

證券商辦理資產證券化相 關業務之可行性研究 ——以金融資產證券化為中 心

委 託 單 位：中華民國證券商業同業公會

受 託 單 位：正源國際法律事務所

主持人：周行一 教授

蓋華英 所長

研究人員：鄭惠蓉

谷湘儀

黃文昌

姚正吾

吳建達

中 華 民 國 九 十 一 年 十 月

註解:



目錄~1



目 錄

第一章 前言-----	1~1
第一節 研究主旨及背景說明-----	1~1
第二節 研究方法、範圍與內容-----	1~3
第二章 國外資產證券化實務運作之介紹-----	2~1
第一節 前 言-----	2~1
第二節 資產證券化之演進及結構介紹-----	2~4
第一目 證券化的演進以及美國證券化市場的發展經驗-----	2~4
第二目 證券化商品的結構面-----	2~11
第三節 金融資產證券化流程中的參與者及其功能-----	2~15
第三章 資產證券化相關法制之介紹-----	3~1
第一節 美、日資產證券化之法制規範-----	3~1
第一目 美國資產證券化之法制規範-----	3~2
第二目 日本資產證券化之法制規範-----	3~5
第二節 「金融資產證券化條例」摘要介紹-----	3~7
第一目 立法源起及沿革-----	3~7
第二目 章節架構概述-----	3~9
第三目 總則-----	3~10
第四目 特殊目的信託-----	3~19
第五目 特殊目的公司-----	3~24
第六目 本條例其他要點-----	3~27
第三節 金融資產證券化條例相關子法-----	3~30
第一目 待制定之相關子法-----	3~30
第二目 已預告法規內容概述-----	3~31

第四章	證券商辦理資產證券化相關業務之障礙及建議	4~1
第一節	台灣證券商在金融資產證券化業務的可能切入角度	4~1
第一目	創始機構	4~2
第二目	管理服務機構	4~2
第三目	受託機構	4~3
第四目	評等機構	4~4
第五目	信用加強機構及流動性加強機構	4~5
第六目	領導承銷商以及包裝、架構團隊	4~6
第七目	證券商之需配合事項	4~11
第二節	法律面之障礙與建議	4~14
第一目	發展投資銀行業務及承銷業務之檢討	4~14
壹、	證券商擔任交易安排者(Arranger)	4~14
貳、	設立 SPC 之探討	4~16
參、	擔任創始機構之探討	4~17
肆、	承銷業務之探討	4~20
第二目	自營業務之檢討	4~25
第三目	經紀業務之檢討	4~26
第三節	小結	4~28
第五章	結論	5~1

參考文獻

證券商辦理資產證券化相關業務之可行性研究 —以金融資產證券化為中心

第一章 前言

第一節 研究主旨及背景說明

「資產證券化」(asset securitization) 於 1970 年代發軔於美國，行之多年後發展為相當成熟之金融商品，並經世界各國廣為採用，已成為企業籌募資金之重要工具，其特性除可提高資產流動性，減低企業募集資金成本，並可增加投資人投資標的選擇。傳統上銀行為金融中介市場最主要的參與機構，由於直接金融的興起，證券市場的發展逐漸趕過金融中介市場，銀行須調整資產負債結構，致力金融創新，以追求更有效率的資金運用，銀行資產證券化因之興起¹。而隨著國際金融市場之蓬勃競爭，引進資產證券化法制架構，促進國內金融商品多元性及市場國際化，亦為近年來國內財經立法之重要課題。

政府部門為期協助金融機構改善資產負債管理，提供企業新型籌集資金管道，於去年 2001 年開始積極進行資產證券化立法工作，而被財政部列為優先審議法案之「金融資產證券化條例」，已於今年 2002 年 6 月 21 日凌晨經立法院三讀通過，並於 2002 年 7 月 24 日經總統令公布施行，其相關子法及其配套措施，則亦自 2002 年 8 月以降陸續公佈；另一資產證券化重要法令「不動產證券化條例」草案，也於 2002 年 4 月 17 日經行政院院會審議通過送交立法院。因此，藉由「金融資產證券化條例」之公布

¹ 謝劍平，固定收益證券投資與創新，1999 年 2 月初版，342 頁

施行，相關子法及其配套措施之陸續完成，以及「不動產證券化條例」之積極立法，其所將建構完整之法律制度，使我國資產證券化之發展，進入一個嶄新的里程。

而據報章報導政府官員預估，初期金融資產證券化市場應以信用卡應收帳款為主，長期包括不動產抵押貸款、汽車貸款、租賃債權等，將能創造高達新台幣 1.4 兆元左右之金融資產次級市場，為我國金融機構改革創新之契機；並認為不動產證券化可助不動產業營運資金流動化，將是不動產市場景氣之轉機，被視為政府拼經濟之重大利多²。是可預見隨著「金融資產證券化條例」之完成立法，不僅促進其他資產（以不動產為主）證券化法案之立法工作，所將帶動金融機構及企業援用此項證券化工具以籌募資金，勢必對國內資本市場造成重大且立即之影響，就身為資本市場重要中介者及參與者之證券商而言，自應綢繆因應。

鑒於「金融資產證券化條例」已完成立法（與此條例相關之子法及配套措施，亦陸續由行政部門完成備置），而其內容除採「信託型」之特殊目的信託（SPT），以及「公司型」之特殊目的公司（SPC）雙軌制，並明訂銀行、保險業及其他包括證券商之金融相關機構，均可為創始機構。故本研究將以「金融資產證券化條例」為中心，探討證券商參與資產證券化業務，與得以辦理之業務範圍及商品種類外，並就本條例及其相關子法之內容介紹，及其對於證券商之可能影響等節，予以釐清及提出建議，俾使證券商得以充分準備參與辦理證券化商品之承銷（包括公開募集及私募方式）、受託或自行買賣，乃至擔任證券化流程之安排者（arranger），主導設計證券化案件，提高資產證券化效率及

² 中國時報 2001.11.01、中時電子報 2001.11.01、聯合報 2001.12.18、經濟日報 2002.04.18、2002.06.03

市場參與之深度與廣度。

第二節 研究方法、範圍與內容

本研究係兼採分析法與比較法，探討美國及日本資產證券化實務經驗、法制相關規範及其發展趨勢，同時考量國內證券市場之實際運作情形，並研究「金融資產證券化條例」及其相關子法與配套措施，與現行周邊相關法令之互動影響，研擬提出證券商參與資產證券化之分析與建議，以擴大證券商對資產證券化業務之參與，因應未來跨國性金融機構之競爭。爰將本研究第二章至第四章之主要內容及架構臚陳如下：

第二章：國外資產證券化實務運作之介紹

依國內外文獻介紹資產證券化之沿革與發展、基本架構、稅負、流程及各方參與者之功能與實務運作情形，並進一步就各方參與者，包括創始機構（Originator）、管理服務機構（Administrator）、特殊目的公司（SPC）、特殊目的信託（SPT）、承銷機構（Underwriter）、信用加強機構（Credit Enhancement）、投資人（Investors）之關係加以討論研析。

第三章：資產證券化相關法制之介紹

資產證券化起源於美國且發展規模最大，而我國法制與日本較為接近，故本章先就美國及日本資產證券化相關法制予以介紹。另我國已於今年七月正式公布施行「金融資產證券化條例」，且其相關子法刻由主管機關陸續訂定，為使讀者得以迅速瞭解我國金融資產證券化相關法制之全豹，本章爰就金融資產證券化條例及其相關子法草案之規範內容分節摘要說明之。

第四章：證券商辦理資產證券化相關業務之障礙及建議

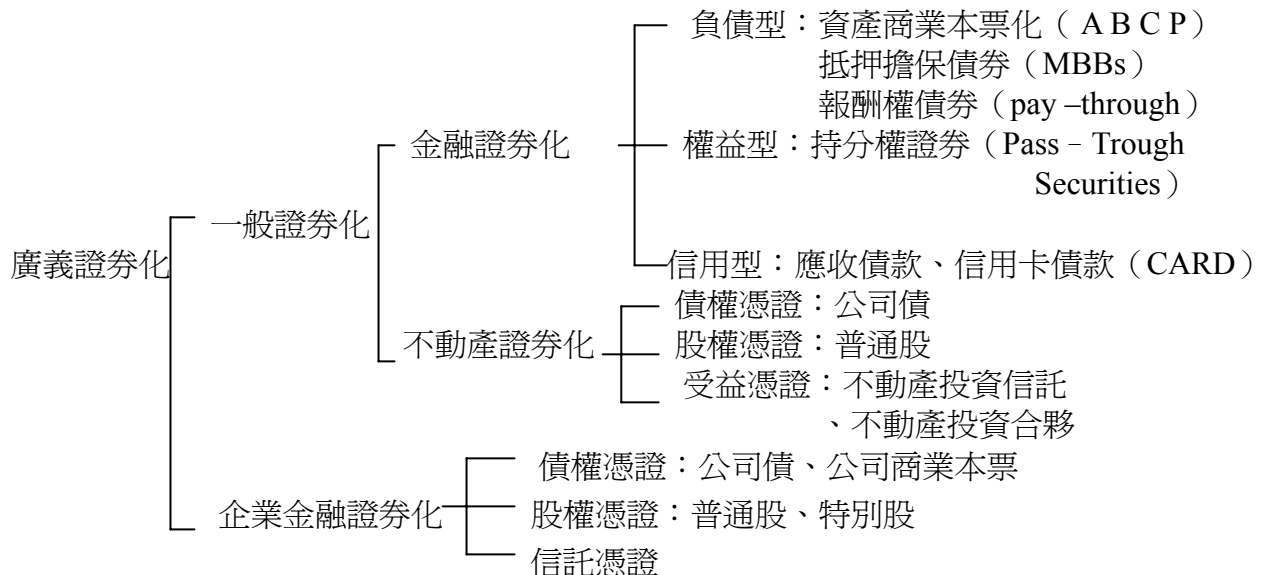
本章先就國外制度，探討我國證券商於金融資產證券化相關之業務可能切入之角度，包括擔任創始機構、服務機構、承銷機構，受託機構及評等機構等，以國外投資銀行業務之經驗，當以擔任領導承銷商最為重要。

而傳統上證券商所從事之業務僅為經紀、承銷、自營，且以限制兼營為原則。於金融資產證券化條例通過及相關子法發布後，誠有必要檢討相關法令，針對資產證券化商品之性質，釐清現行法令之疑義及排除障礙，以進一步擴大證券商對資產證券化業務之參與。

第二章 國外資產證券化實務運作之介紹

第一節 前言

圖一 證券化的分類



資料來源：參考「金融資產證券化及其對金融產業影響之探討」(1999) 金融財務第四期

金融資產證券化是指創始機構將各種對未來現金流量的求償權（金融資產如：應收帳款），予以包裝、架構、信用評等、承銷，銷售給投資人的程序，又可稱為信用證券化，其中創始機構並不必然是金融機構，任何企業只需擁有可預測的未來現金流量即可，例如：企業的應收帳款或應收租賃款項。同時，不動產證券化代表證券化某不動產，例如購物中心的未來現金流量，亦即針對該未來現金流量發行受益憑證。而企業金融證券化，則代表企業有資金上的需求，利用發股票、債券或可轉債等金融工具融通資金，而該證券的求償對象是該企業主體，而非特定某項金融資產。

金融資產證券化過程中，最重要的即是原資產擁有者的風險與該資產的風險必須脫離，使得該資產的風險、報酬可以被單獨衡量及定價，並藉此提升該融資需求的流動性，降低其資金的必要報酬。而資產的脫離代表的是合乎「法律上真實的出售」(True Sale At Law)，隔離該企業的債權人對該金融資產的求償權：即利用特殊目的機構 (Special Purpose Entity, SPE) 發行證券，以發行的所得來向創始機構承購該資產，關於破產隔離以及真實買賣的認定，在第三章會有詳盡的介紹。

金融資產證券化的另一個名字為結構融資 (Structured Finance)，傳統放款流程是由單一金融仲介機構單獨完成，從放款面：放款受理、信用、抵押品、償還能力審查到資金撥放；存款面：開發存款戶、接受存款，屬於垂直整合的企業活動，某個程度而言，這樣的結構使得專業分工的效益有限，而且各部門缺少動機從事於整個流程的效率追求，而證券化從創始、包裝架構、信用加強、信用評等、承銷、服務等流程中，絕大部分都是由不同的專業機構分工完成，也就是將傳統的貸放流程『結構化』，利用市場機制去完備每個證券化流程的價值創造，表一即是證券化相對於傳統貸放業務的價值增加 (value added)

表一：證券化相對於傳統貸放業務的價值增加

傳統貸放	證券化
不具流動性	可流動且可交易買賣
抵押品的價值衡量主觀且並非時時更新	由市場決定價值，某些商品每日洗價(marked to market)，使價格資訊更加透明
由創始機構自行衡量風險	交由第三者（評等機構及信用加強機構）衡量風險
創始機構的經營成本高	創始機構的經營成本低
貸款利率相對較高	貸款利率相對較低

資料來源：Leon T. Kendall ,” Securitization: A New Era in American Finance” in Leon T. Kendall and Michael J. Fishman ,eds, A Primer on Securitization(Cambridge :MIT Press,1997,p5)

第二節 資產證券化之演進及結構介紹

第一目 證券化的演進以及美國證券化市場的發展經驗

證券化(Securitization) 這個單字第一次出現是在一九七七年的華爾街日報一篇報導抵押貸款證券的特約專欄中，但關於金融資產證券化的起源，至少可以追溯至一九七〇年二月由美國政府國民抵押協會(Government National Mortgage Association; G N M A) 收購住宅抵押貸款而發行的持分權證券 (Pass Through Certificate)，當時候為了解決因為存款吸收不易、流動性不足，所可能引起的房貸資金不足。美國政府不動產貸款協會出面協助收購由聯邦住宅管理局或退伍軍人管理處所保證的房貸，匯集成族群並加以保證，然後再發行證券銷售給投資人，儲貸協會等金融機構得以再取得可貸放資金，而不致使住宅貸放業務萎縮，進而影響社會大眾的福利。

自一九八五年起，證券化的標的由抵押權擴大如住宅抵押債權、汽車抵押貸款債權、信用卡應收債權、學生貸款債權、租賃債權、應收帳款債權。其中以房貸為基礎發行的證券稱為抵押擔保證券 (M B S)，其他非由房貸為基礎所發行的證券通稱資產擔保證券 (A B S)，而資產擔保證券 (A B S) 中利用發行短期商業本票融通的稱為 (A B C P)。

表二是依據美國債券市場協會的統計資料 (到 2001 年第 3 季為止)，美國資產證券化的金額達到 5.3 兆美元 (其中 MBS 佔 4 兆美元，ABS 則是佔了 1.2 兆美元)，佔了美國整體債券市場 29.44%，此外在全球的資產擔保證券 (A B S) 去年的發行額亦達到 435.8 億美元。而表三可看出美國資產擔保證券 (A B S) 市場的主要組成，例如 2001

年第 3 季為止，信用卡帳款的證券化商品發行量達到 3506 億美金，佔 ABS 發行餘額 28.30%。表四則是以時間為軸，各種證券化標的及其特徵描述。

表二美國債券市場統計資料（到 2001 年第 3 季）

美國債券市場統計資料（到 2001 年第 3 季）								
	B =			T =				
	Billion			Trillion				
	市政公債	國庫券	聯邦政府債券	房屋抵押債券	資產抵押證券	票券市場工具	公司債	合計
新發行量	\$194.2 B	\$238.6 B	\$660.8 B	\$1,104.0 B	\$319.1	NA	\$673.4 B	\$3,190.1 B
每日交易量	\$8.1 B	\$286.1 B	\$89.3 B	\$103.4 B	NA	NA	NA	NA
市場流通餘額	\$1.6 T	\$2.9 T	\$2.1 T	\$4.0 T	\$1.2 T	\$2.5 T	\$3.7 T	\$18.0 T

資料來源：The Bond Market Association

表三 美國 ABS 發行餘額

單位：10 億美元

	總流通在外金額	汽車貸款	市場比重	信用卡	市場比重	房屋抵押貸款	市場比重
1995	316.3	59.5	18.80%	153.1	48.40%	33.1	10.50%
1996	404.4	71.4	17.70%	180.7	44.70%	51.6	12.80%
1997	535.8	77	14.40%	214.5	40.00%	90.2	16.80%
1998	731.5	86.9	11.90%	236.7	32.40%	124.2	17.00%
1999	900.8	114.1	12.70%	257.9	28.60%	141.9	15.80%
2000	1,071.80	133.1	12.40%	306.3	28.60%	151.5	14.10%
2001:Q3	1,240.30	182.7	14.80%	350.6	28.30%	178.1	14.40%

續表三

可移動式房屋之抵押貸款	市場比重	學生貸款	占全部比重	設備租賃	市場比重	高風險債券、商業貸市場比重		Other	市場比重
11.2	3.50%	3.7	1.20%	10.6	3.40%	1.2	0.40%	43.9	13.90%
14.6	3.60%	10.1	2.50%	23.7	5.90%	1.4	0.30%	50.9	12.60%
19.1	3.60%	18.3	3.40%	35.2	6.60%	19	3.50%	62.5	11.70%
25	3.40%	25	3.40%	41.4	5.70%	47.6	6.50%	144.7	19.80%
33.8	3.80%	36.4	4.00%	51.4	5.70%	84.6	9.40%	180.7	20.10%
36.9	3.40%	41.1	3.80%	58.8	5.50%	124.5	11.60%	219.6	20.50%
41.5	3.30%	57.4	4.60%	67.5	5.40%	159.2	12.80%	203.3	16.40%

資料來源：The Bond Market Association

儘管金融資產證券化商品自一九七〇年才問世，到 2000 年第 3 季已佔了美國整體債券市場的 29.44%，其中，但是證券化市場的發展並非一帆風順，因為證券化牽涉相當程度的法律修正、會計認列、稅法規定相關議題，而其中又以不動產抵押擔保證券（Mortgage-based Securities；MBS）市場發展最早，所以，從不動產抵押支撐證券市場的發展歷程中，可以大致說明整個金融資產證券化商品的演進，基

本上整個不動產抵押支撐證券市場發展可以分成兩個階段：

第一階段：將傳統的債權轉換成持分權證券：1970 年代，為了解決金融機構，尤其是儲貸機構（thrift）龐大資金積壓的問題，首先由美國政府機構「政府國民抵押協會」（Government National Mortgage Association；GNMA）、半官方機構「聯邦國民抵押協會」（Federal National Mortgage Association；FNMA）、「聯邦房貸抵押貸款公司」（The Federal Home Loan Mortgage Corporation；FHLMC）出面收購此類抵押債權，彙合重組並提供保證，發行持分權證券（Pass - Trough Securities），銷售給投資人，藉由政府贊助機構（government-sponsored enterprise）的介入，希望增加市場的接受度，不過該類證券化標的僅侷限於由政府機構例如：「聯邦住宅管理局」（Federal Home Administration；FHA）、「退伍軍人管理處」（Veterans Administration；VA）、「農民住宅局」（Farmer Housing Administration）等機構所保證的住宅貸款。

此外儲貸機構採行的方法是利用房貸債權為抵押品，發行債券，又稱為抵押擔保債券（Mortgage-Backed Bonds；MBBs）；嚴格來說，抵押擔保債券並不屬於證券化的商品，因為證券持有人的求償對象仍然是儲貸機構本身，而非該債權未來所產生的現金流量，另一方面，抵押擔保債券常會面臨過度抵押（overcollateral）的問題，也就是擔保品的價值常須是債券發行面額的二到三倍，亦造成資金運用上的無效率。

為了充分解決金融機構流動性不足的困難，首先，美國商業銀行和所羅門兄弟公司合作發行具有最高信用評等等級的持分權證券（Pass - Trough Securities），這是第一個由民間機構發行的金融證券化商品，但是這個金融商品亦遇到許多的問題。

第一個問題來自稅負，金融資產證券化商品是一項全新的金融商品，稅法上並沒有對它的規定，而又因為金融資產證券化的要件之一：即是該金融資產與原創始機構的風險分離也就是合乎「法律上真實的出售」(True Sale At Law)，於是該金融資產轉移至特殊目的機構時，若被視為出售，將面臨課稅的問題，但是當該特殊目的機構發行證券，亦將面臨再次課稅的困擾，為了不造成雙重課稅及所得稅問題，進而影響金融資產證券化商品的發展，國稅局同意該項證券適用於讓與信託 (grantor trust)，即等同於父母利用信託將財產轉移給子女的方式，解決了金融資產證券化商品的課稅問題。

