

資產評估期刊

2022

編者的話

大家好，歡迎閱讀永利行評值顧問有限公司的「資產評估期刊」。在今天知識型經濟社會裏，為應對瞬息萬變的市場，對會計及財務的充分瞭解當然不可或缺，但一個成功的企業主管及投資者更需要全方位的資訊才能把握致勝商機。因此，我們的「資產評估期刊」致力為閣下提供全面及多元化的知識及資訊，內容涵括與資產評值相關的規則、規範、架構模式，技術性知識、市場消息及真實個案分享等等。我們衷心希望這份期刊能夠成為閣下更新市場新知的平台首選。

資產評估期刊 一月刊 | 第43期



專業團隊

企業評值/ 金融工具評值

劉震宇
alex@rhl-int.com
(852) 3408 3328

無形資產評值

李謹亦
vincent.lee@rhl-int.com
(852) 3408 3114

物業 / 機械及設備評值 - 香港

黃健雄
tony@rhl-int.com
(852) 3408 3322

物業 / 機械及設備評值 – 中國內地、澳門、海外

陳晞
jessie@rhl-int.com
(852) 3408 3302

行業 / 市場調查及可行性分析

劉詩韻
serena@rhl-int.com
(852) 3408 3398

集團簡介

永利行國際集團成立於1972年，為亞洲區主要的專業評值及房地產顧問服務公司，為客戶提供高質素的企業評值及諮詢，以及綜合房地產顧問及專業測量服務。我們活躍於業界多年，服務對象涵蓋商業機構、政府及公營機構及團體，憑藉敏銳的市場觸覺及專業嚴謹的態度，我們竭誠為客戶提供度身定造的優質服務，以滿足其獨特的業務要求。

業務範圍

在中國內地營運公司及與海外公司合作的豐富經驗，使我們今天能為海外及內地企業出謀獻策，提供全面解決方案。我們優秀的團隊提供全面優越的企業評值及諮詢顧問服務。

- 企業評值諮詢
- 行業的市場調研及分析
- 專案可行性研究及諮詢
- 財務分析
- 投資諮詢
- 盡職調查
- 評值 (房地產評值、商業評值、機器設備評值)
- 房地產業務方案及專業測量

需要知道的估值概念！

缺乏流通性折價 (Discount for Lack of Marketability-DLOM)

看過商業或股權估值報告的讀者可能知道“缺乏流通性折價”這個術語，一個頗引人注目的項目名詞。這是因為對於許多不熟悉這個基本估值概念的人來說，看到您的企業評估師估值計算公司的折扣從20%到50%不等，是何等驚訝、洩氣甚至令人心碎。

那 Discount for Lack of Marketability (DLOM)是什麼？為什麼會有大折扣？為何在某些情況下可以沒有DLOM？

究竟"缺乏流通性折價"(DLOM)是什麼？

官方定義：根據國際估值標準International Valuation Standards("IVS"), “DLOM反映了這樣一個概念，即在比較其他相同的資產時，易於銷售的資產將比具有較長銷售期且出售能力受到限制的資產價值更高。”

因此，DLOM是反映著出售一家沒有在證券交易所自由交易的公司股票的足夠流動性而所需的額外時間和精力。例如，在香港聯交所出售一家上市公司的股票就像在手機上簡單地點擊幾下，就能在最短時間以最低交易成本下完成。或是將一家私人公司的股份售予對其業務一無所知的外人會遇到許多困難，當中包括潛在買家未必知道私人公司正在出售，或對於出售者提供的法律、財務和運營信息的真實性存在質疑。所有這些因素都有機會影響公司的估值折扣。

業務範圍

商業及知識產權評估

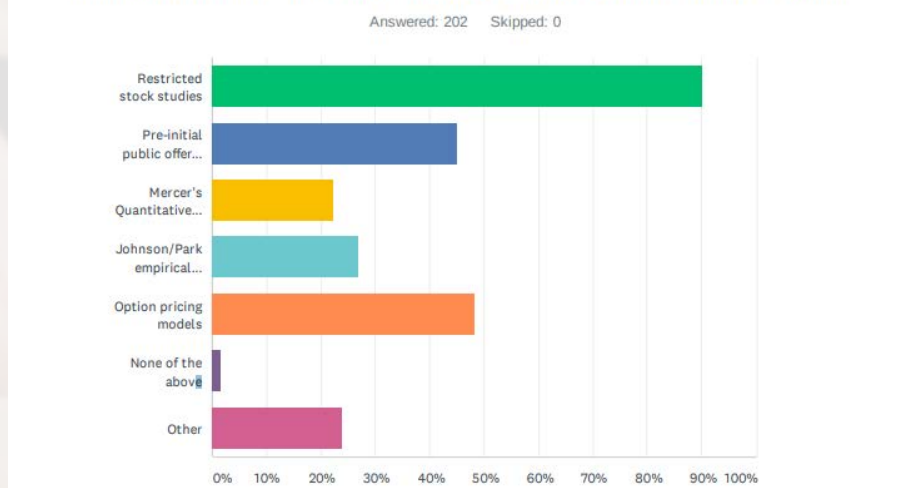
「這項業務價值多少？」不管閣下是企業的管理人員、投資者或權益相關人士，在作出正確和合理的商業決定前，必須先了解企業資產的價值。這時，閣下需要值得信賴的評估專家，提供準確而獨立的建議。

