

行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告

計畫名稱：金融證券化之法律規制

計畫類別：個別型計畫

計畫編號：NSC 89-2414-H-032-003-

執行期限：88年8月1日至89年7月31日

計畫主持人：公共行政學系 林麗香 副教授

執行單位：淡江大學公共行政學系

中華民國八十九年七月三十一日

摘要

資本市場之機能不僅提供企業取得資金之場所，同時亦提供投資者之投資管道。而傳統上之交易商品主要為股票、公司債等，故有關之法律規制亦以此等商品為規範對象。然而隨著社會、經濟情勢之變遷，金融證券化愈加明顯換言之資本市場機能更加充分發揮。一般而言，金融證券化包括企業金融與資產金融，前者乃以企業信用為基礎如前述之股票、公司債等，後者乃以企業債權、資產為基礎；而後者尤其近年國外隨著金融自由化、利率降低等因素，許多金融機關為改善資產負債結構，提高資金週轉率，貸款債權證券化愈加普遍例如日本之住宅貸款債權信託、抵押證券與不動產證券化，及美國之汽車貸款債權、信用卡貸款債權等各種債權之證券化。資產金融之證券化固使資本市場交易商品增多，能滿足投資者之投資選好與企業籌措資金之多樣化。但對於新出現之各種證券化金融商品應如何規制或如何適用現存之有關法律架構，以達成投資者保護與經濟發展之目的，成為今日一重要課題。本研究計劃乃考察美國、日本等先進國家之證券化金融商品之實態與相關法律規制，並進而反省我國現行之法律制度，藉以提示修法或制定新法之方向與內容，如此才能有助於上述課題之解決。

關鍵詞：金融證券化、資產金融證券化、債權證券化、不動產證券化

ABSTRACT

The function of capital market not only provide business with a source to raise funds but also give investors a channel to invest. As stocks and cooperative bonds are traditionally used as exchange vehicles, securities regulations were mainly made for such financial products. However, as social and economic situation are gradually changing, securitization of financial products become more necessary, therefore facilitating the function of capital market.

Generally speaking, securitization of financial products involves both business finance and assets finance. The former is based on the credit of business such as stocks and bonds while the latter is based on the credit and assets of business. Because of the deregulation of financial product and the low interest rate in recent years, securitization of credit loan becomes more and more popular in foreign countries as many financial organizations try to improve their financial structure and liquidity of fund. Typical examples are credit trust of home mortgage loan, securitization of mortgage, and securitization of real estates in Japan, and securitization of credit of automobile loan, securitization of credit of credit card in the United States.

The securitization of financial products results in a variety of forms of financial products in the capital market, providing investors with more options to invest and business more means to raise funds. As a consequence, in order to protect the interest of investors and to promote economic growth, making new regulations for securitization of new forms of financial products or revising existing regulations becomes an important issue.

The objective of this project is to make a comparative study of securitization regulations of United States, Japan, and R.O.C. and then propose a direction for revising our existing securities regulations and for making new regulations toward resolving this issue.

Keywords: Securitization, Securitization of Financial Products, Securitization of Mortgage, Securitization of Real Estate

目 錄

前言	1
第一章 美國的資產金融證券化	3
第一節 不動產抵押貸款之證券化 (MORTGAGE-BACKED SECURITY, MBS)	3
一、不動產貸款持分權憑證 (Mortgage Pass-through)	3
二、抵押擔保債券 (Mortgage-backed-bond, MBB)	11
三、轉付款債券 (Pay-through-bond)	14
第二節 資產擔保證券 (ASSET-BACKED SECURITIES, ABS)	25
一、汽車貸款證券	25
二、信用卡證券	32
三、租賃擔保債券	34
第三節 不動產投資信託 (REIT)	39
第四節 法律規制內容	46
一、有價證券之該當性	47
二、33年、34年連邦證券法之適用	48
三、1939信託證書法與1940年投資公司法之適用	53
四、破產風險之遮斷	54
第二章 日本的資產金融證券化	62
第一節 日本住宅金融之證券化	62
一、住宅抵押證書	62
二、住宅貸款債權信託	65
三、抵押證券	67
第二節 特定債權等之證券化	75
一、特定債權證券化	75
二、特定債權等證券化之實例	82

第三節 不動產之小口化與證券化	84
一、不動產小口化	85
二、不動產證券化—特定資產流動化法（SPC）之實施	94
第四節 法律規制之內容	95
一、有價證券之該當性	95
二、證券交易法之適用	96
三、其他法律之適用	100
第三章 我國的資產金融證券化之法律問題（代結論）	107
第一節 我國的資產金融證券化之現狀	107
第二節 結論	110

前言

所謂「金融證券化」乃指自資本市場取得資金之手法或趨勢之現象，而金融證券化可分為企業金融之證券化與資產金融之證券化。前者以企業信用為基礎例如股票、公司債等，後者以企業債權、資產為基礎例如住宅貸款債權、信用卡債權或不動產之證券化等。而資本市場上傳統之交易商品主要為股票或公司債等，故有關之法律規制亦以此等商品為規範對象。然隨著金融自由化，企業為降低保有債權之利率變動風險，改善資產負債結構，提高資金週轉率，資產金融之證券化愈加普遍。美國於 1970 年代以後發展迅速、種類繁多例如不動產、汽車、租賃、信用卡等債權之證券化；日本早於 1931 年依抵押證券法之制定而發行不動產抵押制證券，近年更制定特定資產流動化法以促進資產金融之證券化。我國對於資產金融之證券化尚處萌芽階段，雖然過去曾有房地產業者將不動產分割並強調產權共有委託經營之方式出售與小額投資人，但由於主管機關無法有效規制，致造成許多糾紛。

民國 87 年立法院通過「都市更新條例」而使不動產證券化於都市更新計畫中體現，而更隨著信託法與信託業法之公佈實施，利用信託架構使資產證券化亦可能實現。所以資產證券化之情況於我國將逐漸出現，但對於新出現之證券化金融商品應如何規制或如何適用現存之法律規定，以達成投資人保護與經濟發展之目的，成為今日之重要課題。從而，本研究計劃僅以資產金融證券化之法律規制為考察內容；共分三章，第一章美國之資產金融證券化商品之種類、內容與法律規制；第二章日本資產金融證券化商品之種類、內容與法律規制；第三章考察我國資產金融證券化之現狀與法令外，並由對美國、日本之考察中所獲取之啟示而指出我國於投資人保護上法規制應有之方向以代結論。

第一章 美國的資產金融證券化

資產擔保證券（asset-backed securities, ABS），是金融證券化中一個主要的型態。這股資產證券化的風潮乃興起於 1970 年代的美國，簡單地說，它是金融機構或企業將其資產中屬流動性較低的部分，如：不動產貸款、汽車貸款等轉變為證券形式，再轉賣給投資人，藉此以融通資金。而經由這種證券化過程後所產生之金融商品有很多。最初，證券化只被用於不動產貸款上，金融機構將不動產抵押貸款的債權，轉換成不動產貸款抵押證券（Mortgage-Backed Security, MBS），公開發行給投資人，到了 1980 年代中期更將證券化的擔保標的擴及到其他資產，如金融機構的汽車貸款及企業的應收帳款等。

在廣義的資產擔保證券中，以不動產抵押貸款作證券化的稱作不動產貸款抵押證券（Mortgage-Backed Security, MBS）；而以不動產抵押貸款以外的資產（如汽車貸款債權、租賃債權、信用卡債權）作證券化的則學者稱作（狹義的）資產擔保證券¹。雖然在名稱上往往將兩者作區分，但事實上兩者都是發行其背後附有資產作抵押的證券，且其使資產流動化的本質亦是相同的。而除前述所謂廣義的資產擔保證券外，於美國尚有對不動產直接投資之不動產投資信託存在（REIT）。資產證券化興起於美國，所以美國因此一資產證券化而產生的金融商品很多，但在整個資產擔保證券市場中，仍以最早發展證券化之不動產抵押貸款證券的市場佔有率為最大。以下分成 MBS、ABS 與 REIT 三種類型考察美國之資產證券化之實態。

第一節 不動產抵押貸款之證券化（Mortgage-Backed Security, MBS）

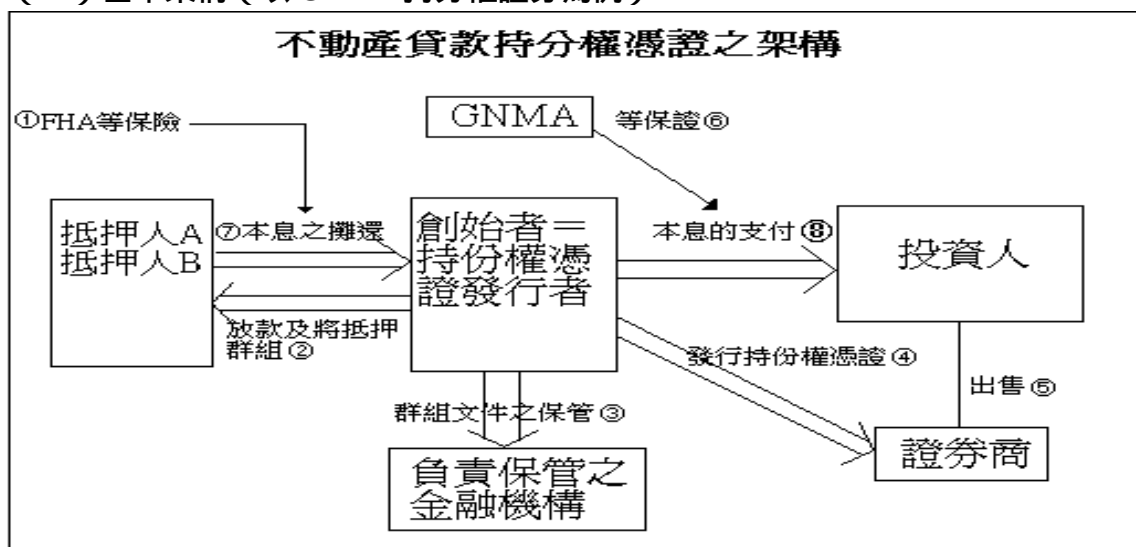
一、不動產貸款持分權憑證（Mortgage Pass-through）

所謂的持分權憑證（Pass-through Certificates）指的是一種將到期日、利率、性質等相當的抵押加以群組後，再將其組群後之債權加以分割發行的證券。該證券

之背後是以抵押債權作擔保，並因為該債權之債務人所償付的本金及利息會因這張證券轉至持份權憑證之持有人手中因而得名。而不動產貸款持分權憑證及利用此種架構而將到期日、利率等相似之不動產抵押貸款債權集合起來，並以此為擔保所發行之證券。該證券表彰著對被彙總之抵押債權組群有直接的持份權。不動產貸款持分權憑證又有四種：其中有屬政府系列之 GNMA 持分權證券、FHLMC 參與憑證（FHLMC PC）、FNMA 抵押擔保證券（FNMA MBS），以及一般民間所發行之不動產貸款持分權憑證。其中又以 GNMA 持分權證券出現的最早，且是目前所有不動產貸款持分權憑證中發行餘額最高的一種持分權憑證。

不動產持分權憑證之發行額不斷地逐年攀升，至 1996 年已達到了 49,290 億美元²。

（一）基本架構（以 GNMA 持分權證券為例）



1. 組群抵押貸款（ÆÇÈ）

抵押貸款銀行或相互儲蓄銀行等不動產抵押貸款之貸方，將幾乎為同一種類、同一利率及償付期限之抵押貸款中，附有向聯邦住宅管理局（Federal Home Administration, FHA）、農家住宅局（FmHA）保險或被退伍軍人管理處（Veterans' Administration, VA）保證的部分集合起來，然後將這組群抵押的相關文件放在負責保管的金融機關中。

2. 發行持分權憑證 (ÉÉ)

將抵押債權組群的機關就是形式上的持分權憑證的發行者，持分權憑證是表彰著投資人對這些被組群的抵押債權中佔有某特定比例之證明。

3. 持分權憑證本金及利息之支付 (Èìí)

持分權憑證發行後，原抵押貸款中之貸方，仍接受每月來自借款人償付之本金及利息，而持分權憑證之發行者（不一定會與抵押債權創始者 originater 為同一人），將在其收到本金及利息之後，扣除一定之手續費，於每月之特定日交付給持分權憑證之持有人。而 GNMA 等機構則是負責保證每月本息之支付³。

至於發行不動產貸款持分權憑證之相關機構如下：

1. 抵押貸款之創始者 (originater)

抵押擔保債權之創始者通常是抵押貸款銀行、儲蓄貸款協會 (S&L)、相互儲蓄銀行等負責放款的機構。創始者在持分權憑證發行過程中扮演著以下的角色：

- (1) 抵押貸款之設定；
- (2) 發行自己本身匯集而來的抵押債權資產之持分權憑證；
- (3) 負責收取來自借款人的抵押貸款之本息。

2. 發行者

負責作持分權憑證之發行。

3. 保證不動產抵押本息支付的保證機構

保證機構有屬政府的：FHA（聯邦住宅管理局）、FmHA（農家住宅局）、VA（退伍軍人管理處）及民間保險公司對抵押貸款之保險。GNMA 持分權證券的發行，一定是有投保 FHA 或 FmHA 保險或 VA 保證的抵押貸款。而 FHLMC、PC 或 FNMA、MBS 則會有是不向 FHA 等機構投保的情形⁴，但在此情況下仍都幾乎有向民間的保險公司投保。而民間的持分權憑證的發行亦向民間保險公司投保的。

4. 保證持分權憑證本息支付之保證機關

GNMA 持分權證券乃由 GNMA 保證本息支付；FHLMC ` PC 由 FHLMC 保證；FNMA ` MBS 由 FNMA 負責保證；至於民間持分權憑證雖無上面的政府機關作支付之保證，但因其發行時能取得 S&P 及 Moody's 所給予之債信，所以對投資人而言仍具很高的信用力。

(二) 不動產貸款持分權憑證之特性

1. 抵押所有權之轉移

抵押債權是跟著持分權憑證的，即抵押債權在持分權憑證發行前為止是由發行者持有，後來隨著持分權憑證的移轉而至持分權憑證的持有人手中。從而持分權憑證所表彰者為持分權憑證的持有人對被組群的抵押資產債權享有共有持分權。在會計處理上而言，持分權憑證發行人在出售持分權憑證時，在其資產負債表上顯現的是資產的出售；而若是債券轉讓，則在資產負債表上所顯示出的會是負債的增加。

2. 持分權憑證之安全性

不動產貸款持分權憑證一般而言並無被倒債的危險，是一種屬於高安全性的投資對象。其理由如下：（1）因為不動產貸款持分權憑證的發行是根據附有保險或受到保證的不動產抵押貸款而來的；（2）有持分權憑證本息支付之保證，例如 GNMA 持分權證券、FHLMC ` PC 及 FNMA ` MBS 分別有 GNMA、FHLMC 及 FNMA 對持分權憑證之本息支付做出保證。因此在上述的雙重保障之下，對持分權憑證的持有者而言，持分權憑證自然是一種具高信用力的證券。

3. 提前償付（Prepayment）

因為抵押貸款之貸款人得提前將貸款完全償付，所以在持分權憑證尚未到期前，本息就已全數被清償的情況很多。而抵押貸款之貸款人會提前償付借款的原因通常有以下幾種：

- （1）抵押貸款的借款人想要出售住宅
- （2）借款人欲以更低的利率進行重新融資貸款
- （3）使用火災等之損害保險金或借款人死亡之人壽保險金來償付這筆貸款

換言之，市場上一般的利率水準、抵押貸款本身的利率、還款年數、抵押貸款對象所在的地域及住宅市場的動向等，都會對是否提前償附帶來影響。

4. 不動產貸款持分權憑證之利率及現金流量

不動產貸款持分權憑證之利率是根據其據以發行的抵押貸款債權組群之利率及提前償付的情形來決定的，通常會與美國國債相較而做出修正動作。而不動產貸款持分權憑證之所得是從其所據以發行的抵押貸款中，扣除一定比率之手續費後得之。

(三) 不動產貸款持份權憑證之類型

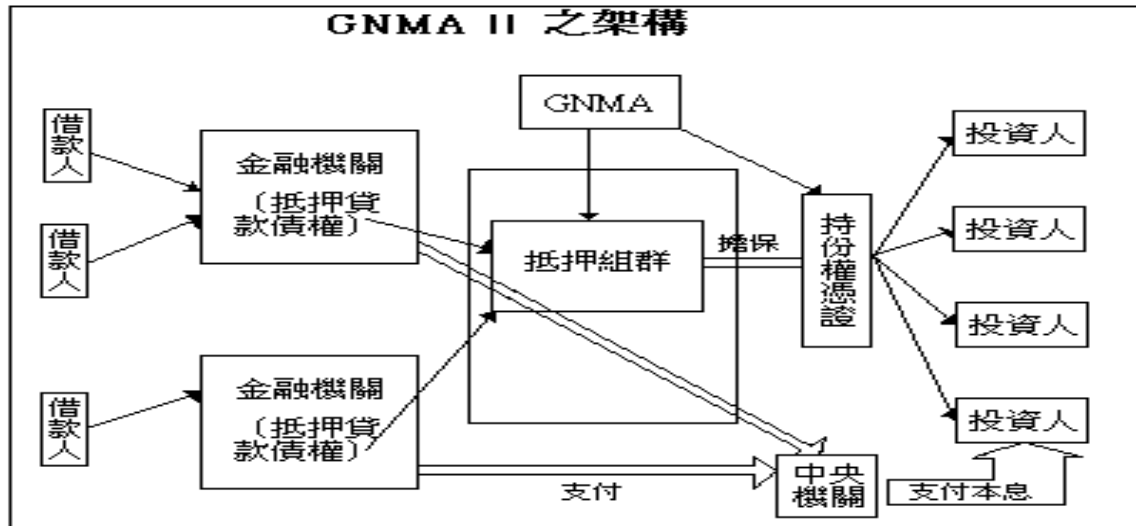
1. GNMA 持分權證券 (Ginnie Mac 債)

GNMA 是美國政府國民抵押協會 (Government National Mortgage Association) 之略稱。它是一個由美國政府全額出資，都市住宅開發部 (HUD) 管轄的聯邦機構。根據美國國家住宅法第 306 條 (g) 項之規定：GNMA 可對有 FHA、FmHA 及 VA 保證之抵押債權信託或組群，做出依期支付本息之保證。

(1) GMNA

Ginnie Mac 債的發行始於 1970 年 2 月，它是由創始者 (originater) 將幾乎為同一種類、利率及幾乎同時到期，而由 FHA、FmHA 或 VA 保證期限在一年之內之抵押貸款債權匯集起來，使它達到一百萬元美金以上的金額，並將此債權組群之相關文件寄託給金融機構。然後，創始者會在將該抵押貸款債權向 GNMA 申請登記後，以發行者的身分發行表彰著對此抵押貸款債權組群具某一持有比率的持分權憑證。而 GNMA 則負責保證發行者至期滿前都能依持分權憑證上所載於規定之本息支付日支付本息；而該持分權憑證上之利率通常較其所據之發行的抵押貸款債權利率低 0.5%。它本息的支付日為每月的 15 日，償付期限為 30 年，發行額約佔各類持分權憑證總數的一半以上。

(2) GNMA ⁵



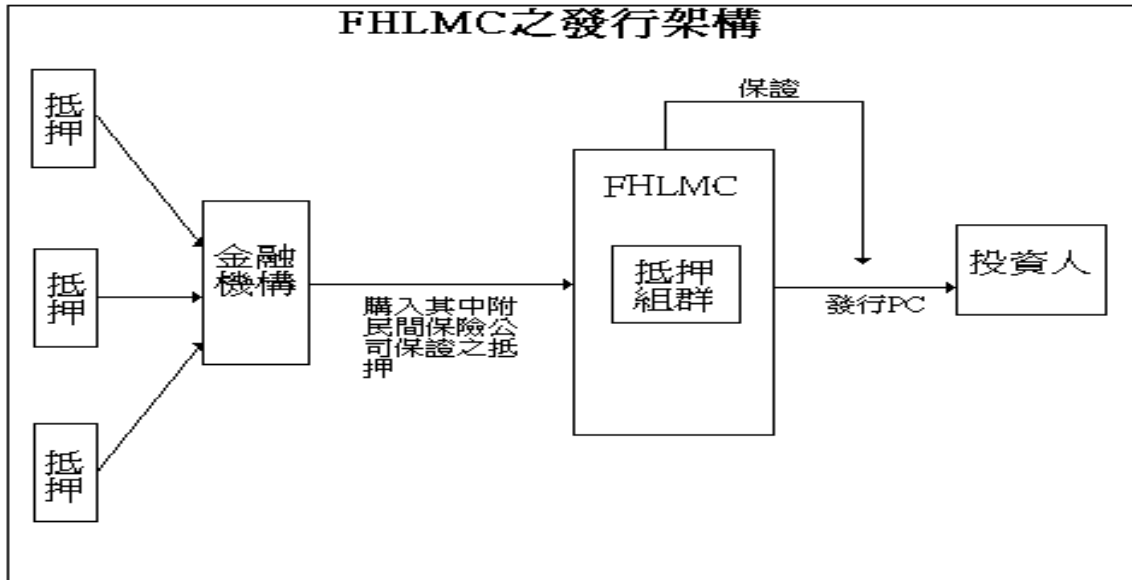
1983年7月Ginnie Mac債出現改良型，稱作GNMA 而與之前的稱GMNA以示區分。而兩者的差異僅在於：

Æ 相對於GMNA 只有單一的發行者，GNMA 則是複數的發行者，所以可將在原本在地域上分散的發行者集結起來，並能分散突發性期前償付之風險。因為發行者為複數，所以為投資人設立了中央機關來代行支付。

Ç 組群的抵押貸款利率不一定要完全相同，利率差在1%以內都可被接受。

2. FHLMC ` PC (FHLMC 參與憑證)

FHLMC 為聯邦住宅貸款抵押公司 (Federal Home Loan Mortgage Corporation) 之略稱。其成立目的在於確保傳統抵押貸款債權市場之流動性及提高其信用度，以維持傳統抵押貸款債權的次級市場。而它主要的工作是購入傳統抵押貸款債權並以此來發行若干種證券，其中採用持分權憑證形式者稱為 PC (參與憑證)。其發行架構如下：



FHLMC ˙ PC 的基本架構大致與 GNMA 持分權證券相同，但二者有以下差異：

- (1) 其所組群者多為沒有 FHA 等保證之傳統的抵押貸款債權，且其亦接受加入 FHA 等保證已經過一年以上之抵押貸款債權。
- (2) FHLMC 既是本息支付之保證機關也是持分權憑證的發行者（GNMA 持分權憑證中，GNMA 只是一個本息支付的保證機關而非發行者）。它保證利息會依時支付及本金之最終償付（不保證本金部份的定時償付，即本金的支付可能會遲延）。

3. FNMA ˙ MBS (FNMA 抵押擔保證券)

FNMA 是聯邦國民抵押協會 (Federal National Association) 的略稱；為一公辦民營之金融機關，業務範圍包括傳統抵押貸款債權之買入及短期債券或持分權憑證等之販售。而 FNMA ˙ MBS 就是由 FNMA 發行保證之持分權憑證，其架構大致與 FHLMC ˙ PC 相同，不過 FNMA 會保證 FNMA ˙ MBS 的本金及利息均能按期償付；且其首次利息延遲給付的時間可達 55 日（FHLMC ˙ PC 則為 75 日）⁶。

4. 民間發行的不動產貸款持分權憑證

是由抵押貸款銀行來發行的，它的基本架構與 GNMA 持分權證券同，但與 GNMA 持分權證券之顯著差異在於它沒有政府機關或政府系統下之金融機關對抵押貸款債權作保證且沒有對持分權憑證的本息支付作擔保。從而容易造成其本息的支付能力受到懷疑，所以當民間持分權憑證公開發售時，通常要有如 S&P 等第三

者機構來作債信評等。而對此種持份權憑證之發行，在資產負債表上可以不必增加負債科目就能達到籌措資金的好處，同時發行人亦能從中獲得手續費方面的收入。

各類不動產貸款持份權憑證之比較				
特徵	GNMA I	GNMA II	FHLMC PC	FNMA MBS
加組群之抵押債權種類	家庭住宅之抵押貸款債權。離發行日一年內、有FHA、VA、FmHA對支付做出保證之抵押貸款債權	同左	幾乎都是傳統抵押貸款債權（無政府保證之單一家庭固定利率之抵押貸款）。不只是對新的抵押債權，超過一年以上之抵押債權亦可加入。又舊有的抵押中亦包含已附FHA/VA保險之抵押	幾乎與FHLMC相同
抵押債權本來之期限	最大年限為30年	最大年限為30年	10年至30年	10年至30年
保證機關	由GNMA對本金的定時支付做出保證	同左	由FHLMC對利息的定時支付及本金的最終支付做出保證	由FNMA對本金的定時支付做出保證
債權組群之最小規模	100萬美元	100萬美元	有的為100萬美元，有的為5000萬美元	100萬美元
持分權憑證	25000美元	25000美元	25000美元	25000美元

之最小面額				
創始者	抵押貸款銀行，S&L，相互儲蓄銀行，商業銀行	與左同但發行者可能是複數	與 GNMA 同為單一的發行者或 FHLMC 本身	與 GNMA 同為單一的發行者或 FNMA 本身
手續費 (basis point)	50 basis point	50-150 basis point	50-250 basis point	50-250 basis point
支付期	每月	每月	每月	每月
支付延遲	45 天	50 天	75 天	55 天
支付用的支票張數	每月每個組群各一張	每月所有的組群共一張	每月所有的組群共一張	每月所有的組群共一張
出處：the Handbook of Mortgage-Backed Securities.				

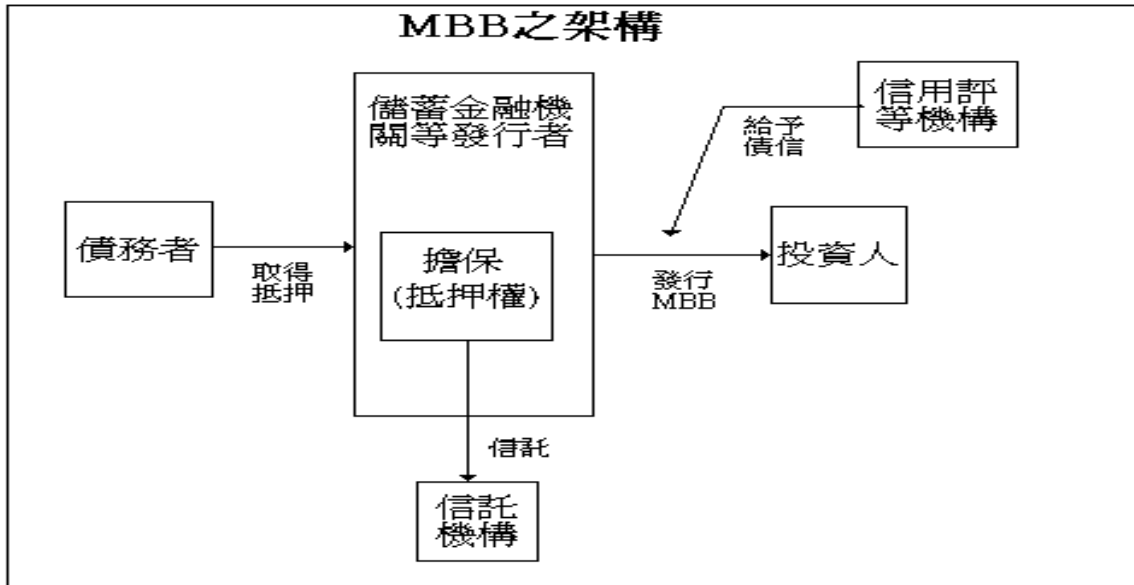
二、抵押擔保債券 (Mortgage-backed-bond, MBB)

抵押擔保債券 (Mortgage Backed Bonds: MBB)，是根據不動產抵押貸款債權來發行證券的第二種型態，它是為因應持份權憑證中提前償付的不確定性而出現的證券化型態。又因為它是拿不動產抵押貸款債權作擔保來發行債券，所以與其說它類似之前所考察的持分權憑證，毋寧說它具有與公司債更加近似的性質。更由於發行者不需出售抵押債權就能募集到資金，所以它有著發行者即使在利率上升時期，也可以在不損失資本的情形下籌措資金的優點。

自 1975 年加州聯邦儲蓄貸款協會以不動產貸款抵押債權為擔保首度發行 MBB 型態的債券後，不動產抵押擔保債券主要就是由儲蓄貸款協會 (Savings & Loan Association: S&L) 及相互儲蓄銀行 (Mutual Savings Bank) 等的儲蓄銀行 (Thrift) 作公開發行。在以不動產貸款的抵押債權來進行證券化的市場中，不動產抵押擔保債券的發行額較不動產貸款持分權憑證小得多。例如至 1984 年不動產

貸款持分權憑證之發行額超過了 600 億美元（GNMA 持分權憑證、FHLMC ˙ PC、FNMA ˙ MBS 之合計），但不動產貸款抵押擔保債券的發行額卻只有 6 億美元左右。

（一）基本架構



在不動產貸款抵押擔保債券的發行時，發行人會將作擔保的抵押債權交付信託，同時發行人必須為債券的發行提出超額擔保。

一般而言，其超額抵押率會維持在發行面額的 125% 240%之間。若想要取得 AAA 或 Aaa 等級之債信的話，超額抵押率維持在面額的 180% 以上是絕對必要的，而且至完全償付之前，其相對於剩餘面額中本金部分的超額抵押率也必須維持在一定水準。換言之，若提前償付本金的話，能夠使與其相對應的擔保減少。又，擔保物的價值會定期的重新核算，若在該時點上，對應於剩餘面額的超額抵押率有下降的情形出現時，必須追加擔保品直到恢復到原本的超額抵押基準為止。

MBB 的利息支付通常為半年一次或以固定期日發放的方式，也能附帶訂定任意償付的條件，所以對一般投資家而言，它與一般的債券無異。

（二）抵押擔保證券之特性

1. 與持分權憑證之相異點：

- (1) 就抵押債權的所有而言—抵押擔保債券 (MBB) 發行後，抵押債權的所有仍保留在發行者手中，而不移轉給 MBB 的持有人；而持分權憑證發行後，抵押債權會自發行者轉讓至持分權憑證的持有人手中，此乃二者最大之差別。
- (2) 就現金流量而言— MBB 之發行其來自於抵押債權的現金流量，僅止於 MBB 的發行人，而不被直接的交付到 MBB 持有者手中。但在持分權憑證中，得自於抵押債權所生之現金流量，會在扣除了期間的手續費後，流向證券持有人手中。
- (3) 就償付日而言— MBB 償付日期確定，主要是以為期 10 年左右的中期債形式發行，利息則是通常是每半年支付一次。而持分權憑證則因為它作為發行基礎的抵押有著提前償付的可能，所以它的償付期日不定的，且其利息為按月支付。

2. 與公司債之比較

其差異在於事業債等的公司債，並不一定要有擔保品，就算有擔保，也不會特別要求如 MBB 要達一定的超額抵押率。但就現金流向而言， MBB 與公司債相同，即擔保品的現金流量與債券的現金流量並無直接的關聯。且兩者均雖有確定之償付日期，但也都有任意償付的情形出現，且兩者利息支付的方式也都以每半年支付一次的情形最多。

3. MBB 之優點

- (1) MBB 的發行人能保留抵押債權，因為發行者抵押擔保債券 (MBB) 發行後仍保有該貸款之抵押債權，所以它可從中得到由抵押債權所生之現金流量，不會發生因抵押債權被出售而產生的資本損失。
- (2) 是屬於一種低成本的資金籌措方式，即使發行者本身的信用很低，但 MBB 本身仍能獲得高信用等級，此乃因為 MBB 信用等級的評定要素，除須視看發行人本身的信用度外還包括擔保品本身的質與量定之。而 MBB 通常擔保

