

国有企业股权投资项目可行性研究评审工作浅析

杨 扬¹ 张庆亮²

1. 国家电网有限公司, 中国·北京 100000

2. 英大长安保险经纪有限公司, 中国·北京 100000

【摘 要】近年来, 中央“放管服”改革步伐不断加快, 国有企业股权投资运营持续深化, 然而在国企改革持续深入的过程中, 股权投资风险管理方面也暴露出一系列问题。亏损企业、低效无效投资等国有资产流失事件触目惊心, 涉及股权投资领域多个“出血点”, 为各大大国有企业加强股权投资管理敲响了警钟。国有企业必须深刻认识到, 要进一步加强股权投资管理, 切实管好资本布局、规范资本运作、维护资本安全。笔者从股权投资风险事前管控出发, 立足国有企业股权投资项目可行性管理, 研究形成了一套可操作、可执行、可推广的股权投资项目可行性评审工作实践指南, 为国有企业防范股权投资风险、优化投资结构、提高投资效益提供了有力支持。

【关键词】国有企业; 股权投资; 可行性研究评审; 风险管控

1 研究背景与目的

1.1 研究背景

1.1.1 加强股权投资管理是落实中央关于高质量发展要求的实际行动

《中央企业投资监督管理办法》(国资委令第34号)要求“以把握投资方向、优化资本布局、严格决策程序、规范资本运作、提高资本回报、维护资本安全为重点, 推动中央企业强化投资行为的全程全面监管”。此外, 股权投资历来是巡视、监察、审计的重点关注领域, “投资问效”监管格局全面形成, 国有企业违规经营投资责任追究力度持续加强, 投资效益成为考核“履行出资人职责的机构”及“国有企业有关责任人”的重要组成部分。

1.1.2 加强股权投资管理是严控经营风险的迫切需要

“放管服”改革以来, 国有企业逐步下放股权投资决策权限, 企业经营活力有效激发, 但从投资后评价来看, 部分企业存在着“盲目扩张”“重投轻管”等问题, 国有企业亟待建立基于价值链管理的股权投资项目全流程管控机制, 自上二下建立健全股权投资管理体系, 防范股权投资风险, 加强风险预判预警。可行性研究评审作为事前控制的重要环节, 对建立高效的股权投资项目全流程管控机制, 确保国有资产保值增值起着重要作用。

1.2 研究目的

股权投资可行性研究评审, 旨在通过合理选定评审规则建设维度, 匹配定性定量指标, 建立股权投资项目评审适用范围、评审流程及评审标准, 健全股权投资项目立项评审机制, 强化股权项目把关, 进而形成资本运营“防火

墙”, 科学判定每个股权投资可行性、经济性, 为国有企业股权投资项目决策提供客观评价依据, 保障股权投资项目合规合理、收益达标、风险可控。

2 可行性研究评审工作解析

可行性研究评审工作是指投资主体编制完成股权投资可行性研究报告后, 委托具备资质的第三方机构组织开展项目评审, 正式出具评审意见。笔者从可研评审流程、基本原则、关注重点、指标测算等多方面, 全面解析可研评审关键事项, 为国有企业可研评审工作提供示范。

2.1 可研评审主要流程

可研评审的流程应当包括形式评价、内容评价、意见反馈、形成结论4个环节。

一是形式评价。主要检查待评审项目资料的有效性, 包括内容的时效性和完整性以及流程的完备性。

二是内容评价。首先根据项目类型进行分类, 可以从监管、投资类型和业务类型进行划分。然后根据分类确定评审的侧重点, 再对报送材料内容的合规性、合理性、经济性及风险性进行审查, 并形成初审意见。

