

# 現金流量折現法

## 壹、前　　言

- 第一條 本指引之目的係為敘明收益法下之現金流量折現法之操作原則，並提供應用釋例，以協助評價人員使用現金流量折現法，俾發展良好之評價實務。
- 第二條 現金流量折現法可適用於具有未來經濟效益之不同類型之資產，例如有形資產、無形資產、企業權益及金融工具等。
- 第三條 現金流量折現法可應用於多種價值標準之衡量，例如市場價值、投資價值、財務報導目的下之公允價值或使用價值。

## 貳、定　　義

- 第四條 本指引用語之定義如下：
- 1.內部報酬率：使投資之未來淨現金流量之現值等於投資之取得成本之折現率。
  - 2.（刪除）
  - 3.（刪除）
  - 4.企業價值：通常係指企業中權益之總價值加上淨債務。所稱之淨債務係指企業之付息債務或與付息債務相關負債之價值，減除任何得用以償付債務之超額現金。超額現金係指現金及約當現金扣除營運必要現金之餘額。



財團法人  
會計研究發展基金會  
ACCOUNTING RESEARCH AND DEVELOPMENT FOUNDATION

- 5.企業自由現金流量：企業扣除經營支出及必要資本投資後可支付予權益所有人及債權人之現金流量。
- 6.（刪除）
- 7.名目現金流量：包含預期通貨膨脹影響，以各期貨幣金額表達之預估現金流量。
- 8.收益率：係指投資所產生之報酬，一般以投資成本、當時市場價值或面額為基礎計算之年度報酬率表達。常用之收益率例如到期收益率或當期收益率。
- 9.折現率：用以將未來一筆或多筆現金流量轉換為現值之報酬率。
- 10.初始收益率：投資標的初始可獲取之收益（例如，利息、現金股利及租金）除以投資所支付之價格。
- 11.投資性不動產：投資性不動產係指為賺取租金或資本增值或兩者兼具，而由所有者所持有之不動產（土地或建築物之全部或一部分，或兩者皆有）。
- 12.（刪除）
- 13.系統性風險：係指影響整個市場而非僅影響特定企業或資產之風險。系統性風險通常無法透過分散投資而消除，亦稱為市場風險。
- 14.非系統性風險：係指個別企業或資產所特有之風險，係可分散之風險。
- 15.風險溢酬：係指風險性資產之投資者所要求高於無風險資產報酬率之額外報酬率。
- 16.展望性財務資訊：於現金流量折現模式中用以估



計現金流量之預測財務資料。

17. 現金流量：一段期間內由單一資產、資產群組或企業所產生之現金。
18. 現金流量折現法：收益法下評價特定方法之基礎，係採用合理之折現率將所有預估之未來現金流量折現後予以加總，以得出評價標的之現值。
19. 淨現值：將未來各期現金流入減除所有現金流出（包含投資成本）後之淨現金流量，使用適當之折現率折現至特定日所計算之價值。
20. 現值：將未來現金流量以適當之折現率折現至特定日之價值。
21. 終值：在現金流量折現法下，將明確預測期間後之所有剩餘預估現金流量折現至明確預測期間結束日之價值。
22. 無風險報酬率：係指無違約風險之投資於市場所能得到之報酬率（亦即純利率加通貨膨脹率）。純利率係指無違約風險且無通貨膨脹之報酬率。
23. (刪除)
24. 資本化因子：將具代表性之單一期間收益轉換為資本價值之乘數。
25. (刪除)
26. 實質現金流量：對名目現金流量就預期通貨膨脹作調整後之預估現金流量。
27. 權益自由現金流量：企業扣除經營支出、必要資本投資及增加或減少債務融資後可支付予權益持有人之現金流量。



## 參、使用現金流量折現法之考量

### 現金流量折現法可適用之情況

第五條 現金流量折現法可用於評價大多數產生現金流量之資產，相較於其他評價特定方法，此方法於下列情況可提供較佳價值指標：

1. 資產或企業經歷重大成長或尚未達到營運之成熟階段，例如對新企業之投資。
2. 短期內各期間之現金流量可能波動，例如投資性不動產因其租賃條款及條件所產生租金收益之波動；或企業因產品需求週期性變動所造成收益之波動。
3. 存續期間有限之資產，例如能源產業或天然資源產業之資產、企業及業務。

### 概述

第六條 任何資產之價值係反映自該資產產生之預估現金流量於評價基準日之現值。當使用現金流量折現法評估資產價值或企業價值時，儘管所使用之條件及輸入值有所不同，但其基本原則係屬相同。

第七條 現金流量折現法係藉由將所預估之現金流量折現至評價基準日，以得出評價標的之現值。於評價某些長期性或非確定耐用年限之評價標的時，現金流量折現值可能包含終值（即評價標的於明確預測期間結束日之價值）之折現值。於其他情況下，如評價



標的無明確預測期間，則可能僅採用具代表性之單一現金流量計算評價標的之價值，此種方法有時被稱為收益資本化法。

評價人員採用現金流量折現法之主要步驟及其中所需之關鍵輸入值如下：

- 1.依據評價標的及案件之性質，選擇最適當之現金流量類型（亦即，稅前或稅後，企業自由現金流量或權益自由現金流量、實質或名目等）。
- 2.如有明確預測期間，決定預估現金流量之最適預測期間。
- 3.如有明確預測期間，建立該期間內各期之預估現金流量。
- 4.如有明確預測期間，依據評價標的之性質判斷其是否有終值，並決定適當之終值。
- 5.決定適當之折現率。
- 6.將預估未來現金流量（包括終值，如有時）予以折現。

第 八 條 評價人員選擇明確預測期間時應考量下列因素：

- 1.評價標的之存續期間。
- 2.可取得可靠資料以作為預測基礎之合理期間。
- 3.明確預測期間應足以使評價標的之獲利及成長達到穩定水準。該期間後可使用終值。
- 4.就具週期性之評價標的，明確預測期間通常應包含一個完整週期。
- 5.就有限年限之評價標的（例如多數金融資產），通常預估評價標的整個存續期間之現金流量。



第 九 條 明確預測期間之選擇取決於評價之特定用途、評價標的之性質、可取得之資料及所採用之價值標準。

對於存續期間較短之評價標的，就其整個存續期間預估現金流量可能較為可行且攸關。

於某些情況下，特別是當評價標的之成長及獲利於評價基準日已達到穩定水準時，可能無須考量明確預測期間，而僅以於評價基準日可得具代表性之單一現金流量作為價值計算之基礎（有時稱為收益資本化法）。

對於以市場價值作為價值標準之評價標的，市場參與者若對其明確預測期間有公認之慣例，則評價時應將此慣例納入考量。此外，單一投資者預計之持有期間不應作為選擇明確預測期間之唯一考量，且不應影響評價標的之價值。對於以投資價值作為價值標準之評價標的，則預計持有該評價標的之期間得作為決定明確預測期間之考量。

## 現金流量之預估

第 十 條 評價人員使用展望性財務資訊建構明確預測期間之現金流量（即預估現金流入及流出）時，應根據評價標的之性質、現金流量之型態、資料之可取得性及預測期間之長短等因素，選用適當之固定區間（例如每周、每月、每季或每年），將現金流量分為適當之區間現金流量。現金流量模式之建構應足以反映既定之未來事項（例如合約終止或合約到期時之修改與重訂）或預期之未來事項（該等事項若預期發



生將導致現金流入及流出之變動)。

評價人員須確認現金流量之預估已適當考量評價標的之季節性及週期性因素。

**第十一條 預估現金流量之種類如下：**

- 1.合約或承諾現金流量（例如一系列固定租金給付）。
- 2.單一最可能之現金流量（儘管仍可能有不利或有利之情境未反映於該預估中），或可能反映以特定事項（例如成功開發新產品線）為條件之現金流量。
- 3.機率加權期望現金流量。
- 4.多種情境下可能未來現金流量。

**第十二條** 不同種類之現金流量通常反映不同程度之風險，且可能需採不同之折現率。例如，機率加權期望現金流量包含對各種可能結果之預期而非依據特定情況或事件（評價人員應注意，當採用機率加權期望現金流量，並不一定要使用複雜模式及技術以考量所有可能現金流量之機率分配。相反地，評價人員可能建立有限數量之離散情境及機率以掌握可能現金流量之序列）。單一最可能之現金流量可能取決於某些未來事項，因此需採不同之折現率以反映不同風險。

**第十三條** 無論展望性財務資訊之來源為何（例如管理階層之預估），評價人員應瞭解展望性財務資訊及其假設，並執行分析以評估該等展望性財務資訊及假設就評價之特定用途而言是否適當。此展望性財務資訊及



其假設之適當性取決於評價之特定用途及所採用之價值標準。例如用於決定市場價值之現金流量應反映市場參與者所預期之展望性財務資訊；若採用投資價值，預估現金流量得為特定投資者合理預估之現金流量。

**第十四條** 評價人員採用現金流量折現法進行企業評價時，得選用企業自由現金流量或權益自由現金流量。

實務上評價人員可用以推導企業自由現金流量及權益自由現金流量之公式例舉如下：

企業自由現金流量=EBIT×(1—所得稅率)+非現金流出之費用（例如折舊攤銷等）+/-淨營運資金之變動—資本支出。

權益自由現金流量=企業自由現金流量—利息支出×(1—所得稅率)—（償還債務—借入債務）。

**第十五條** 評價人員依據評價標的或案件之性質選用適當之現金流量類型時，須考量下列因素：

1.資產或企業之整體或部分之現金流量：評價人員通常採用整體現金流量。惟有時亦採用其他收益類型，例如權益現金流量或股利（僅分配予權益所有人之現金流量）。因評價標的理論上應具有單一價值，其係獨立於籌資來源或收益分配與否，故較常採用整體現金流量。

2.稅前或稅後現金流量：適用之稅率應與價值標準一致，且於許多情況下應為參與者之稅率，而非所有者之特定稅率。

3.名目或實質現金流量：實質現金流量不考量通貨



膨脹之影響，反之，名目現金流量包括對通貨膨脹之預期，若期望現金流量已納入預期之通貨膨脹率，折現率亦應納入對通貨膨脹之調整。

4.貨幣：貨幣之選用將影響與通貨膨脹及風險有關之假設，特別是對新興市場或具高度通貨膨脹率之貨幣尤為如此。建立預測值所採用之貨幣及相關風險可與評價標的所在或營運之國家有關之風險分離並加以區分。

5.預估現金流量之種類：例如機率加權情境之現金流量、最可能之現金流量或合約現金流量等。

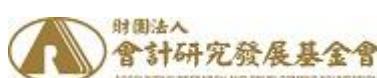
此外，折現率及其他輸入值須與所選用之現金流量類型一致。

**第十六條** 評價人員取得之展望性財務資訊經常僅反映會計收益及費損，惟其通常宜採用參與者預期之現金流量作為評價之基礎。例如，計算現金流量時，應加回非現金費用（例如折舊及攤銷費用），並減除與資本支出有關之預期現金流出及調整與淨營運資金之變動有關之現金流入或流出。

**第十七條** 當評價所採用之貨幣（評價貨幣）與預估現金流量所使用之貨幣（功能性貨幣）不同時，評價人員應就下列幣別換算方法擇一採用：

1.對以功能性貨幣計價之現金流量折現時，採用就該功能性貨幣而言係屬適當之折現率，再將該現金流量之現值按評價基準日之即期匯率換算為評價貨幣。

2.採用外幣兌換遠期曲線將功能性貨幣預測值換算



為評價貨幣預測值，並採用就該評價貨幣而言係屬適當之折現率將該預測值予以折現。當評價人員無法取得可靠之外幣兌換遠期曲線時（例如因攸關之外幣兌換市場缺乏流動性）則可能無法採用此方法，僅能採用第一款所述之方法。

## 終值

- 第 十八 條 當評價標的之經濟效益年限超過明確預測期間時，評價人員須估計該期間結束日評價標的之終值。該終值須再折現至評價基準日，所使用之折現率通常與明確預測期間預估現金流量之折現率相同。
- 第 十九 條 終值之估計應考量：
- 1.評價標的本質上為有限年限或非確定年限，此將影響計算終值所採用之方法。
  - 2.評價標的於明確預測期間後之未來成長可能性。
  - 3.於明確預測期間結束日是否預期將收取一筆預先決定之固定金額。
  - 4.計算終值時，評價標的之預期風險水準。
  - 5.針對現金流量變化具週期性之評價標的，評價人員於計算終值時應考量評價標的現金流量變化之週期性，且不應假設現金流量永久處於「高峰」或「低谷」之水準。
  - 6.評價標的於明確預測期間結束日之固有租稅屬性（如有時），以及該等租稅屬性是否預期持續至永久。
- 第 二十 條 當明確預測期間較短時，終值占所評估價值之比例

通常較高，因此終值之估計至為關鍵。於此情況下，須確實評估建構用以估計終值之現金流量時所採用之假設是否適當，且所建構之現金流量已達穩定水準，不會因延長明確預測期間而有顯著改變。

第二十一條 評價人員可採用任何合理方法計算終值。雖有許多不同方法可用以計算終值，惟評價人員最常採用下列三種方法：

- 1.固定成長模式（高登成長模式）。
- 2.市場法或退出價值法，適用於有限年限或非確定年限之評價標的。
- 3.殘值或處分成本，僅適用於有限年限之評價標的。

### 固定成長模式（高登成長模式）

第二十二條 固定成長模式係假設評價標的之現金流量以固定比率永續成長（或減少）。

第二十三條 用以推導企業終值之固定成長模式，係假設企業以固定成長率永續成長，並採常規化現金流量（係企業長期穩定狀態下之自由現金流量）加以估計。公式如下：

$$\text{終值} = (\text{FCFn} \times (1+g)) / (r-g)$$

FCFn = 明確預測期間最後一年（第n年）之常規化自由現金流量

g = 永續成長率

r = 折現率（加權平均資金成本或權益資金成本，選用折現率時見第三十九條）

## 市場法或退出價值法

第二十四條 市場法或退出價值法可透過多種方式執行，惟其最終目的係計算明確預測期間結束日評價標的之價值。

第二十五條 市場法或退出價值法下常見之終值計算方式包含採用市場證據基礎之資本化因子或市場乘數。  
評價人員採用資本化因子推導評價標的終值之公式如下：

$$\text{終值} = \text{明確預測期間結束日後具代表性之單一期間現金流量} \times \text{資本化因子}$$

第二十六條 評價人員採用市場法或退出價值法時，應遵循評價準則公報第十五號「評價方法、評價特定方法及評價模式」對市場法及市場法下之評價特定方法之相關規定。惟評價人員亦應考量明確預測期間結束日之預期市場情況，並據以調整。

## 殘值或處分成本

第二十七條 某些評價標的之終值可能與先前之現金流量關聯性極低或完全不具關聯，該等評價標的之例子包括遞耗型評價標的，例如礦產或油井。

第二十八條 於第二十七條所述之情況下，終值通常係以評價標的之殘值減除處分評價標的之支出計算。於處分支出超過殘值之情況下，終值為負數，稱為處分成本或評價標的之除役義務。

## 折現率

第二十九條 預估現金流量折現時所使用之折現率不僅應反映貨幣時間價值，亦應反映與現金流量類型及評價標的之未來營運相關之風險。預估現金流量折現所使用之折現率須與現金流量類型一致。

第三十條 評價人員可採用任何合理之方法及參考指標建立適當之折現率。有許多方法及參考指標能建立折現率或判斷折現率之合理性，常見之方法及折現率參考指標包括（但不限於）：

