得績效）。因此選擇以投入資本與時間最少，但能夠創造收益的產業為副業。這時，是床墊讓我意識到折舊費用的重要性。為了降低初始投資成本，我從宜家家居（IKEA）買了一個「便宜」的床墊，床墊在照片中看起來很漂亮，就足夠了。然而，隨時間流逝，床墊越來越下沉，結果因為彈簧支撐不住，造成客戶背部痠疼。理所當然，就增加客戶的不滿，最後必須定期更換床墊。自然，客人的抱怨增加了，床墊不得不定期更換。如果檸檬咖啡廳股份公司被眼前的利潤所蒙蔽而忽視二次投資，導致訪客減少。那麼，企業價值中最上方的營業額，也會跟著減少。前面已經多次提醒，在有固定成本的狀態下，營業額減少的可怕性了。如果忽略二次投資，也不抵扣折舊費，就將所有利潤分配給股東或投資開設第二間店，很有可能導致自由資金不足，「眼睜睜」看著客人減少的光景，陷入不幸的狀況。因此，折舊費也是會計裡重要的一環。

「那，爸爸，我之前給的損益表好像有錯。」

「是嗎？哪一部分？」

「這個月實際上用的原物料費用不是400萬韓元，而是200萬韓元。商品價格我都定於原物料價格的五倍，所以我非常確定。但以防萬一，所以我多買了一些備用。那以現金會計方法來算是400萬韓元，但若根據收入與成本費用對應原則，應該是200萬韓元，對吧？」

「我們家女兒都快成為會計學博士了。」

「另外，雖然還沒有繳稅，但最終還是會支出，所以先記錄下來比較好。才不會有可怕的股東說要全部分配給他的狀況發生？」

根據前述的交易，檸檬咖啡廳股份公司購買原物料，雖然花了400萬韓元，但在損益表上，只需要記錄實際使用的200萬韓元，剩下的200萬韓元可視為現金換成庫存資產。此外，利潤雖然是800萬韓元，但資產負債表上的現金只有600萬韓元，剩餘的200萬韓元被綁在尚未使用的庫存資產裡。

使用「綁」這個字表達，對企業經營者而言，以合理的標準減少庫存資產與管理是永遠的課題。如果庫存資產過於不足，可能會讓過來購買的客人空手而歸；但如果持有過多的庫存資產，當需要更多的現金時，反而要經常向股東或債權人伸手借錢。這點在經濟學上，很常被拿來討論，故而有名的日本TOYOTA汽車JIT（JustInTime）制度（譯註：及時化生產技術，又稱及時生產，是一種生產管理的方法學，通過減少生產過程中的庫存和相關的順帶成本，改善商業投資回報的管理戰略），也是一種庫存管理方法。每個汽車零件生產線都掛上標示產量與庫存量的看板，從生產第一階段到最後階段，只需要適時生產。

庫存的過度增加，很可能會被視為管理（或經營）不善的證據。銷售成本中包含各種因素，但為了簡化到極致，如下所示（作為參考，在零售業務中也是如此，從一側購買的商品無需經過單獨的製造過程即可出售給另一側。）

另外，過度增加庫存資產很有可能會被看作為經營不實的證據。雖

然銷售成本蘊藏各種要素，但極度單純化後，如下（不需要經過額外的製造過程，從一方買來的東西賣給另一方的流通業，實際上也是如此）：

$$\text{銷售成本} = \text{月初庫存} - \text{月底庫存}$$

檸檬咖啡廳於11月1日開始營業，事前購買的原物料庫存資產為400萬韓元，並於11月30日剩餘200萬的庫存資產。那使用的原物料（銷售成本）當然是200萬韓元。不必記錄每天使用多少的原物料，只要知道起初與最後的庫存資產，中間的差值等於銷售成本。但是，如果月底時，庫存資產未減少，倉庫累積越來越多，是什麼狀況？答案就是顧客不來的狀況。假設這樣的狀況下，工讀生又持續訂購相同份量的原物料，會怎麼樣？庫存資產會增長得比使用快。有趣的是，期末庫存的增加會降低銷售成本。雖然沒有顧客，銷售額沒有增加，但出現了利潤增加的奇怪現象。

$$\text{原物料購入} > \text{原物料使用} \rightarrow \text{月底庫存增加}$$

$$\text{銷售成本（減少）} = \text{月初庫存（不變）} - \text{月底庫存（增加）}$$

$$\text{營業額（持平）} - \text{銷售成本（減少）} = \text{銷售總利潤（增加）}$$

■ 修正後檸檬咖啡廳一個月的損益表

營業額	1,000 萬韓元
銷售成本	298 萬韓元
原物料採購支出	200 萬韓元
刷卡手續費	40 萬韓元
設備與裝潢的折舊費	58 萬韓元*
銷售總利潤	702 萬韓元
管銷與販賣費用	375 萬元
工讀生薪水	75 萬韓元
租金	250 萬韓元
管理費	50 萬韓元
營業利益	327 萬韓元
業外的損益	-20 萬韓元
爸爸的利潤	-20 萬韓元
稅前利潤	307 萬韓元
企業稅	34 萬韓元**
純利潤	273 萬韓元

* (設備 2,000 萬韓元 + 室內裝潢 1,500 萬韓元) ÷ 使用年數 5 年 ÷ 12 個月 = 58.3... 萬韓元 ÷ 58 萬韓元

** 稅前利潤 307 萬韓元 × 課稅標準兩億韓元以下的企業稅率 (包含國民稅) 11% = 33.7... 萬韓元 ÷ 34 萬韓元

由於金股兒以購買一個月份量的原物料為原則，庫存資產不成問題。烘焙前的咖啡原豆效期長，剩下的食材也是放進冰箱保存好幾個月。於是，擴大她「生意這麼好，何必擔心」的想法。

其實最在意的是，近期成為老顧客的公司訂購賒銷。這家公司職員每天早上有兩三名來外帶，中午時候也會有一群每週來幾次的員工一同

過來喧鬧，非常有助於銷售。聽說是金融公司，但穿衣打扮與行為說話上一點也不像。金股兒也曾在俗稱自由奔放的公司上班過，但他們看起來超自在，比較像遊戲公司或廣告公司。

「老闆，我們下週六公司有一個招待客戶的活動。」

「喔，是喔.....」

「我們想要訂購三明治和飲料當作那天的中餐，請問你們假日也有營業嗎？」

「當然。需要多少份？」

「100人份。」

「讚啦！」

「但我們公司理事說這個月的法人卡額度快滿了，想問可不可以刷下個月？」

「.....當然可以。就這麼辦吧！」

實在不忍拒絕，一次100萬韓元，是多大的訂單啊？但沒想到卻成了心理的負擔！三週以來，浮現好幾次「萬一收不到款項？」的想法。一到12月，每天都在等著那位訂購人出現。

圖表46 檸檬咖啡廳股份公司的原物料購買與商品販賣交易

交易	股份公司檸檬咖啡廳	交易方
原物料 購買	現金-400萬韓元	食材業者現金+400萬韓元
	庫存資產+400萬韓元	食材業者營業額+400萬韓元
商品 販賣	現金營收+900萬韓元	顧客支出（消費）-900萬韓元
	現金+900萬韓元	顧客現金-900萬韓元
	賒帳銷售+100萬韓元	老顧客公司招待費（消費）-100萬韓元
	銷售債權（應收帳款）+100萬韓元	老顧客公司應付帳款（負債）+100萬韓元
	銷售原價（原物料使用）200萬韓元	無
	庫存資產（原物料）-200萬韓元	無
	利益800萬韓元	無

重新回到「檸檬咖啡廳股份公司的原物料購買與商品販賣交易」中的應收帳款項目。賣給老顧客金融公司的100萬韓元是營業額，以交易方的金融公司立場而言，販售與管理中的招待費為-100萬韓元，但是在現金支出以前，記錄在檸檬咖啡廳資產負債表上的應收帳款，相對於金融公司資產負債表上的應付帳款。之後現金支付時，檸檬咖啡廳的應收帳款-100萬韓元，改為現金+100萬韓元；金融公司則是應付帳款（負債）-100萬韓元，改為現金-100萬韓元。

如果應收帳款也增加跟庫存資產一樣多，是很危險的，因為不知道會不會付款，甚至不知道顧客的購買意願，就將商品遞給顧客。偶爾會看見電視購物或多階段販售方的「試了不喜歡可以隨時退」、「體驗後再結帳」等推銷台詞，但那家公司很容易產生難以用現金回收的應收帳款，或者收了現金但隨時要備著以應對退款，導致那筆現金無法使用在

合適之處，或必須放在利率極低的活期存款帳戶裡，而且賣給顧客的商品其實仍視同這家公司的庫存資產，甚至有可能產生毀損的危險。以修理、洗滌為由申請退貨的物品無法立即重新賣給另一位顧客。

圖表47 檸檬咖啡廳賒銷交易

股份公司檸檬咖啡廳	交易方
賒銷+100萬韓元	老客戶公司的招待費（成本）-100萬韓元
應收帳款+100萬韓元	老客戶公司的應付帳款（負債）+100萬韓元

只要計算應收帳款週轉率與庫存資產週轉率，便能事前防範這種問題發生。各產業與商業模式管理應收帳款與庫存資產的期限差很多，所以沒有一定的標準。為了幫助大家理解，我公開成為基金經理人的初次面試題目：「E-MART的應收帳款回收日比應付客帳（與應付帳款的概念相反。以商品販售為目標購買的庫存資產結帳後產生的票據短期債務）回收日還要長，理由是？」答案很簡單。「E-MART身為大型量販店，比進貨的製造公司擁有更高的消費者交涉力。」消費者交涉力是指消費者對產業構造產生的影響力大小。購買量越多、消費者對價格越敏感，或因購買的商品或服務沒有差別化而越容易被取代，以及因消費者擁有生產設備而越有直接籌備垂直整合的危險，上述情況都可能造成消費者擁有極大的影響力。回到本論，我們也不能因這一個理由認定E-MART是好股票，E-MART進貨的公司是壞股票。此外，在營業額增長狀況中，應收帳款與庫存資產的絕對金額一定也會上升。因此就有了週轉率指標。

■ 檸檬咖啡廳週轉率指標

應收帳款週轉率

= 營業額 12,000 萬韓元 (1,000 萬韓元 / 月 X 12 個月) ÷ 應收帳款
100 萬韓元 = 120 次

庫存資產週轉率

= 銷售成本 3,576 萬韓元 (298 萬韓元 / 月 X 12 個月) ÷ 庫存資產
200 萬韓元 = 17.8...次 ≈ 18 次

週轉率以特定時間的資產分別對應一年間的損益表項目來計算，應收帳款對應營業額；庫存資產對應銷售成本即可。這樣你就可以看到一年間的營業期間，發生幾次應收帳款與庫存資產，而且這項週轉率指標可以拿來與同業比較好壞，以掌握自身在市場內的地位。不過，最重要的是查看這項指標是否有改善，還是惡化？

倘若無法直覺知道週轉率指標多少次是合理範圍，可以將365天除以回收次數算平均幾天會收到賒帳；庫存資產大概會保管幾天，即可得知回收日數。以檸檬咖啡廳的情形來說，應收帳款三天內回收，表示大部分都是以現金交易（信用卡公司也是事後結算付款。不過，為了方便大家理解，排除現實上刷卡的因素，請大家諒解）。另外，庫存資產投入到銷售成本的時間平均是20天，這與金股兒預計買一個月份量原物料的計畫不符合。

■ 檸檬咖啡廳週轉率指標

應收帳款週轉率 = $365 \text{ 天} \div 120 \text{ 次} = 3.0416\cdots \text{天} \approx 3 \text{ 天}$

庫存資產週轉率 = $365 \text{ 天} \div 18 \text{ 次} = 20.27\cdots \text{天} \approx 20 \text{ 天}$

金股兒在咖啡廳開業後第一次重新撰寫資產負債表，付了一個月的設備分期金200萬韓元，應付帳款（負債）也要跟著減少。此外，與償還的分期金無關，還要減少隨時間流逝的資產價值，折舊的室內裝潢也是。雖然損益表記錄273萬韓元的利潤，但不代表現金也增加這麼多。實際上，還比一開始的3,300萬韓元更少。不過，別擔心。有一部分只是改以應收帳款與庫存資產記錄而已。

■ 一個月後的檸檬咖啡廳資產負債表

資產總計	11,907 萬韓元
現金	3,165 萬韓元
應收帳款	100 萬韓元
庫存資產	200 萬韓元
保證金	5,000 萬韓元
咖啡機與冰箱等設備	1,967 萬韓元
室內裝潢	1,475 萬韓元
負債總計	4,134 萬韓元
應付帳款	1,600 萬韓元
應付費用（企業稅）	34 萬韓元
爸爸的錢	2,500 萬韓元
資本總計	7,773 萬韓元
資本金	7,500 萬韓元
營業盈餘	273 萬韓元

上述資產負債表中最需要關注的是營業盈餘273萬韓元，這金額一定與一個月損益表上的純利潤是同一個。已經說了好幾次，純利潤273萬韓元與現金流量不一樣。不過，資產的型態不僅有現金增加，檸檬咖啡廳股份公司的資本總額，也增加了273萬韓元。從顧客手中拿到的錢變成了營業額，這裡要付因咖啡銷售產生的原物料採購費，以及給信用卡公司的刷卡手續費，屬於銷售成本。然後，營業額扣除銷售成本等於銷售總利潤。工讀生薪水與給出租人的租金屬於管理與銷售費，**銷售總利潤扣除管理與銷售費才是營業利益**。評估企業價值的時候，除了營業額之外，最需要看的就是營業利益的數字，但到這還沒結束。雖然與營業無關，但以公司的立場，追加產生的利益或成本為業外收入。檸檬咖啡廳沒有業外收入，只需要支付爸爸的利息。最後扣除繳納給國家的

稅金之後，剩下的錢全都是主人（股東）的份，也就是純利潤。

在資產負債表中，資本總計是扣除公司所有資產（資產總計）該要還的（負債總計）後剩餘的錢。一開始只有金股兒與金螞蟻（父親）拿出的資本金，未來檸檬咖啡廳賺到的錢慢慢累積成營業盈餘。如果要記錄淨損失，則需要計於累計虧損，而不是營業盈餘，資本總計相對也會減少。營業盈餘充足之下，暫時發生淨損失，減少一點營業盈餘罷了。此營業盈餘是公司怎麼賺錢的里程碑和證據，累積足夠也能做為利潤配息的財源。

圖表48 營業額到純利潤的交易方流動圖

損益表帳目	交易方
營業額	咖啡廳客戶
- 銷售成本	咖啡銷售（原物料、折舊費）、 信用卡公司（銷售手續費）等
= 銷售總利潤	
- 管理與銷售費	從事人員（薪水）、出租人（租費）等
= 營業利益	
+ 業外收入	借入貸款（利息）
= 稅前利潤	
- 營業稅	國家
= 純利潤	股東（配息等）

