

(美國海陸國際律師事務所用箋)

香港花園道3號
花旗銀行大廈3樓
立法會秘書處
《2004年公司(修訂)條例草案》委員會主席
余若薇議員, SC, JP
(經辦人：法案委員會秘書司徒少華女士)

**《2004年公司(修訂)條例草案》委員會
就“附屬公司”的定義提出的法例修訂建議**

**美國海陸國際律師事務所的聲明
美國證券化市場**

謹此提交此份資料，協助法案委員會進行有關《2004年公司(修訂)條例草案》的審議及商議工作。美國海陸國際律師事務所是一間國際律師事務所，全球共有13個辦事處，包括設於香港、北京及新加坡的辦事處。我們代表多間全球首屈一指的金融機構和實業公司。我們擁有美國其中一種極具結構性的財務做法，並提交此份有關美國證券化市場的資料，以便納入法案委員會的紀錄檔案內。

引言

過去30年，美國資本市場有影響力的創新之一，就是創立了證券化市場。證券化是把個別非流動資產轉為有價資本市場票據的過程，曾為銀行和其他金融機構、公司、消費者和商業借款人，以及公眾及私人投資者帶來實質利益。美國的證券化已發展成為全球規模最大的資本市場之一。現時，尚未結算的具資產保證的證券及按揭證券約值70,000億美元。

證券化是把貸款或其他產生收入的金融票據匯集及重新包裝為證券的程序，如債務證券或債券，此等證券或債券其後售予投資者。各類金融機構及企業利用證券化即時變現某項資產的現金價值。這些資產主要是財務資產，如貸款或按揭，但亦可以是交易應收款項、租契及其他產生收入的資產。透過把資產匯集起來，所得的款項可用以支付債務證券(如具資產保證的證券或按揭證券)的利息及本金。

若有適當的法律、規管及會計架構，證券化可讓借款人籌集資金、讓投資者從更多元化的優質投資項目中作出選擇，以及提高資本市場的效率 and 流動性。證券化在資本市場持續發展中擔當重要角色，並且適用於金融市場及經濟體系的

很多其他環節。

美國的證券化過程

特設實體

差不多所有證券化均以特設實體為重點。設立特設實體的目的，是要在法律上與資產原來擁有人分開。特設實體有多種形式，例如：公司、合夥、有限法律責任的公司及信託。在每種情況下，特設實體以分開實體的方式運作，獨立於母公司或資產原來擁有人的業務，並有自己的人員、財務報表及法律權利和責任。此外，特設實體的架構在法律上與原來擁有人或母公司的破產或無力償債無關。因此，即使母公司按照適用的破產或無力償債法律程序進行清盤，其債權人亦不得就特設實體的證券化資產提出申索。舉例而言，公司特設實體會把下列限制納入其憲章文件及其他方面：

權力和活動的限制。特設實體不會從事任何業務或活動，因其在證券化交易中擔當的角色而必需從事者則除外。

債項限制。除某些例外情況外，特設實體不可招致任何債項，但根據證券化發行的債項則除外。

獨立董事。特設實體必須最少有一名獨立董事或擔當相等職能的人士。評級機構規定，此人必須並非及從未擔任資產轉讓人的董事、人員、僱員，股本的直接或間接實益擁有人、債權人、供應商或相聯者。

不得進行合併。若特設實體所發行的證券尚未結算，特設實體不可進行合併、解散、清盤、重組或出售資產(除作為證券化的一部分)。

獨立性契約。特設實體必須維持與資產發起人明顯分開的獨立實體的狀況。各項憲章規約訂明，特設實體必須(1)分開備存帳簿和紀錄，並獨立於任何其他實體；(2)分開備存帳冊及紀錄，並獨立於任何其他實體；(3)不可混合其資產與另一實體的資產；(4)以自己的名義進行業務；(5)分開備存財務報表；(6)利用自己的資金償還自己的負債；(7)遵守所有公司慣例；(8)與附屬公司保持距離；(9)支付本身的開支，包括僱員薪金；(10)不得就其他實體的債務作出擔保，或承擔責任；(11)使用獨立的信箋、支票及發票；(12)備存足夠資金；(13)不得為其他實體的利益而將本身的資產抵押(為進行證券化交易則除外)；(14)糾正有關其獨立身分的誤解。

