

垃圾债券之父——米尔肯

他是自 J.P. 摩根以来美国金融界最有影响力的风云人物，他曾经影响并轻轻改写了美国的证券金融业发展的历史。他的成功秘诀就是找到了一个无人竞争的资本市场，先入为主并成为垄断者。他是谁？

他就是曾经在 20 世纪 80 年代驰骋华尔街的“垃圾债券大王”——米尔肯（Michael Milken）。他曾将美国的证券金融历史轻轻地改写，并调整了其发展的方向，成为自 J.P. 摩根以来美国金融界最有影响力的风云人物。

天才的降临

米尔肯生于 1946 年，从小就喜欢和他的父亲一起出差。米尔肯的父亲是一位会计兼律师。刚开始的时候，米尔肯只是帮父亲提公文包，搞搞文字方面的工作。在这个时候，米尔肯就流露出了对数字的特别兴趣。在帮助父亲进行支票的分类、编制银行的报表和会计账目的过程中，米尔肯开始了他在财经领域的初步启蒙。

1968 年米尔肯从加州大学伯克利分校毕业，在学校读书的时候，他就已经对信贷产生了浓厚的兴趣。米尔肯在研究了数千份公司财务报告后发现，审计数字不能充分反映一个公司的真实价值。这时候他开始怀疑父亲曾经对他的教导：永远不要忘记，生意场上信誉第一，而信誉的创建是从财务报表开始的。

1970 年，米尔肯在美国著名的费城大学沃顿商学院获得工商管理硕士学位，随后加入费城的德雷克斯 (Drexel) 投资公司当分析师，继续对投资风险做深入的研究。他发现传统的华尔街投资者在选择贷款或投资对象的时候只看中那些过去业绩优良的企业，而往往忽视了它们未来的发展势头。

1971 年，年仅 25 岁的米尔肯发起了一场“金融革命”，提出自从工业革命以来所沿用至今的确定贷款或投资对象的传统标准需要更新，以适应新的经济环境现实和新的市场发展趋势。

米尔肯在德雷克斯投资公司成立了专门经营低等级债券的买卖部，由此开始了他的“垃圾债券”的投资之路。

黄莺初啼，崭露锋芒

对垃圾债券的独到看法，使得米尔肯成为这一高回报市场上绝对意义上的先入者，并因此而声名鹊起，成为垃圾债券的垄断者。

由于美国在二战后逐步完善了许多监管措施，旨在保护投资者不会因为企业的破产或拖欠债务而遭到损失，因此米尔肯在这些低等级债券上的投资假设逐步形成：**债券的信用等级越低，其违约后投资者得到的回报越高。**

但是，几乎没有人从事无等级或等级不够的高回报债券交易。别说购买这些债券，就是打听一下它的价格都十分困难，因为在所有的投资者眼中，它们是不能带来任何回报的垃圾。米尔肯四处游说，寻找愿意购买的人，德雷克斯公司再把这些垃圾变成垃圾债券的发行人。

米尔肯向高回报互助基金说明购买这些债券的好处。同那些注重短期效益的传统债券交易相反，米尔肯真正参透了这些公司，把他们的垃圾债券定义成是值得拥有的“所有权债券”。他认为，这些债券在利率风险很大的时期反倒能保持稳定，因为其回报是与公司的发展前景相连，而不是同利率挂钩的。米尔肯认为购买垃圾债券比买股票或是买有信用等级的公司的债券风险要小，特别是在市场行情下跌，或行情剧烈动荡的时候更是如此。胆大的投资公司首先被他说服，许多保险公司、退休基金见米尔肯的理论实际可行也愿意跟进，很快经他推荐的机构投资者投资的垃圾债券的年收益率达到了 50%。这时候，垃圾债券的购买者越来越多，渐渐形成了市场。米尔肯管理的债券买卖部所获利润也从开始时占公司总利润的 35%，到 1975 年已接近 100%。他手下的垃圾债券市场初露端倪。

1974 年，美国的通货膨胀率和失业率攀升，信用严重紧缩，刹那间，许多基金的投资组合中都出现了被债券评级机构认为是低信誉的债券。许多基金都急于将手中的低等级债券出手，以免影响基金的质量形象。在整个华尔街中，除了米尔肯之外没有哪个人愿意接手。转眼间，人人都开始找米尔肯，希望得到他的帮助。

“第一投资者基金”也同样面临了这样的问题，米尔肯在研究了基金的投资组合后，建议基金经理不要将手中的垃圾债券出手，既然基金是以高回报为口号招揽客户，若将手中的高回报率的债券抛掉，基金的效益将会降低。“第一投资者基金”接受了米尔肯的意见，1974 至 1976 年，“第一投资者基金”连续 3 年

