

未上市(櫃)公司股票公允價值評價

台大會計系教授 劉啟群

主要內容

1. IFRS 9 評價相關規定
2. 「未上市(櫃)公司股票公允價值評價釋例」

IFRS 9 評價

- ▶ 評價標的：未上市(櫃)公司股票
- ▶ 評價目的：財務報導目的
- ▶ 價值標準：IFRS13定義之公允價值
- ▶ 評價基準日：財務報導日(例如:2017年12月31日)

公允價值定義(IFRS 13)

於衡量日，市場參與者間在有秩序之交易中出售某一資產所能收取或移轉某一負債所需支付之價格。

- ▶ 市場參與者
- ▶ 正常交易(**有秩序之交易**)
- ▶ 衡量日之現時市場狀況
- ▶ 換出價格／出場價格

市場參與者

- ▶ 具有下列所有特性之買方及賣方：
- ▶ 彼此間相互獨立
- ▶ 具相當知識且運用所有可得資訊而對於資產或負債及交易有合理了解。
- ▶ 有能力達成該資產或負債之交易
- ▶ 有意願達成該資產或負債之交易，亦即渠等有成交之動機而非被迫或被強制成交。

評價技術

- ▶ 評價技術又稱**評價方法**或**評價模式**
- ▶ 採用評價技術之目的係為估計於衡量日，在現時市場狀況下，市場參與者間在有秩序之交易中會發生出售資產或移轉負債之價格
- ▶ 三種廣泛採用之**股權評價技術**為**市場法、收益法及資產法**

股權評價技術

市場法 使用涉及**相同或可比（即類似）資產**、負債或資產及負債群組（諸如業務）之**市場交易**所產生之價格及其他攸關資訊之評價技術 **市價**

收益法 將**未來金額**（例如現金流量或收益及費損）轉換為**單一現時（即折現）金額**之評價技術。公允價值衡量係以有關該等未來金額之現時市場預期所顯示之價值為基礎所決定。 **折現值**

經由評估評價標的涵蓋之**個別資產及個別負債之總價值**，以反映企業或業務之整體價值。

資產法 採用資產法評價時，單獨資產（或資產群組）、單獨負債（或負債群組）或資產及負債群組應分別視為個別評價標的，並就該個別評價標的之性質適當採用市場法、收益法、成本法或其他方法評價。 **個別評價**

評價技術

- 衡量公允價值之評價技術應被一致地應用。例外：
 - a. 新市場發展
 - b. 新資訊變成可得
 - c. 先前使用之資訊不再可得
 - d. 評價技術改善
 - e. 市場情況改變

市場法之常用評價特定方法

▶ 1. 可類比上市上櫃公司法

- 參考從事相同或類似業務之企業，其股票於活絡市場交易之成交價格、該等價格所隱含之價值乘數及相關交易資訊，以決定評價標的之價值。此一評價特定方法通常適用於企業或業務之評價。

▶ 2. 可類比交易法

- 參考相同或相似資產之成交價格、該等價格所隱含之價值乘數及相關交易資訊，以決定評價標的之價值。此一評價特定方法通常適用於企業、業務、個別資產或個別負債之評價。

評價技術之輸入值

- ▶ 市場參與者於訂定資產或負債價格時將使用之假設，包括風險相關之假設，諸如下列：
 - ▶ (a) 用以衡量公允價值之某一特定評價技術（例如定價模式）之固有風險；及
 - ▶ (b) 評價技術輸入值之固有風險。
- ▶ 輸入值可能係可觀察或不可觀察。

評價工作之困難

▶ (1) 不確定性

- 評價具有高度不確定性，大部分現金流量在未來才會發生，只能用現有的資訊做預測，故存在對未來的不確定性極高。

▶ (2) 結合客觀與主觀判斷

- 未來現金流量只能用估計的方法來推測，因此最後評定的數字不僅只有客觀因素的影響，也包含了執行評價工作者主觀的判斷。

▶ (3) 資訊品質

- 評價所需的資訊品質常受限於環境，進而影響評價的可靠性。

企業評價架構

產業分析	產業分析 產業競爭策略分析
企業分析	企業營運分析 企業策略性目標分析
會計資訊分析	財務報表分析 會計政策選擇分析 現金流量變化與趨勢分析
評價方法之選擇與運用	現金流量與損益預測 選擇合適評價方法

