

前言

資產證券化概念與架構

資產證券化之利益

美國資本市場資產證券化業務發展概況

美國結構型及資產證券化商品發展對我國的啟示

參訪心得及建議

前言

資產證券化是現代金融市場的重要發展，它結合了間接金融與直接金融的特性，提昇資金運用效率。證券化將金融資產散佈至投資者手中，使一般大眾亦有能力參與金融資產的投資，金融資產證券化不但對各方提供相關利益，依國外經驗亦為政府提供一個處理不良債權的工具，如韓國政府在東亞金融危機時，為了處理銀行大量不良債權，政府設立韓國資產管理公司(KAMCO)向銀行收購這些不良債權，其中有一部分即透過債券化方式發售給投資人，增加處理不良債權的彈性。惟資產證券化亦有風險，若證券所代表的資產組合設計不當將導致投資人損失，如美國德拉瓦共和銀行在信用卡債權證券化發行一年即宣告失敗。

我國分別在民國 91 年 7 月及民國 92 年 7 月完成「金融資產證券化條例」及「不動產證券化條例」之立法，在投資者保護方面，如信用增強措施、防止利益衝突、建立公平交易及資訊公開等機制，在法律條文中均有明確規定，然不可諱言，由於證券化業務之發展在國內尚處於適應期階段，各界對於資產證券化相關體系的建立，如次級市場的發展、殖利率的建制、資訊透明化的改善、信用評等觀念的普及、監理機關的角色等仍有所期待，為擴展我國證券化業務之市場規模，並使相關制度的建立能與國際接軌，在本會李專任委員賢源及曾局長國烈帶領下，實地參訪證券化業務發源地—美國，

並拜會野村證券〔NOMURA〕、LEHMAN BROTHERS、MORGAN STANLEY、JP MORGAN 等國際性投資銀行，就證券化業務及結構型商品之發展及我國所面臨之問題彼此交換意見，在該等機構相關部門主管及人員充分支援下，為本次參訪行程提供了我國發展證券化業務相當寶貴的經驗。

資產證券化概念與架構

證券化〔Securitization〕一辭首度出現於1977年華爾街日報〔Wall Street Journal〕之「華爾街消息欄」，歷經二十年發展，資產證券化儼然成為近代金融工具重要發明之一，其主要的概念，係創始機構（originator）將其持有具未來現金流量的資產組合〔亦即將性質相同或類似之資產，如房屋貸款組合成一組可以證券化的資產〕，經進一步依比例分割其利益單位後，再轉讓予特殊目的機構〔SPV〕，由特殊目的機構以此資產組合〔asset pool〕做為基礎資產〔underlying assets〕擔保所發行之證券，並將發行證券所得款項交付創始機構之過程。透過此一過程，原來流動性較低之資產或其他債權即得轉換成流動性較高之證券。

資產證券化基本架構，可就資產證券化之主要參與者及實際運作流程兩部份加以說明：

一、資產證券化主要參與者

〔一〕創始機構〔Originator〕

資產證券化之第一步驟，係由創始機構經由真實出售〔True sale〕或信託等方式轉讓擬證券化之資產及該資產之附屬利益予特殊目的機構〔special purpose vehicle，SPV〕，並以上開資產組合成基礎資產〔underlying assets〕；另在國外實務上，由於創始機構為基礎資產之原始所有權人，故對該資產之相關問題如債務人之付款方式及債務人與債權人簽署之契約內容最為了解，從而創始機構通常亦扮演管理基礎資產之服務機構〔servicer〕角色，負責收取債權、採取確保債務人履行債務之措施。

〔二〕特殊目的機構〔SPV〕

所謂特殊目的機構，在實務上係創始機構為達到法律及稅務規劃等目的，而透過特殊目的機構將基礎資產予以證券化之特殊主體設計。藉由「真實出售」或其他方式將基礎資產轉讓予特殊目的機構之過程，該證券化資產業與創始機構本身之風險分離，在國外特殊目的機構通常有下列三種型態：

1. 公司〔Corporation〕

以美國為例，資產證券化以公司作為特殊目的機構之最大優點，在於公司可發行之證券種類較多，創始機構有較多之選擇；惟因公司在法律上為一課稅主體，因此會面臨特殊目的機構與投資人皆需繳稅之雙重課稅問題。

2. 合夥(Partnership)

