

【論著】

# 後金融海嘯時代全球資產證券化的發展與挑戰



何殷如（立法院預算中心助理研究員）

## 壹、前言

自 2007 年 8 月開始美國股市及不動產市場受次級房貸風暴影響，市場振盪不斷，投資人惶恐不安，2008 年 9 月 15 日雷曼兄弟（Lehman Brothers Holdings Inc.）宣告破產後，引起骨牌效應，各國股市一瀉千里，以往繁榮景象不再復見。在大眾要求全面改革及檢討金融海嘯成因的聲浪中，各國監管機構除積極尋求補救措施外，並修法加強金融監理機制及管制措施，以挽回投資人信心，諸如美國 2010 年所擬定之「多德-弗蘭克華爾街改革和消費者保護法」（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act，以下稱多德-弗蘭克法案）即被認定是自 1929 年經濟大蕭條以來最全面、最嚴厲的金融改革法案。

探討美國次級房貸危機擴散到全球市場的過程中，證券化機制扮演相當重要的角色，主因在於證券化機制係將次級房貸抵押包裝而成證券化商品，再對全球進行銷售。因此在金融危機過後，全球證券化市場首當其衝，不但核准量低迷不振，且市場規模急速萎縮，尤其在跨境銷售方面，除歐洲與美國間尚有交易外，其餘國家幾乎停滯，顯示金融海嘯衝擊證券化市場力道之強，前所未見。

我國自 2002 年通過「金融資產證券化條例」，隨後於 2003 年通過「不動產證券化條例」，開創我國證券化市場的里程碑，而截至 2012 年底國內已有多檔案件透過金融資產證券化與不動產證券化方式發行，募集金額亦達新台幣百億元以上，

但受到金融海嘯牽累，近年來核准案件中僅有金融資產證券化有零星的案件，不動產證券化皆無核准案件，同時由國內證券投資信託公司所發行之資產證券化型基金亦呈現規模銳減的現象。但相較於其他歐美國家，由於我國證券化市場起步不久，推出之商品有限，金融從業人員對於次級房貸商品熟悉度不足等因素，故我國受美國次級房貸影響所受之損失及衝擊，較其他國家為輕微，惟在慶幸損失有限之際，仍要觀察歐美等國對於證券化市場改革之方向外，更應思考未來如何防止避免類似風暴再度發生。

本文將以介紹美國次級房貸之起因與過程為開端，詳述證券化發展歷程及世界主要國家證券化市場之現況，並介紹近年來歐美等國金融改革之重點，最末說明國際證券監理委員會組織（The International Organization of Securities Commissions，下稱 IOSCO）於 2012 年發布之「資產基礎證券（Asset Backed Securities，下稱 ABS）持續揭露原則」最終報告之建議，使國人更清楚及瞭解未來全球證券化發展方向，俾利我國證券市場之健全及保障投資人權益。

## 貳、美國次級房貸風暴起因及過程

美國政府為因應 2000 年的科技泡沫及 911 恐怖攻擊所引發通貨緊縮危機，聯邦基準利率（Fed Funds Rate）自 2001 年 1 月之 6.5% 連續向下調整至 2003 年 6 月之 1%，利率處於低檔的結果，使借款人資金成本大為降低，建商建案不斷推出，帶動房地產市場的多頭行情，也促使美國不動產消費市場之蓬勃發展，部分美國民眾收入來源不佳、信用不足者，因無法經由正常銀行取得抵押貸款，則透過次級房貸業者取得購屋所須資金。<sup>1</sup>又 1990 年代後期起，全球利率低迷，充沛的資金到處流竄，追求所有可能獲利的投資商品，證券化商品因收益率較公債高，且投資人可享有同樣信用評等之優勢，包含不動產抵押基礎證券<sup>2</sup>（Mortgage Backed Securities，以下稱 MBS）及以 MBS 與相關房貸商品為擔保品而發行之負債型證券，如擔保債務憑證（Collateralized Debt Obligation，以下稱 CDO）或擔保房貸憑證（Collateralized Mortgage Obligation，下稱 CMO）等，成為投資人青睞的投資標的，

