

【專題一】

國內外證券化市場之發展、運作方式及相關實力分析

李日寶 台灣工業銀行信託部
副理

中華民國證券投資
分析師
地政士



壹、前言：

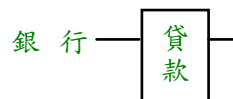
立法院三讀通過金融資產證券化條例與不動產證券化條例後，國外已有數十年發展歷史之證券化產品及其運作模式，成為眾多金融機構與一般企業從業人員之關心焦點，且相關專業人士，如律師、會計師、稅務專家與不動產估價師等，亦積極研究此一課題，冀望獲取參與相關證券化計畫之機會。

本文試圖以深入淺出方式，分別說明(1)證券化之起源及其定義；(2)金

融資產證券化之發展、主要參與機構、基本架構及其成功因素；(3)美國之REITs 制度及其發展、不動產證券化條例簡介暨其對資產所有權人與投資人之影響分析；(4)金融資產證券化與不動產資產信託之比較；(5)國內證券化市場發展及個案分析等課題，使讀者對國內外之相關證券化商品、運作方式及其市場發展有一完整且清晰之認識。

貳、證券化之起源及其定義

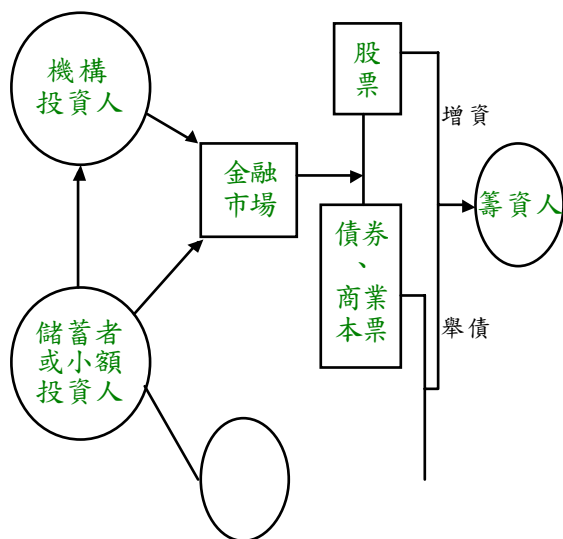
茲針對證券化之起源及其定義，說明如下：



一、證券化之起源

傳統上，一般民眾有剩餘資金時大多存在存款機構，而資金需求者（借款人）則向這些存款機構借錢，因此，存款機構為資金供給者（儲蓄者）與資金需求者間的中介機構（intermediary）。西元 1970 年代之際，美國因為通貨膨脹問題嚴重，短期利率高漲，但存款利率卻受制於法律限制無法提高，造成民眾紛紛將原本存放在金融機構的存款投資於收益較高的金融市場工具，如股票、貨幣市場基金（money market fund）與商業本票等，導致所謂的反中介（disintermediation）現象，如圖一所示。此一現象表現於儲蓄者將存款機構的存款直接投資於金融市場或委託機構投資人投資，即儲蓄者改變其投資行為；借款人則轉由發行證券直接向投資人籌措資金，亦即改變其融資方式，造成往後證券化產品的蓬勃發展。

圖一 反中介現象



二、證券化之定義

所謂證券化（securitization）係泛指將資本、負債或資產轉換成具有流動性的證券型態，使其得以在證券市場上自由買賣的過程。¹ 創始機構（originator）在此一價值憑證化過程中扮演著關鍵角色，且其從事證券化之主要動機可能為：資產轉換、融資或賺取服務費。所謂資產轉換係指發起人利用證券化方式改變本身持有投資組合之資產內容，使原有的投資組合風險降低或報酬率提高。其次，融資是指發起人利用證券化方式達成外部融資（external financing）的目的。最後，發起人可能純粹為了賺取服務費而進行證券化工作。經過證券化後，其必須符合細小化、規格化及流動性等三個要件，分述如下：

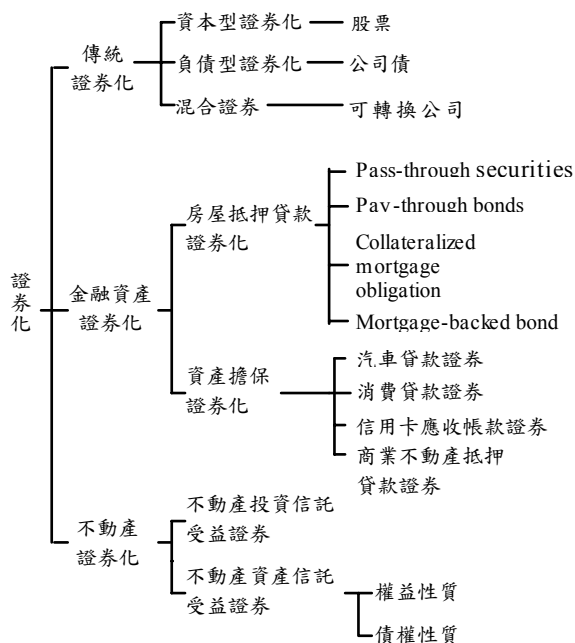
1. 細小化：因為每單位權利證書所表彰的只是整個資產價值的某一百分比，故其單位價格很低。
2. 規格化：每一種類之權利證書所表彰的權利內容都相同。
3. 流動性：指權利證書持有人可以在市

¹ 金融資產證券化條例第 4 條第 1 項第 3 款規定：「證券化：指創始機構依本條例之規定，將資產信託與受託機構或讓與特殊目的公司，由受託機構或特殊目的公司以該資產為基礎，發行受益證券或資產基礎證券，以獲取資金之行為。」又，不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 2 款規定：「證券化：指受託機構依本條例之規定成立不動產投資信託或不動產資產信託，向不特定人募集發行或向特定人私募交付受益證券，以獲取資金之行為。」

場上自由的買賣、移轉。

市場上能夠符合前面所定義的證券化之金融產品，可大致被歸納為三類，即傳統證券化、金融資產證券化與不動產證券化，如圖二所示。傳統的證券化產品包括大家所熟知的股票、債券與變化多端的混合證券 (hybrid securities)；金融資產證券化的產品則多為金融機構或一般企業利用，將其債權資產，如房屋貸款、汽車貸款、消費貸款、信用卡應收帳款或企業應收帳款等，轉換為流動資產；不動產證券化則係增加不動產所有權人處分資產或籌措資金之管道。

圖二 證券化商品之種類



參、金融資產證券化之發展、主要參與機構、基本架構及其成功因素

一般而言，所謂金融資產證券化係

指金融資產之創始機構² 藉由發行資產擔保證券 (asset-backed securities, ABS) 出售其持有資產³ 之未來現金流量，以提早取得資金之過程。因此，金融資產證券化並非創始機構利用本身之信用向資本市場發行公司債或藉由現金增資發行股票以獲取資金之行爲。

