

行政院及所屬各機關出國報告

(出國類別：研習)

金融資產證券化之研究

服務機關：臺灣土地銀行信託部

出國人 職 稱：領 組

姓 名：曾界雄

出國地區：日 本

出國期間：91年12月8日至91年12月22日

報告日期：92年3月31日

D3/
009106141

公務出國報告提要

頁數: 90 含附件: 否

報告名稱:

金融資產證券化之研究

主辦機關:

臺灣土地銀行

聯絡人/電話:

陳元雙/02-23483170

出國人員:

曾界雄 臺灣土地銀行 信託部 領組

出國類別: 研究

出國地區: 日本

出國期間: 民國 91 年 12 月 08 日 -民國 91 年 12 月 22 日

報告日期: 民國 92 年 03 月 31 日

分類號/目: D3/銀行 D3/銀行

關鍵詞: 金融資產證券化之研究

內容摘要: 金融資產證券化改變了金融市場傳統融資機制,可謂是金融創新之一環。以銀行取得債權,將若干流動性低之貸款彙總成爲一個債權群組或貸款組合,並經過適當的內部與外部信用增強後,將此債權群組或貸款組合劃分爲證券發行標準單位,並同時承擔由該項貸款所衍生之風險,再於資本市場出售,並且擔任與該貸款有關之事務性服務,而資產證券化在歐美已行之有年,甚至已成爲成熟之金融商品。本次研習主要拜訪位於東京之日本瑞穗銀行總行、三菱信託銀行、法興商業銀行東京分行等銀行,尤其在瑞穗銀行除了參觀總行外,並由資產證券化部與不動產金融部各安排一全天實務介紹,在東京期間即深感此次研習時間嚴重不足,以致無法學習更多證券化業務的內涵,這是本次研習的遺憾,但是無論如何,藉由本次研習,見識日本銀行的作業與行員工作態度,證券化的過程與部份銀行的作業細節,是在國內無法見到的經驗。

本文電子檔已上傳至出國報告資訊網

摘 要

金融資產證券化改變了金融市場傳統融資機制，可謂是金融創新之一環。以銀行取得債權，將若干流動性低之貸款彙總成為一個債權群組或貸款組合，並經過適當的內部與外部信用增強後，將此債權群組或貸款組合劃分為證券發行標準單位，並同時承擔由該項貸款所衍生之風險，再於資本市場出售，並且擔任與該貸款有關之事務性服務，而資產證券化在歐美已行之有年，甚至已成為成熟之金融商品。

本次研習主要拜訪位於東京之日本瑞穗銀行總行、三菱信託銀行、法興商業銀行東京分行等銀行，尤其在瑞穗銀行除了參觀總行外，並由資產證券化部與不動產金融部各安排一全天實務介紹，在東京期間即深感此次研習時間嚴重不足，以致無法學習更多證券化業務的內涵，這是本次研習的遺憾，但是無論如何，藉由本次研習，見識日本銀行的作業與行員工作態度，證券化的過程與部份銀行的作業細節，是在國內無法見到的經驗。

目 錄

第一章 緒 論	
第一節 前 言	1
第二節 研習問題與目的	2
第三節 研習範圍	3
第四節 報告架構	3
第二章 基本探討	
第一節 金融資產證券化的定義	4
第二節 金融資產證券化的發展	5
第三節 金融資產證券化的動機	12
第四節 金融資產證券化的參與者	14
第五節 金融資產證券化的優點	24
第六節 金融資產證券化的風險	29
第七節 金融資產證券化之種類	35
第三章 金融資產證券化的架構與流程	
第一節 金融資產證券化的架構	46
第二節 特殊目的信託制度	51
第三節 特殊目的公司制度	62
第四節 其他重要規定	67
第四章 日本之金融資產證券化	
第一節 日本發展金融資產證券化的過程	73
第二節 日本發展金融資產證券化所面臨的問題	78
第五章 結論與建議	
第一節 心 得	81
第二節 結論與建議	84

第一章 緒 論

第一節 前 言

金融資產證券化條例立法施行後，有關金融資產證券化便不斷出現在市場新聞上，資產證券化改變了金融市場傳統融資機制，可謂是金融創新之一環。以商業銀行、儲蓄機構或保險公司等金融中介機構為例，其所從事傳統金融活動包括吸收存款等資金，放款取得債權，將若干流動性低之貸款彙總成為一個債權群組或貸款組合，並經過適當的內部與外部信用增強後，將此債權群組或貸款組合劃分為證券發行標準單位，並同時承擔由該項貸款所衍生之風險，再於資本市場出售，並且擔任與該貸款有關之事務性服務，如辦理借款人繳款通知、或提供借款人有關稅賦或其他資訊等，而資產證券化在歐美已行之有年，甚至已成為成熟之金融商品，在日本，從經濟泡沫化後為創新金融業務，以特殊目的公司法等立法過程，證券化商品逐漸在近幾年漸漸盛行，而較諸於歐美、日本不論在民法、證券法等法律環境與我國相近，金融問題也相像，加以金融資產證券化條例立法列為參考日本的資產流動化法，故為了解金融資產證券化，選擇日本東京為此次出國研習之地點。

本次研習共計十五天，主要拜訪位於東京之日本瑞穗銀行總行、三菱信託銀行、法興商業銀行東京分行等銀行，參訪過程見識日本銀行行員積極、熱誠之服務態度，以及主管凡事追求第一之使命感，深受感動，並且在瑞穗銀行台北分行的協助之下，除了安排參觀該行東

京總行外，並承蒙其國際金融法人部部長村田大介先生接見，經過次長細谷浩平先生及林孝嘉先生與業務企劃部福田淳先生的費心安排，另由資產證券化部（Structured Finance Division）與不動產金融部（Real Estate Finance Division）各上一全天實務課程，尤其是由有相當實務經驗的葛野雅文先生、桂崇裕先生與大楠泰司次長以 case by case 逐一介紹該行部分證券化業務，由於證券化內容十分龐雜，又有可依資產、證券形式等商品分作好幾部門作業，基於時間與作業的限制實在難能一窺全貌，在拜訪東京三菱銀行時並承蒙國際營業開發部陳志成先生的引見，與其資產金融部古市候滋先生與神谷厚至先生探討資產證券化的議題，在法興商業銀行東京分行並由張華平博士引見 Mr. Chris Van Homrigh（Head of Securitization Department），在東京期間即深感此次研習時間嚴重不足，以致無法學習更多證券化業務的內涵，這是本次研習的遺憾，但是無論如何，藉由本次研習，見識日本銀行的作業與行員工作態度，證券化的過程與部分銀行的作業細節，是在國內無法見到的經驗，本次能參與本行出國研習計劃，特別要感謝信託部公有房地信託科科長張治祥科長的支持與體諒，業務規劃科梁美玉襄理的大力幫助、賈小青與鄒琪蕙兩位副科長幫我分攤工作與協助，以及銀行內各長官的提拔，讓我順利成行並平安歸來。

第二節 研習問題與目的

為順利推動金融資產證券化，我國立法院於九十一年六月二十日三讀通過金融資產證券化條例，建立以特殊信託與特殊目的公司雙軌

制之證券化機制，又條例內容多為沿襲日本之資產流動化法之精神，爰有必要瞭解日本金融資產證券化之制度與實務、銀行業務之運作，作為我國金融資產證券化推展之參考與借鏡。由本人提出申請參加本行九十一年度出國研習計畫，並獲核准赴日研習「金融資產證券化」議題。

第三節 研習範圍

本次「金融資產證券化」研習，主要以金融資產證券化條例為基本架構，並輔以經由參訪日本金融機構所得之資訊，簡單探討各項相關課題，包括特殊目的信託制度、特殊目的公司制度、銀行參與之環境與效益等。最後，研習報告將著重在金融資產證券化條例的架構，融合文獻上歐美資產證券化的制度並參酌日本金融資產證券化制度功能與運作，期有助於辦理金融資產證券化。

第四節 報告架構

本篇研習報告主要分為五章，除第一章緒論外，第二章以較多篇幅介紹金融資產證券化，第三章藉由金融資產證券化條例介紹資產證券化的架構，第四章則為介紹日本證券化之法制過程，第五章為結論與建議。

第二章 基本探討

第一節 金融資產證券化的定義

「證券化」(Securitization)一詞，首度出現於一九七七年華爾街日報(Wall Street Journal)之「華爾街消息專欄」(Heard on the Street)有關抵押貸款證券(Mortgage Backed Security, MBS)的文章，追述其歷史則可回顧到一九七〇年代，美國為了解決二次世界大戰之後嬰兒潮所造成龐大購屋需求的貸款資金問題而引進證券化的概念以其向資本市場籌措資金。而後歷經二十多年發展，資產證券化儼然成為近代金融工具重要發明之一。歸納諸多文獻針對「資產證券化」之描述，「資產證券化」應可理解為，指銀行等金融機構或一般企業(創始機構 Originator)將其持有之各種具有可產生未來現金流量、信用品質易於預測、具有標準特性之資產，透過特殊目的機構(special purpose vehicle、special purpose entity, 通常為公司或信託組織)之創設及資產移轉，重新組群包裝(亦即將性質相同或類似之資產如房屋貸款組合成一組可得證券化之資產)成為單位化、小額化之證券形式，發行以組合資產作為基礎資產(Underlying Assets)或擔保之證券，將發行證券所得之款項交付創始機構之過程，簡言之，透過此一過程，原本流動性較低，且無法輕易售予第三人之資產(例如銀行貸款)或其他債權即得轉換成流動性較高之證券，並加以變現取得所需之資金。為達資產證券化之目的，以下數項因素貴為重要：

1. 風險因素必須可得量化。
2. 風險因素必須可得在一定程度上一般化

地予以確認及解釋。3.信用評等之賦予可得與其他投資工具之風險評比相比較。

金融資產證券化。此項運作過程牽涉甚廣，需要各種專業機構之分工合作，大致可分為下列五個步驟：

- 一、資產創始：創始機構經由貸款業務之辦理或銷售商品，為信用之授與或資產之創始。
- 二、資產之組合包裝及移轉：創始機構將條件類似之貸款資產加以組群後，移轉與特殊目的機構。
- 三、信用增強及信用評等：證券化交易通常會透過超額資產、次順位架構、現金準備帳戶、差價帳戶、第三人提供保證或保險等方式，強化證券之信用，並透過信用評等，揭露相關基礎資產之償還能力。
- 四、證券發行及交易：特殊目的機構經由證券承銷機構將證券銷售給投資人，並於次級市場交易。
- 五、資產相關事務處理或服務：通常，特殊目的機構會委由創始機構負責收取貸款本息，扣除各種費用後，再分配給證券投資人。

第二節 金融資產證券化的發展

美國不動產抵押貸款次級市場之創立，可溯及一九二〇年代末期經濟大蕭條。當時美國政府為因應經濟恐慌及對金融體系產生之衝擊，遂成立若干具有公共目的之機構，包括聯邦準備理事會（Board of Governors of the Federal Reserve System）等在內，以維持當時經濟

大蕭條後金融市場的穩定及發展。還有就是依據聯邦住宅貸款銀行法於一九三二年成立的聯邦住宅貸款銀行（Federal Home Loan Banks，簡稱 FHLB），該銀行是由各州聯邦準備銀行組成管理暨融通之儲蓄機構，其服務宗旨在於幫助受經濟大蕭條影響之住宅擁有者取得購屋基金。聯邦住宅貸款銀行在取得財政部撥款資金後，將貸予流動性需求者。

美國政府依據一九三四年六月二十七日起生效之全國住宅法（National Housing Act of 1934，係被視為當時多項經濟重建計畫之一），成立聯邦住宅管理局（Federal Housing Administration，簡稱 FHA）。主要目的在於提供不動產抵押貸款承作機構保險機制，降低不動產抵押承貸機構必須承受借款人因故無法償還本息所面臨倒帳風險之衝擊，美國聯邦住宅管理局可說是抵押貸款標準化及日後抵押貸款次級市場成立之先聲，後於一九四四年，美國退伍軍人管理局（Veterans Administration，簡稱 VA）亦開辦類似提供抵押貸款保險之業務，提供融資保證，方便退伍軍人順利取得購屋貸款。然而，並非所有借款人皆可取得聯邦住宅管理局之保險，唯有符合聯邦住宅管理局貸款標準之不動產抵押申貸者，方可取得政府機構貸款保障，美國退伍軍人管理局亦如此，在缺乏一個健全的抵押貸款交易市場之前提下，受到投資標的流動性不佳、貸款人與投資人並不熟稔不動產抵押貸款類型等多重因素影響，當時僅有儲蓄機構為不動產抵押貸款之當然投資者，因此，一般資本市場的資金難以流向抵押貸款市場。

一九三四年全國住宅法雖提供了聯邦住宅管理局成立之法源，但該法內涵確有活絡不動產抵押貸款次級市場之發展。例如，全國住宅法第二章即說明了聯邦住宅管理局對由私人貸款機構承作不動產抵押貸款者，提供貸款保險；而第三章則說明了授權聯邦住宅管理局得以核發聯邦立案不動產抵押貸款協會之執照，不過，這些協會係屬私營公司型態，並受聯邦住宅管理局局長之監督，且協會成立是以買賣經由聯邦住宅管理局提供保險之貸款為主要目的。在當時，僅有一家協會於一九三八年成立，即華盛頓國民抵押協會（National Mortgage Association of Washington），為財務重建公司（Reconstruction Finance Corporation）之子公司，屬於政府機構。並於成立當年更名為聯邦國民抵押協會（Federal National Mortgage Association, FNMA），即一般所為人熟知的 Fannie Mae，專職負責經由聯邦住宅管理局與退伍軍人管理局貸款保險之抵押貸款次級市場的發展。為避免面臨流動性不足之窘境，美國政府更從國庫撥款，確保 Fannie Mae 所需資金無匱乏之虞。

嗣後，美國國會於一九五四年修訂全國住宅法第三章，Fannie Mae 遂依法轉型為半官方機構。其優先股由政府持有，但普通股由私人持有。可惜的是，雖然抵押貸款次級市場有 Fannie Mae 之參與，但仍對當時之房貸市場助益不大，整體市場績效並無當初預期之樂觀。美國國會遂於一九六八年通過住宅暨都市發展局法（Housing and Urban Development Act），並據此將 Fannie Mae 劃分為兩個部門機構，分別為仍維持舊名的 Fannie Mae，及政府國民抵押貸款協會

(即 GNMA)。前者成為民營公司，並收回所有由政府持有之股份；後者即為一般所熟知之 Ginnie Mae，係為一官方機構，由住宅暨都市發展局 (Housing and Urban Development，簡稱 HUD) 管轄。其成立目的在於提高由聯邦住宅管理局、退伍軍人管理局及都市住宅服務處 (RHS) 貸款保險機制，提供中低收入戶之購屋服務，並藉以提升抵押貸款次級市場之流動性。

然一九七〇年代堪稱美國金融改革時代。經歷兩次石油危機，引發高通貨膨脹，銀行在面對規則 Q (即 Regulation Q) 存款利率上限門檻規定，無法提高存款利率，吸引剩餘資金進入銀行體系，復以放款利率亦提高到百分之二十一水準，致使承貸機構面臨所謂利率風險，造成資產負債管理日趨沉重，甚至倒閉。有鑑於此，承貸機構遂投入抵押貸款第二市場，藉由出售抵押貸款債權之方式，紓解承貸機構資金運用之壓力，並取得充足流動性之保證。Ginnie Mae 已於一九七〇年首次發行不動產抵押貸款轉付證券 (Mortgage Pass Through Securities)，由抵押貸款銀行和存款機構等發行，並由自營商行銷。由於此種證券係由承貸機構將借款人每期還本付息轉交於證券投資人，並取得 Ginnie Mae 提供及時支付證券本息之保證。另一方面，一九七〇年七月間，國會為促進一般性抵押貸款次級市場之發展，除授權 Fannie Mae 得以購買未經政府保證之一般性不動產抵押貸款外，亦根據緊急住宅融通法 (Emergency Home Finance Act)，成立聯邦住宅貸款抵押公司 (Federal Home Loan Mortgage Corporation，簡稱 FHLMC)，俗稱 Freddie Mac，Freddie Mac 之業務為自房屋抵押

貸款承作機構買進符合規定之房屋抵押貸款債權，次以這些債權以多重組合的方式發行證券（Collateralize Mortgage Obligation, CMO），由於該公司對此類證券提供保證付款承諾，產品多樣化，能吸引不同期限的投資資金，所以該證券可在公開市場銷售流通並蓬勃發展。

一九七〇年代末期，受到石油危機引發通貨膨脹及聯邦準備理事會規則Q利率上限等因素影響，迫使美國銀行存款業務滯礙難行，投資大眾紛紛將資金從銀行存款撤出，投注於不受利率上限規範之金融資產，獲取更高之報酬率。另一方面，由於美國儲蓄機構如儲蓄貸款協會（Saving & Loan Association）等資金來源多為短期存款，然其信貸期限卻屬中長期，在一九七〇年代金融環境變遷之大環境下，儲蓄機構此種借短貸長之經營策略，亦面臨窘境，不但助長社會大眾對其他投資管道之需求，無形間亦促使資產證券化業務之發展。

