

中國上市公司信用風險評估之特色

——控股股東風險 & 會計準則變革

陳惠玲

CCRI做法
半專家評等程序
◆先找基線
●數量模式
●KMV
◆逐一閱讀年報

鑑於中國金融市場的魅力，及中國廠商之崛起，TEJ 開始進行中國企業信用風險指標(*China Corporate Credit Risk Index, CCRI*)之評估。根據 *TCRI (Taiwan Corporate Credit Risk Index)* 之評等經驗，我們決定採半專家評等程序：以財報為核心、建立基線(baseline, 即基本等級)，再加上研究人員的專業判斷，才決定 *CCRI* 等級；一般狀況下，*CCRI* 等級與基本等級之差距以 2 級為限。

一個半專家評等程序，得先有一個基線，且必須掌握屬質的關鍵因素，故整個 *CCRI* 之構建工作，分成三大部分，同步進行，預計 2007 年底完成試行版：

- ①數量模式，找出基線
 - ②市場模式，找出短期警示，也是基線
 - ③逐一閱讀年報(財報)，找出財報之陷阱並整理經營層風格——極費工、但極必要
- 本刊於上期曾就「違約事件」之定義做初步探討，並就市場模式(Merton Model)做測試，本期則就財報之閱讀心得做初步整理。

一、理論：信用風險三成因¹

依 *TCRI* 風險三成因之理論，信用風險源自於下列三者：公司體質欠佳、產業前景惡化、及經營層風險偏高，如圖一所示。

財報雖是最優質的客觀資訊，但有其本然限制(落後的歷史性資料、並易受人為操縱)，實不足以作為衡量這三大成因之工具。除非是：財報公允表達、無重大虛偽；產業景氣及競爭環境持穩(產品汰換慢、被替代可能性低、新競爭者不易/不願進入)、未來前景能延續現況；且經營層夠穩健(不隨意將資金、精力拿來下注)——此時，財報即能反應出風險，基線足可做為信用風險指標。

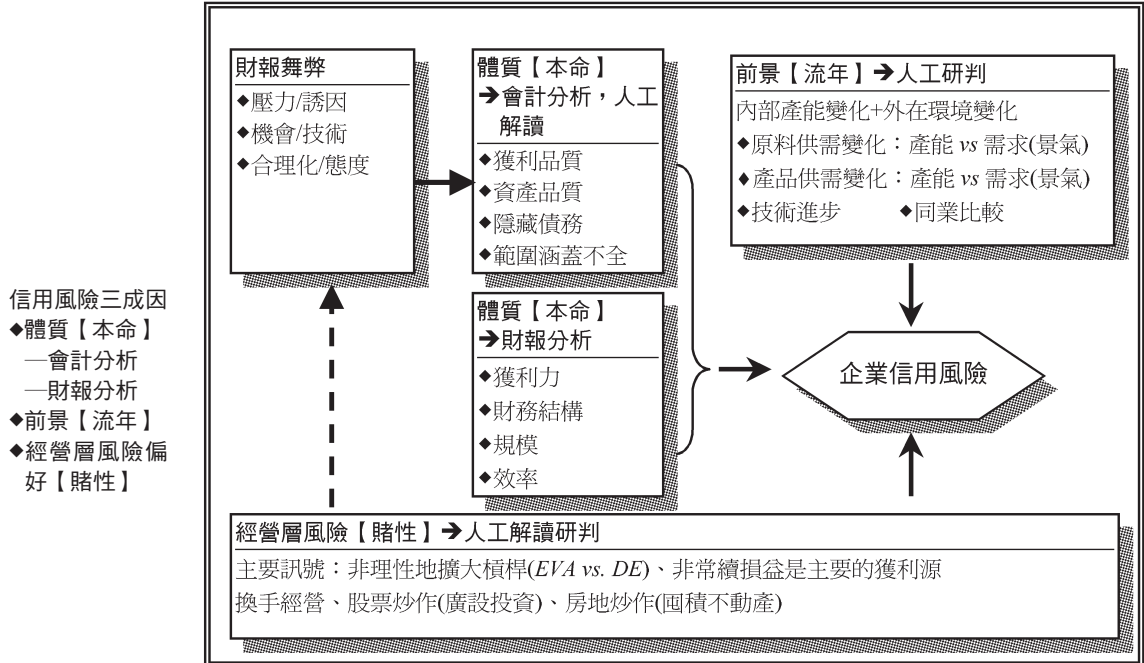
不幸的是，這類狀況相當稀有：穩定的競爭環境已是上個世紀的事，只要市場有點肉，競爭者、潛在競爭者、替代性產品萬頭攢動；沉穩且能有效應變的經營者也是奇葩，面對五花八門的金融工具、標準化的產品製程，經營者對各領域多半躍躍欲試；再加上，或多或少的財報文飾(獲利灌點水、資產跌損少提點、營運不善之部門暫時切割出去)，在在都干擾了財報資訊的效力——此之所以須納入專家判斷。