本部分分別針對金融資產證券化之發展、主要參與機構、基本架構及其成功因素等課題，說明於下：

一、金融資產證券化之發展

西元 1970 年代初期，金融機構出售其持有之政府機構保證抵押貸款係證券化市場之濫觴。在 1985 年，美國長天期證券化市場之發行規模僅 12 億美元；此後，證券化市場之每年發行規模便開始快速的成長，2001 年成長為 2,800 億美元、2002 年則為 3,500 億美元。另一方面，短期受益證券 (asset-backed commercial paper, ABCP) 之市場規模亦

2. 金融資產證券化條例第 4 條第 1 項第 1 款規定：「創始機構：指依本條例之規定，將金融資產（以下簡稱資產）信託與受託機構或讓與特殊目的公司，由受託機構或特殊目的公司以該資產為基礎，發行受益證券或資產基礎證券之金融機構或其他經主管機關核定之機構。」

3. 金融資產證券化條例 § 4 I 第 2 款規定：資產係指由創始機構收益及處分下列資產：

- (一) 汽車貸款債權或其他動產擔保貸款債權及其擔保物權。
- (二) 房屋貸款債權或其他不動產擔保貸款債權及其擔保物權。
- (三) 租賃債權、信用卡債權、應收帳款債權或其他金錢債權。
- (四) 創始機構以前三日所定資產與信託業成立信託契約所生之受益權。
- (五) 其他經主管機關核定之債權。

呈現快速成長的趨勢。2001年年底，短期受益證券之總發行餘額為7,450億美元，2002年年底之總發行餘額則為7,250億美元，超過一般商業本票之發行餘額。除美國市場外，歐洲地區與亞洲地區的證券化市場亦有相當之成長。理論上，能夠於現在或未來產生現金流量之任何資產，均可作為證券化之標的。因此，隨著證券化市場之成長與成熟，證券化之標的資產甚為廣泛。其中，較常見之標的資產類型包括房屋貸款債權、汽車貸款債權、信用卡債權、學生貸款債權、航空器與機器設備租賃債權等。至於經銷商貸款債權、計程車牌照貸款債權、菸草損害賠償金與權利金收取權等，則屬較不常見的證券化標的資產。此外，亦有以企業之營運資產，如海運貨櫃、鐵路車箱等，作為證券化標的資產之案例。

二、金融資產證券化之主要參與機構

基本上，金融資產證券化交易之主要參與機構，包括創始機構、主辦機構與投資人，分述如下：

(一) 創始機構 (originator)

所謂創始機構，係指創造貸款債權、租賃債權、信用卡債權、應收帳款債權或其他金錢債權之機構法人，包括銀行、融資公司或一般企業。一般而言，創始機構執行證券化計畫之主要動機，包括：

1. 獲取資金

創始機構以信託予受託機構或讓與特殊目的公司之資產組群

之預計現金流量，交換發行受益證券或資產基礎證券所取得之資金。

2. 增加籌資管道

對企業而言，證券化係其籌資工具之選擇之一。尤其在金融市場發生危機或景氣循環處於低檔時，證券化市場可能較無擔保公司債市場更具市場性。

3. 降低資金成本

對創始機構而言，證券化之總籌資成本在某些條件下可能低於無擔保借款方式。此外，由於證券化之籌資方式與創始機構本身之信用風險無直接關聯，是以，相對於發行無擔保公司債，證券化之受益證券或資產基礎證券能獲得較佳的利率條件及較穩定的利差 (spreads)。

4. 協助財務狀況較弱或規模較小之公司取得資金

證券化計畫能夠使財務狀況較弱或規模較小之公司取得較低成本之資金。因此，對某些產業而言，證券化計畫是解除其籌資障礙之工具。此外，相對於無擔保資本市場，證券化計畫係可以提供較大金額之方式，有助新創企業快速成長並達到經濟規模。

5. 獲得監管法令上的利益 (regulatory arbitrage)

在某些條件成就下，銀行或金融機構執行證券化計畫後可以在會計上取得資產表外化之處

理，導致監管法令上之資本要求水準（regulatory capital requirements）較低。換言之，執行證券化計畫後可能有助其減少既有營業規模之資本要求。

6. 平衡資產與負債之到期期間為減輕創始機構之資產、負債到期期間不一致所面臨之利率風險與流動性風險，證券化計畫可以作為其有效的避險工具。然而，證券化計畫所設計之加速清償條款可能降低此一利益。

7. 移轉風險

證券化計畫能否使創始機構移轉標的資產之風險，須視證券化計畫之架構內容而定。若標的資產之風險可被移除，則原先用來支應被移轉資產之資本可能獲得釋放、供作創始機構之其他目的使用，並降低無擔保借款之成本。

值得注意的是，金融資產證券化條例之適用對象與範圍並非僅限於金融機構及金融機構持有之資產⁴，因此，亞洲最大之半導體通路商世平興業公司於 92 年 3 月 12 日委任法國興業銀行與台灣工業銀行擔任其顧問，將其數量眾多之應收帳款現金流量加以包裝、設計成受益證券，取得所需資金。

(二) 主辦機構 (arranger)

⁴ 詳參 92 年 6 月 20 日財政部台財融(四)字第 0928010999 號函。

所謂主辦機構，係指負責設計、架構證券化交易條件並協助銷售由特殊目的信託發行之受益證券⁵或特殊目的公司發行之資產基礎證券⁶予投資人之投資銀行，因此，主辦機構必須具備設計與銷售證券化產品之專業能力。

一般而言，主辦機構在證券化交易之執行過程中必須負責協調、整合創始機構、發行人（指特殊目的信託之受託機構或特殊目的公司）、服務機構、律師、會計師、評等公司與投資人等相關交易當事人之專業意見與工作內容，在整宗證券化計畫中扮演關鍵性角色。

(三) 投資人

除個人投資人外，國內目前可以購買依金融資產證券化條例發行之受益證券或資產基礎證券之機構投資人及其相關限制如下：

1. 商業銀行（商業銀行投資有價證券之種類及限額規定第 2 條

⁵ 金融資產證券化條例第 4 條第 1 項第 4 款規定：「特殊目的信託：指依本條例之規定，以資產證券化為目的而成立之信託關係。」又，同條例第 6 款規定：「受益證券：指特殊目的信託之受託機構依資產信託證券化計畫所發行，以表彰受益人享有該信託財產本金或其所生利益、孳息及其他收益之受益權持分（以下分別簡稱本金持分、收益持分）之權利憑證或證書。」