在一九八〇年代初期，美國再次面臨經濟不景氣之時期。利率與房屋價格居高不下，但國民所得卻呈停滯，房地產因而受到波及。而 Fannie Mae 也就是在此時投入不動產抵押貸款次級市場。另外，Ginnie Mae、Fannie Mae、及 Freddie Mac 均開辦浮動式利率之不動產抵押貸款方案。

在一方面，不動產抵押貸款擔保證券市場日趨成熟，業者發展出私人機構信用增強的創新方法，取代了由政府建置三大機構協助保證的信用增強措施，除了將擔保品擴展到一般放款債權，如汽車貸款證券（Auto loan-Backed Securities）、信用卡貸款證券（Credit Cards-Backed Securities）、應收帳款債權證券（Receivables-Backed

Securities)、租賃擔保證券(Lease Backed Securities)、商業不動產抵押貸款證券(Commercial Mortgage Backed Securities, CMBS)、抵押債券憑證(Collateralized Bond Obligations, CBOs)及抵押貸款憑證(Collateralized Loan Obligations, CLOs)以及不良放款債權(Non-Performing Loan)等發行所謂的資產擔保證券(Assets-Backed Securities, ABS)之外,資產創始機構更涵蓋銀行、住宅金融業者、儲貸協會、汽車公司、租賃業、不動產開發公司、證券金融公司及信用卡公司等,也引進了保證、保險業務信用增強措施。另外,大型企業籌資從傳統銀行團聯貸(syndicate loan)融資,發展為如歐洲市場般的證券發行與貸款融資混合型態的新商品所取代,例如浮動利率債券(Floating Rate Note, FRN)、短期票券包銷信用額度(Note Issuance Facility, NIF)等,此類型一般歸類為歐洲型證券(Euro-securities)。由以上美國金融資產證券化的發展過程,我們可以瞭解由早期侷限於抵押權,發展為其他資產項目,尤其在一九九九年現代金融服務法(Gramm-Leach-Bliley Act)通過後,廢除金融業跨業的限制,使整體金融市場朝綜合化發展更趨積極,將使證券化商品更加多樣化。

金融資產證券化在信託架構的演進上由環境的變

一、讓與信託 (Grantor Trust)

發行人將擁有之資產債權考慮其未來資金流量、到期日等因素予以組群化，並將其抵押債權（或質權等）存託於信託機構，並據以發行表彰所有權之持分權證券（Pass-Through Securities），投資人購買該證券。由於該債券係由創始機構出售給投資人，發行人無須支付所得稅負。持份權證券是出售整批資產債權，並不屬於創始機構負債，在其資產負債表內不予列示。另一方面，由於抵押借款人可能在償還期限前提前償還，持份權證券之現金流量存在著很高之不確定性，對投資者而言，不易評估其投資收益率。

二、負債證券 (Debt Securities)

發行人以購入資產為擔保，發行抵押擔保債券（Mortgage Backed Bond），抵押債權並不移轉予投資人。利用此一方式，發行機構若為公司或其他課稅主體，發行所產生之盈餘，必須負擔稅負。抵押擔保債券屬於發行者之證券融資，仍列於發行者之資產負債表內。對發行者而言，抵押擔保債券之發行並不須出售債權資產即可募集資金。在利率上升期間，發行者不會產生資本損失。由於發行者必須保有抵押債權一定比率的資本，其發行成本較持份權證券為高。

三、業主信託 (Owner Trust)

由於持份權證券之投資人常受到借款人提前償還貸款之影響，導致持有之債權證券被迫提前到期，因此發行人依業主信託

制度發行順位還款抵押證券（Collateralized Mortgage Obligation, CMO）。順位還款抵押證券被設計為多等級債券，即發行人同時發行到期日、不同利率之系列債券，並予以不同信用增強措施，來克服持份權證券不確定現金流量之困擾。然而，此種不同到期日等級債券，並非合格之非課稅主體。故藉由業主信託之約定，創始機構可規避額外盈餘所增稅負，資產組群產生之收入、獲利及損失等項目皆直接轉交信託業主，可避免重複課稅。實務上，業主信託必須符合一定條件，才不會視為公司而予課稅。

四、不動產抵押投資管道（Real Estate Mortgage Investment Conduit, REMIC）及金融資產投資信託法案（Financial Asset Investment Trust, FASIT）

該信託工具是一九八六年賦稅改革法案（Tax Reform Act of 1986）所創造出來的，其擔保發行之貸款資產為不動產，解決了許多不動產稅負問題。一九九七年美國為解決其他資產證券化所衍生之稅負問題，亦通過了金融資產投資信託法案（Financial Asset Investment Trust, FASIT）。

第三節 金融資產證券化的動機

金融資產證券化最大的誘因即是能改善銀行資本負債結構，提高銀行自有資本比率，使達到國際清算銀行（BIS）資本適足率百分之八及銀行法第四十四條銀行自有資本與風險性資產之比率不得低於百分之八以上的規定，而對銀行而言，做法可有下列幾點：

- 一、現金增資：是最直接而有效的方法，其缺點則是銀行股本不能膨脹太大進而影響經營權，且對股價的影響也是需要考慮的。
- 二、提高風險性資產所需提列之資本權數較小的資產比重：亦即增加風險性較小的的放款與投資，然而所謂風險小就是報酬少，尤其在競爭激烈的金融市場上，獲利是銀行追求的最大目標，此法恐較難為銀行接受。
- 三、減少授信資產：方法有二，一是將授信資產整個讓售給資產管理公司（AMC），但是整批出售折讓率一定大，售價肯定不會太高，除了不良資產外銀行較難接受，二是資產證券化，透過特定導管措施將資產組群包裝以證券發行，除了作業成本外，也能創造新的資本市場的活動，會比前項方法較為讓銀行接受，金融資產證券化對金融機構的另一優點即銀行利用此種工具可因為較低的發行成本，而使銀行可用資金成本下降進而嘉惠一般貸款者及資金需求者，惟就目前經濟情況來說，民眾對房貸的需求並非十分迫切，且市場資金寬鬆的情況下，將使得金融機構利用金融資產證券化來取得資金的誘因減少，就此點而言，當前時機實不利於金融機構對發行此種證券產生較高興趣。
- 四、增加財務報表揭露與風險管理的動機，對於銀行的財務而言，資產證券化，不僅使銀行能以較長期的資產轉換為中短期資產，避免許多利率風險及減少資金缺口風險，也能使銀行財報變的較好看而增加財務資訊揭露的動機。
- 五、因金融分工之因素增加收入的動機，金融資產證券化創造出許多

不擔任風險（或風險已轉嫁減低）的工作，大部分參與者收取手續費收入，使靠利差風險與信用風險為主的傳統銀行能輕易轉型並增加收入，亦能使金融市場專業分工細化，進而提升專業能力與分工。

- 六、平衡資本市場發展：支持債券市場的發展，由於我國債券市場不振，不引起主管機關的重視，導致交易制度與稅制混亂，而資產證券化商品多定位為債券商品，有助於增加債券市場規模儘早建立債市的交易秩序，使資本市場更完全、投資工具更完善。
- 七、加強市場監督力量：另外透過資產證券化，使銀行資產受到更多人的關注，有助於減低金融主管機關監督不到的細節，也因為是由金融機關自發性的監督也有助於減少金融機關令人厭惡且繁瑣的檢查手續。

第四節 金融資產證券化的參與者

「資產證券化」之主要參與者：

一、創始機構（Originator）：

「資產證券化」之第一步驟係由創始機構將其擁有所有權之資產及該資產之附屬利益轉讓至所特殊目的組織謂（Special Purpose Vehicle, “SPV”），由特殊目的組織將資產組合成基礎資產發行證券。

二、服務者（Servicer）：

服務者功能為負責管理該資產所產生現金流量之工作，包括

本金利息支付、延遲付款的催收等，同時服務者也須負責定期提供投資人有關證券化資產之本金餘額、資產品質狀況及相關資訊。服務者收入來源有：向借款人收取利息與支付給證券投資人利息兩者之差價，以及其他的服務手續費。一般而言，服務者通常由原始貸放金融機構（貸款創始機構）擔任此項行政服務的工作，理由為透過收款、付款及其他服務，原始貸放金融機構仍可與原來放款顧客維持往來關係。因為受移轉資金之特殊目的組織通常本身並無實質性運作，從而創始機構通常也扮演著管理基礎資產之服務機構之角色，諸如負責收取帳款及採取確保原債務人（如銀行房屋貸款之貸款人）如期償還債款等必要措施，皆屬於一般資產證券化中服務機構之服務項目。由於創始機構為基礎資產之原始所有權人，故對有關該資產之相關問題（例如債務人之付款方式及債務人與債權人簽署之契約內容等）最為瞭解，故而在國外實務上，由創始機構擔任服務機構之情形為最大宗。

三、特殊目的組織（Special Purpose Vehicle, “SPV”）：

所謂「特殊目的組織」，通常係為籌集資金、購買資產等單一目的而成立。SPV 的特點是係專為特殊目的而成立之獨立法人，為一破產可能性較低之組織（Bankruptcy-Remote Entity），不致因設立 SPV 之原始組織（通常為創始機構或安排者）以設立 SPV 目的以外原因破產而受到拖累，在實務上則作為一個導管性質的作用，及為達到法律及稅務獨立等目的，而透過「特殊目的組織」將基礎資產予以證券化之特殊主體設計。藉由真實的買賣

(True Sale) 或其他方式將基礎資產轉讓予特殊目的組織之過程，使資產得以與創始機構本身之風險分離。如創始機構不透過「特殊目的組織」而自行發行證券予投資人，一旦該創始機構面臨破產或重整之情況，證券之基礎資產之利益究竟應為創始機構之所有債權人所有亦或是該證券之投資人所有，恐即引起爭議且難以迅速處理進而影響證券投資者的權益。以下就特殊目的組織之不同型態作出概略介紹：

(一)特殊目的公司

以歐美等國為例，就資產證券化之方式，多藉由特殊目的公司作為「特殊目的組織」來受讓資產，其最大優點在於特殊目的公司可發行之證券種類與形式眾多，因此創始機構於決定其證券化之證券類型時，即有更多樣化之選擇以符合其需求。惟特殊目的公司在法律上為一課稅主體，公司組織也較精簡，因此，稅制、公司治理與公司監督之設計在特殊目的公司就要有相當大的法律基礎。

(二)合夥 (Partnership)

既然稅務另有考量，在美國因為合夥本身並非一獨立課稅主體，因此如特殊目的組織如為一合夥型態，因其本身不負最後之納稅義務，相較於前述之特殊目的公司型態，透過以合夥為導管所發行之證券，僅投資人（或合夥人）負納稅義務，遂能排除雙重課稅之問題。

(三)信託 (Trust)

信託制度本身在國外，即為資產隔離最常使用的方式，而在資產證券化實務經驗中作為特殊目的組織也最為常見，其原因不外乎信託本身具有法律人格，其享受權利及負擔義務之能力與公司無異。準此，信託除可經營各種公司業務外，其簽署之各式契約（如服務契約）皆與其他形式之法人主體般同具法律效力，一般而言，設立信託所須符合之設立標準較不如公司或合夥所需符合之設立標準繁雜，例如公司設立須具備一定人數之股東及最低資本額之限制，且須擬定公司章程進行公司登記等。反觀信託所須具備之條件，依據英、美、法所設立之信託，一般皆不須經過上述過程，僅須擬具一份信託契約（Declaration of Trust）即完成信託設立。另外國外實務上採用信託作為資產證券化之導管的原因亦著眼其租稅上的優惠。以美國為例，讓與信託（Grantor Trust）之架構即享有免稅之優惠，分配予股東或受益人之收益可扣抵信託本身之課稅所得，亦即僅就信託本身未分配課稅所得之部分來課稅，以避免雙重課稅之情形。

四、信用評等機構 (Rating Agency)：

美國證券交易法規定證券發行者有義務將相關資訊公開，促使投資大眾能判斷證券信用風險的程度。由於資產證券化係透過複雜且精密運作過程所產生之產品，各種信用加強機制亦難由一般大眾主觀判斷，因此，透過專門調查信用風險的公司，如

S&P、Moody's 等國際性信用評等機構之審查，更能增加證券化產品之流通性。在資產證券化過程中，決定是否有違約風險依據的是作為擔保之資產品質及證券化之發行架構，而非證券發行者本身之信用，資產證券化之所以盛行，在於資產證券化之證券經過信用評等機構之信評手續，投資者因信賴信用評等機構所為之評等，加以衡量其投資風險及報酬預期。以資產證券化之角度而言，如對於證券化資產加以適當評量，可使透明度增加，可讓投資人較清楚其風險，因而較能吸引投資人購買，特別是機構投資人。信用評等機構評量之重點包括證券化之架構、基礎資產發生損失之可能性、信用強化機構與避險交易對手以及資產管理人等之信用、法律風險等，自應就其風險部位可能欠缺之屏障全面加以檢視，評量方向則有：

- (一)創始機構信用之風險：資產創始機構本身之風險首先必須加以檢視。每一資產創始機構其信用情形均有不同，其資產形成方式也不一而足，而管理資產之方式，在一定程序上也將影響資產整體風險之變化。
- (二)相關參與者的評量：作為證券化各參與者形成之組合，其屬性及其品質自然亦必須加以檢討，其分析方式除可由其信譽及歷史紀錄加以觀察外，相關證券化參與者之債信亦同時必須納入考量。
- (三)現金流量及擔保品：資產產生現金流量之支付方式，可能因不同之安排形式而有不同之風險，另外，擔保品本身之適足性，

直接造成影響違約時權利得否確保之因素，必須加以檢視。

(四)法律上所要求之擔保要式條件及破產風險阻絕因素：擔保係屬物上行為，其成立、存續及移轉均涉要式，如未依法律所規定之要式，或登記生有瑕疵，將直接影響資產本身之信用狀況，自不待言。另外，資產創始機構如有破產情形，對於證券化之資產究將構成如何之影響，有無風險隔絕之設計，亦不可避免地影響資產本身之安全性，必須加以評量。

綜合而言，信用之分析以及法律考量之確認兩者間應相互影響及作用，如經審視結果，可認為資產本身之財務信用風險不高，則法律上有關破產之顧慮，信用評等即有相當大的考量，此為理所當然，例如一旦資產創始機構面臨破產之情況，在資產未經適當規劃並加以阻絕之情形下，投資者對於所投資證券其現金流量之預期必定受到影響；進而言之，即使作為證券化標的之資產業經適法出售予特殊目的組織，惟特殊目的組織本身亦難保其必不致發生破產之情事；無論是資產創始機構抑或是特殊目的組織，一旦資產必須面對破產風險，對於資產評等之影響當然為負面之結果，而有待進一步加以解決。至於經信用評等後所發現無法處理之風險，即所謂風險缺口，其處理之方式即是以信用增強來增加其品質。在實務上，一旦有法律風險之考量，一方面係著力於防火牆之建立，亦即在收款之作業上、行政事務之處理上、現金款項之分管上，以及文件作業之確保上儘力區隔，另外，在特殊目的組織之層面上，則係對於特殊目的組織之營運在章程上

作出限制，不使其有實質之運作，以求其風險中性，務使其成為名副其實之所謂破產困難（bankruptcy-remote）之主體。

五、信用強化機構（Credit Enhancer）：

信用強化機制之存在，論其實際，同屬資產證券化得以日益發展之重要因素。當資產證券化之結構及流程設計日趨複雜之際，信用強化機制適時填補了資產得以達成證券化制度設計中不可或缺之信用缺口。具體而言，信用強化之機制，在資產證券化之交易中，其功能可分為二方面：

（一）交易仲介者之功能：在流程複雜且可能涉及對不特多數人進行證券募集之資產證券化案件，其涉及之資產組合，相關之債信狀況及現金流量情形事實上難為投資者所確知。從而，如無信用加強機制之介入，證券之發行者（通常為 SPV）為解決投資者對風險不確定性之顧慮，以達成資金取得目標，即有可能不得不採取提供貼水（即較高溢酬）之方式，以較高之資金取得成本，以達成順利募集之目的。如信用增強之機制得以導入，即可扮演風險缺口之填補者，使投資者對於風險之顧慮得以降低，同時，對於資金需求者，即發行證券方而言，亦無須實質改變其原本規劃之資金取得成本及證券化結構。

（二）交易成本降低之功能：於複雜之證券化案件，在多方主體之參與者、名稱、交易契約、聲明、擔保等交互組成之文件當中，事實上難以期待單一投資者有能力針對證券化所涉之風險而個別予以評估。否則，其所涉之資訊確認成本可能不符效益。信

用強化機制之導入，適切地解決此問題，個別之投資人已無需為資訊之取得各別勞費，自然有助於交易之促進。必須另行加以注意者，就法律之觀點而言，對於擬予證券化之資產本身進行信用增強，固可在一定程度上解決風險缺口之問題，然而就法律形式而言，投資者所投資之標的，並非資產本身，而係以資產為標的，重新架構而成之證券化工具；易言之，即使資產本身之債信業經信用增強機制以處理，如證券化之架構未能依法設計之預期適當處理，則投資者因此所面臨之證券化風險仍然存在。從而，在確認證券化資產有無信用增強之必要時，法律面相對於證券化架構之影響，同屬必須處理及確認之問題。

