

企業評價

原理與實務 洪志洋 著



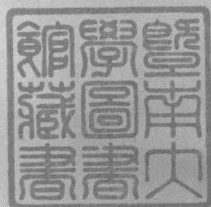
新陸書局股份有限公司 發行

11,452,000
8,825,000
8,815,000

企業評價

原理與實務

洪志洋 著



新陸書局股份有限公司發行

JOSDAY

宇達國際法律事務所

法律顧問證書

茲由

新陸書局股份有限公司聘任
本律師為常年法律顧問如有侵
害其信用名譽權利及其他一切
法益者本律師當依法保障之聘
任期間自民國99年1月1日起
至108年12月31日止
此證

律師 楊擴舉

JOSDAY LAW FIRM

台北縣新店市寶中路46號7樓之3 TEL: (02) 8915-5268 FAX: (02) 8916-6589

國家圖書館出版品預行編目資料

企業評價／洪志洋 著．-- 初版．-- 臺北市：

新陸，民 99.05

面； 公分

ISBN 978-986-6333-20-0（平裝）

1. 經營分析 2. 財務分析

494.73

99003710

企業評價

中華民國 99 年 5 月 初版

ISBN 978-986-6333-20-0（平裝）

著 者：洪志洋

發行人：陶林育瑩

出版者：新陸書局股份有限公司

總經理：眾悅圖書出版股份有限公司

住址：台北市重慶南路一段 47 號

電話：(02) 2351-2587；(02) 2381-9277

傳真：(02) 2391-8788；(02) 2389-9918

網址：www.shinlou.com.tw

電子信箱：shinlou@ms25.hinet.net

劃撥：50125187 眾悅圖書出版股份有限公司

登記證：新聞局局版臺業字第〇六四七號

法律顧問：宇達國際法律事務所 楊擴舉 律師



定價：新台幣 620 元（平）（運費在外）

版權所有，非經出版者同意，本書任何部分或全部，
不得以任何方式抄錄、發表或複印。

自序

也不過幾年前，我們仍自豪於所創造出來舉世矚目的台灣經濟奇蹟，而怎麼局勢似乎就開始出現變化了。印象深刻的事情有中共試射飛彈、亞洲金融風暴、電子商務風潮帶出新經濟旋風、美國 911 恐怖份子攻擊事件、台灣產業加速外移、兩岸先後加入 WTO 等等。這些一件件的衝擊，正襯托出產業界經營管理者經常要面臨挑戰與轉機的事實。其實台灣產業界所面臨的轉變是全球經濟變動中的一環而已。在新環境中，全球各國的經濟競爭力也正迅速的重新洗牌與調整，有些國家的競爭力快速上升、而一些則急速殞落。同樣，有些企業趁勢而起，有些則被無情淘汰。

幾年前，個人開始在交通大學高階主管 EMBA 與科技管理研究所與同學們一起關心與探討我國企業經營的價值創造問題。我們發現美國產業競爭力在 1990 年代顯著提升的主因是經營理念的改變。創造價值、強化價值、最大化價值成為企業經營者責無旁貸的使命。企業評價、價值策略、價值管理等成為各著名商學管理學院的重要課程，而各大企業也風吹草偃的推動價值基礎的管理機制。觀念的改變帶來經營手法的改變，企業在認清自己的核心價值後可以創新經營並擴大其優勢。

企業追求成長必須要有其主客觀條件的配合，如：環境、資源、生命力等。目前歐美各先進國家的生產結構持續快速變遷，帶來全球消費與分配的調整，而各大型國際企業也正快速調整其經營理念與發展策略。目前我們可觀察到這些企業的幾個具體因應作法：

- ◆ 組織更加簡化
- ◆ 重新思考與定位公司之經營目標（價值創造）
- ◆ 全球化策略（地區資源配置的重分配）
- ◆ 確立並強化公司之核心競爭力

促使這些國家以及大企業進行組織創新、經營創新的動力則來自於一個非常基礎的理念「企業組織存在的關鍵理由是在全球市場中創造價值。」所以接下來的問題是：如何透過管理機制中的財務功能，確保公司的資源都投入在能創造價值的活動中。

我國企業必須要調整經營心態，跨出以往成功模式所圍起來的城堡，積極的進行策略分析與規劃，而後將資源導入最有價值效益的經濟活動中。我們認為「以價值為核心」將是台灣各個企業組織創新、與經營創新的關鍵。企業需要知道自己的價值有多少，進一步需要知道企業價值的動因，也就是價值從何而來，最後並將價值理念導入管理制度中，使得企業全體成員同舟共濟的齊為創造企業價值努力。

