会计及评估监管工作通讯

2025 年第 1 期（总第 59 期）

北京证监局

2025 年 4 月

【法规动态】

2024 年第四季度和 2025 年第一季度发布的主要法律法规等

【监管动态】

- 中国证监会与最高人民法院联合发布证券违法犯罪指导性案例
- 四部门部署 2024 年年报工作
- 财政部、中国证监会注销 22 家资产评估机构从事证券服务业务备案

【警钟长鸣】

2024 年第四季度和 2025 年第一季度辖区审计与评估机构处理处罚情况

【案例警示】

新增处理处罚中审计与评估机构存在的突出问题

【行业交流】

- 对未盈利硬科技企业并购重组价值评估的挑战与探索(中联资产评估集团有限公司供稿)

【行业交流】栏目征稿启事：欢迎业内机构、人员来文交流，投稿邮箱 bjkuaiji@csrc.gov.cn，邮件标题请注明“监管工作通讯行业交流投稿”。

【法规动态】

●《国务院关于规范中介机构为公司公开发行股票提供服务的规定》

国务院总理李强日前签署国务院令，公布《国务院关于规范中介机构为公司公开发行股票提供服务的规定》（以下简称《规定》），自2025年2月15日起施行。《规定》旨在规范中介机构为公司公开发行股票提供服务行为，提高上市公司质量，保护投资者合法权益，促进资本市场健康稳定发展。《规定》共19条，包括中介机构执业规范、收费原则以及监管措施等内容。

●中国证监会发布《关于修改部分证券期货规章的决定》《关于修改、废止部分证券期货规范性文件的决定》

2025年3月27日，为贯彻落实新修订的《公司法》以及国务院独立董事制度改革有关要求，证监会发布《关于修改部分证券期货规章的决定》《关于修改、废止部分证券期货规范性文件的决定》，自公布之日起施行。

●中国证监会修订《上市公司信息披露管理办法》

2025年3月26日，为贯彻落实新《公司法》和资本市场“1+N”政策体系相关文件要求，完善上市公司信息披露制度，优化披露内容，增强信息披露的针对性和有效性，证监会发布新修订的《上市公司信息披露管理办法》，自2025年7月1日起施行。本次修订强化风险揭示要求，明确行业经营信息、非交易时段发布信息等披露要求，确立暂缓、豁免披露制度，增加对上市公司信息披露“外包”行为的监管要求等。

●中国证监会发布《上市公司监管指引第11号——上市公司破产重整相关事项》

2025年3月14日，证监会发布《上市公司监管指引第11号——上市公司破产重整相关事项》，作为最高法和证监会联合发布的《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》（法〔2024〕309号）的配套文件，自发布之日起实施。

●中国证监会发布《中国证监会行政处罚裁量基本规则》

2025年1月17日，证监会发布《中国证监会行政处罚裁量基本规则》（证监会令第225号），自2025年3月1日起施行。《裁量规则》规定了裁量阶次和裁量情节，设置了“不予处罚、免予处罚、减轻处罚、从轻处罚、一般处罚、从重处罚”等六档裁量阶次，规定了关于共同违法人、单位直接责任人员、多次违法的处罚规则以及新旧法律选择适用规则等。

●财政部会计司发布新保险合同会计准则实施问答

2025年1月10日，财政部会计司发布《企业会计准则第25号——保险合同》（财会〔2020〕20号）有关实施问答2项。

●中注协印发《中国注册会计师审计准则问题解答第18号——识别和应对第三方配合实施财务舞弊》《中国注册会计师审计准则问题解答第19号——运用信息技术识别与应对舞弊风险》

2025年1月7日，为指导注册会计师有效识别和应对财务舞弊，推动注册会计师更好地理解 and 运用审计准则，有效控制审计风险，提高审计质量，中注协发布了前述两个问题解答，自发布之日起施行。

