

# 特殊目的信託架構下 受益人會議表決權相關問題

邱天一\*

目次
壹、前言
貳、特殊目的信託架構下之受益權
一、特殊目的信託
二、受益權證券化
三、不同種類、順位之受益證券
參、受益人會議之功能及召集、決議程序
一、受益人會議之功能
二、受益人會議之召集、決議程序
肆、受益人會議表決權相關問題
一、可否禁止或限制特定種類受益人之表決權？
二、特定種類受益人權利受損害時之否決權
伍、結論

關鍵字：特殊目的信託、資產證券化、受益人會議、受益證券、特定種類受益人、表決權、優先順位、次順位、信用增強、信用評等

投稿日期：九十五年十月十一日；接受刊登日期：九十五年十一月二十二日

\*執業律師；東海大學法律研究所博士生。

本文承蒙三位匿名審查委員以及東海大學洪秀芬副教授惠賜諸多修正意見，受益良多，謹此致謝，惟文中若有疏漏錯誤，仍由作者自負文責。

## 壹、前言

我國於二〇〇二年七月二十四日公布實施「金融資產證券化條例」（以下簡稱本條例），翌年（二〇〇四）二月二十四日，國內首宗金融資產證券化商品－「台灣工業銀行企業貸款債權信託證券化」（Collateralized Loan Obligation, CLO）正式問世<sup>1</sup>，為國內資產證券化<sup>2</sup>發展奠定重要基礎。隨後國內證券化商品如雨後春筍般地蓬勃發展，各種證券化商品如：房貸抵押債權證券化（Residential Mortgage Backed Securities, RMBS）、現金卡／信用卡債權證券化（Credit/Cash Card Receivables-Backed Securities）、資產擔保商業本票證券化（Asset-Backed

<sup>1</sup> 該案之創始機構（Originator）為台灣工業銀行，受託機構（Trustee）為台灣土地銀行，安排機構（Arranger）為法國興業銀行，受益證券分為第一順位與次順位，採私募發行，發行總額為新台幣 36 億 5 千 2 百萬元（此為受託機構申請核准時，證券化計畫擬暫定發行金額，於交割日Closing date實際發行總額為 35 億 9 千萬餘元），第一順位受益證券票面利率為固定年利率 2.8%，並經中華信用評等公司評等為twA，參閱行政院金融監督管理委員會銀行局（原財政部金融局）2003 年 1 月 27 日新聞稿。另該特殊目的信託已於 2005 年 3 月由受託機構與次順位受益證券持有者（即創始機構）合意終止契約，關於其終止之緣由，參閱正源國際法律事務所，案例式證券金融法令I，頁 329，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，初版（2005）。

<sup>2</sup> 證券化（Securitization）可分為「傳統證券化」（或稱企業金融證券化）以及「資產證券化」，而資產證券化又可分為「金融資產證券化」與「不動產證券化」，參閱王文宇、黃金澤、邱榮輝，金融資產證券化之理論與實務，頁 2-25，元照出版有限公司，初版（2003）。除另有特別說明者外，本文所稱「證券化」或「資產證券化」原則上係指「金融資產證券化」，合先說明。

Commercial Paper, ABCP)、汽車貸款債權證券化(Auto loan-Backed Securities)、債權資產證券化(Collateralized Bond Obligation, CBO)等,先後在市場上推出,截至二〇〇六年四月,資產證券化商品已核准發行或申報生效案件合計 38 件,總金額達新台幣 2,778.2 億餘元,其中金融資產證券化商品約為 2,222.6 億元,不動產證券化商品約為 555.6 億元<sup>3</sup>,國內證券化之資產類型及組合架構,不斷推陳出新,使我國證券化市場之規模日益壯大,發展更形多元化。

所謂金融資產證券化(Securitization of Financial Assets),係指金融機構或一般企業<sup>4</sup>透過特殊目的機構(Special Purpose Entity, SPE, 或稱「特殊目的工具」,Special Purpose Vehicle, SPV)之創設及其隔離創始機構破產風險(Bankruptcy Remote)之功能,從其持有之各種資產如住宅貸款、信用卡應收帳款等,篩選出未來產生現金流量、信用品質易於預測、具有標準特性(例如類似的期限、利率、債務人屬性、貸款占擔保品價值之比率、提前清償或逾期機率等)之資產作為基礎或擔保,經由信用增強及信用評等機制之搭配,將該等資產重新組群包裝成為單位化、小額化之證券型式,向投資人銷售之過程<sup>5</sup>。前述特

<sup>3</sup> 國內外資產證券化市況報導(2006 年 4 月),台灣金融研訓院, <http://www.tabf.org.tw/tw/download/21/10.pdf> (2006/10/11, 造訪)。

<sup>4</sup> 依本條例第四條第一項第一款,除金融機構外,經主管機關核定之機構亦得為創始機構,例如 2004 年 9 月推出的世平興業應收帳款債權證券化,即是以世平興業股份有限公司(國內著名 IC 通路商)為創始機構,並以其對客戶的應收帳款債權為標的資產而進行證券化。

<sup>5</sup> 林志吉,金融資產證券化及其法律機制之探討,台灣金融財務季刊,第三輯第三期,頁 3 (2002)。

殊目的機構，在我國法制上係採雙軌制<sup>6</sup>，分為信託型態之「特殊目的信託」(Special Purpose Trust, SPT)，以及公司型態之「特殊目的公司」(Special Purpose Company, SPC)，但截至二〇〇六年四月為止，國內金融資產證券化市場實務上，皆係以「特殊目的信託」架構作為證券化之特殊目的機構<sup>7</sup>，此與國際上多以SPC方式進行證券化<sup>8</sup>，大異其

---

<sup>6</sup> 我國金融資產證券化條例主要係參考日本之「資產流動化法」，日本法係採雙軌制，我國行政院原提本條例草案考量避免草案內容過於複雜，及影響公司法制之契合，而選擇以信託架構為基礎之單軌制，惟嗣後送立法院審議時，經立法委員提案修正併入特殊目的公司制度而成為雙軌制。關於特殊目的機構單軌制及雙軌制之爭議，參閱王志誠，金融資產證券化－立法原理與比較法制，頁 27、28，五南圖書出版股份有限公司，二版一刷（2005）。在美國，特殊目的機構則可規劃為「Grantor Trust」，「Corporation」以及「Owner trust」，*see* JAMES J. CUNNINGHAM, ASSET-BASED FINANCING INCLUDING SECURITIZATION AND ACQUISITION FINANCING 345-46 (Practising Law Institute 1994)。另參閱王文宇、黃金澤、邱榮輝，前揭註 2，頁 11-5 以下，對於特殊目的機構之類型，有詳盡之介紹。

<sup>7</sup> 國內若干證券化商品有向海外銷售者，如 2003 年 11 月「萬泰商業銀行 George & Mary 現金卡債權 2003 年證券化受益證券」、2004 年 9 月「日盛國際商業銀行 2004 年汽車貸款債權證券化受益證券」以及 2005 年 12 月「新竹國際商業銀行第一次房屋抵押貸款證券化特殊目的信託受益證券」等，其交易架構雖有安排將受益證券售與海外特殊目的公司（如開曼群島公司），但該特殊目的公司係依當地法令設立，而非依我國金融資產證券化條例有關特殊目的公司之規定設立，故其架構設計仍是以特殊目的信託為基礎。參閱金管會銀行局 2003 年 11 月 21 日、2004 年 9 月 10 日以及 2005 年 12 月 13 日之新聞稿。上述雙層架構安排，美國實務稱之為 Structure Designed for Multiple Sales or Reinvestment, *see* JASON H.P. KRAVITT, SECURITIZATION OF FINANCIAL ASSETS 4-38 (Aspen Law & Business 2d ed. 2002)。

趣。推其原因，可能在於國內信託業務已蓬勃發展，直接以信託架構，較另外再設立特殊目的公司，更為便捷而有效率，且信託財產在我國信託法明文賦予其獨立性(信託法第十條至十三條)，將有助於達到「破產隔離」之要求<sup>9</sup>；再者，特殊目的信託在國內已有多件案例可循，如果嘗試以「特殊目的公司」為架構，除設立程序繁複外<sup>10</sup>，勢必將面臨不可預知的問題發生，各種「風險」相對而言可能較高<sup>11</sup>。

在特殊目的信託架構下，受託機構依資產信託證券化計畫發行受益證券，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（本條例第四條第一項第六款）；受益證券並得按證券化計畫及特殊目的信託契約區分為不同種類、期間或受償順位之受益證券（本條例第十條第四款、第十三條第八款），例如證券化實務常見之「優先、次順位架構」（Senior/Subordination Class），主要供內部信用增強之用<sup>12</sup>。關於受益人權利之行使，依本條例第二十三條第一項前段：「特殊目的信託受益人及委託人權利之行使，應經受

---

<sup>8</sup> See *Taiwan Opens New Market with First Securitization*, INTERNATIONAL FINANCIAL LAW REVIEW, Apr. 2003, at 1. 另依據立法院資料，現行國際市場上的證券化交易，有 80%強係採特殊目的公司態樣，參閱立法院公報，第九十一卷第四十五期（二），第 421 頁。

<sup>9</sup> See Dominic Jones, *Securitization Market Slow Start In Taiwan*, CORPORATE FINANCING WEEK, June 2, 2003, at 1.

<sup>10</sup> 劉萬基，金融資產證券化條例受託機構地位之分析，台灣金融財務季刊，第四輯第四期，頁 42（2003）。

<sup>11</sup> 正源國際法律事務所，前揭註 1，頁 292。

<sup>12</sup> 白石洋一，貸出債權証券化の方法，頁 200，東洋經濟新報社，一刷（2000）。

益人會議決議或由信託監察人爲之」，而第二十五條第二項規定：「受益人依其受益權之本金持分數享有相對應比例之表決權。但特殊目的信託契約另有約定者，從其所定」；如受益人會議之決議有損害特定種類受益人之權利，其決議應經該特定種類受益人會議之承認（本條例第二十六條第一項）。

我國資產證券化發展初始，安排機構（Arranger）<sup>13</sup>以及信用評等機構（Rating Agency）<sup>14</sup>曾對優先、次順位受益人表決權之行使與限

---

<sup>13</sup> 安排機構亦有稱「規劃機構」者，由於證券化過程相當複雜，牽涉到各種不同法律、財務、租稅、政府管制等領域，並非創始機構個人獨立所能應付。因此，乃有必要引進安排機構，作為創始機構與投資人間之橋樑，了解創始機構與投資人之需求、分類「組合」資產、建構風險控管機制、思考未來可發行之證券種類等，規劃整個資產證券化未來之具體運作方式及流程。參閱黃銘傑，證券化基本原理，收錄於王文字主編，金融法，頁 283、284，元照出版有限公司，初版一刷（2004）。安排機構雖為證券化過程之主導者，但本條例對之卻無隻字規範，此或因其非證券化之直接當事人，而係以外部顧問方式參與之，屬於其與創始機構間之委任契約事項。而我國證券化發展初期，多由外國投資銀行或金融機構擔任安排機構，將其於國外發行證券化商品之經驗「技術移轉」至我國，國內部分業者於汲取經驗後，亦有能力擔任安排機構而向其他創始機構收取顧問報酬。

