

# 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，例如公平市場價值、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.公平市場價值：係指具成交意願及能力，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。
  - 3.加權平均資金成本：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。

- 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。
- 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.收益法：係一種評價方法，其以評價標的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。
- 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。
- 8.收益率：係指投資所產生之報酬，一般以投資成本、當時公平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：投資標的初始設定之收益（例如，利息、現金股利及租金）除以投資所支付之價格，以百分比表達。
- 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.投資價值：係指資產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，該價值可能高於或低於其公平市場價值。此價值標準係基於可辨認之投資目的或條件，將特定資產與特定投資者相互連結。
- 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估計現值。
- 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.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。
- 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.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。
- 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。

## 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期利益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明確預測期間內所預估之現金流量折現至評價基準日並加總，再將明確預測期間結束日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。下列係現金流量折現法所需之關鍵輸入值：

- 1.現金流量之明確預測期間。
- 2.明確預測期間內各期之預估現金流量。
- 3.明確預測期間結束日之資產或企業價值（亦即終值）。
- 4.用以折現預估未來現金流量（包括終值）之適當折現率。

## 明確預測期間

第八條 決定明確預測期間時須審慎考量下列一項或多項因

素：

- 1.現金流量之波動可被合理預測之期間。
- 2.企業或資產之獲利達到穩定水準所需之期間。
- 3.資產之存續期間。
- 4.預計持有資產之期間。

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。

## 現金流量之預估

第十條 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）。

第十一條 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）為條件之現金流量。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（但實務上，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。

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。

第十二條 評價人員須以適當之假設為基礎預估現金流量。此等假設之適當性取決於評價目的及所採用之價值標準。若採用公平市場價值，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。

第十三條 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。

第十四條 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。

第十五條 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。

## 終值

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公平市場價值，則終值等同該資產或企業於明確預測期間結束日之公平市場價值。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。

第十七條 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）。

第十八條 評價人員用以推導資產終值之資本化因子法之公式如下：

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

第十九條 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：

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

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，  
選用折現率時參見第二十六條）

第二十條 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。

第二十一條 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。

第二十二條 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。

## 折現率

第二十三條 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，亦應反映與受評資產或企業之未來營運相關之風險。

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公平市場價值，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。

第二十五條 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。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，以獲得適當之折現率。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定價模式，該等模式應足以反映各種可能之結果。

第二十六條 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：

$$WACC = K_e \times \left( \frac{E}{D+E} \right) + K_d \times (1-T) \times \left( \frac{D}{D+E} \right)$$

$K_e$  = 權益資金成本

$E$  = 權益之公平市場價值

$K_d$  = 付息債務資金成本

$D$  = 付息債務之公平市場價值

$T$  = 公司之稅率

第二十八條 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定價模式或其延伸模式。在資本資產定價模式下，權益資金成本之計算如下：

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

$R_f$  = 無風險報酬率，係無風險資產目前之報酬率

$R_m$  = 市場投資組合之預期報酬率

$(R_m - R_f)$  = 權益市場風險溢酬

$\beta$  = 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

$\alpha$  = 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）

第二十九條 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。

第三十條 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，可用以評估是否接受該投資。

## 價值標準

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，例如公平市場價值、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。

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公平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公平市場價值，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，則不應用以推估公平市場價值。

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公平市場價值時，針對所有評價輸入值及假設應注意評價準則公報中對公平市場價值之定義，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。

第三十五條 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。

第三十六條 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

- 第三十七條 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。
- 第三十八條 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。
- 第三十九條 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公司或資產而得之折現率，亦應以所要求之名目報酬率為基礎。
- 第四十條 若所使用輸入值之基礎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。例如，不動產之現金流量（如租金）及折現率之資訊通常為稅前，而企業評價之折現率資訊通常為稅後。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。

## 評價報告

- 第四十一條 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。
- 第四十二條 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。

第四十三條 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. 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調節以形成價值結論，並說明調節使用之權重及理由。
2. 使用單一評價特定方法所得之價值結論之理由。

