

新環保法對中國企業之衝擊：環境管理成本內化

一江泉實業停工事件之啟示

高妮璋

依 CCRI 的違約定義，滬深二市在 2014 年計有 14 家上市公司涉及違約事件（如表一所列）；違約率 0.59%，較前 2 年為高（前 2 年各 0.24%、0.17%）。對我們來說，較意外的是，有兩個失誤案例（出事前 1 年仍被歸在中度風險區間）：以致 CCRI 數量模式之區別力指標 ROC 陡降，由 0.95 左右，降至 0.87。

表一：2014 年滬深二市之違約公司

違約類型	公司	CCRI 基本等級	產業	主產品
借款逾期 (實質違約)	002306 *ST 雲網	9	62 餐飲業	餐飲(88.88%)
	002070 眾和股份	8	17 紡織業	紡織印染行業(74.31%)
	600765 中航重機	7	34 通用設備製造業	航空工業產品(53.39%)
	601268 *ST 二重	9	35 專用設備製造業	其他(31.52%)
	002647 宏磊股份	8	38 電氣機械及器材製造業	其他鋼材產品(96.71%)
財務吃緊停工 (形式違約)	000155 *ST 川化	8	26 化學原料及化學製品	尿素(46.68%)
	000815 *ST 美利	9	22 造紙及紙製品業	書寫紙(65.11%)
否定意見 (推定違約)	000659 *ST 中富	9	29 橡膠和塑膠製品業	飲料包裝製品(73.27%)
	000611 *ST 蒙發	5	17 紡織業	紡織品(100%)
	002608 *ST 舜船	8	37 鐵路、船舶、航空航太	機動船(50.22%)
繼續經營疑慮 (推定違約)	600408 *ST 安泰	8	31 黑色金屬冶煉及壓延	焦炭(52.52%)
	300029 天龍光電	9	35 專用設備製造業	矽材料(43.93%)
	600212 江泉實業	5	90 綜合	電力(42.99%)
	000927 *ST 夏利	7	36 汽車製造業	轎車(80.30%)

慣例：推定違約，不檢討

但，江泉實業案
諭示：
新環保法之全面
性衝擊！

由於此二案例：內蒙發展（000611）及江泉實業（600212）均屬推定違約。依慣例，無特定情事，難以檢討。不過，江泉實業（600212）的會計師之所以出具「繼續經營假設有疑慮」之修正式標準意見，主因受到控股股東停工之波及、致生流動性危機。一般這類狀況，多可歸因於對控股股東過度依賴；但此案之發生（江泉實業控股股東遭整治關廠停工），「禍首」是 2015 年新上路的環保法。換言之，這可能不是特例、而是通案。

意即，在新環保法下，一向由外部吸收的環保成本，可能內化為不得不面對的「環境管理成本」。在內化過程中，潛藏極大的壓力、可能造成衝擊：整治設備之投資、暫時性關廠停工（以進行整治）、或永久性關廠停工（無法達到法規要求）、復工成本（玻璃、鋼鐵特高）；加上關廠期間的收入中斷、

資金流中斷；極可能無法如期還本付息、導致實質違約¹。預計，此衝擊對被限批的產業特別嚴重。因此，本文透過江泉實業一案，來檢視類似狀況之產業。初步判斷，負面影響較大的上市公司高達 839 家，授信須特別警覺。

一、江泉實業（600212.SS）違約情事：新環保法發威

違規原因：
關聯方供料，
關聯方違反環保法，遭勒令停工

2015 年初，臨沂市政府被中國環保部約談，進而對所轄企業的種種環境違法行為要求整改，限期完成²。未完成整改者，一律停工。首當其衝的就是鋼鐵廠、焦化廠和玻璃陶瓷廠，控股股東華盛江泉集團有限公司（簡稱「華盛江泉集團」）的二大子公司「臨沂江鑫鋼鐵有限公司」、及「臨沂燁華焦化有限公司」列名其中。2015/2，此二公司即因未達環保法令標準而遭臨沂市政府勒令停工³。因其為江泉實業的熱電廠及子公司江興建陶廠之煤氣原料供應商，此二部門也於 2015/3 隨之停工。註冊會計師基於停工事件會影響到控股股東的持續經營能力、連帶損及對江泉實業償付債務之能力、拉高江泉實業的流動性風險（「無法在正常的經營過程中變現資產、清償債務」），遂於 2015/4 出具「繼續經營假設有疑慮」的修正式無保留意見，落入形式違約。

