

可類比公司篩選策略及案例

(本文原刊載於「貨幣觀測與信用評等」第 127 期，2017/9 出刊)

*本文係經台大王泰昌教授審定

李昌峻

本文目的：
重申可類比公司
選取原則，並列
舉多數銀行業持
有之轉投資公司
實例

2018 年起，台灣將全面適用 IFRS9「金融工具」，取代 IAS39「金融工具：認列與衡量」，權益工具的評價原則也將因此改變，於編製財務報表時，不得再以成本衡量，一律須使用公允價值 (Fair Value, FV) 入帳。因應此次變革對企業帶來之衝擊，TEJ 於先前專刊簡析 IFRS 基金會公布之評價技術文件「Illustrative examples to accompany IFRS13 Fair Value Measurement—Unquoted equity instruments within the scope of IFRS9 Financial Instruments」(FVM 教材)¹，並且對於不同評價技術(可類比上市上櫃公司市場法、自由現金流量收益法)，藉由實際案例，進行未上市櫃股權公允價值的試算²。但無論評價人員採用何種評價技術，可類比公司之挑選都是進行股權評價之一大關鍵議題；是故本文重申選取可類比公司之重要原則，並聚焦於實務評價時可能遭遇之挑戰與難處。

本文內容主要分以下段落：首先說明可類比公司篩選之方法，及 TEJ 因應之處理規則；隨後帶入 TEJ 已有涉略、研究之案例，探討實務評價上，可類比公司篩選之最適策略³。本文所列舉之實例為多數銀行業持有之轉投資—分別為台灣電力股份有限公司(台電)、台灣糖業股份有限公司(台糖)、台北金融大樓股份有限公司(台北金融大樓)以及台灣證券交易所股份有限公司(證交所)共 4 例，並於最後一段總結。

一、可類比公司篩選方法

可類比公司應與
被投資公司處於
相同產業，或者
受相同經濟因素
影響

依據 FVM 教材第 34-39 段之指示，可類比公司應具備與被投資公司產生相似之未來現金流量之能力，其現金流量之成長性及伴隨之不確定性(風險)也必須相近(此為現金流量的特性)。大多數情形下，可類比公司須與被投資公司營運活動相似、且處於相同銷售市場、地理區域，並具有相當之規模。因此最直覺之做法，即是採用相同產業之上市上櫃公司作為對象；若所選擇之可類比公司產業不相同，也應當屬於與被投資公司受相同經濟因素影響之產業。

¹ TEJ 信用風險評估專刊，第 25 期，「IFRS13 補篇:未上市櫃股票之評價簡介」，2016/9 出刊。

² TEJ 信用風險評估專刊，第 25 期，「IFRS9 未上市櫃股票依市場法之公允價值試評:以台灣工業銀行及開發工銀被投資公司為例」，2016/9 出刊；貨幣觀測與信用評等，第 22 期，「收益法試評未上市櫃股票之公允價值：以鋼鐵業與貨運倉儲業為例」，2016/11 出刊。

³ 一併考慮成本效益及學理原則後，TEJ 採取之篩選可類比公司之策略。

FVM 教材並未詳細指示可類比公司之篩選規則，僅指出採用之可類比公司愈相似，後續所需之額外調整愈少⁴，故仍須經過評價人員自身之專業判斷。有鑒於此，TEJ 於判斷可類比公司時，除了參考產業分析⁵、所營業務、產銷組合外⁶，更結合 TEJ 財務資料庫之數據，計算出各個候選可類比公司及被投資公司之財務相似度。

財務相似度六大構面：成長性、規模、獲利能力、經營能力、營運風險與財務結構

TEJ 採用之財務相似度分為六大構面，分別為成長性、規模、獲利能力、經營能力、營運風險與財務結構，各構面並有相對應之財務比率，如下方表二所示。藉由財務指標之輔助，可以更客觀地協助評價人員判斷可類比公司是否適合，降低人為判斷誤差。六大構面綜合考慮營運面與財務面，其中，假如可類比公司會計政策與被投資公司相異，於財務報表上呈現的結果亦不同，故獲利能力構面中，若取用 EBITDA 即可免除折舊、攤銷方法不同造成之影響；而財務結構構面旨在評斷可類比公司與被投資公司之財務風險程度，故不使用負債比率（總負債包含屬於營運活動性質之應付帳款等），而取用借款依存度。