CCRI理論
風險三成因
◆公司體質
◆產業前景
◆經營層風險
 好

¹ 請詳「*TCRI* 定位、範圍及程序概述」，TEJ 信用評等專刊第 5 期，p.102，2006/9 出刊。

我們認為台灣公開發行公司如此，中國的上市公司在全球化浪潮下，也應該類似。故繼續將風險三成因之理論及半專家評等程序，應用於 CCRI。

圖一：企業信用風險三成因



註：本區分概念係引用自中信局莊世煌先生

二、中國上市公司之特色 vs. 風險所在

中國上市公司之形成背景特殊，多為國家部門整理分割而設(改制)，且改制後也僅以部分股權上市流通(公眾股)，平均之流通股比重約 1/3²。這類公司的所有權，及控制經營權多仍為各級政府或其所屬事業單位所有。在此狀況下，其營運、財務、人事、資產均與控股機構密切關聯；性質上，較近於國營事業之一部門，其財務報告自然也較近於部門報告。

此之所以其年度報告上，除一般的關係人交易外，須特別揭露「五分開」情況(公司與控股股東在人員、資產、機構、財務和業務上的分開情況)、並加強「關係人占用公司資金狀況」之資訊。不過，不管其揭露要求如何，部門財報，絕不代表一獨立企業體狀況，自不能以一般分析方法據此進行信用評等。

很顯然，中國上市公司之信用評等，財報可能不是一個好起點。我們認為，當中國證券市場仍具有吸引力時，只要經營者不想扯爛污，則當產業前景欠佳、經營

CCRI 特色

- ◆財報~部門報告
- ◆與控股股東依存度特高
- ~風險所在

² 請詳「中國股改效應之初步觀察」，貨幣觀測與信用評等，第 63 期，pp.4~12，2007/1 出刊

不善時，「上市溢價」自會吸引控股股東注資，或外尋接手者(賣殼)，爆發信用危機之可能性就不高。所以，中國上市公司的信用風險分析要有效，得先掌握控股股東之風格；對控股股東之經營風格有所了解後，才能進一步分析財務報表的可信度，及可能虛假所在：

I、控股股東背景

- | | |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>CCRI 工作重點
搞清楚：控股股東</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆背景 ◆風格 <p>再探究
財報可信度</p> | <p>①設立時之官方背景 政府部門之富裕程度及習性(西北、西南差)</p> <p>②上市安排 變更註冊地(1999年之前分省配額)、資產分割(優質/劣質資產、控股股東保留資產之狀況)</p> <p>③續後轉讓之對象 知名集團、民皮官骨之企業、特殊關係(賤賣)</p> <p>④轉讓/接手者之意圖 業務相關(橫縱向整合)、買殼(特別是系列性買殼)、原經營者倦怠</p> <p>⑤各次控股者之關聯 集團企業(系)</p> <p>⑥控股股東持股狀況 持股高低及設質凍結狀況，特別是持股被凍結時，已涉訴訟，情況欠佳</p> |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

