



## 評估亞洲企業信貸風險

「明白自己有所知有所不知，才是真知識。」 — 尼古拉·哥白尼

投資海外市場，需要對很多長久以來用以支持傳統證券分析的假設不斷提出質疑，在亞洲債券市場更甚。基礎投資者在進行實質審查過程中，需格外留意地域特點。

我們的一系列評論將討論亞洲定息產品的三大風險及推動回報的因素：信貸、貨幣及利率。在第一部分，我們將細看會計及企業架構在信貸分析方面的複雜問題。在往後的評論，我們討論定息證券分析時，將會額外把宏觀環境因素納入考量之列。債券分析不僅需要透徹了解公司的實力，亦應更廣泛理解貨幣及利率變動對定息證券的影響。

大部分信貸研究範疇，例如分析現金流、流動性、槓桿及資產負債表強弱，在亞洲的適用性與任何其他地區並無分別。然而，要全面了解投資亞洲市場的固有風險，投資者必須考慮其他因素。舉例來說，若我們以美國公認會計原則（GAAP）的觀點，含蓄或明確地使用其假設來研究亞洲企業借款人，可能得到錯誤的結論。那麼，投資亞洲信貸市場時，投資者必須注意哪些陷阱？

由於中國公司佔亞洲債券指數的比例頗高，佔高收益債券的份額更大，因此我們會以中國公司為實例，以說明投資者面對的挑戰。我們亦會提到，有三種會計及擁有權架構，可能是一家公司的管治未如理想的警號。

近年中國發行商的規模迅速增長，而且日漸深化至包括半主權債券及企業發行商。這可作為其中一個更適時的例子，說明投資者進行研究時所面對的事項：附帶資產的能力、中國會計標準的準確程度，以及投資者權益問題。

我們並不知道所有答案，但至少只要提出正確的問題，可助我們對不知道的領域有更深入了解。

### 擁有權架構 — 區分「實際擁有」與「並非擁有」

在亞洲各地，企業擁有權可以非常複雜，架構可以有多种形式，這是我們「知道自己所知」的因素。以中國為例，政府限制外資在多個策略性行業的擁有權，當中包括<sup>1</sup>：

- ✿ 批發及零售行業
- ✿ 文化、體育及娛樂
- ✿ 若干製造業，包括食品加工、飲品、煙草及化學品
- ✿ 教育
- ✿ 金融服務
- ✿ 房地產
- ✿ 科學研究、技術服務及地質勘探
- ✿ 運輸、倉庫及郵遞服務

為了規避以上擁有權限制，會計師及律師設計了一套名為「可變權益實體（VIE）」的架構，在沒有實物資產擁有權的情況下模仿經濟擁有權。一項研究發現，不論是否需要，約半數於美國上市的中國公司使用這種架構。<sup>2</sup>



1 Catalogue of Prohibited Industries for Foreign Investment, BusinessForumChina, 2012年1月30日

2 「Statistics on VIE Usage」, China Accounting Blog 2011

「大部分信貸研究範疇，例如分析現金流、流動性、槓桿及資產負債表強弱，亞洲與任何其他地區並無分別。」

雖然VIE在中國很普遍，但有多項風險。首先，提供經濟擁有權的契約，是投資者唯一的資產，而非經營公司賺錢的實際資產。其次，中國政府從來沒有明確批准這種架構，而本地及行業監管機構均選擇性地對VIE提出反對意見。第三，鑑於該架構的原意是規避外國投資限制，因此其可執行性在中國法庭上受到嚴重的質疑。作為亞洲信貸投資者，我們密切留意企業架構；當發現類似VIE的架構時，我們會在細心衡量擁有公司證券的利益與風險。

VIE架構固有風險的著名例子，首推和信超媒體的個案。當決定更換中國管理團隊後，和信超媒體的前任線上遊戲業務主管帶走了一些重要文件，包括公司經營中國分部所需的三份VIE文件。沒有這些文件，和信超媒體的中國業務陷於停頓，無法簽訂合同或採取任何正式企業行動，包括登記解僱僱員的議案。沒有VIE，和信超媒體無法監控中國附屬公司或財務報告過程，因此該公司取消整合業績，並完全註銷於該等實體的投資。該公司在中國、香港、新加坡及英屬處女群島對這名前僱員提出法律訴訟，並最終出售中國業務的權益。

