

# 资产评估行业法律责任案例汇编

## 第二期

北京资产评估协会维权委员会

2025 年 12 月

**审核：**胡利勇、冯东丽、王新涛

杨洋、董志宾、张立华、郭颀

**执笔：**杨剑萍、李东峰、王化龙

汪仁华、孙君艺、杨洋

**校对：**杨洋

## 前 言

在全面依法治国向纵深推进、资本市场监管持续强化的时代背景下，资产评估作为市场经济定价体系的核心支撑，既是资产交易、资本运作的价值标尺，更是维护市场公允性、保护投资者权益的重要“看门人”。其执业质量直接关系到交易安全、国资保值增值与金融市场稳定，一旦出现执业偏差，极易引发民事赔偿、行政处罚乃至刑事追责的连锁风险，对行业公信力与可持续发展构成严峻挑战。

实践是检验执业规范的试金石，真实案例是最深刻的风险教材。北京资产评估协会维权委员会聚焦行业高频法律风险点，精选了五类具有典型性、代表性的法律责任案例——从评估假设缺乏有效依据、构成重大遗漏，到评估方法应用错误、核查与披露不充分；从核查程序缺位、参数选取失当导致减值测试失真，到未尽勤勉尽责义务致评估失真引发连带赔偿，再到收益法评估中对核心资产、盈利预测核查失察诱发高溢价并购风险。这些案例覆盖了企业价值评估、商誉减值测试等核心业务场景，涉及民事赔偿、行政处罚等多重责任形态，集中暴露了部分评估机构在执业程序、专业判断、风险防控等方面存在的突出问题，其教训深刻且发人深省。

为帮助资产评估机构及从业人员精准识别执业红线、深刻理解法律责任边界，我们对案例进行了系统性梳理与深度剖析，提炼核心问题、解读准则依据、明晰责任逻辑。期望通过这些鲜活的实践案例，引导全行业恪守《资产评估法》

《证券法》等法律法规及执业准则，强化质量控制体系、筑牢风险防线，秉持独立、客观、公正的专业立场，提升勤勉尽责的执业能力。

今后，委员会将持续追踪行业监管动态与法治建设进程，不断丰富案例库、深化分析维度，为广大会员提供更具针对性的风险指引。因编写水平所限，本汇编难免存在疏漏与不当之处，恳请业界同仁批评指正。

# 目 录

案例一：评估假设无有效依据、构成重大遗漏 . . . . .	1
一、案例说明 . . . . .	1
二、要点分析 . . . . .	2
三、行业启示 . . . . .	4
案例二：评估方法应用错误、核查与披露不充分 . . . . .	6
一、案例说明 . . . . .	6
二、要点分析 . . . . .	6
三、行业启示 . . . . .	10
案例三：核查程序与参数失当，减值测试结果失真 . . . . .	13
一、案例说明 . . . . .	13
二、要点分析 . . . . .	18
三、行业启示 . . . . .	19
案例四：未尽勤勉核查之责，评估失真致连带赔偿 . . . . .	21
一、案例说明 . . . . .	21
二、要点分析 . . . . .	28
三、行业启示 . . . . .	30
案例五：收益法评估失察，致高溢价并购担责 . . . . .	32
一、案例说明 . . . . .	32
二、要点分析 . . . . .	36
三、行业启示 . . . . .	41

## 案例一：评估假设无有效依据、构成重大遗漏

### 一、案例说明

HZ 公司成立于 1994 年 6 月，主营工业机器人制造、汽车零部件及配件制造、机械设备租赁、汽车零部件研发、移动终端设备销售、园区管理服务以及工程管理服务。2017 年 8 月，原某经济技术开发区管委会与 PLS 公司签署《战略合作框架协议》，同意由 PLS 公司通过境外关联公司 CLH 公司与 HZ 公司股东 KSF 集团进行海外股权交易，取得 HZ 公司的 100% 股权，并对 HZ 公司进行全面改造升级，打造科技产业园区。

地方国资控股公司 DXC 拟收购 HZ 公司全部股权，特委托 A 评估公司对 HZ 公司股东全部权益价值在评估基准日 2023 年 2 月 28 日的市场价值进行评估，A 评估公司接受委托，于 2023 年 5 月 8 日出具了评估报告。

后经监管部门检查，发现该报告存在以下主要问题：

评估假设无有效依据，明显不合理。该报告采用资产基础法对 HZ 公司股东全部权益价值进行评估，评估结论 21,609.22 万元，CLH 公司为 HZ 公司股东及债权人。该报告使用“如果 CLH 与买方根据《股权转让意向书》第二条约定的交易对价完成股权转让，CLH 同意放弃对 HZ 公司的目标债权；假设本次交易可以完成，CLH 同意放弃对 HZ 公司的目标债权人民币 59,302,888.93 元，因此本次评估将相应的其他应付款款项 59,302,888.93 元视为 CLH 公司同意放弃，评估结果为零”作为评估假设。检查发现，评估档案收集的《股权转让意向书》并没有 CLH 公司同意放弃对

HZ 公司目标债权的明确表述，且无双方签章，涉及金额 59,302,888.93 元，占评估结论的 27.44%。

依据《资产评估行业财政监督管理办法》第四十六条，上述事项构成重大遗漏，财政部门给予 A 评估公司警告的行政处罚，给予签字资产评估师警告、责令停止从业六个月的行政处罚。

## 二、要点分析

### （一）评估假设无有效依据

《资产评估准则术语 2020》第 29 条，“评估假设是指资产评估专业人员在现实普遍认知的基础上，依据客观事实及事物发展的规律与趋势，通过逻辑推理，对评估结论的成立所依托的前提条件或者未来可能的发展状况作出的合理的推断或者假定”。评估假设需要依据有限事实，并通过一定的推理，对于所研究的事物做出合乎逻辑的假定说明，也即评估假设不能脱离实际情况，缺乏合理的依据。

A 评估公司在该评估项目中，在评估报告特别事项说明部分披露“如果 CLH 公司与买方根据《股权转让意向书》第二条约定的交易对价完成股权转让，CLH 公司同意放弃对 HZ 公司的目标债权。假设本次交易可以完成，CLH 公司同意放弃对 HZ 公司的目标债权人民币 59,302,888.93 元，因此本次评估将相应的其他应付款款项 59,302,888.93 元视为 CLH 公司同意放弃，评估结果为零。”

该假设依据的事实是 CLH 公司与买方签订的《股权转让意向书》中的第二条。

A 评估公司提供的评估档案中，CLH 公司与 DXC 签订的《股

股权转让意向书》第二条约定“双方同意，乙方将根据甲方把相关遗留问题处置到位的情况（包括但不限于目标公司的债务处理完毕等）、法律以及财务尽职调查结果、股权评估等国资交易程序履行结果以及上会决策等决定是否具备本次收购的条件，在具备本次收购条件后双方尽可能在 2023 年 5 月 31 日内签署正式的股权转让协议。双方同意本次交易的项目物业的估值为人民币 24,781.784925 万元计算方式为人民币 176.45 万元/亩乘以 140.4465 亩（下称“交易对价”）。该估值不包括交易对价应根据目标公司在股权交割日净资产进行调整的部分。最终交易对价及对价调整机制，应由双方协商达成一致后陈述在双方共同签署的股权转让协议和其他有法律约束力的文件（合称“正式交易文件”）之中。在正式交易文件签署完毕以后，在双方在正式交易文件的支付条件已全部得到满足后的 15 个工作日内，乙方应将全部股权转让款支付至甲方指定的收款账户”。

上述《股权转让意向书》并没有评估报告特别事项说明中披露的“CLH 公司同意放弃对被评估企业目标债权”的明确表述，也不能根据合同条款合理推断出 CLH 公司同意放弃债权。该评估假设依据的有限事实与客观事实不符，缺少合理依据。

## （二）核查验证程序未关注合同有效性

《中华人民共和国资产评估法》第十三条规定，“评估专业人员应当履行下列义务：……，（四）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”。

《资产评估执业准则——资产评估程序》第十五条规定“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”。

《资产评估专家指引第8号——资产评估中的核查验证》第二十八条“资产评估专业人员采用书面审查、实地调查、查询等方式，对企业提供的投资协议、公司章程、公司制度、股权买卖协议或者回购协议等资料进行核查，应当查看相关印章、签字是否清晰、完整，与企业管理层进行访谈，……”。

A评估公司提供的评估档案中的《股权转让意向书》第8条，效力/期限部分约定：“第3条至第9条在本意向书签署后具有法律约束力，第1条至第2条对双方不具有约束力，双方将继续就股权转让交易协商，争取尽早签订正式转让协议。如乙方拟进行收购，双方将就转让价格及其他条件进行进一步地商务谈判并另行签署具体的股权转让协议”；“本协议经双方签署之日起生效”。

