



Thornhill Capital



2011 年 8 月份尽职调查简报

目录:

对中国公司的尽职调查——	
如果不懂中国文化就不要实施	1-4
使中国客户了解审计流程的严格性	4-6
特别版:	
中国小市值企业的大屠杀	
等于机遇	6-11

对中国公司的尽职调查——如果不懂中国文化就不要实施

对中国公司进行尽职调查不是一件容易的事情，也不适合于那些有高血压的人。我将其视为一座冰山，很多问题是隐藏在表面之下，不被人看见。没有人知道下面的冰山到底有多大，我们只是知道是非常巨大的，并且就在这里。问题是我们如何才能确切的知道下面到底有多大呢？

分析表面下的问题不是一件简单的任务。就像对其他国家的公司开展尽职调查一样，对该国家独特要求的适应性和灵活性是必不可少的。在这方面中国最为明显。会计方面的差异，存在多套财务账簿，相关方交易，缺乏内部控制等综合因素以及许多其他问题使对中国公司进行尽职调查变得具有挑战性。

从 2001 年开始，对中国的外商直接投资年均均为 250 亿美元，2010 年为 350 亿美元。尽管在此期间外商直接投资在增长，支持这些投资的尽职调查在很多方面被证明是不一致的。该不一致性表现为开展尽职调查的人员具备不同水平的专业知识。

很多投资者选择进行他们各自的尽职调查。对于某些投资者来说这个办法可行。他们具有一支由中国专业人员组成的合格团队，这些人员具备广博的关于中国公司的知识，并本能地了解在开展尽职调查中应该关注哪些方面的工作。但是绝大多数的投资者缺乏这些技能。在公司的账簿和记录，运营和其他资料中





得到需要的东西的过程是复杂的。只有利用一支由具有经验的中国人员组成的团队开展尽职调查,才能发现那些表面之下的问题。在进行投资或与中国公司组建合资企业之前,由一支中国法务会计人员组成的团队进行尽职调查不仅是非常有利的,而且还是至关重要的。

成功对中国公司开展尽职调查需要两个前提条件,第一个前提条件是使用普通话流利且能够看懂中文的人员进行尽职调查。该人员也应该是一名中国人,而不是通过学习而能够阅读和书写中文的外国人。通过翻译人员将文件翻译出来起不了作用。大量的文件以及通过与管理层和员工的交谈来了解那些文件需要这样的流利程度。对文化和行事方式的了解是开展尽职调查所需要的综合事实情况的关键。这需要涉及更多会计和业务以外的知识。这需要将你自己置身于这个文化之中并且要了解为什么事情要这样按照他们的方式开展。如果你是在中国长大就能明白。如果你是在美国长大就不会明白。如果你不是中国人,请不要尝试对中国公司进行尽职调查。

第二个前提条件是开展尽职调查的人员应具备有在中国公司工作的经验。很多审计和会计公司在对中国公司进行审计时出现问题的原因是,他们的很多人员具有很少或根本不具有在中国公司工作的实际经验。它们可能是很好的审计师或会计师,但是除非你曾经在中国公司(而不是会计事务所)工作过并且了解中国业务惯例的复杂性,你不太可能会发现冰山表下的很多东西。

相反,曾经在中国公司工作过并且了解会计和财务的日常职能以及运营的专业人员更可能会发现这些缺陷。了解与业务相关的文件材料是一项能够后天获得的技能。因此你所看到的很多东西可能不是真实或准确的。如果你曾在一家中国公司工作过,你就会知道这一点。你知道问题可能会出现在哪里,因为你曾为之前的雇主处理过类似任务。对于中国公司来说,编制文件材料来支持它们公司有关税务,许可证,收入和其他问题方面的目标是常见的。与中国的其他任何事情一样,中国的业务惯例是独特的。具备本地化知识是必需的。具备曾在中国公司从业的经验是极其重要的。

