

(香港科技大學信箋)

香港中區昃臣道8號
立法會大樓
立法會
《2004年公司(修訂)條例草案》委員會
主席余若薇議員, SC, JP

余議員：

閣下邀請我就《2004年公司(修訂)條例草案》對香港資產證券化市場的影響發表意見，我深感榮幸。在提出意見之前，我會概述條例草案中所討論的事項，就是證券化結構及“特設實體”的角色，我相信有關資料會有幫助。

證券化結構

附錄I以圖解方式，述明典型的證券化結構。最簡單的形式是，證券化結構是為應收帳項融資的一種方法。應收帳項包括按揭債項，租賃、貸款或信用卡結餘，這種方法就是以這些資產作保證提供有價證券。典型的證券化結構包含轉讓人(或發起人)，其業務帶來可供抵押的應收帳項。應收帳項轉讓予“特設實體”，特設實體發行具資產保證的證券，這些證券由投資者購買。在收取來自這些資產的現金流量後，特設實體利用現金流量向投資者支付本金及利息。

特設實體為便利融資的特定目的而成立，業務範圍非常有限，所以，其業務及財務風險均有限。特設實體的特徵是並無辦事處、獨立管理層或僱員。收取應收帳項多數由轉讓人負責，因為他熟悉應收帳項及債務人，所以他是支付應收帳項的理想人選。證券化結構內也有受託人，以保障投資者在特設實體內的利益，而他們的主要責任是從支付人收取現金，以及根據合約條款分發現金。

證券化交易的一個主要方面關乎能否合法地使轉讓予特設實體的資產脫離與轉讓人本身相關的破產風險。這實質上要求，在把資產轉讓予特設實體時達成真正出售，使特設實體對資產有完全和最優先的所有權。為具備真正出售的條件，資產必須是轉讓人的債權人無法接觸的，令特設實體絕少機會破產。除了不會因轉讓人破產而受影響外，特設實體本身必須絕少機會破產。一個方法是限制受轉讓人有限度干預的特設實體的業務範圍。此外，當特設實體發行具資產保證的證券，並透過應收帳項的購買價把收益轉讓予轉讓人，購買的收益通常少於應收帳項的面值。還有一些剩餘風險，就是有關轉讓會保留應收帳項，

作為就發行具資產保證的證券“提升信用”的一種方式。因此，有關轉讓將保留權利，從特設實體收取，在歸還發行具資產保證的證券的款項後，就應收帳項賺取的任何利潤。

有關證券化會計工作的辯論

有關特設實體被視為轉讓人的附屬公司或獨立未綜合匯報實體的辯論一直持續不斷。在真正出售的情況下，資產是轉讓人或轉讓人的債權人無法接觸的(即使轉讓人對資產保留支付及剩餘權益)，而且可以辯稱特設實體的資產及負債不需要在轉讓人的財務報表上綜合匯報。可是，根據“附屬公司”定義的法例修訂建議，特設實體不大可能被視為未綜合匯報實體。基本上，為遵從國際會計準則委員會轄下詮釋常務委員會的詮釋第12條(SIC-12)而提出的法例修訂建議，使附屬公司的定義包括以自動導航方式管理或營運的實體，只要保薦公司從它們得到利益。因為多數證券化交易需要某些方法，從特設實體提取剩餘收入並交回保薦公司，故此特設實體會被視為附屬公司及需要根據國際會計準則第39條在資產負債表上獲確認。

若證券化特設實體的全部資產及負債在資產負債表上獲確認，很明顯，這是國際會計準則委員會的做法的一個基本弱點，因為這個做法並未確認，轉讓人已轉讓予特設實體大量風險及報酬，而且追索權有限。證券化交易遠遠超出融資交易的範圍，並最少反映部分出售。透過在資產負債表上以原來形式保留證券化的資產，未能確認轉讓人不再就所有權擁有全部利益。

擬議條例草案對香港資產證券化市場的影響

制訂會計準則者經常提出的論點是，會計規則並不，亦不應影響進行交易的理據，因此，綜合匯報特設實體不應對資產證券化行業造成負面影響。證券化的部分動機並不會因為證券化特設實體的不同會計處理方法而受到影響，這是正確的。舉例而言，證券化的主要好處是，轉讓人可以找到資金來源，而且較其他可能資金來源更廉宜。此外，透過在具資產保證的證券市場發行，轉讓人得以接觸新的投資者網，以及向他們轉讓不想要的風險。很明顯，即使在編製財務報表時綜合匯報特設實體，特設實體仍可享受這些利益。