在美國，合夥本身並非一獨立課稅主體，因此特殊目的機構為一合夥型態，其本身不負納稅義務，僅投資人負納稅義務，並無雙重課稅問題。

3. 信託(Trust)

信託為美國資產證券化特殊目的機構最常見的型態，租稅上的優惠亦為其著眼點，按美國讓與人信託〔grantor trust〕之架構即享有免稅之優惠，分配予股東或收益人之收益可扣抵信託本身「課稅所得」，亦即僅就信託本身未分配課稅所得之部分課稅，以避免重複課稅情形。我國資產證券化實務上，特殊目的機構亦採信託方式架構。

〔三〕信用評等機構(Rating agency)

資產證券化所以能讓投資人所接受，信用評等機構所為之評等讓投資人認同，也是原因之一。因該評等使投資人得以衡量其投資風險及預期報酬。

〔四〕信用增強機構(Credit enhancer)

信用強化機制之存在，同屬資產證券化得以日益發展之重要因素，就資產證券化實務言，信用增強之方式包括：

1. 由證券發行者所提供之內部信用增強機制，國外實務上頗為普遍使用之方式為超額擔保(over collateralization)，如由創始機構自

行提列保留款項(reserve account)以供擔保，或以發行不同等級證券如優先債券(senior securities)及次級債券(subordinated securities)，由投資人購買優先債券，創始機構購買次級債券等。