自願破產或無力償債的限制。特設實體必須取得獨立董事的同意，才可(1)提起破產或無力償債的法律程序；(2)解散、清盤、合併或出售實質上所有資產；(3)參與任何其他業務活動；或(4)修訂其憲章文件。

證券化交易

在多數證券化交易中，資產發起人將資產售予特設實體，而特設實體從而擁有

資產的法定所有權。資產所得的款項繼而可予重整，以支持特設實體發行“轉付款項”權益，如票據或其他債務證券。在任何一種情況下，投資銀行以配售代理或承保人身分包銷證券，然後向投資者發售證券。各種形式的“提高信貸措施”可納入交易中，以期因應投資者的喜好，為他們提供度身訂造的證券。在這些交易中經常採用的技巧包括：超額抵押、優先及次級證券分組、儲備金及第三者支援，如信用證、擔保債券或單線保險等。基於這些結構和技巧，具資產保證的證券及按揭證券對各類投資者來說，特別是活躍於固定收入及機構債務市場的機構投資者，對是非常受歡迎的投資項目。

使用資產負債表以外的處理方法的重要性

為求達到把資產轉讓予在法律上獨立並分開的實體的目標，銀行及具資產保證的證券和按揭證券的其他發行人經常試圖從帳冊內剔除已轉讓的資產，以達至規管、會計及財務目的。下文將會討論此類“資產負債表以外”的處理方法的好處。不過，相當重要的一點是，多數證券化不會在發起人沒有使用資產負債表以外的處理方法的情況下發生。因此，作為每宗交易的一部分，應從法律和會計的角度審慎設立架構及擬備文件，以期達致所需的效果。常見的法律意見是，必須確定資產發起人的資產“真正銷售”予特設實體，以及特設實體及其資產會否仍由特設實體持有，而在特設實體的母公司破產或無力償債時，並非與發起人或特設實體的母公司的資產“綜合匯報”。同樣地，有關交易的會計安排涉及把發起人的資產與特設實體的資產分開，藉以將特設實體的資產從發起人的資產負債表中移除。這樣做的目的是，使一宗交易中的特設實體獨立於其母公司或已轉讓資產的發起人，而且財務報表是獨立的，並不是與另一實體作綜合匯報。

美國證券化的簡短歷史

住宅按揭的按揭證券市場

雖然銀行之間互相出售貸款的情況已持續多年，但出售貸款利息卻是頗新的做法。最初由美國於1970年進行證券化。當時，政府國家按揭協會(Ginnie Mae)為投資者提供一種新債券——按揭證券。聯邦國家按揭協會(Fannie Mae)及聯邦房屋貸款按揭公司(Freddie Mac)繼Ginnie Mae之後，透過按揭證券證券化推動居所按揭第二市場，藉以鼓勵在美國自置居所。對投資者而言，按揭證券證券化過程把並無評級的非流動居所按揭轉為高流動證券。此類證券帶有投資評級，信貸風險較低，並且提供具競爭性的投資回報率。對貸款人而言，按揭證券證券化過程讓他們可從資產負債表中剔除非流動產按揭資產及相關的利息風險，並以現金取代之，作為其營運(包括擴展貸款活動)的資金。對居所買家而言，按揭證券證券化過程提高可動用的信貸額，讓他們實現自置居所的夢想。

市場的增長帶來更多創新和成功的事例。按揭證券的結構日趨精密，當中納入上文提述的多項技巧及其他做法。據債券市場協會(美國主要業界團體)表示，截至2003年，住宅按揭證券每日交投量超過2,000億美元，並有53,000億美元尚未結算。這個市場為全球最大及流動性最高的資本市場之一。

具資產保證的證券市場的發展

多年來，按揭一直是推動證券化強勁增長的主要力量，而很多其他類別的資產亦因證券化而獲益。自八十年代中期起，很多其他類別的資產相繼湧現。在消費者方面，就信用卡債務、居所產權貸款、汽車貸款、已建成房屋貸款、學生貸款及其他形式的消費者信貸進行的證券化，已成為市場的主要部分。舉例而言，信用卡應收款項及居所產權貸款已佔所有具資產保證的證券多於一半。

