

目錄

第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機與目的.....	1
第二節 研究方法與範圍.....	3
第三節 論文結構.....	10
第二章 資產擔保證券之認識.....	13
第一節 資產擔保證券之內涵.....	13
第一項 資產擔保證券之意義.....	13
第二項 資產擔保證券之成因.....	17
第三項 資產擔保證券之法律性質.....	19
第四項 推行資產擔保證券之優劣.....	23
第五項 小結.....	26
第二節 資產擔保證券之組織架構與重要關係人.....	26
第一項 創設(Origination)	29
第一款 創始機構(Originator)	29
第二款 適格資產(Eligible Asset).....	30
第二項 架構(Structuring)	33
第一款 特殊目的機構(Special Purpose Vehicle).....	34
第二款 資產移轉.....	42
第三項 信用增強(Credit Enhancement)和信用評等(Rating)	43
第一款 信用增強(Credit Enhancement)	44
第二款 信用評等機構(Rating Agency)	47
第四項 銷售與交易(Placement and Trading).....	49
第一款 承銷機構((Underwriter)	49
第二款 投資人(Investor).....	51
第五項 群組服務(Servicing).....	51
第六項 小結.....	53
第三節 資產擔保證券之交易.....	57
第一項 招募方式.....	57
第一款 募集(Public Offering)	57
第二款 私募(Private Placements).....	60

第二項 承銷方式.....	65
第一款 包銷.....	65
第二款 代銷 (Best-Effort Underwriting)	66
第三項 上市及上櫃買賣.....	69
第四項 小結.....	70
第三章 資產擔保證券之種類.....	73
第一節 以證券化之方式為區別.....	73
第一項 出售架構(Sale Structure).....	73
第二項 負債架構(Debt Structure).....	74
第一款 資產擔保債券(Asset-Backed Bonds).....	75
第二款 轉支付證券(Pay-Through Securities).....	75
第三項 小結.....	76
第二節 以債權種類作為區別.....	77
第一項 不動產擔保貸款債權及其擔保物權.....	78
第二項 動產擔保貸款債權及其擔保物權.....	80
第三項 金錢債權.....	82
第一款 信用卡債權.....	83
第二款 租賃債權.....	86
第三款 企業應收帳款債權.....	88
第四項 受益權.....	91
第三節 其他類型證券化商品.....	91
第一項 次順位證券(Subordinate Security Classes)	92
第二項 擔保債務憑證(Collateralized Debt Obligation).....	92
第三項 專利權證券化.....	94
第四項 不良債權(Non-Performing Loan)的證券化.....	96
第五項 跨越國界的證券化商品.....	99
第四章 投資人保護之機制.....	103
第一節 行政監督.....	104
第一項 行政監督之相關用語.....	105
第二項 事前監督.....	106
第三項 事後監督.....	108
第四項 小結.....	110

第二節 資訊公開.....	111
第三節 破產隔離機制.....	113
第一項 特殊目的信託制度之破產隔離設計.....	114
第一款 受託機構與創始機構間須具有獨立性.....	115
第二款 特殊目的信託契約的成立.....	116
第三款 信託財產之公示制度.....	116
第四款 排除信託法第六條第三項之適用.....	117
第二項 特殊目的公司之破產隔離設計.....	118
第一款 特殊目的公司與創始機構間具有獨立性.....	118
第二款 資產移轉須為真正買賣 (True Sale)	119
第三款 特殊目的公司之限制.....	120
第三項 小結.....	124
第四節 投資人權利之行使.....	125
第一項 會議召開之程序.....	125
第二項 會議之決議事項及決議方法.....	127
第三項 反對證券持有人之收買請求權.....	128
第四項 次順位證券持有人會議決議的效力.....	128
第五項 小結.....	129
第五節 信託監察人與監督機構.....	132
第一項 選任、辭任與解任.....	133
第一款 選任.....	134
第二款 辭任與解任.....	136
第二項 職務行使.....	137
第三項 報酬請求權.....	140
第四項 設立必要性.....	141
第五項 小結.....	142
第六節 證券投資人及期貨交易人保護法.....	143
第一項 保護機構.....	144
第二項 爭議事件之調處.....	146
第三項 團體訴訟與團體仲裁.....	147
第四項 小結.....	149
第五章 安隆(ENRON)事件之評析.....	151
第一節 安隆事件之始末.....	152

第二節 特殊目的機構之運用.....	156
第一項 安隆與特殊目的機構間之關係.....	157
第二項 美國特殊目的機構之會計處理.....	159
第三項 我國之相關規定.....	163
第四項 小結.....	164
第三節 安隆與特殊目的機構間之交易.....	165
第一項 安隆的交易過程.....	165
第二項 美國會計法上真正買賣之認定.....	167
第三項 判例法上真正買賣之認定.....	169
第四項 美國破產法之規定.....	171
第五項 小結.....	172
第四節 獨立董事之設立.....	174
第一項 安隆的董事制度.....	175
第二項 美國對獨立董事之規範.....	177
第三項 我國對獨立董事之規範.....	179
第四項 設立之必要性.....	181
第五項 小結.....	183
第五節 資訊公開.....	184
第一項 企業資訊公開.....	184
第二項 承銷機構及證券分析師.....	185
第三項 信用評等機構.....	187
第四項 會計.....	188
第五項 我國之相關規定.....	190
第六項 小結.....	192
第六章 結論.....	195
附件一 相關函令.....	201
附件二 獨立董事與特殊目的公司董事比較表.....	207
附件三 金融資產證券化條例施行細則草案.....	210
參考書目.....	219

圖目錄

圖 1 證券化之分類.....	4
圖 2 權益面證券化示意圖.....	6
圖 3 負債面證券化示意圖.....	7
圖 4 資產面證券化示意圖.....	8
圖 5 權益面、負債面及資產面的證券化.....	8
圖 6 金融資產證券化與傳統貸款型態之區別.....	27
圖 7 金融資產證券化之重要關係人.....	28
圖 8 特殊目的信託之證券化組織架構.....	36
圖 9 特殊目的公司之證券化架.....	39
圖 10 台灣工銀證券化架構.....	55
圖 11 汽車貸款債權證券化架構.....	82
圖 12 信用卡債權證券化架構.....	84
圖 13 租金債權證券化架構.....	88
圖 14 企業應收帳款證券化架構.....	89
圖 15 專利券證券化架構.....	96
圖 16 不良債券證券化架構.....	97
圖 17 韓國跨國金融資產證券化架構.....	100
圖 18 財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心組織圖.....	145
圖 19 安隆交易流程.....	166
圖 20 美國公司運作方法.....	176

表格目錄

表格 1 證券名稱辨異	17
表格 2 資產基礎證券與公司債之比較.....	22
表格 3 特殊目的信託與特殊目的公司比較.....	41
表格 4 可為證券化重要關係人之機構.....	56
表格 5 承銷方式比較	68
表格 6 募集與私募之比較	71
表格 7 證券化類型之差異比較.....	77
表格 8 受益人、資產基礎證券持有人及公司債權人權利行使比較.....	130
表格 9 安隆公司 1996 - 2001 股價走勢.....	154
表格 10 安隆積欠貸款總額.....	154
表格 11 安隆財務狀況	159

第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

傳統之間接金融(Indirect Financing)¹型態係指金融機構以吸收存款、同業拆借、發行可轉讓定存單或金融債券等方法，向資金過剩單位籌措或匯集資金後，再透過徵授信審查程序，以放款等方式提供至資金不足單位，而發揮金融中介功能；惟隨著金融環境競爭之加劇，金融機構持有之資產規模日趨擴大，其中，亦涵蓋多項流動性不足、清償期過長者，導致金融機構經營風險升高，而影響金融體系穩定與金融環境發展。故先進國家透過資產證券化(Asset Securitization)²，將資產組群、包裝及重組為單位化、小額化之證券形式，以向投資人銷售之過程，並使創始機構無待於債權資產清償期之屆至，而先行回收資金，並降低持有資產之風險。目前資產證券化已在國際資本市場上蓬勃發展，如美國的資產擔保證券(Asset-Backed Securities, ABS)³總餘額高達一點六兆美元，且資產擔保證券(ABS)市場已成？美國僅次於聯邦政府債券的第二大證券市場，並遠遠超過股票證券市場。此外，歐

¹ 一般金融管道可分為直接金融與間接金融兩類，前者指資金需求者以發行股票、債券等證券或其他金融工具，並出售給資金剩餘者作為資金融性資產，換取所需資金；後者係指資金需求者向握有大筆閒置資金的金融機構、簽訂借貸契約以換取資金。參閱謝劍平著，財務管理新觀念與本土化，智勝文化事業有限公司，民國九十一年二月，第十二頁。

² 資產證券化主要包括金融資產證券化及不動產證券化。其主要係指金融機構或企業，將其所擁有之資產重新包裝為證券的一種型態。詳參見本章第二節及第二章第一節第一項資產擔保證券之意義。

³ 資產擔保證券(ABS)是一種以金融資產為基礎的債券或憑證。詳參見第二章第一節資產擔保證券之內涵。此外，目前亦有認為ABS為Asset-Backed Securitization的縮寫，意即金融資產證券化之融資。參閱高清、胡睿合著，ABS融資方式的風險管理，黑龍江財專學報，第四期，西元一九九八年。

洲一九八六年及一九八七年所發行資產擔保證券(ABS)的總量僅十七億美元，而到一九九四年其一年的發行量就達到了一百二十億美元；澳大利亞近期的資產擔保證券(ABS)發行量每年亦有二十億的增長。在東南亞地區，資產證券化在一九九五年始興起，據美國標準普爾公司最近估計，在今後幾年該地區的資產證券化市場潛力將以百分之二十五的速度增長⁴。

而我國目前已於民國九十一年七月二十四日公佈「金融資產證券化條例」(在本文中簡稱「本條例」)，其共分總則、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，共計一百十九條。依本條例所發行之資產擔保證券(ABS)在市場上運作模式近似債券，惟目前我國的債券市場並不活絡，也非大部份民眾投資的優先選擇，且從事債券投資者通常為基金、法人團體或少數私人理財機構，故一般民眾對於債券型態商品都相當陌生。且未來透過本條例，將衍生出多樣性之證券化商品，惟目前對其規範管理機制是否完善，實令人憂慮。再者，亦擔心未來創始機構藉由金融資產證券化轉嫁其不良債權給投資大眾承受，藉以減少負債回收資金。最後，在證券化商品其產生的過程涉及信用評等、信用擔保等多項流程，若其中過程有所疏失，都將造成投資大眾的誤判和損失。

美國於二〇〇一年底爆發安隆公司(Enron, 在本文中簡稱「安隆」)破產一案，雖說其主要牽涉之問題為公司治理，但其中亦顯現出金融資產證券化之特殊目的機構、真正買賣及資訊揭露等問題。如安隆利用大量的特殊目的機構，進行表外交易掩飾虧損，且由其擔任創始機構所發行之資產擔保證券(ABS)，亦因此遭受波及被評定為垃圾債券。惟在此之前證券商、銀行及信用評等機構皆給予其良好的評價，

⁴ 參閱梁均著，資產證券化系統分析，湘財證券，二〇〇二年五月十四日，[http:// business.sohu.com](http://business.sohu.com)

造成一般大眾及法人投資人莫大的損失。美國於一九七一年左右，開始進行第一宗之金融資產證券化，至今已近三十年之歷史。此次安隆案之問題，暴露出其法規之缺失及產品設計之問題。反觀，我國僅為金融資產證券化之新手，未來是否亦會產生同樣之弊病且我國現今之法規是否已對投資人保護作好了準備，值得我國借鏡及省思。

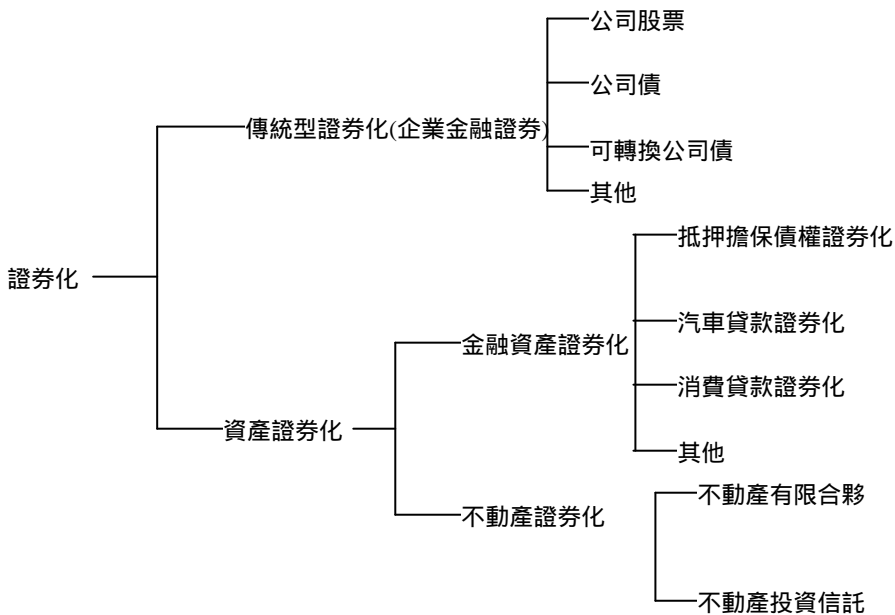
第二節 研究方法與範圍

在研究方法方面，本文採用一般文獻分析法與比較法，並以本條例為中心，來探討當中有關投資人保護的問題。惟因金融資產證券化之過程涉及諸多條文，如銀行法、公司法及信託法等，故亦針對其與金融資產證券化相關之部分加以探討。且財政部亦針對本條例頒布了多項函令，本文亦在將提及條文或證券化之內涵時，一併探討相關之函令(詳參附件一)。在資料選擇方面，因本文主要探討我國法規規範之完善與否及對安隆事件之分析，且美國亦為現今發展金融資產證券化歷史最長之國家，故參考本國文獻及美國文獻。再者，因本條例之立法除參考美國法規外，亦參考日本法規，且日本與我國之金融環境亦較類似，故亦參考部分日文文獻及日本資產流動化法。

而在研究範圍方面，因為資產擔保證券(ABS)本身屬於證券化商品的一個廣義概念，故茲以證券化之種類及定義作為其範圍界定。一般而言，證券化(Securitization)有廣義和狹義之分，廣義的定義為：募集資金的方法由間接金融(Indirect Financing)轉換為直接金融(Direct Financing)，亦即有價證券化。易言之，募集資金的方法採用發行證券的形式，並提高發行證券的比例。狹義的定義為：為提高企業及金融機構所持有的資產及債權流動性為目的，以資產及債權為質權或抵押擔保，設計並發行的新型態的證券，公開出賣給一般大眾，以達成募

集資金的過程⁵。若採廣義的見解，而以其證券化主體及資產性質為分類，一般認為其包括「傳統型證券化」及「資產證券化(Asset Securitization)」。前者為企業金融證券化；後者又可分為「金融資產證券化」及「不動產證券化」。而「金融資產證券化」亦可分為「抵押擔保證券化」、「汽車貸款證券化」、「消費貸款證券化」及其他。茲參見下圖證券化之分類。

圖 1 證券化之分類



資料來源：參閱陳尹章著，金融資產證券化之法制架構之研究，國立台北大學法律學研究所碩士論文，民國九十一年六月，第十一頁。

⁵ 參閱臧大年、謝哲勝、鄧惠佳著，不動產抵押貸款債權證券化，翰蘆圖書出版有限公司，民國八十九年元月，第六頁至第七頁。

然而，本文以為若要更清楚瞭解證券化之內涵，除採前述分類外，並可依證券化之方式及資產負債表變動的方式分將其為權益面、負債面及資產面的證券化，分述如下⁶：

一、權益面的證券化

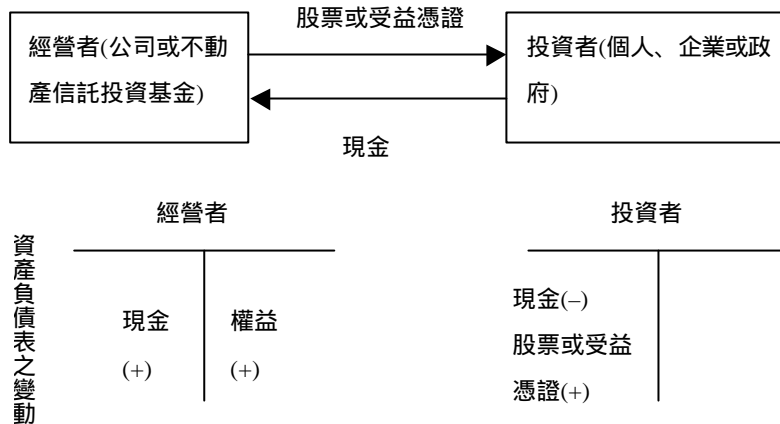
所謂權益面的證券化，通常係指公司或不動產投資信託基金等，以發行股票或受益證券方式，向大眾募集資金。其特徵在於該股票或受益證券之市價，係依據經理人的營運績效變動，且當市場景氣上揚時，該股票或受益證券之價格即隨之攀升。而如目前的「不動產證券化條例」的不動產投資信託⁷與不動產資產信託⁸即屬於權益面的證券化。茲以下圖說明權益面的證券化架構與資產負債表：

⁶ 改寫自林左裕著，不動產投資管理，智勝文化事業有限公司，民國九十年九月，第三百九十七頁至第四百零五頁。惟本文在此所採之資產擔保證券(ABS)為廣義概念，茲包括轉支付證券(Pay-Through Securities)及轉手證券(Pass-Through Securities)兩種類型，非單指轉手證券(Pass-Through Securities)，且轉支付(Pay-Through)架構在發行者資產負債表中係以「負債」科目表示，故本文以為資產擔保證券(ABS)並不完全屬於資產面證券化，並在架構示意圖中對該書所作分類稍作更動。

⁷ 依不動產證券化第四條第三款之規定，所謂不動產投資信託係指不特定人募集發行或向特定人私募交付不動產投資信託受益證券，以投資不動產、不動產相關權利、不動產相關有價證券及其他經主管機關核准投資標的而成立之信託。

⁸ 依不動產證券化第四條第五款之規定，所謂不動產資產信託係指委託人移轉其不動產或不動產相關權利予受託機構，並由受託機構向不特定人募集發行或向特定人私募交付不動產資產信託受益證券，以表彰受益人對該信託之不動產、不動產相關權利或其所生利益、孳息及其他收益之權利而成立之信託。

圖 2 權益面證券化示意圖

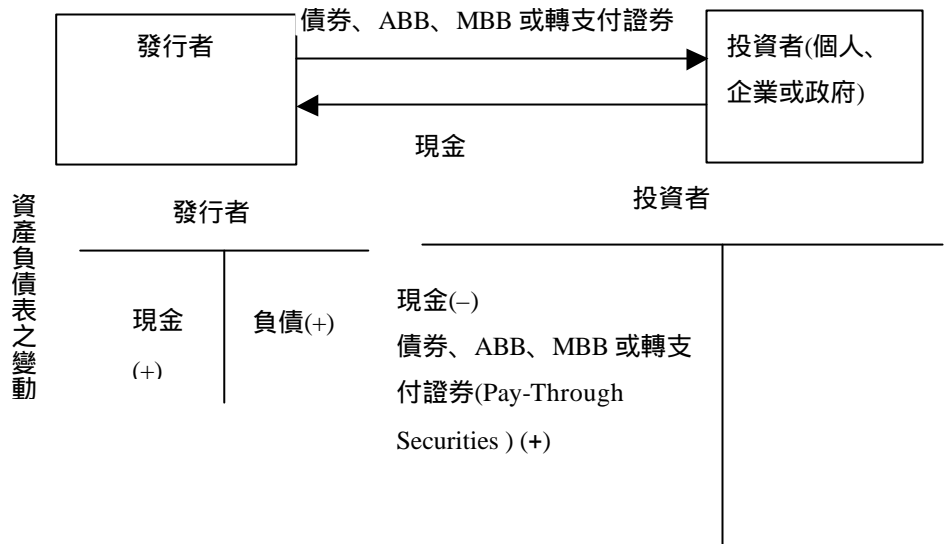


資料來源：參閱林左裕著，不動產投資管理，智勝文化事業有限公司，民國九十年九月，第三百九十八頁。

二、負債面的證券化

所謂負債面的證券化，係指公司以發行債券之方式，向大眾募集資金。其所指的債券除可能為公司法所指之公司債，亦有可能為資產擔保債券(Asset-Backed Bonds, ABB)、不動產基礎債券(Mortgage-Backed Bonds, MBB)或轉支付證券(Pay-Through Securities)。其特徵在於發行機構之資產負債表係以負債之方式為表現，且其價格之變動係與當前的利率呈現反比。茲以下圖說明負債面的證券化架構與資產負債表：

圖 3 負債面證券化示意圖



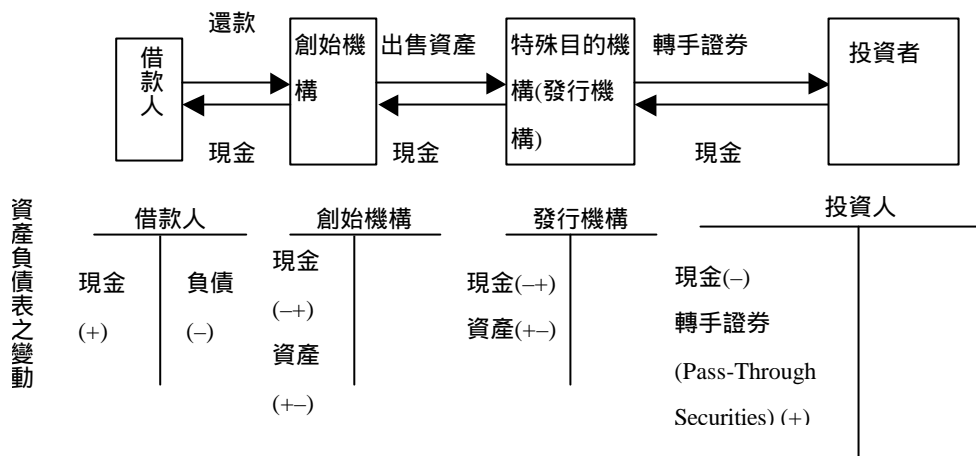
資料來源：參閱林左裕著，不動產投資管理，智勝文化事業有限公司，民國九十年九月，第四百零一頁。

三、資產面的證券化

所謂資產面的證券化即指創始機構，將其所擁有之各種資產，透過特殊目的機構來發行證券。其與上述負債面的證券化最大的區別即發行機構的資產負債表並未以負債的方式來表示證券的發行。且不同於權益面的證券化，其證券的價格的變動並非來自經營者對公司的營

運，而是與當前的利率變動有關。茲以下圖說明資產面的證券化架構與資產負債表：

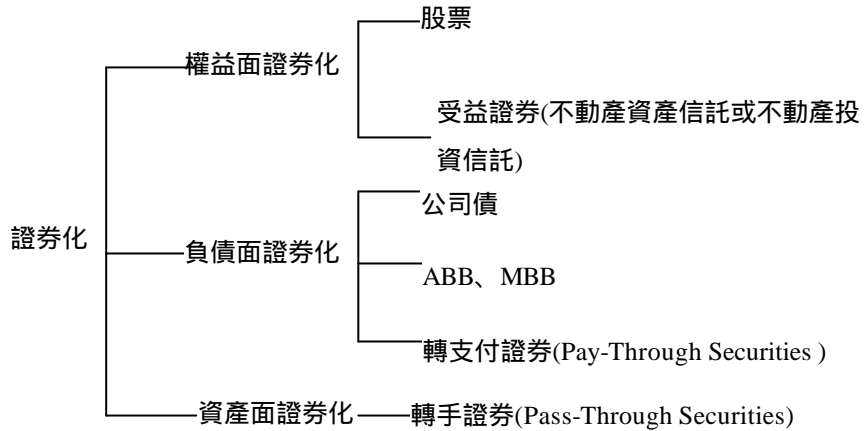
圖 4 資產面證券化示意圖



資料來源：參閱林左裕著，不動產投資管理，智勝文化事業有限公司，民國九十年九月，第四百零二頁。

承上所述，茲將權益面、負債面及資產面的證券化所包含的證券類型作成下圖，以瞭解其所包含之證券類型：

圖 5 權益面、負債面及資產面的證券化



資料來源：作者資料整理

觀本條例其以「金融資產證券化條例」為命名，且其法條所規範之證券化包含「抵押擔保證券化」、「汽車貸款證券化」、「消費貸款證券化」等類型，故可知其係屬於以資產性質為分類中之金融資產證券化。此外，觀本法之性質，其證券化之類型應僅限定為上述之負債面的證券化及資產面的證券化。故承上所述，在以本條例為中心之情況下，本文所指之資產擔保證券(ABS)之範圍僅限定於金融資產證券化、負債面及資產面證券化。至於有關資產擔保證券(ABS)之意義、成因、性質及優劣等問題將於第二章第一節-資產擔保證券(ABS)之內涵為探討。

再者，投資人保護涉及整體金融市場與企業法制的管理策略，故投資人保護需以政府監督、市場及企業自律、投資人權益主張與制衡為基礎⁹。本文對投資人保護的探討即以本條例為中心，並以此三方面

⁹ 參閱陳春山著，企業控管與投資人保護—金融改革之路，元照出版公司，

作為論述之範圍。而民國九十一年七月所公佈「證券投資人及期貨交易人保護法」屬於投資人權益主張之一部份，且未來資產擔保證券(ABS)之持有人亦得主張之，故其亦屬本文探討之範圍之一。在安隆案之部分，因其所牽涉之層面較廣，亦僅限縮於與金融資產證券化相關之特殊目的機構、真正買賣、董事獨立及資訊透明、公開等相關問題為探討。

此外，由於台灣工銀已於民國九十二年二月二十四日正式發行了台灣第一個金融資產證券化商品「台灣工業銀行企業貸款債權證券化受益證券」。為使本文能與目前實務情況切近，故在本文中亦將分別論及目前台灣工銀所採行之證券化方式。

第三節 論文結構

本文之架構共有六章，第一章是緒論，敘述本論文研究動機與目的及方法範圍等。

第二章為資產擔保證券(ABS)之認識，從其內涵、產生過程及買賣方面加以探討，以對資產擔保證券(ABS)能有一初步之認識。

第三章為資產擔保證券(ABS)之種類，以其在證券化過程中之差異，來分辨其類型。並瞭解現行外國新興的證券化商品，和我國未來資產擔保證券(ABS)市場可能推出之商品。

第四章為投資人保護機制，其主要係針對我國目前對資產擔保證券(ABS)投資人保護之規範，並以「本條例」為中心。此外，由於民國九十一年七月公佈「證券投資人及期貨交易人保護法」，其亦與未來

資產擔保證券(ABS)投資人之訴訟息息相關，故在本章中亦淺略介紹該法之運用及規範內涵。

第五章則針對安隆一案證券化之部分加以分析，探討現今美國的證券化相關法規所暴露之問題，並對應我國現今之法規，以避免未來我國資產擔保證券(ABS)市場，亦遭受同樣衝擊。

第六章為結論，針對上述各章為探討、分析及建議，重申我國資產擔保證券(ABS)投資人保護之各類問題，作為本書之總結。

第二章 資產擔保證券之認識

金融資產證券化為近年來之國際潮流。利用本條例可以創造金融機構金融資產之次級市場及增加其資產之流動性；亦可以減少金融機構財務管理上資本適足要求的負擔。同時也增加金融機構在傳統放款市場與債券市場兩者間的利率套利空間。我國已於民國九十一年七月二十四日公佈本條例，且台灣工銀也於民國九十二年一月二十七日獲財政部之核准，發行首宗金融資產證券化商品¹。

金融資產證券化商品，通常泛稱為資產擔保證券(ABS)，而下述將針對資產擔保證券(ABS)之內涵、產生過程、及買賣過程等加以分析，以瞭解其與一般證券之不同，及其特殊性。

第一節 資產擔保證券之內涵

第一項 資產擔保證券之意義

依美國證券化市場的習慣，所謂的資產擔保證券(ABS)通常是指不同於不動產擔保證券(MBS)的其他證券化產品。其資產類型包括汽車貸款、信用卡應收帳款、學生貸款、貿易應收帳款等；而在其他地區，則可能泛指包括不動產擔保證券在內的所有證券化產品。而經由證券化所產生的金融商品並非皆以債權作為擔保的方式為之，亦有以出售債權的方式，故其所發行之證券可能為債券(Bond)或受益證券。依美國一九三三年之證券交易法 Form S-3 將「資產擔保證券(ABS)」

¹ 參閱邱金蘭、謝偉妹著，首宗金融資產證券化商品 法人搶購，經濟日報，民國九十二年一月二十八日。

定義為「該證券主要以具有固定或循環的現金流量的應收帳款或其他金融資產作為分離資產組群，並在證券存續期間內注入有一定期限之現金，並加上任何權利或其他資產作為確保服務或即時繼續分配利益給證券持有人的設計²。」此外亦有認為「資產擔保證券是一種以金融資產為基礎的債券或憑證³。」「ABS係一種基於包裝群組的證券架構下之工具，且發行之證券使投資人對其原始包裝所產生之現金流量擁有權利⁴。」「ABS是一種以資產潛在流動性為基礎之債券⁵。」及「與企業分離之資產為擔保所發行之證券⁶。」茲依上述將資產擔保證券(ABS)析述如下：

一、經由證券化之過程

此所謂證券化之過程主要限定為前一章所述之金融資產證券化、資產面證券化及負債面證券化兩種。

² “ A security that is primarily serviced by the cash flows of a discrete pool of receivables or other financial assets, either fixed or revolving, that by their terms convert into cash within a finite time period plus any rights or other assets designed to assure the servicing or timely distribution of proceeds to the security holders.” See, Robert R. Veach, Jr, Securitization Of Assets, Bulletin of the Business Law Section of the State Bar of Texas, March 1993, at 27.

³ “ Asset-backed securities, called ABS, are bonds or notes backed by financial assets.” See, What Are Asset-Backed Securities, 《<http://www.investinginbonds.com/info/igabs/what.htm>》

⁴ “ An ABS is an instrument constructed by packaging a group of securities and then issuing a security whose purchaser has a claim against the cash flows generated by the original package. ”

⁵ “ Asset-backed securities are bonds that are based on underlying pools of assets.” See, Asset-Backed Securities, 《<http://www.finpipe.com/assback.htm>》 .

⁶ 「企業??分離??資??裏付????行??證券。」, 《<http://www.findai.com/yogo/0257.htm>》。

二、以具有現金流量之資產作為其資產組群

只要該資產有固定性或循環性之現金流量作為收入，即可作為證券化之資產組群⁷。故縱使為不動產抵押債權，只要能產生一定之現金流量，亦屬於其所指之資產組群。且該資產的擁有者並不限於金融機構，即一般企業亦可為創始機構。

三、證券持有人對該資產擁有一定之權利

即證券持有人依該證券可對資產收取一定之本金、利息或其他權利。惟因證券化之方式不同，致使證券性質可能為債券或受益證券，故證券持有人所擁有的權利可能是債權或受益權。

承上所述，本文以為所謂的資產擔保證券(ABS)應屬一個廣義的見解，並包含各種資產類型所產生的證券，即所有金融資產證券化商品皆應包括之(包含不動產擔保債權)。且其定義應以「資產擔保證券(ABS)是一種以具有現金流量之資產作為基礎的債券或憑證」較為正確，並能包含前述之債券和受益證券兩種性質。惟若以前述觀之，其並非皆以資產擔保之方式發行證券，故資產擔保證券一詞⁸其用語是否適當實存有疑義。本文認為應譯成資產基礎證券(ABS)較為恰當。惟目前所通過的金融資產證券化條例，將由特殊目公司所發行之證券，

⁷ 參閱儲蓉，金融資產證券化—台灣金融市場明日之星，經濟日報，民國九十一年三月二十七日，第七版。

⁸ 資產擔保證券(ABS)亦有將其譯為資產支撐證券，而將 Asset-Backed Bond(ABB)譯為資產擔保證券。參閱王開國 等編著，金融資產證券化論，上海財經大學出版社，西元一九九九年十二月，第三十五頁及第四十五頁。另外，參閱 APEC 用語中英對照手冊，其將 Asset-Backed Securities 便將其譯為資產擔保證券，《http://www.tier.org.tw/apec/hotnews/discussion_papers/APEC_Dic.html》。

稱作資產基礎證券；由特殊目的信託所發行之證券，稱作受益證券，與本文所認為較洽當的譯名略有不同。且觀本條例總說明，其所稱之 ABS 似乎僅為一個狹義的概念⁹。此外，特殊目的公司所發行之證券，其性質屬於債券，本文以為應以資產擔保證券稱之較妥。而殷乃平立委亦提出金融資產證券化草案版本¹⁰，其所採之用語其實較能切合證券之性質且有助分辨，即金融資產證券化證券、債權擔保證券化證券及債權讓與證券化證券。惟其名稱與其原英文詞義相距較大。而大陸亦採有不同用語。然，本文認為金融資產證券化商品應統稱為資產基礎證券(ABS)，但為免與目前的立法用語產生謬誤，使讀者與特殊目的公司發行之證券產生混淆，故仍將 ABS 稱為資產擔保證券，而特殊目的公司發行之證券稱為資產基礎證券。為能分辨茲作成下表：

⁹ 在金融資產證券化條例立法總說明中「至於基於上開法律而得發行之流動化或證券化商品，則大致分有抵押證券、住宅抵押證書、住宅貸款信託受益權證書、資產擔保證券 (Asset-Backed Securities)、資產擔保商業本票 (Asset-Backed Commercial Papers) 」，此所指之資產擔保證券 (Asset-Backed Securities) 似乎僅為一個狹義的概念。

¹⁰ 參閱金融資產證券化條例草案，民國九十一年五月十七日，
《<http://www.normanyin.org/blaw.htm>》。

表格 1 證券名稱辨異

	金融資產證券化條例	大陸	殷乃平立委版本的金融資產證券化草案	作者見解	本論文所採用之名稱
ABS(Asset-backed securities)	資產擔保證券(似為狹義)	資產支持證券	金融資產證券化證券	資產基礎證券	資產擔保證券(廣義)
特殊目的公司發行之證券(轉支付證券,Pay-Through Securities)	資產基礎證券	資產擔保證券	債權擔保證券化證券	資產擔保證券	資產基礎證券
特殊目的信託發行之證券(轉手證券,Pass-Through Securities)	受益證券	受益權益憑證	債權讓與證券化證券	受益證券	受益證券

資料來源：作者資料整理

第二項 資產擔保證券之成因

美國儲貸協會(Saving and Loan Association--S&L)起源於一九三代，當時適逢經濟不景氣，許多人無力購屋置產，美國政府為協助解決此問題，乃由 S&L 等儲貸金融機構提供長期低利貸款給民眾，由於當時利率非常平穩，此種借貸方式乃能維持一段很長的時間。但自一九七〇年代開始，歐美先進國家逐步推展金融自由化，利率、匯率開始劇烈波動，因 S&L 的資金來源為短期定期存款，而其資金的運用則為長期固定利率住宅抵押貸款，這種資產負債期間不配合的現象，在一九七〇年代高利率時期蒙受鉅大虧損，加以金融自由化後，S&L 面

臨資金吸收不易及流動性不足，而導致經營困難¹¹。美國政府為了振興住宅金融市場及改善儲蓄金融機構的儲蓄性不足，乃由三大政府機構：政府全國抵押貸款協會(Government National Mortgage Association, GNMA)，聯邦全國抵押協會(Federal National Mortgage Association, FNMA)及聯邦住宅貸款抵押公司(Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC)收購住宅金融機構所承作的住宅抵押貸款，並進行標準化使之成為組群(Pooling)，加上政府的信用保證，再發行不動產基礎證券(Mortgage-Backed Securities, MBS)，公開銷售於大眾。

由於抵押擔保證券市場的成功發展，一九八〇年代中期更將抵押擔保證券的標的擴及金融機構的汽車貸款、信用卡貸款、工商貸款等一般性放款及企業的應收帳款及租賃貸款等¹²。一九八五年，斯拜瑞租賃公司(Sperry Lease Corporation)率先組合了除住宅抵押貸款外的資產，向公眾發行一點九二五億美元電腦租賃應收貸款基礎的證券。而另外通用汽車租賃公司發行了一筆五億元左右之以汽車貸款所擔保之證券。到了一九八七年，美洲銀行成為第一家出售信用卡應收帳款之銀行。自一九九二年起，美國之資產擔保證券每年以百分之四十的速度遞增，至一九九六年已有一千五百億美元。

近年來金融環境競爭加劇，金融機構持有之資產規模日趨擴大，其中，亦涵蓋多項流動性不足、清償期過長者，導致金融機構經營風險升高，而影響金融體系穩定與金融環境發展。故藉由發行資產擔保證券，對於金融機構將可提高金融資產的流動性，改善資產負債管理，分散授信資產風險，提高自有資本比率及經營績效，並籌措資金管道

¹¹ 參閱陸景玉著，金融資產證券化之研究，產業金融，第九十三期，民國八十五年十二月，第一百頁。

¹² 參閱林世淵著，美國金融證券化之發展，證券市場發展季刊，民國九十一年十月，第六十六頁。

等，對投資人而言則為提供新的投資工具。我國政府近年來亦積極推動本條例及不動產證券化，現已於民國九十一年七月通過本條例並已完成不動產證券化條例，且目前已有多家銀行正在進行金融資產證券化，我國第一批之資產擔保證券(ABS)也已於民國九十二年二月推出，其未來之銷售及獲利等狀況頗值關注。

第三項 資產擔保證券之法律性質

一般而言，在法律上發生權利的書據可分為證券和證書。證券為表彰權利之書據，且與其所表彰之權利，在實體法上有不可分離之關係(權利之發生、移轉、行使與證券相結合之謂)¹³。而有價證券乃表彰具有財產價值的私權之證券，其權利之發生、移轉或行使，須全部或一部依據證券為之¹⁴，且有價證券之特色在於注重流通，移轉為流通之手段，倘移轉與證券相結合，則有助於流通之迅速與確實。本文以為資產擔保證券(ABS)係以「債權」為資產基礎而進行之證券化，即可為表彰財產，且具有流通性，故為有價證券應屬無疑義。依本條例第七條觀之，可知目前資產擔保證券(ABS)可分為兩種，一為屬於證券交易法第六條經財政部核定之其他有價證券；另一為經主管機關核定之短期票券。兩者在性質及法規適用上則略有不同，茲分述如下：

一、證券交易法上之有價證券

證券交易法上之有價證券一般認為應具備投資性、轉讓性及公開性。而所謂投資性係基於證券交易法第一條所指以保障投資為目的，

¹³ 參閱鄭玉波著，民法債編各論下？，民國八十六年八月，三民書局，第七百二十八頁。

¹⁴ 參閱鄭玉波著，前揭書，第七百三十頁。

其所規範之有價證券，僅限於資本性證券，而不及於財貨型及貨幣型證券¹⁵。且該資本性證券必須為證券交易法所規範，並在資本市場(Capital Market)¹⁶上流通。

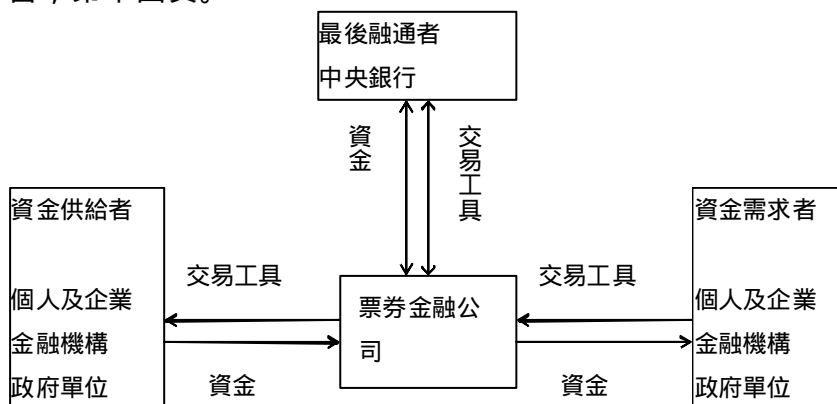
二、經主管機關核定之短期票券

短期票券依票券金融管理法第四條第一款係指期限在一年期以內之下列短期債務憑證。而短期票券必須為票券金融管理法所規範，屬於貨幣型證券，並在貨幣市場(Money Market)¹⁷上流通。由於其流通期限較短，迄今實務上尚無資產擔保證券性質屬於短期票券發行之案例。

¹⁵ 貨幣性證券即作為信用、支付手段，記載對於某定額貨幣請求權之有價證券，例如票據法上所稱之匯票、本票及支票；財貨性證券即為使財貨容易處分，記載對特定財貨請求之證券，例如載貨證券、倉單、提單；資本性證券，即為了籌措資金成本、投資等目的，記載對於特定部份之資金、利潤請求權之有價證券，例如股票、公司債券、受益憑證等。參照賴源河著，證券管理法規，民國八十九年，糠素儀發行，增修訂二版，第二十七至第二十八頁。

¹⁶ 資本市場係指到期期間為一年以上之證券交易市場。參閱謝劍平著，財務管理新觀念與本土化，智勝文化事業有限公司，民國九十一年二月，第十四頁。

¹⁷ 貨幣市場係指到期期間為一年以下之證券交易市場。參閱謝劍平著，前揭書，第十四頁。



承上所述，可知目前的資產擔保證券(ABS)依其期限之長短及經主管機關核定，可分為證券交易法上之有價證券及短期票券。且其未來所流通的市場及適用的法規也不同。此外，資本性證券以其發行方式又可分为權益型(即 Equity，即增加股東權益者，如股票)、債券型(即 Bond，指將使債務增加者，如公司債務)及兼具兩者性質者(如可轉換公司債)¹⁸。依本條例若採特殊目的機構為信託業，其向投資人發行足以表彰其享有信託財產本金、利息或其他收益之受益權持分證券，而投資人得據此收取信託財產本息之分配。其中就此等受益權係表彰信託財產之「受益權持分」，近似於權益型證券；而就投資人得定期收取本息之部分，則又具有債券性證券之性質¹⁹，故受益證券兼具兩種性質。而資產基礎證券，其由特殊目的公司所發行，其主要係以資產作為擔保而發行之證券，故本文以為其性質為債券型證券。惟在此有疑問者，資產基礎證券是否屬於特殊目的公司之公司債？首先，本文以為依本條例第八十一條第一項之規定，「資產基礎證券持有人就特殊目的公司所受讓資產或其所生之利益、孳息或其他收益，除依資產證券化計畫所載之借入款項外，有優先於特殊目的公司之其他債權人及股東受償之權利。」，即資產基礎證券持有人對該資產僅有優先受償權且對特殊目的公司其他資產仍有求償權。再者，特殊目的公司之設立資本資為十萬元以受讓資產為擔保發行證券，且受讓之初並無負債，故亦符合公司法第二百四十七條所規定，公司債之總額不得逾公司現有全部資產減去全部負債及無形資產後之餘額。目前有關資產基礎證券持有人會議權利之行使係參酌公司債權人會議所訂定。故本文資產基礎證券之性質除屬於債券型證券外，亦近似債券型證券中之公

¹⁸ 此所指之權益型、債券型及兼具兩者性質之證券與證券化分類之權益面、負債面及資產面證券化略有不同。前者著重於其法律上之性質及表彰之權利，後者著重於資產負債表之變動及市場上之運作方式。

¹⁹ 參閱姚正吾著，論資產擔保證券商品之法律性質，全國律師，十一月號，民國九十年十一月，第三十五頁。

司債。兩者間真正之不同應僅在資產基礎證券之本金利息係來自該擔保資產，而公司債知本金、利息則否²⁰。下面茲就資產基礎證券與公司債作一區別。

表格 2 資產基礎證券與公司債之比較

	資產基礎證券	公司債	
		擔保公司債	無擔保公司債
發行機構	特殊目的公司	發行公司(資產所有人)	同左
資產	可對發行公司之所有資產求償。但對受讓資產或其所生之利益、孳息或其他收益有優先受償之權(本條例第八十一條第一項)	可對發行公司之所有資產皆求償。但對部分作為擔保之資產有優先受償權。	公司之所有資產求償。
資產風險隔離	透過真實買賣，將資產與創始機構破產風險隔離	透過信託行為的成立	無
信用增強方式	本條例第一百零三條	資產擔保	無
信用風險	低	中	高
現金流量	依資產組群每月實際償還本金、利息扣除相關費用即直接支付於投資人。	本金及利息之收益非來自受擔保之資產。此外，到期日前僅支付利息，到期日才償還本金。	

資料來源：改寫自資產證券化實務案例研討會講義，民國九十二年三月十二日，第十五頁。

²⁰ 相關問題，參閱第三章資產擔保證券之種類第一節中有關轉手證券、轉支付證券及資產擔保債券之比較。

第四項 推行資產擔保證券之優劣

目前已有多數國家發行資產擔保證券，且其對整體金融環境的影響，除可促進整體經濟之流動外，並可促進金融之多元化。而關於企業推行資產擔保證券之優缺點如下：

一、優點

(一)達到資產負債表外化之目的

由會計的角度而言，證券化的結果，可使創始機構的資產負債表產生「表外化(Off-Balance-Sheet)」。表外化的意涵，其一可為風險性資產比例下降，使得金融機構整體資產風險下降，則金融機構風險性資本準備(Risk-Based Capital)；其二為資本準備下降後，若能維持原有利潤，因此可以提昇權益報酬率(Return on Equity, ROE)的表現²¹。

(二)增加資產流動性(Liquidity)

證券化可使長期資產轉換為高流動性的短期資產，可以有效改善資產負債表的流動性。申言之，創始機構得以將缺乏流動性之資產加以群組整合後出售至次級市場(Secondary Market)之機構投資者(Institutional Investors)或一般投資大眾(Retail Investors)，將可立即獲得資金，而無須等待期限終止始能獲得清償²²。

²¹ 參閱陳文達、李阿乙、廖咸興著，金融資產證券化理論與實務，智勝文化，民國九十一年八月，第十五頁。

²² 參閱蔡朝安、林沛君，從實務及法律探討金融資產證券化，全國律師，九月號，民國九十年九月，第六頁。

(三)以較低之成本融資

資產擔保證券之資產，係單獨由創始機構之資產獨立出來，即僅就資產本身之品質進行評估，可使該資產本身獲得較佳的信用評等，使投資人減少對創始機構信用風險之疑慮，並藉此較低之成本取得資金。

(四)擴大其業務觸角

透過發行資產擔保證券，可將其市場擴展至全國性的投資人。更有甚者，若在國外金融市場發行，其業務觸角更可延伸至國外。

二、缺點

(一)融資程序較傳統管道繁複冗長且行政監督困難

金融資產證券化屬於量身定製的財務工具，所以創始機構和其他參與之機構需耗費較長的時間在財務需求及產品架構上；且為確保標的資產存在性、真實性以及完整紀錄，故需要相當多的外部專家，如律師、會計師及信評機構等。是以證券化通常時間冗長且過程複雜。此外，證券化之後，對於創始機構和行政監督者，必須處理更多有風險的資產或借款者，而使得行政監督工作更加困難。

(二)流動比率可能下降

通常金融資產多屬於創始機構之流動性資產，若創始機構將該標的資產自資產負債表移除，將所得資金用於償還中長期借款

或是用於固定資產投資，則企業帳上的流動比率會有下降的可能

²³。

(三)再投資之風險

創始機構進行金融資產證券化之後，即提早回收其資金並美化資產負債表。惟其亦將面臨如何運用該資金之問題，且若再行投資又需面對新的投資風險。目前已完成金融資產證券化之台灣工銀即面臨此一問題。

(四)創始機構穩定性之減損

證券化之資產通常為創始機構所擁有之最佳資產，而如此一來卻可能會減損創始機構穩定性。因為投資者注意該發行證券資產之品質，或對其所提供之信用增強，特別對於經濟狀況較差之公司，以最佳的資產組群中之資產作為證券化更為其重大之壓力。

(五)犧牲未來現金流量

金融資產證券化雖可暫時使創始機構現金流量表為之一振，但卻犧牲未來的營運現金流量。更有論者認為，當銀行遵循市場進入證券化，且創造具有品質資產的證券化，將使原先的部分市場被擠出²⁴。而規模較小或品質較差之公司，對於尋找借款之管道將更為困難。

²³ 參閱楊清芳、魏政祥著，從創始機構角度論金融資產證券化與公司理財，台灣金融財務季刊，第三輯第三期，民國九十一年九月，第六十九頁。

²⁴ See, Andrew Finch, Securitisation, Journal Of Banking And Finance And Practice, Volume 6, December 1995, at 265.

