

# 专业价值评估 促进上市公司并购重组健康发展

□ 赵立新 刘 萍

2010年度我国上市公司并购重组交易总规模达到1194亿美元,比2009年增长2.7%,上市公司并购重组交易规模占整体并购重组市场规模的比重已经超过50%。随着上市公司并购重组活动日益活跃,如何对企业资产合理评估定价已经成为社会和市场关注的焦点。只有真实客观地对并购重组中涉及的企业进行评价,才能在交易中确保各方利益得到公平有效的体现。专业价值评估为上市公司并购重组相关方提供了有效

的价值衡量尺度,维护了我国资本市场的公开、公平、公正,并促进了并购重组对资本市场资源的优化配置。

2008—2010年,上市公司公告的254项重大资产重组中,有225项聘请资产评估机构进行了价值评估,占到重组事项总量的89%;在参照资产评估结论进行定价的对象中有高达90.7%的资产最终交易价格与评估结论完全吻合。资产评估结果已成为上市公司重大重组定价的最主要参照依据。通过资产评估机构对资产价值

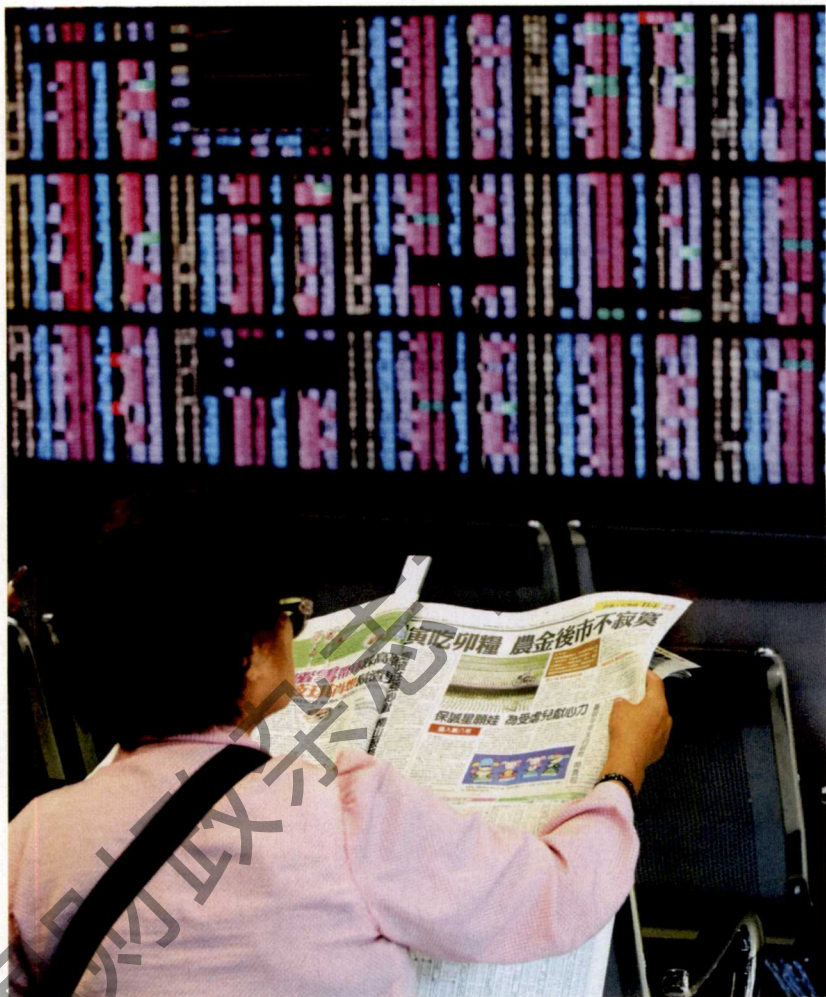
的发现与科学评估,市场提高了对优质资产的利用水平和认知程度,上市公司的资产质量得到提升,资本市场配置和利用资源的功能得到进一步发挥。在此过程中,我国的上市公司并购重组资产评估工作呈现以下特点:

(一)以适应中国特色经济发展需求为导向的估值方法逐步完善。资产评估方法应用的发展与演变是我国资产评估行业不断适应内外部经济政治环境与市场需求等一系列变化、服务于我国经济发展的历史过程。上市



