附件3：

资产评估操作专家提示

——以并购为目的的投资价值

（征求意见稿）

本专家提示是一种专家意见。评估机构执行资产评估业务，可以参照本专家提示，也可以根据具体情况采用其他适当的做法。中国资产评估协会将根据业务发展，对本专家提示进行更新。

第一条 为指导在执行以并购为目的的评估业务中使用投资价值类型，更好的为特定投资者的并购行为提供合理有效的投资决策依据，中国资产评估协会组织制定了本专家提示。

第二条 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。

第三条 本专家提示所称以并购为目的的投资价值评估，是指接受委托方委托，依据相关法律、法规和资产评估准则，基于明确的并购目的，对确定的评估对象的投资价值进行的分析、估算并发表专业意见的行为和过程。

第四条 承接以并购为目的的投资价值评估业务时，应当事前明确潜在的并购方及被并购对象，投资价值评估的结论是针对特定投资者或某一类投资者的，不适用于其他投资者。

第五条 投资价值与市场价值的主要区别在于并购行为实施后所能产生的附加价值，一般通过量化预期并购后双方能产生的协同效应价值来反映。协同效应是指并购行为实施后，并购后企业的预期总体经营效益与并购前各自独立经营时的预期效益之和的差异部分，主要包括管理协同效应、经营协同效应、财务协同效应，以及其他可能影响业绩的途径。

第六条 适用于估算投资价值的协同效应只是针对特定投资者或某一类投资者的协同效应，适用于一般市场参与者的普遍协同效应是市场价值的组成部分。

第七条 协同效应可能体现在被并购对象、并购方或并购方所控制的其他对象中，具体需要根据并购双方的实际情况、并购方案、并购目的和资产业务的特点等进行综合分析和判断。

第八条 执行以并购为目的的投资价值评估业务时，需要充分了解并披露并购方的并购目的以及并购方案，不同的并购预期目标和并购方案，可能会形成不同的投资价值评估结论。

第九条 执行以并购为目的的投资价值评估业务时，可以在充分了解并购行为所涉及各方信息的基础上，分析各种协同效应产生的可能性和具体的表现形式，并合理量化所产生协同效应的经济价值。

管理协同效应是指并购给企业管理活动在效率方面带来的变化以及效率的提高所产生的效益；主要表现为企业可以提高运营效率以及充分利用过剩的[管理资源](http://wiki.mbalib.com/wiki/%C3%A7%C2%AE%C2%A1%C3%A7%C2%90%C2%86%C3%A8%C2%B5%C2%84%C3%A6%C2%BA%C2%90%22%20%5Co%20%22%E7%AE%A1%E7%90%86%E8%B5%84%E6%BA%90)，从而节省管理费用。

经营协同效应是指并购给企业生产经营活动在效率方面带来的变化及效率的提高所产生的效益；主要表现为企业可以获取规模经济效应、纵向一体化效应、市场力或垄断权、资源互补等，从而增加收入、降低成本。

财务协同效应是指并购使得企业低资本成本的内部资金可以投资于高效益项目，提高了企业资金使用效益；主要表现为并购后可以节约资本成本、提高资本收益率、合理避税和降低筹资成本等。

当确实存在可能无法合理量化的其他协同效应时，可考虑在评估报告中以适当方式进行客观披露。

多种协同效应综合后的企业整体协同效应和单个协同效应均可能存在正协同或负协同两种情形。

第十条　执行以并购为目的的投资价值评估业务时，在综合分析并购目的、评估对象实际情况、可量化的协同效应、后续整合方案以及拟实施的评估途径后，应当在报告书中相应披露设定的评估假设，评估假设应该获得委托方的确认。

第十一条 以并购为目的的投资价值评估重点是对协同效应价值的合理量化，对投资价值的评估主要有直接和间接两种评估路线：

直接路线是指直接将各种协同因素考虑在并购后的评估对象中进行测算得出评估对象的投资价值。

间接路线有两种方法：一是投资价值等于评估对象的市场价值、评估对象作为被并购主体获得的特定协同效应、以及评估对象给并购方带来的协同效应这三者价值之和，即评估对象投资价值=评估对象市场价值+评估对象特定协同效应价值+并购方特定协同效应价值；二是评估对象投资价值等于并购后企业总体市场价值（即并购后并购对象及并购方的总体价值）扣减并购方企业并购前的市场价值之后的价值，即评估对象投资价值=并购后企业总体市场价值–并购方企业并购前的市场价值。