<sup>14</sup> 為令投資人對證券化資產的信用風險有確切認識，就有必要藉由客觀、公證且獨立的信用評等機構，就該當資產之風險予以評等。同時，當信用評等未能滿足投資人的需求時，創始機構或安排機構通常會利用信用補強（Credit Enhancement）措施，提高證券化商品的信用評等。參閱黃銘傑，前揭註 13，頁 284、285。國內首宗證券化商品，最終雖係由本國唯一之信用評等機構「中華信用評等股份有限公司」出具評等報告，然實際作業則由其策略聯盟夥伴兼大股東（2005 年 10 月持股 51%）之標準普爾（Standard and Poor's Rating



制提出問題，其一爲：可否禁止或限制特定種類受益人之表決權？此涉及前揭本條例第二十五條第二項之適用問題；其二爲：特定種類受益人權利受損害時之否決權，此涉及前揭本條例第二十六條第一項之適用問題。信用評等機構對於後者表達嚴重關切，認爲該規定將不利於我國金融資產證券化之發展。其後我國主管機關參考其意見，於二〇〇三年八月發布本條例施行細則第十三條：「本條例第二十六條第一項所定特定種類受益人之權利，以特殊目的信託契約載明該特定種類受益人所得享有之權利爲限，不包含未約定於特殊目的信託契約之其他權利或利益」。上述施行細則規定及信用評等機構意見，涉及不同種類、順位受益證券持有人在受益人會議中行使表決權時，就各自所享有的利益，應如何透過法令或契約規範，作出妥適且明確的設計，以降低可能的法律風險，實值研析。

本文擬先探究特殊目的信託架構下受益權性質、受益權證券化之概念以及不同種類、順位受益證券架構設計，次分析本條例關於受益人會議之相關規定，再就前揭實務關於不同種類順位受益人表決權相關問題，參照國內證券化實證案例，分從本條例規範、信用評等機構意見、施行細則之補充規定以及公司法特別股股東保護之比較觀察，檢討本條例第二十五條第二項及第二十六條第一項之適用，並提出修法建議作爲結論。

---

Services, S&P) 出力甚多，因此，本文所指信評機構意見，形式上雖由國內之中華信用評等股份有限公司提出，但實際上應多出自於外國信用評等機構即S&P之建議。

## 貳、特殊目的信託架構下之受益權

### 一、特殊目的信託

特殊目的信託係創始機構（Originator）居於委託人的地位，將經過群組化（Pooling）的金融資產（信託財產），設定信託關係予居於受託人地位的受託機構，之後由受託機構將信託財產所生的受益權予以適當分割，而發行金額化與標準化之受益證券，以便於自資本市場或貨幣市場中取得資金<sup>15</sup>。本條例第四條第一項第四款：「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」，即明示特殊目的信託係為資產證券化而設之信託關係。至於特殊目的信託所適用之法律，依本條例第二條第一項：「特殊目的信託之成立及法律關係，依本條例之規定；本條例未規定者，依其他法律之規定」，即特殊目的信託首應先適用本條例，本條例未規定者，則依其他法律之規定，所謂其他法律，主要指信託法、信託業法以及民法等相關法律。

按信託依其是否集合社會大眾的財產，可分為「個別信託」與「集團信託」，所謂集團信託，指受託人受多數委託人之委託，而集合社會大眾的資金，依特定目的，而概括地加以運用的信託，其特點偏重於信託財產的形成方式及受益人的保護<sup>16</sup>。特殊目的信託具有集團信託之性質，其主要目的係作資產證券化的導管體（Conduit），而與傳統

<sup>15</sup> 臧大年、謝哲勝、吳家桐，金融資產證券化理論與法制，頁 116，台灣財產法暨經濟法研究協會，初版（2005）。

<sup>16</sup> 王志誠，信託法，頁 56，五南圖書出版股份有限公司，初版（2005）。



上之非營業信託或個別信託有所差異<sup>17</sup>，通常集團信託的受益人不僅皆為多數，且受益人因受益權的取得，而進一步繼受委託人的地位，本條例第二十一條即規定：「受益證券之受讓人，依該受益證券所表彰受益權之本金持分數，承受委託人之權利義務。但特殊目的信託契約就委託人之義務另有約定者，不在此限」，亦稱之為「委託人地位之虛級化」<sup>18</sup>。但由於集團信託的受益人對受託人的管理行為事實上難以監督，因此在立法設計上有引進專門監督人、管理機構或監督機構之必要，我國信託法第五章即設有信託監察人專章，而本條例對於特殊目的信託除亦有信託監察人之設計（本條例第二十八條至第三十三條）外，尚有受益人會議之規範（本條例第二十三條至第二十七條），更足表現特殊目的信託具有集團信託之特徵<sup>19</sup>。

## 二、受益權證券化

### （一）信託關係中之受益權

<sup>17</sup> 王文字、黃金澤、邱榮輝，前揭註 2，頁 5-8。

<sup>18</sup> 儲蓉，金融資產證券化理論與案例分析，頁 78，台灣金融研訓院，初版（2004）。

<sup>19</sup> 除了集團信託的特徵外，學者認為特殊目的信託尚具有商業信託（Business Trust）、商事信託以及自益信託等特徵，參閱臧大年、謝哲勝、吳家桐，前揭註 15，頁 120-127。惟特殊目的信託係屬自益信託或他益信託，非無爭論，亦有認係他益信託者，此涉及所得稅法第 3 條之 2 信託課稅之問題，參閱金融資產證券化條例立法資料彙編（上），頁 103、104 及 184，中華民國加強儲蓄推行委員會金融研究小組，初版（2002）。

信託設立後，依信託法第一條：「委託人將財產權移轉或為其他處分，使受託人依信託本旨，為受益人之利益或為特定之目的，管理或處分信託財產」，受託人雖取得信託財產的所有權，但不能享受所有權的全部權能，而須依信託行為所設定之信託目的，為受益人的利益或特定目的，管理或處分信託財產。在信託關係中，受益人係指委託人欲使其享有信託利益者或其權利的繼受人而言，換言之，係指依信託本旨就信託財產及管理、處分利益的全部或一部，享有受益權或其繼受人而言<sup>20</sup>。依信託法第十七條第一項，「受益人因信託之成立而享有信託利益。但信託行為另有約定者，從其所定」此項信託利益，學說稱為受益權。信託受益權於概念上兼具債權（向受託人請求的權利）與物權（對信託財產主張支配的權利）性質<sup>21</sup>。

受益人雖享有信託財產的信託利益，卻無法行使管理處分信託財產的權能及取得信託財產的所有權。因此，在信託財產同一標的物上，同時存有名義上的權利人與信託利益的享有人等兩個不同的權利主體<sup>22</sup>，此於特殊目的信託之情形，亦復如此。二〇〇三年台灣工業銀行企業貸款債權信託證券化之特殊目的信託契約規定：「信託財產歸屬於受託機構所有，受益人享有信託財產本金及其所生利益、孳息及其他收益之受益權持分」<sup>23</sup>，即表達信託財產所有權與受益權分屬受託機構與受益人之狀態。

---

<sup>20</sup> 王志誠，前揭註 16，頁 137。

<sup>21</sup> 謝哲勝，信託法總論，頁 218，元照出版有限公司，初版（2003）。

<sup>22</sup> 王志誠，前揭註 16，頁 139。

<sup>23</sup> 參閱臺灣土地銀行發行台灣工業銀行企業貸款債權信託證券化受益證券投資說明書，頁 6（2003）。

## （二）受益權證券化

### 1. 受益權證券化之概念

以特殊目的信託架構作為金融資產證券化的導管體，則金融機構或企業等創始機構即居於委託人之地位，將特定資產設定信託予受託人，使特定資產轉變為受益權，其後受託人尚應將受益人所享有之受益權加以分割，並以所發行受益證券表彰受益權之內容。換言之，所謂受益權證券化，乃受託人依信託契約之約定，將受益人所享有之受益權轉換為受益證券，以促進受益權之流通，進而成為資本市場之投資商品<sup>24</sup>。

### 2. 受益權證券化之法律基礎

受益權證券化在我國之相關法律主要規範在信託法、本條例、不動產證券化條例<sup>25</sup>以及信託業法<sup>26</sup>等法律，茲就信託法與本條例之相關規定分述如下：

#### （1）信託法之規定

信託法第三十七條規定：「信託行為訂定對於受益權得發行有價證券者，受託人得依有關法律之規定，發行有價證券」，明文承認信託受益權於當事人合意約定之情形下，得依相關法規予以發行受益證

---

<sup>24</sup> 王志誠，前揭註 6，頁 64。

<sup>25</sup> 不動產證券化條例第四條第一項第五款之受益證券。

<sup>26</sup> 信託業法第八條之共同信託基金受益證券。

券方式予以證券化<sup>27</sup>。至於所謂相關法規，究何所指？在本條例等法律尚未公佈前，是否僅依證券交易法即為已足，抑或必須制定金融資產證券化條例或其他特別法，始得明確規範，非無爭論<sup>28</sup>，自本條例等法律公佈實施後，即指上述本條例、不動產證券化條例以及信託業法等法律，並以該等特別法律所定之具體程序與方法為基礎，據以發行受益證券。

## （2）本條例之規定

本條例第四條第一項第六款規定：「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之權利憑證或證書」，此係本條例關於受益證券之定義。而受益證券依本條例第七條：「除經主管機關核定為短期票券者外，為證券交易法第六條規定

<sup>27</sup> 本條曾被業者於金融資產證券化及不動產證券化條例公布施行前，作為受託機構發行有價證券之法律依據。例如在 2001 年，國內不動產業者鴻禧集團與長谷生活科技公司曾各自推出「擔保抵押資產信託」（秀岡山莊資產信託），欲以此種信託模式與「信託受益權憑證」，尋求債權銀行同意和解，並以該機制紓解企業的還款壓力和財務危機，但業者在推動上開「擔保抵押資產信託」的過程中卻迭遭阻滯，所發行的受益權憑證亦乏人問津，主要原因就在於依該信託契約所發行之受益權憑證，不是證券交易法定義之「有價證券」，無法在市場上流通，僅具有債權憑證性質。參閱洪秀瑜，擔保抵押資產信託與不動產證券化在國內之可行性研究，頁 1，國立中山大學財務管理學研究所碩士論文（2002）。另參閱涂錦樹，信託資產證券化之法律理論與實務，全國律師，第八卷第七期，頁 65（2004）。

<sup>28</sup> 關於此項爭議，請參閱王志誠，前揭註 6，頁 52。

經財政部核定之其他有價證券」，亦可彰顯受益權證券化之性質<sup>29</sup>。另本條例第九條第一、二項規定：「受託機構發行受益證券，應檢具申請書或申報書及下列文件，向主管機關申請核准或申報生效；其處理準則，由主管機關定之：一、資產信託證券化計畫。二、特殊目的信託契約書。三、信託財產之管理及處分方法說明書。如委任服務機構管理及處分信託財產時，該委任契約書或其他證明文件。四、有關之避險計畫與文件。五、其他經主管機關規定之文件。（第一項）受託機構非經主管機關核准或向主管機關申報生效，不得發行受益證券。（第二項）」，亦為受益權證券化之法律依據<sup>30</sup>。

