



新视野

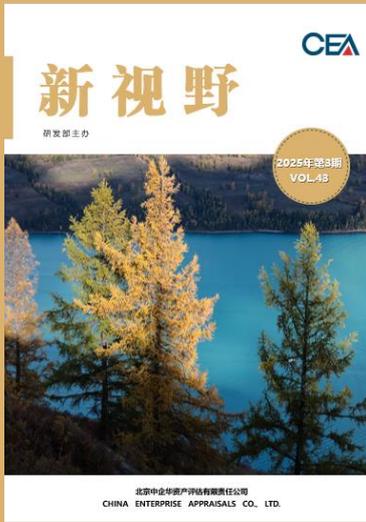
研发部主办

2025年第3期
VOL.43



北京中企华资产评估有限责任公司
CHINA ENTERPRISE APPRAISALS CO., LTD.

2025年第3期
总第43期



中企华研发部 主办

编辑委员会

权忠光 刘登清 黎东标 殷浩
阮咏华

编辑部

牟洪浩 姚青思 张琦 王倩

收稿方式

电子邮箱: yfb@chinacea.com

公司微信群: 朝阳群众

中企华微信公众号:

china_cea



目录 CONTENTS

I 政策导向.....1

评估行业管理.....1

- 中评协印发《中国资产评估协会反不正当竞争行为实施意见（试行）》

知识产权评估.....2

- 财政部 金融监管总局 国家知识产权局 国家版权局
印发《关于进一步规范知识产权资产评估若干问题的
通知》

国资管理.....3

- 国务院国资委印发《关于新时代中央企业高质量推进
品牌建设的意见》
- 国务院办公厅转发财政部《关于规范政府和社会资本
合作存量项目建设和运营的指导意见》

资本市场.....4

- 国家发展改革委办公厅印发《关于进一步做好基础设
施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化申报推
荐工作的通知》

II 市场追踪..... 6

- 2025年三季度A股指数情况概述
- 2025年三季度A股发行股票并上市情况概述
- 2025年三季度并购重组项目审核情况
- 2025年三季度新三板情况概述

III 专业研讨..... 19

- 协同效应收益法评估中相关参数及其关系探析——宝洁并购吉列评估案例引出/王进江 高文忠
- 国控上市公司画像评估及价值指数和归因研究/汪世新 王进江
- 数元开启数据资产计量与流通新时代/李永刚
- 约定回购条款价值衡量和设计思路/高文忠 王进江



评估行业管理

中评协印发《中国资产评估协会反不正当竞争行为实施意见（试行）》

为鼓励和保护公平竞争，防止“内卷式”竞争，促进资产评估行业高质量发展，2025年7月18日，中评协印发《中国资产评估协会反不正当竞争行为实施意见（试行）》（中评协〔2025〕6号，以下简称《实施意见》）。《实施意见》共六章二十四条，涵盖总则、不正当竞争行为、会员自我规范、会员互相监督、行业协会自律监管、附则等。主要内容如下：

一是不正当竞争的行为。《实施意见》明确会员在经营活动中不得违反《反不正当竞争法》《招标投标法》《政府采购法》《资产评估法》等法律规定的不正当竞争行为。

二是会员自我规范。《实施意见》明确了会员在评估业务投标报价时应当考

虑的因素，强调投标报价不得低于按照资产评估准则的要求执行并报备该项评估业务所花费成本。中标后，应当按照资产评估准则的规定执行业务。不得以低收费等理由作为不履行必要资产评估程序的理由，降低执业质量。

三是会员相互监督。《实施意见》明确会员应互相监督，会员可向协会或相关部门举报涉嫌有不正当竞争行为的资产评估机构，明确说明其不正当竞争行为并提供有关证据材料，申请调查处理；合法权益受到不正当竞争行为损害的，也可提起诉讼。会员举报涉嫌低价竞争时，可以从投标报价、成本核算、历史收费等方面举证，如评估机构投标（响应）报价低于采购项目最高限价45%的。

四是行业协会自律监管。《实施意见》要求中评协、地方协会依法加强行业自律，制止不正当竞争行为。对涉嫌不正当竞争的举报及时调查处理。对涉嫌低于成本报

价中标评估项目的执业质量情况予以重点关注。必要时，对该评估项目执业质量实施专项检查。会员实施不正当竞争行为，受到自律惩戒、行政处罚或被追究刑事责任的，记入会员信用档案。

（采编来源：中国资产评估协会官网）

原文链接：[中国资产评估协会 \(cas.org.cn\)](http://cas.org.cn)



知识产权评估

财政部 金融监管总局 国家知识产权局 国家版权局印发《关于进一步规范知识 产权资产评估若干问题的通知》

为强化知识产权资产评估规范管理，提升资产评估服务知识产权运用和保护能力，推动知识产权资产价值释放，加快推进知识产权强国建设，2025年9月1日，财政部、金融监管总局、国家知识产权局、国家版权局等部门联合印发《关于进一步规范知识产权资产评估若干问题的通知》（财资〔2025〕128号，以下简称《通知》）。《通知》自发布之日起施行。本通知发布后，此前有关规定与本通知内容相抵触的，以本通知为准。

《通知》从资产评估专业作用、规范执业行为、加强监督管理、落实各方责任等四方面提出相关要求，具体内容如下：

一是充分发挥资产评估在知识产权运用和保护中的专业作用。《通知》强调要充分发挥资产评估在知识产权全链条中的专业作用和功能，以促进知识产权资源有序流转与优化配置。知识产权运营转化过程中涉及资产评估的，按相关法律法规进行。除法定情形外，其他涉及知识产权资产的经济行为，当事人可自愿委托评估，金融机构另有规定的依其执行，涉及国家安全的按国家有关规定办理。

二是规范知识产权资产评估执业行为。《通知》要求资产评估机构承接和执行知识产权资产评估业务，应当具备相应的专业胜任能力、质量控制能力和风险控制能力等。《通知》强调资产评估机构从事知识产权资产评估业务，应当严格遵守有关法律法规和资产评估准则。《通知》指出，资产评估机构开展知识产权质押融资资产评估业务，应当关注知识产权资产的价值动态性、无形性、资产变现能力差别大等特点，充分发挥知识产权资产评估的专业作用，为商业银行、保险公司等金融机构以及融资担保公司控制知识产权质押融资风险提供决策参考。

三是加强知识产权资产评估监督管理和自律管理。《通知》明确财政部、金融监管总局、国家知识产权局和国家版权

局按照职责分工指导和规范知识产权资产评估相关工作并建立工作协同机制，依法实施知识产权资产评估的监督管理。中国资产评估协会依法加强对资产评估机构从事知识产权资产评估业务的自律管理和专业指导。

四是落实知识产权资产评估各方责任。《通知》强调，资产评估机构、委托人、金融机构等相关主体应当依法依规开展知识产权资产评估，共同营造知识产权资产评估良好市场环境。

（采编来源：财政部官网）

原文链接：[关于进一步规范知识产权资产评估若干问题的通知 \(mof.gov.cn\)](http://www.mof.gov.cn)



国资管理

国务院国资委印发《关于新时代中央企业高质量推进品牌建设的意见》

2025年7月4日，国务院国资委印发《关于新时代中央企业高质量推进品牌建设的意见》（以下简称《意见》）。《意见》强调“六个全面”任务举措，指导中央企业推进品牌建设和品牌价值提升工作。

一是强调要全面加强品牌战略管理，推进品牌深度融入企业发展。加强品牌战略制定、实施、优化全过程管理，推动品牌战略与企业发展战略一体部署、同步实施，完善品牌战略闭环管理，推进品牌深度融入企业发展。

二是强调要全面加强品牌目标管理，锻造品牌价值提升核心能力。把自主创新作为品牌创建内核，把高品质作为品牌发展基石，把优秀文化作为品牌底色，把社会责任作为品牌基因，把诚信作为品牌命脉，打造一流品牌，提高品牌认可度和忠诚度。

三是强调要全面加强品牌过程管理，强化品牌价值提升制度保障。加强品牌理念、品牌架构、品牌保护、品牌声誉、品牌传播以及品牌体验6个方面的过程管理，提升品牌知名度和美誉度。

四是强调要全面加强品牌资产管理，系统提升整体品牌价值。有效识别、科学评估品牌资产，梯次培育优质品牌资产，推动品牌资产科学管理和有效运营，有力支撑企业高质量发展和国有资产保值增值。

五是强调要全面提升品牌国际化水平，增强品牌全球影响力。制定品牌国际化发展策略，增强品牌国际化运营能力，以高质量共建“一带一路”为重点，有梯度、有层次推进品牌国际化布局，推动品牌建设与国际经营一体推进、同频共振，

塑造“有责任、有温度”的国际品牌形象。

六是强调要全面加强组织保障，筑牢新时代品牌发展坚实根基。从“加强组织推动”“加强品牌投入”“培育品牌标杆”

“完善监督考核”4个方面作出安排，为推动相关工作落地实施、确保各项工作取得实效提供根本保障和有力支持。

其中，《意见》指出，要梯次培育优质品牌资产。结合品牌战略、品牌架构、品牌资产评估状况，建立品牌资产增补退出机制，以注销、转让、出售等方式，逐步淘汰主责不符、形象不佳、价值不高、潜力不大的不良品牌资产。

《意见》提出，要增强品牌国际化运营能力。立足优势产业加快向国际产业链供应链上下游延伸发展，高水平开展并购重组，引入全球优质品牌资产，增强品牌张力和全球竞争力。

（采编来源：国务院国资委官网）

原文链接：[关于新时代中央企业高质量推进品牌建设的意见—国务院国有资产监督管理委员会 \(sasac.gov.cn\)](http://www.sasac.gov.cn)

国务院办公厅转发财政部《关于规范政府和社会资本合作存量项目建设和运营的指导意见》

为进一步规范 PPP 存量项目建设和运营，2025年8月16日，国务院办公厅转发财政部《关于规范政府和社会资本合作存量项目建设和运营的指导意见》（国

办函〔2025〕84号，以下简称《指导意见》）。

《指导意见》从总体要求、保障在建项目顺利建设、推动已运营项目平稳运行、强化政策支持、加强组织保障等五个方面提出十三条具体措施，以提升项目运行质量效益，推动经济社会平稳健康发展。

其中，《指导意见》强调，要规范做好项目移交。对符合移交标准的项目，项目实施机构要及时接管，并做好资产评估、登记入账和后续管理工作，项目合作期满后不再作为 PPP 存量项目管理。

《指导意见》明确，项目实施机构加强资产管理。项目合同终止时，要按规定做好资产评估、移交等工作，切实保障国有资产安全完整。

（采编来源：财政部官网）

原文链接：[国务院办公厅转发财政部《关于规范政府和社会资本合作存量项目建设和运营的指导意见》的通知 \(mof.gov.cn\)](http://www.mof.gov.cn)



资本市场

国家发展改革委办公厅印发《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化申报推荐工作的通知》

为进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化申报推荐工作，2025年8月29日，国家发展改革委办公厅印发《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化申报推荐工作的通知》（发改办投资〔2025〕782号，以下简称《通知》）。《通知》围绕市场扩围、扩募支持、项目把关、组织保障四大维度出台具体举措，以推动基础设施 REITs 高质量发展。具体包括以下内容：

一是持续推动市场扩围扩容。《通知》要求高度重视基础设施 REITs 申报工作，加快成熟资产类型项目常态化申报，积极推动新资产类型项目推荐发行，积极支持民间投资项目发行上市，加大项目培育储备工作力度。

二是积极支持通过扩募方式新购入项目。《通知》明确要简化新购入项目申报流程，拓宽新购入项目资产范围。

三是优质高效做好项目把关。《通知》

提出要坚持聚焦推荐重点，确保投资管理手续齐备，充分发挥回收资金带动作用。

四是切实加强组织保障。《通知》指出要切实提高工作效率，提升信息化管理水平、完善常态化沟通机制。

其中，《通知》强调，加快收费公路、清洁能源、仓储物流、保障性租赁住房等成熟资产类型项目申报，进一步加大供热、水利、数据中心等潜在发行空间较大资产类型项目的组织力度。积极研究探索铁路、港口、特高压输电、通信铁塔、市场化租赁住房、文化旅游、专业市场、养老设施等尚无推荐发行案例的新资产类型项目的发行路径，加大力度协调解决难点堵点问题，帮助项目尽快满足发行条件。

（采编来源：国家发展改革委官网）

原文链接：[【关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金\(REITs\)常态化申报推荐工作的通知\(发改办投资〔2025〕782号\)】-国家发展和改革委员会 \(ndrc.gov.cn\)](#)

