

# 控股集团绩效评价视角下的股权公允价值增值评估与应用

郝博 韩芳芳 黄宇晨

**摘要：**股权公允价值增值指标是对控股集团现有绩效评价体系的重要补充，股权公允价值增值应用于控股集团绩效评价需要完整的评估程序及估值方法体系支撑。公允价值增值评估可按照“五步走”评估程序，即综合考虑子公司主营业务及行业状况、资本运作状况、财务状况，计算持有的子公司股权的公允价值增值并进行分析；可按照“三步走”计算框架，明确计算步骤，并针对第一步“确定子公司股权的公允价值”建立“5+4”估值体系，从而建立控股集团评估子公司公允价值增值的标准化体系。

**关键词：**股权公允价值增值；估值体系；绩效评价；子公司股权；企业估值

**中图分类号：**F275 **文献标志码：**A **文章编号：**1003-286X(2025) 01-0045-05

公允价值是“假设交易”条件下的价格，体现了面向现在与未来、以市场为基础的计量属性。公允价值的核心在于“公平交易”及“市场评价”，是当前供需条件下最接近均衡价格的交易价格，反映了企业多元产权主体间的利益均衡。公允价值整体上具有价值相关性及决策有用性，而在具体应用场景中公允价值的实质为交易估价。

控股集团在定位和价值创造逻辑等方面具有显著的差异化特征，现有绩效评价体系无法充分体现控股集团通过股权管理和资本运营实现所持股权价值增值，在控股集团报表内部以及控股和参股型投资间都存在绩效评

价悖论。股权公允价值增值（以下简称公允价值增值）是指控股集团所持有的股权资产公允价值的增加额。公允价值增值作为控股集团绩效评价的创新指标，是从战略视角对控股集团绩效评价体系进行的重要补充和完善。公允价值增值聚焦于控股集团所持股权的价值成长，反映了集团为股东创造的中长期回报，是对控股集团股东价值最大化目标的直观量化，是业务经营和资本运营收益的综合体现，也是控股集团股权资产流动性管理和优化配置的重要工具。公允价值增值指标在应用时需构建公允价值增值评估程序、计算方法框架及估值体

系，结合自身实际情况进行针对性的设计调整，并输出控股集团子公司股权公允价值增值计算方法指引或类似文件，以形成控股集团持有的子公司股权公允价值增值评估的标准体系。

## 一、建设原则

### （一）科学性原则

公允价值增值用于绩效评价需遵从科学性原则，通过建立完善的公允价值增值评价体系，科学设置评价目标、评价对象、评价标准等，并定期校验复盘，做到有制度指引、有专业人员保障、有规范的可操作程序。在具体应用中，可采取项目化运作方式，

**作者简介：**郝博，香港中文大学访问学者，浙江大学博士后，高级会计师；

韩芳芳，中兴新通讯有限公司战略规划部，通讯作者；

黄宇晨，中兴新通讯有限公司战略规划部。

并结合自身实际情况合理确定实施方式和推进节点。

### (二) 计量可靠原则

公允价值增值用于绩效评价需遵从计量可靠原则,应谨慎评估估值方法、估值参数的合理性,数据输入的可靠性,充分考虑交易条款和交易机会等因素,关注市场系统性风险对估值的影响,得出合理的估值结果。估值方法或工具应借鉴权威研究成果、监管政策规定、第三方专业机构建议及被市场认可的行业惯例等,一经确定将不得随意变更,除非有明确的政策要求或有充分的证据表明变更估值方法后估值结果更能代表该股权的公允价值;优先采用第三方数据,保证信息来源的客观性。此外,可建立公允价值评估的内部控制程序,并将其整合至公司治理架构,治理层应充分了解公允价值估值所带来的影响,并以有效方式加以管理、监控和报告。

### (三) 易于实践原则

股权公允价值增值评估需遵循易于实践原则,对子公司公允价值进行评估时,选择易于操作、易于推广的估值方法,以相对估值法应用为主,在估值逻辑性与可操作性之间取得平衡,以实现持续有效应用,避免为了片面追求估值方法理论上的准确性而导致估值过程过于复杂烦琐、增加工作成本。

## 二、子公司公允价值增值评估程序

依据上述建设原则,控股集团在开展公允价值增值评估工作时应建立规范的子公司公允价值增值评估程序,保障评估工作的质量。执行评估程序的目的是通过分析子公司主营业务、所处行业、资本运作等情况,明确