- 1.資本資產訂價模式。
- 2.加權平均資金成本。
- 3.觀察到或推估之利率或殖利率。
- 4.堆疊法。

第三十一條 評價人員於評估折現率之適當性時，應視情況考量交叉檢核性分析。常見之分析包括（但不限於）：

- 1.內部報酬率。
- 2.加權平均資產報酬率。
- 3.其他方法（例如市場法）下之價值估計，或將收益法下之隱含乘數與可類比公司市場乘數或可類比交易乘數相互比較。

第三十二條 評價人員於建立折現率時至少應考量：

- 1.評價標的之類型。例如，評價債務所採用之折現率可能不同於評價不動產或評價企業所採用之折現率。
- 2.市場中可類比交易之隱含利率。

- 3.評價標的之地理位置及（或）其可能之交易市場。
- 4.評價標的之存續期間及（或）到期日，以及輸入值之一致性。例如，所採用無風險利率之期間長短將視情況而定，惟一般作法係使所採用無風險利率之期間與所考量之預估現金流量期間相配合。
- 5.所採用之價值標準。
- 6.預估現金流量之計價貨幣。

第三十三條 就折現率之建立而言，評價人員須：

- 1.記錄建立折現率所使用之方法及使用該方法之佐證。
- 2.提供推導折現率之證據，包括重要輸入值之辨認及其推導或來源之佐證。

第三十四條 評價人員建立折現率時，須考量達成評價標的預估現金流量之風險。具體而言，評價人員須評估折現率是否反映預估現金流量之假設所涉及之風險。例如，若使用合約現金流量或最可能現金流量，則反映有關未來違約預期之折現率即屬適當。在與預估現金流量之相同基礎下，可透過對市場上可類比項目之交易觀察到之報酬率進行分析，以獲得適當之折現率。

若使用機率加權期望現金流量，則不得使用上述之折現率，因機率加權期望現金流量通常已反映有關未來違約之假設，故應使用與期望現金流量固有風險相當之折現率。此折現率通常源自可產生資產預期報酬率之訂價模式，該等模式應足以反映各種可



能之結果。

**第三十五條** 許多方式可評估達成評價標的預估現金流量之風險，常見之程序包括（但不限於）：

- 1.辨認預估現金流量之關鍵組成部分，並將該等關鍵組成部分與下列項目比較：
  - (1)評價標的之歷史營運及財務績效。
  - (2)可類比項目之歷史績效及預期績效。
  - (3)產業之歷史績效及預期績效。
  - (4)評價標的主要營運國家或地區之預期短期及長期成長率。
- 2.確認評價標的之預估現金流量為期望現金流量（即機率加權情境）、最可能之現金流量（即最有可能情境）或其他類型之現金流量。
- 3.評價人員若使用期望現金流量，應考量用以推導期望現金流量之不同可能結果之相對離散程度（例如：高離散程度可能顯示需調整折現率）。
- 4.將先前對評價標的之預估與實際結果進行比較，以評估管理階層估計之準確性及可靠性。
- 5.考量質性因素。
- 6.考量採用其他方法（例如市場法）所得出之價值估計。
- 7.考量與評價標的之環境、社會及治理（ESG）特性相關之風險。

**第三十六條** 若評價人員判斷評價標的預估現金流量之某些風險尚未反映於折現率，則須調整預估現金流量或折現率，以處理尚未反映之風險。



- 1.評價人員調整預估現金流量時，應提供該調整係屬必要之理由、進行量化程序以支持該調整，並記錄調整之性質及金額。
  - 2.評價人員調整折現率時，應記錄不適合或不可能調整預估現金流量之原因、提供此等風險尚未反映於折現率之理由、進行量化及質性程序以支持該調整，並記錄調整之性質及比率。評價人員於調整過程中應考量所有合理可得之資訊。
- 第三十七條 評價人員建立折現率時，應適當考量評價標的係以單獨基礎或於組合中評估，對非系統性風險及推導整體折現率之影響。例如，評價人員應考量市場參與者究係以單獨基礎評估評價標的之折現率；抑或係評估評價標的於較廣之組合中，考量非系統性風險分散程度潛在影響後之折現率。
- 第三十八條 評價人員應考量集團內企業間之協議及移轉訂價對折現率之影響。例如，集團內之業務單位或企業常透過集團內之協議訂定固定或保證報酬，此可能降低企業預估現金流量之風險，並降低適當之折現率；惟該集團內其他業務單位或企業將被認定為承擔剩餘之超額報酬與風險，因而增加該業務單位或企業預估現金流量之風險並提高適當之折現率。
- 第三十九條 評價人員於評價企業時，通常使用加權平均資金成本或權益資金成本將預估現金流量予以折現。為得出企業價值，可使用加權平均資金成本將企業自由現金流量予以折現。加權平均資金成本通常反映最適（而非實際）資本結構，為得出企業最適資本結



構，可能需要對企業實際債務比率予以調整。為得出企業之權益價值，對權益自由現金流量則使用權益資金成本。權益價值反映歸屬於權益所有人之價值。此外，亦可自企業價值減除淨債務以得出權益價值。

**第四十條** 加權平均資金成本通常係市場參與者對特定投資項目所要求之報酬率。僅涉及債務與權益之簡單計算一例為：

$$WACC = K_e \times (E / (D+E)) + K_d \times (1-T) \times (D / (D+E))$$

**K<sub>e</sub>**=權益資金成本

**E** = 權益之市場價值

**K<sub>d</sub>**=付息債務資金成本

**D** =付息債務之市場價值

**T** =稅率

**第四十一條** 權益資金成本表彰投資者對權益之預期報酬率。權益資金成本於市場中並非隨時可觀察。對於權益資金成本之估計有數個模式，最普遍之方法係使用資本資產訂價模式或其延伸模式。在資本資產訂價模式下，權益資金成本之計算如下：

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + \alpha$$

**R<sub>f</sub>**=無風險報酬率，係無風險資產目前之報酬率

**R<sub>m</sub>**=市場投資組合之預期報酬率

**(R<sub>m</sub>-R<sub>f</sub>)** = 權益市場風險溢酬

**β**=beta值，係特定資產風險相對於所有風險性資產組合之風險之程度，用以衡量系統性（或無法分



散之)風險

$\alpha = \text{alpha}$ 值，即企業之特定風險溢酬(用以反映企業規模及財務困境等之風險溢酬)

第四十二條 評價人員決定折現率時，若缺乏足夠之市場資料，則可能使用「堆疊」法。採用堆疊法推估折現率時，通常以被視為無違約風險之長期政府公債利率為無風險利率，並應額外加計各種相關風險溢酬以反映市場風險及評價標的之特定風險。

第四十三條 現金流量折現模式亦可用於估計某項投資之內部報酬率。內部報酬率係指使投資之所有現金流量(包括取得成本)之淨現值等於零之折現率。藉由比較內部報酬率與企業所要求之報酬率門檻或資金成本，可以用以評估是否接受該投資。

## 價值標準

第四十四條 現金流量折現法可應用於不同價值標準下之評價，例如市場價值、投資價值、財務報導目的下之公允價值或使用價值。評價人員須考量建立預估現金流量之特定用途，以及預估現金流量之假設是否與所採用之價值標準一致。若預估現金流量之假設與價值標準不一致，可能須調整預估現金流量或折現率。

第四十五條 評價人員使用現金流量折現法決定評價標的之市場價值或其他類似標準之價值時，應使用可取得之市場證據。所有輸入值應儘可能以源自市場之資料為基礎。若缺乏足夠之市場資料，輸入值應儘可能反映投資者與其他市場參與者之考量及預期。現金流

量之估計應依據在評價基準日市場上對所預期未來收益之可佐證程度加以判斷，而不應依據評價基準日後所發生之事件而加以判斷。

- 第四十六條 評價人員若使用特定所有者或預期所有者所提供之預估現金流量估計評價標的之市場價值，則應以市場證據及預期加以檢測與比對。對所預估現金流量之成長與衰退之假設前提，通常係基於經濟與市場情況之分析，以及與管理階層對該資產或企業績效之預期之討論。營業費用之增減調整應反映所有費用之趨勢及重要費用項目之特定趨勢。若所提供之預估不同於市場預期，則不應用以推估市場價值。
- 第四十七條 評價人員使用現金流量折現法估計評價標的之市場價值時，針對所有評價輸入值及假設應注意評價準則公報中對市場價值之定義，且應對所採用之輸入值、參數及假設進行充分之研究，以確保所採用之現金流量之預期及假設對於所處市場係屬適當且合理。
- 第四十八條 評價人員使用現金流量折現法估計評價標的之投資價值時，所使用之輸入值（例如折現率、明確預測期間及現金流量假設等）通常與市場參與者所使用之輸入值有所不同。
- 第四十九條 評價人員估計評價標的之投資價值時，預估現金流量應反映目前所有者或預期所有者之特定預期。所使用之折現率通常係由目前所有者或預期所有者要求之條件（例如目標報酬率或所要求之報酬率門檻、機會成本或企業之加權平均資金成本）所決定。



例如，當使用現金流量折現法估計投資標的對預期買方之投資價值時，預期買方於進入市場前通常須決定投資標的欲達到目標報酬率所需之現金流量。

## 一致之輸入值

第五十條 現金流量之估計可能有多種不同基礎，例如固定或變動、稅前總額或稅後淨額、已扣除或未扣除債務融資成本，已反映或未反映預期通貨膨脹或通貨緊縮。因此，折現率之採用應與現金流量之估計基礎一致。

第五十一條 採用現金流量折現法評價時，究竟使用名目或實質現金流量、稅前或稅後現金流量較為適當，將取決於評價之特定用途及相關情況、評價標的之性質、可取得之資訊及攸關市場上之實務慣例。

第五十二條 評價人員使用名目現金流量時，應注意並確保所使用自分析可類比項目而得之折現率，亦應以所要求之名目報酬率為基礎。

第五十三條 現金流量類型之選用應依據參與者之觀點。例如，不動產之現金流量（如租金）及折現率之估計通常採用稅前基礎，而企業評價之現金流量及折現率之估計通常採用稅後基礎。由於調整稅前折現率與稅後折現率可能複雜且容易出錯，進行該調整時應特別謹慎。

## 評價報告

第五十四條 評價人員採用現金流量折現法評價時，其評價報告



應依評價準則公報第三號「評價報告準則」之規定出具。

**第五十五條** 評價人員使用現金流量折現法時，為遵循評價準則公報第三號「評價報告準則」之規定，須揭露下列事項：

- 1.預估現金流量所使用展望性財務資訊之來源。
- 2.明確預測期間，包括現金流量之開始日、期間長短及頻率。
- 3.現金流入及現金流出之組成（依性質分類）及選用之理由。
- 4.折現率之來源或理由。
- 5.計算終值之基礎。

**第五十六條** 評價人員宜對關鍵輸入值假設之變動進行敏感性分析，並於評價報告中說明其對價值結論所產生之影響。

**第五十七條** 當評價人員同時使用現金流量折現法與其他評價特定方法時，評價報告通常應包括下列事項之一：

- 1.評價人員進行價值結論之判斷時對現金流量折現法之價值估計與其他評價特定方法之價值估計間之差異之分析及調節，以及若評價人員選擇以對每一價值估計給予權重之方式分析並調節不同價值估計間之差異，評價人員所給予之權重及其理由。
- 2.使用單一評價特定方法所得之價值結論之理由。

## 肆、附 則



## 實務指引|第一號

第五十八條 本指引於中華民國一〇六年十二月七日發布，於中華民國一〇九年九月二十五日第一次修訂，於中華民國一一四年十月二十二日第二次修訂。

第一次修訂條文自中華民國一〇九年十二月二十五日起實施，但亦得提前適用。

第二次修訂條文自中華民國一一四年十二月二十五日起實施，但亦得提前適用。



## 附 錄

### 附錄一 釋例

說明：

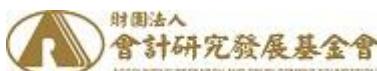
下列釋例對現金流量折現法之應用提供例示，未完整納入評價人員所執行之全部評價流程。釋例中所有數字及資訊皆為假設情況，並未將實務上評價所面臨之所有情況納入考量。評價人員應自行依評價標的之實際情況作專業判斷，選擇適當之評價方法及參數，以產生合理適切之價值結論；評價人員於採用現金流量折現法進行評價時，應依評價準則公報之規定處理，所採用之評價方法及相關參數（例如折現率、成長率）應有合理之資訊佐證，評價人員不宜逕引用本釋例之內容。

#### 釋例一 資產之評價—以投資性不動產為例

（本釋例係為使實務界瞭解如何應用本指引之條文於投資性不動產之評價。評價人員仍應遵循相關法令規定，依評價標的之實際情況進行評價。不動產估價之作業程序、方法及估價應遵行內政部發布之「不動產估價技術規則」。）

#### 情境

計算辦公大樓之市場價值。該建築物屋齡已 15 年且有六層樓，係出租給單一承租人。該租賃係於三年前簽訂為期 10 年之租約，並約定於合約之第五年依據市場租金進行租金調整協商。在評價基準日之合約年租金為新台幣 560,000 元，且直至合約之第五年仍維持相同。合約之第五年將進行租金調整協商，並以租金調整協商



時之市場行情為依據，調整合約第六年至第十年之租金，且該租金於合約之第六年至第十年皆為固定（即「回歸市場行情條款」）。本釋例所假設之租金及相應之折現率不考量營運費用、修繕費用、地價稅及房屋稅等費用。

對於辦公大樓目前之市場租金行情為新台幣 600,000 元。

### 折現率

現金流量係以名目數額為基礎。折現率係分析於相同市場中近期所出售類似不動產之初始收益率，並依據建築物與地點之品質、承租人身分及租賃條款所產生未來收益之比較風險作適當調整而推算。本釋例所要求之報酬率（折現率）為 9%，該市場通常以考量購買方成本後之淨報酬衡量報酬率；計算終值之資本化率為 7%，該資本化率已反映市場參與者對平均年度成長率 2% 之預期。

### 明確預測期間

評價考量租賃剩餘期間（七年）之現金流量，並於二年後（合約之第五年）調整合約第六年至第十年之租金，且假設於七年後（合約之第十年底）出售。因每半年收取租金，故現金流量係以每半年為基礎共 14 期進行分析。相對應之每半年所要求之報酬率為 4.4%（即  $(1.044)^2 = 1.09$ ）。本釋例假設租金之現金流量係於期末發生。

### 終值

評價基準日後第七年底之終值係將所預期之第八年租金（租賃結束之每年租金為新台幣 689,000 元，即  $600,000 \times (1+2\%)^7$ ），按 7% 資本化率推算第八年初之終值。資本化率之選擇如同折現率之

選擇，應充分考量每一案例之實際情況及對預估現金流量之風險所作之審慎評估。

## 計算

於釋例之表格中使用上述輸入值計算出之市場價值為新台幣 8,129,000 元。



## 投資性不動產（具成長率）

輸入值			
所要求之年化報酬率 : k	9.00% <sup>(a)</sup>	名目	
所要求之半年化報酬率	4.40% <sup>(a)</sup>		
永續固定收益成長率 (g)	2.00% <sup>(a)</sup>	名目	
資本化率 : $k - g$	7.00% <sup>(a)</sup>		
剩餘租約年數	7		
調整租金之年度	5		
購買方成本	6.00% <sup>(a)</sup>		
單位：新台幣仟元			
訂約租金	560	每半年	280 <sup>(b)</sup>
目前之市場租金	600	每半年	300 <sup>(b)</sup>
調整後之市場租金	624	每半年	312 <sup>(b)</sup>
出售時之市場租金	689		每年成長率 2%
			每年成長率 2%