拍摄人：天津分公司
赵国兴

照片简介：2024年拍摄于河北某钢铁厂，评估师亲临一线，在庞大的钢铁丛林中事无巨细的访谈勘察建筑物。

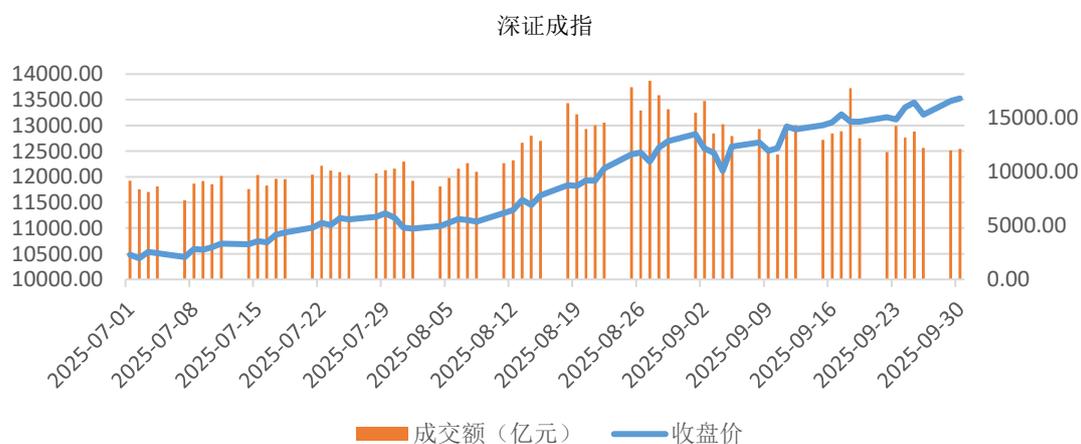
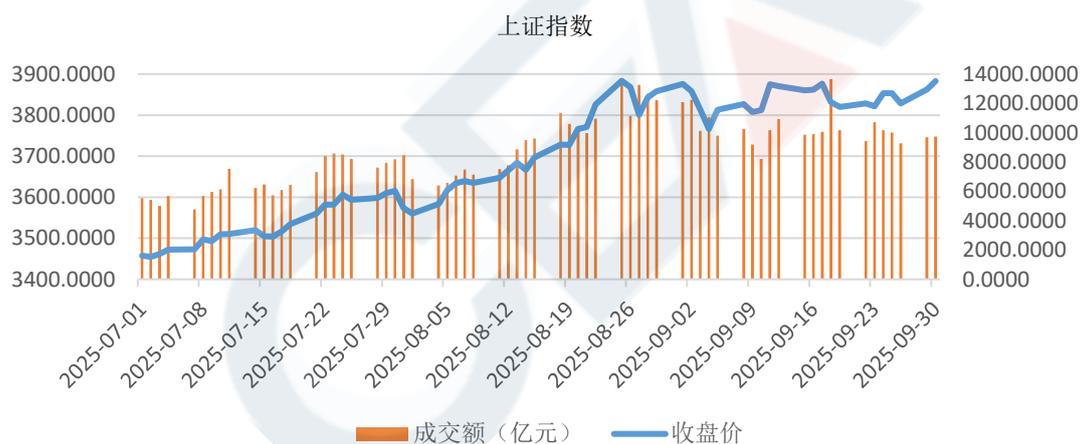


（2024年中企华第一届摄影大赛优秀投稿照片）

【PART I 2025 年三季度 A 股指数情况概述】

2025 年 9 月末，上证指数收于 3,882.78 点，较上年末上升 531.01 点，涨幅为 15.84%；深证成指收于 13,526.51 点，较上年末上升 3,111.90 点，涨幅为 29.88%。

2025 年三季度，沪市日均交易量为 8,838.10 亿元，环比上升 198.40%，深市日均交易量为 11,979.53 亿元，环比上升 217.11%。



【PART II 2025 年三季度 A 股发行股票并上市情况概述】

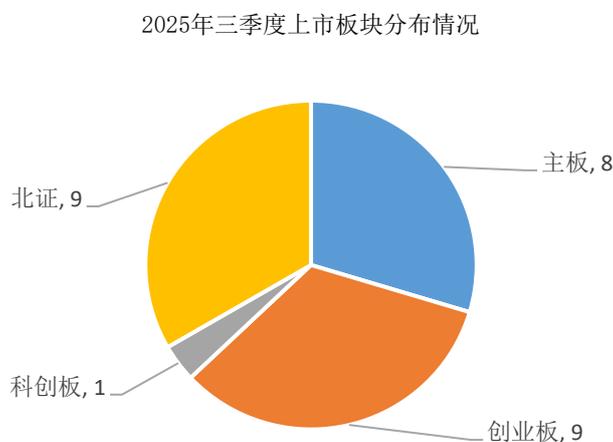
一、概况

2025 年三季度共有 27 家发行股票并上市，较 2024 年三季度的 25 家增加 2 家。首发募集资金 399.47 亿元，较 2024 年同期的 153.75 亿元，增加约 159.82%。



二、上市板块分布情况

2025 年三季度，8 家企业在主板市场 IPO，占比达到总数的 30%，比去年同期增加 1 家；科创板 IPO 总数为 1 家，比去年同期减少 2 家；创业板 IPO 总数为 9 家，比去年同期减少 2 家，9 家企业在北交所向不特定合格投资者公开发行股票并上市，占比达到发行股票并上市总数的 33%。



三、行业分布情况

2025 年三季度发行股票并上市企业所属行业集中于制造业，其中：有 23 家企业所属行业为制造业，占总数 85%。

序号	所属行业	数量	主板	创业板	科创板	北证
1	计算机、通信和其他电子设备制造业	5	2	2	-	1
2	电气机械和器材制造业	5	1	2	-	2
3	汽车制造业	3	1	1	-	1
4	金属制品业	3	1	1	-	1
5	专用设备制造业	3	-	-	1	2
6	批发和零售业	2	-	2	-	-
7	化学原料和化学制品制造业	2	-	-	-	2
8	科学研究和技术服务业	1	-	1	-	-
9	化学纤维制造业	1	1	-	-	-
10	食品制造业	1	1	-	-	-
11	电力、热力、燃气及水生产和供应业	1	1	-	-	-
合计		27	8	9	1	9

四、募集资金情况

2025 年三季度发行股票并上市企业首发募集资金共计 399.47 亿元，按板块分类明细如下：



2025 年三季度，按募集资金总额排名前五的金额之和占比为 71.13%。

序号	证券代码	证券简称	募集资金 (亿元)	所属证监会行业名称
1	600930.SH	华电新能	181.71	电力、热力、燃气及水生产和供应业
2	301656.SZ	联合动力	36.01	制造业
3	688729.SH	屹唐股份	24.97	制造业
4	603418.SH	友升股份	22.38	制造业
5	001285.SZ	瑞立科密	19.04	制造业

五、部分企业可比公司情况

证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业分类	可比公司
001285.SZ	瑞立科密	2025-09-30	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	万安科技、伯特利、元丰电控、嵘泰股份、锡南科技
301563.SZ	云汉芯城	2025-09-30	批发和零售业-批发业	华强电子网、力源信息、润欣科技、商络电子、雅创电子
301668.SZ	昊创瑞通	2025-09-26	制造业-电气机械和器材制造业	许继电气、东方电子、双杰电气、金冠股份
301584.SZ	建发致新	2025-09-25	批发和零售业-批发业	国药控股、九州通、嘉事堂、国科恒泰
301656.SZ	联合动力	2025-09-25	制造业-汽车制造业	巨一科技、英搏尔、精进电动、威迈斯
920015.BJ	锦华新材	2025-09-25	制造业-化学原料和化学制品制造业	江瀚新材、晨光新材、新亚强、联化科技、雅本化学、艾科维
603418.SH	友升股份	2025-09-23	制造业-汽车制造业	和胜股份、旭升集团、文灿股份、新铝时代
920022.BJ	世昌股份	2025-09-19	制造业-汽车制造业	亚普股份、川环科技、骏创科技、三祥科技
301575.SZ	艾芬达	2025-09-10	制造业-金属制品业	苏泊尔、爱仕达、哈尔斯、嘉益股份、好太太、海鸥住工、惠达卫浴、永和智控、万得凯
920100.BJ	三协电机	2025-09-08	制造业-电气机械和器材制造业	鸣志电器、科力尔、江苏雷利、华阳智能、星德胜
603370.SH	华新精科	2025-09-05	制造业-电气机械和器材制造业	震裕科技、信质集团、神力股份、通达动力、隆盛科技
920112.BJ	巴兰仕	2025-08-28	制造业-专用设备制造业	常润股份、高昌机电、元征科技
920056.BJ	能之光	2025-08-22	制造业-化学原料和化学制品制造业	瑞丰高材、鹿山新材、汉维科技、呈和科技
920018.BJ	宏远股份	2025-08-20	制造业-电气机械和器材制造业	金杯电工、经纬辉开、精达股份、长城科技

证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业分类	可比公司
920101.BJ	志高机械	2025-08-14	制造业-专用设备制造业	山河智能、开山股份、鑫磊股份、东亚机械
301632.SZ	广东建科	2025-08-12	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	国检集团、建研院、垒知集团、建科院
603406.SH	天富龙	2025-08-08	制造业-化学纤维制造业	华西股份、江南高纤、优彩资源
920007.BJ	酉立智能	2025-08-08	制造业-金属制品业	意华股份、振江股份、中信博、爱康科技、清源股份
301491.SZ	汉桑科技	2025-08-06	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	通力股份、天键股份、国光电器、奋达科技、歌尔股份、漫步者、惠威科技
920005.BJ	鼎佳精密	2025-07-31	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	达瑞电子、光大同创、捷邦科技、鸿富瀚、恒铭达
001221.SZ	悍高集团	2025-07-30	制造业-金属制品业	图特股份、坚朗五金、海鸥住工、松霖科技、浙江永强
301609.SZ	山大电力	2025-07-23	制造业-电气机械和器材制造业	科汇股份、信通电子、智洋创新、中元股份
603262.SH	技源集团	2025-07-23	制造业-食品制造业	仙乐健康、嘉必优、华恒生物
600930.SH	华电新能	2025-07-16	电力、热力、燃气及水生产和供应业-电力、热力生产和供应业	龙源电力、三峡能源、大唐新能源、节能风电、太阳能
301630.SZ	同宇新材	2025-07-10	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	东材科技、圣泉集团、宏昌电子
688729.SH	屹唐股份	2025-07-08	制造业-专用设备制造业	中微公司、北方华创、盛美上海、芯源微、华海清科
001388.SZ	信通电子	2025-07-01	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	智洋创新、映翰通、申昊科技、优博讯

拍摄人：评估一部 李伟平

拍摄时间：2024 年

照片简介：拍摄于浙江省嘉兴市海盐县秦山核电基地

图为方家山核电 2 台 100 万千瓦压水堆核电机组，评估人员与企业资产管理人员就核电机组资产在进行交流学习。



(2024 年中企华第一届摄影大赛优秀照片)

【PART III 2025 年三季度上市公司并购重组情况概述】

一、概述

2025 年三季度，上交所并购重组委共召开 9 次审议会议，完成 9 单并购重组项目审核。深交所并购重组委召开 2 次审议会议，完成 2 单并购重组项目审核。明细如下：

上交所			
序号	项目名称	审议结果	现场问询主要问题
1	中国船舶工业股份有限公司（发行股份购买资产）	符合重组条件和信息披露要求	请上市公司代表结合中国船舶、中国重工在产品技术、盈利能力和在手订单等方面的差异，并与可比交易比较，说明换股价格、收购请求权和现金选择权价格确定的合理性。请独立财务顾问代表发表明确意见。
2	安徽安孚电池科技股份有限公司（发行股份购买资产）	符合重组条件和信息披露要求	1.请上市公司代表结合标的公司主要产品境内外市场发展趋势、市场竞争格局、主营业务构成调整、期间费用变化、原材料价格变动以及与加期评估相关数值的差异，说明本次交易评估参数取值的合理性。请独立财务顾问代表和评估师代表发表明确意见。 2.请上市公司代表结合自身业务发展规划、本次交易背景和目的，说明与本次交易相关的协议和安排是否充分披露。请独立财务顾问代表和律师代表发表明确意见。
3	深圳至正高分子材料股份有限公司（发行股份购买资产）	符合重组条件和信息披露要求	1.请上市公司代表说明:AAMI 市场法评估选取可比公司考量因素的合理性，是否符合准则相关规定以及行业惯例，估值是否公允。请独立财务顾问代表和评估师代表发表明确意见。 2.请上市公司代表结合行业发展、可比公司情况、至正新材料历史估值、近年生产经营情况、未来发展趋势、评估方法选取的主要考虑等，说明置出资产估值合理性。请独立财务顾问代表和评估师代表发表明确意见。 3.请上市公司代表:(1)结合应收款项、存货和销售商品提供劳务收到的现金等项目的变动情况，说明 AAMI2024 年收入确认是否准确。(2)结合寄售业务合同约定，存货管理方式和责任，存货结转、盘点及余额变动等情况，说明寄售模式下相关内部控制是否健全有效。请独立财务顾问代表和会计师代表发表明确意见。