在公司信貸方面，具資產保證的證券大大提高了可動用的信貸及公司借款人和發行人籌集資金的能力，同時金融機構亦可改善它們的資產負債表，以及為客戶提供更多產品。多年來發展的證券化資產類別包括：公司債券、公司貸款、房地產貸款及信貸租賃。銀行已把公司債券及貸款重新包裝為具特設實體結構的票據，名為債務抵押債券及貸款抵押債券。債務抵押債券及貸款抵押債券市場已具全球規模，包括在亞洲的龐大市場。另一類重要的資產是具資產保證的商業票據，擁有優質買賣應收款項的公司可將其轉讓予獲銀行贊助的特設實體管道，從而按具吸引力的價格向機構投資者發行短期票據(商業票據)。具資產保證的商業票據為公司提供有效的機制，以較向銀行貸款便宜的方法借取款項，並且透過證券化為公司提供另一個籌集資金的方法。

商業按揭證券市場的成功例子

獲商業房地產證券化按揭支持的證券市場的發展，說明證券化可對資本市場及主要經濟環節造成巨大轉變。在八十年代後期及九十年代初期，美國房地產市場嚴重衰退，儲蓄及貸款業的危機令情況更趨惡化。銀行及其他房地產借款人亦蒙受重大虧損，其帳冊內有很多不履約房地產貸款。此外，銀行不願意批出新貸款。銀行通常發起商業房地產貸款，但基於規管及業務理由，銀行通常會把貸款售予保險公司。保險公司買入並持有此類貸款作為長線投資。不過，保險公司亦蒙受虧損，因而沒有向銀行買入任何房地產貸款。結果，商業房地產業並無可用信貸，導致該行業幾乎停滯不前。

美國政府於1989年成立決議信託法團。在九十年代初期，由於華爾街及機構投資界積極參與，該法團成功開始利用特設實體及證券化技巧，把備受困擾的銀行的商業房地產貸款、儲蓄及貸款匯集起來，並創立商業按揭證券銷售予第二市場。華爾街及銀行業以法團的成功例子為藍本，開始利用商業按揭證券重振美國的房地產金融業。商業銀行及其他房地產借款人開始特地發起貸款，並將其出售予新的特設實體管道。特設實體繼而在龐大的第二市場發行新證券。商業按揭證券市場在九十年代一直錄得強勁增長，現已成為美國房地產業的主要資金來源之一，以及國家資本市場基建的永久組成部分。

美國證券化市場有多大？

證券化市場頗大，亦佔美國總債務市場的主要部分。Nomura固定收入研究公司編製的市場資料顯示：

2003年第三季證券化結餘(10億美元)

政府機構(Ginnie Mae, Fannie Mae, Freddie Mac)發行的按揭證券(MBS)	3,371
機構擔保的房產抵押貸款債券(CMOs)	989
非機構按揭證券(MBS)	528
商業按揭證券(CMBS)	389
具資產保證的證券(ABS)	1,365
具資產保證的商業票據(ABCP)	723
債務抵押債券(CDOs)及貸款抵押債券(CLOs)	246
總數	7,611

債券市場協會製備的隨附圖表，可以顯示證券化對美國經濟的影響。有關圖表將具資產保證的證券及按揭證券市場與整體債券市場作比較。

證券化的好處

證券化有各方面的好處。

對銀行及其他發起人的好處

銀行及其他金融機構以證券化作為重要收入來源，證券化也是他們的風險管理計劃的主要組成部分。多項好處包括：

從資產負債表移除資產：證券化讓發起人減少資產及債項，以及增強發起人的借款能力，以提高債務比重。

資產／負債管理：證券化能夠提高變現能力，以及讓銀行或其他發起人管理其債務頭寸，令現金流量與資產相稱。此外，與其在到期日前一直持有貸款資產，並在一段時間後獲得收入，銀行可立即變現非流動資產。

減低信用風險：把資產合法轉讓予特設實體亦同時轉讓信用風險，因而消除發起銀行就已轉讓貸款所承擔的信用風險。

減低利率風險：同樣地，轉讓予特設實體的每項貸款的利率風險亦同時被轉讓。

費用及管理收入：銀行通常可以就售予特設實體的資產保留貸款發起費、管理費及其他費用收入。

客戶關係：雖然轉讓予特設實體的貸款會成為特設實體的財產，出售銀行

保留與其客戶的直接個人關係。

釋放資本：符合為規管目的出售資產資格的證券化減少所需資本，以便為擴展或再投資更有效率地進行分配，以及減低股本融資的需要。

股本回報：同樣地，證券化透過把資產負債表內的借貸業務轉換為資產負債表以外的(資本密集程度較低的)費用收入，改善股本回報。資產回報亦得到改善，反映在使用資本方面更具效率。

