

離在市場上單獨交易 (D)給予所有人將來以一定價格購買公司股票  
的權利，所以可以減少債券的發行成本。(87高考)

▶▶(D)

#### 範例 14



比較可轉債和附認股權證債券，下列敘述何者為非？(A)對發行公司而言，轉換可轉債，無現金收入 (B)對發行公司而言，附認股權證債券可帶來額外的現金收入 (C)可轉債使用後，原債券消失 (D)附認股權證債券使用後，原債券消失 (E)附認股權證債券有助於降低企業的融資成本。

▶▶(D)

## 第四節 證券化

出題頻率：◆◆◆◆◆

前所未有謂之「創新」，金融創新 (financial innovation) 的目的乃為因應國際間金融情勢的改變，致匯率、利率、股價、商品價格的波動，所發展出之新型態的金融商品或交易流程。金融创新的主要動機包括：規避法令限制、降低交易成本、提升金融機構的競爭力、規避稅負等。以下將以金融資產證券化與不動產證券化商品為例說明之。

### 壹、金融資產證券化

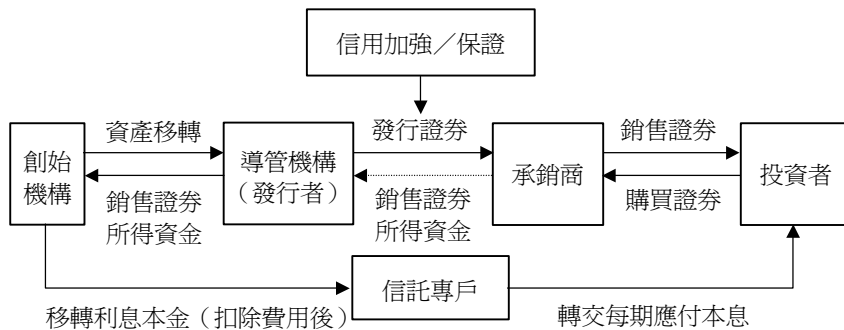
金融資產證券化中的「資產」，通常是指金融機構所握有的「債權資產」，這些債權背後的債務人將定期支付利息及償還本金予金融機構。金融機構握有債權資產，即等同於握有一系列未來之現金流量。而所謂證券化 (securitization)，乃指金融機構以其握有之債權資產作為擔保、發行證券售予投資人，債權資產所產生之現金流量，即移作為對證券投資人付息還本之資金來源，這就是金融資產證券化之基本精神。金融機構所握有的債權資產有許多種，常見的包括房屋 (不動產) 貸款債權、汽車貸款債權、信用卡循環貸款債權及企業貸款債權，這些債權都可以作為發行證券

化商品的擔保。

若以房屋或其他不動產抵押貸款之債權作為擔保，發行證券售予投資人，稱之不動產抵押債權證券化，該受益證券稱之**不動產抵押債權證券**（mortgage-backed securities; MBS）；若以不動產抵押債權以外的金融資產如企業貸款債權、消費性貸款債權（信用卡、現金卡等）、汽車貸款債權、應收帳款等作為擔保，發行證券售予投資人，稱之**金融資產證券化**，該受益證券稱之**資產抵押證券**（asset-backed securities; ABS）。

### 一、金融資產證券化的運作架構

在證券化的過程中，金融機構須先將現在或未來擁有可預測現金流量的資產，依照類別、貸款期限、貸款利率及風險程度等不同性質，分為不同的債權群組（pool），之後再個別發行可表彰各該群組所有權的有價證券。在證券化的過程當中，為了增加投資誘因與降低資產違約風險，多有保證機構參與，下圖顯示金融資產證券化的過程中，主要有五類參與者，說明如下：



【圖10-3】 金融資產證券化的運作

(一) **創始機構 (originator/servicer)**：如銀行、資產管理公司等，其將握有的債權資產予以篩選、依其特徵分類，並組合成適合證券化的債權群組，作為證券的擔保品。

(二) **發行者 (issuer)**：為證券化過程中的特殊導管機構 (special purpose vehicle; SPV)，通常是由創始機構的附屬公司或獨立的信託公司擔任，前者稱為特殊目的公司 (special purpose company; SPC)，後者稱為特殊目的信託 (special purpose trust; SPT)。發行者會向創始機

構購入債權群組或由創始機構將群組信託予發行者，以作為發行證券之用。

- (三)保證機構／信用加強措施：證券化的過程中，通常都會有保證機構或採取信用加強措施，其中最受投資者歡迎的是由政府信用保證之證券。保證或信用加強的目的在於降低證券的違約風險，取得較高的信用評等，以增加購買誘因，提高證券流動性。
- (四)承銷商：證券承銷商或投資銀行會負責承銷這些證券給投資者，可採公開銷售或私募。
- (五)受託人：創始機構會負責收取債權群組的本金與利息，轉交給受託人（trustee），由其統籌支付證券的本金與利息。通常由創始機構擔任，成立一信託專戶，可賺取服務費。

以國內首宗證券化商品——台灣工銀企業貸款債權信託證券化為例，創始機構為台灣工業銀行，受託之導管機構（發行者）為台灣土地銀行，發行第一順位受益證券與次順位受益證券。其中，僅將第一順位受益證券售予投資人，所得款項交付台灣工業銀行，次順位受益證券則由台灣工業銀行買回，作為信用加強工具。第一順位受益證券之票面利率為2.8%，到期日為民國100年，但亦可能會提前到期，需視借款企業是否提前償還而定。