4. 出去環遊世界的金股兒

檸檬咖啡廳股份公司持續趁勝追擊，數年間上了好幾次新聞。雖然

起初是從商業街一角的小店開始，現在已擴展到整層樓。向爸爸借的錢也在很久之前就還完。爸爸說事業成功，絕對不可以賣出股份。現在仍在公司上班的朋友全都以羨慕的眼神看著金股兒。

「股兒啊！你現在就跟含金湯匙的人沒兩樣吧？吃好玩好，錢還是一直不斷進帳吧？真羨慕你！」

「我吃好玩好？我還要員工教育訓練、構思新菜品、和交易方談價……只是不用煮咖啡，就是在玩嗎？也是，唉……你們懂什麼？」

其實股兒只要很快的回答「是」，爽快的說今天這頓請客就行了。反正資本家和勞工的生活不同，彼此永遠無法互相理解。

「但妳打算咖啡廳要開到何時？」

「何時？」

「妳本來的夢想不是環遊世界嗎？把店交給職員，不也是可以？或者，有人要買你的店嗎？直接賣掉……」

「你說賣掉它？」

「你該不會不知道前澤友作吧？他是日本時尚商城ZOZOTOWN的創始人（與韓國MUSINSA一樣的網路時尚品牌店。在東京證券交易所上市，股票代號為ZOZO，現為雅虎日本的子公司），他就是賣掉公司後，去做自己喜歡的事，改當YouTuber。聽說他的帳戶存款有一兆韓元。」

「啊！你這麼一說，好像有人來問店面的事，說是樓主換人了。」

就是前幾年碰到大型賒帳交易，讓金股兒提心吊膽的那家公司。說是在擴張公司，正在找辦公大樓，金股兒店面所在的這棟大樓剛好符合他們要求。他們說很難找到辦公室附近有公園，且大樓帶有庭園又低調的。但怎麼想都覺得這裡不是適合金融公司入駐的大樓，不知道他們為什麼會認為符合需求。不過，股兒打從一開始就覺得他們的行為舉止不像金融人士。

「老闆好？又見面了。」

「喔，你好？聽說你們想收購我的店？」

「是的。我們公司正在找辦公大樓，總覺得這種氛圍的大樓很不錯，常在想『賺個幾年錢後，一定要來買下這棟大樓，一直很擔心被買走該怎麼辦？』」

「但是為什麼會想連我的店一起買下？如果是要重新改建的話，可以直接趕我走……」

「噢，可以這樣嗎？」

聽他們說反正未來一樓也打算開咖啡廳，但又想要直接擁有並經營非工作空間以外的地方，所以才提出收購方案。因為很滿意咖啡廳的經營方針與氛圍，故打算維持咖啡廳的樣貌，所以希望原本的職員可以繼續待在咖啡廳工作。其實，這跟遇到不錯的樓主是一樣的道理。聽說公司代表也是一位YouTuber，股兒就懷疑他釋出好意也許是為了管理自我形象。不是常有這種事嗎？藝人買下大樓後，以重新改建的名目，趕走原來的入住者，被世人所批判。當然這也是收購價格好才有的事。

「想先知道你們收購的價格才能決定。」

「當然。請問您是個人事業者？還是法人事業？」

「現在是股份公司。」

「太好了。請您提供資產負債表，我們討論完再聯絡您。」

「我們想出七億兩千萬韓元，您意下如何？」

是一筆大錢，但只要咖啡廳再經營四年也能賺得到。

「請問我可以詢問為什麼收購價格定為七億兩千萬韓元？」

「我們以純利潤的六倍提案。」

「純利潤的六倍不應該是超過十億元嗎？去年財務報表上的純利潤有一億八千萬韓元左右。」

「是的，沒錯。但我們是以標準化利潤來計算。」

標準化利潤是指可以維持經營的利潤。新樓主表示目前的利潤稍微高估了，未來可能會減少。首先，因為老闆金股兒的薪水較低，應該要

算上僱用新店長的年薪3,000萬韓元才合理。另外，這附近預計要新開了一家最近很流行的星巴克得來速（顧客不用停車，就可以開車購買咖啡的服務），而且檸檬咖啡廳的宣傳不能省，所以預計要支出營業額的5%做為社群平台的廣告費。

「您說的都對，但為什麼是六倍？其實我為了知道該把公司頂讓給誰，經由搜尋，發現您寫的《有錢人買的股票和你不一樣》一書。」

「啊……」

■ 檸檬咖啡廳損益表

營業額	72,000 萬韓元
銷售成本	20,064 萬韓元
原物料	14,400 萬韓元
刷卡手續費	2,880 萬韓元
折舊費	2,784 萬韓元
銷售總利潤	51,936 萬韓元
販賣與管銷費用	31,920 萬韓元
薪水	17,520 萬韓元
租金	12,000 萬韓元
管理費	2,400 萬韓元
營業利益	20,016 萬韓元
業外收入	0 萬韓元
稅前利潤	20,016 萬韓元
企業稅	2,202 萬韓元
純利潤	17,814 萬韓元

「書上說利潤要除以現在的公司債利率。現在公司純利潤的一億元

除以現在的公司債利率10%，那至少要給我十億韓元，不是嗎？」

「真是優秀！原來是投資高手啊？」

邏輯上應該要這樣說，金股兒上述的話若要成立，檸檬咖啡廳要保證可以持續經營下去，舉例來說，假設因為某個原因只能經營六年，如果以十億韓元收購，六年期間賺的錢也只有六億韓元，剩下的四億韓元就是損失，所以至少要能經營十年以上，才可以回收本金。那為什麼剛好是六年呢？樓主以商業場所租賃保護法來說明：2019年起，從簽完租約後的十年間，租賃者可以行使重訂簽約請求權（依商業場所租賃保護法第10條，租賃者在租賃期限屆滿前六個月起，最晚一個月前可以向出租人提出重訂簽約的請求。此情形之下，出租人若無適當之理由，不得拒絕），由於檸檬咖啡廳股份公司已營業四年，所以剩下六年。六年後，某些樓主可能看到咖啡廳生意不錯而大幅提高租金，或有直接接下來經營的貪欲。因此，無法擔保檸檬咖啡廳股份公司的收益。

■ 以標準化利潤為基準的檸檬咖啡廳損益表

營業額	72,000 萬韓元
銷售成本	20,064 萬韓元
原物料	14,400 萬韓元
刷卡手續費	2,880 萬韓元
折舊費	2,784 萬韓元
銷售總利潤	51,936 萬韓元
販賣與管銷費用	38,520 萬韓元
薪水	20,520 萬韓元
租金	12,000 萬韓元
管理費	2,400 萬韓元
廣告費	3,600 萬韓元
營業利益	13,416 萬韓元
業外收入	0 萬韓元
稅前利潤	13,416 萬韓元
企業稅	1,476 萬韓元
純利潤	11,940 萬韓元

這也是為什麼我討厭制度產業的原因。扭曲經濟護城河意涵的投資者都會提到韓國電力公司。電力是民生所需，在法律上，韓國電力公司獨占韓國全國的電力供給（電力生產另當別論）。就理論而言，公司若從激烈戰爭中脫穎而出，擁有專屬的經營之道，便能永續經營。但獨占倚靠的是制度，制度隨時都有改變的可能。簡單舉個例，近期共同民主黨為了擴大新再生能源的發電比率，提出允許韓國電力生產的法案。為什麼會想到要允許韓國電力進入電力生產市場，卻不允許民間發電公司進入電力供給市場？萬一韓國電力失去獨占，還有辦法計算它的企業價

值嗎？

另外，受制度保護的另一面，就是要接受隸屬投資公司的指導與監督。獨占的真正果實可從價格上漲裡尋覓得到，但韓國電力若沒有政府許可（國情）不得調漲電力價格。同理可證，假設檸檬咖啡廳股份公司（金股兒）的業務力與商圈無關，無須受特定樓主的影響，樓主就不能隨意向檸檬咖啡廳股份公司（金股兒）大幅調漲租金。另外，星巴克則不同，它被樓主們視為想要招攬的品牌，這是因為星巴克的招牌本身，具有吸引客人的品牌價值。

新手問何時可以賣，學過一點投資的人則會問要如何估值（價值評估）？要用本益比（PER），還是EBITDA（企業價值倍數）？合理本益比是幾倍？利潤要看去年的，還是今年的？請注意，在EV/EBITDA中，EV是指收購者在收購後可以立即收回的價值，即從市值總額中減去淨現金。EBITDA則是營業利益加上非現金支出的價值，指的是企業實際賺取的營業現金流。

不過，價值由股票市場決定，而且經常變動。所以應該排除自身努力嘗試也無法知道的部分，專注在自己擅長的領域之中。華倫·巴菲特也認為正確猜測到近似值比估錯好。在這部分，我們所能做的就是，了解企業是否擁有競爭優勢、應該要如何守護優勢，以及擁有優勢的期間可以賺多少的利潤等。

金股兒這次又被新樓主說的話給說服了。

「爸爸，上次說過的，咖啡廳成功賣出了。」

「是喔？太好了！最後決定是多少錢呢？」

「七億兩千萬韓元。」

「辛苦女兒了，以後有什麼計畫？」

■ 檸檬咖啡廳資產負債表

資產總計	53,561 萬韓元
現金	21,214 萬韓元
應收帳款	0 萬韓元
庫存資產	1,200 萬韓元
保證金	20,000 萬韓元
有形資產（設備、室內裝潢等）	11,147 萬韓元
負債總計	0 萬韓元
資本總計	53,561 萬韓元
資本金	11,250 萬韓元
股本溢價	3,750 萬韓元
營業盈餘	38,561 萬韓元

「我想要邊休息邊想。不過爸爸，那個代表說，他們不需要現金，目前公司帳戶還有餘額，要我領回來。這樣加上現金兩億一千萬元，賣出價格總額將近十億耶！」

持續產生利潤的同時，金股兒保有的現金超過兩億韓元。隨著公司規模擴大，庫存資產、保證金、有形資產也增加了。除此之外，還有其他的變化。資本金從7,500萬韓元上升至1億1,250萬韓元，增加50%。營業面積擴大，保證金、設備和室內裝潢的投資也增加。當時仍為事業成長初期，現金不足的關係，爸爸又多投資了一次，這動作稱為有償增資。因為看到檸檬咖啡廳股份公司的成長可能性高，故以每股高於面額兩倍的一萬韓元進行投資。於是誕生股本溢價（以超過股票面額的方式發行，發行金額與面額產生的價差）的項目。

有償增資後，現金流入公司，公司規模擴大，隨著股票發行數增加，公司的每股價值會根據發行價格而提高或稀釋。當一家公司估值很

高時，股票的發行數量會略有增加，現金流量加大。反之，如果一家公司在困難時期獲得救濟投手的投資，就算股票的發行數量顯著增加，企業價值可能會產生負面影響。在檸檬咖啡廳股份公司的賣出案例中，收購價是七億兩千萬韓元，但在股票發行數因有償增資，從15000股上升至22500股，每股的賣出價格從32,000韓元上漲到48,000韓元，價差變大。

多數新上市的公司也都會選擇公開增資，來增加新的成長動力。身為上市公司，要接受更多的規範，由於股東數量增長，也要做好面對眾人監視與嘮叨的準備，以及維持投資金。當然，偶爾也會出現出售現有大股東股份而上市的情況，這稱為出售舊股。一般來說，交易上市股票除了形成市場意義外，沒有任何附加價值，因此，進一步發行有償增資或發行新股才是一件有意義且神聖的事。

■ 檸檬咖啡廳有償增資的股票事務

面額價 5,000 韓元 / 股

發行價 10,000 韓元 / 股

原股票發行數 15000 股

新股票發行數 7500 股

資本金

= 原資本金 7,500 萬韓元 + 面額價 5,000 韓元 / 股 × 新股票發行數
7500 股 = 11,250 萬韓元

股本溢價

= (發行價 10,000 韓元 - 面額價 5,000 韓元) × 新股票發行數
7500 股 = 3,750 萬韓元

■ 檸檬咖啡廳有償增資後的股東名冊

金股兒 10000 股

= 原保有股票數 10,000 股 (持股率約 44.4%)

金螞蟻 12500 股

= 原保有股票數 5,000 股 + 繳納金 7,500 萬韓元 ÷ 發行價 10,000 韓
元 / 股 (持股率約 55.6%)

再來，金股兒和爸爸金螞蟻應該如何分配2億1,214萬韓元的現金股息呢。依股票發行數22,500股平均分配，每股約9,428韓元。金股兒的股票買入價為面額價5,000韓元，所以殖利率將近200%；金螞蟻最初買入的5,000股跟金股兒一樣是5,000韓元，但有償增資後的7,500股是以每股10,000韓元投資，平均買入單價為8,000韓元。金螞蟻的殖利率也超過100%。

以檸檬咖啡廳股份公司的情形為例，為了降低公司售價，而實施「配息」，配息收入要預扣15.4%的配息所得稅。另外，年收入2,000萬

韓元以上，與勞動收入或事業收入合計，得以最高46.4%的稅率課徵。此外，如果所投資的股票價值已經被高估，就需要再尋找可以將股息收入拿去投資的新股票。投資有配息的股票不一定是好事。投資大師華倫·巴菲特也曾多次表示，「與其支付股息，不如投資於可以利用這些資源進行再投資，以增加股東報酬的公司」他還說，就連波克夏·海瑟威也只在找不到新投資處的時候，才配息給股東，所以目前仍未配過息。

話說，這邊還有一個關於投資配息股的建議。投資配息股有兩個常聽到的迷思：第一、殖利率（ $\text{配息} \div \text{股價}$ ）越高的企業越好。話是沒錯，但跟檸檬咖啡廳股份公司的案例一樣，必須要仔細檢視是否為一時性的現象。當你因收到一、兩次高額配息而高興時，如果發現股價下跌超過配息金額，而未來可能不會再有配息的機會，反而就有可能造成永久性的資本損失。

YoungPoongPaper企業就是最明顯的案例。創始人過世後，他保有的股票繼承給自己的遺孀，但即便是富豪的配偶，也無力給付高額遺產稅。因此，實施了三年配息計畫，用殖利率高達10%的股息來繳納遺產稅。結果人不從人願，公司半路賣給了QCapitalPartners私募基金，在那之後，配息金額回到股價的1%。因此，要找出哪些股票可以當作配息股投資，需要一直觀察它有沒有持續賺錢，以及最大股東的意志或企業文化是否有經常溢價回饋給股東的想法。