釋例一 未上市（櫃）公司之評價釋例

標的公司相關資訊

項目	說明
公司名稱	甲股份有限公司
成立日期	1985年10月
經營業務	主要從事工業產品之製造加工及買賣
投資日期	2002年8月 / 2006年9月
實收資本額	新台幣 748,000,000元
平均每股成本	新台幣12.36元
持股數/比例	2,970,851股 / 3.97%
原始投資成本	新台幣 36,720仟元
最近期財報帳列金額	新台幣 46,248仟元

評價方法選用理由

- ▶ 本釋例將針對評價標的進行基本分析，所考量之評價方法包括收益法、市場法及資產法，經判斷後所採用之評價方法為收益法及市場法。
- ▶ 於計算評價標的價值時，因標的公司價值主要來自未來營運潛在盈虧，而非來自於持有資產，故未採用資產法進行分析。

以收益法作為主要分析方法之理由

- ▶ 標的公司營業性質可產生可預期之現金流量，且取得標的公司未來六年度之財務預測。
- ▶ 因截至評價基準日標的公司之近期營運尚處於調整階段，將於六年後達穩定成長之成熟期，考量標的公司未來產生現金流量之能力與該公司價值間具有密切之關聯性，故以標的公司管理階層所提供六年之財務預測作為收益法之分析基礎並作必要之調整，進行現金流量折現法以分析其股權價值。

以市場法作為主要分析方法之理由

- ▶ 因資本市場對與標的公司**業務及產業屬性相似**之可類比公司之預期展望相似，評估可類比上市上櫃公司之市場價值乘數具有可參考性，故採用可類比上市上櫃公司法計算標的公司普通股股權價值。
- ▶ 因標的公司所屬產業近年內並無發生交易，故**不擬採用可類比交易法**，若標的公司或其可類比公司近期有股權交易，亦可採可類比交易法。

收益法分析（釋例一）

評價流程 收益法

評價流程	說明
步驟一	依據標的公司之歷史財務資訊及未來營運計畫，進行參數設定，對所取得標的公司之財務預測進行調整。
步驟二	根據標的公司財務預測計算預測年期之自由現金流量。
步驟三	依據假設，估計可預測年期後之自由現金流量。
步驟四	採用加權平均資金成本率為折現率，將前二步驟所求得之自由現金流量加以折現，並作相關調整後，計算標的公司於評價基準日之股權價值。
步驟五	根據步驟四所得之股權價值，進行敏感度分析，以作為評價標的公允價值計算之參考依據。

收益法分析

- ▶ 以企業**自由現金流量**計算標的公司之股權價值，並以**加權平均資金成本率**作為折現率
- ▶ 參數假設係依據管理階層預估並參考相關產業研究報告之預測數據
 - 盡可能採用**具公信力之研究單位所出具之報告**作為評估依據

收益法分析 財務預測

- ▶ 評價人員對於財務預測進行之相關調整
- ▶ 財測之**合理性及適當性**（例如是否與該產業研究報告預測之數據一致）
- ▶ **過去財測之達成率**（例如確認已發生年度財測與實際執行情況）
- ▶ 進行**常規化調整**
 - 所進行之常規化調整通常包括移除非重複發生事項對損益表及資產負債表之影響等，以反映評價標的之公允價值

收益法分析 財務預測

- ▶ 若取得標的公司之未來財務預測於執行面有困難，則此時可能須考量採用專家意見，或採用其他資料驗證財務預測之合理性，或採用其他方法衡量標的公司股權公允價值。
- ▶ 例如
 - ▶ 新創事業之財務資訊無法及時產出
 - ▶ 財務預測資訊可信度較低
 - ▶ 對標的公司之投資比例不重大，致無法取得最近期財務資訊