三是意见反馈。项目初审意见将反馈至报送主体, 报送主体可对报送资料进行完善, 并向评审组反馈, 原则上, 反馈次数不宜过多。

四是形成结论。根据初审意见和后续反馈, 对项目仍存在的问题梳理归纳, 得出“建议通过”、“酌情通过”、“酌情否决”、“建议否决”的评审结论。

2.2 可研评审基本原则

股权投资可行性研究评审应遵循有依可行、灵活创新、

价值导向、协作把控的原则。

一是有依可行。可行性研究评审工作以法律法规和规章制度为遵循，以公司内部战略目标和发展规划为引领，以创收益、创价值为目标，评判结果要有据可循、有理可依，实事求是提出建议，确保经得起客观检验。

二是灵活创新。坚持理论与实践结合、定性与定量结合。将评审理论与被投资单位特性相结合，合理安排测算指标权重，将定性指标与定量指标相结合，提高客观准确性。综合运用多种方法、工具、模型等进行分析测算，保障逻辑严谨无误、重大因素考虑周全、指标预测结果可靠。

三是价值导向。以投资能力为首要标尺，审查是否将资源投到必需必要的领域。兼顾社会价值与经济价值，加强财务合规性审核，发挥财务数据敏锐性，把好财务审核关。

四是协作把控。配置素质高、能力强的专业评审队伍，加强组内沟通、优化组织体系，充分发挥咨询、审计、法律等专业合力，同时保证评审队伍的独立性，为科学决策提供支撑。

2.3 可研评审关注重点

可研评审工作应当重点关注被投资项目的有效性、合规性、合理性、经济型、风险性5个方面。各类评审要点具体包括：

2.3.1 有效性评审

有效性是指对可研报告的形式审查，评价提供的可研报告及附加资料。具体可以从以下三个方面展开。

一是资料的时效性审核，评审项目上报时间可以超过可研报告编制日，但项目提交评审时间距离可研报告编制日建议不超过6个月，以保证资料实效。对于引用的财务报表截止日1年及以上的财务资料，应当在3个月内补充更新变动的数据。

二是资料的完整性审核，材料需要包括可研报告及其引用数据、法律意见书和内部决策文件等材料，且各项材料包含的内容要点也必须完备。

三是流程的完备性审核，对可研报告及附加资料的审核，必须确保评审前已完成内部审核，内部审核流程必须符合企业内部控制要求。

2.3.2 合规性评审

合规性主要是评价项目的业务方向是否符合国资和行业监管，是否符合公司的发展战略；项目实施方案是否符合国家法律法规和内部规章制度；交易方案是否存在资金安

全等。

一是对业务方向进行评价。对于政策监管，主要参照国家宏观政策，如国家宏观经济政策、产业政策、合作方当地政府投资政策要求等；国资监管具体指《中央企业投资监督管理办法》、《市场准入负面清单》等文件要求；产业政策主要是发改委发布的有关规定，如《产业结构调整指导目录》及地方政策。同时，需要明确管理层级和法人户数管控等要求。

二是对项目方案的评价。主要审核可研报告中拟定的交易及实施方案、公司章程等。交易及实施方案要符合公司法、证券法及国有资产交易有关规定。对拟定公司章程的审核则需考虑各股东持股比例情况，审查是否充分且符合公司对不同业务参股与控股的要求，股权关系与实际控制权或监督权是否逻辑一致等。同时重点关注项目投资企业的治理结构，根据项目特点评价治理结构能否起到有效的控制和监督作用。

三是对交易方案进行评价。主要审核交易方式、操作流程、定价依据符合法律法规和管理制度规定。合作方资产权属清晰，资信情况良好，不存在同业竞争、关联交易等问题。项目核心条款设置满足拟投资单位股权投资目的，能够有效保障拟投资单位资金安全及应获权利，并缓释股权投资可能面临的风险。

四是对治理结构进行评价。审核历史沿革、党组织、“三会一层”、股东权利、组织机构设置是否符合法律法规，是否能够有效维护公司合法权益。审查合作方是否存在重大失信或违法违规行为。

