

上市公司“三高”资产重组中 资产评估机构责任研究

上海东洲资产评估有限公司课题组*

摘 要:近几年上市公司的巨额商誉问题引发社会广泛关注,高承诺、高估值、高商誉的上市公司资产重组“三高”现象的成因及相关中介机构的责任成为证券监管部门的关注重点。本文立足于资产评估机构的责任,以资产评估实务案例分析和业内访谈为主要研究手段,通过对近年来上市公司并购重组项目中存在典型“三高”问题的案例的实证分析,对当前上市公司资产重组中使用最多、评估增值率最高的收益法的评估执业过程进行复盘,分析导致高估值的原因并归纳典型的评估问题,在此基础上总结了资产评估机构勤勉尽责的行为准则及责任范畴,对重组业务中资产评估机构及其他参与者在的责任边界进行了分析归纳,并对证券监管机构的监管及执法提出相应建议。

关键词:上市公司 并购重组 收益法 评估机构 勤勉尽责

一、引 言

(一)研究背景

1. 上市公司巨额商誉减值引发的广泛关注

(1)近年商誉及商誉减值的情况

2013年至2019年,上市公司账面商誉数量急剧增长,复合增长率高达34.25%。截至2020年第二季度,A股上市公司商誉总额接近1.3万亿元,占同期上市公司净

* 本课题承接方为上海东洲资产评估有限公司。课题负责人:蒋骁;课题组成员:单飞跃、张永卫、邹淑莲、李阳阳、谢刚凯、付越。

资产总额的 2.70%。近年上市公司商誉变化情况见表 1。

表 1 近年上市公司商誉变化情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第二季度
金额/亿元	2149	3334	6516	10,510	13,040	13,107	12,581	12,956
增长率/%	—	55.09	95.48	61.29	24.07	0.51	-4.01	2.98
占净资产比率/%	1.06	1.40	2.30	3.18	3.48	3.17	2.72	2.70

资料来源：同花顺。

2013 年至 2015 年,A 股上市公司商誉减值金额分别为 26.76 亿元、40.74 亿元、109.89 亿元,增长率较高,但总金额绝对值较小,相对可控。2016 年、2017 年,A 股上市公司商誉减值金额分别为 154.00 亿元、355.58 亿元,商誉减值计提金额开始大额增加,风险凸显。

根据上市公司 2019 年披露的年报,共有 845 家上市公司合计计提了 1619.72 亿元的商誉减值损失。2013 年至 2019 年,商誉减值金额复合增长率高达 98.15%。2013 年至 2019 年商誉减值损失变化情况见图 1。

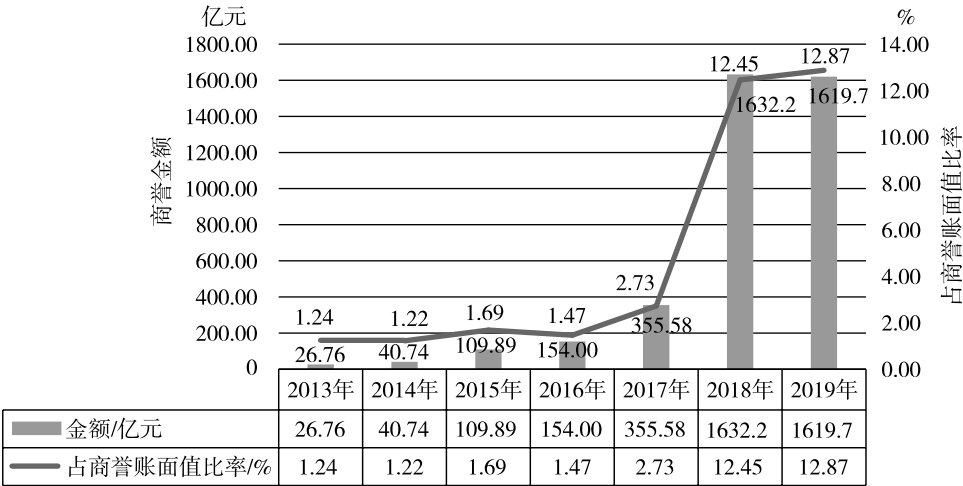


图 1 2013 年至 2019 年商誉减值损失变化情况

资料来源：同花顺。

(2)巨额商誉引发的监管及市场反应

2018 年 11 月 16 日,证监会发布《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》,对商誉减值的会计处理及信息披露、商誉减值事项的审计和商誉减值事项的评估所面对

的常见问题和监管所关注的事项作了详细的风险提示,表明证监会将强化商誉减值的监管态度,进一步规范上市公司商誉减值的会计处理及信息披露,减少上市公司对商誉减值的自由裁量空间。督促会计师事务所、资产评估机构及其从业人员勤勉尽责、规范执业,提高资本市场会计信息披露质量,对商誉减值风险作出提示。

2019年1月4日,财政部会计准则委员会发布了《企业会计准则动态(2018年第9期)》,其中谈到财政部会计司针对会计准则咨询论坛中的“商誉及其减值”议题文件征求了会计准则咨询委员的意见,大部分咨询委员认为,相较商誉减值,商誉摊销能够更好地实现将商誉账面价值减记至零的目标。此消息一出,便迅速引来舆论媒体及资本市场的广泛关注,同时引来各种“解读”,包括商誉的会计处理变更为“摊销”后的种种担忧。

2019年1月8日,财政部会计委员会发布《关于咨询委员就商誉会计处理研讨意见的说明》称,“商誉及其减值”反馈意见的观点仅是咨询委员们针对有关会议文件发表的专家研讨意见,各有关单位和企业按照我国企业会计准则的现行要求对商誉做好相关会计处理。尽管只是一场会计专家的内部讨论,但是无疑反映了社会上对巨额商誉后续出路的巨大担忧。

2. 上市公司高溢价收购资产的危害

上市公司凭借自身融资渠道的优势,实施产业并购、转型,提升自己的盈利能力,促进行业整合无疑是值得肯定的。上市公司进行并购重组的“初心”是希望追求协同效应,打破企业内生增长的“瓶颈”,加快产业结构调整,促进经济转型升级的外延式扩张需求。如果并购确实使上市公司产生了预期的管理协同、经营协同、财务协同等良性协同效应,也达到了并购预期的经营业绩,那么即便是产生了较高商誉,这样的商誉对上市公司的经营业绩是有正向促进作用的。但近年来,越来越多的上市公司并购项目出现承诺期内业绩不达标、承诺期后业绩断崖下降以及巨额商誉减值等问题,根据 Wind 数据统计,历年完成的并购重组委审核项目中以 2019 年为业绩承诺期的有 269 宗,2019 年实现盈利承诺的占比约为 2/3。这种承诺业绩未达标、承诺期后业绩大幅下滑是上市公司高溢价收购资产的典型表现。上市公司高溢价收购资产后,无疑会背负沉重的负担,加剧业绩波动,甚至影响上市公司原有经营业务的正常开展,严重损害上市公司投资者利益。

3. 投资者保护在《证券法》中的要求

2020年3月1日起施行的《证券法》,作为规制资本市场的重要法律,突出强调

了投资者权益保护,特别是中小投资者权益保护这一主线。新增的“投资者保护”章节,实现了我国投资者保护证券立法从无到有的进步,是重大的制度创新,也赋予了投资者保护机构更多的权力和手段对损害投资者利益的行为进行维权。

投资者保护机构通过持股行权,示范引领中小投资者主动行权、依法维权,规范上市公司治理,更多的是站在上市公司股东的角度,在上市公司实施资产重组、收购转让资产过程中,能通过事前预防、事中关注、事后追责等手段,阻止或减少侵害上市公司及投资者合法权益的行为发生。

(二)研究方法与研究意义

首先,本文梳理了资产评估机构从事上市公司资产重组业务的现状以及上市公司资产重组中“三高”问题的表现,然后结合相关理论基础与现行法律法规,分析资产评估机构在上市公司资产重组中的责任。其次,在上述理论分析之后,本文结合上市公司重组案例分析,对典型评估问题以及重组业务其他参与者的边界责任进行了分析归纳。资产评估机构的责任主要集中在未尽勤勉尽责义务,进而展开分析了勤勉尽责义务的要求以及未尽该义务的表现,以帮助本文读者更好地理解并识别资产评估机构责任。最后,本文在分析“三高”现象出现背后原因的基础上对如何防范“三高”重组现象提出了相关建议,以完善现有法律法规,构建评估机构问责机制,督促评估机构归位尽责。

本文可以帮助相关证券监管部门更好地理解上市公司“三高”资产重组中资产评估机构的责任,从而进行有效追责;也能够帮助证券监管部门更好地监督上市公司资产重组业务中的中介机构,尤其是资产评估机构,规范其业务工作流程,遵守业务准则,进而规范上市公司资产重组,保护中小投资者权益,促使上市公司资产重组业务良性发展。

(三)文献综述

当前,对于上市公司资产重组中高估值、高商誉以及高承诺的现象、原因及单项研究较多。

刘志耕(2018年)在对并购重组“三高后遗症”研究后指出,之所以出现“三高后遗症”,是因并购重组时对业绩承诺过高,到期难以完成,并主要从上市公司与证券管理机构的角度提出怎样预防、怎样应对的建议。^①

^① 刘志耕:《对并购重组“三高后遗症”的思析》,载《中国总会计师》2018年第6期。

魏星宇(2019年)在探讨我国上市公司商誉减值管理建议时指出,要从源头上防范上市公司商誉减值带来的风险,就要坚决遏制并购重组“高估值、高溢价、高承诺”现象。他提出三个建议来加强并购重组中的“三高”监管:一是加强对资产评估执业行为的规范约束,建议推动完善相关资产评估准则;二是适当延长业绩承诺期间;三是引入或有支付法。^①

另外,在并购重组中的业绩承诺起着非常重要的作用,也是引起“三高症状”的关键因素。由于充分市场化及信息透明度较高,国外并购重组中并没有对标的资产进行盈利预测补偿的制度,在相关国外文献中,也没有发现研究盈利预测补偿的情况。但国外有与之类似的对赌协议,对赌协议在欧美国家主要有两种形式:估值调整机制(Valuation Adjustment Mechanism, VAM)及盈利能力支付计划(Earn-Out)。

盈利能力支付计划是指在并购交易中,将并购对价分成两部分或几部分,一部分在并购完成时支付,其余的根据未来一段时间内标的企业业绩等指标表现来安排部分支付或超额支付。从这个定义来看,盈利能力支付计划更类似国内的盈利补偿协议。

斯里坎特·达塔尔、理查德·弗兰克尔、马克·沃尔夫森(2001年)在研究盈利能力支付计划影响并购收益的因素后认为,当标的公司拥有越多不透明信息、在并购交易中越多考虑标的公司发展前景时,盈利能力支付计划使用的情形就越多。此外,当目标公司是收购方不同行业的私人小企业、服务行业或是没有足够资产时,盈利能力支付计划会得到更大的运用。^②

在研究盈利能力支付计划能解决何种问题时,马修·凯恩、大卫·丹尼斯、黛安·丹尼斯(2006年)认为,盈利能力支付计划的运用和目标公司估值方法不确定性、成长机会及并购双方的整合程度有关,且盈利能力支付计划能最小化并购谈判中产生的逆向选择和道德风险成本。^③

而布赖恩·杰姆·奎因(2012年)通过研究认为,盈利能力支付计划的运用更多是为了解决交易后产生的不确定性风险,而不是逆向选择风险。^④

① 魏星宇:《加强我国上市公司商誉减值管理的建议》,载《财务与会计》2019年第8期。

② Datar. S., Frankel. R. & Wolfson. M., *Earnouts: The Effects of Adverse Selection and Agency Costs on Acquisition Techniques*, Journal of Law Economics and Organization 17(1), p. 201 - 238(2001).

③ M. D. Cainet al., *The Effects of Adverse Selection and Agency Costs on Acquisition Techniques—A Study of Financial Contracting in Acquisition Agreements*, Journal of Accounting & Economics 51(1 - 2), p. 151 - 170(2006).

④ BJ Quinn, *Putting Your Money Where Your Mouth Is: The Performance of Earnouts in Corporate Acquisitions*, Ssrn Electronic Journal 81(1), p. 127 - 172(2012).

综上所述,国内外对于上市公司资产重组中“三高”问题的研究大多倾向于分析该现象产生的原因以及相应的建议和经济学原理研究,鲜有涉及从资产评估机构责任角度进行研究分析。

(四)本文研究的重难点

本文旨在研究分析上市公司“三高”资产重组中资产评估机构的责任,主要以访谈和实务案例分析的方式开展研究。具体通过整理近年来上市公司并购重组的项目,筛选存在“三高”问题的项目案例,通过对上市公司公开披露的相关信息,以行业专家的视角,对资产收购时的资产评估情况、承诺期内业绩实现情况、承诺期满后实现业绩与评估预测业绩的比较分析情况、期间商誉减值计提等情况进行详细分析和组织业内讨论。

各种情形下资产评估机构的责任分析是本文研究重点,本文着重对上市公司资产重组案例中的典型评估问题进行归纳、对资产评估机构从事证券服务的勤勉尽责义务及责任边界进行分析,并总结评估机构未尽勤勉义务的表现,从而为相关方在事务中判断评估机构及评估专业人员在执业过程中是否尽到勤勉尽责责任义务提供参考。

研究难点在于,首先,近年来上市公司资产重组项目非常多,在筛选存在“三高”问题项目的过程中数据量很大,而相关信息披露的不全面导致在实务案例分析时往往面临相关材料信息获取不充分的局面,难以对实务案例进行全面深入的研究分析;其次,上市公司资产重组过程中参与方较多,各方的责任边界划分历来在理论界和实务界的看法较为模糊,使本文在分析讨论资产评估机构责任时存在难度。

二、资产评估机构从事上市公司资产重组业务的现状

(一)证券市场业务中需要进行资产评估的情形

1.《资产评估法》规定的法定评估情形

《资产评估法》第3条规定:“自然人、法人或者其他组织需要确定评估对象价值的,可以自愿委托评估机构评估。涉及国有资产或者公共利益等事项,法律、行政法规规定需要评估的(以下称法定评估),应当依法委托评估机构评估。”从以上规定中可以看出,资产评估业务分为自愿评估业务和法定评估业务两类。法定评估业务是指涉及国有资产或者公共利益等事项,法律、行政法规规定需要评估的,应当依法委

托评估机构评估。法定评估业务应当具备两个要素：一是涉及国有资产或者公共利益等事项；二是法律、行政法规规定需要评估。只有这两个要素同时具备，才属于法定评估业务。《资产评估法》对于法定评估的情况作出了总括性的规定，即所有涉及国有资产或者公共利益等事项，均有可能涉及法定评估，具体的事项则交由各领域专门的法律进行规定。除涉及国有资产外其他证券市场业务中需要评估的情形，主要由《证券法》及相关证券行政法规规定。

2. 《证券法》规定需要评估的情形

《证券法》没有明确规定哪些事项必须进行资产评估，但是在相关条文中确认了涉及资产评估的相关要求，如《证券法》第 139 条规定，国务院证券监督管理机构认为有必要时，可以委托会计师事务所、资产评估机构对证券公司的财务状况、内部控制状况、资产价值进行审计或者评估。具体办法由国务院证券监督管理机构会同有关主管部门制定。《证券法》第 163 条规定，证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告及其他鉴证报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。由此可见，在涉及证券的发行、上市、交易等活动中，存在需要资产评估的情形，具体由国务院证券监督管理机构的相关部门规章来规定。

3. 《上市公司重大资产重组管理办法》规定的需要评估情形

上市公司的并购重组是证券市场中涉及资产评估的主要业务来源。中国证监会制定了《上市公司重大资产重组管理办法》，用以规范上市公司重大资产重组相关行为。《上市公司重大资产重组管理办法》第 17 条第 3 款规定，资产交易定价以资产评估结果为依据的，上市公司应当聘请具有相关证券业务资格的资产评估机构出具资产评估报告。第 20 条规定，重大资产重组中相关资产以资产评估结果作为定价依据的，资产评估机构应当按照资产评估相关准则和规范开展执业活动；相关资产不以资产评估结果作为定价依据的，上市公司应当在重大资产重组报告书中详细分析说明相关资产的估值方法、参数及其他影响估值结果的指标和因素。

从以上规定可以看出，上市公司重大资产重组中应当进行资产评估，并且可以将资产评估结果作为资产交易的定价依据，前提是必须聘请具有相关证券业务资格的资产评估机构出具资产评估报告，也可以不以资产评估结果作为定价依据，但是仍然

要详细说明估值机构对于相关资产的估值方法、参数及其他影响估值结果的指标和因素。资产评估机构出具的资产评估报告对于上市公司重大资产重组过程中的交易资产定价具有决定性的影响。

(二) 沪深证券交易所上市规则规定的需要评估情形

《上海证券交易所股票上市规则》(2020 年 12 月修订)相关条例规定如下:

第 9.3 条 上市公司发生的交易(提供担保、获赠现金资产、单纯减免上市公司义务的债务除外)达到下列标准之一的,除应当及时披露外,还应当提交股东大会审议:

(一) 交易涉及的资产总额(同时存在账面值和评估值的,以高者为准)占上市公司最近一期经审计总资产的 50% 以上;

(二) 交易的成交金额(包括承担的债务和费用)占上市公司最近一期经审计净资产的 50% 以上,且绝对金额超过 5000 万元;

(三) 交易产生的利润占上市公司最近一个会计年度经审计净利润的 50% 以上,且绝对金额超过 500 万元;

(四) 交易标的(如股权)在最近一个会计年度相关的营业收入占上市公司最近一个会计年度经审计营业收入的 50% 以上,且绝对金额超过 5000 万元;

(五) 交易标的(如股权)在最近一个会计年度相关的净利润占上市公司最近一个会计年度经审计净利润的 50% 以上,且绝对金额超过 500 万元。

上述指标涉及的数据如为负值,取绝对值计算。

第 9.7 条 交易达到第 9.3 条规定标准的,若交易标的为公司股权,上市公司应当提供具有执行证券、期货相关业务资格的会计师事务所,按照企业会计准则对交易标的最近一年又一期的财务会计报告出具审计报告,审计截止日距审议该交易事项的股东大会召开日不得超过 6 个月;若交易标的为股权以外的其他非现金资产,公司应当提供具有执行证券、期货相关业务资格的资产评估事务所出具的评估报告,评估基准日距审议该交易事项的股东大会召开日不得超过一年。

交易虽未达到第 9.3 条规定的标准,但本所认为有必要的,公司也应当按照前款规定,提供有关会计师事务所或者资产评估事务所的审计或者评估报告。

第 10.2.5 条 上市公司与关联人发生的交易(上市公司提供担保、获赠现金资产、单纯减免上市公司义务的债务除外)金额在 3000 万元以上,且占上市公司最近一期经审计净资产绝对值 5% 以上的关联交易,除应当及时披露外,还应当比照第 9.7 条的规定,提供具有执行证券、期货相关业务资格的证券服务机构,对交易标的出具

的审计或者评估报告,并将该交易提交股东大会审议。

《深圳证券交易所创业板股票上市规则》(2020 年修订)也有类似的相关条例规定,即上市公司发生的一定金额以上资产收购、转让的交易行为或是一定金额的关联方之间的资产交易需要资产评估并出具资产评估报告。

(三)从事证券服务业务的资产评估机构情况

截至 2019 年年底,全国从事证券服务业务的资产评估机构(以下简称证券评估机构)共计 70 家,占全行业资产评估机构数量的 1.46%;证券评估机构的资产评估师共计 5951 人,占全行业资产评估师总数的 15.47%。2019 年度证券评估机构收入总额 73.63 亿元,较 2018 年度增长 21.40%,其中证券业务收入 12.46 亿元,占证券评估机构收入总额的 16.92%。

在地域分布上,基本与经济发达水平相匹配,全国证券评估机构 70 家,较 2018 年年底增加 1 家,分布于 19 个省、市(直辖市或计划单列市)。其中,在北京注册的证券评估机构 35 家,在上海注册的证券评估机构 7 家,合计占全国证券评估机构的 60%,其收入总额、评估业务收入、证券业务收入占全国证券评估机构的比例分别为 77.42%、81.20%、76.28%。另外,评估业务收入超过 2 亿元的证券评估机构共 8 家,较 2018 年度增加 2 家,全部分布在北京(6 家)、上海(2 家)。

截至 2019 年年底,70 家证券评估机构的资产评估师共计 5951 人,较 2018 年年底增长 5.40%,每家平均人数也从 2018 年年底的约 82 人增加到约 85 人。资产评估师人数在 100 人以上的证券评估机构 18 家,占证券评估机构总数的 25.71%,较 2018 年年底增加 2 家;50 人至 100 人的 25 家,占证券评估机构总数的 35.72%,较 2018 年年底减少 7 家;50 人以下的 27 家,占证券评估机构总数的 38.57%,较 2018 年年底增加 6 家。

2019 年度证券评估机构收入总额 73.63 亿元,较 2018 年度增长 21.40%;评估业务收入总额 62.51 亿元,较 2018 年度增长 16.34%;证券业务收入总额 12.46 亿元,较 2018 年度增长 19.35%。其中,收入总额、评估业务收入、证券业务收入排名前 5 的证券评估机构占全部 70 家机构的比例分别为 29.17%、34.23%、35.23%。

总体来看,行业具有总体增长以及集中度提升的趋势。

(四)并购重组委审核项目所涉资产评估情况

1. 近年并购重组情况

2019 年度,证监会并购重组委共召开了 75 次重组委会议,审核了 118 家上市企

业的并购重组项目,其中,112家为上市公司发行股份购买资产,6家为吸收合并。考虑二次上会之后,124宗并购重组项目中(6个项目二次上会),获通过的共计103宗。其中,无条件通过34宗,占比为27.42%;有条件通过69宗,占比为55.65%;而未获通过的有21宗,占比为16.94%。2014~2019年证监会重组委会议审核结果如图2所示。

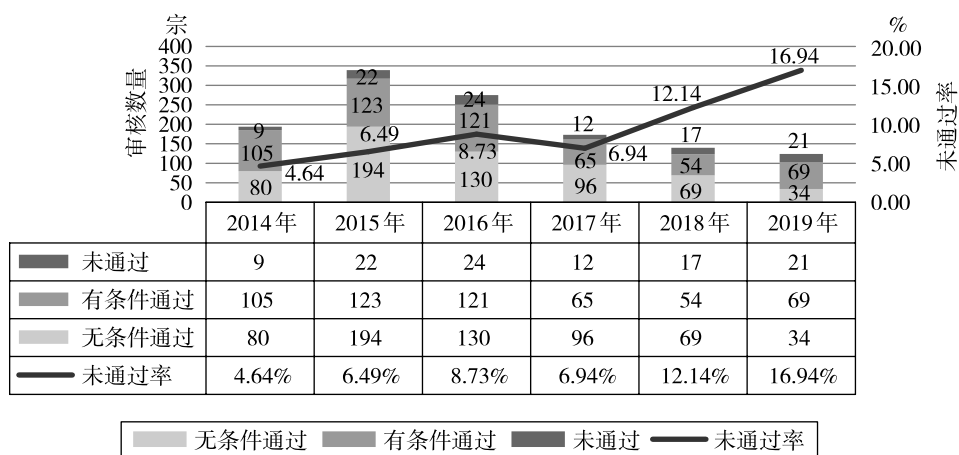


图2 2014~2019年证监会重组委会议审核情况

资料来源:东洲研究部。

近年来,上市公司重大重组审核项目呈现逐年下降的趋势,反映出上市公司筹划并购重组更为审慎。并购重组委审核项目通过率总体呈下降趋势。

2. 评估机构承接情况

2019年证监会并购重组委审议了118宗上市公司并购重组项目(剔除6个二次上会项目),其中涉及的资产评估工作由38家证券评估机构和1家证券公司承做。

在全国70家证券评估机构中,未承做2019年并购重组委审核项目的证券评估机构32家,承做1宗至4宗的32家,承做5宗至10宗的5家,承做10宗以上的1家。就承做项目集中度而言,承做5宗以上的6家证券评估机构的项目数量占总项目数量的50%以上,且业务规模均较大,反映出大型证券评估机构在上市公司并购重组业务方面市场认可度较高。

3. 收益法是主要定价方法

(1) 评估方法以资产基础法和收益法组合为主

2019年证监会并购重组委审核的118家上市公司项目中共涉及216项资产评估项目。在216项具体评估项目中,同时使用两种评估方法的项目为192项,占比为

89%,只使用一种评估方法的项目为24项,占比为11%。

其中,同时使用资产基础法和收益法的项目为152项,占全部项目比例为70.37%,可见资产基础法和收益法组合仍是最常见的评估方法组合。详细数据如表2所示。

表2 2019年并购重组委审核项目评估方法选择统计

评估方法选择	方法选择情况		评估结论采用的定价方法					
			收益法		资产基础法		市场法	
	项数	比例/%	项数	比例/%	项数	比例/%	项数	比例/%
资产基础法	21	9.72	—	—	21	100.00	—	—
市场法	3	1.39	—	—	—	—	3	100.00
资产基础法和收益法	152	70.37	105	69.08	47	30.92	—	—
资产基础法和市场法	11	5.09	—	—	5	45.45	6	54.55
收益法和市场法	29	13.43	22	75.86	—	—	7	24.14
合计	216	100.00	127	58.80	73	33.80	16	7.40

资料来源:中国证监会:《2019年度证券资产评估市场分析报告》。

(2) 评估结论以收益法评估结果为主

在216项资产评估项目中,采用收益法评估结果作为评估结论的有127项,占项目总数的58.80%;采用资产基础法评估结果作为评估结论的有73项,占项目总数的33.80%;采用市场法评估结果作为评估结论的有16项,占项目总数的7.40%。其中,采用资产基础法和收益法两种评估方法的项目,有69.08%项目选择了收益法作为最终评估结果;采用收益法和市场法两种评估方法的项目,有75.86%的项目选择了收益法作为最终评估结果。这反映出并购标的资产质量相对较好,收益法因能反映标的资产的未来获利能力,长期以来都是并购重组最主要的定价方法。

同时,在216项资产评估项目中,9项置出资产全部采用资产基础法定价,反映出置出资产的盈利能力较差,不适合收益法定价。

(3) 收益法溢价率最高,和其他评估方法差异最大

在216项资产评估项目中,采用收益法定价的资产评估项目,溢价率中位数为212.48%;采用市场法定价的资产评估项目,溢价率中位数为47.20%;采用资产基础法定价的资产评估项目,溢价率中位数为31.82%。

当采用资产基础法和收益法两种评估方法时,两种方法的结果差异率中位数为

54.62% ;当采用资产基础法和市场法两种评估方法时,两种方法的结果差异率中位数为9.05% ;当采用收益法和市场法两种评估方法时,两种方法的结果差异率中位数为2.91%。收益法和资产基础法的评估差异最大,主要是因为平均增值率收益法最高而资产基础法最低。

(4) 评估结论是交易定价的重要参考

2019 年的 118 宗重大资产重组项目中,直接以评估结论作为交易定价的为 42 宗,占比为 35.59% ;评估结论和交易定价差异率绝对值在 2% 以内(不含零)的为 54 宗,占比为 45.76% ;差异率绝对值在 2% ~ 10% 的为 15 宗,占比为 12.71% ;差异率绝对值在 10% ~ 20% 的为 6 宗,占比为 5.08% ;差异率绝对值超过 20% 的仅 1 宗。

总体来看,交易定价与评估结论的差异绝对值在 10% 以内的占比超过 94% ,高于 2018 年 92% ,反映出资产评估结论是交易定价的重要参考。

(5) 收益法折现率总体基本体现行业风险情况,但个体差异明显

在 216 项资产评估项目中,本文对采用了收益法并披露了折现率(加权平均资本成本,WACC)的项目进行了分析统计,在同一行业超过 5 个项目的行业中,平均折现率最高的为制造业—专用设备制造业 12.30% ,平均折现率最低的为电力、热力、燃气及水生产和供应业 8.91%。不同行业的平均折现率水平基本反映了不同行业的风险情况。

但同一行业不同项目间的折现率差异较大,主要是标的企业资本结构、个别风险系数差异较大所致,但也存在一些项目折现率水平和风险不匹配的情况。主要行业统计数据如表 3 所示。

