



Thornhill Capital



2011 年 6 月份尽职调查简报

目录:

首席财务官——	
投资者和公司之间的粘合剂	1-4
贷款和企业间的借贷	4-5
税金	5-6
可变利益实体(VIE)	6-7
艾捷资产管理公司评论——	
呼吁进行更加全面的尽职调查	7-10

首席财务官——投资者和公司之间的粘合剂:

可以肯定地说公司中最重要的职位之一是首席财务官。只要观察一下近年来在中国公司中发生的金融动荡,就能发现一个可靠和经验丰富的首席财务官的重要性。我的经验告诉我许多中国公司倒闭的根本原因在于其缺乏一位优秀的首席财务官。在我们的很多尽职调查和重建账工作过程中,当我们收集整理之前的资料以试图将公司从深渊中挽救出来并使其符合公认会计准则时,我们几乎总能发现首席财务官缺乏领导能力、知识和内部控制一直是主要原因。

中国公司的首席财务官不是那些胆小怯懦的人所能胜任的,需要的是一个钢铁般的人。这个工作要求具备特种兵的果断,赌徒的镇定,注册会计师的技能,还要有像中国政府官员那样的肝脏。

当一个中国公司出现问题时,通常你会将原因追溯到最初阶段发生的事情上,通常是在公司和机构签订合同很久之前。在签订合同之前,双方可能会有很多美好的愿望——该公司的首席执行官在与你喝白酒时与你谈论他们的实际和预测数据试图说服你他们想要 20 倍的估值。通往成功或失败的道路通常在签订合同之前就已经开始了。这不是因为机构没有做好规划,也不是因为机构没有向公司提出一些为上市而需要做出的改变。相反,许多机构在这些方面做得很好。此外,许多机构在中国有办事处和一些会说中文的员工,这样公司可以打电话向他们咨询问题。那么为什么会发生这些错误?





在最初的善意后，在公司成功上市且筹集到资金后，其首席执行官会值一大笔钱，至少在纸面上是这样的，并且也兑现了自己所做的所有承诺，那为什么这项交易会失败呢？

我认为发生这些错误的原因在于双方从来就不是同步的，从一开始他们就有不同的预期目标，而且更重要的是双方没有个人的联系。你和公司之间的这座桥梁失去了一些支架。从一开始到结束都需要一名优秀的首席财务官来调整 and 保持以后预期的一致，完成这笔交易并保持合规性。

如果你回顾和分析一下从黄金时代走向失败的交易，如果有一位优秀的首席财务官充当桥梁（不仅仅是投资者和公司之间的桥梁，也是投资者与首席执行官之间的桥梁）的作用，那么有许多这样的失败都是可以避免的。当我们被授权开展公司的合规性工作，并担任其首席财务官时，我们几乎总会发现公司和投资者出现在同一本书的不同页码中。让我们回到签订合同之前，我将重现这是怎么发生的。机构将向首席执行官和财务经理（我把公司会计和财务部门的负责人称作财务经理，虽然他们可能担任着首席执行官的头衔）解释该公司的进程、时间表和设定的预期目标。该公司的首席执行官和财务经理在听了我的解释后都点头表示同意，且两人都承诺会鼎力合作。但他们真正的想法却有所不同，而且中国的财务目标通常不是长期的。首席执行官想的是——给我钱。这点是很容易看出来的。为了达到目的，他知道他必须经历一个他自

己都不完全明白的过程。如果可以选择的话，只要能筹集到资金他真的不在乎公司是否上市。我知道他被告知只要公司一上市就可以更容易地筹集资本，且价值也会变得更好，但是他过去并没有想过要得到这笔钱。他想的是一旦拿到钱他就可以增长其业务，赚更多的钱，同时投资者也会很开心。

