

台北外匯市場發展基金會 委託計畫

資產證券化風險管理之研究
(修正版)

執行單位：  台灣金融研訓院

中華民國九十五年八月

台北外匯市場發展基金會 委託計畫

資產證券化風險管理之研究
(修正版)

執行單位：  台灣金融研訓院

研究人員：謝 俊

楊 舒 雯

游 貞 怡

王 寸 久

中華民國九十五年八月

資產證券化風險管理之研究

目 錄	頁 次
第一章 資產證券化的概念	07
第一節 意義	07
第二節 特徵	08
一、資產證券是以資產支撐的直接融資方式	08
二、資產證券化是一種結構性融資方式	09
三、資產證券化是一種表外融資結構	09
第三節 資產證券化與其他金融工具的區別	10
一、資產證券化與應收帳款業務的區別	10
二、資產證券化與標的融資的區別	10
第四節 資產證券化的價值	11
一、提高資本使用率	11
二、提高資產的流動性	11
三、提高融資過程的透明度	11
四、調整資產結構及轉化資產風險	12
第二章 資產證券化的參與主體	13
第一節 發起人	13
第二節 特殊目的機構	13
第三節 投資人	15
第四節 資產管理人	15
一、設立特殊目的機構專戶	15
二、代為行使證券化資產後的相關權利	16
第五節 文件管理人	16
一、資產形成時的文件	16
二、與資產權利有關之各類文件	16
三、資產證券化期間形成之資產明細	16
四、資產與權利之保全資料	16
第六節 信用增強機構	16
一、對資產的風險提供信用增強	17
二、對證券化資產的現金流量提供服務	17
三、對再投資進行擔保	17
四、利率與匯率風險	17
第七節 信用評等機構	17
第八節 承銷機構	18
第三章 資產證券化的基本流程	19

第一節 確定標的資產	19
一、標的資產的所有權需為發起人所有	19
二、標的資產的同質化	19
三、標的資產在未來的一定期間內需產生現金流量	19
第二節 移轉到特殊目的機構 (SPV)	19
一、避免關聯交易而影響資產的真實出售	19
二、特殊目的機構 (SPV) 的獨立性	20
三、信用增強非來自於發起人	20
第三節 信用評等	20
一、證券化資產的真實出售	20
二、審視特殊目的機構 (SPV) 的獨立性	21
三、所屬國家之法律制度	21
四、特殊目的機構 (SPV) 防範破產可能	22
五、資產證券化的性質與結構	22
六、稅賦制度	22
七、特殊目的機構 (SPV) 的信用風險與資產的流動性	23
八、不同證券化資產的隔離	23
九、對發行人權利的限制	24
第四節 信用增強	24
一、發起人提供的信用增強	24
二、第三人提供信用增強	25
第五節 資產證券結構與發行	26
一、資產證券結構的設計	26
二、資產證券之發行	27
第六節 融資結構安排	27
一、原則	27
二、資產證券化融資結構的基本型	28
第七節 受託或管理機構	31
第八節 次級市場	31
第九節 資產證券化之終止	31
一、投資人收益的保障	31
二、特殊目的機構 (SPV) 的剩餘資產處理原則	32
第四章 資產證券化的風險議題	33
第一節 投資人的風險範圍	33
第二節 特殊目的機構 (SPV) 資產證券化轉讓無效的法律風險	33
一、法律意見書效力的相對性	33
二、法律風險的內容	34

三、新舊法律競合的風險	35
第三節 資產管理風險	35
一、資產管理人的經營風險	35
二、資產管理人的管理風險	35
三、不良資產的管理與處理風險	37
四、資產管理人的違約風險	37
第四節 信用增強主體的履約風險	37
第五節 融資結構的系統風險	39
第六節 債務人提前還款風險	40
第七節 債務人違約風險	40
第八節 再投資風險	40
第九節 利率風險	41
第五章 境外資產證券化相關議題	42
第一節 證券化資產跨國轉讓議題	42
一、轉讓標的範圍	42
二、對於合約或法律轉讓限制的處理	43
三、證券化資產轉讓的優先權議題	43
第二節 跨國資產證券化的資金混合風險	43
第三節 準據法、管轄法院及其執行	44
一、準據法	44
二、管轄法院及執行	44
第四節 選擇特殊目的機構（SPV）註冊地	44
第五節 確定資產證券化的發行地	45
第六節 外匯管制及其匯率風險的防範	46
第六章 資產證券化商品	47
第一節 不動產證券化商品	47
一、不動產有限合夥（Real Estate Limited Partnership，RELP）	48
二、不動產投資信託（Real Estate Investment Trust，REIT）	48
第二節 金融資產證券化商品	49
一、金融資產證券化商品分類	49
（一）轉手型證券（Pass Through Certificates，PTC）	49
（二）金融資產擔保債券（Asset Backed Bonds，ABB）	50
（三）償付型債券（Pay Through Bonds，PTB）	50
（四）分割式抵押擔保證券（Stripped ABS）	51
二、金融資產證券化商品	52
（一）房貸抵押基礎證券化（Mortgage Backed Securities；MBS）	52
（二）汽車貸款債權證券化（Auto loan Securitization）	53

(三) 信用卡應收帳款證券化 (Credit Card Receivable-Backed Securitization)	55
(四) 租賃債權證券化 (Lease Securitization)	56
(五) 應收帳款債權證券化 (Receivable Securitization)	57
(六) 不良債權證券化 (Non-Performing Loan Securitization)	58
(七) 非債權資產證券化。	59
(八) 未來資產證券化 (Future Flow Securitization)	60
(九) 擔保抵押貸款債券 (Collateralized Mortgage Obligations; CMO)	60
(十) 抵押債務憑證 (Collateralized Debt Obligation; CDO)	61
(十一) 企業貸款資產證券化 (Collateralized Loan Obligation; CLO)	62
(十二) 債券資產證券化 (Collateralized Bond Obligation; CBO)	64
第七章 新巴塞爾資本協定 (Basel II) 對於資產證券化之風險與資本計提之規範	66
第一節 信用風險—資產證券化架構	66
第二節 Basel II 對於資產證券化之認定、分類及證券化過程與其特徵	68
第三節 金融機構辦理證券化資產之自有資本與風險資產之計提摘要	69
第四節 新巴塞爾資本協定 (Basel II) 可能影響資產證券化之規範	70
第五節 新巴塞爾資本協定 (Basel II) 擔保品風險權數對授信業務及證券化交易的影響	73
第八章 其他風險管理與國際管理趨勢	75
第一節 我國結構債與資產證券化	75
一、結構型商品 (Structured products)	75
二、債券型基金與結構債事件	77
三、結構債事件與證券化	79
四、現行結構型金融商品與評等	81
第二節 國際管理趨勢	82
一、國際貨幣基金 (International Monetary Fund; IMF) 對於資產證券化有效的基礎架構。	82
二、美國標準普爾信評公司 (S&P) 公布建立次級房貸產品市場之先決條件。	83
三、美國標準普爾信評公司 (S&P) 警告 RMBS 將面對不動產價格泡沫化。	84
四、美國擬採行較嚴格規範 GSEs。	85
五、不動產價格泡沫化，利率變動與金融工具創新複雜化下，傳統風險管理之挑戰。	87

第三節 證券化產品其他風險揭露	88
一、國際會計準則委員會（International Accounting Standards Board；IASB）要求揭露更多的資訊與風險。	88
二、美國財務會計準則委員會（Financial Accounting Standards Board；FASB）針對結構型金融商品發佈 140 修正草案。	89
第九章 結論	92
一、國內金融環境資產證券化面臨之議題及對金融環境之效益與衝擊。	92
（一）資產證券化面臨之議題。	92
（二）資產證券化帶來之效益。	92
（三）資產證券化帶來之衝擊。	92
二、國內資產證券化發展，面對 Basel II，建議採階段化適用方式。	92
參考書目	94
附表一、臺灣資產證券化商品核准（或申報生效）統計表	96~
附圖一、傳統型資產證券化基本交易架構	
附圖二、傳統型資產證券化交易架構	
附圖三、合成型資產證券化交易架構（一）	
附圖四、合成型資產證券化交易架構（二）	
附圖五、合成型資產證券化交易架構（三）	
附圖六、合成型資產證券化交易架構（四）	
附圖七、循環型資產證券化架構	
附錄一、審查意見修正對照表	

第一章 資產證券化的概念

資產證券化 (Asset Securitization) 有別於傳統的融資工具，1970 年代源於美國，因其長期的發展，使得美國的資本市場與銀行體系發生強與弱的變化。2002 年美國的商業銀行融資總額約美金 400 多億元，約為債券市場與股票市場總餘額之 10% (基礎金融市場)；房貸擔保證券 (Mortgage Backed Securities, MBS) 與資產擔保證券 (Asset Backed Securities, ABS)，約佔債券發行總額之 53%。在美國之後，資產證券化亦在英國及歐洲國家、澳洲、紐西蘭等國家發展。

資產證券所以能跨國、跨地區，並於不同的市場與不同法系國家間，以不同的形式發展，其主要原因，還是源於專家學者的研究與發表。資產證券化在國際間的發展過程，其實面臨不同國家間的文化差異、金融市場及新金融商品的開放程度等；資產證券化對於債權與相關物權變動等是有高度要求的，是一種新的金融工具。

第一節 意義

1970 年代的美國政府的國家抵押協會 (Government National Mortgage Association, GNMA)，首次發行以房貸擔保證券 (MBS)，之後的三十多年，資產證券化如前所述，已在英國及歐洲國家、澳洲、紐西蘭等國家發展。有關資產證券化的定義，一般約有三種。

一是美國證券交易委員會 (SEC) 對於資產證券化的定義：它是透過對於金融工具「資產擔保證券 (ABS)」為基礎，認為資產證券化是如同「資產擔保證券 (ABS)」的證券，主要是由應收帳款資產池或其他資產池來支撐及保證清償；而這些資產的期限可以是固定週期的，也可以是循環週期的，在特定的期間內可以產生現金流量與其他權利，或者資產證券亦可由其他資產來保障向債券持有人分配收益。

二是以金融本質的角度來定義，認為它是存款人與借款人透過金融市場得以部份或全部的對稱分配的一個過程或工具；此時開放的市場信用取代了銀行或其他金融機構原來提供的封閉市場信用。

三是認為資產證券化是一種融資制度的安排。發起人缺乏流動性，但能在未來產生可預見的穩定現金流量的資產或集合資產 (或債權)，出售予特殊目的機構 (Special Purpose Vehicle, SPV)，特殊目的機構 (SPV) 則透過一定的結構安排，分離與重組資產的收益和風險，並增強資產信用，轉變成為由資產產生的現金流量擔保的可自由流通的證券，並銷售予金融市場上的投資人。

以上三種定義是以不同的角度對於資產證券化為基本敘述，並適度地反應資產證券化不同層次的特質，但隨著產品與市場的發展，具體而言，或可簡單將資

產證券化的以狹義與廣義的觀點區分；狹義的資產證券化觀點：係指發起人（Originator）將未來特定期間可能產生的現金流量的資產，真實出售（True Sale）給特殊目的機構（SPV），而所銷售的資產從發起人（資產讓與人）資產負債表上移出（表外資產），由特殊目的機構（SPV）以此資產或集合資產（或債權）所產生之現金流量作為支撐，向投資人發行可自由流通的證券的結構性融資安排。廣義的資產證券化觀點：包括發起人所轉讓的資產仍在其資產負債表內（如特殊目的機構（SPV）是其100%子公司），且無次級市場（Secondary Market）流通的資產證券化的形式。

因此，資產證券化是發起人進行資產負債表外的融資的過程，表外融資對於金融機構而言，具有相當重要的意義。金融機構資產規模的發展是受到巴塞爾資本協定（Basel Capital Accord）的資本規範限制，不論是舊版或新版的巴塞爾資本協定，對於金融機構的資本適足率最低要求應不低於8%。金融機構的證券化的表外融資過程，將更有助於提高或穩定金融機構的資本適足要求；且在新巴塞爾資本協定強調的風險管理之同時，資產證券化將更有助金融機構的風險管理。

第二節 特徵

一、資產證券是以資產支撐的直接融資方式。

傳統的融資方式，借款人除了向金融機構融資者外，亦有以發行有價證券與資本市場直接融資，此主要係以第三人擔保發行債券，或發行股票等方式。但這些融資的本質均係以發行公司的信用為基礎。如果一家公司以其自有或為第三人所有物為擔保向銀行借款或在資本市場發行有價證券進行間接或直接融資；此種融資的過程中，雖然也有物的擔保，但這種物的擔保只是債的保全方式，與資產證券化的特定資產其未來的現金流量是不同的。而且資產證券化除了證券化資產外，一般尚有金融機構或保險公司對於證券化資產的損失，或資產的現金流量，進行信用增強（Credit Enhancement）。

證券化資產對於投資人有二種功能。一是支付功能，證券化資產未來的現金流量是資產證券持有人投資收益的直接資金來源。二是擔保功能，證券化資產透過真實出售，至特殊目的機構（SPV），與發起人資產分離，形成資產池（Capital Pool），以其資產池全部對資產證券的投資人的擔保。

企業透過發行股票、債券等與透過資產證券化的籌資方式，其在發行方式與結構安排等仍有不同。資產證券化並不是發起人直接到資本市場發行證券，而是由特殊目的機構（SPV）發行。特殊目的機構（SPV）是一個獨立於發起人的完整主體，係由發起人所控制的空殼公司或其他信託機構。特殊目的機構（SPV）與其他參與機構或投資人亦無牽連關係，其主要係便於實現其所有的證券化資產與發起人的資產相隔離，以達到證券化資產「破產隔離」的目的性，同時防止特殊目的機構（SPV）的投資人對於證券化資產進行追索的可能性。而在傳統的融資方式，融資項目是借款公司以其所有之資產為擔保，向金融機構融資的結構性

安排，若借款公司破產，借款公司的財產最終可能歸為破產財產，金融機構的債權在擔保的範圍內有優先受償權。特殊目的機構（SPV）不同於一般借款公司，一般借款公司的資產與收益是一個對未來無法清償金融機構的擔保，而資產證券化是直接以發起人資產所產生的現金流量作為直接償還投資人的結構性安排。

二、資產證券化是一種結構性融資方式。

所謂結構性的融資安排是相對於金融機構、企業單一的融資行為或融資安排而言。傳統的企業向金融機構融資，稱間接融資；而企業直接自資本市場發行證券，稱直接融資。但此所稱結構性融資安排，其與間接融資或直接融資不同，融資需求者與投資人間非對應關係。資產證券化所以是結構性融資方式，是因為發起人並不是直接到資本市場發行證券或向投資人以其他方式直接融資，它有所謂的「中間機構」，且各個參與主體間的權利義務是以某種原則進行相互關聯的不同層次的安排。

證券化的第一步，是先由發起人（即資產的原始債權人）將未來可能產生一定現金流量的資產，真實出售予特殊目的機構（SPV），其次由特殊目的機構（SPV）經過信用分級後，向投資人以發行證券的方式來取得資金。資產證券化的過程中，有多個參與主體，包括發起人、特殊目的機構（SPV）、資產受託機構、信用評等機構、信用增強機構等。具體來說，資產證券化並不是發起人簡單地向投資人銷售有價證券的直接融資的過程，它是由發起人將證券化資產移轉予特殊目的機構（SPV），以特殊目的機構（SPV）所持有的證券化資產為核心所發生的一系列不同層次、不同序列的法律關係，來實現證券化資產的風險移轉，同時保障投資人收益的結構性融資安排。

三、資產證券化是一種表外融資結構。

只要發起人將資產有關的風險與收益移轉予第三實體，而且發起人已放棄對資產的控制，將其資產「真實出售」予特殊目的機構（SPV），發行人得以將證券化資產從其資產負債表中移除，並認列收益及損失。當然，發起人將證券化資產移轉至特殊目的機構（SPV），是必須符合資產的「真實出售」的標準與要求，方得將其證券化資產從自有之資產負債表中移除，及減少資產必須計提資本之壓力或要求。為了實現發起人表外融資的目的，特殊目的機構（SPV）必須向發起人給付全部資產的受讓對價，而其資金來源是特殊目的機構（SPV）以證券化資產為基礎發行資產受益憑證所募集之資金。證券化資產的「真實出售」，基本上有二要件；一是特殊目的機構（SPV）的獨立性，即特殊目的機構（SPV）在律上、或經濟上必須分離，使特殊目的機構（SPV）完全獨立於發起人之外；二是支付受讓證券化資產的對價比須是足額且及時的，否則無法構成證券化資產的「真實出售」。

證券化資產的表外處理，對於金融機構而言，有調整資產結構，與紓解金融機構資產所對應的資本需求壓力。其亦意味著金融機構將資產自表內移轉至表

外，有如風險降低，資本需求的下降，另因證券化資產受讓所取得之資金，金融機構亦可新增資產及增加收益；因此，資產證券化是金融機構突破資產規模受限於其所謂核心資本限制之另一途徑，亦是金融機構調整資產結構的重要方法。

第三節 資產證券化與其他金融工具的區別

一、資產證券化與應收帳款業務的區別。

應收帳款業務的基本類型是金融機構或財務公司以折價的形式購買企業的應收帳款，並由買入之金融機構或財務公司負責管理、收取應收帳款，並收取約定之費用。應收帳款的融資方式中，亦有發行證券募集資金來購買應收帳款的模式；故若自單純結構觀之，與資產證券化結構安排類似，但若進一步觀之，資產證券化與應收帳款業務亦無清楚之分界；但二者確是不同的融資工具，區別包括，一是標的資產範圍不同，資產證券化適用於包括金融機構資產在內的所有企業的應收帳款，尤其是目前對於資產證券化的資產，可說是所有在未來可產生現金流量的資產，都可將資產證券化。但應收帳款業務，一般多是由金融機構對企業的應收帳款（資產）為折價買入的行為，對企業而言，是向金融機構融資的工具之一，金融機構在買入應收帳款後，似又類同保管機構。二是在應收帳款業務中，應收帳款機構已存在而非特別設立之目的公司，而在金融機構，應收帳款業務只是其中一項業務。至於資產證券化的特殊目的機構（SPV），在一般情況下，其是發起人專門為特定資產證券化而設立，其設立與撤銷與資產證券化的存續係必然關聯。三是應收帳款的在買入之後，應併入買入應收帳款機構的資產負債表。但在證券化資產，發起人與特殊目的機構（SPV）是被高度要求「破產隔離」機制的，證券化資產是一個獨立的資產池。四是投資人不同，一般情形下，應收帳款的買入者係單一的金融機構或財務公司，但在資產證券化，特殊目的機構（SPV）非屬投資人，或說其本身並非經濟實體。一般而言，應收帳款的買入者，將全部承擔應收帳款的風險，其並無將風險為分散或再移轉。

二、資產證券化與標的融資的區別。

標的融資的結構安排，一般係由主辦金融機構負責規劃，以該標的的資產及其未來收益作為融資還款來源與擔保。借款公司（或特許公司）一般是獨立於標的之外的公司。標的融資一般尚可分為無追索權或有限追索權。無追索權的標的融資，是指金融機構只對標的資產及其未來收益有追索權，借款公司（或特許公司）無其他擔保承諾；而有限追索權者，係指金融機構對於此標的融資，除對該標的資產及其未來收益有追索權外，對於借款公司（或特許公司）或其他保證機構尚有清償不足部份的追索權。故從融資結構上分析，資產證券化與標的融資有部份相似之處，其在資產移轉、發起人的表外融資、金融機構的還款來源及標的資產與未來收益的關聯性等，有著相似之處。但資產證券化與標的融資，二者亦存在相異之處。

（一）風險程度與承擔方式不同。

資產證券化後的風險較小，因為經過信用分級與信用增強；但標的融資的風險多集中於金融機構，借款公司（或特許公司）擔負的風險有限。

（二）適用範圍不同。

標的融資是金融機構與標的所有者共同承擔標的風險的融資方式，借款公司（或特許公司）是獨立的公司，而金融機構只是融資的提供者及標的風險的承擔者。但資產證券化主要是金融機構的資產進行證券化後，對於證券化資產隔離進行表外融資的過程。雖然也有非金融機構為資產證券化的發起人，但其投資人一般非金融機構，而是一般投資機構或投資人。

第四節 資產證券化的價值

一、提高資本使用率。

金融機構發展資產證券化，其最主要的原因不外乎提高資本適足率，資產證券化有二個目的，一是風險資產的移轉，二是現金的再流入。資產證券化可以提高資本的利用。不論是巴塞爾協定（Basel I）或新巴塞爾協定（Basel II），其對於金融機構最低資本適足率的要求最低應不低於8%。資產證券化是將資產移轉予特殊目的機構（SPV），以發行有價證券的方式，把資產的風險移轉予投資人，經過重覆的資產移轉及證券化的結果，風險資產相對減少，則資本適足率可適度提升。另一方面，因金融機構除為發起人外，亦可能擔任資產管理機構，可增加金融機構的費用收益。

二、提高資產的流動性。

不論是金融機構或是一般企業，擁有資產但缺乏流動性是一般常見的。因為資產的流動性不佳，其對應於負債的償還，將更增加違約風險。資產證券化可紓緩或解決資產流動性不佳的問題，資產證券化以其證券化資產的未來現金流量為基礎，發行有價證券提前收回資產價金，加速了資產的流動性，亦增加了金融機構的現金流量。金融機構雖然可能減少了原來資產的一部份利息收益，但因證券化之後的風險轉出與現金流入的槓桿，對於金融機構的永續經營是有助益的。

三、提高融資過程的透明度。

在金融機構早期發展階段，不論是企業向金融機構間接融資，或是企業自資本市場發行有價證券直接融資，均存在訊息不對稱的問題。金融機構中期發展階段，企業為了能在資本市場直接融資，有著所謂「包裝上市」的情形，故不論是早期或是中期階段，對於投資人而言，均無法真確瞭解企業真實的財務狀況與財務指標。而資產證券化可一改傳統融資方式對於投資人存在訊息不對稱的問題，投資人可透過資產證券化的信用分級，決定投資的等級或風險。資產證券化向投資人提供的不再是無形的信用風險、或是債權的擔保，而是金融機構所有的企業的現在及未來所能產生現金流量的特定資產。投資人可藉資產證券化的過程，充份的瞭解證券化資產的各類財務指標。所以，資產證券化過程，可以讓投

資人更清楚瞭解投資標的風險，且在此基礎上，金融機構或信用增強機構會對於現金流量的變動或是資產損失，提供信用增強，使得全部的過程訊息透明化。

四、調整資產結構及轉化資產風險。

資產風險可能來自市場波動的價值減損，也可能來自各類法律事實、社會或自然事件所導致的權益損失的風險。因為資產具有風險性，故金融機構應該要強化資產管理，控制資產風險，並及時地通過調整資產結構，移轉風險。資產證券化是移轉資產風險的主要途徑之一。金融機構可將中長期融資資產予以證券化，以移轉因期限所帶來的期間與違約風險或損失；另金融機構亦可將不良資產證券化，將不良資產移轉予特殊目的機構（SPV）後，以發行有價證券的方式，把資產的風險移轉予投資人。總之，資產證券化對於資產所有者而言，得依據風險種類或程度、資產管理的目標與要求，來移轉資產的風險。

第二章 資產證券化的參與主體

關於資產證券化的參與主體，一般依不同的標準而有不同的分類，但較普遍對於資產證券化參與主體的分類，主體包括：特殊目的受託機構（SPV）、融資服務機構、資金保管機構及證券登記機構等，這些分類係依據資產或發行方式為之。以下謹依資產證券化過程中，最普遍且主要的參與主體為敘述。

第一節 發起人

發起人係指資產證券化過程中的最初始債權人。一般而言，只要是資產擁有者其資產在未來能產生一定的現金流量者，可謂之廣泛的發起人，或主要的發起人；資產證券化基本上並無發起人的特別限制，只要證券化資產的特性能夠滿足證券化的要求，都可成為資產證券化的發起人。

依證券化資產的性質不同，資產證券化的發起人可分為金融資產發起人與非金融資產發起人。金融資產發起人例如金融機構、保險公司等；非金融資產發起人則係泛指非金融機構等。發起人在資產證券化的實務中，是證券化資產的原始債權人。另外，其移轉到特殊目的機構（SPV）後，亦可能是證券化資產的實際管理人；這樣會使得證券化資產管理人與相關參與主體的聯繫、債權管理、債權保全等具有連續性，且金融機構資產管理的經驗，將進一步保障投資人證券化資產的收益安全。

第二節 特殊目的機構（SPV）

特殊目的機構（SPV）是資產證券化最主要的參與主體，其係以資產證券化為目的所特別設立之公司，資產證券化的發起人惟有將證券化資產移轉予特殊目的機構（SPV），才能實現資產證券化二大目的。一是證券化資產與發起人資產隔離（破產隔離）的目的，以吸引投資人，並保障投資人的收益不受發起人破產的影響。二是發起人將證券化資產自表內移至表外，並取得資金。特殊目的機構（SPV）為一專門處理資產證券化之金融機構，在整個金融資產證券化中扮演著仲介的角色，發起人會將其持有之資產出售或信託予以特殊目的機構，其主要目的在於分離發起人和金融資產間之債權關係，可使得該資產獲得較佳之信用評等，進而保護投資人的權益並降低投資證券的風險。目前國內金融資產證券化採行雙軌制，將特殊目的機構分為特殊目的公司（SPC）或特殊目的信託（SPT）兩種類型：

一、特殊目的公司（Special Purpose Corporation，SPC）。

依金融資產證券化條例第四條第一項第五款的定義，「特殊目的公司」係指為「經主管機關許可設立，以經營資產證券化業務為目的之股份有限公司」。發起人將所持有的金融資產出售予特殊目的公司，經由特殊目的公司將資產證券化，

透過承銷商出售給投資人，以募集其所需資金。

二、特殊目的信託（Special Purpose Trust，SPT）。

依金融資產證券化條例第四條第一項第四款的定義，「特殊目的信託」係指為「指依本條例之規定，以資產證券化為目的而成立之信託關係。」。發起人將所持有金融資產信託予特殊目的信託，經由特殊目的信託將資產證券化，發行證券化之受益憑證，透過承銷商出售給投資人，以募集其所需資金。

特殊目的機構（SPV）基於稅務或其他考量，一般多以公司形式（Special Purpose Corporate, SPC）設立，但亦有可能以信託方式設立（Special Purpose Trust, SPT）。特殊目的機構（SPV）設立的條件包括：

一、所屬國家法律能夠支持特殊目的機構（SPV），不會因任何原因進入破產程序。

發起人將證券化資產移轉至特殊目的機構（SPV）後，在投資人的收益未完全償付之前，特殊目的機構（SPV）不會破產。

二、所屬國家的稅法寬鬆。

因為資產證券化涉及一系列證券化資產的移轉、經營、處置等，如果每個環節都有稅的負擔，且證券化過程尚有其他費用的負擔，這些均會導致資產證券化的收益被壓縮，並進而造成資產證券化的障礙或影響發起人將資產證券化的意願。

三、所屬國家的政治、經濟或法律環境穩定。

特殊目的機構（SPV）原則上係由二種方式設立，一是由發起人另行登記設立，並由其所控制；另一是由非發起人設立，由金融機構為資產證券化目的而設立。如果由發起人登記設立，因其與發起人存在股權關係，可能會有資產證券化「真實出售」的疑慮，或者是表外資產是否受到金融監理等議題。實務上多採行後者來設立特殊目的機構（SPV），使得證券化資產徹底與發起人資產分離，來符合「真實出售」的要求。為防止特殊目的機構（SPV）破產，其公司章程，其多會嚴格規範禁止參與其他業務之經營或其他融資活動。

另外，發起人移轉證券化資產至特殊目的機構（SPV），有三種方式。

一、更新（Novation）。

由發起人（或原始債權人）與基礎資產債務人，終止雙方間的債務合約，再由特殊目的機構（SPV）與債務人依循原合約條款另訂定新的債務合約；這是屬於更新合約，與更新債權人主體。

二、轉讓（Assignment）。

此係發起人將原債權合約上的一切權利轉讓予特殊目的機構(SPV)；因此，無須更新原債權合約主體，亦無須終止原債權合約。但發起人須具備二個條件：一是在原債權合約中無禁止轉讓的條款，二是法律制度上屬可行。

三、從屬參與 (Sub-participation)。

此係不轉讓基礎的證券化資產，原發起人與基礎資產債務人的合約仍具效力。特殊目的機構(SPV)與原始債務人間無合約效力，募集的資金歸於發起人，但特殊目的機構(SPV)對發起人保留融資的追索權，清償的最終來源仍係現金流量。

以上三種方式，以更新的方式轉讓成本最高，特別是在基礎資產數量大的情況。從屬參與的方式，其並無形式上出售證券化資產，此對於金融機構將證券化資產做表外處理將成為障礙，因為資產風險並沒完全移轉，亦對金融機構的資本適足無提升助益。

至於轉讓的方式，以是否需通知債務人及通知生效為區分，一般有三種，包括任意轉讓、通知轉讓與債務人同意轉讓。

最後，資產證券化與所謂的融資證券化不同，融資證券化是企業以其自身信用等級直接發行不同的有價證券以取得融資，如股票、商業本票或公司債等。這類有價證券的投資收益需考量發行人的信用評等、期限及市場利率等；但因市場本身與發行人信用等存在風險，故投資人可能承擔較大的不可預期的風險。

第三節 投資人

資產證券化的投資人，係指投資特殊目的機構(SPV)發行資產證券的購買人，即資產證券的持有人；包括自然人、機構法人等。資產證券所以會吸引投資人購買，主要是由於資產證券經過信用分級與信用增強，且在一般情況下會有較高的投資收益。

第四節 資產管理人

證券化資產雖然在特殊目的機構(SPV)名下，但因為特殊目的機構(SPV)的目的性單一且性質有如空殼公司，其無法擔負起證券化資產的管理任務，故實務上多由其委託專業資產管理人或發起人來管理證券化資產。資產管理人有時亦稱為受託人，充當受託人或資產管理人，一般會要求具有市場商譽或信譽的機構法人，包括金融機構、專業的資產管理機構。受託人或資產管理人的主要職能或義務如下：

一、設立特殊目的機構(SPV)專戶。

一般而言，受託人或資產管理人其所受託管理證券化資產，可能非僅來自一家發起人，特別是受託人或資產管理人係金融機構時，而且，金融機構因為成本考量或為增加業務往來對象，有時會爭取多家同時往來。受託人或資產管理人應

對於每一項證券化資產設立特殊目的機構（SPV）專戶，並記錄證券化資產管理的各項活動等，包括還款記錄、組合應收得本金與利息、再依受託範圍分配收益等。

二、代為行使證券化資產後的相關權利。

證券化之後，因為證券化資產係在特殊目的機構（SPV）之下，如果受託人或資產管理人以特殊目的機構（SPV）或債權人名義，對資產的債務人行使權利，對於受託人或資產管理人而言，是不便利的。故在法律許可及合約的規範下，受託人或資產管理人應以自己的名義，對於資產的債務人行使債權等相關權利。受託人或資產管理人對於投資人應盡的義務應係善良管理人的義務。受託人或資產管理人不論作為或不作為均不能損害投資人的利益，亦不能損害受託人的利益，並善盡各項義務。

第五節 文件管理人

有關證券化資產的權利，最重要的就是各類受益憑證，該等受益憑證表彰的是證券化資產的價值，故其管理相形重要。該等受益憑證包括：

一、資產形成時的文件。

這部份主要是原資產所有人與資產的證明文件、證券護化資產的往來明細及所有資產狀況等。

二、與資產權利有關之各類文件。

包括產權證明、金融機構合約、抵押約據、保證合約、借據等。

三、資產證券化期間形成之資產明細。

四、資產與權利的保全資料。

基本上，文件管理人並不直接與債務人接觸，但在實務上，其有權利要求受託人或資產管理人提供為保全證券化資產權利的所有文件資訊。

第六節 信用增強機構

資產在證券化之後，因為經過信用分級，理論上其風險係依分類後而確定。但證券化資產在客觀上依然是存在風險的，且不同的資產可能存在不同的風險；所以，為進一步保障投資人與降低信用風險，將客觀上存在風險的資產，轉化為無風險或低度風險，需要信用增強。

對於不同性質的資產風險，需要不同的信用增強措施，包括資產受益憑證受償的順位（優先或次順位），或以外部機構對於投資人收益或證券化資產的損失提供保證或擔保。實務上，係指第三人提供擔保的信用增強。由外部提供信用增強，一般會要求信用增強機構的信用評等等級應高於資產證券化的發起人；具體