第五項 小結

資產擔保證券(ABS)在美國已發行了有三十年之久，但卻為我國新興的金融商品。本文認為資產擔保證券(ABS)為一廣義概念，包含本條例所指之受益證券及資產基礎證券。且受益證券及資產基礎證券因特殊目的機構之不同，前者兼具權益型及債券型證券之性質；而後者屬於債券型證券。雖然當初對特殊目的機構之設計，僅為達到破產隔離之導管體，但卻創造出兩種不同性質之證券，未來證券持有人所能主張之權利、所應負擔之風險也有所不同。此外，因該證券期限在一年以上或一年以下之不同，其未來流通市場及適用法規也有所不同。本文以為，同樣是經由金融資產證券化所創造出之證券，是否有必要使其割裂適用法規並造成主管機關監督之困難，實有疑義。

再者，推行資產擔保證券(ABS)雖有表外融資、增加資產流動性、以較低之成本融資及擴大其業務觸角等優點。但其主要之缺點為融資程序較傳統管道繁複冗長且行政監督困難仍有待克服。尤其目前我國的金融界對此操作流程尚不純熟，行政機關對此亦在摸索階段、相關法規之適用尚有疑義，資產擔保證券(ABS)市場之發展仍需相當時間始能成熟。

第二節 資產擔保證券之組織架構與重要關係人

資產擔保證券(ABS)係經由金融資產證券化的過程而產生。而金融資產證券化乃將創始機構債權轉賣或授信轉換為資產的創新過程，不同於傳統式融資，以單一機構進行一連串貸放、服務過程，金融資產證券化則分開為個自獨立的步驟，透過金融專業分工的流程，帶給

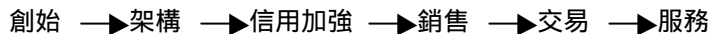
投資人更多的保障，並可獲得較高的信用評等。

圖 6 金融資產證券化與傳統貸款型態之區別

傳統貸款流程



金融資產證券化流程



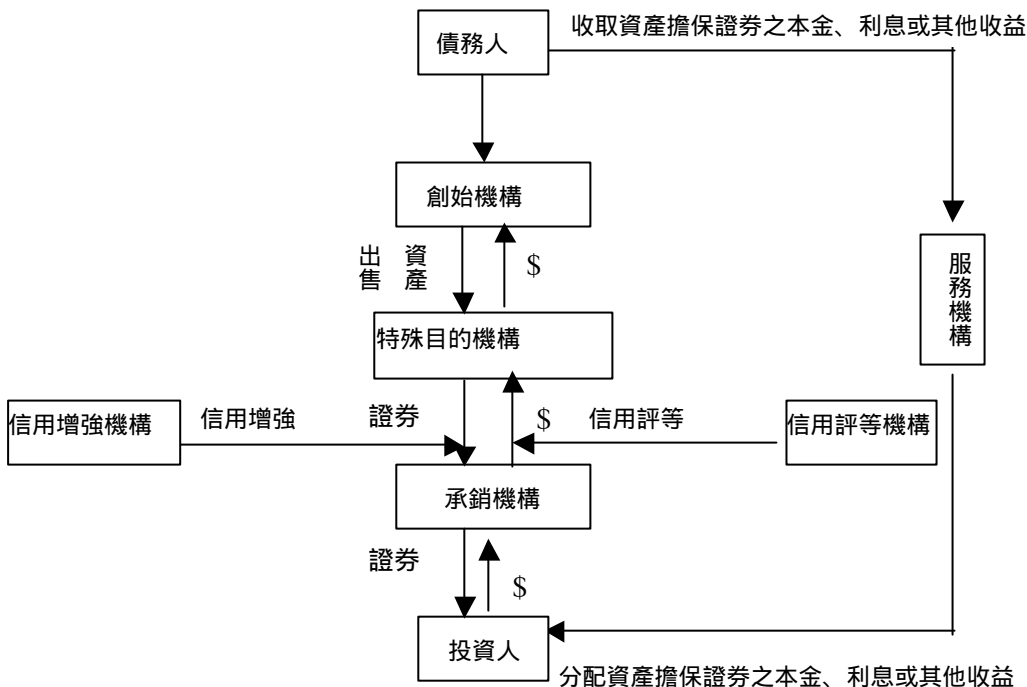
資料來源：參閱臧大年、謝哲勝、鄧惠佳著，不動產抵押貸款債權證券化，民國八十九年元月，翰蘆圖書出版有限公司，第四十四頁。

金融資產證券化的產生過程大概可分為創設(Origination)、架構(Structuring)、信用增強及評等(Credit Enhancement & Rating)、銷售與交易(Placement and Trading)及群組服務(Servicing)等五個步驟形成專業分工的流程。此外，由於其並非由單一機構來進行一連串的流程，故其證券化的過程須由各種專業機構的參與及分工合作，才使不具流動性而可產生收益的放款債權及資產轉換成為流動的證券化商品。其證券化之重要關係人包括：創始機構(Originator)、特殊目的機構(Special Purpose Vehicle, SPV or Special Purpose Entity, SPE)、信用增強機構(Credit Enhancer)、信用評等機構(Rating Agency)、服務機構(Servicer)、承銷機構(Underwriter)、投資人(Investor)²⁵。上述重要關係人間之關係以下圖說

²⁵ 除上述七種關係人外，在證券化實務中參與之機構尚有架構設計者(Arranger)，亦有稱之為安排機構。架構設計者，即扮演對原債權人提供其資產出售分析、發行證券架構分析及服務系統分析等諮詢服務之角色。而由

明之。

圖 7 金融資產證券化之重要關係人



資料來源：作者資料整理

而本節茲以創設、架構、信用增強及信用評等、銷售與交易及群組服務五個項目加以說明金融資產證券化之架構，並在各項當中附帶提及相關之重要關係人，以期能完整陳述故各關係人之功能及資格。

於證券化係彙集所有金融技術之大成，因此架構設計者往往由擁有專業知識之銀行、證券公司等金融機構擔任。參閱何思湘著，金融資產證券化概說與法制初探(上)，證券暨期貨管理，第二十卷第八期，民國九十一年八月，第七頁。

第一項 創設(Origination)

創始機構將資產組群化，作為金融資產證券化的擔保，並將此組群資產出售給一個合法個體—特殊目的機構，由此一機構發行符合投資人需求的產品，而透過承銷商銷售給投資大眾，並在次級交易市場買賣。惟擔任創始機構者依本條例第四條觀之第一款亦有一定之限制。此外，創始機構之資產需有固定之現金流量、獨立於資產創始者之安排可能性及可得分擔之風險等，始得成為資產池²⁶。故在本項將分別針對創始機構與適格資產應具備之要件分別加以論述之。

第一款 創始機構(Originator)

創始機構為證券化之資產債權或其他資產之原始所有人，其透過金融資產證券化之方式，而將未實現之資產轉換為現金並移出資產負債表。依本條例第四條第一款，其所謂創始機構係指將金融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之金融機構或其他經主管機關核定之機構。

惟何謂金融機構？一般國內文獻在定義金融機構時多將其區分為貨幣機構與非貨幣機構兩大類。貨幣機構係指中央銀行即具有貨幣創造功能之金融機構，包括本國一般銀行、外國銀行在台分行、中小企業銀行、信用合作社、農漁會信用部等；非貨幣金融機構係指不具有貨幣創造功能之金融機構，包括信託投資公司、郵政儲金匯業局、人壽保險公司、產物保險公司、證券金融公司、郵政商及期貨商等。而

²⁶ 依本條例第四條第一項第八款之規定，資產池係指創始機構信託與受託機構或讓與特殊目的公司之資產組群。

本條例第四條第一項第十二款其所指之金融機構：（一）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。（二）依保險法以股份有限公司組織設立之保險業。（三）證券商：指依證券交易法設立之證券商。（四）其他經主管機關核定之金融相關機構。故承上所述，可知本條例之金融機構包括貨幣機構及非貨幣機構。

此外，本文以為，一般企業只要是擁有「具現金流量之資產」者，都應使其成為金融資產證券化之創始機構，不應限於金融機構。而觀本條例第四條第一項第一款亦已規定，創始機構之範圍包括除金融機構外，其他經主管機關所核定之機構²⁷。

第二款 適格資產(Eligible Asset)

基於必須彙總為資產組合之必要，以利於交易設計及信用評等，適合證券化之資產應有如下之共通典型特徵：

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²⁸。

²⁷ 參閱台財融（四）字第 九二八 一 九九九號令「一、凡依金融資產證券化條例第九條第一項或第七十三條第一項之規定，經本部核准或申報生效發行之受益證券或資產基礎證券，該證券載明之創始機構為金融機構以外之機構者，即為經本部依金融資產證券化條例第四條第一項第一款核定之機構。二、金融機構以外之機構擔任創始機構者，以其金融資產為基礎所發行之受益證券或資產基礎證券，應經金融資產證券化條例第一百零二條所稱主管機關認可之信用評等機構評定其評等等級。」

²⁸ 參閱蔡朝安、林沛君著，前揭文註 22，第十三頁。

二、無一身專屬性

所謂一身專屬性即指僅得由權利人享有之權利。因作為證券化之資產若具有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

債權具有標準化之放款契約、固定利率利息、一致之本利支付方式及創始機構對放款有一致且高品質之授信政策²⁹。

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應具備得以分擔其違約風險之屬性或得以經由同一之信用增強方式加以處理，即單一特定資產其請求權得以實現或不實現以致於影響整體資產組合之績效，如若不然，則資產組合中某一資產所佔之比例相較於資產組合風險過高，則風險將過分集中³⁰。

五、獨立於資產創始機構之安排可能性

創始機構本身之相對履行條件或資力因素，對於資產本身產生現金流量之可行性並不發生影響。

依美國破產法第九百十二條之規定，「所謂的適格資產包含金融資產(Financial Assets)、現金和證券三類。金融資產係指讓與人所擁有不

²⁹ 參閱張國銘著，美國金融資產證券化概論，財稅研究，民國九十年九月，第一百八十五頁。

³⁰ 參閱蔡朝安、林沛君著，前揭文註 22，第十六頁。

一定為同時存在的固定性或循環式資產，包含住宅和商業不動產債權、消費應收帳款、貿易應受帳款、政府單位的資產及租賃應收帳款。而政府單位的資產又限定於有給付義務之項目如稅、收入(Receipts)、罰款(Fines)、罰單(Tickets)及其他各種來源之稅收。上述資產之形式，為可在固定的期間內轉換成現金，或資產所產生之額外剩餘利益，且其餘應收帳款之殘餘利益(Residual Interest)包含金融資產之其他任何權利資產係被設計作為確保服務或即時分配利益(Proceeds)給證券持有人³¹。此外，證券限定為由政府機關所發行之證券。」反觀國內關於適格資產之規定，依本條例第四條第一項第二款，得為證券化之適格資產包含動產擔保物權、不動產擔保物權、金錢債權、創始機構以前述之資產與信託業成立信託契約所生之受益權，及其他經主管機關核定之債權。其並未將政府機關之稅收、罰款等項目作為列舉之項目，且亦未有政府機關所發行之證券此一項目。

立法之初，實務界認為本條例應使其成為包括(1)公司債及其他債務證券；(2)非金融機構所持有之可證券化資產；及(3)將來之債權資產。蓋因證券化之目的係為增加資產於市場上之流動性，故為達此一目的，應使各資產種類及現金流量包含於可證券化之資產範圍內。而債務證券係屬最為容易進行證券化之資產之一，故應使其納入第四條

³¹ Sec 912 9(f)(2)(A) of Bankruptcy Reforms Act of 2001 “ financial assets (including interests therein and proceeds thereof), either fixed or revolving, whether or not the same are in existence as of the date of the transfer, including residential and commercial mortgage loans, consumer receivables, trade receivables, assets of governmental units, including payment obligations relating to taxes, receipts, fines, tickets, and other sources of revenue, and lease receivables, that, by their terms, convert into cash within a finite time period, plus any residual interest in property subject to receivables included in such financial assets plus any rights or other assets designed to assure the servicing or timely distribution of proceeds to security holders. ”

所列舉之資產中。再者，其他如高科技或不動產業，亦有可證券化之資產，而本條例所指之資產種類過於狹隘，有礙其他產業其資產及現金流量之證券化。此外，本條例僅考慮到現存資產之證券化，然而在一成熟市場下，未來現金流量之證券化較為普遍，且對市場之流動性有較大助益，故其所定義之資產應包含現在及將來債權³²。惟觀本條例施行細則草案第三條，其已對將來債權納入可為證券化之資產。且由於我國的資產擔保證券(ABS)市場尚在起步階段，故在本條例中規定非為其所列舉之資產需經主管機關核定之債權。至於美國破產法中所提出之政府發行之證券及稅收等項目，亦可經由主管機關核定而成為證券化之資產。最後，本文以為應使本條例能成為金融資產證券化之通則，故不應過於限制其資產之種類。在未來市場成熟之後，為使資產擔保證券(ABS)之種類能更具多樣性，應將「經主管機關核定之債權」刪除，仿美國訂立出適格資產之標準，如「具有穩定之現金流量、無一身專屬性且能獨立於創始機構之資產。」以因應未來市場的多元性。

第二項 架構(Structuring)

架構為證券化過程中最重要的步驟，其主要係由創始機構所匯總為組群出售或信託於特殊目的機構，以隔絕資產創始的信用風險，且確保投資人不受創始機構破產或支付不能而影響其權益。其最常使用之方式即是將所匯集資產組群出售或信託讓與予某一特殊目的機構(Special Purpose Vehicle, SPV)。而特殊目的機構依本條例之規定，主要限定於信託業及特殊目的公司始得為之。此外，資產的出售或信託讓與主要涉及是否能達到破產隔離等問題。故在本項將對特殊目的機構

³² 參閱立法院第五屆第一會期財政委員會第一次公聽會記錄，立法院公報，九十一卷，第四十四期，民國九十一年五月，第三百零三頁。

與資產轉讓之要件分別論述之。

第一款 特殊目的機構(Special Purpose Vehicle)

在金融資產證券化之過程中，至少會有一個特殊目的機構因此被創立³³，一方面可以隔離創始機構之信用及破產風險(Bankruptcy Remote)，另一面也可使得該資產獲得較佳之信用評等(Better Rating)。另外，特殊目的機構的型態對於證券化交易之租稅負擔以及發行證券的種類皆會產生影響。目前特殊目的機構之型態有公司、信託業及合夥³⁴三種，惟我國本條例僅採取公司及信託業兩種類型，故下述將針對公司及信託業論述之：

一、信託業

於金融資產證券化常見以信託的組織型態為之，被稱為特殊目的信託(Special Purpose Trust, SPT)。在特殊目的信託的架構下，創始機構與受託機構間僅為「信託關係」，資產所有權實質上仍屬於創始機構，不過在會計上則為受託機構之資產。惟特殊目的信託之信託財產係為信託目的而獨立存在，具有破產財團之排除、強制執行之禁止、混同

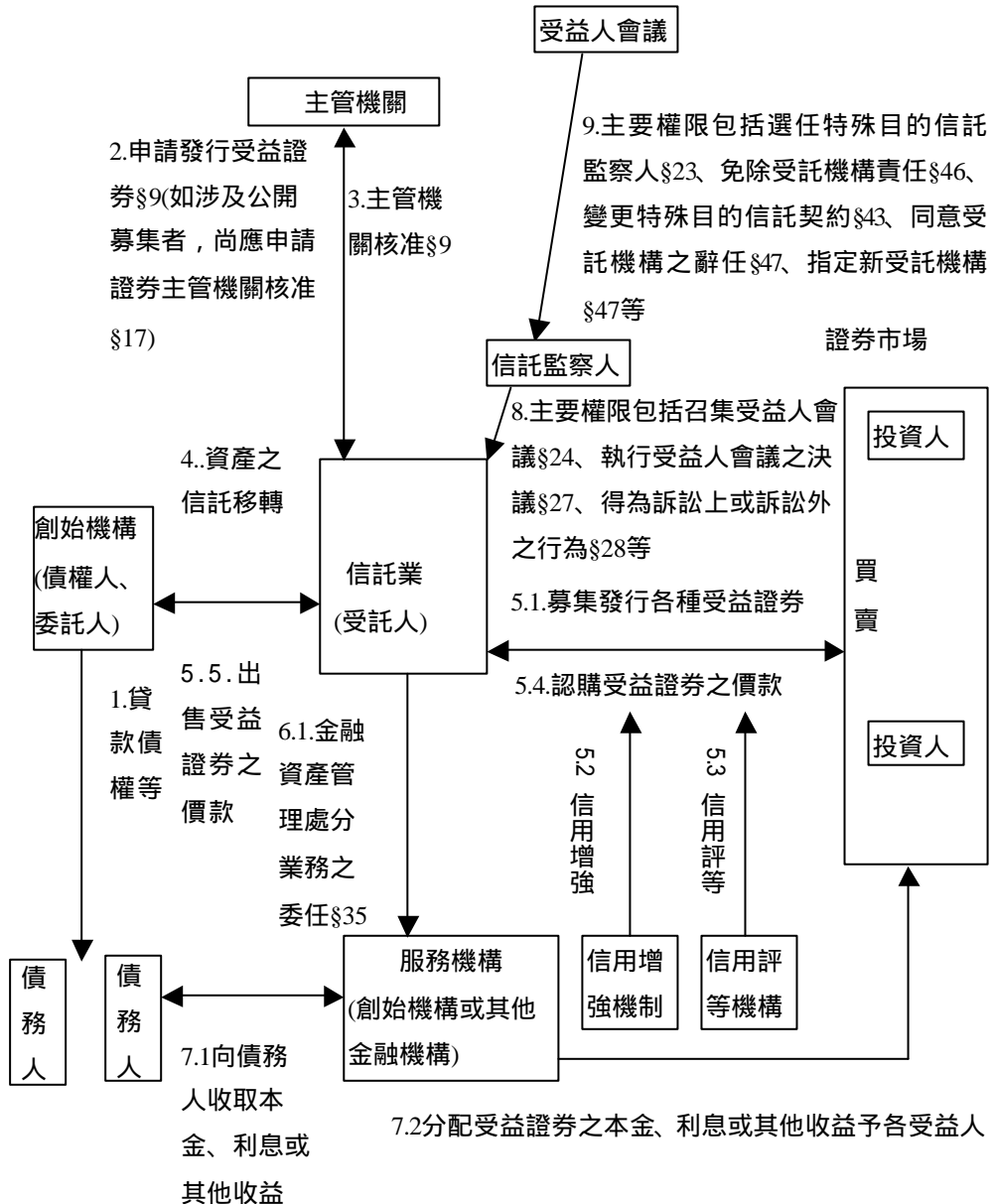
³³ 如目前韓國三星集團之金融資產證券化便有兩個特殊目的機構，一個設於韓國，另一個設於開曼群島。參閱富邦金控金融資產證券化研討會，民國九十一年四月十日。

³⁴ 此所謂之合夥係指有限合夥(Limited Partnership)，論者以為此一制度近似於我國的隱名合夥，通常由創始機構擔任經理人負責經營管理，其他有限合夥人並不實際參與經營，僅就出資額負責。參閱呂姝靜著，資產證券化法制之研究-以資產擔保證券為中心，國立台灣大學法律研究所碩士論文，第四十八頁。

之限制等「分立性」及「獨立性」之特性，由 SPT 擔任資產之受讓人，以阻隔資產讓與人之債信風險，同時得依特殊目的之信託本旨，為受益人之利益，管理處分該信託財產，以資產為基礎發行受益證券，而達成證券化³⁵。依本條例之規定，由信託業擔任特殊目的機構其證券化之組織架構如下圖所示：

³⁵ 參閱蓋華英、谷湘儀著，金融資產證券化導讀---兼談金融資產證券化之法制引進，全國律師，十一月號，民國九十年十一月，第七頁。

圖 8 特殊目的信託之證券化組織架構



資料來源：參閱曾國烈著，金融資產證券化與其法律架構之介紹，<http://www.ba.org.tw/>

依本條例第四條第二項，其以信託業法所稱之信託業，並經主管機關認可之信用評等機構達一定等級以上者為限。所謂信託業法所稱之信託業，係指依信託業法第二條經主管機關許可，以經營信託為業之機構。且信託業法第三條亦規定，銀行經主管機關之許可兼營信託業務時，視為信託業。故若銀行非屬於創始機構，且不屬於創始機構之同一關係企業，其亦有可能為特殊目的機構。此外，所謂「經主管機關認可之信用評等機構達一定等級以上者」係指該信託業經標準普爾公司評定，長期信用評等達 BBB-等級以上，短期信用評等達 A-3 等級以上；經穆迪投資人服務公司定，長期信用評等達 Baa3 等級以上，短期信用評等達 P-3 等級以上；經惠譽公司評定，長期信用評等達 BBB-或 IC-C/D 等級以上，短期信用評等達 F3 或 LC-3 等級以上；經中華信用評等股份有限公司評定，長期信用評等達 twBBB-等級以上，短期信用評等達 twA-3 等級以上³⁶。

二、公司

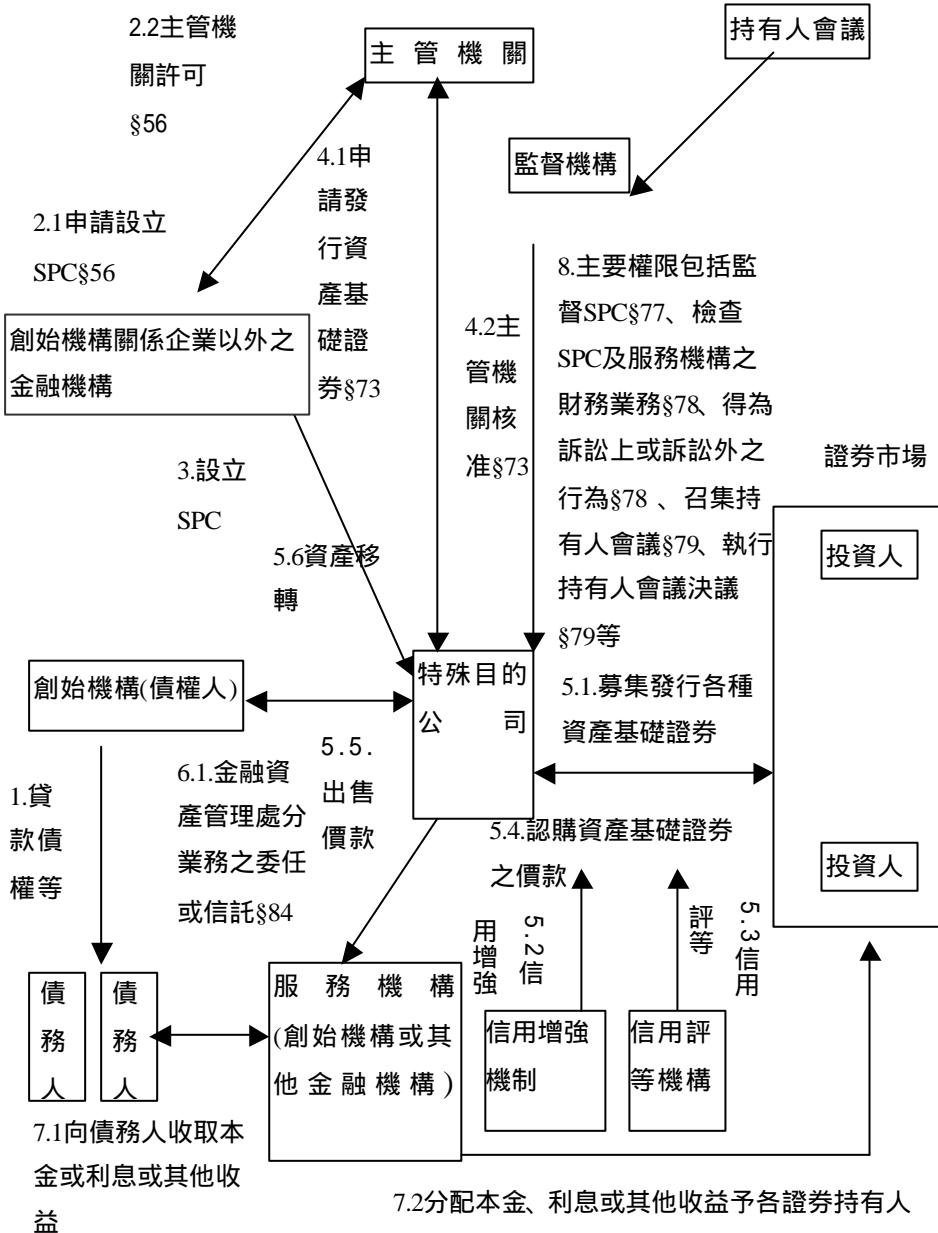
公司為目前國外金融資產證券化中特殊目的機構最常用的組織型態，又被稱為特殊目的公司(Special Purpose Corporation, SPC)。依本條例第四條第一項第五款之規定，係指經主管機關許可設立，以經營金融資產證券化業務為目的之股份有限公司。惟就其性質而言，因僅具有透明導管的性質，其資產係指流動化目的之基礎資產，為免特殊目的公司因從事其他業務，致使債權人從事查封扣押特殊目的公司財產的風險，其業務範圍及資金運用多受到限制³⁷，且其設立程序及組織架構多要求精簡。故同條例第五十四條第二項規定，應由金融機構組織設立，為一人股份有限公司。且為使其與創始機構能達到真實交易與破

³⁶ 參閱財政部台財融(四)字第 九一 八二一號令。

³⁷ 參閱蓋華英、谷湘儀著，前揭文註 35，第六頁。

產隔離，其亦於第二項規定該金融機構與創始機構不得為同一關係企業。依本條例之規定，由公司擔任特殊目的機構，其證券化之組織架構如下圖所示：

圖 9 特殊目的公司之證券化架構



資料來源：參閱曾國烈著，金融資產證券化與其法律架構之介紹，<http://www.ba.org.tw/>

而財政部為使將來可於外國發行資產擔保證券(ABS)亦頒布「金融機構設立外國特殊目的公司核准辦法」,使金融機構設立外國特殊目的公司有所依據。設立外國特殊目的公司通常係因考慮外國市場規模較大、國際上之投資者較熟悉國外之法律結構,且其所發行之證券可銷售於國外及國內之投資者。而金融機構若欲於國外設立特殊目的機構,除應遵循當地法令之外,亦應向財政部申報之並獲得請核准。此外,發起人應檢送律師出具之法律意見書,說明設立地區相關設立之法律規定及證券持有人權益之保護規定,向主管機關申報。至於,外國特殊目的公司若欲依外國法律發行證券,亦應檢送律師出具已遵循設立地區相關發行法令之法律意見書,向主管機關申報。

本條例原先之草案版本,關於特殊目的機構之規定,僅有特殊目的的信託。其認為如欲達到公司導管化之目的,無論係架構於公司法體系內之方式或於公司法體系外另創社團法人之方式,公司設立程序之簡化、公司機關組織之精簡、公司業務範圍及資金運用之限制、證券募集發行之規範、證券持有人權利義務之調整、監督機制之輔助等各方面均需詳加規定,以排除公司法條文之適用³⁸。如此一來,除將導致特殊目的公司法制與一般公司法制契合性大為降低外,亦造成實際運作頗為複雜。所幸公司法於九十年十月二十五日修正後,已肯定一人公司之設立,以使公司之設立較為簡便。且採取特殊目的公司架構使非信託業之金融機構(如票券、證券、保險等)皆可擔任特殊目的公司之發起人。再者,台灣實際上對在公司架構下之證券投資具有較多之經驗,而對信託之成立及運作則較欠缺經驗,且特殊目的機構採取公司方式,較易在國外設立並發行證券,並吸引外國投資者。目前本條例已採取兩者並行的雙軌制。惟實則創始機構對於特殊目的機構之選擇,關係其設立程序之簡便、存續期間、發行成本及相關規範。且因

³⁸ 參閱金融資產證券化草案總說明,九十年十月三十一日行政院院會通過。

特殊目的機構之不同，除影響其所發行證券之性質，並影響未來投資人求償之範圍及其權益。因此在衡量每一發行案件所應採用之架構，應考量各種因素，如台灣工銀即以信託業為特殊目的機構。為確實瞭解兩者之不同，將兩者加以比較，茲列表如下：

表格 3 特殊目的信託與特殊目的公司比較

	特殊目的信託	特殊目的公司
定義	指依本條例之規定，以金融資產證券化為目的而成立之信託關係。(第四條第一項第四款)	指依本條例之規定，經主管機關許可設立，以經營金融資產證券化業務為目的之股份有限公司。(第四條第一項第五款)
成立條件	信託業法所稱之信託業，並經主管機關認可之信用評等機構評等達一定等級以上者為限。(第四條第二項)	特殊目的公司應由金融機構組織設立，為股份有限公司，其股東人數以一人為限。(第五十四條第一項)
消極限制	創始機構與受託機構不得為同一關係企業。(第九條第四項)	成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(第五十四條第二項)
發行證券	受益證券(第四條第一項第六款)	資產基礎證券(第四條第一項第七款)
監督保護機制	信託監察人由受託機構依特殊目的契約之約定或經受益人會議決議所選任，而為受益人之利益，行使權限。(第四條第一項第十三款)	指為保護資產基礎證券持有人之權益，由特殊目的公司依金融資產證券化計畫之規定所選任之銀行或信託業。(第四條第一項第十款)
服務機構	受託機構得將信託財產之管理及處分，委任服務機構代為處理。但以資產信託證券化計畫有載明者為限。(第三十五條)	特殊目的公司除所受讓之資產為依第四條第一項第二款第四目之信託受益權外，應將受讓資產之管理及處分，委任或信託服務機構代為處理。(第八十四條)
資本額	專營：新台幣二十億元(信託業設立標準第三條)	新台幣壹拾萬元(特殊目的公司設立及許可準則第二條)

	銀行兼營信託：新台幣五千萬 元	Cf.日本：十萬日圓 英屬開曼群島：一千美元
公司存續	無限制	一案完成即應解散(特殊目的公司 設立及許可準則第四條)
設立程序	1.信託業之組織，以股份有限 公司為限。但銀行經主管機關 之許可兼營信託業務者，不在 此限。(信託業法第十條第一 項) 2. 提出申請書及相關書類報 請中央主管機關許可其設立。 (銀行法第五十三條及第五十 四條；信託業設立標準第八條 及第九條)	1 .提出申請書及相關書類向主管 機關申請許可。 2.許可後三個月內申請公司設立登 記。 3 .設立登記後三十日內報請主管 機關備查。(第五十七條第二項) 4 .備查後六個月內提出申請或申 報金融資產證券化計劃。(特殊目 的公司設立及許可準則第九條) 5.計畫涉及於國外發行證券者，應 先報請中央銀行同意。(受託機構發 行受益證券特殊目的公司發行資 產基礎證券處理準則第三條第五 項)

資料來源：改寫自劉怡良著，信託部的角色本條例規範下，華銀月刊，十月號，
民國九十一年十月，第十頁至第十一頁。

第二款 資產移轉

由於特殊目的機構有信託業及公司兩種，故其與創始機構間之資產移轉性質，前者屬信託；後者屬於買賣。惟其目的皆是為達到與創始機構破產隔離。而關於創始機構將資產讓與或信託，依本條例第五條規定，公告為債權讓與對抗第三人之要件。本條例第六條規定，向債務人寄發公告證明書，債權讓與對於債務人有對抗效力。此外，公告及公告證明書之對抗效力，係認定資產信託或讓與是否為「真正買賣」之前提。惟有關「真正買賣」之相關問題，將在第四章第三節破

產隔離機制及第五章第三節安隆與特殊目的機構間之交易為更詳細之探討。

且依本條例第六條第三項之規定，公告及公告證明書之格式及內容，由主管機關定之。依主管機關所發布之函令，公告格式應記載之要點如下：（一）資產種類、數量、內容。種類指條例第四條第一項第二款之資產種類。數量應標明總額，使創始機構之其他債權人得知悉其資產被移轉之狀況。為使標的特定，並兼顧債務人隱私權，資產內容應標明契約編號或其他代號。（二）資產明細資料，應由創始機構交付受託機構或特殊目的公司。（三）依條例第五條規定，係先公告、後讓與，故應分別記載公告日及讓與日。（四）依創始機構是否繼續收取債權，分別註明其債務償還方式。再者，公告證明書格式應記載之要點如下：（一）公告證明書由創始機構自行製作。（二）公告證明書因係直接對債務人寄發，無隱私權顧慮，應記載足使債權特定之事項。至少應載明契約編號或其他代號、債權之種類、信託或讓與之債權額等事項，以免債務人重複查詢³⁹。

第三項 信用增強(Credit Enhancement)和信用評等(Rating)

信用評等乃是依據一定程序及標準的評等方法，以簡單易懂的符號，提供投資人各種債務能否準時還本付息的某種客觀、獨立意見，其主要功能是揭露債務不履約的可能性及所能提供的保障性。而金融資產證券化過程複雜，投資人很難充分理解其運作過程並自行判斷投資與否，故信用評等即可使投資人輕易瞭解該商品之優劣。此外，政

³⁹ 參閱台財融(四)字第 九一四 八六八號。

府機構亦可藉由信用評等來控管參與證券化之機構之品質。而信用增強則是為使證券獲得較高之信用評等等級所作之信用加強程序。由於通常先為信用增強之後，再做出信用評等，故在本項中將先探討信用增強之方式，再探討信用評等之內涵及其適格機構。

第一款 信用增強(Credit Enhancement)

為了提高證券信用評等等級，減輕發行證券之風險，使證券化之商品更吸引投資人，故通常須經由信用增強之程序。所謂信用增強乃是減輕發行證券之信用風險的手段。其目的係為提高證券化相關商品之信用等級，促使發行利率的下降及提高證券的流動性⁴⁰。依本條例第一百零三條之規定，信用增強機構得由創始機構或金融機構擔任之。信用增強通常可分為外部單位所提供之信用增強方式(Credit Enhancement Provided by External Parties)及利用內部架構進行信用增強(Credit Enhancement Provided by Internal Structure)。而業者為取得較佳之信用評等，有時會採取一種以上之信用增強方式。

外部單位所提供之信用增強方式(Credit Enhancement Provided by External parties)有下面三種⁴¹：

一、由第三者開發擔保信用狀(Third-Party Stand by Letter of Credit)

⁴⁰ 參閱林世淵著，我國未來金融資產即不動產證券化發展方向之研究(一)，證交資料，第三九九期，民國八十四年七月，第七頁。

⁴¹ 參閱林文琇、邱淑貞合譯，金融資產證券化手冊-流動性與資金管理，民國八十九年十二月，財團法人台灣金融研訓院，第二十六至二十七頁。

如果發行人想發行評等較高的證券，但本身的信用不夠，可以由第三人開發出擔保信用狀，為某一數額或某一比率的壞帳損失提供保證。若有壞帳發生，將可動用信用狀金額，而信用狀的償還來源(如果有受償的可能)是證券化資產的額現金收入。

二、由賣方提供追索權(Recourse to Seller)

當發行人不是銀行時常使用此方式。即約定某一比率之下的壞帳，由賣方提供保證，當壞帳發生時，可以向賣方追索。

三、出具保證函(Surety Bonds)

即由第三者(通常為 AAA 級的保險公司)提供保證，保證本息可以百分之百得到支付。

如果提供信用增強的第三者發生信用評等遭到降級的情況，則它所保證的證券也會遭到降級，雖然這種情況很少發生，但由於這層顧慮，使用第三者增強信用的案例越來越少。

利用內部架構進行信用增強(Credit Enhancement Provided by Internal Structure)則為如下五種⁴²：

一、超額利差(Excess Spread)

證券化後，應收債權每個月的收益，通常會高於抵押證券每個月應支付的息票利息(Coupon)、服務費及預期壞帳損失費用等的總和。其間的差額稱為「超額利差」。這些超額部分通常是劃歸賣方作為額外

⁴² 參閱前揭書，第二十八頁至第三十一頁。

的利潤，但也可以一併交付信託以彌補預期之外的壞帳損失。

二、利差帳戶(Spread Account)

按月自證券化的標的之應收債權的收益撥款若干，以彌補任何月份預期之壞帳損失。如果無須動用，則其款項通常歸為賣發所有。此外，許多信託約定，如果應收債權的收益下降或是壞帳損失增加時，則前項超額利差將遭凍結而鎖入利差帳戶，以作為未來信用加強之用。

三、現金擔保帳戶(Cash Collateral Accounts)

現金擔保帳戶是一個獨立的信託帳戶，在證券化初始即籌款設置，可以在超額利差下降時動用，以彌補某特定批次之證券本息或服務費用短少。該帳戶可以由發行機構提供資金，或由第三者提供融通。該帳戶的受償順位是在該證券化下各等級證券的持有人之後。

四、附擔保投資額(Collateral Invested Amount, CIA)

附擔保投資額也是根據應收債權信託所發行的債務之一，但無憑證，且採私募方式，其受償順位在證券持有人之後。附擔保投資額和現金擔保帳戶一樣，是超額利差呈現負數時彌補損失之用。附擔保投資額本身通常是利用現金擔保帳戶及每月的超額利差進行保障。如果附擔保投資額彌補了損失，未來若有超額利差將償還給付擔保投資額。

五、次順位證券(Subordinate Security Classes)

容後第三章第三節其他類型證券化商品中敘述之。

依本條例第一百零三條之規定，其信用增強之方式有擔保、信用保險、超額資產、更換部分資產或其他方式。而若創始機構為銀行(含信託投資公司)或保險業，因信用增強目的而持有以其金融資產為基礎所發行之受益證券或資產基礎證券的次順位證券時，該持有即非屬投資有價證券，不受投資有價證券之限制⁴³。而目前台灣工銀所發行的第一批受益證券，即採此種信用增強方式，由台灣工銀持有其所發行的次順位證券。此外，本文以為其所指之其他方式，不妨限定於主管機關所核准之信用增強方式，以防止其並未真正達到信用增強，並較能達到保障投資者之目的。觀諸美國之實務經驗，有由政府出資設立保證機構如政府全國住宅抵押協會（Government National Mortgage Association），亦針對部分符合住宅政策之貸款資產如中低收入戶住宅貸款或退伍軍人住宅，所架構之貸款證券化商品加以保證，以增強其信用者。故本文以為，在本條例推展之初期，亦得由政府或金融機構成立信用保證基金，就依本條例所發行之資產擔保證券(ABS)，辦理信用保證業務，以求達到推動本條例政策及保障投資之目的。而目前有提出以金融重建基金(RTC)作為金融資產證券化的信用保證基金之建議，實可為立法者所採納。

第二款 信用評等機構(Rating Agency)

信用評等的內涵係指評估債務人依債務所定之條件，適時地支付利息及償還本金的能力及意願。因此除債務人本身的信用風險外，亦包括了此特定債務的約束及條件，例如抵押品及求償順位；同時也顯示，當萬一發生破產、重整或在破產法的其他協助下，或在其他法律下會影響債權人權益時，對債權人之保護程度。簡單的說，亦即在揭

⁴³ 參閱財政部台財融(四)字第 九一四 一一九三號令及財政部財保字第 九一 六九四八四號。

露債務不履約的可能性，與其所可能提供的保障性⁴⁴。而證券化的過程中，信用評等公司的腳色舉足輕重。且一般認為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，同時它和資產擔保證券(ABS)的成本或是收益，並無任何財務上的利害關係，故具有公信力。

信用評等公司檢視的內容主要為出售之資產的品質、創始機構與服務機構的能力及財力、整個證券化結構的健全性、信用加強的品質。其將根據以上事項的檢驗結果，評估所發行的資產擔保證券是否能依信託契約所載條件進行還本。信用評等公司的評鑑完全針對資產擔保證券(ABS)的信用風險，至於利率波動及借款人提前清償(Prepayment)所造成的市場風險，或該證券是否適合某一特定投資人等，則非信用公司的評鑑項目⁴⁵。惟本條例第一百零二條規定，僅有在非特定人公開招募之資產基礎證券或受益證券，應經主管機關認可之信用評等機構評定其評等等級。換言之，採行私募之資產擔保證券(ABS)可自行決定是否進行信用評等。

目前國內本土的信用評等公司只有一家中華信用評等公司，且其為政府所介入設立的。但值得注意的是，其所採的信用評等等級為本土評等標準，即著重於當地單一經濟體系內之比較結果。本文以為，未來資產擔保證券若欲銷售至國外，則其應採用全球評等標準(Global Rating Scale)⁴⁶，或由國外的信評公司為之。此外，若欲對不特定之人公開招募證券，依財政部台財融(四)字第 九一 八二一號令

⁴⁴ 參閱儲蓉著，對發展信用評等應有的態度與作法，<http://www.moea.gov.tw/~ecobook/season/sag/sag13.htm>

⁴⁵ 參閱林文琇、邱淑貞合譯，前揭書註 42，第十四頁至第十五頁。

⁴⁶ 即當某一債務工具(Issue)或發行者(Issuer)接受評等時，首先面對的即是它所屬主權的評等(Sovereign Risk)。除非有特殊因素，一個債務工具或發行者的評等等級不能高於其主權評等。也就是說，屬不同主權的受評對象的比較係站在同一國際標準，而不至有甲國評級的 AAA 與乙國評級的 AAA 對投資人有不同風險意義的情況出現，這就是所謂的全球評等標準。

之內涵，本條例第四條第二項及第一百零二條所稱「經主管機關認可之信用評等機構」包含標準普爾公司（Standard & Poor's）、穆迪投資人服務公司（Moody's Investors Service）、惠譽公司（Fitch, Inc.）及中華信用評等股份有限公司。

第四項 銷售與交易(Placement and Trading)

證券的銷售係透過主辦承銷商及數家協辦承銷商，對非特定人公開發行或對特定人招募，而若對公開發行則必須經證期會同意。故在銷售與交易中，其主要的關係人為發行機構、承銷商與投資人，在本項中將對承銷商及投資人之資格加以探討。至於相關之證券募集及上市、上櫃等問題，將留待第二章第三節資產擔保證券(ABS)之交易方式加以論述。

第一款 承銷機構((Underwriter)

承銷機構主要功能為代銷或包銷發行者所發行之證券，依國內承銷慣例多採包銷制度，透過承銷制度將可確保金融資產證券化之成功發行。同時承銷機構之另一積極功能為以其專業知識及接近市場之優勢，更能掌握投資人之需求動態，有助於證券化商品之設計與開發，俾符合創始機構及投資人等需求，以達活絡該商品之效果⁴⁷。

未來可能為承銷機構者，在募集時依證券交易法第十五條及十六條及「受託機構公開招募受益證券特殊目的公司公開招募資產基礎證

⁴⁷ 參閱紀如龍著，金融資產證券化—兼論券商參與影響，大華債券期刊，民國九十年一月，第十九頁。

券處理準則」第四條第一項觀之，應為證券商中之承銷商⁴⁸。原則上，證券商不得由他業兼營，但證券交易法第四十五條第二項規定，金融機構可經主管機關之許可，而兼營證券業務，不在此限。且由金融機構兼營之證券商，其組織型態不以股份有限公司為限，如中央信託局、臺灣銀行等亦屬之⁴⁹。故承銷機構將來可能由證券承銷商或金融機構為之。此外，為符合「真實出售」之精神，「受託機構公開招募受益證券特殊目的公司公開招募資產基礎證券處理準則」第四條第二項比照「證券商管理規則」第二十六條規定之精神，規定主辦證券承銷商與創始機構間不得有關係人之情事。且依「證券商管理規則」第二十六條之規定，不問是採行何種招募方式，證券承銷商與發行公司(在此為特殊目的機構)間均不得有關係人之情事⁵⁰。

⁴⁸ 依證券交易法第十五條及十六條之規定，證券承銷商係指經營有價證券之承銷及其他經主管機關核准之相關業務。

⁴⁹ 參閱吳光明著，證券交易法論，民國八十九年十一月，三民書局股份有限公司，三版一刷，第一百零八頁。

⁵⁰ 依證券商管理規則第二十六條「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。二 任何一方與其持股超過百分之五十之被投資公司派任於對方之董事，超過對方董事總席次半數者。三 任何一方董事長或總經理與對方之董事長或總經理為同一人，或具有配偶、二親等以內親屬關係者。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。五 任何一方董事或監察人與對方之董事或監察人半數以上相同者。其計算方式係包括該等人員之配偶、子女及具二親等以內之親屬關係者在內。六 任何一方與其關係人總計持有他方已發行股份總額百分之五十以上者。但證券承銷商為金融機構或金融控股公司之證券子公司時，如其本身、母公司及其母公司之全部子公司總計持有發行公司股份未逾發行公司已發行股份總額百分之十，且擔任發行公司董事或監察人席次分別未逾三分之一者，不在此限。七 雙方依相關法令規定，應申請結合者或已經行政院公平交易委員會准予結合者。八 其他法令規定或事實證明任何一方直接或間接控制他方之人事、財務或業務

第二款 投資人(Investor)

投資人亦即為購買發行證券之人。在我國關於投資人之規定，若係購買由特殊目的信託所發行之受益證券，則稱為受益人；若係購買由特殊目的公司所發行之資產基礎證券，則稱為資產基礎證券之持有人。由於金融資產證券化商品通常具有穩定之投資收益，故目前在國外購買者多為退休基金(Pension Funds)、保險公司、以及基金經理，而商業銀行次之。而我國對於購買金融資產證券化商品之投資人，於採行私募方式時，有其資格之限制。即依「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」第二條之規定，僅有銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核定或符合所定條件之法人、機構或基金能為購買。此外，未來若欲擴大金融資產證券化市場，則應吸引外國投資者之投資。惟在此須先設立外國特殊目的公司及在國外發行證券、減免外國人在台灣相關之所得課稅或建立其他誘因。

第五項 群組服務(Servicing)

證券銷售之後，其與證券化相關之事務即交由服務機構處理。而服務機構依本條例第四條第一項第十一款之規定，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。服務機構服務的內涵包含對借款人提供客戶服務及收、付款服務，以及根據彙集暨服務契約(Pooling and Servicing Agreement)進行催收。服務的內涵亦可以包含壞帳管理(Default Management)及處

經營者。前項第六款所稱關係人之定義，依財務會計準則公報第六號關係人交易之揭露之規定。」

分擔保品(Collateral Liquidation)。服務機構通常收取固定的手續費，有時也必須對特殊目的機構提供一些行政支援。例如，服務機構必須按月提供報告、將收得的款項交付信託、按月對受託機構下達受託資產之處理指示等。服務機構報告每月提供一次，在績效及行政業務方面都有規定的報告格式。報告必須發給投資人、受託機構、信用評等機構，以及信用加強機構⁵¹。惟服務機構若無法履行其服務義務時，依同條例第三十五條第三項及第八十四條第四項之規定，得依資產信託證券化計畫規定或報經主管機關核准後，由備位服務機構繼續提供資產管理處分之服務。