環境治理成本普遍上升

嚴格來說，此形式違約，反映的並不全然是個體的財務風險、而是整體產業面臨的營運風險：「環境治理」成本內化。而且，這不是在臨沂市的廠商所獨有，而是中國企業均須面對的新狀況。

中國對環境過度污染的擔憂，已反映在 2011 年「十二五規劃」一環境資源獨立分類（共 4 類）、占 8 項指標（全部的 1/3）、且 7 項為「約束性指標」（全部的 7/12）；相對於十一五，比重已大幅提高⁴。較具體的重大措施，則

¹ 「“據統計，這些停產企業涉及銀行授信餘額 165.25 億元、直接擔保 354 億元，到第二圈擔保達 1496 億元，現正陸續發生逾期問題。”這位官員提供資料說，而臨沂所有的銀行貸款不過 3000 億元。“，呂明合，臨沂：治霾選擇題，南方周末 2015/7/2

² 之所以被約談，應該是起自臨沂環保局早於 2014/3 突擊檢查城區 246 家涉及大氣污染(涉氣)重點企業，雖對其中連續超標的 9 家，下達《突出環境問題整改單》，明定整改時限，卻未被完全執行，故中央出手。

9 家企業：蘭山區 2 家：臨沂市恒源熱電有限公司、臨沂新程金鑼熱電有限公司；羅莊區 5 家：山東華宇鋁電有限公司、臨沂山威鋼鐵有限公司、臨沂三德特鋼有限公司、中玻藍星(臨沂)玻璃有限公司和華能臨沂發電有限公司；郟城縣 1 家：山東陽煤恒通化工有限公司；費縣 1 家：國電費縣發電有限公司。原期限為 2015/5/31，後提前至 2015/3/31，但大多數公司均未完成。

³ 2015/2，臨沂三德特鋼有限公司、山東盛陽集團有限公司、臨沂燁華焦化有限公司、臨沂江鑫鋼鐵有限公司和臨沂北方焦化有限公司等 5 家企業被處停產
2015/3，臨沂市羅莊區傅莊街道辦事處責令轄區內 33 家違規建陶企業立即停止生產後，3 月 17 日至 20 日，臨沂產區又有 17 家陶瓷企業因環保問題被勒令停產整改。截至 3 月底，臨沂產區 150 條生產線中停產的在 130 條以上。

截至 2015 年 3 月底，臨沂市共有 57 家企業停產整治、412 家企業限期治理，停工整改的工地 212 處、混凝土攪拌站 18 家，停業整頓餐飲網點 72 家，查處尾氣不達標機動車 205 輛，淘汰黃標車 1.7 萬輛。(臨沂市政府的整改項目共 8 大類，包含城市揚塵、機車排氣、餐飲油煙等)

⁴ 「十一五」與「十二五」規劃之比較：(十二五的三大主軸：穩增長、調結構、促消費)

是 2013/10/6 發布的《國務院關於化解產能嚴重過剩矛盾的指導意見》，明令五大產能過剩的鋼鐵、水泥、電解鋁、平板玻璃、船舶產業，進行結構調整（消化、移轉、整合、淘汰）。

2013/11/4 中國環境保護部及公安部發布《關於加強環境保護與公安部門執法銜接配合工作的意見》，公安部門可以依據《中華人民共和國治安管理處罰法》的有關規定，對違反環保法令行為人予以治安管理處罰。並可依據《中華人民共和國刑法》規定，對涉嫌構成環境污染犯罪者立案偵查。

2015/1 新環保法
上路
◆查扣設備
◆限產、停產
◆連續罰
◆居留處罰
◆課刑事責任

2014/4 更進一步修訂《中華人民共和國環境保護法》（以下簡稱環保法）⁵。新環保法授予環保部門實質的執法工具，如：

- ◆對造成環境嚴重污染的設施設備可以查封扣押；
- ◆對超標超總量的排汙單位可以責令限產、停產整治；
- ◆對不改善者得按日連續罰款（稍稍提高違法成本）；
- ◆對未批先建又拒不改正、通過暗管排汙逃避監管等違法企業責任人，可拘留處罰；
- ◆對構成犯罪的，依法追究刑事責任。

