

遺產稅署

非上市股票的估值指引

本指引旨在提供一般資料及指導。指引本身並無法律約束力，亦不影響任何人士向法院提出上訴的權利。指引內的資料及建議是根據刊印時的稅務法例編製，所舉例子僅作說明之用。每宗個案應按個別情況考慮。

稅務局局長劉麥懿明

2004年6月9日

目錄

段		頁
1	引言	1
2	釐定應課遺產稅財產的價值－一般原則	1 – 2
3	影響非上市股票價值的因素	2 – 3
4	進行股票估值所需資料及文件	3
5	控股股東持有的股票－估值方法	3 – 5
6	小股東所持股票－估值方法	5 – 6
7	公司類型	6
8	根據盈利估值	7 – 8
9	根據股息估值	8 – 9
10	資產淨值估值	9 – 11
11	優先股的估值	11 – 12
12	商譽估值	12 – 13
13	結語	13

非上市股票

1. 引言

- 1.1 死者去世時轉移或當作轉移的全部財產，包括動產和不動產，不論是否有授產安排，都須按財產的價值繳付遺產稅。遺產稅是以所有應課遺產稅財產的基本價值總和來評定。
- 1.2 雖然《遺產稅條例》(第 111 章)(“該條例”)第 13(5)條訂明，財產的基本價值以公開市場價格為準；但一些財產，例如非上市股票並無公開市場，而其估價方法有好幾種，取捨視乎公司的類型及死者的持股量而定，這往往為遺產代理人及業內人士帶來困難及難題。
- 1.3 本指引解釋如何估計非上市股票的應課遺產稅值。指引首先概述釐定應課遺產稅財產基本價值的一般原則，然後說明影響所持股份估值的因素，再列出進行股票估值所需資料及文件清單；指引涵蓋就控股股東所持股份、小股東所持股票、優先股和商譽估值的不同方法。

2. 釐定應課遺產稅財產的價值 — 一般原則

- 2.1 第 13(5)條訂明財產的應課遺產稅值的計算方法，但公司控股人(或當作為控股的人)去世時轉移的非上市股票，則不適用 [見第 5.1 至 5.4 段]。
- 2.2 根據第 13(5)條，任何財產的基本價值，是署長認為倘若該財產於死者去世時在公開市場出售時應得的價錢。署長無須因假設整份財產是同一時間在市場出售，而在估價中作任何扣減，但因死者去世而導致的貶值則可計算在內。
- 2.3 即使財產不可在公開市場出售，又或被禁止在公開市場出售(例如私人公司的公司組織章程有此限制)，也並不重要。估值所作的假設是：有一個公開市場，並能完成買賣。公開市場價，就是假設一個願意交易的買家，於死者去世時在公開市場為購買該財產，而支付給一個假設願意交易的賣家的數目。

- 2.4 在上述假設中，該虛擬買家願意交易但審慎，而該虛擬賣家則願意交易但不焦急，雙方都不會倉卒成交，只準備以公平的價錢買賣。其他的假設是：(a)買賣於死者去世時進行；(b)買賣前有足夠的宣傳；(c)所有促成買賣的事前準備工作都已做妥；(d)所有類別的買家都包括在內；及(e)出售方法沒有限制。公開市場價格是在考慮到死者去世時的實際情況後，買家願意為獲得取代賣家地位的權利而支付的價錢。
- 2.5 第 13(5)條沒有要求最高價，只規定要估計死者去世時，在公開市場合理競爭情況下可變現的價錢。強迫出售可得的變現價並非可接納的準則，即使已故成員的遺產代理人必須依公司組織章程中訂明的固定價錢，出售死者在私人公司的權益予尚存成員，該固定價錢亦不可接納。
- 2.6 估值的基準是總售價，銷售成本(包括佣金)不得扣除。
- 2.7 雖然事後的證據不一定須予以剔除，但估值須根據死者去世時已有的資料訂定。

3. 影響非上市股票價值的因素

- 3.1 公司是一個可以永久延續的獨立法人，有別於公司的股東。公司的股東並不擁有公司資產的所有權。股東在公司所擁有的權益，是一組權利，包括：收取股息、投票和在清盤時收回剩餘資產。其確實權利會因不同的股份類別而異，公司的組織章程均有清楚訂明。股票的權利越大，它的價值就越高。常見的股票類別計有普通、優先及遞延付息股份。
- 3.2 非上市股票的轉讓通常受到限制，這點與上市股票不同。有些公司的董事局或董事有權拒絕登記該公司股票轉讓。有些公司的組織章程訂明在出售公司股票給非股東前，現有股東可選擇以一個固定價錢購買這些股票。這個固定價錢並非適用於遺產稅的公開市價。第 2.3 及 2.4 段已經解釋過，賣家是一個假設的人物，他也許是公司的董事或控股家族的成員，也許不是，他只具備所有假設賣家共通的特點，就是擁有該批股票。有鑑於轉讓的限制，根據第 13(5)條估計的價值應較該固定價錢為高，但較無轉讓限制的價錢為低。