成为全美业绩最佳的基金。基金的销售量大增。米尔肯和德雷克斯公司也因为参与其中而声名鹊起。米尔肯成了经营高回报率债券交易的焦点。到 1977 年，米尔肯已经成为垃圾债券的垄断者，尽管其他投资公司也开始介入垃圾债券，但是以米尔肯为代表的德雷克斯公司的投资圣手的形象已经不可替代。

引领金融，创造新机

利用承销垃圾债券替中小型企业融资的方法，使得米尔肯成为美国金融史上的重要人物。毫不夸张地说，这种新金融产品的开发，完全改变了美国 20 世纪 70 年代到 80 年代的发展。

到了 20 世纪 70 年代末期，由于米尔肯的引领，这种高回报的债券已经成为非常抢手的投资产品了，米尔肯也凭借准确的判断能力建立了一个庞大的客户网络。但是新的问题也逐渐浮出海面：由于垃圾债券的数量有限，已经无法满足众多基金的购买欲望。而在美国金融市场逐渐稳定的情况下，已经不能仅仅凭借自然灾害等待企业出现信用危机和债务危机，高回报债券的市场获利空间好像突然消失了。

米尔肯对众多非投资等级债券的研究结果为他想到了一个好办法：与其坐等那些拥有垃圾债券的公司信誉滑坡，信用降级，不如自己去找一些正在发展的公司。若放债给他们，他们的信用同那些高回报债券的公司差不多，但正处在发展阶段，债券质量比那种效益下滑、拼命减亏的公司的债券好得多。经过这样一种理性的分析之后，一项新的投资思路逐渐形成——创建高回报债券包销市场。新市场诞生了，米尔肯就这样一头扎了进去，搜索那些没有达到投资等级标准或是被其他证券公司拒之门外的公司，甚至是那些风险很大的小公司，而这些曾经被传统的华尔街投资者拒之门外的公司从来没有想到自己也有机会利用华尔街的资本。从一开始，米尔肯就控制了这个无人能跟他的卓越交易与推销本领相匹敌的市场。由于其独到的投资眼光和卓越的营销手段，德雷克斯公司也给予米尔肯包销支持。米尔肯把替新兴公司，甚至是高风险公司包销高回报债券看成是在资本市场上融资的一条有效途径。

在美国 80 年代向新兴工业融资，促进其发展的过程中，米尔肯的功劳毋庸置疑。光纤产业与移动通讯业的发展就得益于他的努力，麦克劳移动通讯公司和

有线电视网 (CNN) 之所以能成为当今美国家喻户晓的大公司，均得益于米尔肯通过垃圾债券的包销所实现的资金筹措。其中与 MCI 公司的合作堪称经典之笔。MCI 公司创立于 1963 年，仅靠 3000 美元起家，当 MCI 向世界上最大的电信公司美国电报电话公司 (AT&T) 发出了挑战的时候，米尔肯成为它们融资的有力后盾。AT&T 是一家受政府保护的垄断公司。MCI 当时所面临的最大的困难并不是来自政府的阻力或者 AT&T 的垄断地位，而是资金的匮乏。而在整个华尔街的银行及金融机构尚未懂得如何向新兴的发展公司融资，米尔肯为 MCI 筹得了 20 亿美元的垃圾债券，确保了 MCI 的扩展资金来源，使得 MCI 成功地打破 AT&T 对长途电话市场的垄断！

1977 年到 1987 年的 10 年间，米尔肯筹集到了 930 亿美元，德雷克斯公司在垃圾债券市场上的份额增长到了 2000 亿美元。这时，米尔肯已成为真正的垃圾债券大王，德雷克斯公司债券买卖部成了完全意义的上美国低级债券市场。

兼并狂潮，席卷入狱

对那些着力进行公司购并的企业来说，米尔肯的介入就等于是成功兼并的有效保证，他的筹资能力令所有遭遇收购的企业胆战心惊。就因此，引来无数官司缠身，最终入狱，从而结束了垃圾债券大王的传奇经历。

1982 年德雷克斯公司开始通过垃圾债券形式发放较大比例的贷款来兼并企业，即杠杆收购。米尔肯最初不赞成在兼并市场上发展，但他的同事鼓动他这么干，这些人认为这将是垃圾债券的新增长点。正像歌德曾经说过的一句话那样：“你已经边缘性地进入了这场阴谋，除了主动乃至假作愉快地参与，似乎别无选择……”米尔肯对垃圾债券的操作开始向兼并与收购的一边倾斜，这使得许多大老板不寒而栗。因为利用垃圾债券为标购企业提供资金，银行家们并不需要根据借款人拥有多少资产来发放贷款，而是看标购对象拥有多少财产，以标购对象的资产作为标购者以后偿还资金的保证。