公司重大资产重组中评估方法应用正是这种演进过程的缩影和反映。近年来,我国资本市场蓬勃发展,市场整体容量不断扩大,“市场化”成为我国资本市场改革和发展的主方向。适应“市场化”发展需求也成为我国资产评估行业服务资本市场的重要发展趋势。与此同时,国内资本市场不断发展完善、市场化信息积累不断丰富,市场法应用的外部环境不断改善,技术条件逐步成熟,市场法已逐渐引入到资产评估实践中。此外,收益法在企业价值评估中的地位得到日益提升。同时运用两种评估方法对企业价值进行评估在资产评估机构实践中得到大力推广。

(二)多角度的科学化估值体系逐步建立。一是开展了不同价值类型的估值服务。上市公司重大资产重组涉及相关利益主体较多,不同主体往往会有不同的价值需求。为满足不同价值需求,目前的国内上市公司并购重组中,评估机构开展了不同价值类型的估值服务,既包括服务于多交易主体的“市场价值”评估,也包括服务于并购企业的“投资价值”评估。二是提供了科学、多样的估值方法选择。评估机构依据评估目的及对应的价值类型、企业所处的行业和产业生命周期、竞争环境、外部条件、股权结构、交易控制权等确定合适的评估方法,从不同的途径和角度对资产价值进行衡量,通过对比和分析不同方法下的评估结论为相关方提供更为全面的价值参考,更加有利于对核心价值驱动因素的挖掘,有助于最终合理价格决策的制定。随着我国上市公司并购重组估值环境的不断成熟、估值手段的不断完善,评估方法的选择正在走向一个更加成熟、多样和理性的时代。



(三)估值操作流程日渐严谨。从评估业务的洽谈到评估报告的内部三级审核和相关主管部门的核准备案,都有着严格的规范性要求。在各种评估方法的应用过程中,资产评估操作流程日益严谨。一是收益法的应用。收益法应用过程中,评估人员考虑行业惯例、参考数据或行业参数,对宏观、中观经济现状及发展趋势进行分析,并结合微观实体实际情况提出收益预测思路。这种评估方法符合国际上收益预测的基本思路,也符合相关规范要求,是较为科学、合理的收益预测操作方法。实践中,评估师对于不明事项等对未来收益影响的评估普遍表现得相对谨慎。二是市场法的应

用。目前,市场法在我国主要运用于金融业、房地产评估等领域。在市场法应用过程中,评估机构整体上的考虑相对全面和充分,在运用可比公司法进行分析时,评估机构结合企业所从事的行业及其成熟度、企业在行业中的地位及其市场占有率、企业的业务性质等诸多因素,建立同类企业组,并通过组内企业的经营、增长等多因素进行分析,最终确定与被评估企业有相同驱动因素的公司作为可比公司。在大多数市场法评估样本中,评估机构对所选的各可比对象都经过了行业和企业个体因素等的逐一分析,可比对象的选取相对合理谨慎。三是资产基础法的应用。在资产基础法应

用过程中,评估师通常通过实地勘察被评估企业的资产、核实各项负债,了解企业历史、现状、管理水平、经营状况、市场开拓情况和财务状况等各种信息,对现场取回的资料进行分类、筛选、审核、编号,关注资料的来源,分析资料的完整性与可靠性。通过对资产负债分类、确定评估方法、搜集整理资料及估算、汇总评估结果、得出评估结论、评估机构内部审核等一系列步骤,完成评估工作。

(四)参数选取方法与技术不断规范成熟。经过近二十年的发展完善,我国资产评估在企业价值评估过程中制定参数选取的方法、提高技术规范性等方面都有了长足进步。通过对2008—2010年上市公司重大资产重组中应用收益法和市场法所涉及的各项参数进行分析,可以得出,在运用收益法对上市公司企业价值评估过程中,大部分评估机构均能够按照评估准则及业内普遍认同的标准选取和确定相关参数;对于收益法应用过程中主要参数的取值,资产评估业内已形成相对一致的判断;同一通用性参数的最终确定数值在大部分评估机构间具有较强的可比性和趋同性。在市场法的应用过程中,评估机构对于可比对象、可比乘数等的选取都表现得相对谨慎,对于缺乏流动性折扣等方面都给予了考虑,并做出了相应的量化调整。

总体而言,目前上市公司并购重组中评估是相对规范的,但少数项目的评估也出现了一些问题。如在具备选择两种评估方法条件的情况下只选择一种方法;方法使用上表述为成本法,但对其核心资产实际采用收益法、市场法等方法进行评估;在个别项目对重要参数的选取过程披露不全面等问题。评估机构须进一步加强对评估

