

尽职调查，风险知多少？

中国私有民企做尽职调查所潜在的问题和值得参考的案例

金雷—灵石投资公司©



近几年来，无论是在海外上市或是在国内被并购的中国企业，屡次爆出关于财务欺诈的丑闻。自 2010 年起至今，已在北美上市的中国企业中有十多家¹陆续被质疑存在重大信息误导或进行财务造假，从而在有关的交易所停牌或退市，导致投资机构和大众股民严重的经济损失。

然而，已经面临国际股市诚信危机的中国企业又于 2013 年初再次卷入财务信息造假的风波：卡特彼勒公司花了 7.34 亿美元收购的郑州四维机电设备制造有限公司，后者因财务欺诈而被迫减记 5.8 亿美元，导致投资方巨额的损失。

这类严重失败的大案例还只是冰山一角，还有很多没有公开的失败案例是来自于投资或并购国内中小型私有企业的²。

这些丑闻让投资环境的诚信度下降，国内外知名会计师事务所的工作质量也同时被质疑。尽职调查的内容和质量成为投资方更加需要关注的一个热题和难点。

如果排除会计师事务所已知情的、且冒险为企业隐瞒事实的案子，难道专业和严谨的审计或尽职调查就无法发现潜在的严重问题和风险吗？

¹其中包括绿诺国际公司(Rino International Corp.)，中国智能照明电气(美国)集团股份有限公司(China Intelligent Lighting and Electronics Inc.)，中国高速传媒控股有限公司(CCME)，纳伟仕智能集团有限公司(Nivs IntelliMedia Technology Group Inc.)，东南融通科技有限公司(Longtop Financial Technology Limited)，普大煤业集团(Puda Coal Inc.)，中国能源技术公司(SinoTech Energy Limited)，中国医疗技术公司(China Medical Technologies Inc.)，旅程天下控股集团(Universal Travel Group)，双威教育集团(ChinaCast Education Corporation)，加拿大嘉汉林业(国际)集团有限公司(SinoForest Corporation)，等等。

²截至 2012 年 9 月，中国登记注册的私营企业数量已突破千万家，达到 1059.8 万家 (http://news.xinhuanet.com/fortune/2013-02/01/c_114587467.htm)。

而像浑水公司（Muddy Waters LLP）这类的第三方研究机构或做空机构又为什么能够找到充分的证据来披露在美上市的中国企业存在虚假财报和欺诈的行为呢？怎样才能尽量避免投资和并购的潜在风险呢？

这些问题都很值得我们去探讨。除了尽职调查本身潜在的问题和难处外，还有中国的国情和商业环境的特性，尽职调查的执行缺陷的可能性，等等因素都会导致投资方忽略了些意想不到和后果不堪的问题发生。

通过分析和讨论以上的各种因素，以及陈述本人亲身经历的几个被欧洲企业投资或并购后的国内中小型企业所发生过的问题案例后，我将对中国私有民企做尽职调查这一主题提出一些个人看法和建议，希望能够提供给有关行业的人士作为参考。

随着中国的经济持续增长和资本市场的快速发展，国内外公司或各种投资基金都纷纷在中国的各行各业寻找投资目标或合作对象。

所有的投资交易或合作模式，一般都是签订风险投资协议或合作意愿书后，投资方或合作需求方必定通过内部或第三方中立机构（注册会计师、律师、投资银行等专业机构）来对目标企业展开尽职调查。

实际的调查范围和内容是根据交易的性质和目的来定的。本文所讨论的主题是针对在国内收购兼并、私募股权投资、风险投资的交易，因为此类的投资交易对象往往是有了一定的营运历史、基础、规模的中小型企业。

这些企业的信息透明度会比准备上市或已上市的公司低，所潜在的问题和风险更难挖掘和审核，增加了尽职调查的难度，也直接影响了分析结果的质量。

		目标企业 考虑到 的事项		目标企业 没考虑到 的事项
		有透露的信息	不透露的信息	不透露的信息
投资方 考虑到 调查的事项	有去审查的事项	(1) 问题和风险有限	(2) 可能无法挖掘出某些问题 有一定的相关风险存在	
	没去审查的事项	(3) 忽略了审查某些问题 有一定的相关风险存在		(4) 潜在的重大问题及严重风险
投资方 没考虑到 调查的事项	没去审查的事项	(3) 忽略了审查某些问题 有一定的相关风险存在		(4) 潜在的重大问题及严重风险