评估人员在对《股权转让意向书》核查过程中，未履行查看相关印章、签字是否清晰、完整的程序。导致未发现重要评估依据《股权转让意向书》未经双方签章，不属于生效的文件；且未关注到《股权转让意向书》第8条约定“第1条至第2条对双方不具有约束力”对评估结论的影响。

### 三、行业启示

该案例中，资产评估人员在资产评估过程中对重要资料股权转让意向书核查验证程序履行不到位，未能发现评估报告所利用的重要合同未经双方签章，合同尚未生效，且报告中所披露的内容与合同内容不一致，导致重要评估假设无有效依据，进而使资产评估项目出现重大执业风险，给我们也敲响了警钟。

评估假设是一个非常重要的评估要素，它是评估结论成立的基础和前提，评估假设的变化可能对评估结论产生难以估量的影响，资产评估人员绝不可以用预设的结果倒推设定满足此条件的所谓假设。

资产评估人员在执行资产评估业务中，需要对收集的资料进行充分分析和判断，合理设定评估假设，科学合理的使用评估假设，充分披露评估假设及其对评估结论的影响，确保评估假设符合评估对象内在发展逻辑和外部现实条件。

## 案例二：评估方法应用错误、核查与披露不充分

### 一、案例说明

A 投资开发有限责任公司（某国有市属投资公司，以下简称“A 公司”）拟收购 B 公路工程实业有限公司（民营企业，以下简称“B 公司”）100%股权。H 房地产土地资产评估有限责任公司（以下简称“H 评估公司”）接受委托后，派出 5 人评估组开展了评估工作，经 H 评估公司内部审核后出具了资产评估报告，并按资产评估委托合同收取了评估服务费。A 公司以 H 评估公司出具的资产评估报告所列示的评估结果完成了对 B 公司的股权收购行为。该项目后经监管部门检查，发现 H 评估公司出具的资产评估报告存在诸多执业质量问题。

### 二、要点分析

根据上述案例基本情况介绍，该项目为企业价值评估业务。H 评估公司采用了收益法（具体是采用企业自由现金流模型）、资产基础法对 B 公司的股东全部权益价值进行了评估，其中收益法评估结果为 23,000 万元，资产基础法评估结果为 31,000 万元，最终采用资产基础法作为评估结论。经检查，发现该资产评估报告存在以下问题：

#### （一）采用资产基础法评估时存在的错误

##### 1. 未考虑停工多年的在建工程贬值因素

该项目在建工程于 2013 年开建，2015 年停工，评估基准日为 2024 年 12 月 31 日。资产评估专业人员以项目尚处于基建阶段为由，未结合评估对象长期停工的实际情况，分析在建工程长期停工的经济原因、将来复工的可能性、复工存在的工程准备费

用及对原有工程修缮加固费用等影响资产贬值的因素。

## 2. 在建工程重置成本估算不合理

(1) 评估说明披露“企业编制其预算时参考定额为《铁路工程预算定额(2010)》，截至评估基准日，最新定额为《铁路工程预算定额(2017)》，本次评估通过对其开工之日至评估基准日定额的基价涨幅，采用造价指数调整法评估。本次摘录了 15 项工程对 2010 年的定额与 2017 年的定额进行对比，通过定额比较，基价平均涨幅约 10%，故本次评估以企业实际发生的工程费再乘以工程造价增长率确认其评估值”。经检查，该 15 项工程所包含的分项工程定额基价增长率差异较大，最大增长 32.14%、最小增长-27.6%，以这 15 项工程所包含的分项工程定额基价增长率的算术平均值作为工程造价增长率的做法不合理。

(2) 在建工程主要包括路基工程、桥涵及隧道工程。资产评估专业人员仅按照路基工程定额基价，未选择桥涵工程定额和隧道工程定额的相关定额基价。同时，根据《铁路工程预算定额(2010)》和《铁路工程预算定额(2017)》，路基工程定额分别包含 521 项工程内容和 497 项工程内容。资产评估专业人员仅采用其中 15 项内容作为定额基价增长率测算基础，未说明理由。

(3) 未考虑 2017 年至评估基准日(2024 年 12 月 31 日)工程造价的变动情况。

上述问题违反了《资产评估执业准则——不动产》第二十五条“资产评估专业人员应当综合考虑可能引起不动产贬值的主要因素，估算各种贬值。建筑物的贬值包括实体性贬值、功能性贬值和经济性贬值。确定建筑物的实体性贬值时，通常综合考虑建

筑物已使用年限、经济寿命年限和土地使用权剩余年限的影响”的相关规定。

### 3. 长期待摊费用评估错误

该资产评估报告中的长期待摊费用为某市中级人民法院追缴的走私违法所得和罚金，资产评估专业人员以账面“核实后的数额”作为评估价值。该账面值不属于企业拥有或者控制的、预期会给企业带来经济利益的资源，应评估为零。

## （二）采用收益法评估时存在的错误

1. 收益法评估结果未扣除付息债务。B 公司评估基准日短期借款 2,217 万元、长期借款 500 万元，资产评估专业人员未扣除上述借款。

2. 收益法评估中漏评一年内到期的非流动资产、长期应收款、合同资产等价值。

3. 收益法计算中，预测期间的利润总额为负值，资产评估专业人员采用利润总额乘以所得税率预测所得税费用，由此出现所得税费用预测数为负值的情形。

4. 折现率计算采用的可比公司不可比。资产评估专业人员采用收益法计算折现率时，选取三家可比公司，其中两面针（600249.SH）属于化学原料和化学制品制造业，H 公司属于基础建设，选取两面针（600249.SH）作为可比公司不具有可比性。

（5）收益法永续期折现系数计算错误。收益法计算表中“以后年度”即永续期的折现系数计算公式错误，错将 2027 年折现年限链接为 2026 年折现年限。

上述问题违反了《资产评估执业准则——企业价值》第五条

“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。”的相关规定。

### （三）资产评估报告未披露重要事项

公司章程显示，截至评估基准日 B 公司的股东 T 公司出资额占注册资金的比例为 63%，W 公司出资额占注册资金的比例为 37%。而该公司股东会决议显示，两股东实际享有权利分别为 60%和 40%。股东出资比例与实际享有比例不一致。本次评估目的为股权收购，评估报告中未披露上述重要事项。

上述问题违反了《资产评估执业准则——资产评估报告》第二十五条“资产评估报告的特别事项说明包括：（一）权属等主要资料不完整或者存在瑕疵的情形；（二）委托人未提供的其他关键资料情况；（三）未决事项、法律纠纷等不确定因素；（四）重要的利用专家工作及相关报告情况；（五）重大期后事项；（六）评估程序受限的有关情况、评估机构采取的弥补措施及对评估结论影响的情况；（七）其他需要说明的事项。资产评估报告应当重点提示资产评估报告使用人对特别事项予以关注。”的相关规定。

### （四）资产评估报告载明的评估目的与资产评估委托合同约定不一致

资产评估委托合同约定的资产评估目的为股权收购，而资产评估报告载明的评估目的为股权转让涉及的课税提供参考。合同履行中约定内容发生变化，H 评估公司未与 A 公司就变更事项对资产评估委托合同的相关条款进行修订或就变更事项签订补充

协议。

上述问题违反了《资产评估执业准则——资产评估委托合同》第十九条“资产评估委托合同订立后发现相关事项存在遗漏、约定不明确，或者在合同履行中约定内容发生变化的，资产评估机构可以要求与委托人订立补充合同或者重新订立资产评估委托合同，或者以法律允许的其他方式对资产评估委托合同的相关条款进行变更。”的相关规定。

### 三、行业启示

企业价值评估业务在评估实务中是常规业务。在持续经营且具备采用两种评估方法时，评估方法的选用既是评估准则的规范要求，也是全面、客观反映被评估单位实际价值的科学估值理念。在具体测算中，评估模型、重要评估参数的选取直接影响最终结果，尤其是在国有企业与民营企业的交易中，评估方法的选择尤为重要。

本案例对标的公司股权价值的评估，分别采用资产基础法、收益法进行了评估，但在两种方法的测算中都出现了不同程度的错误，导致最终评估结果存在重大不确定性。如资产基础法中对在建工程的评估，既不考虑长期停工的实际情况，也未分析将来复工的可能性等有可能导致发生实体性、功能性、经济性贬值等因素，而是按照正常在建工程的使用年限及尚可使用年限计算成新率，未考虑现场勘查情况，从而造成评估结论高估。

