

垃圾與槓桿

「同人唔同命，同遮唔同柄」，用這句俗語來形容集資、貸款可以算是最適合不過。因為當貸款人時來運到的時候，資金便會源源不絕，接踵而來。借貸也好，集資也好，一定不成問題。如果有需要借貸的人時乖命蹇，便多數會處處碰壁。不要說集資了，連短暫週轉也會困難重重。對企業來說，又何妨不是一樣。有資金需要的時候，如果企業的信貸評級 (Credit Rating) 是三個 A 「AAA」級的話，當然沒有問題。隨時可以把短期票據 (Commercial Paper)，或中、長期債券 (Bonds) 發行出去，大量套取資金。利息方面可以較一般利率為低。但是欠缺高級信貸評估的企業希望發行中、長期債券的話便會相當困難，往往需要付出高昂的利息及費用。沒有高等信貸評級的企業所發行的債券一般稱為「垃圾」債券 (Junk Bond)。多年以來，「垃圾」債券在市場上有獨立的供求。對某些投資人來說，「垃圾」債券的高度回報足以抵消這類債券的高度風險。因為利用一些「垃圾」來平衡整個投資組合也可以說是妥善理財的方法之一。因為「垃圾」的高度回報可以提高投資的整體回報。

需要付出如此高昂代價來換取資金的企業，當然希望能夠有其他比較便宜的方法。所謂「窮則變，變則通」，沒有高等信貸評級的企業在長期積極求變之下，竟然找到一個新方法。這個方法是利用企業本身的資產抵押能力來支持借貸。因為在理論上這樣的貸款是有抵押的貸款，風險較沒有抵押的「垃圾」債券為低，因此可以付出較「垃圾」債券為低的利息。這樣一來借款企業可以節省開支，增加盈利。二來投資者雖然回報減少但是風險亦同時減低，計算下來，算得是兩全其美。另一方面，債券的利率是固定的，這類新方法的利率是浮動的。在利率有上升趨勢的行情之下，浮動利率比固定利率較受歡迎。因為如此，這類有抵押的、浮動回報利率的企業債據漸受接納。發行數量以幾何級數急速上升。大有取「垃圾」債券的地位而代之。

這類有抵押的，有浮動利率的新進企業債據在債市場上暫時沒有一個統一的專號。暫時只好稱為「槓桿」債據 (Leverage Loan Obligation)。「槓桿」物理意義跟中國的所謂「借力打力」的原理相似。以「槓桿」為名便是着意於「借力」這方面。實實在在在「槓桿」債據來集資擴充業務或支持營運當然可以。但是今日利用「槓桿」債據來集資收購企業的卻是大不乏人。因為可以「借」用被收購企業的資產來作為貸款抵押。收購成功後可以把購入的企業組織化整為零，分件出售，一面可以抵債，一面套現。從正面來看，可以說是「去腐存精」，整頓更新，再戰江湖。從負面去想，可能是「支離破碎」，面目全非。不論怎樣，這類「槓桿」債據有它存在的價值，但是對投資人來說，風險並不較「垃圾」債券為低。因為能夠「借力打力」用別人的資產來收購別人企業，進而從中取利對很多投機取巧的財務公司有不可抗拒的魅力，濫用「槓桿」債據可能會是一個必然的後果。一旦收購錯誤，資不抵債時，投資人便會得不償失了。

陳操勳會計師提供

