推動抵押債權證券與金融機構流動性

■廖咸興／台灣大學財稅金融系副教授

■李阿乙／輔仁大學經濟系教授

不動產抵押債權證券（Mortgage-backed Securities；簡稱MBS）及其衍生商品是目前已是世界上規模最大的固定收益資產類型。不動產抵押債權證券對長期資金持有機構如壽險機構以及退休金管理機構，是一項重要的長期投資的工具，不動產抵押債權證券化制度更可以增加抵押貸款債權持有機構資產負債管理與資產配置之靈活度。面對國內金融機構資產管理工具缺乏導致的金融潛在危機日增，政院積極推動建立國內金融資產證券化制度，並於民國90年7月底完成「資產證券化法草案」，不動產抵押債權證券化已是國內金融制度一個必然發展的趨勢。本文目的在介紹抵押貸款債權證券化的基本概念、探討抵押貸款債權證券化制度對金融機構流動性之提高以及其他利益、討論抵押貸款債權證券之風險評估與控制、探討抵押貸款債權證券之實施要件、描述國際抵押貸款債權證券化發展、以及以探討台灣推行抵押貸款債權證券所面臨之議題作為結語。

壹、前言

不動產抵押債權證券（Mortgage-backed Securities；簡稱MBS） 及其衍生商品是目前已是世界上規模最大的固定收益資產類型，其流通性與美國國庫券相近。以西元2001年6月底的資料顯示，兩者市場規模相差約九千餘億美元，不動產抵押債權證券產品之規模已達3.77兆美元，請參見圖1-1。不動產抵押債權證券對長期資金持有機構如壽險機構以及退休金管理機構，是一項重要的長期投資的工具，不動產抵押債權證券化制度更可以增加抵押貸款債權持有機構資產負債管理與資產配置之靈活度。面對國內金融機構資產管理工具缺乏導致的金融潛在危機日增，政院財金小組已於民國90年1月，宣示推動國內金融資產證券化，財政部並於同年3月底成立「金融資產證券化專案小組」，積極推動建立國內金融資產證券化制度，並於該年7月底完成「資產證券化法草案」，不動產抵押債權證券化已是國內金融制度

一個必然發展的趨勢。

	MBS related	Treasuries	Corporate	Municipal	Federal Agency
Out. Bal.\ 01\06	$3,767.8	$2,840.2	$3,640.5	$1,652.9	$1,988.8

(In billion; MBS includes only agency MBS)

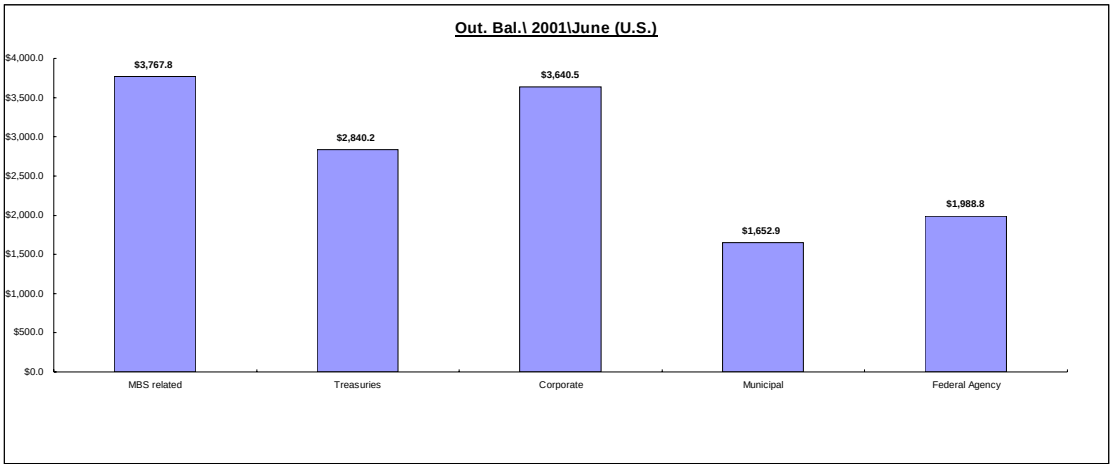

圖1-1 美國各項債權證券市場規模比較

本文將於第二節簡要介紹抵押貸款債權證券化的基本概念，第三節探討抵押貸款債權證券化制度對金融機構流動性之提高以及其他利益；第四節討論抵押貸款債權證券之風險評估與控制；第五節探討抵押貸款債權證券之實施要件；第六節討論國際抵押貸款債權證券化發展；最後一節則以探討台灣推行抵押貸款債權證券所面臨之議題作爲結語。

貳、抵押貸款債權證券化的基本概念

「抵押貸款債權證券化」是指持有抵押貸款債權的企業單位或金融機構將抵押貸款債權資產包裝（Packaging），然後發行成證券（Securities），出售給有興趣的投資人，藉此過程企業單位或金融機構能向投資人籌措資金；而爲了增加證券資產的流動性，此證券化過程亦包括信用增強的機制的應用。由於包裝、發行的證券必須在金融市場上出售，藉著金融市場的監督，使整體社會的資金運用更具效率性。

上述資產證券化之概念可以用圖1-2以美國抵押貸款證券化主要產品轉付證券（Pas-through securities）之形成原理來說明[1]。圖1-2中共有五個房屋貸款組成一個貸款組群（mortgage pool），假設每一貸款面額皆爲20萬美金，且合約利率皆爲12%。將五個貸款匯集起來，貸款群總面額爲100萬美金，若重新包裝後發行40個單位的證券，則每單位面額爲2.5萬美

金，每期收取貸款組群總現金流量的1/40。如此將許多具有相似貸款年限、合約利率之個別房貸打包成抵押貸款組群，並經由相關信用增強的程序後，以持份權益方式分售給投資人，是資產證券化的典型程序。