若特殊目的機構為公司，除其所受讓之資產為特殊目的信託契約所生之受益權外，因其在金融資產證券化上，僅具透明導管之功能其公司組織極為單純精簡，實不宜實際管理及處分所受讓之資產，故規定特殊目的公司為執行管理及處分該資產，應將該資產委任於創始機構或其他金融機構所擔任服務機構。惟若特殊目的機構為信託業，則服務機構設立與否則須以資產信託證券化計畫有載明者為限。此外，由創始機構或第三者擔任資產組群本息的收取並轉手給投資人，因創始機構與借款人有直接的接觸，因此，一般均由其擔任群組服務的腳色，除可收取服務手續費外，並可繼續掌握原有客戶群，不致因證券化而流失⁵²。但為避免於創始機構破產時，期待為收付之應收帳款亦被歸入破產財團，或造成支付上之延誤，應設計將創始機構所代為收取之款項於二到三天內，轉與特殊目的機構，或安排將款項直接匯入特殊目的帳戶⁵³。

⁵¹ 參閱林文琇、邱淑貞合譯，前揭書註 42，第十三頁。

⁵² 參閱陸景玉，金融資產證券化之研究，產業金融，第九十三期，民國八十五年十二月，第一百零二頁

⁵³ 參閱呂姝靜著，前揭碩士論文註 34，民國八十八年七月，第四十五頁。

第六項 小結

台灣工銀於今年二月二十四日正式發行了台灣第一個金融資產證券化商品「台灣工業銀行企業貸款債權證券化受益證券」。在此證券化過程中，台灣工銀是提供資產辦理證券化的創始機構及承銷商，土銀是受託發行的受託機構，並由土銀委託富邦綜合證券、倍利綜合證券及台灣工銀證券擔任私募顧問，法國興業銀行擔任安排銀行(Arranger)及利率交換銀行(Swap Counterparty)。主要設計架構包括⁵⁴：

一、創設

台灣工銀將四十一筆企業放款（二十三個債務人），合計三十六點五二億元及其擔保權利、從屬權利作為資產組群，平均收益率為年利率 4.04%。資產組群分布於半導體等十三個產業，單一產業集中度介於 0.6%至 24.8%之間，以半導體居多；單一債務人集中度介於 0.6%至 8%間，顯示風險分散。

二、架構

由台灣工銀將其企業貸款信託讓與給土地銀行。並在中國信託商銀開立現金收付專戶(收款機構)，辦理信託財產中屬於金錢部分的款項收付。

三、信用增強及信用評等

⁵⁴ 邱金蘭、謝偉姝著，首宗金融資產證券化商品 法人搶購，經濟日報，第七版，民國九十二年一月八日。

由土銀發行兩種不同受償順位及期間的受益證券，總額額為三十六點五二億元，並以台灣工銀持有次順位證券作為信用增強之方式。其中，第一順位受益證券金額為二十八點一二億元，次順位受益證券八點四億元。前者發行期間預計自民國九十二年二月至九十五年九月，計三年七個月，票面金額每張一百萬元，在發行日依票面金額十足發行，票面利率為固定年利率 2.8%，按月付息為確保第一順位受益證券投資人的權益。再者，其信用增強尚有由台灣工銀另外信託提存一筆金額為準備金，約二千四百萬元。而該受益證券經中華信用評等公司評等為 twA 的信用等級。

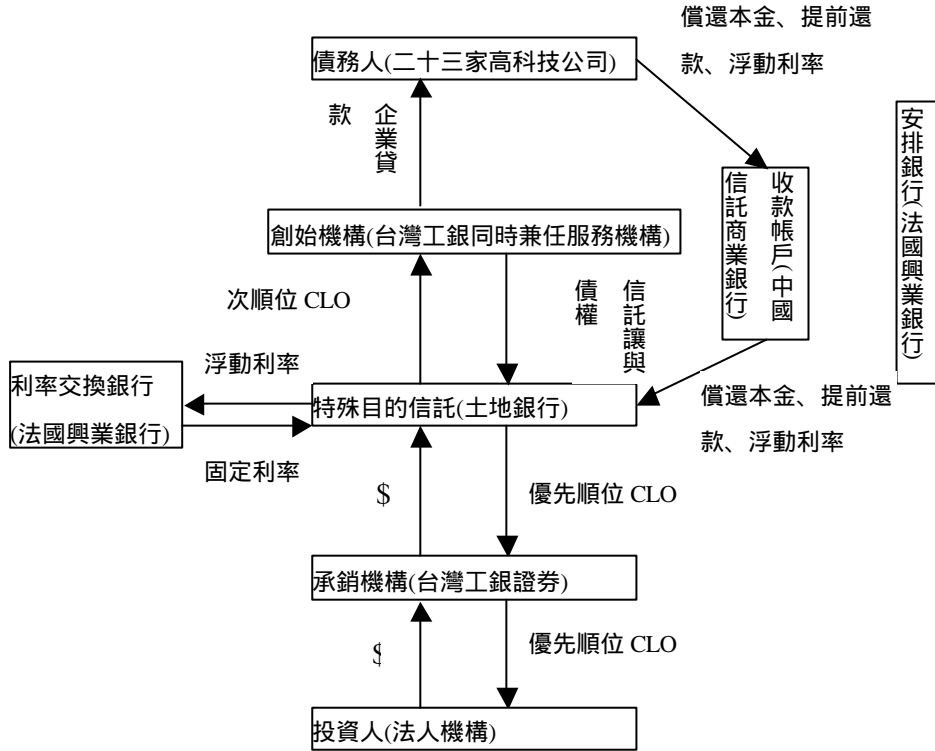
四、銷售與交易

主要由台灣工銀證券擔任承銷商，且其所採行之募集方式為私募。此外，並由富邦綜合證券、倍利綜合證券及台灣工銀證券擔任私募顧問。

五、群組服務

土銀委任台灣工銀擔任服務機構，負責收取企業貸款債權本金及利息等。

圖 10 台灣工銀證券化架構



資料來源：作者資料整理

由於證券化的過程繁複且參與機構眾多，惟何者具有資格擔任證券化之參與機構，因我國目前相關的法規及函令眾多，令人易於混淆。首先，依本條例觀之，銀行為擁有參與機構最多資格者，其可為創始機構、特殊目的公司之發起人、服務機構、信用增強機構及投資人，且若有信託部門及證券承銷部門應亦可為特殊目的的信託或承銷機構。

再者，信託業雖然並非本條例所指之金融機構，但若經由主管機關核定，應亦可為創始機構，且若其可擔任創始機構亦當然可擔任服務機構。此外，保險業為依本條例第四條第十二款之金融機構，故未來其亦可為創始機構，甚或同時為服務機構。新修訂的保險法第一百四十六條第五項，也已允許保險業轉投資信託業，故其未來亦可成為特殊目的信託。且因其屬本條例所指之金融機構，故亦可成為特殊目的公司的發起人。此外，保險業亦可出具保證函來作為信用增強機構保險業，及投資受益證券或資產基礎證券⁵⁵。最後，由於證券商屬於本條例第四條第十二款之金融機構，故和保險業相同可為創始機構、服務機構及特殊目的機構之發起人，且可為承銷機構。茲將上述整理為下表。

表格 4 可為證券化重要關係人之機構

	銀行 ⁵⁶	信託業 ⁵⁷	保險業 ⁵⁸	證券商 ⁵⁹
創始機構				
特殊目的信託				
特殊目的公司 之發起人				
服務機構				
信用增強機構				
承銷機構				
投資者				

資料來源：作者資料整理

⁵⁵ 參閱財保字第 九一 六九四八四號函。

⁵⁶ 銀行係指銀行法第二條所指銀行之泛稱，其包含商業銀行、專業銀行及信託投資公司。

⁵⁷ 信託業係指信託業法第二條及第三條之信託業。

⁵⁸ 保險業係指保險法第一百三十六條所指之保險業。

⁵⁹ 證券商係指證券交易法第十五條及第十六條所指之證券自營商、證券承銷商及證券經紀商。

第三節 資產擔保證券之交易

國內的債券市場已有近十餘年之發展，以普通公司債為例，從早期每年新台幣一百億元左右之發行量，至今每年已有新台幣一千五百億元之發行量。而資產擔保證券(ABS)之性質除主管機關核准為短期票券者外，其餘皆屬於證券交易法上的有價證券，且皆具有債券型證券之性質。承上可知，其未來交易市場應屬於資本市場中之債券市場且以債券方式進行交易。而在證券交易法有價證券發行市場中，發行人若欲將資產擔保證券(ABS)加以轉讓，則需經由募集、發行及承銷等程序，且若符合上市及上櫃之標準，其亦可再將資產擔保證券(ABS)上市或上櫃交易。故在本節中，將針對資產擔保證券(ABS)之招募方式、發行、承銷方式及上市上櫃條件加以論述之。若資產擔保證券(ABS)之性質係屬於短期票券者，其未來在貨幣市場中交易，並不適用本節之規定，對於有關短期票券之相關問題將於第三章資產擔保證券種類，第三節第三項企業應收帳款中論述之。

第一項 招募方式

依目前的本條例第十七條及第一百零一條之規定，受託機構對於受益憑證及資產基礎證券之招募方式有募集及私募兩種方式。茲分述如下：

第一款 募集(Public Offering)

公開招募係指其所發行之證券係銷售給一般不特定之投資人。而依證券交易法第七條第一項之規定，本法所稱募集，謂發起人於公司成立前或發行公司於發行前，對非特定人公開招募有價證券之行為。

換言之，所謂募集係指以公開的方式向不特定的投資人招募有價證券之行為。由於募集的對象為一般不特定之投資大眾其多無專業知識且範圍較廣，故政府機關必須有更多之行政監督，並更強調其資訊透明化之重要性。有關受益憑證及資產基礎證券募集之相關規定應依「受託機構公開招募受益證券特殊目的公司公開招募資產基礎證券處理準則」及證券交易法或其他法令之規定。下面茲就募集之相關行政程序及公開說明書論述之：

一、相關行政程序

- (一) 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，應先取得臺灣證券交易所或財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心核發之上市或上櫃同意函。
- (二) 檢具申報書或申請書及下列書件，報經證券主管機關申報生效或申請核准。於證券主管機關及證券主管機關指定之機構收到受託機構公開招募受益證券或特殊目的公司公開招募資產基礎證券申報書件即日起屆滿十二個營業日生效。惟若辦理申請之案件有違反法令或虛偽等該準則第十二條之情事，則證券主管機關得退回或不核准其案件。
- (三) 除法令另有規定外，應於申報生效或申請核准通知到達之日起三十日內，辦理公告及公開招募事宜，並於申報生效或申請核准通知函送達日起三個月內募足。但有正當理由者，在期限屆滿前，得向證券主管機關申請延展，延展期限不得超過三個月，並以一次為限。受託機構或特殊目的公司應於募集完成向證券主管機關申報備查日起三十日內交付受益證券或資產基礎證券，惟若以帳簿劃撥方式交付者，得不印製實體有價證券。且其有價證券之交

付，依證券交易法規定辦理。

二、公開說明書

募集攸關投資人權益甚鉅，爰有必要將發行募集之相關資訊予以充分揭露，以強化投資人權益之保障，故有發行公開說明書之必要⁶⁰。依證券交易法第十三條之規定「公開說明書乃發行人為有價證券之募集或出賣，依本法之規定，向公眾所提出之說明文書。」由於公開說明書係為實踐公開原則體系之初次公開而設，即發行人初次發行有價證券時，使投資人認購時有所投資判斷之依據，故依證券交易法第三十一條及第七十九條之規定，證券承銷商及發行人⁶¹有向應募人交付公開說明書之義務，若違背交付義務則應負損害賠償責任及刑事責任。至於有關公開招募受益證券及資產基礎證券之公開說明書所應遵循之原則及應記載之內容應依「受託機構公開招募受益證券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」規定。

關於公開說明書之主要內容，該記載內容之必須「可能影響理性投資人投資決定之記載」，如受益證券或資產基礎證券之概況、信託或受讓金融資產概況、受託機構或特殊目的公司概况及職責、信用評等等級及信用增強方式、投資風險揭露等。依本條例第十七條及第一百零一條規定，不論是公開說明書或是投資說明書，都應充分揭露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；特殊目的機構不保證讓與財產之價值；證券持有人之可能投資風險，以及其相關權利；特殊目的契約之重要事項。此外，依「受

⁶⁰ 參閱陳春山著，證券交易法論，五南圖書出版公司，民國九十年二月，五版二刷，第五十頁。

⁶¹ 此所謂發行人在金融資產證券化中應指發行機構(公司)，而通常發行機(公司)為特殊目的機構。

託機構公開招募受益證券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」第二條之規定，公開說明書之編制亦需遵守兩項基本原則如下：

- (一) 公開說明書所記載之內容，必須詳實明確，文字敘述應簡明易懂，不得有虛偽或欠缺之情事。其主要係考量公開招募之對象為一般不特定的投資大眾，且其通常不具備證券等相關專業知識，為使其能充分瞭解市場資訊，並自行做出正確投資判斷，故其文字必須簡明易懂。
- (二) 公開說明書所記載之內容，必須具有時效性，且公開說明書刊印前，發生足以影響利害關係人判斷之交易或其他事件，均應一併揭露。

此外，依證券交易法規定，公開說明書內容若有隱匿或虛偽等情事，特定之人⁶²，對於善意之相對人，因而所受之損害，應就其應負責部分與公司負連帶賠償責任並有刑事責任。而本條例第一百零九條亦規定公開說明書應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事並致生損害時，應負有期徒刑及罰金。故本文以為，有關公開說明書之不實記載，其刑事部分應優先適用特別法即本條例，至於民事責任則回歸適用證券交易法。

第二款 私募(Private Placements)

為使我國公司籌資更有彈性，證券交易法於民國九十年二月六日

⁶² 依證券交易法第三十二條第一項規定，此所謂特定之人係指發行人及其負責人；發行人之職員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部者；該有價證券之證券承銷商；會計師、律師、工程師或其他專門職業或技術人員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部，或陳述意見者。

修正時，始引進私募制度。而所謂私募，其概念係指發行公司所發行的有價證券，並不是銷售給證券市上一般不特定的投資人，而是經由私人洽購的方式，出售特定的投資人⁶³。且依證券交易法第七條第二項之規定：「本法所稱私募，謂已依本法發行股票之公司依第四十三條之六第一項及第二項規定，對特定人招募有價證券之行為。」其與第七條第一項募集之區別，在於其招募的對象為「特定人」。由於私募制度是富於彈性且合於時效的私下募集資金方式，不必經過主管機關之前核准或辦理申報生效的手續，而直接洽由特定人以節省發行有價證券之行政程序與承銷費用，故給予發行公司相當大的便利性。然為避免發行公司藉此規避有關募集的規範，產生迴避證券交易法之脫法行為，並對投資大眾造成損害，故私募有下列特殊限制，茲針對私募特定人之範圍、轉售(Resale)之限制及投資說明書分別論述之：

一、 私募特定人之範圍

主管機關的行政監督主要是為了保護不瞭解市場的投資人，而私募制度相對於招募制度減輕了發行機構相關的行政審查程序。故相對地，其投資人即必須限於一些具有專業知識並充分瞭解證券市場之自然人或法人。而依「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」第二條之規定其包含銀行業、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、機構或基金及符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金。且符合主管機關所核定者其應募人總數，不得超過三十五人。惟此所謂之符合主管機關所定

⁶³ 參閱廖大穎著，解析證券交易法之部分修正—公開收購與私募制度，月旦法學，第八十三期，民國九十一年四月，第二百五十五頁。

條件之自然人、法人或基金，指符合下列條件之自然人、法人或基金⁶⁴：

- (一) 對該受益證券或資產基礎證券有充分瞭解之國內外自然人，且於應募或受讓時符合下列情形之一者：
1. 本人淨資產超過新臺幣一千萬元或本人與配偶淨資產合計超過新臺幣一千五百萬元。此所稱之淨資產指在中華民國境內外之資產市價減負債後之金額；所得指依我國所得稅法申報或經核定之綜合所得總額，加計其他可具體提出之國內外所得金額。
 2. 最近兩年度，本人年度平均所得超過新臺幣一百五十萬元，或本人與配偶之年度平均所得合計超過新臺幣二百萬元。
- (二) 最近期經會計師查核簽證之財務報表總資產超過新臺幣五千萬元之法人或基金、信託業簽訂信託契約之信託財產超過新臺幣五千萬元，或證券投資顧問事業或證券投資信託事業簽訂全權委託投資契約之資金超過新臺幣五千萬元者。

上述資格應由該私募受益證券或資產基礎證券之受託機構或特殊目的公司盡合理調查之責任，並向應募人取得合理可信之佐證依據，應募人須配合提供之。惟依本準則第六條第一項第一款規定受讓者，其資格應先由轉讓人盡合理調查之責任，並向受讓人取得合理可信之佐證依據，受讓人須配合提供之，未提供者，受託機構或特殊目的公司不得為轉讓登記。

二、轉售(Resale)之限制

⁶⁴ 參閱財政部台財融(四)字第 九一四 八三四號令。

流通性為有價證券之本質，但私募制度之程序較為簡便，為避免創始機構及特殊目的機構藉由轉售避開募集程序之適用，故對其轉讓加以限制。依「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」第五條及第六條之規定其限制如下：

- 1 受益證券或資產基礎證券之私募及再行賣出，不得為一般性廣告或公開勸誘之行為。
- 2 受益證券或資產基礎證券私募之應募人及購買人除轉讓於其他特定人、基於法律規定所生效力之移轉、其他經主管機關核准者或該私募受益證券及資產基礎證券屬於短期票券者外，不得再行賣出。

三、投資說明書

投資說明書為私募時受託機構或特殊目的公司應提供給投資人之文書。除本條例第十七條及第一百零一條有其應記載事項之規定外，證券交易法中並無投資說明書之相關規定。在「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」中對投資說明書之內容僅要求應記載各種類受益證券之發行條件；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；信託財產狀況；信託財產之管理及處分方法等項目。該準則並未如公開說明書要求有關受益人會議及持有人會議之相關事項，且對其內容僅要求「至少應記載」，而非如公開說明書對各項內容皆詳細要求「應記載」。此外，依本條例第一百零九條若投資說明書應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事，並致生損害者其行為負責人處六月以上五年以下有期徒刑，得併科新臺幣三百萬元以下罰金。惟本條例及證券交易法中並無如公開說明書有相關民事責任之規定，故本文以為其未來可能回

歸適用民法侵權行為等規定。

募集與私募兩者由於招募的對象不同，行政監督的程度、對投資人保護及發行成本也不同，對發行機構而言，究應選擇募集亦或是私募，實應從各方面加以考量。如私募之發行流程較短，且無須受證期會、櫃買中心監管的優勢，但是相對的，採行募集，其資產流通性遠比私募為高。再者，私募僅適用於金融機構及一般法人，並無法像募集一樣可以吸引投信基金進場購買，有比較廣泛的募資管道。而許多金融機構認為到櫃買中心進行募集，須額外繳交上櫃費，可能會增加成本，不過以現行規章規定，金融資產證券化商品年上櫃費上限僅三十萬元，與發行總額相較並不高，另外透過募集，由於符合規定的籌資對象較多，在相互比價下，亦可發揮壓低固定年息的效應，對於發行機構言之，籌資成本或許還更低些⁶⁵。目前財政部對於投信業者僅准許其購買募集之金融資產證券化產品，而不准購買私募的金融資產證券化商品⁶⁶。蓋投信業者所募集的資金，必須應付投資人贖回的需求，因此，若投信業者所投資的標的，在市場的流動性不夠強時，投信將無法應付投資人贖回的資金需求。而在採行私募時，證券自營商同樣因流動性較弱有風險性等問題，故亦不允許其購買未達一定信用評等之私募證券⁶⁷。此外，在公開說明書及投資說明書的要求也不同，前者發行機構及承銷商對其負有民事及刑事責任，後者則無。職事之故，未來發行機構欲採行私募或募集，皆應審慎加以考量，尋求對其較有利之方式，如目前推出第一批的資產擔保證券(ABS)的台灣工銀，認為

⁶⁵ 參閱工商時報，櫃買中心總經理簡信男：公募趨熱絡指日可待，民國九十二年二月十三日。

⁶⁶ 參閱財政部台財證四字第 九二 二二號令。

⁶⁷ 參閱台財證二字第 九二 一 四七九號。

在目前法令尚未健全之情況下，為使其能快數通過主管機關之審核，便選擇採行私募之方式。而第一批公開招募證券亦已由法國里昂銀行及大華證券共同研發之⁶⁸。

第二項 承銷方式

發行人委託承銷商承銷有價證券，乃應發行有價證券之行為並非經常性，僱用專業人員並不經濟，且發行人可將發行時之風險轉嫁給承銷商加以分擔。而委託承銷商承銷有價證券，因其所負擔風險之程度不同，有多種不同之證券承銷方式。依我國證券交易法第十條之規定，承銷乃依約定包銷或代銷發行人發行有價證券之行為，故可知其承銷方式主要分為包銷與代銷兩種。而依證券交易法第七十一條之規定，包銷有可分為餘額包銷（Stand-By Underwriting）及確定包銷（Firm-Commitment Underwriting）兩種。

第一款 包銷

包銷可分為餘額包銷與確定包銷，惟不管何者，就發行人而言，皆能確定獲得所需之資金。二者之差別，僅在於確定包銷為先認購再銷售，餘額包銷為先銷售再認購。亦即餘額包銷需俟承銷期間屆滿後始獲得資金；至確定包銷者，發行公司可以先行獲得資金。下面針對餘額包銷與確定包銷茲分述如下：

一、餘額包銷（Stand-By Underwriting）

⁶⁸ 參閱邵朝賢著，法商里昂銀行、大華證券攜手 CLO 商品 七月可望上櫃，工商時報，第九版，民國九十二年六月二十六日。

所謂「餘額包銷」，依證券交易法第七十一條第一項，係指承銷商包銷有價證券，於承銷契約所定之承銷期間屆滿後，對於約定包銷之有價證券，未能全數銷售者，其賸餘數額之有價證券，應自行認購之。證券承銷商認購包銷賸餘數額，按證券交易法第七十五條規定，其出售應於有價證券集中交易市場為之；其未上市者，得於經證期會按「發行人募集與發行有價證券處理準則」第六十二條規定，核准證券經紀商或證券自營商之營業處所為之。

二、確定包銷（ Firm-Commitment Underwriting ）

所謂「確定包銷」，依證券交易法第七十一條第二項，係指證券承銷商包銷有價證券，得先行認購後再行銷售或於承銷契約訂明保留一部份自行認購。換言之，證券承銷商若為確定包銷時，則可於承銷期間內為自己取得所包銷之有價證券。另按證券商管理規則第二十四條規定，證券商先行認購之有價證券，應於承銷契約所訂定承銷期間內再行銷售。至保留一部分自行認購者，按證券交易法第七十五條規定，其出售應於有價證券集中交易市場為之；其未上市者，得於經證期會按同法第六十二條核准證券經紀商或證券自營商之營業處所為之。

第二款 代銷(Best-Effort Underwriting)

所謂代銷，依證券交易法第七十二條，係指證券承銷商代銷有價證券時，於承銷契約所定之承銷期間屆滿後，對於約定之有價證券，未能全數銷售者，其賸餘數額之有價證券，得退還發行人。換言之，證券承銷商若以代銷之方式來發行有價證券，其乃係以發行人之代理人地位來銷售該有價證券予投資大眾。此種承銷方式，依美國學者之

見解，此非為真正之承銷，只是一般有價證券之買賣⁶⁹。

資產擔保證券(ABS)在承銷時，應採行包銷或代銷，觀目前相關之法規係以募集或私募為其採行之標準。在募集時依「受託機構公開招募受益證券特殊目的公司公開招募資產基礎證券處理準則第四條」之規定，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。且其說明中將包銷限定於證券交易法第七十一條第一項之「餘額包銷」。因若採行代銷之方式，由於券商無須承擔任何銷售不佳之部分風險，於代銷期間屆滿後，銷售剩餘部分也將退還發行人，雖然採用此種方式雖然承銷商不用承擔任何風險，但也無法保證發行成功。因此未來承銷商在承作此類產品時，如以包銷方式，承銷商將可根據市場接受度，協助發行人對不同群組與條件之券別做適當的定價，同時依照定價之條件負責全額包銷，利用既有之固定收益產品之銷售通路將產品有效去化，將有助於降低發行成本，也可避免發行失敗⁷⁰。此外，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」第四條之一第五款規定，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非採洽商銷售之承銷案件，得自行認購比例上限為承銷總數之百分之十五。其所採行之包銷制度即為證券交易法第七十一條第二項後半段之「確定包銷」。而「確定包銷」在訂立承銷契約時即強迫承銷商需自行認購全部或一部份之證券，證券未來收益之好壞已確定成為承銷商應負擔之風險，故承銷商必須更為審慎的評估該證券之品質及收益。反觀「餘額包銷」，即使是品質不佳之證券，承銷商只要將證券全部銷售出去即不需負擔任何風險，此是否將使承銷商更賣力承銷證券或隱匿相關資訊，實有疑義。此外，在私募時因投資

⁶⁹ 參閱陳春山著，前揭文註 60，第八十四頁。

⁷⁰ 參閱紀如龍著，前揭文註 47，第二十一頁。

人多為專業知識並充分瞭解證券市場之自然人或法人，其皆能自行做出正確的投資判斷，故並無規定證券商一定要採行包銷來確保證券之品質並加重承銷商之責任。下面茲就承銷制度作一比較表。

表格 5 承銷方式比較

	餘額包銷	確定包銷	代銷
定義	承銷商包銷有價證券，於承銷契約所定之承銷期間屆滿後，對於約定包銷之有價證券，未能全數銷售者，其贖餘數額之有價證券，應自行認購之(證券交易法第七十一條第一項)。	證券承銷商包銷有價證券，得先行認購後再行銷售或於承銷契約訂明保留一部份自行認購(證券交易法第七十一條第二項)。	證券承銷商代銷有價證券時，於承銷契約所定之承銷期間屆滿後，對於約定之有價證券，未能全數銷售者，其贖餘數額之有價證券，得退還發行人(證券交易法第七十二條)。
承擔銷售不佳風險	較低	較高(自行認購比例上限百分之十五)	無
資產擔保證券(ABS)招募方式	募集(受託機構公開招募受益證券特殊目的公司公開招募資產基礎證券處理準則第四條)、私募	募集、私募	私募
對投資人保護	中	高	低

資料來源：作者資料整理

第三項 上市及上櫃買賣

目前在台灣證券交易市場有集中交易市場及店頭交易市場。前者係由「台灣證券交易所」開設，用以提供有價證券競價買賣之場所，此即為一般有價證券之「上市」；後者指非於交易所集中交易買賣，而由「中華民國財團法人櫃檯買賣中心」設置場所及設備以供給約定證券經紀商、證券自營商為有價證券之證券商營業處所買賣有價證券、結算交割等有關業務，此即一般有價證券之「上櫃」。

依本條例第七條之規定，證券化商品的種類可分為兩種，一種為證券交易法第六條規定經財政部核定之其他有價證券；另一種為經主管機關核定為短期票券者。而其中以第一種，因其流通期間較長，因此亦可考慮在採行以上市或上櫃之方式掛牌買賣。申請上市資產擔保證券(ABS)，其條件依「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」第二十三之一條，為發行總額達新台幣伍億元以上者、到期日須一年以上、持有人人數達五人以上且單一持有該受益證券或資產基礎證券之價金總額不得超過發行總額百分之二十及面額以新台幣壹拾萬元為限。此外，申請櫃檯買賣者，其條件依「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心出具受益證券及資產基礎證券上櫃同意函審查標準」第四條，為發行總額五億元以上、單位面額一萬元整、到期日一年以上、並符合每一投資人不持有超過百分之二十的分散標準，即可向櫃檯買賣中心申請上櫃。且櫃檯買賣中心將於接受發行機構上櫃申請且書件齊備後七個營業日內核發上櫃核准函，以簡化金融機構申請櫃檯買賣流程與提升發行機構匯集資金效率。

第四項 小結

政府機關對資產擔保證券(ABS)交易過程的監督程度，主要係以採行募集或私募作為標準。因主管機關的行政監督主要是為了保護不瞭解市場的投資人，而私募之對象限於一些具有專業知識並充分瞭解證券市場之自然人或法人，故相對地，其行政監督就比較少，且其應揭露之資訊也不需如募集規定嚴格及詳細。

再者，私募之投資人亦不需以承銷機構作為其保護之一道防線。換言之，以承銷機構作為其證券品質審查的一道防線，並以強迫承銷機構就未售完之部分為自行認購作為一種擔保。惟在募集時，究應採行「餘額包銷」亦或「確定包銷」較能保障投資人。「確定包銷」之制定主要係為使證券承銷商積極扮演投資銀行之功能，改善證券承銷商與發行公司間權利與義務不對等之情形，使承銷商能實質承受包銷之風險，強化證券承銷商對於承銷有價證券之議價能力等目的⁷¹。而資產擔保證券(ABS)為我國新興的金融商品，在市場與投資人都還不熟悉時，應採「確定包銷」來加重承銷商之功能，為投資人保護多築其一道防線。下面茲將募集與私募制度之比較作成表格。

71 參閱戴志傑著，論我國證券商風險管理之法制建設，證管雜誌，第二十卷第一期，民國九十一年一月，〈<http://www.sfc.gov.tw/>〉。

表格 6 募集與私募之比較

項目	募集	私募
核准主管機關	金融局/證期會	金融局
銷售制度	公開招募	私募
投資人限制	無	三十五人(多限於有專業知識之法人或自然人)
上市上櫃	可	無
流通性	較佳	轉讓有限制
應交付予投資人之文書	公開說明書	投資說明書(不需記載受益人會議及持有人會議)
承銷方式	餘額包銷(證券交易法第七十二條)	無限制
承銷機構	承銷商(不得與創始機構及發行公司有關係人情事)	承銷商(不得與發行公司有關係人情事)
信用評等	證券需經主管機關認可之信用評等機構評定其等級	可依市場需要,自行決定是否進行信用評等

資料來源：改寫自資產證券化實務案例研討會講義，民國九十二年三月十二日，第十六頁。

第三章 資產擔保證券之種類

金融資產證券化，經由其證券化的過程不同，會產生不同性質的有價證券。如出售架構(Sale Structure)下，其證券通常為受益證券；而在負債架構(Debt Structure)下，其性質則屬於債券。此外，若證券化之資產不同，其在證券化之過程亦會衍生出不同的法律問題，甚至其產生的證券亦會有其特殊性質。故在本章中將先探討其基本的證券化架構，再以資產的不同探討其證券之種類，及其他各類之證券化商品。

第一節 以證券化之方式為區別

將金融資產予以證券化，並發行相關之金融商品，乃金融資產證券化之基本概念。惟如以其發行證券之方式觀之，就以法律性質而言，可分為「出售架構(Sale Structure)」及「負債架構(Debt Structure)」兩種。在兩種不同的架構下所產生之證券，因在法律性質上有所不同，致影響投資人未來是否應承擔風險，及行使追索權之問題。再者，凡依前者架構所發行之證券通常稱為「轉手證券(Pass-Through Securities)」；而依後者架構所發行之證券又有「資產擔保債券(Asset-Backed Bonds)」及「轉支付證券(Pay-Through Securities)」。

第一項 出售架構(Sale Structure)

「出售架構」係指發行機構(在證券化架構中，特殊目的機構通常為發行機構)在發行證券時，是以出售資產之方式，即所發行之證券是表彰權利之一部份及不可分之利益。而此種型態之證券稱為轉手證券

(Pass-Through Securities)或持分權證券。其轉手(Pass-Through)之用語係指該特殊目的機構僅為一個傳遞的管道，即其作用僅係將資產之權益移轉給投資人。承上所述，所謂轉手證券係指創始機構將資產出售予特殊目的機構以發行有價證券，或信託予特殊目的機構，以信託憑證之方式發行受益憑證¹。

依據前述架構，無論創始機構與特殊目的機構間為「出售」或「信託」，對創始機構而言，已將資產信託讓與於信託機構²並從資產負債表上移除，而投資人取得該資產之所有權或受益權。惟由特殊目的機構僅為傳輸之管道，因此所有的風險將由投資人負擔。如大部分之消費性放款允許提前償還本金，因此在低利率時期，債務人可能提前償還本金以重新融資，即有提前收到本金並喪失未來的利息收入，此稱為提前還本之風險(Prepayment Risk)。而當債務人提前清償時，投資人亦將提前獲得給付，因此將承受再投資之風險(Reinvestment Risk)。再者，債務人亦有可能因為資金緊張而拖欠貸款本息，此稱為即時償付本息(Timely Payment of Interest and Principal)風險³。

第二項 負債架構(Debt Structure)

「負債架構」係指在發行機構的資產負債表上，一方面增加營運資金，另一方面增加負債(證券融資)，故無法從發行機構之資產負債表上扣除，亦無出售利得或損失。依據此種架構所發行之有價證券，

¹ 參閱何思湘著，金融資產證券化概說與法制初探(上)，證券暨期貨管理，第二十卷第八期，民國九十一年八月，第四頁。

² 採取信託之方式時，雖然資產在法律上之所有權仍屬於創始機構所有，但在會計帳冊上則屬於受託機構之資產。參閱郭恆慶著，銀行金融資產證券化，信用合作，第七十三期，民國九十一年七月，第五十三頁。

³ 參閱張國銘著，美國金融資產證券化概論，財稅研究，民國九十年九月，第一百八十六頁。

其所表彰之權利為由該資產所擔保之債權⁴。而「負債架構」下之證券型態又有兩種，一為資產擔保債券(Asset-backed bonds)，另一為轉支付證券(Pay-Through Securities)，茲分述如下：

第一款 資產擔保債券(Asset-Backed Bonds)

資產擔保債券(Asset-backed bonds, ABB)是一種以資產為基礎的債券，由發行機構將其所有之資產以負債的架構加以證券化。而資產擔保債券其與上述轉手證券最大的不同，在於創始機構並未將債權出售，僅以證券融資的方式換取資金，故債權仍保留在發行機構的資產負債表上。而資產擔保債券之性質於公司債相同，亦即在到期日前，中介機構只按期轉支付票面利息，到期日才償還本金。而由於創始機構仍為債權之所有人，故其需擔保債務之清償，即提前還本之風險皆由發行機構吸收⁵。此外，其可以發行不同到期日之債券，改善轉手證券僅能發行單一到期日債券之限制。惟目前本條例似乎並無規範到此類型之證券。

第二款 轉支付證券(Pay-Through Securities)

轉支付證券(Pay-Through Securities)又有被稱為報酬權債券或擔保債券。此種證券係以所表彰之權利為該項資產所擔保之債權，換言之，

⁴ 參閱何思湘著，前揭文註 1，第五頁。

⁵ 參閱林蒼祥、施敏雄、蔡介榮、陳長合著，金融資產證券化商品公開招募之規範研究(上)，證券櫃檯月刊，第七十五期，民國九十一年月，第五十六頁。

先由創始機構將資產信託或轉讓於特殊目的機構，再由特殊目的機構以該資產為擔保發行證券，而對投資人本金及利息之轉支付即以擔保之資產為其來源。

轉支付證券係結合轉手證券(Pass-Through Securities)及資產擔保債券(Asset-Backed Bonds)之性質。其和轉手證券一樣，以抵押擔保債權所產生之利息和本金充當轉支付證券的本金和利息；另一方面，因具有資產擔保債券之性質之故，所以對發行者而言是屬於直接債務，即投資人為發行者之債權人，且在發行者的財務報表上係以「負債」科目表示。

第三項 小結

在金融資產證券化架構下，可知有轉手證券、資產擔保債券及轉支付證券三種基本型。本文以為依本條例觀之，若特殊目的機構為信託業時，其證券之類型屬於轉手證券；若特殊目的機構為公司時，其證券之類型屬於轉支付證券。至於資產擔保債券則應屬於發行機構之公司債，故未來若欲發行資產擔保債券應考慮參酌公司法上關於公司債之規範。

而上述之證券化架構，在動產擔保、不動產擔保及金錢債權等類型之資產，應皆有適用。惟真正產生疑義者，應為該資產擔保證券(ABS)在表彰資產組群之受益權或資產之擔保時，證券持有人所得主張之權利在我國現行法制下是否會有不同。此將在第四章投資人保護機制中投資人權益之行使中論述之。

表格 7 證券化類型之差異比較

項目	轉手證券 (Pass-Through Securities)	轉支付證券 (Pay-Through Securities)	資產擔保債券 (Asset-Backed Bonds)
證券之性質	表彰資產組群之所有權或受益權	以資產為擔保	以資產為擔保
發行機構之資產負債表	視為資產出售	抵押擔保品之貸款債權組仍列於資產負債表的資產項	抵押擔保之貸款債權組群仍列於資產負債表的資產項
提前清償風險承擔	完全轉嫁給投資人	由發行機構承擔	由發行機構承擔
收益來源	由資產每月攤還之本息轉給投資人	由資產每月攤還之本息轉給投資人	由資產組群累積重新分配所產生

資料來源：作者資料整理

第二節 以債權種類作為區別

本文所指之資產主要係指有一定現金流量之資產。而依目前本條例第四條第一項第二款可為證券化之資產，可分為有動產擔保物之債權、有不動產擔保物之債權、金錢債權、依信託契約所產生之受益權及其他依主管機關所核定之債權。各類資產間其到期日長短不同，致其在證券化過程中需要不同的信用增強及架構設計。此外，創始機構讓與特殊目的機構之資產是否到破產隔離，與其資產是否確實轉讓有關，但不同性質之資產亦會衍生出不同之法律問題。其在在都與投資人保護息息相關。故下述將針對不動產擔保貸款債權及其擔保物權、動產擔保貸款債權及其擔保物權、金錢債權及受益權論述之。

第一項 不動產擔保貸款債權及其擔保 物權

所謂的不動產抵押貸款債權，係指以土地或其定著物之財產為抵押擔保的貸款債權，因此其證券化即為將以土地或建築物之財產為抵押擔保的貸款債權，其貸款數額、清償期、利率等相近匯總後，將該等「債權」轉變為投資性證券型態，透過證券承銷方式賣給投資人⁶。而在不動產擔保貸款債權及其擔保物權證券化中，最為常見的即是房貸之證券化，以其所發行之至證券即稱為不動產基礎證券(Mortgage-Backed Securities, MBS)。由於不動產基礎證券(MBS)係一個廣義的概念，故其證券化的形式亦包括前述之轉支付證券、轉手證券及資產擔保債券三種。自一九七一年 GNMA 發行第一批持分權證券以來，不動產基礎證券(MBS)已在美國發展成一個既龐大又富流動性的市場。其初期係金融機構為求承作住宅抵押貸款之資金週轉流通並規避中長期貸款固定利率之風險，以住宅抵押貸款群組為擔保而發行的證券，其後也運用於商業及農業等不動產抵押貸款。

不動產基礎證券(MBS)特性在於房貸的償還期限可高達三十年，且有及時償付本息(Timely Payment of Interest and Principal)⁷及提前還款(Prepayment Risk)的風險⁸。至於由發行機構亦或投資人承擔該風險，則

⁶ 參閱王文宇、黃金澤、邱榮輝合著，金融資產證券化之理論與實務，元照出版有限公司，民國九十二年二月，第 3-13 頁。

⁷ 即借款人可能因為資金緊張，而拖欠房貸本息，此稱為及時償付本息(Timely Payment of Interest and Principal)。參閱陳文達、李阿乙、廖咸興著，金融資產證券化理論與實務，智勝文化，民國九十一年八月，第五十九頁。

⁸ 由於不動產放款期限極長，借款人可能因售屋、搬遷或在市場利率急遽下跌時清償原貸款，此時金融機構即可能因借款戶之提前清償行為干擾其原先之現金流量規劃，此即「提前還款之風險」(Prepayment Risk)。參閱林左

應視其採行何種證券化。此外，由於其係由具有不動產抵押權擔保的的貸款，故其產生的證券亦含有部分的抵押權。觀我國目前的法令，民法對於不動產抵押權有其特殊規定。首先，貸款債權之讓與依民法第二百九十七條，需通知債務人始生效力。再者，民法第八百七十條明定，抵押權不得與債權分離而為讓與。且依民法第二百九十五條第一項之規定，讓與債權時，其抵押權原則上亦隨同移轉，故不待登記即生效力。惟依土地法第四十三條登記具有絕對效力，故仍應踐行登記程序，始得對抗第三人⁹。有論者以為目前本條例第五條及第六條有關債權讓與之規定對於擔保物權並無適用¹⁰，但本文以為立法者之本意該條之適用亦應包含擔保物權¹¹，惟其法條用語僅標明「債權」並不明確。故目前有關不動產擔保貸款債權及其擔保物權之讓與，應適用本條例第五條及第六條之規定，即按主管機關規定之公告程序便可對債務人生效。至於辦理變更登記，則應適用本條例第三十八條免繳納登記規費。

至於不動產貸款擔保債權轉讓時涉及最高限額抵押權，在其最高限額抵押權確定前，受讓之債權即脫離該抵押關係。故若欲使其與債權一併移轉，則須取得債務人或抵押人同意或會同申請移轉登記，讓與該最高限額抵押權契約。但此舉將增加不動產證券化之成本¹²。觀金融資產證券化條例施行細則草案第十八條規定，「創始機構將最高限額抵押權所擔保之債權，依資產信託證券化計畫或金融資產證券化計

裕著，不動產投資管理，智勝文化事業有限公司，民國九十年九月，第四百二十一頁。

⁹ 參閱劉萬基著，金融資產證券化條例之債權讓與對抗制度，全國律師，八月號，民國九十一年八月，第二十六頁。

¹⁰ 參閱前揭文，第二十六頁。

¹¹ 參閱台財融(四)字第 九一四 八六八號，「金融資產證券化資產信託或讓與公告及公告證明書格式」，其內容亦包含不動產擔保貸款債權及其擔保物權。

¹² 參閱劉萬基著，前揭文註 9，第二十六頁至第二十七頁。

畫信託或讓與，出具主管機關之證明、截至移轉債權日止之債權餘額確定證明書及相關契約文件者，最高限額抵押權所擔保之債權即撥貸完成，最高限額抵押權即告確定，轉為一般抵押權，隨同移轉予受託機構或特殊目的公司，無須債務人或抵押人同意或會同申請移轉登記。」換言之，在創始機構將最高限額抵押權所擔保之債權納入證券化之資產組群時，最高限額抵押債權即告確定，轉為一般債權，無須債務人或抵押人同意或會同申請移轉登記。故其似乎已解決最高限額抵押登記之問題。

最後，雖然目前不動產貸款擔保債權有上述之法律問題有待解決，但在美國其證券已發展出序列型不動產抵押擔保債券 (Collateralized Mortgage Obligation, CMO) 及分割式抵押擔保證券 (Stripped Mortgage-Backed Securities) 等種類。前者屬於轉支付證券之類型，但發行人可同時發行到期日、利率互異的不同系列債券；後者以投資人未來收益區分為僅單獨收取本金或僅收取利息。惟本文以為其僅為現金流量設計及資產組群切割之問題，應考量者為其投資人參與資產基礎證券持有人會議及受益人會議時，以同一資產所發行之不同系列、等級之證券間(即證券間無優劣後之區別時)，其權益如何相互調和。

第二項 動產擔保貸款債權及其擔保物 權

動產擔保債權及其擔保物權，即以動產設定抵押作為債務之擔保。依動產擔保交易法第四條之規定，得為動產擔保交易之標的物者有機器、設備、工具、原料、半製品、成品、車輛、農林漁牧產品、牲畜及總噸位未滿二十噸之動力船舶或未滿五十噸之非動力船舶。本

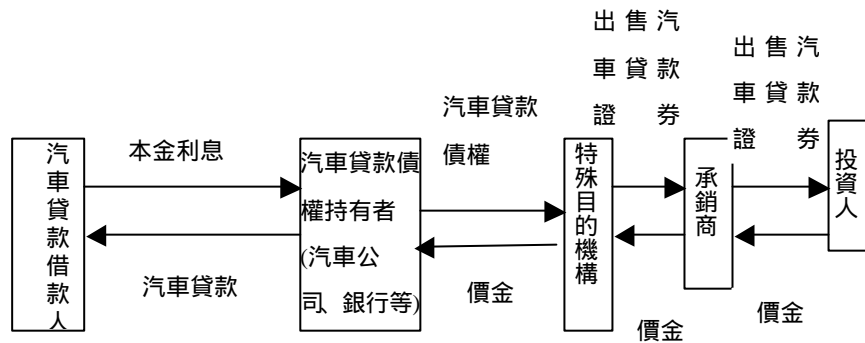
文以為上述之動產，未來皆有可能作為證券化之動產抵押擔保債權，惟目前被普遍施行之動產抵押擔保債權為汽車貸款債權之證券化。

動產擔保交易法第五條規定，「動產擔保交易，應以書面訂立契約。非經登記，不得對抗善意第三人。」換言之，登記對動產抵押並非如不動產抵押為生效要件，其僅為對抗要件。惟本文以為，未來欲為證券化之動產擔保貸款債權，應限定有為登記之動產抵押，使其優先權得對抗其他債權人以確保投資人之權益。而有關於動產抵押擔保債權之讓與前項有關不動產擔保貸款債權之讓與相同，皆適用本條例第五條及第六條之規定，以公告方式達到對抗第三人之效力。此外，同法第十六條第二項之動產抵押契約，性質為最高限額抵押權，故和不動產最高限額抵押權相同亦有抵押權契約轉讓等問題。依金融資產證券化條例施行細則草案第十八條規定，動產抵押契約亦無須債務人或抵押人同意或會同申請移轉登記。

而汽車貸款債權證券化為第一個被應用於動產擔保債權證券化交易之產品，於一九八五年由美國的 Marketing Assistance 公司以私募方式發行，且為目前最被普遍施行之動產擔保債權。故茲以汽車貸款債權證券化論述其證券化之特性。汽車貸款債權擔保通常係在購買車輛時，即依動產擔保交易法第十五條對該車設定動產抵押，且抵押權人不要求移轉占有，但未來可對該標的物優先受償。而汽車貸款債權的來源通常分為兩種：其一為直接貸款，即消費者向金融機構直接申請貸款；間接貸款則為汽車經銷商直接放款給消費者，再由汽車經銷商向金融機構出售貸款。惟不論為依何種方式，貸款的批准都需經過嚴格的審核。而汽車貸款屬於還本型(Amortizing)債權，有明確的貸款起始日與終止日，並且有預設的本息支付時間表，且因附有抵押品違約

風險較低。此外，車貸提前還本的波動較小，也較不受利率影響¹³，此乃因汽車貸款的額度較小，且其擔保品保值能力較差。許多汽車貸款證券化只發行一組債券，這是因為其期限本來較短，並不需要和房貸證券一樣，以 CMO 的方式發行期限不同證券來區分長期級短期的投資人。若其只發行單組證券時，即以轉手架構的方式發行證券。但若發起人應市場需求發行多組證券時，此時便須以公司為特殊目的機構從事轉支付架構。

圖 11 汽車貸款債權證券化架構



資料來源：改寫自許棣舒，汽車貸款債權證券化之探討，實用月刊，民國九十一年七月，第六十九頁。

第三項 金錢債權

金錢債權依本條例第四條之規定，通常係指無擔保之債權。故金錢債權在證券化之過程，通常僅涉及債權之信託設定及讓與並無抵押

¹³ 參閱陳文達、李阿乙、廖咸興著，前揭書註 7，第二百五十六頁。

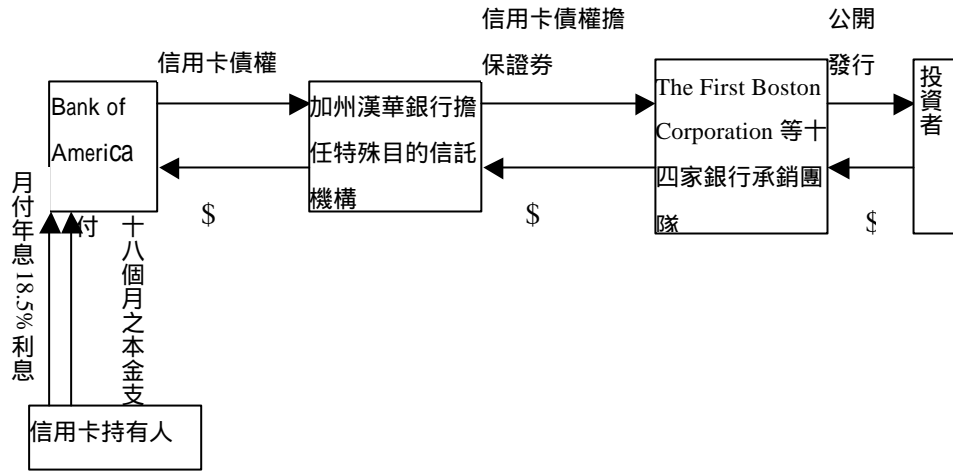
物登記之問題。而債權讓與依讓與人(原債權人)與受讓人(新債權人)之合意而成立，且契約一旦生效債權即隨同移轉。至於債權讓與時對抗第三人之效力，依本條例第五條之公告或第六條公告以外方式為之。即踐行上述方式後，不需再另行通知債務人便可對債務人產生效力。由於有關債權讓與已在不動產抵押貸款債權中論述之，故在下面各項金錢債權中不再重複討論之。惟不同類型之金錢債權乃有其特殊性，如信用卡債權涉及將來債權之移轉；租賃債權之特徵；企業應收帳款所產生之資產商業基礎本票。故將針對金錢債權之特性分別討論之。

第一款 信用卡債權

信用卡應收帳款證券化乃指發卡機構將其能在未來產生現金流量之應收帳款加以包裝 (Packaging)，並透過承銷 (Underwriting) 的程序以證券 (Securities) 的形式出售給投資人的過程。自一九八四年起，美國各銀行開始全力信用卡貸款業務，並使得信用卡貸款業務迅速成長。而於一九八六年所羅門兄弟(Salomon Brothers)應用機密的證券化技巧，將 BANC ONE 銀行之信用卡貸款債權予與證券化，並發行 CARDS(Certificate for Amortizing Revolving Debts)銷售於商業銀行。惟在當時的證券化架構中並無特殊目的機構¹⁴，直至 Bank of America 開始才以信託為其特殊目的機構。信用卡應收帳款證券化乃指發卡機構將其能在未來產生現金流量之應收帳款加以包裝 (Packaging)，並透過承銷 (Underwriting) 的程序以證券 (Securities) 的形式出售給投資人的過程。目前信用卡債權的證券化，發展迅速，已成為最大的非房貸型產品。茲以 Bank of America 為例，下圖為其信用卡證券化架構：

¹⁴ See, James A. Rosenthal and Juan M. Ocampo, *Securitization Of Credit*, the McKinsey & Company, Inc, 1988, at 123.