2.3.3 合理性评审

合理性审核主要是对项目的业务模式、交易对手和资源投入计划进行评价。

一是对业务模式进行评价。包括商业模式、行业分析和投资逻辑等方面。商业模式组合要评价项目涉及业务的可持续性替代风险、销售采购的渠道和集中度、关联性交易等内容。行业分析包括定性和定量分析两方面，定性分析主要包括对行业前景、市场需求及主要竞争对手的评价，定量分析通过选定同行业可比企业，分析其盈利能力，结合后续的经济性评审对项目进行评估。判断项目是否具有合理的商业逻辑，简要说就是对项目的资源投入、项目战略收益和经济收益、收益获取方式、各合作方对项目提供的帮助及止损方式等做综合分析，判断其内在商业逻辑。要重点评估投资目的是否符合拟投资单位主营业务发展要求，确保投资项目商业模式清晰，具有市场竞争

力，项目具备完善的利润分配和退出机制。

二是分析评价交易对手或合作方的选择。主要关注对方的股东背景、历史交易记录和行业地位分析。主要是依靠线上查询工具，如信用中国、企业信用信息公示系统、巨潮资讯、企查查、裁判文书网等，查询判断交易对手的存续状态、资质条件、资信情况等。

三是评价资源投入。主要包括资金条件、人力条件和技术条件。根据业务类型，资金方面评审主要包括项目总规模、资金来源及资金投入与使用的合理合规性；人力条件主要包括人员设置情况及激励措施的有效性；技术条件主要通过公开市场查询和咨询技术专家，判断项目技术市场的成熟度，以及公司现有同类型技术水平、后续技术开发能力等。

可行的股权投资项目应当确保行业当前及未来市场竞争格局有利于企业发展，行业市场规模足以支撑企业发展。投资方资金来源明确，实际控制人及其关联方与企业具有一定风险隔离，组织机构设置合理，核心人员较为稳定，企业研发创新能力处于行业领先水平，企业产能扩张满足营收增长速度，企业市场占有率逐步提升。

2.3.4 经济性评审

经济性评审主要是判断资本运作所带来的经济收益即资本增值。主要从投资回收、盈利能力、成本费用构成和资产评估四个角度来复核项目可研报告中的描述。经济性评审的数据来源主要包括可研报告引用的经审计财务报表及通过外部数据库查询资料。

一是审核投资回报。对于投资回报首先评价现金流产生的方式和周期，应与商业模式中的表述吻合；然后判断模型

中出现的各项参数应有可靠的证据支撑，如果主观性判断过多，将导致整体预测可靠性下降；根据可靠的未来现金流折现模型计算出的内部收益率，应当高于或等于公司最近年度的投资回报率，同时根据可靠的未来现金流折现模型计算出的投资回收期，应与同行业可比项目持平。

二是审核盈利能力。对于盈利能力，首先评价总资产收益率（ROA）和股权收益率（ROI）。其比对的对象主要有三个，分别是市场无风险报酬率（一般为对应期的国债利率）、国资委业绩考核经济增加值指标中要求的权益资本成本率及可比公司同类指标。低于市场无风险报酬率，从经济效益上一般认为项目不可行；低于国资委业绩考核经济增加值指标中要求的权益资本成本率，将在国资委考核时产生负面影响；低于可比公司同类指标，一般认为业务竞争力存在风险。此外，盈利能力评价还要包括毛利率和净利率，根据业务特点可能还需评价营业利润率或息税折摊前利润，包括标的项目历史期和预测期的毛利率、净利率。主要比对对象为公开市场中的可比公司同类指标。简单而言，盈利测算关键参数需要与同行业、同类型企业平均水平基本一致；项目效益预测应有充分依据，营收、成本、利润等财务指标应从底层关键参数进行分析并有完整的推算过程，通常而言需要预测不少于5年的营收、成本、利润、现金流量等指标。

三是审核成本费用，对于成本费用，项目历史期和预测期的成本费用结构应与实际生产情况相吻合，根据业务特点划分成本与费用。标的项目预测期的成本费用应有合理的推算过程。标的项目预测期的成本费用结构应与同行业或相似模式的可比公司对比，结构有较大差异的，需要合理解释。