### 3. 受益權證券化之方式 - 受益權分割

按利用信託架構而將特定資產證券化，主要目的是為促進受益權之流通，以利資金籌集，故首要課題，係將受益權加以分割，以轉化為具有吸引力之投資商品。受益權之分割，依學者見解，可分為「量」的分割及「質」的分割。所謂「量」的分割，是指不變更其權利內容，而按比例分割為小額化或標準化之持分單位；至於「質」的分割，則指信託契約就同一信託財產所生之受益權內容，設有不同種類之受益權，乃至於設定各種受益權之優先順位（優先受益權與劣後受益權）或權利內容（本金受益權與收益受益權），其特點即在於將受益權分割為權利層次不同之受益權，使受益權具有複層化之構造。基於私法自治之理念，在信託契約上區分本金與收益，而創設不同種類之受益權，

<sup>29</sup> 關於受益證券及資產基礎證券等證券化商品之性質，可參閱姚正吾，論資產證券商品之法律性質，全國律師，第五卷第十一期，頁 31 以下（2001）。

<sup>30</sup> 臧大年、謝哲勝、吳家桐，前揭註 15，頁 184。

或者就信託利益之享有，創設優先劣後關係之受益權，在不違反強制規定或公序良俗之前提下，解釋上應委諸信託當事人之合意決定<sup>31</sup>。

本條例第十五條前段規定：「受託機構得依資產信託證券化計畫，發行各種種類及期間之受益證券。」、第十條第四款：「資產信託證券化計畫，應記載下列事項：四、與受益證券有關之下列事項：（一）信託財產本金或其所生利益、孳息及其他收益分配之方法。（二）發行各種種類或期間之受益證券，其本金持分、收益持分、受償順位及期間等事項」。從以上規定可知，受託機構除得對受益權為「量」的分割外，亦得對受益權為「質」的分割，將信託利益區分為本金持分、收益持分、受償順位及期間，而發行各種種類或期間之受益證券。質言之，如受託機構僅就受益權為量的分割，則特殊目的信託之利益分配，應按各收益人本金持分之比例為之，惟如資產信託證券化計畫另有質的分割，則必須依其所定之受償順位及期間分配利益（本條例第三十七條）<sup>32</sup>。

### 三、不同種類、順位之受益證券

#### （一）證券化不同種類、順位之受益證券之設計

上述受益權「質」的分割，在國內外證券化實務發展上，呈現多元化的商品設計，充分展現資產證券化具有金融創新的特色。在美國，證券化使用的架構可分為「轉付架構」（Pass-Through Structure）以及

---

<sup>31</sup> 王志誠，前揭註 6，頁 64。

<sup>32</sup> 王志誠，前揭註 6，頁 65。



「支付架構」(Pay-Through Structure)<sup>33</sup>，二者主要差異在於證券的發行形式與現金流量的特性<sup>34</sup>。在轉付架構下，僅發行單一類組證券(但仍可劃分優先／次順位架構)，而且該證券之投資人依總發行比例，擁有對證券化之資產群組(或未來現金流量)之所有權(Undivided Beneficial Ownership Interest)<sup>35</sup>，故常被稱為「出售架構」(Sales Structure)；而在支付架構下，通常發行多種類型的證券，各類型間之差異可以是到期日的不同(或是本金收回優先順位不同)，也可以是現金流量性質之不同，因此，在支付架構下，資產群組的現金流量被重新安排並分派予所發行不同類型的證券，此架構在美國常被視為債務工具，故又被稱為「債務架構」(Debt Structure)<sup>36</sup>。

上述美國「轉付架構」以及「支付架構」主要係基於稅法上稅負考量而於概念上區分上述二種類型，在我國並不受其拘束，本條例並未限制資產與現金流量應如何搭配，轉付、支付之設計均屬可行<sup>37</sup>。國

<sup>33</sup> 國內對於Pass-Through 與Pay-Through之中譯並不一致，有將Pass-Through Securities譯為「過手證券」、Pay-Through Securities譯為「轉付證券」者，參閱王文字、黃金澤、邱榮輝，前揭註2，頁1-10至1-13；亦有將前者譯為「持分權證券」，後者譯為「資產擔保償付債券」，參閱王志誠，前揭註6，頁24，本文則係較多數學者之譯名，參閱臧大年、謝哲勝、吳家桐，前揭註15，頁47以下；儲蓉，前揭註18，頁601-603；陳文達、李阿乙、廖咸興，資產證券化理論與實務，頁4-5，智勝文化事業有限公司，初版(2002)。未來學界與實務似宜統一中文名稱，避免解釋歧異引發誤解。

<sup>34</sup> 陳文達、李阿乙、廖咸興，前揭註33，頁27。

<sup>35</sup> See JASON H.P. KRAVITT, *supra* note 7, at 16-8.

<sup>36</sup> 陳文達、李阿乙、廖咸興，前揭註33，頁28。

<sup>37</sup> 劉萬基，前揭註10，頁42。

內證券化實務上，業者就受益證券之種類及順位，透過「信用分組」(Credit Tranching)<sup>38</sup>之設計，劃分出不同順位商品(Multi-Tranches)，例如優先受益證券<sup>39</sup>、次順位受益證券、投資人受益證券、賣方受益證券等，以不同之利率、受償順位等權義內容吸引不同需求之投資人。

如上所述，不論國內外亦不論採取何種架構，一般證券化均有優先/次順位受益證券之架構設計，其目的係為供內部信用增強(Credit Enhancement)之用。依本條例第一〇三條，「受託機構依本條例發行之受益證券，得依資產信託證券化計畫之規定，由創始機構或金融機構以擔保、信用保險、超額資產、更換部分資產或其他方式，以增強其信用」。由創始機構持有次順位受益證券亦係信用增強方式之一，因先順位受益證券受償順序優於次順位受益證券，如證券化現金流量不足，受償順位在後之次順位受益證券須承擔不能充分受償之風險，藉此間接保障順位在先受益證券持有人之權利<sup>40</sup>。

除了上述信用增強之效能外，如證券化架構設計更多層不同種類、順位受益證券，例如於次順位受益證券之上，尚訂有五種等級之優先受益證券（如第一順位至第五順位、甲券至戊券或A券至E券等名

<sup>38</sup> 陳文達、李阿乙、廖咸興人，前揭註 33，頁 102。

<sup>39</sup> 亦有將優先受益證券再細分為優先受益證券A、B、C、D券；或高級受益證券甲、乙券、中級受益證券甲、乙券等設計。參閱「香港上海匯豐商業銀行股份有限公司台北分公司發行玉山銀行債券資產證券化特殊目的信託2005-2」公開說明書、「萬通商業銀行股份有限公司發行法國里昂信貸銀行台北分行企業貸款債權證券化受益證券」公開說明書等。

<sup>40</sup> 山崎和哉，資產流動化法，頁 45，財團法人金融財政事情研究會，四刷（2001）。

稱），各種類受益證券適用不同利率、受償順位以及到期日等事項，將牽涉到信託財產的分配以及特殊目的信託現金流量（Cash Flow）的分配，此在證券化實務上非常重要，因如果分配不當，很可能會造成無法償付特定種類受益證券本息而造成違約（Default）的事由發生。因此在特殊目的契約設計上，通常會針對信託財產應分配事項劃分不同分配順序（實務稱之為Waterfall），受託機構應依契約規定優先償付順位在先的應付事由，例如辦理證券化所發生的稅捐或規費（實務稱之為Senior Expenses）、先順位的受益證券利息等，如當期信託財產收入償付至某順位後即無剩餘，順位在後的部分即可能不予分配，但對於受益證券（不包括作內部信用增強的次順位受益證券）的本息，即使信託財產收入無法支應，一般會設計以準備金帳戶（Cash Reserve Account）來補足，以保障受益證券持有人的權益<sup>41</sup>。

## （二）與銀行法、公司法次順位債券規範之比較

受託機構可依證券化計畫及特殊目的信託契約發行不同種類或順位之受益證券，類此分割商品設計，特別是對於不同順位金融商品之規劃，本條例並非首創，銀行法與公司法於本條例制定前，即分別有次順位金融債券與次順位公司債之規範，與本條例所定不同種類或順位之受益證券，分述如下：

### 1. 銀行法上之次順位金融債券

本條例訂定前，我國金融機構即已有發行次順位債券（金融債券）之經驗，依銀行法第七十二條之一：「商業銀行得發行金融債券，其

---

<sup>41</sup> 正源國際法律事務所，前揭註 1，頁 306。

開始還本期限不得低於兩年，並得約定其受償順序次於其他債權人；其發行辦法及最高發行餘額，由主管機關洽商中央銀行定之」。銀行發行金融債券辦法第二條即規定：「本辦法所稱金融債券，係銀行依照銀行法有關規定，為供給中期或長期信用，報經主管機關核准發行之債券，其開始還本期限不得低於兩年。其種類包含一般金融債券、次順位金融債券、轉換金融債券、交換金融債券及其他經主管機關核准之金融債券」。另「銀行資本適足性管理辦法」第二條第七款亦規定「次順位債券」：「指債券持有人之受償順位次於銀行所有存款人及其他一般債權人」。

## 2. 公司法上之次順位公司債

我國公司法二〇〇一年修正時，增訂二四六條之一：「公司於發行公司債時，得約定其受償順序次於公司其他債權」，學說稱為次順位公司債，立法理由為：「以契約方式約定次順位債務，本屬私權行為，基於契約自由行為，該約定方式應屬可行」，依據契約自由原則，當事人自可約定債權受償順序，公司本來即可發行次順位公司債，該次修法增訂二四六之一條，無非肯定其合法性，並促使公司之籌資管道多元化。按發行次順位公司債之優點，除了使公司股本不致增加從而稀釋公司每股盈餘外，主要在於次順位公司債之發行，可使公司之內部人（Insiders）因買受之而成為公司之次順位債權人，以避免內部人對公司之融資可能造成利害衝突的情形。若公司資產不足清償先順

位債權，次順位債權即無受清償之可能，故內部人爲確保其對公司享有之債權獲得清償，應有誘因使其致力於公司利潤之極大化<sup>42</sup>。

以上銀行法次順位金融債券與公司法次順位公司債，似乎較著重於該次順位受償順位後於銀行或公司其他債權人，所稱債權人除先順位銀行債券或公司債持有人外，尚包括其他一般債權人，此與特殊目的信託應有所差異，因特殊目的信託在證券化設計上僅爲一導管體，並以信託財產爲基礎，除了相關稅費報酬外，原則上不似銀行或公司以本身信用交易產生負債而有所謂之一般債權人，故其次順位表彰的是劣後於其他順位在先的受益證券，其信用增強的對象亦是先順位的受益證券，且與金融債券與公司債一般僅單純設計次順位債券之設計相較，證券化商品種類則呈現較多元化之風貌。

上述受益證券種類呈現多樣化現象，影響所及者，係不同種類或順位受益證券持有人，就各該受益證券所表彰之權益，應如何依法律或契約調和彼此間所可能產生利益衝突，此即爲本文擬探討之問題。

## 參、受益人會議之功能及召集、決議程序

### 一、受益人會議之功能

依本條例第二十一條：「受益證券之受讓人，依該受益證券所表彰受益權之本金持分數，承受特殊目的信託契約委託人之權利。但特

---

<sup>42</sup> 賴源河等人合著，新修正公司法解析，頁 346，元照出版有限公司，初版（2002）。

殊目的信託契約就委託人之義務另有約定者，不在此限」，故特殊目的信託之受益證券持有人兼具委託人與受益人之雙重地位。因此，信託的委託人與受益人本得單獨行使的撤銷權（信託法第十八條）、異議權（信託法第十六條）、與終止權（信託法第六十三條）等權能，理論上均得由受益證券持有人單獨行使。

