

# 私募投资基金非上市股权投资估值指引 (试行)

## 目 录

|             |   |
|-------------|---|
| 一、总则.....   | 2 |
| 二、估值原则..... | 3 |
| 三、估值方法..... | 5 |

## 一、总则

（一）为引导私募投资基金（以下简称“私募基金”）专业化估值，保护基金持有人的利益，根据《证券投资基金法》、《企业会计准则》、《私募投资基金监督管理暂行办法》、《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》等法律、法规，及《私募投资基金信息披露管理办法》、《私募投资基金服务业务管理办法（试行）》等自律规则，制定本指引。

（二）本指引所称的私募基金，包括基金管理公司及其子公司管理的特定客户资产管理计划、证券公司及其子公司管理的资产管理计划、期货公司及其子公司管理的资产管理计划以及经中国证券投资基金业协会登记的私募基金管理人管理的私募投资基金。

（三）本指引所称的非上市股权投资，是指私募基金对未上市企业进行的股权投资。对于已在全国中小企业股份转让系统挂牌但交易不活跃的企业，其股权估值参考本指引执行。

（四）私募基金管理人（以下简称“基金管理人”）和基金服务机构对私募基金持有的非上市股权进行估值时，参照本指引执行。其他类型的投资基金在对其持有的非上市股权进行估值时，参考本指引执行。

（五）如果基金管理人未按照第（三）、（四）条进行估值，应当在相关的合同或协议中进行约定并依据相关法律法规、会计准则及自律规则履行相应的信息披露义务。

（六）基金管理人作为估值的第一责任人，应当对估值方法和估值参数等承担最终责任，并定期对估值结论进行检验，防范可能出现的重大偏差。

（七）本指引自 2018 年 7 月 1 日起施行。

## 二、估值原则

（一）基金管理人应当在估值日估计各单项投资的公允价值。具有相同资产特征的投资每个估值日采用的估值技术应当保持一致。只有在变更估值技术或其应用能使计量结果在当前情况下同样或者更能代表公允价值的情况下，基金管理人方可采用不同的估值技术，并依据相关法律法规、会计准则及自律规则履行相应的信息披露义务。本指引中所指估值技术与《企业会计准则第 39 号——公允价值计量》中的估值技术含义相同，估值方法是指对估值技术的具体应用。

（二）如果非上市股权投资采用的货币与私募基金的记账货币不同，基金管理人应当使用估值日的即期汇率将投资货币转换为记账货币。

（三）在确定非上市股权的公允价值时，基金管理人应当遵循实质重于形式的原则，对于可能影响公允价值的具体投资条款做出相应的判断。

（四）由于通常不存在为非上市股权提供活跃报价的交易市场，因此在估计非上市股权公允价值时，无论该股权是否准备于近期出售，基金管理人都应假定估值日发生了出售该股权的交易，并以此假定交易的价格为基础计量该股权的公允价值。

（五）私募基金投资于同一被投资企业发行的不同轮次的股权，若各轮次股权之间的权利与义务存在差异，基金管理人需考虑各轮次股权不同的权利和义务对公允价值的影响并对其进行分别进行估值。

（六）在估计某项非上市股权的公允价值时，基金管理人应从该股权的自身情况和市场环境出发，谨慎选择使用多种分属不同估值技术的方法，在可合理取得市场参与者假设的前提下采用合理的市场数据。基金管理人应当对各种估值方法形成的估值结果之间的差异进行分析，结合各种估值方法的适用条件、重要参数的选取依据、估值方法的运用过程等相关因素，综合判断后确定最合理的估值结果。

（七）基金管理人可以采用情景分析的方式综合运用多种估值方法。基金管理人可以从非上市股权投资的各种潜在退出方式出发，在不同退出方式下采用不同的估值方法，并结合各退出方式的可实现概率对非上市股权的公允价值进行综合分析。

(八) 非上市股权成功上市后的公允价值或采用其他退出方式实现的退出价格与私募基金持有非上市股权期间的公允价值估计之间可能存在重大差异，基金管理人必须对此差异予以关注并进行分析，即通过分析下列问题提升基金管理人今后的估值水平：1、在估值日，确认哪些信息是已知的或可获取的；2、上述信息是如何反映在最近的公允价值估计中的；3、以上市后的公允价值或退出价格为参照，之前的公允价值估值过程是否恰当地反映了上述信息。

### 三、估值方法

基金管理人应当充分考虑市场参与者在选择估值方法时考虑的各种因素，并结合自己的判断，采用多种分属不同估值技术的方法对非上市股权进行估值。

#### (一) 市场法

在估计非上市股权的公允价值时，通常使用的市场法包括参考最近融资价格法、市场乘数法、行业指标法。

##### 1、参考最近融资价格法

(1) 基金管理人可采用被投资企业最近一次融资的价格对私募基金持有的非上市股权进行估值。由于初创企业通常尚未产生稳定的收入或利润，但融资活动一般比较频繁，因此参考最近融资价格法在此类企业的估值中应用较多。