图一：尽职调查本身存在的问题和潜在风险

一般来说，尽职调查的主要目的是协助投资方在作出投资决策前：（一）能得到所有关于该投资决定的重要信息及资料，（二）判断投资是否符合战略目标及投资原则，（三）对目标企业价值作出初步的评估以及判断投资可行性（考虑各种促使交易成功的要素，同时确保没有破坏交易的因素），（四）在谈判与投资协议中尽可能规避风险，（五）促进投资后的企业整合及过渡工作。

调查工作主要关注的是交易对象的财务、经营、法律等事项，并对其进行审慎和适当的分析调查。调查程序在性质程度上一般仅限于所需了解的信息，也就是说，有针对性地对投资方在考虑到的事项上做调查、分析、以及衡量其承担的风险。

面对着投资方的要求，目标企业以声明的方式仅提供愿意透露的信息。另外，为了免责原因，第三方中立机构做尽职调查后写出的报告一定都会注明所针对的调查范围，同时也假设目标企业所提供的信息是全面、完整、真实，不存在隐瞒、虚假、篡改或误导的。

事实上却不是如此。由于双方拥有的信息不对称，双方是不一定能够同时考虑到同样的事项，有关方也不一定会完全透露或彻底调查到一切有关联的重要信息。所以在很多情况下肯定会发生遗漏或忽略某些不同严重性的问题以及带来的风险（看图一：尽职调查本身存在的问题和潜在风险）。

处于理想的情况下（图一（1）），双方都同时考虑到同样的调查事项，投资方审查被考虑到的事项，而目标企业也很配合透露一切有关信息，那么投资方就可以有效地评估、掌握和控制所潜在的问题和风险。

最不理想的情况就是调查覆盖的宽度和深度不够（图一（4）），无论双方是否考虑到被尽职调查覆盖的事项，当投资方没审查的事项（不管是有意还是无意）是属于目标企业不透露信息的事项时（不管是有意还是无意），重大的问题和其带来的严重风险就很有可能在交易后发生。

在其他的情况下（图一（2）、（3）），投资方不去审查某些事项或者目标企业对某些事项不透露信息时，也很有可能会产生一定的问题和风险。

总体来说，当“你不知道你所不知道”的事情发生时，所承担的风险及其后果是无法预料的！到最后双方（投资方和目标方）都会受到损失。

除了上述的尽职调查本身存在的问题外，另一类的固有问题也不能忽略，那就是目标企业所在地的国情及当地的商业环境和作风。

改革开放至今，虽然中国的经济迅速增长，然而由于地广人多，整体的发展速度和资源分配不平衡，因此导致各类机构内部不同层级的体制及执行力度不一致，给商业环境带来了区域性的差异。

同时，因为中国文化以人为本（西方哲学则以物为本），所以人的因素很强。处理任何事情除了需要遵守原则，还更需利用人际关系和交情，有时甚至还需要走“潜规则”的途径达到目的。

按照 2012 年透明国际组织（Transparency International）公布的清廉指数排名（共 174 个国家），中国只排到第 80 位，远远的落后于西方发达国家，与非洲、亚洲和中南美洲的一些落后国家不相上下。近期国内查办反腐案件频繁，有上千名部、厅级高官到县处级干部被移送到司法机关，明显确实地反映出中国各地腐败的现象。

在这样的环境下，发展顺利和成功的私有民企很有可能是走“潜规则”途径的。一般的尽职调查会对目标公司的高级管理层的背景甚至对该公司行贿的可能性做调查。尤其是英、美国的企业，为了不违反该国刑法中的贿赂法，对商业贿赂的行为高度重视和严格监督。

