

第貳章 文獻探討

本章分為三節，主要藉由回顧企業實質價值及評價相關的文獻，第一節探討企業價值的定義，並針對企業評價的理論方法加以研究；第二節介紹相關的國內實證文獻；第三節則介紹國外的實證文獻。

第一節 理論說明

本節主要說明研究中歸納的各種理論中對於企業價值之定義，以及各種常見的評價模式。

一、企業價值

『價值』在企業的經營上，一般係指『企業價值』。當公司賺取之投資報酬超過所需之資金成本時，公司即創造了價值。Knight(1998) 則認為，『公司透過股價之提升與股利以達到為股東創造財富之過程』便是創造了企業價值。

然而，究竟何謂企業價值，學者Tuller (1994)將企業價值區分為公平市價(Fair market value)、投資價值(Investment value)、實質價值(Intrinsic value)、繼續經營價值(Going-concern value)、帳面價值(Book value)與清算價值(Liquidation value)。茲將依序敘述之：

(一)公平市價(Fair Market Value)

為買賣雙方達成交易之市場價值，公平市價應有一交易基準日，亦可等於現金價值。並且公平市價所強調的是市場機能的運作，因為並沒有特定的買賣方，所以其自由交易所

得之價格可反應企業的真实價值。

(二)投資價值(Investment Value)

投資價值為投資者基於本身的投資理由而針對特定之投資標的所計算的價值，由於投資者的要求條件不同，因此投資價值的計算結果不盡相同。一般投資價值是由現金流量折現值加以評估，其結果未必與市場價值相等，但已相當接近真實價值。

(三)實質價值(Intrinsic Value)

實質價值為採用基本因素分析評價而得之公司價值，須採取較嚴謹及科學的方法，就公司的資產價值、未來盈餘、可能股利收入與成長率進行分析才能加以判斷，是投資人基於特定評價原理就其認知的相關變數所估計之價值，並非一般的企業價值。

(四)繼續經營價值(Going-Concern Value)

繼續經營價值並非企業價值的定義，而是對企業狀態永續經營的假設，因此，上述之公平市價、公平價值及投資價值皆可視為計算繼續經營價值。

(五)帳面價值(Book Value)

帳面價值為會計名詞，意指資產總額扣除折舊、攤提與負債而得之股東權益帳面價值。

(六)清算價值(Liquidation Value)

指企業或某一部門停止營運後，將資產出售並清償負債後所能回收之價值，即停止營運之後所有權人可得之淨額。

二、企業評價模式之探討

Palepu *et al.*(2000)在Business Analysis and Valuation 一書中提到，所謂「評價(Valuation)乃是將預測轉換為公司價值或公司某些部分價值之程序」。而在財務分析的領域中已發展出各種企業評價的模式，以衡量出企業真實的內在價值。

企業評價模式的使用，在學界與業界說法眾多，並且每種評價模式各有其優缺點、使用限制與適合的對象。以下將針對各學者所提之評價模式詳加介紹。

(一)Aswath Damodaran (2000)

Damodaran 所提出之實務界中分析師經常運用的模型可廣泛地分為三類：折現現金流量評價法(Discounted Cashflow Valuation Approach)、相對評價法(Relative Valuation Approach)，與或有求償權評價法(Contingent Claim Valuation Approach)，並指出在各種情形之下，所應選擇的評價模式以求估算合理的企業價值。

(二)Gregory Alan (1992)

認為企業的評價方法可分為三大類：以盈餘為基礎的評價法、以資產為基礎的評價法，及以折現現金流量為基礎的評價法，並認為以折現現金流量為基礎之評價法較佳。

(三)Copeland & Koller & Murrin (1994)

認為企業營運之目的為追求股東財富之極大化，並認為「成長」與「投資報酬率」為促使企業產生價值的二個重要之驅動力，唯有透過現金流量折現法才能有效地反應企業未來之績效，計算出企業的實質價值。

(四)吳啟銘 (2000)