就資產證券化實務上採取之信用增強方式而言，基本上可分為二種形式加以區分：第一種形式係由證券發行者所提供之增強機制；第二種則係由第三人所提供者。

以證券發行者所提供之信用增強機制加以觀察，證券發行者多係採以民事上「保證」償付之方式，或提供更高額度之物上擔保，以作為加強資產信用之方法。惟就人保之方式而言，作為證券化標的之資產如因債信不足，而有待債信之增強，在一定程度上，其信用風險難謂非係出於發行者自身之因素；從而，若由發行者以自己本身事業體之信用提供人保，對於投資者而言，風險之問題恐未能盡除。與人保方式相較，物上擔保之提供應可使提供者較易於評估風險之程度，自不待言。就提供物上擔保之形式

而言，國外實務上頗為普遍使用之方式為超額擔保（Overcollateralization）之架構，例如由創始機構自行提列保留款項（Reserve Account）以供擔保即為超額擔保方式之一，亦或以發行不同等級證券，例如優先債券（Senior Securities）及次級債券（Subordinated Securities），由投資人購買優先債券，創始機構購買次級債券之超額擔保架構作為信用強化之方式藉以確保投資人得享受優先受償之權利，以及在基礎資產現金流量不足之情況下，由購買優先債券之投資人優先取得該部分之現金，而由購買次級債券之創始機構承擔大部分之損失。

另一方面，如以第三者所提供之信用增強機制加以觀察，第三者所提供之信用增強機制在實務上常見者，約可分為「降低」信用風險程度之信用增強機制及「全面消除」信用風險之信用增強機制二種。不論係透過所謂信用狀方式，或擔保之提供形式，就信用評等之角度言，此提供信用增強之第三者，其本身之債信亦屬應予考量之因素。

總而言之，基於資產證券化之複雜性，投資者在作出其投資決定時，必須考量現實之不確定性，未完善之法律規劃、破產、信用評等降級等多方之證券化風險。就此而言，信用增強機制適時提供了必要之風險填補；若認為此機制扮演著資產證券化是否得以遂行之樞紐，當不為過。

六、承銷商（Underwriter）：

通常為投資銀行或證券公司，承銷商自證券發行者買進剛發

行之證券，以其專業能力及廣泛銷售通路，可掌握投資人需求動態，並將證券銷售給投資人並公開上市交易。

七、投資者 (Investor)：

從資金創始機構之角度，資產證券化確可為其帶來多種不同之效益，以致促使其具備證券化之動機；然而，就投資者之角度，其投資此等證券之目的及動機為何，亦屬值得探究，綜其原因，投資者投資證券化之工具，其動機約可歸納為以下二種原因：

(一)透過投資資產證券化工具，證券所內涵之資產已達分散資產組合之期待，從而，藉由證券化過程所設計之信用加強及法律保障機制，投資人一方面享有較高之風險調整報價期待，亦不致喪失其持有證券所得享有之法律權益保護。

(二)從信用評等之可信度而言，就資產證券化工具發展之歷史觀察，資產證券化工具之信用評等其波動性相較於公司債之評等為穩定，因資產證券化之情形，通常多已藉由信用加強機制予以強化償債性之緣故。

八、安排者 (Arranger)：

創始機構為達成以證券化方式，籌募其所需之資金，必須透過各種證券化之程序。證券化之架構設計者，即扮演對創始機構提供其出售資產分析、發行證券架構分析、服務系統分析、適法性及稅務性等諮詢安排服務之角色。而由於證券化係彙集所有金融技術之大成，因此擔任建構證券化之架構設計安排者，往往係

由擁有專業知識之銀行、證券公司等金融機構擔任，在日本與國內初期發展金融資產證券化時，由於係屬創新之金融商品，法令及金融環境皆處於新創狀態，各參與角色往往無法適應應扮演之流程與責任，故特別需要國際有實務經驗之外商加以指導或擔任安排者。

第五節 金融資產證券化的優點

對金融機構（創始機構）的助益：

一、授信案件均質化

資產證券化的過程，係由原債權機構將條件類似資產彙整組群化，出售給特殊媒介機構，由於證券化強調市場流通性，透過信用評等制度使授信案件透明化，故證券化的放款債權將會使各資產組群趨於標準化進而促成授信流程的統一規範。

二、分散區域風險

由於金融機構出售組群債權有其同質性，對於區域銀行可以出售同一區域內不動產擔保品放款債權資產予以證券化，並透過購入屬於其他地區不動產擔保之放款債權為擔保之證券，將可有效降低區域風險。

三、提高資本適足率

自從國際清算銀行一九八八年巴賽爾會議提出銀行自有資本適足率的規定之後，由於資產證券化將放款債權自帳上剔除，可藉證券化將風險權數較高的放款債權自帳上剔除，提高資本適足率。

四、降低利率風險

由於金融機構辦理存放款業務因期限長短不一、固定與機動利率多樣化的結果需承受利率敏感性資產、負債不對稱的風險，利率改變會影響獲利能力及資金缺口的變動，此時利率風險（interest rate risk）及期間缺口（maturity gap）的風險大增，如果透過組群資產證券化將可以使風險分散，由創始機構、信用增強機構及投資大眾共同分擔。

五、提高自有資本比率及經營績效

資產證券化讓資產從金融機構之資產負債表上移除，透過資產規模之減縮而提高自有資本比率；另外，通常創始機構於證券化後仍會繼續管理資產，而保有一定收入，對經營績效之提升亦有幫助。

六、加強資產負債管理

透過證券化將放款資產出售移轉為流動資產，改善資產負債管理，分散金融資產風險；金融機構作為金融中介角色，其資產與負債之存續期間、利率水準難以配合，而衍生資產負債管理問題；透過證券化，可協助改善資產負債管理，分散金融資產之風險，保持資產流動性。另外藉由出售時点的安排，也可以達到美化帳面的功能。

七、增加多樣化之籌措資金管道及降低資金成本

傳統上，金融機構僅得透過吸收存款、同業拆借或發行金融債券等增加負債之方式籌措資金，一般企業亦係以增加負債方式

而取得資金；經由資產證券化，形同以出售或減少資產之方式籌措資金，將可減輕銀行或企業對於負債之依賴，另外證券化商品之風險利益考量係取決於創始機構切割出來之特定資產，故可單獨考量特定資產之品質，無須面臨創始機構之資產品質或償債能力，而降低籌措資金之成本。

八、強化金融集團的專業與分工

由於資產證券化的特性在於創始機構出售債權予轉投資的特殊媒介機構，未來在金融控股公司的架構下，可以充分發揮分工的功能，集團內涵蓋資產創始機構貸放及群組服務、特殊媒介機構購入發行、承銷及銷售等，完成業務的整合。

九、穩定的服務費收入來增加獲利管道

由於創始機構大多兼任資產群組管理復機構，提供現金流量管理服務以收取手續費，所以創始機構除了掌握貸款收息與證券支息的差額外，還可以增加手續費收入。

對金融市場而言：

一、提高資金流動效率

透過貸款債權之證券化，而將貸放市場與證券市場有效結合，可提高資金流動效率。

二、擴大證券市場規模

經由以資產為基礎發行有價證券，可增加證券市場交易工具，擴大證券市場規模。

三、拓展新種金融業務，提高金融市場深度及廣度

金融資產證券化過程中參與者眾，除創始機構及受託機構外，尚包括信用增強機構或機制、信用評等機構、諮詢顧問機構或投資銀行、證券商、票券商、服務機構等，將可拓展新種業務，創新融資技術，強化專業分工，提高金融市場之深度及廣度。

四、促進達成住宅或其他經濟政策

透過住宅抵押貸款之證券化，可充裕中長期住宅貸款資金，提高自有住宅比率，並協助民眾購屋，促進達成住宅或其他經濟政策。

在投資人或一般消費者的角度：

一、多樣化之投資工具

證券化商品有金融資產作為發行基礎，如輔以信用評等及信用增強，將可提供投資人另一項風險性低、流動性高且收益穩定之投資工具。

二、健全之投資人保護措施

透過與證券市場之結合，信用評等及資產財務資訊之揭露，其他將可有效保護投資人之權益。

三、充裕之資金來源

資產證券化可使金融機構得免受到各項財務規定（如各種存款準備金比率、自有資本比率、中期放款比率、住宅建築及企業建築放款比率）之限制，有更多之資金以從事貸款業務。

就金融主管機關而言：

一、降低金融機構的流動性危機

金融資產證券化可以使金融機構容易地將資產變現，因此，在面臨擠兌或經營不善時，金融機構可以維持需要的流動性，個別機構的危機比較不會影響其他經營正常的金融機構，而擴大為整個金融體系的危機。

二、市場機制監督金融機構的放款品質，改善整體金融機構體質

在金融資產證券化的過程中，透過許多配合的機制，尤其是在期初檢視整個資產品質時，因為將影響之後的信用加強（如保險或保證）、服務機構的作業流程與現金流量品質、更重要的是發行證券時所需的信用評等制度，在投資人取得證券化商品前，資產將受到不同參與者的重重檢視與風險確認，由於這些參與者皆有兼負證券發行的風險有著直接或間接的利害關係，自然會產生自發性的監督力量，進而提升金融機構的債權品質，對金融管理來說則有莫大的助益。

三、增加金融角色，協助過剩的金融機構轉型

隨著金融資產證券化的日益盛行，需要眾多的參與角色，而八〇年代的金融開放產生太多的金融機構與存在已久的基層金融機構，可逐漸藉由轉型及專業化的結果，逐漸減少，形成另一種退場機制，並且由於各參與者業務的專一與單一化，使金融管理更單純與容易。

第六節 金融資產證券化的風險

銀行從事資產證券化業務之主要風險有：信譽風險、決策風險、信用風險、作業風險、流動性風險及法規風險。茲分述如下：

一、信譽風險

信譽風險來自於一般大眾針對銀行暴露於訴訟、財務損失及信譽受損狀況之印象，影響銀行盈餘或資本之風險。此種風險決定於銀行內部風險管理程序運作之妥適性以及管理部門對銀行外部有關交易之應對方式與效率性。

此種風險具有品質（Quality）特性，反應出銀行品牌價值強弱及被其他市場參與者認知程度，該項認知與銀行長期表現有關。銀行在證券化過程所扮演之各個角色，均涉及信譽風險，但其承擔最重者為標的債權之品質及其服務之效率性或其他信託業務操作層面上，最有效控制信譽風險方式為健全之業務計畫及涵括資產證券化各個層面之廣泛、有效風險管理與控制架構。在充分體認潛在長期市場、會計、法律及規定之影響與成本後，必須決定對證券化業務提供額外之財務支援來保護其商譽價值。

二、信用風險

信用風險來自於債務人未履行與銀行所訂契約條件或未依約定方式履行，致影響銀行盈餘或資本之風險。有效之信用風險管理，應體認該風險移轉及資本計畫與其他資源需求之程度與限制，以支撐原有之風險等級。

證券化將面對下述之信用風險：

(一)債務人違約之風險

金融資產證券化之現金流量主要來自債務人償還借款，如債務人未履行債務，後續支付情形即有困難，另一方面，透過金融資產證券化，金融機構容易出售其債權資產，同時將本身的授信風險轉嫁給投資人與其他參與者，可能因此使金融機構放鬆其授信審查而造成授信不夠嚴謹，增加借款人的違約風險，並且由於資產的轉換與利率的變動使得借款人提前還款的機率變高，使銀行的潛在再投資風險轉嫁給投資人，處理債務人違約風險的方法可分為二類，即以公權力進行擔保及信用增強方法如本章其他節所述。

(二)參與者支付能力之風險

金融資產證券化之現金流量將透過至少創始機構、服務機構、帳戶開立機構、轉帳機構，其中如有任一流程發生支付不能，即會造成投資人的損失，因此，在證券化計畫中隔離參與者信用風險與設置一即時支援的機制頗為重要。

(三)追索能力之風險

一般服務機構僅在收取債務的服務上有較強之支援，一旦發生違約，縱使契約明訂追索之義務，但是能有多少支援甚至支援能力即有問題，而創始銀行縱使在法律上沒有責任，在特定情況下，為保護其聲譽，可能被迫對績效較差之資產組合提供支援。在市場上，已有防止抵押證券信用評等下降或發生提

前攤還而提供支援之案例，許多投資人通常期待資產之創始機構協助陷於困境之交易。審慎業務慣例述明管理應考量對營運不佳之資產組合，提供額外信用所有之潛在成本。銀行不僅提供直接財務援助，有時亦遭受更大風險，而要求較高之資本配置。

三、作業風險

證券化的業務十分複雜，不但各參與機構必須準確作業，各機構之間的溝通也必須精準無誤，例如債權移轉的法律有效性、債權收取帳務的交代及投資人本金利息收益發放作業等，所以證券化運作時，為了維持市場參與者的信心與保持證券的流動性，參與機構必須對資產的表現提供準確且及時的回覆系統。

四、流動性風險

流動性風險來自於現金流量的不穩定性，一般債務人償還債務有四種型態，包括按計畫還款、延遲還款、提前還款與不還款，除了按期還款外，其他情形皆是證券化中須加以最大的注意力與衡量，一般在證券化評價中會有較多的實業與實務模型可參考，但是須與針對資產內容加以區別與揭露。

五、法律風險

法律風險源於因違反或與法律、規則、規定、營業慣例或道德標準不一致而影響銀行盈餘或資本之風險。法律風險亦起因於法律或規則規範銀行對客戶特定產品及活動可能模稜兩可或未經檢驗之狀況下。

民法、銀行法、金融資產證券化條例、證券交易法、所得稅法、消費者保護法及有關規定，即使在創始貸款之初即有意證券化，也將會影響銀行承銷及服務作業。經理部門應確保涉入承銷及服務功能（包括收款）人員，完全恪遵上述法律及規定。

六、金融機構資產品質變差

證券化之資產品質若較高，可提供一能預測、穩定之現金流量。較高及可預測之淨現金流量可轉化為較低之信用增強費用與較高之差額利差收益（excess spread income）。該情形誘使銀行將較佳資產予以證券化，而將品質較差資產保留於資負表上。上述作法將危及過去基於歷史績效，所作之放款損失準備分析完整性。在金融資產證券化的期初或金融機構初辦理證券化之時，為吸引投資人及降低發行失敗的機率，金融機構容易將品質好的資產提出，容易留下品質差的資產，萬一金融環境稍有變化，將造成金融機構莫大的經營風險。由於創始銀行吸收了大部分資負表內及證券化組合之預估損失，健全之承銷標準及實務成為避免過度信用風險之最佳保障。通常，長期間急速成長、積極之競爭定價及寬鬆之帳戶移轉策略，常是放寬承銷標準之徵兆。無論市場如何競爭，應注意資產品質決策。多數銀行體認到資產證券化對信用風險之廣泛影響，在策略上試圖將出售及留存之放款能具相同品質。如出售之放款品質高於留存者，管理上應認知表內資產風險增加程度以確保銀行資本水準，並維持放款及租賃損失準備於適當水準。當出售之放款品質低於留存者，企業及資本計畫應

瞭解源於道義追索所增加之弱點。

七、再投資風險

金融機構重視資產證券化的最大動機之一為提高資本適足率，但因資產證券化所收取的現金，將被用來再投資，一旦投資決策發生錯誤，將使後來的資產組合較原資產組合而差，不但未能從資產證券化獲益，反而增加銀行經營風險。

八、金融機構競爭劇烈

金融資產證券化將使金融環境發生巨大的變動，例如放款的標準化使得放款業務更難推展，投資產品的增加使得存款業務尤其在定期存款與大額存款方面更難爭取到客戶，在在都將使得金融機構業務推展更加受到挑戰，金融同業的競爭將更加劇烈。

九、借款人資訊曝光風險

證券化的特點是資訊揭露，一般借款人向銀行借款之資料受到銀行法四十一條保密之規範，銀行是不能對外公開的，但是在實行證券化的過程中，資產的品質須加以衡量，借款人本身即佔資產品質一大重要影響性，很有可能在證券化的過程中必須公開，造成借款人的困擾而影響整個還款模式與再次借款的意願，進而影響投資人權益與銀行的信譽。

十、利率風險

資產證券化大量進入資本市場吸引投資者購買，資本市場購買意願除了評估信用風險外，利率的起伏直接影響投資報酬，在資產證券化的過程中尤其是取決於資產本身的利息收益是否滿足

證券化所需的成本及投資者的報酬，在國外的經驗中，尤其是以目前利率變動快速的市場，往往使計畫在執行的前一刻，因為市場利率的急遽變動，使發行計畫功敗垂成。

十一、決策風險

決策風險源於錯誤之商業決策或對其不當執行致影響計劃本身的結果及其對資本市場的影響。在各種證券化的形式中，主事者如何決定其證券化的流程更重要的是發行何種證券，將直接決定計畫的成功與失敗，而其結果也來自於其決策結果是否使證券化計畫之適法性與穩定性，競爭為決策風險主要來源之一。資產證券化提供銀行經濟之多樣籌資管道與傳統之競爭業務不同。此種激烈競爭之長期影響，可能侵蝕獲利空間並迫使銀行尋求更高效率化及經濟規模。有限之獲利減少錯誤之空間，更彰顯決策重要性。在進行資產證券化業務之前，經理部門必須比較其擬達成之決策及財務目標與該業務之風險及資源需求。周延之分析宜包括初次交易成本及履行服務義務必備之系統及技術升級成本。因為證券化業務影響銀行不同部門，評估必須敘述關鍵人員或部門之責任。涉入負責資產證券化之每一領域經理人，均應評估其決策風險。