再如收益法评估结果未扣除付息债务，也会造成评估结果的高估。本案例评估目的是股权收购，评估对象是B公司股东全部权益价值，因此评估结果对应的应该是股东所享有的权益。众所

周知，一家公司的整体价值是由债权人及股东两种投资者共同创造和拥有。我们在评估股东全部权益价值时，应该扣除不属于股东的、需要优先偿还的“付息债务”。本案例采用的是企业自由现金流模型，折现后得到的是企业自由现金流。这个现金流是在支付利息之前的，是属于整个包括债权人和股东在内的整个公司的现金流。因此，如果要得到股权价值，就必须从企业价值中扣减付息债务。

折现率计算过程中选取的可比公司不可比也是实务中经常出现的错误情形之一。可比公司的选取标准包括行业分类相同或相似、提供相似的产品或服务、收入的地域构成及客户集中度及业务模式相似、运营风险及财务风险相似等，其中，行业分类相同或相似是首要考虑的因素，且应优先使用细分行业。实务中常采用的方法是首先确定目标公司所在的行业，然后选取该行业内的上市公司进行分析，其中关键步骤是要深入分析行业内部特征，而不是简单的依赖宽泛的行业分类代码。如本案例，B公司是基础建设行业，可比公司却选择了化学原料和化学制品制造业，行业分类出现了错误，从而导致评估结果存在重大不确定性。

从本案例可以看出，H评估公司资产评估专业人员缺乏对基本评估知识的掌握，无论是资产基础法还是收益法。

此外，在评估实务中，部分资产评估专业人员对资产评估委托合同约定的条款不够重视。如本案例，资产评估报告中所描述的评估目的与资产评估委托合同中约定的评估目的不一致，我们暂且不论造成上述不一致的原因，单就从结论来看，已经违反了评估准则的规定。而且该不一致很有可能导致后面发生潜在的风



险事件，因为无论是监管部门还是法院，最终是以具有法律效力的资产委托合同为判断依据。

总之，此案例充分反映了资产评估专业人员对评估准则理解不到位，对评估基础知识缺乏了解，对评估风险认识不足。在目前强监管的态势下，资产评估专业人员只有恪守职业道德准则，努力提升专业技术水平，才能够提升行业公信力，服务于社会经济的高质量发展。

## 案例三：核查程序与参数失当，减值测试结果失真

### 一、案例说明

#### （一）评估项目基本情况

2022 年 3 月 29 日，X 公司委托 A 评估公司对 Y 公司合并报表层面分摊了商誉后 X 公司业务资产组的可回收价值进行评估。2022 年 4 月 24 日，A 评估公司出具《Y 公司拟对合并 X 公司形成的商誉进行减值测试涉及的环境治理业务资产组可回收金额资产评估报告》，签字评估师为朱 XX、张 XX。

（二）A 评估公司未勤勉尽责，出具的资产评估报告存在虚假记载

#### 1. 未对收入预测执行必要的核查程序

A 评估公司对 X 公司 2022 年营业收入的预测包括以前年度项目合同额的存量收入以及 2022 年度新增项目的增量收入，同时适当考虑了在手订单、跟单项目转化为在手订单的可能性和行业增速等因素进行预测。预测结果为 X 公司 2022 年实现收入 6.99 亿元，除在手订单 1.97 亿元外，剩余预测收入 5.02 亿元依据公司正在跟踪的 10 个项目。对于该 10 个跟踪项目，A 评估公司未取得相关项目资料，未见执行必要的核查程序，对 10 个跟踪订单项目转化为在手订单的概率没有提出质疑，评估底稿中未记录各年收入增长率的确定依据，未分析对评估结论的影响程度并在评估报告中予以披露。

#### 2. 折现率参数选取不合理

（1）目标资本结构选取不合理。A 评估公司采用目标资本结构计算折现率，目标资本结构选取可比公司的平均资本结构。但

可比公司的平均资本结构为 73.97%，与评估基准日 X 公司实际资本结构 5.36% 及前期采用的资本结构 0 差异巨大，未进行适当调整；在 X 公司已明显缺乏融资能力的情况下，采用的目标资本结构缺乏合理性。

(2) 可比公司选取不适当。A 评估公司出具的评估报告中，可比公司选择标准条件之一为“近年盈利公司”。但实际选择的可比公司却包含一家已公开披露业绩亏损预告且 2021 年净利润为负的上市公司，该公司不符合评估过程设定的选取条件。

A 评估公司的上述行为不符合《资产评估执业准则——企业价值》第七条、第二十三条第三款、第二十六条和《监管规则适用指引——评估类第 1 号》基本要求中“执行延续性评估项目时，应当关注不同基准日折现率测算的合理性，特别是具体参数等较前次评估基准日发生明显变化的，应当在资产评估报告中充分说明理由”、贝塔系数中“应当综合考虑可比公司与被评估企业在业务类型、企业规模、盈利能力、成长性、行业竞争力、企业发展阶段等多方面的可比性，合理确定关键可比指标，选取恰当的可比公司，并应当充分考虑可比公司数量与可比性的平衡”的规定。

### 3. 未审慎利用审计机构函证结果

A 评估公司对于货币资金及其他往来科目执行函证程序时采用了审计机构的函证结果，但未执行必要的程序对审计机构函证结果的可靠性、合理性进行核查验证，未对获取的回函进行整理统计，未对函证回函金额以及占相应科目余额的比例进行分析，未对其充分性进行评价。

#### 4. 独立性风险控制程序不到位

评估工作底稿中项目组独立性声明部分缺少参与项目的成员签名。

上述违法事实，有评估报告、评估工作底稿、情况说明、相关人员询问笔录等证据证明，足以认定。

#### （三）行政处罚及经过

A 评估公司的上述行为违反了《证券法》第一百六十三条的规定，构成《证券法》第二百一十三条第三款所述“证券服务机构违反本法第一百六十三条的规定，未勤勉尽责，所制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的”的情形。签字评估师朱 XX、张 XX 是直接负责的主管人员。

A 评估公司及其代理人、朱 XX、张 XX 在申辩材料和听证过程中提出：

其一，对 10 个跟踪项目的预测履行了程序，主要是与企业沟通，提供了含有具体要求的预测表格，企业筛选后确认的项目提供给 A 评估公司。10 个项目不能孤立看待，预测工作站在更宏观的市场角度综合考虑。

其二，从市场参与者的角度和最佳利用原则出发，采用目标资本结构进行测算，符合相关准则的规定，也是行业通常做法。评估人员忽略了其中一家可比公司的业绩预告，认为剔除亏损因素，该公司符合其他三项条件，且与上年减值测试的可比公司一致。

其三，货币资金、经营性往来不在本次评估范围内，对收集的审计机构函证结果履行了纸质原件核对、原件扫描、分析该函

证行为的目的、核实函证基准日、通过询问方式了解审计机构的函证控制程序等核查验证程序。

其四，独立声明中报告签字人及内审审核人均有签字，符合相关准则规定。未签字的人员南某良非项目组成员，仅从事打印装订底稿工作，未在独立性声明上签字不违反独立性要求。

综上，A 评估公司请求减轻或免除处罚，朱 XX、张 XX 请求免除处罚。

针对当事人及其代理人的申辩意见，经复核，监管部门认为：

第一，根据《资产评估执业准则——企业价值》第七条、《资产评估专家指引第 8 号——资产评估中的核查验证》第一条、第五条、第九条第二款第二项规定，资产评估专业人员应当依法对资产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。评估工作底稿中无 10 个跟踪项目核查验证的相关资料，未对无法实施核查验证的事项予以说明，亦未对评估结论的影响程度进行分析；无与企业沟通等核查验证程序记录，无法证明是否进行询问以及具体询问内容；相关人员询问笔录显示没有项目具体资料、没有走访核实跟踪订单涉及的客户、供应商。在案证据证明评估过程中未对收入预测依据的 10 个跟踪项目资料的真实性、准确性、完整性进行核查验证，不符合上述规定要求。

第二，根据《监管规则适用指引——评估类第 1 号》关于资本结构的规定和《资产评估专家指引第 12 号——收益法评估企业价值中折现率的测算》第十八条规定，如果采用目标资本结构，取值可以参考可比公司或者行业资本结构水平，并分析企业真实

资本结构与目标资本结构的差异及相关影响，考虑是否需要采取过渡性调整等措施。相关人员询问笔录显示“2021 年评估时采用了可比公司的目标资本结构是事务所统一要求使用的模版，过程中未考虑其他因素。”本案中，目标资本结构与真实资本结构差异明显巨大，在案证据证明评估过程中未对差异及影响进行分析并适当调整，不符合上述规定要求。

