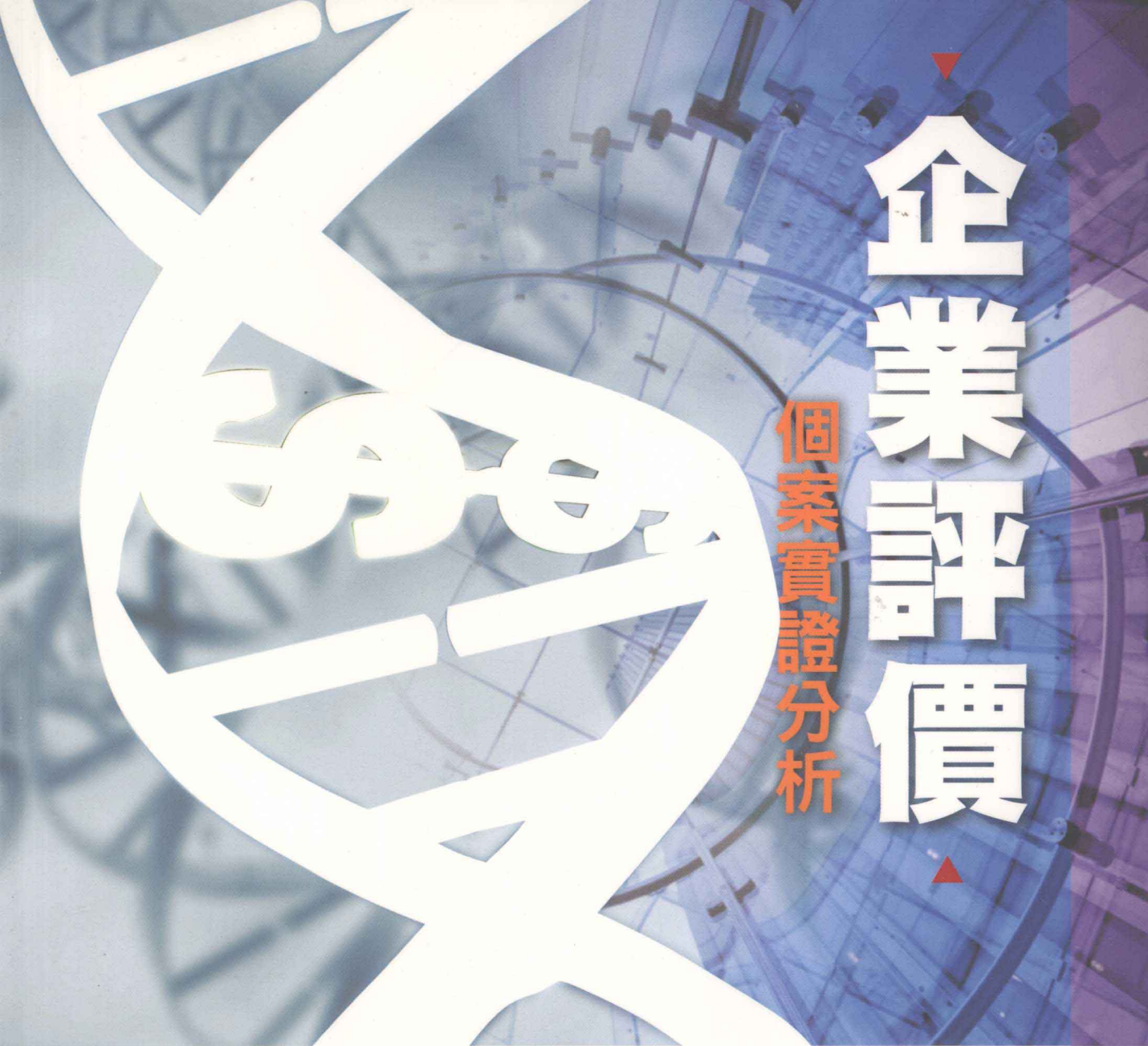




企業評價

個案實證分析

吳啟銘 著

BUSINESS VALUATION

CASES STUDIES ANALYSIS

智勝
BEST-WISE

企業評價

個案實證分析

Business Valuation

Cases Studies Analysis

吳啓銘 著

智勝文化

企業評價個案實證分析

Business Valuation: Cases Studies Analysis

國家圖書館出版品預行編目資料

企業評價：個案實證分析=Business
valuation: cases studies analysis /
吳啟銘著. —— 再版. —— 台北市：智勝文化，
2010.02
面；公分
參考書目：面
ISBN 978-957-729-777-8（平裝）