作者將評價模式分為二種：相對評價法以及現金流量折現法。並指出應確保企業屬於優良的產業、擁有良好的管理者與會計資訊，評價才會有效。因此在評價前應完成超額報酬分析、盈餘品質分析，以及財務決策品質分析，以確保企業的體質良好且適合投資。

1.相對評價法

股票市場上常見的評價比率包括：本益比 (P/E)、股價淨值比 (P/B)、股價銷售額比 (P/S) 等，而如何估算合理的 P/E 值、P/B 值與 P/S 值為相對評價法的重點，其主要的的方法有以下二種：第一種方法為利用企業未來三階段預估的成長、獲利和風險以估算；第二種方法則是利用與類似公司之比價，推估目標公司的 P/E 值、P/B 值，以及 P/S 值。

2.現金流量折現法

將未來各階段的自由現金流量折現加總，以求算企業的價值，然而依據自由現金流量的不同估算方式，可在細分為多種版本。

作者並提出，分析的結果需要彙整，否則易有「見樹不見林」之情形。企業評價結果須針對盈餘品質、數據的可靠性、證券市場的效率性進行調整，且相對評價法與現金流量折現法的評價結果若不一致，須有合理解釋，最後必須對企業價值有可信賴的區間估計，此時企業評價的工作才完成。

(五)林炯堯 (1999)

作者將企業評價方法分為六類：調整帳面價值法、營運

現金流量折現法、經濟利潤折現法、超額盈餘與現金股息折現法、價格乘數評價方法與選擇權模式的評價方法。並指出若為多國籍企業、關係企業或是多角化經營業務之企業，其評價方式絕不可視為單一評價個體，應依照不同的業務範圍分別獨立評估再加以彙總。

1.調整帳面價值法

加總投資者所提供之資金，包括：短期付息負債、長期負債和股東權益的帳面價值，即短期資產先扣除免息負債(如：應付帳款、應付票據或預收費用)之餘額，再加上長期資產淨額而得。

2 營運現金流量折現法

營運現金流量折現法可建構於以下二種方式：

- (1)預估未來股東可獲得的現金流量，再利用股東資金成本加以折現，即為預估之股東權益價值。
- (2)預估股東權益及債權人可獲得之現金流量，然後以加權平均資金成本折現，而得公司價值，再扣除負債價值後可得股東權益價值。

第(2)種方法較常被使用，因為其不必明確地預測負債餘額價值的變動，而其步驟如下列所示：

- (1)在確定年度內，預測債權人及股東未來可獲得之營運現金流量，或全公司的可支配現金流量。
- (2)基於特定假設，預測永續經營期限的現金流量。
- (3)利用加權平均資金成本，將營運現金流量折現，並加總折現後的現金流量。

(4)扣除估計的負債價值，即得股東權益估計值。

3.經濟利潤折現法

改以「經濟利潤」作為被折現的項目，作為企業的一項短期現金流量，即為經濟利潤折現法。採用經濟利潤折現法的原因在於經濟利潤是很好的績效評量指標，並且短期間採用此一指標較營運現金流量折現法更佳，因為公司可能延緩投資以改善營運現金流量，而營運現金流量折現法比較適合長期的評價。

4.超額盈餘與現金股息折現法

(1)超額盈餘折現法

超額盈餘為公司的總盈餘減正常盈餘，投資人常視公司是否賺取超額利潤以決定投資與否，因此公司價值決定於公司是否有能力產生超額盈餘，且公司市場價值與其帳面價值的差異多半決定於公司賺取超額盈餘的能力，亦即公司的總價值相當於公司的帳面價值加上所預估的未來超額盈餘之折現值。

(2)現金股息折現法

預估股東未來可收到一連串的現金股息，並將其折現後再加總之今日現值即為公司的理論股價。

5.價格乘數評價法

由於超額盈餘折現法及現金股息折現法之應用，除了必須估計未來各期超額盈餘或分配之現金股利外，尚須估計適合折現率，折現時亦須考慮物價上漲、流通性、信用等级等因素，以調整現金流量的風險溢酬。故為簡化評價