明確預測期間 1 (每半年)	總額	第 1 年		第 2 年							
		H1	H2	H3	H4						
各期之收益		280	280	280	280						
期間之現金流量		280	280	280	280						
現值因子 (@4.4%)		1.000	0.958	0.917	0.879						
現值金額	1,051	280	268.2	256.8	246.1						
明確預測期間 2 (每半年)		第 3 年		第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年				
		H5	H6	H7	H8	H9	H10	H11	H12	H13	H14
回歸市場行情之收益		312	312	312	312	312	312	312	312	312	312
期間之現金流量		312	312	312	312	312	312	312	312	312	312
現值因子 (@4.4%)		0.842	0.806	0.772	0.740	0.709	0.679	0.650	0.623	0.596	0.571
現值金額	2,180	262.7	251.5	240.9	230.9	221.2	211.8	202.8	194.4	186.0	178.2
終值											
租賃結束之每年租金 (第 8 年)					689	每年租金					
年化資本化因子 (@7.00%)						14.29					
							9,845.8				
現值因子 (@9.00%)								0.547			
出售時終值之現值	5,386										
調整購買方成本前之總價值	8,617										
購買方之成本調整 <sup>(a)</sup>											
(市場價值@6%)	488										
目前市場價值	8,129										

(a)：此為考量購買方成本後所要求之報酬率。

(b)：本擇例係以半年租金計算，實務上使用者可視租金之收取頻率，以年租金、季租金或月租金計算。



## 實務指引第一號

(c)：此處之減項乃因明確預測期間及終值所採用之折現率係以已減除購買方成本之報酬為基礎，故現金流量亦應減除購買方成本（此等成本包括交易所發生之各項收費、佣金及任何不可回收之稅金）；若標的所處市場之報酬率計算並非以考量購買方成本後之淨額為基礎，則標的市場價值之計算不應減除購買方成本。準此，所處市場之報酬係減除何等成本，則標的市場價值之計算即應減除該等成本。



## 釋例二 加權平均資金成本之計算

以下說明加權平均資金成本之計算及以資本資產訂價模式為基礎計算之權益資金成本。

於評價基準日：

1. 債務比率為 20%。
2. 稅前債務資金成本為 9%。
3. 無風險利率為 2.3%。
4. 權益市場風險溢酬為 7.5%。
5. 根據對市場上可類比公司之觀察，資產 beta 值為 0.60。
6. 公司之特定風險溢酬為 3%。

基於上述假設，可推算名目加權平均資金成本（WACC）為 10%，推算過程如下所述：

### 加權平均資金成本之計算

#### 輸入值

資產 beta 值（未舉債之權益 beta 值）	=	0.6	源自可類比公司之分析
債務比率 (%)	=	20%	與可類比公司之付息債務比率一致
公司之所得稅稅率	=	20%	公司之所得稅稅率（有效稅率）
無風險利率	=	2.3%	10 年期政府公債於評價基準日之殖利率
權益市場風險溢酬	=	7.5%	視為已開發國家目前投資環境下之適當值
alpha 值	=	3%	公司之特定風險溢酬

#### 資本資產訂價模式

無風險利率	=	2.3%	10 年期政府公債於評價基準日之殖利率
舉債下之權益 beta 值	=	0.72	= 資產 beta 值 $\times$ $(1 + ((1 - \text{稅率}) \times (\text{付息債務/權益})) )$
權益市場風險溢酬	=	7.5%	視為已開發國家目前投資環境下之適當值
alpha 值	=	3%	公司特定風險溢酬
所要求之權益報酬率	=	10.7%	= 無風險利率 + (舉債下之權益 beta 值 $\times$ 權益市場風險溢酬) + alpha 值

#### 加權平均資金成本

所要求之權益報酬率	=	10.7%	由以上計算得出
稅前債務資金成本	=	9%	具可類比風險之公司之付息債務資金成本
債務比率 (%)	=	20%	參考可類比公司之付息債務比率
權益比率 (%)	=	80%	1 - 付息債務比率 (%)
公司之所得稅稅率	=	20%	公司之所得稅稅率（有效稅率）
加權平均資金成本	=	10%	= 權益比率 (%) $\times$ 所要求之權益報酬率 + 付息債務比率 (%) $\times$ (1 - 稅率) $\times$ 稅前債務資金成本

註：本釋例中之債務係指付息債務。



ACCOUNTING RESEARCH AND DEVELOPMENT FOUNDATION

## 釋例三 企業之評價

### 簡介

下列四個簡例說明，於評價企業價值或企業之權益價值時，不論現金流量之預估係以企業自由現金流量或權益自由現金流量為基礎，亦不論其係以實質或名目為基礎，以現金流量折現法所得之價值估計在理論上皆應相同。此四個簡例僅在說明現金流量折現法之基礎理論，實務上所使用之現金流量類型將取決於企業之性質、資產之類型及所處之市場；如第五十三條所述，並不建議將以一套資料假設為基礎之資訊調整為以另一套資料假設為基礎之資訊（即就評價之特定用途，輸入值應與市場參與者常用之基礎一致）。此四例之終值係以固定成長模式及假設退出乘數為估算基礎。

### 情境

甲公司為一從事食品流通的公司，甲公司之管理階層委任評價人員估算甲公司之企業價值及權益價值。於本情境下，評價人員將使用現金流量折現法估計市場價值（見評價準則公報第四號「評價流程準則」第十七條）。

甲公司管理階層預估：

- 1.甲公司第一年之收入為新台幣 250 仟元，收入於明確預測期間（假設持續四年）預估每年成長 4%。預期於第四年後甲公司逐漸邁入成熟期，故第四年後之收入以永續成長率 2% 穩定成長。
- 2.息前稅前折舊攤銷前淨利率（EBITDA margin）預估維持為每年收入之 20%。

- 3.折舊預估為每年收入之 2%，資本支出假設與折舊相等（甲公司目前於該產業已趨近成熟階段，資本支出僅係維持現有產能）。
- 4.甲公司並無攤銷費用。
- 5.淨營運資金按收入之 2%估計。
- 6.明確預測期間之適用稅率假設為 20%。
- 7.甲公司每年新發行之債務為新台幣 0.2 仟元。

於決定適當之終值時，由於預期明確預測期間後甲公司邁入成熟期，故評價人員以長期穩定狀況下之自由現金流量估計終值，即以第四年之自由現金流量乘以（ $1 +$ 永續成長率 2%）。評價人員於考量常規化及展望性（預測）乘數後，估計適當之退出乘數（以明確預測期間結束日次一年之預測 EBITDA 為基礎）為 9。

甲公司對其預估採取名目基礎及實質基礎，長期通貨膨脹率假設每年為 2.3%。

於評價基準日，評價人員使用資本資產訂價模式決定權益資金成本為 10.7%。名目加權平均資金成本為 10%（其詳細計算列示於釋例二），此相應之實質加權平均資金成本為 7.5%。債務之市場價值估計為企業價值之 50%。

## 簡例一 企業自由現金流量（稅後/名目現金流量、固定成長、終值）

單位：新台幣仟元

年度	1	2	3	4	終值
收入	250.0	260.0	270.4	281.2	
EBITDA	50.0	52.0	54.1	56.2	
減：折舊	(5.0)	(5.2)	(5.4)	(5.6)	
EBIT	45.0	46.8	48.7	50.6	
所得稅	(9.0)	(9.4)	(9.7)	(10.1)	
加：折舊	5.0	5.2	5.4	5.6	
資本支出	(5.0)	(5.2)	(5.4)	(5.6)	
淨營運資金之變動	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	
<b>企業自由現金流量</b>	<b>35.8</b>	<b>37.2</b>	<b>38.8</b>	<b>40.3</b>	<b>41.1</b>
<b>終值</b>					<b>513.8</b>
折現期間 <sup>註1</sup>	0.5	1.5	2.5	3.5	3.5
折現因子 <sup>註2</sup>	0.953	0.867	0.788	0.716	0.716
現值	34.1	32.3	30.6	28.9	367.9
<b>企業價值</b>	<b>493.8</b>				
減：債務之市場價值	(246.9)				
權益價值	246.9				

**主要假設**

EBITDA 利潤率	20.0%
所得稅率	20.0%
加權平均資金成本	10.0%
明確預測期間後之固定成長率	2.0%
債務之市場價值	企業價值之 50%

註 1：本釋例假設現金流量於全年度平均發生，故以期中折現計算。

註 2：為簡化表達，小數點第三位四捨五入計算後可能含有尾差。



## 簡例二 企業自由現金流量（稅後/名目現金流量、退出乘數、終值）

年度	單位：新台幣仟元				
	1	2	3	4	終值
收入	250.0	260.0	270.4	281.2	286.8
EBITDA	50.0	52.0	54.1	56.2	57.4
減：折舊	(5.0)	(5.2)	(5.4)	(5.6)	
EBIT	45.0	46.8	48.7	50.6	
所得稅	(9.0)	(9.4)	(9.7)	(10.1)	
加：折舊	5.0	5.2	5.4	5.6	
資本支出	(5.0)	(5.2)	(5.4)	(5.6)	
淨營運資金之變動	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	
<b>企業自由現金流量</b>	<b>35.8</b>	<b>37.2</b>	<b>38.8</b>	<b>40.3</b>	
<b>終值</b>					<b>516.6</b>
折現期間 <sup>註1</sup>	0.5	1.5	2.5	3.5	3.5
折現因子 <sup>註2</sup>	0.953	0.867	0.788	0.716	0.716
<b>現值</b>	<b>34.1</b>	<b>32.3</b>	<b>30.6</b>	<b>28.9</b>	<b>369.9</b>
<b>企業價值</b>	<b>495.7</b>				
減：債務之市場價值	(247.8)				
權益價值	247.9				
<b>主要假設</b>					
EBITDA 利潤率			20.0%		
所得稅率			20.0%		
加權平均資金成本			10.0%		
明確預測期間後之固定成長率			2.0%		
退出乘數（以 EBITDA 為基礎）			9		
債務之市場價值			企業價值之 50%		

註 1：本釋例假設現金流量於全年度平均發生，故以期中折現計算。

註 2：為簡化表達，小數點第三位四捨五入計算後可能含有尾差。



## 簡例三 企業自由現金流量（稅後/實質現金流量、固定成長、終值）

單位：新台幣仟元

年度	1	2	3	4	終值
收入	250.0	254.2	258.4	262.7	
EBITDA	50.0	50.8	51.7	52.5	
減：折舊	(5.0)	(5.1)	(5.2)	(5.3)	
EBIT	45.0	45.7	46.5	47.2	
所得稅	(9.0)	(9.1)	(9.3)	(9.4)	
加：折舊	5.0	5.1	5.2	5.3	
資本支出	(5.0)	(5.1)	(5.2)	(5.3)	
淨營運資金之變動	—	(0.1)	(0.1)	(0.1)	
<b>企業自由現金流量</b>	<b>36.0</b>	<b>36.5</b>	<b>37.1</b>	<b>37.7</b>	<b>37.6</b>
<b>終值</b>					<b>482.1</b>
折現期間 <sup>註1</sup>	0.5	1.5	2.5	3.5	3.5
折現因子 <sup>註2</sup>	0.964	0.897	0.835	0.776	0.776
現值	34.7	32.7	31.0	29.3	374.1
<b>企業價值</b>	<b>501.8</b>				
減：債務之市場價值	(250.9)				
<b>權益價值</b>	<b>250.9</b>				

**主要假設**

EBITDA 利潤率 20.0%

所得稅率 20.0%

加權平均資金成本—  
實質 7.5%

債務之市場價值 企業價值之 50%

註 1：本釋例假設現金流量於全年度平均發生，故以期中折現計算。

註 2：為簡化表達，小數點第三位四捨五入計算後可能含有尾差。

**簡例四 權益自由現金流量（稅後/名目現金流量、固定成長、終值）**

單位：新台幣仟元

年度	1	2	3	4	終值
企業自由現金流量	35.8	37.2	38.8	40.3	
減：利息 $\times (1 - \text{稅率})^{\text{註}1}$	(17.8)	(17.8)	(17.8)	(17.8)	
加：新發行之債務	0.2	0.2	0.2	0.2	
<b>權益自由現金流量</b>	<b>18.2</b>	<b>19.6</b>	<b>21.2</b>	<b>22.7</b>	<b>23.2</b>
<b>終值</b>					<b>266.7</b>
折現期間 <sup>註2</sup>	0.5	1.5	2.5	3.5	3.5
折現因子 <sup>註3</sup>	0.950	0.859	0.776	0.701	0.701
<b>現值</b>	<b>17.3</b>	<b>16.8</b>	<b>16.5</b>	<b>15.9</b>	<b>187.0</b>
<b>權益價值</b>	<b>253.5</b>				
加：債務之市場價值	253.5				
<b>企業價值</b>	<b>507.0</b>				

**主要假設**

所得稅率 20.0%

權益資金成本 10.7%

明確預測期間後之固定成長率 2.0%

註 1：第 1 年之稅後利息係以簡例一所計算之債務市場價值（246.9）乘以稅前債務資金成本（9%），再乘以  $(1 - \text{稅率})$  得出，即： $246.9 \times 9\% \times (1 - 20\%) = 17.8$ 。由於每年新發行債務之金額較小，故每年稅後利息之金額經四捨五入計算後並無差異。

註 2：本釋例假設現金流量於全年度平均發生，故以期中折現計算。

註 3：為簡化表達，小數點第三位四捨五入計算後可能含有尾差。

## 釋例四 機率加權期望現金流量與最可能之現金流量之比較

### 簡介

以下二例列示評價人員使用機率加權期望現金流量與最可能之現金流量評價企業時，兩者間之差異。為簡化起見，釋例中省略現金流量計算之完整過程，而僅列示以企業自由現金流量（FCFF）折現推算企業價值之過程。本釋例亦說明加權平均資金成本之計算及以資本資產訂價模式為基礎計算之權益資金成本。

### 折現率

於評價基準日：

1. 債務權益比為 0.67（債務比率為 40% 與權益比率為 60%）。
2. 稅前債務資金成本為 10%。
3. 無風險利率為 4%。
4. 權益市場風險溢酬為 5%。
5. 舉債下之權益 beta 值為 1.5。
6. 明確預測期間之適用稅率為 23%。

本釋例假設不考慮就企業規模風險或國家風險作調整，且未作 alpha 值調整。因機率加權期望現金流量已表彰各種可能之結果，即已將非系統性風險納入考量，故所適用之折現率無須再額外調整公司特定之風險（alpha 值）。因此，適用於機率加權期望現金流量之折現率為僅代表系統性風險之加權平均資金成本（10%）。

## 情境

於以下情境中，評價人員將採用現金流量折現法估計企業價值。

### 基本（最可能之）情況

某企業面臨特定市場之現有產品線即將可能被禁止之情形，於是計劃開發新產品線以解決目前法規上之問題。整體而言，管理階層抱持樂觀看法，認為開發新產品線可成功改善對企業之負面影響且該企業將產生可觀之利潤。管理階層以產品開發成功為基礎預期最可能之情況（基本情況），並依其觀點預估可能之結果。