上交所			
序号	项目名称	审议结果	现场问询主要问题
4	武汉长盈通光电技术股份有限公司（发行股份购买资产）	符合重组条件和信息披露要求	<p>1.请上市公司代表结合行业发展、竞争格局和市场拓展情况等，说明评估方法、评估参数选择的合理性以及本次交易资产评估的公允性。请独立财务顾问代表和评估师代表发表明确意见。</p> <p>2.请上市公司代表结合业务、研发、产品、客户等情况，说明标的公司与上市公司之间协同效应的可实现性。请独立财务顾问代表发表明确意见。</p>
5	株洲千金药业股份有限公司（发行股份购买资产）	符合重组条件和信息披露要求	<p>1.请上市公司代表结合本轮以及后续可能的药品集采影响历史毛利率变化等,说明标的公司预测期内主要产品毛利率水平的确定依据及合理性。请独立财务顾问代表和会计师代表发表明确意见。</p> <p>2.请上市公司代表结合未来战略发展规划、药品注册批件情况、产能利用率等，说明本次交易在产品资源整合、提升药品注册批件价值上的具体表现，以及对标的公司整合管控安排的信息披露是否充分。请独立财务顾问代表发表明确意见。</p>
6	爱柯迪股份有限公司（发行股份购买资产）	符合重组条件和信息披露要求	<p>1.请上市公司代表结合行业发展趋势、前次评估判断、市场拓展及订单变化等情况，说明标的公司预测期产品单价变化和收入增速的合理性。请独立财务顾问代表和评估师代表发表明确意见。</p> <p>2.请上市公司代表说明本次评估资本结构、特性风险系数、债权期望报酬率等相关参数的确定过程。请独立财务顾问代表和评估师代表发表明确意见。</p> <p>3.请上市公司代表说明标的公司报告期内寄售收入增幅较大的原因及合理性。请独立财务顾问代表和会计师代表发表明确意见。</p>
7	江苏华海诚科新材料股份有限公司（发行股份购买资产）	符合重组条件和信息披露要求	<p>1.请上市公司代表结合研发规划、技术转移安排、客户认证和导入情况等，说明业务的具体整合管控措施，以及募投项目规划的合理性。请独立财务顾问代表发表明确意见。</p> <p>2.请上市公司代表结合标的公司产品特性、主要经销商及其终端客户情况、标的公司与上市公司销售模式差异，说明标的公司采用经销模式的合理性，以及后续在销售模式、客户资源协同等方面的规划安排。请独立财务顾问代表发表明确意见。</p>
8	上海硅产业集团股份有限公司（发行股份购买资产）	符合重组条件和信息披露要求	<p>1.请上市公司代表结合 300mm 半导体硅片市场竞争格局行业产能规模、市场价格趋势、标的公司客户以及在手订单情况;说明标的公司产能消化的可实现性以及应对市场竞争的具体措施。请独立财务顾问代表发表明确意见。</p> <p>2.请上市公司代表结合所处行业、标的公司特点、可比交易案例等，说明评估方法和评估参数选择的合理性。请独立财</p>

上交所			
序号	项目名称	审议结果	现场问询主要问题
			务顾问代表和评估师代表发表明确意见。
9	国家电投集团远达环保股份有限公司（发行股份购买资产）	符合重组条件和信息披露要求	1.请上市公司代表结合标的公司水电资产的历史来水量、发电量、收入、利润等数据及同行业可比公司案例情况，说明对不同标的公司水电资产分别采用不同定价方法的原因及合理性。请独立财务顾问代表、评估师代表发表明确意见。 2.请上市公司代表结合标的公司现有湖南省内风力发电项目、同行业抽水蓄能项目的装机容量、发电量、投资回报情况以及现实市场需求、未来发展预期，说明新建风力发电项目和抽水蓄能电站的必要性和可行性，以及使用募集资金规模的合理性。请独立财务顾问代表发表明确意见。

深交所			
序号	项目名称	审议结果	现场问询主要问题
1	广东领益智造股份有限公司（发行股份购买资产）	符合重组条件和信息披露要求	请上市公司代表结合标的公司报告期毛利率波动、在手订单、竞争优劣势、行业发展态势，说明标的公司业绩预测的合理性、业绩承诺的可实现性。同时，请独立财务顾问代表、会计师代表、评估师代表发表明确意见。
2	杭州海联讯科技股份有限公司（重组上市）	符合重组条件和信息披露要求	请上市公司代表结合双方内控机制、整合管控的具体安排等，说明各项整合措施的可行性和有效性，对存续公司管理层和业务稳定性的影响。请独立财务顾问代表发表明确意见。

二、上会标的资产评估情况

11宗并购重组项目10宗为发行股份购买资产项目，9宗出具了资产评估报告，采用了市场价值类型；1宗出具了估值报告（中国船舶工业股份有限公司吸并中国重工100%股权）；1宗为重组上市项目，出具了估值报告（杭州海联讯科技股份有限公司吸收合并杭州汽轮动力集团股份有限公司）。2宗并购重组项目估值报告均由券商出具，不纳入本次统计与分析范围，下文中仅对9宗并购重组项目出具的资产评估报告情况进行分析：

（一）评估方法选用

9宗并购重组项目共涉及15项标的资产，不同评估方法组合选择如下：

行业分类	评估对象	选用的评估方法				
		资产基础法 收益法	收益法 市场法	资产基础法 市场法	资产基础法	资产基础法、收益法、市场法
计算机、通信和其他电子设备制造业	6	1	-	3	1	1
电气机械和器材制造业	3	1	1	-	1	-
医药制造业	2	2	-	-	-	-
电力、热力生产和供应业	2	2	-	-	-	-
汽车制造业	1	-	1	-	-	-
橡胶和塑料制品业	1	-	-	-	1	-
合计	15	6	2	3	3	1

（二）评估结论

所涉及的 15 项评估对象中，有 4 项采用资产基础法的评估结果作为评估结论，7 项采用收益法的评估结果作为评估结论，4 项采用市场法的评估结果作为评估结论。

行业分类	评估对象	资产基础法	增值率	收益法	增值率	市场法	增值率
计算机、通信和其他电子设备制造业	6	1	36.16%	1	457.37%	4	104.20%
电气机械和器材制造业	3	1	28.13%	2	88.40%	-	-
医药制造业	2	-	-	2	80.53%	-	-
电力、热力生产和供应业	2	1	113.12%	1	221.76%	-	-
汽车制造业	1	-	-	1	104.06%	-	-
橡胶和塑料制品业	1	1	15.07%	-	-	-	-
合计	15	4	-	7	-	4	-

（三）收益法折现率各项参数指标统计表

在采用收益法评估的 9 项评估对象中，全部采用企业自由现金流折现模型。8 项披露具体数值的折现率参数平均值如下：

行业分类	评估对象	加权平均资本成本	无风险报酬率	市场风险溢价	个别风险
计算机、通信和其他电子设备制造业	2	11.61%	2.13%	6.33%	3.54%
电气机械和器材制造业	2	10.33%	2.12%	7.08%	1.57%
医药制造业	2	10.05%	2.40%	6.43%	2.50%

行业分类	评估对象	加权平均 资本成本	无风险报 酬率	市场风险 溢价	个别风险
电力、热力生产和供应业	1	水电业务 折现率： 6.28% 光伏业务 折现率： 6.96%	2.15%	7.39%	1.00%
汽车制造业	1	10.00%	1.68%	6.06%	4.00%

(四) 市场法参数选取情况

行业分类	评估对象	具体方法	价值比率	流动性折扣
计算机、通信和其他电子设备制造业	4	上市公司比较法	EV/EBITDA、 P/B、EV/总 资产	38.49%
汽车制造业	1	上市公司比较法	EV/EBITDA	25.70%
电气机械和器材制造业	1	上市公司比较法	P/E	23.82%

(五) 标的资产市盈率、市净率

证券代码	证券简称	分标的资产名称	静态市 盈率	市净率	EV/EBITDA	市销率	行业细分
600150.SH	中国船舶	中国重工股权	不适用	不适用	不适用	不适用	吸并方：造船业务(军、民)、修船业务、海洋工程及机电设备等 被吸并方：海洋防务及海洋开发装备、海洋运输装备、深海装备及舰船修理改装、舰船配套及机电装备、战略新兴产业等
603031.SH	安孚科技	安孚能源股权	14.72	1.17	-	-	通过控股子公司南孚电池主要从事电池的研发、生产和销售

证券代码	证券简称	分标的资产名称	静态市盈率	市净率	EV/EBITDA	市销率	行业细分
002600.SZ	领益智造	江苏科达股权	12.32	2.04	-	-	汽车饰件总成产品的研发、设计、生产和销售
603991.SH	至正股份	嘉兴景曜、滁州智元 2 家合伙企业之 GP 的全部财产份额和相关权益，嘉兴景曜、滁州广泰 2 家合伙企业之 LP 的全部财产份额和相关权益，滁州智合 1.99% 股权，以及目标公司 AAMI 49.00% 股权。	-	1.19	13.44	-	半导体引线框架的研发、生产与销售
603991.SH	至正股份	上海至正新材料有限公司股权	-	1.15	-	-	电线电缆、光缆用绿色环保型聚烯烃高分子材料的研发、生产和销售
688143.SH	长盈通	生一升股权	57.55	5.57	-	2.56	无源光器件产品的研发、生产、销售和服务
600479.SH	千金药业	千金湘江药业股权	11.85	1.88	-	-	西药生产、销售
600479.SH	千金药业	千金协力药业股权	9.88	1.73	-	-	中西药生产、销售
600933.SH	爱柯迪	卓尔博股权	10.24	2.19	-	-	微特电机精密零部件产品的研发、生产与销售
688535.SH	华海诚科	衡所华威股权	39.43	-	-	-	环氧塑封料等半导体芯片封

证券代码	证券简称	分标的资产名称	静态市盈率	市净率	EV/EBITDA	市销率	行业细分
							装材料的研发、生产、销售
300277.SZ	海联讯	杭汽轮股权	不适用	不适用	不适用	不适用	设计、制造工业汽轮机、燃气轮机等旋转类工业透平机械
688126.SH	沪硅产业	新昇晶投股权	-	1.38	-	-	持股平台，除直接持有新昇晶科 50.8772% 的股权及通过新昇晶科间接持有新昇晶睿 51.2195% 股权外，无其他实质性业务
688126.SH	沪硅产业	新昇晶科股权	-	1.38	-	-	主要从事 300mm 半导体硅片切磨抛与外延相关业务
688126.SH	沪硅产业	新昇晶睿股权	-	1.38	-	-	主要从事 300mm 半导体硅片拉晶相关业务
600292.SH	远达环保	五凌电力股权	40.51 水电板块： 45.14 新能源板块： 35.85	1.73 水电板块： 2.03 新能源板块： 1.14	-	-	水力发电、风力发电、太阳能发电业务
600292.SH	远达环保	长洲水电股权	12.77 水电板块： 12.76 新能源板块： 14.16	3.22 水电板块： 3.27 新能源板块： 1.30	-	-	水力发电业务

【PART IV 2025 年三季度新三板情况概述】

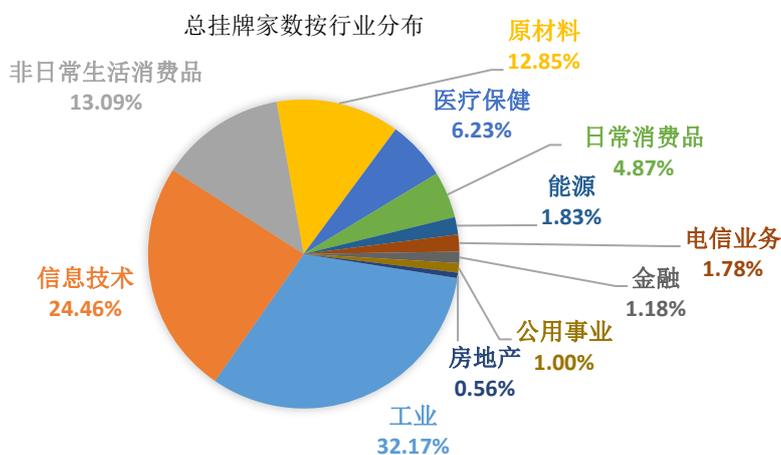
一、新三板挂牌情况

截至 2025 年 9 月底，新三板共有挂牌企业 6,022 家，其中创新层企业 2,321 家，基础层企业 3,701 家，有 5,808 家企业采取集合竞价交易方式，214 家企业采取做市交易方式。

二、新三板挂牌公司地域、行业分布情况

截至 2025 年 9 月底，新三板挂牌公司数量超过 100 家的地域共计 16 个，广东是挂牌公司最多的地域，挂牌公司数量占总数的 14.02%。其次是江苏，挂牌公司数量占比为 13.27%。

行业分布方面，按投资型行业划分，工业是占比最高的行业，占比为 32.17%，其次为信息技术行业，占比 24.46%。



协同效应收益法评估中相关参数及其关系探析 ——宝洁并购吉列评估案例引出*

文/王进江 高文忠

【内容摘要】达摩达兰某专著中收录了宝洁并购吉列的协同效应收益法评估案例，因有别于我国评估实务的通常操作，故由该评估案例引出了对相关参数及其关系的思考和探析。笔者认为，参数总资产报酬率是以变形和调整后的经营性资产负债表为基础的，所以分析了总资产报酬率的口径一致性、参数再投资报酬率的平滑前提以及参数未来增长率存在的瑕疵等，并对不同增长率逻辑关系进行了推导。通过该案例协同效应分析，引出并指出评估实务中确定区间值的瑕疵，进而提出了相关建议。同时笔者认为，该案例永续期存在几处参数确定的不合理，故进行了剖析。最后，结合该案例其他特点，笔者分析了我国评估实务的可借鉴之处。

【关键词】协同效应 收益法 总资产报酬率 再投资报酬率 未来增长率

*本文已发表在2025年第7期《国有资产管理》。

一、宝洁并购吉列的协同效应评估案例及问题引出

达摩达兰（2010）在其专著中列有一个案例—“成本节约型协同与成长型协同的评估：以宝洁并购吉列为例”，该案例首先对并购双方各自作为独立公司进行了价值评估，其中宝洁公司价值为128985百万美元、吉列公司价值为29482百万美元，则并购后合并公司在不考虑协同效应时的

价值是并购前两公司价值之和，即158467百万美元；其次对并购后合并公司在考虑协同效应时的价值进行了评估，结果为163872百万美元；最后，二者相减得到协同效应价值为5405百万美元。如果协同效应在3年才可以体现，则应用合并公司的资金成本对其折现得到协同效应价值的现值为4400百万美元。表1和表2是前述涉及的结果和必要说明。

