附件1

企业并购投资价值评估指导意见

（征求意见稿）

第一章 总 则

**第一条【宗旨和依据】** 为规范资产评估机构及其资产评估专业人员执行企业并购中的投资价值评估行为,制定本指导意见。

**第二条【企业并购定义】** 本指导意见所称企业并购是企业合并和收购的简称，合并是指两家或者更多的独立企业、公司合并组成一家企业，包括吸收合并和新设合并。收购是指一家公司通过出资出股，取得另一家公司一定程度的控制权，包括资产收购和股份收购。

**第三条【投资价值定义】** 本指导意见所称投资价值，是指并购标的资产，在明确的投资并购参与者基于特定目的、充分考虑协同效应和投资回报水平的情况下，在评估基准日的价值估计数额。

同时满足并购标的资产、明确的投资并购参与者、特定目的、协同效应、投资回报水平、评估基准日、以货币单位表示、价值估计数额等八个要素的评估结论，方可定义为投资价值评估结论。

**第四条【协同效应定义及分类】** 本指导意见所称协同效应，是指外部协同效应，具体是指在企业并购中，由并购双方基于一定的并购动机、就并购标的资产实施并购并进行整合产生的、超过标的资产并购整合前效应的部分。

本指导意见将协同效应分为管理协同效应、经营协同效应、财务协同效应和其他资产协同效应四类。

（一）管理协同效应，主要指并购给企业管理活动在效率方面带来的变化及效率的提高所产生的效益。具体表现为提高管理效率和节省管理费用等方面。

（二）经营协同效应，主要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。具体表现为并购产生的规模经济、优势互补、成本降低、市场份额扩大、更全面的服务等。

（三）财务协同效应，主要指企业因获得并购资金所带来的融资成本降低、通过并购提升信用等级所带来的融资能力提高、通过并购实现业务整合所带来的税务优化等。

（四）其他协同效应，指未包含在上述三种类型之内的协同效应的统称。例如，并购活动中，由无形资产中的品牌、专利技术等带来的协同效应。

**第五条【投资价值评估定义】** 本指导意见所称投资价值评估，是指资产评估机构及其资产评估专业人员依据相关法律、行政法规和资产评估准则，对企业并购中标的资产的投资价值进行评定、估算，并出具投资价值评估报告的专业服务行为。

**第六条【适用范围】** 企业并购需要的评估业务类型复杂、服务目的种类多样、评估程序履行受限制程度不同、评估报告（或者专业意见）内容要求千差万别，本指导意见仅适用于第三条定义下的投资价值评估业务、第十五条列示的业务类型和评估目的，并按照《资产评估执业准则——资产评估报告》要求编制出具评估报告的评估业务类型。

第二章 基本遵循

**第七条【合法性要求】** 资产评估机构及其资产评估专业人员执行企业并购投资价值评估业务，应当遵守相关法律、行政法规和资产评估准则。

跨国并购中的标的资产所在地在境外时，应当考虑遵守标的资产所在地的相关法律、行政法规。

**第八条【评估结论保密要求】**资产评估机构及其资产评估专业人员执行企业并购投资价值评估业务，除应当对相关法律法规规定的、资产评估过程中知悉的国家秘密、商业秘密和个人隐私予以保密外，还应当对投资价值测算结果、评估结论及与此相关联的相关信息予以保密。在未完成并购，未得到委托人的同意，不得泄露，不得与任何组织、机构和个人沟通。

**第九条【执业原则】** 资产评估机构及其资产评估专业人员执行企业并购投资价值评估业务，应当遵守以下执业原则：

（一）专业胜任原则：资产评估专业人员在承接投资价值评估业务时，应当知晓企业并购投资价值评估的复杂性和专业性，需要具备必要的法律、财务管理、企业战略管理等专业知识，需要具备十分丰富的企业价值评估经验，判断自身是否有完成委托事项要求专业胜任能力，不具备专业胜任能力时，应当采取补充措施直至放弃该业务委托。

