

企業評價

Business Valuation

王淑芬 著 ◀

◎ 華泰文化
since 1974

企業評價

Business Valuation

王淑芬 著 ◀

視野無界 · 心智無限
Open your eyes Stretch your mind



華泰文化
HWA TAI PUBLISHING
since 1974

企業評價

作 者：王淑芬

發行人：吳昭慧

責任編輯：蔡琇雀

排版編輯：黃美汶 宋秀燕

發行所：華泰文化事業股份有限公司

地 址：台北市辛亥路三段 5 號

電 話：(02)2377-3877

傳 真：(02)2377-4393

網 址：www.hwatai.com.tw

E-Mail：business@hwatai.com.tw

登記證：行政院新聞局局版北市業字第 282 號

出 版：西元 2006 年 6 月 初版

I S B N：957-609-638-3

基本定價：壹拾肆元肆角伍分

國家圖書館出版品預行編目資料

企業評價 / 王淑芬作 -- 初版 --

臺北市：華泰，2006〔民 95〕

面： 公分

ISBN 957-609-638-3 (平裝)

1. 財務管理

494.7

95006207

著作權所有 翻印必究

(本書若有缺頁、破損或裝訂錯誤，請寄回本公司更換。)

作者序

探 討企業評價的問題可以從策略面來討論，也可以從技術面來討論。從策略面來思考企業評價，其重點比較強調如何創造或維持企業競爭優勢的思維。例如戴爾 (Dell) 如何運用與供應商的合作來創造價值，或裕隆如何以「廠辦合一」的組織改造浴火重生等策略面的討論。不可否認，評價與策略是相互影響的，因此不同的策略對於企業價值的影響也不相同。任何進行企業評價的分析人員必須了解企業商業模式的策略之後，才能進行評價。同理，一位策略分析師也必須了解策略對價值的影響才能擬訂最佳的競爭策略。基本上如果純粹從策略面來討論企業價值，而沒有實際計算出對價值的影響，就顯得空洞；同理，若評價過程中忽略策略的影響，則又顯得毫無依據，很不科學。因此，實質上價值分析應該從企業策略的角度來思考其對價值的具體影響，這樣比較能具體地評價以計算出合理的價值。有鑑於此，本書將結合會計、財務與評價技術來討論如何具體進行評價工作。換言之，本書強調評價的技術面，至於如何創造公司價值的策略面一般在策略的相關叢書都有相當多的討論，本書將不特別側重在策略面的討論。

財務面的企業評價強調價值的驅動力與評價模式的介紹。價值驅動力的主要財務變數有預期未來現金流量的多寡、風險大小與再投資率。這些變數的背後都由企業的策略所左右。如果企業策略運用得宜，其將呈現在所有價值驅動力的因子，而這些因子也將反映在對於企業價值的貢獻。

評價的技術面強調如何預估財務報表，並進而應用評價模式來進行評價工作。本書除了介紹三大財務報表外，並進一步說明如何將三大報表轉換成「價值觀念下的財務報表」，以便於進行財務預測。在進行財務預測的同時，將特別強調現金流量的估計，並進而說明「自由現金流量」的觀念。本書同時介紹三大評價模式，分別為折現法、價格乘數法及實質選擇權法。「折現法」有自由現金流量、現金股利與經濟附加價值等三大類；而「價格乘數法」則有本益比法、股價對淨值法與股價對營收法等三種；「實質選擇權法」是適用在當未來環境相當不確定時，

應該以選擇權的觀念來評價比較恰當。

依據會計第三十四和三十五號公報特別強調企業的資產價值必須合理表達其價值，因此不論有形資產、無形資產或衍生性金融商品都需予以合理評價，而不再以過於穩健的原理原則來呈現資產的價值。這不但說明會計準則須因應環境的改變而調整，同時也說明了公平合理評價企業價值的重要性。也許您會問為何在會計上強調歷史成本？其主要原因是因為過去認為資產的合理價值難以決定，擔心很容易被有心人士操縱。然而目前在公司治理的指導原則之下，如何公平、合理、及時提供資訊是主要的課題。因此以歷史成本作為資產價值的衡量已不符合公司治理的精神了。現在價值意識也愈趨成熟，而且會計師的自律及監督管理制度比較周全，所以從2005年開始，第三十五號公報已落實，而第三十四公報也已於2006年1月開始實施。