財務預測 營業收入 預測依據

▶ 第一階段

- ▶ 甲公司營業收入包含主要產品收入及其他產品收入，根據2013年至2015年之歷史財務資訊，主要產品收入佔營業收入淨額之72%~74%；其他收入佔營業收入淨額之26%~28%。

▶ 主要產品收入

- 甲公司在2015年受產業景氣衰退影響，營業收入較上一年度減少18%，2016年初出貨逐漸回溫，預估甲公司在2017年營業收入即有望回到2014年水準，在接下來五年內營收顯著成長，市佔率增加。

▶ 其他收入

- 為其他應用產品之銷貨收入。依歷史經驗評估將以5%之年複合成長率增加。

財務預測 營業收入 預測結果

- ▶ 第一階段（2016年~2021年）
主要收入採用產業報告之預測以9%之年複合成長率增加
- ▶
- ▶ 第二階段（2022年以後）
 - 採永續成長率2%計算，係參考總體經濟指標及公司營運情況所作之假設

財務預測 營業成本

- ▶ 主要包含直接原料、直接人工及製造費用之投入
- ▶ 2013年至2015年營業毛利率皆為22%
- ▶ 發展重心將逐步轉移至高毛利產品，預估2021年時毛利率增加至30%
- ▶ **預測結果**
- ▶ 營業毛利率將由2015年之22%提升至2021年之30%

財務預測 營業費用

- ▶ 依性質主要包含人事費用、租金費用、折舊及攤銷費用及其他費用
- ▶ 依部門分類如下：
 - **銷售費用**：2016年費用率以最近三年度銷售費用平均約佔營業收入3.5%計算，於五年後降到2.5%
 - **管理費用**：維持2015年總額
 - **研發費用**：研發費用將佔營業收入8%-10%，故假設費用率維持9%
 -
- ▶ **預測結果**
- ▶ 平均而言，營業費用每年約呈5%之成長

財務預測 營運資金

- ▶ 營運資金一般包括應收款項、存貨及應付款項。本釋例假設標的公司無預收款項及預付款項，故未納入。實務上標的公司之預收款項及預付款項如不具規律性，難以可靠衡量，亦無須納入。
- ▶ **應收款項**
 - **預測依據：**標的公司最近三年度應收帳款週轉天數介於53~74天。
 - **預測結果：**預測年期以最近三年平均天數65天配合各年度營業收入預測數計算其變動金額。
- ▶ **存貨**
 - **預測依據：**標的公司最近三年度存貨週轉天數介於68~83天。
 - **預測結果：**預測年期以最近三年度平均天數75天配合各年度營業成本預測數計算其變動金額。
- ▶ **應付款項**
 - **預測依據：**標的公司最近三年度應付帳款週轉天數介於61~94天。
 - **預測結果：**預測年期以最近三年度平均天數77天配合各年度預測數計算其變動金額。

財務預測 資本支出

▶ 預測依據

- ▶ 標的公司最近三年度資本支出金額佔營業收入1.0%~2.3%，以營業收入預測估計未來產能需求，以最近三年度資本支出佔營業收入比率平均1.6%計算預測年期資本支出，機器設備折舊提列年限四到六年不等，模型中假設皆依五年提列。

▶ 預測結果

- ▶ 平均而言，資本支出每年約呈8%之成長。

財務預測

- ▶ **所得稅率**：採17%進行計算。
- ▶ **終值**
 - ▶ 因預計標的公司於2021年現金流量可達常規化，採終值計算其後現金流量之現值。考量標的公司之業務來源即經濟影響因子，參考具公信力之調查機構所提供之預測參數選定計算終值時適用之永續成長率。
 - ▶ 終值之計算係採高登模式，計算公式為 $V = CF * (1 + g) / (r - g)$ 。
 - ▶ V：終值
 - ▶ CF：現金流量
 - ▶ g：成長率
 - ▶ r：折現率

