

附件

## **资产评估专家指引第2号——金融企业 首次公开发行上市资产评估方法选用**

本专家指引是一种专家建议。评估机构执行资产评估业务，可以参照本专家指引，也可以根据具体情况采用其他适当的做法。中国资产评估协会将根据业务发展，对本专家指引进行更新。

### **第一章 适用范围**

根据《金融企业国有资产评估监督管理暂行办法》（财政部令第47号）的规定，金融企业经批准拟在境内或者境外上市的经济行为涉及资产评估的，资产评估项目实行核准。为进一步提高金融企业首次公开发行上市资产评估方法选用的合理性，中国资产评估协会组织制定了本专家指引。金融企业到境外首次公开发行上市，还需考虑上市地是否存在特殊的证券监管要求，并采用符合其规定的做法。

### **第二章 影响评估方法选用的基本因素**

评估金融企业首次公开发行上市项目，需要根据评估对象、评估目的、价值类型、资料收集情况等相关条件，分析收

益法、市场法和成本法（资产基础法）三种资产评估基本方法的适用性，恰当选择一种或者多种资产评估基本方法。同时，需要充分考虑金融企业首次公开发行上市评估业务的特点及其对评估方法运用的影响。

## 一、评估对象

金融企业首次公开发行上市是指金融企业首次向社会公众公开发行证券，且随后该证券可以到证券交易所挂牌交易。金融企业首次公开发行上市实质是拟上市企业在一个特殊时点进行增资扩股，因此，评估对象是金融企业股东全部权益。

## 二、评估目的

根据金融企业首次公开发行上市评估的需求分析及资产评估的功能定位，评估报告的作用是在拟上市企业进行新股询价和定价过程中，对企业的股东权益价值发表专业意见。因此，金融企业首次公开发行上市资产评估目的可以披露为：对拟首次公开发行上市企业在评估基准日的股东全部权益进行评估，为国有出资人进行相关决策提供股东全部权益市场价值的参考依据，同时也可为发行人及其股东在新股定价和选择发行窗口期的过程中了解股东全部权益市场价值提供参考。

关于金融企业首次公开发行上市评估目的，在评估实务中存在一些误解，本专家指引澄清如下：

### （一）评估目的不能等同于定价

所谓定价就是确定新股发行价格或确定新老股本对价水

平。价格与价值既相联系又相区别，是两个不能等同的概念。由于价格的影响因素很多，所以资产评估提供的价值结论只是定价过程中需要考虑的主要因素之一，评估结论不应当被认为是对评估对象可实现价格的保证。

评估结论可以为定价提供股东全部权益的市场价值的参考依据，但评估结论不一定等同于交易价格，即金融企业首次公开发行上市资产评估目的不是为了直接形成定价结论。

## （二）评估目的不是为了确定发行底价

在股票市场整体股价水平长期偏离并低于股票价值的情况下，发行价格通常会低于股东全部权益的市场价值，即评估结论可能高于股票发行价格，此时，评估结论显然不可能成为发行底价。

反之，在股票市场整体股价水平长期偏离并高于股票价值的情况下，发行价格可能显著高于股东全部权益的市场价值，此时评估结论虽然可以成为发行底价，但是对政府监管部门来说，这样的底价无法起到防止国有资产流失的目的，对发行人及其股东来说，这样的底价对股票发行的参考意义也不大。

所以，金融企业首次公开发行上市资产评估目的不是用于确定发行底价。

## （三）公众投资者不是评估报告当然的使用者

评估报告使用者包括委托方、业务约定书中约定的其他评估报告使用者和国家法律、法规规定的评估报告使用者。证券

监督管理部门没有强制要求金融企业首次公开发行上市过程中必须进行资产评估。公众投资者一般不会成为业务约定书中约定的报告使用者，也没有相关的法律、法规规定公众投资者是法律、法规规定的评估报告使用者。其他阅读评估报告的第三方不能由于使用了该报告的结论产生损失而对资产评估师进行起诉。

