

监管规则适用指引——评估类第 1 号

为规范收益法评估中折现率的测算，督促资产评估机构勤勉尽责执业，中国资产评估协会发布了《资产评估专家指引第 12 号——收益法评估企业价值中折现率的测算》（以下简称《专家指引》），我会结合证券评估业务特点及执业要求，现就折现率测算涉及的关键参数作出以下监管规范。资产评估机构从事证券服务业务时，应当按照《专家指引》和本指引的要求测算折现率；如存在特殊情形未按要求或优先方法测算的，应当在资产评估报告中充分说明理由。

本指引仅针对运用资本资产定价模型（CAPM）和加权平均资本成本（WACC）测算折现率涉及的参数确定，具体包括无风险利率、市场风险溢价、贝塔系数、资本结构、特定风险报酬率、债权期望报酬率等。采用风险累加等其他方法测算折现率时可以参照本指引。

一、基本要求

资产评估机构执行证券评估业务，在收益法折现率测算时应当遵循以下基本要求：

一是资产评估机构应当研究制定内部统一的测算原则及方法，且一经确定不得随意变更。在执业过程中应当按照制定的统一要求，保持折现率测算原则及方法的一致性。

二是执行延续性评估项目时，应当关注不同基准日折现率测算的合理性，特别是具体参数等较前次评估基准日发生明显变化的，应当在资产评估报告中充分说明理由。

三是确保折现率口径与预期收益口径的一致性，资本资产定价模型（CAPM）匹配股权自由现金流，加权平均资本成本（WACC）匹配企业自由现金流。各项参数测算时，应当充分关注不同参数在样本选取、风险考量、参数匹配等方面的一

致性。

二、无风险利率

（一）现行做法

资产评估机构测算无风险利率时，通常参考中国国债利率确定，但在债券期限、利率、范围选择等方面存在差异。一是债券期限，存在距离评估基准日剩余年限 10 年期以上、10 年期、5 年期以上、5 年期等不同情形。二是债券利率，存在票面利率或到期收益率等不同情形。三是债券范围，存在选取全部国债、多支国债、单支国债等不同情形。

（二）专家指引

持续经营假设前提下的企业价值评估中，无风险利率可以采用剩余到期年限 10 年期或 10 年期以上国债的到期收益率。

（三）监管要求

资产评估机构执行证券评估业务，在确定无风险利率时应当遵循以下要求：

一是应当关注国债剩余到期年限与企业现金流时间期限的匹配性，持续经营假设前提下应当选择剩余到期年限 10 年期或 10 年期以上的国债。

二是应当选择国债的到期收益率作为无风险利率，并明确国债的选取范围。

三是应当在资产评估报告中充分披露国债选取的期限、利率、范围、确定方式、数据来源等。

三、市场风险溢价

（一）现行做法

资产评估机构测算市场风险溢价时，在计算方法、样本选择、数据引用等方面存在差异。一是计算方法，存在参照中国证券市场数据计算、采用其他成熟国家证券市场数据加中国国家风险补偿等不同情形。二是样本数据，参照中国证券

市场数据计算时，样本数据在指数类型、时间跨度、数据频率、平均方法等方面均存在不同情形。如指数类型存在上证综指、沪深 300、深证成指、上证 180、深证 100 等，时间跨度存在 10 年期、10 年期以上等，数据频率存在日数据、周数据、月数据等，平均方法存在几何平均和算数平均等不同情形。三是引用数据，存在引用达摩达兰教授(Aswath Damodaran)、伊博森公司(Ibbotson Associates)、道衡公司(Duff & Phelps)等不同专家学者或专业机构发布的研究数据等不同情形。

(二) 专家指引

中国市场风险溢价通常可以利用中国证券市场指数的历史风险溢价数据计算、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。

(三) 监管要求

资产评估机构执行证券评估业务，在确定市场风险溢价时应当遵循以下要求：

一是如果被评估企业主要经营业务在中国境内，应当优先选择利用中国证券市场指数的历史风险溢价数据进行计算。

二是计算时应当综合考虑样本的市场代表性、与被评估企业的相关性，以及与无风险利率的匹配性，合理确定样本数据的指数类型、时间跨度、数据频率、平均方法等。

三是应当在资产评估报告中充分披露市场风险溢价的计算方法、样本选取标准、数据来源等。

四、贝塔系数

(一) 现行做法

资产评估机构测算贝塔系数时，在可比公司、贝塔周期、数据调整等方面存

在差异。一是可比公司，在行业分类、样本数量等方面存在不同情形，如行业分类存在证监会、Wind、申万等不同分类，可比公司数量存在 5 家及以下、5-10 家、10 家及以上等不同情形。二是贝塔周期，存在 100 周、2 年、3 年、5 年等不同情形。三是数据调整，在布鲁姆调整法、异常值剔除等方面存在不同情形。