的信用增強作為包括：

一、對資產的風險提供信用增強。

特殊目的機構（SPV）以其所有之證券化資產為基礎發行資產證券後，因為市場變化，證券化資產可能遭致損失，對此，發起人會提供所謂的超額擔保（約110%~120%）。發起人提供超額擔保一般係以資產折價移轉方式為之；超額的部份實際上是證券化資產在期限內的收益。此種信用增強的結果，類似於發起人對於投資人提供了證券化資產一定比例下有限資產損失之資產擔保。

二、對證券化資產的現金流量提供服務。

證券化資產的現金流量是對投資人依約按時給付的收益保障，但是因為證券化資產現金流量會受到經濟環境與債務人清償等變化影響，故現金流量的預估與現實中產生一定的變化是可預期的。不過，現金流量發生低於預估的情況下，將會直接影響投資人的收益，甚至造成發行機構違約。

一般實務上，有自資產證券內部設定從屬證券方式來吸收現金流量不足之風險外，或者對於現金流量不足清償的部份，由信用增強機構提供承諾或保證；當現金流量不足支應投資人收益時，暫時提供差額資金。

三、對再投資進行擔保。

特殊目的機構（SPV）所有之證券化資產，其收入與支付之期間，視同資金調度關係，如果在支付當期收益之後尚有餘裕資金，為避免資金閒置及期望增加收益，得再發行資產證券時，受託人或資產管理人與特殊目的機構（SPV）得以書面約定有關再投資事宜及規範。再投資的標的以流動性高且變現性佳者，對投資人較有保障；投資收益則依據特殊目的機構（SPV）所發行的證券架構對發起人、發行人或投資人為分配，但此種分配約定應於資產證券的公開說明書揭露。

但是，再投資亦存在風險，因此，若對於證券化資產再投資風險擔保，亦視為再投資風險的信用增強。

四、利率與匯率風險。

資產證券化以跨國形式發行時，存在匯率風險。另外，一般資產證券化發行期限較長，因此亦存在利率波動風險。

此等均會影響投資人的收益，為規避此等風險，金融機構一般會就利率或匯率風險為避險或為信用增強。

第七節 信用評等機構

資產證券化過程中，信用評等機構的存在是很重要的。基於訊息不對稱，投資人對於證券化資產的情況難以深入瞭解，而信用評等機構有其公信力，對於證券化資產應為充分的調查，並認定相關信用等級。如此可幫助投資人瞭解證券化

資產的風險與其他情形，並依其信用等級，判斷並決定投資與否。另外，對發行人而言，有信用評等機構的參與，可以依據信用評等報告確定發行人對資產證券化為信用分級，以最適化的原則為資產證券信用分級。

因此，一個成熟的資產證券化過程，特別是對於跨國性的發行與次級市場的建立，若沒有信用評等機構的參與，將無法吸引投資人、及保障投資人的收益。

第八節 承銷機構

發起人將證券化資產移轉至特殊目的機構(SPV)之後，特殊目的機構(SPV)以發行人來發行資產證券；但在實務上，特殊目的機構(SPV)均委託代理機構為之，即所謂承銷機構。

一般發行資產證券，約有二種方式，一是公募(Public Offering)發行、二是私募(Private Placement)發行。特別是在私募發行時，因為特殊目的機構(SPV)並無實際業務經驗或客戶群，故多會委託發起人或承銷機構代為發行。

資產證券的發行重要性，與一般有價證券發行一樣，其目的就是要吸引投資人的認購，如果沒有承銷機構的以其豐富的經驗和專業知識投入一系列的銷售，再好的資產證券若無法銷售去化，則恐若功虧一匱。故在一般情況下，資產證券的發行都會有專業的承銷機構參與。

第三章 資產證券化的基本流程

有關資產證券化的基本流程，自初始流程至資產證券化之終止，依序約略包括確定標的資產、移轉到特殊目的機構（SPV）、信用評等、資產證券結構與發行、融資結構安排、受託或管理機構、次級市場及資產證券化之終止等。

第一節 確定標的資產

標的資產的確定是資產證券化的初始流程，亦是資產證券化的過程起點。發起人依據本身資產結構特性與未來發展需要，來選擇證券化的資產範圍及數量，但標的資產需有下列特性：

一、標的資產的所有權需為發起人所有。

選擇證券化資產的最基本的要求，是該項資產在未來一定期限內可能產生現金流量。進一步而言，即該項資產的權利與收益，應無瑕疵，否則會影響資產移轉的效力，或因移轉導致對第三人權利的侵害。另外，亦要求證券化資產的收益權不能有瑕疵，以及存在其他限制權利的資產。

二、標的資產的同質化。

此係指資產池中的各個資產與其他資產在性質上的相同性。資產證券化基於離散度要求，證券化資產須由一定數量的資產組合形成證券化資產池，即在數量上要達到一定的程度，以期降低損失率。另外，所謂對於標的資產同質化的要求，更是包括資產池內的各個資產的構成要素的一致性，例如融資期限、利率條件等。

三、標的資產在未來的一定期間內需產生現金流量。

此係證券化資產的最基本要求。僅有一次的變現或一次的現金流入或流出的資產是無法構成資產證券化的。另外，對於未來產生的現金流量在一定期限內，須具有一定的穩定性，不能發生中斷。現金流量並不被要求須完全等量，基本上若有一定的量化規律，不論係等量遞減或等量遞增的現金流量，都可以作為資產證券化的標的資產。

第二節 移轉到特殊目的機構（SPV）

證券化資產移轉到特殊目的機構（SPV），係資產證券化重要的結構性安排，也是證券化資產免受其他參與主體破產或其他債權追索等風險隔離的最基本要求。

證券化資產移轉到特殊目的機構（SPV）的過程，即是實現證券化資產的真實出售的過程，也是證券化資產與發起人破產隔離的過程。

一、避免關聯交易而影響資產的真實出售。

一般而言，可能阻礙證券化資產真實出售予特殊目的機構（SPV）的事實，包括保留證券化資產的任何的法律上的追索權、以任何第三人資產的資產交換（特殊目的機構（SPV）非由發起人設立的情形下）、任何證券化資產收益直接轉至發起人的收益中（不包括發起人作為證券化資產的受託人或管理人所收取的管理費）等。如果上述事實在資產證券化的移轉合約有類似約定，則會構成證券化資產的真實出售的障礙，甚至可能因為此等障礙形成法律上的瑕疵致為無效轉讓。

二、特殊目的機構（SPV）的獨立性。

一般情形下，特殊目的機構（SPV）在設立登記後，已成為一個獨立的法人機構。但因為特殊目的機構（SPV）一般是由發起人設立及控制，若須符合各個國家的會計制度來認定其非屬關聯交易，在實務上有其困難。但若因此將移轉至特殊目的機構（SPV）的證券化資產，納入發起人的資產負債表中，此時對於資產證券化的意義似有不合。因此，在證券化資產移轉至特殊目的機構（SPV）過程中，即使特殊目的機構（SPV）係由發起人設立或控制，為遵循資產證券化的意義及精神，特殊目的機構（SPV）應維持其獨立性。

三、信用增強非來自於發起人。

如果發起人係信用增強機構，會發生發起人承擔了證券化的部份風險，而且同時也保留了對債務人部份的追索權。實務上，有發起人自己擁有資產證券的從屬證券，將證券化資產的部份轉移至從屬證券，事實上也是由發起人自己承擔證券化資產的部份風險，此種情形實難謂構成真實出售。

綜上所述，證券化資產其真實出售所要求特殊目的機構（SPV），必須在法律上是獨立的，以保障證券化資產池在經濟上是獨立的資產池，與其他任何參與主體無任何的關聯性；而特殊目的機構（SPV）支付全部證券化資產的對價，發起人是不能保留任何性質的資產權利及相應的風險。

所以，證券化資產移轉至特殊目的機構（SPV）的過程，是形成證券化資產池的過程，也是證券化資產與其任何參與機構的資產隔離的過程，以保證證券化資產能夠獨立存在，來保障所有的投資人。

第三節 信用評等

資產證券化的信用評等，實質上是對證券化資產的現金流量，對於資產證券持有人的投資收益的安全性進行評估的過程。因為資產證券與一般股票、債券等不同，資產證券是以特定資產價值及其所產生的的現金流量所支撐而發行的有價證券。前者主要是發行機構的信用等為投資的判斷，而後者端看發起人所提供的資產品質。

有關資產證券化信用評等的內容或標準，約如下述：

一、證券化資產的真實出售。

真實出售係證券化資產發起人透過交易，真實地將證券化資產移轉至特殊目的機構（SPV）。

因為各國的法律制度不同，如何認定移轉過程是否構成證券化資產是否為真實出售的標準，可能亦不盡相同。證券化資產的真實出售議題主要涉及二方面：一是特殊目的機構（SPV）與發起人是否存在真實控制關係，二是發起人破產時是否會波及到特殊目的機構（SPV）的資產。因為一旦不能構成真實出售，發起人的債權人透過法律程序申請特殊目的機構（SPV）破產，且法律程序判定特殊目的機構（SPV）資產與發起人資產不夠成隔離，此時不論證券化資產是否對投資人有支撐承諾，證券化資產的現金流量的支配權及經營權將會受到負面影響。因此，審查證券化資產是否構成真實出售是信用評等的重點。

對於資產證券化的過程中，主要係審查與特定的資產證券化交易有關的各參與主體間所簽訂的各類權利義務書面文件；依此類文件的約定內容，如果證券化資產的轉讓，不構成法律上認定的與發起人構成破產隔離，就算已為信用增強，證券化資產的信用評等亦不能達到發行資產證券的信用等級。另外，亦須評估此等不利於資產證券化的因素影響程度，而且必要時得要求律師出具關於發起人破產、其他參與機構對特殊目的機構（SPV）及其所持有的證券化資產的安全性等負面影響的法律意見書。

如果在所屬國的法律制度下，證券化資產的移轉已充份的實現破產隔離的效果，接下來，關注的重點將在特殊目的機構（SPV）資產池的現金流量，是否足以支付資產證券其存續期間內每期的投資收益。此包括資產池的現金流量的歷史資料，及所屬國的法律制度等。因為大陸法系國家的法律制度不同於英美法系國家，英美法系國家法律原則對於物權移轉整體速度較快且具便利性，但大陸法系國家普遍存在嚴格的物權登記制度與移轉登記制度，此對證券化資產的移轉產生較大的障礙。但不論具體的法律制度為何，資產證券化的核心議題主要是特殊目的機構（SPV）與發起人之間對於證券化資產的移轉，其在法律上已構成真實出售。

二、審視特殊目的機構（SPV）的獨立性。

資產證券化的交易，初始交易的設計主要都在於資產如何能在所屬國家的法律制度下真實的被移轉，從而使得發起人破產或重整，不會對特殊目的機構（SPV）的證券化資產或現金流量產生負面影響。因此，信用評等的另一個認定是在所屬國家的法律制度下，審查發起人設立特殊目的機構（SPV）是否符合所屬國家法律制度的要求，特別是獨立性的要求。

三、所屬國家之法律制度。

許多國家會通過立法來建立破產或擔保權益等的特別法律制度，並以此來保障或推動資產證券化過程。大多數的國家以特別法的形式界定證券化資產移轉的程序，當發起人破產時，發起人的債權人不能追索特殊目的機構（SPV）資產。

但在多數的情形下，以法律制度的架構並無更具體的規範細節、或根本無對於證券化資產真實出售的條件。為了使得特殊目的機構（SPV）的設立能夠符合特定的標準，其在法律制度的要求下，特殊目的機構（SPV）是不能向資產證券的持有人提供擔保，而應該由第三機構提供更多的傳統工具的信用增強或擔保。

四、特殊目的機構（SPV）防範破產可能性。

有關特殊目的機構（SPV）防範破產可能性，一般關注於特殊目的機構（SPV）的禁止債務承擔、自願破產或重整承諾或為此目的而採行的相關措施。

關於限制特殊目的機構（SPV）破產的規範，各個國家不盡相同，而且，證券化資產的受託人或管理人基於自身的利益，亦不希望特殊目的機構（SPV）破產；基於此，有些國家的特殊目的機構（SPV）之股份係由證券化資產的受託人或管理人持有足以控制股東會的股權。另外，獨立董事的設置也是基於發起人自願破產的限制而設立的制度。還有部份國家為了使特殊目的機構（SPV）的全部資產能夠為資產證券持有人所控制，採取所謂的浮動擔保制度，防止特殊目的機構（SPV）的第三債權人或股東試圖強制特殊目的機構（SPV）進行破產程序，以保障資產證券投資人的利益。將特殊目的機構（SPV）的資產全部向資產證券投資人設定浮動擔保，使特殊目的機構（SPV）進入破產程序或發生任何不利於資產證券持有人利益情況時，特殊目的機構（SPV）的剩餘資產可按資產證券持有人比例，移轉與持有人，以保障其權利與利益。

五、證券化資產的性質與結構。

證券化資產的性質與結構涉及證券化資產的質與量的議題。依據證券化資產的性質，信用評等的重點亦不同。例如房屋抵押貸款資產應關注所屬國家的法律制度是否允許次順位抵押權的設定、以區域環境評估借款用途及還款信用等，以判定違約率及催收等訴訟程序的難度及相關損失等議題。

另外，尚需檢視資產證券的結構設計，評估在第三人破產、重整等時，對於特殊目的機構（SPV）的資產影響程度。如果特殊目的機構（SPV）無第三機構提供信用增強，則關注的重點應該是證券化資產的預期的現金流量變化與市場風險的變化的相關性。基本上，對於證券化資產所應關注的重點內容，非僅於抵押物的法律問題，而是例如貸款期限，其回收所形成的現金流量與支付資產證券收益是否相對應。其最終目的是在於透過對於證券化資產質與量的評估，判定證券化資產所產生的現金流量與支付資產證券收益的適足性。

六、稅賦制度。

此部份探討資產交易稅、稅務訴訟、印花稅及雙重課稅等議題。

稅賦制度有關資產交易稅，主要的利基考量是發起人與特殊目的機構（SPV）在發行登記的所屬國家是否享有免稅的優惠或權利，或是發起人在設計資產證券

時，對於特殊目的機構（SPV）的稅賦已涵括在內，即其在全部扣除交易稅後，亦足以支付資產證券投資人的收益。另一個議題是預扣所得稅，因為在部份國家對於證券化資產產生現金流量，稅務機關會要求從現金流量中預扣所得稅。但若債務人在境內國，而特殊目的機構（SPV）在境外國家的情形下，債務人向設立在境外國家的特殊目的機構（SPV）支付貸款的本金及利息時，因為其現金流量發生在特殊目的機構（SPV）境外國家，就有可能發生預扣所得稅的情形。

有關稅務訴訟，在資產證券化國際交易中，特殊目的機構（SPV）一般多設在租稅天堂（免稅）或是稅賦負擔較輕的國家或地區；但若發起人所屬國家並不是租稅天堂（免稅）或是稅賦負擔較輕的國家或地區，一旦因為證券化資產發生爭議或訴訟，管轄法院在執行債務人抵押財產時，或涉及因司法交易的稅務問題。一般司法機關所屬國家的稅務機關，在無特殊的情形下，執行程序中均會將特殊目的機構（SPV）與債務人列為稅務主體，因此課以相關稅賦。

有關印花稅部份，因為印花稅是發起人財產移轉至特殊目的機構（SPV）有關真實出售的證明之一，這是對於資產交易真實性的直接證明，也是以此對於發起人的債權人透過訴訟程序向特殊目的機構（SPV）為債權主張時的抗辯的證明。因此，印花稅亦是信用評等時所關注的事項之一。

如果特殊目的機構（SPV）所屬國家與證券化資產所在地之國家，對於同一財產的交易行為，均為課稅要求，即有雙重課稅的問題。因此，應避免二國家間發生雙重課稅的狀況。一般特殊目的機構（SPV）多是由發起人所設立，或說是由發起人所控制的公司，因此通常的情形是由發起人繳納因證券化資產移轉所產生的一切稅賦，而特殊目的機構（SPV）多數情形下會設立在租稅天堂（免稅）或是稅賦負擔較輕的國家或地區，稅賦發生的機率較少。

七、特殊目的機構（SPV）的信用風險與資產的流動性。

在無足夠的法律保障及具體的金融監理下，證券化資產的受益有可能與證券化資產的受託人或管理人發生資金混合的情形。此情況下，特殊目的機構（SPV）可能存在信用風險，因為證券化資產的受託人或管理人的債權人為執行程序時，因為前述的資金混合，特殊目的機構（SPV）會因此發生信用風險，造成無法支付收益之情形。其他情況，例如因為金融機構以企業的應收帳款為資產池，但可能因為管理上的誤失或因通知的不及時性，債務人仍將款項支付予原債權人的情形。預防類似情況，應要求證券化資產的受託人或管理人承諾或保證帳戶的分離與獨立，以避免造成特殊目的機構（SPV）的信用風險。

另外，若發起人破產，如果因為法律的制度，特殊目的機構（SPV）歸於發起人的子公司時，將可能遭致證券化資產被歸為破產財產，此將導致證券化資產的流動性的障礙。此等預防亦如前述，應落實特殊目的機構（SPV）與發起人在法律架構下的獨立性，及其所轉讓的證券化資產係真實出售，以免受限於發起人破產事件的影響。

八、不同證券化資產的隔離。

資產證券化實務中，特殊目的機構（SPV）是承接證券化資產的機構，因此，一家特殊目的機構（SPV）同時或依序承接不同的證券化資產的情形是存在的。但是，因為特殊目的機構（SPV）在多次發行資產證券時，均以相同機構名稱與不同的發起人及不同的參與主體簽訂合約及其他法律文件，並開立不同的帳戶；故應為有效的分離措施，將各個證券化資產間之風險為有效分離，以避免發生資金或證券化資產混合的風險。

九、對發行人權利的限制。

基於破產隔離的要求，一般會要求發行人禁止發行非資產證券以外的其他有價證券，或稱為額外的資產證券；但若在特許的情形下，且發行的額外的資產證券是完全被信用評等之後的，則屬例外。如果發行額外的資產證券，其所形成債務在發行人的帳戶資金應足夠來支付此額外的資產證券。額外的資產證券的債權人對於發行人的任何資產是無追索權的，且當發行人的資金不足以支付此類額外的資產證券時，亦無其他法律上的權利。

發行人在資產證券內採取了信用增強的形式，從而各批次的資產證券都有優先及從屬順位。優先資產證券的固定收益或相當於享有優先擔保權益，此優先權益類似被設定的，當發行人無力全部支付同一系列的其他批次的資產證券的收益時，此優先權亦是不能波及到其他系列的證券資產。只有這樣，才能夠使其他其他系列資產證券的投資人在發行人或債務人違反義務時，降低發行人破產的動機。換言之，即使發行人破產，其他資產證券系列的投資人及其資產不會成為破產申請人債權主張的標的。另相對而言，同一發行人發行了無擔保債權的資產證券，但因為發行人對優先證券設定了完備的優先擔保權利，且這種權利即使是在發行人進入破產程序或清算程序時依然是有效的；所以，其他系列的資產證券持有人或從屬資產證券的持有人，即使是希望對發起人有任何破產程序的想法或行為，對其自身而言是不可能帶來任何經濟上的利益的。

第四節 信用增強

所謂信用增強是對於投資人的投資風險而言，是資產證券的發行人透過對資產證券內部的結構設定、或由第三機構提供擔保的方式，保證資產證券的收益能夠完全依發行條件承諾，支付收益予資產證券的投資人。

資產證券化係以發起人的特定資產的現金流量為基礎向投資人發行的資產證券，對於債務人違約或破產等的負面行為影響，都會對投資人增加投資風險。依據證券化資產的性質及與風險，發行人得採取不同的信用增強措施，保障證券化資產的現金流量足以支付其所發行的證券化資產的收益。

一、發起人提供的信用增強。

因為發起人亦承擔了部份證券化資產的風險，對於證券化資產的真實出售構成障礙。但是，不同國家的法律制度亦有不同的界定，因此若採用發起人提供的

信用增強時，應先充分瞭解所屬國家的法律制度與規範，以排除證券化資產銷售的障礙。

（一）對於發起人直接追索。

此係發生於發起人將資產移轉至特殊目的機構（SPV）過程中，約定於發起人與特殊目的機構（SPV）有關於移轉證券化資產的協議中，當特殊目的機構（SPV）資產的債務人發生任何違約情事時，直接由發起人代為支付，對資產債務人的追索權轉為向發行人行使的對投資人的信用保證方式。但是這種信用增強的方式，因其資產風險是由發起人承擔，所以發起人是被要求具有一定的信用評等。

此種由發起人提供信用增強的方式，其優點是簡單且便利，也適度節約發行成本，因為，發起人比較瞭解資產的風險。向發起人追索的變通方式是發起人設定特定資產做為擔保；發起人除向特殊目的機構（SPV）出售證券化資產外，再劃定一定比例的資產作為證券化資產的債務人違約時的資金補償，即由擔保資產的現金流量來保障投資人的當期收益。如果發起人所提供的資產仍不足以支付證券化資產的損失或現金流量不足的金額，發起人應承擔此責任。這種提供特定資產的方式與投資人直接追索不同，因為存在資產的擔保，等同是發起人向投資人另提供原資產範圍內的現金流量的保障。這樣的信用增強方式，在法律制度下，類似同時提供人的保證與物的保證，只不過此保證屬補充性質。另一種方式是發起人只能在所劃定資產所產生的現金流量為保證，證券化資產債務人的違約損失超過擔保資產產生的現金流量時，即不能再對發起人追索。

（二）保留從屬權利或超額擔保（Over Collateralization）。

實際上，這兩種信用增強方式如同一體兩面。採用保留從屬權利是將特殊目的機構（SPV）資產池的資產分為二部份，一部份是發起人自己持有，其比例依資產池整體可能的未預期風險比例訂之（例如 10%），則此部份資產將不出售而由發起人自己持有，以承擔可能的未預期風險；剩餘部份（例如 90%）則係出售的資產。另一種信用增強方式是超額擔保；它是為了實現證券化資產的全部真實出售為目的，而保留一部份證券化資產不支付對價，實則為發起人無償提供了一定比例的資產及其權益向投資人提供的擔保方式。

二、第三人提供信用增強。

一般由第三人提供信用增強，主要是由金融機構、保險公司等為特殊目的機構（SPV）向投資人提供全部證券化資產風險或現金流量的保證。一旦發生證券化資產債務人的違約，導致特殊目的機構（SPV）證券化資產的損失需要對債務人為追償，或證券化資產的現金流量發生問題時，直接由金融機構或保險公司代為支付。如果前等風險是由資產債務人違約所引起，第三人代為支付後，得對違約的資產債務人為追索。但若資產的損失是因為市場變動所引發，則第三人將無追索權利。

一般在證券化的實務中，由第三人提供的信用增強方式如下：

（一）優先（Senior）、次順位（Subordinate）結構。

這類方式是由投資人擔任第三人，向其他投資人提供信用增強的方式。具體來說，是將特殊目的機構（SPV）所發行的資產證券分為優先證券與次順位證券；資產受托人或管理人收取證券化資產的收益後，先支付予優先證券投資人，如有剩餘再支付予次順位證券；其市場風險承擔順序則先由次順位證券承擔，再由優先證券承擔。此等分割的實際目的是，由次順位證券來吸收優先證券的風險，至於此風險的決定，應基於證券化資產的損失率估算。如依高風險高報酬的可能原則，兩種資產證券的收益率，對優先證券承諾基本的收益率，但不會是高收益率證券；至於次順位證券的收益，會給予投資預期收益，即不給予承諾性的收益率。在證券化資產係安全的保障下，次順位證券的投資預期收益將會上升。在資產證券內部為不同順位的證券來保障大部份投資人收益的方式，因為投資人對風險偏好不同，故在實務上是較務實的方法。

（二）金融機構、保險公司。

由金融機構為信用增強機構，實際上是對證券化資產產生的現金流量本金、利息及證券化資產的損失提供保證。不過，此種保證的具體內容需視實際約定的內容為主。

保險公司提供的保證，一般是以保險商品為之，例如責任保險。保險公司將證券化資產的價值減損、現金流量的減少等，以特殊目的機構（SPV）的責任險來加以精算設計；其後若有發生理賠情事，將取得對原始債務人的追索權。

金融機構與保險公司所提供的信用增強機制不盡相同，金融機構著重在提供金流的支撐與代償機制，而保險公司提供的是發生損失的賠償機制；或是二者得併行規劃運用。

（三）國際金融機構。

此是資產證券化跨國發行及交易實務中較常見的信用增強方式。對於特殊目的機構（SPV）資產的損失、現金流量的減少、本息支付等風險，由國際金融機構提供一籃子保證的信用增強方式，一旦證券化資產產生風險時，全部由國際金融機構代為履行或償付，國際金融機構並同時承接對債務人或相關人員的追索權利。一般國際金融機構在國際金融市場具有較高的知名度，故由此等國際金融機構提供信用增強的方式，較受投資人信賴，市場上接受程度也高。

信用增強實際上應存在於資產證券化整個過程，信用增強並不僅是證券化資產在發行證券之前出具承諾的行為。另因為證券化資產的質與量係處於變動態樣，因此，提供信用增強機構未來的信用等級應維持一定的等級。

第五節 資產證券結構與發行

一、資產證券結構的設計。

證券化資產進行了信用評等或信用增強之後，設定所發行的證券類型，或是擬發行何種類型的證券，是資產證券化的重要的步驟之一。

資產證券類型的設計，主要是指基於投資人對於證券化資產的權益關係不

同、或資產證券結構的不同所設計的資產證券。一般資產證券的類型區分，主要是過手資產證券與轉手資產證券；過手資產證券所發行的是權益性的資產證券，而轉手資產證券所發行的主要是債券類型的資產證券。惟為了信用增強的需要，尚可再區分為優先、次順位資產證券。

優先、次順位資產證券的設計，在過手資產證券和轉手資產證券結構的情況下，均可以再設計不同批次的資產證券。

二、資產證券之發行。

資產證券一般的發行方式，可區分為公募發行與私募發行二種。私募發行主要係由發起人與特殊目的機構（SPV）自主發行；其發行特徵是不進行公開宣傳或廣告行銷等。私募發行多數情況下係自主發行機構已擁有廣大的客戶群體所選擇的方式，例如金融機構向自有的客戶群體介紹、推薦等。至於一般企業為發行人發行資產證券時，因為其無廣大的客戶群體，故多會委託專業的投資銀行代為發行。專業的投資銀行在受託選擇發行方式時，多會透過公募發行進行，一般區分為包銷或代銷二種。專業的投資銀行具有資產證券市場銷售的經驗，向不特定投資人銷售資產證券，故較容易銷售成功。

第六節 融資結構安排

資產證券化的融資結構安排是指以所有的資產證券的發行與交易過程中，參與的各個主體之間的權利義務為基礎所形成的一種系統或結構，其目的是通過一定的結構安排，使投資人的收益能確實得到保障。資產證券化的融資結構包括與資產證券發行安排及交易有關的一系列由參與主體形成的結構上的安排。資產證券化的收益一般是固定的，但資產證券化的價值並不在於它的獲利空間，而是在於它的信用評等及對應的投資收益的安全性，因此，以一定的原則安排資產證券化的融資結構，是資產證券化的一項重要的工作。

一、原則。

（一）利益最大化。

資產證券化的利益最大化原則，主要是透過節約證券化成本，來保障與實現發起人利益的最大化。

1. 資產證券化的節約成本原則。

資產證券化每增加一個參與主體，發起人需從證券化資產未來收益中，提撥一部份的利潤支付相關費用，投資人及發起人的收益會相對減少，但此前提係建立在投資人與發起人的投資風險得控制的必要前提之下。資產證券化的融資結構安排並非參與主體越多越好，而需要看參與主體與投資風險等的必要性與關聯性。

資產證券化的信用增強，應考慮二方面，一是市場的標準，二是對資產證券化結構的測定。市場的標準部份，因為一項資產證券化之後，必需在資本市場銷

售，如果資產證券化的風險控制不能被理性的投資人認同，或是它的投資風險被質疑，則其發行會有阻礙。但此種市場檢驗原則並不能以資產證券的銷售方式進行，而須透過各種市場方析，對於所屬國家的法律、資產性質、擬採行的信用增強措施等，在預期理性的投資人能排除市場干擾情況下可接受及其接受程度。如果預期理性的投資人接受程度是低的，則需要再為信用增強及其他結構上的再安排。另外，對資產證券化結構的測定部份，此種方法並不重視投資人的感受，而是根據當時的法律制度和證券化資產的性質等，採取一切應該採行的措施；理論上應期望規避現在和未來的法律變動與市場變化的風險。其分析內容主要包括：對未來不可預期的法律風險、市場風險、信用風險等。在可評估的各類風險及可控制的前提下，將參與主體維持在最適化的程度。

2. 發起人利益的最大化。

資產證券化並非為投資人收益所設定的融資方式，而是為了提高發起人經濟利益所設定的融資方式。因此，在進行資產證券化的結構安排時，其目的係為實現發起人經濟利益的最大化，而投資人收益的標準，實際上就是資產證券的發行標準。發起人之所以對其所有的資產及其未來的現金流量為證券化，是對保留現有資產與資產證券化二者的利益比較後，證券化的利益應大於保留現有資產的利益時的決定。但在資產證券化時，其必要的融資結構安排，各方的參與主體的利益均是來自證券化資產及其未來的收益所支付。因此，投資人收益率的設定，以最低限度滿足投資人的收益為原則；在保障資產證券能發行的條件下，支付必要的費用予其他參與主體。

(二) 風險控制原則。

此乃資產證券化得以正常發行的基礎。

(三) 系統性原則。

此係指在資產證券化融資結構的安排時，各個參與主體之間的權利義務關係，角色的確定，義務與責任的分擔等。無論採用何種結構，四個主體包括發起人，特殊目的機構（SPV），資產受託人或管理人及投資人是必不可缺的。系統性原則的要求，一是任何單項法律關係，不能與其他相關法律關係相衝突；二是法律關係相互之間應是連接的關係。

二、資產證券化融資結構的基本型。

所謂資產證券化的基本型，是指所有資產證券化的融資結構類型中，都必需具備的最基本的參與主體及其法律關係的安排。各參與主體及其相關法律關係如下：

(一) 參與人。

1. 發起人。

發起人即資產的原始所有人。它是資產證券化的發動主體，也是出售證券化資產予特殊目的機構（SPV）並收受資產對價的機構。

2. 特殊目的機構（SPV）。

特殊目的機構（SPV）是接受發起人出售的證券化資產，支付對價並對資產發行證券的機構。它是對證券化資產與各個參與主體進行破產隔離的主體。

3. 投資人。

投資人是購買及持有特殊目的機構（SPV）所發行的資產證券，或於次級市場購買及持有資產證券之人。

4. 資產受託人或管理人。

資產受託人或管理人是接受特殊目的機構（SPV）所委託來管理證券化資產，並收取一定管理費用之機構。

（二）參與主體間的基本關係。

1. 發起人與特殊目的機構（SPV）。

發起人與特殊目的機構（SPV）之間主要是證券化資產出售的問題。其所涉及的主要是資產的訂價、轉讓方式、對價的支付時間及方式等。在資產證券化的實務中，國外特殊目的機構（SPV）通常係由發起人控制的空殼公司或其他信託機構，資產轉讓方面的注重要點是資產的訂價問題。特殊目的機構（SPV）對於投資人收益的承諾，也要依據特殊目的機構（SPV）受讓證券化資產的情況，試算能夠支付的邊際投資收益，雙方並就此為協議約定。因此，特殊目的機構（SPV）與發起人間的關係是特殊目的機構（SPV）與投資人間關係的基礎。但在發行資產證券時，特殊目的機構（SPV）又是以獨立的機構和其所擁有的資產對投資人及其收益負責。

2. 特殊目的機構（SPV）與受託人或資產管理人。

證券化資產並不是由特殊目的機構（SPV）自行管理，而係交由發起人管理；但有的證券化資產因有其特殊性，例如商標權或專利權的證券化資產，其需委由專業受託人或資產管理人來管理。

在特殊目的機構（SPV）與受託人或資產管理人之間，主要是資產管理的要求及管理人要承擔的相應責任，以此保障所管理的資產證券化的安全性。美國的資產管理實務，還延伸另一個主體是文件管理人，因為證券化資產相關的文件對投資人的收益亦有著重要的意義，所以有將資產管理與文件管理分開的方式。

另外，美國的資產管理實務上，資產證券化的權利人也是中要的參與人之一，例如 MERS（Mortgage Electronic Registration System）。它是利用現代化電子登記系統對證券化資產權利進行所謂移轉登記，保障資產證券最終的持有人直接行使證券化資產的債權及其他擔保權利。

