

滬深上市公司財報虛飾手法之檢視

—*CCRI* 數量模式罩門之拆解

陳惠玲*

CCRI 數量模式

有罩門：三者未到齊

- ◆ 財報可靠
- ◆ 產業持穩
- ◆ 經營者低風險偏好

如何拆解罩門？

納入專家意見

→ 完成 *CCRI*

拆解罩門起步：

財報虛飾手法之探討

雖然 *CCRI* 數量模式的效度相當不錯¹，但我們知道，違約案例過少，可能形成模式效力偏高的假象。面對信用風險的評估，我們始終認為數量模式能掌握的企業營運及產業風險，需以財報可靠、產業變化性不大、經營者風險低偏好²為前提。以現階段來看，要辨識這三者，靠專家判斷，較可行。不過，滬深上市公司多達 3,400 家，要納入專家意見相當費工且難確保判斷的一致性。此之所以 *CCRI* 數量模式雖已上線近 10 年，仍僅能提供模式所產生的「基本等級」、尚未全面提供納入專家意見等級：「*CCRI*」。

近幾年，中國政府力拱債市並引入外資，長此以往，中國債市必成國際主力市場；也將拉高信用資訊之需求，容不得我們繼續蹉跎。所以，我們打算完成 10 年大夢：由滬深上市公司著手，再推向未上市的債券發行人評等。當然，若走到債券市場，就不該單就債券發行人作評等，而應該提供債券的信用評等——這難度更高，只能當遠期目標。

雖然罩門有三，據經驗，最大的罩門在於財報不可靠：虛飾或造假。鑒於經營者須面對的壓力及誘因，對外報導通常會過度美化，導致 *CCRI* 數量模式所產生的基本等級，較可能低估信用風險，造成偏差。我們認為，了解滬深二市場常用的虛飾手法，是解決低估偏差的第一步。因此，本文就以今年（2017 年）前三季有下列事件的非 ST 公司³，作為第一輪的檢視對象，共計 23 家，如表一所列：

- ◆ 被主管機關立案調查、或懲戒確定者：5 家
- ◆ 涉及財報造假者：9 家
- ◆ 市場謠傳財報造假者：9 家

*台灣經濟新報研究員。

¹ 效度驗證，請詳本刊第 126 期，2016 年 *CCRI* 基本等級效度驗證，2017/7 出版。

² 這就是 TEJ 的信用風險三因子分析：會計分析（A）、產業分析（I）、經營層風險分析（M）。

³ ST 公司交易所的「特別處理，Special Treatment」，多已涉及嚴重的財務問題、或違規情事，嚴重程度與國內全額交割類似，情況較特殊，本文先不討論。

表一：選樣 23 家滬深上市公司：依 2017/1/1~2017/9/30 之事件作篩選

T：目前 CCRI（已納入 TEJ 分析師專業判斷） G：最近期的「基本等級」

大類	公司	上市日	借殼	T	G	主要業務	手法分類	發現
懲戒 /調查	002194	武漢凡谷	2007/12/7		7 6	雙工器、濾波器、射頻子系統	業績預告不實	
	300104	樂視網	2010/8/12		D 8	終端業務、互聯網服務、貸款收入	會計錯誤	
	300267	爾康製藥	2011/9/27		7 3	澱粉及澱粉囊系列產品	(B)海外	記者
	600074	保千里	1997/6/23	2015/3	7 5	圖像採集分析系列、圖像顯示處理系列	(A)併購	證監
	600870	廈華電子	1995/2/28		D 6	電子產品、服務收入	重組公告不實	
造假 (懲戒 /定案)	002131	利歐股份	2007/4/27		7 6	媒體代理、行銷、移動端流量整合	(A)併購	證監
	002161	遠望谷	2007/8/21		8 8	電子標籤、讀寫裝置、備件	虛增無形資產	
	002232	啟明信息	2008/5/9		6 4	車用電子產品、集成服務、管理軟體	在建工程錯帳	
	002323	雅百特	2009/12/18	2015/9	8 6	金屬屋面、太陽能光伏、諮詢設計	(B)海外	證監
	002715	登雲股份	2014/2/19		8 8	維修市場氣門(柴油機/汽油機)	提前認營收	
	300117	嘉寓股份	2010/9/2		9 9	門窗、幕牆、太陽能	(C)關係人(2010)	證監
	600281	太化股份	2000/11/9		D 6	焦炭貿易、有色金屬貿易、貿易鋼材	全套假進銷	
	600610	中毅達	1992/7/28	2014/6	8 6	道路施工、園林綠化	(A)併購	CPA
600810	神馬股份	1994/1/6		7 7	切片、簾子布、工業用絲	(C)關係人(2007)	證監	
疑似 造假	000625	長安汽車	1996/11/8		5 3	商品銷售	產銷庫存矛盾	記者
	002188	巴士在線	2007/11/22		8 5	自有媒體廣告、Live 直播、揚聲器	(C)關係人	CPA
	002820	桂發祥	2016/11/18		6 6	麻花、小食品產品、糕點產品	(D)零售體系	記者
	300072	三聚環保	2010/4/27		6 4	能源淨化綜合服務、能源淨化產品	(C)關係人	記者
	300116	堅瑞沃能	2010/9/2	2016/8*	8 7	動力電池、新能源汽車租售及運營	(C)關係人	記者
	300156	神霧環保	2011/1/7	2014/5	7 5	環保工程總承包、設計及技術服務	(C)關係人	記者
	600666	奧瑞德	1993/7/12	2015/12	8 7	藍寶石產品、設備製造	(A)併購(2015)	記者
	603001	奧康國際	2012/4/26		6 5	男鞋、女鞋、皮具	(C)關係人	記者
603919	金徽酒	2016/3/10		6 4	酒(中、高、低檔產品)	(D)零售體系	記者	