该财务经理理想的是他不了解公认会计准则，但他必须这样做，因为他的老板让他这么做。一般来说，他需要在审计前获得帮助和指导以整合公司的帐簿和记录使其符合公认会计准则的要求。在这一点上，该财务经理的主要工作更多的是发挥记账功能，而不是首席财务官或财务总监。他需要跟踪记录帐簿和记录，并且执行该公司首席执行官的指示。如果首席执行官要求进行检查，或借款给关联方，或打印与其实际报表不同的银行对帐单，他都必须照做。**表面上看起来它可能是一家上市公司，但实际上它只是一家中国私人公司。**只有首席财务官能够培训他的员工，改变了他们的日常工作，并建立一套清晰的工作职能和内部控制系统，该工作职能和内部控制系统能够创造出上市公司所需要的财务完整性。如果他能得到首席执行官的信任，他将会是那个能克服我们所发现的大量问题的人。

在过程开始时，当一个首席财务官到位，从第一天开始就设定了方向。大家都是在同一条高速路上。他和首席执行官都在同一条线上，他能帮助建立和保持公认会计准则的要求。然而，为了实现这些，他必须得到首席执行官的支



持和信任。这在中国绝不是件容易的事，因为在中国任何非 100% 中国人都会被认为是一个外人。因此，首席财务官必须强大到足以创造信心，对他有能力与审计员和机构一起工作以促使公司上市有信心；强大到足以阻止该公司的首席执行官向关联方和非关联方提供贷款，进行未报告的现金销售，以及执行违反一般公认会计原则的其他大胆行为；强大到足以能让会计和财务人员在更多的中国高级官员抗拒改变的情况下遵循他的指示；强大到足以建立和维护内部控制制度和会计诚信；而且同等重要的是，强大到足以向该公司的首席执行官证明通过遵循他的建议和指示，他、公司和股东将会获得重大的金融利益。真的能做到这些吗？当然，我已经见过了好几次这样的实例。但很少有成功的实例，除非你有一位非常优秀的首席财务官。

此外，在我们曾经做过尽职调查的许多公司中，缺乏一个强大的、有经验的审计公司会加剧这些问题。

让我告诉你们一个在我们最近的尽职调查工作中遇到的类似情况的实例。在我们执行尽职调查的公司中，投资者告诉我们公司有一个称职的中国首席财务官。该首席财务官曾经和首席执行官一起工作过很多年了，因为他们刚刚通过了由一家规模较小但是有经验的美国上市公司会计监管委员会注册的审计公司进行的美国会计准则的审计，这些帐簿和记录似乎都保持良好的状态。这家公司已完成了过去两年的现场审计工作，但还没有出审计报告。投资者让我

们为他们提供了一个新的、更有经验的、会中英文双语的首席财务官来开展尽职调查，以看看是否我们觉得以后有重述的可能性。

我们发现它的一个子公司大约 50% 的来自租赁收益的业务是不入账的（现金）交易，且这部分收益并没有体现在公司的帐簿中，也没有提供给审计人员。审计报告（在那个时候还未公布）大大少报了收益和收入。审计师忽略了这部分收益和收入。此外，由于基于现金的租赁收入并没有包括在符合美国公认会计准则的财务报表中，这部分收益和收入也没有出于税务目的而进行报告。这就意味着该公司应该已经招致了一项重大的涉及销售税和所得税的纳税义务。如果这被征税机关发现，它可能会导致其拖欠纳税的债务，可能会再加上很重的惩罚和/或利息。

在这个例子中，审计师造成了一个可能使公司股票和投资者信心以及首席财务官（更别提他们的公司了）面临打击的局面。令人欣慰的是当我们仔细检查公司的情况时，我们发现有关审计师这方面的问题越来越少。这样的情况似乎自己本身就能解决，因为大家已经知道了那些资质不好的公司的名称。与我们工作过的大多数的审计师都是很能干的，他们为中国客户提供了可靠的审计服务。那些审计师不会制造新闻，只是少数审计师（诸如上述审计师）才会制造新闻。同时，通过公司帐簿和记录的无效维护，原来的首席财务官通过没有记录现金租赁收益的方式率先起了个头。能力较弱的首席财务官，加上一个



一般的审计公司，对一个公司来说是一个非常糟糕的情况。

简而言之，首席财务官是为公司和投资者之间建立信任的粘合剂。如果你有一个优秀的首席财务官，通常他会和首席执行官一起工作来减轻问题；确保申报能按时完成；确保帐簿和记录的准确性；履行一个透明的会计职能。如果你让一个软弱且经验不足的人来担任这个职务，那么你会看到一个只会遵循首席执行官的指示的记账员，最终结局基本上总是很糟糕的。