證券化資產的管理主要涉及對債務人的催收、對投資人收益的支付、相關文件的收集與管理、及權利的登記或移轉等。這些系統性的事務統稱為證券化資產的管理。這些事務可以分散由不同的參與主體管理，或由特定的參與主體管理。但不論是採行分散管理或是集中管理，其權利與義務需由特殊目的機構（SPV）與資產管理人以書面約定。

3. 特殊目的機構（SPV）與投資人。

證券化資產移轉到特殊目的機構（SPV）之後，以特殊目的機構（SPV）名

義發行資產證券。但是特殊目的機構（SPV）與投資人的關係，依據發行證券結構類型的不同而形成不同的關係。在發行轉付資產證券的情況，特殊目的機構（SPV）對投資人形成債務；而在發行過手資產證券的情況，特殊目的機構（SPV）對投資人並非債權債務關係，而是證券化資產的受託關係，特殊目的機構（SPV）只有管理資產的義務，而無支付證券收益的義務。因此，特殊目的機構（SPV）與投資人，會因為不同的資產證券結構，訂定相應的協議或合約。

4. 投資人與信用增強機構。

如果資產在證券化過程中需要外部的信用增強，則因信用增強的要求不同，亦會加入不同的參與主體。而需信用增強有關的部份包括現金流量、證券化資產或其收益等。這些信用增強機構，依資產證券的具體結構不同與投資人間形成不同的關係。在轉付資產證券情況下，外部的信用增強人實際上是投資人的保證人，特殊目的機構（SPV）類同被保證人，外部的信用增強機構為特殊目的機構（SPV）向投資人提供證券化資產及其收益的保證。在過手資產證券情況下，信用增強機構對投資人就產生直接的義務與責任。

5. 特殊目的機構（SPV）與承銷機構。

資產證券化隨著投資銀行的參與，其融資結構也發生了一些變化；證券化資產自發起人移轉到特殊目的機構（SPV）之後，由特殊目的機構（SPV）設計具體發行的資產證券種類與價格。一般將發行工作委託投資銀行，投資銀行以特殊目的機構（SPV）的名義或以自己的名義向一般投資人出售資產證券。發行資產證券所得在扣除必要費用之後，全數移轉至特殊目的機構（SPV）；而特殊目的機構（SPV）將發行的資產證券所得，依與發起人的約定，作為證券化資產的價格並支付予發起人。

如果是私募發行，多數情況下投資銀行是較少參與的，而直接由特殊目的機構（SPV）向投資人發售。國外因為特殊目的機構（SPV）多係由發起人所控制的空殼公司或其他信託機構，因此資產證券的私募發行，實際上是由發起人基於原來的信用來尋求機構投資人或原有的客戶群體進行銷售的過程。但依我國金融資產證券化條例第九條對於受託機構另為規範；受託機構非經主管機關核准或向主管機關申報生效，不得發行受益證券。且受託機構應依主管機關核准或向主管機關申報生效之資產信託證券化計畫，經營特殊目的的信託業務。另外，發起人與受託機構不得為同一關係企業，並應將信託財產相關書件及資料，提供受託機構，不得有虛偽或隱匿之情事。

6. 投資人間之相互關係。

此係指投資人間對證券化資產的權益關係。在單一的資產證券情形下，各投資人間對證券化資產與權益的關係是相同的。而投資人間特殊的關係主要是指在對資產證券結構內部，依據信用等級的需要，設計出不同批次的資產證券，投資人依其風險偏好及所持有不同的信用等級的資產證券，而發生不同的相互關係；優先資產證券的投資人對於證券化資產及其信用增強部份享有優先權，而次順位資產證券的投資人對於證券化資產及其信用增強部份享有次順位優先權，亦是優

先資產證券風險的承擔者。

第七節 受託或管理機構

一般而言，國外特殊目的機構（SPV）在市場上不具信用基礎且其類同空殼公司，所以特殊目的機構（SPV）是無力自行管理證券化資產。證券化資產並不是由特殊目的機構（SPV）自行管理，而係交由發起人管理；但有的證券化資產因有其特殊性，例如商標權或專利權的證券化資產，其需委由專業受託人或資產管理人來管理，業如前述，因此，證券化資產管理人的確定，係根據資產證券化的性質而有不同的安排。

對於離散度較高的證券化資產，例如住宅抵押貸款、汽車消費貸款等，實務上多委託給資產的原所有人（發起人）來管理；因為發起人熟悉資產與客戶的一切情況，便於證券化資產的管理，而且大部份客戶與原所有人有一定的信用往來基礎，由發起人繼續管理，不但有利於維護或催收，同時也可維持與客戶間的關係或運用客戶的資源。另一個原因是，離散度較高的證券化資產，例如個人貸款，其相關資料的移轉有現實上的難度，工作量大，所需的時間也長。此也有例外，銀行的不良資產的證券化，因為離散度低，且具有可移轉性，是可以委託給專業的管理機構管理的；另外，有關以知識產權等專業性強的資產為基礎的資產證券，因其資產的管理需要專業化的知識，因此證券化資產的管理宜交由專業的資產管理公司為佳。總之，證券化資產的管理在主體上，可分為發起人和第三人的受託管理；在內容上除了對其證券化資產為經營管理，按時收回資產收益之外，還有就是對於證券化資產文件的管理。基本上，資產管理人是一個參與主體，理論上亦存在道德風險，因此為避免道德風險，美國資產證券化實務中，資產管理人和文件管理人分開是常見的方法。

證券化資產的重要憑證，包括證券化之前及之後的文件，在管理過程中陸續發生的與證券化資產權利相關的權益性的文件。這些文件是當證券化資產及其收益發生損失時，尋求法律救濟的基礎與根據。

資產管理人最主要的任務是，將證券化資產每期的收益，依約定向資產證券的持有人按比例支付證券收益。其次，受託並以自己的名義行使一切資產債權的權利，對違約的債務人採取一切的保全措施。

第八節 次級市場（Secondary Market）

資產證券的次級市場及交易，係指資產證券在初級市場（Primary Market）發行後，通過一定的方式使初級市場的投資人向其他投資人轉讓資產證券的過程。其基本方式分為上市交易或櫃台交易。

第九節 資產證券化之終止

任何一項資產證券的項目都會有期限屆至的時候。資產證券到期後所面臨的問題主要有二：一是投資人收益的保障，二是特殊目的機構（SPV）的剩餘資產

處理原則。

一、投資人收益的保障。

資產證券期限屆至時，如果投資人的預期收益未能完全實現時，將隨著資產證券發行結構的不同而有不同的處理方式。

如果是過手資產證券，由於投資人對資產證券享有直接的權益性利益，進而對信用增強機構也享有直接的追索權，其可將信用增強機構的違約責任追訴移轉予投資人行使。但事實上，因投資人眾多，行使上勢必不方便，所以得由資產管理人代為行使追索的權利。

如果是轉付資產證券，若投資人的收益沒有完全實現，則特殊目的機構（SPV）違約，此時對信用增強機構追索權的性質為擔保權利；但因為證券化資產的管理權利已委託資產管理人，所以實際上這些權利是由管理人代為行使的。

以上有關投資人的預期收益未能完全實現時的特殊目的機構（SPV）及資產管理人的責任與義務，應該在資產證券發行時有關的協議或法律文件中加以明定為宜。

二、特殊目的機構（SPV）的剩餘資產處理原則。

證券化資產在證券化期限內，因為資產增值等原因可能在支付約定的收益後形成剩餘資產，此時會涉及資產證券期限屆至時的剩餘資產處理原則的問題。剩餘資產處理，原則上依據資產證券發行時對於投資人的承諾、或有關的協議及依資產證券的結構進行處理。

若發行的是過手資產證券時，每個投資人依其投資的比例對於剩餘資產享有分配的權利。而發行的是轉付資產證券時，主要應依據約定或協議來分配處理。一般的情形是，投資人不得享有分配的權利，而主要在信用增強機構、資產管理人及發行人之間為剩餘資產分配。

第四章 資產證券化的風險議題

任何一種投資行為都伴隨著一定的風險。風險與投資收益之間永遠遵循的一個原則是高風險高收益，資產證券化也莫不如此。依據證券化資產的標的的不同，風險的大小也不同，從而投資收益率也不會相同。如銀行住宅抵押貸款，在特殊的人文環境及高離散度的分散風險的能力，這部份資產的信用相對較高。但再加上其他商業銀行的信用增強措施，這類證券化資產的信用級別實質上是與銀行的信用無異。問題的另一面是，由於住宅抵押貸款利率是固定的，在資產證券化過程中，支出較高的信用增強費用之後，投資人的獲利空間變的很小，導致這類證券化資產的投資人的收益率並不高。這並非這類資產證券化就沒有任何風險，正如銀行也無法保證客戶存入的錢沒有任何風險，住宅貸款資產的風險也如商業銀行有可能破產或清算一樣，存在一定的風險，只是這種風險的程度較低。風險作為一種特定的經濟事實，給參與經濟的主體帶來經濟損失的可能性，與此同時，也給投資人帶來收益。

第一節 投資人的風險範圍

在一般的意義上，所謂的風險是指對投資人而言的。在廣泛的意義上，任何資產證券化的參與人都是從事一種投資行為，都伴有風險存在。但在狹義上，資產證券的風險主要是指投資人的購買資產證券的風險。在這種意義上，資產證券的信用增強都是圍繞著對投資人的風險所採取的防範措施，是為了防止投資人風險而採取的一系列的措施和保障。

但由於人類認識事物的侷限性和對風險消化能力的有限性，風險的發生仍是在所難免。在極端的意義上，即使國家為其信用主體的政府公債，如遇發行國的金融危機，不能及時兌付或發生壞帳也有可能。

投資人的風險可分為法律風險和市場風險兩大類。風險的內容有：證券化資產轉讓的法律效力風險、資產的管理風險、利率風險、證券化資產的再投資風險等。

第二節 特殊目的機構（SPV）資產證券化轉讓無效的法律風險

一、法律意見書效力的相對性。

信用評等機構對證券化資產的一系列評估依據，除了標的資產的各種實證數據和經驗數據以外，對基礎法律風險的評估，據以評估證券化資產的破產隔離的程度，免稅結構的安排等方面的法律意見書是非常重要的根據。如沒有專業法律意見書，評估機構是無法做出對法律風險的評等結果。但任何具體的法律意見書又是法律人員對法律理解或對證券化法律事實的合法性的判斷，法律的客觀意義與律師的主觀理解及意見之間存在差異性。此外，法律的規定總是遠落後於社會發展的進度。這種法律的保守性和滯後性，決定了任何規則或法律都是跟隨市場

的發展而事後規定的產物。社會的各種經濟關係的形成是人類追求商業利益的過程中形成的。它的特性是迅速的，是稍縱即逝的。所以，除個別的超前立法之外，一國的法律規定總是落後於資產證券化這種新的融資工具的發生和發展之需要。而律師的法律意見，往往是根據不盡完善的法律規定前提下所做的對資產證券化行為合法性的判斷。所以律師的法律意見，在一定的意義上具有不確定性，它只是律師作為法律工作者，對資產證券化有關問題的未來司法判決的一種預測。這種律師對資產證券化的合法性的法律意見的相對性，可能引發法律風險。如對特殊目的機構（SPV）機構的合法性的，資產轉讓的合法等。即使擁有律師出具的資產證券化有關的所有結構安排的合法性的法律意見，如遇發起人的債權人向證券化資產進行司法追索，債務人的抗辯能否完全得到承認，如果最終的司法判決有異於法律意見，投資人收益就會落空，風險就會發生。

資產證券化做為新的金融工具，與美國的普通法有著淵源關係。但就大陸法而言，資產證券化與一國的物權法，擔保法，契約法，證券法以及一系列金融證券主管部門制定的規定緊密相連。律師的法律意見，因其屬於不同的法律體系，它的合法性證明性也會不同。在英美法律體系的法律意見書，即使法律意見有著確定的規則作為依據而得出的結論，但只要不是依有效的判例作為依據，它的效力還有待司法審判才能確定下來。而大陸法系律師對資產證券化結構及其合法性的意見，會出現以下三種不同的情況：第一是律師作為證明資產證券化融資結構安排的合法性，其所依據之規則本身是失去效力的，二是規則本身的涵義不明確可能發生的歧異，而其效力不確定，三是資產證券化的相關規定及其法律之間本身可能存在衝突，而律師所依據的規則只是一種意見。所以，如司法判決將採用與之相對的規則就可能導致無效的資產證券化的安排。

二、法律風險的內容。

（一）證券化資產轉讓的法律風險。

證券化資產的轉讓，尤其是對金融資產的轉讓到底依何種程序轉讓才能使其合法有效，很多國家沒有明文規定，無法直接援引法律規定。在這種情況下，律師的法律意見，即使是對資產證券化合法性的法律證明，只是律師作為法律工作者，以現行法律的原理及其精神所做的推理和判斷，存在法律意見書證明力的效力不能確定之問題。因此，證券化資產轉讓的合法性也無法得到法律上的絕對確認。正如上述，在普通法律國家轉讓證券化資產，由於司法判例是具有最高的法律淵源的權威性，因此即使根據現行規則所轉讓的資產，一旦發生糾紛，由於規定本身就要經過司法確認其效力，從而依其規則進行轉讓的證券化資產的法律效力更是不能確定。如果證券化資產的轉讓是無效的，證券化資產歸予發起人，那麼投資人的收益就會落空，對證券化資產所採取的信用增強也將面臨連帶無效的可能性。

（二）節稅結構的法律風險。

在資產證券化的實務中，為了合理免稅，發起人除根據法律的直接進行減免

稅之外，也可通過一定的結構安排來實現。如設立在國外的實際由發起人控制的特殊目的機構（SPV）機構，證券化資產帳面上轉調國外的特殊目的機構（SPV）機構，從而享受駐國的免稅優惠政策。但證券化資產並非實際移出國外，證券化資產有關的交易都在國內進行。在這情況下，這種免稅結構如無明確的國內法的支持，是否可以完全可以抗辯國內稅務部門的繳稅要求值得懷疑。再如發起人為了免繳交易稅而採取的信託機構風險參予形式，其法律上的風險也存在兩方面的問題：首先是這種轉讓是否構成資產的真實轉讓，一旦發生損失，信託機構提出契約無效，資產的轉讓效力是否能夠得到司法的最終支持。其次，如果一項證券化機構的安排具有非法性，那麼以非法性的結構安排為基礎而形成的信用增強安排，因其基礎結構安排的違法性，就可能導致信用增強主體的進行抗辯。

三、新舊法律競合的風險。

一般而言，資產證券化的規範，包括法律、規則制定等，會落後於資產證券化進程。在這種情況下，所面臨的問題是，如果制定於後的規則、法律或判例有別於發起人已做的資產證券化的融資結構安排，那麼其效力就受到嚴重的挑戰，可能引起新舊法律競合的風險。

第三節 資產管理風險

一、資產管理人的經營風險。

資產管理人經營風險是資產證券化主要的風險之一。資產證券化的期限可能長達 20 年之久，在這麼長的期限內，只有那些經營非常穩健的公司才能擔任管理證券化資產的重任。在目前我國的市場環境下，唯有商業銀行才有資格擔當此一重任，而一般的企業是很難承擔如此期限的管理證券化資產之責，這就是資產證券化過程中資產管理上的資產管理者本身的企業經營風險。根據美國資產證券化的經驗，為防止資產管理人的經營風險，也有以設定第二順位資產管理人的方式進行保全的。其實質是資產管理人資格上的擔保或是信用增強措施。尤其對住宅這類貸款資產進行證券化時，第二順位的資產管理人的安排是防範資產管理者經營風險的有效途徑之一。

二、資產管理人的管理風險。

（一）專業程度風險。

主要表現為，資產管理人沒有專業的管理資產的能力和經驗。證券化資產的管理應該是標準化的管理，如對住宅抵押貸款資產有關的文件收集歸檔，債權的權利保全，催收手段的運用等一系列工作必須形成工作流程。如在這方面沒有形成制度化的管理模式，與證券化資產的管理要求不相匹配，容易造成債權權利消失或對債務人違約行為不能進行有效的催收而無法進行各項債權的保全措施。證券化資產的管理還涉及到標準化管理問題，標準化管理的特點在於所管理的資產從文件格式到內容填寫必須要有制度化的要求，對收款時間確定，對投資人支付

收益的時間，對逾期貸款的催收方法，處理程序，以及動用信用增強主體的賠償程序等等，要求標準化，格式化的工作流程。否則難以管理大量筆數的住宅抵押貸款這類離散度很高的資產。

（二）資金混合風險。

資產證券化涉及數量龐大的資產及其收益問題。要求資產管理人必須對證券化資產及其收益進行分戶管理，以防止與本企業的帳戶資金混合，使得證券化資產及其收益成為信託財產，得以抗辯管理人的債權人的司法追索。但分戶分帳管理資產證券化的這種形式上要求，必須以協議的形式規定資產管理人的相關義務外，更重要的是特殊目的機構（SPV）機構以事後監督等形式監督資產管理人嚴格履行證券化資產管理的各項義務。

（三）道德風險。

主要表現為資產管理人在清收，處置抵押物時低價處理擔保品，與債務人惡意串通損害投資人利益的行為。

在全部資產證券化的程序中，證券化資產的管理風險是首要的風險。因為對投資人的收益來說，證券化資產及其收益是第一資金來源，實際上第一資金來源在全部支付投資人的收益中應佔有 99% 以上，才能保證外部信用增強的落實。這是因為信用增強的費用一般不會高於全部資產收益的 0.5%，如果資產的收益損失超過這個比率，雖有外部信用增強人的全額擔保承諾，這種安排必然引致信用增強人履約上的困難，失去了商業交易的公平性。因為資產證券化與其他融資工具根本的區別就在於證券化資產的現金流並不是外部的擔保，其特徵是證券化資產的現金流直接對應於投資人持有的資產證券的收益。信用增強的本意就是證券化資產因市場波動，導致證券化資產的現金流出現問題時的補充措施。從信用增強的本質考量，資產管理人管理不善而造成損失，應該是傳統擔保意義上的擔保指向是人的信用，而在資產證券化的信用增強的指向是物，即證券化資產及其收益或損失。在這種意義上，管理人的風險是屬於人的信用範疇，理應另行安排信用增強，只是為便於實施，將不同性質的信用增強混為一同安排。

證券化資產的管理，其根本目的都是圍繞著如何完全履行特殊目的機構（SPV）機構對資產證券的投資人支付收益而進行的。圍繞這一根本目的證券化資產的管理內容可有以下幾方面：

1. 資產權利保全。

主要是涉及資產債權的權利方面的文件，如銀行住宅貸款進行證券化後，相關權利風險主要是住宅抵押貸款的債權時效與擔保時效。資產管理人必須每隔一定時間對債務人作成催收文件。

2. 檔案管理。

證券化資產的檔案發生在兩個階段，一是進行證券化之前的主要文件有借款契約，擔保契約，抵押契約，物權憑證，借款借據等一系列與銀行資金貸出有關的書面文件，管理人要對這些文件妥善保管，同時證券化之後對債權的時效保全文件—催收文件也要歸檔管理。以使銀行住宅抵押貸款的證券資產在長達十年或

者更長期限內，保證債權的法律上的有效性。

3. 及時更新債務人資訊。

資料的管理不但是對債權的原始憑證進行管理，更重要的即時更新債務人的各種資訊。否則，因其資訊過期而失去使用價值。如債務人的住址變更後，沒有人在檔案進行變更登記，那麼債務人違約時不能有效追索債務人。這方面的主要內容有：債務人的住所，職業，聯繫方式，家庭結構及收入，職業等方面的變化。

三、不良資產的管理與處理風險。

銀行不良資產作為證券化的標的資產情況下，資產管理的風險主要表現為不良資產的管理與處置所帶來的資產損失。這種風險有其特殊性，這種特殊性表現為：

（一）債權的時效保全不及時所帶來的風險。

不良資產管理的第一個要件是保持債權的時效。這是因為正常貸款資產變為不良資產過程，實際是經營者的經營陷入困境的過程，隨著經營者陷入困境或逃債，正常的與借款人的聯繫就會中斷。在這種情況下，如果不及時保全債權時效，那麼就會面臨債權因過時而無法尋求法律救濟的可能性。為此，對不良資產的管理，債權時效的保全是管理最為重要的工作，對債權時效進行保全後，及時將其文件歸檔。

（二）不良資產處置所帶來的風險。

處置不良資產是催收不良資產的主要方式之一。但處置不良資產的價格是否公平、真實，都將直接影響到投資人的收益是否能夠得到保障的問題。為此，在資產管理方面，對不良資產處置程序應規定明確，保證其公平性，真實性並要求符合市場價值，以保障投資人收益不受損失。

四、資產管理人的違約風險。

向投資人支付投資人收益是資產管理人受託於特殊目的機構（SPV）機構履行的一項重要的義務。以住宅抵押貸款的資產池為例，資產的債務人分期償還債務的時間並不與支付投資人的收益時間完全一致，資產的收益回收後會在管理人的帳戶滯留一定時間。如果管理人沒有對其進行必要的分戶管理，該資金與自有資金混合，客觀上容易被資產管理人的債權進行司法查封而不能按時支付，也有可能基於管理人的主觀惡意延遲支付，造成資產管理人的支付風險。

管理人的支付違約風險還可能出現於資產管理人根據管理證券化資產的有關協議的規定，將臨時滯留的資金進行再投資後，不能及時收回造成違約而不能及時支付，也構成管理人的支付違約。

對於這種風險，也要通過第三人擔保或提供現金流便利服務的方式提供信用增強，以避免資產管理人的支付違約造成投資人收益損失。

第四節 信用增強主體的履約風險

資產證券化是一種結構性融資安排。這意味著資產證券化結構性融資安排各參與人之間的權利義務是相互關聯的分層結構。其中，排在前順位的義務主體的違約履行，都會自動導致次順位義務主體的替代履行，而不是只靠前順位義務主體來保障債的履行。這是資產證券化採取的信用增強的基本原則和特點，也是資產證券信用級別可以達到較高信用級別的原因之一。如證券化資產的一部分債務人未按時償還本息，就會涉及現金流便利服務人即時的義務履行問題，即由其立即提供相等於債務人違約未予償還部分之現金流，以保證特殊目的機構（SPV）機構或資產管理人向投資人支付當期投資收益。又如，證券化資產受到損失，就會牽涉到保險公司的保險賠償責任之履行問題。

在資產證券化的融資結構安排中，信用增強一般分為兩種，一是對證券化資產的損失承擔賠償責任的擔保人—商業銀行或擔保公司，保險公司等信用級別較高的機構來擔任，二是對證券化資產的收益及其現金流提供便利服務人的人。設立現金流便利服務的意義在於，在證券資產化的現金流出現中斷時，能夠及時的由其提供不足部分的現金。此種服務人通常在資產管理人處設立專門的帳戶，存入一定的保證金以備履行。資產證券化的信用增強則是信用增強人對投資人的擔保承諾，是特殊目的機構（SPV）機構為被擔保人，投資人為擔保權人的擔保法律關係。這種信用增強結構的安排，比較一般的擔保法律關係有其特點，如現金流便利服務人提供的，只是證券化資產的現金流中斷時提供一定便利，但不承擔現金流損失的責任。證券化資產的收益及其現金流損失責任是由另一信用增強人承擔。但這種先由現金流便利服務人提供現金後，再由其他信用增強人承擔損失的關係，實質上是由兩個不同的信用增強人承擔擔保意義上的擔保責任的過程。

信用增強的另一特點是，這種擔保關係是具有「人」的擔保的特徵，即使現金流便利提供保證金的情況下，對投資人來說並非是物質意義上的權利，都是以信用增強人的履行行為為其擔保的特徵，對投資人或特殊目的機構（SPV）機構來說，只具有請求權。由於這種信用增強的關係是非「物」的擔保權關係，從而涉及到請求權的落實，要靠信用增強人的主動履行或向司法機關請求強制履行擔保債務的訴求，這就是信用增強主體的履行風險。信用增強人違約情況有：

一、信用增強的條款的解釋存在異議。

由於條款規定得不明確，或是文義出現歧異，使得證券化資產管理人與信用增強主體對條文內容及履行條件，履行數量等發生了文義理解或解釋上的歧異而拒絕履行。如在什麼樣的情況下在什麼期限內由信用增強人替代債務人履行。任何一項協議為人們對法律事實的事先判斷及其權責的規定，所以協議規定不盡詳盡是協議的一般特徵。因此，對協議沒有明確規定或沒有規定的事實，發生爭議而不履行也是協議履行中常有的法律現象。在這種情況下，對投資人的風險存在兩個方面：一是信用增強人惡意拒不履行，二是通過法律訴訟免除信用增強人的擔保責任。但對投資人而言都會涉及投資收益發生損失的風險。

二、信用增強的風險來自於第三人本身經濟狀況的惡化。

如前所述，資產證券化的期限一般都比較長，如住宅抵押貸款的證券化期限一般不可能少於二年，長則可達二十多年。在這種情況下，信用增強人的跨時風險是信用增強的主要風險所在，其表現主要是信用增強人的經營狀況出現問題，會造成信用增強人無法履行而使投資人收益發生風險。因為這種風險就其本質來說，並非信用增強人的主觀不能履行之風險，而是客觀不能履行，故稱其為信用主體的履行不能風險。為避免此種風險的發生，信用增強人由商業銀行或保險公司承擔為宜。

三、信用增強人的主觀違約惡意。

這種惡意違約的原因並非是信用增強人有什麼理由，協議內容也沒有歧異，只是信用增強人失去市場誠信的表現。

四、由於法律變更導致的免除信用增強人擔保責任的風險。

任何一種信用增強措施的設定，都是在當時的法律環境下而設立的對投資人的擔保措施。如果後頒布的新法律內容改變了信用增強措施設定時的法律規定，那麼就有可能法律上免除信用增強人的法律上的擔保責任，從而導致投資人收益的風險。

第五節 融資結構的系統風險

所謂融資結構系統風險，是指在資產證券化的結構安排下，由於各參與人之間的權利義務關係是一種分層且相互關聯的系統結構關係，其中一個參與人之間的法律關係的破壞，會波及另外參與人的法律關係，從而最終為投資人造成損失。如發起人與特殊目的機構（SPV）機構之間的證券化資產轉讓的效力無效，那麼以此關係為基礎而建立起來的信用增強的法律關係的效力就會面臨無效，進而信用增強人有可能以此抗辯履行已承諾的信用增強義務。再如，特殊目的機構（SPV）機構與債務人之間的債權債務關係的有效性，直接影響特殊目的機構（SPV）機構對證券化資產上所設定的擔保權利的有效性問題。對信用增強人對投資人的信用增強方面的擔保承諾若不是無條件獨立的擔保承諾，那麼信用增強關係的效力，均受基礎法律關係的效力的影響，即信用增強關係效力是基於基礎債權關係的制約。在資產證券化的系統中其他法律關係之間也同樣存在類似問題。

資產證券化系統風險的內容雖然多樣化，任何一種法律關係都可能是另一種法律關係發生法律效力的基礎或前提。但資產證券化過程中，證券化資產轉讓的有效性是其他一切法律關係發生效力的基礎。為了防止信用增強所提供對投資人的擔保承諾效力受制於證券化資產轉讓效力的負面影響，在設定信用增強人對投資人的擔保承諾法律效力生效的條件上，要保證其擔保效力的獨立性是非常重要的，而且投資人對證券化資產的債務人債權之效力及原始擔保權的權利有效性與信用增強擔保的效力也應分開，以有利於投資人的安全，否則信用增強人抗辯的

機會就多。

第六節 債務人提前還款風險

證券化資產收益風險存在兩方面，一是債務人延遲或不履行債務帶來的資產收益的損失風險；另是也有因債務人提前償還貸款所造成的證券化資產預期收益的損失，從而不能如約支付投資人收益的風險，這種風險容易發生於住宅貸款證券化的過程中。

提前償還住宅貸款的情況，一種可能是因住宅抵押貸款是借款人的一種臨時性的財務安排，而不是真正的借款，在這種情況下，借款人一但自有資金回流或手頭有多餘資金時，會立刻償還債務，以避免支付銀行利息，減少財務成本。另一種可能因為銀行的貸款利率升高。

如上所述，資產證券化存在跨時風險，在長達幾年甚至幾十年的證券化期限內，央行的利率調整是必然現象，如果一旦出現利率升高，對借款人貸款成本加大，借款人會盡力提前償還債務以免支付較高利息。

不論什麼原因，證券化資產的債務人提前償還債務，造成證券化資產的收益計畫落空是可能存在的風險。資產管理人必須對其進行再投資，否則不能依約支付投資人收益。

債務人提前償還債務的行為可能引發的風險是兩個相連結的風險，一是資產預期收益的直接減少，二是對提前收回的資金進行再投資損失的風險。

第七節 債務人違約風險

債務人違約風險，是指債務人因其延遲履行或不履行債務所造成的證券化資產收益的損失所引起投資人收益損失風險。在資產證券化的結構性融資安排中，增加信用增強主體，會加大發起人成本的支出，所以也可以增加資產證券從屬證券比例的方式涵蓋所有可能的住宅抵押貸款的風險，免去外部信用增強措施，以減少成本支出。如從屬證券的比例可以提高到 10%，這種比例的從屬資產證券，應該能夠完全吸收住宅抵押貸款的資產及其收益損失的一切風險。

第八節 再投資風險

在資產證券化過程中，即使債務人不存在提前還款，也不存在延遲履行債務的情況下，由於收取的資產收益與支付投資人收益之間存在一定的時間差，從而在資產管理的帳戶上會有一定的資金。在債務人提前償還債務的情況下由於提前償還了本金，但尚未達到投資人收益的支付期，資產管理人的帳戶上會留有一定的資金。作為資產管理人，根據資產管理協議的規定可以將暫時留在帳戶上的資金投資於其他領域，增加投資收益，以保證支付投資人的收益。但任何投資行為都有風險存在，尤其投資於期貨，股票等高風險證券領域損失的風險就更大。為了保證證券化資產及其收益能如期收回，對再投資領域應通過與資產管理人的相關協議嚴格進行限制，規定只能再投資於可以快速變現的公債等比較安全的證券

市場。

第九節 利率風險

正如上述，資產證券化的期限都比較長，都伴有資產的跨時風險。尤其是住宅貸款資產這樣的期限較長的資產作為資產證券化的標的資產時，主要的跨時風險是銀行利率的波動引致證券化資產預期收益率降低，從而減少投資人的收益。這種風險的特點是，無論在證券化的期限內，利率上升還是下降都對資產證券產生不利影響。利率上升由於借款人的利率負擔增加，促使借款人提前還款，導致證券化資產預期收益的減少，加大了資產管理人的再投資風險；利率下降，直接造成證券化資產收益的減少，造成投資人收益損失。

資產證券化資產的利率下調有一個承受區間，即利率不能下降到政府公債利率以下。如果出現銀行貸款利率下調至政府公債利率以下，信用增強人的負擔過重，造成履行上的困難。一般資產證券的年收益率與公債利率相近，如果利率下降到公債以下，資產證券化發行的基礎條件被破壞，信用增強人因各種負擔過重不履行賠償損失責任的情況下，資產證券化融資結構就因不能支付資產證券的到期收益而發生訴訟。所以良好的資產證券的結構，應該對利率風險應有防範措施，提供良好的信用增強。

第五章 境外資產證券化相關議題

資產證券化約自 20 世紀 70 年代源於美國，雖然資產證券化已盛行於歐洲、亞洲等國家，但因各國家間的金融環境或法律制度上的差異，資產證券化在大陸法系的國家的發展似乎受到一些限制。因此就現況而言，國內積極發展資產證券化的同時，研究資產證券化跨國交易的經驗，亦是一種參考途徑。

第一節 證券化資產跨國轉讓議題

證券化資產的跨國轉讓約有數種方式，包括：

一是境外的公司購買境內的證券化資產進行資產證券化，向境內的投資人發行資產證券並委託境內的公司對證券化資產進行管理。

二是境內的發起人（創始機構）向第三人設在境外的特殊目的機構（SPV）轉讓證券化資產，由特殊目的機構（SPV）向境外的投資人發行資產證券，並由特殊目的機構（SPV）委由境內的管理人管理證券化資產。

三是境內的發起人將資產移轉到境外設立的特殊目的機構（SPV），向境外的投資人發行資產證券，並委託境外專業的資產管理公司管理證券化資產。

基本上，隨著資產證券化產品的多樣化，跨國交易亦更通行；惟不論採行何種跨國證券化資產交易的模式，其共同的基本問題是證券化資產跨國轉讓的問題。證券化資產的跨國交易將涉及二國或多國的法律適用選擇或衝突的問題，以何種法律作為準據法，涉及證券化資產轉讓的有效性及證券化資產的風險及控制的問題。