展望 2010 年之後的台灣，個人認為在脫掉政治議題的纏累之後，台灣經濟將如浴火鳳凰般展翅高飛！而幾個重要因素的發展使我們相信在台灣經濟下一波的發展中，社會上對企業評價專業的需求將有增無減，不但在數量上會增加，在專業素質的要求上也會大幅度提升。以下我就針對其中幾個構面向各位分析報告：

第一、企業家的傳承與接棒：台灣現代化經濟的發展可說是源自於民國六〇年代的十大建設及七〇年代的科技產業開始。那個年代的企業家、創業家、投資家大都是二次戰後嬰兒潮的世代，也就是三年級中段班後至四年級後段班這一批人。但隨著時間的前進，這一批人已經由當年意氣風發、頭髮烏黑亮麗的年輕小伙子、小姑娘不知不覺間變成兩鬢斑白沈穩老練的企業負責人或大老闆了！這一大批的企業老闆在辛苦三、四十年之後，開始著手進行他們下一階段的人生規劃與安排，其中當然包含將企業的經營交與下一棒！但是企業家的下一代有不少與其父執輩有不同的興趣與專長。在這種情形之下，企業的交棒通常也會伴隨著企業所有權的交易與移轉。為數廣大的企業為中小企業，這些企業都為未上市企業，缺乏一個公開公正的價格作為企業交易的參考。這樣的情形使得企業的交易與移轉充滿很大的不確定性，對交易雙方產生很大的風險，而在這樣的過程也常常不小心的傷害減損了該企業的價值。

第二、企業重整或改造：台灣企業的家數約有百萬家，其中上市上櫃的家數僅約一千餘家，其餘大抵皆為未上市的中小企業。這些企業在面臨經濟全球化、企業大型化、經營知識化等潮流衝擊之下，原先賴以成功的經營結構與模式漸漸失去以往的光芒。因此如何透過引進新的技術、新的經營模式、新的經營團隊、新的資金投資者，來為企業注入新的價值創造能力將是一個普遍的問題與嚴肅的挑戰。

第三、企業間貿易糾紛損害賠償訴訟的快速增加：隨著經濟全球化、企業大型化的發展，國際上企業間的糾紛與訴訟有增無減，而絕大部分的訴訟通常伴隨著損害賠償的要求。由於在決定損害賠償的合理金額時牽涉到複雜多元的問題，主審法官通常需要藉助評價專家的意見作為其判決的參考依據。

第四、相關法規的要求：近年全球陸續發生多起公司治理醜聞、操作財務報表誤導投資者、圖利或利益輸送等情形造成社會的不安與投資者的虧損，使得各國政府主管機關加強對企業的資訊揭露與透明度的要求。以台灣為例，中華民國會計研究發展基金會陸續發布財務會計準則 34、35、39 號公報等，分別針對企業所持有之金融商品公平價值、固定及商譽等長期資產減損、及股份基礎給付之會計處理提出與國際接軌的準則。這些不同層面規定看似不相關，但其精神卻是一致的，就是要求會計師提高企業財務報表更完整的反映企業經營情況與企業價值。從這些準則修訂的內涵來看，我們清楚看到社會投資大眾對於企業價值正確報導的需求與日俱增。

綜合以上四個因素的分析，我們可以歸納出「台灣經濟對企業價值評估與報導的需求在質與量上都將大幅提昇」的結論。但是由於企業大型化、全球化、多元化、知識化的現象使得企業的價值很難單純從資產價值的數學方式相加總來表達，現代企業價值的評估需要更加嚴謹的程序與系統的方法來進行，企業評價將發展成一個更加專業的領域。舉例來說，我們可以預期會計師將不再是一個綜合性的專業，而可能如醫師般發展成各專科醫師的制度。因此會計師除了其基礎的會計查核之外，還會再依客戶需求發展成「企業評價」、「無形資產評價」、「企業價值損害賠償訴訟」、「企業價值重整」等等專業。而可能進入這些領域的人才，除了會計師專業人才之外，也將吸引其他跨領域的人才，如律師、企業管理顧問、學術研究單位人才等。

洪志洋

2010 年 4 月於新竹

前言

回顧台灣的經濟發展，我們看到以十年為單位的快速跳躍。民國四〇年代以土地改革為主軸、五〇年代進入農產等輕工業、六〇年代北中南各加工出口區及十大建設帶動經濟起飛、七〇年代新竹科學園區設立，奠定了科技產業的契機、八、九〇年代轉形成技術密集度高的半導體、通訊資訊等科技產業經濟，現在到了二十一世紀初，台灣經濟面臨的，則是產業更新再造、結構調整的挑戰。