財務預測

▶ 企業自由現金流量

- ▶ 本釋例係以營業收入減營業成本及營業費用後之營業利益，再減所得稅後，加計折舊及攤銷費用、扣除資本支出及營運資金增加數後，為企業自由現金流量之金額。



折現率

- ▶ 因標的公司主要籌資方式為權益資金以及負債融資，本釋例採用常見之加權平均資金成本率作為企業自由現金流量之折現率

折現率 股東權益資金成本率 (Ke)

- ▶ 本釋例以調整後之資本資產定價模式（Capital Assets Pricing Model，CAPM）為基礎計算標的公司適用之股東權益資金成本率
- ▶ 股東權益資金成本率計算結果為14.1%
- ▶ $Ke = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \alpha$
- ▶ **R_f**：無風險利率，本釋例以評價基準日之台灣十年期公債計算。
- ▶ **β**：貝他值，本釋例採用標的公司之可類比標的10貝他值中位數。
- ▶ **R_m**：市場風險報酬，本釋例採用資料庫之統計數字。
- ▶ **α**：非系統性之企業個別風險溢酬，本釋例採用資料庫統計之規模溢酬。除規模溢酬外，可能尚包括個別公司之風險溢酬，企業應依個案判斷。

折現率 負債成本率 (K_d)

- ▶ 負債成本率： K_d = 加權平均借款利率稅前負債成本
- ▶ 參考評價基準日之可類比標的公司**平均貸款利率**為2.8%。

折現率結論

- ▶ 為簡化考量，本釋例假設標的公司於評價基準日之資本結構已為長期之最適資本結構，採用該資本結構將股東權益資金成本率及稅後債務成本率加權平均，以計算標的公司加權平均資金成本率。
- ▶ 說明如下：
- ▶ $WACC = K_e * (E / A) + K_d * (1 - T) * (D / A)$
- ▶ $= 14.1\% * 86\% + 2.8\% * (1 - 17\%) * 14\%$
- ▶ 前述各項因子計算下之加權平均資金成本率為12.5%。
- ▶ 實務上最適資本結構亦可參考可類比公司之資本結構

折溢價

- ▶ 評估企業價值時，對於採用評價方法所產生之結果應作相關之評價調整，包括折價或溢價。常見之折溢價類型包括流動性折價、少數股權折價或控制權溢價
- ▶ 流動性折價(缺乏市場流通性折價)
 - 係指所有權因缺乏市場可銷售性而須調整減少之金額或比率
- ▶ 少數股權折價(非控制權益折價)
 - 係指股東權益之價值因缺乏部分或全部之控制權而須調整之金額或比率
- ▶ 控制權溢價
 - 係指相同比例之具控制與不具控制權益間之價值差額，此差額係反映控制權之價值

折溢價

- ▶ 一般而言，採用收益法所得出之整體股權價值因係以企業之立場估計未來利益流量所轉換之現值，故該價值並未將市場之流動性折價因素納入，且係代表具控制之股權價值，在實際評估標的公司公允價值時，尚須考量少數股權折價。
- ▶ 而市場法係以市場交易所產生之價值乘數換算為標的公司之價值，該價值係具流動性，在實際評估標的公司公允價值時，尚須考量流動性折價。
- ▶ 所評估標的公司之產業、性質或股權多寡及集中程度，皆會影響折溢價之幅度。

折溢價

- ▶ 實務上決定流動性折價或少數股權折價之方法大多透過實證研究結果作為依據，本釋例係**引用資料庫之統計數據**決定其比率，缺乏市場流動性折價採27.2%、少數股權折價採24.4%。
- ▶ 一般台灣評價實務上常見之流動性折價區間約介於10%到30%之間，實際進行標的公司評價時，流動性折價不限於此區間，企業應依個案判斷決定適用之折溢價，視情況取得專業資料庫之資訊佐證，必要時諮詢專家意見，企業不得逕行引用釋例中所採用之折溢價比例，企業決定採用之折溢價比例時應有合理之佐證資訊。