第二個問題來自各州政府的不同投資規定，例如由美國儲貸協會在 1977 年在全美五十個州首次發行最高投資等級的持份權 (Pass-Through)，其中只有十五個州的州法律承認其為合法投資項目，此外，許多投資機構認定該種證券屬於房地產投資，以紐約退休計畫為例，明訂所有的抵押單位的貸款至少需超過一百萬美金，才符合投資標的，也就是表示以一般住宅貸款為標的的抵押擔保證券，將無法成為投資標的；再者，由於採用的是讓與信託 (grantor trust)，也就是指該信託行為必須完全被動，也就是必須排除任何型式的資產再組合、管理、包裝、現金分流，也就是投資人必須承受全部的提早償還風險、利率風險及剩餘的信用風險，而一般而言，住宅貸款的法定期限通常為三十年，也就表示該投資的投資期限可能長至三十年，再加上當時的次級市場並未熱絡，所以並不符合短期投資人的投資需求及風險管理，亦使得證券化市場的發展極有限。

另一個問題來自證券市場交易面：住宅貸款的法定期限通常長至三十年，但是存續期間卻隨時可能因為債務人提前償還或是無法還款，而使該契約提早到期，而當時華爾街並沒有技術與能力來準確評

價這種提前償還的風險，更何況一般的投資大眾，這個問題的突破一直要到 1979 年才由 Helen Peter 獲得解決，她針對房貸的本質及其對經濟狀況的反應從事研究，提出一般房貸的存續期間及相關特性，使得華爾街及投資人開始瞭解這項商品的風險特性；在此同時，因為證券化商品的本身較為複雜以及投資人對它完全不熟悉，為了打開市場，華爾街當時的策略是採取以單項信用等級（single-A）的價格賣出相當於最高信用評等（triple-A）的金融證券化商品，使得投資人不得不去注意該項商品。

最後一個問題來自會計紀錄，一般債券是半年付息一次，而抵押擔保債券（MBS）的利息卻是每月即須重新計算本金利息，因為其中涉及提早償還的本金部分以及相關的現金流入，在資訊科技（Information Technology）不發達的情況下，更使得人力記帳工作異常的繁重及困難，使得金融資產證券化商品的發展有極大的限制。

第二階段：現金流量及信用風險分割問題的解決：這個階段涉及將原先一個投資組合，切割組合成由三年、五年、十年期甚至純粹只領利息或本金的證券化商品，透過分割標的資產組合，使得各項證券的現金流量、提早償還風險及利率風險更容易預測與定價，也使得各種投資人可以找到符合各自需求的投資標的，更擴大證券化市場的流動性。針對第一個階段，金融資產證券化商品所面臨的問題，在此階段開始獲得重視與解決：

壹、首先是法律問題的解決：1984 年美國國會通過（Secondary Mortgage Market Enhancement Act；SMMA），使得各州法律必須接受信用評等為投資級的金融資產證券化商品列為可投資標的，正式使抵押證券成為合法的投資標的。

貳、第二個問題解決來自商品結構及稅法方面：

早期的金融資產證券化商品形式相當侷限，無法滿足各式投資人的需求，於是華爾街創造了抵押擔保債務憑證 Collateral Mortgage Obligation(CMO)，抵押擔保債務憑證的概念非常容易，不再將整個抵押貸款組合視成單一個組合，而是將它視同由不同現金流量所組成的組合；也就是將原先單一的抵押貸款組合切割成為數個憑證 (Tranches)，每個憑證有各自的付息利率及本金或利息償還順位，每一個憑證 (Tranches) 皆可成為單獨的投資標的，相較於原先的 Pass - Through MBS，個別憑證的存續期間和提前償還風險較一整個抵押貸款組合容易估計，此外，不同的 Tranches 利用不同償還順位的設計，使得個別 Tranches 的存續期間可長可短，滿足了不同投資期間的投資需求。但是因為抵押證券為了避免雙重課稅的問題，而採行讓與信託 (grantor trust)，也就是必須排除任何型式的資產再組合、管理、包裝、現金分流，於是抵押擔保債務憑證的結構將抵觸了國稅局原先對該項證券的認定，所以最早的抵押擔保債務憑證的結構最多只能擁有三個憑證，為了解決這一個問題，美國國會於 1986 年的稅法修正法案(Tax Reform Act)中創造了(Real Estate Mortgage Investment Conduit; REMIC) 的稅賦機制，凡符合其中要件者，均可享有免稅或優惠賦稅的待遇，所以自 1986 年起抵押證券開始呈現倍數發展。

參、第三個部分是針對運算技術層面：金融資產證券化商品早在 1970 年代已存在，但遲至 1980 年代，華爾街才開始考慮持份權抵押證券的現金流量切割，也就是後來押擔保債務憑證的產生，其中最大的關鍵問題，來自於當時電腦運算能力的不足，以致於無法藉由現金流量的切割創造新的證券商品，再者，電腦運算能力的增

強，亦使得金融資產證券化商品投資的後台作業 (back office)，包含本金利息的償還記載工作負擔。

肆、第四個問題來自投資人層面：機構投資人所進行的投資行為並非一般的絕對投資 (absolute investing) 而是相對投資 (relative investing)，也就是機構投資人的投資績效必須與一個普遍接受的指數 index 相比較，傳統的退休基金經理人習慣以債券指數作為績效衡量標準，除非他確信他的績效可以勝過指數，否則並不接受將抵押證券放入投資組合中，而當時候並沒有所謂的抵押證券指數，所以將抵押證券放入投資組合的基金經理人，將面臨更多的績效衡量問題。

對這個問題，華爾街提出的兩個解決方法，首先利用電腦運算技術，將現金流量包裝、架構成更類似債券架構，使它的殖利率 (yield) 及全部報酬 (total return) 更容易預測，並在 1985 年成立抵押證券指數，讓機構投資人的投資績效能夠更客觀的被衡量，也使機構投資人更願意將抵押證券納入投資組合。另一個解決辦法來自對投資人的教育，透過投資人研習會的舉辦、研究報告的發表及散播、大型說明會的召開，以及電話行銷的採用才使得證券化商品有如今的榮景。

對於美國證券化市場的興盛至少可以歸結於四個因素，也是其他國家可以借鏡、學習：

一、相關法律、稅法的修正

二、電腦運算能力的增強

三、對投資人的教育

四、政府贊助機構 (government-sponsored enterprise) 的積極介入

第二目 證券化商品的結構面

整個證券化商品的藝術來自於如何將原先的債權重新切割、包裝成為符合投資人及創始機構需求的新金融證券商品，換句話說，也就是如何架構(How to Structure):在證券化的領域中，架構不只是單層面的考量，而是多層次的思索。從最基本的證券形式的考量：新的證券商品是債務證券或是以權益證券表彰；SPE（特殊目的機構）設置地的選擇（涉及各地稅率不同），到證券發行市場、發行工具及發行形式的選擇，主要影響關鍵來自於證券化的標的資產的不同；其他關於稅務、會計、信用加強、流動性加強的選擇則與標的資產及法律管轄相關。

公司層次：金融資產證券形式的選擇

這階段的選擇主要在於創始機構對於證券化形式的選擇，最基本的結構選擇來自「權益型：持份權（pass - through certificate）」與「債券型：報酬權債券（pay - through）」之間，在會計上，前者視為將標的資產出售予證券投資人，而後者的發行則是以債權為擔保品，在資產負債表上則列為負債。

所謂持份權，代表證券持有人直接擁有該擔保組合債權的利益，持分權證券必需經由讓與信託才能發行。因此該證券產生的現金流量，不管是本金或利息，經服務機構扣除必要之服務費、保證費用、信用加強及流動性加強費用、信託費用後，全數直接轉支付給證券投資人，因此該證券的發行機構不得變更該組群的現金流量，否則將不被承認為持分權證券。

持分權證券的特性：

一、投資者對於原發行機構通常不能行使追索權，發行機構亦無保證

證券價款的支付，本息的償還純粹由標的資產以及信用加強來決定。

二、發行機構將債權「出售」給證券持有者。其出售所產生的利得或損失，需列入損益中。

三、組群產生的現金流量直接付予證券持有者，所以證券投資者直接面對提前清償的風險（即再投資風險）。

四、持分權證券無法分割與包裝架構出符合各種期間投資者需求的證券，且基於提前償還的原因，使該證券的存續期間較無法估計，在投資組合管理上頗為不便。

債券型（pay - through）報酬權債券

報酬權債券結合了持分權證券與擔保債券的部份特質：（1）擔保組群的貸款本息，轉支付給證券持有者，因此當有提前還款時，債券本金攤還金額也跟著上升，因此與持分權證券一樣。（2）此證券以貸款或持分權證券為附擔保品，在資產負債表上列為負債，具有擔保債券的特性。此證券的最大特色，在於其現金流量經由重組以後，依投資者對其間、利率、風險偏好，發行各種層級的證券。如 Senior Bond, Junior Bond、Z Bonds、Pac, Strip、P/O, I/O、Residual Bond……等等/。

報酬權債券相較於持分權證券，具有下列優點：

一、透過現金流量與信用風險的分割與架構，較能預測存續期間與收益，彌補了持分權證券期間與收益率不確定的問題。

二、不同憑證（tranch）的證券能滿足各種投資者的風險及投資期間需求，

SPE（特殊目的機構）設置地的選擇：

稅賦的考量通常決定了 SPE（特殊目的機構）設置地的選擇，稅賦的考量涉及證券化過程中的每一個參與者，甚至包含最初的借款人，所以許多交易的 SPE 選擇設置在租稅天堂例如：開曼群島，以享受租稅優惠；其中在證券化的過程中，涉及下列幾項稅賦：

- 一、印花稅(stamp duty)：因資產轉移過程中產生
- 二、資本利得稅(capital gains tax)：創始機構因資產轉移所認列的資本利得
- 三、附加價值稅(value added tax)：在轉移、包裝結構、服務過程中創造的價值
- 四、公司稅(corporate tax)：針對 SPE 所產生的利得
- 五、就源課稅 (withholding tax)：相關的股利或利息所得

金融資產證券化發行方式的選擇：

這個議題將涉及證券化商品的發行：透過公開發行（public issue）或採取私人募集（private placement）的方式，不同的發行方式必須考量相關的因素例如：該證券化商品的目標投資人、貨幣選擇、資訊揭露的規定、信用評等的採用與否，發行規模的大小、及成本考量。一般的比較考量如下：

- 一、公開發行通常較具流動性，因此所必須支付的利率通常也較低。
- 二、公開發行通常需要支付較高的先前費用（up-front expense）例如支付證券交易所的費用以及相關的印刷費用。
- 三、公開發行證券的目標投資人較私人募集的分散，所以需要較多的信用評等使用。
- 四、對於較不具一般性的證券，私人募集在執行上較具效率，因為私募的投資人較有能力參與相關文件的簽訂、以及商品的架構，使的投資人的需求得以在最短的時間內，以最少的誤差方式獲得滿足。

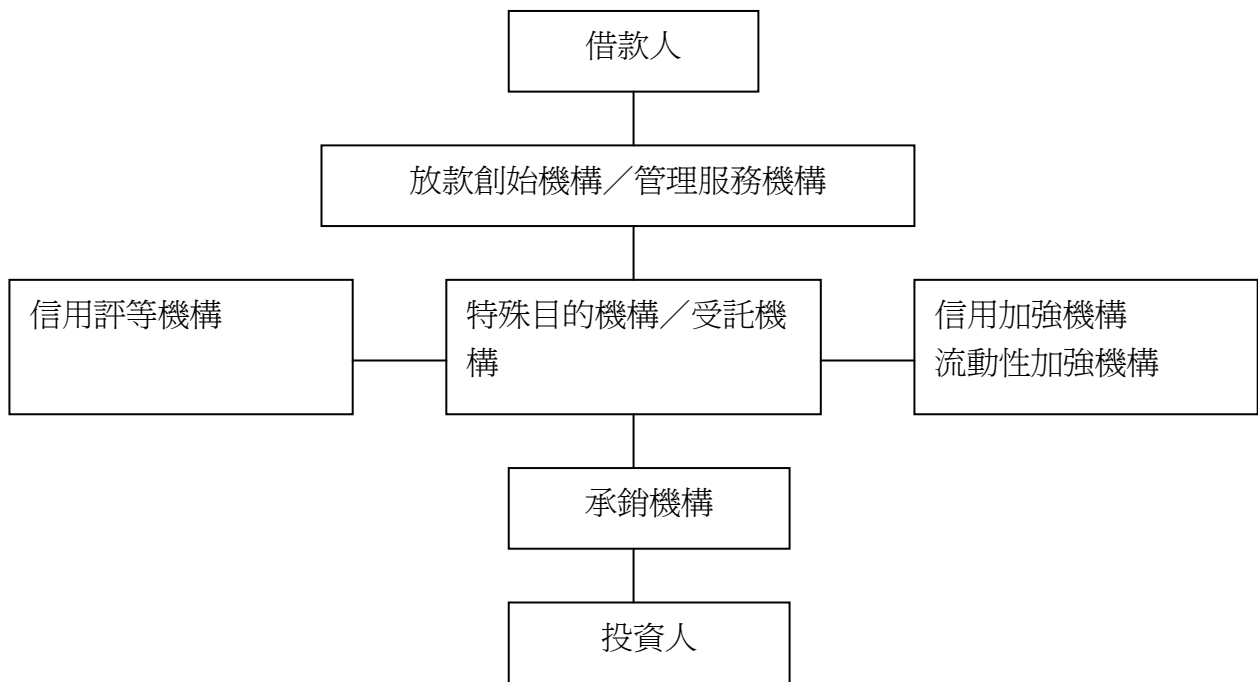
- 五、透過私人募集方式，發行公司的相關業務資料，例如銷售融資對象的集中情況及授信的相關作業流程較易獲得保密。
- 六、私人募集方式在發行之後，在相關修改程序上較具彈性。
- 七、私人募集會使發行機構面臨較大的發行延後風險，主要來自與投資人之間的協商溝通。

信用加強形式的選擇：

一般而言，採用信用加強會使信用評等提高，進而降低投資人的風險貼水，也就是降低了融資成本，但相對的，採取信用加強措施亦需付出費用給信用加強機構，均衡點就在於邊際利益與邊際成本的考量。

第三節 金融資產證券化流程中的參與者及其功能

圖二 金融資產證券化的流程與參與者



資料來源：參考資產證券化手冊/美國金融管理局(Office of the Comptroller of the Currency Administrator of National Banks)原著/林文琇, 邱淑貞譯/

借款人 (Borrower)

一個熱絡的次級市場的前提，必須擁有一個健全的初級市場。這裡的初級市場指的是原始創始機構和債務人之間的交易；因為透過金融資產證券化的過程中，投資人求償的標的並非是該創始機構本身，而是該證券化的標的債權，所以該金融證券化商品的投資風險基本上是建立在該債權的品質，也就是債務人的還本付息能力，而非該創始機構，於是原始創始機構對債務、貸款承作過程（其中涉及債務人債信考核、抵押品的評價、債務人的償款能力調查等），很大程度上就決定該金融證券化商品的品質。

債權創始機構 (Originator)

創始機構即最初的放款機構或是經由次級市場購入債權的機構。它創造或擁有債權，並將這些債權持有或出售或作為發行資產抵押證券的擔保品，基於它與債務人的服務關係與熟悉，也經常兼任服務機構，從事代理發行機構收取相關償付，紀錄並轉交予投資人。任何企業經營會產生債權或擁有債權的機構都可以是創始機構，包括信用卡公司、金融公司、商業銀行、儲貸機構；電腦公司、航空公司、進出口商、製造業者、保險公司，以及證券公司等。汽車金融公司（auto finance companies）囊括了購車貸款的證券化市場，例如：通用汽

車財務公司以及克萊斯勒汽車財務公司。儲貸機構則專門利用持份權證券 (pass-through)、報酬權債券 (pay-through) 及房貸抵押證券，將房屋貸款證券化，以更有效率從事資金運用。商業銀行是將所承做的汽車貸款、信用卡應收款、貿易應收款、房屋貸款，以及最近也將中、小企業的貸款予與證券化。至於電腦公司、航空公司及其他企業，則是將營業過程中產生的應收款加以證券化，以先取得資金；亦有金融機構購入債權、再予包裝、架構出售，例如 1985 年五月 Marine Midland Bank 向汽車業者買入汽車貸款債權，其中有 30% 屬於二手車買賣的債權，再發行持份權證券 (pass-through)。

除了原始債權的創造、收購外，這個流程中最重要的工作在於評估證券化的可行性、考量抵押擔保群組的特性，進行證券的設計、包裝架構，列如法律規劃、會計處理、稅賦考量、清償條件、付息方式、甚至套利設計等架構。

因此，這個流程尚包含專業諮詢機構 (一般為投資銀行) 的介入，專業諮詢機構的工作在於規劃整個證券化商品。首先，專業諮詢機構，需要向創始機構推銷證券化計畫，然後在創始機構的協助下評估目標資產證券化的可行性，甚至主導證券化商品的銷售，因為專業建議機構對於證券化流程的管理，可以避免流程中不必要的程序重複、浪費。當確定執行證券化流程時，則需指派其他相關諮詢機構，主要是法律顧問公司，除了法律層面的諮詢，通常法律顧問公司也會參與證券化商品文件的起草及定案，法律諮詢的費用通常佔成本很大的部分，尤其當該商品並無前例可循。此外，會計諮詢機構的工作會分為兩個部分，第一個部分涉及創始機構對該金融證券化商品的認列問題，主要是因為證券化 (securitization) 常是創始機構用來調整資本結構的方式之一；第二個部分的工作是關於 SPE (特殊目的機構)

的運作，除了正常的審計工作外，會計諮詢機構仍須監控抵押品的價值變化、SPE 新購入的應收帳款品質是否合乎標準，確保每個參與者的利益不致受損。

管理服務機構 (Administrator / Servicer)

管理服務機構一般為原始的創始機構，管理服務機構的功能包括對向原有借款人提供服務及收取償付款項，亦應隨時更新確認債務人的相關資料，並轉交應付款項予投資人，當有遲交事件時，進行遲交款項的催收、壞帳管理以及處分擔保品，並為所收取、交付的款項作紀錄，以利未來稅賦的計算，所有相關的現金應交易於獨立帳戶，避免混合風險(commingling risk)，此外利息與本金也應分開記錄，以利計算。服務機構的收入稱為服務費 (servicing fee)，通常來自該資產報酬與支付投資人利息之差額例如：如果某一證券化資產的平均報酬率為 8%，而給投資人的利率是 7%，則服務費即是 1%。

服務機構也必須按月向受託機構或特殊目的機構提供報告、並將收得的款項交付信託、且按月對受託機構下達受託資產之處理指示等，在績效及行政業務方面都有特定的報告格式。報告也必須發給投資人、受託機構、信用評等機構，以及信用加強機構。

一般而言，為確保投資人權益不會受管理服務機構的影響而有所損害，因此會有預備管理服務機構的設計，等原先管理服務機構因各種原因而無法再提供服務時，預備管理服務機構可以在最短的時間內接替工作，所以兩者的資訊設備，尤其是資料庫、作業系統的相容性、極為重要。

特殊目的機構 / 受託機構 (SPE / Trustee)

特殊目的機構主要的任務是收購創始機構欲證券化的商品，而受託機構的存在是因為採取將該債權信託化的緣故，兩者的目的皆是為了將該商品的績效、風險與創始機構的風險隔離，並依據該資產發行資產擔保證券。台灣目前針對金融資產證券化的立法是採取信託與公司形式並行的方式。而在其他章節會對兩者有更多的討論。這個部分的介紹將針對台灣目前所採取的信託方式作介紹。

受託機構是受託管理資產抵押證券之抵押標的債權而收取費用的第三者。基於信託關係，受託機構的存在是保護投資人的權益，但它的責任內容根據不同的契約及信託形式而有所差異。一般而言，受託機構主要是監督現金之收付是否根據委託書或彙集暨服務契約之規定，以及監督契約的其他相關人是否遵守相關契約。