（二）沟通原则：资产评估专业人员执行企业并购投资价值评估业务，应当在整个并购交易过程与委托人进行动态沟通，明确委托人对于影响标的资产价值的关注点及其随并购进展关注点发生的变化，以及时在评估假设、评估参数和评估方法等反应，为委托人提供符合并购方案的评估结论。

（三）回避原则：资产评估专业人员执行投资价值评估业务，资产评估专业人员或者所在资产评估机构的角色与委托人的利益有显著性冲突时，无论是形式上的还是实质性的，应当回避相关业务。

**第十条【利用专家工作】** 资产评估机构及其资产评估专业人员执行企业并购投资价值评估业务，可以利用委托人聘请的其他并购工作专业顾问和委托人的尽职调查报告及其结论。

资产评估专业人员应当与委托人聘请的其他并购工作专业顾问或者专业团队密切沟通，以便及时、动态利用其专业工作成果。

受聘于投资并购中的一方的资产评估专业人员，可以利用并购对方聘请的评估机构获取的第三方资料或者专业报告，但应当谨慎界定第三方资料或者专业报告的专业判断、评估分析和评估测算是否合理。

**第十一条【资料利用】** 资产评估专业人员应当知晓，企业并购工作不同阶段，所获取资料详细程度可能不同，从为投资并购提供全过程评估服务的角度看，随着资料获得的情况逐步开展由粗至细的评估分析，分阶段提供在当前资料情形下的价值意见。

**第十二条 【财务数据口径】** 对具有多种业务类型、涉及多种行业的标的资产，可以根据企业并购方案、支付方式，确定业务单元，结合收集资料情况，采用适宜的财务数据口径进行评估。

**第十三条** **【审计报告利用】**在有外部审计的情况下，资产评估专业人员应当尽可能获取独立审计师的正式审计报告；

资产评估专业人员应当尽可能获取按照委托人要求的会计制度编制的或者并购方案使用的会计制度编制的财务资料，以保证评估测算时会计制度的可比性，减少会计制度转换可能带来的误差；

协同效应的收益与成本等财务信息由委托人提供的，资产评估专业人员需要完整了解协同效应实现的条件与基础，对相关数据的合理性进行分析判断，保持谨慎性；

依据审计报告时，资产评估专业人员应该了解审计过程的相关情况，合理利用审计报告，在委托人的协调下，做好与相关审计师和其他中介机构的沟通。

**第十四条【评估依据——并购方案】** 资产评估专业人员应当知晓投资价值的独特性，即不同的并购者、同一并购者不同的并购方案，对同一并购标的在同一评估基准日的评估价值判断可能不同；投资价值评估结论与并购方案存在直接对应关系。

资产评估专业人员应当尽可能取得并购方案（或者企业并购可行性研究报告或者类似报告）作为评估依据，并完整、准确地利用其确定相关评估事项和评估参数。

第三章 操作要求

**第十五条【明确业务类型、评估目的】** 资产评估专业人员执行企业并购投资价值评估业务，应当依据并购方案、并购类型或方式、并购实施阶段等，明确具体的评估目的。

常见的评估目的如下：

（一）竞争性并购，非约束性报价阶段，为并购方委托人的意向性报价提供参考建议；或者为被并购方委托人提供出售底价参考建议。

（二）竞争性并购，签署约束性协议、提出约束性报价阶段，为并购方委托人最终报价提供价格参考建议；或者为被并购方委托人提供意向价格参考建议。

（三）竞争性并购，并购定价谈判阶段，为并购方委托人或者被并购方委托人价格谈判提供价格参考建议。

（四）并购谈判中，为并购方委托人价格谈判提供底价；或者为被并购方委托人价格谈判提供参考建议。

（五）协议定价中，为并购方委托人或者被并购方委托人价格谈判提供参考建议。

**第十六条【明确评估对象】** 资产评估专业人员执行企业并购投资价值评估业务，应当明确评估对象。

（一）企业并购对象，通常包括单（多）项资产（有时含负债）、单（多）项业务单元、已（待）开发项目（有时含负债）、企业整体、公司股东权益等。有时，并购标的资产不对应于会计核算科目或者资产负债表。