### 三、价值类型

以持续经营为假设前提的金融企业价值评估，适用的价值类型主要是市场价值和投资价值。市场价值是指自愿买方和自愿卖方在各自理性行事且未受任何强迫的情况下，评估对象在评估基准日进行正常公平交易的价值估计数额。投资价值是指评估对象对于具有明确投资目标的特定投资者或者某一类投资者所具有的价值估计数额，亦称特定投资者价值。

投资价值适用于具有明确投资目标的特定投资者或者某一类投资者，市场价值广泛适用于市场上一般投资者。考虑到金融企业首次公开发行上市的评估报告使用者虽然是出资人、发行人及其股东，但发行对象一般涉及公众投资者，因此，一般情况下不适宜选用投资价值。

关于金融企业首次公开发行上市评估的价值类型，在评估实务中存在一些误解，本专家指引澄清如下：

（一）内在价值不是资产评估准则规范的价值类型。有观点认为金融企业首次公开发行上市的价值类型是内在价值。根

据国内外现有的评估准则，资产评估的价值类型中没有这种提法。内在价值的提出，参考了投资银行的专业术语。投资银行将收益法估值结果界定为内在价值，将市场法评估结论界定为市场价值，这样理解价值类型与评估方法之间的关系，与资产评估准则相关表述不相符。因此，不建议采用内在价值的提法。

（二）即使考虑了首次公开发行上市募集资金的影响，价值类型仍然可能是市场价值。有观点认为考虑首次公开发行上市募集资金影响就是投资价值。在市场价值的范畴内考虑首次公开发行上市募集资金影响，实质是对资本规模及结构的假设，并未涉及到价值类型的变更。

#### **四、评估条件**

金融企业首次公开发行上市评估资料收集情况等相关条件，需要重点关注发行窗口的要求。

##### **（一）评估资料收集情况**

金融企业首次公开发行上市评估需要收集的资料较多，选择评估方法时需要考虑时间的紧迫性。采用资产基础法评估需要企业配合填报大量评估明细表，资料收集时间比较长，一般难以满足首次公开发行上市的时间需求。采用收益法和市场法评估时，收集资料的时间相对较短，有利于评估工作的推进。

##### **（二）评估结论的有效期**

有观点认为如果在首次公开发行上市过程中采用市场法评估，由于发行窗口的存在，会在客观上缩短评估结论的有效

期。如果从评估基准日至发行日之间股价波动较大，可能需要调整评估基准日重新评估。但是，也有观点认为如果评估结论的价值类型为市场价值，即使可比企业股票交易价格出现较大波动，评估结论也不应在短时间内出现较大变化。

综合以上两种观点，本专家指引建议资产评估师在采用市场法评估首次公开发行上市项目时，一定要关注所选择的可比上市公司股票交易价格的代表性和合理性。另外，用于定价目的的股票发行价格估计数，通常只在发行窗口期内有参考意义，但是，金融企业首次公开发行上市评估报告提供的评估结论不是股票发行价格，而是股东权益的市场价值，因此，评估结论有效期不需要做出特殊规定。

## 五、评估假设

金融企业首次公开发行上市资产评估项目中的评估假设，需要重点关注募集资金的处理方式。

### （一）收益法

首次公开发行上市都伴随着资金募集的经济行为。金融企业首次公开发行上市募集资金的用途主要有两类，其一是补充资本金以满足资本监管要求；其二是在没有资本监管压力的情况下进行扩大再生产。

#### 1. 评估实务中的传统做法

在金融企业非首次公开发行上市评估项目中，一般不考虑没有明确投资计划和筹资渠道的扩大再生产，但是为了满足持

续经营的假设，都要按照最低资本要求，以增资扩股或发行次级债等方式考虑必要的新增资本投入。

## 2. 评估实务中的不同观点

有观点认为，金融企业首次公开发行上市能够获得大规模的募集资金是这种经济行为的一个特点，也是一种机会价值，如果评估时不考虑募集资金带来的有利影响，则体现不出首次公开发行上市与其他经济行为的区别，会低估股东权益价值。