然而就算如此严防死守，还是避免不了贿赂事件发生。葛兰素史克（GSK）在中国的巨大规模贿赂案就是一个很好的例子。这家全球领先的制药公司在中国的子公司，为了向国内医生行贿，通过一家旅游业服务供应商（上海临江国际旅行社有限公司）走账。

如果是按照系统化的方式做尽职调查，这家服务供应商很有可能会被调查方忽略。因为葛兰素史克公司的规模庞大，结构和业务复杂，双方交易金额相对来说又会比其他主要的供应商小很多。就算有调查，此服务供应商也不一定会引起注意。况且有关的工商登记信息正常，没有违规或非法的纪录或负面的媒体报道，也没有被某些国际专业数据库列为存在负面风险的企业³。

此类事项就属于图一（4）的情况：潜在问题重大，风险和后果严重。现在葛兰素史克除了要支付二百亿人民币的罚款外，将来业务的发展也会受到约束而产生重大的负面影响，甚至有人猜测该企业是否会退出中国市场！

如果是纯粹的为了提升自己的价值，一般来说大型企业不会、也不需要把自身和官员的关系很张扬地向第三方做宣传。往往是中小型企业会这样做——把这种非物质性的优势当作无形资产看待，作为吸引投资方的诱饵。当然，能够得到当地政府的支持和协助确实能够提高企业的效率和成功的机会，但这是一把双刃剑。

例如在南通市下属的一个五线乡镇里，两家毗邻的外资企业都先后买下了土地造厂房，但是其中一家不愿意走潜规则渠道，结果盖好厂房后至今拿不到土地证。另外一家企业利用当地的人脉关系后，很快就顺利地办好一切手续拿到全套有关的证书。这就验证了当地不规范的环境和作风，也体现出官员关系的价值和作用。

其实类似的事件在国内各地常见，尤其是在落后的地区。如要持续性地维持这种关系，也是需要一定的成本的。比如在某些缺乏规范管理的地方，除了私下受贿，当地机构还会利用表

³ <http://www.fcpablog.com/blog/2013/7/18/gsk-china-probe-shows-limits-of-due-diligence.html>

面看来合法的手段向企业索取“保护费”（例如：推销该机构特设的杂志，征收某些活动的赞助费，等等）。

所以做尽职调查时必需考虑到这些环境规范性的因素和投资后需要承担的“潜规则”成本。除此以外，万一熟悉的官员被调走了或出了违规事件，公司就很有可能会失去之前所得到的好处，甚至被牵连到法律纠纷的漩涡之中。

本人经历过一个有参考性的案例：一家中型上市的法资企业（代号：Fr0）入股了一家小型的中资金属制造公司。中方企业的老板在江苏省的一个保税工业园区和其管理领导有较好的关系，得到特别优惠的厂房租赁条件。可是入股 2 年后，园区的管理领导被调走了。因为跟新来的领导没有密切的关系，续约时厂房租金翻倍。由于合资的企业是在保税区内，想要换厂房也是一件难事：所有投资的设备和进入保税区的资产是不用缴增值税的，搬出保税区就必须向园区和海关申请进口程序，补缴所有资产未缴的增值税，总额可观，结果进退两难。

如果当时 Fr0 公司对这位领导的背景做好调查，也考虑到此人在短期内被调走的可能性，就应该衡量有关的风险和所引起的后果，在投资前就把这些因素体现于评估目标企业的价值上，那么就能减轻后期所受的经济损失。

第三个需要讨论的因素是关于尽职调查的执行质量。执行本身的缺陷可能是由多种不同的原因所引起。主要有 3 大种原因：（一）有限的调查时间和资源，（二）调查事项和方法不到位，（三）调查小组对当地的各方面环境不了解和缺乏实践经验。

尽职调查一般需要在 4 至 6 周左右的时间和一定的费用预算内完成。调查的范围和内容主要分为商业调查，法律事务调查，财务审慎调查，业务调查，等等。目前人事方面也会被考虑到调查范围内。