折溢價

- ▶ 相關折溢價資訊可能會因標的公司所處之國家、區域、產業、市場或統計期間及標的股權之多寡而有所不同
 - 例如生技製藥業與LED照明產業之流動性折價可能不同；又如評價標的為3%之股權與60%之股權控制權溢價也會不同。
- ▶ 企業於實際評價時對折溢價之選用應視情況取得專業資料庫之資訊佐證，必要時諮詢專家意見。
- ▶ 一般而言，常見之折溢價考量因素除參考資料庫、研究報告或詢問專家外，企業於決定折溢價時，尚應以市場參與者之立場考量的因素包括：標的公司之行業別、組織型態、公開發行程度（例如屬上市櫃或未公開發行公司）、標的公司過去經營績效（例如獲利狀況與成長性）、過去三年股利發放情形、財務結構健全與否、客戶或供應商是否過度集中、關鍵人員之仰賴程度、是否有或有負債等。

折溢價

- ▶ 公允價值衡量不得納入與科目單位不一致之溢價或折價。另反映交易量大小之溢價或折價（如鉅額交易因素），並非資產或負債之特性，不得納入公允價值衡量中

現金流量分析

- ▶ 本釋例係採用**企業自由現金流量**（Free cash flow to firm, FCFF）作為收益法下利益流量之代表，以避免預測年期之利息費用未能有效估計；並依折現率12.5%及永續成長率2%計算現金流量折現法。
- ▶ 本釋例假設標的公司之現金流量係於每一期內平均發生，有關折現期間係假設為期中發生，故預測年期2016年之折現期間以0.5代表（其餘類推）。
- ▶ 本釋例係採**企業自由現金流量**，故折現率係選擇**加權平均資金成本**，若企業採**權益自由現金流量**，可能須考量選擇**權益資金成本**作為折現率。

表一 收益法分析結果

(新台幣仟元)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	終值
營業收入	1,719,950	1,870,683	2,035,425	2,215,526	2,412,464	2,627,866	
營業成本	(1,349,403)	(1,441,298)	(1,539,540)	(1,644,540)	(1,756,724)	(1,839,506)	
營業費用	(310,266)	(326,058)	(343,069)	(361,394)	(381,135)	(398,205)	
營業利益	60,281	103,327	152,815	209,592	274,606	390,155	
所得稅 (17%)	(10,248)	(17,566)	(25,979)	(35,631)	(46,683)	(66,326)	
折舊及攤銷	39,434	44,417	47,452	51,943	51,239	59,888	
資本支出	(28,303)	(30,784)	(33,495)	(36,459)	(39,699)	(43,244)	
營運資金變動	19,287	(20,454)	(21,805)	(24,300)	(25,154)	(32,387)	
企業自由現金流量	80,450	78,941	118,989	165,145	214,309	308,085	2,831,143 ¹
期間	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	5.5
折現因子	0.9428 ²	0.8381	0.7449	0.6622	0.5886	0.5232	0.5232
企業自由現金流量現值	75,848	66,160	88,635	109,359	126,142	161,190	1,481,254
企業價值	2,108,588						
非營業用項目	- ³						
淨負債	(297,000) ⁴						
股權價值	2,405,588						
缺乏流動性折價	27.2%						
少數股權折價	24.4%						
調整後股權價值	1,323,959						
調整後3.97%股權價值	52,561 ⁵						

表一 收益法分析結果

1終值= (預測年期最後一期自由現金流量 +預測年期最後一期資本支出 -預測年期最後一期折舊及攤銷)*(1+永續成長率)/(折現率-永續成長率)) =
(308,085+43,244-59,888)*(1+ 2.0%)/(12.5%-2.0%))

