

非上市公司股权转让定价机制与公允价值评估难点研究

林伟如

惠州市榕峰科技有限公司, 广东 惠州 516227

DOI:10.61369/SE.2026030007

摘 要： 非上市公司股权转让定价与公允价值评估，是企业并购重组与股权融资中的核心难题。本文从多元化民营企业财务负责人的实务视角，以企业集团横跨产业园租赁、物业管理、充电桩运营、装修工程及房地产中介等多行业为背景，深入剖析非上市公司股权转让定价机制的结构性特征与公允价值评估的多重困境。研究发现，行业异质性导致资产属性与收益模式差异显著，轻资产与重资产板块估值逻辑难以统一；控制权溢价与流动性折价的量化缺乏客观依据；交易目的多元化（战略并购、财务投资、内部重组）进一步加剧了定价基准的分化。本文提出构建“行业适配型”估值框架、强化交易条款对估值的修正功能、以及完善内部估值合规体系等破解路径，为非上市公司股权转让的定价实践与准则完善提供参考。

关 键 词： 非上市公司；股权转让；定价机制；公允价值；行业异质性

Research on the Pricing Mechanism and Fair Value Evaluation Difficulties of Equity Transfers in Unlisted Companies

Lin Weiru

Huizhou Rongfeng Technology Co., Ltd., Huizhou, Guangdong 516227

Abstract： The pricing and fair value evaluation of equity transfers in unlisted companies represent a core challenge in corporate mergers, acquisitions, and equity financing. From the practical perspective of a financial manager in a diversified private enterprise—operating across industries such as industrial park leasing, property management, charging pile operations, renovation engineering, and real estate brokerage—this paper delves into the structural characteristics of the pricing mechanism and the multiple difficulties in fair value evaluation of unlisted company equity transfers. The study finds that industry heterogeneity leads to significant differences in asset attributes and profit models, making it difficult to unify the valuation logic between asset-light and asset-heavy sectors. The quantification of control premiums and liquidity discounts lacks objective basis, and the diversity of transaction purposes (strategic mergers and acquisitions, financial investments, internal reorganizations) further intensifies the divergence in pricing benchmarks. This paper proposes solutions such as constructing an "industry-adaptive" valuation framework, enhancing the corrective function of transaction terms in valuation, and improving internal valuation compliance systems, providing references for the pricing practice and standard improvement of equity transfers in unlisted companies.

Keywords： unlisted companies; equity transfer; pricing mechanism; fair value; industry heterogeneity

引言

随着我国多层次资本市场的深入发展，非上市公司股权转让日益频繁，但其定价机制与公允价值评估始终是理论与实务中的难点。财政部《企业会计准则》引入公允价值计量属性后，非上市企业股权估值成为会计实务界讨论的热点问题。然而，与上市公司拥有公开市场连续报价不同，非上市公司股权交易缺乏活跃市场作为定价基准，交易双方存在显著的信息不对称。与此同时，企业重组所得税制对股权支付的特殊性税务处理设置了收购比例与支付比例的双重门槛，进一步凸显了公允定价的制度重要性。对于横跨多行业经营的民营企业集团而言，股权转让定价面临更为复杂的挑战：不同业务板块的资产形态、盈利模式、成长周期迥异，统一的估值方法难以适用；关联交易与内部重组中的定价公允性日益受到税务与监管关注^[1]。深入研究非上市公司股权转让定价机制与公允价值评估难点，对于提升企业财务信息质量、优化资源配置效率、防范税务风险具有重要的理论价值与实践意义。

一、公允价值评估的结构性困境：基于行业异质性的分析

（一）资产属性差异与估值逻辑冲突

多元化企业集团的股权转让面临的首要难题，是不同行业子公司资产属性的根本差异导致估值逻辑难以统一。以本文所涉业务为例，产业园、写字楼、公寓等重资产板块，其价值高度依附于持有的不动产，资产评估通常采用收益法或市场比较法，租金收益的稳定性与资产增值预期是定价核心。但对于历史成本显著低于市场价值的不动产，资产基础法同样具有重要参考价值，尤其是在收购方以资产增值为主要目的的背景下。而物业管理、房地产中介等轻资产板块，核心价值在于人力资源、品牌声誉与服务网络，这些表外资产难以通过资产基础法充分体现。充电桩运营作为新兴基础设施领域，兼具重资产投入与运营收益双重特征，且面临技术迭代与政策变动的双重不确定性，传统估值方法往往难以捕捉其真实价值。当集团内部不同行业子公司之间发生股权转让，或集团整体估值需考虑业务组合效应时，资产属性的异质性导致估值逻辑的内生冲突，单一估值方法难以公允反映企业整体价值。