判斷"缺乏流通性折價"(DLOM) 有哪些常用方法?

根據 Business Valuation Resources, LLC 在 2021 年 7 月的調查結果^①，從業者用來估計 DLOM 的最常用的方法首三位是：

1. 受限制股票法 (Restricted stock studies)
2. 期權定價模型 (Option pricing models)
3. 上市前融資法 (Pre-IPO studies)

Q1 Which of the following methodologies or tools do you use to estimate a discount for lack of marketability (DLOM)? (Select all that apply.)



參考 Eugene Liu 和 Noah Wong 於 2017 年 4 月在 HKICPA Aplus 發表的“Valuation premiums and discounts”^② 上市前融資法更適合應用於即將上市的目標股權。當應用在沒有上市時間表的公司時，上市前融資法可能會包含上市失敗的概率，並考慮到 IPO 過程中涉及的高昂成本。

根據已知案例的實際情況，上述方法可以導致被估值公司大打折扣，折扣可以低至幾個百分點至九成，較常見的應用約為缺乏流通性折價兩成至五成。

業務範圍

金融工具評值及敏感度分析

金融工具對企業價值的影響日益重要，因此現行之會計準則，對這些金融工具作出了更貼近市價的評值及披露要求。

集團的專業團隊，對財務模型的應用富有經驗，能為閣下之金融及衍生工具提供專業的評值及諮詢服務。

^① 參看BVRresources，作者對「Discount For Lack Of Marketability (DLOM)」的含義有詳細解說。
<https://www.bvresources.com/articles/bvwire/dlom-survey-reveals-methods-of-choice> (2021年7月28日讀取)

^② 參看HKICPA Aplus，作者對「Valuation premiums and discounts」的含義有詳細解說。
https://app1.hkicpa.org.hk/APLUS/2017/04/pdf/44_Large_Source.pdf (2017年4月讀取)

"缺乏流通性折價"(DLOM)不被採用的情況

DLOM 常見於會計和交易參考案例的估值中。然而，有些情況需要採用不同的考量角度，因此在特定要求或協商中，估值師在取得客戶同意下可以不採用 DLOM。例如，使用預期退出價值對私人公司進行估值，當中可能已經考慮了可銷售性因素，或者參考了私人公司最近集資活動的金額再進行估值，可銷售性因素或已包含在隱含價值中。當一家公司的相關股權已經可以在流動性市場中自由交易時，DLOM 的應用未必適合或變得不重要。

因"缺乏流通性折價"(DLOM)而引起的爭議

Billion Lead Investment v Union Joyce Ltd 和其他人 [HCMP 2145/2011]

這裡是高等法院於 2015 年 8 月 13 日就 Billion Lead Investment v. Union Joyce Ltd 和其他人 [HCMP 2145/2011] 案作出的裁決，該裁決側重於估值分析中的 DLOM 折扣。



業務範圍

房地產、廠房及機械設備評估

我們的評估專員具備豐富的資產評估經驗，滿足來自不同工業界別的客戶的每項業務決策或合規要求，當中包括工業類別如電機生產、金屬加工、發電、天然資源及環保工業等。憑藉專業知識及對市場資訊的充分掌握，我們能針對廠房以至基建設施等資產作出準確的評估。

案例背景

估值師由雙方共同任命，並根據雙方於2014年3月18日達成的和解條款對私營公司 Talent Weaving Dyeing & Printing Limited (“本公司”) 進行估值，估值師根據國際估值準則 (“IVS”) 以市場價值法為基礎進行估值分析。

2014年12月19日，估值師向當事人傳閱了一份估值報告草案，其中本公司100%股權的市值採用未有考慮 DLOM的市場法計算。2015年1月23日，答辯人向估值師提交書面聲明，要求對報告草稿中的估值進行大幅調整，認為25-30%的折讓將公平反映公司與同類型公司的差異。2015年2月6日，估值師認為估值報告草稿中的估值合理反映了公司的公允價值，併計劃於一週後發布最終報告。