前述證券化之標的資產的範圍，除了抵押貸款債權外，可以非常的寬廣，其核心概念是只要**未來能產生現金流量者**皆能透過上述過程加以證券化。目前最常見之證券化標的資產包括：信用卡貸款、汽車貸款、學生貸款、房屋貸款、商業貸款、租賃（Lease）、公司應收帳款（Account Receivable）、債券或權益證券、壞帳（Non-performing Loan or Bad Loan）、收益性不動產…等等。

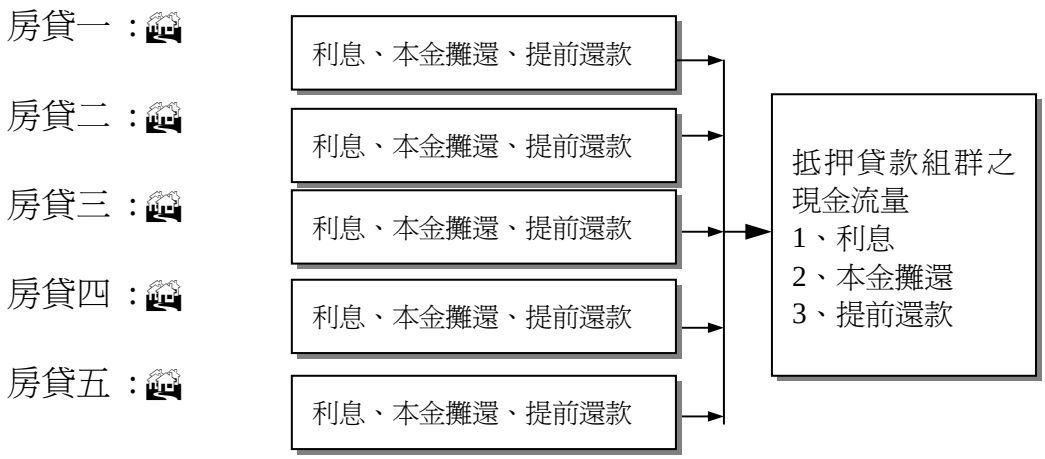

圖1-2：抵押貸款債權轉付證券之創造原理示意圖

抵押貸款債權證券化過程可由圖1-3來說明。[2]創始貸款之金融機構（或資產持有人），將取得債權出售給特定目的信託（或公司），同時透過信用增強機制提昇信用，並經信用評等機構認證評等後，由承銷商出售予投資人。

此證券化架構可以概分爲兩階段的過程。第一階段過程爲不動產抵押貸款形成(origination)的市場（或不動產抵押貸款初級市場）。市場中的兩個主要角色爲不動產抵押借款人與提供貸款資金的金融機構，爲圖1-3中借款人與放款機構間之過程。前者通常爲個人或家計單位、亦有事業單位及法人；後者則指承做不動產放款的金融機構，例如各種銀行、保險公司、信用合作社、及附設儲貸信用部門之農漁會等。這兩個主角在市場中的交易行爲乃是借款人以不動產爲償債擔保品向放款機構借款。由另一個角度來說，亦即，借方發行以不動產爲擔保品之債券或票據，並

將其售與貸方取得現金。由上述之說明可知不動產抵押貸款債權的初級市場乃是不動產抵押貸款債權初始形成的市場。

圖1-3中，自放款機構以降至投資人間之過程統稱爲第二階段過程，或爲不動產抵押貸款債權的次級(secondary)市場。不動產抵押貸款的放款機構在初級市場中之角色爲不動產抵押貸款債權之購買者（或投資者、需求者），到了次級市場中，抵押貸款的放款機構就變成抵押貸款債權的賣出者（或供給者），對不動產抵押貸款的承作者而言，抵押貸款債權是屬於機構資產的一部分。而且這抵押貸款的存續時間都在十年以上，因此是屬於相當長期的資產。由於承做不動產抵押貸款的機構通常是以存款爲主的金融機構，如銀行、信合社等，其負債存續期間通常較短。然而由於不動產抵押貸款債權是長期資產，不但**流動性**(liquidity)差，而且現金回收又慢。因此在次級市場不存在的情形下，承貸機構在進行資產負債管理時會相當困難，以致形成持續性的資金供需失調。次級市場的存在使抵押貸款承作者得以在次級市場中將機構中過多的抵押貸款(長期資產)出售，換取現金或流動性高的短期票券(短期資產)。如此則使得貸款承作者的資產負債管理靈活度增大，而且資金流動性也提高。