證券化資產的轉讓，包括跨國轉讓，其目的是要將證券化資產與發起人資產作破產隔離；除依一般必要的轉讓要件外，亦要求其為一定程序的揭露。證券化資產的跨國交易涉及的另一個問題，是對發起人在原始合約上訂定限制債權轉讓或其為債權轉讓必須經債務人同意的條款。因為證券化資產池的資產組合數量龐大，其法律文件有其專業性，無法逐一審閱相關限制性條款。有關這等議題，「聯合國國際貿易法委員會（UNCTRAL；United Nations Commission on International Trade Law）」提出的「聯合國國際貿易中應收款轉讓公約（United Nations Convention on the Assignment of Receivables in International Trade）」（2001 年），其生效條件是聯合國大會通過後，應由五個國家簽署加入後的六個月後生效，此公約對證券化資產的國際間轉讓的主要規範如下：

一、轉讓標的範圍。

轉讓的應收款包括應收款及擔保權利，且其移轉方式規範得極為便利，依其規定，應收款的受讓人所受讓的不僅是受讓應收款的全部權利，也包括與其相關的擔保權利在內；擔保權利的轉讓隨應收款的轉讓而併同移轉，無須辦理任何移轉登記手續。該公約亦規範應收款的範圍，其只要在轉讓合約中明列與該轉讓相

關的應收款，即包含轉讓的現有本金及未來產生的利息，如此，即可對抗其他債權人對於轉讓人的權利主張。

二、對於合約或法律轉讓限制的處理。

基本上，有的原始債權人與債務人所簽訂的合約，訂定有禁止債權轉讓的規定，這種以合約訂定禁止債權轉讓的限制，也是資產證券化跨國交易所存在的重大問題。公約對此的規定是，即使合約訂有限制債權人轉讓的規定，但資產的原始債權人基於產證券化的目的有權轉讓該項資產，原始債權人的其他債權人不能以合約中有限制轉讓的約定，而訴請法院主張對於已轉讓資產的權利。另公約亦規範，限制合約轉讓的任何第三人，不承擔因轉讓合約的任何責任，同時，合約的債務人也不能以合約中有限制轉讓條款，而主張合約轉讓的撤銷。這樣的規範對於受讓人權利的保護及其境外投資人利益的保護是重要的。

公約對於其他款項中，有關合約的標的亦有些限制，包括營建合約、租賃合約、工業產權及其他知識產權所產生的應收帳款轉讓，但不包括金融服務合約所產生的應收款。

三、證券化資產轉讓的優先權議題。

證券化資產跨國轉讓的優先權問題，發生在原始資產所有人就同一資產向多個受讓人轉讓證券化資產的情形。公約對此並無直接的規範何種轉讓為先，僅規範了各國在以下三種不同決定優先權的標準。一是以轉讓登記時間先後為決定優先權的標準，二是以轉讓合約的簽訂時間先後為決定優先權的標準，三是以通知債務人轉讓資產的時間先後為決定優先權的標準。一般資產證券化的跨國交易，無須進行轉讓登記，多以申報方式或公告方式，亦無須通知債務人。故依公約的決定優先權的標準，僅係轉讓合約的簽訂時間先後為決定優先權的標準。

第二節 跨國資產證券化的資金混合風險。

跨國資產證券化的安排，證券化資產並不是在占有的意義上移轉至國外，實際上是證券化資產的帳務權利移轉到境外的受讓人及投資人，但證券化資產仍留在境內。這是證券化資產的特性：權利的憑證性所決定。基於對證券化資產有效的管理，證券化資產委託給證券化資產所在國的機構管理，其通常是委由證券化的發起人（原始債權人）管理。但這樣的安排有其風險，因為證券化資產的收益與資產管理人的自有資金易於混合；對境外投資人而言，亦因為資訊不對稱，而無法對於資產管理人進行有效的監督。

以美國為例，資產管理人會將證券化資產的收益存入新開立的專屬帳戶，以保護該屬收益與自有資金的分離，以保障投資人。前節所述之公約，明確規範了受讓人的權利，以保證證券化資產的收益，將管理證券化資產的權利交由受讓人決定，以保障投資人利益。公約規範二方面來保障資產受讓人的權利，一是證券化資產的轉讓人、受讓人都有權通知債權人轉讓或付款通知的權利，而且一旦轉

讓通知完成之後，對債務人的付款通知只有受讓人才能行使，當然所謂受讓人行使對債務人的付款通知，並非要求親自作為，通常情形下是委託資產管理人行使，受讓人行使為例外。二是對債務人向原始權益人付款或向其他人付款的情況下，對此設定資產受讓人的優先權。但並沒有規定資產管理人對投資人不盡管理之責，對資產證券的投資人造成損失的賠償問題。

第三節 準據法、管轄法院及其執行。

一、準據法。

關於證券化資產跨國交易的準據法議題，涉及到以何國法律來確定與證券化資產轉讓效力問題。其中最重要的是資產相關債權轉讓的效力、擔保權利轉讓效力等的確定及與證券化資產有關的各項優先權轉讓的標準等。前節所述的公約，對於資產轉讓的優先權的準據法選擇提出一個標準，即轉讓所屬國家法律的適用於決定受讓人就轉讓的應收款相對於第三人的權利，享有優先性的問題，只有當這一法律某項規定的適用明顯的違反了該國的公共政策時，才可拒絕適用；但不論適用何國法律，都不能阻止轉讓人所屬國家的法律其某項適用的規定。

二、管轄法院及其執行。

準據法的確定，解決了證券化轉讓應適用那國法律來確定證券化資產轉讓的有效性。但證券化資產為基礎發行的資產證券相應資產的債務人不履行債務時，應由那國法律受理爭議或強制執行，此屬於法院管轄及執行的問題。準據法確定資產證券化的跨國交易的一系列當事人的權利義務問題，而法院管轄解決的是已由準據法確定的法律關係，因為有關當事人違約，若不能有效適用司法權，則由準據法規定的權利義務，須由公正的司法權才能落實。

資產證券化的跨國交易的執行中，要注意的是司法機關在執行面的現實狀況，例如執行的時間、方式、對標的的處置或執行成本等。先評估後，再根據國際法的法理及適用規範，設計出對資產證券化跨國交易最有利的管轄法院及執行方式。

第四節 選擇特殊目的機構（SPV）註冊地。

在證券化國際化交易中，特殊目的機構（SPV）起著非常重要的作用。特殊目的機構（SPV）的所在地及其法律決定所轉讓的資產能否形成真正的破產隔離的條件問題。同時還涉及由特殊目的機構（SPV）向投資人發行的資產證券及資產所產生的收益是否得到免稅待遇等問題。而這些問題的有效解決也是跨國資產證券化所要解決的問題以及之所以進行資產證券化的跨國交易原因所在。

資產證券化的跨國交易中，特殊目的機構（SPV）一般選擇在國際性的離岸金融中心，謹以加勒比海地區的開曼群島為例說明國際性離岸金融中心作為特殊目的機構（SPV）設立地的許多便利條件：一是因為開曼群島的法律體系屬於普通法系國家，與英、美在法律及司法方面存在著許多聯繫，如於1986年開曼群

島與美國簽訂了法律援助條約，司法及准據法確定方面，充分尊重資產的原始權利人與特殊目的機構（SPV）簽訂的契約及所依據的國家之法律為其資產轉讓的准據法，並且確認資產的轉讓為真實出售，保護特殊目的機構（SPV）的獨立法律資格，除非資產的轉讓人存在明顯的商業欺騙。二是因為全世界著名的金融服務機構都在此設立了代表處。這些都是使其成為世界最好的離岸金融中心條件。三是根據開曼群島的有關法律規定，在此設立特殊目的機構（SPV）所採取的形式是公司、信託或合夥形式。特殊目的機構（SPV）如採用公司形式，為了滿足特殊目的機構（SPV）資產破產隔離的要求，股份通常是由開曼群島的信託公司設立的公益信託所持有，並由其向特殊目的機構（SPV）派董事。但這些董事沒有權利提出特殊目的機構（SPV）進行清算，因為特殊目的機構（SPV）的所有董事均由特殊目的機構（SPV）股東之間協議來約定。以此避免特殊目的機構（SPV）的董事會濫用權利，侵害投資人的權益。由於在開曼群島設立特殊目的機構（SPV）的股東到董事會都與發起人沒有絲毫的法律關聯，保證了證券化資產跨國交易的真實性與原始權益人資產的破產隔離，實現發起人表外融資的目的，同時由於特殊目的機構（SPV）的股東是公益信託機構，也能夠使證券化資產的轉讓達到破產隔離的效果，保證了特殊目的機構（SPV）資產收益的安全性。四是根據開曼群島的相關法律規定，特殊目的機構（SPV）除繳納在島內生效的法律文件的印花稅外，可以免除資本稅、所得稅、不動產稅、銷售稅、轉讓稅等與資產證券化有關的稅務負擔。五是因為開曼群島不存在外匯管制，特殊目的機構（SPV）的資產收入容易匯出投資人所在國。六是在證券交易方面，設立有證券交易所，為資產證券的發行與次級交易提供了便利。

適於設立特殊目的機構（SPV）的世界離岸金融中心，除了開曼群島這樣的地區以外，還有荷蘭、瑞士等國。

第五節 確定資產證券化的發行地。

確定資產證券的發行地也是資產證券化跨國交易中是否成功的關鍵問題。如選擇不宜發行的國家，由於資本市場發展有限容易造成發行失敗，導致資產證券化進行中斷的可能性。在選擇與確定資產證券發行地時，以下幾方面因素需優先考量。

一、一國的證券市場是否發展成熟。

包括證券市場的各项規定是否有利於資產證券的發行要求，是否擁有數量龐大的理性投資人群體。

二、資產證券發行所在國的外匯管制鬆緊程度。

這是發行資產證券之後是否能夠順利匯出特殊目的機構（SPV）所募集資金問題。

根據以上的標準，在世界上比較成熟的債券市場有美國的洋基債券

(Yankee Bond) 市場、日本的武士債券 (Samurai Bond) 市場、歐洲的瑞士外國債券市場、德國的外國債券市場以及英國、盧森堡等國的債券市場。以下簡單介紹一下美國的債券市場和歐洲債券市場的特點。

(一) 美國的債券市場。

資產證券化產品最早產生於美國，美國成熟的資本市場為資產證券的發行創造了最佳環境。根據美國的法律規定，非本國發行者一律享受“國民待遇”。此外，美國在資產證券化的運作，資產證券的市場定價、證券化資產的評估以及提供成熟的投資人群體方面，都為資產證券的發行提供了良好的條件。

(二) 歐洲的債券市場。

歐洲債券市場給投資人提供以下方便：一是方便的申報制度。資產證券的發行者無須向發行所在國家當局申報或發行資產證券的申請，發行人只履行事後通知義務。二是不受資產證券發行所在國法院管轄，三是資產證券的發行數量、條件、發行時間均由發行人與承銷商自行決定。第四，歐洲債券市場上債券的發行沒有公募和私募之分，只有上市與不上市之分。但大多數債券發行也同時上市交易。證券的發行一般由各國銀行聯合承銷，並且以不記名的形式發行證券，證券的保密性好，並擁有廣泛的投資人群體。

第六節 外匯管制及其匯率風險的防範。

資產證券化跨國交易涉及到最少兩國或三國的外匯管制問題。如證券化的資產從甲國移到乙國的特殊目的機構 (SPV)，資產轉讓時約定以美元計價，而特殊目的機構 (SPV) 在歐洲發行了債券計價貨幣單位為歐元，投資人支付的是歐元，而特殊目的機構 (SPV) 向轉讓人應該支付的是美元。從而牽涉如下兩個資產證券化的外匯管制問題。第一，各國的外匯管制的法律問題，尤其對債券資本市場的資金之匯出，許多國家是嚴格控制的，發展中國家對資本項下的外匯管制更加嚴格。第二，資產證券化的期限有的長達幾十年，其間的匯率風險可想而知。

由於資產證券化的規模逐漸擴大，其持有的資產池也逐漸的由單一貨幣轉向多幣別資產，各種貨幣之間的匯率波動，會嚴重的影響資產證券化商品的評價及損益。因此，資產證券化匯率風險的管理已成為一重要的課題。

為了防止匯率損失風險，在資產證券化的實務中，常用金融互換來防止資產收益的匯率風險所帶來的損失。目前常見用來規避匯率風險的金融互換有兩種，一種是換匯換利交易 (Cross Currency Swap)，即交易雙方約定一定期限後，雙方以數額相同的不同貨幣進行互換。另一種是換匯交易 (FX swap)，即以相同的貨幣但不同的利率進行互換。這是資產證券化跨國交易中兩種規避匯率風險的主要方法。

第六章 資產證券化商品

資產證券化依資產類型，一般區分為兩種。

一是「不動產證券化」。不動產證券化是指由不動產開發事業以不動產本身的出售利益或不動產的租賃收益，作為擔保所發行的證券。將對不動產之投資轉變為受益證券型態，亦即投資人與標的物間的關係，由物權關係，轉變為具有債權關係的受益憑證。

二是「金融資產證券化」。金融資產證券化是指金融機構或企業，將其所保有之各種資產，以其未來之現金流量作為擔保，據以發行受益證券銷售之一種流動化、市場化現象，金融資產證券化主要目的是提高金融資產流動性，增加金融機構籌措資金管道，而金融機構本身持有的住宅貸款、汽車貸款、信用卡應收帳款等多項貸款債權中，可挑選信用品質較佳者，重新包裝組合成為單位化、小額化的證券形式，向投資人銷售，可產生金融機構現金流量之資金。

資產證券化商品簡表：

資產證券化	I. 不動產證券化	1. 不動產有限合夥 (RELP)		
		2. 不動產投資信託 (REIT)		
	II. 金融資產證券化	1. 房貸相關證券	a. 房貸抵押基礎證券 (MBS)	
		2. 非房貸相關證券	a. 汽車貸款證券化	
			b. 信用卡貸款證券化	
			c. 租賃租金證券化	
			d. 商業貸款證券化	
			e. 廠房設備證券化	
	f. 不良債權證券化			
	3. 其他資產證券	a. 非債權資產證券化		
		b. 未來資產證券化		
	4. 擔保債券	a. 擔保抵押貸款債券 (CMO)		
b. 抵押債務憑證 (CDO)				
c. 企業貸款資產證券化 (CLO)				
d. 債券資產證券化 (CBO)				

第一節 不動產證券化商品

依國內「不動產證券化條例」第四條定義：「所謂不動產，係指土地、建築改良物、道路、橋樑、隧道、軌道、碼頭、停車場及其他具經濟價值之土地定著物；所謂證券化，指受託機構依本條例之規定成立不動產投資信託或不動產資產信託，向不特定人募集發行或向特定人私募交付受益證券，以獲取資金之行為」；因此，具經濟價值之土地及其定著物，透過信託關係向特定或不特定人募集資

金，並交付受益證券者，其過程可稱為不動產證券化。不動產證券化商品主要可以分為以下兩種：

一、不動產有限合夥 (Real Estate Limited Partnership, RELP)。

不動產有限合夥 (RELP) 之主體分為經理合夥人 (General Partner) 與有限合夥人 (Limited Partner)。經理合夥人負責經營，且需負無限清償責任；有限合夥人並不參與經營，僅就其出資額負責任。

不動產有限合夥 (RELP) 可分公開型與私募型。

公開型之運作模式是先由發起人透過投資銀行發行以不動產投資為標的之受益證券，藉以募集投資大眾之資金，而合夥組織將該募集所得之資金運用於不動產之投資。

私募型與公開型最大之不同，在於私募型之投資人較了解合夥組織所投資之標的物之狀況，甚至可能被邀請實地查訪，因此較有保障，唯投資人轉售較受限制，故流動性較不佳。

二、不動產投資信託 (Real Estate Investment Trust, REIT)。

一般的不動產投資信託 (REIT)，不僅使小額投資人能參與不動產投資，不動產投資信託 (REIT) 的受益憑證亦可以在證券交易所買賣，所以投資人得迅速將其投資變現。

不動產投資信託 (REIT) 依組織方式分為契約制和公司制。

兩者最大之區別在於，契約型投資信託以受託人存在為前提，而公司制投資信託之經營事業主體本身即帶有受託人之性格；二者主要差異如下：

	契約制	公司制
投資人與不動產投資信託 (REIT) 關係	信託契約擁有者。	公司的股東。
法律結構角色	1.投資人 2.不動產投資信託事業。 3.保管銀行。	1.不動產投資信託事業經營主體。 2.投資人。
資金組成	信託財產	公司資產
投資流程	投資人透過信託銀行購買不動產投資信託事業發行之受益憑證，而不動產投資信託事業依據信託契約運用募集所得之資金，投資於不動產。	設立以不動產投資為目的之股份有限公司，以發行股票之方式募集資金，投資人即為股東，公司章程為其運用資金之依據。

不動產投資信託 (REIT) 依其投資內涵，可分為權益型 (Equity)、抵押權型 (Mortgage) 與混合型 (Hybrid) 三種型態；三種型態差異如下：

不動產投資信託 (REIT)	權益型	抵押權型	混合型
市場參與角色	直接參與不動產經營。	貸款給不動產經營者為金融仲介角色。	權益型與抵押權型的混合。
投資標的	不動產。	抵押權、貸款。	兩者混合。
受益穩定度	高。	低。	中。
風險	高。	低。	中。

不動產投資信託 (REIT) 會因為私募使得市場規模較小，可能產生流動性風險。若採用公開型或上市型的不動產投資信託 (REIT)，其投資報酬率將會受到放款利率的影響，而產生利率風險。不動產證券化係藉由信託法制分離不動產權利，使經營管理開發不動產之業者或投資人之風險與該不動產隔離，因此，投資人無需考慮其投資承受資產本身以外之風險。

實例說明：

商品名稱：國泰一號。

發起人：國泰金融控股公司。

商品簡述：民國 94 年 08 月 30 日，主管機關核准臺灣土地銀行擔任受託機構，擬募集新臺幣 111.5 億元至 139.3 億元，未定存續期間之封閉型基金。

該基金初始將購買國泰人壽保險股份有限公司所有之三棟大樓(包括喜來登飯店、台北西門大樓及台北中華大樓)，並於日後依投資策略投資坐落於主要都會地區，其他具有穩定收益之商用不動產。

第二節 金融資產證券化商品

一、金融資產證券化商品分類。

金融資產證券化 (Asset-Backed Securitization, ABS) 是指金融機構或企業，將其所有之各種金融資產，多半為債權，以其債權為擔保，發行受益證券銷售之一種流動化、市場化、小額化之金融商品。

與不動產證券化相較，金融資產證券所表彰的資產並無類似不動產證券化之實體資產，而是金融機構所擁有對債務人之債權。

金融資產證券化商品除最常見的以資產種類分類外，產生的現金流量分配是另一分類方式。以下將金融資產證券依現金流量分配方式分類，約分為四大基本類型：

(一) 轉手型證券 (Pass Through Certificates, PTC)。

轉手型證券 (PTC，或稱傳遞證券、轉付證券、持分證券) 代表證券持有者直接擁有該擔保群組債權不可分割的權益，也就是說證券發行者相當於將貸款群組出售於證券投資人，持有證券的投資人僅擁有貸款群組某一百分比。因此從該貸款群組所產生的現金流量，經扣除必要的服務費後，將全數轉支付給證券持有者。

轉手型證券（PTC）係最早出現之金融資產證券，其形式為由原承貸機構將抵押貸款債權群組後轉入信託帳戶，並依此信託資產發行轉手型證券。原承貸機構多半繼續充當服務機構，負責將每期收到之本息，扣除手續費、保證費等費用後，轉而支付給證券投資人，若有提前償還之本金，亦按比例分配給投資人；因此，投資人所擁有之證券相當於表彰其對該抵押貸款債權群組某比例之所有權。由於借款人有權可隨時全部或部分清償其借款，其現金流量有相當高之不確定性，提前還本風險完全由投資人承擔。而原承貸機構係將抵押貸款債權出售，故可將其自資產負債表中移除，增加資產之流動性，有助於金融機構符合自有資本比率之規定。

由於轉手型證券（PTC）的持有者直接擁有貸款群組的權利，且現金流量直接轉支付給證券持有者，該證券有以下特性：

發起人將金融資產債權出售後，亦即將抵押債權出售，可以使擔保債權自資產負債表之資產項中剔除。因出售過程所產生的利得或損失，直接列入損益表中。

對銀行而言，出售該抵押貸款債權所獲得的資金，將不用繳納存款準備金及存款保險費等，因此可以降低資金成本。

因為債權群組產生的現金流量會直接支付給投資人，因此使得該證券投資人面臨提前還款風險與再投資風險。

因為本息直接支付的特性，轉手型證券（PTC）無法依各種投資人需求設計不同期間的證券型態。另外，因為提前償還的不確定性，使得該證券的存續期間無法精確計算。

通常轉手型證券（PTC）利息支付頻率較一般債券高。如此，相同年利率下轉手型證券（PTC）的獲利率將比一般債券高。

（二）金融資產擔保債券（Asset Backed Bonds，ABB）。

金融資產擔保債券（ABB）是以貸款債權為擔保群組所發行的債券，因此發行者無法經由該債券的發行而將擔保資產自資產負債表中剔除，只能算是將抵押債權做擔保融資以取得資金。

一般金融資產擔保債券（ABB）之現金流量為利息依約定利率每半年或一年支付，本金則於到期日償還。對投資人而言，金融資產擔保債券（ABB）與公司債性質類似，不同的僅有金融資產擔保債券（ABB）經過信用增強後，通常信用評等不低於發行公司本身之信用評等。

相對於轉手型證券（PTC）可以提前清償借款而造成投資人現金流量的不穩定和再投資風險，金融資產擔保債券（ABB）的現金流量確定也可以合理預期，對大型投資機構而言，投資組合管理較轉手型證券（PTC）具有優勢。但是，對發行人而言，其缺點是金融資產擔保債券（ABB）之發行屬於負債證券，無法改善銀行本身應付債券結構，另外金融資產擔保債券（ABB）必須提供大量且超額擔保抵押權，將使得抵押擔保債權無法做靈活運用。

（三）償付型債券（Pay Through Bonds，PTB）。

由於轉手型證券（PTC）之期間取決於其群組中抵押貸款債權之期間，又因

會發生提前還本情況，使得該證券本金償還速度與證券期間難以合理預期，金融機構為了吸引有不同期間需求之投資人，而設計出償付型債券（PTB）。償付型債券（PTB）是以抵押債權資產為擔保所發行之債券，以抵押擔保債權所產生之本金及利息作為償付債券之本息，此與轉手型證券（PTC）最大不同在於將現金流量重組後，依投資人的偏好之不同而發行各種證券。最具代表性之償付型債券（PTB）為擔保抵押貸款債券（CMO）。

償付型債券（PTB）結合了轉手型證券（PTC）與金融資產擔保債券（ABB）的部分特質：

1. 擔保債權群組的貸款本息，轉支付給證券持有者，因此發生提前還款時，債券本金攤還金額也跟著上升，此與轉手型證券（PTC）相同。

2. 此債券以貸款債權或轉手型證券（PTC）為副擔保品，在資產負債表上列為發行公司之負債，具有金融資產擔保債券（ABB）的特性。因此，就發起人而言其為債權資產之移轉以收取相對價金，其可視為資產出售；而受讓之特殊目的機構則將抵押債權作為擔保發行債券，故其為擔保融資的型態。

償付型證券（PTB）具有下列優點：

1. 較能確定到期日與收益率。

2. 不同層級的債券可以滿足各種投資人的需求，如短期與風險較低的債券可由商業銀行購買，長期與風險較高的債券可由共同基金或保險公司投資。

（四）分割式抵押擔保證券（Stripped ABS）。

分割型債券（Stripped ABS）是將群組中擔保債權之現金流量予以分割，然後將本金及利息依特定比率分配給各種分割型債券。

例如：Fannie Mae 9% 轉手型證券可以分割成兩種債券：

一種票面利率為 12%，另一種之票面利率為 6%，方式為兩種債券各收取 50% 之本金，但將利息收入之三分之二分配給前者，餘下之三分之一分配給後者，即產生 12% 及 6% 之票面利率。而僅需改變本金及利息之分配比例即可創造出具有各種票面利率之債券。

利息可以完全分割，亦可只分割一部分；可用於群組中所有債券，亦可只用於其中一種。

例如：發行者所設計之 PAC 債券利率為 7.5%，但投資人希望買入利率為 7% 之債券，則可分割出 50 基點之 PAC 利息型債券（IO）分別出售。

有時為降低所有債券之利率，可在分為不同之層級之前即將部分之利息分割成為獨立之債券。如此具有彈性的作法使得分割式抵押擔保證券（Stripped ABS）在私募市場極受歡迎。

最常見之分割型債券為最基本之類型，即本金型債券（PO）與利息型債券（IO）。

發行者將貸款群組所收到之本金與利息分割為兩組債券，一組只收取本金，稱為本金型債券（PO）；另一組只收取利息，稱為利息型債券（IO）。由於利息只有在本金存在時才會產生，故利息之總額取決於提前還本速度，若提前還本速

度慢，收到之利息即較多，對利息債券之持有人較有利。本金型債券則代表折現買入之本金，若提前還本速度較快，折現之本金會提早以面額回收，對債券持有人較有利。在這個架構下利息型債券（IO）和本金型債券（PO）對利率變動的反應將呈現不同效果。當利率上漲時，因為借款人可以用較低的利率來付息，所以提前償還的情形不會發生，如此則利息型債券（IO）的收益期就可持續較久，利息型債券（IO）的價格會上漲；但對本金型債券（PO）證券而言，則代表本金的償還速度會變慢，需等較長的時間才能將債券本金收回，基於時間價值的觀念，此時本金型債券（PO）證券的價格會下跌。

二、金融資產證券化商品。

金融資產證券化商品根據其資產種類的不同，而有各種不同的商品。

由於不同的資產型態，產生不同的現金流入，衍生出的本息償付型態也略有不同，再加上擔保抵押貸款債券（CMO）、抵押債務憑證（CDO）等金融創新，金融資產證券幾乎可說是固定收益證券領域最富變化的金融商品。

（一）房貸抵押基礎證券化（Mortgage Backed Securities；MBS）。

房貸抵押貸款證券化是將流動性比較差的住宅抵押貸款債權群組，以借款人未來還本付息的現金流量為擔保所發行的受益證券。

美國是全世界最早實施資產證券化制度之國家，其不動產抵押貸款市場之創立，可溯及 1930 年之經濟大蕭條時期，當時，經濟蕭條許使多人失業，也導致房屋市場的嚴重衰退，聯邦政府因此成立聯邦住宅局（Federal Housing Administration, FHA），其主要任務是提供低價保險給中低收入戶，以向金融機構借款。美國政府在 1938 年成立了聯邦國家房貸協會（Federal National Mortgage Association, FNMA），以收購聯邦住宅局（FHA）房貸。聯邦國家房貸協會（FNMA）的資金來源是藉由其聯邦機構的地位發行低利率公債。1944 年，美國為協助參與二次世界大戰的退役軍人，成立了退伍軍人局（Veteran Administration, VA），其任務之一即是提供免費的房貸保證以協助退役軍人貸款購買住宅；這些違約風險極低的房貸也大受歡迎。而其合約內容亦是由標準範本所規定，聯邦國家房貸協會（FNMA）也收購這些 VA 貸款。

聯邦國家房貸協會（FNMA）藉由收購聯邦住宅局（FHA）與退伍軍人局（VA）貸款把資金注入銀行體系，以融資房屋市場。但是聯邦國家房貸協會（FNMA）並未將其收購的房貸重新包裝轉售，讓它在市場上自由交易。因此，到此為止，證券化並未成型。換言之，美國聯邦住宅管理局可說是抵押貸款次級市場成立之先聲。而證券化的正式出現要等到 30 年之後，在 1968 年聯邦政府設立政府全國房貸協會（Government National Mortgage Association, GNMA）。1970 年美國政府為解決當時發生之流動性危機，乃由其所屬機構政府全國房貸協會，聯邦國家房貸協會，聯邦住宅放款抵押貸款公司（Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC），協助收購發生流動性危機之抵押債權資產，彙集成群組並擔任保證者，發行證券銷售予投資人。

Gennie Mae 於 1970 年，首次推出資產證券化商品：住宅抵押貸款債券。美國證券化市場發展初期所推出之資產證券化憑證，係以抵押貸款債權所產生之本息，做為償付債券本息之來源，收入分配方式也與一般債券相同，因此性質與一般的公司債十分接近。由於美國房貸擔保債券受到官方機構保證，其信用品質可媲美政府公債，因此資產證券化市場快速發展。

房貸抵押基礎證券化起源至今，其產品形態約可區分兩大類：

1. 不動產轉支付證券 (Mortgage Pass Through Securities, MPTS)。

係指金融機構將貸款債權等資產，出售給特殊目的機構 (SPV) 以發行受益證券，或信託予信託機構，以信託憑證方式發行各種同種類或期限之受益憑證，銷售給一般投資大眾。持有這類證券的投資人，對於發行證券之原始授信金融機構，不能行使追索權。也就是說，銀行將證券化商品視為出售行為，只負責扮演債務人與投資人間之中介角色，而不從事任何積極性之管理投資，因此所有風險亦將由投資人負擔，其中之一即為債務人提前清償的風險，因為當債務人提前清償時，投資人亦將提前獲得給付，如此即將承受再投資之風險。

轉付證券又可以稱為持分權憑證，轉付證券的結構相當於出售資產，貸款發起人將收集起來的貸款群組轉移給代表投資人集體群益的讓與信託，經過某些信用增強的功能後，由此讓與信託發行受益憑證給投資人，投資人持有受益憑證及擁有了對整個貸款群組不可分割的權益，貸款群組的現金流量將按投資比例分配給投資人。

房貸抵押基礎證券 (MBS) 若有官方或半官方之機構保證，其信用品質可比擬政府公債。此類商品在利率下降的情形之下，房貸的借款人會以新的低利貸款取代舊的高利貸款辦理再融資，因而提前還清舊債。此現金將會全數歸還給持有房貸抵押基礎證券的投資人，投資人如果將此現金再投資，其將被迫接受當時市場的低利率。

2. 不動產抵押債券 (Mortgage Backed Bond, MBB)。

金融機構以貸款債權等資產作為擔保，向投資大眾發行受益證券，持有證券之投資人對於發行證券之原始授信機構，通常具有追索權。也就是說發行人以其自身名義向投資人發行債券，並依據以往抵押收款之提前償還期限之經驗，來制定不同到期日之各級受益證券。其對投資人本金及利息之支付，則是由抵押債權所產生之現金流量為來源。因此，這類債券的目的，在降低不動產轉支付證券 (MPTS) 之不確定風險，及迎合投資人對於長短期投資之需要。

對於房貸抵押基礎證券的投資人來說，在低利率時候提前清償造成的風險不可忽視。房貸抵押基礎證券現金流量之不可預測性，稱之為提前還本風險。

房貸抵押基礎證券中貸款利率、貸款期限、利率波動程度及利差等，對提前清償影響程度成正向關係；而與利率復歸速度與提前清償疲乏效果程度呈反向關係。

(二) 汽車貸款債權證券化 (Auto loan Securitization)。

1980 年代後，美國投資人對資產證券化商品需求增加，金融業開始將注意

力移轉至銀行非房貸性債權，財務創新技術也開始應用於非住宅貸款資產上，1985年發行第一個以汽車貸款抵押債權之證券，1985年，通用汽車融資公司（GMAC）亦發行第一個汽車融資金融債券（Car Loan or automobile receivables）。此外，美國於1986年通過「不動產抵押貸款投資信託管道」法案（Real Estate Mortgage Investment Conduit；REMIC），此法案排除發行多組債券之法律障礙，只要是證券化標的的資產為不動產抵押貸款，就可利用REMIC來發行債券融資，減少發行證券化商品之法律障礙，讓金融機構可持續創新或改良證券化商品，進而使美國證券化市場不斷成長。

汽車貸款擔保證券的發行者包括有汽車專屬財務公司、銀行及獨立的汽車財務公司，而這個市場是由三大專屬財務公司所主導，包含：Chrysler Financial Corporation（CFC）、Ford Motor Credit Company（FMCC）及 General Motors Acceptance Corporation（GMAC）。

市場上近年來將汽車貸款擔保證券分成三個型態：

1. Retail Installment Contracts (Retail)。

將所發行的汽車貸款擔保證券以零售的方式售出，買方可以在這個市場中以其本身現有的資金買到其所想要的證券。

這是汽車貸款證券類中最普遍且廣泛使用的類型。

2. Dealer floor-plan loans (wholesale)。

類似證券承銷商中的包銷，買方承購大量的證券再銷售各投資人。這個類型的市場由三大專屬財務公司所主導，特別是 Chrysler Financial Corporation (CFC)。