### 其他可能之情況

與評價人員更進一步討論財務預測後，管理階層列示出若干其他情境，包括企業蒙受無法自產品線終止及產品之負面形象中快速恢復之較差情況，以及新開發之產品若被廣為接受則企業將自高利潤獲益之較佳情況。管理階層所列示之各種情境於關鍵的第一年達成不同之銷售水準、並於往後之年度有不同之收入、獲利能力及資本投資率（本釋例僅列示企業自由現金流量之成長結果）。長期通貨膨脹率為每年 3.5%。本釋例採用期中折現慣例。

## 分析

評價人員根據上述三種情境計算加權平均之企業自由現金流量以估計企業價值，並作出結論：使用加權平均資金成本 10%，得出企業價值之估計值為新台幣 1,473 仟元。見「一、機率加權期望現金流量」。

就比較之目的而言，若將折現率 10% 使用於以產品開發成功為基礎之預期最可能之情況（基本情況），則所得出之企業價值新台幣 1,671 仟元將高出上述估計值 1,473 仟元約 13.5%。換言之，企業價值將被高估。

若將折現率 11% 適用於基本情況，則所得出之企業價值新台幣



1,452 仟元將接近上述估計值 1,473 仟元（仍有些微差異 21 仟元）。此意謂若採用基本情況，對於推估中之非系統性風險，折現率之風險調整為 1% (11% – 10%)。見「二、最可能之現金流量」。

## 說明

評價人員於決定上述營業情境之機率時，得以其產業及企業之經驗評估各種事件之可能性，或由管理階層直接進行評估。管理階層之評估過程最好能以探究各種不確定性並瞭解其動因之方式進行，俾能對相關預估作出更切合實際之評估。此作法亦可偵測出管理階層在其對營業之預估中未考量之某些層面及風險。

此外，適用於最可能之現金流量（或以產品開發成功為基礎之現金流量）之折現率理論上將可透過對市場上可類比資產或可類比公司之交易所觀察到之報酬率進行分析而得（在與預估現金流量之相同基礎下）。惟此種報酬率可能並非隨時可觀察。

在求算各種營業情境之機率（使用機率加權期望現金流量）或就非系統性風險調整折現率（使用最可能或以產品開發成功為基礎之現金流量）之過程中，儘管皆存在某些主觀性之爭議，然而，對企業所面臨之不確定性予以拆解及分析，將有助於提升對風險及價值評估之說服力及穩健性。

## 一、機率加權期望現金流量

	機率	第1年	第2年	第3年	第4年	最終現金 流量/終值
<b>情境1—較佳情況</b>	10%					
企業自由現金流量		90.0	103.5	113.9	119.5	123.7
成長率(%)			15.0%	10.0%	5.0%	3.5%
<b>情境2—基本情況</b>	60%					
企業自由現金流量		90.0	100.8	110.9	116.4	120.5
成長率(%)			12.0%	10.0%	5.0%	3.5%
<b>情境3—較差情況</b>	30%					
企業自由現金流量		60.0	63.0	66.2	68.8	71.2
成長率(%)			5.0%	5.0%	4.0%	3.5%
<b>機率加權之企業自由現金流量</b>						
企業自由現金流量		81.0	89.7	97.8	102.4	106.0
成長率(%)			10.9%	8.9%	4.7%	3.5%
加權平均資金成本	10.0%					1,630.8
終值成長率	3.5%					
折現期間		0.5	1.5	2.5	3.5	3.5
折現因子		0.953	0.867	0.788	0.716	0.716
現值		77.2	77.8	77.1	73.3	1,167.6
<b>企業價值</b>		<b>1,473</b>				

## 二、最可能之現金流量

	第1年	第2年	第3年	第4年	最終現金 流量/終值
--	-----	-----	-----	-----	---------------

### 基本情況

企業自由現金流量	90.0	100.8	110.9	116.4	120.5
成長率(%)		12.0%	10.0%	5.0%	3.5%

折現率	10.0%(a)	0.5	1.5	2.5	3.5	3.5	1,853.8
終值成長率	3.5%						
折現期間		0.5	1.5	2.5	3.5	3.5	
折現因子		0.953	0.867	0.788	0.716	0.716	
現值		85.8	87.4	87.4	83.3	1,327.3	
<b>企業價值</b>	<b>1,671.2</b>						
與一、所計算之企業價 值之差異	13.5%						

折現率	11.0%(b)	0.5	1.5	2.5	3.5	3.5	1,606.7
終值成長率	3.5%						
折現期間		0.5	1.5	2.5	3.5	3.5	
折現因子		0.949	0.855	0.770	0.694	0.694	
現值		85.4	86.2	85.4	80.8	1,115	
<b>企業價值</b>	<b>1,452.8</b>						
與一、所計算之企業價 值之差異	-1.4%						

<b>隱含風險調整</b>	<b>1.0%</b>	(b)-(a)
---------------	-------------	---------

### 加權平均資金成本之計算

#### 資本資產訂價模式

無風險利率 4.0%

舉債下之權益 beta 值 1.5

權益市場風險溢酬 5.0%

alpha 值 0.0%

所要求之權益報酬率  $11.5\% = \text{無風險利率} + (\text{舉債下之權益 beta 值} \times \text{權益市場風險溢酬}) + \text{alpha 值}$

#### 加權平均資金成本

所要求之權益報酬率 11.5%

稅前債務資金成本 10.0%

債務比率 (%) 40.0%

權益比率 (%) 60.0%

公司之所得稅率 23.0%

加權平均資金成本  $10.0\% = \text{權益資金成本} \times \text{權益比率} \% + \text{債務資金成本} \times (1 - \text{稅率}) \times \text{付息債務比率} \%$

## 附錄二 「現金流量折現法」條文說明

條 次	說 明
第一 條	本指引之目的。
第二 條	本指引之適用範圍。
第三 條	本指引可應用於多種價值標準之衡量。
第四 條	用語定義。
第五 條	可適用現金流量折現法之情況。
第六 條	現金流量折現法之概述。
第七 條	現金流量折現法之說明，以及採用現金流量折現法之主要步驟與關鍵輸入值。
第八 條	選擇明確預測期間時之考量因素。
第九 條	明確預測期間之選擇、收益資本化法之說明及對預計持有期間之考量。
第十 條	建構現金流量區間應考量之因素，以及現金流量之預估須考量季節性及週期性因素。
第十一 條	預估現金流量之種類。
第十二 條	不同種類之現金流量反映不同程度之風險，可能需採不同之折現率。
第十三 條	不同價值標準所使用之現金流量。
第十四 條	進行企業評價時現金流量之選用。
第十五 條	評價人員選用適當之現金流量類型時應考量之因素。
第十六 條	將會計收益及費損調整為參與者預期之現金流量。
第十七 條	評價貨幣與功能性貨幣不同時應採用之幣別換算



條 次	說 明
	方法。
第 十 八 條	終值之說明。
第 十 九 條	評價人員估計終值時應考量之因素。
第 二 十 條	明確預測期間較短時估計終值之應注意事項。
第二十一條	評價人員計算終值最常採用之方法。
第二十二條	固定成長模式之介紹。
第二十三條	用以推導企業終值之固定成長模式。
第二十四條	市場法或退出價值法之介紹。
第二十五條	市場法或退出價值法下常見計算終值之方式。
第二十六條	採用市場法或退出價值法時，應遵循評價準則公報第十五號「評價方法、評價特定方法及評價模式」對市場法及市場法下之評價特定方法之相關規定。
第二十七條	評價標的之終值可能與先前之現金流量關聯性極低之情況。
第二十八條	處分成本之說明。
第二十九條	折現率應反映之因素。
第 三 十 條	建立折現率之方法及參考指標。
第三十一條	評價人員評估折現率時應視情況考量交叉檢核性分析。
第三十二條	評價人員於建立折現率時應考量之事項。
第三十三條	評價人員建立折現率須有適當佐證並作成紀錄。
第三十四條	折現率應反映預估現金流量之性質及風險。
第三十五條	評價人員評估達成預估現金流量之風險之程序。
第三十六條	評價人員須調整預估現金流量或折現率以處理尚

條 次	說 明
	未反映之風險。
第三十七條	評價人員建立折現率之考量。
第三十八條	評價人員應考量集團內企業間之協議及移轉訂價對折現率之影響。
第三十九條	加權平均資金成本及權益資金成本之使用。
第四十 條	加權平均資金成本之計算。
第四十一條	資本資產訂價模式下權益資金成本之計算。
第四十二條	堆疊法之採用。
第四十三條	現金流量折現模式於投資決策之應用。
第四十四條	現金流量折現法可應用於不同價值標準下之評價，評價人員須考量預估現金流量之假設是否與價值標準一致。
第四十五條	使用現金流量折現法時應採用評價基準日可取得之市場證據或輸入值。
第四十六條	估計市場價值時若使用特定或預期所有者提供之現金流量時，應考量之事項。
第四十七條	估計市場價值時，對輸入值及假設應注意之事項。
第四十八條	估計投資價值所使用之輸入值通常不同於市場參與者所使用之輸入值。
第四十九條	估計投資價值時，現金流量及折現率之決定。
第 五 十 條	現金流量與折現率之估計基礎應一致。
第五十一條	決定所使用之現金流量之考量因素。
第五十二條	使用名目現金流量時折現率之決定。
第五十三條	稅前與稅後折現率間之調整應謹慎。
第五十四條	評價報告之內容。



## 實務指引[第一號]

條 次	說 明
第五十五條	使用現金流量折現法時須揭露之事項。
第五十六條	關鍵輸入值之敏感性分析。
第五十七條	同時使用現金流量折現法與其他評價特定方法時，評價報告應包含之內容。
第五十八條	發布日、修訂日及實施日。



## 附錄三 本指引重要名詞中英對照表

### 一、名詞對照表（按中文筆畫排序）

企業自由現金流量	Free cash flow to firm
純利率	Pure rate
退出乘數	Exit multiple
區間	Interval
期中折現慣例	Mid-period discounting convention
資本資產訂價模式	Capital asset pricing model

### 二、名詞對照表（按英文字母排序）

Capital asset pricing model	資本資產訂價模式
Exit multiple	退出乘數
Free cash flow to firm	企業自由現金流量
Interval	區間
Mid-period discounting convention	期中折現慣例
Pure rate	純利率

## 附錄四 第一次修訂條文對照表

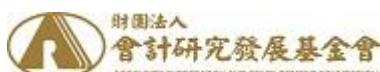
條次	第一次修訂條文	原條文	說明
第三條	現金流量折現法可應用於多種價值標準之衡量，例如市場價值、投資價值、財務報導目的下之公允價值或使用價值。	現金流量折現法可應用於多種價值標準之衡量，例如 <u>公平市場價值</u> 、投資價值、財務報導目的下之公允價值或使用價值。	用語一致性。
第四條	<p>本指引用語之定義如下：</p> <p>1.內部報酬率：使投資之未來淨現金流量之現值等於投資之取得成本之折現率。</p> <p>2. <u>(刪除)</u></p> <p>3. <u>(刪除)</u></p>	<p>本指引用語之定義如下：</p> <p>1.內部報酬率：使投資之未來淨現金流量之現值等於投資之取得成本之折現率。</p> <p>2.<u>公平市場價值</u>：係指<u>具成交意願及能力</u>，瞭解相關事實，且均非被迫之不特定市場參與者，於公開未受限制之市場進行常規交易下，得以達成資產交換或負債清償之現金或約當現金的價格。</p> <p>3.加權平均資金成本：</p>	<p>1.刪除重複及無實質意義之用語定義。</p> <p>2.文字修改。</p> <p>3.用語一致性。</p>

條次	第一次修訂條文	原條文	說明
	<p>4.企業價值：通常係指企業中權益之總價值加上淨債務。所稱之淨債務係指企業之付息債務或與付息債務相關負債之價值，減除任何得用以償付債務之超額現金。超額現金係指現金及約當現金扣除營運必要現金之餘額。</p> <p>5.企業自由現金流量：企業扣除經營支出及必要資本投資後可支付予權益所有人及債權人之現金流量。</p> <p>6. <u>(刪除)</u></p>	<p><u>企業全部資金結構中各項資金之籌資成本，按各項資金之市場價值加權平均計算後之資金成本。</u></p> <p>4.企業價值：通常係指企業中權益之總價值加上淨債務。所稱之淨債務係指企業之付息債務或與付息債務相關負債之價值，減除任何得用以償付債務之超額現金。超額現金係指現金及約當現金扣除營運必要現金之餘額。</p> <p>5.企業自由現金流量：企業扣除經營支出及必要資本投資後可支付予權益所有人及債權人之現金流量。</p> <p><u>6.收益法：係一種評價方法，其以評價標的</u></p>	



條次	第一次修訂條文	原條文	說明
	<p>7.名目現金流量：以各期貨幣單位所表達之現金流量，亦即包含物價水準變動之現金流量。</p> <p>8.收益率：係指投資所產生之報酬，一般以投資成本、當時市場價值或面額為基礎計算之年度報酬率表達。常用之收益率例如到期收益率或當期收益率。</p> <p>9.折現率：用以將未來一筆或多筆現金流量轉換為現值之報酬率。</p> <p>10.初始收益率：投資標的初始可獲取之收</p>	<p><u>所創造之未來利益流量為評估基礎，透過資本化或折現過程，將未來利益流量轉換為評價標的之價值。</u></p> <p>7.名目現金流量：以各期貨幣單位所表達之現金流量，亦即包含物價水準變動之現金流量。</p> <p>8.收益率：係指投資所產生之報酬，一般以投資成本、當時<u>公平</u>市場價值或面額為基礎計算之年度報酬率表達。常用之收益率例如到期收益率或當期收益率。</p> <p>9.折現率：用以將未來一筆或多筆現金流量轉換為現值之報酬率。</p> <p>10.初始收益率：投資標的初始<u>設定</u>之收益</p>	

條次	第一次修訂條文	原條文	說明
	<p>益(例如,利息、現金股利及租金)除以投資所支付之價格。</p> <p>11.投資性不動產：投資性不動產係指為賺取租金或資本增值或兩者兼具,而由所有者所持有之不動產(土地或建築物之全部或一部分,或兩者皆有)。</p> <p>12. <u>(刪除)</u></p> <p>13.系統性風險：係指影響整個市場而非僅</p>	<p>(例如,利息、現金股利及租金)除以投資所支付之價格,<u>以百分比表達</u>。</p> <p>11.投資性不動產：投資性不動產係指為賺取租金或資本增值或兩者兼具,而由所有者所持有之不動產(土地或建築物之全部或一部分,或兩者皆有)。</p> <p>12.<u>投資價值</u>：係指資產<u>對特定投資者基於其個別投資需求、營運目的及預期而具有之價值</u>,該價值可能高於或低於其<u>公平市場價值</u>。此價值標準係基於可辨認之<u>投資目的</u>或條件,將特定資產與<u>特定投資者</u>相互連結。</p> <p>13.系統性風險：係指影響整個市場而非僅</p>	



條次	第一次修訂條文	原條文	說明
	<p>影響特定企業或資產之風險。系統性風險通常無法透過分散投資而消除，亦稱為市場風險。</p> <p>14.非系統性風險：係指個別企業或資產所特有之風險，係可分散之風險。</p> <p>15.風險溢酬：係指風險性資產之投資者所要求高於無風險資產報酬率之額外報酬率。</p> <p>16.展望性財務資訊：於現金流量折現模式中用以估計現金流量之預測財務資料。</p> <p>17.現金流量：一段期間內由單一資產、資產群組或企業所產生之現金。</p> <p>18.現金流量折現法：收益法下之特定方法，係採用合理之折</p>	<p>影響特定企業或資產之風險。系統性風險通常無法透過分散投資而消除，亦稱為市場風險。</p> <p>14.非系統性風險：係指個別企業或資產所特有之風險，係可分散之風險。</p> <p>15.風險溢酬：係指風險性資產之投資者所要求高於無風險資產報酬率之額外報酬率。</p> <p>16.展望性財務資訊：於現金流量折現模式中用以估計現金流量之預測財務資料。</p> <p>17.現金流量：一段期間內由單一資產、資產群組或企業所產生之現金。</p> <p>18.現金流量折現法：收益法下之特定方法，係採用合理之折</p>	