经济指标		公式		评价标准
盈利能力	总资产收益率	总资产收益率 (ROA) = (净利润/平均资产总额) × 100%，平均资产总额 = (年初资产总额 + 年末资产总额) / 2		行业基准收益率 \ 同期国债利率 \ 可比项目收益率
	净资产收益率	净资产收益率 (ROE) = 净利润 / 平均净资产 × 100%，平均净资产 = (年初所有者权益 + 年末所有者权益) / 2		行业基准收益率 \ 同期国债利率 \ 可比项目收益率
	资本收益率	投资回报率 (ROD) = (税前年利润 / 投资总额) × 100%		行业基准收益率 \ 同期国债利率 \ 可比项目收益率
	毛利率	毛利率 = 毛利 / 主营业务收入 × 100% = (主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%，毛利率反映了产品经过内部系统转换后的增值率		可比项目盈利情况 \ 项目预计盈利情况
	营业利润率	营业利润率 = 营业利润 / 主营业务收入 × 100%		可比项目盈利情况 \ 项目预计盈利情况
	净利率	净利率 = (净利润 / 主营业务收入) × 100%		可比项目盈利情况 \ 项目预计盈利情况
	息税折摊前利润率	息税折摊前利润率 (EBITDA利润率) = (息税前利润 (EBIT) + 折旧费用 + 摊销费用) / 主营业务收入 × 100%，对于非经常损益或折旧摊销费用较大的公司，息税折摊前利润率更能反映其盈利能力和回收折旧和摊销的能力		可比项目盈利情况 \ 项目预计盈利情况
现金流预测	内部收益率	RR	就是资金流入现值总额与资金流出现值总额相等、净现值等于零时的折现率。 $\sum_{t=1}^n (CI - CO)_t (1 + IRR)^{-t} = 0$	行业基准投资收益率 \ 可比项目内部收益率
		FRR	财务内部收益率 (FRR)，财务内部收益率是指项目在整个计算期内各年财务净现金流量的现值之和等于零时的折现率，也就是使项目的财务净现值等于零时的折现率。财务内部收益率是反映项目实际收益率的一个动态指标。 $\sum_{t=1}^n (CI - CO)_t (1 + FIRR)^{-t} = 0$	行业基准投资收益率 \ 可比项目内部收益率
	投资回收期	静态	各年净现金流量相同：P t = K / A； 各年净现金流量不同：P t = 累计净现金流量开始出现正值的年份数 - 1 + 上一年累计净现金流量的绝对值 / 出现正值年份的净现金流量	行业或同类投资项目的静态回收期的平均先进水平 \ 可比项目投资回收期
成本费用指标		动态	P t = (累计净现金流量现值出现正值的年数 - 1) + 上一年累计净现金流量现值的绝对值 / 出现正值年份净现金流量的现值	方案寿命延续期 \ 可比项目投资回收期
成本费用结构		企业成本和费用结构，包含生产成本、销售费用、管理费用、财务费用、总成本费用、经营成本等，是评定企业成本结构是否合理，预测企业经营发展情况的重要指标。		可比项目成本费用情况
企业估值		估值增值倍数 = (最近一次估值金额 - 投资时点估值金额) / 投资时点估值金额 × 100%		可比企业估值

图1 经济性评价主要涉及指标及计算公式

四是审核资产评估情况。对于公司估值和资产评估，评估方法选择应考虑行业和公司业务的特点，考虑是否能够获取可靠的数据。无论采用何种估值或评估方法，可研报告中应说明选择的该方法的原因，同时完整列示估值或评估的过程。

2.3.5 风险性评审

风险性评审是指对评审过程中发现的风险进行归纳分析总结，并对其他可能性问题做出风险提示。

风险按来源分为外部风险及内部风险。内部风险方面，需要对管理风险、技术风险、财务风险、运营风险、合规风险等内部风险进行充分的评估并制定相应的缓释措施。外部风险方面，需要对政策风险、市场风险、经济环境风险等外部风险进行充分的评估与预测，并相应制定应对措施。