<sup>1</sup> 所謂次級房貸（subprime mortgage），是指相對於優級房貸（prime mortgage），在抵押貸款中屬於次等的抵押貸款，依據 FICO 公司之信用評分（Fair, Isaac & Corporation, FICO score），次級房貸戶指其信用評分低於 620 分、或高於 620 分但缺乏所得證明文件、或自備款極低（甚至為零）者之借款。因借款人信用狀態較一般房貸戶為差，故相對其貸款利率較一般借款戶高出 2~3%。資料來源：林左裕，美國次級房貸風暴對台灣金融資產證券化及投資者之啟示，住宅學報，第 17 卷第 1 期，2008 年 6 月，第 111 頁至第 113 頁。

<sup>2</sup> 不動產抵押基礎證券（MBS）可細分為住宅不動產抵押基礎證券（Residential Mortgage Backed Securities）及商用不動產抵押基礎證券（Commercial Mortgage Backed Securities），其中住宅不動產抵押貸款證券化簡稱房貸證券化，是金融資產證券化的起源。

也成功吸引了廣大的需求市場。

1990 年代的 CDO 係多以美國高報酬的債券作為擔保群組中的重要資產，之後隨著標的物的擴大及包裝技術的改進，以及金融創新成功的將 CDO 與信用衍生產品結合所發展出合成式 CDO，皆為證券化市場掀起一波波的高潮。由於 CDO 深受機構法人及投資者喜愛，且收益率較高，金融市場對承做次級房貸的創始機構或發起人（Originator）要求購買不動產抵押債權，並再以其為抵押品包裝為 MBS、CMO 及 CDO 等商品。在利益趨使下，房貸金融機構之核貸標準逐漸放寬，加以金融機構因證券化商品具有市場性，在不動產抵押債權所提擔保品不足下，將 CDO 為抵押品，包裝為 CDO squared（CDO<sup>2</sup>）、或將「CDO 再包」為擔保，再包裝為 CDO cubed（CDO<sup>3</sup>），多層包裝後再由金融機構透過銷售管道跨境銷售至全世界。

2004 年開始美國聯邦準備理事會（Federal Reserve System，以下稱聯準會）為抑制通貨膨脹，將聯邦基本利率自 1% 連續 17 次調升至 5.25%，次級房貸借款人無法支付本息，房貸違約率持續上升，資產價格一再下跌，造成美國金融市場震盪不斷；又由於投資人對於過度包裝且複雜的金融商品不甚了解，產生拋售之恐慌心理，加深次級房貸風暴對全球經濟的影響層面，最後演變成全球金融災難。

## 參、證券化之介紹

### 一、證券化之定義及其演變

所謂證券化（Securitization），廣義而言，凡以發行證券之方式直接向資金市場籌措資金者，皆可稱為證券化。故證券化係將資產或負債轉換證券之型態加以銷售，使其具流通性、市場性，故資產證券化之過程，即企業或金融機構將持有之資產予以規格化、單位化、細分化，並透過信用增強方式並給予適當信用評等，以進一步銷售給投資者的過程；或從融資管道而論，證券化即為以更有效率之公開資本市場來替換較無效率、成本較高的金融媒介以進行債務融資。

其中「資產證券化」（Assets Securitization）是將缺乏流動性的資產，轉換成具市場性的證券，最早始於美國。<sup>3</sup>在 1970 年代，第一項被拿來證券化的資產是不動產貸款，而不動產抵押基礎證券（MBS）之債權創始機構（Originator）通常是零售銀行或貸款公司，因放款給購屋者而產生債權。該債權隨之被賣給扮演 Sponsor 角色的投資銀行（即發行券商），負責將購自各銀行性質類似的債權轉入一信託機

<sup>3</sup> 資產證券化是將缺乏流動性的資產，轉換成具市場性的證券。以美國而言，證券化的資產除了房地產擔保放款外，尚有信用卡應收款、汽車貸款、學生貸款等，又資產證券化所發行的證券稱為資產基礎證券（ABS）。

構 (Trust)，成為一放款組群 (Loan Pool)，再依據其風險及收益加以分類、切割、信用加強、重新包裝等程序，轉換成小單位證券售予投資人，包含商業銀行、投資銀行、保險公司、退休基金等等。透過包裝及轉售使銀行無須持有貸款至到期，即可將利率及信用風險轉嫁出去。此外，金融機構將資產自資產負債表剔除後，在資本額不變情況下，利用資產證券化所獲得之資金，提供更多其他業務的營運空間，增加資本的槓桿效果。

