

評價方法論

前言

在 IFRS 基金會教育計畫 (IFRS Foundation Education Initiative) 中，IFRS 基金會幕僚正透過評價專家的協助，致力於發展支援 IFRS 13『公允價值衡量』之教材。完整教材內容將包括分為多個主題的 IFRS 13 公允價值衡量原則應用說明，各主題完成後會分別以獨立章節形式發布。

IFRS 基金會幕僚於 2012 年 12 月發布了教材的第一個章節「衡量屬 IFRS 9『金融工具』範圍之無報價權益工具之公允價值（以下簡稱「此份教材」）」。

針對衡量屬 IFRS 9『金融工具』範圍中表彰某私有企業非控制權益（即被投資公司）之個別無報價權益工具之公允價值，該章節具體說明相關衡量思考過程。對於衡量屬 IAS 39『金融工具：認列與衡量』範圍之無報價權益工具之公允價值而言，前述指引同等攸關。該章節羅列了在市場法、收益法及調整式淨資產法中經常被用於衡量無報價權益工具公允價值之多種評價技術。

本出版物之目的在於彙整此份教材所述評價方式與技術以供讀者參考。此份教材亦提供了許多說明如何應用評價方式與技術之釋例。但是，因為教材尚非完整，僅閱讀該章節可能無法足以全面協助非專業評價人士面對財務報導目的下之複雜評價或評估由專業評價人士執行之複雜評價是否符合 IFRS 13 之原則。

摘要

評價涉及許多重要判斷，且不同評價技術通常會產生不同結果，這是因為不同評價技術所使用之輸入值與對輸入值之調整可能有所不同。存在差異並不代表任何評價技術有誤。IFRS 13 並未就為符合公允價值衡量目的所使用之評價技術設定等級，故此份教材之第一個章節亦未強制要求採用特定評價技術。惟該章節認為在特定情況下某一評價技術可能較其他評價技術更為適合。

投資公司在選擇最適當之評價技術時，應考量之因素包括（下表並非完整無遺）：

- 投資公司可得之資訊；
- 市場情況，意即投資公司在牛市或熊市時可能需考量不同評價技術；
- 投資範圍與投資類型（例如在衡量短期金融投資之公允價值時，某些評價技術可能較擅於捕捉市場動態）；
- 被投資公司之生命週期，意即某些評價技術可能較擅於捕捉觸發被投資公司生命週期不同階段的價值之事項；
- 被投資公司之業務性質（例如某些評價技術可能較擅於捕捉被投資公司業務經常變動或具週期性之性質）；及

- 被投資公司營運所處之產業。

評價方式及評價技術

下表彙總列示此份教材所述評價方法及評價技術：

評價方法	評價技術
市場法	對被投資公司之相同工具所支付的交易價格 對被投資公司之類似工具所支付的交易價格 可比公司評價乘數
收益法	現金流量折現法 股利折現模式 穩定成長率股利折現模式 資本化模式
市場法及收益法之結合	調整式淨資產法

此外，權益工具之公允價值衡量必須反映現時市場情況。投資公司可能在衡量日校準其評價技術，以使評價技術反映現時市場情況。若原始認列時之交易價格即為公允價值，且投資公司後續期間使用含不可觀察輸入值之評價技術衡量公允價值，則投資公司必須校準該評價技術以使原始認列時依評價技術衡量之公允價值等於交易價格。在衡量日衡量無報價權益工具公允價值時進行校準，有助於投資公司學習如何確認評價技術已反映現時市場情況，及學習如何決定評價技術是否需要調整（例如評價技術未能掌握到某些工具特性，如少數權益折價、缺乏流動性折價、或於原始認列時不存在但衡量日已發生之新事實）。

考量到無報價權益工具評價技術所採用輸入值（如下述不可觀察輸入值：現金流量折現法所用之預測或預算，可比公司評價乘數所用之績效衡量）之性質與對公允價值衡量結果之攸關性，大多數無報價權益工具之衡量會歸類為公允價值層級之第 3 等級，因而投資公司需依 IFRS 13 揭露較多資訊。

市場法

市場法採用市場交易中產生之相同或可比資產交易價格及其他攸關資訊。此評價方法適用於有充分同業可比公司存在或知悉所觀察交易之背景或詳情時。

1. 對被投資公司之相同工具所支付的交易價格 (Transaction price paid for an identical instrument in the investee)

當投資公司最近新增一筆對相同無報價權益工具之投資時，若其交易價格（即成本）依 IFRS 13 代表原始認列時之權益工具公允價值，則此價格可能是在衡量日衡量該無報價權益工具公允價值之適當起始點。但投資公司必須採用所有自原始認列日至衡量日間所有合