表 3 2019 年并购重组委审核资产评估项目折现率统计

行业	平均折现率/%	折现率区间	最大差异/%	项目数量/个
制造业—专用设备制造业	12.30	[10.72,12.90]	2.18	7
信息传输、软件和信息技术服务业—软件和信息技术服务业	12.26	[10.50,13.40]	2.90	13
科学研究和技术服务业—专业技术服务业	12.25	[10.60,13.39]	2.79	6
制造业—计算机、通信和其他电子设备制造业	11.98	[10.70,13.39]	2.69	17
制造业—医药制造业	11.54	[11.03,12.00]	0.97	5

续表

行业	平均折现率/%	折现率区间	最大差异/%	项目数量/个
制造业—化学原料及化学制品制造业	11.15	[8.17,13.62]	5.45	16
国防军工	11.02	[9.20,11.90]	2.70	7
电力、热力、燃气及水生产和供应业—电力、热力生产和供应业	8.91	[7.70,12.05]	4.35	14

资料来源：中国证监会：《2019 年度证券资产评估市场分析报告》。

（五）中国证监会对评估机构行业监管及处罚情况

2019 年中国证监会共对 30 家证券评估机构和 1 家非证券评估机构及其资产评估师采取了 47 家次、84 人次的处理处罚。其中，行政处罚方面，2019 年共对 3 家证券评估机构及其资产评估师进行了 3 家次、8 人次的行政处罚，共没收业务收入 190 万元，罚款金额 570 万元；行政监管措施方面，2019 年共对 27 家证券评估机构、1 家非证券评估机构及其资产评估师采取了 43 家次、73 人次的行政监管措施，为 2018 年 15 家次、24 人次的近 3 倍；自律监管措施方面，2019 年对 1 家证券评估机构及其资产评估师采取了 1 家次、3 人次的公开谴责自律监管措施。从集中度来看，有 3 家证券评估机构被采取 3 次以上处理处罚措施，9 家证券评估机构被采取 2 次处理处罚措施，这 12 家评估机构被采取的处理处罚措施数量占年度处理处罚数量的 50% 以上。

三、上市公司资产重组中的“三高”问题

（一）上市公司资产重组中的“三高”现象

上市公司资产重组中“三高”现象的说法最早出现在 2018 年 5 月 21 日新华社记者潘清撰文《上市公司“体检”现六大问题 “三高”并购后遗症引关注》中提及的六大问题，其中写道：“高估值、高商誉、高承诺的‘三高’并购重组后遗症凸显。不少重组公司业绩承诺难以完成，前期高估值导致的高商誉面临巨额减值风险。部分公司实现业绩远低于承诺业绩，标的资产经营质量堪忧。”2018 年 5 月 24 日《经济日报》也发布了类似文章《上市公司“三高”并购重组“后遗症”凸显》，提出“值得关注的是，‘三高’并购重组的‘后遗症’凸显。年报审核中注意到，部分上市公司前期并购重组中，高估值、高商誉、高承诺的‘后遗症’开始凸显。不少重组公司业绩承诺难以完成，

前期高估值导致的高商誉面临巨额减值风险,引发市场普遍关注”。上述主流媒体文章均是从上市公司并购重组后并购标的没有实现承诺的业绩,引起商誉大幅减值,进而造成上市公司年报业绩大幅波动的角度提示风险。

当时的东方财富 Choice 数据显示,全部 A 股上市公司中,有 1916 家公司在 2017 年年报中披露了公司的商誉情况,A 股商誉规模达到 1.3 万亿元。此后上市公司的天量商誉引起社会的广泛关注,被称为悬挂在上市公司头上的一把“达摩克利斯之剑”,“三高”问题的关注程度也被证券监管部门提到了新的高度,具体体现在上市公司资产重组审核过程中将其列为问询的主要问题内容。

(二) 资产评估方法及使用情况介绍

上市公司资产重组中往往都会涉及对交易资产的资产评估定价。通常意义上的资产评估就是估计和判断一项资产的价值,以供交易双方在市场交易中确定资产的交易价格。根据现行资产评估相关准则,明确资产评估基本方法包括市场法、收益法和成本法。

市场法也称比较法、市场比较法,是指通过将评估对象与可比参照物进行比较,以可比参照物的市场价格为基础确定评估对象价值的评估方法的总称。企业价值评估中常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

收益法,是指通过将评估对象的预期收益资本化或者折现,来确定其价值的各种评估方法的总称。企业价值评估中主要的方法是未来现金流量折现法。

成本法,是指按照重建或者重置被评估对象的思路,将重建或者重置成本作为确定评估对象价值的基础,扣除相关贬值,以此确定评估对象价值的评估方法的总称。企业价值评估中通常也称为资产基础法,即以标的企业基准日的资产负债表为基础,合理评估企业表内外可识别的各项资产、负债的价值。

从经济理论和评估原理看,理想情况下上述三种评估方法得出的评估结论应该是趋同的,但是在实务中由于存在各种主客观条件因素的限制,三种评估方法结论往往会有较大差异,也反映了各评估方法之间的优缺点是比较显著的。

1. 市场法的优缺点

优点是评估的参数、指标直接从市场获得,计算简单;评估结果易于被各方理解和接受,尤其交易双方在意向性谈判阶段,双方一般使用市场法中的市盈率(P/E)、市销率(P/S)、市净率(P/B)等价值比率估算来取得共识。

局限性在于,首先,实际应用时可比企业的选择较为困难;其次,价值比率的选择

确定在一定程度上会受到客观条件或评估人员主观的影响,往往会因为使用不恰当的价值比率而导致影响评估结论的公允性,如将市盈率应用于周期性企业的评估,企业价值可能会被歪曲;对于部分行业如轻资产企业来说,净资产与企业价值关系不大,其他行业如果各自执行不同的会计估计或会计政策,在这种情况下使用市净率评估企业价值可能不具有合理性;对于部分销售成本率较低的服务类企业,或销售成本率趋同的传统行业的企业,使用市销率评估可能会忽略企业成本和费用因素,难以客观反映企业价值。

2. 收益法的优缺点

优点是在各收益法参数选取较为准确的前提下,评估结果能真实、较准确地反映企业的未来获利能力,特别是部分轻资产行业企业,其资产相对企业的获利能力来说并不居于主导地位,采用收益法评估能更加合理地反映其企业价值,如果辅以未来业绩的对赌机制,则评估结果更易为交易双方所接受。

局限性在于,未来预期收益额预测准确性难度较大,易受较强的主观判断的影响;其他评估涉及的参数如折现率等,以及相关评估假设等的确定都有较强的主观性。目前许多轻资产行业,如文教、文化、传媒等行业的目标企业被并购时,大都倾向于使用收益法估值,但是实际上这些企业的真实价值可能由股东资源、核心管理人员的运营管理能力、特殊的客户资源等多方面组成,待企业收购、交易完成后,上述构成企业价值的主要因素有可能会发生根本性的变化,盈利预测的可实现性就存在较大的不确定性,最后反映在企业价值层面在并购前后大相径庭。

3. 资产基础法的优缺点

优点是使用范围广泛,能比较充分地考虑资产的各种损耗,使评估结果相对比较直观、趋于公平合理。

局限性在于各种贬值,尤其是经济性贬值不易计算,难以把握;对企业拥有的各项无形资产难以合理地估值,无法充分考虑资产的未来获利能力,容易造成高估盈利能力差的企业价值、低估盈利能力强的企业价值。

为了尽可能避免评估人员在实务中利用不同评估方法的固有缺陷,主观刻意地选择并不恰当的评估方法以获得委托人预期的评估结论,致使评估结论有失公允。所以,《资产评估法》第26条明确规定“评估专业人员应当恰当选择评估方法,除依据评估执业准则只能选择一种评估方法的外,应当选择两种以上评估方法,经综合分析,形成评估结论,编制评估报告”。根据《2019年度上市公司重大资产重组资产评

估分析报告》统计的2017~2019年的上市公司重大重组评估报告情况分析,不同评估方法下的评估结论平均增值率分别为收益法513.19%、市场法340.65%、资产基础法200.57%,采用收益法作为评估结论项目的评估增值率最高,市场法次之,资产基础法最低;而从选取主结论的评估方法统计数据看,采用收益法作为最终评估结论的占比为73.67%,资产基础法占比为23.83%,市场法占比仅为2.5%,可见上市公司并购重组评估中收益法是目前最为主要的评估方法。

(三)上市公司资产重组中“三高”的定义

在上市公司资产重组中的“三高”现象是指高估值、高承诺、高商誉,可能对于“三高”就字面本身比较容易理解其大致意思,所以未见有专门相关的法规文件、研究论著就“三高”进行明确定义。

1. 高估值

高估值就字面简单理解,就是对某项资产的估值超过了它本身的客观公允市场价值。高估值指的是价值被高估,往往出现在投资商品的价格上或者是各种综合性数据指标上,目前的价格或者指标被人为高估,即实际不值这么多钱或者指标达不到这么高,即《达摩达兰论估价》(罗菲主译)表示“有效投资的假设是指投资者不会为一项资产支付超出其价值的资金”。在经济学中,价值是商品的一个重要性质,它代表该商品在交换中能够交换到多少其他商品或金钱,通常用货币来衡量。

在一般情况下,人们在理性从事下购买任何一项资产,愿意支付的货币价格应该能够反映该项资产所能产生的期望现金流。任何一项资产的价值是客观存在的,但是由于其价值构成的复杂性,往往难以直观地被表现出来,评估(估值)机构的作用就是以独立第三方的身份,通过合适的评估方法、计算模型把资产的价值予以合理量化。在上市公司资产重组中收购了被高估的资产,意味着该项资产未来实际能为上市公司带来收益的现金流量数额,将小于在估算该项资产价值时测算的现金流量数额,也即上市公司为此项收购支付了过高的货币代价或成本。

对于高估值一般可以从三个维度进行判断。

(1) 评估结果与过往经济行为评估结果相比显得过高而无合理解释

就是人们通常说的历史纵向比较。受宏观经济、市场竞争以及企业自身的主客观环境影响,企业的经营状况处于不断的变化之中,经营业绩变化向好或向坏,增速有慢有快,各个时点的市场价值也就往往存在差异,但是如果短期内市场价值出现大幅溢价,与其自身的期间经营状况、经营业绩不相匹配,则通常就存在高估迹象。

(2) 评估结果与同行业或类似案例评估结果相比过高而无合理解释

就是人们通常说的横向比较。在有效的市场环境下同一阶段的市场定价逻辑和衡量标准一般会趋于一致,如果企业的市场价值评估结果高于行业可比企业水平,意味着标的企业的管理效率、资产质量、盈利能力、成长空间等应优于行业可比企业,同时评估结果高低差距也应与企业优劣势地位的差距幅度相匹配,否则就可能存在高估迹象。

(3) 评估结果与企业自身基准日实际经营状态相比过高而无合理解释

评估结果与企业自身基准日实际经营状态相比过高,就是通常说的评估结果与标的企业自身实际价值不匹配。这个维度实际上处于轴心位置,也是结合前两个维度而更加综合性地判断对标的企业自身真实价值。比如,某标的企业的股东权益评估价值和其未来第1年预测的净利润比率即P/E倍数为10倍,这与同行业其他并购交易案例的P/E倍数相比相差无几,那可以认为是一个正常合理公允的市场价值。但是如果为了更高的估值,其预测的净利润超过其实际可实现利润的50%,单从评估结果看P/E倍数也还是10倍,看似与行业可比案例的估值倍数相差无几,但是如果基于其真实业绩看的话,那P/E倍数就是15倍,高于行业一般水平,相对其自身真实价值看就存在高估情形。当然通过业绩造假来高估企业价值更是一种典型、恶劣的手段。

2. 高承诺

“承诺”是一项法律术语,《民法典》第479条规定“承诺是受要约人同意要约的意思表示”。所谓承诺,是指受要约人同意接受要约的全部条件以缔结合同的意思表示。要约、承诺方式是最为典型的合同订立方式。向对方提出合同条件、作出签订合同的意思表示称为“要约”,而另一方如果表示接受就称为“承诺”。

在上市公司资产重组过程中,可能会涉及交易各方的多项承诺事项,但是“高承诺”的承诺对象是指上市公司并购标的资产的未来预期业绩,而业绩承诺实际是指业绩补偿的承诺,即如果标的资产未来实现的业绩没有达到原先承诺实现的金额,就需要以承诺约定的补偿方式、对价向交易对方进行补偿。业绩补偿最早见于2008年5月18日起施行的《上市公司重大资产重组管理办法》(证监会令第53号)第33条,其规定“……资产评估机构采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的估值方法对拟购买资产进行评估并作为定价参考依据的,上市公司应当在重大资产重组实施完毕后3年内的年度报告中单独披露相关资产的实际盈利数与评估报告中利润预测数的差异情况,并由会计师事务所对此出具专项审核意见;交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议”。该

办法的出台,也是基于当时评估行业发展的实务背景。

2004年2月25日财政部第一次发布了《资产评估准则——基本准则》,其第16条规定了“注册资产评估师执行资产评估业务,应当根据评估对象、价值类型、资料收集情况等相关条件,分析三种资产评估基本方法的适用性,恰当选择评估方法,形成合理评估结论”。中国资产评估协会于次年2月23日根据财政部的《资产评估准则——基本准则》,制定了《企业价值评估指导意见(试行)》,从实务操作层面对采用收益法评估企业价值制定了细化、规范的系列要求。相较从企业重建角度出发,通过从构成企业资产价值的角度去评估企业价值的成本法,收益法是从企业未来获利能力角度去评估企业价值,从反映企业资产价值完整性的角度,收益法的优势要大于成本法。

从评估行业的实际发展情况看,自2005年起在企业价值评估中采用收益法评估迅速增加,特别是对经营业绩预期较好的企业更是较为普遍地采用收益法评估。从收益法评估模型看,决定企业评估价值有三大要素:未来预期收益、未来预期收益年限和折现率,而这三大要素确定都不可避免地带有一定的人为主观判断因素。相对未来预期收益年限和折现率主要由评估人员基于事实依据后的假设判断外,未来预期收益主要由标的企业管理层、相关的利益方来主导确定,而预期收益的高低直接影响最终评估结论的高低。

上市公司资产重组的基本目的就是要提高上市公司的盈利能力,所以上市收购的资产大都具有较好的预期盈利能力。在实际收购交易过程中,交易定价的谈判越来越多地向未来预期收益倾斜,就逐渐引入了国外比较常见的业绩对赌的形式。资产的出让方通过对未来一段时间内业绩承诺的形式向受让方表明自身的“优秀”质地,展现对自身企业业务发展的信心,从而希望在交易定价中获得足够的价值认可;受让方受客观条件限制,在交易前是无法对标的资产进行深入了解的,只能通过对方业绩承诺的形式,提高收购决策的安全边际。《上市公司重大资产重组管理办法》相关业绩补偿承诺的原则规定,旨在约束交易各方的决策冲动,使标的资产的交易定价在相对合理的市场价格区间内,进而保障上市公司股东利益。

高承诺,是指承诺了过高的业绩,所承诺的未来经营业绩超过了企业实际经营能力所能达到的水平,主要包括以下几方面的内容:承诺业绩与标的企业历史业绩差异过大而无可靠的实现措施保障,往往表现为承诺业绩远高于历史经营业绩水平,或是最近一年历史经营业绩处于较大亏损的情况下,市场环境和企业经营层面未发生明显向好的情况下,预测下一年业绩大幅度减亏甚至盈利;未来年度的承诺业绩增长率

明显高于行业公司的平均水平,而相应的意向合同订单、客户数量及需求又不足以支撑其未来预计的高增长率;未来业绩预测的增长率水平与历史年度、行业水平相比并不显得异常,但是历史年度的经营业绩存在一定的虚假成分,导致相对标的企业真实业绩水平存在过高承诺的迹象;从期后看,业绩承诺期间经营业绩实现程度与承诺业绩差异显著,业绩承诺达标率较低。

从结果看,高业绩承诺的基本目的就是提高交易的价格,以高于正常市场价格水平出售给交易对方,而不是真实提高企业自身的内在价值;而如果标的企业的业绩承诺从数额或是增长率看,高于历史或行业平均水平,但是标的企业确实质地优良,从期后看基本达到甚至超出业绩承诺数额,这就不属于高业绩承诺了。

3. 高商誉

商誉的经济含义是企业收益水平与行业平均收益水平差额的资本化价格,它是由顾客形成的良好声誉、企业管理卓著、经营效率较好、生产技术的垄断以及地理位置的天然优势所产生的,是企业价值组成的一部分。所以在一般情况下,商誉作用对企业是正向的,即企业拥有的商誉金额越高,意味着企业的未来收益超过行业平均收益水平的能力也越高,这样的企业估值溢价也会越高。

根据《企业会计准则》,非同一控制下的企业合并,购买方对合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额,应当确认为商誉。《企业会计准则》下所讨论的商誉是在非同一控制下的并购所形成的会计计量的商誉,在并购事项未发生时企业经营过程中自然形成的自创商誉,不进行会计计量;在同一控制下的企业溢价并购不确认商誉。《企业会计准则》下确认商誉金额的大小,取决于两个因素:购买方所支付的收购成本金额的大小及标的企业可辨认净资产公允价值的大小。一般情况下标的企业估值越高,收购成本越大,确认的商誉也就越高;此外还有一种情况,在会计初始计量时,对标的企业可辨认资产的辨识不完整、资产定价不公允,最终造成标的企业可辨认净资产价值被人为低估,也同样会造成商誉被动高估情形,但这种会计计量高估的商誉不是本文讨论的范围。

本文所讨论的高商誉,不是指企业所拥有的商誉绝对金额高,而是因为是在并购中支付了过高的收购成本,在标的企业可辨认净资产公允价值金额相对固定的情况下,相对在并购中所支付的正常收购成本下会计计量商誉的绝对金额过高。这部分过高的商誉金额并不能对应到标的企业相应的超额收益能力,对标的企业来说是被虚高了的资产价值,对并购方来说,是支付了过高的收购成本形成经营负担。在期后,

一旦被证实这部分属于虚高出来的商誉,那就会被计提减值,从而对上市公司的当期经营业绩产生重大影响,最终引发上市公司二级市场股价的剧烈波动。

(四)上市公司重组中“三高”的内在关系

从前述“三高”的定义分析可以看出,上市公司资产重组中“三高”的核心是高估值,目的是提高双方的交易价格。

从上市公司并购重组的实际操作流程看,往往出于内幕交易的管控、标的企业保护自身商业秘密等因素考虑,在绝大部分情况下先由上市公司少数人员与交易对手方就交易价格、交易条件等进行洽商,达成收购意向后,再由各中介机构包括评估机构团队、上市公司管理层其他成员等介入实际操作层面。而在收购意向价格的商务谈判过程中,理论上应该是双方博弈的焦点,但在这过程中由于交易双方对标的企业掌握的信息并不对称,在大部分情况下由交易对手方根据自己对并购的心理预期价位和标的企业未来实现业绩的预期,提出基于未来的预测业绩及 P/E 倍数的收购价格,同时以业绩承诺的方式来增加谈判筹码。对于收购方上市公司方面来说,一则确实缺乏足够的信息来判断预测业绩的可实现性,二则上市公司由于其二级市场股票价格的市盈率一般会远高于标的资产的收购 P/E 倍数,所以一般收购都会有助于提升上市公司业绩和市值,加之有业绩对赌机制的安排,上市公司方面认为,自身有一定安全边际的情况下,就会达成收购意向。而在这阶段,如排除上市公司与交易对手存在其他利益安排的情况下,一般很难对标的资产是否存在高估等行为进行准确判断。

上市公司聘请中介机构团队进入标的企业进行现场尽调时,意味着上市公司资产重组进入实质启动程序。在这阶段,如中介机构发现标的企业存在实质性影响重大重组障碍的瑕疵事项,如无法解决就会终止收购重组程序;评估机构则主要依据自身的专业判断能力,在对标的企业进行充分了解后,就收购意向价格是否公允合理进行论证。如评估机构判断测算后的评估结论与意向价格存在较大差异时,交易双方就会再次协商调整交易意向价格;或是标的企业提供更多的支持依据,评估机构再次进行论证,这期间一般会有多次沟通论证,通常是最终经评估机构论证后意向价格在相对合理的区间范围内时,评估结论会向收购意向价格或是协审调整后的交易意向价格趋于一致,实务中也存在最终的交易价格高于评估报告的评估结论的情况。

所以在一般上市公司重组资产过程中,交易双方不存在特殊利益安排的情况下,交易双方沟通有效、中介机构勤勉尽责、上市公司股东大会等决策程序合规有效、证券监管部门严格审核,理论上是能遏制“三高”情形的,但是从目前实践现状看,“三

高”现象屡禁不止的背后原因比较复杂,如证券监管制度不尽完善、中介机构勤勉尽责义务履行不够到位及违法违规成本相对较低等,具体有:交易双方存在特殊利益安排,上市公司成为标的资产变现的通道,较为常见的是上市公司重组收购完成后,并不掌控标的企业的日常经营,导致业绩承诺到期后标的企业经营业绩大幅下滑;中介机构包括评估机构专业人员未勤勉尽责,未真正履行“看门人”的职责,导致业绩预测存在水分而无法实现承诺业绩;部分行业企业的商业模式比较创新,交易双方对行业前景过于乐观,中介机构专业人员缺乏专业胜任能力而过于相信标的企业管理层的预测判断,导致对标的企业未来盈利预测的可实现性缺乏足够的判断能力。

在当前上市公司资产重组评估中以收益法为主要评估结论的情况下,“三高”现象之间的内在逻辑可以简单表示为:在实施并购时,高承诺的目的是取得高估值,高估值又往往会导致高商誉;从期后看,往往通过是否完成业绩承诺、是否计提商誉减值去判断并购时是否存在高估值。而上市公司在向其控股股东、实际控制人高溢价收购资产时,由于属于同一控制下的并购,按目前的《企业会计准则》规定是不确认商誉的,意味着无法从期后的商誉减值情况进行判断。2014年11月23日证监会发布修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》(证监会令第109号),其第35条第3款规定:“上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权发生变更的,不适用本条前二款规定,上市公司与交易对方可以根据市场化原则,自主协商是否采取业绩补偿和每股收益填补措施及相关具体安排。”该款规定被市场解读为,上市公司在向其控股股东、实际控制人收购资产时,如果是采用收益法评估的,必须就重组收购实施完毕后3年内的业绩进行承诺。所以这种关联方并购不形成商誉,只能从期后所披露承诺业绩的完成情况判断是否存在高估值情形。

一直以来,股票发行上市采用核准制方式致使上市比较困难,然而一旦上市就成为稀缺资源,在退市制度相对宽松的情况下,资本市场存在不少绩差上市公司,而这些绩差上市公司控股股东、实际控制人具有动机采用各种手段维护上市地位和市值,加上一、二级市场存在的天然套利空间,股价高企的绩差上市公司并购重组中出现“三高”现象更为常见。

上市公司资产重组中的“三高”现象除直接损害上市公司股东利益外,还会因为期后的商誉减值计提引起上市公司业绩的大幅波动,从而导致上市公司二级市场股价的大幅震荡,影响资本市场的健康发展。从对高承诺、高估值、高商誉的“三高”现

象的分析,以及相互之间逻辑关系的梳理,可以确定高估值是“三高”的核心。如果只是从事后对高承诺、高商誉的判断去认定高估值,是无法解决上市公司资产重组中“三高”问题的,只有在上市公司资产重组过程中、资产重组收购完成之前去有效识别是否存在高估值,才能避免上市公司重组中“三高”现象的发生,避免上市公司股东利益被损害。

四、相关理论基础

(一)“看门人理论”

“看门人理论”产生于20世纪80年代的美国,该理论中的“看门人”是指,以自己声誉资本为担保向投资者提供认证、核实服务,在声誉机制和法律责任机制的约束下,能够发现并通过拒绝提供服务支持的方式阻止发行人/上市公司的不当行为,使其无法通过资本市场的“大门”的证券中介机构。证券市场“看门人理论”源于20世纪80年代末期,由哈佛大学法学院的雷尼耶·H. 克拉克曼教授首先提出,其将“看门人”定义为“能够通过拒绝提供服务支持的方式来阻止市场不当行为的市场专业人士”。(Kraakman,1986年)^①“看门人”提供的服务支持包括不当行为完成特定交易所需的产品、服务或者认证形式,这些都是“看门人”所看守的“大门”。经过多位学者的研究和探讨,至21世纪初,“看门人理论”已基本成型。

“看门人”的定义包括了三个要件:(1)必须存在“看门人”所看守的资本市场“大门”; (2)“看门人”要能够影响、监督发行人/上市公司,包括“看门人”具有监督和影响发行人/上市公司的能力,并且受到声誉机制和法律机制约束; (3)“看门人”必须是发行人/上市公司的外部人(outsider)。

声誉机制和法律责任机制是“看门人理论”有效运行所依赖的两大路径,是决定“看门人理论”是否能够有效发挥作用的关键。声誉机制有效运行的核心在于“看门人”在参与证券市场信息披露中的不当行为时受到的声誉资本损失将远远超过可预期收益。而根据法律责任机制,证券市场中介机构一旦参与发行人/上市公司不当行为将承担相应的法律责任,由于可能承受的法律风险大于可期待收益同样也能促使中介机构发挥“看门人”的作用。声誉机制和法律责任机制二者是相互补充、共

^① Reinier H. Kraakman, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third Party Enforcement Strategy*, The Journal of Law and Economics, 1986, Vol. 2, p. 53.

同作用的关系。由于“看门人理论”本身隐含了“看门人”付费者是发行人/上市公司但其服务对象是投资者的利益冲突,声誉机制和法律责任机制的运行将是决定“看门人理论”能否有效发挥作用的关键,有着不可替代的重要作用。^①

1. 基于声誉机制的证券市场“看门人”机制理论

声誉机制是对在“柠檬问题”^②基础上进行延伸的经济学信号传递理论的应用,最早由麦考利(Macaulay)教授提出,其认为声誉资本是一种无形资产,在长期重复交易中具有相当的重要性,当企业未能履行自己的承诺、契约或者法定的义务时,企业的声誉资本会受到损失,未来其他主体(客户)将实施惩罚,使企业将损失未来的部分业务,企业声誉资本的价值就等于将来的业务损失减去违反承诺、义务所获得的短期收益。根据成本收益比较,从长期利益的角度考虑,企业都有积极建立自己声誉资本的动力。在此情况下,如果市场参与主体间的博弈重复无限次并且每个主体有足够的耐心进行博弈,最终将能达到多次重复博弈下触发策略的均衡。此后的曼亚(Mainlat)教授和拉里·萨缪尔森(Larry Samuelson)教授认为,声誉资本需要企业对其进行投资和努力维持,声誉资本的积累与减少都表现为一个过程。声誉机制的作用机理在于,对于勤勉尽责的声誉拥有者给予某种额外的奖励(如能够获得声誉溢价),而对于失职的声誉拥有者以惩罚,从而实现声誉的价值。哥伦比亚大学的约翰·C.科菲教授将“看门人”定义为“以自己的声誉资本为担保或者抵押向投资者保证发行人或上市公司相关证券质量的证券市场中介机构”(Coffee,2011年)。^③他认为“看门人理论”的核心在于声誉资本绑定机制,“看门人”通过不断提供高质量的信息核实服务建立起自己的声誉资本,在其对发行人披露的信息进行核查、认证时,实质上是把自己的声誉资本借给了发行人,投资者与其他市场参与者将因此信赖发行

① 彭景:《美国证券市场“看门人理论”在我国移植效应研究》,对外经济贸易大学2013年博士学位论文,第48页。

② “柠檬问题”,又称“柠檬原理”。该概念是经济学家乔治·阿克洛夫于1970年提出的。“柠檬”一词在美国俚语中表示“次品”,“柠檬原理”是信息不对称理论的重要组成部分。主要观点包括以下三部分:(1)在次品市场上,交易双方对质量信息的获得是不对称的,卖者知道产品确切的真实质量,而买者却不知道产品的确切质量。(2)交易活动的参与人(这里指卖方)可以利用这种信息的不对称性对买方进行欺骗,这就是“隐藏信息”和“隐藏行动”。(3)隐藏信息将导致“逆向选择”,其含义有二:一是在交易中隐藏信息的一方对交易另一方利益产生损害;二是市场的优胜劣汰机制发生扭曲,质量好的产品被挤出市场,而质量差的产品却被留在市场,极端的情况是市场会逐步萎缩直到消失。这是因为买者只愿意根据他所知道的平均质量来决定支付的价格,这个价格将使质量低的卖者愿意成交,质量高的卖者由于不能得到同质量相称的价格而退出市场。

③ John C. Coffee Jr., *Understanding Enron: It's about the Gatekeepers, Stupid*, Business Lawyer, 2002, Vol. 57, p. 1403; John C. Coffee Jr., *Gatekeeper Failure and Reform: the Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, Boston University Law Review, 2004, Vol. 84, p. 301; John C. Coffee Jr., *Gatekeepers, the Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press, 2006.