（二）评估对象应当由委托人确定，并在资产评估委托合同中予以约定。

（三）涉及企业整体、公司股东权益时，资产评估专业人员应当根据会计政策、企业经营等，对因并购方案带来的标的公司资产负债表表内以及表外资产进行识别，根据企业并购支付对象，建议委托人明确是否将其纳入评估范围。

（四）涉及境外企业整体、公司股东权益评估，资产评估专业人员应当特别关注相关审计报告的审计目标、审计范围及审计意见；关注并披露评估对象涉及的资产、负债与已经审计或者审阅财务报表之间的对应关系。

（五）评估基准日至交割日期间，交易日后标的公司/业务为建立独立业务所产生的一次性费用、存货变化、尚未支付的员工补偿款、应付员工退休金及其他法定员工费用、交易日前实际承担尚未支付的类负债、应交税费、其他合规支出等，应当明确得到委托人对该类事项在交易价格中做出的调整或者安排。

**第十七条【明确评估基准日】** 资产评估专业人员执行企业并购投资价值评估业务，应当明确评估基准日。

（一）全程参与并购过程的评估项目，评估基准日可能不断调整，应该在资产评估委托合同中约定评估基准日的确定方式；涉及报价谈判，可以将原评估基准日至评估结论得出日之间的、影响评估结论的事项予以考虑，提供给委托人作为谈判参考。

（二）针对某一并购阶段的评估项目，评估基准日应当由委托人确定，并在资产评估委托合同中予以约定。

**第十八条【评估程序】**投资价值评估程序可能受到诸多限制，特别是委托人为并购方时，资产评估专业人员应当采取弥补措施（如利用尽职调查报告）满足评估工作需要。

**第十九条【评估假设】**投资价值评估中的重要假设是按并购方案完成并购且整合后持续经营，包括新会计主体、法律主体的形成。

资产评估专业人员执行企业并购投资价值评估业务，应当与委托人就其提出的假设的合理性进行充分沟通。

（一）收益法和市场法评估企业股权的假设：一是假设投资并购按照并购方案完成、且持续经营；二是假设各种协同效应在并购方案拟定的整合措施下按预定时间发挥作用。

（二）资产基础法评估企业股权的假设：假设企业将继续经营且资产价值“在使用中”；涉及吸收合并的企业并购，假设标的公司经营将停止，并且清算；或者假设标的公司继续经营且资产价值“在使用中”。

**第二十条【评估思路】** 投资价值评估，可以采取直接和间接的技术路径测算并购的协同效应，进而得出标的资产的投资价值。

直接技术路径是指，不单独估算协同效应价值，而在标的资产市场价值评估模型中，直接将协同效应影响进行评估参数调整，测算获得标的资产的投资价值。

间接技术途径是指，通过估算投资并购整合后公司（或者业务主体）的市场价值，扣除并购方相关的市场价值后，得出协同效应价值，加上标的资产的市场价值，得出标的资产的投资价值。

**第二十一条【评估方法】** 资产评估专业人员执行企业并购投资价值评估业务，应当在综合分析市场法、收益法和资产基础法等基本方法的适用性、企业投资并购类型（或者并购方式）、投资并购对象和并购方相关资源的特点、并购项目阶段等因素的基础上，恰当选择评估方法。

**第二十二条【收益法的应用——方法选择】** 资产评估专业人员执行企业并购投资价值评估业务，应当充分考虑并购阶段对资产评估的需要，并购及整合方案下标的资产未来收益可预测情况，恰当考虑收益法的适用性。

**第二十三条 【收益法的应用——预测角度1】**采用收益法评估投资价值，应当依据投资并购方案拟定的并购整合后公司未来的经营模式、资本结构，进行收益指标预测、测算。

**第二十四条** 【**收益法的应用——预测角度2**】采用收益法评估投资价值，应当考虑并购方给标的资产带来的特别贡献，或者并购双方各种资源重新整合形成的运营价值贡献；对预期收益的预测，应当以增量资产为出发点，反映的是并购后持续生产经营前提下的未来收益。