批發式的資產擔保證券合約結構是屬於重覆式的，也就是說當證券商收到債務人債務償付後，會有新的證券商加入原來所組成的資產擔保證券的群組，而不像零售式的資產擔保證券合約在債務償付之後，合約就終止。

3. Retail leases (leases)。

這個市場的發展不如零售及批發式資產擔保證券市場，截至目前只有 World Omni Financial Corporation（WOFC）及 Ford Motor Credit Company（FMCC）兩家機構曾經發行。但是租賃融資方面的成長會引導汽車貸款資金的提供者至租賃資產擔保證券市場發行。

車貸與房貸有相似之處，例如車貸與房貸都是屬於攤銷型的債權，有明確的貸款起始日與終止日。相異之處則是，通常車貸的時間比房貸的時間短，大約在三年到六年左右，因此，車貸提前還本的風險比房貸低，提前還本風險對於車貸證券化來說並不能構成主要的風險。由於汽車貸款債權特性具有：

1. 本息支付固定且償還計劃完整。
2. 呆帳率低、信用強、投資風險小。
3. 相較於一般商品投資，於汽車貸款債權之報酬率較高。
4. 數量多、金額小、同質性高。

因其具有證券化成本低的優點，因此是金融機構在所有非抵押債權中，第一項被應用於證券化交易的產品。其基本架構係比照抵押擔保證券的架構，汽車貸

款公司或銀行等創始者將持有之汽車貸款加以彙整，出售給某依特殊媒介機構（通常為創始者設立之子公司）或移轉給某信託公司，由其以所購入之貸款之貸款組群為擔保，發行證券。但汽車貸款也有與住宅抵押擔保證券相異之處：包括汽車貸款之創始架構和群組服務方面較缺乏標準化，及提前還款之因素和利率關聯較少等。

汽車貸款債權證券化乃是將多件汽車貸款群組起來，透過法律架構、現金流量、及信評機制的安排，加以包裝組合後，發行受益證券給投資人。證券化過程中，發起人（賣方）會從所有車貸組合中，按合格之篩選標準（Eligibility Criteria）挑選出適合做證券化之車貸組合，篩選標準如針對貸款人之年齡、繳款紀錄、車子種類、貸放成數、貸放期間等均有所限制，然後再針對證券化之資產組合進行風險評估及現金流量模擬並做信用分組（Credit Tranching），將資產切割成多組不同信用評等之受益證券經評等機構評等確認，再經主管機關核准後，方能正式發行。

一般而言，車貸證券化於架構上可採靜止式（Static Type）或循環式（Revolving Type），端看發起人之需求，亦即於證券化期間，資產組合中可新增或不新增新的汽車貸款。

車貸資產的風險評估，主要著重於借款人違約風險、提前還款風險、行使抵銷權之風險等，再經由信用增強（Credit Enhancement）方式，降低投資人風險。另外，車貸資產證券化對於提前還款的預估困難，係因無法像房貸利用利率或其他大環境因子分析及預估其提前還款速率。

實例說明：日盛國際商業銀行車貸證券化。

發起人：日盛國際商業銀行。

商品內容：

日盛國際商業銀行於民國 93 年發行車貸證券化商品，德國裕寶銀行（HVB）擔任主辦銀行，日盛證券則擔任協辦銀行，共同負責規劃所有發行事項。發行架構採跨國發行，發起人日盛國際商業銀行將車貸資產，真實出售給特殊目的信託（SPT）後，再由特殊目的信託發行台幣計價之受益證券，出售給海外特殊目的公司（SPC）。

第二階段再由特殊目的公司，以受益證券發行外幣債券出售予海外投資人，預計發行規模相當於新台幣 50 億元。

（三）信用卡應收帳款證券化（Credit Card Receivable-Backed Securitization）。

以信用卡應收帳款為擔保而發行的證券稱之為信用卡貸款擔保證券。

信用卡貸款債權因貸款期間短、而且難以預測呆帳風險高、證券化技術難，但所羅門兄弟公司應用精密的證券化技巧，在 1986 年成功的將 Bance One 銀行之信用卡貸款債權與以架構信用增強，發行證券，銷售與其他商業銀行。

信用卡貸款債權美國與日本略有不同，日本持卡人係由銀行帳戶每月自動扣款；而美國則屬循環額度貸款，持卡人接到發卡銀行所郵寄之付款通知書時，於

事先約定最低基準額以上，可自由決定償付得金額，此型態之貸款稱之為循環額度貸款。如欲就此類債權證券化，首先由債權創設人（委託人）彙總數十萬戶以上之信用卡，互組成此類貸款組群，再用信託之方式將該債權（信託財產）轉讓給受託人（中介機構），由受託人發行表彰受益持分權之信用卡貸款擔保證券，加以證券化。

信用卡債權證券化乃是將多筆信用卡群組起來，透過法律架構、現金流量、及信評機制的安排，加以包裝組合後，發行受益證券給投資人。證券化過程中，發起人（賣方）會從所有信用卡戶中，按合格之篩選標準挑選出適合證券化之信用卡戶，篩選標準包括針對卡戶之年齡、繳款紀錄、信用額度、循環動用利率、每月支付率等，再針對證券化之資產組合，進行風險評估及現金流量模擬及信用分等。將資產切割成多組不同信用評等之受益證券，經評等機構確認，再經主管機關核准後，方能正式發行。

較特別的是，信用卡債權屬循環型之債權，卡戶還本狀況不確定，為使證券化資產組合之現金流量維持穩定，架構上會採取循環型，亦即在約定的時間內，將卡戶已償還之本金用來購買新增之信用卡債權。至於信用卡債權資產的風險評估主要著重於卡戶違約風險、行使抵銷權之風險等，再經由信用增強方式，以降低投資人風險。

實例說明：萬泰商業銀行 George & Mary 現金卡債權證券化受益證券。

受託機構：德商德意志銀行。

發起人：萬泰商業銀行。

商品內容：

商品架構係以萬泰商業銀行小額循環信用貸款債權為標的，本金餘額約為美金 3.4 億元，信託讓予德意志銀行，並由德意志銀行發行下列四種受益證券：

1. 投資人受益證券：

發行金額約為美金 2.55 億元，售予海外特殊目的公司，供其作為基礎資產，發行以美元計價之債券。

2. 超額利差受益證券：

發行金額約為美金 3.5 仟萬元，並以私募方式銷售予國內投資人。

此類受益證券係利用現金卡債權之循環信用利息較高，而現金卡債權之利息收入於支付信託費用及一般順位受益證券之利息後，尚有超額利差，故利用此超額利差現金流量支付超額利差受益證券之本金及利息。

3. 次順位賣方受益證券：

發行金額為美金 4.5 仟萬元，由發起人持有作為信用增強目的。

4. 賣方受益證券：

無面額，係為調節信託資產之數量以維持穩定之現金流量而發行之受益證券。

（四）租賃債權證券化（Lease Securitization）。

租賃債權證券化係以租金債權為擔保所發行之中期債權證券化之方法，亦得

以信託為之。1985年，美國發行第一個以電腦租賃債權之非住宅抵押貸款證券，當年 Sperry 電腦公司先將電腦租賃債權轉售給 Sperry 電腦公司出資 100% 之金融子公司 Sperry Lease Finance Company，Sperry Lease Finance Company 將所購入之電腦租賃債權信託與 Texas 商業銀行，並以此為擔保發行租賃擔保債券

(Lease-Backed Notes)。Sperry 電腦公司的電腦租賃客戶每月支付租金予 Sperry 電腦公司，Sperry 電腦公司則將所收取之租賃費用作為租賃擔保債券之本息，並由瑞士聯合銀行保證支付。

所謂租賃債權證券化 (Lease Securitization) 是將多件租賃債權群組起來，透過法律架構、現金流量、及信評機制的安排，加以包裝組合後，發行受益證券給投資人。證券化過程中，發起人 (賣方) 會從所有租賃債權組合中，按合格之篩選標準 (Eligibility Criteria) 挑選出適合做證券化之租賃債權，篩選標準如針對承租人之繳款紀錄、租賃設備種類、租賃期間、租賃利率等均有所限制，然後再針對證券化之資產組合，進行風險評估及現金流量模擬並做信用分組 (Credit Tranching)，將資產切割成多組不同信用評等之受益證券，經評等機構確認，再經主管機關核准後，方能正式發行。

一般而言，租賃債權證券化於架構上可採靜止式或循環式，端看發起人之需求，亦即於證券化期間，資產組合中可新增或不新增新的租賃債權。

而租賃資產的風險評估主要著重於承租人違約風險、稀釋風險、租賃設備殘值損失之風險等，再經由信用增強方式，以降低投資人風險。

(五) 應收帳款債權證券化 (Receivable Securitization)。

應收帳款證券化係將多筆企業應收帳款債權群組起來，透過法律架構、現金流量、及信評機制的安排，加以包裝組合後，發行受益證券給投資人。

證券化過程中，發起人會從所有應收帳款組合中，按合格之篩選標準挑選出適合做證券化之應收帳款，篩選標準包括對債務人之所在地、放帳期間、帳款幣別、逾期情形等，後再針對證券化之資產組合進行風險評估及現金流量模擬並做信用分等，將資產切割成多組不同信用評等之受益證券，並經評等機構確認，再經主管機關核准後，方得正式發行。

較特別的是，企業應收帳款天期較短，為達較長之證券化期間，架構上會採取循環型，亦即在約定的時間內，會將債務人已償還應收帳款之金額用來購買新增之應收帳款。

應收帳款債權證券化可賦予該項應收帳款債權流動性，因而改變企業經營方式。此外，企業能迅速將應收帳款債權立即出售，成為企業募集資金之管道。另，中小企業因為規模小、債信較差，大部分無法發行債券，但如果持有信用較佳的客戶之應收帳款，即可透過應收帳款的債權證券化，獲得融資，如此可使中小企業資金調度容易、改善中小企業經營能力。

企業將具有良好品質的應收帳款債權早日變現，必須透過中介機構發行證券為之。發行方式為債券創設人將該債權設定擔保 (權利質權)，向中介機構借款取得現金，中介機構 (質權人) 就該具有質權 (各種應收帳款債權) 擔保之

新債權彙總後，由信用增強機構增強其信用，發行優良信用評等的應收帳款債權證券，透過證券承銷商將該證券出授予投資人。

至於企業應收帳款債權資產的風險評估主要著重於債務人違約風險、稀釋風險、債務人行使抵銷權之風險等，再經由信用增強方式，以降低投資人風險。

實例說明：世平興業公司應收帳款證券化特殊目的信託。

受託機構：臺灣土地銀行。

主辦機構：台灣工業銀行、法國興業銀行。

商品內容：

世平興業公司包括新台幣與美元的應收帳款為標的，在五年的證券化期間內，約每 30 天發行一次短期票券，發行上限為新台幣 25 億元。

初次發行之優先順位受益證券金額為新台幣 7.17 億元，票面利率是以 30 天期商業本票減碼 0.02%，享有 6% 分離課稅。信用增強的次順位受益證券比例約為 16.04%，由世平興業公司自行持有。

發行架構採循環型，亦即於證券化期間前四年內，受託機構會將應收帳款收回之款項，每個月兩次向世平興業公司購買新的應收帳款，至第五年停止購買，並進入攤還期。

（六）不良債權證券化（Non-Performing Loan Securitization）。

不良債權證券化是將多件不良債權群組起來，透過法律架構、現金流量、及信評機制的安排，加以包裝組合後，發行受益證券給投資人。

所謂不良債權乃指呆帳、逾期放款、催收款，以及目前雖仍處於本息正常繳交狀態的貸款，但其在在外所發行流通之債券，其債信評等低於 CCC 等級者。證券化過程中，發起人會從所有不良債權組合中，按合格之篩選標準挑選出適合做證券化之不良債權組合，篩選標準包括貸款人之信用紀錄、擔保品之種類與價值等，後再針對證券化之資產組合進行風險評估及現金流量模擬並做信用分等，將資產切割成多組不同信用評等之受益證券，經評等機構確認，再經主管機關核准後，方能正式發行。

不良債權證券化中，資產管理機構的角色十分重要，資產管理機構需運用其專業使這些不良債權之回收率提高。

金融業逾期放款比率是近年來國內金融機構面臨最大的挑戰，目前金融機構處理不良債權約有兩個管道，一是將不良債權賣給資產管理公司（Asset Management Company, AMC）；另外是將不良債權證券化出售給投資大眾。

銀行將不良債權賣斷給資產管理公司，資產管理公司依然可以利用證券化方式處理手中之不良債權。不良債權證券化因為其現金流入不可靠及不穩定，因此不良債權證券化重要的關鍵為不良債權證券化的信用增強與不良債權證券化中基礎資產的評價。既稱為不良債權，其現金流入自然相對不可靠及不穩定，需藉由特殊的信用加強機制，或是以超過發行金額的基礎資產價值，作為吸引投資人的方法，此類證券化可行的關鍵。不良債權證券化如欲成功，一般情況，政府是否擔任信用加強的功能常是關鍵。

不良債權資產的風險評估主要著重於貸款人違約風險、抵押資產處分之風險等，再經由信用增強方式，降低投資人風險。而不良債權證券化最重要的風險評估是對於不良債權證券化中基礎資產的評價。簡單地說，信用加強是用時間換取回復機會的手段，而不良債權本身的價值則是投資人保本的保障。不良債權價值的評估其實與一般證券化的評價大同小異，所不同之處，為對各個項目的評估重要性不同。

資產評價評估重點：

1. 個別債務人的信用品質。

分析傳統 ABS 資產品質時，多由整體資產群組判斷，例如債務分佈的國別、行業別，規模大小、總體壞帳等。但不良債權資產則須深入檢視個別債權的信用品質。因此，個別債務人的信用品質，而非群體的統計指標，才是構成基礎資產的信用品質與評估不良債權證券化的重要依據；因為它影響對總體壞帳機率分配的建立以及回復率的評估，而這些正是現金流量多寡與精確的關鍵。

評估債務人的信用品質時，最好能獲得各個債務人的信用評等，或其他市場上對其債信品質客觀的衡量指標。但因為債信評等並未普及，及許多企業融資管道一向偏賴間接金融，並無債信評等需求，國內金融市場上債務人本身並未有債信評等或客觀指標。所以，評估人需要請教各個領域的專家，如產業分析師、金融顧問、會計師、律師等，以作成決定。而不同國家或地區，往往有不同之特性與評等模式。

2. 整體壞帳率的評估。

個別債務人的信用品質評估後，仍需估計資產群組的壞帳機率分配，此時藉助數量模型，置入個別債務人的評等，再考慮集中度、到期日、支付型態等。此等模型需仰賴過去統計資訊的完整度與透明度，否則模型本身誤差將導致估計失敗的風險。經模型計算評估完成機率分配，可就不同信用等級的標準設立各系列的保障金額或損失比例。

3. 回復率及回復時間。

評估不良債權時最重要的原則，必需假設不良債權在未來某一個時點會變成呆帳，但是其中有若干在經過一段時間後，會回復部份或全部的價值；因此，回復率及回復時間評估的重要性，反而超過壞帳率的評估，成為不良債權風險評估中最重要的事項；此也正是評估不良債權與評估一般正常債權大大相異之處。

評估回復率及回復期間時，個別資訊與總體資訊同樣是關鍵。無論是個別資訊與總體資訊，資訊越完整、透明，對風險的掌握就越精確。否則，就算有資訊，其中若有虛偽不實，反而會扭曲估計的品質。除歷史資料的完備外，債務人所在地的法律體系亦成為關鍵的因素，很多國家或地區對債務人採保護主義，或是缺乏明確的法律規範債務人不履行債務或破產後的權利義務。

4. 擔保品價值。

如同不良債權標售，債權背後的擔保品價值也是評估證券化風險的重心。

(七) 非債權資產證券化。

資產證券化多半是集中在以金融債權為標的資產，收益率受限於債權群組的授信利率，因此原資產群組的利率即成為證券票息的上限。

若欲提供給投資人更高的報酬，可由非債權資產的其他標的資產進行證券化，以提供有現金流量無票息上限的商品。

(八) 未來資產證券化 (Future Flow Securitization)。

未來資產證券化主要是將未來之現金流量以證券化的方式售出。

此證券化的商品包括：某一國家未來生產的原油、旅館未來的收入、藝人表演的收入、運動員未來運動比賽的收入等；此證券化商品的未來現金流量具有高度的不穩定性。所謂未來收入證券化，乃是將未來數年之預計收入群組起來，透過法律架構、現金流量、及信評機制的安排，加以包裝組合後，發行受益證券給投資人。例如歌手未來唱片之版權收入、航空公司未來之機票收入等，均可進行證券化。

未來資產證券化與一般已債權證券化不同的是，其未來收入證券化之標的資產將於未來才會產生，因此在風險評估及現金流量模擬上亦有很大之不同；通常評估發起人產生未來收入之可能性為主要重點，包括發起人之財務強度與營運狀況、市場分析、過去收入之歷史資料及未來收入之預估等，並經評等機構同意後，方能正式發行受益證券。一般而言，所發行之受益證券評等將與發起人之信評評等相去不遠，除非利用外部信用增強，如銀行保證或保險公司保險之方式。

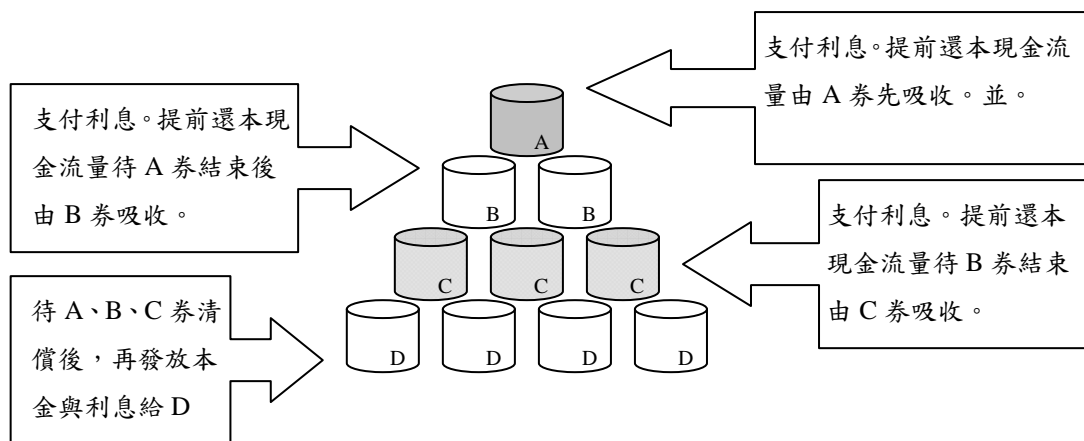
(九) 擔保抵押貸款債券 (Collateralized Mortgage Obligations ; CMO)。

擔保抵押貸款債券 (CMO) 是將多種轉手型證券或抵押債權組成群組，以其為擔保發行多種層級之債券。各層級因分配群組中現金流量之優先權不同，由期限較短之層級先行取得提前還本部分現金流量。擔保抵押貸款債券 (CMO) 的優點在於它能發行多組期限不同的債券，使長、短期債券投資人視其需要各取所需，且提前還款風險與再投資風險較低。

擔保抵押貸款債券 (CMO) 對於提前償還問題的處理，主要以不同到期日證券的方式，加以適度解決。典型的擔保抵押貸款債券分為四組 (A、B、C、D)，四組債券中以 A 為最短期、D 為最長期。A、B、C 債券在初期，每年都可以拿到其投資所帶來的利息，但是只有 A 債券能拿到提前還款時的本金；待 A 期債券被清償之後，再依序由 B 與 C 收取本金。D 組債券在 A、B、C 被清償之前是沒有收入的。而其應得之利息則依序分配給 A、B、C 債券，清償其本金。但仍以一定之利率累加於帳上，待 A、B、C 三組皆清償後再發放給 D 債。

如此，有任何提前還本都由較短期之債券先行吸收，待短期債券完全清償後再由較長之債券吸收。由於長短期債券相互配合，故現金流量不穩之風險得以大幅降低。由於擔保抵押貸款債券具有期限與風險各異之債券，故吸引許多投資需求不同之投資機構。

此種本息分配的結構如下：



(十) 抵押債務憑證 (Collateralized Debt Obligation ; CDO)。

抵押債務憑證 (CDO) 是一種結構化融資交易，結合貸款及債券二者為擔保品之新商品。

初發行時是由高收益的公司債及放款做為擔保品，現行之擔保品則包括數種不同的資產類別。抵押債務憑證 (CDO) 交易為持有抵押債務憑證 (CDO) 之債務型投資人，提供各種不同風險及報酬率的投資機會；同時也為願意在部分資產發生違約時承擔最先出現之損失的權益型投資人，提供高報酬的潛在機會。近年來，隨著市場日漸熟悉抵押債務憑證 (CDO) 的結構與風險，抵押債務憑證 (CDO) 交易亦逐步納入各種不同類別的擔保品，例如新興市場債券、重大工程融資放款、以及投資級公司債等。

CDO 的核心觀念為：在嚴謹預測的違約率 (Default Rates)、損失金額、回復率及回復期間的假設下，再加上適當水準的信用加強，使其群組資產的績效與風險屬於可控制的範圍；同時，透過包裝程序，使得群組資產的建立與證券的發行，具有成本效益的形成 (Cost - Efficient Fashion)，因而使群組資產的利息收益與發行債券的收益率之間有某種程度之利差。

簡單來說，CDO 最重要的就是資產池及其管理，它讓投資人對其投資部位的利潤與風險能確切掌握，且收益率通常較同等級債信的證券為高；而發行者亦藉著資產移轉達到調整財務結構等多種目的。世界上三大債信評等機構 Moody's、Standard & Poor's (簡稱 S&P) 以及 Fitch，皆各自發展出其評估準則，統計模型及分析法則，以估算對 CDO 群組資產的信用風險。其中的關鍵為違約風險及回收率的估計。

抵押債務憑證 (CDO) 依據交易結構有以下三種類型：

1. 現金流量型抵押債務憑證 (將資產池產生的本金與利息轉交予投資人)。

現金流量型債務債券是一種經由發行不同債務券別，並利用發行之淨收益來購買其資產池之資產的結構化工具。

由資產池所產生的現金流量來支付投資人，其順序一般是以持有最高評等等級 (通常為 AAA 級) 受益證券之投資人為第一優先，依此類推，最後才是承擔

最先出現之損失風險、且其持有之分券通常為未受評等之證券的權益型投資人。

為彌補承擔最先出現之損失部位的相關風險，權益型投資人通常可以取得大部分的剩餘利息，且其年收益率可能較高。特殊目的機構（SPV）會把受益證券持有人購買受益證券的款項做為購買資產、及支付執行交易過程中的相關成本之用；資產到期時的面值，將被用於支付受益證券的名日本金。

2. 市值型抵押債務憑證（視擔保品市值來償付投資人）。

市值型債務債券與現金流量型債務債券類似，但特殊目的機構（SPV）並未根據資產面值發行債務，而是根據每種買入資產類別的貸放成數（Advance rate）發行債務。

每一類資產和每筆負債的貸放成數均不相同，係根據每一類資產的歷史價格或報酬率波動性而定。擔保品資產池將定期按市價進行評估；若出現擔保品組合的價值過低，至背離其貸放成數的情形時，擔保品經理人應出售擔保品並償付現金款項，使貸放成數回復至應有的水準。

市值型債務債券交易可用傳統公司債及貸款為基礎，也可依其它工具為基礎，例如私人企業股票或避險基金股份等進行交易。

3. 合成式抵押債務憑證（僅將抵押資產的信用風險移轉予投資人）。

合成式型抵押債務債券擔保債券，係發起人將一群組貸款債權匯集包裝成為群組債權，並與一特殊目的機構（SPV）訂定信用違約交換合約（CDS），發起人定期支付特殊目的機構（SPV）固定金額，稱之為權利金。

此一信用違約交換合約（CDS）相似於為貸款債權買一保險，當發生信用事件時可依契約獲得全額或部分的賠償。如同傳統CDO的特殊目的機構（SPV）一般，特殊目的機構（SPV）將發行不同系列之債票券；不同的是，此時SPV將發行債票券之現金額另購買一組高信用品質的債券，稱之為投資群組（Collateral），以確保債票券未來至少還本的安全性。

（十一）企業貸款資產證券化（Collateralized Loan Obligation，CLO）。

企業貸款資產證券化（CLO）乃是指金融機構等金融機構或一般企業透過特殊目的機構（SPV）之創設及其破產隔離之功能，購買金融機構之商業貸款，以其購入之商業貸款篩選未來產生現金流量、信用品質易於預測、具有標準特性且風險分散之資產作為基礎或擔保，經由信用增強及信用評等機制，將該等資產重新群組包裝成為單位化及小額化之受益證券，以發行企業貸款資產證券化

（CLO）。特定目的組織之資產全為購自銀行之商業貸款，以其購入之商業貸款為擔保品發行企業貸款資產證券化（CLO），並以商業貸款借款人償付之本息轉付企業貸款資產證券化（CLO）持有人，惟所購入商業貸款之金額、期限、還本付息辦法等不盡相同，許多借款人所償付之本息與支付企業貸款資產證券化

（CLO）持有人本息所需資金不易配合，故發行前應先對商業貸款之現金流量詳細估算，以擬訂可行之還本付息辦法。

此外，通常依特殊目的機構（SPV）所購入商業貸款之現金流量、信用評等、年限、利率等，將一企業貸款資產證券化（CLO）區分為多個類別，各個類別之

信用評等、債權順位、利率等有所差異，供投資人按其需求選購。

另外，由於特殊目的機構（SPV）須有資金，方能購買商業貸款，故特殊目的機構（SPV）係以發行企業貸款資產證券化（CLO）取得之資金立即購買商業貸款，並辦理設押予企業貸款資產證券化（CLO）投資人，由於有律師等參與，故較能保障投資人權益。

實例說明：台灣工業銀行企業貸款債權信託證券化。

發起人：台灣工業銀行。

主辦機構：法國興業銀行。

商品內容：

台灣工業銀行以 23 家優良企業共計 41 筆企業貸款為基礎，重新組合包裝成三年半到期、信用評等等級達 twA，收益率為 2.8% 的受益證券；採私募方式銷售，包括第一順位受益證券的 27.66 億元，及次順位的 8.27 億元。第一順位受益證券償還期間為 3 年 7 個月，為單一分券貸款抵押證券。

投資企業貸款資產證券化（CLO）需注意的風險有：

1. 受益證券流動性風險。

流動性風險指受益證券變現的難易程度，又稱為市場風險。

資產證券化商品在我國屬新種金融商品，在投資人較不熟悉產品情況下，可能影響次級市場交易。當市場流動性不足，投資人又急需用錢時可能需將受益證券折價出售，投資人投資前宜審慎考慮其流動性風險。

2. 提前還款風險。

提前還款風險主要源自於任何可提前償還本金之情形，當市場利率下降時，債務人可能會選擇以借新還舊的方式提前結束原貸款案，此將導致現金流入時點與數額的不確定性，進而影響受益證券現金流量之穩定性，間接影響報酬。

3. 債務人違約風險。

企業貸款資產證券化（CLO）資產均為企業貸款債權，扣除相關證券化成本後，資產群組未來之現金流量係主要還款來源。若因債務人未能履行合約導致現金流量不足，影響受益證券還本付息之能力，投資人因此而有所損失，即所謂違約風險。

企業貸款資產證券化（CLO）每筆債權金額較大，單一借款人之債信對發行證券信用評等之影響也較高。

4. 信託財產集中風險。

企業貸款資產證券化（CLO）由於單一貸款金額較大，在風險考量下多要求資產池需具一定程度之分散，包括單一債權與產業分散等。

如果信託資產過度集中或產業過度相關將提高受益證券風險。在借款人、產業分散原則下，將降低信託資產過度集中之風險。

5. 利率風險。

企業貸款資產證券化（CLO）票面利率之設計採固定利率時，當市場利率變動時，受益證券價格就會隨之變動，亦即所謂的利率風險。

6. 再投資風險。

所謂再投資風險包含債務人提前清償之風險，因為債務人提前清償時，證券投資人亦將提前獲得給付，導致本金回收之不確定性，投資人可能面臨利率降低之再投資風險。

(十二) 債券資產證券化 (Collateralized Bond Obligation ; CBO)。

債券資產證券化 (CBO) 是債權資產證券化 (CDO) 的一種，將債券商品做為證券化標的，透過法律架構、現金流量、及信評機制的安排，經過財務工程將多筆債券群組重新包裝後，切割成小單位的受益憑證，再售予投資人。

發起人將持有的各種債券重新包裝成新的債券組合商品，即可適用新的收益率 (殖利率) 計價，因此 CBO 可說是進行二次證券化。

實例說明：群益證券公司債券資產證券化受益證券。

受託機構：德意志銀行台北分行。

商品說明：

群益證券公司將持有之合格債券交易部位，包括三支結構式債券，三支固定利率債券及一支為結構式發行的證券化受益證券作為標的資產組合，並於移轉日將此資產組合及保留準備金信託予受託機構，成立一特殊目的信託 (SPT)；同時，受託機構將針對非固定利率利息支付之標的債券，就可能面臨之利率風險，與利率交換交易之相對人群益證券公司簽定利率交換契約，最後由受託機構發行不同等級的證券化受益證券，並將優先順位的受益證券出售予投資人，以取得標的債券組合之對價金額。

發行的規模及形式如下，總發行金額約為新台幣 32.1 億元，包括優先順位受益證券 A 券 25.68 億元、優先順位受益證券 B 券 2.89 億元、優先順位受益證券 C 券 2.56 億元、優先順位受益證券 D 券 0.32 億元，其餘均為次順位受益證券。優先順位為有信評、無息且折價，並以公開招募之方式發行；但次順位部位則無信評，由群益證券公司持有，做為優先順位受益證券之內部增強。

投資債券資產證券化 (Collateralized Bond Obligation ; CBO) 需注意的風險有：

1. 違約風險。

如果標的債券之發行公司無法或未能依其發行條件支付本金或利息時，均可能對受益證券持有人本金清償之金額及時程造成影響。

2. 利率風險。

投資人持有債券資產證券化商品與一般債券的形態類似，因此投資人會面臨利率風險。例如群益證券債券資產證券化受益證券是以零息債券的型式發行，因此受益證券投資人須承擔未來市場利率波動的風險。

3. 提前還款的再投資風險。

因標的債券若發生提前還款時，將使受益證券持有人因此提前陸續取回本金，而此部份將面臨再投資風險。

4. 受益證券的市場流動性風險。

目前受益證券的次級市場交易並不活絡，因此恐有流動性不足的可能。

5. 標的債券過度集中之風險。

若投資債券資產證券化（CBO）商品中單一標的債券證整體金額比例過高時，會因為單一債券價格的變動產生此價格嚴重影響，造成風險過度集中。

第七章 新巴塞爾資本協定 (Basel II) 對於資產證券化之風險與資

本計提規範

國際清算銀行 (BIS) 在十年多前即已提出相關巴塞爾銀行監理委員會管理準則，其後陸續修定，之後歷經多年激辯後，十大工業國家 (G10) 的央行總裁終於在 2004 年 06 月 26 日批准新巴塞爾資本協定 (Basel II)，標榜其目的係為促進世界經濟成長，並藉此推動多項加強風險管理的措施，也大幅改寫了全球金融機構計提風險準備的規定。

新巴塞爾資本協定 (Basel II) 相較於 1988 年資本協定，在「最低資本需求」之外，增加「監理檢視 (審查)」及「市場紀律 (公開揭露)」，使成為三大支柱相輔相成的架構。並在規定應計提「最低資本需求」之信用風險及市場風險外，增加了對於「作業風險」計提適足資本的規定。至於信用風險之適足資本的計提方法，則導入了「信用評等」及「風險值 (Value at Risk, VaR)」的觀念。

授信對象信用評等取自外部信用評等公司者，稱之為「標準法」；以內部評等機制進行評等者，稱之為「內部評等法」，內部評等法又按其深入程度，分為「基礎法」、「進階法」。

對於資產證券化，新巴塞爾資本協定 (Basel II) 在信用風險下，增加信用風險抵減，其中之一項即為資產證券化。

第一節 信用風險－資產證券化架構

新巴塞爾資本協定 (Basel II) 主要有三大支柱，三大支柱架構表列如下：

支柱	風險類別	資本計提方法	信用風險抵減
第一支柱：最低資本要求 (定義資本對風險性資產 最低比率原則)	市場風險	標準法	
		自有模型法	
	信用風險	標準法 (簡易)	1.擔保品
		標準法 (一般)	2.保證
		內部評等法 (基礎)	3.抵銷
		內部評等法 (進階)	4.信用衍生性商品
	作業風險	基本指標法	5.資產證券化
		標準法	
		進階衡量法	
第二支柱：監理檢視 (審查) (要求監理機關對於銀行資本計提、分配技術及是否符合相關標準，進行定性及計量評估)			