由于听从米尔肯的意见购买的债券总是能获得高额收益，投资公司对他的判断高度信任，只要他一个电话，就能立即筹措到上亿美元的资金。他曾经夸口，如果需要，他可以筹集到购买通用电气公司的资金。米尔肯成了中小企业和投资公司的财神爷，他个人的收入也随之飙升。多年来，米尔肯的工资一直是固定的，

每周 1000 美元，他真正的收入是交易佣金，1986 年一年曾达到 5.5 亿美元。他在金融界的影响也如日中天。由于企业收购需要米尔肯的债券部配合，如果米尔肯同意为收购该项目包销债券的话，德雷克斯公司就为客户发一封信，声明“有高度信心”为收购企业提供必需的资金。这封信的威力无比，一旦发出，没有一家在证券交易所上市的公司能逃过被收购的命运。因此，不愿被收购的公司的管理人员对米尔肯“有高度信心”的信，莫不胆战心惊。

1984 年 12 月，米尔肯策划了使他名声大振的皮根斯袭击海湾石油公司的标购事件。标购虽因海湾公司转头与标准石油公司合并而未获成功，却证明了米尔肯有在数天内筹集数十亿，甚至上百亿美元的能力。同年，德雷克斯公司为金块赌场公司包销了债券。1985 年，又在皮肯斯公司向昂诺科公司投标过程中成功地包销了债券。对这些公司来说，米尔肯的介入就等于是成功兼并的有效保证，米尔肯已经完全开创了一个“全新的金融宇宙”。

从 20 世纪 80 年代后期起，就不断有人状告米尔肯违法经营，并最终将他送上了法庭。法庭于 1990 年确认米尔肯有 6 项罪名，但没有哪样跟内部交易、操纵股价以及受贿有关。米尔肯的罪名都是没有先例的，以前也没有任何人因为这些罪名受指控：他掩盖股票头寸，帮助委托人逃税，隐藏会计记录。最终被判处 10 年监禁，赔偿和罚款 11 亿美元(其中罚款 2 亿美元，民审赔偿金额为 5 亿美元，向政府补纳税款 4 亿美元)，并禁止他再从事证券业，从而结束了米尔肯作为“垃圾债券大王”的传奇经历。

身为一名交易商，米尔肯开创并占领了整个垃圾债券业。米尔肯虽被关入监狱，但他的理论未被金融界抛弃。垃圾债券作为一种金融工具已被广泛接受，成为中小企业筹措资金的重要途径，也是收购企业的重要手段。

进军教育，再建声威

出狱后的米尔肯对人力资源的有效评估为米尔肯重新找到了投资的黄金地段，这位永远不甘寂寞的投资大师将继续开辟新的投资天地。

1993 年，法官宣布将米尔肯的刑期缩短，并释放了他，米尔肯重新获得了自由。这位曾经开辟垃圾债券新天地的奇才不是一个甘愿就此退休养老的人，米尔肯这次瞄准的是教育产业。他认为，教育产业是比垃圾债券大得多的市场。美

国的垃圾债券市场每年约 2000 亿美元，而教育市场高达 8000 亿美元，发展空间极大。过去几十年前，美国最大的 50 家企业中，医药保健系统一家都没有，现在医药保健企业已占美国最大 50 家企业的 20%。教育市场与医药保健市场一样，有极大的发展机会。米尔肯的目标就是要办成第一家进入世界最大企业行列的教育企业。

米尔肯迅速行动起来。1996 年，他不顾癌症缠身，与家人和朋友一起，投资 5 亿美元，以教育服务为目标。他首先创建了知识寰宇 (Knowledge Universe) 公司，然后开始收购和联合相关企业。他收购了制造智能玩具的跳蛙公司，第二年就将其年产值从 1700 万美元增至 8000 万美元；他又收购了有良好声誉的学前教育连锁机构——儿童发现中心，作为其在学前教育领域的基地。现在，知识寰宇公司已有下属企业 13 家，年产值 15 亿多美元。米尔肯的计划是将知识寰宇公司建成一个全面覆盖知识和教育领域的巨型综合企业，让一个人从出生、长大、上学、工作、生活、退休，直到去世，所有的知识和教育需要都可以通过知识寰宇公司得到满足。

尽管在美国大多数的公众媒体上，对米尔肯的评价毁誉参半；尽管在美国的康普顿百科全书里，迈克尔-米尔肯的名字与违法操作、内部交易等字眼连在一起。但是在美国金融界的同行眼中，他是个目光远大的人，一个实干家，一个敢想又敢干的天才。甚至他的敌人也不得不承认这样一个不能抹杀的事实：他开发了一些了不起的金融产品。他使许多公司明白：只赢不输是可能的，拥有这些金融产品就能赚大钱。

