



祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。
曾經在外資及本地投行研究部擔任分析師及主管達14年
之久，專長於中小型股研究。
後轉職擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。
筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

道德風險

最近內地新聞傳出，中央及中銀監正醞釀頒布新政策，容許商業銀行將企業不良資產及信貸轉換成股本，以幫助減輕企業整體槓桿及財務負擔。此舉表面上是雙贏，一來內銀壞帳比例降低，更重要的是，可令負債企業減省利息支出，公司得以重生。

賞惡懲善壞帳料增

早陣子，另一宗關於內銀的新聞是，國務院正考慮將銀行**不良貸款撥備覆蓋率**（見104頁財經詞彙），由現行的150%下調至較接近國際慣例的120%，以減輕近年急升的不良貸款，企圖藉此提升內銀利潤水平。穩健保守的銀行風險管理，通常會在惡劣環境下增加撥備，現在中央卻反其道而行。

兩樣政策都希望透過財技（Financial Engineering），試圖將內銀及企業的短期利潤率提升。這些措施換來帳面上短暫利益，但長綫卻可

能導致將來更多壞帳及更多的殭屍企業。資不抵債及信貸出現危機的企業，大多數是管理不善或好大喜功的國企。

造成困局主要是利用債務，過度擴展，遇上經濟放緩，需求減慢或者被新科技取代時，變成產能過剩甚至出現長期虧損。這些企業大多數都缺乏競爭力或者體制及管理出現問題（例如國企管理只注重市場佔有率而漠視經濟效益），所以就算債務減輕，並不表示長綫可以提升利潤。

更深層次的問題是，利用存戶及小股東的錢去拯救殭屍企業，會產生極大的道德風險（Moral Hazard），令管理不善的管理層毋須承擔惡果，甚至有誘因去胡亂擴展，導致缺乏融資能力的公司無法在市場競爭。這制度獎勵差劣管理，卻懲罰優秀管理。

內銀股息難保高企

現時內銀股的歷史市盈率只有4至5倍，而過往息率超過7厘，表面

上非常便宜及吸引。內銀股估值長期低迷及跑輸大市，主要因為機構投資者，尤其是外資，一直對其壞帳率抱有極大懷疑，認為其準備並不足夠。如今於經濟下行之際，將壞帳準備率下降，等於告訴投資者，其利潤率可能更誇大，更不可信。利潤表面上提升了，估值卻可能進一步下降。利潤受壓，不排除內銀會削減派息，所以千萬不可以假設高息率可以恒久不變。RM



“利用存戶及小股東的錢去拯救殭屍企業，會產生極大的道德風險（Moral Hazard），令管理不善的管理層毋須承擔惡果，甚至有誘因去胡亂擴展。”