此外，如果服務機構若有違約事宜，受託機構亦有權利更換服務機構。

而受託業務主要會面臨下列幾項風險：

一、服務機構無法繼續提供服務：

受託機構最大的風險來自服務機構無法履行服務契約，基於證券化流程中的分工設計，受託機構的業務必須端賴服務機構每日正確、及時的資訊回報，甚者，如果當原有服務機構無法繼續提供服務時，受託機構亦有可能接替服務機構的工作，但這部分涉及不同法律管轄的各自規定。這時候受託機構的風險來自：在大多數的交易中，服務費用會隨時間而漸低（因為服務費的計算通常依據流通在外餘額），但是提供服務的成本不必然會降低，尤其當服務機構變動時，系統的整合及業務移轉，均會使成本遽增，而造成虧損。

二、服務機構無法及時、正確回報：

受託機構必須根據服務機構所提供的收款資訊，來決定下次利息本金的分發金額，如果有延誤，投資人一般會歸責於受託人，間接影響受託人未來的事業。

信用加強機構/流動性加強機構 (Credit Enhancer/ Liquidity Facility)

信用加強是當抵押標的資產沒有足夠的現金流量償付證券的還本付息時，用來保護投資人的一種機制，有時候是由第三者提供保證的方式，例如奇異金融公司在台灣的主要業務即是對金融證券化商品提供保證。而流動性加強是指當抵押標的資產無法及時償付投資人本息時，由第三者例如銀行、保險公司先提供資金因應，等債務人繳款時再歸還給流動性提供者。信用加強可以提高資產抵押證券的信用評等，而有利於價格的訂定、增加市場的接受性。不同的金融資產證券化商品適用不同的信用增強機制，例如，高收益率的證券化商品如信用卡應收款或汽車租賃應收款，適用「利差帳戶」(Spread Account)，而低收益率低的證券化商品如住宅貸款，則不適用此種信用增強方式；一般而言，信用加強可分作外部信用加強和內部信用加強兩種方式，而可同時並用。

外部信用加強：

由第三者提供信用加強時，則該信用加強機構必須具備較資產抵押證券高的評等。此種結構會使證券化商品的風險會受該第三機構的影響，如果第三機構的債信評等降低，連帶亦會牽連該證券化商品。通常是由高評等的銀行或保險公司開具擔保信用狀 (a standby letter of credit) 或保證債 (surety bond) 提供保證。

內部信用加強方式：

「優先／次順位組合」(senior/subordinated structure)：利用資產本息的償付順位使信用風險分割分散，由優先順位 (senior structure) 的持有人，有優先順位收取本金及利息的償付。

「超額擔保」(Over Collateralization)：使擔保品的價值大於債券價值，通常擔保品的提供是債券發行面額的二到三倍

「利差帳戶」(Spread Account)：使債權利率高於投資人的要求報酬，而將此差額存在某一特定帳戶，專門用來償付將來可能發生的損失。

「現金擔保帳戶」(cash collateral account)：現金擔保帳戶的運作與超額擔保極為相似，唯一的差別在於利用現金擔保，由於現金的品質相對較高，可避免超額擔保可能產生的成本。

「攤銷起動機制」(Triggered amortization)：一般使用在金融資產證券化商品涉及替換 (Substitution)，例如信用卡應收款的證券化商品，因為一般信用卡的償還期限極短，所以在設計上，需要不斷以已收入的帳款再購入同品質的信用卡應收款，直到某特定日期才開始還本，又稱循環 (Revolving)。攤銷起動機制的作用在於當抵押品或新購入債權的品質低於某特定標準，無論特定期限已到，所有新收入的本金利息，不再用於收購新的債權，而直接使用於本金的償還。

信用評等公司 (Rating Agencies)

國際上最常被使用的評等公司主要有四家：Duff & Phelps、Fitch、Moody、Standard & Poor's，見主要信用評等機構表，信用評等公司由於具有評估證券化標的債權品質的專業能力，同時它與

抵押證券成本或是收益，並無直接的利害關係，所以具有相當的公信力。投資人因此毋須自行對標的債權及服務機構進行查核，而經常仰賴信用評等公司的評鑑報告。

由於許多機構投資人常在投資章程（Investment Policy）中要求投資標的須有信用評等，例如人壽保險公司、共同基金、退休基金，以及商業銀行等，在投資章程或相關的法令規範中通常會限制機構投資人購買非投資等級以上的證券，避免遭受巨大的損失。

信用評等公司主要檢視內容：

- 一、標的資產的品質以及風險是否過於集中。
- 二、創始機構／服務機構的經營能力及財務狀況。
- 三、整個證券化法律、財務結構的健全性。
- 四、整個信用加強的品質。

信用評等公司的評鑑只針對資產抵押證券的信用風險，也就是該證券化商品是否能如期的償付本金與利息，至於因利率波動所造成投資損益的市場風險及借款人是否提前清償（prepayment）所造成的再投資風險，或該證券是否適合某一特定投資人等，則非信用評等公司的評鑑項目。

承銷機構（Underwriter）

承銷機構一般為投資銀行，承銷機構的任務是，除了扮演專業建議機構，向創始機構推銷、建議如何架構證券（structure the security）、規劃證券化流程，並且負責訂價並銷售給投資人。承銷機構和機構投資人的關係密切與否，以及它對市場價格及條件的了解都非常重要，因此必須慎加選擇承銷機構。承銷機構通常也必須對法規非常熟悉，因此了解受法規管理的機構投資人的投資需求。

投資人 (Investors)

證券化商品已經被許多投資人納入投資組合內，包括退休基金 (pension funds)、保險公司，以及其他機構法人是資產抵押證券的主要投資者，商業銀行次之。機構投資人將證券化商品納入投資組合的目的，是為了使原本的投資風險分散，進而擴張效率前緣，或是改善原有的貸款部位。和具有同類風險的其他投資工具比較，資產抵押證券的收益率及流動性較高亦是投資資產抵押證券的一大誘因。

表四：美國主要證券化商品及演進

	主要證券化名稱	內容、特徵
1970／2	住宅抵押貸款證券化 Ginnie Mae I	GNMA 收購住宅抵押貸款組群為擔保而發行之持分權證券，經由 GNMA, FHA, VA 保證。未設立中央支付代理機構 (Central Paying Agent，投資人需負擔提前償還風險，甚至亦可能數月領取一次本息。
1971	Freddie Mae PCs	美國聯邦住宅貸款抵押公司 (Federal Home Loan Mortgage Corporation；FHLMC) 發行參加存單 (PCs)，擔保組群為未經聯邦政府保證的一般抵押組群，但有 FHLMC 保證按期之本金償還。
1975	Mortgage - Backed Bond, (MBB)	美國儲貸協會首次發行。必須有發行額 125% ~240% 之超額擔保，對發行者而言屬於資產負債表內交易。
1976	Pay - Through Bonds	住宅建築業者以私募方式發行。
1977	Pass - Through MBS	首次由民間機構，美國商業銀行發行。
1981／4	Pay - Through Bonds	首次公開募集，以 MBB 為擔保而發行之債券。
1981／11	Fannie Mae MBS	由 FNMA 發行，擔保組群包括固定或變動利率的一般抵押組群或未經 FHA, VA 擔保的抵押組群。
1982	MBS	住宅基金公司 (Residential Funding Corporation，RFC) 發行的 MBS 是此類型證券中第一個在華爾街資本市場掛牌交易。
1983／6	CMO	FHLMC 首度發行，提供投資者不同利率、不同到期日及本金優先還次序之債券。
1983／7 1987／1	Ginnie Mae II REMIC	Ginnie Mae I 之改良型，設有中央支付代理機構。
1983	其他資產證券化	FNMA 率先發行，是 1986 年美國賦稅改革法案通過後的新產品。
1983	資產擔保商業本票	以應收帳款債權為擔保所發行之商業本票。
1983	商業抵押貸款證券化	以商業抵押貸款債權為擔保發行之證券。商業抵押款金額大、同質性低，難以標準化。
1985	汽車貸款債權證券化	以汽車貸款債權為擔保發行之證券。GMAC 首度發行。
1985／3	信用卡應收帳款證券化	以信用卡應收帳款債為擔保發行之證券。
1997／2	非錫行資產證券化 鮑伊債券	Salomon Brothers 首度為 Bance one 銀行設計發行。
1998	飛機租賃款證券化	英國搖滾樂巨星大衛鮑伊在美國發行以其個人已出售的 300 首以上的歌曲使用權及唱片銷售的版稅及權利金為擔保，發行債，總金額 5500 萬美元，票息 7.9%，償還期限為 10 年。
1999	社會安全捐應收款證券化	針對澳大利亞 Ansett 航空公司的飛機租賃款

2001/12	資產商業本票化	義大利政府為解決財政赤字而提出 流通在外餘額達到美金 745 億
2002/1	工業銀行之企業放款證券化	台灣工業銀行與法國興業銀行簽署「金融資產證券化」合作發行契約

資料來源：整理自陳錦佩（1997）先進國家資產證券化之研究：兼論在台灣施行之可行性與 www.vinodkothari.com

第三章 資產證券化相關法制之介紹

資產證券化自 1970 年源起於美國已行之有年並運作良好，而日本資產證券化就商品發行額及種類雖不若美國之蓬勃，但日本法制與我國較為相近，且日本近年致力推動資產證券化制度，至 2001 年底完成之證券化個案即達四十一件¹，實務上已有相當進展，因此，為提供國外資產證券化法制規範之概貌，除以美國法例說明外，亦須借重日本之資產證券化法制經驗。故爰先就美國及日本之相關法制規範予以說明闡述。

我國已於今年七月正式公布施行「金融資產證券化條例」，相關子法刻正由主管機關擬定中，甚至部分法規業經辦理預告。欲研究國內推動資產證券化業務之可行性者，自須先對我國相關法制有所認識，本文爰擬就金融資產證券化條例及其相關子法草案之規範內容，分節予以摘要介紹。

末按，金融資產證券化條例及其相關子法雖已陸續公布或制定，我國金融資產證券化法制即將蔚然成形；惟就金融資產證券化業務運作上之部分重要法律議題，前揭條例或其相關子法草案，或似有未予完整規範者，或恐有未能盡符將來實務運作所需者，本文不揣孤陋，擬就此等相關法律議題提出初步探討，以期拋磚引玉，得以引致主管機關或有識賢達置意，並進而提出完善之解決方法。

第一節 美、日資產證券化之法制規範

¹ 財證部金融局新聞稿 2001.08.14

第一目 美國資產證券化之法制規範

美國早在 1970 年代開始發展「資產證券化」，初期為住宅貸款證券化，至今規模主要係以信用卡應收帳款為主，其次為住宅貸款、汽車貸款及學生貸款債權等，據推估市場至少在一兆美元以上，並持續擴大中²。美國之「資產證券化」方式係以架構式融資（structured finance）方式進行，為契約創設型，並未針對「資產證券化」擬定一部專法。即係針對基礎資產之特性及商品需求而規劃，以契約架構形式，主要透過特殊目的機構（special purpose vehicle）業務與運作之內部控管機制，發行證券之種類，募集與發行有價證券之方式，就不同之基礎資產以分割、標準化程序來阻隔風險，並參酌各該行為之相關法令，本於契約自由原則所創設之籌資工具。是以，討論美國「資產證券化」之法制規範時，必須就所涉相關法律予以觀察。

壹、美國聯邦破產法（Federal Bankruptcy Code）

美國破產法與「資產證券化」相關部分，為當創始機構或特殊目的機構破產時，如何使投資人權益不會受創始機構或特殊目的機構之債權人追索風險所影響。而關鍵所在，為創始機構是否不再擁有該資產之任何權利或控制權，而將基礎資產完全移轉予「特殊目的機構」？依美國破產法第 541 條規定，資產移轉後，創始機構應不再擁有該資產之任何權利或控制權，否則創始機構之債權人仍有權主張該資產之特定利益係屬於破產財產，從而，投資人之權益即有遭受損失之風險。另為避免特殊目的機構因自身因素導致破產而影響投資人權益，故特殊目的機構設計上僅作為導管作用，實務上，特殊目的機構之公司章程就其業務經營項目、貸款數額及自願性破產提起等事項，皆會嚴格

² 工商日報 2002.06.08

限制或禁止，以確保其導管作用不易遭致破產 (bankruptcy remote)，杜絕第三人對之強制執行之可能。

貳、美國統一商法 (The Uniform Commercial code)

資產證券化之有效建構，要素之一在於使移轉資產不受創始機構本身之債信風險影響，以保護投資人權益。依據美國統一商法第 9 條規定，資產之買賣移轉必須符合並完備物權之移轉要件程序，始得發生對抗效力 (perfection)。即要求例如債權、債權憑證、擔保利益等資產買賣，買受人必須以持有該資產、或完成登記 (filing) 或符合其他規定方式證明資產之確實已經移轉，方能主張擁有該資產之控制優先權益 (priority interest)，否則資產移轉可能被認為無效而無對抗效力。因此，創始機構所移轉之資產，必須完成並符合物權移轉要件程序，否則該資產仍有可能被視為創始機構之資產，而無法達到風險分離之效果。

參、美國 1933 年證券法 (Securitization Act of 1933)

資產證券化後之主要法律問題，為證券化商品之「公開募集」(public offering) 或「私募」(private placement) 問題，此係依照證券法之規定。依美國 1933 年證券法，除證券法第 3、4 條針對部分有價證券交易型態，例如：私募之有價證券、銀行提供百分之百信用狀擔保之有價證券、保險公司所出售之保單等，不須向美國證管會 (Securities and Exchange Commission) 辦理註冊登記外，原則上公開募集之有價證券均必須向美國證管會註冊登記，始得對外發行買賣。另依據美國證管會公布之證券法第 144A 條規則 (Rule 144A)，所謂「私募」係指將有價證券出售予人數 35 人以下，或為具備投資經驗或符合一定資格條件之自然人或「適格投資機構」(Qualified

Institutional Buyers)，而因資產證券化之投資人，通常即為少數金融機構等專業投資機構，故實務上，資產證券化常因符合私募之人數限制及適格機構投資者之規定，而得以私募為發行方式。

肆、投資公司法 (Investment Company Act of 1940)

依據投資公司法第 3 條，投資公司之定義，係指任何以進行投資 (investment)、再投資 (reinvestment) 或證券交易 (trading in securities) 為主要業務者，而投資公司如以公開募集方式發行證券，必須向美國證管會辦理註冊登記，否則不得募集發行證券。因此，資產證券化之證券發行機構，如符合投資公司定義規定，而擬公開募集發行證券，依法即應向美國證管會註冊登記，否則所募集、買賣、交付之證券或所得利益皆非合法。

伍、不動產投資信託法 (Real Estate Investment Trust Act)

資產證券化依基礎資產性質，大致可區分為「金融資產證券化」（如不動產抵押債權及其他消費性貸款等債權之證券化）及「不動產證券化」（如房屋及土地等不動產所有權之證券化），二者最大差異在於一為債權；一為物權，從而，影響其證券化之方式。美國不動產證券化主要類型有不動產投資信託 (real estate investment trust)、土地信託 (land trust) 及不動產有限合夥³，三者雖發行組織及運作架構不盡相同，但仍皆係以不動產為信託財產或擔保物而據以發行證券。其中 1960 年美國國會所制定之「不動產投資信託法」，賦予不動產投資信託與證券投資信託及證券共同信託基金 (investment trusts and common trust funds of securities) 相同之稅捐優待，並使其受投資公司相同之規範限制，即向社會大眾募集資金用以投資不動

³ 參照藏大年、謝哲勝、連錫安及張靜怡，不動產證券化，第 20-31 頁，1999 年 3 月。

產，並發行星彰不動產投資信託基金持有不動產價值之受益證券予受益人，促使不動產亦可有效開發及運用。

第二目 日本資產證券化之法制規範

相較於美國資產證券化之契約創設型，日本則係專法型，即以制定資產證券化專屬法令之方式，透過制定或修定「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」、「特定目的公司法」、「資產流動化法」、「債權讓渡特例法」及「債權管理回收業特別措制法」等法律，而藉以建構其資產證券化法制規範。惟日本早期因僅限銀行等少數金融機構之租賃、信用卡等資產得證券化，且因相關配套法令之限制規定不完全，並因當時市場及投資人之認識及需求不足，其發展並無重大表現⁴。直到 1998 年亞洲金融風暴及日本泡沫經濟影響，金融機構發生嚴重信用緊縮問題，因產業界強烈要求，方積極立法大幅修正或創新原有規定。

日本於平成十年（1998 年）制定「特定目的公司法」，創設僅具有特殊導管功能之特定目的公司制度（SPC），對特定目的公司之業務、財務等均定有許多限制規定，並輔以行政監督及刑事處罰等設計，期能促成金錢債權及不動產等特定資產得以證券化或流動化。但因特定目的公司制度並未在架構設計上，兼採資產證券化普遍運用之信託原理，遂又於平成十二年（2000 年）除修正「證券投資法人及證券投資信託法」為「投資法人及投資信託法」，兼採公司型及契約型投資架構；並將「特定目的公司法」修正為「資產流動化法」，除保留並將特定目的公司制度之限制予以適度放寬外，再創設「特定目的信託」制

⁴ 張華平，日本資產證券化之方法及市場分析，全國律師十一月號，第 11 頁，2000.11

度（SPT），即採雙軌併行制，兼採行信託模式，主要係以「信託法」及「信託業法」所建立之信託法制基礎，再以調整利害關係人之利益關係為輔，從而利用信託原理將特定資產轉換為受益權，以增加資產證券化之管道，並擴大允許特定目的信託及特定目的公司得以記名金錢債權、不動產、信託受益權及一般財產權作為資產流動化之標的資產，促進其商品多元性。

第二節 「金融資產證券化條例」摘要介紹

第一目 立法源起及沿革

就外國實務發展觀之，欲建構成成熟之資產證券化市場環境，除須有明確之政策支持，更須具備完整之法令架構，才能有效規範整個證券化之交易及支付流程，並保障投資人權益及交易安全。

以美國為例，其自 1970 年代資產證券化商品發軔以降，並未就資產證券化擬訂專法，是於討論美國資產證券化之法律規範時，必須就牽涉之相關法律予以合併觀察；一般而言，金融資產證券化相關法令之主要骨幹包括 1933 證券法（Securities Act of 1933）、1934 證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）、1939 信託契約法、1940 投資公司法（Investment Company Act of 1940）、統一商法（Uniform Commercial Code, UCC）、聯邦破產法（Federal Bankruptcy Code）與其他相關規則命令，暨各州制定之證券法（Blue Sky Law），對於債權移轉之程序及限制、證券之發行及買賣、契約及憑證之製作、發行主體及營業規範、資訊揭露及投資人保護等節，訂有完善之規定⁵。

次就日本而言，該國自 1993 年施行特債法（Special Claims Law）以降，資產證券化相關法律屢經變革，於數年之間陸續制定公布 SPC 法（1998 年施行，2000 年修正納入特定目的信託制度）、債權讓渡特例法（Claims Filing Law）及債權管理回收業者法（Servicer Law）等相關法令，使資產證券化兼備國際常見之公司型及信託型二種管道，且得作為證券化標的之基礎資產（underlying assets）幾乎涵蓋所有金融資產項目，而在提供資產移轉過程所需法律保護之餘，同時大幅簡

⁵王志誠，資產證券化與信託原理，集保月刊第 47 期

化原有登記程序，並就債權管理服務業者之法律地位及權利義務予以明確規範，凡此均對日本資產證券化業務之發展有直接或間接助益⁶。

依主管機關及學者見解，架構完整之法律制度，以作為推動資產證券化之依據，無疑是我國當前發展資產證券化最為重要之課題。惟現行之證券交易法、銀行法、相關稅法等法令，除部分對於向投資人募集之資金，設有證券化或類似證券化之片斷規定（如信託法第三十七條、證券投資信託事業管理規則、證券投資信託基金管理辦法及共同信託基金管理辦法）外，並未提供資產證券化所應具備之法律環境；是學者認為，我國想要邁向資產證券化之坦途，就立法論而言，尚有待努力⁷。

實則，我國政府開始倡議資產證券化之法制工作，至少可追溯於民國七十九年間行政院提出「六年國建計畫」後，當時行政院院長郝柏村曾指示相關部門檢討資產證券化立法之可行性，以期解決六年國建之部份財源問題。迨至民國八十六年八月，報載財政部表示金融革新小組對金融資產證券化法制已初步達成共識，將就金融資產中數量較大之不動產抵押貸款、汽車貸款及信用卡貸款三大項目優先推動⁸；惟嗣因國內種種經濟及非經濟因素影響，致當時相關法制工作未能順利進行。

