附件3：

资产评估操作专家提示——金融企业收益法评估模型与参数确定

（征求意见稿）

本专家提示是一种专家意见。评估机构执行资产评估业务，可以参照本专家提示，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，对本专家提示进行更新。

**一、总则**

第一条 为指导评估机构在金融企业评估业务中运用收益法中国资产评估协会组织制定了本专家提示。

第二条 金融企业收益法评估模型和参数确定应满足《资产评估准则——企业价值》、《金融企业国有资产评估报告指南》等相关规范文件的要求。

第三条 不同类型的金融企业，如：银行、证券、保险、信托等公司应根据各自的业务模式，选取适当的评估模型和参数。

第四条 金融企业是特许经营行业，行政监管严格，在收益法评估模型和参数应适当考虑并在资本充足率等指标中有所体现。

**二、评估模型**

第五条 金融企业收益法评估模型与参数确定，应区分控股性产权变动业务和非控股性产权变动业务。

第六条 在金融企业控股产权变动业务中，金融企业收益法评估可以采用股权自由现金流量折现模型，其中，股权自由现金流量的计算可以参照如下公式：

股权自由现金流量=净利润-权益增加额++其他综合回报

其中：

净利润是由由公司的收入减去支出决定的；

权益增加额与资本性支出和营运资金增加额之间存在差异，概念不应混同。

权益增加额应通过所有者权益科目的变化进行预测。

第七条 根据评估对象的周期特点，采用两阶段或三阶段或其他评估模型，报告中应说明采用模型的理由。

可以通过长期监测并计算利润波动幅度的变异系数来判断行业的周期性，进而客观、科学地预测企业未来的收益和风险。

第八条 企业持续经营中，待企业达到正常稳定经营后，评估模型可以考虑永续期间的价值，永续模型可以采用永续不增长模型。若采用永续增长模型，则应在折现率中适当体现这一要求。

在采用永续增长模型中，增长率应根据企业的留存收益率和股利分配率合理确定。

在永续增长阶段通常不考虑通货膨胀率。

第九条 金融企业控股权评估业务中，根据业务特点和经营模式，可以采用企业现金流量折现模型。如，金融租赁公司等。

第十条 金融企业非控股评估业务中，可以采用股利折现模型，以股利作为折现因子，可以通过资本资产定价模型、风险累加模型等确定折现率。

股利折现模型亦可以采用增长模式，增长率应根据企业的留存收益率和股利分配率合理确定。

**三、评估思路**

第十一条 金融企业收益法评估中，宜按照预测资金来源即负债——资金使用即资产配置——资金产出即企业收益——资金耗费即成本-费用的路径进行预测，具体操作是：先预测未来的资产负债表，再根据资产配置情况预测收益、成本和费用，同时应编制所有者权益变动表。

第十二条 收入预测中应根据企业的业务类型，细分收入构成项目，其中：

银行收入包括利息收入、手续费收入、投资收益和其他业务收入等；

证券公司收入包括手续费及佣金收入、证券承销业务收入、代理买卖证券业务收入、利息收入、投资收益及其他业务收入等；

信托公司收入包括手续费收入、投资收益和其他业务收入等；

寿险公司收入包括已赚保费、分出保费、提取未到期责任准备金、投资收益和其他业务收入等。

第十三条 在银行的利息收入和支出预测中宜根据银行的贷款结构和确定的利率标准计算利率收入和利息支出。

第十四条 在寿险公司的已赚保费和保费收入预测中，应根据评估基准日已经签署的保险合同和企业的发展策略合理预测未来的保费收入。

第十五条 寿险公司准备金的预测除根据现行的监管文件预测外，可以借助于保险公司的精算软件。

第十六条 保险公司的手续费收入预测中根据国民经济的整体发展和保险深度的加强，对未来市场进行预测，得出不同产品的保险业务收入。

第十七条 信托公司的手续费收入预测中宜通过合理预测信托资产规模和信托手续费费率，其中信托手续费率宜采用评估对象本身的费率。

第十八条 金融企业的投资收益的预测宜根据资产配置规模和期望报酬率合理预测，其中投资收益的期望报酬率应注意与折现率中采用的股东期望报酬率之间的匹配关系。

第十九条 金融企业的营业费用预测中，应考虑随着营业收入带来的费用必然增长。

在费用预测中，可以根据企业的核算特点，分别固定性费用和变动性费用测算，其中人员费用应注意到人员数量与人均工资薪酬的匹配。同时应知悉同行业的平均水平。

第二十条 金融企业的资本性支出科目的预测应根据行业监管的要求逐年测算，特别注意监管中对于净资本的要求。如：根据银行业监督管理部门对银行的资本充足率的要求，预测银行的资本、净资本，并转化为净资产，体现在预测的资产负债表中。

