附件2

《企业并购投资价值评估指导意见

（征求意见稿）》起草说明

为规范投资价值评估业务行为，在国资委指导下，中国资产评估协会研究起草了《企业并购投资价值评估指导意见（征求意见稿）》（以下简称征求意见稿），现将有关起草情况说明如下。

一、制定投资价值评估准则的必要性

近年来，中国企业不断向海外发展。并购是中国企业海外投资的主要形式。每一个并购交易披露之后，外部行业观察者、财经媒体、专业投资机构等都会围绕交易价格进行多角度分析判断并购出价的合理性。

评估一直是企业并购的热点、重点问题。但是，目前的市场价值评估专业体系越来越难以为复杂的投资并购提供市场化价值支撑。大量企业特别是改革重组步伐不断加快的国有企业，对完善投资价值评估专业服务体系的呼声很高。制定投资价值评估准则，对推动资产评估服务于企业投资并购，具有重要的现实意义。

二、国内外投资价值评估相关规范情况分析

目前，国内外尚未针对投资价值评估出台专门的准则或操作指南，关于投资价值的定义也基本处于原则性描述层面。如《国际评估准则》（IVS，2017年版）提出 “投资价值是一个针对特定实体的价值标准。尽管一项资产对其所有者的价值可能与出售给另一方实现的金额相同，但该价值类型不以交换为前提，仅反映了某一个实体持有该资产可获得的经济利益。投资价值体现了评估时，实体面对的环境和财务目标，通常用于衡量投资业绩。”，并将投资价值定义为“一项资产对于特定所有者或预期的所有者针对个人投资或运营目标的价值”。同时，IVS还专门定义了协同价值“协同价值是两项或多项资产或利益合并后的价值，该价值通常大于单项资产和权益的价值之和。如果协同仅适用于某一特定买方，则协同价值将不同于市场价值，因为协同价值反映该资产对某一个特定买方的特别贡献。”但该准则并没有对如何评估投资价值，或投资价值与市场价值的区别与联系进行说明。

我国的资产评估准则，将价值类型分为市场价值和市场价值以外的价值类型，列示的市场价值以外的价值类型中包括投资价值。投资价值是指评估对象对于具有明确投资目标的特定投资者或者某一类投资者所具有的价值估计数额，亦称特定投资者价值。当评估业务针对的是特定投资者或者某一类投资者，并在评估业务执行过程中充分考虑并使用了仅适用于特定投资者或者某一类投资者的特定评估资料和经济技术参数时，应当选择投资价值作为评估结论的价值类型。

2016年，国务院国资委产权局编著出版的《投资价值评估》，提出了投资价值类型定义及要素；明确了基于投资价值类型的评估方法选择考虑的因素与主要评估参数确定的操作要点；建立了企业投资并购中投资价值评估实操框架，填补了国内投资价值评估领域的诸多空白，为研究起草投资价值评估准则提供了十分重要的参考。

**三、起草指导思想**

**（一）借鉴国内外研究成果**

投资价值评估理论与应用，并不是评估领域的一个新课题，但由于对投资价值评估理论研究和认识的局限，投资价值评估实践经验的缺乏，以及企业投资并购实践中的已经存在并不断产生的复杂专业认识和操作问题，存在很多需要继续研究和深入思考的理论和实务操作问题。充分借鉴国内外研究成果，是本准则研究的基础性工作。

**（二）以较强的操作性为落脚点**

鉴于投资价值评估业务的操作难度大、实践薄弱等现实，指导意见需要强调并且体现操作性，特别是细化评估方法、协同效应等方面的要求，以增强准则的实践性。

**四、起草过程**

2016年5月～7月，中评协与国务院国资委相关领导沟通、研究决定研究起草投资价值评估准则。组建项目组开展投资价值评估准则研究和起草工作。

2016年8月～2017年9月，项目组收集资料、调研、研讨，编写《投资价值评估指导意见研究报告》，结合中评协发布的25项修订的评估执业准则，研究投资价值评估具体专业问题，形成《投资价值评估指导意见》（建议稿）。

