附件

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

本专家指引是一种专家建议。资产评估机构执行资产评 估业务，可以参照本专家指引。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 引言

**第一条** 为指导资产评估专业人员在运用收益法评估企 业价值时合理测算预期收益的折现率，中国资产评估协会组 织制定了本专家指引。

**第二条** 本专家指引仅针对收益法中运用资本资产定价 模型（CAPM）、加权平均资本成本（WACC）计算折现率所 涉及的无风险利率、市场风险溢价、贝塔系数、特定风险报 酬率、债权期望报酬率等参数的确定。CAPM、WACC 的公 式分别表示如下：

𝑅� = 𝑅� + 𝛽 × (𝑅𝑚 − 𝑅� ) + 𝜀

� �

𝑊𝐴�� = 𝑅� × （1 − 𝑇） × � + � + 𝑅� × � + �

𝑅�表示股权期望报酬率，𝑅�表示无风险利率， 𝛽表示股 权系统性风险调整系数，(𝑅𝑚 − 𝑅� )表示市场风险溢价，*ε* 表 示特定风险报酬率，𝑅� 表示债权期望报酬率，*D* 表示债权价

值，*E* 表示股权价值，*T* 表示所得税税率。

**第三条** 采用风险累加法等其他方法计算折现率，涉及 相同参数的测算时可以参照本专家指引。

第二章 基本遵循

**第四条** 资产评估机构应当研究确定内部统一的折现率 测算原则与方法，并在执业过程中保持折现率测算原则与方 法的一致性。

**第五条** 执行资产减值测试等延续性评估项目，需要关 注不同评估基准日折现率测算的合理性。

**第六条** 资产评估专业人员需要关注折现率口径与预期 收益口径的一致性，以及折现率计算公式中各参数的一致性。

第三章 无风险利率

**第七条** 无风险利率是指投资者投资无风险资产的期望 报酬率，该无风险资产不存在违约风险。

**第八条** 无风险利率通常可以用国债的到期收益率表示， 选择国债时应当考虑其剩余到期年限与企业现金流时间期 限的匹配性。

**第九条** 持续经营假设前提下的企业价值评估可以采用 剩余期限为十年期或十年期以上国债的到期收益率作为无 风险利率。

第四章 市场风险溢价

**第十条** 市场风险溢价是指投资者对与整体市场平均风 险相同的股权投资所要求的预期超额收益，即超过无风险利 率的风险补偿。市场风险溢价通常可以利用市场的历史风险 溢价数据进行测算。

**第十一条** 中国市场风险溢价一般可以通过下列几种途 径确定：

（一）利用中国的证券市场指数的历史风险溢价数据计 算；

（二）采用其他成熟资本市场风险溢价调整方法；

（三）引用相关专家学者或者专业机构研究发布的数据。 **第十二条** 利用中国的证券市场指数计算市场风险溢价

时，通常选择有代表性的指数，例如沪深 300 指数、上海证 券综合指数等，计算指数一段历史时间内的超额收益率，时 间跨度可以选择 10 年以上、数据频率可以选择周数据或者 月数据、计算方法可以采取算术平均或者几何平均。

**第十三条** 采用其他成熟资本市场风险溢价调整方法是 在其他成熟资本市场风险溢价的基础上，考虑中国国家风险

补偿得到中国市场风险溢价，基本计算公式可以表示为：

市场风险溢价

*中国*

市场风险溢价

*其他成熟资本市场*

=

+ 国家风险补偿*中国*

**第十四条** 其他成熟资本市场的市场风险溢价可以通过

其证券市场指数的历史风险溢价数据等计算得到，也可以直 接采用相关专家学者或者专业机构研究发布的数据。

**第十五条** 中国国家风险补偿表示中国股票市场相对于 其他成熟资本市场的国家风险溢价。中国国家风险补偿取值 可以直接采用相关专家学者或者专业机构研究发布的中国 国家风险补偿数据，也可以利用其发布的国家违约利差数据 调整得到，基本计算公式如下：

