

金融资产的估值研究——以国泰君安为例

任杰

上海立信会计金融学院, 安徽 亳州 236800

摘 要 : 国泰君安作为证券行业重要企业, 其金融资产估值实践具有重要研究价值。本文分析了国泰君安金融资产估值的现状、影响因素及面临的困境, 主要包括估值方法选择困境、数据与模型风险、宏观环境与行业因素冲击等。其对估值的准确性以及信息披露的完整性产生了影响, 从而会对投资者决策和市场稳定性产生一定的负面影响。基于此, 本文提出了规范估值流程与方法、严格数据管理、加强模型管控、积极应对环境变化、优化信息披露与沟通等建议。

关 键 词 : 国泰君安; 金融资产估值; 估值方法

Valuation study of financial assets — Take Guotai Junan as an example

Ren Jie

Shanghai Lixin Accounting and Finance Institute, Bozhou, Anhui 236800

Abstract : As an important enterprise in the securities industry, Guotai Junan's financial asset valuation practice has important research value. This paper analyzes the current situation, influencing factors and difficulties of guotai Junan financial asset valuation, mainly including the dilemma of valuation method selection, data and model risk, the impact of macro environment and industry factors, etc. It has an impact on the accuracy of valuation and the integrity of information disclosure, which will have a certain negative impact on investors' decisions and market stability. Based on this, this paper puts forward suggestions such as standardizing the valuation process and method, strict data management, strengthening the model control, actively responding to environmental changes, and optimizing information disclosure and communication.

Keywords : Guotai Junan; financial asset valuation; valuation method

在我国金融市场深化改革及“资管新规”等政策实施下, 金融资产估值研究面临新机遇与挑战^[1]。合理的金融资产估值对优化资源配置、平衡市场公平与效率至关重要。理论上, 估值理论不断演进, 但实践中边界与有效性不明确, 理论与实践契合度待提升^[2]。实践中, 金融机构面临复杂产品估值难、数据质量差、市场波动大等问题; 投资者因缺乏统一标准而决策风险高。国外研究虽丰富, 但多基于成熟市场, 对新兴市场适用性有限。国内研究虽借鉴国外理论, 但系统性和前瞻性不足。现有研究在方法选择、复杂产品估值、跨市场比较等方面存缺陷, 且缺乏特定金融机构深入案例分析。本研究综合运用文献研究、案例研究和对比分析法, 以国泰君安为例, 深入剖析其金融资产估值实践, 旨在揭示内在规律, 为解决问题提供支撑。

一、金融资产估值的相关概念与理论基础

(一) 金融资产分类与影响

国际财务报告准则第9号(IFRS9)将金融资产分为以摊余成本计量、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益、以公允价值计量且其变动计入当期损益三类。我国企业会计准则与之趋同, 这种分类依据业务模式和合同现金流量特征, 能准确反映金融资产的经济实质与风险特征。不同分类在会计处理和风险暴露上存在差异, 对金融资产后续的计量和估值影响重大, 为金融资产估值构建了基础框架, 同时也带来了不同的要求和挑战^[3]。

(二) 常用估值方法解析

1. 基于现金流折现类

股权自由现金流模型公式为: $V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t}$ 。其中, V 为股权价值; $FCFE_t$ 是第 t 期股权自由现金流, 即公司履行完偿债、付息等义务后可供普通股股东分配的现金流量; r_e 为股权资本成本。此模型依据公司未来现金流评估股权价值, 综合考虑盈利、成长和 risk 水平。但它依赖多种假设, 假设偏差易致估值波动, 且难以反映短期市场价值波动, 适用于盈利稳定、现金流可预测性强的公司^[4]。

2. 相对价值比较类

市盈率（P/E）公式为 $P/E = \frac{\text{股价}}{\text{每股收益}}$ ，“股价”是股

票交易价格，“每股收益”为公司净利润与普通股股数之比。该方法假设同行业相似公司市盈率相近，通过对比目标公司与可比公司市盈率估值。市净率（P/B）公式为 $P/B = \frac{\text{股价}}{\text{每股净资产}}$ ，“每股净资产”是公司净资产与普通股股数之比。这两种方法简单直观、数据易获取，常用于股票估值，但受市场情绪和行业周期影响大，无法准确体现公司未来成长潜力和无形资产价值^[5]。