根据《监管规则适用指引——评估类第 1 号》相关规定，执行延续性评估项目时，应当关注不同基准日折现率测算的合理性，特别是具体参数等较前次评估基准日发生明显变化的，应当在资产评估报告中充分说明理由。确定贝塔系数时应当综合考虑可比公司与被评估企业在业务类型、企业规模、盈利能力等多方面的可比性。相关人员询问笔录显示“主要考虑到公司业务内容比较相似，关于可比公司选取，评估行业没有明确要求，我们尽量保持与前期历史一致”“一般情况是不选取可比公司是亏损的情况”“当时仅看了规模，主要认为业务规模上比较可比，关于可比公司亏损的情况当时没有考虑的那么细致”。在案证据证明评估过程中未考虑可比公司与被评估企业在盈利能力方面的可比性，未关注可比公司相关情况并进行核查验证，评估报告中亦未对具体参数较前次评估基准日发生明显变化充分说明理由，不符合上述规定要求。

第三，根据《资产评估执业准则——资产评估程序》第七条、第十五条，《资产评估执业准则——企业价值》第七条，《资产评估专家指引第 8 号——资产评估中的核查验证》第一条、第五条规定，资产评估专业人员应当依法对资产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。评估报告显示，评估涉及营运资金的测算，使用了函证记录的相关数据。评估工作底稿中无对审计机构函证结果履行了核查验证程序的记录和资料。在案证据证明评估过程中未对使用资料的真实性、准确性、完整性进行核查和验证，不符合上述规定要求。

综上，监管部门对当事人及其代理人的申辩意见不予采纳。

根据当事人违法行为的事实、性质、情节与社会危害程度，依据《证券法》第二百一十三条第三款的规定，监管部门决定：

责令 A 资产评估有限责任公司改正，没收业务收入 84,905.66 元，并处以 60 万元罚款；

对朱 XX、张 XX 给予警告，并分别处以 30 万元罚款。

## 二、要点分析

### （一）关于未对收入预测执行必要的核查程序

分析：根据 A 评估公司及其代理人、朱 XX、张 XX 在申辩材料和听证过程中提出，对 10 个跟踪项目的预测履行了程序，并与企业进行了沟通。根据会计准则，商誉减值测试的未来收益情况由标的企业管理层进行预测，评估机构在此基础上进行核查验证。尽管可能由于客观原因，无法取得一些资料，也会参考历史年度的收益情况对预测情况进行一个判断，但应该取得企业管理层对未来收益预测的逻辑，并且应该有底稿支撑。

关于“相关人员询问笔录显示没有项目具体资料、没有走访核实跟踪订单涉及的客户、供应商。”的问题，通常评估机构是很难做到的，因在未签订相关合同的情况下，下游客户一般是不会配合访谈的。

## （二）关于折现率参数选取不合理

分析：关于资本结构的问题，应该会比较有争议的问题，仅从这个参数看，差异是比较大，看起来会对评估结论产生较大的影响。但从折现率的本质看，折现率理论上就是期望报酬率，我们通常认为上市公司是经营管理都比较好的公司，也就是说上市公司的报酬率能代表大部分投资人的预期要求，从这个角度看，采用可比公司的平均资本结构也不是不可以的。

关于报告中披露可比公司选择标准条件之一“近年盈利公司”，但实际选择了一家已公开披露净利润为负的上市问题，应该属于瑕疵，评估机构和评估人员在执业中应严格避免的。

## （三）关于未审慎利用审计机构函证结果

这应该是一个评估机构在执业时比较纠结的问题。监管机构认为评估机构对于货币资金及其他往来科目执行函证程序时采用了审计机构的函证结果，需要执行必要的程序对审计机构函证结果的可靠性、合理性进行核查验证，对函证回函金额以及占相应科目余额的比例进行分析，未对其充分性进行评价。评估机构通常认为：商誉减值测试评估报告是为财报目的服务的，为上市公司出具财报服务的，可以理解为审计机构工作底稿的一部分，是在审计机构认可的数据是准确的前提下，得出的评估结论才是准确的，才能作为审计机构的的工作底稿，此前提下直接引用审计机构函证和数据理由应该是充分的。

这种情况下需要行业对评估相关规范进行进一步解读，避免监管部门和评估机构理解上的偏差。

## 三、行业启示



核查验证程序性问题是监管的重点。几乎没有一个案件不涉及此问题，主要原因是监管部门和评估机构对相应准则理解上存在一定的偏差。建议评估行业要对相关的评估规范进行科学合理解读，便于监管部门和评估机构对评估规范理解趋同，规避行业执业风险。

折现率问题也是特别被关注的问题。各家评估机构根据自身掌握的上市公司的相关数据进行测算，各家的理解也不尽相同。结合折现率的本质，建议能有一个更具体可行的指导文件出台，明确具体调整指引，避免行业理解不统一的情况。

建议修改完善《以财务报告为目的的评估指南》，对以财报为目的的评估业务，在利用审计机构对历史数据的工作基础方面进行合理性指导。

## 案例四：未尽勤勉核查之责，评估失真致连带赔偿

### 一、案例说明

#### （一）上市公司重大资产重组与问题暴露

2016 年 7、8 月，广东 L XKJ 有限公司（以下简称 L XKJ）与南京 KNJD 股份有限公司（以下简称 KNJD）接触，筹划资产重组。

2017 年 3 月 24 日，KNJD 披露了经董事会审议通过的《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》（以下简称《重组报告书（草案）》）。根据《重组报告书（草案）》，KNJD 拟向廖某茂等 16 位自然人及东莞市 Z 股权投资合伙企业（有限合伙）等 4 家机构购买其持有的 L XKJ100% 股权。

2018 年 6 月 22 日，KNJD 向上海证券交易所提交公告申请，并收到上海证券交易所上市公司监管一部《关于对 L XKJ 董事长涉嫌违规担保等事项的问询函》（上证公函【2018】0713 号，以下简称“《问询函》”）。6 月 23 日，KNJD 发布《关于 L XKJ 董事长涉嫌违规担保等事项暨重大风险提示性公告》公司发现“全资子公司广东 L XKJ 有限公司董事长兼总经理廖某茂（同时担任公司董事、副总裁）涉嫌存在利用职务便利以 L XKJ 名义违规对外担保等事项。”

2018 年 7 月 24 日，KNJD 发布《关于公司全资子公司 L XKJ 涉及相关诉讼的公告》，L XKJ 存在担保和债务纠纷，涉案金额超过 4 亿元。同日，KNJD 发布《关于上海证券交易所〈关于对 L XKJ 董事长涉嫌违规担保等事项的问询函〉的回复公告》。

2019 年 1 月 31 日，KNJD 公告预亏，就 L XKJ 诉讼担保等事

项计提大额预计损失 5 亿元-9 亿元。2019 年 4 月 30, KNJD 发布 2018 年年报, 经测试, 合并报表计提减值损失金额 298,430.00 万元, 其中: 商誉计提减值 227,149.16 万元。本期资产减值损失大幅增加的原因, 主要系 L XKJ 原董事长廖某茂利用职务便利以 L XKJ 名义违规对外担保等事项披露以后, 对 L XKJ 生产经营产生了一系列的重大不利影响, 包括大量违规担保、供应商起诉、银行账户被冻结、廖某茂被公安机关立案侦查并刑拘等, L XKJ 生产经营难以为继, 资产出现大幅减值, 承诺业绩预计无法实现。

## （二）资产评估机构工作

上海 DD 资产评估有限公司（以下简称 DD 评估）2017 年 03 月 23 日出具《南京 KNJD 股份有限公司拟发行股份及支付现金购买资产所涉及的广东 L XKJ 有限公司股东全部权益价值评估报告》和《上海 DD 资产评估有限公司对〈南京 KNJD 股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书〉援引其出具的结论性意见的同意书》。

依 DD 评估出具的《企业价值评估报告书》，评估基准日 2016 年 12 月 31 日，按照资产基础法评估，被评估单位（L XKJ）在基准日市场状况下股东全部权益价值评估值为 90614.19 万元，按照收益法评估，股东全部权益价值评估值为 340,200.00 万元。采用收益法作为评估结论，L XKJ 股权评估值 340,200.00 万元，比审计后合并账面净资产增值 258,746.82 万元，增值率 317.66%。

2017 年 9 月，DD 评估出具《关于〈南京 KNJD 股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易行政许可项目审查一次反馈意见通知书〉之反馈意见回复》。经核查，