財務「相似度」之概念是，初步依照被投資公司營業性質挑選候選之可類比公司後，計算各候選之可類比公司之財務比率，並與被投資公司比較，即可得到各比率之「差異數」，依差異數絕對值之大小，即可判斷可類比公司與被投資公司在該財務比率上之相似程度。因此，比較所有財務比率之差異數後，即可計算出各個候選可類比公司之財務相似度。後續可依評價人員作業需求，依序挑選財務相似度最高的上市櫃公司，正式納入可類比公司。綜合以上所述，TEJ 挑選可類比公司時概略之流程圖如下⁷：

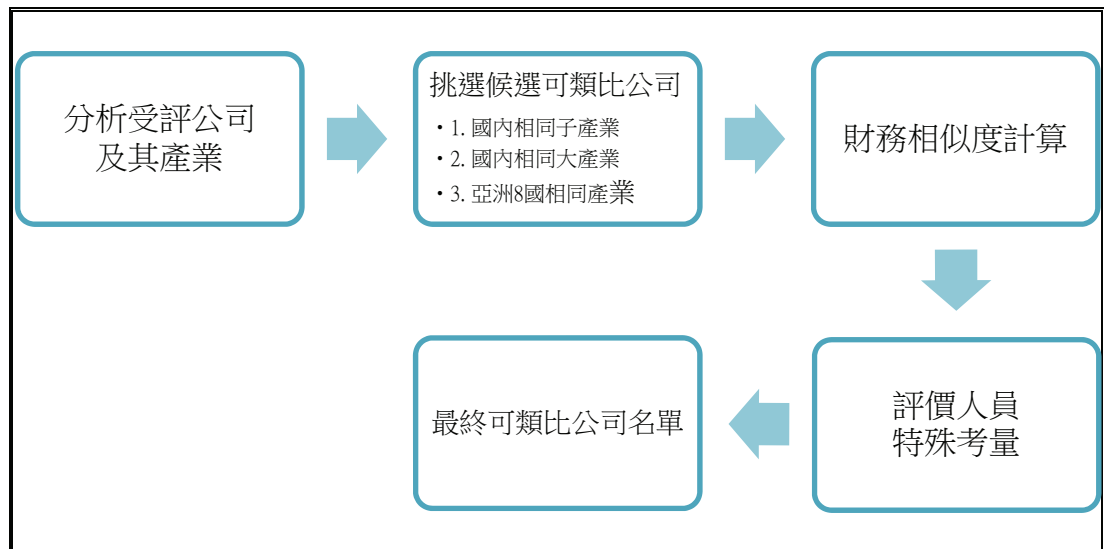
⁴ 出自 FVM 教材第 39 段，如調整規模（資產或營業額）、產品多角化程度、銷售市場之成熟度等。

⁵ TEJ 自訂大產業分類請參附表一。

⁶ TEJ 建置 9 國產銷組合與公司屬性資料庫，涵蓋亞洲 9 國所有上市櫃公司資料，供評價人員尋找候選之可類比公司。

⁷ 此為研究人員於尋找可類比公司時之遵循之大架構，順序得視情況調整。

圖一、可類比公司挑選流程圖



TEJ 於初步選擇候選可類比公司時，傾向採用較為嚴格之標準過濾營業性質之不同。先自國內上市櫃公司著手，若與受評公司處於相同子產業之公司數不足，將適當地放寬標準，篩選範圍擴大至被投資公司之大產業（參考附表一），最後擴大至其他鄰近亞洲國家（因地理區域較相似，故歐美公司先不考慮）。實務上部分被投資公司因為營運性質過於特殊，故須加入評價人員專業的特殊考量（參見後文實例），再搭配財務相似度輔助決策，此為一挑選可類比公司之合適策略。

表二、財務相似度六大構面

構面	TEJ 採用之財務比率或變數
成長性	營收成長率、總資產成長率
規模	營業收入、總資產
獲利能力	營益率、毛利率、EBITDA（稅前、息前、折舊前、攤銷前淨利）
經營能力	應收帳款週轉天數、存貨週轉天數
營運風險	營運槓桿
財務結構	借款依存度