适用于子公司的评估条件和场景,进而选择恰当的评估方法、得到可靠的评估结果。可建立专家委员会,以在必要时就评估程序执行过程中的重难点问题听取专家意见。在执行评估程序的过程中,应与子公司管理层保持沟通,以在关键参数、重要判断等方面与子公司管理层达成一致。

子公司的公允价值增值评估可按照分析子公司主营业务及行业状况、分析子公司资本运作情况、分析子公司财务状况、计算股权公允价值增值,以及分析股权公允价值增值五个步骤实施。

### (一) 分析子公司主营业务及行业状况

子公司主营业务及其所处行业的分析是评估的第一步,主要包括:(1)分析子公司的主营业务、商业模式、发展阶段、业务规划等;(2)分析子公司所处行业的行业状况、竞争环境、产业链上下游、未来发展趋势等;(3)分析子公司所处行业在一、二级市场的估值水平及变动趋势等。通过以上分析对子公司的业绩变化进行合理归因并对其未来发展形成合理预判。针对行业发展情况及估值情况的分析,可形成以月度为单位的定期跟踪机制,由控股集团战略部门与子公司构建“一对一”对接关系,每月收集、分析子公司所处行业动态、行业估值情况等并形成内部报告,为年末子公司公允价值增值的评估提供分析基础。

### (二) 分析子公司资本运作情况

子公司资本运作会对其估值产生显著影响,需重点关注子公司股权融资、股权转让、并购重组、IPO上市等资本运作事项。在分析资本运作情况时,重点关注交易的公允性,如对于

子公司发生的股权融资事项,分析此次融资是否为关联交易、是否设定了特殊的权利义务条款,交易价格中是否包含了投资人可实现的特定协同效应,投资人是否还投入了除现金外的其他有形或无形资产等;关注在本次融资完成后,子公司面临的外部环境或内部经营情况是否发生了重大变化导致企业发展预期出现严重偏离等。对于处于上市进程中的子公司,紧密关注推进过程中的关键问题和重要节点,关注IPO政策的动态变化对上市速度的影响,对子公司上市形成合理预期。对已上市子公司,持续关注是否有公开发售、回购、重组、分红等重大事项,分析相关交易价格的合理性,关注资本市场政策调整对市值的影响等。可借助前述“一对一”对接机制,对子公司资本运作动态持续跟踪、全程参与、深入了解,保证对估值细节的全面把握。

### (三) 分析子公司财务状况

子公司财务数据是其经营结果的反映,对子公司财务状况的分析主要包括子公司业务规模、盈利能力、资产规模、偿债能力等。其中:业务规模重点关注营业收入及其增长率、产能规模、产能利用率、市场占有率等指标;盈利能力重点关注子公司扣非净利润及其增长率、净资产收益率等指标;资产规模反映子公司所能控制的资源总和,重点关注总资产规模及其变化、净资产规模及其变化等;偿债能力对持续经营产生影响,重点关注子公司利息保障倍数、有息负债率等指标。控股集团可通过月度经营分析会等机制对子公司财务情况进行持续跟踪,年末对子公司年度财务情况进行复盘、总结与分析,为子公司估值提供验证与支撑。



图 / 张庆龙

#### (四) 计算持有的子公司股权的公允价值增值

控股集团应制定子公司股权公允价值增值计算方法指引,依据该指引,结合前述主营业务、行业发展、资本运作及财务等具体状况,合理计算不同子公司的公允价值,再结合具体持股比例计算集团持有子公司股权的公允价值以及当期的公允价值增值。关于该步骤的具体计算框架及估值体系可参见下文“三、公允价值增值的计算框架及估值体系”。

#### (五) 分析持有的子公司股权的公允价值增值

在完成前述计算后,对年度所持有的子公司股权的公允价值增值幅度及变动原因进行分析,明确变动的主要原因,分析变动合理性,并对下一年度子公司公允价值增长趋势进行预测。

根据上述评估程序的关键过程和结果,输出年度《子公司公允价值增值报告》。该报告经内部审批后提交董

事会审核,审核通过后正式作为集团绩效评价的重要基础文件。

### 三、公允价值增值的计算框架及估值体系

公允价值增值应用于控股集团绩效评价,需要打造一套完整的估值方法工具箱,形成控股集团所持股权公允价值增值评估的计算指南。本文构建了可供拓展细化的公允价值增值计算“三步走”方法框架:第一步,确定当期期末子公司股权公允价值;第二步,基于当期期末子公司股权公允价值,确定当期期末控股集团持有的子公司股权的公允价值;第三步,结合当期期初控股集团持有的子公司股权的公允价值,以及年度相关调整事项,确定当期控股集团所持子公司股权的公允价值增值。