米尔肯年轻时候对公司财务报告的置疑成为他成就垃圾债券帝国的基础：从买卖垃圾债券获利，到通过垃圾债券融资。正是因为米尔肯意识到需要有一种新的手段来取代单纯依赖财务报告的传统分析方法，从而可以全面认识借款人有哪些资产今后可能升值，最终确定投资的方向。

如今，曾经在浪峰与浪谷中行走过的米尔肯认为，企业年度财务报告中没有表现出来的一项关键财产是人才资本。这也正是今天的米尔肯重新将投资的目光放在教育产业上的原因所在。米尔肯的理论和实践告诉人们，无论在什么样的投资环境下，始终沿用传统方法来评估投资风险和收益不但不恰当，而且好似盲人摸象。倒是开启一下新思路，也许发财的机会就在你面前了。

我们有理由相信，当人们在对美国金融历史的发展过程进行回顾的时候，米尔肯将被作为一个重要的人物进行记录。并不是因为他在缔造“垃圾债券王国”的过程中赚取了数十亿美元，也不是因为他在利用垃圾债券进行恶意兼并的过程中伤害了多少投资者的利益，最重要的是，他为美国发展中的中小型企业提供了一种融资的新思路，正是这样一种思路才为成千上万个有价值的非投资等级公司获得贷款创造了机会，同时也为 70—80 年代高速发展的美国社会创造了数千万个就业机会。1989 年，《华尔街时报》将他称为“最伟大的金融思想家”。《生活》杂志也将他评选为“改变了 80 年代的五位人士之一”。这位曾经被誉为“垃圾债券之王”的投资大师的存在意义在美国金融史上得到了最好的诠释！

附：1. 垃圾债券小知识

垃圾债券是指级别很低（一般都在 BB 级或以下），风险很高的债券。这种债券具有很强的投机性。在经济繁荣、稳定的情况下，其投资者可获得很高的收益；反之，则会遭受重大损失，甚至血本无归。70 年代以前，美国投资银行不发行垃圾债券，当时的垃圾债券，都是由已经发行的债券投资级别的下降而形成的。

2. 杠杆收购小知识

杠杆收购（Leveraged Buyout，简写成 LBO）是指通过增加收购公司的财务杠杆完成并购交易的一种并购方式。这种并购方式的本质是收购公司主要通过举债获取卖主公司的产权，又从卖主公司得现金流量中偿还负债。在举债收购中，债务资本多以猎物公司资产为担保加以筹集。

杠杆收购的特点：

A. 资本结构的特殊性。使用债务杠杆进行收购的公司，其资本结构如同倒三角形，在该三角形的顶层，是对公司资产有着最高级求偿权的银行借款，约占收购资金的 60%。中间层是垃圾债券（Junk Bond），也可以叫夹层债券（Mezzanine Layers），约占收购资金的 30%；到三角形的底部是收购者的自有资金，约占收购资金的 10%（如下图所示），或许正是因为收购方往往花一成的钱，撬动 90% 的资金进行收购并大量使用财务杠杆，所以这种收购方式被称为是杠杆收购。

B. 杠杆收购中因为涉及到融资安排等问题，往往是收购公司难以独立完成的，所以一般是有投资银行等第三方参与的。而普通的收购可以由并购活动双方协商完成，尽管在第二节中我们曾经探讨过投资银行参与并购活动的优势。

C. 杠杆收购是高负债、高风险、高收益、高投机的并购活动。杠杆收购的突出特点就是不需要并购方全额投入资金进行收购，而主要是靠向商业银行借款和发行“垃圾债券”达到收购融资的目的，大大节省了并购方的开支；同时杠杆收购有着很大的风险性，毕竟收购所需的大部分资本是靠举债得来的，兼并完成之后要出售企业的部分资产以偿还因兼并所发生的债务，如果在这一环节中出了问题，就会影响兼并公司的支付能力甚至面临破产危机；杠杆收购还是一种高收益的经营活动，对于提供资金的机构更是如此；杠杆收购的高投机性表现在杠杆收购只是公司易手，并没有增加实际的生产能力，接管者的主要关注的是如何清偿债务和利息，而垃圾债券本身就是一种高风险高收益的投机性金融工具。

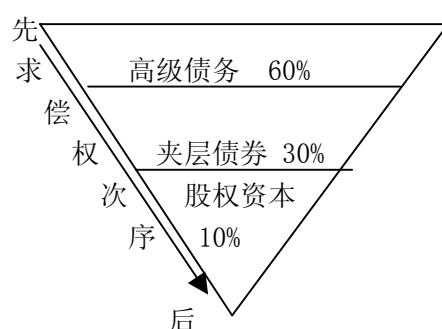


图 杠杆收购企业的资本结构