首席财务官的作用并不限于监督会计职能和审核程序。首席财务官在组织上市前和上市后的过程中涉及的与各服务提供商的工作方面也起着关键作用。这些服务提供商包括投资银行、美国律师、中国律师、公共/投资者关系公司、萨班斯法案专家和其他专业人员。如果没有这个重要的人，该过程将会是无组织的，并且比预计会花费更多的时间。

首席财务官也是作为一个“面向街道”的角色来直接与股东、潜在投资者、分析家、证券监管机构、美国顾问和服务提供商进行交流。这是在上市后阐述公司历史的一个非常关键的组成部分。说投资者关心的是中国公司已报道的财务结果的完整性是一种不充分的陈述。如果投资者能从一个经验丰富、能非常清楚地解释数据、能解答投资者提出的问题 and 担心的首席财务官的嘴里听到财务故事，就更能够增加大家认为该公司具有市场的信心。

一个优秀且得力的首席财务官可以创造股东价值且可消除当前我们看到的许多问题。

贷款和企业间的借贷：

没有特定还款期限的无抵押贷款对中国的私营公司来说是一种习惯做法，且这种行为一般不会被政府察觉。仅由个人（首席执行官）拥有和控制的公司会经常在该首席执行官的指示下借款给他朋友所拥有的公司。这种贷款替代了更加难以获得、要求担保和高利率的银行贷款。贷款在本质上通常是短期贷款，且被借款方用作营运资本。通常情况下，借款方在需要的时候会将借款还给公司。这些交易一般是公司之间以交情为基础的小额融资。

尽管如此，对于这种贷款应该注意以下几个因素：

- 这些贷款的类型为“企业间的贷款”，违反了管理资金借贷的联邦法律——《中华人民共和国通用借贷规则》。从本质上说，只有经授权的银行才能发放贷款，并且私营企业之间这样的行为是被明确禁止的。
- 中国人民银行可以自行决定施加数额相当于借款方从这种企业间贷款所获得的收入的一至三倍的罚金。
- 这一事实应该在公司的财务报表中有所披露。他们要么会招



致处罚，要么披露因这一违反行为所造成的或有负债。因为处罚是视酌情进行的，所以可能不太适合进行处罚，但应该进行披露。

- 公司在上市前消除了所有未偿还的应收贷款。

我们也看到了公司实际上收取贷款利息的情况，但该利息是由首席执行官（也是主要股东）以现金的形式收取的，且不会被记为收入。这样做的话，该公司的首席执行官可以获得未记录的个人收入，公司也就避免额外的应纳税所得，且该公司可以声称他们在贷款中未获得任何收入，所以既然没有实际的利益他们不应该因为企业间贷款而受到处罚。

税金：

最近，国家税务总局(SAT)的市级机关向我们正在审查的一个上市前公司发布了一个“提供优惠政策的通知”。该通知规定：

- 该公司免交他们在上一财政年度结束前发生的所有未申报的税金，包括增值税和其他所有的企业所得税；
- 该公司应免交其在境外融资过程中的资产合并、产权更改、财务调整有关的相关税金；和
- 这些优惠政策的期限未来将延长额外两个财政年。

该公司从一个律师事务所获得了一项明确公司税务事宜的法律意见书。意见书对当地国家税务局的通知的描述相当模糊，只是核实该公司收到了这一通知，并重申了通知中所描述的规定。意见书没有明确声明这个通知是被有效颁发的，也没有明确声明当地国家税务局有权颁布这样的豁免。我们注意到了这一事实模式的很多重要的问题。该国家税务局是一个地方税务局，而且中华人民共和国税法明确规定：“国务院（中央政府税收机关）是唯一一个有权就所得税和增值税授权免税和减税的机关”。当地国家税务局没有被授权颁布他们在信中所描述的豁免。假如根据中国人民共和国税法规定税金已经到期，但公司并没有在其上一财政年度对其进行公布，那么当地国家税务局不能进行豁免。

