

影子票據

在市場上，投資項目五花八門。最常見的當然是股票、債券及共同基金等。讀者們對股票及債券的認識，應該不用筆者多言了。至于共同基金，本欄曾一連兩次介紹有關基金的摘要〈見明報 05 年 1 月 27 日及 2 月 10 日〉，亦無用再費唇舌了。本文這次的中心是介紹一種鮮為人道的投資工具。英文稱為 DERIVATIVE，中文可以說是『影子』。這種『影子』投資工具真的是名符其實的『影子』，是沒有實質的投資。在眾多『影子』工具中，又以『債務影子』〈CREDIT DERIVATIVE〉最為神秘。

何謂『債務影子』呢？首先『影子』的意思是光線把實體投射出來的影像。不是實體，只是幻像。『債務』是借貸的意思，例如某大銀行貸款給某大企業。但是不論這所企業的規模如何，任何借貸總會有一定程度的風險。因為銀行希望分薄風險，便找一所願意分擔風險的財務機構來分享貸款利潤及分擔貸款風險。這類機構一般是大型投資銀行，証券交易公司，或保險公司等。於是乎，這些財務機構在分到了一筆合意的利潤後，便願意作出某程度上的風險保證。這次的交易是第一手的交易。交易的票據便是『影子』票據。如是者，當這些財務機構食髓知味時，為了增加收入，便會接二連三地與相同的或不同的銀行簽定不同的『債務影子』。但是當這些財務機構的『影子』票據越簽越多時，便會感到非常吃力。因為風險承擔是有限度的，絕對不可以無限量包攬，所以這些財務機構便會把眾多的『影子』票據集結起來，經過投資市場的溶匯，便衍生出另一款新的票據。這樣的票據英文稱為 Collateral Debt Obligation，簡稱 CDO，是『影子』票據的影子。

有很多共同基金，退休基金，甚至大型投資家為了提升投資組合〈Investment Portfolio〉的回報收益，會大量接納這類的 CDO。無形中是利用出售風險承擔來獲取即時進帳。風險越高，進帳越高。這個層次的交易是第二手『影子』交易。是風險中的風險。早些時，聯儲局主席格林斯潘〈Greenspan〉亦曾對這類的『影子』交易作過友善的評語，認為這樣可以有效地分散銀行的貸款風險，對債務市場〈Credit Market〉有良性影響，進而增加債務融資供應，有利宏觀經濟發展。

格老的評語，言尤在耳，『債務影子』的交易經已到了嚴重泛濫的程度。萬一宏觀經濟下調，企業普遍出現財政問題，未能按時履行還款承諾的話，債權銀行便會要求財務機構實現風險擔保的承諾。而財務機構便會向第二手的『影子』票據發行人招手，要求共同基金、退休基金履行諾言，對債務風險負責。如此這樣的連鎖效應，最終損失最大的受害人還是一般的投資者，普羅大眾。

陳操勳會計師提供