

# 以券商觀點談 防範地雷

華南永昌證券風險控管室 陳柏翰

## 壹、前言

財務報表是投資大眾據以了解企業的重要參考，然而，安隆案爆發使美國這個向來號稱全球證管法令最完備且管理最嚴格的資本市場，一夕之間面臨極大的挑戰，財務警訊學 (Financial Warnings) 及公司治理 (Corporate Governance) 則更在一連串的財務陷阱後，成為華爾街的顯學。而近日國內發生的博達及訊碟等地雷股事件，則更是濫用資本市場及金融工具等財務操作，透過發行各類有價證券及投資衍生性金融商品，大玩套利遊戲、以債養債，將風險移轉於一般投資人，或以虛擬的營收假造出財務績效好轉的情況，同時，並利用誇大的財務資訊誤導投資人，不斷衝擊投資大眾對於財務報表及資本市場的信心。今年半年報，因為所有公司的長期投資不列入實地查核範圍，所以很多公司逃過半年報查帳的一劫，但是明年四月將要公布的今年年

報，因長期投資將列入實質審核項目，屆時將會有更多體質不佳的公司現形，台股地雷引爆的危機將遠甚於目前。本文將針對近期的地雷案件，整理出十大指標以避開地雷。

## 貳、避開地雷股之十大指標

### 一、避開跌破每股淨值的股票

財務報表上的恆等式為【資產 = 負債 + 股東權益】，而淨值也為正常公司股價所必要力守的價位，長期市價持續跌破淨值的公司，可能顯示每股淨值的不可靠，造成此現象的可能原因，不外如資產價值高估或是負債低估。尤其是前者，可能虛灌營收，造成存貨或應收帳款等風險性資產偏高，使預期回收比率降低或呆帳難以收回；負債低估則常發生在或有負債科目或背書保證等要項。博達當時在醜聞案發生前股價為8.5元，可是淨值卻為16.33元；而曾為上櫃股王的訊碟，每股淨值高達22元，而股價卻只有6元，此種股票市價遠低於

淨值的現象，資本市場其實早已對這兩家公司的經營，提出嚴重的不信任票。

## 二、避開轉投資過於膨脹及財務資訊透明度較低的股票

過去的中強電子案件，以假銷貨子公司真認列收益，到現在的博達疑似以銷貨至國外虛擬客戶，而認列收益及大部位之應收帳款；快速且大幅成長的海外轉投資，為投資人閱讀財報所應必須要特別留意之要項。實際上，公司惡意的「多層次」轉投資作法，通常由海外子公司出貨給海外孫公司，海外孫公司再出貨給海外孫孫公司，等到海外孫公司的應收帳款累計到某一水準時，再將應收帳款轉為增加對海外孫孫公司的股權投資，交互操作之下則可使存貨及應收帳款金額均能維持在固定水準，而外界根本無法看到偏高的應收帳款及存貨，只因數字已全部轉為對海外孫孫公司的股權投資。如此複雜的會計操作，除非有辦法查核到所有子孫公司的財務報表，並針對每一個會計科目前後年度詳加比較，否則連合併報表也無法檢視出該公司真正轉投資的真實面貌，投資人不可不慎。

## 三、避開跌破CB轉換價的股票

一般公司發行CB(可轉債)籌資，

最主要的目的即是準備將債權轉換成股權，以降低負債比率，並改善財務結構，如果於到期時，股價無法提供足額價差供CB持有人轉換，則表示投資人只想要公司還錢而不要公司股票，則CB就會變成債務並惡化負債比率。到今年元月底為止股價同時破十元和CB轉換價的電子公司共有六家，其中衛道(3201)、皇統(2490)及華泰(2329)，面額及轉換價值均低於五元，財務狀況極度惡化。