表1 宝洁、吉列公司未来5年及终期现金流量

宝洁					吉列				
年数	EBIT×(1-t) (百万美元)	再投资报酬率 (%)	再投资额 (百万美元)	FCFF (百万美元)	年份	EBI-T×(1t) (百万美元)	再投资报酬率 (%)	再投资额 (百万美元)	FCFF (百万美元)
1	7632	40	3053	4579	1	1859	50	929	929
2	8201	40	3280	4920	2	2010	50	1005	1005
3	8812	40	3525	5287	3	2173	50	1087	1087
4	9469	40	3787	5681	4	2350	50	1175	1175
5	10174	40	4070	6105	5	2541	50	1270	1270
终期	10607	60.46	6412	4194	终期	2649	57.51	1523	1125

表2 合并公司未来5年及终期现金流量

年数	EBIT×(1-t) (百万美元)	再投资报酬率 (%)	再投资额 (百万美元)	FCFF (百万美元)
1	9670	41.95	4056	5613
2	10455	41.95	4386	6069
3	11305	41.95	4742	6563
4	12223	41.95	5128	7096
5	13216	41.95	5544	7672
终期	13216	59.88	7915	5302

（一）宝洁、吉列作为独立公司的价值

1.宝洁相关参数。虽然再投资报酬率

常发生变化，但假设过去5年里再投资报酬率的均值为40%，并将在未来几年能保

持不变，由此可得企业未来 5 年的年期期望增长率为 7.45%；公司资产负债率为 10%，所得税税率为 35%，CAPM 为 7.45%，WACC 为 7.03%；5 年后，经营收入与利润保持 4.25% 的增长率不变，无超额回报，即税后总资产报酬率等于 WACC，由此 5 年后的再投资报酬率重新计算为 60.46%。

税后总资产报酬率 = EBIT / 资产总计 $\times (1-t) = 10927 / 38119 \times (1-35\%) = 18.63\%$ (1)

未来期望增长率 = 再投资报酬率 \times 税后总资产报酬率 = $40\% \times 18.63\% = 7.45\%$ (2)

CAPM = $4.25\% + 0.8 \times 4\% = 7.45\%$

WACC = $7.45\% \times 0.9 + 5\% \times (1-35\%) \times 0.1 = 7.03\%$

永续期的再投资报酬率 = $g / \text{ROC} = 4.25\% / 7.03\% = 60.46\%$ (3)

2. 吉列相关参数。确定思路同宝洁，其中总资产报酬率为 25% (2645/10580)、未来 5 年的年期期望增长率为 8.13%、CAPM 为 7.85%、WACC 为 7.39%、5 年后的再投资报酬率重新计算为 57.51%。

(二) 合并公司 (宝洁+吉列) 考虑协同效应的价值

合并公司协同效应影响及相关参数。合并公司产生规模经济效益，每年大约节约 200 百万美元，这使得合并公司的税前经营收益提高 200 百万美元；合并公司未来 5 年的税后总资产报酬率提高 1%，再投资报酬率与合并前相同，未来 5 年的期望增长率为 8.02%；按宝洁、吉列市场价值为权重，加权确定合并公司的 CAPM 为 7.52%、

WACC 为 7.1%；假设 5 年后无超额收益，永续期终值为 193319 百万美元。

未来合并公司税后总资产报酬率
 $= (10927 + 2645) \times (1-35\%) / (38119 + 10580) + 1\% = 19.11\%$

合并公司再投资报酬率
 $= (3053 + 929) / (7632 + 1859) = 3982 / 9491 = 41.95\%$

未来 5 年期期望增长率
 $= 19.11\% \times 41.85\% = 8.02\%$

平稳发展期望价值
 $= 5302 / (7.1\% - 4.25\%) = 193319$ (百万美元)

笔者引用该案例的原因在于：其从收益法评估测算过程看，FCFF 等于 EBIT (1-t) 减去再投资额，其中再投资额等于 EBIT (1-t) 乘以再投资报酬率，以及永续期的再投资报酬率等于未来增长率除以总资产报酬率等，这些与我国评估实务中的通常做法不尽一致。笔者拟就该案例涉及的几个关键参数，通过逻辑推理进行深入分析，探析其内在合理性与认为不尽合理之处及与我国评估实务参数间关系和可借鉴之处，以期有所借鉴和启发。

二、资产负债表的变形及调整和总资产报酬率确定

王进江 (2017) 指出，资产负债表是企业的资源，利润表是企业的经营成果，资源是经营成果实现的基础，资产负债表自身有平衡关系——“资产=负债+净资产”，

利润表自身是没有平衡关系的。在以上宝洁并购吉列的评估案例中，部分评估参数涉及资产负债表概念，下面就资产负债表变形、保有现金和总资产报酬率分析如下。

（一）资产负债表的变形

资产负债表的通常结构是左边的合计为资产总计，右边的合计为负债和股东权益总计，资产总计等于负债和股东权益总计。资产总计包括货币资金等流动资产和固定资产等非流动资产，负债包括流动负债和非流动负债，货币资金包括保有现金和溢余资金，流动负债包括短期借款（含一年内到期的长期借款等）和非短期融资借款的流动负债，非流动负债包括长期借款（含应付债券等）和非长期融资借款的非流动负债。资产负债表在前述构成基础上可以进行变形，变形的资产负债表有利于强化对宝洁并购吉列评估案例中有关参数的理解。

实用投融资分析师认证考试教材编写组（2011）指出，资产负债表中的科目很多，不利于透彻理解公司的经营、投资和融资活动，因此，一般会根据上述活动，将资产负债表划分为几个模块。变形方法如下：把资产划分为经营性资产和非经营

性资产；把非短期借款的经营性流动负债移到资产负债表左边，与非溢余资金的经营性流动资产差额列示为营运资产；把非长期借款的经营性非流动负债移到资产负债表左边，与经营性非流动资产差额列示为经营性长期资产净额；把非经营性流动负债、非经营性非流动负债移到资产负债表左边，与非经营性流动资产、非经营性非流动资产差额列示为非经营性资产净额。若营运资金不含保有现金，则变形后的资产负债表和经营性资产负债表见表3。

（二）达摩达兰对经营性现金的观点

达摩达兰（2010）认为，实务中最常见的分类方法是将现金余额分为经营性现金余额（注：保有现金）与超额现金（注：溢余资金）。从估值的角度看，更有用的分类方法是，按照现金被投资于何处，将现金分为损耗现金与非损耗现金；如果现金是损耗现金，则现金利息率会低于市场利息率，被视为营运资本的一部分，其余的被视为非损耗现金。

在国际价值评估中，营运资金通常不含现金，现金作为付息债务减项处理。根据达摩达兰损耗现金处理观点，现将保有现金作为营运资金组成部分并单独列示。

表3 资产负债表变形及经营性资产负债表变形

资产负债表变形		经营性资产负债表变形	
左边	右边	左边	右边
现金：保有现金 溢余资金	付息债务：短期借款 长期借款 期权资本	保有现金	经营性付息债务
非经营性资产净额			

资产负债表变形		经营性资产负债表变形	
左边	右边	左边	右边
营运资金（OWC，不含现金）	股东权益：归属于母公司 少数股东权益	营运资金（OWC，不含现金）	经营性股东权益
经营性长期资产净额		经营性长期资产净额	
资产总计	负债和股东权益总计	资产总计	负债和股东权益总计

（三）总资产报酬率的含义和确定

在宝洁并购吉列的评估案例中，总资产报酬率是以经营性资产负债表变形为基础而计算的，由于该表右边的负债和股东权益总计等于经营性股东权益加经营性付息债务即投入资本，加之平衡关系，投入资本亦等于该表左边的营运资金（含保有现金）加经营性长期资产净额，故经营性资产负债表变形下的总资产报酬率就是投入资本报酬率（ROIC 或 ROC）。

$$\text{（税后）总资产报酬率} = \frac{\text{EBIT} \times (1-t)}{\text{营运资金} + \text{经营性长期资产净额}} \quad (4)$$

笔者认为，式（4）至少要注意两点：一是分子分母间应口径一致，若分母投入资本中的营运资金不含现金，则分子 EBIT 中减项财务费用因现金投资带来的利息收入需扣除。同理，若营运资金仅含保有现金，则利息收入扣除的仅为溢余资金带来的部分；二是现金流折现模型与保有现金应口径一致，若是企业自由现金流量折现模型，则保有现金计算基数的付现成本中应不含利息支出金额。同理，若是权益现金流折现模型，则付现成本中应含利息支

出金额。

三、预测期现金流中再投资额及再投资报酬率确定

对于企业自由现金流，在税后 EBIT 基础上，需加折旧与摊销、减资本性支出、减营运资金净增加额，其中资本性支出减折旧与摊销为净资本支出，再投资额等于净资本支出加营运资金净增加额，则：

$$\text{再投资报酬率} = \frac{\text{（资本性支出} - \text{折旧与摊销）} + \text{营运资金净增加额}}{\text{EBIT} \times (1-t)} \quad (5)$$

（一）净资本支出

计算公司历史期（如过去 3~5 年）的资本性支出减折旧与摊销即净资本支出，以及历史期每年净资本支出与所在期税后 EBIT 的百分比，并分析历史期净资本支出和其占 EBIT 百分比的波动情况。达摩达兰（2010）指出，公司很少会有平滑的资本支出流，且会在经过一段很高的资本性支出时期后（如当一种新产品即将投入市场或正准备建设新的厂房时就是如此），紧接着经历一段资本支出相对较少的时期。因此，在估计资本支出用于预测未来的现

金流时，应该对其进行规范，至少有两种：最简单的规范技术是在几年中平均资本支出，另一个规范资本支出更好的方法则是计算过去一段时间内净资本支出占税后经营利润的百分比。

笔者认为，除非历史期净资本支出的波动率较小，或净资本支出与所在期税后 EBIT 百分比的波动率较小，或资本性支出占折旧与摊销百分比的波动率较小，或行业平均值的波动率较小等外，使用历史期的平均值预测未来是有一定瑕疵的，宜采用目前我国国内评估实务中较常见的分明细或分小类等更新、新增测算方法，这样相对稳妥一些，尤其是在净资本支出对现金流影响较大时。

（二）营运资本投资

营运资金包括保有现金和不含现金的营运资金（OWC），保有现金即最低现金持有量，营运资金（OWC）净增加额是从净利润调节到经营活动现金流量的构成内容，包括现金流量表补充资料中存货的减少、经营性应收项目的减少、经营性应付项目的增加等。

程翔（2015）认为，企业置存部分现金的必要性来自三个方面：一是交易性需要，即满足日常业务的现金支付需要；二是预防性需要，即置存现金以防发生意外的支付；三是投资性需要，即置存现金用于不寻常的购买机会。笔者认为，前述企业置存部分现金必要性三个方面中的交易性需要和预防性需要是保有现金确定时要

予以考虑的，目前，我国内地评估实务中较多采用年付现成本除以周转次数加应付票据及信用证保证金预测，其中周转次数应考虑必要保险系数。

通过计算公司历史期（如过去 3~5 年）的营运资金（OWC），以及历史期每年营运资金（OWC）与所在期税后 EBIT 的百分比，分析历史期营运资金（OWC）和其占 EBIT 百分比的波动情况。笔者认为，除非历史期营运资金（OWC）的波动率较小，或营运资金（OWC）与所在期税后 EBIT 百分比的波动率较小，或行业平均值的波动率较小等外，使用历史期的平均值预测未来是有一定瑕疵的，宜通过对营运资金（OWC）构成科目分别采用相对应的周转率或周转天数进行详细的预测。这样相对稳妥一些，尤其是在营运资金（OWC）对现金流影响较大时。

对于营运资金（OWC）净增加额为负以及其本身为负是否可以的问题，达摩达兰（2010）认为是可以的，净增额为负是可以通过对营运资本更有效的管理来调低占用比例下降，营运资金为负可以假设应用资本发生变化所产生的现金流从近期来看是合理的，但这种情况不会是永久性的（终值）。

四、预测期未来增长率确定及不同增长率逻辑关系

根据式（2）未来期望增长率等于再投资报酬率乘以税后总资产报酬率，其中再

投资报酬率根据式(5)等于再投资额即资本性支出减折旧与摊销加营运资金净增加额除以 EBIT (1-t)，税后总资产报酬率根据式(4)等于 EBIT (1-t) 除以投入资本即营运资金加经营性长期资产净额，则未来期望增长率等于再投资额除以投入资本，即：

$$\text{未来增长率 } g_{EBIT} = \frac{\text{(资本性支出-折旧与摊销)} + \text{营运资金净增加额}}{\text{营运资金+经营性长期资产净值}} \quad (6)$$

式(6)的未来增长率是 EBIT (1-t) 增长率，且假设投入资本回报不变。

(一) 净利润增长率 g_E 与权益回报率 ROE 和分红率 PO

实用投融资分析师认证考试教材编写组(2011)指出，假设公司进入稳定增长后期，每年从净利润中发放现金红利的比例(PO)保持不变，权益的投资回报率也保持不变，则可以推出：

$$g \text{ (注：即 } g_E) = (1-PO) \times ROE \quad (7)$$

式(7)是资本金即实收资本和资本公积不再增加，且股东权益增加额仅来源于每年净利润在分红后的留存额。笔者认为，若推广到稳定期前，则式(7)的 g_E 每年是不尽一致的，包括在稳定期前每年的分红款、权益收益率都可以是不尽一致的，但式(7)至少存在两个瑕疵。一方面是依据权益增量比例和权益回报率计算的净利润增长率，其对应的营业收入增长率在市场上就有可消化的需求，这是之前的生产决

定销售理念，与现在以销定产的环境是不符的，亦即如果市场需求增长率小于依据式(7)计算的增长率，即使相关参数不变，这个增长率是实现不了的，相应的权益增量会有一定程度闲置；另一方面是随着逐年权益增量的累积，权益规模逐年扩大，是存在规模经济效益的，若假设预测期不变是有悖于规模经济效益理论的。