（二）收益预期的不确定性与主观偏差

收益法是股权估值的重要方法，但其应用在多元化企业中面临特殊困境。不同行业处于不同的生命周期阶段：产业园租赁通常具有长期稳定的现金流，但受区域经济与产业政策影响显著；装修工程业务呈现项目制特征，收入波动性大，历史业绩对未来收益的预测能力有限；充电桩运营尚处市场培育期，短期亏损与长期预期的平衡考验估值判断。会计准则虽引入公允价值计量，但由于非上市股权市场不发达，公允价值往往难以可靠获得，大多数企业对可辨认净资产的公允价值估计只能以估值方法进行估算，不同模型方法估值结果差异较大，存在较大的主观判断偏差。实务中，同样的企业可能因估值假设、折现率选取、增长预期等主观因素差异，得出悬殊的评估结论。

（三）控制权与流动性的量化困境

非上市公司股权转让中的控制权溢价与流动性折价，是公允价值评估中公认的难题。与上市公司股票具备标准化合约与连续交易不同，非上市公司股权转让的交易成本高、信息不对称严重、退出渠道有限。在集团内部重组场景下，股权转让可能不涉及控制权实质转移，但在对外转让时，控制权是否转移对估值影响显著。对于物业公司这类具有稳定现金流的标的，控制权溢价可能体现为对分红政策、关联交易定价、战略方向的掌控权价值^[2]。然而，现行评估实务中对流动性折价的处理缺乏统一标准，折价率的选取往往依赖评估师经验判断，缺乏市场数据支撑，导致同一企业不同交易场景下的估值结论缺乏可比性。

二、定价机制的多维博弈：交易结构与利益协调

（一）定价基础的选择困境

非上市公司股权转让的定价基础通常包括账面净资产、评估

价值、收益折现、协商定价等，不同基础各有适用场景与利益倾向。账面净资产以历史成本为基础，简单客观，但在不动产板块中，若资产为长期持有或早期购入，其账面价值可能远低于当前市场公允价值。此时，若收购方以资产增值为目的，资产基础法反而能更真实地反映其市场价值，弥补账面净资产的局限性。评估价值通过专业估值程序得出，具有形式上的客观性，但评估方法的选择、参数设定仍蕴含主观判断。协商定价能够充分反映交易双方对标的价值的个性化判断，但缺乏可验证性，在税务合规、少数股东保护等方面存在风险。实务案例显示，澳柯玛转让信息产业园股权时，评估增值率高达86.77%，反映出账面价值与市场价值的显著背离；而美芝股份转让英聚建筑股权时，标的净资产为负，最终以资产基础法评估确定挂牌底价，体现了不同财务状况下的定价策略差异。

（二）价格调整机制的应用价值

为弥合交易双方的价值分歧，购买价格调整机制在非上市公司收购中日益普遍。该机制以交割日确定的会计计量（如营运资本）为基础调整购买价格，能够有效解决定价基准日与交割日之间的企业价值变动问题。在多元化企业转让子公司股权时，交割日营运资本的变动可能源于应收应付款项的季节性波动、项目进度款的临时性变化，这些因素在定价基准日难以准确预见。价格调整机制通过将部分定价风险后置，既保障了转让方对基准日价值的实现，又确保了受让方取得与预期相符的营运基础。但对于以资产增值为主要目的的不动产收购，价格调整机制难以涵盖未来资产升值的空间，此时应更依赖于资产基础法下的专业评估结果。此外，业绩承诺（对赌协议）也是重要的价格修正工具，尤其在轻资产企业或成长型企业转让中，通过将部分价款与未来业绩挂钩，可以缓解交易双方对收益预期的分歧^[3]。