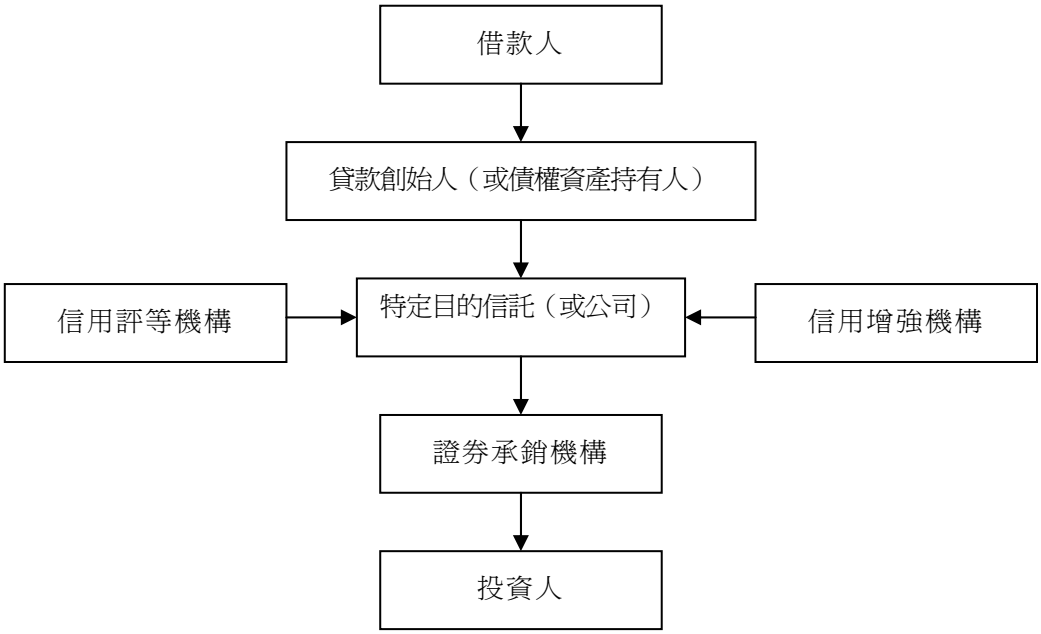

圖1-3：債權資產證券化之基本架構示意圖

在圖1-3中，特別值得一提的是特定目的信託（或公司）。特定目的信託的主要功能有三個：

1、代表所有投資人擁有擔保品，監督

現金的收入與分配，並爲證券或受益憑證之發行主體。

2、隔絕資產出售人與被售資產之關係

主要是防止資產出售人（此處即創始貸款之金融機構）發生財務困難時，其債權人對證券化的資產提出求償的要求。目的就在於隔絕原資產持有人之破產風險，確保投資人的權益。。

3、爭取優惠的租稅待遇。

抵押貸款債權證券化之後的產品依各國不同的稅法規定，其稅賦負擔可能不同。以美國的情形而言，在信託的層次上無須繳納公司法人稅，可避免重複課稅。而在其他信託方式無法取得有利賦稅地位者，則可能透過設立於免稅天堂（Tax Haven）的特定目的公司來取得有利租稅條件。

此外，爲使得主要機構投資人對債權資產證券的投資意願增加，引入信用加強機構的參與，來降低了投資人的違約風險。評等機構的參與則是提供投資人證券信用的相關資訊，以利投資人制訂投資決策。

由於證券化的過程牽涉到資產分割（Asset Partitioning）與發行人[3]破產風險阻隔（Bankruptcy Insulation），證券化過程必然會有組織架構的調整，因此實務「抵押貸款債權證券化」亦屬「架構式融資（Structure Finance）」之一種。

參、抵押貸款債權證券化制度對金融機構流動性之提高以及其他利益

在抵押貸款債權證券化的制度中，金融機構可以有多重角色，其中最主要者爲：可以是貸款創始者，也可以是抵押貸款債權證券的投資者。此外，對金融管理當局亦有相當之助益。以下分別加以討論。[4]

一、從創始人（或原債權資產持有人）的角度

證券化創始人能將其擁有的債權資產出售給投資人，這對發起人的好處可以分述如下：

1、提昇資產負債管理能力

一般銀行的重要資金來源爲其吸收之存款，而存款之期限大多爲短期。但銀行若將吸收之存款以不動產抵押貸款之方式貸放出去，則可以得到一個長期之債權資產。現在銀行以短期之負債融通長期之資產，很容易造成流動性之不足。如果銀行可以將債權證券化，並在抵押債權的次級市場（secondary market）出售，銀行就不必擔心流動性的問題。另外，如果銀行所承作的貸款爲長期固定利率貸款，而所吸收的資金爲短期變動利率之資金，則銀行承受所謂的利率風險（interest rate risk）。每當短期利率相對於長期利率升高時，銀行所賺取的利差（interest rate spread）會遭受侵蝕，而使銀行獲利受損甚至虧損。如果次級市場存在，銀行即可將其資產脫售，而避免利率變動之風險。

2、資金來源多樣化

如前所述，證券化本身就是一個外部融通的過程。證券化機制的建立提供發起人多一種資金來源的的管道。因此銀行資金來源勢必較爲穩定，況且銀行的資金來源多樣化，也能使銀行找出較低成本的資金來源組合。

3、達到資產負債表外化（Off-Balance Sheet）之目的

由會計的角度來看，證券化的主要目的，不外乎將表內的資產透過證券化而「表外化」（off balance sheet）。表外化

的結果主要有三：其一爲風險性資產下降，金融機構整體資產風險下降，則金融機構風險性資本準備（Risk Based Capital；RBC）可以下降；其二爲因爲資本準備下降後，可以提昇權益報酬率（ROE）的表現；其三爲長期資產轉換爲高流動性的短期資產，可以有效改善資產負債表。

4、降低資金成本

過去承作貸款的機構，必須依賴本身的信用向投資者吸收資金，所以貸款承作機構本身的信用評等決定了其獲取資金的資金成本。但經由證券化，以所承作的貸款債權爲擔保，經過適當的信用增強措施後發行證券，使該證券能夠獲得發行者本身更高的信用評等，因此可獲得較低的資金成本。

5、穩定的服務費收入

由於發起人在出售資產後，通常仍保有服務的權利，因此長期而言，仍會有穩定的服務費收入。

二、從投資人的角度

投資人，泛指由發起人手中購買資產者，主要爲機構投資人。許多機構投資人，如人壽保險公司與退休基金，握有十分長期的資金，希望能找到長期、高報酬而且評等優良的投資管道。不動產抵押貸款所提供的長期投資管道就能符合這些投資者的需求。此外，在不動產抵押貸款債權憑證（Collateralized Mortgage Obligation, CMO）問世之後所衍生出來的一些短期性、浮動利率產品，也廣爲一些有短期資金者所喜好。因此，對千萬投資人而言，資產證券化可提供的風險與報酬特質十分多樣的金融產品，不但可供投資人選爲長、短期資產組合（portfolio），使理財管道更爲豐富、金融產品更爲充實。機構投資人可充分利用這些產品，增加其分散風險追求高報酬率的能力。此外，一些衍生出的利率產品更具有特殊風險特性，如本、息分立的**純本金（Principal Only, PO）**、**純利息（Interest Only, IO）**產品，更具有避險(hedging)的特定功能，使資產市場的產品更具完整性(completeness)。