1.經營分析 2.財務分析 3.個案研究

494.73

99001376

作 者/吳啟銘

發行人/紀秋鳳

出 版/智勝文化事業有限公司

地 址/台北市100館前路26號6樓

電 話/(02)2388-6368

傳 真/(02)2388-0877

郵 撥/16957009 智勝文化事業有限公司

登記證/局版臺業字第5177號

出版日期/2010年3月再版

定 價/480元

ISBN 978-957-729-777-8

Business Valuation: Cases Studies Analysis by Chiming Wu

Copyright 2010 by Chiming Wu

Published by BestWise Co., Ltd.

智勝網址：www.bestwise.com.tw

本書之文字、圖形、設計均係著作權所有，若有抄襲、模仿、冒用情事，依法追究。
如有缺頁、破損、裝訂錯誤，請寄回本公司調換。

再版序

本書自 2001 年出版至今過了九個年頭。這些年來，我在政大財管系、政大、清大、台科大等 EMBA 學程，及其它場合，講授企業評價課程，受到不少回響，受益良多。這些年來，我也接了企業評價的諮詢個案與研讀國際知名機構投資人的研究報告，讓我在進行評價時，更能貼近實務作法。此外，本人也將研究方向往購併與重組、價值管理、與無形資產評價領域移動，約指導了八十多篇與企業評價相關的論文，讓我更能體會到企業評價在不同產業的應用價值。

本書特色

這次再版，除了可以提供讀者更新的個案資料外，也將企業評價知識與實務運用做更完整的呈現。茲簡要說明本版特色如下：

1. 著重企業關鍵價值因子

每股盈餘大於零，不表示對得起股東，而營收走高也未必代表有創造價值。相較於傳統的財務指標——每股盈餘(EPS)、股東權益報酬率(ROE)、營收成長率、毛利率等，本書提出較為正確且完整的企業關鍵價值因子(Key Value Drivers)——ROIC、WACC、EVA、FCF；盈餘品質(Quality of Earning)等指標的衡量、分析與管理。本書將傳統的眾多財務比率分析歸類為三大價值因子：成長、獲利與風險。此外，企業價值離不開好的管理者，企業評價是建立在經營者採行企業價值最大化的財務決策，本書透過三大財務決策，用以判斷管理者是否為好的管理者。

2. 掌握最重要的評價方法

企業評價方法看似多種，實際上，最重要的只有兩種。相較於初版，本版將企業評價方法彙整於兩大方法：類似公司比價法（亦稱為市場法）與折現法（亦稱為收益法），使讀者能在看似眾多評價方法中，輕鬆掌握最核心的評價方法。

3. 著重實證個案

本書彙整作者近 10 年來所指導的 EMBA 實證論文，以及受委託的企業評價專案的重要發現，以驗證各產業的價值因子與價值管理的論點。每章皆附有個案分析一節，俾以讀者得以具體理解學理。本書最末的完整個案（如 PChome、統一超、國際快遞等）的分析，更有助於讀者照著實作。

4. 著重無形資產評價

「看不到的比看得的值錢」，相較於初版，本書另加了「無形資產評價」一章，針對八大類別的無形資產與商譽，如技術、商標、契約、地點等有完整的分析與評價。

5. 著重企業價值管理

企業價值最大化是企業管理者的經營目標；而企業評價有助於企業價值創造。相較於初版，本書增加第四篇——企業價值管理，以強調在透過企業評價模式下，檢視各種經營決策，如擴充、購併、分割、減資等對企業價值的量化影響。

本書共分為三篇 15 章，適合商學院高年級、研究所與 EMBA 學程授課教材。相關課程可包含：企業評價、財務管理、財務管理個案研討、財務報表分析等，也可用於投資學、證券投資分析的個別公司評價與分析單元的參考教材。

近年來，台灣有不少與評價有關且令人矚目的個案發生，較遠期的是，鴻海買國碁、廣輝併入友達、BenQ 買西門子手機部門、台新金購併彰銀等；較近期者有：華碩分割、群創買奇美、高鐵的融資重組等，凸顯了企業評價專業的重要性。企業評價專業面臨不少挑戰，諸如：市價與價值差距大、評價數據品質低或不易取得、評價參數不易預估等困難，但這些挑戰卻不能合理化評價專業可輕率地打折扣。本人深信，評價不會失靈，通常人性的預測偏誤（如行為財務學即在解讀此人性偏誤），才是造成決策失敗的原因。本書目的，希冀提供決策者評價紀律(Valuation Discipline)，以避免決策失敗。