●财政部印发《中国注册会计师独立性准则第1号——财务报表审计和审阅业务对独立性的要求》

2024年12月31日，为贯彻落实党中央、国务院决策部署，顺应经

济社会发展对注册会计师诚信执业和独立性的更高要求，进一步提升审计质量，保持与国际职业会计师道德守则的持续动态趋同，中国注册会计师协会起草了《中国注册会计师独立性准则第1号——财务报表审计和审阅业务对独立性的要求》，财政部批准印发。

●财政部 中国证监会修订印发《资产评估机构从事证券服务业务备案办法》

2024年12月23日，财政部和证监会修订发布了《资产评估机构从事证券服务业务备案办法》，自2025年1月1日起施行。该办法共五章二十一条，主要修改内容包括五个方面：一是明确备案管理要求。突出机构内部管理规范、质量管理健全等证券执业基本要求，增加首次备案现场核验安排，加强入口管理。二是明确备案范围和未备案执业限制。将备案时点提前到承接业务前，明确证券服务业务活动中使用的资产评估报告由符合备案规定的资产评估机构出具。三是加强持续备案监管。增强持续备案要求，优化重大事项备案和年度备案有关规定等。四是健全备案退出机制。明确依法终止营业、自行申请注销证券备案、虚假骗取备案等退出情形。五是建立整改公告机制。

●财政部发布《数据资产全过程管理试点方案》

2024年12月19日，财政部发布《数据资产全过程管理试点方案》，围绕数据资产台账编制、登记、授权运营、收益分配、交易流通等重点环节，试点探索有效的数据资产管理模式，完善数据资产管理制度标准体系和运行机制。

●财政部发布《企业会计准则解释第18号》

2024年12月6日，为深入贯彻实施企业会计准则，解决执行中出

现的问题，同时保持企业会计准则与国际财务报告准则的持续趋同，财政部发布了《企业会计准则解释第 18 号的通知》，规范了浮动收费法下作为基础项目持有的投资性房地产的后续计量，以及不属于单项履约义务的保证类质量保证的会计处理。

● 财政部发布《企业可持续披露准则——基本准则（试行）》

2024 年 11 月 20 日，为贯彻落实党的二十大精神，推动经济、社会和环境可持续发展，稳步推进我国可持续披露准则体系建设，规范企业可持续发展信息披露，财政部等九部委正式印发《企业可持续披露准则——基本准则（试行）》。

● 中国证监会发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》

2024 年 11 月 6 日，为贯彻落实《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（国发〔2024〕10 号），进一步引导上市公司提高自身投资价值的关注，切实提升投资者回报水平，中国证监会发布了《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》。

【 监管动态 】

● 中国证监会与最高人民法院联合发布证券违法犯罪指导性案例

2025 年 2 月 21 日，中国证监会与最高人民法院联合发布 8 宗证券违法犯罪指导性案例。本次联合发布指导性案例，既是贯彻落实党中央、国务院有关资本市场监管执法决策部署的具体举措，也是近年来行政执法与刑事司法标志性成果的展示。本批案例包括 4 宗证券刑事犯罪案例和 4 宗证券行政违法案例，其中行政违法案例选取了欺诈发行、信息披露违法、操纵市场和内幕交易等重点案件类型中具有指导意义的案

件，彰显“零容忍”、严监管理念。刑事犯罪指导性案例涵盖证券犯罪的各主要类型，体现依法从严惩治证券犯罪的司法态度，明确证券犯罪疑难问题的办案要旨。

●四部门部署 2024 年年报工作

2024 年 12 月 26 日，财政部、国务院国资委、金融监管总局、中国证监会发布《关于严格执行企业会计准则 切实做好企业 2024 年年报工作的通知》(以下简称《通知》)。《通知》要求企业应当严格执行会计准则，加强内部控制，全面提升 2024 年年报质量，会计师事务所应当提高审计质量，充分发挥社会审计鉴证作用。《通知》中对长期股权投资等 13 个领域会计问题进行了重点提示。

●注销 22 家资产评估机构从事证券服务业务备案

2025 年 3 月 21 日，财政部、中国证监会各自在官网发布公告，根据《资产评估机构从事证券服务业务备案管理办法》(财资〔2024〕172 号)，注销北京国曦英泰资产评估有限公司等 22 家资产评估机构从事证券服务业务备案。