也有观点认为，其他经济行为也可能使企业获得新的股本金，但评估时通常也没有考虑经济行为实现后新股本的贡献。况且，企业首次公开发行上市募集资金存在不确定因素，比如是否能够成功上市，是否能够按照预期价格和发行规模募集到资金，在评估时还无法确定，如果考虑募集资金的影响，一是在操作上有一定难度，进而会影响到评估结论的准确性，二是与其他经济行为的评估项目相比，会因为做出了不同的假设而导致股东权益价值高估。因此，关于追加资本的投入，需要比照金融企业非首次公开发行上市评估项目的处理办法，即只考虑满足最低资本要求的新增资本投入。

## 3. 本专家指引给出的建议

（1）委托方对评估目的的理解和对评估报告的用途决定评估假设的设定。

如果委托方要求遵循金融企业评估一贯的假设原则，则在金融企业首次公开发行上市评估项目中不需要考虑募集资金

的影响。

如果委托方要求评估和定价所遵循的假设前提要保持一致，则需要在金融企业首次公开发行上市评估项目中考虑募集资金的影响。因为股票发行前拟上市公司已经公开了募集资金的预计规模和用途，股票发行价格中已经包含了对募集资金的相关预期。如果评估报告使用者需要在考虑了募集资金影响的相同前提下对比评估结论和定价结果的异同，则评估报告需要满足评估报告使用者的需求。

(2) 当考虑募集资金的影响时，需要注意的事项有：

① 在评估假设中明确披露已经考虑了募集资金的影响；

② 在评估报告中明确披露关于募集资金的规模和到位时间的假设结论和依据；

③ 在计算评估基准日股东权益价值时，如果收益预测考虑了募集资金的贡献，则还需将募集资金以资本性支出、营运资金追加额或净资本追加额等形式进行扣除；

④ 每股评估值与发行价格并不必然相等。募集资金的规模一方面取决于发行股数，另一方面取决于每股发行价格。在预期募集资金规模不变的前提下，发行股数的调整会使每股发行价格也发生相应变化。因此，比较每股评估值与发行价格时，需要关注两者采用的股票发行数量是否一致。

例：某银行首次公开发行上市评估报告中，对股票发行的假设如下：

(I) 股票发行前，根据被评估单位及其股东与全国社会保障基金理事会(以下简称“社保基金”) ×年×月×日签署的股份认购协议，社保基金出资认购被评估单位发行的人民币普通股100亿股，每股面值人民币1元，出资后社保基金持有被评估单位3.70%的股份，原股东持有被评估单位的股份比例均为48.15%，本次评估假设发行前被评估单位的股权结构以此协议的约定为准；

(II) 被评估单位假设发行新股共计548亿股，其中：A股公众持股数256亿股、持股比例为7.873%，H股公众持股数为292亿股，持股比例为8.998%，原股东和社保基金持股数不变，持股比例分别为40.025%、40.025%、3.079%；

(III) 被评估单位预测期首次公开发行股票募集资金金额是根据被评估单位拟发行新股股数，并假定按照本次评估结论进行定价而确定的。

该银行首次公开发行上市评估报告中对股本的预测结果相应如下：

被评估单位在评估基准日共有股本2600亿股。预计×年×月，被评估单位通过首次公开发行人民币普通股A股和H股共计548亿股，向社保基金定向发行100亿股，共计融资152.5亿元。截止×年末共有股本3248亿股，预计以后年度其股本不再发生变化。

## (二) 市场法

如果考虑募集资金的影响，采用市场法评估时需要关注价值比率的计算口径，以发行后股份数量和考虑了募集资金的贡献来计算每股指标。

比如，在净资产相同的情况下，资本市场计算拟上市公司每股净资产有两种不同口径可供选择，其一是不考虑新股发行计算的发行前每股净资产，其二是考虑了新股发行计算的发行后每股净资产，两者在数值上可能不同。例：某银行首次公开发行股票上市招股说明书披露的发行前每股净资产为人民币1.43元，发行后每股净资产为人民币1.52元，按发行前每股净资产计算的发行市净率为1.88倍，按发行后每股净资产计算发行市净率为1.76倍。评估价值比率如果选用了市净率，需要以拟上市公司发行后每股净资产为基数计算评估值，同时，在选取可比企业时，资本规模的选择标准需要以考虑了募集资金的规模为准。