2折現因子之計算方式 $=1/(1+12.5\%)^{0.5}$

3企業若有非營業用資產或負債，應另行調整。

4本釋例標的企業持有之現金大於負債，淨負債為負數。

5由於本釋例評價標的為 3.97%之不具控制普通股股權，故調整少數股權折價；而收益法計算之股權未考量市場流動性，亦須調整流動性折價。

表二 整體股權價值之敏感度分析

(新台幣仟元)		折 現 率				
永 續 成 長 率		10.5%	11.5%	12.5%	13.5%	14.5%
	0%	1,413,305	1,286,151	1,180,094	1,090,271	1,013,556
	1%	1,515,901	1,367,539	1,245,771	1,144,030	1,058,113
	2%	1,642,638	1,466,061	1,323,959	1,207,138	1,109,798
	3%	1,803,170	1,587,765	1,418,607	1,282,266	1,170,472
	4%	2,013,097	1,741,923	1,535,525	1,373,211	1,242,703

表三 3.97%股權價值之敏感度分析

(新台幣仟元)		折 現 率				
永 續 成 長 率		10.5%	11.5%	12.5%	13.5%	14.5%
	0%	56,108	51,060	46,850	43,284	40,238
	1%	60,181	54,291	49,457	45,418	42,007
	2%	65,213	58,203	52,561	47,923	44,059
	3%	71,586	63,034	56,319	50,906	46,468
	4%	79,920	69,154	60,960	54,516	49,335

市場法分析 (釋例一)

評價流程 市場法

評價流程	說明
步驟一	蒐集與標的公司業務屬性相近之可類比上市上櫃公司市值及相關財務資訊 ¹ 。
步驟二	以步驟一蒐集之資訊 ² 計算市場乘數。
步驟三	以標的公司歷史財務資訊及可類比上市上櫃公司市場乘數計算標的公司於評價基準日之股權價值。
步驟四	根據步驟三所得之股權價值，並作相關調整後，計算標的公司於評價基準日之股權價值。

¹於評估價值時可能會使用非財務資訊（評價 11.7），例如評估有線電視公司之價值可能會考量客戶數，而不僅考量財務資訊。

²步驟一所取得之資訊應檢視是否屬常規事項，必要時應進行常規化調整。

市場法分析 (釋例一)

- ▶ 本釋例係以台灣業務屬性相近並獲利之上市櫃公司作為可類比上市上櫃公司，計算於評價基準日之市場交易乘數。
- ▶ 企業於採用市場法時應審慎選擇可類比標的，可類比標的應與標的公司屬同一產業或屬於受相同經濟因素影響之產業。
- ▶ 選擇可類比標的應考量之因素包括企業特性之類似性、可類比企業資料特性（數量、可驗證性、時效性及攸關性）及可類比企業之價格是否涉及非屬常規之事項
- ▶ 可類比標的公司選定後，除非該類比公司或標的公司本身財務業務有重大改變，否則企業不宜任意變更可類比標的。
- ▶ 價值乘數應選用能合理反應標的公司價值者，且其計算基礎應一致。

股權價值

- ▶ 本釋例選用股價淨值比（P/B）及本益比（P/E）作為計算公允價值之乘數，考量標的公司於評價基準日前12個月財務狀況，且標的公司本身財務結構**非屬著重於資產導向之公司**，經判斷後以**本益比**作為計算參考之交易乘數。
- ▶ 根據可類比上市上櫃公司法之分析結果，標的公司整體非控制股權公允價值為新台幣1,414,189仟元；每股價值新台幣 18.89元；3.97%股權公允價值為新台幣 56,143仟元。

表四 市場法分析結果

		(新台幣仟元)
2015年標的公司淨利	(甲)	100,217
可比較公司P/E乘數中位數	(乙)	19.4x
標的公司 100%股權價值	(丙) = (甲) x (乙)	1,943,762
缺乏流動性折價 ¹	(丁)	27.2%
調整後整體非控制股權價值	(戊) = (丙) x (1 - (丁))	1,414,189
調整後3.97%股權價值	(己) = (戊) x 3.97%	56,143