人披露的信息及其发行证券的品质。也就是说,“看门人”用自己的声誉资本为发行人提供了担保,“看门人”也可以通过拒绝与不当行为人合作,以保护公司的外部投资者。

亚瑟·B.拉比(Arthur B. Laby)教授认为“看门人”同时也承担了事后监督的职能,比如,在一项不当行为发生后进行披露,发起一项调查,并且报告该不当行为或者自行采取措施。(Laby,2006年)因此,亚瑟教授将“看门人”定义为提供认证、核实服务或者对资本市场不当或不法行为进行监督的个人或机构。^①

资本市场是资产价格发现的重要平台,资产评估是资产价值发现的重要渠道。资产评估机构与保荐机构、审计机构、法律服务机构等一样,其作为资本市场重要的中介服务机构之一,在上市公司改制评估、并购重组过程中是不可或缺的中介机构,被形象地称为资本市场的“守门人”。《资产评估准则——基本准则》明确规定,资产评估师执行资产评估业务,应当勤勉尽责,恪守独立、客观、公正的原则,对上市公司的资产价值理性、客观地判断与评估,为各类市场主体提供客观、公允的价值参考,为投资者价值投资提供专业合理的依据。

2. 基于法律责任机制的证券市场“看门人”机制理论

在声誉机制的完美运行下,“看门人”有足够动机勤勉尽责,因此法律并无必要对其在证券市场中的失职行为进行规制,即使没有法律的介入,作为重复劳动者的“看门人”也会理性地制止欺诈行为,使作为市场上作为一次或者几次交易参与者的发行人/上市公司无法在缺乏有资质的中介机构的合作下发行、销售自己的证券。但是通过上文分析可见,声誉机制本身并非一个完美运行的机制,其有效性受到诸多因素影响,同时其运行情况很难通过实证完整地证明,要保证“看门人理论”有效地发挥作用,法律责任制度层面的设计才是最可靠的保障。监管机构的介入,同样能使“看门人”参与证券市场不当行为时成本大于收益,从而能够补充声誉机制对“看门人”约束的不足。既存的声誉机制将我们引向了市场自生的“看门人”,但是同时也带来一个问题,即应当在多大程度上给这些“看门人”施以法律责任。

具体而言,对“看门人”施以的行政责任、刑事责任与民事责任有以下区别:第一,三者产生的原因不一致。“看门人”需要承担行政责任的原因是“看门人”的行为违反了证券法有关信息披露制度的规定,损害了证券监管机构对证券市场的监管;“看门人”需要承担刑事责任的原因是其对公共秩序造成了不良影响,对社会造成了较严

^① Richard W., Painter, *Convergence and Competition in Rules Governing Lawyers and Auditors*, Journal of Corporate Law, 2004, Vol. 29, p. 397.

重的危害;而“看门人”承担民事责任的原因是其违反了证券民事法律义务,侵害了投资者的私人合法权益。

第二,三者的功能不同。对“看门人”施以行政责任和刑事责任的目的是消除“看门人”继续实施违法行为的客观条件,功能在于惩罚,以此保障证券市场的秩序;而对“看门人”施以民事责任的目的在于使投资者得到损害赔偿,消除“看门人”不当行为的后果,其功能是补偿和弥补,同时也能对“看门人”构成威慑,预防和制止欺诈。

第三,三者的证明标准、证据要求、举证责任不同。其中,刑事责任的证明要求最高,其需要达到“没有合理怀疑”或者“高度盖然性”的标准,而行政责任和民事责任的证明标准通常采取盖然性原则(大于50%)。可见,刑事责任中的举证责任最重,其他两者较轻;但由于民事责任是投资者个人自行取证,而刑事责任和行政责任都是监管机构或者司法机关搜集证据,因此民事责任中由投资者个人取证相对较为困难。

第四,责任的表现形式不同。行政责任通常表现为资格罚或者声誉罚;刑事责任主要表现为刑罚,主要是限制人身自由;而民事责任主要是以弥补金钱损害和恢复原状为主,多表现为财产责任。

第五,三者适用的原则不同。刑事责任和行政责任的法定原则通常为罪责相当,“看门人”所承担的法律责任和其不当行为的程度应当成正比。同时,刑事责任和行政责任都属于主观责任,“看门人”在客观上造成的损害仅为进行行政处罚或者量刑的参考。而民事法律责任主要考虑的是投资者所受到的损失,失职的“看门人”承担的民事责任需要能够补偿给投资者造成的损失。

第六,三者的实施者/发起者不同。行政责任和刑事责任是由监管机构和司法机关执行或者发起的,而民事责任的发起者通常为投资者个人。

我国股票市场在20世纪80年代初重生伊始后极为短暂的时间内,政府的行政干预与监管就建立起来了。1984年上海市政府出台了我国第一部有关证券市场的地方政府规章《关于发行股票的暂行管理办法》,这是我国最早对证券市场进行规制的法律规定。1986年后,随着国务院发布《关于深化企业改革增强企业活力的若干规定》,包括大型国企在内的越来越多的全民所有制企业开始开展股份制试点、发行股票,标志着我国股票的一级市场开始出现。

相应地,我国证券中介机构从一开始也并非产生于市场的内生需要,而是来自法律的强制规定。在股票市场自发产生后,政府进行干预前的短短几年时间内,股票的流通与转让均是自发的,没有承销商等中介机构参与,市场也没有产生对中介机构的

内生需求。1987年5月23日,上海市政府发布了《上海市股票管理暂行办法》,其中第9条、第10条规定了公司首次发行股票和“再次发行股票”中会计师事务所的强制使用;同日发布的《上海市企业债券管理暂行办法》规定了债券发行中会计师事务所和资信评级机构的使用。1990年11月27日上海市政府发布的《上海市证券交易管理办法》中规定了证券承销机构、资产评估机构、会计师事务所的强制使用,并且规定“会计师、律师、工程师、经济师”须在提交、公布的文件和资料上签章并担保记载内容真实保障向投资者公布的文件和资料真实、完整,不得有虚假陈述,否则需要就“所负责部分与发行人承担连带责任”。在证券市场收归中央集中统一监管后,1993年4月22日国务院发布的《股票发行与交易管理暂行条例》第12条、第13条也规定了律师、会计师、资产评估师、承销商的强制使用,当其出具文件存在虚假陈述时需要承担法律责任。

可以看出,在中国证券市场,对担任“看门人”的证券中介机构的使用从一开始便受到了政府干预,有着浓厚的行政色彩,聘用“看门人”是融资的发行人/上市公司必须遵守的义务,并非市场内生的结果。

(二)基于证券服务信义关系的信义义务理论

信义义务又称“忠实勤勉义务”,生成于英美法系,我国是在借鉴信托制度时将信义义务一起引入的,通常包括勤勉义务和忠实义务。

信义关系是信托关系的上位概念。美国学者塔玛·弗兰科(Tamar Frankel)在其著作《信义法》(*Fiduciary Law*)一书中概括了信义关系的共同特征:(1)受托人提供社会需要并且专业性较强的服务;(2)为有效服务,受托人被托付财产或授予权力;(3)这种托付产生受托人滥用权力或者服务未达预期的风险;(4)市场机制无法保护委托人免于这种风险,或者交易成本太高导致保护机制无法建立。^①

在信义关系中,受托人对委托人/受益人负有信义义务。信义义务对受托人主要有两方面的要求:一是“忠实义务”,要求受托人只能为受益人的利益而行事,不能从中为自己或其他人谋取利益,不能将自己的私利置于与受益人利益相冲突的位置;二是“勤勉义务”,要求受托人尽心尽力、专业审慎,始终将投资者的利益最大化作为其受托活动的行为准则。

《资产评估法》第1条就明确了该法是“为了规范资产评估行为,保护资产评估当事人合法权益和公共利益,促进资产评估行业健康发展,维护社会主义市场经济秩

^① 楼建波、姜雪莲:《信义义务的法理研究》,载《社会科学》2017年第1期。

序”,因此,资产评估机构、资产评估专业人员在接受当事人委托开展评估执业工作时,维护的不仅是委托人的利益,而是基于客观、公平、公正的原则开展评估工作,维护公共利益,从事证券评估业务须维护资本市场参与各方的共同利益。所以,从事证券市场的评估业务,可以视为一种信义义务,信义义务的行为标准比合同义务和道德的要求更为严格,信义义务一旦成为一种法律义务就不仅是道德约束,违反义务者就要承担法律责任。

(三) 基于证券服务专业资质的专家责任理论

证券服务中介机构提供发行上市、资产重组等服务本质上属于职业化的专家活动,其所承担的法律 responsibility 属于专家法律责任,现有研究成果更多地指向专家民事责任。

民法上的专家责任制度是证券法上建立专家责任制度的前提和基础。专家责任,是在 20 世纪六七十年代伴随保护消费者的立法浪潮而产生的一种特殊的民事责任制度,其主要特点在于承担责任的主体与一般民事责任的主体不同——系掌握某一行业专业知识,并以其掌握的专业知识和技能为委托人或社会公众提供服务或信息的所谓专家。^①

专家责任制度建立的前提,是社会化大生产时代行业分工的细化。行业分工细化使大部分社会公众不可能掌握所有行业的专业知识,而随着商事社会的发展,不同的领域又会有各种交叉,这就需要掌握专门知识的专家来为社会公众提供专业的信息和服务。资产评估作为资产价值发现的一个重要渠道,需要专业的人员利用自身所掌握的专门知识才能完成。《资产评估法》明确从事资产评估业务需要成立专职评估机构,评估专业人员须具有评估专业知识及实践经验,评估专业人员应当履行相应的义务。《资产评估基本准则》也同样予以明确规定。

专家和服务对象间的信息不对称使二者之间矛盾几乎成为必然,由于公众对专家专业知识及职业操守的信赖,使专家在法律上产生了对公众的高度注意义务和忠实义务,而专家责任正是建立在这两个义务的基础之上。所以从事证券市场评估业务、出具资产评估报告,除应承担其专属的评估责任外,亦应承担一定的专家法律责任。

五、上市公司资产重组评估机构责任的依据

上市公司资产重组中评估机构责任的依据主要源于相关法律、部门规章以及行

^① 马兴海:《证券法上的专家责任》,吉林大学 2005 年硕士学位论文,第 3 页。

业规范、业务规则等,具体内容如下文介绍。

(一) 法律依据

评估机构从事上市公司资产重组的证券业务涉及《证券法》和《资产评估法》,两法的交叉与结合是《资产评估法》向证券市场的延伸和《证券法》向资产评估市场延伸的两项融合。在《证券法》和其他证券法律法规中,资产评估机构通常是以证券服务机构的主体身份出现,而《资产评估法》则没有专门提及证券服务。两部法律规定了评估机构、评估专业人员从事上市公司资产重组证券业务所应承担的法律责任和义务,具体内容如表4所示。

表4 资产评估相关法规条款

《证券法》	第1条、第3条	资产评估机构从事证券服务应遵循的公益保护宗旨和公开、公平、公正法律原则
	第19条	证券服务机构出具文件的要求;应当充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息,内容应当真实、准确、完整
	第78条	信息披露义务及披露信息的要求
	第84条、第85条	信息披露义务人信息披露要求及违规披露的法律责任
	第160条	资产评估机构提供证券服务应当勤勉尽责、恪尽职守
	第163条	资产评估机构评估报告出具“三性”要求和民事责任
	第197条	信息披露义务人报送的报告或者披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏所产生的法律责任
	第213条	证券服务机构违反本法第163条所产生的行政责任
《资产评估法》	第4条	评估机构及其评估专业人员开展业务应当遵守法律、行政法规和评估准则,遵循独立、客观、公正的原则
	第13条	评估专业人员执业过程中应当履行的义务
	第14条	评估专业人员的执业禁止行为
	第17条	评估机构保证评估报告客观、真实、合理的义务
	第20条	评估机构的执业禁止行为
	第25条	评估专业人员应当根据评估业务具体情况,对评估对象进行现场调查,收集权属证明、财务会计信息和其他资料并进行核查验证、分析整理,作为评估的依据
	第26条	评估专业人员恰当选择评估方法、对评估报告进行内部审核的义务
	第27条	评估机构及其评估专业人员对其出具的评估报告依法承担责任
	第45条	评估专业人员签署虚假评估报告的法律责任
	第48条	评估机构出具虚假评估报告的法律责任
	第50条	评估专业人员造成委托人或者其他相关当事人损失的赔偿责任

此外,《公司法》也规定了评估机构承担提供虚假材料、因过失出具重大遗漏评估报告、评估结果不实的行政责任和民事责任,《刑法》也以提供虚假证明文件罪对评估专业人员所面临的刑事责任进行了规定。

(二) 部门规章依据

评估机构从事上市公司资产重组证券业务涉及的部门规章中,主要包括在证券发行与交易中。其中部分规章虽然没有直接提及资产评估机构,但对证券市场中不同角色的参与主体作出了相应的规定,其中包含了资产评估机构在内的证券服务机构,如信息披露义务人等,具体内容如表5所示。

表5 资产评估相关规章条款

《上市公司信息披露管理办法》 (2007年1月30日)	第52条	证券服务机构勤勉尽责、诚实守信,保证所出具文件的真实性、准确性和完整性的义务
	第54条	资产评估机构恪守职业道德和法律规则,恰当选择评估方法,遵守评估程序要求的义务
	第65条	证券服务机构及其人员的行政责任
《上市公司收购管理办法》 (2020年3月20日)	第3条	信息披露义务人的信息披露要求
	第9条	为上市公司收购出具资产评估报告的证券服务机构及其从业人员,应当诚实守信,勤勉尽责,对其所制作、出具文件的真实性、准确性和完整性承担责任
	第51条	协议收购中公司应当聘请具有证券、期货从业资格的资产评估机构提供公司资产评估报告
	第75条、第76条	信息披露义务人未披露或违规披露的法律责任
	第81条	出具资产评估报告的服务机构未依法履职的法律责任
《上市公司重大资产重组管理办法》 (2020年3月20日)	第4条	重大资产重组中各方信息披露义务
	第6条	证券服务机构及人员对制作、出具文件的真实性、准确性和完整性的保证义务
	第11条	上市公司实施重大资产重组对本次交易涉及资产定价公允的充分说明义务
	第17条	资产评估结果应作为资产交易定价的依据,上市公司的聘请义务;证券服务机构对其他专业意见的尽职调查和审慎核查义务
	第20条	重大资产重组中相关资产以资产评估结果作为定价依据或不以评估结果作为定价依据的两种情形

续表

《上市公司重大资产重组管理办法》 (2020年3月20日)	第39条、第40条	信息披露义务人公平披露义务
	第54条、第55条	信息披露义务人未按规定报送或违规报送报告、信息的法律责任
	第58条	证券服务机构未履行诚实守信、勤勉尽责义务,违反行业规范、业务规则,或者未依法履行报告和公告义务的法律责任
	第59条	利润未达预测要求时,对此负责的资产评估机构的解释、道歉责任

(三) 规范性文件依据

涉及的规范性文件主要是财政部根据《资产评估法》制定的《资产评估基本准则》,其规定了资产评估机构及其资产评估专业人员开展资产评估业务的基本程序,紧密衔接《资产评估法》与行业自律管理规则体系,成为行业自律规则的基础架构规范。具体内容如表6所示。

表6 资产评估相关规范性文件条款

《资产评估基本准则》 (2017年8月23日)	第一章、第二章	资产评估机构及专业人员开展评估业务的原则、执业行为要求、专业能力要求
	第三章	资产评估程序规定,包括明确业务基本事项、订立业务委托合同、编制资产评估计划、进行评估现场调查、收集整理评估资料、评定估算形成结论、编制出具评估报告、整理归集评估档案

(四) 资产评估行业自律管理规范依据

《证券法》提及的证券服务机构“应当勤勉尽责、恪尽职守,按照相关业务规则为证券的交易及相关活动提供服务”,此处的“相关业务规则”应是指资产评估行业自律规范,其对规范资产评估执业行为,保证资产评估执业质量,保护资产评估当事人合法权益和公共利益,发挥了重要作用。资产评估行业自律规范也即资产评估准则体系,包括职业道德准则和执业准则两个部分,执业准则分为程序性准则、实体性准则、评估指南、指导意见四个层次,从具体的执业程序过程、报告披露质量等各方面涵盖了评估专业人员勤勉尽责的具体要求。具体内容如表7所示。

表 7 资产评估相关行业准则条款

职业道德 准则	《资产评估职业道德准则》 (2017 年 9 月 8 日)	开展资产评估业务应当具备的道德品质和体现的道德行为,包括勤勉尽责、提高专业能力等
程序性 准则	《资产评估执业准则——资产评估报告》(2018 年 10 月 29 日)	评估报告的内容要求与格式要求
	《资产评估执业准则——资产评估程序》(2018 年 10 月 29 日)	执行资产评估业务所履行的系统性工作步骤,包括明确业务基本事项;订立业务委托合同;编制资产评估计划;进行评估现场调查;收集整理评估资料;评定估算形成结论;编制出具评估报告;整理归集评估档案
	《资产评估执业准则——企业价值》(2018 年 10 月 30 日)	第 5 条 执行企业价值评估业务,应当坚持独立、客观、公正的原则,勤勉尽责,保持应有的职业谨慎,独立进行分析和估算并形成专业意见。 第 6 条 执行企业价值评估业务,应当根据评估目的,明确评估对象,合理使用评估假设,选择适当的价值类型,恰当运用评估方法,履行必要评估程序,形成评估结论。 第 7 条 资产评估专业人员应当依法对企业价值评估活动中使用的资料进行核查验证。 因法律法规规定、客观条件限制无法实施核查验证的事项,资产评估专业人员应当在工作底稿中予以说明,分析其对评估结论的影响程度,并在资产评估报告中予以披露。如果上述事项对评估结论产生重大影响或者无法判断其影响程度,资产评估机构不得出具资产评估报告。 第 11 条 执行企业价值评估业务,应当根据评估业务的具体情况,确定所需资料的清单并收集相关资料,通常包括: (一)评估对象权益状况相关的协议、章程、股权证明等有关法律文件、评估对象涉及的主要资产权属证明资料; (二)被评估单位历史沿革、控股股东及股东持股比例、经营管理结构和产权架构资料; (三)被评估单位的业务、资产、财务、人员及经营状况资料; (四)被评估单位经营计划、发展规划和收益预测资料; (五)评估对象、被评估单位以往的评估及交易资料; (六)影响被评估单位经营的宏观、区域经济因素资料; (七)被评估单位所在行业现状与发展前景资料; (八)证券市场、产权交易市场等市场的有关资料; (九)可比企业的经营情况、财务信息、股票价格或者股权交易价格等资料。 第 23 条 资产评估专业人员应当对委托人和其他相关当事人提供的企业未来收益资料进行必要的分析、判断和调整,结合被评估单位的人力资源、技术水平、资本结构、经营状况、历史业绩、发展趋势,考虑宏观经济因素、所在行业现状与发展前景,合理确定评估假设,形成未来收益预测。

续表

程序性 准则		当委托人和其他相关当事人未提供收益预测,资产评估专业人员应当收集和利用形成未来收益预测的相关资料,并履行核查验证程序,在具备预测条件的情况下编制收益预测表。 资产评估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、资本结构等主要参数与评估假设、价值类型的一致性。当预测趋势与历史业绩和现实经营状况存在重大差异时,资产评估专业人员应当在资产评估报告中予以披露,并对产生差异的原因及其合理性进行说明。 第 24 条 资产评估专业人员应当按照法律、行政法规规定,以及被评估单位企业性质、企业类型、所在行业现状与发展前景、协议与章程约定、经营状况、资产特点和资源条件等,恰当确定收益期。 第 26 条 资产评估专业人员确定折现率,应当综合考虑评估基准日的利率水平、市场投资收益率等资本市场相关信息和所在行业、被评估单位的特定风险等相关因素。 第 33 条 资产评估专业人员应当关注业务结构、经营模式、企业规模、资产配置和使用情况、企业所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等因素,恰当选择与被评估单位进行比较分析的可比企业。 资产评估专业人员所选择的可比企业与被评估单位应当具有可比性。可比企业应当与被评估单位属于同一行业,或者受相同经济因素的影响。 第 34 条 价值比率通常包括盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率。 在选择、计算、应用价值比率时,应当考虑: (一)选择的价值比率有利于合理确定评估对象的价值; (二)计算价值比率的数据口径及计算方式一致; (三)对可比企业和被评估单位间的差异进行合理调整
	《资产评估执业准则——资产评估档案》(2018 年 10 月 29 日)	对开展资产评估业务的资产评估机构的工作底稿编制要求、资产评估档案的归集与管理要求,从而反映资产评估程序实施情况、支持评估结论
	《资产评估执业准则——利用专家工作及相关报告》(2017 年 9 月 8 日)	执行资产评估业务过程中,聘请专家个人协助工作、利用专业报告和引用单项资产评估报告的行为要求

续表

实体性 准则	《资产评估执业准则——企业价值》(2018年10月29日)	对企业整体价值、股东全部权益价值或者股东部分权益价值等进行评定和估算的操作要求、评估方法和披露要求
	《资产评估执业准则——不动产》(2017年9月8日)	对土地、建筑物及其他附着于土地上的定着物的价值进行评定和估算的操作要求、评估方法和披露要求
	《资产评估执业准则——机器设备》(2017年9月8日)	对单独的机器设备、资产组合或者作为企业资产组成部分的机器设备价值进行评定和估算的操作要求、评估方法和披露要求
	《资产评估执业准则——无形资产》(2017年9月8日)	对无形资产评估的对象范围及评定、估算的操作要求、评估方法和披露要求
	《资产评估执业准则——珠宝首饰》(2017年9月8日)	对珠宝玉石和用于饰品制作的贵金属的原料、半成品及其制成品价值进行评定和估算的操作要求、评估方法和披露要求
	《资产评估执业准则——森林资源资产》(2017年9月8日)	对特定主体拥有或者控制并能带来经济利益的,用于生产、提供商品和生态服务的森林资源价值进行评定和估算的操作要求、评估方法和披露要求
评估指南	《以财务报告为目的的评估指南》(2017年9月8日)	资产评估机构及专业人员根据委托对以财务报告为目的所涉及各类资产和负债公允价值或者特定价值进行评定和估算的评估对象、价值类型、评估方法和披露要求
	《资产评估机构业务质量控制指南》(2017年9月8日)	资产评估机构应当建立质量控制体系,包括质量控制政策以及为政策执行和监控而设计的必要程序,规定了质量控制责任、职业道德、人力配置、业务受理、业务计划、业务实施、报告出具、监控改进、文件记录等内容
	《金融企业国有资产评估报告指南》(2017年9月8日)	编制金融企业国有资产评估报告的格式与内容要求
	《企业国有资产评估报告指南》(2017年9月8日)	编制企业国有资产评估报告的格式与内容要求
	《知识产权资产评估指南》(2017年9月8日)	规定了不同目的下知识产权资产评估的编制要求,其中强调了以出资为目的、以财务报告为目的的知识产权资产评估的编制要求

续表

指导意见	《金融不良资产评估指导意见》(2017年9月8日)	金融不良资产评估的基本遵循、评估对象和操作要求
	《商标资产评估指导意见》(2017年9月8日)	商标资产评估的基本遵循、评估对象、操作要求和披露要求
	《实物期权评估指导意见》(2017年9月8日)	附着于企业整体资产或者单项资产上的实物期权进行识别、评定、估算的基本遵循、评估对象和操作要求
	《投资性房地产评估指导意见》(2017年9月8日)	《企业会计准则第3号——投资性房地产》所称的投资性房地产评估的基本遵循、评估对象和评估方法
	《文化企业无形资产评估指导意见》(2016年3月30日)	文化企业无形资产评估业务的基本要求、评估对象和范围、操作要求、评估方法和披露要求
	《著作权资产评估指导意见》(2017年9月8日)	著作权资产评估业务的基本遵循、评估对象、操作要求和披露要求
	《专利资产评估指导意见》(2017年9月8日)	专利资产评估基本遵循、评估对象、操作要求和披露要求
	《资产评估对象法律权属指导意见》(2017年9月8日)	资产评估机构及专业人员对资产评估对象法律权属的关注、要求说明、核查验证、信息披露等义务及法律责任范围规定
	《资产评估价值类型指导意见》(2017年9月8日)	资产评估专业人员选择、使用和定义价值类型的资产评估行为规定

六、上市公司资产重组中“三高”问题实证研究

根据对近几年上市公司重大重组项目的统计情况分析,在三种评估方法中采用收益法作为评估结论的占比最高,采用收益法评估结论的增值率也最高。为了更好地从评估实务角度对产生高承诺、高估值的原因进行深入分析,本章节主要以选取了收益法作为主要评估方法的上市公司重组项目进行案例分析。

(一) 收益法评估中核查程序内容的操作要求

采用收益法评估企业价值需要评估人员对标的企业进行较为全面、深入的了解,既要包括对企业的经营历史和现状进行全面核查了解,同时在了了解行业状况的基础上要企业的未来经营业绩状况进行客观、合理地分析判断,然后选用合适的收益法评估模型和恰当的评估参数,在此基础上形成公允的评估结论。评估准则对此有相

应的原则要求,《资产评估执业准则——企业价值》第23条规定:“资产评估专业人员应当对委托人和其他相关当事人提供的企业未来收益资料进行必要的分析、判断和调整,结合被评估单位的人力资源、技术水平、资本结构、经营状况、历史业绩、发展趋势,考虑宏观经济因素、所在行业现状与发展前景,合理确定评估假设,形成未来收益预测。当委托人和其他相关当事人未提供收益预测,资产评估专业人员应当收集和利用形成未来收益预测的相关资料,并履行核查验证程序,在具备预测条件的情况下编制收益预测表。资产评估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、资本结构等主要参数与评估假设、价值类型的一致性。当预测趋势与历史业绩和现实经营状况存在重大差异时,资产评估专业人员应当在资产评估报告中予以披露,并对产生差异的原因及其合理性进行说明。”

收益法评估的首要假设前提是标的企业须具备持续(永续)经营能力,其次是持续盈利能力,这也是收益法评估核查程序内容的基本出发点。社会经济发展到现阶段,社会分工越来越细,企业类型也越来越多,同一行业企业的经营模式可能也不尽相同。为了更有针对性地说明收益法评估过程中核查程序内容的操作要求,本文从评估实务角度,以一般行业类型企业、技术创新类型企业、创新商业模式企业三大类型企业的核查要点进行阐述。

1. 一般行业类型企业核查要点

此类型企业所处的行业一般已出现多年,行业企业大多经历过完整的经济周期,同行业类型企业数量较多,市场竞争较为充分,行业较为成熟,企业经营模式相对比较简单。核查程序内容关注重点如下。

(1) 可持续经营能力的分析判断

关注企业资产、业务体系的完整性。重点关注四大环节:研发设计、采购、生产、销售。随着社会分工越来越细,部分环节采用外包方式也较为常见,如产品研发和设计的外包、生产加工的外包、劳务外包、销售委外代理等,但只要合法合规、交易定价公允都不影响标的企业可持续经营能力。实务中针对企业的产品特点、生产规模、销售模式等,重点关注核心研发设计人员的配备、设备生产产能或生产人员数量配备、销售人员与市场规模的匹配,以及外包单位合作的稳定性和可替代性。