第十二条 执行以并购为目的的投资价值评估业务时，可以根据评估对象、并购方案、资料收集等相关条件，综合分析收益法、市场法和成本法的适用性后选用恰当的评估方法。

第十三条 执行以并购为目的的投资价值评估业务时，应当披露确定的并购方案主要内容，如果存在几种并购方案，可以逐一披露方案的主要内容，以及与评估结论的对应关系。

第十四条 执行以并购为目的的投资价值评估业务时，可以根据委托方要求，在评估报告中披露协同效应的分析和判断过程，包括协同效应的类型表现形式、协同效应的来源和实现方式、协同效应量化计算所依据的数据来源等。

第十五条 执行以并购为目的的投资价值评估业务时，应与委托方约定，是否需要获取评估对象的市场价值，并在报告中披露市场价值评估结论及其来源，以及影响市场价值结论的重大假设条件和特殊事项，在报告中同时披露市场价值和投资价值，并分析差异存在的主要方面及其合理性。

第十六条 执行以并购为目的的投资价值评估业务时，可以分析影响评估结论的重大不确定性因素，针对具体的不确定性因素及其发生的可能性进行适当判断，并对评估结论进行必要的敏感性分析，在评估报告的特别事项说明部分进行披露。

第十七条 本专家提示是以有关评估实践为基础，针对以并购为目的的投资价值的操作和披露要点提出的建议。本专家提示不是对相关资产评估准则和评估报告信息披露有关监管规定的补充和修正，也不是一项新的资产评估准则。

《资产评估操作专家提示—以并购为目的的投资价值（征求意见稿）》起草说明

为指导执行以并购为目的的投资价值评估业务，更好的为特定投资者或某一类投资者提供并购对象合理有效的投资价值决策参考，中国资产评估协会（以下简称“中评协”）组织起草了《资产评估操作专家提示—以并购为目的的投资价值》（征求意见稿）（以下简称《专家提示》）。为便于评估业务执行人员，以及相关部门、人士全面理解《专家提示》，现将有关起草情况说明如下：

**一、制定《专家提示》的必要性**

经过评估业界多年来的努力，服务于企业市场价值评估体系日趋完备并且广受认同，但对投资价值的研究和实务操作却相对滞后。目前的评估准则及一些规范中已经明确了市场价值和非市场价值等多种价值类型的存在，对投资价值也有了一定的描述，但基本处于原则性介绍层面，尚没有较为详尽的评估准则或操作指南、细则等，客观上造成了执行投资价值评估时无据可循。伴随着国内资本市场的发展日益成熟，以及市场价值评估所积累的丰富评估经验，使得我们有需求、有条件、也有能力从对投资价值的理论研究走向实务操作。

**二、国内外相关规范情况分析**

国外的商业并购中出于价值发现与价值再造的并购目的，大部分情况下投资人会有投资价值估值的需求，在《国际评估准则》、英国《RICS评估准则》等中均有对投资价值的定义，但都尚未有专门对于投资价值在假设、方法、披露和结论等方面规范性的内容。

国内关于投资价值的研究和应用总体上较之国外要有限和滞后。目前的企业国有资产评估项目和资本市场资产评估项目，特别是涉及产权管理领域中的评估项目中采用投资价值类型的尚不多见，一般都还是选择市场价值类型。在部分特殊情形下，例如近年来在海外实施的一些战略并购项目中，企业需要从投资咨询角度出发，寻找和分析并购活动对并购对象的投资价值，开始了对投资价值估值的实践与探索。

**三、起草指导思想**

《专家提示》在起草过程中，遵循了以下指导思想：

（一）准确定位

《专家提示》是为了适应国内外资本市场战略并购的新形势与业务发展需要而制定的。在《专家提示》制定过程中，在基本概念、基本术语上与基本准则保持一致，并注重与相关法律法规、资产评估相关准则的相互衔接。但本专家提示是一种专家意见，并非评估准则或对评估准则的补充或修正，仅建议执行以并购为目的的投资价值评估业务时参考使用，故在用词上较多使用“指导”、“可以”和“建议”等字样。