**第二十五条 【收益法的应用——模型选择】** 投资价值评估收益法常用的收益指标为现金流量，具体评估方法为现金流量折现法。资产评估专业人员应当根据标的资产所处行业、经营模式、资本结构、发展趋势等，恰当选择现金流折现模型。

**第二十六条** **【收益法的应用——收益预测形成】**资产评估专业人员应当就委托人提供的未来收益预测资料，与委托人讨论未来各种可能性，结合并购整合后人力资源、技术水平、资本结构、经营状况、发展趋势，考虑宏观经济因素、整合后的标的资产所在行业现状与发展前景，分析未来收益预测资料与评估目的及评估假设的适用性。

资产专业人员应当关注未来收益预测中经营管理、业务架构、主营业务收入、毛利率、营运资金、资本性支出等主要参数与并购方案及整合措施的一致性。

**第二十七条 【收益法应用——评估参数确定1】** 投资价值评估参数确定，应当以明确的投资并购方案为基础。

**第二十八条【收益法应用——评估参数确定2】**投资价值评估参数，应当以明确的协同效应类型、协同效应发挥作用的时间为依据确定，确定的评估参数应当与具体协同效应类型对应。

**第二十九条【收益法应用——评估参数确定】**协同效应和投资回报水平的确定，除考虑投资者自身禀赋条件的特殊性或者其交易目的特殊性外，在切实可行、具有一定依据和理由的前提下，还应当考虑投资者自身的个性化和主观化判断。

**第三十条【收益法应用——预测期的确定】** 确定预测期时，除考虑营运资金变动、资本追加、以及各种法定因素和资源因素外，还需要考虑各种协同效应发挥作用的时间。

（一）预测期应涵盖并购整合期。

（二）预测期应涵盖并购产生的所有协同效应实现的时间。

（三）不同的协同效应实现的时间不同，预测期自然不同。

（四）标的公司收益来源于正在投资建设、研发的项目，应当考虑企业投资项目投产、达产的时间；考虑研发项目投产并达到生产销售产品的时间。

**第三十一条【收益法应用——折现率确定】** 确定折现率，应当综合考虑评估基准日的利率水平、投资回报水平、并购后标的资产的资本结构等信息，以及并购方投资偏好等因素。

**第三十二条【收益法应用——终值确定】** 资产评估专业人员应当根据并购整合后企业进入稳定期的因素分析预测期后的收益趋势、终止经营后的处置方式等，选择恰当的方法估算预测期后的价值。

**第三十三条【市场法的应用——方法选择】** 采用市场法进行投资价值评估，应当根据并购整合后公司的情况，选择与并购整合后企业进行比较分析的可比企业或者交易案例。

**第三十四条 【市场法的应用——可比公司和交易案例选择】** 选择可比企业或者交易案例，应当考虑下列因素：

（一）业务结构、经营模式、企业规模、资产配置和使用情况；

（二）企业所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险。

**第三十五条【价值比率的确定】**采用市场法进行投资价值评估，一般以评估对象价值作为分子，由与评估对象相关的财务或者非财务指标作为分母，构建价值比率。应当综合考虑投资并购阶段及其对评估的需要、资料的取得情况等，结合应用非财务价值比率与财务价值比率。

**第三十六条【市场法应用——价值比率确定】** 价值比率的分母应当是并购整合后公司的指标，应当考虑企业并购后并购对方给新产权主体带来的收益贡献等。

**第三十七条【市场法应用——价值比率应用】**股权价值评估，价值比率的分子采用股权价值，分母应当考虑协同效应、投资偏好等因素、反应股权价值的财务指标和非财务特征参数。如市盈率分子是每股价格（即股权价值）而分母是考虑协同效应、投资偏好等因素的每股盈利。