(2) 可持续盈利能力的分析判断

企业历史、当前可以不盈利,但是如果未来也不具备持续盈利能力,就可能面临

未来无法可持续经营,就不具备采用收益法的基本前提。主要关注点是分析了解产品的市场竞争力、行业市场的竞争格局、产品的更新升级及优化能力、新产品的开发和投放市场能力等,重点关注历史年度为经营亏损,预测期开始盈利是否具备合理的商业逻辑。

(3)收入的核实及预测复核关注重点

一是历史营业收入确认的合规性及实现的真实性;

二是历史销售客户的稳定性或变动情况,基准日前新增的大客户、关联方客户,以及主要合作客户的可持续性(查询企业背景等);

三是历史年度营业收入增长与行业或行业可比公司的比较情况,如存在较大差距或变动趋势不一致,需分析原因合理性;

四是在应收账款余额较大的情况下,要关注是不是行业普遍现象,如与行业可比企业存在较大差异,需关注营业收入确认的合规性或是否存在通过放宽应收账款信用政策短期刺激收入增长情况等;

五是未来收入预测增长的合理性分析复核,关注与自身历史增长率的纵向比较,与行业可比公司的平均增长率的横向比较,如存在较大差异则要分析原因的合理性,如新产品的市场投放、产品竞争优势、销售策略的调整、企业的核心竞争能力等。

(4)成本的核实及预测复核关注重点

一是一般分析其料、工、费构成的合理性,具体可以根据不同行业特点来确定分析重点,如材料成本占比高的,则分析相应原材料、大宗商品的市场价格走势等;人工成本占比较高的,则重点分析人工数量与产品、产能的匹配性,行业可比企业及当地平均人工薪酬水平等。

二是综合起来看,关注重点是毛利率的合理性,历史上毛利率波动较大的原因,与行业可比公司比较毛利率处于什么水平,与所了解的企业市场竞争能力是否相匹配。未来毛利率预测的合理性复核,同样重点关注其历史自身纵向比较情况和行业可比公司的横向比较情况,存在较大差异时一定要符合逻辑的合理原因。

(5)利润的核实及关注重点

一是分析利润率的合理性必须结合期间费用的分析复核,一般重点关注销售费用和研发费用的金额构成情况。销售费用需结合企业的产品特点、销售半径、销售策略、销售模式等以及当期收入的增长率等是否配比来分析其合理性,还包括销售人员的工资水平、激励政策、销售人员数量,部分行业还需关注运输费用的配比性等,进行

合理性的分析复核;研发费用关注新产品的研发进度、新老产品升级换代的研发投入等;与行业可比公司就销售费用率、研发费用投入等进行分析比较。

二是利润的核实最终是落实到利润率的合理性分析比较。利润率的合理性分析具有综合性、全面性的特征,包括结合收入的增长率、毛利率、期间费用率、应收账款的回款周期等,有些如医药行业单独分析毛利率可能意义不大,要将销售成本和销售费用合并分析更加有参考意义;有些新产品投入节奏快、数量多的行业企业,尚需将研发费用投入一并纳入分析才符合实际情况。总之利润率指标是企业核心竞争能力的综合体现,也是核心价值的表现形式,不能简单地就利润率本身去进行合理性分析。

(6) 比较特殊的情况分析

如部分行业企业的应收账款回款周期长、周转率慢,导致经营现金流量净额远低于当期利润,甚至为负的情况,首先要核实业务的真实性,在排除虚构业务的前提下,再去合理解释未来可持续经营或者合理估值问题,要有合理地逻辑或者符合逻辑的假设前提。

(7) 其他方面关注的问题

一是未来预测稳定期的特征,收入增长率,毛利率或利润率与行业平均水平的趋同等。

二是关注国家、地方相关限制行业政策,以及短期内大力鼓励发展行业政策的可持续性。

2. 技术创新型企业核查要点

这类企业的特点主要有:成立时间较短,大多未经历过完整的经济周期;行业内可比企业的数量较少;可参考的行业比较数据指标很少;核心人员对企业的影响较大;历史经营业绩不具有参考性;未来一旦技术突破业绩可能会有爆发式的增长,但是可持续性时间或是技术更替往往难以判断等。核实和关注重点主要有以下几方面。

一是企业的核心价值是什么,核心技术或产品的壁垒是什么,替代传统技术、现有产品的能力怎样,市场上有无功能相近的其他技术产品,被其他新技术产品替代的可能性有多大、时间周期会有多长。

二是关注核心技术获取途径(外购、自研、合作研发),拥有的知识技术产权是否清晰,企业和法律的保护手段是否完备,是否存在产权纠纷,纠纷对企业后续产品开发、企业经营的影响程度,现有纠纷的解决办法是否存在潜在重大不利影响。

三是关注企业核心人员(核心技术人员、核心管理人员)的过往成功案例和经验,技术创新及研发成功的可能性、时间进度,技术转化为相应产品并产业化的时间进度。

四是关注企业核心人员的稳定性,相关的激励措施是否市场化。

五是收入、成本、利润的关注重点:由于没有历史经营业绩或者历史经营业绩根本不具有参考性,关注重点就必须转向行业企业的经营状况,在无法找到完全可比企业情况下,就需要扩大行业可比企业的范围,分析相关财务指标预测的合理性。

六是收入预测方面,可以从所替代产品市场角度进行分析,产品的市场竞争能力(技术优势、价格优势等),结合市场总容量、目标市场占有率、市场竞争策略等角度进行分析判断。

七是关注后续研发费用的持续投入情况,预测稳定期的利润率与行业可比公司相关指标的比较情况。

八是关注后续经营的持续融资能力的安排,经营性现金流量对企业持续经营的影响。

3. 创新商业模式企业核查要点

一是相关行业政策的不完善、不及时、变化快等,决定了先要了解相关的行业政策,或者是国家的政策导向,这对未来经营的可持续性判断非常重要。并根据不同情况,合理设定与行业政策相关的假设前提。

二是除重点关注行业政策外,还应重点关注相关法律法规,通过行业渠道、管理层访谈了解等,充分分析判断创新商业模式的合法合规性,是否存在可能游走于合法合规边缘灰色地带的情况,这对未来经营的可持续性至关重要。

三是关注创新商业模式的应用场景、营利模式的可实现性分析。创新商业模式一般是基于传统市场、针对某些“痛点”实施的优化手段,相对传统经营模式来说,体现社会效率更高效、社会综合成本更低、受惠群体更大等,在这种情况下,才有去瓜分传统市场份额的可能性,实现营利模式的落地。在分析过程中要对竞争对手(传统经营模式企业)、竞争市场、企业的竞争能力等进行全方位地分析了解。

四是营利模式的可持续性,需要特别关注其商业模式的壁垒门槛,包括所涉及的核心技术、核心人员,知识产权保护是否完备,后续的持续投入成本,被复制替代的难易程度等。

五是关注企业股东的背景、拥有的有利于企业发展的各类社会资源,企业核心技术人员管理人员的稳定性、激励措施安排,以及企业后续经营对核心股东、管理层的依赖

程度等。

六是尽可能地查找、了解相近的商业模式企业的实际运营情况、历次融资及估值情况,判断成功、失败的可能性,以及起步、发展、盈利的大概时间周期节点等情况。

七是如何预测收入可实现性是难点也是关注重点。可以从被取代的相应传统经营模式的市场分析着手,现有客户流量取得的难易程度、用户或会员数量、活跃用户数量、受惠群体中的潜在客户数量等,通过测算 ARPU 值^①等进行分析测算合理性。

八是在关注股权交易所涉股东和标的企业核心管理层身份重合情况下,企业核心管理层的薪酬待遇的合理性。

九是重点关注利润率指标预测的合理性。主要结合企业与传统经营模式企业的优劣势比较,以及传统经营模式企业的利润率指标进行分析比较合理性,同时需关注为维持比较优势而需要不断地投入后续成本的匹配性。

十是关注持续资金投入所需的持续融资能力安排。

十一是对于互联网运营模式的企业,为关注其运营数据的真实性,往往需要借助 IT 审计的成果进行分析,进而分析历史经营财务数据的真实性及预测数据的合理性。

(二)“三高”典型案例的分析

1. 案例一:汇冠股份(现三盛教育)(股票代码:300282)——旺鑫精密

(1)案例概况

2014 年 1 月,北京汇冠新技术股份有限公司(以下简称汇冠股份)与深圳市旺鑫精密工业股份有限公司(以下简称旺鑫精密)全体股东签订《发行股份及支付现金购买资产协议》,汇冠股份拟通过发行股份及支付现金的方式收购王某某等 5 名股东持有旺鑫精密 100% 股权。2014 年 5 月,因陈某某所持有旺鑫精密 8% 的股份被深圳市罗湖区人民法院查封,汇冠股份对本次发行股份购买资产方案进行了调整,将陈某某以及所持旺鑫精密的 8% 股权从重组方案中剔除,本次交易购买其他 4 位股东持有的旺鑫精密 92% 股权。本次交易后,旺鑫精密成为汇冠股份的控股子公司。2014 年 7 月,中国证券监督管理委员会出具证监许可[2014]646 号文《关于核准北京汇冠新技术股份有限公司向王文清等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》核准本次交易。

(2)标的企业简况

旺鑫精密为智能终端部件的专业提供商,专注于移动智能终端精密结构件的研

^① ARPU 即 Average Revenue Per User,指的是一个时期内(通常为一个月或一年)电信运营企业平均每个用户贡献的通信业务收入,其单位为元/户。

发、设计、生产和销售。旺鑫精密主要从事手机、平板电脑等消费类电子产品的精密结构件的研发、生产和销售。旺鑫精密的智能手机精密结构件主要使用塑胶、镁合金、锌合金、钢片等材质,同时面壳膜内注入金属片,部分采用防水材料,具有超薄、超轻、强度大、防水等特点,主要客户包括三星、联想、华为、中兴等主流智能手机厂商。其2010年至2013年9月的历史业绩情况如表8所示。

表8 旺鑫精密历史业绩情况

单位:万元

项目	2010年	2011年	2012年	2013年1~9月
主营业务收入	17,439.10	28,612.87	51,233.52	57,263.98
净利润	1746.45	3406.24	3813.12	4252.00

(3)交易方案

2014年1月13日和1月29日,汇冠股份与深圳市福万方实业有限公司、深圳市汇众成投资有限公司(现新余市宜诚投资管理有限公司)、王某某、陈某某签署了《发行股份及支付现金购买资产协议》及其补充协议,拟收购其持有的旺鑫精密92%股权。根据北京中天华资产评估有限责任公司出具的中天华资评报字[2014]第1020号《北京汇冠新技术股份有限公司拟股权收购所涉及深圳市旺鑫精密工业股份有限公司股东全部权益价值资产评估报告》(以下简称《旺鑫精密资产评估报告》),以2013年9月30日为评估基准日,旺鑫精密股东全部权益评估值为107,219.63万元。参考《旺鑫精密资产评估报告》,旺鑫精密92%的股权对应评估值为98,642.06万元,经协商确定交易价格为98,440.00万元。其中,向交易对方支付现金对价23,625.60万元,占全部对价的24%;向交易对方发行股份支付对价74,814.40万元,占全部对价的76%。交易情况见表9。

表9 旺鑫精密资产交易情况

序号	股东名称	持股比例 /%	交易对价 /万元	支付现金对价 /万元	支付股份对价 /万元	支付股份 /股
1	福万方实业	32.00	34,240.00	8217.60	26,022.40	13,602,927
2	汇众成投资	9.60	10,272.00	2465.28	7806.72	4,080,878
3	王某某	45.00	48,150.00	11,556.00	36,594.00	19,129,116
4	陈某某	5.40	5778.00	1386.72	4391.28	2,295,493
合计	—	92.00	98,440.00	23,625.60	74,814.40	39,108,414

(4) 资产评估情况

2014 年 1 月 26 日,北京中天华资产评估有限责任公司出具《旺鑫精密资产评估报告》,评估报告基本情况如下:

评估基准日:2013 年 9 月 30 日;

评估对象:旺鑫精密的股东全部权益;

评估范围:旺鑫精密的全部资产及相关负债;

评估方法:收益法和资产基础法,经分析采用收益法结论;

评估结论:评估基准日 2013 年 9 月 30 日,标的公司的净资产账面价值为 19,123.78 万元,资产基础法下的评估价值为 19,365.84 万元,增值额为 242.06 万元,增值率 1.27%;收益法下的评估价值为 107,219.63 万元,增值额为 88,095.85 万元,增值率 461%;经分析,采用收益法评估结果作为评估结论。其收益法预测情况和折现率预测情况见表 10、表 11。

表 10 旺鑫精密资产评估收益法预测情况

单位:万元

项目	2013 年 10 ~ 12 月	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年至永续
营业收入	29,554.27	123,254.33	167,241.39	225,575.66	268,517.17	324,774.08
减:营业成本	23,534.64	99,910.55	137,384.10	186,957.28	224,771.38	273,482.24
税金及附加	255.55	1042.43	1391.37	1855.28	2180.03	2613.98
销售费用	550.61	2106.98	2769.50	3640.23	4379.39	5346.46
管理费用	2331.51	8027.96	10,759.80	12,566.08	15,166.09	18,329.45
财务费用	264.05	1101.19	1494.18	2015.36	2399.01	2901.62
资产减值损失	—	—	—	—	—	—
营业利润	2617.91	11,065.22	13,442.43	18,541.43	19,621.28	22,100.34
加:营业外收入	—	—	—	—	—	—
减:营业外支出	—	—	—	—	—	—
利润总额	2617.91	11,065.22	13,442.43	18,541.43	19,621.28	22,100.34
减:所得税费用	392.69	1659.78	2016.36	4635.36	4905.32	5525.09
净利润	2225.22	9405.44	11,426.07	13,906.07	14,715.96	16,575.26

表 11 旺鑫精密资产评估折现率预测情况

项目	无风险利率 /%	市场预期报酬率 /%	被评估单位 beta	个别风险 /%	CAPM (资本资产 定价模型) /%	WACC (加权平均 资本成本) /%
2013 ~ 2015 年	4.20	9.97	0.7114	4	12.30	11.13
2016 年至永续			0.6989		12.23	10.96

注:2013 ~ 2015 年所得税率为 15%,2016 年至永续所得税率为 25%。

(5) 业绩承诺及其实现情况

根据汇冠股份与旺鑫精密原股东签订的《盈利补偿协议》约定,旺鑫精密原股东深圳市福万方实业有限公司、深圳市汇众成投资有限公司、王某某、陈某某承诺旺鑫精密 2014 年度、2015 年度、2016 年度经审计的扣除非经常性损益后的归属于母公司股东的税后净利润分别不低于人民币 9,500 万元、11,500 万元、14,000 万元。其业绩承诺实现情况见表 12。

表 12 旺鑫精密业绩承诺实现情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	累计数
资产评估报告预测利润/万元	9405.44	11,426.07	13,906.07	34,737.58
本次交易承诺利润/万元	9500.00	11,500.00	14,000.00	35,000.00
实际完成利润/万元	5080.50	8327.68	11,009.70	24,417.88
完成率/%	53.48	72.41	78.64	69.77

注:上述“利润”为“扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润”。

(6) 利润承诺未实现的原因

承诺期内,旺鑫精密的主要客户为华为、HTC、联想/摩托罗拉、三星、中诺、中兴、龙旗等国内外知名的电子终端制造商,未发生重大变化。业绩承诺未实现的主要原因是由于精密结构件行业整体发生变化导致的。

①以智能手机为核心的智能终端出货量趋缓

2014 年度以来,全球智能终端精密结构件市场竞争态势发生了阶段性变化,移动智能终端产品市场经过前几年的爆发式增长,市场需求增速已明显放缓。2015 年智能手机出货量增长趋缓,低价化成行业发展趋势,市场调研机构 Trend Force 公布了 2015 年全球智能手机出货量数据,数据显示:国产智能手机品牌 2015 年合计出货量

达 5.39 亿部,全球手机增长率仅为 10.3%,较 2014 年增长率下降 15.6%。国产手机品牌在 2015 年的市场占有率的增长是通过“低端走量、高端突围”的模式,国内手机厂商的激烈竞争导致手机配件供应商利润提升空间减少。根据市场研究机构 IDC 数据,2016 年度,全球智能手机市场出货量为 14.7 亿部,增幅仅为 2.3%,导致手机精密结构件市场增速也相应放缓。

②精密结构件产品自身需求发生较大变化

2014 年下半年开始,精密结构件产品的类型逐渐从塑胶精密结构件向金属精密结构件转变,高端智能手机采用金属精密结构件的比例大幅提升,采用塑胶精密结构件的比例逐渐下降,从而导致塑胶精密结构件的毛利率逐步降低。受此影响,旺鑫精密的产品价格出现下降,毛利率降低。

③旺鑫精密五金业务处于投入和成长期

伴随手机金属化发展趋势,旺鑫精密制定稳步发展五金结构件的规划,2015 年公司针对五金结构件进行了 CNC 前期投入、厂房及其他配套资源的投入,固定成本前期投入增加。前期项目工艺的开发阶段,项目开发周期一般在 3~9 个月。虽然旺鑫精密成功入围了华为、MOTO、HTC、中兴等客户的多个五金项目,但因项目周期较长,整体销售收入增长不及预期。

④手机精密结构件工艺多样化,研发周期长,提升销售额较慢

随着手机个性化要求增加与外观要求越来越高,手机精密结构件工艺呈多样化发展:喷涂、电镀、丝印、蚀纹、贴皮革、氧化、电解、镭雕、3D 玻璃等,手机精密结构件的不同工艺更新换代,每个新工艺均需要一定的研发周期。此外,不同客户对手机结构件的工艺要求不同,这种工艺多样化给企业的各个项目的开发周期与量产带来一定影响,进而导致销售额的提升较为缓慢。

⑤生产要素成本上涨

近三年来国内人力成本上升呈普遍趋势。2015 年深圳市最低月均工资标准较 2014 年增长 12%。虽然公司推行了少人化、自动化等相关动作,但短期内仍无法完全冲抵人力成本上升的影响。

2016 年大宗原材料价格逐渐上升,导致旺鑫精密采购成本上涨,其中塑胶材料涨幅最高至 35%;不锈钢 304/2B1.0 涨幅最高至 50%;铝材涨幅最高至 30%;瓦楞纸涨幅最高至 68%。面对大宗材料上涨的趋势,旺鑫精密积极推行多种管控措施,通过联合采购、现场招标与网络招标同行竞价等措施降低制造成本;推行自动化少

人化等措施降低人工成本,部分缓解了材料上涨的压力,但仍在一定程度上压缩了利润空间。

(7)期后事项

①商誉减值情况

汇冠股份于2014年完成对旺鑫精密的收购,形成商誉75,349.32万元。

由于旺鑫精密2014年、2015年两个年度均未完成承诺业绩,基于宏观经济形势及企业所处行业经营状况考虑,审计机构于2015年年末对商誉结合相关资产组或资产组组合进行减值测试。根据北京中同华资产评估有限公司出具的评估报告,旺鑫精密包含商誉的相关资产组或资产组组合的可收回金额减去其账面价值之差,按照公司持股比例计算的商誉价值为56,008.79万元,商誉的账面价值为75,349.32万元,因此2015年确认的商誉减值损失为19,340.53万元。

2016年,根据北京中同华资产评估有限公司于2017年4月4日出具的中同华评报字[2017]第144号《评估报告》,基准日2016年12月31日标的资产的评估结果为114,800.00万元,按公司持股比例92%的公允价值(可收回金额)为105,616.00万元。公司公告称,截至2016年12月31日,扣除承诺期限内标的资产股权增资、减资、接受赠与以及利润分配等因素影响后,旺鑫精密92%的股东权益评估值为105,616.00万元,发行股份购买资产交易的标的资产价值为98,440.00万元,没有发生减值及后续的资产减值补偿。因此,2016年末计提商誉减值损失。

②期后交易情况

2017年11月,汇冠股份启动重大资产出售,将持有的旺鑫精密92%股权转让给福建卓丰投资合伙企业(有限合伙)(以下简称卓丰投资)。根据北京中同华资产评估有限公司出具的中同华评报字[2017]第920号《评估报告》,旺鑫精密在评估基准日2017年7月31日的净资产为49,200.80万元,采用收益法评估的股东全部权益价值为100,800.00万元,评估增值51,599.20万元,增值率104.87%。根据《评估报告》,旺鑫精密92%股权对应的价值为92,736万元,经交易各方充分协商,旺鑫精密92%股权的最终交易价格确定为94,000.00万元。上述资产出售事项已于2017年12月完成工商变更登记,上市公司不再持有旺鑫精密的股权。

(8)案例分析

①对标的企业情况分析

第一,经营模式。旺鑫精密主营业务是智能手机和平板电脑等消费类电子产品

的精密结构件的研发、设计、生产和销售。移动智能终端结构件因下游客户需求个性化明显,且产品具有更新换代快、生命周期短的特点,大部分是非标准化的产品,需要进行定制化生产。企业主要实行“以销定产”的生产模式,根据下游客户订单需求,进行技术可行性研究,然后采购原材料并组织生产,最终将产品销售给下游客户。

第二,行业地位及竞争格局。旺鑫精密自成立以来主要从事智能终端结构件的研发、设计、生产和销售,通过不断的技术更新和客户积累,市场竞争力不断增强,其大客户资源、研发设计、满足客户个性化工艺需求的快速响应能力、专业化生产和成本控制、产品质量控制处于行业领先地位。在智能手机精密结构件领域,旺鑫精密产品应用于联想、三星、中兴、华为、宇龙、海尔、TCL、金立、龙旗、天语、英华达、摩托罗拉等移动智能终端品牌机型。若以全球智能手机市场规模计算,2011年、2012年、2013年1~9月旺鑫精密产品全球智能手机占有率分别为3.73%、2.51%和2.49%。

国内移动智能终端结构件市场中品牌厂商的集中度较高,出于对自身品牌的保护,其对结构件供应商的选择从单纯的价格因素转为产品质量、及时供货能力、快速反应能力、整体配套能力等综合因素的评估,令小厂商很难切入这个领域。国内少数结构件企业,凭借多年的技术积累,拥有较强的同步设计开发能力和大规模生产能力,产品性能高,能够对下游客户的要求快速反应,市场竞争力较强,旺鑫精密的主要竞争对手包括富士康、比亚迪、劲胜精密、福昌电子、璇瑰塑胶等企业。

第三,竞争优势。一是研发设计优势。技术研发是推动企业持续快速发展的核心,企业掌握的11项自主研发的核心技术主要是生产工艺方面的专有技术,均处于国内领先水平。领先的产品研发设计能力,使旺鑫精密能够满足移动智能终端部件替代周期短、交货快、批量大的需求特点,这是旺鑫精密获得品牌客户认可的重要保证。

二是满足客户个性化工艺需求的快速响应能力。针对移动智能终端需求个性化强、订单响应速度要求高的特点,旺鑫精密建立了与之相匹配的产品开发流程及生产管理体系,满足其批量化生产需求。通过采用“共性化的基础技术、个性化的产品应用”的设计开发机制,建立研发人员、工程师、品质管理、业务人员组成的项目制全流程跟踪机制,保证产品质量和交期速度的领先。

同时,旺鑫精密通过在重点客户处派驻技术工程师,为客户提供新工艺生产流程培训;建立定期沟通机制,保持每月一次的技术交流会,了解客户需求及行业发展动态;积极参与行业客户的供应商活动、会议,根据行业客户的规划及时调整产品研发

计划等互动沟通措施,加强双方战略协作能力,快速响应客户产品需求。

三是客户资源。旺鑫精密建立了以直销为主的销售模式,形成了重点覆盖移动智能终端知名品牌的销售网络,客户包括联想、三星、中兴、华为、宇龙、海尔、TCL、金立、龙旗、天语、英华达、摩托罗拉等移动智能终端品牌。同时,企业还致力于将销售模式从订单拓展型向大客户战略合作型发展,以保证长期稳定的订单资源。

四是专业化生产和成本控制优势。旺鑫精密在移动智能终端结构件领域积累了近十年的专业生产经验。依托自主研发和储备的技术积累,旺鑫精密能够自主完成从研发、设计、模具零件加工、精密冲压、精密射出成型、自动化组装、包装材料、产品测试等产品生产制程,符合智能终端产品开发周期短、大批量、多规格的定制化生产要求。

同时,在长期的生产过程中,旺鑫精密形成了一套以内部成本管控小组为中心的完整成本管控系统。内部成本管控小组在新项目取得时提前介入,分析成本结构,并将成本分解到项目开发团队,要求在产品过程中充分考虑开发良率,并对转量产的项目生产良率进行定期校对,对不符合成本要求的方案改善,形成一套良好的成本控制机制,在成本控制方面形成了较大优势。

第四,竞争劣势。企业客户集中度较高,报告期前五大客户销售收入占比均超过60%,对第一大客户联想依赖明显,报告期对联想的销售收入占比超过20%。为了降低客户集中度,企业提出的措施主要是通过快速的客户订单响应能力和稳定的产品质量获取并开拓新客户,并力求向多个大客户战略合作型发展。

第五,行业政策。智能终端部件产业链长、辐射范围广、对上下游产业的拉动作用明显,是支撑我国信息技术产业持续发展的战略性新兴产业,对整个信息产业升级转型、产业结构调整、经济增长方式转变都具有重要意义。可见,标的企业所处行业属于获得国家产业政策支持的行业。

第六,持续经营能力。精密结构件是智能终端产品的必备部件,与智能终端行业的发展关联度非常高,智能终端产品层出不穷,为智能终端部件精密结构件提供了广阔的市场前景和发展机遇。移动通信终端、无线、数码产品等新技术及3C融合,3G、4G和5G网络的发展趋势促使包括智能手机等新产品不断涌现,移动智能终端新兴领域快速成长,移动智能终端产品行业始终保持活跃,促进了移动智能终端精密结构件的市场发展。

②评估核查验证工作重点

本项目采用收益法作为定价的评估方法,核查验证的重点应是收入、成本及利润

的核实及合理预测。

第一,收入预测的核查。一是历史收入的真实性、合理性及收入确认的合规性。收入真实性核查包括对重要销售合同、销售发票的收集比对,对重要客户的历史收入进行函证确认,对主要客户进行访谈等。历史年度收入增长率应与行业或行业可比公司进行比较,如存在较大差距,应分析原因及合理性;收入确认合规性核查主要包括对企业会计政策、收入确认条件及实际记账规则等的核实。

二是客户的稳定性及可持续性。通过报告期前五或前十大客户的变动情况、销售收入占比情况等,结合对主要大客户的访谈,判断客户稳定性及持续性。若主要客户变化较大,应查明原因;若客户集中度过高或对个别客户依赖程度过大,应重点关注主要客户的可持续性及其潜在风险,以及企业是否有有效措施规避相关风险。

三是未来收入预测增长的合理性分析复核。

A. 收入预测增长率(含销量增长率和销售单价增长率)应与自身报告期历史增长率进行纵向比较分析,若存在较大差异,应分析原因及合理性;

B. 收入预测增长率(含销量增长率和销售单价增长率)应与行业可比公司平均增长率进行横向比较分析,若存在较大差异,应分析原因及合理性;

C. 应尽可能地结合已签约合同或在手订单论证收入预测的可实现性;

D. 关注行业发展趋势,收入预测应结合终端产品的市场容量、标的企业可获得的市场占有率等指标进行量化分析,并重点论证标的企业收入的可实现性;

E. 销量预测一般不可超过企业产能的限制,应关注企业现有产能情况,以及扩张产能与收入增长预测的匹配性。

第二,成本预测的核查。一是对料、工、费的核查。一般分析其料、工、费构成的合理性,应根据不同行业的特点来确定分析重点,如材料成本占比高的,则分析相应原材料、大宗商品的市场价格走势等;人工成本占比较高的,则重点分析人工数量与产品、产能的匹配性,当地平均人工薪酬水平等。

二是对毛利率的核查。

A. 预测毛利率与历史毛利率进行纵向比较:对历史毛利率进行分析,分析毛利率波动的原因及该因素是否会继续影响未来的毛利率;

B. 预测毛利率与行业可比公司毛利率进行横向比较:分析其与企业的市场竞争能力是否相匹配。

第三,利润的核查。一是期间费用的分析复核。就标的企业而言,鉴于其核心竞

争力来自研发设计,应重点关注研发费用的核查及预测,关注新产品的开发进度及研发投入、老产品的升级换代的研发投入等;此外,还应对行业可比公司的研发费用投入进行比较分析,以判断预测合理性。