第二十一条 在金融控股公司的评估中，有两种思路可供选择。

第一种思路：母公司报表基础下评估金融控股公司价值

在这种模式下，金融控股公司总部为管理性总部，为费用中心，发挥控股内部资源配置的作用。各子公司在总部的管理下根据业务范围独立经营，在收益法评估中，可以对金融控股企业母公司及各长投板块分别采用相应的收益法评估模型进行评估，将各长投板块评估值作为溢余资产加回。

各长投板块评估模型的参数确定参照以上各章节中介绍的方法进行。不同之处在于金融控股公司母公司的折现率，可参照各个板块所在行业上市公司的风险系数结合板块权重进行设定。权重的确定通常根据收入或者利润比重进行测算，不应以资产作为权重确定的依据。

这种评估思路的优点是途径清晰，无需考虑剔除少数股东权益；缺点是金融控股企业各板块间的协同效应未能在估值中得到有效反映。

第二种思路：以合并会计报表和分部报告为基础评估金融控股公司价值

这种思路以金融控股企业合并利润表，分析合并口径的收入和成本构成，一般以合并审计报告中披露的分部报告信息作为预测基础，对各个板块业务类型逐一了解、分析，确定各个业务的收入和成本。这个过程和思路一中途径近似。

在管理费用和营业费用的预测中，需要就金融控股公司整体测算，考虑各个板块之间的协同性。

这种评估思路的优点是能够在估值中反映板块间的协同效应。但是这种思路在操作中对于合并层面的所得税预测和少数股东损益的预测较为复杂。

我国目前的所得税政策在很大程度上出现了与会计准则趋同的趋势，会计政策与所得税政策之间的时间性差异在会计准则下基本得到了解决，永久性差异未能得到解决，但是永久性差异对价值评估而言，比重较小，可以忽略不计。

少数股东损益是按照各个子公司的公司章程规定，对利润分配形成的结果，由于金融公司对各专业公司持股比例可能存在差异，少数股东损益应根据各公司盈利状况单独确定，加总确定少数股东损益。

**四、评估参数**

第二十二条 金融企业控股权评估业务中，宜采用股权自由现金流作为折现因子，采用资本资产定价模型（CAPM）等确定折现率。



式中：

rf：无风险报酬率；

rm：市场期望报酬率；

βe：评估对象权益资本的预期市场风险系数；

ε：特有风险调整系数。

第二十三条 在采用企业现金流量折现模型评估中，折现率应采取WACC模型确定，其中，企业的资本结构宜根据预测期的资本结构动态确定。

第二十四条 金融企业折现率中的贝塔值计算应注意基准日和未来预测期资本结构的影响，银行、证券、信托和保险公司多采用无杠杆贝塔，多元金融可以使用有杠杆贝塔值。

贝塔值采用回归法计算，可以上证指数代表整个市场，用以计算个别股票的市场风险程度。

**五、评估结论**

第二十五条 金融企业的收益法评估结论可以采取区间值形式。

**六、评估报告的注意事项**

第二十六条 在金融收益法评估报告中应披露评估假设和预测基准，如：银行的不良率，资本充足率，存贷比等指标；保险公司的费用率，投资收益品种和投资收益率等指标。

第二十七条 评估结论是否考虑了具有控制权溢价或者缺乏控制权折价，或流动性对评估对象价值影响的，应当披露溢价或折价数值的测算过程及确定依据，并对相关差异进行分析说明；

第二十八条 评估报告中应就未来收益预测是否考虑了通货膨胀的影响应给予适当说明。

《资产评估操作专家提示—金融企业收益法评估模型与参数确定（征求意见稿）》起草说明

为指导金融企业收益法评估模型和参数确定，在现有准则体系下，满足金融企业产权交易等经济行为，中国资产评估协会（以下简称“中评协”）组织起草了《资产评估操作专家提示——金融企业收益法评估模型与参数确定（征求意见稿）》。为便于全面理解本专家提示的内容和相关背景，现将有关起草情况说明如下。