然針對具有集團性及營業性之特殊目的信託，應兼顧受益人權益之保護與特殊目的信託之有效運作，妥適設計多數受益人應如何行使權利及其權利範圍等問題。鑑於多數受益人難以採取一致行動，故除信託利益給付請求權或其他僅涉及自身利益之行爲外，其他有關受益人撤銷權、異議權、監督權及同意權之行使，原則上宜採行會議體之制度設計，透過用多數決原理之適用，以形成集體之意思決定<sup>43</sup>。本條例第二十三條第一項即規定：「特殊目的信託受益人及委託人權利之行使，應經受益人會議決議或由信託監察人爲之。但下列之受益人權利，不在此限。一、受領受託機構基於特殊目的信託契約所負債務之清償。二、其他僅爲受益人自身利益之行爲」，明文規範受益人權益之行使，須經受益人會議之決議通過。受益人會議被一般認爲係屬特殊目的信託之「內部監督機制」<sup>44</sup>，類似股份有限公司之股東會，惟其非常設機關<sup>45</sup>，本條例第二十四條所規定受益人會議召集程序、第二十五條規定受益人會議決議方法及表決權行使、以及第二十六條特定種類受益人權利之保護，其立法設計多參考公司法之股東會設計規範。

---

<sup>43</sup> 王志誠，前揭註 6，頁 82。

<sup>44</sup> 臧大年、謝哲勝、吳家桐，前揭註 15，頁 223。

<sup>45</sup> 儲蓉，前揭註 18，頁 89。



## 二、受益人會議之召集與決議程序

### （一）召集程序

依本條例第二十四條第一項至第三項：「受益人會議，由受託機構或信託監察人召集之（第一項）。持有本金持分總數百分之三以上之受益人，為受益人之共同利益事項，得以書面記明提議事項及理由，請求前項有召集權之人召集受益人會議（第二項）。前項請求提出後十五日內，有召集權之人不為召集或因其他理由不能召集時，持有本金持分總數百分之三以上之受益人得報經主管機關許可後自行召集（第三項）」，上開條文第二、三項係參考公司法第一七三條少數股東請求召集股東會之權利，明定少數受益人之召集會議請求權以及自行召集權。

再者，本條例第二十四條第四、五項規定：「受益人會議之召集，應於開會前二十日前，通知各受益人。（第四項）前項通知應載明召集事由、全部表決權總數及各受益人表決權所占之比例。關於受託機構之辭任及解任、新受託機構之指定、信託監察人之選任、辭任及解任、特殊目的信託契約變更或終止之事項，應於召集事由中列舉，不得以臨時動議提出（第五項）」。本條項係參考公司法第一七二條第一項及第五項，除明定受益人會議之召集程序外，並規定涉及特殊目的信託核心的若干重大事項，須列舉於召集事由中，不得以臨時動議提出<sup>46</sup>。

---

<sup>46</sup> 查行政院版「金融資產證券化條例草案」曾研議引進書面投票制度，一方面使無法出席之受益人有機會表達其意見，另一方面則期能藉此降低受託機

## （二）決議方式及表決權代理

本條例第二十五條第一項、第二項規定：「受益人會議之決議，除本條例另有規定或特殊目的信託契約另有約定者外，應有表決權總數二分之一以上受益人之出席，出席受益人表決權過半數之同意行之（第一項）。受益人依其受益權之本金持分數享有相對應比例之表決權。但特殊目的信託契約另有約定者，從其所定（第二項）」。<sup>47</sup>準此，除法律另有規定<sup>47</sup>或特殊目的信託契約另有約定應以特別方式決議為之者外，原則上應以普通決議行之。此外，有關表決權之行使方式，本條例參考公司法股份平等原則（一股一表決權），本於受益人平等原則之理念，明定受益人依其受益權之本金持分數享有相對應比例之表決權。

其次，本條例第二十五條第三至五項規定：「受益人委託代理人行使表決權者，準用公司法第一七七條及證券交易法第二十五條之一之規定（第三項）。受益人對於會議之事項有自身利害關係，致信託財產有受損害之於時，不得加入表決，並不得代理其他受益人行使其

---

構執行資產信託證券化之成本。參閱王志誠，前揭註 6，頁 69。另我國公司法 2005 年 6 月修正時，增訂一七七條之一及一七七條之二有關股東以書面或電子方式行使表決權之規定。

<sup>47</sup> 依本條例之規定，受益人會議須以特別方式決議者，有本條例第二十六條第二項及第四十五條關於特定種類受益人會議之承認，以及須由表決權總數二分之一以上受益人之出席，出席受益人表決權數三分之二以上之同意之規定，包括：第四十三條第二項特殊目的信託契約變更之同意、第四十九條第二項受託機構責任之解除、第四十七條第四項同意受託機構之辭任及解任，以及第四十九條第二項特殊目的信託契約之終止等事項。

表決權（第四項）。受託機構以自有財產持有之受益權，無表決權（第五項）」。

本條第三項係準用公司法第一七七條、第四項則參考公司法第一七八條，分別訂定有關受益人會議表決權之行使方式及限制。至於第五項受託機構無表決權之規定，應係基於信託法上受託人之忠實義務（fiduciary duty）。按信託法第三十四條規定：「受託人不得以任何名義，享有信託利益。但與他人為共同受益人時，不在此限」。即係基於受託人為負有依信託本旨管理或處分信託財產之人，今如受託人兼為同一信託的受益人，則其應負的管理義務將與受益權混為一體，易使受託人為自身的利益而從事違背信託本旨的行為<sup>48</sup>。惟特殊目的信託屬集團信託，受託機構以自有財產持有受益權，應為信託法第三十四條「與他人為共同受益人」之情況，而得享有信託利益，但基於忠實義務避免利益衝突之考量，條例就受託機構之受益權乃明定其無表決權。

### （三）特定種類受益人之保護

本條例第二十六條規定：「資產信託證券化計畫區分各種類受益權時，如受益人會議之決議有損害特定種類受益人之權利時，其決議應經該特定種類受益人會議決議之承認（第一項）。前項決議之承認，應有該特定種類受益人表決權總數二分之一以上出席，出席受益人表決權三分之二以上之同意行之（第二項）。本節有關受益人會議之規定，於特定種類受益人會議準用之（第三項）。信託監察人應出席特定種類受益人會議，並陳述其意見（第四項）」。本條係參考日本「資

<sup>48</sup> 王志誠，前揭註 16，頁 176。

產流動化法」第一九〇條至一九二條，以及公司法第一五九條有關特別股股東權利受損時之救濟規定（本條例第二十六條立法說明）<sup>49</sup>，對於特定種類受益人如其權利受到受益人會議決議之侵害，須經過該特定種類受益人會議之承認，始可行之。

另本條例第四十五條規定：「特殊目的信託契約之受益權種類有不具本金持分者，其依第四十三條第一項規定為特殊目的信託契約之變更時，並應經該特定種類受益人會議之決議（第一項）。第三節有關受益人會議之規定，於前項特定種類受益人會議準用之（第二項）」，亦係關於特定種類受益人之保障規定，本條係參考日本資產流動化法第二一一條之規定，認為「特殊目的信託契約之變更，亦涉及無本金持分特定種類受益人之權益<sup>50</sup>，爰於第一項明定亦應經其決議」。（本條例第四十五條立法說明）<sup>51</sup>。

上述本條例第二十六條與四十五條皆屬「特定種類受益人」之權利保護規定，惟二者有下列不同：

### 1. 適用情狀

---

<sup>49</sup> 金融資產證券化條例立法資料彙編（下），頁 890、891，中華民國加強儲蓄推行委員會金融研究小組，初版（2002）。

<sup>50</sup> 此係屬於本息分離償付證券（Stripped Securities），分為 Principle Only (PO) 以及 Interest Only (IO)，see MORTGAGE AND ASSET SECURITIZATION, THE LIBRARY OF INVESTMENT BANKING Vol. 5, 339 (Robert Lawrence Kuth ed., Richard D. Irwin, Inc. 1990).

<sup>51</sup> 中華民國加強儲蓄推行委員會金融研究小組，前揭註 49，頁 905。

第二十六條係「受益人會議之決議有損害特定種類受益人之權利時」，而第四十五條之適用則係於「特殊目的信託契約有變更時」，前者適用範圍似較後者為廣，因特殊目的信託契約之變更，固應經受益人會議決議通過（本條例第四十三條），然受益人會議決議事項除契約之變更外，尚包括變更資產信託證券化計畫（本條例第十一條第一項）、選任信託監察人（本條例第二十三條第二項）、受託機構責任之解除、辭任（本條例第四十六、四十七條）以及特殊目的信託契約之終止（本條例第五十一條第二款）等事項，就此而論，本條例第二十六條之適用範圍似較第四十五條廣。惟第二十六條以特定種類受益人有損害為要件，依第四十五條契約變更即足成立，不問該變更是否損害特定種類受益人之利益，則就特殊目的契約變更部分之適用，上揭四十五條之適用範圍似又較廣。

## 2. 適用對象

本條例第二十六條規範對象為「特定種類受益人」，並未具體指明何種「特定種類」，解釋上，凡受益證券區分為不同種類（如本金持分、收益持分）或順位（優先順位、次順位），而某特定種類或順位之受益人權益遭受益人會議決議損害時，須經特定種類受益人會議決議之通過。相對的，本條例第四十五條所謂「特定種類受益人」，僅限於「不具本金持分」之受益人，而不及於其他具有本金持分但種類或順位不同之受益人。在規範設計上，因依本條例原則上僅具有本金持分之受益人始享有依其本金持分數享有相對應之表決權（本條例第二十五條第二項），「不具本金持分」之受益人則依法無表決權，為保障其權益，本條例於特殊目的信託契約變更時，賦予須經該特定受益人同意之機制。

#### （四）受益人會議規則

本條例關於受益人會議訂有上述召開之期限、程序、決議方法及特定種類受益人等事項，然上開規範僅就原則性重要事項作規定，就有關受益人會議之具體細節，仍嫌不足，實務上多在特殊目的信託契約之附件或公開說明書中，參考「公開發行公司股東會議事規範」<sup>52</sup>而訂定「受益人會議規則」，除本條例所訂事項外，並作其他之補充規定，例如：以書面方式出席、受託人會議之主席、表決權基準之計算（如新台幣一元一表決權）以及議事錄之製作與送達等事項。

此外，現行法律規範體系中，有受益人會議規範者，除本條例外，尚有「不動產證券化條例」以及「證券投資信託及顧問法」，其中證券投資信託及顧問法第四十二條第一項規定：「受益人會議召開之期限、程序、決議方法、會議規範及其他應遵行事項之準則，由主管機關定之」，金管會證期局即據以制定「證券投資信託基金受益人會議準則」<sup>53</sup>，對於受益人會議作有較詳盡之規範。由於證券投資信託與資產證券化特殊目的信託同具「集團信託」之性質，且均有受益人會議之規定，本條例有關受益人會議事項在性質不相牴觸之前提下，應可參考上開受益人會議準則而為補充適用，而在立法技術上，證券投資信託及顧問法以授權命令方式制定受益人會議之相關規範，似較為周延且具有彈性。

