

**R&R顧問公司合夥人Ann RUTLEDGE女士
於2005年2月18日提交的意見書**

背景

我以在亞洲債券市場發展方面有15年經驗的證券化顧問及前摩根評級分析員，以及香港的朋友的身分，就擬議《公司法》修訂向立法會提出專業意見。

R&R顧問公司是採用量化信用計量法的公司，專門從事信貸評分及保證結構的工作。我們的兩項使命包括，使風險衡量工作既精確又劃一，以及想出與資本和風險相稱的創新風險管理概念。我們獨立而具透明度的運作方式，深受重視。我們有關證券化的著作被廣泛認為具權威性。¹專上教育院校是我們的最大客戶，其次是美國銀行監管機構，以及大規模的非美國銀行。

R&R顧問公司的一個明確目標是，使香港成為亞洲最前線的區域債務重組中心。我們相信香港最適合擔當這角色。雖然香港的證券化活動至今仍然有限，法律、會計、稅務及金融體系，使香港成為世界上最有利於證券化的地方——許多證券化當局亦同意這點。²香港適合證券化的環境有賴其央格魯撒克遜法律基礎、鼓勵債權人的強烈趨向、對商界有利的稅務及會計架構，以及非常能幹的勞工。

從個人及專業角度而言，我擔心擬議修訂可能會對香港日後的市場發展造成負面影響。在我擔任香港中文大學崇基學院Wellesley-Yenching研究員期間，我非常欣賞充滿活力及積極樂觀的同事和學生。我在九十年代後期重返香港，在香港期貨交易所從事恢復改革的工作。我其後成為穆迪投資者服務公司亞洲證券化高級分析員，也為穆迪構想出香港的住宅按揭債券評級方法，這是我特別為香港機構制定的方法。³今天，我仍然在香港從事有關工作；我是香港科技大學(下稱“科大”)財務學系兼任副教授、紐約漢基國際學校(下稱“漢基”)協會主席及司庫，以及香港紐約協會董事。

¹ Sylvain RAYNES及Ann RUTLEDGE，*結構性證券分析*，紐約：牛津大學出版社，2003年。

² 例如，請瀏覽Vinod Kothari的網頁，瀏覽該網頁的人士遍佈全球。

³ Ann RUTLEDGE，*穆迪就香港住宅按揭證券市場採用的方法*，1997年。本來的方法只供融資擔保(“證券化”)機構使用，但我將這方法本地化及適應化，以作一般用途。

擬議修訂在香港能否達致所表明的目標？

我們的結論是不能。

據我們所知，香港在香港公司法例內反映綜合匯報證券化特設實體的做法的理據有三：

- (1) 使香港遵從國際會計準則的指示；
- (2) 推動在公司報告格式方面更趨劃一，以符合國際會計準則的目標；及
- (3) 預防像安然的情況在香港發生。

就第一點而言，我亦注意到國際會計準則並不受歡迎，因此，過去兩年有關準則經過顯著修改。不用說，若今天對已納入香港公司法例的國際會計準則第27條及國際會計準則委員會轄下詮釋常務委員會的詮釋作出大幅修訂，會令香港**違反**其會計架構。

關於第二點，歐洲及美國的架構在反映證券化對某公司的財務狀況所造成的經濟影響方面，**都**並非完全理想。然而，在反映經濟實況方面，國際會計準則／國際財務報告準則的以控制為依據的方法不及美國財務會計準則委員會第140條及美國金融會計標準委員會第46／46R號解釋公告。

這不僅是我的結論，很多(以發展本地資本市場為使命的)客戶曾告訴我們，他們認為國際會計準則／國際財務報告準則**嚴重阻礙證券化的發展**。所以，德國真實買賣措施的災難頗具教育性。數間大型德國銀行合作爭取就真正證券化訂立準則，以協助德國大學機構，正如二十年前證券化協助無力償債的美國金融市場一樣。可是，最近採用歐洲會計架構的行動已有效終止此項措施。