貸款集中性：證券化通常被用作減低貸款集中性的一種技巧。

資產處置：證券化可提供方法，以有秩序和受控制的方式處置質素差劣的資產，尤其是在其他可供選擇的方案並不實際可行的時候。

應當注意的是，美國銀行規管機構承認，證券化對銀行及其他受規管金融機構有好處，亦十分重要。1997年國家銀行監理局美元監理長辦公室發表的有關資產證券化的《監理長手冊》，載明有關此等好處及其他事項的討論。

對投資者的好處

如上文所述，透過法律及會計方法分開證券化資產，令投資者從中得益。具資產保證的證券及按揭證券是受歡迎的投資，因為此等證券提供各種具吸引力的收益(較傳統公司債券或國債優勝)、安全性(通常獲一個國際評級機構評定為投資級別)、流動性、多元化及專用結構，以便符合特定投資準則。

同樣重要的是，特設實體的獨立性及具資產保證的證券或按揭證券的已評定性質，令投資者不需要分析支持有關證券的組合內的特定資產。例如，已評定按揭證券的買家不再有就以下項目進行廣泛盡職審查的負擔：(1)為按揭證券提供現金流量的組合內的許多按揭貸款；及(2)發起貸款的銀行。同樣地，與銀行直接發行的債券不同，按揭證券的買家多數免受銀行的事件風險所影響。此等特點是導致美國證券化市場增長的重要因素，也是世界其他地方的證券化市場發展的決定性因素。

對公眾的好處

證券化令公司及個人的借款成本下降，亦為許多經濟行業提高信用可用率，以及提高資本及勞工流動性。具資產保證的證券及按揭證券第二市場的存在，為經濟體系增加資本可用率，亦有助在許多方面動用資本，否則，在此等方面不會有信用選擇權。舉例而言，歷史上銀行限於在他們接受存款的區域內籌措資本。透過貸款證券化，銀行可以在傳統區域以外取得新的資本，並為新的貸款提供資本。此外，透過令銀行的貸款決定受資本市場的估值所影響，證券化鼓勵廣泛地在市場上進行有效率的資本分配。

美國最近的會計發展

在美國財務會計準則委員會第140條於2000年公布，及美國金融會計標準委員會第46R號解釋公告於2003年公布後，美國財務會計準則委員會已開始改良適用於特設實體的各項會計準則。當中包括轉讓人應把轉讓人已放棄控制權，及去除負債的金融資產視為售賣(及並不作綜合匯報)。對達致此效果來說，上述很多證券化原則甚為重要。一般來說，在符合下列3項條件的情況下，轉讓人便會放棄控制權：

- (i) 已轉讓的資產已脫離轉讓人，並可據以推定為轉讓人及其債權人所不能接觸，即使在破產的情況下；
- (ii) 轉讓人有權(此權利基本上不受限制)進一步抵押或交換已轉讓的資產或受讓人是“認可特設實體”，而其持有人有基本上不受限制的權力，轉讓其在特設實體的權益；及
- (iii) 透過令轉讓人有權及有義務購回已轉讓資產的安排，令轉讓人不保留對已轉讓資產的有效控制權，但卻有某些例外情況。

認可特設實體是具有上文所述的特設實體的屬性的信託、公司或其他法律工具，並限於從事證券化所涉及的活動。預期認可特設實體是靜態“腦死”實體，而且幾乎沒有酌情權。它仍然是證券化過程的重要組成部分。

在發生安然事件及其他失誤後，對資產轉讓的會計工作的監察越來越嚴格。雖然美國財務會計準則委員會繼續在此方面進行工作，及已就美國財務會計準則委員會第140條及其他準則作出改良，也有人建議進一步作出更改，有關資產轉讓及認可特設實體的基本原則維持不變，亦從未間斷地獲得採用。安然事件並沒有改變此種情況。有關認可特設實體的準則是在安然事件發生前制訂，並一直是多數證券化活動的中心，不管日後是否可能在會計銜接方面有所討論。我們應該記得：安然及其他機構並未遵從被人接受的證券化準則及原則，以期在他們的財務報表中隱瞞負債及問題；真正售賣並未發生；曾有人作出秘密擔保；以及運用不正當會計技巧，從事欺詐活動。資產負債表以外的處理方法是被廣泛接納及可靠的方法，可以說明合法商業交易及公司事件。