資產證券化商品之創新，不但改變了風險的構成因素，也使資訊不對等 (information asymmetry) 的情形更加嚴重。就以 MBS 與 CMO、CDO 三者間的關係來說明，如 MBS 主要的風險在於違約 (Default)、利率波動和借款人提前還本 (Prepayment) 等三種，其中違約風險，金融機構可以藉由較嚴謹之放貸條件控管；提前還本風險雖然無從控制，但可以合理估算，故投資人面對該等風險，雖然明知無法避免，但可理解並納入總投資組合，並推估其承受之風險。但以 MBS 與相關房貸商品為擔保品而發行之負債型證券，如 CMO 和 CDO 則與 MBS 完全不同。CMO 和 CDO 會重新安排資產池的總現金流量、總價值以及總風險給不同層級的證券，且依據過去的統計，CMO 和 CDO 風險較小但報酬率較高，驅使投資人不顧風險加碼買進。再者，透過金融創新將不同 CDO 加以包裝 (Repacking) 組合產生 CDO<sup>2</sup> 或 CDO<sup>3</sup>，透過一再「再證券化」(Re-securitization) 程序所產生的商品，其複雜結構下隱含的風險，遠遠超過 MBS 主要的風險，即使是精明的法人機構也難以分辨。

此外，創新證券化產品幾乎都有一個共通點，就是產生一組相關連而求償順位不一的債權，再將風險分成不同等級，配以穩定或不穩定現金流量，也就是收益。以 CDO 為例，基本上 CDO 的發行可分為優先 (Senior)、中級 (Mezzanine) 和低級 (Junior) 三個系列，另尚有一個不公開發行的系列，多為發起人自行買回，相當於用此部分支撐其他系列的信用，類似股本的作用，又稱為股本系列或收入證券 (Equity Tranche or Income Notes)。當有損失發生時，由股本系列首先吸收，然後依序由低級、中級 (通常信用評等為 B 級) 及優先系列 (通常信用評等為 A 級) 承擔。<sup>4</sup>此一設計，再配合信用加強機制 (Credit Enhancement)，使風險看似降低，而實際個別風險確實獲得重新分配，但並未能使整體風險下降。

由於 CDO 和 CMO 之設計是要讓其總價值高於尚未加以重組證券之市價，使發行券商 (Sponsor) 有獲利空間，因此發行券商透過財務工程人員之精算出獲利更高的產品，造成發行券商與投資人間存在有資訊不對稱，而投資人僅能透過信評公

<sup>4</sup> 儲蓉，金融資產證券化理論與案例分析，台灣金融研訓院，2006年8月，第445頁。

司之評等結果評估其風險；但不幸的是，信評公司面對如此複雜的商品，無法依據原有的評估工具據以評估，甚至要設計出此類產品之信評標準，偏離了裁判的中立角色。<sup>5</sup>

綜上，伴隨著金融商品不斷地推陳出新，資產證券化的標的逐漸擴大，高收益率資產持續被以證券化，以提高證券之報酬率；此外金融商品包裝技術之進步，不但增加證券化商品的多樣化，投資人亦有更多的選擇，但在「只要可以產生現金流量的東西，就可以加以證券化」的迷思，以及不當的槓桿操作，使風險不斷地升高，最終因美國次級房貸而引爆 2008 年之金融危機。

## 二、證券化對整體金融市場的影響

資產證券化廣義可分為「金融資產證券化」(Financial Securitization)與「不動產證券化」(Real Estate Securitization)，此係依資產之性質加以區分。前者又稱為「非固定資產證券化」，是金融機構或企業透過收益資產之未來現金流量作為擔保，發行證券在市場籌措資金；後者可稱為「固定資產證券化」，係由不動產開發事業機構將不動產所有權分割，以不動產的出售利益或租賃收益，作為擔保以發行證券。而資產證券化制度的出現，不但解決了長久以來存在於金融市場中，某些金融資產持有者無法從傳統籌資管道將資產變現之困擾，間接也促進經濟成長，及為投資人增加分散風險之工具。<sup>6</sup>

證券化市場存在之重要性在金融危機過後並未有所減損，尤其證券化市場提供發行人可以透過另類的融資方式，取得融通資金的管道，且相較於透過金融機構借款，在資金取得成本上更為低廉；對於金融機構而言，證券化商品也有助於其分散其資金來源，以及促進金融資本效率分配模式，提高金融市場深度及廣度，同時降低市場波動性。此外，資產證券化過程中參與者眾，除創始機構及受託機構外，尚包括信用增加機構、信用評等機構、諮詢顧問機構、投資銀行、證券、票券承銷及經紀機構，資產服務機構等，既可拓展新種業務，同時又能創新金融技術。