---

<sup>52</sup> 民國 86 年 8 月 4 日財政部證券暨期貨管理委員會（86）台財證（三）字第 04109 號函訂頒。

<sup>53</sup> 民國 93 年 10 月 30 日行政院金融監督管理委員會金管證四字第 0930005167 號令發布施行。



## 肆、受益人會議表決權相關問題

在特殊目的信託之架構下，如前所述，受益權可為「質」的分割，依本條例訂定各種種類或期間之受益證券（本條例第十三條第八款、第十五條參照），在國內金融資產證券化實務上也區分優先受益證券、次順位受益證券等各種不同種類之受益證券。而各不同種類受益證券持有人於行使表決權時，具有本金持分者，依本條例第二十五條，原則上享有按其本金持分數相對應之表決權；另本條例第二十六、四十五條亦規範特定種類受益人權利被受益人會議決議侵害時之救濟程序，主要係參考日本資產流動化法以及公司法第一五九條有關特別股東權利之保護，已如前述。

對於上開表決權相關規範，國內金融資產證券化發展初始，安排機構與信用評等機構曾提出相關法律疑義，其關切者主要有二個問題：一、可否以契約禁止或限制特定種類受益人之表決權？二、賦予特定種類受益人權益受損害時之否決權是否適當？以下分別析論之。

### 一、可否以契約禁止或限制特定種類受益人之表決權？

本條例第二十五條第二項規定：「受益人依其受益權本金持分數享有相對應比例之表決權。但特殊目的信託契約另有約定者，從其約定」，原則上受益人依其受益權本金持分數享有相對應比例之表決權，惟若以特殊目的信託契約約定限制或禁止受益人之表決權，依本項但書，應為法許，基於契約自由原則，亦應可得相同之結論。此於證券

化商品切割多種類受益證券時，基於保護先順位受益人受償可能性，避免後順位受益人透過受益人會議中之數量上優勢而變更證券化計畫或變更契約條款，影響原先證券化架構現金流量（cash flow）之安排，而限制順位在後者之表決權，以維持穩定之現金流量，降低證券化過程有違約（default）的事由發生，確有規範實益。

前述受益人之表決權與股份有限公司之股東之表決權相較，公司法第一七九條第一項規定：「公司各股東，除有第一五七條第三款情形外，每股有一表決權」，即所謂「一股一表決權」之表決權平等原則<sup>54</sup>，而本條例第二十五條第二項本文則規定：「……按受益權本金持分數享有相對應比例之表決權」。按受益證券非股份，故無法以股數為單位，實務上關於受益證券之表決權基準，有以如新台幣「一元一表決權」方式表達者<sup>55</sup>，與前揭股份平等原則實有相似之處。如再將特定種類受益人與股份有限公司之特別股股東比較觀察，依公司法第一五七條第三款「特別股之股東行使表決權之順序、限制或無表決權」，亦係禁止或限制特別股股東表決權之規範，倘特定種類受益人如同特別股股東享有較高的票面利率（相對於其他種類或順位受益人），則其依契約規範表決權受到限制或剝奪，解釋上亦應屬適法合理。

舉國內首宗證券化商品對於次順位受益證券持有人之表決權限制為例，其有關受益人表決權規定為：「受益證券受益人依其受益權之本金持分數享有相對應比例之表決權。但次順位受益證券受益人僅於

<sup>54</sup> 王文宇，公司法論，頁 290，元照出版有限公司，三版一刷（2006）。

<sup>55</sup> 參閱上海匯豐商業銀行發行玉山銀行債券資產證券化特殊目的信託 2005-1 受益證券公開說明書，頁 77。

未發生特殊目的信託契約第 9.6.1 條所定情事<sup>56</sup>，且受益人會議之議案係修改或變更下列事項時，始享有表決權：1. 第一順位受益證券或次順位受益證券之本金及幣別；2. 第一順位受益證券或次順位受益證券之票面利率及計付息方式；3. 第一順位受益證券或次順位受益證券之到期日；4. 第一順位受益證券或次順位受益證券之還本方式或還本期間；5. 特殊目的信託契約第九條之任何規定<sup>57</sup>；6. 受益人會議之最低出席或可決人數；7. 次順位受益證券之發行條件；8. 本項及第二項之規定。前項次順位受益證券受益人表決權限制之規定，於第一順位受益證券本息全數清償完畢後，不適用之。」

依據上開契約條款，次順位受益證券受益人僅於上揭特定情形下始享有表決權，換言之，其表決權即受到限制。

有關受益人表決權受限制或禁止，若僅有契約規範，對受益人保障仍有不足，應在公開說明書或投資說明書中受益證券與受益人會議相關資訊中，依行政院金融監督管理委員會發布之「受託機構公開招募受益證券特殊目的公司公開招募資產基礎證券公開說明書應行記載事項」第十五條，及「受益證券資產基礎證券私募特定人範圍投資說明書內容及轉讓限制準則」第三條中予以揭露，俾使投資人於投資特定種類受益證券時，能明辨該受益證券之表決權是否受到限制或剝奪受益權，而在資訊及風險充分揭露之情形下為投資判斷<sup>58</sup>。

<sup>56</sup> 該條係指證券化違約（default）事由，參閱台灣土地銀行，前揭註 23，頁 58。

<sup>57</sup> 該條係規範信託財產之處分方法，參閱台灣土地銀行，前揭註 23，頁 42-46。

<sup>58</sup> 本條例第三十四條規定：「受託機構應於本機構，備置特殊目的信託契約書之副本或謄本及受益人名冊。各受益人……得請求閱覽、抄錄或影印前項文

## 二、特定種類受益人權利受損害時之否決權

### （一）本條例第二十六條第一項之規定

依本條例第二十六條第一項：「資產信託證券化計畫區分各種類受益權時，如受益人會議之決議有損害特定種類受益人之權利時，其決議應經該特定種類受益人會議決議之承認」，本條例第四十五條亦有類此規定，已如前述，換言之，該特定種類受益人會議對之有否決權。舉例言之，如證券化發行之受益證券分為「優先受益證券」與「次順位受益證券」，前者之受償順位先於後者，而受益人會議之決議被次順位受益證券持有人認為有侵害其權利時，次順位受益證券持有人有權依前開規定，召開「次順位受益證券持有人會議」，否決優先順位受益證券持有人提出之決議。

本條立法理由僅簡要說明參考日本「資產流動化法」第一九〇條至一九二條，以及公司法第一五九條有關特別股股東權利受損時之救濟規定<sup>59</sup>，細究其實質內涵，應係為避免多數受益權持分之受益人，運用多數決損害特定種類受益人之權利，且在特定種類受益人之表決權得依特殊目的信託契約限制或禁止之情形下（見前述本條例第二十五條第二項之討論），如其權利因受益人會議之決議而受有損害時，而未賦予適當之衡平措施，亦非法理之平；此再觀不具本金持分受益人

---

書」，受益人雖有資訊接近之容易性（accessibility），然一般而言，投資人獲得資訊來源主要還是以公開說明書或投資說明書為主，故在上開說明書中充分揭露表決權受限制或禁止，告知投資人可能之風險，較能積極保障投資人之權益。

<sup>59</sup> 中華民國加強儲蓄推行委員會金融研究小組，前揭註 49，頁 890、891。

（如收益持分，Interest Only），依本條例第二十五條第二項本文，原本並無表決權，但於特殊目的信託契約變更時，依本條例第四十五條，須得該類受益證券持有人會議之同意，亦可看出本條例對於特定種類受益人權益之保障程度。

再者，條文中所謂「損害特定種類受益人之權利」，應如何認定，解釋上似乎只要特定種類受益人認其權益受損時，即可主張該否決權，惟如此一來，將可能產生某特定種類受益人動輒以權益受損而濫用該否決權，而影響全體受益人會議決議安定性之不利風險。國內證券化實務上，曾有特殊目的信託契約就「對特定種類受益證券之重大不利影響」作具體的定義規範，其定義為：「指受益證券持有人之決議或決定對任一種類受益證券造成下列之影響：1. 變更該種類受益證券依特殊目的信託契約及服務契約規定之給付方式、減少依特殊目的信託契約及服務契約規定之給付金額或遲延其給付時間；2. 減少該種類受益證券依特殊目的信託契約及服務契約規定之投票權；或 3. 其他限制該種類之受益證券持有人依特殊目的信託契約及服務契約明定賦予該種類之受益證券持有人之權利」<sup>60</sup>。

上開契約條款以變更給付方式、減少給付金額、延長給付時間、減少投票券以及限制契約明定賦予該種類受益人之權利，作為「對特定種類受益證券之重大不利影響」，其透過契約設計，對本條例第二十六條第一項之「損害」作具體明確之規範，並作一定程度之限制，值得作為參考。

---

<sup>60</sup> 中國信託商業銀行 2004-A 特殊目的信託抵押貸款受益證券公開說明書，頁 104-105（2004）。

## （二）信用評等機構之意見

國內首宗證券化商品（即二〇〇三年二月台灣工業銀行企業貸款債權信託證券化）進行過程中，信用評等機構曾質疑本條例第二十六條之妥當性，其認為依本條例第二十六條，「如受益人會議之決議有損害特定種類受益人之權利時，其決議應經該特定種類受益人會議決議之承認。在本交易中，受益人定義為持有經信用評等機構評定等級之第一順位受益證券者，及未經信用評等機構評定等級之次順位受益證券者。因此，若會議決議被認為有損害次順位受益證券持有人之權利時，次順位受益證券持有人有權否決由第一順位受益證券持有人提出之任何決議。此項作法與其他司法管轄區對次順位受益證券持有人享有之較為有限的投票權（假設有投票權）形成對比。對於第一順位受益證券持有人所享有的靈活性設限，可能在發生強制執行時引發負面後果，或可能使該筆交易的評等等級有調整或撤銷之情況」，因此，信用評等機構認為上開條文可能對台灣證券化市場的發展形成阻礙，而向主管機關表達關切<sup>61</sup>。

上述所謂「與其他司法管轄區對次順位受益證券持有人享有之較為有限的投票權（假設有投票權）形成對比」，實際上依本條例第二十五條第二項但書以及國內實務特殊目的信託契約規範（如前述國內首宗證券化特殊目的信託契約），國內證券化實務次順位受益人亦享有較有限之表決權（即表決權受到契約條款的限制），此與其他司法管轄區並無不同。真正形成信用評等機構所謂對比者，應係本條例第

---

<sup>61</sup> 中華信用評等股份有限公司，「台灣工業銀行企業貸款債權信託證券化特殊目的信託」評等報告，頁 5（2003）。



二十六條賦予特定種類受益人否決權，「將對於第一順位（或優先順位）受益證券持有人所享有之靈活性設限，可能在發生強制執行時引發負面後果」，信用評等機構所指「強制執行」，應非我國強制执行程序概念，而係特殊目的信託契約之執行或履行（Enforceable）。