圖 12 信用卡債權證券化架構



資料來源：James A. Rosenthal and Juan M. Ocampo, "Securitization of Credit", the McKinsey & Company, Inc, 1988, at 142.

信用卡債權和其他債權不同在於之前的證券化商品都屬於還本型債權，而信用卡債權則屬於循環型(Revolving Type)債權，即其現金流量源自於持卡人的刷卡與還款，其事先並無固定的本金額度，亦無預定的還本時間表(Amortizing Schedule)，所以其現金流量相當不穩定。故在信用卡債權證券發行後，為使其現金流量維持穩定，創始機構必須補充新債權與新應收帳款以確保未來的現金流量。而為了配合這種隨時補充新債權的循環性架構，信用卡債權證券化可採行的信託架構有單一信託¹⁵(Stand-Alone Trust)及統合信託¹⁶(Master Trust)。而後者又可

¹⁵ 單一信託即信用卡債權出售人以單一信託同時發行多組證券售予投資人，惟其後若欲發行新的證券則必須設立新的信託。參閱陳文達、李阿乙、廖咸興著，前揭書註 21，第二百九十四頁。

¹⁶ 統合信託即指可依據同一信託契約，在不同時間多次發行證券。其用以作為擔保之群組資產可隨時增加、更換，但重要的是，不論群組資產的內容、數量如何改變，其必須維持的信用評等水準，以保障投資人權利。參閱儲蓉

分為分攤型(Socialized)信託¹⁷及非分攤型(Nonsocialized)信託¹⁸。惟無論其採取何種架構，其皆是為了配合隨時補充新債權。

而本條例所指之金融資產，參酌美國等先進國家之金融資產證券化法制及先例，除創始機構已實際發生之債權外，亦應包含符合一定要件而可合理預期發生之將來債權，以符合本條例係以創始機構將來得產生現金流量之資產作為證券化標的之特性。關於將來債權之定義依金融資產證券化施行細則草案第三條第二項之規定，係指創始機構依其與債務人簽訂之相關契約，於該契約所定相關條件成就時，得向債務人請求金錢給付之債權。而信用卡係屬於較短期的放款，在實務上為使此等短天數的資產具有長天數之性質，即藉由不斷加入新資產的方式以維持一定之規模，而新加入資產組群之債權，於證券化初始信託或轉讓標的資產時並未存在。且創始機構與信用卡債務人依其所簽訂之信用卡契約，其條件為債務人動用創始機構核給之信用額度時，債權始發生，得向債務人請求金錢給付。故信用卡債權亦屬於本條例施行細則草案所指之將來債權。

關於將來債權的讓與方式及效力，依本條例施行細則草案第三條之規定「依本條例第五條第一項及第六條第一項辦理公告及通知者，得主張本條例第五條第三項對抗第三人及第六條第一項對抗債務人之效力。」惟若發生債權之雙重讓與，因將來債權信託或讓與後，受託

著，信用卡應收帳款證券化，台灣金融財務季刊，第三輯第三期，民國九十一年九月，第二十七頁。

¹⁷ 分攤型信託收入的分配在群的層級係按所佔份額的比例為基礎，但在內各系列間分配財物收入時，應先扣除投資人依其份額比例所分配到的收入，各系列間之財務收入分配則是以各系列的需求為基礎，以其各系列的收入皆能充分支付其費用。參閱陳文達、李阿乙、廖咸興著，前揭書註 21，第二百九十六頁。

¹⁸ 非分攤型信託即各系列的證券各自已比例分擔自己的營運成本及收入。參閱前揭書註 21，第二百九十四六頁。

人或受讓人即具有期待權，創始機構不得再為處分，經公告後並具有對抗效力，雖其發生時點在後，於發生同時即移轉予受託人或受讓人，創始機構之其他債權人亦不得對之主張權利或聲請法院執行。以求真正達到確保受益證券或資產基礎證券持有人之權益，及避免資產雙重移轉之風險，以達成破產隔離。

第二款 租賃債權

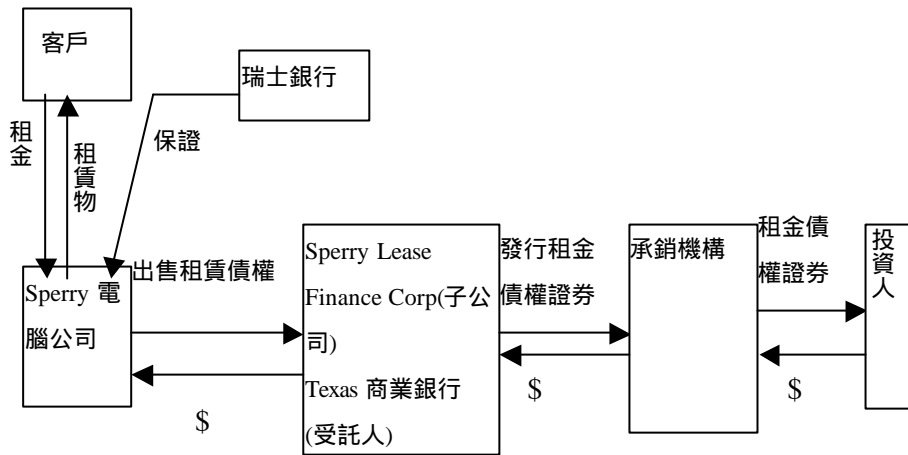
租賃債權的證券化，乃以租金債權為擔保所發行之中長期證券。而租賃債權款是一個廣泛的範疇，其主要包括各種租賃類型的契約之給付流量。其類型包含電腦租賃、汽車租賃、飛機租賃及各種類型資產的租賃。至於適於證券化的理想租賃債權，依國外的實踐表明，其有如下之特徵：(1)可理解的信用特徵；(2)明確界定的支付模式/可預測的現金流量；(3)平均償還期至少一年；(4)拖欠率和違約率低；(5)完全分期攤還；(6)多樣化的租賃公司和承租人；(7)清算值高。故宜於進行證券化的租賃債權最關鍵的條件或者說最基本的條件，是該債權能夠帶來可預測的相對穩定的現金流¹⁹。

而電腦租賃債權的證券化是第一個租賃權應收帳款的證券化，即一九八五年九月 Sperry 電腦公司所發行的租金債權證券 (Lease-Backed Notes)。Sperry 電腦公司將電腦租金債權轉讓予 Sperry Lease Finance 子公司，由子公司將租賃債權信託於 Texas 商業銀行並發行租金債權證券 (Lease-Backed Notes)。透過承銷方式，出賣給投資人，為確保本金及利息之支付，由瑞士銀行給於保證²⁰。下圖為其證券化過程：

¹⁹ 參閱徐飛著，租賃債權證券化研究，《<http://www.chinarent.net/leasingforum/zhuanjia/xuf/zxuf7.asp>。》

²⁰ James A. Rosenthal and Juan M. Ocampo, *supra* 14, at 157-158.

圖 13 租金債權證券化架構



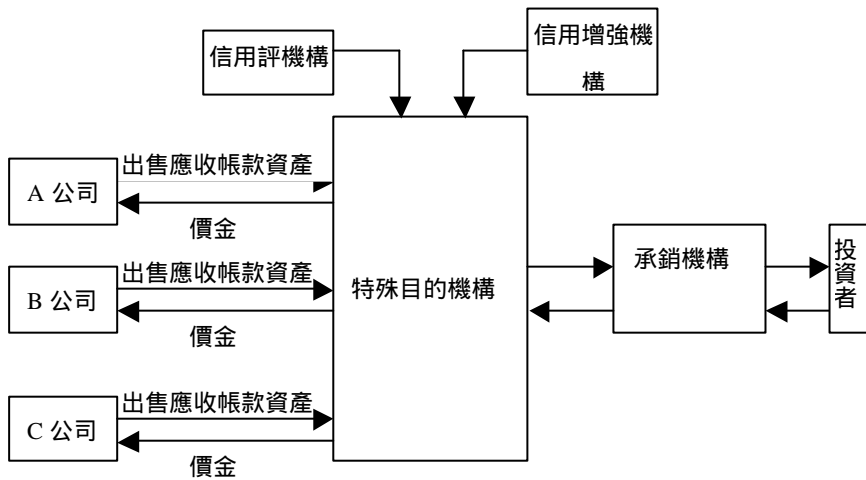
資料來源：林世淵，美國證券化商品及證券化之研究，財稅研究，第二十五卷第三期，民國八十二年五月，第八十頁。

第三款 企業應收帳款債權

所謂企業應收帳款，係指企業因出售商品或勞務而發生對顧客的貨幣請求權。企業將有良好品質的應收帳款出售於特殊目的機構，而該特殊目的機構再將其所收購具的各類企業應收帳款作為擔保，在信用增強機構增強信用後，發行證券。至於企業應收帳款之價值，通常決定於三項因素：(1)帳款金額之大小(2)收帳期間之長短及(3)收帳之可

能性²¹。此外，企業應收帳款通常風險低且變現性高，且於三十天到六十天內到期，故其週轉率高。由於企業應收帳款之到期日較短，故以其作資產組群所作之證券化商品為短期票券，即資產基礎商業本票亦或有應收帳款擔保商業稱為(Receivable-Backed Commercial Paper)。企業應收帳款債權之證券化架構圖如下：

圖 14 企業應收帳款證券化架構



資料來源：James A. Rosenthal and Juan M. Ocampo, “ Securitization Of Credit ”, the McKinsey & Company, Inc ,1988, at 202.

由於企業應收帳款之組群通常較短，故為了拉長此證券化之籌資期間，便需使其運作採取循環式架構，即特殊目的機構必須不斷的購

²¹ 參閱呂妹靜著，資產證券化法制之研究-以資產擔保證券為中心，國立台灣大學法律研究所碩士論文，民國八十八年七月，第三十四頁。

買新資產，使整個程序持續運作下去²²。其方法可能為特殊目的機構與創始機構訂立合約，只要創始機構符合信用標準及每月的資產組合績效審核等，即可在適當限度內收購創始機構之資產組群。資產基礎商業本票的風險除了一般證券化商品之信用風險外，尚包含流動性風險。流動性風險的產生是因為從資產(應收帳款)回收資金的速度過慢，而來不及支付到期之商業本票，故為了避免此種狀況採用流動性支撐²³。

依本條例之規定，資產擔保證券(ABS)之性質可分為證券交易法上之有價證券及短期票券。而短期票券之判斷，依我國票券金融管理第四條之規定，通常係指一年期以內之短期債務憑證。資產基礎商業本票不同於證券交易法上之有價證券，係於貨幣市場中交易。且其交易之方式主要有櫃檯交易及專線交易²⁴兩種。再者，票券之承銷機構限於票券金融管理法第四條所指之票券商²⁵。其承銷之方式依同條第六款觀之，有約定包銷(即證券交易法第七十一條第一項之餘額包銷)與代銷兩種。但目前絕大多數係由票券商以約定包銷自行買入為主，極少有代銷之情形²⁶。有關資產擔保證券(ABS)性質屬於短期票券者，其買賣方式目前尚無相關之函令，且我國之票券市場尚未如證券市場健全，且其亦無適用投資人保護法之團體訴訟等規定，故此類型之證券

²² James A. Rosenthal and Juan M. Ocampo, supra 14 ,at 204.

²³ 流動性支撐的設置主要是為了幫管道即時支付即將到期的商業本票。其方式有外部法、內部法及交叉使用外部法及內部法。參閱陳文達、李阿乙、廖咸興著，前揭書註7，第三百六十四頁。

²⁴ 所謂專線交易係指票券之出售人或購買人透過票券商專線交易電話進行買賣；目前票券商之多數交易均採此種方式。參閱沈英明、周新台等合著，我國票券結算、交割及保管制度應有改進措施之研究，中華民國加強儲蓄推行委員會金融研究小組，民國九十年七月，第十一頁。

²⁵ 依票券金融管理法第四條第四款所謂票券商係指票券金融公司及經主管機關許可兼營票券金融業務之金融機構。

²⁶ 參閱沈英明、周新台等合著，前揭書註24，第九頁。

出現仍需時間。

第四項 受益權

信託行為乃委託人依一定之目的，以信託財產移轉於受託人，使其為財產的管理與處分行為。此項行為一旦生效，即發生具有目的性拘束的反射效果，受益權益隨而發生²⁷。而受益人係指委託人欲使其享有信託利益或者權利的繼受人。故所謂受益權係指受益人所享有之信託利益或權利。此外，依本條例第四條第二款第四目，其受益權限於以動產擔保物之債權、有不動產擔保物之債權及金錢債權為信託資產所產生者。

受益權為財產權之一種，故原則上並無不許其融通之理。至於有關受益權之讓與，依信託法第二十條之規定，準用民法第二百九十四條至第二百九十九條之規定。換言之，受益權之讓與適用民法債權轉讓之規定。且其對第三人之效力，應適用本條例第五條及第六條之規定。

第三節 其他類型證券化商品

本節所謂其他類型之證券化商品，主要限定並未在本條例中所列舉之資產，或具有特殊性質之證券。首先對於次順位證券投資人應賦予何種程度之投資人保護、擔保債權憑證及專利權證券化架構的介紹、不良資產證券化中對於不良資產價值判斷的標準、我國目前對跨

²⁷ 參閱賴源河、王志誠著，現代信託法論，五南圖書出版股份有限公司，民國九十一年八月，第八十四頁。

國性證券化之規範等。

第一項 次順位證券(Subordinate Security Classes)

次順位證券係指受償順位在其他債權人之後之證券，亦即必須等到其他較高順位之債權得到清償之後，其始有機會受償。次順位證券除為資產擔保證券(ABS)的一種類型外，其更是一種信用增強的方式。惟大多數的證券化都不只利用一種信用增強方式，如有的證券化同時利用保證契約以及優先/次順位結構，而創造出「超高級證券」(Super Senior)，此證券可以不受第三者(信用增強機構)評等惡化影響，且其次順位證券亦可以取得較高的評等²⁸。惟由於次順位證券之功用主要是作為信用增強並保護優先順位之證券持有人的求償權，故對於次順位證券持有人應賦予何種程度之投資人保護，實有討論之必要。其將於第四章投資人保護之機制第四節投資人權利之行使中論述之。

第二項 擔保債務憑證(Collateralized Debt Obligation)

擔保債權憑證(Collateralized Bonds Obligation, CBO)係以一群債券為基礎，從事證券化所發行之證券。擔保貸款憑證(Collateralized Loans Obligation, CLO)，亦有稱為貸款作押債券，其係指以商業貸款(Commercial Loans)作為擔保，從事證券化所發行之憑證。而擔保債務

²⁸ 參閱林文琇、邱淑貞合譯，資產證券化手冊-流動性與資金管理，財團法人台灣金融研訓院，民國八十九年十二月，初版，第三十一頁。

憑證(Collateralized Debt Obligation, CDO)，則為其在證券化的過程中同時以債券和貸款為標的。故其和擔保貸款憑證及擔保債務憑證間為不同之概念²⁹。惟亦有認為 CDO 係此類型證券廣義的見解，即 CDO 包含 CBO、CLO 及群組資產混合債券及貸款之情形³⁰。而在群組資產混合時，其組成的比率若債券較高，則將其性質歸為 CBO；反之若銀行貸款的比率較高，則將其性質歸為 CLO³¹。本文以為，應採後述之見解，即以債權和銀行貸款比例大小決定其性質。值得一提的是，在 CLO 出現之前，金融市場已有類似商品，即以不動產為擔保品之序列型不動產抵押擔保債券(CMO)及以債券為擔保品之 CBO，CLO 即源自此二金融商品。故 CBO 及 CMO 之出現較 CLO 早³²。

CDO 之資產組群通常為債務工具，如高收益的債券(High Yield Bonds)新興市場公司債或國家證券(Emerging Market Corporate Debts、Sovereign Debt)、銀行貸款(Bank Loans)或其他次順位證券(Subordinated Securities)，其中亦可包括傳統的 ABS、RMBS 及 CMBS 等。其與傳統的 ABS 僅以單一類型之資產為群組並不相同。

此外，CDO 之發行機構並非創始機構而係特殊目的機構，且因其係以債券的形式發行，在美國特殊目的機構之型態通常為公司或有限合夥，並有資產管理人特別對資產為管理。此乃因 CDO 的資產管理

²⁹ 此見解參閱陳文達、李阿乙、廖咸興著，前揭書註 7，第三百六十六頁。

³⁰ 此見解參閱劉懷德，簡介貸款作押債券(Collateralized Loan Obligation)，民國九十年九月，《http://www.ctnbank.com.tw/info_01_09/information-f01.htm》及 Olivier Melennec, CBO, CLO, CDO: A practical guide for investors, Securitization Conduit, Volume3, 2000, p21.

³¹ 參閱儲蓉，CDO 論述？證券化的新主流，證券櫃檯月刊，第七十五期，民國九十，第七十二頁。

³² 參閱劉懷德，簡介貸款作押債券(Collateralized Loan Obligation)，民國九十年九月，《http://www.ctnbank.com.tw/info_01_09/information-f01.htm》。

與傳統的資產擔保證券(ABS)並不相同，傳統的資產擔保證券(ABS)其資產組群一旦選出，並不隨意更換(惟信用卡債權之發行架構例外)屬於靜態管理；惟 CDO 為了要創造更好的報酬，就需要有資產管理人對其做動態的管理，根據市場當時的狀況進出，一旦發生有任何資產品質下降或市場有相同債信評等但報酬率較高的資產時，就需根據「合格性準則」(Eligibility Criteria)快速處分或更換³³。

再者，由於 CDO 的群組資產要求充分分散，使得其群組資產可能為不同國籍的貸款債權或債券，以致於其現金流量涉及不同國家的貨幣，需要換匯交易；而資產的利率不盡相同，亦需要換利交易；資產在處分時的流動性，亦需流動性的提供者(Liquidity Provider)。故為達上述之目的，即需有擔任避險功能的避險交易對手(Hedge Counterparty)存在。

第三項 專利權證券化

以往金融資產證券化商品大多由不動產、動產或金錢債權所組成，惟能有持續現金流量收益的商品都能進行證券化。而所謂的智慧財產權通常係指商標權、專利權、著作權及營業秘密等。一九九七年英國知名音樂藝人大衛鮑伊以能預期有穩定現金流量的音樂著作權之版稅、權利金等，進行證券化並成功發行，成為第一個智慧財產權證券化成功的案例。目前在歐美、日本等地，以專利權、商標、營業秘密、Know-How 及著作權作價投資或作為融資標的，相當盛行。即使

³³ 參閱前揭文，第七十七頁。

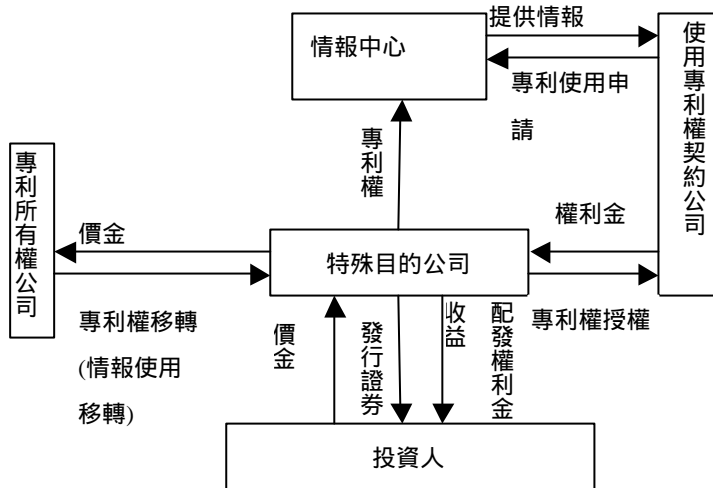
發生重大弊端的美國恩隆公司，宣告破產後的商標還以四萬四千美元出售，可口可樂的營業秘密身價更是高達一千二百億美元³⁴。

專利權為智慧財產權的一種，其亦可為證券化之標的。而專利權證券化的架構基本上衍生自金融資產證券化，其得以進行證券化之現金流量，是從創始機構所切割出的專利。而該專利因有確定之授權協議故會有確定價金給付，或者是有計畫的權利金流可提供未來穩定的現金流量表現而生。整個專利權證券化要進行，首先會先由專利權之原始所有權人（創始機構）將其品質佳且獲利性高之專利權移轉或買賣給特殊目的機構，該特殊目的機構再將該專利等匯集成組並轉換成證券出售給投資人，投資人支付的價金即用來給付給專利權原始機構；而投資人除了取得證券外，還可收取特殊目的機構將該專利權或技術，透過技術授權方式授權給欲運用該專利或技術之被授權者，被授權者所給付之權利金來作為投資人之投資孳息。而日本在此架構中所規劃的情報中心，基本上，其提供的功能類似所謂的技術交易平台，藉其專業能力，將特定目的公司所提供欲證券化之專利或技術的相關資訊，在平台上尋求適當的需求者，使得該專利或技術能得到更適當的運用，現金流量即能更加穩定且更能強化未來預期性³⁵。下圖茲以日本經濟產業省所出的「產業競爭力與智慧財產權研究」報告中，對專利權證券化所提出的初步架構為說明：

³⁴ 參閱工商時報，推展智財權貸款發展知識經濟，民國九十二年一月二十一日。

³⁵ 參閱張茹蘭著，淺析專利權證券化，<http://www.st-pioneer.org.tw/>

圖 15 專利券證券化架構



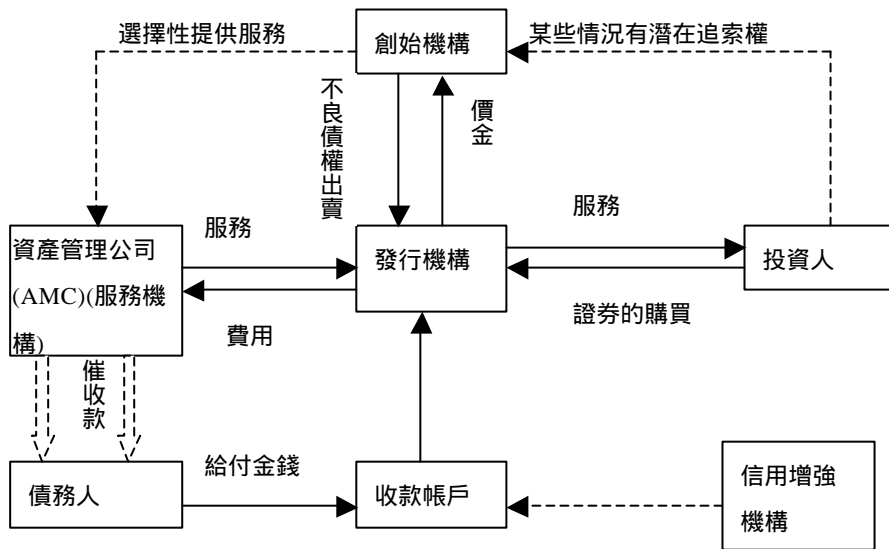
資料來源：張茹蘭著，淺析專利權證券化，<http://www.st-pioneer.org.tw/>

第四項 不良債權(Non-Performing Loan)的證券化

一般金融資產證券化的資產通常為信用良好之資產，惟近年來日本、韓國及義大利皆開始進行不良資產進行證券化。而所謂的「不良債權」(Non-Performing Loan，?? NPL)通常係屬銀行壞帳，為不良資產的一種。「不良」其認定的標準有許多不同的標準，如 1 以未依期還本付息認定、2 還本付息超過一個月、3 利息逾付六個月本金逾付三

個月、或 4 以擔保品價值多寡認定³⁶。而目前大都認為客戶逾六個月未正常繳息者，即屬於不良債權³⁷。有關不良債權的證券化之結構，茲如下圖：

圖 16 不良債券證券化架構



資料來源：Anil Chawla, Securitization of NPAs --An International Perspective, GE Capital Commercial Finance, 19th September 2002, at 6.

³⁶ 參閱李清浬著，本國銀行出售不良債權(NPL)成功的關鍵-法律顧問及財務顧問不可或缺，律師雜誌，第二七七期，民國九十一年十月。

³⁷ 參閱財政部八十三年二月十六日發布的台財融第 832292834 號函。此外依財政部台財融(三)字第九一六一九六五號函：「一、關於金融機構合併法第十五條規定所稱之「不良債權」，係指符合本部規定應列報逾期放款之各項放款及其他授信款項，並包括准免列報之協議分期償還案件。」

事實上金融資產證券化並非全以發行證券的方式出售資³⁷，投資者投資該證券亦非³⁸了佔有該不良資³⁹，而是⁴⁰了投資收益。故不良債權是否能以證券化方式出售，應取決於賣方對以證券化方式出售不良債權所得的回收率能否滿意，及證券的風險與收益是否符合投資者的要求。只要能夠在利益上達到平衡，不良債權亦可證券化。有關金融機構之不良債權證券化，有可能係以該金融機構為創始機構，惟亦有可能係將不良債權出售予資產管理公司，創始機構為資產管理公司。若創始機構非資產管理公司，則可由資產管理公司擔任服務機構催收債務。而有提供作為金融資產證券化擔保品的不良債權，須以能產生現金流量者為限。再者，不良債權通常無法按照約定的時間和方式回收其價值，故其帳面價值與市場價值差異很大，且該證券之基礎並非依契約所約定的現金流量，而是資⁴¹的變現收入。且在美國判例法中，對於「真正買賣」之判定要素包含價格，而不良債權之價格將是最有爭議的部分。不良債權定價方法如下³⁸：

1 帳面價值法：帳面價值法是依照原債權的帳面價值以及預定的未來現金流收入來為證券定價，這也是不良債權所能獲得的最高定價。其通常適用於兩種極端之情況，即不良債權可得到全部清償或全部不清償。用於後者時即有假借資產證券化進行表外交易之嫌。

2 協定定價法：協定定價法是指銀行證券與購買者共同協商證券的定價，這種方法避免了帳面價值的「一刀切」的做法，給予買賣雙方較大的商量餘地，利於交易成功，尤其適用於購買者範圍較窄、價格對需求量的彈性較大的情況。惟此種方法有其缺點，一是需要雙方面對

³⁸ 參閱通過資本市場處置不良資產途徑研究，中國工商銀行江蘇省分行課題組，金融時報，《<http://www.financialnews.com.cn>》及林恆毅、嚴宗銘、黃建森合著，大陸商業銀行不良資產之處理，信用合作，第七十三期，民國九十一年七月，第三十八頁。

面的反覆交易談判，交易成本高；二是難以監督雙方交易是否有損第三人之利益，易引起糾紛。

3 市場拍賣法：市場拍賣法即將不良債權在特定的市場上進行拍賣，由市場決定其價格高低。

至於應採行何種方法，其價格較具公信力，且能符合「真正買賣」對價格之要求，仍有待觀察。

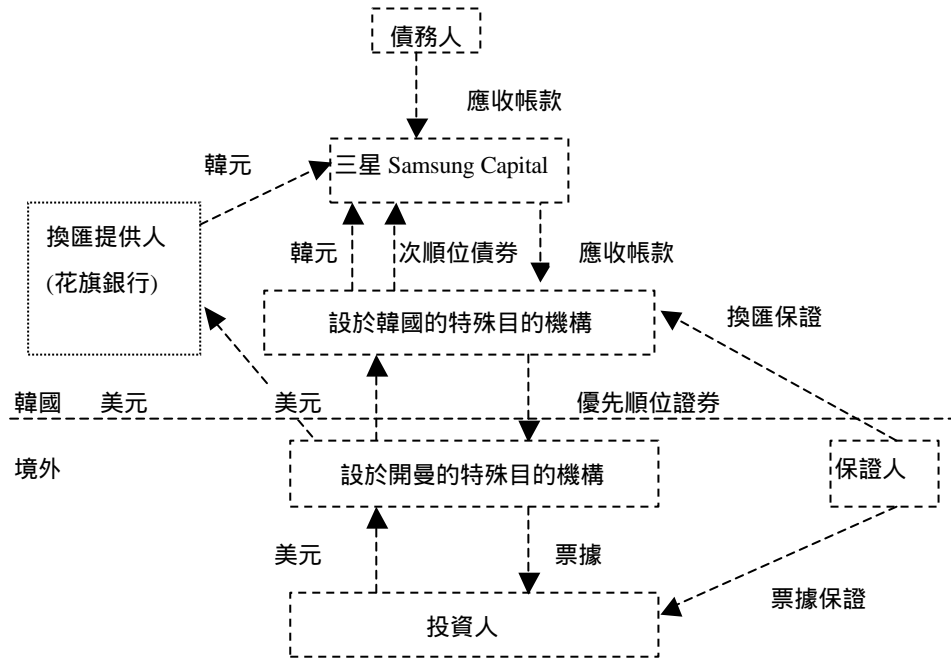
由於不良債權可能有難以回收之窘境，故無法採用轉手架構將不良債權分割轉讓，一般以 CMO 形式較可行。此外，不良債權本身即壞帳 (Bad Loan)，逾期放款(Overdue Loan) 和呆帳(Idle Loan)等，故須採取信用加強措施，提昇信用評等，否則恐怕不具有市場性。

第五項 跨越國界的證券化商品

一般而言，金融資產證券化的流程包括創設、架構、組織增強、信用增強及群組服務，且其有多個參與機構。而因金融資產證券化有此特色，故融資者便在全球範圍內尋求最優的地域組合，即在不同的國家和地區選擇最適合的參與者，以完成最經濟的交易過程。而第一個跨越國界運作的金融資產證券化，始於一九八九年花旗銀行在歐洲市場上發行以美國信用卡債權為基礎的資產擔保證券(ABS)。而韓國亦於一九九七年開始，進行跨國證券化，茲如下圖³⁹：

³⁹ 參閱富邦金控金融資產證券化研討會講義，民國九十一年四月十日。

圖 17 韓國跨國金融資產證券化架構



資料來源：參閱富邦金控金融資產證券化研討會講義，民國九十一年四月十日。

原則上有穩定現金流量之資產皆可以作為金融資產證券化之資產，惟跨國證券化有其特殊性，故有幾種資產是較適合做跨國證券化之資產，如大型貿易進出口公司的有外幣現金流的應收帳款、有進出口自營權的大型生? 企業的出口應收帳款（比如大型石油企業的出口應收款）、國際長途電信應收款（包括國際設備租賃費、國際長途通話費及其它跨國收取的費用）、國外工作者匯回國內的美元收入、國

外航線票務收入及機場對國外航空公司飛機未來著陸費收入、國外遊客在國內消費所產生的信用卡應收款等⁴⁰。惟在韓國三星集團的金融資產證券化即是以國內的企業應收帳款作為跨國性證券化之資產，故其需由外匯調期之提供人，以作為換匯交易。

證券化的特色在於分開性(Disjoined)與分離性(Decomposed)，所以跨國證券化可由不同的當事人在不同的地點執行，在某些案子裡甚至可以在不同的時間點為之。銀行可以立即將金融資產證券化或待至資產成熟才執行證券化。而在跨國證券化中，其尋找進行證券化的合適地點通常會考量，當地是否有限制性的法規、有良好的溝通及服務機制、有廣大的機構投資人及稅收等。但一個國家能提供免稅，卻未必能有所需要的服務與架構，即難有滿足各方面的需求⁴¹。而我國目前有關跨國證券化之規定，僅有依本條例第五十條第三項所訂定的「金融機構設立外國特殊目的公司核准辦法」。該辦法第四條明定，創始機構應先信託與國內之受託機構或讓與國內之特殊目的公司，再由外國特殊目的公司購得該受託機構或國內特殊目的公司發行之受益證券或資產基礎證券。

⁴⁰ 參閱李穎著，關於與境外機構聯合開展離岸資？證券化的設想，
《<http://www.chinasecuritization.com/1111/09.htm>》

⁴¹ See, Tamar Frankel, The Law Of Cross-Border Securitization: Lex Juris, Duke Journal of Comparative and International Law, Spring 2002,
《<http://www.westlaw.com>》

第四章 投資人保護之機制

金融資產證券化雖在國外已行之有年，但在我國卻是第一次施行。其與一般有價證券，如公司股票、公司債券、政府債券等之不同在於其證券化的過程複雜及多變性、參與證券化之當事人較多、證券之性質多樣，及證券化過程牽涉多種法規等。若要吸引投資大眾將資金投入證券化這個興新市場，便必須有良好、穩定的獲利及對投資人(本章所指「投資人」即包含受益人及資產基礎證券之持有人)完善的保障。本條例第一條亦明白指出為發展國民經濟，透過證券化提高金融資產之流動性，並保障投資，特制定本條例。故藉由規範投資保障以確保投資人權益，亦為本條例之立法目的之一。惟對於投資人之保護，並非在保障其所購買之受益證券或資產基礎證券能完全保有其價值或獲利，而是在使其減少投資風險、維護市場之交易秩序及安全、防止投資人蒙受欺騙，並確保投資人之權益在受到侵害時，應有適當之救濟管道¹。

投資人保護的方法必須以行政監督、市場及企業自律、投資人權益主張與制衡三方面為基礎²。故將以本條例為中心，分別探討行政監督、資訊揭露、破產隔離機制、投資人權利之行使、信託監察人及監督機構。而在考量投資人保護立法之適當與否，本文以為首先應考量其證券之性質，因為證券的性質會影響投資人所能主張之權利，且法律所給予的保障也不同。再者，對投資人保護的程度，應視其所採行

¹ 參閱王志誠著，金融資產證券化 - 立法原理與比較法制，五南圖書出版股份有限公司，民國九十一年十月，第二十頁。

² 參閱陳春山著，企業控管與投資人保護—金融改革之路，元照出版公司，民國八十九年五月，第一百五十七頁。

之招募方式。因為招募方式之不同，會產生不同的投資人。故若投資人實具有專門知識及經驗，實不需浪費證券化成本及時間在建構投資人保護之機制。

此外，由於金融資產證券化過程涉及諸多法條，故對於投資人的保護之探討除以本條例為中心外，另參照證券交易法、信託法、信託業法、公司法及甫於民國九十二年通過之證券投資人及期貨交易人保護法。並將對證券投資人及期貨交易人保護法作一介紹，以瞭解未來受益人及資產基礎證券之持有人對該條例之適用及主張。

第一節 行政監督

行政監督是由政府介入公權力，對證券化的過程加以監控。依本條例第三條之規定，行政監督之主管機關為銀行法的主管機關。而依銀行法第十九條，此時之主管機關為財政部。此乃因本條例所規範「得為證券化之金融資產」主要為銀行業、保險業或其他金融相關機構所得收益及處分之債權資產，故宜由該等事業之主管機關負責管理及監督，爰參考金融控股公司法及票券金融管理法之立法例，明定本條例之主管機關為銀行法之主管機關即財政部。目前可知本條例主要由財政部底下之金融局管理，若將來資產擔保證券(ABS)上市上櫃則另需證期會之允許。

金融資產在證券化過程中須經歷創設、組織架構、信用增強、銷售與交易，及群組服務等階段。若以證券發行時點觀之，行政機關對於創設、組織架構、信用增強之控管應屬於事前之監督，而銷售與交易及群組服務屬於事後的監督，惟本條例並無群組服務有關行政監督之規定，故在本節中略而不論。另外，主管機關得隨時為行政檢查並享有緊急處置權，亦將此部份併入事後監督加以討論。由於本條例對

於行政監督之用語多種，為避免混淆其效力，故下述將先論述本條例中行政監督之相關用語。再者，本條例關於行政監督之條文近二十條，實難以與美日兩國之立法一一加以比較，故下述有關各階段行政監督之探討茲就較為重要之條文論述、比較之。

第一項 行政監督之相關用語

行政機關若欲對人民的行為加以監督，可採取的方法通常有追懲制及預防制。目前政府制定本條例，主要係為提高金融資產的流動及保障投資人，並預防在證券化過程中有投資人蒙受欺騙的情事，若採取追懲制恐難在事前達到監督的效果使投資人蒙受損失，故應採取預防制較能達到目的。惟預防制又可分為「申報制」及「核准制」。所謂「申報制」，係指須事先向主管機關申報並公開有關資料，由主管機關在一定期限內，就申報內容之正確性及完整性予以審查，除非發現存在缺失而有補正或退件的必要之外，於時間屆滿時申報自動生效。反之，「核准制」係指主管機關不僅須檢視申請人依公開情事的正確性及完整性，且亦得對其實質內容加以審查，合於一定要件才核准發行證券，所以主管機關有強大的裁量權³。

本條例中尚有「核定」之用語，即上級機關或主管事務之機關，對於所陳報之事項，必須加以審查，並作成決定，俾完成該事項之法定效力，且對於所核定之事項，有其當然效力。「備查」係指下級機關或公私機關、個體，對上級機關或主管事務之機關，有所陳報或通知，使該管上級機關或主管事務之機關，對於其指揮、監督或主管之事項，

³ 參閱陳春山著，證券交易法論，五南圖書出版公司，民國九十年二月，五版二刷，第四十二至四十三頁。

知悉其事實之謂⁴。

第二項 事前監督

若以證券發行為基準點，事前監督主要包含創設、組織架構及信用增強等三階段，故將以此三階段之行政監督加以探討。首先，在創設階段時須有創始機構與合乎金融資產證券化之資產。美、日兩國在創設階段，對於創始機構並無限制。其資產的種類係採取美國採取例示；而日本並未列舉或例式資產的種類⁵。故美、日在此階段並無行政監督存在。反觀我國之規定，創始機構除金融機構可擔任外，亦可由本條例第四條第一項主管機關所核定機構為之。換言之，若金融機構以外之機構若欲為創始機構，須經由主管機關核定。至於可為資產組群之資產，除本條例所列舉者外，亦包含經主管機關核定之債權。

再者，在組織架構的階段，即創始機構將資產移轉或受讓予特殊目的機構。特殊目的機構若為信託業時，日本資產流動化法第一百六十四條規定，其與委託人簽訂特殊目的信託契約時，必須檢附「資產信託流動化計劃」、特殊目的信託契約書類。如有將特定資產委託他人管理及處分時其委託書類及其他總理府另所定書類等，並據以向金融再生委員會申報⁶。惟若特殊目的機構為公司時，依日本資產流動化法

⁴ 參閱洪哲夫著，立法程序與技術，保成文化出版公司，民國八十一年三月，修訂版，第二百二十八頁。

⁵ 參閱日本資?? 流動化?? 法律 第二? 「?? 法律?? ? 「特定資? 」??、資?? 流動化? 係? 業務?? ?、特定目的? 社? 取得?? 資? 又? 受託信託? 社等? 取得?? 資? ?? ?。」

⁶ 參閱日本資?? 流動化?? 法律 第六十四? 「信託? 社等?、受託者?? ? 特定目的信託契約? 締結?? ? ?、?? ? ?、? 閣府令? 定? ? ? ? ? ? ?、? 閣? 理大臣?? ? 出? ? ? ? ? ? ? ?。前項? 規定? ? ? ? 出? 行? ? ? ?、次? ? ? ? 書類? 添付? ? ? ? ? ? ? ? ? ?。一 特定目的信託契約? 契約書案 二 資? 信託流動化計? 三 特定資

在美國相關法規及日本的資產流動化法並無類似規定。

第三項 事後監督

事後監督主要包括銷售與交易、群組服務。首先，茲就銷售與交易中募集制度加以探討。參酌美國一九三四年之證券交易法規定，若證券發行人欲使其所發行之證券得於美國全國性之交易所從事交易者，應依該法第十二條之規定填具登記申請書向該證交所申請登記⁹。且在上述組織架構中亦已提及，美國之特殊目的公司在國內採行公開招募時，需另向證券管理會註冊登記。在日本，不論是受益證券或資產對應證券，依資產流動化法第一百五十條之三第二項規定，在辦理證券之募集事務時，應事先向金融再生委員會申報之¹⁰。而我國向非特定人公開招募證券時，依同條例十七條及第一百零一條準用第十七條，尚應事先向證券主管機關申請核准或申報生效。反之，若採私募制度則僅需依主管機關規定之方式為之即可。承上所述，不論美、日亦或是我國對於公開招募之行政監督，皆較私募制度為嚴格，且我國與日本對公開招募皆須向主管機關為申報。

在行政檢查方面，參酌日本的資產流動化法，特殊目的公司若有之業務經營，如有違反法律或授權命令或有違反之虞時，內閣總理大臣得命特定目的公司提出有關業務或財產之報告或資料，或派員實地至特殊目的公司之營業所或事務所，檢查其業務或財產狀況、帳簿書

⁹ 參閱陳尹章著，金融資產證券化之法制架構之研究，國立台北大學法律學研究所，民國九十一年六月，第八十七頁。

¹⁰ 參閱日本資?? 流動化???? 法律 第一百五十?? 三 第二項「前項? 場合????、特定? 渡人? 資??? 証券? 募集等? 取扱??? 行????、??????、? 閣府令? 定?????????、? 閣? 理大臣??? 出?? ??????。」

行政監督。且在法條中出現「申報生效或申請核准」之用語。金融局對此之解釋為，此屬法條中之彈性設計。因若全部使用申請核准，可能因行政效率較差，延滯發行進度，且金融資產應著重的是透明化的機制，故應由市場決定；惟若全部用申報生效，在市場發展初期，政府仍須從旁協助較佳。故特留此彈性設計，使未來的行政作業更能配合市場發展¹³。

依本條例之規定，證券化除須經由行政監督外，其尚有資訊公開、受益人會議及資產基礎證券持有人會議、破產隔離、特殊目的信託監察人及監督機構等，應已足保障投資人之權益。故未來應漸漸減少行政監督有關許可制之規定，並兼採「申報生效與申請核准」，以簡化手續並解省發行時效，減輕主管機關人力負荷，並促使投資人審慎投資，活化資產擔保證券(ABS)市場之發展。

第二節 資訊公開

金融資產證券化之商品亦屬於證券交易法之有價證券，而就有價證券之募集、發行及買賣而言，資訊公開制度為保護投資人所普遍採行的有效方法。且在政府採行申報制度之情形下，更應輔以資訊公開制度，使投資人能以自己責任，判斷且公平、公正為交易行為。惟證券募集前之資訊究應公開至何種程度，始足已幫助投資人作出正確之投資判斷，實應視投資人之需要而定。換言之，若是採行私募，其投資人通常具有專業知識及經驗，故其資訊公開程度便不需太高，對「投資說明書」之要求也較不嚴格；反之，若是採行募集制度，其投資人為一般投資大眾，故對資訊公開之程度較高，對「公開說明書」之要

¹³ 參閱立法院委員會紀錄，第五屆第一會期第三十七期，民國九十一年四月四日。

求也較嚴格。關於「公開說明書」與「投資說明書」之規定，已在第二章資產擔保證券(ABS)之交易第一項招募方式中論及，故茲不贅述。惟若特殊目的公司公開招募資產基礎證券者，依本條例第九十二條第二項，並應適用證券交易法第三十六條之規定，於每營業年度終了後四個月內辦理公告經會計師查核簽證、董事會通過及監察人承認之年度財務報告。

在投資人買得證券後，資訊仍需繼續公開。其資訊之內容而言，主要應為繼續公開特殊目的機構本身之財務及管理處分信託或讓與資產之實際狀況，期使投資人或為保護投資人之監督機構，得以定期掌握信託或讓與財產之狀況，以維護投資人之權益。再者，並應適度使投資人及信託監察人或監督機關得閱覽、抄錄或影印特殊目的機構之帳目表冊，以瞭解其相關資訊¹⁴。故本條例第三十六條規定，受託機構應分別於每營業年度終了及資產信託證券化計畫執行完成後四個月內製作書表，向信託監察人報告並通知各受益人，書表之內容包括資產負債表、損益表及信託財產管理及運用之報告書。期使受益人能定期掌握信託財產之狀況，以維護其權益。另外，本條例第九十二條第一項亦明定特殊目的公司就資產之管理及處分情形，負有設置帳簿及作成報告書向監督機構報告，並通知各資產基礎證券持有人之義務。

另外，依本條例第一百零七條之規定，若有下列情事時，特殊目的機構有公告義務，且應於事實發生之日起二個營業日內，向主管機關申報及通知信託監察人或監督機構，並應於本公司所在地日報或依主管機關所指定之方式公告，如依本條例之規定召集受益人會議或資產基礎持有人會議；存款不足之退票、拒絕往來或其他喪失債信情事者；因訴訟、非訟、行政處分或行政爭訟事件，對公司財務或業務有

¹⁴ 參閱王志誠著，前揭書註 1，第一百二十三頁至第一百二十四頁。

重大影響者；董事、監察人發生變動者；未依證券化計畫按時分配利益；其他足以影響投資人權益之重大情事。由於受託機構尚需適用信託業法之規定，故依該法第四十一條之規定，有公司法第一百八十五條第一項規定各款情事之一者；董事長（理事主席）總經理（局長）或三分之一以上董（理）事發生變動者；簽定重要契約或改變業務計畫之重要內容；信託財產對信託事務處理之費用，有支付不能之情事者；其他足以影響信託業營運或股東權益之重大情事，其亦應依規定公告並通知信託監察人。至於特殊目的公司，若有本條例所指之解散事由，亦應規定公告並通知監督機構。