## 肆、附 則

第四十五條 本指引於中華民國一〇六年十二月七日發布，並自中華民國一〇六年十二月二十五日起實施。

# 附 錄

## 附錄一 釋例

說明：

下列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，並調整所使用之參數，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，所採用之相關參數（例如成長率）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

計算辦公大樓之公平市場價值。該建築物屋齡已20年且有五層樓，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\$280,000，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」）。

對於辦公大樓目前之市場租金行情為\$300,000。

### 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；資本化率為7%，該資本化率反映市場參與者對平均年度成長率2%之預期。

### 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。因每季收取租金，故現金流量係以每季為基礎共28季進行分析。相對應之每季目標利率為2.18%（即 $(1.0218)^4 = 1.09$ ）。

### 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\$345,000，即 $300,000 \times (1+2\%)^7$ ），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公平市場價值為 \$4,052,000。



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

## 不動產（具成長率）

輸入值				
年化目標報酬率（所要求之報酬率： $k$ ）	9.00% <sup>(a)</sup>	名目		
季化目標報酬率（所要求之報酬率）	2.18%			
估計預期年化成長率（ $g$ ）	2.00%			
年化所有風險收益率（資本化率： $k-g$ ）	7.00%	名目		
年化退出收益率（未來資本化率： $e_y$ ）	7.00%	名目		
剩餘租約年數	7			
調整租金之年度	5			
購買方成本	6.00%			
貨幣單位：仟元				
訂約租金	280	每季	70 <sup>(b)</sup>	
目前之市場租金	300	每季	75 <sup>(b)</sup>	
調整後之市場租金	312	每季	78 <sup>(b)</sup>	每年成長率2%
出售時之市場租金	345			每年成長率2%

明確預測期間1 (每季) 總額	第1年				第2年																
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q6	Q7	Q8													
各期之收益	70	70	70	70	70	70	70	70													
期間之現金流量	70	70	70	70	70	70	70	70													
現值因子 (@2.18%)	1.000	0.979	0.958	0.937	0.917	0.898	0.879	0.860													
現值金額	520	70	68.5	67.1	65.6	64.2	62.9	61.5	60.2												
明確預測期間2 (每季)	第3年				第4年				第5年				第6年				第7年				
	Q9	Q10	Q11	Q12	Q13	Q14	Q15	Q16	Q17	Q18	Q19	Q20	Q21	Q22	Q23	Q24	Q25	Q26	Q27	Q28	
回歸市場行情之收益	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	
期間之現金流量	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	
現值因子 (@2.18%)	0.842	0.824	0.806	0.789	0.772	0.756	0.739	0.724	0.708	0.693	0.678	0.664	0.650	0.636	0.622	0.609	0.596	0.583	0.571	0.559	
現值金額	1,078	65.7	64.3	62.9	61.5	60.2	59.0	57.6	56.5	55.2	54.1	52.9	51.8	50.7	49.6	48.5	47.5	46.5	45.5	44.5	43.6

終值

租賃結束之每年租金 (第8年) 345 每年租金

年化資本化因子 (@7.00%) 14.29

4,930

現值因子 (@9.00%) 0.547

出售時終值之現值 2,697

調整購買方成本前之總價值 4,295

購買方之成本調整<sup>(c)</sup> 243.1

(公平市場價值@6%)

目前公平市場價值 4,052

(a)：此為考量購買方成本後所要求之報酬率。

(b)：本釋例係以季租金計算，實務上使用者可視租金之收取頻率，以年租金或月租金計算。

(c)：此處之減項乃因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，則標的公平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，則標的公平市場價值之計算即應減除該等成本。



## 釋例二 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；如第四十條所述，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（即就評價之目的，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

某未上市（櫃）食品流通業者之管理階層委任評價人員估算該企業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公平市場價值。