2017年10月～12月，中评协组织专家对《投资价值评估指导意见》（建议稿）进行评审。项目组根据评审意见系统研究修改，形成本征求意见稿。

**五、起草中的主要意见和准则中的解决方式**

**（一）关于本准则的适用范围**

企业并购实施的每一个阶段都涉及需要评估服务的内容，企业并购评估业务类型十分复杂，专业意见或评估报告的形式十分灵活，评估程序也会受到更多的限制。现有评估准则内容暂未涵盖企业并购评估业务情形。为了与现有评估准则对接，征求意见稿的适用范围是：“仅适用于本指导意见关于投资价值评估定义下的投资价值评估业务，并按照《资产评估执业准则——资产评估报告》编制出具的评估报告的情形”。对于其他评估业务情形，特别是境外并购业务，评估模型或方法都是按照委托人要求采用国际通用做法进行的，评估报告格式与内容都可能是按照决策需要编排编制的，对于这些情形，由评估机构和评估专业人员根据评估业务的具体情况，自行决定。

**（二）关于资产基础法是否适用于投资价值评估问题**

研究表明，协同效应评估与投资价值评估不完全是一个概念。资产基础法不能直观反映协同效应价值，但可以评估投资价值。因为资产基础法能够评估目标公司单独的市场价值（投资价值最低值），也可以评估目标公司并购整合后新公司的市场价值（包含所有协同效应价值在内）。征求意见稿就此提出了原则性规范。

**（三）关于保密的特殊重要性**

《资产评估法》和《资产评估职业道德准则》同时规定评估专业人员应当对评估活动中知悉的国家秘密、商业秘密和个人隐私予以保密。但并未具体明确“商业秘密”的范围。征求意见稿具体体现了以下两点：第一，只要是企业要求保密的，而且在《资产评估委托合同》予以明确约定的保密事项，都应当是资产评估专业人员应尽的保密义务；第二，“评估活动中知悉的商业秘密”，不仅包括评估过程中获取的企业经营、财务数据等信息资料，也包括“初步测算结果”和“评估结果”。在很多情形下，后者比前者更关乎企业利益，特别是企业并购领域。

**六、需要重点关注或提出意见的内容**

**（一）评估资料的核查验证**

《资产评估法》和评估准则规定，评估专业人员应当对评估活动中使用的有关文件、证明和资料的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。企业并购投资价值评估实践中，评估使用的大多数有关文件、证明和资料，是通过并购尽职调查获取的，尽职调查多由其他专业机构（或顾问）完成，保证评估资料的完整性、系统性难以实现，特别是在非限制性报价阶段。这样可能面临由此导致的更多的评估执业风险。目前，中评协对“核查和验证”正在研究，征求意见稿暂未具体规范。该问题如何处理，关系重大。

**（二）评估程序受限处理**

企业并购评估业务，特别是受聘于并购方的评估业务，现场调查受限问题十分突出，一方面是现场调查配合工作受限，另一方面是评估必需资料的限制。借鉴境外评估实践经验，通过完善具体评估项目评估报告的披露内容，客观揭示问题，防范可能由此引发的执业风险，是非常重要的途径。同时，希望集思广益，在准则层面予以完善。

**（三）关于两种评估方法的问题**

《资产评估法》提出使用两种评估方法的要求，两种评估方法也已经成为并购评估实践常见的做法。但如何采用两种评估方法，国内外做法并不一样，国内不同类型资产的评估对评估方法的采用也不尽相同。征求意见稿规定，企业并购工作初期阶段，在评估资料收集有限等条件下，采用市场法、资产基础法可以估算标的企业独立市场价值，即投资价值的最低值；企业并购工作定价决策谈判阶段，市场法和资产基础法可以作为收益法的辅助方法。这种规定是否适当，希望得到广泛的意见。

**七、准则的主要创新和重要内容介绍**

**1.关于应用范围**

投资价值最广泛的应用是企业间并购活动，其他领域应用情况尚不明确。本指导意见实际上规范的是基于投资价值的评估行为，也仅限于有买卖交易方的投资并购，其他评估需求，如标的资产没有交易前提下，原产权持有人资产之间可能存在的协同效应的“摸清家底”、给股东业绩报告、对管理层绩效考核等目的的“投资价值评估”，不在本准则规范的范围内。

**2.关于收益法评估**

预测现金流量只能从特定投资者的角度进行，预测必须考虑并购整合后公司的收益情况。企业并购的后期整合，是所有协同效应发挥作用的必要条件，而整合需要时间，特别是管理协同效应。投资价值评估预测期的确定，应考虑并购整合时间。

**3.关于评估披露和评估结论**

（1）投资价值评估报告必须包括并购方案和尽职调查内容。

（2）投资价值评估业务，具有阶段性特点，即并购工作不同阶段，评估所起的作用不同，评估结论的体现方式也会有差异。