至於廣泛存在金融海嘯前之跨國銷售活動，且有助於深化證券化商品市場，並擴大金融市場的規模；投資人亦得透過購買其他國家之證券化商品，以分散投資風險，同時增加多元的投資項目。但自金融危機後，跨國銷售的活動逐漸下降，但投資人對於分散風險的需求仍日益殷切，因此，若經濟或景氣能進一步好轉，將有利

<sup>5</sup> 李正福，金融海嘯對兩岸金融發展暨台商的衝擊與挑戰，美東華人學術聯誼會第 34 屆年會，2009 年 9 月 12 日研討會資料。

<sup>6</sup> 王文宇、黃金澤、邱榮輝，金融資產證券化之理論與實務，元照出版社，2003 年 2 月，第 2-24 頁。

於證券化商品及其市場之復甦。

## 肆、證券化市場之現況

### 一、世界主要國家證券化市場之現況

根據 IOSCO 於 2012 年 11 月 16 日發布有關「證券化規範於全球之發展現況」(Global Developments in Securitization Regulation) 最終報告所載，在 2008 年金融海嘯過後，除美國部分的證券化市場呈現復甦跡象外，歐洲地區迄今仍顯示衰退現象，整體而言，全球證券化市場呈現非常緩慢復甦的跡象。有關世界主要國家證券化市場現況簡介如下：

#### (一) 美國

美國證券化商品發行量自 2006 年 7,530 億美元達最高峰以來，2011 年新增發行量下跌至 1,240 億美元。其中約 50% 之發行量為汽車貸款和學生貸款債權為主之資產標的。在 2012 年上半年之新增發行量約為 1,000 億美元，其中 50% 之發行量仍以汽車貸款為最大宗，但其他類別中以信用卡債權所占比率最高，約占發行量之 17%。

#### (二) 歐洲地區

歐洲地區證券化商品發行量自 2008 年 7,000 億歐元達最高峰以來，2011 年新增發行量下跌至 2,280 億歐元，其中住宅不動產抵押基礎證券 (Residential Mortgage Backed Securities, 下稱 RMBS) 占發行量之 59%。由於歐洲地區迄今仍顯示衰退現象，故有部分歐洲發行人轉向美國銷售 ABS。此外，在歐洲區最大發行量的國家為荷蘭 (占發行金額之 27%，以下同)、英國 (26%)、西班牙 (20%) 及義大利 (13%)。另根據分析師之估計，公開募集 (Public Placements) 約占交易量之 38%，但依資產種類而有相當大的差異，例如在英國約有 78% 汽車貸款之 ABS 和 74% 之 RMBS 預估將公開募集，但實際上只有 35% (除汽車貸款外) 之 ABS 和 5% 之 RMBS (除英國及荷蘭外) 採公開募集方式對外發行。

#### (三) 日本

在 2011 年總計有 340,630 億日圓之發行量，較 2010 年成長 31%，其中 RMBS 為最大宗，占發行量之 76%；其次為消費性抵押基礎證券 (Consumer Mortgage Backed Securities)，消費者貸款之 ABS 僅占 5%。

#### (四) 加拿大

在 2012 年 1 月加拿大證券化市場之流通在外總額為 939 億加幣。在 2011 年所發行之新增發行量似已恢復至 2008 年金融海嘯前之發行量，其中 ABS 和資產基礎商業本票（Asset Backed Commercial Paper，以下稱 ABCP）全年的發行量達到 234 億加幣，較前一年增加 17%，且較 2008 年金融海嘯前超過 7%。