支柱	風險類別	資本計提方法	信用風險抵減
第三支柱：市場紀律（公開揭露） （公開揭露條件，促進市場紀律）			

新巴塞爾資本協定（Basel II）與 1988 年資本協定相較，具有下列特色：

（一）具有風險管理敏感性。

因新巴塞爾資本協定（Basel II）准許風險管理制度健全的金融機構，可採用 IRB（Internal Rating-Based Approach）法評估信用風險。依此法計提的最低資本，一般而言，會低於依標準法計提的資本，並有助於金融機構資本配置的更具效率性及安全性；另第三支柱要求金融機構須揭露其風險管理制度及風險暴露情形，因此，金融機構必須強化其風險管理。

（二）採標準法計算信用風險的改變。

採標準法計算信用風險者，將不再如現行適用版本是依據擔保品或授信對象區分風險權數，而是依據信用評等機構的評等結果賦予不同風險權數。

（三）採內部評等法（IRB）法計算信用風險的改變。

採 IRB 法計算信用風險者，須建立健全的內部信用評等制度，並建置模型及完整檔案，估計違約機率（Probability of Default, PD）、違約損失率（Loss Given Default, LGD）、違約暴險額（Exposure At Default, EAD）等。

（四）承認多項信用風險抵減（Risk mitigation）技術。

包括擔保品、保證、抵銷、信用衍生商品及資產證券化，鼓勵金融機構妥適運用上述方法，降低信用風險應計提資本。

（五）衡量資本適足率時，增加作業風險。

衡量資本適足率時，除現行適用版本的信用風險及市場風險外，尚須計入作業風險，促使金融機構健全其內部基礎架構（Infrastructure）。

（六）強化市場紀律（Market discipline）機制。

要求金融機構揭露其信用、市場及作業風險暴露情形、風險衡量方式及風險管理制度，使市場參與者得以更充分了解金融機構的經營及財務狀況。

（七）規定主管機關須審查的制度內容及採取糾正措施。

規定主管機關須審查金融機構風險管理制度，確保其資本適足，並於資本不足時，及早採取糾正措施。

新巴塞爾資本協定（Basel II）已逐漸認可近年來盛行於降低風險之金融機構實務，例如「信用風險抵減」及「資產證券化」等，並在符合嚴格條件規定下，得以較低風險權數來計提適足資本。而金融機構透過證券化，將所持有之金融資產移轉給投資人，其目的不外為資產變現或風險移轉。

（一）資產變現。

金融機構之資產多以放款為大宗，尤其是長天期的放款，除非借款人提前還款，否則金融機構的資金必須於契約到期才能收回。因此，將相類似的金融資產整批加以組合，作為發行證券之標的資產，賣給投資人，提前收回資金。

（二）風險移轉。

金融機構承受金融資產到期前可能的各種風險中，以借款人之信用風險為主。而證券化使得金融機構可以把風險移轉分攤給證券投資人，金融機構在賣出信用良好客戶的放款後，因額度已移除，所以可繼續對其放款，以增強業務往來關係；或將所空出之適足資本額度用來對其他客戶辦理放款，以拓展業務。

第二節 Basel II 對於資產證券化之認定、分類及證券化過程與其特徵

一、資產證券化之認定。

對於資產證券化的認定，巴塞爾監理委員會的 CP2（2001 年第二次諮詢文件）是以正面列舉的方式，以交易行為的內容來加以分類認定。

但由於資產證券化內容日漸複雜，新種受益證券推陳出新，此一認定方式已逐漸不敷應用；而認定的標準，亦漸改由主管機關決定。CP3（2004 年第三次諮詢文件）則改以交易的「經濟內容」為認定標準；即由主管機關決定認定的取捨標準。

二、資產證券化之分類。

巴塞爾監理委員會的 QIS 3 Technical Guide（Quantitative Impact Study 3 Technical Guide），對於資產證券化之分類有三種。

（一）傳統型資產證券化（Traditional securitisations）。

發起人將資產或風險性信用部位透過特殊目的機構加以組合包裝成證券，並與創始銀行或經由次參貸（Sub-participation）切斷法律關係後售予投資人。

（二）組合型資產證券化（Synthetic securitisations）：

發起人將所持有之信用風險以信用衍生性商品（Credit derivatives）或保證加以避險，其方式包括：透過資金移轉（如信用風險連結證券，Credit-linked notes），或無資金移轉（違約互換，Credit default swaps）兩種。

（三）循環型資產證券化（Securitisation of revolving assets）：

發起人所證券化之標的金融資產為允許借款人在約定額度內隨時動用之風險性資產，例如：信用卡應收帳款、企業融資承諾等。

三、資產證券化之過程及特徵。

（一）資產證券化之過程。

將個別貸款經由包裝而轉換成受益證券，並藉由信用增強來吸引投資人的過程。此轉換過程可將流動性低的貸款，轉化為具有流動性且可銷售的受益證券。

（二）資產證券化之特徵。

特殊目的機構（SPV）可視為介於資產及受益證券持有人間現金流通的一個管道。

發起人出售資產給特殊目的機構（SPV），其目的是為將資產移出發起人的資產負債表，可保障投資人不會受到發起人財務問題拖累。

一般如欲使得發行的受益證券達到較佳信用品質，通常須透過特殊目的機構

(SPV) 來發行，因為特殊目的機構 (SPV) 的信用風險評等常可優於創始資產的發行人 (Issuer)。

第三節 金融機構辦理證券化資產之自有資本與風險資產之計提摘要

一、未除列之證券化商品。

對於發起人，其標的資產池部份，仍需計提。而次順位買回部份，在資產與負債抵銷後，購回部份則不予計提。

對於投資機構，受益證券之風險計提，因受評等者應已考量「隱含保護」，並提升其等級，此部份得不予計提。

二、信用增強。

第一損失及第二損失 (First & Second loss) 部位應在受益證券有外部評等資料作為資本計提要求。如果屬於未評等部份，則如何來確認第一損失部位，及使用其他信用增強以吸收足夠的損失，會是一個重要的議題。

國內目前規範，若以「大額」為規範之方式，將可能不足，若直接以資本 (含準備) 為要求，以明定信用增強金額的百分比，似較明確。

未來有待規範者，包括內部 (其他) 信用增強工具 (例如 Cash Reserve 直接作為抵減)、提前清償 (Early Amortization) 及超額價差 (Excess spread) 等。

三、交易簿。

有關交易簿部份，以利率型商品為依據，似較接近交易簿的特性。且利率型商品通常與權益證券 (Equity：公開或未公開) 的特性大不相似。但在規範利率型商品時，應注意期間及評等，因為受益憑證之期間差異甚大，且評等特性反映亦大。

四、融通工具 (Liquidity facility)。

Basel I (1988 年) 對於融通工具 (Liquidity facility) 是以商品別區別。

因此，未來國內資產證券化體系得依循，直接訂明融通工具 (Liquidity facility) 各自之規範，例如一年以下 20%；一年以上 50%。

五、證券化評等較差或次順位過高部份。

積極作法，得政府提供保證 (例如經由信用保證之機制)。

消極作法，在標的資產 (資產池) 已受評的情況下，採用最大資本限額規定，區分為投資及以上或以下作區隔，計算最大資本限額，另應提準備也應納入。

六、資產證券化暴險額 (Securitization Exposures)。

資產證券化暴險額至少但不限於以下種類：ABS、MBS、信用增強、流動性機制、提供證券化暴險額的信用衍生性商品以及現金準備帳戶 (Cash Reserve

Account)。

現金準備帳戶係提供證券化暴險額之信用風險抵減，以往均視為發起人的資產，但 CP3 (2004 年第三次諮詢文件) 將其包括在證券化的暴險額之內。

至於資產證券化暴險額的資本處理，如前所述，必須決定於證券化交易的經濟本質，而非證券化交易的法律形式。

七、真實出售 (True Sale)。

所謂真實出售，係指移轉之資產與轉讓人及其債權人完全隔離，而資產之受讓人必須是適格之特殊目的機構 (SPV)，受益人有權將其權利設質或互換；另轉讓人對於轉讓之資產應無控制權。

真實出售之主要目的是要達到破產隔離，但需特別說明的是，破產隔離與表外化 (Off-balance Sheet) 之處理，二者之間並無必然直接之關係。

八、餘額買回權 (Clean-up Call)。

餘額買回權是一項買權，它允許創始銀行或收取銀行在標的信用暴險額被償還前買回。CP3 (2004 年第三次諮詢文件) 規定餘額買回權需滿足下列三條件，得不需計提資本：

1. 不得為強制性的，而是由創始銀行自行決定。
2. 不得用來當作信用增強，用以吸收損失。
3. 餘額買回權不得超過證券化原始餘額的 10%。

餘額買回之價格，需以買回時之公平市價為依據，方能符合金融資產停止認列之判斷標準；但若在尚未具有一定程度流通性之交易市場情形下，公平市價之認定可能會有實務上之困難。

第四節 新巴塞爾資本協定 (Basel II) 可能影響資產證券化之規範

一、不同受償順位之規範。

(一) 保留第一損失 (部位) 風險 (first-loss risk)。

第一損失部位通常由發起人持有，在傳統型資產證券化，第一損失部位通常以次順位債券的形式出現；至於在合成型資產證券化中，之前有以合約的支付條款型態出現，但其出現形式，已有創新改變，且更趨多樣化。

第一損失部位的大小，取決於發起人的信用評等需求與資產品質；在傳統資產證券化中，此金額通常為預期損失的若干倍。此問題在於：應否限制發起人的信用增強的程度，以確保合理程度的風險移轉、或要求對於第一損失部位之應計提資本。

因為，限制任何保留第一損失並自資本中扣除，將可確保真正的風險移轉及真實出售；對於發起人而言，也是較正確的處理方式。另一種處理方式，則為不限制保留第一損失的金額，例如以估計預期損失的若干倍計之，並將第一損失部位自資本中扣除。

(二) 保留 (Retained)、購回優先順位 (Repurchased senior)、中間順位風險 (Mezzanine risk)。

在傳統型資產證券化中，所有風險均被移轉至特殊目的機構 (SPV) 以發行受益證券，而在合成型資產證券化中，中間順位風險 (可能小到只佔總組合的 5%~6%) 被移轉至特殊目的機構 (SPV)，優先順位風險則以雙邊合約移轉到另一機構或由發起人保留。

發起人得以保留最優先順位風險應符合下列原則：

1. 優先順位風險部位為高信用品質者。
2. 具有足夠的作業條件，以確保中間順位風險已有效移轉至特殊目的機構 (SPV)。
3. 特殊目的機構 (SPV) 發行的受益證券具足夠的市場規範，亦即發起人無法買回。

(三) 保留第一損失與優先順位風險 (Retention of both first-loss and senior risk)，是否得以免除資本計提的考量。

保留第一損失與優先順位風險 (Retention of both first-loss and senior risk)，是否免除資本計提的考量為：如果發起人保留第一損失與優先順位風險，發起人是否因此而使風險移轉的程度有所不同，即其考量的重點應首重風險移轉的程度。

二、信用增強方式。

信用增強方式		說明
I. 內部信用增強	1. 現金擔保 (Cash Reserve)	須由委託人提供一筆相當之資金由受託機構保管，以便於資產信託之資金流不足以支付受益證券本息時可提供短期流動性。 依信用評等公司之要求而定。
	2. 超額利差 (Excess Spread)	資產池利息收入減除受益證券利息加計優先信託費用後之金額
	3. 超額擔保 (Over-collateralization)	以較高額之資產，來支撐較低金額的受益證券。依信用評等公司之要求及投資人之偏好而定。
	4. 優先/次順位 (Senior / Subordination Tranche)	發行不同受償順位之受益證券，最後順位之受益證券通常由委託人自行買回。最後順位受益證券佔總發行之比重，主要依投資人之偏好、信用評等公司之意見、及主管機關之規範來決定。
II. 外部信用增強	1. 保證 (Guaranty)	由金融機構或其他保證人提供。

信用增強方式	說明
2.信用狀 (L/C)	由銀行或其他保證人提供。
3.保險 (Insurance)	例如房貸保險。

三、信用增強－隱含支援 (Implicit support)、餘額買回權 (Clean-up call) 與超額利差 (Excess spread)。

(一) 隱含支援 (Implicit support)。

隱含支援 (Implicit support)，係指一機構提供多於先前契約內議定義務的「支援」。

對於該「支援」或可以解釋為一機構提供多於先前契約內議定義務的風險承擔責任。

(二) 餘額買回權 (Clean-up call)。

餘額買回權 (Clean-up call) 牽涉到是否為信用增強或是否提供隱含支援。新巴塞爾資本協定 (Basel II) 對於餘額買回權 (Clean up call) 有 10% 的門檻標準，若超過 10% 部份則被視為信用增強，應自資本中扣除。

餘額買回權 (Clean-up call) 意為，當市場或非經濟因素而導致發起人或特殊目的機構 (SPV)，無法履行合約上之約定，因此發起人將所發行之受益證券買回，以減少對於發起人或投資人繼續擴大的信用風險。

將高比率的餘額買回視為信用支撐之目的，是為了確保當銀行已無法提供信用支撐給投資人時，以向投資人買回受益證券的方式，來吸收信用損失。

發起人對包含餘額買回權 (Clean up call) 的資產證券化交易，需將其信用暴險部位，視為沒有風險移轉。

傳統型與合成型資產證券化的餘額買回權 (Clean up call)，若在大於 10% 的移轉信用暴險額名目價值、或原始發行證券為未償貸款 (Outstanding) 時，可以被執行，此時之餘額買回權 (Clean up call) 將被視為信用增強。

因此，餘額買回權牽涉到是否為信用增強或是否提供隱含支援，新巴塞爾資本協定 (Basel II) 有關 10% 的餘額買回權規定，對國內而言是否適當，未來值得為持續關注之必要。

(三) 隱含支援 (Implicit support)、餘額買回權 (Clean-up call) 與超額利差 (Excess spread)。

此三者都是所謂的表外交易所隱含之信用風險之處理方式，在國內推動資產證券化體系時，主管機關未來在增訂或修訂相關適足資本之規範時，有必要為明確的定義。

餘額買回權 (Clean-up call) 只在少數情況會包含在契約中，且它不能提供信用支撐 (Credit support)。餘額買回權 (Clean-up call) 只在未清償受益證券 (Outstanding securities) 的成本超過標的信用暴險額的利益時，才會被執行。發

起人對於包含餘額買回權（Clean-up call）的資產證券化交易，需將其信用暴險部位視為沒有風險移轉。當餘額買回權（Clean-up call）被執行時，等於提供了信用支持，因此，此動作會被視為銀行提供了隱含支援。

隱含支援（Implicit support）為當銀行對於其證券化產品提供隱含支援（Implicit support）時，亦必須持有資本以因應此證券化交易，並視其未為證券化。此外，銀行需要公開揭露：

1. 是否有提供契約外的支援。
2. 對其資本的影響。
3. 是否有足夠的資本來支應隱含支援所提供之保障。

四、風險移轉。

創始銀行在信用增強機制上，常見方式為次順位受益證券（Subordinated Tranche）及現金準備（Cash Reserve）的交易安排。

為使投資人承擔的風險能在一定程度以下，創始銀行持有次順位受益證券比重勢必不低，惟在實務上，為達法規要求，我國次順位受益債券非創始銀行持有，而大多為保險公司所持有。如依新巴塞爾資本協定（Basel II）規定於資本中扣除（因通常為投資等級以下或未評等），將使得創始銀行之資本適足率，因資產證券化而大為降低。

國內對於新巴塞爾資本協定（Basel II）之規範，似宜有階段性的權宜措施，如此或許能對有意擔任創始銀行者提供足夠誘因。

五、提前清償（Early amortisation）。

提前清償（Early amortisation）其即為表外交易所隱含之信用風險，國內相關規範並無類似之定義。

提前清償（Early amortisation）最高之資本需求：以提前清償處理之銀行其所有部位之資本捐將會是最大值，即等於下列兩者中之較大者：

1. 所持有之證券化部位。
2. 或未證券化之部位所需之資本。

提前清償處理之例外說明：若標的信用不包含循環信用，且提前清償之特性使該銀行無法增加新部位時，則該銀行之資本需求不適用於本方法，且不會收到額外之資本捐。

若有提前清償特性之循環信用，具有標的資產風險不會移轉回發起人之特性時，則該銀行之資本需求亦不適用於本方法。

第五節 新巴塞爾資本協定（Basel II）擔保品風險權數對授信業務及證券化交易的影響

如前所述，新巴塞爾資本協定（Basel II）基本架構，係於現行協定「最低資本」外，增加「監理審查」及「市場紀律」，使成為大三支柱相輔相成的架構。

並在規定信用風險及市場風險之應計「最低資本」外，增加對「作業風險」計提適足資本的規定。至於信用風險適足資本計提方法，則導入「信用評等」及「風險值（Value at Risk, VaR）」觀念。

新巴塞爾資本協定（Basel II）認可近年來盛行降低風險之金融機構實務；如「信用風險沖抵」及「資產證券化」等，並在符合嚴格條件規定下，得以較低風險權數計提適足資本。

一、擔保品風險權數與授信政策。

有關風險權數部份，新巴塞爾資本協定（Basel II）實施後，因為擔保品扣抵風險權數的規則改變，因此，國內金融機構若持有不動產擔保品較高者，未來勢必因為資本計提較高，其來在與國外金融機構競爭時，資金成本會相對較高，而不利於競爭。

另外，由於新巴塞爾資本協定（Basel II）擴大了擔保品可扣抵風險權數的範圍，因此，金融機構的授信政策可能必須改變。

因此，資產證券化能有助於在金融機構信用風險抵減之下，未來金融機構除了現行業務之外，更將關注於資產證券化之業務或交易。

二、資產證券化交易範圍。

新巴塞爾資本協定（Basel II）內容，對於證券化交易之範圍，主要規範如下：

1. 不同程度信用風險的交易，視包含一個或多個來自不同等級部位或順位等級，或稱順位（Tranches）的信用暴險額。
2. 給投資人的應付款項（Payment）視為貸款、託付（Commitment）及應收帳款等績效之交易。
3. 包含一些投資人的潛在風險，視為標的信用暴險額組合之績效的信用衍生性商品之交易。
4. 特殊融資（Special lending），包括專案融資（Project finance）、標的融資（Object finance）、商品融資（Commodities finance）、收益型不動產融資（Income-producing real estate）、高波動型商業不動產融資（High-volatility commercial real estate）等的交易，皆不屬於資產證券化交易之範圍。

第八章 其他風險管理與國際管理趨勢

近年來，隨著法令的開放，我國資產證券化商品持續的推出，活絡了市場，但資產證券化案件在實務上，因為市場的變化亦引發了一些議題，例如金融資產證券化與結構債事件；以及涉及外匯的有關資產池中外國債券等議題。

另外，伴隨風險管理與國際管理的趨勢演進，國際金融管理者，包括國際貨幣基金（International Monetary Fund；IMF）、國際清算銀行（Bank of International Settlement；BIS）、美國標準普爾信用評等公司（S&P）、美國財務會計準則委員會（Financial Accounting Standards Board；FASB）、國際會計準則委員會（International Accounting Standards Board；IASB）等，亦先後關注市場衍生的相關議題，為關切並提出因應之建議。

第一節 我國結構債與資產證券化

一、結構型商品（Structured products）

隨著國內金融環境的自由化、國際化及財務工程的演進，使得衍生性金融商品發展多元化。

結構型商品，係指一種結合固定收益或其他類似商品（如定期存款或債券）與衍生性金融商品的組合型商品；以銀行定期存款連結衍生性金融商品者，稱為「結構型存款」或稱「組合式存款」。

固定收益商品是指債券、銀行定存、國庫券政府公債、公債附買回、貨幣市場基金、資產證券化商品等。衍生性商品部分則依標的資產不同，可區分為股票、一籃子股票、指數、一籃子指數、商品選擇權、交換契約或遠期合約、信用、匯率、利率或其他利益及其組合連動。

結構型商品設計可達到量身訂作的目標，具有高度彈性化，因此所設計出的金融商品型態也將越來越多樣化，使得結構型商品定價與風險管理上益趨複雜。

結構型商品依固定收益商品分類，謹摘要舉例說明：

（一）結構型存款。

此以存款為主契約，另連結其他選擇權作為付息標的。其型態大致可分為保本型結構型存款（到期 100%保本）及加值型結構型存款（非到期 100%保本）二種類型。所謂保本型結構型存款主要以定期存款的利息作選擇權、利率交換、信用連結商品或其他衍生性商品交易，投資人有機會享有較高的收益，最大的風險為利息全部損失，此商品適合風險承受度較低，又期待收益可高於一般定存之投資人；至於加值型結構型存款，即到期不保證 100%本金回收，完全視到期連結標的是否獲利而定。

（二）結構型債券。

若依照連結標的不同，可大致區分為下列幾種商品：

1. 連結股價指數。

此以債券和股價指數相連結。例如：美國 S&P500 指數連動債券連結美國 S&P500 指數，當 S&P500 指數上漲至約定條件時，投資者就可享有較高的利息收益。

2. 連結利率。

此以債券和連結利率指數，投資損益隨利率高低而定。例如：區間付息債券（Range Accrual Notes）連結倫敦銀行間拆款利率（LIBOR），當 LIBOR 變動在設定範圍之內，則依約定每日計算；若變動超過設定的範圍，則不計息。

3. 連結一籃子股票。

此以債券連結一籃子股票，獲利隨此一籃子股票之變動而定。例如：連結英特爾、摩根大通銀行、美林證券等掛牌股票，當股價上漲在設定的範圍之內，則依約定給付報酬。反之，則依約定返還本金或一定折數之本金。

4. 連結信用。

此債券之連結標的為標的公司的信用，在到期前若該公司沒有發生信用違約事件，則投資人可獲得高於同級債券的收益；反之，則收益較低。此債券將信用風險轉嫁給投資人，在無違約的情況下，可享有較高的報酬。

5. 連結匯率。

此債券連結匯率，例如：投資人支付美元購買一連結標的為歐元匯率的債券，如到期時歐元匯率高於履約價格，投資人可獲得以美元計價的債券面額，如到期時歐元匯率低於履約價格，投資人可依履約價格比例取得歐元。

6. 連結衍生金融商品契約（如選擇權，交換等）。

目前國內較為人知的一種型式為債券商品連結標的選擇權，此類又稱連動式債券（Structured Notes），其係透過財務工程技術，針對投資者對於市場之不同預期搭配債券的方式去組合成各種報酬型態的商品。此商品主要有保本型債券（Principal-guaranteed Notes, PGN）及股權連結型債券（Equity-linked Notes, ELN）兩類。保本型債券（Principal-guaranteed Notes, PGN）係由固定收益商品再加上參與分配連結標的資產報酬之權利所組合而成之衍生性金融商品。本產品於到期時，本金可獲得一定比例保障，而透過連結標的選擇權，投資人尚可享受未來連結標的價格上漲機會。股權連結型債券（Equity-linked Notes, ELN）透過財務工程將「零息債券」（Zero coupon bond）和「賣出相關標的選擇權」（Short stock option）組合而成的結構型商品，並依據選擇權的拆解及拼湊組合出不同型態的「股權連結商品」，主要有「看多型」、「看空型」、「跨式型」、「勒式型」、「觸及生效型」、「高績效型」及「彩虹型」等，同時根據它所連結的「標的」來決定投資績效的投資工具。

7. 連結其他利益。

例如資產擔保債券（ABS、MBS），此以銀行貸款、應收帳款等尚未收回的債權作為抵押，而所發行之有價證券，該債券的還款來源即為用以抵押之資產，在國外是屬於固定利率的商品之一。

除了以上商品以外，固定收益商品與衍生性商品所組成的方式富有極大的彈性，因此不同的商品結構設計可使商品再創新，依照不同投資人的需求設計出多樣化的金融商品。

投資人投資結構型商品，可能面臨不同的風險，但主要包括匯率風險、市場風險、利率風險、信用風險、流動性風險及投資贖回風險等，但下述不同的風險將視各別結構型商品內容不同而異。

（一）匯率風險。

假設投資涉及不同幣別的匯率轉換，則可能發生匯率風險。若投資人所購買屬於外幣計價的債券，須留意外幣的孳息以及原始投資本金返還時，轉換回新台幣時，可能產生低於原始投資本金的匯率風險。

（二）市場風險。

市場風險是指主契約連結標的的價格受到市場環境的影響。連結標的如連結股票、一籃子股票、指數、一籃子指數、商品選擇權等所對應承受的市場風險。以保本型債券(Principal-guaranteed Notes, PGN)為例，投資人所買入的選擇權，可能在到期時因其所連結的標的資產的走勢與預期相反，致選擇權的到期價值可能為零，投資人此時僅能拿回依交易契約中所訂定的保本率，而取回本金。

（三）利率風險。

利率風險是以主契約連結利率相關標的所產生的風險。如正浮動利率債券，連結倫敦銀行間拆款利率(LIBOR)，投資損益則與連結的指標利率(例如 LIBOR)具有高度關聯性。

（四）信用風險。

結構型商品係發行單位或發行機構與投資人雙方所訂訂的契約型態交易，因此發行單位的信用評等就是重要的考量依據。一般而言，由信用良好的機構所保證的債券，可於到期獲得全數投資本金的承諾保證，故信用風險較小。

（五）流動性風險。

結構型商品的流動性顯然無法與上市、上櫃股票的流動性相比較。假設因為提前贖回，在缺乏流動性或交易量不足情況下，債券實際成交價格可能與債券本身之單位資產價值發生價差，致損及原始投資本金。

（六）提前贖回風險。

投資人若購買投資型商品但要求到期前解約，則會發生提前贖回風險。保本型商品往往投資的時間較長，可達數年之久，多係在交易契約到期後才可獲得保本或保息之投資報酬。若投資人因資金需求需要提前解約，則需付出代價。

二、債券型基金與結構債事件

債券型基金，因具有免稅、穩定收益及低風險等特色，因此廣受投資人的青睞，是我國企業及高所得個人重要的投資工具。

我國債券型基金初始單純的投資於公債、普通公司債、金融債等；至民國91年，反浮動形式的結構式債券，才逐漸在基金市場上嶄露頭角。

和傳統正浮動利率債券不同的是，在市場參考利率下降時，反浮動利率債券投資人的債息收入反而會因此增加。

國內前幾年利率因多處於低檔，故部份外商銀行（發行人）開始推出結構債商品，並將其包裝為定存的形式，且採取反浮動利率方式計息。所謂反浮動利率，係指實際的付息利率是以一個「固定利率」減去一個「浮動的指標利率」（例如 LIBOR）。在市場利率走低情況下，反浮動利率對投資人來說較為有利；反之，若市場利率逐步走高，則投資人可以賺得的利率就變低，對投資人而言當然較為不利。民國 90 年 01 月，我國債券型基金規模約 7,000 多億元，其後大幅成長，至民國 93 年 05 月，規模約 2 兆 4,000 多億元，約占整體基金市場 78%，遠遠超越股票型基金的規模。當時債券型基金為衝刺報酬率，開始大量投入結構債商品，估計整體債券型基金投資結構債的金額約高達 6,000 億元。

目前參考的指標利率，包括國內商業本票利率及美元 Libor（London Inter bank offshore rate，又稱倫敦金融業拆款利率）兩種，後者又稱為 Quanto 式的反浮動債券。

一般而言，發行人為避免反浮動利率債券的票息率隨參考指標利率不斷上升，而產生票面利率小於零的情況，此類債券通常會設定一個利率下限來保證投資人擁有最低的債息收入為零。

反浮動利率債券在指標利率下降或殖利率曲線呈陡峭的正斜率時，常受到投資人的青睞。93 年起美國聯準會（Fed）開始緩步升息政策時，這些自 91 年被投信視為主要獲利來源的反浮動利率債券，面臨利息收入減少的問題。

國際間的債券型基金，由於債券價格需要每日憑市價（Mark to Market），其淨值也隨之每日波動。反觀我國債券型基金，受限債市淺碟又無公正評價機制，每日憑市價因此失真。

隨美國升息，投信公司從反浮動利率債券獲得的利息收入減少，勢必反應在基金淨值上，當基金淨值往下跌，投資人便贖回，一旦贖回額度擴大，基金需要賣出更多債券換成現金應付贖回，致發生了所謂流動性風險。

民國 93 年 06 月底，美國聯邦準備銀行理事會開始調升利率，致結構債的報酬率急速反轉，且發生評價的虧損。復因為債券型基金持有結構債部位太大，因此引起了投資人恐慌，並造成一股回贖的熱潮。因是民國 94 年間，爆發了我國投信公司的債券型基金結構債事件；許多投信公司因此造成鉅額虧損，經理費收入大幅減少，對投信業之影響甚巨。之後債券型基金的規模約 1 兆 1,000 多億元，相較民國 93 年 05 月的規模，縮幅逾 50%。

值得一提是，我國債券型基金似乎混合了「債券型基金」與「貨幣型基金」的特色，實務上易造成投資人不辨識，也不盡符合國際基金公司等的模式。

所謂「債券型基金」：其應該以投資債券之買賣斷為主，而債券種類包括政府公債、公司債、金融債及資產證券化商品等。但實際上，我國投信公司發行之債券型基金，除投資於債券買賣斷之外，尚投資於銀行定存、債券附買回（RP）及票券等貨幣市場工具；或可暫時定位其係介於債券型基金與貨幣市場型基金之

商品。

除前述引發之結構債事件外，我國投信公司亦創造出我國特有的「分券制度」，其或許與投信公司為了粉飾基金淨值有所關聯。

有關「分券制度」，主管機關曾於民國 93 年 07 月 02 日修改相關規定，並加以限制。

(一) 只要公司債的發行條件相同，就不得再行分券。

(二) 如果發行條件不同而予以分券者，其單一券種之發行金額須達伍億元以上（原規定為貳億元）。

其後於民國 95 年 01 月 25 日，主管機關再度修改相關限制規定，除非發行年期不同、計息方式不同或發行條件顯有不同等因素，否則應視為同一券種。

「分券制度」自此以後，不再存在。

主管機關不僅於此，在此一事件後，另自民國 95 年起，推出「債券型基金分流方案」；將債券型基金逐步分流為兩類；「固定收益基金」(Real Bond Fund) 及「類貨幣市場基金」(Quasi Money Market Fund)。

(一) 「固定收益基金」(Real Bond Fund)。

類似國外的債券型基金，持有債券比率應至少五成，且須依公平市價予以評價，買回價款支付日為至少 T+2。

(二) 「類貨幣市場基金」(Quasi Money Market Fund)。

持有債券比率應低於 30%，其餘部位則可買入國庫券、銀行存款及票券等流動性較高的投資標的。

固定收益基金以追求較高報酬為目標，且投資債券之部分應以公平市價予以評價，故淨值波動幅度較大。類貨幣市場基金投資報酬率相對較低，且其持有債券之部位可以用成本法評價，所以淨值波動幅度較小。

「債券型基金分流方案」實施之後，投資人在選擇債券型基金時，可依其個人的風險偏好、預期報酬率及流動性等需求，選擇適合自己的基金。投資人不會為了要追求穩定收益，而選擇不適合的債券型基金，避免無謂的資本損失。

債券型基金的結構債事件，使投資人有了新的體認，就是債券型基金不再是低風險或保本的商品，因為在利率風險等因素影響下，債券型基金有可能因利率的漲跌而造成虧損；未來，投信公司更有必要向投資人清楚揭露相關訊息，以做為投資人在投資前判斷的重要基礎。

三、結構債事件與證券化

結構債事件發生之後，主管機關除已即時為前述相關規範之修訂或限制外，為了挽回投資人信心，主管機關亦要求投信公司儘速處理所持有之結構債部位。

而投信公司為了解決結構債部位，基本上多陸續透過直接賣斷、或包裝成證券化商品（例如 CBO）等方式，轉賣給銀行或證券公司等，以降低投信公司之結構債部位。另外，我國多數投信公司背後之股東均為金融控股公司或跨國大型金融事業，因此尚有能承擔或處分結構債所造成的流動性風險及鉅額虧損，才

不至於讓此一事件釀成更大的金融風暴。

但有關包裝成證券化商品部份，近年來市場發行卻未如預期，此與我國主管機關與投信公司為積極解決結構債而發行債權資產證券化（CBO）或資產抵押商業本票證券（ABCP）的目的有所未及；摘要原因約略如下：