二是利润率的分析核实。利润率的合理性分析具有综合性、全面性的特征,包括结合收入的增长率、毛利率、期间费用率、应收账款的回款周期、净利率等,分析路径同样包括纵向比较与横向比较。

③未来收益预测的合理性分析

评估报告及重组报告书中对收益法中盈利预测的合理性分析主要集中在收入和成本预测方面。

第一,营业收入预测分析。

评估报告对旺鑫精密手机结构件产品的收入、总营业收入的预测,主要依赖旺鑫精密历史发展情况、智能终端行业的发展情况、旺鑫精密未来的资本投入和产能扩张,并参考行业竞争对手的发展等情况。具体分析如下:一是旺鑫精密的收入预测符合旺鑫精密的历史发展情况。旺鑫精密的结构件产品 2012 年销量略低于 2011 年,主要是由于旺鑫精密根据移动智能终端行业的发展趋势,减少低端产品的出货量,集中人力、物力投入质量更好、单价更高、更适合行业发展的产品的生产和销售。因此,2012 年,旺鑫精密虽然结构件产品销量略减,但结构件产品收入却增长 39.39%。

经过调整,旺鑫精密基本确立了以中高端产品为主的产品结构。2013 年,随着旺鑫精密的产品质量、生产体系等受到市场的认可,旺鑫精密进入了三星的供货体系,在新老客户采购放量的情况下,当年旺鑫精密的结构件产品销量增长率为 51.13%,结构件产品收入增长率为 92.49%。

根据旺鑫精密 2012 年和 2013 年的销售增长情况,评估报告预测旺鑫精密 2014~2018 年的结构件产品收入及营业收入的增长率低于报告期,且呈不断下降趋势(见表 13),符合旺鑫精密结构件产品的历史发展情况。

表 13 旺鑫精密销售收入增长情况

期间	报告期		预测期				
年份	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
结构件收入增长率/%	39.39	92.49	49.89	40.85	37.45	21.92	20.95
营业收入增长率/%	79.02	70.66	40.99	35.69	34.88	19.04	20.95

二是旺鑫精密的收入预测符合移动智能终端行业的发展情况。

A. 近几年移动智能终端行业发展迅速。根据 IDC 的预测,2013 年至 2014 年,全球智能手机的出货量将分别达到 9.59 亿部和 11.22 亿部,增长率分别为 33% 和 17%,仍然保持较快的增长速度。而 Digitimes Research 预计,2013 年全球平板电脑出货量将达到 2.1 亿部,2014 年全球出货量将达到 2.8 亿部,2012~2014 年平板电脑的增长率为 118.75%。因此,未来移动智能终端的持续快速发展,为旺鑫精密的收入增长奠定基础。

B. 高端和大屏幕成为移动智能终端的发展趋势。

(a) 4G 网络带来的手机换机潮,未来高端智能手机增长迅速。

2013 年是国内 4G 商用元年,4G 网络的落地将带动智能手机的换机需求迅猛增长,中高端智能手机市场将明显受益,根据 Gartner 的最新预测,中国中高端手机市场预计将在未来 5 年内享有较高的增长率。

(b) 智能手机将进一步替代功能手机。

根据 Gartner 的统计,2013 年全球智能手机的销售量占全部手机销量的 53.6%,超过了功能手机的销售量。根据工业和信息化部统计,我国 2013 年智能手机出货量为 4.23 亿部,市场占有率达到了 73.1%。随着智能手机逐渐成为人们生活的一部分,预计未来智能手机将进一步替代功能手机,有利于智能手机的进一步发展。

(c) 大屏幕手机将逐渐成为主流。

根据 IDC 预测,未来几年,大屏幕智能手机将成为主流,预计到 2017 年,5 寸以上屏幕将超过 50%,成为主流的屏幕配置。随着大屏幕智能手机的流行,智能手机更替需求将为智能手机结构件厂商带来更大的发展机会。

旺鑫精密收入预测充分考虑了旺鑫精密未来产能扩张。2013 年旺鑫精密的精密结构件产能达到 4000 万标准套/年,2014 年,旺鑫精密的精密结构件产能达到 6000 万标准套/年,比 2013 年扩张 50%。旺鑫精密产能的扩张能够保证向客户的充分供货,确保旺鑫精密业务持续发展,收入持续增加。

旺鑫精密收入预测符合同行业公司的发展规律。旺鑫精密作为手机结构件行业的主要厂商,其收入规模增长的过程与同行业上市公司类似。因此,通过将同行业上市公司的历史收入增长趋势(见表 14),与旺鑫精密预测期的收入增长趋势(见表 15)相比较,可知旺鑫精密的预测期收入增长趋势和同行业上市公司的历史收入增长趋势类似,符合同行业公司的发展规律。

表 14 同行业上市公司 2009 ~ 2013 年的收入增长情况

年份	劲胜精密		长盈精密		硕贝德	
	收入/亿元	增长率/%	收入/亿元	增长率/%	收入/亿元	增长率/%
2009 年	7.19	33.97	2.76	13.31	0.8	—
2010 年	9.6	33.47	4.76	72.59	1.66	108.41
2011 年	13.42	39.77	7.83	64.39	2.5	50.81
2012 年	20.29	51.26	12.22	56.02	3.65	45.89
2013 年	32.78	61.56	17.26	41.24	5.05	38.36

表 15 旺鑫精密 2013 ~ 2018 年收入情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入/亿元	8.74	12.33	16.72	22.56	26.85	32.48
增长率/%	70.66	40.99	35.69	34.88	19.04	20.95

第二, 营业成本预测分析。

一是与历史毛利率比较。如表 16 所示,旺鑫精密 2011 ~ 2013 年 3 年毛利率水平呈下降趋势,但降幅逐渐收窄。由于智能终端行业竞争加剧,其整体价格呈下降趋势,但智能终端三大部件芯片、触摸屏、外壳的价格情况呈现不同的趋势。其中,芯片在整机中价值占比高且目前相对毛利高,未来整机价格下降带来的毛利收窄预计主要由芯片供应商传导。外壳属于传统产业,其未来毛利下降空间有限。因此,预测期内,旺鑫精密的毛利率呈逐步下降趋势,但下降的幅度逐渐收窄,符合行业的未来发展情况。

表 16 旺鑫精密毛利率情况

期间	报告期			预测期				
年份	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
毛利率/%	25.76	22.17	20.42	18.94	17.85	17.12	16.29	15.79

2011 ~ 2013 年,旺鑫精密毛利率下降的原因如下。

首先,行业竞争加剧。智能终端部件产品的质量要求逐渐提高,工艺日趋复杂,材质要求也大幅提高,导致智能终端部件的单位成本逐步提高。但是,由于智能终端部件行业的竞争日趋激烈,智能终端部件产品的价格并没有随其成本同比例上升,因此,智能终端部件行业的毛利率呈现逐步下降的趋势。

其次,原材料成本提高。移动智能终端结构件和辅件主要原材料为塑料、油漆、五

金、辅料、包装和产品备件,其中五金和辅料为主要原材料。报告期内,五金和辅料单价持续上涨,各期涨幅为 10% ~ 20%。原材料成本的提高,导致旺鑫精密的毛利率下降。

最后,人工成本上升。2011 ~ 2013 年,旺鑫精密员工待遇逐年上调,人工成本的逐渐上升致使毛利率水平下降。

二是与同行业上市公司毛利率比较。由表 17 可知,智能终端结构件上市公司毛利率水平 2011 ~ 2013 年处于下降趋势,但降幅逐渐收窄。

表 17 同行业上市公司 2011 ~ 2013 年一期毛利率水平

单位: %

证券代码	证券简称	2011 年	2012 年	2013 年
300083. SZ	劲胜精密	19. 84	18. 15	17. 23
300115. SZ	长盈精密	37. 33	32. 25	32. 21
300322. SZ	硕贝德	36. 23	29. 48	23. 04
平均毛利率水平		31. 13	26. 63	24. 16
旺鑫精密		25. 76	22. 17	20. 42

同时,旺鑫精密的毛利率低于同行业上市公司毛利率平均水平。旺鑫精密的毛利率情况符合其产品结构、自身优势,具体分析如下。

首先,产品结构差异。旺鑫精密、劲胜精密、长盈精密和硕贝德均为智能终端结构件生产商,但细分产品存在一定差异。旺鑫精密和劲胜精密主要生产智能手机塑胶结构件,长盈精密主要生产智能终端金属结构件,硕贝德主要生产智能终端天线结构件。智能终端金属结构件和天线结构件的毛利率高于塑胶结构件的毛利率,因此,长盈精密和硕贝德的毛利率高于旺鑫精密和劲胜精密的毛利率。

其次,自身优势。旺鑫精密和劲胜精密的产品均为塑胶结构件,但旺鑫精密综合毛利率高于劲胜精密,原因为:其一,旺鑫精密拥有金属薄膜开关、模切等精密结构件辅件的生产线,压缩了中间环节的成本。其二,旺鑫精密的金属薄膜开关、模切等精密结构件辅件产品同时对外销售,该部分产品的毛利率较高。因此,旺鑫精密的综合毛利率高于劲胜精密。

④评估机构在本项目中存在的不足分析

第一,对移动智能终端产品市场持续增长能力的判断过于乐观。

标的企业 2014 年实际营业收入大于预测营业收入,2015 年、2016 年实际营业收入小于预测营业收入,具体情况如表 18 所示:

表 18 旺鑫精密收入预测实现情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入预测额/万元	123,254.33	167,241.39	225,575.66
实际营业收入/万元	133,571.54	132,497.10	137,929.22
收入预测实现比例/%	108.37	79.23	61.15

从盈利预测未实现的原因看,全球智能手机市场容量的饱和导致手机出货量增速放缓,因而相关的精密结构件市场增速相应放缓,这是营业收入预测无法实现的关键原因。评估基准日所处的时点正是智能手机等移动终端持续近十年的高速增长时期,评估报告中对收入预测的高增长率分别进行了纵向和横向比较论证合理性,却缺乏对移动智能终端产品市场爆发式增长后的持续增长能力的分析论证,未考虑行业所处的发展阶段及市场饱和程度对企业经营状况的影响,收入预测的可实现性依据不够充分。

第二,对行业发展趋势的变化缺乏预判。

标的企业预测期的实际毛利率均低于预测毛利率,具体情况如表 19 所示:

表 19 旺鑫精密毛利率预测实现情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年
预测毛利率/%	18.94	17.85	17.12
实际毛利率/%	14.95	15.01	15.95

标的企业的精密结构件业务主要以塑料精密结构件为主。而自 2014 年下半年开始,精密结构件产品的类型逐渐从塑胶精密结构件向金属精密结构件转变,高端智能手机采用金属精密结构件的比例大幅提升,采用塑胶精密结构件的比例逐渐下降,从而导致塑胶精密结构件的毛利率逐步降低。受此影响,旺鑫精密的产品价格出现下降,毛利率降低,不如预期。

评估报告的毛利率分析中已经关注了旺鑫精密与同行业上市公司在细分产品及毛利率方面的差异,即塑料结构件产品的毛利率低于金属结构件产品毛利率;但未能判断出智能终端产品对精密结构件的需求会向高毛利的金属结构件产品转移。当然,这一问题未必是评估师的责任,若标的企业自身也无法预测这种行业发展趋势,评估师也很难作出合理的预判。

第三,人工成本增长率预测依据疑似不足。

旺鑫精密人工成本在营业成本中占比约为 20%。业绩承诺未实现的原因之一是

人工成本的上涨,并举例 2015 年深圳市最低月均工资标准较 2014 年增长 12%,合理推断评估报告中人工成本预测增长率低于 12%。

根据表 20 可知,报告期 2011 年、2012 年最低工资标准增长率较高,2013 年增长率较低,2011~2013 年最低工资标准复合增长率为 13%。若评估报告中的人工成本预测增长率低于该地区工资增长水平,应有充分理由,否则预测依据不充分。而评估报告中未披露人工成本预测增长率的确定依据。

表 20 深圳地区 2010~2015 年最低工资标准

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
最低工资标准(元/月)	1100	1320	1500	1600	1808	2030
增长率/%	—	20.0	13.6	6.7	13.0	12.3

第四,对新产品相关工艺的研发周期估计不足。

旺鑫精密业绩承诺未实现的原因之一是手机个性化要求与外观要求的增加,导致手机精密结构件工艺呈多样化发展,因此增加了研发周期,影响量产,进而导致销售额的提升较为缓慢。因此,研发周期估计不足导致对销量的预测过于乐观也是收入预测无法实现的原因之一。

评估报告中将“满足客户个性化工艺需求的快速响应能力”作为标的企业的一大竞争优势来介绍,似乎也未深究各类工艺的具体研发周期,或高估了企业对客户需求的响应速度和响应能力,而导致相关预测过于乐观。

2. 案例二: *ST 游久(股票代码:600652)——游久时代

(1) 案例概况

2014 年 9 月 28 日,爱使股份获得中国证监会“证监许可[2014]1004 号”《关于核准上海爱使股份有限公司向刘某等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》核准文件,上海游久游戏股份有限公司(曾用名:上海爱使股份有限公司)向刘某发行 85,639,603 股股份、向代某发行 77,483,451 股股份、向大连卓皓贸易有限公司发行 20,677,570 股股份购买其合计持有的游久时代(北京)科技有限公司(以下简称游久时代)66.67%的股权,并向天天科技发行 91,900,310 股股份募集配套资金购买游久时代剩余 33.33%股权。

(2) 标的企业简介

游久时代的主营业务为游戏的研发与运营,并拥有游戏行业一流的媒体资讯网站——游久网,系网络游戏领域为数不多的集媒体属性与游戏研发、运营为一体的企

业。游久时代主要以端游、页游和手游的代理发行业务为核心,兼顾手游研发,并全方位提供游戏资讯服务。游久时代以“精品化”战略为公司发展宗旨,以“创新性”为产品营销理念,致力于网络游戏新模式、新渠道和新产品的研发与探索,为互联网用户提供源源不断的互动式娱乐体验,全方位打造国内一线的互联网游戏运营商与研发商。游久时代成立于 2012 年 3 月,依靠股东投入的国内知名游戏资讯门户网站游久网,游久时代设立之初主要从事游戏资讯信息服务并通过广告收入盈利。其历史业绩如表 21 所示。

表 21 游久时代历史业绩情况

单位:万元

项目	2014 年 1~5 月	2013 年度	2012 年度
营业收入	8437.92	20,264.06	6533.30
营业成本	2338.45	5682.37	2666.62
营业利润	2244.26	3802.09	-1139.90
利润总额	2243.44	3795.62	-1139.90
净利润	1769.92	3093.53	-1139.90
归属于母公司所有者的净利润	1769.92	3093.53	-1139.90

(3) 交易方案

2014 年 4 月 1 日,上海游久游戏股份有限公司与刘某、代某、大连卓皓签署了《发行股份及支付现金购买资产协议》。根据协议,上海游久游戏股份有限公司向刘某、代某、大连卓皓发行股份及支付现金购买其持有的游久时代 100% 的股权,股份支付情况见表 22。东洲评估出具的沪东洲资评报字[2014]第 0126231 号《资产评估报告》,以 2013 年 12 月 31 日为基准日,上述股权的评估值为 118,200.35 万元。参考该评估报告,各方确定本次交易价格为 118,000.00 万元。

表 22 上海游久游戏股份有限公司股份支付情况

序号	交易对方	出售比例/%	股份支付/万元	现金支付/万元	合计/万元
1	刘某	42.50	36,653.75	13,496.25	50,150.00
2	代某	50.00	33,162.92	25,837.08	59,000.00
3	大连卓皓	7.50	8850.00	—	8850.00
4	合计	100.00	78,666.67	39,333.33	118,000.00

(4) 资产评估情况

2014 年 5 月 9 日,东洲评估出具的沪东洲资评报字[2014]第 0126231 号《资产评估报告》,以 2013 年 12 月 31 日为基准日,上述股权的评估值为 118,200.35 万元。

评估对象及范围:游久时代 100% 股权价值;

评估方法:收益法和资产基础法,经分析采用收益法结论;

评估结论:评估基准日 2013 年 12 月 30 日,标的公司的净资产账面价值为 2819.01 万元,资产基础法下的评估价值为 20,552.87 万元,增值 17,733.85 万元,增值率 629.08%;收益法下的评估价值为 118,200.35 万元,增值 115,381.34 万元,增值率 4092.96%;经分析后,采用收益法结论。

本次盈利预测通过历史年度营业收入类别拆分游戏业务、广告业务以及技术服务,分别预测营业收入以及成本。针对游戏收入,分别分析不同游戏品种、游戏用户规模、付费用户数量、用户 ARPU 值、游戏生命周期以及分成比例。每一个游戏根据不同的付费比例以及游戏特色,单独预测游戏收入。针对主营业务成本则根据历史情况,分析端游分成、游戏代理费、渠道费、广告租赁带宽服务器费用以及自有服务器折旧等。收益法下的预测情况如表 23 所示。

表 23 游久时代资产评估收益法预测情况

单位:万元

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年及以后
营业总收入	22,455.43	26,844.64	31,139.78	35,146.20	38,309.35	38,309.35
营业总成本	13,015.74	15,452.02	17,830.42	20,162.21	22,106.19	22,106.19
其中:营业成本	6886.26	8295.76	9629.16	10,897.37	11,817.26	11,817.26
营业税金及附加	201.16	239.01	277.62	312.36	343.66	343.66
营业费用	2947.93	3535.36	4086.61	4602.06	5014.83	5014.83
管理费用	2980.39	3381.88	3837.03	4350.42	4930.44	4930.44
财务费用	—	—	—	—	—	—
资产减值损失	—	—	—	—	—	—
加:公允价值变动收益	—	—	—	—	—	—
投资收益	—	—	—	—	—	—
营业利润	9439.69	11,392.62	13,309.36	14,983.99	16,203.16	16,203.16
利润总额	9762.71	11,825.92	13,829.78	14,983.99	16,203.16	16,203.16
净利润	8386.71	10,153.92	11,873.78	12,872.99	13,929.16	13,929.16

(5) 业绩承诺及其实现情况

业绩承诺:根据与游久时代义务补偿方签订的《盈利补偿协议》,游久时代义务补偿方承诺游久时代 2014 年度、2015 年度、2016 年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润(与主营业务相关的税收返还以及政府补助不予扣除)分别不低于人民币 1 亿元、1.2 亿元、1.44 亿元,业绩实现情况如表 24 所示。

表 24 游久时代业绩实现情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	累计合计
资产评估报告预测利润/万元	8386.71	10,153.92	11,873.78	30,414.41
本次交易承诺利润/万元	10,000.00	12,000.00	14,400.00	36,400.00
实际完成利润/万元	10,356.12	13,665.31	14,881.08	38,902.51
完成率/%	103.56	113.88	103.34	106.88

注:上述“利润”为“扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润”。

经计算,盈利预测实现专项审核中游久时代 3 年均完成业绩承诺,实现业绩目标,补偿义务人不需要对爱使股份进行业绩补偿。但业绩承诺期后,公司净利润断崖式下降,具体情况如表 25 所示。

表 25 游久时代承诺期后利润实现情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产评估报告预测利润/万元	14,983.99	16,203.16	16,203.16
实际完成利润/万元	-8506.04	-9510.00	-9354.97
完成率/%	-56.77	-58.69	-57.74

注:上述“利润”为“扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润”。

(6) 商誉形成及计提减值情况

爱使股份于 2014 年 10 月通过发行股份购买游久时代 100% 股权,合并对价与可辨认净资产之间的差额 108,843.31 万元形成商誉。

2017 年,游久时代主营业务较上年出现大幅度下降,经营业绩不及预期,故对商誉计提减值准备 31,278.01 万元;2018 年,游久时代经营状况并未改善,游戏批号审批暂停对于游久时代游戏业务产生重大影响,同时,现存游戏进入游戏生命周期晚期,盈利能力不佳,故对商誉计提减值准备 77,565.31 万元。

(7) 承诺期后利润断崖式下降的原因

游久时代 2017 年业绩较前期出现波动主要系以下原因：

一是由于公司原有游戏产品更新版本处于筹备阶段,运营成本持续攀升,而前期储备的游戏产品为迎合竞争日益激烈的游戏市场,持续打磨、调试、优化,致使相关产品延期推出;此外,个别核心管理人员及技术人员的离职和更替,也使游戏产品的推出有所推迟。诸多不利因素叠加,导致公司核心游戏主业的营业收入和经营利润出现急剧下滑。

二是由于公司此前为在泛娱乐产业链“卡位”,对外投资了诸如电竞、网络直播内容制作、网红艺人经纪、VR 制作、H5 游戏、海外游戏发行等企业,这些参股公司多为初创型企业,抗风险能力较弱,因外部环境变化,导致其经营业绩不及投资时的预期,出现不同程度的下降、亏损,部分企业甚至陷入困境。

进入 2018 年后,游久时代经营情况并未改善,主要原因系:

2018 年,游戏版号暂停审批几乎贯穿全年,部分产品经多轮测试,数据不佳,未产生良好的预期收益,新品游戏上线计划未能全部实现。报告期内,公司除继续测试多款未来发行的游戏外,主要维持已上线的《君临天下》,联合发行的放置类单机手游《物种起源》、独代运营策略 Q 萌轻电竞占星手游《星际冲突》及魔幻题材 ARPG 新作《暗黑封魔录》等游戏产品的运营。《君临天下》因进入产品生命周期的晚期,收入逐步下降,第四季度还陷入争议纠纷;轻度手游获利能力相对较弱,替代性不足,无法在收入和利润方面迅速“补位”;游久时代年底成立的电竞业务全资子公司,尚未立即带来收入和利润。多重不利因素叠加,致使游久时代利润出现较大亏损。

(8) 案例分析

①项目核查验证工作重点

本项目采用收益法、资产基础法评估,最终选取收益法定价。对该类项目核查验证的重点应是政策背景及核心竞争力分析、收入、成本及利润的核实及合理预测。

第一,行业政策背景分析。

作为起步较晚且快速发展的行业,行业政策的不完善、不及时、变化快等,决定了我们首先要关注相关的行业政策或者是国家的政策导向,这对未来经营的可持续性判断非常重要。同时,须根据不同情况,合理设定与行业政策相关的假设前提。

第二,国家强监管行业的政策风险分析。

我国的网络游戏行业受到政府的严格监管,包括工业和信息化部、文化和旅游

部、国家新闻出版广电总局、国家版权局均有权颁布及实施监管网络游戏行业的法规。除重点关注行业政策外,还应熟悉该行业的主管部门及监管体制,重点关注相关法律法规,通过行业了解、管理层访谈了解等,充分分析判断行业可能预见的政策风险,并在盈利预测中合理分析量化风险因素。

第三,企业核心竞争力分析。

并购时点,在国内网络游戏行业发展迅速,市场容量不断增加,行业产值屡创新高的背景下,不断有新的经营者通过新设或并购的途径涉足网络游戏行业,市场与行业竞争日益激烈。因此,除须关注标的公司当下的行业地位、市场份额外,还应当充分分析企业区别于其他竞争对手的核心竞争力,包括但不限于:相关业务经验、核心团队及技术人员优势、高研发投入下的资金支持等,以充分了解企业未来保持持续性经营的能力。

第四,收入预测的核查验证。

评估中盈利预测通过历史年度营业收入类别拆分游戏业务、广告业务以及技术服务进行预测。针对游戏收入,分别分析不同游戏品种、游戏用户规模、付费用户数量、用户 ARPU 值、游戏生命周期以及分成比例。每一个游戏根据不同的付费比例以及游戏特色,单独预测游戏收入。

一是历史收入的真实性、合理性及收入确认的合规性。

对于互联网运营模式的企业,为关注其后台运营数据的真实性,往往需要借助信息系统审计(IT 审计)的成果进行分析,进而分析历史经营财务数据及预测数据的合理性;

收入真实性核查包括对重要销售合同、销售发票的收集比对,对重要客户的历史收入进行函证确认,对主要客户进行访谈等;

历史年度收入增长率应与行业或行业可比公司进行比较,如存在较大差距,应分析原因及合理性;

收入确认合规性核查主要包括对企业会计政策、收入确认条件及实际记账规则等的核实。

二是未来收入预测增长的合理性分析复核。

A. 关注行业发展趋势,收入预测应结合终端市场需求(容量)、标的企业可获得的市场占有率等指标进行量化分析,并重点论证标的企业收入的可实现性;

B. 结合企业经营状况,了解未来的游戏开发计划,同时,企业是否在盈利预测中

合理分析各款游戏发行延期或失败的风险,以及应对措施;

C. 结合历史情况、行业发展以及用户习惯等情况,谨慎分析盈利预测中相关指标的合理性,如用户规模、付费用户数量、用户 ARPU 值、游戏生命周期以及分成比例。

第五,成本预测的核查。

对各业务的毛利率分别进行核查:

一是预测毛利率与历史毛利率进行纵向比较:对历史毛利率进行分析,分析毛利率波动的原因,以及该因素是否会继续影响未来的毛利率。

二是预测毛利率与行业可比公司毛利率进行横向比较,分析其与企业的市场竞争能力是否相匹配。

第六,利润的核查。

一是期间费用的分析复核。就标的企业而言,鉴于其核心竞争力来自研发设计,应重点关注研发费用的核查及预测,关注新产品的开发进度及研发投入、老产品的升级换代的研发投入等;此外,还应对行业可比公司的研发费用投入进行比较分析,以判断预测合理性。

二是利润率的分析核实。利润率的合理性分析具有综合性、全面性的特征,包括结合收入的增长率、毛利率、期间费用率、应收账款的回款周期、净利率等,分析路径同样包括纵向比较与横向比较。

②评估机构在本项目中存在的不足分析

企业并购后每年均超额完成业绩承诺,但承诺期后第一年即 2017 年起利润大幅下降,并持续亏损。

第一,承诺期后资产减值测试的合理性。

根据并购时《盈利补偿协议》的约定,在承诺期届满 3 个月内,须聘请各方一致认可的具有证券期货业务资格的会计师事务所对标的股权进行减值测试,并出具《资产减值测试审核报告》。

2017 年 3 月 29 日,瑞华会计师事务所出具《上海游久游戏股份有限公司减值测试审核报告》,报告中披露:经复核北京中同华资产评估有限公司对截至 2016 年 12 月 31 日重大资产重组注入的标的资产游久时代 100% 股东权益价值进行评估所出具的报告,截至 2016 年 12 月 31 日,上述股权价值 151,000 万元,调整利润分配影响后为 151,400 万元,对比重组交易价格 118,000 万元,没有发生减值。

而 2017 年年底,公司聘请了具有证券期货从业资格的北京中锋资产评估有限公

司对游久时代股东全部权益价值采用收益法进行评估后,计提商誉减值 31,278.01 万元。

在较短时间内,两份评估报告结论差异巨大,评估机构没有对其合理性进行分析。

第二,行业政策及监管方向分析。

本项目并购时点,2013~2014 年正值游戏行业并购高峰期。艾瑞咨询发布的数据显示,游戏行业涉及的并购交易金额 2013 年为 188 亿元,2014 年为 253 亿元,2015 年达到了 615 亿元。2016 年上半年,国内游戏行业的并购重组进一步推向高潮。根据 Data Eye 发布的数据,2016 年前 6 个月,并购、募资等事件涉资逾 1655 亿元。2018 年 3 月,监管机构暂停游戏版号的发放,直到 2018 年 12 月 29 日才重新恢复审核发放。2019 年 2 月 19 日,再次暂时停止版本号申请资料接收,2019 年 4 月 22 日申报重启。

行业政策变动巨大,一方面,对于企业未来盈利预测是否存在市场预期过度,预测过于乐观的情况;另一方面,对于发展迅速且严监管的行业,是否合理分析其政策风险。评估报告显示,该项目收益法折现率中,个别风险调整系数 3.5%,企业自由现金流折现率为 13.5%,该折现率是否能充分反映标的企业政策风险值得探讨。