近年來，全球金融市場發展日趨成熟，金融資產規模日趨擴大，而相關金融技術及商品同時不斷推陳出新，我國政府值此運會之際，亦深感傳統之間接金融型態，已無法滿足因應金融市場各方參與者之需求；加上亞洲金融風暴發生之後，一方面對國內部分金融機構之資

⁶張華平，日本資產證券化之方法及市場分析，全國律師 2001 年 11 月號

⁷王文宇，資產證券化之意義、基本型態與相關法律問題，月旦法學第 48 期；王志誠，前揭文

⁸聯合報，86 年 8 月 2 日，第 21 版

本適足率及逾放比造成重大不利影響，另一方面，則喚起主管機關對金融機構資產流動性及經營風險之高度重視。

職是，行政院財經小組遂又將金融資產證券化法制工作列入重點推動項目，並交辦財政部負責研擬專法予以落實；首經金融局及金融聯合徵信中心共同委託賴源河教授組成之研究團隊，進行「金融資產證券化專法草案」之研究，並由金融局邀集研究團隊、相關部會、信託業公會及正源國際法律事務所等單位組成工作小組，定期開會討論及舉辦公聽會，爰於九十年九月初完成「金融資產證券化條例」草案，並函報行政院；嗣經行政院審查完畢函請立法院審議，其間經過多次朝野協商、立法院會期結束以及一讀決議兼採特殊目的信託與特殊目的公司制度等波折，本法終於九十一年六月二十一日凌晨完成三讀審查，經九十一年七月二十四日總統華總一義字第九〇〇〇一三四九三〇號令公布⁹。

至此，經過了十年以上的討論及研究，國內金融資產證券化之法制工作終於有了具備成果，而我國金融資產證券化之發展也因此進入一個嶄新的里程。

第二目 章節架構概述

依金融資產證券化條例（以下簡稱本條例）之立法說明，本條例之體例及內容主要參考日本「資產流動化法」，採取單行立法方式，分為「總則」、「特殊目的信託」、「特殊目的公司」、「信用評等及信用增強」、「監督」、「罰則」及「附則」等七章，計有一百一十九條。除後述諸目將分別針對相關章節之重要條文作進一

⁹相關立法背景及過程，參金融局曾國烈局長於九十一年七月三十一日「金融資產證券化對證券市場之影響研討會」書面簡報

步討論外，此處擬先就各章內容概述如下：

「總則」—包括立法目的、法律適用順序、名詞定義、資產信託或讓與之對抗要件及效力等規定，計八條。

「特殊目的信託」—共分七節，規定資產信託證券化計畫、特殊目的信託契約、受益證券之發行及轉讓、受益人會議、特殊目的信託監察人、受託機構權利義務、稅捐、特殊目的信託契約之變更及終止等事項，計四十五條。

「特殊目的公司」—共分十節，規定特殊目的公司之設立許可、股東權利義務、公司組織、資產證券化計畫、資產基礎證券之發行及轉讓、資產移轉及管理、業務規範、會計、變更、解散及清算等事項，計四十八條。

「信用評等及信用增強」—規範公開發行之強制信用評等、信用增強之提供暨信用評等及信用增強相關資訊之揭露，計三條。

「監督」—規範主管機關對證券化計畫及相關人員之檢查權、對受託機構或特殊目的公司之處分權及受託機構或特殊目的公司發生重大情事之申報、通知及公告義務，計三條。

「罰則」—依違法情節輕重，分為刑事罰及行政罰二種（均採四級制），並明定對法人之兩罰規定，計十條。

「附則」—授權訂定施行細則及自公布日施行，共二條。

第三目 總則

本目擬就「總則」章中對於本條例具有重大影響之條文規定概述如下：

壹、適用順序

針對本條例與其他法律之適用順序，本條例第二條分就特殊目的信託及特殊目的公司而為規定。有關「特殊目的信託之成立及法律關係」，雖可適用現行信託法及信託業法之規定，但因特殊目的信託之性質屬於營業信託或集團信託，與現行信託法原則上乃以民事信託為規範基礎有所不同¹⁰，誠有就此種信託之監督管理及關係人權益予以特別規定之必要。職是，本條例第二條第一項規定，特殊目的信託之成立及法律關係，依本條例之規定；本條例未規定者，始依信法、信託業法及其他法律之規定。另本條例第五十三條明定排除信託法若干規定於特殊目的信託之適用，亦本諸同旨。

次按，本條例所創設之特殊目的公司，雖採公司法上之股份有限公司型態，但其僅係充當資產證券化之導管而設，不僅無須建構有如一般具有營運性質及能力之股份有限公司之組織設計，且基於證券化過程中避免因導管衍生風險損及基礎資產（Underlying Assets）安全性之要求，特殊目的公司更不宜適用一般股份有限公司之組織設計，而有特別規定以調整現行公司法相關規定之必要。準此，本條例第二條第二項規定，有關特殊目的公司之設立、管理及監督，依本條例之規定；本條例未規定者，始依公司法或其他法律之規定。此觀諸本條例第三章「特殊目的公司」相關條文，對於公司法規定多所調整，且於該章第五十五、五十八、六十一、六十二、六十七、七十一、七十六、八十七、八十九、九十四及一〇〇等條中，更明示排除公司法相關規定之適用，益見顯著。

¹⁰ 王志誠，受益權證券化與特殊目的信託法制，台灣金融財務季刊2輯3期；王文宇，資產證券化法制之基本問題研析，月旦法學雜誌第88期

貳、主管機關

依本條例第三條規定，本條例之主管機關，為銀行法之主管機關，亦即財政部；其主要任務為受理審查資產移轉（包括信託及讓與，以下同）、受託機關發行受益證券及特殊目的公司設立與發行資產基礎證券之申請，並依本條例授權訂定相關子法，暨監督檢查受託機構、特殊目的公司、創始機構、服務機構及其他關係人之財務、業務，與資產信託證券化計畫及證券化計畫之執行狀況。

惟就受託機構或特殊目的公司依證券化計畫，對非特定人公開招募受益證券或資產基礎證券之情形，其申請核准或申報生效，應向證券主管機關即財政部證券暨期貨管理委員會（以下簡稱證期會）為之；至公開招募之處理準則及公開說明書之記載事項，亦應由該會洽商主管機關定之（參本條例第十七條第二項及第一〇一條規定）。

參、證券化

依本條例第四條第一項第三款規定，「證券化」係指「創始機構依本條例之規定，將資產信託與受託機構或讓與特殊目的公司，由受託機構或特殊目的公司以該資產為基礎，發行受益證券或資產基礎證券，以獲取資金之行為。」明示證券化乃本條例所創設之企業籌措資金方式，而其管道則有「由受託機構以信託資產為基礎發行受益證券」及「由特殊目的公司以受讓資產為基礎發行資產基礎證券」二種；其中有關「創始機構」、「受託機構」、「特殊目的公司」及「資產」之意義，將於後述各目之相關部分論及，本目僅先依本條例對「受益證券」及「資產基礎證券」之規定以

論述其性質。

依本條例第四條第一項第六款及第七款規定，「受益證券」係指特殊目的公司之受託機構依資產信託證券化計畫所發行，以表彰受益人享有該信託財產本金或其所生利益、孳息及其他收益之受益權持分之權利憑證或證書；而「資產基礎證券」乃指特殊目的公司依資產證券化計畫所發行，以表彰持有人對該受讓資產所享權利之權利憑證或證書。本條例就上開二種證券性質之相關規定中，下列數端特值注意：

- 一、依本條例第七條規定，上開證券除經主管機關核定為短期票券者外，為證券交易法第六條規定經財政部核定之其他有價證券。職是，除本條例另有規定者外，有關受益證券及資產基礎證券之募集、發行及買賣等事項，即有證券交易法及其子法相關規定之適用。
- 二、依本條例第十五條第一項及第一〇一條之規定，受託機構或特殊目的公司得依證券化計畫，發行各種「種類」及「期間」之受益證券或資產基礎證券。上開規定係參照國外資產證券化實務所訂，俾使藉由發行本息償還期間（如長期證券及短期票券之搭配）、受償權利或順序（如 Senior Tranches 及 Subordinated Tranches 之搭配）均不相同之證券，以期提高創始機構取得資金之彈性及靈活度。

肆、主要參與者

整個資產證券化過程中，需要許多參與者（Counterparty）之加入，本文僅擬就本條例有所明定者分別概述如下：

一、創始機構

依本條例第四條第一項第一款規定，係指依本條例將資產信託或讓與，以發行受益證券或資產基礎證券之金融機構（包括銀行法所稱之銀行、信用卡業務機構及票券金融管理法所稱之票券金融公司、依保險法以股份有限公司組織設立之保險業、依證券交易法設立之證券商及其他經主管機關核定之金融相關機構，參本條例第四條第一項第十二款）或其他經主管機關核定之機構。

二、受託機構

依本條例第四條第二項規定，係指經主管機關認可之信用評等機構評等達一定等級以上之信託業法所稱信託業；另依本條例第九條第四項規定，受託機構與創始機構不得為同一關係企業。

此外，依據本條例第三十八條第二項規定，受託機構得依證券化計畫，將信託財產讓與其他特殊目的公司；本項已創設以「特殊目的信託→特殊目的公司」之雙層(two-tier structure)甚至多層架構辦理資產證券化業務之空間，在提昇實務運作靈活度及彈性上，深具意義。

三、特殊目的公司

依本條例第四條第一項第五款規定，係指依本條例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。此一特殊目的公司，依本條例第五十四條第一項規定，應為金融機構(定義如前述)所組織設立之一人公司；且上開金融機構與創始機構，不得為同一關係企業。

另倘金融機構經主管機關核准者，得於外國成立特殊目的公司辦理資產證券化業務，其核准辦法由主管機關另定(參本條例第五十四條第三項)；此項規定創設了經由跨國(cross-board)交易

方式辦理資產證券化業務之可能性。倘再與「特殊目的公司→特殊目的公司」之雙層甚至多層架構搭配運用(參本條例第一〇一條準用第三十八條第二項)，當可據以設計出多種交易模式，以符合實際業務需求，允值注意。

四、服務機構

依本條例第四條第一項第十一款規定，係指受受託機構之委任，或特殊目的公司之委任或信託，以管理及處分信託財產或受讓資產之機構。在國外證券化實務上，服務機構多以創始機構或其他金融機構擔任之，但本條例並未設限。

伍、資產

依本條例第四條第一項第二款規定，「資產」係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。

針對前述定義，當可發現本條例所定「資產」至少具有下列特色：

- (一)除第四目係以「信託受益權」作為標的外，本條例所稱「資產」均以「債權及其擔保物權」為限。其中第一目至第三目所定內容，幾已將國外市場所常見各種金融資產證券化類型之基礎資產，即具有未來現金流量(cash flow)之債

權予以涵蓋；惟為期本條例得以肆應將來可能不斷衍生之新種證券化商品，第五目另定概括條款，授與主管機關得視國內市場發展狀況予以開放資產種類之權。

(二)本款所定資產之債權中，多屬具有繼續或循環發生性質之將來債權；此等將來債權，或因其未必確實發生，或債權金額尚有變動可能，是否能作為債權信託或讓與之標的，在我國法律之理論及實務上並非全無疑義。惟如前述，金融資產證券化之特性，本即在於將未來之現金流量透過發行證券之方式使其提前回收；在此項特色下，遂有學者認為，解釋上不宜過度堅守傳統之民事信託法理，而應透過主管機關選擇基礎資產與審查證券化計畫，以及對第三人公示等方式，以保障交易安全及投資人與其他第三人之權益¹¹；當然，除此以外，尚可經由信用增強、資訊揭露及其他本條例所明定之機制，俾使投資人權益得到相當保護，自不待言。

陸、資產移轉之公示方式及對抗效力

本條例為阻斷創始機構之破產風險，乃明定金融資產證券化必須透過資產信託或讓與之方式行之；遂不可避免地必須面對我國法上有關「債權讓與」甚或「債務承擔」之公示問題。按於債權(務)移轉至原債權(務)人以外之人時，應盡量將此一移轉事實公示於眾，以期保障交易安全及投資人與第三人權益，本屬當然之理，亦為民法第二九七條及第三〇一條規定之旨；惟於債務(權)人數量眾多之情形，倘欲逐一通知債務人或取得債權人承認，實務上往往耗

¹¹ 王文宇，前揭10文

費過鉅甚或不可行。如何獲致上開二端之平衡，此亦為國內近年來方興未艾之各項購併法令立法時所常遭遇之兩難；在現行金融控股公司法第二十四條第二項第三款及金融機構合併法第十八條第三項中，即均明定「債權讓與之通知得以公告代之」及「債務承擔時免經債權人承認」，以排除民法第二九七條及第三〇一條規定之適用。

本條例為期對交易安全及投資人與第三人權益之保障更趨周嚴，並未逕循前揭二法完全排除民法第二九七條及第三〇一條規定適用之模式，而係分別於第五條及第六條規定對於第三人及創始機構債務(權)人之公示方式及對抗效力。其中對第三人部分，本條例第五條第一項規定創始機構必須於發行證券經核准或申報生效後，資產信託或讓與前，將其信託或讓與之主要資產之種類、數量及內容予以公告，始得依同條第三項，以其信託或讓與對抗第三人。至於本條例第六條第一項，則明定除「創始機構受託擔任服務機構向債務人收取債權」及「創始機構與債務人於契約中約定其他取代方式」二者外，創始機構必須通知債務人或向債務人寄發第五條之公告證明書，否則債權讓與對於債務人不生效力；另於創始機構與債務人間之契約屬於雙務契約性質者，本條第二項規定創始機構將資產信託或讓與時，得以其與債權人於契約中約定之其他方式，取代民法第三〇一條所定之承認。

綜觀本條例前開有關資產移轉之公示方式及對抗效力規定，較諸現行金融控股公司法及金融機構合併法之相關規定，固較能保障交易安全及投資人與第三人權益，惟亦可能因而增加創始機構於辦理資產移轉實務上所生困難度及成本，應予注意。

柒、真實買賣

在外國資產證券化實務運作過程中，為達成破產風險阻斷(Bankruptcy Remoteness)之要求，乃發展出「真實買賣」(True Sale)之概念，即要求創始機構將其資產移轉予「特殊目的法人」(Special Purpose Entity)，相當於本條例所定特殊目的信託及特殊目的公司)時，必須依相關法令、會計原則乃至金融監理與信用評等，均認為其屬於真正的權利移轉，創始機構已因此一移轉而喪失對該資產之實質控制權、收益權及風險。

本條例雖未就「真實買賣」明文作成定義或規範，但其實質精神已貫穿本條例相關規定。就特殊目的公司而言，本條例第八十三條有關「特殊目的公司於發行資產基礎證券後，創始機構與特殊目的公司應於資產證券化計畫所載之受讓期間內，辦理資產之移轉手續，不得有拖延或虛偽之行為。」「前項資產之移轉，其會計處理應符合一般公認會計原則。」等規定，即被認為屬於本條例對「真實買賣」之具體實現；至其效果，則可參酌本條例第八十三條第三項及第九十二條第四項規定，推定資產移轉為民法第二四四條第二項所定之有償行為，特殊目的公司與其控股公司間，不適用公司法第三六九條之十二有關編製合併書表之規定。本條例於特殊目的信託部分並無類似規定，當係因為我國信託法第十二條及第十三條已明定原則上禁止對信託財產為強制執行及抵銷，足以有效降低創始機構破產所可能對基礎資產造成之不利影響，而非謂本條例之特殊目的信託架構不適用「真實買賣」之要求。

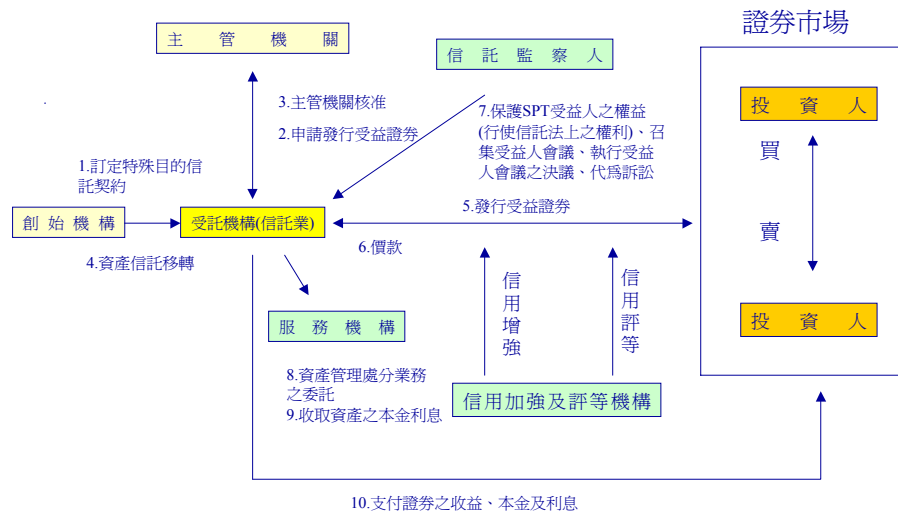
此外，本條例於第十條第九款及第七十四條第十款，針對資產信託證券化計畫及資產證券化計畫之應載事項中，均訂有「資產之

評價方法、基本假設及專家意見」，其中有關「專家意見」乙節，據悉於金融局委託金融機構研擬之本條例施行細則草案中，即明定應包含律師及(或)會計師就資產之真實出售，本於獨立公正立場所出具之審查意見書或評估報告書。另為利於主管機關及會計處理之認定，財團法人會計研究發展基金會刻正研訂金融資產證券化之會計處理準則公報；在此一公報經核定前，國內擬辦理資產證券化業務者，應可先行援用美國聯邦會計準則理事會(簡稱 FASB)先後公布之第七十七號、第一二五號及第一四〇號財務會計準則公報所示之條件或方法，以作為會計實務上判定資產是否真實買賣之標準。

第四目 特殊目的信託

按本條例第四條第一項第四款規定，本條例所稱特殊目的信託，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。茲因本條例第二章就特殊目的信託所定條文篇幅頗鉅，本文難以針對各該規定逐條研討，爰擬先以表一所示之流程圖，表現在特殊目的信託架構下，資產證券化各方參與者之設立及其運作之程序及順次，以期先收一目瞭然之效；其次，本文擬就「主要任務及功能」與「投資人保護及行使權利機制」二項為出發點，分別臚陳本條例有關特殊目的信託之相關規定，合先敘明。

特殊目的信託制度流程圖



表一 特殊目的信託制度流程圖（摘自財政部金融局網站）

壹、主要任務及功能

一、阻斷創始機構之經營及破產風險

(一)受託機構與創始機構不得為同一關係企業（參本條例第九條第四項）。

(二)基於信託財產之獨立性，是雖於形式上為受託機構所有，但非其自有財產，依信託法第十二條規定，原則上任何人均不得對信託財產強制執行。

(三)依信託法第六條第三項規定，委託人在信託成立後六個月內受破產宣告者，推定其行為有害及債權；是債權人即得依同條第一項規定，聲請法院撤銷該信託行為。上開規定將使投資人於特殊目的信託成立後六個月內仍須面臨創始機構之破產風險，對投資人保護及破產風險阻斷似有不足，本條例第五十三條爰明定排除信託法第六條第三項之

適用。

二、管理及處分信託財產

- (一)受託機構應為投資人之利益持有並管理、處分信託財產；其主要任務包括備置相關契約簿冊以供抄閱（本條例第三十四條）、定期編製信託財產表報並為報告及通知（第三十六條）暨分配信託收益予投資人（第三十七條）等信託業務之辦理。
- (二)受託機構除自行辦理前述事務外，尚得委任服務機構代為處理信託財產之管理及處分，但以資產信託證券化計畫有載明者為限（第三十五條第一項）。
- (三)受託機構得依資產信託證券化計畫，將信託財產讓與其他特殊目的公司（第三十八條第二項），業如前述。