圖表49 金股兒和金螞蟻的配息收益率

	買入單價	每股配息	配息收益率
金股兒	5,000	9,428	189%
金螞蟻	8,000	9,428	118%

*單位：韓元

圖表50 檸檬咖啡廳現金利息分配給付交易

檸檬咖啡廳股份公司	交易方
現金-2.1億	股東現金+2.1億
營業盈餘-2.1億	股東配息收入+2.1億

第二、年底買入可以在相對短的投資時間內收到配息，促使期間**收益率高**。配息等於會計結算日，因此，12月結算的企業會以12月31日的股東名冊分發配息。分發時間是定期股東會結束後一個月內，一般而言，定期股東會是在會計結算日後三個月內舉行，所以通常會在4月開辦。因此，在1月買股票的人要拿到配息，需要花費15個月；在12月買股票的人只要花四個月。但是這世界哪這麼好應付，企業產生利潤，配息給股東是非常理所當然的事，也是每位投資者都知道的道理。不過聽說配息高的公司在越接近12月的時候，股價越隨之上漲，殖利率當然就會變低，過了12月28日（12月31日是韓國交易所非營業日，股市不開。由於股票買賣會在交易後兩天結算，想要得到配息，最晚要在最終交易日的兩天前，也就是12月28日買入），支出預定的配息後，企業價值下降，股價也跟著下滑，稱作除息日。雖然領到配息，但股價也跟著下滑，所以實際上沒有獲得收益。

「媽媽，我預定家裡的室內裝修，業者大概會在這週末過來勘查測量。」

「唉，妳幹嘛，媽媽不需要。」

「妳就接受。女兒要去遙遠國家旅行，心情有點不捨。而且也不只有媽媽，我還以東學的名義買了一台小型車，他也該交個女友去約會了。」

「那，爸爸呢？」

「爸爸賺的錢最多了，你懂的！」

圖表51 金股兒和金螞蟻的投資報酬率

	買入單價	每股配息	出售單價	投資報酬率
金股兒	5,000	9,428	32,000	729%
金螞蟻	8,000	9,428	32,000	418%

* 投資報酬率 = (出售單價 + 每股配息) ÷ 買入單價 - 1

** 單位：韓元

第四章

有錢人的御用操盤人 現身說法





基金營運報告書的亮點

每次股市持續低迷的時候，個人投資者都會說：「都是投資公司害的」。身為投資公司的一員，如果這樣一句話可以讓個人投資者少發點愁，成為東學螞蟻運動維持的原動力或墊腳石，那我可以欣然接受。不過，批評我們對收益沒有任何幫助，在「磨練有助成長」的意義上，我想提出幾個大家對投資公司的誤解。

首先，投資公司不是一個集團，是一個眾多個人投資者的集合體。為了方便分類，才分為投資公司、外資與個人。因此，大家的想法不同，投資項目也會不同，即使投資相同項目，也常發生意見分歧。如果一開始大家的意見都相同，股市裡就不會成立交易了。那為什麼投資公司買進的股票會上漲，而個人投資者買進的卻會下跌？理由很簡單。投資公司相對於個人，更不在乎成交價。上市股票的一日交易額，最少也是數千萬韓元，差不多等同於個人投資者投資股票的總金額。根據新韓金融投資的調查結果顯示，東學螞蟻運動期間個人投資者的平均買進股票的金額為2,981萬韓元。當然，高興的話，隨時都能以一個報價買進或賣出任意數量的股票。不過對於個人投資者來說，投資金得來不易，所以經常會陷入「即使便宜10韓元也要買；貴10韓元也要賣」的情況當中，進而耗費很多時間和精力在買賣上。

曾經與大型證券公司進行交易，見到一位負責交易的組長，他對當時還是「新手老闆」的我提出建議，要我提高入會的最低門檻金額（編按：作者是投資公司的老闆，他們募集眾人資金，成立基金來做交易，所以要加入作者的基金，需要有最低資金要求）。我問他理由，他表示最低入會金額低，雖然可以擴大客群，但對俗稱「VIP」的鉅額資產家

來說，那些大家都能購入的商品，他們並不感興趣；此外，小額投資者們都希望可以利用那筆投資金逆轉人生，預期報酬率高的同時，會把荷包裡的錢全部梭哈，所以非常害怕造成損失。若接收這些客戶入會，只會增加客訴或索賠，最終，無論是客戶或營運者都走向與賺錢相反的道路。不過，因為公司成立有明確的理念，所以我婉拒了組長的建議，但這也讓我了解到，個人投資者都是以什麼心態來進行股票投資。

另一方面，基金經理人的工作是幫助客戶賺錢。他們的資金比個人投資者的大很多，不能隨意分配那筆資金。因此，只要有獲利的機會，與其在意買價多少（平均買入單價），他們會更重視買量多少（總買入量或總買入金額）。也就是說，必須買的股票不管多貴都會買。反之，當企業價值受損時，該賣的股票，即使是到了跌停價也要賣。若躊躇不定，不能立即行動，反而造成更大的損失。大家都知道，有一買才有一賣。因此，投資公司買的股票是由個人賣出的；投資公司賣出的股票，會被個人買走。在韓國的外資大部分也都是機構投資者（投資公司），所以將外資都視為投資公司也無妨。這也是為什麼投資公司買進（個人賣出）股價會上漲，個人買進（投資公司賣出）會下跌的原因。

一般會認為投資公司（機構投資者）擁有較多的資訊，所以報酬率比較好，這也是一個很大的誤解。首先，投資公司內部的報酬率，也是千差萬別的，而且在眾多個人投資者中也有許多實力非凡的人。投資公司所擁有的資訊也不是多厲害，其水準大概就是只要大家多努力一點就能獲取的。機構投資者能做的，個人投資者都能做，例如：翻閱證券公司的報告書或探訪企業。尤其現在汝矣島的氛圍跟過去不一樣：經營公募基金的大投資公司，其影響力減少，取而代之的是，小型投資顧問公司或私募基金經營者的影響力變大。此外，俗稱經蟻（全名為經理人出身的螞蟻，是指曾經做過基金經理人，但現在是全職個人投資者）或股蟻（全名為股市分析專家出身的螞蟻）的投資金額也不容小覷。這種重要投資主體的變化，也會改變證券公司等投資情報提供公司的型態。以

前，他們會主要以基金經理人為對象提供特別情報，現在則轉向大眾，在群組、聊天室或YouTube頻道，提供廣泛資訊。

當然，在業績發表或特定話題上，機構投資者的資訊掌握速度確實比個人快。但這反而與「長期企業價值分析」脫節，助長不必要的買賣的情況發生。前面我曾將企業譬喻成一艘航空母艦，企業轉換方向找尋新道路的時候，至少需要花上數月，最長可能達一、兩年。不過，只要企業價值開始改善，它的推動力能夠持續數年。一兩天內快速買賣賺錢跟在競技馬場裡猜中第一名賽馬沒兩樣。想要擁有健全的投資，與其執著資訊量或搶時效，還不如看重「資訊分析能力」，而個人投資者也能培養這個素養。

最後，必須超脫於投資公司的買賣動向之外。經常會有這樣的指責言論「某證券公司在發表買進報告書後的隔天開始拋售」出現。或許，發行報告書的證券公司有買賣的優勢。但是，證券公司僅為買賣仲介人，實際下單交易的人是資產營運公司和投資顧問公司的基金經理人。不，也有可能是個人投資者的你。而且你也不會因為聽了某位股市分析家的小講座或看了哪家證券公司的報告書，就必須使用那家證券公司做為交易窗口。況且也沒有基金經理人會那麼笨，明明證券公司的意見與自己相反，卻執意要使用那家證券公司的意見的。何況，一位基金經理人持有的股票數有數十、上百支，所以經常在沒有仔細審查公司價值的情況下，就買進或賣出一兩支股票。這跟選擇汽車或大型家電商品的時候，會三思而後行，但選擇中午吃什麼，就很容易是一樣的道理。

剛擺脫新手身分的投資者們，也會窺視自己喜歡的投資公司的每一筆交易，甚至跟進。基金的營運報告書會有主要的買賣明細，或者持有某股票發行數5%以上的，也可在金融監督院電子公告服務查詢到，不過，這個祕訣必須要親自分析，例如：一兆韓元的基金用1%的資金持有某一支股票，金額至少也有100億韓元。假設那支股票的總市值為1,000億韓元，那麼持股率達10%，所以對那家公司股東或投資人而言，

這個基金（前述的一兆韓元基金）的動向就很重要了。但是如果負責分析該股票的研究人員離職，基金經理人會毫不猶豫就賣掉該股票。即使當初是在跌停板時買進，其損失也不過只有 0.3%。

股票市場有一句話：「贏家總是外資」，為什麼會這麼說呢？來到亞洲小國——韓國投資的外國人通常都是投資高手。基本上都是懂得找到好企業，計算它的價值，以及等待股價到達企業價值的投資者。他們成功的原因不在於他們是外國人，而是他們具備正確的投資觀念。

韓國過了「漢江奇蹟」（編按：漢江奇蹟是指1953～1996年間南韓首都首爾經濟的迅速發展。因漢江貫穿市中心，故以漢江為名）的高速成長期後，正式進入成熟經濟。成長理所當然會鈍化，而為了爭取更多有限資源，大家忙於競爭，逐漸形成對立，例如：自家與租屋、保守與進步，以及男性與女性，導致成長引擎熄火。想要再次點燃大韓民國進步的未來，勢必要同心支持優秀企業，擁有正確投資的觀念與文化。希望大家都能賺大錢，消除對於機構投資者的誤解。



只著眼「報酬率」

去到創辦外送民族App的Woowa Brothers總公司，公司內部貼了一張很有趣的壁報寫著「11種在松坡區把工作做好的方法」，這就像「9點1分不是9點」那樣有趣的公司口號，充滿獨特的幽默感。我在辦公桌上，也模仿的寫下「五種在堂山洞把工作做得更好的方法」。第一個是「我們的首要價值是客戶的報酬率」。實際上，本公司的全部業務過程都要符合客戶的報酬率，絕對不會是公司的利益或個人的福利，甚至排第二的還是，客戶的心理滿意度。為了穩定客戶的心，以及討他們的歡心，即使少賺一點也要投資看起來穩定（但沒有報酬的）的資產，說出一些像樣的言語。不過，想要高報酬率就必須通過心理不安的隧道，所以偶爾也要安撫客戶。

圖表52 the public：五種在堂山洞把工作做得更好的方法

- 1.我們的首要價值是客戶的報酬率，不執著於委託金額。
- 2.我們專精上市股票，不看其他地方。
- 3.我們是股票達人，不關心整體市場，上漲的股票就是上漲。
- 4.我們以現金公平補償，不浪費在勞工僱傭與福利。
- 5.我們持續努力精進，沒有不勞而獲。

某一天，我遇見了K先生。K先生過去曾擔任過大型資產運營公司

的高階主管，現在則以1,000億韓元的資金進行個人運營。按照慣例詢問他是做什麼投資後，他的回應：就是浴缸塞子般的投資啊！浴缸接水泡澡時，我們必須要用浴缸塞子堵住排水孔防止水流出。如果這樣的形容無法會意，我簡單以NCsoft投資案例來說明。NCsoft利用自家公司的IP（Intellectual Property，智慧財產權）發表天堂手機遊戲時，大部分的投資者會以「它過去電腦版時創下很大的收益」、「一般而言，手機遊戲賺很大」、「國外案例的銷售有這麼多」等想法推估，於是投資了它。因此，遊戲實際推出後，股價會上漲到某一程度，但隨著信任度漸漸削弱，大家開始往賣出股票的方向換取報酬。但K先生不這麼做，他自掏腰包僱用工讀生，購買最新型的智慧型手機給他們，請他們玩一整天的遊戲。並要工讀生在遊戲中出寶物時，要他們在Excel裡詳細記載寶物名稱，以及取得那樣寶物所需要的打怪次數，最後回報給K先生。這份Excel資料用來計算寶物取得的機率，再向遊戲產業相關人員交叉比對、確認這筆數據後，活用在投資上。這種一絲不苟的態度，讓他可以在不受股價波動影響下，堅定投資，最後獲得巨額報酬。他告訴我：「塞子是將可能發生的變數，塞到自己能夠控制的一種象徵」。那天的晚餐會是為了籌集投資資金而辦的，但聽了他的說明後，我因為羞愧沒吃幾口飯就離開了。有很長一段時間，我的社交媒體一直用「浴缸塞子」當作頭像。

當然，不只有他人的案例，以下藉由投資三養食品的過程來說明，身為專家的我如何取得超越一般投資者的報酬。

投資三養食品的契機起於一通電話。一位認識很久的朋友告訴我：「火辣雞麵，一個季度的出口金額，已經超過100億韓元。」平時像這種聽聞，我都會回「是喔~」的帶過話題，但已經好幾次聽到朋友這樣說，如果再左耳進右耳出，就不免有些過分，所以就著手了解。

雖然沒什麼根據，但我們公司內部有一句話是這樣說的：「說了三遍『不像話』表示會發財。」投資的世界是非常有效率的，特定產品

的熱賣、某家企業的利潤增長、股票價值的低估等，都能很快反映在股價上。也不可能發生股價明顯上漲，卻只有我一個人知道，假若有這種事情發生，通常是計算失誤或存在沒發現的風險。專業投資者也會發生失誤？當然！年利潤看成季利潤去計算，或者明明是利息成本大的公司卻只以營業利益計算等事情，都會讓人誤以為找到好股票。第一次說出「不像話？有這麼好？」時，要收集數據資料；第二次說出「不像話？這麼便宜，股價卻還沒上漲？」時，要驗算數據；第三次說出「不像話？你看，我有漏掉什麼嗎？」時，要借用團體智慧的力量。三次之後，就不再繼續探究，而決定投資與否了。

然而，這種情況每年只發生一次或兩次。毫不誇張的說，這一兩次的機會若能與實際投資掛鉤，將會成為決定當年投資是否豐收的關鍵。幸好，當年三養食品正是我沒錯過的案例。看了國稅局的實質出口金額後，發現韓國輸出泡麵至中國的數字正快速成長中。雖然有聽說過八道的「Doshirak」被當成俄羅斯的國民美食，但還是頭一次聽到超辣的火辣雞麵，竟然可以賣到國外。後來讓我產生確信的是，YouTube平台上的外國人吃播。竟然隨便搜尋，都能找到中國與東南亞的網紅們，邊喊辣邊吃著火辣雞麵的影片，而且觀眾的評論迴響也非常火熱。

行為經濟學者說，投資者獲取報酬時，腦波與賭博、吸毒和做愛時是一樣的水準。有人問：「身為投資者，何時心情最好？」我會毫不猶豫回答，是第一次找到可投資企業的時候。雖然說服同事時的知性快感、大賺一筆時的滿足感，或吹噓往事的優越感和榮譽感，都令人愉悅，但沒有什麼能比得上第一次發現好公司且全面分析的刺激感。體驗這份自己專屬的刺激感後，最後才是驗證與確認。當一個想法和圍繞它的幾項線索都指向同一方向時，那份心情更是令人興奮。三養食品的案例就是如此。國稅局統計的泡麵出口數據是否為三養食品的數據，最快的方法就是直接問三養食品。不過，萬一不是的話，該怎麼辦？我還想多體會一下這份興奮感。因此，我會先致電給競爭對手農心和不倒翁。