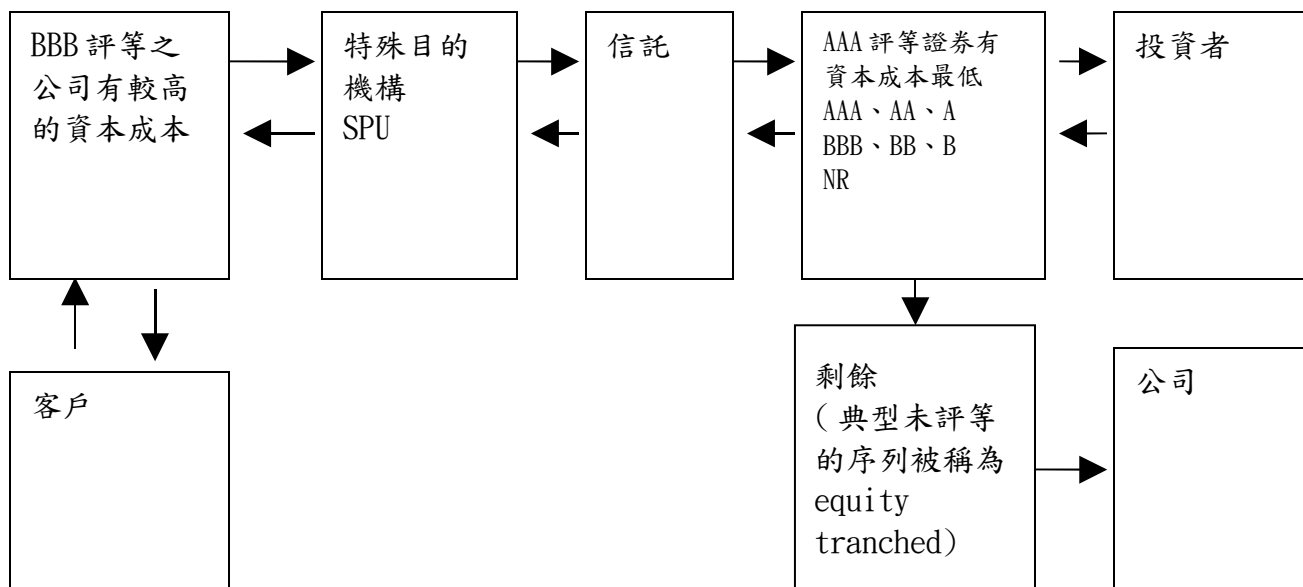
2. 由第三人提供之外部信用增強機制

即由第三人以信用狀或擔保提供之形式，達信用增強目的。

二、證券化實際運作流程

(一) 資產證券化流程之運作架構

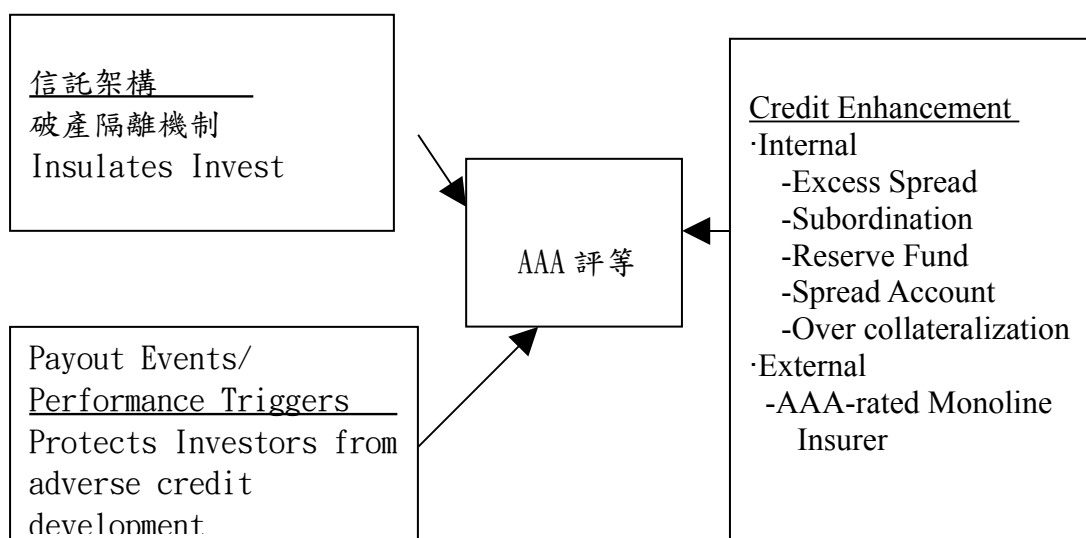
- 2) 二階段出售給信託業
- | | | | |
|-----------------|-------------|---------------------------|---|
| a. 放款出售給
SPV | b. 放款出售予信託業 | 3) 信託業發行以
放款為基礎的
憑證 | 4) 投資者在初級市場
買入債券及在次級
市場交易債券，並
從放款現金流量收
取本金及利息 |
| (a) | (b) | (3) | |



1) 公司放款給客戶 5) 放款出售者收到債券出售之利益

6) 公司出售或保留剩餘的部分

(二) 資產證券化提高信用評等之方式



(三) 資產證券與公司債券評等穩定度比較—Moody's

ABS Life-to-Date transition* (1986 - 2002)						
目前評等						
原始評等	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B
Aaa	99%	1%	0%	0%	0%	0%
Aa	9%	82%	5%	3%	0%	0%
A	3%	2%	91%	2%	0%	0%
Baa	4%	2%	2%	81%	5%	6%

*資料來源：JPMS，Moody's Investors Service.

Corporate Avg3 - year transition* (1990 - 2001)						
現行評等						
原始評等	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B
Aaa	77%	20%	3%	0%	0%	0%
Aa	4%	74%	20%	2%	1%	0%
A	0%	7%	79%	12%	2%	0%
Baa	0%	1%	14%	71%	10%	2%

*排除 Withdrawn Rating

資料來源：JPMS，Moody's Investors Service.

資產證券化之利益

1、對創始機構言

〔一〕有助於改善流動性

以銀行為例，其資金來源為存款人之存款，而此類存款大多為短期性質，若銀行將此類短期負債用以融通長期的貸款易產生流動性問題。如銀行可以將長期資產債權證券化並於市場中出售，即可將長期的債權資產轉換為短期的流動資產，而與其負債相配合，藉以解決流動性問題。

〔二〕提高資本適足率

當創始機構將債權資產移轉予特殊目的機構，並符合真實出售及風險隔離的法律和會計處理要求，即可達會計上資產表外化的效果，並提高資本適足率。

〔三〕降低資金成本

資產證券化過程，經由適當的信用增強措施，一般皆能使該証券獲得比發行者更高的信用評等，而亦為投資人所接受，且由於所募得的資金不用提列壞帳準備，故可降低資金成本。

〔四〕使籌資工具多元化

資產證券化提供了另一個新的融資管道，可減少對單一籌資工具的依賴，進而增加經營的靈活度，其資金來源不僅可從國內募集，且可跨足國際市場。

二、對其他參與之金融機構言

就前述分析，以美國發展經驗來看，證券化發展過程不僅要特殊目的機構做為導管機構，外部信用增強機構的參與亦是證券化過程不可或缺的一環，這些機構對於正在發展證券化業務的我國而言都可能是新型態的金融機構；另債權證券化後金融機構亦可作為服務機構，承作與貸款有關的服務工作，如向債務人收款，以及催收管理等行政工作，以獲得手續費收入；此外證券承銷商、信用評等機構、會計師、律師、不動產鑑價機構也都因