按信用評等機構所重視者，係其擬評等之受益證券，在證券化架構下，按照其審查原則（Criteria），該受益證券是否該當於信用評等機構擬給予之評等，如資產品質良好、風險係數較低，可能獲得較高之評等（如標準普爾S&P最高等級為AAA，或中華信用評等公司之twAAA），但受益證券可能區分為數種順位，各種順位受益證券在設計上所擬取得的信用評等等級不盡相同，通常順位在先之受益證券，被規劃取得較高之評等，順位在後者，取得較低之評等，甚至有後順位受益證券無信用評等之規劃者<sup>62</sup>。自信用評等機構之立場而言，當期望證券化架構能保障受其評等較高受益證券之獲償可能性，如容認順位在後之受益證券持有人有否決權，可能影響優先順位者之權利，從而其認為此將於證券化執行發生負面效果，或可能使該筆交易的評等等級有調整或撤銷之情況。

信用評等機構於國內證券化初始發展階段占有舉足輕重之角色，在國內證券化商品尚未成熟階段，商品有無經過信用評等以及評等等級如何，均影響投資人投資證券化商品之評估意願，從而信用評等機

---

<sup>62</sup> 舉最近發行之「群益證券 2005-1 債權資產證券化特殊目的信託受益證券」為例，該案受益證券種類及預定於發行日取得之信用評等等級為：優先受益證券A券：twAAA；優先受益證券B券：twAA；優先受益證券C券：twA；優先受益證券D券：twBBB；次順位受益證券：無評等。參閱「群益證券 2005-1 債權資產證券化特殊目的信託受益證券」公開說明書，首頁。

構之意見在實務上強烈左右著證券化架構之設計。然而，創始機構或承銷商於安排機構設計各種順位受益證券時，仍不輕易放棄後順位受益人之表決權，推其原因，倘若於契約中放棄或限制此項權利，恐將影響投資人購買該種類受益證券之意願，而造成銷售上之阻礙。甚者，實務上多由創始機構持有無信用評等之「次順位受益證券」，作為內部信用增強之用，而自創始機構之立場而言，法律既無明文禁止其表決權，且有保障其權利之規定，當然不輕易捨棄該項權利。因此，縱使信用評等機構於國內首宗金融資產證券化商品發行時，即對本條例第二十六條表示負面意見，但觀諸截至目前已發行之證券化商品，未見有禁止後順位受益證券持有人之表決權者，惟通常會將上開信用評等機構之意見揭露於公開說明書（公開招募情形）或投資說明書（私募情形）上之「法律風險」說明，俾使投資人了解可能之風險。

### （三）本條例施行細則第十三條之補充規範

針對信用評等機構對於本條例第二十六條表達關切，當時之主管機關財政部（現改為行政院金融監督管理委員會，下稱金管會）參考信用評等機構之意見，於二〇〇三年八月發布之本條例施行細則（下稱施行細則）第十三條規定：「本條例第二十六條第一項所定特定種類受益人之權利，以特殊目的信託契約載明該特定種類受益人所得享有之權利為限，不包含未約定於特殊目的信託契約之其他權利或利益」，主管機關認為：「如此，即可避免次順位受益人對受益人會議之決議，任意行使否決權，亦可避免優先順位受益證券之評等受到不利影響」<sup>63</sup>，似已參考信用評等機構之意見而為補充。

---

<sup>63</sup> 金管會銀行局 2003 年 8 月 28 日新聞稿。

施行細則將本條例第二十六條第一項適用情形，限縮至「特殊目的信託契約載明該特定種類受益人所得享有之權利」，如契約未載明之其他權利，縱使該特定種類受益人受到侵害，不能依本條例第二十六條主張否決權。換言之，本條例第二十六條適用之情形，須特殊目的信託契約對該特定種類受益人之權利有「正面表列」時，始能適用。有疑問者，係「契約載明該特定種類受益人所得享有之權利」，是否契約須就「特定種類受益人」分別臚列其權利內容，始有適用？倘若契約僅概括以「受益人」（而非具體指明「特定種類受益人」）之用語規範權利義務，是否被視為未載明該特定種類受益人所得享有之權利？為避免爭議，實務上應宜於契約中訂明，何者屬於該特定種類受益人所得享有之權利。

再者，本條例第二十六條本文對特定種類受益人既無任何條件限制，施行細則增列上開限制，是否妥適，法律解釋適用上可能有二種看法：

### 1. 從目的性限縮之觀點而言

本條例第二十六條依其立法之內在目的與規範計劃，應消極地設有限制，原應限縮其適用範圍，但於立法時未設此限制，造成法律漏洞（隱藏漏洞）<sup>64</sup>，嗣後於施行細則中以目的性限縮方式予以補充，亦即透過此種法律補充方式，可使原本規範不圓滿狀態趨於圓滿。

### 2. 從文義解釋以及法律保留原則之觀點而論

---

<sup>64</sup> Karl Larenz著（陳愛娥譯），法學方法論，頁300，五南圖書出版股份有限公司，初版（1996）。

本條例第二十六條第一項既明定「……『應』經該特定種類受益人會議決議之承認」，則解釋上該條應係「強行規定」，不得以契約變更或限制之，施行細則將母法條文限縮適用，似有增加法律所無限制而違反法律保留原則之嫌<sup>65</sup>。

就解決目前條文規範與信用評等機構意見之不一致，而在不（或未及）修改法律之情形下，主管機關以施行細則對母法所為之補充規範，如以目的性限縮之法律補充理論為基礎，考量本條例二十六條之規範意旨，係為保障特定種類受益人之權利，防止在其表決權受限制甚至無表決權之情形下，遭受益人決議損害其權利，但立法時未考量該特定種類受益人可能藉由該條規範恣意運用否決權，影響現金流量乃至於整體證券化計劃之穩定性，而有導致受益證券所獲信用評等，有被信用評等機構調整或撤銷之法律風險，對受益人將有不利之影響，從而本條例第二十六條依其立法之內在目的與規範計劃，應適度限縮其適用範圍，即以特殊目的信託契約為依歸，限縮至「以特殊目的信託契約載明該特定種類受益人所得享有之權利為限，不包含未約定於特殊目的信託契約之其他權利或利益」，因特殊目的信託契約係證券化案件最重要且最根本之規範，契約效力拘束全體受益人，除公開說明書或投資說明書需揭露受益證券相關內容外，受益人亦可閱覽契約，故以信託契約作為限制範圍，應可兼顧特定種類受益人與全體受益人之利益，並緩和法律條文規範與信用評等機構意見之緊張關係，對我國證券化之發展具有正面助益。

---

<sup>65</sup> 關於行政命令增加法律所無限制、逾越法律授權範圍之大法官會議解釋，參閱釋字第五八一號、第五七六號、第五六九號、第五六六號、第二七四號、第二六八號等解釋解釋文。

以上從法律的解釋適用觀點而論，施行細則規定倘透過「目的性限縮」之法律補充方法，似有其妥當性；惟在立法論上，現行條文以「強行規定」之形式存在，是否妥適？另從上述法律保留原則之角度而言，仍恐易引發爭議，正本清源之道，將來宜在立法上進行修正，詳後述檢討與立法建議。

#### （四）公司法特別股股東保護之比較觀察

特殊目的信託本質上屬於信託，法律型態上與股份有限公司有異，惟關於受益人會議之權利行使，為使集團信託或商事信託之多數受益人得有效行使信託法所定各項權利（如撤銷權、異議權、監督權等），以達到監督受託人之效果，在立法政策上，可考慮參酌公司股東會之召集程序及議事規範，建構受益人大會之權限及相關議事規範，以有效形成多數受益人之集體意志<sup>66</sup>。本條例第二十六條關於特定種類受益人權利之保護主要即係參考公司法第一五九條關於特別股股東之保護。

公司法第一五九條第一項規定：「公司已發行特別股者，其章程之變更如有損害特別股股東之權利時，除應有代表已發行股份總數三分之二以上股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之決議為之外，並應經特別股股東會之決議。」該條之立法目的，在於確保特別股股東的權益，以免受普通股股東利用變更章程的方式加以損害<sup>67</sup>。條

<sup>66</sup> 王志誠，信託之基本法理，頁 140、141，元照出版有限公司，初版一刷（2005）。

<sup>67</sup> 劉連煜，特別股股東權利之保護，收錄於公司法理論與判決研究（三），頁 129，自版，初版一刷（2002）。

文中明定若有損害於特別股股東之權益時，必須經由股東會和特別股股東會雙重決議始得爲之。此時依照第一五七條第三款無表決權之股東，適用上應解釋爲在股東會上無表決權，但根據第一五九條關於特別股股東會決議之相關規定，該股東於特別股股東會時仍有表決權<sup>68</sup>。

本條例第二十六條係關於特殊目的信託之特定種類受益人保護，性質上雖然與公司法第一五九條股份有限公司之特別股股東不同，但二者均對若其權利受到侵害時，予以制度上之保護。值得注意者，本條例二十六條適用前提係「受益人會議決議」有侵害特定種類受益人時，而公司法第一五九條則係「章程之變更」有侵害特別股股東權利時。按特殊目的信託非公司組織，當然無章程之設置，但其類似於章程之根本規範，應屬特殊目的信託契約，倘若本條例擬完全仿照公司法第一五九條，本條例第二十六條應規定「特殊目的信託契約之變更」有侵害特定種類受益人時……（如本條例第四十五條之規範），而非「受益人會議之決議」。

概念上，受益人會議決議之事項較特殊目的信託契約爲廣，一如股東會決議事項不僅限於章程之變更，因此，兩相比較，本條例對於特定種類受益人受侵害保障之適用範圍，似較公司法關於特別股股東權利之保障爲廣。惟本條例第二十六條既參考公司法第一五九條而設，且特別股股東權利義務係載明於公司章程中（公司法第一五七條），特定種類受益人之權益亦係載明於特殊目的信託契約中（本條例第十三條第八款），則本條例第二十六條之適用，似應以特殊目的信託契約之變更有侵害特定種類受益人權益時，較能符合本條例第二

---

<sup>68</sup> 王泰銓，公司法新論，頁 332，三民書局股份有限公司，增訂二版（2002）。



十六條參考公司法第一五九條之立法精神，此亦能與前述施行細則以契約有無記載該權益內容為依歸之觀點相呼應。

### （五）實務後續發展

本條例第二十六條之適法性疑義，係信用評等機構於首宗證券化商品發行時提出，並要求受託機構（臺灣土地銀行）於投資說明書中揭露其前述意見，受託機構即於投資說明書中之法律風險載明其意見<sup>69</sup>。

國內第二宗證券化商品「法國里昂信貸銀行台北分行企業貸款債權特殊目的信託」於二〇〇三年九月發行<sup>70</sup>，當時施行細則業已於同年八月發布，本條例第二十六條已有子法作為補充規範，信用評等機構於該案之評等報告中，仍提及本條例第二十六條「對於優先受益證券持有人所享有的靈活性設限，可能在發生強制執行時引發負面後果」，但又謂：「然而稍後金融資產證券化條例施行細則於民國九十二年八月公布，該細則說明上述第二十六條所定特定種類受益人之權益，以特殊目的信託契約載明該特定種類受益人所得享有之權利為限。本交易之信託合約已預設，若有任何適用之法令增補，則各券債權人將比

<sup>69</sup> 臺灣土地銀行，前揭註 23，頁 56、57。

<sup>70</sup> 該件與首宗證券化商品皆屬企業貸款債權信託證券化（即CLO），二者主要差異之一，為首宗證券化係以創始機構之既有貸款（Existing Loans）為標的資產（Underlying Assets）而組成資產池（Pool），本件則是以所謂「Fresh Loans」（創始機構之貸款於移轉日Closing Day始成立，並於同日移轉予受託機構）組成資產池，其後國內CLO商品，截至 2006 年 4 月，皆係以Fresh Loans組成資產池，參閱正源國際法律事務所，前揭註 1，頁 328。