感謝

首先感謝歷年教導我的老師，使我在企管與財務上能做更好的結合；其次，是我歷年來在政大、清大、台科大授課與指導的 EMBA、企家班、財管系所學生以及工研院、中央投資公司、永豐金證券、寶來證券、日盛證券、宏遠證券等機構的評價專案，讓我能累積各行業的個案評價經驗。最後，要感謝政大商學院提供我良好的研究教學環境，以及智勝出版公司全體夥伴的協助。

政治大學財務管理學系 吳啟銘 敬啟

2010.1.18

賜教處：Chiming.Wu@msa.hinet.net

目錄 Contents

Part I

關鍵價值因子

第 1 章 企業評價導讀 1

- 1.1 企業評價的應用 2
- 1.2 企業評價方法 8
- 1.3 如何創造企業價值 11
- 1.4 結論：企業評價知識架構 13

第 2 章 經濟利潤分析 19

- 2.1 EVA 的計算 21
- 2.2 EVA 拆解分析 27
- 2.3 EVA 管理 32
- 2.4 結論 41

第 3 章 自由現金流量分析 43

- 3.1 自由現金流量的衡量 44
- 3.2 自由現金流量的拆解 55
- 3.3 自由現金流量的管理 61
- 3.4 結論 65

第 4 章 盈餘品質分析 67

- 4.1 何謂盈餘品質、盈餘品質與企業評價的關係 68
- 4.2 影響盈餘品質的因素 69
- 4.3 盈餘品質的分析 71
- 4.4 盈餘品質管理 89
- 4.5 結論 89

第 5 章 財務決策分析 91

- 5.1 投資決策品質分析 93
- 5.2 融資決策品質分析 98
- 5.3 股利／庫藏決策分析 106
- 5.4 兼顧 g、m、T、R 四價值因子的財務決策 107
- 5.5 財務決策與企業評價 110
- 5.6 財務決策與企業價值案例 112
- 5.7 結論 118

Part II

企業評價

第 6 章 類似公司比價法 121

- 6.1 評價五步驟 125
- 6.2 經驗分享與類似公司比較法的限制 137
- 6.3 個案分析 141
- 6.4 結論 142

第 7 章 折現法(1)：

自由現金流量折現法 145

- 7.1 DCF 評價五步驟之一 148
- 7.2 DCF 之特殊案例應用 178
- 7.3 DCF 之限制 179
- 7.4 個案分析 180
- 7.5 結論 181

Part III

企業價值創造

第 8 章 折現法(2)：

經濟利潤折現法 185

8.1 EVA 評價模式 189

8.2 EVA 模式 vs. DCF 模式 191

8.3 APV 模式 192

8.4 FEVA 模式 195

8.5 案例分析 197

8.6 結論 208

第 9 章 企業內部價值管理：價值導向 管理系統的建立 211

9.1 改善認知差異 214

9.2 改善關鍵價值因子：FCF/EVA 219

9.3 策略與企業價值連結 235

9.4 員工獎酬與企業價值連結 240

9.5 企業價值管理實例分析 245

9.6 結論 248

第 10 章 購併與價值管理 251

10.1 購併三部曲 253

10.2 購併評價 257

10.3 企業評價在購併的應用 268

10.4 結論 271

第 11 章 個案分析(1)：統一超商 273

11.1 財務因子、評價與無形資產 274

11.2 統一超商關鍵營運決策 281

11.3 統一超商價值管理方向 283

11.4 統一超商 2002 年後的表現 283

11.5 結論 290

第 12 章 個案分析(2)：PChome 291

12.1 PChome 之產業五力分析及對財務因子的涵義
294

12.2 關鍵價值因子分析 296

12.3 價值管理 304

12.4 結論 308

第 13 章 個案分析(3)：國際快遞產業 309

13.1 國際快遞業產業特色與結構分析 310

13.2 價值因子對國際快遞業企業價值之實證分析
315

13.3 企業評價分析 324

13.4 企業價值管理 328

13.5 結論 336

第 14 章 特殊議題：無形資產評價 339

14.1 無形資產的介紹 343

14.2 無形資產評價 348

14.3 無形資產評價個案分析 349

14.4 結論 362

第 15 章 結論 363

15.1 全書重點整理 364

15.2 企業評價專業面臨的挑戰 366

15.3 四大指導原則 372

參考文獻 375

1

CHAPTER

企業評價導讀

導論

本書目的

希望透過教材研讀與個案討論，使讀者能掌握企業價值的關鍵價值因子(Key Value Drivers)。許多企業經營者認為，營收或每股盈餘就可代表企業價值的關鍵因子，其實不然。本書將藉由介紹關鍵價值因子，進而透過策略擬訂與行動執行，創造企業價值。透過本書，讀者可習得：

