

須予公佈的交易中代價基準及業務估值披露

事宜	須予公佈的交易中代價基準及業務估值披露
《上市規則》及有關規定	《主板規則》第 2.13 條及第 14 章 《GEM 規則》第 17.56 條及第 19 章

~~重要提示：本函不凌駕《上市規則》的規定，亦不取代合資格專業顧問的意見。若本函與《上市規則》不符或存在衝突，概以《上市規則》為準。有關《上市規則》或本函的詮釋，可以保密方式向上市科查詢。除另有指明外，《上市規則》界定的詞彙在本函中具相同涵義。~~

1. 背景

- 根據現行規則及指引¹，當發行人進行構成須予公布的交易的收購或出售時，其必須披露釐定代價的基準及交易的條款。若目標（交易目標）的獨立業務估值是達成交易代價（或其他重大條款）的基礎之主要因素，則估值詳情須於交易通函內披露。

現行有關董事在企業交易中的責任的指引

- 於 2017 年 5 月，證券及期貨事務監察委員會（證監會）刊發《有關董事在企業交易估值方面的責任指引》²（~~《證監會指引》~~）。證監會指引建議董事對交易目標進行獨立及充分的調查及盡職審查，並就董事應考慮是否需要委任獨立估值師的情況提供指引。其中包括：(i) 董事對目標的業務或對估值並無充分經驗或專業知識；(ii) 目標業務屬全新業務或仍處於初始階段；(iii) 必須就所獲得關乎該目標業務的資料徵詢專業人士的意見或將該等資料交予專業人士審查，才能妥善評估擬進行之交易的利弊；(iv) 相對於發行人的規模而言，該目標的規模，或該目標對發行人的重要性；(v) 考慮到該交易涉及的風險或該交易的複雜程度或性質；或(vi) 提出收購的公司的任何董事在擬進行之交易中有實際或潛在利益衝突。³

¹ 請參閱《主板規則》第 14.58 (5) 條 / 《GEM 規則》第 19.58 (6) 條及常問問題系列七編號 21。

² 除了為董事提供指引，證監會亦就企業交易估值工作的預期標準向財務顧問和估值師發出通告。

³ 證監會指引亦就考慮委聘估值師提供指引，包括評估估值師的獨立性及資格，以及估值師的授權範圍。

3. 於 2019 年 7 月，證監會刊發 [《有關董事在考慮企業收購或出售項目時的操守及責任的聲明》](#)。該聲明概述收購及出售項目常見而已引起證監會關注的各類失當行為，包括發行人在應要進行估值時未有取得交易目標的估值，又或發行人不應輕率依賴某項估值時卻對之過分依賴。

II. 本指引信的目的

4. 我們於審閱發行人之交易通函中，發現我們所關注交易條款（包括代價）對發行人及其股東整體而言可能並非公平合理之個案。倘代價主要基於獨立估值，我們發現有關估值的披露不足以讓投資者了解估值金額的計算方法及相應的代價基準。這不符合一般的披露標準，該標準要求發行人通函所載資料在所有重大方面必須準確及完整，且無誤導或欺詐成分，而倘需要股東批准，通函應載有所有必要資料，以便股東作出適當知情決定。⁴
5. 本信 ~~描述我們在審閱中發現的常見失誤和披露缺漏，並就業務估價是達成交易代價的基礎之主要因素的建議該要披露事項提供指引（見第 III(a)節）~~。本報告應與證監會指引材料一併閱讀。
6. 本信亦就 ~~未經獨立估值的~~ 須予公佈的交易之代價基準的披露提供指引，無論是否已披露獨立估值-（見第 III(b)節）。

III. 指引

(a) 業務估價是達成交易代價的基礎之主要因素的披露

一般指引

7. 發行人應充分解釋釐定代價的基準，以便其股東評估其交易條款是否公平合理。如果發行人於第 1 段所載情況下進行交易時，其通函應載列交易目標之估值報告或報告概要，公平地列出估值師的觀點和分析以及報告所載的所有重大因素。

⁴ 主板規則 2.13 及 14.63 / GEM 規則 17.56 及 19.63。

8. 一般而言，估值報告（或其概要）應載有符合公認估值準則（如國際估值準則）的資料，其中包括：
- (i) 估值師採用的估值法及估值方法以及其選擇的理由；
 - (ii) 估值師的工作範圍、任何限制以及有關限制的理由；
 - (iii) 所依據資料的性質及來源；
 - (iv) 關鍵輸入參數值及假設，以及如何釐定及換算為評估值；
 - (v) 交易目標的評估值及達致結論的主要理由；
 - (vi) 估值生效日期；及
 - (vii) 估值師的身份、資格及獨立性。
9. 我們在審閱中留意到部分發行人通函的披露過於一般及簡單，尤其是有關估值方法、估值所用關鍵輸入參數值及假設的披露。