分红率在股利折现模型中是一个关键评估参数，且涉及两个问题：一是低红利或无红利能否应用问题。达摩达兰(1999)指出，人们习惯认为红利贴现模型不能用于低红利或无红利股票的估价，这其实是不正确的；二是标准模型常会低估问题。拉勒比和沃斯(2017)指出，可支配股利方法可以修正这种误差并通常得出一个较大的股利计算结果。

(二) g_E 与投入资本报酬率 ROC 和 g_{EBIT}

1. g_E 与 ROC。达摩达兰(2010)指出：

$$ROE = ROC + \frac{D}{E} [ROC - i(1-t)] \quad (8)$$

$$g = b \left\{ ROC + \frac{D}{E} [ROC - i(1-t)] \right\} \quad (9)$$

其中， g 指净利率增长率 g_E ； b 指留存比率，即 $1-PO$ (现金红利的比率)； D/E 指资本结构； i 指利息率。

式(9)是由式(8)推导的，与式(7)是一致的。

2. g_{EBIT} 与 g_E 。由公式(8)得：

$$ROC = \frac{ROE + \frac{D}{E} \times i(1-t)}{1 + \frac{D}{E}} \quad (10)$$

由式(2)、式(10)和式(7)得 g_{EBIT} 与 g_E 关系为:

$$g_{EBIT} = \text{再投资报酬率} \times \frac{\frac{g_E + \frac{D}{E} \times i(1-t)}{b} + \frac{D}{E}}{1 + \frac{D}{E}} \quad (11)$$

五、协同效应表现形式及其相关参数确定

宝洁并购吉列的评估案例的协同形式为成本节约型协同与成长型协同,对应的直接参数变动是合并公司产生规模经济效益变现为每年大约节约 200 百万美元,这使得合并公司的税前经营收益提高 200 百万美元,由此带来税后总资产报酬率提高 1%,即由 18.11%提高到 19.11%,并通过式(2)进一步传导至未来 5 年的期望增长率为 8.02%。

达摩达兰(2010)指出,协同效应是两家公司合并时所产生的附加价值,分为两项内容:经营协同效应和财务协同效应。经营协同效应分为四种类型:兼并可能产生规模经济、可能提升定价权、带来优势互补、创造市场(现有及新兴)增长。财务协同更关注税收优惠、多元化、偿债能力的提高和过剩的现金流量等方面。按照经营协同的类型,宝洁并购吉列的协同效应属于经营协同效应。国务院国资委(2016)将协同效应进一步细分为管理协同效应、

经营协同效应、财务协同效应和其他资产协同效应,管理协同效应主要表现在提高管理效率和节省管理费用等方面,其他协同效应如无形资产的品牌、专利技术和企业文化等。笔者认为,站在不同角度,协同效应的分类就不尽一致,但协同效应最终会表现为经济效应上形成“1+1>2”的增量。当然,虽然协同效应有正负之分但通常期望为正。

协同效应价值是通过并购产生的一个价值增量,即合并公司考虑协同效应后的投资价值减去合并的双方在合并前各自单独运营下的市场价值合计。其中投资价值有四个关键词,即明确的并购双方、基于特定目的、考虑协同效应、考虑投资回报水平。并购双方在并购前,大多基于特定的目的或横向做大做强主业或纵向形成在产业链上的补充等,期望形成对双方均有利的协同效应和更高水平的投资回报。至于并购后大多失败即没有完成特定目的和期望甚至造成“1+1<2”,那是因为或并购价格过高或期望过高或磨合受挫等,在并购后协同效应发挥前是需要较长一段时间磨合的,包括双方在管理上的磨合、在经营上的磨合尤其在文化上的磨合。并购双方在并购价确定上是一个利益相互博弈并最后均衡的过程,博弈双方在谈判时各自有一个保留值,其中收购方是一个高值保留值,即超过这个价就放弃收购,被收购方是一个低值保留值,即低于这个价就不

卖了。对于并购目的的评估，由于并购涉及的未来不确定因素较多且较复杂，其评估结果最好是一个区间值并给出一个最大可能值。为了便于并购双方的理解，其中的区间值最好对应给出各自是基于什么假设和基于什么参数下的评定估算结果。另外，评估实务中较多出现将两种评估方法的评估结果作为区间值列示，笔者认为，这是有很大瑕疵的，区间值应基于评估参数的不同而形成评估结果的不同。

通常的情景分析法，是将未来的不确定情景分为乐观情景、一般情景、悲观情景，在相应情景下的评估参数（如收益法评估）包括产品产销量及售价和营业收入增长率、毛利率、期间费用率、利润率、营运资金构成项目周转率及占收入比率、折现率中特别风险及资本结构等是不尽相同的。评估参数具体确定时，首先，可在并购方案的基础上，同时考虑并购双方的历史不同阶段数据、所属行业上中下数据尤其是竞争者（包括研发进度）等数据，在综合分析的基础上确定三个或以上情景的可能发生概率。其次，国务院国资委（2016）认为，投资价值可以分为第一层次的投资价值和第二层次的投资价值，第一层次考虑投资者自身禀赋条件，而第二层次进一步考虑投资者自身的个性化和主观化判断。因第二层次评估参数（如投资回报率取值等）高于第一层次，故第二层次的投资价值大于第一层次的投资价值。最后，评估

合并公司考虑协同效应下的投资价值时，评估参数应加权确定，即并购双方的分子相加与并购双方的分母相加的比值等，其中协同效应的影响可在加权时一并考虑，也可在加权（此时分子分母为不考虑协同效应数据）后作为加项考虑。

宝洁并购吉列评估案例是采用“减法”技术路径来评估投资价值和协同效应价值的，国务院国资委（2016）指出，评估投资价值还有“加法”技术路径，即被收购企业投资价值等于被收购企业市场价值加并购双方协同效应价值。在“加法”技术路径下，并购双方协同效应价值需要单独进行评定估算，这时评估模型中的评估参数就是并购前后评估参数差异值而非评估参数本身了。

六、永续期相关参数合理与否分析和其他特点

从表 1、表 2 可以看出，永续期宝洁、吉列单体和合并公司的现金流 FCFE 均小于明确预测期的最后一年，与我国评估实务中大多等于或大于第 5 年的情况不符，笔者认为这有悖于一般商业逻辑，同时还注意到了其他相关参数在取值上的特点。

（一）永续期的分析

对于永续期的现金流，下面就终值确定公式的参数取值、经济增加值逻辑、再投资报酬率计算问题三个方面进行了合理与否分析。

1. 戈登模型及其参数一致性。戈登模

型的分子是在明确预测末期如第5年现金流基础上按照稳定增长率增长一个 g ，分母是 WACC 或 CAPM 减去 g 。而平稳发展期望价值的分子 5302 百万美元是根据等于第5年的 EBIT $(1-t)$ 计算的，永续期的 EBIT $(1-t)$ 较第5年的 EBIT $(1-t)$ 其增长率 g 等于 0，计算平稳发展期望价值的分子与分母间是不一致的。

2. 增长率与价值创造逻辑。拉勒比和沃斯(2017)认为，从分析师的角度来看，对经济利润的再次重视可以放弃对会计利润的重视，使管理者专注于价值创造，而不是短期的会计数字。这一关注点的转变应该最终提升企业的价值。而根据表1、表2，在永续期宝洁、吉列单体和合并公司的 EBIT $(1-t)$ 大于和等于第5年的情况下，永续期宝洁、吉列单体和合并公司的现金流却小于第5年的，这实质上不是在提升企业价值而是在减损企业价值，若是这种结果，为什么永续期还要期望增长呢？

3. 再投资报酬率依据公式的计算。永续期的再投资报酬率等于增长率 g 除以 ROC，永续期的再投资报酬率是基于式(2)，即未来期望增长率等于再投资报酬率乘以税后总资产报酬率变形求取的。笔者认为，依据式(2)变形求取永续期再投资报酬率是存在瑕疵的，因为这样计算的永续期再投资报酬率结果值较高于明确预测期（即第1~第5年）是缺乏一般商业合理性的。

（二）其他特点

从宝洁并购吉列的评估案例中还看到

一些其他特点，如将资产负债率作为 D/E、永续期增长率 4.25% 等于无风险报酬率等，其合理与否分析如下。

1. 预测期资产负债率及其与 D/E 关系。宝洁并购吉列的评估案例中的资产负债率是基于变形和调整后的经营性资产负债表计算的，但其作为负债在投入资本中的权重在评定估算中作为资本结构来使用是有瑕疵的，评估中计算相关权重依据的资本结构 D/E 是要按照其在评估基准日的市场价值而不是账面价值计算的，同时，D 的市场价值不一定等于账面价值。

2. 永续期增长率及其与 ROC 相关性。在宝洁并购吉列的评估案例中，将无风险报酬率 4.25% 作为永续期增长率，并据此判断无超额收益从而得出永续期 ROC 等于其 WACC，笔者认为值得商榷的。无超额收益下永续期 ROC 等于其 WACC 是合理的，值得商榷的是前半句，无风险报酬率包括通货膨胀率和有效（即不含通货膨胀）增长率，判断无超额收益的标准应是通货膨胀率而非无风险报酬率。

七、与我国评估实务参数间关系与可借鉴之处

经过以上对宝洁并购吉列的评估案例分析，笔者认为，虽然与我国内地评估实务操作不尽一致且还存在一些笔者认为的瑕疵，但通过建立与我国内地评估实务关键指标的关系，该案例对我国内地评估实务操作仍有可借鉴和启发之处。

（一）关键参数的衔接

就该评估案例中的总资产报酬率、再投资报酬率、未来增长率，建立其与我国内地评估实务操作中常用指标间的关系，便于增加分析的角度。首先，在资产负债表变形和调整前，其总资产报酬率与变形和调整后的不一致的。如果要利用式(2)，就需要进行资产负债表变形和调整，否则就需要对式(2)中总资产报酬率计算公式依据变形和调整前资产负债表进行转换衔接；其次，再投资报酬率需要依据相关数据进行计算；最后，未来增长率需要转换为营业收入增长率，因为固定、半固定成本的习性影响，所以预期每年的收入利润率是不尽一致的。

（二）可借鉴与启发之处

通过宝洁并购吉列的收益法评估案例，笔者认为，可借鉴与启发之处至少包括建立新的分析视角、增强参数间的匹配性、提升参数确定的依据性、提高评估结论的一致性、形成经营性资产负债表的必要性、扩展评估效率模型六个方面。

1.增加关键指标，建立新的分析视角。在我国内地评估实务中，采用宝洁并购吉列评估案例中税后EBIT减再投资额确定预测期现金流的方式是极少见的。在我国内地评估实务中，根据资本性支出、折旧与摊销、营运资金净增额和 $EBIT(1-t)$ 等现有数据增加净资本和再投资报酬率等关键指标的计算，建立再投资报酬率等新的分析视角，不同的视角下观察和分析同一个

标的其结果是不尽一致的。

2.增加归因分析，增强参数间的匹配性。宝洁并购吉列评估案例中的关键参数，如未来增长率是通过再投资报酬率和税后总资产报酬率得到的，而再投资报酬率、税后总资产报酬率又可以进一步分解，通过关联指标的逐步分解，可增加归因分析的程序和可能，增强参数间的相互或逐级的匹配性，所谓匹配性就是参数不是孤立的而是相互关联的。目前，在我国内地评估实务中，是需要进一步增加这种匹配性的。

3.增加对比指标，提升参数确定的依据性。收益法评估中，增长率是一个关键的指标，其如何确定困扰着评估师，若依据式(6)或式(7)等增加投入资本驱动下的增长率指标，可与企业申报或评估师分析判断等途径取得的增长率指标进行对比分析，同时从需求角度分析增长率的可实现性，经综合后确定的增长率，提升了确定的依据性，其他参数同理。

4.增加具体假设，提高评估结论的一致性。评估要素包括评估主体、评估客体、评估原则、评估程序等十大基本要素，其中关键要素有评估目的、价值类型、评估方法、评估依据、评估假设、评估基准日等六个，若这六个关键要素不尽相同，则对于相同评估对象，其评估结果也可能是不尽一致的。在宝洁并购吉列的评估案例中，有一些参数取值的逻辑分析，如无超

额收益的假设等，这些假设下相关参数取值与评估结果直接相关，若增加这些具体假设可提高评估报告的一致性，有利于评估报告使用者的理解。目前，我国内地评估实务中缺少相应的具体假设，是需要借鉴的。

5.通过调整，形成经营性资产负债表的必要性。目前，在我国内地评估实务中，较少单独去形成经营性资产负债表，这其实是较为重要的，一是将非经、溢余混在资产负债表中，较容易造成重复或遗漏的可能；二是可以更容易发现和分析经营性资产和经营性负债之间的相互关系。

6.适用前提下，可扩展咨询评估效率模型。与我国内地目前的收益法评估实务操作相比，宝洁并购吉列的收益法评估案例比较简单，但相关参数间有一定的逻辑关系，且可以提高评估的操作效率，当然其有一定的适用前提，如主业经营相对成熟稳定、历史期指标间波动较小等，若此时评估目的为咨询等且对准确性等要求有效时，该模型可扩展为咨询评估效率模型，或可作为一种便捷的辅助验证模型使用。

【参考文献】

[1][美]艾斯沃斯·达摩达兰.达摩达兰论估价：面向投资和公司理财的证券分析（第2版）[M].罗菲，主译.大连：东北财经大学出版社，2010.