第七節 金融資產證券化之種類

適合作為證券化資產之類型特徵

將特定資產所得產生之現金流量作為基礎，用以達成募集資金之目的，原即為資產證券化之目標；然而，若以證券化之方式將此目標予以實行，則不論在程序面或實質面上均必須在一定程序上調整參與人之權利義務關係，實務上才屬可行。而資產之內容即應具備「標準化」之必要，以符合要式性之期待，然而因金融資產之多樣性本質，原即在一定程度上有其「非標準化」之特徵，此種情形主要有四個情形：1.資產之態樣因創始機構業務的分類而不同。2.資產現金流量來源者（或為債務人，或為債務提供者），其償還能力（或信用狀況）不同。3.債權之現金流量實現之前提要件各有不同。4.債權支付方式之情形亦屬個別。

因此，因應資產本身多不具備完全標準化之特徵，在一定程度上必將侷限資產予以證券化之程度，自不待言。從而，在資本市場上所得見之資產證券化工具，基本上均係在其結構、價格等因素取得平衡後，方有可能具備市場接受度。此所以非必所有資產組合均適於證券化，惟有彼等適於群組化且現金實現之時序具備可預見性之資產，方具備證券化之適格。即適合作為證券化之資產，基於其必須彙總為資產組合之必要，以利交易設計及信用評等，自應有其共通之典型特徵，可得說明者約如下述：

- 一、穩定之現金流量：作為適格予以證券化之資產，其基本之要素必須該資產本身具備在一定日期得以主張金錢債權之權利；易言之，資產本身必須得以一系列之現金流量而予以分析。
- 二、擔保或債務增強因素：必須為得以量化之現金流量，僅屬請求權之性質，於義務人違約之情節，投資人所期待之現金流量仍無足以確保；從而，一定程度之擔保或債務增強因素之提供，確屬證券化具備可行性之重要因素。

無一身專屬性：資產證券化欲使其具備可行性，資產本身不應有一身專屬性，一旦作為證券化之資產具備一身專屬性，必將涉及具體個別履行之問題，無從加以證券化。
- 三、同質性：基於資產必須加以群組化之必要，作為資產證券化之資產，至少必須具備相當程度之同質性。亦即，構成資產權利義務本身之內容或其創設之條件，不宜有根本性之差異，否則，欲將其架構為同一資產組合必將產生技術性上之困難。
- 四、可得分擔之風險：作為適合於證券化之資產組合，其個別之資產與其他同一組合內之資產（例如多筆之應收帳款）應具備得以分擔其違約風險之屬性，或得以藉由同一信用增強之方式加以處理，即單一特定資產其請求權之得以實現或不實現不致於影響整體資產組合之績效（因其可由共通之擔保加以保全），如為不然，若資產組合中某一資產所占比例相較於資產組合過高，則風險將過分集中，不易分散，此等資產即應另行以個別化之方式加以處理，不適作為資產組合之構成資產。

五、獨立於資產創始機構之安排可能性：資產得否適法且適時地繼續產生現金流量，不應繫於資產創始機構本身之因素；易言之，資產創始機構本身之相對履行條件或實力因素，無論如何均不應影響資產本身產生現金流量之可行性，此即為何資產證券化之過程多係透過將資產轉移至特殊目的組織予以處理之原因。

資產證券化基本類型

就適宜加以證券化之主要「資產」類型加以區分；證券化約可分就以下四種形式加以分類：

一、不動產抵押債權證券化

不動產抵押債權證券化為金融資產化中最早的產品，即是以住宅等不動產抵押貸款債權作為擔保而發行之證券，主要共可分為四種：(一)持分權證券 (Mortgage Pass-through Certificate)，(二)不動產抵押擔保債券 (Mortgage Backed Bonds，縮寫為 MBB)，(三)轉支付證券 (Pay through securities)，(四)CMO 證券 (Collateralized Mortgage Obligation，縮寫為 CMO，此為轉支付證券之變形)。茲分別說明如下：

(一)持分權證券：此乃係將金融機構擁有之抵押債權整批加以組群化 (Pooling)，以此組群為基礎來發行證券，持分證券持有人對該證券所憑以發行之擔保債權擁有不可分割之所有權，而原債務人償還之本金或利息，於扣除必要之手續費 (如原貸款機構之服務費及保證機構之保證手續費等) 後按比例支付證券所有者，此種證券為美國最早資產證券化之證券，且發行量亦最

大。

以美國最盛行之持分權證券為例其基本架構流程為：

1.抵押組群化

先由抵押貸款銀行及相互儲蓄銀行將種類、利率及還款期幾均相同之抵押貸款經由FHA（Federal Housing Administration聯邦住宅管理局）、FMHA（Farmers Home Administration農宅管理局）、VA（Veterans Administration退伍軍人管理局）保險或保證者，予以組群化，然後將該組群有關書類交由其他保管金融機構保管以示公允。

2.轉支付證書之發行及保證

GNMA收購之抵押擔保組群多為FHA或VA保證過之貸款，FHLMC及FNMA所收購的為一般貸款；由此三大政府機構發行轉支付證書並保證定期給付本息予證券投資人。若由民營金融機構發行之證券，其抵押擔保群組亦經過民間保險公司進行保險。

3.轉支付證書本息支付

轉支付證書發行後，每月仍繼續由原貸款銀行向抵押債務人收取抵押本金利息，在扣除一定之手續費後再轉交予轉支付證書持有人，抵押債務人可於抵押貸款到期前償還本金，而提前償還之本金則透過發行者支付予轉支付證書持有人。

由上面的流程我們可得知此種轉支付證書是屬於一種投資性相當安全的證券，其主因如下：(1)此種證券之原貸款有相關

機構之保險，例如 GNMA 轉支付證券其原貸款之本利償還有 FHAF、MHA 或 VA 進行保險保證，可免抵押貸款發生呆帳，而民間轉支付證券亦有民間保險公司來作原貸款之保險。(2)對此種證券本利支付之保證，如 GNMA 轉支付證書、FHLMC 或 FNMA 發行 MBS，分別由 GNMA、FHLMC、FNMA 對本利支付加以保證，若原抵押貸款人未能如期支付本利，這些機構保證投資人可按月收取本利。

另外，轉支付證書之發行者，在發行時對抵押貸款有所有權，且於投資人購買時將抵押貸款所有權移轉證券所有人，因此可視為轉支付證券之發行者於發行此證券時，將抵押貸款予以出售，此為資產負債表上資產之出售，與一般債券之發行增加負債者不同。

(二)不動產抵押擔保債券

不動產抵押擔保債券係以不動產抵押債權為擔保所發行之債券，為取得較高之債券評等，於發行時並未將原抵押群組抵押貸款所有權出售，因此必須有超過面額甚多之抵押債權作擔保，通常超額擔保率在 125%~240% 之間，如果取得最高評等之 AAA 或 Aaa 則超額擔保率必須在 180% 以上，此外截至到期償還為止，其殘存本金之超額擔保率必須一直維持。

不動產抵押擔保債券作為擔保之抵押債權，其並不因為投資人購買該證券而隨之移轉，而仍由發行者保有，此點不同於持分權證券，故其為發行者之負債，證券持有者僅擁有如一般

債權之債券。

抵押擔保債券投資人之現金收益並不直接來自於原貸款人之本息償付，而是來自於發行機構對票面本息之支付，此不同於轉支付證券，當借款人償還本息時，除扣掉必要之手續費（如原貸款機構之服務費及保證機構之保證手續費等），餘額直接支付給證券所有者。

(三)轉支付證券

此種債券結合前二者之特色，首先其發行時擔保之抵押債權並未隨之移轉給證券投資人，此點如同不動產抵押擔保債券，而其通常由特殊目的公司受讓資產後，由特殊目的公司將資產之現金流量切割、分期後發行不同形式之證券。

(四)CMO 債務證書

CMO 係轉支付款證券之變形，發行者以購入之抵押轉支付證券為擔保，發行 CMO，基本之特性與轉付款債券相同，惟其特徵為發行者將到期日及票面利率分為三到四種債券，其產生之現金流量依一定順序償還各種債券之本金利息，故可修正抵押轉支付證券之現金流量之不確定性，並迎合各種風險偏好投資者之需要。

二、其他債權資產證券化

債權資產證券化商品種類繁多，有以汽車貸款債權為擔保而發行之汽車貸款債權證券、以租賃債權為擔保而發行之租賃債權證券、以應收帳款債權為擔保而發行之資產擔保商業本票

(ABCP)、中小企業放款債權為擔保而發行之企業放款債權證券及信用卡應收帳款債權證券等，其形式與流程與不動產抵押債權證券之轉支付證券與 CMO 證券雷同，不再贅述。

三、特殊結構種類

(一)消除提前償還風險的設計－CMO 結構

為了消除或減低提前償還風險，遂有 CMO (Collateralized Mortgage Obligations) 的出現。CMO 以房貸抵押債權為擔保，依償還期限及利率不同而設計不同的債券系列 (Tranches)，因而能改善現金流量不確定性的重大缺陷。此外，其一些衍生性結構亦提供了對利率不同反應的創新產品，例如一個 CMO 有三個系列 A、B 及 C，各系列債券會依照順序支付本息，亦即在系列 A 債券完全清償前，系列 B 債券不會收到任何本金，同理 C 系列債券在 B 系列債券完全清償前不會收到任何本金。如此一來，提前償還的風險由第一系列先行吸收，不喜歡提前還款且偏好年限較長的投資人可避開前面的系列。至於各系列金額之分配及到期日的設定則是根據以往房貸抵押證券提前償還之經驗值。為了使房貸抵押基礎證券之本利償還現金流量金額與 CMO 到期日現金流量儘量一致，美國政府證券交易商及抵押貸款證券交易所所組成的公共證券協會 (Public Securities Association) 於一九八五年六月發表所謂「PSA 經驗值」公式，並強制規定從一九八五年七月以後發行之 CMO 皆需採用「PSA 經驗值」制定償還期限及金額償，以

對投資人有較好的保障。

CMO 隨後再經過改良分別以 Z-Bond、規劃攤提債券 (Planned Amortization Class ; PAC) , 浮動利率 CMO (FRCMO) 、分割房貸抵押支撐債券 (Stripped Mortgage-Backed Securities ; SMBS) 等面貌出現。

(二)創新性信用強化方式的誕生－CDO 結構

如前所述，金融資產證券化兩個主要的風險為「提前償還風險」及「信用風險」。早期，由於提前償還風險被視為有別於一般債券的重大弱點，故焦點大多集中在如何解決此一問題。但自一九九〇年以來，由於信用風險升高，處理信用風險的產品應運而生，CDO (Collateralized Debt Obligations) 即是此概念下的產物。

如同我們所理解傳統的 ABS 一樣，CDO 是一個固定收益證券。傳統的 ABS 後面支撐的群組資產可能為信用卡應收帳款、租賃租金、汽車貸款債權等，CDO 背後的支撐則是一些債務工具，如高收益的債券、新興市場公司債或國家債券、銀行貸款、或其他次順位證券，其中亦可包含傳統的 ABS、RMBS (Residential Mortgage-Backed Securities) 及 CMBS (Commercial Mortgage-Backed Securities) 。

如果資產群組的組成有高比率為債券性質，稱為 CBO (Collateralized Bond Obligation) ；反之，若背後支撐的絕大部分為銀行貸款債權，就稱之為 CLO (Collateralized Loan

Obligation)。

CDO 的發行係以不同信用品質區分各系列證券，基本上分為高級 (Senior)、中間 (Mezzanine)，和低級 / 次順位 (Junior / Subordinated) 三系列；另外尚有一個不開發行的系列，多為發行者自行買回，相當於利用此部分的信用支撐其他系列的信用，好像是股本的作用一般，故又稱為股本系列或收入證券 (Equity Tranche or Income Notes)，當有損失發生時，由股本系列首先吸收，然後依次由低級、中間 (通常信評為 B 水準) 及高級系列 (通常信評為 A 水準) 承擔 (不過在許多文獻及實例中，將次順位債券稱為股本系列，亦即認為 CDO 結構分為高級、中間及股本系列)。換言之，CDO 對信用加強係藉助證券結構設計達成，不像一般 ABS 較常利用外部信用加強機制增加證券的安全性。次順位、中間及高級系列亦可再依利率分割為小系列，例如，固定與浮動利率之別、零息與付息之分等等，以適合不同投資人的口味。各系列金額的決定需視所要達到的評等及最小籌資成本兩大因素決定。通常，高級系列占整體最大的比率，中間系列約為 5%~15%，股本系列占 2%~15%。

由上可知，CDO 的概念使得原來金融資產證券化僅侷限在處理優良信用品質的資產，轉變為可以利用不同信用品質分割的方法，達到處理資產品質不全然優良的目的，同時又滿足了市場不同風險偏好投資人的口味。

總之，資產證券化的種類因執行技術越來越純熟，資產種類也越來越多樣化，歸納起來可分為下列幾種：

1. 資產或附抵押之貸款證券（資產擔保證券ABS及抵押債權擔保證券MBS）

此類型之資產證券化，所涉及者係以具同質性債務關係之資產組合為基礎債務證券（有擔保或無擔保）。可得用以證券化之資產，可能係信用卡債權，汽車借款、不動產、抵押權、設備租賃或公司債應收款等。於美國實務上，此種資產擔保證券或抵押擔保證券即為資產證券化之基本類型。

2. 以未來之現金流量（Revenue-based）為基礎而融資之證券

事業體正常商業營運所得期待在未來一定期間內取得之收入（例如應收貸款、勞務收入等），如其具備穩定性及可預測性，自然可以成為證券化之標的。

3. 以營運所需之資產為基礎所為之證券化

事業體以其核心營運所需之資產（通常為不動產）為基礎，亦可加以證券化。

結論：不論上述各種資產證券化之類型，原則上皆以取得資金及移轉風險等為主要目的而為市場所採用。

金融資產基礎證券的特性

金融資產證券化商品是具有債券性質的固定收益證券，而所謂金融資產證券只認資產，而不像一般債券需注重發行機構本身，此種差異可從三方面探討：風險隔離、現金流量及風險分散。

首先，就風險隔離而言，本文一開始即一直強調，在證券化過程中，最重要的概念是原資產擁有者的風險必需與該資產分離，使得證券之信用風險不受創始組織的影響，因而設計出創始機構必須將該資產移轉給證券化流程中所謂的特殊目的機構，用以解決原資產擁有者發生破產或財務面臨問題時的爭議而移轉的過程必須為真實出售。

就現金流量特性而言，一般所謂的債券，其每期的現金流量係由票息乘上發行金額而得，最後一期則再加上還本金額，故現金流量穩定。但此處的證券化商品還本付息的來源為證券化資產的現金流量，因此現金流量會不會進來、有沒有延遲進來、甚或太早進來都會影響投資人的權益及報酬。尤其當原資產中的債務人，若因為某種因素提前清償本息，常是造成現金流量不穩定的原因，此為一般債券所沒有的特性，因而增加投資人的風險。

就風險分散而言，由於證券化是由許多金融資產的集合，此種證券的信用風險係建築在數量龐大且互相獨立的個體信用上，這麼大數量資產的信用品質（借款人的信用狀況）會同時遭受損害而集體不履約的可能性非常小，比之單一標的所發行的證券安全大得太多。也就是說，金融資產證券化風險的內涵已經改變，不同於單一企業的證券化，它本身就是一個風險分散的架構，往往比公債或同信用等級的公司債有較低的風險、較高的報酬。由於此種特性，使得此種證券在股票市場低迷或信用風險大增的環境下，比之一般證券更具吸引力，成為投資人喜愛的投資工具，可說為長久徘徊在公債與股市兩極化投資行為的台灣投資人提供一個不錯的中間選擇。

第三章 金融資產證券化的架構與流程

第一節 金融資產證券化的流程

資產證券化是以特定資產作為發行證券之基礎，故必須具備二項法律機制，其一為資產之分離，以隔離創始機構之信用風險及破產風險；其二為證券之發行，並以分離資產之現金流量來支付證券之債務，依金融資產證券化條例第四條第一項第二款明定可證券化之資產為指由創始機構收益及處分之下列資產：(一)汽車貸款債權或其他動產擔保貸款債權及其擔保物權。(二)房屋貸款債權或其他不動產擔保貸款債權及其擔保物權。(三)租賃債權、信用卡債權、應收帳款債權或其他金錢債權。(四)創始機構以前三目所定資產與信託業成立信託契約所生之受益權。(五)其他經主管機關核定之債權。其特點即是凡創始機構具有現金流量之資產皆可為證券化之標的，故金融資產證券化條例對於風險隔離及證券發行等規定著墨甚多，以下區分特殊目的信託制度（SPT）及特殊目的公司制度（SPC）兩種架構，來對架構與流程重點加以說明。