總結

證券化在金融市場持續發展中擔當重要角色。它並不是金融煉金術，但卻是一種工具，用以釋放資產價值及開創分配資產及信用風險的市場。

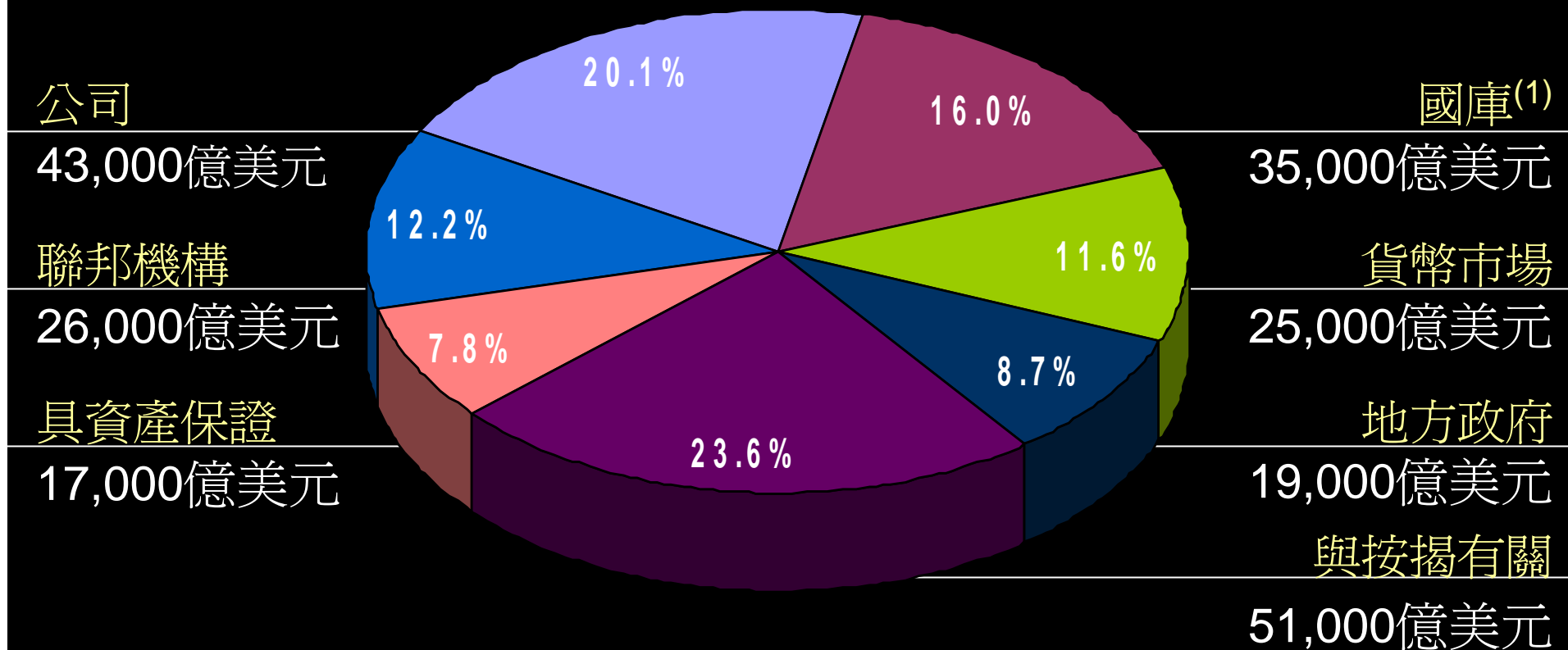
證券化最能反映金融市場的創新。證券化過程讓銀行及其他發起人變現非流動資產的價值，以及令公司及個人有較低的資本及借貸成本。同時，具資產保證的證券及按揭證券向投資者提供一系列高質素的固定收入產品，此等產品亦會帶來具吸引力的收益。自30多年前開始運作以來，此市場的增長頗具戲劇性；時至今日，尚未結算的具資產保證的證券／按揭證券的價值約為70,000億美元，足以證明此市場非常重要。