（一）信用風險。

投資人對於外幣資產部份，因涉及信用風險，此風險是否能量化或如何移轉，投資人因此存在投資之疑慮。

（二）信用評等。

依主管機關規定，其發行於包裹其中的CDO¹必須具有A級的投資信用評級。

（三）高收益率。

若新台幣長天期債券利率呈上升趨勢，則投資人將要求更高的收益率。

（四）避險成本。

假設長期利率看升，而投資人將要求更高的收益率時，換匯換利、交換利率的避險成本將相對提高。

（五）50%：50%的資產配置。

主管機關要求50%：50%的資產配置，即50%結構債與搭配50%外幣資產。如此的配置下，以目前新台幣與美元的利率為例，二者存在利差，若再加計發行成本，並參考目前受益證券之平均收益率，則外幣資產的利率勢必將高出受益證券之收益率甚多，才有利可圖；但此亦是最大的挑戰，即如何來提高收益率？

（六）我國壽險公司投資額度受限。

基本上，國內證券化商品的主要投資人都是壽險公司，依主管機關規定，壽險公司投資CDO不得超過其所有資產的5%。但目前壽險公司已持有之外幣CDO多已接近投資上限，即使尚得再投資新台幣CDO，壽險公司勢必面臨更嚴謹的證券化產品的風險管理。

以美國為例，美國的固定收益市場約25.3兆美元，其中MBS和ABS合計約7.9兆美元，約佔固定收益總市場的31%，等於美國流通在外各種有價固定收益證券的三分之一，因其流動性佳，已成為投信發行海外固定收益商品必須納入的資產。而美國聯邦準備理事會（Fed）近年來積極升息，投資法人雖有籌碼可以爭取到約5%的美元定存利率，但包括退休基金和壽險公司等並不會以此而滿足，因為投資人勢必仍將持續追逐更高收益的投資商品。

茲比較美國與我國之固定收益商品的收益率：

指標利率（2006.06.08）	我 國	美 國
01.央行重貼現率	1.515%	5.000%
02.30天商業本票利率	1.520%	4.718%
03.一年期定存利率	2.015%	5.330%
04.五年期公債殖利率	2.100%	4.936%

¹ CDO範圍涵蓋房地產抵押債（MBS）、資產擔保證券（ABS），美國亦有將抵押公司債，或垃圾債也含括在CDO範圍之內。

指標利率 (2006.06.08)	我 國	美 國
05.十年期公債殖利率	2.170%	5.036%
06.美國資產證券化 Fannie 指標利率	—	5.300%
07.美國資產證券化 Freddie 指標利率	—	5.400%

由表內利率比較結果，相較於美國，我國長短天期利率較低，且尚待建立資產證券化指標利率。

基於美元與新台幣間的利差，吸引了我國壽險公司購買海外之美國各類債券或證券化商品；目前我國投信公司亦趨同購買，但需特別關注的是，我國投信公司其發行海外基金都有匯率避險規定，其所投資發行的海外投資資產收益率一定要夠高，方不致因匯率避險成本而影響其高收益率。

不論如何，資產證券化對投信公司來說可說是具體可行之方向，對投資人而言，亦有分離課稅 6% 的投資誘因，且毋須併入個人或公司當年度所得稅申報，可有效節稅；因為此類商品近來在投資圈裡很流行，不僅海外擔保債權憑證 (CDO) 可以包裹投信公司持有的結構債，另發行新台幣的債權資產證券化 (CBO)，也可以解決投信公司的結構債的危機；且投信公司除發行證券化商品之外，亦得發行海外資產證券化共同基金，以滿足投資人追求低風險、穩定收益的需求。

四、現行結構型金融商品與評等

對於結構型金融產品之評等一直是敏感議題，儘管新巴塞爾資本協定 (Basel II) 風險資本的標準日益依賴評等，但 Basel II 工作小組於 2005 年 01 月所發表報告，卻出人意表的提出結構型金融產品之評等，並不能充份揭露未預期損失 (unexpected loss) 之風險。

Basel II 工作小組的報告「結構型金融產品評等之角色：問題及意涵」(The Role of Ratings in Structured Finance: Issues and Implications) 中，探討評等之可靠性，以及中央銀行和監理官必須關注的風險。

Basel II 工作小組根據一項市場調查，推論出市場上的參與者知道評等有其限制。評等機構對資產池的評估之可靠性與投資人的複雜度成反比。「即使評等機構有附加價值，市場上的參與者必須了解評等有其限制」。

特別是對於結構型金融產品以及事實上因為順位 (tranching) 與壞帳的相關性，信用評等根據損失或壞帳可能性的一維性 (one-dimensional)，並非一種對於此類產品之風險的充足衡量方法。由於結構型金融產品資產之非預期損失通常與傳統信用部位或個別信用風險極為不同，因此，結構型金融證券順位 (tranches) 可能比相同權重的部位之平均評等具有更大風險。

結構型金融產品是否比直接的 (straight-forward) 公司債券更具風險性？Basel II 工作小組則認為投資人大量購買這些產品主要原因之一，係為了提高報酬，但這基本上也反映了較高的風險。

結構型金融工具可能將比投資傳統公司信用產品的相同部位，更具高槓桿

度。因此，結構性金融產品具有不可預期的損失特性，此與同樣評等的債券部位風險非常不同。

由此可知，依國際清算銀行（Bank of International settlement；BIS）工作小組的調查與結論，現行結構型金融商品之評等是未能顯示其不可預期的損失特性的全貌；「即使評等機構有附加價值，市場上的參與者必須了解評等有其限制」。

第二節 國際管理趨勢

一、國際貨幣基金（International Monetary Fund；IMF）對於資產證券化有效的基礎架構。

國際貨幣基金（International Monetary Fund；IMF）曾檢視了開發中國家的機構，政策制定者，以及法律制定者在進行資產證券化技術時，所面臨的問題與挑戰。這些挑戰和問題包括了市場發展度、立法、會計制度、法規和架構等。

（一）證券化偏好的資產種類。

證券化需要大量而具有同質性的資產池；資產池越大就越有經濟規模且更能讓證券化計畫獲利，也使得發行更安全且更具流動性；當資產池有同質性且貸款文件標準化，評等機構便容易評估資產附帶的風險。

（二）法律環境。

為了使資產證券化過程順利進行，需要有合適的法律架構及合適的法律環境。開發中國家的一大障礙就是法律架構不夠完備，去因應多重的法律關係，而無法讓證券化成功。這包括了三層法律架構：

1. 法律架構需能建構一個法律上分離的信託形式個體或是特殊目的機構。
2. 是資產自發起人移轉到證券化機構的型態。
3. 是對於登記發行証券和提供資訊揭露的要求。

（三）稅務問題。

在證券化過程中，稅務的影響為決定證券化是否能獲利的關鍵因素。稅務事件可能影響證券化過程中數個地方；如果證券化在國內實施，由當地國稅法管轄此過程。但當跨國證券化發生時，便需檢視數個國家的稅法，同時相關國家之重複課稅條款也須列入考量。

（四）會計問題。

資產證券化實質上將資產從發起人轉移到一個信託或特殊目的機構。轉移有時牽涉到抵押權贖回或不附贖回，也牽涉到一些資產殘值的留存。

會計原則要求當資產所有權轉移到另一個體，便視為「出售」且自資產負債表上移除。該移轉之收益或損失將被認列於損益表上。但在證券化中，明確的收益或損失未必存在。因此證券化過程中，一旦與資產相連結的風險或報酬已經轉出，將移轉視為「真實出售」是適當的。國際上也有相當的立法例，以因應此種狀況。

（五）法規問題。

金融機構由審慎的條例來規範以確保銀行存款人與放款人不受風險。法規設

計以確保銀行不會有流動性或清償問題，或有任何促使銀行業因遭擠兌而發生癱瘓經濟的情況。由於許多新興國家加入新巴塞爾資本協定，該架構也嚴格規範了銀行資本適足率。對於銀行而言，資產證券化可以減少法定資本而達到規範的資本要求，因此證券化具有激勵性。

(六) 取得令人滿意的信用評等。

決定資產證券化成功與否的一個重要因素，是債權在市場上發售的證券化能取得信用評等。證券的信用品質直接與發行殖利 (yield) 相關。信用品質越高殖利越低而發行就越成功。信用評等還需達到一個最低的投資等級，未達到投資等級的信用評等不受投資基金和其他法人投資人青睞，也不會成功上市。

(七) 證券化與道德風險問題。

傳統金融仲介的角色也是主要功能，是監督消費者的貸款。這可以減少道德風險，也就是貸款人會傾向對貸出的資本冒過多風險。資產證券化分離了貸款發起人與貸款資金。發起人可能怠於監督該貸款，原因之一是因為監督成本很高，其次是因為，較嚴密的監督所帶來的現金流入並非到發起人手中，所以對資產池的監督似乎是資產證券化的負面效應。

二、美國標準普爾信評公司 (S&P) 公布建立次級房貸產品市場之先決條件。

由於國家政府需要次級房貸產品市場來推展房貸金融，因此，住宅房貸市場之證券化更形重要。在所有資產等級中，RMBS 對於總體經濟發展有舉足輕重的影響力。

美國標準普爾信評公司 (S&P) 在 2004 年 09 月對建立 RMBS 市場列出了先決條件。其中最重要的條件是擁有適當的法律體系，而此體系應該具備下列要項：

(一) 承認真實銷售。

當原始發起人發生無法清償時，能隔絕保護投資人。

(二) 真實或特殊目的個體。

此個體須能隔離破產，且其唯一存在目的為購買資產並發行 MBS。

在墨西哥，阿根廷，西班牙和法國，發行 MBS 需成立特殊基金或信託。在瑞典承認信託，但因資產不足五萬美元者需扣稅，因此多數於海外發行。

(三) 房貸註冊程序。

貸款註冊給新業主必須容易且低廉。

在某些國家或許要取消對借款人通知貸款轉手的要求，且取消昂貴的印花稅。當墨西哥州修改其民法之前，房貸轉讓的印花稅曾經高到阻礙證券化。

(四) 劃分風險。

法律應該設置切割機制，以避免一項房貸以其對某貸款應支付的款項抵銷其借款人欠款 (例如銀行帳戶存款)。

(五) 消費者隱私法律。

這些法律能阻絕房貸或其他有關受託人及評等機構資訊之分享。

(六) 對貸款人友善抑或對借款人友善之環境。

有些國家設置法律對消費者較友善，這將妨礙借款人對不良帳款取消抵押品贖回權之能力。

(七) 國家與州之間的差異。

一項證券化法規或許未能適用於全國。例如在阿根廷，1995年通過的法律適用全國，但在墨西哥則需要特定的州法律。

除法律架構之外，貸款與文件之標準化也很重要。標準化的承銷條件和契約更可以提供一致性的資產，便於分析部位風險，也使未來績效更易於評估。

評等機構也注意到有時因發起人無能力取得所需資料，以致發展 RMBS 的努力受阻。重要資訊包括過去貸款延滯，壞帳，取消抵押品贖回權（回復金額及相關費用），和預付等。對房價迅速變動的資料也相當難以取得，尤其經歷不同經濟循環之後。此外，新興市場如果沒有全國性的信用機構，貸款人不容易得到借款人過去支付紀錄。

三、美國標準普爾信評公司 (S&P) 警告 RMBS 將面對不動產價格泡沫化。

美國標準普爾信評公司 (S&P) 於 2005 年 07 月提出報告，美國私募市場 (private-label) 發行的 RMBS 於 2005 年可達到一兆元，再度打破大多數業界預測。美國的 RMBS 市場傳統上分為仲介市場 (由 Fannie Mae, Ginnie Mae, and Freddie Mac 仲介)，與私募市場 (private-label)，即非仲介市場。私募市場一般包括消費性貸款 (non-conforming loans)，住宅貸款 (home equity lines)，大額貸款 (jumbo loans)，多重家庭貸款 (multi-family loans) 等。

如同該報告所關注意的，房貸發行市場有自仲介業移轉到私募市場的趨勢。仲介業的房貸狀況偏好較為傳統的貸款，而房貸市場正走向新創意的房貸借款。

私募市場的交易量的成長是前所未見的，目前的大幅成長始於 2001 年，當時為 2,670 億美元，為當時的新紀錄，之後持續向上升到 2002 年的 4,140 億元，2003 年的 5,860 億元，2004 年的 8,650 億元及 2005 年上半年的 5,360 億元。

低利率，上升的房價，創意的貸款人，有利的人口統計因素，不滿足的貸款人，和善於接納的資本市場，共同促成了高的發行量。

除了供應面的因素，美國標準普爾信評公司 (S&P) 注意到成長也來自 CDO 主管和避險基金對於利潤的追求，其更加速了對於低利率債券的需求。

2004 年第四季和 2005 年上半年，私募市場的發行水準首次超越了仲介市場。這個市場的獲利來自房貸型態轉變，該項轉變導致產品由房貸證券化實體 (Mortgage Securitisation Entities) 與 GSEs (Freddie Mac and Fannie Mae) 脫離，再加上長期間的歷史新低房貸利率，和前所未有的房價升值。

美國標準普爾信評公司 (S&P) 報告也對不動產價格提出警告：

「儘管他們不相信存有一個全美國的“不動產價格泡沫 (real estate price bubble)” ，但是仍然有些特定地區存在較高的風險，特別是加州，紐約州，佛羅里達州等。這些地區過去享受了升值的利益，但 S&P 模型顯示他們將會因價

格下降而承受風險」。

此外，S&P 認為：「所謂“可承受（affordable）”的房價增加了整體風險，而需要更高層級的信用支撐以確保在 S&P 所評等之交易有足夠的績效表現」。

該報告警告：「歷史一再重複證明，當房貸貸款人擴大承銷準則，創造新活動用以保持貸款產品水準持續上升，結果損失率將承擔後果」。

美國標準普爾信評公司（S&P）相信：這個時期已來到。

四、美國擬採行較嚴格規範 GSEs。

美國政府所支持之房貸證券化機構，Ginnie Mae、Fannie Mae and Freddie Mac 可能面臨更嚴格的規範。因為布希政府已經核准一項有關 GSEs 規定之法案。

該法案由銀行委員會主席 Richard C. Shelby 提出。Richard C. Shelby 與 Sarbanes 主席因偏好較嚴格的規範而著名。Shelby 要對房貸巨人 Fannie Mae and Freddie Mac 加以新的規範，更積極的來縮小這兩家公司規模，此一嚴格的立場在眾議院與法令有爭議。而 Freddie Mac 的會計醜聞加速了對 GSEs 法案的討論。

Shelby 說他要一個新的法規使 Fannie and Freddie 對投資持有這兩家公司採取較廣的視野；而如果他們被發現與當初使命「維持國家房屋市場有充裕現金」不符，則將縮小其規模。

美國擬採行較嚴格規範 GSEs 的相關考量及摘要如下：

（一）若大額持有 GSE 債券，將導致拋售時影響市場。

2005 年 08 月美國聯邦金融分析公司（FFAI）指出，中國持有美國政府資助的房貸代理機構（GSE）的債券，已接近美國財政部的投資水平，它正在促使美國政府要大幅削減 Fannie Mae 和 Freddie Mac 的抵押債券。因為，無論是因中國銀行體制內的脆弱、或者是美國政府資助的房貸代理機構所出現的問題，到時都可能刺激中國出售美國房貸代理機構（GSE）的債券，從而造成債券價格下跌，其可能引發影響其它市場的浪潮。中國所持有美國房貸代理機構的債券，與三年前相比成倍數增長，此可能將其銀行體制的脆弱轉移予美國。而美國最擔心因中國銀行系統存在的問題，導致將會拋售其所持有美國房貸代理機構（GSE）的債券，這樣就將會給美國政府資助的房貸代理機構（GSE）債券市場造成一個單向影響。

另一點是在於美國政府資助的房貸代理機構（GSE）本身是否會出現一種問題，導致中國作出拋售其債券的決定。美國財政數據指出，到 2005 年 05 月，中國已持有 1,445 億元美國政府資助的房貸代理機構（GSE）的債券，約佔房貸債券的 25%；以及接近 1,500 億元的美國國債，約佔國外購買國債總額的 12%。

不少專家呼籲 GSE 體制應該進行改革。白宮經濟顧問委員會主席曼基夫（Gregory Mankiw）指出，由於美國住宅類政府贊助企業規模龐大，它們所面臨的風險對整個金融體制都有重大影響。政府贊助企業的債務多為其它金融機構所持有。政府贊助企業在風險管理上稍有差錯，其影響就會波及到整個美國經濟。

運用合適的工具和資源，由高效率的監管機構對這些政府贊助企業進行監管

來降低風險。監管機構應該有充分權力來為這些企業設定風險及最低資金的標準，審查新增業務，賦予否決新增業務的權利。

(二) 美國參議院銀行委員會 2005 年 07 月通過之法案。

參議院銀行委員會 2005 年 7 月通過一項法案，為聯邦國民抵押貸款協會 (Fannie Mae) 和聯邦住房貸款抵押公司 (Freddie Mac) 和 12 家聯邦住房地押貸款銀行設立新的監管機構。新機構將代替美國聯邦住屋企業督察局 (Office of Federal Housing Enterprise Oversight; OFHEO) 和 (Federal Housing Finance Board; FHF) 。此機構將限制聯邦國民抵押貸款協會 (Fannie Mae) 及聯邦住房貸款抵押公司 (Freddie Mac) 在資產組合中的資產類型，及僅對於住房宗旨來說必要的資產類型。

(三) 美國白宮 2005 年 10 月通過之法案。

美國白宮 2005 年 10 月通過之法案，該法案規定，如果聯邦國民抵押貸款協會 (Fannie Mae) 和聯邦住房貸款抵押公司 (Freddie Mac) 資產規模影響到政府贊助企業 (GSE) 的安全及穩健時，新監管機構有權限制聯邦國民抵押貸款協會 (Fannie Mae) 及聯邦住房貸款抵押公司 (Freddie Mac) 的資產組合。

(四) 2006 年 02 月布希政府新預算對於 GSE 的影響。

2006 年 02 月布希政府公布的新預算對美國聯邦儲蓄委員會 (Federal Reserve) 及其他管理機構原先提出的限制三家住房 GSE 的資產組合，以降低系統性風險的建議作出了微調動作。

這三家公司是聯邦國民抵押貸款協會 (Fannie Mae)、聯邦住房貸款抵押公司 (Freddie Mac) 以及聯邦住房貸款銀行系統 (Federal Home Loan Bank System)。該預算駁回了聯邦國民抵押貸款協會 (Fannie Mae) 和聯邦住房貸款抵押公司 (Freddie Mac) 提出的保持其大規模資產組合的要求，預算稱大量發行 GSE 債券可能會和美國國債發生競爭。因為投資人在投資 GSE 債券時常常認為法律要求美國政府擔任 GSE 債券的後盾，因此，他們在向 GSE 貸款時的利率較他們向類似評級的完全私有公司貸款時的利率最多可以低到 40 個基點，但他們向 GSE 貸款時要求的財務揭露卻不及他們對完全私有公司的要求。用於防範風險的資金方面，對 GSE 要求卻不像其他大型金融機構那麼高，因此加劇了系統性風險；另外，抵押貸款資產組合包含很大的利率風險，而且由於金融機構在向 GSE 貸款時可能會提供優惠，這也可能會增加系統性風險。

(五) 2006 年監理機關相關懲罰動作。

美國聯邦住屋企業督察局 (OFHEO) 調查顯示，聯邦國民抵押貸款協會 (Fannie Mae) 的管理階層為了達到公司每股收益預期目標，在 1998~2004 年期間，有預謀且有系統的虛增了 106 億美元的利潤，用以大幅提高高階主管的分紅。聯邦國民抵押貸款協會 (Fannie Mae) 甚至利用政治關係干預並詆毀監管機構的調查，試圖擺脫會計醜聞的困擾。在這份 300 多頁的報告中，美國聯邦住屋企業督察局 (OFHEO) 對聯邦國民抵押貸款協會 (Fannie Mae) 董事會管理階層以及企業文化進行了措辭嚴厲的批評。在聯邦國民抵押貸款協會 (Fannie Mae)

同意對於美國聯邦住屋企業督察局（OFHEO）和美國證券交易委員會（SEC）支付 4 億美元的罰金後，監管機關持續將對在聯邦國民抵押貸款協會（Fannie Mae）首席執行長 Daniel H.Mudd 及其他離職的主管進行調查。聯邦國民抵押貸款協會（Fannie Mae）也被迫同意將其抵押貸款資產組合控制在不超過 7,270 億美元的水平。

在聯邦國民抵押貸款協會（Fannie Mae）之後，另外一家聯邦住房貸款抵押公司（Freddie Mac）也將可能面臨類似的限額動作，因為此公司在 2003 年曾因為虛報利潤而被美國聯邦住屋企業督察局（OFHEO）罰款 1.25 億美元。

綜上而知，GSE 雖是美國政府資助企業，但其畢竟為私人經營，投資人常誤以為是政府機構。他們在向 GSE 貸款利率比向類似評級的完全私有公司貸款利率低，且向 GSE 貸款時要求的財務揭露卻不及他們對完全私有公司的要求。造成加劇了系統性風險的可能性。

白宮呼籲加強對於聯邦國民抵押貸款協會（Fannie Mae）及聯邦住房貸款抵押公司（Freddie Mac）監督的立法，主要因素是目前監管議案仍太過寬鬆。例如：美兩大房貸巨頭，聯邦國民抵押貸款協會（Fannie Mae）及聯邦住房貸款抵押公司（Freddie Mac）擁有大量的的資產規模，政府資助企業若未做好風險控管的動作將會對市場造成極大的衝擊。前美國聯邦準備理事會主席葛林斯潘也建議國會應修法加強規範正在快速膨脹成長的兩大貸款金融巨頭，聯邦國民抵押貸款協會（Fannie Mae）及聯邦住房貸款抵押公司（Freddie Mac），並且應該限制兩家公司的發行規模。

一個強而有力的監管機關的設立，將會使得政府贊助企業（GSE）的運作受到有效的監督，更可以使得市場趨向健全化。

五、不動產價格泡沫化，利率變動與金融工具創新複雜化下，傳統風險管理之挑戰。

2005 年，不動產價格泡沫化在監理循環中，是個大眾話題。

世界上大多數房屋貸款由資本市場以某種形式挹注，而絕大多數集中於美國的 GSE。如果不動產價格巨幅下滑，將可能演變成多數住宅不動產貸款 LTV（Loan to Value）比率的大災難。

國際清算銀行（Bank of International Settlement；BIS）的全球金融體系委員會組成了一個由 Lars Nyberg 領導的工作小組，在 2006 年 01 月發表了一篇名為「全球金融市場的住房金融」的報告。

該工作小組注意到世界房屋貸款等級有相當顯著的增加，但並未見到貸款服務費用比起收入有相等比例增加，這可以過去幾年利率較低來解釋。如果利率持續增加而房價持續下跌，則將如何？根據工作小組的報告，由大多數國家的中央銀行所作的壓力測試並未提出直接相關原因，因為貸款程度還可以支持下去；然而，有兩種原因值得疑慮：

（一）是次順位（subprime）貸款增加程度。

(二)是房貸工具複雜度增加，許多所謂有彈性或可負擔的選擇(權)，會讓多數抵押者(mortgagors)引發他們可能過度使用其資源。

此對金融業產生的風險將會很明顯：「增加的房貸和新貸款型態提升了謹慎管理信用，營運與信譽風險之需求。此外，儘管對資本市場資金依賴度增加需要建築於對貸款人流動性增加，金融市場的變動性仍然是直接加在他們身上」。

當房貸風險已經以房貸支撐的證券方式分散，有一可能論點是它可能經由風險廣泛分佈而增加了變動性。

工作小組提出了多項疑慮，並對中央銀行作出政策性的建議：

(一)借款人可能不完全了解他們房貸契約或其付款如何因應利率衝擊或其他變化。特別是負向攤銷(negative amortization)貸款和一系列其他新貸款契約已經導致家庭承擔更多更複雜化的風險；這是全球金融市場把風險移轉到家庭的趨勢之一。

(二)增加對可調整利率房貸之使用以及其他新房貸工具，已經增加了家用(household)對房貸利率變動之敏感度。

(三)貸款人，投資人和監理官將發現現行的風險監控系統，在幾乎所有貸款人具有信用高品質並採用固定利率貸款時，其風險監控系統是運行良好的；然而在環境具有大量第二順位(sub-prime)貸款人、並且變動利率或其他因素、以及更複雜的房貸產品已經普及化時，其將可能不足以因應風險監控。

中央銀行和其他政策制定者，需要確定他們能取得廣泛的不整合資料，尤其是具風險的次級家庭(household)團體。此外，政策制定者需要確保房價資料之品質。

中央銀行可以考慮進行其自己的壓力測試，並鼓勵其他政府機構與市場參與者進行壓力測試。重點可以在家庭的弱點(vulnerability)，房價和消費房貸部位及由新增的市場籌資等預防流動性風險。

日益增加的全球化趨勢，尤其是在投資人方面，會需要更國際化資訊交流。對政策制定者和市場參與者的重要問題，是如何區分最終承擔房貸金融風險的為誰？以及是否有集中性風險？

最近的房屋負債與房價發展並不一致，各國家之間也有差異。值得注意的是公共政策通常是其原因。政策制定者面對問題之一是不同法規，稅賦和補貼政策之改變可能影響房屋市場，由房屋金融體系而影響實質經濟，而此可能來自全球的金融市場。

第三節 證券化產品其他風險揭露

一、國際會計準則委員會(International Accounting Standards Board; IASB)要求揭露更多的資訊與風險。

國際會計準則委員會(International Accounting Standards Board; IASB)於2004年08月，繼IAS39(美國之會計準則第FAS140、FAS1115、FAS133號)

之後，IASB 發布一項新的會計準則公開（exposure）草案，將更進一步要求揭露金融工具。

IFRS 預定在 2007 年 01 月開始實施。主要內容包括資本揭露，須以損益表來揭露金融負債的公平價值，另外必須揭露特定風險如信用風險、流動性風險、市場風險、利率風險，及針對各種市場風險因子進行敏感度分析（Sensitivity Analysis）以衡量當市場風險因子發生變化時，所可能影響損益的大小。

IASB 發布新的會計準則公開（exposure）草案第七號（Exposure Draft 7；ED7）係為發表 IFRS 系列之會計準則之預先準備或基礎。此草案建議新增對金融工具之揭露，並且特別專注於加強對於金融工具帶來流動性，信用與營運風險之資訊。這會是一項符合現行 IAS30 與 IAS32，並為 IFRS 系列之一部份的準則。

IFRS 草案要求對來自金融工具的風險暴露之質化與量化揭露。

（一）質化的揭露：描述管理的目標，規章和流程以管理這些風險。

（二）量化的揭露：提供有關企業體暴露於風險的程度之資訊，這些資訊來自內部對企業體管理主要管理人員的報告。綜合前等報告後，此種揭露將提供企業體使用金融工具的全貌以及其產生之風險的暴露。

該草案提出的 IFRS 將適用所有企業體，包括非金融企業體。

對於證券化交易，ED7 有些是關於高度不承認（derecognition-most）證券化交易的條款，其結果將造成對全部或部分資產之不承認（derecognition）。一旦資產不被承認（derecognised），企業體將揭露下列事項：

（一）該資產之性質。

（二）該企業體因擁有所有權仍須面對之風險與報酬之性質。

（三）當企業體持續承認（recognize）所有資產，因持續擁有所帶來的金額與相關債務，以及；

（四）當企業體持續承認（recognize）該資產，在其持續介入程度之內，資產之總金額，以及該企業體持續承認（recognize）之資產之金額與帶來相關債務之金額。

二、美國財務會計準則委員會（Financial Accounting Standards Board；FASB） 針對結構型金融商品發佈 140 修正草案。

美國之金融資產證券化市場在 1970 年代，成長之腳步仍屬緩慢，但在 1980 年代，金融自由化的聲浪高漲；至 1988 年，國際清算銀行（Bank of International Settlement；BIS）更進一步將自有資本比例規定強化，使得銀行對資產負債表外的融資需求增加，更由於資產證券化為銀行開闢了一條有別於傳統舉債或現增之籌資方式，因此，金融資產證券化商品開始蓬勃發展。

金融創新替企業開闢了靈活的籌資管道，同時也為會計增添了諸多挑戰。

金融資產證券化過程中所建構之特殊目的機構，不論其組織為信託型態或公司型態，其主要目的無非在有關資產的移轉上，一方面為避免造成詐欺行為，另一方面為隔離債權資產風險以保障投資人；而金融資產移轉涉及是否應視為出售

或作為抵押擔保借款，深切的影響相關資產、負債及損益之認列與衡量，其攸關投資人權益甚鉅；因此美國財務會計準則委員會（Financial Accounting Standards Board；FASB）及國際會計準則委員會（International Accounting Standards Board；IASB）均制定相關財務會計準則公報，以為規範。

美國財務會計準則公報第140號（FASB 140）「金融資產之轉讓及服務暨負債消滅之會計處理」（Accounting for transfers and servicing of financial assets and extinguishments of liabilities），自2001年03月31日開始實施，國際會計準則公報第39號（IAS 39）「金融工具：認列與衡量」（Financial instrument：recognition and measurement），亦自2001年開始實施。

美國財務會計標準委員會另於2005年08月，發佈了三個相關於證券化會計及FAS133號衍生性產品會計的公開（exposure）草案。這些草案為2003年06月公佈的草案之修正版。三項法案分別內容為：

（一）「金融資產移轉會計之公開草案」，其要求：

- 1.清楚規範需要使用合格特殊目的機構（SPE）之狀況以及不承認（derecognize）全部或部份金融資產。
- 2.提出對於合格特殊目的機構（SPE）從事經核可活動之額外指導原則。
- 3.消除對合格之特殊目的機構（SPE）持有被動（passive）衍生性金融工具之禁止，該等金融工具有關於移轉者（transferor）持有受益人之利益。
- 4.修改最初有關由移轉者（transferor）持有被移轉金融資產之利益評估方式。

（二）「服務金融資產之會計公開草案」，要求：

- 1.要求如果實務可行，所有分別被承認之服務權利，一開始即應依公平價格評估。
- 2.准許一個機構自兩種評估方式中選擇，用以評估每種分別承認之服務資產與負債的每一等級。
- 3.要求新增對所有分別承認之服務權利作揭露。

（三）「特定混合金融工具會計之公開草案」，將修改：

第133條與第140條，以除去一個133條針對特定證券化利益之臨時除外條款，希望簡化對混合工具之會計。

而整體提案條款，將：

- 1.准許對任何包含一隱藏衍生性產品混合金融工具重新以公平價格評價，否則需要分開評價（bifurcation）。
- 2.釐清何種僅有利息（interest-only）的分割式證券（strips）及僅有本金（principal-only）的分割式證券（strips），與不適用133條款之要求。
- 3.建立一要件，以評估受益者對證券化金融資產的利益，及以確認利息為獨立的衍生性產品或是混合金融工具，其中包含有隱藏衍生性產品，而該項產品需要分離處理。
- 4.釐清以次級形式呈現的信用風險之中，並未隱藏衍生性產品。
- 5.消除對合格特殊目的機構（SPE）持有被動式（passive）衍生性金融工具能力之限制，該工具有關於受益人利益為其本身或是包含一種衍生性金融工具。

我國目前對於資產證券化尚無一般公認會計原則可資遵循，而美國及國際間對於資產證券化之運作已有相當時日，且相關財務會計準則亦較為健全，故有關我國資產證券化之重要會計處理規範宜參考國際及之美國財務會計準則公報，再配合我國金融資產證券化制度及早訂定，使業界可資遵循，更進一步保障投資人權益。

第九章 結論

資產證券化是一種特殊型的業務或商品，其涉及的層面包括金融、會計、法律等，而世界各國在建立或學習資產證券化體系時，多以美國為經驗效法之首，但是資產證券化在現實上是存在高度文化障礙的；因為資產證券化牽涉的是不同國家間的金融、會計、法律等體系，其施行的先決條件實有賴於本土化，因為，就算是最先進的金融體系所具有的經驗或方法，是無法完整複製到另一個金融體系的。

一、國內金融環境資產證券化面臨之議題及對金融環境之效益與衝擊。

（一）資產證券化面臨之議題。

鑒於總體經濟的展望不明朗，造成直接金融衰退、間接金融之卻步，導致市場對資金之需求不高，加上金融機構受到呆帳及逾期放款之壓力，連帶使得資金去化不易，造成金融機構資金過剩。

金融商品之收益率若普遍處於低檔，希望藉由資產證券化收回資本，將難以做更有效率之投資或運用。

對於金融機構而言，良好的資產品質實屬難得，若予以證券化出售，此對金融機構並無誘因，且在短期之內將會對於逾放比易造成衝擊。

國內屬於新的資產證券化市場，相關規範初訂，的確需要參酌相關實務經驗以供未來規範之增修訂，並漸漸建置採行配套規範，使資產證券化市場體系及規範能更加完備。

（二）資產證券化帶來之效益。

資產證券化對於金融環境而言，當然有其預期之效益。

對於金融市場的效益，包括擴大資本市場規模、提高金融資產流動性、亦提高資本使用效率與提供資金投資之機會。

對於金融機構的效益，包括提升資產流動性及經營績效，增加籌措資金管道，改善資產負債管理，發起人得將其信用風險分散至其他投資人，長期之下得創造手續費收入，將品質優良的資產予以證券化以取得資金，其籌資成本可能比靠其本身的信用評等去籌資之成本更低。