證券化是將企業或金融機構資產負債表中資產或負債、淨值項目轉換為證券的一種交易過程，金融資產證券化則涵蓋企業發行的商業本票（負債型），抵押權、應收帳款、商業放款（資產型）經移轉並重新包裝後所發行流通的證券。而金融機構的資產負債表中，資產主要是放款，負債主要是存款。通常放款的期限是較長期的，所以金融機構的資產流動性很差；另外，資產與負債的存續期間不一致，也使

金融機構面臨利率波動的風險，如何規避這類風險是金融機構面對的重要課題。若是能以放款資產為擔保發行證券，以放款資產產生的現金流量做為發行證券之本息償付，除了可以為放款創造出可以自由移轉的次級市場，提高金融機構資產的流動性之外，更可縮短資產與負債存續期間的差距，這就是所謂的金融資產證券化（Financial Assets Securitization），發行之證券稱為資產擔保證券（Asset Backed Securities，簡稱 ABS）。首先以資產證券化執行步驟來說明，架構組織則在下二節予以說明。

一、資產創始（origination）

金融機構透過不動產擔保貸款、汽車貸款、企業融資貸款、消費者信用卡等方式，對其客戶進行原始授信，將其所擁有之資金貸放給借款人，從而對該貸款人或借款人債務人取得各種名目之債權，因此在證券化架構下為原始債權機構為創始機構，由其將條件類似的授信債權彙整組群化（pooling），出售或信託予特殊媒介機構（SPV）。在證券化架構下，創始機構將資產出售（真實出售 True Sale）為主要特色，其目的一方面可以降低風險性資產進而提高自有資本比率，另一方面可以促進資產的流動性，強化資產負債的管理，此一步驟，一般又稱之為「資產創始」階段。

在資產適格方面，因國內尚未有一定標準，今以美國一九九六年公布財務會計準則公報第一二五號，Statement of Financial Accounting Standards No.125: Accounting for Transfers and Servicing

of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities，對於應收帳款「真實出售」的認定，需符合三個要件：(1)出售的公司放棄應收帳款未來經濟效益之控制，且無權再買回該應收帳款。(2)追索權之義務如收帳費用及壞帳能合理預估。(3)除行使追索權外，買受銀行不能要求出售帳款公司再買回該應收帳款。

二、特殊媒介機構

創始機構一方面為了強化證券標的信用評等，避免投資人對於資產創始機構因破產導致債權無法收回風險的疑慮；一般係由資產創始機構將債權組群出售給另一特殊媒介機構，以確實區隔標的資產與創始機構的關聯性，再由該媒介機構以該資產為擔保發行證券。在法律上，將該筆擬證券化之資產與金融機構或資產創始機構本身之經營風險予以隔絕，以免投資人對於資產創始機構將來萬一破產，將導致其債權無法收回之疑慮；亦即，將金融資產由金融機構名下，轉移至特殊目的公司名下或拿到信託架構下，使其與原來金融機構之信用產生「破產隔離」之法律作用。例如美國政府早期機構協助建置 MBS 市場所成立的 GNMA、FNMA 及 FHLMC 等機構，除了收購住宅抵押擔保放款之外，提供保證並發行證券即為一例。至於特殊媒介機構的組織型態以美國發展過程可以區分為公司型態、信託型態與合夥型態等三種，一般是基於賦稅的考量決定成立的型態。此亦為資產證券化之中最為重要之步驟。

三、信用增強

為了提高證券化後金融商品之信用評等等級，降低證券發行利率、提高信用等級、減輕發行證券之風險並促進證券之流通，使證券化商品對於投資人更具吸引力，往往由特殊目的公司或受託機構，對該金融商品提供超額擔保或設立差價專戶，或保留對原始授信銀行之追索權，或由第三者對之開發擔保信用狀或支付保證，或向保險公司投保，以加強證券化商品之信用。

基於一般採取的信用增強措施包括有：

(一)內部增強法：以付費方式委請銀行開具備償信用狀，採取優先、次順位證券的發行方式，由創始機構提供準備金帳戶，以超過證券發行額顯著程度的資產組群供擔保。

(二)外部增強法：向第三人購買保證或向保險公司投保，政府提供保證。

而各種信用增強方式的組合，並不一定採取一種的強化方式，有時會搭配多種方式，以取得較高信用等級。

四、信用評等

透過金融資產證券化過程所發行之有價證券，一般都須經過信用評等機構予以評估其信用風險。通常經過將該資產與創始機構信用分開、增強其信用等包裝程序後，相關證券所獲得之評等，往往將高於單純由創始機構直接發行證券所獲得之評定等級。

五、銷售

經由證券承銷商，將證券化後之金融商品賣給投資人，可分為公募與私募二種形式，證券化資產的承銷業務係由投資銀行及證券公司辦理，至於規模較大的資產群組大多會由主辦承銷商邀集多家承銷商共組承銷團共同辦理，證券化商品如符合一定之標準，尚可經主管機關核定，而於證券交易所或櫃檯買賣中心掛牌上市或上櫃，由法人或部分投資人購買，而增加證券市場之交易籌碼。

六、服務

由於證券化資產在特殊目的公司或特殊目的信託組織手中，對於本息收付、帳單寄發、郵件處理以及本息轉付等業務因十分繁瑣，通常無法由其處理，基於資產隨證券化移轉後處理的正確性與效率化，大多仍委由資產創始機構擔任組群服務的角色，其過程通常係由創始機構按期向借款人收取給付本息，再經由特殊目的公司或信託機構，將其交付予證券投資人。而除了提供證券化資產及其現金流量之管理及服務，負責支付本息及回收延遲付款等管理事宜；就創始機構而言，可運用資產收益與證券利息差價利益外，又可額外收取服務手續費，並仍繼續掌握舊有客戶不致隨資產證券化而流失客源，故創始機構大多亦樂於提供這項服務。

七、交易

證券化資產的投資者可以是個人或法人機構。透過證券化的交易，可以營造一個持續性的證券交易次級市場，提供投資人多樣化的投資工具。

第二節 特殊目的信託制度

「信託型態」與「公司型態」雙軌並行之架構

依據金融資產證券化條例，我國建構金融資產證券化之法制基礎，主要係兼採先進國家所常用之「信託型態」與「公司型態」架構，藉由「特殊目的信託」(SPT)及「特殊目的公司」(SPC)作為導管媒介，以發行所謂「受益證券」及「資產基礎證券」；亦即係雙軌並行，兩者並重。根據條例第四條第一項第四款之規定，所稱「特殊目的信託」，係指「依本條例之規定，以資產證券化為目的而成立之信託關係」。

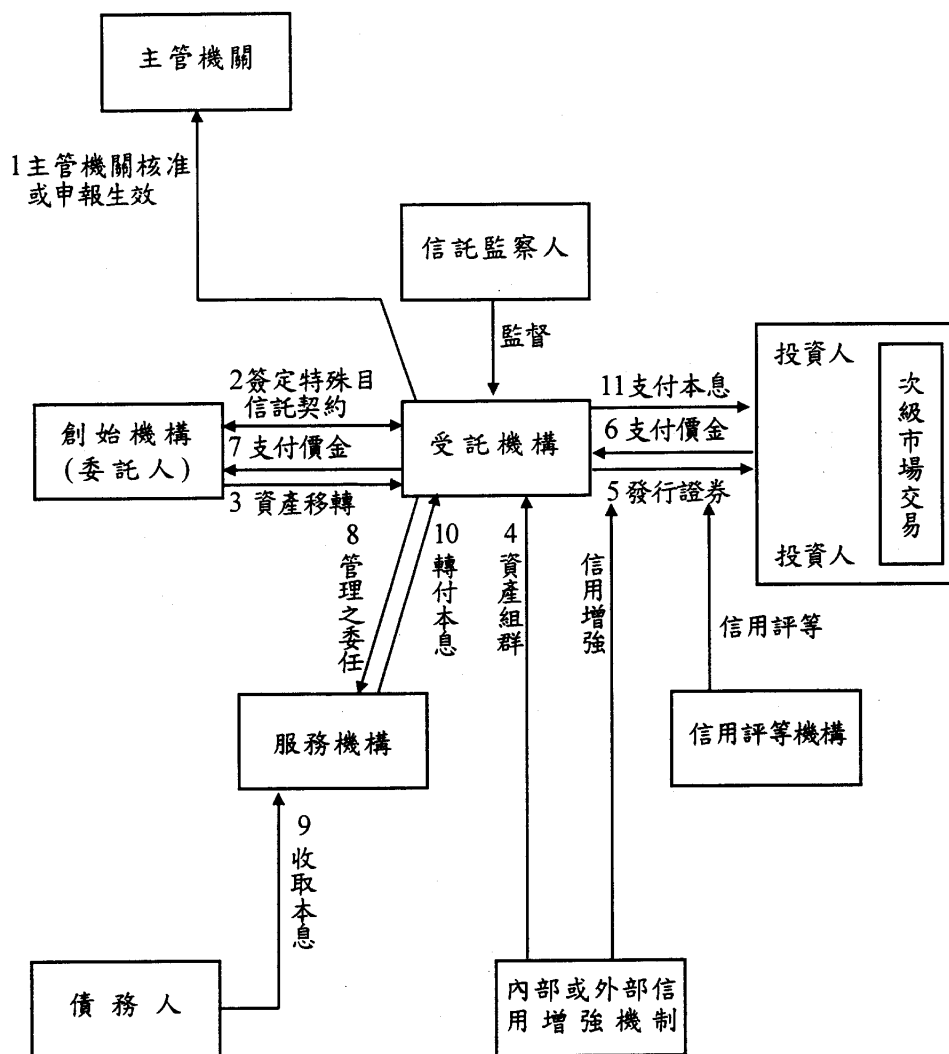
一、特殊目的信託之意義

特殊目的信託係以受益權證券化或資產證券化等特殊目的而設定之信託，且由於受託人所發行之受益證券，具有流通性或投資性之特點，按信託法第三十七條規定：信託行為訂定對於受益權得發行有價證券者，受託人得依有關法律之規定，發行有價證券。而金融機構利用信託行為作為資產分離之導管體，而欲使金融資產加以證券化，即可依照金融資產證券化條例發行證券。

二、特殊目的信託之成立

在信託制度下，受託機構之任務，主要包括(一)受託機構受託創始機構之金融資產，以隔離創始機構之經營風險；(二)受託機構依特殊目的信託契約所發行之受益證券，除經主管機關核定為短期票券者外，該受益證券係屬證交法第六條所規定之有價證券；(三)受託機構應向主管機關申請辦理特殊目的信託及發行受益證券；(四)受託機構得發行不同種類或期間之受益證券；(五)受託機構得對非特定人公開招募受益證券，亦得對特定投資人私下招募受益證券，且均得以無實體方式發行該受益證券；(六)受託機構接受創始機構之特殊目的信託後，應向主管機關申請核准辦理該項業務；(七)特殊目的信託契約中屬於信託財產之閒置資金，其運用方式受到法律限制，且原則上受託機構不得以信託財產借入款項；(八)受託機構得將信託財產之管理及處分，委任創始機構、其他金融機構或資產管理機構等服務機構代為處理。創始機構與受託機構在簽定特殊目的信託契約的同時，尚應擬具資產證券化計畫，一方面明定各參與證券化的參與者之任務功能與權利義務，一方面則明定金融資產證券化之相關細節，有關金融資產信託證券化之基本架構流程如下：

三、金融資產信託證券化基本架構流程圖



四、藉信託以隔離創始機構、受託機構之風險

財產經委託人信託予受託人後，名義上雖屬受託人所有，但實為具有獨立性之特殊財產，既非委託人財產，亦非受託人之自有財產，而是受益人享有信託利益之來源標的。更為重要的是，原則上任何人對信託財產不得強制執行（信託法第十二條第一項），故作為證券發行基礎之信託財產將可隔離創始機構風險。惟因信託法第六條第三項規定，信託成立六個月內，委託人或其遺產受破產之宣告者，推定其行為有害及債權，再依同條第一項規定，該債權人得聲請法院撤銷該信託行為，如此一來，將造成投資人於信託成立六個月內仍須面臨創始機構之破產風險，為避免此一障礙，條例爰排除信託法第六條第三項之規定（第五十三條）。

依據金融資產證券化條例第九條第一項第一款規定，受託機構發行受益證券，應檢具申請書或申報書及：(一)資產信託證券化計畫。(二)特殊目的信託契約書。(三)信託財產之管理及處分方法說明書。如委任服務機構管理及處分信託財產時，該委任契約書或其他證明文件。(四)有關之避險計畫與文件。(五)其他經主管機關規定之文件，向主管機關申請核准或申報生效，第十條規定資產信託證券化計畫應記載：1.創始機構之名稱、地址。2.特殊目的信託契約之存續期間。3.信託財產之種類、名稱、數量、價額、平均收益率、期限及信託時期。4.與受益證券有關之下列事項：(1)信託財產本金或其所生利益、孳息及其他收益分配之方法。(2)發行

各種種類或期間之受益證券，其本金持分、收益持分、受償順位及期間等事項。5.信託財產管理處分之方法，與受委任管理及處分該財產之服務機構。6.受託機構及信託監察人之職權及義務。7.為處理特殊目的信託事務所為借入款項及費用負擔之相關事項。8.如有信用評等或信用增強者，其有關證明文件。9.信託財產之評價方法、基本假設及專家意見。10.其他主管機關規定之事項。

另外，特殊目的信託契約則應記載：(一)信託目的。(二)委託人之義務及應告知受託機構之事項。(三)受託機構支出費用之償還及損害賠償之事項。(四)受託機構之報酬、種類、計算方法、支付時期及方法。(五)第五條第一項公告之方式。(六)信託財產之管理及處分方法。受託機構如將該財產委任服務機構管理及處分者，該機構之名稱。(七)信託財產本金或其所生利益、孳息及其他收益分配之方法。(八)各種種類或期間之受益證券，其本金持分、收益持分、受償順位及期間。(九)受益證券之發行方式及其轉讓限制。(十)受託機構於處理信託事務時，關於借入款項、費用負擔及閒置資金之運用方法。(十一)受託機構應召集受益人會議之事由。(十二)受託機構應選任信託監察人之事由及其專門學識或經驗。(十三)信託業法第十九條第一項及主管機關規定之其他事項。

特殊目的信託之委託人既已透過證券化，將金融資產之經濟利益及風險轉由受益人（投資人）享受與負擔，並取得金錢對價，如該信託財產仍受委託人控制或影響，亦將不利於信託之風險隔離機制，而可能損及受益人權益，故條例為避免創始機構對

信託機構之控制，亦規定創始機構與受託機構不得為同一關係企業（第九條第五項）。

而基於信託財產係為配發利益予投資人之主要基礎，而以信託財產具備獨立性為法律所明定，原則上任何人皆不能對提起強制執行之訴，另外為避免信託財產之不當財務操作損及投資人利益，條例中亦規定受託機構除為配發利益或本金給證券投資人外不得以信託財產借入款項，且為避免債務人提前清償造成資金閒置，亦允許受託機構得於一定範圍內運用資金，其運用方式包括銀行存款、購買政府債券或金融債券、購買國庫券或銀行可轉讓定期存單及一定信用等級以上之商業票據等（第十四條）。

五、由受託機構掌握信託資產並為管理處分

- (一)受託機構既受讓創始機構之資產並以之發行證券，即代表證券投資人持有信託財產，並擁有處分權利。
- (二)在管理權限上，受託機構可自行或委任其他機構管理處分信託財產，包括向債務人收取本金利息、催訴追討等。
- (三)依資產信託證券化計畫及契約約定，分配收益予投資人。

六、發行受益證券

受益證券發行方式之彈性

因應有價證券無實體化之發展趨勢，條例亦規定受益證券得不印製實體，其招募方式亦區分公開招募或私下募集二種（第十八條）。

關於公開招募，依據金融資產證券化條例第十七條規定：受

託機構辦理前項公開招募時，應向證券主管機關申請核准或申報生效，其處理準則及公開說明書之記載事項，由證券主管機關洽商主管機關定之。

而私募方面，除了受託機構向特定人私募受益證券時，受託機構應依主管機關規定之方式，向應募人或購買人提供投資說明書，並應於受益證券以明顯文字註記，於提供應募人或購買人之相關書面文件中載明（十七條）。所謂主管機關規定之方式，依據受益證券資產基礎證券私募特定人範圍投資說明書內容及轉讓限制準則規定，其對象為：（一）銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核定之法人、機構或基金。（二）符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金。第二款之應募人總數，不得超過三十五人。而其投資說明書則是規定應記載下列事項：（一）各種種類受益證券之發行條件：至少應包括發行金額、本金持分、收益持分、受償順位、期間及其他受益權內容。（二）創始機構、受託機構、服務機構、備位服務機構等相關參與機構之概況及應辦理事項：至少應包括機構簡介、營運概況、最近信用評等結果、義務及責任。（三）信託財產狀況：信託財產之種類、名稱、數量、價額、平均收益率、期限及信託時期。信託財產之評價方法、基本假設及專家意見。（四）信託財產之管理及處分方法：信託財產管理方法、信託財產處分方法、服務機構受委任事項。（五）為處理特殊目的信託事務所為借入款項及費用負擔之說明：借入款項之目的及對受益權之影響、借入款項總額、借入款項分配