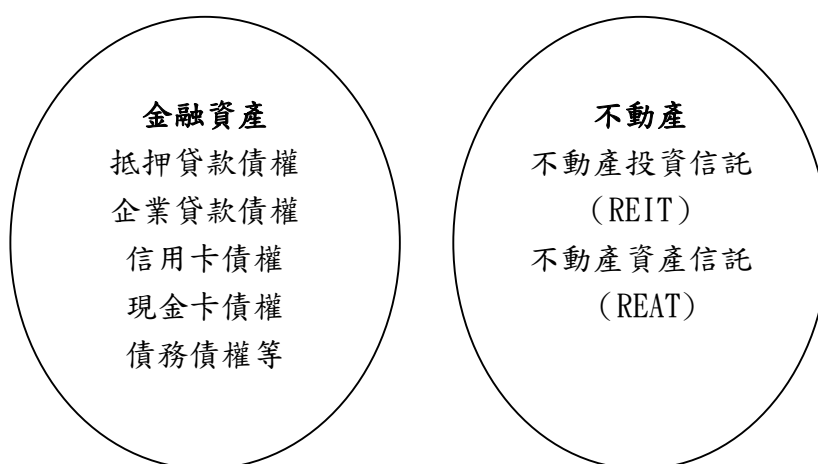
### （五）澳洲

2011 年 11 月之新發行量約 260 億澳幣，相當於 2011 年之發行量，但仍自 2006 年發行量高峰之 700 億銳減許多。以交易金額觀之 RMBS 仍占最大宗，比率高達 70%。

綜上，全球證券化市場呈現非常緩慢復甦的現象，另除美國及歐洲地區外，證券化活動近年來在其他國家較為少見。在大部分的地區，證券化商品之發行僅限於 1 家或 2 家企業，且很多的案件是由政府支持之企業（Government Sponsored Entities）所為。至於在跨境銷售僅侷限在美國及歐洲地區，其餘地區或國家之銷售僅限於該國，另在歐洲地區，部分創始機構運用海外銷售管道之跨國銷售活動則較為顯著，在其餘國家跨國銷售活動之情形不如以往。

## 二、我國資產證券化之現況

依我國現行規範，可依資產類型將之區分為「金融資產證券化」及「不動產證券化」兩大類，「金融資產證券化」主要包括抵押貸款債權、企業貸款債權、信用卡債權、現金卡債權、債券債權及租賃設備債權等之證券化；「不動產證券化」則區分為「不動產投資信託」（Real Estate Investment Trust，下稱 REIT）及「不動產資產信託」（Real Estate Asset Trust，下稱 REAT）兩類（附圖 1）。



附圖 1 我國證券化商品分類

回顧我國證券化市場之發展歷程，自 2002 年金融資產證券化條例及隨後 2003 年不動產資產證券化條例通過後，為我國證券化市場開創嶄新的一頁。其中金融資產證券化之核准量在 2006 年達到高峰，2007 年開始下跌至 330 億元，2009 年核准量為零，2010 年及 2011 年各年核准量分別達 50 億元。在不動產證券化方面，不動產證券化之核准量高峰係在 2005 年達到 341.4 億元，2006 年及 2007 年核准量開始下降，2008 年迄至 2012 年 12 月底核准量皆為零。綜觀近年我國資產證券化之發展，以 2005 年至 2006 年為發行之最高峰，隨後呈現下降現象（附表 1）。

另據金融監督管理委員會（下稱金管會）銀行局統計，自 2003 年至 2012 年 11 月底止（附表 2 及附表 3），金融資產證券化共計有 59 件，包含 RMBS 共 8 件、ABS 共 42 件（信用卡債權共 3 件、汽車貸款共 1 件、消費/信用卡債權共 1 件、企業貸款共 12 件、債務資產共 21 件、租賃債權共 4 件）及 ABCP 共 9 件，總計核准金額達 5,825.74 億元。從統計數據可以發現 RMBS 因受國內低利率水準所影響，發行比率下降；相對地 ABS 發行之量上升；在租賃債權部分，中租控股旗下台灣中租迪和公司分別於 2010 年 7 月 20 日及 2011 年 9 月 14 日各申請 50 億元之 ABS，為金融海嘯後少見商品。在不動產證券化商品方面，申請案共計有 17 件（REIT 共 9 件、REIT 共 8 件），核准金額共達 778.49 億元（REIT 共 216.82 億元、REIT 共 561.67 億元），受到金融海嘯波及市場熱度下跌，2008 年迄今尚無申請核准案件。

