

【國際證券暨期貨市場簡訊】

美國證管會定規範以期真實揭露 公司負債

(SEC rules to reveal true
debt of public company)

楊誌柔 (證期局)
簡任稽核

壹、述前言

美國證管會委員會今 (2010) 年 9 月 17 日一致性通過新草案，以規範公開發行公司，相關短期借款的資訊揭露，避免公開發行公司藉機操作公司季報負債水平，涉及欺騙投資大眾。而對於金融服務業，規定則更為嚴格，容後「訂草案」段落再詳述。以下分段說明美國證管會訂定此草案之源由、探討大型投資銀行業者作帳情形、該草案規定內容及未來後續發展等，期為我金融監理之參考。

貳、談緣起

經營長達 158 年歷史的美國雷曼兄弟公司，因經營不善及持有太多品質不良的抵押證券 (bad mortgage holdings) 等因素，周轉不靈失去流動性，於前 (2008) 年 9 月 15 日依美國破產法第 11 章規定程序申請破產，因其負債金額達 6,130 億美元之鉅，創下美國歷史上最大破產案。

法院審理此破產案時，於去 (2009) 年 1 月指派檢查員 (examiner) 安東·馬陸克 (Anton R. Valukas) 先生，同時也是律師事務所 Jenner & Block 的主席，檢查該破產案有無涉及違法或舞弊情事。在經歷 14 個月時間，高達 200 位律師參與，查閱 3,400 萬頁文件資料，調查與面談約 250 人 (包括雷曼兄弟各階層主管及相關

往來關係人，如：知名投資大師華倫·巴菲特（Warren Buffett）及美國現任聯準會主席柏南克（Ben Bernanke）等）後，終於今年 3 月完成雷曼兄弟的調查報告¹，而合計耗資高達 5,100 萬美元。

調查報告共分 9 大冊，2,200 頁文件，8,000 個附註，真是「工程浩大」；對比花費金額與報告文件頁數，平均一頁值 2 萬 3 千餘美元，真是「價值不菲」。

現年 67 歲的馬陸克先生，曾於 1985 年由美國前總統雷根（Reagan）先生，任命為美國伊利諾州北區法院檢察長，任期四年因勇於打擊白領階級的貪腐事件，而贏得美名。

此次其所提出的雷曼調查報告「有項驚人發現」即第三冊中指出雷曼兄弟在破產前兩年，即經常於每季底前，經由操作「附買回交易（Repo 105）」以暫時將帳上資產「出售」，換取現金，償還債務，以短暫降低負債，而後，再於下季初借入款項，購回該資產，償付現金，支付利息，增加負債。如此重複於季底「出售」，季初「購回」的「作帳」方式，幫助該公司「隱匿」真正的資金流動性及降低公司負債風險，藉以美化公司每季申報的財務報表，其因而減少帳上負債金額數字，最高時甚至達到 500 億美元之巨²。

何謂 Repo 105 交易呢？Repo 是英文 Repurchase 的簡稱，意指「再購回」。簡單而言，雷曼兄弟即是以帳上價值 105 元的資產，換取 100 元的現金，其差額 5 元，則為年利息費用，對比當時市場行情百分之二而言，應屬偏高。

一般而言，附買回交易係屬短期資金融通，即公司若有資金需求，常以流動資產換取現金周轉，但承諾會於未來一定期限內償付借款，換回資產。但是，雷曼兄弟「經常性」的在季底操作，藉以將公司負債水準壓低在某一水準以下，以讓公司財報看起來「較健全」，讓公司評等不會遭降級，其操作手法似乎涉及「欺騙」投資人，而雷曼兄弟將此交易視為「出售」³處理是否合適？或是其應屬「抵押借款」？

當雷曼兄弟於 2001 年第一次採行 Repo 105 交易時，並無任何一位美國律師，認可其可視為「出售」交易，雷曼兄弟所出具有關 Repo 105 交易的會計政策，亦說明：「Repo 105 交易一般在美國不能被視為出售處理，因為依據美國法律，沒有律師願意出具『出售』的法律意見書。」，但是雷曼兄弟的英國律師林內特（Linklaters）卻認為依據英國法律，Repo 105 交易，可被視為出售處理⁴。

被問及 Repo 105 交易時，前雷曼兄弟執行長理察·福爾德（Richard Fuld）倒

¹ 有關調查報告請詳網址 <http://lehmanreport.jenner.com/>。

² 詳 Michael J. de la Merced and Julia Werdigier, "The origins of Lehman's 'Repo 105'", New York Times, Mar. 12, 2010.