使用情形、借入款項使用控管方式、借入款項之利息計算、費用負擔之預計、費用支付方式、費用不足支付之處理方式。(六)受益證券信用評等之結果及信用增強之方式：信用評等之機構、信用評等之結果及其說明、信用增強之機構、信用增強之方式。(七)依條例第十七條第六項規定應揭露事項：受益證券與創始機構之存款或其他負債無關，亦不受中央存款保險公司存款保險之保障。受託機構不保證信託財產之價值。受益證券持有人之可能投資風險，以及其相關權利。特殊目的信託契約之重要事項。(八)信託財產相關書表之通知期限及內容。(九)受益證券轉讓之方式及限制。(十)其他經主管機關規定之事項。

七、信託受益權之有價證券化

所謂信託受益權之證券化，指將信託受益權分割構造並以證券方式讓多數人取得，使受益權之行使及移轉與證券相結合，藉以促進受益權之規格化及流通性。查信託法第三十七條雖規定「信託行為訂定對於受益權得發行有價證券者，受託人得依有關法律之規定，發行有價證券」，惟所稱有關法律究指為何仍有疑義，實為一項宣示性規定；而信託業法雖創設共同信託基金制度，但屬金錢信託之範疇，對其他財產信託受益權之證券化未有著墨。

以信託架構為資產證券化或金融資產證券化之導管體，資產之創始機構及居於委託人之地位，將特地資產設定信託與受託人，使特定資產轉變為受益權，受託人將受益權加以分割並發行

受益證券表彰受益權，分割的目的即為使受益權流通吸收資金，並能轉換為資本市場上可投資之商品，而分割則可分為量的分割及質的分割二種，量的分割係指不變其權利內容，而按比例分割為小額或標準形式之持分單位，質的分割則是指將受益權內容加以區別，分有優先順序或分別表彰不同內容，其特點即在於將受益權分割為權利層次不同之性質，而使受益權有複層次之構造，是以，金融資產證券化條例第十五條規定：受託機構得依資產信託證券化計畫，發行各種種類及期間之受益證券。受益證券清償後，資產賸餘財產應依資產信託證券化計畫，分配與殘值受益人。回到第十條之規定，資產信託證券化計畫應記載：(一)創始機構之名稱、地址。(二)特殊目的信託契約之存續期間。(三)信託財產之種類、名稱、數量、價額、平均收益率、期限及信託時期。(四)與受益證券有關之下列事項：1.信託財產本金或其所生利益、孳息及其他收益分配之方法。2.發行各種種類或期間之受益證券，其本金持分、收益持分、受償順位及期間等事項，則是指此。且規定受益證券原則上為證券交易法第六條之有價證券，明確其有價證券性質（第五條）。

基本上，藉由發行有價證券方式，將受益權與證券緊密結合，有其在有價證券及資本市場上的法律及實質意義，一方面可使受益權之轉讓手續簡易化，有助於受益權之流通與變現性，另一方面則可使轉讓受讓人取得制度之保護，強化其轉讓之法律效力，是故，金融資產證券化條例第十六條規定：受益證券應編

號、載明下列事項及由受託機構之代表人簽名、蓋章，並經發行簽證機構簽證後發行之：(一)表明其為特殊目的信託受益證券之文字。(二)發行日及到期日。(三)受益證券發行總金額。(四)受益證券之發行申經主管機關核准或申報生效之文號及日期。(五)創始機構及受託機構之名稱、地址。(六)受益人之姓名或名稱。(七)受益證券關於本金持分、收益持分、受償順位、期間及其他受益權相關內容。(八)特殊目的信託契約之存續期間。(九)受託機構支出費用之償還及損害賠償之事項。(十)受託機構之報酬、種類、計算方法、支付時期及方法。(十一)受益證券轉讓對象如有限制者，其限制內容及其效力。(十二)特殊目的信託契約所定受益人行使權利之限制。(十三)其他主管機關規定之事項。前項受益證券之簽證，準用公開發行公司發行股票及公司債券簽證規則之規定。則是完全強化受益權證券化的形式與其後續之保護。

八、法律關係之調整

因信託法係從民事信託觀點架構之法律，未必符合特殊目的信託之營業信託或集團信託性質，故本條例針對委託人權利義務之移轉、受益人權利之行使方式特別規定，亦即委託人之權利義務原則上應移轉於受益證券之受讓人（第二十一條），受益人各項權利如異議權（信託法第十二條第二項）、同意權（第三條、第十五條、第二十八條、第六十四條等）、監督權（第十六條、第二十三條、第二十四條、第五十條等）、撤銷權（第十八條）等之行使，原則上應經受益人會議決議或由信託監察人為之（第

二十二條)。另外，為建構受益人會議制度，本條例並對受益人會議之權限、召集程序、決議方式、決議之執行等事項，均予明定（第二十三條至第二十七條）。

九、投資人集體行使權利及保護機制

(一)受益人會議：雖受託機構有其應有責任及義務，但仍難免有疏忽或利益與受益人利益衝突之情況發生，又受益人會議制度並非常設機關，且較屬事後救濟性質。金融資產證券化條例第二十四條至二十七條規定，受益人會議，由受託機構或信託監察人召集之。另持有本金持分總數百分之三以上之受益人，為受益人之共同利益事項，得以書面記明提議事項及理由，請求前項有召集權之人召集受益人會議。

受益人會議之決議，除本條例另有規定或特殊目的信託契約另有約定者外，應有表決權總數二分之一以上受益人之出席，出席受益人表決權過半數之同意行之。另受益人對於會議之事項有自身利害關係，致信託財產有受損害之虞時，不得加入表決，並不得代理其他受益人行使其表決權。且受託機構以自有財產持有之受益權，無表決權。

受益人會議之決議，由信託監察人或受益人會議所選定之人執行。受益人會議所選定之人，得以自己名義，為受益人為有關信託之訴訟上或訴訟外之行為。

(二)為使受益人平常即有監督受託機構之機制，本條例有信託監察人之設計，可由受託機構或受益人會議設置或選任（第二十八

條至第三十三條)，來發揮事前監督之效。

信託監察人得以自己名義，為受益人及委託人為有關信託之訴訟上或訴訟外之行為。但下列權利，不適用之：解除受託機構之責任。變更或終止特殊目的信託契約。同意受託機構之辭任、解任受託機構或聲請法院解任受託機構。指定或聲請法院選任新受託機構。其他依特殊目的信託契約約定信託監察人不得行使之權利。

第三節 特殊目的公司制度

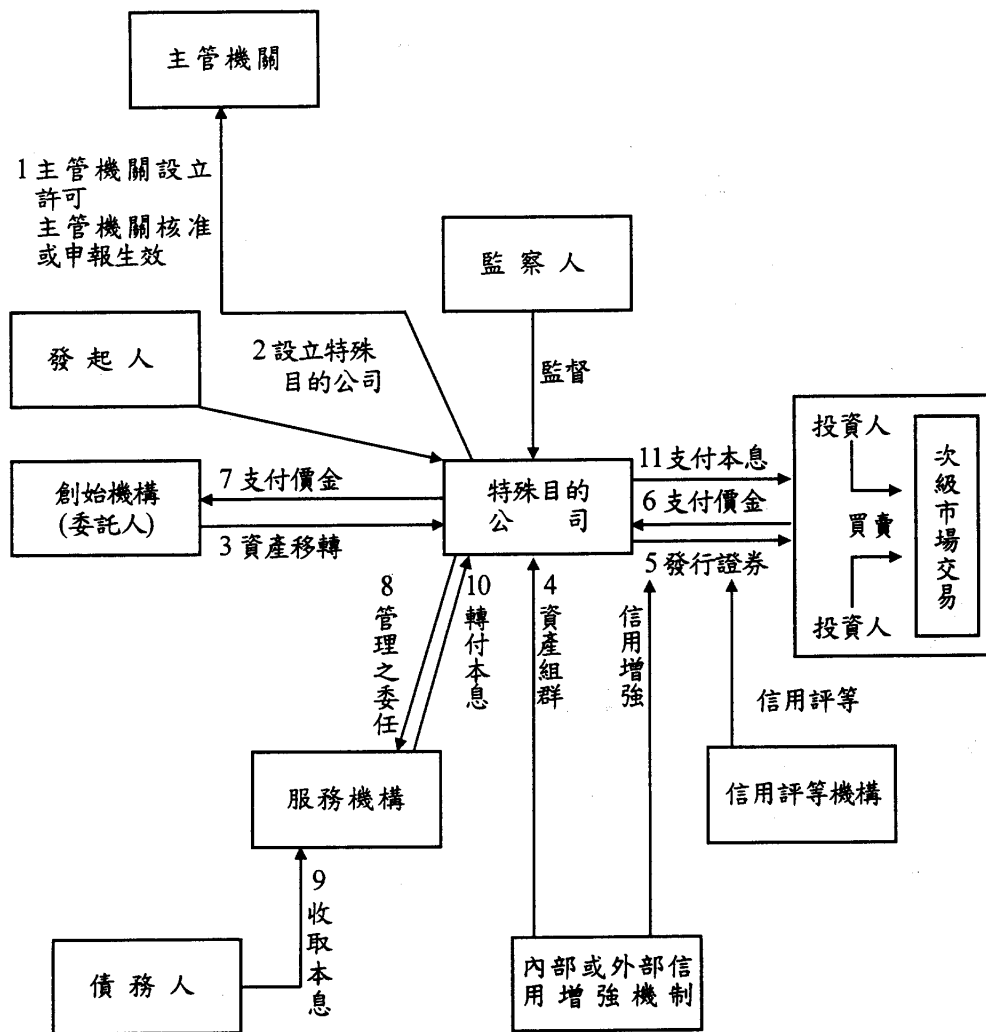
從當前先進國家資產證券化之實務，其資產證券化之架構設計，除了特殊目的信託外，尚有特殊目的公司與合夥等特殊目的機制，由於公司組織所能發行之有價證券種類最為多元，且其組織設計具有相當彈性，較為投資人所熟悉與信賴，因此較為廣泛，所謂特殊目的公司，即是為特殊目的而設立之公司，在資產證券化的運用上，就是以資產證券化為目的而特別設立之公司，在國外，通常是由創始機構一人為原始股東或發起人所設立，實務上，特殊目的公司僅作為資產證券化導管體之紙上公司，基於方便設立及租稅優惠等理由，通常皆在開曼、維京群島或其他租稅天堂註冊登記，以特殊目的公司之業務功能及目的來觀察，與我國現行公司法所規定之公司組織，有相當大的差異，因此，在金融資產證券化條例中第五十八條、第六十一條、第六十二條、第六十七條、第七十一條、第七十六條、第八十七條、第八十九條、第九十二條第四項、第九十四條、第九十八條、第一百條

明文規定，排除現行公司法相關條文對特殊目的公司之適用。另據條例第四條第一項第五款規定，所稱「特殊目的公司」，則指「依本條例之規定，經主管機關許可設立，以經營資產證券化業務為目的之股份有限公司」。架構設計上，該特殊目的公司具備下列幾項特性：(一)特殊目的公司應由銀行、信用卡業務機構、票券金融公司、保險業或證券商等金融機構組織設立，為股份有限公司型態，其股東人數以一人為限，且該發起設立之金融機構與創始機構不得為同一關係企業；(二)特殊目的公司應向主管機關申請許可設立，其公司章程應規定係以經營資產證券化業務為唯一目的，其章程所載公司股份總數不得分次發行，且除非經主管機關核准，股東不得將其股份轉讓與他人；(三)特殊目的公司至少應設董事及監察人各一人，最多各設置三人，以處理公司事務或為公司監督董事所執行之職務；(四)特殊目的公司發行資產基礎證券，應先向主管機關申請核准或申報生效始得為之；其依資產證券化計畫所發行之資產基礎證券，除經主管機關核定為短期票券者外，亦屬證交法第六條所規定之有價證券；(五)特殊目的公司得發行不同種類或期間之資產基礎證券；(六)特殊目的公司之自有財產及因受讓之資產而生閒置資金，其運用方式亦受到法律限制，且原則上特殊目的公司不得借入款項；(七)特殊目的公司亦得將受讓財產之管理及處分，委任或信託創始機構、其他金融機構或資產管理機構等服務機構代為處理。

一、特殊目的公司之設立

創始機構與受託機構在簽定特殊目的信託契約的同時，尚應擬具資產證券化計畫，一方面明定各參與證券化的參與者之任務功能與權利義務，一方面則明定金融資產證券化之相關細節，有關特殊目的公司形式之金融資產證券化基本架構流程如下：

二、金融資產證券化基本架構流程圖



三、受讓資產以隔離創始機構之經營風險

特殊目的公司之目的係為受讓資產並以該資產為基礎而發行證券，因本身經營之業務有限、組織亦應相對精簡，故本條例對於其設立程序、股東之權利義務、董監事之選任、權利義務、組織、重整合併解散等，均加以特別規定，並排除公司法部分規定（第三章）。特殊目的公司發行資產基礎證券取得資金後，向創始機構購買資產組群，並取得資產組群之控制權利，以隔離創始機構之風險。為避免特殊目的公司受到創始機構之控制或影響，本條例創始機構與設立特殊目的公司之金融機構不得為同一關係企業（第五十四條第二項）。另外，因投資人之償還基礎原則上以移轉之資產為限，如特殊目的公司涉及其他業務而有其他債權債務關係，將增加公司之破產風險，影響證券投資人之權益，故應避免其他債務之發生，爰規定特殊目的公司不得任意將其受讓之資產出質、讓與、互易、供擔保或為其他處分。此外，還限制其閒置資金之運用；不得經營資產證券化以外之其他業務。另該公司除為配發利益或本金給證券投資人外，不得借入款項；不得為任何人保證或背書。如此一來，因特殊目的公司無其他業務或債務，使得證券投資人之風險將侷限於資產本身（第八十五條至第八十九條）。

四、金融資產之所有權及管理權之分離

特殊目的公司雖受讓資產組群，為資產組群之名義權利人，但其本身並無經理人員或資產管理功能，其相關資產之管理處

分，包括向債務人收取本金利息、催討訴追等，係委託或信託與服務機構代為辦理（第八十四條）。但為保障投資人之權益，本條例亦有監督機構之設計，由監督機構代表證券投資人監督特殊目的公司及服務機構（第七十七條至第八十條）。

五、發行資產基礎證券

特殊目的公司制度方面，依現行公司法及證券交易法規定，一家新成立之特殊目的公司並無可能發行公司債（公司法第二百四十七條至第二百五十條），發行公司債亦有各項限制（發行限額、營業年度、財務狀況等），欲成為公開發行公司尚有資本額之下限，且在資產未有切割分離之情況下，其公司債投資人亦應面臨發行人其他經營風險，故在法律機制上應讓新成立、尚無財務資料之特殊目的公司，得有發行證券之能力。爰本條例對於特殊目的公司申請發行資產基礎證券之規範、證券監督機制之輔助等亦加規定。並規定資產基礎證券原則上亦為證券交易法第六條之有價證券。

在發行方式之彈性，同於特殊目的信託受益證券之作法，特殊目的公司亦得發行不同種類或期間之資產基礎證券，並可不印製實體有價證券，招募方式亦區分公開招募或私下募集（第一百零一條）。

第四節 其他重要規定

一、信用評等及信用增強

證券化商品之結構較一般證券複雜，為讓投資人得以辨識受益證券或資產基礎證券之償還能力，以確認其承擔之風險程度，特殊目的公司或受託機構對於非特定人公開招募之資產基礎證券或受益證券，由於涉及眾多投資人之保護問題，因此在條例之中明文強制規定，其必須經主管機關認可之信用評等機構評定其評等等級，藉以揭露基礎資產之品質（第一百零二條）。至於非公開招募之受益證券或資產基礎證券，則可由創始機構與受託機構或特殊目的公司依據市場之需要，自行決定是否進行信用評等。此外，條例中亦明文規定，依本條例發行之受益證券或資產基礎證券，得依資產信託證券化計畫或資產證券化計畫之規定，由創始機構或其他金融機構以擔保、信用保險、超額資產、更換部分資產或其他方式，增強其信用。而受益證券或資產基礎證券如有經信用評等機構評定其等級或增強其信用之情形者，條例中亦強制規定，受託機構應於公開說明書、投資說明書或主管機關規定之其他文件中，說明其信用評等之結果及信用增強之方式，以強化資訊公開制度，吸引市場客戶，爭取投資大眾信賴。至於私募之受益證券，則由創始機構依市場需求，自行決定是否進行信用評等。為提高投資人之投資意願，降低其投資風險，資產證券化會有信用增強之搭配措施，惟基於增強方式之多樣化，及為保持

商品之彈性，本條例並未規定信用增強方式，僅例示幾種常見方式如保證、擔保、信用保險、超額資產或更換部分資產等（第一百零三條）。至於信用評等之結果及信用增強之方式，及公開說明書或投資說明書加以充分說明，以供投資人參考（第一百零四條）。