¹由於市場法所選用之資料已為非控制之權益價格，故無須另外調整少數股權折價。惟仍須調整流動性折價，相關說明請參考折溢價調整。

表五 可比較公司乘數計算

公司名稱 [F1]	國家	市值 (新台幣百萬元)	淨資產 (新台幣百萬元)	淨利 (新台幣百萬元)	淨利率	市值 淨利 LTM	市值 淨資產 LTM
		12/31/2015	LTM [F2]	LTM [F2]	LTM [F2]	(P/E)	(P/B)
A股份有限公司	台灣	137,137	23,308	5,104	13%	26.9x	5.9x
B股份有限公司	台灣	8,455	1,693	424	9%	19.9x	5.0x
C股份有限公司	台灣	9,051	2,565	480	11%	18.9x	3.5x
D股份有限公司	台灣	16,370	7,486	1,167	17%	14.0x	2.2x

附註：

[F1] 以台灣業務屬性相近之上市櫃公司作為可類比公司。

[F2] LTM 為截至 2015/12/31 過去12個月財務資訊。

平均數	19.9x	4.1x
中位數 ¹	19.4x	4.3x
第一四分位數 ²	17.6x	3.2x
第三四分位數	21.7x	5.2x

¹ 本釋例係採用中位數。惟實務上可比較公司乘數之決定，可依據評價人員專業判斷，不限於平均數及中位數，惟決定之乘數應介於可比較公司乘數之區間（IFRS13.65）。

LTM (Latest Twelve Months): 評價基準日前之最近期12個月

價值結論(釋例一)

- ▶ 本釋例採用收益法及市場法分析標的公司之價值，根據標的公司之歷史財務資訊與2016年1月至2021年12月之財務預測進行分析。
- ▶ 由於標的公司所提供之財務預測是否可合理達成之不確定性因素較大，可能導致採用收益法之價值區間變異較大
- ▶ 此外，本釋例中收益法之參數相較於市場法所採用者，屬不可觀察輸入值較多，且判斷後標的公司與可類比公司之可比差異程度尚於可接受之範圍內
- ▶ 經綜合考量後本釋例以市場法作為價值結論之主要依據
- ▶ 標的公司整體普通股股權公允價值為新台幣1,414,189仟元，每股價值新台幣18.89元；3.97%普通股股權公允價值為新台幣56,143仟元。

釋例二

創投公司之評價釋例

標的公司相關資訊

項目	說明
公司名稱	乙創投股份有限公司
成立日期	2015年3月10日
經營業務	主要營業項目為從事創業投資業務
投資日期	2015年3月10日
實收資本額	新台幣1,001,000,000元
平均每股成本	新台幣10元
持股數/比例	4,000,000股 / 4.00%
原始投資成本	新台幣40,000仟元

評價方法選用理由

- ▶ 本釋例將針對標的公司之營運特性及公司現狀而選擇最適切之分析方式進行評估，所考量之方法包括資產法、收益法及市場法，經判斷後所採用之評價方法為資產法。理由如下：
- ▶
- ▶ 1. **資產法**：乙創投營業活動以投資權益證券為主，公司價值係仰賴所投資資產的價值，故係採用資產法分析標的公司。
- ▶
- ▶ 2. **收益法**：標的公司營業性質未能產生可預期之現金流量，故未採用收益法。
- ▶ 3. **市場法**：由於無法取得業務性質類似之可類比之上市櫃創投標的，故未採用市場法。

評價流程 資產法

評價流程	說明
步驟一	檢視各項資產負債項目之性質與所包含項目。
步驟二	針對帳面價值可能與公允價值有差異之項目蒐集各項資產負債之市價資訊。
步驟三	針對不具可參考市價之金融資產，採用釋例一所示之收益法或市場法計算該金融資產公允價值。
步驟四	根據步驟三得出該公司之淨資產公允價值，計算該公司之股權價值。