三、管理當局的角度

對金融管理當局而言，抵押貸款債權證券化制度具有三項功能：

1、高金融機構的流動性，可以降低金融機構流動性危機

由於金融機構可以很容易將資產變現，因此，金融機構可以維持需要的流動性。在面臨擠兌或經營不善時，抵押貸款債權資產可以很快變現，個別機構的經營危機不會導致其他經營正常的金融機構的流動性，而擴大爲整個金融體系的危機。

2、市場機制監督金融機構的放款品質，改善整體金融機構體質

抵押貸款債權證券化的制度中，包含許多配套機制，包括債權的保險（如抵押貸款保險或信用保險）、發行管道或證券化服務者的現金流量保證、以及信用評等制度。一個抵押貸款債權證券在投資人取得之前，受到不同機構的重重檢視與風險確認，並在此過程中分別承擔部分風險。由於這些參與者皆與發行的證券有直接或間接的利害關係，因此，這些市場機制所產生自發性的監督力量，將對金融機構授信品質的提昇必有重要的影響，對金融管理有強大的助益。

3、轉變基層金融機構的角色

面對競爭日益激烈且經營日趨複雜的金融環境，基層金融機構顯然已逐漸喪失其以傳統金融機構經營方式生存的條件。基層金融機構在經營人才及經營規模上，皆

無法在現行的市場環境中有效經營。抵押貸款債權證券化制度可以使基層金融機構放棄原來金融中介與資產持有與管理者的角色，轉而成爲單純的證券化服務者。基層金融機構可以承做貸款但旋即出售，並不持有管理資產，但繼續保有服務的權利；或者基層金融機構僅負責替其他銀行負責放款收件與放款服務。以上兩種角色基層金融機構皆可產生穩定而且低風險的收益。而且在角色轉變的過程中，對基層金融機構人事影響很小，對社會衝擊不大。

肆、抵押貸款證券之風險類型與控制

抵押貸款證券風險之種類型主要有二，分別爲**違約風險與現金流量風險。**違約風險指債務人未依約支付本息，而現金流量風險主要指拖欠償還本息或債務人提前全部或部分償還本金，導致證券投資人的現金流量不穩定的風險。本節我們對這兩種風險評估與控制提出較詳細的分析。

一、違約風險

處理**違約風險**之方法可分爲兩大類：（1）以政府公權力進行擔保；（2）由民間機構從事信用增強（credit enhancement）。以下就此兩大類違約風險處理方式加以探討。

（一）由政府以公權力進行擔保

抵押貸款證券化在美國發展之初期，即以**聯邦房屋管理局（FHA）**出面爲低收入戶承保違約風險；以**退伍軍人局（VA）**出面爲退伍軍人承保違約風險，並以**政府全國抵押貸款協會（GNMA）**出面擔保延遲還款的風險，在這兩種擔保下，才促成了抵押貸款**轉付證券**的問世。其後美國政府更以半官方的**聯邦住宅貸款公司（FHLMC）**和**聯邦國家抵押貸款協會（FNMA）**負責**傳統貸款（Conventional loans）**的證券化業務。由於這些單位的半官方色彩，它們所出售的轉付證券都能在市場上得到投資人的認同，其違約的風險已降到非常低。

（二）由私人從事信用增強（credit enhancement）

以上所提的**GNMA**、**FHLMC**、與**FNMA**證券享有政府的保證，不需債信評等機構評等即可享有最好債信。但是其他未經政府保證之證券爲了達到良好評等，發行人必須採取信用增強措施。信用增強之手段又可分爲外部法與內部法兩種方式。

1. 外部法

（1）外部法指透過證券化資產以外的單位來支持信用，常見的方法有向往來銀行取得信用支持、其他公司之保證、參與私人貸款保險、或購買債券保險。由於這四種方法都必須借助外力，所付之成本較大。目前大多使用內部法。

2. 內部法

內部法指由資產組全本群本身透過適當處理，以產生較佳信用信用等級證券的方法。以下介紹在抵押貸款債權證券化過程常被引用的方法。

（1）優先順位分組（Senior／subordinate classes）

優先順位分組法將放在一起之債權分別發行成兩種債券，當債權發生違約而遭致損失後，由次順位組先承受。一直到次順位組因爲遭受過多損失而不存在時才由優先組承受違約損失。很明顯的，優先組由於受到次順位組度保護，故可以得到良好評等。而次順位組則不作公開發行，由發

起人所持有，或是以較差等級債券與較低之價格售與有興趣之投資人。

（2）超額擔保（Over-collateralization）

超額擔保則是以較多的債權爲抵押品來發行較少之債券，而抵押品的債權超過債券價值的部分稱爲超額抵押。一般超額抵押的部分可以發行爲**殘值組（residual interest）**出售。殘值組收取現金流量的次序在其他債券之後，故可保護其他債券。

由於債券評等機構的嚴格把關[5]，各種信用加強方法的妥善設計與擔保品的優良品質，大多數的抵押貸款債權證券化衍生債券都能得到優秀的評等。一般而言，評等優良的證券化衍生債券比同等級公司債的債信更強。