附表 1 我國證券化發行情形一覽表

單位：新台幣億元

| 年度      | 金融資產證券化 |          |         | 不動產證券化 |       |       |
|---------|---------|----------|---------|--------|-------|-------|
|         | 核准量     | 發行之量     | 發行之餘額   | 核准量    | 發行之量  | 發行之餘額 |
| 2003    | 326.9   | 269.8    | 158.8   | -      | -     | -     |
| 2004    | 396.9   | 421.5    | 478.2   | 133.8  | 99.8  | 99.2  |
| 2005    | 1,651.9 | 1,418.6  | 1,653.4 | 341.4  | 375.4 | 463.4 |
| 2006    | 2,114.0 | 4,119.4  | 2,828.8 | 222.2  | 208.2 | 627.0 |
| 2007    | 906.1   | 6,169.5  | 3,453.2 | 81.1   | 95.1  | 720.9 |
| 2008    | 330.0   | 4,411.8  | 2,489.8 | -      | -     | 716.6 |
| 2009    | -       | 2,524.2  | 1,836.2 | -      | -     | 707.9 |
| 2010    | 50.0    | 2,518.8  | 1,355.2 | -      | -     | 663.4 |
| 2011    | 50.0    | 1,507.1  | 899.0   | -      | -     | 606.1 |
| 2012.11 | -       | 772.3    | 738.7   | -      | -     | 498.5 |
| 合計      | 5,825.7 | 24,133.0 | -       | 778.5  | 778.5 | -     |

註 1：資料來源，金管會銀行局網站，資料下載日期：2012 年 12 月 26 日。

2：發行之量包含 ABCP 定期循環發行之金額，致大於核准量。



附表 2 2003 年至 2012 年 11 月底我國證券化發行情形明細表

單位：件數、新台幣億元

| 金融資產證券化 |                                   |               | 不動產證券化   |      |               |        |
|---------|-----------------------------------|---------------|----------|------|---------------|--------|
| 類別/標的物  | 件數                                | 核准/申報<br>生效金額 | 類別/標的物   | 件數   | 核准/申報<br>生效金額 |        |
| RMBS    | 8                                 | 760.7         | REAT     | 9    | 216.82        |        |
| ABS     | Credit Card (信用卡)                 | 3             | 160.0    | REIT | 8             | 561.67 |
|         | Auto loans (汽車貸款)                 | 1             | 50.0     | -    |               |        |
|         | Consumer/Card loans<br>(消費/信用卡貸款) | 1             | 115.6    |      |               |        |
|         | CLO (企業貸款)                        | 12            | 943.47   |      |               |        |
|         | CBO (債券資產)                        | 21            | 2,508.08 |      |               |        |
|         | 租賃債權                              | 4             | 178.0    |      |               |        |
| ABCP    | 9                                 | 1,109.89      |          |      |               |        |
| 合計      | 59                                | 5,825.74      | 合計       | 17   | 778.49        |        |

註 1：資料來源，金管會銀行局網站，資料下載日期：2012 年 12 月 26 日。

附表 3 我國證券化合計發行情形一覽表

單位：件數、新台幣億元

| 年度      | 資產證券化合計 |         |          |         |
|---------|---------|---------|----------|---------|
|         | 件數      | 核准量     | 發行量      | 發行餘額    |
| 2003    | 5       | 326.9   | 269.8    | 158.8   |
| 2004    | 14      | 530.7   | 521.3    | 577.4   |
| 2005    | 18      | 1,993.3 | 1,794.0  | 2,116.8 |
| 2006    | 22      | 2,336.1 | 4,327.7  | 3,455.8 |
| 2007    | 12      | 987.2   | 6,264.6  | 4,174.1 |
| 2008    | 3       | 330.0   | 4,411.8  | 3,206.4 |
| 2009    | 0       | -       | 2,524.2  | 2,544.1 |
| 2010    | 1       | 50.0    | 2,518.8  | 2,018.7 |
| 2011    | 1       | 50.0    | 1,507.1  | 1,505.1 |
| 2012.11 | 0       | -       | 772.3    | 1,237.1 |
| 合計      | 76      | 6,604.2 | 24,911.5 | -       |

註 1：資料來源，金管會銀行局網站，資料下載日期：2012 年 12 月 26 日。

2：發行量包含 ABCP 定期循環發行之金額，致大於核准量。

至於國內證券投資信託公司所發行資產證券化型基金部分，自寶來投信發行第一檔「寶來全球資產證券化基金」以全球金融資產證券化商品為投資標的之基金成立以來，開啟了金融資產證券化型基金之大門，為國內投資人創造另一個商品，但隨後基金檔數及規模，逐漸減少。相較於金融資產證券化型基金，國內以投資不動產證券化商品為主之不動產證券化型基金，不但檔數較多，基金規模也較穩定。截