二、實務案例

本文四個評價實例如下，並逐一討論各個選擇可類比公司時的關鍵點、問題與策略。

(一) 台電

台電關鍵點
一國內無適合對象，故須尋找國外對象
一綜合電業，與國外電廠情況不同

台電成立於 1946 年 5 月 1 日，資本額約 3,300 億元，其營運項目為綜合電業：包含發電（上游）、輸配電（中游）及售電（下游）。台電向發電用燃料供應商購買燃料，其中火力及核能發電燃料皆須由國外進口，並收購民營電廠、汽電共生與再生能源業者之電能後，透過自身之電力系統輸送、配送電力至下游用戶端。在如此垂直整合的營運模式下，自成一條產業鏈，好處是電力供應之穩定度與品質可受保障，但也阻礙了自由競爭。2016 年初台電組織轉型後，台電分為水火力發電、核能發電、輸供電及配售電等四大事業部⁸。

由於產業特殊，且台灣電業市場由國營事業台電獨占，故於尋找可類比對象時須放眼海外市場；不過由於其他亞洲國家市場大多為電業自由化的因素，難以尋找同為經營綜合電業的電力公司⁹，假設以此點作為主要考量，幾無可列入候選之可類比公司，造成評價上的困難。

台電策略
一考慮主要發電來源及地理特性，配合財務相似度選取

因應此情況，TEJ 額外考慮我國主要發電來源為火力發電（含燃煤、燃油及燃氣）及核能發電，且先天地理環境缺少燃料原料，須仰賴進口的特性，於亞洲 9 國中選擇環境相似之日本、香港與韓國之電力公司納入候選之可類比公司，各國家再分別計算財務相似度，挑選相似度高之候選公司。整體而言，日本電力公司之財務相似度為最高，故在此以日本為例，說明財務相似度計算之步驟：

表三、台電及候選可類比公司財務比率¹⁰（近 3 年平均）

公司	營收成長率(%)	裝置容量(萬瓩)	營益率(%)	ROA(%)	借款依存度(%)
台電	6.22	31,419	5.74	0.96	560.01
東京電力(JP.9501)	1.15	66,057	4.78	2.78	411.58
中部電力(JP.9502)	2.90	34,058	4.18	1.35	207.23
關西電力(JP.9503)	7.33	37,442	1.33	-0.01	402.16
中國電力(JP.9504)	1.27	11,995	3.80	1.02	323.98
北陸電力(JP.9505)	1.59	8,068	6.53	1.12	280.00
東北電力(JP.9506)	8.44	18,812	7.91	2.42	428.64
四國電力(JP.9507)	8.59	6,967	3.27	0.84	282.82
九州電力(JP.9508)	9.57	6,967	-0.42	-0.47	717.65
北海道電力(JP.9509)	11.55	7,751	-2.12	-0.23	784.30
沖繩電力(JP.9511)	4.45	2,136	4.86	1.42	156.53

資料來源：TEJ 資料庫、The Federation of Electric Power Companies of Japan，本文整理。

⁸ 台電股權評價可見本刊「未上市櫃股權評價實作篇—台電」，將完整說明台電評價過程與結果。

⁹ 2016 年 10 月 20 日，行政院通過電業法修正草案，以兩階段修法完成電業自由化目標。

¹⁰ 因資料限制，此處未使用營運槓桿分析。

以台電為基準，計算各候選公司財務比率與台電之差異。如就營益率來看，東京電力之差異為-0.96%、中部電力之差異為-1.56%等，並將該差異數取絕對值。隨後，針對每一個財務比率（如營收成長率），與台電差異絕對值最小的可類比公司（最相近）給 10 分最高分¹¹、差異絕對值第 2 小的可類比公司（次相近）給 9 分，以此類推，最後一名僅得 1 分。此步驟執行完畢後，計算各候選可類比公司之總得分，總得分最高者即為財務相似度最高。以日本之例子而言，最相近的公司為關西電力（詳見表四）。

