

# 浙江省注册会计师协会专业技术委员会专家提示（第 11 号）——评估业务实务问题解答（二）

为分散经营风险，优化资源配置，增强风险抵御能力，越来越多企业通过联合、兼并、控股等方式形成企业集群，以集团经济体的形式运营，提升竞争力。为适应这一趋势，增强行业对集团公司价值的评估能力，浙江省注册会计师协会专业技术委员会对集团公司评估实务中的常见问题进行研究，编写了相关实务问题解答，供大家在执业中参考。

（本问题解答仅代表专家意见，不能替代相关法律法规、执业准则等解释，也不能替代评估专业人员的职业判断。评估专业人员在执业过程中应结合实际情况参考使用。）

## 一、在对集团公司进行评估时，应如何确定对长期股权投资价值的评估结果？

在开展对集团长期股权投资价值的评估工作时，可以结合子公司自身所处发展阶段、经营模式以及实际盈利状况等，并考虑集团母公司的评估方法，选择市场法、收益法以及资产基础法中的一种或者两种相适配的评估方法，以确定对长期股权投资价值的评估结果。主要分以下四种情形：

（一）母公司仅为控股公司，无实质性业务且不承担管理职能的情形

如果母公司仅为控股公司，不参与子公司运营管理，且

子公司业务分散、行业各异，则母公司通常采用资产基础法进行评估。子公司应根据自身情况选择评估方法（收益法、市场法或者资产基础法），并将评估结果反映在母公司对其长期股权投资的评估值中。

### （二）母公司仅为控股公司、无实际业务但承担管理职能的情形

此种情形下，母公司履行管理职能会产生持续的公共管理支出。如果子公司采用收益法评估，则母公司相关支出应合理分摊至各子公司，并在预测各子公司费用时予以考虑，以子公司的评估结果反映长期股权投资价值；或在母公司采用资产基础法评估时，在长期股权投资价值中单独列示预测母公司未来管理支出的现金流折现后的现值（负值）。

### （三）母公司开展经营业务，且与子公司业务处于相同或相似行业的情形

此种情形下，鉴于母子公司业务的关联性，可以将母子公司视为一个整体，采用合并口径收益法或市场法进行评估，通过该方法得到的评估结论，即为集团公司整体的评估结论，此时无需体现已纳入合并范围内的子公司单体评估结果。如果已对集团公司采用了合并口径收益法和市场法两种方法进行评估，并且这两种方法的评估结果相近或一致，通常无需再采用资产基础法进行评估，否则还需采用资产基础法进行补充。在采用资产基础法时，母公司的长期股权投资价值，可以通过各子公司分别运用资产基础法所得到的评估结果

予以确定。

#### **（四）母公司开展经营业务，且与子公司业务属于不同行业的情形**

此种情形下，由于母子公司在运营模式、市场环境、成本结构以及盈利驱动因素等方面存在显著差异，应对业务单元进行虚拟合并分别开展预测，进而得出相应的评估结果。对于母公司的长期股权投资，无论采用哪种评估方法，得出的评估值均应恰当反映其持有长期股权投资的经济实质或价值。

### **二、对集团公司运用收益法进行评估时，单体口径的收益预测与合并口径的收益预测的适用情形以及如何开展评估？**

#### **（一）适用单体口径收益法评估的情形**

##### **1. 母子公司业务不相关**

此种情形下，行业可比性较差，在运用收益法时，通常需针对母子公司的情况分别开展评估工作。值得注意的是，当开展现金流预测计算得出子公司自身价值后，宜将该结果视为母公司的长期股权投资价值。而在评估母公司自身价值时，则需要将这部分长期股权投资价值从经营性资产中分离出来，视同非经营性资产，加回到母公司相关资产核算中，在对母公司收益预测时关注母公司利润表中对应的投资收益额并予以剔除。