至 2012 年 11 月底，資產證券化型基金共有 14 檔，合計基金規模近 180 億元，其中金融資產證券化型基金共有 2 檔，基金規模約為 16 億元；不動產證券化型基金則有 12 檔，合計基金規模約為 163 億元（附表 4）。

附表 4 我國資產證券化型基金募集情形一覽表

單位：檔數；新台幣百萬元

| 年度      | 金融資產證券化型基金       |        | 不動產證券化型基金 |        |
|---------|------------------|--------|-----------|--------|
|         | 基金數量             | 基金規模   | 基金數量      | 基金規模   |
| 2005    | 4 (26,275) (註 2) |        |           |        |
| 2006    | 8 (46,550) (註 2) |        |           |        |
| 2007    | 5                | 10,214 | 13        | 48,605 |
| 2008    | 3                | 3,206  | 12        | 15,103 |
| 2009    | 3                | 2,363  | 12        | 20,124 |
| 2010    | 3                | 2,370  | 12        | 15,262 |
| 2011    | 2                | 1,453  | 12        | 11,747 |
| 2012.11 | 2                | 1,629  | 12        | 16,398 |

註 1：資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會網站統計資料，資料下載日期：2012 年 12 月 26 日。

2：2005 年及 2006 年之統計資料並未區分金融資產證券化型基金及不動產證券化型基金。

## 伍、後金融海嘯時代資產證券化該何去何從

自從證券化商品誕生後，配合不同時化的需求，呈現不同面貌，也發揮不同的功能，如 1970 年代金融資產證券化解決了美國金融機構利率風險及流動性風險；1980 年代後期，扮演幫助銀行風險管理和資產負債管理等；至 1990 年代，創造許多衍生性金融商品，擴大了金融市場的深度及廣度。證券化固然有促進金融資本效率分配及分散風險等許多好處，但也意外地改變了銀行的獲利模式。過去銀行在放款後，必須將資產掛在帳上，所以非常在意客戶的信用及擔保品價值的變化，但是證券化產生精細的分工，且免除了創始機構、發行券商及其他機構法人之風險，並將相關風險移轉至金融市場及小額投資人負擔，這也是為何金融危機過後，眾人紛紛將矛頭指向監管機關，並追究其監督及管制不利責任之原因。

2011 年金融穩定委員會（The Financial Stability Board，下稱 FSB）透過其共同監督常設委員會（The Standing Committee on supervisory Co-operation）加強證券化市場之監督及管制，並要求 IOSCO 就證券化市場最弱勢項目，包括過度依賴信用評等、投資人欠缺審慎查核<sup>7</sup>、不合宜的風險定價及要求對創始機構或發行券商減少

<sup>7</sup> 在證券化前，金融機構對需長期持有不動產抵押權時會審慎查核（Due Diligence），以降低風險。但證券化後，由於可順利出售證券，又可移轉風險，審慎查核之誘因消失。

誘因，並對資產池（Asset Pools）執行審慎查核等項目進行研究，並提出改善之道。

目前歐美等國對於證券化商品風險控制上已有共識，並分別透過不同法令及規範落實，美國透過多德-弗蘭克法案推動；歐洲則以資本要求指令（Capital Requirements Directive）予以規範，該指令並同時擴大適用於其他型態之機構如保險公司。雖然歐美等國雖然已對證券化之改革形成共識，但對部分規範仍有些許之差異，如風險承擔（Risk Retention）中對風險之計算方式，歐洲與美國所擬之規範不一，市場參與者紛紛反應其差異不利於跨境銷售，將可能會造成過高的法令遵循成本以及缺乏商品設計之彈性等，影響全球證券化市場之復原時程，故後續發展仍待觀察。

另 IOSCO 在 2011 年 11 月已針對 ABS 提出持續揭露原則（Principles for Ongoing Disclosure for Asset-Backed Securities），以供各國主管機關作為參考，本文謹將相關內容臚列如次：