假设、参数确定等重要问题科学性、规范性的重视程度,进一步提高执业能力。

(一)改善上市公司并购重组价值评估环境,提升并购重组质量和效率。资本市场监管部门应当从源头上重视上市公司并购重组的价值评估与定价工作,营造良好的外部市场环境,强化工作的中立性;通过科学倡导与合理机制的建立,避免各利益主体施压估值机构、影响估值结论公正性;通过科学的价值评估机制和体系,保证估值机构顺利和有效开展估值工作。在科学估值基础上,结合合理定价机制,实现以市场化手段保证并购重组质量、提高重组效率的目标。

(二)完善评估行业监管机制。一是调整监管方式,由重结果到重过程,强化对评估过程和依据的监管,加强信息披露,引入市场化监督机制。二是进一步完善证监会行政监管、评估协会行业自律监管的全方位、一体化监管体制,建立评估机构诚信档案,并向社会公开。强化评估机构的违规责任,对于个别“害群之马”,加大惩处力度,记入诚信档案,提高其违规成本。三是进一步推动专业中介机构归位尽责,督促专业中介机构不断提高执业水平和质量,发挥专业服务功能,审慎合理估值定价,理性引导市场预期。

(三)建立服务于企业并购估值及定价的数据库建设,增强有关规范的针对性和可操作性。一是建立起全面的资产交易数据库以及评估行业内统一的数据库,从信息获取源头入手,为评估师提供一致的信息平台,引导评估机构规范执业。二是针对一些通用性参数的确定,如无风险利率、市场风险溢价等,制定操作性强的细化

性指南,规范评估师对于参数选取、数据处理方面的具体操作;对于个性特色较强的参数,如个别风险调整系数等,有必要开展深入研究,建立相对规范的指导体系。要大力提升评估机构估值水平,充分发挥评估机构的价值尺度功能,为资本市场的合理定价奠定基础。三是做好典型案例、创新案例的整理公开工作,对相关问题进行规范。

(四)鼓励和培育一批优、强、大的专业中介机构,提升服务上市公司并购重组的专业能力和水平。上市公司并购重组估值业务所涉及的资产规模庞大、资产结构复杂、业务类型多样、估值结果影响广泛等特点,对专业中介机构的综合素质和竞争能力提出了更高的要求。因此,应培养一批规模大实力强、凝聚大量优秀人才、具有较强竞争实力的大型机构,提高估值服务的质量。

(五)进一步拓展专业价值评估在并购重组中的服务领域。目前,评估机构在上市公司并购重组过程中主要服务于重大资产重组这一领域。而并购重组不仅涉及到交易双方的利益,还关系到广大中小投资者的利益,在其他特定类型并购重组中,也需要独立的公允价值,如管理层收购、及以证券支付收购价款的要约收购等。此外,评估机构还可以针对交易方的不同需求,根据交易目的提供不同类型的价值判断,如为投资人提供投资价值评估服务等。因此,评估机构不应局限于法定业务,而是充分发挥自身在价值发现方面的专业优势,延伸拓宽服务领域,为并购重组市场的规范与发展发挥更大作用。

(作者单位:中国证券监督管理委员会 中国资产评估协会)

责任编辑 周多多



智能睡床 · 乳胶床垫



中国航天员中心选用品牌  
ASTRONAUT CENTER OF CHINA SELECTED BRAND



国家体育总局训练局选用品牌  
THE NATIONAL SPORT TRAINING CENTER OF THE  
GENERAL ADMINISTRATION OF SPORT OF CHINA



我们不仅是生产床垫，  
我们更是为您提供了一种科技健康深度睡眠方式。

深圳市美亚实业发展有限公司  
SHENZHEN MEIYA INDUSTRIAL DEVELOPMENT CO., LTD.  
地址：深圳市龙岗区宝龙工业区高科大道12号  
Add: No. 12 Gaoke Av., Baolong Industrial Area, Longgang District, Shenzhen, China

电话/TEL: 0086-0755-84873338  
[www.mpebedding.com](http://www.mpebedding.com)

中国专卖城市：  
北京 上海 广州 深圳 哈尔滨 沈阳 大连 长春 大庆 香港 郑州 秦皇岛 洛阳  
济南 天津 西安 成都 重庆 昆明 南昌 武汉 长沙 常德 宁波 义乌 金华 杭州  
温州 合肥 南京 无锡 常州 昆山 苏州 常熟 温岭 东莞 布吉 珠海 惠州 乐从