2015/1/1 新環保法上路，就直接促發臨沂市的環保風暴⁶。

二、中國新環保法之影響初估

環保重點產業：
11 個

臨沂市企業所面臨的壓力，理應發生在中國各省；特別是高汙染聚集的省份。中國環境保護部從 2012/2 起建立新的「環境空氣品質標準」，正式納入 PM2.5 之監測⁷；並於 2015/5 印發《空氣品質新標準第一階段監測實施方案》，在 74 各主要城市建立監測站，於 2012/12 開始發布「環境空氣質量綜合指數」之監測結果。該指數是採計 6 種汙染物⁸之數值綜合計算而得。與國際通用的「空氣質量指數（Air Quality Index，簡稱 AQI）」略有出入⁹。

在此評斷基礎上，陸續發布管制法令，將易造成空氣及水汙染之產業列

規劃	指標	約束性	預期性	類別
十一五	22	8	14	(1)經濟成長 (2)經濟結構 (3)人口、資源及環境 (4)公共服務和生活質量
十二五	24	12	12	(1)經濟發展 (2)科技教育 (3)資源環境 (4)人民生活

⁵ 中國政府在 1989 年公佈，2014/4 為首次修訂，業界稱該法為是中國史上最嚴的環境保護和防治法律。

⁶ 2014 年底起，中央及地方環保部門就開始約談環保問題嚴重的地方政府，包括河南安陽、湖南衡陽、貴州六盤水、山東臨沂、河北承德等是首波被約談者。

⁷ 台灣環保署於 2012/5 才發布「空氣品質標準修正草案」，將 PM2.5 納入空氣品質管制、啟動標準監測。

⁸ 此 6 種：PM2.5、PM10、二氧化硫(SO₂)、氮氧化物(NO₂)、一氧化碳(CO)、臭氧(O₃)
(台灣尚在使用「汙染物標準指標(Pollutant Standards Index, PSI)」，未計入 PM2.5，僅獨立列示)

⁹ AQI 採分項之最差品質分數；但「環境空氣質量綜合指數」則是採權重加總各分項分數，截長補短，可能掩蓋掉極嚴重的汙染狀況。就指標意義而言，AQI 較合理。

入國家環保重點監控企業，如表二所列：火力發電、玻璃、煤炭洗選、水泥、鋼鐵、造紙、紡織、化工、製藥、污水廢物處理及畜禽養殖業等 11 個產業，是重點污染產業。這些產業，在新環保法令上路後，應該是第依波被整治對象。表三所列，即滬深二市場屬這 11 個產業之公司家數，約占 1/3。

表二：中國環境保護部發布的法令及重點影響產業：2012/2~2015/6

公佈	法令	重點產業
2012/2	國務院發佈新《環境空氣品質標準》	納入 PM 2.5
2012/5	關於印發《空氣品質新標準第一階段監測實施方案》的通知	在 74 個主要城市建置監測總站，並自 2012/12 起逐月發布監測分數「環境空氣質量綜合指數」
2013/9	國務院關於印發《大氣污染防治行動計劃》的通知(簡稱《大氣十條》)	<ul style="list-style-type: none"> ◆整治燃煤小鍋爐(大氣污染)：化工、造紙、印染、製革、製藥 ◆改造脫硫、脫硝、除塵工程：燃煤電廠、鋼鐵企業、石油煉製、有色金屬冶煉 ◆治理揮發性有機物污染：石化、有機化工、表面塗裝、包裝印刷
2013/10	《國務院關於化解產能嚴重過剩矛盾的指導意見》，挑明五大產能過剩的產業	鋼鐵、水泥、電解鋁、平板玻璃、船舶
2013/11	關於印發《印染企業環境守法導則》的通知	印染、紡織品
2013/12	關於 2013 年環境保護部掛牌督辦醫藥製造企業環境違法案件的通知	製藥業
2013/12	關於印發 2014 年國家重點監控企業名單的通知	國家重點監控企業 14,410 家，其中廢水企業 4,001 家，廢氣企業 3,865 家，污水處理廠 3,606 家，重金屬企業 2,771 家，規模化畜禽養殖場(社區)167 家。
2014/11	關於對河南省安陽市大氣污染問題掛牌督辦的通知	煤炭洗選加工企業、鑄造企業
2014/12	關於印發 2015 年國家重點監控企業名單的通知	共 14,920 家企業。廢水企業 2,937 家、廢氣企業 3,268 家、污水處理廠 3,788 家、規模化畜禽養殖場(社區)52 家、重金屬企業 3,432 家、危險廢物企業 1443 家。
2015/2	關於對河北省承德市大氣污染問題掛牌督辦的通知	鋼鐵、水泥
2015/3	關於對山東省臨沂市大氣污染問題掛牌督辦的通知	煤炭、鋼鐵、水泥、火電
2015/3	關於開展大氣污染防治專項執法檢查的通知	火電(含企業自備電廠)、鋼鐵、水泥、化工、玻璃
2015/6	關於火電廠 SCR 脫硝系統在鍋爐低負荷運行情況下 NO X 排放超標有關問題的復函	火電廠
2015/6	制漿造紙企業環境執法導則	造紙業