##### **2. 子公司成立时间较短，业务规划未定**

由于新成立不久的子公司未来业务走向、市场拓展方向以及盈利模式等都处于待定状态，建议采用母公司口径开展预测工作，并将运用资产基础法评估得出的子公司价值，从母公司经营性资产中分离出来，作为非经营性资产进行加回处理。

### **3. 子公司持续亏损或盈利较少，且预测期内没有改善迹象**

此种情形下，需分析引起亏损或者微利的原因，根据母子公司业务的相关性来选择合适的评估方法。

如果母子公司业务相关性不强，子公司的盈利或亏损情况不太可能直接影响到母公司的核心业务或整体财务状况。对于科创类企业，可采用中国资产评估协会《资产评估专家指引第14号——科创企业资产评估》中的相关评估方法；其他子公司价值建议采用资产基础法进行评估。母公司采用收益法评估，并将子公司价值按照资产基础法中长期股权投资的评估结果视同非经营性资产加回处理。

值得注意的是，如果母子公司业务紧密相关，子公司业务为母公司业务链中的一个环节，建议采用合并口径进行收益预测，以更全面准确反映集团整体的收益情况与价值状况。

### **4. 涉及参股公司**

由于母公司持有参股公司的股份并未达到控股或实际控制程度，因此处理方式需要更加灵活。通常对于参股公司可以采用合适的评估方法进行评估，并在母公司采用收益法评

估时，将参股公司价值按照资产基础法中长期股权投资的评估结果视同非经营性资产加回处理。

对于分红金额较大，且历史各年发生较为稳定的参股公司，则可以参考历年的分红情况，采用红利模型评估其价值后作为非经营性资产加回。对于单独收益预测的参股公司，根据参股公司情况测算相应的折现率折现得到其价值后作为非经营性资产加回。

## **5. 母公司为投资管理公司**

母公司为投资管理公司时，通常呈现以下特点：一是对外投资比例不高，不会对被投资企业形成绝对控制；二是所投资对象分布广泛，被投资公司在经营模式、风险特征等方面存在较大差异，业务形态较为分散；三是投资管理公司本身主要聚焦于资金的投放与管理等事务，不实际经营具体业务。鉴于上述特点，为更客观评估其价值，通常需要对投资管理公司及其所投资的子公司分别进行评估，评估可以参照第五问处理。

### **(二) 适用合并口径收益法评估的情形**

母子公司业务相关性是选择预测口径的重要依据。当母子公司业务紧密相关时，采用合并口径收益法评估能够更精准地反映集团整体的价值创造能力。具体分以下几种情况：

#### **1. 母子公司分别负责同一业务领域内的不同组成部分**

由于母子公司的业务实质上属于同一业务体系中难以分割的有机组成部分，通常将母子公司作为整体，采用合并口

径收益法预测，以便更精准全面地反映这一完整业务体系的收益状况及价值创造能力。

## 2. 母子公司属于上下游业务关系

在此情形下，为避免长期股权投资以及相应投资收益可能导致的母公司预测现金流与实际现金流存在较大差异的情形，减少或消除集团内部因利益输送所带来的影响，提高折现率的匹配性，建议综合考虑母子公司业务关系、关联交易和内部转移定价等因素，将母子公司作为一个整体，采用合并口径进行收益预测与评估工作。

特殊情况下，对于集团公司内部涵盖不同经营业务板块，且各板块经营风险有较大差异的复杂情形，可以针对不同板块的业务分别进行合并收益预测，以便反映各板块的市场价值。如果不同业务板块难以分别合并预测的，也可视具体情况考虑将集团整体作为一个对象开展合并预测，但在整体折现率中应体现各板块业务的差异化影响。

**三、集团公司收益法评估时，确定母子公司折现率时应考虑哪些因素？应如何确定资本结构、综合所得税率？存在境外子公司的情况下应如何考虑？**

### （一）母子公司折现率的考虑

在确定母子公司收益法评估的折现率时，通常以加权平均资本成本作为折现率的计算基础。其中，权益资本成本的恰当性对加权平均资本成本的确定至关重要，需要重点关注母子公司各自所处行业的系统性风险及其面临的个别风险。

