

(香港大學經濟金融學院用箋)

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)

余議員：

妳2005年1月20日來函收悉，信中邀請我們就擬議《2004年公司(修訂)條例草案》對香港資產證券化市場的影響提供意見，特別是有關條例草案確立“附屬公司”的定義，以及這可能會對在香港推出具資產保證的證券不利。我們就來函所提出的各項事宜發表的意見如下。

我們認為述明我們獲邀發表意見的有關事宜的背景資料或會有幫助。共有3項與證券化有關的會計事宜。

《國際會計準則》第27條：合併財務報表和對附屬公司投資的會計
國際會計準則委員會轄下詮釋常務委員會的詮釋第12條：有關綜合匯報特設實體的詮釋常務委員會
《國際會計準則》第39條：金融票據：確認及量度

證券化行業對《國際會計準則》第27條及詮釋常務委員會的詮釋第12條的重大關注是，須在母公司的財務報表內綜合匯報特設實體的規定。根據很多司法管轄區所訂的綜合匯報規例，若擁有多數股權，如特設實體50%以上的表決權，即自動表示特設實體須與母公司作綜合匯報。不過，根據《國際會計準則》第27條及詮釋常務委員會詮釋第12條，擁有權並非釐定應否就特設實體作綜合匯報的充分或必要準則。實體的“控制權”才是關鍵之處。《國際會計準則》第27條把控制權界定為“監管某企業的財務及營運政策的權力，藉以從其進行的活動中取得利益”，而詮釋常務委員會的詮釋第12條則把控制權界定為“促成特定目的組織的風險和回報或從中取得利益”。

香港按揭證券有限公司(下稱“證券公司”)與香港資本市場公會辯稱，擬議《2004年公司(修訂)條例草案》透過此類“控制權”的規則確立“附屬公司”的定義，會質疑就典型證券化活動採用資產負債表以外方法的目的，因而會窒礙新興的具資產保證的證券市場的增長。與澳洲及日本等其他市場相比，香港若要成為區內其中一個具資產保證的證券發行中心，將會處於不利位置。

此外，重新研究經常提述的資產證券化動機，亦會有幫助。世界各地進行證券化的主要動機可謂大致相同，包括出售風險、以較低成本進行融資、使資金來源更多元化、改善資產負債表，以及參與監管及／或稅務套匯。從具資產保證的證券發行人的角度來看，證券化可被視為銷售或融資。由於證券化同時具備這兩種特點，故此能夠反映發行人的多種動機，如財務、稅務、會計，甚至策略性原因。若具資產保證的證券發起人進行證券化的動機，是為了騰出在資產中積壓的資金作其他用途，便有必要確保將售予特設實體的資產是“真實買賣”，而具資產保證的證券發起人已將風險連同資產一併出售。在此情況下，綜合匯報特設實體並不相關，因為有關資產的擁有權和控制權已轉給該特設實體。不過，若具資產保證的證券發起人將有關交易視為騰出在資產中積壓的資金的機制，因而可動用有關資金，並無須放棄資產的控制權，但可能並沒發生“真實買賣”。若某司法管轄區容許這些資產從資產負債表中移除，但部分風險卻仍由有關的公司承擔，則這樣的資產負債表顯然並無代表性。多年來，具資產保證的證券的這種“真實買賣”性質一直引致爭論，以及顯露了進行資產負債表以外交易的原因。這些原因通常包括：(1)粉飾公司的資產負債表和財務比率；(2)改善公司的資本比率，藉以提高借貸能力；及(3)向投資者隱瞞具風險的資產，否則公司的市值會大打折扣。若我們接納有效率市場假定的中肯意見，此等原因全部無法通過審議。事實上，人們普遍認為精明的投資者不應相信資產負債表，但這種想法應予譴責，規管者對此亦應感到遺憾。