管理階層預估：

1. 第一年之收入為\$200（百萬），息前稅前折舊攤銷前淨利（EBITDA）維持為每年收入之 20%。
2. 收入於明確預測期間（假設持續四年）預估每年成長 4%，預期於第四年後企業之盈餘呈現穩定。
3. 折舊按收入之 2.5% 估計，資本支出假設與折舊相等（考量資本投資於此情況下之短期耐用年限）。
4. 營運資金按收入之 2% 估計。

預測期間之有效稅率假設為23%。企業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4%。

於決定適當之終值時，假設明確預測期間後之固定成長率仍為4%（惟實務上，明確預測期間後之固定成長率通常與明確預測期間之成長率不同）。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EBITDA為基礎）為12.2。

於評價基準日，使用第二十八條所述之資本資產定價模式決定權益資金成本。債務之公平市場價值估計為企業價值之50%。名目加權平均資金成本為9.5%（其詳細計算列示於釋例三）。此相應之實質加權平均資金成本為5.5%。本釋例假設現金流量係於期末發生。

## 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）

貨幣單位：百萬元

年度	1	2	3	4	終值
收入	200.0	208.0	216.3	225.0	234.0
EBITDA	40.0	41.6	43.3	45.0	46.8
減：折舊	(5.0)	(5.2)	(5.4)	(5.6)	(5.8)
EBIT	35.0	36.4	37.9	39.4	41.0
所得稅	(8.1)	(8.4)	(8.7)	(9.1)	(9.4)
加：折舊	5.0	5.2	5.4	5.6	5.8
資本支出	(5.0)	(5.2)	(5.4)	(5.6)	(5.8)
淨營運資金之變動	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
<b>企業自由現金流量</b>	<b>26.7</b>	<b>27.8</b>	<b>29.0</b>	<b>30.1</b>	<b>31.4</b>
<b>終值</b>					<b>570.9</b>
折現期間	1	2	3	4	4
折現因子	0.913	0.834	0.762	0.696	0.696
現值	24.4	23.2	22.1	20.9	397.3
<b>企業價值</b>	<b>487.9</b>				
減：債務之公平市場價值	(243.9)				
權益價值	244.0				
<b>主要假設</b>					
EBITDA利潤率	20.0%				
稅率	23.0%				
加權平均資金成本	9.5%				
明確預測期間後之固定成長率	4.0%				
債務之公平市場價值	企業價值之50%				

## 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）

貨幣單位：百萬元

年度	1	2	3	4	終值
收入	200.0	208.0	216.3	225.0	234.0
EBITDA	40.0	41.6	43.3	45.0	46.8
減：折舊	(5.0)	(5.2)	(5.4)	(5.6)	
EBIT	35.0	36.4	37.9	39.4	
所得稅	(8.1)	(8.4)	(8.7)	(9.1)	
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>26.7</b>	<b>27.8</b>	<b>29.0</b>	<b>30.1</b>	
<b>終值</b>					<b>571.0</b>
折現期間	1	2	3	4	4
折現因子	0.913	0.834	0.762	0.696	0.696
現值	24.4	23.2	22.1	20.9	397.4
<b>企業價值</b>	<b>488.0</b>				
減：債務之公平市場價值	(244.0)				
權益價值	244.0				

### 主要假設

EBITDA利潤率	20.0%
稅率	23.0%
加權平均資金成本	9.5%
明確預測期間後之固定成長率	4.0%
退出乘數（以EBITDA為基礎）	12.2
債務之公平市場價值	企業價值之50%