表四、台電可類比公司財務相似度

公司	營收成長率得分	裝置容量得分	營益率得分	ROA 得分	借款依存度得分	合計	相似度排名
東京電力	2	1	8	1	9	21	8
中部電力	6	10	7	7	2	32	3
關西電力	10	9	3	5	7	34	1
中國電力	3	7	6	10	5	31	4
北陸電力	4	6	10	8	3	31	4
東北電力	8	8	5	2	10	33	2
四國電力	7	3	4	9	4	27	6
九州電力	5	3	2	3	8	21	8
北海道電力	1	5	1	4	6	17	10
沖繩電力	9	2	9	6	1	27	6

資料來源：本文整理。

於篩選香港可類比公司時，步驟相似：第一階段於資料庫中尋找營業項目相關，排除兼營房地產開發、金融服務等業務之公司後，候選可類比公司共有中電控股（HK.00002）、電能實業（HK.00006）、琥珀能源（HK.00090）等 10 間；第二階段執行上述財務相似度計算，挑選財務相似度最高的中電控股為可類比公司。

綜合上述，TEJ 最終選取之可類比公司共有 4 間，分別為在日本東證一部上市的 3 間公司（財務相似度最高）：關西電力、東北電力、中部電力與在香港交易所上市之中電控股。

台電的例子中，因被投資公司在台灣為「僅此一家，別無分號」，且營運受政策因素左右、經營型態為獨占的國營事業，故需要評價人員主觀評斷的部分較多，必須清楚描繪尋找可類比對象的方法、邏輯，除須具備專業知能（充分掌握、分析被投資公司及其產業特性）外，也是一種藝術。

¹¹ 候選可類比公司由 10 間，故最高得分設為 10 分。

(二) 台糖

台糖關鍵點
—多角化經營
，分為 8 大事業
部門

台糖公司為 1946 年光復後，合併日本人經營之大日本、台灣、明治與鹽水港 4 家製糖會社後設立，以糖業起家，目前為經濟部持股 86% 股權之國營事業。後因跨入多角化經營，故按產品類別將組織改組，分為油品、砂糖、土地開發、畜殖、量販、農業經營、資產營運及其他等 8 大事業部¹²。

初步檢視這 8 大事業部對台糖的營收與獲利貢獻，受限於可用財務資訊不足，排除未揭露明細之其他事業部，2016 年營收占比最高之 4 大事業部依序為砂糖（22%）、油品（19%）、土地開發（13%）與畜殖（10%），共涵蓋 64% 之營收，詳細資料如下方表五所示。

表五、2016 年台糖各事業部門營收與獲利比率

單位：億元

事業部別	收入	收入比重(%)	損益	損益比重(%)
油品	63	19	1	4
砂糖	72	22	15	41
土地開發	44	13	32	85
量販	26	8	-3	-9
畜殖	32	10	0	1
資產營運	23	7	5	15
農業經營	7	2	1	3
其他	63	19	-15	-40
合計	330	100	36	100

資料來源：台糖股東會年報財務附註，本文整理。

台糖占營收比最
高之 4 大部門未
來成長性皆低

砂糖事業部營收占比最高，達 72 億元，年賺 15 億元，主要從事砂糖之精煉及製造，台糖市占率達 60%。雖然砂糖為民生必需品，但因近來國人飲食習慣調整為低糖飲食文化，未來需求量成長空間不高；油品事業部主營加油站業務，係台糖向中油購買原油後再行出售，營收雖有 63 億元，但此市場遭其他兩大廠商寡佔，若以日均發油量為基準，目前市占率約為 2% 左右，且獲利率極低。至於土地開發部門，為台糖目前的金雞母，2016 年挹注獲利約 32 億元，其業務分為營建業務（與建商合作從事土地開發）與學生宿舍租賃業務。營建業務受房地產景氣不佳影響、學生宿舍租賃業務受限於少子化及大學招生率降低，未來預期對宿舍出租率及租金收入皆帶來一定程度之衝擊；畜殖事業部主要從事毛豬飼養、飼料產銷及豬肉加工品製造等業務，2016 年收入約有 32 億元，約於損益兩平，但對於此部門前景分析亦趨向保守；毛豬飼養業務因應環保議題，須於養豬場增設沼氣發電、雨水汗水分排等環保設