由于其业务性质（农产品初加工）的原因，根据联邦税收法规该公司免交所得税，且所得税费用的金额（为零）被正确地反映在他们已审计的财务报告中。然而，披露具有误导性。他们的收入所得税的脚注表明：“中国当地政府已经向公司提供了各种激励措施来刺激经济的发展。这种激励机制包括降低税率和其他措施。该公司被授予免交所得税，这一豁免在 2010 年 12 月 31 日到期，因此该公司在 2010 年和 2009 年年度均免交所得税”。该公司没有缴纳税金的原因是根据《中华人民共和国税法》其性质是一家农产品初加工企业，而不是因为地方税务局授予豁免，实际上这一行为是无效的。

此外，审计结果并没有包括我们在



将他们的增值税报表调节到美国会计准则财务报表时发现的一个重要的增值税增加额。这大概就是他们获得豁免通知的原因。现在还不清楚审计师是否是依据当地国家税务局的免税信来证明没有增值税增加额的记录，还是他们只是没有将增值税报表调节到已审计的财务报表中。根据我们的经验，无论哪种方式都涉及到一个因没有记录这一增加额、且接受任何基于当地国家税务局的通知的免税政策而造成的明显的风险。如果这是一个审计误差，我们建议公司让其审计师了解这个情况，并且让审计师重新发布报告。因为他们仍然是一个私营公司，这样做并不会带来很大的损失。如果该公司及其审计员是依靠当地国家税务局的通知，或任何未来免税政策，他们应该考虑从一个精通于中华人民共和国税收方面事务的大型国际律师事务所获得第二份意见书。第二份意见书应明确地解决根据《中华人民共和国税收条例》是否该税务局有权颁布这一豁免政策的问题。

可变利益实体(VIE):

我们检查过的许多中国公司都有一个可变利益实体 (VIE)的问题，这一问题在投资者首次访问公司时并不明显。当一个公司是私营性质且其所有者为企业家并且从事多种业务时，可变利益实体的问题通常会发生。在这种情况下他可能会使用来自公司的现金流而为其另一公司提供资金支持。例如，一个制造公司使用其部分现金为所有者的房地产或保险公司提供资金支持。这会给想上市且完成一般公认会计准则审计的公司

造成一个严重的问题。让我们对此做下解释。

可变利益实体(VIE)是美国财务会计准则委员会(FASB)在 FIN 46 中所使用的一个术语，它指一个投资者在不基于绝大多数投票权的情况下拥有多数股权的一个实体。这是一个非常重要的问题，因为如果该公司是可变利益实体的主要受益者，则其需要合并这一的实体。

分析一个实体是不是一个可变利益实体是非常复杂的，但最基本观点是如果一个实体在没有间接控制方(该公司)的额外经济支持的情况下不能存在，且该实体的股权持有人没有决策权、或没有得到与他们投资有关的利润或损失，那么这个实体被认为是一个可变利益实体。

一般来说，一个拥有可变利益实体中的可变利益的报告实体(如果其是可变利益实体的主要受益人)会被要求将可变利益实体合并到其财务报表中，并且将某些披露包括在合并财务报表中。如果报告实体不是主要的受益人，但在可变利益实体中拥有一个重要的可变利益，则其会被要求将某些披露包括在合并财务报表中。会计人员应熟悉 AcG 15 和/或 FIN 46。

这可能意味着为了完成我们专注于其融资的一个公认会计准则审计，我们还必须完成对该公司正在提供资金支持的公司的审计，且财务结果也必须进行相应合并。可变利益实体的财务通常是杂乱的，且包含和主要公司同



样多的（如果不是更多）问题。公司上市所需的成本、时间和风险会有所增加。

呼吁进行更加全面的尽职调查

“中国已经被证明它不是高知名度投资者实现美好愿望的地方，那些高知名度投资者曾经宣称好的研究调查，大型律师事务所和会计师事务所会保护他们的投资。一次又一次，他们的最佳惯例和高价人才却没有发现那些甚至最基本的危险信号。”