- 3.3 非上市股票沒有公開市價，這些股票的價值取決於多項因素，包括：轉移股票的性質及數量、餘下股份的分佈情況、業務的賺錢能力與前景、分發股息政策與盈利股息比率、公司的資產實力、資本增值機會及管理質素等。
- 3.4 常用的股票估值方法有股息收益率[見第 9.1 至 9.5 段]、市價盈利比率[見第 8.1 至 8.5 段]及資產淨值基準[見第 10.1 至 10.4 段]。哪種方法較為適合，要視乎所持股票的類別與數量，以及業務性質而定。

4. 進行股票估值所需資料及文件

4.1 進行股票估值前須準備以下資料及文件：

- (a) 死者去世當日的已發行股本的詳情，以及去世前三年內的股本結構改變情況(如有的話)。
- (b) 各類股票在投票、分派股息及清盤時的權利。
- (c) 受估值股票的詳情，以及餘下股份的分佈情況。
- (d) 公司董事的資料及他們之間的關係。
- (e) 公司業務運作詳情。
- (f) 死者去世前三年內的公司年報及周年帳目報表。
- (g) 死者去世當日公司持有的投資及地產詳情。

5. 控股股東持有的股票－估值方法

- 5.1 該條例第 44(1)條規定，控股股東持有的股票，須按照資產淨值估值，以代替第 13(5)條規定的公開市價。
- 5.2 適合採用這種特別估值方法的另一情況，就是當死者持股量達到 50%，而且曾經在去世前三年內，按照公司組織章程有權以公司主席身分投決定票。根據該條例第 44(3)條，死者須被當作擁有該公司的控制權。
- 5.3 概括而言，估值的方法如下：依第 13(5)條訂明的方法釐定有關公司的資產價值(包括商譽)，即在公開市場以最有利的方式出售

公司資產應得的價錢。把資產價值總和減去公司的負債(股本除外)，得出的資產淨值當為全部已發行股票的價值。轉移股票的價值，就是“按比例計算”的資產淨值。在估值時，不可就轉移限制作出折讓，或將變現成本計算在內。

例 1

已發行股本	2,000 股普通股(每股 1 元)
去世時轉移的股票數量	1 200 股
資產淨值	1,000,000 元
每股價值	1,000,000 元/2000 = 每股 500 元
轉移股票的價值	500 元×1,200 = 600,000 元

- 5.4 如果公司有不同類別的股票，就必須首先按照各類股票的權利，把資產淨值分攤到各類的股票上，然後依所屬的股票類別，按比例計算價值。

例 2

已發行股本	2,000 股普通股(每股 1 元)；8,000 股普通 A 股(沒有投票權，每股 1 元)(除投票權外，所有股票權利均等)
資產淨值	1,000,000 元
普通股的投票權溢價	150,000 元(為反映投票權，有投票權股票的溢價訂為該公司淨值的 15%)
普通 A 股(沒有投票權)攤分的資產淨值	$(1,000,000 \text{ 元} - 150,000 \text{ 元}) \times 8,000 / (2,000 + 8,000) = 680,000 \text{ 元}$
普通股攤分的資產淨值	$1,000,000 \text{ 元} - 680,000 \text{ 元} = 320,000 \text{ 元}$
普通 A 股(沒有投票權)的價值	$680,000 \text{ 元} / 8,000 = \text{每股 } 85 \text{ 元}$
普通股價值	$320,000 \text{ 元} / 2,000 = \text{每股 } 160 \text{ 元}$