（二）突出专业性与特殊性

《专家提示》力求充分体现投资价值评估的特点，强调并购当中投资价值评估的专业性与特殊性，对于与市场价值相同的操作部分，因《资产评估准则——企业价值》中已有详尽表述，本次相对简化不再重复。在体例上不再分章表述。

（三）突出指导性和可操作性

并购中的投资价值评估是随着市场化商业并购应运而生的，在目前的评估准则体系中尚未制定与其直接相关的准则、指南或指导意见。因此，《专家提示》充分考虑相关各方的需求，既强调指导性，对执业人员工作中关注的重点方面加以指导，又注重实务操作性，为各类委托方能更加认可和有效的使用投资价值评估报告和评估结论提供依据。

**四、起草过程**

2013年5月，中评协成立项目组。项目组广泛搜集了相关法律法规、评估准则及相关理论研究成果，重点分析典型的并购案例，对并购目的、并购方案、整合方案等系列问题、过程进行了深入研究，总结在并购中投资价值评估实践经验形成草稿。之后征求相关专家的意见，在融合各方意见的基础上，并经过多次讨论修改，形成本征求意见稿。

**五、起草中的主要意见和专家意见中的解决方式**

（一）适用范围比较全面

本次《专家提示》最终将并购的适用范围对象定义为基于并购目的的评估业务，即是广义的并购，可以包含全部或部分股权，也可以包括以非同比例增资形式获得目标企业股权的形式，此外，还包括收购业务和有独立盈利能力的资产及资产组合等。这样基本涵盖了企业商业并购的绝大部分形式，比较全面。

（二）评估的结论是针对特定投资者或某一类投资者的

在商业并购中，不同的投资者会对同一个评估对象形成不同的协同效应，所以也会形成不同的评估结论，为防止报告结论被误用，所以《专家提示》明确了承接以并购为目的的投资价值评估业务时，应当事前明确潜在的并购方及被并购对象，投资价值评估的结论是针对特定投资者或某一类投资者的，不适用于其他投资者。

（三）关于投资价值的评估方法

基于对未来预计产生的协同效应的价值量化，收益法、市场法是比较适用的，在对并购预计能产生的协同效应的价值量化时，成本法显得不是很适合，但成本法作为一种基本的评估方法，在特殊情况下还有使用的情形，故本次并未将成本法排除在投资价值的评估方法之外。

**六、需要重点关注或提出意见的内容**

（一）投资价值评估的核心是协同效应的合理量化

在《专家提示》中，重点提示了协同效应的分析判断、操作途径以及注意事项。建议执行以并购为目的的投资价值时，在充分了解并购行为各方信息后，着重分析各种协同效应产生的可能性和协同效应的表现形式。

（二）与市场价值的衔接

基于前期的多方调研和沟通，较多报告使用者希望能在获得投资价值的同时了解市场价值的结果，以利于合理确定谈判区间。为增加投资价值报告的实用性，《专家提示》提出在执行以并购为目的的投资价值评估业务时，应与委托方约定，是否需要获取评估对象的市场价值，并在报告中披露市场价值评估结论及其来源，以及影响市场价值结论的重大假设条件和特殊事项，在报告中同时披露市场价值和投资价值，并分析差异存在的主要方面及其合理性。

**七、专家意见的主要创新和重要内容介绍**

（一）评估结论表达方式

在评估结论的表达方式上，站在委托方立场上，为了让评估报告结论更加有参考意义，采用多种表达方式：

1.评估结论可以根据不同的并购方案分别来逐一对应披露；

2.评估结论可以根据与委托方的约定同时列示市场价值和投资价值。

（二）敏感性分析

投资价值评估在评估程序、资料取得、分析判断上可能与正常的市场价值评估存在较大区别，很大程度上基于主观的分析和判断。所以在有些情况下，会存在较多的不确定性因素。但是委托方在商务谈判时，这些不确定因素必须进行必要量化后才能进行合理报价，所以专家提示专门提出了建议进行敏感性分析。