理可得之被投資公司績效與營運相關資訊。因此類資訊可能影響被投資公司無報價權益工具於衡量日之公允價值，故前述交易價格可直接作為衡量日公允價值適當估計之情況十分有限。下列因素可能顯示投資公司交易價格可能無法代表衡量日之公允價值：

- 與預算、計畫或設定目標相較，被投資公司之績效出現重大變動。
- 對被投資公司技術性產品之設定目標將會達成之預期出現變動。
- 被投資公司之權益、產品或潛在產品之市場出現重大變動。
- 全球經濟或被投資公司營運所處之經濟環境出現重大變動。
- 可比企業之績效出現重大變動，或整體市場所隱含之評價出現重大變動。
- 被投資公司之內部問題，如舞弊、商業糾紛、訴訟、管理階層變動或策略變動。
- 被投資公司權益之外部交易之證據，該交易係來自被投資公司（如新發行權益）或第三方之間權益工具之移轉。

此外，投資公司尚應考量是否存在諸如以下因素：被投資公司營運所處之環境變動劇烈，市場情況改變或隨時間經過而改變。前述因素可能使交易價格不宜用來決定無報價權益工具於衡量日之公允價值。

2. 對被投資公司之類似工具所支付的交易價格 (Transaction price paid for an similar instrument in the investee)

對於無報價權益工具，若有投資被投資公司類似權益工具（但非相同於投資公司對同一被投資公司之無報價權益工具）之最近交易價格，且該交易價格依 IFRS 13 代表原始認列時之權益工具公允價值，則該價格可能是在衡量日衡量該無報價權益工具公允價值之適當起始點。此類交易的例子包括被投資公司發行新類別股份予其他投資者或其他投資者間所進行之該類別股份交易。

投資公司於衡量無報價權益工具公允價值時若考量最近其他投資公司之投資交易價格，必須了解所持有無報價權益工具與其他投資公司所交易權益工具間的任何差異。可能的差異包括不同的經濟與控制權，例如新發行之特別股可能享有與先前發行之普通股不同股利權益或不同清算清償順位。

3. 可比公司評價乘數 (Comparable company valuation multiples)

市場法係以可比標的之概念為基礎，其假設資產、業務線或公司之價值可藉由比較類似資產、業務線或公司之可得市場價格進行衡量。在使用交易乘數衡量無報價權益工具之公允價值時，投資公司應考量下列情況：併購交易乘數（transaction multiples，源自購併交易之價格）可能代表控制權益之出售，但投資公司所持有無報價權益工具應按非控制基礎衡量公允價值，確切而言投資公司應適用少數股權折價；反之，市場交易乘數（trading multiples，源自公開報價）係基於公開市場報價，通常即反映非控制權益之基礎，因此不需適用少數股權折價。

不論投資公司使用併購交易乘數或市場交易乘數，在評價無報價權益工具時均應包括下列步驟：

1. 辨認同業可比公司；
2. 選擇最為攸關之績效衡量（即市場參與者會用於定價之績效衡量），以評估被投資公司之價值。常用的績效衡量包括盈餘、權益帳面價值或收入。績效衡量一旦選定，即可取得並分析可用之評價乘數，並選擇最適當的一項；
3. 將適當之評價乘數用於攸關之被投資公司績效衡量中；及
4. 作適當調整（如缺乏流動性）以確保投資公司所持有無報價權益工具與同業可比公司權益工具間的可比性。

下表彙整此份教材提及幾項最常使用之評價乘數。

績效衡量	評價基礎	評價乘數	採用此評價乘數之考量
EBITDA	企業價值(EV) ¹	EV/EBITDA	EBITDA 乘數從盈餘中排除了利息、所得稅、有形資產折舊與無形資產攤銷。投資公司考量所處情況，可能認為當同業可比公司具有不同資本結構、不同資產密集度或對有形與無形資產採用不同折舊或攤銷方法時，以 EBITDA 乘數評價較為適當。例如，當某些同業可比公司採租賃方式取得營運資產（即資產密集度較低之企業），而其他公司直接買入營運資產（即資產密集度較高之企業）時。但資產密集度較高之企業通常具有較高之 EBITDA，因此投資公司在使用 EBITDA 時，必須考量所有事實與情況並作出判斷。
EBIT	企業價值(EV)	EV/EBIT	雖然折舊與攤銷並無現金流出，但 EBIT 乘數將折舊與攤銷視為反映企業使用資產之經濟費用，而該等資產終須被替換。但被投資公司與同業可比公司之折舊或攤銷會計政策若有任何差異，則可能扭曲 EBIT。比較採內部成長之企業與藉由收購擴張的企業，因企業合併所認列無形資產之攤銷也會造成兩者的 EBIT 出現顯著差異。