品的價值都會大幅超過發行的票面價值，所以即使發行人無法履行債務，但仍能透過出售擔保品來確保對 MBB 的持有者的本息支付。從而實際上，MBB 往往能取得 S&P 及 Moody's 等機構所給予的最高等級之債信 - AAA 或者 Aaa。

(3) 償付日期之確定性，從而能因應發行人的需要來設定償付日，此這對 MBB 的投資人而言是一大優點。

由於 MBB 具有上述優點，所以 MBB 對本身信用力較低之抵押債權所有者而言，能不需出售抵押債權就以高債信進行資金籌措，尤其在利率持續走高的時期是可說是一個很好的資金籌措方式，他方面對投資人而言亦提供一具高利率、高信用度、償還期為十年左右的投資標的。然而，MBB 亦非無缺點的，因為發行人必須不斷地去維持高水準的擔保價值，及 MBB 對發行者來說是屬於發行者的直接債務，所以可能造成它負債的加大等。

三、轉付款債券 (Pay-through-bond)

轉付款債券是根據不動產貸款債權來發行證券的第三種型態，其又被稱作現金流量債券，這是因為它同時具有著持分權憑證與抵押擔保債券之特徵。轉付款債券的發行者是將抵押債權設定作為最終的擔保，而不像持分權憑證是將抵押債權移轉給投資者。但轉付款債券本息的支付，又與作擔保的抵押債權所產生的現金流量相關，即當抵押債權被提前償付時，債券本金部分的給付額亦會跟著增加。⁷

(一) 轉付款債券

不動產貸款轉付款債券的最低發行面額為 1000 美金。利率則是依照美國財務部訂定之證券利率向上作 0.2% - 0.5% 的調整。本息的支付方式有每月、每季及每半年一次等多種；償付期限通常設定在三十年。但由於轉付款債券本息的支付是與做擔保的不動產抵押債權之現金流量相連結，所以轉付款債券的償付期限會因為抵押債權的提前償付而跟著提早，從而轉付款債券的償付期限其實是不確定的。

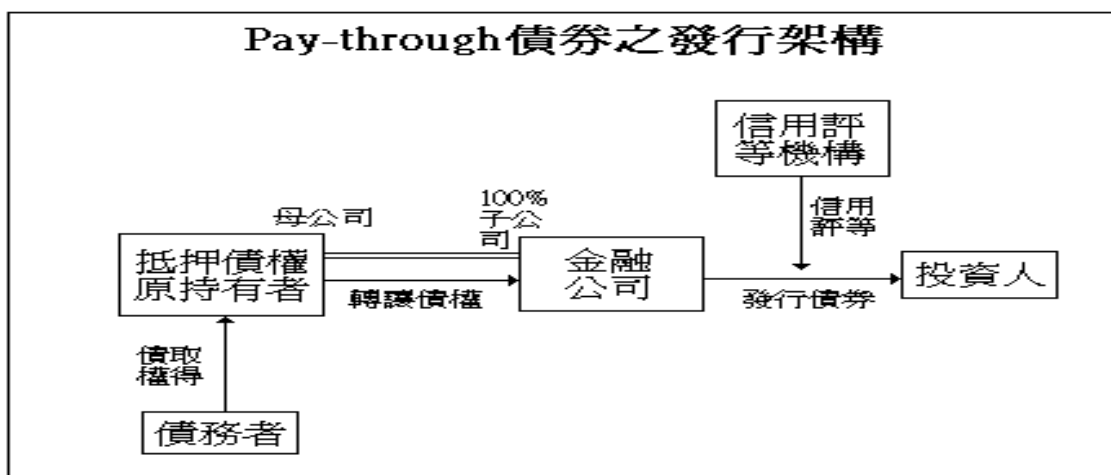
為增加投資人信心，轉付款債券的信用評等通常由 Standard & Poor's 及 Moody's 等機構負責。信用評等機關對於信用評鑑，除檢視作擔保資產之信用風險外，對於作為擔保的抵押債權之現金流量是否足以應付轉付款債券本息的支付亦十分重視。因此，現金流量發生時期、發行人對抵押債權的管理、本息收取能力、現金流量發生時期與轉付款債券應支付本息時期有所差異時該現金之再投資風險、第三人之保證、保險及超額抵押之程度等，都會對其信用等級產生影響。

轉付款債券最早於 1976 年以私募的方式發行，但遲至 1981 年 4 月 23 日才由 PHM Credit 作首度轉付款債券的公開發行。初期由 Ryan Homes、Centex 等手中持有許多抵押債權的大建築業者發行，正因轉付款債券是以住宅建築業者為的主要的發行者，所以轉付款債券又被稱作「建築業者債券 (Builder Bonds)」。後來則改由 American Southwest Finance 將幾個較大規模的建築公司之抵押債權組群起來作抵押擔保，開始發行所謂的多數建築業者債券。又 National Association of Home Builder 的子公司 HOMAC 則是將中小規模的建築業者的抵押債權組群起來作擔保，發行轉付款債券；而其他的發行者則還有抵押貸款銀行、儲蓄貸款協會等。轉付款債券一次的發行額通常為 2000 萬美元左右，與其他債券相比是屬較小規模的發行。從最初的公開發行後，至 1985 年七月發行額約為 40 億美元。

轉付款債券的主要投資者為個人，蓋轉付款債券有用 GNMA 持分權憑證等作擔保，所以安全性很高，且其最低面額為 1000 美元，再加上其利率是依照財政部證券利率向上作 0.2%~0.5% 的調整，所以對個人投資者而言，是十分具有魅力的金融商品。但銀行、儲蓄金融機關、人壽保險、年金基金等機關投資家，則幾乎不對轉付款債券進行投資。其理由乃為轉付款債券的償付期雖可長至 30 年，但事實上抵押債權的提前償付及任意償付等原因皆可能使償付期限提前，而機關投資家通常不喜此種預期外之提前償付風險。

與持分權憑證、抵押擔保債券之比較 ⁸						
項目 \ 種類	持分權憑證			抵押擔保債券	轉付款債券	
屬性	政府			民間	民間	民間
發行者	S&L 等	FHLMC	FNMA	抵押貸款 銀行等	S & L 等	住宅建築 業者等
商品名	GNMA 債	FHLMC 債	FNMA 債	—	—	—
支付保證者	GNMA	FHLMC	FNMA	民間保險	—	—
信用評等機構	無	無	無	有	有	有
本息的支付	每月	每月	每月	每月	每半年	每月、每 季、每半 年
不動產貸款之 現金流量與證 券本息支付額 間之關係	直接相關				分開	有關
最終償付年限	30 年	30 年	30 年	30 年	5 10 年	30 年
發行餘額 (85.9)	2,010 億 美元	911 億美 元	488 億美 元	N. A.	N. A.	N. A.
發行者的行為	資產的出售			債券之發行		
性質	對不動產貸款組群的共有持份權			對發行者的債權		
仲介機構	證券公司					

1. 基本架構



(1) 利用子公司

轉付款債券是由發行人本身或是以其 100% 持有之子公司以金融公司的名義來做發行。由子公司名義發行的情況中，母公司會將其所持有的不動產抵押債權轉讓給子公司，而子公司則以該抵押債權作擔保來發行轉付款債券。此外，該子公司除了負責債券的發行之外，並不從事其他的業務。由子公司名義發行的情形是因為基於信用評等機關之要求，以及為了不使母公司的破產而導致擔保受到影響之情形出現。

(2) 擔保

轉付款債券的擔保通常是 GNMA 的持分權憑證。除此之外其他的擔保還有 FNMA 之持分權憑證、FHLMC 之持分權憑證及附民間保證之不動產貸款等。由於這些擔保沒有被倒債的危險且與國債有著相同的安全性，所以轉付款債券多能自 Standard & Poor's 及 Moody's 處獲得 AAA 及 Aaa 等之債信。通常，這些擔保會因投資家的利益而委託給信託機關。

(3) 發行

由百分之百子公司的金融公司發行之轉付款債券，是由 Wheat, First Securities Inc., Continental American Securities Inc. 等中小型的證券公司負責對投資家作銷售。

(4) 本息的支付

發行者利用信託機關將作為擔保的不動產抵押債權組群之本息，向轉付款債券的持有人進行支付，換言之轉付款債券之本息由定期的不動產抵押債權所生之現金中相對應部分來支付。而不動產抵押債權所生現金中之其他剩餘部分，則於達到該轉付款債券本金餘額的某一定比例之前，會被存起來作為每月的準備基金；若該準備金額達一定水準，則從剩餘之現金流量及準備基金出所生之利息，將會還給債券的發行者。又若發生不動產抵押債權提前償付的情形時，該償付金額的全部或是一部份，將會以本金的追加償付之名義支付給債券的持有人⁹。

2. 轉付款債券之特性

(1) 對發行者而言，轉付款債券之具有下列優點：

A 高信用力、低成本—具有 GNMA 持分權憑證等安全性極高的資產作保證。

C 與持分權憑證相較之優點—持分權憑證之投資人所擁有的是對這個抵押債權貸款組群的共有持分權，換言之取得對抵押債權債務者之債權。但轉付款債券的投資家取得的是對發行者的債權。從而對發行者而言，轉付款債券具有以下優點：

- a. 較不會發生因以較低之利率賣去抵押債權而發生之資本流失。
- b. 對轉付款債券的主要發行者 - 建築業者 - 而言，有著稅金上的優點（即因為建築業者沒有出售抵押債權，所以可一邊適用減稅條件，一邊使抵押債權的現金化成為可能）。此外，持分權憑證必須集合利率、償付期及價值等幾乎相同的抵押債權來作成組群，而集成達發行額的組群可能須費相當期間；而相對的轉付款債券則不會有上述的問題發生。

E 與抵押擔保債券相較之優點

- a. 被設定用來作擔保的抵押額較少：因為抵押擔保債券非常重視擔保物的市場價值，所以為預防利率上揚、擔保物的市值下跌，所以通常會設定超額抵押（通常為額面價格的 150% 以上）；又其擔保價值會在每季重新評估，當它低於債券餘額的一定比例時，就必須追加擔保物。而轉付款債券乃為擔保的不動產所生之現金流量是與債券的本息支付相連結的，若從債

券的安全性觀之，它重視的是從該不動產抵押所生之現金流量如何。而該現金流量的現值，即使利率顯著的上升，通常不會跌到債券的未償付本金之下。所以轉付款債券的擔保少，也不需追加擔保物。

- b. 可減低再投資的風險：因為不動產擔保證券從抵押債權所生之現金流量與支付債券本息之間是不相連結的，所以當作為擔保的抵押債權發生提早償付的情況時，債券的發行者必須將該筆償付金作再投資。但這再投資並無法保證它的利率能達到之前的水準，反而通常再投資的利率是相當低的。所以相對而言，因為轉付款債券的抵押債權之現金流量與債券本息的支付是相連結的，所以轉付款債券的發行者等於是將伴隨著抵押債權而來的再投資風險轉嫁給債券持有者，而發行者本身無須負再投資之風險。

(2) 轉付款債券在投資上之風險

對投資者而言，轉付款債券的特徵中，尤以抵押債權的提前償付率及任意償付最為重要。而這些又對債券的平均期限、利率等產生很大的影響。換言之，投資家必須因此去負擔償付期限不定及收益變動之風險。

(3) 對投資家而言，轉付款債券的意義

轉付款債券，對於特別如建築業者等發行者而言，可說是非常有效的資金籌措手段。但對投資者而言，轉付款債券卻具有上述問題點，即抵押債權的提前償付所帶來的償付期變動及缺乏防止發行者提前償付的對策等。因此，轉付款債券始終無法成為機關投資家的投資對象。從而轉付款債券對投資人的最大意義在於它促成能滿足機關投資家需求的投資對象 - 複合式轉付款債券 CMO 的出現。¹⁰

(二) CMO (轉付款債券之變形)

CMO 在本質上仍為轉付款債券架構，但它與轉付款債券不同者在於它是以證券攤還的順序分成若干等級，不同的等級適用於不同的償付期及利率。1983 年 6 月由 FHLMC (聯邦住宅金融抵押金庫) 作首度的發行，金額為 10 億美元。換言

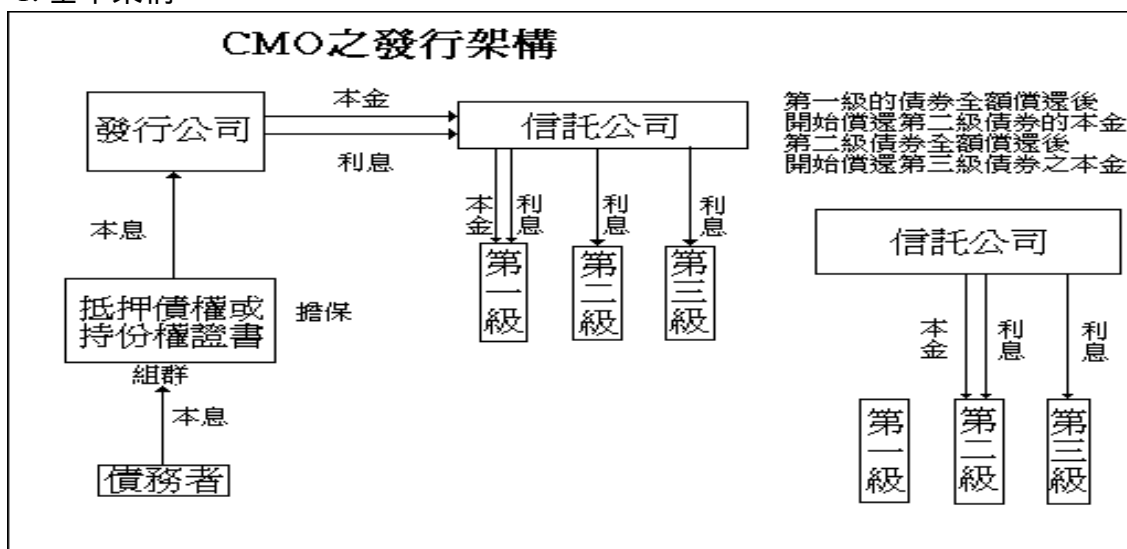
之 CMO 的發行除了它發行的是一種償付期限及利率各異的債券這點以外，其他均與轉付款債券無異。

持有作擔保的不動產抵押債權或持分權憑證的公司，以此作擔保，由自己本身或其子公司發行 CMO。而作為擔保的抵押債權乃以 GNMA 的持分權憑證為最多，但也有利用 FNMA 或 FHLMC 的持分權憑證或附民間保證的抵押貸款等。CMO 之銷售是通常由證券公司為之，尤其是 Salomon Brothers 及 First Boston 兩家公司數量最多。

CMO 的面額通常在 1000 25000 美元之間，而屬長期的 CMO 在償付期滿之前也有以較額面更低的折扣發行的情況。而本息的支付方式會因 CMO 的種類而有每月、每季、每半年支付一次等多種。CMO 的級期通常會在三個以上。而近年來所發行的 CMO 而言，則幾乎都是被分成四個等級的。CMO 的債券期間、利率等的設計非常多樣。例如 1985 年 6 月 28 日所發行的 CMO-series D 是將其分成四個等級，其條件設定如下表：

	利率	利息	到期日	償付的平均期
第一級	9.900%	9.73%	1996.3.1	3.2 年
第二級	10.900%	10.88%	1999.9.1	7.5 年
第三級	11.125%	11.15%	2002.3.1	10.7 年
第四級	11.450%	11.80%	2015.9.1	20.8 年

1. 基本架構



(1) 發行人

CMO 是一種較持分權憑證及單純的轉付款債券等更低成本的資金調度方式。蓋其能提供投資家的期間使之可挑選到最適合的投資對象。發行者可分為六種，FHLMC、建築業者、儲蓄金融機關、華爾街的證券業者、抵押貸款銀行及保險公司。但其中除了 FHLMC 以外，其餘的都是以設立以發行 CMO 為目的子公司的方式來發行，而這類的發行者是占大多數的。這種子公司被稱作 conduit。例如，American Southwest Financial Corp. 及 Ryland Acceptance Corp. 等是建築業者的 conduit；EPIC Acceptance Corp. 是儲蓄金融機關的 conduit。

(2) 投資者

CMO 能夠將原本每月支付本息之長期抵押債權轉換成若干每月、每季或者是每半年支付的債券，而使投資人能依其需要選擇不同期限者。對於希望對抵押債權作少利率風險的中、短期投資（2-10 年），償付期限較短等級的 CMO 成為很好的投資對象。而期限較長的 CMO，由於本金部分是在於比它期限短的 CMO 都被償付完畢後，才會被償付，所以它與持分權憑證及單純的轉付款債券不同。此一限制之故，從而能夠規避提前償付情形，因此非常適合希望減少提前償付及再投資等風險的投資人。根據 First Boston 公司估計，長期的 CMO 投資者以年金基金佔多

數；中期的 CMO 則是保險公司或銀行佔大多數；而短期 CMO 的主要購入者則是儲蓄金融機關。

（3）本息之償付

雖然 CMO 之架構幾乎與轉付款債券並無不同，但在對債券持有人的支付上則和轉付款債券有很顯著的差異。換言之，CMO 由償付期限及利率各異的各種等級之債券所構成的，由不動產抵押債權或持分權憑證的組群所生之現金流量用來支付各級的 CMO 債券。CMO 最優先進行對各級債券利息的支付，支付利息後之剩餘的現金，會被用來支付償付期限最短等級之 CMO 的本金部份；當最短期的順位債券償付完畢後，便開始用來償付償付期次短之本金部分，以此類推。CMO 的償付期限被設定為複數，與其說基於債務者清償情況互異之故，無寧謂此乃為作為擔保的抵押債權提前償付的可能性而依序設定者。如此依序推衍，後順位的債券持有人所持債券之償付期也就越長，所負的風險也越大，當然利率也就越高。

轉付款債券中，作為擔保的抵押債權等之組群所產生之現金流量，將會被直接用作債券本息的支付。所以，當用來作擔保的抵押債權出現被提前償付時，將使得轉付款債券的投資家，須時常受提前償付所帶來的風險。就這一點而言，CMO 的各級之償付期限，是以抵押債權貸款的提前償付率之經驗值而定出的¹¹。償付期限較短之等級（第一級）的持有者，除了會收到原本所預定的本息之外，也收取額面內因預期外的提前償付，所帶來的本金提前支付；而較第一級支償付期為長之等級的 CMO 持有者，在第一級之 CMO 被完全償付之前，仍只會接受原定之利息支付，而不會受部分抵押債權被提前償付所帶來之影響。換言之，持有越長期償付期限之 CMO 持有者，就越不受部分抵押債權提前償付之風險。

在實際的 CMO 發行上亦含有存款型債券的性質之 CMO，例如有若干等級的存款型債券（Accrual Bond）於較前等級的債券償付完之前，對於存款型債券的部分既不償付本金也不償付利息。而是將這期間應付的本息給存起來。以 1984 年 1 月 FHLMC 所發行的 CMO, Series C 為例：Series C 是由 C - 1、C - 2、C - 3、C - 4 四種債券所構成。其中的 C - 4 就是屬於存款型債券。這在越後面的順位，也就是

說收回期限越長的 CMO 上越可見此性質顯現。C - 1 的到期日為 1987 年 1 月 31 日、C - 2 的到期日為 1989 年 1 月 31 日、C - 3 的到期日為 1994 年 1 月 31 日、C - 4 的到期日為 2009 年 1 月 31 日。本金的支付是以 C - 1 為最先，C - 1 償付完畢後開始償付 C - 2，C - 2 償付完畢後開始償付 C - 3，C - 3 償付完畢後開始進行對 C - 4 的償付。利息的支付雖為每半年一次，但 C - 4 的利息在 C - 3 被完全償付之前，都被加在本金上，而直到 C - 3 償付完畢，才開始對 C - 4 作每半年一次的本息支付。

2. CMO 之特性：

CMO 的優點在於，它是一種具利率、期限各異等級的債券，它提供了一種中短期的投資商品，以及可減輕抵押債權的提前償付所帶來的風險。

主要的抵押貸款證券 (MBS) ¹²			
	持份權憑證 Pass-through Securities	抵押擔保債券 Mortgage Backed Bond	轉付款債券 /CMO
內容	代表對抵押債權組群的持份權	是以傳統抵押貸款為擔保的負債	是以資產為擔保的負債，現金流量得用來作此債務證書上的本息支付 以持份權憑證或傳統的抵押貸款為擔保，發行期限及表面利率相異之債券 (CMO)
能否自資產負債表上剔除	能	否	否

優點	<p>流通市場活絡，容易出售</p> <p>有聯邦機構作出本息保證</p>	<p>即使在利率上升時期賣去也不會有所損失</p> <p>可任意決定發行條件</p> <p>是定期的對投資人支付本息</p> <p>無提前償付的問題</p>	<p>能配合投資人的需要，且超額擔保率低</p>
本息	<p>一旦及合成組群，就不能再行加入</p> <p>債務人經由信託的計算交至投資人手中</p> <p>按月支付本息</p>	<p>債務者所攤還的本息與對投資家的債券支付是遮斷的</p> <p>每半年支付一次本息</p>	<p>所收取的本息中，出原本約定的利息外，如有剩餘會優先償還第一級期之本金，償還完後才會開始償還次一級期之本金</p> <p>每月自債務人處得來的本息經由發息者支付給投資家</p>
代表性商品	<p>GNMA 債 (1970~)</p> <p>FHLMC-PC (1971~)</p> <p>民間發行的持份權憑證</p> <p>汽車貸款證券</p>	<p>由 S&L 或相互儲蓄銀行所發行的 FNMA 之 MBS</p> <p>以電腦、汽車等之租賃及貸款債權擔保之資產擔保證券</p>	<p>由住宅建設公司或其金融子公司所發行之 FHLMC 之 CMO</p>
缺點	<p>組群的一定得是種類、利率、到期日等相類似的抵押貸款</p> <p>有提前償付的風險</p> <p>可能出現抵押貸款出售</p>	<p>要放入的超額擔保數很多</p> <p>無法自資產負債表上剔除 (造成負債增加)</p>	<p>無法自資產負債表上剔除</p>

	時產生的損失問題 若為民間發行，則必須 有超額擔保或其他的保 證		
是否可能 提前償付	有	無	提前償還風險的大小， 是級期而定

第二節 資產擔保證券 (asset-backed securities, ABS)

如上所考察，美國的資產證券化乃起源於美國的金融機構，為了使住宅貸款具流動性，所以便將住宅抵押放款資產加以組群後轉為證券，於市場上發行。因此可知在最初，作抵押擔保標的的只有不動產貸款債權。但後來美國的 First Boston、Salomon Brothers 等大型證券公司（投資銀行）不斷地開發將企業所擁有之金融資產進行證券化的手法，在不動產貸款抵押證券的架構下，抵押擔保標的擴大及於其他的資產項目，這種將原不具流動性的資產轉變成為具流動性證券的過程，被稱作“資產證券化”（Asset Securitization），發展出的證券就被稱作（狹義的）資產擔保證券（Asset-Backed Securities, ABS）。因為後來已漸漸的跳脫了十足擔保的限制，而加入了信用的成分，所以又被稱之為“信用證券化”（Credit Securitization）。資產擔保證券的種類很多，但仍不脫前述三種不動產貸款抵押證券的架構，而其中較具代表性的資產擔保證券有下列幾種：

一、汽車貸款證券

汽車貸款債權，具有完整的本息支付時間表、呆帳率低、利率較一般貸款利率高、有為數眾多的同質債權等優點，從而容易作為證券化標的。就汽車貸款債權的證券化而言，使用持份權憑證的形式與轉付款債券形式的都有。轉支付債券形式的以 1986 年 Asset Backed Securities Corporation 的發行為代表，它是汽車金融公司等

將本身所持有的汽車貸款債權出售給第三者所擁有的特別目的子公司（該公司唯一的業務就是從事債券的發行）¹³。但事實上，汽車貸款證券之發行採用者多為持份權憑證的形式，近年來以持份權憑證形式發行的汽車貸款證券就佔了汽車貸款證券發行總額的大半，故下列對汽車貸款債券之考察乃以持份權形式的為內容。

採持份權憑證形式之汽車貸款債權被證券化的基本架構乃為銀行或汽車貸款公司將其所持有的汽車貸款債權組群後，將其交與信託，然後信託公司再據此發行持份權憑證，此一持份權憑證是表彰對被細分化了的集合之持分。為避免汽車貸款的債務人不履行債務，而該債務之不履行將轉嫁與投資人之故而使其做為「證券」之商品性降低，因此通常對該汽車貸款證券做一定限額內之保證，其保證的限度定為根據汽車貸款債務不履行所發生的經驗值為基準。證券化之汽車貸款債權，即使被出售，原保有汽車債權的銀行或汽車貸款公司，仍以一作為服務機構的身分，從事對汽車貸款的貸款人收取貸款之業務，並從中收取手續費。

汽車貸款證券化具有下述優點：1.低成本的資金—汽車貸款本身的倒債率低又附有保證，此使得汽車貸款證券得取得較持有汽車貸款債權的公司本身還高的信用等級，而成為一種低成本的資金籌措方式；2. 資產利益率之改善—汽車貸款債權可自資產負債表中剔除（off-balance），從而能改善總資產利益率等財物指標；3.符合投資人的需要—證券對投資人而言，是一種較短期、具安全性高利率的商品。不過1.2.之優點存在之前提，乃必須將汽車貸款的債權自原始創設者處確實的分離，讓渡給予他人。而通常採用的方法是利用 GT（Grantor Trust,讓與信託），即將汽車債權的集合讓渡給 GT，再發行表彰對該集合擁有持分權的持份權憑證。汽車貸款證券的公開發行，最初有 Marine Midland Bank 的 CARS、Valley National Financial 公司的 APTC 及後來由 GMAC 發行的 Asset Backed Certificates。

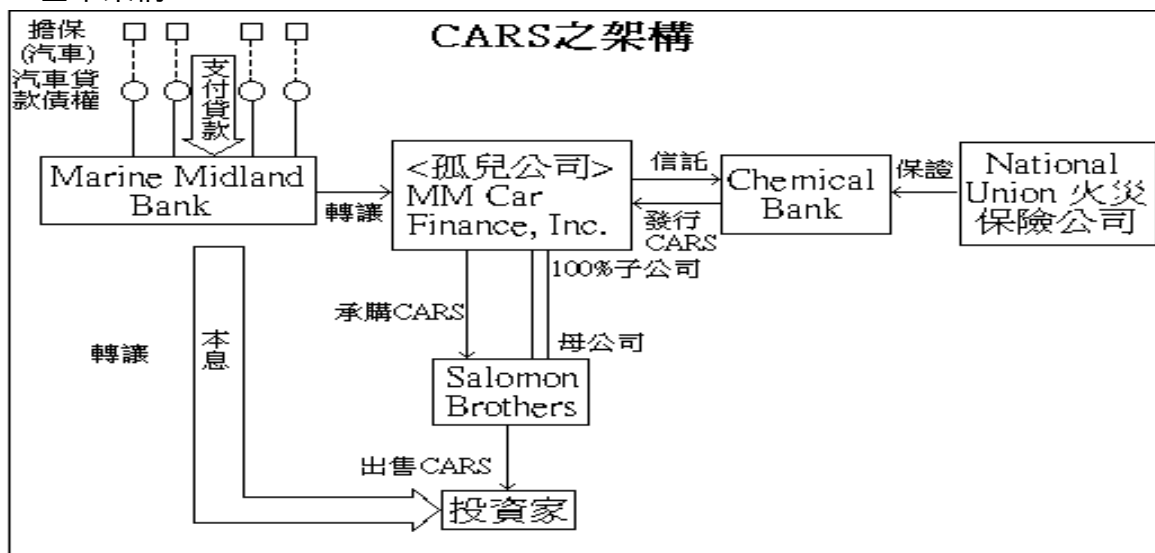
汽車貸款證券			
	CARS	APTC	Asset Backed Certificates

Originator of the Trust	MM Car Finance 公司	Valley National Financial 公司	GMAC
Servicer	Marine Midland Bank	Valley National Financial 公司	GMAC
Trustee	Chemical Bank	Bankers Trust Company	Morgan Trust Company of New York
本息支付機構	Marine Midland Bank	Valley Bank	Morgan Trust Company of New York
本息支付日	每月 15 日	每月 15 日	每月 15 日
保證	National Union 火災保險公司	Valley National 公司	GMAC
保證的額度	本金的 10%	本金的 7%	本金的 5%
承購	Salomon Brothers	First Boston 等	First Boston 等
發行額	60,171,476.14 美元	100,498,713.39 美元	524,683,826.53 美元
最小面額	250,000 美元	250,000 美元	1,000 美元
公開發行的價額	額面的 99.75%	額面的 99.75%	額面的 99.50%
發行日	1985.5.23	1985.5.30	1985.12.19
滿期期限	4 年	4 年	5 年
轉讓率	9.625%	9.5%	8.45%
信用等級	AAA	AA-1	N.A.
出處：prospectus，日本證券團體協議會			

(一) CARS (Certificates for Automobile Receivables)

1985 年 5 月由 Salomon Brothers 所發行的「Marine Midland1985-1 CARS Trust」為最早作公開發行的 CARS，發行額為 60,171,476.14 美元。CARS 是一種將汽車貸款之債權轉讓給一替代公司後，再將它交與信託，證券化其持分權。

1. 基本架構



Marine Midland Bank 將其所持有的汽車貸款債權組群後整批轉讓給 MM Car Finance, Inc.。然後 MM Car Finance, Inc.又將此組群信託給 Chemical Bank，再由 Chemical Bank 發行表彰對該信託擁有持分權之憑證（Certificates），此憑證即 CARS。

汽車貸款之債務者，亦與之前相同的，每月支付貸款本息給 Marine Midland Bank，而該筆本息會被轉讓給 CARS 的持有者。為預防貸款的債務者不履行該項債務，Chemical Bank 向 National Union 火災保險公司投保，讓其負責作 Chemical Bank 本金 10% 以內的保證。

CARS 的特徵為，由與 Marine Midland Bank 完全無資本關係的第三者 - MM Car Finance, Inc.為信託的創始者，汽車貸款債權由 Marine Midland Bank 處被轉讓給 MM Car Finance, Inc.。而 MM Car Finance, Inc.並不負任何有關持分權憑證本息支付的義務。汽車貸款的每月本息支付金，提前償付金等將全數移轉給 CARS 的

投資家，此外當出現呆帳時 National Union 火災保險公司所給付的保險金會被轉給投資家。

2. 發行 CARS 之相關機構

(1) Marine Midland Bank

Marine Midland Bank 將其手中所擁有眾多汽車貸款債權中，符合下列條件者選出，作成組群，轉讓給 MM Car Finance, Inc.，即以汽車或小型貨車作擔保。其到期日為 1 個月以上。其償付是採固定年利率，在貸款期間是作每期相同額度的支付。自 1984 年 1 月 1 日以後發生之債權。

Marine Midland Bank 在賣去該汽車貸款債權後，仍繼續擔任一服務者的角色，負責向汽車貸款的債務人收取本金及利息，並將這筆款項存入 Marine Midland Bank 下的信託部門中以信託名義所開的集中帳戶 (Collection Account) 中，而這筆資金在 CARS 的本息支付日之前，得被自由的運用在金融市場上。又 Marine Midland Bank 需確認每個月從這個戶頭對 CARS 持有者本利金的支付。若債務人自首次還債日起算，超過 90 天都沒償付債款，Marine Midland Bank 負有將原本的債權買回之義務。

(2) MM Car Finance, Inc.