二、現金流量風險

現金流量風險來自於兩個可能性，債務人的拖欠償還本息與提前還本問題（prepayment）。債務人拖欠的問題於1968年美國GNMA保證負責拖欠時的墊款後獲得解決。至於提前還本問題（prepayment）就比較困難。提前還本是不動產抵押貸款證券的一個特色。提前還本使得不動產抵押貸款證券投資人每期收到的現金流量有變異性。提前還本現象可由圖1-4來說明。圖1-4a與圖1-4b分別顯示面額爲十萬元的轉付證券在**沒有**提前還本及**有**提前還本且前還本速度爲100PSA情形下，各月證券投資人收到的現金流量。由此兩圖顯示，提前還本對證券投資人收到的現金流量有重大影響。因此，投資於轉付證券時必須依據經驗或計量模型，預測一些提前還本的速度，並分析在不同提前還本速度假設下，投資標的報酬率以利投資人做決策。現金流量風險之處理方式，在抵押貸款債權證券化實務中，主要有兩種：（1）發行或證券化服務者的保證或代墊現金流量不足；（2）劃分不同到期日證券。

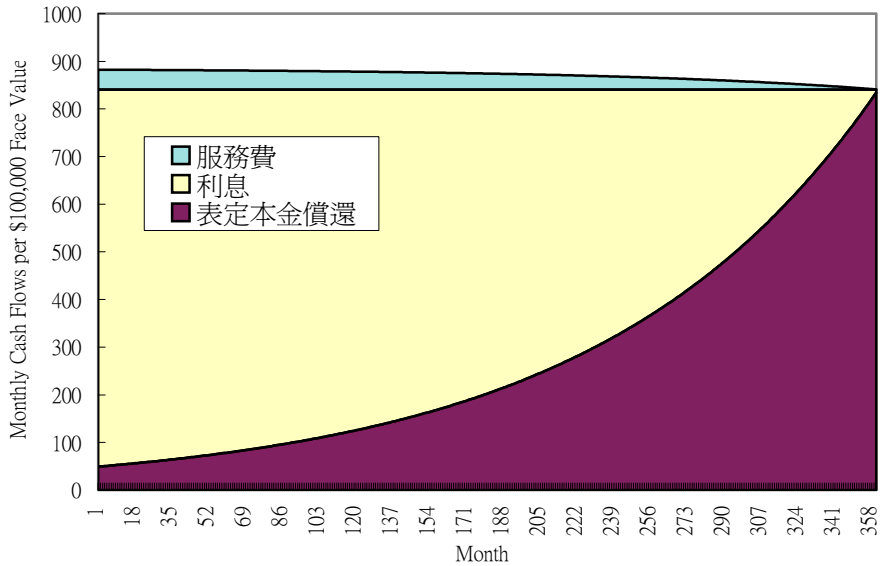

圖1-4a 面額十萬在沒有提前還本下各月現金流量成分圖

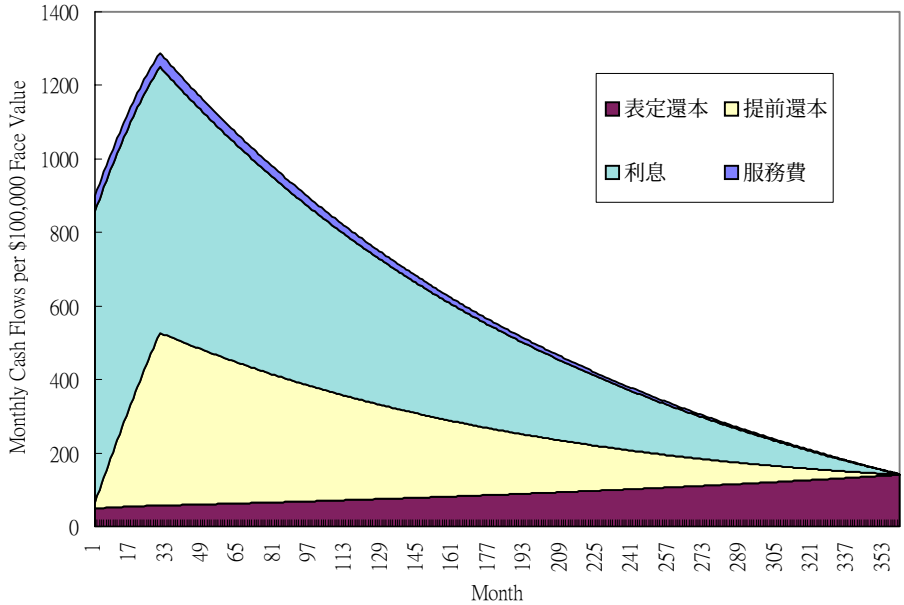

圖1-4b 面額十萬元在提前還本速度100PSA下各月現金流量成分圖

1、發行者或證券化服務者的保證或代墊

如前所述債務人還款延遲會造成給付投資人的現金流量不足。發行者或證券化服務者的保證或代墊可以解決投資人這方面的風險。但是當借款人提前清償債務時，發行者或證券化服務者並不吸收這些早出現的現金流量，投資人能須收受這些現金流量，並承受可能的再投資風險。

2、劃分不同到期日證券

如前所述，由於不動產抵押債權轉付證券的問世，許多投資人得以參與不動產抵押貸款的投資。但是投資者必須承受提前還本的風險，這對喜好穩定收益的傳統債券投資人而言是一大困擾。因此，提前還本的問題就成了抵押貸款次級市場蓬勃發展必須克服的困難。在這方面的努力造成了擔保抵押貸款債券憑證（CMO）與其他衍生性產品的出現。美國金融界率先於1983年推出多組到期日的抵押貸款債券憑證。

多組的抵押貸款債券憑證的作法乃是將包裝好的抵押貸款發行成多組期限不同的債券。有任何提前還本則由較短期之債券先行吸收，待短期債券完全清償後再由較長之債券吸收提前還本。由於短期債券投資本來就以短期投資爲目的，不在乎（甚至希望）提前還本之到來，再加上事先預期提前還本將會提早來到，故其風險成份已經降低；而長期債券的投資者本不喜提前還本，現則因短期債券先行吸納所有提前還本，亦得以減低提前還本的困擾。由於長短期債券相互保護，故現金流量不穩之風險得以大幅消弭。