### 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）

貨幣單位：百萬元

年度	1	2	3	4	終值
收入	200	200	200	200	200
EBITDA	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
減：折舊	(5.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
EBIT	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0
所得稅	(8.1)	(8.1)	(8.1)	(8.1)	(8.1)
加：折舊	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
資本支出	(5.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
淨營運資金之變動	—	—	—	—	0
<b>企業自由現金流量</b>	<b>26.9</b>	<b>26.9</b>	<b>26.9</b>	<b>26.9</b>	<b>26.9</b>
<b>終值</b>					<b>489.1</b>
折現期間	1	2	3	4	4
折現因子	0.948	0.898	0.852	0.807	0.807
現值	25.5	24.2	22.9	21.7	394.7
<b>企業價值</b>	<b>489.0</b>				
減：債務之公平市場價值	(244.5)				
權益價值	244.5				
<b>主要假設</b>					
EBITDA利潤率	20.0%				
稅率	23.0%				
加權平均資金成本—實質	5.5%				
債務之公平市場價值	企業價值之50%				

#### 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）

貨幣單位：百萬元

年度	1	2	3	4	終值
企業自由現金流量	26.7	27.8	29.1	30.1	31.4
減：利息×(1－稅率)	(18.8)	(19.5)	(20.3)	(21.1)	(22.0)
加：新發行之債務	9.8	10.3	10.5	11.0	11.4
<b>權益自由現金流量</b>	<b>17.7</b>	<b>18.6</b>	<b>19.3</b>	<b>20.0</b>	<b>20.8</b>
<b>終值</b>					<b>284.9</b>

折現期間	1	2	3	4	4
折現因子	0.898	0.807	0.725	0.652	0.652
現值	15.9	15.0	14.0	13.0	185.8
<b>權益價值</b>	<b>243.7</b>				
加：債務之公平市場價值	243.7				
企業價值	487.4				

#### 主要假設

稅率	23.0%
權益資金成本	11.3%
明確預測期間後之固定成長率	4.0%

## 釋例三 加權平均資金成本之計算

以下說明釋例二中加權平均資金成本之計算及以資本資產定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 50%。
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. 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 2%。

基於上述假設，可推算名目加權平均資金成本（WACC）為9.5%，推算過程如下所述：

### 加權平均資金成本之計算

#### 輸入值

輸入值		說明
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（%）	= 50%	與可類比公司之付息債務比率一致
公司之稅率	= 23%	公司之所得稅稅率（有效稅率）
無風險利率	= 4%	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	= 5%	視為已開發國家目前投資環境下之適當值
alpha值	= 2%	公司之特定風險溢酬

#### 資本資產定價模式

無風險利率	= 4%	10年期政府公債於評價基準日之殖利率
舉債之權益beta值	= 1.06	= 資產beta值 × (1 + ((1 - 稅率) × (付息債務/權益)))
權益市場風險溢酬	= 5%	視為已開發國家目前投資環境下之適當值
alpha值	= 2%	公司特定風險溢酬
所要求之權益報酬率	= 11.3%	= 無風險利率 + (舉債之權益beta值 × 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	= 11.3%	由以上計算得出
稅前債務資金成本	= 10%	具可類比風險之公司之付息債務資金成本
債務比率（%）	= 50%	參考可類比公司之付息債務比率
權益比率（%）	= 50%	1 - 付息債務比率（%）
公司之稅率	= 23%	公司之所得稅稅率（有效稅率）
加權平均資金成本	= 9.5%	= 權益比率（%）× 所要求之權益報酬率 + 付息債務比率（%）× (1 - 稅率) × 債務資金成本

註：本釋例中之債務係指付息債務。

## 釋例四 機率加權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。

### 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。

## 折現率

折現率之計算過程與假設之資料來源參見釋例三，惟本釋例有下列不同之假設：舉債之權益beta值為1.5，債務權益比為0.67（債務比率40%與權益比率60%）。

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%）。

## 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\$737（\$736.5四捨五入後）。參見「一、機率加權現金流量」。

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將高出上述估計值\$737約13%。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將與上述估計值\$737一致（仍有些微差異）。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%）。參見「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		45.0	51.8	57.0	59.9	62.0
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		45.0	50.4	55.4	58.2	60.2
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		30.0	31.5	33.1	34.4	35.60
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		40.5	44.9	48.9	51.2	53.0
成長率(%)			10.9%	8.9%	4.7%	3.5%