【警钟长鸣】

2024 年第四季度和 2025 年第一季度，中国证监会及其派出机构对北京辖区会计师事务所合计下发行政处罚决定书 4 份，涉及 3 家次、11 人次；合计下发行政监管措施 72 份，涉及 44 家次、145 人次。对北京辖区资产评估机构合计下发行政监管措施 7 份，涉及 7 家次、15 人次；无行政处罚。

【案例警示】

根据辖区会计师事务所、资产评估机构被采取行政处罚或行政监管措施情况，归纳其中典型案例，提示各机构予以关注。

案例 1：不恰当利用专家工作

注册会计师对 A 公司进行年报审计时，公司管理层聘请外部评估专家对某项目在建工程的可回收价值进行评估，外部评估专家出具了相关评估报告。注册会计师在利用管理层的专家工作时，未分析评估机构采用的评估方法及模型、重要假设、关键参数的恰当性，未结合评估机构的计算过程考虑相关假设以及选取方法的适当性、合理性。

案例 2：函证程序执行不到位

注册会计师对 B 公司进行年报审计时，对往来款项余额和销售、采购发生额执行函证程序，确定函证样本后由被审计单位提供询证函对象地址、收件人和收件人电话，注册会计师通过公开信息等核对了被询证对象地址，未发现异常情形，但未交叉比对被询证对象的收件人和电话，未发现不同被询证对象的收件人姓名或电话相同的异常情形，未对该异常情形保持职业怀疑。

案例 3：未保持充分的职业怀疑，未发现供应商和客户存在关联关系

注册会计师对 C 公司进行年报审计时，对贸易业务的客户进行背景调查。在客户 D 公司信用报告的法院公告部分，D 公司与贸易业务供应商 E 公司存在同为被告人的情况。注册会计师未关注到该异常情况，未识别出 D 公司和 E 公司分别是相关贸易业务的上下游公司，未能进一步发现二者实际上存在关联关系。在贸易业务中，C 公司向 E 公司的采购

总额、向 D 公司的销售总额均超过审计确定的重要性水平。

案例 4：资产减值测试程序不到位

注册会计师对 F 公司进行年报审计时，测算个别存货项目可变现净值时，使用的房产销售单价参数与管理层聘请的评估专家使用的参数不一致，且未记录差异情况及原因。

案例 5：部分收入预测未见分析或计算过程

资产评估师对 G 公司商誉相关资产组进行评估时，部分收入预测未见分析或计算过程。评估工作底稿记录了系统集成类业务 2023 年收入预测总金额，并说明了该金额由在手订单和预计能签订订单构成，但未见对系统集成类业务 2023 年收入预测总金额的具体分析和计算过程。

【行业交流】

本栏目面向辖区从事证券服务业务的会计师事务所和资产评估机构征稿，交流行业发展想法和经验等。仅供行业交流探讨，不代表北京证监局监管意见。

对未盈利硬科技企业并购重组价值评估的挑战与探索

一、引言

随着科技创新加速与资本市场纵深发展，硬科技企业作为国家创新驱动战略的关键载体，正成为并购重组市场的核心标的。2024 年，监管层相继出台《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》（“科创板八条”）和《关于深化上市公司并购重组市场改革的

意见》(“并购六条”),通过制度创新释放政策红利,一方面突破被并购企业盈利性限制,明确支持上市公司以补链强链为导向收购未盈利硬科技企业;另一方面创新交易工具组合,推动“股权+定向可转债+现金”等多元化支付方式在半导体、生物医药、新能源等战略新兴产业的深度应用。