條次	第一次修訂條文	原條文	說明
	<p>現率將所有預估之未來現金流量折現後予以加總以估計現值。</p> <p>19.淨現值：將未來各期現金流入減除所有現金流出(包含投資成本)後之淨現金流量，使用適當之折現率折現至特定日所計算之價值。</p> <p>20.現值：將未來現金流量以適當之折現率折現至特定日之價值。</p> <p>21.終值：在現金流量折現法下，將明確預測期間後之所有剩餘預估現金流量折現至預測期間結束日之價值。</p> <p>22.無風險報酬率：係指無違約風險之投資於市場所能得到之報酬率(亦即純利率)</p>	<p>現率將所有預估之未來現金流量折現後予以加總以估計現值。</p> <p>19.淨現值：將未來各期現金流入減除所有現金流出(包含投資成本)後之淨現金流量，使用適當之折現率折現至特定日所計算之價值。</p> <p>20.現值：將未來現金流量以適當之折現率折現至特定日之價值。</p> <p>21.終值：在現金流量折現法下，將明確預測期間後之所有剩餘預估現金流量折現至預測期間結束日之價值。</p> <p>22.無風險報酬率：係指無違約風險之投資於市場所能得到之報酬率(亦即純利率)</p>	



條次	第一次修訂條文	原條文	說明
	加通貨膨脹率)。純利率係指無違約風險且無通貨膨脹之報酬率。	加通貨膨脹率)。純利率係指無違約風險且無通貨膨脹之報酬率。	
	23. <u>(刪除)</u>	23. <u>報酬率：收益(損失)金額及(或)對投資已實現或所預期之價值變動相對於投資金額之比率，以百分比表達。</u>	
	24. 資本化因子：將具代表性之單一期間收益轉換為資本價值之乘數。	24. 資本化因子：將具代表性之單一期間收益轉換為資本價值之乘數。	
	25. <u>(刪除)</u>	25. <u>資本化率：表彰由投資所應產生之報酬，此報酬以年化百分比表達，通常假設此報酬係永續且具代表性。</u>	
	26. 實質現金流量：將名目現金流量作調整以排除物價水準之影響後之現金流量。	26. 實質現金流量：將名目現金流量作調整以排除物價水準之影響後之現金流量。	
	27. 權益自由現金流	27. 權益自由現金流	

條次	第一次修訂條文	原條文	說明
	量：企業扣除經營支出、必要資本投資及增加或減少債務融資後可支付予權益所有之人之現金流量。	量：企業扣除經營支出、必要資本投資及增加或減少債務融資後可支付予權益所有之人之現金流量。	
第九條	第八條所述考量因素之選用取決於評價目的、資產之性質、可取得之資料及所採用之價值標準。對於存續期間較短之資產，應預估其整個存續期間之現金流量。對於採用市場價值評價之資產，市場參與者若對其明確預測期間有公認之慣例，則評價時應將此慣例納入考量。若評價之目的係決定資產之投資價值，則預計持有該資產之期間通常即為決定明確預測期間之最適當因素。	第八條所述考量因素之選用取決於評價目的、資產之性質、可取得之資料及所採用之價值標準。對於存續期間較短之資產，應預估其整個存續期間之現金流量。對於採用公平市場價值評價之資產，市場參與者若對其明確預測期間有公認之慣例，則評價時應將此慣例納入考量。若評價之目的係決定資產之投資價值，則預計持有該資產之期間通常即為決定明確預測期間之最適當因素。	用語一致性。
第十二條	評價人員須以適當之假設為基礎預估現金	評價人員須以適當之假設為基礎預估現金	用語一致性。



條次	第一次修訂條文	原條文	說明
	流量。此等假設之適當性取決於評價目的及所採用之價值標準。若採用市場價值，預估現金流量應反映市場參與者之預期；若採用投資價值，預估現金流量得為特定投資者對企業合理預估之現金流量。	流量。此等假設之適當性取決於評價目的及所採用之價值標準。若採用 <u>公平市場價值</u> ，預估現金流量應反映市場參與者之預期；若採用投資價值，預估現金流量得為特定投資者對企業合理預估之現金流量。	
第十六條	當受評資產之經濟效益年限或受評企業之營運期間超過明確預測期間時，須決定該資產或企業之終值。於估計終值時，須考量該資產或企業於明確預測期間後之成長可能性。若使用現金流量折現法估計市場價值，則終值等同該資產或企業於明確預測期間結束日之市場價值。若估計投資價值，終值將反映特定投資者於明確	當受評資產之經濟效益年限或受評企業之營運期間超過明確預測期間時，須決定該資產或企業之終值。於估計終值時，須考量該資產或企業於明確預測期間後之成長可能性。若使用現金流量折現法估計 <u>公平市場價值</u> ，則終值等同該資產或企業於明確預測期間結束日之 <u>公平市場價值</u> 。若估計投資價值，終值將反映特定投	用語一致性。

條次	第一次修訂條文	原條文	說明
	預測期間後繼續持有該資產之價值。於某些情況下，終值可能係預先決定之固定金額，例如合約中所明定之款項。	資者於明確預測期間後繼續持有該資產之價值。於某些情況下，終值可能係預先決定之固定金額，例如合約中所明定之款項。	
第十九條	<p>用以推導企業終值之固定成長模式，係假設企業以固定成長率永續成長，並採常規化現金流量（係企業長期穩定狀態下之自由現金流量）加以估計。公式如下：</p> $\text{終值} = (\text{FCFn} \times (1+g)) / (r-g)$ <p><math>\text{FCFn}</math> = 明確預測期間最後一年（第 <math>n</math> 年）之常規化自由現金流量</p> <p><math>g</math> = 永續成長率</p> <p><math>r</math> = 折現率(加權平均資金成本或權益資金成本，選用折現率時見第二十六條)</p>	<p>用以推導企業終值之固定成長模式，係假設企業以固定成長率永續成長，並採常規化現金流量（係企業長期穩定狀態下之自由現金流量）加以估計。公式如下：</p> $\text{終值} = (\text{FCFn} \times (1+g)) / (r-g)$ <p><math>\text{FCFn}</math> = 明確預測期間最後一年(第 <math>n</math> 年)之常規化自由現金流量</p> <p><math>g</math> = 永續成長率</p> <p><math>r</math> = 折現率(加權平均資金成本或權益資金成本，選用折現率時參見第二十六條)</p>	文字修改。



條次	第一次修訂條文	原條文	說明
第二十四條	預估現金流量折現時所使用之折現率係取決於價值標準、受評資產或企業之類型或現金流量之衡量基礎。例如，若評價之目的係估計市場價值，則折現率應反映市場參與者對風險之考量；若評價之目的係估計投資價值，則折現率應反映特定投資者於考量該資產或企業特定用途之風險後所要求之報酬率。	預估現金流量折現時所使用之折現率係取決於價值標準、受評資產或企業之類型或現金流量之衡量基礎。例如，若評價之目的係估計 <u>公平市場價值</u> ，則折現率應反映市場參與者對風險之考量；若評價之目的係估計投資價值，則折現率應反映特定投資者於考量該資產或企業特定用途之風險後所要求之報酬率。	用語一致性。
第二十七條	加權平均資金成本通常係市場參與者對特定投資項目所要求之報酬率。僅涉及債務與權益之簡單計算一例為： $WACC = K_e \times (E / (D + E)) + K_d \times (1 - T) \times (D / (D + E))$	加權平均資金成本通常係市場參與者對特定投資項目所要求之報酬率。僅涉及債務與權益之簡單計算一例為： $WACC = K_e \times (E / (D + E)) + K_d \times (1 - T) \times (D / (D + E))$	用語一致性。

條次	第一次修訂條文	原條文	說明
	$Ke = \text{權益資金成本}$ $E = \text{權益之市場價值}$ $Kd = \text{付息債務資金成本}$ $D = \text{付息債務之市場價值}$ $T = \text{公司之稅率}$	$Ke = \text{權益資金成本}$ $E = \text{權益之公平市場價值}$ $Kd = \text{付息債務資金成本}$ $D = \text{付息債務之公平市場價值}$ $T = \text{公司之稅率}$	
第三十一條	現金流量折現法可應用於不同價值標準下之評價，例如市場價值、投資價值、財務報導目的下之公允價值或使用價值。評價人員應依評價目的採用不同價值標準進而選取不同性質之輸入值。	現金流量折現法可應用於不同價值標準下之評價，例如 <u>公平</u> 市場價值、投資價值、財務報導目的下之公允價值或使用價值。評價人員應依評價目的採用不同價值標準進而選取不同性質之輸入值。	用語一致性。
第三十二條	評價人員使用現金流量折現法決定評價標的之市場價值或其他類似標準之價值時，應使用可取得之市場證據。所有輸入值應儘可能以源自市場之資料為基礎。若缺乏足夠之	評價人員使用現金流量折現法決定評價標的之 <u>公平</u> 市場價值或其他類似標準之價值時，應使用可取得之市場證據。所有輸入值應儘可能以源自市場之資料為基礎。若缺乏足	用語一致性。



條次	第一次修訂條文	原條文	說明
	市場資料，輸入值應儘可能反映投資者與其他市場參與者之考量及預期。現金流量之估計應依據在評價基準日市場上對所預期未來收益之可佐證程度加以判斷，而不應依據評價基準日後所發生之事件而加以判斷。	夠之市場資料，輸入值應儘可能反映投資者與其他市場參與者之考量及預期。現金流量之估計應依據在評價基準日市場上對所預期未來收益之可佐證程度加以判斷，而不應依據評價基準日後所發生之事件而加以判斷。	
第三十三條	評價人員若使用特定所有者或預期所有者所提供之預估現金流量估計評價標的之市場價值，則應以市場證據及預期加以檢測與比對。對所預估現金流量之成長與衰退之假設前提，通常係基於經濟與市場情況之分析，以及與管理階層對該資產或企業績效之預期之討論。營業費用之增減調整應反映所	評價人員若使用特定所有者或預期所有者所提供之預估現金流量估計評價標的之 <u>公平</u> 市場價值，則應以市場證據及預期加以檢測與比對。對所預估現金流量之成長與衰退之假設前提，通常係基於經濟與市場情況之分析，以及與管理階層對該資產或企業績效之預期之討論。營業費用之增減調整應反映所	用語一致性。

條次	第一次修訂條文	原條文	說明
	有費用之趨勢及重要費用項目之特定趨勢。若所提供之預估不同於市場預期，則不應用以推估市場價值。	所有費用之趨勢及重要費用項目之特定趨勢。若所提供之預估不同於市場預期，則不應用以推估 <u>公平</u> 市場價值。	
第三十四條	評價人員使用現金流量折現法估計評價標的之市場價值時，針對所有評價輸入值及假設應注意評價準則公報中對市場價值之定義，且應對所採用之輸入值、參數及假設進行充分之研究，以確保所採用之現金流量之預期及假設對於所處市場係屬適當且合理。	評價人員使用現金流量折現法估計評價標的之 <u>公平</u> 市場價值時，針對所有評價輸入值及假設應注意評價準則公報中對 <u>公平</u> 市場價值之定義，且應對所採用之輸入值、參數及假設進行充分之研究，以確保所採用之現金流量之預期及假設對於所處市場係屬適當且合理。	用語一致性。
第四十四條	當評價人員同時使用現金流量折現法與其他評價特定方法時，評價報告通常應包括下列事項之一： 1.評價人員進行價值結	當評價人員同時使用現金流量折現法與其他評價特定方法時，評價報告通常應包括下列事項之一： 1.現金流量折現法之價	文字修改。



條次	第一次修訂條文	原條文	說明
	<p><u>論之判斷時對現金流量折現法之價值估計與其他評價特定方法之價值估計間之差異之分析及調節，以及若評價人員選擇以對每一價值估計給予權重之方式分析並調節不同價值估計間之差異，評價人員所給予之權重及其理由。</u></p> <p>2.使用單一評價特定方法所得之價值結論之理由。</p>	<p>值估計與其他評價特定方法之價值估計間之調節以形成價值結論，並說明調節使用之權重及理由。</p> <p>2.使用單一評價特定方法所得之價值結論之理由。</p>	
第四十五條	<p>本指引於中華民國一〇六年十二月七日發布，<u>於中華民國一〇九年九月二十五日第一次修訂。</u></p> <p><u>第一次修訂條文自中華民國一〇九年十二月二十五日起實施，但亦得提前適用。</u></p>	<p>本指引於中華民國一〇六年十二月七日發布，<u>並自中華民國一〇六年十二月二十五日起實施。</u></p>	加入本次修訂日及實施日。

## 附錄五 第二次修訂條文對照表

條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
第四條	<p>本指引用語之定義如下：</p> <p>1.內部報酬率：使投資之未來淨現金流量之現值等於投資之取得成本之折現率。</p> <p>2.（刪除）</p> <p>3.（刪除）</p> <p>4.企業價值：通常係指企業中權益之總價值加上淨債務。所稱之淨債務係指企業之付息債務或與付息債務相關負債之價值，減除任何得用以償付債務之超額現金。超額現金係指現金及約當現金扣除營運必要現金之餘額。</p> <p>5.企業自由現金流量：企業扣除經營支出及必要資本投資後可支付予權益所有人及債</p>	<p>本指引用語之定義如下：</p> <p>1.內部報酬率：使投資之未來淨現金流量之現值等於投資之取得成本之折現率。</p> <p>2.（刪除）</p> <p>3.（刪除）</p> <p>4.企業價值：通常係指企業中權益之總價值加上淨債務。所稱之淨債務係指企業之付息債務或與付息債務相關負債之價值，減除任何得用以償付債務之超額現金。超額現金係指現金及約當現金扣除營運必要現金之餘額。</p> <p>5.企業自由現金流量：企業扣除經營支出及必要資本投資後可支付予權益所有人及債</p>	<p>1.配合評價準則公報第十五號「評價方法、評價特定方法及評價模式」之發布，修改「現金流量法」之定義。</p> <p>2.文字修改。</p>



條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
	權人之現金流量。	權人之現金流量。	
	6. (刪除)	6. (刪除)	
	7.名目現金流量：包含 <u>預期通貨膨脹影響</u> ， 以各期貨幣 <u>金額</u> 表達 之 <u>預估</u> 現金流量。	7.名目現金流量：以各 期貨幣 <u>單位</u> 所表達之 現金流量，亦即包含 <u>物價水準變動</u> 之現金 流量。	
	8.收益率：係指投資所 產生之報酬，一般以 投資成本、當時市場 價值或面額為基礎計 算之年度報酬率表 達。常用之收益率例 如到期收益率或當期 收益率。	8.收益率：係指投資所 產生之報酬，一般以 投資成本、當時市場 價值或面額為基礎計 算之年度報酬率表 達。常用之收益率例 如到期收益率或當期 收益率。	
	9.折現率：用以將未來 一筆或多筆現金流量 轉換為現值之報酬 率。	9.折現率：用以將未來 一筆或多筆現金流量 轉換為現值之報酬 率。	
	10.初始收益率：投資標 的初始可獲取之收 益（例如，利息、現 金股利及租金）除以 投資所支付之價格。	10.初始收益率：投資標 的初始可獲取之收 益（例如，利息、現 金股利及租金）除以 投資所支付之價格。	
	11.投資性不動產：投資	11.投資性不動產：投資	