資產證券化此一新型態的產品而增加其業務的服務範圍。

三、對投資人言

證券化商品為投資人提供一項新的投資管道，可成為投資人另一項分散風險的投資工具。對一些擁有長期資金來源之機構投資者，希望有長期、穩定且信評優良的投資管道以解決其目前投資工具所面臨之波動性大、期限短或報酬低等問題，證券化商品因具有報酬較相同到期日及評等之證券高、穩定的評等、市場流動性佳、價格波動低等特性，對投資者言可解決其資金運用管道匱乏的情況，並可活絡資本市場。

美國資本市場證券化業務發展概況

一、固定收益商品結構

至 2004 年第四季美國資本市場固定收益商品總餘額計美金 23.6 兆元，其主要結構為：

單位：兆美元

商品	金額	餘額	比率
購屋貸款證券化商品(MBS)		5.5	23.3%
政府債券		4.8	20.3%
公司債		4.7	19.9%

國庫券	3.9	16.5%
貨幣市場基金	2.9	12.3%
資產證券化商品 (ABS)	1.8	7.7%
合計	23.6	100%

二、資產證券化商品(ABS)在美國發展情況

單位：十億美元

年度 募集方式	1986年(新發行)	2004年(新發行)	成長倍數
公募	10	620	62倍
私募	1	56	56倍
ABCP	6	744	124倍
合計	17	1420	83倍

註：1、ABCP係指資產基礎商業本票

2、從上表可知ABCP為近二十年美國資產證券化發展主力

三、美國資產證券化市場主要投資人變化趨勢

期間	主要投資人
1985~1989	1. 銀行 2. 保險公司 3. 銀行信託部
1989~1995	1. 銀行 2. 保險公司 3. 銀行信託部 4. 政府基金(state fund) 5. 資產交換投資人(asset swap investors) 6. 信用合作社(credit union) 7. 政府機構

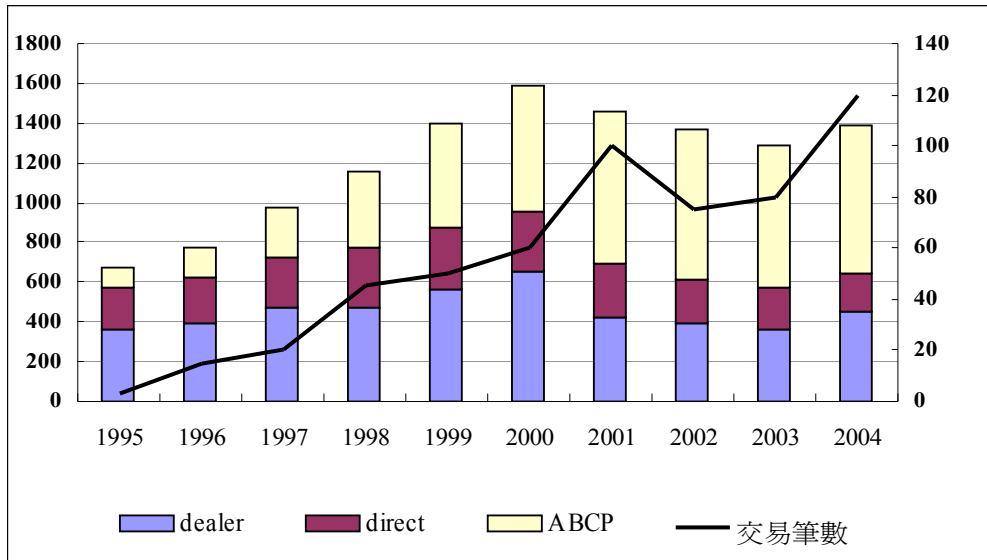
1995~2004	1. 銀行 2. 保險公司 3. 銀行信託部 4. 政府基金(state fund) 5. 資產交換投資人(asset swap investors) 6. 信用合作社(credit union) 7. 政府機構 8. 中央銀行 9. 對沖基金 10. 特殊目的機構(SPV) 11. 貨幣市場基金 12. 槓桿基金(credit leveraged fund) 13. 公司財務部門
-----------	--