在二十一世紀的新經濟活動中，主要的經濟價值來源，顯著的與過去的價值來源不同。在農業經濟時代，價值來源主要是土地及勞力，經濟活動主要的受益者是擁有土地的人。在工業經濟時代，價值來源主要是機械設備及資本，而經濟活動的主要受益者是資本家。在科技產業經濟時代，價值主要來源是科技研發活動，而經濟活動的主要受益者是發明家、工程師、科技創業投資者。在知識經濟時代，這些規則都將再度改寫。我們有理由相信，知識經濟時代的價值主要來源，將是更廣層面的知識，不再僅限於某一特定領域的技術，而經濟活動的受益者則將透過更有效的分配制度，由各種知識的擁有者分享。

台灣經濟近五十多年的發展可稱快速，且在短短數十年之間，就經歷了幾次重要的結構調整。基本上，不管是四、五〇年代的土地改革，或六、七〇年代的加工出口，或八、九〇年代的科技產業化或產業科技化，都可以說是主政者前瞻規劃下的產物。這些產業結構的調整對延續台灣的經濟活力，有其不可抹滅的貢獻。筆者認為，下一階段的結構調整，將更進一步改變台灣的經濟風貌，而所迫切需要的調整將出現在金融、資訊相關服務業的自由化與國際化。

經過幾十年的經濟、文化、教育建設，台灣已然蓄積相當龐大的經濟資源，包括資金、技術、與人才。這對台灣進入知識經濟時代是一件相當有利的競爭優勢，因此在規劃我國經濟發展策略時，就應循著這樣的優勢加以發揮擴大。從這樣的認知，我們可以發現，台灣發展金融相關的各種服務業是必然要走的路。而金融服務業的領域相當廣，所能提供的就業機會相當多。

金融相關產業的人才不但需要財經專業訓練，也需要具備日本野村綜合研究所，所歸納出的高價值策略「美、感、流、創」的素養。這一類的人才將是知識經濟時代台灣致勝所急需培養的。金融相關服務業可大致歸納為：銀行金融（企業、消費、匯兌、保管等）、保險（人壽、財產、健康醫療、意外等）、證券（設計、發行、承銷、仲介、操作）、基金（退休、社會福利、創業投資、不動產等）、房地產（仲介、建設、開發等）、其它還有會計（財報、這些稅務、簽證）、法律（訴訟、破產、重整等）、顧問諮詢等等。

上述這些行業所需要的專業訓練，內容固然有相當的差異，但是卻共同需要一些專業素養，其中一個就是「企業價值的判斷」。因為，在許多的情況下，這些專業人士經常需要處理價值的判斷與選擇。例如，金融產品的設計必須定價。若價格訂的過高，產品將滯銷，但若價格過低，發行機構將蒙巨大虧損。而當前，我國許多產業都將進入更新再造的時代，企業之間會有許多合併或收購的活動。但，買賣企業的雙方，除了分析購併所可能產生的各種經營綜效、策略布局之外，所最關心的因素就是價格。例如，在合併案中，換股比例究竟該多少？在收購案中，收購價格究竟應多少？若社會中缺乏合理的評價機制，將阻礙或中斷許多的企業購併活動，而也延緩了產業更新再造的步伐。因此，我認為台灣跨入新經濟的必要因素之一，就是建立「評價」的專業。

筆者於2001年開始，於交通大學科技管理研究所開授「企業評價與價值管理」的課程。邊教邊學，越覺「企業評價」對年輕學子是一個非常適合投入的專業領域。因此，筆者抱著店小二招呼客人的心態，熱情的招呼學生，期望他們對此領域加以重視與認識。為了多方瞭解此領域的情況，筆者個人也曾至美國參加NACVA的講習及考試，並取得企業評價分析師認證。藉這樣的機緣，除了了解美國「企業評價」產業的發展現況與作法，也結識了幾位美國企業評價領域的專業人士。這幾位人士對於大陸、台灣、香港這片大中華地區都抱著高度的興趣與關注。他們一致認為，隨著這地區經濟的多元性發展，所帶出來的企業評價需求將呈現高倍數成長。但企業價值的評估，若要做為一個專業的領域，則還有許多的困難需要克服，其中的關鍵因素之一，就是企業評價的觀念推廣與教學。