6. 小股東所持股票－估值方法

- 6.1 持股量少於 50%的股東均會被視為小股東，他們在公司沒有決策權，但小股東的持股量往往影響所持股票的價值。持股量介乎 25%至 50%的股東有權否決特別決議或非常決議，以及阻止清盤。由於這些股東比一般小股東對公司的事務有較大的影響力，這些具影響力的小股東所持股票的價值，會較持股量低於 25%的股票價值為高。
- 6.2 此外，持股量是相對的。相同的持股量在兩家相若的公司也可以有不同的價錢，要視乎其餘的股份的分佈情況而定。對一個手上有 41%持股量的股東來說，一個 10%的增持股量會額外有價值，因為他可藉此取得公司的控制權。倘若其餘股票全數由另一股東擁有，一個具影響力的小股東所持的股票可能只有稍微溢價。假如死者是公司單一最大持股量的小股東，則其股票溢價會較高。因此，每次估值都須視個別情況而定。
- 6.3 有人認為小股東主要着意於股息，因此，未分派的盈利，對不具影響力的小股東所持股票的估價，應無影響。另有意見認為，按照公司的基本資產來估計小股東持有的股票的價值，既不符合法律觀點，也違背常理。他們認為小股東不能控制公司的營運，不能影響公司分派股息、留存收益及處置資產等決策，能否收取股息或把資本增值變現，全由他人決定。我們不同意這些觀點。
- 6.4 非上市公司的投資者與購買上市股票的投資者不同，他們應該較看重公司的前景及長遠的資產增值，而並非只着重股息這種即時回報。在案例 *Re Harry Charrington, deceased*(1975) 1 HKTC 723, Leonard, J.在第 733 頁說：
- “在香港急劇波動的投資氣候下，對一般投資者來說，資產增值潛力，較穩定周年回報更具吸引力。”
- 6.5 除了分派股息的前景外，我們認為影響小股東股票估值的主要因素包括：公司盈利能力及資產增值機會，至於那一個因素較重要則要視乎受估值股票所屬公司的類型而定。

7. 公司類型

7.1 了解公司的運作可讓我們更能洞悉公司的前景及潛在風險，這些因素會影響我們對可維持的盈利、股息及收益率的估計。[見第 8.1 至 9.5 段]

7.2 公司的業務性質也會影響估值方法

(a) 貿易及／或製造業公司

一般投資者決定是否投資在這類公司，會受公司盈利能力及股息、紅股數額等因素影響。這類股票的一般估值方法是參考公司的盈利或股息；不過，如果公司的營業收益微薄，與龐大的資產價值不成比例，則可以用資產價值作為估值基礎。

(b) 物業或投資控股公司

對於這類公司，投資者往往會特別注重公司擁有的資產價值，以及資產增值前景，反而不會重視股息回報。一般來說，估值會以資產為基礎。

(c) 物業交易公司

由於公司購入物業意圖迅速轉售，所以可把他們當成貿易公司，以盈利或股息作為股票的估值基礎。不過，如果公司無穩定收益或沒有定期派股息，又或公司持有大量物業儲備，則較適宜採用資產淨值為基礎。

(d) 地產發展公司

由於這類公司持有大量土地或物業儲備，較適宜採用資產淨值為基礎。

(e) 服務公司

這類公司的共通點是盈利高但資產非常少，估值方法與貿易公司相同。

8. 根據盈利估值

8.1 在股票市場，分析員通常會根據上市公司的市價盈利比率，來比較各公司的表現。商界人士也傾向採用同樣方法，來估計非上市公司的股價。依這個方法，非上市股票的價值關乎每股的盈利而非每股可派的股息。貿易公司、製造業公司及服務公司大多根據這個基礎估值。

8.2 市價盈利比率公式如下：

$$\text{每股盈利(淨額)} \times \text{市價盈利比率} = \text{價錢}$$

8.3 普通股盈利的定義是除稅及優先股股息後的可維持盈利淨額。要計算可維持的盈利水平，需要以下資料：公司過往盈利記錄、現年度業績及未來盈利預測。任何非延續性的特殊項目都必須剔除。計算可維持盈利的基準會因個別情況而異，它包括按：

- (a) 過往三年的平均盈利 - 適用於各年盈利差異不大的公司；或
- (b) 過往三年的加權平均盈利，以最近期的業績加權較重 - 適用於盈利波動或趨跌的公司；或
- (c) 去年盈利 - 若盈利趨於穩定；或
- (d) 去年盈利加一個提高數 - 若盈利趨升。

8.4 釐定市價盈利比率時，通常參考所屬的上市公司界別或相近的上市公司的市價盈利比率，然後扣讓 20%，以反映股票不能在市場買賣及轉讓受限制。這個扣讓幅度已足夠，因為所選的市價盈利比率，乃基於大型上市公司的較小量股份交易。

例 3

已發行股本	10,000 股(每股 1 元)
轉讓股票	500 股
除稅後公司的可維持盈利	1,000,000 元
市價盈利比率(假定)	8
公司價值	1,000,000 元 × 8 = 8,000,000 元
每股價值	8,000,000 元 / 10,000 = 800 元

- 8.5 如公司有滾存盈利或無需即時用於業務上的資產，則可以把這些盈利和資產的折讓價值，加在公司的盈利價值上作溢價。類似的公式，亦適合從事貿易兼投資活動的混合型公司，用來計算小股東所持股票的價值。