證券化業務在美國債券市場係第二大且成長最快的業務，由於受到最近幾年低利率環境之影響，使證券化業務之市場持續成長，特別是 Home equities 及 CMOs。

四、資產基礎商業本票(ABCP)在美國的發展狀況

〔一〕美國商業本票市場

單位：十億美元



美國近幾年商業本票及 ABCP 發行量呈下降趨勢歸因於：

〔一〕發行者要求利率條件為歷史(接近所有時間)的低點，因為

1. 經濟不景氣
2. 發行公司被降等
3. A-2/P-2 市場的波動

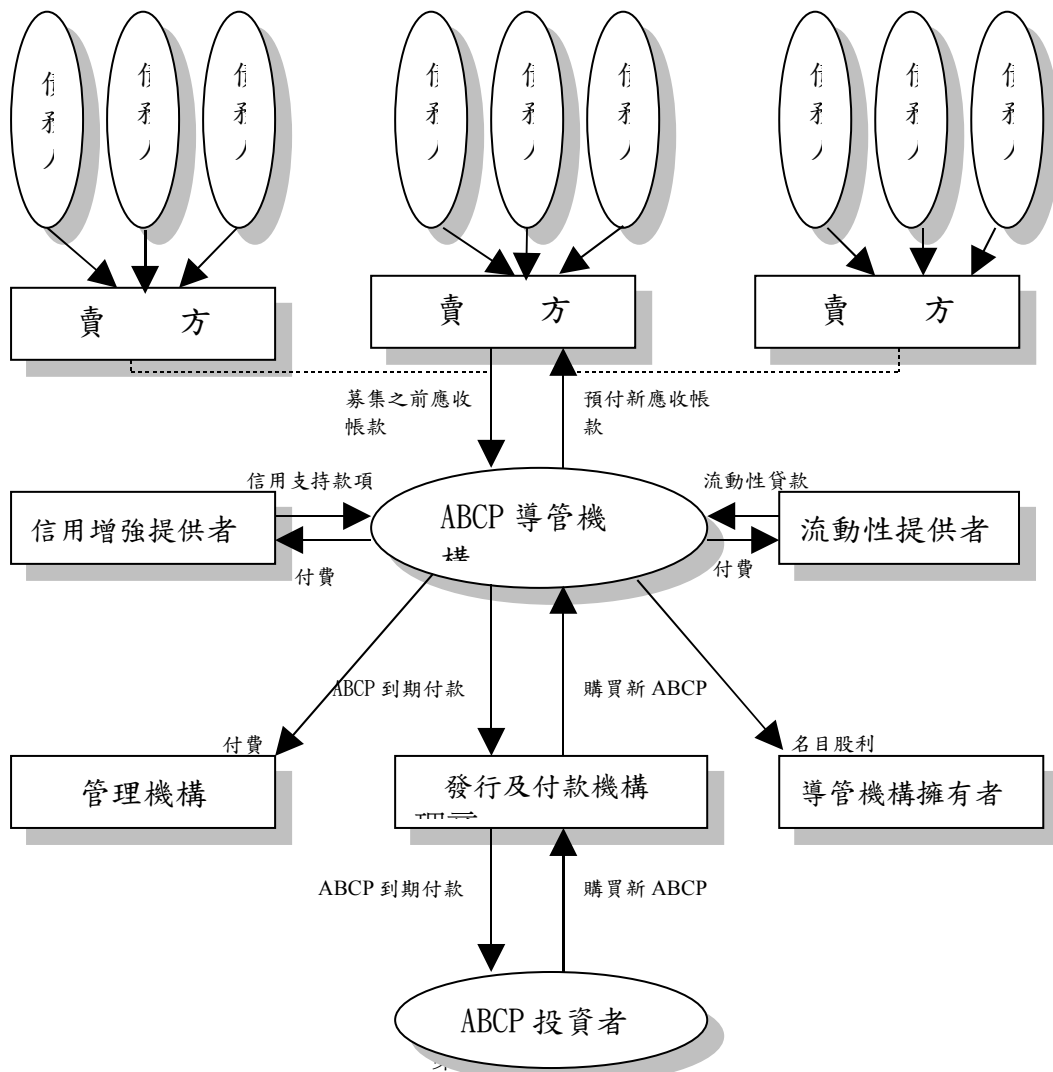
〔二〕2004 年美國資產基礎商業本票之資產基礎態樣

資產態樣	比率
商業貸款	5%
消費貸款	5%
設備貸款	6%
信用卡	8%
汽車貸款	11%
債券	28%

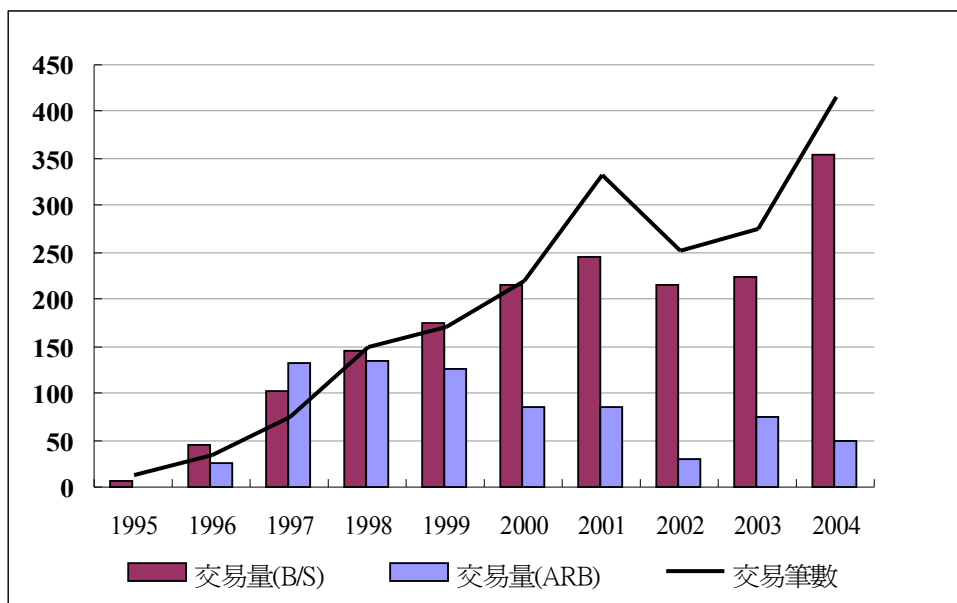
貿易產生之應收帳款	11%
抵押貸款	13%
其他	13%

在歷史上，信用卡、汽車貸款及貿易產生之應收帳款為 ABCP 市場之主要資產基礎。

〔三〕資產基礎商業本票發行架構



五、美國 CDO 市場發展狀況



註：紅色表 Balance sheet
藍色表 Arbitrage