估值法及估值方法

10. 發行人可能採用不同的估值法對交易目標進行估值。常用估值方法包括收益法、市場法、成本法及資產基礎法。每種估值法各自有不同的應用方法。
11. 估值師選擇的估值法及估值方法以及其選擇理由應於估值報告中明確披露及討論。例如：
- 在應用貼現現金流量(DCF) 法對初創目標公司進行估值時，發行人應解釋，在缺乏歷史業務紀錄支持預測的情況下，為何採用 DCF 方法屬適當。
 - 在應用市場法對從事新型或創新行業的目標公司進行估值時，發行人應解釋，在缺乏類似或可比公司的情況下，為何使用市場法屬適當做法。
12. 如果評估值與估值師選用的估值方法計算的基準值不同，報告應包括差異明細的計算。⁵
13. 倘估值師使用超過一種價值法及價值方法，報告亦應包括估值師分析不同估價法及估價方法得出的價值之過程以及如何構成最終評估值。

關鍵輸入參數值及假設

14. 為幫助股東了解交易目標的估值，發行人應詳細及具體地解釋關鍵假設及估值輸入參數值。

⁵ 例如，就交易目標缺乏市場流通性而對交易目標之基準值應用之折讓，或就交易目標之非控股權益之收購缺乏控制權而應用之折讓（或相反地，控制權溢價）。

市場法

15. 倘使用市場法，估值報告應包含有關選擇市場可比實體⁶所用標準的充足資料。這包括：
- 關鍵輸入參數值，如計算過程中所用之交易目標的財務資料、定價倍數（如收益 / 盈利 / EBITDA / 賬面值倍數）及採用該等定價倍數之理據；
 - 市場可比實體清單及其編製基準。報告應載列挑選可比實體的選擇準則（包括量化基準）及使用該等標準的理由。倘剔除任何符合甄選準則的公司或交易，則剔除的基準應屬合理並明確；
 - 所選定市場可比實體的相關詳情（例如其主要業務的性質及位置以及收益、溢利、資產淨值及市場總值 / 交易代價等財務資料），以反映甄選準則獲貫徹應用及市場可比實體屬適當及完全；及
 - 就交易目標與市場可比實體之間的差異所作出的任何調整及其釐定方法。
16. 下文載列所審閱的部分個案例子，其披露資料不足，且未能證明甄選基準屬適當：
- 對於甄選準則的描述過於籠統。例如，該報告披露可比公司乃基於其「大部分」或「主要」從事若干業務而挑選，並無提供任何量化基準（如相關業務分部應佔收益或溢利的百分比）。
 - 對於有關若干符合甄選準則的公司被視為異常值及自市場可比公司清單中剔除的原因僅作出有限解釋。舉例而言，有報告僅披露若干公司被剔除在外，原因為其市盈率「大幅高於或低於」其他可比公司，並無披露該等公司的身份及市盈率，以支持從市場可比公司清單中剔除該等公司的基準。

收益法

17. 就 DCF 估值而言，《上市規則》特別規定（其中包括）披露相關現金流預測所依據的所有主要假設。⁷作為一般原則，該等假設必須具體而非籠統，且該等假設應提請股東注意，並在可能情況下量化可能會嚴重干擾最終實現預測的不確定因素。對盈利預測所作估計的一般準確程

⁶ 包括市場可比公司或可比交易。

⁷ 根據《主板規則》第 14.61 條 / 《GEM 規則》第 19.61 條，任何發行人收購資產（物業權益除外）或業務的估值，若建基於折現現金流量或對利潤、盈利或現金流量的預測，亦會被視作「盈利預測」。《主板規則》第 14.62、14.66 (2) 條及附錄 1B 第 29 (2) 段 / 《GEM 規則》第 19.62、19.66 (10) 條及附錄 1B 第 29 (2) 段規定(i) 由發行人的核數師或申報會計師就彼等審閱盈利預測的會計政策及計算方法而作出的報告；及(ii) 由董事或財務顧問確認該等預測乃由董事經審慎周詳查詢後作出。

度，或董事因其在該行業內的特有知識及經驗而可判斷或可控制的事項作出假設，均不可予接受。⁸

18. 在部分審閱個案中，估值報告只披露了 DCF 方法的定義及公式，以及就財務預測作出的一般假設。對有關關鍵輸入參數值（如折現率及永續增長率（如果對預測期以外的現金流量採取終值）及有關交易目標之特定假設之資料的披露有限。因此，股東無法適當評估交易條款的公平性及合理性。

19. 我們認為披露應包括：

- 與財務預測相關的關鍵特定假設，尤其是定量假設（包括但不限於收益增長率、毛利或 EBITDA 利潤率、交易目標於預測期間的主要開支變動及其對資本支出的計劃）及支持理據。僅包括定性或敘述性陳述，或沒有就相關數字作出具體定量披露均屬不足夠；
- 估值之關鍵輸入參數值（如折現率及永續增長率）及其釐定方法；
- DCF 模型的敘述性描述，說明如何在財務預測中應用關鍵輸入參數值以得出交易目標的基準值。如最終評估值與基準值不同，報告亦應包括有關差異明細的計算；
- 在適當情況下（例如，倘交易目標之收益表項目預期將較其過往趨勢大幅改善或交易目標之預測利潤率大幅高於業內同行），本所可酌情要求發行人解釋假設背後之理據及依據，並披露預測收益、經營成本及盈利等主要預測數字。發行人亦應披露顯示財務預測及關鍵輸入參數值何換算為交易目標之基準值之計算過程；及
- 倘任何關鍵假設或輸入參數值的變動可能對估值產生重大影響，則應披露敏感度分析。