## 四、董監事會內部化與家族化

董事會為公司最高的決策機關，所以董事與監察人的制度，本身就存在相互制衡的力量，所以當董監事會內部化與家族化後，則違反了公司治理的最終原則。以訊碟案為例，董事會形同虛設，不但沒有獨立董、監事，年報顯示，五位董事除呂學仁外，其它四位董事，一位是呂妻陳慧晶，一位是轉投資公司視訊國際多媒體董事長田政溫，也是經理人。最離譜的是，身負監督大責的唯一監察人陳政中，竟是呂學仁的妻舅(二親等)，也就是訊碟董監事中有高達三分之二都是自家人。所以訊碟幾乎和博達一樣，任何轉投資或財務操作的重大投資決策，都缺乏專業監督者，只不過博達是姐弟主政，訊碟則是夫妻共治，董、監事功能蕩然無存。

### 五、 財會及相關稽核主管的經常更替

應注意上市櫃公司財會主管、財務長或內稽內控人員是否頻頻遭到更換？因為這些人都是最接近公司財務和內部管控的機要人員，他們也是最能直接瞭解公司是否已經出現問題的人，能擔任到上市櫃公司財會主管，可說是從事財會業務者的最高理想，除非生涯規劃另有考量，否則財會主管密集更換，就代表公司財務結構或經營面可能已經出現某些問題。博達從上市以來，總共更換過五位財務長，而訊碟則是從89年到93半年報的五份財報中，共經歷了四位財務主管，而原來的兩席監察人，至93年4月只剩一席，另一席監察人不是辭職或是出售持股超過選任時一半而自動解職；就連主機板模範生華碩財務長李祖堯，由於曾有換職的念頭，即馬上被市場解讀華碩財務狀況變差，股票馬上大跌回應，所以財會相關重要人事異動過於頻繁之上市櫃公司，投資人應審慎以對。

### 六、 股價走勢及法人持股狀況

觀察個股股價走勢，也是避開地雷股的方式之一，由於公司出現問題前，股價多會事先反應（有內線消息的大股東會先出貨），因此當大盤上揚，但個股基本面沒變化，股價卻莫名其妙的跌，則需要小心。另外，市

場法人沒有介入的股票，則可視為不宜介入股票的訊號之一，例如博達案在爆發前，市場上沒有一家外資、投信法人及自營商持有博達股票。因此，若沒有時間研究股市走勢的投資人，則建議選擇權值股，因為權值股是市場法人篩選過後的個股，較不易成為地雷股。

### 七、 半年報後，財報簽證會計師事務所主動求解任委任關係

法令雖規定每四年需要更換會計師，但是若為會計師主動解除委任關係或公司突然更換會計師事務所，則顯示內情不單純。半年報申報截止前的宏達科，忽遭當時簽證的致遠會計師事務所解除委任關係，公司表示是兩造對於公司庫存的評價基礎與對於航太事業市場競爭狀況看法不一致，才與致遠解除委任關係，但事後調查，91年2月才掛牌上市的宏達科，被發現應收帳款未提足備抵呆帳損失，並向新竹商銀辦理融資，涉嫌財報不實，檢調單位約談董事長蘇名宇後，交易所決定將公司打入全額交割股。

### 八、 董監事持股偏低或質押比率偏高

根據綜合財務危機案例，當公司的董事、監察人的股權質押比率超過一半，並持續增加時，則代表公司可能有複雜的財務操作，也意味著大股

東積極涉足公司的股票操作。所以，我們可以斷言，經營績效好的公司，董監持股比率不一定高，但是，經營績效差的公司，十之八九都是董監持股比率很低的公司。這是因為董監持股比率較高的公司，個人利益與公司利益比較一致；反之，董監持股比率很低的公司，個人利益未必與公司一致，例如董監持股只有五%，要讓個人全力一搏，只為了拚那五%的利益，則有如天方夜譚。民國八十七年亞洲金融風暴後，台灣爆發了一連串惡性掏空公司的案例，三十幾家公司淪為全額交割股，如新巨群吳祚欽的亞瑟，爆發危機前一個月，董監持股比率5.1%，董監質押比率高達85.63%。吳德美夫婦的峰安金屬，董監持股10.59%，董監質押比率卻高達97.5%；劉榮周集團的大鋼與友力，董監持股分別是5.04%、6.64%，但董監質押比率高達89.35%與70.52%；陳政忠的宏福建設，董監持股6.24%，質押比率竟達100%。而近期的博達與訊碟更是如此，以93年6月資料而言，訊碟董監事質押比率從89年底的46.4%竄升到全額交割前的76.6%，而同期董事長呂學仁的質押比率則高達78.8%，而全體董監事名下股權為73.2%。這種實際掌握公司決策，卻不願負公司經營責任的經營者，小股東應避而遠之。