程序，採用價格乘數評價方法，掌握股息折現模型中相關財務變數，即能反映評價之風險，成長及股息分配率等政策變數對企業價值之影響。

價格乘數評價法包括：本益比評價法、價格除帳面值乘數法等兩大類。

6.選擇權模式評價法

選擇權為一種允許持有人在未來某特定的期間之內，以事先約定的價格，買賣某特定資產的契約。

股東權益為一剩餘請求權，即企業價值扣除債權人之請償後，剩餘價值歸於股東，如果企業價值不足以支付債權時，股東收益應為零，所以股東權益價值就清算時而言，可表示如下：

$$\text{權益價值}(E)=V-D \quad , \quad \text{如果 } V>D$$

$$\text{權益價值}(E)=0 \quad , \quad \text{如果 } V<D$$

其中，V=企業價值，D=債權人及其他外部權益的價值

可應用選擇權訂價公式於評估企業股東權益價值，將股東權益可視為一買權，其履約價格E可視為買權持有者清算公司資產價值時所支付負債的面額或價值，股東權益價值即為公司資產清算價值減去負債餘額。

綜合上述各學者之說法，可以將所有的評價方法分為四類：第一類是現金流量折現法(Discounted Cash Flow Valuation)，將企業價值視為該企業未來可獲得的現金流量所折算之現值總和；第二類是相對評價法(Relative Valuation)，透過觀察約當資產的訂價

與共同變數，如收入、現金流量、帳面價值或銷售額的關係估算資產價值；第三類是資產價值評價法(Asset Appraisal Approach)，主要是以企業的總資產減總負債做為評價的方法；第四類為或有求償權評價法(Contingent Claim Valuation)，利用選擇權訂價模型評估具有選擇權特性的資產。以下將詳述這四類方法與其優缺點。

(一)折現價值法(Discounted Cash Flow Valuation)

1.現金流量折現法

(1)內容

現金流量折現法先預估企業未來產生的淨現金流量，再以加權平均資金成本(WACC)為折現率，將淨現金流量折算其現值之後再加總，即為企業的價值。

(2)優點

- A.現金流量折現法同時考慮了公司的獲利能力、成長性、風險性與流動性。
- B.不易受會計方法所影響。

(3)缺點

- A.計算過程較為複雜。模型中所使用的變數定義嚴謹，背後也存在許多假設，稍有不慎，可能導致結果偏差。
- B.未來各期現金流量估計難以準確預測。

2.股利折現法

(1)內容

此法認為股東權益之價值為未來所收取之股息折現後之現值總和，而股價也是股票未來所發放之股利折現後的現值總和。

(2)優點

A.股利為股東實質可得之收入，因此此法具有明確且直接之優點。

B.考慮企業成長性與風險性等因素。

(3)缺點

A.若企業不發放股利，則此模式無法運用。

B.股利政策受人為影響，無法真正表達企業價值。

3.會計盈餘評價法

(1)內容

會計之稅後淨利為股東權益可分配之盈餘，在假設股利發放給股東後，保留盈餘仍投資於增加企業價值之投資專案時，可使企業價值不斷地上升。因此，以稅後淨利代替股利，將未來各期會計盈餘折現以計算公司價值。

(2)優點

A.不受股利政策所影響。

B.資料較易取得。

C.比股利更能反應公司實際收益情形。

(3)缺點

A、盈餘計算易受會計方法所影響。

B、盈餘雖能直接反應公司收益情形，卻無法有效反應維持公司營運之現金流量。

(二)市場法與市場比較法

1.本益比法

(1)內容

本益比是市場價格除以每股盈餘，代表對現在的盈餘水準而言，投資者所願意支付的價格。本益比和基本面因素息息相關，在基本面因素中，本益比和盈餘成長率、股利發放率、高成長期間年數成正比，與要求報酬成反比。