(2) 在运用参考最近融资价格法时，基金管理人应当对最近融资价格的公允性做出判断。如果没有主要的新投资人参与最近融资，或最近融资金额对被投资企业而言并不重大，或最近交易被认为是非有序交易（如被迫出售股权或被投资企业陷入危机后的拯救性投资），则该融资价格一般不作为被投资企业公允价值的最佳估计使用。此外，基金管理人还应当结合最近融资的具体情况，考虑是否需要调整影响最近融资价格公允性的因素进行调整，相关因素包括但不限于：

①最近融资使用的权益工具与私募基金持有的非上市股权在权利和义务上是否相同；

②被投资企业的关联方或其他第三方是否为新投资人提供各种形式的投资回报担保；

③新投资人的投资是否造成对原股东的非等比例摊薄；

④最近融资价格中是否包括了新投资人可实现的特定协同效应，或新投资人是否可享有某些特定投资条款，或新投资人除现金出资外是否还投入了其他有形或无形的资源。

(3) 特定情况下，伴随新发股权融资，被投资企业的现有股东会将其持有的一部分股权（以下简称“老股”）出售给新投资人，老股的出售价格往往与新发股权的价格不同。针对此价格差异，基金管理人需要分析差异形成的原因，如老股与新发股权是否对应了不同的权利和义务、是否面临着不同的限制，以及老股出售的动机等。基金管理人应当结合价格差异形

成原因，综合考虑其他可用信息，合理确定公允价值的取值依据。

（4）估值日距离融资完成的时间越久，最近融资价格的参考意义越弱。基金管理人在后续估值日运用最近融资价格法时，应当根据市场情况及被投资企业自身情况的变化判断最近融资价格是否仍可作为公允价值的最佳估计。基金管理人在后续估值日通常需要对最近融资价格进行调整的情形包括但不限于：

①被投资企业的经营业绩与财务预算或预设业绩指标之间出现重大差异；

②被投资企业实现原定技术突破的预期发生了重大变化；

③被投资企业面对的宏观经济环境、市场竞争格局、产业政策等发生了重大变化；

④被投资企业的主营业务或经营战略发生了重大变化；

⑤被投资企业的可比公司的业绩或者市场估值水平出现重大变化；

⑥被投资企业内部发生欺诈、争议或诉讼等事件，管理层或核心技术人员发生重大变动。

（5）若基金管理人因被投资企业在最近融资后发生了重大变化而判定最近融资价格无法直接作为公允价值的最佳估计，同时也无法找到合适的可比公司或可比交易案例以运用市场乘

数法进行估值，基金管理人可以根据被投资企业主要业务指标自融资时点至估值日的变化，对最近融资价格进行调整。主要业务指标包括但不限于有代表性的财务指标、技术发展阶段、市场份额等，在选择主要业务指标时，应重点考虑被投资企业所处行业特点及其自身的特点，选择最能反映被投资企业价值变化的业务指标。

## 2、市场乘数法

(1) 根据被投资企业的所处发展阶段和所属行业不同，基金管理人可运用各种市场乘数（如市盈率、市净率、企业价值/销售收入、企业价值/息税折摊前利润等）对非上市股权进行估值。市场乘数法通常在被投资企业相对成熟，可产生持续的利润或收入的情况下使用。

(2) 在运用市场乘数法时，基金管理人应当从市场参与者角度出发，参照下列步骤完成估值工作：

①选择被投资企业可持续的财务指标（如利润、收入）为基础的市场乘数类型，查找在企业规模、风险状况和盈利增长潜力等方面与被投资企业相似的可比上市公司或可比交易案例，通过分析计算获得可比市场乘数，并将其与被投资企业相应的财务指标结合得到股东全部权益价值（调整前）或企业价值。

②若市场乘数法计算结果为企业价值，基金管理人应当扣除企业价值中需要支付利息的债务，得到股东全部权益价值（调整前）。基金管理人应当在股东全部权益价值（调整前）



基础上，针对被投资企业的溢余资产或负债、或有事项、流动性、控制权、其他权益工具（如期权）可能产生的摊薄影响及其他相关因素等进行调整，得到被投资企业的股东全部权益价值（调整后）。

③如果被投资企业的股权结构复杂，各轮次股权的权利和义务存在明显区别，基金管理人应当采用合理方法将股东全部权益价值（调整后）分配至私募基金持有部分的股权。如果被投资企业的股权结构简单（即同股同权），则可按照私募基金的持股比例计算持有部分的股权价值。

（3）市场乘数的分子可以采用股东权益价值（股票市值或股权交易价格）或企业价值，基金管理人应当基于估值日的价格信息和相关财务信息得出，若估值日无相关信息，可采用距离估值日最近的信息并作一定的调整后进行计算。市场乘数的分母可采用特定时期的收入、利润等指标，也可以采用特定时点的净资产等指标，上述时期或时点指标可以是历史数据，也可采用预期数据。基金管理人应确保估值时采用的被投资企业的利润、收入或净资产等指标与市场乘数的分母在对应的时期或时点方面保持完全一致。