⁶ 金融資產證券化條例第 4 條第 1 項第 5 款規定：「特殊目的公司：指依本條例之規定，經主管機關許可設立，以經營資產證券化業務為目的之股份有限公司。」又，同條例第 7 款規定：「資產基礎證券：指特殊目的公司依資產證券化計畫所發行，以表彰持有人對該受讓資產所享權利之權利憑證或證書。」

- 第 1 項第 8 款)；
2. 工業銀行 (工業銀行投資有價證券之種類及限額規定第 2 條第 1 項第 7 款)；
 3. 保險公司 (民國 92 年 9 月 3 日財政部台財保字第 0920751198 號函、民國 92 年 9 月 3 日財政部台財保字第 0920751277 號函)；
 4. 證券投資信託基金 (民國 92 年 1 月 3 日財政部證券暨期貨管理委員會台財證四字第 0920000022 號函)；
 5. 證券自營商 (民國 91 年 11 月 15 日財政部證券暨期貨管理委員會台財證二字第 0910005790 號函、民國 92 年 3 月 27 日財政部證券暨期貨管理委員會台財證二字第 0920100479 號函)；
 6. 華僑及外國人 (民國 91 年 12 月 12 日財政部證券暨期貨管理委員會台財證八字第 0910006161 號函)；
 7. 證券投資顧問事業或證券投資信託事業經營全權委託投資業務之資金 (民國 91 年 11 月 25 日財政部證券暨期貨管理委員會台財證四字第 0910005901 號函)；
 8. 郵政儲金⁷；

7. 郵政儲金投資債券票券管理辦法第 3 條第 1 項規定：「郵政儲金得投資下列短期票券 (以下簡稱票券)：(一) 國庫券及中央銀行定期存單。(二) 銀行可轉讓定期存單。(三) 公司及公營事業機構發行

9. 票券金融公司⁸；

據工商時報 92 年 9 月 9 日報導，財經會談 9 月 8 日討論財政部「開放四大基金投入金融資產證券化市場」議案，其中，公務人員退休撫卹基金、勞工退休基金、勞工保險基金等三大基金順利過關，未來將可投入市場，唯獨郵儲基金遭到排除。至於三大基金投入市場之時點，仍需視三大基金管理單位的最後決策而定。此外，對投資人而言，受益證券或資產基礎證券之可能投資利益如下：

1. 增加投資選擇

由於資產池⁹所生之現金流量可被切割、包裝成不同種類、順位之受益證券或資產基礎證券，因此，證券化計畫可以提供投資人較為多樣化之選擇，包括信用評等與存續期間。

2. 分散投資組合

之本票或匯票。(四) 依金融資產證券化條例核定之短期票券之受益證券或資產基礎證券。」

8. 台財融(四)字第 0928011347 號函公告「票券金融公司投資債券管理辦法修正草案條文」第 2 條第 1 項規定：「票券金融公司投資債券之種類規定如下：(一) 政府債券。(二) 金融債券。(三) 公司債。(四) 國際性或區域性金融組織經核准在我國境內發行之債券。(五) 開放式債券型基金。(六) 受益證券及資產基礎證券。」又，同條文第 3 項規定：「本辦法所稱受益證券，指依金融資產證券化條例及不動產證券化條例規定發行之受益證券。」

9. 金融資產證券化條例第 4 條第 1 項第 8 款規定：「資產池：指創始機構信託與受託機構或讓與特殊目的公司之資產組群。」

由於證券化計畫之資產係由多樣化的資產所組成，是以，固定收益證券投資人購買受益證券或資產基礎證券將有助於分散其投資組合，達成到降低風險之目的。

3. 表現穩定

以國外經驗來看，受益證券或資產基礎證券之信用評等較創始機構本身的信用評等穩定。此外，與同等級公司債之信用評等相較，證券化商品之違約率亦較低。

4. 資訊揭露充分

在證券化計畫中，創始機構通常必須明確地揭露標的資產相關資訊，是以，投資人可以取得品質較佳且數量較多的資訊。

5. 創始機構的承做業務審閱標準與服務能力將較為透明。

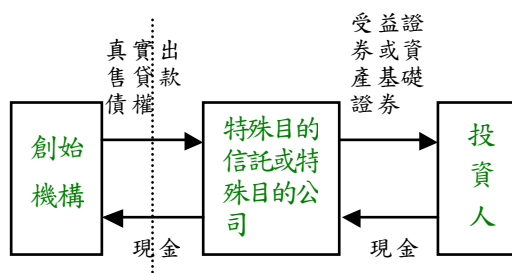
6. 若所投資之受益證券或資產基礎證券有取得信用評等，則信用評等公司將持續地監督該證券所表彰資產之表現。

三、金融資產證券化之基本架構及其成功因素

按金融資產證券化條例§4 I 第 3 款規定「證券化：指創始機構依本條例之規定，將資產信託與受託機構或讓與特殊目的公司，由受託機構或特殊目的公司以該資產為基礎，發行受益證券或資產基礎證券，以獲取資金之行爲。」換言之，執行金融資產證券化之架構包括特殊目的信託（Special Purpose Trust,

SPT）與特殊目的公司（Special Purpose Corporation, SPC）等兩種，又，前者發行之證券稱為受益證券；後者發行之證券則稱為資產基礎證券。¹⁰圖三係貸款債權證券化計畫之基本架構。

圖三 貸款債權證券化之基本架構



一般而言，金融資產證券化之基本執行步驟有三，分述如下：

1. 步驟一：創始機構根據其自身之授信標準與程序放款給其客戶。
2. 步驟二：創始機構將對客戶之貸款債權出售予特殊目的的信託或特殊目的公司，且由該特殊目的組織（Special Purpose Entity, SPE）擔任受益證券或資產基礎證券之發行人。
3. 步驟三：發行人以貸款債權之預計現金流量為基礎，設計受益證券或資產基礎證券之發行條件，並銷售該等證券予投資人。值得注意的是，證券化計畫必定會設計各種不同型式之信用增強機制，以保障證券投資人之權益。

據前述之基本架構，金融資產證券化之成功要素，包括：

- (一) 設立能夠達成破產隔離效果（bankruptcy remote）之特殊目的的組織

¹⁰ 金融資產證券化條例§4 I 第 6 款與第 7 款。

證券化標的資產之信用風險與創始機構本身之信用風險獨立，係設計證券化架構之重要考量。以法律觀點來看，藉由將標的資產「真實出售」(true sale)或「絕對移轉」(absolute transfer)予特殊目的組織，將可有效分離證券化之標的資產與創始機構間之關係。在符合破產隔離之條件下，當創始機構申請破產保護時，其債權人無法對證券化之標的資產暨其現金流量求償；當創始機構破產時，受益證券或資產基礎證券之投資人無法對創始機構名下之財產進行求償。受益證券或資產基礎證券之償還來源僅限於標的資產之預計現金流量及該證券化計畫所設計之信用增強機制，換言之，投資人對創始機構沒有追索權。