在標的物——企業貸款債權組合方面，為流通在外本金35.9億的41筆放款，共貸予23個債務人，且均為第一順位擔保或第一順位無擔保放款，加權平均放款期限為2.2年，主要債務人均屬電腦及週邊設備、半導體等產業。該次發行之第一順位受益證券獲得中華信用評等公司評為twA，顯示該債權組合之信用品質頗佳。

## 二、金融資產證券化對金融市場之影響

「金融資產證券化條例」於民國91年通過後施行，國內金融機構便開始透過資產證券化之程序，將其所持有能產生未來現金流量的資產，經由篩選重新架構成單位化之證券形式，出售予有意購買之投資人，為國內金融機構開啓另一道活絡資產流動性的大門，並擴增籌措資金管道。

例如在資產分配應以固定收益證券為主的壽險業、退輔基金等，在

國內債券商品不足下，有相當比例的資金以現金持有或為銀行存款；另一部分則投資於股市，而證券化商品的推出，即可豐富國內固定收益性金融商品，增加他們可投資標的，進行最適資產分配。因此，藉由證券化，可以加快金融機構授信資金的運用效率，新商品的推出使投資者有更多的選擇，資金的需求與供給可以更有效率的配合。再者，投資證券化的商品，主要視其資產品質，企業信用與資產本身的信用可以分開考量，若發行者的信用不好，但是擁有好的資產，或是透過信用增加來提升資產信用品質，就能以證券化的方式來取得資金，因此證券化商品可以引導資金分配至好的資產上，提升資金的運用效率。

金融資產證券化的過程中，金融機構扮演相當重要的角色，證券化對於金融機構的影響主要有以下幾點：

- (一)提高資本適足率：在國際清算銀行的自有資本比率的要求下，金融機構的貸放能力除了受到存款吸收能力的限制外，也會受到自有資本的限制。藉由證券化，可以移轉風險性資產，提升資本適足率，資金並可再作其他運用。
- (二)有利資產負債的管理：藉由貸款的證券化，減少資產結構中的中長期放款，提高資產的流動性，減少資產與負債之間存續期間差異所導致的利率風險。
- (三)融資管道多元化：過去金融機構的主要資金來源為存款，而金融資產證券化則可提供一個新的融資管道。除了可以藉由資產證券化來取得資金外或是收取服務費之外，透過證券化的過程，即可產生內部資金來源，因為可以降低受各項財務規定（如各種存款準備金比率、自有資本比率、中期放款餘額占定期存款總額的比率、住宅建築及企業建築放款總額占存款及金融債券總額的比率）的限制，使銀行無須增加存款即可增強貸放能力，且可降低金融機構的經營成本。
- (四)有利風險管理：在證券化的過程中，金融機構雖未將資產直接出售給投資者，但藉由現金流量的移轉，資產收益轉由投資者享有，同時金融機構也將風險轉嫁給投資者，包括提前還款風險、利率風險、授信風險等。因此對於金融機構而言，證券化具有分散風險之效。再者，原本銀行不容易得知個別貸款者違約的機率，透過證券化則可將貸款集成數個群組，依據大數法則，便可觀察出違約、提前償還等影響

獲利之因子，提早規劃適當的風險管理措施。

- (五) 促進金融服務專業化：證券化的過程中，需要不同功能機構共同完成，因此金融機構可就其專業，專注於核心競爭力，例如通路網絡完整的金融機構可以負責證券化商品的承銷，授信業務相對較強的業者可以藉由證券化，將資產收益與風險移轉給投資者，成為專業的創始者。



## 比較CDO與CMO

擔保債務憑證（Collateralized Debt Obligation）為金融資產證券化的產品之一，係由創始機構將其持有之債務組合（如債券或債權）移轉予特殊目的信託，再藉由證券化的過程將債務組合之現金流量重新包裝，依其不同的信用風險系列來發行不同信用等級的受益證券，以出售給不同風險偏好的投資人。求償權排在後面的受益證券，必須優先承擔債務組合違約造成的損失，其風險較高，但利率也較高；求償權排在前面的受益證券投資人，需待求償權在後的受益證券全數損失後，才需要承擔損失，其風險較低，但利率也較低。

相對於CDO重新安排「求償權順位」，擔保抵押貸款債權（Collateralized Mortgages Obligation）則重新安排債權組合「本息償還順位」，發行不同本金償還順位之證券（tranch），當債權組合有提前償還本金時，優先還給第一順位證券投資人，待第一順位證券之本金全數清償後，再開始償還第二順位證券投資人，以此類推，直到所有證券本金清償為止。

## 貳、不動產證券化

為發展國民經濟，藉由證券化提高不動產之流動性，增加不動產籌資管道，以有效開發利用不動產，提升環境品質，活絡不動產市場，並保障投資，故我國於92年制定了「不動產證券化」條例。不動產包括土地、建築改良物、道路、橋樑、隧道、軌道、碼頭、停車場及其他具經濟價值之土地定著物，至於證券化則指受託機構依不動產證券化條例之規定成立不