表三：新環保法高衝擊之產業所屬上市公司家數

產業	畜牧	煤炭	採礦	紡織	造紙	化工	醫藥	金屬製品	電力及燃氣	合計
家數	13	28	118	45	29	221	165	141	79	839
比重	2%	3%	14%	5%	3%	26%	20%	17%	9%	100%

註：產業分類依上交所之分類，上市公司中，缺污水廢物處理

整治焦點：AQI

不過就臨沂市之案例來看，除了產業因素之外，還需考量所在地之汙染程度——AQI 越差、越快成爲整治焦點。

目前中國環保部對各城市之評比，主要依三類指標：AQI、空氣品質達標率（達標天數/總天數）、及環境空氣質量綜合指數。每日均會公布中國 367 個城市的 AQI 指數、每月則會公布第一波監測的 74 個城市¹⁰之「環境空氣質量綜合指數」。

臨沂市雖未列 74 個城市名單內，但其 AQI 數據太差，故成爲重點整治對象。就表四所列的 AQI 比較表，就可以理解。在 74 個監測城市中，同屬山東的濟南市，是倒數前三名；但在臨沂市被整改前，卻比濟南市還糟——此之所以環保部會先約談臨沂市、臨沂市也非得下重手整治。經過整治之後，臨沂市的 AQI 大幅下降，近 2 月已進入品質「良」¹¹之區間。

表四：臨沂市和濟南市 AQI 比較（2014/10/28~2015/8/27）

期間	臨沂平均 AQI(A)	汙染級別	濟南平均 AQI(B)	汙染級別	差異(A)-(B)
2014/10/28-103/11/27	145	3 級(輕度)	141	3 級(輕度)	4
2014/11/28-103/12/28	158	4 級(中度)	121	3 級(輕度)	27
2014/12/29-104/1/27	184	4 級(中度)	157	4 級(中度)	27
2015/1/28-104/2/26	134	3 級(輕度)	133	3 級(輕度)	1
2015/2/27-104/3/28	117	3 級(輕度)	120	3 級(輕度)	-3
2015/3/29-104/4/28	116	3 級(輕度)	124	3 級(輕度)	-8
2015/4/29-104/5/28	108	3 級(輕度)	117	3 級(輕度)	-9
2015/5/29-104/6/27	126	3 級(輕度)	119	3 級(輕度)	7
2015/6/28-104/7/27	95	2 級(良)	124	3 級(輕度)	-59
2015/7/28-104/8/27	89	2 級(良)	91	2 級(良)	-2

很顯然，理應可由兩個條件（重點城市、重點產業）之交集，即可找出新環保法衝擊最大的上市公司：利用環保部公布的 367 各城市的 AQI 資料，過濾出中度、重度及嚴重汙染者（達 150 以上）；再配上公司廠區所在地，應可篩出最大壓力之公司。但限於下二資料限制，本文尙無法確切篩出：

¹⁰ 2012/5《空氣品質新標準第一階段監測實施方案》，挑出 74 個重要城市，包括京津冀、長三角、珠三角等重點地區之重要城市、直轄市、省會、以及「計畫單列市」（副省級城市，計有 5 個：大連、青島、寧波、廈門及深圳）。