我國學術界在企業評價的研究或教學，是這幾年才開始起步。目前坊間已有幾本以企業評價為題的教科書，其內容大都以企業的評價理論分析為主，但是卻缺乏對企業評價的專業提供完整的架構。對有心從事企業評價的專業人士而言，除了評價模式的探討之外第企業，還有其它方面的知識也是必要的。

現在筆者將個人的一些心得整理成書，供各界對「企業評價」有興趣或有需要的人士參考。此書的對象除了供一般關心「企業評價」的人士作為入門之讀本外，特別適合有心投入專業資評價分析師的大專學生、專業人士學習之教材用。書的內容分為四篇，各篇再分成數章。

第一篇關注企業評價專業，分成兩章。第一章敘述企業評價的基礎觀念，例如，何為企業評價、企業評價的用途等議題。此外，我們也簡要回顧企業評價專業是如何形成，未來的前景、展望等。第二章則討論企業評價的一般原理，包括了評價原則、評價的架構、價值的定義、評價委任關係的建立、企業內外部因素等議題。

第二篇關注資料蒐集與初期分析，分成第三至第六章。第三、四章討論企業財務報表的常態化調整與財務報表分析。第五章討論與企業評價相關的經濟分析。經濟景氣的狀況對企業價值的影響是深遠的，因此一個完整的企業評價，不能缺少對未來經濟景氣的判斷。評價分析師從事經濟分析的要訣，在於善用現有的經濟分析資料，而不是靠自己獨力進行經濟資料的觀察與分析，因此善用現有的經濟分析資料是相當重要的計巧。第六章討論產業分析與市場分析。產業分析的最重要目地是在於判斷個案企業所處的產業，是否能夠提供該企業超額的利潤空間，或僅只是正常的經濟利潤？這樣的判斷，對於企業價值的評估，占有極為關鍵的份量。而市場分析的目的，則在於判斷個案企業所處的市場是否有成長空間？

第三篇討論企業評價的方法論，共分為四章，分別討論三種途徑的評價方法及兩個相關的議題。第七章為資產途徑評價方法、第八章的市場途徑評價方法、第九章的收益途徑評價方法、第十章為未來收益預估，以及資本化率及折現率的討論。

第四篇關注的議題則圍繞在價值的調整與合成。讀者或許會感到困惑，為何需要再討論一次價值調整？我們不是已經在第五章時，討論過企業報表的常態化價值調整嗎？我們的回答是，這兩種的調整是不同的性質，而且各有其重要功能。第五章的調整，關注的是企業各項資產的帳面價值與其實際的經濟價值之間的差異調整，而第四篇的調整，則是在消除評價的初步結果，與評價任務所標示的價值標準之間可能存在的差異。第十一章討論因控制權因素所產生的價值差異及因流通性因素所產生的價值差異；而第十二章則討論如何將前述的所有分析作彙整，以得到最後的價值結論。第十三章討論企業評價報告的撰寫。從評價概論開始，循序漸進直至最後一個階段的綜合評價與報告撰寫。書的最後一部分，則加入幾個相關議題置於附錄中，分別為：一、美國 IRS 收入準則 59-60。二、我國公司法中關於評價規定之相關條文。三、評價委託約定書樣本。四、美國 ARM34 及 IRS 收入準則 68-609。五、企業評價國際標準詞彙。

目錄

PART 1 企業評價概論

1 CHAPTER

企業評價專業 / 3

- 1.1 評價序論 4
- 1.2 美國評價產業與協會 13
- 1.3 台灣評價專業的現況 16
- 1.4 中國大陸評價專業的現況 26
- 1.5 評價專業的展望 28
- 1.6 結論 35

2 CHAPTER

企業評價一般原理 / 37

- 2.1 企業的價值動因 39
- 2.2 價值定義的三層內涵 50
- 2.3 評價原則與程序 55
- 2.4 企業評價架構 58
- 2.5 結論 68

PART 2 資料蒐集與初步分析

3 CHAPTER

財務報表常態化調整 / 73

- 3.1 蒐集企業相關資訊 75
- 3.2 常態化調整的功能 77
- 3.3 常見的調整項目 78
- 3.4 無形資產的分析 89
- 3.5 建構常態資產負債表 98
- 3.6 建構常態損益表 100
- 3.7 結論 101

4

CHAPTER

企業財務報表分析 / 105

- 4.1 個案企業的財務報表 106
- 4.2 財務分析 108
- 4.3 同基分析 110
- 4.4 比率分析 113
- 4.5 結論 133

5

CHAPTER

經濟分析 / 139

- 5.1 經濟分析在企業評價的功能 140
- 5.2 經濟分析的構面 141
- 5.3 經濟分析資訊的主要來源 160
- 5.4 將經濟分析轉化為評價的參數 166
- 5.5 結論 168