³ 附買回交易依美國法似不可以視為銷售，惟依英國法卻可視為出售。

⁴ 詳 Michael J. de la Merced and Julia Werdigier, "The origins of Lehman's 'Repo 105'", New York Times, Mar. 12, 2010.

馬上撇清關係，推說他不知道這些交易是什麼情形？也不知道會計帳務如何處理；而雷曼兄弟的簽證會計師 Ernst & Young 發言人察理士·柏金（Charles Perkins）亦表示，其於 2007 年 9 月 30 日查核雷曼兄弟該年度財務報表時認為，其係符合一般公認會計原理原則的，而且至今沒有改變。

在雷曼兄弟的調查報告中，雷曼執行長福爾德被指為對於 Repo 105 交易沒有什麼概念，而且亦找不出任何事證可以佐證其曾指示部屬持續進行 Repo 105 交易，然而他倒曾重複要求公司主管應想辦法降低公司負債，而雷曼全球股票事業部門主管何伯·麥戴德（Herbert McDade）亦曾「明白告訴」執行長福爾德，可利用 Repo 105 交易來達成降低負債的目的。

惟主管麥戴德亦認為公司持續進行的 Repo 105 交易係屬掩飾行為，即「作假」公司財務穩健，其亦曾建議公司從事 Repo 105 交易應有所節制。

依雷曼兄弟調查報告之結論，並未指出公司經營階層有任何涉及違反證券法規情事，但卻指出就民事訴訟方面，有足夠對公司不利的事證。目前，前雷曼兄弟不少管理階層已成為民事訴訟的被告，但就刑事部分則未有被定罪者。

此外，馬陸克先生亦指出，他並不認為雷曼兄弟公司有任何人曾對美國主管機關說謊或欺騙，以隱匿公司從事附買回交易情事，故馬陸克先生認為美國主管機關應早知道上述情形，惜未採取有效行動⁵，致錯失防危杜漸的機會。

參、探究竟

針對馬路克先生的質疑與發現，美國證管會立即於今年 3 月發函徵詢 19 家大型投資銀行，詢問其有否與雷曼兄弟一樣，經常於季底前從事所謂附買回交易（Repo），即向外部單位出售資產，並於下季初即行買回，藉以「窗飾」（window dressing）季底財務報表的負債水平？

上述調查結果為何呢？美國證管會的會計長（Chief Accountant）卡洛克（James Kroeker）於今年 5 月面對外界詢問時倒「說得含蓄」：「綜合而言，並未發現有任何『全面性』的，不當會計交易。」但是，據悉其中美國銀行（Bank of America）及花旗銀行針對附買回交易，卻各發現有「數億」美元的帳務處理錯誤，而需更正，雖然金額看似「不小」，但與其資產負債表金額相比，仍算「不大」的問題。

而當美國證管會執法部門（Enforcement Division）循馬路克先生報告所示，緊鑼密鼓調查雷曼兄弟的倒閉案，並聚焦於附買回交易會計帳務時，想不到美國國會委員們亦加入了「戰局」。

今年 4 月國會聽證會上，一位紐約民主黨眾議員喬治·米克（Geogory W.

⁵ 原文：Federal regulators knew about it but failed to act.，詳 Matt Phillips, “Lehman Brothers’ accidental historian”, The Wall Street Journal, Sep.20, 2010.