### 會計問題 — 分辨馬虎的會計工作及蓄意欺詐

了解會計問題亦屬關鍵。儘管馬虎的會計工作及蓄意欺詐均會損害公司價值，但清楚分辨兩者至關重要。我們再次以中國公司為例，說明擁有權及司法權管轄區與會計欺詐的關係，但我們強調，在世界各地的市場皆有這些問題。

透過擁有權及上市司法權管轄區進行會計欺詐的難易程度

	大型國企	大型家族擁有
境內上市（A股、B股）	難	中等
境外上市（任何國際司法權管轄區）	不適用	易

在境內上市的國有企業，大部份需要向國家工商管理總局（工商總局）(SAIC) 提交會計文件。中國的工商總局等同美國證券交易委員會 (SEC)。

由於工商總局可將備存的會計文件與稅務記錄及其他監管存檔互相參照，因此相對容易識別會計上的矛盾。此外，由於半官方機構的僱員分為多個不同組別，難以從公司層面串謀欺詐，故不符常規的情況大多是由於會計工作馬虎，而並非欺詐行為。

至於國內上市的家族企業，同一家族內串謀欺詐可能較為簡單，但這些公司在經營所在的司法權管轄區上市，因此可以互相檢查會計賬目。相對國內上市的國企，這些公司不單欺詐個案較多，會計馬虎的情況亦可能較多。

然而，最危險的架構是境外上市的家族業務，包括由創辦人透過控股權益或高級管理層職位所控制的業務。這些業務一般需要更多審查。除了家族成員更容易串通外，不同司法權管轄區、語言障礙、當地法律及會計標準，亦令互相检查工作更加困難。大部分於中國揭發的欺詐個案是從以上提到的複雜因素中獲利。商業林場營運商嘉漢林業是另一個廣受媒體關注的例子。該公司於中國經營業務，在英屬處女群島擁有大量附屬公司，並於加拿大上市，因此審計嘉漢林業的財務狀況及核實其資產擁有權，實在極之困難。據稱，嘉漢林業捏造營運業務，利用附屬公司令其業務及會計更為複雜。倘若投資者察覺到現金變動，或其董事會由中國經驗不多的前審計夥伴組成，或許可以避免損失。

作為信貸投資者，我們從多方面查看，包括現金流損失的跡象、為避過契約的安排、不尋常的應入帳項目，以及整體企業管治的穩健性。我們亦確保所買的債券，類似一些在跌市時有追索權的資產，以減低風險。

「在亞洲各地，企業擁有權可以非常複雜，架構可以有多种形式，這是我們『知道自己所知』的因素。」

## 交叉持股 — 擁有權與控制權比較

亞洲的企業集團眾多，不論是國有企業或家族企業，各上市實體之間的交叉控股非常重要。例如，若我們看看一些中國國有企業便會發現，即使母公司可能僅擁有上市附屬公司少於10%的股份，仍能有效控制整家公司。這是如何做到的？在以下的假設例子中，實體母公司A擁有實體公司B50%權益，實體公司B擁有實體公司C40%權益，而實體公司C擁有實體公司D30%權益。技術上，實體母公司A只擁有實體附屬公司D6%權益。然而，透過於實體公司C擁有否決權的少數權益，實體母公司可發揮不符合其僅擁有6%權益的重大影響力。

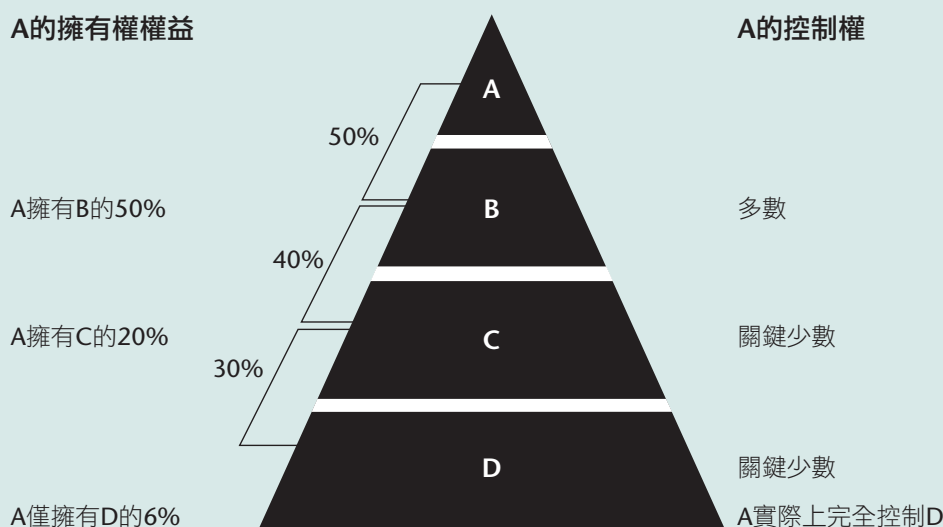
證券分析有很多「不確定因素」，於亞洲更甚。最後，我們永遠無法預測控股股東可能會或不會對關連公司做的事，但我們可透過詳細研究特定情況，盡力減低「已知的有所不知」。作為信貸投資者，我們將聚焦於每隻債券的架構，以了解投資風險。我們致力了解購入的債券是否對附屬公司或母公司的資產擁有追索權，以及可能的回收率。