典型分爲四組的CMO請參見圖1-5。四組債券中以A爲最短期、Z爲最長期。A、B、C債券在初期，每年都可以拿到其投資所帶來的利息，但是只有A債券能拿到本金(包括整個貸款群的應付本金與提前還本)，待A期債券被清償之後，再依序由B與C收取本金。Z組債券在A、B、C被清償之前是沒有收入的。而其應得之利息則依序分配給A、B、C債券，清償其本金。但須以10%之利率累加，待A、B、C

三組皆清償後再領回。

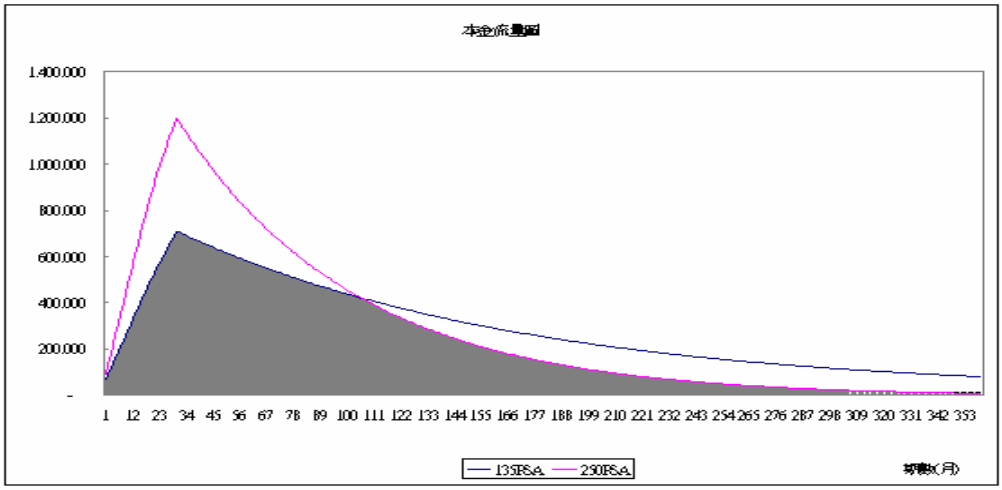

圖1-5 典型分爲四組的CMO現金流量示意圖

在CMO廣受市場歡迎而大幅成長之際，華爾街的金融機構又推出另一類現金流量更穩定的產品—**計劃性還本類組（Planned Amortization Class, PAC）**。計劃性還本類組的原理是先預設一個寬廣的提前還本範圍，如圖1-6線A與線B所示[6]，並算出在這個寬廣範圍之下，確定能得到的本金流量[7]，如圖1-6中陰影部分，再將這些確定的現金流量發行債券出售。由於提前還本超出預設範圍的可能性不大，故PAC的現金流量是極度穩定。除此之外，實務上仍由其他許多創新產品來解決現金流量不穩定的問題。

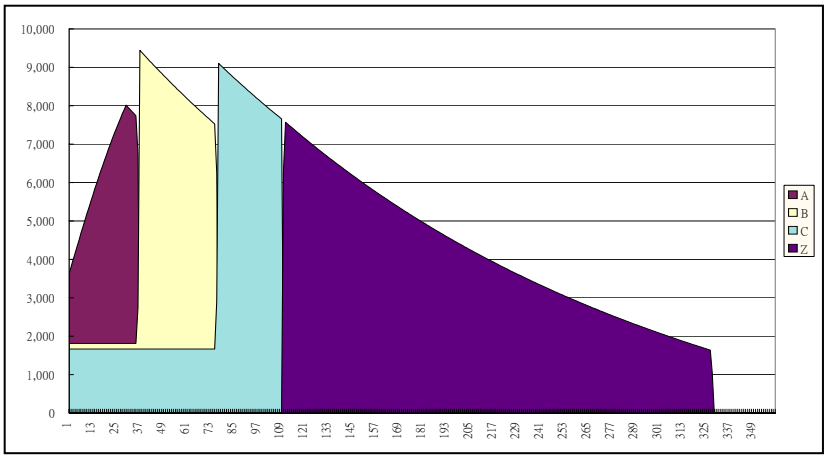

圖1-6 PAC切割原理示意圖

伍、抵押貸款證券化之實施要件

抵押貸款證券化制度之施行，如果希望順利進行，應該儘量具備下面考慮的各點條件[8]：

（一）標準化之債權合約

證券化之過程必然產生大量債權合約之轉讓。如果這些債權合約之內容有大幅之差異，買方必須支付高成本以檢視其購買之合約，如此，則交易成本無法降低，妨礙證券化之進行。

（二）風險之認定與控制

債券之交易首重風險分析，不同風險的債券應享有不同的**風險貼水（risk premium）**與報酬率。證券化過程必須充分揭露資產的風險性質，其衍生出來的債券其風險程度才得以爲評等機構接受評比，經其認定風險等級後，才能依風險程度高低訂價，也才可能順利出售。

（三）充分的資料與分析

資產證券化所衍生出來的金融產品必須在市場上有相當的交易量才能提供流動性。交易時的價格當然是由供、需雙方在市場上共同決定。但是，供需雙方在做決策時，必須有充分的歷史資料與分析能力才能做出合理的決策。以不動產抵押貸款爲例，影響其報酬率最重要的因素爲提前還本的速度。提前還本是住宅性抵押貸款的一個特色。提前還本速度太快或太慢都會影響到投資者收到現金流量的時刻，進而影響到投資報酬率。一般而言，在證券化的起始階段，發行人在訂價之前，必須先設算一個提前還本速度，然後在該提前還本速度下才能計算各期現金流量，也才能訂價或預告報酬率。提前還本速度的設定如果有誤，勢必影響到訂價，也影響到投資報酬率。提前還本速度的預測就需要充分的歷史資料與合適的計量模型作爲依據。