第三,技术高度依赖企业核心人员的风险。

根据资料显示,企业承诺期后经营业绩未达预期的重要原因包括核心管理人员及技术人员的离职和更替,使游戏产品的推出有所推迟。对于高度依赖研发投入的企业,评估人员应当充分关注核心技术人员、核心团队的稳定性,企业是否有相应的激励政策,激励政策是否市场化,盈利预测及评估参数中是否恰当量化相关风险。

折现率确定过程中个别风险调整系数 3.5%,未见对企业核心团队或技术人员稳定性的风险分析。企业自由现金流折现率为 13.5%,可能未充分考虑企业未来核心团队稳定性及相应的技术更新风险。

第四,盈利预测的合理性分析。

承诺期后利润大幅下降的主要原因为:新款游戏未能及时上线运营、主打游戏进入游戏生命的中后期,评估师在核实盈利预测可实现性时,可能未充分了解行业特征,如游戏的生命周期、新款游戏如期按计划上线运营的概率、游戏研发失败的概率等数据,也未在盈利预测模型中合理量化。

根据披露的资料信息显示,该项目中盈利预测模型采用传统现金流折现模型,未见新款游戏如期按计划上线运营的概率分析及进一步量化考虑。

第五,企业核心竞争力的合理分析。

根据公司披露,自 2017 年起游戏行业的竞争激烈,规模靠前的客户端网络游戏企业的市场份额也进一步集中,拔高了游戏的制作水准,随着玩家对游戏的要求越来越高,挤占了中小游戏公司的生存空间,公司产品进入调整期,导致业绩下滑。

而自 2018 年起,游戏行业政策环境发生较大变化,游戏行业经历了版号暂停审批、备案入口关闭、游戏总量调控等一系列政策监管措施,2018 年度游戏行业整体表现为增速下滑,但仍然保持增长态势。

一般项目详细盈利预测期为 5 年或 5 年以上,评估师在核实盈利预测可实现性时,未能充分考虑企业的核心竞争力是否能够在同行业中处于较长时间的持续竞争力,进而合理分析企业的经营模式是否具有可持续性。

3. 案例三:飞乐股份(现“ST 中安”)(股票代码:600654)——中安消技术

(1) 案例概况

2014 年 2 月,上海飞乐股份有限公司(以下简称飞乐股份)与深圳市中恒汇志投资有限公司(以下简称中恒汇志)签订《发行股份购买资产协议》,并于 2014 年 6 月 10 日签署了《发行股份购买资产协议之补充协议》,飞乐股份拟以非公开发行股份的方式向中恒汇志购买其持有的中安消技术有限公司(以下简称中安消技术)100% 股权。2014 年 12 月,中国证监会出具《关于核准上海飞乐股份有限公司重大资产重组及向深圳市中恒汇志投资有限公司发行股份购买资产并募集配套资金的批复》(证监许可[2014]1393 号),核准本次交易。

(2) 标的企业简况

中安消技术是一家大型综合安防系统集成与运营服务提供商,汇聚安防行业全产业链核心资源,致力于为中国平安城市、数字城市建设及政府、公安、部队、银行、商业、酒店、机场、交通、会展等领域和个人用户提供满足其需求的,集产品、技术、软件、集成工程、运营服务于一体的综合服务解决方案。中安消技术主营业务可分为安防系统集成和产品制造两大模块。其中,安防系统集成模块包括安防系统的方案设计、安装、实施及维护等业务;产品制造模块包括门禁、报警器、智能对讲设备、视频监控设备等安防产品的研发、制造和销售等业务。中安消技术 2011 ~ 2013 年历史业绩情况如表 26 所示。

表 26 中安消技术历史业绩情况

单位:万元

项目	2011 年	2012 年	2013 年
营业收入	37,941.23	53,326.62	81,209.08
净利润	4406.10	6478.97	13,973.01

(3)交易方案

2014 年 2 月 14 日,飞乐股份与中恒汇志签订《发行股份购买资产协议》,并于 2014 年 6 月 10 日签署了《发行股份购买资产协议之补充协议》,飞乐股份拟以非公开发行股份的方式向中恒汇志购买其持有的中安消技术 100% 股权。2014 年 4 月 25 日,银信资产评估有限公司出具了《上海飞乐股份有限公司拟收购中安消技术有限公司股权所涉及的中安消技术有限公司股东全部权益价值评估报告》(银信评报字[2014]沪第 0081 号)(以下简称《中安消资产评估报告》),以 2013 年 12 月 31 日为基准日,中安消技术股东全部权益价值为 285,900.00 万元。经与中恒汇志协商确定的交易价格为 285,900.00 万元。交易对价支付方式为飞乐股份以向中恒汇志非公开发行股份的方式支付。根据交易价格及发行价格,飞乐股份拟向中恒汇志发行合计 395,983,379 股,发行价格为 7.22 元/股。另外,本次交易构成重大资产重组,并构成借壳重组。

(4)资产评估情况

银信资产评估有限公司评估出具的《中安消资产评估报告》基本情况如下:

评估基准日:2013 年 12 月 31 日;

评估对象:中安消技术股东全部权益价值;

评估范围:中安消技术全部资产及负债;

评估方法:资产基础法和收益法,经分析采用收益法结论;

评估结论:评估基准日 2013 年 12 月 31 日,中安消技术合并报表口径下的净资产账面价值为 33,752.58 万元,资产基础法下的评估价值为 81,609.27 万元,增值额为 47,856.69 万元,增值率 141.79%;收益法下的评估价值为 285,900.00 万元,增值额为 252,147.42 万元,增值率 747.05%。经分析,采用收益法评估结果作为评估结论。收益法预测结果及折现率预测情况见表 27、表 28。

表 27 中安消技术资产评估收益法预测

单位:万元

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年至永续
营业收入	132,174.90	173,144.80	215,796.51	250,158.13	279,542.46	279,542.46
减:营业成本	82,553.65	109,469.83	135,749.82	157,058.13	173,384.75	173,384.75
税金及附加	3639.62	4721.32	5906.43	6871.95	7714.52	7714.52
销售费用	4589.03	5697.84	6849.87	8083.93	8971.20	8971.20
管理费用	11,419.73	13,866.32	16,325.10	18,732.34	21,188.47	21,175.69
财务费用	3812.14	4446.00	4524.00	4524.00	4524.00	4524.00
资产减值损失	1764.00	1833.05	2284.72	2647.34	2965.17	2965.17
营业利润	24,396.72	33,110.45	44,156.57	52,240.45	60,794.36	60,807.13
加:营业外收入	314.20	96.77	120.96	139.10	153.01	—
减:营业外支出	—	—	—	—	—	—
利润总额	24,710.92	33,207.22	44,277.53	52,379.55	60,947.37	60,807.13
减:所得税费用	3701.39	4990.06	6656.73	7877.96	9168.96	9147.92
净利润	21,009.53	28,217.16	37,620.80	44,501.59	51,778.41	51,659.21

表 28 折现率预测情况

项目	无风险利率	市场风险溢价	行业剔除财务杠杆 beta	个别风险	CAPM	WACC
折现率	4.01%	7.97%	0.6556	4.8%	14.19%	13.9%

注:预测期所得税率为 15%。

(5) 业绩承诺及其实现情况

根据《上海飞乐股份有限公司与深圳市中恒汇志投资有限公司关于购入资产实际净利润与净利润预测数差额的补偿协议》及其补充协议,补偿测算对象为拟置入资产在本次交易实施完毕日后的 3 年内实现的净利润(扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润,下同)的年度数及各年累计数。预测净利润情况与业绩实现情况见表 29、表 30。

表 29 中安消技术预测净利润情况

单位:万元

项目	2014 年	2015 年	2016 年
预测净利润	21,009.53	28,217.16	37,620.80

表 30 中安消技术业绩实现情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	累计合计	2016 年审计调整后累计合计金额
资产评估报告预测利润/万元	21,009.53	28,217.16	37,620.80	86,847.49	—
本次交易承诺利润/%	21,009.53	28,217.16	37,620.80	86,847.49	—
实际完成利润/%	18,428.48	19,917.18	13,984.10	52,329.76	48,082.20
完成率/%	87.71	70.59	37.17	60.25	55.36

注:上述“利润”为“扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润”。

2014~2016 年的每年实际净利润均达到当期承诺净利润,需按照合同约定对上市公司予以补偿,业绩承诺期后,公司业绩出现断崖式下滑的情况。承诺期后利润实现情况见表 31。

表 31 中安消技术承诺期后利润实现情况

单位:万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产评估报告预测净利润	44,501.59	51,778.41	51,659.21
实际完成净利润	-31,768.50	-32,071.33	-2671.24

注:因中安消技术期后涉及股权收购事宜,表中实际完成净利润的口径与重组时的预测净利润的口径存在不一致性,本处列示主要是体现标的企业承诺期后持续处于亏损状态。

(6) 利润承诺未实现的原因

一是社会经济环境发生变化。2014 年以来我国经济由高速发展阶段进入中高速发展阶段,国民生产总值增长率和固定资产投资增长率均有所放缓。受经济下行压力较大的影响,重要行业客户比如房地产、酒店等投资项目开工率明显不足,导致公司安防项目施工进度有所放缓,实际收入较预测收入有所减少。

二是政府事业单位对城市级安防系统集成项目的投资审批趋于谨慎,导致项目开工进度有所放缓,项目工期相应有所延迟,实际收入低于预测收入。

三是国内安防市场竞争激烈,项目毛利率有所下降。

四是中安消技术因并购产生的较高的财务费用亦在一定程度上侵蚀了利润。

(7) 期后事项

第一,商誉形成及计提减值情况:交易方案最终未形成商誉。

第二,上市公司期后情况。

上市公司 2016 年因涉嫌违反证券法律法规被中国证监会立案调查,2017 年因年报无法表示意见被施以退市风险警示,2018 年公司撤销股票退市风险警示被实施其他风险警示等事项,对公司品牌、声誉、资金、业务产生较大影响。

(8) 行政处罚

2016 年 12 月 22 日,重组后的上市公司中安科股份有限公司(以下简称公司)收到《中国证监会调查通知书》(编号:沪证专调查字 20161102 号),因公司涉嫌违反证券法律法规,根据《证券法》的有关规定,中国证监会决定对公司进行立案调查。

2018 年 1 月 15 日,公司收到中国证监会《行政处罚及市场禁入事先告知书》(处罚字[2018]7 号)、《行政处罚事先告知书》(处罚字[2018]8 号)、《行政处罚事先告知书》(处罚字[2018]9 号);2019 年 4 月 1 日,公司收到中国证监会《行政处罚事先告知书》(处罚字[2019]51 号)、《行政处罚事先告知书》(处罚字[2019]52 号)、《行政处罚及市场禁入事先告知书》(处罚字[2019]53 号)。

2019 年 5 月 30 日,公司收到中国证监会《行政处罚决定书》([2019]44 号)、《行政处罚决定书》([2019]45 号)、《行政处罚决定书》([2019]46 号)、《市场禁入决定书》([2019]7 号),分别对公司及相关责任人员、中安消技术及相关责任人员、中恒汇志及其实际控制人涂某某等作出处罚决定。处罚事由主要是中安消技术未及时提供真实、准确的盈利预测信息和虚增 2013 年营业收入,导致公司公开披露的重大资产重组文件存在误导性陈述、虚假记载。主要违法事实如下:

一是中安消技术将“班班通”项目计入 2014 年度《盈利预测报告》,在该项目发生重大变化难以继续履行的情况下,未及时提供真实、准确信息,导致提供给公司的信息不真实、不准确,存在误导性陈述,致使重组置入资产评估值严重虚增,公司据此虚增评估值发行股份,严重损害了上市公司及其股东合法权益。

二是中安消技术“智慧石拐”项目不符合收入确认条件,虚增 2013 年度营业收入 5000 万元,2013 年度经审计的财务报告存在虚假记载。

三是中安消技术对以 BT 方式(建设—移交, BOT 模式的变换形式)承接的工程项目收入未按公允价值计量,虚增 2013 年度营业收入 515 万元,2013 年度经审计的财务报告存在虚假记载。

同时,为重大重组置入资产出具资产评估报告的银信资产评估有限公司及相关责任人员也被中国证监会出具《行政处罚决定书》([2019]40 号),处罚事由是银信

资产评估有限公司在对中安消技术进行评估时未勤勉尽责,出具的资产评估报告存在误导性陈述。

(9)案例分析

①对标的企业情况分析

第一,经营模式。

安防行业经历了多年的发展已初具规模,也形成了行业特有的经营模式。安防行业的经营模式主要有三种:其一,以产品为核心;其二,以系统集成为核心;其三,以服务为核心。中安消技术将系统集成及运营服务作为其重点发展方向。在该种经营模式下,企业提供产品解决方案、系统解决方案、行业解决方案和集成解决方案。这种经营模式的特点是 IT 程度较高、受软件影响较大、对研发投入巨大以及要拥有自身的核心技术。由于能够掌握核心技术、投入巨额研发资金,又能够提供整套解决方案的企业少之又少,所以这种模式的竞争对手相对较少,能够获取较高的利润,行业利润率通常在 25% ~ 35%,甚至更高。

中安消技术的主要业务包括安防系统集成服务和安防产品的制造。中安消技术提供的安防系统集成服务主要为客户提供定制化的系统集成,根据客户的需求、建筑物的具体情况,进行设计、安装、集成与维护等服务。中安消技术产品制造业务主要采用按订单生产的模式。

中安消技术的安防系统集成服务主要采取直销模式,由客户经理针对重点项目及客户进行营销,对潜在客户进行跟踪,遵循“以项目为中心、重点项目重点突破、重点客户重点关注、加强潜在客户跟踪”的原则进行营销。产品制造业务同时采用直接销售与代理销售两种销售模式。中安消技术设有 20 多家代理销售商,主要分布于省会城市以及经济发达城市,在其指定销售区域进行代理销售。

第二,核心竞争力。

一是系统集成及运营服务优势。中安消技术是我国较早从事安防系统集成、运营服务和产品研发与制造的综合运营商。经过多年的积累,中安消技术在平安城市、数字城市建设及政府、公安、部队、交通、商业、酒店、机场、会展和金融等领域拥有固定的客户群,并能深入地了解其客户的业务特点与工作要求。凭借丰富的安防系统集成和运营服务经验,以及国际化的运营服务管理经验,中安消技术能够根据特定行业客户的业务需求特点进行“定制化”设计,在安防系统集成和运营服务方面能提供包括视频智能采集和分析、信息化系统集成、运维服务等“量身定制”的整体解决方案。

二是技术与创新优势。中安消技术自设立以来一直将提高技术研发能力作为提升公司核心竞争力的关键。中安消技术具有完整的研发组织机构、管理体系、研发基础设施和专业配套齐全的研发人才,技术研发创新能力强,除通过自主研发获得核心技术外,也注重与业务领域内的院士开展深入的合作进行前瞻性技术的研究、承接和产业转化,并拥有核心技术知识产权,取得了领先行业的技术成果。截至 2013 年 12 月 31 日,中安消技术已取得 93 项专利(包括 10 项发明专利、42 项实用新型专利和 41 项外观设计专利),并已获得 74 项软件著作权登记,申请注册的商标 10 项,已经提交申请正在审核的发明专利 30 余项。中安消技术每年提交发明专利申请的数量呈不断增长的趋势。

为了提升产品功能和质量,中安消技术还在研发过程中实现了一系列的技术创新,为平安城市建设及政府、公安、部队、银行、商业、酒店、机场、交通、会展等领域和个人用户提供满足其需求的集安防产品、技术、软件、集成工程、运营服务于一体的综合运营服务解决方案。中安消技术的技术创新能力一直处于国内同行的领先水平,中安消技术通过不断的技术创新,使产品综合性能不断提高,在市场中保持足够的竞争力。

三是品牌优势。凭借优良的产品的质量和客户服务口碑,中安消技术的服务和产品的销售额与市场地位不断提升。中安消技术注重开展品牌建设工作,持续为客户提供高质量的产品和优质的服务,赢得了众多的荣誉与客户好评,在市场中树立了良好的品牌形象。中安消技术先后荣获中关村 TOP100“成长榜”企业称号、中关村瞪羚企业、国庆 60 周年首都政务网络保障优秀单位,并多次荣获北京安全防范行业协会 3A 诚信优秀企业、“平安城市”建设优秀安防工程企业、北京市建设行业诚信企业、全国 AAA 级重合同守信用单位、AAA 级诚信企业、北京市“四个一批”工程企业等荣誉称号。

四是资质和资源优势。中安消技术是行业内为数不多的拥有较为完备资质和认证的企业之一,其拥有建筑智能化设计与施工一体化壹级资质、计算机信息系统集成贰级资质、涉及国家秘密的计算机信息系统集成资质、安全技术防范工程设计施工壹级资质,并先后通过了 ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证及 GB/T28001 职业健康管理体系认证。中安消技术依靠其完备资质和认证、兼容性好的软硬件设备、个性化的运营服务解决方案、优质的工程施工、完善的维保服务以及强大的资金实力获得用户及广大合作伙伴的一致好评。

五是跨区域优势。国内的安防市场具有较明显的区域性,企业主要集中在珠三角、长三角及环渤海这三大经济发达地区。大多数国内的安防企业通常仅在单个区域市场具有较高的认知度,少数企业在多个区域市场大规模开展业务。中安消技术在珠三角、长三角及环渤海地区均设有子公司,跨区域开展业务优势明显。随着西部大开发,西部地区的安防需求也逐渐旺盛。中安消技术在西安设有子公司西安旭龙,在西部市场开展业务。

六是技术与人才的模式优势。中安消技术通过中安消技术研究院及院士团队,打造独创的技术生态链模式,通过广泛与行业领域内的院士进行深入合作,依托院士团队的强大研发力量,开展3~5年的前瞻性技术研发。通过资金投入、机构设置、人员入驻、100%合作技术产权的转移孵化,形成了前瞻性技术研究、专业人才培养、技术产业化转化、产品设计开发的技术生态链环路,保障了中安消技术的持续领先性,大大提高了中安消产品及系统解决方案的核心价值及市场竞争力。

中安消技术注重对人才的培养和激励,实施了《人才职业发展的双通道政策》,发布了《人才激励制度》。中安消技术研究院现已凝聚了一批业务能力强、专业素质高、务实、高效、梯队合理的人才,作为技术研发的中坚力量,与院士团队的优势互补,发挥出了巨大的人才优势,保障了高昂、持续的研发动力。

第三,行业地位及竞争格局。

中安消技术的主要业务为系统集成业务,其主要的竞争对手包括从事系统集成业务的产品制造商及专门从事安防系统集成工程的企业。从事系统集成业务的产品制造商类竞争对手主要有大华股份及海康威视,两者规模较大,主要业务为视频前后端产品的研发、生产和制造,近年来逐渐开始提供系统集成服务。专门从事安防系统集成工程的竞争对手主要有天津中环、中发机电、天地伟业、四联公司等,其具有较强的地域性,规模较小,但在目标市场具有较大的影响力。

安防集成工程商虽然数量众多,但除中安消技术外在全国范围内具有竞争实力的企业基本没有,规模较大的企业也只是在区域市场上具有一定的竞争优势,因而与中安消技术的系统集成业务不构成直接竞争。但在个别区域市场上,如广州、深圳、上海等地,当地较大的集成工程商对本司集成业务下属的二级公司有一定的竞争力。

第四,不利因素。

一是国际厂商的冲击。国际安防厂商纷纷通过并购、合作及独资等方式进入中国安防市场。罗格朗并购 TCL 智能楼宇和深圳视得安,Axis 在中国设立独资子公

司,松下、三星在中国设厂,霍尼韦尔、西门子、博世、泰科等将亚太安防业务总部移到中国,SECOM 不断成立新公司,ADT 在上海设立合资报警运营服务公司等,国内安防行业的竞争将会趋于激烈。

二是上游行业的制约。由于我国集成电路产业的基础薄弱,安防产品专用的集成电路等核心元器件基本依赖国外进口,这不仅制约产业发展和技术水平的进一步提高,也带来了企业成本和利润波动的风险。由于缺乏核心技术,许多企业赚取的仅是产品加工费,无法生产高附加值的产品。

三是市场的不规范。我国安防行业的行业集中度较低,存在一些不遵守知识产权法规的中小企业,这类企业往往采取仿冒、盗版主流厂商软硬件产品的方式来获得生存空间,给行业主流、规范生产厂商带来冲击。

第五,行业具有周期性、区域性或季节性特征。

安防产品及工程的主要用户为金融、公安、邮政、电信、交通、电力、煤矿等行业用户,这些行业用户通常在每年上半年制订投资计划,然后经过一系列严格的内部审批程序,具体工程建设和设备安装主要集中在下半年,因此安防产品的销售旺季主要集中在下半年。但对于系统集成商来说,合同签订多集中在上半年。

随着我国安防产业规模的扩大,区域市场发展呈现不平衡的状态,无论是供给市场,还是需求市场,东部沿海地区比中西部地区都要发达,城市市场又比农村市场发达。安防行业已经形成三大产业集群,即珠江三角洲、长江三角洲以及环渤海地区。安防制造企业集中、产业链比较完整、具有很强生产和配套能力是这三个地区的共同优势。

②核查验证工作重点

本项目采用收益法作为定价的评估方法,核查验证的重点应是收入、成本及利润的核实及合理预测。

第一,收入预测的核查。

一是历史收入的真实性、合理性及收入确认的合规性。收入真实性核查包括对重要销售合同、销售发票的收集比对,对重要客户的历史收入进行函证确认,对主要客户进行访谈等。历史年度收入增长率应与行业或行业可比公司进行比较,如存在较大差距,应分析原因及合理性。收入确认合规性核查主要包括对企业会计政策、收入确认条件及实际记账规则等的核实。

二是客户的稳定性及可持续性。通过报告期前五或前十大客户的变动情况、销

售收入占比情况等,结合对主要大客户的访谈,判断客户稳定性及持续性。若主要客户变化较大,应查明原因;若客户集中度过高或对个别客户依赖程度过大,应重点关注主要客户的可持续性及其潜在风险,以及企业是否有有效措施规避相关风险。

三是未来收入预测增长的合理性分析复核。

A. 收入预测增长率(含销量增长率和销售单价增长率)应与自身报告期历史增长率进行纵向比较分析,若存在较大差异,应分析原因及合理性;

B. 收入预测增长率(含销量增长率和销售单价增长率)应与行业可比公司平均增长率进行横向比较分析,若存在较大差异,应分析原因及合理性;

C. 应尽可能结合已签约合同或在手订单论证收入预测的可实现性;

D. 关注行业发展趋势,收入预测应结合安防产品的市场容量、标的企业可获得的市场占有率等指标进行量化分析,并重点论证标的企业收入的可实现性;

E. 销量预测一般不可超过企业产能的限制,应关注企业现有产能情况,以及扩张产能与收入增长预测的匹配性。

第二,成本预测的核查。

一是对料、工、费的核查。一般分析其料、工、费构成的合理性,应根据不同行业的特点来确定分析重点,如材料成本占比高的,则分析相应原材料市场价格走势等;人工成本占比较高的,则重点分析人工数量与产品、产能的匹配性,当地平均人工薪酬水平等。

二是对毛利率的核查。

A. 预测毛利率与历史毛利率进行纵向比较:对历史毛利率进行分析,分析毛利率波动的原因,以及该因素是否会继续影响未来的毛利率;

B. 预测毛利率与行业可比公司毛利率进行横向比较,分析其与企业的市场竞争能力是否相匹配。

第三,利润的核查。

一是期间费用的分析复核。就标的企业而言,鉴于其核心竞争力来自技术研发能力,应重点关注研发费用的核查及预测,关注新产品的开发进度及研发投入、老产品的升级换代的研发投入等;此外,还应对行业可比公司的研发费用投入进行比较分析,以判断预测合理性。

二是利润率的分析核实。利润率的合理性分析具有综合性、全面性的特征,包括结合收入的增长率、毛利率、期间费用率、应收账款的回款周期、净利率等,分析路径

同样包括纵向比较与横向比较。

③评估报告中盈利预测的合理性分析

评估报告及重组报告书中对收益法中盈利预测的合理性分析主要集中在收入和成本预测方面。

第一,营业收入预测分析。

评估报告对中安消技术的盈利预测采用合并口径进行预测,中安消技术及其子公司营业收入主要分为安防系统集成收入、产品销售收入及生产制造板块。安防系统集成业务 2014 年收入主要根据中安消技术在手合同及意向合同确定,2015 ~ 2018 年收入增长结合企业历史增长情况、管理层预期、行业增长情况及国家“十二五”规划,确定安防收入增长率。产品销售收入主要参照历史收入增长情况、未来行业增长及国家“十二五”规划,合理确定未来安防产品销售增长率。产品制造板块主要根据深圳豪恩历史经营情况、企业管理层对企业未来市场预期结合行业整体增长情况确认未来收入的增长情况。中安消技术收入预测增长率情况见表 32。

表 32 中安消技术收入预测增长率情况

期间	报告期		预测期				
年份	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入增长率/%	40.55	52.29	62.76	31.00	24.63	15.92	11.75

注:2014 ~ 2018 年复合增长率为 21%。

一是 2014 年收入预测合理性分析。根据截至评估报告撰写日(2014 年第一季度)对中安消技术及其下属控股公司已签订的重要合同进行的统计,并根据各公司工程人员对各项工程完工进度的介绍,截至评估报告撰写日已签订的各项重要合同 2014 年可确认营业收入为 106,525.45 万元,占 2014 年预测总收入 132,174.90 万元的比例为 81%,未包括企业正在跟进的项目、未来可能新增合同部分以及零星合同收入等,因此认为 2014 年收入预测总体比较合理。

二是 2015 ~ 2018 年收入预测合理性分析。我国安防行业“十二五”规划复合增长率为 20%,而本次预测中 2014 ~ 2018 年营业收入复合增长率为 21%,与安防行业发展趋势贴近,整体增长合理。

三是与行业可比公司收入增长率的比较分析。根据同行业上市公司年报及研究机构对上市公司未来业绩的一致预测,其中一致预测算法由同花顺 iFind 根据 6 个月内所有机构的预测数据进行算术平均得出。可比上市公司情况见表 33。

表 33 可比上市公司情况

年份	海康威视		大华股份		安居宝		银江股份	
	收入/万元	营收增长率/%	收入/万元	营收增长率/%	收入/万元	营收增长率/%	收入/万元	营收增长率/%
2009 年 A	2101.51	21	835.94	32	216.83	40	524.62	50
2010 年 A	3605.48	72	1516.28	81	243.38	12	713.04	36
2011 年 A	5231.64	45	2205.21	45	253.22	4	1029.81	44
2012 年 A	7213.79	38	3531.21	60	363.24	43	1460.97	42
2013 年 E	10,141.06	41	5482.90	55	538.59	48	1974.62	35
2014 年 E	14,171.56	40	7919.41	44	773.35	44	2715.65	38
2015 年 E	19,777.34	40	11,534.56	46	1089.76	41	3638.16	34

经分析同行业可比公司未来增长情况,安防行业未来将有较快的增长,中安消技术的营业收入预测复合增长率也在行业可比公司增长率区间内。

第二,营业成本预测分析。

一是与历史毛利率比较。由表 34 可见,中安消技术毛利率水平较稳定,与历史水平无较大差异,营业成本预测合理。

表 34 中安消技术报告期及预测期毛利率

期间	报告期			预测期				
年份	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
毛利率/%	28.62	36.89	37.33	37.54	36.78	37.09	37.22	37.98

二是与同行业上市公司毛利率比较。由表 35 可知,同行业上市公司毛利率水平近几年有所下降,但中安消技术的毛利率低于同行业上市公司毛利率平均水平。

表 35 中安消技术的同行业上市公司 2011~2013 年毛利水平

单位:%

指标	可比公司	2011 年	2012 年	2013 年
销售毛利率	海康威视	49.65	49.2	47.62
	大华股份	42.27	42.67	42.82
	英飞拓	56.27	49.5	50.8
	安居宝	47.69	47.91	45.16
	银江股份	26.01	23.09	23.52
	平均值	44.38	42.47	41.99
	中安消技术	28.62	36.89	37.33