#### (一) 确定子公司股权的公允价值

1. 构建估值方法体系的要点。一是确定不同估值方法的适用条件。不同估值方法所适用的场景需明确,以

保证估值方法与适用情形一对一,当子公司的发展情况变化时,能够相应确定合适的估值方法。估值方法的适用条件需基于可量化或明确的指标,避免因条件不够明晰导致估值方法选择不准确。二是保证估值结果的纵向可比。估值方法的切换应当严谨、慎重、有充分的证据支撑,以保证子公司估值结果在时间维度上的可比性。三是保证估值结果的有效性。需避免因估值方法不当导致估值变动与子公司发展情况相背离,使估值结果不可用。

2. “5+4”估值体系。基于上述要点,本文提出“5+4”估值体系。即将子公司分为一般类型企业和特殊类型企业,针对一般类型企业,依据具体情况逐层适用五类估值方法;针对特殊类型企业,依据具体情况分别适用四类估值方法。

(1) 一般类型企业估值。本文对具备持续经营能力的企业构建从“市值定价法”到“业绩定价法”的五层次估

值体系,该体系以经营业绩为基础、结合企业资本运营发展阶段并考虑股权的流动性溢价后依次提出,与控股集团以产业经营为首要驱动力、以资本运营为重要驱动力的发展战略契合。

第一层为市值定价法。上市子公司的估值应以股票公开交易市值为基础。为避免股价异常涨跌影响,选取市值时采用全年交易日加权平均市值,不采用期末当日市值;并应考虑剔除特殊情况异常因素对市值的影响。

第二层为预期定价法。对已经进入上市辅导期或已完成上市辅导,且预计一年内申报IPO的子公司,应参照可比上市公司乘数进行估值。该层次需注意以下两点:一是若已申报或拟申报IPO子公司已由保荐券商出具了《关于发行人预计市值的分析报告》等第三方文件,则优先参考文件中的估值方法。二是若无第三方参考文件,采用与保荐券商沟通确认后的价值比率类型以及可比公司范围计算出可比公司价值比率,并结合子公司当年对应业绩指标以及相应的流动性折扣率计算估值。

第三层为交易定价法。若子公司不符合市值定价和预期定价条件,但当期发生了市场化股权交易(与独立第三方之间的增资、减资、股权转让等)事项,应优先采用该次交易对应的估值作为子公司股权公允价值。若当年子公司发生了多次市场化股权交易,则以离估值基准日最近一次的市场化股权交易对应的估值为准。

第四层为沿用定价法。若前三层估值方法均不适用,但近三年有过市场化股权交易且交易完成后至今经营发展情况未发生重大负面变化(此处可参考《私募投资基金非上市股权投资估值指引〈试行〉》中规定的“需要

对最近融资价格进行调整的情形”进行设定),应沿用上一次市场化股权交易对应估值的估值逻辑进行计算。在子公司经营发展情况未发生重大负面变化的情况下,规定采用沿用定价法确定的子公司估值应不低于子公司上一年估值。

第五层为业绩定价法。若前四层估值方法均不适用,则应结合子公司一定时期内的收入、净利润增长情况及所属行业情况,按照PE(市盈率)估值法、PB(市净率)估值法、PS(市销率)估值法、净资产法逐一判断子公司是否适用并进行估值。需注意以下两点:一是对估值乘数如何取值应当谨慎,可参考A股可比上市公司相应乘数的平均值并考虑流动性折扣后确定具体取值。二是在使用PE、PB、PS估值法时,若其估值结果低于子公司净资产,则以净资产法下的估值为准。

#### (2) 特殊类型企业估值。

第一类为丧失持续经营能力企业。若子公司当年净利润为负,EBITDA(利息折旧及摊销前利润)为负,且判断已丧失持续经营能力的,按照清算价值确定当年公允价值。在使用清算价值时,由第三方会计师事务所出具相关报告、提供清算价值。

第二类为本年内停业企业。停业企业原则上以账面净资产作为其公允价值,但需确认控股集团财务报表在编制及审计时,是否已经对该笔投资进行减值测试并计提减值准备。若已进行减值测试并计提减值准备,则以考虑减值后的子公司净资产作为公允价值;若已进行减值测试但未计提减值准备,在存在充分合理证据支持会计师判断的情况下,以账面净资产作为其公允价值;若未进行减值测试、未计提减值准备,应重新评估该子公