评估师认为：结合合同签订和执行情况分析，LXKJ 报告期营业收入增长具有合理性，LXKJ2016 年新增金属结构件精细表面处理业务并实现大额收入具有合理性。报告期内，LXKJ 的出口模式为通过广东 ZX 和东莞 RX 进行间接出口，外贸公司收到终端客户的货款后按照协议约定向 LXKJ 支付货款，以人民币结算，外贸公司自担汇率风险，LXKJ 对于汇率影响的风险已经有相应的措施，故汇率对企业经营风险较小。未来，标的公司会逐渐提高直接出口的比例，在直接出口模式下，标的公司将采用有效手段应对汇率风险。汇率波动对 LXKJ 收益法评估值影响较小。评估师认为：根据 LXKJ2017 年 1-6 月已实现的营业收入情况，并结合 LXKJ 已取得的在手订单及签订的框架协议分析，LXKJ2017 年度预测营业收入具有可实现性。根据历史年度业绩增长情况、行业发展趋势及增长率、需求状况、合同签订和执行情况分析，LXKJ2017 年及以后年度评估预测营业收入具有合理性。评估师认为：依据 YMT（注：LXKJ 子公司）2017 年 1-6 月已实现营业收入情况，并结合 YMT 未来项目情况分析，YMT2017 年收入延期可能对 YMT 当期收入的实现会有影响，但对 LXKJ 合并的总体业绩实现情况基本没有影响。结合行业增长情况、客户情况、需求状况分析，YMT 评估预测营业收入具有合理性。经核查，评估师认为：本次评估对 LXKJ 收益法评估折现率选取合理，和行业近期可比交易选取的折现率基本一致，相关所得税税收优惠政策具有可持续性，LXKJ 通过高新技术企业复审并继续享受上述税收优惠政策不存在实质性法律障碍，如 LXKJ 未能通过高新技术企业复审，所得税税率的变动对评估值具有一定影响。

2018年7月23日，DD评估出具《对上海证券交易所〈关于对LXKJ董事长涉嫌违规担保等事项的问询函〉的回复》。回复称DD评估作为KNJD重大资产重组项目的评估机构，在重组尽职调查过程中对LXKJ质押、担保情况实施了必要的调查程序，并对所取得的资料进行了核查验证。核查验证的方式主要为询问相关当事人、书面审查、实地调查、查询、函证、复核等，对于部分超出资产评估专业人员能力范畴的核查验证事项，评估师也利用了其他专业机构出具的专业意见。核查情况及形成的结论如下：

（1）截至评估报告出具之日，除评估报告披露的相关质押事项外，LXKJ相关专利权、注册商标、计算机软件著作权不存在质押、冻结等权利受到限制的情况。（2）经核查，LXKJ及其分、子公司的《企业信用报告》未记载LXKJ及其分、子公司存在对外担保情况。（3）对余额较大的存款账户，函证其评估基准日的余额，并对函证情况进行分析。经核查，该等文件未记载LXKJ存在存单质押及其他对外担保情况。（4）针对LXKJ诉讼、仲裁等事项进行公开信息查询评估师利用了律师的工作成果，经核查，LXKJ不存在未解决的涉及对外担保的诉讼及仲裁。（5）取得上市公司与LXKJ全体股东签署的《发行股份及支付现金购买资产协议》，包括廖某茂在内的LXKJ全体股东在协议中作出声明和保证：除已向上市公司披露的情况外，LXKJ合法拥有其财产及权益，没有受任何抵押、质押、留置、按揭、租赁、优先购买权或第三者的权利所限制；LXKJ不存在为控股股东及其控制的其他企业或其他关联方进行违规担保的情况。（6）取得LXKJ出具的评估报告重大事项声明函，截至评估报告出具之日，除评估报告

披露的相关诉讼、仲裁事项外，LXKJ 不存在其他尚未了结的诉讼、仲裁案件。

### （三）行政处罚

2018 年 8 月 23 日，KNJD 公告，于 2018 年 8 月 22 日收到中国证券监督管理委员会《调查通知书》（苏证调查字 2018076 号）。因公司涉嫌信息披露违法违规，根据《中华人民共和国证券法》的有关规定，中国证监会决定对公司进行立案调查。

2020 年 5 月 12 日 KNJD 收到中国证监会《行政处罚事先告知书》（处罚字【2020】28 号），认定 KNJD《重组报告书》信息披露存在重大遗漏，LXKJ 在 2015 年至 2017 年间累计虚增收入 9.01 亿元、虚增利润 3.5 亿元，并通过关联方资金循环制造虚假回款假象。具体涉嫌违法的事实包括：

1. LXKJ 将 3.045 亿元定期存单质押，导致 KNJD 披露的《重组报告书》、《2017 年年度报告》存在重大遗漏。KNJD 披露的《重组报告书》未披露 LXKJ 上述存单质押情况，违反《证券法》第六十三条和《上市公司重大资产重组管理办法》（2016 年修订，以下简称《重组办法》）第四条的规定，构成《重组办法》第五十五条第一款、第二款和《证券法》第一百九十三条第一款所述行为。

2. 2015 年至 2017 年，LXKJ 存在虚增收入、利润等财务造假行为，KNJD 披露的《重组报告书（草案）》、《重组报告书》存在虚假记载。

（1）2015 年至 2017 年，LXKJ 通过虚开增值税发票或未开票即确认收入的方式，通过客户 A（深圳）有限公司、深圳市 B

有限公司等 11 家公司，在正常业务基础上累计虚增收入 90,069.42 万元(2015 年至 2017 年 6 月累计虚增收入 54,674.53 万元)。

(2)LXKJ 虚增收入导致各期末形成大量虚假应收账款余额，评估基准日 2016 年末虚假应收账款余额 7,820.10 万元。LXKJ 虚增收入的回款主要由廖某茂控制的 C 有限公司（以下简称“LGZK”）、东莞市 DYX 真空科技有限公司（以下简称“DYX”）以客户名义支付。

(3) LXKJ 按正常业务毛利率水平，虚假结转成本。其中，2015 年虚增成本 8,843.59 万元，2016 年虚增成本 18,759.73 万元，导致 LXKJ2015 年虚增利润 5,568.91 万元，2016 年虚增利润 11,887.80 万元。

(4) 为平衡结转的虚假成本，LXKJ 倒算出需采购的原材料数据，进行虚假采购，虚假采购的款项主要支付给 LGZK、DYX。其中，2015 年虚假采购金额 18,700.94 万元，2016 年虚假采购金额 33,700.15 万元。

(5)LXKJ 虚增收入和虚假采购中的相关单据，如销售合同、订单、发货单、对账单、入库单等均由 LXKJ 财务部制作。相关单据需外部单位签字或盖章的，均由 LXKJ 财务部人员模仿签字，或由 LXKJ 财务部人员使用私刻的部分客户和供应商的公章、财务专用章等盖章。相关单据需 LXKJ 内部部门配合签字的，部分由 LXKJ 财务人员代签。

2021 年 7 月 30 日，中国证监会对 KNJD、KNJD 时任董事长陈某奇、时任副董事长兼总裁高某明下发《行政处罚决定书》

（〔2021〕54号），对LXKJ、LXKJ时任总经理、法定代表人和实际控制人廖某茂及时任财务负责人曾某洋下发《行政处罚决定书》（〔2021〕55号），认定2015年至2017年，LXKJ存在虚增收入、利润等财务造假行为，导致KNJD2017年披露的上述《重组报告书（草案）》《重组报告书》存在虚假记载。

#### （四）司法追责

2018年8月28日，KNJD公告，LXKJ原法定代表人廖某茂因涉嫌合同诈骗罪被南京市公安局经济技术开发区分局进行立案侦查。2020年11月12日，南京中院出具《刑事判决书》（〔2020〕苏01刑初3号），判决廖某茂犯合同诈骗罪，判处无期徒刑，追缴违法所得19.33亿元。

2018年12月4日，KNJD向江苏省南京市中级人民法院对廖某茂等20名原LXKJ股东提起民事诉讼，原20位股东违反《发行股份及支付现金购买资产协议》相关约定内容，要求20名被告承担违约赔偿责任，并申请了财产保全。

2025年7月29日，KNJD公告，公司收到南京中院下达的1名机构投资者诉公司证券虚假陈述责任纠纷案件的一审（2022）苏01民初928号《民事判决书》。判决书主要内容如下：

案件编号：（2022）苏01民初928号

被告：KNJD、G证券股份有限公司、S会计师事务所（特殊普通合伙）、上海DD资产评估有限公司、北京市JY律师事务所、陈某奇、高某明

诉请金额：67,319,390.77元

一审判决赔偿损失：32,907,933.08元



公司承担案件受理费：185,117.00 元

累计判决赔偿金额：33,093,050.08 元

判决书中，G 证券股份有限公司、S 会计师事务所、DD 评估、北京市 JY 律师事务所、陈某奇、高某明分别在 50%、40%、15%、2%、2%、2%范围内承担连带责任。针对本次公告涉及的证券虚假陈述责任纠纷案件，KNJD 对法院已受理但尚未立案的其他 400 余个二级市场交易公司股票的投资者的投资者，累计计提投资者索赔损失金额为 216,031,343.66 元。