MM Car Finance, Inc. 是 Salomon Brothers 的 100% 子公司，其成員全為 Salomon Brothers 的從業員。它是汽車貸款債權的保有者，且與 Marine Midland Bank 沒有資產上關係，只是純粹為發行 CARS 而成立的公司，所以這種公司又被稱作 Orphan Corporation (OC)¹⁴。

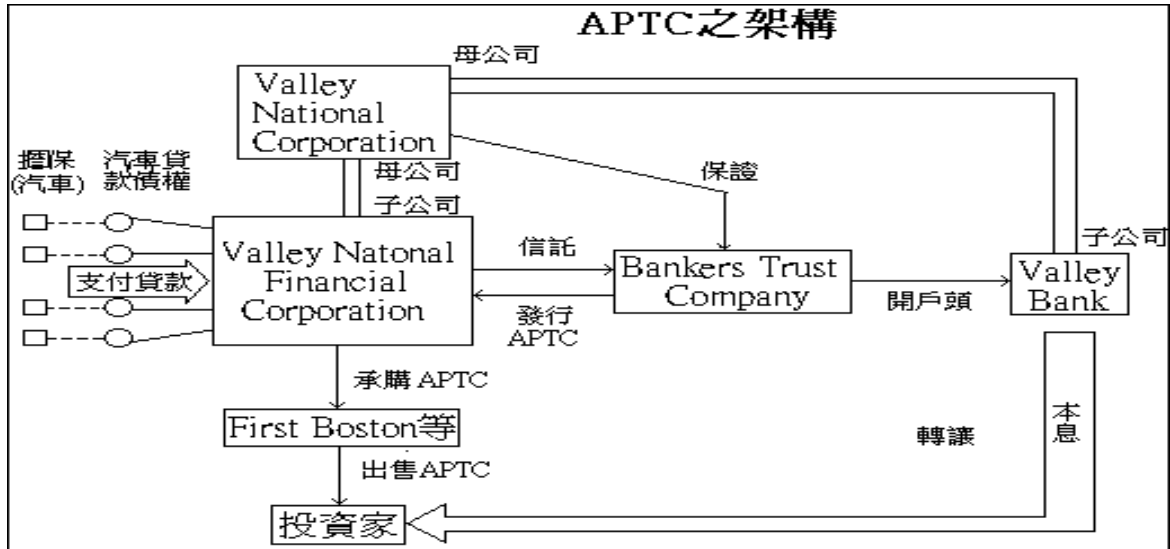
(3) Salomon Brothers

Salomon Brothers 是一承銷商，負責由 MM Car Finance, Inc. 處承購全數的 CARS，並販售給投資人。Salomon Brothers 是以 CARS 發行總額 60,171,476.14 美元的 99.45% 的價格承購，以 99.75% 的價格，在市場上向投資人賣出，即從中賺取 0.30% 的價差 (即 180,514.43 美元)。

(二) APTC (Asset Pass-Through Certificates)

是由 Salomon Brothers 的勁敵 First Boston 所開發的一種汽車貸款證券。這種汽車貸款證券稱作「Asset Pass-Through 證書, Series 1985-A」(APTC), 它是將 Valley National Financial 公司所持有的債權作證券化。

1. 基本架構



- (1) Valley National Financial Corporation 將它手中持有的汽車貸款債權組群, 信託給 Bankers Trust Company, Bankers Trust Company 發行表彰著對該信託擁有持分權的證書, 這證書就是 APTC。
- (2) 由 First Boston 負責承購這些證書後, 再向投資者做販售。
- (3) 汽車貸款的債務者與之前一樣, 每月向 Valley National Financial 公司支付本息, 該本息會被轉讓給 APTC 的持有者。
- (4) 為了預防及彌補當貸款的債務者不履行債務時所造成的可能損失, 所以由 Valley National Financial 的母公司 Valley National Corporation 作本金 7% 以內的為限的保證。

2. 特點

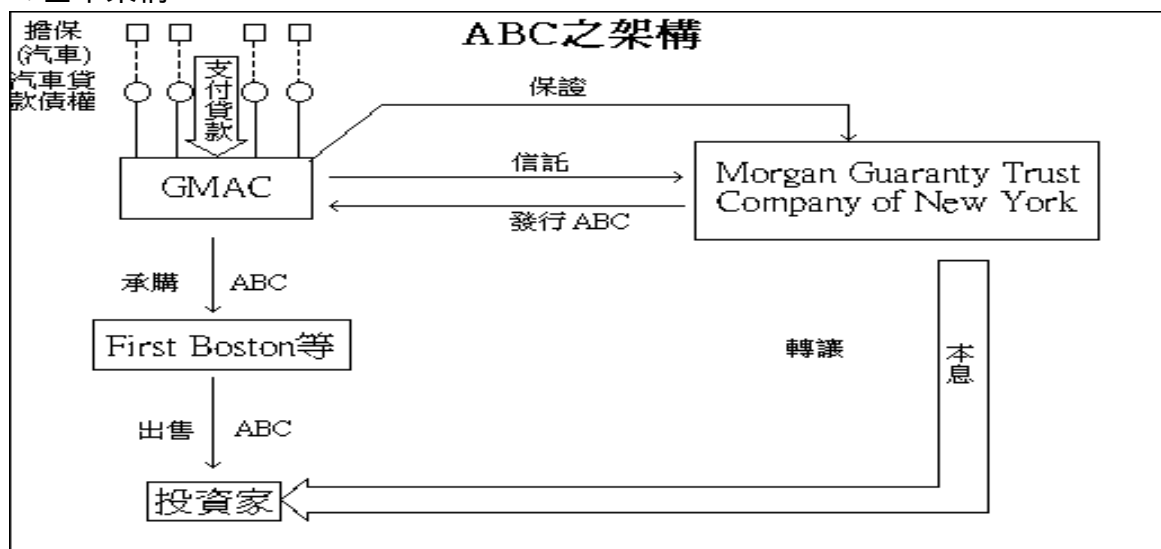
它沒有利用 OC 及由母公司的銀行控股公司進行保證是它與 CARS 不同之處。而 Valley National Financial Corporation 是 Valley National Corporation 百分之百持有

之子公司。在它將債權信託後，它就專心的做一個服務機關的角色，負責收取來自債務人的本金及利息，然後將這筆錢存進同樣為 Valley National Corporation 子公司的 Valley Bank 中 Bankers Trust Company 所開之汽車貸款證券集中帳戶。在從這撥款給證券持有人。 APTC 的保證機關為 Valley National Corporation，當汽車貸款之債務人出現倒債時，它保證支付的範圍以本金之 7% 為限。

(三) ABC (Asset Backed Certificates)

ABC 乃是 GMAC (General Motors Acceptance Corporation) 將它自身所持有的汽車貸款債權進行證券化；分別於 1985 年 12 月與 1986 年 1 月所發行者。

1. 基本架構



GMAC 將它自身所擁有的汽車貸款債權匯集起來作成組群，交給給 Morgan Guaranty Trust Company of New York 信託。Morgan Guaranty Trust Company of New York 發行表彰對該信託擁有持分權的證書。該證書即為 ABC。然後再由 First Boston 等承購商承購後再賣給投資人。汽車貸款的債務者與之前一樣，每月向 GMAC 支付本息，該本息會被轉讓給 ABC 的持有者。

2. 特性

為了預防及彌補當貸款的債務者不履行債務時所造成的可能損失，所以由 GMAC 本身作本金 5% 以內的為限的保證，較 CARS 及 APTC 都來得低。它的保證乃由 GMAC 來進行的這一點是它與 CARS 及 APTC 不同之處。

二、信用卡證券

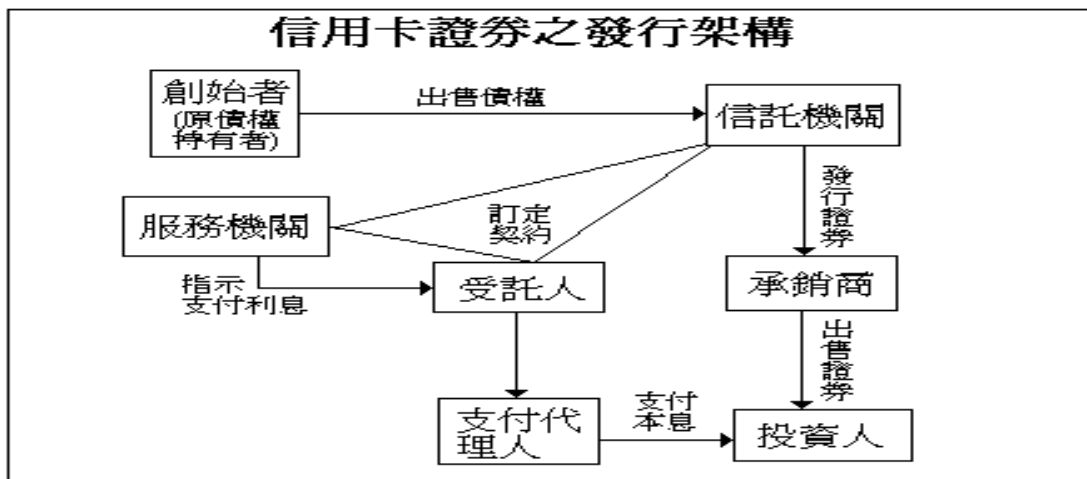
信用卡貸款的證券化過程與之前的汽車貸款證券相同，相同的有創始、架構、信用增強相售等部分。但與之前的汽車貸款債權相比，信用貸款的貸款期限短且不易預測，加上呆帳風險高，所以似乎較不易證券化。但後來在 1986 年所羅門兄弟公司卻成功的將 Bank One 銀行之信用卡債權證券化而發行 CARDs，成為信用卡債權證券化之始例。然而信用卡貸款證券化之過程中，必須斟酌信用卡本身所特有的如循環期限、超額擔保等問題才能發行成功，而其證券化的手法通常採用持份權憑證的方式¹⁵。

CARDs (certificates of amortizing revolving debts , 所謂的「信用卡證券」) , 乃指由商業銀行、百貨公司等信用卡債權的持有者，將信用卡債權交予信託，由信託發行受益憑證，再由證券公司向投資人出售的證券。此種證券是一種持份權憑證，對信用卡債權的持有者而言，它經由該債權之轉讓，使該債權自資產負債表上剔除，此與用債權做擔保而發行債券的轉付款債券為不同的證券型態。

對信用卡證券的發行人而言，除了可藉此達到籌措資金的目的外，對銀行等發行者而言，可藉由債權的轉讓讓此項資產自資產負債表上剔除，達到提昇自有資本比例的目的；對百貨公司等發行者而言，則能讓被欠款的債權自總資產中減少，改善財務本質；對投資人而言，信用卡證券的利息較高，所以能獲得較美國國債來得更高的利息。從而自 1987 年以來，信用卡證券的發行量就急劇的擴大，至 1988 年美國的資產擔保證券市場中，除去不動產抵押貸款相關的證券，其發行額就佔了其中的最大部分而 1990 年底，美國信用卡債權的證券化比率為 14.9% (1990 年信用卡證券之發行額 348 億美元與信用卡債權餘額 2329 億美元之比)。在信用卡證券

發行市場中佔有最大發行比例的花旗銀行甚至表示將把所持有信用卡債權中的90%都將予以證券化。因此可見商業銀行，為配合 BIS 規定提高自有資本比率，其資產證券化比率向上攀升的空間仍然是很大的。

(一) 基本架構



1. 出售收受帳款債權

信用卡證券的創始者（原債權之持有者），將該收受帳款債權出售給信託，而該信託是純粹為此交易而根據美國信託法所設立之機構。

2. 發行受益憑證

信託機關會發行表彰對此被信託之信用卡收受帳款債權支持份權的受益憑證。而負責承銷持份權憑證的承銷商，會將這持份權憑證對投資人做販售。

3. 管理維護

對於原債權之管理、維護及收取，貸款組群的利息支付及本金償還等問題，以及服務機關與信託機關及其受託人間之關係，依所訂立契約定之。基於該契約，服務機關有提供對該信託管理、維護及回收等服務義務，而受託者則聽從服務機關的指示，經由支付代理人對投資人進行本息之償付。在一般的情況下多是創始者兼服務機關，所以即使這部分的資產轉讓了，卻仍能以服務機關的身分獲得它從事維護、管理工作的手續費。

(二) 信用卡證券之特性

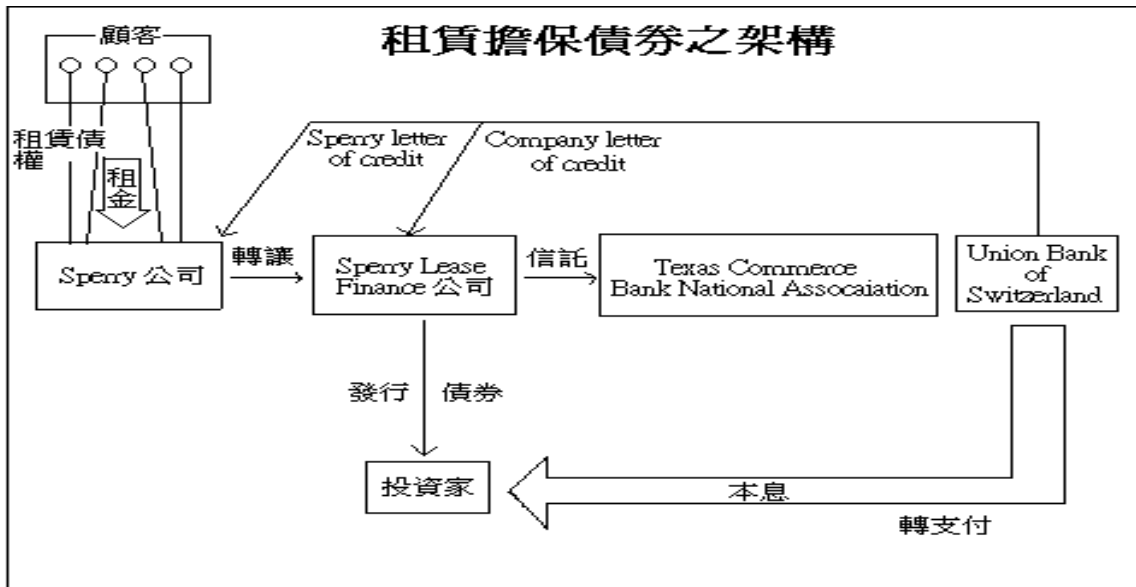
1. 形式—信用卡證券是組群創始者（原債權人）的信用卡債權予以證券化，為持份權憑證，而債權為上面記名持有人所有。
2. 期限—信用卡證券的平均發行期限至 5 年。
3. 發行單位—發行之初，一次的發行單位約為一億美元，而最近則約在 10 億美元左右。而最低的販售單位則是 1000 美元。
4. 利息—通常與公司債一樣，採一年兩次的固定支付，一般以本金是在最後期滿時作一次的償還。
5. 發行方式—最初採較為經濟的「私募」方式，但自 1987 年 1 月 Republic Bank Delaware 作首度的公開發行後，便都是採公開發行的方式；而承銷團則是由美國及西歐與日本的大證券公司所構成。
6. 發行機構—設立專屬的信託機構作發行人。
7. 流通方式—在美國或歐洲的證券交易所中上市；例如在信用卡證券發行額占一半以上的花旗銀行的信用卡證券，亦於盧森堡的市場中上市。
8. 投資人—多為機構投資家，例如投資信託公司、人壽保險公司、產物保險公司、美國的外商銀行、年金基金及事業法人等。
9. 信用增強—CARDs 是透過 a.銀行的信用狀；b.優先次要的結構設計¹⁶；c.設立準備金三種方式的組合來作信用加強，所以其安全性相當高，通常都能取得最高的信用等級。

三、租賃擔保債券

租賃債權的證券化與上述的汽車及信用卡貸款債權相同，也有採持份權憑證及轉付款債券兩種形式。其中採持份權憑證形式的多與汽車貸款證券相似，乃利用讓與信託（Grantor Trust）的方式發行，代表商品為 1988 年發行之 Chase Manhattan Grantor Trust 1988-A¹⁷。但租賃擔保債券卻以 1985 年三月及九月由美國 Sperry

Lease Finance 公司所發行者為最引人矚目，即 Sperry 公司向 Sperry Lease Finance 公司轉讓其電腦租賃債權，而 Sperry Lease Finance 公司則以此債權為擔保公開發行的債券，此商品所採用者為轉付款債券的發行架構¹⁸。以下考察之。

(一) 基本架構



Sperry 公司的租賃擔保債券如圖所示，是由 Sperry 公司的百分之百子公司 Sperry Lease Finance 公司所發行。Sperry 公司將本身所擁有之電腦設備的租賃債權，賣給 Sperry Lease Finance 公司。Sperry Lease Finance 公司再將購入之債權交給 Texas Commerce Bank 信託，並以此為擔保發行債券。此外為保證本息之支付，Texas Commerce Bank 又會有 Union Bank of Switzerland 的紐約分行對其做支付保證。

1. Sperry 公司

Sperry 公司是一家專門出租電腦及其週邊設備的租賃公司，所以其擁有許多顧客的租賃債權。Sperry 公司在擁有的這些債權中，將其中 88 家具有優良信用的顧客之債權轉讓給 Sperry Lease Finance 公司。而 Sperry 公司在轉讓債權後，仍負有以下之義務：

(1) 買賣契約上之義務

Æ Sperry 公司基於契約規定，負責租賃物之管理、合法軟體之提供及顧客教育之服務。

Ç 但在以下之情況，Sperry 公司得自 Sperry Lease Finance 公司買回債權或以同樣之租賃債權與原來之債權做交換：

- a. 因租賃契約之改訂，而使租金減少時。
- b. Sperry 公司主動提早結束租賃契約時。（Sperry 公司必須買回）
- c. 顧客將租賃契約轉讓給信用不良者。（Sperry 公司必須買回）
- d. 顧客基於租賃契約將租賃物買下，而該收買價格不足以維持債券本息之支付。
- e. 因 Sperry 公司之行為，致使得租約終止或租金的減少時。
- f. Sperry 公司對顧客做租金支付的信用提供時，Sperry 公司也可做與提供之信用額度或原價同樣額度的支付，代顧客買回或交換。
- g. 顧客不履行債務時。
- h. 與聯邦政府之契約，因為某些特定原因而終止時。（Sperry 公司必須買回）（其中 g、h 之情形，Sperry 公司買回的義務只限於最初債券總額之 5%）

（2）服務契約上之義務

基於 Sperry 公司、Sperry Lease Finance 公司及 Texas Commerce Bank 三者間之服務契約，Sperry 公司作為一服務者須負下列之任務：

Æ 向顧客收取租金

Ç 做 Sperry Lease Finance 公司的代理人，將下面所列之款項，送交給 Texas Commerce Bank。

- a. 租賃契約上所載之租金，包括它提前償付之部份。
- b. 在 Union Bank of Switzerland 履行保證契約之收入，及因賣卻無法履行債務部份之債權而所得之收入。
- c. Sperry 公司買下租賃債權之價款。

- d. 顧客行使買回權時所支付的價款。
- e. 買賣契約中 Sperry 公司所需支付的費用。
- É 當有顧客無法於規定繳款日支付租金時，Sperry 公司於其保證範圍內代墊滯納部分之義務、並且將這部份連同其他部分送交給 Texas Commerce Bank。
- É Sperry 公司則在每月的首日收取租賃債權剩餘本金的 0.325% 之 1/12 作為手續費。

2. Sperry Lease Finance 公司

Sperry Lease Finance 公司是 Sperry 公司的百分之百子公司其設立僅在於發行租賃擔保債券及保有與此有關資產而已。Sperry Lease Finance 公司買下 Sperry 公司所擁有的租賃債權，並將此債權交予 Texas Commerce Bank 信託；並以交付信託的租賃債權為擔保發行債券。即它是同時從事租賃債權之購入及債券之發行。

Sperry 公司雖也可以不設立子公司，而由自己本身發行債券，但基於下列之理由而採設立 Sperry Lease Finance 公司的方式：

- (1) 如此可獲的較高的信用評等（Sperry 公司本身的信用評等為 BBB，發行信用評等為 AAA 的租賃擔保債券），從而可減低資金籌措之成本。
- (2) 當 Sperry 公司發生不利之消息時，其本身所發行的公司債債權者將面臨公司債信用力及價格下跌的危機。若設立 Sperry Lease Finance 公司就能完全的阻斷其與 Sperry 公司間之關聯¹⁹。

3. Texas Commerce Bank National Association

Texas Commerce Bank 是扮演一接受 Sperry Lease Finance 公司信託債權的一個受託人角色。而 Texas Commerce Bank 為會計處理上的方便，將所領受的租金及 Sperry 公司代墊的租金不足額部分開設一集中戶頭以支付債券本息。

4. Union Bank of Switzerland

Union Bank of Switzerland 的紐約分行為債券的持有者，發行下列二種不得取消之信用狀。即 (1) Sperry letter of Credit—當 Sperry 公司無法履行對租賃債權之買回或對維持對租賃顧客之信用提供時，受託管理人 (Texas Commerce Bank) 可

行使 Sperry letter of Credit，據此得確保當初債券的 5%之金額。(2) Company Letter of Credit—受託管理人行使 Sperry letter of Credit 仍有發生支付本息的資金不足的情形之虞，此時代理人可為 Sperry Lease Finance 公司行使 Company Letter of Credit。據此種信用狀得確保當初債券總額 15.72%的租賃債權。

5. 債券承購商

是由 First Boston Corporation 及 Bear, Stearns & Co.為主的十一家公司負責承銷，並作公開的發售。

6. 投資人

主要投資人為機構投資者，即年金基金及銀行。

7. 提前償付

基於買賣契約上的義務，當 Sperry 公司自 Sperry Lease Finance 公司買回租賃債權時，Texas Commerce Bank 負有將這筆款項用作提前償付之義務。為提前償付 Sperry Lease Finance 公司有義務支付 Texas Commerce Bank 那些無法償付部分的債權款項，以應付租賃擔保債券提前支付的情形。

(二) 租賃擔保證券之特性

1. 優點

(1) 是一低成本的資金調度方式

租賃擔保債券乃使優良顧客的租賃債權與 Sperry 公司的資產作分離，並將其證券化。又經由 Union Bank of Switzerland 所發行的信用狀，而對此有信用補強的作用。從而即使 S&P 對 Sperry 公司的信用評等為 BBB 級，但租賃擔保債券本身卻可從 S&P 那兒得到 AAA 級的信用評等。此使 Sperry 公司擁有比發行公司債更低成本的資金調度方式。

(2) 迴避利率風險

Sperry 公司由於出售租賃債權之故，而可迴避租賃期間的利率變動風險。

(3) 財務指標之改善

售出的租賃債權，在會計上會自資產負債表上被消去，因此能改善總資產利率等財務指標。

(4) 債權的現金化

在不斷推陳出新的電腦業界，為維持出租機種的不斷更新，對必要資金的需求量很大，但若只靠每月的租金，則無法應付。從而利用發行租賃擔保債券方式則可收回資金，並將其作有效之利用。

(5) 因應投資者的需要

因租賃擔保債券是屬短期性、高獲利且具高安全性之投資對象，所以可預期的是十分能符合儲蓄金融機構、銀行、證券信託投資經理、年金基金、保險公司及事業法人等投資者的需要。

2. 缺點

(1) 使公司資產內容惡化 - 因只選擇出售公司內的優良債權，會使公司內部的資產內容惡化。

(2) 投資者的持有期間風險較大 - 當因租賃契約中途解約而產生的租賃債權提前償付時，因為資金的流向是直接轉給租賃擔保債券的持有者，所以投資人的收益就變得不確定，且常會有過早期滿的情形發生。

(3) 因為租賃擔保債券流通市場並不存在，所以想中途將債券換為現金的投資者，除非自行找到買方，否則是無法將其套現的。

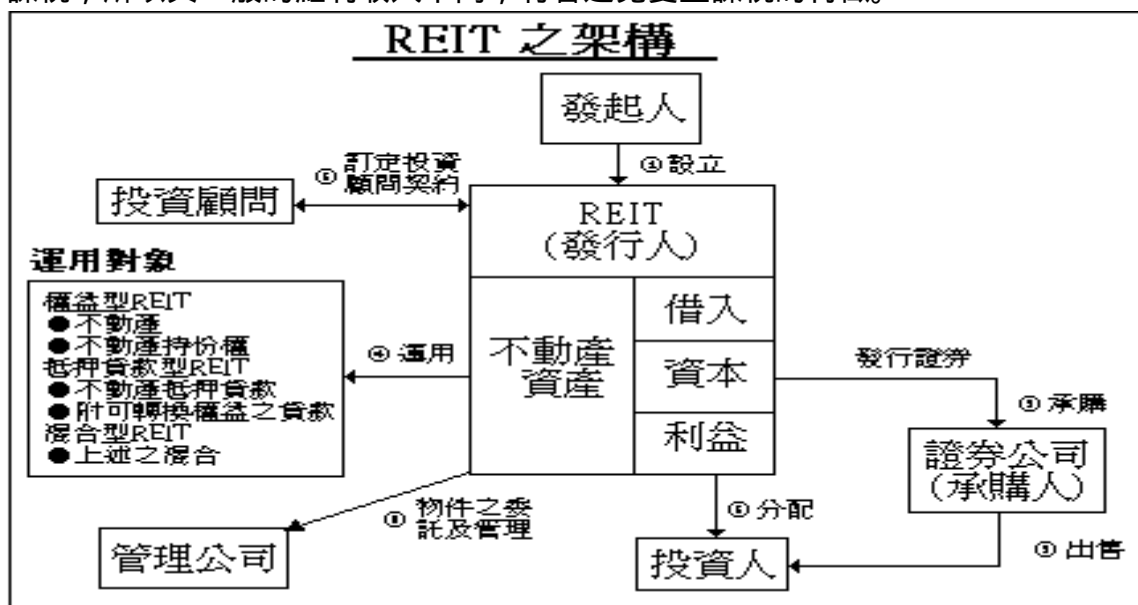
第三節 不動產投資信託 (REIT)

REIT 在美國起源於 19 世紀，所以可說是歷史悠久。其後雖得以繼續順利發展，但至 1970 年後半，曾由於景氣衰退及不動產業界的不景氣，而一度消聲匿跡。但到了 1980 年代又再度的復甦，其中原因主要是因當時美國重新訂定稅制，大多數的不動產投資因而遭到嚴重的衝擊，但本來就並非以節稅為目的的 REIT 卻

相反的並未因此受到稅制修訂的影響，反而因此佔盡優勢。現在的 REIT 已成為許多基金經理人的投資項目之一，因而可算是一具代表性的金融商品。

(一) REIT 之架構

REIT 在本質上而言，可說是一種管道 (Conduit)。它是將從投資人那兒集合來的資金加以運用，並將運用後的收益金額 (在 REIT 為 95% 以上) 加以分配的一種架構方式。因為對其中所謂的管道，並不課徵所得稅，而是針對投資人就其收入課稅，所以與一般的紅利收入不同，有著避免雙重課稅的特徵。



其基本架構如下²⁰：首先是由發起人在符合 1960 年美國不動產投資信託法中有關稅制之相關要件下設立 REIT，被設立之 REIT 若為公司型，是以股票；為信託型則以信託收益憑證的型態來發行，並由證券公司承購，再出售給投資人。由於券商在承購時須負承購價格及市場上實際售價二者間價差之風險，故證券商通常會與其他券商組成一承購團來降低此風險。一般而言，習慣上在 REIT 持有的資產方面，會與投資顧問公司訂定相互之投資顧問契約來進行資產之運用，而這一投資顧問公司又多為發起人之關係企業。而就 REIT 本身持有資產的管理部分，由於 1960 年美國不動產投資信託法規定，禁止 REIT 本身直接來進行資產的管理，是故會委

託管理公司來作物件之管理。此外就收益方面，REIT 所得之收益之 95% 以上須分配給投資人。

而 REIT 所具有之管道功能，必須在符合稅制上（1986 年國內歲入法，IRC 856~860 條）如下述之要件才能免稅，若無法滿足，則在 REIT 階段就須被課稅，而 REIT 也就失去其作為一管道的功能了。REIT 之構成要件如下所述²¹。

1. 組織上的構成上

- (1) 為公司（Corporation）、信託（Business Trust）或社團（Association）之組織。在現實中，以信託組織為最多，而社團組織則幾乎沒有；另外，公司型態的組織則有增加的傾向。
- (2) REIT 是一種可轉讓之證券（transferable）
- (3) REIT 在每年當中，要有 335 天以上，被超過 100 位的股東持有。
- (4) 不能讓五位以下之股東持有超過總數 50% 以上的部分。

2. 資產之構成

- (1) REIT 中資產須有 75% 以上是不動產、不動產抵押權，其他部分才可是現金及國債。
- (2) REIT 所持有之股票（除了其他的 REIT），須在該發行股票之公司股票發行數額的 10% 以下。
- (3) 對某公司發行股票的投資額，須在 REIT 總資產的 5% 以下。

3. 收入來源

- (1) REIT 年收益的 75% 以上需得自於對不動產的投資。所謂對不動產之投資，不動產的租金收入、不動產抵押權的利息收入、買賣不動產所得之收入、保證金及從其他的 REIT 得知的收入均屬此範圍。
- (2) REIT 年收益的 95% 以上必須是從上述 1. 中及其他有價證券的紅利、利息及資本收益得之。
- (3) 為限制 REIT 作投機的短線交易，所以並不能將交易性質的收益算在 REIT 中所規定的 75% 以上之不動產收益之內。所謂的交易性質的收益，指的是將持有不

滿六個月的有價證券出售所獲得的收益，以及將持有不滿四年的不動產出售之獲益。

(4) 75%的不動產投資收益中，並不將不是因獨立的專家所管理之不動產租賃所得算在內。

4. 對投資人的收益分配

除去資本收益外所得的 95%以上要分配給投資人。而資本收益雖是為再投資而作的內部保留，但這部分的 REIT 是要被課徵一般的所得稅的。

(二) REIT 之特性²²

對一般的投資人而言，REIT 給予他們投資巨額不動產的機會，其具體特性如下：

1. 具稅務上的特殊地位

若滿足如之前所述在稅務上之要件，REIT 是不需課稅的，而就其運用後的收益而言，也只在投資階段需被課稅，因此得避免雙重課稅。但不符合稅法上要件時，即使在 REIT 階段亦是要課稅的，換言之會被雙重課稅。

2. 有集中資金的機能

因為 REIT 可以透過市場，販賣給投資大眾，不但有著集合個人投資家手中資金的功能，同時亦給予手頭上只有少數資金的投資人，投資巨額不動產之機會。

3. 運用不動產投資專家

REIT 乃禁止經營不動產本身，但卻利用具有管理不動產知識之專家從事不動產之投資。而其管理費用僅佔 REIT 總經費之很小比例，對投資人而言，僅為一小小的負擔而已。

4. 流動性

不動產本來就是一種欠缺流動性的投資，且其中買賣所耗的費用頗大，此外若想將不動產以一部份一部份的方式買賣實有所困難。但 REIT 可透過市場流通，使得不動產的投資變成也能具有像股票、債券般同樣具十足的流動性。

5. 分散化

就不動產投資標的物的分散化而言，相對的能減低投資家的可能風險。一種 REIT 可對不同地域、不同種類的不動產作分散投資以降低風險；投資人也可購買若干投資標的物各異之 REIT，作一投資組合以減少了風險。

6. 對負債之依存度

因為 REIT 負有將所得的 95% 以上分配給投資人之義務，故很難有內部保留。所以需依靠資本金及負債作為用來再投資之資金籌措來源。當股市低迷時，資金籌措中的負債比率將會升高，REIT 的金融風險也就有跟著加大的傾向。