3. 基于期权定价理论类

Black - Scholes 期权定价模型公式为 $C = SN(d_1) - Ke^{-rT}N(d_2)$ 。其中， C 是看涨期权价格； S 为标的资产价格； K 是行权价格； r 为无风险利率； T 为期权到期时间； $N(d_1)$ 和 $N(d_2)$ 是标准正态分布的累积分布函数； $d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}}$ ， $d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$ ， σ 为标的

资产价格波动率。该模型将投资项目视为期权计算价值，适用于不确定性高、灵活性强的项目，能反映隐含期权价值。但对参数估计要求高，参数微小变化会使估值差异巨大，且实物期权识别和界定困难。

（三）估值方法分类与优势

依据估值原理，估值方法可分为基于现金流折现、基于相对价值比较、基于期权定价理论三类；按资产类型可分为股权类、债权类和衍生金融资产类估值方法。这种分类有助于理解不同方法核心逻辑，方便投资者和从业者把握本质特征。应用时，可根据金融资产类型和特点选择合适方法，提高估值效率与准确性，促进金融市场合理定价。

（四）异化、归化与框架效应在估值中的应用

“异化”在金融资产估值中，指充分考虑企业特定风险、经营模式和市场环境等，采用特殊调整或定制模型精准反映资产实际价值。“归化”是使估值策略符合市场普遍期望和通行标准，注重企业数据优势与市场一致性。框架效应理论表明，金融资产估值中，不同估值方法、参数选择和信息呈现方式构成不同“框架”，影响估值决策。利用“异化”和“归化”分类估值方法，有助于理解不同估值框架特点与适用场景，合理运用框架效应优化估值决策，提升估值科学性与合理性^[6]。

二、国泰君安金融资产估值案例分析

（一）国泰君安公司概况

国泰君安是证券行业领军者，1999年由原国泰、君安证券合并成立，业务覆盖广泛。机构金融助企业上市，个人金融提供多元服务，投资管理个性化，国际业务布局海外。2011-2022年营收连续12年行业前三，2024年中报总资产、净资产行业领先，营业总收入和净利润居前。注册资本持续增长，2019年达89.07947954亿元。2024年筹划与海通证券合并，总资产预计达1.68万亿元。品牌认可度高，获证监会AA级评级，合规经营、风险管理及市场竞争力强大。

（二）金融资产估值现状与影响因素分析

国泰君安依据金融资产分类准则，将金融资产分为以摊余成本计量、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益、以公允价值计量且其变动计入当期损益三类，并分别采用不同的估值方法。对于部分贷款与应收款项这类以摊余成本计量的金融资产，采用实际利率法。例如，一笔5年期、1000万元、年利率6%的贷款，通过该方法核算各期利息收入与本金偿还，如实反映资产价值。以摊余成本计量的金融资产受实际利率法影响，账面价值稳定，主要随本金回收和利息确认波动，对公司财务稳定意义重大。以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债券投资，在活跃市场（如国债市场）中的债券依据市场报价确定公允价值；不活跃市场的企业债券则运用现金流折现模型或可比交易法，综合票面利率、剩余期限、信用风险、市场利率和类似债券交易价格等因素估值。2024年中报显示，这类债务工具为739.95亿元，较上年末减少21.40%，其估值受市场利率、信用风险和债券市场波动影响显著，进而影响公司其他综合收益和净资产规模。