（四）標準化而適用的法律

抵押貸款證券化的相關業務往往同時牽動到幾個產業。爲此，若要推行證券就必須有一套一體適用的法律。甚至在各相關產業中都必須作適度修法，使這些產業的從事者都能順利的參與證券之業務。其中最著名的例子就是1986年，**REMIC法案（Real Estate Mortgage Investment Conduits）**通過，因而解決了CMO因發行多重組（Multiple class）債券而不能順利節稅的問題，次年許多CMO相關的衍生性產品紛紛問世。1997年美國也爲了解決其他資產的證券化問題亦通過了（**Financial Asset Investment Trust, FASIT**）法案，其目的和REMIC法案幫助抵押貸款證券化是相同的。1998年到2000年日本的持續在證券化法令上努力所獲致的豐碩成果，也令人印象深刻。

（五）相關服務體系之建立

除了以上各重要條件外，爲了使證券化的工作順利進行，還需要建立服務銀行體系。服務銀行在發行人與投資人之間負責大部分的行政業務，包括：收取應收的現金、分配現金給各組證券投資人、代繳稅金與保險費、代行清算等。完善的服務制度使證券化的買賣雙方皆無後顧之憂，在整個證券化的過程中不可或缺。服務體系的建立包括一個服務權交易市場。服務權交易市場允許小銀行將其服務權出售給大銀行。這樣才能使大銀行充分發揮服務的

經濟規模。此外，就金融機構不良債權證券化的部分，有效率的資產處理與回收服務業或制度之建立，更是證券化成功之關鍵。

陸、國際抵押貸款債權證券化發展

抵押貸款債權證券化在美國以外的發展，相較而言是較緩慢的。由於住宅抵押貸款的供給相對而言較美國充分，歐洲在1980年以前，因資金需求拉動的抵押貸款債權資產證券化動機並不強烈，再加上在大陸法系的法律系統下，從事資產證券化工作須配合許多法的工作，美國以外的資產證券化發展差距美國甚遠。台灣法律系統亦屬大陸法系，發展資產證券化的工作亦十分艱鉅。

1980年以後，由於世界金融與商業活動的快速成長與全球化發展，資金的需求亦飛速增加，歐陸各國遂開始從事證券化的動作，其中以法律系統與美國相同的英國發展最快。但比起美國來仍相去極遠。圖1-7選擇性的顯示1999年及2000年歐洲抵押貸款債權資產證券化化發展較爲可觀的幾個國家，其MBS的發行狀況[9]。由此圖可見，英國的發展均較快於其他國家。但是特別值得注意的是，歐陸主要大陸法系國家如德國及法國，均已有資產證券化的發展，對其他包括台灣在內的大陸法系國家有相當啓示性的意義。

	UK	Spain	Netherlands	Italy	Ireland	Germany	France
1999	11.15	4.04	6.38	0.00	1.22	0.56	3.69
2000	22.37	2.37	7.05	2.88	1.44	1.70	0.67

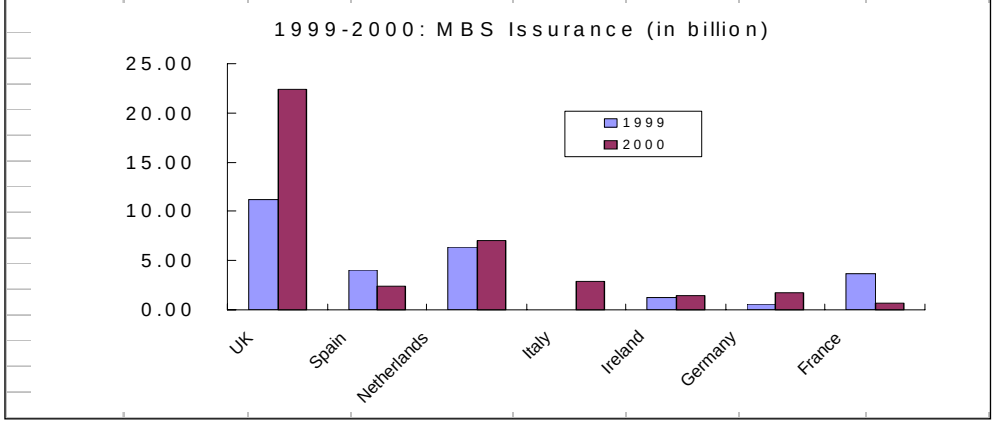

圖1-7 歐洲國家抵押貸款債權資產證券化市場規模比較

美國與歐洲以外的抵押貸款債權資產證券化發展，以日本最值得我們注意。日本雖然早在1992年就已通過部分資產證券化的法令，然而由於市場相關配套法令不全，而且市場求亦不足，因此資產證券化腳步非常緩慢。[10]但是在1998年亞洲金融風暴後，日本發生嚴重的信用緊縮問題，資產證券化的需求因而開始殷切。自1998

年下半年到1999年初進行一連串立法行動以促進資產證券化，而且不斷地進行法令的修訂[11]，以更符合市場需求。到了2000年日本資產證券發行額已高達250億美金[12]。圖1-8顯示，再1998年一連串促進資產證券化立法行動以後，資產證券發行額大幅提昇。日本資產證券化的快速發展，給台灣很大的啓示，因爲台灣與日本在市場文化與法制系統方面皆相當接近。