### 九、員工分紅配股比率過高

根據輔仁大學國貿金融學系教授葉銀華研究，臺灣一直未將員工分紅配股當成薪資費用減項，且以面值10元計算，將使企業獲利高估，也等於是把原本屬於股東獲利，免費轉嫁到員工身上，導致投資人看到的是虛增的每股盈餘，因而支付過高的價格購買股票。訊碟在88年股東會發放3.6億元市價的員工分紅配股，若將該費用以市價計算為薪資費用，訊碟88年將為重大虧損。再以博達為例，從1999年到2001年，也就是博達股價最高的時候，若將其員工分紅以市價列入薪資費用，這三年下來，博達公司是完全沒有獲利的；換言之，該三年的員工分紅市值總和等於其三年稅前淨利。但即便如此，博達股價仍在2000年飆漲至368元。

### 十、公司連續發生虧損或營運現金流量與營收、淨利成長不符

營業活動現金流量係指企業產生主要營業收入之活動及其他非屬投資與融資之活動所產生之現金流入與流出，例如現銷商品及勞務、應收帳款或票據收現等現金流進、流出情形。營運現金流量與淨利不同之處，在於前者完全係根據實際情形而來，不容易受到企業內部人為操縱，也不會因為財務報表選擇的會計原則不同，而

得到不同的現金流量；而後者則是根據會計原則而來，因此，營運現金流量可以拿來測試一家公司損益表的獲利是否真實。公司管理當局常利用將營收提早入帳等盈餘管理方式，來掩飾公司營運不佳的事實，此可藉由比對營運現金流量與營收、淨利間之消長來看出端倪。以訊碟91年與92年報為例，本身年報的營運現金流量分別為4.9億與4.8億元，但若閱讀合併報表，這兩年的營運現金流量分別為-16.6億及-5.2億元，單就這兩年，合併報表與年報的差異達31.5億元，由此可見，訊碟財務狀況在當時即已惡化，但管理階層卻刻意美化帳面。

### 參、結語

以上十項指標為近來地雷股案件的共同現象，大部份屬美化財報及公司治理不彰所致，一般量化的靜態財務報表並不易察覺，通常是透過主管機關實質審閱後才發現。因此，華南永昌證券過去四年來即對上市櫃公司建立完整資訊資料庫，檢視異常股票加以控管，以降低潛在的信用違約風險。本公司風控小組，每日會依據風控程式，檢視上市櫃公司之股票價量異常情況、融資(券)集中度、產業前景及公司狀況、個股流動性和籌碼集中度、財務狀況、董監持股及市場訊

息等七大指標，定期透過研究部分析、業務單位主管的意見交流及共通資訊平台，篩選出異常股票設定控管標準。並於盤前設控、盤中即時監控與核決及盤後追蹤管理等原則，以達到落實風險控管的功能。今年年初曾對已發行可轉債或海外可轉債，即將到期而現金水位不足等償債能力不佳之上市櫃公司，進行全面檢視並予以設控。七月份時，更因應半年報之即將公佈，針對該會計年度內曾經更換會計師、財務主管、稽核主管及高階經理人異動、股東大量異常申報轉出等多項指標，找尋潛在之地雷股，以提醒本公司客戶避免誤踩地雷。

站在券商的角度，我們承受的是信用交易下客戶買賣的承諾，也是直接風險的承受者。如何透過有效的風險管理制度，來檢視現今社會中複雜的會計及金融操作下的上市櫃公司全貌，並做好對投資人的徵信及授信，才是確保本公司獲利也是減少風險的必要過程。博達或訊碟案件，絕對不是最後一個個案，明年四月本會計年度年報公佈時，將披露上市櫃公司所有轉投資的實質審閱，勢必要面臨另一場地雷風暴，唯有透過事前小心謹慎研判及不斷更新的資訊，來面對詭譎多變的市場，才是防制地雷股的不二法門。