**第三十八条【资产基础法应用——评估范围】**采用资产基础法进行投资价值评估，应当明确并购交易资产边界或者并购价格支付对应的资产边界，即评估范围。投资价值评估结论应当反映投资并购交易资产范围。

**第三十九条【资产基础法应用——评估范围】**采用资产基础法进行投资价值评估，对于买卖双方不准备纳入交易价格中的非经营性资产或者超额或者冗余资产等，应当明确，并在评估委托合同中予以约定。

**第四十条【资产基础法——评估范围】**采用资产基础法进行投资价值评估，并购后可能带来的因税收、员工索赔、环保义务或者其他监管问题等经济法律事项产生的或有负债对评估结论产生的影响，在切实可行的情况下，评估专业人员应该与管理层及法律顾问讨论，对这些或有负债进行估计和量化。

**第四十一条【资产基础法的应用】**采用资产基础法进行投资价值评估，对各单项资产采用相应评估方法评估时，应当考虑企业并购整合后，可能涉及新的运营模式、新的产品（服务）类型，甚至新的核算方式对资产价值的影响，恰当选取评估参数。

**第四十二条 【各种评估方法方法的综合】** 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。

**第四十三条【其他分析工具】** 资产评估专业人员执行企业并购投资价值评估业务，可以采用一些分析方法或者工具，作为确定评估结论过程中的分析手段。如退出倍数法、财务净现值法、实物期权法、情景分析法、敏感性分析法等。

**第四十四条【评估结论】** 投资价值评估结论通常采用区间值表示。

无论采取何种路径评估投资价值，都应当给出标的公司并购前提下独立的市场价值。

第四章 评估报告及披露要求

**第四十五条 【评估报告编制与出具】**资产评估专业人员执行投资价值评估业务，应当在履行必要的评估程序后，根据《资产评估执业准则——资产评估报告》编制出具评估报告，并进行恰当披露，使评估报告使用者能够正确理解评估结论。

**第四十六条 【评估报告理解与使用】**资产评估专业人员应当在资产评估报告中特别说明并购交易价格与投资价值评估结论的形成、影响因素存在本质不同。

**第四十七条 【评估报告披露要求——总体要求】**资产评估专业人员执行企业并购投资价值评估业务，应当在评估报告中重点披露以下内容：

（一）投资并购方案（要点）；

（二）投资价值类型及其定义；

（三）设定的相关评估假设；

（四）评估报告使用限制条件。

**第四十八条 【评估报告披露要求——假设要求】**评估假设，通常包括：

（一）本次评估以并购方案按计划实施后标的资产及并购方的相关资产或者业务运行为基础；

（二）假设评估基准日经济环境不变，标的资产、并购方所在国家或者地区现行的宏观经济不发生重大变化；

（三）标的公司所执行的税赋、税率等均依照投资并购方案无重大变化；

（四）并购整合后公司未来的经营管理班子尽职，并按投资并购方案载明的经营管理模式进行；

（五）投资并购整合进度，按照投资并购方案整合措施完整、按时执行；

（六）本次评估假设委托人及被评估单位提供的基础资料和财务资料真实、准确、完整；

（七）评估范围以委托人提供的评估资料为准，未考虑所提供资料以外可能存在的或有资产及或有负债。

**第四十九条【评估报告披露要求——限定使用要求】**评估报告限定使用要求，一般包括：

（一）评估报告只能由评估报告载明的评估报告使用人，在本次并购过程中使用；

（二）评估报告只能在评估报告披露的尽职调查阶段，以及评估依据的尽职调查报告下使用；

（三）评估结论只在评估报告依据的投资并购方案能够如期实现的前提下成立；

第六章 附 则

**第五十条** 本指导意见自 年 月 日起施行。