7. 發起人

發起人 (sponsors)，即 REIT 的設立者，有銀行、保險公司、都市住宅開發業者、銀行團等，但 1970 年以後銀行體系已有減少的趨勢。

(三) REIT 之類型

1. 根據投資方法分類

REIT 一般可被分成權益型 REIT (Equity REIT)、抵押貸款型 REIT (Mortgage REIT) 及混合型 REIT (Hybrid REIT) 三種。

(1) 權益型 REIT (Equity REIT)

權益型的 REIT，是直接持有或與其他公司以聯合經營的型態共同持有不動產。而投資的標的物以剛興建完成正要開始使用的不動產（如購物中心、公寓、健身中心、辦公大樓、餐廳、大飯店等）為多。基本上乃期待不動產本身價格上揚的同時，其租金也能跟著上揚，例如購物中心的租金多採加上一定比率的銷售金額金額算出（一般而言 REIT 在設立之初收益會較低，但經過幾年後通常會有上升的傾向）。

(2) 抵押貸款型 REIT (Mortgage REIT)

抵押貸款型 REIT 主要的投資標的是土地買賣投融资、開發建設融資等抵押貸款。之前雖多為單純融資型，但現在該比重逐漸減少，而附可轉換權益之貸款等參

加型貸款有增加的趨勢。若與權益型 REIT 作一比較，因為對開發、建設此一階段的投資風險較高，所以利率亦被設定的相當高，但另一方面，就如同從下表參-5 中所顯示的，其收益的變動幅度亦相當之大，此乃其對市場的利率動向相當的敏感，所以在 1983 年利率高時，其收益率亦高；但遇利率下降時，其收益率亦跟著下降。

(3) 混合型 REIT (Hybrid REIT)

此乃權益型及抵押貸款型之混合，它既直接擁有不動產，並同時的對抵押貸款進行融資。它兼享有因不動產升值而獲得資本收益及規則得到每年利息收益的優點。由表參-5 可知與抵押貸款型的 REIT 相比，其收益較為穩定。

表參-5 各種 REIT 之利潤			
(年率, %)			
種類	權益型 REIT (Equity REIT)	抵押貸款型 REIT (Mortgage REIT)	混合型 REIT (Hybrid REIT)
1980	17.16	13.74	39.33
81	7.49	6.51	11.64
82	17.04	42.38	27.60
83	31.33	15.24	30.38
84	17.15	8.11	14.30
85	18.36	(-) 8.71	3.71
(出處) National Association of REIT, <i>REIT Fact Book</i>			

2. 根據投資對象來作分類

權益型的 REIT 又可被進一步的區分為：1.指定型 (property-specific)；2.委任型 (Blind Pool)。

(1) 指定型 (property-specific)

投資對象是被指定投資特定地域、地區或物件。

(2) 委任型 (Blind Pool)

投資對象並不作限定，而是委由不動產投資顧問公司來作運用。雖然向來權益型 REIT 是以委任型為最多，但最近指定型有增多的趨勢。

3. 根據期限有無來作分類

REIT 也可以限期之有無分成：1.無限期之 REIT 及 2.有限期之 REIT。

(1) 無限期的 REIT (Perpetual-Life REIT)

早期之 REIT 全為無限期 REIT。

(2) 有限期 REIT (Finite-life REIT)

近年來，此種附有期限之 REIT 較無限期之 REIT 更受歡迎。它是一種在一定期限後，會將其所擁有的不動產出售，將剩餘資金分配給投資家，而該 REIT 解散。有期限的 REIT 之平均期限為 10~15 年，但亦有短至 5 年，長至 39 年期限出現；又，附有期限之 REIT 中，在確定的期限外（例如 10 年），還有一定的寬限期（如 10~13 年）。後者對 REIT 的管理者而言，其能管理運用的時間自由度就更高；此外另有一種寬限期之變形，即當期限將至時，可經由股東的投票作期限延長之可能。

4. 根據發行型態作分類

(1) 公司型 REIT (Corporation)

REIT 是股份有限公司型態，發行股票。其優點在於在美國州法上，有關股份有限公司的法律相當完備，若出現法律問題時較易解決，所以其在法律上的安定性相當高；此外，公司型的 REIT 與信託型的 REIT 不同的是，它還能採優先股等不同種類的股票及轉換公司債等方式來發行。

(2) 信託型 REIT (Business trust)

信託型的 REIT 是一種商業信託 (business trust) 型態，發行的是信託受益憑證。它的優點在於，它的架構的組成較公司型 REIT 來得靈活。例如：公司型 REIT 中，各州公司法均詳細規定了董事會及股東大會之間的權限，但信託型的 REIT 只要是最初信託設定，該信託的終止能不經受益持份所有者大會的決議而由

受託者來決定，即可以上述方式進行（因此有限期的 REIT 多採信託的型態發行）；此外，公司型的 REIT 受到授權股制度的約制而無法發行超過授權股數範圍的股票，而信託型的 REIT 則不受此限；而從課稅來說，信託型的稅率通常較公司型來得低，亦是其優點之一。

但上述兩者間，在作為一經濟實體上而言實無差異。在 REIT 發展之初（1960~1976），由於稅法的關係（為避免被雙重課稅）所以是以信託型 REIT 為主。但後來隨著稅法的改正，以及信託型 REIT 在組織上之權利義務關係不明確（受益持份所有者的有限責任之訂定上沒有公司型來得確實），最初信託設立時所花的費用較高等缺點，故到後來，在投資人權利上相較上顯得較明確的公司型 REIT 變得較為普遍。

（3）社團型 REIT（Association taxed as a corporation）

REIT 是以社團組織的方式營運，但現在此種型態之 REIT 並不存在。

5.以能否追加發行股票來分

根據能否追加發行股票，可將其分為 1.開放（open-ended）型及 2.封閉（closed-ended）型

（1）開放型 REIT

指可追加發行股票的 REIT。它具有追加作為投資資本金的資金籌措方式的自由度較高之特徵。

（2）封閉型 REIT

指不能發行追加股票的 REIT。它具有防止既存的投資家之股權被稀釋化的特徵，但亦有不易增額投資的缺點。

第四節 法律規制內容

美國的企業為減低資金籌措之成本、改善資產負債結構或提高資金週轉率等理由，而對於所擁有的不動產或其他資產擔保貸款債權予以證券化，並已至相當普遍

已如前所考察，而成為證券化之商品流通於資本市場，為投資人之投資對象。從而金融資產之證券化中，投資人保護成為一重要課題。以下考察美國對於投資人保護之法律規制內容。

一、有價證券之該當性

美國連邦 33 年證券法明確規定「有價證券」之定義而其成為其他連邦證券諸法例如 34 年證券交易法或 40 年投資公司法等對於證券概念之基準。33 年法於第 2 條 1 項 1 款中「證券」(Securities)，指票據 (Note)、庫存股 (Treasury Stock)、附擔保公司債 (Bond)、無擔保公司債 (Debenture)、債務證書、對於利益分配契約表示具有權利或參加證書、證券擔保信託憑證、公司設立前之持股證書或認購權證書、具轉讓性持份證書、投資契約、決議權信託證書、證券存託證書、關於石油瓦斯及其他礦業權之非分割部份權利、證券或存託證書之集合體或其指數之選擇權 (Option) 或特權、國法交易所上市通貨之選擇權或特權、其他一般稱為「證券」之權利或證書及表示具有或參加該權利之證書或暫時性證書或受領憑證保證書、或承購收購該證券之權利；而 34 年法第 3 條 a 項 10 款中對有價證券之定義與上述規定幾乎相同。從而可知美國連邦證券諸法上之「證券」範圍非常廣泛與普遍，不僅具體的列舉傳統有價證券種類，且包括抽象的「投資契約」與「一般稱為證券」之權利或證書，因此可謂商業上通常包含於證券概念之所有證書皆納入，以便受連邦證券法之規範，而避免脫法行為發生。

由前面各節所考察美國資產之證券化，其基本架構有三：一為具有資產擔保之債權本身之證券化，即所謂持份權憑證 (Pass-through 型)；二為以具有資產擔保之債權作為擔保而發行債券，並因債券發行主體之差異而區分為抵押擔保債券 (Mortgage-backed bond)，由資產擔保債權之所有人自己發行債券；與轉付款債券 (Pay-through 型)，由資產擔保債權所有人以外之具有特別目的公司所發行債券。另一為不動產投資信託憑證 (REIT) 可區分為信託型與公司型，於信託型本身即為證券投資信託憑證，於公司型則為股份。

除持份權憑證（Pass— through 型）外，以債權為擔保而發行之債券不論為抵押擔保債券（Mortgage— backed bond）或轉付款債券（Pay—through 型）實質上皆為附擔保公司債；REIT 之信託基金投資不動產，其經濟實態與證券投資信託公司並無差異，1960 年 SEC 報告書中明確指出 REIT 適用連邦證券諸法²³；至於持份權憑證（Pass— through 型）雖然下級審法院曾有否認其該當於證券諸法上「有價證券」之案例存在²⁴，不過此見解以違反投資人保護之立法目的等理由受到強烈批評且 SEC 實務亦以之該當於「有價證券」²⁵。從而不論持份權憑證或以債權為擔保而發行之債券，或 REIT 皆為美國連邦證券法上之有價證券乃無庸置疑，而受連邦證券諸法之規範。換言之，除 33 年、34 年連邦證券法外，因債券之發行亦有 1939 年信託證書法（Trust Indenture Act of 1939）之適用；又有特別目的公司存在之架構而有 1940 年投資公司法（Investment Company Act of 1940）之適用等。

二、33 年、34 年連邦證券法之適用

（一）公開制度之規制

公開制度之目的乃在於提供投資人投資判斷資料而使投資人能作合理投資決定，以保護投資人並確立自己責任原則。從而於發行市場則有 33 年法所規定發行公開制度，即發行人公開募集有價證券除適用除外證券或適用除外交易外，須向 SEC 提出申報生效並公開投資情報後，才可為之；而於流通市場則有 34 年法所規定之繼續公開制度，即依 33 年法規定公開募集有價證券而該證券之股東名簿上持有者人數達 300 人以上之證券發行人、於交易所上市證券之發行人、營業年度終了總資產 500 萬美金以上且股東名簿持有證券人數達 500 人以上之該證券發行人等對投資人負有定期繼續性之公開義務。

1. 發行人之概念

發行人對投資人負有公開義務不論不定期性之發行公開或定期性之繼續公開，而對於公開之資訊有虛偽不實情事者不僅應受刑事制裁，且對於受損之投資人應負民事賠償責任²⁶。金融資產證券化之架構上除證券發行人外仍有可能存在所謂資產

創始者 (originater)。而於抵押擔保債券 (Mortgage—backed bond) 或持份權憑證 (Pass—through 型)，由於原抵押債權之持有者本身 (originater) 即為債券或持份權憑證之發行人，二者合而為一，則無問題。然 Pass—through 型證券若利用信託方式而發行受益憑證例如汽車或信用卡債權之證券化，債權保有者

(originater) 將該債權信託與受託人，該受託人才為受益權憑證之發行人，二者各異其人；又 Pay—through 型證券則由債權保有者 (originater) 將該債權讓與特別目的公司，而特別目的公司以該債權為擔保而發行債券，所以 Pay—through 型證券之發行人為特別目的公司。不過，信託或特別目的公司之存在目的僅在於發行證券，換言之於證券化之架構上僅具導管 (conduit) 作用而已；實質上資產之管理、資金之取得等證券化架構性行為之實施者仍在於資產創始者 (originater)，故亦應使其負公開義務，對投資人更具有意義。

而為使資產創始者 (originater) 能涵蓋於發行之概念中，例如 SEC 將 Pay—through 型證券適用於 33 年法之 SEC 規則 Rule140，並以解釋方式使問題解決。換言之，SEC 認為住宅建設公司等 originater 最初取得之抵押貸款債權本身即為證券，且判例上通常於 originater 取得抵押貸款債權而將其讓與第三人時亦認為該債權為證券²⁷。Pay—through 型證券之特別目的公司不僅從事購入抵押貸款債權此種證券，而又分銷自己發行之債券業務。而依 Rule140 之規定該特別目的公司不僅為 33 年法上之發行人，且依同法第 2 條 11 項之規定可視為 originater 所發行證券之承銷商。因此 originater 成為抵押貸款債權此種證券之發行人，從而 33 年法之證券公開義務當然及於 originate²⁸r。此外，SEC 亦以 originater 與特別目的公司為證券之共同發行人之法律架構，而使 originater 負發行人責任²⁹。

所以美國之證券法上公開義務對於發行人概念範圍不僅形式上證券之發行人，且包括實質意義之發行人³⁰，即「所謂發行人乃謂依證券發行基礎之信託或其他契約之規定，以寄託者或管理者之資格地位從事職務並負擔義務者稱之」³¹。

2. 開義務之免除

發行市場公開義務之免除包括除外證券與除外交易，而除外證券依 33 年法之

規定指下列證券：政府、州所發行或保證之證券，金融機關所發行或保證之證券，儲蓄信貸合作社等機關所發行之證券，合同運用信託基金之受益憑證等（33年法第3條a項）。因此，Pass-through型證券中之不動產抵押貸款證券，其多數由政府保證者例如GMNA持份權證券、FHLMC參與憑證、FNMA抵押擔保證券等之發行可免除公開義務；抵押擔保債券中不動產抵押擔保債（MBB）由儲蓄貸款合作社或儲蓄銀行發行者依前述33年法之規定亦可免除公開義務；至於Pass-through型抵押證券若由銀行發行或保證者亦可免除公開義務，此外因1975年之修法對於金融機關等成為originater而被發行之證券，並其販售對象每位金額皆為25萬美元以上者則可免除登錄（33年法第4條5號）。REIT為不動產投資信託，與證券投資信託公司之經濟實態相同，蓋其投資對象一為證券一為不動產之差異而已，從而依SEC之1960年報告書明白指出連邦證券諸法原則上適用於REIT，所以發行REIT仍應依33年法之規定履行公開義務³²。

所謂除外交易指少額免除與私募而言（33年法第3條b項），蓋投資人保護之目的存在於該二者之必要性較少，而為減輕發行人公開義務之負擔，故使免除公開義務。若其所發行並公開募集之證券價額總額500萬美金以下者，則為少額免除，發行人可免除公開義務；又證券買受人為具有特定資格之投資人或僅對35名以內之一般投資人非依廣告等方式公開募集者，則為私募，該證券免除登錄，從而發行人可免除公開義務。所謂具有特定資格之投資人乃指銀行、保險公司、投資公司、員工福利計畫、具有超過500萬美金以上資產之慈善或教育機關、發行人之董事或業務執行幹部或無限責任股東、具有超過100萬美金以上純資產者³³。

3. 公開之情報

於發行市場上，與不動產具有關連性之證券化商品包括抵押擔保債券（Mortgage-backed bond）或Pass-through型證券及Pay-through型證券之發行通常使用S-11樣式³⁴。而S-11樣式乃為SEC對於不動產投資信託所發行受益憑證或以投資不動產及不動產相關資產為主要業務之發行人所發行證券而必須利用之樣式，因此與不動產無關連之資產證券化商品包括汽車貸款證券、信用卡證券、租賃

擔保債券等則依 SEC 所定一般發行公開之樣式 S-1 以揭露相關資訊。S-11 樣式所揭露特別情報包括發行人之組織形態、投資政策（對於不動產、抵押擔保證券等之投資）、不動產狀態（抵押權或租賃契約之存在與否）、資產利用狀況、不動產之管理委託（受託人名稱與服務內容）、發行人與證券所有人之稅務處理、抵押擔保之信用力與期限前償還相關事項等³⁵。流通市場之定期性公開，各式證券化商品皆使用一般之年次報告書 10-k 樣式或 8-k 樣式³⁶。至於季報表 10-Q 樣式及董監事、主要股東持股變動報告義務通常可被免除，蓋認為抵押擔保債券之持有人通常僅關心每月現金之配息之故也³⁷。

資產證券化由於其資產本身之內容對投資人而言即為重要情報而應充分揭露，此外證券化過程之組織架構例如將資產設定信託方式或讓與特別目的公司方式而發行證券、是否發行權利內容迥異複數證券、具有銀行保證或保險之信用補充措施存在與否等須使投資人理解，同時對於 originator、保證人或受託人等關係人情況之揭露或債務人償債遲延之風險、償債提前之風險與稅務處理方式等事項與投資人收益關係重大亦必須揭露³⁸。

（二）行為規制

依前述美國之資產證券化不論持份權憑證或以債權為擔保而發行之債券，或 REIT 皆該當於連邦證券法上之有價證券，從而應適用 33 年法、34 年法上之行為規制。行為規制之目的在於取締不法交易行為，使形成合理市場交易價格，以確保交易之公平性。其內容包括一般性詐欺禁止規定、市場操縱與內線交易行為之禁止。

1. 一般性詐欺禁止規定

一般性詐欺禁止規定見於 33 年法 17 條 (a) 項及 34 年法 10 條 (b) 項，換言之關於證券之取得或賣出，任何人皆不可使用詐欺手段或對於重要事實有虛偽不實表示或欠缺，其行為主體與對象證券皆不受限制。同時基於規制之有效性而由 SEC 制定規則補充之，以確定具體違法行為類型，從而 SEC 以規則 10-b-5 廣泛的

取締不法行為，不論該證券是否在交易所登錄或對於任何人之任何證券交易，SEC 發現有違法之虞時則行使調查權搜索必要證據，而向法院提起刑事追訴。

2. 市場操縱禁止規定

市場操縱禁止規定見於 34 年法第 9 條 a 項，換言之關於證交所登錄之證券任何人不得從事下列行為：（1）使人誤認為該證券為交易頻繁，或為外觀上為交易頻繁，而為之虛買虛賣（wash sales）或用人頭戶交易（matched orders）；（2）為促使該證券之買賣，而製造該證券為交易熱絡之假象，或者，為讓該證券之價格急速下跌而大量拋售換手；（3）因市場操作行為，使該證券價格急跌，將其過程以業務情報，在市場上公布、傳播，目的在促使該證券之交易之進行；（4）為促進該證券之交易，而為不實之表示。此外，違反 SEC 規則而從事安定操作，亦為違法。不過同法第 3 條（a）項 12 號定義之除外證券（例如政府發行 保證債券等）則排除市場操縱禁止規定之適用。

違反 34 年法 9 條規定者應受刑事制裁。不過市場操縱禁止規定之適用範圍，限定在證交所登錄之證券³⁹而已，且事實上 34 年法第 9 條（a）項亦不常被適用。其理由在於 SEC 規則 10-b-5 對於市場操縱行為已能有效規範⁴⁰且若非該當於上述四種違法類型之市場操作，則可概括的適用同法第 10 條（b）項一般性詐欺禁止規定取締之。

3. 內線交易禁止規定

美國對於內線交易乃以違反 SEC 規則 10-b-5 及 34 年法 10 條（b）項之詐欺禁止規定制裁之。1984 年特別立法⁴¹對違法者除刑事制裁與民事賠償責任外，可科以 3 倍民事制裁金；又經 1988 年之修法⁴²對違法者之刑事責任由 5 年刑期提高為 10 年。

（三）營業規制

證券化金融商品為 34 年法上之有價證券之故，從而 34 年法上證券商之營業規制亦同樣適用。其內容包括：證券商之登錄制、SEC 之行政監督、不法行為之禁

止等。其中不法行為之禁止乃指證券商應遵守招牌理論⁴³，不得使用詐欺手段從事證券交易行為，同時禁止從事市場操縱行為、內線交易行為與利益相反行為。此外，因 1940 年格拉 史帝格法（glass steagal）之制定使證券業務與銀行業務嚴格分離⁴⁴，連邦銀行（與連邦準備制度加盟銀行）除受顧客特別委託之經紀業務外，不得從事證券之承銷、自營等業務⁴⁵，除非以銀行控股公司之證券子公司方式從事證券業務而須受一定管制⁴⁶。

關於證券化金融商品，銀行自為 originater 而以取得抵押貸款債權之集合發行 Pass-through 型證書，通貨監督官以該證券化資產為抵押貸款債權本身之理由，而認為抵押貸款債權銀行當然可以從事承銷買賣或投資行為；即使其他之資產證券化商品亦同樣的銀行可以從事該類業務。不過，於 Security Industry Association v Clarke, 703F Sup. 256（SDNY, 1988）案中，連邦地院持相反見解認為以信託財產方式發行之 Pass-through 型證書為格拉 史帝格法上之證券，且保有貸款債權者為信託本身與銀行為不同個體，證書發行人為信託公司而非銀行，從而銀行依格拉 史帝格法規定不得承銷該證書；然上訴審卻仍然支持通貨監督官見解，認為案中之銀行乃為處分自己原始取得之貸款債權而將債權證券化而已，即使從事分銷該證券化金融商品亦應視為銀行之付隨業務⁴⁷。不過，格拉 史帝格法（glass steagal）於 1998 年廢止後銀行從事證券業務已不受嚴格限制，從而證券化金融商品之發行承銷或買賣等於證券，銀行業務之分界上已無爭論之餘地。

三、1939 信託證書法與 1940 年投資公司法之適用

（一）1939 信託證書法之適用

信託證書法上之債務證券乃以 33 年、34 年法之證券概念為基礎⁴⁸之故。從而具有公司債性質之抵押擔保債券（Mortgage-backed bond）或 Pay-through 型證券應適用本法；其內容包括債務證券之登錄與信託證書之作成必要、受託人之資格限制、受託人定期報告義務、受託人利益相反行為之禁止、受託人之責任與免責規定等⁴⁹，以保障債權人之權利。

（二）1940 年投資公司法之適用

1940 年投資公司法上之投資公司乃謂從事證券投資、保有或買賣業務之證券發行人，而其所有投資證券價額佔資產總額 40% 以上者⁵⁰。從而利用特別目的公司（SPC）之架構方式發行 Pay-through 型證券，該 SPC 固為投資公司而適用 1940 年投資公司法外，其他之資產證券化商品中該資產內容為抵押擔保債權、信用卡貸款債權、汽車貸款債權等由於學說或 SEC 之見解皆肯定為 40 年法上之證券⁵¹，符合上述定義故以該資產為擔保而發行證券者亦為投資公司，因此有 1940 年投資公司法之適用。1940 年投資公司法之規制內容：投資公司之組織架構、董監事責任與不法行為之禁止等⁵²為主。

然而 40 年法上有除外規定存在而使證券化金融商品亦能除外適用，其包括（1）政府保證發行之證券，例如 GMNA 持份權證券、FHLMC 參與憑證、FNMA 抵押擔保證券等不必適用 40 年法之規定；（2）該證券非公開發行且該發行證券在實際上的擁有人不超過 100 人⁵³；（3）依第 3 條 C 項 5 號之規定非從事附認購權證券、分期給付型額面證書、繼續投資計畫證書之發行業務而以取得不動產抵押權、留置權及利益權為主要業務者可除外適用，從而從事不動產投資之投資信託公司（發行 REIT）不必適用 40 年法之規定，然而本質上仍為投資公司僅投資標的為不動產之差異而已，卻因此可除外適用 40 年法，此似有違公平原則而受批評⁵⁴；（4）SEC 依第 6 條 c 項規定之授權於公益或投資人保護上認為適當時可以行政命令免除 40 年法之適用，例如以適格投資人為發行對象之抵押債權之持份權憑證⁵⁵。

四、破產風險之遮斷

以資產證券化方式自資本市場取得大量資金後，該資金取得者於破產時破產法上程序如何才不及於證券化之資產，此於投資人保護上亦成為重要課題⁵⁶。以下考察美國之證券化金融商品三種基本架構中如何遮斷破產程序，以保護投資人。

（一）Pass—through 型證書（持份權憑證）

Pass—through 型證書乃以抵押貸款債權、汽車貸款債權等之集合而所發行的證書；證書本身即代表對此些資產之直接所有權。遮斷持份權憑證於發行人破產時的被破產程序波及的方法，通常是利用信託受理人（Grantor Trust）的方式；即持份權憑證發行人將集合的債權委託給信託機關，並由信託機關發行表彰交予信託之債權的受益證書，然後再將此受益證書賣給投資人。依據英美法上信託法理，債權的移轉視為債權的賣卻。所以當發行者倒閉或破產時，並不能對已移轉給信託公司的債權執行破產程序。

就信託受理者而言，它只是執行受託債權管理的一個信託機關，並無對該債權之運用及對收益進行再投資的裁量權。具體言之，轉讓證書的發行者，在收取了被拿去信託的債權本息後，將期間的手續費扣除，將其匯入受理信託者的戶頭。而信託機關則根據之前轉讓證書上所定的條件，支付本息給投資者。

（二）Pay—through 型證書（轉付款債券）

轉付款債券是以租賃或抵押債權等作擔保所發行的一種債券形式。債券本身的資金流動與抵押債權等的資金流向是相連結的。它是利用成立“特定目的公司”（Special Purpose Corporation, SPC），來達成發行者與當作擔保的債權分離。而 SPC 又可分為兩種：

第一種，乃為發行債券以籌措資金者所成立的百分之百子公司。例如，租賃公司出售債權給百分之百持股之金融子公司，而該子公司則以此租賃債權為擔保，發行轉付款債券。此種百分之百子公司之資產與母公司具有實質上連結性之故，從而有受母公司破產程序波及之虞。因此，為避免被認為具有「實質連結性」而受破產程序之波及，故對該債權之買賣於財務報表應明確表示並應使子公司於董監事、幹部等人員構成及經營上維持獨立性、設置獨立會計帳簿等措施，以遮斷與母公司之連結性⁵⁷。但實際上並沒有確實的方法可阻卻這種破產程序⁵⁸。

第二種，是第三人擁有之 SPC。這個公司與發行債券以籌措資金者毫無資本上的關係，所以被稱作「孤兒公司」(Orphan Corporation，以下稱 OC)。例如，A 公司想透過轉付款債券的發行來籌措資金時，A 公司會仰賴證券公司，而出售它所持有的債權給證券公司之子公司，由這個子公司發行轉付款債券。從而即使 A 公司倒閉，破產程序亦不會波及證券公司之子公司的資產。

此外，適用於聯邦保險制度的儲蓄暨貸款協會、商業銀行及相互儲蓄銀行，並不受破產法之適用。所以此些金融機關即使不利用 100% 子公司或 OC 等 SPC，亦可發行轉付款債券。而這種轉付款債券即使於作為發行人的金融機關倒閉時，也不會有無法本息的情形產生。

(三) 抵押擔保債券

抵押擔保債券是以抵押權為擔保所發行的債券。它與持份權證書及轉付款債券不同的是，作為擔保的抵押權資金流向與債券的資金流向是分開的。抵押擔保債券通常並不使用信託委任或 SPC 的方式，來阻卻破產程序。所以債券發行者的破產時通常可能波及作為擔保的抵押權，而使投資人受害。故為保護投資人並使債券發行獲得較高評等，可以採取下列措施：1. 擔保利益之完備—使擔保管理之信託機關對此擔保債權擁有合法的完全的第一順位權利，故當債券發行人破產時，信託機關因擁有第一順位債權人之所有權利，而不致受害；2. 自動中止解除之申請—依 1978 年破產法第 362 條 (a) 項自動中止條款規定可禁止債券所有人取得擔保之所有權，但證書受託者之信託機關可向破產法申請在短期內解除該項禁止；3. 特惠交易之不該當性—雖然破產法中規定，破產申請前的 90 天內所做的資產移轉都被視做是特惠交易，該資產應由破產管理人來處理。但債券持有人乃被視為受完全保證之債權者，而對已支付金額認為不適用特惠交易之判斷 4. 保險，保證之存在—債券發行人對作擔保之債權應由銀行附擔保或保險例如以 GNMA 證書為擔保而發行之債券，則不生問題⁵⁹。

如上所述，Pass-through 型證書及利用 SPC 的 Pay-through 型證書，原則上是用資金的籌措者與證券發行資產分離的方式，使得資金籌措者的破產並不會對該部分的資產造成影響。然而，利用 100% 子公司方式的轉付款債券及抵押擔保債券，它資金籌措者的破產可能會波及擔保資產。如下所示：

證券的種類	阻斷破產程序的方法	阻斷手法之效果
Pass-through 證書	委託信託人	完全阻斷
Pay-through 債券	SPC	完全阻斷
	100% 子公司	不完全阻斷
抵押擔保債券	無	無

¹ 湯野勉，金融の證券化（晃洋書房 1999）頁.53-54。

² Federal Reserve Bulletin, June 1998, A35

³ 抵押貸款的借款人亦能提前償付(prepayment)。如遇此情形，這筆被提前償付之款項會經由持分權憑證的發行人之手交到持分權憑證持有人的手中。

⁴ 無 FHA/VA 保證保證的抵押放款稱作傳統抵押貸款，它佔抵押貸款市場全體的大多數。這是由於 FHA/VA 保證的手續複雜；此外，傳統抵押貸款多有加入民間的保險也是原因之一。

⁵ 財団法人企業財務制度研究会編、「証券化の理論と実務」，中央經濟社頁.250。

⁶ 參照川村雄介、下井雅裕（大和證券經濟研究所編），金融の證券化（東洋經濟新報社）頁.26~28。

⁷ 同前揭注 頁.45。

⁸ 同前揭注 頁.48。

⁹ 同前揭注 頁 49 – 50。

¹⁰ 同前揭注 頁 54-57。

¹¹ 通常不同的 CMO 使用不同的提前償付率，但自 1985 年 6 月美國公共證券協會公佈一公式，自此之後 CMO 就被強制的使用此公式，而此公式被稱作 PSA 經驗值，它扮演著讓 CMO 的交易有著一慣性的角色，參照前揭（注 6）川村雄介、下井雅裕 頁 64。

¹² 庄菊博・安井礼二 編著「新しい金融・不動産の証券化」（勁草書房）頁 2 4 3 。

¹³ 有關採轉支付債券形式之汽車貸款證券，參照財團法人企業財務制度研究会編，「証券化の理論と実務」（中央經濟社）頁.385-386。

¹⁴ 這使得當 Marine Midland Bank 破產時，不至波及到汽車貸款債權。

¹⁵ 亦有採轉付款債券方式、而有關採轉付款方式發行之信用卡證券架構，參照楊哲倫、張有名、趙明強等，研究報告 資產證券化國外課程研習心得（證券市場各種管理暨業務人才培育訓練班第三期 民國 8 1 年）頁.29~30。

¹⁶ 所謂優先次要的設計是一種為保護證券持有人的結構設計，即證券的持有人(優先)在該持份權憑證的利益派分上優先於證券的發行人(次要)。就本金部分的償還而言，在證券到期時，優先部分的本金會先被償還，再來才會償還次要部分之本金；而在利息的支付上，優先及次要部分均是依當初所約定的金額比例分配，在分配後若有剩餘，則會被拿來作優先部分的本金償付，又，若出現不足以支付優先部分的情況時，則會拿次要部分的現金流量來填補優先的那一部份。

¹⁷ 有關採持份權憑證形式發行之租賃擔保證券，參照前揭（注 12）財團法人企業財務制度研究会編， 頁.441-443。

¹⁸ 擔保債券是以租賃期間之債權做擔保，所發行的一種中期公司債型態之債券。該公司三月所發行之租賃擔保債券發行額約 192,455,000 美元，九月所發行之租賃擔保債券發行額約 145,805,000 美元。

¹⁹ 利用 Sperry Lease Finance 公司是為了當發生破產問題時，即使 Sperry 公司倒閉，作為租賃擔保債券的租賃債權因已轉讓給了 Sperry Lease Finance 公司，所 Sperry 公司的破產並不會及於這部分的租賃債權。但因為後來破產法的修訂，而為這部分留下了若干問題。

-
- ²⁰ 財団法人企業財務制度研究会編，証券化の理論と実務（中央経済社）頁.403。
- ²¹ 湯野 勉，金融の証券化 市場仲介と資産流通化がもたらすもの（晃洋書房）頁 . 9 0.- 9 3
- ²² 同前掲（注 20） 頁 . 9 3.- 9 4
- ²³ 資本市場研究会編，証券取引審議會基本問題研究会第 1 部會報告書 頁 177。
- ²⁴ In re National Mortgage Equity Corp.Mortgage Pool Certificates Sec.Litig.723 F Supp. 497(C.D.Cal. 1989)此案中法院見解乃以證券取得者直接與發行人之從業員交涉並變更部份條件而買得該證券，所以無須依證券法規定予以保護之必要，而不該當於證券法上之有價證券。
- ²⁵ 同前掲（注 19） 頁 88
- ²⁶ 參照美國 33 年法第 11 條規定。
- ²⁷ SEC v. Garfinkle,(1978 Transfer Binder) Fed. SEC. L. Rep. (CCH) §96. 465 (S.D.N.Y1978)。
- ²⁸ 同前掲（注 22） 頁 174。
- ²⁹ Ibid. at 175-179. 依 SEC 之指示以共同發行人方式實施登錄；共同發行人之公開義務 參照 Ibid. at 184-185。
- ³⁰ 同前掲（注 19） 頁 56。
- ³¹ .15 U. S. C. § 77 b (2) (1981 with 1991 Supp.) 。
- ³² 同前掲（注 22） 頁 177。
- ³³ 基於 33 年法第 3 條 b 項規定之 Regulation D。參見川村雄介等同前掲（注 6） 頁 107 108。
- ³⁴ Lore, supra note 27 § 4.05.
- ³⁵ 同前掲（注 22） 頁 109。
- ³⁶ 17 C.F.R § 240. 13a-1 et seq.(1991)。
- ³⁷ Lore, supra note 27 § 4.06 (4) 。
- ³⁸ 同前掲（注 19） 頁 93。
- ³⁹ 其理由乃為制訂當初，店頭交易並不受注目的關係。聯邦證券法典所規制的證券標的，則無此限制。1980 年第一次修正時，追加證券之委買委賣，與委買委賣之誘導的相關行為，其行為有市場操作的效果，故為違法，此為一般規定（法典 1609 條）。

⁴⁰ 同前揭（注 22） 頁 226。

⁴¹ 國會通過「內部人交易制裁法」，違法者須對國庫繳納因從事內部人交易所獲利益或避免損失金額之 3 被制裁金。

⁴² 國會通過「內部人交易與證券詐欺執行法」，擴大民事制裁金之適用範圍且加重刑罰。

⁴³ 以證券商之招牌執行業務時，即應以具有證券投資專業知識與能力者，對投資人勸誘適合投資，或應誠實的對投資人作證券交易行為。

⁴⁴ 其立法趣旨在於維持銀行經營之健全性、避免利益衝突、防止銀行對產業之全面性支配。

⁴⁵ 參照連邦銀行法第 16 條、第 5 條 c 項，。

⁴⁶ 例如基於客戶指定之買賣仲介而不負擔風險之業務；或於 28 條的防火牆（Fire Wall）規定下，銀行控股公司之證券子公司，則得在營收 5% 10% 的限度內，自營：承銷公司債、資產擔保證券等。

⁴⁷ 1989 年 9 月 8 日上訴審改判為合法（Security Industry Association v Clarke, 885F 2d 1034(2d Cir)）。

⁴⁸ 參照 1939 年信託證書法第 303 條規定之定義。

⁴⁹ 參照 1939 年信託證書法第 301 條 328 條。

⁵⁰ 1940 年投資公司法第 3 條(a)(3)規定。

⁵¹ 參照企業財務制度研究彙編，同前揭（注 19） 頁 94。

⁵² 參照 1940 年投資公司法第 1 條 52 條。

⁵³ 參照 1940 年投資公司法第 3 條(c)(1)規定

⁵⁴ R.Pozen, Fincial Institutions: Investment Management (1978) p.193。

⁵⁵ Ibid., § 11.26.