在测算系统性风险时，应着重考虑母子公司业务的相关性。如果母子公司业务相关或互补，两者的系统性风险往往展现出较为紧密的相关性，可以以相同或相似行业的可比公司为参照样本，更准确地测算权益资本成本的系统性风险；如果母子公司业务不相关，则应根据经营业务所属行业分别选取可比公司进行分析测算，以确保折现率能够恰当反映母子公司在实际运营过程中的风险与收益状况。

个别风险在一定程度上体现为企业经营风险，包括管理层构成、经营阶段、经营情况等方面的风险。在评估母子公司的个别风险并确定折现率时，应按照母子公司实际情况分别进行分析判断，从而使最终的企业价值评估结果更加合理、可靠。

## （二）资本结构的确定

在运用收益法开展评估工作时，资本结构的确定对加权平均资本成本的计算及企业价值的评估具有重要影响，通常可依据被评估单位的实际经营情况，选择采用目标资本结构或者企业自身资本结构。

如果采用自身资本结构，需核查该资本结构是否符合企业常态化经营需求，是否具有可持续性，并关注是否存在其他影响企业自身资本结构的非正常因素。如果采用目标资本结构，应尽可能选择与被评估单位在业务、规模、市场环境等方面相似的可比公司，并对可比公司和企业自身的资本结构进行核查。关注是否存在选取异常可比公司资本结构、企

业自身资本结构与目标资本结构是否存在较大差异且难以趋同的情形。

### （三）综合所得税率的确定

当运用合并口径收益法开展集团公司评估工作时，如果母子公司所得税税率不一致，仅简单按照股权比例合并所得税税率，可能会导致子公司所得税失真，从而影响整体评估的准确性。实务中通常有以下几种方式来解决这一问题：

**1. 单独预测。**各参与合并预测的子公司独立进行利润表的预测工作，并根据自身适用税率分别确定所得税金额，而后将所有子公司的所得税数据进行汇总，以此得到合并后的总体所得税数据。

**2. 不单独预测。**该方法直接以合并报表的历史数据为核心数据，在确定税率时，首先对历史税负进行加权平均计算，以确定基础税率；其次，结合对未来业务发展趋势、税收政策变动预期、集团战略调整方向等因素的综合分析，对该基础税率进行趋势调整，相对合理地确定合并范围内的综合所得税率。

在实际操作中，选择哪种预测方式通常取决于集团公司的具体情况和评估目的。如果需要对各子公司的税负情况进行详细分析，或子公司之间的税率差异较大，则单独预测可能更合适。如果更注重整体性和趋势性，或子公司之间的税率差异较小，则不单独预测更简便易行。

### （四）存在境外子公司的情形



## 1. 折现率的确定

在集团公司收益法评估过程中，当存在境外子公司时，折现率的确定应考虑母子公司之间的业务协同性。如果国内外母子公司业务协同紧密且主要利润源自国内，由于国内经济形势对折现率的影响更为关键，建议采用合并预测的方式，并使用国内折现率进行测算，使评估结果更贴合集团公司的经营实质；如果母子公司业务与客户相互独立，由于两者经营的独立性、风险的差异性，分别开展收益法预测和折现率测算，以更精准地捕捉每个主体独特的经营特点和未来收益潜力，避免因合并预测而掩盖了个体差异导致的估值偏差。