- 1.企業價值的關鍵因子之衡量與分析；
- 2.企業價值如何衡量；
- 3.企業價值創造策略。

1.1 企業評價的應用

1.1.1 應用(1)：輔助企業成長與重組決策

1.避免購併買貴

台灣企業面對全球競爭變化，該如何透過槓桿，借力使力使公司持續成長，變得更為重要。舉例來說，鴻海若不是透過多年來多次的購併，現在也不會成為一個市值如此大的公司。但我們在財務實證上發現，企業會進行購併往往是因為策略上的思維，例如：通路的取得、關鍵技術的掌握等。但策略只是一個方向，並未決定要用多少資金投入此一策略裡。實證發現，七成的購併都是失敗的，其原因就在於買貴了(Overpay)。再好的東西買貴了，好處只是讓賣方享有，本身還是得不到利益。以國內金控近來的合併潮來看，以證券起家的公司雖然買了銀行，但效果往往不佳，如果買貴了或是達不到預期的綜效，或對於合併的綜效過度高估，便會因而使買方成為輸家；而透過企業評價便可避免購併買貴的風險。2009年，凱基證券用1.4倍的股價淨值比，以現金買下台証；面板廠群創用1：2的換股比率與奇美電子合併，是否買貴？欲達到雙贏局面，均有賴評價。

2.輔助企業重組轉機成功

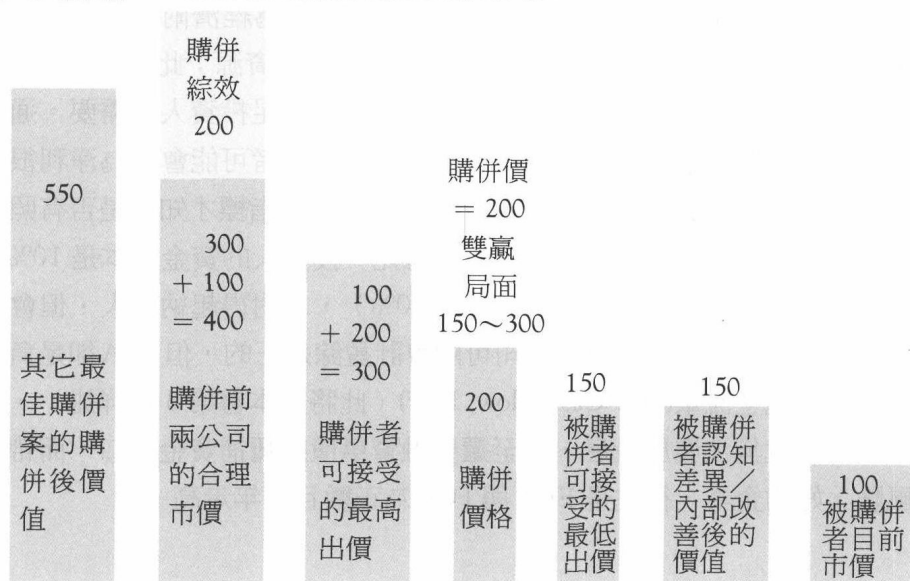
企業陷入困境時要如何起死回生，往往是我們論斷一個偉大經營者的條件之一。這是一件非常具挑戰性的事——如何透過企業重組、資產的改善、資本結構的調整、投資人結構的改變等，讓企業能夠價值再現，企業經營往價值創造的方向走。舉例

來說，東隆五金就是近年來價值重組成功的例子；而遠東航空雖擁有政府特許航權的優勢，但是公司卻陷入被掏空的困境，要如何才能讓遠航起死回生，並恢復社會對它的觀感，這也是企業評價會探討之處。此外，中國信託集團入主中華開發後，必須好好地執行重組決策，才不會對不起上萬名的股東。中華開發的重組，首要工作是所有權重組(Ownership Restructuring)，因為唯有先解決管理者代理問題，才能談以股東權益為依歸的資產重組與資本結構決策。