同样的原因，在收益相同的情况下，由于增发新股使得分摊到每一股的利润相应减少，所以发行后每股收益被摊薄了，数值小于前者。因此，根据发行前每股收益与发行后每股收益计算的发行市盈率也不同。评估价值比率如果选用了市盈率，需要以拟上市公司发行后每股收益为基数计算评估值，同时每股收益需要以考虑了募集资金贡献后的预测收益为准。

例：某银行首次公开发行上市评估报告中，采用动态市净率进行评估，评估基准日净资产规模调整如下：

被评估单位合并报表归属于母公司所有者权益在评估基准日为342,819百万元，股份总数为260,000百万股，假设次年4月社保增资15,250百万元，持股数量10,000百万股，次年7月公开发行股份募集资金净额为134,836百万元，预计被评估单位次年合并报表归属于母公司所有者的净利润为80,587百万元。假设当年净利润的30.98%用于支付股利，则期末归属于母公司所有者权益为548,526百万元，每股净资产BPS为1.7440元。

$$BPS = \frac{548,526}{\left( 260,000 + 10,000 + \frac{137,588}{BPS \times PB} \right)}$$

经计算，被评估单位动态市净率PB为1.77，则每股评估值为： $P = 1.7440 \times 1.77 = 3.09$ 元。

被评估单位在评估基准日股份总数为260,000百万股，则股东权益评估值为： $3.09 \text{元/股} \times 260,000 \text{百万股} = 803,400$ 百万元。

### （三）资产基础法

采用资产基础法通常无法考虑募集资金的影响。

考虑到市场法和收益法可以也需要考虑募集资金的影响，而资产基础法无法考虑募集资金的影响，如果资产基础法与其他两种方法并存就会存在评估假设不一致的情形。因此，从这个角度看资产基础法通常不适用于金融企业首次公开发行上市评估。

## 六、评估结论形式

企业首次公开发行股票上市前指定发售价格一般采用区间的形式。考虑到金融企业首次公开发行股票上市评估结论可以作为发行定价的主要参考指标之一，因此，金融企业首次公开发行股票上市的评估结论也适宜以区间值形式反映，同时可以通过综合判断不同方法评估结论的相互关系或采用概率分析等方法在区间之内确定一个最大可能值。

例：在某资产管理公司首次公开发行股票上市评估项目中（注：该项目没有考虑募集资金的影响，因此每股净资产以发行前股本数计算。），评估机构采用收益法得到的股东全部权益价值为6,542,076.40万元人民币，折合每股2.17元人民币；采用市场法得到的股东全部权益价值区间为6,056,354.99-7,004,709.18万元人民币，折合每股2.01元-2.32元人民币。该评估报告选定收益法评估结果作为最终评估结论。

据了解，后来该只股票在香港公开发售获161.13倍的高倍认购，其发售价定为指定发售价区间的最高价3.58港元/股，按当时汇率折合2.80元人民币。考虑到评估结论与发售价之间的紧密关系，以及评估过程中或多或少地存在不确定性因素的影响，最终的评估结论也适宜采用区间形式。

## 第三章 评估方法的选用

金融企业的类别很多，本专家指引以当前评估实务中最有代表性的银行、证券和保险公司为例，分析收益法、市场法和资产基础法三种基本评估方法在金融企业首次公开发行上市评估中的适用性。

## 一、收益法的适用性分析及选择建议

### （一）评估方法对评估目的的满足度

从评估方法与评估目的的契合度来看，收益法适用于金融企业首次公开发行上市评估项目。

1. 股票市场上成熟的投资者非常关注企业上市后的盈利水平。收益法通过将预期收益进行折现来反映评估对象价值，即企业未来的盈利能力和风险程度是决定评估值高低的关键参数。收益法评估思路符合经济学的投资原理，符合金融企业首次公开发行上市的评估需要。