II、控股股東之營運模式——投資、RPT

- | | |
|--------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>①M&A 之動機</p> <p>②資產置換</p> <p>③RPT 必要性</p> <p>④轉投資/子公司狀況</p> | <p>財務性投資、水平垂直整合、多角化</p> <p>意圖(粉飾財報、上妝——AR/預付換長投/FA)、業務調整、圖利他人</p> <p>資金占用(預付/應收/其他應收(營業/非營業))進銷貨比重、資產/長投買賣、資產置換</p> <p>各子公司及轉投之營運相關性、績效、財務</p> |
|--------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

III、財報可信度

- | | |
|----------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>①可疑資產</p> <p>②假營收、假損益</p> | <p>過高的其他應收款、預付款、凍結現金、或在建工程持穩或累增不轉出，可能是資金被占用之結果；透過資產置換之資產，可能物不值所值；股東權益之特殊變動，可能是財報文飾</p> <p>關聯交易過大者、靠回轉獲利者，均非常態
已1年虧損之公司，次年獲利粉飾機會特高(連續2年虧損，交易所會實行特別處理(ST、漲跌幅減半)；換手前認大虧損(洗大澡)、換手後獲利灌水</p> |
| <p>③重編狀況</p> <p>④擔保狀況</p> <p>⑤逾期借款</p> | <p>承認財報虛偽</p> <p>隱匿不揭露</p> <p>逾期還款，應該就代表繼續經營之假設不成立，但中國會計師並不如此認為，故需自行注意</p> |

- 財報可信度
- ◆可疑資產
 - ◆假營收、假損益
 - ◆重編狀況
 - ◆擔保狀況
 - ◆逾期借款

這些狀況，中國證券市場主管當局一直了然於胸，且一直設法改善其三大基礎工程，終於近兩年有了具體成果：一是股改，另一則是會計準則與國際接軌，以下分述。預計再 3 年，前述資料之解讀會大幅改觀。意即，CCRI 的另一個挑戰是，如何因應資料內涵的快速變化做調整。

三、股權分置之改革(股改)

如前所述，中國上市公司的特殊背景，造成一奇特現象：控股股東主控上市公司營運、但與該公司於資本市場的評價幾乎完全無關，因其持股(國家股、法人股)屬非流通股，不可買賣。意即，就算股價能有效率(即時且適度)地對公司業績好壞做反應(漲跌)，但控股股東的財富完全不受影響。很顯然，資本市場給不出誘因(回饋機制失靈)，經營層的目標自然完全不同於公眾股東，且公眾股東無力監督、經營者可以為所欲為：一個無法被激勵、不被監控的代理人，隱藏的代理成本當然超高。公眾所恃者，僅僅是虛幻的經營層人格。此之所以在短短 20 年的證券史上、不到 1500 家的上市公司中(包括下市者)，曾發生財務危機的公司高達 2 成，其中幾乎全涉及控股股東資金占用及財報舞弊。

有鑑於此，中國證券市場自 2001 年起即開始著手進行「減持國有股」，其間幾經波折，至 2005/4 發布《關於上市公司股權分置改革試點有關問題的通知》，股改啟動——讓非流通股(國家股、法人股，控股股東多屬此類)取得流通權、進而鏈結控股股東之財富與股市漲跌，以此提高市場的約制力量、縮減控股股東之代理成本、促進證券市場之發展。

截至目前，在 1328 家須進行股改的上市公司中(占市場家數 9 成)，只剩 155 家未完成股改(股東會通過股改方案)，除其中的 104 家實行特別處理(ST)之公司較困難外，若無特殊狀況，其餘的 51 家應在 2007 上半年完成。股改方案，除了給與公眾股東補償外(送股、或送現金、或控股股東自行承受不良資產)，並設計逐步釋出之時程，以降低賣壓。通常，整個釋出時程約 3 年，預計 2010 年起，非流通股股東就該成為歷史了。