條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
	性不動產係指為賺取租金或資本增值或兩者兼具，而由所有者所持有之不動產（土地或建築物之全部或一部分，或兩者皆有）。	性不動產係指為賺取租金或資本增值或兩者兼具，而由所有者所持有之不動產（土地或建築物之全部或一部分，或兩者皆有）。	
	12. (刪除)	12. (刪除)	
	13.系統性風險：係指影響整個市場而非僅影響特定企業或資產之風險。系統性風險通常無法透過分散投資而消除，亦稱為市場風險。	13.系統性風險：係指影響整個市場而非僅影響特定企業或資產之風險。系統性風險通常無法透過分散投資而消除，亦稱為市場風險。	
	14.非系統性風險：係指個別企業或資產所特有之風險，係可分散之風險。	14.非系統性風險：係指個別企業或資產所特有之風險，係可分散之風險。	
	15.風險溢酬：係指風險性資產之投資者所要求高於無風險資產報酬率之額外報酬率。	15.風險溢酬：係指風險性資產之投資者所要求高於無風險資產報酬率之額外報酬率。	
	16.展望性財務資訊：於	16.展望性財務資訊：於	



條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
	<p>現金流量折現模式中用以估計現金流量之預測財務資料。</p> <p>17.現金流量：一段期間內由單一資產、資產群組或企業所產生之現金。</p> <p>18.現金流量折現法：收益法下<u>評價特定方法之基礎</u>，係採用合理之折現率將所有預估之未來現金流量折現後予以加總，以得出評價標的之現值。</p> <p>19.淨現值：將未來各期現金流入減除所有現金流出（包含投資成本）後之淨現金流量，使用適當之折現率折現至特定日所計算之價值。</p> <p>20.現值：將未來現金流量以適當之折現率折現至特定日之價</p>	<p>現金流量折現模式中用以估計現金流量之預測財務資料。</p> <p>17.現金流量：一段期間內由單一資產、資產群組或企業所產生之現金。</p> <p>18.現金流量折現法：收益法下之特定方法，係採用合理之折現率將所有預估之未來現金流量折現後予以加總以<u>估計</u>現值。</p> <p>19.淨現值：將未來各期現金流入減除所有現金流出（包含投資成本）後之淨現金流量，使用適當之折現率折現至特定日所計算之價值。</p> <p>20.現值：將未來現金流量以適當之折現率折現至特定日之價</p>	

條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
	<p>值。</p> <p>21.終值：在現金流量折現法下，將明確預測期間後之所有剩餘預估現金流量折現至<u>明確預測期間結束日</u>之價值。</p> <p>22.無風險報酬率：係指無違約風險之投資於市場所能得到之報酬率（亦即純利率加通貨膨脹率）。純利率係指無違約風險且無通貨膨脹之報酬率。</p> <p>23.（刪除）</p> <p>24.資本化因子：將具代表性之單一期間收益轉換為資本價值之乘數。</p> <p>25.（刪除）</p> <p>26.實質現金流量：<u>對</u>名目現金流量<u>就預期通貨膨脹</u>作調整後之預估現金流量。</p>	<p>值。</p> <p>21.終值：在現金流量折現法下，將明確預測期間後之所有剩餘預估現金流量折現至預測期間結束日之價值。</p> <p>22.無風險報酬率：係指無違約風險之投資於市場所能得到之報酬率（亦即純利率加通貨膨脹率）。純利率係指無違約風險且無通貨膨脹之報酬率。</p> <p>23.（刪除）</p> <p>24.資本化因子：將具代表性之單一期間收益轉換為資本價值之乘數。</p> <p>25.（刪除）</p> <p>26.實質現金流量：<u>將</u>名目現金流量作調整以<u>排除物價水準之影響</u>後之現金流量。</p>	



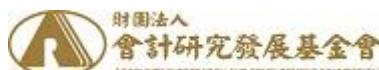
條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
	27. 權益自由現金流量：企業扣除經營支出、必要資本投資及增加或減少債務融資後可支付予權益所有人之現金流量。	27. 權益自由現金流量：企業扣除經營支出、必要資本投資及增加或減少債務融資後可支付予權益所有人之現金流量。	
第六條	任何資產之價值係反映自該資產產生之 <u>預估現金流量</u> 於評價基準日之現值。當使用現金流量折現法評估資產價值或企業價值時，儘管所使用之條件及輸入值有所不同，但其基本原則係屬相同。	任何資產之價值係反映自該資產產生之 <u>預期利益</u> 流量於評價基準日之現值。當使用現金流量折現法評估資產價值或企業價值時，儘管所使用之條件及輸入值有所不同，但其基本原則係屬相同。	用語修改。
第七條	現金流量折現法係藉由將所 <u>預估</u> 之現金流量折現至評價基準日，以得出評價標的之現值。於評價某些長期性或非確定耐用年限之評價標的時，現金流量折現值可能包含終值（即評價標的於明確預測期間結束	現金流量折現法係藉由將 <u>明確預測期間內</u> 所預估之現金流量折現至評價基準日並加總，再將 <u>明確預測期間結束日</u> 之終值亦折現至評價基準日，最後將二者之結果合計，以產生資產或企業價值之估計。下列係	配合評價準則公報第十五號「評價方法、評價特定方法及評價模式」之發布，修改

條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
	<p><u>日之價值）之折現值。</u>  <u>於其他情況下，如評價</u>  <u>標的無明確預測期間，</u>  <u>則可能僅採用具代表性</u>  <u>之單一現金流量計算評</u>  <u>價標的之價值，此種方</u>  <u>法有時被稱為收益資本</u>  <u>化法。</u></p> <p><u>評價人員採用現金流量</u>  <u>折現法之主要步驟及其</u>  <u>中所需之關鍵輸入值如</u>  <u>下：</u></p> <ol style="list-style-type: none"> <li><u>1.依據評價標的及案件</u>  <u>之性質，選擇最適當</u>  <u>之現金流量類型（亦</u>  <u>即，稅前或稅後，企</u>  <u>業自由現金流量或權</u>  <u>益自由現金流量、實</u>  <u>質或名目等）。</u></li> <li><u>2.如有明確預測期間，</u>  <u>決定預估現金流量之</u>  <u>最適預測期間。</u></li> <li><u>3.如有明確預測期間，</u>  <u>建立該期間內各期之</u>  <u>預估現金流量。</u></li> </ol>	<p><u>現金流量折現法所需之</u>  <u>關鍵輸入值：</u></p> <ol style="list-style-type: none"> <li><u>1.現金流量之明確預測</u>  <u>期間。</u></li> <li><u>2.明確預測期間內各期</u>  <u>之預估現金流量。</u></li> <li><u>3.明確預測期間結束日</u>  <u>之資產或企業價值</u>  <u>（亦即終值）。</u></li> <li><u>4.用以折現預估未來現</u>  <u>金流量（包括終值）</u>  <u>之適當折現率。</u></li> </ol>	<p>對現金流 量折現法 之說明， 並新增採 用現金流 量折現法 之主要步 驟。</p>



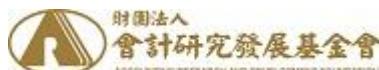
## 實務指引|第一號

條次	第二 次 修 訂 條 文	第 一 次 修 訂 條 文	說 明
	<p><u>4.如有明確預測期間， 依據評價標的之性質 判斷其是否有終值， 並決定適當之終值。</u></p> <p><u>5.決定適當之折現率。</u></p> <p><u>6.將預估未來現金流量 (包括終值，如有時) 予以折現。</u></p>		
第八條	<p><u>評價人員選擇明確預測 期間時應考量下列因 素：</u></p> <p><u>1.評價標的之存續期 間。</u></p> <p><u>2.可取得可靠資料以作 為預測基礎之合理期 間。</u></p> <p><u>3.明確預測期間應足以 使評價標的之獲利及 成長達到穩定水準。 該期間後可使用終 值。</u></p> <p><u>4.就具週期性之評價標 的，明確預測期間通 常應包含一個完整週 期。</u></p>	<p><u>決定明確預測期間時須 審慎考量下列一項或多 項因素：</u></p> <p><u>1.現金流量之波動可被 合理預測之期間。</u></p> <p><u>2.企業或資產之獲利達 到穩定水準所需之期 間。</u></p> <p><u>3.資產之存續期間。</u></p> <p><u>4.預計持有資產之期 間。</u></p>	<p>配合評價 準則公報 第十五號 「評價方 法、評價 特定方法 及評價模 式」之發 布，修改 評價人員 選擇明確 預測期間 時應考量 之因素。</p>



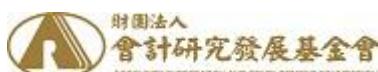
財團法人  
會計研究發展基金會  
ACCOUNTING RESEARCH AND DEVELOPMENT FOUNDATION

條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
	<p><u>5.就有限年限之評價標的（例如多數金融資產），通常預估評價標的整個存續期間之現金流量。</u></p>		
第九條	<p><u>明確預測期間之選擇取決於評價之特定用途、評價標的之性質、可取得之資料及所採用之價值標準。對於存續期間較短之評價標的，就其整個存續期間<u>預估</u>現金流量可能較為可行且攸關。</u></p> <p><u>於某些情況下，特別是當評價標的之成長及獲利於評價基準日已達到穩定水準時，可能無須考量明確預測期間，而僅以於評價基準日可得具代表性之單一現金流量作為價值計算之基礎（有時稱為收益資本化法）。</u></p> <p><u>對於以市場價值作為價</u></p>	<p><u>第八條所述考量因素之選用</u>取決於評價<u>目的</u>、資產之性質、可取得之資料及所採用之價值標準。對於存續期間較短之資產，<u>應預估</u>其整個存續期間之現金流量。對於採用市場價值評價之資產，市場參與者若對其明確預測期間有公認之慣例，則評價時應將此慣例納入考量。若評價之目的係決定資產之投資價值，則預計持有該資產之期間<u>通常即</u>為決定明確預測期間之最適當因素。</p>	<p>配合評價準則公報第十五號「評價方法、評價特定方法及評價模式」之發布，修改評價人員對明確預測期間之選擇及對預計持有期間之考量之規定。</p>



## 實務指引|第一號

條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
	<p><u>值標準之評價標的</u>，市 場參與者若對其明確預 測期間有公認之慣例， 則評價時應將此慣例納 入考量。<u>此外</u>，單一投 資者預計之持有期間不 應作為選擇明確預測期 間之唯一考量，且不應 影響評價標的之價值。 <u>對於以投資價值作為價 值標準之評價標的</u>，則 預計持有該<u>評價標的</u>之 期間得作為決定明確預 測期間之考量。</p>		
第十條	<p><u>評價人員</u>使用展望性財 務資訊建構明確預測期 間之現金流量（即預估 現金流入及流出）時， 應根據<u>評價標的之性 質</u>、現金流量之型態、 資料之可取得性及預測 期間之長短等因素，選 用適當之固定區間（例 如<u>每周</u>、每月、每季或 每年），將現金流量分為 適當之區間現金流 量。現金流量模式之建</p>	<p>使用展望性財務資訊建 構明確預測期間之現金 流量（即預估現金流入 及流出）時，應根據現 金流量之型態、資料之 可取得性及預測期間之 長短，選用適當之固定 區間（例如每月、每季 或每年），將現金流量分 為適當之區間現金流 量。現金流量模式之建</p>	<p>配合評價 準則公報 第十五號 「評價方 法、評價 特定方法 及評價模 式」之發 布，修改 評價人員 建構明確</p>



條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
	<p>適當之區間現金流量。現金流量模式之建構應足以反映既定之未來事項（例如合約終止或合約到期時之修改與重訂）或預期之未來事項（該等事項若預期發生將導致現金流入及流出之變動）。</p> <p><u>評價人員須確認現金流量之預估已適當考量評價標的之季節性及週期性因素。</u></p>	<p>構應足以反映既定之未來事項（例如合約終止或合約到期時之修改與重訂）或預期之未來事項（該等事項若預期發生將導致現金流入及流出之變動）。</p>	<p>預測期間之現金流量時應考量之因素，並新增現金流量之預估須考量季節性及週期性因素之規定。</p>
第十一條	<p>預估現金流量之種類如下：</p> <p>1.<u>合約或承諾</u>現金流量（例如一系列固定租金給付）。</p> <p>2.<u>單一最可能</u>之現金流量（儘管仍可能有不利或有利之情境未反映於該預估中），或可能反映以特定事項（例如成功開發新產品線）為條件之現金</p>	<p><u>評價人員得使用展望性財務資訊預估合約現金流量或最可能未來現金流量。例如，一組預估現金流量可能為合約現金流量（例如一系列固定租金給付）或最可能現金流量（儘管仍可能有不利或有利之情境未反映於該預估中），或可能反映以特定事項（例如成功開發新產品線）</u></p>	<p>1. 配合評價準則公報第十五號「評價方法、評價特定方法及評價模式」之發布，修改預估現</p>



條次	第二 次 修 訂 條 文	第 一 次 修 訂 條 文	說 明
	<p>流量。</p> <p><u>3.機率加權期望現金流量。</u></p> <p><u>4.多種情境下可能未來現金流量。</u></p>	<p>為條件之現金流量。</p> <p><u>評價人員亦得使用展望性財務資訊決定預估之期望現金流量。理論上，期望現金流量表彰所有可能情境（但實際上，通常只建立有限數量之個別情境）之現金流量之機率加權平均數。</u></p> <p><u>前述兩種類型之現金流量顯然反映不同之風險，因此將影響折現率之選用。評價所使用之預估現金流量類型取決於受評資產或企業之類型之市場實務慣例或可取得展望性財務資訊之性質。</u></p>	<p>金 流 量 之種類。</p> <p>2. 將不同種類之現金流量可能需採用不同之折現率之規定移至第十二條。</p>
第十二 條	<p><u>不同種類之現金流量通常反映不同程度之風險，且可能需採不同之折現率。例如，機率加權期望現金流量包含對各種可能結果之預期而</u></p>	無。	將第十一條中不同種類之現金流量可能需採用不同之折

條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
	<p><u>非依據特定情況或事件</u>  <u>(評價人員應注意，當</u>  <u>採用機率加權期望現金</u>  <u>流量，並不一定必須使</u>  <u>用複雜模式及技術以考</u>  <u>量所有可能現金流量之</u>  <u>機率分配。相反地，評</u>  <u>價人員可能建立有限數</u>  <u>量之離散情境及機率以</u>  <u>掌握可能現金流量之序</u>  <u>列)。單一最可能之現金</u>  <u>流量可能取決於某些未</u>  <u>來事項，因此需採不同</u>  <u>之折現率以反映不同風</u>  <u>險。</u></p>		<p>現率之規 定移至本 條文，並 配合評價 準則公報 第十五號 「評價方 法、評價 特定方法 及評價模 式」之發 布，修改 文字。</p>
第十三 二條	<p><u>無論展望性財務資訊之</u>  <u>來源為何（例如管理階</u>  <u>層之預估），評價人員應</u>  <u>瞭解展望性財務資訊及</u>  <u>其假設，並執行分析以</u>  <u>評估該等展望性財務資</u>  <u>訊及假設就評價之特定</u>  <u>用途而言是否適當。此</u>  <u>展望性財務資訊及其假</u>  <u>設之適當性取決於評價</u></p>	<p><u>評價人員須以適當之假</u>  <u>設為基礎預估現金流</u>  <u>量。此等假設之適當性</u>  <u>取決於評價目的及所採</u>  <u>用之價值標準。若採用</u>  <u>市場價值，預估現金流</u>  <u>量應反映市場參與者之</u>  <u>預期；若採用投資價</u>  <u>值，預估現金流量得為</u>  <u>特定投資者對企業合理</u></p>	<p>1. 配合評 價準則 公報第 十五號 「評價 方法、 評價特 定方法 及評價 模式」</p>