世界其他地方(包括亞洲)亦有像美國證券化市場般的成功事例。成功的因素甚多，但靈活及前瞻性的法律及規管環境卻是絕對必要的。

2005年2月16日

證券化對經濟造成的影響

截至2003年9月30日債券市場尚未結算的債項*



債券市場尚未結算的債項總額：**217,000億美元⁽²⁾**

資料來源：《債券市場協會研究季刊》，2003年11月

(1) 包括有價政府債務

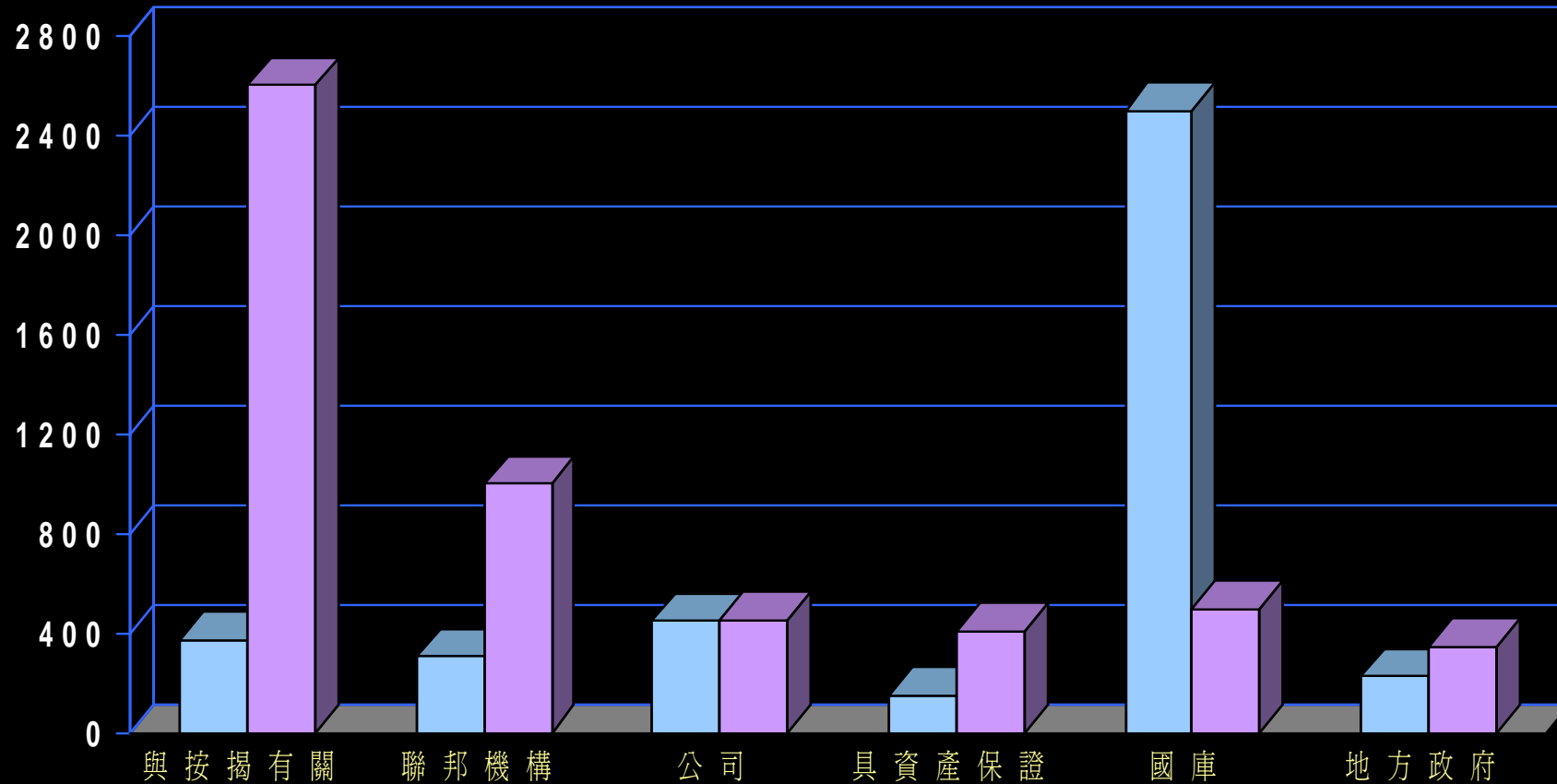
(2) 數字四捨五入，相加可能有出入

* 債券市場協會的預測

證券化對經濟造成的影響

債券發行的比較 (以10億美元計)