3. 如何創造雙贏情境？如何避免買貴？

賣方總是希望賣高價，買方總是希望以低價買進，買賣雙方常會出現所謂的僵局。究其原因即是因為對評價沒有很深刻的瞭解。如圖 1-1 所示，如果綜效是 200，只要買方對賣方所出的溢價最多不要超出 200 以上的金額（亦即出價不高於 300 元），買方就是贏家。對賣方而言，其可接受的價格，除了自行改善後的價值外，也可享有綜效的一部分，只要價格不低於自行改善的價值 150 元，賣方也可以是贏家。圖 1-1 主要是告訴我們，購併價格落在 150 元與 300 元區間，雙方皆是贏家，買賣雙方只要對綜效有一定的共識，訂定一個合理的價格，雙方就可達到雙贏(Win-Win)的局面。更重要的是，買方不會只因為策略的思維，而忽略評價的紀律，以致於買貴了。鴻海郭台銘在對群創與奇美的合併，說是一加一大於五，自然可合理化 1：2 的換股比率並不貴。

FIGURE 1-1 圖 1-1 如何創造購併雙方雙贏情境？



1.1.2 應用(2)：建立價值導向的管理系統

如果我們問老闆今年公司的目標是什麼，老闆可能會說，今年要賺 5 億、10 億，或是要賺一個資本額，或者是每股盈餘要多少錢等等，其實達成這些財務目標，未必即是創造其企業價值。企業經營的最終目的，就是要照顧投資人的利益，所以建立一個價值導向的管理系統非常重要，而其前提是必須取得對的績效指標。很多經營者並不知道，營收未必等於價值，而營收增加也未必等於價值創造，因投資人的資金是有機會成本的，企業如果錢賺得不夠多，便對不起投資人。

1. 為什麼美國的股價淨值比高於歐亞？

股價代表公司營運價值或稱之活的價值，淨值是公司處分價值或稱之死的價值，企業營運的價值會因為股東權益報酬率(Return On Equity, ROE)超過股東的資金成本，而超過處分的價值。ROE 若超過股東所要求的資金成本，代表愈有照顧到股東的利益；而企業活的價值則要超過死的價值才有繼續營運的價值。美國企業因為往往從照顧股東的觀點去管理，是以，ROE 較歐亞企業高，自然股價淨值比(Price to Book, P/B)會較高。因此，看績效指標不要只看每股盈餘，而是要看 ROE，ROE 若超過 10%^❶才是一般認為的好公司，因 ROE 長期會因市場飽和、競爭者加入等因素而遞減，故 ROE 超過 15%才是可長期持有的好股票。

2. EVA/FCF 管理 vs. 每股盈餘管理

企業要賺取正的經濟利潤(Economic Profit；或稱為經濟附加價值，Economic Value Added, EVA)才對得起投資人，也才沒有誤用社會資源；此於本書第 2 章會做詳細探討。EVA 主要是看企業是否有賺取足夠的錢來滿足投資人的需要。通常會計淨利並未扣除股東的要求報酬率，因此，很多企業經營者可能會以為淨利很高就表示他有照顧到股東，其實並不盡然，要回到 EVA 的計算指標才知道是否有照顧到股東權益。舉例而言，台糖的投入資本是 500 億元，投資人的資金成本是 10%，意味著台糖 1 年至少要賺 50 億元(= 500 億元×10%)，才對得起納稅人，但會計盈餘往往誤導了經營者與投資人，很多公司可能會計盈餘是正的，但 EVA 卻是負的，或是沒有正的自由現金流量(Free Cash Flow, FCF)(此將於本書第 3 章詳述)。企業沒有自由現金流量就無法發放股息，甚至還要融資舉債來彌補資金缺口，而帶來更大的財務風險。好的企業，往往是 EVA 與 FCF 為正數且逐年走高。