在此三年內，控股股東可逐年套現，故維持高股價必成其新目標，看來與公眾股東目標一致，理應降低胡搞動機。但拉高股價未必要從基本面著手，故股改方案，已成財報造假的一個新誘因。特別是股改方案中，以選擇權或以獲利水準做為釋股條件者。可預期，近 3 年的財報解讀要更費力。

四、新會計準則實施

中國財政部會計準則委員會積極與國際會計準則接軌，於 2005 年中分 6 批發布 22 號會計準則草案，並修訂原有的 16 號會計準則，2006/2 發布，並於 2007/1 起適用新準則。這等於是一年內翻掉整個公報架構，雖然較接近我們的台灣經驗，但過去年度所顯示的財報現象，就可能消失；新舊公報之銜接，必定會有更多新現象——待觀察的還多的呢！

二大改革
◆股改→降低
 控股股東風險
◆CAS 與 IFRA
 接軌降低 FS
 解讀難度
 ↓
CCRI 須隨之調
整

股改
◆9 成完成
◆3 年內，非流通
 股應絕跡

股改
◆降低代理成本
◆提高美化 FS
 誘因

2 年不到，
翻修 16 號準則
新增 22 號準則

新準則的 38 號公報目次，請詳附錄，變更極大，不易一一詳述，僅依深交所研究報告「新會計準則實施後上市公司財務監督研究」，擇要說明如下：

新 CAS
◆採公平價值
◆廢 LIFO、MWA
◆減損

◆採公平價值：依台灣經驗，變動最大的主要是金融工具，及投資性房地產，且偏利多。

較特別的是，對「資產置換」(幾全為非貨幣性資產負債之交換)，也強制採公平價值，但附加二條件：「有商業實質」且「能可靠衡量換入或換出資產之公平價值」。

「資產置換」是中國上市公司於重組資產債務(不一定在財務困難發生後)時，普遍採行的方法，且多與關聯方(形式或實質)交易。過去，直接以換出資產帳面值作為新資產入帳價值，且除非是收取價差，否則不認列損益。不過，由於非貨幣資產之公平價值較不易取得，新準則的適用，反倒是提供另一個操控手法；再者新準則要求，須符合前二條件才能採公平價值，否則就採舊法，這形同開後門。

◆廢止「後進先出法」之存貨計價方法：與 IFRS 接軌，比台灣快。

◆資產須評估減損且不得回轉：與 IFRS 接軌，不一樣的是，不得回轉。之前中國就可以對資產提列減值、並回轉，新公報則禁止回轉，縮小操縱空間(我們認為，這是較了解人性的做法)——接軌不完全。

另外，無形資產不再採攤銷，改採減損評估。

◆債務豁免利益入 PL
◆合併財報採實質控制
◆購併，採公平價值
◆利息資本化
◆開發費用資本化

中國證券市場極重視資產減值之提列及回轉，特於 4 大表(資產負債表、損益表、現金流量表、及股東權益增減變動表)之外，加列「資產減值準備明細表」，且此表之重要性還高過「股東權益增減變動表」，名列第 4 位。(2006 年年報，不再提供股東權益增減變動表)

◆債務重組改列當期損益：舊會計準則，原將債務重整後，豁免債務之利得作為資本公積，不進損益表。

據深圳證券交易所綜合研究所估計，2006 年的債務重組利益可能高達 63 億人民幣。可預期，非常續性之利得可能因此大增。

◆合併財報採實質控制：跟台灣一樣，合併財報之編製範圍由形式控制走向實質控制，這一定會提高財務透明度。在台灣最明顯的就是：關係人交易就大幅下降，因關係人多納入合併個體。