## 二、要点分析

### （一）中介机构角色定位与 “看门人” 核心职责

资本市场中介机构(含资产评估机构、券商、会计师事务所、律所等)是连接企业与投资者的 “桥梁”，其核心角色是 “看门人”—— 通过专业服务核验资产价值、披露真实信息，保障市场定价公允性与信息透明度，维护投资者合法权益。《上市公司信息披露管理办法》（2025 年 2 月 28 日经中国证监会 2025 年第 2 次委务会议审议通过，2025 年 3 月 26 日中国证监会令第 226 号公布，自 2025 年 7 月 1 日起施行）对证券资本市场的证券服务机构提出了明确要求。“第四十六条 为信息披露义务人履行信息披露义务出具专项文件的证券公司、证券服务机构及其人员，应当勤勉尽责、诚实守信，按照法律、行政法规、中国证监会规定、行业规范、业务规则等发表专业意见，保证所出具文件的真实性、准确性和完整性。”

资产评估机构的独特职责是基于专业方法对标的资产价值进行估算，为重大资产重组、投融资等交易提供价值参考，其评

估结论影响交易定价决策（如本案中 L XKJ100%股权以收益法评估值 34 亿元定价，增值率达 317.66%），是信息披露的核心组成部分。本案中，DD 评估作为评估机构，未能发现 L XKJ 的财务造假，利用了虚假业务数据，导致评估结果可能失真，违背了“勤勉尽责、诚实守信”的“看门人”义务，成为虚假陈述的共同责任方。

## （二）案例中虚假陈述的核心情形与过错认定

结合最高人民法院《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的规定》，本案中虚假陈述及资产评估机构过错主要表现为两类：

虚假记载：L XKJ 通过虚开增值税发票、伪造交易单据（销售合同、对账单等）虚增收入，DD 评估在收益法评估中未核验收入真实性（如未核实客户回款的实际来源和供应商均为廖某茂控制关联公司的异常情形，未能验证交易是否具有商业实质），导致评估结论基于虚假财务数据，构成《重组报告书》的虚假记载。

重大遗漏：L XKJ3.045 亿元定期存单质押属于影响资产权利完整性的重大事项（直接关联评估对象的“权利受限情况”），DD 评估虽声称“实施了函证、查询信用报告等程序”，但未发现该质押（或未充分核查函证结果真实性），导致《重组报告书》未披露该事项，符合“重大遗漏”的认定标准。

DD 评估的过错可以归于“严重违反注意义务的过失”——其未对盈利预测依据、资产权利状况进行深度核查，仅依赖 L XKJ 股东声明与表面资料，未排除“职业怀疑”，不符合评估准则要求。

### （三）责任划分的司法与监管逻辑

本案中法院判定 DD 评估承担 15%连带责任，G 证券股份有限公司承担 50%、S 会计师事务所（特殊普通合伙）承担 40%、北京市 JY 律师事务所承担 2%，体现了责任与过错程度和工作范围匹配的核心逻辑。

2025 年 8 月上海证监局与上海金融法院联合发布十个涉证券虚假陈述案例，其中，全国首例新三板做市交易证券虚假陈述责任一案中，涉及新三板挂牌公司在挂牌时及挂牌后持续多年财务造假情形，在挂牌前后不同阶段涉及不同证券服务中介机构。上海金融法院表示：“对于中介机构的责任认定，不仅要区分勤勉尽责义务的性质是一般注意义务还是特别注意义务，还应充分考量是否符合监管规则及行业惯例。”最终，法院综合考量造假方式的隐蔽性，并区分中介机构参与阶段和参与程度，合理界定了各方责任，体现了过责相当、精准追责的司法导向。

### 三、行业启示

最高人民法院《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》，细化了法院独立认定责任的裁量权，明确无需依赖行政调查。最高人民法院在《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》出台答记者问时解释强调：“第二条从正反两个方面予以明确：首先，原告提起证券虚假陈述侵权民事赔偿诉讼，只要符合民事诉讼法第一百二十二条规定并提交相应证据，人民法院就应当予以受理；其次，人民法院在案件受理后，不得仅以虚假陈述未经监管部门行政处罚或者人民法院生效刑事判决认定为由裁定不予受理。”

《证券法》（2020 年修订）是法院认定证券服务机构（含资产评估机构）虚假陈述责任的直接依据，其核心条款直接界定了评估机构的义务与过错认定标准，无需以行政调查为前提。《资产评估法》明确了评估机构的执业程序义务与赔偿责任，是法院判断其是否“合规执业”的依据。另外，《民法典》中关于“一般侵权责任”的规定，可作为上述专门法律的兜底补充。

总之，即使行政监管部门未对资产评估机构启动立案调查，法院仍可依据民事法律、证券监管法规、行业专属法律及司法解释，结合评估机构的执业行为是否符合“勤勉尽责”义务，裁定其是否承担法律责任。需要资产评估机构警惕的是，诉讼前置条件的修改，签署承担连带责任之承诺可能会扩大执业风险，被迫承担项目有关各方过错或过失的连带法律责任。随着投资人维权意识增加，诉讼成本降低，资产评估机构卷入纷争可能成为常态，即使审慎执业，往往也要花费大量的人力、物力自证无责，才能避免无妄之灾。2025 年若干重大资产重组项目的草案中，资产评估机构的中介声明已经删除了连带责任的表述，为众多资产评估机构审慎执业规避风险提供了良好示范。

## 案例五：收益法评估失察，致高溢价并购担责

### 一、案例说明

#### （一）案件背景与交易概述

2013 年，上市公司 B 传媒股份有限公司（以下简称“B 公司”）通过发行股份及支付现金的方式，购买 C 广告传媒股份有限公司（以下简称“C 公司”）100%的股权。

C 公司是一家主营业务为户外 LED 大屏媒体资源运营的公司，其核心资产是分布在全国多个城市的 LED 大屏的“媒体资源使用权”。这种商业模式具有典型的“轻资产”特征，即公司本身不拥有或很少拥有 LED 屏幕等固定资产，而是通过与物业方签订租赁或合作协议的方式，获得在特定地点、特定时间段内使用 LED 屏幕发布广告的权利。

#### （二）评估过程与评估结论

A 评估公司接受委托后，成立了以张某、胡某为主要评估师的项目组，对 C 公司展开评估工作。项目组在综合考量后，主要采用了收益法作为评估方法，并出具了资产评估报告。报告显示，在评估基准日 2013 年 6 月 30 日，C 公司经审计的母公司报表净资产账面价值为 7,698.54 万元，A 评估公司采用收益法评估得出的股东全部权益价值为 45,060 万元，评估增值 37,361.46 万元，增值率 485.30%。

最终，B 公司参考此评估报告，确定 C 公司 100%股权的交易作价为 4.5 亿元。2013 年 12 月，本次重大资产重组经中国证监会核准并顺利实施。B 公司支付了全部对价，C 公司成为其全资子公司，并在合并报表中确认了巨额商誉。

### （三）业绩“变脸”与风险暴露

#### 1. 业绩承诺未完成

C 公司原股东承诺 2013 年至 2016 年的净利润分别不低于 4,106 万元、5,258 万元、6,518 万元和 7,898 万元。但实际上，仅 2013 年勉强完成，从 2014 年起便出现巨额亏损。

#### 2. 核心媒体资源大量丧失

C 公司赖以生存的 LED 大屏媒体资源使用权，由于合同到期未能续约、城市管理政策变化、与物业方产生纠纷等原因大量减少。

#### 3. 巨额商誉减值

由于 C 公司业绩远不及预期，B 公司不得不在 2015 年年报中对因收购产生的商誉计提巨额减值准备，金额高达 4.38 亿元，直接导致 B 公司当年产生巨额亏损。

### （四） 监管调查与认定的违法事实

中国证监会的行政处罚决定书详细披露了 A 评估公司在本次评估项目中存在的严重未勤勉尽责行为。主要集中在评估程序和评估方法的运用两大方面，具体体现在以下几个核心问题上：

#### 1. 未对评估所依据的核心合同、协议进行充分核查与分析

对媒体资源使用权协议的真实性、有效性、稳定性核查不足。C 公司的核心资产是其与各地物业方签订的 LED 大屏使用协议。证监会查明，A 评估公司项目组并未对所有重要的媒体资源协议原件进行审阅，对部分协议仅依赖复印件；更重要的是，未充分关注协议中的“提前终止条款”、“续约不确定性”等重大风险因素。