❶ 代表股東透過分散的投資組合，可賺取的機會報酬率。

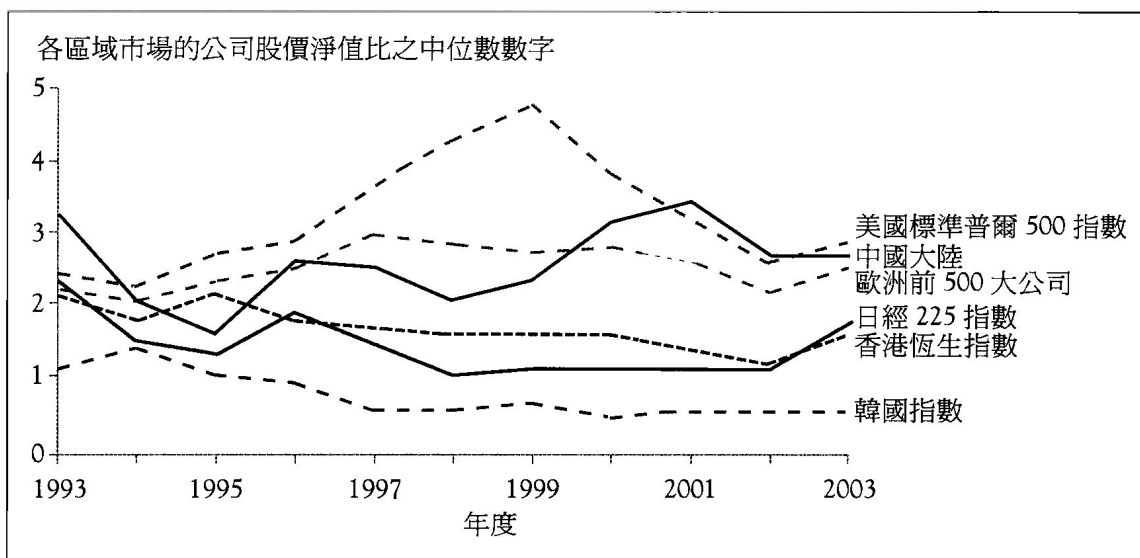
3. 第四大報表——EVA 報表

傳統會計報表所揭露的營收、會計盈餘數字並不足以代表公司的價值，而是應透過努力讓 EVA 與自由現金流量可以改善，以達成企業價值最大之目標。

4. 美國標準普爾 500 指數的公司之評價大於其他地區

圖 1-2 所示，美國企業享有相較於其它市場企業較高的股價淨值比(P/B)亦即擁有較高的評價，造成的原因，主要是股東權益報酬率。由圖 1-3 可知，美國 ROE 皆高於歐亞其他地區，因此享有較高評價（亦即高股價淨值比）。國內的 IC 設計龍頭聯發科享有很高的 P/B，源自於其擁有很高的 ROE，因 ROE 愈高，愈照顧股東利益，當然股票也就愈有價值。

FIGURE 1-2 美國公司相較於歐亞公司享有較高的股價淨值比



資料來源：Koller et al.(2005: 14).

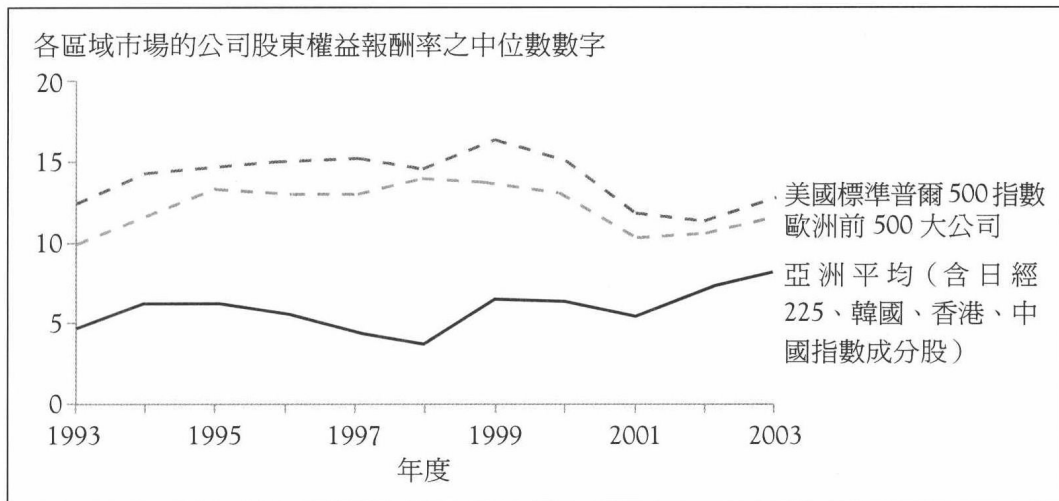
1.1.3 應用(3)：輔助選股決策

前述均是以企業經營與價值管理的角度來說，現在讓我們從理財投資的角度來看。

巴菲特是如何挑選好的股票呢？要點如下：

1. 公司獲利高：買有賺錢的公司，長線會保護短線。
2. 管理者以股東權益為決策考量：也就是說 ROE 要大於股東的資金成本（例如：10%），且至少要大於 10%，因 ROE 長期傾向走低，因此，最好是 ROE 超過

FIGURE 1-3 美國公司享有較高的股東權益報酬率(ROE)



資料來源：Koller et al.(2005: 26).