来源：“双威教育公司：奇怪的交易发出危险信号”，[Financial Investigator.com](http://FinancialInvestigator.com)（“金融调查家”网站）的编辑 Roddy Boyd 在 2011 年 3 月 30 日发表的一篇文章。

从周一早晨的情况来看，已经不可能反驳上述声明了。

美国投资者已经强烈提出了要对在美国上市的中国公司进行更加全面的尽职调查的要求。公司治理和透明度问题是投资者最为关心的问题。在目前投资者信心普遍缺乏的情形下，进行独立的、广泛的和可靠的尽职调查的必要性具有前所未有的迫切性。

对于那些购买了在美国上市的中国公司股票的投资人来说，去年是具有挑战性的一年。2010 年的欺诈言论或确认的欺诈案件影响了以下公司：

- Northeast Petroleum (NEP) 东北石油
- Fuqi International (FUQI) 福麒国际
- Rino International (RINO) 绿诺科技
- China Biotics (CHBT) 上海双金生物
- China Sky One Medical (CSKI) 中国天一医药
- China Marine Food Group (CMFO) 中国海洋食品集团
- Orient Paper (ONP) 东方纸业
- China Education Alliance (CEU) 中国教育集团

结果，投资者信心受到打击且业内股价全线下挫。罗仕中国研究覆盖范围（包括 68 家小型中国公司）” 2010 年底下降 12.3%，而纳斯达克和罗索 2000 指数分别报收 16.9% 和 25.3%。



该行业在 2011 年第一季度的表现再次受到接连发生的实际或宣称的企业渎职的负面影响。少数公司股票已经停止在纽约证交所，美国证交所和纳斯达克股票交易所进行交易。它们推迟向证券交易委员会提交文件，以及在公司文件准备过程中解雇审计师或审计师辞职的原因各有不同，除了发布各种确定和宣称欺诈性业务惯例的大量研究报告外。仅在前两个月内，以下股票出现了停牌：

- China Media Express(CCME)中国高速频道
- Puda Coal (PUDA)普大煤业
- China Intelligent Lighting (CIL)中国智能照明
- Universal Travel (UTA)旅程天下
- China Electric Motor (CELM)岳鹏成电机
- Subaye (SBAY)数百亿
- China Century Dragon Media (CDM)中国盛世巨龙媒体传播
- China Agritech (CAGC)艾瑞泰克（中国）
- Keyuan Petrochemical (KEYP)科元化工
- NIVS Intellimedia Technology (NIV)纳伟仕智能媒体技术
- Duoyuan Global Water (DGW) 多元环球水务

事实上，截至 4 月 11 日，在纽约证交所，美国证交所或纳斯达克股票交易所停止交易的 15 只股票中的 12 只股票是中国公司。

该行业内最主要的原因之一是很多这样的公司最初就不应该上市。目前有 400 多家中国公司在美国上市，其中大多数公司是从 2005 年开始上市的。在过去的十年中为了鼓励企业家，中国允许中国企业在西方资本市场进行股票上市。目前大约 75% 的中国上市公司通过反向合并或反向并购（RTO）“经由后门”而进入了美国股票市场。反向合并涉及内部持股私营公司，这些公司通过购买上市交易壳公司的足够数量的股票而使自己转变为一家公开交易的实体。实现上市状态的目标就得以完成。。与注册的首次公开募股（IPO）这种更为传统的方式相比，通过选择反向并购（RTO）过程，公司还节省了时间和资金。对于投资者产生的影响是这些中国公司在初次上市时会获得较小范围的尽职调查和管理层审查。即使是证券交易委员会（SEC）委员 Luis Aguilar 在今年四月进行的演讲中也承认：反向合并不涉及同样的来自承销商和投资者的审查，而在首次公开募股（IPO）中会涉及来自承销商和投资者的审查。这篇文章认为如果对那些寻求首次在美国上市的公司施加一套更为严格的筛选程序，那么目前的争议就不会那么普遍了。



