

編輯的話

編輯的話

中國企業資訊的不透明及債市評級的膨脹，一直以來都是我們和中國企業合作往來時最大的痛：從資料蒐集的繁雜，到資料分析上的可信度，大大小小的資料限制皆影響著我們從公開資訊評估企業信用風險之預警能力。

2013 年，TEJ 發表了中國企業信用風險 CCRQM 方法論，面對中國企業的特殊性：資產重組、借殼上市、財務窗飾，及近年爆發現金造假案件，我們不斷反思及修正 CCRQM 的方法論，以獲得高效度的預警效果。

本期我們針對中國企業的集團特性，和您分享我們如何利用企業背後那股控制的力量，衡量企業信用風險。

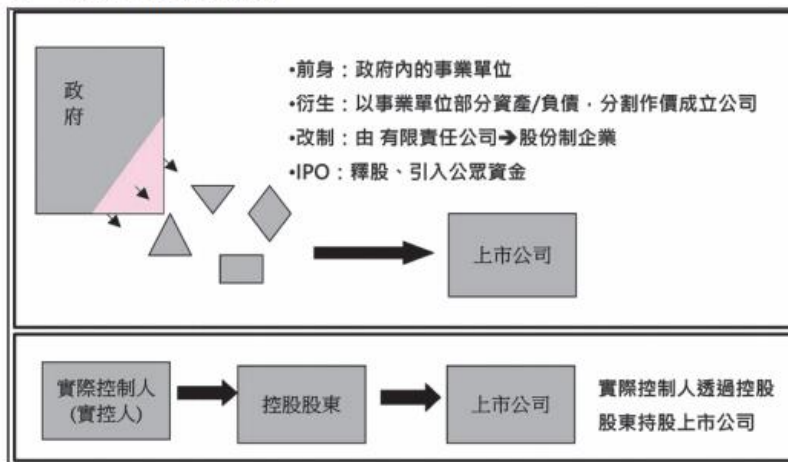


TEJ 財金筆記

TEJ 財金筆記—評估中國企業信用風險的特殊性，從集團談起

中國滬深兩市的上市企業，至少有三成以上是由政府事業單位衍生出的私有產權形式「公司」，再透過 IPO 於資本市場募資、稀釋公股持股率。因此，滬深市場上市企業普遍具有官家血統。中國政府為了管理龐大的事業體，於 2003 年成立國家資產管理委員會（簡稱：國資委），各級政府也設立旗下的國資委，以利統籌管理。

圖一：滬深上市公司之形成



此外，中國證監會亦要求企業於年報中揭露「公司與實際控制人之間的產權及控制關係的方框圖」，增強自然人、國營資產管理部門及實質控制人的披露要求。由此投資人或合作方可以更準確的了解上市企業與實質控制人之間的產權和控制關係，做出更有利的決策，並規避可能存在的風險。

在衡量企業信用風險時，我們之所以關注其所連結的集團風險，原因主要基於一項假設：公司很難完全獨立於實質控制人之外（實質控制人：能主導經營決策的出資者，以下簡稱實控人）。

當實控人同時經營多項事業時，要讓每項事業都成為業界頂尖實在不容易，總會有幾個不成器的事業部。對此，實控人通常會做「集團內的社會救助」- 以有餘者之資源（業績或財務）填補體質羸弱者的業績或財務缺口，以免後者掛點。此舉為人之常情，組織理論早

就觀察到 - 擴大版圖代表著更大的權勢；縮編裁撤則反之。因此，若實控人擁有一群上市公司以外的企業，則該上市公司的業績或財務，自然會依實控人的整體集團考量，而有非營運性的伸縮。

有鑑於此，TEJ 在發展中國企業信用風險數量模式(CCRQM)時，延續 TCRI 長久以來採用的「風險三成因」：企業體質、產業競爭與經營風格(簡稱 AIM)。其中，所謂的「經營風格」即為經營者的價值判斷、人格修為、經營能力...等等，我們雖然很難直接分析，但可以假設同一組經營層，具有同一套企業 DNA，就該有類似的取向判斷，或許短期表現有差異，但長期而言會趨於相近。因此，在分析企業信用風險時，納入「集團門檻」就能縮減集團成員短期間的歧異。

表一：滬深上市公司之分類：集團歸屬與風險分布（2018 年度）

單位：億元

風險區	未歸屬集團 (占比)		I 央企 (占比)		II 地方國企 (占比)		III 民企 (占比)		合計 (占比)	
低風險	468	19%	65	25%	166	32%	44	23%	743	22%
中度風險	973	39%	97	37%	185	36%	53	28%	1308	38%
高風險	939	38%	92	35%	148	29%	80	43%	1259	36%
違約	103	4%	7	3%	20	4%	11	6%	141	4%
合計	2483	100%	261	100%	519	100%	188	100%	3451	100%
占比	72.0%		7.6%		15.0%		5.4%		100%	
集團個數	-		65		97		90		252*	
集團總資產	-		162,289		146,120		38,406		346,816*	
集團淨值	-		67,490		54,107		13,643		135,239*	
集團常續淨利	-		5,726		5,678		1,236		12,640*	