15%的股票才適合長期持有。

3.目前股價偏低：再好的公司，投資人買貴了也不會賺錢。以聯發科為例，按2008年底的評價，170元大約為零成長價值，因聯發科具有穩定的成長率(>10%)，250元便不算貴，但股價如果已飆漲至600元再買，長線持有也可能會賠錢。又，宏達電260元約為其零成長價值，若已漲到1,000元卻仍購買，則也要有長線賠錢的心理準備。買便宜的好處除了可享受公司獲利，還有賺價差。好公司不一定等於好股票，例如：若台積電買到6、70元以上價位，買貴了好公司股票，便可能要再放一陣子才會解套，然而，投資股票是為賺錢而不是解套。

買股票是否只要P/B低，就是好股票呢？其實也未必，也可能代表地雷股，因此，還是要看是否有價值（亦即高ROE）。依表1-1之實證結果顯示，針對小型股選擇，P/B低、ROE高之價值股，放2年的報酬率（可達42%）會優於成長股（ROE較低）的報酬率-1.93%。針對大型股，高ROE配以低R/B，也可賺取相對較高的報酬。

1.1.4 其他應用

1.國營事業民營化釋股價格的決定^②

釋股價格太低，會有賤賣國產、圖利財團之虞；價格太高、民營化速度緩慢，不利國家財政困境的解決。例如：前幾年的台北市政府釋出北市銀股權給富邦集團，

表 1-1 1991~2000 年價值型投資組合及成長型投資組合之未來 2 年報酬率比較

	小型股					大型股				
	價值型投資組合 ◀-----▶ 成長型投資組合				報酬率差 (%)	價值型投資組合 ◀-----▶ 成長型投資組合				報酬率差 (%)
	1	2	3	4		1	2	3	4	
依 P/B、ROE 區分										
報酬率(%)	42.78%	11.94%	0.23%	-1.93%	44.71%	46.45%	3.95%	-3.53%	-4.30%	50.75%
標準差(%)	64.53%	42.99%	34.05%	45.40%		61.37%	25.43%	30.40%	38.31%	
依 ROE 區分										
報酬率(%)	23.33%	5.99%	2.88%	6.45%	16.88%	26.26%	6.77%	0.20%	7.54%	18.72%
標準差(%)	55.61%	42.60%	52.75%	57.66%		41.50%	40.24%	38.75%	63.41%	

資料來源：林聖哲(2001)。

釋股價格是否有反映控制權溢價(Control Premium)與便宜的公務人員存款資金成本，便可看出評價專業之高低。

2. 股票上市（櫃）承銷價格的訂定

一家經營很久的中小企業，因為不懂評價而賤賣股票，反而讓承銷商賺了一筆，幾十年的辛苦就這麼被賤賣，即是因為沒有企業評價概念所致。

3. 合併交換比率的決定

交換比率的決定須衡量兩家公司各自的價值、合併綜效的大小、雙方對綜效的貢獻度來分配綜效的價值等，為評價上非常重要的應用。合併綜效愈大，雙方達成協議的可能性便愈高，例如：宏基與倚天資訊的合併，一有助跨入通訊領域，另一有助成長提升，互補性高，自然一拍即合。

4. 銀行團接管的價格

台灣的銀行近來接連出事，財政部往往為了照顧存款人的權益，而用高價去接管那些體質不佳的銀行，讓全體納稅人的權益可能被傷害了，其實以評價的觀點來看，如果未能做好問題銀行資產與或有負債的評價，事後會發現政府的買價往往都買貴了。例如：2008 年美國政府出資救美國銀行(BOA)，但美國銀行卻因購併了美林證券，而帶來重大損失，導致 BOA 的執行長下台。此即是意味著單看金融業帳面

② 企業評價亦可用於稅法上遺產與贈予資產的評價。