考慮到各份意見書所載的意見及政府所作的回應，我們認為有必要綜述現正討論的具體問題。四項主要問題如下：

1. 《2004年公司(修訂)條例草案》所訂“附屬公司”的意義，預計會對香港資產證券化市場構成甚麼影響？
2. 就集團帳目而言，香港應否改為採納“關連入帳方法”？
3. 應否押後審議《2004年公司(修訂)條例草案》，直至國際會計準則委員會完成檢討《國際會計準則》第27條，即有關附屬公司“控制權”模式作出的修改應否亦適用於特設實體的檢討？
4. 就“附屬公司”的定義對資產證券化特設實體訂立“豁免”條文，類似美國會計準則所訂認可特設實體的概念的原因為何？

鑒於上述問題互相關連，我們認為在明確地就上述問題發表意見前，適宜(再次)提述各項問題背後的原則。

首先，有關公司法例的擬議修訂有兩方面似乎互相矛盾，一方面是“附屬公司”的一般意義，另一方面，則是在考慮到特設實體及證券化時，“附屬公司”在金融界內可能包含的意義。歸根結底，所有問題的凌駕性內容關乎政府現時對公司規管環境(包括有關公司管治及財務匯報等方面的法例)所持的態度，以及對金融界的規管。

第一，就公司規管環境而言，很少(若有的話)爭論可以持續，有關爭論嘗試證明“控制權”最終並不適合作為界定何謂附屬公司的測試。我們認為，處理附屬公司的任何其他方法都是倒退的做法，並與全球的意見相反。這是因為處理附屬公司的任何其他方法，均會不真實地陳述控股業務的狀況。所以，我們的立場與政府的完全一致，就是試圖令香港《公司條例》中“附屬公司”的定義更緊貼《國際會計準則》的定義。我們認為，似乎沒有必要在此函件中再次提述所有公司管治的理由來支持這論點。總括而言，這關乎披露、資料及規管環境，以便提供資料而非令情況變得混淆。

第二，香港金融界對《國際會計準則》處理“附屬公司”的方法意見分歧。原則上，(獲香港資本市場公會支持的)證券公司辯稱，有關綜合匯報附屬公司的擬議規定(在這情況下，特設實體推出具資產保證的證券)或會導致一種情況，就是新加坡及澳洲(及其他地方)或會給予金融界業務一個機會，從事監管套戥，因為這些司法管轄區或會容許公司把資產從資產負債表中移除，以便在該等司法管轄區推出具資產保證的證券。所以，有人指出香港會喪失證券化業務，本港金融市場的發展亦會因而受損。毋庸置疑，香港資本市場的持續發展最為理想，尤其是香港已有發展勢頭，過去10多年在這方面不斷作出努力，以及具備為開拓內地市場集資的龐大潛力。

有人認為，金融創新是指推出供應者和資金使用者或會需求的金融產品，以及具有各種功能特性的產品，以滿足投資、融資及風險管理方面的偏好。值得注意的是，這與很多界別(包括學術界)的想法剛好相反。他們認為，“金融創新”只是利用某司法管轄區法例中的漏洞，或在各司法管轄區之間進行監管套戥，或“操縱”其他機制以期利用各司法管轄區之間的法例差異。藉本港金融市場的發展促進發行具資產保證的證券以擴闊及鞏固本港金融市場，是相當重要和吸引人的。然而，具資產保證的證券本身若干年來已不再有新意，事實上亦可被視為成熟的產品，因為有關技術已應用於越來越多元化的金融資產。我們認為，透過提供機會進行具資產保證的證券的監管套戥(或與其互相配合)，藉以與其他司法管轄區競爭，實在有違金融創新的真正意義。就監管套戥而言，世界上有很多司法管轄區可輕易將香港比下去。我們認為，選擇做容易的事(與監管套戥配合)而不選擇做正確的事(不從事監管套戥活動)似乎會對香港構成更嚴重的威脅。

在此方面，我們察覺到有關公司法例的擬議修訂與其對金融界特設實體會造成的影響的銜接：若香港關注到公司管治問題，包括看來清晰及具透明度的財務匯報，便會與在其他地方提供機會採用資產負債表以外的融資方法的做法互相矛盾，因為資產負債表以外的融資方法的定義，旨在扭曲企業的財務狀況。我們將繼續討論上述4項問題。

