

## 3 如何進行企業價值分析？

「鑑往知來」此語不但可用來觀察一個人的行為，也可用來觀察一家公司的經營軌跡。歷史分析 (Historical Analysis) 是企業價值分析的起步。歷史分析可以幫助企業價值分析人員明白一個企業是如何從過去走到現在，並預測企業未來發展的軌跡。歷史分析包括歷史的策略分析與歷史的財務分析，而後者包括會計分析、財務比率分析以及現金流量分析。

### 策略分析

策略係指於某一特定時點，企業管理階層為創造企業價值所擬定的行動規劃，而企業的經營績效及企業的財務狀況是企業執行策略之後的結果。所以，對一個企業進行財務分析之前應先分析其策略；策略是因，財務是果。本章將策略分析<sup>1</sup>分為策略背景分析、策略目標導出、策略目標分類以及策略目標展

---

<sup>1</sup> 從公司組織結構的角度著眼，策略分析又可分為兩個層面：集團策略分析及事業單位策略分析。集團策略分析著重於企業資產的投資組合（事業群）是否產生綜合效應 (Synergy Effect)，企業可藉由購併交易創造企業價值。事業單位策略分析著重於事業單位的產品定位，企業可採取成本領導 (Cost Leadership) 策略或採取產品差異化 (Product Differentiation) 策略。一般採取成本領導策略的公司傾向高營收成長率及低獲利率。反之，採取產品差異化策略的公司傾向低營收成長率及高獲利率。但究竟何種產品定位策略能為企業創造較大的價值，則視產品、技術、管理團隊的經營風格等相關因素而定。

開四個步驟。

## 1. 策略背景分析

企業所屬產業目前的競爭強度及其未來的發展趨勢是企業導出競爭策略的背景。一個產業的發展趨勢決定其所屬企業所面對市場規模的消長；一個產業的競爭強度決定該產業的市場平均獲利率。所以，企業管理團隊必須具備洞察力（或眼光），看見因科技或法規等外部環境因素的變化而浮現的價值創造機會或威脅。根據企業本身所採取的策略定位（Strategic position），擬定為利害關係人創造價值的策略，進而描繪該企業未來的市場佔有率、營業額以及獲利率的願景（Vision）。而預測一個企業未來的營業額是預測該企業未來財務報表的基礎。有了營收成長率的預測加上獲利率及各項週轉率（例如應收帳款週轉率、存貨週轉率及固定資產週轉率等）的假設，其他資產負債表上的長短期投資預測以及損益表上的成本與各項費用預測將伴隨而出。有了前述的假設及預測，企業價值分析人員可以預測用以評估企業價值的未來現金流量。

波特（Michael Porter）的五力分析<sup>2</sup>是實務上常用的產業分析基本架構，如圖 3-2 所示。

透過深度分析一個產業與顧客的議價能力、與供應商的議價能力、產業的進入障礙、替代品的威脅以及產業的競爭強度

---

<sup>2</sup> 請參閱 Porter, M., *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, Free Press, 1980.

等五大作用力的動態變化，企業的管理團隊可以從競爭的角度分析企業在所屬產業的獲利機會與威脅。值得注意的是，如果一個產業內的所有經理人都以波特的五力分析作為擬定競爭策略的架構，則該產業將容易陷入惡性競爭的殺戮戰場。要避免陷入一片紅海的競爭市場，企業經理人必須調整其經營心態。

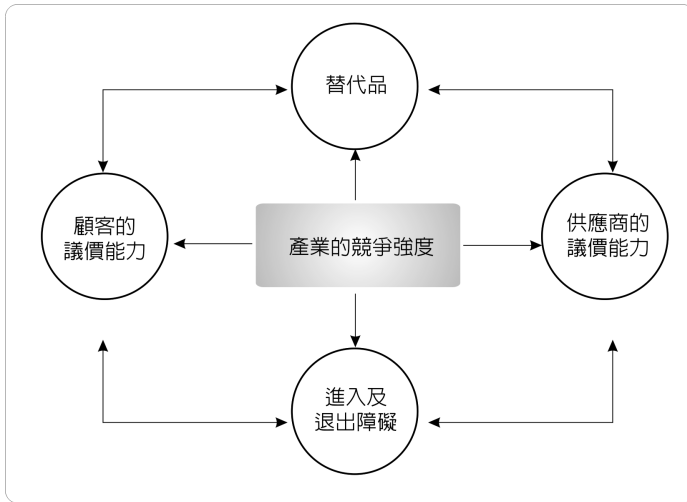


圖3-2 五力分析

當外部環境發生變化，而必須重新設定策略目標時，企業經理人應問自己一個問題：「我選擇的策略目標究竟是優先為哪些利害關係人創造價值？為特定利害關係人（例如股東或顧客）創造價值時，是否摧毀了其他利害關係人（例如員工或供應商）的價值？」在第二章中，我們曾經把企業整體價值比喻