2. 金融企业业务经营具有严格的行业监管规定，净资本、业务种类和规模等风险控制指标都有具体的量化标准，同时，金融企业的资产构成不同于工商企业，客户资源、经营网络、商誉等无形资产在企业价值创造过程中发挥着重要的作用。收益法不仅要求盈利预测当中的各项资产、负债和收益水平符合金融企业行业监管要求，同时能够充分体现金融行业所特有的无形资产的贡献，符合金融企业首次公开发行上市的评估需要。

3. 采用收益法评估金融企业首次公开发行上市股权价值，

可以灵活考虑募集资金的影响。当未来盈利预测考虑了募集资金的影响时，评估结论能较好地满足首次公开发行上市经济行为的特殊需要。

## （二）评估方法使用前提条件的满足度

从评估方法的使用前提条件来看，金融企业首次公开发行上市评估项目通常能够满足收益法的要求。

1. 收益法是一种比较成熟的评估方法。在我国，收益法的评估模型不仅为广大投资者所了解和接受，评估参数的确定也具备相应的市场基础，同时，在以往的金融企业首次公开发行上市评估项目中，收益法也得到了广泛运用。

2. 对于拟上市公司而言，大多具有3年以上的连续经营业绩，所以被评估企业能够提供比较完整的关于企业历史经营情况的资料。

3. 在企业首次公开发行股票上市申报材料中，需要披露经审计的相关经营和财务数据，同时向投资者充分展示和解释未来收益预测的情况，以及拟募集资金的规模和用途等，这些资料也是收益法评估需要收集的资料。因此，资本市场对拟上市公司信息披露的要求，有利于提高收益法评估所需资料的可靠性。

4. 金融企业业务经营报告等专项材料有助于评估机构判断企业未来收益和风险水平。为了满足行业监管要求，金融企业会定期向政府监管部门提供相关业务经营数据。比如，人寿

保险公司每年向中国保监会报送《精算报告》，对公司现有业务、新业务、偿付能力、风险揭示、内含价值等方面进行专项说明。保险公司收益预测一般通过精算技术由精算软件模拟进行，各项精算假设一般均有经验丰富的精算师通过企业历史经验数据并结合行业监管指标得出。通过精算手段得出的盈利预测结果，考虑了保险业务收入与支出的长期性与不平衡性，比较精确地计算了在一定假设条件下公司业务的价值，可以为收益法评估提供有益参考。

总之，在金融企业首次公开发行上市评估项目中，收益法具备很强的适用性，可以广泛运用。

## 二、市场法的适用性分析及选择建议

### （一）评估方法对评估目的的满足度

从评估方法与评估目的的契合度来看，市场法适用于金融企业首次公开发行上市评估项目。

1. 企业选择首次公开发行股票上市的时机很重要，并且金融企业首次公开发行上市资产评估与股票发行定价之间有着紧密联系。市场法通过参照可比上市公司或可比交易案例近期市场交易价格水平来确定评估对象的价值，评估途径简单、直观，评估结果最贴近市场。因此，市场法评估思路符合金融企业首次公开发行上市的评估需要。

2. 市场法将企业作为一个整体进行评估，所选择的可比上市公司股票交易价格或可比案例股权交易价格已经体现了金

融企业无形资产的贡献。

## （二）评估方法使用前提条件的满足度

从评估方法的使用前提条件来看，金融企业首次公开发行上市评估项目能否选用市场法，还需区分不同细分行业、具体评估方法区别考虑。

1. 市场法是市场经济发达国家进行企业价值评估最常用的方法，但是市场法在我国的运用相对比较晚，不同评估机构对可比性的判断标准、价值比率的选择和差异调整方法等关键事项的理解和处理方法尚未统一，在一定程度上影响了市场法的推广。比如，在评估保险公司时，由于价值比率一般为静态指标，很难对被评估企业与可比公司在不同阶段的保费结构、保单持续时间、偿付能力等经营特点和风险差异做出调整，使得市场法评估结果具有较强的主观性。另外，关于缺乏流动性折扣、控制权溢价或缺乏控制权折价的理论研究和实务操作也没有达成共识，标准的缺失与数据的不统一将直接影响市场法评估结论的可靠性。