《2004年公司(修訂)條例草案》所訂“附屬公司”的意義，預計會對香港資產證券化市場構成甚麼影響？

我們認為，這會強迫金融公司，在特定目的組織並不受公司控制的情況下進行證券化。這可能就是“真實”的具資產保證的證券的用意。相

信這會帶來很多好處，讓財務資產發起人可騰出資本擴展業務。若能妥善管理，我們認為此舉其實亦可加強資產負債表。

就集團帳目而言，香港應否改為採納“關連入帳方法”？

按照各種說法，這是罕有的做法，因為唯一遵從此邏輯的另一個司法管轄區是英國。我們認為，政府所建議的以控制權模式作綜合匯報的做法最合理。

應否押後審議《2004年公司(修訂)條例草案》，直至國際會計準則委員會完成檢討《國際會計準則》第27條，即有關附屬公司“控制權”模式作出的修改應否亦適用於特設實體的檢討？

等待證實“控制權”模式是否獲得支持似乎頗為合理。不過，基於上文所述的各項理由，可能會就特設實體採用“控制權”模式。事實上，香港先於國際會計準則委員會審議《2004年公司(修訂)條例草案》，可能有利於香港在最佳做法方面在國際上擔當領導角色。

就“附屬公司”的定義對資產證券化特設實體訂立“豁免”條文，類似美國會計準則所訂認可特設實體的概念的原因為何？

根據我們在上文提出的論點，我們相信沒有理由訂明有關豁免的一般條文。規管競爭並非一場有最終勝利者的遊戲，一旦參與這場遊戲，香港所有規管機構或會有違香港的長遠利益。

不過，另一方面，我們頗為同情證券公司的處境，尤其是香港金融管理局為成立證券公司投放了大量資源；無論如何，證券公司似乎表現不錯，亦能達到目標。

若銀行可輕易從資本市場(如銀行股本市場)取得資金，便不大需要把資產從資產負債表中移除。另一方面，證券化可作為銀行的融資工具，一方面限制資產增長，同時又可讓銀行從較廣泛的資本市場取得資金。透過容許銀行從資產負債表中移除(擬證券化的)資產，而無須動用毛利以增加資產，使銀行的資本比率得以改善，或防止其倒退。在證券公司支持下的香港按揭證券化，在某程度上已達到此目的，並為銀行提供更多流動資金。此外，有關過程亦相當“便宜”，進行證券化的交易成本也不會太高。否則，有關成本便會轉嫁予按揭人(借款人)。因此，我們相信，擬議條例草案對“按揭證券化”所造成的影響定必關乎公眾利益，因為若金融環境有所改變，可能會影響置業費用。我們並無數據及足夠資料，以評估在擬議條例草案生效後，按揭利息會上升多少個百分點(若會上升的話)。不過，我們相信在作出任何立法決定前，必須循此方向作進一步調查。香港市民大眾肯定不想支付較高的置業費用。若進一步調查證實，置業費用因目前按揭證券化過程所導致的改變而上升，則應考慮為證券公司提供豁免，並只限於為其提供豁免。較易達到此目的的方法是，在該條例下加入一項條文，訂明證券公司的職能凌駕《2004年公司(修訂)條例草案》所訂擬議“附屬公司”的定義。

假如為證券公司提供豁免實在被視為按揭證券化行業的另一個可行方法，便有需要採取行政和／或規管措施，防止豁免變得不受控制。歸根結底，資產負債表以外的交易是頗大的灰色地帶，而美國仍對此爭論不休，因為Fannie Mae(獲政府資助的實體，專門處理“購買及轉售”按揭項目，以及是美國住宅按揭的最大資金來源)最近被揭發會計行為不當，沒有匯報在資產負債表以外利用衍生工具就所持有的資產進行“對沖”。(請參閱2005年2月9日出版的《華爾街日報》中有關“SEC Staff ‘Thoroughly’ Probing Fannie Mae’s Accounting”)的報道。香港的按揭證券和銀行業必定無法處理此類問題。

希望我們的意見對法案委員會的工作有幫助。若委員會認為有需要，我們樂意出席委員會會議就上述任何事項作進一步討論。

香港
香港大學
經濟及金融學院副教授
謝國生博士

香港
香港大學
地產及建築學系副教授
Frederik PRETORIUS博士

2005年2月17日