教學經驗的分享

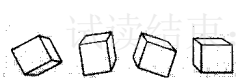
作者在交通大學講授「企業評價」課程至少有5年以上的經驗，配合多年的教學經驗，特別撰寫企業評價的書籍，希望能提供有興趣開授此課程的老師一個實用的教材，同時也希望能分享個人的教學經驗。茲簡要說明如下：

1. 為何開授「企業評價」課程

新的會計準則都建立在「價值報告」的基礎上，因此如何評價企業資產的價值已日趨重要。目前，如「中華民國無形資產鑑價協會」及「中華企業評價學會」等都將提供有關的評價課程，未來將提供一些認證考試，因此未來對於「企業評價」的知識需求將會增加。

2. 上課宜以討論為主

企業評價是一門科學也是藝術的課程。科學的成分在於評價模式的應用，而藝術的成分則在於對於策略分析後所作的財務預估值。選修此課程的學生有一些是在職碩士生，有些是一般碩士生。對於在職生在討論策略面時，由於他們的產業知識豐富，對於企業經營策略的見解可以作為其他同學的經驗分享。因此可以從不同的企業策



略來比較對於價值創造的貢獻。例如以品牌或以代工為主的兩家公司來討論其對價值的影響。

3. 需重新詮釋財務報表的意義與內容

企業的策略最終將反映在財務報表上，因此在進行具體的評價工作之前，應重新詮釋財務報表的意義與內容，以便於在評價過程中作必要的調整；也就是必須以「評價」的觀點切入，將財務報表作轉換，即重新編製「以評價為基礎的財務報表」。在我的教學經驗當中，學生對於現金流量表相當陌生，同時對於每股盈餘都有迷思，而價值的創造有賴於盈餘品質的建立。因此建議可以先利用九小時來重新解讀財務報表。在三大報表中有些基本術語在評價工作應用很廣，如 EBIT、EPS 及 EBITDA。因此可以多花點時間解釋其中的意涵。

4. 以實作為要

個人以為這門課程應該以實際演練為主。換言之，先要求每 3~5 人為一組，選擇適當的公司，至少兩家，以方便討論不同策略的價值影響。也就是在相同產業但公司的策略不同，其價值創造的情況也有所不同。例如：台積電與聯電，友達與奇美，友訊與智邦或矽統與威盛等。由於透過實作就可以了解不同的企業策略對於企業價值的創造也就不同。茲摘要學生的期末報告中的研究動機供參考於後。

5. 強化學生利用網路資訊的資源

相關的財務報表可以從「公開資訊網站」尋找所需的資料，可要求學生多利用這個網站來搜尋有關公司的相關資訊。另外有關產業的資訊也可以從工研院、資策會或有關的產業工會搜尋。另外應建議學生可以學習研讀投顧或外資所作的研究報告，以了解他們對於產業的遠景與公司未來的成長預測。換言之，外部分析的報告也應該是一項重要的評價資訊。

6. 期末報告的討論

評價應以實作為主，對於書面的考試個人覺得並不適合。因此從個案的討論將可以對於有關評價的重要變數之資料搜尋與判斷作一練習。從過去的教學經驗中，學生上台作期末報告是整個課程最高潮的



部分，也就是透過討論與學習是建立學生最紮實評價觀念的方式。

以下摘要學生在實作過程中所選擇樣本公司的理由提供給讀者作為參考。

為何選擇友訊與智邦？

友訊與智邦之比較

	友訊 —— 品牌為主	智邦 —— 代工為主
成立時間	1987/06/20	1988/02/09
上市時間	1994/10/17	1995/11/15
資本額	51.63 億	56.90 億
員工人數(台灣)	2,000	2,000
營業額(Y2002)	202 億	186.4 億
EPS(Y2002/2003 估計)	1.69/2.16	2.13/-3.78
每股淨值	19.51	15.30
營收比重(Y2002)	無線網路產品：30.28% 網路交換器產品：24.53% 寬頻網路產品：22.59% 數位家庭產品：6.87%	網路交換器產品：48.08% 無線網路產品：22.35% 其他網路產品：12.96% 網際網路產品：8.88%
市場區隔	品牌(70%)，代工(30%)	品牌(20%)，代工(80%)
營運策略	佈建銷售經銷網路為主	垂直整合為主
企業文化	保守穩健	積極求變