資訊的提供，應使證券市場上的投資人得以形成合理的投資判斷為其要務。故資訊公開雖為重要，但如何約制相關機構提供正確且完整之資訊，亦屬重要課題。若特殊目的機構向應募人或購買人提供之公開說明書或投資說明書記載內容若未真實完整致生損害於公眾、他人、信託財產或受讓資產者，依本條例第一百零九條第三款及第九款之規定，其行為負責人處六月以上五年以下有期徒刑，得併科新臺幣三百萬元以下罰金。且同條第十款亦規定，特殊目的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，說明其信用評等之結果及信用增強之方式，不得有虛偽或隱匿之情事，否則致生損害時亦應處以徒刑及罰金。

第三節 破產隔離機制

金融資產證券化的一個重要課題即是如何確保在創始機構被宣告破產的情況下，投資人的權益不受到影響且不會遭受第三人(即創始機構之債權人)追索的風險。經由「特殊目的機構」的設立，作用便是在創設不同於創始機構的法律主體，以受讓創始機構之特定資產，並藉

由在債權收取、行政事務處理、資金管理及文件作業等方面，與創始機構有效建立防火牆，以達到破產隔離(Bankruptcy Remote)之目的¹⁵。惟由於特殊目的機構之不同，將會使破產隔離之要件亦有不相同，故茲以特殊目的機構為分類，分別論之。

第一項 特殊目的信託制度之破產隔離設計

依我國信託法第一條之規定：「稱信託者，謂委託人將財產權移轉或為其他處分，使受託人依信託本旨，為受益人之利益或為特定之目的，管理或處分信託財產之關係。」換言之，信託在設立後，委託人(創始機構)須把財產之所有權移轉於受託人(特殊目的信託)，其後受託人因運用該財產所獲得的利益，亦以受託人本身之名義所取得，故從外表觀察該信託財產已屬於受託機構之財產。本文以為，若要確保創始機構之債權人在創始機構破產時不得對該信託財產行使權利，僅須該信託契約為有效成立始可。且若被認定該財產屬於信託財產，依信託法第十一條之規定「受託人破產時，信託財產不屬於其破產財團。」，即受託人之債權人亦不得對該信託財產主張權利。綜上所述，將以信託契約之有效成立及信託法之相關規定，作為特殊目的信託制度之破產隔離制度之探討：

¹⁵ 參閱王志誠著，特殊目的公司與投資人之保護機制，月旦法學雜誌第八十八期，民國九十一年九月，第一百四十五頁。

第一款 受託機構與創始機構間須具有獨立性

受託機構必須為一個獨立的組織，才能與創始機構完全隔離。其主要係為避免創始機構發生倒閉狀況時，影響受託機構之獨立營運。依本條例第四條第二項及信託業法第十條第一項，我國的受託機構限於信託法所稱之「信託業」且信託業之組織以「股份有限公司」為限，惟因此有可能發生創始機構與受託機構間相互持有股份，成為公司法上之關係企業，此時便可能會有公司法之深石原則¹⁶等規定之適用。故本條例第九條第四項規定創始機構與受託機構不得為同一關係企業，且其立法理由指出「為避免該信託財產仍受到創始機構之運用指使或其營運之影響，以使信託財產能夠隔離創始機構之風險，讓受益證券持有人能實質享有該信託財產之經濟利益」。惟本文認為，縱使兩者為關係企業，只要其符合信託法上信託之規定，則雙方之債權人皆不得對該信託財產行使權利，亦不得強制執行及歸入破產財團，此時並不影響受益人之權利。真正應規範者，應為若該受託機構得積極處分信託財產之收益時，其是否得以該信託財產再行投資於創始機構或創始機構之關係企業。

¹⁶ 深石原則即指控制公司對於從屬公司之債權應次於從屬公司之其他債權受清償。茲參酌公司法第三百六十九條之七：「控制公司直接或間接使從屬公司為不合營業常規或其他不利益之經營者，如控制公司對從屬公司有債權，在控制公司對從屬公司應負擔之損害賠償限度內，不得主張抵銷。前項債權無論有無別除權或優先權，於從屬公司依破產法之規定為破產或和解，或依本法之規定為重整或特別清算時，應次於從屬公司之其他債權受清償。」參閱

第二款 特殊目的信託契約的成立

依信託法第二條之規定：「信託，除法律另有規定外，應以契約或遺囑為之。」可知我國信託包括「意定信託」與「法定信託」兩種，而意定信託的型態又可再分為「契約」與「遺囑」。觀本條例之意旨，創始機構與特殊目的信託機構間需簽訂「特殊目的信託契約」，故應屬於契約信託。只要受託人與委託人之意思表示一致，依民法第一百五十三條第一項，信託契約即為成立。由於特殊目的信託其性質係屬營業信託¹⁷，故依信託業法第十九條第一項應以書面為之。且依本條例第十三條，另明定該特殊目的信託契約應記載之事項，其究否因此而使特殊目的信託成為書面要式契約。本文以為所謂書面要式契約，係指契約之成立應以書面為其要式行為。因金融資產證券化本身所涉及之利益十分廣泛，故應嚴格解釋，即認為特殊目的信託契約為書面要式契約。

第三款 信託財產之公示制度

所謂信託公示，係指於一般財產權變動等的一般公示外，再規定一套足以表明其為信託的特別公示而言。質言之，在構造制度上，可謂其係在一般財產權變動等的公示方法以外，再予以加重其公示的表徵¹⁸。而本條例第五條即規定，創始機構應公告其所信託之資產種類、數量及內容，以衡平創始機構與第三人間之利益，藉以保護認購受益證券之投資人。其若不為第五條第一項公告或公告不符合主管機關之規定者，不得以其信託對抗第三人。因為在信託關係人間，縱未經公

¹⁷ 參閱王志誠著，前揭書註 1，第四十三頁。

¹⁸ 參閱賴源河、王志誠著，現代信託法論，五南圖書出版股份有限公司，民國九十一年八月，三版二刷，第五十九頁。

示，只要信託標的物財產權移轉或其他處分有效，受讓信託財產者當然可主張其為受託人。故此所指之第三人應指信託關係人以外之人，而不包括委託人、受託人、受益人、信託監察人及信託當事人的繼承人在內¹⁹。

此外，因資產之信託移轉涉及債務人之隱私權，不宜直接對債務人提示，復於本條例第六條分別規定四種創始機構以其信託對抗債務人之情形：依民法第二百九十七條規定，通知債務人者；向債務人寄發已為第五條所定公告之證明書者；創始機構仍受受託機構之委任，向債務人收取債權，並已依規定為公告者；創始機構與債務人於契約約定得以其他方式取代民法第二百九十七條所定通知或本文之寄發證明書者。

第四款 排除信託法第六條第三項之適用

按本條例第五十三條之規定，其排除信託法第六條第三項「信託成立後六個月內，委託人或其遺產受破產之宣告者，推定其行為有害及債權。」之規定。申言之，若創始機構之債權人欲以信託行為有害債權，提起「撤銷信託之訴」時，其舉證責任仍應由債權人負擔。惟有論者以為，其僅排除信託法第六條第三項並未已足，尚應排除信託法第六條及民法第二百四十四條、第八百七十條之適用，始能確保破產隔離所欲達成之目的²⁰。此外，尚有破產法第八十七條之撤銷權亦應排除之。

行使撤銷權之結果，將影響第三人取得之權益，故須聲請法院為

¹⁹ 參閱前揭書，第六十三頁。

²⁰ 立委殷乃平所提出之本條例草案第五十五條。參閱金融資產證券化條例草案，民國九十一年五月十七日，〈[http:// www.normanyin.org/blaw.htm](http://www.normanyin.org/blaw.htm)〉。

之。本文以為，因撤銷權之成立係由法院判斷，故並無剝奪債權人行使撤銷權之必要，但應考慮者為該撤銷權之效力，是否應及於受益人。蓋一旦作成受益證券後，不問經由募集或私募方式銷售後，若此時撤銷該信託，對受益證券持有人影響甚大。因此，應增訂「前項撤銷，不影響受益人已取得之利益。」

第二項 特殊目的公司之破產隔離設計

特殊目的公司主要功能為證券化之導管體，故在本條例之規定中僅將其設計為一人股份有限公司。而所謂破產隔離其主要係在排除創始機構破產時對特殊目的機構造成影響，但要避免特殊目的機構本身破產亦屬重要課題。故在本項中將針對特殊目的公司與創始機構的獨立性及其間「真正買賣」之問題加以探討。且為免特殊目的公司本身亦因投資不當而為破產，或受發起公司等之控制為不當運用資產，故亦將討論有關特殊目的公司行為限制之問題。

第一款 特殊目的公司與創始機構間具有 獨立性

依本條例法第七十三條第四項規定創始機構與特殊目的公司不得為同一關係企業，其理由與特殊目的的信託相同，係為避免創始機構萬一發生破產之狀況，不會影響發行體之獨立營運。且其關係企業之定義，亦應依據公司法第三百六十九條之一至第三百六十九條之三、第三百六十九條之九及第三百六十九條之十一對關係企業之規定。即特殊目的公司與創始機構間不得有控制與從屬關係或屬相互投資公司。

為求真正達到特殊目的公司之獨立性，日本的資產流動化法第三十一條之二亦導入特殊目的公司「特定持分信託制度」，即特殊目的公司得將其股份「信託」予信託公司或經營信託業之銀行²¹。而目前國際上大多將特殊目的公司設立於開曼群島等免稅天堂，並將特殊目的公司之全部股份信託給當地的信託公司，且以慈善團體為受益人。此種慈善信託(Charitable Trust)使信託公司成為股份之名義所有人，於信託期間指派董監事，並提供特殊目的公司必要的服務。此時的特殊目的公司即稱為孤兒公司(Orphan Company)。於信託契約終了後，由慈善團體去回收剩餘之財產²²。本文以為我國亦可採取類似之設計，以求達到真正的獨立性。

第二款 資產移轉須為真正買賣 (True Sale)

所謂「真正買賣 (True Sale)」又稱真實買賣，係指資產確實移轉至代表投資人權益的特殊目的機構。而真正買賣 (True Sale) 係證券化之核心，且其與投資人的保護關係厥為密切者。真正買賣與否，因涉及創始機構如發生破產時，創始機構之債權人是否會提出有詐害債權之主張，而影響投資人之權益保障，固然極為重要，惟事實上，真正買賣之判斷，乃法律解釋之問題，必須從契約所展現之當事人意思，是否與客觀之事實關係相符等觀點，就讓與資產之風險、收益權及控

²¹ 參閱日本資產流動化法第三十一條之二「特定持分、第二十九條第二項規定、社員承認受託信託社又信託業務銀行他金融機(以下「信託社等」)信託」。

²² 參閱林志吉著，我國金融資產證券化之法律設計，全國律師，八月號，民國九十一年八月，第十五頁。

制權移轉之程度及合理性等問題，加以客觀分析，始能正確掌握²³。關於真正買賣之認定，目前僅有本條例第八十三條之規定，「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金融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(第一項)。前項資產之移轉，其會計處理應符合一般公認會計原則(第二項)。創始機構依前二項規定辦理資產移轉，並依金融資產證券化計畫取得讓與資產之對價者，推定為民法第二百四十四條第二項所定之有償行為(第三項)。」且其主要係以會計準則為認定²⁴。有關美國真正買賣之詳細規定，詳見第五章第三節安隆與特殊目的機構間之交易。

第三款 特殊目的公司之限制

特殊目的公司為金融資產證券化中之導管體，其主要功能係在達到破產隔離，且資產組群所產生之利益實質上歸屬於投資人所有，故為避免特殊目的公司自有財產本身負債之債權人對證券化資產行使任何權利，而阻礙證券化之發展，除法律特別規定外，原則上僅得於設立目的範圍內從事其行為²⁵。

美國學者對於特殊目的公司之限制，提出以下幾點²⁶：

一、特殊目的公司僅被限於擁有和管理該抵押品、且從事與契約相關之交易和從事與上述相關附隨之活動。

²³ 參閱金融資產證券化條例第八十三條之立法理由。

²⁴ 參閱陳尹章著，前揭碩士論文註9，第一百五十七頁。

²⁵ 參閱陳美如著，日本資產流動化法之破產隔離設計，全國律師，十一月號，民國九十一年十一月，第十八頁。

²⁶ See, Robert Stark, Viewing The LTV Steel ABS Opinion In Its Proper Context, *Journal of Corporation Law* Winter 2002, 《<http://www.westlaw.com>》

二、特殊目的公司除了來自證券的收益及與擁有和管理該抵押品之收益外，不能有所負債(Indebtedness)。

三、特殊目的公司在證券未清償(Outstanding)時，應被禁止解散(Dissolving)、清算(Liquidating)、結合(Consolidating)、併購(Merging)或出賣資產(Selling Asset)。

四、特殊目的公司與分支機構(包括創始機構)間的交易必須是公平(Arm's -Length)及具有商業性理由的條件。

五、關於特殊目的公司的破產、破產管理狀態(Receivership)或採取任何破產行為(Bankruptcy Action)，必需經由董事會們一致同意(包含獨立董事的同意)。

六、特殊目的公司有義務藉由分離的會計表冊、員工及觀察所有公司的正式手續(Formalities)以保持與任何企業(包含創始機構)分離的狀態。

七、在發行證券之後，特殊目的公司在沒有投資者的同意及信評機構的確認下，不得修正自己的公司章程(Articles)有關上述的任何事項，且該修正不會造成信評機構對證券評等的下降、撤銷(Withdrawal)及資格(Qualification)。

另外，觀我國本條例對特殊目的公司所之限制如下：

一、限制業務範圍

觀我國目前公司法之規定，除須由政府許可之特許業務外，公司皆得執行該業務，其主要係為鼓勵多角化經營並使其享有高度之營業自由。而特殊目的公司所辦理之金融資產證券化業務為一項特許業務，且就其功能而言，乃屬於金融資產證券化之導管體，其業務範圍應受嚴格之限制。再者，特殊目的公司在設計制度上主要係為持有並管理應收帳款及發行證券以吸收資金。故為使投資人能正確評估特殊目的公司所發行證券之風險與價值，應儘量確保特殊目的公司之財務單純化，因此若賦予其與一般公司相同之營業自由，將使其業務複雜及財務狀況充滿不確定之變數，使投資人難以評估風險。故依本條例第八十五條之規定：「特殊目的公司除得經營金融資產證券化業務外，不得兼營其他業務。」

二、限制其處分資產、舉債、保證等之行為

依本條例第八十五條之規定，除本條例或金融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。即特殊目的公司不得任意處分其資產。且其自有資產及因其所受讓之資產而生閒置資金之運用，依本條例第八十七條之規定，亦限於以收益較為穩定且流動性高者為限，如銀行存款、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購買經主管機關規定一定評等等級以上之銀行保證、承兌或經一定等級以上信用評等之商業票據等。此乃因其為證券化之導管體，且牽涉多數基礎證券持有人的利益，故實不宜從事轉投資或從事過度之財務操

作，以確保其健全經營並能按時配發或償還金融資產證券化之計畫利益、本金、利息或其他收益。此外，依金融資產證券化施行細則草案第二十一條規定，特殊目的公司不得將受讓資產之管理及處分，信託創始機構代為處理。因證券化交易之服務機構實務上雖常為創始機構，惟如以信託方式為之，將使資產再轉回創始機構名下，為保障投資，爰明文禁止²⁷。

公司法第十四條已刪除對於短期舉債之限制，乃因公司以短期債款支應因擴充生產設備而增加固定資產所須之資金，是否亦造成財務困難，實宜由公司自行妥為考量。惟為避免特殊目的公司從事財務操作，以求健全經營，故本條例第八十八條規定，除本條例或金融資產證券化計畫另有規定者外，特殊目的公司不得借入款項，且其借入款項之目的，應以依金融資產證券化計畫配發或償還利益、本金、利息或其他收益為限，並經全體董事同意後為之。此外，為確保特殊目的公司健全經營，本條例第八十九條規定其不得為任何人保證或背書，且排除公司法第十六條之適用。

三、限制其章程之變更

股份有限公司變更章程依公司法第二百七十七條之規定，僅需經由股東會決議。惟特殊目的公司若欲變更章程，依本條例第九十五條之規定則須經由主管機關許可。此乃因特殊目的公司為特許事業，其章程之變更通常恐將影響資產基礎證券持有人之權益，爰規定其章程有變更時，應向主管機關申請許可。

承上所述，可發現我國並沒有與創始機構(或發起公司)交易或投

²⁷ 參閱財政部台財融(四)字第 九二四

八六號公告。

資限制，或在證券未清償時，應被禁止解散、清算、或出賣資產等規定。再者，對特殊目的公司聲請破產方面，似應依我國公司法第二百一十一條之規定，「在公司資產顯有不足抵償其所負債務時，除為重整外，董事會應即聲請宣告破產」，與上述需由董事會們一致同意之見解不同。另外，在章程修訂方面，美國需由信評機構及投資人同意，而我國則交由主管機關許可。

第三項 小結

我國目前有關特殊目的機構破產隔離制度之設計，其主要僅係針對特殊目的機構之獨立性、公示制度及相關規定之排除。在特殊目的信託方面，宜增訂撤銷權之行使，不影響受益人已取得之利益。以免受益證券在市場上流通後，受益權遭撤銷時，對交易市場產生過大的影響。且特殊目的公司可考慮導入「特定持分信託制度」，以確保其獨立性。在證券未清償時，應被禁止解散、清算、或出賣資產等，以確保投資人之請求。

此外，雖然保持特殊目的機構及其應收帳款與創始機構之隔離相當重要，但關於特殊目的機構聲請破產之規定亦為重要。惟目前除第九十六條外，本條例並無關於特殊目的機構聲請破產之相關規定。故本文以為，參照我國公司法第二百一十一條並仿美國法之規定，「公司虧損達實收資本額二分之一時，董事會應即召集資產基礎證券持有人會議及監督機構為報告(第一項)。公司資產顯有不足抵償其所負債務時，除得依第二百八十二條辦理者外，董事會應即聲請宣告破產(第二項)」，較能保障投資人權益。且有關特殊目的機構與創始機構(或發起公司)或其關係企業間之交易、投資亦應嚴格限制之，始能確保其資產不被掏空。

第四節 投資人權利之行使

依信託法之規定，受益人亦擁有與委託人部分相同之權利，包括同意權、撤銷權、異議權及監督權等，且特殊目的信託屬商業信託，受益人人數較多，如每一受益人均個別行使前開權利，不僅可能影響信託財產之獨立性以及受託機構之運作，亦將損害其他受益人之權益，故有必要創設一項集體行使權利之機制，讓受益人之權利應透過全體受益人之會議或透過會議選任之人來行使²⁸。而依本條例第二十三條之規定：「特殊目的信託受益人及委託人權利之行使，應經受益人會議決議或由信託監察人為之。」以建立受益人集體行使權利之機制。而由於受益證券性質介於權益型及債券型證券之性質，故關於受益人權利之行使，立法茲參酌我國公司法股東(會)之規定。此外，資產基礎證券係以特殊目的公司所受讓之資產作為擔保所發行之證券，其性質屬於債券，近似於公司法上有擔保之公司債，資產基礎證券持有人即類似特殊目的公司之債權人，故茲參酌公司法公司債債權人之規定。而為使其能統一行使權利，本條例亦定有資產基礎證券持有人會議之相關規定。下述將針對受益人會議及資產基礎證券持有人會議之召開程序、決議事項及方法、收買請求權及次順位證券持有人會議決議的效力等為逐一探討。

第一項 會議召開之程序

依本條例第二十四條之規定：「受益人會議，由受託機構或信託監察人召集之。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

²⁸ 參閱林志吉著，前揭文註 22，第九頁。

人召集受益人會議。前項請求提出後十五日內，有召集權之人不為召集或因其他理由不能召集時，持有本金持分總數百分之三以上之受益人得報經主管機關許可後自行召集。」由上可之，受益人會議之召集權人原則上為受託機構、信託監察人及持有本金持分總數百分之三以上之受益人。而以公司為特殊目的機構時，其並無信託監察人僅有監督機構，故依本條例第七十九條第一項之規定其召集權人為監督機構、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。而應注意者，受益人及資產基礎證券持有人都僅在其本金持分總數或同次資產基礎證券單位總數百分之三以上且為共同利益事項，始得享有召集請求權及自行召集權。惟在此須釐清，何為共同利益？觀公司法有所謂之共益權，其係指股東權行使之目的除為股東個人利益外並為公司利益而言²⁹，故此所謂共同利益是否亦指非為證券持有人之個別利益且與特殊目的機構相關之事項，但此定義似乎過於模糊。觀目前日本資產流動化法並未對受益人召集受益人會議要求以共同利益為其要件，其僅規定代表權利者對於受益人以共同利益受侵害為目的而請求召開會議且具有正當理由時，不得拒絕³⁰。故本文以為應將此共同利益之要件加以刪除。

此外，依本條例第二十四條第四項之規定：「受益人會議之召集，應於開會二十日前，通知各受益人。」此為召開受益人會議之通知義務。惟資產基礎證券持有人會議之召集，依本條例第七十九條第二項之規定，僅需於十日前通知即可。

²⁹ 參閱王泰銓著，公司法新論，三民書局股份有限公司，民國八十七年一月，第二百七十二頁。

³⁰ 參閱日本資?? 流動化?? 法律 第九十五?? 第三項「前項?? 請求?? 場合?? 、代表?? 利者?? 、?? 該請求?? 行?? 受益證券?? 利者?? 該特定目的信託?? 事務?? 遂行?? 妨?? 、又?? 受益證券?? 利者共同?? 利益?? 害?? 目的?? 請求?? 行?? 認?? 場合?? 他?? 正?? 理由?? 場合?? 、?? 拒?? 」。 」

受益人會議依本條例第二十四條同條第五項規定，通知之應記載事項及不得以臨時動議提出之事項。前者包含應載明召集事由、全部表決權總數及各受益人表決權所占之比例；而後者包含關於受託機構之辭任及解任、新受託機構之指定、信託監察人之選任、辭任及解任、特殊目的信託契約變更或終止之事項。有關上述不得以臨時動議提出之事項，其賦予信託監察人之辭任與解任，因信託監察人主要係為保護受益人之權益，故縱使係由特殊目的信託契約所選任，得由受益人會議解任之亦無疑義。惟資產基礎證券持有人會議則無相關定。

第二項 會議之決議事項及決議方法

依本條例第二十三條之規定，受益人會議得決議之事項除受領受託機構基於特殊目的信託契約所負債務之清償，及其他僅為受益人自身利益之行為外，皆得由受益人會議決議之。而所謂受益人自身利益之行為，觀其立法理由係指受益人受領清償、依第三十四條規定之受益人名冊閱覽請求權、第四十四條規定之收買請求權或其他自益性權益。而資產基礎證券持有人會議所能決議之事項，依本條例第七十八條第四項，僅有特殊目的公司為訴訟上或訴訟外之和解，及為免除或減輕特殊目的公司依金融資產證券化計畫所應負之給付責任及義務。此外，依本條例第九十七條，尚有公司法特別清算中原本屬於債權人及債權人會議之權限。

依第二十五條第一項之規定，受益人會議之決議方式在本條例另有規定，或特殊目的信託契約另有約定者外，原則上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。其所謂本條例另有規定者外，如本條例有關特殊目的信託契約之變更或中止，皆須由應有表決權總數二分之一以上受益人之出席，出席受

益人表決權三分之二以上之同意行之。

第三項 反對證券持有人之收買請求權

按受益人會議既必須以多數決方式決議，未免多數決原理遭多數受益人濫用，理論上應於諸如特殊目的信託契約有所變更時，賦予受益人有退出投資之機制³¹。而觀本條例四十四條之規定：「受益人於受益人會議為前條第一項之決議前，已以書面通知受託機構反對該項行為之意思表示，並於受益人會議為反對者，除特殊目的信託契約另有約定，且於公開說明書或投資說明書載明其處理方法者外，得請求受託機構以當時公平價格，收買其所持有之受益證券。」綜上可知，其須有以書面通知與於受益人會議為反對兩項要件。惟其有除外要件「除特殊目的信託契約另有約定，且於公開說明書或投資說明書載明其處理方法者外」，在先前的行政院版草案中並未有此項限制，且公司法及日本資產流動化法皆未有類似之規定，由於特殊目的信託契約係由創始機構與特殊目的信託機構所訂立，故其是否會妨害將來受益人之收買請求權，實有疑義。資產基礎證券因其屬於債券型證券，故持有人並無相關之權利。

第四項 次順位證券持有人會議決議的效力

依本條例第二十六條第一項之規定，資產信託證券化計畫區分各種種類受益權時，如受益人會議之決議有損害特定種類受益人之權利時，其決議應經該特定種類受益人會議決議之承認。且同條第二項規

³¹ 參閱王志誠著，前揭書註 1，第七十一頁。

定，前項決議之承認，應有該特定種類受益人表決權總數二分之一以上出席，出席受益人表決權三分之二以上之同意行之。但有害「特定種類受益人之權利」一詞實過於抽象，若其亦包含處分信託財產之事宜，此時可能產生購買第一順位受益證券之投資人，對於信託財產所做成的各種決議，且次順位證券的創始機構或其他投資人不同意時，第一順位受益證券之投資人所做的決定，就有可能被推翻。此外，創始機構持有次順位證券其主要目的係為達到內部信用增強而非獲利，實不因使其有否決第一順位受益人會議所作決議之權利。故應在有害「特定種類受益人之權利」，排除創始機構持有次順位受益證券，享有的本金、利息及剩餘財產分配權，及受益人會議做成的處分信託財產的時間、方式及價格。即使創始機構對於其持有次順位受益證券，享有的本金、利息及剩餘財產分配權之事項，與一般次順位受益人會議對於處分信託財產的時間、方式及價格不得為反對的決議³²。

至於資產基礎證券由於係經由轉支付架構而來，其在證券化的設計過程中，即為發行多組不同種類及期間之證券，彼此間並無優先、劣後之區別，故並無次順位證券持有人會議決議的效力之問題。本文以為，依本條例第七十九條第三項雖規定其分組行使其表決權，但若各組證券持有人會議間之決議結果不同，則其間應如何調和應屬重要課題。

第五項 小結

承上各項關資產基礎證券持有人會議之規定觀之，發現其可決議之事項與行使之權利，顯少於受益人會議。而在資產擔保證券(ABS)

³² 參閱工商時報，民國九十二年二月二十五日，《金融資產證券化 債權順位比一比》第一順位債權人擁有處分決定權。

之法律性質中已提及資產基礎證券之性質近似於公司債，且觀資產基礎證券之立法理由，多參考我國公司法中公司債債權人會議之相關規定。故茲以受益人會議、資產基礎證券持有人會議及公司債權人會議其所能決議之事項，及其投資人所能個別行使權利之事項。

表格 8 受益人、資產基礎證券持有人及公司債權人權利行使比較

	受益人	資產基礎證券持人	公司債權人
會議得決議之事項	<ul style="list-style-type: none"> •得選任信託監察人。(第二十三條第二項) •解除受託機構責任、變更或終止特殊目的信託契約、同意受託機構之辭任、解任受託機構等。(第二十八條) •特殊目的信託契約非經受益人會議決議及受託機構之同意，不得變更。(第四十三條第一項) •對受託人責任的解除。(第四十六條) •對受託機構之辭任、解任或委託新受託機構之同意。(第四十七條) •受託機構辭任或解任時，應即作成信託財產之資產負債表、損益表及管理運用報告書，提 	<ul style="list-style-type: none"> •監督機構非經資產基礎證券持有人會議決議，並經法院認可，不得為免除或減輕特殊目的公司依金融資產證券化計畫所應負之給付責任及義務，或與特殊目的公司為訴訟上或訴訟外之和解。(第七十八條第四項) •得為資產基礎證券持有人的共同利害關係事項為決議。(第七十九條第一項) •有關特別清算之規定，有關債權人會議之權限，得由資產基礎證券持有人行使之。(第九十七條) 	<ul style="list-style-type: none"> •得為公司債債權人之共同利害關係事項為決議。(公司法第二百六十三第一項、第二項)

	出於受益人會議請求承認。(第四十八條第一項) •特殊目的信託契約之終止，應經受益人會議之決議。(第四十九第一項)		
個別投資人之權利行使	•信託利益之受領及其他自益性行為。(第二十三條第一項) 行使受益人名冊閱覽請求權。(第三十四條) •受託機構應向受益人作定期會計報告。(第三十六條、信託業法第十九條第二項) •除特殊目的信託契約另有約定外，反對資產信託證券化計畫變動之受益人得經一定程序，請求受託機構以公正價格收買其受益權。(第四十四條)	•有受領特殊目的公司依金融資產證券化計畫配發或償還之本金、利息、孳息或其他收益之權利。 •就特殊目的公司所讓資產或其所生之利益、孳息或其他收益，除依金融資產證券化計畫所載之借入款項外，有優先於特殊目的公司之其他債權人及股東受償之權利。(第八十一條第一項)	受領依公司債所配發或償還之本金、利息之權利。

資料來源：作者資料整理

由上表可知，資產基礎證券持有人會議並無法選任、辭任及解任監督機關。個別的資產基礎證券持有人，亦無反對之收買請求權及名冊閱覽請求權等。故實際上資產基礎證券持有人所能行使之權利僅較優於公司債權人而已。惟目前我國特殊目的公司僅限於公司法上之一人股份有限公司，也就是說股東會在特殊目的公司中所能行使之權利大多

被董事會所取代。而董事、監察人又是由一人股東所任命，雖說另有監督機構存在，但特殊目的公司實際上乃有該股東掌控，資產基礎證券持有人所能行使之權益實在過小。且真正與特殊目的公司之權益息息相關者，亦是這些資產基礎證券持有人。再者，若作為證券化之資產組群無法在給付本金及利息時，依本條例第八十一條之規定及轉支付架構下風險由發行機構承擔之，資產基礎證券之持有人亦可於資產組群外，就特殊目的公司之其他資產受償。但特殊目的公司僅為證券化之「導管體」，其設立之資本僅要求十萬元，待特殊目的公司宣告破產後其實際所能受償之金額並不多，並未獲得比受益證券之持有人有更多的求償。故本文以為實應增加資產基礎證券持有人所能行使之權利，始更能確實保障其投資人權益。

第五節 信託監察人與監督機構

在金融資產證券化之架構，除有政府機關之行政監督及受益人及證券持有人會議之監督外，尚有信託監察人與監督機構。前者是特殊目的信託的監督機制；後者是特殊目的公司的監督機制。而信託監察人及監督機構的主要功能，係在證券發行時，代替金融市場的投資人監督特殊目的機構(或證券發行者)。「信託監察人」為我國信託法仿自日本信託法第八條及韓國信託法第十八條中「信託管理人」之規定而設立之制度，而其名稱則係仿自我民法所定社團與財團法人之監察人及公司法之公司監察人而來³³。由於特殊目的信託之性質屬集團信託，此種信託的受益人通常為多數，受託人的管理行為事實上難以監督，故特設立信託監察人。另外，資產基礎證券持有人之人數眾多，

³³ 參閱潘秀菊、陳重見著，信託監察人制度之探討，國防管理學院學報，第十七卷第二期，民國八十五年七月，第五十六頁至第五十七頁。

為了有效監督特殊目的公司之運作並保護資產基礎證券持有人之權益，故亦設立「監督機構」。實則由於資產基礎證券之性質近似於公司債，故對於有關「監督機構」之立法茲參酌日本資產流動化法特定債權管理公司之相關規定，惟其亦形成監督機構與信託監察人兩者所能行使之權利及義務並不完全相同。故在本節將分別論述本條例中有關信託監察人與監督機構之選任、辭任、解任、職務執行及報酬等，並比較兩者之差別。此外，在美國並無信託監察人及監督機構之制度，但其有獨立董事之規定³⁴；而日本在特殊目的信託時有信託監察人，特殊目的公司時則為會計監察人³⁵及特定債權管理公司³⁶。對於設立信託監察人及監督機構，有論者認為其僅為增加證券化之成本，並無實益。故本文亦將探討其設立之必要性。

第一項 選任、辭任與解任

信託監察人及監督機構其得分別由特殊目的信託契約及資產證券化計畫之選任之。惟信託監察人亦得由受益人會議選任之。再者，信託監察與監督機構皆有積極資格之規定。惟在消極資格方面，僅有監督機構有所規定即與特殊目的公司之發起人或股東，不得為同一關係

³⁴ See, Robert Stark, *supra* note 26,

³⁵ 會計監察人主要係在查核董事決算時所提出之帳戶及文件等。其主要係由股東大會所選任，並具有公認會計師或監察法人之資格。參閱日本資?? 流動化?? ?? 法律 第八十五條以下。

³⁶ 特定債權管理公司是特殊目的公司有發行公司債時，為公司債債權人之利益，受託處理受清償款項、債權保全及其他公司債之管理事項，以監督特殊目的公司就特定資產之管理及處分，是否有損及公司債債權人之情事。參閱日本資?? 流動化?? ?? 法律 第百九? 「特定目的? 社?、特定社債? 募集? ? 場合? ?、特定社債管理? 社? 定?、特定社債? 者? ???、弁?? 受領 債?? 保全?? 他? 特定社債? 管理? 行? ??? 委託? ??? ???。???、?? 募集? 係? 各特定社債? 金額? 一億? 以上?? 場合? ???、?? 限? ???。」

企業。最後，在辭任與解任方面僅有信託監察人有相關之規定。

第一款 選任

信託監察人依本條例第二十三條第二項得由受益人會議選任之，且依第二十八條第一項亦得由受託機構依特殊目的信託契約選任之。而監督機構依本條例第七十七條之規定，應依資產證券化計畫選任之。再者，資格係用來審酌信託監察人及監督機構是否能勝任職務之考量，而有關信託監察人及監督機構之資格，僅有第四條第十款、第三十條及第七十七條但書之規定。本條例第二條亦明文指出，本條例未規定者，依其他法律之規定。故下面將依本條例及信託業法等相關規定分別論述信託監察人及監督機構積極資格與消極資格。

一、積極資格

關於信託監察人的積極資格本條例及信託法並無相關規定，惟金融資產證券化涉及相當專業化之知識，若不對其積極資格加以限制，以求確保信託監察人具有此專門的學識與能力，將來恐亦無法收受監督之效。而關於其積極資格不妨參酌共同信託基金管理辦法第四十條對信託監察人積極資格之規定：「信託監察人為自然人者應具備下列資格之一：一、曾任職金融機構總機構副理以上或同等職務，且具有信託業務經驗達五年以上，成績優良者。二、領有會計師或律師執照且具有實務工作經驗達五年以上者。三、曾於國內外專科以上學校教授金融、會計、法律、信託等相關課程達五年以上者。四、擔任與信託業務有關之金融行政管理工作经验達二年以上，並曾任薦任九職等以上或同等職務者。五、有其他經歷足資證明可有效執行信託監察人之職務及維護受益人之權益者。」

另外，監督機構之積極資格依本條例第四條第十條之規定，其限定為銀行及信託業。換言之，其對監督機構主要限定為法人，且僅有銀行及信託業兩者能擔任之。而限制於銀行及信託業係因其具有專業較能善盡監督之責。

二、消極資格

有關信託監察人之消極資格，本條例第三十條規定受託機構之利害關係人、職員、受僱人或創始機構³⁷，不得擔任信託監察人。而所謂受託機構之利害關係人範圍，依信託業法第七條包括持有信託業已發行股份總數或資本總額百分之五以上之大股東、信託業之負責人及對信託財產具有運用決定權者、或與上開之人具有銀行法規定之利害關係者等。惟所謂銀行法規定之利害關係人亦應另行參照銀行法第三十三條之一。本文以為本條例第三十條之規定雖看似明確，惟其並未對所謂利害關係人為一明確定義，造成需另行查閱信託業法與銀行法之相關規定，反使第三十條之定義更為模糊不清。

至於有關監督機構之消極資格，本條例第七十七條限制不得選任該資產證券化計畫所載之創始機構或服務機構。再者，本條例施行細則草案第二十二條第一項亦規定，監督機構與特殊目的公司之發起人或股東，不得為同一關係企業。因特殊目的公司之發起人或股東，實

³⁷ 在信託法中一直以來對於法人能否擔任信託監察人實有爭議。有認為若法人為信託監察人，將造成信託監察人職務執行，須以另一法人機構的決定為前提要件，則對於信託業務的執行恐徒增其困擾；亦有認為若法人對於信託業務專業知識較為熟稔，而使其事實上在行使職務時更能明瞭其中環節，對保障受益人之利益，應更有助益。觀本條例特別明定創始機構不得為信託監察人，應可推知其本義為非創始機構之法人亦可為信託監察人。惟若由法人擔任信託監察人其權利、義務如何行使，仍有待解釋及立法。相關爭論可參閱潘秀菊、陳重見著，前揭文註 33，第五十八頁。

務上常為設計安排金融資產證券化計畫之人。監督機構則職司特殊目的公司業務營運之監督。二者自應有所區隔，以避免利益衝突。爰明訂監督機構與特殊目的公司及其控制公司不得為同一關係企業³⁸。

第二款 辭任與解任

由於本條例並無有關信託監察人辭任與解任之相關規定，故應適用信託法之相關規定。首先，信託監察人產生之方式有因特殊目的信託契約之約定由受託機構選任或受益人會議之選任兩種，且依信託法第五十六條之規定，信託監察人在有正當事由時，得經指定或選任之人同意或法院之許可辭任。換言之，若經由特殊目的信託契約所產生信託監察人欲辭任其職務，即須由受託機構之同意；若為受益人會議所選任，則應由受益人會議之同意；信託監察人亦可選擇經由法院許可辭任之。惟本文以為應在選任人(尤其是經由受益人會議所選任者)不同意之情形下，始得經由法院許可辭任之，較能妥善保護受益人權益。再者，有權解任信託監察人者，依信託法第五十八條之規定，為指定或選任之人或法院。惟前二者，需限於信託監察人怠於執行其職務或有其他重大事由；後者則需有利害關係人或檢察官之聲請。而所謂重大事由，應依具體情況個別判定。若向法院聲請解任時，則應由法院判定之。

此外，本條例並無監督機構之辭任及解任之相關規定。本文以為應按特殊目的公司與監督機構所簽訂之監督契約內容，決定其撤銷、解除或中止契約之事由。

³⁸ 參閱財政部台財融(四)字第 九二四

八六號公告。

第二項 職務行使

信託監察人及監督機構皆是為保護投資人所設立之制度，自應要求其執行職務時盡最高的注意義務，故依信託法第五十四條及本條例第七十八條第一項之規定負善良管理人之注意義務。惟監督機構另有忠實義務之要求。觀公司法第二十三條係規定，公司負責人亦應忠實執行業務。而此指之公司負責人「忠實義務」，係指公司負責人在處理公司事務時，必須全心為公司之利益行事，不得圖謀個人私利，將公司之利益至於自己利益之上³⁹。換言之，所謂忠實義務，亦應指其在依本條例之規定行使權限及履行義務時，不得圖謀個人私利，並將資產基礎證券持有人之利益置於監督機構自己利益之上。此外，由於信託監察人往往不止一人，故依本條例第二十九條其職務之執行除特殊目的信託契約另有約定或受益人會議另有決議外，以過半數決之。惟如無法以過半數決定時，可否聲請法院決定之，學者認為解釋上信託監察人只能維持現狀而不執行，不得聲請法院決定之。且依信託法第五十五條但書規定就信託之保存行為得單獨為之，因此縱使維持現狀亦不致於對於受益人更為不利，致法院並非萬能，其決定未必有利於受益人，一旦為錯誤的決定，反會造成受益人受損害⁴⁰。

雖說信託監察人及監督機構皆是為保護投資人所設之制度，但創始機構與特殊目的信託間是屬於信託讓與，與特殊目的公司間是屬於買賣。且兩者之投資人，一為受益人，另一近似於公司之債權人。故使得信託監察人及監督機構在行使職務之內容上也略有差異。有關信託監察人及監督機構執行職務之內容，茲分述如下：

³⁹ 參閱王泰銓著，新修正公司法解析，元照出版社，民國九十一年三月二版，第二十二頁。

⁴⁰ 參閱賴源河、王志誠著，前揭書註 17，第一百四十二頁。

一、信託監察人及監督機構得以自己名義，為投資人為有關訴訟上或訴訟外之行為：

依本條例第二十八條第二項及第七十八條第三項之規定，信託監察人及監督機構得以自己名義，為投資人為訴訟上或訴訟外之行為。蓋因信託監察人及監督機構為投資人監督特殊目的機構，自宜准其獨立於投資人與特殊目的機構之外，以自己之名義，為投資人之利益行使其權利。且在投資人已為特定且為存在時，信託監察人及監督機構雖得以受益人名義為代為行使權利，惟在投資人尚未存在時，則僅能以自己的名義為之。再者，所謂訴訟行為係指有關信託事件在法院所應為的訴訟行為；而訴訟外行為，則指一般為監督特殊目的機構處理資產，所為的法律行為或事實行為⁴¹。惟信託監察人除得以自己名義為投資人為訴訟上或訴訟外之行為，亦得為委託人為之。而此所指之委託人應為創始機構。且依本條例第二十八條第二項但書，其排除了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。此乃因在本條例中已規定，應由受益人會議決議或持有本金持分總數百分之十以上之受益人方得為之，故明定信託監察人不得行使。

二、召集投資人會議

信託監察人及監督機構得召集投資人會議，應分別依本條例第二十四條第一項、第七十九條第一項及第八十條之規定。前者應經由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，

⁴¹ 改寫自前揭書註 17，第一百四十頁。

以書面請求之；後者則規定監督機構應以資產基礎證券持有人之「共同利益事項」為召集同次資產基礎證券持有人會議召集之要件，或於特殊目的公司受讓之資產價值顯著惡化，不能支付其債務或有損及持有人利益之虞時。

三、相關簿冊文件之調閱及聽取特殊目的機構之報告

信託監察人依本條例第三十四條，得請求閱覽、抄錄或影印受託機構備置特殊目的信託契約書複本或謄本及受益人名冊。另外，依第七十八條第六項，監督機構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。承上所述，信託監察人若欲「閱覽、抄錄或影印」文件應向受託機構「請求」；監督機構則可「隨時」以「查核」方式為之。職是之故，監督機構對相關簿冊文件所能行使之權利，似乎比信託監察人為大。再者，關於聽取特殊目的機構之報告，依本條例第三十六條之規定，信託監察人僅得於「每營業年度終了及資產信託證券化計畫執行完成後四個月內」，聽取受託機構之報告。且其報告之內容限於，資產負債表、損益表及信託財產管理及運用之報告書。而監督機構依第七十八條第六項後段之規定，則得「隨時」請求特殊目的公司之董事對其所查核簿冊文件提出報告。此外，持有本金持分總數百分之三以上之受益人及持有同次資產基礎證券單位總數百分之三以上之持有人，亦得以書面要求信託監察人及監督機構行使上述職務。

四、出席於投資人會議

依本條例第二十三條之規定，信託監察人僅有在其是由受益人會議所選任者，應出席受益人會議。依本條例施行細則草案第十一條第

三項之規定，資產基礎證券持有人會議開會時，監督機構應列席備詢。

五、投資人會議決議之執行

受益人會議決議之執行，依本條例第二十七條第一項之規定，應由信託監察人或受益人會議所選定之人執行。若為資產基礎證券持有人會議決議之執行，本條例第七十九條第四項之規定，在資產基礎證券持有人會議未另有指定者時，由監督機構執行之。

除上述行使職務之內容外，信託監察人亦得為請求受託機構停止其違反法令或特殊目的信託契約之行為，及對由辭任之受託機構作成信託財產之資產負債表、損益表及管理運用報告書為承認。且監督機構在經資產基礎證券持有人會議決議，並經法院認可，為免除或減輕特殊目的公司依金融資產證券化計畫所應負之給付責任及義務，或與特殊目的公司為訴訟上或訴訟外之和解。最後，信託監察人及監督機構若有不執行職務或違背義務之情事時，兩者亦有不同之規定。如，信託監察人若有不出席受益人會議或不為受益人所請求之共同利益事項時，依本條例一百十二條之規定，處新臺幣二百萬元以上一千萬元以下罰鍰。而監督機構違背注意義務及忠實義務時，應依本條例第七十八條第七項，應對資產基礎證券持有人負損害賠償之責任。

第三項 報酬請求權

信託監察人之報酬，本條例並未明文規定其是否具有報酬請求權。本條例第三十二條僅規定，信託監察人之報酬得由受託機構以信託財產充之，故應另行參酌信託法之規定。而信託監察人在行職務時應盡善良管理人之注意義務，故我國信託法為衡平信託監察人之利

益，乃於信託法第五十六條賦予監察人在信託行為未定有報酬時，得向法院請求就信託財產酌給相當報酬。至於監督機構之報酬，應以其與特殊目的公司所簽訂之監督契約為依據。

第四項 設立必要性

信託監察人及監督機構是否有設立之必要，學者間多有爭議。主要係因若要設立信託監察人及監督機構，將使證券化之結構更為複雜，且可能亦需額外對信託監察人及監督機構支出報酬，增加證券化之成本。且觀美國並無信託監察人及監督機構之制度，但其有獨立董事之規定；而日本在特殊目的信託時有信託監察人，特殊目的公司時則為會計監察人及特定債權管理公司。惟本文以為是否有設立信託監察人及監督機構之必要應從我國目前的證券化架構、公司治理制度等方面論之。

首先，在國外的證券化架構中，都有一個負責規劃證券化交易、檢視流程的架構設計者(Arranger)，其與創始機構間無任何關係人關係。而我國的金融資產證券化條例中並無此項設計。故在證券化完成前能完整檢視整個流程者，除了行政機關外，僅有信用評等機構。再者，美國雖無信託監察人及監督機構等制度，但其在公司治理方面，獨立董事制度以行之有年，獨立董事通常與公司無實質關係，性質類似信託監察人及監督機構，故已對企業已形成監督。反觀我國，獨立董事制度尚未完善執行，缺乏外部監督機制。日本在特殊目的公司設立會計監察人，且若特殊目的公司有發行公司債時，則應另設立特定債權管理公司作為監督管理，而我國亦無會計監察人之制度。承上所述，本文以為實有設立信託監察人及監督機構，以代替投資人監督特殊目的機構之必要。惟是否採「強制規定」，本文以為應視其採募集

或私募制度。私募制度之投資人，限定於主管機關核定之法人、機構或基金等，且其人數則不得超過三十五人。故在私募之情形下，其受益人大多有較佳之經濟實力及專業知識，且持分總數較易達到百分之三以上，此時是否仍有信託監察人及監督機構之必要，即可彈性認定。反之，若為募集制度，因其係向不特定的投資大眾出售證券，故在證券化過程中應強制設立「信託監察人及監督機構」。

第五項 小結

信託監察人及監督機構之設立目的，主要是為了代替投資人監督特殊目的機構及行使權利。而在立法時，信託監察人主要係參考信託法之規範；監督機構是參考日本資產流動化法之特定債權管理公司。而特定債權管理公司之設立，係因特殊目的公司於發行資產對應證券外，另外發行公司債時，為公司債債權人之利益，受託處理受清償款項、債權保全及其他公司債之管理事項，並監督特殊目的公司就特定資產之管理及處分，是否有損及公司債債權人之情事。惟依本條例所發行之資產基礎證券，嚴格言之，其性質並不屬於公司債且本條例亦排除公司法公司債之適用，故本文以為以特定債權管理公司作為監督機構立法之參考是否合適，實有疑義。