在你拜访公司之前就应该进行尽职调查的准备工作。我建议制定一个检查清单,因为这样会使你能够对公司进行一个深入审核并降低忽略某些事情的可能性。当你审核数据,核实事实以及与员工交谈时可能会有很多产生干扰的事情,导致容易错过某些东西,除非你借助检查清单进行整理。尽管对于大多数私营或上市公司来说检查清单基本上是一样的,在收到公司的文件材料后应该对检查清单进行修改,从而将针对你所评估的公司的关注领域包括在其中。

对于一个上市公司,在你拜访公司之前应对公开文件材料进行研究以及彻底了解公司。如果可以,与供应商和客户进行交谈并倾听它们对公司的意见。

对于一个私营公司,向董事长发一



个所需公司提供的文件清单，以及需要他们按照你要求填写或准备并需要在你到公司时提供的表格和明细表。

在你拜访公司之前获得这些信息不但可以确保你不会忽略相关信息，而且还会节省时间并允许你有更多的时间专注于你的尽职调查工作。

在网络上搜索一些关于公司的博客评论和其他信息也是一个好办法。尽管你可能会发现很多信息不准确或不完整，但是还是可以在其中发现一定程度上的事实真相。将博客评论中涉及的任何负面信息列入到你的检查清单之中。不管怎样你需要验证或质疑这些论断。

你在尽职调查工作中需要检查的一个方面是银行对账单。大多时候我会看到一个中国公司向我们的员工提供他们银行对账单的记录，然后公司需要我们在看过之后收回。收回的原因是很多时候我们从公司获得的银行对账单是伪造的，是公司制作的而不是银行签发的。伪造品通常伪造得非常好且对账单上也盖有仿造一样的银行公章。

公司向你提供伪造的银行对账的原因有很多，且没有一个原因是好的原因。最常见的原因是公司版本的银行对账单能够支持公司虚假的账目和记录。如果他们想让你相信公司实现了他们所陈述的收入和利润，以及向你“证实”他们已经向政府缴纳完应缴的税金，向你提供的银行对账单会显示出这些虚假的内容。公司会向你们提供虚假的银行对账单的另外一个可能的原因是因为它们已

经将个人现金和公司现金混淆在一起，导致公司的账目不能进行审计。当然，他们向你们提供的银行对账单是非常完美的。银行存款会与公司获得的收入相符合，不会显示出其他外部资金存入或提取。你总是想亲自去银行要求打印一份对账单。

当我们考虑做尽职调查时，我们通常会单方面的想法。我们只是考虑我们是在对中国公司进行尽职调查。但是，相反的情况也是正确的。越来越多的中国公司正在进行对外投资且政府也在进行积极的鼓励。2011年3月，中国国家发展和改革委员会宣布，3亿美元以下与资源有关的海外投资以及1亿美元以下与资源无关的投资不需要获得批准。由于此政策，现金充裕的中国公司正在寻求在他们传统的国内市场之外进行扩张。

中国公司正在经历越来越激烈的国内竞争，它们正在为那些通常技术更先进且更具价格优势的公司寻找海外市场。在国外进行收购通常是进入一个成熟市场更具成本效益的方法，同时还提供一个比公司在国内获利的更大程度的盈利能力。

中国在对美国公司开展尽职调查时具有类似的困难。在很大程度上，他们不了解我们的业务是如何开展的，尤其是法规符合性以及联邦和州的标准。这对于他们来说是陌生的，就像中国地方和省级法律对于我们来说是陌生的一样。就像我们在中国进行尽职调查时遇到的文化，法律和监管问题一样，中国公司



在美国进行尽职调查时也会遇到类似问题。就像前面提到的两个前提条件中指出了在中国成功开展尽职调查要具备的条件一样，这些相同的前提条件也是在中国之外成功进行尽职调查的必要因素。