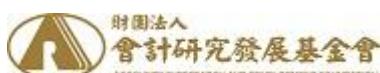


## 實務指引|第一號

條次	第二 次 修 訂 條 文	第 一 次 修 訂 條 文	說 明
	<p><u>之特定用途及所採用之價值標準。例如用於決定市場價值之預估現金流量應反映市場參與者所預期之展望性財務資訊；若採用投資價值，預估現金流量得為特定投資者合理預估之現金流量。</u></p>	預估之現金流量。	<p>之發布，新增評價人員應瞭解並分析展望性財務資訊及假設是否適當之規定。</p> <p>2. 文字修改。</p>
第十四 三條	<p>評價人員採用現金流量折現法進行企業評價時，得選用企業自由現金流量或權益自由現金流量。</p> <p><u>實務上評價人員可用以推導企業自由現金流量及權益自由現金流量之公式例舉如下：</u></p> <p><u>企業自由現金流量 =EBIT×(1—所得稅率)</u></p>	評價人員採用現金流量折現法進行企業評價時，得選用企業自由現金流量或權益自由現金流量。	新增推導企業自由現金流量及權益自由現金流量之公式。



條次	第二 次修訂條文	第一 次修訂條文	說 明
	<p>+ 非現金流出之費用  (例如折舊攤銷等) +/  - 淨營運資金之變動 -  資本支出。</p> <p><u>權益自由現金流量 = 企 業自由現金流量 - 利息 支出 × (1 - 所得稅率)</u>  - (償還債務 - 借入債 務)。</p>		
第十五 四條	<p>評價人員依據評價標的 或案件之性質選用適當 之現金流量類型時，須 考量下列因素：</p> <p>1. 資產或企業之整體或 部分之現金流量：評 價人員通常採用整體 現金流量。惟有時亦 採用其他收益類型， 例如權益現金流量或 股利（僅分配予權益 所有之人之現金流 量）。因評價標的理論 上應具有單一價值， 其係獨立於籌資來源 或收益分配與否，故</p>	<p>預估之現金流量可能為 名目或實質現金流量。  預估現金流量亦可能為 稅前或稅後現金流量。  現金流量之選擇取決於 評價目的、資料之可取 得性及受評資產或企業 類型之市場實務慣例。</p>	<p>配合評價 準則公報 第十五號 「評價方 法、評價 特定方法 及評價模 式」之發 布，修改 評價人員 選用現金 流量類型 時應考量 之因素。</p>



條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
	<p><u>較常採用整體現金流量。</u></p> <p><u>2. 稅前或稅後現金流量：</u><u>適用之稅率應與價值標準一致，且於許多情況下應為參與者之稅率，而非所有者之特定稅率。</u></p> <p><u>3. 名目或實質現金流量：</u><u>實質現金流量不考量通貨膨脹之影響，反之，名目現金流量包括對通貨膨脹之預期，若期望現金流量已納入預期之通貨膨脹率，折現率亦應納入對通貨膨脹之調整。</u></p> <p><u>4. 貨幣：</u><u>貨幣之選用將影響與通貨膨脹及風險有關之假設，特別是對新興市場或具高度通貨膨脹率之貨幣尤為如此。建立預測值所採用之貨幣及相</u></p>		



條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
	<p><u>關風險可與評價標的所在或營運之國家有關之風險分離並加以區分。</u></p> <p><u>5.預估現金流量之種類：例如機率加權情境之現金流量、最可能之現金流量或合約現金流量等。</u></p> <p><u>此外，折現率及其他輸入值須與所選用之現金流量類型一致。</u></p>		
第十六 五條	<p><u>評價人員取得之展望性財務資訊經常僅反映會計收益及費損，惟其通常宜採用參與者預期之現金流量作為評價之基礎。例如，計算現金流量時，應加回非現金費用（例如折舊及攤銷費用），並減除與資本支出有關之預期現金流出及調整與淨營運資金之變動有關之現金流入或流出。</u></p>	<p><u>當企業之展望性財務資訊係以應計基礎之會計資料推估時，將稅後營業利益調節至現金流量係屬必要。將稅後營業利益調節至現金流量時，應加回非現金費用（例如折舊及攤銷費用），並減除與資本支出有關之現金流出及調整與淨營運資金之變動有關之現金流入或流出。</u></p>	<p>配合評價準則公報第十五號「評價方法、評價特定方法及評價模式」之發布修改文字。</p>



條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
第十七 條	<p><u>當評價所採用之貨幣</u>  <u>(評價貨幣)與預估現</u>  <u>金流量所使用之貨幣</u>  <u>(功能性貨幣)不同</u>  <u>時，評價人員應就下列</u>  <u>幣別換算方法擇一採</u>  <u>用：</u></p> <p><u>1.對以功能性貨幣計價</u>  <u>之現金流量折現時，</u>  <u>採用就該功能性貨幣</u>  <u>而言係屬適當之折現</u>  <u>率，再將該現金流量</u>  <u>之現值按評價基準日</u>  <u>之即期匯率換算為評</u>  <u>價貨幣。</u></p> <p><u>2.採用外幣兌換遠期曲</u>  <u>線將功能性貨幣預測</u>  <u>值換算為評價貨幣預</u>  <u>測值，並採用就該評</u>  <u>價貨幣而言係屬適當</u>  <u>之折現率將該預測值</u>  <u>予以折現。當評價人</u>  <u>員無法取得可靠之外</u>  <u>幣兌換遠期曲線時</u>  <u>(例如因攸關之外幣</u></p>	無。	新增評價 貨幣與功 能性貨幣 不同時應 採用之幣 別換算方 法之規定。



條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
	<u>兌換市場缺乏流動性</u> ) 則可能無法採用此方法，僅能採用第一款所述之方法。		
第十八 六條	<u>當評價標的之經濟效益年限超過明確預測期間時，評價人員須估計該期間結束日評價標的之終值。該終值須再折現至評價基準日，所使用之折現率通常與明確預測期間預估現金流量之折現率相同。</u>	<u>當受評資產之經濟效益年限或受評企業之營運期間超過明確預測期間時，須決定該資產或企業之終值。於估計終值時，須考量該資產或企業於明確預測期間後之成長可能性。若使用現金流量折現法估計市場價值，則終值等同該資產或企業於明確預測期間結束日之市場價值。</u> <u>若估計投資價值，終值將反映特定投資者於明確預測期間後繼續持有該資產之價值。於某些情況下，終值可能係預先決定之固定金額，例如合約中所明定之款項。</u>	將終值再折現至評價基準日所使用之折現率之規定移至本條文；另將估計終值之規定移至第十九條。
第十九	<u>終值之估計應考量：</u>	無。	將估計終



## 實務指引|第一號

條次	第二 次 修 訂 條 文	第 一 次 修 訂 條 文	說 明
條	<p>1.<u>評價標的本質上為有限年限或非確定年限，此將影響計算終值所採用之方法。</u></p> <p>2.<u>評價標的於明確預測期間後之未來成長可能性。</u></p> <p>3.<u>於明確預測期間結束日是否預期將收取一筆預先決定之固定金額。</u></p> <p>4.<u>計算終值時，評價標的之預期風險水準。</u></p> <p>5.<u>針對現金流量變化具週期性之評價標的，評價人員於計算終值時應考量評價標的現金流量變化之週期性，且不應假設現金流量永久處於「高峰」或「低谷」之水準。</u></p> <p>6.<u>評價標的於明確預測期間結束日之固有租稅屬性（如有時），以及該等租稅屬性是否</u></p>		值之規定移至本條文，另配合評價準則公報第十五號「評價方法、評價特定方法及評價模式」之發布，修改評價人員估計終值時應考量之因素。



財團法人  
會計研究發展基金會  
ACCOUNTING RESEARCH AND DEVELOPMENT FOUNDATION

條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
	<u>預期持續至永久。</u>		
第二十一條	無。	<u>受評資產或企業於明確預測期間結束日之終值須再折現至評價基準日，所使用之折現率通常與明確預測期間預估現金流量之折現率相同；惟評價人員若考量其風險可能不同，則應使用不同之折現率。</u>	將終值須再折現至評價基準日所使用之折現率之規定移至第十八條。
第二十二條	...	...	條號調整。
第二十二至二十七條	<u>評價人員可採用任何合理方法計算終值。雖有許多不同方法可用以計算終值，惟評價人員最常採用下列三種方法：</u> <u>1.固定成長模式（高登成長模式）。</u> <u>2.市場法或退出價值法，適用於有限年限或非確定年限之評價標的。</u> <u>3.殘值或處分成本，僅適用於有限年限之評</u>	<u>評價人員可使用多種技術估計終值，例如對明確預測期間結束日以後期間之現金流量採用資本化因子或使用固定成長模式。終值亦可自其他評價方法推導，例如使用退出乘數之市場法（此非於評價基準日所觀察之市場乘數，而應為經適當調整後之預測乘數）。</u>	配合評價準則公報第十五號「評價方法、評價特定方法及評價模式」之發布，修改評價人員計算終值最常採用之方法。



條次	第二 次 修 訂 條 文	第 一 次 修 訂 條 文	說 明
	<u>價標的。</u>		
第二十 二條之 標題	<u>固定成長模式(高登成 長模式)</u>	無。	新 增 標 題。
第二十 二條	<u>固定成長模式係假設評 價標的之現金流量以固 定比率永續成長(或減 少)。</u>	無。	新增固定 成長模式 之介紹。
第二十 三九條	用以推導企業終值之固 定成長模式，係假設企 業以固定成長率永續成 長，並採常規化現金流 量(係企業長期穩定狀 態下之自由現金流量) 加以估計。公式如下： $\text{終值} = (\text{FCFn} \times (1+g)) / (r-g)$ $\text{FCFn} = \text{明確預測期間}$ $\text{最後一年(第 } n \text{ 年)} \text{ 之常規化自}$ $\text{由現金流量}$ $g = \text{永續成長率}$ $r = \text{折現率(加權平均資}$ $\text{金成本或權益資金}$ $\text{成本,選用折現率時}$	用以推導企業終值之固 定成長模式，係假設企 業以固定成長率永續成 長，並採常規化現金流 量(係企業長期穩定狀 態下之自由現金流量) 加以估計。公式如下： $\text{終值} = (\text{FCFn} \times (1+g)) / (r-g)$ $\text{FCFn} = \text{明確預測期間}$ $\text{最後一年(第 } n \text{ 年)} \text{ 之常規化自}$ $\text{由現金流量}$ $g = \text{永續成長率}$ $r = \text{折現率(加權平均資}$ $\text{金成本或權益資金}$ $\text{成本,選用折現率時}$	1. 條 號 調 整。 2. 索 引 條 號 調 整。

條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
	見 <u>第三十九條</u> )	見 <u>第二十六條</u> )	
<u>第二十 四條之 標題</u>	<u>市場法或退出價值法</u>	無。	新 增 標 題。
<u>第二十 四條</u>	<u>市場法或退出價值法可 透過多種方式執行，惟 其最終目的係計算明確 預測期間結束日評價標 的之價值。</u>	無。	說明市場 法及退出 價值法之 最 終 目 的。
<u>第二十 五條</u>	<u>市場法或退出價值法下 常見之終值計算方式包 含採用市場證據基礎之 資本化因子或市場乘 數。</u>  <u>評價人員採用資本化因 子推導評價標的終值之 公式如下：</u>  <u>終值 = 明確預測期間結 束日後具代表性 之單一期間現金 流量 × 資本化因 子</u>	  <u>評價人員用以推導資產 終值之資本化因子法之 公式如下：</u>  <u>終值 = 明確預測期間結 束日後具代表性 之單一期間淨利 益 × 資本化因子</u>	新增市場 法或退出 價值法下 常見終值 計算方式 之說明， 並修改文 字。
<u>第二十 六條</u>	<u>評價人員採用市場法或 退出價值法時，應遵循 評價準則公報第十五號</u>	無。	新增評價 人員採用 市場法或



條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
	<p>「評價方法、評價特定方法及評價模式」對市場法及市場法下之評價特定方法之相關規定。</p> <p>惟評價人員亦應考量明確預測期間結束日之預期市場情況，並據以調整。</p>		<p>退出價值法估計終值時，應遵循評價準則公報第十五號「評價方法、評價特定方法及評價模式」對市場法及其下評價特定方法之規定。</p>
第二十 七條之 標題	<u>殘值或處分成本</u>	無。	新增標題。
第二十 七條	某些評價標的之終值可能與先前之現金流量關聯性極低或完全不具關聯，該等評價標的之例子包括遞耗型評價標的，例如礦產或油井。	某些資產之終值可能與先前之現金流量關聯性極低或完全不具關聯，遞耗資產即為一例，如礦產或油井。	用語修改。
第二十	於第二十七條所述之情	無。	新增處分

條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
八條	<p><u>況下，終值通常係以評價標的之殘值減除處分評價標的之支出計算。</u></p> <p><u>於處分支出超過殘值之情況下，終值為負數，稱為處分成本或評價標的之除役義務。</u></p>		成本之說明。
第二十九條	<p><u>預估現金流量折現時所使用之折現率不僅應反映貨幣時間價值，亦應反映與現金流量類型及評價標的之未來營運相關之風險。預估現金流量折現所使用之折現率須與現金流量類型一致。</u></p>	<p><u>預估現金流量折現時所使用之折現率不僅應反映貨幣時間價值，亦應反映與受評資產或企業之未來營運相關之風險。</u></p>	配合評價準則公報第十五號「評價方法、評價特定方法及評價模式」之發布，修改折現率應反映之因素，並敘明預估現金流量折現所使用之折現率須與現金流量類型



## 實務指引|第一號

條次	第二 次 修 訂 條 文	第 一 次 修 訂 條 文	說 明
			一致。
第三十 條	<p><u>評價人員可採用任何合 理之方法及參考指標建 立適當之折現率。有許 多方法及參考指標能建 立折現率或判斷折現率 之合理性，常見之方法 及折現率參考指標包括 (但不限於)：</u></p> <p><u>1.資本資產訂價模式。</u></p> <p><u>2.加權平均資金成本。</u></p> <p><u>3.觀察到或推估之利率 或殖利率。</u></p> <p><u>4.堆疊法。</u></p>	無。	敘明評價 人員可採 用任何合 理之方法 及參考指 標建立適 當之折現 率，並彙 總常見建 立折現率 之方法及 參考指 標。
第三十 一條	<p><u>評價人員於評估折現率 之適當性時，應視情況 考量交叉檢核性分析。</u></p> <p><u>常見之分析包括(但不 限於)：</u></p> <p><u>1.內部報酬率。</u></p> <p><u>2.加權平均資產報酬 率。</u></p> <p><u>3.其他方法(例如市場 法)下之價值估計， 或將收益法下之隱含</u></p>	無。	新增評價 人員評估 折現率時 應視情況 考量交叉 檢核性分 析之規 定。