不少的中国民营企业企业家把赚多少钱定为企业的发展目标，为了个人利益，编造经营业绩和良好的企业数据来欺骗股民和金融市场，这种情况下人事尽职调查尤其重要。

任何投资机构都认同，执行团队的质量对一个投资项目的成功概率影响力很大。虽然这方面逐渐被重视，但是实际的调查范围和内容还是有限的，仅局限于高级管理层或核心员工的基本背景。然而对高级管理层的私人生活、个性和行为也是需要了解的，就连与配偶的感情状况也是需要关注的。

国内某家 PE 公司反映其投资的一家公司董事长（又是股东）因为和配偶不和（投资前就已经发生感情破裂），于是投资后离婚而发生财产分割，包括妻子拥有的公司股份。此事给这家 PE 公司带来了极大的负面影响。

另外，除了关注高级管理层，也需要了解中、基层职工的背景。因为基层职工的个性和行为往往能够反映出企业的文化和管理层平常对待下属的管理手段。

比如前面提到的 FrO 公司，经过和多个基层的工人交流，发现当时的操作工组长多次把工厂生产线所产生的金属边料（是有价值的⁴）窃取私下卖掉，把金钱占为己有。后来又了解到有多位工人参与（其中还有亲属关系的），且这类行为还是被厂长睁一眼闭一眼来看待处理的。这位厂长是成立 FrO 在中国子公司的元老之一，在初期投产和产品开发方面作出了贡献，最后反而对公司后期发展带来极其不良的影响。

这两个实际例子反映人事尽职调查的重要性和深入细查的必要性。然而中国投资市场处于火热的环境下，每个有潜力的投资项目都很抢手，感兴趣的投资方需要尽快做出投资决定。在时间的压力下，借着看好中国市场高增长的机会，投资方会认为回报机会高出负面风险，很有可能会把调查的时间缩短而导致尽职调查所覆盖的宽度和深度不够，更加凸显尽职调查本身潜在的问题和风险。

在受到时间和资源限制的情况下，一般调查小组会按照交易双方确定的原则和限定的范围、内容开展调查工作，使用系统化的调查和分析方法按期完成任务。

工作包括查阅资料室（目标方提供的）公开的有限资料，以及有限制的访问管理层获取相关信息，偶尔会安排现场参观（主要在中小型交易或者在某些大型交易的特定阶段会有这样安排），但不会展开现场尽职调查，交易处于保密阶段更是如此。所以一般以资料、数据分析为主。财务尽职调查一般不采用财务审计方法（函证、实物盘点、数据复算等），更多会使用趋势分析、结构分析等分析工具。

分析的方法主要包括财务指标分析方法，一般的计量分析，业务分析法和方案评价法。依靠此类分析的方法和丰富的经验是有可能挖掘出一些不为人知的信息，但还是不够全面不够到位。最好还是和实地调研方法结合才能得到较好的调查结果。

例如浑水公司的全面和深入调查方式⁵还是值得参考和运用的：收集目标公司的各种公开资料后做详细研读，并根据这些资料做顺藤摸瓜式的延伸调查和分析，再以类似私家侦探的手段到公司现场做实地调研来取证（例如：观察工厂环境、机器设备、库存，与工人及工厂周边的居民交流，甚至偷偷在厂区外观察情况及拍照取证，假扮客户去给供应商打电话，等等）。

当然，这样的详细调查是很费时间的（有可能长达 6 个月的时间），虽然可以增加调查人力资源同时分工进行来缩短调查时间，然而这样必会产生较高的费用成本。关于这方面的投入的决定，还是需要投资方按照投资规模来相对衡量前期所需付出的成本和后期潜在风险可能带来的损失。

⁴ 这家企业产生的金属边料价值相当于原材料成本的 2%，原材料成本大概占产品售价的 50%，所以金属边料价值相当于产品售价的 1 个百分点。一年累计下来就可占到净利润的 1 个百分点，是相当可观的。

⁵ 虽然其“做空行为”有争议，浑水公司的调查方式还是值得参考，详情请参考百度百科对浑水公司公开的信息（<http://baike.baidu.com/view/6022031.htm>）。