¹² 此部門涵蓋觀光事業、生技保健產品、儲運與蝴蝶蘭培育等業務。

施，增加飼養成本，還必須面對進口廉價豬肉競爭的問題；飼料產銷方面，因為禽流感疫情，飼養家禽之業者家數銳減，後續不確定性高；豬肉加工品則有食安問題與飲食習慣改變等議題影響。總體而言，台糖主要營收來源之部門未來成長性皆不高，且公司本業生命週期位於衰退期。

綜合上述論點，台糖的可類比公司挑選難度高，無法單純挑選製糖業者作為可類比對象¹³。此類多角化經營之被投資公司，每個部門之經營績效、競爭情況、未來展望皆大有不同，部門間營運情形差異大，幾乎不可能尋找營運業務與台糖 8 大事業部相同之上市櫃公司，更遑論產銷組合比重相似，即便存在，若無資料庫輔助，恐也曠日廢時。因應此情況，TEJ 之策略為：鎖定營收占比最高之 4 大事業部門，針對 4 大事業部門的主營業務，挑選合適的上市櫃公司。若以此種思維切入，每一個事業部應選用營運項目愈單純的可類比公司為佳。

本文以畜殖事業部門為例。自 TEJ 資料庫篩選出和台糖畜殖事業部門主營業務（豬肉與飼料，如下方表六所示）相似之候選可類比公司，並且依照財務相似度計算¹⁴，挑選出畜殖事業部門適合之可類比公司。

台糖策略

一以貢獻營收最高之事業部門別為主，各個事業部門皆挑選可類比公司

表六、台糖—畜殖事業部門之候選可類比公司

單位：億元

公司	年營收	總資產	產銷組合
卜蜂 (1215)	182	112	消費食品 (50%)、飼料 (25%)
大成 (1210)	758	379	飼料 (51%)、肉品 (29%)
羅牛山 (CN.000735)	9	62	生豬養殖 (33%)、肉製品 (22%)
雛應農牧 (CN.002477)	61	169	生豬產品 (35%)、生鮮凍品 (20%)
溫氏股份 (CN.300498)	594	414	肉豬 (67%)、肉雞銷售 (33%)
新五豐 (CN.600975)	17	19	生豬 (52%)、屠宰冷藏 (33%)
牧原食品 (CN.002714)	56	129	生豬養殖 (100%)

資料來源：TEJ 資料庫，本文整理。

備註：資料為 2016 年，除卜蜂與大成之幣別為新台幣外，中國 5 家公司之幣別為人民幣。

計算財務相似度後，與台糖畜殖部門財務表現最相近的 4 間公司分別為羅牛山、新五豐、卜蜂及大成。但考量中國養豬業 2016 年受到禁養拆遷、環保稅等政策因素衝擊，且中國市場豬價變化大，相關業者營運波動度高，若將中國養豬業者納入可類比公司，後續市場法計算可能導致誤差，因此最後僅採用卜蜂及大成作為台糖的可類比公司；後續再以同樣之步驟，針對砂糖

¹³ 台灣並無上市櫃之製糖公司，故須於國外尋找可類比對象。雖然部分國外製糖公司亦有經營畜殖等與台糖相似之業務，但產銷組合差異仍大，且部分經營業務也與台糖相異。

¹⁴ 此處須按照部門別財務資訊，計算各事業部門自身之財務比率，再與候選可類比公司比較。

等其他事業部門挑選可類比公司，即可進行市場法之計算分析。

(三) 證交所

證交所關鍵點
一業務特殊，國內無適合對象，故須尋找國外對象

證交所成立於 1961 年 10 月 23 日，主營項目為有價證券上市、交易、結算、交割與借券等服務，屬於國內特許業務。證交所旗下子公司如台灣集中保管交易所（持有約 51% 股權）及編製、維護指數的台灣指數股份有限公司（持有 100% 股權）等。其收入來源包含證券商所繳交之經手費收入（最大宗，約占 3 成）、有價證券上市費收入、證券商使用證交所之電腦設備所須支付的連線處理費等。證交所營運表現和市場成交量成正相關，2009 年以後台股成交量萎縮，致使經手費收入下滑，賴公司權證上市需求仍多，總營收不致於大幅衰退，近 3 年之營業收入約有 70 至 80 億元的水準，但其稅後淨利仍隨成交量萎縮而減少。