合并预测口径下通常可以采用资本资产定价模型（CAPM）和加权平均资本成本（WACC）计算折现率，涉及的相关参数可确定如下：

**（1）无风险利率。**经合理分析，可采用标的资产注册地或总部、核心组织成员、核心资产、核心业务所在国家或者地区的相关参数，或按照合并预测范围内境内外企业的收入、息税前利润或者现金流比重等指标进行合理加权后确定。

**（2）市场风险溢价。**市场风险溢价是 CAPM 模型中的关键参数，反映了市场平均回报率与无风险回报率之间的差异。市场风险溢价可通过以下三种方法予以确定，如利用标的资产所在国或地区证券市场指数的历史风险溢价数据、采用其他成熟资本市场风险溢价调整方法、引用相关专家学者或专业机构研究发布的数据，以确保市场风险溢价的准确性和可

靠性。

## 2. 资本结构的确定

在选择可比上市公司时，应选择与标的资产或者其核心组织成员、核心资产和核心业务所在国家或者地区资本市场发展状况相同或者相近的资本市场中的可比上市公司。同时，需要关注这些可比上市公司的贝塔系数与市场风险溢价的匹配性，以确保所选的可比公司能够准确反映标的资产或公司的系统风险。

## 3. 综合所得税率的确定

当合并预测范围内的境内外公司适用不同所得税政策，需综合考虑税收政策、转移定价、国际税收筹划等因素的影响。经合理分析，可考虑采用与收益预测口径一致的历史综合所得税税率预测所得税费用，或依据各合并预测范围内企业收入、息税前利润或现金流比重等指标进行合理加权处理，以确定综合所得税税率，从而确保评估过程及结果的严谨性与合理性。

**四、收益法合并口径预测时，如果存在高新技术企业子公司，应如何考虑研发费用？少数股东权益价值如何扣除？非全资子公司的非经营性资产（负债）、溢余资产、有息负债应如何处理？**

### （一）研发费用的考虑

收益法合并口径预测过程中，需审慎考虑高新技术企业子公司未来是否能够持续符合高新技术企业资质的相关条

件。当高新技术产品（服务）收入、研发人员等相关条件均符合要求的前提下，需重点关注研发费用，通过对比预测期与历史期的研发费用占比（研发费用总额占销售收入的总额的比例）来评估其维持高新技术企业资质的可能性。如果历史期高新技术企业子公司享受了企业所得税优惠税率，且预测期研发费用占比大于或等于历史期占比，通常情况下，说明子公司维持高新技术企业资质的可能性较大，可继续按照高新技术企业的优惠税率计算相关现金流和价值。

## （二）少数股东权益价值扣除方法

实务中，通常有以下两种处理方法，评估人员应依据两种方法各自的优缺点，并结合评估对象的实际情况进行选择。

**1. 在计算现金流时扣减归属于少数股东部分的现金流。**通过分析历史合并利润表，确定少数股东损益占集团公司合并净利润的比例，将此比例乘以未来各年合并净利润金额得出归属于少数股东部分的现金流，并从总现金流中减去这部分现金流。这种方法计算简单，但建立在历史比例能够准确反映子公司未来情况的假设基础上，其合理性与可靠性易受诟病。如果子公司未来发展预期较高，子公司的盈利能力、增长速度等可能与历史情形相比发生显著变化，此时该方法无法准确反映少数股东未来的实际收益情况。

**2. 在计算得出的集团评估价值中减去少数股东权益的评估值。**少数股东权益的评估值可以采用股利贴现模型计算得出，也可以直接使用集团合并财务报表中列示的少数股东

权益的账面价值作为评估值，或先采用资产基础法得出集团整体价值，而后乘以少数股东的持股比例得出少数股东权益价值。该方法的局限性在于，子公司纳入合并范围部分价值和少数股东权益部分测算口径可能不一致，报表账面价值可能无法真实反映实际价值，同时资产基础法得出的评估值也可能受到评估人员主观判断的影响，从而导致高估或低估少数股东权益。