關於信託監察人之選任資格方面，本文以為應參酌共同信託基金管理辦法第四十訂立其積極資格，以確保信託監察人具有專業知識，並能勝任監督一職。而在消極資格方面，應明文指出所謂「利害關係者」之範圍。再者，若信託監察人是經由受益人會議所選任者，應在受益人會議不同意之情形下，始得經由法院許可辭任之，較能妥善保護受益人。至於有關執行職務之內容，因特殊目的機構之不同，信託監察人及監督機構所能執行之職務內容也不同。惟若監督機構違背注

意及忠實義務時，應對資產基礎證券持有人負損害賠償之責任。反觀信託監察人違背其職務時，僅有處以罰鍰；受益人若欲對信託監察人為民事上之損害賠償，似應依其所約定之契約內容。大體而言，似乎監督機構所能執行之職務範圍較廣，且本條例亦賦予產基礎證券持有人對監督機構損害賠償之請求權。

最後，信託監察人及監督機構是否有設立之必要，本文以為應參酌我國目前之法令設計及現況。因我國無架構設計者(Arranger)之規定，亦無任何外部監督機制，故為保障投資人之權益實有設立之必要。惟若係在採私募制度之情形時，因其投資人通常為具有特別知識及經驗之法人或自然人，故應使其彈性決定是否設立信託監察人及監督機構，以節省成本。

第六節 證券投資人及期貨交易人保護法

證券投資人及期貨交易人之保護，與證券市場及期貨市場之健全發展具有密切關係，尤其隨著制度開放及國際化、自由化腳步逐漸邁進，提供公平及安全之交易環境益形重要。由於現行證券交易法規定，當證券商發生財務危機，證券投資人無法取得應得之有價證券或價款時，其僅能就違約證券商「交割結算基金」經臺灣證券交易所居於第一順位求償後之餘額、營業保證金及剩餘財產進行求償，以致投資人可能無法獲得充分保護。此外，我國證券投資人及期貨交易人以散戶居多，當其權益受損，必須耗費相當時間、金錢提起訴訟，故多裹足不前⁴²。而證券既期貨發展基金會為了落是保護投資大眾，即在十幾年

⁴² 參閱「證券投資人及期貨交易人保護法」立法總說明。

前設立「證券暨期貨市場發展基金會」(簡稱證基會)。由證基會對每家上市上櫃公司都投資一張(一千股)股票。如果這些公司或其內部人員(指董事、監察人、經理或大股東),有涉及違法事件如內線炒作或短線交易時,證基會就會以股東的身分提起民事訴訟。惟證基會僅屬於一種自律組織及財團法人,其並無法源基礎。而現已改為「財政部證券暨期貨管理委員會」。

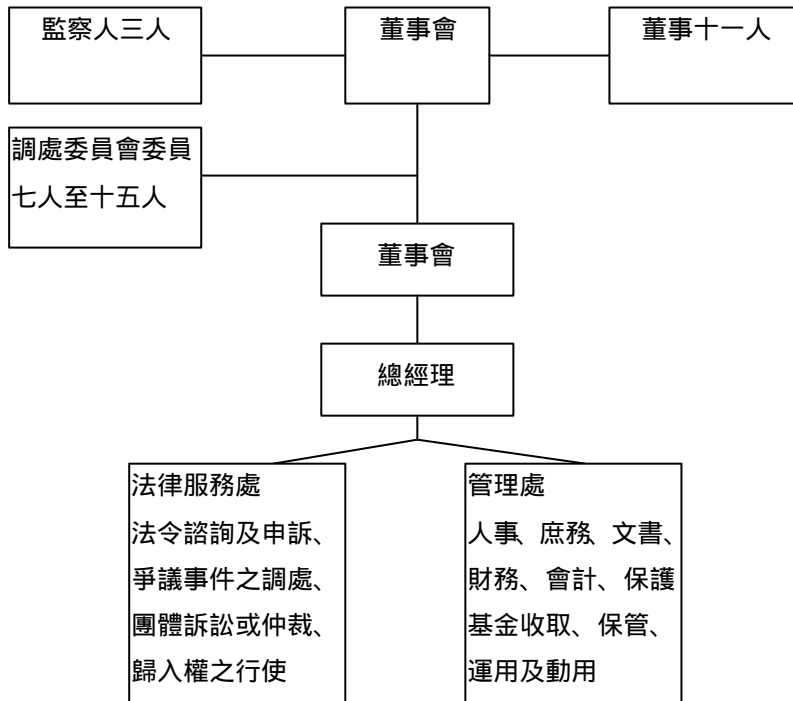
我國目前已於民國九十一年七月公佈了「證券投資人及期貨交易人保護法」(在本節簡稱本法),以求落實對於證券投資人及期貨交易人權益之維護。而我國資產擔保證券(ABS)除經主管機關核定為短期票券者外,若屬於證券交易法上的有價證券者,亦將適用「證券投資人及期貨交易人保護法」。故本節將針對「證券投資人及期貨交易人保護法」之適用對象、調處和團體訴訟及仲裁加以介紹。

第一項 保護機構

所謂保護機構係指依本法設立之財團法人,其除可經由投資人授權提起團體訴訟外,亦可設立調處委員會,並有業務查詢之權利。依本法第七條之規定,其係由證券交易所、期貨交易所、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心、證券集中保管事業、證券商業同業公會、證券投資信託暨顧問商業同業公會、期貨商業同業公會、各證券金融事業和其他經主管機關指定之證券及期貨市場相關機構或事業所捐助設立的。而有關係保護機構之組織、設立、管理監督事項,依本法第七條至第十條及第十六條之規定;本法未規定者,適用民法及其他有關法律之規定。為確保保護機構之公正性與中立性,依本法第十一條董事會之組織、職權、召集、決議及董事長、監察人之產生方式及其職權等規定。由於其屬保護機構之內部管理及行政監督之問題,與投資人

間無直接之關係，故在此不作深入探討。目前依本法所成立之保護機構為「財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心」茲以下圖表示「財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心」之組織架構。

圖 18 財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心組織圖



資料來源：<http://www.sfipc.org.tw/>

為使保護機構充分發揮本法所賦予之任務，勢須取得充分之資訊，是以，除了調處之當事人外，其他相關單位之協助，往往是保護機構能妥適處理調處案件及其他業務之重要關鍵；此外，保護機構在提起團體訴訟與團體仲裁前，若能蒐集事證資料，將有助於當事人研判紛爭之實際狀況，進而成立調解或和解，以消弭訴訟，並有助於法

院審理本案訴訟時發現真實即妥適進行訴訟。故依本法第十七條之規定，保護機構為處理調處案件、訴訟或仲裁、依第二十一條第一項規定之證券投資人或期貨交易人未受償債權之償付、主管機關委託辦理之事項或其他為利於保護機構執行保護業務之事項時，得要求證券及期貨市場相關機構協助或提出文件、相關資料。

第二項 爭議事件之調處

證券投資人或期貨交易人因有價證券之募集、發行、買賣或期貨交易致其權益受損，而欲主張權利時，即須提起訴訟以求救濟，惟受限於訴訟程序之繁瑣不便，致使大多數權益受損之投資人或交易人均裹足不前。而對於證券及期貨交易爭議事件，除逕行向法院起訴外，尚可透過鄉鎮市調解委員會調解方式解決。但恐其對於證券及期貨交易紛爭究非其成員之專長，為落實爭議之有效處理，並紓解訟源。故依本法第二十二條之規定，證券投資人或期貨交易人得向保護機構申請調處，而保護機構為處理調處事項，應設調處委員會，置委員七人至十五人。

為避免一事再理，並浪費訴訟資源，進行無益之調處。故申請調處之事項如為本法第二十三條所規定之非屬前條第一項民事爭議者、非證券投資人或期貨交易人提起者、無具體相對人者、在第一審法院言詞辯論終結者、調處內容為確定判決之效力所及者或同一事件已依本法規定申請調處者，申請調處之機關得不予與受理。

有關調處的成立，依本法第二十五條第一項之規定，經由雙方當事人達成協議者，調處成立。惟若無法達成有困難時，調處委員會得斟酌一切情形，求雙方當事人利益之平衡，經全體委員過半數之同意作成調處方案，並定四十五日以下期間勸導雙方當事人同意；必要時，

得再延長四十五日。依同條第二項，當事人未於前項所定期間內為不同意之表示者，視為雙方當事人依調處方案調處成立。且同法第三項亦規定多數具有共同利益之一造當事人，其中一人或數人於第二項所定期間內為不同意之表示者，該調處方案對之失其效力，對其他當事人視為調處成立。但為不同意表示當事人之人數超過該造全體當事人人數之半數時，視為調處不成立。

調處成立後，依同法第二十六條第二項送管轄法院核定後，其即與民事確定判決有同一之效力。故若提起調處，且同時又有民事訴訟已係屬於法院，依本法第二十七條之規定，判決確定前調處成立，並經法院核定者，視為於調處成立時撤回起訴。而調處事件當事人如主張有無效或得撤銷之原因，本法第二十六條第三項明定當事人自得提起宣告調處無效或撤銷調處之訴。而提起宣告調處無效或撤銷調處之訴之原告，如為原調處申請人，自得合併起訴；如為原調處事件之相對人者，則原調處申請人可於其程序中提起反訴，以便一次解決糾紛，符合訴訟經濟原則。且同法第三項更規定，第三人在調處無效或撤銷調處之訴起訴前，善意取得之權利不受影響，以保護善意第三人之利益。

第三項 團體訴訟與團體仲裁

證券及期貨市場，因投資人及交易人分散，對於同一原因事實所引起之共同損害，由於個別求償在舉證、涉訟程序及費用上，往往因力量有限而求償意願不高，且一旦有違法行為發生，請求權人為請求損害賠償而分別先後向法院訴訟，對於法院而言亦是沉重負擔。為期訴訟經濟、仲裁經濟，減輕訟源，發揮保護機構之功能，爰參考消費者保護法第五十條及行政訴訟法第三十五條之立法例，允許保護機構

為維護公益於其章程所定目的範圍內，得經由二十人以上之證券投資人或期貨交易人授與訴訟或仲裁實施權，起訴或提付仲裁⁴³。

依證券投資人及期貨交易人保護法第二十八條第一項之規定，「保護機構為維護公益，於其章程所定目的範圍內，對於造成多數證券投資人或期貨交易人受損害之同一證券、期貨事件，得由二十人以上證券投資人或期貨交易人授與訴訟或仲裁實施權後，以自己之名義，起訴或提付仲裁。」惟依目前的民事訴訟法第四十一條之規定，對於民事訴訟還是應採取個別明示授權。而若參與團體訴訟的投資人事後撤回訴訟或仲裁實施權，以致發生原告低於二十人時，基於訴訟安定及誠信原則，依本法第二十九條第二項之規定，其仍得就其餘部分繼續進行訴訟或仲裁，此又稱為「不回頭條款」。再者，依本法第二十八條第二項，保護機構得經其他因同一證券、期貨事件受害之證券投資人或期貨交易人授與訴訟或仲裁實施權，於第一審言詞辯論終結前或詢問終結前，由保護機構擴張應受判決或仲裁事項之聲明。故學者認為，保護機構於提起團體訴訟後，應速公告曉示其他同一案件之被害人，使其能儘速授與訴訟實施權⁴⁴。

證券及期貨爭議之被害人提起損害賠償訴訟，係為填補損害，惟基於現行民事訴訟制度爭議須經相當時間方能判決定讞，加害人若脫產，被害人縱使最後勝訴判決確定，往往僅取得一紙債權憑證，被害人之損失實無從獲得實質滿足。為此，保護機構於提起團體訴訟前，有聲請保全程序之必要。惟若依實務上保全程序須繳納價額或金額三分之一之擔保金，恐仍為相當大之數額，將來聲請領回擔保金，尚須相當時日，恐造成保護基金運作上之困難。故依本法第三十四條第二

⁴³ 參閱證券投資人及期貨交易人保護法第二十八條立法理由。

⁴⁴ 參照劉連煜著，投資人保護與團體訴訟，實用月刊，第三百三十三期，民國九十一年九月，第九十五頁。

項之規定，法院得就保護機構前項聲請，為免供擔保之裁定。此外，若保護機構依第二十八條規定提起訴訟或上訴，釋明在判決確定前不為執行，恐受難以抵償或難以計算之損害者，依本法第三十六條之規定，法院應依其聲請宣告准予免供擔保之假執行。惟有學者以為，法院對於此種團體訴訟所裁定之免供擔保之假扣押及假處分前，應先徵詢投保法主管機關之意見以為衡平。至於假執行係屬真正的執行結果，宜回歸民事訴訟法較為妥適⁴⁵。

有關訴訟費用之計算應依民事訴訟法第七十七條之十三以下之規定，且原告有預繳義務，否則法院可不予受理。對於投資人而言，這是一項重大負擔。而依本法三十五條之規定，保護機構依第二十八條規定提起訴訟或上訴，其訴訟標的金額或價額逾新臺幣一億元部分，免繳裁判費。且即使證基會敗訴，預繳之裁判費扣除由其負擔之費用後，發還之，就其訴訟標的金額或價額逾新臺幣一億元部分之裁判費，對保護機構免予追繳。此外，因按保護機構為證券投資人及期貨交易人提起訴訟或提付仲裁，純屬服務之性質，非以營利為目的，並為使投資人及交易人易於利用團體訴訟、仲裁制度。故依本法第三十三條之規定，保護機構依訴訟或仲裁結果所得之賠償，扣除訴訟或仲裁必要費用後，分別交付授與訴訟或仲裁實施權之證券投資人或期貨交易人，並不得請求報酬。

第四項 小結

「證券投資人及期貨交易人保護法」的制定，顯現出我國對投資人權益的重視，並提供遭受詐欺之投資人求償的管道且對證券及期貨市場上之不法行為產生嚇阻。目前已委託投資人保護中心辦理求償之

⁴⁵ 參閱劉連煜著，前揭文，第九十六頁。

案件有東隆五金股份有限公司、國產汽車股份有限公司及國揚實業股份有限公司等案，惟其至今皆尚未判決確定。故「證券投資人及期貨交易人保護法」制定後對投資人保護之成效如何，尚無法得知。而本文以為，在一個健全的證券市場，投資人的保護仍應側重在事前的預防與市場的監督機制，「證券投資人及期貨交易人保護法」的制定只不過是對投資人保護的最後防線。再者，若先前預防與監督都無法避免時，恐怕該公司之資產等皆已被掏空(如目前美國之安隆弊案)，投資人所能請求之賠償亦所剩無幾。且依「證券投資人及期貨交易人保護法」亦無法保護屬於短期票券性質的資產擔保證券(ABS)。故對於資產擔保證券(ABS)之保護，仍應偏重於前述之行政監督、投資人權利行使、資訊揭露及外部監督機制。

第五章 安隆(Enron)事件之評析

美國第七大企業安隆於二〇〇一年十二月二日聲請破產，其成為美國有史以來最大的破產案，嚴重衝擊美國資本及金融市場，也附帶引發了兩黨的政治角力。二〇〇一年安隆即開始產生虧損，原因除本業表現不佳外，尚有衍生性金融交易虧損、未即時管理企業風險及股價遭哄抬等。但為人所詬病的是，其創造了近三千個表外資產的特殊目的機構以縮小財報上的損失、表面地提高資產的價值、提昇盈利，和取銷資產上的負債。此外，在安隆破產前夕，其執行長等仍聲稱安隆財務狀況良好，且投資銀行、華爾街的分析師、信評公司及會計師等，皆向投資大眾推薦安隆的股票及債券，令人質疑其是否適當且誠實的資訊揭露予投資大眾。而安隆之高層間相互利益輸送，亦造成公司虧損，令人質疑其董事會、審計委員會等機構，是否善盡監督之責，且美國現行之會計法規、破產法等相關規定是否規定完善。

為了因應自安隆以下一連串的公司弊案，在二〇〇一年七月，美國國會通過了關於公司治理和會計改革的新法案，即《薩班斯-奧克斯利法案》（Sarbanes-Oxley Act of 2002，本文簡稱「薩班法」）。並由美國總統布希於七月三十日簽署生效。該法案對美國證券交易委員會（Securities and Exchange Commission, SEC）、公開公司(Public Company)之發行人及主管、會計師、律師、分析師等，均有重要規範。且該法案廣泛地適用於所有「根據美國一九三四年證券交易法向或者被要求向證券交易委員會（SEC）遞交定期報告」的公司，包括美國

和非美國公司。法案內容並包括資訊披露要求、新的公司治理規則、新的會計準則及證券分析師的權益等。此外，法案強化亦會計師獨立性，要求會計師不得同時為客戶提供審計及非審計之服務，且簽證會計師受託簽證同一客戶不得逾五年。

本章將以安隆破產事件之始末為出發，檢視其所設立的特殊目的機構合法性，及安隆與其特殊目的機構間之交易，是否屬於「真正買賣」。再者，其安隆(創始機構)的獨立董事為何沒有發揮監督及防範的功能，是否應將獨立董事制度導入金融資產證券化中。且承銷機構、信評機構及會計師對安隆的資訊揭露是否適當、明確，而承銷機構、信評機構等對安隆一致讚揚，使投資人蒙受損失，是否亦應負責。並探討目前美國政府對其之因應之道「薩班法」，及對應我國目前之法規現狀。

第一節 安隆事件之始末

安隆成立於一九八三年，其前身原係休士頓的一家瓦斯公司，名為休斯頓天然氣公司。一九八五年，休斯頓天然氣公司和另一家天然氣公司 Inter North 合併成為州際的天然瓦斯管線公司。幾年之後，公司開始從事瓦斯及電力交易業務，並不斷地收購兼併，一九八九年即成為北美和英國最大的天然氣交易商。一九九七年，其業務擴大到金融產品交易，成為覆蓋煤炭、管道天然氣、紙張、塑膠、金融等商品的交易商。一九九九年安隆設置網站交易平台——安隆在線，提供線上交易。安隆目前控制美國百分之二十的電能和天然氣交易，且為全球第一大能源交易商(Energy Trader)，其主要提供之服務有能源管線和配銷營運的服務、能源行銷及運輸服務，及工商業客戶能源和設備整合管理的服務。安隆並在二〇〇〇年的營業額突破一千億

美元，成為美國第七大企業。自一九九六年起連續六年榮獲 Fortune 雜誌評選為美國最有創意的公司。兩千年也榮獲英國金融時報「年度能源公司獎」及「最大膽的成功投資決策獎」，且安隆也被選為美國人最愛任職的一百大企業之一。據了解，安隆的僱員多達二萬多人，業務遍佈美洲、歐洲、亞洲及其他地區¹。

安隆的財務問題自二〇〇一年八月開始暴露弊端。同年十月二十二日，安隆被 Street.com 網站揭露其與另外兩個關聯企業馬林二號信託基金和 Osprey 信託基金存在著複雜的交易，安隆並透過上述兩個基金舉債三點五億美元，但這些債務從未在安隆季報和年報中披露。另外，安隆還拋售十二億美元的股票，這一舉動加重了投資者的疑心。十月下旬證管會開始調查安隆對外投資的會計實務，公司股價一日之間暴跌百分之二十，公司市值縮水四十億美元。十一月八日，安隆宣佈，在一九九七年到二〇〇一年間，因關係人交易交易共虛報五點五億美元的盈利。十一月二十八日，市場盛傳迪奈基不會向安隆注入二十億美元現金(此為收購條件)，導致安隆股價再暴跌百分之八十五，股價不到一美元。再加上標準普爾公司、穆迪投資公司先後將安隆的債信評級連降六級為「垃圾債」，當天收盤後，迪奈基公司宣佈終止與安隆的兼併計劃。十一月二十九日安隆被逐出標準普爾五百指數成份股，加上公司債券被降為「垃圾債券」等級，有三十九億美元的負債要立即償付，但公司目前所握有的現金僅二十億美元，而預計於明年到期的一百六十億美元債務，也將因其債券為垃圾等級而提早到期。目前，安隆已負債至少一百六十億美元並積欠大量貸款。

¹ 參閱林柄滄著，美國安隆破產事件引發的會計危機，《<http://www.deloitte.com.tw/TheNew/BillLin4.html>》，及安然八問，南方日報，2002年一月九日。

表格 9 安隆公司 1996 - 2001 股價走勢

單位：美元

時間	1996	1997	1998	1999	2000/8	01/3	01/6	01/10	01/12
股價	21	20	28	44	90	55	42	30	1

資料來源：參閱葛家澍、黃世忠著，安然事件的反思—對安然公司會計審計問題的剖析，會計研究月刊，二〇〇二年二月，第四頁。

表格 10 安隆積欠貸款總額

金融機構名稱	積欠貸款總額(單位/億美元)
花旗銀行	30
紐約銀行	24.5
JP 摩根	21
Barclays	1.26
Risk Management and Trading	1.26
Saudi A1 Rajh	1.01
UBS	0.73
瑞士信貸	0.71
E1 Paso Corp	0.49
Toronto-Dominion Ban	0.35
Bank of Montreal	0.21
Shell oil	0.2

資料來源：<http://www.cfo.com/printarticle>

安隆之所以能夠長期隱瞞其不佳的財務狀況，又同時向投資大眾繼續募集資金，主要係採取利用商業限制的取消（Deregulation）及政治力量、關係人交易、資產負債表外交易及散佈不實的資訊。茲分述如下²：

一、利用商業限制的取消（Deregulation）及政治力量

能源產業過去一直是一個政府管制非常多的產業。但是在八十和九十年代，美國前後對瓦斯和電力產業逐漸的自由化。即在八十年代撤銷對瓦斯產業的管制規定，且在九十年代對電力產業的管制也放鬆，兩個產業先後給予自由化，允許市場機制來管理這兩個產業，於是給了相關經營業者很大的機會。由於政府對產業的了解並不如業者，因此須藉由業者的協助來制定新的政策及規定，而安隆即憑藉與美國政界之良好關係使能源政策對己有利，惟此舉即等於由業者自訂遊戲規則，政府也因而喪失了管制功效。

二、使用關係人交易

關係人交易常只有交易形式而欠缺經濟實質。此外交易的價格及付款條件有時也相當特殊。在經營困難之際，不難發現有些交易的對方實質上根本沒有能力或動機完成該筆交易。安隆虛列盈餘，有很大一部分就是透過關係人交易達成的。

三、資產負債表外交易

² 改寫自湯本著，ENRON 經濟破？，誰是黑手，《<http://tangben.com/JINDUPING /2002/enron1.htm>。》

安隆有大約三千五百個子公司及關係企業，其中至少有數百個是設於免稅天堂的特殊目的公司。透過這些特殊目的公司，安隆可以高價移轉讓售資產給特殊目的公司，虛增公司利益，美化財務報表。此外，利用這些特殊目的公司，安隆可以向銀行、保險公司、退休金及個別投資者籌募資金。再者，由於特殊目的公司累積的許多債務不必併入安隆的資產負債表，因此掩護了安隆的信用評等。如，一九九七年透過關係企業(Chewco)投資於 Joint Energy Development Investment, Limited Partnership (JEDI)，這二家公司(Chewco 及 JEDI)的財務資料漏未併入安隆。一九九九年投資百分之百持有的子公司 LJMI，與安隆對做交易，目的在減少安隆轉投資的市場風險，LJMI 的財務資料也漏未併入安隆。

四、散佈不實的資訊

安隆在二〇〇一年十月二十二日被披漏其以不複雜的交易方式掩飾其虧損前，其所公佈的財務報表都是獲利的訊息，其先前散佈於投資人之財務報表皆非正確的訊息。此外，投資銀行、信評機構、華爾街分析師亦對其一致讚揚，令人懷疑其是否與安隆勾結，意圖散佈不實資訊。

第二節 特殊目的機構之運用

企業開始使用特殊目的機構係始於一九八〇年初期，其主要目的是以從債權和資產所產生的現金流量，來創造債券和新型態的證券。而特殊目的機構主要的功能，是母公司在破產時，使證券仍能維持其價值，因為作為資產組群的資產已與母公司分離³。申言之，即是利用

³ See, Glenn R. Simpson, *Firms Repeatedly Dodged Efforts To Rein In*

特殊目的機構達到破產隔離。表外融資(Off Balance Sheet Financing)為證券化的優點之一，惟安隆之所以可以長期隱瞞其虧損，使專家及投資大眾無法從其帳冊上知悉，亦係利用證券化此一特性，透過特殊目的機構的運作，製造營收飛速成長的假象、虛增盈餘及短漏負債。此種交易方式即稱為「資產負債表外交易(Off Balance Sheet Transactions)」。而在二〇〇一年十月十六日，安隆宣佈與其特殊目的機構有不少交易及會計上的錯誤。自一九九七年至二〇〇一年起，已分別減少了安隆所發佈的淨利二億八千萬美元、十三億三千萬美元、二十四億八千萬美元及九億九千萬美元⁴。本節將探討安隆與特殊目的機構間之關係，及其對特殊目的機構之運用。並探討在美國會計法上有關特殊目的機構的要件及是否合併財務報表之問題。此外，亦針對我國目前相關會計規定進行探討。

第一項 安隆與特殊目的機構間之關係

安隆透過一系列的金融創新，包括設立數個特殊目的機構來進行籌資或避險。現已揭露一九九九年設立於開曼群島的 LJM 公司 (簡稱 LJM1)和 LJM2 共同投資公司(簡稱 LJM2、LJM1 和 LJM2 統稱為 LJM) 在法律上註冊為私人投資有限公司。安隆以 LJM 的多名投資人為與安隆沒有關係的金融機構和其他投資者為由，未將 LJM 納入合併報表編制範圍。但從經濟實質看，LJM 的經營控制權完全掌握在安隆手中，安隆現已承認 LJM 屬於安隆的子公司。LJM 從一九九九年設立起，至二〇〇一年七月止，其管理人為當時擔任安隆執行副總裁兼首席財務長的安德魯 法斯托(Andrew Fastow)。LJM 設立之初，有關人員曾

Off-the-Books Deals, April 10, 2002, 《<http://accounting-net.actg.uic.edu>》。

⁴ See, Enron's Misuse of SPEs: The Powers Report , March 03 2002, 《<http://nytimes.com/images>》。

明確向安隆的董事會說明設立 LJM 的目的，就是要使 LJM 成為向安隆購買資產的資金來源，向安隆投資的權益合夥人，以及降低安隆投資風險的合作夥伴。

而一九九九年六月至二〇〇一年九月，安隆與 LJM 公司發生了二十四筆交易，這些交易的價格大都嚴重偏離公平價值。安隆現已披露的資料表明，這二十四筆交易使安隆稅前利潤增加了五點七八億美元，其中一九九九和二〇〇〇年度增加的稅前利潤為七點三四億美元，二〇〇一年一至六月減少的稅前利潤為一點六五億美元。在這二十四筆交易中，安隆通過將資產賣給 LJM2 確認了八千七百三十萬美元的稅前利潤；LJM 購買安隆發起設立的特殊目的機構的股權和債券，使安隆確認了二百四十萬美元的稅前利潤；LJM 受讓安隆關係企業的股權，使安隆獲利一千六百九十萬美元；安隆與 LJM 共同設立五個特殊目的機構，並通過受讓 LJM2 在這五個特殊目的機構的股權等方式，確認了與風險管理活動有關的稅前利潤四點七一二億美元。安隆通過上述交易確認的五點七八億美元稅前利潤中，一點零三億美元已通過重新合併 LJM1 的報表予以抵銷，其餘四點七五億美元能否確認，尚不得而知。但安隆在二〇〇一年第三季度註銷對 V 類公司的投資就確認了十億美元虧損的事實，不得不令人懷疑安隆在一九九九和二〇〇〇年確認上述交易利潤的恰當性⁵。下表為經過調整後，安隆實際的財報狀況：

⁵ 參閱葛家澍、黃世忠著，安然事件的反思—對安然公司會計審計問題的剖析，會計研究月刊，二〇〇二年二月，第三頁。

表格 11 安隆財務狀況

單位：億美元

項目名稱	1997	1998	1999	2000	合計
淨利潤					
調整前淨利潤	1.05	7.03	8.93	9.97	26.80
減：重新合併 spe 抵銷的利潤	0.45	1.07	2.48	0.99	4.99
審計調整減的利潤	0.51	0.06	0.02	0.33	0.92
調整後淨利潤	0.09	5.90	6.43	8.47	20.89
調整後淨利潤占調整前比例	8.6%	83.9%	72.0%	86.5%	77.9%
債務總額					
調整前債務總額	62.54	73.57%	81.52%	100.23	----
加：重新合併 spe 增加的債務	7.11	5.61%	6.85	6.28	----
調整後債務總額	69.65	79.18	88.37	106.51	----
調整後債務總額占調整前債務總額的比例	111.3%	132.1%	108.4%	106.3%	-----

資料來源：參閱葛家澍、黃世忠著，安然事件的反思—對安然公司會計審計問題的剖析，會計研究月刊，二〇〇二年二月，第四頁。

第二項 美國特殊目的機構之會計處理

美國會計準則委員會(The Federal Accounting Standard Boards, FASB)公佈財務會計準則公報第一百四十號「金融資產之移轉及服務暨債消滅之會計處理準則」(以下簡稱「140號公報」)，為一般美國企業處理證券化時，所參酌之會計處理準則。依據140號公報，只要符合某些特定條件，特殊目的機構的資產及相關的負債及權益，就可

以不顯示在發起公司 (Sponsoring Company) 的資產負債表 (Off-Balance-Sheet)。申言之，特殊目的機構的資產及負債可以不必與發起公司合併處理。安隆亦是利用此項特性，用高價移轉讓售資產給特殊目的機構，虛增公司利益。並利用特殊目的機構向銀行、保險公司、退休金及個別投資者籌募資金。更且，因為特殊目的機構所累積債務不必併入安隆的資產負債表，因此掩護了安隆的信用評等。

依據 140 號公報之規定，特殊目的機構若屬於合格的特殊目的機構 (Qualifying SPE)，其資產及負債得免併入發起公司或其關係企業的財務報表。而合格的特殊目的機構為符合下列條件之信託或其他合法機構：

一、特殊目的機構與讓與人有明顯的區別

如至少百分之十以上的受益權利公正價格係由獨立第三人所持有，或是此項移轉係屬於被保證的「不動產抵押貸款證券化」。若是屬於未被保證的「不動產抵押貸款證券化」，便需隨時保持百分之十的要求⁶。

⁶ It can not be unilaterally dissolved by the transferor, its affiliates or its agents and either (1) at least 10% of the fair value of its beneficial interests is held by independent third parties or (2) the transfer is a guaranteed mortgage securitization. The 10% requirement (for non-guaranteed mortgage securitizations) must be met at all times including the ramp up or wind down phase of a deal. When not met, the SPE is no longer qualifying and may need to be consolidated. See, Marty Rosenblatt, Jim Johnson and Jim Mountain, Securitization Accounting under FASB 14 0, 2nd edition, January, 2002, at 13.

二、特殊目的機構所能從事的活動受到重大限制。

活動內容係在設立 QSPE 或成立移轉資產受益權利之法律文件中完整載明，而只能經讓與人或其聯屬企業或其代理人以外之受益權利持有人多數決定之核准才能作重大變更⁷。

三、特殊目的機構對其所持有之資產有如下限制。

- 1 須屬於消極性金融資產(Passive Financial Assets)。
- 2 與售與獨立第三人之受益權利有關之消極性衍生金融商品。
- 3 保證或抵押權性質之金融資產，目的在使他人若無履行約定之服務時或未能及時給付償還義務提供服務之權利。
- 4 提供服務之權利；與所持有金融資產之變現有關而暫時取得之非金融資產⁸。
- 5 現金和暫時性投資(Temporary Investments)需在分配利益給證券持有人前為之。

四、限制資產的允許買賣、交換、賣權(puts)或分配。

- 1 所發生之事件係在設立 QSPE 或成立移轉資產受益權利之法律所明定，且不受讓與人或其他關係企業(affiliates)或其代理人控制，而

⁷ 參閱王文宇、黃金澤、邱榮輝合著，金融資產證券化之理論與實務，元照出版有限公司，民國九十二年二月，第一版，第八之二十頁。

⁸ 參閱前揭書，第八之二十一頁。

該事件將造成該金融資產公平價值比 QSPE 取得時下跌達特定程度時。

- 2 受益權利持有(讓與人除外)執行受益權利，賣回特殊目的機構之賣回權予特殊目的機構(此處之受益權利包含賣回權)。
- 3 依設立特殊目的機構之法律文件明定由讓與人執行買權或 ROAP⁹，而移轉資產至特殊目的機構，或成立相關之受益權利。
- 4 依特殊目的機構設立時所訂日期而終止特殊目的機構或受益權已到期。

若特殊目的機構不符合其條件(稱為 Non-Qualifying SPE)，仍然可以免予與發起公司合併，但應決定係特殊目的機構由誰控制。美國特殊會計問題工作小組解釋函 EITF Topic D-14 基於「控制」觀點，作了三點反面規定，以限制發起公司對特殊目的機構過份控制或繼續承擔特殊目的機構營運的實質風險。一為獨立的第三投資者對特殊目的機構的權益只作象徵性的投資，相關的解釋函規定獨立投資者至少投資百分之十；二為特殊目的機構的營運活動並不獨立，實質上只是作為發起公司的代表，依照其意思執行活動；三為特殊目的機構對資產或負債營運的實質風險與報酬，直接或間接仍由發起公司承擔，而使獨立的第三投資者免於承擔殘餘風險(Residual Risk)¹⁰。

承上所述，合格的特殊目的機構，及非合格的特殊目的機構但非發起公司所能控制，其財務亦得不與發起公司合併申報之。安隆相關

⁹ ROAP(Removal-of-Accounts Provision)係指移除已列入移轉資產之權利。參閱前揭書，第八之二十一頁。

¹⁰ 參閱林柄滄著，SPE 是啥玩意兒從資產負債表上消失-脫離母體控不住，會計研究月刊，民國九十一年三月，《<http://www.deloitte.com.tw>》。

的三千個特殊目的機構，安達信會計師事務只承認對其中一個 SPE(即 LJM1)發生判斷錯誤而未將其資產及負債與安隆合併。另一個 SPE(即 Chewco) 未與安隆報表合併，則係因安隆隱瞞資訊所致。而「薩班法」為避免再發生類似弊案，已要求公司應於財務報告中揭露各種資產負債表外之交易(含未合併編制之特殊目的機構交易)¹¹。

第三項 我國之相關規定

我國金融資產證券化對特殊目的機構的相關規定，是否會使特殊目的機構流為「資產負債表外交易」及創始機構虛增公司利益之工具，應以目前本條例對特殊目的機構之會計規定觀之。

首先，特殊目的公司受讓資產會計處理符合一般公認會計原則，參照本條例第九十二條第四項規定，特殊目的公司及其控制公司不適用應編制關係企業三書表之規定。其立法理由指出：「按特殊目的公司依金融資產證券化計畫受讓資產，且符合公認會計原則者，在會計處理上，應可認為已將創始機構與特殊目的公司之資產予以隔離，屬於真正買賣，不致於發生混淆之情事，爰參考日本「資產流動化法」第一百五十五條之規定，明定得免除特殊目的公司及其控股公司有關關係企業相關報表編製義務之要件，以配合真正買賣之認定。」承上所述，應係指符合「買賣」條件者，特殊目的公司與「控制公司」即不需適用編制關係企業三書表之規定。而依本條例第五十四條之規定，特殊目的公司僅能為一人股份有限公司，其股東應為金融機構且不得與創始機構為關係企業。承前所述，本文以為實難以想像創始機構如

¹¹ 參閱朱應舞著，美國立法嚴杜假帳 國內各界引為鑑戒 任重道遠的美國企業革新法案，會計研究月刊，第二百零二期，民國九十一年九月，第二十二頁。

何成為特殊目的機構之控股公司。故該條之立法主要應為規範特殊目的的公司及其控制公司，並無法規範特殊目的公司與創始機構。再者，若屬於特殊目的的信託，其與創始機構間係發生「信託讓與」而非「真正買賣」，且該受託機構與創始機構亦非關係企業，其與創始機構間亦無需合併編列財務報表。

第四項 小結

安隆所設立之特殊目的公司是否為 140 號公報上所指合格特殊目的的機構，實無法一概而論，但其大部分都符合由獨立第三人注入百分之三(現已更改為百分之十)之資本。且安達信會計師事務所只承認對其中一個 SPE(即 LJM1)發生判斷錯誤而未將其資產及負債與安隆合併。另一個 SPE(即 Chewco) 未與安隆報表合併，則係因安隆隱瞞資訊所致。而「薩班法」亦已要求資產負債表外之交易應於財務報表中揭露。

若以安隆案所浮現之會計問題觀之，其之所以發生安隆是否應與特殊目的機構合併編列財務報表之爭議，主要係因安隆擁有該特殊目的的機構之股份，並可控制該特殊目的的機構，為虛增盈餘及短漏負債。惟若以我國特殊目的的機構或其股東不得為創始機構關係企業之規定而言，實無法想像創始機構得對特殊目的的機構有所控制。且本條例中亦規定，特殊目的公司與創始機構間屬於「真正買賣」時，特殊目的的機構與控制公司無需共同編列似乎也無實益性，因為真正需要防範者為創始機構對特殊目的的機構之利用。故應參酌「薩班法」要求公司於財務報告中揭露各種資產負債表外之交易，以確保投資大眾之權益。

第三節 安隆與特殊目的機構間之交易

在這次的破產事件中，安隆很明顯的誤導了投資大眾及員工，並證明了在現前美國的法律架構下，特殊目的機構可以被巧妙的操作。紐約時報簡單地解釋這個問題是「一個相同的金融工具可以被用來創造金融資產證券化，也可以精巧地被用來對合夥關係偽裝和佈置陷阱，而這導致安隆的破產¹²。」惟令人質疑的是，即使安隆運用特殊目的機構來掩飾其虧損，但其間之交易過程是否仍屬於所謂的「真正買賣」，若其非屬於「真正買賣」，而係屬於「有擔保債權(Secured Loan)」又會對購買資產擔保證券(ABS)的投資人造成何種影響。故在本節中，將探討安隆與特殊目的機構間之交易過程，並探討在美國判例法、會計法規、破產法對「真正買賣」要件之認定。

然，我國有關「真正買賣」之規定已在第四章第三節第二項有關特殊目的公司破產隔離機制中討論。此外，目前僅有本條例第八十三條第二項之規定，並將其認定方式交由會計處理，但我國相關之會計準則尚未制定完成。故我國相關之規定在本節略而不論。

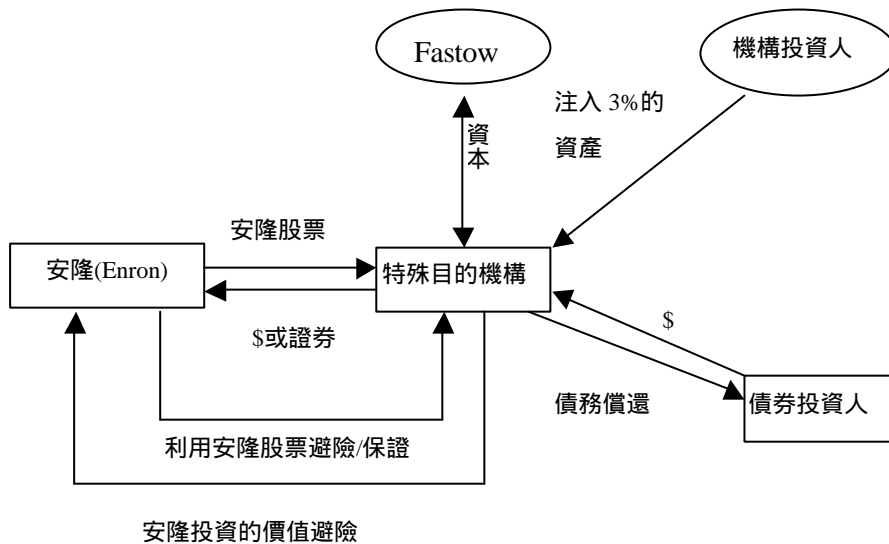
第一項 安隆的交易過程

在一個典型的交易下，安隆移轉自己的股票給特殊目的機構，用

¹² "The same financial tools used to create asset-backed securities securitizations were also used to construct the elaborately camouflaged and booby-trapped partnerships that have been blamed for Enron's collapse." Diana B. Henriques, *The Brick Stood Up Before. But Now?* See, N.Y. TIMES, Mar 10 2002.

以交換現金或票據，同時安隆也會直接或間接地保證特殊目的機構的價值。依次，特殊目的機構以所取得的股票當作給付的方式，在安隆資產負債表上作特定投資，並以其價值加以避險。因為以股票價格上漲之歷史，安隆可以明顯地判斷被保證的風險如何移除。有關安隆與特殊目的機構間的交易，以法斯托所操控的特殊目的機構為例¹³，參閱下圖：

圖 19 安隆交易流程圖



資料來源：Steven L. Schwarcz, Enron, and the Use and Abuse of Special Purpose Entities in Corporate Structures, University Of Cincinnati Law Review, October 2002, at 2.

然而，僅依靠股價過去的歷史資訊作為長期投資的判斷是會導致錯誤。故當安隆股票的價格下滑時，特殊目的機構的價值也跟者滑落，並觸發安隆的保證；依次，這些保證的給付顯然地也減少了安隆股票的價格，並觸發其他的保證。當安隆的投資和安隆股票價格同時下滑

¹³ See, Steven L. Schwarcz, Enron, and the Use and Abuse of Special Purpose Entities in Corporate Structures, University Of Cincinnati Law Review, October 2002, at 2.

時，特殊目的機構缺乏足夠的資產去執行避險。甚且，在某些例子一開始便不足使特殊目的機構成為公正第三人(Third-Party Equity)¹⁴，此時便需考慮其是否應與安隆合併財務報表。

第二項 美國會計法上真正買賣之認定

在美國會計法上對真正買賣之認定，通常是參酌 140 號公報。其內容如下：以一種金融資產、一部份的金融資產或資產池的金融資產所為之證券化，讓與人應放棄對被移轉資產的控制，且以所收到的應收現金或其他收益為限視為報酬。所謂讓與人對於證券化資產放棄控制，下列三項條件(即符合下列三條件之證券化交易，方得視為買賣)：

一、資產的隔離(Isolation of Asset)

移轉的資產已經與讓與人(創始機構)隔離。並推定讓與人、讓與人之關係企業及債權人皆不得對該資產有所主張，即便讓與人及讓與人之關係企業破產或進入破產管理(Receivership)之狀態¹⁵。

二、資產的受讓人為合格的特殊目的機構(QSPE)

資產的受讓人(或是在兩段式的架構下，第二個受讓人)是合格的

¹⁴ Id. at 3.

¹⁵ “The transferred assets have been isolated from the transferor — put beyond the reach of the transferor, or any consolidated affiliate of the transferor, and their creditors (either by a single transaction or a series of transactions taken as a whole) even in the event of bankruptcy or receivership of the transferor or any consolidated affiliate.” Marty Rosenblatt, Jim Johnson and Jim Mountain, *supra* note 6 ,at 7.

特殊目的機構，且每個權益(包含負債型及權益型證券)的所有人有權去抵押(pledge)或交換他們的利益。如果發行機構不是合格的特殊目的機構，而出賣的會計只有在發行機構有權去抵押或交換資產時才能被承認¹⁶。

三、資產的讓與人對資產不得維持有效的控制(effectively maintain control)

資產的讓與人即使透過下列任何一種，仍屬無法有效控制資產：

- 1 協議要求讓與人買回受讓資產(或第三方的投資人買回合格特殊目的機構證券)在到期日之前(換言之，以預約或附買回協議(Repo)的方式使讓與人有權利和義務去買回)，或
- 2 有能力單方面使特殊目的機構或合格的特殊目的機構去返還特定的財產，除了「掃清買權¹⁷」(Cleanup Call)¹⁸。

¹⁶ The transferee (or, in a two-tier structure, the second transferee) is a qualifying special-purpose entity (“QSPE”) and each holder of its beneficial interests (including both debt and equity securities) has the right to pledge, or the right to exchange its interests. If the issuing vehicle is NOT a QSPE, then sale accounting is only permitted if the issuing vehicle itself has the right to pledge or the right to exchange the transferred assets. Id. at 8.

¹⁷ 所謂清掃買權(Cleanup Call)係指或其聯屬公(可能為讓與人)所持有之買權，目的在買入合格特殊目的機構中之「剩餘」移轉剩餘資產或受益權利，當該資產降至某一水準時，而致提供服務之成本超過利益時。參閱王文宇、黃金澤、邱榮輝合著，前揭書註7，第八之六頁。

¹⁸ The transferor does not effectively maintain control over the transferred assets either through:
(a) an agreement that calls for the transferor to repurchase the transferred assets (or to buy back securities of a QSPE held by third-party investors) before their maturity (in other words, the agreement both entitles and obligates the transferor to repurchase as would, for example, a forward contract or a repo); or

第三項 判例法上真正買賣之認定

決定任何特殊移轉是否屬於真正買賣是一種特殊案例的分析。雖然分析沒有一致的標準，但判例法也創造了對於決定是真正買賣或有擔保債權(Secured Loan)的綜合性判斷因素。而這四個因素分別為追索權(Recourse)、保留權利(Retained Rights)、價格(Pricing)及帳戶管理(Administration of the Accounts)，茲分述如下¹⁹：

一、追索權(Recourse)

追索權為信用增強的方法之一，且其本質為讓與人對受讓人間決定是真正買賣或有擔保債權的一個重要因素。因為追索權係指當壞帳發生時，受讓人得向讓與人追索，故此時即由讓與人承擔風險。而對真正買賣或有擔保債權的基礎判斷標準便是風險分配(即風險由誰承擔)，惟有部分的追索權存在並一定會被認定非屬於買賣，然而多數都會被認為其性質為擔保債權。

二、保留權利(Retained Rights)

所謂保留權利係指讓與人對財產所擁有的權利並未全部移轉給受讓人。真正買賣的受讓人通常考慮由所得財產獲得大部分的權利。相反地，若為擔保債權人，其對於抵押品的權利範圍較小。結果，讓與

(b) the ability to unilaterally cause the SPE or QSPE to return specific assets, other than through a clean up call. (See discussion on page 16 of cleanup and other types of calls.) Id. at 8

¹⁹ Minh Van Ngo, Getting The Question Right On Floating Liens And Securitized Assets, Yale Journal on Regulation, Winter 2002, 《<http://www.westlaw.com>》

人對財產保有越多的權利，則越顯示該交易是屬於擔保債權而非真正買賣。

三、價格(Pricing)

偽裝保留權利和追索權的方法就是去建立能夠隨受讓資產調整價格的結構。換言之，使受讓資產的價格因盈餘而增加或虧損而進行調整。此種可被調整的價格暗示其可能為有擔保債權而非真正買賣。且若資產的價格根據某些金融指標(Financial Index)，如基本利率(Prime or Base Rate)，也暗示該交易為有擔保債權而非真正買賣。申言之，價格的形式若是固定價格則越接近真正買賣。

四、帳戶管理(Administration of the Accounts)

法院有時候承認以帳戶的管理來決定是「真正買賣」或「有擔保債權」。特殊目的機構對於收款的過程有越多的控制，則該「讓與」就越會被認為是真正買賣。其背後的基本原理為真正買賣應使買受人有完全的所有權。如果特殊目的機構已購買應收帳款，它們的性質就應被完全的控制。此時，特殊目的機構可以自己收取應收帳款或放置於獨立的收款機構。惟在正常狀況下，特殊目的機構亦可任命創始機構為收款機構，且如果符合某些標準，這項安排並不會取消交易架構下的買賣本質。首先，創始機構必須擔任特殊目的機構之代理人。第二，若創始機構所收取的費用接近由獨立收款機構和特殊目的協定之公平費用。第三，特殊目的機構有權在任何時候取代創始機構為收款機構。故，法院在判斷是否為真正買賣時，應以特殊目的機構是否有權利決定收款的機構和過程，惟特殊目的機構是否能夠完全控制所有的收款過程則非必要。

第四項 美國破產法之規定

美國破產法對於證券化交易的架構扮演了重要的角色。其除了對於合格的信評機構給予法源外，且在發行機構之母公司或發起者破產時，給予發行機構其處理證券及資產的方法²⁰。而依美國破產法第九百十二條之規定，若要將證券化資產排除於創始機構之破產財產，認定為真正買賣，必須符合下列兩點²¹：

- 1 以自債務人之資產中移除的意圖將交易的金融資產(如，會計上的應收帳款)出賣。
- 2 在證券化中至少一個導管或證券層級被發行，且在該證券最初發行的時候，被一個或多個全國性認可統計評等機構(Nationally Recognized Statistical Rating Organizations , NRSRO)評價為投資等級。

上述破產法第九百十二條造成了兩個影響。第一，它強迫法院接受金融資產證券化中真正買賣性質，而無論經濟學上的交易。該條允許創始機構可對該資產擁有買權，即風險歸屬於創始機構時，仍屬於真正買賣，不論美國統一商法、會計規則或揭露規則等如何規定。故，該條亦允許創始機構在出賣資產時，但其仍保有未揭露之風險。第二，且為了將其視為買賣，創始機構與特殊目的機構需有一個私下協定，用以表明資產是在意圖下移出創始機構之破產財產。在第五百四十四條以下，這樣的秘密協定是被視為不完善的證券利益且在破產上為無

²⁰ See, Robert R. Veach, Jr, Securitization Of Assets, Bulletin of the Business Law Section of the State Bar of Texas, March 1993, at 31.