證交所之案例與台電相似，因產業性質特殊，且獨一無二，評價人員並無法於國內選取合適之可類比公司，必須以國外的上市櫃交易所為對象，納入可類比公司之考量。以下說明 TEJ 的挑選策略：首先考慮國情差異，優先選擇亞洲地區交易所為候選對象（如下方表七所列示），再進一步研究各地區交易所之特性：

表七、亞洲地區證券交易所概況及市場資訊

單位：十億美元；%；倍

交易所名稱	成立日期	業務範圍	成交值	週轉率	本益比	上市櫃
台灣	1961/10/23	證券、結算	514	64.6	16.5	否
深圳	1990/12/1	證券、結算	11,066	374.2	41.2	否
上海	1990/11/26	證券、結算	7,492	192.4	15.9	否
日本 ¹⁵	1878/5/15	證券、結算、衍生性	5,618	116.8	18.6	是
韓國	1956/5/3	證券、結算、衍生性	1,673	129	13.9	否
香港 ¹⁶	1986/4/2	證券、結算、衍生性	1,350	42.3	10.5	是
新加坡 ¹⁷	1973/5/24	證券、結算、衍生性	197	31.9	12.5	是
馬來西亞	1976/12/14	證券、結算、衍生性	107	26.9	16.3	是
泰國	1975/4/30	證券、結算	330	80.9	18.6	否
菲律賓	1936/11/11	證券、結算	37	-	-	是