照適用增訂後之法令，因此前述可能發生強制執行時產生之負面後果在本項交易中不復存在」<sup>71</sup>，從而施行細則發布後，信用評等機構認為證券化執行時可能發生之負面後果將不復存在，顯示其已接受施行細則之規範。

自第二宗證券化商品發行後，嗣後所發行之證券化商品，信用評等機構<sup>72</sup>未再對本條例第二十六條表示意見，惟受託機構多在公開說明書或投資說明書中揭露本條例之規定，其中仍有將之列為法律風險者，如二〇〇五年香港上海匯豐銀行發行玉山銀行債權資產證券化特殊目的信託於法律風險中揭露：「信託期間，如發生資產證券化計劃無實益，經受益人會議決議強制處分信託財產時，若決議性質有損害本案次順位受益證券持有人之權利，依金融資產證券化條例第二十六條第一項規定，次順位受益證券持有人對該決議具否決權，該項權利之行使將影響A級受益證券、B級受益證券、C級受益證券之權益，信用評等機構並將重新檢視受益證券之評等」<sup>73</sup>，亦有引用施行細則規範，而於受益人會議相關資訊中揭露：「受益人會議之決議有損害特定種類受益證券受益人時，其決議應分別經該種類受益證券受益人會議之承認。前項所稱特定種類受益人之權利，以信託契約載明該特定

<sup>71</sup> 中華信用評等股份有限公司，「法國里昂信貸銀行台北分行企業貸款債權特殊目的信託」評等報告，頁 8（2003）。

<sup>72</sup> 除了中華信用評等股份有限公司之外，另一信用評等機構穆迪信用評等股份有限公司（Moody's Taiwan Corporation）亦擔任國內數宗證券化之信用評等機構，如 2004 年「中國國際商業銀行第一次企業貸款債權特殊目的信託」、2005 年「玉山銀行債券資產證券化特殊目的信託」等。

<sup>73</sup> 香港上海匯豐銀行台北分公司，玉山銀行債權資產證券化特殊目的信託 2005-1 受益證券公開說明書，頁 73。

種類受益人所得享有之權利為限，不包含未約定於信託契約之權利或利益」<sup>74</sup>者。足見信用評等機構之意見與施行細則規定，對國內後續證券化案件，具有深遠之影響。

## （六）檢討與立法建議

### 1. 法律解釋適用上之檢討

以上關於本條例第二十六條特定種類受益人否決權之爭議，可簡要歸納如下：

（1）條文係仿公司法第一五九條股份有限公司特別股股東權利保護規定，從法條形式外觀及文義解釋而論，應屬強行規定，不得由當事人以契約變更或限制之。

（2）信用評等機構認為該條對於優先順位受益證券持有人所享有的靈活性設限，可能在發生強制執行時引發負面後果，或可能使該筆交易的評等等級有調整或撤銷之情況，可能對台灣證券化市場的發展形成阻礙。

（3）施行細則第十三條將該條之適用限縮至「特殊目的信託契約載明該特定種類受益人所得享有之權利」，可能引發正反不同意見，如從目的性限縮之法律補充方式，可導出肯定之結論；若從文義解釋以及法律保留原則出發，則該施行細則恐有增加法律所無之限制、逾越法律授權範圍之嫌。

---

<sup>74</sup> 香港上海滙豐銀行台北分公司，中國國際商業銀行第一次企業貸款債權特殊目的信託受益證券公開說明書，頁 53。

在法律解釋與適用的層次上，本文認為本條固為保障特定種類受益人而設，但賦予該等受益人否決權之範圍過廣，有所謂「隱藏漏洞」情形產生，基於衡平特定種類受益人權益與全體受益人權益、解決法條規範與信用評等機構意見之衝突以及比較觀察公司法第一五九條關於特別股股東保護之立法形式，應可依目的性限縮之方式，限定該等受益人於契約所載權益受損時，始得依法主張，質言之，在現行法未修正之情形下，本文肯認施行細則之妥當性。

## 2. 立法建議 - 強行規定方式之商榷

以上係就法解釋論方面探討，另在立法論上，本條例第二十六條以強行規定方式之立法是否妥當？並可進一步思考：特定種類受益人之權益是否須透過法律強行規定予以保障？抑或委諸特殊目的信託契約規範即可，而無須作強行規定？

按資產證券化之法制設計所追求者在於發揮資本效率與保護投資安全<sup>75</sup>，本條例第一條規定：「為發展國民經濟，透過證券化提高金融資產之流動性，並保障投資，特制定本條例」，即明斯旨。為達「保護投資」與「資產效率」兩大價值之規範目的，理想的規範模式，應以市場監督機制為主，並以周密的民事規範，作為市場監督之基礎<sup>76</sup>，法令的管制不宜超過保護投資安全的必要程度，以免得不償失或未蒙其利而先受其害<sup>77</sup>。以本條例第二十六條為例，以強行規定之方式保障

<sup>75</sup> 曾效如、塗能謀，資產證券化及基本法制問題，經社法制論叢，第二十期，行政院經濟建設委員會，頁 136（1997）。

<sup>76</sup> 臧大年、謝哲勝、吳家桐，前揭註 15，頁 350。

<sup>77</sup> 同上註，頁 349。

特定種類受益人之否決權，雖可看出對該等受益人保障程度，惟在實務上卻引發信用評等機構之疑慮，雖嗣後由施行細則與以補充規範，但於此是否有以法令管制（尤其是以強行規定）方式取代市場監督機制之必要性，實值深思。

在公司法，法律規範是否應干涉公司之自主性，並用強制手段要求公司遵循，例如訂定全面之強行規定，以保障無力與公司抗衡之投資人？抑或法律規範應採觀望態度，讓公司中之利害關係人自行協調，僅提供一些參考條款，做為補充當事人缺漏，或簡化協商過程之用？此牽涉強行規定與任意規定之搭配選擇，為政策選擇之難題<sup>78</sup>。按強行規定之存在除了促進經濟效益，尚必須減少市場上交易參與者之「資訊搜尋成本」；但在減省「資訊搜尋成本」同時，過度規格化之法律設計，將戕害契約自由之空間，使交易當事人無法依己意達成目的，此種過度規格化之負面效應，學者稱為「僵化關係成本」。而任意規定最大特色是容許當事人合意變更，承認契約自由，於此情形下，「僵化關係成本」將降至低點。但因資本市場充斥形形色色之交易，更因契約自由之貫徹，契約態樣與內容可能五花八門，難以預見，而對潛在之交易相對人而言，其欲取得各種交易條件與對方資力有關交易之重要訊息，勢必得付出較高之資訊蒐集成本<sup>79</sup>。

上述公司法強行規定與任意規定之規範理論，運用在本條例第二十六條，值得探究者，為該條以強行規定之方式呈現，是否確有減省投資人「資訊蒐集成本」之效，而無「僵化關係成本」之害？與公司

---

<sup>78</sup> 王文字，前揭註 54，頁 23。

<sup>79</sup> 同上註，頁 24。

法相較，本條例對於投資人保障程度顯高於公司法，如：採取資訊公開制度（本條例第十七條）、主管機關之事前與事後行政監督（本條例第九條、第一〇五至一〇七條）、強化受益人保障機制（受益人會議與信託監察人之設置，本條例第二十三條至三十三條），以及公開招募受益證券採強制信用評等（本條例第一〇二條），其中又以信用評等最為重要，學者有謂「金融資產證券化的靈魂在於信用評等」<sup>80</sup>，此觀諸證券化實務上，須待信用評等機構審視所有契約文件、取得各種專家意見<sup>81</sup>而予評等報告（Rating Report）後，證券化發行計畫方大功告成<sup>82</sup>，而受益證券有無接受評等以及評等等級如何，強烈影響投資人之投資選擇，確屬的論；另信用評等具有提供信用風險資訊、保護投資人權益以及降低投資人資訊取得成本等功能<sup>83</sup>，從而證券化商品經過信用評等，有助於減省投資人之「資訊蒐集成本」，且信用評等亦係市場監督機制之一環，則本條例第二十六條以強行規定方式立法，似難明顯看出有減省投資人資訊蒐集成本之效，反而遭信用評等機構批評有阻礙國內證券化之發展之負面效應，即前述過度法律管制，未蒙其利，先受其害，導致證券化之「僵化關係成本」高於投資人之「資訊蒐集成本」。職是之故，本條例第二十六條「強行規定」與「任意

<sup>80</sup> 林哲群，金融資產證券化，頁 225，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，二版（2005）。

<sup>81</sup> 包括法律意見書（Legal Opinion）、法律事項實地查核報告（Legal Due Diligence）、資產查核報告（Portfolio Due Diligence）、稅務意見書（Tax Opinion）、會計處理意見（Off Balance Opinion）、價格允當性意見（Fairness Opinion）等，參閱正源國際法律事務所，前揭註 1，頁 315-325。

<sup>82</sup> 正源國際法律事務所，前揭註 1，頁 304。

<sup>83</sup> 林哲群，前揭註 80，頁 220-221。



規定」之立法政策選擇，基於上述說明，本文認為以「任意規定」方式，較為妥適。

再者，本條例第二十六條主要參考公司法第一五九條，然證券化是否有移植該法條之必要，本文認為證券化商品與公司股份本質上不同，並非當然要全盤移植不可，且該條立法理由僅列參考公司法第一五九條及日本資產流動化法之規定，縱蘊含保障特定種類受益人權益之理念，但仍無法導出絕對需以「強行規定」保障特定種類受益人的堅強理由。且因應金融自由化、國際化之潮流，對於證券化商品盡量朝去除管制（Deregulation）之方向思考，以契約自由為依歸，再輔以嚴謹的公開原則（Disclosure）以及風險揭露，以衡平投資人與證券化參與者間「資訊不對稱」情事，保障投資人權益。

從而，將來修法上，本條例第二十六條建議改為任意規定，或參考施行細則之內容而為修正（特殊目的信託契約「明定」賦予該「種類之受益證券持有人」之權利），有關特定種類受益人之表決權，基於契約自由原則，悉依特殊目的信託契約之規定，但同時應強化資訊公開與風險揭露之機制，以兼顧國內證券化發展以及投資人保障。

## 伍、結論

金融資產證券化條例公布實施迄今已逾四年，國內已成功推行數十件證券化商品，回顧證券化發展初始，因僅有本條例而相關子法尚未發布，諸多法令疑義尚待釐清，其中最受信用評等機構關注者，為

特定種類受益人表決權相關問題。本文即從特殊目的信託架構下受益權性質出發，探討此問題。

金融資產證券化之特殊目的信託架構具有集團信託性質，受益權以證券化方式產生「量」的分割與「質」的分割，其中「質」的分割所呈現出來的，乃不同種類順位的受益證券。我國證券化實務上已發展出劃分多種類順位之受益證券，以吸引不同投資考量之應買人，而受益人權利之行使應透過受益人會議決議方式為之，此為集團信託的特色之一，本條例就受益人會議亦有若干原則性規範，但仍未盡週延，立法上似可參考「證券投資信託及顧問法」第四十二條，以授權命令方式由主管機關制定受益人會議準則，以供參考或遵循。