（三）换股交易与税务考量

股权支付作为非现金支付方式，在节约资金、实现战略协同方面具有显著优势。根据财税〔2009〕59号文，股权收购比例不低于50%且股权支付比例不低于85%的，可选择特殊性税务处理，实现所得税递延。这一政策为多元化企业集团内部重组提供了税务规划空间。例如，在集团内部整合物业管理与房地产中介业务时，可以通过换股交易优化股权结构，同时递延所得税负担。但换股交易中公允价值的确定成为关键：以何种价值作为换股比例的计算基础，直接影响各方股东的利益分配与税务成本。在涉及多家非上市公司的复杂换股交易中，各方企业的估值相互关联，估值方法的选取与参数设定成为博弈焦点。

三、破解路径：实务视角的应对策略

（一）构建“行业适配型”估值框架

面对行业异质性带来的估值困境，多元化企业应当建立“行业适配型”估值框架，针对不同业务板块的特点设定差异化的估值方法论。对于产业园、写字楼等持有型不动产板块，估值方法的选择需结合交易双方的立场与收购目的综合判断。若收购方以长期持有并获取稳定租金收益为目标，收益法更能反映其持续经

营价值；若收购目的在于获取不动产未来增值收益，尤其是当标的资产历史成本远低于当前市场价值时，资产基础法更能体现其真实市场价值。实务中，转让方往往倾向于选择评估价值较高的方法作为议价基础，而收购方则应根据自身战略目标，合理选择估值逻辑，必要时可委托专业评估机构采用资产基础法进行独立评估。对于物业管理、房地产中介等轻资产板块，应关注收益法中的客户关系、品牌价值、管理团队等表外资产的量化，或采用

市场法寻找可比交易案例。对于充电桩运营等新兴业态，可采用实物期权法补充传统收益法，以捕捉其成长性价值^[4]。对于装修工程等周期性业务，应延长预测期以平滑周期波动，或采用资产基础法作为下限控制。

为了更直观地展示不同行业板块的估值方法适用性，本文构建了如下对比表：

表：不同行业板块估值方法适用性对比表

行业板块	主要资产特征	首选估值方法	辅助方法	关键参数 / 难点	控制权溢价考量
产业园 / 写字楼	重资产，持有型不动产	收益法	市场比较法	租金增长率、空置率、资本化率	资产处置权、招商定价权
物业管理	轻资产，人力与服务密集	收益法	市场法	客户留存率、合同续签概率、人工成本趋势	品牌授权、管理团队稳定性
充电桩运营	基础设施 + 运营收益，成长期	收益法 + 实物期权	市场法	充电量预测、电价政策、技术迭代风险	区域垄断地位、数据资源掌控
装修工程	项目制，周期性波动	收益法（平滑后）	资产基础法	项目储备、毛利率波动、应收账款质量	客户资源、供应链控制
房地产中介	轻资产，网络效应	市场法	收益法	佣金费率、市占率、平台用户价值	区域网络协同、品牌溢价

如表所示，不同行业板块因其资产特征与盈利模式的差异，适用的估值方法组合存在显著区别。该框架为多元化企业在股权转让中快速匹配合适估值路径提供了操作指引。

（二）强化交易条款对估值的修正功能

定价机制不应局限于静态的估值结论，而应通过交易条款设计实现动态调整。在股权转让协议中，可综合运用购买价格调整机制、业绩承诺、分期付款、托管账户等工具，使最终成交价格反映企业价值的实际实现情况。对于重资产企业，可重点约定营运资本调整、资产交割状态确认；对于轻资产企业，可强化业绩对赌，将部分价款与转让后1-3年的利润挂钩；对于存在表外负债或有事项的企业，可通过陈述与保证保险或赔偿条款分担风险。在集团内部重组中，虽不涉及外部利益博弈，但仍应参照市场原则设定价格，并保留必要的调整机制，以备未来外部融资或上市之需。