我們又會分析有關契約，以及該契約是否設有特定目標的備用現金，抑或特定目標的現金運用限制。更籠統而言，我們研究控股股東在不同經濟週期當中處理少數投資者的往績。

作為亞洲信貸市場的專業投資者，我們明白應留心區內各地哪些陷阱。信貸分析過程於世界任何市場都一樣，亞洲信貸市場之所以與別不同，是由於當地存在的挑戰及機會。我們試圖聚焦於公司及區內國家錯綜複雜之處，以避開「未知自己有所不知」的因素。透過知道我們所知的，並得知我們尚未知道的，我們就可作出更明智的投資決定。藉此，熟悉亞洲的投資者也許可以在這個吸引人的市場，發掘一些實力雄厚的公司，從而捕捉投資機會。

**Satya Patel**  
基金經理  
銘基亞洲

假設性的「公司A」對所有附屬公司施加強大的控制權





Matthews Asia

## 披露及備註

於2014年8月15日，銘基亞洲所管理的賬戶並無持有和信超媒體或嘉漢林業的倉盤。

資料來源：Morrison and Foerster，2013年8月15日「VIEs: Recent Developments and Observations, Impact on Cross-Border Transactions」，作者：Charles Comey, Paul McKenzie, Sherry Yin 及Michelle Yuan；*Topics in Chinese Law*，2011年10月，「VIE Structures in China: What You Need to Know」，作者：David Roberts及Thomas Hall；彭博，2012年5月23日，「Sino-Forest Engaged in 'Fraudulent Scheme,' OSC Alleges」，作者：Christopher Donville及Liesel Hill；Muddy Waters Research，2011年6月2日，嘉漢林業報告，研究總監：Carson C. Block, Esq。

本文討論的觀點與資料反映於特定時間的意見及市況評估，可能出現變動。閣下不應倚賴本文件作為買賣特定證券或整體市場的建議。

本介紹所載述的資料取自從數個在編彙本檔時相信是可靠及正確的來源。銘基國際投資公司概不就使用本資料所造成的任何直接或相應而生的責任或損失承擔任何責任。

投資於國際及新興市場可能涉及額外風險，例如社會及政治不穩定、市場流通量不足、匯率波動、高波幅及監管制度不完善等。此外，單一國家基金由於集中投資特定的地理位置，可能較分散投資基金承受較高水平的市場風險。投資於中小型公司較投資於大型公司涉及更大風險，因為與大型公司比較下，中小型公司的股份可能較為波動，流通量亦較低。

本文件在新加坡，只提供予新加坡證券及期貨法第304節項下的機構投資者，以及新加坡證券及期貨法第305節項下的相關人士，兩者的定義均遵從有關法例所述。本文件不得在新加坡傳送或分發予散戶投資者。

本文件由Matthews Global Investors (Hong Kong) Ltd. 銘基環球投資(香港)有限公司發出，並未經證監會審閱。如果您是屬於香港的专业投資者，請直接聯絡銘基環球投資(香港)有限公司，了解更多關於本基金的資料。

本文件在英國由Matthews Global Investors (UK) Limited發出。Matthews Global Investors (UK) Limited是Mirabella Financial Services LLP所委任的代表，而Mirabella Financial Services LLP則受英國金融管理局（Financial Conduct Authority, FRN 415559）授權和監管。

本文件未經任何監管機構審閱或批核。本文件只供機構/專業投資客戶參閱。

©2014 Matthews International Capital Mgmt.LLC 銘基國際投資公司

G.MATAI – 2014年8月

電話: +1 (415) 954-4510  
電郵: [globalfunds@matthewsasias.com](mailto:globalfunds@matthewsasias.com)  
網站: [matthewsasias.com](http://matthewsasias.com)

香港:  
電話: +852-3901-0880  
網站: [hk.matthewsasias.com](http://hk.matthewsasias.com)