（二）专家指引

非上市公司的股权贝塔系数，通常由多家可比上市公司的平均股权贝塔系数调整得到。其中，可比上市公司的股权贝塔系数可以通过回归方法计算得到，也可以从相关数据平台查询获取。

（三）监管要求

资产评估机构执行证券评估业务，在确定贝塔系数时应当遵循以下要求：

一是应当综合考虑可比公司与被评估企业在业务类型、企业规模、盈利能力、成长性、行业竞争力、企业发展阶段等多方面的可比性，合理确定关键可比指标，选取恰当的可比公司，并应当充分考虑可比公司数量与可比性的平衡。

二是应当结合可比公司数量、可比性、上市年限等因素，选取合理时间跨度的贝塔数据。

三是应当在资产评估报告中充分披露可比公司的选取标准及公司情况、贝塔系数的确定过程及结果、数据来源等。

五、资本结构

（一）现行做法

资产评估机构测算资本结构时，在确定方法、债权股权取值等方面存在差异。一是确定方法，存在目标资本结构、企业真实资本结构、固定或变动资本结构等不同情形。二是债权股权取值，存在市场价值、账面价值等不同情形。

（二）专家指引

资本结构一般可以采用被评估企业评估基准日的真实资本结构，也可以参考可比公司、行业资本结构水平采用目标资本结构；债权和股权的比例，建议采用市场价值计算。

（三）监管要求

资产评估机构执行证券评估业务，在确定资本结构时应当遵循以下要求：

一是如果采用目标资本结构，应当合理分析被评估企业与可比公司在融资能力、融资成本等方面的差异，并结合被评估企业未来年度的融资情况，确定合理的资本结构；如果采用真实资本结构，其前提是企业的发展趋于稳定；如果采用变动资本结构，应当明确选取理由以及不同资本结构的划分标准、时点等；确定资本结构时，应当考虑与债权期望报酬率的匹配性以及在计算模型中应用的一致性。

二是应当采用市场价值计算债权和股权的比例；采用账面价值计算的，应当在资产评估报告中充分说明理由。如果被评估企业涉及优先股、可转换债券等，应当予以特别关注。

三是应当在资产评估报告中充分披露资本结构的确定方法、分析过程、预测依据等。

六、特定风险报酬率

（一）现行做法

资产评估机构测算特定风险报酬率时，在确定方法、判断方式等方面存在差异。一是确定方法，存在回归分析、拆分确定、经验判断等不同情形。二是判断方式，特定风险报酬率通常依赖资产评估人员的专业判断，存在主观性差异。

（二）专家指引

特定风险报酬率一般可以通过多因素回归分析等数理统计方法计算得出，也

可以拆分为规模溢价和其他特定风险溢价进行确定，还可以在综合分析企业规模、核心竞争力、大客户和关键供应商依赖等因素的基础上根据经验进行判断。

（三）监管要求

资产评估机构执行证券评估业务，在确定特定风险报酬率时应当遵循以下要求：

一是应当明确采用的具体方法，涉及专业判断时应当综合考虑被评估企业的风险特征、企业规模、业务模式、所处经营阶段、核心竞争力、主要客户及供应商依赖等因素，确定合理的特定风险报酬率。

二是应当综合考虑特定风险报酬率的取值，其在股权折现率整体中的权重应当具有合理性。

三是应当在资产评估报告中充分披露特定风险报酬率的确定方法、分析过程、预测依据等。

七、债权期望报酬率

（一）现行做法

资产评估机构测算债权期望报酬率时，在利率选取方面存在参考银行贷款市场利率、被评估企业实际债务利率等不同情形。

（二）专家指引

债权期望报酬率一般可以全国银行间同业拆借中心公布的贷款市场报价利率（LPR）为基础调整得出；也可以采用被评估企业的实际债务利率，但其前提是其利率水平与市场利率不存在较大偏差。

（三）监管要求

资产评估机构执行证券评估业务，在确定债权期望报酬率时应当遵循以下要求：

一是如果参考银行贷款市场利率（LPR），应当充分考虑被评估企业的经营业绩、资本结构、信用风险、抵质押以及第三方担保等因素；如果采用非市场利率，应当综合考虑被评估企业的融资渠道、债务成本、偿债能力以及与市场利率的偏差等因素，确定合理的债权期望报酬率。

二是应当在资产评估报告中充分披露债权期望报酬率的确定方法、分析过程、数据来源等。

八、附则

（一）商誉减值测试等以财务报告为目的的评估，涉及收益法折现率测算的应当遵照相关执业准则要求并参照本指引。

（二）会计师事务所等其他机构从事证券服务业务，涉及收益法折现率测算的应当遵照相关执业准则要求并参照本指引。

本指引自发布之日起施行。