¹¹ 中國採較寬鬆之 AQI 標準。綠色和平組織「良」之標準爲「PM2.5 年均濃度值 35 $\mu\text{g}/\text{m}^3$ （微克/立方公尺）」，中國則自認屬發展中國家，採用 WHO 給予發展中國家的第一階段標準：「PM2.5 年均濃度值 75 $\mu\text{g}/\text{m}^3$ 」。

品質	優	良	輕度汙染	中度汙染	重度汙染	嚴重汙染
級別	一級	二級	三級	四級	五級	六級
中國 AQI	0~50	51~100	101~150	151~200	201~250	251~300

不過，台灣更差，截至目前尙未採 AQI，仍採舊指標 PSI。

理論上
重點城市+重點
產業→最緊迫者

實務上，
重點城市難界
定：欠東風&箭
→2015年底完成

違約個體因素：
財務結構弱

短期跡象—矛盾
訊息：
2013年扭虧，但
◆控股股東設質
率反向攀高
◆被借殼

- ◆尚未完成 AQI 資料之整理
- ◆尚未完成公司廠區所在地之整理。很顯然，單看總公司設籍地恐有閃失，還是得依旗下重要廠區之坐落地點，才能判定。

此二問題，前者簡單、後者費工夫，目標 2015 年底前才能完成。本文既起自江泉實業，我們還是完整檢討本個案。

三、江泉實業形式違約之個體因素：偏弱的財務結構

單單產業新增的政策要求，未必讓一個公司就此違約。通常還得有疲弱的財務結構與營運績效所造成的偏弱體質。就表五來看，江泉實業近 5 年的 *CCRI* 基本等級（數量模式分級）均穩居第 7 等，除 2013 年異軍突起之外——因該年度跳增，導致 *CCRI* 數量模式預警失效。單一年度的業績突然好轉，可能真如公司所述「木材貿易單價大增、部門轉虧為盈」，但也可能是為避免被實施「特別處理（ST, Special Treatment）」，特意進行盈餘管理之結果——依中國風險警示制度，連續 2 年虧損，就有「戴帽（ST）」壓力。由於財報報導近於「點估計」，一時性的財務波動，未必能代表長期性信用風險的降低，在目前模式之下，人工解讀仍不可或缺。

透過人工解讀，可以明顯看到矛盾的跡象：在業績好轉之下，控股股東之設質卻反向攀高，回復到 9 成。由於江泉實業之業務與控股股東高度依賴，控股股東的緊張程度，多少暗示著江泉實業的窘迫。更何況，2010 年控股股東的設質率就一直居高不下，其中 4 年甚且高達 8~9 成。

表五：江泉實業基本等級、財務指標（2009/12~2014/12）

年/月	基本等級	總分	公司治理	獲利	安全	效率	資產	收入	常續利益	OP%	有息負債	CFO	ADE%	DE%	保守速動%	股東設質%
2014/12	7	2	18	-34	14	3	12.5	6.7	-0.1	-0.8	0.5	-0.7	31	5	17	62
2013/12	5	69	-5	-12	51	34	11.3	6.7	0.3	3.0	0.0	1.2	26	0	68	90
2012/12	7	15	-2	-41	36	23	11.5	7.1	-0.4	-3.6	0.6	0.7	24	5	39	87
2011/12	7	-1	-6	-10	8	6	12.6	5.4	0.3	5.1	0.9	0.8	44	8	17	91
2010/12	7	13	4	-4	4	10	12.8	4.4	0.4	5.4	1.7	1.2	58	16	23	79
2009/12	5	75	28	12	27	8	12.9	6.5	0.6	10.3	1.9	0.5	18	18	11	35

此之所以江泉實業在 2014/6 公告將進行重大資產重組，擬被陳光夫婦之唯美度公司借殼上市（化妝品業者）。通常，被借殼者多為體質欠佳者。

除了短期跡象之外，人工判讀也會兼顧發展過程曾經歷的負面事件，這些事件隱含企業風格訊息。以下就由控股股東華盛江泉集團、江泉實業的發展歷程看起。

企業發展歷程

控股者：王廷廷/
華盛江泉集團
—地方之霸

旗下二上市公司
◆江泉實業
◆聯合食品控股
(新加坡上市)