⁵⁶ 參照企業財務制度研究彙編，同前揭（注 19） 頁 65 68。

⁵⁷ D.G.Sabel & A.A.Bernstein, Selected Legal Aspects of Structured Mortgage Financing (PLI, New "Financial Instruments and Techniques," 1990, 所收) 頁 573 以下參照。

⁵⁸ 同前揭（注 6） 頁 101 105。

⁵⁹ 同前掲(注6) 頁105-107。

參考書目：

1. 范麗雪，資產證券化之研究 (國立中正大學財務金融研究所碩士論文 1992年6月)。
2. 楊哲倫、張有名、趙明強等，資產證券化國外課程研習心得 (證券市場各種管理暨業務人才培育訓練班第三期研究報告)。
3. 證券市場發展季刊第16期專題，資產證券化 (證券暨期貨市場發展基金會)。
4. 湯野勉，金融の証券化 市場仲介と資産流通化がもたらすもの 晃洋書房(1999)
5. 金子榮作，二つの証券化 東洋經濟新報社(1989)
6. 庄菊博・安井礼二編，新しい金融・不動産の証券化 勁草書房(1999.1)
7. 川村雄介、下井雅裕著 大和經濟研究所編，金融の証券化 東洋經濟新報社(1989)。
8. 財団法人企業財務制度研究会編，証券化の理論と実務 中央經濟社(1993)。
9. 金子榮作・橋上雅子・松本順一・小野傑・神田秀樹等著，不動産の証券化 東洋經濟新報社(1990)。

第二章 日本的資產金融證券化

繼資產證券化在歐美資本市場成為潮流，在日本金融證券化亦成為資本市場之重要課題¹。與美國相較，日本在這方面由於起步較晚，金融資產證券化商品之種類，無法與美國相比。在 1993 年 6 月特定債權法（簡稱「特債法」）的頒佈之前，日本國內正式出現的資產證券化商品，只有以住宅金融為證券化對象的抵押證券，住宅抵押證書，住宅貸款債權信託等；而直至特債法之制定，特定債權之流動化才能順暢，換言之才可能成為多數人之投資對象²；特定資產流動化法（SPC 法）及債權讓渡特例法之制定，使得日本之特定資產（特定債權與不動產）證券化才能真正達成。以下將考察日本之證券化金融商品之內容。

第一節 日本住宅金融之證券化

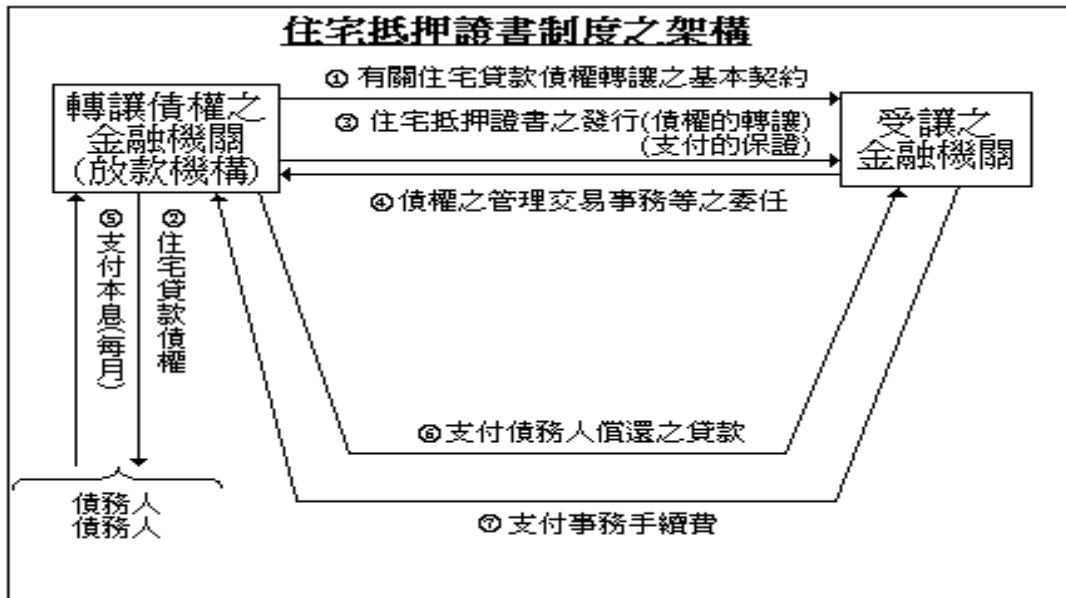
昭和四十年代後期，日本之住宅金融已有著顯著的發展，從而資金提供給者之金融機關對於資金如何再融通，成為重要課題。在昭和四十八年十二月 25 日的金融制度調查會中，針對理想的民間住宅金融狀態提出報告，其中對於房屋債權的流動方式，提出了三種手段，即依民法上指定的債權轉讓方式(所謂的住宅抵押證書)、住宅貸款債權信託及抵押證券制度。

一、住宅抵押證書

自昭和 40 年代起，日本金融機關對住宅的融資，開始出現長短期資金調度不平衡及資金週轉性不佳的情形，因而造成了住宅資金無法平順的供給。所以昭和 48 年的金融制度調查會中，對此更提出具體建言，而於該會的調查報告中就指出「隨著金融機關對住宅貸款額的日漸增加，有必要將這些住宅貸款債權流動化」、「且於現行制度之內所能採取者乃為個別債權讓渡之方式」，同時建議將條件相同的債權集成一定數額，而以發行住宅抵押證書的方式，使其變成可以轉讓。因此基於該項建議，日本於昭和 49 年 9 月 6 日依銀行局所發佈之命令而認可此一利用住宅

抵押證書的方式，讓原不具流通性的住宅貸款債權變得可流通，且成為銀行等住宅貸款之貸方籌措資金的方式之一³。

(一) 發行架構



1. AEC即擁有住宅貸款債權之金融機關，從自己所辦理之眾多附抵押權住宅貸款債權中，條件相同(該債權之利率相同、償還期限相同)之債權彙總起來至一定數額(此數額並無一嚴格之標準，而是由發行機關及受讓機關兩者間根據預定發行之規模來訂定)，並經事先通知債務人後而發行「住宅抵押證書」，並將其轉讓給受讓機關，使貸款債權得以流動化取回貸款資金⁴。所以事實上，住宅抵押證書是一種債權轉讓的契約書，並非有價證券。而得作為住宅抵押證書的發行機關：銀行、互助銀行、信用金庫、保險公司等金融機關及直屬日本大藏省的住宅金融公司等。其中住宅金融公司的發行額佔全部的 90% 以上，而都市銀行則佔 5% 左右；受讓機關有：銀行、互助銀行、信用金庫、保險公司等金融機關。
2. 發行機關對於轉讓之債權同時作保證，以確保債務人之債務清償。
3. 預定發行機關與受讓機關間締結有關貸款債權轉讓之基本契約，據此做住宅抵押證書的發行、交付，並因之獲得與債權金額等值之資金，同時基本契約內亦

規定由發行機關代行債權之管理與本息之收取。而此債權轉讓契約並無特定期限，所以至雙方解約前都算有效。

4. È基於基本契約之規定發行機關之後仍負責個別債權管理回收之業務，從而受讓機關並不直接對個別的債務人行使權利。
5. ÈÌ 固定在每月的某日由發行機關代行收取債務人所償還之本息，並扣除報酬與事務手續費後交付予受讓之金融機關。

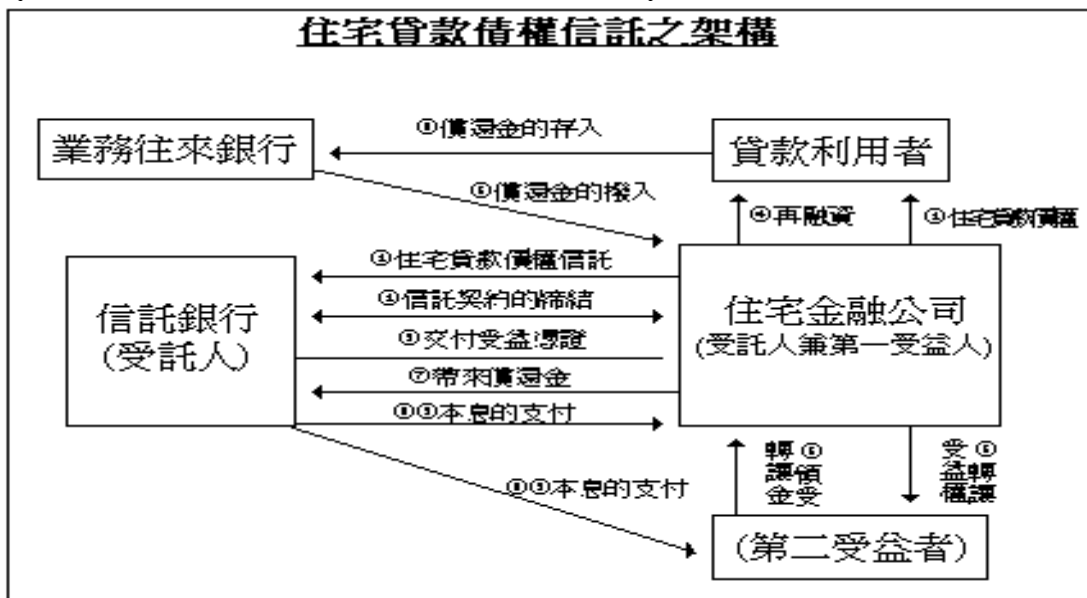
(二) 住宅抵押證書之特質

1. 由於債權轉讓乃採民法上的指定轉讓方式，而此種指定債權之轉讓方式必須要有通知及承諾作為對抗要件，從而發行機關必須先得到債務人的承諾才能作債權轉讓（記載於住宅貸款用金錢消費借貸契約證書上），所以住宅抵押證書僅為債權轉讓契約之證書而已。
2. 發行該證書之銀行等，通常依契約規定會為受讓人管理債權並代受領清償，同時對債務之清償作保證。
3. 於日本現行制度下之受讓人僅限於特定金融機關（銀行、信用金庫、保險公司等），且約定受讓人不得再轉讓，因此本制度除住宅金融專門業者以外很少被利用⁵。
4. 金融機關辦理住宅抵押證書之買賣業務，該當於銀行法第 10 條 項 5 款之附隨業務即「金錢債權之取得或轉讓」而金錢債權包括住宅抵押證書，此於施行細則第 12 條中明文規定。

由於住宅抵押證書買賣對象之限定性且雙方皆具有證券金融之專業知識者，無須予以個別保護。因此（事實上）並無個別法律規制存在。而住宅抵押證書亦非屬證券交易法上之「有價證券」，故無證券交易法之適用，從而證券業者不能經營有關業務。

二、住宅貸款債權信託

住宅貸款債權信託與住宅抵押證書同樣，能達成透過讓住宅貸款債權流動化而解決住宅金融公司本身之住宅貸款額不足的問題⁶。日本的住宅貸款債權信託被導入於昭和 48 年 6 月，由日本住宅金融株式會社與三井信託銀行開始採行。它是由專門負責住宅金融的住宅金融專門公司將本身所擁有的房屋貸款債權，住宅金融公司為委託人，信託銀行為受託人，委託人將所擁有之多數住宅貸款債權彙總，交給信託銀行在一定期限內進行信託，然後再將此信託受益憑證轉讓給第三者，使得住宅貸款債權得以流動化⁷。住宅貸款債權信託之初期發展相當順利，曾達債權流動化比率 2 成以上；然邁入昭和 60 年代其被利用情形卻驟然減少，因此大藏省為擴大住宅貸款債權信託之利用比率，於昭和 63 年 6 月 10 日發佈命令允許銀行及其他金融機關亦能從事住宅貸款債權信託業務，同時受益憑證之轉讓對象由信託銀行之年金帳戶擴大至機關投資人，販賣方式包括附買回方式與賣斷方式兩種；不過由銀行及其他金融機關所從事之住宅貸款債權信託業務，其信託期間必須超過 5 年以上（由住宅金融專門公司為之者則不受期間限制）⁸。其發行架構如下：



1. 住宅金融專門公司（或銀行及其他金融機關）將自己本身所擁有之住宅貸款債權彙總至一定金額後，信託給信託銀行，雙方並訂立債權信託契約。
2. 信託銀行將根據信託契約而產生之受益權作成表彰受益權之受益憑證，交予住

宅金融公司（此時住宅金融公司持有全部受益權憑證）。

3. 住宅金融公司將部份受益權憑證即信託期間為清償之本金部份轉賣予第三者（一般投資者或機關投資者）來籌措現金。
4. 從而，住宅金融公司又可用得來的資金，再對新的住宅貸款進行融資。
5. 信託銀行對於信託債權之本息收取等信託業務一部委任住宅金融公司（銀行等）為之。此與一般金錢債權信託由信託業者自行管理與處分債權有所差異，從而委託人仍與信託以前相同處理收取本息事務。即：

Ⓐ 貸款者則是將每期所償還之貸款存入與住宅金融公司有業務上合作關係之銀行。

Ⓒ 該銀行會將這筆錢撥入住宅金融公司的戶頭中。

Ⓔ 住宅金融公司再將這筆償還金交給信託銀行。

6. 信託銀行會將這筆償還金扣除信託報酬及各項手續費之後對作為信託憑證第一受益人之住宅金融公司償還本金及收益，而對第二受益人（投資人）僅支付收益的部份。
7. 信託關係結束時，除了會對第一受益人支付收益，同時亦會以剩餘的本金將受益憑證換回；而對第二受益人則是支付現金。

住宅貸款債權信託至目前無特別法律規制存在，但其組織架構以信託契約為基礎，所以在法律上，住宅貸款債權信託可將其視作適用於信託業法第 4 條第 3 號中之「金錢債權」信託。信託法及信託業法之一般規定皆適用例如對信託業之行政監督，受託者之管理義務與信託事務處理有關之書類開示等規定但有人認為這違反信託的本質，蓋信託銀行的職責只是發行受益憑證，而非運用受託財產，也沒有負責收取被信託之債權。不過，大藏省等主管機關仍支持住宅貸款債權信託為金錢債權信託之見解。之後，在昭和 48 年 12 月 25 日的金融制度調查會上也做出「活用與其他手段並用的方式，並不會妨礙信託的功能」之判斷更加認定了住宅貸款債權信託的法律地位。現在住宅貸款信託之受益憑證之販賣由信託銀行或委託人銀行為之，此業務與抵押證書相同依銀行法規定為銀行之附隨業務，即該當於第 10 條

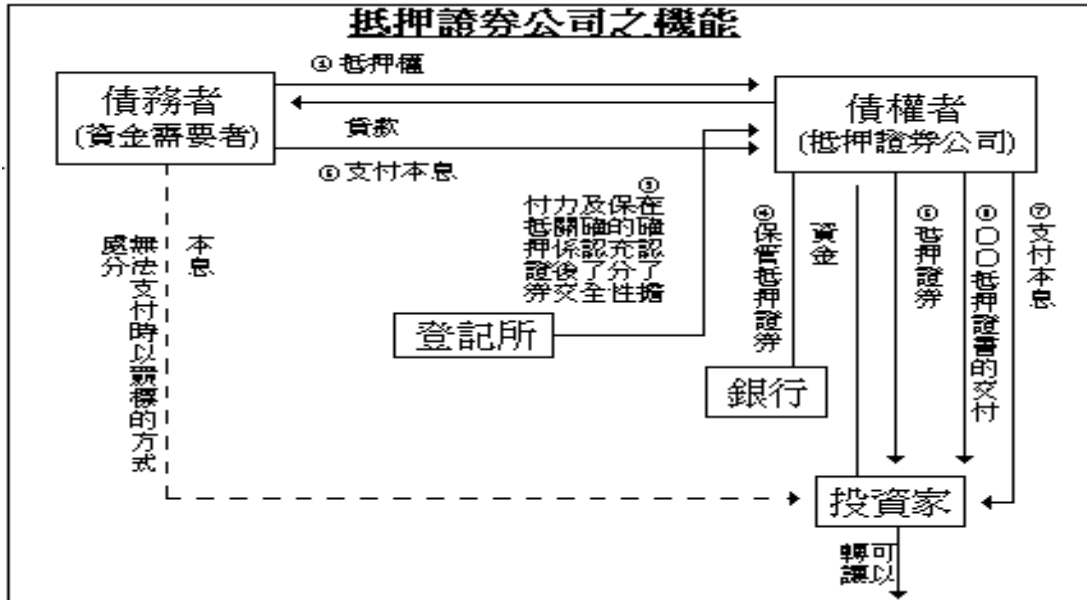
項 5 款「金錢債權之取得或轉讓」，而金錢債權證書於施行細則明文規定包括住宅貸款債權信託之受益憑證。從而住宅貸款債權信託乃屬銀行法中銀行附屬業務中之金錢債權辦理項目。

證券投資信託之受益憑證為證券交易法上之「有價證券」乃無可置疑，但住宅貸款債權信託之受益憑證卻異於此者⁹，因此是否該當於證券交易法上之「有價證券」曾發生爭議。不過平成四年證券交易法修正，擴大「有價證券」之範圍，將住宅貸款債權信託之受益憑證「視為有價證券」而明文化，從而當然適用證券交易法之規定以保護投資人，且證券商亦可經營此一證券買賣仲介業務。不過事實上目前住宅貸款債權信託之受益憑證販售對象依大藏省之命令規定限於機關投資家或年金基金等之故，一般個人投資者並無適用證券交易法之保護必要。

三、抵押證券

抵押證券指表彰抵押權與其所擔保債權之有價證券，此乃根據抵押證券法之規定由土地登記所發行者。而此制度之創設乃為處理昭和初期金融大恐慌，使金融機關之不動產抵押貸款債權流動化，迅速收回資金以利金融體系之運營¹⁰；蓋由於當時日本經濟受到因紐約股市暴跌所引發的全球經濟恐慌，特別是都銀的存款大量減少、長期固定的不動產擔保之融資增多，而造成資金調度困難。所以使得不動產擔保放款的流動化成為當務之急。昭和 5 年 4 月，日本不動產協會向政府建議並提出「不動產抵押證券法案綱要」，而日本政府遂於昭和 6 年 3 月制定公佈抵押證券法。不過，現行抵押證券之轉讓並非抵押證券本身而是抵押證券之保管證。

（一）發行架構



1. 債務人向抵押證券業者申請融資，並設定抵押權以擔保債務之清償。
2. 抵押證券業者向法務部局（登記所）申請抵押證券之發行；經過登記所嚴格審查擔保之充分性後才發行證券。
3. 投資人向抵押證券業者申購證券並支付價金
4. 抵押證券業者將抵押證券交付銀行（保管機構）保管，而對應於交付保管之證券發行保管證書並附有經保管機構確認之印章。
5. 抵押證券業者交付與投資人之證券乃為附有保管機構確認印章之保管證書，而非抵押證券本身。
6. 債務人通常依約定每 6 個月向抵押證券業者支付利息。
7. 抵押證券業者將所收取之本息交予投資人，並於本金清償之前由抵押證券業者負擔保責任。

由上述架構可知抵押證券業者不僅提供融資，並代投資人收取本息且為確保本息之支付，通常對抵押證券負保證責任。

（二）抵押證券制度

1. 抵押證券之發行

- （1）申請發行—僅限於市內之土地建築物或地上權上設有抵押權者才能申請管轄

之登記所發行抵押證券，但有下列情況之一者禁止發行：A抵押權為根抵押者；C抵押權未經登記者；E債權受扣押或假扣押處分之登記者，抵押權受禁止處分或抵押權為他債權之擔保而經登記者；E無抵押證券發行之特約者（法第 1 條、2 條）¹¹：

- (2) 債權擔保證明書之提出—申請發行交附抵押證券時必須添附該抵押權足以清償全部債務之證明書。而證明書指由合格不動產鑑定師依不動產鑑定評估之法律規定做成之鑑定評估書¹²。此規定於抵押證券法制定當初本不存在但由於發生多起抵押證券之抵押標的物價值遠低於所擔保債權而有損投資者權益之虞，固為防止抵押證券之不正利用於昭和 29 年追加本項規定¹³。
- (3) 聲明異議制度—為使抵押證券去有公信力而投資者易於接受以增加流通性，故導入聲明異議制度。換言之，登記所對於抵押證券發行之申請認為無拒卻理由時，應立即催告抵押權設定者、第三取得者、債務人、抵押權或該順位之轉讓者，與先順位放棄者於一定期間內聲明異議（期間通常 2 週），受催告者於時間經過後未提出任何異議時，以後即不得對抗抵押證券之善意取得者（法第 6 條、10 條）。得聲明意義之理由包括：A前述禁止發行情形存在時（即法第 2 條之各款情形）C債權設質、或受假扣押假扣押處分時；E催告書上記載事項與登記簿上之記載事項或事實不符時；E債務者同時對抵押權者有債權而能主張抵銷且該債權之清償期較抵押權所擔保債權先到時¹⁴。聲明異議不得事前放棄，且為避免證券發行之延滯，故不得以他利害關係人之事由聲明異議（法第 7 條）。

於期間內聲明異議時，異議成立與否之裁判由登記所所在之法院依非訟事件法裁判之。聲明異議理由不存在之裁定確定時需於 2 個月內提起普通訴訟，否則不能以該事由對抗善意之證券取得者（法第 10 條 項）。

- (4) 證券之交付—於催告其間無任何異議或異議不存在之裁判確定時登記所應迅速交付抵押證券。抵押證券記載關係人名字、住址、債權金額、作為抵押權目的物的不動產等之抵押證，從而抵押權及被擔保債權之處分，將全部跟隨

著抵押證券進行。

- (5) 登記之變更—抵押權為變更登記時抵押證券上之記載亦必須同時變更，否則不能對抗第三人。而登記所於變更登記完成後應立即返還抵押證券（法第 16 條、19 條）。

2. 抵押證券之流通

- (1) 轉讓方式—抵押證券發行後對於抵押權或債權之處分非持有該證券不得為之。而抵押證券依背書方式轉讓，使證券所表彰之債權與抵押權發生移轉，因此背書轉讓有替代登記變更效果而能對抗第三人（法第 15 條）。
- (2) 背書人之責任—債務人到期不為清償時背書人得代為清償。但證券持有人申請拍賣抵押物而無法滿足全部債權額時，不足部分其前手背書人有償還之義務；且抵押全部存在或抵押標的物滅失時，經法院之許可證券持有人得對前手請求返還債務¹⁵（法第 29 條、31 條、32 條）。

3. 抵押權之行使

抵押證券持有人應於到期日後一個月內請求債務人清償債務，而債務人不為清償時應取得公證人之證明於到期日後三個月內申請法院拍賣抵押標的物；而該時間之延長應經法院或背書人全體之同意，違反者喪失對前手背書人之求償權（法第 30 條、31 條）。

4. 本息的支付

抵押債券之持有人在償還期到來時，到票面所記載之的支付場所出示該抵押證券，而得到面載本金及利息的支付。而持有人則將領受之年月日、受領金額記於證券背面並簽名蓋章。當債務清償完畢時，該證券將還給債務人，抵押權消滅的同時，該證券失效。

(三) 抵押證券之交易實狀

抵押證券法於昭和 6 年級開始實施，但此制度事實上很少被利用¹⁶。近年，因抵押證券之高金利吸引投資者，且客觀環境上抵押債權流動化之必要性存在，所以申請發行件數與債權額飛躍的成長；他方抵押證券業者紛紛成立¹⁷而於運作上將抵

押證券小口化分割使投資者容易購買以利於流通。所以抵押證券具有使貸款債權流動化與使不動產資金化之機能。它是一種代表財產權的證券，且是將抵押權轉化成具物權性格的有價證券。不過，現實上其流通方式已脫離原來抵押證券制度所預定者之方式而造成許多流弊，使投資者受損，其情況如下所述¹⁸。

1.業者自行保管抵押證券而僅以保管證交付購買之投資者。其理由¹⁹（1）避免證券遺失須經公示催告與除權判決等繁瑣程序，對購買者亦有利；（2）證券依背書方式轉讓流通，但持有人不明確之故可能造成下列問題：A債務人清償後須取回所有發行之證券才能塗銷抵押權登記，持有人不明確時有不能完全收回之虞；C抵押證券之販賣業者通常預定將來買回，持有人不明確時影響其買回；E通常業者依契約受託代領本息，故須證券才能順利完成受託任務；F抵押權登記變更時需同時變更抵押證券上之記載，多數投資者分散持有時不利於事務處理；（3）保管證上不記載債務人氏名，得以確保債務人之隱私。

2.業者為使投資者安心購買通常作本息支付保證，且附買回權而買回權限遠較原債權期間短（通常1年至5年皆有）。

3.前述業者賣出證券而仍自己保管，通常證券上背書欄不僅自己不簽名蓋章且被背書人之氏名商號亦不記入。其理由可歸於避免過戶處理之龐大事務負擔，因附買回時買回期限較原債權短故於原債權清償期前可能需數度賣出與買回，記名背書方式將徒增負擔；且以共有持分方式轉讓時受讓人為多數投資者，其背書簽名亦相當麻煩。

4.業者依契約規定代購入者向債務人收取保管抵押證券之本息而收取費用，其金額為抵押債務之利率與保管證上記載利率之差額。

5.為節省發行費用，抵押證券之面額多較高（甚至超過10億元者），而以共有持分方式分散賣于投資者。所以保管證上記載價金與抵押證券之債權額當然不同²⁰。

基於事務處理之便宜，業者僅交付保管證於購入者但抵押證券與保管證間連動性欠缺之交易實狀，給予惡質業者行使詐騙機會例如抵押證券不存在卻販賣保管證，所謂「賣空」行為或販賣保管證之金額遠較抵押證券之債權額為高之「二重賣

出」行為。此實際發生多起案例造成投資者重大損害²¹。此外業者對自己所保管之已賣出證券不為背書記載，致證券上所表彰之權利是否完全移轉與投資者亦常引起爭議，從而對證券行使假扣押處分時購買之投資者可否聲明異議或業者破產時可否行使別除權等不無問題²²。

為解決上述現實交易之流弊以保護投資者，故於 1987 年制定抵押證券業法包括開業規制、行為規制等以排除惡質業者，同時強制保管機構之保管以防止買空與二重賣出之發生。

(四) 抵押證券業之規制

1. 開業規制

抵押證券業者指以販賣抵押證券法上第 1 條 項規定抵押證券為業者。而事前要求須具有一定資格以防止惡質業者參入，但顧及營業自由原則故認為採最小規制之登錄制為適當²³。所以非經向大藏大臣登錄者不能營業。

- (1) 登錄制內容—為確保業務之繼續性，業者必須為法人組織。並由於抵押證券上之債權與抵押權內容直接影響證券購入者之權益，所以業者需有對債權之審查能力與抵押標的物之價值判斷能力之人的構成；而業者通常做本金支付之保證與附買回故須有相當財產基礎。因此具備適切之人的構成與財產基礎為登錄之重要要件，財產基礎依現行法令規定法人之最低資本額需一億元（施令第 3 條）。其他大藏大臣得拒絕登錄理由包括：A 商號或名稱足使人誤認他業者之虞；C 被取消登錄日起算未經過三年；E 違反本法、出資存款與金利之取締法律（法 195 號）而受罰金之制裁未經過三年 d. 法人之重要幹部具有消極資格²⁴（業法第 6 條）。