Mooks) 質詢美國證管會主席瑪莉·夏比若 (Mary Schapiro) 就媒體報導有關大型銀行在季底作帳調降負債情事，提問：「看來不少投資銀行會在季底財報申報前，『暫時性』調降負債水準，然後，過了季底再回復負債水平，所以我想問妳，在前有雷曼兄弟倒閉的『前車之鑑』下，是否『直到今天』主管機關都『仍然容許』這樣的事情繼續進行呢？」—真是「問的犀利」！言下之意，美國證管會對於「現狀」，到底「管是不管」？

美國證管會夏比若主席則回應表示：「證管會正從幾家大型銀行蒐集詳細相關資料中，所以請相信，我們不會容許他們再於季底前窗飾調降財務報表負債，卻於季後回復負債水平，隱匿真實負債而『束手無策』，證管會將會擬訂新規定，避免這種誤導投資人情事，繼續發生。」

另據媒體一篇專欄報導，由蒐集 18 家大型銀行資料，統計分析後，發現他們在 2009 年第 1 季起至 2010 年第 2 季的 6 季期間，持續於每季底調降負債水平，而調降幅度平均與該季最高負債水平相比，竟然「低了約 42 %」。

不過，這些大型銀行辯稱，公司營運時，難免會有許多因素使帳上短期借款發生變動而上上下下，上述情形，只不過是因公司最低短期借款金額，恰好常「發生在季末」而已，聽來似乎「越描越黑」！其似認定投資人識淺，搞不清楚狀況！

今年 8 月，一位美國紐澤西州民主黨參議員羅伯·米尼茲 (Robert Menendez) 及其他 5 位參議員亦要求美國證管會應就公司短期借款資訊「多加規範及揭露」，使投資大眾明辨哪些公司試圖在季底調降負債水平。在他們寫給美國證管會主席夏比若的信中說到：「投資人及債權人除了察看公司每季及年底財務報表數字外，仍然希望對公司『整體及真實的』財務狀況有了解……。」夏比若主席終於在以下草案中，作了回應。

肆、定草案

美國證管會委員會今年 9 月 17 日以 5 票對 0 票的懸殊比數一致性的通過採行新草案，揭開規範公開發行公司，以使其再難隱匿負債水平的新頁。

美國證管會採行延伸現有相關資訊揭露規定，以真實反映那些常在季底暫時性調降負債，以使財報「看起來不錯」公司的財務狀況及負債水平。

按這些被大型銀行運用的財務操作方式，一般稱為「窗飾」(window dressing)，雖不算是違法行為，但美國證管會認為公司經此調整後，卻會使投資人對公司財報負債水準及風險有「錯誤的認知」。講白一點，就是容易誤導投資大眾。

據美國證管會了解，許多公開發行公司所從事的短期借款項目繁多，而所謂短期係指融資安排期限在一年或一年以下，融資方式大體包括：發行商業本票、附買回交易、信用額度、本票質借或客票融資 (factoring) 等。

而美國證管會草案要求，所有公開發行公司每季底必須揭露短期負債金額及短期負債的加權平均利率，以及該季期間內，平均借款金額、平均加權借款利率及最

高短期負債金額等。而計算平均數之母數時，非金融業的公開發行公司，條件較金融業寬鬆，平均母數只要不超過一個月即可。

至於金融業（financial companies）（含銀行業、證券業、期貨業及保險業等）除了需遵守上述公開發行公司相關規定外，更有嚴格規定，即須以「每日」為基準，計算期間內所有短期借款平均金額、最高金額及加權平均利率等。

同時，為提供上述數量化的資訊，公司必須同時揭露相關文字敘述，以說明：針對短期借款的安排，有何商業目的或理由，又該項借款對公司有何重要性？並就包括公司資金流動性、資本來源、市場風險、信用風險及其他利益等各方面，都加以分析說明。

此項短期借款的資訊揭露，要求在公司季報及年報的指定欄位－「管理討論、財務狀況分析及營運結果」（Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations（簡稱 MD & A））中作詳細說明。

上述草案，對比於現行美國證管會規定算是嚴格許多，因為現行公開發行公司只需於季底帳上，記載短期借款金額，而毋須申報期間內借款情形；另對於金融服務業部分，目前只要求銀行控股公司（bank holding company）除了季底申報帳上短期借款金額外，只在每年底揭露平均及最高借款金額即可。

此外，為避免遭受誤解，夏比若主席另強調，新草案並非表示公司在季底作帳調降負債水平有任何缺失或屬非法行為，而該措施也許仍可繼續被視為最佳財務操作選項，但是她說：「新規定可使投資大眾有機會了解，公司到底承擔了多大風險？而不會再像以往，投資大眾無法從公司季報或年報，看出公司真實負債水平。」