- (二) 設計不同型式之信用增強機制
- 證券化執行過程之重點之一在於決定適當的信用支撐 (credit support) 或信用增強數額。當證券化之標的資產發生損失時，信用增強機制可以使投資人減少所受損害。一般而言，信用增強機制可分為內部信用增強與外部信用增強，內部信用增強型式包括次順位證券、超額利差、現金準備專戶與超額擔保；外部信用增強型式則包括母公司提供保證、保險公司之信用保險 (surety bond)、銀行之保證書。茲針對內部信用增強之型式，說明如下：
1. 次順位受益證券或資產基礎證

券

證券化計畫通常會將標的資產所生之預計現金流量加以分割並設計成不同種類、順位之受益證券或資產基礎證券。在此一安排下，優先順位證券之受償順位高於次順位證券，亦即，次順位證券將先於優先順位證券吸收標的資產所生之損失。

2. 超額利差

所謂超額利差 (excess spread)，係指證券化標的資產所生之利息與相關費用收入之和扣除受益證券或資產基礎證券之應付利息、資產之服務費用與其他相關費用之餘額。超額利差通常做為吸收證券化標的資產損失之第一道工具，惟若沒有動用時將歸還創始機構或保留至準備金專戶。

3. 現金準備專戶

創始機構可於證券化計畫之初始提撥某數額之現金至準備金專戶，做為吸收標的資產損失之用。此外，證券化計畫亦可設計成標的資產之全部或部分超額現金流量應優先用於提撥現金準備至要求之數額後，才可以歸創始機構所有。

4. 超額擔保

所謂超額擔保，係指證券化標的資產之價值超過受益證券或資產基礎證券之發行金額。若標的資產實際發生之現金流量低於預期時，超額擔保所生之

現金將可用於吸收損失。

(三) 服務機構對標的資產之管理

所謂服務機構，係指受受託機構之委任或特殊目的公司之委任或信託，以管理及處分信託財產或受讓資產之機構。適格之服務機構有助於確保標的資產之應收債權可被按時收取且發生違約之應收債權可被回收。一般而言，證券化計畫之服務機構通常仍由該標的資產之創始機構繼續擔任，且會安排適當的備位服務機構（back-up servicer）與充足之流動準備，以降低服務機構解任事由發生時對證券化標的資產之影響。

肆、美國之 REITs 制度及其發展、不動產證券化條例簡介暨其對資產所有權人與投資人之影響分析

對資產所有權人而言，不動產證券化可以提供其另類的籌資管道；對投資人而言，不動產投資信託或資產信託受益證券可以是其投資組合的一部分；對不動產相關行業而言，證券化之發展則提供產業專業分工之契機；至於對兼營信託業務的銀行而言，則係提高手續費收入的途徑之一。

本部分分別針對美國 Real Estate Investment Trust (REITs) 制度及其發展、不動產證券化條例簡介、對資產所有權人及投資人之影響分析等課題，說明於下：

一、美國 Real Estate Investment Trust (REITs) 制度及其發展

茲針對美國 Real Estate Investment Trust (REITs) 制度之定義、資格要件及其市場發展等課題，分別說明於下：

(一) 定義

為使一般小額投資人有機會投資於大型的住宅與商用收益性不動產 (income-producing real estate)，享有等同於直接持有不動產之利益且達成分散風險及獲得專業管理之服務，美國國會於 1960 年通過 Real Investment Trust Act of 1960。據美國不動產投資信託協會 (National Association of Real Estate Investment Trusts, NAREIT) 之定義，REITs 是擁有並負責經營管理或提供融資予住宅、商場、辦公大樓、旅館等收益性不動產的公司或商事信託 (business trust)。

(二) 符合 REITs 之要件

根據美國稅法規定，REITs 必須符合下列各項條件：

1. 其組織型態必須是公司、信託或被視為課徵公司稅之主體；
2. 由董事會或受託機構負責管理；
3. 股票可自由轉讓；
4. 股東人數至少 100 人；
5. 每一課稅年度之下半年不得由 5 人以下的股東持有超過 50% 的股票；
6. 75% 的資產必須投資於不動產相關資產；
7. 75% 的總收入必須來自不動產租金收入與抵押貸款所生利

益；

8. 除資本利得外，90%以上之課稅所得必須以股利形式分配予投資人。

REITs 的主要優勢在於分配予股東之股利可被視為 REITs 的費用，減少重複課稅之負擔。然而，由於 REITs 必須分配 90%以上之課稅所得，導致 REITs 成長必須仰賴其於資本市場的籌資能力。

(三) REITs 之市場發展

REITs 於 1986 年以前之發展並不順利，其原因如下：

1. REITs 不能經營管理持有之不動產，以致必須委任第三者管理。惟，此一規定導致經常發生 REITs 與經營管理者雙方利

益不一致之代理成本 (Agency Cost)。

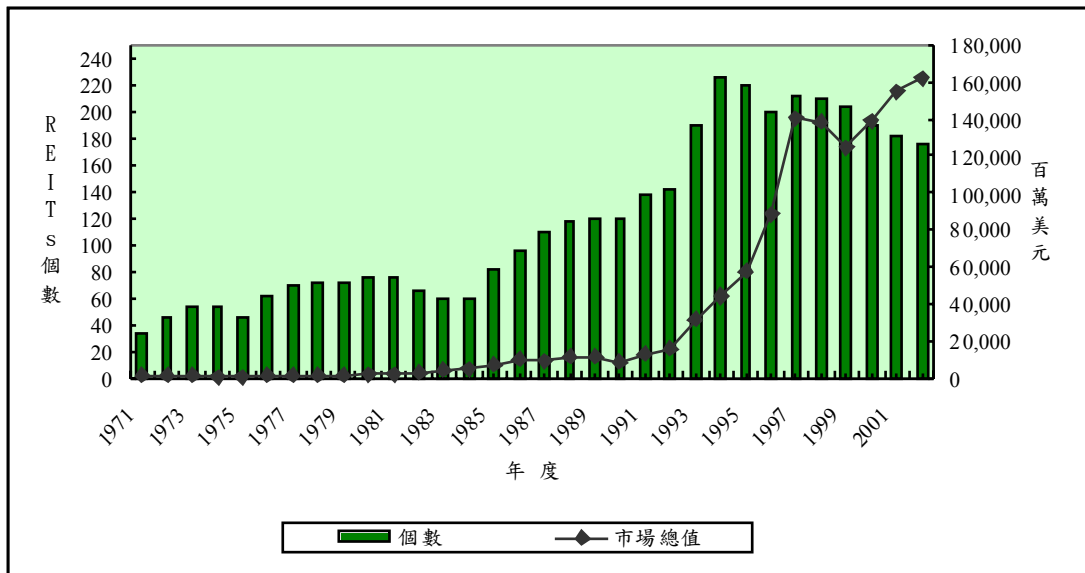
2. 稅法的扭曲導致以有限合夥 (limited partnership) 或其他方式投資不動產，有避稅空間。有鑒於此，美國國會於 1986 年通過租稅改革法案¹¹ (Tax Reform Act of 1986)，免除 REITs 相較於其他不動產投資方式之租稅不利益現象，使 REITs 開始步上坦途。圖四係 1971 年至 2002 年美國 REITs 之個數與市場總值之統計。