■ 1996年 ■ 2003年第三季

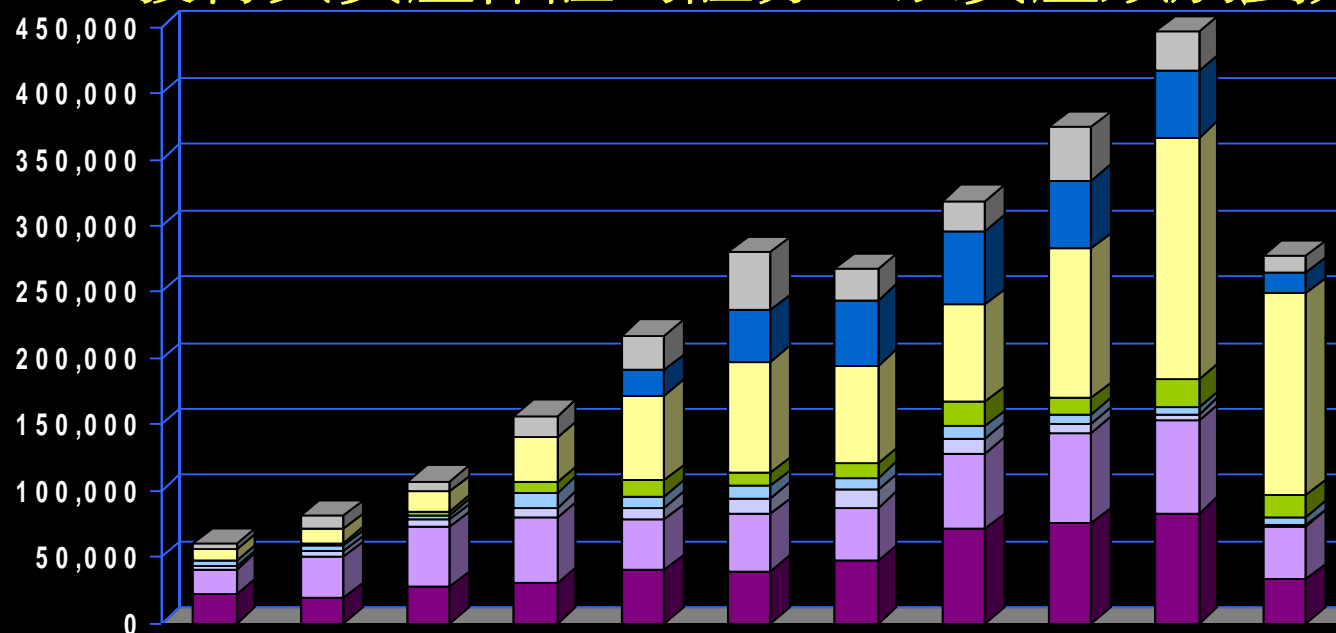


資料來源：《債券市場協會研究季刊》，2003年11月

(1) 只包括長期發行

證券化對經濟造成的影響

發行具資產保證的證券，以資產類別劃分(*)