以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产中交易性金融资产占比大。股票投资在市场报价可靠时以此估值，不可靠时结合行业特点和公司基本面，用市盈率、市净率等相对估值模型评估；衍生金融工具采用期权定价模型（如Black - Scholes模型），依据标的资产价格、波动率、无风险利率等参数估值。2024年中报数据为3503.16亿元，较上年末减少5.97%，这类资产估值波动最为明显，股票投资随股市行情大幅波动，衍生金融工具受标的资产价格、波动率等因素左右，对公司盈利和财务状况影响巨大。市场环境和公司经营状况对其金融资产估值影响深远。牛市时，相关资产估值上升，推动国泰君安在2024年实现营收361.41亿元、归母净利润93.74亿元、市值1229亿；熊市时则相反。此外，公司业务布局和风险管理体系也至关重要，高风险资产配置在市场向好时能带来快速估值增长，但市场波动时风险高；稳健资产配置虽可抵御市场波动，却可能错过市场快速上涨的收益机会。

三、国泰君安金融资产估值困境、成因及信息披露影响

在证券行业，金融资产估值的准确性对企业发展至关重要，国泰君安在这方面面临着一系列问题。

（一）估值方法选择困境

随着金融创新，结构化金融衍生品等复杂金融产品不断涌现，国泰君安在对其估值时，缺乏明确统一的方法选择标准。由于金融市场复杂、产品多样，内部不同业务部门对估值方法理解和应用有别，在估值一款含多种期权结构的结构化产品时，可能因内部偏好或熟悉程度，未全面考量产品风险特征和市场情况，主观选择某一估值方法，导致估值偏差^[7]。

（二）数据与模型风险

1. 数据质量欠佳

国泰君安部分数据依赖第三方供应商，这些数据存在错误和

更新不及时问题。如第三方录入财务数据错误，影响股票估值指标计算，进而影响股票估值。对于新兴市场或交易不活跃金融资产，市场数据稀缺，难以获取准确价格和风险参数，估值缺乏可靠数据支撑。金融市场变化快，若未及时更新资产价格、利率等关键数据，基于过时数据的估值会误导投资决策，如市场利率快速上升时未更新数据，会高估债券价值^[8]。

2. 模型风险突出

估值模型基于假设，如股权自由现金流模型假设公司未来增长率和资本结构稳定，期权定价模型假设标的资产价格特定分布，但现实市场复杂多变，假设常不成立。2020年新冠疫情引发市场动荡，许多基于历史数据和稳定市场假设的估值模型失效，导致国泰君安部分金融资产估值与实际价值严重偏离。同时，模型参数如波动率、无风险利率等估计存在误差，不同估计方法和数据样本得到的波动率数值不同，影响期权估值准确性，若误差大则估值结果无法为投资决策提供可靠依据^[9]。

（三）宏观环境与行业因素冲击

1. 经济周期波动

经济扩张期，市场需求旺盛，企业盈利增长，国泰君安金融资产估值上升；经济衰退期，企业经营困难，信用风险增加，资产价格下跌，估值面临下行压力。2008年全球金融危机，经济衰退，国泰君安持有的股票和债券资产估值大幅缩水，冲击公司规模和盈利能力。

2. 利率频繁波动

利率变动影响债券现金流折现价值和股票市场资金流向与投资者预期。市场利率上升，债券价格下降，以公允价值计量的债券资产估值降低；利率上升还增加企业融资成本，抑制投资扩张，导致股票市场估值下降，反之则上升。我国央行多次调整利率政策，使国泰君安金融资产估值波动，增加风险管理难度。

3. 监管政策变革

金融监管加强，如《资管新规》实施，对资产管理业务提出净值化管理、打破刚性兑付等要求，国泰君安需改变部分金融资产估值方法和策略。传统预期收益型理财产品按新规要以公允价值估值，增加了估值难度和复杂性，估值结果变化影响投资者对产品价值认知和投资决策。

4. 行业竞争与创新挑战

行业竞争加剧，证券公司创新业务模式和金融产品，金融资产结构和风险特征更复杂。国泰君安为追求短期业绩，可能过度参与高风险业务，提升金融资产风险水平，影响估值。如部分证券公司降低融资融券业务门槛，增加信用风险，加大估值难度^[10]。金融科技发展带来量化投资、智能投顾等创新业务，涉及复杂算法和模型，国泰君安开展这些业务时，可能因技术不成熟、模型不完善导致相关金融资产估值不准确，影响投资业绩和风险管理。