財團法人  
會計研究發展基金會  
ACCOUNTING RESEARCH AND DEVELOPMENT FOUNDATION

條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
	<p><u>乘數與可類比公司市</u>  <u>場乘數或可類比交易</u>  <u>乘數相互比較。</u></p>		
<u>第三二 十二四 條</u>	<p><u>評價人員於建立折現率</u>  <u>時至少應考量：</u></p> <p><u>1.評價標的之類型。例</u>  <u>如，評價債務所採用</u>  <u>之折現率可能不同於</u>  <u>評價不動產或評價企</u>  <u>業所採用之折現率。</u></p> <p><u>2.市場中可類比交易之</u>  <u>隱含利率。</u></p> <p><u>3.評價標的之地理位置</u>  <u>及（或）其可能之交</u>  <u>易市場。</u></p> <p><u>4.評價標的之存續期間</u>  <u>及（或）到期日，以</u>  <u>及輸入值之一致性。</u>  <u>例如，所採用無風險</u>  <u>利率之期間長短將視</u>  <u>情況而定，惟一般作</u>  <u>法係使所採用無風險</u>  <u>利率之期間與所考量</u>  <u>之預估現金流量期間</u>  <u>相配合。</u></p>	<p><u>預估現金流量折現時所</u>  <u>使用之折現率係取決於</u>  <u>價值標準、受評資產或</u>  <u>企業之類型或現金流量</u>  <u>之衡量基礎。例如，若</u>  <u>評價之目的係估計市場</u>  <u>價值，則折現率應反映</u>  <u>市場參與者對風險之考</u>  <u>量；若評價之目的係估</u>  <u>計投資價值，則折現率</u>  <u>應反映特定投資者於考</u>  <u>量該資產或企業特定用</u>  <u>途之風險後所要求之報</u>  <u>酬率。</u></p>	<p>配合評價 準則公報 第十五號 「評價方 法、評價 特定方法 及評價模 式」之發 布，修改 評價人員 建立折現 率時應考 量之事項。</p>

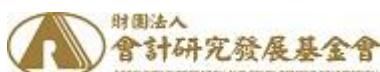


## 實務指引|第一號

條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
	<u>5.所採用之價值標準。</u> <u>6.預估現金流量之計價貨幣。</u>		
第三十 三條	<u>就折現率之建立而言，評價人員須：</u> <u>1.記錄建立折現率所使用之方法及使用該方法之佐證。</u> <u>2.提供推導折現率之證據，包括重要輸入值之辨認及其推導或來源之佐證。</u>	無。	新增評價人員建立折現率須有適當佐證並作成紀錄之規定。
第三二 十四 五 條	<u>評價人員建立折現率時，須考量達成評價標的預估現金流量之風險。具體而言，評價人員須評估折現率是否反映預估現金流量之假設所涉及之風險。例如，若使用合約現金流量或最可能現金流量，則反映有關未來違約預期之折現率即屬適當。在與預估現金流量之相同基礎下，可透過對市場上</u>	<u>預估現金流量折現時所使用之折現率應反映預估現金流量之性質及風險。</u> <u>例如，若使用合約現金流量或最可能現金流量，則反映有關未來違約預期之折現率即屬適當。在與預估現金流量之相同基礎下，可透過對市場上可類比資產或可類比負債之交易觀察到之報酬率進行分析，以獲得適當之折現</u>	文 字 修 改。



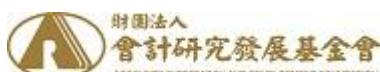
條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
	<p>可類比<u>項目</u>之交易觀察到之報酬率進行分析，以獲得適當之折現率。若使用機率加權<u>期望</u>現金流量，則不得使用上述之折現率，因機率加權<u>期望</u>現金流量通常已反映有關未來違約之假設，故應使用與期望現金流量固有風險相當之折現率。此折現率通常源自可產生資產預期報酬率之<u>訂價</u>模式，該等模式應足以反映各種可能之結果。</p>	<p>率。</p> <p>若使用機率加權現金流量，則不得使用上述之折現率，因機率加權現金流量通常已反映有關未來違約之假設，故應使用與期望現金流量固有風險相當之折現率。此折現率通常源自可產生資產預期報酬率之<u>定價</u>模式，該等模式應足以反映各種可能之結果。</p>	
<u>第三十 五條</u>	<p><u>許多方式可評估達成評價標的預估現金流量之風險，常見之程序包括（但不限於）：</u></p> <p><u>1. 辨認預估現金流量之關鍵組成部分，並將該等關鍵組成部分與下列項目比較：</u></p> <p><u>(1) 評價標的之歷史營運及財務績</u></p>	<p>無。</p>	<p>新增評價人員評估評價標的達成預估現金流量之風險之程序之規定。</p>



條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
	<p><u>效。</u></p> <p>(2) <u>可類比項目之歷史績效及預期績效。</u></p> <p>(3) <u>產業之歷史績效及預期績效。</u></p> <p>(4) <u>評價標的主要營運國家或地區之預期短期及長期成長率。</u></p> <p>2. 確認評價標的之預估現金流量為期望現金流量（即機率加權情境）、最可能之現金流量（即最有可能情境）或其他類型之現金流量。</p> <p>3. 評價人員若使用期望現金流量，應考量用以推導期望現金流量之不同可能結果之相對離散程度（例如：高離散程度可能顯示需調整折現率）。</p> <p>4. 將先前對評價標的之</p>		



條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
	<p><u>預估與實際結果進行比較，以評估管理階層估計之準確性及可靠性。</u></p> <p><u>5.考量質性因素。</u></p> <p><u>6.考量採用其他方法（例如市場法）所得出之價值估計。</u></p> <p><u>7.考量與評價標的之環境、社會及治理（ESG）特性相關之風險。</u></p>		
第三十六條	<p><u>若評價人員判斷評價標的預估現金流量之某些風險尚未反映於折現率，則須調整預估現金流量或折現率，以處理尚未反映之風險。</u></p> <p><u>1.評價人員調整預估現金流量時，應提供該調整係屬必要之理由、進行量化程序以支持該調整，並記錄調整之性質及金額。</u></p> <p><u>2.評價人員調整折現率</u></p>	無。	新增評價人員須調整預估現金流量或折現率以處理尚未反映之風險之規定。



## 實務指引|第一號

條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
	<u>時，應記錄不適合或不可能調整預估現金流量之原因、提供此等風險尚未反映於折現率之理由、進行量化及質性程序以支持該調整，並記錄調整之性質及比率。評價人員於調整過程中應考量所有合理可得之資訊。</u>		
<u>第三十 七條</u>	<u>評價人員建立折現率時，應適當考量評價標的係以單獨基礎或於組合中評估，對非系統性風險及推導整體折現率之影響。例如，評價人員應考量市場參與者究係以單獨基礎評估評價標的之折現率；抑或係評估評價標的於較廣之組合中，考量非系統性風險分散程度潛在影響後之折現率。</u>	無。	新增評價人員建立折現率時應考量評價標的係以單獨基礎或於組合中評估之規定。
<u>第三十</u>	<u>評價人員應考量集團內</u>	無。	新增評價



財團法人  
會計研究發展基金會  
ACCOUNTING RESEARCH AND DEVELOPMENT FOUNDATION

條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
八條	<u>企業間之協議及移轉訂價對折現率之影響。例如，集團內之業務單位或企業常透過集團內之協議訂定固定或保證報酬，此可能降低企業預估現金流量之風險，並降低適當之折現率；惟該集團內其他業務單位或企業將被認定為承擔剩餘之超額報酬與風險，因而增加該業務單位或企業預估現金流量之風險並提高適當之折現率。</u>		人員應考量集團內企業間之協議及移轉訂價對折現率之影響之規定。
第三二十九六條	...	...	條 號 調 整。
第四二十七條	加權平均資金成本通常係市場參與者對特定投資項目所要求之報酬率。僅涉及債務與權益之簡單計算一例為： $WACC = K_e \times (E / (D + E)) + K_d \times$	加權平均資金成本通常係市場參與者對特定投資項目所要求之報酬率。僅涉及債務與權益之簡單計算一例為： $WACC = K_e \times (E / (D + E)) + K_d \times$	文 字 修 改。



條次	第二 次 修 訂 條 文	第 一 次 修 訂 條 文	說 明
	$(1-T) \times (D/(D+E))$ <p>Ke = 權益資金成本 E = 權益之市場價值 Kd = 付息債務資金成本 D = 付息債務之市場價值 T = 稅率</p>	$(1-T) \times (D/(D+E))$ <p>Ke = 權益資金成本 E = 權益之市場價值 Kd = 付息債務資金成本 D = 付息債務之市場價值 T = <u>公司之稅率</u></p>	
第四二 十二八 條	<p>權益資金成本表彰投資者對權益之預期報酬率。權益資金成本於市場中並非隨時可觀察。對於權益資金成本之估計有數個模式，最普遍之方法係使用資本資產<u>訂價</u>模式或其延伸模式。在資本資產<u>訂價</u>模式下，權益資金成本之計算如下：</p> $Ke = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + \alpha$ <p>Rf = 無風險報酬率，係無風險資產目前之報酬率</p>	<p>權益資金成本表彰投資者對權益之預期報酬率。權益資金成本於市場中並非隨時可觀察。對於權益資金成本之估計有數個模式，最普遍之方法係使用資本資產<u>定價</u>模式或其延伸模式。在資本資產<u>定價</u>模式下，權益資金成本之計算如下：</p> $Ke = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + \alpha$ <p>Rf = 無風險報酬率，係無風險資產目前之報酬率</p>	文 字 修 改。



條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
	$R_m = \text{市場投資組合之預期報酬率}$ $(R_m - R_f) = \text{權益市場風險溢酬}$ $\beta = \text{beta 值，係特定資產風險相對於所有風險性資產組合之風險之程度，用以衡量系統性（或無法分散之）風險}$ $\alpha = \text{alpha 值，即企業之特定風險溢酬（用以反映企業規模及財務困境等之風險溢酬）}$	$R_m = \text{市場投資組合之預期報酬率}$ $(R_m - R_f) = \text{權益市場風險溢酬}$ $\beta = \text{beta 值，係特定資產風險相對於所有風險性資產組合之風險之程度，用以衡量系統性（或無法分散之）風險}$ $\alpha = \text{alpha 值，即企業之特定風險溢酬（用以反映企業規模及財務困境等之風險溢酬）}$	
<u>第四二十二</u> <u>至四三十三</u> 條	...	...	條號調整。
<u>第四三十四</u> 一 條	現金流量折現法可應用於不同價值標準下之評價，例如市場價值、投資價值、財務報導目的下之公允價值或使用價值。評價人員須考量建	現金流量折現法可應用於不同價值標準下之評價，例如市場價值、投資價值、財務報導目的下之公允價值或使用價值。評價人員應依評價	配合評價準則公報第十五號「評價方法、評價特定方法



## 實務指引|第一號

條次	第二 次 修 訂 條 文	第 一 次 修 訂 條 文	說 明
	<u>立預估現金流量之特定用途，以及預估現金流量之假設是否與所採用之價值標準一致。若預估現金流量之假設與價值標準不一致，可能須調整預估現金流量或折現率。</u>	<u>目的採用不同價值標準進而選取不同性質之輸入值。</u>	及評價模式」之發布修改本條文。
第四三 十五二 至五三 十七條	...	...	條 號 調 整。
第五三 十二八 條	採用現金流量折現法評價時，究係使用名目或實質現金流量、稅前或稅後現金流量較為適當，將取決於評價之特定用途及相關情況、評價標的之性質、可取得之資訊及攸關市場上之實務慣例。	採用現金流量折現法評價時，究係使用名目或實質現金流量、稅前或稅後現金流量較為適當，將取決於評價目的及相關情況、受評資產或企業之性質、可取得之資訊及攸關市場上之實務慣例。	用 語 修 改。
第五三 十二九 條	...	...	條 號 調 整。
第五四	現金流量類型之選用應	若所使用輸入值之基礎	1. 配合評



條次	第二 次 修 訂 條 文	第一 次 修 訂 條 文	說 明
十三條	<u>依據參與者之觀點。</u> 例如，不動產之現金流量（如租金）及折現率之 <u>估計</u> 通常採用稅前基礎，而企業評價之 <u>現金流量及折現率之估計</u> 通常採用稅後基礎。由於調整稅前折現率與稅後折現率可能複雜且容易出錯，進行該調整時應特別謹慎。	<u>與市場上常用或可取得資訊之基礎不同時，將增加評價過程中發生錯誤之機率。</u> 例如，不動產之現金流量(如租金)及折現率之 <u>資訊</u> 通常為稅前，而企業評價之折現率 <u>資訊</u> 通常為稅後。由於調整稅前折現率與稅後折現率可能複雜且容易出錯，進行該調整時應特別謹慎。	價準則公報第十五號「評價方法、評價特定方法及評價模式」之發布修改本條文。 2. 文字修改。
第五四 十四一 至五四 十七四 條	...	...	條號調整。
第五四 十八五 條	本指引於中華民國一〇六年十二月七日發布，於中華民國一〇九年九月二十五日第一次修訂，於 <u>中華民國一一四年十月二十二日</u> 第二次	本指引於中華民國一〇六年十二月七日發布，於中華民國一〇九年九月二十五日第一次修訂。	加入本次修訂日及實施日。

## 實務指引|第一號

條次	第二 次 修 訂 條 文	第 一 次 修 訂 條 文	說 明
	<p><u>修訂</u>。</p> <p>第一次修訂條文自中華民國一〇九年十二月二十五日起實施，但亦得提前適用。</p> <p><u>第二次修訂條文自中華民國一一四年十二月二十五日起實施，但亦得提前適用。</u></p>	<p>第一次修訂條文自中華民國一〇九年十二月二十五日起實施，但亦得提前適用。</p>	



# 財團法人中華民國會計研究發展基金會

## 評價準則委員會

### 一、原發布者：

主任委員 洪志洋

委員 白嘉眉 沈大白 吳啟銘 林左裕

顧問 林思惟 卓輝華 陳北緯 陳國軒

陳淑珍 黃小芬 彭火樹 詹凌菁

趙哲言 劉嘉松

(委員以姓氏筆畫為序)

### 二、第一次修訂者：

主任委員 洪志洋

委員 白嘉眉 沈大白 吳啟銘 林左裕

林思惟 卓輝華 陳北緯 陳淑珍

陳國軒 黃小芬 彭火樹 詹凌菁

趙哲言 劉嘉松

(委員以姓氏筆畫為序)

主任委員 游萬淵

委員 王全三 白嘉眉 吳啟銘 林思惟

高立翰 陳北緯 許恆賓 郭振雄

陳淑珍 陳國軒 黃小芬 馮震宇

馮熾煒 謝明仁

(委員以姓氏筆畫為序)

註：已辭任之沈大白委員及李紹平委員曾參與本號指引之  
第一次修訂，特此感謝。

### 三、第二次修訂者：

主任委員 游萬淵

委員 成昀達 林思惟 高立翰 許恆賓

郭振雄 朱昭蓉 陳淑珍 馮震宇

馮熾煒 黃小芬 楊朝旭 蔡偉澎

蔡媛萍 鄧治萍

顧問 張維夫

(委員及顧問以姓氏筆畫為序)

註：已辭任之謝明仁委員曾參與本公報之制定，特此感謝。



財團法人  
會計研究發展基金會  
ACCOUNTING RESEARCH AND DEVELOPMENT FOUNDATION