[2]王进江.收益法中模拟预期资产负债表的方法和必要性[J].中外企业家，2017（12）：189-192.

[3]实用投融资分析师认证考试教材编写组.估值建模[M].北京：中国金融出版社，2011：1-154.

[4]程翔.财务决策模型：应用场景与EXCEL实现[M].北京：清华大学出版社，2015：392-519.

[5][美]艾斯沃斯·达摩达兰.投资估价：评估任何资产价值的工具和技术[M].朱武祥，邓海峰译.北京：清华大学出版社，1999：155-171.

[6][美]大卫·T.拉勒比，贾森·A.沃斯.估值技术[M].王晋忠，译.北京：机械工业出版社，2017：65-71.

[7]国务院国资委产权管理局投资价值评估课题组.投资价值评估[M].北京：中国市场出版社，2016：113-194.

国控上市公司画像评估及价值指数和归因研究*

文/汪世新 王进江

(1.上海华虹(集团)有限公司,上海 201203;

2.北京中企华资产评估有限责任公司,北京 100020)

【摘要】企业画像值是从价值维度度量画像的内在价值,在分析三个基本途径评估方法基础上,考虑 ESG 可持续性评价衡量指标,构建了国控上市公司修正画像值评估公式。国控上市公司价值指数与股票价格指数不尽相同,其以画像值为基础数据,基于其编制目的设置了一套多维度的价值指数体系,参照股票价格指数的编制,制定了各类价值指数的编制方法。就国控上市公司画像值构成部分的权重赋予和画像值修正系数,确定了主客观的量化方法,并就画像值中收益法评估和市值调整进行了完整性的搭建。为有效利用该价值指数,对变动进行了归因因素分析和量化模型建立,最后解析了某国控上市公司画像值和归因案例。

【关键词】国控上市公司 画像值评估公式 价值指数体系 指数编制方法 归因量化模型

*本文已发表在2025年第8期《中国资产评估》。

一、国控上市公司画像值的构建与评估公式

企业画像是企业信息的高度概括和可视化表达，是一个企业的标签，其有助于利益相关者更加清晰地了解企业，并为企业决策提供支持。要构建企业画像，首先，需要对源自于企业全面、多维度、细致的基础数据进行收集，对于上市公司来说这方面的主要数据通常是可公开获取的；其次，通过系统工具和归并排序等算法方法，创建用户特征等企业画像；最后，需定期对企业画像进行持续地更新。企业画像值是从价值维度量化企业画像的内在价值，内在价值提供了评估投资和企业相对吸引力的唯一逻辑路径。价值评估的基本途径有三个即过去（资产基础法）、现在（市场法）和未来（收益法）。虽收益法在内在价值衡量中占有重要地位，但未来收益的成长性及风险的预测具有一定不确定性；上市公司股价的影响因素有经济、政治、行业、市场、公司内在、心理等，股价虽与公司价值有关但又不一定体现，可能会出现高估或低估。资产基础法是资产减负债思路，若主要资产可评估则采用资产基础法结果，否则用账面归母净资产替代。三途径有各自适用前提，香农 P.普拉特（2018）认为当收益法、市场法和资产基础法结果有差异的时候，应协调不同估值方法得出的结果差异，使各种方法趋于一致；一旦所有的调和努力已经完成但显著的差异仍

然存在，不得不决定其中一种或者两种方法是否应该在最终估值中占主导地位，或是一些权重应该彼此保持一致。

自 2015 年《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》发布以来，各类国企的功能定位逐渐清晰。笔者认为，对于具有中国特色国控上市公司，其内在价值画像值评估途径从主导顺位来看，可能按收益法、资产基础法、市场法合理一些。

鉴于股价是投资者经博弈的加权平均结果，上市公司的市场法评估可用其自身的市值来替代，但用收盘价乘以总股本得出的总市值并不能直接体现上市公司内在市值，也即这个总市值需要进行调整。其一是收盘价没有反映控股权价值，因为上市公司大股东等的大宗交易协议成交价不作为该证券当日的收盘价；其二是总股本并非全部是现时流通股，可能含有限售等的非流通股。综上分析，构建的国控上市公司画像值计算公式如下：

$$\text{国控上市公司画像值} = \text{收益法评估值} \times \text{权重 1} + \text{资产基础法评估值或归母净资产} \times \text{权重 2} + \text{调整市值} \times \text{权重 3} \quad (1)$$

式中：权重 1、2、3--收益法、资产基础法、调整市值的权重，合计为 1。

国务院国资委（2024）首次提出提升“五个价值”的思路，即要注重提升增加值、功能价值、经济增加值、战略性新兴产业收入和增加值占比以及品牌价值，推动高质量发展。其中“五个价值”的功能

价值是服务国家战略的使命担当，国控企业作为经济的基础支柱具有特殊的社会责任和功能。拉里·斯威德罗和塞缪尔·亚当斯指出可持续投资者的动机是寻求三重回报即财务回报、社会回报和个人回报，财务回报就像传统投资者一样，而可持续投资者则在寻找财报以外的回报来源，改善人类和地球的关系来实现社会回报、收获更佳的情感体验回报，通过 ESG（环境、社会和治理）、SRI 和影响力投资实现价值和财务目标。“五个价值”与 ESG 的理念是一致的，关于 ESG 的评价可借鉴万得自 2021 年 6 月 28 日以来发布并给予“AAA-CCC”七档评级的自有 ESG 评级。在考虑 ESG 可持续性量化衡量指标后，国控上市公司修正画像值计算公式如下：

国控上市公司修正画像值 = (收益法评估值 × 权重 1 + 资产基础法评估值或归母净资产 × 权重 2 + 调整市值 × 权重 3) × ESG 修正系数 (2)

二、国控上市公司价值指数体系及其指数编制方法

孙清岩（2010）给出的股票价格指数定义是用以反应和描述一个国家、地区、领域或某一行业、主题的股票价格总体变动情况或方向趋势的动态相对数。国控上市公司价值指数与股票价格指数包括编制目的和依据的基础数据等是不尽一致的，价值指数的目的主要是通过国有资本市场价值总量、板块或行业和个体等反映，为

国资布局优化和结构调整提供数据支撑和决策参考；且其计算依据的基础数据为国控上市公司修正画像值。二者衡量对象主要区别是前者为交易价格、后者为企业内在价值，所以后者编制的具体方法可以参照前者。

（一）股票价格指数及国控上市公司价值指数编制方法

如沪深 300 指数，其计算以 2004 年 12 月 31 日为基日，基点为 1000 点，选择方法是接近一年日均成交金额、总市值由高到低排名选取，指数计算公式为：

$$\text{报告期指数} = \frac{\text{报告期成分股的调整市值}}{\text{基日成分股的调整市值}} \times \text{基期指数} \quad (3)$$

式中：调整市值 = \sum （证券价格 × 调整股本数），调整股本数需确定自由流通量和分级靠挡；为剔除新股上市等非交易性因素影响，用除数修正法修正除数。

参照股票价格指数，国控上市公司价值指数构建如下：

$$\text{报告期指数} = \frac{\text{报告期全部或成分股的调整画像值}}{\text{基日全部或成分股的调整画像值}} \times 1000 \quad (4)$$

式中：调整画像值 = \sum （国控上市公司每股修正画像值 × 调整持股股数）= \sum （国控上市公司修正画像值 × 调整持股比例）。

（二）价值指数体系设置及其各类编制方法

基于编制目的，笔者认为国控上市公司价值指数体系应包含三个层次，首先是综合价值指数，即将某区域所属国控上市

公司全部纳入，包括两个维度即综合价值指数（总量）、综合价值指数（单位）；其次是行业价值指数，可结合行业特点及重要性确定，如行业类包括金融、制造、航运、贸易和科创几个子类，样本空间为成分；第三是成分价值指数，样本空间为行业类成分总和。

1. 综合价值指数

综合价值指数（总量）反映某区域所

属国控上市公司的国有资本总量变动，综合价值指数（单位）类似于股票价格指数反映的是上市公司本身单位价值或价值总额变动，基于此：

一是调整持股比例考虑，首先对于总量，其为大股东持股比例，而对于单位，则其为 100% 股本；其次对于总量的大股东持股比例的分级靠档参照沪深 300，并替换自由流通比例，见表 1。

表 1 大股东持股比例分级靠档表

大股东持股比例 (%)	≤15	(15,20]	(20,30]	(30,40]	(40,50]	(50,60]	(60,70]	(70,80]	>80
加权比例 (%)	上调至最接近的整数值	20	30	40	50	60	70	80	100

二是基日修正画像值，首先对于总量，基日调整画像值等于基日原样本调整画像值；其次对于单位，其按“除数修正法”修正：

基日修正画像值 = ((报告期原样本的画像值 ± 报告期增加或减少的画像值) / 报告期原样本的画像值) × 基日原样本的画像值 (5)

若基日原样本存在退市情形，则原样本按扣除退市的存量计算；若基日后参与的涵盖范围发生变化，如基日后扩大而涉及纳入的公司在基日已经是上市且为国有控股的，采用追溯方式进行处理，即相应的样本纳入基日计算。

2. 行业价值指数

编制某行业的价值指数，样本空间采

用所属行业成分而非全部，且内涵为单位。对于样本数量，笔者认为要在总量上占到所属行业的一定比重如一半以上等。对于选择标准，笔者认为有三点，一是非 ST、*ST 或进入破产重整或停牌 3 个月以上的；二是对满足一的进行绩效评价然后乘以修正画像值得出加权综合值并从高到低排列选取熟高者；三是对综合值大体相当的、属于中证或沪深等相应成分指数股的优先考虑。

三、画像值构成权重及修正系数确定方法

(一) 画像值构成的权重

赋权方法包括主观赋权法和客观赋权法，常见的主观赋权法包括专家调查法、

AHP 层次法、Delphi 法等；客观赋权法包括熵值法、CRITIC 法、主成分分析法等。主观赋权法优点是可借助专家的权威性和专业性并根据实际问题较为合理地确定权重，客观赋权法的优点是权重评价结果具有较强的数学理论依据。AHP 法是常用的主观赋权法，如经 AHP 法确定收益法权重 50%、资产基础法权重 30%、调整市值 20%等；不同客观赋权方法在适用性方面有区别，相较来说 CRITIC 法适用范围较广。CRITIC 法是基于评价指标的对比强度和指标之间的冲突性来综合衡量指标的客观权重，如果遇到权重系数与专业上对某指标重要性相悖的情况，可考虑使用主客观组合赋权法或主观赋权法确定。

1.AHP 法

AHP 法就是向价值指数涉及的相关人员进行问卷调查，调查对象至少 5 位，包括样本空间内典型的上市公司、参与的评估人员、参与的信息人员、国资监管机构及资本市场和指数编制专家等，一般 2-3 轮直到一致性检验通过，通过打分方式对收益法、资产基础法或归母净利润、调整市值所占权重进行两两对比赋值（1 到 9 数值，比较重要性最高为 9、最低为 1），通过矩阵的数学方法来分析确定画像值构成部分的权重。

2.熵权修正 AHP 法

王增飞和刘增勇（2022）采用以层次分析法为基础的主观赋权与熵值客观赋权

相结合的方法确定指标权重，这样组合赋权可以更好地减少单一方法赋权产生偏差影响。熵权修正 AHP 权重公式：

$$W_j = W_{Gj} \cdot W_{Aj} = \frac{g_j w_j}{\sum_{j=1}^m g_j w_j} \quad (6)$$

$$j=1,2,\dots,m$$

式中： W_j -熵权修正 AHP 权重； W_{Gj} -熵值法权重； W_{Aj} -AHP 法权重。

对于画像值构成指标其 j 为 3，样本空间的数量即纳入价值指数计算的国控上市公司家数为 n 。

3.CRITIC 法

戎郁萍等（2012）设 C 表示第 j 个指标所包含的信息量，则 C_j 越大，第 j 个评价指标所包含的信息量越大，指标的相对重要性也就越大，所以第 j 个指标的客观权重 W_j 相应越大。实施 CRITIC 权重法的步骤，一是形成原始指标矩阵，见表 2；二是进行无量纲化处理，CRITIC 法一般使用正向化或逆向化处理，对于画像值笔者认为应使用正向化，见公式（7）；三是计算指标变异性，即计算第 J 个指标的标准差 S_j ， $S_j = STDEV$ （第 J 列的 n 个正向化处理数据）；四是计算指标冲突性 R_j ，见公式（8），其中 r_{ij} 为指标 i 与指标 j 之间的相关系数；五是计算信息量 C_j ，其等于 S_j 乘以 R_j ；六是计算第 j 个指标权重 W_j ，见公式（9）。

表 2 原始数据矩阵表

上市公司简称	收益法 J1	资产基础法或归母净资产 J2	调整市值 J3
1	X11	X12	X13
.....
n	Xn1	Xn2	Xn3

表 3 行业调整得分对应的 ESG 评级

字母评级	领先/落后	行业调整得分	字母评级	领先/落后	行业调整得分
AAA	领先	8.571--10.0	BB	平均	2.857--4.286
AA	领先	7.143--8.571	B	落后	1.429--2.857
A	平均	5.714--7.143	CCC	落后	0--1.429
BBB	平均	4.286--5.714	---	---	---

$$X_{ij} = \frac{X_{ij} - \min(X_{1j}, X_{2j}, \dots, X_{nj})}{\max(X_{1j}, X_{2j}, \dots, X_{nj}) - \min(X_{1j}, X_{2j}, \dots, X_{nj})} \quad (7)$$

$$R_j = \sum_{i=1}^3 (1 - r_{ij}) \quad (8)$$

$$W_j = \frac{c_j}{\sum_{j=1}^3 c_j} \quad (9)$$

(二) 画像值的修正系数

MSCI ESG Research LLC (2024) 给出的行业调整得分见表 3, 该分数是根据业内同行基准值设定的分数范围。

王琳璘等 (2022) 指出良好的 ESG 表现有助于缓解企业融资约束、改善企业经营效率、降低企业财务风险, 从而提升企业价值, 其中风险降低机制发挥的作用最大。AAA-CCC 的 VaR 风险值分别赋予 1-7 数值, 画像值的 ESG 修正系数依据 “1.2-0.05×(VaR-1)” 分别确定为 1.2-0.9。