（三）完善内部估值合规体系

非上市公司股权转让定价日益受到税务、审计、国资监管等多重约束。多元化企业应当建立内部估值合规体系，确保定价过程可验证、可追溯。一是建立估值方法选择标准，明确不同行业、不同规模、不同阶段的子公司适用的估值方法及参数选取原则，尤其应结合交易目的（如长期持有、资产增值、战略协同等）与方法适配性，避免机械套用单一估值逻辑。二是完善估值资料档案，完整保存评估报告、估值模型、参数依据、定价决策过程等资料，以备外部审计或税务检查。三是建立估值复核机制，重大股权转让应由独立第三方评估机构出具评估报告，或由内部估值委员会进行复核^[5]。四是关注关联交易定价的公允性，对集团内部不同行业子公司之间的股权转让，应参照非关联交易原则定价，避免税务风险。

四、典型案例分析：多元化企业股权转让定价的实务剖析

（一）案例背景与交易概况

某多元化民营企业集团（下称“H集团”）业务涵盖产业园

租赁、物业管理、充电桩运营、装修工程及房地产中介。2023年，H集团拟将其持有的全资物业管理子公司M公司60%股权转让给一家战略投资者，以引入行业资源并优化资本结构。M公司主要从事住宅及商业物业管理，在管面积约500万平方米，近三年净利润稳定增长，但资产负债率较高，主要因承接新项目前期投入较大。交易定价基准日为2022年12月31日，双方拟通过协商确定交易价格，并考虑设置业绩对赌条款。

（二）定价过程与评估难点剖析

在估值方法选择上，M公司作为轻资产企业，资产基础法下净资产账面价值仅为3000万元，明显低估其品牌价值与客户资源。收益法成为首选，但面临以下难点：一是未来现金流预测需考虑合同续签率、物业费调价空间及人工成本上涨压力；二是折现率的确定需综合行业风险与公司特定风险，物业管理行业平均资本成本约10%-12%，但M公司区域集中度高，需适当调高；三是控制权溢价问题，本次转让60%股权导致控制权转移，需在收益法估值基础上增加控制权溢价，但缺乏量化依据；四是流动性折价，因非上市公司股权退出困难，投资者要求折价，双方对折价率分歧较大。若M公司持有历史成本较低的不动产，则需另行考虑资产基础法的适用性。

为弥合分歧，双方最终采用收益法为基础，并引入业绩对赌机制：交易价格暂定为1.2亿元，其中80%一次性支付，剩余20%根据M公司2023-2024年平均净利润达成情况分期支付，若净利润低于承诺值90%，则相应扣减。同时，协议中加入了购买价格调整机制，约定以交割日营运资本为目标值进行调整。

（三）案例启示与实务建议

本案例充分验证了前文论述的行业适配型估值思路：针对物业管理公司的轻资产特性，收益法成为核心方法，但需通过交易条款设计弥补估值的不确定性。如表所示，物业管理板块的首选方法为收益法，关键参数包括客户留存率与人工成本趋势，本例中通过业绩对赌将这些主观判断后置，降低了交易风险。此外，内部估值合规体系的重要性得以体现：H集团保留了完整的估值模型、参数选取依据及与投资者的沟通记录，为后续税务申报与

审计提供了支持。

五、结论

非上市公司股权转让定价机制与公允价值评估，是横跨会计、财务、税务、法律的复合型难题。从多元化民营企业实务视角审视，行业异质性带来的估值逻辑冲突、控制权与流动性因素

的量化困境、交易结构与利益博弈的复杂性，共同构成了这一难题的核心症结。破解这一难题，需要在准则原则指导下，结合企业实际构建“行业与目的适配型”估值框架，强化交易条款对估值的动态修正功能，并完善内部估值合规体系。随着多层次资本市场的发育与企业并购重组的活跃，非上市公司股权转让定价的理论研究与实务探索将持续深化，为优化资源配置、提升财务信息质量提供支撑。

参考文献

-
- [1] 刘芊君. 非上市企业股权转让的定价问题研究 [D]. 江苏大学, 2016.
 - [2] 张琴. 同一控制下股权转让方式与盈余管理问题分析 [J]. 财会学习, 2021, (14): 95-96.
 - [3] 曾毅. 同一控制下企业控股合并股权转让定价分析 [J]. 经济管理文摘, 2020, (10): 47-48.
 - [4] 唐益, 干胜道. 基于公允价值可靠获得性的有序记账法 [J]. 会计之友, 2026, (04): 125-132.
 - [5] 左清刚. 上市公司公允价值计量如何破局 [J]. 中国商人, 2026, (02): 94-96.