除了运用适当的调查和分析方法，丰富的实践经验也很重要，还有对当地的商业环境和实际情况也需要很了解，才可以帮助把需要调查的事项和细节考虑得更周详。

一般来说知名度高的国际级会计师、律师事务所、投资顾问公司做尽职调查有一套很规范和系统化的流程和方法，在项目管理方面也有很强的技能和经验，但是对目标公司当地的商业环境和作风不一定很了解。所以这些调查机构通常会与国内的同行合作去执行尽职调查，他们自己就负责管理和整合调查结果。

表面看起来好像是互补相辅而行，但是国内同行对尽职调查的经验和水准毕竟没有达到国际级机构的标准，甚至就连调查团队对目标公司当地的实际环境和情况也不是掌握得很清楚。所以最后的调查结果还是不理想。

例如在山东省的一个县级市内有一家外资企业在地租赁了一个厂房，表面看起来业主是一家工贸公司，实际上背后的真正业主是一个村的村民。这些村民通过他们的村委会，把自身的积蓄投入到一个特定基金，让村委会管理被投资的资产（不止这个厂房，在周边还有其他的厂房）。万一这家企业和业主发生不和或有任何纠纷，面对的问题可不只是一家工贸公司，而是一个村的村民！

如果只是分析收集到的注册信息和租赁合同而没有当地的团队或类似的实践经验，一般的调查机构是无法得到这样深入详细的有用信息的。

经过以上的分析让读者注意尽职调查的各种问题后，接下来我就综合整理出一些个人经历过的实际案例以供参考，也同时起到提醒和注意的作用。

（案例1） 中国法律体系的不规范和司法机构的不专业

一家欧洲工业集团（代号：Eu0）在山东省投资并购了一家工业生产型企业，由于管理不善导致无法继续经营，向一个地级市的中级法院申请破产清算。

虽然公司完全符合中国企业破产法的破产条件，但还是被中级法院屡次拒绝了，既不受理也不用书面方式说明拒绝理由。

就算坚持和各个部门（包括法官）逐步反复沟通也无效，各个部门把责任推卸到其他有关部门。而没有中级法院的任何书面拒绝函，投资方的律师也无法向高级法院起诉，落到进退两难的地步。

后期分析的主要原因是：（1）各地各级司法部门对法律条例的解读和执行不规范也不一致，甚至一些当地法规的执行还优先于国家法（当然是在不与国家法发生原则冲突的前提下）；（2）该中级法院自称从来没有受理过类似的案件，也就是说他们不愿意受理棘手的案件，就算受理了也没有经验适当地处理，那就干脆履行“多一事不如少一事”的原则，把该案件给卡住了。

所以建议在进行尽职调查时，应该对目标所在地的法律体系、环境以及司法机构的规范性和专业性也做出调查和评估。

（案例2） 企业创始人或高管的管理观念以及对问题的看法不同

在一个外商投资的项目中，投资方聘请了4大国际审计公司之一对目标公司进行财务尽职调查。结果显示目标公司大部分的产品是不开发票销售的。

该公司的领导提供的理由是含增值税产品价格在市场上没有竞争力，还要缴所得税。当地大部分的客户都不愿意开发票。

这个现象在中国很普遍。主要原因是很多中小型企业缺乏科学的管理理念，其中多数不懂财务报表，对财务的一些基本概念不了解。一般营运作风还是以现金交易为主导，尽量把需要申报到税务局的财务数据做得好看⁶同时又不要缴付太多的企业所得税⁷。

也因为他们认为是自己投入的钱，可以一只口袋进一只口袋出，只要把收入扣除开支剩余的就是净利润。他们根本不会考虑发票（不管是进货还是出售产品）。如果真的需要发票时，就会拿其他发票充数。

有些公司甚至代替了税务局的职责——把进、出增值税的概念同时实践到同一单交易上。也就是说要开发票的客户需要支付不含税的销售价格和另外附加6%-9%的开票费，而这个开票费的计算其实就是相当于销售产品增值税扣除产品成本增值税的一个平均差额。