資料來源：WFE、TWSE，2016/12，本文整理。

備註：部分交易所可取得資訊受限，以「-」表示。

¹⁵ 日本東京證交所於 2000/3 合併新瀉及廣島交易所，2013/1 合併大阪交易所。

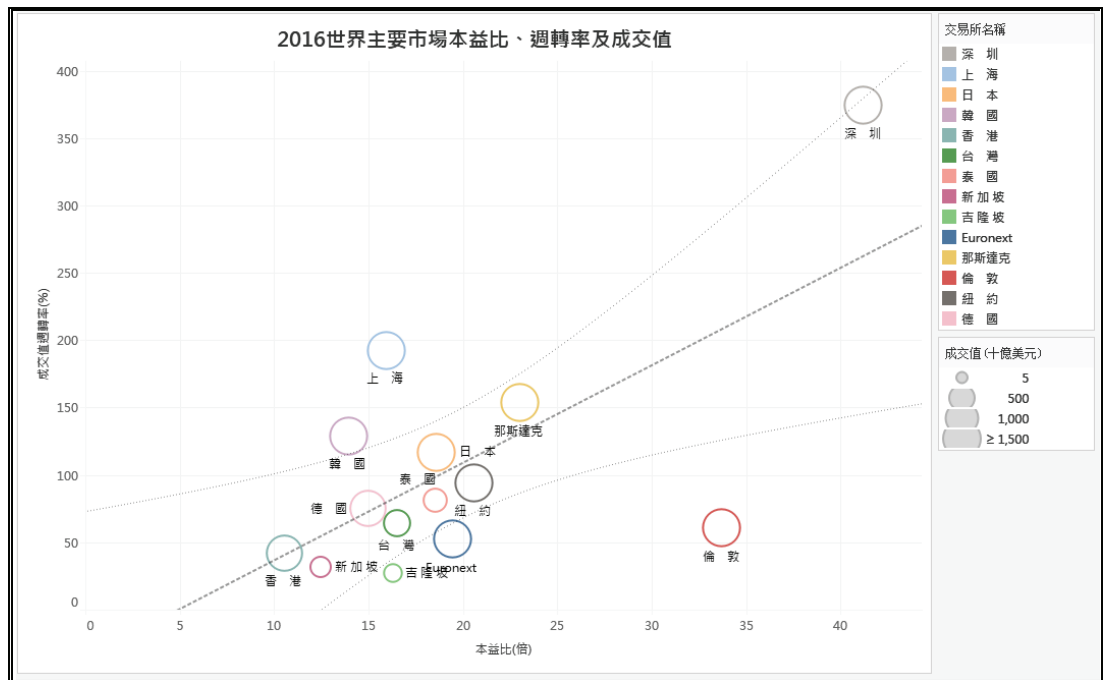
¹⁶ 於 2012/6 收購倫敦金屬交易所。

¹⁷ 於 2016/8 收購波羅的海交易所。

證交所策略
一以本益比、週
轉率及成交值三
構面決定相似度

由於深圳、上海、韓國與泰國交易所為未上市櫃公司，自然從可類比對象中刪除。剩餘 5 間之上市櫃交易所中，因為交易所非為一般產業，先前使用過之財務相似度的篩選並非為最恰當的比較法，TEJ 以本益比¹⁸、週轉率及成交值三項構面去判斷候選之可類比公司與台灣證交所之相似程度，更能突顯其營運項目之特殊處。下方圖八繪出三大構面之相似度供讀者參考：

圖八、各國證券交易所相似度



資料來源：WFE、TWSE，2016/12，本文整理。

上圖中，橫軸為該市場之本益比、縱軸為成交值週轉率，以圓圈大小呈現成交值的規模；可發現亞洲地區交易所除深圳交易所及上海交易所與台灣證交所相差甚遠外，綜合考慮菲律賓市場長交值過低，且可取得之比較資訊受限，故 TEJ 最後選用之可類比公司為日本交易所、香港交易所、新加坡交易所及馬來西亞吉隆坡交易所。

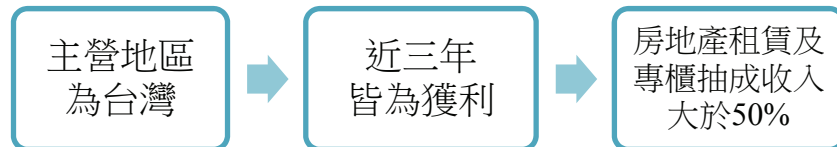
(四) 台北金融大樓

台北金融大樓關
鍵點一由營收組
成下手分析

台北金融大樓於 1997 年 10 月成立，其營收大概分為 4 部分：專櫃銷貨及自營銷售商品（4 成）、購物中心及辦公大樓租金（3 成）、觀景台門票收入（2 成）及管理費收入（1 成）。目前，前 5 大股東名單分別為頂新集團（持有約 37%之股權）、中華電信、兆豐金、中信金與台灣證交所。

¹⁸ TEJ 認定本益比類似於該交易所之績效指標，本益比愈高的市場較能吸引優秀的公司掛牌。

相較於前述之三個例子，台北金融大樓之可類比對象相對容易尋找，且可於國內選取可類比標的。TEJ 評價人員依照台北金融大樓之營收組成，鎖定貿易百貨業者及營建業者作為初步候選名單¹⁹，除進行財務相似度之排名計算外，TEJ 評價人員採用以下三個篩選策略：



台北金融大樓策略
—主營地區為台灣、近3年獲利，且營收組合達標之百貨/營建業者

依照 FVM 教材的指導，可類比公司之營業區域須與被投資公司相近。但候選可類比公司之中的鼎固（2923）與大洋百貨集團控股（5907）因銷售地區主要為中國大陸，但台北金融大樓主營地區為台灣，故將這 2 間公司從可類比公司名單中刪除。剩餘可類比公司名單中，大魯閣（1423）與日勝生（2547）因處於虧損，營運不穩定，財務相似程度也低，故再予以排除。最後，為更貼近台北金融大樓之營運特性，可類比公司營收來源中房地產租賃以及專櫃抽成之收入須占比重達 50% 以上，而遠百（2903）與南仁湖（5905）因不符合此規則，故於名單中排除，各可類比公司詳細營收比重如下方表九所示：

表九、台北金融大樓及候選可類比公司營收組成

公司名	產銷組合	可類比
台北金融大樓	營業租賃（42%）、專櫃抽成（37%）、育樂（19%）	-
全銓（8913）	營業租賃（100%）	是
統領（2910）	專櫃抽成（89%）、餐旅（11%）	是
誠品生活（2926）	專櫃抽成（73%）、餐旅（20%）、自營銷貨（7%）	是
欣欣（2901）	專櫃抽成（56%）、育樂（26%）、營業租賃（18%）	是
第一店（2706）	營業租賃（61%）、餐旅（38%）	是
太設（2506）	專櫃抽成（46%）、營建（40%）	是
萬企（2701）	營業租賃（51%）、餐旅（49%）	是
遠百（2903）	自營銷貨（58%）、專櫃抽成（32%）	否
南仁湖（5905）	育樂（35%）、專櫃抽成（28%）、餐旅（12%）	否