大藏大臣為拒絕登錄處分時應立即通知業者並明示理由，否則應准許登錄並將有關事項紀錄於抵押證券業者登錄簿，登錄簿需提供公眾閱覽（業法第 5 條、6 條 項）。

- (2) 登錄有效期間—登錄之有效期間自登錄日起算 3 年，而登錄期間屆滿後仍繼

續經營者應依大藏省令，於有效期間屆滿前 2 個月申請登錄更新（業法第 7 條、8 條）

- (3) 廢業之報備—業者合併、破產宣告、解散或廢業時應由其職務負責人於行為日後 30 日內向大藏大臣報備而登錄因此失效（業法第 10 條）。

2. 行政監督

抵押證券業者登錄後，大藏大臣行使行政監督權以確保業務之適當營運。其方式：(1) 業者依省令規定應制作業務有關帳簿書類並保存五年以上（業法第 20 條、施規 16 條）；(2) 業者每一事業年度終了後三個月內依省令規定樣式向大藏大臣提出事業報告書（業法第 21 條）；(3) 大藏大臣認為必要時得令業者提出業務財務狀況之報告或資料。或令其職員前往業者之營業所等檢查有關帳簿書類與文件，並得詢問關係人（業法第 22 條）。

依上述監督而掌握業者之經營狀況，認為有足以損害投資者利益之事實存在時得命令變更業務方法或指示其他改善措施。又業者以不正當手段獲准登錄，獲該當於業法第 6 條登錄拒卻事由之情事發生或違反本法命令時大藏大臣得命令 6 個月內之業務全部或一部停止，甚至取消登錄（業法第 23 條、24 條）。不過為前述處分時應給予業者辯明機會²⁵。

3. 行為規制

- (1) 標幟之揭示與不實廣告、勸誘之禁止—業者應於營業所或事務所公眾易於見到之處揭示法定標幟，且不得將自己名義貸與他人經營抵押證券業務（業法第 12 條、13 條）；且業者作廣告時對下列事項不得為與事實不符之表示或足致使人誤會之意思表示：A 業者之資力與信用，C 證券上記載之債權額與利息支付事項，E 關於業者推薦事項，禁止政府機關或保管機構之推薦以避免誤認證券價值與償債能力受其保證²⁶。E 證券販賣有關之利息事項，E 契約解除事項，E 抵押標的物之有關事項（業法第 14 條、施規 10 條）。而對顧客勸誘時應充分說明商品性格²⁷。

- (2) 資訊之公開—抵押證券具有較高金利，近年成為有利投資商品而於自己責任

原則之前提下，投資者之保護必須重視相關資訊之公開，使投資者對於業者與證券之情況充分瞭解後，再決定是否投資²⁸。其內容如下：

Ⓐ 間接開示—業者依省令規定應於營業所或事務所備置記載業務與財務狀況之書類，且關於所販賣抵押證券內容事項之書類亦需備置，並應投資者之要求提供閱覽（業法第 17 條）。

Ⓒ 直接開示—業者販賣證券時於締約之前，必須交付投資者記載一定內容之書面，使事前能獲得投資判斷資料。書面記載事項 a. 業者之商號名稱與住所，包括資本額、主要股東氏名等，b. 證券販賣之契約內容與履行事項，包括債權與利息之支付、證券保管、證券買回與本息支付之擔保，c. 證券業者登錄簿、業務財物之記載書類與協會會員名簿閱覽之事項（業法第 16 條、施規 13 條）。

Ⓔ 書面契約之交付—使業者與投資者間權義關係明確避免將來發生糾紛，故締結契約後應立即交付記載法定內容之書面契約²⁹（業法第 13 條）。

- (3) 業務之禁止行為—Ⓐ 業者、代表人、代理人、使用人或其他從業員關於其業務不得為下列行為，即契約之締結與解除使用偽計、暴力或脅迫手段；及其他依省令規定對購買者之保護有欠缺之行為（業法第 19 條）。Ⓒ 業者不得保管自己所販賣之證券且不能使指定保管機構以外之機構保管，但對購買者之保護認為無不週之虞而經省令規定者外不在此限。因此業者販賣抵押證券時，自保管機構受領保管證後應立即將該保管證交付購買者（業法第 18 條）。

4. 抵押證券保管機構

- (1) 機構之成立—符合下列各款要件且大藏大臣認為足以適正確實的經營全部業務者得指定為本法之保管事業者，即 a. 依日本民法第 34 規定成立之法人 b. 如受取消指定時自取消日起已經過一年者 c. 董監事未具有法定消極資格者³⁰。大藏大臣為指定時應立即將業者名稱、事務所等揭示於官報（業法第 27 條）。

- (2) 行政監督—內容包括：業務規程須經大藏大臣之認可（業法第 29 條）；機構之董監事選任解任應經大藏大臣之認可才能生效（業法第 32 條）；每事業年度開始前應提出事業計畫書與收支預算表經大藏大臣認可，且年度經過後三個月內應提出事業報告書、資產負債表、財產目錄與收支決算書等（業法第 31 條）；大藏大臣認為必要時得派員前往營業所檢查有關書類與物件、或發佈業務監督上必要命令（業法第 34 條、35 條）；對於違反法令或認為不能適切運營保管業務時大藏大臣得取消其指定（業法第 36 條）。
- (3) 機構之業務內容—A 保管抵押證券業者所販賣之抵押證券；C 所保管抵押證券上記載本息之受領返還事項；E 為使抵押證券交易能健全發展而進行調查與研究工作。而保管機構依省令規定事前經大藏大臣承認者得將前述業務之一部委託他人經營。機構之幹部或職員執行保管事務應遵守保密義務（業法第 28 條、33 條）。
- (4) 發行保管證—抵押證券保管機構保管證券時，依省令規定應發行保管證（業法第 30 條）。此保管證具有證明證券賣出與保管之書面性質³¹。

第二節 特定債權等之證券化

日本金融資產證券化腳步與美國相較遲上許多，之前所考察的抵押證書，可算是日本版的 MBS。但說到日本版的資產擔保證券（ABS），直到 90 年代特定債權法的頒佈後才算正式出現。當然，由於日本在在這方面較美國起步的為晚，故在商品的種類及規模上自是無法與美國的資產證券化相提並論，但其發展情況仍是十分值得參考的，以下考察之。

一、特定債權證券化

於日本之債權流動化，換言之企業或金融機關將所持有之債權讓與他人以取回資金，須依民法第 467 條規定對於特定債權之讓與應通知債務人並經其承諾後才能

對抗債務人與第三人，此於現實上造成許多不便而妨礙債權之流動化。1993 年特定債權法之公佈，使租賃債權及信貸債權等特定債權能排除民法規定之適用並加強投資人保護措施，而有利於債權之流動化；1998 年 9 月特定資產流動化法之公佈據此以有效管理基於資產流動化所成立之特別目的公司而達投資人保護之目的；又同年 10 月債權讓與特例法之公佈，不僅特定債權亦可使特定債權以外之其他債權排除民法第 467 條規定之適用，而使債權讓與更為簡化與容易。

（一）特定債權法（特債法）之制定

租賃資產及信貸債權雖因成為證券化的有力對象而備受矚目，但實際上這類資產的在證券化時會面臨兩個重要的問題，不得不先加以解決：其一是有關出資法的問題；另一個則是有關伴隨著從租賃公司、信貸公司受讓而來的此類資產（包括債權）是否具備對抗第三人要件的問題。尤其是對抗第三人之要件，因為關係到若當讓與人陷入破產狀態時，受讓人對所取得的資產能否如從前一般繼續的保有權利，此對受讓人之權利保護影響重大。1993 年 6 月，日本頒佈實施「有關特定債權等之事業規制的相關法令」（「特定債權法」或簡稱為「特債法」），而使上述兩個問題得以解決，因此租賃債權、信貸債權（總稱為「特定債權」）之資產可能成為證券化商品。而使所謂讓日本版的 ABS 得以出現。

首先就出資法的問題而言，由於特債法乃採將特債法中所定義之特定債權轉讓與受讓者，而後產生之對受讓者之價金請求權（特債法中所稱「基本債權」）再將此價金請求權予以證券化的方式，從而可迴避相關疑義。換言之，證券化之對象並非租賃債權及信貸債權等特定債權本身，而是因某種行為結果而產生之新的權利或也可說是「反射的權利」。

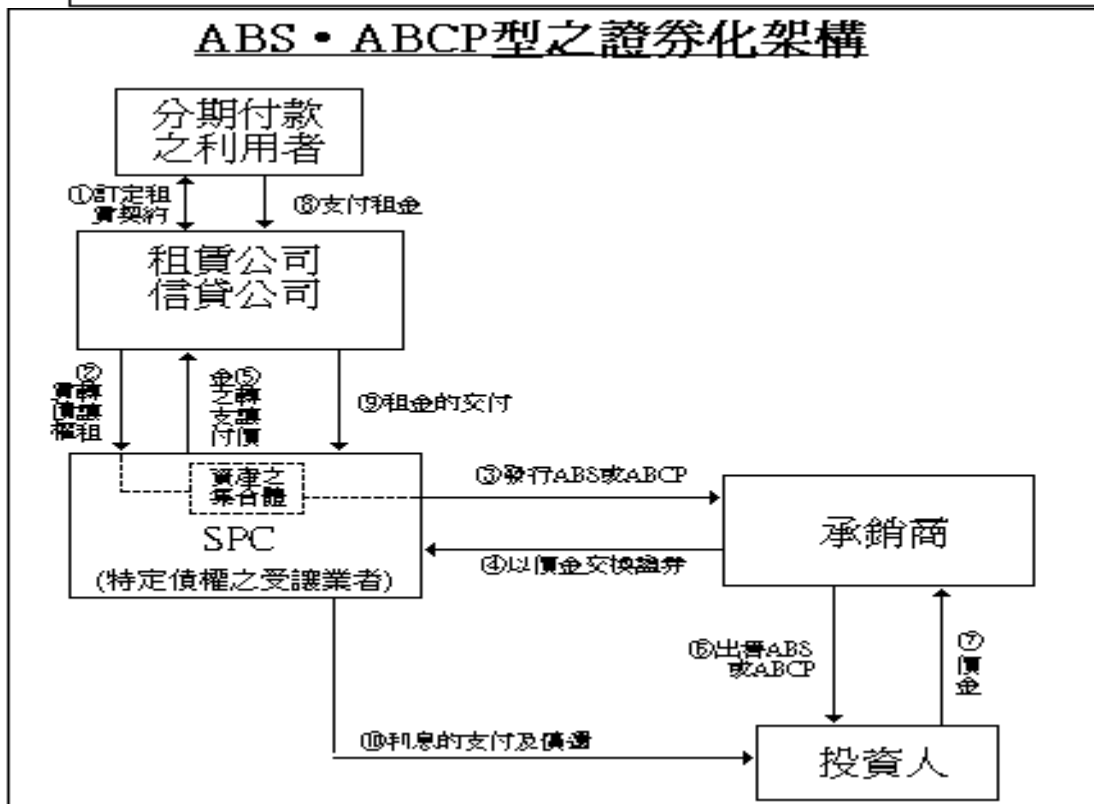
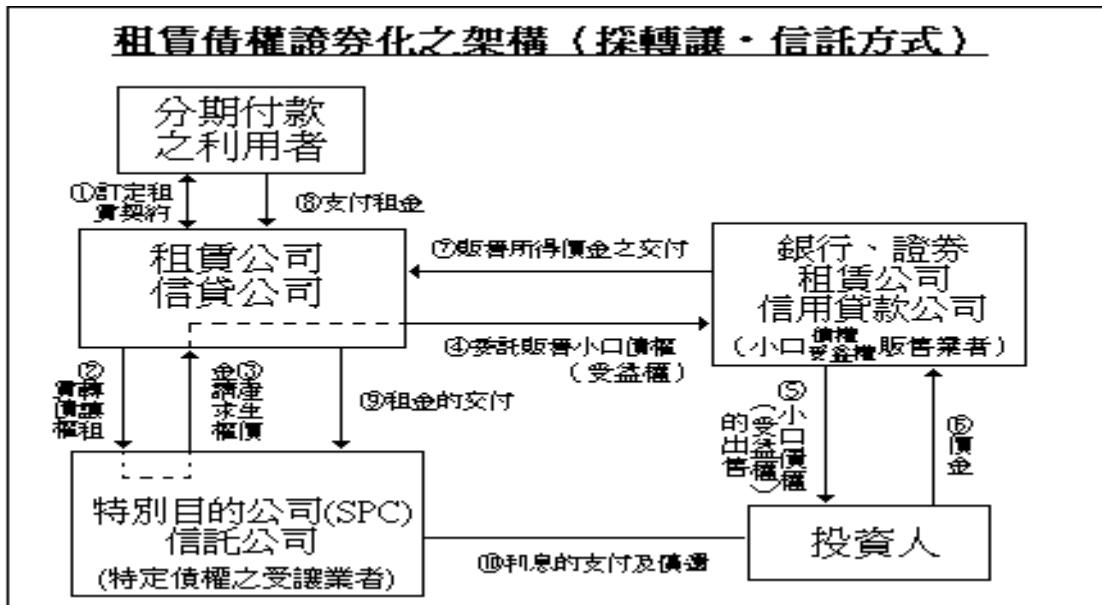
其次是關於具備對抗第三人要件之問題，雖然屬動產之租賃物品須遵守民法第 178 條規定；而租賃債權、信用債權等指定債權須遵守民法第 467 條之規定，但事實上於為數眾多的物品或債權之讓與時，無論從事務及費用負擔上之考量，民法的規定乃不符合現實情況。因此，在租賃及信貸債權之轉讓時，特債法中訂定較民法第 467 條規定更加簡略的方式，且據之可使指定債權轉讓仍具備對抗第三人要件

(特債法第 7 條)。此項所謂更加簡略的方式，乃指作為特定債權轉讓之對抗要件，於特債法創設公告制度；換言之，特定事業者對通產大臣提出申報而經確認後，並將公告刊載於各報，即視為具備民法 467 條所規定之以附確定日期之證書對債務人進行通知。因為公告制度的出現，取代了民法上所規定的通知或承諾，使得指定債權的轉讓簡易的具備對抗要件，從而便解決了證券化的最大障礙，此奠定限於特定債權範圍內證券化之的日本版 ABS 發行的基礎³²。可說具有劃時代的意義。然而，租賃物品仍不屬特債法中被簡化程序的對象，故若要具備如之前一樣的對抗第三人要件，仍必須遵循民法第 178 條的規定。此外，特債法的另一個特點為承認租賃債權可以獨立於租賃物品之外成為證券化之對象（特債法第 2 條第 1 項第 1 款及第 2 項）。換言之特債法等於是賦予了租賃資產在債權部分證券化一個法律上的根據。

特定債權法的目的在於讓租賃或信貸公司（這些特定的事業者）的債權得以流動化以及籌措資金。從而，讓租賃公司及信貸公司，這些原本以業務資產為主要資產的公司，得以將這類的資產釋出成為投資人的投資對象。自該法施行後至 1995 年 9 月這兩年多的時間內，就有約一兆日圓的債券據之進行流動化。之後更由於銀行緊縮放款的影響，租賃及信貸公司債權的流動化更是日漸增大。根據日本通產省的統計，日本租賃、信貸債權（所謂的特定債權）的流動化，在 1996 年已超過了一兆日圓，到了 1997 年，更是達到 2 兆 9200 億日圓，為前年度的 2.4 倍³³。

在 1993 年 6 月的特定債權法中之特定債權包括租金債權及信用卡債權等 10 種債權（特債法第 2 條），而特定債權之流動化方法有三種：1.採轉讓方式；2.合夥方式；3.信託方式。不過至 1996 年，由於特債法施行令的頒佈而又增加第四種有價證券（公司債或商業票據 CP）的 ABS ABCP 方式。無論前三種方式，或之後因特債法施行令而出現的 ABS ABCP 方式，都有一共同的特點，即皆須利用特別目的公司（SPC）之存在；換言之，無論採何種方式都須將這些特定債權轉讓給特定債權之受讓業者（SPC）或信託銀行，將從該轉讓行為所生之價金請求權或信託

受益權小口化，或以受讓之債權為擔保而由 SPC 發行 ABS 或 ABCP 出售給投資人。由以下之架構即可明瞭。



而就 1997 年特定債權流動的實際情況，從金額上來看，採信託方式的占 63%、採轉讓方式的占 28%而採 ABS ABCP 方式的佔 9%。所以此種根據特定債權法所進行的債權流動化，事實上仍以分割信託受益權及轉讓金錢債權等小口債權的

方式為主流。由於彼等至少具有有一次市場的存在且皆為具有市場性之證書，所以被認為是資產擔保證券。但小口債權證書原則上禁止再行轉賣亦不可轉讓作擔保且更不能從事一般性的買回，所以這種小口債權，其實是缺乏市場性、流通性的而具有很強的「私募」性質。小口債權證書之販賣業者應經主管機關之許可才能經營（特債法第 52 條），實務上通常由租賃公司或信貸公司自行取得經營許可後，販賣自己公司小口化、證券化之債權，不過亦可由金融機關等經營此一業務。

至於特債法中就特定債權證券化時對投資人的保護措施而言，例如 1.為確保交易的安全，特債法中規定業者必須先向通產大臣提出有關特定債權的轉讓計畫（特債法第 6 條），轉讓的總額必須「不超過必要之限度」且「不得過大」，並規定有關信用增強及流動性補強之事項，以保障投資人；在信用增強方面乃採由第三者保證或由小口債權販售業者將一部份的小口債權作保留，到時以此部分優先的優先償還投資人等方式，而流動性補強方面可採由第三人代償或提存一定金額之公積等方式³⁴。2.資訊之公開：小口債權販售業者與投資人訂立買賣契約之前應交付書面與投資人，記載關於債權販賣契約與特定債權內容之概要，使投資人可能取得關於小口債權與特定債權之內容、小口債權擔保之有無、債權受讓業者之情形等資訊以決定是否投資（特債法第 57，58 條）。3.冷卻期間之設置：投資人於契約訂立並取得業者交付書面日起 8 日內，可隨時以書面解除契約（特債法第 59 條）。4.不當勸誘之禁止：販賣業者對於契約內容或特定債權等有關事項而足以影響顧客判斷之重要事實，不得有虛偽不實或故意隱瞞之情事；不得以脅迫手段勸誘投資人訂立契約或妨礙契約之解除（特債法第 61，62 條）。5.行政監督：特定債權受讓業者每年應製作事業報告書而向主管機關提出，同時主管機關認為有必要時得命業者提出關於業務財務之報告資料並可派員親至前往事務所實地檢查或質問（特債法第 47，48 條）。

（二）特定債權證券化之促進

1998年6月，日本為使資產證券化、流動化能在法制上更加的完備，因而制訂了「特定目的公司之特定資產流動化相關法令」（特定資產流動化法或稱 SPC 法）與有關債權讓與對抗要件於民法上之特例法（債權讓與特例法或對抗要件特例法）兩項法令，並分別在同年9月及10月開始施行。

1. 特定資產流動化法（SPC 法）之制定

特定資產流動化法之制定乃為促進特定資產之流動化，並確保相關業者業務之適切運營，進而以保護投資人。而所謂特定資產流動化指業者發行對應於特定資產之有價證券，而以有價證券募集所得之資金作為取得特定資產之代價；並經由對特定資產實施管理與處分行為而因此所獲得之金錢作為證券持有人之股息分配或債務履行³⁵。由於本法之制定使居於媒介地位的特別目的公司（special purpose company, SPC）之設立程序因此更為簡化；其業務內容依本法之規定則僅限於促進資產的證券化及流動化而已³⁶；同時隨著本法的實施，則特別目的公司則因法制上的整合而可獲得稅法上之優惠而免除雙重課稅之發生³⁷。以下可經由特別目的公司之證券發行考察而明瞭日本之特定債權流動化更加普遍。

- （1） 特定目的公司須提出特定資產流動化實施計畫並向金融再生委員會登錄後，才可從事資產流動化之業務。
- （2） 特定目的公司之資本分作特定資本與優先資本。特定資本乃謂優先資本以外之資本，而優先資本則為基於資產流動化計畫所募集優先資本證券之資金，優先資本之出資者對於公司利益分配或剩餘財產之分配權力優先於特定資本之出資者。特定資本之金額不得低於 300 萬日圓³⁸。
- （3） 特定目的公司之董事為一人或數人，原則上各自代表公司，不設董事會（特定資產流動化法第 64 條）。
- （4） 特定目的公司所取得之資產（特定資產）而成為流動化對象包括指定金錢債權、不動產及這些資產的信託受益權。
- （5） 特定目的公司對應於資產而發行之有價證券可分為優先出資證券、特定公司債券及特定商業本票（ABCP）³⁹。

- (6) 特定公司債之債權者就特定目的公司財產中有較其他的債權者獲得較先受償之權利（特定資產流動化法第 112 條 2 項）。
- (7) 特定目的公司得發行種類及發行期限各異之優先出資證券或特定公司債。
- (8) 優先出資的返還必須優先於特定公司債或特定商業本票清償完畢後才可為之。換言之，制度上之優先次序為：特定公司債、特定商業本票、優先出資證券、特定出資股份。

為保護投資人，確保財務報表記載之正確性，特定目的公司之財務報表除監察人外，還須經會計監察人之監察（特定資產流動化法第 85 條），同時並受金融再生委員會之行政監督。換言之特定目的公司每營業年度終了後 3 個月內應向金融再生委員會提出事業報告書，而金融再生委員會若認為特定目的公司之業務經營違反法令或有違反之虞者得命公司提出關於業務、財務資料與報告，於必要時並可直接前往檢查；再生委員會可命公司實施改善措施，甚至命暫時停業或撤銷登錄⁴⁰。此外，配合特定資產流動化法之制定，平成 10 年證券交易法之修正，增訂第 2 條 3 項之 2 與 5 項之 3 因此明文規定依特定目的公司特定資產流動化之法律而發行之特定公司債與優先出資證券為證券交易法上之「有價證券」，從而適用證券交易法上之規定以保護投資人。

2. 債權讓與特例法

為使法人的一般債權轉讓更加順利而制定本法，法人因此在金錢債權上之讓與成為民法規定之特例，換言之依民法第 467 條之規定對債務人作某種附有確定日期之通知或債務人因此之承諾，一般所謂對抗要件上，再加入必須在法務局的債權轉讓登記簿中作債權讓與登記，而創設另一種用以對抗第三人之要件。從而租賃債權或信貸債權之讓與要採特定債權法上的公告制度或是根據本特例法，則依當事人之選擇。

至於本特例法之目的在於將第三者對抗要件與對債務人之對抗要件分離作個別處理；換言之於第三人對抗要件上，冀望藉由向法務局登記之制度而使更為簡單化；他方面須對債務人交付登記事項證明書以通知之，藉此以保護債務人。又本法之適

用上雖限於法人金錢債權之讓與，但利用上為多數債權一齊概括性的轉讓，從而能因應金融機關貸款債權之轉讓及一般業務經營公司應收帳款債權流動化等之廣泛需求⁴¹。

二、特定債權等證券化之實例

1996年5月三菱製紙將本身所持有應收帳款債權依民法債權讓與之規定賣與日本國內的SPC，而透過該SPC發行共50億日圓抵押擔保商業票據（ABCP），由東京三菱銀行買下，再轉賣給投資人；同年7月，富士銀行透過海外的SPC開始經營企業應收帳款債權ABCP在日美歐市場販售之業務；同年8月，住友信託辦理的應收帳款債權ABCP，乃為信託銀行經營應收帳款債權ABCP之始。至於金融機關所持一般貸款債權之證券化例如日本興業銀行在1998年1月，將紐約分行所持有貸予美國企業之貸款債權中的12億美元，經由（讓與）兩個SPC發行期限為3至7年共四個種類抵押擔保債券（ABS），向歐美的投資家販售；其中獲得了AAA等級債信的兩種共計為11億美元，其他A級債信之發行額為3千萬美元，BB級債信的為3千5百萬美元。其中在美國的部分以私募方式募集，歐洲部分則於盧森堡市場公開募集⁴²。

而日本租賃及信貸債權等特定之證券化市場，如前所述於1997年已達近三兆日圓之規模，以下考察其證券化之具體案例：

（一）東洋株式會社

1996年9月日本的東洋株式會社（Orient Corporation）根據當時才訂定不久的特債法，發行資產擔保證券（ABS）。東洋株式會社將該公司總額共350億日圓的汽車貸款債權組群，並利用日本國內的特別目的公司（SPC），最後發行300億日圓債信等級為AAA之債券，並發行給投資人。此外還根據期限所可能造成的利率風險大小，分成A號至D號，其中最長的為四年。身為創始者的東洋株式會社同時亦擔任服務機關的角色。置於信用及流動性的增強是靠則是靠50億日圓得的超

額抵押及現金準備來達成，而無利用外在第三者保證的方式來作信用補強。至於有關可能出現的破產以致影響證券本身的問題，利用東洋株式會社完全不具其公司議決權之海外 SPC，來做到隔離破產（bankruptcy remote）。

（二）住銀租賃公司

至於根據特產法在日本國內進行 ABCP 的發行則要首推 1996 年 10 月，由住銀租賃公司所發行之 ABCP。它是將他本身所持有的租賃債權，轉讓給國內的 SPC，再由該 SPC 發行 ABCP，最後在經由零售商（住友銀行、大和證券等）出售予投資人。服務機關是由住銀租賃公司擔任，並由住友銀行來作外在的流動性補強，至於 SPC 破產隔離與上述的東洋株式會社的例子使採同樣的手法來獲得確保，因而因此獲得 A—1 等級的 CP 債信。

（三）歐力士與日本租賃公司

此外，歐力士的子公司—歐力士，也幾乎與住銀租賃公司同時，根據租賃債權發行期限為 1 至六個月不等的共六之 ABCP 共計發行的額度約有 26 億日圓。而日本租賃公司則是透過 K Man 的 SPC 發行資產擔保證券。此證券是日圓本位的私募型外債，期限從六個月至五年共八支，合計 100 億日圓，並獲得 AAA 及之債信。

（四）日本中央租賃公司

1998 年 2 月，日本的中央租賃公司，根據東京海上保險公司之保險契約，作日本國內首度附本息保證之期滿一併清償型之租賃債權資產擔保證券（ABS），當時的發行總額為 300 億日圓，期限為四年，負責證券發行的是 K Man SPC 子公司在日本國內的特別目的公司。至於信用補強，除了有東京海上保險公司作總括的保證外，上利用到優先、次要構造，在流動性補強上，則有現金擔保之設計。因為是要在到期時才會作一併的清償，故可能因之伴隨而來的利率風險，是由東海銀行及

利率上的操作方式來迴避。因其設計了一連串對信用風險；流動性風險所做的內、外在補強措施，故此 ABS 獲得美國 S & P 公司 AAA 之債信並登錄在債券流通網（JB Net）上。

（五）昭和租賃公司

1998 年 6 月，昭和租賃公司將其日本國內的租賃債權證券化在美國市場上發行 ABS。透過 SPC 發行相當於 500 億日圓的美元本位公司債，除了向美國的機關投資家販售外，也同時在歐洲市場上發行。此外昭和租賃公司還在日本國內發行 800 億日圓的大型 ABS，除了擴充有關作為原資產的租賃債權情報之公開外，還利用將證券分作 6 個月至 5 年共十個級期及預備的服務機關等方式，以破除風險的疑慮。

這些租賃或信貸債權之證券化，再加上原有之信託受益權或轉讓債權之小口債權，使得 ABS 及 ABCP 在日本國內市場上發行具體化的同時，也展現出以日圓本位外債型態在國內作發行的 ABS 及以美元本位作海外發行的 ABS 等多樣的風貌。雖然從 1998 年 9 月日本的租賃公司更新法是用申請之後，租賃債權 ABS 的海外發行消失了一段日子，但後來又隨著 1999 年 1 月，昭和租賃公司 255 百萬美元及瑞克公司 320 百萬美元的 ABS 之發行而再度的開展。

第三節 不動產之小口化與證券化

在資產證券化的潮流下，將不動產投資商品化近幾年在日本愈來愈受到注目。但在利用及促進不動產成為投資商品時，首先要面對的卻是不動產本身的投資金額向來龐大及流動性不足的問題。為改善不動產這些既有的投資金額過大、流動性欠缺及不易立刻「套現」的缺點，因而企圖利用「小口化」及「證券化」的手段，將不動產變成更易為投資人購買且更易被轉換為現金的投資商品。其中，尤以「小口

化」為不動產投資商品化前之必要手段，透過「小口化」才能使得除了機關投資家之外的一般投資人亦可加入投資不動產的行列。

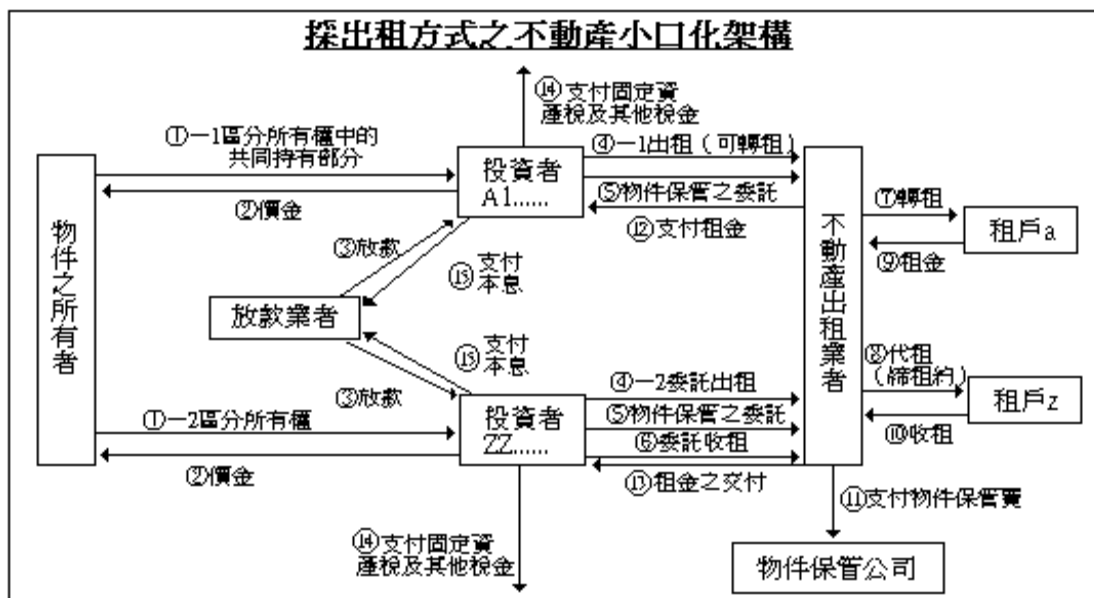
一、不動產小口化

將不動產所有權等之持份作投資商品化的不動產共同投資，早在日本的「不動產特定共同事業法」頒佈前就已存在。這種被投資商品化後的持份，稱為「不動產小口化商品」，它亦被認為是不動產證券化的型態之一。所採用的小口化方式可被歸納為採出租方式、信託方式、一般合夥方式及隱名合夥方式等四種。

(一) 小口化之方式

A. 出租方式

在 1987 年 3 月三井不動產所販售的不動產小口化商品第 1 號（採信託方式）出現之前，其實日本已有不動產小口化商品的存在，其中的代表就是對出租公寓的投資。它基本的方法是：首先由物件的所有者將所有權分割，接著將其出售予投資人，然後投資人再出租予不動產出租業者或委託不動產出租業者代尋租戶出租並從中獲得租金收入。原物件所有者將被分割的公寓所有權中的區分所有權（如公寓中之各戶）與區分所有之共有持份（如公寓中之走廊、樓梯等），設計成一個販賣單位，作為小口化之投資商品。當然單間的各戶亦可區分所有，例如將其分成客廳、玄關、廚房等部份之所有，但事實上這種區分所有是不合現實的。所以多數投資人共有單間各戶時，則依投資金額大小而持有單間各戶區分所有權之共有持份。於日本除公寓外，旅館、健身俱樂部皆能成為不動產小口化之對象。