*形式上，非借殼上市—依規，創櫃板不能借殼上市。

在這 23 家公司中，部分公司的虛飾手法（或謠傳虛飾）有共通性，本期就先挑出 12 家公司，探討所涉的 4 類手法，分 4 篇稿子說明：

A 類手法：透過併購，購入虛資產、虛增業績。

計有保千里、利歐股份、中毅達及奧瑞德 4 家。限於篇幅，本期就略掉較早期的奧瑞德，僅探討前 3 家。請詳「滬深上市公司財報虛飾手法 A：併購」一文。

B 類手法：透過難以查核的海外據點，虛增業績。

計有爾康製藥及雅百特 2 家。請詳「滬深上市公司財報虛飾手法 B：海外虛灌」一文。

財報虛飾 4 手法

- A、M&A，購入虛資產、虛增業績
- B、以海外據點，虛增業績
- C、透過關係人，虛增業績
- D、透過無發票之零售體系，虛增業績

財報造假大壓力：
業績承諾
近 1/2 公司面臨

C 類手法：透過控股股東、或其他關係人，虛增業績。

計有嘉寓股份、神馬股份、巴士在線、三聚環保、堅瑞沃能、神霧環保、奧康國際等 7 家。限於篇幅，本期就略掉較早期的嘉寓股份及神馬股份，僅探討後 5 家。這類相當多元，真讓人「驚艷」！最特殊的是：

◆三聚環保、神霧環保，結合地方政府資金，銷售出沒有下家客戶的產品，打造出高額業績；

◆堅瑞沃能透過「反向訂製」，讓上游供應商指定子公司作為零組件供應商，避開關係人交易之名，造出驚人的業績。

請詳「滬深上市公司財報虛飾手法 C：關係人」一文。

在此要特別說明的是，巴士在線於 2015/11 購入「巴士在線科技有限公司」100%股權、完成資產重組，轉型為媒體，已非 *CCRI* 的評等範圍。但其前 5 大客戶疑似關係人之蛛絲馬跡較多，值得瞭解，所以還是納入探討。

D 類手法：透過零售體系，無發票之特性，虛增業績。

計有桂發祥及金徽酒 2 家。基於現金交易之難以追蹤、與發票開立未全面落实，媒體記者實地訪查，質疑該二公司。尚未證實。請詳「滬深上市公司財報虛飾手法 D：零售交易」一文。

由這 12 個案例的檢視，很容易看到，滬深市場獨有的「業績承諾」實為公司虛飾財報的一大誘因。在滬深二市，不論新上市、併購或股改（中國股市特有），控股股東（經營者或借殼上市的新經營者）都須提出未來 3 年的業績目標，且須保證達標；若無法達標，就須掏出自己的資金、資產予以補償。補償的方式有幾種：控股股東退還股票（註銷）、支付目標差額、買回置入之資產、以其他資產再置入或另外送股給非控股股東……。反正，就是讓承諾者付出代價。這制度，看似保障了非控制權益之股東，但基於人類有限的預知能力，控股股東不想受罰，自然得造假。

我們認為之所以採行如此低階的監督方法，較可能是監理機構不想直接審理各種評價之合理性——IPO、併購均涉及，遂直接要求控股股東「說到做到」。立意雖好，但此機制的負面效應卻是降低財務透明度，對財報分析者較吃力——另一種滬深特色。

目前上市公司中，有業績承諾的約有一百多家，續後我們還會再追蹤。