未关注部分媒体资源存在的法律瑕疵。调查发现，C 公司运营的部分 LED 大屏并未取得《户外广告设置许可证》或相关批文，属于违规设置，随时面临被拆除的风险。A 评估公司项目组未能通过走访城管部门、核查权证等方式发现这一重大瑕疵，便将其产生的收入纳入了未来盈利预测，严重高估了资产价值。

## 2. 在收益法评估中，对盈利预测的核查验证程序存在重大缺陷

对收入预测的合理性缺乏审慎判断。C 公司管理层提供了未来几年收入高速增长的预测数据，其依据是“现有媒体资源广告刊挂率提升”和“新增大量媒体资源”。A 评估公司项目组在审核时，未能充分、审慎地分析这些预测的实现基础。

对刊挂率预测程序缺失。对于历史刊挂率波动较大、甚至部分媒体处于亏损状态的情况，项目组简单接受了管理层“未来将持续满负荷运转”的乐观假设，缺乏对行业周期、市场竞争等因素的独立分析。

对成本费用预测的审核流于形式。调查发现，对于媒体资源租赁成本这一核心成本，项目组未充分考虑未来租金上涨的可能性。对于一些即将到期的合同，简单按照现有租金水平进行预测，不符合商业逻辑。

## 3. 对评估标的的核心风险揭示不充分、不完整

资产评估报告在“特别事项说明”中，虽然提及了部分媒体资源租赁协议即将到期、存在无法续约的风险，但这种提示是格式化的、笼统的，并未结合具体情况进行量化分析或压力测试。

## 4. 评估程序不到位

评估工作底稿存在瑕疵，未能完整记录评估程序。如：根据 A 评估公司工作底稿，询证函回函编号显示，A 评估公司选取了 C 公司 31 家销售客户对其收入及应收账款进行函证，但底稿中只保留了 23 份回函，缺失了 8 份回函。同时，底稿中未见 A 评估公司执行对发函和回函保持控制程序的记录，未见函证收发统计表和函证收发快递单等任何控制程序的记录。

对作为评估基础的 C 公司历史财务数据评估程序不到位。根据 A 评估公司工作底稿，A 评估公司在进行收入预测计算时，使用的基础数据为 C 公司向其提供的电子版数据。A 评估公司对相关电子数据进行了直接引用或汇总使用，未见其对该数据执行核查程序。

#### 5. 未对采用其他证券服务机构的专业意见的内容审慎核查

根据 A 评估公司评估说明及工作底稿，A 评估公司采用收益法测算 C 公司评估值时，计算评估值的基础为经某会计师事务所审计后的财务数据。而 A 评估公司在执行评估业务期间，未见其对事务所审计报告中披露的对审计报告结论产生重大影响的事项，如营业收入、应收账款等关键财务指标，进行审慎核查。

### （五）处罚结果

基于以上违法事实，中国证监会认定，A 评估公司作为 B 公司本次重大资产重组的评估机构，在执业过程中违反了《资产评估基本准则》等执业准则和规则，未履行勤勉尽责义务，其出具的《评估报告》存在虚假记载和重大遗漏。根据《中华人民共和国证券法》（2005 年修订版）第一百七十三条和第二百二十三条的规定，证监会最终作出如下行政处罚：



1. 没收 A 评估公司业务收入 25 万元。
2. 对 A 评估公司处以 75 万元的罚款（三倍业务收入）。
3. 对签字注册资产评估师张某、胡某给予警告，并分别处以 5 万元罚款。

此案的处理结果，不仅对涉案机构和个人造成了经济和声誉上的巨大打击，也为整个资产评估行业敲响了警钟。

## 二、要点分析

本案的处罚决定书其核心要点集中于评估机构在面对“轻资产、高增长、高风险”的评估对象时，如何正确履行“勤勉尽责”这一法定义务。以下将从法律、准则、技术和执业操守四个维度进行深度剖析。

### （一）法律责任维度的分析：从“形式合规”到“实质勤勉”的穿透式监管要求

本案最核心的法律争议点在于对《中华人民共和国证券法》中“勤勉尽责”义务的理解和适用。传统上，一些评估机构可能认为，只要履行了访谈、函证、收集资料等“规定动作”，工作底稿中要素齐全，程序上看似合规，便可免责。但本案传递了一个信号：监管机构的审查已经超越了形式上的合规，深入到了评估工作的实质内容和职业判断的合理性。

#### 1. “勤勉尽责”的实质性要求

勤勉尽责不仅仅是遵守程序，更是一种包含了审慎、怀疑和独立判断的专业精神。本案中体现出一是审慎原则的缺失。A 评估公司在本案中最大的问题就是“过度信赖”。他们几乎全盘接受了 C 公司管理层提供的盈利预测数据，没有进行充分、独立的

验证。二是职业怀疑态度的缺失。面对 485% 的高评估增值率，评估师本应保持高度的职业怀疑。

## 2. 信息披露责任的延伸——评估报告作为法定信息披露文件的严肃性

根据《中华人民共和国证券法》，评估报告是上市公司重大资产重组信息披露文件的核心组成部分，评估机构需要对报告的真实性、准确性、完整性承担法律责任。本案中的“虚假记载”和“重大遗漏”正是对这一责任的直接违反。

一是“虚假记载”的认定。将不具备法律保障（如无证经营）或实现可能性极低（如未经证实的“计划新增”）的媒体资源产生的未来收益纳入评估模型，直接计算为企业价值的一部分，这本身就构成了对评估对象价值的虚假陈述。

二是“重大遗漏”的认定。对于媒体资源合同的稳定性风险、法律瑕疵风险、对核心资源的高度依赖风险等，这些足以影响投资者决策和资产定价的关键信息，在报告中未予充分、明确地揭示，构成了重大遗漏。

## （二）评估准则维度的分析——对核心准则的机械遵守与实质性背离

### 1. 《资产评估执业准则——资产评估程序》准则的执行缺陷

核查验证程序流于形式。在本案中，项目组收集了合同复印件、查看了部分现场，形式上“履行”了程序。但“核查验证”的精髓在于“核实”与“验证”。

对合同的核查，不仅要看合同是否存在，更要逐条研读合同

条款，特别是限制性条款、违约条款、续约条款，并分析其对未来现金流的潜在影响。对于可能存在法律瑕疵的户外广告权，应延伸调查，如查询相关政府部门的批文等。

对盈利预测的验证，不能仅听取管理层陈述，必须要求其提供支持性证据，并进行交叉验证。例如，预测刊挂率提升，那么提升的依据是什么？是已经签订了新的大客户订单，还是有行业数据支持？这种追根究底式的验证，在本案中是缺失的。

## 2. 《资产评估执业准则——企业价值》准则的运用有误

收益法是评估轻资产、高成长企业的核心方法，但其应用也最容易被滥用。本案是收益法误用的典型案例。

盈利预测的合理性是基石。准则强调，采用收益法所依据的盈利预测应是“在现有条件下，管理层通过努力最有可能实现的未来收益”。它不是一个“愿望清单”，而是一个基于审慎分析的“最佳估计”。C公司的盈利预测显然属于前者。A评估公司项目组未能对这一预测的“可实现性”进行有效的“过滤”和“修正”，是导致评估结果失真的直接技术原因。

对假设条件的审慎性要求。收益法充满了各种假设，如增长率、成本结构、折现率等。准则要求评估师对每一个关键假设都要进行详细分析和说明。本案中，对于“收入永续增长”、“成本保持稳定”、“核心资源永不丧失”等隐含的乐观假设，评估师并未进行充分的论证和压力测试。

折现率的确定未能充分反映风险。折现率直接反映了评估对象所面临的风险水平。对于C公司这样一个业务模式不稳定、对核心资源依赖严重、存在法律瑕疵的公司，其“特定风险调整系

数”未能充分、客观地反映上述特殊风险。

### （三）技术操作维度的分析——尽职调查的广度与深度严重不足

资产评估不仅是办公室里的模型计算，更是需要“跑断腿、磨破嘴”的现场尽职调查。本案中，技术操作层面的失败主要体现在尽调的广度和深度不足。

#### 1. 尽调范围的广度不足——未能突破企业提供的“信息茧房”

评估师的工作不能局限于企业内部提供的资料，尽调的范围应延伸到外部环节。如：访谈物业方，了解其对合作的看法、续约的意愿，以及是否存在潜在纠纷等；进行行业和竞争对手分析，独立地研究户外LED广告行业的整体趋势、竞争格局、主要企业的经营数据等。