④评估机构在本项目存在的不足之处

第一,未充分考虑行业环境对盈利预测的影响。

上市公司公告中对于中安消技术将实际经营业绩与盈利承诺有差异主要归因于经济大环境、安防市场变化等因素,使公司收入与毛利率有所下降。

评估人员对于安防这类受政策影响大的行业企业,需重点考虑行业变化等相关风险,充分分析行业政策及监管方向。在行业政策变动中,一方面,要考虑对于企业未来盈利预测是否存在市场预期过热,预测过于乐观的情况;另一方面,对于发展迅速且严监管的行业,政策风险需要特别分析,根据重组报告书,该项目收益法折现率确定过程中,个别风险调整系数 2.5%,企业自由现金流折现率为 13.9%,该折现率是否充分考虑企业未来经营方面的政策风险值得商榷。

第二,以不确定性较大的框架协议作为收入预测的基础须谨慎,应对期后框架协议落地事项予以充分关注。

根据《行政处罚决定书》,银信资产评估有限公司被认定为“未勤勉尽责,出具的资产评估报告存在误导性陈述”的依据如下。

2013 年 11 月,中安消技术与黔西南州人民政府签订《黔西南教育信息化工程项目建设战略合作框架协议》(以下简称《框架协议》),项目总金额 4.5 亿元,其中预计 2014 年确认收入 3.42 亿元,占银信评估评估时所依据的中安消本部在手合同及意向合同约 4.7 亿元的 70%,占中安消技术本部 2014 年度预测营业收入约 5.3 亿元的 65%,占中安消技术 2014 年度预测营业收入约 13.2 亿元的 26%。

根据《框架协议》的内容,中安消技术需要在框架协议内与黔西南州各县(市)人民政府、义龙新区管委会自行签订项目建设合同和还款协议,黔西南州人民政府积极推进上述双方签订合作合同。黔西南州人民政府 2016 年 8 月 15 日出具的说明载明,《框架协议》仅为合作框架协议,具体实施须通过公开招投标程序确定承建单位,且在已完成招标的各县(市、区)中,均无中安消技术中标。

银信资产评估有限公司未对“班班通”项目《框架协议》予以充分关注,未通过询问、函证、核对等方式进行调查,未保持应有的职业谨慎,没有对收益预测履行必要的分析、判断和调整程序,没有在考虑未来各种可能性及其影响的基础上(“班班通”项目需要经过政府招投标程序,该项目营业收入具有重大不确定性)合理确定评估假设,形成未来收益预测,造成收益预测值和评估值严重虚增,致使评估值不真实。

评估机构在申辩中提出“《框架协议》可以作为收益预测合理性分析的佐证材

料,‘班班通’项目的不确定性和项目收入未能实现并不会对盈利预测的合理性分析和评估结论造成影响,不能作为认定盈利预测和评估值虚增的依据。中安消技术最终未能中标系由于评估报告出具之后发生的其他客观因素所致,并且该等结果不会对收益预测和评估结论造成任何影响,而且2014年中安消技术实际业绩高达盈利预测数额90%左右,评估报告不存在误导性陈述”。

而中国证监会认为“评估机构是否已勤勉尽责、评估报告是否存在误导性陈述,应结合评估时所依据的材料来看。后续较好地完成盈利预测不能成为评估报告不存在误导性陈述的免责理由,更不能作为不予处罚的依据。《框架协议》中所涉及的‘班班通’工程属于政府采购项目,需要经过招投标程序,有关各县(市、区)是此次政府采购项目的招标人。银信评估未就黔西南州人民政府具体如何推进签订合同、《框架协议》是否会影响招标人的正常决策等进行考虑”。银信资产评估有限公司所履行的程序仅是“了解到‘班班通’属于政府项目,可信度高,且了解到中安消技术为顺利推进‘班班通’项目做样板工程、积极参加招投标活动以及去有关地区出差等工作”,而中安消技术为顺利推进“班班通”项目所做的努力可以表明其有较强的意愿获取该项目,但上述活动与能否中标或者是否提高了其中标的可能性,银信资产评估有限公司并未进行分析。此外,银信资产评估有限公司已了解“班班通”属于政府项目,对于需要经过招投标的政府项目,银信资产评估有限公司对此没有经过充分的调查、分析,未予充分关注,未充分考虑2014年预测收入中占比最大的“班班通”项目的收入可实现性。

综上所述,在收入预测中若以已签订合同的预期收入作为预测依据,应对重要的“已签订合同”的可实现性进行重点核实。若涉及《框架协议》的,应对正式合同或订单的签订条件或前提予以重点关注。若经充分的调查、分析后发现该条件或前提具有较大的不确定性,则应谨慎处理。

第三,对竞争激烈行业的企业毛利率按平稳或稳中有升预测过于乐观。

同行业可比公司近几年的销售毛利率呈下降趋势,评估报告中未分析该趋势形成的原因,即按与报告期毛利率接近的稳定水平进行预测。从利润承诺未实现的原因分析看,国内安防市场的竞争日趋激烈导致项目毛利率有一定幅度下降(见表36)。根据对中安消技术的竞争情况和不利因素的分析,已经体现“国内安防行业的竞争将会趋于激烈”这一事实,但盈利预测中并未体现对这一信息的充分关注,预测毛利率相对平稳并稳中有升,过于乐观。

表 36 中安消技术毛利率情况

阶段	报告期			预测期					
年份	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
安防系统集成毛利率/%	26.46	36.61	37.01	33.22	30.80	17.12	17.95	18.82	18.56

(三)上市公司资产重组中案例中典型评估问题归纳

根据课题组对上市公司资产重组中部分“三高”案例的分析情况,并结合课题组所掌握的在上市公司资产重组业务的评估过程中存在的一些典型评估问题,本文进行了归纳。

1. 评估方法选择的恰当性

一是选择收益法评估时,未充分考虑企业是否具备持续经营及盈利能力。收益法评估时,未充分结合企业的历史经营情况、未来收益可预测情况和所获取评估资料的充分性;对于产品或服务尚未投入市场、无历史盈利记录,未来持续经营存在较大不确定性的企业,仍采用收益法评估。

二是对同一标的企业股权采用多种评估方法评估时,未认真分析不同方法得到的评估结果存在差异的原因,对于各种方法在运用过程中出现的偏差没有进行复核并作出必要的调整。例如,当收益法评估结果低于资产基础法评估结果时,未关注相关资产的贬值因素是否考虑充分等;反之,则应当分析在运用资产基础法评估时,是否存在资产遗漏、评估范围不完整等情况。

三是对同一标的企业股权采用多种评估方法进行评估时,简单地根据初步评估结果的高低进行取舍,导致最终形成不合理的评估结论;或者在形成最终评估结论时,判断依据理由不充分,缺乏针对性。

2. 价值类型和评估假设的合理性

一是混淆市场价值和投资价值的概念,在评估股权市场价值时,实际上可能考虑了股权交易行为实施后的协同效应。

二是使用与企业所处政治、经济和法律环境,技术发展,市场前景,资产状况,经营能力,商业化程度等不相匹配的假设条件。

三是未对企业的核心技术竞争力及经营资质进行必要的分析和查验,直接假设公司预测期内可以维持目前的技术领先优势、某类业务可以永续经营、特殊资质到期可以续期,尤其是影视、游戏等电信、媒体和科技(Telecommunications, Media, Technology, TMT)行业中成立时间较短的企业。

四是将应由评估专业人员根据市场情况、企业经营状况进行分析判断的事项作为评估假设。如未对销售成本率、期间费用率、采购销售业务的稳定性进行必要的分析和判断,直接假设销售成本率、期间费用率未来不会发生较大变化,以及在未来的经营期内标的企业核心材料供应商、销售客户仍能按现有的情况保持良好的客户关系从而获得稳定的订单及份额等。

五是对周期性行业企业进行评估时,不考虑标的企业所处行业周期的阶段,盲目假设持续增长(行业高点时销售单价持续上升、销量持续增长等)、扩大产能等。

六是评估假设不符合标的企业自身内在发展逻辑和外部现实条件约束。如评估中发现历史实际经营数据与可研数据存在较大差异,仍然假设预测期公司经营数据可以按照可研报告中各项指标实现,在建项目或新上马项目能够根据可研报告进度落实资金及各阶段竣工后能通过验收、受政策影响的项目假设按计划投产等。

七是部分行业如工程施工等企业,往往因前期需要垫资等,成本支出和收入回款往往存在时间差甚至跨年期造成企业经营现金流量与当期经营利润存在较大差异,评估时简单假设未来的回款周期缩短、回款状况转好等,通过调节现金流量的方式提高估值。

3. 盈利预测的合理性和依据的充分性

一是未来预测业绩数据由资产评估人员代为编制,或未经必要的调查和分析,直接假设管理层预测的营业收入、成本等能如期实现,特别是未能充分关注部分行业企业评估基准日后的盈利模式发生重大变化。

二是当盈利预测趋势和企业历史业绩与现实经营状况存在重大差异时,未对差异原因及其合理性进行分析,找出变化因素并分析变化的可能性和合理性,分析判断评估基准日前后是否存在收入调节的可能性以及收入高速增长的可持续性。

三是未能结合行业政策、市场地位、竞争对手和核心竞争力分析、产能分析、周期性和价格波动分析、上下游供求分析、大客户分析、合同订单统计分析、同行业成本费用指标对比分析等手段,预测增长率远超于行业水平。

四是对于影视、游戏等 TMT 行业具有产品新、业务类型新或经营模式新等特点,其市场接受程度有待考验。在对该类行业进行盈利预测时,未能充分关注被评估企业市场接受程度,以及业务或经营模式的市场风险,包括技术成熟度风险、技术替代风险、政策风险等。

五是对标的企业历史经营数据没有进行认真分析,如没有区分并考虑非经常性

损益和非经营性资产、负债对经营趋势判断的影响,将非经常性损益纳入持续盈利预测。

六是未来收益预测中主营业务收入、毛利率、营运资金、资本性支出等主要参数与基于评估假设推断出的情形不一致,预测的生产能力与投资规模不匹配,筹资规模不能满足投资需要。

七是对存在明显周期性波动的企业,采用波峰或波谷价格和销量等不具有代表性的指标来预测长期收入水平。

八是对历史上采用关联方销售定价的企业,在预测企业未来收益时没有分析定价的公允性及可持续性,直接选择关联交易所采用的价格作为预测价格。

九是对享有税收优惠政策的企业,在预测企业未来收益时没有分析优惠政策到期后企业持续享有该政策的可能性,直接按优惠税率预测长期税负水平。

十是未重视财务数据之间、财务数据与非财务数据之间的逻辑一致性,例如,游戏行业中的“长期在线人数”、广告行业中“浏览点击量”、影视行业中的“院线票房”等核心业务指标与收入增长之间的逻辑关系。

十一是对存在明显价格、汇率周期性波动的企业,评估人员在预测企业未来收益时未充分考虑市场需求和价格或汇率的变动趋势,特别是对预测期后长期销售价格和汇率的预测,采用波峰或波谷价格和汇率等不具有代表性的指标来预测收入。

十二是对于处于市场开拓期的企业,客户的增速及开发转化率存在较大不确定性,未来经营面临较大的市场转化风险,评估时未充分考虑该风险对预测数据的影响。对于未来有新业务开拓计划的企业,未充分考虑该类业务无法顺利开展的市场风险。

十三是部分重组标的企业盈利预测主要依据与潜在客户签订的框架意向协议,且该协议缺乏相应法律约束,评估时未能充分考虑该等协议未来是否落地存在较大不确定性。

十四是预测期产量(销量)超过设计产能,未对产能利用率的合理性进行分析,或是存在以产量代替销量,未作市场消化能力的合理性分析。

4. 收益法评估相关核心参数选择合理性

一是折现率的测算过程存在主观随意性强,或与收益的风险程度不匹配,例如,在确定企业特定风险系数的过程中,风险因素考虑过于简单,缺乏相应的证据支撑,特定风险值确定主观因素较大。

二是确定贝塔系数选取的参照公司可比性不强,用经营稳定的公司作为成长期

公司的可比对象,且未进行必要的调整,或其他关键指标差异较大且未调整。

三是评估人员在选取可比公司时,未充分考量业务结构、经营模式、企业规模、资产配置和使用情况以及被评估企业所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等因素,尤其是TMT等行业,选择的可比公司标准差异较大。

四是在用收益法确定收益期时,未能根据国家有关法律法规、企业所在行业现状与发展前景、协议与章程约定、企业经营状况、资产特点和资源条件等,合理确定收益期,并相应选择有限期或永续模型。对于轻资产行业企业,如影视、游戏等TMT企业,被评估企业的产品或服务更新换代较快、产品生命周期短,预测期未能充分考虑产品特点。

5. 采用市场法评估时存在的问题

一是未充分考虑市场法的适用性,选取的可比企业与被评估企业不具有可比性,或者未选取足够的可比企业或交易案例。

二是对交易案例的背景情况了解不充分,或者没有充分考虑交易案例特殊的交易背景对交易价格的影响。

三是选取的价值比率不恰当,无法合理反映标的企业价值,计算价值比率时所采用的统计数据不合理。

四是对可比企业的经营和财务数据了解不充分,未发现被评估企业与可比企业之间存在的重大差异,或是对被评估企业与可比企业之间的差异分析不充分,如流动性和控制权等因素对股权价值的影响,或者价值调整幅度不合理。

6. 评估资料核查、验证程序的充分性

一是未关注与股权评估资产相对应的特殊权益与义务。例如,分红限制、清算约定和存在限售期等。

二是未关注和考虑评估对象存在的可能影响评估结论的重要事项,例如,未缴纳或未足额缴纳土地使用权出让金、未缴纳或未足额缴纳矿业权价款所产生的权属瑕疵等事项。

三是未关注重大合同执行情况并实施必要的评估程序,由于未对重大合同真实性以及执行情况进行必要的查验,未能发现虚假合同、合同欺诈等行为。

四是不恰当地引用矿业权、土地使用权等其他专业报告结论。引用矿业权、土地使用权等其他专业报告时,应对专业机构的独立性与专业报告的可靠性进行必要判断,对其使用前提、假设条件和特别关注事项等进行必要分析,恰当引用专业报告的

评估结果。例如,引用其他资产评估结果时,应确信股权评估范围不重不漏,评估报告与其他专业报告所依据的基础数据没有重大差异等。

七、资产评估机构从事证券服务的勤勉尽责义务

作为规制资本市场的重要法律,新修订的《证券法》已于2020年3月1日起正式实施,除全面推行注册制以及完善信息披露、投资者保护等制度之外,对监管主体、证券服务机构等市场参与者在注册制下承担的职能与责任提出了新要求。资产评估机构作为资本市场的重要参与者、证券服务机构之一,在监管权力日益下放的趋势和背景下,也被赋予了资本市场“看门人”的重要角色。

(一) 勤勉尽责义务的概念

在证券市场中,资产评估机构利用其专业知识,通过为委托方提供证券服务、出具资产评估报告参与证券市场,并为其不当行为承担相应的责任。通过对近几年中国证监会对评估机构的行政处罚案例分析可以发现,在证监会给出的相关解释中,“未尽勤勉尽责义务”的表述占据“半壁江山”。但是评估业内对“未尽勤勉尽责义务”罚例存在一定质疑的声音,具体疑惑是评估专业人员在执业过程中究竟要到什么程度才算是勤勉尽责,这个边界一直比较模糊。

有不少法律法规中都有提及“勤勉尽责”一词,并作为义务条款,但是“勤勉尽责”作为一个比较抽象的法律概念,在各部法律条款中体现的解释性略显不足。单飞跃教授在《资产评估机构从事证券服务业务法律责任问题研究》中提出“对‘勤勉尽责’的理解不应仅限于字面理解和单一法条中,而应该置于整部法律乃至资产评估机构承担证券服务责任所涉及的综合性法律框架中”。

(二) 评估机构勤勉尽责的调查义务

1. 《证券法》关于评估机构勤勉尽责义务的内容

《证券法》第十章是专门规范证券服务机构的,涉及评估机构“应当勤勉尽责”的就两处:第160条包括资产评估机构的“证券服务机构,应当勤勉尽责、恪尽职守,按照相关业务规则为证券的交易及相关活动提供服务”、第163条“证券服务机构……出具资产评估报告,应当勤勉尽责,对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证”。从上述条款进行解读评估机构的勤勉尽责义务包括以下三方面内容:(1)资产评估机构作为证券服务机构在制作、出具资产评估报告过程

中应当勤勉尽责;(2)资产评估机构在制作出具资产评估报告过程中应当核查验证报告所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性;(3)资产评估机构对资产评估报告内容的真实性、准确性、完整性负责,不得有虚假记载、误导性陈述和重大遗漏。

从《证券法》新增的第八章“投资者保护”内容看,结合《证券法》的其他修订内容,其设立的“勤勉尽责”以及“三性”——真实性、准确性和完整性的要求,是资产评估机构需要对投资者、对社会公众所承担的责任,以解决投资者权益保护问题为主要立法意图。

2.《资产评估法》关于评估机构勤勉尽责义务的理解

规范资产评估行为的《资产评估法》第4条第1款规定:“评估机构及其评估专业人员开展业务应当遵守法律、行政法规和评估准则,遵循独立、客观、公正的原则。”评估机构及其专业人员从事的是以专业知识和技能为社会提供服务的行业,所以强调了评估机构及评估专业人员应当依法执业,在职业道德和执业原则层面要遵循独立、客观、公正原则。从事证券业务的评估机构及评估专业人员在开展业务时,遵守的法律、行政法规包括《证券法》、证券监督管理的其他相关行政法规及部门规章制度。评估准则是指导评估专业人员、评估机构开展评估业务的基本规范,包括评估基本准则和评估执业准则、职业道德准则。

《资产评估法》第13条明确了评估专业人员应当履行的义务中包括“遵守评估准则,履行调查职责,独立分析估算,勤勉谨慎从事业务”;“对评估活动中使用的有关文件、证明和资料的真实性、准确性、完整性进行核查和验证”。《资产评估法》中虽然没有直接出现过“勤勉尽责”这四个字,但是从上述评估专业人员应当履行的义务内容范围中,可以推断应该包含了勤勉尽责的义务,这从财政部发布的《资产评估基本准则》第5条“资产评估机构及其资产评估专业人员应当诚实守信,勤勉尽责,谨慎从业,遵守职业道德规范……”的规定中可以看出。

从《资产评估法》及《评估基本准则》的相关条款中可以看出,评估专业人员“遵守评估准则,履行调查职责”是其评估执业过程的一项基本条件。《资产评估法》虽然规定了委托人应当对其提供的权属证明、财务会计信息和其他资料的真实性、完整性和合法性负责,但是为了确保评估活动中使用的有关文件、证明和资料的真实性、准确性、完整性,评估专业人员应当按照评估准则的要求履行核查和验证的评估调查程序。

首先,真实性的调查要求:一是文件资料来源真实,资产评估机构应当履行现场

调查义务,以便获取资料、了解现状。二是委托方确认程序真实,资产评估机构应当履行提请确认义务,要求委托人或者其他相关当事人以签字、盖章及法律允许的其他方式对其提供的资产评估明细表及其他重要资料进行确认。三是评估机构核查验证真实,评估机构在委托人确认的基础上,再次通过观察、询问、书面审查、实地调查、查询、函证、复核等手段进行核查和验证,为资料真实性提供进一步保障。

其次,准确性的调查要求:评估准则要求评估机构独立、客观、公正地开展业务,保持公正的态度,以客观事实为依据,实事求是地进行分析和判断,拒绝委托人或者其他相关当事人的非法干预,必要时履行回避义务。同时,评估机构应遵守利益冲突规则,履行忠实守信义务。当出现超出资产评估专业人员专业能力范畴的核查验证事项时,评估机构应当履行利用专家工作及相关报告的义务,委托或者要求委托人委托其他专业机构或者专家出具意见。当所依据文件涉及第三方专业机构出具的专业报告时,资评机构还应履行对资评机构的核查义务,通过对其业务范围、执业资质、业绩、地位等因素及独立性的考量,判断专业报告的可靠性。

最后,完整性的调查要求:一是保证核查手段完整。调查手段的全面性是完整获取资料的前提,评估机构应当采用询问、访谈、核对、监盘、勘查等进行现场调查,多方面了解事实。二是保证核查范围科学完整。准则规定评估机构根据重要性原则承担逐项或抽样调查的义务,逐项自不必说,抽样基本要求在于要保证所抽取的样品单位对全部样品具有充分的代表性,资产评估作为一项主观反映客观的活动,主观调查范围的完整性及调查对象的代表性往往决定了客观结果的可靠性。三是保证核查对象完整。评估机构应当根据具体评估情况收集相关资料,不仅包括委托人或者其他相关当事人提供的涉及评估对象和评估范围等资料,还应包括从政府部门、各类专业机构以及市场等渠道获取的其他资料。四是资料文件整合完整。文件资料完整收集只是达到完整性的第一步,评估机构在此基础上应对收集的评估资料进行分析、归纳和整理,使其具有内在逻辑和专业高度,由此形成具体资产评估报告的依据。

(三) 评估机构勤勉尽责的信息披露义务

1. 信息披露的业务规则相关规范要求

2020年《证券法》修订后将信息披露义务人从原先仅限于发行人、上市公司扩展为“发行人及法律、行政法规和国务院证券监督管理机构规定的其他信息披露义务人”,评估机构作为以提供证券服务、出具资产评估报告参与证券市场的一方,也成为其他信息披露义务人,受到“信息披露义务人披露的信息,应当真实、准确、完整,简明

清晰、通俗易懂,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”的约束。

《资产评估法》除明确评估机构“保证评估报告的客观、真实、合理”和“不得出具虚假评估报告或者有重大遗漏的评估报告”外,没有就资产评估报告的真实、准确、完整进行具体的规定。作为评估机构对外提供的主要服务成果形式的《资产评估报告》的评估业务规则《资产评估执业准则——资产评估报告》有以下规定:第4条规定,“资产评估报告陈述的内容应当清晰、准确,不得有误导性的表述”;第5条规定“资产评估报告应当提供必要信息,使资产评估报告使用人能够正确理解评估结论”。这些规定从其语义中体现了“真实、准确、完整”的评估报告披露要求。

2. 出具资产评估报告真实性、准确性、完整性的保证义务

评估机构出具资产评估报告的真实性、准确性、完整性是在公平、公开、公正、独立、客观五项原则约束下的法律责任,并由评估准则中的具体程序进行保障。

首先,真实性的披露要求:从字面意思来看,真实性是指符合实际情况,具有客观性。英国20大审计公司的技术合伙人对真实的解释是以事实为基础,没有歪曲事实、正确、符合规定、客观、内容准确、忠于经营活动以及具有真实的精确性等。客观原则对资产评估机构所依据文件的真实性提出要求,评估准则对保障收集资料真实性的程序作出规定。

其次,准确性的披露要求:准确性在所依据文件真实性的基础上提出了进一步的要求,在逻辑学上是指“免于误差、错误或曲解”,是相对信息发布者与信息接收者双方而言的,双方对同一信息应当有相同的认知,即文件资料的内容不能含糊其词、引人误解。从资产评估报告具体内容上,要求相关评估假设、评估依据须具有合理性,评估计算过程的正确性以及评估结论的合理性,不能出现模棱两可、意思表示模糊的披露内容,致使投资者在阅读使用资产评估报告时存在误解的情形。

最后,完整性的披露要求:完整性着眼于文件资料整体,要求具有真实性、准确性的资料信息全面、充分、成体系。公开原则要求信息的公开必须全面、完整,不得有隐藏、遗漏的情形。实务中存在一些评估报告有选择性披露内容的情况,例如,对一些可能影响评估结论、评估报告使用人的重要信息、瑕疵事项过于简略披露甚至不披露的情形。

(四) 评估机构未尽勤勉义务的表现

为更好地理解和分析在实务操作中评估机构勤勉尽责义务的内容表现,课题组收集整理了近几年被证券监管部门予以行政处罚及行政监管措施的案例进行了

分析。

通过对 13 项被证券监管部门予以未勤勉尽责而受到行政处罚的评估案例分析看出,涉及高估评估结论的主要有以下几种类型:(1)计算公式、计算过程错误导致评估结论被高估;(2)采用不符合实际情况的评估假设,目的是高估标的资产;(3)有预设评估值的嫌疑,评估结论被证实存在高估;(4)标的企业历史年度经营业绩存在虚假,评估专业人员在已发现被评估企业存在重大财务舞弊风险的情况下,未对标的企业历史业绩的真实性适当关注并实施有效的评估程序,导致形成未来收益预测的评估假设明显不合理,营业收入增长不合理,进而导致评估值高估;(5)盈利预测的依据不充分,对盈利预测的调整事项无依据亦无解释说明,存在预先设定评估值的嫌疑;(6)未对作为未来销售预测的意向性协议、业务合同的真实性和可实现性适当关注并实施有效的评估程序,导致评估值高估,对市场和投资者产生严重误导。这些行政处罚的案例中,评估专业人员未能按照评估准则的要求履行核查和验证的评估调查程序,导致获取的文件资料的真实性存在虚假情形,或是评估专业人员缺乏应有的客观独立性,评估报告存在虚假记载等,均被视为未尽勤勉尽责义务。

通过对 2016~2020 年上半年共计 58 个被证券监管部门出具警示函的行政监管措施的评估案例分析看出,涉及高估评估结论嫌疑的主要有以下几种类型:(1)未来业绩预测中营业收入的高速增长,缺乏必要的工作底稿资料支持依据;(2)收益法评估过程中,对出现的不利于标的企业的行业监管政策不披露、不考虑,对标的企业历史的异常运营数据未加以重点关注;(3)未充分关注管理层未来盈利预测的合理性,未充分关注公司与品牌商合作的可持续性,获取的评估依据存在瑕疵;(4)未对标的企业的核心技术数据量产率、成本改进率等指标执行必要的分析、判断和调整等评估程序,导致未来收益预测不合理;(5)对评估基准日前新增客户的真实性及预测年度营业收入预测合理性执行的评估程序不充分;(6)评估采用的未来盈利预测与标的企业管理层提供的盈利数据存在调整但未见调整差异说明,同时对收入预测的核查验证依据资料不足;(7)作为预测依据中的销售合同近 40% 为未生效合同,评估人员未对合同执行条件和实际执行情况、被评估单位产销计划的合理性进行分析判断;(8)未对相关收入预测方法的适用性进行分析,未对订单等相关评估证据进行必要的分析、核实,收入预测依据不足。该部分案例的主要问题是采用收益法评估过程中,对未来年度的收益预测的复核程序流于形式,关键预测数据核查程序不到位、依据资料不充分,对应该关注的异常信息不重视和未深入调查等。

(五) 评估机构勤勉尽责的行为准则

在将评估机构勤勉尽责的法律义务置于承担证券服务责任所涉及的综合法律框架以及整个评估执业准则体系中去解读后,可以得出相对比较清晰的内涵:评估机构及评估专业人员在评估执业中要遵守独立、客观、公正基本原则,评估过程中要依据评估执业准则要求充分履行核查和验证的尽责调查义务,在出具资产评估报告过程中,要依法依规满足真实、准确、完整的披露要求。

1. 职业道德行为准则

资产评估执业道德行为准则要求资产评估机构和资产评估专业人员坚持独立、客观、公正的原则,在开展资产评估业务时,应当保持公正的态度,以客观事实为依据,独立地进行分析和估算并形成专业意见,拒绝委托人或者其他相关当事人的非法干预,不得直接以预先设定的价值作为评估结论。资产评估专业人员应当具备相应的资产评估专业知识和实践经验,能够胜任所执行的资产评估业务,若执行某项特定业务缺乏特定的专业知识和经验时,应当采取弥补措施,包括利用专家工作及相关报告等。

2. 履行核查验证程序的行为准则

(1) 现场调查

执行资产评估业务,应当对评估对象进行现场调查,获取评估业务需要的资料,了解评估对象现状,关注评估对象法律权属。现场调查手段通常包括询问、访谈、核对、监盘、勘查等,各种调查手段应互为补充或印证。

资产评估专业人员可以根据重要性原则采用逐项或者抽样的方式进行现场调查,其中抽样调查的基本要求在于要保证所抽取的样品单位对全部样品具有充分的代表性,资产评估作为一项主观反映客观的活动,主观调查范围的完整性及调查对象的代表性往往决定了客观结果的可靠性。