但是投资者也面临着该行业的其他问题。文化，语言和地理方面的差异只是挑战的一部分。这些公司中的大多数具有有限的业绩记录。在美国运营一家年轻的上市公司无疑是一件困难的事情。运营一家具有有限经验的在美国上市的中国公司，而且其文化和业务惯例和这里大不相同，这只会带来更大的挑战。在基本业务方面的差异并非微不足道，尤其是当一支中国管理团队不了解或领会美国投资者的预期时。最近，卖方银行家，律师和审计师事务所已经一致努力对中国管理团队进行有关与作为上市公司相关的义务的教育。已经采取了有关金融界的行动，以消除他们自身的潜在责任。仅在去年，几家金融公司发布了适用于那些计划区分中国公司的投资者的核查表。其他实体推荐了一套需要满足的重要标准，以便使出现负面影响的潜在性最小化。尽管这些建议给那些寻求较小风险的投资者提供了一些保证，但是这些建议不能保证不会出现风险。

对于最成功的投资方式，作为全面尽职调查组成部分的努力工作是不可缺少的。当你对中国公司“开展工作”时，需要付出更大努力。尽管在美国境内通过乘坐飞机到达公司管理层的办公室直接拜访管理层的目的是可能的，但是这种方法对于位于半个世界之外的中国公司来说更加困难，这些中国公司的管理团队说不同语言（无论是书面的还是比喻的），且他们的业务拥有多套适用于不同对象的账簿。这就是目前的实际情况，没有任何东西可以替代由知识渊博的国内专业人士在中国开展更为广泛的尽职调查，这些专业人士的目标是揭露真实情况。对于机构投资者，这就转变成了残酷的现实：当对中国公司进行投资时需要付出更大努力或更多的人力资源。这里和位于亚洲的具有充分实力的大型投资公司正在进行这个工作。对于研究中国公司的大多数美国专业投资者来说，这是一项必要工作。

很多美国投资者关系公司向有迫切要求的公司提供接触当地投资行业的机会。对于不同的水平，某些卖方研究公司还向投资者提供有价值的观点。但是研究工作通常是由之前或之后的承销费所驱动的。尽管提供给“大街”的全面的公司数据是可靠的且属于附加值服务，这种数据还会不可避免地受到各自业务模式的影响。每个业务具有一个议程，这可能会潜在地偏爱它们的观点。

艾捷资产管理公司使我们确信中国确实存在很多具有吸引力的投资机遇。但是你还要进行谨慎选择。你必须一个公司一个公司的接触这个行业。我们的目标是减少对在美国上市的中国公司进行投资相关的某些挑战。我们向我们的客户做出的承诺是我们将提供公正的且严格客观的公司信息。我们专注于有关这些公司的很多相关标准，这也是目前投资者通常要求的。我们尽职调查的主要目标不仅是具有真实性和关键的信息性，而且具有指导性和前瞻性。我们在中国和美国进行尽职调查。我们雇佣各方面的专业人士协助我们开展尽职调查。由于



这些人员向我们提供的服务，艾捷资产管理公司直接向他们支付报酬。所以，我们向客户提供的数据是严格独立的，不涉及利益冲突。本着“严格的客观性”，我们不会提供具体的建议，例如“买”或“卖”，但是我们会使我们的客户根据我们提供的事实和预测作出他们自己的决定。

如需有关艾捷资产管理公司向投资者提供的各种服务的更多信息，请访问我们的网站：
www.agileasset.com

撰写人：
斯科特 • 卡明斯
艾捷资产管理公司
2011年3月15日

© 2011 Thornhill Capital. 版权所有



Thornhill Capital 提供现场尽职调查；美国公认会计准则合规性的财务重建账；审计准备和审计程序管理；设计、测试和实施萨班斯-奥克斯利法案要求的、针对财务报告的有效内部控制；中国税务报告对美国财务报告的和解；双语首席财务总监；翻译服务；以为为美国上市企业提供各种其他会计、合规性和行政管理服务。

有关所有服务的详细信息请参见网站：www.thornhillcapital.net

本刊物是反映 **Thornhill Capital** 的个人意见，仅供参考。本刊物的目的不是为了传达任何法律，会计，或投资建议。在没有事先咨询律师、投资顾问、注册会计师或其它相关专业人士的情况下，此处的信息不应使用或依赖于任何特定方面的事实或情况。