(2)優點

- A.為簡易判斷股價是否高估或低估的指標。
- B.計算方便。
- C.資訊取得容易。

(3)缺點

- A.盈餘會受到不同的會計處理方式的影響。
- B.當盈餘為負值時，本益比無意義。

2.股價淨值比法

(1)內容

以每股股價除以每股權益的帳面價值稱之。可用來預測股價。

(2)優點

- A.帳面價值反映出原始成本，相對於市場價值，為一個較為穩定的衡量指標。
- B.當公司之間會計處理方法相似時，採用股價淨值比法可以與其他公司比較，以發現價位過高或過低的股票。

C.對於盈餘是負的公司而言，此法仍能使用。

(3)缺點

A.帳面價值對於固定資產低的企業意義不大，因為無法反應其公司真正價值。

B.當不同公司所用之會計方法不同時，便無法加以比較。

C.盈餘長期為負值時，帳面價值亦可能為負，此時股價淨值比法不適用。

3.股價銷售比法

(1)內容

以每股股價除以每股銷售額即得股價銷售比。

(2)優點

A.當盈餘為負值時，此法仍適用。

B.銷售額較難以人為操縱，也不會因不同會計處理方法而有所不同。

C.股價銷售比相對於本益比的變動較小，因此在評價上較可以信賴。

(3)缺點

A.當公司的問題發生在成本控管方面時，使用股價銷售比法可能無法察覺此情形，反而給予較高的價值，導致錯誤的評價。

(三)淨資產價值法

淨資產價值法是以公司的淨資產價值或償債能力衡量公司實質價值。因此將企業價值定義為該企業的總資產減去

總負債後之淨資產價值。

1.帳面價值法

(1)內容

投資者提供的資金為短期付息負債、長期負債和股東權益的帳面價值之加總，即就短期資產中先扣除免息負債，如：應付帳款、應付票據或預收費用等，其餘額再加上長期資產淨額。

(2)優點

資料取得容易，且計算簡單客觀。

(3)缺點

A.可能因通貨膨脹因素導致資產之歷史成本與市場價值偏離。

B.不同之企業可能採用不同的會計方法，因此造成各公司帳面價值的差異，而無法進行公司間之比較。

C.帳面價值為原始投資金額，無法顯示出因投資獲利使得投資實質價值較投資時增加的情形。

2.清算價值法

(1)內容

清算價值為公司出售資產的價值，即終止營運並償還負債後，所剩餘可分予股東的價值。

(2)優點

清算價值是經由資產評估專家依當時物價水準與市場行情估算而得，比較符合現有成本及變現價值的觀念。

(3)缺點

A.清算價值不易衡量。

B.忽略企業獲利能力與繼續經營價值。

3.重置價值法

(1)內容

以目前的市價水準重置企業現有資產所需之成本支出，並扣除負債價值，即為公司的重置價值。

(2)優點

較為符合現有成本及變現價值的觀念。

(3)缺點

A.重置價值不易衡量。

B.忽略企業獲利能力與永續經營價值。

(四)選擇權定價法

1.內容

選擇權定價模式最早是由美國學者 Black 和 Scholes 於 1973 年提出，之後廣泛地被應用於公司理財上，以評估與選擇權特性類似的資產。選擇權乃是一種視狀況而定的要求權，將公司的股東視為買進選擇權之持有人，而此選擇權的價值視公司的市場價值而定。

2.優點

將公司的股東價值視為買進選擇權的價格，充分考量金錢的時間價值與違約風險因素。

3.缺點

計算過程較為複雜。

第二節 國內實證文獻

國內有許多關於企業評價模式的實證研究，其主要內容多為研究各種評價方法之優劣，以及在不同的產業中，何種評價方式較能有效地評定企業價值；另外，也有許多研究探討評價結果與股價的一致性。本節將各類具代表性的研究整理如下。

一、詹怡玲 (2006)