CDO 在美國最近幾年內之發行量遠超過過去十五年之發行量，如 1998 年發行 830 億美元、1999 年發行 800 億美元、2000 年發行 910 億美元、2001 年發行 990 億美元、2002 年發行 730 億美元、2003 年發行 900 億美元、2004 年發行 1210 億美元。

六、證券化商品次及市場之流動性

以抵押擔保證券(MBS)及資產擔保證券(ABS)為例，至 2004 年底，MBS 發行餘額為 5.5 兆美元，平均每日交易量為 2700 億美元；ABC(不含 CDO) 發行餘額為 1.56 兆美元，其中以信用卡應收帳款最具流動性。

七、不動產投資信託(Real estate investment trust)

〔一〕美國不動產投資信託主要法令規定

1. 不動產投資信託資產總額中，不動產資產比例須大於 75%。
2. 不動產投資信託收入來源須有 75%以上來自租金收入。
3. 應稅收入須有 90%以上支付股利。
4. REITs 型態可為公司組織、信託或其他型態。
5. REITs 之股份須能完全移轉。

6. REITs 之股東須大於 100 人。
7. 持股最大之前五名股東必須擁有超過 REITs 50% 股份。
8. REITs 對任一家子公司之持股不得超過其資產 20%。

〔二〕美國不動產投資信託之型態

2004 年美國 REIT 的型態		
型態	數目	Market Cap(十億美元)
權益型	150	273
抵押型	130	25
混合型	7	6.6
合計	190	305

