

《非上市公司股权估值指引》

修订说明

为进一步配合金融工具新准则的实施，指导证券公司科学、合理地对非上市公司股权进行估值，中国证券业协会（以下简称“协会”）对《非上市公司股权估值指引》（以下简称《指引》）进行了修订。现将有关修订情况说明如下：

一、修订背景

《指引》首次发布于2018年9月，从非上市公司股权估值的原则、估值技术的选取、估值方法等方面对证券公司实施非上市公司股权估值做出了指导性说明，并给出了参考案例，对行业整体非上市公司股权估值评估起到重要作用。

《指引》发布实施以来，行业发展迅速，非上市公司股权投资规模快速增长，估值难度日益凸显，对非上市公司股权估值工作提出了更高的要求。经前期调研，行业认为有必要对估值原则、估值技术、估值参数选取等内容予以补充修订，持续推动证券公司非上市公司股权估值能力提升。

二、修订思路

近年来，在监管部门和协会的督促引导下，行业能够按照《指引》要求实施非上市公司股权估值。结合本次调研情况反馈的共性问题，按照问题导向原则，针对财务数据获取的问题修订重点补充了估值数据获取的基本原则，针对估值技术运用不当的问题完善了估值技术的选取依据并补充了

案例，针对关键参数选择、流动性折扣计量的问题明确了各估值技术关键参数的设置标准并补充了案例，引导行业提升非上市公司股权估值能力与管理能力。

三、主要修订内容

原《指引》共 5 章 23 条。《指引》修订稿共 6 章 28 条，主要修订内容包括：

（一）完善估值原则

一是强调“实质重于形式”原则，完善估值关键因素，包括企业发展阶段、项目退出路径、估值数据的可获取性、股权结构、权利义务的差异等因素。二是强调估值技术的一致性，明确相同或相似项目的估值技术应原则性保持一致。三是规定最低估值频率，要求至少每半年进行估值。四是增加有关估值数据的条款，强调证券公司应加强项目投后管理，及时获取估值数据，明确估值数据时点较评估基准日时点不应超过一年。

（二）细化估值技术

一是补充完善估值技术的适用条件，明确自由现金流法、股利折现法原则上仅适用于已进入成熟期或经营、分红稳定的投资项目，明确净资产法可用于经营情况不佳、可能面临清算的企业。二是针对市场乘数法明确关键参数的选取依据，明确可比公司应大于或等于三家的基本原则，新增价值乘数的选取应依据评估对象所在行业、盈利情况、所处经营阶段等因素确定。三是针对最近融资价格法老股新股价格

出现差异的情形证券公司应充分分析差异原因，并将其运用到估值中。**四是**新增回购价格法，拓展《指引》估值技术的适用情形。

（三）丰富参考案例，提高对证券公司的指导作用

《指引》修订稿进一步完善《非上市公司股权估值方法及案例》（以下简称《案例》）。**一是**阐明不同项目背景下估值技术选择的分析逻辑，从企业情况、数据获取可行性、退出路径等因素出发给出估值技术选择的具体案例。**二是**明确关键参数选取的操作步骤，以市场乘数法、股利折现法、净资产法为例展示市场法、收益法、成本法关键参数选取与计量的具体操作步骤。**三是**完善《市场乘数法估值常用的价值乘数》附表，结合国内外实践与理论研究成果补充农林牧渔业、住宿和餐饮业、交通运输业通常选用的价值乘数。