為何選擇矽統與威盛？

台灣已成為世界 IC 設計重鎮，在高科技瞬息萬變、大起大落的環境裡，健全正確的財務策略規劃為 IC 設計公司的成長發展中非常重要的關鍵。

本研究選取 IC 設計中的晶片組龍頭威盛電子及矽統科技，兩公司在成長策略中，威盛擴張設計領域往五大板塊並行發展，矽統則採垂直整合建晶圓廠以圖建立競爭優勢，兩公司在實行策略中皆遭受到危機，嚴重影響公司的企業價值。

矽統是屬於 IDM 公司，而威盛純粹為 IC 設計公司。

為何選擇聯強、燦坤與順發？

「微利時代」來臨，不具競爭力的企業將被迫退出市場。俗話說「通路為王」，資訊流通業向來以掌握消費脈動、迅速反應市場、調整行銷策略以求取最大利基，如何在此一宛如戰國時代的「殺戮戰場」中繼續生存，仍能逐年成長呢？

「有(無)門市」之經營模式，何者是未來致勝關鍵？本研究將以「燦坤」、「順發」、「聯強國際」為研究對象，深入探討各自的經營模式對該集團企業價值之影響程度。在「微利時代」下，此三家通路商之經營模式對該集團目前之競爭優勢有何關鍵性影響；西進大陸，各有何不同策略？何者之經營模式終將成為該產業的領導者？

考量財務及業務資訊取得之難易度，本研究採樣對象將以國內上市(櫃)公司，其中聯強國際(以配銷為主，無自有門市)、燦坤(以零售兼製造自有品牌為主，有自有門市)及順發(以零售非自有品牌為主，有自有門市)三家公司之經營模式較具代表性，因此本研究將以上述三家之經營模式及財務業務資訊作為本研究之分析對象及研究範圍。

本書得以完成首先要感謝交通大學提供一個很好的教學相長的園地，同時要感謝在這個領域的所有前賢們的研究，使我獲得不少的啟發。最後要感謝曾經與我一起討論與成長的學生們，從他們的問題討論與個案研究使我增加了不少歷練。

王淑芬




謹識





交通大學 財務金融研究所

2006年4月






目錄




作者序	I
 第 1 章 企業評價的概論	1
1-1 價值的意義與分類	2
1-2 評價的架構與流程	6
1-3 評價方法的介紹	11
1-4 評價分析的迷思	13
本章習題	17
 第 2 章 企業的策略與產業分析	19
2-1 企業外部環境分析	20
2-2 產業的內部分析	28
2-3 產業分析與企業評價	32
本章習題	47
 第 3 章 資產負債表和企業評價	49
3-1 三大財務報表的意義與關聯性	50
3-2 企業投資活動與財務報表	59
3-3 融資活動與企業價值分析	69
3-4 經濟資產負債表的意義	73
3-5 以評價為基礎的資產負債表範例	78
本章習題	85

 第 4 章 損益表的剖析與企業評價	87
4-1 本業收益(核心事業收益)的衡量	88
4-2 業外收支的討論	94
4-3 收益的分類與企業評價	101
4-4 以評價為基礎的損益表範例	104
本章習題	111
 第 5 章 現金流量表與自由現金流量	113
5-1 現金流量表的概述	114
5-2 自由現金流量	123
5-3 以評價為基礎的自由現金流量表範例	127
本章習題	135
 第 6 章 財務預測與財務分析	137
6-1 評價導向的財務分析	138
6-2 損益表的預估	150
6-3 資產負債表的預估	153
6-4 預估現金流量表	155
6-5 結語	156
本章習題	158
 第 7 章 成長率的衡量	159
7-1 企業成長與價值創造	160
7-2 成長的類型	163



7-3 成長率的表達與衡量	173
本章習題	186
 第 8 章 資金成本的計算	187
8-1 股權成本的計算	188
8-2 債權成本的計算	195
8-3 WACC的計算	198
本章習題	206
 第 9 章 股利折現模式	207
9-1 企業股利政策的概說	208
9-2 股利折現模式的類型	210
9-3 穩定成長型的 DDM 之敏感度分析	214
9-4 兩階段的股利成長模式	218
9-5 三階段的股利成長模式	221
9-6 結語	224
本章習題	225
 第 10 章 自由現金流量評價法	229
10-1 自由現金流量的意義	230
10-2 企業價值的自由現金流量折現模式	234
10-3 股權價值的自由現金流量折現模式	247
本章習題	256