為配合上述法規之施行，未來公司必須統計所有短期借款情形，分析各項短期借款利率、金額、加權平均利率等，故公司財務會計資訊系統必須做相當程度的調整，無形中將可能增加相關法律規範遵循之成本。

此外，為減少對業者的衝擊，本草案另有排除規定，即對於公司市值少於 750 萬美元的小型公司，並不適用。

伍、觀後續一代結論

在金融風暴信用緊縮時期，公司的短期借款額度或資金融通管道，很容易因資金緊俏而「消失殆盡」，讓公司周轉失靈發生流動性危機，故正確精準衡量公司短期借款情況，對投資大眾而言是相當重要的事。而各家信用評等公司亦常以公司短期借款水準與同業相比的高低狀況，作為調降或調高公司評等的重要參考依據。因其顯示投資該公司有「多大的風險」。

此次美國證管會草案，要求公司揭露更多短期借款相關資訊，事屬「應為」及「當為」。想及未來，該法開始施行後，公司在季底，將難以先決定「負債比率」，再操作附買回交易調整負債水平了，因為公司同時揭露平均及最高借款金額下，公司若短線資金操作時，一定會露出「蛛絲馬跡」，投資人依利率及借款金額「按

圖索驥」後，絕不難發覺公司負債真相，屆時公司真實負債情況再也「無從藏匿」了。

同時，新草案可以讓投資人進一步了解，財報上的短期借款金額與該財報期間內公司的實際短期借款金額，是否相當？而且，投資人對公司財報認知，不再是財報結束時的「一個時點」(snapshot at period-end)，而是財報期間內「全面」資金流動的了解，相較於過去，若無新規範，對有從事巨額 Repo 交易的公司而言，相信投資人即使「再厲害」，從公司「現金流量表」中，也看不出任何真實的「資金流動」端倪。

惟誠如美國證管會現任委員路易斯·阿吉拉(Luis Aguilar)所言：「此草案雖有所幫助，但仍不能完全避免有關公司財報看起來『負債不高，實際卻很高』的欺騙，因為徒法不能以自行，未來仍須靠嚴格執法，方可見成效。」

由於本草案依規定自對外公布後，有兩個月期間以對外徵詢相關意見，其後，再由美國證管會委員會討論投票決定，方頒布施行，未來情形如何？尚是未知數，不過，就現有美國輿論媒體及各界相關意見觀之，未來「改變是一定會的」。

參考資料：

1. 簡國帆，“SEC 要銀行揭露短期負債”，經濟日報 A06 版，99 年 9 月 18 日。
2. 美國證管會網站 <http://www.sec.gov>
3. 雷曼兄弟調查報告請詳網址 <http://lehmanreport.jenner.com/>
4. Marcy Gorden, “SEC rules to reveal true debt of banks”, Washington Post, Sep. 20, 2010.
5. Yahoo News, “SEC moots new disclosure norms for cos” short-term debts”, Washington Post, Sep. 19, 2010.
6. Stephen Foley, “Wall Street’s habit of ‘window dressing’ isn’t illegal-- it’s just wrong”, The independent, Sep.18, 2010.
7. Jesse Westbrook, “SEC will consider rules aimed at preventing companies from concealing debt”, Bloomberg, Sep. 11, 2010.
8. Michael Rapoport, “U.S. takes aim at ‘window dressing’”, The Wall Street Journal, Sep. 17-19, 2010.
9. Matt Phillips, “Lehman Brothers’ accidental historian”, The Wall Street Journal, Sep.20, 2010.
10. Kara Scannell and Michael Papoport, “SEC to propose pulling back the drapes on debt”, Wall Street Journal, Sep. 20, 2010.
11. Michael J. de la Merced and Julia Werdigier, “The origins of Lehman’s ‘Repo 105’”, New York Times, Mar. 12, 2010
12. Michael J. de la Merced and Andrew Ross Sorkin “Report shows how, collapsing,

- Lehman hid woes”, New York Times, Mar. 12, 2010
13. Jean Eaglesham and Justin Baer, “SEC to target bank ‘window dressing’”, Financial Times, Sep. 17, 2010.