（四）对信息披露的负面影响

估值方法主观性和数据质量问题，导致国泰君安部分金融资产估值无法准确反映真实价值，信息披露不完整，对复杂金融衍生品可能简化或省略估值相关内容，投资者难以获取充分决策信息。基于错误估值结果披露，会误导投资者对公司财务状况和经营业绩判断，高估资产价值使投资者误判公司盈利能力和资产质量，做出错误投资决策；低估则导致公司市值被低估，影响市场

形象和融资能力。信息披露不完整和不准确，增加投资者决策不确定性，机构投资者可能资产配置失误，个人投资者可能遭受损失，降低投资者信任度，干扰市场正常运行，降低资源配置效率，影响金融市场稳定性。

四、结论与建议

综上所述，国泰君安在金融资产估值方面面临着诸多问题，这些问题不仅影响企业自身估值管理水平，还会增加注册会计师审计风险，干扰市场投资者决策。为解决国泰君安在金融资产估值方面的问题，提出以下建议：第一，规范估值流程与方法，制定标准化流程，按金融资产类型明确估值方法选用标准和适用范围，针对复杂金融衍生品制定科学指引，搭建并定期更新维护内部估值方法库，减少主观性，降低审计风险，提升估值管理水平，为投资者提供准确估值信息；第二，严格数据管理，严格筛选和监督第三方数据供应商，建立质量评估机制，拓宽数据收集渠道并加强内部整合分析，搭建自动化监测更新系统，实时跟踪关键数据变动并及时更新估值数据，避免估值偏差，降低审计风险，助力投资者合理决策；第三，加强模型管控，成立模型管理团队负责开发、验证和优化估值模型，定期检验模型假设合理性，依据市场变化调整参数，建立回溯测试和压力测试机制，降低模型风险，增强投资者对估值结果的信任；第四，积极应对环境变化，组建专业研究团队关注经济周期、利率、监管政策和行业竞争对估值的影响，建立风险预警指标体系，风险指标达阈值时及时调整资产配置和估值策略，减少审计风险，为投资者提供前瞻性参考；第五，优化信息披露与沟通，制定规范的估值信息披露制度，明确披露内容、格式和频率，深入解读复杂金融产品，通过多种方式加强与投资者沟通，提高透明度，减少投资者决策失误，维护金融市场稳定。

参考文献

- [1] 卢道镇. 宏观经济因素对金融资产估值波动的影响研究[J]. 消费导刊, 2024(27): 155-158.
- [2] 梁娟. 私募股权投资基金股权类金融资产公允价值估值探讨[J]. 财会研究, 2022(6): 60-67.
- [3] 朱玟羽. 对于大数据金融资产实时估值方法、装置及可读介质的研究[J]. 数字化用户, 2023, 29(13): 219-221.
- [4] 陈青青. 金融资产价格估值模型的失效及其改进[J]. 大武汉, 2023(1): 182-184.
- [5] 吴颖. 金融资产管理产品估值规则及管理人风险浅析[J]. 发展改革理论与实践, 2023, 39(1): 79-81.
- [6] 朱玟羽. 对于大数据金融资产实时估值方法、装置及可读介质的研究[J]. 数字化用户, 2023, 29: 219-221.
- [7] 刘晓宇. 基于行为金融与财务估值的我国A股市场资产定价研究[D]. 广西大学, 2023.
- [8] 王云峰, 王心玉, 王露. 区域性银行数据资产估值研究[J]. 金融电子化, 2023(1): 55-57.
- [9] 赵宸元, 张福来. 互联网企业数据资产价值评估——基于二叉树期权定价模型[J]. 中国资产评估, 2023(9): 51-60.
- [10] 朱玟羽. 对于大数据金融资产实时估值方法、装置及可读介质的研究[J]. 数字化用户, 2023, 29: 219-221.