

異軍突起，亦債亦股

春夏交替，秋末冬來，往往因為氣候未定，人們衣著多會參差不齊。正是二八天時亂穿衣，應該是見怪不怪。如果上市企業的資產負債方面出現「不資不債」的話可不可以算得是一個怪現象呢？

歷年來，企業的資產跟負債的關係應該是資產的總數等同負債及投資的總和。同時債項與投資涇渭分明，不會混淆。債項中常見的是企業的短期票據 (Notes) 及長期債券 (Bonds)。至於投資方面，當然是股票了。股票是企業東家的代表。持有的股票越多，越大東家。但是股票一向卻有兩大類別。普及股 (Common Stock) 及特惠股 (Prefer Stock)。顧名思義，特惠股是有特別優惠的股票。對企業的營利較普及股有優先權。尤其是在企業派發股息時，應先派給特惠股，然後才可以派給普及股。同時，某些特惠股是有註明定期股息回報率的。不論企業盈虧，特惠股持有人可以按時收到特惠股註明的股息回報。從這點來看，特惠股與債項的票據或債券差不多相同，同樣有指定的百分率回報。不同的是當企業出現經濟問題時，債項持有人優先獲得賠償。從另外角度來看，因為特惠股與債券同樣是較長期的投資，同樣是有指定的百分率回報，所以市場上的利率升降對它們的市值會有一定的影響。市場利率越高，它們的市值越低。市場利率越低，它們的市值越高。除此以外，一般來說特惠股還可以有點像普及股票那樣的市值升降。這樣一來，特惠股既有債券的指定回報，亦有普及股票的市值升降的好處。本質界乎投資與放債之間，亦債亦股。

今日市場對這樣亦債亦股的證券有濃厚的興趣。可能是因為純投資性質的普及股市場風險較高。但是純放債性質的債券卻沒有股票那樣有機會可以獲得高度回報。應運而生的應該是特惠股票，但是事與願違，從中殺出一位「程咬金」。企業對這個異軍突起的亦債亦股的東西特別鍾愛。因為從稅務方面來看，它的指定百分率回報可以作為利息看待。企業可以用來扣稅 (Tax Deduction)。從債務評級來看，卻是投資而非放債，對企業的債務評級 (Credit Rating) 沒有多大影響。竟然魚與熊掌兩者皆得。

那麼這位「程咬金」的名字是什麼呢？為什麼能夠在稅務及評級方面可以兩全其美呢？答案可能是因為「程咬金」出道時間太短，又來的突然的緣故，還沒有被市場或業界命名。只好繼續稱為「亦債亦股」，英文是 (Hybrid)。另外「它」的指定百分率回報可以用來扣稅的說法是沒有正確認可的根據。這個說法只不過是業界，尤其是協助企業發行票據、股票的「投資銀行」(Investment Banker) 及財務公司對這類「亦債亦股」回報率的專業意見。至於債務評級沒有多大負面影響的說法可能較為準確。因為評級是市場內的運作，沒有確定的法則。法律最多只能夠在某程度上發生制裁作用。扣稅及評級可以兩全其美，可能是一廂情願吧！

不論如何，(Hybrid)「亦債亦股」這個東西從去年(2005年)面世以來，短短不足一年各大財務公司已經發行了超過六十億(\$6 Billion)美元的「亦債亦股」證券了。代理發行的機構全部聲名顯赫，包括 Lehman Brothers，Citigroup，Merrill Lynch，及 Golden Sachs 等。同時發行二十億美元以上的有 Washington Mutual 及 Wachovia 兩大財務公司。有興趣研究這項異軍突起的證券，可以向上述的發行代理諮詢。但是以筆者愚見，興趣還興趣，投資還投資，一切應謹慎行事。做學術性研究，點到即止。

陳操勳會計師提供