不過，綜合匯報特設實體的資產與負債，很可能影響保薦公司資產負債表的重要財務比率，因而對保薦公司管理財務契約的能力造成負面影響。證券化的主要動機是，轉讓人有效地將資產換成現金，以及使轉讓人償還部分現有債項，或將收益再投資在新的資產上，這樣做會改善盈利能力。在兩種情況下，保薦公司均能改善資產負債表的比率。在前一種情況下，透過減低資本與負債比率；在後一種情況下，增加現金流量淨額(從而改善其支付債項的情況及盈利與利息比率)。若證券化的資產在綜合匯報後仍在資產負債表上出現，公司的資產負債表的篇幅將會加大，以反映新的資產(現金)以及特設實體所發行的新證券。公司的資本與負債比率，很可能根據有關交易中債項相對於資產的總

額而提高。雖然再投資在新的資產上會有利於收入總額，支付債項的總額亦會因為加入證券化的債項而增加。

若假設綜合匯報特設實體只是編帳的問題，而且帳目使用者可以參考附註，找出集團的未綜合匯報的數字，實在是過分簡單化的做法。若情況如是，有關人士便不會就特設實體的資產負債表外的處理方法進行那麼多辯論。若我們可以根據綜合匯報財務報表得出未綜合匯報的數字，那麼相反的情況也會成立，就是我們可以根據資產負債表外的附註得出綜合匯報的數字。事實上，多數投資者注意重要的資產負債表項目，因此，應否確認或解除確認特設實體的資產與負債，並不是微不足道的事。即使某些規管機構可以決定本身的資本規管要求，以及不遵從標準會計處理方法，它們亦會關注規管資本計量方法有否明顯地偏離已審核財務報表。綜合匯報特設實體應對保薦公司的信貸評級造成最少影響，因為評級機構應已考慮該公司就特設實體所承擔的經濟風險。然而，這說法是基於一項假設，就是評級機構能夠根據綜合匯報財務報表，解除確認證券化的資產與負債。總的來說，綜合匯報特設實體對保薦公司的償債能力、資本充足率及信貸評級有潛在的負面影響，故此進行證券化交易的誘因較少。

結果，在《公司條例》確立“附屬公司”定義的建議(基本上綜合匯報證券化特設實體)，很可能對香港證券化市場有不良影響。不過，應當指出的是，即使在現時的特設實體會計處理方法下，本地證券化市場相對上並不活躍，使用者是有限數目的發行人。其實，若不是香港特別行政區(下稱“特區”)政府積極參與，證券化市場的規模會更小。香港按揭證券公司(一間政府擁有的公司)一直是最主要發行人，大多數證券化交易都是來自政府相關實體。很明顯，即使證券化特設實體可以使用資產負債表外的處理方法，仍須為發展本地證券化市場協調一致地作出更大努力。

最後幾點意見

無須爭論的是，財務匯報的主要目的是，真實而公平地顯示公司的業績及事務狀況。修訂“附屬公司”定義的建議，純粹為了跟隨會計準則的最新發展，而有關發展的目的是處理安然財經醜聞帶出的問題。在該醜聞中，安然假造財務報表，隱藏特設實體的大額負債，並從安然的資產負債表上省略有關負債。明顯地，它們的財務報表並無真實而公平地反映公司的資產及負債。不過，就現時有關證券化特設實體的討論而言，我們應區別此等特設實體與安然的特設實體。安然的結構性交易並不涉及真正出售資產，安然的特設實體亦不是證券化特設實體。安然假造財務報表的行為，與就證券化特設實體進行的討論並不相關。

儘管以上是我就合併匯報證券化特設實體提出的所有關注事項，我完全贊成，為了令香港成為國際上主要參與者，香港應向國際會計準則(如國際會計準則委員會所訂的準則)靠攏，這一點十分重要。若香港被假定為在國際會計準則委員會的司法管轄區之內，但香港對“附屬公司”的定義卻偏離國際會計準則委員會的定義，這將會是一件諷刺和混亂

的事。我們或會希望國際會計準則委員會放寬對證券化結構的“控制”定義，以便在更適當的情況下匯報特設實體。不過，國際會計準則的修訂(如有的話) 似乎在2007年前並不會生效。雖然香港盡早向國際會計準則靠攏甚為重要，任何法例建議亦應考慮到國際會計準則委員會日後對“控制”概念所作的任何更改。

附錄 I

典型證券化結構