三、發行受益證券

- (一)受託機構發行受益證券時，應檢具申請(報)書、資產信託證券化計畫、特殊目的信託契約書及其他規定文件，向主管機關(視公募或私募而有不同)申請核准或申報生效(本條例第九條)。
- (二)受益證券之性質，原則上屬於證券交易法第六條所定之有價證券（第七條）。
- (三)受託機構得依證券化計畫，發行不同種類及期間之受益證券（第十五條第一項）。
- (四)受託機構得就公開招募或私募二方式，擇一辦理受益證券之發行；依本條例第十七條規定，二者之主管機關、處理準則、應備書件及轉讓限制，均有不同；至其進一步說明，

容於本章第三節中提出。

四、促使法律關係單純化

- (一)受託機構原則上不得以信託財產借入款項，其屬於信託財產閒置資金之運用範圍亦有限制（本條例第十四條）。
- (二)受益權之行使及轉讓，原則上應以受益證券為之（第十八條）。受益證券均為記名式，其轉讓應以背書方式為之；非經通知，不得對抗受託機構；且非將受讓人記載於受益證券，不得對抗第三人（第十九條第一、二項）。受益證券之發行以帳簿劃撥方式交付者，得不印製實體有價證券（第十九條第三項）。
- (三)受益證券之受讓人，依該受益證券所表彰受益權之本金持分數，承受委託人之權利義務（第二十一條本文）。
- (四)受託機構得將資產委任服務機構（實務上常為創始機構）代為管理處分（第三十五條第一項）。
- (五)本條例考量特殊目的信託具有商事信託及集團信託之特性，於第五十三條明文排除信託法部分規定之適用。

貳、投資人保護及行使權利機制

一、受益人會議

- (一)除經本條例特別規定者外，特殊目的信託受益人及委託人之權利，應經受益人會議決議或由信託監察人行使之；受益人會議並得決議選任信託監察人（本條例第二十三條）。
- (二)本條例第二十四條至第二十七條，規範受益人會議之召集程序、決議方式、限制及其執行暨特定種類受益人會

議等事項。

- (三)本條例第二十八條第二項所列各款可能發生利益衝突而不宜逕由信託監察人行使之權利，應經受益人會議決議方式行之。

二、信託監察人

- (一)得由受託機構或受益人會議決議選任之（本條例第二十三、二十八條）。
- (二)其主要任務包括行使受益人及委託人權利、召開受益人會議、執行會議決議、為受益人及委託人為有關信託之訴訟上(外)行為、請求受託機構停止違反法令或契約之行為（第二十三、二十四、二十七、二十八、三十三條）。
- (三)受託機構之利害關係人、職員、受僱人或創始機構，不得擔任信託監察人（第三十條）。

三、少數受益人之權利

- (一)得請求召集或報經主管機關許可後自行召集受益人會議（第二十四條）。
- (二)得書面請求信託監察人行使權利（第三十一條第一項）。
- (三)得向受託機構請求閱覽、抄錄或影印相關帳簿、文書及表冊（第四十二條）。

四、個別受益人之權利

- (一)得受領信託利益清償及其他自益性行為（第二十三條）。
- (二)得向受託機構請求抄閱信託契約及受益人名冊（第三十四條）。
- (三)受託機構應定期作成信託財產表報並通知受益人（第三

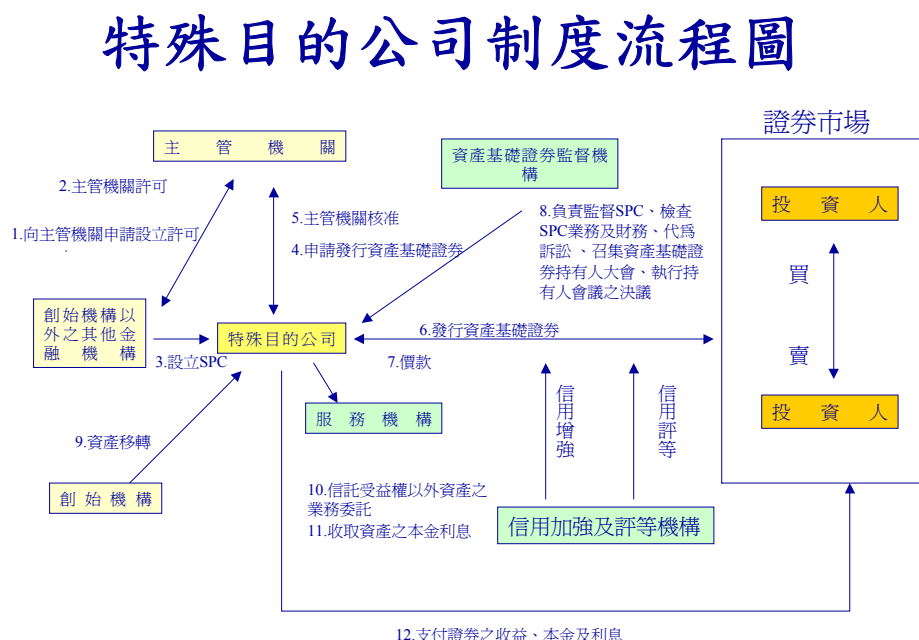
十六條)。

(四)反對受益人之受益證券收買請求權(第四十四條)。

第五目 特殊目的公司

特殊目的公司之定義、設立及其組織型態，業如前述；為免內容過於繁雜，本目爰擬採取前目之論述方式，即先以表二所示之流程圖，表現在特殊目的公司架構下，資產證券化各方參與者之設立及其運作之程序及順次，以期提綱挈領；其次再分就「主要任務及功能」與「投資人保護機制」二項臚列本條例有關特殊目的公司之相關規定。

表二 特殊目的公司制度流程圖(摘自財政部金融局網站)



壹、主要任務及功能

一、阻斷創始機構之破產及經營風險

(一)設立特殊目的公司之金融機構與創始機構不得為同一關係企業（本條例第五十四條第二項）。

(二)特殊目的公司與創始機構不得為同一關係企業（第七十三條第四項）。

(三)特殊目的公司應於規定期間內辦理資產之移轉手續，不得有拖延或虛偽之行為；上開資產移轉，其會計處理應符合一般公認會計原則（第八十三條第一、二項）。

二、屬於證券化之導管性質，其受讓資產之管理處分「應」委任或信託服務機構代為處理（第八十四條第一項）。

三、發行資產基礎證券

(一)特殊目的公司發行資產基礎證券時，應檢具申請(報)書、資產證券化計畫、受讓資產契約及其他規定文件，向主管機關（視公募或私募而有不同）申請核准或申報生效（本條例第七十三條）。

(二)資產基礎證券之性質，原則上屬於證券交易法第六條所定之有價證券（第七條）。

(三)特殊目的公司得依證券化計畫，發行不同種類及期間之資產基礎證券（第一〇一條準用第十五條第一項）。

(四)特殊目的公司得就公開招募或私募二方式，擇一辦理資產基礎證券之發行；依本條例第一〇一條準用第十七條規定，二者之主管機關、處理準則、應備書件及轉讓限制，尚有不同。

四、限制特殊目的公司業務，以降低其經營風險

(一)本條例雖將特殊目的公司定位為股份有限公司，但於特殊目的公司章中大幅簡化其設立程序、股東權利義務、組織機構

及財務業務相關規範，並明文排除公司法部分規定之適用（參本條例第五十五、五十八、六十一、六十二、六十七、七十一、七十六、八十七、八十九、九十四及一〇〇等條），業如前述。

（二）特殊目的公司應將受讓資產委任或信託服務機構代為管理及處分（第八十四條第一項）。

（三）特殊目的公司原則上不得處分受讓資產（第八十五條）。

（四）不得兼營其他業務（第八十六條）。

（五）原則上不得借入款項；且限制其閒置資金之運用範圍（第八十七、八十八條）。

（六）不得為任何人背書或保證（第八十九條）。

貳、投資人保護機制

一、監督機構

（一）由特殊目的公司依證券化計畫選任，並簽訂監督契約；但不得由創始機構或服務機構擔任（本條例第七十七條）。

（二）監督機構之主要任務係為證券持有人利益行使權限及履行義務、為證券持有人為訴訟上(外)行為、隨時查核特殊目的公司及服務機構之財務、業務狀況及簿冊文件（第七十八條），暨召集證券持有人會議並擔任主席（第七十九條第一、二項）。

二、服務機構應受委任或信託管理及處分資產

服務機構受特殊目的公司委任或信託管理及處分資產者，應將資產與其自有財產分別管理，服務機構之債權人不得對該資產為任何之請求或行使其他權利（第八十四條第二項）。

三、特殊目的公司資訊揭露

(一)特殊目的公司應定期就資產之管理、處分情形及其損益、分配金額作成報告書，向監督機構報告，並通知各證券持有人（本條例第九十一條）。

(二)特殊目的公司應編製年報及財務報告；倘有公開招募資產基礎證券者，並應適用證券交易法第三十六條規定辦理申報及公告（第九十二條）。

四、少數證券持有人權利

(一)召集證券持有人會議（第七十九條）。

(二)請求監督機構檢查特殊目的公司財務、業務狀況（第九十三條第一項）。

(三)請求閱覽、抄錄特殊目的公開年報及財務報告（第九十三條第二項）。

第六目 本條例其他要點

除前述各目外，本條例中尚有其他於外國資產證券化實務上極為重要，或對資產證券化業務推動成敗與否極具關鍵之部分條文，爰於本目中歸納整理為「相關稅費規定」、「信用評等及信用增強」及「主管機關監督」三者，並分述其相關規定如次：

壹、相關稅費規定

為鼓勵金融資產證券化業務發展，並促進證券化商品之流通，本條例第三十八條至第四十一條就特殊目的信託定有下列相關稅費優惠之措施，而此等規定，於特殊目的公司亦均得準用（第一〇一條）：

一、依證券化計畫所為資產移轉而生之相關印花稅、契稅及營業

稅，原則上免徵；各項不動產及動產擔保物權之變更登記，免繳登記規費；因實行抵押權而取得土地者，其土地增值稅得暫予記存，至受託機構或特殊目的公司處分土地時，稅捐機關始優先受償（第三十八條第一項）。另上開規定，於受託機構/特殊目的公司依證券化計畫將資產讓與其他特殊目的公司時，得準用之（同條第二項）。

二、除經核定為短期票券者外，買賣受益證券及資產基礎證券所生之證券交易稅，按公司債之稅率課徵（第三十九條）；惟按九十一年一月三十日經總統公布之「促進產業升級條例」增訂第二十條之一規定，「凡買賣公司債及金融債券，免徵證券交易稅。」職是，本條例所定受益證券及資產基礎證券之買賣，即已免徵證券交易稅。

三、特殊目的信託及特殊目的公司財產之收入，適用銀行業之營業稅稅率（第四十條）。

四、受益證券及資產基礎證券分配投資人之所得，均按利息所得課稅，並採分離課稅，由受託機構及特殊目的公司於實際分配時予以扣繳，不計入投資人之所得額（第四十一條）。

五、立法院於三讀通過本條例時，並作成附帶決議，有關外國人投資受益證券或資產基礎證券之所得扣繳率，於推動初期以百分之六為原則。

貳、信用評等及信用增強

一、受託機構或特殊目的公司依本條例發行之受益證券或資產基礎證券，得依其資產品質及市場需求，決定是否辦理信用評等；但公開招募者，則屬強制信用評等（第一〇二條）。

二、信用增強之提供，得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行之（第一〇三條）。

三、信用評等之結果及信用增強之方式，應於公開說明書、投資說明書或其他規定文件中說明之（第一〇四條）。

參、主管機關監督

一、得隨時派員檢查受託機構、特殊目的公司、創始機構、服務機構或其他關係人之財務、業務，於必要時尚得委託專門職業技術人員進行查核（第一〇五條）。

二、於受託機構或特殊目的公司違反本條例、證券化計畫或發生規定情事者，主管機關得行使業務移轉權或為其他必要之處置（第一〇六條）。

三、受託機構或特殊目的公司如發生重大事項，應即向主管機關申報及辦理公告，並通知信託監察人或監督機構（第一〇七條）。

第三節 金融資產證券化條例相關子法

所謂「徒法不足以自行」，金融資產證券化條例雖已於今年七月底經公布施行，惟倘後續欠缺完善之周邊法規制度，勢將使整個金融資產證券化規劃無法運作，更遑論鼓勵資產證券化業務之發展及促進證券化商品之流通。職是，本文擬臚列開辦金融資產證券化業務前所應具備之相關周邊子法，並就相關主管機關已於所屬網站上辦理法規預告之子法內容予以概述。

第一目 待制定之相關子法

在我國，資產證券化可謂是全新的企業籌資方式及證券商品，行政及立法部門為保障投資人權益、市場秩序及交易安全，遂於本條例中規範許多須經主管機關行政立法或事前許可之行政管制措施，其中單就本條例明文授權主管機關據以訂定行政命令者，即有下列數端：

- 一、資產信託或讓與公告及公告證明書之格式及內容（第五條第二項及第六條第三項）
- 二、受託機構發行受益證券及特殊目的公司發行資產基礎證券處理準則（第九條第一項及第七十三條第一項）
- 三、受託機構公開招募受益證券及特殊目的公司公開招募資產基礎證券處理準則（第十七條第二項及第一〇一條）
- 四、受託機構公開招募受益證券及特殊目的公司公開招募資產基礎證券公開說明書應行記載事項準則（第十七條第二項及第一〇一條）
- 五、受益證券及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（第十七條第四項及第一〇一條）

六、金融機構於外國成立特殊目的公司核准辦法（第五十四條）

七、特殊目的公司設立及許可準則（第五十六條）

八、委託專門職業及技術人員查核辦法（第一〇五條第三項）

九、金融資產證券化條例施行細則（第一一八條）

第二目 已預告法規內容概述

於前揭應由相關主管機關訂定之子法中，證期會前於九十一年八月九日發文公告「受託機構公開招募受益證券及特殊目的公司公開招募資產基礎證券處理準則」及「受託機構公開招募受益證券及特殊目的公司公開招募資產基礎證券公開說明書應行記載事項準則」二草案條文，而財政部亦於九十一年八月二十日發文公告「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」草案內容，以下爰就上開三項草案規定內容概述之：

壹、「受託機構公開招募受益證券及特殊目的公司公開招募資產基礎證券處理準則」草案

依本草案總說明之記載，本處理準則乃基於賦予證券化商品公開招募及於次級市場流通交易之管道，並強化公開揭露之原則，以保障投資人之權益等目的，經證券暨期貨管理委員會依據本條例第十七條第二項及第一〇一條規定之授權，參酌國外金融資產證券化相關制度及「發行人募集與發行有價證券處理準則」之相關規範，據以訂定。爰摘錄其重要規定內容如次：

一、本準則之適用範圍，以屬於「證券交易法第六條規定經財政部核定之其他有價證券」之受益證券及資產基礎證券之公開招募

為限，不含屬於短期票券之性質者（草案第二條第一項）；且本準則僅就「中華民國境內從事受益證券及資產基礎證券之公開招募」，有其適用，至於境外之公開招募行為，不受本準則規範（草案第二條第二項）。

二、受託機構或特殊目的公司公開招募受益證券或資產基礎證券，倘未經本準則規定之部分，應適用證券交易法或其他法令之規定辦理（草案第二條第三項）。

三、受託機構或特殊目的公司公開招募受益證券或資產基礎證券者，應先依本條例第九條及第七十三條規定經主管機關核准或申報生效後，再依本準則規定向證券主管機關申報生效或申請核准（草案第三條）。

四、除法令另有規定外，辦理公開招募之受益證券及資產基礎證券應全數委託證券承銷商包銷，明定「全數包銷」之原則（草案第四條第一項）；另因主辦承銷商依本準則須出具承銷商評估報告，為避免因利害關係致損失投資人權益，是草案第四條第二項明定，倘證券承銷商與創始機構間有證券商管理規則第二十六條第一項第一至八款情事之一者，該承銷商即不得為受託機構或特殊目的公司從事公開招募之主辦承銷商。

五、依草案第五條第一項規定，本準則所定公開招募得循「申報生效」或「申請核准」二種方式為之：

（一）依草案第五條至第九條之規定以觀，本準則係採「以申報生效為原則，以申請核准為例外」之許可方式，即除具草案第九條各款所定條件而須經申請核准者外，其他公開招募案件均得採申報生效方式。惟據證期會相關承辦人員指

出，至少在金融資產證券化業務推行之初期，該會傾向所有申請案件均先採取申請核准之方式辦理。

(二)依草案第五條第一項規定，無論申報生效或申請核准所需檢具之相關書件，並無二致；惟因證券化商品涉及高度專業性及技術性，是證券主管機關審核時甚須倚重專家意見，此觀諸本項第九至十三款將法律意見書、承銷商評估報告、信用評等報告及會計師意見列為申報(請)應備書件自明。

(三)如草案總說明所示，證券主管機關為配合金融資產證券化之推行，擬賦予證券化商品公開招募及於次級市場流通交易之管道；為期一次完成上述二項目的，證期會於本準則中將「公開招募」及「上市(櫃)交易」予以聯動，即凡經公開招募之受益證券及資產基礎證券，日後均得上市(櫃)掛牌交易。是草案第五條第一項第六款乃比照現行發行台灣存託憑證方式，明定申請或申報證券化商品公開招募者，應先取得上市(櫃)同意函，始得為之。

六、明定申報生效之期間、停止生效、補正及退件之相關規定(草案第五條第二、三、四項、第六條及第七條)。

七、明定須經申請核准之案件及其退回或不核准之事由(草案第九條、第十二條)。

八、明定公開招募經申報生效或申請核准後，受託機構或特殊目的公司應辦理事項，及證期會於證券化商品上市(櫃)買賣前，得撤銷或廢止其生效或核准之事由(草案第十三條、第十四條)。

貳、「受託機構公開招募受益證券及特殊目的公司公開招募資產基礎

證券公開說明書應行記載事項準則」草案

依本草案總說明記載，本處理準則乃為配合金融資產證券化之推行，賦予證券化商品公開招募及於次級市場流通交易之管道，並強化證券市場之深度及廣度，經證券暨期貨管理委員會依據本條例第十七條第二項及第一〇一條規定之授權，參酌國外金融資產證券化交易制度，據以訂定本準則。爰摘錄其重要規定內容如次：

一、首揭公開說明書編製之基本原則（草案第二條）。

二、明定公開說明書封面、封裏及封底之應行刊印事項（草案第三、四、五條）。

其中頗值討論者，乃本條例第十七條及第一〇九條規定，原未就「本條例所稱公開說明書是否即係證券交易法第三十一條所定之公開說明書」、「依本條例須對公開說明書內容負責主體之範圍是否與證券交易法第三十二條規定一致」予以明確規範。本草案第三條第一項第六款規定，「本公開說明書之內容如有虛偽或隱匿之情事者，應由受託機構或特殊目的公司與創始機構及其負責人與其他曾在公開說明書上簽名或蓋章者依法負責。」似有表示本條例所稱公開說明書屬於證券交易法第三十一條所定之公開說明書及依本條例須對公開說明書內容負責主體之範圍與證券交易法第三十二條規定一致之意旨；惟因條文內容仍未臻明確，且以行政命令補充罪刑構成要件之方式是否妥當，恐或將導致未來適用上之疑義。

三、草案第六條臚列公開說明書編製內容應記載事項，茲因此等應載事項反映證期會對證券化商品審查重點及對投資人權益保護之重要方式，爰分款陳明如下：

（一）受益證券或資產基礎證券（其應載事項參草案第八條規定）。

- (二)資產池概況（其應載事項參草案第九條規定）。
- (三)受託機構或特殊目的公司概況及職責（其應載事項參草案第十條規定）。
- (四)受託機構或特殊目的公司資金運用方式（其應載事項參草案第十一條規定）。
- (五)信用評等等級及信用增強方式（其應載事項參草案第十二條規定）。
- (六)投資風險揭露（其應載事項參草案第十三條規定）。
- (七)特別記載事項（其應載事項參草案第十四條規定）。
- (八)受益人會議（其應載事項參草案第十五條規定）。
- (九)有關法規（其應載事項參草案第十六條規定）。
- (十)受益人權利與義務。
- (十一)其他經證券主管機關規定應記載之事項。

四、公開說明書應按證期會規定格式以電子檔案方式傳送至該會指定之資訊申報網站，並以書面備置於特定場所，以供受益人或持有人查詢（草案第十七條）。

參、「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」草案

本草案乃財政部依據本條例第十七條第四項及第一〇一條規定之授權，針對受託機構或特殊目的公司以私募方式發行受益證券或資產基礎證券時，其相關之特定人範圍、投資說明書內容及私募證券轉讓限制等事項予以規範。爰摘錄其重要規定內容如次：