關於第三點，安然與證券化並不相關。安然特設實體及證券化特設實體並不具備相同特點。安然特設實體涉及高度追索權，在兩個會計架構(國際公認會計原則或國際會計準則)下均沒有資格採用真實買賣的處理方法，但證券化特設實體的起點是真實買賣的概念。真實買賣是指某公司完全放棄對(在資產負債表以外的)某些資產的控制權。就證券化特設實體而言，國際會計準則及國際公認會計原則之間的顯著分別是，在真實買賣的情況下，在美國財務會計準則委員會的準則下，就在資產負債表以外的資產須採用分別會計處理方法，但在國際會計準則第27條下則須採用全面綜合匯報的方法。國際會計準則對劃一性的要求對像安然一般的情況並未提供更妥善的保障。不過，有關要求卻令在國際會計準則下就真正證券化⁴編帳的忠實程度下降。

⁴ 冒着過分詳細及學術性的風險，我想指出，證券化有兩種模式，但只有一種屬“真正”證券化。現金證券化就是我所指的“真正”證券化，例如證券公司所進行的活動。有關活動涉及依法買賣及解除確認資產。在歐洲廣泛進行的合成證券化在資產負債表上包括有關資產，但通過信用違約交換或資產收益交換轉讓風險。此等交易可能或不可能涉及特設實體。他們主要由國際掉期和衍生工具協會管理。主要原動力是監管套戥，其次是美化資產負債表。由於風險轉讓機制似保險多於似售賣，

即使安然並非相關的例子，證券化特設實體肯定承受風險。最顯著的風險是詐騙，就是在核數師並不察覺的情況下，售予特設實體不存在的應收帳項。最近美國有一宗非常著名的個案，就是National Century Financial Enterprises的個案，當中涉及33億美元的虧損以及一間主要美國銀行不再經營受託業務。

國際會計準則／國際財務報告準則及國際公認會計原則都不是為預防此項風險而設計。但是，美國證券及交易委員會剛就證券化交易的註冊工作公布的新指引(規例AB)，在便利發現詐騙方面起積極作用，亦能協助投資者全面分析證券化特設實體的風險。由於規例AB納入市場參與者廣泛提出的意見，故此其數據公布要求是特別設計的，令資產負債表以外的融資具有透明度。精心製作的規例AB為市場利益服務，也是香港證券及期貨事務監察委員會及會計專業可考慮仿效的榜樣，相信他們會從中獲益。

香港應馬上行動抑或採取觀望態度？

國際會計準則正在不斷變化。在二十世紀大部分時間，有關準則是不受歡迎的架構，亦不獲任何國家市場支持。有關準則自九十年代中期起才在政治上獲得承認。當時，國際證券管理機構組織轄下的美國證券及交易委員會及歐洲聯盟，以全球準則協調及統一的名義，通過有關準則。所以，我想強調一點，各國主要為政治原因採用國際會計準則；從技術角度而言，較多意見認為有關準則略為遜色。

國際會計準則屬於“工作進行中”的會計架構，故此會不斷變化。與另一準則靠攏相比，有關準則更快速地向國際公認會計原則靠攏，因為：(i)來自美國的強大監管及技術性壓力；(ii)與國際公認會計原則作出清楚指引的做法相比，國際會計準則委員會架構(以原則為依據的做法)更為模稜兩可。其實，國際會計準則委員會鼓勵國際會計準則的會計專業人員參考國際公認會計原則的指引，尋求詮釋的基礎。⁵

同時，證券及交易委員會對國際會計準則的支持十分重要，因為就公布而言，證券及交易委員會現已有自己的做法。如上所述，規例AB徹底脫離傳統公司財務分析方法。**應留意現有證券化會計規則的戲劇性變更**，因為規例AB在技術上較國際會計準則委員會或美國財務會計準則委員會所公布的任何準則都優勝。規例AB強調公布靜態集體表現及其他證券化專有數據(並非公司財務分析架構的一部分)，而證券化專業人員利用此等數據釐定風險及價值。