該研究以七家上市的紙類廠商：永豐餘、台紙、士紙、正隆、榮成、寶隆與華紙等七家公司為樣本，依其 2001 年至 2005 年之財務報表做為預估個案公司未來成長率及獲利率的根據，利用現金流量折現法，並以銷售導向及盈餘導向二種模式，依照最樂觀、最可能發生與最悲觀等三種情境，估算其實質價格區間，並與個股目前之實際股價互相比較，以推論目前股價的合理性，以及目前股價可能隱含的銷售成長率及盈餘成長率，另以敏感性分析將各個評價因子繪製成龍捲風圖來觀察個別關鍵評價因子對股價的影響程度。另外，在敏感度分析上，經由各個案公司的龍捲風圖得知，邊際利潤率對永豐餘、榮成、華紙的股價影響最大，銷售成長率對台紙、正隆的股價影響最大，而士紙、寶隆的股價則受到總投資率的影響最大。

二、吳晉嘉 (2004)

該研究以現金流量折現法、會計盈餘折現法、市價/銷售額法、市價/淨值比法及選擇權定價法等五種企業評價模式，探討國內十八家位於 IC 產業上中下游之上市半導體公司之價值，並利用 Theil's U 值做為績效評估的衡量指標，以 Theil's U 值之最小

者為最適用的評價模式。研究結果指出，市價/淨值比法為 IC 產業上游和下游的最適評價模型；市價/銷售額法則為 IC 中游產業的最適評價模型。

三、熊嫦玲、劉德明（2003）

作者以台灣十四個產業之中的三十九家上市公司為研究對象，利用現金流量折現法、超額盈餘折現法，以及本益比法評估上市公司股票的合理價格。實證結果顯示：三種評價法與市價之間確實存在差異，其中，現金流量折現法、超額盈餘折現法短期對上市公司股價的解釋力不高，但依據此二模式選股仍有獲取超額報酬的機會，但長期仍會回歸合理價格。

四、李堯賢、曾南鈞、李芳倫（2003）

作者針對 10 家臺灣銀行業上市公司之企業價值為評價對象來計算合理股價，並以 1996-2000 年為模式建立期，以現金流量折現法、價格盈餘比、價格帳面價值比、價格銷售額比、選擇權評價法為評價方法，研究 2000 年以前 10 家上市之臺灣銀行產業之企業價值，其結果是以價格銷售額比法所得結果最佳，以價格盈餘比法所得結果最差。

五、吳佳晉（2002）

該研究運用資產價值評價模型、相對評價模型、現金流量折現評價模型此三種模型所發展的多種評價方法，針對個案公司相關資料及預測資料推論股價。其目的在於探討投資者如何看待財務預測而影響投資決策，及公司如何提出財務報表、營運計畫以達成營運目標。實證結果顯示：雖然各種評價模型均有其理論基礎，運用於各案公司時，同一評價模型的不同評價方法，會出現

不同股價。且雖然各種方法計算出來之股價高低存在差異性，但就個案公司自行評估市場價值而言仍有參考價值。

六、盧盈如 (2000)

以投資大眾的角度出發，探討傳統製造業、電子資訊硬體產業，以及資訊服務業的特性，並探討各種評價方式包括：本益比、成長流量比、價格營收比、價格淨值比及經濟附加價值法對不同產業的適用性。研究結果顯示：傳統產業中的民生工業與金屬機械工業處於較為相近的產業生命週期，因此有相似的價值動因，可考慮經濟附加價值法；化學工業則以成長流量比的預測績效較佳，而經濟附加價值法績效最差，其他方法則無顯著差異。電子硬體產業以成長流量比、本益比、價格營收比三模式較佳；而國內資訊服務業則以本益比及成長流量比績效最好，其價值動因與電子硬體產業相似；國外資訊服務業則以價格營收比、經濟附加價值法及價格淨值比較為適合。

六、邱建欽 (2000)