一、明定進行證券化商品私募對象之範圍及其人數之限制（草案第二條）。其所定私募對象範圍及其人數之相關限制，大致上與

證券交易法第四十三條之六有關公開發行公司私募有價證券之限制規定相當。

二、明定受託機構或特殊目的公司對特定人進行受益證券或資產基礎證券之私募時，其所應提供之投資說明書應行記載事項（草案第三、四條）。

三、明定證券化商品私募及其再行賣出，不得為一般性廣告或公開勸誘之行為（草案第五條）。

四、明定私募證券化商品再行賣出相關限制（草案第六條）。

第四章 證券商辦理資產證券化相關業務之障礙及建議

第一節 台灣證券商在金融資產證券化業務的可能切入角度

一個完整的證券化流程中的工作可以細分成下列幾個參與機構：

- 一、創始機構：最初的放款機構或經由次級市場購入債權的機構
- 二、管理服務機構：向原有借款人提供服務及收取償付款項，並轉交應付款項予投資人，或進行遲交款項的催收、壞帳管理以及處分擔保品，並紀錄所收取、交付的款項。
- 三、領導承銷商：負責將特殊目的機構所發行的證券銷售給投資人
- 四、包裝、架構團隊：一般來自領導承銷商或其他諮商機構
- 五、法律顧問團隊：必須有證券化專業背景
- 六、受託機構及其律師：代表投資人權益，監督相關契約作為的執行與履行
- 七、評等機構：對整個證券化商品的風險評估及信用評等
- 八、會計團隊：同意該證券化交易的會計處理，並確認該證券化標的存在
- 九、信用加強機構：提供投資人更多的信用保護例如由第三者提供償還保證
- 十、預備管理服務機構：當原始服務機構無法履行服務合約時，接續其原先的工作。
- 十一、保管銀行代表：負責管理創始機構與特殊目的機構的帳戶
- 十二、流動性加強機構：當抵押標的資產無法及時償付投資人本息時，由第三者例如銀行、保險公司先提供資金因應

十三、避險提供者：針對金融資產證券化商品為投資人供避險或交換（SWAP）的服務

十四、投資人：評估風險及報酬，將商品納入投資組合

這一節將討論分析台灣證券商由下列幾個金融資產證券化參與機構切入角度的考量與建議。

第一目 創始機構 (Originator)

一般而言，創始機構由原始的放款機構或是經由次級市場購入債權的機構擔任，以目前現行的證券商業務，主要的應收債權來自應收證券融資及融券款，但基於融資融券的特殊性質，並不適合當作證券化的標的；證券商可考慮向原創始機構購買債權，再自行發行的方式從事證券化業務，例如 Marine Midland Bank 向汽車業者買入汽車貸款債權，再發行持份權證券（pass-through），但以證券商目前的業務型態，其功能與角色多在幫助證券發行、促進證券市場的交易，即使因業務關係可能創造出應收債權，是否達到規模效益也是值得考慮的因素。

第二目 管理服務機構 (Administrator / Servicer)

基於原創始機構與原債務人之間的關係，管理服務機構通常由原始的創始機構兼任，另一個重要的因素在於兩者業務的相容程度極高：在證券化（Securitization）過程前，原先的創始機構仍然需自行對原有借款人提供服務及收取並記錄償付款項，亦應隨時更新確認債務人的相關資料，當有遲交事件時，進行遲交款項的催收、壞帳管理以及處分擔保品；而管理服務機構的工作除了上述業務外，只再包括轉

交收付款予投資人、提供收款情形給相關機構例如信用評等機構、信託機構及投資人，除了因為兩者的業務重疊部分極大外，原始創始機構也不願意自己的營業資訊例如承作流程、客戶資訊洩漏給他人，所以原始創始機構常兼任管理服務機構的角色提供服務。

從上述的角度來看，在證券商本身的業務並無法創造出符合經濟效益的應收債權情形下，證券商若自服務機構角色切入金融證券化的價值創造中，勢必需額外投入大量的人力、物力於相異於本身業務的作業流程、資訊系統，因此，從投入成本與效益的角度來看，也許證券商並不適合扮演管理服務機構的角色。

第三目 受託機構 (Trustee)

在金融資產證券化中，受託機構受託管理資產抵押證券之抵押標的債權，監督現金之收付是否根據委託書或服務契約之規定，以及監督契約中的其他相關人是否履行契約。基於站在保護投資人權益的角色與功能，信託機構最重要的前提即必須熟悉所有的證券化流程；必須擁有專業的證券化人才監控最初的創始業務，尤其是前面所提及的服務機構的運作、甚至是證券化商品的切割、包裝架構、替換 (Substitution) 等業務，此外受託機構最主要的工作即是代理投資人監督各金融資產證券化參與機構是否履行契約，以及投資人利益是否受到侵害，因此受託機構除了需持續監控各參與機構所提供的報告外，也需處理記帳、本金利息的分發、稅務、相關證券化文件的保存等等，所以在資訊科技 (Information Technology) 需要極大的資源投入。就某些程度而言，領導承銷商 (一般亦為主要規劃者，lead arranger) 亦需熟悉整個證券化流程，從這個角度來看，證券商也許

可以藉由領導承銷商的角色切入受託機構，但是由上面的討論可知，受託機構的業務型態是完全不同於現行證券商的主要業務型態，例如，從所需的電腦硬體、作業系統皆大不相同；此外由法律規範來看，以國外為例，信託人的資格限制非常嚴格，造成市場上參與的信託機構相當有限，絕大多數都是銀行信託部。在我國現行的信託法規定下，只有銀行信託部 或主管機關允許之機構能從事信託業務，才得以從事相關業務，未來，投資銀行的架構下，成立信託部，再配合承銷部門的證券化專業人才以及對該金融資產證券化交易的熟悉，從事信託業務也許可行；或是利用現今的金融控股公司架構從事信託業務，以 JPMorganChase 為例，JPMorgan 之前為投資銀行，在西元 2000 年十二月與 Chase（原為美國最大的商業銀行）合併，僅就在證券化的業務來看：Chase 既有的創始（承作債務例如房貸、信用卡、車貸及其他貸款）以及信託業務， 加上 JPMorgan 原有之金融資產證券化所需的專業能力（如架構、評價），兩者結合的綜效（Synergy）使得 JPMorganChase 在金融證券化領域的滲透力增強，尤其是在證券化領域的受託機構、服務機構、預備服務機構，JPMorganChase 即是全球債務證券化商品最大的受託機構，也許這可以是證券公司未來進入證券化業務的模式之一。附表為全美主要受託機構：

第四目 評等機構（Rating Agencies）

台灣目前雖有第一家信用評等機構－中華信用評等公司之成立，但是本土的信用評等標準是否能為國際投資人所接受尚有待觀察，而且我國債券市場的低流動性，也不利於金融證券化商品的發行，所以我國金融資產證券化的市場應該是以全球的機構投資人作為

市場定位，也就意謂我國的金融資產證券商品須要接受國際著名信用評等機構的信用評比，以增進商品的市場接受度，而信用評等公司最大的價值來自於公信力及品牌經營，在現有國際評等公司如 Duff & Phelps、Fitch、Moody、Standard & Poor's 分據國際市場情形如表，證券商再投入信用評等市場的成本過高，亦不見相容證券商於既有的業務。

第五目 信用加強機構及流動性加強機構 (Credit Enhancer/Liquidity Facility)

當抵押標的資產無法及時或無法償付投資人本金利息時，則須由信用加強機構及流動性加強機構提供資金因應或代理清償。一般而言，該項業務的參與者大多屬銀行或是保險公司，所採取的作法有

一、信用狀 (Letter of Credit)：由銀行提供信用狀，補償部分或全部的壞帳損失，通常提供信用狀的銀行，其信用評等至少需等於該證券化商品。

二、保證 (Guarantee)：由第三者保證代替清償部分或全部的壞帳損失，其信用評等的要求與信用狀提供機構相同。

由此來看，基於承銷商對該金融證券化商品的瞭解，證券商或可發行公司債提供保證，但是根據銀行從事保證業務的相關法規分析：銀行業在計算資本適足率時，保證業務的風險係數為一，與放款相同，但保證之手續費，只約佔保證金額的千分之一到三，保證業務所承擔的風險與其收取的手續費無法平衡，從成本效益的角度來看，證券商不見得適合從保證機構的角色切入金融資產證券化領域，此外保證業務性質與證券商既有的業務亦不相容；再者，在金融資產證券化

商品中保證機構的信用評等至少須要高於所保證的證券化商品，若以穆迪（Moody ‘s）評等為 AA-rated 的金融資產證券化商品，提供保證的機構的信用評等需要至少是 AA-rated 級，而以台灣的金融機構目前信用評等屬於 AA-rated 級以上者，只有交通銀行、中國國際商銀等幾家，證券商在此部分的投入成本將是無法想像。

此外，根據證券商管理規則第十五條：「證券商除由金融機構兼營者另因銀行法規定外，非經本會核准，不得為任何保證人、票據轉讓之背書或提供財產供他人設定擔保」皆限制證券商從事保證業務。

保證業務是一個重視規模經濟的專業事業，獲利的因素在於除了保證費收入外，關鍵在於風險分散，也就是擴大保證業務的數量及分散性以降低損失風險，奇異金融公司即是利用全球化的佈局，取得證券化保證業務的主要參與者，所以除了專業上的進入障礙外，規模經濟的達到將是一項極大的考驗。

至於流動性提供機構，一般由銀行及保險公司擔任，必須不定時準備提供資金因應抵押標的資產無法及時償付投資人本息，基於證券商的業務型態以及資本負債型態來看，兩者的業務型態相差極大，亦不適合由證券商擔任。

第六目 領導承銷商以及包裝、架構團隊（Leading Underwriter）

由附表（主要承銷商）中可知，金融資產證券業務主要是屬於投資銀行業務中的一部份，所以這部分的討論將著重國外投資銀行的證券承銷部門的介紹，以德意志銀行為例：資產證券化產品隸屬在企業理財與投資銀行部門（Corporate and investment bank）中全球市場（Global market）的固定收益型證券部分，德意志銀行在資產證券

化商品的業務中，除了是全球前五大金融資產證券化商品的承銷商外（見附表），亦在資產商業本票化¹取得領先地位。

再以 FIRST UNION BANK 體系中的證券商 Wachovia securities 為例，Wachovia securities 在 2001 年全美第三季中小企業貸款證券化商品 SBA (small business administration loan-backed securities) 的主要規劃者中的第一名。

Wachovia securities 在資產證券化商品的相關業務，除了相關證券的承銷、配售、融通外，亦提供證券化商品的投資服務、諮詢以及證券化商品投資相關的避險及風險控管服務。

Banc One Capital Markets, Inc. (BOCM) 的 The Term Asset-Backed Securities Group 除了提供證券化商品的架構分析、法律、會計、稅法的諮詢、亦提供承銷服務、次級市場交易、市場研究等服務。

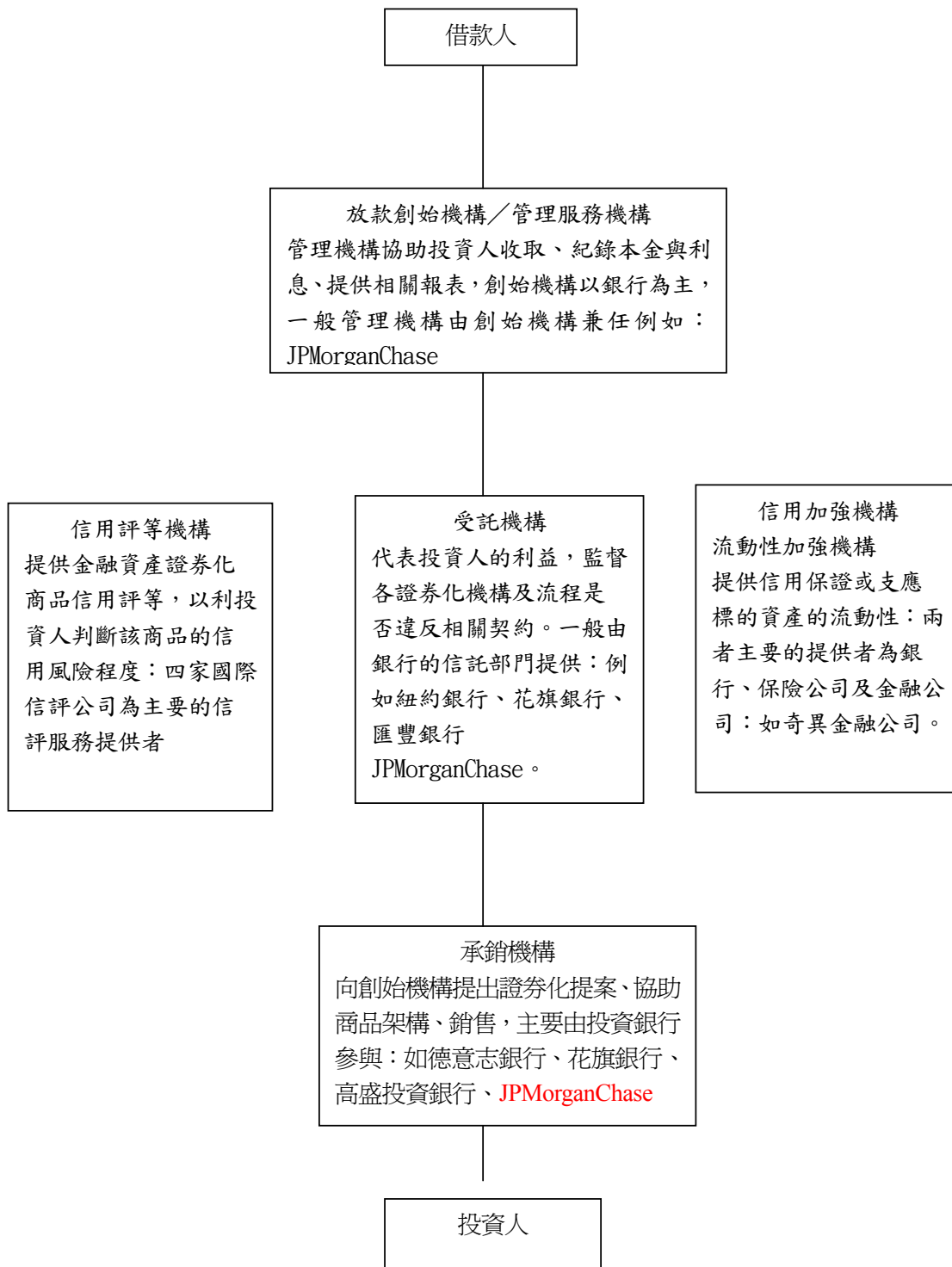
最後，值得討論的是 Mellon Financial Corporation (MFC) 的金融證券化業務，The Asset-Backed Finance Division (ABFD) 是 MFC 中專門處理金融資產證券化業務的部門，ABFD 的證券化業務主要是透過 Three Rivers Funding Corporation ("TRFC") 來運作，TRFC 是特殊目的機構 (SPE) 的一種形式-特殊目的公司 (Special Purpose Corporation; SPC)，TRFC 買入可證券化資產，例如住宅貸款債權，並公開發行金融資產證券商品，購買資產的對象除了一般客戶外還包含同一控股公司架構內的 Mellon Bank，在金融控股架構下，證券商結合銀行的資源，將可從事相同的經營模式，除了原先的商品架構、設計、承銷外，亦可從事套利交易（透過專業的架構、產品設計能力將原先購入一大群資產切割、設計成不同投資人需要的商品以賺取價

¹ 資產商業本票化 (A B C P, Asset-backed Commercial Paper)，並以該資產（一般為各式長短期的金融商品）為基礎發行短期商業本票，德意志銀行在此擔任導管 (conduit) 的功能，亦即該證券化商品的發行單位。

差)。

所以就現行的業務銜接上，以承銷商（投資銀行）的功能最符合現行證券商的切入角色。承銷商整個規劃流程依時間順序，包括：1. 可行性分析。2. 證券化團隊的選定。3. 資料分析。4. 查核。5. 財務模型與包裝架構。6. 相關文件的起草及完成。7. 信用評等。8. 證券行銷。9. 發行銷售、契約簽定與完成。除了包裝、架構團隊可透過風險及現金流量架構收取費用，承銷商亦有承銷費及買賣的利差收入（spread）。

圖 證券化過程中的價值創造及市場上主要的參與者



由上圖中的證券化流程的價值創造和國際主要證券化商品市場參與者，以及之前所討論的證券商適合切入角度，國內證券商最適合的進入角色應該是業務同質性較高的承銷商，但在如今金融控股公司已呈趨勢的情形下，討論的視野應不只侷限在證券商本身，而是將討論範圍延伸至其他同一控股架構下的商業銀行、保險公司、金融公司。

而在金融控股法通過後，從以上 Mellon Financial Corporation (MFC) 的例子中，控股公司中的證券商將因其他機構例如銀行、保險公司的加入而擁有更多資源，將可以承銷同控股架構下其他公司的應收債權，例如：證券商可以承銷同一金控架構下的銀行應收信用卡債權，基於兩者皆屬於同一個金融控股公司的架構下，某些特殊的商業機密，例如：電腦系統或作業流程，不致因分屬不同公司而有所保留，造成相關資產及承作流程評價上的困難，因此將使得證券化的效率及優勢提高，但此時即需考量子公司間的內部控制，藉由中國牆或防火牆的設置，以防不同業務間的資訊流竄、利益衝突，進而影響投資人、存款人或借款人的權益，以花旗銀行為例，不同業務之間的防火牆作得相當完整，也就是金融資產證券化的團隊不會與本身的消費金融業務相接觸。在未來，可預期綜合證券商將會轉型成投資銀行，此時的功能將更加全面性，並在金融控股公司的成立下，擁有更多的資源，進而可以參與創始的業務。證券商結合其他金融機構的資源下，除了傳統的承銷業務下，亦可從事資產商業本票化（A B C P, Asset-backed Commercial Paper），從事證券化商品的發行業務，進行套利。

儘管金控公司的架構將更能夠發充分揮金融證券化的效果，但是根據證券商管理規則第廿六條的規定，證券承銷商與發行公司間不得

有關係企業的關係，而金控公司架構下的銀行、保險及證券公司間，彼此必定符合是關係企業的定義，因此金融金控公司旗下的銀行欲發行金融資產證券化商品時，同一金控公司架構下的證券商，目前將無法辦理相關的承銷業務，在如此的法律限制下，將不利於金控公司的資源整合、亦直接剝奪金控公司在金融資產證券化商品上的潛在綜效。台灣的立法意旨總是以安全為第一考量，卻也犧牲了效益面。以國外為例，花旗銀行即在同一個金融控股架構下經營金融資產證券化業務，但集團內部的各部門間建立防火牆，以防止可能的弊端，況且尚有信用評等機構在金融資產證券化流程中扮演的把關角色，而信用評等機構最大的資產即是它的名聲（reputation），所以發生欺騙投資人的機會微乎其微。

第七目 證券商之需配合事項

金融資產證券化是一個高度專業化的領域，在證券化專業人員的培養以及電腦設備的投入需要大量的投資。證券商從事金融資產證券化業務尚須有下列各方面的配合：

- 一、證券化專業人員：除了第二章所提到的財務工程人的招募外，更重要的是財經法律團隊的經營，因為金融資產證券化中涉及相當複雜的法律規定及契約起草簽署，從附表（主要諮詢顧問機構），所有涉及的顧問公司皆是法律顧問公司，可看出資產證券化產品法律問題的涉及程度。以 JPMMC（J. P. Morgan Mortgage capital Inc.）徵招承銷人員為例，特別強調金融資產證券化從業人員與法律團隊間的協調溝通能力，以及數學、統計（尤其是機率分配部分）的觀念。
- 二、電腦科技：一九七〇年二月美國政府國民抵押協會（GNMA）

收購住宅抵押貸款，首次發行持分權證券（PASS THROUGH CERTIFICATE），此單一型式的證券在當時並無法滿足市場投資人的投資需要，使得市場的成長有限，一直到 1980 年代 CMO 產生後，證券化市場才開始蓬勃發展；最大的關鍵問題來自於電腦運算能力的不足，華爾街的投資銀行在當時沒有能力切割 Pass - Through MBS 的現金流量來創造出新的證券商品，以滿足不同需求的投資人，可見電腦運算能力對證券化商品市場的決定性。