農心談到，過去幾年中公司多次被媒體曝光，卻並未對實際公司價值產生重大影響。這表示，出口大增的原因並不是他們。另外，不倒翁從以前到現在都沒有什麼出口，所以三養食品的可能性最大。所以最後我打電話給三養：

「請問你們最近是不是火辣雞麵的出口變多了？」

「對，沒錯。」

「請問方便透露大概是什麼程度嗎？」

「不好意思，這可能沒辦法。」

遇到第一道難關。雖然有了一點點證據，但不可能倚靠這點證據就進行投資。當正規管道堵住的時候，還是有一個我們經常使用的方法，那是我初入職場向前輩學到的方法，俗稱「角色扮演（扮演大學生）」的方法。聽到來電者是投資者，需要提供正確的資訊，就會有一種工作的感覺，任誰都討厭。可是，如果對方是學生就不一樣了。公司同事之間會聚在一起罵公司或主管，但只要在外，聽到別人罵自己的公司也會怒火沖沖，同理可證，如果聽到有人關注自家公司，就會得意、開心。此外，不管是哪一位職員都會回想起自己的學生時期，然後敬佩他們有勇氣打電話來，這時也想多教他們一點，於是我偽裝成經濟學系的學生，聯絡了三養食品的宣傳部門。一提到我正在寫國內企業擴張國外銷路的論文，馬上就能聽到他們打進國外市場的背景故事和近況。

下一個步驟是將這些拼圖與數據組合起來，所以需要提前知道這一季度泡麵出口金額有多少。這時就是一步一腳印，登入韓國貿易統計資訊網站，慢慢挖取國稅局的統計資料，先從食品中的加工食品，再到麵類，最後找到泡麵的資料。另外，將各地區出口中的首爾特別市城北區（總公司所在地）和江原道原州市（原州工廠所在地），以及各關稅通關明細中的益山海關（益山工廠所在地）三地的金額加總，發現與三養食品事業報告書中，顯示的出口金額一模一樣。「找到了！」員工一同歡呼。現在不用再去看農心、不倒翁或八道，就能精準推算三養食品的

數據。最後，加入中國阿里巴巴（Alibaba）開設的淘寶（Taobao）購物網站，統計每天上架火辣雞麵（中國譯名為火雞麵）的販賣商店個數與銷售量，就做完所有的準備工作，這時，就再也沒有猶豫的理由，立即前進投資。

之後，如預期的，股價很順利上漲，但也很快就迎來第二次危機。曾是第二大股東的現代產業開發，公開表示要處分股票。現代產業開發之前在跟三養食品商討和解（企業面臨破產危險時，可以申請法院仲裁與債務者們簽訂償債協定，讓公司免於破產的制度）時，以支持經營權為目的，從債權團手中買入股份，這就是所謂的「白衣騎士（編按：在敵意併購發生時，目標公司的友好人士或公司作為第三方出面來解救目標公司、驅逐敵意收購者）」。不過，這是上一代會長牽成的緣分，在兩家公司各換代表理事後，就沒有需要繼續持股的必要了。因此，連續好幾年股價低迷的三養食品，股價一點上漲時，現代產業開發就決定賣出。但縱使企業價值前往理想方向，如果賣出量高達股票發行數的兩成，股價也很難上漲。另外，如果火辣雞麵人氣下滑，不就徒勞無功？我必須阻止事情發生。

雖然說這事由現代產業開發的財務部門決定，但一定會問過IR 部門的意見。即使我對現代產業開發的股票一絲絲關心也沒有，但不管怎樣，都得先聯絡他們，約個會議。聽起來理所當然，不過現代產業開發公司完全沒有意識到火辣雞麵的出口資訊。IR負責人非常訝異，雖說願意聽我們的意見，但也警告我們不要叫他們出資。現在回想起來，當時的畫面真荒謬。我到I-Park mall的現代產業開發總部，在他們公司IR與財務部門的員工面前，發表三養食品的股票的優勢，告訴他們三養食品是可以上漲2~3倍的股票，現在賣出，一定後悔，並嚇唬他們可能會被上級主管追究責任。其實，這次我沒有把握能以一次的會議，就說服現代產業開發，不過幸好那次會議之後，他們至2013年9月收購韓亞航空

之前的三年間，都沒有賣出三養食品的股票（如果不要試圖收購韓亞航空會更好……）。因為此舉，我幫現代產業開發賺的錢大概有300億韓元，當然，對大企業而言，這是一筆小錢。不過我們私下還是開玩笑的說，是不是該給付我們30億韓元。

現代產業開發事件後，我內心變得有點急躁，產生「股價能再漲快一點就好了」的想法。因此，就跑去找證券公司的股市分析專家。當時，三養食品在食品業內只不過是被冷落的中小型股。我積極告訴他們三養食品出口的消息，並提供他們計算企業價值的必備資料，甚至還帶筆電向他們示範，如何從國稅局網站取得每個月的實質出口金額。後來，三養食品的IR部門，也接受投資者們的企業探訪，成為食品業界的股市分析專家間必須公開分析資料的企業。

不過，股價上漲也是問題。想要成為一支優秀股票，需要的是一家好的企業在被低估冷落的時候投資，引起市場的關心與熱烈，還要有比投資者預想更大的企業能力。比預想更大的企業能力，是指企業家的卓越領導能力、創意與熱情團結的公司文化，或者有迎向好運的世代流動。另一方面，站在投資者的立場，找到優秀股票猶如遇見真愛，若不能抓住真愛，就不能獲得龐大的報酬。彷彿錯過了命中注定的女孩，帶著空盪盪的心，就算見了其他差不多的對象，也填補不了內心的空虛，最後，和曖昧不清的股票在賺與賠之間來回，虛度光陰。因此，遇到好股票的時候，就應該讓它幫自己賺到最大收益。三養食品的股價因火辣雞麵的成長、現代產業開發的賣出中斷，以及聚集市場的關心而快速上漲，但聚集眾投資者們的關心後，屬於本公司的優勢消失了（譯註：因為聚集投資者們的關心後，作者的公司就沒有獨占這塊肥肉的優勢，不過也是作者為了讓這塊肥肉可以持續美味，才拉攏更多人的注目，所以這句是作者的玩笑話）。公司同事們開玩笑說，告訴股市分析專家們取得資訊的方法，等同是在「剖開一隻會下黃金蛋的鵝」。

到底三養食品是否能成長超出投資者們的預期？為了回答這個問題，我們需要用身體力行去感受，這家企業是否有在根據消費者的喜好移動。一直懶散坐在電腦前，絕對找不到只有自己知道的資訊情報。因此，那時我想到要拜訪工廠。當時，火辣雞麵的人氣一飛衝天，但關鍵在於老舊的工廠生產能力是否會成為阻力？也期待我們不斷討論的清真認證（Halal Certification）可以順利通過。清真在伊斯蘭語是「允許」的意思，是一種認證浮水印。穆斯林教徒僅能食用或使用符合伊斯蘭教義屠殺、處理與加工的食品，所以，清真認證是將火辣雞麵出口至伊斯蘭國家必經的過程。

但問題是三養食品公司不允許外人觀摩工廠。因此，我改關注三養食品公司的股東會。股東會是表達自己是擁有這家公司股票主人的場合，又稱為資本主義之花。有價值投資界胡士托（編按：嬉皮文化史上經典的「胡士托音樂節」〔**The Woodstock Festival**〕，曾吸引 40 萬人次到場）之稱的波克夏·海瑟威開了三天的股東會，有數千萬名股東大排長龍只為了靠近華倫·巴菲特與查理·蒙格。但很可惜的是，在韓國大部分的股東會都只是數分鐘就結束的要式行為（須以一定方式為之，始能成立的法律行為）。站在講台上的發表者簡單打個招呼後，就結束報告，那些連議長都還沒說完話就舉手的機器（諷刺在會議中舉手投票決定的時候，沒有自己的主見或只會跟風他人者）會直接喊「同意」。甚至還看過主持人遲到五分鐘，抵達會場那一刻，股東會就結束了。投資者只在意短期的利潤，對股東議決權漠不關心，經營者也只把股東視為麻煩的存在。當然有些公司並非如此，例如，食品業者圃美多在股東大會中，給予相當足夠的時間與股東進行質詢問答，並引導股東參觀工廠。

三養食品的股東會不辦在城北區的總公司，而辦在平日早上9 點的江原道原州市。如果可以，他們感覺也想限制一般股東的參與（雖然

後面會再說明，實際上完全不是這樣。三養食品很努力在保護股東的權益，例如，率先引進電子投票制等措施）。之前開會都不屑一顧的發言人，一聽到我要參加股東大會，向我揮手表示，這些資訊現在都會公開，不用來也沒關係。但真的是這樣嗎？我凌晨搭上火車，經過戒備森嚴的工廠入口後，抵達股東會的現場。跟見過面的負責人稍微打個招呼，進入會場。會場內果然充滿了各種穿西裝打領帶的人士，他們眼睛只盯著講台那邊。但很有趣的是，最近的個人投資者或汝矣島的基金經理人都不怎麼穿西裝，所以我猜想現場大部分的人都是三養食品的員工。所以，當我進去的時候，他們反以驚訝的眼神看著我。

股東會順利進行。由於實質利益與股價都在往上漲，股東們非常信賴經營團隊，也沒有任何不滿，於是，事情就這樣發生了：

「若無任何異議，三養食品股東會就在此... ..」

「議長，我要發言！」

我毫不猶豫大聲喊出來。根據言論自由原則，若不是刻意妨害議論進行，原則上議長必須同意股東的發言。場內開始騷動，他們表情看起來不像是在說「你要對我們會長說什麼話？」而是疑惑「這人是誰？」所幸，三養食品的全仁章會長不改神色，應允我發言。

「大家好！我是持有貴公司股票1%的the public投資顧問公司（現the public資產運營公司的前身）的金賢俊。首先，對於火辣雞麵在全世界的成功，讓公司的實質利益成長和股價飛漲，我身為股東的一分子，非常感謝您。其實，我對股東會的案件，沒有想要提出什麼意見，我只是需要觀摩工廠來收集投資情報。如果您同意我觀摩工廠的話，我的發言到此結束，但如果拒絕的話，我將會對股東會的每一個案件要求具體的說明和重新審議。」

排列在會長身旁的職員們個個面如土色，互相對看，觀察會長的臉色。那時，發言人對我使眼色表示：「不是說好不會說什麼了嗎？」

「想要觀摩工廠，是吧？廠長，股東會結束後，可以拜託您引導股

東們進行工廠巡視嗎？」 意外的成功了。在股東會結束後，我成功留在工廠，環繞巡視內部，得知他們當時的生產設備現況與增設計畫，以及準備清真認證的情報。緊接著，我與生產組組長和研究所所長開會，聽取三養食品的各種經營事項，也聽到下一個人氣商品粉紅火辣雞麵（火辣雞麵的姊妹品牌，是融入義大利麵常用的Carbonara奶油白醬製成的泡麵）的商品開發祕密。最後在公司餐廳吃完泡麵才回首爾。那時的不顧一切的勇氣，讓我與三養食品原州工廠的人員結下了不解之緣，更成了我之後不單依賴財務報表數字，改為多元化投資的動力。

還記得嗎？黎明之前是最黑暗的時刻。我在三養食品投資完全成功之前，有過一段辛苦的階段。當然，我相信挑戰和失敗是做為一個成功投資者成長的養分，除非你只是不斷重蹈覆轍，不知改變。不過，畢竟我們是拿著客戶的金錢經營的投資公司，還是需要更嚴格的標準。雖然有一點損失沒關係，但事關信賴，必須更慎重小心。尤其三養食品已經是投資組合占比最重的項目，勢必成功的壓迫感極大。三養食品的企業價值增加有大部分的比例來自於出口中國，當時因韓國部署薩德反導彈系統事件，中國政府與人民對韓國產生敵意，前往韓國旅行的中國人數銳減，韓國藝人在中國的活動也無端被取消。化妝品等倚靠出口的項目，頓時前途一片黑暗。這麼看來，只有三養食品算是不穩定的領先。

在這樣的情況之下，我在股市交易時間正式截止之前，於HTS下方發現一則小新聞：「中國質驗總局（中華人民共和國的國家質量監督檢驗檢疫總局，為中國國務院直屬機關，負責進出口食品的檢驗與品質認證等行政事務）在韓國泡麵中檢驗出異物質，中斷海關進口。」看到那新聞的當下，我的腦筋一片空白，眼前一片泛黃。我相信那個泡麵一定不是三養食品的，而且當下還不能確定中斷進口原因，單純是泡麵混入異物質的關係，還是有其他因素。不過依股市的特性，屆時絕對無法避免一時的股價下滑、賤賣拋售。就算我們公司不相信會是三養食品的問題，認為之後股價仍會上漲，我們也不得不先拋售它。但我不能這麼

做，那時我滿腦想著：「如果這項投資失敗，我們公司就沒有未來」。

首先，我透過熟悉中文和中國情況的朋友，拜託他們收集當地報導與政府公文。另一邊，聯絡農心、不倒翁和三養食品負責輿論的宣傳組，了解該新聞的真實性。所幸各家公司的回答都是「沒有收到這樣的消息」和「是無憑無據的傳聞」。於是，我又聯絡了該報社，請記者再次驗證。最後，雖然各家公司的迅速處理，報社自行判斷內容有誤，那篇報導很快就下架刪除了。但我還是不能放心，雖然報社下架新聞，但NAVER上的還在。我趕緊聯絡NAVER，最終在股市開盤前，消除了所有的「過去」。風波平息後，得知事情是起於中國代購商人以韓國泡麵的名義申請報關，因參雜其他物品而被牽連。現在回想起來，才感到後怕：「自己算什麼咖」，真是既無知又冒失。

那天其實是學校後輩們來找我的日子。結束一陣暴風式的工作後，後輩三三兩兩進入辦公室。幾乎忙得眼花撩亂，雖然在隔天股市開盤前，這件事不能算是完結，但黝黑的後輩們用景仰的眼神看著身為前輩的我，我實在不想讓他們看到黑暗或無精打采的模樣，故意聊得更起勁，還連續喝了好幾杯燒酒。

隔天開盤，什麼新聞都沒有出現，各大報社的股票專欄裡，也都沒看到質驗總局這四個字。我帶著如果股票下跌就要賣出的覺悟和悲壯心情，認真守等開盤價（有價證券的買賣交易中，當日最初的成交價格）。幸好，什麼事情都沒發生。不過經過這件事情後，我精神緊繃了好幾天，不斷反覆確認是否有什麼相關話題出現。確定自己有在呼吸，但肺部總感覺氧氣不足，甚至發生呼吸急促。經由網路搜尋，聽說這是焦躁不安障礙和恐慌障礙常見的前兆，我害怕了。隱瞞症狀一段時間後，我向同事訴說，沒想到他們都有跟我一樣的症狀，只是彼此不說而已。