四、画像值中收益法评估及其参数确定方法

对于为定期编制价值指数、涉及范围广而涉及的画像值中收益法, 有别收购等其它目的收益法, 其通过价值指数系统实现, 具有信息化、自动化、智能化特征, 依据对外公开数据尤其是资产负债表、利润表、现金流量表, 使其在营业收入预测、评估参数确定、重要性体现、审核方式 (专家审核) 上, 形成自身特点。

1. 区分两类评估模型: 将样本空间的国控上市公司依据所属行业分为两类, 即金融和非金融, 金融包括银行、保险、证券和其它金融企业, 针对金融类企业, 系统运用有别于企业股权定价模型 (WACC) 的资本资产定价模型 (CAPM) 进行估算。一般企业及金融企业收益法评估模型公式

分别为：

归母股权价值（一般企业）=（（企业现金流折现值+溢余资产+非经净额-付息债务）×（1-少数股东权益比例））×（1+流动性溢价率）
（10-1）

企业现金流（一般企业）=息税前折旧×（1-所得税率）+折旧与摊销-资本性支出-营运资金净增加额
（10-2）

归母股权价值（金融企业）=（（权益现金流折现值+非经净额）×（1-少数股东权益比例））×（1+流动性溢价率）
（11-1）

权益现金流（金融企业）=税后净利润-政府要求增加的权益资本
（11-2）

杰拉尔德·E.平托等（2024）指出如果现金流和折现率估计以控股权为基础，那么收益法的 CCM（资本化现金流法）和 FCF 估值一般被认为是控股权价值。画像值中收益法假设是有控制权的，另外上市公司归母股权价值应含流动性，其采用亚式期权计算样本空间内每家上市公司，其中期限取值为 5 年（收益期限一般为永续），同时溢价率换算为不含流动性股权价值。少数股东权益比例在分析基准日或当期的其权益或损益比例基础上，孰低确定。

2.营业收入的预测：基准日为年中时，当年预测值为期中数据线性外推与参照占上年同期倍数外推的孰高值；在分析上市公司历史 5 年或 5 年 1 期增长率的基础上，考虑上市公司自身趋势、所在行业（整体

法）、券商对未来 1-3 年的营业收入预测值，权重分别为 40%、20%、40%，未来第 4 年、第 5 年、永续年增长率自第 3 年起线性下降至永续年增长率。因未来预测项目尤其是未来营业收入这个关键基础，影响因素较多具有较大不确定性，故采用高、低区间值。

3.折旧与摊销、资本性支出：折旧与摊销在分析历史 5 年或 5 年 1 期占营业收入比例基础上预测，资产性支出按等于折旧与摊销假设预测。

4.营运资本净增加额：在分析历史 5 年或 5 年 1 期营运资金占营业收入比例基础上预测，其中必要货币资金按 1 个月付现成本确定。

5.增加的权益：在历史 5 年或 5 年 1 期净资产占收入比例基础上预测。

6.折现率分析：β 系数取自身 100 周、24 个月、60 个月的最大值并按调整后的，基于上市公司企业特别风险 Rc 按 0 考虑。

7.非经净额：按简化方式确定，其中其它资产、其它负债为金融科目。

非经净额=其他应收款（合计）+其他流动资产+长期股权投资+投资性房地产+递延所得税资产+其他非流动资产+其他资产-其他应付款（合计）-其他流动负债-递延所得税负债-其他非流动负债-其他负债
（12）

五、画像值中调整市值和资产基础法确定方法

（一）调整市值

上市公司画像值构成公式中，市场法评估即国控上市公司自身市值，其市值调整涉及大股东拥有控股权的溢价和限售股缺乏流动性的折价，即：

调整市值=总股本×股价×大股东持股比例×（1+控股权溢价率）+总股本×股价×（1-大股东持股比例）-限售股×股价×缺乏流动性折扣率 (13)

1.控股权溢价率与缺乏控制权折价率

基于 China Venture 投中集团旗下金融数据产品 CVSource 的数据库，估算出截止 2024 年底控股权溢价率历年的加权平均值为 15.10%、中位数为 13.44%，其中 2005 年及以前为 8.4%；缺乏控制权折价率依据“缺乏控股权折价率(DLOC)=1-[1/(1+控股权溢价率)]”为 13.14%。根据历年数据，估算出截止 2019 年底至 2023 年底的中位数分别为 12.49%、12.52%、12.55%、13.15%、13.12%，近六年缺乏控制权折价率的中位数约在 12.5%至 13.5%之间。

2.缺乏流动性折扣率与流动性溢价率

王进江等（2025）认为亚式期权模型即 AAP 模型是流通受限股票剩余限售期对应的流动性折扣计算模型，其折扣率的基数是具有流动性的股票价格，反过来确定具有流动性溢价的内在价值就是在不具有流动性的折现值基础上加上流动性溢价金额，即：

$$LoMD=1/（1-P/S）-1 \quad (14)$$

$$P=Se^{-qT} [N\frac{v\sqrt{T}}{2}-N(-\frac{v\sqrt{T}}{2})]$$

$$v\sqrt{T}=\{\sigma^2T + \ln[2(e^{\sigma^2T} - \sigma^2T - 1)] - 2\ln(e^{\sigma^2T} - 1)\}^{\frac{1}{2}}$$

式中：LoMD-流动性溢价率；S=股价（采用年均价）；T=剩余限售期（假设限售期平均 3 年，折价时按一半计算，溢价时按假设平均上市周期 5 年计算）；σ=股价预期年化波动率（对于上市时间少于 24 个月的采用其所在行业均值）；q=股票预期年化股利收益率；N=正态分布函数。

（二）资产基础法可操作性方法

由于上市公司具有规模大、层级多、资产多等特点，若按评估实务中资产基础法模式即每家母子企业打开并逐项资产评估，对于定期编制价值指数目的是缺乏可操作性的，故上市公司资产基础法可操作的方法：一是基于合并口径的资产负债表进行估算；二是通过对样本企业提供的主要资产明细估算来推算（根据主要资产估算结果得出资产年复利物价指数）上市公司归母股权价值。

六、国控上市公司价值指数变动的归因量化模型

企业价值指数的定期编制是对企业内在价值的持续反映，亦是企业经营的晴雨表，为充分发挥企业价值指数的决策作用，需在企业价值指数编制完成的同时，对引起企业价值指数变动原因进行归因分析，找出有利和不利的主要因素和影响额度，

以便下期的进一步优化、改进和提升等。因素分析法是利用统计指数体系分析现象总变动中各个因素影响程度的一种方法，包括连环替代法、差额分析法、指标分解法等。连环替代法是将其中一个因素看作可变因素，其它因素看作不变因素，按顺序逐个替换迭代；差额分析法是连环替代法的一种简化形式；指标分解法是将一个相对复杂的指标分解成若干个子指标。

赵宗尹等（2004）指出因素分析法在使用中常会出现一些问题，如顺序不同会得到不同的分析结果，认为在分析中每一个因素的影响究竟有多大，这只能相对于基期或计划数而言，而不可能有其它的标准。前后期因单个因素变动引起的调整画像值影响额度（除该单个因素外，其他因素后期等于前期）除以上期的报告期调整画像值就是该因素的影响程度。同时笔者认为，引起前后期国控价值指数变动的主要因素包括：

一是样本数量因素，即因报告期样本净变动、基日样本净变动引起的前后期调整画像值净影响额度，这是前后期之间因新上市和新退市引起的影响额。

二是大股东持股比例因素，这涉及综合价值指数(总量)，大股东持股比例因素反映拥有的国有资本总量变动及结构变动情况，可以反映出国资布局的动向。

三是画像值构成权重因素，该因素是当收益法、资产基础法或归母净资产、调

整市值的权重变动时的影响额度，通过三构成变动趋势还可发现相关问题。

四是画像值修正系数因素，即 ESG 评级变动引起的有利或不利影响，反映环境、社会和公司治理责任的履行和提升情况。

五是画像值中收益法评估因素，包括现金流和折现率两个子因素，现金流还可进一步分为营业收入增长率、毛利率等收益率、营运资金占收入比率等，折现率还可进一步分为无风险收益率、贝塔系数、风险溢价、资本结构、特有风险等。

六是画像值中资产基础法或归母净资产因素，可进一步分为资产价格变动幅度、负债水平、少数股东权益比例等或账面总资产变动幅度、资产负债率等。

七是画像值中调整市值因素，可进一步分为总股本、股价、大股东持股比例、限售股占比、控股权溢价率、缺乏流动性折价率等。

最后，根据前后期价值指数的总变动比率，分析七个方面因素对总变动比率的影响程度，其中具体到某一方面因素，可根据重要性和必要性，进行可粗（归纳合并）、可细（逐步分解）的分析，七个方面因素的变动比率之和与总变动比率差异即其它因素的变动影响，基于七个方面的归因量化模型如下：

$$\begin{aligned} & \text{价值指数总变动比率} \\ & = \left(\frac{\text{报告期某类价值指数}}{\text{上一期某类价值指数}} - 1 \right) \times 100\% \end{aligned}$$

(15-1)

价值指数总变动比率

$$=SS+SP+CW+ES+IA+AB+MV+\varepsilon \quad (15-2)$$

式中：SS--样本数量变动对调整画像值影响额占基日调整画像值比；

SP--大股东持股比例变动对指数的影响点数占上一期指数的比率；

CW--画像值构成权重变动对指数的影响点数占上一期指数的比率；

ES--ESG 修正系数变动对指数的影响点数占上一期指数的比率；

IA--收益法评估值变动额占上一期调整画像值比率乘以其构成权重；

AB--资产基础法评估值或归母净资产变动额占上一期调整画像值比率乘以其构成权重；

MV--调整市值变动额占上一期调整画像值比率乘以其构成权重；

ε --七个方面因素之外的其它影响变动比率。

七、某国控上市公司画像值和归因案例

价值指数编制的报告期 202*年 3 月 31 日，EBIT 等率指 EBIT 等除以营业收入的比率，无特别标识的数据金额单位为亿元，画像值等进行了数字处理并取整。

(一) 某国控上市公司画像值的计算

1.调整市值：A 总股本 13 亿股，限售股无，年均价 9 元/股，大股东持股比例 28%，控股溢价率 13%，依据公式（13）计算的调整市值为 121。

2.归母净资产：资产总额 143，其中流动资产 52，负债总额 40，其中流动负债 23，净资产 104，其中归母净资产 97。

3.收益法评估：

(1) 营业收入：A 历史 5 年营业收入分别是 82、74、56、77、73，报告期 1 季度为 21，上年同期为 17；A 所属行业 5 年营业收入增长率分别是 27%、8%、0.3%、0.9%、-6%，报告期 1 季比上年同期减少 17%；某资讯平台预期 3 年在年 100 左右。根据 A 历史 5 年 1 期增长率、行业历史 5 年 1 期增长率、券商或资讯平台对 A 预期 3 年预测值，采用加权值方式，若券商或资讯平台对 A 未预测则三者的权重为 60%、40%、0%，确定营业收入预测 3 年 1 期的高低值，后线性降至永续期 0%，其中 A 历史 5 年 1 期增长率、行业历史 5 年 1 期增长率的高低值为中位数与几何平均的孰高、孰低，结果见表 4。

表 4 营业收入预测表

项目	第1期	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	永续年
营业收入-高值	74	99	105	110	115	117	117
营业收入-低值	70	94	95	98	99	100	100

表 5 经营现金流预测表

项目	第1期	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	永续年
净现金流-高值	8	10	11	12	12	12	12
净现金流-低值	7	10	10	10	11	11	11

(2) EBIT 率：参照营业收入增长率的加权规则，其中 A 历史 5 年 1 期 EBIT 率、行业历史 5 年 1 期 EBIT 率按算术平均值与中位数孰高值，最后确定为 11%。

(3) 营运资金率：按 A 历史 5 年 1 期营运资金率算术平均值，其中当其小于 0% 时按 0%、大于 50% 时按 50%，最后确定为 4%。

(4) 企业自由现金流量：A 经营现金流高低值见表 5。

(5) 折现率：WACC 取值为 10%，其中个别风险对于上市公司取值为 0%

(6) 归母股权价值：经营现金流折现值合计的高低值分别为 127、111，另外溢余资金加非经净额减付息债务为 25，少数股东损益比率 3%，流动性溢价比率 12%，则归母股权价值为 156。

4. 画像值构成权重：经对纳入价值指数样本空间的 CRITIC 分析，报告期的收益法、归母净资产、调整市值权重分别为 49%、19.5%、31.5%。

5. ESG 修正系数：A 的 ESG 评级为 BBB，相应的修正系数为 1.05。

6. 修正画像值的确定：根据公式(2)，A 修正画像值为 140。

(二) 某类价值指数 B 的归因量化分析

B 为某地国控上市公司的综合价值指数(单位)，B 在报告期的指数为 916.08，前一期的 B 为 947.58，报告期 B 较前期下降了 3.32%，现进行归因量化分析，其中样本数量、ESG 修正系数前后期无变化，大股东持股比例变动仅影响 B 中的 MV。

1. CW：收益法、归母净资产、调整市值权重分别由上一期的 49.5%、18%、32.5% 替换为报告期的 49%、19.5%、31.5%，B 向下变动了 0.5%。

2. IA：报告期收益法评估值较基日调整画像值下降了 2.74%。

3. AB：报告期归母净资产较基日调整画像值增加了 1.64%。

4. MV：报告期调整市值较基日调整画像值下降了 6.74%。

按照公式 (12)： $-3.32\% = -0.5\% - 2.74\% \times 49.5\% + 1.64\% \times 18\% - 6.74\% \times 32.5\% + 0.43\% = -0.5\% - 1.36\% + 0.3\% - 2.19\% + 0.43\%$

报告期价值指数 B 下降的影响因素中影响程度最大的是预期收益折现值的下降和市值的下降，其次是画像值构成因素的影响。

（三）某类价值指数 C 的归因量化分析

C 为某地国控上市公司的综合价值指数（总量），C 在报告期的指数为 895.14，前一期的 C 为 948.66，报告期 C 较前期下降了 5.64%，现进行归因量化分析，影响因素较 B 增加了大股东持股比例。

按照公式（12）： $-5.64\% = -0.5\% - 2.74\% \times 49.5\% + 1.64\% \times 18\% - 6.74\% \times 32.5\% - 2.93\% + 1.04\% = -0.5\% - 1.36\% + 0.3\% - 2.19\% - 2.93\% + 1.04\%$

报告期价值指数 C 下降的影响因素中影响程度最大的是大股东持股比例的下降和市值的下降，其次是预期收益折现值的下降。

【参考文献】

[1][美]香农 P.普拉特.市场法估价[M].注册估值分析师协会译.北京:机械工业出版社, 2018:256-265.

