

國立台灣大學會計學系碩士論文摘要

台灣綜合證券商之財務預測與評價

中華民國九十年六月

姓名：陳昭霞

指導教授：王泰昌 博士

研究目的

企業價值之正確衡量對投資人在制定投資決策時扮演一個非常重要的角色，因此，本文的研究目的主要有：

- 一、以投資者的角度，利用證券商所發布的財務資訊和相關經濟變數，編製其未來預測性財務報表。
- 二、透過自由現金流量的評價模式進行證券商價值的評估，以作為投資決策之依據。
- 三、利用敏感性分析探討在不同的變數估計值下，對於公司價值之影響。

研究動機

企業評價對於投資決策有重大的影響，在衡量企業價值的方法上，學者提出了許多的評價模式，例如：資產價值評價模式、股利評價模式、現金流量評價模式、價格乘數法等等。其中以現金流量評價模式被視為是最符合財務管理理論之企業評價方法，透過此模式可以

計算出公司應有的理論價格。由於目前國內尚無利用公司過去歷史性財務報表及相關資訊，逐項預測財務報表上各會計科目金額之研究。因此，本研究將利用現金流量評價模式透過預測性財務報表之編製，計算證券商之自由現金流量，進而求算其理論價格，以提供投資大眾制定投資決策之參考。

研究方法

本研究係以個別證券商之歷史性財務報表與相關經濟變數為依據，發展財務預測模型，以事前的觀點，對未來自由現金流量加以估計，並以加權平均資金成本 (Weighted average cost of capital) 為折現率，計算企業之真實價值。

主要的研究方法係以 Copeland, Koller and Murrin 所提出的評價方法為主，並參考 Palepu, Bernard and Healy 對企業評價的相關研究，加以適當地調整，以作為估計個別證券商理論價值之依據。

本研究所採行之評價步驟如下：

步驟一：依據個別證券商之歷史性財務資料及相關總體經濟變數，編製公司之預測性財務報表。

步驟二：根據公司之預測性財務報表計算可預測期間 (explicit forecast period) 之自由現金流量。

步驟三：依據一些簡化的假設估計可預測期間後之自由現金流量。

步驟四：利用加權平均資金成本（WACC）為折現率，將前二步驟所求得之自由現金流量加以折現，該折現計算所得之現值即為評價年度該公司之整體價值。

步驟五：將步驟四所求得之公司整體價值扣除非權益證券之市價，即為該公司普通股之理論價值。

主要發現與建議

本研究係以元大證券為例，利用該公司過去之歷史性財務報表及相關資訊，逐項預測財務報表上各會計科目之金額，進而以現金流量評價模式估計企業之價值，以供投資者制定投資決策之參考，並獲致以下結論。

- 一、編製證券商預測性財務報表時除以被評價公司之歷史性財務報表為依據外，尚需考慮經濟景氣、市場因素及主管機關未來可能施行之政策。
- 二、投資者在從事個別證券商企業價值評價工程時，須考慮被評價公司之市場定位、公司本身的策略及特性。
- 三、以自由現金流量評價模式評估企業價值時，深受成長率與加權平均資金成本率估計之影響。
- 四、本研究所建立之模型與結果可供證券商進行購併時評估標的公司價值之參考依據。

對投資者及後續研究者之建議如下：

(一) 對投資者之建議

- 1、由於評價牽涉到許多不確定之事項，因此必須考慮各項估計參數變動時對企業價值之影響，並以區間表示可能之價值，以作為投資衡量時之參考依據。
- 2、公司價值評價是一項充滿不確定性與主觀之工程，沒有任何一項技術可以改變此一性質。投資者所能做的即是盡可能的運用知識與智慧，正確的使用各種評價計方法，以使估計結果所產生之誤差僅是來自於經濟與市場因素之變動所造成的，而不是因為評價方法應用的誤判所導致。

(二) 對後續研究者之建議

本研究之重點乃是以被評價公司之歷史性財務報表及相關資訊逐項編製預測性財務報表，由於目前可取得之被評價公司之詳細財務報表僅從民國八十四年開始，此將造成以自由現金流量法評估企業價值時，可預測期間過短之情形，因此，建議後續研究者於未來資料足夠時，仍可繼續從事這方面之研究，並探討各種評價方法下之企業價值。