會不會太像小說情節了？但三養食品在這兩年真的非常戲劇化，讓我們又哭又笑，所幸在那之後，就沒有再發生重大事件，最終我們獲得

了超額報酬。現在回顧當時的狀態，又是不一樣的感受。

若要我選擇最想成為韓國國內哪一位投資者或哪一家投資公司，我一定選Must資產運營公司。他們推出的新標語是「投資沒有永遠的不勞而獲。」在大家都以同一目標前進的投資世界裡，不會因為領悟到一種方法，就成為「最厲害的人」。我們傳揚三養食品的真實價值與公開相關方法已經有數年了，現在眾多投資者自行追蹤國稅局顯示的進出口數據，已成家常便飯。那些已知或簡單的投資項目湧入大多數人的關注，過去能獲取超額報酬的機會，現在很快就會被人搶走，因此，我們得持續不斷積累經驗，以此為基礎開發新的挑戰。唯有這樣，才能長期獲利。



這才是我們買進賣出的標準

大家很常聽到「想要成為好的投資者，必須要有耐心」。但在股票下跌的時候，也就是「賠老本」的時候，只能耐心等待嗎？**所謂的耐心，應該是要在上漲時不冒失賣出；好時機來臨之前不買進。**企業的價值不變，但股價卻下跌，這時，等待也是一種方法。可是大部分的人都覺得這份等待太痛苦，等到一半就放棄，在本金找回來那一刻立即賣出。這樣的話，不如一開始就儲蓄，還比較安穩。但相反的，如果是學習到一定程度的投資者，這時就會因為想發掘好的股票而渾身發癢。當他們找到一個足以投資的企業後，會快速投入資金，再次進入買進後非自發性的耐心階段。

買進與賣出的時機點，要與計算企業價值分開。股票市場是一個往某一方向流入的旅鼠集合所。旅鼠（Lemming）是一種主要棲息在高山地帶、苔原或荒野郊外的鼠總科動物。主要沿直線方向移動，當個體數量增加時，還會跳崖自殺。

即使股價低於企業價值，股價也有可能進一步下跌，而就算與企業價值無關，股價也會不斷上漲。舉例來說，透過企業減資（股份公司利用降低面額價或股數減少資本金。每股價格上漲，以同樣的比例減少股票發行數，所以總市值通常不變），股價也會上漲，但只是看起來而已。最佳代表案例是2016年的Codes Combine。大膽推測股價上漲一定有理由的，所以10天交易日內，股價從22,900韓元飛到 184,100韓元，足足有八倍之多。但可想而知，三個月內股價回到原本位置，到2020年已剩不到3,000韓元。

你是一隻被群眾心理蒙蔽，反覆遭受投資失敗的旅鼠，還是一隻可

以反向利用群眾心理的旅鼠呢？這與個人選擇和歷練有關。按理來說，在成為堅強的投資者之前，如果不按照說明書行動，在群體之中，一定也會陷入認為「這次不一樣」的狀態裡。英國著名投資家約翰．馬克．坦伯頓爵士（Sir John Marks Templeton）曾說過，「在投資世界裡，若選擇在最貴的時候買進，大家都會說『這次會不一樣』（This time is different）」。也就是說，當大家買進高估股票，產生損失的同時，也學到同等昂貴的教訓。

買進時機可藉由印度圈的避險基金經理人莫尼斯．帕波萊（Mohnish Pabrai）著作《下重注的本事：當道投資人的高勝算法則（*The Dhandho Investor: The Low-Risk Value Method to High Returns*）》中，獲得提示。他以自己的名字營運一家證券投資基金公司，因於2007年和蓋伊．斯皮爾（Guy Spier）一起拿出65萬美金標下和華倫．巴菲特共享午餐的權利，聲名大噪。原著書名的「Dhandho」是印度梵語，意思為創造財富的努力，他將這個名詞解釋為「如果成功，你會賺很多錢；如果失敗，你只會損失一點點」，用來闡述印度移民在美國汽車旅館業能乘勝長驅的理由。

以前，印度移民的所得少，家庭人口眾多，經濟狀況不好。對他們而言，收購一家因經濟低迷而以低價出售的汽車旅館是唯一的出路。

汽車旅館是給長途旅行者中途休憩的地方，如果想要穩定立足，低成本打造與廉價客房是關鍵。所以，好的設點不會是停車費很貴的繁華街道，而是稍微遠離市中心的地方，這對於員工上下班都很不方便。但以移民者的角度看來，幾間空房就能解決居住問題，家離職場近，不需要汽車代步，櫃台收銀或客房打掃等零碎工作，交給家人們辦就好了。這項事業不需要投資太多，所以失敗也沒有太大損失。只需準備好住所就有機會帶來龐大的所得。他們藉由這段期間累積的經驗，開始收購附近的汽車旅館，於是越來越多的印度事業家成為美國全國性大型連鎖汽車旅館的經營者。

投資也該這麼做。一定要時常想到自己可能會出錯。當投資想法錯了，就要減少最大的損失。藉由比較兩個投資案帮助大家理解觀念：A投資案中，銅錢若出現正面賺100萬韓元；出現反面賠50萬韓元，因為成功率是50%，期望值25萬韓元。B投資案中，銅錢若出現正面50萬韓元；出現反面不賺也不賠，期望值當然也是25萬韓元。但是，你一定要選B投資案。因為A投資案，如果運氣不好，出現幾次反面的話，一定會損失很多本金，這其實就已經剝奪之後出現正面的賺錢機會，或者導致心理畏縮，使投資者做出不合理的決定。

圖表53 期望值計算

	A案	B案
收益	100	100
損失	-50	0
純利潤	50	50
準確率	50%	50%
期望值	25	25

靠投資成為世界富豪的華倫·巴菲特，他的年化報酬率也在20%以內。只要確定可以賺到這個程度，就能成為大富豪。但很奇怪的是，一般投資者在投資的時候，都以「只要這個成了，就可以……」的想法，來追求一夕致富。但正確來說，應該要先想到「即使這個不成」，這就是「Dhandho投資」。後輩們常說：「不會發生這種事」，但這種想法是很可怕的。我們都知道應該要夜以繼日尋找好股票，但也知道開口提「投資這支股票」有多麼難。而身為前輩兼上司的我，該做的事情就是，讓他們脫離一夕致富的幻想，引導他們安全運用客戶資產製造複利。舉例而言，對於發表次世代X光線的Nano X Imaging或開發氫燃料

卡車的NIKOLA，我們不需為他們改變世界的意志而鼓掌，要先小心他們成為第二個瑞幸咖啡（Luckin Coffee）。

瑞幸咖啡曾是中國最大型的連鎖咖啡廳，雖然在美國納斯達克交易所上市，其後成長快速，但因一家投資公司渾水研究（Muddy Waters；是一家業務涉及盡職調查的私人投資公司）對其提出會計不當的問題，因而停牌退市。渾水研究也揭示Nano X Imaging和 NIKOLA確有企業不實的情況，後來也面臨股價下跌。

即使投資想法失敗也不會產生損失的方法，有兩個條件：第一、應該在現有基本的業務領域中，計算企業價值，並在價格便宜的時候買進；第二、市場對該投資想法或股票的關注度不高。事實上，第二個條件是滿足第一個的必要條件。不過，之所以將其一分為二，是因為對企業價值的評價方法因人而異，因此對「夠便宜」有主觀解釋的餘地。

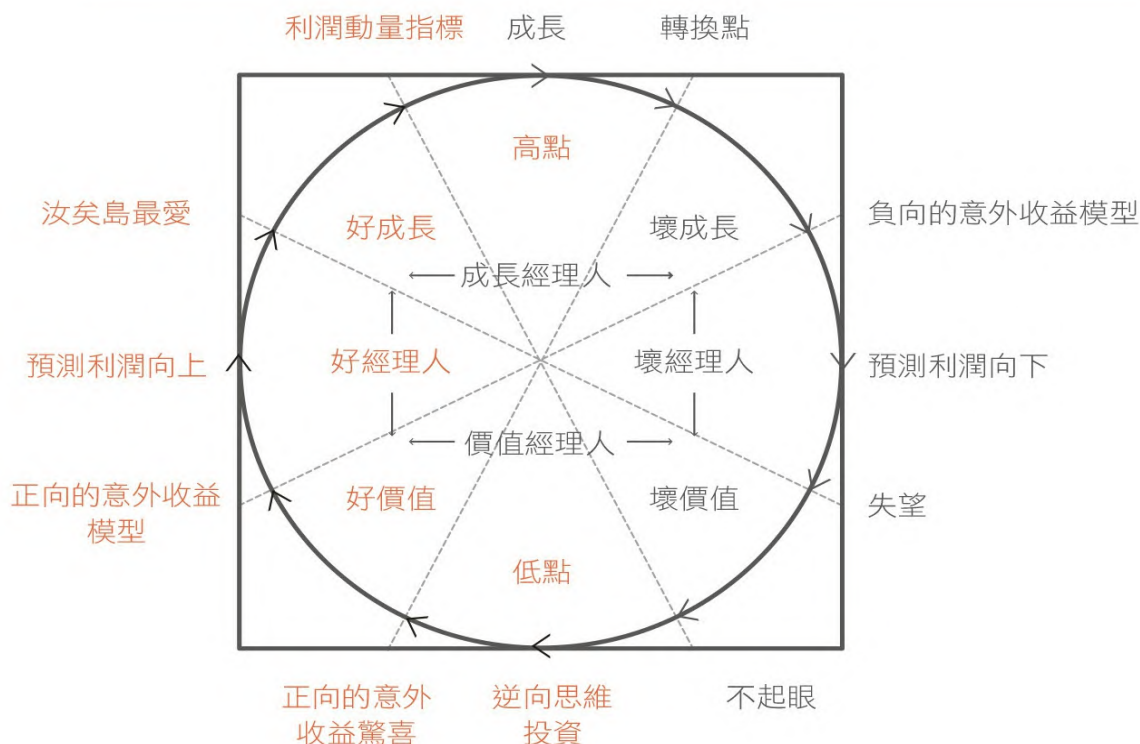
假設一家製藥公司正在開發新藥品，只要臨床實驗通過，股價未來就有機會大幅上漲。若有眾多投資者正在關注這家公司的藥物開發過程，就勢必得通過臨床實驗；若無法通過，股價下跌的機率就會非常高。再者，如果臨床實驗成功，但出現比預期低的數據，或是商業化困難，股價也有可能下滑。相反，如果大家都覺得這個藥物開發一定會失敗，這時反而更有機會成功。因為成功率低，成功的收益就會大於失敗時的損失，這就是Dhandho投資。況且，如果原販賣的藥品市場性好、競爭力優秀，無論新藥品成功與否，經過一段時間後，企業價值定然上升。

同理可證，要看準企業的實質利益投資。一般而言，大家都慌慌張張跟在實質利益不錯的企業屁股後面買股票。如果買進後上漲氣勢持續，算是幸運；如果當時的實質利益只是一時性的改善，或已達循環高峰的話，該怎麼辦？股票市場就如同雞尾酒會效應，沒有任何客人的派對，正當快要結束時，反而開始熱鬧起來。然而，大家都想著「要在關門之前玩夠再回家」，可一到關門時間，大家又都會擠到窄門口前，手

忙腳亂。雖然有一點惋惜，但先踏出門口回家的人贏。若不想在回家的時候留下惋惜，那就在沒有客人的時候來，獨自慢慢享受雞尾酒。在投資的世界裡，若在認為不可能比現在更差的狀況下投資，也就沒什麼好失去的，未來股價一定漲翻天。

下面附上簡易圖表（圖表54），用來掌握自己應該在哪一個位置上買進股票。在投資的世界裡，從「正向的意外收益模型」（意外收益是指企業營業實質利益比預期高，股票大幅上漲）到「汝矣島最愛」都是好的投資選擇，因為這時候是股價上漲最快也最多的時期。不過，要正確掌握這個時期非常難，因此投資者可以選擇「令人失望又不起眼」的企業，既有時間可以慢慢分析，發生利空時，股價也不會再下滑，大可放心。若因個人傾向感到困難，那至少不要選在「汝矣島最愛」後投資吧！如果投資大家都已經知道的投資想法，即使是利多，股價也不一定会上漲。另外，在圖中，從「汝矣島最愛」到「轉換點」的路徑和從「失望」到「正向的意外收益驚喜」的路徑是一樣的，但一般來說，時間會更短，這就好像以為派對晚上12點才會結束，結果今天到9點而已。雖然已說了好幾遍，但再重申一次：股市會將所有現在可以預測的未來，都反映在股價，所以股價上漲的時候和下跌的時候都比預期的波動大。問題的是「股價已經上漲，接著只會下跌」和「股價已下跌，接著只會上漲」，這兩者之間存在巨大差異。

圖表54 投資世界



(1) 正方形框外的單字是指股票市場參與者的心理與反應，以順時針方向說明如下：

轉換點：過了投資心理的頂點

負向的意外收益模型：不符合期望的實質利益發表

預測利潤向下：不符合期望的實質利益反映在股市分析家的估計值

逆向思維投資：在投資心理的低點進行投資

正向的意外收益模型：產生正向的意外收益後，股市分析家提前變更估計值反映現況

汝矣島最愛：股票市場中最受關注的人氣股票

利潤動量指標：持續一段時間上漲

(2) 圓內的單字是指股票的個性與成果，以順時針方向說明如下：

壞成長 (Bad Growth)：成長率鈍化

壞價值 (Bad Value)：低估股價但還未達到低點。機會成本長的區間

好價值 (Good Value)：低估股價和壞價值，離上漲不遠，機會成本短的區間

好成長（Good Growth）：成長率加速化

(3) 圓中間、正方形框內的單字是指投資者的特性，以順時針方向說明如下：

成長經理人（Growth Manager）：不太在意股價高估與否，投資成長股的投資者

壞經理人 (Bad Manager)：股價尚未反映出成長率鈍化，在利潤與股價同時下滑時投資的最笨投資者

價值經理人 (Value Manager)：投資低估價值股的投資者

好經理人（Good Manager）：投資成長股與價值股交集的最優秀投資者

如果沒有製作三種「三年以上的估計財務報表」版本，本公司不會買進該股票。三種版本包括負面、中立與正面的劇本。當企業能維持當前水準的財力或理性判斷自身足以達成計畫的版本，稱為中立劇本；比它不好一點的是負面劇本；添加一點未來希望的是正面劇本。每次企業的內容改變時（至少一季一次）需精密調整劇本。除此之外，要在負面劇本裡，也得在下跌風險低的時候買進；以及，在正面劇本裡，成長力度較小的時候賣出。具體而言，不管任何人說什麼，**以債權收益率分配賺入利潤而寫的負面劇本**，股價若比企業價值低，可放心買進股票。