### （三）非全资子公司的非经营性资产（负债）、溢余资产、有息负债的处理

在收益法合并预测下，需合并预测集团公司所有业务单元（包括全资子公司和非全资子公司）的利润和现金流。同样地，为更准确地反映集团公司的财务状况和价值，除考虑经营性利润和现金流外，非经营性资产（负债）、溢余资产、有息负债也需进行整体层面的加回或者扣除操作。在此过程中，如果涉及非全资子公司少数股东权益，需对归属于少数股东权益价值予以扣除。具体而言，在少数股东权益价值并非依据账面价值或资产基础法得出的前提条件下，为准确体现母公司股东权益价值，如果合并口径在前期处理中已经将非全资子公司的相关资产负债进行了全额加回或扣除，则少数股东所享有的价值应从合并后的整体价值中剔除。

反之，如果合并口径在前期未考虑非全资子公司的相关资产负债，则应加回或扣除母公司按照持股比例测算后的金额，将属于母公司股东权益范围内的相关资产负债影响准确

纳入评估体系之中。

## 五、对于自身无实质性业务的投资平台型集团公司，应当如何评估其持有的投资比例较低且无控制权的被投资单位部分股权价值？

### （一）收集资料

全面收集并分析被投资单位信息，包括公司章程、投资协议等，以了解股东的出资方式、额度、时间节点，以及应按实缴或认缴的出资比例享有分配红利等权利义务的约定。如果实缴出资与认缴出资比例不符，章程协议有约定的，从其约定确认应享有的被投资单位部分股权评估值；无约定的，则按照《中华人民共和国公司法》的相关规定计算，并在评估报告中作必要披露：

享有的被投资单位部分股权的评估值=（被投资单位股权价值评估值+应缴未缴出资额）×该股东认缴的出资比例-该股东应缴未缴出资额

需要注意的是，在计算参股公司享有的被投资单位部分股权评估值时，应以认缴出资额为限承担相关责任。即如果计算得出享有的被投资单位部分股权评估值为负数，表明该参股公司在被投资单位中的权益已受到损失，但其损失不应超过其未缴的出资额。

### （二）选择评估方法

在集团公司持股比例偏低的情况下，需根据被投资单位的具体情况和评估目的进行评估。

**1. 成本法。**如果被投资单位成立期限较短，投资公司按照实收资本认缴比例入股，可以根据评估基准日或者最近一期经核实后的被投资单位资产负债表或经审计的净资产以及投资比例测算被投资单位股权价值；如果评估基准日距投资日期较近，核实被投资单位所处行业和经营管理等情况无重大变化时，可按基准日账面投资成本确定评估值。

**2. 上市公司比较法或交易案例比较法。**如果存在足够的可比上市公司或易于取得与被投资单位类似企业的股权交易案例，可采用市场法中的上市公司比较法或交易案例比较法，通过比较类似企业的交易价格，估算被投资单位股权价值。

**3. 股利折现法。**如果被投资单位股利发放相对稳定且具有可持续性，可采用收益法中的股利折现法将预期股利折现，以确定被投资单位股权价值。

**4. 最近融资价格法。**如果被投资单位融资活动较为频繁，股权价值评估可参考使用最近融资价格法。即参考被投资单位最近一次融资的价格，合理调整其与评估基准日之间的差异，以对非上市股权价值进行评估。采用该方法时，需要对最近融资价格的公允性作出合理分析和判断，重点关注评估基准日与最近融资交易日的时间差异、市场交易的估值预期、行业政策、企业经营环境、企业产品研发能力、重大股东等是否已发生重大变化。

**5. 其他。**对于投资时有约定赎回条款的股权投资，经综

合分析判断相关方履约能力，可按照投资协议的约定，如投资成本加约定收益（固定利息、固定金额等）合理确定评估值。如果无履约能力的，采用其他方法进行估值。

### （三）需关注的特殊事项

如果无法取得被投资单位在评估基准日的审计报告或者财务报表，且无法对被投资单位进行资产清查的，在对被投资单位股权价值按账面价值列示时，应在报告中对该事项进行充分披露。如果被投资单位估值金额对整体评估结论产生重大影响或无法判断其影响程度的，不得出具资产评估报告。