如果你使用了正确的方法，确定位于水下的冰川的组成不仅是有可能的，而且是非常有可能的。一旦知道表面下到底是什么，你就能够做出一个更加明智的投资决策。合格的尽职调查会显示出你所拥有的东西是什么，为你做出明智决策提供必要的数据。

使中国客户了解审计流程的严格性

公司进行上市时的首个主要任务是为两年的美国公认会计准则的审计进行准备工作。大多数中国公司为符合获得银行贷款的要求或税务登记的目的已经通过了在中国的“审计”。我在这里将这个词语加上引号是因为中国审计只是在理论上是独立和客观的。就像我们想当然认为在美国金融领域内由专业人士提供的独立和可靠的很多服务那样，例如资产评估，银行确认和审计报告（仅列举这些），在中国进行的审计通常和文件中显示的内容不一样。它们可能看起来很好，封面上印有中国会计师事务所的标识，声明组织的有条理，且具有若干页的脚注，但是文件中的数字通常与实际数字差别很大。

总体来说，中国审计公司会花一天或两天的时间拜访公司，重新计算公司的管理账目，可能查看一些发票，然后签发他们的审计报告。公司和审计公司

都明白公司具有大量没有报告的销售额，或公司声称拥有实际上其不拥有的资产以证明其具备借款能力，或任何使他们受益的其他欺诈类信息，但是那就是在中国做生意。只要他们向中国审计公司支付报酬，公司就几乎能够发布反映符合他们目的的经审计的业绩。

因此当公司决定其将在美国上市时，首个要清除的主要障碍是为了中国管理人员即将经受的全面检查而使中国管理人员做好准备，尤其是财务管理人员。中国的财务管理者通常具有这种心态：审计师要求财务数据和少量文件，审计师接受以公允价值表示的信息，然后事情就算完成了。即使是在一两年前，在中国公司的很多重述和会计欺诈被曝光之前，审计师的执业要求是非常宽松的，而且为符合美国标准的审计进行准备和完成符合美国标准的审计的流程，是中国会计人员以前所不能完成的。今天，由于美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）警告其成员公司对在中国公司进行严格的审计，证券委员会对几乎每个中国客户进行完全审查，以及这两个组织会见中国政府官员试图给予他们直接调查中国公司的权利，环境是非常严格了。

在接受委托的初期，我们一般向公司的财务管理人员提供一些基本的指导方针和警示，以为他们提供帮助：

1. 为质疑做好准备。审计的一个基本原则是审计师应按照“专业的质疑精神”来审核每项交易。鉴于最近在中国出现的审计问题，很多审计所已经将这



个原则提高到了一个全新的高度。中国的财务经理习惯了那些按照表面价值做出回应，且不会深究或质疑不符合之处的审计师。如果换成是美国审计公司的员工，即使是那些公司会说中文的员工到公司做审计，他们会对此感到非常吃惊并且他们会质疑所给出的每个回答。美国审计公司全部雇佣中国人员或签约有中国人员，而且这些审计师了解中国业务中的所有技巧。因此通常对于审计师来说发现问题出在哪里是很容易的，而且当他们对于伪造账目产生怀疑时他们不会羞于直截了当地质问公司。在中国的文化中，如果财务经理没有机会“挽回颜面”且其被迫承认不符合性，这样通常会产生问题。同样，中国的管理者可能会受到审计师要求和第三方核实信息的影响。例如，公司可能会向审计师提供一份银行对账单，包括核实银行的印章。审计师会忽视这份公司提供的银行对账单并要求公司带其到银行，以便银行经理可以当着审计师的面打印出对账单。财务经理通常会将这个要求视为对其正直品行的侮辱。美国审计师不止一次得使用这种直接的对抗性方式导致了我们的客户公司要求解雇审计师（即使是审计师是正确的）。尽管解雇审计师从来没有真正发生过，在审计过程中的自我调节和教育客户带来的伤痛和麻烦远比在这之前对其进行教育要大得多。