資料來源：TEJ 資料庫，本文整理。

¹⁹ 若於國內可選擇之可類比公司樣本數已足夠（通常 ≥ 5 ），則建議以國內上市櫃公司為主即可。

三、結語

可類比公司選用策略仍仰賴評價人員專業，財務相似度用於提升評價結果可信度

一般而言，評價人員從事未上櫃股權評價時，可能面臨兩大難題：其一為評價參數估計困難，其二即為可類比公司選擇困難。總結本文提出討論之實例，不難發現被投資公司若有於國內「僅此一家」的獨占特性，如台電或證交所，勢必尋找國外可類比公司，此時跨國別之差異就成為評價人員必須思考之重點。另一組合為台糖與台北金融大樓，尤其是多角化經營的台糖，須特別著眼於營收組合分析，再從中擬定更精確之選擇策略。

TEJ 內部使用之財務相似度法，有助於評價人員於客觀基礎上過濾不恰宜之可類比公司，並提升評價結果之可信度與說服力；然而可類比公司之選取絕非單靠會計數字計算可得的，更仰賴評價人員專業的分析與選取策略之使用，因此在整個選取可類比公司的過程中，評價人員之特殊考量應為最關鍵之處。另外，若無法尋找與被投資公司處於相同產業的可類比公司，另一種做法是在整個市場中直接尋找與被投資公司之「評價重大相關參數」²⁰相似的可類比公司，此時因樣本數多，建議可採用統計學的群集分析（cluster analysis）挑選，以提升評價工作效率。

參考資料

- 1、IFRS，Illustrative examples to accompany IFRS13 Fair Value Measurement—Unquoted equity instruments within the scope of IFRS9 Financial Instruments，2013/2。
- 2、陳惠玲、李瑋婕，IFRS13 補篇：未上市櫃股票評價之簡介，TEJ 信用風險評估專刊，2016/9。
- 3、羅靖霖，IFRS9 未上市櫃股票依市場法之公允價值試評：以台灣工業銀行及開發銀行被投資公司為例，TEJ 信用風險評估專刊，2016/9。
- 4、李昌峻、李瑋婕，收益法試評未上市櫃股票之公允價值：以鋼鐵業與貨運倉儲業為例，貨幣觀測與信用評等，2016/11。
- 5、各被投資公司財報、股東會年報。
- 6、TEJ+財務、產銷組合資料庫。
- 7、The Federation of Electric Power Companies of Japan，<http://www.fepec.or.jp/english/>。
- 8、台灣證券交易所，國際主要股市月報，<http://www.tse.com.tw/zh/statistics/index/06>。
- 9、WFE 年度統計，<https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/annual-statistics>。
- 10、王謹榆，工商時報，從日本經驗看電業自由化商機，2017/8/6。
- 11、http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/littlebook/comparables.htm。

²⁰ 如貝他值、營收成長率及股東權益報酬率等。

附表一、TEJ 大產業分類一覽表

產業碼	產業名稱	產業碼	產業名稱
11	水泥	23A	PC 系統
12	食品	23B	主機板
13A	石化	23D	電子零組件
14A	人纖	23E	網路設備
14B	棉紡	23G	半導體
14C	成衣	23G3	其他 IC 產製
14D	毛紡	23K	通訊設備
15A	機械業	23T	資訊通路
15B	電機製品	23U	消費性電子
15C	家電製品	23X	軟體服務
16	電線	25	營建
17	化學	26A	海運
17C	藥	26B	陸運業
17E	清潔劑	26G	運輸設施
18	玻璃陶瓷	27	觀光
19	造紙	28	銀行保險
20A	金屬基本	29A	百貨批發
21	橡膠輪胎	30	證券期貨
22	汽車	31	投資業

(共分 38 類大產業、207 類子產業)