公允價值調整 資產法

- 各項資產與負債公允價值調整金額如下：

2015年12月31日淨資產調整 (新台幣仟元)			
	帳面價值	調整數	公允價值
流動資產	870,129	(9,000)	861,129
現金	457,000		457,000
無活絡市場之債券投資	409,000	(9,000)	400,000
當期所得稅資產	129		129
預付費用	3,000		3,000
其他流動資產	1,000		1,000
非流動資產	118,590	33,221	151,811
備供出售金融資產	45,390		45,390
以成本衡量之金融資產	73,200	33,221	106,421
資產總額	988,719	24,221	1,012,940
非流動負債	480	-	480
遞延所得稅負債	480		480
負債總額	480	-	480
股東權益總額	988,239	24,221	1,012,460
流動性折價及少數股權折價			10.0%
調整後股東權益總額			911,214

公允價值調整 資產法

資產科目	公允價值評估
流動資產	流動資產包含現金、預付費用及其他流動資產等，衡量各項流動資產應無減損之可能性，其公允價值約當帳面價值；當期所得稅資產應無公允價值調整議題。
無活絡市場之債券投資	持有標的包括超過三個月以上之定期存款及無活絡公開報價之債券投資，調整無活絡債券之價值 9,000仟元後，無活絡市場之債券投資之公允價值為 400,000仟元。
備供出售金融資產	持有資產為上櫃公司股票，公允價值為新台幣 45,390仟元。
以成本衡量之金融資產	持有資產為國內未上市櫃公司股權投資，無市價可參考，本釋例依照股權投資性質及個別被投資公司產業及經營情形，選擇適當分析方法估計公允價值；分析方法如釋例一所示。
非流動負債	係備供出售金融資產公允價值變動產生之遞延所得稅負債，評估無重大公允價值調整之議題。

依據上述資產法結果，該公司評價後整體股權價值為新台幣 1,012,460仟元。此結果尚須調整流動性折價及少數股權折價，調整後於評價基準日整體股權價值為新台幣 911,214仟元。

投資明細彙總

- ▶ 備供出售金融資產明細如下：

投資標的	權益性質	類別	公允價值分析方法	持股%	帳面價值 (新台幣仟元)	12/31收盤價 (新台幣元)	公允價值 (新台幣仟元)
A公司	普通股	上櫃	市價法	1.00%	44,000	15.13	45,390

- ▶ 以成本衡量之金融資產明細如下：

投資標的	權益性質	類別	公允價值分析方法	持股%	帳面價值 (新台幣仟元)	12/31淨值 (新台幣元)	公允價值 (新台幣仟元)
B公司	普通股	未上市櫃	收益法	2.67%	43,200	1,700,577	50,278
甲公司	普通股	未上市櫃	可類比上市上櫃公司法	3.97%	30,000	1,060,419	56,143
					73,200		106,421

價值結論 (釋例二)

- ▶ 本釋例採用資產法分析標的公司100%股權之價值，評估結果乙創投100%普通股股權公允價值為新台幣 1,012,460千元。調
- ▶ 整後於評價基準日整體股權價值為911,214千元，故評價標的乙創投4.00%普通股股權公允價值為新台幣36,449千元。

預測對企業評價之重要性

- ▶ 預測企業之未來營運績效與結果是企業評價之基礎，亦是企業評價可靠與優劣之決定因素
- ▶ 企業評價時，專業人員須運用各種估計、假設及預測之方法與技術，也須注意季節性變動之差異與長期趨勢，如何影響預測之可靠性。
- ▶ 企業評價之預測，多以分析公司和行業的歷史財務數據為基礎，結合對公司所處的總體經濟、產業結構、商業模式與競爭優勢的未來發展、公司的產品與客戶及顧客需求的變化趨勢、公司的管理哲學等有深入的瞭解
- ▶ 進行預測時，亦須瞭解不同行業之彼此關聯性，在某些行業，其銷售金額可能高度依賴於其他行業
 - 例如，家具零售行業可能與不動產住宅市場之銷售有極大之關聯，一般而言，家具之銷售可能落後新屋住宅市場之銷售約有3-9個月的時間。

報告完畢 謝謝聆聽與指教