### （四）关于缺少控制权折价的考虑

实务中，持股比例较低的被投资单位常被作为其他权益工具投资核算。资产评估时，在确定被投资单位股东全部权益价值后，评估机构需要根据投资公司持有的少数股权比例来测算其对应的价值。然而，由于少数股权在控制权、信息获取、参与决策等方面通常处于劣势地位，其价值可能会低于按比例分配的股东全部权益价值。因此，在最终测算少数股权价值时，需根据案例选取途径、取值案例实际情况等因素，综合确定是否需要考虑缺少控制权折价。

**六、在运用资产基础法实施评估的过程中，应如何评价集团母子公司之间关联交易的公允性？如何对采用权益法核算且无控制权的长期股权投资进行评估？**

（一）针对集团内部母子公司间关联交易的公允性，评估策略可以参考审计结果。如果经审计确认关联交易公允，

评估时通常无需做特殊处理；如果审计未对关联交易发表明确意见，或关联交易定价存在明显偏离市场公平原则的迹象，评估时应综合考虑行业特点、企业经营模式、盈利模式以及可比公司定价情况等多方面因素，以核实定价的公允性、可持续性，并在此基础上进行必要、合理的调整和修正。

（二）评估以权益法核算且无控制权的长期股权投资，通常可以先获取被投资单位经审计财务报表，如果财务报表未经审计，则应在可能的情况下，对被投资单位财务报表实施适当的核实和评估程序。通过分析财务报表，如果得出被投资单位不存在可能导致较大评估增减值的情况，则可采用账面所有者权益和相应的持股比例进行简单测算；如果得出被投资单位可能存在导致较大评估增减值的情况，则在能取得被投资单位的配合时，根据企业实际情况选择资产基础法、收益法和市场法以及其他合理的方法进行评估。当评估人员无法对被投资单位进行评估时，可参照问题五的方法和情境进行评估。

**七、集团公司采用市场法评估时，应如何选择可比公司？  
计算股东全部权益价值时，是否需要考虑控制权溢价？**

（一）可比公司的选择

在运用市场法进行评估时，可比公司的选择，应满足以下要求：



**1. 时间要求。**所选可比公司应具有一定时间的上市交易历史，通常不少于 24 个月。对于经历重组上市或重大重组的公司，也应在其重组后稳定运行至少 24 个月。

**2. 样本量要求。**在可比公司数量的选择上，以 3-6 家为宜。如果细分行业可比公司不足 3 家，建议从更广泛的行业范围内寻找可比公司，以满足样本量要求。

**3. 区域要求。**可比公司营业地和上市所在地应尽可能与被评估公司一致。美股、H 股与内资企业之间，由于市场环境、监管要求等因素的差异，通常不宜直接比较。B 股为主的上市公司，由于流动性较 A 股差，存在天然价差，也应尽量避免进行比较。

值得注意的是，可比公司的选择原则上应避免停牌、ST、新三板挂牌公司（非完全流通，期后难以就流通性折扣进行定量调整），并避免在缺乏合理解释的情况下选取某些有争议以及经常发生股价异动的同行业公司。

## （二）计算股东全部权益价值时控制权溢价是否考虑

在采用市场法评估股东全部权益价值时，是否考虑控制权溢价取决于所选用的具体评估方法以及被评估对象的股权性质。

如果采用可比交易案例比较法，需核实交易案例的股权是否含控制权，并与本次收购或者转让的股权进行口径比较。如果两者口径一致，则无需对控制权溢价进行修正；如果两者口径不一致，或交易案例的股权不包含控制权，则需通过

控制权溢价来修正交易案例，使其与被评估对象的口径保持一致。

如果采用可比上市公司比较法，其股价通常代表少数股权流通股的股价。在这种情况下，如果本次收购或者转让的股权具有控制权，则在测算股东全部权益价值时，需结合评估目的判断是否考虑控制权溢价。