 第 11 章 價格乘數法	257
11-1 價格乘數法的特性	258
11-2 本益比	261
11-3 價格對淨值比	274
11-4 價格對營收比	281
本章習題	290
 第 12 章 EVA 評價模式	291
12-1 EVA 的意義與衡量	292
12-2 EVA 的評價模式	299
12-3 EVA 與企業的財務策略	302
12-4 EVA 與 NPV	304
12-5 EVA 與 EPS	307
12-6 EVA 與企業價值的創造	310
本章習題	318
 第 13 章 實質選擇權評價	319
13-1 選擇權的簡介	320
13-2 實質選擇權的意義與分類	325
13-3 實質選擇權的應用——智慧財產權	329
13-4 實質選擇權的應用——股權價值	335
13-5 結語	337
本章習題	338



 第 14 章	EVA 的個案研究 —— 中強光電	341
14-1	投影機產業分析	342
14-2	中強光電公司簡介	345
 第 15 章	個案研究 —— 大立光電	373
15-1	經營狀況及產業分析	374
15-2	財務比率分析	377
15-3	長期投資性質之區分	382
15-4	經濟資產負債表	384
15-5	自由現金流量表	385
15-6	現金流量表分析	387
15-7	OCF 與 FCF 分析	389
15-8	資金成本分析	390
15-9	FCF 評估模式 (DCF 法)	390
15-10	EVA 評估模式	391
15-11	FCF 與 EVA 模式下之敏感度與情境分析	393
15-12	價格乘數分析	400
15-13	結論與討論分析	400
習題解答		403
索引		411



企業評價的概論

本章綱要

- 1-1 價值的意義與分類
- 1-2 評價的架構與流程
- 1-3 評價方法的介紹
- 1-4 評價分析的迷思

評價工作並不是憑直覺猜測，而是必須要有所根據與判斷。評價本身是一種科學，也是一種藝術。科學的成份是因為它必須考慮該企業的量化資訊與質化資訊；而藝術的成份是因為它也關係著分析者詮釋與解讀所蒐集的資料後作出的假設與判斷，它將會顯著地影響評價的結果。換言之，不同的評價分析師，即便利用相同的資訊與相同的評價模式，他們所產生的評價結果也未必相同。這說明了評價的結果與評價分析師個人的專業條件與本身個性的特質有很大的關係。關於此點，我們可以經常從實務上，看到許多證券分析師的見解都存在著很大的差異性。

凡是可以交易的商品，都可以評價，也就是說評價是評估商品的合理價格。商品的概念，以財務的語言來說，可以分為金融商品 (financial assets) 與實體商品 (real assets)。嚴格來說，對於實體商品的價格評估，一般稱之為鑑價 (appraisal)，而金融商品價格的評估，我們常稱之為評價 (valuation)。其實不論鑑價或評價，都是希望能以有系統且科學的方法來評估商品的合理價格。最常見的鑑價商品有房地產與藝術品，這種鑑價人員都須具有專業技能，一般都有其專業執照。至於對於金融商品的評價，目前在台灣尚未有認證的專業評價師，而只有所謂的證券分析師。雖然證券分析師本質上也應進行證券的評價工作，但其檢定過程中，並沒有特別就評價的專業技能加以評估。不過，在可預見的未來，應該會有需求。讀者可以把它當作未來生涯規劃之一。本書主要是針對金融商品的評價來討論。希望能以有系統的方法來介紹評價的過程與分析。本章首先說明各種不同的價值觀念，然後說明有關價值評估的架構與評價模式，最後提出一般在評價上的一些迷思。



1-1 價值的意義與分類

價值只是一個名詞，它的完整意義必須要有標的名稱，例如台積電股票的價值，土地的價值，專利權的價值等，或是它必須要有一個以名詞當形容詞來描述是屬於何種性質的價值，例如帳面價值，清算價值或市場價值等。金融商品是一種求償權利 (claim) 的表徵，因此其價值決定於其標的資產未來能創造多少現金 (cash or real money)。如果未來能創造愈