## 公司理財的13堂課

為一個四邊高度不等的水桶容量。水桶最大的容量決定於水桶四個邊當中最底的一邊；同樣地，企業整體最大的價值決定於企業與投資人關係、與顧客關係、與供應商關係以及與員工關係等四種關係中最弱的一個關係。

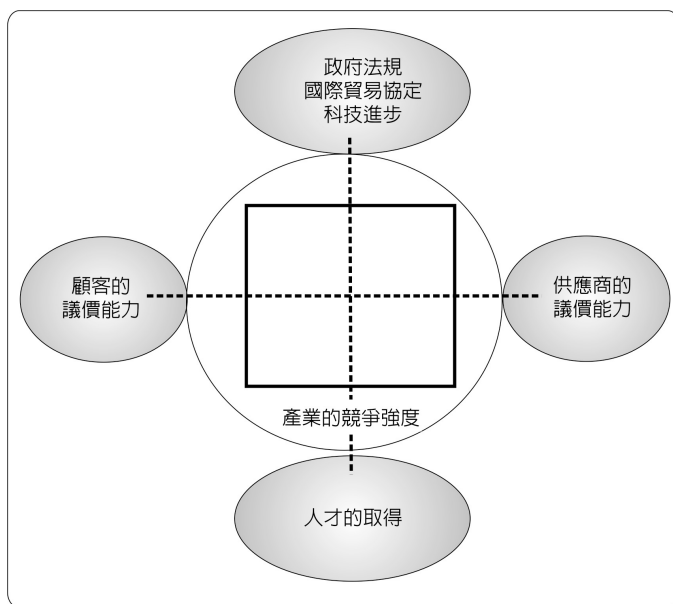


圖3-3 五力分析與企業價值創造

圖 3-3 係整合圖 2-3 與圖 3-2。其中，四個橢圓形與一個圓形為五個影響產業獲利的作用力，唯上方的橢圓代表政府法規、國際貿易與租稅協定、以及科技的進步取代波特五力分析中的產業進入障礙與替代品威脅，下方的橢圓代表產業人才的取得；正方形的上底為企業與投資人關係、下底為企業與員工

關係、左邊為企業與顧客關係、右邊為企業與供應商關係；垂直線代表公司治理機制；水平線為包含企業本身生產流程的整條供應鏈，從最上游的原料供應商至最末端的顧客。如果企業經理人能掌握四種創造企業價值的關係、維繫投資人與管理團隊的公司治理機制以及連結顧客與供應商之間的生產流程，他就能在外部環境變化的初期，看見 (Visualized) 企業創造價值的機會或威脅。

## 2. 策略目標導出

一個企業的管理團隊若能釐清企業本身與同業核心能力 (Core competence) 的相對優勢與劣勢，並能看見為企業創造價值的機會或威脅，他們就能擬定創造企業價值的策略目標 (Strategic objectives)。SWOT 分析是實務上常用的策略擬定架構，首先確定在擬定策略當時企業的優勢 (Strength)、劣勢 (Weakness)、機會 (Opportunity) 及威脅 (Threat)。所謂優勢係指在付出相同的代價，企業能比同業創造出較多的企業價值；或在創造相同的企業價值，企業能比同業付出較低的代價。反之，即為企業的劣勢。例如，所謂機會係指能讓一個企業創造企業價值的任何可能性；而威脅係指會使一個企業減損企業價值的任何可能性，例如低價競爭或替代品進入市場。策略制定的原則為如何利用企業的優勢掌握外部的機會，或排除外部的威脅，以及如何使劣勢轉為優勢，包括以策略聯盟的方式借用同業的優勢，面對外部的機會和威脅。由於企業外部環境不斷

## 公司理財的**13**堂課

地改變，企業本身也不斷地學習及成長，則企業的 SWOT 分析必須定期更新。表 3-1 為某科技公司在某一特定日期的 SWOT 分析。配合歷史經營的績效分析，分析企業的歷史策略可以幫助企業價值分析人員了解企業過去的策略方向是否正確，並了解管理團隊的經營能力。