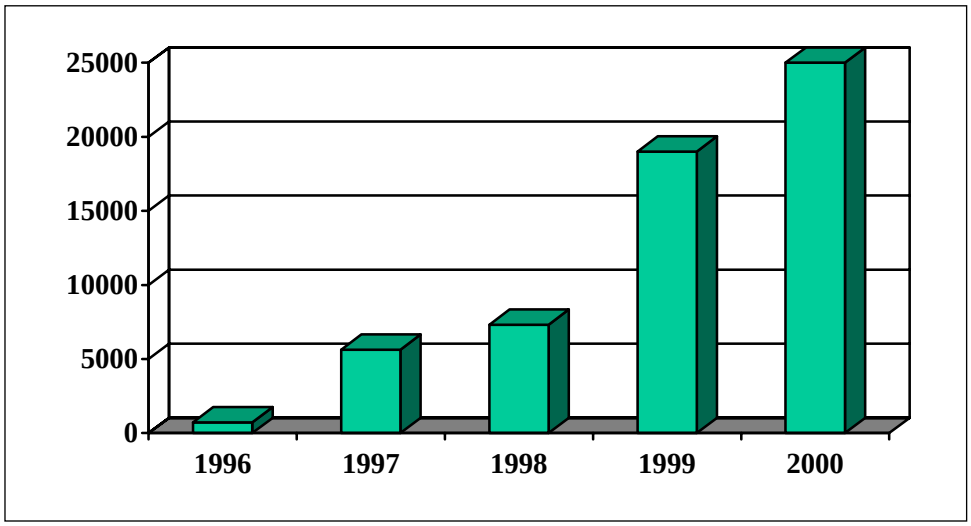

圖1-8 日本歷年資產證券發行額規模比較

柒、代結語——台灣推行抵押貸款債權證券化所面臨之議題

許多金融機構和政府機關都曾對「台灣推行抵押貸款債權證券化」這個議題做過研究，對於證券化能對台灣所帶來的正面功能也多所肯定。但是，證券化之工作一直無法付諸實行，其最主要原因，在於國內資金體系長期寬鬆，貸款創始機構缺乏出售抵押貸款債權資產的動機。此外，在台灣推行抵押貸款債權證券化制度所需突破之法令條文很多，而且許多法律條文的增修牽涉到跨數個部會的權責，導致即使單一部會有心推動，亦將遭遇及多障礙，更何況台灣立法效率低落，更令行政部門卻步。

不過隨著金融爲機的壓力日益沉重，政院財金小組已於民國90年1月，宣示推動國內金融資產證券化，財政部於同年3月底成立「金融資產證券化專案小組」，並於該年7月底完成「資產證券化法草案」積極推動建立國內金融資產證券化制度。因此吾人樂觀以爲，有了行政部門相當之決心，至少已踏出了邁向成功的第一步。

探討台灣推行抵押貸款債權證券化所面臨之議可以由第五節所列舉的證券化六個必要條件來進行。此六個必要條件再列於後：（1）標準化之債權合約；（2）風險之認定與控制；（3）充分的資料與分析；（4）標準化而適用的法律；（5）相

關服務體系之建立；（6）處理與分析的能力。

以美國的經驗而言，第一項較無問題，金融機構若想證券化債權，在貸款合約的設計上必然會儘量配合要求。而第二、三與第六項這三項是息息相關的，而第三項應是其他兩項的基礎。目前國內銀行對於各類貸款的歷史資料應該是保存的相當完善，但是對於如「還本速度」、「現金流量的影響因素」等課題的研究就較爲少見。我們認爲唯有對這些貸款的基本特性作充分研究才能瞭解這些貸款衍生出來的證券的特質。當證券的現金流量與風險特質清楚後，評等機構才能建立一套合理而有公信力的評等標準，來認定證券的風險；而債券交易商的研究與專業人才的培養才能依據這些研究成果而展開。因此金融界與學術界的密切合作是達成目標的重要前提。

至於第四與第五項主要欠設法令問題，恐怕也目前台灣推行抵押貸款債權證券化制度最大的挑戰。先不考慮立法效率與行政部門的決心，目前對台灣推行抵押貸款債權證券化制度的法律建構的途徑有兩種看法，分別是就現有法令加以增修以及仿效日本設立證券化專法。以下分別討論其優缺點。

採就現有法令加以增修的法律建構的途徑，其優點是立法規模較小，許多相關法律業已存在，因此速度可能較快。其缺點是隨著新型產品的出現，必須不斷修法來因應。設立證券化專法法律建構的途徑，其缺點是立法規模龐大，爭議必多，協調困難，因此速度可能較慢。其優點是可以周詳考慮各種情況，法律的穩定性較高。

總之，台灣推行抵押貸款債權證券化制度，不論是對政府、對產業、對學術界、甚至對整個社會皆是一個艱鉅的挑戰。不過吾人認爲日本的殷鑑不遠，國人當不致於重蹈覆轍，在歷經金融危機的痛苦後之後才圖金融改革。

【註釋】

1. 圖 1-2 及其說明係修改自高心怡（2000）。
2. 本圖說明修改自及廖咸興，李阿乙，梅建平（1999）第14章。
3. 此處指原資產持有者或貸款承做者。
4. 此處討論修改自李阿乙、廖咸興（1999）。
5. 爲了拿到頂級的評等，證券化產生的債券必須能通過最差狀況的考驗。也就是說評等機構必須假設最惡劣的現金支付狀況來評估債券的支付能力。
6. 線 A 與線 B 分別代表提前還本速度 135PSA與250PSA之各期本金流量。
7. 圖1-6中陰影部分代表之只要實際發生的提前還本速度未超出這個寬廣範圍時，此陰影部分之現金流量不會受到任何影響。
8. 此處討論修改自李阿乙、廖咸興（1999）。
9. 資料取自Bond Market Association 的網站。
10. 參考張華平（2000）。
11. 1998年訂頒「特定目的公司法」、「債權讓渡特例法」「債權管理回收業特別措置法」等，其中「特定目的公司法」於2000年5月修訂改爲「資產流動化法」，詳見王志誠（2001）。
12. 參考張華平（2000）、（2001）。 ◎