国家风险补偿

*中国*

= 国家违约利差*中国*

𝜎*股票*

×

𝜎*国债*

𝜎*股票*表示中国股票市场收益率的标准差，𝜎*国债*表示中国

国债市场收益率的标准差。

第五章 贝塔系数

**第十六条** 贝塔系数（*β* 系数）表示系统性因素给股权投 资者带来的不可分散的风险，由股票收益率与市场收益率的 协方差除以市场收益率的方差得到，*β* 系数等于 1，表示股 权投资风险与整体市场风险相当，*β* 系数大于 1（或者小于 1） 表示股权投资风险大于（或者小于）整体市场。

**第十七条** 非上市公司的股权 *β* 系数通常由多家可比上

市公司的平均股权 *β* 系数调整得到，即计算可比上市公司带

杠杆的𝛽𝐿 并调整为不带杠杆的𝛽𝑈 ，在此基础上通过取平均值、 中位数等方法得到被评估企业的𝛽𝑈 ，最后考虑被评估企业适 用的资本结构得到其𝛽𝐿 ，计算公式如下：

𝛽𝐿

𝛽𝑈 =

1 + (1 − 𝑇) × �

�

�

𝛽𝐿 = 𝛽𝑈 [1 + (1 − 𝑇) × �]

𝛽𝑈 表示无财务杠杆的 *β* 系数，𝛽𝐿 表示包含财务杠杆的 *β*

系数，*T* 表示所得税税率，*D* 表示债权价值，*E* 表示股权价

值。

**第十八条** 被评估企业适用的资本结构一般可以通过下 列几种途径确定：

（一）采用被评估企业评估基准日的真实资本结构，前 提是企业发展趋于稳定；

（二）采用目标资本结构，取值可以参考可比公司或者 行业资本结构水平，并分析企业真实资本结构与目标资本结 构的差异及其对债权期望报酬率、股权期望报酬率的影响， 考虑是否需要采取过渡性调整等措施。

**第十九条** 评估专业人员在选择可比公司时，一般需要 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。

**第二十条** 可比上市公司的 *β* 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。

**第二十一条** 可比上市公司的 *β* 系数计算或查询结果与 证券市场指数的选择密切相关，评估专业人员应当合理选择 证券市场指数，并关注其与市场风险溢价的匹配性。

第六章 其他参数

**第二十二条** 特定风险报酬率𝜀表示被评估企业自身特 定因素导致的非系统性风险的报酬率。

**第二十三条** 特定风险报酬率一般可以通过下列几种方 法确定：

（一）通过多因素回归分析等数理统计方法计算得到；

（二）将特定风险报酬率拆分为规模溢价和其他特定风 险溢价。规模溢价可以利用资本市场数据通过统计分析得到， 也可以参考相关专家学者或者专业机构研究发布的数据；其 他特定风险溢价一般可以通过经验判断分析确定；

（三）在对企业的规模、核心竞争力、对大客户和关键 供应商的依赖等因素进行综合分析的基础上，根据经验判断 确定。

**第二十四条** 债权期望报酬率是企业债务融资的资本成 本，一般可以通过下列几种途径确定：

（一）以全国银行间同业拆借中心公布的贷款市场报价

利率（LPR）为基础调整得到；

（二）采用企业债务的实际利率，前提是其利率水平与 市场利率不存在较大偏差。

**第二十五条** 折现率计算中采用的债权价值和股权价值 为市场价值。

第七章 披露要求

**第二十六条** 资产评估报告中应当披露折现率计算采用 的模型及各参数的确定方法。

**第二十七条** 引用相关专家学者、专业机构或者数据平 台发布的数据作为参数值的，资产评估报告中应当披露数据 来源。

引用的参数应当能够通过评估档案追溯其数据来源及 查询方法。

**第二十八条** 通过市场公开数据计算得到市场风险溢价、 *β* 系数、规模溢价等参数值的，资产评估报告中应当披露计 算方法。

计算的参数应当能够通过评估档案复核其计算结果。 **第二十九条** 通过经验判断等主观分析方法得到参数值

的，资产评估报告中应当披露分析方法。

**第三十条** 对存在不确定性因素的参数，资产评估专业 人员可以通过敏感性分析等方法分析其对评估结论的影响，

并在资产评估报告中予以披露。