美國結構型商品及資產證券化商品發展對我國的啟示

一、結構型商品問題

在美國結構型商品(含 CDO)之主要投資者為共同基金 (Mutual Fund)、保險公司、銀行信託部等機構法人及高淨值客戶，法令雖未禁止賣給小額投資人(retail investor)，但因為結構型商品內涵參數非常多樣及複雜，交易時需有專業經理人及電腦去分析，因需在交易上投入

許多研究，為符合經濟規模，所以通常需交易量大，在美國共同基金甚為發達且小額投資人偏好透過共同基金理財之情況下，投資銀行為避免銷售不當之風險，一般均不直接賣給小額投資人。但在加拿大及澳大利亞小額投資人在CDOs之投資除股權系列(一般為創始機構持有)外已變得積極。

二、證券化商品市場問題

〔一〕次級市場的建立不容易

在美國證券化商品次級市場的建立亦須經過20年，要發展成功之關鍵因素為：

1. 資訊標準化及集中保管制度的建立
2. 公開的資訊內容滿足報價模型的需要
3. 造市者應負起報價責任

〔二〕集合多家銀行相同之金融資產(如 credit card)發行證券化商品，近年來甚為盛行，考量因素有：

1. 安排機構應制定標準化的證券化流程及規格
2. 應克服每家銀行營運方法及金融資產內涵之差異性

參訪心得及建議

一、參訪心得

資產證券化的發展，將間接金融引導至直接金融，提升金融資產的資金運用效率，並增加投資人投資工具的選擇，以美國資產證券化發展經驗，資產基礎商業本票(ABCP)是目前金融資產證券化商品發展之主流型態，而信用卡、汽車貸款及應收帳款更是 ABCP 之主要資產基礎。再從 ABCP 發行架構看，主要參與者包括信用增強機構、管理機構、承銷機構、流動性提供機構、投資人、受託機構、創始機構等，透過此類證券化商品的推展，將帶動金融週邊事業的發展，創造龐大的商機。以美國 ABCP 資產基礎型態分析，我國目前信用卡循環信用餘額約 4500 億、現金卡動用餘額約 2500 億，在商品標準化及金融機構營運形態類似，極適合在我國推廣發展並成為證券化商品的主流型態，以解決目前我國證券化商品種類分散、規模過小、市場參與者不足、證券化成本偏高等問題。

另在結構型商品銷售問題，目前國內不論證券商、銀行或保險公司多有賣給小額投資人之情形，銀行信託部門亦以特定金錢信託方式銷售予小額投資人。以美國

經驗，此類結構型商品之投資人應以法人或高淨值客戶為原則，銷售機構應審慎評估小額投資人是否適合此類商品的投資；雖在法規上沒有特別禁止，但業者因擔心銷售不當之風險，多避免銷售給小額投資人，以免因對商品解釋不清造成投資人損失而引發爭訟。我國在結構型商品之銷售規範及投資人保護機制方面，應再予加強。

二、建議

〔一〕加強投資人教育宣導，儘速建立私募次級市場交易平台、提供公平合理報價機制

我國證券化市場法律架構已完備，但私募次級市場交易並不熱絡，此一方面因投資人對此商品欠缺相關資訊，無法了解此商品之優點(如評等穩定、價格波動較小、資產風險分散等)，致需求不足；另一方面則欠缺次級市場之交易平台可提供公平合理報價機制，為解決此一問題，建議：

1. 以本會基金預算製作相關宣導資料配合信託公會年度宣傳計劃，將證券化業務概念深入相關機構、學校及社會。

2. 私募次級市場的建立，初期建議由發行機構建立報價機制並列為申請證券化業務核准條件之一，長期建議於櫃買中心掛牌買賣(以美國經驗，公募仍為證券化商品募集方式)。

〔二〕加強證券化專業人才的培訓

資產證券化業務涉及複雜的財務工程，需要多方面人才的配合，如授信、信託、會計、財務、法律、資訊等，然以國內金融機構過去經營型態，短期內難有足夠人才符合此類業務之需求，故初期皆與外商機構合作以開拓此市場，但在 Know how 取得並不容易，長期惟有透過本地機構人才的培訓，方能使此市場永續發展。

〔三〕發展主力證券化商品

由於證券化商品從規劃設計至推出需耗費相當之時間、人力及資金成本，各金融機構之商品發展似不宜以態樣多樣化為目標，否則並不符規模經濟，而應依機構本身專長或基礎商品特點，集中發展主力證券化商品。