9. 根據股息估值

- 9.1 以股息估值，首先須估計投資者希望得到的每年投資回報百分比 - 即“預期收益率”，再以這個收益率，與每年預計股息百分率運算，其公式如下：

$$\text{股息百分率} \div \text{預期收益率} \times \text{股票票面值} = \text{價格}$$

[見下文例 4]

- 9.2 預計股息可根據公司往績、盈利及前景推算出來。視乎個別情況，可按以下數據推算股息百分率：

- (a) 過往三年的平均派息 - 適用於各年盈利差異不大的公司；或
- (b) 過往三年的加權平均派息，以最近期的派息加權比重較大 - 適用於有跡象顯示派息下降的公司；或
- (c) 上次派息 - 如派息趨於穩定；或
- (d) 上次派息加一個提高數 - 如派息趨升。

- 9.3 在執行上，釐定預期收益率，一般會參考在死者去世日，相近的上市股票或所屬的上市公司界別的收益率。要選取相類的股票，並為差異作適當調整。假如有多家具有相近業務性質的上市公司，而其收益率有差異的話，我們習慣上會採用多個收益率的平均數，作為估值基礎。

- 9.4 上市股票的收益率只提供一個計算的起步點，我們須予適當調整，以反映受估值公司的質素。盈利股息比率對估值十分重要，盈利股息比率是指現行盈利可供派發股息多少次。假如派息額相同的話，一般投資者肯定會較樂意購入較高盈利股息比率的股票，原因是其收入與資本增長前景都較佳。同樣地，如其他情況相同，資產實力較雄厚的公司會有較高的股價。提高預期收益率

的因素包括：沒有公開市場、轉讓受限制、盈利股息比率低、不定期派息、負債與資本比率高、流動資金緊絀、公司規模小，以及受大股東操控等。相反，盈利股息比率高、負債與資本比率低、流動資金充裕，以及資產實力雄厚等都會降低預期收益率。

- 9.5 如果單是因缺乏公開市場及轉讓受到限制而把“上市股票收益率”上調 20%，這個做法應該是恰當的。至於公司間因其他差異所需作出的調整，則會因不同的個別情況而異。

例 4

已發行股本	100,000 股(每股 10 元)	
每股股息		
第 1 年	11 元	
第 2 年	8 元	
第 3 年	15 元	
相近上市股票收益率	4%	
與相近上市股票相比較		
盈利股息比率	相同	無調整
流動資金	相同	無調整
負債與資本比率	較高	假設+1.0%
資產實力	較弱	假設+1.0%
公司規模	較小	假設+1.0%
轉讓限制		假設+1.0%

預計股息：

$(1 \times 11 \text{ 元} + 2 \times 8 \text{ 元} + 3 \times 15 \text{ 元}) / (1 + 2 + 3) = \text{每股 } 12 \text{ 元或票面值的 } 120\%$

預期收益率：4% + 4% 8%

每股價值

$120\% \div 8\% \times 10 \text{ 元} = 150 \text{ 元}$

10 資產淨值估值

10.1 下列情況較適合以資產計算公司的價值，：

- (a) 物業或投資控股公司
- (b) 公司清盤或賣盤的機會很大

(c) 公司營業收益微薄，與擁有的地產物業價值不成比例－見 Harry Charrington (deceased)(1975) 1 HKTC 723¹。

10.2 資產淨值是公司的固定和流動資產總值，減去長期和流動負債得出的淨值。資產負債表所載資產的價值未必等如死者去世時的真正價值，特別是下列項目：地產、上市和非上市投資、存貨及半製成品、生產裝置及機械、車輛及應收帳款(部分帳款未必可全數收回)。此外，負債如長期服務金等未必有充分撥備。

10.3 在大多數情況中，資產都須重新估值。重新評定的價值會取代資產負債表上的帳面值，而未有充分撥備的負債亦會扣除。

10.4 除了為資產負債重新估值外，還須為各項不利因素計算折讓，以反映缺乏市場、轉讓限制及持股量低等，折讓幅度由 25% 到 40% 不等，視乎持股量而定。

例 5

死者持股量		1000 股
資產負債表		
固定資產		
地產項目(以成本計)		3,000,000 元
流動資產		
上市股票(以成本計)	362,383 元	
應收帳款	450,000 元	
銀行結餘	128,268 元	
雜項按金	<u>5,000 元</u>	
	946,651 元	
減：流動負債		
應付帳款	<u>(23,222 元)</u>	
流動資產淨值		<u>922,429 元</u>
		3,922,429 元