(2) 资产评估相关资料真实性、完整性、准确性核查

资产评估专业人员应当根据资产评估业务具体情况收集资产评估业务需要的资料,包括委托人或者其他相关当事人提供的涉及评估对象和评估范围的必要资料,以及从政府部门、各类专业机构以及市场等渠道获取的其他资料。资产评估专业人员应当依法对资产评估活动中使用的资料进行核查验证。核查验证的方式通常包括观察、询问、书面审查、实地调查、查询、函证、复核等。

资料真实性核查,首先,要求资料来源真实,这要求资产评估专业人员在现场调

查过程中对委托人或其他相关当事人提供的资料(尤其是一手资料)进行收集和确认,如对相关复印资料的原件进行对照核实。其次,应当要求委托人或者其他相关当事人以签字、盖章及法律允许的其他方式对其提供的资产评估明细表及其他重要资料进行确认。最后,应尽可能从第三方渠道获取相关资料的佐证信息,以保证所掌握的评估值资料的真实性。

资料的完整性核查,首先,要求评估机构不仅收集委托人或者其他相关当事人提供的涉及评估对象和评估范围等资料,还应从政府部门、各类专业机构以及市场等渠道获取其他资料。其次,要求评估机构对收集的评估资料进行分析、归纳和整理,使其具有内在逻辑和专业高度,形成评定估算和编制资产评估报告的依据。

资料的准确性核查,首先,要求资产评估专业人员对收集资料的信息及数据进行核对,对同一标的的多种资料进行交叉复核,同时应尽可能从第三方渠道获取相关资料的佐证信息,以保证资料的准确性。其次,资产评估机构对于超出资产评估专业人员专业能力范畴的核查验证事项,应当委托或者要求委托人委托其他专业机构或者专家出具意见;当所依据文件涉及第三方专业机构出具的专业报告时,资产评估机构还应履行对第三方专业机构的核查义务,通过对其业务范围、执业资质、业绩、地位等因素及独立性的考量,判断专业报告的可靠性。

(3) 评估程序受限时的程序

因法律法规规定、客观条件限制无法实施核查验证的事项,资产评估专业人员应当在工作底稿中予以说明,分析其对评估结论的影响程度,并在资产评估报告中予以披露。如果上述事项对评估结论产生重大影响或者无法判断其影响程度,资产评估机构不得出具资产评估报告。

(4) 形成合规的工作底稿

工作底稿应当反映资产评估程序实施情况,支持评估结论。履行核查验证程序及评定估算中取得的原始资料和相关分析、计算资料都应归集到工作底稿中。工作底稿通常分为管理类工作底稿和操作类工作底稿。管理类工作底稿,是指在执行资产评估业务过程中,为受理、计划、控制和管理资产评估业务所形成的工作记录及相关资料,通常包括资产评估业务基本事项的记录、资产评估委托合同、资产评估计划、资产评估业务执行过程中重大问题处理记录、资产评估报告的审核意见等。操作类工作底稿,是指在履行现场调查、收集评估资料和评定估算程序时所形成的工作记录及相关资料,主要包括:(1)现场调查记录与相关资料,通常包括:①委托人或者其他

相关当事人提供的资料,如资产评估明细表,评估对象的权属证明资料,与评估业务相关的历史、预测、财务、审计等资料,以及相关说明、证明和承诺等;②现场勘查记录、书面询问记录、函证记录等;③其他相关资料。(2)收集的评估资料,通常包括市场调查及数据分析资料,询价记录,其他专家鉴定及专业人士报告,其他相关资料。(3)评定估算过程记录,通常包括重要参数的选取和形成过程记录,价值分析、计算、判断过程记录,评估结论形成过程记录,与委托人或者其他相关当事人的沟通记录,其他相关资料。

3. 出具资产评估报告真实性、准确性、完整性的行为准则

(1)合理确定评估范围

评估范围的确定应与评估目的和经济行为相匹配,避免出现评估范围不完整、遗漏资产或负债(尤其是账面未体现的资产或负债)的情况。尤其是在资产基础法中,资产评估专业人员应当根据会计政策、企业经营等情况,要求被评估单位对资产负债表表内及表外的各项资产、负债进行识别。

(2)合理确定价值类型

执行资产评估业务,应当充分考虑评估目的、市场条件、评估对象自身条件等因素,选择和使用价值类型。此外,资产评估专业人员选择价值类型,应当考虑价值类型与评估假设的相关性。

(3)恰当选择评估方法

资产评估专业人员应当根据评估目的、评估对象、价值类型、资料收集等情况,分析市场法、收益法和成本法三种资产评估基本方法的适用性,恰当选择评估方法。对同一评估对象采用多种评估方法时,应当对采用各种方法评估形成的测算结果进行分析比较,形成合理评估结论。

(4)合理设定评估假设

资产评估专业人员执行资产评估业务,应当合理使用评估假设,并在资产评估报告中披露评估假设。评估假设应与企业所处的政治、经济和法律环境、行业周期性阶段、技术发展、市场前景、资产状况、经营能力、商业化程度等相匹配。

(5)收益法中盈利预测合理、预测依据充分

资产评估专业人员应当对委托人和其他相关当事人提供的企业未来收益资料进行必要的分析、判断和调整,结合被评估单位的人力资源、技术水平、资本结构、经营状况、历史业绩、发展趋势,考虑宏观经济因素、所在行业现状与发展前景,合理确定评估假设,形成未来收益预测。

资产评估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、资本结构等主要参数与评估假设、价值类型的一致性。当预测趋势与历史业绩和现实经营状况存在重大差异时,资产评估专业人员应当在资产评估报告中予以披露,并对产生差异的原因及其合理性进行说明。

(6)合理选择评估参数

资产评估专业人员应当根据所采用的评估方法,选取相应的公式和参数进行分析、计算和判断,形成测算结果。

资产基础法中评估各项资产的价值应当根据具体情况选用适当的评估方法及评估参数。例如,市场法中应当合理选择与评估对象具备可比性的交易案例和价值影响因素及其调整依据;收益法中应当合理确定收益期限、净收益与折现率;成本法中应合理确定重置成本、资产经济寿命及贬值因素。

收益法中应当按照法律、行政法规规定,以及被评估单位企业性质、企业类型、所在行业现状与发展前景、协议与章程约定、经营状况、资产特点和资源条件等,恰当确定收益期;应当在对企业产品或者服务的剩余经济寿命以及替代产品或者服务的研发情况、收入结构、成本结构、资本结构、资本性支出、营运资金、投资收益和风险水平等综合分析的基础上,结合宏观政策、行业周期及其他影响企业进入稳定期的因素合理确定详细预测期;应当综合考虑评估基准日的利率水平、市场投资收益率等资本市场相关信息和所在行业、被评估单位的特定风险等相关因素确定折现率。

市场法中应当结合业务结构、经营模式、企业规模、资产配置和使用情况、企业所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等因素,恰当选择与被评估单位进行比较分析的企业;应当选择有利于合理确定评估对象价值的价值比率;应当选择合理的价值影响因素对可比企业和被评估单位间的差异进行合理调整。

(7)评定估算过程准确、无误

资产评估专业人员在评定估算中选取的计算公式应正确,计算底稿中的相关链接应准确、无误,避免出现影响估值的计算错误。

(8)特别事项披露准确、完整

资产评估报告陈述的内容应当清晰、准确,不得有误导性的表述。对于评估结论可能产生影响的特别事项都应予以披露,包括但不限于权属瑕疵事项、未决事项、法律纠纷等或有事项、重要的利用专家工作及相关报告情况、重大期后事项、评估程序受限的有关情况等,并应说明上述事项对评估结论可能产生的影响。对于特别事项

的披露必须准确、完整,不得隐藏或遗漏。

4. 不应属于评估机构勤勉尽责责任范畴的情况

(1) 不可预计的宏观环境变化

一个国家的宏观环境是影响企业价值的重要因素,宏观环境包括政治、经济、文化、技术等环境因素。政治环境,主要指国家政局的稳定性,如有无内乱、种族冲突、恐怖分子袭击等问题。经济环境包括经济发展周期性、通货膨胀变动情况、国际经济市场的变化等因素,主要受国家相关经济政策的影响。文化环境,指企业所处的社会结构、风俗习惯、价值观念、生活方式和文化传统等。技术环境,主要指科技进步水平及其对生产方式乃至对未来生活的影响。上述环境因素中有些因素是可以通过一定的知识和经验作出相对合理的预测的,如经济发展周期、通货膨胀变化、经济政策的调整等,有些因素则是无法预测的,如战争、疾病、国际环境的变化等。对于因不可预计的宏观环境变化而导致的企业经营业绩不如预期的问题,如2020年暴发的新冠肺炎疫情对全球经济和大部分企业的生产经营都造成了负面影响,则不应属于资产评估机构的责任范畴。

(2) 不可预计的产业政策变化和行业发展状态

一个行业的发展状态和趋势,国家的产业政策,以及相关行业的发展等都会对处于该行业中的企业价值产生直接影响。行业发展状态,主要指行业所处的发展阶段及其未来变化趋势(如行业是属于发展潜力巨大的新兴行业还是市场已接近饱和的夕阳产业)、行业发展的周期性变化等,其相对是可以合理判断的。国家的产业政策,是政府为了实现一定的经济和社会目标而对产业的形成与发展进行干预的政策,其可预见性取决于国家的经济发展水平、相关产业发展现状及需求等因素。比如,为促进新能源汽车产业的发展,国家在其发展初期大力推行补贴政策,但从行业整体发展的角度看这种补贴只是暂时性的扶持政策,是不可能永远持续的,这也是2020年相关补贴政策调整,意图通过提高技术门槛,降低补贴标准,增强产业竞争力的原因。就该产业政策而言,国家补贴的逐步减少是必然趋势,若对新能源汽车企业进行评估时完全不考虑该因素的影响,则可能过于乐观。又如影视文化行业,因我国实行较为严格的影视作品审查制度,文化主管部门经常会根据国家政治、经济、文化方面的相关诉求对部分作品予以限制,已完成拍摄和制作的影视作品可能会因此无法播出,企业经营业绩受到影响,而这些因素往往是很难合理预测的。对于此类不可预计的行业发展趋势和产业政策变化导致企业经营业绩预测无法实现,不应属于资产评估机

构的责任范畴。

(3) 企业经营策略变化导致的业绩下滑

企业经营过程中会根据市场环境、行业状况、技术进度等因素的变化而调整经营策略。经营策略的调整有一些是主动选择,如为了追求多元化的经营效益而开拓新的业务及产品领域;有一些是被动选择,如在行业情况不佳时通过调整产品结构(通过提高低毛利率产品的销售占比)以维持企业收入的高速增长。促使企业作出经营策略调整的原因是复杂而多样的,在评估时点往往也是无法很好地进行预测的,因此若出现这种情况导致的业绩不如预期,也不应属于资产评估机构的责任范畴。

(4) 并购整合失败导致的业绩下滑

企业并购重组成功的关键是整合,而收购方在接管、规划和整合的过程中将面临来自经营管理、财务管理、组织架构、人力资源、文化差异等多方面的不确定性,以及由此导致的并购失败的可能性。并购整合风险在评估时点是完全无法估计的,因此这种因为并购整合的风险导致的企业经营业绩不如预期,也不应属于资产评估机构的责任范畴。

(5) 企业管理层变动或主观能动性不足导致的业绩下降

在进行资产评估时,一般以企业的经营现状为基础对未来的盈利状况进行预测,企业管理层保持稳定并勤勉尽责地履行其经营管理职能是一个基本且合理的假设前提。但企业发展是动态的,企业管理人员的任免或离职都是正常现象,掌握重要资源的管理层变动有可能对企业的经营造成影响。此外,并购完成后,尤其是业绩承诺期结束后,企业管理层可能因缺乏激励或动力而选择更为保守的经营策略,也可能导致企业经营业绩的下滑。

以上诸多因素评估专业人员进行资产评估时点可能是无法合理预计的,因此从后期看,因为该等原因造成的对标的企业的不利影响,不应被视为资产评估机构及评估专业人员未尽勤勉尽责的责任范畴。

八、结论与建议

(一) 资产评估机构责任分析

1. 资产评估机构责任的认定

根据证券业务相关监管规定,基于证券服务机构保护投资者利益的核查把关责

任,资产评估机构对评估专业领域业务事项未履行特别注意义务,以及对其他业务事项未履行普通注意义务,均应承担相应的法律责任。

普通注意义务,又称一般注意义务,是指人们在一般社会生活领域所要求履行的注意义务。这类注意义务的特点是,它都是面对日常生活中“一般性”行为所提出的注意要求,而不是基于某种社会职务、职业等特殊活动领域的要求而产生的注意义务。从义务的渊源上来看,普通的注意义务一般是基于社会共同生活准则或者习惯等非成文的形式根据而产生的。违反这种普通的注意义务,就为追究普通过失责任提供了根据。

特别注意义务,又称专业注意义务,指基于行为人所从事的某种职业或者其具有的某种职务而产生的注意义务。这种特别的注意义务只是在行为人进行相应职务、职业活动时才会被要求。这类注意义务的特点在于,它都是面对与行为人的职务、职业活动相关的“特殊性”行为所提出的注意要求,而且主要发生在特定的专业领域,如证券、法律、审计、评估等领域。从义务的渊源上来看,特殊的注意义务主要是基于法律法规、特定行业规范、行为准则等成文的形式根据而产生的,违反特殊的注意义务,就为追究业务上的过失责任提供了根据。

资产评估机构的专业注意义务,指的是与价值估值及信息披露相关的、需要专业判断的职责要求,其估值行为受到资产评估相关的法律法规、行业规范、行业准则等的约束。资产评估机构违反专业注意义务,必定要承担相应责任。

资产评估机构的一般注意义务,指的是对非价值估值领域的其他信息,应凭借基本的常识或知识予以关注及复核,若发现相关文件的专业性内容可能存在疑点,应向专业领域(如审计、法律领域等)的专家进行核实确认,直到该疑点得到合理充分的释疑。对于一般注意义务事项,若资产评估机构能够证明自身履行了相关审慎核查和必要的调查、复核工作以排除原先的合理怀疑,则资产评估机构可以免责。

2. 资产评估机构与其他中介机构的责任边界

“看门人”的职责要求中介机构不能认为因为相关事项不属于其专业范围内事项而对其置之不理,仍应保持相应的注意义务,即要求券商、律师、会计师、评估机构不能“各扫门前雪”,而是要积极主动发现核查在并购重组过程中应当注意的疑点问题。但同时,中介机构之间应该权责分明,各自应就自身的专业领域履行专业注意义务、就非专业领域履行一般注意义务并承担相应责任,不可张冠李戴或“一刀切”。

在证券市场中,资产评估机构仅是证券服务主体之一,其与证券公司、会计师事

务所、律师事务所等中介机构经常共同为一家上市公司提供证券中介服务。从理论上说,这四类中介机构存在职责、功能上的划分,证券公司为统筹牵头方,会计师事务所负责对公司财务信息的真实性提供合理保证,律师事务所负责对公司法律风险作出评估与发表专业意见,资产评估机构则负责对企业价值提供合理评估。四类中介机构由于评价的是同一家公司的相关信息,因此其所依据的文件资料也会存在重合,同时也存在互为依据的情形。根据《资产评估准则——利用专家工作》第18条的规定,资产评估师在利用专业机构出具的专业报告时,应当关注其披露的、对专业报告结论存在重大影响的事项,并考虑其作为评估依据的可靠性。《上市公司重大资产重组管理办法》第17条第4款也有相关要求,规定“证券服务机构在其出具的意见中采用其他证券服务机构或者人员的专业意见的,仍然应当进行尽职调查,审慎核查其采用的专业意见的内容”。

从上述规章和评估行业自律规范来看,资产评估机构专业人员应当对其依据的由其他专业机构出具的报告的真实性和准确性、完整性负责,因而各证券服务中介机构之间的职责可能存在重叠,也导致各自责任边界比较模糊。在实务操作过程中,律师主要对标的企业经营活动的合法合规性进行梳理,对存在合法合规性方面问题的,督促企业妥善地解决,如构成对资产重组实质性的障碍,则提请上市公司方面考虑是否继续资产重组。会计师的职责主要是对标的企业历史经营业绩的真实性、财务处理的合规性进行判断,以确保最后出具的审计报告符合相关执业准则的要求,同时满足上市公司资产重组相关信息披露的要求。评估机构专业人员的主要职责是对企业基准日的资产状况、历史经营状况进行核查验证,并在此基础上对标的企业的价值进行评估判断。评估过程中先要根据企业及其资产的特点,确定拟采用的评估方法,对于拟采用收益法评估的,在核查分析标的企业历史年度经营业绩基础上,还要对标的企业管理层提供的未来盈利预测的合理性和可实现性进行复核,在获得必要的支持依据基础上进行评估测算。券商在对标的企业进行全面尽调后,综合其他各家证券服务中介机构工作成果,在对资产重组交易方案的合规性、信息披露的真实性和完整性确认后,形成资产重组审核申报材料。

从评估执业准则层面并没有强调在对企业价值进行资产评估时必须由会计师事务所对标的企业进行审计,《执业准则——企业价值》第12条规定:“资产评估专业人员应当尽可能获取被评估单位和可比企业经审计后的财务报表或者公开财务资料,无论财务报表是否经过审计,资产评估专业人员都应当根据所采用评估方法对财

务报表的使用要求对其进行分析和判断,但对相关财务报表是否公允反映评估基准日的财务状况和当期经营成果、现金流量发表专业意见并非资产评估专业人员的责任。”在涉及国有资产评估时,根据国务院国资委发布的《企业国有资产评估项目备案工作指引》(国资发产权[2013]64号),在评估项目备案申请时,应当向备案管理单位报送审计报告;在上市公司实施重大重组收购资产时根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组申请文件》相关要求需提供标的企业最近两年经审计的财务数据。在这样的规则下,如果标的企业未经过会计师事务所的审计,评估机构评估专业人员经过自身对企业提供的经营财务资料核查验证并经分析判断后,使用相关财务报表数据,一旦财务数据存在虚假等重大瑕疵,造成评估结论失实,评估机构及评估专业人员应承担的责任是显而易见的,只存在因故意串通还是因执业能力导致的重大过失的区别;而如果标的企业经过会计师事务所的审计并出具审计报告,所有的评估测算工作通常是在会计师事务所对标的企业进行审计并出具审计报告的基础上进行的,相关财务数据的口径也通常须与审计报告口径保持一致,在这种情况下,财务报告经营状况数据存在虚假等重大瑕疵情况,评估机构需要承担什么责任吗?从理论上说,标的企业在经过审计的情况下,会计师事务所应当对审计报告的质量负责,评估专业人员根据评估执业准则要求在对标的公司的财务资产状况进行必要的核查程序后,有合理理由相信审计报告的真实性、准确性与完整性,即评估专业人员执行的核查验证工作主要是为了合理确信审计报告的合规性,而不是直接对相关财务报表是否公允反映评估基准日的财务状况和当期经营成果、现金流量发表专业意见,因为要求评估专业人员对审计报告中的数据进行再核查似乎超越了评估专业人员的职责和能力范围。

以收益法评估为例,本文就以下几种典型的情况进行分析。

(1) 历史年度经营业绩存在虚假,未来也存在虚构业绩

经过审计的企业历史年度经营业绩存在虚假情形如虚构销售客户、夸大销售数量等。在这种情况下,如果评估专业人员核查验证工作不尽责到位,或是核查过程中发现相关迹象但是在确定未来业绩预测时,仍以虚构的销售客户、夸大的销售数量等为基础前提进行评估测算,最终导致高估评估结论,则评估机构应承担相关的责任。除非评估机构能充分说明其在未来确认的业绩预测中,通过必要的技术手段已经排除相关虚构客户、夸大的产品销售数量等因素,或是并未考虑相关虚构客户,亦未在夸大产品销售数量基础上进行的业绩预测。

(2) 历史年度经营业绩不存在虚假,存在虚构未来预测依据

这取决于评估专业人员在复核标的企业管理层所提供的未来业绩预测依据时核查工作的尽责程度。从部分行政处罚的案例中可以看出,评估专业人员取得作为评估依据资料的业务合同、订单是虚构的,合作框架协议也不具有可执行性,而评估人员未实施函证、访谈、核对等评估程序,就作为其确认的依据材料,显然未尽勤勉尽责义务。

(3) 历史年度经营业绩、财务报表存在合规性瑕疵

采用收益法评估时所需较多财务信息,包括由此形成的一些财务指标、财务比率等主要也是基于经过审计后的财务数据得出,评估专业人员按照准则要求对所取得的标的企业的经营财务资料进行必要的核查验证后决定是否使用,如果这些历史年度的经营财务数据的合规性、准确性存在瑕疵,如确认营业收入时不完全符合会计准则规定,或成本、费用、营运资产及负债的核算存在瑕疵等,一定程度上会影响评估专业人员的判断,最终导致评估结论出现偏差。出现这样的情况,尽管评估执业准则要求评估专业人员在利用专家报告时,设置了“核查所利用的专业报告”的责任义务,但其不应承担因审计机构的专业意见存在问题瑕疵而导致高估值的责任。

3. 资产评估机构与上市公司、标的企业的责任边界

收益法评估结论主要取决于对标的企业未来经营业绩情况的预计和判断。而企业实际的经营活动和经营业绩会受到国家宏观政策、行业及产业政策、各地方及区域政策、企业经营策略、企业管理层的各项经营决策以及企业中下层管理人员的实际执行情况等因素的综合影响。而收益法评估又必须在这些不可预见的情况下进行评定测算,这就会不可避免地要引入评估假设,当然前提假设必须合理,评估准则也明确了相关要求。比较常见的基本假设如:评估基准日后标的企业所面临的国家现行有效的相关法律法规,宏观经济、金融以及相关产业政策及外部经济环境不会发生不可预见的重大不利变化,亦无其他不可抗力的重大不利影响;标的企业目前及今后的管理层合法合规、勤勉尽职地履行其经营管理职能,不会出现严重影响企业发展或损害股东利益的行为;标的企业现有的高层核心管理人员、核心技术团队将持续稳定地为公司尽责服务,不会发生竞业禁止等损害公司正常运营的个人行为;标的企业未来一定时间内将保持现有经营模式的延续而不发生根本性的变化等。这些基本假设将会对标的企业的未来经营存在重大影响,而恰恰又是评估专业人员无法掌控的,所以这些合理的基本假设一定程度上也为评估机构与上市公司、标的企业之间的责任进行

了区分。

从评估实务操作层面看,评估专业人员的专业性在大多情况下体现为对标的企业核心价值的判断和估算,但其对标的企业的经营管理、对竞争对手的了解、对产品业务市场的熟悉程度、对企业经营业绩的把握等往往远不如标的企业管理层,所以基本上都由标的企业管理层根据自身的判断,提供未来几年可行的盈利预测,评估专业人员的主要职责就是根据自身的经验、取得的依据对其可实现性进行复核判断,如果存在依据不充分则可以与标的企业管理层沟通进行调整或提供进一步的依据,在这一过程中将充分体现评估专业人员的专业性和勤勉尽责的执业态度。那么,就算标的企业之前的预测非常符合当时的管理层经营业绩目标,评估专业人员也对其未来可实现性经过充分的核验认证,并最终与标的企业管理层、交易股东、上市公司方面达成一致意见,但是在未来经营过程中标的企业核心管理未能尽心尽责,也会导致预测时合理的业绩预测,最后未能实现。这在收购案例中频频发生,较为典型的是在业绩承诺期结束后,标的企业核心管理层缺乏职业经理人的经营管理原动力,造成标的企业经营业绩大幅下滑。这是评估机构、评估专业人员在评估时无法把控的关键事项。

就上市公司而言,在收购了一家公司的控股权后理应对其拥有控制权,这种控制权不只是体现为上市公司可以在财务层面合并标的企业的财务数据信息,还应体现为对标的企业管理人员的任免和日常经营管理的掌控,但实际上很多并购重组的失败案例都体现出上市公司对标的企业缺乏足够的控制力,导致业绩承诺期结束之后,标的企业管理层缺乏足够的激励机制和继续经营管理好企业的原动力。较典型的案例是轻资产运营行业的企业,轻资产运营行业的企业核心资源价值可能就是各类核心管理层及技术人员,这类人员往往又是标的企业的股东、上市公司资产重组中的交易对手,收购完成后或是业绩承诺期结束后,身份的转换很难再要求他们继续尽心尽责地去经营管理企业,而一旦上市公司无法在实施成功并购后的一段时间内有效控制和整合,标的企业的经营业绩就不可避免地大幅下降,标的企业的价值也会大幅缩水。从该意义上说,这种情况不属于“三高”情形,因为在实施并购的那一时点,往往无法预判这种人为因素,也不会在业绩预测的可实现性判断中予以实质性考虑。

(二) 课题建议

1. 加强法治建设,倡导科学执法

提升资本市场法治化水平,是一项长期的系统性工程。过往上市公司“三高”资

产重组事件频频发生,与违法违规成本低、处罚力度轻相关,这些因素一直备受市场诟病。2020年修订的《证券法》以及《刑法》相关修订均大幅提高了欺诈发行、上市公司虚假信息披露和中介机构提供虚假证明文件等违法成本,对遏制上市公司“三高”资产重组无疑具有极大的威慑力,但为了维护资本市场的有效运行和良性发展,要关注执法的科学性,不能有“一刀切”“乱世用重典”等矫枉过正的理念。

2. 提高评估机构对重组项目的参与度

在符合相关法律法规的前提下,应积极引导上市公司在实施资产重组并购计划时,让中介机构专业人员尽早参与。从实务案例中可以看出,评估专业人员作为专业的第三方估值人员尽早介入,除可以为交易双方提供专业的估值方法、交易定价方案外,还可以减少交易双方在商务谈判过程中可能存在的利益安排情形,也可以有效避免评估中预设评估值的情况发生,降低“三高”问题出现的概率。

3. 强化上市公司资产重组事中监督

评估人员在执业过程中的核查验证程序实施不到位,就比较容易出现“三高”问题,而通过在上市公司资产重组实施过程中加强对评估机构的事中监督,除了可以督促评估机构在评估执业过程中勤勉尽责,同时可以对上市公司、标的企业形成监管压力,减少评估执业过程中的不规范操作。

4. 在制度政策和实务层面引导上市公司加强对并购标的的整合管控力度

众多案例从事后看存在承诺业绩不达标或是承诺期后业绩大幅下滑的情形,从而被认为存在“三高”问题,实际上是上市公司并购完成后未能对标的企业实施有效管控,导致并购整合失败。理论上将其归类为“三高”情形并不合理,但是从损害上市公司股东合法权益的影响看并无差别。如果能对标的企业进行有效管控,或是对标的企业管理层实施有效激励,可能会避免后续经营中业绩大幅下滑的情况。

5. 完善评估准则建设,明确业务规则

按照《证券法》第160条的规定,会计师事务所、律师事务所以及从事证券投资咨询、资产评估、资信评级、财务顾问、信息技术系统服务的证券服务机构,应当勤勉尽责、恪尽职守,按照相关业务规则为证券的交易及相关活动提供服务。建议评估行业主管部门、行业协会结合相关法律法规及部门规章等,明确评估执业“勤勉尽责”的责任内容及责任边界,将各评估业务规则细化和明确,使评估机构及评估执业人员与证券监管部门、司法部门有统一的理解基础。

6. 引导评估行业分级管理,增强专业胜任能力

针对评估机构、评估专业人员专业胜任能力不足的问题,建议行业协会在参考评估机构规模、专业人员配置、行业经验、业务质量以及行业研究等因素后进行分级评价,并及时将评价结果提交证券监管部门,以利于证券监管部门实施更有针对性的日常监管,及时制止上市公司资产重组中缺乏专业能力的评估机构或评估专业人员参与主导评估工作。

7. 加大违法惩处力度,落实“看门人”制度

上市公司资产重组中的“三高”问题背后折射出的大部分是评估人员执业过程中未尽勤勉尽责之义务的后果。资产评估是一项专业化的工作,从核查验证程序直至出具评估报告的整个评估过程,每个环节无不需要评估人员尽心尽责、客观公正的执业态度。监管部门一旦查实评估执业过程中存在违法违规情形,要严厉处罚、绝不姑息,只有不断强化评估人员勤勉尽责的责任意识,才能真正落实资本市场“看门人”的角色定位。