2. 采用市场法的基本前提是有一个比较发达的资本市场。我国证券市场虽然经历了20多年的发展，已经取得了长足进步，但目前关于我国资本市场的有效性的争议，还是在一定程度上影响了市场法的推广。

3. 近年来，在假设资本市场有效的前提下，企业价值评估项目中市场法的运用案例逐渐增多。由于上市公司股价及经营

情况等相关信息资料公开，数据较容易获取，可以优先考虑采用上市公司比较法进行评估。根据中国证监会2014年4季度上市公司行业分类结果，我国A股市场共有金融类上市公司45家，其中，银行16家，证券公司21家，保险公司4家，信托等其他金融公司4家。一般认为目前银行、证券公司的评估可以选用上市公司比较法，而保险公司、信托公司由于现在的对比企业数量偏少，特别是不同保险公司之间在资产规模和业务构成等方面可能存在较大差异，所以不建议现阶段采用上市公司比较法。随着产权交易市场的不断发展，金融企业并购案例的逐步增加，在可以获得足够的交易信息的前提下，也可以尝试交易案例比较法。比如，目前评估行业对基金公司的评估多采用交易案例比较法。

总之，在金融企业首次公开发行上市评估项目中，需要结合被评估企业所在行业的市场交易情况，有针对性地考虑市场法的适用性。在我国现阶段，一般而言，银行、证券公司已经具备采用上市公司比较法的运用条件，在其他细分行业，市场法一般适宜作为一种辅助方法。

### **三、资产基础法的适用性分析及选择建议**

#### **（一）评估方法对评估目的的满足度**

从评估方法与评估目的的契合度来看，资产基础法通常不适用于金融企业首次公开发行上市评估项目。

资产基础法按照企业重建的思路，通过将构成企业的各种

要素资产的评估值直接加总，再扣减负债后求得企业整体价值。如果只是以企业资产负债表为基础，对企业的各项资产、负债进行评估后汇总得到净资产价值，容易忽略企业的整体获利能力，无法体现金融企业的商业模式和经营特点对企业价值的影响，也较难反映对金融企业收益具有决定作用的客户资源、经营网络、品牌信誉等无形资产价值，难以满足首次公开发行上市资产评估的需求。比如，在评估保险公司企业价值时，由于保险公司主要通过两类业务获取收益，一是在保险公司购买索赔权的客户所支付的投保费，二是保险公司利用“浮存金”进行投资所产生的收益。保险行业的特点及特有的商业模式使得保险公司的价值不能简单地由各单项资产的价值扣除负债后的净值反映，除了账外客户资源、经营网络、商誉等无形资产价值容易漏评外，保险合同的权益及其带来的充沛的现金流量资源也是保险公司价值的重要体现。因此，对保险公司企业价值进行评估不适用资产基础法。即便对重要的无形资产单独进行评估，也多采用收益途径，其实质与采用收益法评估企业整体价值是一致的。在已经使用了收益法进行企业整体价值评估的报告中，这么操作会显得冗赘。

## （二）评估方法使用前提条件的满足度

从评估方法的使用前提条件来看，金融企业首次公开发行上市评估项目通常在时间上难以满足资产基础法的要求。

企业首次公开发行上市评估一般需要在企业获得初步发

行许可至实际询价期间完成，时间紧迫。如果采用资产基础法，除了审计工作必须按时完成，资产评估也会因为金融企业分支机构网点多而难以按时完成资料收集、现场勘查等必要的评估程序。

由此可见，资产基础法不适用于金融企业首次公开发行上市评估项目。

#### 四、评估方法运用建议

在运用收益法和市场法评估金融企业首次公开发行上市评估项目时，除了要遵循金融企业一般企业价值评估业务中的技术规范，还要考虑企业首次公开发行上市评估业务的特点。本专家指引结合企业首次公开发行上市评估业务的特点，在评估方法运用方面提出如下建议：