多的現金，在其他情況不變之下，該商品就愈有價值。每一種價值的觀念都是從不同的角度來描述其意涵。茲說明如下：

一 / 帳面價值

所謂**帳面價值**(book value)是一種會計的語言，簡單的說，就是在財務報表上所呈現的金額稱之。例如，就資產負債表而言，所謂帳面價值的觀念就是在報表上所呈現的資產、負債或股東權益帳面上的金額。帳面價值是依據會計的原理原則 (generally accepted accounting principles, GAAP) 來決定。例如固定資產的帳面價值等於其原始成本減去累計折舊；或應收帳款的帳面價值是指應收帳款減去備抵壞帳；應付公司債的帳面價值等於應付公司債的面額減去(加上)未攤銷的折(溢)價。帳面價值既不是標的物的原始成本，也不是其目前的價值，而是依據會計上的配合原則或是穩健原則來決定其帳面的金額而已。新的會計原則產生時，是以會計公報來公告。例如在 2005 年 1 月 1 日所實施的三十五號公報，其最主要的目的，在於針對公司固定資產、商譽等有無形資產，強調所認列的金額必須反映實際的市場價值。未來上市櫃公司必須採取更為嚴格的會計原則，進行資產價值重新認定，帳面價值要忠實反應可回收的實際金額。例如國巨依據三十五號公報就認列了 120 億的商譽損失，或中租迪和也在 2005 年上半年依三十五號公報，認列出租資產減損損失 1.87 億餘元。由此可知，新的會計公報是希望資產的帳面價值應能充分反映其內涵的價值或公平價值。

三 / 清算價值

望文生義，**清算價值**(liquidation value)是表示拍賣「標的」時的價值。其發生的時機大部分發生在企業打算終止營業，結束部門的經營，或發生財務危機急需現金時，將資產重新定價(拍賣)移轉他人時的價格，扣除相關的負債金額稱之。當企業相當地迫切需要資金時，則屬於買方的市場，價格通常不及其合理價值的 1/3。所以如果清算價值大於永續經營的價值，則企業將選擇清算資產；反之，若永續價值大於清算價值，則選擇繼續經營。清算價值一般比帳面價值低，而實務上比較常以「結束營業，出清資產，換取現金」來描述清算的目的。



三 / 公平市價

以經濟學的角度來說，**公平市價**(fair market value)是一種均衡價格的觀念，也就是市場上供需雙方所願意接受的價格。當市場上達於均衡時，也就是供需相等時的價格，其大致會接近其真正的內涵價值。對於實體商品而言，公平市價大都由鑑價分析師來決定。若是金融商品，則以最近成交的價格來表示。例如在會計上最常見的是「短期投資」，期末以「成本」與「市價」孰低法來評價，其中的「市價」就是指「公平市價」，也就是若短期投資的標的是上市或上櫃股票時，則以期末最後的收盤價來表示；如果是債券或非上市櫃的股票時，則以淨值來表示。簡單地說，公平市價是指「最近成交的價格」，其性質屬於一種較為客觀的價值指標。

四 / 真實價值

真實價值(intrinsic value, true value, economic value)應該是一種理想價值(ideal value)，其比較屬於一種概念性(conceptual)的價值。換言之，如果評價是一種科學，也是一種藝術，那麼「標的」的真實價值就因人而異。因此在評價的觀念下，真實價值只是一種理想，也是一種概念性。評價的目的也就是希望利用評價模式來計算「標的資產」的真實價值。由此可知，「真實價值」和「公平市價」的觀念是不相同的。但是如果市場的效率性愈高，則「公平市價」應該與「真實價值」的觀念愈接近。

五 / 投資價值

市場上經常有投資顧問或研究單位提出他們的建議，這些投資建議的目的就是依據他們專業知識的判斷，提供具有「投資價值」之金融商品的建議。**投資價值**(investment value)就買方來說，如果目前的價格比真實價值低，則表示具有投資價值，可以先行買進，待價格回升時賺取報酬；而就賣方來說，若目前的價格比真實價值高，則也顯示具有投資價值，目前可以先行賣出(放空)，待價格回跌時，再行買回。一般的投資建議可以分為買進(buy)，賣出(sell)或先不進出繼續持有(hold)。不同的投資專