²¹ Jonathan C. Lipson, Enron, Asset Securitization And Bankruptcy Reform: Dead Or Dormant ?, Journal of Bankruptcy Law and Practice, January/February 2002.

效²²，但第九百十二條破產法卻切斷了第五百四十四條取消證券化的權利。另外，第九百十二條尚有透明度的問題，將在第五節資訊公開中有關信評機構之部分加以論述。

而與上述相關的規定，尚有美國破產法第三百六十二條有關「自動停止(Automatic Stay)」的規定。依該法之規定，聲請破產或公司重整時，為了避免破產財團的減少，對於申請對象法人一切債權的取得、回收或實行擔保等，不需任何手續自動停止。故若其被判定為有擔保債權，則發行機構給付給投資者之現金流量便會停止。此外，第五百四十八條規定了有關詐欺轉讓的否認。即否認對象的行為是在破產申請一年內的行為，且以詐欺為財產移轉的意圖或是在不能支付時以合理代價（Reasonably Equivalent Value）移轉資產²³。

第五項 小結

安隆是一個濫用特殊機構的案例，而其使用特殊目的機構和一般金融資產證券化的原型有些許不同。尤其係在有關移轉損失的風險給特殊目的機構。在典型的金融資產證券化架構下有真正買賣的發生，即創始機構移轉證券化資產損失的風險給特殊目的機構和投資者。而在安隆與其特殊目的機構交易的模式中，安隆並未真正移轉損失風險給機構。雖然安隆擁有權利要求特殊目的機構去購買預先決定資產的價格，但當價格是下跌時，這樣的權利是危險的，因為特殊目的機構是完全以安隆的股票為投資。因此，當安隆的股票和資產價值下滑時，這些特殊目的機構即無法完全執行避險。再者，在典型的金融資產證

²² See, The Professors' Letter, 《[http:// www.abiworld. org/research](http://www.abiworld.org/research)》.

²³ 參閱邱榮輝著，金融資產證券化的經濟利益和投資者保護，月旦法學，第八十八期，民國九十一年九月，第一百七十八頁。

券化中，必須真正的做到真實出售。然而，在證券化損失的交易風險未完全的移轉給特殊目的機構，而是創始機構保有某種程度的風險。因此，安隆使用特殊目的機構與一般金融資產證券化的原型間之不同在於程度²⁴。故承上所述，依美國的會計規則及判例法上之判斷而言，安隆與特殊目的機構間之交易，有可能因未完全移轉風險或安隆對其仍有實質之控制，而被判斷為「非真正買賣」。但若以目前美國破產法第九百十二條如此寬鬆的認定標準，安隆未來在破產法庭上，仍有可能被判定為「真正買賣。」

而我國目前對於真正買賣的規定並不完善。而在我國破產法僅有在第七十八條有撤銷詐害行為之關規定。本文以為在參照上述美國之判例法、破產法及會計法規後，為避免產生類似安隆的情況(創始機構破產亦使特殊目的機構產生無法給付之情況)，應注意下列兩種情況：

1.由賣方提供追索權(Recourse to Seller)的外部信用擔保

當發行人不是銀行時常使用此方式。即約定某一比率之下的壞帳，由賣方提供保證，當壞帳發生時，可以向賣方追索。但在安隆的情況，可以發現當安隆破產，特殊目的機構縱使有權對安隆為追索來填補壞帳，亦於事無補。

2.收款機構(Collection Agent)不得為創始機構

本條例並沒有對收款機構之規定，但觀服務機構之定義為管理及處分信託或受讓資產之機構，其應包含收取款項之功能。本文以為，若由創始機構擔任服務機構，應委由其他金融機構為收款機構。雖然

²⁴ See, Kenneth N. Klee and Brendt C. Butler, Asset-Backed Securitization, Special Purpose Vehicles And Other Securitization Issue, UCC Law Journal, Volume 35,2002, 《<http://www.westlaw.com>》.

本條例第八十四條第二項規定，「服務機構應將受讓資產與其自有財產分別管理，其債權人對該資產不得為任何之請求或行使其他權利」，但其實際上並未表明特殊目的機構對該資產有所有權。故若創始機構破產，該筆資產可能遭到凍結並受到其他債權人主張，此時特殊目的機構需另行訴訟程序始能取回資產。目前台灣工銀之企業應收帳款證券化亦是以中國信託擔任這個角色。申言之，收款帳戶應至於與創始機構非關係企業之機構。

第四節 獨立董事之設立

一般而言，公司的監督機制可分為內部與外部監督。內部的監督主要來自董事、監察人及股東大會等；外部的監督，來自政府的行政監督及市場監督。惟應注意的是，美國並沒有監察人制度，所以只能從董事扮演的角色去設計監察的功能，故其有獨立董事²⁵之制度，且在董事會下通常亦在設有審計、薪酬、提名或公司治理委員會。

而安隆破產的原因，除其本業表現不佳外，其執行長史基林、財務長法斯托及其他高階主管亦涉及隱藏安隆財務虧損及中飽私囊。如執行長史基林在二〇〇一年上半年，曾出售價直達一千七百五十萬美

²⁵ 學者有認為「獨立董事(Independent Directors)」又稱為「外部董事(Outside Directors)」或「非執行董事(Non-Executive Directors)」，係指董事由非公司之內部人士擔任。申言之，三者為同一概念。惟本文以為，所謂外部董事為一廣義概念，主要係指由非公司內部人士(非公司員工)擔任之董事；獨立董事則為無重大利益關係(Significant Relationship)人士所擔任之董事。惟所謂無重大利益關係之解釋，則有賴立法解釋。前述見解，參閱曾宛如著，公司管理與資本市場法制專論(一)，學林文化事業有限公司，民國九十一年十月，一版，第四十九頁和王文宇、黃金澤、邱榮輝合著，前揭書7，第7-16頁。

元的股票，該期間安隆股價下跌百分之三十九，二千年利用出售認股權選擇權的方式，賺進一點二三億美元。而法斯托利用其主管合夥事業的方便，從事內線交易，作假帳，掩飾虧損事實，從公司至少賺進三千萬美元。在安隆十七席的董事，僅有兩位屬於內部董事(董事會主席肯尼斯·雷及執行長傑夫·斯基林)，其餘皆為具有會計背景及資深的管理經驗的外部董事(當中亦有八名符合獨立董事之資格)。且審計委員會的七名委員全由獨立的董事組成²⁶。而這些獨立董事是遭到安隆董事長以充斥含糊數字的財務報表加以蒙蔽；但另一方面，他們亦有怠忽職守、默許可疑的交易，並縱容安隆高層以各種關係吸盡公司的資金。故在本節將探討安隆的董事制度及其索引發之問題，及美國對獨立董事和我國法對獨立董事的規範，以瞭解獨立董事之定義及報酬給付之問題。此外，證券化的重要關係人，是否有引進獨立董事之必要。

第一項 安隆的董事制度

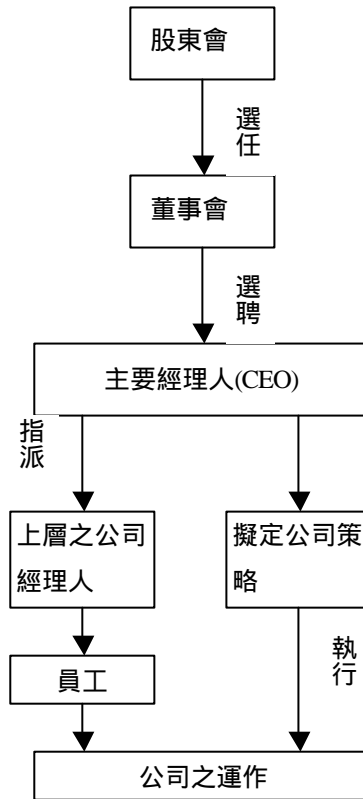
美式公司治理模式，強調最終的控制權應掌握在公司股東手上，即由股東會選任董事，再由董事選任經理人(CEO)。惟實際運作的結果，大部分的權力卻不是掌握在董事會或股東手上，而是在公司經理人(CEO)手上。據研究，此乃因美國的大型公司之股權極度分散，無法在股東會上發揮影響力。此外，公司的董事會中之內部董事(Inside Directors)通常為經理人，而外部董事(Outside Directors)則通常為公司經理人之「好友」。再者，經理人亦往往控制提供給董事會成員的公司資訊。因此，在公司董事會成員並不充分了解其公司財務的狀況下，實在很難適時舉出經理人對於公司策略之不良²⁷。下圖為美國公司運

²⁶ 參閱葛家澍、黃世忠著，前揭文註5，二〇〇二年二月，第十頁。

²⁷ 參閱劉連煜著，公司監控與社會責任，五南圖書出版有限公司，民國八十

作之方法：

圖 20 美國公司運作方法



資料來源：參閱劉連焜著，公司監控與社會責任，五南圖書出版有限公司，民國八十四年九月，第一百十九頁。

安隆亦顯現出上述同樣的問題。安隆的董事會雖擁有十五席的外部董事，卻仍無法防杜弊案之發生。且事實顯現出，安隆的經營管理大權勢操縱執行長史基林(Jeffrey K.Skilling)、財務長法斯托及其他高階主管之手中。雖然安隆的董事會對其所知且可能已(應)知安隆本質與競爭市場所浮現的市場價值有很大的價值差距，但其並未對此提出任何

四年九月，第一百十九頁至第一百二十頁。

異議，此亦可能違反董事的 Fiduciary of Duty²⁸。此外，安隆的管理階層對許多問題的訊息亦編造了謊言。

再者，有學者指出安隆的董事會錯誤亦顯現在董事報酬和選擇權 (Selection)上。經濟財務學者提出「最適薪酬契約(Optimal Compensation Contracts)」，即該薪酬契約主要係以權益為基礎的薪酬，簡單的說，就是以股票分紅的方式，其中又以股票選擇權所佔的比重為最大。雖然高額的報酬可能可以要求董事達到獨立性，但董事的管理的問題可能會對她或他的再任命造成壓力。更且，以股份為基礎的董事報酬雖然可能會增加董事身為股東的動力，但也會增加一種正反的情緒即去掩飾可能會使股價下滑的事實。這兩種的衝突打開了難預見 (low-visibility)拘束力，此次更衝擊的董事的獨立性²⁹。故對於如何去設計董事的薪酬契約，亦形成了重要課題。

第二項 美國對獨立董事之規範

獨立董事係指與公司之經營團隊並無實質財務或業務關係，以期能達成立場超然獨立，並進而有效監督公司之經營團隊³⁰。而自一九三一年起，美國的證管會就已建議，公開發行公司應設置獨立董事。到一九九七年，美國證券交易所在上市條件中規定上市公司應該設置

²⁸ 在英美法上之 Fiduciary of Duty，有將其直接翻譯為忠實義務。然，所謂 Fiduciary of Duty 應係包含 duty of care 和 duty of loyalty。前者對應我國法之規定，應指所謂善良管理人之注意義務；後者則為公司法第二十三條第一項所指之忠實義務。參閱曾宛如著，前揭書註 25，第六頁及第二十一頁。

²⁹ Jeffrey N. Gordon, What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections, University of Chicago Law Review, February 2002, p1242.

³⁰ 參閱王文宇著，公司與企業法制，元照出版有限公司，民國八十九年五月，第四十九頁。

審計委員會，聘請獨立董事。在一九九八年，密西根州在修改公司法後，始給予獨立董事比較周延的法律授權³¹。惟實際上，所謂的「獨立董事」的概念，在美國並沒有一個通用的定義，如上市公司依照紐約證券交易所上市公司手冊—303 條款，獨立董事的定義：獨立於管理層，董事會認為其作為一名審計委員會成員與任何影響行使獨立判斷能力的關聯方無任何關係。上市公司或其子公司內的經理和雇員都不能作為獨立董事；納斯達克美國證券交易所協會章程（規則 D 的第二部分），獨立董事的定義：不是公司或其子公司的經理、雇員，也沒有任何董事會認為在其履行董事職責時可能影響其獨立判斷的關係³²。

依「薩班法」所擬定之有關公司治理的規定，獨立董事之人數應占董事會成員之百分之五十至百分之七十。而所謂的獨立性，係指獨立超然的董事不得與公司有重大利益關係（Significant Relationship），不論是直接或成為合夥人、股東、或公司之高級主管。所謂「重大利益關係」依照紐約證券交易所的分析，係指如具有商業關係、慈善捐助關係、產業關係、金融往來關係、諮詢顧問關係、法律委託關係、會計查核委託關係及家屬親屬關係。如果董事會認為確無重大利益關係，也要在給公司所有股東有關股東常會的徵求委託書中文件中，揭露董事會做這種認定的基礎。此外，依照紐約證券交易所建議，下列行為足以認定為欠缺獨立性³³：

³¹ 參閱伍忠賢著，*公司治理的第一本書*，商周出版，民國九十二年一月，第一百五十九頁。

³² 參閱楚特立(Terry M.Chuppe)著，*公司治理和獨立董事的作用——美國的經驗*，《<http://www.e521.com>》。

³³ 參閱劉紹樑著，*從莊子到安隆—A+公司治理*，天下雜誌股份有限公司，民國九十一年十一月，第二百七十三頁。

- 1 曾為公司的員工而離職為未滿五年。
- 2 現為或五年內曾為公司現任或過去委託的查帳工作會計師事務所員工，或五年內與它有聯屬關係。
- 3 現在或過去五年內，此人和公司有相互擔任董事之關係。
- 4 其他具有直接親屬的任何人。

至於董事薪酬多寡之設計，美國的公開發行公司，在董事會下成立所謂的薪酬委員會 (Compensation Committee)，而其通常係由外部董事擔任，以確保擔任實際經營者之董事(執行董事，Executive Directors)無法圖利自己。且由於外部董事並不實際參與公司實際經營，是以其若有現金報酬的話，無非是顧問費(Retainer)、開會給付 (meeting fee)、委員會費用(Committee Fees)及席次費用(Chair Fees)等，若加總計平均約為二萬七千五百美元。除此之外，外部董事亦有可能取得股份(通常其買賣附有限制)或股份選擇權³⁴。惟，獨立董事是否得持有股票或選擇權，則應視所謂重大利益關係如何規定。此外，關於薪酬多寡並無相關強制規定。

第三項 我國對獨立董事之規範

修訂前公司法第一九二條規定董事以具股東身份者為限，董事會應由董事三人以上組成。惟依民國九十年修訂後之公司法已取消董事應具備股東資格的限制。此外，若為上市公司，依上市審查準則補充規定第十七條規定，董事會成員應至少有五人。自民國九十一年二月

³⁴ 參閱曾宛如著，前揭書註 25，第八十七至八十八頁。

起，申請上市（櫃）公司，董事會成員中應包括至少獨立董事二人，且獨立董事中至少一人須為會計或財務專業人士。且依公司法第二百零八條規定，公司董事會可設置常務董事，於董事會休會時，依法令、章程、股東會決議及董事會決議，以集會方式經常執行董事會職權³⁵。

承上所述，若為上市（櫃）公司，因其股票流通性較廣、對投資人影響較大，則規定董事須有獨立董事。惟有關獨立董事其「獨立性」之規範，依上市審查準則第九條、補充規定第十七條及上櫃審查準則第十條，應具有五年以上商務、法律、財務或公司業務所需工作經驗之自然人，且不得與申請公司或其關係企業有下列關係：

- 1 申請公司之受僱人，或其關係企業之董事、監察人或受僱人。
- 2 直接或間接持有申請公司已發行股份總數百分之一以上之自然人股東，或持股前十名之自然人股東。
- 3 前二點所列人員之配偶或其二親等以內之直系親屬。
- 4 直接持有申請公司已發行股份總數百分之五以上法人股東之董事、監察人或受僱人，或持股前五名法人股東之董事、監察人或受僱人。
- 5 與申請公司有財務或業務往來之特定公司或機構之董事、監察人、經理人或持股百分之五以上股東。
- 6 為申請公司或關係企業提供財務、商務、法律等服務、諮詢之專業

³⁵ 參閱我國公司治理，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，民國九十一年十二月，第八頁。

人士、獨資、合夥、公司或機構團體之企業主、合夥人、董事(理事)、監察人(監事)、經理人及其配偶兼任其他公司之獨立董事或獨立監察人超過五家以上。

我國對於董事報酬的規定，茲參酌公司法第一百九十六條，董事之報酬，未經章程訂明者，應由股東會議定。若為獨立董事，參酌上市上櫃公司治理實務守則第二十六條，上市上櫃公司應於章程或依股東會決議明訂董事之薪資報酬，對於獨立董事得酌訂與一般董事不同之合理薪資報酬。此外，依上述有關上市(櫃) 審查準則規定，其限制了獨立董事所能持有股份的總數，故在作我國獨立董事薪酬給付結構之設計時，亦應考量是否得分配股份或選擇權。

第四項 設立之必要性

依上市(櫃)審查準則規定，需設立獨立董事者僅限於上市上櫃公司。而在金融資產證券化中，特殊目的機構是否有設立獨立董事之義務，亦應視其是否為上市上櫃公司。且有學者以為，設立特殊目的機構應僅為了單獨取得融資，創始機構發起公司亦不在乎對特殊目的機構是否取得實質控制權，故法律上應該要求其設立一定比例的獨立董事，且有獨立董事的設計更能吸引投資人³⁶。惟本文以為，對於是否有設立獨立董事之必要，應以特殊目的機構之特性及本條例對其所作之規範加以考量，此外，亦應思考立法者在設立獨立董事時，其職權設計主要是兼具監督、為公司之決策及執行。茲針對特殊目的公司及特殊目的信託之設計分別論之。

³⁶ 參閱王文宇、黃金澤、邱榮輝合著，前揭書 7，第 7-16 頁。

在特殊目的公司的組織中，除董事、監察人外，尚有監督機構。特殊目的公司雖屬於公司法上的一人公司，但其卻排除了許多公司法之規定，且設有許多特別規定。首先，在消極資格方面，董事及監察人為避免利益衝突之情事，並確保其獨立性(此類似英美法所謂重大利益關係)有本條例第六十三條第二項³⁷之設計；而監督機構亦不得為創始機構、服務機構，且與特殊目的公司及其控制公司不得為同一關係企業。第二，若以其董事及監督機構之職權而言，董事主要為公司執行職務；監察人主要為檢查業務；監督機構可為執行訴訟上或訴訟外、文件之調閱、聽取特殊目的機構之報告、出席於投資人會議、投資人會議決議之執行等。第三，由於特殊目的機構功能為充當證券化的導管體，故其本身在業務的行使上、資金的運用上都受到很大的限制。故，承上所述，在董事、監察人及監督機構三者所能呈現之執行與監督的功能與獨立董事相同(有關獨立董事與特殊目的公司董事之比較詳參附件二)，且又有「獨立性」之設計。此外，英美法之所以在特殊目的公司中設立獨立董事，是因其無監察人及監督機構之設計。對於是否有設立「獨立董事」之必要，實再三斟酌。

此外，若為特殊目的信託，雖在本條例中僅有信託監察人之規範，但信託業本身通常為股份有限公司，故其亦有董事及監察人之設計。在其信託資產的運用方面有本條例第十四條及信託業法第二十五條以下之限制。而在信託監察人之消極資格方面，依本條例第三十條之規定，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。且其「利害關係人」之定義需參酌信託業法及銀行法，其限制似又比「獨立董事」為嚴格。然，本文以為，若以整個信託業觀之，其公司資本龐大(依信託業設立標準第三條為新台幣二十億元；

³⁷ 本文以為第六十三條第二項所指之「負責人」，範圍過於狹隘，應作類似上市(櫃)審查準則之規定，擴大排除範圍，始更能確保其獨立性。

銀行兼營信託為新台幣五千萬元)，且亦有可能同時信託數份資產，故可考慮設立獨立董事之必要。但若欲以單一信託資產設立獨立董事，似無必要。

第五項 小結

安隆在設立獨立董事之後，仍發生虧空及舞弊，並導致破產。明顯地，獨立董事並未發生監督之功能。而「薩班法」為提昇董事的監督功能，其提高獨立董事成員至應佔比例之百分之五十至七十，且紐約證券交易所亦制定有對重大利益關係及消極資格之規定。再者，反觀我國上市(櫃)審查準則雖僅要求獨立董事至少兩名，但在消極資格方面亦包含與關係企業之有一定之關係，其規定不可謂之不嚴。惟對於特殊目的機構是否應導入獨立董事制度，仍需再加以審慎考量。否則，在數個執行及監督機構下，可能反形成效力不彰、浪費公司治理成本。另外，目前依證券商公司治理實務守則第二十二條規定，經股東會決議「得」設置獨立董事者。其並非如上市(櫃) 審查準則之強制規定。

最後，在董事報酬部分，應考量如何將報酬與表現相連結及董事之利益與股東利益結促進成長³⁸。雖然，安隆亦顯現出持有選擇權或股份的董事對於股價下滑的矛盾情節，以致造成資訊公開之阻礙。但對於何種報酬結構較能使董事達到「獨立性」，實務上無定論。惟有疑義者，上市上櫃公司治理實務所謂對於獨立董事得酌訂「與一般董事不同之合理薪資報酬」究指為何？且若較一般董事為低時，仍使其與一般董事負相同的責任義務，是否合理，未來仍有賴立法者加以考量。

³⁸ 參閱曾宛如著，前揭書註 25，第八十七至八十八頁。

第五節 資訊公開

在安隆案的影響下，美國的證券市場暴跌。而投資人賴於投資判斷的準則，企業的財報資訊、承銷機構分析師的推薦、信評機構及會計師的審計報表，亦都未真正反映出安隆的現況，故造成投資人極大的損失。所謂自己責任原則係指投資人因為自己判斷所作證券投資，若因此造成損失便需自行負責，其重要前提為其必須處於一個資訊公開且被公平揭露(Disclosure)的情形之下。而在本條例中，其過程複雜且具有高度的專業性，投資人對證券化商品的投資判斷，亦端賴這些機構所提出的資訊。故在本節將探討在有關安隆案中，有關企業、承銷機構、信用評等機構及會計師所暴露之弊端，探討其為何無法誠實且公正的為資訊揭露(欠缺獨立性)，美國薩班法對此問題的因應之道。並以我國目前相關規定對應之。

第一項 企業資訊公開

所謂企業資訊公開制度，即是針對公開發行公司應對其營業及財務狀況等企業資訊，正確且公開地揭露，以供證券投資人為證券投資判斷參考的依據。同時藉由資訊揭露，除可使政府及社會大眾廣泛瞭解企業的經營狀況外，亦可嚇阻企業經營者違法濫權之事³⁹。而針對安隆公司事件所衍生出一連串公司治理問題及財務揭露等弊端，美國證管會目前正研議一系列有關公司資訊揭露新的規範。該項改革計畫，將包括財務報告、揭露規範、會計標準、稽核程序及專業，以及公司治理等⁴⁰。而薩班法第四百零一條以下提出了加強資訊揭露之規

³⁹ 參閱廖大穎著，「論證券市場與投資人自己責任制度」，法學叢刊，第一百七十八期，民國，第一百十六頁。

⁴⁰ 參閱林坤鎮著，從美國安隆公司案件看會計師業者之自律與利益衝突之迴

範，其內容如下⁴¹：

- 1 證券發行公司應以「簡明易懂」的文字「即時」披露公司財務狀況或營運狀況的重大變動，包括營運趨勢、質及量之資訊。
- 2 在提交給 SEC 的定期報告中披露所有的資產負債表外交易。
- 3 提高證券發行公司對預測的財務狀況的披露。
- 4 證券發行公司制定對高層財務人員的道德守則，若未制定道德守則，應當說明原因，且在道德守則出現變化或者廢棄時進行即時披露。
- 5 審計財務報表要反映所有由審計師指認的「實質性的校正調整」。
- 6 年度報告應包含「內部控制報告」。

第二項 承銷機構及證券分析師

安隆證券的承銷機構為花旗集團、高盛及美國銀行證券(花旗和美國銀行同時亦是安隆的債權銀行)被機構投資者控告，指摘它們在去年十月安隆瀕臨崩潰之際，其分析師仍向推薦投資者購買證券，導致逾億美元損失。國會首席調查人員羅奇說：「我們的證據顯示，假使沒有這些大金融機構的自願性積極附和甚或進一步將安隆的行為發揚光大，安隆不可能成功地進行這種牽涉數以十億美元的會計詐騙。」他又指出，有證據指部分銀行在明知安隆財報有誤導性之下，讓投資者

避，證管雜誌，第二十卷第四期，民國九十一年四月。

⁴¹ <http://www.goodjobsfirst.org/crp/oct03.htm>

倚賴其財報來作出決定⁴²。而投資管理公司 Silvercreek 入稟紐約法院，指控花旗集團、高盛及美國銀行證券，罔顧安隆財政混亂不堪，推薦安隆證券。而花旗、高盛及美國銀行三家承銷商向投資者積極推銷安隆證券時，正值公司財政開始呈現不穩，難免令人質疑它們這樣做，是為免於自己受損。原告表示，去年十月投資一點七五億美元安隆證券，損失一點二億美元。惟十月十九日，花旗仍發表唱好安隆的評論；二十五日，安隆財務問題浮現並提取三十億美元備用信貸，反映當時安隆營運資本緊絀。同日，花旗向原訴人出售最後一批證券，同時開始為安隆籌組十億美元有抵押備用信貸，用以償還部分舊債。此舉等同銀行一面確保本身免於貸款損失，一面將安隆高風險的債務推給投資者。而各投資銀行單是承銷安隆證券，已合計共賺取二點十四億美元的承銷費用⁴³。

美國證管會在一九七五年取消股票交易固定佣金制度，且股市競爭又開始壓縮券商獲利，使得華爾街的券商開始藉由收受類似安隆這種需要有人協助發行證券的公司，來獲取更大的利潤。且其需給予其較好的投資評等。而「薩班法」第五百零一條即則針對其分析師的利益衝突作出如下的規範：

- 1 明文禁止投資銀行的業務人員，做為研究分析人員的主管，且不能審核分析師的研究報告。
- 2 應建立證券分析師與投資銀行業務分隔之利益衝突。投資銀行若正在承銷一家公司的證券，就不可以發行有關該公司的研究報告。

⁴² 參閱世界日報，國會指控 花旗大通幫安然隱瞞，二〇〇二年十二月十日。

⁴³ <http://chinese.news.yahoo.com/020201/13/h7sr.html>

第三項 信用評等機構

信用評等機構與律師、會計師一樣，皆係屬於販售意見，但其意見較為標準化，且其主要係對債務清償能力的評等。安隆公司二
年底財務報表顯示，公司負債總額為一百零二億美元，但是到二
一年十二月公司負債卻快速上升到接近四百億美元水準。其主要是
因安隆公司與合夥事業的資產負債表外交易中規定，當安隆的債信評
等低於某一水準時，所有合夥事業的債務，皆須由安隆公司負責支付
所致。惟直至去年十一月二十八日，美國標準普爾公司方才調降安隆
債信，到垃圾債券的等級（B-），令人對其專業產生質疑。

此外，美國破產法第九百十二條在下列幾個方面使公開公司
(public company)的金融缺乏透明度。該條賦予異常的贊同給全國性信
評機構(NRSRO)去評等發行證券的特殊目的機構，而該機構是屬於投
資等級。目前在美國被認為全國性信評機構(NRSRO)僅有標準普爾
公司（Standard & Poor's）、穆迪投資人服務公司（Moody's Investors
Service）、惠譽公司（Fitch, Inc.）三家公司。而下面有兩個理由顯示
信評機構的保證並未解決美國破產法第九百十二條所引發的透明度問
題。首先，信評機構檢查了特殊目的機構的金融和是否資產移轉給特
殊目的機構，及其證券化中的信用增強是否足夠。相反地，其並未對
創始機構為檢查，及對創始機構透明度的報告。再者，信評機構實際
並不可靠。投資人對於投資與否的判斷來自信評機構的報告，但付錢
給信評機構的卻是發行證券之機構。雖說全國性的信評機構(NRSRO)
需要SEC的認可，但該項認可卻不需經過重要的監督(Material
Oversight)，且信評機構主導了市場⁴⁴。除了破產法第九百十二條所暴

⁴⁴ See, supra note 22.

露之問題外，信評機構對於發行機構的評等時所依據的資訊主要係由被評等者所提供；且其對於評等之調降通常較為保守⁴⁵，而這也是為何其對安隆債券之調降較遲。

在安隆弊案爆發以後，信評機構一方面自我檢討；另一方面「薩班法」第七百零二條，亦要求 SEC 對如何強化信評機構作全面性的檢討。

第四項 會計

在審視公司的任何重大惡性案件都需要嚴格的區分會計責任與審計責任。而此次安隆的破產，顯示出安隆蓄意舞弊的證據，但為其提供審計鑒證和諮詢服務的安達信（Arthur Andersen LLP）是否涉嫌與安隆串通尚無定論。而依據美國國會的六個調查組，以及司法部、聯邦調查局和 SEC 等部門對安隆和安達信發起的調查行動中所掌握的證據，足以表明安達信在安隆事件中難辭其咎。安達信在安隆事件中存在下列問題⁴⁶：

一、安達信出具了嚴重失實的審計報告和內部控制評價表。

安隆自一九八五年成立以來，其財務報表皆是由安達信審計。二年度，安達信向安隆提出具有兩份報告，一份是無保留意見加解釋說明段(對會計政策變更的說明)的審計報告，另一份則是對安隆公司管理當局生聲稱其內部控制能保持合理保證其財務報表可靠性予以認可得評價報告。美國證管會(SEC)於二一年十月下旬對安隆的

⁴⁵ See, Rating Agencies Under SEC and Congressional Scrutiny, Securitization update, December 2002, 《<http://www.kayescholar.com>》

⁴⁶ 參閱葛家澍、黃世忠著，5，二一年二月，第六頁。

財務報告展開調查。而安隆於十一月八日向證管會主動申報更正其過去五年的之財務報表，聲稱其一九九七年到二〇〇一年年的財務報表並不能被信賴。換言之，安達信所審計的財務報表不能公允地反應其業績、財務狀況和現金流量，且安達信認可的內部控制亦不能確保公司財務報表的可靠性。

二、安達信對安隆的審計問題缺乏獨立性。

二〇〇一年安達信從安隆的收入計五千兩百萬美元，當中有兩千五百萬美元是簽證費，兩千七百萬美元是顧問收入，且安達信的顧問服務甚至包括代理記帳。而顧問費反比會計服務費用還高，這就是利益衝突的所在，即監督者身兼營運管理者。當安隆因大環境經濟不景氣及轉投資衍生性金融商品的交易失利產生負債，會計師則偏頗的忽視逾期不良應收帳款出售給特殊目的機構，使虧損與債務能排除在公司資產負債表外的財報分析，隱藏巨額的損失，並對投資者隱瞞攸關的財務資訊，造成營利飛漲的假象。故此種利益衝突，令人質疑其提出的審計報告獨立性。此外，安隆的許多高階主管人員都是安達信的前雇員，如安隆的首席財務主管、首席會計主席及公司發展部副總經理等。他們之間的密切關係，都令人質疑安達信形式上的獨立性。

而在美國今年七月所通過之「薩班法」，在確保會計師的獨立性方面其要求對其查帳的上市公司客戶，只能從事與查帳有關的業務，其規定如下：

1.禁止會計師事務所在進行審計業務時同時提供許多非審計業務。申言之，美國證管會註冊的會計師不得在進行審計業務同時為如兼營代客記帳或類似業務、設計並裝置財務系統、保險精算業務、接受委託

的外包內部稽核業務、管理功能或人事業務等⁴⁷。

2. 會計師查核報告應提報客戶之審計委員會。而會計師事務所如同時提供同一客戶審計及非屬前開範圍之非審計服務時，則需先經客戶公司之審計委員同意，並公開揭露⁴⁸。
3. 依據該法案提議，美國證管會明文規定會計師在專業合約期間收受合約以外之報酬，將違反獨立性。
4. 美國證管會規定發行公司特定人員曾任該公司審計工作小組成員並符合特定條件者應有一年之冷卻期（One-Year Cooling Off）。
5. 明定會計師應保留查核工作底稿年限七年。

第五項 我國之相關規定

證券的價格來自所有資訊的集合，投資人基於該企業有關之各項資訊而為各種可能性風險預估之判斷，並為投資與否之判斷。惟資訊公開，亦應以公平、誠實的方式揭露，而當中亦涉及公開資訊者是否公正。而本條例中有關資訊公開之規定已在第四章第二節中提及，故不再綴述。茲針對企業資訊、承銷機構及證券分析師、信用評等機構及會計對資訊公開之相關規範分述如下：

⁴⁷ 參閱劉紹樑著，前揭書註33，第二百六十七頁。

⁴⁸ 參閱朱應舞著，前揭文註11，第二十六頁。

一、企業資訊

有關資訊之「即時揭露」，各公開發行公司民國九十一年八月一日起，應向公開資訊關策站進行傳輸。揭露之事項包括公開發行公司影響股東權益或證券價格之重大財務、業務事項，且應於發生日兩日內，傳輸相關資料。此外，上市(櫃)公司若發生重大影響股東權益或證券價格之情事，亦應依證券交易所(櫃檯買賣中心)所定之重大訊息查證暨處理程序之規定，於公開資訊觀測站即時發佈重大訊息⁴⁹。惟有關披露所有的資產負債表外交易，目前尚無相關規定。

二、承銷機構及證券分析師

依「台灣證券交易所股份有限公司證券商推介客戶買賣有價證券作業辦法」第三條之規定，證券商於向客戶推介買賣有價證券，所引用之資訊有不實、虛偽、隱匿或足致他人誤信之情事等。且依「受託機構公開招募受益證券特殊目的公司公開招募資產基礎證券處理準則」第四條第二項，亦規定主辦證券商與創始機構間不得有關係人之情事。故我國在此方面的規範較為完備，應不可能發生類似花旗等銀行既貸款給安隆，又替其承銷證券並隱瞞資訊之情況。惟我國目前並無類似美國要求分析師於研究報告中揭露相關利益衝突之規範。僅有「台灣證券交易所股份有限公司證券商推介客戶買賣有價證券作業辦法」第六條第一項，關於「證券商向客戶推介買賣有價證券，應設置專責研究部門提供研究報告，或與證券投資顧問事業簽訂契約取得研究報告」之規定。

⁴⁹ 參閱前揭文，第二十五頁。

三、信用評等機構

信評機構在金融資產證券化中扮演相當重要的角色，目前有「信用評等事業管理規則」及第本條例第一百零二條對之規範。然，在條文當中並無任何對信用評等機構為不當評等時，應有之罰責或損害賠償規定。

四、會計師

為確保會計師的獨立性及其審計的公正性，依會計師法第二十三條規定，會計師不得承接委託人查核簽證工作之情形，包括現受委託人之聘、僱，擔任經常工作，支領固定薪給者；曾任委託人之職員，而解職未滿二年者；與委託人之負責人或經理人有配偶、直系血親、直系姻親或四親等內旁系血親之關係者；本人或配偶與委託人有投資或分享利益之關係者。且同法第二十一條亦規定，公務員離職後不得辦理會計師業務。另外，審計準則公報第一號、職業道德公報第一號及第二號，對獨立性原則亦有原則性規範⁵⁰。

第六項 小結

安隆最被投資大眾所詬病者，為其資訊未即時且正確的被揭露。且更令投資大眾所疑惑者，由其他機構所發佈與安隆相關之資訊，亦未為誠實正確的揭露，且其大都欠缺公正第三人之地位。

而台灣的投資人在為投資時，主要都是以分析師之分析及信用評

⁵⁰ 參閱前揭文，第二十七頁。

等機構所作出之評等為判斷，鮮少有人關注公司之財務報表。而美國證券化有一個很重要的問題就是賦予信評機構過多的權力。我國目前對信評機構，僅要求其為經主管機關認可之信評機構，並沒有對其有其他相關的罰責或規定。未來若投資人因為信評機構的疏失而遭受損，因為付費給信評機構者為發行公司，投資人是否能對其為民事上之求償實有疑義。且亦應加速規範有關分析師於研究報告中揭露相關利益衝突。

第六章 結論

投資人之保護，並非在保障其所購買之受益證券或資產基礎證券能完全保有一定價值或獲利，而是在使其減少投資風險、維護市場之交易秩序及安全、防止投資人蒙受欺騙，並確保投資人之權益在受到侵害時，應有適當之救濟管道。而投資人保護的方法及程度則需由證券化過程、證券的性質及招募的方式加以考量。

本條例在設計證券化的過程時，有信託業及公司兩種特殊目的機構，故其所產生之證券亦有受益證券及資產基礎證券兩種。前者兼具權益型及債券型兩種性質，故本條例在投資人保護方面，主要是參酌「信託法」及「公司法股東」之相關規定，設計信託監察人及受益人會議制度；後者為債券型證券，且其性質近似於公司債，故主要參酌「日本資產流動化法特定債權管理公司」及「我國公司法中公司債」之相關規定，設計監督機構及資產基礎證券持有人會議制度。而投資人保護的程度，主要以招募方式作為區別。若採行募集制度，因為其對象為一般投資大眾，且流通性較廣，故在行政監督及資訊公開程度皆有較高的要求。反之，若採行私募制度，由於其對象多為具有專業知識及經驗的法人或自然人，其並不需投入較多的時間、成本在投資人保護上，故其在行政監督及資訊公開程度的要求較低。另外，資產的種類不同，亦會影響資產信託或讓與的方式及效力，並進而影響破產隔離機制；且證券若可分為優先或次順位，則亦會影響證券持有人權利之行使。

雖然目前台灣工銀已成功的推出了第一個證券化商品，但目前台灣的法規對於投資人保護之規定，承前各章節所述，本文以為仍有不

足。茲分述如下：

一、排除撤銷權之行使

在特殊目的信託方面，本條例第五十三條有排除信託法第六條第三項撤銷權之規定。惟本文以為，撤銷權之成立係由法院判斷之，並無剝奪債權人行使撤銷權之必要，但應考慮者為該撤銷權之效力，是否應及於受益人。蓋一旦作成受益證券後，不問經由募集或私募方式銷售後，若此時撤銷該信託，對受益證券持有人影響甚大。因此，應增訂「前項撤銷，不影響受益人已取得之利益。」，較能保護投資人權益。

二、真正買賣之規範

關於真實買賣之認定，依本條例第八十三條第二項規定，應依會計原則加以判斷。雖其立法理由亦指出「真正買賣之判斷，乃法律解釋之問題，必須從契約所展現之當事人意思，是否與客觀之事實關係相符等觀點，就讓與資產之風險、收益權及控制權移轉之程度及合理性等問題，加以客觀分析」，但我國目前仍無相關之判斷標準。故本文以為關於真正買賣之判斷，除需依資產證券化計劃之規定移轉資產外，更可仿美國判例法訂立追索權、保留權利、價格及帳戶管理等相關判斷標準。收款機構應另行選任與創始機構非關係企業之機構。

三、對特殊目的公司之規範

為求真正達到特殊目的公司之獨立性，應仿日本的資產流動化法第三十一條之二亦導入特殊目的公司「特定持分信託制度」，即特殊目

的公司得將其股份「信託」予信託公司或經營信託業之銀行，並將特殊目的公司之全部股份信託給的信託公司，且以慈善團體為受益人，以確保特殊目的公司之獨立性。雖然保持特殊目的機構及其應收帳款與創始機構之隔離相當重要，但關於特殊目的機構聲請破產之規定亦為重要。本文以為，參照我國公司法第二百零一條並仿美國法之規定，「公司虧損達實收資本額二分之一時，董事會應即召集資產基礎證券持有人會議及監督機構為報告(第一項)。公司資產顯有不足抵償其所負債務時，除得依第二百八十二條辦理者外，董事會應即聲請宣告破產(第二項)」，較能保障投資人權益。且有關特殊目的機構與創始機構(或發起公司)或其關係企業間之交易、投資亦應嚴格限制之，始能確保其資產不被掏空。

四、信用增強方式

依本條例第一百零三條之規定，其信用增強之方式有擔保、信用保險、超額資產、更換部分資產或其他方式。所謂其他方式亦應包含由賣方提供追索權之方，尤其當發行人不是銀行時常使用。但在安隆的情況，可以發現當安隆破產，特殊目的機構縱使有權對安隆為追索來填補壞帳，亦於事無補。故本文以為應排除此種信用增強之方式。此外，亦可由政府成立一機構，對該資產券擔保證券(ABS)提出保證。而目前已有提出以金融重建基金(RTC)作為金融資產證券化的信用保證基金之建議，實可為立法者所採納。

五、資產基礎證券持有人的權利行使

依本條例有關資產基礎證券持有人會議之規定觀之，發現其可決議之事項與行使之權利，顯少於受益人會議。惟本文以為，目前我國

特殊目的公司僅限於公司法上之一人股份有限公司，也就是說股東會在特殊目的公司中所能行使之權利大多被董事會所取代。而董事、監察人又是由一人股東所任命，雖說另有監督機構存在，但特殊目的公司實際上乃有該股東掌控，資產基礎證券持有人所能行使之權益實在過小。再者，資產基礎證券之持有人依本條例第八十一條之規定，亦可於資產組群外，就特殊目的公司之其他資產受償。但特殊目的公司僅為證券化之「導管體」，其設立之資本僅要求十萬元，其並未獲得比受益證券之持有人有更多的求償。故本文以為實應增加資產基礎證券持有人所能行使之權利，始更能確實保障其投資人權益。

六、監督機構及信託監察人

信託監察人及監督機構是否有設立之必要，本文以為應參酌我國目前之法令設計及現況。因我國無架構設計者(Arranger)之規定，亦無任何外部監督機制，故為保障投資人之權益實有設立之必要。惟若係在採私募制度之情形時，因其投資人通常為較有知識及經驗之法人或自然人，故應使其彈性決定是否設立信託監察人及監督機構。

七、獨立董事之設立必要

特殊目的公司因其已有董事、監察人及監督機構之機制，其具有獨立性且能為相關職務之執行，所以是否有依上市(櫃)審查準則為獨立董事之設立，立法者應再三審酌。此外，信託業因資本龐大，且可能同時信託多個信託資產，故可考慮為獨立董事之設立。

八、證券投資人及期貨交易人保護法

依「證券投資人及期貨交易人保護法」之規定，其僅適用證券交易法及期貨交易法之投資人。而依本條例第七條由主管機關核定屬於短期票券性質的資產擔保證券(ABS)，因非屬於證券交易法上之有價證券，即無法適用「證券投資人及期貨交易人保護法」之規定。資產擔保證券(ABS)是因本條例所產生，此時卻因其期限之長短，無法行使「證券投資人及期貨交易人保護法」，其妥適與否實有疑義。

九、會計準則

本條例第九十二條第三項規定，特殊目的公司與創始機構間屬於「真正買賣」時，特殊目的機構與控制公司無需共同編列財務報表。此規定似乎並無實益性，因為真正需要防範者為創始機構對特殊目的機構之利用。故應參酌「薩班法」要求公司於財務報告中揭露各種資產負債表外之交易，以確保投資大眾之權益。此外，台灣工銀雖已提出第一個證券化商品，但因我國相關之會計準則我國第三十三號公報草案「金融資產之移轉及負債消滅之會計處理準則」，以及第三十四號公報草案「金融商品之會計處理準則」尚未制定完成，故係參酌國際公報第三十九號「金融商品之認列與衡量」。而在本次安隆破產一案中，因創始機構之破產使資產組群之價值大幅滑落，進而影響投資人權益，故未來有關資產價值減損之處理極為重要之課題。如依國際公報第三十九號規定，若企業很可能無法依放款、應收款或持有至到期日投資的合約條件，收回所有應收金額（本金及利息），則視為已發生減損。損失金額為資產的帳面價值與金融商品預期未來現金流量採原始有效利率折現的現值間差額。資產的帳面價值應直接或藉由備抵帳戶降至估計可收回金額，損失金額應列入當期損益。對某些產業而言，此項規定若嚴格執行，可能對部分業者財務狀況的不利影響甚大，

甚至危及其獨立存續能力，波及層面廣泛，從而必須審慎考量¹。

最後，推行資產擔保證券雖然有表外融資(Off Balance Sheet Financing)、增加資產流動性(Liquidity)、以較低之成本融資及擴大其業務觸角等優點。但由於本條例屬於量身定製的財務工具，所以創始機構和其他參與之機構需耗費較長的時間在財務需求及產品架構上；且為確保標的資產存在性、真實性以及完整紀錄，故需要相當多的外部專家，如律師、會計師及信評機構等。故證券化通常時間冗長且過程複雜。而證券化之後，對於創始機構和行政監督者，必須處理更多有風險的資產或借款者，而使得行政監督工作更加困難。故未來政府如何在市場自由及投資人保護中尋求平衡點將是重要課題，且政府亦應儘速對相關法規加以修正以免發生類似美國之金融風暴。

¹ 參照黃金澤著，我國會計準則與國際接軌之挑戰（下），經濟日報第六版，民國九十二年四月二十九日。

附件一 相關函令

頒布日期	函令	法規名稱或內容摘要
91/2/18	財政部台財融字第八九七五四七七 號令發布 (財政部台財融(四)字第 九一四 五 四號令修正發布第三條條文)	訂定「信託業設立標準」
91/09/17	財政部台財融(四)字第 九一四 八六 八號令	訂定「金融資產證券化資產信託或讓與公告及公告證明書格式」
91/09/24	財政部台財融(四)字第 九一四 八三 四號令	釋示「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」第二條第一項第一款所稱其他經主管機關核定之法人、機構或基金
91/09/24	財政部台財融(四)字第 九一四 八三 號令	「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」
91/09/25	財政部台財融(四)字第 九一 八二一 號令	釋示「金融資產證券化條例」所稱經主管機關認可之信用評等機構、一定等級以上
91/10/02	財政部台財證四字第 九一 五一一二號 令	訂定「受託機構公開招募受益證券特殊目的公司公開招募資產基礎證券處理準則」