##### （一）关注金融企业生命周期对企业价值的影响

金融企业在发展过程中都会伴有融资，不同的行业会有不同的融资模式，而且融资模式会随着企业的发展发生变化。美国注册会计师协会指出，企业在不同的发展阶段形成不同的价值，并且这些阶段的价值并不是线性排列的。按照企业产品研发进度、收入规模、利润或现金流量水平，以及融资方式等特征，可以将企业生命周期依次划分为六个阶段，其中对于准备首次公开发行上市的企业而言，一般处于第四、第五、第六发展阶段（《Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation》）。在这三个阶段中使用收益法评估企

业价值，需考虑评估参数的相互关系。比如，处于第六阶段的首次公开发行上市的企业，已经有了既定的财务历史数据，现金流的预测可以基于既定的财务历史数据，预测结果的可靠性往往高于早期阶段。第六阶段的折现率也往往低于第五阶段和第四阶段的折现率。根据上述原理，以国内银行业为例，四大国有银行和全国性股份制银行上市时一般处于稳定的第六阶段中后期，而城商行往往是处于第五阶段后期或第六阶段早期，在估值确定权益资本成本时，需要充分考虑不同银行处于不同生命周期的区别。

美国注册会计师协会还对比了企业首次公开发售前企业权益资本成本。首次公开发售往往会降低企业的资本成本从而提高企业价值。首次公开发售前，私人所有企业的权益资本成本往往在20%-35%；相反，对于新上市公司来说其权益资本成本范围在15%-25%。在其他条件相同的情况下，权益资本成本下降，提高了企业价值，并且从一个方面解释了企业的首次公开发行价格通常明显高于在首次公开发行上市之前少数股权的每股价值。

由此可见，企业的发展阶段也会影响到评估方法、主要参数的选择。因此，在金融企业首次公开发行上市评估过程中，需要关注金融企业的生命周期对企业价值评估的影响。

## （二）关注不同经济行为对流动性折扣的影响

金融企业首次公开发行上市过程中，被评估企业处于一个

非常特殊的时点。随着上市进程的不断推进，拟上市企业的流动性会产生较大变化。一般认为上市公司的股权具有较高的流动性，而非上市公司的股权缺乏流动性。在金融企业首次公开发行上市评估基准日，被评估企业属于拟上市企业，其股权的流动性正好处于非上市公司与上市公司之间，并且还处于不断变化的过程之中。因此，金融企业首次公开发行上市评估需要恰当反映流动性变化对企业价值的影响。

国有金融企业首次公开发行上市的历程通常包括“三部曲”，即企业改制、引进战略投资者和上市三个阶段，每个阶段对应一个经济行为，对应一个评估目的。在评估实践中，针对这三个评估目的分别出具的评估报告，应反映出流动性折扣的差异。考虑到改制、引进战略投资者和上市的时间顺序，以及投资者对被评估企业股权流动性的预期越来越强，首次公开发行上市评估报告估算的流动性折扣通常低于改制、引进战略投资者两个评估报告的水平。

### （三）关注企业公开发行上市地对企业价值的影响

有观点认为，金融企业首次公开发行上市如果选择不同的股票市场，则企业价值评估也会得到不同的结论。本专家指引建议结合市场价值的定义，以及评估方法运用过程中参数的选取条件等因素，综合判断上市地对评估结论的影响。

从理论上讲，由于金融企业首次公开发行上市评估的价值类型适宜选择市场价值，而市场价值代表的是一个在评估基准

日可使评估对象进行正常公平交易的市场，是自愿买方和自愿卖方在各自理性行事且未受任何强迫的情况下选择的市场，因此，为确定评估参数而选取的参照市场需首先要满足价值类型的基本要求。从评估实务上看，为确定评估参数而选取的参照市场主要有两种选择，一是拟上市地的资本市场，二是经营所在地的资本市场。一般情况下，建议优先选择拟上市所在地的资本市场数据确定评估参数。如果在拟上市所在地的资本市场找不到合适的可比企业，在满足评估方法基本适用条件的情况下也可以考虑使用经营所在地的资本市场上的可比企业，同时注意是否存在调整事项。比如，采用上市公司比较法确定流动性折扣时，如果所选取的可比公司所在上市地与被评估企业拟上市地不同，则需要按照拟上市地资本市场的股权流动性水平对参照市场的相关数据结果进行必要的调整。