6

CHAPTER

產業與市場分析 / 171

- 6.1 產業分析的程序與內容 173
- 6.2 產業分析的方法 174
- 6.3 我國產業資訊來源 183
- 6.4 產業有關法規 186
- 6.5 市場分析的方法 186
- 6.6 市場分析資料來源 193
- 6.7 結論 197

PART 3 企業評價途徑與方法

7

CHAPTER

資產途徑 / 203

- 7.1 資產途徑評價與帳面價值的概念差異 205
- 7.2 資產途徑評價的兩種方法 208

8

CHAPTER

- 7.3 個別調整資產評價操作步驟 212
- 7.4 會計公報的修訂與企業評價關連分析 230
- 7.5 結論 236

市場途徑 / 241

- 8.1 市場途徑評價法主要類型 244
- 8.2 市場途徑評價法的適用情況 249
- 8.3 選擇對照企業的考量因素 253
- 8.4 建立企業價值乘數對照表 257
- 8.5 特殊情況 277
- 8.6 常犯的錯誤 280
- 8.7 結論 282

9

CHAPTER

收益途徑 / 285

- 9.1 現金流量折現法 287
- 9.2 收益資本化法 296
- 9.3 超額盈餘資本化法 298
- 9.4 經濟附加價值法 303
- 9.5 綜合法 309
- 9.6 結論 310

10

CHAPTER

收益與折現率 / 313

- 10.1 收益的定義 315
- 10.2 收益的預估方法 324
- 10.3 選擇收益預估方法 336
- 10.4 折現率 339
- 10.5 折現率的估計 341
- 10.6 資本化率 353

PART 4 價值調整、結論與報告

11

CHAPTER

溢價、折價調整 / 363

- 11.1 控制權的重要性與複雜性 365
- 11.2 控制權實證研究的發現 367
- 11.3 價值標準對控制權溢折價的影響 368
- 11.4 評價方法對控制權溢折價的影響 371
- 11.5 關於少數股權折價 373
- 11.6 市場流通性 375
- 11.7 其它市場流通性之折價 379
- 11.8 結論 382

12

CHAPTER

綜合評價與結論 / 387

- 12.1 綜合評價的程序 389
- 12.2 選擇評價方法的考量因素 391
- 12.3 評價方法的權重 394
- 12.4 價值調整的時間點 396
- 12.5 價值的結論 398
- 12.6 結論 399

13

CHAPTER

企業評價報告撰寫 / 403

- 13.1 美國 USPAP 評價準則介紹 405
- 13.2 美國 NACVA 評價準則介紹 408
- 13.3 中華企業評價學會評價報告書規範 410
- 13.5 評價報告主要架構 415
- 13.6 企業評價分析完整度查核表 422
- 13.7 樣本格式 430
- 13.8 結論 432

PART 5 附錄

1

APPENDIX

美國國稅局稅務規範 59-60 條 / 437

2

APPENDIX

美國主要經濟指標數據參考網站 / 447

3

APPENDIX

我國公司法中關於評價相關條文 / 449

4

APPENDIX

企業評價專有名詞中英文辭彙對照 / 451

5

APPENDIX

美國各協會認證對照表 / 459

6

APPENDIX

需許可之業務 / 463

7

APPENDIX

中華企業評價學會企業評價準則與道德規範企業
評價準則與規範 / 467

7.1 中華企業評價學會 企業評價準則 469

7.2 企業評價人員道德規範 476

參考文獻 / 479

索引 / 480

PART · 1

企業評價概論

① 企業評價專業

② 企業評價一般原理

作為一個專業領域而言，「企業評價」在台灣，仍有許多需要突破以及改善的空間。企業評價業者所需的理論架構，大抵已經有了財務及會計兩個學術領域的理論做為基礎。而管理顧問業者，從經驗中所發展出來的評價實務，也豐富及彌補了學術界理論的不足。但是在專業及權威形象的建立上，目前仍有許多缺陷不足之處。本篇從高處看企業評價的現況與發展，使讀者對這個專業有一總體的認識。在第一章，我們對企業評價專業的由來，以及它在台灣的發展狀況做鳥瞰式的檢視；在第二章，我們對企業評價的一般原理作系統的介紹。正確認識企業評價的一般原理，對於評價人員能正確進行評價工作，是相當重要的基礎。