另就特定種類順位受益人於受益人會議之表決權，實務曾有可否以契約限制或禁止特定種類受益人表決權，以及本條例第二十六條賦予特定種類受益人否決權是否妥當性之爭議。前者依據本條例第二十五條第二項但書：「……契約另有約定者，從其所定」，應採肯定解釋。而後者主要係信用評等機構基於保障優先順位受益證券之評等等級，認為本條例二十六條對於優先順位受益人所享有之靈活性設限，將不利於我國證券化之發展。隨後我國主管機關參考其意見，於本條例施行細則第十三條對本條例第二十六條作「以特殊目的信託契約載明該特定種類受益人所得享有之權利為限」之限制條件。此種限縮規範可能引發正反二種見解：如從目的性限縮之法律補充方式，可導出肯定之結論；若從文義解釋以及法律保留原則出發，則該施行細則恐有增加法律所無之限制、逾越法律授權範圍之嫌。

本文認為本條例第二十六條固為保障特定種類受益人而設，但賦予該等受益人否決權之範圍過廣，有所謂「隱藏漏洞」情形產生，基於衡平特定種類受益人權益與全體受益人權益、解決法條規範與信用評等機構意見之衝突以及比較觀察公司法第一五九條關於特別股股東保護之立法形式，應可依目的性限縮之方式，限定該等受益人於契約所載權益受損時，始得依法主張，質言之，在法律的解釋適用上，本文肯認施行細則之妥當性。

在立法論上，本條例第二十六條以強行規定之方式呈現，涉及與任意規定立法政策選擇問題。本文認為證券化之管制方向宜以市場監督機制為主，法令的管制不宜超過保護投資安全的必要程度。本條例第二十六條以強行規定方式立法，似難明顯看出有減省投資人資訊蒐集成本之效，反而遭信用評等機構批評有阻礙國內證券化之發展之負面效應，即可能有過度法律管制，未蒙其利，先受其害，導致證券化之「僵化關係成本」高於投資人之「資訊蒐集成本」之弊。本條例第二十六條縱蘊含保障特定種類受益人權益之理念，但仍無法導出絕對需以「強行規定」保障特定種類受益人的堅強理由。且因應金融自由化、國際化之潮流，對於證券化商品盡量朝去除管制（Deregulation）之方向思考，以契約自由為依歸，再輔以嚴謹的公開原則（Disclosure）以及風險揭露，以衡平投資人與證券化參與者間「資訊不對稱」情事，保障投資人權益。

將來修法上，本條例第二十六條建議改為任意規定，或參考施行細則之內容而為修正（特殊目的信託契約「明定」賦予該「種類之受益證券持有人」之權利），有關特定種類受益人之表決權，基於契約

自由原則，悉依照特殊目的信託契約之規定，但同時應強化資訊公開與風險揭露之機制，以兼顧國內證券化發展以及投資人保障。

中原財經法學

## 參考文獻

### 書籍

山崎和哉，資產流動化法，財團法人金融財政事情研究會，四刷（2001）。

王文字，公司法論，元照出版有限公司，三版一刷（2006）。

王文字、黃金澤、邱榮輝，金融資產證券化之理論與實務，元照出版有限公司，初版（2003）。

王志誠，金融資產證券化，五南圖書出版股份有限公司，二版（2005）。

王志誠，信託之基本法理，元照出版有限公司，初版一刷（2005）。

王志誠，信託法，五南圖書出版股份有限公司，初版（2005）。

王泰銓，公司法新論，三民書局股份有限公司，增訂二版（2002）。

正源國際法律事務所，案例式證券金融法令 I，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，初版（2005）。

白石洋一，貸出債權証券化の方法，東洋經濟新報社，一刷（2000）。

林哲群，金融資產證券化，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，二版（2005）。

金融資產證券化條例立法資料彙編（上）、（下），中華民國加強儲蓄推行委員會金融研究小組，初版（2002）。

陳文達、李阿乙、廖咸興，資產證券化理論與實務，智勝文化事業有限公司，初版（2002）。

黃銘傑，證券化基本原理，收錄於王文字主編，金融法，元照出版有限公司，初版一刷（2004）。

臧大年、謝哲勝、吳家桐，金融資產證券化理論與法制，台灣財產法暨經濟法研究協會，初版（2005）。

劉連煜，公司法理論與判決研究（三），自版，初版一刷（2002）。

賴源河等人合著，新修正公司法解析，元照出版有限公司，初版（2002）。

儲蓉，金融資產證券化理論與案例分析，台灣金融研訓院，初版（2004）。

謝哲勝，信託法總論，元照出版有限公司，初版（2003）。

JAMES J. CUNNINGHAM, ASSET-BASED FINANCING INCLUDING SECURITIZATION  
AND ACQUISITION FINANCING (Practising Law Institute 1994).

JASON H.P. KRAVITT, SECURITIZATION OF FINANCIAL ASSETS  
(Aspen Law & Business 2d ed. 2002).

Karl Larenz 著（陳愛娥譯），法學方法論，五南圖書出版股份有限公司，初版  
（1996）。

MORTGAGE AND ASSET SECURITIZATION, THE LIBRARY OF INVESTMENT BANKING  
VOL. 5 (Robert Lawrence Kuth ed., Richard D. Irwin, INC. 1990).

### 期刊論文

林志吉，金融資產證券化及其法律機制之探討，台灣金融財務季刊，第三輯  
第三期，頁 1-18（2002）。

姚正吾，論資產證券商品之法律性質，全國律師，第五卷第十一期，頁 31-36  
（2001）。

洪秀瑜，擔保抵押資產信託與不動產證券化在國內之可行性研究，國立中山  
大學財務管理學研究所碩士論文（2002）。

涂錦樹，信託資產證券化之法律理論與實務，全國律師，第八卷第七期，頁  
55-66（2004）。

曾效如、塗能謀，資產證券化及基本法制問題，經社法制論叢，第二十期，  
頁 123-143（1997）。

劉萬基，金融資產證券化條例受託機構地位之分析，台灣金融財務季刊，第  
四輯第四期，頁 39-57（2003）。



Dominic Jones, *Securitization Market Slow Start In Taiwan*, CORPORATE FINANCING WEEK, June 2, 2003, at 1.

*Taiwan Opens New Market with First Securitization*, INTERNATIONAL FINANCIAL LAW REVIEW, Apr. 2003, at 1.

### 其他

中國信託商業銀行 2004-A 特殊目的信託抵押貸款受益證券公開說明書 (2004)。

中華信用評等股份有限公司,「台灣工業銀行企業貸款債權信託證券化特殊目的信託」評等報告 (2003)。

中華信用評等股份有限公司,「法國里昂信貸銀行台北分行企業貸款債權特殊目的信託」評等報告 (2003)。

立法院公報, 第九十一卷第四十五期 (2002)。

香港商上海匯豐商業銀行股份有限公司台北分公司發行中國國際商業銀行第一次企業貸款債權特殊目的信託受益證券公開說明書 (2004)。

香港商上海匯豐商業銀行股份有限公司台北分公司發行玉山銀行債券資產證券化特殊目的信託 2005-1 受益證券公開說明書 (2005)。

香港商上海匯豐商業銀行股份有限公司台北分公司發行玉山銀行債券資產證券化特殊目的信託 2005-2 公開說明書 (2005)。

國內外資產證券化市況報導 (2006 年 4 月), 台灣金融研訓院, <http://www.tabf.org.tw/tw/download/21/10.pdf> (2006/10/11, 造訪)。

萬通商業銀行股份有限公司發行法國里昂信貸銀行台北分行企業貸款債權證券化受益證券公開說明書 (2003)。

群益證券 2005-1 債權資產證券化特殊目的信託受益證券公開說明書 (2005)。

臺灣土地銀行發行台灣工業銀行企業貸款債權信託證券化受益證券投資說明書（2003）。

中原財經法學

## 摘要

在金融資產證券化之特殊目的信託架構下，受託機構依證券化計畫發行受益證券，受益證券並得按證券化計畫及特殊目的信託契約區分為不同種類、期間或受償順位，例如證券化實務之「優先、次順位架構」(Senior/Subordination Class)。關於受益人權利之行使，金融資產證券化條例第二十五條第二項規定：「受益人依其受益權之本金持分數享有相對應比例之表決權。但特殊目的信託契約另有約定者，從其所定」；第二十六條第一項規定：「如受益人會議之決議有損害特定種類受益人之權利，其決議應經該特定種類受益人會議之承認」。

我國資產證券化發展初始，信用評等機構對於上揭條例第二十六條第一項有關特定種類受益人會議決議之規定，認為將不利於我國金融資產化之發展。其後我國主管機關參考其意見，於本條例施行細則第十三條規定：「本條例第二十六條第一項所定特定種類受益人之權利，以特殊目的信託契約載明該特定種類受益人所得享有之權利為限，不包含未約定於特殊目的信託契約之其他權利或利益」。上述施行細則規定及信用評等機構意見，涉及不同種類、順位受益證券持有人在受益人會議表決權行使時，就各自所享有的利益，應如何透過法令規範或契約，作出妥適且明確的設計，以降低資產證券化之法令不明確或有疑義之法律風險。

本文擬從特殊目的信託架構下之受益權、不同種類、順位受益證券之設計、本條例受益人會議規範內容以及公司法特別股股東保護之比較觀察，分析上開施行細則規定以及信用評等機構意見後，檢討本條例第二十六條之妥適性並提出修法建議作為結論。

## **Legal Issues Regarding the Beneficiaries' Voting Rights under the Special Purpose Trust Structure**

**Tien-I Chiu**

### **Abstract**

Under the “Special Purpose Trust (SPT)” structure of Financial Assets Securitization, the Trustee may issue the Beneficial Securities in various types or priority of distribution such as Senior/Subordinated Securities pursuant to Securitization Plan or SPT Contract. With regard to the right of Beneficial Securities holders (Beneficiaries), Article 26, paragraph 1 of Financial Assets Securitization Act (the Act) stipulated that” If the Securitization Plan allows various types of beneficial interest, and if a resolution of beneficiaries’ meeting damages to the rights of certain type of beneficiaries, such resolution shall be approved by a resolution adapted in a meeting of that damaged type beneficiaries.”

In the initial stage of Taiwan securitization development, Credit Rating Agency criticized aforesaid Article 26 for the negative influence to Taiwan securitization development. Later, the Authority adapted the opinion of Credit Rating Agency and set supplementary rule limiting the scope of Article 26 to “the rights entitled to certain type beneficiaries as indicated in SPT contract, and shall not include other rights or interests not indicated in SPT contract.” The opinion of Credit Rating Agency and Authority’s supplementary rule involve the voting right of various types of

beneficiaries. The key issues are how to exercise the various voting right through appropriate legal or contract mechanism.

The essay tries to analyze the above mentioned key issues from the aspects of the beneficial interest, various types of beneficial securities, resolution of beneficiaries' meeting, Credit Rating Agency's opinion and Authority's supplementary rule. Comments on Article 26 will be made and proposed amendment will be provided as the conclusion of the essay.

Key words : Special Purpose Trust (SPT), Financial Assets Securitization, Beneficiaries' meeting, Beneficial Securities, Certain type of beneficiaries, Voting right, Senior/Subordinated Securities, Credit Rating, Credit Enhancement

中原財經法學