在产业升级与商业模式重构的双重驱动下,上市公司并购未盈利硬科技企业已形成多维驱动格局。然而,这类标的企业的估值困境始终是制约交易达成的关键障碍:普遍呈现高研发投入、长回报周期与高成长预期的双重特性,在技术壁垒构筑核心价值的同时,也面临盈利能力不强、技术迭代风险与产业化不确定性的现实挑战。传统估值体系在评估逻辑、参数选择与方法适配等方面都有一定的局限性,如何构建符合硬科技企业特质的估值模型,已成为评估机构及市场参与者亟待突破的重大课题。本文旨在系统解构未盈利硬科技企业并购估值的技术困局,并提出具有实践指导的解决方案。

二、未盈利硬科技企业并购重组价值评估的挑战

在当前的并购重组环境下,尽管政策鼓励收购优质未盈利“硬科技”企业,但实际操作中,多数许可类重组项目仍集中在稳定盈利且有利润承诺的企业上。鼓励政策似乎降低了对盈利预测的要求,但“未盈利”和“硬科技”这两个关键概念在具体定义时存在诸多模糊之处,需要进一步明确。而对于未盈利硬科技企业而言,并购后企业实际经营不达预期的概率不小,责任划分和评估机构应承担的风险等问题也亟待解决。评估机构在项目实施过程中,既要不断提升自身评估技术,又要尽量规避不应由其承担的风险,这是行业面临的重要挑战。

（一）信息不对称和资料的可获得性

在并购过程中，交易双方对企业的信息掌握程度存在差异。卖方通常更了解企业的技术细节和未来潜力，而买方则需要依赖外部评估机构和公开信息。这种信息不对称可能导致估值偏差，甚至引发道德风险。未盈利硬科技企业涉及的国产替代或突破性进步可能仅限于特定细分领域，而评估机构人员限于专业能力，难以深入理解判断其技术先进性，也难以取得能够充分证明企业未来核心竞争力、市场份额和市场容量等相关的重要资料。同时，评估机构通常也难以通过公开渠道取得详细、准确的同行业可比交易或融资信息作为可靠的评估依据。

（二）市场波动与周期性溢价

硬科技行业（如半导体、生物医药）受政策环境、经济周期和技术突破的影响较大，投资回报呈现出明显的周期性波动。前期估值偏高的项目可能在市场下行时面临巨大的调整压力。在未盈利硬科技企业投资中，好的“赛道”可以吸引大量投资者，供需关系会对最终投资价格造成重大影响，进而导致可比公司的“价格”与其“价值”出现较大偏离。例如半导体行业投资火热时，普遍存在溢价现象。评估机构在市场法操作中需慎重考虑可比公司的“价值”或按最新融资价格确定的“公允价值”，是否真实反映价值。不能不加甄别、调整，直接将其作为参考依据。

（三）盈利预测的确定性和可验证性

并购交易需要通过严格的监管审核，现有监管部门规定和评估准则规范都对评估的合理性、交易的公允性以及信息披露的完整性提出明确要求。但对于未盈利企业，评估机构面临监管和法规对资料核查验证的

要求时，其相应的盈利预测分析等往往难以充分验证和衡量其确定性。未盈利硬科技企业通常处于成长初期，缺乏稳定的盈利数据。传统的市盈率（P/E）和现金流折现（DCF）等方法难以直接适用。硬科技企业的技术路线、市场前景和竞争格局存在较高的不确定性。技术可能面临失败风险，市场需求也可能因技术迭代而迅速变化。这种不确定性也使得传统的基于历史数据和稳定现金流的估值方法难以准确反映企业的潜在价值。

（四）协同效应的不确定性

并购的核心目标之一是通过资源整合实现协同效应，但未盈利硬科技企业的协同效应往往难以量化。例如，技术整合可能面临技术兼容性问题，市场整合可能面临客户接受度问题。此外，并购后企业能否快速实现盈利，以及是否会拖累现有业务，都是需要考虑的因素。

协同效应的量化需要基于收购方切实可行的协同重组计划，因此需要同时深入了解考虑收购方和被收购标的企业情况，使得估值难度显著提高。当标的企业由于协同导致未来经营模式较大调整时，还会造成盈利预测责任主体变化，标的企业原股东的业绩承诺难以匹配等情况。