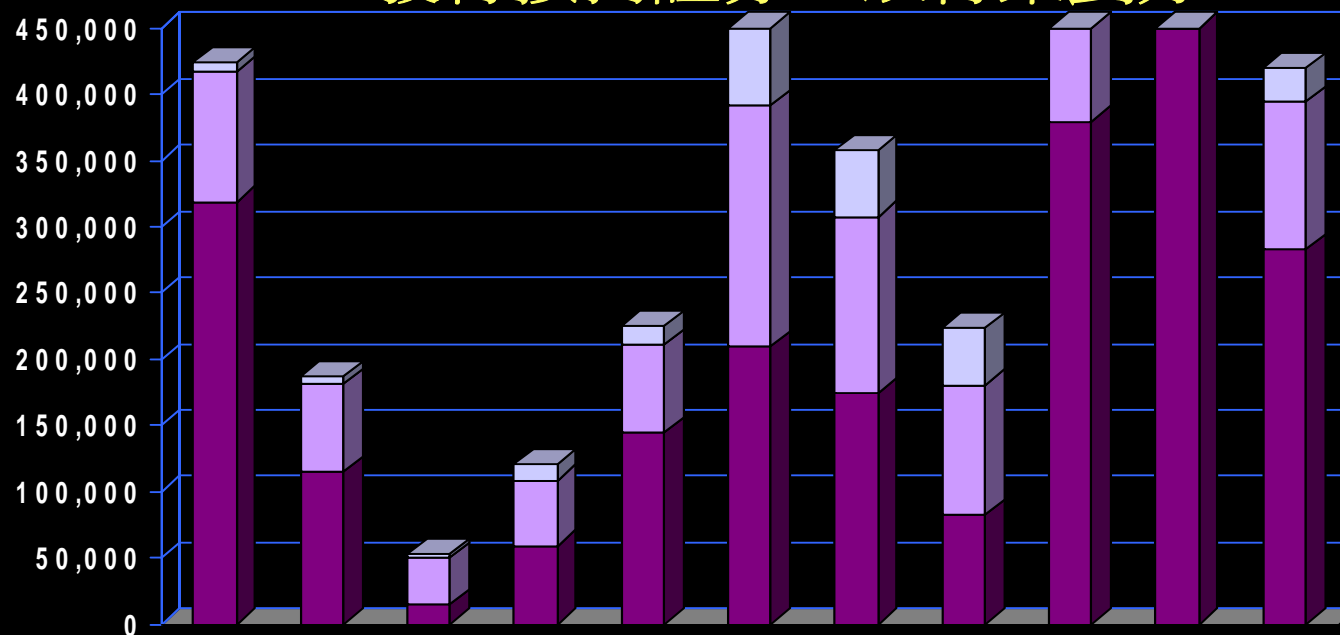
	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年上半年度	2003年
汽車	\$21,847	\$19,126	\$27,379	\$30,598	\$39,921	\$39,439	\$47,016	\$71,028	\$75,514	\$83,118	\$33,438
信用卡	\$19,009	\$30,625	\$45,155	\$49,175	\$38,183	\$43,069	\$40,675	\$57,142	\$68,118	\$70,187	\$39,903
已建成房屋	\$2,487	\$4,662	\$5,767	\$7,547	\$9,353	\$11,817	\$12,854	\$11,277	\$7,150	\$4,619	\$714
設備	\$3,592	\$4,008	\$3,442	\$11,534	\$8,322	\$8,989	\$9,545	\$9,702	\$7,104	\$5,328	\$6,192
學生貸款	\$340	\$2,462	\$2,862	\$8,047	\$12,474	\$10,229	\$10,314	\$18,351	\$12,521	\$20,937	\$16,421
居所產權貸款	\$8,257	\$10,433	\$14,466	\$33,516	\$63,660	\$83,774	\$74,070	\$73,236	\$112,472	\$182,806	\$152,022
債務抵押債券	\$385	\$48	\$2	\$333	\$19,437	\$38,655	\$49,413	\$55,577	\$51,672	\$49,694	\$15,822
其他	\$3,708	\$9,441	\$8,258	\$15,663	\$25,741	\$44,313	\$23,476	\$22,464	\$39,617	\$29,872	\$13,012

資料來源：湯姆森金融證券數據公司

(*) 包括政府及144a交易

證券化對經濟造成的影響

發行按揭證券，以行業劃分



	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年上半年度	2003年
汽車	\$21,847	\$19,126	\$27,379	\$30,598	\$39,921	\$39,439	\$47,016	\$71,028	\$75,514	\$83,118	\$33,438
信用卡	\$19,009	\$30,625	\$45,155	\$49,175	\$38,183	\$43,069	\$40,675	\$57,142	\$68,118	\$70,187	\$39,903
已建成房屋	\$2,487	\$4,662	\$5,767	\$7,547	\$9,353	\$11,817	\$12,854	\$11,277	\$7,150	\$4,619	\$714
設備	\$3,592	\$4,008	\$3,442	\$11,534	\$8,322	\$8,989	\$9,545	\$9,702	\$7,104	\$5,328	\$6,192
學生貸款	\$340	\$2,462	\$2,862	\$8,047	\$12,474	\$10,229	\$10,314	\$18,351	\$12,521	\$20,937	\$16,421
居所產權貸款	\$8,257	\$10,433	\$14,466	\$33,516	\$63,660	\$83,774	\$74,070	\$73,236	\$112,472	\$182,806	\$152,022
債務抵押債券	\$385	\$48	\$2	\$333	\$19,437	\$38,655	\$49,413	\$55,577	\$51,672	\$49,694	\$15,822
其他	\$3,708	\$9,441	\$8,258	\$15,663	\$25,741	\$44,313	\$23,476	\$22,464	\$39,617	\$29,872	\$13,012

資料來源：湯姆森金融證券數據公司

(*) 包括政府及144a交易