91/10/02	財政部台財證四字第 九一 五一—三號 令	訂定「受託機構公開招募受益證券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」
91/10/08	財政部台財融(四)字第 九一四 九 五號令	訂定「受託機構發行受益證券特殊目的公司發行資產基礎證券處理準則」
91/10/15	財政部台財融(四)字第 九一四 九二 二號令	訂定「金融機構設立外國特殊目的公司核准辦法」
91/10/22	財政部台財融(四)字第 九一四 九三 三號令	訂定「特殊目的公司設立及許可準則」
91/10/25	財政部台財融(四)字第 九一四 九七 四號公告	公告受託機構發行受益證券特殊目的公司發行資產基礎證券及受託機構變更資產信託證券化計畫特殊目的公司變更資產證券化計畫應依規定備具之申請書及申報書格式
91/11/15	財政部台財證二字第 九一 五七九 號 令	證券自營商得購買未上市(櫃)有價證券及依金融資產證券化條例規定私募之受益證券、資產基礎證券，其購買限額及規範

91/11/25	財政部台財證四字第 九一 五九 一號令	放寬全權委託得投資上市、上櫃公司及興櫃股票公司私募之有價證券及依金融資產證券化條例規定私募之受益證券與資產基礎證券。
91/12/12	財政部台財融（一）字第 九一 五四二一八號令	修正商業銀行投資有價證券之種類及限額規定
91/12/12	財政部台財融（一）字第 九一一 九七 號令	釋示「商業銀行投資有價證券之種類及限額規定」所稱財政部認可之信用評等機構評等達一定等級以上
91/12/12	財政部台財融（四）字第 九一四 一一九 三號令	規定銀行法所稱之銀行依金融資產證券化條例擔任創始機構
91/12/12	台財證八字第 九一 六一六一號令	核定受託機構公開招募受益證券、特殊目的公司公開招募資產基礎證券，暨依金融資產證券化條例規定私募之受益證券、資產基礎證券，為外國專業投資機構、境外華僑及外國人得投資之證券範圍
91/12/12	財政部台財融（一）字第 九一 五四二一八號令	修正商業銀行投資有價證券之種類及限額規定

91/12/31	財政部台財證四字 第九一 一六五七八七號 令	訂定特殊目的公司公開招募資產基礎證券適用證券交易法第三十六條規定辦理申報及公告之適用範圍」
92/1/03	財政部台財證四字第 九二 二二 號令	規定證券投資信託事業運用證券投資信託基金投資於依金融資產證券化條例公開招募之受益證券或資產基礎證券之限制
92/01/03	台證上字證 九二 一八 二 號函	臺灣證券交易所股份有限公司對受託機構及特殊目的公司重大訊息之查證暨公開處理程序
92/01/16	財保字第 九一 六九四八四號	保險業投資依金融資產證券化條例發行之受益證券或資產基礎證券
92/01/27	中證商電字第 九二 一二八號函	中華民國證券商業同業公會受託機構公開招募受益證券特殊目的公司公開招募資產基礎證券承銷商評估報告應行記載事項要點
92/01/30	台證上字第 九二 一八 二號函	臺灣證券交易所股份有限公司審查受益證券及資產基礎證券上市作業程序
92/01/30	台證上字第 九二 一八 二號函	臺灣證券交易所股份有限公司受益證券或

		資產基礎證券上市契約準則
92/01/30	台證上字第 九二 一八 二號函	臺灣證券交易所股份有限公司受益證券或資產基礎證券上市契約
92/02/11	財政部台財融(四)字第 九二四 二 四號令	訂定「財政部委託專門職業及技術人員查核金融資產證券化關係人辦法」
92/02/11	財政部台財融(四)字第 九二四 八 六號公告	公告「金融資產證券化條例施行細則」草案
92/02/13	證櫃債字第 二九七二號函	受益證券或資產基礎證券櫃檯買賣契約
92/02/13	證櫃債字第 二九七二號函	財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心出具受益證券及資產基礎證券上櫃同意函審查標準
92/03/10	台證上字第 九二 三九九八 號函	修正發布第 4 條條文
92/03/12	台財融(四)字第 九二四 二 號令	信託業依金融資產證券化條例成立特殊目的信託，該信託財產之收入，毋須就收入百分之三之相當金額，沖銷逾期債權或提列備抵呆帳。
92/03/27	台財證二字第 九二 一 四七九號	證券自營商得購買之受益證券及資產基礎證券說明

資產擔保證券之研究—以投資人保護為中心

92/06/20	台財融(四)字第 九二八 一 九九九號令	金融機構以外之機構 得擔任金融資產證券 化條例之創始機構之 規定
----------	----------------------	---

資料來源：作者資料整理

附件二 獨立董事與特殊目的公司董事比較

表

	獨立董事	特殊目的公司董事
積極資格	<p>1 應具有五年以上商務、法律、財務或公司業務所需工作經驗之自然人。</p> <p>2 董事會成員應普遍具備執行職務所必須之知識、技能及素養。為達到公司治理之理想目標，董事會整體應具備之能力如下：</p> <p>(1) 營運判斷能力。</p> <p>(2) 會計及財務分析能力。</p> <p>(3) 經營管理能力。</p> <p>(4) 危機處理能力。</p> <p>(5) 產業知識。</p> <p>(6) 國際市場觀。</p> <p>(7) 領導能力。</p> <p>(8) 決策能力。</p> <p>(上市上櫃公司治理實務守則第二十一條第三項)</p> <p>3 審計委員之獨立董事應至少有一名具有會計或財務專業背景 (上市上櫃公司治理實務守則第二十九條第三項)。</p>	

消極資格	<p>1 申請公司之受僱人,或其關係企業之董事、監察人或受僱人。</p> <p>2 直接或間接持有申請公司已發行股份總數百分之一以上之自然人股東,或持股前十名之自然人股東。</p> <p>前二點所列人員之配偶或其二親等以內之直系親屬。</p> <p>3 直接持有申請公司已發行股份總數百分之五以上法人股東之董事、監察人或受僱人,或持股前五名法人股東之董事、監察人或受僱人。</p> <p>4 與申請公司有財務或業務往來之特定公司或機構之董事、監察人、經理人或持股百分之五以上股東。</p> <p>5 為申請公司或關係企業提供財務、商務、法律等服務、諮詢之專業人士、獨資、合夥、公司或機構團體之企業主、合夥人、董事(理事)、監察人(監事)、經理人及其配偶兼任其他公司之獨立董事或獨立監察人超過五家以上。</p>	<p>1 有公司法第三十條所定事由者</p> <p>(1) 曾犯組織犯罪防制條例規定之罪,經有罪判決確定,服刑期滿尚未逾五年者。</p> <p>(2) 曾犯詐欺、背信、侵占罪經受有期徒刑一年以上宣告,服刑期滿尚未逾二年者。</p> <p>(3) 曾服公務虧空公款,經判決確定,服刑期滿尚未逾二年者。</p> <p>(4) 受破產之宣告,尚未復權者。</p> <p>(5) 使用票據經拒絕往來尚未期滿者。</p> <p>(6) 無行為能力或限制行為能力者。</p> <p>2 資產證券化計畫所定之創始機構及其負責人。</p> <p>3 資產證券化計畫所定負責管理及處分該資產之服務機構及其負責人。</p> <p>4 資產證券化計畫所定監督機構及其負責人。</p> <p>5 資產證券化計畫所定之資產為信託受益權時,該受託之信託業及其負責人。</p> <p>6 曾經主管機關解除職務者。(本條例第六十三條第二項)</p>
報酬請求權	<p>上市上櫃公司應於章程或依股東會決議明訂董事之薪資報酬,對於獨立董事得酌訂與一般董事不同之合理薪資報酬(上市上櫃公司治理實務守則第二十六條)。</p>	<p>董事之報酬,應以章程明訂之(本條例第六十四條第四項)。</p>
義務	<p>注意義務</p> <p>董事會成員應忠實執行業務及盡善良管理人之注意義務,並以高度自律及審慎之態度行使職權(上市上櫃公司治理實務守則第三十九條)。</p>	<p>董事應以善良管理人之注意,為特殊目的公司處理事務,並負忠實義務(本條例第六十四條第一項)。</p>
	<p>損害報告義務</p> <p>董事會成員發現公司有受重大損害之虞時,應依前項規定辦理,並立即向監察人報告(上市上櫃公司治理實務守則第四十條第二項)。</p>	<p>1 董事發現公司有受重大損害之虞時,應立即向監察人報告(公司法第二百十八條之一)。</p> <p>2 監督機構得隨時請求董事為報告(本條例第七十八條第六項)。</p>

	執行職務	獨立董事應按照相關法令及公司章程之要求執行職務，以維護公司及股東權益(上市上櫃公司治理實務守則第三十九條第三項)。	董事執行業務不得違反違反法令、章程、股東會決議或資產證券化計畫時(依本條例第六十四條第二項、第三項、第七十條反面推之)。
	申報持股	董事選任後、任期中股份之變動，應向主管機關申報並公告(公司法第一百九十七條)。	排除公司法第一百九十七條適用(本條例第六十七條)。
	競業禁止義務	董事未經股東會之許可，不得為競業禁止行為(公司法第二百零九條)。	排除公司法第二百零九條適用(本條例第六十七條)。
求 權	股東制止請	董事會決議，為違反法令或章程之行為時，繼續一年以上持有股份之股東，得請求董事會停止其行為(公司法第一百九十四條)。	董事執行業務有違反法令、章程、資產證券化計畫之行為，或經營登記範圍以外之業務時，股東得請求董事停止其行為(本條例第六十四條第三項)。
比 例 之 限	最低持股	獨立董事不受最低持股比例限制(證交法第廿六條、新修訂公司法一九二條、公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則第二條)。	排除公司法第一百九十二條適用(本條例第六十七條)。

資料來源：作者資料整理

附件三 金融資產證券化條例施行細則草案

條文	說明
<p>第一條 本細則依金融資產證券化條例（以下簡稱本條例）第一百十八條規定訂定之。</p>	<p>明定本施行細則之法律依據。</p>
<p>第二條 特殊目的信託契約存續期間或資產證券化計畫之執行期間內，創始機構依資產信託證券化計畫、特殊目的信託契約，或依資產證券化計畫、受讓資產之契約，陸續將資產移轉受託機構或特殊目的公司者，除另有規定外，仍應依本條例第五條第一項及第六條第一項辦理公告及通知。</p> <p>公告後信託或讓與之資產，與公告之資產不符者，得依資產信託證券化計畫或資產證券化計畫訂定之方式，補行公告。該補行公告之資產，依本條例第五條第三項規定，得以其信託或讓與對抗第三人。</p>	<p>一、證券化存續期間內，依資產信託證券化計畫、特殊目的信託契約或資產證券化計畫、受讓資產之契約之規定，信託財產可能有陸續移轉至受託機構或特殊目的公司之情況，此時該陸續移轉之部分，仍應依本條例第五條第一項及第六條第一項辦理公告或通知。爰訂定第一項。</p> <p>二、本條例第五條第一項規定，創始機構應於資產信託或讓與前公告。惟公告僅係對抗效力問題，應容許較彈性之作法。爰於第二項明訂創始機構將資產池公告後，如實際信託或讓與之資產，與公告之資產不符，得依計畫訂定之方式補行公告。</p>
<p>第三條 金融機構將來債權之信託或讓與，依本條例第五條第一項及第六條第一項辦理公告及通知者，得主張本條例第五條第三項對抗第三人及第六條第一項對抗債務人之效力。</p> <p>前項將來債權，指創始機構依其與債務人簽訂之相關契約，於該契約所定相關條件成就時，得向債務人請求金錢給付之債權。</p>	<p>一、本條例之金融資產，參酌美國等先進國家之金融資產化法制及先例，除創始機構已實際發生之債權外，亦包含符合一定要件而可合理預期發生之將來債權，以符合金融資產證券化係以創始機構將來得產生現金流量之資產作為證券化標的之特性。又本條例第五條及第六條之公告及通知制度，係為確保受益證券或資產基礎證券持有人之權益，及避免資產雙重移轉之風險，以達成破產隔離。其得對抗之第三人，包含但不限於：（一）創始機構之債權人，及（二）創始機構於已為公告，並完成信託或讓與予特殊目的公司及特殊目的信託後，復就同一資產再行信託或讓與之第三人。綜上，將來債權信託或讓與後，受託人或受讓</p>

	<p>人即具有期待權，創始機構不得再為處分，經公告後並具有對抗效力，雖其發生時點在後，於發生同時即移轉予受託人或受讓人，創始機構之其他債權人亦不得對之主張權利或聲請法院執行。爰明訂第一項。</p> <p>二、第二項明定將來債權之定義，使其範圍明確，不致損及創始機構其他債權人之權益。詳言之，將來債權限於創始機構依其與債務人已簽訂之相關契約，已確定債權之發生條件，於條件成就（例如債務人已動用創始機構核給之信用額度）時，債權始發生，得向債務人請求金錢給付。</p>
<p>第四條 本條例第六條第一項第一款之創始機構於特殊目的信託契約存續期間或資產證券化計畫執行期間內不再繼續擔任服務機構時，除有本條例第六條第一項第二款之情形外，創始機構應將債權信託或讓與之事實通知債務人或向債務人寄發公告之證明書。</p>	<p>創始機構將資產信託與受託機構或讓與特殊目的公司，仍受受託機構或特殊目的公司委任向債務人收取債權，並已依規定為公告者，依金融資產證券化條例第六條第一項第一款之反面解釋對債務人即生效力。嗣後創始機構因故不再繼續接受受託機構或特殊目的公司委任向債務人收取債權時，為保障債務人權利，創始機構應將先前債權信託或讓與之情事通知債務人或向債務人寄發為本條例第五條第一項公告之證明書。</p>
<p>第五條 受益人或資產基礎證券持有人行使表決權以及兌領本金、利益、孳息或其他收益時應否提示受益證券，依特殊目的信託契約或資產證券化計畫之約定辦理。</p>	<p>本條例第十八條規定，特殊目的信託受益權之行使及轉讓，應以受益證券為之。惟實務上例行事務處理或還本付息等事項，應無須提示受益證券。為簡化作業，明定受益人或資產基礎證券持有人行使受益權之表決權以及兌領本金、利益、孳息或其他收益時應否提示受益證券，應於本條例第十三條第七款、第七十四條第四款特殊目的信託契約或資產證券化計畫有關本金、利益、孳息或其他收益分配方法中載明。</p>
<p>第六條 本條例第十一條第一項但書及第一百零一條準用第十一條第一項但書所定變更對受益人之權益無重大影響，指下列事項： 一、辦理公開招募或私募前所為</p>	<p>一、本條例第十一條第一項但書規定，資產信託證券化計畫之變更「對受益人之權益無重大影響者」，受託機構申經主管機關核准或向主管機關申報生效後即</p>

<p>之變更。</p> <p>二、服務機構名稱之變更，或其他非依受託機構或特殊目的公司意思之形式變更。</p> <p>三、特殊目的信託契約終止處分信託財產所得現金分配後，或資產證券化計畫所定債務清償及賸餘財產分派後，特殊目的信託契約存續期間或資產證券化計畫執行期間之縮短。</p> <p>四、依資產信託證券化計畫或資產證券化計畫之記載，取得有利害關係之受益人或資產基礎證券持有人全體同意，所為計畫期間之延長或縮短、受益證券或資產基礎證券發行總金額或借入總額之變更。</p> <p>五、有利害關係之受益人或資產基礎證券持有人，事前已同意之變更。</p> <p>六、特殊目的信託契約訂定當事人同意之修正或補充事項，其內容涉及資產信託證券化計畫應記載事項之變更。但以其修正或補充事項，係經律師出具法律意見書認定係更正原有約定之明顯錯誤、澄清原有條文疑義或為不牴觸其他條文所為之補充者為限。</p> <p>七、其他主管機關規定之事項。</p>	<p>得變更之，爰參考日本資產流動化法施行細則第二十二條、第二十三條及國外證券化交易實務，明訂其事由。</p> <p>二、公開招募或私募前，尚無受益人或資產基礎證券持有人，並不存在因計畫變更而受影響之利害關係人，爰明訂第一款。</p> <p>三、第二款明訂服務機構名稱變更等形式變更，亦屬無重大影響之變更。</p> <p>四、受託機構依本條例第五十二條規定，於特殊目的信託契約終止時，已處分信託財產並分配所得現金，或第九十八條規定資產證券化計畫所定清償債務及賸餘財產分派後，信託契約存續期間或計畫執行期間之縮短，並未影響受益人或資產基礎證券持有人的利益，爰規定第三款。</p> <p>五、計畫變更如均需召開受益人會議，未免程序繁瑣，應允許於一定條件下，免踐行該程序。證券化計畫依實際執行情形，計畫期間可能有需要延長或縮短。證券化計畫因資產增值或流入，可能使證券發行總金額隨之變動。另借入總額雖經載明於計畫，日後如基於流動性之需要，亦得允許為彈性變更。爰於第四款規定，如經計畫記載，並取得有利害關係之投資人全體同意者，因無損害投資人權益之虞，可變更而豁免召開受益人會議。</p> <p>六、經有利害關係之受益人或資產基礎證券持有人，事前承諾之變更事項，亦無須受益人會議或資產基礎證券持有人會議之決議，爰規定第五款。</p> <p>七、特殊目的信託契約之變更，依本條例第四十三條規定，應經受益人會議之決議。惟信託契約之修正或補充事項，亦得於一定條件下，以契約明文授權受託機構為單方變更。其變更內容如涉及資</p>
---	--

	<p>產信託證券化計畫應記載事項之變更者，以第六款明訂其同時符合本條例第十一條所稱無重大影響之變更。</p> <p>八、為使主管機關有彈性判斷之權限，規定第七款。</p>
<p>第七條 本條例第十二條及第一百零一條準用第十二條所定結算書及報告書，其格式由中華民國信託業商業同業公會擬訂並報請主管機關核定。</p>	<p>本條例第十二條規定，受託機構應於資產信託證券化計畫完成起三十日內檢具該計畫之結算書及報告書，向主管機關申報。特殊目的公司依本條例第一百零一條準用第十二條，亦應比照辦理。結算書及報告書應具有一定格式，使業者易於遵循。為符實務需求，並明訂由信託公會擬訂後報主管機關核定。</p>
<p>第八條 本條例第十三條第十三款所定特殊目的信託契約應記載事項，如受益人於特殊目的信託契約締約時尚未確定，惟嗣後可得確定者，受益人姓名、名稱之記載，得以敘明使受益人特定之方法、概括統稱受益人或另詳附件等方式之一辦理。</p>	<p>依信託業法第十九條第一項第一款規定信託契約應載明受益人姓名、名稱。惟因特殊目的信託契約締約時受益證券尚未發行，受益人尚未確定，故明定有此情況時，可逕以敘明使受益人特定之方法、概括統稱受益人、受益人另詳附件等方式辦理之。</p>
<p>第九條 受託機構、監督機構、信託監察人、主辦證券承銷商不得擔任當次資產信託證券化計畫或資產證券化計畫所發行受益證券或資產基礎證券之簽證機構。</p> <p>同次發行之證券，應委託同一機構簽證。</p>	<p>一、本條例第十六條第二項規定，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。爰參酌該規則第三條，並為防止利益衝突，於第一項明訂簽證機構之資格限制。</p> <p>二、參酌上開規則第四條第一項第五款，於第二項明訂同次發行之證券，應委託同一機構簽證。至於同一計畫發行不同種類及期間之證券者（本條例第七十九條亦規定同次資產基礎證券），不必限於同一機構辦理簽證。</p>
<p>第十條 出席受益人會議或資產基礎證券持有人會議之同一受益人或持有人，就同一議案不得分割行使其表決權。</p> <p>政府或法人為受益人或資產基礎證券持有人時，其代表人不限於一人。但其表決權之行使，仍以其所持有之本金持分或資產基礎證券單位綜合計算。</p>	<p>一、出席受益證券受益人會議或資產基礎證券持有人會議之同一受益人或持有人，其單位表決權不得要求分割為正反兩種意見行使權利，以免兩歧。爰訂定第一項。</p> <p>二、參照公司法第一百八十一條「政府或法人為股東時，其代表人不限於一人。但其表決權之行使，仍以其所持有之股份綜合計算」</p>

<p>第十一條 受益人依本條例第二十四條第二項請求召集受益人會議，有召集權之人拒絕或因其他理由不能召集時，應於書面請求提出後十五日內以書面通知該受益人。</p> <p>受益人依本條例第二十四條第三項報請主管機關許可召集時，應檢具前項有權召集之人之書面通知，但有權召集之人未以書面通知該受益人者，不在此限。</p> <p>依本條例第二十四條第三項召集之受益人會議，應通知受託機構及信託監察人出席。受益人會議或資產基礎證券持有人會議開會時，受託機構及監督機構應列席備詢。</p>	<p>之意旨訂定第二項。</p> <p>一、第一項明訂少數受益人依本條例第二十四條第二項請求有召集權之人召集受益人會議時，有召集權之人拒絕或因其他理由不能召集時，應以書面通知受益人。須補充說明者，經濟部六十九年十一月十八日商字第九五二五號函：「少數股東以書面（例如郵政存證信函）向董事長請求召集股東臨時會，只須該項書面到達董事長時，即發生提出之效力。公司董事長是否拒收，對於上述效力之發生不生影響。」經濟部六十五年三月八日商字第0五八九一號函：「參照公司法第一七三條規定文義，公司股東於報請地方主管機關許可，自行召集股東臨時會時，所應具備之文件為：一、持有股份證件。二、書面通知董事會之證件。三、召集事項及理由。其次，對於董事會不為召集之通知，並應負舉證責任。」本條第一項僅在使有召集權之人負擔書面通知義務，使受益人減輕舉證責任。又在「因其他理由不能召集」之情形，未必能為書面通知。</p> <p>二、第二項明訂受益人報請主管機關許可召集時，應檢具書面通知。至於有召集權之人未以書面通知者，自無須檢具。</p> <p>三、本條例第二十四條第四項規定，受益人會議之召集，應通知各受益人。並未限制依同條第三項召集之受益人會議，始負通知受託機構及信託監察人出席之義務。又條例第二十四條第四項通知之對象，雖未包括受託機構及信託監察人，惟第二十三條第二項規定，信託監察人有出席受益人會議之義務，依法理受託機構亦有出席受益人會議說明之義務，爰於第三項明訂。</p>
<p>第十二條 受益人會議或資產基礎證券持</p>	<p>參照公司法第一百八十二條股東會</p>

<p>有人會議決議於五日內延期或續行集會，不適用本條例第二十四條第四項及第七十九條第二項期間之規定。</p>	<p>延期或續行集會之規定，不受本條例第二十四條第四項及第七十九條第二項應於二十日、十日前通知之限制。</p>
<p>第十三條 本條例第二十七條第一項所定由受益人會議選定之人及第七十九條第四項所定由資產基礎證券持有人會議指定之人，其權限、報酬、報酬之計算方法及支付時期等事項，應由同次受益人會議或資產基礎證券持有人會議決議後行之。</p>	<p>說明決定受益人會議及持有人會議選定或指定之人其權限、報酬等相關事項，應於同次受益人會議或持有人會議決議通過。 受益人會議決議選定或持有人會議指定之執行人，其專業性之要求應不得低於信託監察人，故建議準用信託監察人之資格條件。</p>
<p>第十四條 本條例第三十四條所定本機構，指辦理信託業務營業執照登載之所在地。</p>	<p>明確定義本條例第三十四條所稱本機構，指辦理信託業務營業執照登載之所在地。</p>
<p>第十五條 本條例第三十六條之書表及第九十二條之財務報告，應經會計師查核簽證。</p> <p>資產信託證券化計畫執行完成，受託機構已依本條例第三十六條第一項規定作成計畫執行完成書表，且其內容足以涵蓋當年度營業年度終了書表，得免作成當年度營業年度終了書表。</p> <p>受託機構於資產信託證券化計畫執行完成當年度四月底前，已依本條例第三十六條第一項規定作成計畫執行完成書表，且其內容足以涵蓋前一年度之營業年度終了書表，得免作成前一年度之營業年度終了書表。</p>	<p>一、參考銀行法第四十九條及證券交易法第三十六條規定，於第一項明訂本條例第三十六條之書表及第九十二條之財務報告，應經會計師查核簽證。</p> <p>二、資產信託證券化計畫執行完成書表之內容如果足以涵蓋營業年度終了書表，且產生之時間極為接近者，應可有條件容許提供資產信託證券化計畫執行完成書表即可，以兼顧投資人保護及撙節成本。爰明訂第二項及第三項。</p>
<p>第十六條 依資產信託證券化計畫或資產證券化計畫所信託或讓與之資產如附有保險，保險受益人之地位隨同資產信託移轉或讓與變更為受託機構或特殊目的公司，無須保險契約當事人之同意。</p> <p>受託機構或特殊目的公司應將前項變更通知保險人。</p>	<p>一、資產信託證券化計畫或資產證券化計畫所信託或讓與之資產如附有保險，保險受益人之地位應自動隨同資產之信託移轉或資產讓與而變更為受託機構或特殊目的公司，以保障投資人權益。爰訂定第一項。</p> <p>二、現行火災保單均有抵押權人受益條款，規定債權移轉時，抵押權隨同移轉，而受益人自隨之變更。此時應通知保險公司，始發生對抗效力。爰訂定第二項。</p>
<p>第十七條 依資產信託證券化計畫或資產證券化計畫之規定，更換部分資產、</p>	<p>一、本條例第三十八條第一項所謂「依本條例規定申請核準或申</p>

<p>將資產返還創始機構或因信用增強辦理變更登記時，適用本條例第三十八條第一項第二款之規定。</p> <p>本條例第三十八條第一項第二款所定登記規費，限於登記費。</p>	<p>報生效之資產信託證券化計畫所為之資產移轉」，包括更換部分資產、將資產返還創始機構或因信用增強辦理變更登記等情形在內。為求明確，訂定第一項。</p> <p>二、本條例第三十八條第一項第二款所稱登記規費，限於變更登記費。至於登記機關之行政成本，似不應一併免除，爰於第二項明訂其範圍限於登記費，例如土地法第七十六條之登記費，動產擔保交易法施行細則第二十三條之登記費。不包括土地登記規則第一百三十六條之書狀費、工本費、閱覽費；或動產擔保交易法施行細則第二十三條之查閱費、補發證書費、電腦資料抄錄費。</p>
<p>第十八條 創始機構將最高限額抵押權所擔保之債權，依資產信託證券化計畫或資產證券化計畫信託或讓與，出具主管機關之證明、截至移轉債權日止之債權餘額確定證明書及相關契約文件者，最高限額抵押權所擔保之債權即撥貸完成，最高限額抵押權即告確定，轉為一般抵押權，隨同移轉予受託機構或特殊目的公司，無須債務人或抵押人同意或會同申請移轉登記。動產擔保交易法第十六條第二項之動產抵押契約，亦同。</p>	<p>最高限額抵押權確定後，即轉變為普通抵押權，創始機構將該抵押權所擔保之債權，依資產信託證券化計畫或資產證券化計畫為信託或讓與時，該抵押權隨同移轉予受託機構或特殊目的公司，自無須債務人或抵押人同意或會同申請移轉登記。最高限額抵押權所擔保之債權如已撥貸完成，抵押權人對債務人不再負貸款義務，得出具截至移轉債權日止之債權餘額確定證明書，將債權結算，使最高限額抵押權確定。另動產擔保交易法第十六條第二項之動產抵押契約，性質亦為最高限額抵押權，爰明訂應為相同處理。</p>
<p>第十九條 本條例第四十八條所定資產負債表、損益表及管理運用報告書，應於受益人會議開會十日前，備置於受託機構供受益人查閱。</p> <p>設有信託監察人時，前項書表應於受託機構辭任或解任前三十日送交其審查。</p> <p>本條例第四十八條第一項所定承認，依本條例第二十五條第一項之決議方法行之。</p>	<p>一、參考公司法第二百二十九條之規定，訂定第一項。</p> <p>二、本條例第四十八條第二項規定，受託機構辭任或解任時資產負債表等承認，亦得由信託監察人為之。爰訂定第二項。</p> <p>三、本條例第四十八條第一項「提出於受益人會議請求承認」，與公司法第二百三十一條「經股東會決議承認」相比，文字上雖欠缺「決議」二字，惟第二十三條規定，特殊目的信託受益人及委託人權</p>

	利之行使，應經受益人會議決議，故承認自應以決議行之。其決議方法，依本條例第二十五條之規定。為求明確，爰訂定第三項。
第二十條 本條例第五十四條第二項所定同一關係企業，準用本條例第九條第六項同一關係企業之範圍。	明訂本條例第五十四條第二項同一關係企業之範圍。
第二十一條 特殊目的公司不得將受讓資產之管理及處分，信託創始機構代為處理。	證券化交易之服務機構實務上雖常為創始機構，惟如以信託方式為之，將使資產再轉回創始機構名下，為保障投資，爰明文禁止。
第二十二條 監督機構與特殊目的公司之發起人或股東，不得為同一關係企業。 前項同一關係企業，準用本條例第九條第六項同一關係企業之範圍。	特殊目的公司之發起人或股東，實務上常為設計安排資產證券化計畫之人。監督機構則職司特殊目的公司業務營運之監督。二者自應有所區隔，以避免利益衝突。爰明訂監督機構與特殊目的公司及其控制公司不得為同一關係企業。同一關係企業，準用本條例第九條第六項同一關係企業範圍之規定。
第二十三條 監督契約應記載下列事項： 一、監督機構之職權、義務及責任。 二、監督機構之報酬、計算方法、支付時期及方法。 三、監督機構依本條例第七十八條第五項公告及通知資產基礎證券持有人時，其公告及通知之方式。 四、查核或檢查特殊目的公司及服務機構之方式。 五、監督機構召開持有人會議之事由。 六、資產基礎證券持有人會議同意監督機構辭任或解任監督機構之權限。 七、其他主管機關規定應記載之事項。	一、特殊目的公司之監督機構，地位甚為重要，本條例第七十四條第六款亦明定，資產證券化計畫，應記載監督機構之名稱、職權及義務。受託機構發行受益證券特殊目的公司發行資產基礎證券處理準則第四條規定，應檢具監督契約，向主管機關申請核准或申報生效。監督契約之應記載事項，自應予以規定，始足以保護投資人。 二、監督機構之職權、義務及責任，依本條例之規定如：為證券持有人利益行使權限及履行義務、忠實義務、減免特殊目的公司責任或和解、為訴訟上或訴訟外行為、查核特殊目的公司及服務機構並命提出報告、損害賠償責任（第七十八條）、召集資產基礎證券持有人會議並執行其決議（第七十九條、第八十條）、收受服務機構提供之本息及重大訊息（第八十四條）、應證券持有人之請求檢查特殊目的公司

	<p>(九十三條)等。其具體事項，應於監督契約載明，爰訂定第一款。</p> <p>三、監督機構之報酬，涉及資產基礎證券持有人之權益。參照公司法第二百四十八條第四項規定，公司債受託人之報酬，於申請發行時約定之，由公司負擔。爰訂定第二款。</p> <p>四、本條例第七十八條第四項規定，監督機構減免特殊目的公司責任或和解，應經資產基礎證券持有人會議決議。同條第五項規定，監督機構應公告及通知各資產基礎證券持有人。公告及通知之方式，應於監督契約載明，爰訂定第三款。</p> <p>五、本條例第七十八條規定，監督機構得隨時查核特殊目的公司及服務機構之業務、財務狀況及其簿冊文件。第九十三條規定，監督機構應證券持有人之請求，檢查特殊目的公司之業務及財務狀況。其執行方式如何，應於監督契約載明，爰訂定第四款。</p> <p>六、本條例就監督機構召集資產基礎證券持有人會議之事由，分別於第七十九條及第八條明定自行召集及法定召集。監督契約亦得約定應召集之事由，爰訂定第五款。</p> <p>七、本條例並未規定監督機構之辭任解任事由。惟因監督機構之地位重要，其辭任解任，應由受益人會議為之，始為合理。此由本條例第七十四條第六款規定，監督機構之名稱、職權及義務，為資產證券化計畫之應記載事項；計畫之變更，依第一百零一條準用第十一條，應經受益人會議決議觀之，甚為明顯，爰於第六款明訂監督機構之辭任解任，為監督契約之應記載事項。</p> <p>八、保留主管機關彈性管理之權限，明定第七款。</p>
--	--

第二十四條	本細則自發布日施行。	明訂本細則之施行日期。
-------	------------	-------------

資料來源：參閱財政部台財融（四）字第 九二四 八六號公
告

參考書目

壹、國內參考資料(依姓氏筆劃遞增排列)

一、國內專書

1. 王文宇、黃金澤、邱榮輝合著，金融資產證券化之理論與實務，元照出版有限公司，民國九十二年二月，第一版。
2. 王文宇著，公司與企業法制，元照出版有限公司，民國八十九年五月，初版第一刷。
3. 王志誠著，金融資產證券化 - 立法原理與比較法制，五南圖書出版股份有限公司，民國九十一年十月，初版第一刷。
4. 伍忠賢著，公司治理的第一本書，商周出版，民國九十二年一月，初版。
5. 吳光明著，證券交易法論，三民書局股份有限公司，民國八十九年十一月，三版一刷。
6. 我國公司治理，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，民國九十一年十二月。
7. 沈英明、周新台等合著，我國票券結算、交割及保管制度應有改進措施之研究，中華民國加強儲蓄推行委員會金融研究小組，民國九十年七月。
8. 林文琇、邱淑貞合譯，資產證券化手冊-流動性與資金管理，財團法人台灣金融研訓院，民國八十九年十二月，初版。
9. 林左裕著，不動產投資管理，智勝文化事業有限公司，民國九十年九月，初版二刷。
10. 洪哲夫著，立法程序與技術，保成文化出版公司，民國八十一年三月，修訂版。
11. 陳文達、李阿乙、廖咸興著，資產證券化理論與實務，智勝文化，民國九十一年八月，初版。
12. 陳春山著，企業控管與投資人保護—金融改革之路，元照出版公司，民國八十九年五月，初版一刷。
13. 陳春山著，證券交易法論，五南圖書出版公司，民國九十年二月，五版二刷。
14. 曾宛如著，公司管理與資本市場法制專論(一)，學林文化事業有限公司，民國九十一年十月，一版。

15. 臧大年、謝哲勝、鄧惠佳著，不動產抵押貸款債權證券化，翰蘆圖書出版有限公司，民國八十九年元月，初版。
16. 劉紹樑著，從莊子到安隆—A+公司治理，天下雜誌股份有限公司，民國九十一年十一月，第一版。
17. 劉連煜著，公司監控與社會責任，五南圖書出版有限公司，民國八十四年九月。
18. 鄭玉波著，民法債編各論下？，三民書局，民國八十六年八月。
19. 賴源河、王仁宏、王泰銓等人合著，新修正公司法解析，元照出版社，民國九十一年三月，二版。
20. 賴源河、王志誠著，現代信託法論，五南圖書出版股份有限公司，民國九十一年八月，三版二刷。
21. 賴源河著，證券管理法規，民國八十九年，糠素儀發行，增修訂二版。
22. 謝劍平著，財務管理新觀念與本土化，智勝文化事業有限公司，民國九十一年二月，第三版。

二、國內期刊

1. 王志誠著，特殊目的公司與投資人之保護機制，月旦法學，第八十八期，民國九十一年九月。
2. 立法院第五屆第一會期財政委員會第一次公聽會記錄，立法院公報，九十一卷，第四十四期，民國九十一年五月。
3. 朱應舞著，美國立法嚴杜假帳 國內各界引為鑑戒 任重道遠的美國企業革新法案，會計研究月刊，第二百零二期，民國九十一年九月。
4. 何思湘著，金融資產證券化概說與法制初探(上)，證券暨期貨管理，第二十卷第八期，民國九十一年九月。
5. 何思湘著，金融資產證券化概說與法制初探(下)，證券暨期貨管理，第二十卷第八期，民國九十一年八月。
6. 吳英花、楊志遠著，銀行資產證券化業務相關法律問題之探討，月旦法學第四十八期，民國八十八年四月。
7. 李清楸著，本國銀行出售不良債權(NPL)成功的關鍵-法律顧問及財務顧問不可或缺，律師雜誌，第二七七期，民國九十一年十月。
8. 林世淵著，我國未來金融資產即不動產證券化發展方向之研究(一)，證交資料，第三九九期，民國八十四年七月。

9. 林世淵著，我國未來金融資產即不動產證券化發展方向之研究(二)，證交資料，第四〇〇期，民國八十四年八月。
10. 林世淵著，美國金融證券化之發展，證券市場發展季刊，第十六期，民國九十一年十月。
11. 林世淵著，美國證券化商品及證券化之研究，財稅研究，第二十五卷第三期，民國八十二年五月。
12. 林志吉著，我國金融資產證券化之法律設計，全國律師，八月號，民國九十一年八月。
13. 林恆毅、嚴宗銘、黃建森合著，大陸商業銀行不良資產之處理，信用合作，第七十三期，民國九十一年七月。
14. 林柄滄著，SPE 是啥玩意兒從資產負債表上消失-脫離母體控不住，會計研究月刊，民國九十一年三月。
15. 林柄滄著，美國安隆破產事件引發的會計危機，《<http://www.deloitte.com.tw/TheNew/BillLin4.html>》。
16. 林蒼祥、施敏雄、蔡介榮、陳長合著，金融資產證券化商品公開招募之規範研究(上)，證券櫃檯月刊，第七十五期，民國九十一年一月。
17. 林蒼祥、施敏雄、蔡介榮、陳長合著，金融資產證券化商品公開招募之規範研究(下)，證券櫃檯月刊，第七十五期，民國九十一年一月。
18. 邱榮輝著，金融資產證券化的經濟利益和投資者保護，月旦法學，第八十八期，民國九十一年九月。
19. 姚正吾著，論資產擔保證券商品之法律性質，全國律師，十一月號，民國九十年十一月。
20. 紀如龍著，資產證券化—兼論券商參與影響，大華債券期刊，民國九十年一月。
21. 韋亭旭著，美國公司治理之最新發展與我國未來監理方向，證券櫃檯月刊，第期，民國九十一年十月。
22. 張茹蘭著，淺析專利權證券化，《<http://www.st-pioneer.org.tw/%E5%85%A7%E6%96%87%E9%A0%81/097/97-16.htm>》。
23. 張國銘著，美國資產證券化概論，財稅研究，民國九十年九月。
24. 張淑華著，論金融資產證券化條例，全國律師，民國九十一年八月。
25. 許棣舒，汽車貸款債權證券化之探討，實用月刊，民國九十一年

七月。

26. 郭土木著，論信託受益權證券化與證券交易法之適用問題，證券管理，第十四卷第八期，民國八十五年八月十六日。
27. 郭恆慶著，銀行金融資產證券化，信用合作，第七十三期，民國九十一年七月。
28. 陳芳秀著，金融債權證券化(上)，今日合庫，民國八十五年七月。
29. 陳俊堅，日本銀行不良債權之流動化與證券化，基層金融，第三十一期，民國八十四年。
30. 陳美如著，日本資產流動化法之破產隔離設計，全國律師，十一月號，民國九十一年十一月。
31. 陸景玉著，金融資產證券化之研究，產業金融，第九十三期，民國八十五年十二月。
32. 曾奴如、塗能謀著，資產證券化及基本法制問題，經社法制論叢，第二十期，中華民國八十六年七月。
33. 曾國烈著，金融資產證券化與其法律架構之介紹，《<http://www.ba.org.tw/>》。
34. 楊清芳、魏政祥著，從創始機構角度論資產證券化與公司理財，台灣金融財務季刊，第三輯第三期，民國九十一年九月。
35. 廖大穎著，「論證券市場與投資人自己責任制度」，法學叢刊，第一百七十八期，民國八十九年四月。
36. 廖大穎著，解析證券交易法之部分修正—公開收購與私募制度，月旦法學，第八十三期，民國九十一年四月。
37. 臧大年著，資產證券化—美國之經驗，證券市場發展季刊，第十六期，民國八十一年十月。
38. 蓋華英、谷湘儀著，資產證券化導讀--兼談資產證券化之法制引進，全國律師，十一月號，民國九十年十一月。
39. 劉怡良著，信託部的角色金融資產證券化條例規範下，華銀月刊，十月號，民國九十一年十月。
40. 劉紹樑、呂姝靜著，論資產證券化之立法趨勢，月旦法學，第四十八期，民國八十八年四月。
41. 劉連煜著，投資人保護與團體訴訟，實用月刊，第三百三十三期，民國九十一年九月。
42. 劉萬基著，金融資產證券化條例之債權讓與對抗制度，全國律師，八月號，民國九十一年八月。

43. 劉懷德，簡介貸款作押債券(Collateralized Loan Obligation)，民國九十年九月，《http://www.ctnbank.com.tw/info_01_09/information-f01.htm》。
44. 潘秀菊、陳重見著，信託監察人制度之探討，國防管理學院學報，第十七卷第二期，民國八十五年七月。
45. 蔡朝安、林沛君，從實務及法律探討資產證券化，全國律師，九月號，民國九十年九月。
46. 鄭惠蓉著，資產證券化有關資產移轉「真實買賣之探討」，全國律師，十一月號，民國九十年十一月。
47. 賴萬基著，金融資產證券化條例之債權讓與對抗制度，全國律師，八月號，民國九十一年八月。
48. 儲蓉著，CDO 論述？證券化的新主流，證券櫃檯月刊，第七十五期，民國九十年。
49. 儲蓉著，信用卡應收帳款證券化，台灣金融財務季刊，第三輯第三期，民國九十一年九月。
50. 儲蓉著，對發展信用評等應有的態度與作法，《<http://www.moea.gov.tw/~ecobook/season/sag/sag13.htm>》。
51. 戴志傑著，論我國證券商風險管理之法制建設，證管雜誌，第二十卷第一期，民國九十一年一月，《<http://www.sfc.gov.tw/reference/magazine/9101/Ss1.htm>》。

三、國內剪報

1. 林文義著，《金融資產證券化 債權順位比一比》第一順位債權人擁有處分決定權，工商時報，民國九十二年二月二十五日。
2. 邱金蘭、謝偉姝著，首宗金融資產證券化商品 法人搶購，經濟日報，第七版，民國九十二年一月二十八日。
3. 黃金澤著，我國會計準則與國際接軌之挑戰（下），經濟日報第六版，民國九十二年四月二十九日。
4. 儲蓉著，金融資產證券化—台灣金融市場明日之星，經濟日報，民國九十一年三月二十七日。

四、碩士論文

1. 王志英著，金融資產證券發行之實證分析—以日本銀行為例，中原大學企業管理研究所，民國九十年六月。
2. 呂姝靜著，資產證券化法制之研究-以資產擔保證券為中心，國立台灣大學法律研究所碩士論文，民國八十八年七月。

3. 周湧盛著，日本金融證券化之研究，淡江大學日本研究所碩士論文，民國八十一年六月。
4. 林敘鑫著，銀行不動產金融之研究，銘傳金融大學研究所，民國九十年五月。
5. 范麗雪著，資產證券化之研究，國立中正大學財務金融研究所，民國八十七年一月。
6. 陳尹章著，金融資產證券化之法制架構之研究，國立台北大學法律學研究所，民國九十一年六月。
7. 陳錦佩著，先進國家資產證券化之研究—兼論在台灣實施之可行性，國立東華大學國際經濟研究所，民國八十六年六月。

五、研究報告

出國研習考察報告選輯(第一輯)，民國八十二年六月，財政部金融局。

六、研討會資料

1. 富邦金控資產證券化研討會講義，民國九十一年四月。
2. 資產證券化實務案例研討會講義，民國九十二年三月十二日。

貳、大陸參考資料

一、大陸專書

王開國 等編著，資產證券化論，上海財經大學出版社，西元一九九九年十二月。

二、大陸期刊

1. 李穎著，關於與境外機構聯合開展離岸資？證券化的設想，
《<http://www.chinasecuritization.com/1111/09.htm>》。
2. 徐 飛著，租賃債權證券化研究，《<http://www.chinarent.net/leasingforum/zhuanjia/xuf/zxuf7.asp>》。
3. 梁均著，資產證券化系統分析，湘財證券，二〇〇二年五月十四日，
《<http://211.154.52.186:81/gate/big5/www.xcsc.com/>》。
4. 楚特立(Terry M.Chuppe)著，公司治理和獨立董事的作用——美國的經驗，
《<http://www.e521.com>》。
5. 葛家澍、黃世忠著，安然事件的反思—對安然公司會計審計問題的剖析，會計研究月刊，二〇〇二年二月。

三、大陸剪報

1. 湯本著，ENRON 經濟破？，誰是黑手，《<http://tangben.com>

- /JINDUPING /2002/enron1.htm》。
2. 通過資本市場處置不良資產途徑研究，中國工商銀行江蘇省分行課題組，金融時報，《<http://www.financialnews.com.cn/ldx/200303310139.htm> 》。

參、英文參考資料

一、英文專書

1. James A. Rosenthal and Juan M. Ocampo, “Securitization Of Credit”, the McKinsey & Company, Inc ,1988.
2. Marty Rosenblatt, Jim Johnson and Jim Mountain, Securitization Accounting under FASB 14 0, 2nd edition, January,2002.

二、英文期刊

1. Andrew Finch, Securitisation, Journal Of Banking And Finance And Practice, Volume 6 , December 1995.
2. Anil Chawla, Securitization of NPAs -- An International Perspective, GE Capital Commercial Finance, 19th September 2002.
3. Enron's Misuse of SPEs: The Powers Report, <http://nytimes.com/images/2002/02/03/business/03powers.pdf>
4. Glenn R. Simpson, Firms Repeatedly Dodged Efforts To Rein In Off-the-Books Deals, April 10, 2002.
5. Jeffrey N. Gordon, What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections, University of Chicago Law Review, February 2002.
6. Jonathan C. Lipson, Enron, Asset Securitization And Bankruptcy Reform: Dead Or Dormant ?, Journal of Bankruptcy Law and Practice, January/February 2002.
7. Kenneth N. Klee and Brendt C. Butler, Asset-Backed Securitization, Special Purpose Vehicles And Other Securitization Issue, UCC Law Journal, Volume35,2002.
8. Mairin Burns, Securitizing Bad Debt: Following Fleet and CIBC, more banks prepare to offload bum loans, The Investment Dealers' Digest, Nov 26, 2001.
9. Michael J. Cohn, Asset Securitization: How Remote Is Bankruptcy Remote? , Hofstra Law Revie, Vol26No.4, <http://www.hofstra>.

edu/Academics /Law /law_lawrev_cohn.cfm

10. Minh Van Ngo, Getting The Question Right On Floating Liens And Securitized Assets, Yale Journal on Regulation, Winter, 2002.
11. Olivier Melennec, CBO, CLO, CDO: A practical guide for investors, Securitization Conduit, Volume3, 2000.
12. Rating Agencies Under SEC and Congressional Scrutiny, Securitization update, December 2002, <http://www.kayescholar.com>.
13. Robert R. Veach, Jr, Securitization Of Assets, Bulletin of the Business Law Section of the State Bar of Texas, March 1993.
14. Robert Stark, Viewing The LTV Steel ABS Opinion In Its Proper Context, Journal of Corporation Law Winter 2002.
15. Securitization Glossary, Nomura Fixed Income Research, 《http://www.securitization.net/pdf/nomura_sec_112602.pdf》
16. Steven L. Schwarcz, Enron, and the Use and Abuse of Special Purpose Entities in Corporate Structures, University Of Cincinnati Law Review, October 2002.
17. Tamar Frankel, The Law Of Cross-Border Securitization: Lex Juris, Duke Journal of Comparative and International Law, Spring 2002.
18. The "Professors' Letter", 《<http://www.abiworld.org/research>. 》
19. Thirty Years Later Securitization Is Still Good For America, 15 March 2002 , Nomura Fixed Income Research, 《<http://www.securitization.net>》

肆、日文參考資料

一、 期刊

???? ,???????????????????? ,《<http://www.geocities.co.jp/WallStreet/8900/sec/iabs1.html>》

二、 網路資料

<http://www.findai.com/yogo/0257.htm>