至于投资设备或其它固定资产，这些企业老板经常会把投入的资金当作沉入成本，不将其当作成本或费用来折旧计算于利润里。

这些不规范的做法他们也不觉得不对或不合法，但却引起成本和费用分配与实际情况不吻合，误导投资者的分析。

所以除了需要了解目标公司的高级管理层的待人处事观念外，也需要考虑到双方的观点和概念是否存在巨大的隔阂。

很有可能我们通常认为是不对的做法，他们反而无意地不当作一回事来看待和处理，那就会给双方带来后期沟通及合作的困难，严重的话就会被当作财务欺诈行为，后果不堪。

（案例3） 企业历程背景的特性和劳务纠纷引起的后遗症

上述 Eu0 公司所投资的目标公司前身是一家乡村集体所有制企业（性质属于中国社会主义公有制经济的组成部分），被一位当地的企业家低价收购后转变成私有民营企业。

⁶好看的意思就是不要引起税务局注意：按照税务局每年的效益指标，税务局会设立一些财务指标。当企业没有达到这些指标时，税务局的监督系统就会对有关企业亮起红色警报。很有可能会拜访该企业了解实际情况，有时甚至会对其进行查账或罚款。

⁷因此，在国内的中小型民营企业大部份会做3份账本：1份反映实际账目的给股东，1份用来做申报给税务局，1份用来对第三方透露财务信息。

Eu0 并购了这家公司后还是保留了所有员工，而没有重新签订新的劳动合同。两年后，Eu0 公司决定裁员三分之一来重组被并购了的企业。

但是因为没有按照标准合法的流程解雇职工，引起被解雇的职工不满（因为职工可累积前乡村集体企业的劳动工龄，而且他们认为应该享有类似国企职工的待遇和保护），把案件申报到当地的仲裁委员会。判决结果是让并购后的公司向被解雇的职工支付双倍的经济补偿金。

其实该企业前身的法律性质和此仲裁案件的判决给 Eu0 公司带来了后遗症。过了几年后，当这家企业因为经营不善需要再次裁员时，为了避免再次犯错，企业希望跟职工按照劳动法来友好协商解除劳动关系，可是遭到了职工的强烈反对。

主要原因是那些要被解雇的职工对劳动法不懂，而且认为失去了国企一样的铁饭碗，也可以从公司拿到和之前仲裁判决一样的双倍经济补偿金额。结果事情闹大了，企业再次卷入仲裁纠纷并承受严重的经济损失。

假设于第二次仲裁前有投资者对该企业进行法律尽职调查的话，第一次的仲裁纠纷记录和结果是肯定会查到，档案也显示案件已经解决了。

从理论上来说，新的投资方入股后应该是不会承担任何法律纠纷的风险了。但是谁会想到第一次仲裁案件给当时未被解雇的职员工的脑子里留下了对企业不利的想法和概念呢？这就是需要做出更全面和更长远的考虑才有可能顾虑到一些意想不到的问题。

（案例4） 税法的不完善和不确定性

一家外资企业（代码：Fr1）在江苏省的一个 5 线城市投资了一家子公司。后者通过一家国际银行在中国合法注册的金融机构以融资租赁的方式购买了一台价值 4 百多万人民币的设备。

按照国际或欧美的会计准则规定，该设备一方面可以享受折旧和增值税抵扣（将近 60 万人民币）；另一方面设备的融资金额可以作为长期贷款（本金）和财务费用（利息）处理；而设备的产权等到最后一期租金付完后转移给融资方。

可是这个在国外常见的融资模式到了中国就发生了各种问题。供应融资租赁服务的机构在中国的法律性质是不允许他们提供贷款性的服务的，所以开出的发票是不允许把月租金分为本金和利息的，到最后累计发票金额和融资方记录的长期贷款金额会有差额（相当于累计利息）。

除此以外，按照 Fr1 子公司的县级市税务局对当时中国税法有关融资租赁的解读，由于所有权到最后才转移给融资方，所以设备销售商不能在融资租赁前期开发票给融资方。但如果没有发票，就不能抵扣增值税，也不能入账到固定资产里。一旦设备销售商开出了发票，就必须在 3 个月内入到买方的账，不能等到租赁期结束后再入账，否则该抵扣金额就无效了。