司的净资产作为其公允价值。

第三类为本年内新设企业。若新设企业当年发生了市场化股权交易,应优先采用该次交易对应的估值作为子公司公允价值;否则以新设企业当期全体股东累计的实缴出资金额作为其公允价值。

第四类为控股集团投资的私募基金或控股的基金管理公司。需确认其财务报表在编制及审计时,账面净资产是否已反映穿透后其所持有的底层股权资产的公允价值及其变动。若已恰当反映,则以账面净资产数值作为其公允价值;若未恰当反映,则应重新评估其公允价值。

#### (二) 确定所持有的子公司股权的公允价值

结合第一步计算出的子公司公允价值和控股集团所持有子公司的股权比例,控股集团所持有子公司股权的公允价值=子公司公允价值×控股集团持有子公司的股权比例。此外,在计算所持有上市子公司的限售股股权的公允价值时,需引入流动性折扣率,可参考证监会发布的《证券投资基金投资流通受限股票估值指引(试行)》,在限售股剩余限售期基础上,采用亚式期权法确定。

#### (三) 确定所持有的子公司股权的公允价值增值

结合期初控股集团持有的子公司股权的公允价值,以及子公司分红、控股集团所持子公司股权比例变化等事项,可按以下公式进行计算:当期控股集团所持有的子公司股权的公允价值增值=当期期末控股集团所持有子公司股权的公允价值-当期期初控股集团所持有子公司股权的公允价值±调整事项。调整事项具体包括:

1. 当期子公司进行了现金分红或



图1 控股集团股权公允价值增值评价看板

实物分红。若当期子公司有进行现金分红或实物分红,该部分收益应被纳入控股集团所持有的子公司股权的公允价值增值,即当期控股集团所持有的子公司股权的公允价值增值=当期期末控股集团所持有子公司股权的公允价值-当期期初控股集团所持有子公司股权的公允价值+控股集团当期实际收到的子公司实物分红或现金分红。

2. 当期控股集团持有子公司的股权比例发生变动。若当期发生控股集团对子公司的增资、减资事项,或控股集团转让、收购子公司股权,当期控股集团所持有子公司股权的公允价值增值应作相应调整,即当期控股集团所持有的子公司股权的公允价值增值=当期期末控股集团所持有子公司股权的公允价值-当期期初控股集团所持有子公司股权的公允价值+当期控股集团转让子公司股权或对子公司减资所收到的对价-当期控股集团收购子公司股权或对子公司增资所投入的对价。

#### 四、未来展望

公允价值增值评价能够对控股

集团原有的绩效评价体系构成重要补充,该评价体系全面、系统、动态地反映子公司的价值变化,为控股集团及时采取增加创新投资等针对性举措提供指引与依据。上述公允价值增值评估体系可提炼为数字化工具,并具备清晰的计算规则、明确的数据来源,该工具能够自动获取子公司股权公允价值增值核算所需数据,对子公司进行行业分析、财务分析、资本运作分析;能够按照公允价值增值评估程序和步骤自动计算出控股集团本年所持有子公司股权的公允价值变动情况,并以可视化方式直观展示计算结果;能够自动对结果进行归因、对下一期子公司公允价值变动趋势进行预测;最后可将各项分析、计算、预测结果形成“控股集团股权公允价值增值评价看板”,具体如图1所示。该工具能够降低公允价值增值评价体系的应用成本、提升应用效率。

公允价值增值评价体系是一套创新的绩效评价体系,未来还可拓展应用于私募股权基金等市场化投资机构,为其提供更加有效的管理视角。

该体系对应的数字化工具可降低其对被投资企业价值评估所需的人力、时间等成本,提高估值效率,有助于更加及时、准确地跟踪被投资企业公允价值变化,并及时采取资源导入、业务赋能或增资、减资等措施,提升各类股权投资主体针对股权资产的价值管理能力。

责任编辑 林荣森

#### 主要参考文献

- [1] 郝博,李文贵,陈祥. 股权公允价值增值: 控股集团绩效评价的战略选择[J]. 经济体制改革, 2022, (3): 127-133.
- [2] 埃斯瓦斯·达莫达兰. 估值: 难点、解决方案及相关案例(原书第2版)[M]. 李必龙,等,译. 北京: 机械工业出版社, 2013.
- [3] 蒂姆·科勒. 价值评估: 公司价值的衡量与管理[M]. 高建,等,译. 北京: 电子工业出版社, 2007.