- 一、應定期提供 ABS 相關之資訊：有關 ABS 之更新資訊應以年度或其他定期方式以報告之方式揭露，並提供重要及相關資訊予投資人。
- 二、有關 ABS 重要事項應以事件為主之報告(event-based reports)揭露：當重要的事項發生時，其他立即及臨時的相關資訊須以事件報告之方式揭露。
- 三、定期與以事件為主揭露之報告必須包含足夠及充分資訊，以增加透明度，並協助投資人能獨立對其投資決策進行審慎查核。
- 四、揭露必須完整、清楚及不得使他人誤信：揭露於持續提供之報告不得使他人誤信或欺罔，且不得故意遺漏重要資訊。此外，揭露於持續提供報告之資訊必須以清楚及精確的方式表達，不得以含混不清之文字闡述。
- 五、揭露須以有利於投資人分析之方式表達：如以電腦可讀取格式呈現即是方法之一。
- 六、須明定應負責提供揭露資訊之相關人員：負責搜集相關資訊，出版及提供揭露資訊之個人或企業應予明定，以確認其職責，如發行人或服務提供者，或其代理人須在持續提供之報告上簽名，如有多個服務提供者，則主要的服務提供者或其代理人則須在報告上簽名，以示負責。
- 七、資訊必須以定時方式對外公開：揭露於持續提供報告之資訊並須以定時方式提供，使資料可以即時方式對投資人揭露，以利投資人利用。

- 八、所有的投資人與市場參與者皆以公平及同步方式取得資訊：對所有投資人、市場參與者或第三人所揭露之重要資訊，須同步揭露之。
- 九、在所有市場揭露之資訊必須相同：如在超過一個地區掛牌上市或交易之證券，只要在任一個市場上提供重要定期之資訊，則須同時在掛牌的全部市場亦提供即時之資訊。
- 十、持續提供之報告須向相關主管機關申報或備查：持續提供之報告須向相關的主管機關依法申報，使該主管機關得以即時審視該報告，以確保符合相關法令及規範。
- 十一、資訊須以利於大眾取得之方式加以儲存：相關之法令及規範須確保資訊須以利於大眾取得之方式儲存，且以大眾花費最少代價取得為原則，如以電子儲存方式即是方法之一。

## 陸、結論

後金融海嘯時代的到來，改變了長久以來人們對風險的認知，也推動了各國監管機關強化監管證券化商品的腳步。回顧證券化之發展歷程，證券化本質上結合了直接金融的發行和間接金融的借貸關係，除提高了資金流動效率與降低系統資金停滯的風險外，更深化金融市場之廣度，並對於金融商品的創新有不可抹滅的功能，但因證券化之原有架構設計，存在有不利投資人資訊不對稱、欠缺審慎查核及信評機構不當之評估機制等等，凸顯出金融危機發生前證券化設計及監管上確有諸多不當及不合理之處，值得吾人檢討與反省。

2011年11月G20集團在法國坎城高峰會所提出之改革方向與策略，已將影子銀行納入監管內容，其中FSB已持續進行證券化市場進行改革，並要求IOSCO提出必要的政策建議。依目前IOSCO於2012年所提有關ABS持續揭露及全球證券化規範之改革最終報告，可預料未來全球證券化市場及其商品，不論是在政府之監管、投資人保護及風險承擔之設計上，將以更嚴謹、更完整之方式要求全面揭露對證券化商品之相關資訊。此等改革方向及內容，對於未來各國監管機構進行證券化架構乃至於法令規範之修正等，皆有所助益，期許我國監管機構日後能參考國外相關規範，審視並檢討、修正現行法令之缺失，以帶領我國證券化市場朝向更健全、更完善的目標前進。

## 參考資料

1. 王文宇、黃金澤、邱榮輝（2003），金融資產證券化之理論與實務，元照出版有限公司，2003年2月。

2. 李正福（2009），金融海嘯對兩岸金融發展暨台商的衝擊與挑戰，美東華人學術聯誼會第34屆年會，2009年9月12日研討會資料。
3. 林左裕（2008），美國次級房貸風暴對台灣金融資產證券化及投資者之啟示，住宅學報，第17卷第1期，2008年6月。
4. 儲蓉（2006），金融資產證券化理論與案例分析，台灣金融研訓院，2006年8月。
5. The International Organization of Securities Commissions（2012），Global Developments in Securitization Regulation Final Report, 16 November 2012.
6. The International Organization of Securities Commissions（2012），Principles for Ongoing Disclosure for Asset-Backed Securities, November 2012.

投資境外基金與購買投資型保單  
連結境外基金，相關權利義務並  
不同，投資前應詳加瞭解。