2015年2月9日，答辯人發出傳票，要求法院對估值師作出進一步估值決定，並要求估值師暫緩發布最終報告。2015年5月4日，估值師在法院尚未給出指示之前向雙方發布了與估值報告草稿相同估值的最終報告。

高等法院判決

2015年8月13日，高等法院作出裁定，法院無意干擾估值師的估值。法官認為“估值師並未偏離其在評估股權市場價值時採用 IVS 的指示。IVS 僅概括地列出了不同的估值方法，並將這些方法的應用留給估值師在任何個別情況下自行決定和判斷。估價師可以根據 IVS 估值方法進行調整，在行使判斷時，他有絕對選擇權。所以不能說估值師在做出調整，就是他在按照 IVS 的指示範圍內行事;相反如果他不這樣做，他就是沒有按照 IVS 行事。”

業務範圍

商業及知識產權評估

「這項業務價值多少？」不管閣下是企業的管理人員、投資者或權益相關人士，在作出正確和合理的商業決定前，必須先了解企業資產的價值。這時，閣下需要值得信賴的評估專家，提供準確而獨立的建議。

意見

這是一個有趣的案例，因為判決結果有利於對私人公司的 100% 股權估值時不採用DLOM。

如前所述，當甲方公司是私人公司而乙方公司是經營規模遠大於甲方公司的上市公司時，常見做法是對甲方公司在公開交易的證券之間的差異進行調整。

本案估值師認為，"非上市公司的100%股權通常被認為具有流通性，所以在對非上市公司100%股權進行估值時，不採用DLOM是一種常見的私人公司估值做法。由於我們獲受聘需對 [公司] 的 100% 股權進行估值，我們認為在估值分析中不採用DLOM是合適的方法。" 雖然乍看之下會覺得這個做法在處理會計和交易目的的估值工作中並不常見。但是以上市公司和私人公司做市場案例，估值師通常會採用DLOM來計算出兩者之間的不同。所以在上市公司的公開通告、交易公告以及公開披露的估值報告的摘錄、摘要中，也經常看到在計算公允價值時採用DLOM，這個做法是非常普遍的。因此，即使該內容沒有被披露，但是不難想到上述案例應該在評估師受聘時已經確定了某些特殊定義及假設。比如說假設該交易已存在一個必須完成該交易的潛在買家。從這個案例中，可看到估值基礎和使用估值的前提之重要性。

還值得注意的是，根據其他司法管轄區和地區的調查結果，例如“The Existence of, and Earnings Quality Explanations for, the Private Company Discount, by Gus De Franco Illait Gavius, Justing Tin, and Gordon D. Richardson”，收購私營公司的折扣在 21% 至 37% 之間。2006 年的這項研究將美國私營公司 100% 所有權權益的私有收購與上市公司的收購進行了比較。當中包括 673 家私營公司和 2,249 家上市公司。

業務範圍

金融工具評值及敏感度分析

金融工具對企業價值的影響日益重要，因此現行之會計準則，對這些金融工具作出了更貼近市價的評值及披露要求。

集團的專業團隊，對財務模型的應用富有經驗，能為閣下之金融及衍生工具提供專業的評值及諮詢服務。

採用 "缺乏流通性折價"(DLOM) 時要記住的事情：

1. 當公司的權益不可銷售，但估值過程中先前步驟衍生出可銷售價值時，採用DLOM是合適的。
2. 如果先前的估值過程已經考慮了可銷售性問題，則DLOM是不合適合採用。
3. 如針對估值問題，DLOM可在少數股東權益折讓或控制溢價之後採用。
4. DLOM應取決於自身因素，而不應跟其他折扣混為一談。

資料來源：Discount for Lack of Marketability, Job Aid for IRS Valuation Professionals, 25 September 2009

業務範圍

房地產、廠房及機械設備評估

我們的評估專員具豐富的資產評估經驗，滿足來自不同工業界別的客戶的每項業務決策或合規要求，當中包括工業類別如電機生產、金屬加工、發電、天然資源及環保工業等。憑藉專業知識及對市場資訊的充分掌握，我們能針對廠房以至基建設施等資產作出準確的評估。



聯絡我們

聯絡

(852) 3408 3188

(852) 2730 6212)

(852) 5307 9925 (Whatsapp)

電郵

info@rhl-int.com

網站

www.rhl-int.com



ISO 9001 : 2015
證書編號 : CC 6139
永利行評估顧問有限公司
提供企業及房地產評估服務