以台灣 22 家機電業上市公司為研究對象，以 1992-1999 年為模式建立期，以 2000-2003 年為模式預測期，以現金流量折現法、會計盈餘折現法、本益比法、市價/帳面價值法、市價/銷售額法、選擇權定價法作評價模式等六個評價模式來評估股價。實證結果發現市價/帳面價值法表現最佳，市價/銷售額法表現次之，而以會計盈餘折現法所評估出來的股價為最差的預測模式。

第三節 國外實證文獻

國外的實證研究之內容，除了研究各種評價方法之優劣，以及在不同的產業中，何種評價方式較能有效地評定企業價值；還特別針對某一特定之評價方法進行深入的研究分析，以研究該方法在何種情形之下適用，與其修正。詳述如下。

一、Nan-Juen Tseng, Yao-Hsien Lee (2006)

本研究利用本益比法、股價淨值比法、股價銷售比法、選擇權評價法以及超額盈餘法（EBO）等五種方法來評價台灣觀光產業公司實質價值，並與市場實際股價作比較，利用THEIL U作為績效評估方式，以得出最適合台灣觀光產業的評價模式。研究結果顯示EBO法最適合用於台灣觀光產業的評價，其次為PB法，而已本益比法最不適用。

二、Core et al.(2003)

以1975-1999年間108,493家公司年觀測值為評價模式，以利率實證模型，市場股票價值（Market Value of Equity；MVE）作迴歸；以通貨緊縮迴歸模式MVE/BE評估企業價值為方法，來更合理正確的評估公司之價值及其市場價值。因其認為以傳統的金融變數如盈餘、股票帳面價值、成長機會及過去歷史資料去解釋新經濟期間科技公司、年輕公司及年輕又無利潤公司的市場價值與公司價值顯然會有低估的情況。

三、Adsera and Vinolas(2003)

作者認為傳統評價方法如附加經濟價值（Economic Value Added；EVA）之觀念、現金流量折現法（Discounted Cash Flow；

DCF) 之評估、米勒模型 (Modigliani and Miller Models ; MM) 之評價，均是相同的數學模式評價方式，均為提供輸入相同的數據時有相同的產出。但因其各自專注於不同的價值驅動，其實際產出並不相同。因而提出另一個評價方法，即財務經濟附加價值法 (Financial and Economic Value Added : FEVA)，整合了EVA、DCF、MM方法，並容許對企業的財務和經濟價值驅動的詳細分析，以求得產出的一致性。

四、Lie and Lie(2002)

於其發表的文獻中使用P/E 法、預測P/E 法、企業價值/銷貨收入法、企業價值/帳面價值法、企業價值/EBITDA 法、企業價值/EBIT 法、調整企業價值/銷貨收入法、調整企業價值/調整帳面價值法、調整企業價值/EBITDA 法、調整企業價值/EBIT 法等十個多重評估法估算公司價值，其中前六個評價法未經調整，而後四個評價法的現金及約當現金已調整。其評價結果顯示為平均價值誤差若稍微偏向負數，而眾數價值誤差接近零。用資產評價法作為評價之結果較精確亦較少偏誤，調整現金之評價法並未改善價值評估。使用預測P/E 法比使用P/E 法能有較高之準確度。使用EBITDA 法較EBIT 法之評價為佳。而價值估計的精度及偏誤則依照公司規模、利益率、無形資產評價，發現大公司比中小規模公司有較精確之評價結果。

五、Kellogg & Charnes (2000)

二位作者認為 1980 年代至 1990 年所使用的評價模式，並不適用於生物科技公司，因而試圖以實質選擇權評估生物科技公司之合理價值，將新藥的開發視為購買成長選擇權，其結論為：無

論採用決策樹法或二項式法所推算的理論價格在藥物研發初期階段與市價相近，但當新藥邁入臨床實驗的第二階段時，理論價格卻漸漸偏離市價，且有愈來愈被低估的趨勢。另外，對生物科技公司的股價評估除了模型中的假設外，還要考量當時的競爭環境與政治環境。

六、Bebchuk (2000)