評估此等交易的風險變得更加困難，而且此等交易的下跌風險更高。鑒於歐洲從未成功發展現金證券化市場，而且較多選用此類私人安排，也許在此本土環境下真正適合採用國際會計準則架構。然而，就積極透過提高資產效率以解決市場障礙的國家而言，例如韓國、澳洲、台灣及中國(在較小規模上這樣做)，以及美國(本來這樣做)，現金證券化是更有利的工具。此外，現金證券化需要顧及到其特點而設計的會計準則。

⁵ Barry J. EPSTEIN及Abbas Ali MIRZA, WILEY **國際會計準則2004：國際會計及財務報告準則的詮釋及應用**，2004年。

此外，規例AB可能導致須重新考慮綜合匯報及衡量的方法，因為：(i)就忠實編帳而言非常優勝，及(ii)在日益增長的經濟體系下，不得不採用證券化作為公司財務的重要工具。基於此等原因，我的結論是香港較適宜仿效其他亞洲市場的例子，此等市場(例如韓國、日本及台灣)在證券化的機構化方面較香港更為積極。此外，與其馬上行動，香港更適宜採取觀望態度。

擬議修訂如何影響香港財經界？

我們相信擬議修訂會窒礙香港的經濟增長及金融發展，香港機構在某些方面會特別處於不利地位，但外國機構卻不會受影響。

於2003年3月以香港為基地，並積極從事證券化諮詢業務的很多外國機構(瑞士信貸第一波士頓及安泰人壽)事實上已經離開香港或遷移到新加坡(百富勤及瑞士聯合銀行)。留在香港的機構主要在韓國、台灣及日本進行業務活動。專門從事違約資產主要買賣的銀行的基地，主要設於日本及中國等接近來源地的地方。此等機構不會受擬議《公司法》修訂影響。

香港把本地資產證券化的能力不會受擬議修訂影響，因為香港法例准許該等資產在美國或海外其他地方出售及重新包裝，只要有關資產獲得有利的稅務及會計待遇。

可是，有關修訂實在**剝奪香港機構**學會證券化及結構性融資的基本技巧的機會。此等技巧包括統計虧損釐定、削減現金流量、預付款項分析、分組、觸發點及以長於處理路徑相關的償付條件的蒙地卡羅模擬方法進行信用評估。香港機構沒有機會看到交易在香港完成，外國銀行亦不會教導香港機構。外國銀行為賺錢忙得不可開交，沒有時間與世界其他地方分享他們的知識。

香港機構惟有邊學邊做。我在科大所得的經驗說明，只要香港的財經專業人員直接得到機會，他們一定學得很快。我的學生來自各間本地及外國機構。他們都有一顆渴慕學習的心，亦知道證券化技巧有助他們在全球市場盡佔優勢。在完成課程後，孜孜不倦的學生非常欣賞證券化的妙處和透明度，亦渴望在他們在香港的工作上應用最新發現的技巧。

總結

證券化促進經濟增長及資本市場健康的表面證據令人頗為信服。今天，證券化在美國已勝過公司債券融資，因為證券化讓公司大大節省資金成本。越來越多證據證明，與投資在傳統公司債券上相比，投資在(更妥善管治及數據透明度更高的)證券化特設實體上，令投資者得到更大保障。基於此等原因，我鼓勵立法會採用前瞻性的做法，並考慮證券化或會帶給香港及整個亞洲的公司及投資者相同利益。

就在放寬管制下越來越奄奄一息的美國銀行而言，由於證券化讓傳統銀行服務重新發展某些業務，故此美國銀行能有出路。有關的業務包括現金管理、受託、保管人、財務諮詢、包銷及互換包銷業務。證券化不單止容許客戶，亦容許銀行本身更妥善地管理自己所承擔的風險，而且不需要犧牲形成費用的收入。有機會的話，證券化在香港亦能發揮相同作用。一旦香港銀行懂得所需的訣竅，香港沒有理由不可發揮作為整個亞洲的債務重新處理中心的潛力，並從而在四分之一個世紀以來一直迅速增長的固定收入市場行業建立持久的專營權優勢。不過，在擬議《公司法》修訂獲得通過後，我們相信在市場有機會增長前，真的會有令市場停滯不前的風險。

2004年2月18日