¹ 此份教材所述「企業價值」係代表歸屬於所有資本提供者（即股東與債權人）之權益與非權益財務請求權之公允價值。

EBITA	企業價值(EV)	EV/EBITA	被投資公司與同業可比公司之無形資產與相關攤銷水準有顯著差異時，可能採用 EBITA 乘數取代 EBIT 乘數。
盈餘(E) (即淨利)	權益價值(P) ²	P/E	當各企業之財務、賦稅結構與借款水準類似時，適合採用 P/E 乘數。在實務上，不同公司具有類似財務結構之情形並不多見。財務結構不同的公司其 P/E 乘數可能亦有顯著差異。P/E 乘數常用於利息費用或利息收入為重要營運費用或收入之金融業（如銀行、保險或租賃）。
帳面價值(B)	權益價值(P)	P/B	P/B 乘數係比較企業權益帳面價值與其市場價值（即市場報價）。P/B 乘數除了在某些產業（如旅館業或金融機構）被視為重要指標外，也被用在辨認價值高估或低估的公司。P/B 乘數不適用在輕量資產營運之產業（如科技公司），因此類公司通常擁有許多未認列的無形資產，導致其財務狀況表上資產之帳面金額通常低於市場價值。 P/B 乘數另有一變形為「價格/有形資產帳面金額（以帳面金額減除收購或內部發展之無形資產及商譽）」乘數，此乘數有時用在金融機構之評價中。
收入(R)	企業價值(EV)	EV/R	收入乘數在企業盈餘與收入高度相關時最為有用，因為可將收入資本化視為將盈餘資本化之捷徑作法。換句話說，如果在特定業務中可確定一定水準之收入即可產生一定水準之盈餘時，收入乘數即可發揮功用。收入乘數最常被用在創業階段的公司、服務業（如廣告公司、專業服務或保險代理人等）及 EBITDA 為負值（淨損）或獲利水準與其他同業可比公司十分接近之公司。收入乘數通常僅用於交叉確認。

² 權益價值代表所有權益請求權之公允價值。權益價值亦可表達為企業價值減除所有非權益財務請求權之公允價值。

投資公司可能需調整評價乘數以反映被投資公司與同業可比公司間的差異，如營運、風險或現金流量成長預期。

此外，在計算評價乘數時採用之同業可比公司績效衡量，或適用評價乘數之被投資公司績效衡量，均可能需作調整以反映其持續產出經濟效益之能力。換句話說，績效衡量可能需要「常規化」，例如消除例外非重複性之交易或併購與停業單位之影響。但常規化時不應消除現時市場情況對績效衡量之影響。

另一個重點是，必須考量被投資公司或同業可比公司是否持有攸關之非營運資產或非營運負債。若非營運項目增加了同業可比公司之價值，所增加之價值應自同業可比公司之評價乘數中減除。反之，若非營運項目減少了同業可比公司之價值，所減少之價值應加回同業可比公司之評價乘數中。

若有足夠數量之同業可比公司，企業在選擇適用於被投資公司績效衡量之評價乘數時可能使用平均數或中位數。

如同交易價格法，使用評價乘數評價時亦會考量缺乏流動性之折價或少數股權之折價。

收益法

收益法係將未來金額（如現金流量或收益與費損）轉換成單一折現值。常見的作法是採用現金流量折現法將企業現金流量或權益現金流量予以折現（後者較為少見）。

1. 現金流量折現法 (Discounted cash flow method)

投資公司應估計未來預期之攸關現金流量，並以考量貨幣時間價值與投資相關風險之報酬率折現。各種現金流量折現法彙整如下表：

	權益價值	企業價值
現金流量	權益之自由現金流量 (free cash flow to equity) 係指所有權益資本提供者可得之現金流量。換句話說，權益之自由現金流量是資產現金流量扣除支付債務與未來成長所需再投資後之金額。	企業之自由現金流量 (free cash flow to firm) 係指所有資本提供者（股東與債權人）可得之現金流量。換句話說，企業之自由現金流量是資產現金流量扣除未來成長所需再投資後之金額，但不扣除支付債務之金額。
折現率	折現率僅反映籌措權益資金之成本（即權益資本之成本）。	折現率反映籌措債務資金與權益資金之成本（按兩種資金之使用比例，即加權平均資金成本 (WACC*)）。