加權平均資金成本	10.0%					<b>815.4</b>
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		38.6	38.9	38.5	36.7	583.8

**企業價值 736.5**

## 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
<b>基本情況</b>					
企業自由現金流量	45.0	50.4	55.4	58.2	60.2
成長率(%)		12.0%	10.0%	5.0%	3.5%
折現率	10.0%(a)				<b>926.2</b>
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	42.9	43.7	43.7	41.7	663.2
<b>企業價值</b>	<b>835.2</b>				
與一、所計算之企業價 值之差異	13.4%				
折現率	11.0%(b)				<b>802.7</b>
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	42.7	43.1	42.7	40.4	557.1
<b>企業價值</b>	<b>726.0</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

#### 資本資產定價模式

無風險利率 4.0%

舉債之權益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% = 無風險利率 + (舉債之權益beta值 × 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 11.5%

稅前債務資金成本 10.0%

債務比率(%) 40.0%

權益比率(%) 60.0%

公司之稅率 23.0%

加權平均資金成本 10.0% = 權益資本成本 × 權益比率(%) + 債務資金成本 × (1 - 稅率) × 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	現金流量折現法之關鍵輸入值。
第八條	決定明確預測期間時之考量因素。
第九條	明確預測期間考量因素之選用。
第十條	建構現金流量應考量之客觀條件。
第十一條	預估現金流量之類型。
第十二條	不同價值標準所使用之現金流量。
第十三條	進行企業評價時現金流量之選用。
第十四條	名目或實質及稅前或稅後現金流量選擇之考量因素。
第十五條	將企業應計基礎之會計淨利調節至現金流量。
第十六條	終值之類型。
第十七條	估計終值之技術。
第十八條	以資本化因子法估計資產之終值。
第十九條	用以推導企業終值之固定成長模式。
第二十條	資產之終值可能與先前之現金流量關聯性極低之

條次	說明
	情況。
第二十一條	將終值折現至評價基準日所使用之折現率。
第二十二條	明確預測期間較短時估計終值之應注意事項。
第二十三條	折現率應反映貨幣時間價值及營運風險。
第二十四條	決定折現率時應考量之因素。
第二十五條	折現率應反映預估現金流量之性質及風險。
第二十六條	加權平均資金成本及權益資金成本之使用。
第二十七條	加權平均資金成本之計算。
第二十八條	資本資產定價模式下權益資金成本之計算。
第二十九條	堆疊法之採用。
第三十條	現金流量折現模式於投資決策之應用。
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。
第三十二條	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。
第三十三條	估計公平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。
第三十四條	估計公平市場價值時，對輸入值及假設應注意之事項。
第三十五條	估計投資價值所使用之輸入值通常不同於估計公平市場價值所使用之輸入值。
第三十六條	估計投資價值時，現金流量及折現率之決定。
第三十七條	現金流量與折現率之估計基礎應一致。
第三十八條	決定所使用之現金流量之考量因素。
第三十九條	使用名目現金流量時折現率之決定。

條 次	說 明
第 四 十 條	對輸入值進行調整時應特別謹慎。
第四十一條	評價報告之內容。
第四十二條	使用現金流量折現法時須揭露之事項。
第四十三條	關鍵輸入值之敏感性分析。
第四十四條	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。
第四十五條	發布日及實施日。

## 附錄三 本指引重要名詞中英對照表

### 一、名詞對照表（按中文筆劃排序）

純利率	Pure rate
退出乘數	Exit multiple
區間	Interval
期中折現慣例	Mid-period discounting convention
預測期間	Forecast period
資本資產定價模式	Capital asset pricing model

### 二、名詞對照表（按英文字母排序）

Capital asset pricing model	資本資產定價模式
Exit multiple	退出乘數
Forecast period	預測期間
Interval	區間
Mid-period discounting convention	期中折現慣例
Pure rate	純利率

財團法人中華民國會計研究發展基金會

評 價 準 則 委 員 會

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

(委員以姓氏筆劃為序)