根據上圖，採出租方式的小口化架構如下：

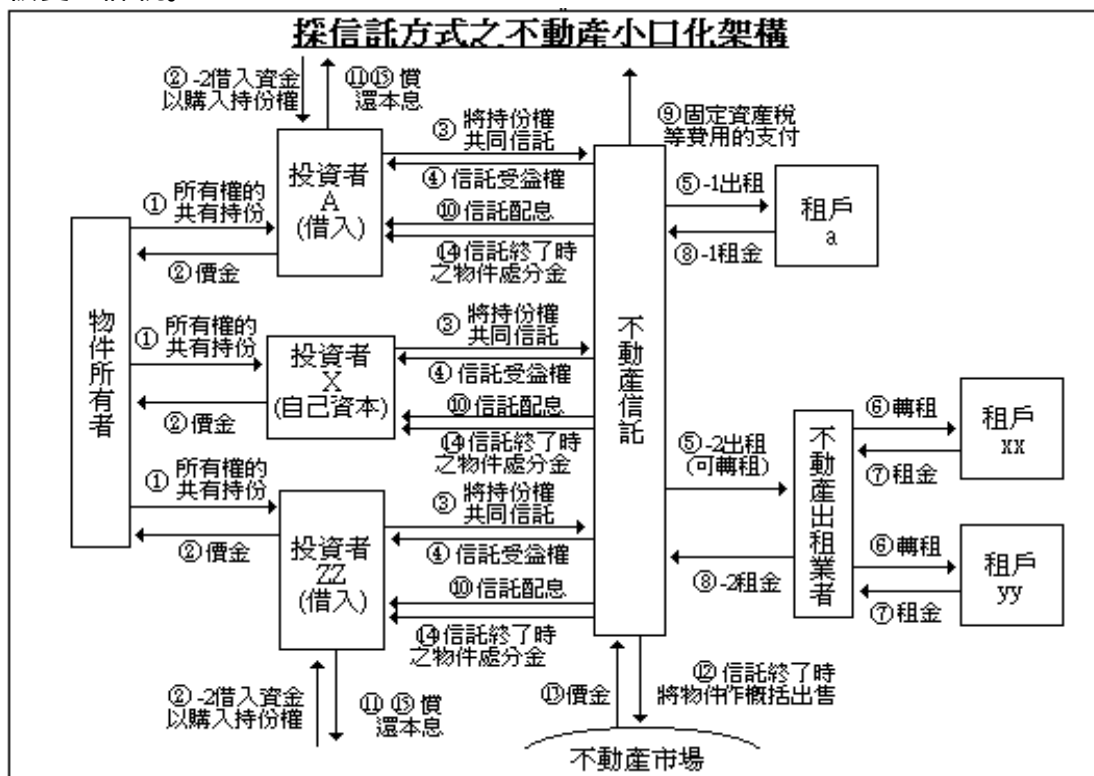
1. 投資人 A1 Axx 取得公寓的共有持份權部分，以得轉租的條件出租予不動產出租業者。（圖中之 $\sim -1, > -1$ ）
2. 不動產出租業者將其轉租予租戶 a。（圖中之 $1-j$ ）
3. 投資人 ZZ 在取得公寓的區分所有權後，委託不動產出租業者代為尋找租戶，並同時委託業者代為收租。（圖中之 $\sim -2, > -2, \ddot{Y}$ ）
4. 不動產出租業者，代替投資人尋找租戶，並進行租約的締結。（圖中之 C ）
5. 至於物件的保管是由出租業者或委託物件保管公司進行，保管的費用由投資人負擔，不動產出租業者會自動從租金將這部分扣除後，再將所剩租金交予投資人。

在日本的泡沫經濟時期，這種利用向放款業者借入的資金投資公寓的方式，主要是為了節稅目的。但之後隨著泡沫經濟的崩潰，無法收得租金且不動產出租業者相繼倒閉，在此情況下，投資人不但無法收回租金，還必須面對貸款的支付，不少投資人因而破產。雖然投資人手中仍握有該物件之所有權，可亦經由出售該項資產收回現金，但不動產價格在當時大幅下跌，使得投資人手中所持有的區分所有或共同持有部分脫手不易（買方難尋）；若要將物件全體作概括出售，也不易獲得所有權者們的統一意思。因而在後來，日本政府制訂不動產特定共同事業法，以規範不

動產小口化事業，以保護投資人。希望不致發生因不動產出租業者的破產或租金大幅下跌造成投資人本身跟著破產的情況發生。

B. 信託方式

相對於出租方式，是由投資人各自將其持有的部分委託各不動產出租業者出租，造成對物件整體營運或處份上之困難。信託方式則是各投資者在取得了做為對象之物件的所有權（區分所有權或區分所有之共同部分）後，將該持份之不動產所有權作信託的一種共同事業型態（即對物件作整體營運、管理及處份之事業型態）。在稅務上，由於信託階段不屬被課稅主體，故被認為具導管作用，並可避免被雙重課稅。



如上圖，採信託方式之不動產小口化架構如下：

1. 物件所有者將對象物件之所有權共同持份向投資人出售（上圖~）。
2. 各投資者將其所持有的部分信託予受託人，共同進行不動產信託（上圖s）。
3. 投資人將該物件之管理、處分，全部委任給受託人而受託人對投資人發行受益憑證，投資人依受益憑證可獲得自信託財產之收益及財產處分金的受益權（上圖>）。

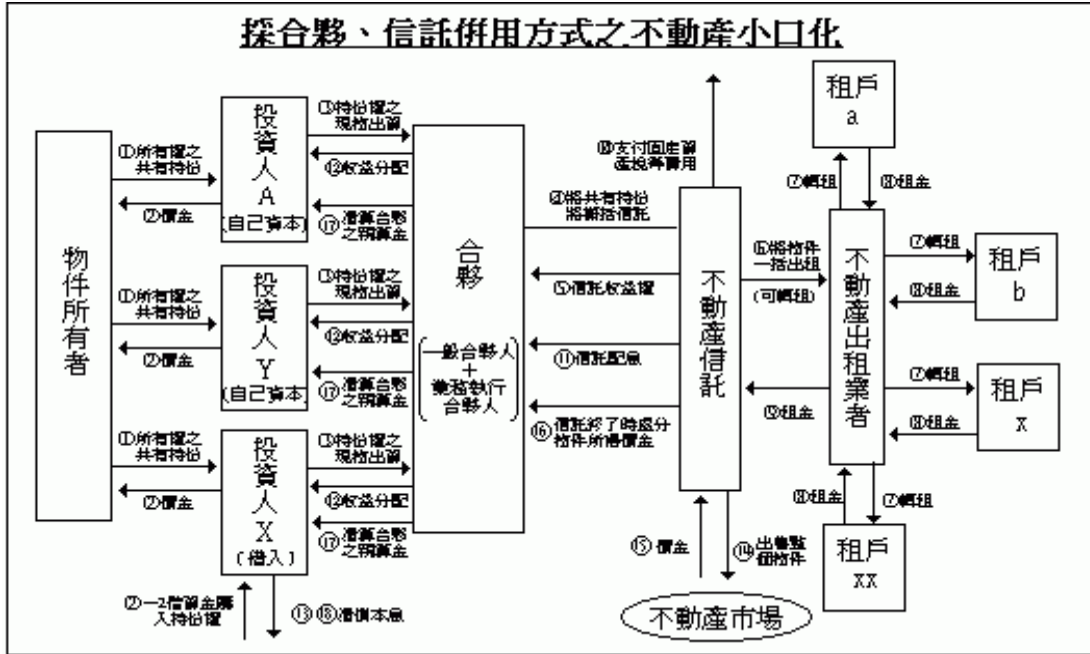
4. 受託者（信託銀行）可自行募集租借人（上圖ce—1 中之租戶 a），但通常是將物件整個出租給不動產出租業者，再由不動產出租業者將其轉租予租借人（上圖ce—2、Y之租戶 xx 及 yy）。
5. 受託人從租借人處收取的租金作信託配息支付予投資人（上圖j ㄨ）；
6. 信託期限終了時，受託人將以信託財產出售的方式處分該物件後，所得支付投資人並結束此共同投資事業關係。

在信託方式中，受託者需根據善盡管理注意之義務，誠實的對信託財產作營運及管理（但收益及財產處分金的支付依實際狀況給付），除非信託財產本身的瑕疵所造成的信託契約不成立，受託人需對選定之租借人（不動產出租業者）的信用力負有審查的義務。因此其與出租方式相比，又多了經由第三者確認的機能，此外由於其在業務上必須受到信託法及信託業法規範，故較出租方式更讓人信賴。1987年3月由三井不動產所販售之小口化商品第1號，就屬此種信託型。

C. 一般合夥方式

利用共同事業型態的不動產小口化方式，除了上述的信託外，日本民法上的「一般合夥」與商法上的「隱名合夥」亦是。

採用一般合夥方式的共同事業型態之不動產小口化出現約與信託方式同時。1987年3月的長谷工有限公司所發行之商品，為此種類型之始（但此為與信託方式並用之型態）。其架構如下：

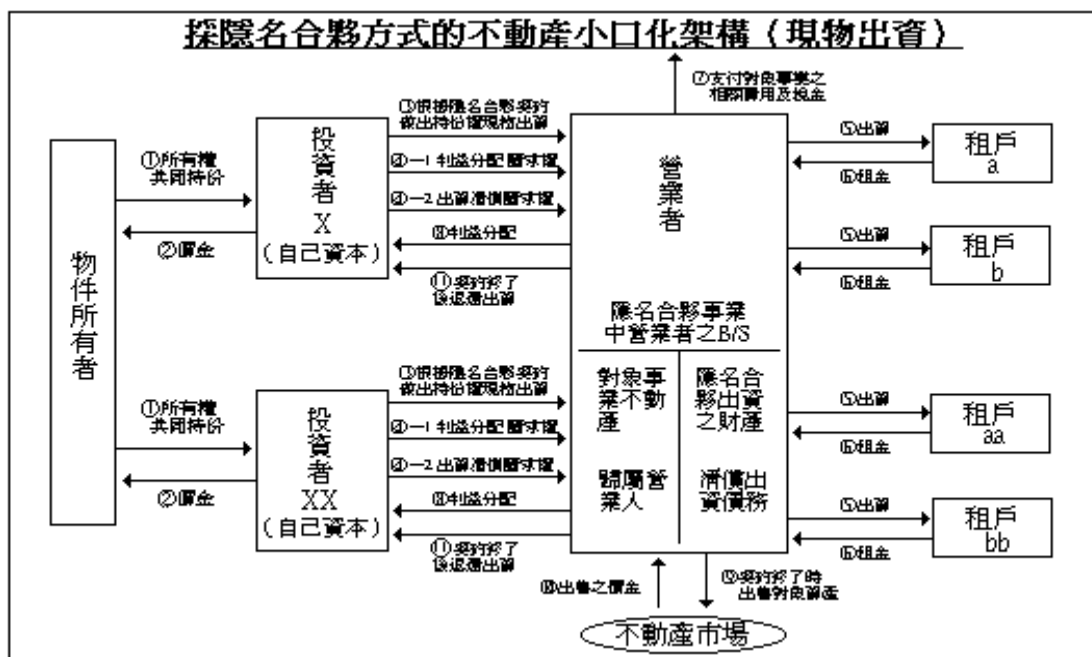


1. 物件所有者將做為對象物件的共有持份權出售予投資人（上圖 \sim ）；
2. 取得了共有持份權之投資人，以現物出資的方式成立民法上之一般合夥（上圖 \S ）；
3. 該合夥作為一委託者將其所出資的不動產概括交付信託，並取得信託受益權（上圖 \triangleright 、 $\circ e$ ）；
4. 受託者負責不動產的統籌管理及營運，並將所得收益作為信託配息支付給一般合夥，該合夥在將其作為出資收益支付給各合夥人（上圖 Y ）；
5. 信託終了時，受託者將作為信託財產的該物件出售，所得價金並交付合夥，合夥再對該合夥財產作清算，將清算金支付出資者並結束此共同事業關係。

一般合夥方式同樣是以節稅為主要目的，且與信託方式一樣，在稅法上具導管作用。但一般合夥不具法人格，出資財產為出資人所共有，出資人獲得的是共有持份權。共同事業型之不動產小口化若採純粹一般合夥方式者，換言之不採信託方式時，則不動產出租公司的信用力就成為此共同事業的關鍵，所以非信用力高的不動產業者不得利用。而採用與信託並用的方式，多是期待信託機構具有的確認機能，也因此就商品化而言至今仍以信託方式為主流。

D. 隱名合夥方式

在稅法上具導管功用的除了前述之方式外，尚有商法上之隱名合夥方式來從事不動產之共同投資。隱名合夥乃由當事者之一方（出資者）對於他方（營業者）所經營之事業為出資，而分受其營業所生之利益，及分擔其所生損失之契約成立。隱名合夥人出資之財產歸屬營業人。出資人在債權關係上只有對由隱名合夥事業之中所生之利益分配（利益分配請求權）及當隱名合夥契約結束時，請求償還出資之權利（出資價額返還請求權），但無執行營業事務之權利（但有營業監視權）。損益分配視實際營業損益變動，所以可能出現較原出資額為低的情形。又若為現物出資，則損益非以現物分配，而是折以現金返還。隱名合夥較不具共同事業性，出資者的投資風險完全視營業者之信用力而定；出資者對營業者的權利只限於債權上。



在 1994 年 6 月不動產特定共同事業法的制訂以前，並沒有利用隱名合夥的方式進行不動產小口化的例子。因為根據日本所得稅法之規定：隱名合夥之合夥人在十名以上時，就必須對所分配利益進行直接課稅，因此營業人的事務費用，再加上政府對出資人所課徵之稅金，使得資金在利用效率上變低；其次當隱名合夥之合夥人為個人時，合夥人對實際的損益的分配來源未必有清楚的認識；且對於返還出資

時，實際價格的查定不易。從而使得採隱名合夥方式的不動產小口化無法成為符合個人投資者需要的不動產小口化商品。

隱名合夥方式下，營業者根據營業實際情形分配損益予出資人，此點乃與股票相似，但卻不具有股票般之流通性。因此，此種隱名合夥方式的不動產小口化與其說是針對一般個人投資者，毋寧適合投資專家或機關投資家的一種不動產小口化方式。

（二）不動產特定共同事業法之施行

所謂不動產特定共同事業，乃事業者與金錢或不動產之提供者（事業參加者）基於相互所定之契約，事業者將這些資產運用於不動產交易上，並將從中所得利益分與事業參加者。前述不動產之小口化使不動產可能成為投資商品，由於投資人不能自事業者獲悉充分之資訊，致事業者經營不善時尤其在日本泡沫經濟崩潰，事業者相繼破產及租金收入大幅減少，使得投資人因而受害嚴重。因此，為了保護投資人得以自事業者獲得完全之資訊及促進小口化事業的健全發展，有必要對該事業加以規範。於是在 1994 年 6 月制訂「不動產共同事業法」（簡稱「共同事業法」），並於 1995 年 4 月 1 日正式實施。一言以蔽之，共同事業法即「為規範業者從事以收益、利益之分配為目的之不動產共同事業之法律」。

依共同事業法之規定其所規範者限於下列數種共同事業之特定事業方法（共同事業法第 2 條 3 項）：

- A 基於合夥契約成立之事業（一般合夥方式）；
- C 基於隱名合夥契約成立之事業（隱名合夥方式）；
- E 基於共有不動產出租或出租委任契約之事業（出租方式）；
- E 基於外國法律訂定前述三類契約之事業；
- E 在其他政令下訂定契約之事業。

至於在共同事業法制訂前向來為小口化主流的信託契約（信託方式），由於以受到信託法及信託業法的規範，故不在共同事業法規定的範圍之列，以下考察共同

事業法之內容。

共同事業法為保護投資人其規範方式可分為「開業規範」及「行為規範」。首先就開業規制而言，不動產特定共同事業業法乃採許可制。取得許可之條件⁴³如下：

- Α須為具有一定金額以上之資本金的法人（共同事業法第 6 條第 1 項及第 7 條第 1 項）；
- Ç純資產部分不得低於資本金 90% 以下（共同事業法第 7 條第 2 項）；
- È須有住宅、土地、建築物業者執照（共同事業法第 6 條第 2 項）；
- É每個事業處須設置滿足一定要件之事業管理者；
- Ê契約須為符合政令規定基準之約定條款；
- Ë須具備能讓此共同事業得順利進行之財產作保證及人員組成。

至於行為上除明白揭示業者應忠實執行業務，而於執行業務之際應確保不動產之合理利用與抑制投機性交易外，並規定下列事項：

1. 有關廣告之規制—不動產特定共同事業者作廣告時應表明其是否為契約當事人或代理人或居間，並明示共同事業契約之種類。對於不動產交易之收益預測及其他事項不得為與事實相反或使人誤認之意思表示（共同事業法第 18 條）。
2. 有關進行共同事業時期之限制—必須取得依都市計畫法第 29 條之許可、建築基準法第 6 條 1 項之確認及其他法令之許可後，才能實施共同事業（共同事業法第 19 條）。
3. 不當勸誘之禁止—勸誘締結共同事業契約之際，對於契約內容而足以影響參加者判斷之重要事實，不得有虛偽不實或故意隱瞞之情事並對於利益之發生不得提供斷定性之判斷；同時不得亦對契約內容有虛偽不實或故意隱瞞之情事，或以脅迫手段而妨礙事業參加者之契約解除（共同事業法第 20、21 條）。
4. 金錢借貸、居間之禁止—共同事業者勸誘契約之締結時，不得對參加者提供金錢貸與，或為其借貸之代理人或居間（共同事業法第 22 條）。
5. 根據受到認可之約定條款訂定契約（共同事業法第 23 條）；

6. 資訊之公開—共同事業者在訂立契約之前應交付記載契約內容與履行事項之書面；而於訂立契約後應立即交付記載下列事項之書面，即共同事業契約種類、不動產交易目的與交易內容、事業參加者之收益與利益之分配、財產管理事項、契約期間、契約終了之清算事項、契約之解除事項等（共同事業法第 24 條、25 條）。此外，特定共同事業者應於事務所備置依主管機關命令規定記載業務、財務狀況書面，以提供事業參加者之隨時閱覽（共同事業法第 29 條）。
7. 冷卻期間之設置—投資人於契約訂立並取得業者交付書面日起 8 日內，可隨時以書面解除契約（共同事業法第 26 條）。
8. 財產分別管理與財產管理報告書之交付—共同事業者應將該共同事業契約財產與自己財產或其他契約財產分別管理；並對於管理狀況除應參加者要求提出說明外，應對參加者應定期交付管理狀況報告書（共同事業法第 27 條、28 條）。
9. 行政監督：特定債權受讓業者每年應製作事業報告書而向主管機關提出，同時主管機關認為有必要時得命業者提出關於業務財務之報告資料並可派員親至前往事務所實地檢查或質問。對於特定共同事業者有違法之情事者主管機關得命 1 年之內之業務一不或全部停止，甚至取消許可。

共同事業法可說是，對該法制訂前即存在之不動產小口化方式進行追認並賦予其法效果，尤其是對商品化方法中之隱名合夥方式給予肯定（雖然在之前所制訂的特價法第 2 條第 4 項第 2 款已承認隱名合夥方式，但真正據此方法進行商品化的，仍以 1995 年 5 月野村證券所發行者為最早）。而對隱名合夥方式抱有最大期待的在於配息、出資、返還皆以金錢為之，至於其中的共同事業性就顯得不是那麼重要，從而適用共同事業法之理由，無寧謂其具有流通性之金融商品之故也。

但由於共同事業法為一規範不動產投資之法規制，目的本來就非為了促進不動產的證券化及投資，所以在事實上共同事業法雖給予不動產「小口化」在法律上之保障，但對促成不動產之證券化卻毫無幫助。蓋其原則上禁止持份權轉讓及契約解除，所以使得其欠缺流動性及轉換現金的可能性，阻礙了流通市場的發展。此外，

一個不動產特定共同事業只能以一個不動產計畫案為投資對象，規模太小亦是原因之一。

二、不動產證券化—特定資產流動化法（SPC）之實施

不動產最為一投資商品最大的問題點在於流動性問題。因之，不動產小口化商品在本質上由於屬於一種對「不動產」的投資商品，所以當要買賣不動產時，自然面臨到不動產本身的非流動性問題。不動產交易本身的非流動性，不但沒有因小口化而有任何的改善，反而更限制了小口化商品這項金融商品本身的流動性。雖然小口化使得不動產的投資變得容易，但與加入不動產小口化投資相比，想要中斷或退出此項投資，就不是那麼簡單。換言之，不動產小口化商品是一種「易加入（參加投資容易），難退出（投資的中斷、退出、解約困難）」的商品，這使得小口化商品也與不動產相同地缺乏流通性。此外隨著不動產轉讓所生的課稅問題亦不可避免。

雖有學者認為不動產小口化商品本來就屬一長期性的投資商品，因此本來就不需考慮其流動性。它應是一種讓熟悉不動產投資的投資者以分散風險為目的的投資商品，而不適合一般投資人作投資。但事實上，為了避免當不動產價格大跌時的風險，不管對象是一般投資人或機關投資人，流動性都是非常重要的。因之，不動產要作為一投資商品，其流動性仍不可欠缺。若更進一步期待不動產成為多數投資人皆可加入及樂於加入的商品，流動性更是不可欠缺之要素。而「證券化」將是加強其流動性的有效方法之一。

隨著 1998 年 9 月，特定資產流動化法（SPC）的實施，作為改善不動產的流動化，出現了新的契機。蓋特定資產流動化之對象乃為 SPC 所取得之特定資產，該特定資產包括金錢債權、不動產與信託受益權；而 SPC 就所取得之特定資產對應的發行有價證券（包括優先出資證券、特定公司債券或特定 CP 等）。從而不動產擔保貸款之金錢債權及不動產本身（或其信託受益權）等可依特定資產流動化法

之規定由 SPC 取得後，SPC 據之發行資產對應證券(債券或持份券)，依此方式不動產得以證券化。

例如：1998 年 Weekly 房屋公司利用 SPC 將辦公大樓小口證券化，並以一口 50 萬日圓的價格向一般投資者等販售總額 3 億 4000 萬日圓之證券。除了有相對於出資額年 5.5% 以上的配息外，並以賣去的所得利益還本。1999 年三井不動產以 700 億日圓購入 Japane-Engine 總公司所在之大樓，透過 SPC 證券化後向投資人販售。由於該大樓仍由 Japane-Engine 公司以租戶的身份承租，故可預期每年將有 6% 左右之利息收入。此外尚有，1999 年 4 月，住友人壽保險公司設立新的專屬部門，負責進行該公司所持有之出租大樓等不動產證券化的工作。除了將證券化之商品向機關投資人作販售外，還有利用投資信託的方式。其中就有利用到 1998 年所施行之 SPC 法，來將 1999 年度所持有價值之 1000-2000 億不動產證券化。

又，營業稅上許可 SPC 之可分配盈餘之 90% 以上完全用作配息，SPC 可被視為具有導管作用而避免雙重課稅問題。不過，不動產移轉而所發生之不動產取得稅（以不動產為抵押之貸款，就沒有不動產取得稅的問題）及執照登記稅僅止於減半而已，所以 SPC 的導管性也不完全而受指摘⁴⁴。不過隨著 SPC 法的施行，不動產流動化的可能性再度的受到注目。蓋 SPC 法上之資產對應證券之有價證券地位被確立⁴⁵，故於投資人保護上較抵押證券及不動產小口化商品更為周詳⁴⁶。

第四節 法律規制之內容

一、有價證券之該當性

日本之證券交易法為投資人保護之基本大法，而其規範之範圍乃以「有價證券」之定義內容為依歸，從而「有價證券」之法律概念應以投資人保護之必要性為內容⁴⁷。日本「有價證券」之定義於證券交易法第 2 條中明確規定而採具體列舉方式，僅同條 I 項及 II 項之最後 1 款以「其他政令規定之證券或證書」彈性的授權行政機關得追加證券種類以適應環境之需要；但事實上行政機關未曾追加指定過⁴⁸。

然而隨著金融證券化之發生，對於證券化金融商品之投資人保護，如何利用證券交易法之架構以達保護投資目的成為重要課題。因此，於平成四年修正證交法，擴大「有價證券」定義範圍，雖然投資契約等概括性有價證券概念基於罪刑法定主義之考量⁴⁹而未能導入定義範圍內，仍採具體列舉方式不過已使部份證券化金融商品納入「有價證券」之定義內，例如住宅貸款債權信託⁵⁰。此外為配合特定資產流動化法之制定，平成 10 年證券交易法之再次修正而增訂第 2 條 3 項之 2 與 5 項之 3 明文規定依特定資產流動化法由特定目的公司發行，之特定公司債與優先出資證券為有價證券，從而租賃 信貸債權等特定債權或不動產等⁵¹，經由特別目的公司之取得而所發行相對應資產證券之架構方式，該資產證券已明確列舉⁵²為有價證券而受證交法之保護。不過租賃 信貸債權等特定債權或不動產等之流動化非依特定資產流動化法而由特別目的公司發行對應資產證券者，換言之謹將債權或不動產等小口化以增加流動性，基於投資人之保護而加強業者之管理，所以 1993 年對於特定債權有特定債權法；1994 年對於不動產有不動產特定共同事業法之公佈實施⁵³。

至於住宅抵押證書僅為債權轉讓證書而已，依民法之債權轉讓方式為之，換言之應通知債務人並經其承諾才可為之。不過於大藏省之監督下不論發行者或購入者僅限於特定金融機關，並禁止再為流通之故，所以住宅抵押證書非成為一般人之投資標的，而無特別保護之必要，從而不必納入有價證券之範圍內而適用證券交易法。抵押證券本身乃依 1930 年制定之抵押證券法而由土地登記所發行，以促進金融機關之住宅貸款抵押債權之流動化；同時為排除惡質販賣業者加強投資人保護於 1987 年制定抵押證券業法，所以抵押證券乃由特別業法規範之。

二、證券交易法之適用

(一) 公開制度

日本之證券交易法與美國相同，基於保護投資人之目的於發行市場或流通市場確立資訊公開制度，換言之於發行市場除免除證券及免除交易外，發行人應向大藏大臣申報並公開投資情報後，才可募集發行之有價證券；於流通市場要求上市、上

櫃公司及其他公開發行公司、資本額 5 億日圓以上且股東人數 500 名以上公司應定期公開資訊⁵⁴，對於一定重要事實之發生足以影響股價者應提出臨時報告書⁵⁵。

1. 適用之除外

公開制度適用之除外有免除證券與免除交易。免除證券包括國債、地方債、依特別法發行債券或出資證券⁵⁶、信託受益憑證⁵⁷、政府保證公司債、依國際條約所設立機關發行之證券等。不過由銀行發行或保證之證券並未免除公開義務，此乃異於美國⁵⁸之規定。免除交易乃指少額免除與私募，而少額免除指發行總額未滿一億日圓者可免除公開義務⁵⁹；私募指僅以適格機關投資家為募集對象且該有價證券無再轉讓與適格機關投資家以外之虞者，或以未滿 50 名之投資人為募集對象且該有價證券無再轉讓與多數人之虞者⁶⁰。

2. 公開之情報

於發行市場依有價證券申報書提供公司情報以為投資之依據，其內容除募集事項等證券情報外包括企業概況、事業狀況、財務狀況、設備狀況、股份結構等企業情報，使用第 2 號樣式⁶¹。不過，證券化金融商品之發行架構異於傳統有價證券，換言之除對資產為管理運用之證券發行人外，尚有真正資金取得者之 originater 存在，從而公開之情報內容除證券發行人外，構成證券價值基礎之資產狀態之情報對投資人之投資判斷更為重要。所以證券交易審議會基本問題研究會公開制度小委員會認為情報內容應包括證券架構、證券持有人之權利、運用對象資產之內容、originater 與資產運用管理者之情況⁶²。依此意見大藏省公佈「特定有價證券內容等公開之省令」而以行政命令方式對於各種特定證券分別規定使用公開之樣式與公開之內容。上述住宅貸款債權信託之受益權憑證或特定目的公司發行之證券皆為該省令之特定有價證券⁶³。住宅貸款債權信託之受益權憑證使用第 6 號樣式除第一部之證券募集情報外，第二部信託財產情報包括信託財產狀況、貸款債權之內容、信託之架構與財產運用狀況、受益人之權利，第三部特別情報包括發行人之財務狀況等；資產流動化證券使用第 5 號之 3 樣式同樣第一部證券情報外，第二部管理資產情報包括資產之構成、管理運用之架構與資產狀況、信用補充、證券持有人之權利

與行使，第三部發行人與關係人情報。

（二）行為規制

日本與美國相同對於證券交易不法行為皆有明文禁止，第 157 條之一般詐欺禁止規定即有價證券買賣等禁止使用不正手段、計畫或技巧；第 159 條之市場操縱禁止規定；第 166 條內線交易禁止規定。如上述該當於證交法上之有價證券雖然於發行市場有適用除外之規定，即除外證券或除外交易，但除外證券或除外交易仍受證交法之行為規制，換言之仍有第 157、159、166 條之適用。

對於內線交易之禁止於法條文中明確規定行為主體，換言之內部者之範圍⁶⁴；同時亦具體列舉內部情報之範圍並輔以量化基準，雖不免有掛一漏十之疑，但基於罪刑法定主義，則力求構成要件之具體化與客觀性⁶⁵。不過對於違反規定者雖有刑事制裁存在⁶⁶，但民事賠償責任則無明文規定⁶⁷。第 159 條之市場操縱禁止規定明確列舉操縱行為之類型，違反者除應受刑事制裁外，並應負民事賠償責任⁶⁸。不過其禁止以明確列舉方式之故，違法行為不該當於諸該類型但其違法性重大者則以構成違反第 157 條詐欺禁止規定⁶⁹處罰之。而第 157 條詐欺禁止規定之條文本身為抽象、概括性內容，基於罪刑法定主義或認為不宜依此規定科以刑罰⁷⁰，然而與此對立見解認為證交法之目的在於確保交易之公平性以保護投資人，證券交易乃相當複雜且急速變化，立法或修法當時難以想像之不法行為技倆層出不窮，因此事實上無法對各式各樣詐欺性行為事前詳細列舉以規範之，從而第 157 條概括性禁止規定之存在乃為必要⁷¹，並為確保其實效性當然可予以制裁。

（三）營業規制

證交法明文禁止證券業者從事不當勸誘行為而要求遵守適合性原則，同時禁止對投資人為損失保證或損失補償行為，並應防止業務兼營之利益衝突⁷²。此外，日本對於證券、金融業務固然繼承美國制度外，並基於下述理由而採嚴格分離主義，即 a. 銀行存款人之保護，蓋證券業務尤其承銷之風險性高之故；b. 利益衝突之防

止，蓋同時兼營不同業務而兩者無法兼顧時容易犧牲一方利益之虞，致顧客受害；c.產業支配集中之防止，蓋使金融機關兼營證券業務則其能完全控制企業之資金籌措方法，增強對產業之支配力，致妨礙經濟健全發展；d.資本市場之育成，蓋金融機關仍以銀行業務為重，致資本市場之發展將難以期待⁷³。從而該當於「有價證券」定義者，證券之承銷、買賣等業務，金融機關乃無法置喙。