三、对未盈利硬科技企业并购重组价值评估的探索

（一）估值方法的创新与应用

当前，部分实例中已对未盈利硬科技企业的评估方法进行了创新、拓展，如VM法、5P模型、市销率（P/S）和企业价值/销售收入（EV/S）法、实物期权法、打分卡法等，其中较为常用的是基于各类非盈利指标的市场法。实务中，评估机构需明确评估方法的创新旨在更合理地估算企业价值，尤其是对于拥有核心技术且具有盈利潜力的未盈利“硬科技”

企业。这种创新绝非为达到特定估值结果的妥协，而是针对未盈利硬科技企业特点的创新尝试。但是，即使做到了方法创新，基于未盈利硬科技企业的高不确定性特点，仍不可避免地存在资料受限、评估依据不足、参数选择及对应估值结果主观性较强等问题，仅仅依靠方法创新很难做到“精准”估值，因此建议结合多种方法或参数指标配合使用，采用多维度对比分析的方式，形成相对“模糊”、但包容度更好的区间结果。

（二）协同效应与战略价值的分析

协同效应是并购的重要价值来源，但对于未盈利硬科技企业而言，其量化分析难度较大。企业可以通过建立财务模型，对并购后的技术整合、市场拓展、成本节约等方面进行预测和评估。例如，通过分析技术融合后的研发效率提升、市场份额增长以及运营成本降低等因素，估算协同效应带来的潜在价值。评估机构应注重价值类型选择，合理区分市场价值与投资价值。

除了财务价值，未盈利硬科技企业的战略价值也不容忽视。例如，对于一些处于新兴技术领域的公司，其技术可能具有颠覆性，能够为并购方带来长期竞争优势。在估值过程中，应综合分析技术的稀缺性、市场潜力以及对并购方战略布局的支持程度。

（三）多维度分析与区间估值

估值重心应从重核查验证向重分析披露转变，由精准数值向多情景区间转变。对于未盈利硬科技企业，由于盈利预测难以验证，评估机构可基于假设进行多维度分析，尤其是对于高成长、高失败概率、高不确定性的企业。具体包括：非财务指标分析，如技术能力（专利质量、研发效率、技术壁垒等）；市场潜力分析，如客户验证、市场渗透率、市

场溢价能力等；协同效应分析，如技术互补性、渠道复用价值、成本节约等进行更深入的多维度量化分析。

对于高不确定性的硬科技企业，估值结果可以由点估值向区间估值转变。可以结合多种估值方法得出一个估值区间。例如，评估机构可以综合考虑行业趋势、市场环境等因素，基于不同假设条件进行分析，并分别使用收益法、市场法和成本法等一种或几种方法进行测算，最终体现到不同的估值结果中，进而形成估值区间。

（四）加强信息披露与透明度

为了应对信息不对称问题，监管部门可要求企业在并购过程中提供更详细、更透明的信息披露。例如，对于技术路线、研发进度、市场潜力以及未来盈利计划等关键信息，企业需要进行充分说明。同时，评估机构也应提供详细披露估值方法的选择依据和假设条件，以便投资者和监管机构更好地理解估值的合理性。

同时，资本市场的开放性使得市场参与者可以清晰看到评估机构出具的评估报告中体现的估值逻辑并据此进行独立判断和投资决策。将估值结果从点估值向区间估值转变，可以为市场参与者提供更全面、透明的评估信息，也更为适应资本市场的开放性和不确定性。

四、结论

未盈利硬科技企业并购中的估值是一个复杂而充满挑战的课题。传统估值方法的局限性、信息不对称、盈利预测以及协同效应的不确定性等因素，都增加了估值的难度。然而，通过创新估值方法、加强政策支持、增强协同效应与战略价值的分析、完善信息披露、利用多维度分析与区间估值，可以逐步探索出适合这类企业的估值路径。未来，随着技

术的不断进步和市场的逐步成熟，未盈利硬科技企业的估值将更加科学、合理，为科技创新和产业升级提供有力支持。

（中联资产评估有限公司鲁杰钢 供稿）