因此 Fr1 公司和合作关系长久的设备商欧洲总部沟通后，让其同意破例先开具了发票给 Fr1 在国内的子公司入账作为抵扣增值税用。

然而，因为该子公司长期没有支付增值税（可抵扣的增值税金额高于需要缴付的金额），当地的税务局在每年高税收业绩指标的压力下，多次走访 Fr1 的子公司了解增值税抵扣的实际情况，最后决定要求这家公司自己向税务局申报更改账目取消调整已经抵扣的部分增值税。理由是另外一家当地的大型船舶制造企业也有融资租赁购买的设备，价格是上千万的龙门架，税务局也向该集团提出同样的要求处理。

Fr1 子公司的领导无奈，只好把案件上报到国家税务局，要求解释税务法对融资租赁的实际应用和能否抵扣有关增值税的问题。

几个月后，可能在众多的企业上诉反映有关的问题，国家税务局公布了一份通函明确了融资租赁可以抵扣增值税的说法后，当地的税务局才让 Fr1 的子公司争取到抵扣增值税的权利。

如果不是因为国家税务局意料到此类的税收问题将会影响整个融资租赁行业的不良发展，当时这个问题就只能听从当地税务局的摆布处理。

由此可见，中国税务法的不完善和某些法则的不确定性会给企业甚至整个行业带来意想不到的困境和潜在的经济损失。

所以，仅对目标企业做一次税务尽职调查是不够的，还需要和当地的税务机构和国家税务局沟通，了解他们对某些非常规的税务问题的解读和处理方式，这样才能避免将来的负面风险。

以上陈述的案例很明显的说明每个投资项目都可能会有“你不知道你所不知道”的事项发生。当然，就这四个案例不能代表所有能够避免的问题，只是给投资者提醒会有类似的情况和不利的后果发生。所能够提供的实用建议可以归纳成以下的主要几点：

- (1) 前期先对会计师事务所或对执行尽职调查的服务公司进行了解：除了懂得目标企业的业务、行业的特性并且具有相关的实践经验，还要确定是否对当地的环境和情况了解。
- (2) 调查覆盖的问题需要全面和精细（范围要广、时间段要长），同时也要考虑眼前的风险以及中、长期的直接和间接后果。
- (3) 除了用系统性的分析方法和工具，也建议使用类似浑水公司的实地调查方法（但必须注意合法性，以免被判决非法获取中国企业或公民的个人信息）。
- (4) 对企业的内部和外部环境（包括当地政府机构和政策环境）以及有关的历史、现状、未来做详细调查。
- (5) 对企业的高、中、基层团队和人员的调查要同样的重视和深入了解，还有人员之间的关系和过去的历史事件（包括劳务纠纷，尤其是中国政府现在特别重视社会安定，国家劳动法和其执行越来越保护劳动者）。

目前对中国的中小型私有企业做尽职调查会有一些的挑战性。随着经济的发展和规范化, 这些企业、人员及内外部环境必定也必须会逐渐跟上西方发达国家的标准。反之国内的同行对发达国家的企业做投资尽职调查也会有其他方面的难处。

例如三一重工集团于去年在美国收购了一家风电场（俄勒冈，Butter Creek）后被奥巴马以威胁国家安全作为理由，用总统令禁止该笔交易。三一重工起诉奥巴马总统也无用，因为已经被美国哥伦比亚特区联邦地方法院完全驳回了诉讼。主要原因是俄勒冈位于美国军事基地附近，交易前三一重工未能向美国外国投资委员会和总统提出申请并得到该交易的批准。

那究竟在交易前三一重工对该风电场的周边环境做了足够详细的调查吗？如果事先知情，有没有考虑到会被总统令禁止交易？或者是否适当的衡量交易的风险？

这些问题也是值得我们关注、分析、思考和吸取经验的。希望下次能有机会对出境投资国外企业的尽职调查难处、问题和风险做出分析和讨论。