JW生命科學為無法正常飲食的患者開發營養劑（一般是靜脈點滴注射。以液體的型態注入三大營養素，包括維他命、電解質與微量元素）。這家公司的商品以勝於德國 Fresenius 和美國 Baxter 的技術，收到各國出口的請託。一旦開始出口，相對國內需求市場，規模更大，報酬率也會更好，值得考慮投資。不過，若在計算企業價值時，包含還未開始的出口部分，假設他們並未按照計畫順利完成出口，可能會造成損失。所以，僅以國內需求市場計算JW生命科學的企業價值則是屬於負面劇本的案例。

但如果是在市場已受到某種程度關注的企業，股價下跌是很少見的事。因此，應該在企業「不起眼」與「正向的意外收益驚喜」中間的時候買進。另外，發生新冠肺炎等宏觀風險的時候，絕對不要錯過。華倫·巴菲特的老師菲利普·費雪在《保守型投資安枕無憂》

（*Conservative Investors Sleep Well*）一書中，說過：「股市普遍悲觀的時候，再優秀的企業也會有被低估的現象。如有這種狀況出現，要懂得區分『市場暫時情況』與『實際事實』的差異，這時有耐心投資者才會賺到錢。對投資者而言，這種時期，才是風險相對低，投資收益大的好時機。」不過，如果是已上軌道到某一程度的企業，搭上產業趨勢，自動成長的可能性也相當大，這些企業只要觀察如何在中立或正面劇本間

移動即可。彷彿只需要牧羊犬在羊群邊緣溜達，便能放羊自由吃草。雖然股價來來回回起伏，終究會往上漲。

對股價的小變化過於敏感，很有可能會錯失大利潤。我曾投資手機遊戲公司Com2uS，當時他們的新創遊戲「魔靈召喚」，引起前所未有的超高人氣，股價不到一年就上漲四到五倍。但我在股價快速上漲的時候，就一點一點的賣出。雖然名目上是為了維持投資組合的合理比例，但後來想了一下，我當時只是陷入「基金經理人角色扮演遊戲」中，而錯過了獲取更大利潤的機會。以此為借鏡，後來我下定決心，若可以的話，絕不賣上漲股票。

然而，這並不意味著你應該盲目的買進超過其企業價值的股票。那麼要如何比企業價值變化，更快掌握到浮動股價，方法就是藉由正面劇本，規劃未來藍圖。例如，即使現在完全沒有任何營業額，但是未來有可期待的新型產品；或者雖然現在是赤字，但過一段時間就會進入成長階段賺很多錢的產業。舉例來說，投資Douzone Bizon的時候，大致可以分為會計系統、雲端ERP（譯註：是指在雲端平台〔非客戶端〕上建置的ERP系統，由資訊廠商提供安裝與後續維運的服務，透過月租費方式向企業用戶收費）和協作工具WEHAGO三項進行分析。其中WEHAGO目前還未產生明顯的營業額，但它的潛在市場大，與原有商品的企業客戶群有重疊市場，能夠交互販賣。除此之外，可利用直接服務，導入同類項目的中小企業，顯示出讓人滿意的性價比。

但以目前狀況來看，股價上漲過多，就算將同業平均本益比應用於正面劇本上，上漲潛力也很小，這時應毫不猶豫的賣出股票。使用同業的平均本益比，等於反映出參與者的期待值。如果想反映出投資者對未來利潤的期待，股價進一步上漲，那麼只有一個方法，就是將未來變成現實。如果投資者懂得因企業的變化，持續不斷的修正劇本，當然適用於可實現的中立劇本。

新冠肺炎疫情大爆發後，非接觸類企業的股票急漲，他們斷言，未來將會展開與以前不同的世界樣貌。當然人類生活持續線上化，產生原本未有的生活方式。但在疫情平息後，人們大膽高估，將無法回歸到過去日常生活的一部分，即脫離Dhandho投資的範圍。到底希望疫苗不要被開發，大量購買非接觸類產業的股票，還是懷念可以不戴口罩旅行的時光，哪一個才是合理的選擇？答案在Dhandho投資。



價值被低估股票的三陷阱

在會見客戶的場合中，有一種場面常令我窘迫，就是要說明我的履歷。他們問：「你是哪所學校畢業的，投資風格會是價值投資嗎？」這時，我腦中出現各種想法：該從哪裡開始說明？又要說明到哪個程度？說明之後，能理解嗎？

首先，價值投資這部分是確定的。有誰會想要做沒有價值的投資呢？所有的投資都講求價值，且想以低於價值的價格買進。

那為什麼會有價值投資的出現？因為有很多葛拉漢和陶德村的超級投資者加入股市（The Superinvestors of Graham-and-Doddsville，以華倫·巴菲特老師聞名的班傑明·葛拉漢與大衛·陶德共同撰寫了名作《證券分析》，之後巴菲特將推崇他們的投資者稱為葛拉漢和陶德村的超級投資者）。雖然他們只認為自己是「投資者」，但隨著在股市自稱投資者的人越多，也不得不產生防禦機制，因此開始出現「價值投資者」一詞。

另外，在學界中，過去價值投資者投資的股票風格，被稱作「價值股（Value Stock）」，是成長股（Growth Stock）的反義詞，意指本益比和股價淨值比等價值指標比平均低的股票。成長股是營業額與利潤比平均值增加得更快，即使價值指標稍微高一點也有投資價值的股票。如果是入門投資世界尚不久，沒有先入為主偏見的投資者，應該會問：

「在本益比或股價淨值比都低的情況下，營業額和利潤同時都在增長，不是比較好嗎？」、「為什麼是二分法，分為價值股和成長股？」價值股和成長股是研究投資理論的學者們，為了方便而形成的二分法。學者不都是這樣？「因為某些空間是真空狀態」、「如果完全沒有其他阻

礙」、「假設其他條件都一樣的話」等，設定現實上很難發生的假說，以控制變動因素來進行研究。成長股在進入成熟階段後，過了一段時間也會變成價值股，價值股因為某一種契機，也有可能開始成長。那麼根據上述所說的，同時是成長股和價值股的股票，不就是非常具有投資魅力的標的。

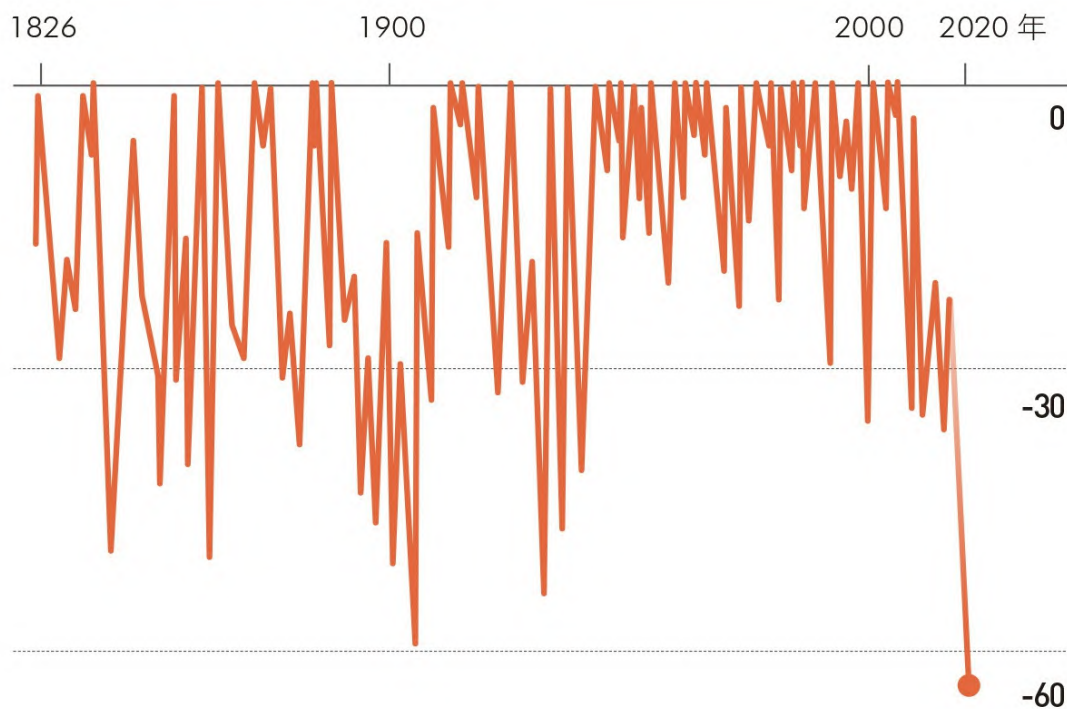
那麼，為什麼價值投資者都只關注價值股？因為他們討厭不確定性。就像培養傑出投資者的韓國投資價值資產運營公司（Korea Investment Value Asset Management）代表李財源（音譯）將自己譬喻為「膽小鬼」，因為富人們天生討厭不確定性，習慣只玩會贏的遊戲。看到身旁很多倚靠股票賺大錢的人也是這樣，幾乎絕大部分都是遇到陌生人會害羞，不會喝酒，甚至不會開車的人。在新冠肺炎疫情中，非常遵守政府防疫措施的人，也是這些股票富人們。疫情爆發之前，大家都還認為肺炎只跟中國有關的時候，他們就開始忌諱聚會，保持社交距離，即使出去透透風，去見老朋友的時候，也經常將「如果可以再穩定一點」的話，掛在嘴邊。

成長股在無法滿足市場期待值，停止成長的瞬間，股價就會馬上下跌，但問題就在我們不知道成長何時會停止。反之，在市場裡被冷落的價值股，即使實質經營不好，股價也不會急速下跌，而且如果因某一原因而受到市場的關注或開始成長，股票會開始上漲，產生 Dhandho 投資效應，形成賞花劫（無憂劫；譯註：圍棋術語，是一種在劫爭時的術法，意思是即使劫敗也不會影響己方周圍形勢）。在圍棋之中，劫是雙方彼此對立，輪替下棋時，可以摘棋的型態，但因為雙方重複輪替摘棋的鬥爭，會導致比賽無法繼續進行，所以一方摘棋，另一方要隔一回合後才能再摘棋。獲勝可以獲得龐大報酬；然而，輸的話也會比較沒有負擔，彷彿春天賞花的心情，故稱為「賞花劫」。

不過，最近價值投資沒落了。換言之，價值股失去了光環。但在我

記憶中，這已經不是一天兩天的事了。撇除幾次非常短暫的期間以外，在我成為專業投資者後，專門進行價值投資的投資公司，沒有一次有過好成績。為什麼呢？因為他們掉入低估股票的陷阱。在韓國，價值投資大約於2000年初開始流行。經歷IMF外匯危機和網際網路泡沫事件，存活下來的投資者們在往後十年的長時間興盛期重新誕生為股票富人。有三大龍頭之稱的Assetplus資產運營公司會長江方天（音譯）、韓國投資價值資產運營公司代表李財源，以及Shinyoung 資產運營公司代表許南權（音譯）（依韓國姓名拼音排序）也在這時躍升成為知名人士。

圖表55 價值股投資的報酬趨勢



* 出處：朝鮮日報

** 價值投資報酬以2007年頂峰期為標準而製的報酬浮動率圖表

不過，現在和當時不同。做為次世代價值投資者，延續命脈的Vipasset資產運營公司代表崔俊哲（音譯）選定1999年為投資實力增進

最多的一年。因為電子告牌系統在這一年跨世代登場。電子告牌系統問世之前，投資者最好的選擇是閱覽證券公司發行的上市企業分析書，而需要詳細具體資訊時，只能到國會圖書館，一個一個找來複印。當然，那時有財務報表的認知，並知道企業價值攸關股價的人也很少。所以，這時外國投資者也才有機會廉價一掃韓國企業和建築大樓。先看到真正投資價值，並以相同方法論和外國投資者一同參與的人，現在都成了價值投資專家。如今，只需花幾秒就能在官方網站的證券資訊欄上，一覽各企業的財務指標，大家都能透過電子告牌系統取得同等的情報資訊，根本不可能會再發生用本益比1倍購買樂天七星股票的事。樂天七星雖然擁有強大的獲取利潤能力，但因為它屬於網際網路泡沫時期被冷落的產業，曾受到本益比下滑至1倍的極低估評價。當時勇敢投資並獲得400%高報酬的人，便是李財源代表。到現在，這段故事仍為他最具代表性的事蹟。

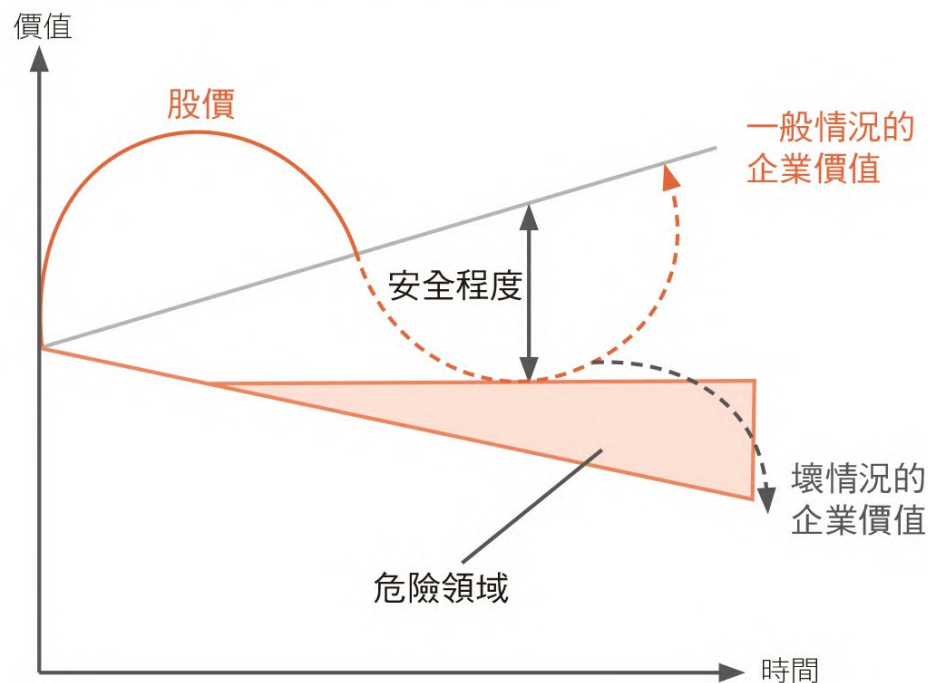
不過人的本性是想要居住在安穩的地方。十年以來，嚐到成功滋味的他們並不歡迎新世代，拒絕挑戰，並安居於自己寫下的成功公式。因此，他們不看企業的真正價值，只信奉表面的價值指標，或者只留在過去的高報酬率印象，堅守傳統產業。現在有很多人努力靠近投資的本質，卻很有可能掉入低估的陷阱。以為標的公司資產價值豐富，股價便宜，殊不知該公司其實逐漸在虧損，逆世代的結果最終是掉入利潤乾枯的價值陷阱（Value Trap）。掉入價值陷阱時，可以感受到時間流逝的無情，它不會因為等待而上漲，反而會越等越心急，無法將時間變成我方的助力。如果投資衰落的產業，那麼再優秀的經營團隊，也難改善企業價值，變成只能等待跟自己一樣，只看表面本益比和股價淨值比，就投錢的下一個「笨蛋」來接手。雖然以同是經營管理業的立場來看，不是不能理解原因，但「現在是價值股上漲的時機」、「利率上升，價值股就上漲」等話語做為宣傳口號，早已老掉牙。為什麼價值投資總是要跟在後面上漲？一定要讓大家等到意志消沉，等得全部股票都上漲才