該研究首先探討破產處理程序的目標，接著解釋如何以選擇權法以改善事前及事後的效率。破產處理程序的主要目標有二：在事前的效率方面，要使價值得到最適的分配；而在事後的效率方面，則要使公司價值極大，即以最少的時間及成本而使資產得到最有價值之處置。由於選擇權法先將參與者分類，並以選擇權的觀念解決評價的問題，因此與目前的議價基礎法比較之下，選擇權法為較佳的方式。

七、Schwartz and Moon(2000)

以 Amazon 公司為對象。以實質選擇權理論 (Real-Options Theory)，加上資本預算技術 (Capital-Budgeting Technique) 為評價方法，評價 Amazon 公司的價值，有系統的整理出這個模型在一個連續時間，從一個接近斷續時間來估計這模型的參數。並以模擬來解再做敏感度分析。依照參數選擇在網路公司之銷貨收入成長率足夠高時，網路股票的價值是合理的。假如這家公司初期成長率足夠高，整個期間的成長率波動性太高，評價是否會出現令人無法相信的高，則這家公司是否存在著甚至有機會走向破產。發現這評價對最初的情況和參數的確定規範有很大的敏感度。這一發現與觀察到網路股有很顯著的波動卻也存有大的報酬

是一致的。

八、Francis et al.(2000)

以超過 3000 家上市公司 1989-1993 年為樣本，以股利折現模式 (the Discounted Dividend Model ; DIV)、自由現金流量折現模式 (the Discounted Free Cash Flow Model ; FCF)、超額盈餘折現模式 (the Discounted Abnormal Earnings Model ; AE) 等三個比較價值評價估計的三個評價模式的可靠度，以 1989-1993 年間超過 3000 家公司年觀察值的五年預測為樣本。其結果顯示 AE 評價估計值比 FCF 或 DIV 在證券價格上有更精確及解釋更多變異數。AE 模式的相對優勢說明 AE 評價估計值有更高的可靠度，股票本身價值量測的帳面價值有充分的動能，也就是說超額盈餘折現法有較高的精度和預測能力。

九、Bekaert & Grenadier (1999)

作者提供一般化的債券與股票報酬的隨機評價架構，並以三種著名的評價模式範例說明此模型的一般性。此模型建立於三種傳統的消費基礎之資產評價，雖然本研究提供一般化的評價模式，仍有其缺點---未完全說明支持一般均衡的重要程序、部份模式仍無法包含於此架構，及受限於非線性與動態之狀態。

十、Campbell & Shiller (1997)

該研究主要在探討評價比率與股價之間的關係，由於當時的評價比率處於相對高檔，所以透過分子或分母的調整使其回到一般水準的假設，以 1872 至 1997 年的 S&P500 指數之成份股作為樣本，以迴歸分析分析 D/P ratio 及 P-smoothed/E ratio 之預測能力，實證結果顯示：D/P ratio 與股價的相關係數高達 64%，即價

格才是使 D/P ratio 回到一般水準的因素，而 P-smoothed/E ratio 則較適合長期股價之預測。

十一、Kaplan & Ruback (1995)

該研究以 1980 到 1989 年間的五十一筆高槓桿交易作為樣本，比較其市場價值與預測之現金流量折現值，採用公司、產業及市場等三階段模式，並以 CAPM 估算折現率。而實證結果顯示：三種方式的估計值皆比市場比較法更佳。

十二、Block (1995)

以 1949 年至 1962 年之間三十家列於 Dow-Jones Industrial Averages 的公司作為研究對象，檢驗股價淨值比、本益比、股東權益報酬率、成長率與盈餘變動之間的關係。實證結果顯示：獲利引導權益資產的支付價格；股東權益報酬率直接影響本益比與成長率，並與盈餘穩定性呈現一致型態；本益比與股東權益報酬率呈現非線性關係，股價淨值比與股東權益報酬率呈現線性關係，所以市場乘數應為股價淨值比。