成本法

20. 在若干審閱個案，我們發現有關關鍵輸入參數值的披露不足。我們認為報告應載有：(i) 用作釐定總流動重置或重建成本（即更換具同等效用的資產所需的成本，例如材料和勞工成本，以及其他相關成本，例如運輸和安裝成本）的定量參數值；(ii) 因為從物質及經濟角度來看過於陳舊或存在任何技術缺陷而對當前重置或重建成本總額作出的折舊調整金額，及(iii) 最終折舊重置或重建成本的計算過程。

⁸ 《主板規則》第 11.19 條 / 《GEM 規則》第 14.31 條

資產基礎法

21. 倘使用資產基礎法，則估值報告列出了各資產及交易目標負債的評估值、其賬面值及兩者之間的差異。報告應披露計算該等評估值及計算過程中使用的主要定量輸入參數值及假設，並在適用情況下提供該等資產的獨立估值報告。賬面值與評估值存在重大差異時，應當在報告中加以解釋。

(b) 並無披露獨立估值披露釐定代價的基準的（無論是否取得獨立估值）交易

22. 無論是否就須予公布的交易取得獨立估值，發行人應透過於交易公告中披露充足及客觀資料，連同定量輸入參數值及分析，以支持達致代價之方式，為釐定代價之基準提供充分解釋。例如，倘代價並非主要基於獨立估值，發行人僅披露代價乃參考主要基於交易目標的過往表現及未來前景並不足夠，則發行人應提供對釐定代價而言屬關鍵因素的相關表現的提供充足及相關披露（定量及定性）。例子包括交易目標的過往及預期財務及營運表現，例如其收益增長率、毛利 / EBITDA 利潤率、銷量、市場佔有率以及產能及效率。

23. 此外，解釋亦應包括上文第(a) 部分我們指引所載定量輸入參數值及假設的披露（如適用）。例如：

- 倘交易代價乃經參考（其中包括）市場可比實體得出的定價倍數後釐定，則發行人應就相關定價倍數、有關定價倍數的相關性及市場可比實體的甄選準則作出充分披露（見第 15 及 16 段）；或
- 倘發行人披露交易目標的純利或虧損預測以支持代價基準或交易的其他條款，其應詳細披露（包括具體條款）預測的關鍵假設（包括定量假設）及支持理據（見第 17 至 19 段）。⁹

⁹ 主板規則第 44.62-44.60A、14.66 (2) 條及附錄 D1B 第 29(2)段 / GEM 規則第 19.620A、19.66(10)條及附錄 D1B 第 29(2)段亦規定(i) 發行人的核數師或申報會計師就彼等審閱溢利預測的會計政策及計算方法出具的報告；及(ii) 董事或財務顧問確認預測乃由董事經審慎周詳查詢後作出。

IV. 詞彙

「評估值」— 估值師在特定日期對某資產或某業務之價值的意見

「資產基礎法」— 一種估值法，按業務的經調整資產淨值（指將業務每項資產和負債調整至各自的評估值後）去估計其價值

「基準值」— 資產或業務按個別估值方法直接計算得出的資產或業務價值。估值師會以基準值加上估價溢價、折減及 / 或其他調整（如適用）而得出評估值

「成本法」— 一種估值法，資產或業務的價值是計算其當前重置或重建成本總額，再減估計折舊以反映其物質上的損耗及其他過於陳舊的方面

「折現率」— 用以將財務預測數字折為現值的息率，應能反映金錢的時間值，以及與資產或業務的財務預測及未來營運有關的風險

「收益法」— 一種估值法，參考資產或業務所產生的收入、現金流量或所節省的成本的價值，並建基於將未來現金流量折讓至現值，以此估計其價值

「市場法」— 一種估值計算法，將資產或業務與可取得價格資料的可比較資產或公司進行比較，以此估計其價值

「終值」— 如果資產或業務預計會產生超出預測期的現金流量，該資產或業務在預測期末的價值，即預計其在預測期以後的未來現金流在預測期末計算的現值總和

「估值法及估值方法」— 估值法通常是指為釐定資產或業務價值而進行估值工作的方法，估值方法則通常是指所應用或採用的特定技術程序

重要提示：

本函不凌駕《上市規則》的規定，亦不取代合資格專業顧問的意見。若本函與《上市規則》不符或存在衝突，概以《上市規則》為準。有關《上市規則》或本函的詮釋，可以保密方式向上市科查詢。