賺錢，這太讓人厭倦了。經濟鈍化，股價下跌的時候，如果跑贏大盤（Outperform，產生比市場平均更高的利潤，又稱超額利潤。在股價下跌行情中，負報酬率也有可能跑贏大盤），有什麼用？股票投資是為了賺錢，沒有那種損失一點也沒關係的錢。

即使不考慮投資者變得聰明，企業本來就是一個生物體。法人一詞中含有承認為人格體的意思。考慮到經營企業的主體仍舊是人，這是理所當然的。生物體會成長、適應和變化，最終老去。企業也一樣，現在不能保證未來。在此，純真的價值投資者又產生了一個大問題。在分析視角中，決定企業價值，並以比它更低的價格買進，這時會被誘導至「安穩」的偏見上。此外，每次股價下跌的時候，重複向下攤平，損失只會像雪球一樣，越滾越大。無論多便宜買進，若企業經營失敗，價值下跌，就算說與買進價格無關，都有可能失去本金。價值投資者們崇拜的華倫·巴菲特，雖曾說過好企業可以買貴，但沒有說買便宜。投資前，計算企業價值是一定要做的事，但更重要的是，持續檢視企業是否往預測方向發展。

還有一個價值投資者自以為自行判斷企業價值的案例。那就是投資控股公司（持有並掌控自家公司股票的產業公司）或ELS（股價連動債券）。自稱價值投資者的集團有時投資控股公司的股票。這是因為，比起所有子公司的價值，控股公司的股價被低估了。但如果仔細觀察內部情況，就會發現矛盾之處。市場先生在核算自家公司的價值時，正確標示合理的價格，但卻在核算母公司的價值時，躁鬱症發作，容忍低估狀態，換句話說，就是選擇性躁鬱症。但對我個人來看，我不投資控股公司或複合企業，因為為了投資一支股票，卻要分析旗下各個事業體，太過費工。

圖表56 傳統安全程度的問題點



安全程度（Margin of Safety）首次出現於班傑明·葛拉漢著作《證券分析》，是指資產的內在價值與比它低的股價差。以相較資產擁有的內在價值低的价格買入股票，可以擔保本金的安全。

像ELS這樣的金融產品問題更嚴重。股價大幅下跌，卻僅因本益比或股價淨值比之類的價值指標上，看起來是低估情形，判斷為不會有「被敲入」的狀況發生（Knock-in，結合敲打與進入的意思，意指投資期間基本資產價格下滑，滿足本金損失的條件），是很危險的想法。而認為「股價正在下跌，所以不會再跌更多」的投資者，與無憑無據的天真投資者是同一水準。除此之外，拿錢投資跟ELS一樣有期限的金融產品，還須算準股價上漲的時機，這可以說是幾乎不可能成功。尤其是下跌的股票，如韓國俗話所說：「地底下還有地下室」，股市總會拿走所有樂觀者的錢後，才要反轉上漲。

傳統價值投資不符合潮流的另一個因素是無形資產的增加。奧克馬克基金（Oakmark Funds）的比爾·尼格倫（Bill Nygren），在2018年

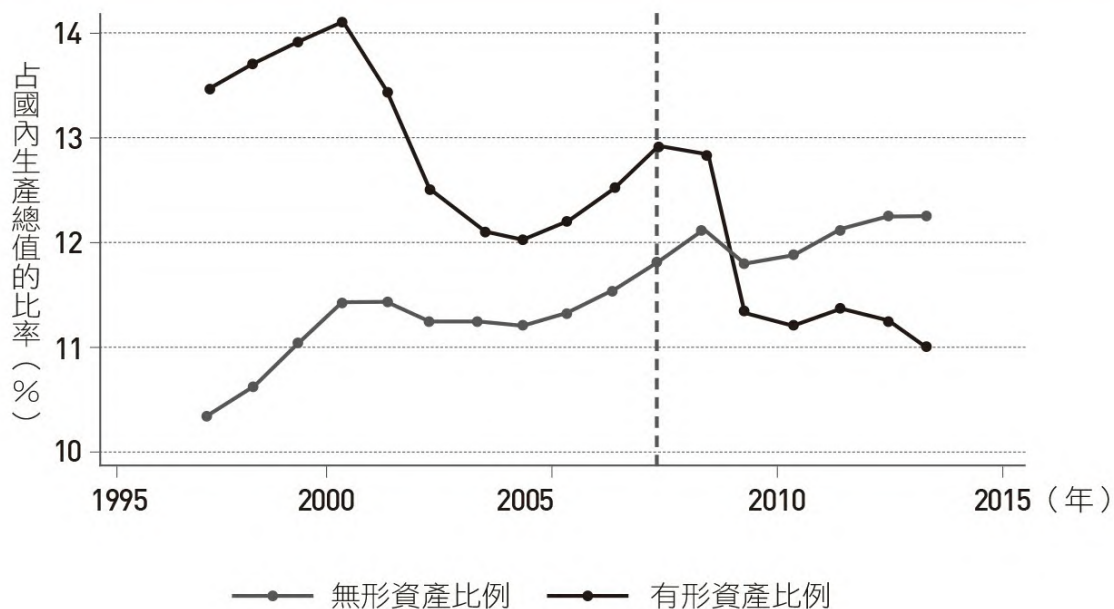
第二季經營管理報告書中提到：「帳面價值不再是決定經濟價值的指標，價值投資者必須修改策略。」美國代表性企業之間也曾說：「標普500指數跟有形資產有關的只剩14%，非常少。原本在 1990年代初期，是71%，比較之下可知，現在八成的市場價值，由無形資產所占。」

如網路、文化和健身中心，我們關注的未來產業，不再是勞動密集型或資本密集型。看不見的創意、技術與先占效果，才能讓這些企業產生競爭力。過去借用大規模的有形資產投資或人力僱用，擴大生產力擊退競爭者的商業模式不再有效。曾經只能在大型超市買得到的商品，現在在網路上也能購買；過去家家戶戶都有的汽車，現在可以以共享汽車服務代替；孩子不再去公園玩遊樂設施，而是花時間在滑手機，我們的消費生活，正在大幅改變中。雖然那些必須存在的有形財物仍存留下來，但這些現在都像過去韓國搶走日本那樣的模式，改集中於中國和越南等新興國家。無形資產不常出現在財務報表，即使有，也會以無形資產折舊成本方式記載。因此，對現在重視企業價值或利潤的價值股投資者來說，有些股票被高估了，使得他們不敢投資。當然，他們的視角不會都是錯的，實際上有很多企業無法證明自己值得高股價，所以也在瞬間轟然倒塌。但是，股市上掀起新一輪優秀企業，例如：Google和亞馬遜，照樣證明了他們的價值，讓投資者們自責：「如果能回到過去……」

價值投資者們最後的堡壘是行動主義投資。行動主義投資是買進相對內在價值被低估的股票，並持有一定額度的股份，向經營者施壓，例如，請求配息增加、經營效率化等，最終目標是透過提高股價來增加股東利益。雖說股價長期收斂於內在價值，但如果時機能提前，還有什麼比這更棒的事呢？投資先進國家的股市後，我發現有很多以企業最大的股東為名的基金。基金不在乎經營權或企業留下來的無形遺產，只要讓受益人賺錢就可以了。因此，只須選擇優秀經營者（經理人），若經營者資質不足時，會遭受嚴厲批判，甚至被資遣；相反的，業主企業家無論如何都會對經營產生私心。反正也不賣股票，很多時候他們也對股

價不感興趣。甚至，為了強化支配權或繼承、贈與，也有故意封鎖股價上漲的情況。當然，也有很多業主把企業當作自己的子女愛惜，比任何專業經營者都想要長期經營下去。但在美國和歐洲，業主或基金等，都必須通過投資者嚴格的標準，才能持續行使經營權。不會因為是創始人的後代而獲得特權。

圖表57 美國和歐盟11國家的GDP中，無形資產和有形資產的投資比例



* 出處：SILVIA MERLER AND BRUEGEL

** GDP包含無形資產調整

為什麼美國、歐洲和韓國不一樣？韓國不應該也要透過一位非含金湯匙出身的經理人，利用管理技能和客觀的外部控制，來領導一家公司嗎。不幸的是，在韓國仍舊很難。

資本主義在韓國快速盛行還不到百年，因此，創始人家族的持股比例仍是壓倒性的高。根據韓國企業支配結構院（KCGS）2014 年研究顯示，上市企業的最大股東與特殊關係人，其持股率平均為 43.9%，這些

人即使不用使什麼小伎倆，只要都有繳納遺產稅，到了第三代持股率才會掉至10%。要到這個地步，他們才無法在股東會上獨裁通過提案。而這種狀況也只出現在兒子與孫子都不參與經濟活動，也不追加股份的假設之下。如果一個世代約20至30年，現在上市公司的最大股東，假設都是老年人，從現在起算至少要過30年，創始人家族的勢力才會減弱。屆時，韓國才能向先進國家一樣，活用併購（M&A），以及由外部股東牽制企業。

現在仍然遙不可及。但為何要用價值股復活或韓國股市上升的催化劑來呼籲行動主義投資呢？我認為，這是懶散的價值投資者們的最後一個謊言。

價值投資者華倫·巴菲特曾經也有一段偏見時期，絕不買IT股票。但當他消除偏見後，投資了IBM、英特爾和三星電子，現在持有最多股份的是Apple。好幾次買不成而後悔的亞馬遜，在買進後說：「決定買亞馬遜的人都是跟我在過去只於淨營運資金（班傑明·葛拉漢主張的投資方法，有形資產扣掉流動負債的金額稱作淨營運資金，總市值若在淨營運資金的1/3以下，表示低估狀態）以下交易一樣的價值投資者。買進亞馬遜時，我的思考方式則以股價淨值比或本益比低為由買進。」華倫·巴菲特所說的能力範圍，也許不是把自己關在小牢籠裡祈禱外面改變，而是不斷努力精進自己以適應世界的變化，來擴張範圍。



必須無條件遵守的三原則

寫書的過程中，我已試圖將我認為身為投資者最重要的原則都放入書中。剩下內容太少，無法組成一個章節，我只好把它們放在一起並簡略介紹：

第一、不推薦也不接受推薦股票。千萬不要問我推薦哪一支股票，不過，果斷拒絕大概會讓彼此尷尬吧！基金經理人推薦股票犯法嗎？不是的。基金經理人只要遵守合宜的程序，也可以公開講自己喜歡的企業。**不推薦股票的原因是被推薦的人不太可能從中賺到錢。**若賺錢的可能性低，推薦人很可能會被罵。即使投資相同項目，依據風險承受度、可投資時間、投資知識等不同，報酬率可以天差地別，有可能推薦人自己收到不錯的報酬，但被推薦股票的人因為過早買進或持有太久以致於報酬變差。更大的問題是當我買賣的時候，恰好遇上股票出現轉折或投資想法轉變，這時我無法聯繫上每一個受推人，而且這種事經常發生，有時甚至連自己推薦過誰，都忘記了。

出自於同樣的理由，我也不接受他人推薦股票。若經由他人的投資想法投資，股價上漲或下跌時，可能會心情雜亂。雖然可以依照自己的作法重新分析，但如果失誤，還是會怪罪於推薦的那個人，不會認為是自己的錯。再者，產生好奇時，不是那麼容易聯絡上對方，會擔心對方誤以為自己「只有這時候才會想到我嗎？」、「股價下跌，所以膽小害怕了嗎？」不過，畢竟是人，聽到這種消息時，心都會抽動一下。因此，我拒絕與汝矣島的專業投資者見面。**無論是誰推薦哪一支特定股票，都要先懷疑一下對方的用心，若非聽不可，最好只聽可以毫無顧忌、輕鬆聯繫上的人。**不然，還不如用錢支付資訊和售後服務費用。這

就是專業投資者存在的理由。

第二、迴避同事間第一反應「不是吧？」的股票。如前面所述，本公司選股的第一個過濾網是大趨勢，必須在結構性成長的產業之中，選出投資對象。但具體來說是「不要投資逆大趨勢的產業」。只要不是違背世代潮流的企業，即使現在只是「現狀維持」的產業，也是可以投資的。**不過，在說明投資想法的時候，如果有一絲懷疑這個企業是否逆於大趨勢，本公司則會盡可能不投資。**

代表性案例是MegaStudyEdu教育。MegaStudyEdu教育是以國高中生為對象開設的線上下補習班。近年來，隨著年卡的開設、市占率的增加、教育局定期招生比率擴大，以及國小各部門的強化政策等利多交織在一起，營業額與營業利益有增長的趨勢。但是，在解釋這些內容之前，都會受到大家懷疑的眼光：「隨著出生率的下降，學齡人口減少，那該怎麼辦？」其實，根據統計廳的調查，往後十年的學齡人口不會減少。但這些資訊如果不在股市中被人所知，一點用也沒有。他們持續卡在出生率與學齡人口的想像中，根本不會仔細探討 MegaStudyEdu教育這樣的公司。如此一來，在「學齡人口減少」進入公眾視線內之前，很多人都會希望我的投資想法可以獲得支持，這就是所謂的「被時間追著跑的投資」。

並非在說MegaStudyEdu教育的股價不會上漲。但與其說服同事投資令人懷疑的企業，還不如找更簡單一點的投資替代方案，還比較好。換句話說，在韓國，光上市企業就有數千家，所以，**「縮小範圍，找出肯定最能獲利的領域」才是最重要的事。**

第三、想賣的時候不要賣；想買的時候不要買。我在買賣股票之前，都會塞耳閉眼，雙手合十，製造最平靜且心跳次數最低的狀態（雖然沒有真的量過心跳）。股票買賣前是最緊張的時刻，買賣抉擇時刻，心會偏向一方。這時，可能會手癢想買，也有可能產生現在不賣就晚了念頭的念頭，然後陷入各種焦躁之中，但這時的你可能還有沒確認到的

地方，只是單純受群眾心理影響。若貿然行動，必將招致失敗。平撫心情後，檢視一下自己真實的內心：買進的投資想法是否確實戰勝恐懼，賣出是否跟著一開始規劃好的劇本進行？即使已經決定好買進或賣出，這個習慣也可以幫助你以更好的價格進行交易，還可以減少你的投資錯誤。