二、資產移轉之便利性。

依我國民法第二百九十七條規定，債權讓與非經讓與人或受讓人通知債務人，對於債務人不生效力，但因資產證券化涉及多數債務人，逐一通知之手續未免繁複，亦可能影響創始機構與債務人之往來關係。為解決此一問題，本條例爰規定除依民法規定通知債務人、或向債務人寄發公告證明書以外，亦規定另外二種取得對抗債務人要件之方式，亦即，委請創始機構擔任服務機構之情況下得以公告方式取代、或依創始機構與債務人契約約定之其他方式（第六條第一項）。另外，因信託契約除包括金錢債權本身之移轉外，如創始機構與其債務人間之法律關係屬於雙務契約之性質者（例如創始機構對債務人繼續放款之義務、或出租對承租人維護管理租賃物之義務），亦有可能一併移轉創始機構對債務人所應負擔義務，此時，依民法第三百零一條規定，尚需該等債務人之承認，為簡化此一程序，創始機構與債務人亦得於契約約定以其他方式取代民法第三百零一條關於債務承擔應經債權人承認之規定（第六條第二項）。

三、課稅之特點

為了降低交易成本、促進證券化商品之交易活絡，條例中明文規定，金融資產證券化商品以受益證券或資產基礎證券出售後，除屬短期票券者採取分離課稅方式外，其餘受益證券之買賣交易，係按公司債之稅率課徵證券交易稅。至於金融資產產生之收益，亦即特殊目的信託財產或特殊目的公司受讓之資產其所產生之收入，根據條例規定，則係比照銀行業課徵其營業稅。另將特殊目的信託財產或特殊目的公司受讓資產之收入減除成本及必要費用後之收益，係屬受益證券受益人或資產基礎證券持有人之所得部分，則按利息所得課稅，並應以受託機構或特殊目的公司為扣繳義務人，另外，因受益證券及資產基礎證券原則上為證券交易法第六條之有價證券，且有類似債券之性質，爰本條例第三十九條規定其買賣比照公司債課徵證券交易稅，針對證券投資人所得稅方面，依本條例第四十一條第二項規定，係採分離課稅方式，並於實際分配與投資人時，由受託機構依規定之扣繳率扣繳稅款。至於扣繳率方面，對於投資人不分境內境外均以百分之六為原則，相對於短期票券百分之二十之分離課稅稅率，將更能吸引國內外人士投資。此外，因特殊目的信託或特殊目的公司僅為資產證券化之導管體，理論上其並非為投資之目的而受託或受讓資產，故資產之由創始機構移轉至導管體，應無營業稅或交易稅之課徵，條例中對於受託機構或特殊目的公司為執行資產信託或讓與計畫而移轉資產者，亦給予相關之稅負減免，包括因移轉資

產而生之印花稅、契稅及營業稅，一律免繳；不動產、不動產抵押權、應登記之動產及各項擔保物權之變更登記等，得免繳納登記規費。另因實行抵押權而取得土地者，其辦理變更登記，得免附土地增值稅完稅證明，移轉時應繳稅額依法仍由原土地所有權人負擔。但於受託機構處分該土地時，稅捐稽徵機構就該土地處分所得價款中，得於原土地所有權人應繳稅範圍內享有優先受償權。

而導管體管理處分信託財產或受讓資產之收入應依原來資產之性質及稅率課徵營業稅；財產或受讓資產之收入減除成本費用（例如受託機構之信託報酬、服務機構之報酬、支付給保證機構之保證費用、避險交易之費用等），應視為投資人之所得。

四、投資人保護機制

在該特殊目的信託制度下，條例設計有下列各項對受益證券受益人之保護機制：(一)受託機構得選任或經由受益人會議選任信託監察人，為受益人之權益行使權利及履行義務；(二)少數受益人得請求召集受益人會議、得請求信託監察人行使其權利、得向受託機構請求閱覽、抄錄或影印相關文書及表冊；(三)受託機構之行為違反法令或特殊目的信託契約，致有損害信託財產之虞時，信託監察人得為信託財產之利益，請求受託機構停止其行為；(四)反對資產證券化計畫變動之受益人，得請求受託機構以公正價格收買其所持有之受益證券。

另在特殊目的公司制度下，條例亦設計有下列諸多對證券持有人之保護機制：(一)特殊目的公司發行資產基礎證券時，為保護資產基礎證券持有人之權益，應依資產證券化計畫之規定，選任監督機構，並簽訂監督契約；但不得選任該資產證券化計畫所載之創始機構或服務機構為監督機構；(二)監督機構得以自己名義，為資產基礎證券持有人為訴訟上或訴訟外之行為；且得隨時查核特殊目的公司及服務機構關於資產證券化之業務、財務狀況及其簿冊文件，並得請求特殊目的公司之董事提出報告；(三)監督機構、持有同次資產基礎證券單位總數百分之三以上之持有人或特殊目的公司，得為資產基礎證券持有人之共同利益事項，召集同次資產基礎證券持有人會議；(四)除條例或資產證券化計畫另有規定者外，特殊目的公司不得將所受讓之資產出質、讓與、互易、供擔保或為其他處分；(五)特殊目的公司不得為任何人保證或背書，不適用公司法第十六條之規定；(六)特殊目的公司負責人，不得就資產基礎證券之募集或發行，為有關經紀或居間買賣資產基礎證券之行為。

五、透過主管機關之行政監督以確保業者遵循法規

條例之中規定，主管機關得隨時派員或委託適當機構，就資產信託證券化計畫或資產證券化計畫之執行狀況或其他相關事項，檢查受託機構、特殊目的公司、創始機構、服務機構或其他關係人之業務、財務或其他有關事項，或令其於限期內據實提報財務報告、財產目錄或其他有關資料及報告。另主管機關於必要

時，並得委託專門職業及技術人員，就上開規定之檢查事項、報表或資料等予以查核。此外，條例中亦明文規定，受託機構如有違反本條例或資產信託證券化計畫，主管機關得命令其將該業務及信託財產移轉與其他受託機構，或準用信託業法第四十四條規定，為糾正並限期改善、命令解除或停止負責人職務、停止一部或全部業務、廢止營業許可等必要處置；至於特殊目的公司，當其有違反本條例、章程或資產證券化計畫或財務業務顯著惡化，不能支付其債務或有損及持有人利益之虞者，主管機關除得予以糾正、命其限期改善外，並得視情節之輕重，為(一)撤銷或廢止許可(二)限期停止全部或部分業務(三)解除董事、監察人之職務(四)將其業務及受讓資產移轉與其他指定之人(五)停止發行資產基礎證券，或為(六)其他必要之處置。同時，亦明文規定受託機構辦理特殊目的信託業務，如發生重大事項時，準用信託業法第四十一條規定，應及時向主管機關申報及公告；而特殊目的公司如發生有存款不足之退票、拒絕往來或其他喪失債信……等情事者，亦應於事實發生之日起二個營業日內，向主管機關申報並通知監督機構，並應在本公司所在地日報或依主管機關所指定之方式公告。

第四章 日本之金融資產證券化

第一節 日本發展金融資產證券化的過程

日本政府為協助地方銀行之不動產擔保放款抵押權與債權出售，於一九三三年制定抵押證券法，准許抵押權與債權以抵押證券的方式出售，復於一九八七年通過抵押證券業法以強化業者的管理，惟發展情況並未樂觀，其後於一九九二年通過「特定債權事業管理法」（Regulations of Business Concerning Specified Claims; MITI Law），但僅允許少數資產如租賃、消費性分期付款（如汽車貸款）、信用卡等項目予以證券化，且限制少數取得執照之特殊目的公司（Special Purpose Corporation, SPC）或信託銀行才可承作。由於初期相關配套法令不完全和市場及投資者的認識與需求不足，因此限制了該項金融商品在日本的發展。直到一九九三年日本修改證券交易法，正式將住宅貸款債權信託受益憑證改列為有價證券，增加其市場流動性，其後於一九九四年六月通過「不動產特案共同事業法」，一九九四年九月准許國內發行資產擔保證券；一九九八年陸續實施特殊目的公司法（SPC）、債權轉讓特例法、公司型投資信託法，賦予銀行持有住宅貸款債權轉讓給特殊媒介公司時，如前往法務局登記，即可對抗善意第三人，無需債務人承諾或通知。依新 SPC 法所成立之特殊目的公司（SPC，或稱 Tokutei-Mokuteki-Kaisha (TMK)）共有 37 個。除此之外，一九九九年初實行的「債權管理回收業特別措置法」亦明確定義債權服務者（Servicer）的法律地位與規範，以及「出資法」

(Investment Law) 的修正，都直接或間接地促進日本證券化的實行，由於我國金融資產證券化之立法例乃承襲日本之立法，因此有必要先了解日本的金融資產證券化法制構造，並能從日本之立法經驗獲得啟示。

自一九七四年九月日本大藏省銀行局發布「有關抵押權住宅債權讓與之住宅抵押證書」函令，正式核准住宅抵押證書之發行。自八〇年代以後，日本銀行及非銀行機構即積極發展證券化市場。由於日本係大陸法系國家，著重於法律形式之傳統，故於證券化之過程中，除訂定信託法外，尚另訂詳細之財產信託法、抵押貸款信託法及土地信託法等。日本證券化相關商品首次登場，雖然是在一九八九年開發出之轉支付出售型之「住宅貸款債券信託」(多數、小額債權所組成之商品)，但是在投資階層及商品之自由度上，仍然受到很大的限制，因此，尚難稱其為正式之證券化商品。在同時期，尚有應用動產信託架構，以租賃資產為對象，發行所謂的「財產信託」的證券化相關商品。

日本金融資產證券化之法律規範，主要有「抵押證券法」、「抵押證券業管理法」、「信託法」、「信託業法」、「特定債權事業管理法」、「資產流動化法」、「債權轉讓特別法」、「債權管理回收業特別措置法」等，而基於法令上許可而發行之證券大致上則有抵押證券、住宅抵押證書、住宅貸款信託受益權證、資產擔保證券、資產擔保商業本票、優先出資證、特定公司債、特定商業本票、特殊目的信託受益權、住宅抵押債權證券及商業抵押貸款證券等，以下僅就

「抵押證券法」、「抵押證券業規制法」、「特定債權事業管理法」、「資產流動化法」、「債權轉讓特別法」、「債權管理回收業特別措置法」加以整理介紹。

一、抵押證券法及抵押證券業管理法

日本最早的金融資產證券化商品就是依據一九三一年公佈施行之抵押證券法而發行之抵押證券，其起源係因日本昭和初期，為解決金融大恐慌，促使金融機構之不動產抵押貸款債權流動化並得以快速回收資金，由抵押證券業者依規定向土地登記所提出交付抵押證券之申請，而由土地登記所發行之有價證券，以表彰抵押權與其所擔保債權，但因其非屬一般投資人可投資之金融商品，故並不流行。

二、特定債權事業管理法

除了銀行等金融機構可以以吸收存款方式籌措資金以外而必須以間接金融方式向銀行調度資金的租賃業或信用卡業，為使其得以將其租賃債權、信用卡債權及租賃物加以分割出售給投資人，增加其資金來源之管道，於一九九四年施行特定債權事業管理法，並於一九九四年開放透過將特定債權或特定物品等特定資產讓與給特殊目的公司的方式，藉以發行資產擔保證券（ABS）或資產擔保商業本票（ABCP）等，達成特定資產流動化的目的。

三、特殊目的公司法與資產流動化法

歐美等國資產證券化或流動化之架構設計，主要是藉由特殊目的公司或特殊目的信託等特殊目的機構（special purpose

vehicle) 受讓原資產所有之資產，再透過將資產小額分割及組群化而發行足以表彰受讓資產權益之證券，進而出售給投資人，亦即利用特殊目的機構在資產證券化的地位上扮演著相當於導管體的地位，以一部個人電腦來比喻整個證券化的話，特殊目的機構即是相當於主機板內的 CPU 一樣，負責運作整個流程，因而與其他各國一樣，日本為了提高金融機構自有資本之比率、促進不良金融資產處理、促使不動產市場之交易活性化、增進一般企業資金調度之手段及增加金融市場之投資工具等，於一九九八年公佈並施行特殊目的公司法，期透過創設特殊目的公司之方式，促進以不動產為主之特定資產流動化，之後為擴大證券化的資產範圍及增加特殊目的信託機制，更於二〇〇〇年將特殊目的公司法修正並更名為資產流動化法。

四、債權讓與特別法

依日本民法之規定，債權之讓與，非經讓與人通知債務人或經債務人承諾，對於債務人不生效力，且該通知或承諾上應已載有日期之證書為之，而未向債權之受讓人、假扣押債權人或破產管理人等第三人有效主張債權讓與之效力，尚應出示有確定到期日之證書，而雖然特定債權事業管理法訂有公告機制，但因尚有諸多限制條件，實務上實行有諸多不便，為此，乃於一九九八年公佈施行債權讓與特別法，並實施債權讓與制度，透過向法務省辦理債權讓與登記之方式，即具備對於第三人所應為之對抗要件，至於如欲具備對債務人之對抗要件，則必須以交付債權讓與

登記證明書之通知或取得債務人之承諾等方式為之。

五、債權管理回收業特別措置法

為促進不良金融資產之處理及債權之流動化，日本於一九九八年通過債權管理回收業特別措置法，規定以訴訟、調解、和解或其他手段，管理及收取所受讓之特定金錢債權為經營者，或受律師以外之人委託，就所進行之法律案件管理及收取其法律事務為經營者，為債權管理回收業，而特定金錢債權則是指，金融機構之貸款債權、特定債權事業管理法第二條第一項所指之特定債權、與金融機關政令所定特殊關係之融資業者所享有附不動產擔保之債權、信用保證協會或其他政令所定因履行保證契約之保證債務而取得之債權等。

六、法制特色

日本推動金融資產證券化之立法經驗，主要係透過制定或修訂「抵押證券法」、「抵押證券業規制法」、「信託法」、「信託業法」、「特定債權事業規制法」、「特殊目的公司法」、「資產流動化法」、「債權讓渡特例法」及「債權管理回收業特別措置法」等法律，以建構其資產證券化之法制。而基於上開法律得發行之證券化商品，則大致有抵押證券、住宅抵押證書、住宅貸款信託受益權證書、資產擔保證券、資產擔保商業本票、優先出資證券、特定公司債、特定商業本票及特殊目的信託受益證券等。在各相關法規之中，其中尤以於二〇〇〇年五月三十一日，由「特殊目的公司法」修正而成之「資產流動化法」最具參

考價值。該法所規範之工具或媒介（vehicle）組織，包括了「公司型態」與「信託型態」兩種基本架構。其中「公司型態」係於其商法及有限公司法之外，另行創設特殊目的公司制度，以規範其設立、股東權利義務、公司機關、證券種類、解散及清算等，以建立其透明導管之功能；至於「信託型態」之組織，則係依循信託法與信託業法之法制基礎，輔以調整信託利害關係人權利義務，利用信託原理而將特定金融資產轉換為信託受益權，據以發行受益證券而成為資本市場之投資標的。

一九九〇年代以後，更以企業之應收帳款債權為擔保而發行「資產基礎商業本票」（Asset-Backed Commercial Paper, ABCP），而其中最受矚目的就是，該資產基礎商業本票係使用美國的商業本票市場，以進行其跨國界交易，至於證券化資產方面，在一九九八年時以銀行貸款債權（60%），設備租賃及汽車貸款為主，但近年來由於政府注入公款，使得銀行不急於處理其自有貸款債權，因此證券化的標的朝向不動產、應收帳款及消費性貸款為主，在投資者方面，主要是以金融機構為主。

第二節 日本發展金融資產證券化所面臨的問題

證券化在日本已逐漸發展且被市場所接受，其發行規模也逐年增加，然而其過程中也有許多瓶頸待突破，也值得我們借鏡。

一、第三者債權保護

證券化的主要步驟，即是破產隔離，作法即是以真實賣出來

移轉債權，而債權移轉時，如何保護資產購買者在賣方破產時能有效追訴產權，以及在賣方賣給購買者時是否盡到告知債務人義務，並在無傷及與債務人間之商業關係進行證券化工作，一九九九年公佈新的登錄法，以在法務局登記的方式代替民法中需逐一通知債務人的方式，確實解決了不少問題，但是大部分的出售者為顧及客戶關係的維護仍會盡到通知的義務，仍須付出此一作業成本，完善的做法是一開始貸款時即在契約中約定，這樣債務人在證券化的過程中也較能接受使得過程較為順利。

二、信用評等觀念的建立

信用評等在證券化的過程中為發行證券成功與否的關鍵，投資人因信用評等的觀念引進可建立正確的資產等級及風險分散概念，尤其是資產證券化是將一筆或為數龐大的資產以重新包裝的方式賣給投資者，在包裝的過程中如何掌握資產的風險並加以透明化以增加投資者信心為信用評等的重要功能，而目前在日本的企業中擁有國際信用評等公司的評等並不普遍，故在引進外資投資日本證券化市場及分析資產狀況時即有相當的不利因素。而在國內，證券及公司的評等在一般投資人的觀念中一向是不重要的地位，如此在引用信用評等的功能常被忽略，也在證券化的過程中在各參與者引起很大的迴響。