*WACC 通常表示如下：

$$WACC = D/(D+E) * (1-t) * kd + E/(D+E) * ke$$

D=債務資金之公允價值

E=權益資金之公允價值

kd=債務資金之成本

ke=權益資金之成本（通常以資本資產定價模式(CAPM)估計）

t=市場參與者預期之被投資公司有效稅率

此份教材對於如何決定現金流量折現法之折現率（例如 WACC）提供了進一步之指引，包括說明 WACC 之各項組成部分、估計被投資公司信用評等之方法、國家風險溢價與一則計算釋例。本出版物在此不對前述指引另作討論。

2. 股利折現模式 (Dividend discount model)

股利折現模式係假設企業股價等於預期未來永續股利之現值。換句話說，股價是依據採股利形式給與股東之現金流量而決定。股利折現模式常用於衡量對具一致性股利發放歷史之被投資者之投資公允價值。假設投資者預期不會收到任何股利，則在股利折現模式下股票之價值為零。由於實際上不發放股利之投資亦存有市場價值，為了調節股利折現模式所得結論與前述事實之差異，可能需假設投資者仍預期被投資公司最終將發放現金（即使為清算股利）。

3. 穩定成長率股利折現模式 (高登成長模式) (Constant-growth dividend discount model)

穩定成長率股利折現模式係參考對股利流量之預期以衡量業務或公司之價值。因此，穩定成長率股利折現模式下應估計企業於無限期未來之每一期股利金額。另可簡化假設股利按一穩定比率成長。此模式對於成長率之假設會特別敏感，假設成長高於股權成本時，股權價值將變為無限大。

對於成長率等於或低於總體經濟名目成長率，且有建全股利支付政策並打算持續採用之公司，最適合採用穩定成長率股利折現模式。此模式亦適用於投資者可得之被投資公司財務資訊有限且被投資公司穩定成長之情況。

4. 資本化模式 (Capitalisation model)

資本化是為了將代表某些經濟收益金額轉換為現值估計數的過程。此模式含有一項重要假設是所資本化之年度收益將永續發生或其每年成長（衰退）率穩定。前述假設未必與現實情況相符。但在某些情況下。資本化模式適合用於交叉確認其他評價技術所得出的結果。

市場法及收益法之結合

調整式淨資產法 (Adjusted net asset method)

調整式淨資產法係參考衡量日當天被投資公司財務狀況表已認列及未認列資產與負債之公允價值，衡量其業務之公允價值。下列情況可適用調整式淨資產法：

- 業務價值主要來自於所持有之資產，而非來自於將該等資產運用於更大型業務中。例如持有不動產之公司或投資型公司；或
- 處在初期發展階段之業務，尚未產生適當收益或僅賺得些微利潤。例如缺乏實質財務歷史、尚無已發展完成之商品或僅投入少數現金之企業。

因調整式淨資產法將導致對控制權益之評價，若投資公司認為能因控制而帶來利益，則在衡量非控制權益之公允價值時應考量採用少數股權折價之必要。投資公司亦應額外考量是否有其他因素存在而需調整之情況諸如：

- 缺乏流動性；
- 報導日與衡量日間距重大；及
- 其他事實或情況。例如，投資者衡量對無報價基金之權益之公允價值時，必須考量該基金之淨資產價值是否已適當認列績效收費之影響。

總結

此份衡量無報價權益工具公允價值之教材，提出了許多在適用前述評價技術時常見的疏失。此份教材之指引並非完整無遺，但可用於評估評價技術之適當性及辨明特定評價之優缺點。

此外，此份教材同時列出幕僚在制定教材內容時所參考的其他出版物。讀者亦可閱讀這些出版物以取得更多評價方法之詳細資訊。但要注意的是，並非所有參考資料提到的評價概念或方法均符合 IFRS 13 之公允價值原則。

[本文係翻譯自 *IFRS in Focus – Valuation methodologies*]

IFRS 相關資訊，請參閱 <http://www.ifrs.org.tw>

關於本出版物

本出版物中的訊息是以常用詞彙編寫而成，僅供讀者參考之用。本出版物內容能否應用於特定情形將視當時的具體情況而定，未經諮詢專業人士不得適用於任何特定情形。因此，我們建議讀者應就遇到的特別問題尋求適當的專業意見。本出版物並不能代替此類專業意見。勤業眾信在各地的事務所將樂意對此等問題提供建議。

儘管在本出版物的編寫過程中我們已盡量小心謹慎，但若出現任何錯漏，無論是由於疏忽或其他原因所引起，或任何人由於依賴本刊而導致任何損失，勤業眾信或其他附屬機構或關聯機構、其任何合夥人或員工均無須承擔任何責任。

© 2013 勤業眾信聯合會計師事務所版權所有
保留一切權利