從事證券化金融商品的主要收益來自承銷費用，在美國，一般而言，短期證券化商品的承銷費用最少大約在整個交易額的 10 個基準點左右，此外承銷費用與存續期間的長度、交易過程的複雜程度成正比，而與債券的評等呈反向關係。

需特別注意的是，證券化商品是極度複雜的，尤其在財務模型與包裝架構的部分需要法律、證券化及財務工程等專業人才的配合，以及相當的電腦運算能力及資料庫建立，對於未來想參與證券化商品承銷的證券商，這一部分是需要加強投資與培養的。

全美 ABS&MBS 信託機構排行表

		2001 年發行 量 (\$ Mil.)	2001 年受 託件數	市場佔 有率 (%)	2000 年發行 量 (\$ Mil.)	2000 年受 託件數	市場佔 有率 (%)
1	Bank of New York	\$98,346.60	202	20.9	\$64,241.10	134	18.8
2	Bankers Trust	77,590.70	162	16.5	66,254.40	146	19.4
3	Bank One	60,064.00	130	12.7	43,435.90	93	12.7
4	J. P. Morgan Chase	57,529.00	102	12.2	44,947.40	85	13.2
5	Wells Fargo	41,902.80	99	8.9	20,201.40	61	5.9
6	US Bank	41,623.30	79	8.8	21,983.60	40	6.4
7	State Street	24,286.00	38	5.2	13,406.80	42	3.9
8	First Union	18,654.40	43	4	13,573.20	35	4
9	Citibank	14,631.60	27	3.1	2,748.30	11	0.8
10	US Trust	6,493.50	18	1.4	1,392.60	5	0.4
11	Bank of Tokyo-Mitsubishi	3,603.10	4	0.8	2,580.80	2	0.8
12	Wilmington Trust	1,831.20	8	0.4	2,054.90	4	0.6
13	LaSalle Bank	1,570.20	5	0.3	5,711.00	11	1.7
14	Perpetual Trustees	1,200.00	1	0.3	1,424.20	2	0.4
15	Zions First National	1,130.00	3	0.2	1,000.00	1	0.3
16	Allfirst Bank	1,111.60	1	0.2	1,058.00	1	0.3
17	Firststar Bank	1,026.30	3	0.2	2,347.20	7	0.7
18	HSBC Bank	683.1	2	0.1	159.6	3	0
19	SunTrust Bank	595.2	1	0.1	0	0	0
	OTHERS/ UNIDENTIFIED	17,407.90	60	3.7	32,740.10	102	9.6
	TOTAL	471,280.30	988	100	341,260.70	785	100

第二節 法律面之障礙與建議

依證券交易法及相關規定，傳統上證券商所從事之業務僅為經紀、承銷、自營，且以限制兼營為原則。由於我國屬大陸法系之成文法國家，法令規定繁複，行政機關對證券商之管理，向採高度管理之政策，於新金融商品引進之際，即面臨諸多法律建構之難題。金融資產證券化條例通過及相關子法發布後，誠有必要就證券商之相關法令做一檢討，以排除法律面之障礙，並擴大證券商對資產證券化業務之參與。

如前所述，國外證券商參與資產證券化業務，乃屬投資銀行業務，即由投資銀行部門從事初級市場之承銷相關業務，此為證券商參與最重要之部分；其次方為次級市場之經紀與自營業務。以下分別就證券商所參與之不同角色，檢討現行法之有關規定。

第一目 發展投資銀行業務及承銷業務之檢討

壹、證券商擔任交易安排者(Arranger)

交易安排者(Arranger)乃提供創始機構進行資產證券化過程中相關財務規劃之服務、證券化商品設計開發顧問諮詢及規劃證券發行事宜，以增加證券化產品之接受度。證券商於資產證券化過程中，即得擔任 Arranger 之角色，向創始機構推銷、建議如何架構證券、規劃證券化流程，並且負責定價並銷售給投資人。此於國外屬投資銀行業務，對國內證券商而言，亦為一重要且具發展性之業務，按證券商具有接近市場投資人及了解市場需求之優勢，尤其證券商除擔任交易安排者，亦可能進一步代為設立 SPC 或承銷資產基

礎證券，除對證券商業務大有助益外，也有利於國內資產證券化制度推動與市場活絡。

由於我國對證券商之管理，向來採取限制兼營之立法政策，只例外開放金融機構可兼營證券業務。依證券交易法第四十五條規定：「證券商應依第十六條之規定，分別依其種類經營證券業務，不得經營其本身以外之業務。但經主管機關核准者，得兼營他種證券業務或與其有關之業務。證券商不得由他業兼營。但金融機構得經主管機關之許可，兼營證券業務。」即明文證券商除傳統之自營、經紀及承銷業外，兼營其他業務尚需經主管機關核准。

基此，證券商擔任 Arranger 是否構成需另行核准之業務？此既非證券交易法所定義之承銷業務（證交法第十條及十五條），雖證期會八十五年二月二十七日（85）台財證（二）第五八九〇一號函認以「證券承銷商得辦理募集與發行相關之財務規劃、評估及顧問業務，並得收取相關費用。」故實務上依證期會函示認為證券承銷商即得進行財務顧問之業務，無須依證券交易法第四十五條另行申請主管機關核准。此或得解釋擔任 Arranger 較類似為創始機構進行資產證券化財務規劃之業務，而為法之所許。惟如以該函解釋逕認為證券商無須個別申請核准，是否已逾越證交法第四十五條或與之相牴觸？解釋上恐不無爭議²，尚有待主管機關釐清。

長遠之計，參諸前述國外證券商之制度與發展趨勢，為增加我國證券商之競爭力，誠應思索調整我國證券商管理之制度，進一步開放證券商兼營他業之限制，使證券商能發揮投資銀行之角色功能，以符合大型化及國際化之世界潮流，方為根本解決之道。

² 證券業務以外之業務，係指證券商本來業務以外之其他業務，而且具有獨立性者而言。直接附屬於本來業務之行爲仍屬於證券業務。參閱賴源可，證券管理法規，九十一年一月修訂版，199 頁。

貳、設立 SPC 之探討

依金融資產證券化條例第五十四條第一項規定，特殊目的公司由金融機構組織設立，證券商既屬金融機構之列，應得設立特殊目的公司。猶以證券商從事交易安排時，以國外常見之 CMO 架構(如前第二章述)，其所可能採取之方式，乃由投資銀行買入債權或市場中現有之資產證券化之證券，以轉支付結構(Pay-Through Structure)，將該商品重新包裝，而發行與原始擔保品之現金流量不完全相同之一系列不同期限之證券，以供投資人選擇³。此時證券商即可能規劃設立 SPC，透過 SPC 買入債權或證券並同時發行資產證券化商品。

此時應注意者，乃條例五十四條第二項規定設立 SPC 之金融機構與創始機構不得為同一關係企業。故證券商倘擬設立 SPC，仍面臨下列障礙而須加以考量：

一、於金融機構兼營證券商時，該金融機構如為創始機構時，自不得再設立 SPC。又現在為數眾多之金融控股公司架構下，可能分設有銀行子公司、保險子公司及證券子公司等等(金融控股公司法第四條)，該子公司彼此間極可能構成公司法 369 之 3 所規範之關係企業，即「公司與他公司之已發行有表決權之股份總數或資產總額有半數以上為相同之股東持有或出資者」。則同屬控股公司集團之金融機構有擔任創始機構時，證券商亦不得設立 SPC。

二、依證券商管理規則第十八條規定：「證券商之資金，除由金融機構兼營者另依銀行法規定辦理外，非屬經營業務所需

³ 參閱謝劍平，固定收益證券投資與創新，1999 年 2 月，330 頁。

者，不得借貸與他人或移作他項用途，其資金之運用，以下列為限：一、銀行存款。二、購買政府債券或金融債券。三、購買國庫券、可轉讓之銀行定期存單或商業票據。四、購買經本會核可一定比率之有價證券及轉投資經本會核可一定比率之證券、期貨、金融等相關事業，上開投資總金額合計不得超過資本淨值之百分之四十，且其中具有股權性質之投資，其投資總金額不得超過實收資本額之百分之四十。五、其他經本會核准之用途。」即證券商自有資金之用途之管理，原則上以風險低且穩健為考量。則證券商如擬以自有資金轉投資設立 SPC，則恐面臨下列之問題：1. 設立 SPC 是否屬經營業務所需之用途？2. SPC 是否屬證券或金融相關事業，而得於一定比率內轉投資，不需依同條第五款另經主管機關核准之用途？尚有待釐清。由於實務上主管機關常以函令解釋方式，明定證券商可轉投資之對象及方式，就金融資產證券化條例准予金融機構設立 SPC 之立法意旨觀之，主管機關自得頒布證券商得設立 SPC 之相關函令，以杜爭議。

三、依資產證券化條例第五十四條第三項規定：「金融機構經主管機關之核准，得於外國成立特殊目的公司辦理資產證券化業務，其核准辦法，由主管機關定之。」則證券商得否於外國成立 SPC，除前述證券商管理規則第十八條之解釋外，是否比照證券商設立國外分公司之制度，亦有待主管機關予以釐清。

參、擔任創始機構之探討

資產證券化商品發展以來，已衍生出各種不同的架構，包括 Pass-Through 及 Pay-Through，單層及多層架構，態樣愈趨複雜，如前述國外 CMO 架構中，投資銀行可能自行買進債權群組或資產證券化之證券，於此種雙層之架構，證券商乃類似創始機構之地位。茲就證券商擔任原始創始機構及向原始創始機構買入債權或向 SPC(SPT)買入證券而再證券化(re securitization)二種情形，分別討論如下：

一、證券商所生債權之證券化

證券商如具有現金流量之金融資產，亦有擔任資產證券化之創始機構之可能。但由於證券化之資產池應具有一定之規模，以支應證券化之成本，始有證券化之實益。而證券商經常性之收入不外乎手續費及依「證券商辦理有價證券買賣融資融券管理辦法」自辦融資融券業務⁴，所取得之融資債權。惟該等債權之現金流量皆與證券市場之榮枯息息相關，故實際上是否可行，當由證券商自行評估擔任創始機構予以證券化之實益。

註解:

惟就證券化之優點觀之，倘將融資債權證券化，此或可增加證券商資金調度之管道，依前述管理辦法第二十四條規定：「證券商辦理有價證券買賣融資融券業務所需之資金或有證券，得向證券金融事業轉融通。」倘證券商日後依金融資產證券化條例擔任創始機構，而將融資債權移轉於 SPC 或 SPT，以發行證券，證券商本身則繼續擔任服務者(Servicer)之角色，當有助於證券商資金調度及風險控管。此時衍生之問題，在於證券商需經核准方得兼營其他業務，則融資債權之移轉，是否可能解釋為證券商從事

⁴ 依證期會網站所公佈之資料，至八十九年十一月底止，國內辦理融資融券業務之證券商計有五十四家。

另一「證券化」之業務？又辦理融資融券業務，乃需經主管機關核准之特許業務(證交法 60 條)，並需遵守前項管理辦法、融資融券之業務操作辦法及主管機關諸多有關規定，其性質上是否不得移轉（民法 294 I ①）或認為移轉將影響主管機關對證券金融事業之管理？不無疑義，尚有待法令上進一步釐清。

二、證券商買入債權或證券以證券化

證券商向創始機構買入債權，此於國內是否可行，乃牽涉前述證券商管理規則第十八條有關證券商自有資金運用之限制。證券商為架構證券，如能依該條第五款取得主管機關核准，而運用自有資金買入原始創始機構之債權，應非無可能。惟審酌證券商管理規則第十八條各款規定，乃在確保證券商財務之穩健，以保護證券市場安定，故現行制度下主管機關如擬核准證券商大量買入債權，其審核必趨嚴格，即應要求證券商買入之同時即已有完善之證券化計劃，例如：對該等債權及憑證如何再移轉及發行並覓妥投資人，皆屬可得確定之狀態，可確保發行成功。此時應有允准證券商擔任再證券化之創始機構之理。但須注意者，於該種架構設計，其可行性及是否有利基尚有待評估，因礙於證券商買入債權後，不得自行發行證券，而需透過 SPC 或 SPT 為之，此時 SPC 或 SPT 依法不得為證券商之關係企業，又證券商因利益迴避規定，亦不得擔任主辦承銷商(如後述)。

至於證券商買入資產證券化之商品，而予以再證券化，如前述 CMO 之架構，本有降低貸款人提前償還風險，並增加投資人接受度之優點，其除同樣遭遇前述證券商自有資金運用限制之問題，此外，依國內金融資產證券化條例第四條所規範創始機構之

資產，包括汽車貸款債權、房屋貸款債權、租賃債權、信用卡債權、應收帳款債權或其他金錢債權、受益權及其他經核定之債權等。似未將已資產證券化之證券列入，故可否解釋證券化之商品亦屬經核定之債權，而得予再證券化，恐有爭議。

三、提供保證之限制

依證券商管理規則第十五條規定：「證券商除由金融機構兼營者另依銀行法規定外，非經本會核准，不得為任何保證人、票據轉讓之背書或提供財產供他人設定擔保。」資產證券化過程中，為增強受益證券或資產基礎證券之信用，可能約定創始機構需提供以擔保、信用保險、超額資產及更換部分資產等等(條例第一〇三條)，證券商無論依上述何種情形而擔任創始機構，自應注意及遵守上開管理規則第十五條規定。

肆、承銷業務之探討

現行證交法及相關子法對證券商承銷業務之規範，原係針對一般企業金融之證券化而設，鑒於資產證券化所發行證券之架構與一般發行公司發行證券之架構有諸多差異，故原有承銷之相關規範即有所不足，而有待修正或補充，茲分別檢討之：

一、承銷之標的

按資產證券化之商品，得視資產之性質及市場需求，設計不同之證券化商品，參諸國外發行經驗，尚包括短期商業本票性質之 ABCP⁵，金融資產證券化條例第七條則明定：「受益證券及資產基礎證券，除經主管機關核定為短期票券者外，為證券交易法第

⁵ ABCP 通常期間約二至四個月，資產種類以短期債權為主，如：應收帳款、本票、短期公司債等，參閱張華平著，日本資產證券化之方法及市場分析；姚正吾著，論資產證券商品之法律性質，全國律師，2001 年 11 月，13、36 頁

六條規定經財政部核定之其他有價證券。」即我國亦允許發行短期票券性質之資產證券化商品。惟我國證交法所規範之有價證券，向以「資本性證券」為限，而不及於「貨幣性證券」，即對證券與票券有明確之二元化區隔，金融資產證券化條例亦未就承銷乙節訂定相關條文，從而依證交法第十條承銷定義之解釋，恐將認為證券商承銷之有價證券，僅限於證交法上之有價證券，不包括經主管機關核定為票券性質之商品。

另依民國九十年公佈之票券金融管理法第六條規定：「非票券商，不得經營短期票券之簽證、承銷、經紀或自營業務。」違反該條規定得處三年以下有期徒刑、拘役或科或併科新台幣五百萬元以下罰金(同法第六十一條)。故依該法規定，資產證券化商品屬短期票券性質者，即需由票券商辦理承銷及經紀業務。⁶

惟為確保資產證券化計劃之成功，資產基礎證券之商品如以有價證券為主，自應許全數委由證券承銷商承銷為宜，而非將中長期及短期商品割裂適用，造成發行人、承銷商及投資人各方之困擾，甚至二者承銷及經紀之規範不一，此或有待立法者深思熟慮檢討我國證券市場及票券市場之二元管理制度，以健全資產證券化商品市場之發展。

二、私募相關規定之檢討

金融資產證券化條例雖參考國外實務運作情形，就證券化商品之募集方式兼採私募及公開招募方式二種方式，證券化商品以私募為之時，即不需事先向證券主管機關申請核准，有關私募之

⁶ 據財政部金融局對外之說明，將允許證券商或票券商得分別辦理中長期或短期受益證券或資產基礎證券之承銷業務及經紀業務。參閱九十一年七月五日，財團法人保險事業發展中心主辦，金融資產證券化研討會，財政部金融局所提出「金融資產證券化條例與相關配套法令規定介紹」。

規定則授權主管機關定之（條例第十七條第四項）。則私募資產證券化商品得否由證券承銷商以承銷方式為之？則乏明文規定。依證券交易法第十條規定：「本法所稱承銷，謂依約定包銷或代銷發行人發行有價證券之行為。」故承銷之行為態樣有包銷及代銷二種，而承銷之客體為發行人發行之有價證券。又依證交法第七、八條有關募集與發行之定義，該承銷之客體似指對非特定人公開招募之有價證券，私募之有價證券係對特定人之招募，恐不屬之。實務上，證券承銷商則有依前述證期會八十五年二月二十七日(85)台財證(二)第五八九〇一號函，以辦理財務顧問方式提供有關私募之服務。

鑒於資產證券化業務國際上之經驗，乃以法人機構為主要客戶群，且資產證券化商品開放初期，一般散戶投資人與機構投資人相較，恐因對商品陌生而接受度較低，故私募之方式應佔極大之比例。而前述證交法之規範如能檢討修正或擴張解釋，將私募亦納入承銷之規範，將有助於投資人之保護，證券商亦得靈活選擇以包銷方式銷售資產證券化商品，將有助於資產證券化之計劃成功。

三、公開募集相關規定之檢討

按資產證券化所發行之證券，如採對非特定人公開招募方式，其公開募集之處理準則及公開說明書之記載事項，金融資產證券化條例則授權由證券主管機關定之（第十七條第二項，第一〇一條），證期會業已擬定相關辦法草案（詳前第三章）。

依證期會所擬訂之處理準則草案第五條規定，資產證券商品如採公開募集方式，受託機構或特殊目的公司須取得證交所或櫃

買中心核發之上市或上櫃同意函，依此規定，乃排除資產證券化證券非上市櫃而公開發行之情形，為使資產證券化之商品市場更趨靈活，對於公開募集限制以上市或上櫃方式交易，亦有檢討之空間。

次依證期會所擬訂之處理準則草案第四條規定：「受託機構公開招募受益證券及特殊目的公司公開招募資產基礎證券，除法令另有規定者外，應全數委託證券承銷商包銷。」乃限制承銷之方式僅限於包銷，而不包括代銷之方式。此限制或可使承銷商確實評估市場而確保證券發行之成功，惟以證券商之角度觀之，包銷與否應使承銷商有彈性可選擇，況且資產證券化商品之安全設計不在包銷制度，而在信用加強及信用評等，倘商品已經客觀機構評等，足使市場投資人選擇有所依循，是否仍須採強制包銷制，亦非無疑義。

另就承銷之銷售方面，依「中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」（以下簡稱承銷或再行銷售辦法），承銷價格之訂定可分為「競價拍賣、詢價圈構及與發行公司或有價證券持有人議定」三種，然於資產證券化之情形，資產證券化計劃之執行期間及相關事項、資產基礎證券之總金額、票面利率或權利內容等皆須記載於資產證券化計劃內，故承銷價格亦受到資產證券化計劃之限制。有關資產證券化商品應採取之承銷方式細節，尚有待日後公會加以規劃。

四、利益迴避規定之調整

為使證券承銷商於承銷之際能公平客觀，避免利益衝突之情事，證券商管理規則第二十六條特別明定，「證券承銷商與發行

公司間，有下列情事之一者，不得為該公司發行有價證券之主辦承銷商：一、任何一方與其持股超過百分之五十之被投資公司，合計持有對方股份總額百分之十以上者。...四、任何一方股份總額百分之二十以上之股份為相同之股東持有者...」於 SPC 架構下，發行公司即為 SPC，而非創始機構。惟如前所述，證券商既得設立 SPC，SPC 即為其百分之百持有之子公司，依前開第一款規定，證券商承銷商即不得為其所設立 SPC 辦理證券商承銷業務。甚且倘 SPC 為承銷商以外之金融業所設立，但該金融業持有證券商百分之二十以上股份時，依前開第四款規定，該證券商亦不得為主辦承銷商。至於證券商管理規則第二十六條其餘各款之規定，亦有成立之可能。