¹ 上訴法庭在一宗遺產稅個案裁定，可以使用資產為基準，但把小股東持股及轉讓限制的折讓提高到 40%。該個案中，持股量為 10%，涉及的製造業公司沒有派發股息，但持有大量地產項目。

長期負債		
按揭貸款		<u>(1,282,663 元)</u>
資產淨值－帳面值		<u>2,639,766 元</u>
已發行股本(10,000 股每股 10 元)		100,000 元
一般撥備		<u>2,539,766 元</u>
		<u>2,639,766 元</u>
經調整資產淨值		
資產負債表所載資產淨值		2,639,766 元
加：重新估值調整		
地產項目	6,800,000 元	
減：帳面值	<u>(3,000,000 元)</u>	
	3,800,000 元	
上市股票	1,363,000 元	
減：帳面值	<u>(362,383 元)</u>	
	1,000,617 元	
		4,800,617 元
減：壞帳撇帳		<u>(40,000 元)</u>
經調整資產淨值		7,400,383 元
經調整每股資產淨值		
7,400,383 元/10,000 股		740.03 元
減：假設 40% 折讓(持股量 10%)		<u>(296.03 元)</u>
每股價值		444.00 元

11. 優先股的估值

- 11.1 優先股有以下權利：(a)較其他股份優先收取固定比率的股息；(b)收取逾期未收的股息；以及(c)公司清盤時收回股本。這類股票通常沒有投票權。假如股息定期派發，股息率是一個合適的估值基礎。
- 11.2 估值方法相對地簡單，原因是有固定的股息百分率，唯一難處是要確定預期收益率。我們可以參考利率及香港證券交易所上市的

固定收入產品。由於優先股是低風險投資項目，須在上市股票收益率上調整的幅度應該較小。

11.3 如股票有權享有剩餘收入或資產，就必須為這些權利估值。如果股票有投票權，應另加 10% 溢價。

11.4 如股息可累積而且逾期未收，估值時會以未收的累積款額加已收的股息為基礎，但須為逾期付息給予折讓。

12. 商譽估值

12.1 該條例第 3 條定義資產包括商譽。如以資產淨值估計一間公司的價值，須為商譽另行估值。不過，如該公司無利可圖，須以清盤價值來計價，商譽便沒有任何價值。

12.2 商譽向來是指業務的名氣、聲譽及關係網絡帶來的好處及優勢，實際上它只反映舊顧客再光顧的機會率。本質上，商譽可以是固有的(業務地點所產生的)，可以是個人的(某個人或某組人的個人特點及特殊技能)，也可以是其他的(前兩個類別以外附於業務的優勢)。

12.3 在商業實務中，估計商譽的價值一般是按照行業習慣或個別業務情況，計算購買有關公司未來若干年的超額盈利需款多少。當中須確定三個因素，分別是預期盈利、有形資產的所需回報、以及乘數。為簡單起見，我們一般只以一年的超額盈利來估計商譽的價值。超額盈利的計算方法，是把應評稅盈利（即過去三年的應評稅盈利的簡單平均數，但假如盈利趨升／跌，則取加權平均數），減去相等於已運用資本的 10% 回報。由於本署採用的“乘數”只是“一”，應不會發生乘數過高的問題。因此，除非有證據證明盈利因死者去世而大減，否則以乘數過高提出的反對將不獲接納。

例 6

計算商譽：

截至 2001 年 3 月 31 日年度的應課稅盈利		2,368,583 元
截至 2002 年 3 月 31 日年度的應課稅盈利		2,853,624 元
截至 2003 年 3 月 31 日年度的應課稅盈利		<u>2,632,528 元</u>
小計		<u>7,854,735 元</u>
每年平均盈利		2,618,245 元
減： 股東資金的正常回報		
2000 年 4 月 1 日結餘	578,322 元	
2001 年 4 月 1 日結餘	692,568 元	
2002 年 4 月 1 日結餘	<u>822,375 元</u>	
	<u>2,093,265 元</u>	
平均	<u>697,755 元</u>	
假設 10% 回報		<u>69,775 元</u>
商譽		2,548,470 元

13. 結語

- 13.1 計算非上市股票價值並非一門精準的科學，不可能訂立涵蓋所有情況的一般規則。每宗個案都有其獨特的情況，由於各家公司情況各異，相應要選擇的估值方法也不一。本指引僅提供一般資料及指導，並不志在涵蓋所有情況。遺產代理人並非必須取得專業估值，以支持遺產申報誓章或遺產呈報表所申報的股票價值。不過，某些個案可能涉及複雜的問題，因而可能有需要委聘專業顧問，例如會計師、測量師或律師等。