[2]新华社.国务院国资委首提“五个价值”，有何深意？[EB/OL].（2024-01-08）[2025-3-4].

www.sasac.gov.cn/n2588025/n2588139/c29761933/content.html.-

[3][英]拉里·斯威德罗,[英]塞缪尔·亚当斯.可持续投资[M].兴证全球基金管理有限公司译.北京:中信出版社,2023:61-77.

[4]孙清岩.股票价格指数编制理论研究[D].大连:东北财经大学,2010.

[5]王增飞,刘增勇.基于熵权修正 AHP 的新装备保障能力模糊综合评价研究[J].军事交通学报, 2022(7):25-31.

[6]戎郁萍,赵敏,朱玲玲,白可喻.三种客观赋权法分析草地管理措施对土壤有机碳含量的影响[J].生态学杂志,2012(4):987-993.

[7]MSCI ESG Research LLC.ESG 评级方法论[R].2024.

[8]王琳璘,廉永辉,董捷.ESG 表现对企业价值的影响机制研究[J].证券市场导报,2022(5):23-34.

[9][美]杰拉尔德·E.平托等著.股权估值:原理、方法与方法:原书第 4 版[M].刘醒云译.北京:机械工业出版社,2024:545-551.

[10]王进江,高文忠,张维军.基于上市公司重整计划的模拟资产负债表编制研究[J].国有资产管理,2025(3):66-75.

[11]赵宗尹,张建中.企业经济活动分析中因素分析法的使用问题[J].山东经济,2004(7):81-82.

数元开启数据资产计量与流通新时代*

文/李永刚

2025年，全球首个数据资产专用计量单位——“数元”（DataYuan）即将由中企华大数据公司正式发布，标志着我国首次为数据资产构建标准化、可操作的计量体系。

这一创新不仅解决数据资产流通与定价的核心难题，更成为缔造数字世界的基石，为全球数据要素市场建设提供中国方案。若将此前的数据资产发展阶段称为1.0时代，“数元”的出现将开启数据资产2.0新时代。

一、数据资产的重要地位

2025年5月，国家数据局发布的《数字中国发展报告（2024）》显示，我国数字经济规模已突破50万亿元，占GDP比重达41.5%，位居世界第二。

数据资产作为数字经济的核心引擎，正成为稳定经济增长的关键动力：电商平台通过分析用户行为数据实现精准营销，提升销售效率；制造业企业依托设备运行数据开展故障预测与维护，降低成本、提高产能。数据对企业决策优化、商业模式创新的赋能作用日益凸显。

二、困扰数据资产流动性的难题

一是确权难。数据来源多元、主体复杂，所有权、使用权、收益权等权属关系难以厘清。例如，社交媒体平台上用户生成的数据，涉及用户、平台及第三方合作方，各方权利划分存在争议。

二是计量难。数据价值受质量、时效性、稀缺性等多重因素影响，缺乏统一计量标准。传统资产评估方法难以适配数据

*本文已发表在《中国会计报》2025年8月1日8版。

资产特性，导致其价值无法被精准衡量。

三是流通难。权属模糊、计量缺失，叠加数据安全与隐私保护要求，阻碍数据的跨主体流通。供需双方信任壁垒高筑，数据交易市场发展受限，资产价值难以充分释放。

三、数元的定义与内涵

“数元”是数据资产的最小单元计量单位，指特定行业业务场景中具有独立业务语义、可计量且能产生价值的数据集，是数据资产计量与管理的基础颗粒。其核心价值在于为数据资产的标准化计量和精细化管理提供可操作的“基础单元”，为破解数据资产困境提供新路径。

四、数元的重要意义

一是构建计量体系。数元的发布标志着我国首次为数据资产建立标准化、可操作的计量体系，使数据资产能像传统资产一样被精准计量，为定价、交易等活动奠定基础。

二是破解核心难题。通过数元的颗粒化划分，可清晰界定每个单元的权属主体，助力解决确权难题；同时，统一的计量标准将规范数据流通流程，降低交易成本，提升交易效率。

三是贡献中国方案。数元创新为全球数据要素市场建设提供中国经验，有助于

提升我国在数字经济领域的国际话语权，推动全球数字经济协同发展。

五、数元对数据资产新时代的影响

对于市场，数元推动数据资产市场规模化发展，吸引更多参与者入场，加速数据流通与交易。据预测，2025年我国数据要素市场规模有望达1,749亿元，2022—2025年复合增速将达28.99%，数元将为这一目标的实现提供关键支撑。

对于企业，企业可通过数元化管理深度挖掘数据价值，开发高附加值数据产品与服务，提升核心竞争力；同时，数元为数据资产入表提供精准计量依据，助力企业更全面地展现资产实力。

对于技术，倒逼大数据、区块链、人工智能等技术升级——需依托大数据技术实现数元的高效采集与分析，借助区块链保障权属安全与交易透明，依靠人工智能挖掘数元的潜在价值，推动技术与业务场景的深度融合。

数元的出现是数据资产领域的革命性突破，为破解确权难、计量难、流通难提供新思路。其推广应用将推动数据资产市场规范发展，释放数字经济潜力。但同时，数元的落地仍需攻克技术标准统一、法律法规完善等挑战，需政府、企业、社会协同发力，推动“数元革命”走深走实，助力数字经济可持续发展。

约定回购条款价值衡量和设计思路*

文/高文忠 王进江

2019年11月，最高人民法院发布《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称《纪要》），在“二、关于公司纠纷案件的审理”部分，首次对“对赌协议”的效力及履行进行司法解释。首先，《纪要》对于对赌协议的法律效力是认可的。其本质是一种投融资双方签订的合同。其次，《纪要》将减资程序作为法院认定对赌协议股权回购的前提条件。最后，《纪要》规定，对投资人向融资公司的现金偿付诉求予以支持，但前提条件是融资公司有可偿还的现金，即利润补偿的可行性。

2025年2月，国务院国资委发布新版《企业国有资产交易操作规则》（以下简称《国资规则》），旨在进一步规范国有资产交易行为，防范国有资产流失。其中第

三十条规定，交易双方不得在产权交易合同中或以其他方式约定股权回购、利益补偿等内容，不得以交易期间标的企业经营性损益等理由对已达成的交易条件和交易价格进行调整；第六十九条规定，不得为其他股东提供借款、担保等资金支持。

为此，本文从资产评估视角，对投融资协议中约定回购条款的优先权价值衡量及其赎回风险考虑和约定条款设定思路进行分析。

一、股东权利是否优先与股权价值匹配

2024年7月起施行的新公司法第一百四十四条规定，公司可以按照公司章程的规定发行下列与普通股权利不同的类别股，包括优先或者劣后分配利润或者剩余财产

* 本文已发表在《中国会计报》2025年8月22日8版。

的股份、每一股的表决权数多于或者少于普通股的股份、转让须经公司同意等转让受限的股份等，即新公司法允许同股不同权。

公司股权结构的普通股、优先股、期权等不同类别股的持股股东之间，股东权利不尽相同，包括不同股东之间的投票权、股利分配权和资产分配权等方面。2014年11月，国务院发布《关于开展优先股试点的指导意见》提出，优先股的股份持有人优先于普通股股东分配公司利润和剩余财产，但参与公司决策管理等权利受到限制。

按照私募股权投资优先权条款，包括购买权、优先认缴权、优先清算权、优先分红权、知情权、共同出售权、反摊薄条款、对赌协议、拖带权、保护性条款、回购权、优先投资权等优先权类别。其中，回购权是指投资人在公司不能完成上市等既定目标、公司或创始股东违约等的触发情形出现时要求公司或创始股东以特定价格购回其持有的股权的权利。股权回购亦是常见的股权退出方式之一。

股东权利不尽相同，其对应价值也不尽相同。基于公司层面，分配一个公司包括普通股和不同系列优先股等不同类别股权价值的完整且准确的方法称之为股权价值分配模型。该模型运用的步骤大体可分为四步：一是采用收益法或市场法，或资产基础法等适宜方法确定被投资目标公司在当前时点的股权整体价值。二是在梳理

各类股份享有的权利基础上，基于看涨期权定价模型（OPM），进行权利分配拐点的行使价值确定和期权差额计算。三是基于分配权限，进行各类股份权限百分比分配。四是在确定赎回、清算、同股同权等情形概率基础上，加权汇总确定各类股权价值。

二、约定回购条款赎回时对风险的考虑

在回购权条款中，股权回购价格一般由投资人所投资资金按一定的年投资回报率计算的投资本金和收益之和、投资人发出股权回购书面通知当日投资人所持有股权对应的公司净资产两者最大者确定，但当触发情形出现时，其赎回失败的风险较高。根据美国投资协会研究，由于投资标的属于创业初期企业，加上产品、技术及经营模式不成熟等原因，私募股权投资基金失败率高达60%以上。

《纪要》把订立对赌协议的主体分为投资方与目标公司的股东或者实际控制人“对赌”，与目标公司“对赌”等形式，对前者支持履行、对后者有前提条件即融资公司有可补偿的现金（利润）等，在履约股东以目标公司为主情形下，赎回的最大风险在于目标公司没有充足的现金也无法通过融资来获得，此时回购条款就会无法执行。这种情形通常有两种解决方式：是大股东赔偿股权结果是投资者成为公司大股东，二是公司进入清算程序投资者享有

优先清算权。

目标公司现金流主要取决于经营回报水平、融资信用等级或清算变现能力，在以约定回购价款为基础确定评估值时，需考虑执行风险影响，即评估值等于回购价款减预计损失金额。预计损失金额等于回购价款乘以预计损失率。预计损失率可基于目标公司投资收益率、已获利息倍数或清算变现率等指标来分析确定。

三、约定回购条款的设计思路

除普通股之外，对优先股等其他类别的融资大多是在目标公司的初创期和成长早期阶段。随着目标公司逐步走向成熟，其通常对优先股等其他类别的融资需求逐步减少。约定回购等优先权条款一般出现在对优先股等其他类别的融资协议中，究其原因是在此融资阶段目标公司的不确定性较大，通过约定回购条款，减少投资人的预期风险，利于融资款及时到位。这也是目标公司的融资代价。

股权架构设计贯穿公司发展各个阶段，处于不同发展阶段的公司需要不同类型的股权架构。针对优先股等其他类别融资的约定回购条款设计，对公司能否健康发展的重要性不言而喻，应审慎对待。

约定回购条款的设计思路至少包括三点：一是针对回购触发情形，如目标公司未来业绩预期或上市时间预计等，采用情景分析法形成多情景预测方案，通过期望收益形式进行敏感性分析，增加约定回购条款预期实现的可能性。

二是针对融资阶段所处外部环境，在宏观层面分析项目与资金的稀缺性。根据分析结果，反复权衡收益分配侧重于经营方还是投资方，一般情形是当好项目相对稀缺时侧重经营方，反之侧重投资方。

三是针对融资阶段的潜在投资方，深度挖掘其为目标公司可能带来的协同效应，要尽可能将潜在投资方作为目标公司未来的综合驱动者而非仅为单纯的资金提供方，包括利用其在专业领域的优势。



（2024年中企华第一届摄影大赛优秀照片）

拍摄人：评估一部·徐瑾

拍摄时间：2024年

照片简介：拍摄于河北省任丘市，某石化公司拟报废处置炼油装置项目现场勘。



中企华公司

地 址：北京市朝阳区工体东路18号中复大厦三层

电 话：86-10-65881818

传 真：86-10-65882651

邮 编：100020

投稿邮箱：yfb@chinacea.com

CHINA ENTERPRISE APPRAISALS

Add: F3, Zhongfu Building, No.18 Gongti East Road, Chaoyang District, Beijing, China

Tel: 86-10-65881818

Fax: 86-10-65882651

Zip Code: 100020

www.chinacea.com

yfb@chinacea.com



微信



官网