\*僅計入可歸屬集團者。

### 如何設定集團門檻：

TEJ 從集團成員間的 CCRQM 信用風險等級來觀察集團整體的信用風險水準，並由二種持股途徑找出成為企業支撐或壓力的門檻判斷。

#### A：金字塔控股型態—以控股股東之 CCRQM 作為頂蓋。

理論上，控股股東的風險自然會由被控股者承受。只要控股股東有難，必定會從所控制的旗下公司抽調資源，意即—被控者的財務狀況持續力，會隨著控股股東的風險升高而降低，因此控股股東的風險狀態自然不可被忽視。

#### B：非金字塔控股型態—以集團內核心成員的 CCRQM 作為頂蓋。

概念上，途徑 B 與途徑 A 相同，差別在於核心成員替代控股股東，然而，因為資料取得的限制，我們以集團內最靠近核心成員且能取得的 CCRQM 等級做為門檻。

CCRQM「集團門檻」的建立，有利於正視中國集團共通性，縮減集團內的假性風險差距。更完整的「集團門檻」說明，請參考 TEJ 貨幣觀測與信用評等雙月刊第 142-144 期「中國企業信用風險指標」專題。

### 活動訊息

#### 線上講座—《中國企業信用風險》



中國在今年年初的新聞能見度特別的高，而中國企業在政府的支持與管理之下，與其他市場的上市企業營運方式也有些不同。近幾年，台灣金融業有越來越多和中國企業合作的機會，但如何有效且精準的監控這些合作夥伴？

TEJ 獨家開發的 TCRI 台灣企業信用風險指標，在台灣已建立完整的信用風險預警模式，面對中國的上市公司提供不同的資訊及發展背景，能用相同的預警模式嗎？

8 月 20 日線上講座，TEJ 將與您分享我們在中國企業信用風險的研究，及有效控管中國的企業風險，我們應注意公司的哪些指標？

線上講座報名請洽 <https://forms.gle/xPuwyxvY6qU8Sah19>

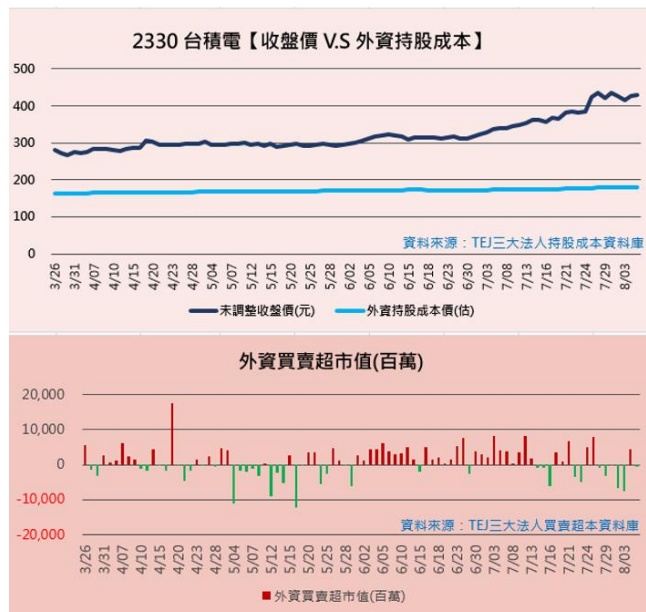
※若報名連結無法開啟，請來電或來信 [tej@tej.com.tw](mailto:tej@tej.com.tw) 報名！

## 範例檔案—《TEJ Smart Wizard》

台積電於上月月底創下上市以來的新高價後現仍居高不下，投資人熱切討論此時到底是該獲利了結或持續追高？而機構法人的看法又是如何？除了從機構法人的預測、每日買賣超方向來觀察，我們也可從推估三大法人的個股持股成本，一窺其動態。

長期投資台積電的外資，我們推估其平均持股成本落在 180 元左右，以上月底收盤價 425.5 元計算，外資持有台積電的未實現的報酬高達 236%，實為驚人！

三大法人對個股的持有成本表請點此[下載檔案](#)，並可使用 TEJ Smart Wizard 程式更新資料。



更多 TEJ Smart Wizard 範例檔案，請上 TEJ 官網—客戶專區—範例下載更多 TEJ Smart Wizard 範例檔案，請上 TEJ 官網—客戶專區—範例下載

[https://www.tej.com.tw/example\\_download/](https://www.tej.com.tw/example_download/)

## 重點資料庫更新排程

- 公開資訊公告截止日 -

- 七月份營收公告截止日：8/10
- 第二季財報發布截止日：8/14

- 資料庫更新完成日 -

- 股東會年報 - 主要進銷貨對象：8/07
- 股東會年報 - 董監酬勞：8/07
- CSR 報告書 - CSR 資訊：8/10
- 第二季財報明細-上市上櫃：8/24
- 第二季財報明細-興櫃公發：8/31

與我們聯絡



[www.tej.com.tw](http://www.tej.com.tw)



[tej@tej.com.tw](mailto:tej@tej.com.tw)