（三）資產證券化帶來之衝擊。

主要的衝擊，在於其可能削弱貨幣政策之效果，對於中小企業籌措資金之成本壓力較大，另外，金融資產之同質性太高，難免又將陷入價格競爭之困境，其最終結果，將可能加速淘汰經營績效不良之金融機構。

二、國內資產證券化發展，面對 Basel II，建議採階段化適用方式。

國內市場在資產證券化發展初期，若嚴格採用國際規範，則相關交易及作業成本將大幅增加，對創始銀行將缺乏誘因。

除成本外，有關資產證券化後之資本計提，參閱實務案例，發起人資產證券化後之資本計提，可能高於資產證券化之前，其原因多是因為次順位受益證券之市場流通性差，故有由發起人買回的情事，但我國主要投資人仍為保險公司；另外，在證券化市場發展初期，信評機構通常會採取較保守之方式，來評估資產風險。

採行階段適用方式得包括，延後實施 Basel II 中相關資本計提之規定，並給予一適當之寬限期；對於標準法中所規定之風險加權計提資本比率，由監理機關依其裁量權，訂定適當且符合國內之評等標準及資本計提方式；在寬限期內，對於資產證券化所計提之資本上限，以不超過該資產在未證券化前所應計提之資本為原則；並適切修訂相關之規範，漸趨配合 Basel II 之相關規範。

從市場面或產品面來看，發展階段宜以現金流量較為穩定之資產，為國內證券化首要推行之方向，以防止隱藏性之違約風險，或造成投資人之重大損失。另外，以國內金融機構目前之規模來看，採行標準法做為推行階段時期之評量基礎，似為穩健且務實之方向。

國內資產證券化市場及體系，除應朝向務實之作法，循序漸進發展相關商品及次級市場外；對於有關未來資產證券化之租稅規範，應以市場為考量而非以節稅角度為訂定稅率之基礎；另外，應加速開放信用衍生性金融商品，使得金融機構收回資本，且得以做更有效率之運用，並政策性開放不良債權之證券化，使資產管理公司增加一籌資管道，以活絡國內不良債權之處理。

金融全球化和金融創新的趨勢下，為了增強國內金融機構之競爭力，使其得與國際接軌，未來資產證券化勢為必要之推行方向，期盼國內資產證券化體系及相關機構對於風險管理之運作機制更趨成熟，且在資產證券化體系穩健推動之下，除能符合新巴塞爾資本協定（Basel II）之精神，更使各個不同規模之金融機構，能站在相同經濟的立足點上發展與永續經營。

參考書目

壹、國內參考資料

一、國內專書

1. 行政院金管匯銀行局與中華民國銀行公會新巴塞爾資本協定共同研究小組，銀行自有資本支計算與自有資本標準之國際通則：修正版架構，民國90年4月
2. 劉建宏，廖咸興、葉小蓁，低利率敏感性抵押貸款證券現金流量估計—時間相依之提前清償模型應用，台灣財務金融學會主辦「財務金融學術暨實務研討會」論文，民國91年03月。
3. 廖咸興、李阿乙，推動抵押債權證券與金融機構流動性，台灣新世紀文教基金會與國泰人壽合辦「金融機構再造研討會」論文，民國90年07月。
4. 王志誠，日本金融資產證券化之法制架構與啟發—兼論我國金融資產證券化之立法方向，資產證券化法制研討會論文，民國90年05月。
5. 江常維，抵押貸款相關證券之風險評估—風險值（Value at Risk）應用，國立台灣大學財務金融研究所碩士論文，民國89年06月。
6. 「行政院金融監督管理委員會銀行局與中華民國銀行公會新巴塞爾資本協定工共同研究小組」市場紀律與資產證券化分組第二階段研究工作報告。
7. 陳明哲，金融資產證券化條例之研究—以特殊目的信託及其實務問題為中心，民國93年。

二、國內期刊

1. 儲蓉著，信用卡應收帳款證券化，台灣金融財務季刊，第03輯第03期，民國91年09月。
2. 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03輯第03期，民國91年09月。
3. 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20卷第08期，民國91年08月。
4. 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20卷第08期，民國91年08月。
5. 戴志傑著，論我國證券商風險管理之法制建設，證管雜誌，第20卷第01期，民國91年01月，《<http://www.sfc.gov.tw/reference/magazine/9101/Ss1.htm>》。
6. 儲蓉著，CDO論述資產證券化的新主流，證券櫃檯月刊，第75期，民國90年。
7. 蔡宗達，美國債券市場考察紀實，證券櫃檯月刊，第106期，民國94年。
8. 陳建智，金融資產證券化財務報導之探討(下1)，證券櫃檯月刊，第103期。
9. 陳建智，金融資產證券化財務報導之探討(下2)，證券櫃檯月刊，第104期。

10. 張華平、黃莉芳、林魁德、陳佳慧、朱世宏，台灣資產證券化市場之現況與未來發展，證券櫃檯月刊，第117期。

貳、大陸參考資料

一、大陸專書

1. 王開國等編著，資產證券化論，上海財經大學出版社，西元1999年12月。
2. 金郁森，資產證券化實務，海天出版社，西元2005年。

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. Rating Agencies Under SEC and Congressional Scrutiny, Securitization update, December 2002, <http://www.kayescholar.com>.
2. Anil Chawla, Securitization of NPAs --An International Perspective, GE Capital Commercial Finance, 19th September 2002.
3. Thirty Years Later Securitization Is Still Good For America, 15 March 2002 , Nomura Fixed Income Research, 《<http://www.securitization.net>》
4. Tamar Frankel, The Law Of Cross-Border Securitization: Lex Juris, Duke Journal of Comparative and International Law, Spring 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. Olivier Melennec, CBO, CLO, CDO: A practical guide for investors, Securitization Conduit, Volume3, 2000.

附表一、臺灣資產證券化商品核准（或申報生效）統計表

95年06月30日；單位：新台幣億元

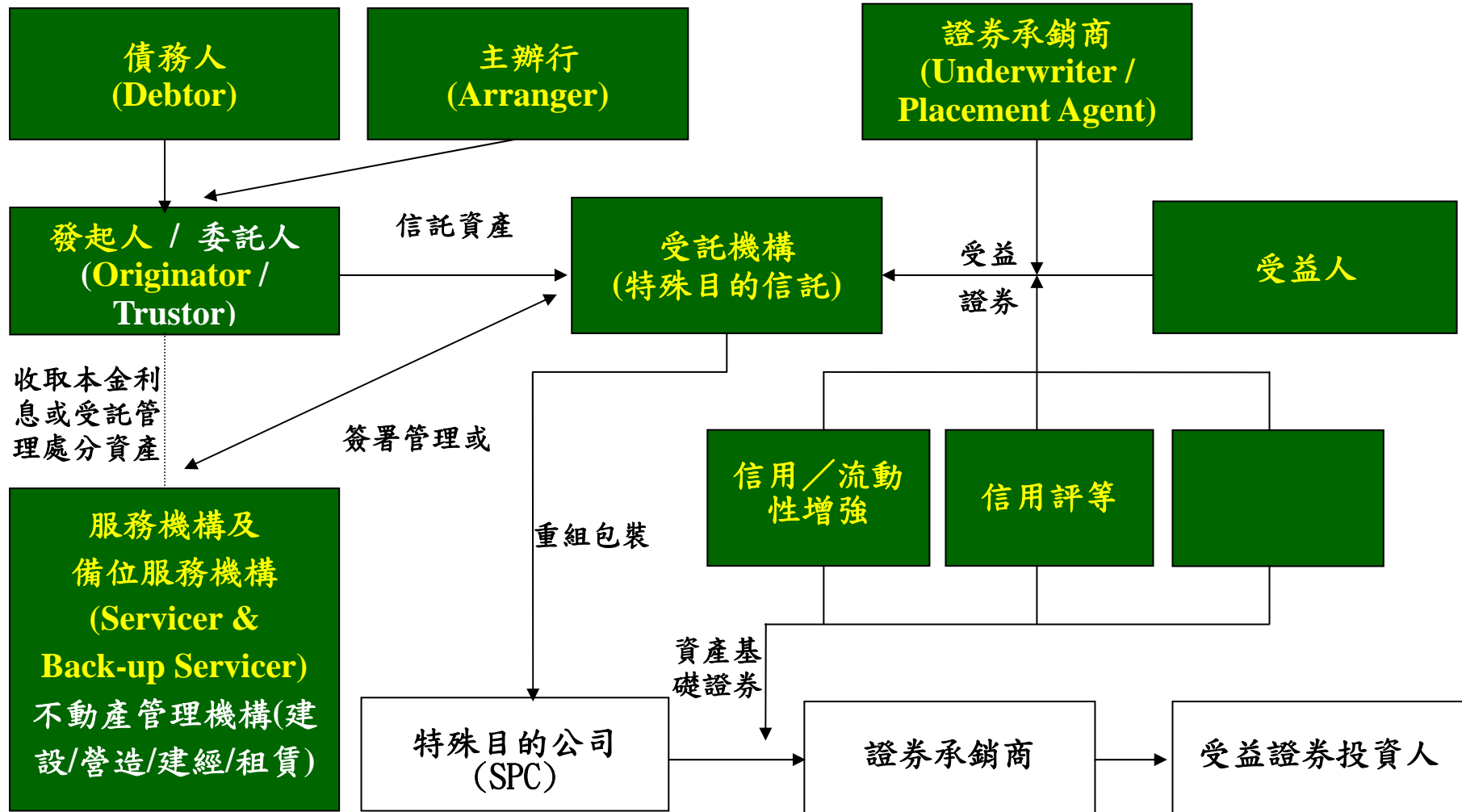
類別/標的物		創始機構(委託人)	核准/申報生效金額	核准年度
CMBS/ REAT (商業不動產貸款/不動產及相關權利)		嘉新國際公司	44.1	93
		中欣實業公司	6.0	93
		遠雄人壽保險	5.3	93
		富泰建設/全億建設	44.4	93
		新光人壽保險	28.0	93
		全坤興業公司	6.0	93
		新光人壽保險	30.8	94.5
RMBS (住宅抵押貸款)		第一商業銀行	54.8	92
		台新國際商業銀行	57.0	93
		中國信託商業銀行	55.9	93
		彰化商業銀行	54.0	93
		新竹國際商銀	142	94.12
ABS	Credit Card	安信信用卡公司 (2005-1)	45.0	94.1
		台新商業銀行	105.0	94.4
		安信信用卡公司 (2005-2)	10	94.6
	Auto loans	日盛國際商業銀行	50.0	93
	Consumer/Card loans	萬泰商業銀行	115.6	92
	CLO (企業貸款)	台灣工業銀行	36.5	92
		法商里昂信貸銀行	88.0	92
		台灣工業銀行	32.0	92
		台灣工業銀行	52.5	93
		建華商業銀行	49.0	93
		中國國際商業銀行	53.5	93
		中華開發工業銀行	51	94.6
		台灣工業銀行	43.2	94.10
	CBO (債券資產)	群益證券(2005-1)	32.7	94.7
		元大京華證券	100	94.8
		玉山商業銀行 CBO1	100	94.8
		中國信託銀行	180	94.8
	CBO (債券資產)	台灣工銀	115	94.11
		玉山商業銀行 CBO2	195	94.12.09
		統一證券	108	95.02.13
法國巴黎銀行台北分行		140	95.03.31	
寶來銀行及華僑銀行		123	95.04.12	
第一銀行(2006-1)		130	95.04.21	

類別/標的物	創始機構(委託人)	核准/申報生效金額	核准年度
ABCP	世平興業公司(應收帳款)	25.0	93
	台新商業銀行(債券債權)	427	94.10 (95.2.8核准變更計畫)
	法商東方匯理銀行(債券債權)	106	94.12.12
	大眾銀行(債券債權)2006-1	50	95.05.30
	大眾銀行(債券債權)2006-2	36	95.05.30
	第一銀行(債券債權)2006-2	74.87	95.6.27
	台灣人壽(債券債權)2006-1	122.8	95.6.27
REIT (不動產及其相關權利/不動產相關有價證券)	富邦建設等	58.3	94.1
	國泰人壽保險	139.3	94.8
	新光人壽保險	113	94.11
	富邦產物等(富邦2號)	73.02	95.3
	三鼎 REIT (大陸工程、頂好企業、誠品公司)	38	95.05.12
	基泰建設	24.8	95.05.24
類型別統計			
金融資產證券化		35 件	3,160.37
不動產證券化	REIT	7 件	164.6
	REIT	6 件	446.42
年度別統計			
92 年小計		5 件	326.9
93 年小計		14 件	530.7
94 年小計		18 件	1,993.3
95 年小計		11 件	920.49
發行合計		48 件	3,771.39

資料來源：銀行局網站。

註：台新商業銀行發行 ABCP 原於 94 年 10 月 31 日核准發行 273.4 億元，並分九次發行。第一次至第五次實際發行合計 166 億元後，於 95 年 2 月 8 日核准變更計畫，核准發行第六次至第十一次金額共 261 億元，合計核准發行金額為 427 億元。

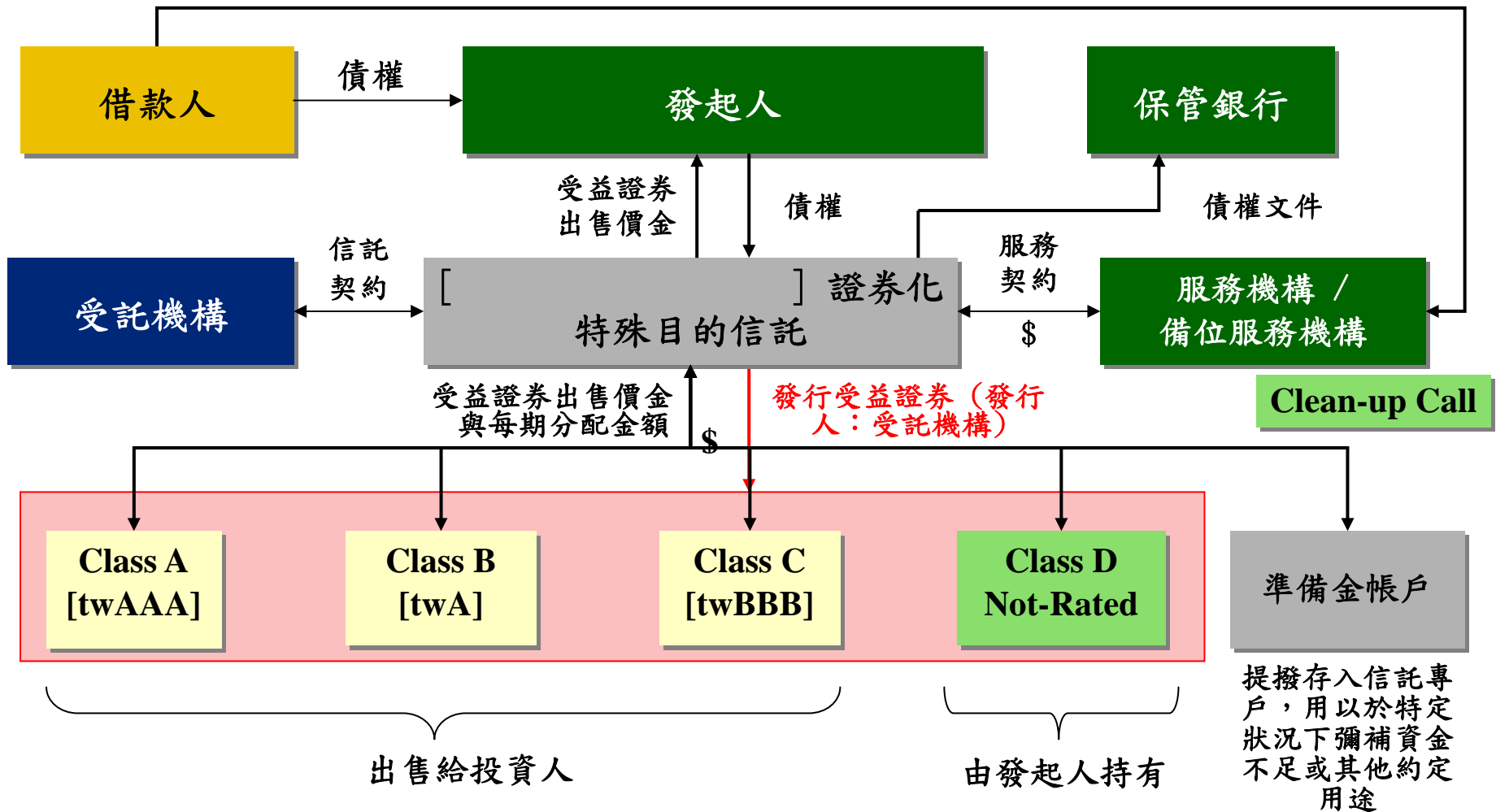
附圖一、傳統型資產證券化基本交易架構



註：黃色字體者為金融資產證券化；白色字體部份為不動產證券化之特定用語

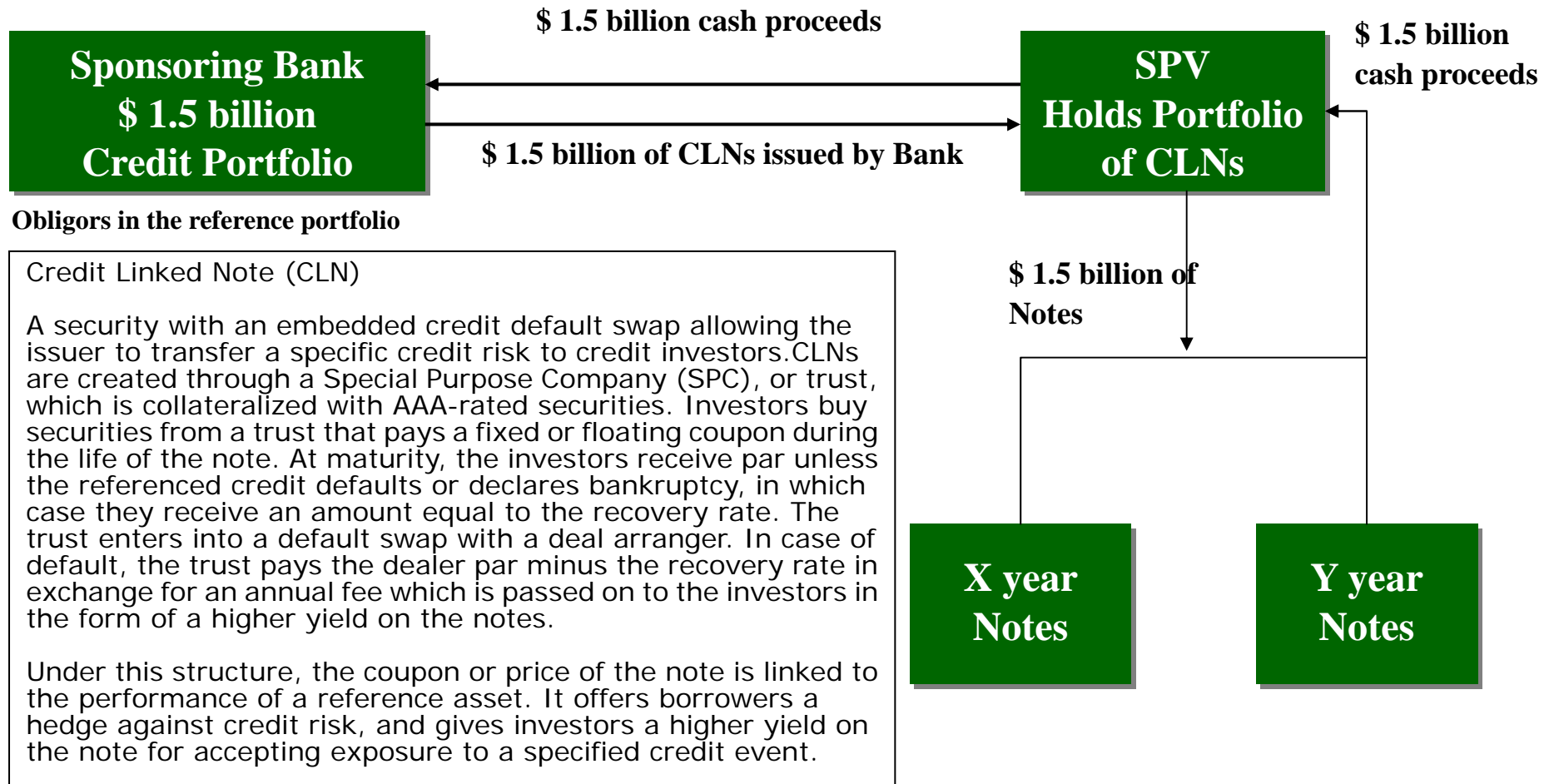
附圖二、傳統型資產證券化交易架構

按期還本付息



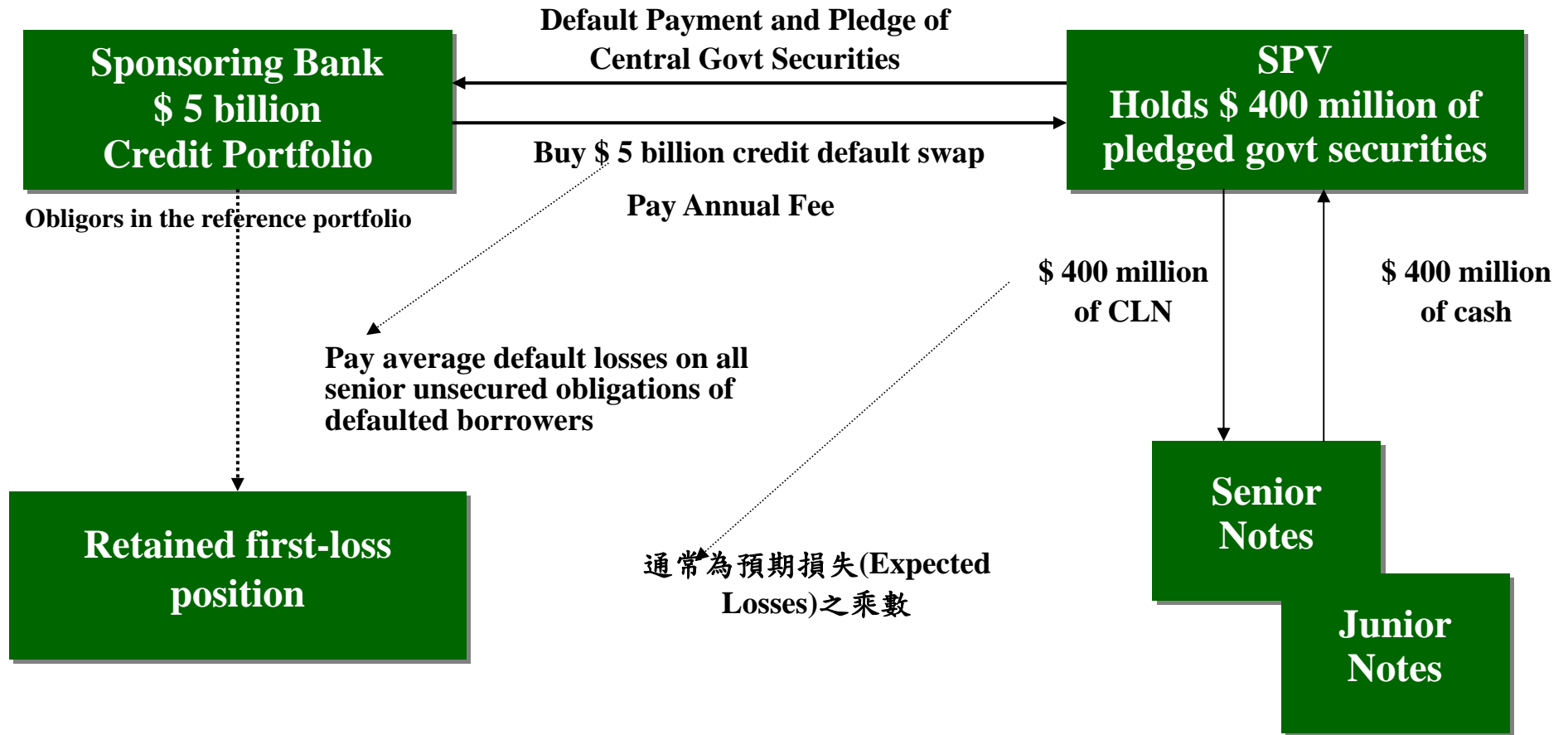
附圖三、合成型資產證券化交易架構（一）

Entire notional amount of the reference portfolio is hedged (有 cash flows)



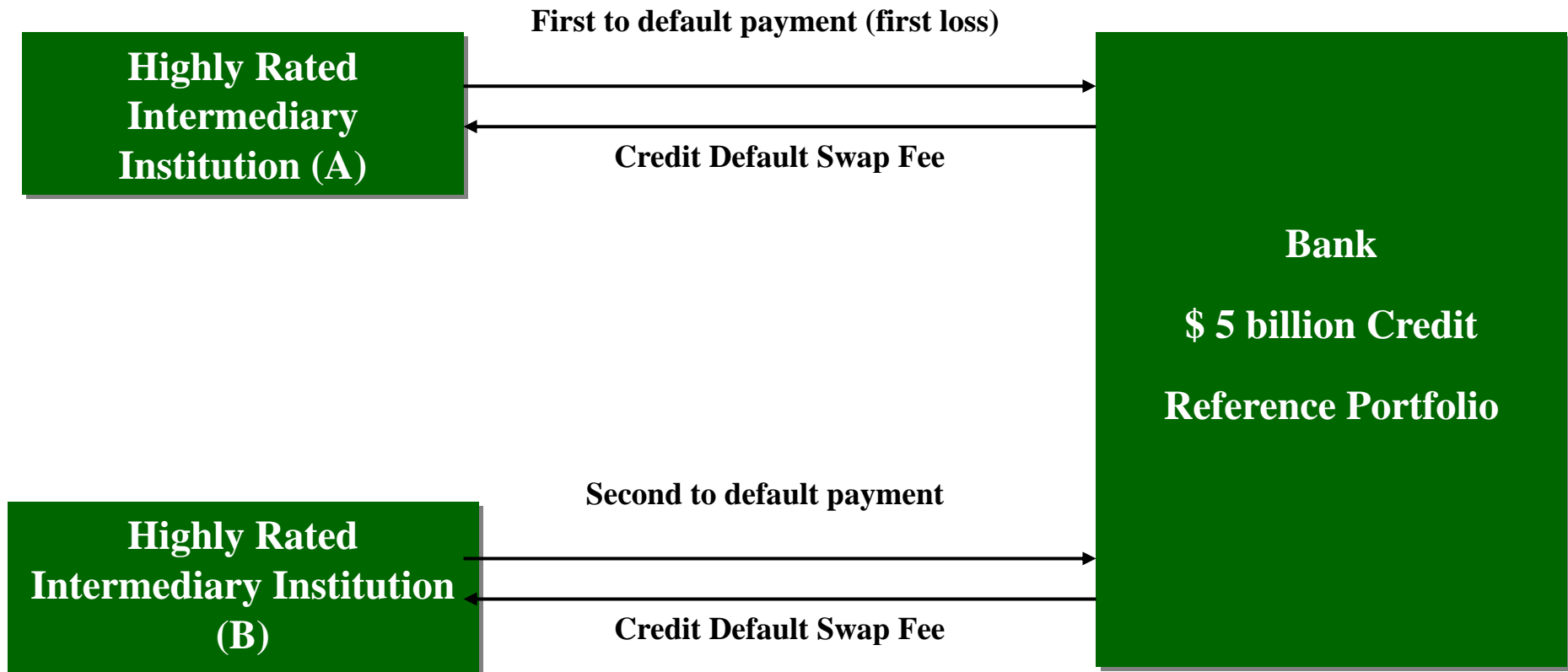
附圖四、合成型資產證券化交易架構 (二)

Use a combination of Credit Default Swap and Credit Linked Notes



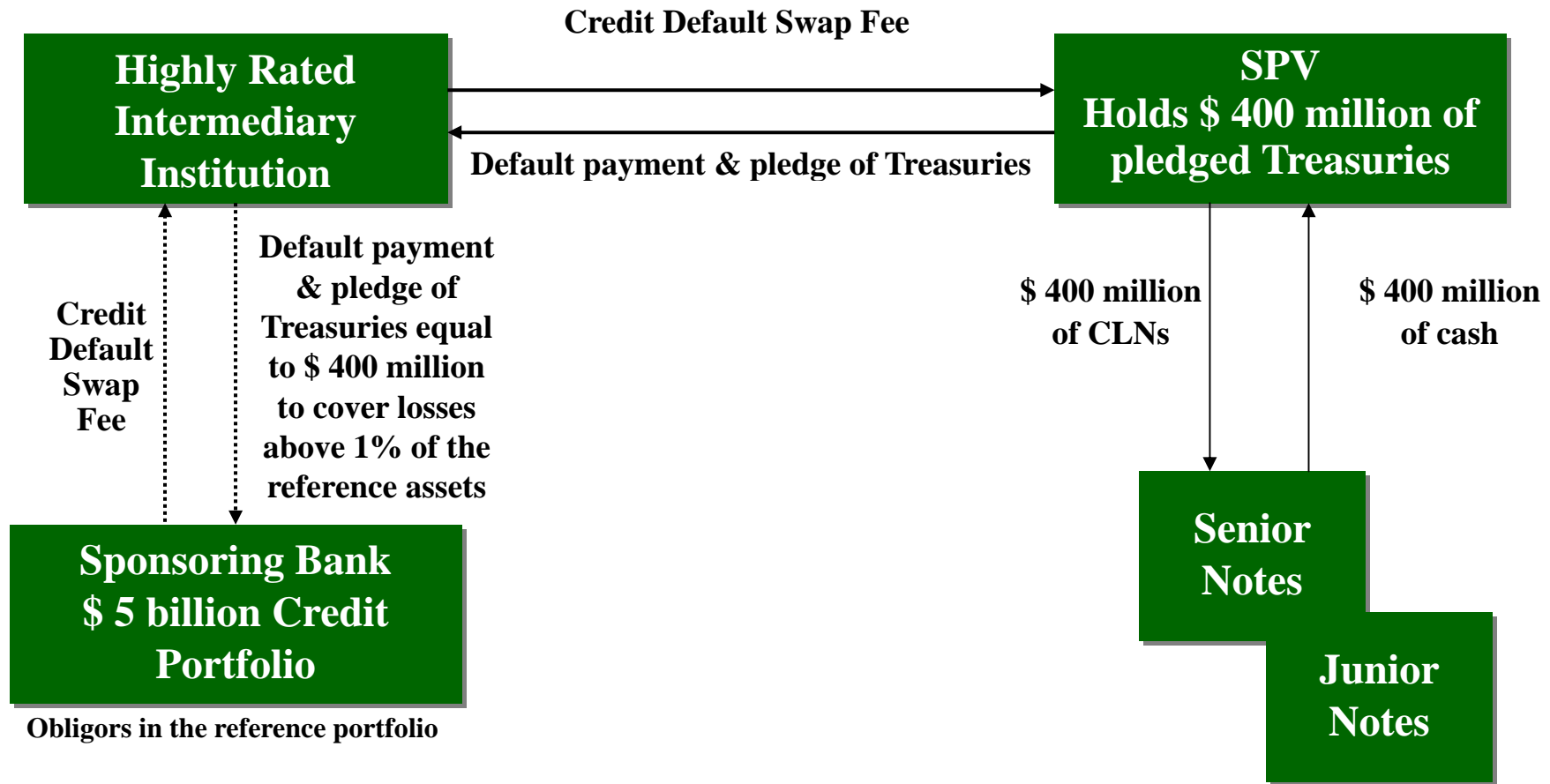
附圖五、合成型資產證券化交易架構（三）

Bilateral Transactions (無 cash flow (use CDS))



附圖六、合成型資產證券化交易架構（四）

Use a highly rated intermediary institution



附圖七、循環型資產證券化架構

Amortising vs. Revolving Securitization (依證券化資產池之特性區分)

Amortising:

房屋貸款 (一次撥貸型)

- 企業貸款 (一次撥貸型)
- 汽車貸款

Revolving:

- 信用卡應收帳款
- 小額信貸
- 理財型房貸
- 應收帳款
- 循環型企業貸款