惟按，於 SPC 發行資產基礎證券，SPC 雖為名義上之發行人，其設計目的在於破產隔離，即 SPC 僅為一導管體，其性質與一般發行公司發行有價證券有顯著之差異，SPC 所發行之證券乃以資產池(Asset pool)為基礎，而非以 SPC 本身之債信或資產為基礎，於 SPT 架構時，亦同⁷。故原先證券商管理規則第二十六條與發行公司間承銷業務之限制，其規範理由於資產證券化架構下並無同等適用之理由。該規範將使證券商不願意設立 SPC，或因已設立 SPC 而影響承銷業務。故證券商管理規則第二十六條規定，於證券商承銷金融資產證券化之證券商品時，應有修正之必要。

又前述承銷或再行銷售辦法之第三十六條亦規定，「證券商承銷商受理競價拍賣之投標對象如有左列各款之人應募時，應拒絕

⁷ 金融資產證券化條例第十七條第六項規定：「第一項之公開說明書或第三項投資說明書之內容，除依證券主管機關或主管機關之規定外，應充分揭露下列事項：一、受益證券與創始機構之存款或其他負債務無關，亦不受中央存款保險公司存款保險之保障。二、受託機構不保證信財產之價額。...」

之：五、發行公司之董事、監察人、總經理、副總經理、協理及直屬總經理之部門主管。六、發行公司之董事、監察人、總經理之配偶。七、發行公司之董事、監察人、總經理之二親等親屬。…」(詢價圈購之對象，該辦法第四十三條亦準用第三十六條規定)。其用意亦在於利益迴避，該條文亦有檢討修正之必要。

此外，依證期會頒布之處理準則草案第四條之規定，乃明定「證券承銷商與創始機構有證券商管理規則第二十六條第一項第一款至第八款情事之一者，不得為受託機構或特殊目的公司發行受益證券或資產基礎證券之主辦承銷商」，乃增加金融資產證券化條例所無之限制，其緣由在於主辦承銷商須出具評估報告，承銷商與創始機構如為關係人，恐該評估報告有欠客觀公允。惟由於創始機構於資產證券化過程中，已先檢附資產證券化計劃向主管機關申請核准或申報生效，其中包括資產之評價方法及專家意見，甚或經過信用評等，該制度並有信託監察人或監督機構以為監督，即資產證券化過程十分嚴謹，此時是否尚有必要要求承銷商對創始機構等同一般發行公司之利益迴避，而限縮證券商從事主辦承銷商之資格，應有檢討之空間。

第二目 自營業務之檢討

目前實務上證券自營商可買賣之商品以上市、櫃之有價證券為主，就初級市場發行商品之承購，依證券交易法第八十三條規定：「證券自營商得為公司股份之認股人或公司債之應募人。」依該條規定，證券自營商買賣之標的，似只限於公司股票及公司債，惟於SPC架構下，所發行之證券商品有屬於債券(Bond)性質者，此時是否可擴大解

釋該條之公司債，除公司法所明定之公司債外，尚包括特殊目的公司所發行之資產基礎證券，以使證券自營商投資資產證券化商品，不無疑義。就證券自營商亦具有維持市場者(market-maker)之功能⁸觀之，其具有較一般投資大眾較為周密投資計畫，進而負有維持交易市場價量連續性、市場穩定性及流動性責任。證券管理規則第三十條亦規定「證券商經營自行買賣有價證券業務或出售承銷所取得之有價證券，應視市場情況有效調節市場之供求關係，並注意勿損及公正價格之形成及其營運之健全性」。為使證券自營商能參與市場以達到維持市場之功能，故有關證券自營商投資之標的，尚有待法律解釋或予以立法修正。

第三目 經紀業務之檢討

按資產基礎證券或受益證券倘能於集中交易市場或櫃檯買賣，固可透過證券經紀商為之，惟證券經紀商得否受託買賣私募之資產證券化商品？則不無疑義。

依證券交易法第十五、十六條規定，證券經紀商之業務乃指「有價證券買賣之行紀、居間、代理及其他經主管機關核准之相關業務。」茲因證券商須經主管機關之許可及發給許可證照，方得營業(證交 44)，現行證券經紀商依證券商設置標準及有關許可證照申請之規定，主管機關頒布「證券商增加營業項目許可證照申請書」表格中，營業項目共區分為「1. 集中市場經紀 2. 櫃檯買賣經紀 3 集中市場自營 4. 櫃檯買賣自營 5. 有價證券買賣融資融券 6. 承銷 7. 股務代理 8. 受託買賣外國有價證券 9. 其他」，故證

⁸ 參閱財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，證券商規模跨大化業務多元化及國際化其管理規範，第 27 頁。

券經紀商所取得之許可證照，其業務僅為「集中市場經紀」及「櫃檯買賣經紀」二種，而私募有價證券業務，非屬該二業務。另依證券商管理規則第三十六條第二項規定：「證券經紀商推介客戶買賣有價證券，屬在集中交易市場受託買賣者，應依證券交易所訂定之管理辦法辦理；在證券商營業處所受託買賣者，應依櫃檯買賣中心訂定之管理辦法辦理，上開管理辦法應函報本會核定。」故證券經紀商雖得從事推介有價證券，但僅限於上市、上櫃之有價證券，私募之有價證券亦不屬之。故目前證券經紀商不得從事私募有價證券之經紀或推介業務。

惟參考證期會 87.9.17(八七)台財證(二)第 02357 號函規定，證券經紀商於受益憑證之承銷期間屆滿後，得代理證券投資信託公司銷售經證期會核准募集發行之受益憑證。即實務上已准許證券經紀商可代理銷售未上市櫃之開放型基金。倘基於擴大證券商業務之立場，私募有價證券之受託買賣，亦可解釋屬於居間或代理性質，日後應得進一步修改證券商管理規則及相關子法，並於許可證照項目中，增加「私募有價證券之居間或代理」，以開放證券經紀商從事私募有價證券之代理及推介，如此，證券經紀商即得增加對資產證券化之參與。

第三節 小結

參諸國外金融資產證券化業務已行之有年，證券化商品無論就發行量與流通市值規模，近年來皆有長足之發展，我國甫通過金融資產證券化條例，即聞國內有業者已積極規劃金融資產證券化商品⁹，國內金融資產證券化市場將蓄勢待發，值得國人期待與觀察。而與證券化架構息息相關之金融業，包括銀行、信託業、證券業及保險業等等，皆屬資產證券化過程中不可或缺之要角，業務上可謂彼此相輔相成卻又存在互相競爭之關係。

證券商近年來受國內經濟不景氣及股市不振影響，加以面臨國內外券商之競爭，使證券商在經營上面臨考驗。國內金融資產證券化商品正在萌芽，證券商如能把握金融資產證券化業務所帶來之商機，對券商之業務發展將大有助益。本章所提出之相關建議，包括應確立證券承銷商得擔任 Arranger 之角色、檢討證券商自有資金之運用以增加證券化過程之參與、建議承銷商得承銷短期票券性質之資產證券化商品、檢討證券化商品公開招募及私募之相關規定、擴大解釋自營商買賣之標的、開放證券經紀商得受託買賣私募之有價證券等等，長遠之計，亦應檢討證券商兼營他業之限制，以符合投資銀行大型化及多元化之國際潮流。以上建議，可供主管機關作為日後修法之參考。

⁹ 依九十一年六月四日經濟日報第七版所載，台灣工業銀行、中國信託銀行均已積極進行商品規劃。台灣工銀預計發行規模30億到40億的貸款抵押證券受益憑證；中國信託還計劃推出以信用卡為標的之證券化商品，規模約80億。

第五章 結論

自從政府大量開放新銀行成立以來，國內金融機構間之競爭升高，然而市場整體規模卻沒有同步增加，銀行為創造業績而採取寬鬆授信政策，資產品質逐漸滑落。我國於八十九年通過金融機構合併法，引進資產管理公司(AMC)，希望藉此來發展資產證券化業務，解決金融機構之壞帳問題，但資產管理公司被定位於處理金融機構之不良債權，這些債權對投資者之吸引力將大打折扣，資產證券化仍應由債信較佳的債權來開始推動¹。

今年(九十一)甫通過金融資產證券化條例，為國內推展金融資產證券化業務帶來新的契機，根據財政部之預估，國內金融資產證券化市場模將超過新台幣一・四兆元²，對資本市場之活絡與發展，影響深遠。因美、日等國之金融資產證券化業務已行之有年，其發展成熟資產證券化之實務經驗，足供我國借鏡，本論文第二章乃介紹國外之實務運作，並於第三章介紹我國金融資產證券化條例之規範架構及其相關問題，以釐清國內法制。

資產證券化商品之創新，乃至於其發行市場及流通市場之建立，需要創始機構、特殊目的機構或信託機構、信用增強機構、證券承銷商、信用評等機構、服務機構、投資人之共同參與，始能有效達成。證券商近年來受國內經濟不景氣及股市不振影響，加以面臨國內外券商之競爭，使證券商在經營上面臨考驗。國內金融資產證券化商品正在萌芽，證券商如能把握金融資產證券化業務所帶來之商機，對券商

¹ 謝劍平，現代投資銀行，2001年3月初版，650頁。

² 參閱丁克華，「金融資產證券化公開招募相關規範簡介，全國律師，200年9月」。

之業務發展將大有助益。

傳統上證券商所從事之業務僅為經紀、承銷、自營，且以限制兼營為原則。由於我國屬大陸法系之成文法國家，法令規定繁複，行政機關對證券商之管理，向採高度管理之政策，相較國外投資銀行對資產證券化之參與，我國證券商管理之限制繁多。於金融資產證券化條例通過及相關子法發布後，如何擴大證券商對資產證券化業務之參與，並檢討法律上之障礙，正是本論文所探討者。

本論文第四章乃分析證券商在金融資產證券化可切入之角度，並分就證券商擔任不同角色之法律障礙，提出之檢討與建議，結論如下：

- 一、為使證券商能擔任交易安排者(Arranger)，應檢討證交法第四十五條有關兼營業務之規範，以確立證券承銷商得擔任財務規劃及顧問之角色。
- 二、建議資產證券化商品屬於票券性質者，亦得由證券商承銷。
- 三、檢討證券商管理規則第十八條有關證券自有資金運用之限制，使證券商於規劃商品架構時，得自行設立 SPC，並靈活採用 CMO 架構。
- 四、建議將私募制度亦納入承銷之規範，以保障投資人。
- 五、建議對未上市櫃之資產證券化商品，亦得公開招募。另公開招募之情形得兼採包銷及代銷二種方式。
- 六、於資產證券化之情形，應檢討放寬證券商管理規則第二十六條有關主辦承銷商與發行人利益迴避之限制。
- 七、擴大自營商買賣之標的，使證券自營商亦能投資資產證券化商品。
- 八、確立證券經紀商得受託買賣私募之資產證券化商品。

除上述法律面之檢討外，證券商亦應加強證券化專業人員之訓練，充實電腦科技配備，加強與國外投資銀行之經驗交流³，並教育投資人，方能提高競爭力，於資產證券化之業務立於機先。

期待我國金融資產證券化市場，因證券商之參與更加蓬勃發展，我國之金融環境更趨健全。

³ 台灣工銀與法商興業銀行(SG)採取策略聯盟之方式，擬借助國外資產證券化之經驗，向國內金融機構推動國內資產證券化業務。

參考文獻

一、書籍

- 1.賴源河著，證券交易法論，91年1月最新修訂版。
- 2.賴英照著，證券交易法逐條釋義第一冊至四冊，實用稅務，79年3月，5版。
- 3.余雪明著，證券交易法，財團法人中華民國證券市場發展基金會，79年7月。
- 4.林國全著，證券交易法研究，元照，89年9月。
- 5.謝劍平，固定收益證券投資與創新，1999年2月初版
- 6.謝劍平，現代投資銀行，2001年3月初版。
- 7.證券商內部控制制度標準規範，台灣證券交易所股份有限公司，90年。
- 8.陳錦佩（1997）先進國家資產證券化之研究：兼論在台灣施行之可行性
- 9.臧大年、謝哲勝、鄭惠佳，不動產抵押貸款債權證券化，2000年1月初版
- 10.陳春山，資產管理——廿一世紀明星產業，89年11月初版
- 11.陳春山，證券商發展為投資銀行之展望，88年10初二刷
- 12.臧大年、謝哲勝、連錫安及張靜怡，不動產證券化，第20-31頁，1999年3月。

二、期刊論文

- 1.蓋華英、谷湘儀，「資產證券化專題」導讀——兼談資產證券化之法制引進，全國律師11月號，2001年11月

- 2.姚正吾著，論資產證券商品之法律性質，全國律師，2001年11月
- 3.鄭惠蓉，資產證券化有關資產移轉真實買賣之探討，全國律師 11 月號，2001年11月
- 4.陳美如，日本資產證券化法之破產隔離設計，全國律師 11 月號，2001年11月
- 5.張華平，日本資產證券化之方法及市場分析，全國律師 11 月號，2001年11月
- 6.戴興鉦，金融資產證券化之會計與稅務淺論，全國律師 11 月號，2001年11月
- 7.蔡朝安、林沛君，從實務及法律探討資產證券化，全國律師 9 月號，2001年9月
- 8.財團法人保險事業發展中心，金融資產證券化研討會相關資料，91年7月
- 9.郭土木，論信託受益權證券化與證券交易法之適用問題，證券管理
- 10.王文字，資產證券化法制之基本問題研析，月旦法學，第 88 期，2002年9月
- 11.王文字，資產證券化的意義、基本型態與相關法律問題，第 48 期，1999年5月
- 12.資產證券化之法律及政策問題研究，行政院經濟建設委員會，89年6月
- 13.王志誠，資產證券化與信託原理，集保月刊第 47 期，1997年10月
- 14.劉紹樑，談資產證券化之法律問題，證券市場發展季刊，第 16 期，81年10月
- 15.不動產證券化條例草案立法總說明，行政院經濟建設委員會，91年

3 月

- 16.證券商規模跨大化業務多元化及國際化其管理規範，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會著
- 17.因應國際化之發展策略——證券商投資銀行化，證券公會雙月刊第 7 期，1997 年 3 月。
- 18.紀如龍，資產證券化——兼論券商參與之影響，大華證券期刊
- 19.儲容（2001）金融資產證券化之探討上、下，台灣金融財務季刊 第二輯第三期，71-95，第四期 47-59
- 20.吳家昌、游迺文（1999）金融資產證券化及其對金融產業影響之探討，金融財務第四期 35-43
- 21.謝劍平、高儀慧、陳恩儀、張俊傑（1999）證券業跨足經營銀行業務之可行性研究，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會
- 22.王志誠，受益權證券化與特殊目的信託法制，台灣金融財務季刊 2 輯 3 期
- 23.財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，赴美國日本考察證券商經營業務項目與範圍報告，2001 年
- 24.林志吉，我國金融資產證券化之法律設計，全國律師 8 月號，2002 年 8 月
- 25.劉萬基，金融資產證券化條例之債權讓與對抗制度，全國律師 8 月號，2002 年 8 月
- 26.丁克華，金融資產證券化公開招募相關規範簡介，全國律師 8 月號，2002 年 8 月
- 27.邱奕德，金融資產證券化——銀行業者的商機與挑戰，全國律師 8 月號，2002 年 8 月

- 28.王志誠，特殊目的公司與投資人之保護機制，月旦法學第 88 期，2002 年 9 月
- 29.邱榮輝，金融資產證券化的經濟部利益和投資者保護，月旦法學第 88 期，2002 年 9 月

三、英文部分

- 1.Kendall Leon T, (1997), Securitization: A New Era in American Finance, in Leon T. Kendall and Michael J.Fishman ,eds, A Primer on Securitization,/Cambridge :MIT Press, p5/
- 2.John Henderson, (1997),Asset securitization:current techniques and emerging market applications/Euromoney Books/
- 3.Deborah R Seife; Darryl J Osojnak;Ira M Powell;David C DeMilt;(Spring 1999),Understanding asset-backed commercial paper/Securitization Conduit/
- 4.Olivier Melennec;(2000),Asset backed securities: a practical guide for investors/ Securitization Conduit/
- 5.Tim Nicolle,(May 2001),Harnessing IT to smooth the way for securitization/The Treasurer/

三、網站

- 1.<http://www.hough.com>
- 2.<http://www.mellon.com>
- 3.<http://www.vinodkothari.com/>
- 4.<http://www.abalert.com/>

5. <http://www.jpmorganchase.com/>
6. <http://www.gs.com/>
7. <http://www.db.com/>
8. <http://www.mbaa.org/>
9. <http://www.securitization.net/>
10. <http://www.bondmarkets.com/Research/statist.shtml>

ABS&MBS 市場中的主要信用評等機構 (in \$ Mil.)							
		2001 年發行 量	2001 年評等 件數	市場佔有 率	2000 年發行量	2000 年評 等件數	市場佔有 率
1	S& P	\$406,455.50	769	36.67	\$295,134.50	595	36.36
2	Moody's	395,638.00	781	35.69	283,017.80	530	34.87
3	Fitch	306,290.40	601	27.63	211,369.00	465	26.04
	Duff	0	0	0	22,170.60	56	3.73
	TOTAL	1108383.9	2151	100	811691.9		100

美國 ABS/MBS 發行的主要諮詢顧問 (in \$ Mil.)				
	2001		2000	
	諮詢件數	涉及金額	諮詢件數	涉及金額
Thacher Proffitt	130	\$41,988.80	84	\$27,965.60
Orrick Herrington	121	60,141.90	89	38,015.90
Sidley Austin	89	42,593.30	1	42
Cadwalader Wickersham	84	39,606.40	64	22,679.10
Brown & Wood	49	17,308.00	72	36,719.50
Mayer Brown	31	18,477.30	18	11,573.40
Stroock & Stroock	21	11,762.10	20	11,764.80
McKee Nelson	20	10,763.60	0	0
Morgan Lewis	18	8,838.40	13	3,549.50
Skadden Arps	17	20,529.70	10	13,896.90
Andrews & Kurth	16	4,197.60	11	3,256.80
Dewey Ballantine	13	13,657.30	20	10,593.60
Simpson Thacher	9	9,169.10	5	3,967.00
Cravath Swaine	9	5,200.00	4	2,428.80
Kirkland & Ellis	8	6,761.10	8	6,291.60
O'Melveny & Myers	6	6,705.60	5	4,705.60
Latham & Watkins	6	5,357.90	16	9,634.80
Weil Gotshal	6	3,825.20	6	3,264.30
IN- HOUSE	41	30,476.30	30	21,860.00
OTHERS	294	113,920.80	309	109,051.70
TOTAL	988	471,280.30	785	341,260.70

資料來源：The Bond Market Association

全美 ABS&MBS 信託機構排行表

		2001 年發行 量 (\$ Mil.)	2001 年受 託件數	市場佔 有率 (%)	2000 年發行 量 (\$ Mil.)	2000 年受 託件數	市場佔 有率 (%)
1	Bank of New York	\$98,346.60	202	20.9	\$64,241.10	134	18.8
2	Bankers Trust	77,590.70	162	16.5	66,254.40	146	19.4
3	Bank One	60,064.00	130	12.7	43,435.90	93	12.7
4	J. P. Morgan Chase	57,529.00	102	12.2	44,947.40	85	13.2
5	Wells Fargo	41,902.80	99	8.9	20,201.40	61	5.9
6	US Bank	41,623.30	79	8.8	21,983.60	40	6.4
7	State Street	24,286.00	38	5.2	13,406.80	42	3.9
8	First Union	18,654.40	43	4	13,573.20	35	4
9	Citibank	14,631.60	27	3.1	2,748.30	11	0.8
10	US Trust	6,493.50	18	1.4	1,392.60	5	0.4
11	Bank of Tokyo-Mitsubishi	3,603.10	4	0.8	2,580.80	2	0.8
12	Wilmington Trust	1,831.20	8	0.4	2,054.90	4	0.6
13	LaSalle Bank	1,570.20	5	0.3	5,711.00	11	1.7
14	Perpetual Trustees	1,200.00	1	0.3	1,424.20	2	0.4
15	Zions First National	1,130.00	3	0.2	1,000.00	1	0.3
16	Allfirst Bank	1,111.60	1	0.2	1,058.00	1	0.3
17	Firststar Bank	1,026.30	3	0.2	2,347.20	7	0.7
18	HSBC Bank	683.1	2	0.1	159.6	3	0
19	SunTrust Bank	595.2	1	0.1	0	0	0
	OTHERS/ UNIDENTIFIED	17,407.90	60	3.7	32,740.10	102	9.6
	TOTAL	471,280.30	988	100	341,260.70	785	100

資料來源：The Bond Market Association