¹¹ 租稅改革法案之主要內容包括：

① 藉日限制利息扣除、延長計算折舊之耐用年數、禁止使用帳面損失等做法，降低不動產投資之避稅工具的空間。

② 允許 REITs 自行經營管理持有之不動產。

圖四 1971 年至 2002 年美國 REITs 之個數與市場總值



由上圖可知，美國 1971 年時只有 34 個 REITs、市場總值約 15 億美元；1986 年時 REITs 的個數成長至 96 個，且市場總值成長至 99 億美元；到 1993 年時 REITs 的個數已經增加至 189 個、市場總值則成長超過 3 倍達到 322 億美元。探究 REITs 於 1990 年代大幅成長之主要原因為：

1. 美國商用不動產之價格於 1990 年至 1991 年經濟不景氣時期，下跌約 30%-50%，因而使得 1992 年至 1993 年經濟復甦時，投資者看好不動產增值潛力，紛紛進場投資。
2. 美國 1993 年開始允許退休基金投資 REITs，更有助於市場規模之成長。

截至 2002 年底止，美國 REITs 之數量為 176 個、市場總值則突破歷史紀錄達到 1,619 億美元。

綜上所陳，美國 REITs 係經過長時間發展才有今日之成果，是以，國內不動產投資信託市場之商機仍有待時間開拓。

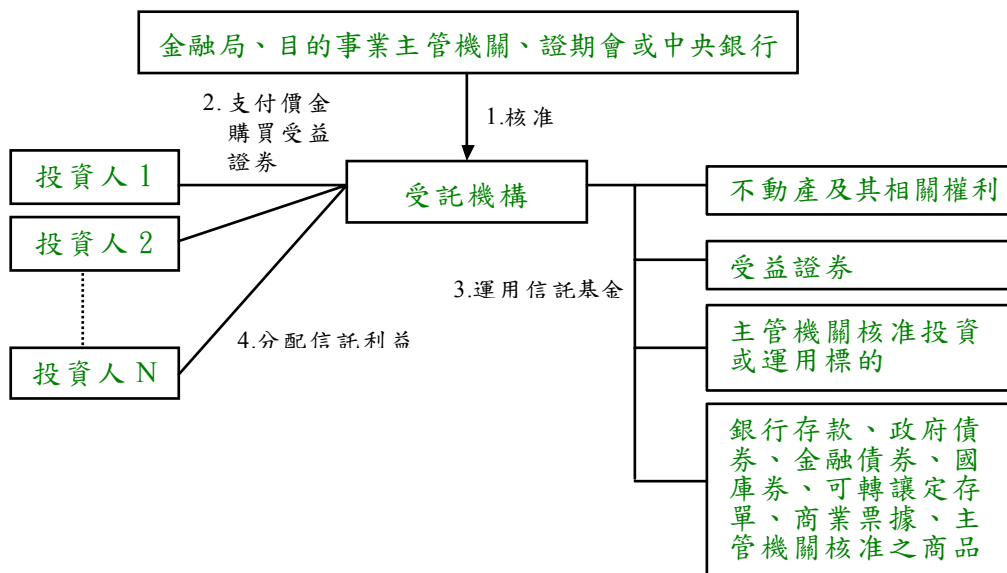
二、不動產證券化條例簡介

92 年 7 月 9 日經立法院三讀通過之不動產證券化條例將不動產證券化方式分為不動產投資信託與不動產資產信託兩類，分述如下：

(一) 不動產投資信託制度

所謂不動產投資信託，係指受託機構依不動產證券化條例之規定，向不特定人募集發行或向特定人私募交付不動產投資信託受益證券，以投資不動產、不動產相關權利、不動產相關有價證券及其他經主管機關核准投資標的而成立之信託。圖五係不動產投資信託之運作架構。

圖五 不動產投資信託運作架構



由前述架構來看，我國不動產投資信託之概念與國人熟知的證券投資信託基金相似，惟，兩者最大差異在於，前者係採信託關係運作且投資標的係以不動產及其相關權利為主；後者則以委任關係運作且投資標的主要為股票、債券及經證期會核定准予交易之證券相關金融商品。

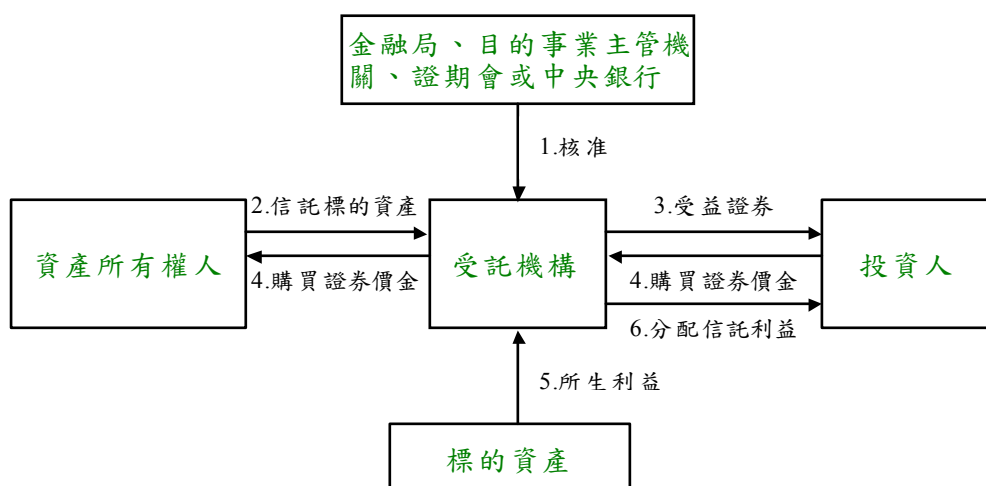
此外，為使投資人可以充分瞭解相關資訊，且不動產證券化條例第 8 條第 1 項第 6 款已規定不動產投資信託計畫，應記載「投資計畫：包含計劃購買、管理或處分之不動產或其他投資標的之種類、地點、預定持有期間、資金來源、運用及控管程式、成本回收、財務預測及預估收益率等事項」，是以，財政部 92 年 9 月 8 日預告之「受託機構募集或私募不動產投資信託或資產信託受益證券處理辦法草案」(下稱「處理辦法草案」) 第 4 條第 15 款要求