2. 雇佣更多的人员。多数情况下，我们发现中国首席执行官不愿意在上市流程方面花钱，不管数额多小。通常过桥资金贷款被托管在美国且任何没有被该贷款包括的费用不会进行支付。这包括像雇佣一些额外的会计人员来协助分

担工作量的这种琐碎的事情。这个问题由于以下事实变得更加恶化：首席执行官通常不想雇佣新的会计人员，因为他目前拥有的员工是按照一种特殊类型的不规则的会计方法而培训的。但是审计的准备工作涉及很多事情，例如重建多达若干年的存货记录或现金交易。大多数中国公司的员工人数只是勉强能够制定内部财务报告和按时进行纳税申报，这意味着他们不能及时地完成最初的两年时间的审计，而且可以确定的是他们不能在要求的上市后 45 天的时间期限内提交季报。如果没有招募额外员工，那么结果就是审计流程将会持续更长的时间，以及初期的融资会出现延误，备案的时间可能会晚，甚至一旦上市后就会被停牌。

3. 寻求帮助。多数美国审计准则与中国方法有很大差异。一般来说，公司的财务人员不了解他们被要求开展某项任务的原因。通常作为员工的审计师不了解他们正在要求的東西以及原因。审计师当要求每个明细表和存在的文件时被认为是愚蠢的，即使是如果他们仅被要求对一小部分进行抽样测试。他们宁可进行过多的测试以减少应承担的责任。但是由于中国财务管理人员不了解美国的审计流程，他们不知道什么时候某个要求看起来是奇怪的。这就是他们要依赖审计管理团队的原因，审计管理团队包括公司雇佣的、用来协助审计流程的会说中文的美国专家，或美国首席财务官（如果公司在上市流程开始时没有雇佣这些专业人员，请忽略这些指导方针，因为公司几乎不可能完成审计）。如果一项要求看起来很繁琐或有些奇怪，公司



应该求助于美国专业人员以挑战审计管理者和合伙人。根据我的经验，几乎所有看起来不合理的审计要求是合理的，且该问题可以使用更加合理的替代流程进行解决。但是需要一名审计流程方面的专家来督促公司进行这项工作，否则审计师将会战胜公司。那可能导致审计变得更为复杂，而且还会增加审计成本和完成时间。

如果公司进行审计时抱着审计将会

持续很长时间，而不是短暂的任务的预期，那么整个审计过程对于各方来说是相对容易的。这并不是说它是容易的，因为一整真正的审计从来不是一个简单的流程，不论是从行业，审计公司或国家方面来说。但是如果公司的财务部门和美国专家协同工作并各司其职，审计将会最快的速度完成。在完成了最困难的部分（最初两年的审计）后，团队将会更好地成功满足他们的上市后的备案要求。

特别版:

中国小市值企业的大屠杀等于机遇

撰写人：拉里·伊森 -- EmergingChinaStocks.com

Larry Isen



中国小市值企业的大屠杀

2011 年上半年对于中国小市值企业行业来说是相当糟糕的。这是一场大屠杀，就像我经历过的前 6、7 次那样。

自 1987 年初我就以某种方式涉足不同的市场。我曾经幸免于 1987 年 10 月美国股市崩盘，亚洲危机蔓延，互联网公司的失败，911，安然症侯群，以及房地产和二级抵押市场的破灭。

在这些事件中，最近的 2008 年金融市场的动荡是迄今为止最为恐怖的，因为看起来我们整个金融体系都可能会瓦解。这是一个千年难遇的大事，因此它能够在 21 世纪早期得到解决是令人高兴的。

这次动荡和之前的所有动荡具有很多共同点，但是同时它们是各具特点。泡沫和动荡在历史上总是相伴共存。

CHINA 24



伦敦的 Jonathan 咖啡厅被很多人赞颂为首个正式的股票交易所。在 1690 年的伦敦，至少有 100 家开展交易活动的交易所，且经纪人会聚集在 Jonathan 来进行股票交易。当 Jonathan 的店铺在 1748 年被烧毁后，一个时代就结束了，但是这使得首个伦敦股票交易所建立。

