

## 淺談公司股權評價

呂傑中 高級專員  
高考會計師及格

近年面對數位浪潮驅動和新經濟崛起的挑戰，企業轉型的需求逐增加，藉助內部及外部創新開拓成長曲線勢成必需，新創公司募資成為企業須嚴肅面對的選項，在募資過程中，公司估值為影響股權結構之重要因素，而公司價值如何評估呢？以下簡單介紹幾個常見的股權評價方式。

### 一、市場法

市場法的概念主要是透過在資本市場上尋找與評估標的相類似之上市櫃公司，以類似公司的股權在市場上的交易乘數，推估評估標的可能價值區間。

市場法的優點在於直接觀察可類比標的之市場交易價格，作為估計評價標的價值之基礎，具有客觀、可驗證的特性，尤其是公開、活絡市場的交易價格，代表市場大眾透過市場機制表達對該標的價值的評量與認定，也可視為市場供需雙方認為公平合理的價格，也是市場上供給量與需求量達到平衡狀態下的價格。因此在採用公允價值作為價值標準的情況下，盡可能採用與評標的相同或相類似之可類比標的公開、活絡市場的交易價格，作為評價的依據，被認為優先的選擇。

市場法的缺點在於判斷評價標的與可類比標的之相似程度，具有相當程度的主觀性；畢竟沒有公司的營業模式及資產配置等完全相同。因此採用市場法的第一層困難在於如何辨認及選擇合適的可類比標的，第二層困難則為如何分

析、比較評價標的與可類比標的之間的差異，並作必要的調整。無論第一層或第二層困難的處理，均涉及大量資料的蒐集、分析及專業判斷，也含有相當程度的主觀判斷，因此曾有學者認為：市場法容易使用，但也容易被誤用，就是這個道理。

## 二、收益法

收益法評價標的是以評價標的所創造之未來利益流量作為評估基礎，透過資本化或折現的過程，將未來利益流量轉換為評價標的價值之方法，換言之，資產之價值為其預期未來所能創造之經濟利益，以能反映該未來經濟利益風險之折現率或資本化率，予以折現或資本化之現值。前述之經濟利益通常以現金流量衡量，折現率或資本化率則代表投資者要求之報酬率。

收益法優點在於具合理理論基礎及收益能力分析，適合用於投資評估，並考量勘估標的未來現金流量及發展潛力。缺點為收益資本化率不易決定，且未來淨收益難以確實估計，更遑論遠期現金流量，而收益法相關比率及假設眾多，估計難度較大，且耗時複雜，造成有更多的主觀判斷在內。

## 三、資產法

資產法是以受評企業的資產負債表為基礎，逐項評估受評企業之所有有形及無形資產及其應承擔負債之價值，並考量表外資產及表外負債，以決定受評企業之價值。是於繼續經營前提下，推估重新組成或取得評價標的所需之對價。此外除了因為評價標的性質特殊而慣用資產基礎法進行評估外，不得以資產法

作為單一之評價方法、若僅採用資產基礎法一種評價方法時，應於評價報告中敘明其理由。

如評價標的不以繼續經營或使用為前提，則應評估企業整體或業主權益之清算價值。採用資產法評估時，應以評價標的於評價基準日之資產負債表為基礎，個別資產或個別負債應分別視為單一評價標的，就該單一評價標的之性質採用適當之市場法、收益法、成本法或其他方法評價。

資產法之優點在於沒有市場可類比標的，且無法獲得評價標的展望性財務資訊時，通常可使用本方法，例如控股公司或持有大量不動產之企業，亦適合採用資產基礎法評價。缺點在於資產法之實施成本較高，且主要較適用於有形資產，相較於新創產業主要價值不在資產而是創新之產品，較無法準確評估其價值。

上述計算後，仍須考量其流通性及控制力影響等特性，判斷是否進行折價、溢價之價值調整的判斷外，採用之評價方法也會影響是否進行折價、溢價之價值調整的判斷。例如採用市場法之「可類比上市上櫃公司法」評價未上市(櫃)公司時，就必須考慮進行「缺乏市場流通性折價」或「控制權溢價」之調整。此外採用收益法之「現金流量折現法」評價未上市(櫃)公司時，通常就無須考量「控制權溢價」之調整。

不論是新創公司還是創投公司，沒有任何一種估值計算方式是有正確答案的。在評估公司估值時，新創公司可能會放大公司的潛力而高估，然而，越高

的估值通常代表著越高的風險，很多估值很高的新創公司財務報表淨值往往虧損，或是估值很高的新創公司 IPO 後股價一瀉千里，由此可知，在真正實現以前，估值是一種新創公司和投資人對於公司價值所達成的共識，不一定代表公司實際的價值。



中山普萊聯合會計師事務所  
Chungsun Prime Certified Public Accountants