（4）在估值实践中各种市场乘数均有应用，如市盈率（P/E）、市净率（P/B）、企业价值/销售收入（EV/Sales）、企业价值/息税折摊前利润（EV/EBITDA）、企业价值/息税前利润（EV/EBIT）等。基金管理人应当从市场参与者角度出发，根据被投资企业的特点选择合适的市场乘数。

(5) 在使用各种市场乘数时，应当保证分子与分母的口径一致，如市盈率中的盈利指标应为归属于母公司的净利润，而非全部净利润；市净率中的净资产应为归属于母公司的所有者权益，而非全部所有者权益。一般不采用市销率（P/Sales）、市值/息税折摊前利润（P/EBITDA）、市值/息税前利润（P/EBIT）等市场乘数，除非可比公司或交易与被投资企业在财务杠杆和资本结构上非常接近。

(6) 考虑到被投资企业可能存在不同的财务杠杆和资本结构，在 EV/EBITDA 适用的情况下，通常可考虑优先使用 EV/EBITDA。在 EV/EBITDA 不适用的情况下，可考虑采用市盈率进行估值，但需要注意被投资企业应具有与可比公司或可比交易案例相似的财务杠杆和资本结构，并对净利润中包括的特殊事项导致的利润或亏损通常应进行正常化调整，同时考虑不同的实际税率对市盈率的影响。如果被投资企业尚未达到可产生可持续利润的阶段，基金管理人可以考虑采用销售收入市场乘数（EV/Sales），在确定被投资企业的收入指标时，可以考虑市场参与者收购被投资企业时可能实现的收入。

(7) 市场乘数通常可通过分析计算可比上市公司或可比交易案例相关财务和价格信息获得。基金管理人应当关注通过可比上市公司和可比交易案例两种方式得到的市场乘数之间的差异并对其进行必要的调整，对于通过可比交易案例得到的市场乘数，在应用时应注意按照估值日与可比交易发生日市场情况的变化对其进行校准。

(8) 基金管理人应充分考虑上市公司股票与非上市股权之间的流动性差异。对于通过可比上市公司得到的市场乘数，通常需要考虑一定的流动性折扣后才能将其应用于非上市股权估值。流动性折扣可通过经验研究数据或者看跌期权等模型，并结合非上市股权投资实际情况综合确定。

(9) 对市场乘数进行调整的其他因素包括企业规模和抗风险能力、利润增速、财务杠杆水平等。上述调整不应包括由于计量单位不一致导致的溢价和折扣，如大宗交易折扣。

### 3、行业指标法

(1) 行业指标法是指某些行业中存在特定的与公允价值直接相关的行业指标，此指标可作为被投资企业公允价值估值的参考依据。行业指标法通常只在有限的情况下运用，此方法一般被用于检验其他估值法得出的估值结论是否相对合理，而不作为主要的估值方法单独运用。

(2) 并非所有行业的被投资企业都适用行业指标法，通常在行业发展比较成熟及行业内各企业差别较小的情况下，行业指标才更具代表意义。

#### (二) 收益法

在估计非上市股权的公允价值时，通常使用的收益法为现金流折现法。

1、基金管理人可采用合理的假设预测被投资企业未来现金流及预测期后的现金流终值，并采用合理的折现率将上述现金流及终值折现至估值日得到被投资企业相应的企业价值，折现率的确定应当能够反映现金流预测的内在风险。基金管理人还应参照市场乘数法中提及的调整或分配方法将企业价值调整至私募基金持有部分的股权价值。

2、现金流折现法具有较高灵活性，在其他估值方法受限制之时仍可使用。

3、基金管理人在确定此方法采用的财务预测、预测期后终值以及经过合理风险调整的折现率时，需要大量的主观判断，折现结果对上述输入值的变化较为敏感，因此，现金流折现法的结果易受各种因素干扰。特别是当被投资企业处于初创、持续亏损、战略转型、扭亏为盈、财务困境等阶段时，基金管理人通常难以对被投资企业的现金流进行可靠预测，应当谨慎评估运用现金流折现法的估值风险。

### **（三）成本法**

在估计非上市股权的公允价值时，通常使用的成本法为净资产法。

1、基金管理人可使用适当的方法分别估计被投资企业的各项资产和负债的公允价值（在适用的情况下需要对溢余资产和负债、或有事项、流动性、控制权及其他相关因素进行调整），综合考虑后得到股东全部权益价值，进而得到私募基金

持有部分的股权价值。如果被投资企业股权结构复杂，基金管理人还应参照市场乘法中提及的分配方法得到持有部分的股权价值。

2、净资产法适用于企业的价值主要来源于其占有的资产的情况，如重资产型的企业或者投资控股企业。此外，此方法也可以用于经营情况不佳，可能面临清算的被投资企业。