長期跡象—經營
風格：
1、負面事件

◆2004，財報造假，遭整改
◆2006，資金占用
◆2007，再遭整改
◆2008：*ST
◆2009，摘帽
◆2014，被借殼
◆2015，再度啟動
被借殼

華盛江泉集團是臨沂市羅莊區沈泉莊村辦集體企業，前身是農民企業家王廷江於 1987 年創辦的羅莊鎮白瓷廠。在 1989/10 王廷江將該廠捐獻給村集體（價值 420 萬人民幣），王廷江仍為主控者，並自此成為當地一方之霸（勞模、人代）¹²。1992/1 沈泉莊村以該廠為基礎成立「臨沂市華盛集團總公司」、先於 1993/12 集團變更為「山東華盛集團總公司」、再於 2002/8 變更為「山東華盛江泉集團有限公司」，並於 2002/10 獲准為免冠行政區劃的國家級集團「華盛江泉集團有限公司」。集團旗下除了中國掛牌的江泉實業外，另一家是在新加坡上市的聯合食品控股有限公司（SG-U01）¹³。

江泉實業前身是臨沂工業搪瓷股份有限公司（隸屬華盛江泉集團），於 1996/10 合併山東江泉陶瓷股份有限公司，更為現名；再於 1998/11 合併山東省沂濱水泥股份有限公司後、於 1999/7/8 在上交所上市。上市時由三大股東共同控制：山東省沂濱水泥廠持股 18%、山東羅莊集團總公司持股 14.2%、華盛江泉集團（前身）持股 13.7%。三者股權差異不大，股權算分散。2000 年時，次大股東山東羅莊集團總公司倒帳，遂以部分持股抵償對華盛江泉集團之債務，華盛江泉集團持股增至 20.5%，因而成為控股股東。

此後，不論是江泉實業或華盛江泉集團，經營時有狀況：

◆2004/6，遭中國山東省證監局整改：主因 2002~2003 年間財報造假（漏列費用）¹⁴，董事會、監事會及股東會三會運作規範不全、未設獨立的勞動保險帳戶、違反證監會《關於規範上市公司與關聯方資金往來及上市公司對外擔保若干問題的通知》規定，公司治理極差。

2004 年間，新加坡媒體報導華盛江泉集團因投資失利陷入財務危機，銀行停止貸款，導致集團資金鏈斷裂，工程停工。

◆2004/11，江泉實業以陶瓷業務交換控股股東的火力發電廠（置換資產），但火力發電廠上下游資產則未整體置入，導致重大的關聯方進銷貨交易：江泉實業向兄弟公司山東華盛江泉熱電有限公司採購火力發電所需的煤礦，並將電力銷售給關聯方臨沂江泰鋁業有限公司。

此後，江泉實業與關連方之交易比重常達 5 成以上——財報透明度轉差。

◆2006/12，控股股東（華盛江泉集團及山東華盛江泉熱電）占用資金 2.23 億現金。於 2007 年僅償還 0.6 億元，餘款 1.72 億元，則以資抵債¹⁵。

◆2007/6，再度遭中國山東省證監局整改。

¹² 據報導，山東臨沂人都知道“上有黨中央下有王廷江”。

¹³ 簡稱 United Food，執行長王廷寶是王廷江哥哥，聯合食品另一大股東王文光則是王廷江侄子。

¹⁴ 2002 年利息少計 864.67 萬元、存貨盤虧少計 486 萬元、固定資產盤少計 212 萬元；2003 年則是勞動保險金少計 51.5 萬元、職工福利費、工會經費及教育費少計 150.45 萬元。

¹⁵ 2007/2 江泉實業向控股股東收購鐵路運營分公司股權，由於鐵路運營分公司是控股股東債務人，積欠控股股東 1.95 億元，控股股東最終以此債權抵償對江泉實業的 1.72 億元欠款。

2、關聯方交易多
(財報透明度低)