受託機構申請時即應檢具估價報告書；又，同條第 18 款則規定不動產投資信託的發起人(即不動產投資信託基金所投資不動產的所有人或不動產相關權利的權利人)，應出具同意讓與不動產或不動產相關權利的證明文件。換言之，財政部要求受託機構募集不動產投資信託基金前即應有確定的投資標的，以利受益證券投資人作成相關投資決策。

(二) 不動產資產信託制度

所謂不動產資產信託，係指委託人依不動產證券化條例之規定移轉其不動產或不動產相關權利予受託機構，並由受託機構向不特定人募集發行或向特定人私募交付不動產資產信託受益證券，以表彰受益人對該信託之不動產、不動產相關權利或其所生利益、孳息及其他收益之權利而成立之信託。圖六係不動產資產信託之運作架構。

圖六 不動產資產信託運作架構



由前述架構來看，不動產資產信託類似國內土地開發案常見的資產作價設立公司模式，惟，兩者最大差異在於，前者之委託人（即資產所有權人）、投資人與受託機構間係以信託關係維繫相關事宜之運作；後者之公司發起人（即資產所有權人）、投資人（可能為股東或公司債持有人）與公司間則係以公司法暨其相關規定作為規範依據。

值得注意的是，於執行不動產資產信託計畫時，必須注意不動產抵押權之處理及委託人之債權人公告等課題，分述如下：

1. 不動產抵押權之處理

擬證券化之標的資產已有設定抵押權之情形者，委託人應予塗銷，並應檢具相關證券文件予受託機構。若因故未能塗銷時，委託人應檢具抵押權人於信託契約存續期間不實行抵押權之同意書且該同意書應經法院公證。（不動產證券化條例§30Ⅱ）

惟，實務上，委託人於證券化後始有能力塗銷抵押權，且抵押權人可能因該不動產可以提供其穩定收益致不樂見該證券

化計畫之實現。是以，為利不動產證券化的推動，「處理辦法草案」第5條第2項規定：「若受託機構未能於申請或申報時取得抵押權塗銷證明或抵押權人於信託契約存續期間不實行抵押權的法院公證同意書者，得以受託機構於受益證券完成募集或私募後，立即取得信託財產抵押權塗銷的相關證明文件的承諾書取代上述文件。受託機構應於完成募集或私募後，將信託財產抵押權已塗銷的相關證明文件，併同第十七條第三款或第十八條第五款規定的書件，函報主管機關備查。」

2. 委託人之債權人公告

委託人應提供債務明細之書面文件予受託機構，並定一個月以上之期限，公告債權人於期限內聲明異議，並將聲明異議之文件予受託機構。（不動產證券化條例§30Ⅲ）

(三) 不動產投資信託制度與資產信託制度之比較

表一係不動產投資信託制度與不動產資產信託制度之比較。

表一 不動產投資信託與資產信託制度之比較

比較項目	不動產投資信託	不動產資產信託
發行流程	先向投資大眾募集資金，再投資於適當之標的	以資產為信託財產，發行受益證券並取得所需資金
發行架構	信託	信託
資金募集方式	公開招募或私募	公開招募或私募
投資標的	<ol style="list-style-type: none"> 1. 已有穩定收入之不動產。 2. 已有穩定收入之不動產相關權利：指地上權及其他經中央目的事業主管機關核定之權利。 3. 其他受託機構或特殊目的公司依本條例或金融資產證券化條例發行或交付之受益證券或資產基礎證券。 4. 第十八條規定之運用範圍（指銀行存款、政府債券、金融債券、國庫券、可轉讓定存單、商業票據與經主管機關核准之商品而言）。 5. 其他經主管機關核准投資或運用之標的。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 已有穩定收入之不動產。 2. 已有穩定收入之不動產相關權利：指地上權及其他經中央目的事業主管機關核定之權利。
可否上市或上櫃	可	可
國內類似之金融商品	證券投資信託基金	依金融資產證券化條例發行之受益證券

三、不動產證券化對資產所有權人之影響分析

一般而言，執行證券化計畫對資產所有權人之可能利益，包括取得較低成本資金、資產負債管理、移轉風險或實現獲利等，惟該等利益並非在同一宗證券化計畫中可以同時發生。是以，資產所有權人於執行證券化計畫前，必須事先釐清自身之需求，以便主辦顧問安排證券化計畫之執行方式與策略，達成期望之目的。

對資產所有權人而言，不動產投資信託基金係其處分資產的潛在對象之一。換言之，不動產投資信託基金僅係與其他購買者處於同一地位之買家，若其出價低於所有權人之最低要求或其他競爭者，自然無法取得標的資產。

至於不動產資產信託計畫則可以做為資產所有權人處分資產或籌措資金的選擇之一。此乃因依不動產證券化條例所發行之不動產資產信託受益證券，按其利益分配與風險承擔方式，可區分為債權（Debt）性質之受益證券與權益（Equity）性質之受益證券兩類。其中，債權性質之受益證券尚可依實際需求劃分為不同受償順位之受益證券。

綜上所陳，若資產所有權人之目的在於尋求較低之借貸成本，則主辦顧問可以將不動產資產信託受益證券包裝成風行國外資本市場之商用不動產抵押貸款受益證券（Commercial Mortgage Backed Securities, CMBS），此即為債權性質之受益證券；若資產所有權人之目的在於實現資本利得或降低不動產之持有部位，則可以將資產之相關權益出售並移轉予受益證券之受益人，此即為權益性質之受益證

券。值得注意的是，在同一宗證券化計畫中，可以只發行債權性質或權益性質之受益證券，也可以同時發行債權性質與權益性質之受益證券。

四、不動產證券化對投資人之影響分析

不動產受益證券之導入有助於提高國內資本市場之廣度，增加投資人之選擇性。根據 1990 年諾貝爾經濟學獎得主馬可維茲（Harry M. Markowitz）的資產組合選擇理論（Theory of Portfolio Selection），投資人可以藉由增加風險相關係數較低之投資標的，達成降低投資組合風險之目標。是以，投資顧問在教導投資人理財觀念時，往往強調資產配置的重要性。亦即，冀望透過將資產配置於不同類型之投資標的，包括股票、債券、房地產、貴金屬等，將其投資風險降至較低之程度。