始于 Jonathan 的首个股票市场泡沫在 1720 年 9 月爆发。南海公司的股票在夏天从 140lbs 一路飙升至接近 1,000 lbs，但是在 10 月前回落到 200 lbs。

自那以后，受到人们恐惧和贪婪的情绪的影响，这个失去理性的市场便处于不断的上升和下降的波动中。

并且，说道恐惧和贪婪，恐惧的一面在 2011 年上半年普遍存在于中国的小市值公司。那些提前做好了工作的人仅在短短六个月内就获得了一辈子才会获得的利润。对此我感到非常高兴。尽管在做多方面曾经犯下错误，我还是佩服市场工作，得益于那些暂时比我明智的人的努力。

尽管如此，对于所有的动荡，机会还是有的。有史以来最伟大的投资者之一 J. Paul Getty 将其完美地总结为

“当其他所有人都在卖出的时候买入，并持有直至其他所有人买进的时候。这不仅仅是一个空口号。它是一个实现成功投资的诀窍。”

有很多与观望有关的风险。一个教训来自于位独一无二的美国伟人马克吐温，他讲述了一个坐在烧热的炉子上而烧伤了屁股的青蛙的故事。

青蛙吸取了教训，从此再也不坐在那个烧热的炉子上了。最终青蛙被冻死。这就是一个关于风险的故事。

我不想被冻死。我认为可以在这个行业中赚取很多的金钱。



历史上最好的廉价品

我计划购买一些廉价品。只有短暂的时间段我们能够以 2 至 5 倍的市盈率以上下限 30%-50% 的增长来积累公司。这样的机会不会经常遇到。以下是需要考虑的一些案例研究：

1. 1984 年，在过去几年中以 30 美元范围进行交易的受人尊敬的**迪斯尼公司**，创历史最低，为每股 0.73 美元。迪斯尼处于歇业的边缘。公司管理层引入了 **Eisner** 和他的团队，他们购买了其他媒体公司（例如 **ABC**），这些媒体公司允许公司合并其品牌。股票回升到 41 美元。如果你在不足 1 美元的时候购买了它的股票的话，那这不是一件坏事。
2. 2002 年（互联网公司转变为互联网爆炸），**雅虎**从两年前达到最高的 108 美元的交易价格跌至 4.05 美元。当时股票的每股现金盈利比其价格还要高。三年后股票为 43 美元，这当然是在谷歌出现并改变了搜索格局之前。你可以看一下亚马逊，阿卡迈，思科以及很多处于相同时间段内的公司。
3. 1993 年，**Jack-in-the-Box** 公司的顾客死于吃了被大肠杆菌感染的肉之后，公司怎么样了？股票跌至 2.06 美元，但是公司却在公开报道后度过难关，并且在 2007 年实现了高达 37 美元的股价。表现不错。
4. **苹果电脑**可能是历史上最好的廉价品之一。苹果在 1997 年的交易价格为 3.28 美元，尽管其账面价值为 6 美元。当时微软在个人电脑市场的主导权确实是损害了它们的业务，且很多大股东要求清算现金。以 **Steve Jobs** 为首的管理层决定将苹果转变为一家数字娱乐品牌，接下来的事情地球人就都知道了。

这是当华尔街和华尔街媒体憎恨这些股票时的四个赚钱机会的案例。

看看一个最近的故事。2009 年，我的邻居们在当大家（尤其是媒体）都讨厌股票的时候以不足 100 美元（现在 360 美元）的价格买了苹果公司的股票，并以 1.70 美元（现在 13.50 美元）的价格买了福特公司的股票。为什么？只是因为他们刚刚购买了一辆新的福特 Flex 并且非常喜欢该汽车，他们也使用了很多的苹果公司的产品并喜欢它们。