◆進銷貨
◆互保
◆資金互援

- ◆2008/4，因 2006 年~2007 年連虧兩年，2008/4 成爲 *ST 公司。
(2007 年大虧 4 億元，因建材同業競爭，報廢產線、資產減損 1.5 億元)
- ◆2009/7，藉由來自轉投資山東華宇鋁電有限公司所給的 0.22 億元補償款，虧轉盈後，摘除 *ST。該轉投資於 2008 年才取得股權。
- ◆2010/12，替控股股東華盛江泉集團的融資擔保金額拉高到 4 億元，高達淨值的 4 成。之所以要爲其擔保，主因是所置入的火力發電電廠的舉債，華盛江泉集團爲電廠融資保證人。2010 年之後，江泉實業則擔任控股股東之擔保人。
除交互擔保外，資金也交錯支援。如 2012 年江泉實業公告擬向控股股東借款 1.5 億。
- ◆2014/6，啓動與唯美度公司的借殼上市交易，但於 2015/2 宣告破局。
- ◆2015/6，控股股東退出，將持股全數售予杉杉股份 (600884) 的控股者鄭永剛 (名爲「杉杉系」)。杉杉股份的 *CCRI* 基本等 7~8 等，也屬高風險區。
- ◆2015/8，再度啓動借殼上市交易，進行中。可確知的是，此交易的最大動機應在於美化獲利，2015 年若無法獲利，則將再度「戴帽」。可預期操作幅度應該很大——在新環保法施行下，第一季已然虧損、第二季尚難樂觀。

四、結語

臨沂市，第一槍
環保整改：
趨勢確立、
風險確立

就我們的觀察，中國所面臨的環境汙染問題，已嚴重到其政府無法繼續裝傻。這由 2015/2 柴靜「穹頂之下」的爆紅與被封殺，就可窺之。臨沂市的大幅度整改，雖可能是政治整肅，但也可能是中國有所作爲、新環保法施行的第一槍，若是後者，則理應不會就此打住。依臨沂市之經驗，違約就可能隨之一波波席捲而來。

當然，在目前全球經濟略呈詭異下，或許有點喘息機會，但趨勢確定，信用風險之評估自應嚴肅面對。

參考資料：

1. “十二五”約束性指標，上海證券報 2011/3
2. 魏艾，大陸經濟與十二五計畫中共「十二五」規劃的政策意涵及其問題，海峽評論 244 期，2011/4
3. 江泉實業向控股股東借款 1.5 億無息借款不免費，大眾證券報 2012/10/21
4. 《國務院關於化解產能嚴重過剩矛盾的指導意見》2013/10
5. 李文峰、解小如，山東不再新增煉油和輪胎產能，中國化工報 2014/1
6. 臨沂市環保局約談 9 家大氣污染重點企業限期整改，大眾網 2014/3/27
7. 高妮瑋，水泥業，台灣經濟新報貨幣觀測與信用評等專刊 2014/5
8. S 股聯合食品“撇清” 王廷江疑陷入資金困境，人民網 2004/12/15
9. 周婉，臨沂 130 條陶瓷生產線遭環保整頓無奈停產，陶城報 2015/4/2
10. 山東開展強力環保行動 臨沂 165 家企業停產治理，上海證券報 2015/4/23
11. 山東省醞釀控制七大產能嚴重過剩產業規模，大眾日報 2014/5/9
12. 山東臨沂 57 家污染企業停產整治 納稅大戶照樣拿下，上海證券報 2015/4/4
13. 賈昆，江泉實業去年虧損 1689 萬重組夭折主業停產，和訊網 2015/4/22
14. PM2.5 標準不同 美國「四級中度污染」=中國「二級良」，阿波羅新聞網 2015/5/23
15. 2015 年上半年空氣質量“倒數十名”河北占 6 席，央廣網 2015/7
16. 呂明合，臨沂：治霾選擇題，南方周末 2015/7/2
17. 賓語，臨沂停產治理 57 家重點企業是一種擔當，大眾網 2015/7/7
18. 環保部官員：臨沂關停汙企於法有據，新京報 2015/7
19. 侯哲，山東臨沂治汙成效獲省長肯定 收到 1 億元專項資金，華夏經緯網 2015/8/4
20. 環保風暴關停高污染企業 臨沂引發 1500 億債務 恐爆金融危機，兩岸透視 2015/7
21. 2015 年 7 月 74 城市空氣質量狀況報告，中國環境監測總站>監測信息 2015/8/18
22. 郭成林、鄭永剛，盤活江泉實業 引港股分拆業務借殼，北京新浪網 2015/8/13