#### 2. 尽调内容的深度不足——未能发现“冰山下的风险”

合同审查要有深度。如前所述，不仅要看有没有合同，更要看合同“写了什么”，特别是那些隐藏在角落里的“魔鬼条款”。

财务数据分析要有深度。对于历史财务数据，不能只看结果，要进行结构性分析。例如，收入主要来源于哪几个媒体？是否存在客户集中度过高的问题？成本费用的变动趋势是什么？这些深入的分析有助于识别潜在的经营风险。

管理层访谈要有深度。访谈不应是简单的问答记录，对管理层的每一个乐观预测，都应该追问“如何实现”、“有何保障”、“最大风险是什么”。

### （四）执业操守维度的分析——风险意识淡薄与合规底线失

守

归根结底，技术上的失误和程序上的瑕疵，背后往往是执业操守和风险意识的问题。

### 1. 风险识别与应对能力的缺失

评估师的核心竞争力之一就是识别和评估风险。本案中的评估团队，显然未能有效识别出 C 公司业务模式中蕴含的巨大风险，或者即便识别出来，也未能采取恰当的应对措施（如在模型中调整、在报告中充分披露）。

### 2. 对高估值、高风险项目的“路径依赖”

在资本市场繁荣期，对于热门概念（如当时的“文化传媒”），评估机构容易陷入一种思维定式，倾向于给出高估值以迎合市场氛围和交易需求。这种“路径依赖”会麻痹评估师的风险神经，使其在不知不觉中降低了执业标准。

### 3. 质量控制体系的失灵

一个成熟的评估机构，应该有严格的报告复核制度。本案中如此明显的漏洞和风险，却能一路“绿灯”通过，最终形成正式报告，这表明 A 评估公司内部的质量控制和风险管理体系在当时可能存在严重的设计或执行缺陷。

综上所述，A 评估公司案并非一个简单的技术失误案例，它是一面多棱镜，折射出资产评估行业在面对复杂资本市场业务时，在法律、准则、技术和操守层面可能面临的全方位挑战。该案的判罚逻辑，为整个行业划定了一条清晰的执业红线：资产评估不是服务于交易成功的“工具”，而是服务于市场公允和投资者保护的“标尺”。任何偏离这一根本定位的行为，都将面临严厉的

法律制裁。

### 三、行业启示

此案为行业带来的启示是深刻而多维度的，值得每一位从业者、每一家评估机构乃至监管部门深思。

（一）对资产评估机构的启示：从“生存导向”到“声誉立命”，重塑核心价值观

长期以来，部分评估机构在激烈的市场竞争中，或多或少存在着“项目为王”、“客户至上”的生存导向，有时为了获取业务，不自觉地降低了执业标准。A 评估公司案以其沉重的代价警示我们，评估行业的安身立命之本，绝非项目数量或短期收入，而是建立在独立、客观、公正基础上的专业声誉。

#### 1. 必须将风险控制置于比业务发展更优先的位置

建立“一票否决”的风险识别机制。机构内部应建立一套刚性的项目承接标准。对于那些交易结构复杂、标的资产风险巨大、客户动机可疑、估值预期严重脱离基本面的项目，风险控制部门乃至最高管理层应有权行使“一票否决权”，敢于对高风险业务说“不”。这需要极大的勇气和战略定力，但却是避免颠覆性风险的唯一途径。

强化实质性复核的“防火墙”作用。必须彻底改变复核流程“走过场”的弊病。复核人员，特别是最终的报告签发人，必须对项目拥有绝对的质疑权和修正权。要建立“复核者与项目组责任捆绑”机制，使复核不再是例行公事，而是真正对报告质量、对机构声誉负责的最后一道防线。

#### 2. 必须大力培育和捍卫“专业怀疑”的执业文化。

从高层做起，鼓励挑战与质疑。公司管理层应在内部营造一种“说真话、敢质疑”的文化氛围。在项目评审会上，应鼓励与项目组不同的声音，甚至可以设立“蓝军”角色，专门负责从最悲观的角度挑刺。

将案例教学融入日常培训。应将 A 评估公司案这类典型失败案例，以及行业内的成功案例，制作成详尽的教学材料，定期组织全体专业人员进行深入、反复的学习和讨论。讨论的焦点不应是“如何避免被处罚”，而应是“如果我们是项目组，应该如何做得更好”，从而将外部的教训内化为机构自身的免疫力。

3. 必须投资于真正的“专业能力”，而非仅仅是“关系资源”

深耕特定行业，培养专家型人才。面对越来越复杂的商业模式（如本案的户外媒体运营），“万金油”式的评估师已难堪重任。评估机构必须进行战略聚焦，在自己擅长的 1-2 个行业内深耕细作，培养一批真正懂产业、懂商业逻辑的专家型评估师。他们不仅懂评估模型，更要懂行业的游戏规则、关键成功因素和潜在的“坑”。

拥抱技术，提升尽职调查的效率与深度。在大数据和人工智能时代，传统的尽调手段已显不足。评估机构应积极探索利用数据分析工具、工商信息查询平台、舆情监控系统等技术手段，对评估对象进行 360 度的背景调查和风险扫描，从而发现人力难以察觉的关联关系和潜在风险点，为专业判断提供更坚实的数据支持。

## （二）对资产评估师的启示

A 评估公司案对张某、胡某两位评估师的处罚，是对所有同行发出的严正警告：签名即意味着责任，任何的疏忽、懈怠或妥协，都可能导致身败名裂的后果。

### 1. 必须守住“独立性”这条生命线

保持心理上的独立。在项目现场，评估师往往会被客户的热情、管理层的自信所包围，容易产生“共情”，从而影响客观判断。评估师必须时刻提醒自己是独立的第三方，与客户之间永远隔着一道“专业防火墙”。在任何情况下，都不能将客户的利益置于公众利益和法律准则之上。警惕非正式的压力和引诱。客户的压力往往不是直接的、粗暴的，而是通过“我们希望交易能成”、“某某评估师就能理解我们的模式”等委婉的方式施加。评估师必须具备识别并抵御这种“软压力”的能力。

### 2. 必须将“审慎”二字时刻放在心上

对一切信息保持合理的怀疑。客户提供的所有资料，都不能想当然地认为是真实、完整的。合同要看原件，数据要找佐证，预测要问逻辑。要像侦探一样，从蛛丝马迹中发现问题；要像医生一样，通过细致的“望闻问切”诊断企业的健康状况。

永远选择更保守、更稳健的处理方式。在面临不确定性时，宁可保守，不可激进。例如，对于无法核实其稳定性的收入，应在预测中予以剔除或进行大幅折减；对于高度不确定的增长预期，应进行多场景的压力测试；在选择折现率时，应充分考虑所有已识别的风险，并给出相应的风险溢价。这种审慎，不仅是对报告使用者负责，更是对自身职业生涯的保护。

### 3. 必须持续学习，保持对新风险的敏感性。



资本市场日新月异,新的商业模式、新的金融工具层出不穷,与之相伴的风险也在不断演化。评估师不能“吃老本”,必须保持终身学习的热情和能力。要主动学习会计、法律、金融、税务以及相关产业的知识,关注最新的监管动态和处罚案例,不断更新自己的知识库和风险雷达。对于不熟悉的领域,要有敬畏之心,敢于承认自己的能力边界,并寻求外部专家的支持。

### (三) 对行业协会的启示

行业协会应发挥更积极的“引导者”和“服务者”角色。

#### 1. 发布针对性强的风险提示和操作指引

针对新兴业务(数据资产、ESG 评估)、高风险业务(如影视、游戏、互联网公司的评估),中国资产评估协会应及时组织专家力量,研究其特点和风险点,发布更具操作性的评估指引或风险提示函,帮助广大会员在实践中“有章可循”,避免“踩雷”。

#### 2. 建立和推广“最佳实践”案例库

除了通报失败案例,更应大力宣传和推广那些在复杂项目中表现出色的“最佳实践”案例。通过解剖这些成功案例,向行业展示什么是高质量的评估工作,树立正面的学习标杆,其引导作用可能比单纯的处罚更为积极有效。

#### 3. 强化后续教育的实用性和针对性

后续教育不应满足于讲授准则条文,而应更多地采用案例教学法,聚焦于实务中的难点、痛点问题,提升培训的“含金量”,真正帮助评估师提升风险识别和应对能力。

本案为相关市场参与者上了一堂关于责任、风险与诚信的公开课。对于资产评估行业而言,这不仅仅是一个需要存档的案例,

更是一面需要时时擦拭、时时对照的镜子。唯有深刻汲取教训，将勤勉尽责的理念深植于心，将法律法规和执业准则高悬于顶，将专业声誉视若生命，中国资产评估行业才能在服务于经济高质量发展的道路上行稳致远，真正赢得市场的尊重与信赖。