当时你找不到任何人在美国广播公司财经频道建议有任何值得购买的股票，但是如果做出正确的决策，那就是你赚取最多金钱的时候。

这次不同了，但是也一样

“如果我有 8 小时的时间去砍倒一棵树，我会花 6 小时来磨快我的斧头” — 亚伯拉罕林肯

某一行业完全崩溃的共性之一就是四面八方的呼喊声清晰地叫嚷着这一行业将万劫不复。对中国小型上市公司也是如此，呼声之尖锐——一切都是欺诈，整个行业将一蹶不振。

不太可能。

每次我读到大量有关中国公司“反向并购”涉嫌欺诈的新闻时，我都很愉悦！

这显然很荒谬。通过反向并购的渠道成为在美国上市的公司的确比较容易。不太够资格的商业银行的审查工作做得较少，所以你可能会遇到不少的麻烦。

当一家公司上市了三至五年，并在期间完成了多项融资和证券上市登记之后，其来历就不再那么重要了。这好比沃伦·巴菲特因为没拿到哈佛大学的工商管理硕士学位，就说他是个拙劣的投资者一样。

说到沃伦·巴菲特——您是否知道伯克希尔·哈撒韦公司原来也是通过反向并购的公司，纽约证券交易所也是这样？

欺诈就是欺诈，而且你会在纽约证交所里那些来路盛名的公司中（如安然公司）发现欺诈，也会在你闻所未闻的的最小中国公司中发现欺诈。

我在看到这一行业的腥风血雨的同时，我也看到了希望。这次的崩盘有点不同，但是也是一样的。

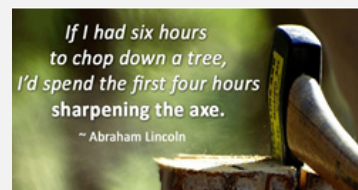


之所以说它不一样是因为您不能相信向美国证券交易委员会提交的文件或者是这些公司公布出来的审计数据。就像 2000 年初期的安然公司/世通公司的破灭，从而产生了最为严厉的立法，即萨班斯法。

想一想，其实这与迪斯尼公司或苹果公司的买家不得不面临的挑战相比，这样的挑战就显得相形见绌了。在这些案件中，您要相信公司会峰回路转。

牵涉到中国小市值公司的问题时，您只需做的就是分辨这些公司公布的数据的真假。他们的业务不需要去提高。他们只需要诚实。

听起来简单，但也没有那样容易。在寻找如何“磨快我们尽职调查的斧头”的好方式时，我于今年年初在纽约召开的一次会议上找到了答案。



艾伦·乐富勤和他的 Thornhill Capital / 中国 360 团队成为了我锋利的斧头，我希望在这个行业挖掘出巨大的利润。

我从艾伦那里了解到的关于中国公司欺诈的信息，比通过阅读 Muddy Waters 公布的报告中了解的信息还要多。

有几百个中国成长型公司在美国上市交易。其中一些公司涉嫌欺诈。多数欺诈案件可能已经被卖空者揭露出来了。

为了确认中国公司未涉嫌欺诈，公司只需配合中国 360 公司人员开展内部调查。

这并非是对公司的账簿进行再次审计。审核重点在于确认公司向中国政府提交的文件是否与向证券委员会提交的文件相符。

最重要的文件是增值税申报表——相当于美国联邦纳税申报表。



在中国，你不要糊弄中央政府，如果一个中国公司提交进行了申报并纳税，你就可以 99% 地相信它们的数据是真实的。欺骗中央政府的处罚是非常严重的。

因此，我认为我会从中国小市值公司的滔滔江水之中淘到金块。我只需找准那些底下藏有金块的岩石，掀开就能在其底下淘到金块。

由你们进行资助的调查正在展开。如果你想知道结果并想知道我推荐的股票，只需登陆 www.emergingchinastocks.com 进行注册。我将为你找到那些名副其实的公司。

诚挚的祝愿!

Larry Isen

拉里·伊森



© 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。