不過，隨著金融自由化與證券化，證券・金融業務間分界愈為模糊，並基於促進自由競爭、加強金融服務業之效率與提高消費者之方便性之理由，嚴格之業際分離主義逐漸緩和，換言之平成 4 年修正證交法使證券業與金融業各得以子公司方式相互參入對方業務；平成 9 年又因獨佔禁止法之修正與銀行控股公司等整備法之制定，使金融控股公司得以設立，從而同一控股公司下之子公司即銀行與證券業以兄弟公司方式各自經營自己業務；平成 10 年金融體系改革法之制定，對證券商改採登錄制而廢止專業義務，且更擴大金融機關本體之證券業務範圍。因此證券化金融商品基於投資人保護之理由而將其納入有價證券之定義範圍內，但由於業際分離主義之緩和已如上述，而使證券化金融商品不致斷然成為證券業者單獨所能經營之業務，從而金融機關對於證券化金融商品或以證券子公司方式、或金融控股公司下證券兄弟公司方式、或法令明文擴大其本體之業務範圍，而經營之。以下考察之：

1. 擴大其本體之業務範圍：住宅貸款債權信託依證交法第 65 條 2 項 3 號及施行令第 17 之 2 條 2 項明文規定為金融機關能經營之業務；特定目的公司所發行資產對應證券乃活用銀行等金融機關專業能力之參與而達成者，從而關於記名金錢債權、該金融機關保有之不動產、信託受益權等特定資產之證券化，該金融機關本身可以從事該項證券業務⁷⁴，但對於第三人所保有不動產而發行之對應證券，除非以私募方式銷售，否則金融機關仍不能從事該證券業務。蓋證券之私募業務為金融機關之本來業務⁷⁵，而平成四年修法之前僅限於公司債之私募而已，之後則擴及從事其他證券之私募業務。
2. 子公司之證券業務：銀行等經主管機關之認可得以子公司方式經營證券業務，不過初期為避免影響中小型證券商之業務，大藏大臣禁止該子公司經營證券經

紀業務⁷⁶，同時為避免過度參入而造成市場秩序混亂，故以行政命令限制業務經營範圍，致證券子公司業務僅限於公司債等之承銷而已，此造成公司收益減少降低銀行參入之意願，而違背促進自由競爭之本旨。從而依金融體系改革法之施行廢除上述行政命令⁷⁷，而使銀行子公司能全面經營證券業務。他方面，為保護存款人、防止從事利益相反行為與確保競爭之公平性，另設有防火牆之業務規定⁷⁸，例如不得以異於通常交易條件且有害公平性之虞者與證券子公司為交易行為；銀行對顧客提供信用時以與證券子公司訂立證券交易契約為條件時而此為該證券子公司知悉者則不得與顧客訂立契約；證券子公司承銷之證券於六個月內不得賣與銀行母公司等，以避免承銷風險轉移於存款人；銀行取得顧客之重要非公開情報時不得提供與證券子公司等。此外主要銀行擔任公司債之受託人則對於同一公司債，其證券子公司不得擔任主要承銷人；銀行職員與證券子公司職員禁止共同訪問顧客；兩者之店舖禁止共同使用同一建築物⁷⁹。

3. 兄弟公司之證券業務：避免公司經營惡化波及其他公司之遮斷效果而言控股公司下之兄弟公司方式優於母子公司方式⁸⁰，從而銀行除以證券子公司參入證券業務外，於平成 9 年隨著金融控股公司之解禁，得以控股公司下之兄弟公司經營證券業務。平成 4 年修正證交法導入子公司參入業務方式之同時設置防火牆之防弊措施已如上述而此於銀行控股公司整備法中亦予以引用，換言之於銀行法中增訂與金融控股公司具有母子關係者為特定關係人，從而禁止以異於通常交易條件與特定關係人間交易，致使銀行受損；此外擴大證交法 45 條防弊措施之適用範圍而使及於金融控股公司或兄弟公司等⁸¹。

三、其他法律之適用

上述住宅貸款債權信託憑證或資產對應證券該當於證交法上之有價證券而適用該法以保護投資人外，住宅貸款債權信託憑證之組織架構乃以信託契約為基礎，故仍有信託法與信託業法之適用；資產對應證券乃由特別目的公司對應於本身所取得

特定債權或不動產而發行之證券，而對於特別目的公司之組織管理與監督，須適用特定資產流動化法之規定；抵押證券乃依抵押證券法而發行，故適用該法，同時為加強抵押證券業者之管理並排除惡質業者，制定抵押證券業法⁸²。租賃或信用等特定債權之流動化因特定債權法之施行更為順暢，並為保護投資人該法中規定債權販賣業者之業務行為與行政監督等⁸³；不動產之小口化依信託方式者仍有信託法與信託業法之適用，不過依合夥、隱名合夥或租賃契約而成立之事業，應受不動產特定共同事業法之規範，換言之對共同事業採許可制並經由業務行為之規範、行政監督、管理狀況報告書之定期公開等⁸⁴以保護投資人。

¹ 證券取引審議會基本問題研究會中間報告書「金融の証券化に伴う資本市場のあり方」（1989年5月10日）；基本問題研究會第一部會報告書「金融の証券化に対応した法制の整備について」（1990年6月5日）。

² 所謂的證券化，必須重視是否已達「成為不特定多數投資者之投資對象狀態」才有意義。參照神田秀樹「金融の証券化と有価証券概念」商事法務 No.1187，頁2、3。

³ 川村雄介、下井雅裕著，金融の証券化，大和證券經濟研究所。頁84-185。

⁴ 小野傑著，わが国におけるセキュライゼーションの現状と展望，商事法務 No.1172 頁21。

⁵ 大藏省銀行局通達「抵当権付き住宅貸負う債權の譲渡のための住宅抵当証書について」（藏銀3095號）1974年9月6日。

⁶ 近年，銀行等因應金融自由化與國際化，重視自有資本比率提高；同時兼顧其滿足國民住宅之貸款前提下，此制度之利用將更形明顯（參照金融制度調查會第2委員會於1988年5月提出住宅貸款債權信託之具體改善方案）。

⁷ 吉野昌甫等，セキュライゼーションと銀行（經濟法令研究會）頁.31。

⁸ 財團法人企業財務制度研究會編，証券化の理論と実務（中央經濟社）頁.554。

⁹ 依證券投資信託法（昭和26,6,4）發行之受益憑證。

¹⁰ 川井健，擔保物權法（青林書院）頁173-174；鈴木祿爾等著，金融法（有斐閣）頁.307。

-
- ¹¹ 因此申請發行交付實應提出下列書類（1）申請書（2）抵押權人之權利登記證書（3）債權（4）抵押證券發行特約登記簿存在時，抵押權者或第三取得者，與債務人之同意書（參照法第3條）。
- ¹² 藤原勇喜「抵当証券の理論と実情」米公明等編，金融擔保法講座 頁306-307。
- ¹³ 參照抵当証券法施行族細則第21條之2。
- ¹⁴ 學者認為聲明異議制度乃為彌補抵押證券之要因性與登記公信力之欠缺而創設的，因此除法定聲明異議事由外，債務人仍能對抗善意取得人。參照藤原勇喜「抵当証券の理論と実情」米公明等編，金融擔保法講座 頁301、302。
- ¹⁵ 對前手之請求返還時效1年，但背書人對前手之時效為6個月（參照法第39條）。
- ¹⁶ 參照大和證券經濟所編，金融の証券化（東洋經濟社）頁189-190所舉之理由，例如其雖屬有價證券，但它與其中個別的抵押不動產又緊密的結合著，所以不易做大量、劃一的交易；手續及架構複雜，且成本頗高等
- ¹⁷ 抵押證券業者昭和48年僅一家成立，但現已超過100加以上。參照田中康夫「抵当証券の流通過程上の諸問題第一回」金融法務事情 No.1180，頁7；抵当証券研究會報告書「抵当証券証券取引きについて」NBL No.379，頁44。
- ¹⁸ 同前掲注 田中康夫 頁9-10。
- ¹⁹ 研究會報告書同前掲（注1）頁46；森田章，投資者保護の法理（日本評論社）頁47。
- ²⁰ 同前掲（注17）田中康夫 頁11。
- ²¹ 抵当証券研究會報告書「抵当証券証券取引きについて」NBL No.379 頁.45。
- ²² 田中康久「抵当証券の流通過程上の諸問題第二回」金融法務事情 No.1181，頁26-28。
- ²³ 市江正彦「抵当証券研究会」商事法務 No.1116，頁.22、23；抵当証券研究會報告書「抵当証券取引きについて」NBL No.379 頁.47。
- ²⁴ 指（1）受禁治產宣告者（2）破產宣告未復權者（3）受徒刑宣告執行完畢後未經過三年者（4）違反本法、出資存款與金利之取締法或違反刑法第204條、206條、208條之2、222條、247條

之罪責或處罰暴力行為之法律而受罰金制裁，未經過三年者（5）被取消登錄日前 30 日內為業者之董監事並自取消日起算未經過三年者（參照業法第 5 條 項 6 款）。

²⁵ 為使業者適切經營業務除行政監督外，更令業者團體成立抵押證券業協會以發揮自主規制功能。協會為法人組織指導會員遵守法令，並解決業者與投資者間之糾紛為主要任務（參照抵押證券業法第 6 章之規定）。

²⁶ 參照大藏省「抵当証券業者の業務運営に関する基本事項について」通達（昭和 63,8,31）。

²⁷ 參照大藏省「証券会社による抵当証券の取扱について」通達（昭和 63,10,20）。

²⁸ 同前掲（注 21）抵当証券研究會報告書 頁 48。

²⁹ 書面契約內容應記載（1）業者之商號，訂約日期，（2）證券上記載事項包括證券字號、作成日期、登記所之表示、債權額、清償期及其他大藏省令規定事項，（3）本息之返還事項，（4）保管事項，（5）其他大藏省令事項如利息計算方式、支付保證、買回內容等（參照業法第 16 條，施規 13 條）。

³⁰ 消極資格指（1）受禁治產宣告者（2）破產宣告未復權者（3）受徒刑宣告執行完畢後未經過三年者（4）違反本法、出資存款與金利之取締法或違反刑法第 204 條、206 條、208 條之 2、222 條、247 條之罪責或處罰暴力行為之法律而受罰金制裁，未經過三年者（5）被取消登錄日前 30 日內為業者之董監事並自取消日起算未經過三年者（參照業法第 5 條 項 6 款）。

³¹ 森田章，投資者保護の法理（日本評論社）頁 46-47；同前掲（注 12）藤原勇喜 頁 295。

³² 湯野勉，金融の證券化（晃洋書房，1999 年 6 月）頁 85。

³³ 同前掲注 頁 86。

³⁴ 同前掲注 頁 86-87。

³⁵ 參照特定資產流動化法第 2 條 9 項之規定；並依第 144 條 1 項之規定特定資產管理與處分之業務應委託特定資產之讓與者或其他適格者（具有相當財產基礎與人的構成）實施。

³⁶ 依特定資產流動化法第 142 條規定特定目的公司除特定資產流動化業務及其附帶業務外，不得從事其他業務。

³⁷ 同前掲（注 32）頁 96。

-
- ³⁸ 參照特定資產流動化法第 2 條 3 項 4 項，第 19 條之規定。
- ³⁹ 參照特定資產流動化法第 1 條之規定。
- ⁴⁰ 參照特定資產流動化法第五章監督之規定。
- ⁴¹ 同前揭（注 32）頁 96—97。
- ⁴² 同前揭（注 32）頁 90—93。
- ⁴³ 依共同事業法第 46 條信託公司或兼營信託業務之銀行經營不動產特定共同事業時而依宅地建物交易業法地 77 條 3 項規定提書申報者，不適用該條件，乃直接視為取得許可之共同是業者而適用本法規定。
- ⁴⁴ 岡內幸策，擔保不動產流動化（東洋經濟新報社 1998）頁 27。
- ⁴⁵ 參照本章特定債權證券化 頁 17。
- ⁴⁶ 但從 1998 年 9 月以來，原先期望因 SPC 法所帶來的不動產的流動化情形並不如預期。其理由在於：1.該法就情報公開的相關規定中雖然要求公開「租戶名稱、租金、出租面積、租約到期日等」資料，但亦同意可以基於守密的理由，不公開租金的例外規定，使得該法在運用上變得不明確；2.因資產流動化計畫的變更困難，使得相對應之變化亦變得不易；3.仍須課徵不動產取得稅及執照登記稅。
- ⁴⁷ 同前揭（注 31）森田章 頁 15—18
- ⁴⁸ 平成 4 年之前證交法採證券業務與金融業務分離之故，若經指定為證券金融業即不能經營該業務。兩業界之門檻之爭形成強大壓力，致使行政機關無法行使指定權。參照上村達男「證券取引法 65 條と有價証券概念」商事法務 N0.1193 頁 3；同前揭（注 31）森田章 頁 18、20。
- ⁴⁹ 有價證券之該當與否決定證交法上之刑罰適用，從而基於罪刑法定主義，有價證券之定義應為明確才是。參照大藏省證券取引制度問題研究會編，金融制度改革（財經詳報）頁 14。
- ⁵⁰ 參照日本證交法第 2 條 II 項 1 款及施行令第 1 條之 3。
- ⁵¹ 特定資產流動化法上之特定資產。參照流動化法第 2 條規定。
- ⁵² 參照證交法第 2 條 3 項之 2、5 項之 3 規定。
- ⁵³ 參照第二章第二、三節之內容。

-
- ⁵⁴ 每年營業年度終了3個月內應提出有價證券報告書；每半年終了3個月內提出半期報告書。參照證交法第24條1項、24條之5第1項。
- ⁵⁵ 參照證交法第24條之5第4項。
- ⁵⁶ 其發行應項主管機關申報並經認可，依此足以保障投資人無須另為資訊公開之必要。
- ⁵⁷ 依貸付信託法第7條規定應為資訊之公開，故不適用證交法之公開制度。
- ⁵⁸ 岩原紳作「証券化関連商品に関する諸外国のディスクロージャー制度とわが国における在り方について」，基本問題研究会第一部會報告書（1990年6月5日）頁207。
- ⁵⁹ 參照證交法第4條1項3號之規定。
- ⁶⁰ 參照證交法第2條3項、施行令第1條之5及之7。
- ⁶¹ 插入方式之有價證券申報書使用第2號之2樣式；參照方式之有價證券申報書使用第2號之3樣式。
- ⁶² 小委員會之報告平成3年26日「ディスクロージャー制度の見直しについて」。
- ⁶³ 特定有價證券內容等公開之省令第1條規定。
- ⁶⁴ 此異於美國，蓋美國以判例確立方式對內線交易行為予以制裁。
- ⁶⁵ 林麗香「禁止內部人交易之修法方向」月旦法學雜誌39號 頁54。
- ⁶⁶ 證交法之修正法第198條15號規定可處3年以下或科或併科300萬圓以下之罰金。
- ⁶⁷ 有學者認為可依民法之侵權行為追及其損害賠償責任。參照近藤光男等，證券取引法入門（商事法務研究会）頁240。
- ⁶⁸ 依證交法第197條2項可處5年以下或科或併科三千萬圓之罰金；第160條明文規定違法者應負民事賠償責任。
- ⁶⁹ 同前揭（注67）近藤光男等 頁251。
- ⁷⁰ 同前揭（注67）近藤光男等 頁269。
- ⁷¹ 神崎克郎，證券取引法（青林書院）頁597。
- ⁷² 參照證交法第42、43、42之2、44、45條等規定。

- ⁷³ 林麗香「日本平成年間證券交易法之修正」國科會專題研究計畫 NSC83-0301-H-032-019 頁 81 – 85。
- ⁷⁴ 證交法施行令第 17 之 2 條 2 項、3 項及「証券取引法施行令第 17 の 2 条 2 項 2 号及び 3 項の規定する有価証券を定める命令」。
- ⁷⁵ 私募業務本來不構成證券業務而專由金融機關經營，為家投資保護於平成四年證交法修正將私募亦納入證券業務中，不過仍明文規定金融機關仍可從事該義務。參照證交法第 65 條 2 項 1 號 – 5 號、銀行法第 10 條 2 項 6 號。
- ⁷⁶ 中小證券商以經紀業務為主要，因此平成 4 年證交法修正並增訂附則第 19 條規定大藏大臣對銀行認可設立證券子公司時以附條件方式禁止經營經紀業務。
- ⁷⁷ 平成 9 年首先廢除業務限制之行政命令，金融體系改革法廢除證交法附則第 19 條之規定。
- ⁷⁸ 參照於證交法第 45 條及證券會社の行為規制等に關する命令第 12 條。
- ⁷⁹ 主要銀行之限制妨礙企業資金之籌措；共同訪問之禁止妨礙顧客對銀行存款或證券投資二者比較之可能性；店舖共用之禁止妨礙顧客利用之方便，故於平成 11 年 4 月全部廢止。
- ⁸⁰ 同前揭（注 67）近藤光男等，頁 333。
- ⁸¹ 銀行法第 13 條之 2；證交法第 32 條 5 項、證交法施行令第 15 條之 3。
- ⁸² 參照本章第一節三.抵押證券 頁 6 – 8、10 – 12。
- ⁸³ 參照本章第二節 頁 16。
- ⁸⁴ 參照本章第三節 頁 25 – 26。

參考書目

1. 三國仁司， 不動產の證券化と方法 東洋經濟新報社（1997）。
2. 湯野 勉， 金融の証券化 市場仲介と資産流通化がもたらすもの 晃洋書房（1999）。
3. 淹田克彦， 日本の不動產證券化入門 東洋經濟新報社（1991）。
4. 大澤和人， 金融資産の流動化・証券化 東洋經濟新報社（1989）。

第三章 我國的資產金融證券化之法律問題（代結論）

由前述一、二節之考察中而知美國、日本之資產金融證券化之現狀與投資人保護上之法律規制內容，本節除考察我國資產金融證券化之現狀與法令外，並由對美國、日本之考察中所獲取之啟示而指出我國於投資人保護上法規制應有之方向以代結論。

第一節 我國的資產金融證券化之現狀

一、不動產之小口化

資產金融之證券化尚處萌芽階段，固然未見美國之不動產抵押貸款或其他資產（汽車、信用卡等貸款債權）之證券化，即使日本以特別目的公司方式發行資產對應證券以促使不動產、特定債權之證券化，在我國亦未見到。此固然由於我國之經濟環境無法配合，例如證券化需有信用評等機構、信託機構、保管機構及不動產鑑價專業機構等之欠缺，致使資產證券化於技術上架構無法實現外，對於投資人保護之法令闕如，亦足致資產金融之證券化無法完成。雖然過去於房地產不景氣時不動產業者為有效融通資金，將不動產以分割方式出售並強調「產權共有，委託經營」方式吸引小額投資人。由於其共同特點為投資單位化與小口化，同時不動產持份可自由轉讓而成為投資標的之金融商品，可謂為不動產證券化之一類型。然而經營上不夠透明化，主管機關無法有效監督，致造成許多糾紛，顯少有成功案例，而使投資人受害嚴重。

例如民國 83 年捷力建設公司於內湖興建「歐洲共同仕場」，將商場之土地與建物劃分為 6000 個單位，每單位 30 萬元投資人購買每單位相應之房屋與基地持份而成為共有人；並與投資人約定興建完成後由公司承租該商場並為整體之管理、使用、收益，預計投資人每年有 12% 之租金收入並至民國 89 年 12 月 31 日或 90 年 12 月 30 日投資人可請求公司依原價買回。由於租金元較銀行利率優厚且將來亦可享受房地產漲價之利益，故當時吸引三千多位投資人購買，然而後來而公司經營不善財務發生困難，負責人捲款怠美不歸，投資人產權無法過戶，造成恐慌，引起社

會側目¹。早期之財神酒店案，由投資公司取得土地及興建，大樓隔成 414 間套房，每間套房成一銷售單位因面積大小價格不等，投資人購得持份單位即每間套房與土地之對應部份，並約定由公司租回經營財神酒店，投資人每年租金 12 萬 18 萬元不等，租期 5 年，期滿再續約，投資人可轉讓其權益，然由於產權複雜、缺乏監督、流通受限及計畫不周致業主仍保留部份公共設施等分配不公，使本案歸於失敗而糾紛興訟不斷²。其他例如太平洋建設公司之花蓮鳳蝶計畫、力霸之天母美食廣場、三光之吉米鹿王國等皆相同的以投資小口化、低總價、及高報酬吸引投資人，但亦皆失敗；僅民國 79 年太平洋建設公司推出豐洋百貨為一成功之案例而已，即太平洋建設公司於台中縣豐原興建商場，共有持份分割成 1 萬個單位，每單位 30 萬元，公司（業主）保留 51% 單位，其餘 49% 單位分銷與投資人，而由公司與投資人共有。成立之「豐洋百貨管理公司」受公司及投資人之共同委託，負責商場實際營運管理，百貨管理公司之經理由握有 51% 產權之業主指派，而投資人購買持份時並約定須委託「豐洋百貨管理公司」管理營運，「豐洋百貨管理公司」將營業收益扣除應負費用、利息等後之餘額以分配盈餘方式分派與投資人，而建設公司或百貨管理公司並不保證盈餘分配之多寡，專以經營績效為準；投資人亦隨時可賣卻自己持份，不過建設公司有優先購買權。本案例至 85 年 12 月底建設公司依約使投資人行使選擇權或轉換為公司股東或賣回公司，約有 92% 投資人選擇賣回而換取現金，所以投資人於 5 年中之投資共領得紅利 15 萬元且終了以每單位 45 萬元賣回公司，投資報酬率相當優厚³。

二、都市更新信託基金之實施

民國 87 年 10 月立法院通過「都市更新條例」，而使不動產證券化於都市更新計畫中體現。此乃台灣地區經濟快速成長、產業蓬勃發展及都市人口急劇增加，昔日都市已成老舊地區，建物結構與環境品質已無法適應社會變遷及都市發展需要，為改善居住環境、合理利用都市土地，亟須對老舊地區進行都市更新工作。因此依據本條例之規定可透過都市更新投資信託公司之成立，募集發行都市更新投資信託

基金，以作為都市更新事業計畫之財源，而一般投資人得以小額資金參與都市更新計畫，透過專業經理人之經營管理，分享不動產投資開發之報酬。

都市更新條例第 50 條 I 項「證券管理機構得視都市更新事業計畫財源籌措之需要，核准設立都市更新投資信託公司，發行都市更新投資信託受益憑證」，換言之以成立都市更新投資信託公司發行受益憑證方式，募集社會大眾資金投資於都市更新計畫內之資產；II 項「前項都市更新信託公司之設置、監督及管理，由財政部定之」；III 項「第一項之受益憑證之發行、募集及買賣，應依證券交易法之規定辦理」，換言之都市更新投資信託受益憑證為證交法上之有價證券，投資人可依證交法規定受到保護例如投資判斷之資訊取得與交易公平性之確保等；IV 項「都市更新投資信託公司募集之都市更新投資信託基金，應以投資信託基金專戶存放於信託機構，其運用基金取得之財產並應信託予該機構，予都市更新信託公司及信託機構之自有財產分別獨立。都市更新投資信託公司及信託機構就其自有財產所負債務，其債權人不得對基金資產請求扣押或行使其它權利」，換言之基於信託法理信託基金具有獨立性，以遮斷債權人求償之風險才能保障投資人。又同法第 51 條之規定「I 都市更新投資信託基金之募集、運用及管理，由證券管理機構定之。II 項證券交易法第 36 條、第 39 條、第 64 條及第 66 條之規定，於申請募集都市更新投資信託基金之都市更新信託公司準用之。III 項證券交易法第 53 條、第 54 條及第 56 條之規定，於前項公司之人員準用之。」換言之依本條之規定證券管理機關對於都市更新信託公司及公司人員行使行政監督權以確保經營之健全性而達投資人保護之目的。

由上述都市更新條例之規定，都市更新投資信託架構基本上與證券投資信託制度乃相同，換言之由投資信託事業、保管機構、受益人（投資人）三方當事人之信託契約構成並由投資信託事業發行受益憑證方式以募集基金，只不過募得之都市更新信託基金，係投資於不動產而已；又就架構上而言此乃美國之契約型之 REIT⁴，即不動產之證券化，只不過不動產之範圍限於都市更新地區。不過學者認為更新單元之有限性且評價困難等具高風險性之故，信託基金不宜直接投資都市更新單元，

而以投資於都市更新計畫有關事業所發行之證券或對該事業提供融資貸款等為宜，此又有異於 REIT 之處⁵。

目前，依本條例授權主管機關訂定之「都市更新投資信託公司管理規則」或「都市更新投資信託基金管理辦法」尚未公佈之故，從而事實上都市更新投資信託公司無法成立，更無法實現更新地區不動產之證券化。但他方面若信託基金專以都市更新計畫有關事業所發行之證券為投資標的者，由於其性質上仍為有價證券之投資，則應可援用證券投資信託之架構，修訂現實法令⁶擴大證券投資信託事業之投資範圍，將所募集之基金投資於各都市更新事業所發行之有價證券，似較容易推行更新地區不動產之證券化⁷。

第二節 結論

雖然我國資產金融尚處萌芽階段，然而資產金融之證券化對企業而言可降低資金取得成本與保有債權之利率變動風險，提高企業自有資本比率以改善資產負債結構，並使銀行能符合國際清算銀行（BIS）所規定國際性銀行自有資本與風險性資產之比率，同時增加銀行資金週轉率；對投資人而言資本市場之多樣化金融商品更能滿足其投資選好；對中介機構或證券商而言則有手續費或佣金之收入。因此，將隨著經濟環境之成熟與法令之訂定與實施，資產金融證券化之現象將更為明顯，而美國、日本之資產金融證券化中對於投資人之保護如下列所指乃值吾人留意與參考。

一、證券化之架構

創設機構取得貸款債權並將其群組，而為隔離創始機構之信用與破產，使創始機構債權人不致對貸款債權行使權利以保障投資人，其方式依信託制度或設立特別目的公司為之。

1. 信託制度—信託財產具有獨立性，故委託人及受託人之債權人對信託財產原則

上不得聲請強制執行；受託人破產時信託財產亦不屬於破產財團⁸。例如美國之 Pass-through 型證書或日本特定債權之證券化，多採此種方式。而我國隨著信託法與信託業法之公佈實施，利用信託之架構使資產金融化亦可能實現，蓋信託法第 37 條規定「信託行為訂定對於受益權得發行有價證券者受託人應依有關法律之規定發行有價證券」。

2. 特別目的公司—美國、日本之資產金融證券化皆有利用特別目的公司之成立以遮斷證券化資產與創始機構之連結。尤其日本為加強對於特別目的公司之組織、管理與監督，而制定特定資產流動化法，乃引人矚目與實值參考，蓋為促進資產證券化特別目的公司之組織異於一般公司而更為簡化，同時為保障投資人更明定公司發行之對應資產債券為最優先受清償。同時更使公司發行之對應資產債券納入證交法上之有價證券範圍而使投資人受證交法之保護。
3. 信用之加強—為減少債權無法受清償之風險及減輕應收帳款為按期償付所帶來現金流量之短缺，通常對於證券予以信用強化，以保證投資者能收到應得款項之全額支付。其方式可由創始機構提供例如提存準備金，或由第三人（包括政府或金融機關）提供例如信用狀、保險、保證等，或二者並用。

二、擴大證交法上之有價證券範圍

證券交易法為保護投資人之基本大法，而其規範之範圍應以「有價證券」之定義內容為其依歸。美國連邦證券諸法之「證券」範圍相當廣泛包括抽象之投資契約，從而證券化之資產金融商品，皆能適用證交法之規定。而日本與我國相同對於有價證券之定義原則上採具體的列舉規定方式，然而隨著證券化金融商品之出現，為加強投資人之保護，日本修正證交法擴大有價證券之定義範圍，雖然基於罪刑法定主義未將投資契約等概括性概念納入，但他方面則以個別立法方式補充之，加強業者之管理監督，避免投資人受害，例如不動產特定共同事業法、特定債權法、特定目定公司法等之制定皆是，此乃值吾等留意。

我國證交法第 6 條規定有價證券範圍亦相當狹隘，限於傳統之企業金融證券例

如股票、債券或表明該等權利之證書而已。前述不動產事業投資之失敗案例雖皆可符合美國法上投資契約之概念⁹，但我國卻無法依證交法之規定為有效監督管理，致糾紛不斷投資人受害深重。所以資產金融之證券化過程中，應擴大現行法之有價證券範圍並引進投資契約概念，或仿效日本以訂定個別業法方式加強業者之管理監督，才能保障投資人。

三、公開制度之加強

我國證交法亦繼承美、日之規定，確立公開制度以保障投資人取得投判斷資料而作合理之投資決定，例如發行市場之公開說明書，流通市場之財務報告書、季報表等之提供。不過，證券化金融商品之發行架構異於傳統有價證券，換言之信託或特別目的公司之存在目的僅在於發行證券，於證券化之架構上僅具導管（conduit）作用而已；實質上資產之管理、資金之取得等證券化架構性行為之實施者仍在於資產創始者（originater），亦應使其負公開義務。因此公開之情報內容除關於證券發行人外，構成證券價值基礎之資產狀態情報對投資人之投資判斷更為重要。從而美國對於不動產擔保抵押證券之發行須使用 S-11 樣式公開，異於一般公開發行所使用 S-1；日本特以行政命令規定特定有價證券之使用樣式，而彼等之公開內容均包括資產情況情報等。我國對於證券化金融商品之發行，基於相同之考量而參酌美日之規定，加強公開內容才能真正保障投資人。

四、證券、金融業務兼營之防弊措施

依我國證交法第 45 條規定證券商不得由他業兼營，但金融機構經主管機關之許可得兼營證券業務，從而證期會以行政命令規定金融機構申請兼營證券業務之事項，兼營證券業務包括承銷、自營、經紀、承銷及經紀、自營及經紀¹⁰。而又依銀行法第 28 條規定商業銀行與專業銀行得附設儲蓄部或信託部經營證券業務，因此我國銀行可兼營證券業務乃無可置疑，而能成為提供綜合性服務之百貨銀行。百貨式銀行兼營證券、金融業務，固可提高利用者之方便性，但無可諱言由於利益衝突

存在，各種弊端之發生乃不可避免。從而美國與日本皆嚴格分離證券、金融二者業務，雖然隨著證券化金融商品之出現，兩者業務之界限愈加曖昧，又加上提高利用者方便之要求，嚴格分離主義至今逐漸緩和。尤其日本之金融機關以子公司或控股公司下之兄弟公司方式經營證券業務，遮斷二者兼營之風險，且鑑於母子公司或兄弟公司之連結性存在可能產生弊端，而採取之隔離措施即所謂防火牆之業務規定，實值吾等反省。所以，我國銀行之百貨式兼營業務具方便性之他方則更應採取防範措施，以避免利益衝突保障存款人才是。

¹ 謝哲勝「不動產證券化之研究」台大法學論叢第 27 卷第 1 期 頁 297；林麗香，國科會研究計畫「日本平成年間證券交易法之修正」 頁 44。

² 此案例發生於民國 69 年。同前揭（注 1）謝哲勝；王有康「不動產證券化之研究」台灣土地金融季刊第 132 期 頁 138 - 139（86 年 6 月）。

³ 同前揭（注 1）謝哲勝 頁 297 - 298。

⁴ 參照第一章第三節之內容。

⁵ 王文宇「都市更新投資信託基金之籌措與運用」1998 年證券暨期貨市場發展研討會（87 年 12 月 18 日）；張金鶚、白金安「不動產證券化於都市更新的應用」月旦法學雜誌第 48 期 頁 52。

⁶ 即證券投資信託事業管理規則與證券投資信託基金管理辦法。

⁷ 同前揭（注 5）。

⁸ 參照信託法第 11 條、12 條之規定。

⁹ 1946 年 SEC v. W.J. Howey company 案件中確立投資契約之判斷基準，即金錢之出資、投資對象為共同事業、因投資人以外之第三人之努力而產生利益。參照林麗香「證券交易法上有價證券」淡江學報第 33 期 頁 354。

¹⁰ 參照證券商設置標準第三章，第 13 條—第 18 條。