一、发布《资产评估操作专家提示——金融企业收益法评估模型与参数确定（征求意见稿）》的必要性

收益法在金融企业产权变动等经济行为价值评估中成为主流的评估方法，2008年财政部颁布《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）(以下简称“47号令”)，列示了应当进行资产评估的行为，简单来看，金融企业的经济行为可以分为：整体改制、产权变动（包括增资扩股和引进战略投资者）和上市。在实务中，一般来看，整体改制以核实资本金为目的，因此资产基础法为首选方法；在产权变动和上市等行为中，以判断企业价值为核心，收益法成为主流的评估方法。同时在上市公司重大资产重组涉及的金融企业评估中，收益法评估占比在85%以上。

金融企业与实体企业在运营模式、风险控制和资本约束方面均有着巨大差异，这导致企业价值评估中从模型到参数均有着较大差别，而目前金融企业收益法评估已经成为行业主流的评估方法，收益法评估结果是金融企业股权转让、产权变动等经济行为的重要价值参考依据。而实务中收益法的模型和参数也呈现出“百家争鸣”的现象，缺少必要的规范和指导。发布金融企业收益法评估模型与参数确定专家提示的必要性主要体现在以下三个方面：

（一）金融企业与其他企业相比具有显著的特征

金融企业是指执行业务需要取得金融监管部门授予的金融业务（银行业务、证券业务、保险业务）许可证的企业。

金融企业与实体企业相比，主要有三个方面的区别：

1．监管要求的特殊性：资本约束

全世界的金融企业都会受到严格的监管，只是监管程度不同。一般来看，主要有三种监管模式：

（1）银行和保险公司必须维持法定的资本比率——基于净资产的账面价值和经营资产计算。这样的目的是确保企业能将业务集中在自己能够管控的范围之内，风险可控。

（2）资金投向受到限制——美国和我国的法律均规定银行不得从事投资银行业务。

（3）企业的重组行为受到行业的严格监管——这是第二点的延续，重组行为的监管主要体现在现有金融企业的股东资格需要经过政府主管部门的审核，不符合规定，不能持有金融企业股权；两个金融企业之间的合并亦收到严格控制。

2．会计核算的特殊性：各项准备金

尽管都施行统一的会计准则，但是金融企业与其他企业依然存在差异，主要表现在：

（1）金融企业的资产中配置中数量较多的金融资产，如：金融工具、债券等金融产品，这些资产都需要以公允价值计量，相对于其他企业的资产，金融企业的资产交易较为频繁，有长期稳定的市场交易信息可循。因此这会使得按照资产负债表计算的各项财务比率与其他公司不具有可比性。

（2）短期的亏损与长期的赢利：金融企业是经营风险的企业，因此一般在会计核算中，每年都会计提风险准备金，以便在资产损失时，不会给企业带来大的震动，这样的做法处于会计谨慎性原则，但是这样的做法使得各年度的利润得以平滑。

3．会计要素的特殊性：如何定位负债

负债是企业融资的一种渠道，在金融企业负债的作用还不止如此：

（1）负债是金融的原材料，不是企业的资本：在一般企业，没有负债经营，在财务上的影响就是没有财务杠杆，但是企业可以开工生产。在金融企业没有负债，企业就没法开工。如同“等米下锅”一样，负债是金融企业的米，在经营前务必取得“米”，才能经营。

（2）负债的内涵：在金融企业负债的内涵变得比较模糊。这里涉及到营业利润的核算问题，一般企业将负债的利息放在财务费用核算，不影响企业的营业利润。但是在金融企业，收入中要扣减负债的成本支出，如银行支付给客户的存款利息，构成银行成本的一部分，需要在营业利润中核算。

（二）评估实务中评估金融企业收益法评估模型与参数确定路径各异

尽管收益法为主流评估方法，但是在评估模型和参数确定中存在很大差异。从文献来看，以银行的收益法为例，ezaee（2001）提出了“银行的价值等同于银行为了经济利益的净现值”。同年，Benninga和Sarig（2001）也提出了采用股权自由现金流（Free Cash Flow to Equity；FCFE）评估商业银行价值的方法。他们注意到了银行与生产性企业的差异，考虑到银行的特殊性，提出在评估过程中要进行评估观念的转化，并且对资产负债表和利润表应进行适当调整。随着时间推移，评估思维进一步解放，评估技术进一步改进和成熟。

Tim Koller，Marc Goedhart，David Wessels（2005）同时肯定了在商业银行价值评估中应使用权益现金流，而不是企业自由现金流（Free Cash Flow for the Firm，FCFF）。另外他们还提出了权益现金流的两种计算路径：

（1）权益现金流=净回报-权益增加额+其他综合回报

（2）权益现金流=支付给股东或者自股东处收到的现金进行加总，包括股息、股票回购和新股发行。

Tim Koller，Marc Goedhart，David Wessels（2010）一起撰写了一本书Valuation: measuring and managing the value of companies。在书中他们对保险公司的评估也提出了建议：“与银行一样，要了解保险公司的业务也有赖于风险的准确评估”，另外保险公司的现金流需要延续很长时间。