據美國不動產投資信託協會（National Association of Real Estate Investment Trusts, NAREIT）2001 年 5 月委託資產配置權威機構 Ibbotson Associates 之實證報告“REIT's LOW CORRELATION TO OTHER STOCKS AND BONDS IS KEY FACTOR FOR PORTFOLIO DIVERSIFICATION”證明，REITs 的報酬率與股票、長期債券的報酬率之相關性甚低且相關係數逐年降低，故可以做為降低投資組合風險的重要工具。

對投資人而言，投資於不動產投資信託受益證券或權益性質之不動產資產信託受益證券，應注意之投資指標主要為營運而來之現金（Funds From Operations, FFO）與可供分配現金（Cash Available for

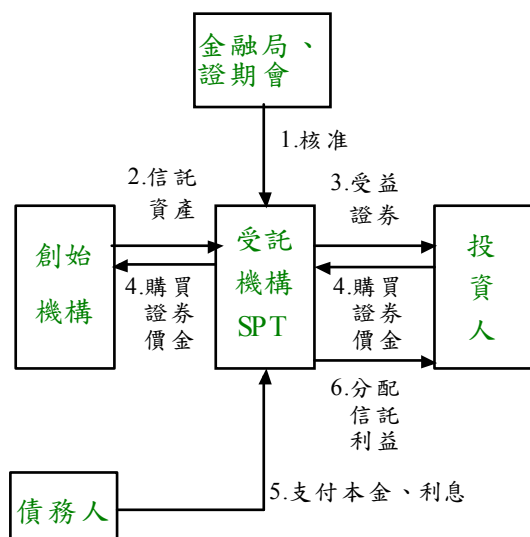
Distribution, CAD。可供分配現金又稱調整後營運而來之現金 Adjusted Funds From Operations, AFFO)。此外，該等受益證券之合理價值計算方式則包括本益比法、股利率法與淨值法，相同於股票價值評估方法。

另一方面，投資於債權性質之不動產資產信託受益證券時，應注意之指標為償債比率(Debt Service Coverage Ratio, DSCR)與借貸比率(Loan to Value Ratio, LTV)，前者有助於評估受益證券發生違約之機率；後者則可用於評估受益證券發生違約後之可能損失。

伍、金融資產證券化與不動產資產信託之比較

圖七係以特殊目的的信託方式發行金融資產證券化受益證券之流程。

圖七 金融資產證券化受益證券發行方式—特殊目的信託



由上圖可知，金融資產證券化之運作

架構與不動產資產信託制度類似，為使讀者明瞭兩者差異，本文比較兩者如下：

一、信託財產之性質不同

適用金融資產證券化條例之標的資產係屬債權；適用不動產證券化條例之標的資產則包括不動產所有權及不動產相關權利等用益物權。是以，出租不動產所生之租賃債權，可以作為金融資產證券化之標的。

二、證券化計畫之審查機關不同

與金融資產證券化相較，不動產資產信託計畫之審查機關尚包括中央目的事業主管機關與中央銀行。

三、資產移轉之相關稅費不同

按金融資產證券化條例§38 I 規定，依本條例規定申請核准或申報生效之資產信託證券化計畫所為之資產移轉，其相關稅費依下列規定辦理：

1. 因移轉資產而生之印花稅、契稅及營業稅，除受託機構處分不動產時應繳納之契稅外，一律免徵。
2. 不動產、不動產抵押權、應登記之動產及各項擔保物權之變更登記，得憑主管機關之證明向登記主管機關申請辦理登記，免繳納登記規費。
3. 因實行抵押權而取得土地者，其辦理變更登記，免附土地增值稅完稅證明，移轉時應繳稅額依法仍由原土地所有權人負擔。但於受託機構處分該土地時，稅捐稽徵機關就該土地處分所得價款中，得於原土地所有權人應繳稅額範圍內享有優先受償權。

至於辦理不動產資產信託計畫之資產

移轉時，則應依相關規定繳納相關稅費。

四、信託商業同業公會之扮演角色不同

不動產證券化條例明訂信託商業同業公會應負責訂定之文件包括：¹²

1. 信託業商業同業公會應訂定受託機構募集不動產投資信託基金與不動資產信託之定型化契約範本，報請主管機關核定。(不動產證券化條例§12 I、§36)
2. 不動產投資信託受益證券之行銷、訂約、資訊揭露、風險管理與內部稽核及內部控制等應注意事項，由信託業商業同業公會會同有關公會擬訂，報請主管機關核定。(不動產證券化條例§21 I)
3. 信託業商業同業公會應對不動產投資信託基金之信託財產評審及淨資產價值之計算，擬訂評審原則及計算標準，報經主管機關核定。(不動產證券化條例§26IV)

儘管金融資產證券化與不動產資產信託之運作流程有些許不同，惟，主辦機構(arranger)設計受益證券所需考量之因素則係共通的，包括但不限於資產分析、現金流量分析、結構分析與法律分析。

陸、國內證券化市場發展及個案分析

¹² 不動產證券化條例§36 規定：第七條、第十一條至第十五條、第十八條、第十九條、第二十一條、第二十二條第二項及第三項、第二十三條至第二十八條之規定，於不動產資產信託準用之。

立法院 91 年 6 月三讀通過金融資產證券化條例後，截至 92 年 9 月 12 日止，僅有台灣工業銀行於 92 年 2 月 24 日發行國內首宗證券化商品—台灣工銀企業貸款債權信託證券化受益證券。茲將該案重要交易內容整理如下：

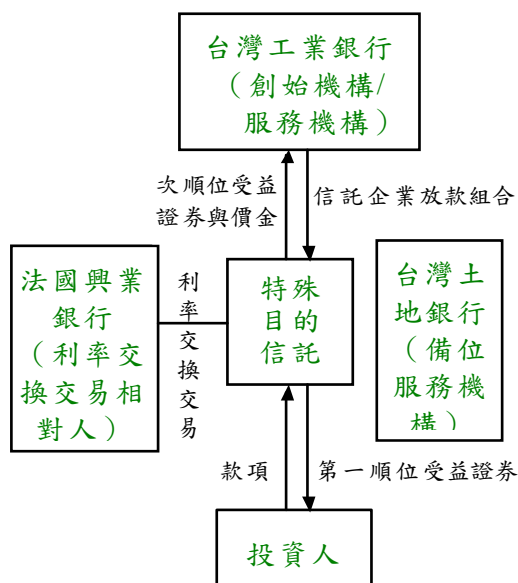
一、基本資料

1. 發行人：台灣土地銀行受託經營台灣工銀企業貸款債權信託證券化特殊目的信託；
2. 發行客體：民國 100 年到期第一順位受益證券；
3. 預定發行金額：新台幣 27.66 億元；
4. 創始機構／服務機構：台灣工業銀行；
5. 受託機構／備位服務機構：台灣土地銀行；
6. 利率交換交易相對人：法國興業銀行；
7. 現金收付機構：中國信託商業銀行；
8. 主辦機構：法國興業銀行。