若要更強烈一點「在危機時買進」。國際級資產運營公司包普斯特財務管理集團（Baupost Group）會長賽斯·克拉爾曼（Seth Klarman）寫過的一篇文章〈2008年獲得的20條投資教訓〉裡，出現以下的內容：第八、在危機中，廣泛而靈活的投資方式是至關重要的。雖然在各種產業與市場都可能出現巨大的機會，但消失得也很快。不知變通將會成為這種時候的巨大劣勢。第九、一定要在下跌的時候買進。下跌行情時可以比上漲行情時買進更多，買進者之間的競爭也比較小。無論如何，太早總比太慢好。但必須對追加下跌的情況，做好心理準備。賽斯·克拉爾曼的這些話在2010年放置在我書桌上後，就再也沒有離開我的辦公室。次貸危機時，我還是一個新進職員，當時韓國綜合股價指數（KOSPI）下跌超過一半。由於沒什麼錢，手上也沒有管理的基金，所以沒有受到多大的打擊。不過，如天空般高不可攀的前輩經理人彷彿遇到颱風來臨，草木皆倒，而挺過那段時期的投資者們也開創出龐大財富。於是，那時的我就發誓：「當下一個危機來臨時，我一定要在危機中買進股票。」並將賽斯·克拉爾曼的文句貼在跟前做為自我提醒。

於是，時隔12年後，我遇上了新冠肺炎危機。在疫情擴散全世界之際，大家都在說「不可能再回到疫情前」、「這次的新冠肺炎與歷代傳染病不同」的時候，我反而投資賭場、旅遊和郵輪旅遊等股票。眾多投資者都在急忙賣出的三個月，我忙著分析傳染病。之所以可以一絲不亂的出手，是因為為了這一步，我們準備了十年之久。當然，在按下買進鍵時，我的手仍在發抖。大規模更換投資組合後，這是從三養食品的質檢總局事件後第一次睡不著覺。然而，隨著時間推移，事實證明，這次

也沒有不一樣，「危機時刻可以賺取高報酬率」。



直接投資非唯一答案

2015年美國佛蒙特州的一個小城市，有一位名叫羅納德．里德（Ronald Read）的人，他享年92歲。他不曾念過大學，一輩子都在加油站工作（這不是在講職業的貴賤，請繼續看下去）。他的過世引起美國社會很大的迴響，原因是他捐贈不少錢給社區醫院和圖書館。他的金庫裡保管了價值800萬美金（約90億韓元）的股票。後來發現，他生前每天都在看《華爾街日報》，不斷在社區圖書館裡借閱投資相關書籍。數十年間，他只投資高配息的績優股。

藉由股票享受複利魔法，是每個人都應該做的事。假設機器人與人工智慧全面進入人類世界，人類會分成兩類：一類是掌控機器人與人工智慧，擁有巨大財富與權力；另一類是負責連機器人都想做的雜活。這時候，掌控機器人與人工智慧的方法是什麼呢？當然只能是懂得機器人工學或電腦程式的人。不過，大家都能擁有這類公司的股票。我們不一定要認識傑夫．貝佐斯（Jeff Bezos）才能投資亞馬遜。我就是這麼投資的，我相信成為機器人與人工智慧、優秀經營者與努力員工的主人，才是搭上「財富列車」唯一的車票。

沒有人不貪錢，不過要對世界萬事具有好奇心，並能樂於將一切換算成數字，還要違背人類的本性，懂得做逆向思維的長期投資者極少。很多年輕朋友問我最多的問題是「想要成為基金經理人的話，該怎麼做？」聽起來雖然可能會有點無情，但我的答案是「這個在出生時就已經決定了」。公司的實習員工只要做個一兩個月，我便能看出他們的個性。雖然話不能說得太武斷，但要成為基金經理人，必須要有好奇心、貪欲、精於算計、和獨具一格的視角……。直接投資（編按：直接投資指

的是自己投資股市），持續獲得報酬是一件很難的事，但也不用因此而感到挫敗。

首先，股票投資者的特質不分對錯，只不過是這樣的特質適合這類職業罷了。環顧身邊的人，不是也有各種不同性格的人嗎？有些人喜歡集中專注；有些人喜歡跟很多人相處。有些人在揮汗賣力運動的時候；有些人卻正在享受益智遊戲。

若發現自己根本不適合直接投資（自行投資），可以選擇另外一種投資方式，藉由專業投資者的幫助來進行投資。

大部分的富人們都會具備基本的投資觀念，但他們認為與其自己選股，還不如培養挑選專業投資者的眼光，付出適當的報酬，這樣一來，與直接投資所付出的時間與努力相比，更能便宜得到成果。

接下來介紹選擇好的專業投資者的方法：**第一、觀看投資者的利害關係人。**要知道介紹投資商品的那方，帶著什麼樣的意圖接近。專家如果經常上節目或辦演講，要先確認從那裡得來的收入，是否是這位專家大部分的收入來源。假設是的話，他一定比較關心自己的名氣大於你的資產。另外，銀行業務推薦某項金融商品給你，一定要問他的成果評價指標是販賣件數，還是該檔商品的報酬率？若遇到直接營運基金的人，需問他都把錢投資到哪裡。

最近，很多詐騙集團假冒本公司，以高利潤投資為誘導進行詐騙。因為隨時都有受害者打電話到公司來，不僅耽誤工作進度，也嚴重影響大眾對我們的信賴，本公司受害不淺。他們主要手法是慫恿匯款人將投資金轉到他們的帳戶。正常狀態下，人們通常不會理會，甚至會想「誰會被這種三腳貓手段所騙？」但意外的是，確實會有很多受害者將自己寶貴的錢財轉入他們帳戶。事後發現，這些受害者大部分是因為盲目投資股票造成損失，或私吞公司資金產生絕境的關係才會受騙，所以急於想要高報酬的人，很容易上當。降低預期報酬率，仔細觀察賣方的利害

關係，就不容易發生受騙上當的事情。

第二、不投資流行商品。金融商品的流行通常由銀行、證券公司等賣方促成的，透過行銷策略來販賣高額且利潤多的商品。**這種商品不全都是壞的，但在販賣過程中，逐漸退化成劣質商品。**商品的基本資產與報酬結構是一樣的，但由於需求量大，價格會不斷墊高，以致於越晚買進的人所買到的價格越高，則預期收益率就變得越低。隨著銷售商之間的競爭日益激烈，導致他們不顧投資者情況，就推薦商品，或以不適當的方式講解商品。如果再加上韓國特有的「跟著朋友去江南；堂兄弟買地肚子疼（編按：前句的意思是「跟風。別人做的事，我也要做。」後句的意思是「眼紅忌妒。討厭輸給別人。」）」的情懷，潛在損失就會宛如雪球般越滾越大。

事實上，即使是輿論看好的金融商品，也往往都沒有好結果，例如，2007年未來資產證券（現未來資產大宇）的洞察基金（引起儲蓄型基金的投資熱潮，未來資產證券推出上市不久，一個月內募集四兆韓元的資金。甚至有人為了加入，在銀行窗口前排隊超過一小時。不過第二年就因為金融危機，產生50%以上的損失，耗費六年的時間才恢復本金）、2010年諮詢型Wrap（證券公司募集資金）、後來的巴西債券、中國與越南的基金，以及最近的DLF（Derivative Linked Fund，一種結合衍生性商品的基金）或擎天柱基金（Optimus Prime Fund）事件……無一次有好下場。

最後一種選擇好基金的方法：優先選擇長期報酬率好的基金，至少三年或更長時間的報酬率贏過大盤指數。一定要找絕對報酬率或比自己預期報酬率高的商品，但是，如果近一兩年的表現壓倒性的好到足以影響累積報酬，則需要考慮該時期的報酬率是否為運氣造成的。儘管投資理念和管理政策可能不同，但沒有一個指標能像長期報酬率一樣清楚的顯示基金的競爭力。

觀看基金的報酬率時，要注意兩個障眼法：一個是只炫耀最近報酬率的基金，在被「今年紀錄是幾十個百分比」、「今年的基金非比尋常」等話術迷惑之前，一定要問「去年呢？」今年有幾十個百分比，但去年可能是負幾十個百分比，等於兩年的報酬率為零，這有何用？另一個是長期報酬率雖然不錯，但要小心這個長期報酬率是否倚賴過去的光環。所以，不僅要看基金公司所提供的期間，也要分析近三年至五年的成果。基金經理人也會出錯，而且有時候自己的風格跟市場行情不符。不過，那也是一兩年的事，持續三年以上，如果真的無法創造出跟市場平均相當的報酬率，大概是他的技巧生疏或刀刃變鈍了吧。

選到長期報酬率好的基金後，接下來需知道能不能透過投資說明書，替換基金經理人。因為汝矣島的證券專家頻繁跳槽，創造長期報酬率的基金經理人有可能早已被挖腳到其他公司。當然，最高位階的投資負責人是不会變的，如果是團體營運公司（投資組合不會由一位基金經理人單獨做，而是由最高投資負責人以下的團隊經營管理），可能沒有太大問題。這時候只要看基金經理人替換後，編列的股票項目是否有大變化。

若能找到長期報酬率好，而且基金經理人長期經手的基金，那就只需要等待。只需要在基金經理人犯了小錯或他喜歡的股票族群正處在低落期，導致近一年內的報酬率比市場平均報酬低時投資就行了。如果覺得等待太困難，至少要避開這個基金處於同一類型的前段班，以及報導說這個基金獲得基金評價公司讚賞的時候。

無論是個人投資者或專業投資者，都會有報酬率不好的時候。挑選優秀基金經理人的訣竅，就在於「他是否記取教訓，發現問題點，成長茁壯，不犯同樣的失誤」然而，檢測這項能力的第一步是查看長期報酬率。

基金經理人是一份很孤獨的職業。不過，他們不是為了孤獨才選擇這份職業。一般投資者都誤以為基金經理人是一群很特別的人，其實不

是，他們只是一群真正喜歡股票的人。只要有興趣，基金經理人都會很親切回答大家的問題。不要想太多，靠過去吧！不管我再怎麼呼籲，大部分的人還是都覺得基金經理人「很忙」、「看起來好像很忙……」而不敢提問，這也就是為什麼我寫下這本書的理由。

結語

提供正確投資的觀念給大眾

從第一本書到現在，已經過去5年。我沒再提筆寫書，不是因為寫書困難，而是沒有足夠的時間去寫。過去，是因為創業時一無所有，為了讓大家認識我而寫，這使我感到非常羞愧。

其實，我還清楚的記得，當初離開公司創業的那段時間，自己沒有取得多大的成就，但時間依舊無情飛逝。雖然我想要幫助越來越多的客戶和同事，但自覺仍有許多不足。我們公司的使命是「提供正確的投資觀念給大眾」。如果你批評我太貪心，我無話可說。不過，上 tvN電視節目《劉QUIZ ON THE BLOCK》是一個提供大眾正確投資觀念的好機會.....。

在本書中也提過，最近教一般投資者如何投資的講座實在太多了。這些講座有一定的內容和價值，但問題在於過多，而且許多內容缺乏專業性，他們主要的目的是擄獲人氣。所以，我希望自己能在此波風潮之中，成為不倚靠講座賺錢，只將上節目或辦講座視為分身的真正專業投資家（如果有任何誤解，提前澄清一下，廣播和YouTube的主要觀眾和我們的客戶群完全不重疊，而且透過這類管道成為本公司客戶的人寥寥可數）我把這樣的工作當成一個使命。

因此，Wisdom House出版社的提案非常有吸引力，讓我願意顛覆過去說過的話（問問身邊的人，金賢俊是多麼討厭改口、是一位嚴重的原則主義者……），甚至貢獻出五個月週末時間來寫這本新書。前作是把身為專業投資者實際思考和學習的內容，搬進書裡，所以幾乎要達到全職投資者的水準，才能讀懂。這次Wisdom House出版社，除了積極支持

「東學螞蟻運動」以外，更提議我寫一本普及且簡易的書籍，再加上自己「不寫市面上已有的內容」的想法，所以這次我用各類生動的事例，來講述顛覆投資世界與俗語的故事。其中，由於會計觀念是投資的要素，所以我特別以經濟小說的形式寫出「不是專業學生，也能看懂」的內容。

目前，大韓民國身為新冠肺炎防疫優秀國家，受到全世界的矚目。我希望這股勢頭能成一個機會，讓世界各地了解到大韓民國的實力，來克服韓國股市不斷折價（Korean discount）的現象。但若不讀書，只期待小確幸的投資文化風氣不改，則將無法克服。希望拙著能夠成為改善韓國投資文化的小基石。另外，希望讀這本書的所有讀者，各自能夠寫下屬於自己的成功公式。

最後，透過這個版面向幾位摯友傳達感謝。首先，感謝我的夫人，體諒我因寫書，取消所有行程，連在床上都在看YouTube，並且成為我每一章節的首閱者，不吝惜的給予建議，我愛你！

感謝父母。平時以工作忙碌為由，不能時常探望，非常抱歉。以後會更孝敬你們。謝謝這期間理解我到處奔波，並持續支持我的the public公司鄭皓聖（音譯）代表、李俊耀（音譯）理事、金敏兒（音譯）次長、李燦圭（音譯）科長、金言秀（音譯）經理、金英翰（音譯）主任、宋英采（音譯）主任和趙妍秀（音譯）主任，各位都很優秀。真心感謝帶領我進分身世界（譯註：上節目的作者像是遊戲裡的角色，代表作者本人的分身）的《劉QUIZ ON THE BLOCK》主持人劉在錫、曹世浩，以及許多媒體相關人士們。藉此機會，寫下這本書傳遞更好的投資文化。

另外，還要感謝給予我這個獨斷專行的投資小鬼，如此龐大機會的Wisdom House出版社柳惠靜（音譯）副社長與任景恩經理，兩位辛苦了！謝謝。以及感謝未提及到的所有家人、親戚、朋友、同事、前後

輩、客戶，以及股東們。

有錢人買的股票和你不一樣

부자들은 이런 주식을 삽니다

作者 金賢俊 (김현준)

譯者 陳彥樺

編輯協力 黃愷翔、林映華

校對 賴玟秀、施宏儒

總編輯 陳雅如

企劃部 徐緯程、段沛君

版權專員 劉子瑜

業務部 康朝順、葉兆軒、林姿穎

管理部 蘇心怡、陳姿杼、莊惠淳

封面設計 張天薪

內頁設計 王信中

法律顧問 証揚國際法律事務所 朱柏璵律師

出版製作 樂金文化

發行 方言文化出版事業有限公司

通訊地址 10046台北市中正區武昌街一段12號9樓

電話 (02) 2370-2798

傳真 (02) 2370-2766

初版一刷 2022年4月13日

I S B N 978-626-7079-20-1 (EPUB)

부자들은 이런 주식을 삽니다

(Rich people buy these stocks)

Copyright © 2021 김현준 (HYUNJUN KIM, 金賢俊)

All rights reserved.

Complex Chinese translation Copyright © 2022 by Babel Publishing Company

Complex Chinese translation Copyright is arranged with Wisdom House, Inc. through Eric Yang Agency



樂金文化 方言出版集團
BABEL PUBLISHING GROUP

版權所有，未經同意不得重製、轉載、翻印

Printed in Taiwan