Aswath Damodaran（2010）提出应该随行就市地金融服务公司评估，“金融服务公司的估值应该是基于股权的基础，而不是基于公司。焦点将会是各种红利贴现模型，以及如何使他们对银行和保险公司进行最佳的估值。”

潘功胜（2011）分析了上市银行的现金流贴现模型，同时对不同现金流模型做了比较比较，提出了三阶段的股息现金流贴现模型。

实务操作中，各家机构的评估模型各有不同，因此，有必要对此进行统一和规范，以确保评估方法作为价值发现的工具能够发挥其功能。

（三）金融企业包括银行、保险公司、证券公司等不同细分行业，收益法评估模型和参数应有所不同

从财政部颁布的《金融企业绩效评价办法》（财金[2011]50号）来看，对金融企业大致划分五类：A银行；B保险；C证券、期货和基金管理公司；D各类信用担保公司、新型农村金融机构、信托公司、金融租赁公司、财务公司以及金融监管部门所属的从事相关金融业务的企业；E金融控股集团公司、金融资产管理公司、金融投资管理公司等。

金融企业是高度监管的企业，对上述五类企业监管模式和监管指标亦有所区别，因此，这些行业差异应该体现在评估模型和参数确定中。具体监管指标请参见《资产评估专家提示——金融企业评估中应关注的监管指标》。

目前从实践来看，对于银行和保险公司的收益法评估研究较多，案例较为丰富，而其他的金融企业相对较少，特别是金融控股公司。

二、起草的指导思想

（一）定位明确

本专家提示用以在金融企业收益法中评估模型和参数的选取提供思路和操作模式。

在本专家提示的制定过程中，在基本概念、基本术语上与基本准则保持一致，并注重与基本准则、已颁布的其他评估准则的相互衔接。

（二）注重实务操作

本专家提示以案例为主，并对金融企业进行了细化，分别给出银行、证券和保险公司等类型公司的业务模式、资产负债特点、收益法操作思路等。

（三）注重与现有准则等匹配

对已发布的准则中有规定的内容，本专家提示不再重复，本提示重点是对金融企业收益法评估模型和参数对确定给出具有操作性的思路，以指导和规范评估实践。

（四）突出重点

金融行业涉及的子行业比较多，本提示具体分析了银行、证券、寿险公司、信托公司和金融控股公司等类型，对于未能列举的行业，收益法评估模型和参数确定可以根据各自监管模型和业务特点，参考本专家提示的相关思路。

三、起草过程

2013年10月，中评协决定开展金融企业资产评估相关技术研究，成立了以金融评审专家为主的起草项目组。项目组首先进行了文献研究，探讨国内外收益法评估模型和参数确定的方式和思路，然后搜集了截至2014年上半年的部分金融企业收益法评估案例，集中分析了目前我国金融企业收益法评估中的具体问题，经过深入研究及2次集中讨论，在融合各专家意见的基础上，形成本专家提示征求意见稿。

四、主要内容

本专家提示征求意见稿分“总则”、“评估模型”、“评估思路”、“评估参数”和“评估报告注意事项”等五章。

“总则”主要介绍本专家提示适用的业务领域和指导性质。

“评估模型”主要介绍了金融企业收益法评估的股权现金流折现模型，同时也说明中有些企业中，如金融租赁公司，可以采用企业现金流量折现模型。

“评估思路”主要以银行、证券、寿险公司和信托公司为代表，结合金融企业特点，说明收益法的操作思路和模式，对于收入、成本和费用的预测给出相应的预测思路。

“评估参数”主要对评估模型中的增长率和折现率分析进行了说明。

“评估报告注意事项”主要说明了在收益法评估的报告中应注意的内容。

五、重要事项说明

（一）关于收益法评估模型

评估仅仅是发现价值的工具，因此在采用收益法评估过程中，应注重对企业经营模式和业务模式及获利方式的分析，这些产生价值的核心要素决定了采用哪种模型。而不是从模型出发寻找企业价值。金融企业在一定程度上具有“特许经营”的价值特点，随着我国金融企业的深化改革，企业的价值源泉也会随之变化，评估中应把握企业价值的核心要素，采用适当的模型量化价值，体现价值，不为模型所累。

（二）关于收益法的评估参数

收益法评估中参数的确定与评估模型应一致，并结合企业经营情况来确定，特别是企业增长率。