风险按类别分为政策、市场、技术、运营、合规等风险。政策风险主要是产业规划、行业准入、经营发展、战略调整等变动，导致核心业务类别变化，对应的外部监管要求变化，适应的政策法规变动。市场风险主要是因供需变化、市场竞争、上下游产业波动等原因，导致经营效益水平达不到预期目标，直接影响投资回报。技术风险主要是因替代产品技术加速发展、企业自身创新失败、技术投入不足等导致企业产品或服务技术落后，不具有竞争力。运营风险主要是由于企业在治理结构、人员配置、专业能力等方面存在漏洞，导致企业运行不畅，经营不稳定。合规风险主要因违反国家法律法规、行业监管要求等受到制裁，企业形象受损、经营受挫。

2.4 可研评审数据测算

数据测算是保障可研评审结果客观、准确的关键活动，贯穿可研评审全过程。可研评审数据测算是可研评审的重点与难点，包括4个重点方面，确定关键参数假设、测算核心财务指标、测算投资回报、开展敏感性分析。

2.4.1 确定关键参数假设

在对项目进行定性分析的基础上，应深入开展定量测算。评审单位应按照职责分工，组织相关专业部门审核关键参数假设。关键参数应重点关注国家监管政策、行业研究成果、可比企业信息等；审核业务参数假设值是否客观以及具备合理依据；同时结合数据口径和范围，关注参数变动是否异常。被投资方的关键参数需要包括：单位范围、股权规模、各类业务收支；管理费用、财务费用、研发费用、销售费用等其他损益项目；折旧政策、分红政策等。

2.4.2 测算核心财务指标

基于关键参数假设，依托审核模型，测算股权投资标的企业主要经营指标，主要包括：收入成本费用及利润情况、资本性投入情况、折旧摊销情况、融资情况、现金流量情况等。

2.4.3 测算投资回报

应用静态投资回报率（ROI）、内含报酬率（IRR）、投资回收期等方法测算项目投资回报，并与国资委投资负面清单要求、公司整体投资回报率等基准指标进行比较。国有企业投资预期收益率不得低于国资委投资负面清单管控对投资回报率的要求，其中商业一类企业股权投资的预期收益还应同时不低于国资委业绩考核经济增加值（EVA）指标对公司权益资本成本率的要求。

2.4.4 开展敏感性分析

对于预测模型中可能发生较大波动并且对经营结果影响较大的因素，进一步分析不确定性因素对投资项目的最终经济效果指标的影响程度，并对风险程度进行说明。重点关注：主营业务收入及成本、政策补贴、资本性支出等因素，也可以针对关键参数假设，区分乐观、中性、悲观等不同场景进行敏感性测试，列示相应结果。

2.5 可研评审结果判定

评审组通过评审及反馈，将发现的问题归纳为实质性问题 and 风险性问题。实质性问题指对项目的执行产生实质性影响的问题或者无法控制的重大风险，直接影响决策；风险性问题指导致项目风险，但已经拟有措施可以控制风险的问题，风险性问题应制定相应的风险控制措施，保证负面风险可控、在控。最终评审结果必须是唯一、确切的评审意见，根据发现问题的情况，最终形成评审意见可以分为四种，即建议通过、酌情通过、酌情否决和建议否决。

参考文献：

[1] 韩彬. 国有企业股权投资可行性研究要点[J]. 经济技术协作信息, 2023(1): 0136-0138.

[2] 张蕾. 关于风险投资项目价值评估问题的案例分析[D]. 河南大学, 2015.

作者简介：

杨扬（1982.11-），男，汉族，江苏南京人，高级会计师，博士学位，专业：会计学，研究方向：财务管理、资本运营。

张庆亮（1982.8-），男，汉族，河南辉县人，注册会计师，中级经济师，硕士学位，专业：金融学，研究方向：风险管理、内部控制。