二、交易架構與內容

在移轉日，台灣工業銀行將把放款組合移轉予台灣工銀企業貸款債權信託證券化特殊目的信託(由土地銀行擔任受託機構)。該特殊目的信託將發行第一順位及次順位受益證券，其中，第一順位受益證券將發售於投資人，所得款項及次順位受益證券將交予台灣工業銀行，作為台灣工業銀行信託企業貸款債權及相關權益之對價。該特殊目的信託亦與法國興業銀行簽訂利率交換契約，以規避放款組合與第一順位受益證券間利率無法配合之風險。圖八係台灣工業銀行企業貸款證券化之交易流程。

圖八 台灣工業銀行企業貸款證券化之交易流程



三、受益證券之發行條件

本案之受益證券分為第一順位受益證券與次順位受益證券兩類。其中，第一順位受益證券每月將支付年息為2.8%的固定利率。根據金融資產證券化條例第41條規定，特殊目的信託財產之收入，減除成本及必要費用後之收益為收益人之所得，按利息所得課稅，並由受託機構為扣繳義務人，依規定之扣繳率，從第一順位受益證券的利息中扣繳稅款。因此，第一順位受益證券所收之利息為扣除上述稅款後之淨額。至於在本金支付方面，則將依轉手的原則按月攤還，投資人可能在該第一順位受益證券民國100年的法定到期日之前，面臨提前償還本金的風險。

該次順位受益證券將採無票面利率方式發行。次順位受益證券的本金將在第一順位受益證券本金被全額償付後方予支付。

四、放款組合內容

由於此交易內容屬固定放款組合，台灣工業銀行不得在移轉日後，信託新的放款或取代任何既有放款。在基準日(民國92年2月12日)，該放款組合的主要內容如下：

1. 流通在外的本金約達新台幣35.9億元;
2. 41筆放款，貸予23個債務人;
3. 由台灣工業銀行與債務人直接訂立之貸款(簡稱一般貸款)或聯合貸款;
4. 第一順位擔保或第一順位無擔保放款;
5. 加權平均放款期限為2.2年。

該放款組合主要反映台灣的經濟組成內容，其標的債務人集中於幾項產業，包括電腦及週邊設備、半導體及可寫一次型光碟片業。

五、信用評等結果

中華信評公司授予由土銀擔任台灣工業銀行企業貸款債權信託證券化特殊目的信託之受託機構所發行的民國100年到期，新台幣27.66億元之第一順位受益證券的評等為「twA」。此第一順位受益證券是由台灣工業銀行一組固定的企業放款組合(放款組合)所支應。

此項評等所關注的是利息能否按時及全數支付，以及本金是否在民國100年該第一順位受益證券的法定到期日或之前全數償還。且此一評等結果係基於：

1. 該放款組合的信用品質;
2. 以超額擔保提供充分的信用支持，足以應付債務人違約或混合風險;
3. 準備金之設立，為該筆交易提供流動性支持，並緩和潛在的債務人抵銷風險(set-off risk);
4. 與法國興業銀行簽訂利率交換契約，

以規避為固定利率之第一順位受益證券，及以浮動利率為主的放款組合所可能產生的利率無法配合之風險；

5. 強健的現金流量結構—即便在現金流量趨緊的假設情況下，該檔第一順位受益證券可能得以按時支付利息與全數償還本金；
6. 由台灣工業銀行擔任服務機構，以及土地銀行擔任備位服務機構，且；
7. 該證券化計畫健全的法律及稅務結構。

除台灣工業銀行之企業貸款債權證券化個案外，據報載，萬通銀行已於民國 92 年 8 月 19 日向證券暨期貨管理委員會申報將公開招募法國里昂信貸台北分行企業貸款債權信託受益證券，總計公開招募金額為新台幣 72.38 億元，該案之主要特色在於採取「當天貸放、當天證券化」做法，換言之，將當天貸款給客戶之企業貸款債權立刻加以證券化。

財政部於民國 92 年 8 月 28 日正式頒佈金融資產證券化條例施行細則，預計該施行細則實施後將有多家公私法人陸續發行以房屋貸款債權為標的之 RMBS (Residential Mortgage Backed Securities, RMBS) 或以信用卡債權、汽車貸款債權、租賃債權、應收帳款債權或其他金錢債權為標的資產之 ABS (Asset-Backed Securities, ABS)。此外，特殊目的信託或特殊目的公司發行之受益證券或資產基礎證券之發行期限在一年以內者，則屬 ABCP (Asset Backed Commercial Paper, ABCP)，台灣工業銀行目前正為亞洲最大之半導體通路商--世平興業公司設計此一類型之產品。

另一方面，由於不動產證券化條例剛於民國 92 年 7 月 9 日經立法院三讀通過，

是以，尚未有具體的發行案例。據報載，台灣工業銀行於 92 年 8 月 6 日與嘉新國際公司簽訂委託顧問合約，預計於民國 92 年年底以前以該公司所擁有的萬國商業大樓 (IBM Building) 為標的資產，發行商用不動產抵押貸款受益證券 (Commercial Mortgage Backed Securities, CMBS)。

柒、結語

基本上，證券化計畫係一非常嚴謹之執行過程且有數種不同領域之第三公正人士參與，包括律師、會計師、稅務顧問、不動產估價師等，且若所發行之受益證券或資產基礎證券有經信用評等者，尚有信用評等機構之參與。安排眾多交易當事人參與證券化計畫之目的，無非在於保護投資大眾之權益，使計畫能夠順利執行。

於國內證券化市場發展之初，期望業界秉持誠信、專業之態度包裝、設計相關受益證券或資產基礎證券，兼顧投資人、委託人或創始機構之利益，以利證券化商品在國內資本市場之永續發展。

參考文獻：

1. Demystifying Securitization for Unsecured Investors, Moody' s Investors Service, January 2003.
2. Analyzing Bank' s Securitization, Liquidity and Capital: The Australian Example, Moody' s Investors Service, January 1999.
3. Investing in Real Estate Investment Trusts, National Association of Real Estate Investment Trusts, November 2000.