三、風險模型的建立

證券化過程中，資產的分析也是占很大的重要性，而風險模型是一項分析資產風險重要的工具，不同的資產有不同的特性與

風險，在證券化參與者中，創始機構、特殊目的機構與信用加強機構都需要完整的風險評估，信用評等公司更需要建立完備的風險評估模型來協助瞭解資產的風險，因此相當重要。

四、產業透明化及歷史資料的建立

由於建立模型尤其重要性，因此各產業特性及債權的歷史資料則扮演相當的重要性，在日本及我國因為國情使然，透明化及歷史資料的建立較晚起步，仍需積極的推動。

五、政府相關稅務及法令現制的調整

證券化的推動在日本為政府所鼓勵的，這由不斷翻修適用法令的過程可以看出來，然而由於相關配套措施涉及政府不同部門的協調，尤其在稅制方面，由於稅制部門謹慎的態度給予證券化形成一小難題，在我國情形也是，這需要政府部門充分溝通協調及了解推動證券化的利基才能有效。

六、投資者觀念的改進

資產證券化商品在投資者需要建立一項重要的觀念，即是證券化商品的收益完全取決於資產內容，所以會有提前還款、遲延、違約等原資產可能發生的狀況發生，也取決於信用加強的方法與型態，所以投資者或發行者在購買或發行時均應儘相當大的注意力，了解證券化的內容，才能安心享受證券化商品的收益。

第五章 結論與建議

第一節 心得

證券化的前景

一直記得一件故事，在汽車尚未發明時，西方世界是以馬車為代步工具，當汽車發明出現後，在美國有許多製造馬車的公司面對汽車的出現毫不以為意，幾個老闆聚在一起時還嘲笑坐汽車的人，到了人們覺得這個不用養馬、可以直接從東部開到西部不用休息的交通工具有點方便時，馬車公司仍相信馬車有未來，還一起推出改良式的馬車，企圖挽回大眾的心，不久後，汽車的製作方法有了相當的改進也變便宜了，各項週邊環境也逐漸成熟，馬車不再受到重用，赫赫有名的馬車公司也面臨倒閉的命運，歷史不斷重演，當市場上有更進步的工具出現時，是接受、排斥還是比它更先進，重點在新事務能改變多少現況與未來趨勢，金融資產證券化從一九七〇年代發展至今，有一定的好處與其特點，這從他不斷的演進，方法與過程不斷的被改良以符合現實需求，規模與種類也日益擴大，重要的是，他愈來愈被接受與使用，金融機構如果像馬車公司一樣懷念美好舊日時光，只尋求傳統業務的小改善，五年後，十年後，誰還記得曾在華爾街叱吒風雲的馬車公司。

資產證券化是一項復雜的系統工程，需要健全的法律、法規、監管體系，一定的社會經濟、金融基礎，與之相適應的日益發展完善的資本市場，因此，在國內進行證券化操作中，包括 1.政府的積極支

持和適當參與。2.法律法規監管體系的建立與完善。3.各行業的配套發展。4.金融工程專才的培養與儲備。

在政府方面，目前政府的大力支持推動之下，包括政策傾斜，租稅優惠，審查速度等已有相當程度的積極，而在國內現有相關法規不斷完善的過程中，證券化業務也逐漸活絡，加以金融創新均是涉及多個領域、多種專業行業的綜合性工程，因此，證券化業務的推進還需要諸如會計師行業、律師行業、證券業、信用評等等各行業領域的共同發展來配合完成。

評價問題

此次研習過程，如同本文一開始所敘，時間太短，又因為本身所學及能力問題，尚未就證券化評價問題加以探討，而這一方面，因為歷史資料的取得與人員的培養問題，也是目前國內推行證券化時比較令人擔心的事，所以多件初期欲發行證券化產品之金融機構，皆以外商為合作目標，但是長期以往，仍需藉由培養此類專業人才與建立金融機構本身的基本方向與專業型態以便在未來占一席之地。

現有難題—資產證券化面臨的難題

以目前逐漸發展的證券化情形，尚存有下列障礙待克服，即銀行資產的資料難以適應要求，以目前銀行放款資料觀之，尤其是為數龐大的房屋貸款，並非為標準化格式，尤其是老行庫的資料庫中借款人本身資料不完整，信用資料不充分，透明度低；各銀行貸款資產質量參差不齊，標準化程度低。投資者基礎不穩固，面臨一項創新的金融商品，投資者的態度決定商品的成功與失敗，尚待建立基礎投資客

戶，使發行證券時在時點上面臨挑戰。

銀行如何推行資產證券化

銀行在資產證券化的過程中，做好角色轉換工作。資產證券化使大量融資由銀行貸款轉為通過直接融資方來實現，這對長期以往作為金融中介機構的銀行來說是一個很大的挑戰。但與此同時，資產證券化也為銀行的業務經營與管理提供了新的空間。資產證券化帶來的一系列影響對商業銀行的職能及其所扮演的角色都提出了新的要求。

從傳統的意義上來說，銀行的職能是創造貸款、持有貸款並對其進行風險管理與流動性管理。為了保證貸款的償還，銀行發展了它的資訊系統、信用評估與追蹤管理系統，以及積極、有序的債權追索系統，這使得銀行具有了非常強大的債權管理功能，銀行的利潤來源是存放款的利差，為獲得利潤，他們要求借款人按高於其支付給存款人的利息來支付。銀行主要職責是保護存款人的資金安全，其生存就依賴於其發放能有效返還的、有質量保證的貸款的能力。

金融資產證券化改變了銀行在貸款業務中與客戶之間的固定的債權債務關係，以銀行為中介機構的間接融資轉變成在金融市場上的直接融資，這使得銀行面臨著非中介化的考驗。在資產證券化的過程中，由於銀行在賣出資產時時大多同時成為債權資產的服務管理者，這意味著貸款銀行傳統的資金融通者角色大大淡化，轉而主要以債權管理服務者的身分介入金融活動，通過提供該種服務來獲取收益，銀行扮演了貸款發起人和貸款服務者的角色，主要進行資料收集、客戶篩選與信用管理，成為一個以銷售專業知識和能力為主而不是以銷售

資金為主的金融機構，這一變革為銀行在金融競爭日益激烈的環境下找到了新的生存空間。資產證券化使銀行從顧客獲取利潤的方式將從利差收入轉向手續費用的收取。銀行在實現資產證券化進行角色轉換的過程中，為了適應未來的競爭形勢，從證券化過程中積極調整收入來源結構，發揮其人才、技術和專業優勢，強化其獲取手續費、服務費收入的能力，從而增強銀行面向未來的競爭力。

第二節 結論與建議

工銀案例

本次研習期間，正值本行與台灣工業銀行合作台灣第一件依據金融資產證券化條例發行之金融資產證券，並有幸參與作業，以下簡述該案內容

一、型態：

發行之受益證券名稱訂為「台灣工業銀行企業貸款債權信託證券化受益證券」，主要架構是採取金融資產證券化條例內之特殊目的信託機制，由本行接受台灣工銀企業貸款債權及擔保物權的信託，並以信託財產為基礎，發行表彰享有信託財產本金或所生利益的受益證券。發行二種不同受償順位及期間的受益證券，第一順位受益證券金額二十七億六千六百萬元，發行期間自今年二月至九十五年九月，票面金額每張一百萬元，票面利率為固定年利率百分之二點八，按月付息，採私募方式銷售給特定投資人。次順位受益證券八億二千七百零八萬四千一百四十四元，由

台灣工銀持有，必須在第一順位受益證券本金及利率充分獲償後才能受償。

二、資產規模：

以台灣工銀四十一筆企業放款，合計三十五億九千三百零八萬四千一百四十四元及擔保權利、從屬權利作為資產組群，資產組群平均收益率為年利率百分之四點零四；資產組群分布於半導體等十三個產業；台灣工銀在成立此筆特殊目的信託及受益證券發行日後，不再信託新貸款資產或更新原有資產。

三、主要參與者：

創始機構、服務機構與次順位受益證券投資者－台灣工業銀行

安排者－法商興業銀行

財務顧問（銷售者）－台灣工銀證券等券商

特殊目的信託機構、備位服務機構與發行機構－台灣土地銀行

第一順位受益證券投資者－國內投資者

利率交換對手－法興台北分行

法律意見－正源法律事務所

稅務意見－致遠會計師事務所

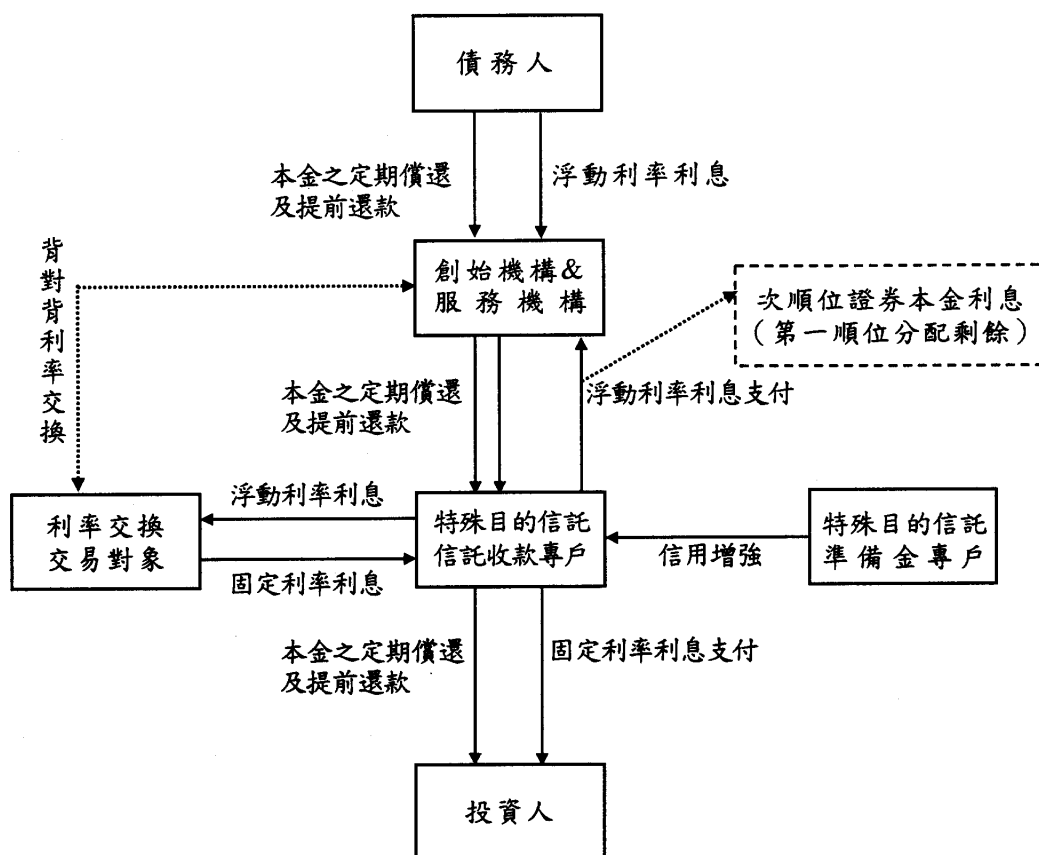
信評機構－台灣信用評等公司

資產負載表外意見－勤業管理顧問公司

資產查核－資誠企業管理顧問股份公司

四、現金流量略圖

現金流程表



本行在本案角色與過程

本件產品即為抵押貸款證券 (Collateralized Loan Obligation)，簡稱“CLO”，CLO 係以商業貸款 (commercial loans) 為資產移轉所發行之證券，以商業貸款借款人償付之本息轉付 CLO 持有人，惟所購入商業貸款之金額、期限、還本付息辦法等不盡相同，眾多借款

人所償付之本息（現金流入）與支付 CLO 持有人本息所需資金（現金流出）不易配合，故於發行前須先對商業貸款之現金流量詳細估算，俾憑擬訂可行之還本付息辦法，由於有律師與會計師並且加入信用評等機構等之參與，故不致發生未辦妥設押等有損 CLO 投資人權益之情事。類似之商品，如以不動產為擔保品之 Collateralized Mortgage Obligation（“CMO”）及以債券為擔保品之 Collateralized Bond Obligation（“CBO”），CLO 即源自此二金融商品。除 CLO、CMO 及 CBO 外，另有結合貸款及債券二者為擔保品之新商品，市場將此類商品統稱為 Collateralized Debt Obligation（“CDO”）。本行在這一件證券化扮演的就是特殊目的信託機構，受讓台灣工銀商業貸款並以之發行證券，在一開始討論中，因為協議內容與費用等問題，有關安排機構、法律意見、稅務意見、會計意見及信用評等的角色協尋皆由台灣工銀辦理，本行在特殊目的信託契約著墨較深，又因為擔任備位服務機構，在信用評等公司的要求下，花了相當大的心思在解決硬體與軟體的問題，相較之下，有關證券評價與現金流量設計則以較簡單的架構來設計，又因為是台灣第一件依照金融資產證券化條例發行之金融資產證券化之商品，在只許成功不許失敗的情況下，參與之工銀及本行同仁日以繼業不眠不休，終於在本（九十二）年二月二十四日正式發行，在此一案件中，感覺專業意見占有相當大的影響力，所以在以後如有機會應先與專業人士充分溝通，以專業意見先行協商後再完成相關文件將會有助於時間及進度之進展。

本行可擔任之證券化其他角色：

證券化的優點在於其彈性及多樣化，從資本市場的觀點而言，可同時對長期與短期市場籌資，從資產型態而言則又包羅萬象，如果國內能善加利用此一工具，則可為金融界開拓出另一領域並活絡金融市場，同時也使國內的產業界更加透明化，進而避免過去許多的金融弊端，並有效也建立起另一籌資管道，更加上由於信用風險分散的觀念及評等方法的引進，將使投資者獲得更多的保障與投資選擇，其可謂一舉數得。

但由於證券化的過程中涵括了金融、分析技術、業界及投資市場各項目，在推行之初將遇到許多不同層面的問題，因此從國外的市場經驗可助於台灣證券化的推動與發展。以下針對本報告提供結論及建議如下：

本行如欲擔任受託機構建請宜以策略盟方向規劃，加入法律、稅務、財務工程、會計等專業意見，就內部環境而言，其重點在於強化本身人力、資訊等專業技術，故已有多家銀行同業於此摸索階段，便採行與外商機構策略聯盟方式，以求有效、迅速汲取專業技術，並藉此培養提昇本行專業技術能力，本行如欲再次擔任受託機構建請宜朝此方向規劃。

至本行可擔任其他角色之分析：

一、參考國外金融業界考量資產負債表外的優點，對證券化的觀點已從籌措短期資金擴大為改善公司體質及提供固定之長期資金來源，本行亦可就資金來源、授信業務等進行更精確之財務分析，

將本身貸款委託受託機構進行證券化擔任創始機構。

- 二、考量分散投資風險，本行可將信託受益證券納入投資組合，擔任投資人。
- 三、本行擔任承銷機構，並藉由擴大客戶投資理財的方式，一方面朝本行轉型及銷售管道多樣化邁進，一方面充實行銷之角色。
- 四、擔任安排銀行機構，藉助策略聯盟及合作夥伴的專業能力，為客戶或積極尋找對象擔任證券化安排銀行之角色，以建立專業形象及增加無風險手續費收入。

本行如另外擔任簽證機構、服務機構、特殊目的信託監察人、保證機構或授信機構，因角色相對單純，進入市場之機會較承銷機構大，惟後二者角色收取手續費收入之時，應注意相對風險之評估。

結 語：

面對銀行發展非傳統業務，增加手續費收入，除了銀行會積極開展私人銀行業務，如信託、基金、境外金融等諮詢、委託、財務顧問、財務設計、個人理財等低風險業務外，個人也體會要積極學習新金融事務，俗語說不進則退，本次參與本行出國研習計畫，不僅開拓了個人視野，也深深的體認到，隨著國際化與自由化，金融商品不斷創新，傳統銀行業務變革不僅持續在進行，也愈來愈令人眼花撩亂，若不時時提升銀行的應變態度與行員的學習能力，在金融合併與淘汰快速的現代，下一個被淘汰的，是哪家銀行哪個部門哪個團隊哪一個人。

主要參考資料

1. 《Overview of Structure and Focus on Japan》 Moody's Investors service
2. 《Asset Backed Finance In Japan》 Mizuho Corporate Bank,Ltd
3. 《Seminar in Mortgage Basked Securities》 Jay Sa-Aadu
4. 《資產證券化理論與實務》 陳文達·李阿乙·廖咸興
5. 《金融資產證券化－立法原理與比較法治》 王志誠
6. 《論金融資產證券化與利益衝突之監理》 孫玉嬌
7. 《從實務及法律探討資產證券化》 蔡朝安·林沛君
8. 《金融資產證券化立法重點》 財政部金融局
9. 《資產證券化－Ginnie Mae 保證機制運作模式淺論》 徐如慧
10. 《我國金融資產證券化之研究》 薛舜仁
11. 《資產證券化－日本經驗之啟示》 張華平
12. 《金融資產證券化本行可擔任角色之探討》 土地銀行信託部