在中國市場，我們也期待類似結果。只是，中國的關係人交易(關聯方交易)多屬兄弟公司(即同受控股股東之管轄)，仍不受新準則之規範，效果略略打折。

◆非同一控制之企業購併須以公平價值入帳(採購買法)：舊準則不分何種購併，均以被併方之帳面值入帳；新準則大體依 IFRS，朝公平價值走，與 IFRS 不同的是，對同一控制之企業購併仍採舊法(帳面值入帳，做法同權益結合法)——還是有點操弄空間。

新準則尚未廢止「權益結合法」，僅將範圍縮小在同一控股之下。台灣腳步稍快，已於 2006/6/19 發函明令自 2007/1/1 起之購併案，禁用權益結合法³。

³ (95)基祕字第 148 號廢除權益結合法之會計處理，2006/6/19

◆ 其他：開發費用可以資本化、利息資本化不再以固定資產為限

參考資料

- 1.張豔，「新會計準則實施後上市公司財務監督研究」，深圳證券交易所綜合研究所，2006/7/6，深證綜研字第 0143 號研究報告
- 2.張敏蕾，「向國際接軌的會計準則」，《會計研究月刊》，第 255 期 pp.106~116、第 256 期 pp.76~89，2007/2、2007/3 出刊
- 3.康榮寶，深入中國股市，天下出版，2001 年
- 4.林俊頡、羅靖霖，「中國股改效應之初步觀察」，《貨幣觀測與信用評等》，第 63 期，pp.4~12，2007/1 出刊
- 5.陳俊佑，「中國大陸上市公司財務危機事件之探討」，《貨幣觀測與信用評等》，第 64 期，pp.51~64，2007/3 出刊
- 6.羅靖霖，「中國上市公司信用風險市場模型之試算」，《貨幣觀測與信用評等》，第 64 期，pp.65~75，2007/3 出刊
- 7.陳惠玲、李冠皓，「TCRI 定位、範圍及程序概述」，《TEJ 信用評等專刊》，第 5 期，p.102，2006/9 出刊

附錄：中國企業會計準則

企業會計準則第 1 號——存貨*	企業會計準則第 20 號——企業合併
企業會計準則第 2 號——長期股權投資*	企業會計準則第 21 號——租賃*
企業會計準則第 3 號——投資性房地產	企業會計準則第 22 號——金融工具確認和計量
企業會計準則第 4 號——固定資產*	企業會計準則第 23 號——金融資產轉移
企業會計準則第 5 號——生物資產	企業會計準則第 24 號——套期保值
企業會計準則第 6 號——無形資產*	企業會計準則第 25 號——原保險合同
企業會計準則第 7 號——非貨幣性資產交換*	企業會計準則第 26 號——再保險合同
企業會計準則第 8 號——資產減值	企業會計準則第 27 號——石油天然氣開採
企業會計準則第 9 號——職工薪酬	企業會計準則第 28 號——會計政策、會計估計變更和差錯更正*
企業會計準則第 10 號——企業年金基金	企業會計準則第 29 號——產負債表日後事項*
企業會計準則第 11 號——股份支付	企業會計準則第 30 號——財務報表列報
企業會計準則第 12 號——債務重組*	企業會計準則第 31 號——現金流量表*
企業會計準則第 13 號——或有事項*	企業會計準則第 32 號——中期財務報告*
企業會計準則第 14 號——收入*	企業會計準則第 33 號——合併財務報表
企業會計準則第 15 號——建造合同*	企業會計準則第 34 號——每股收益
企業會計準則第 16 號——政府補助	企業會計準則第 35 號——分部報告
企業會計準則第 17 號——借款費用*	企業會計準則第 36 號——關聯方披露*
企業會計準則第 18 號——所得稅	企業會計準則第 37 號——金融工具列報
企業會計準則第 19 號——外幣折算	企業會計準則第 38 號——首次執行企業會計準則

*:原有之企業會計準則