

89-2414-H002-009

金融資產證券化法制之研究

台大法律系 王文字

西元二〇〇〇年十二月

金融資產證券化法制之研究

台大法律系副教授 王文字

壹、前言

「資產證券化」(asset securitization)制度於1980年代濫觴於美國，其後歐亞各國亦先後繼受此制。在我國，最初係由財經學者將類似概念引進國內¹，主要係由會計面或市場面探討證券化之相關問題，近年來法律學者亦開始研究此制，貢獻不小。然美中不足者，這些研究多著重於資產證券化之定義、類型等問題之探討，對其核心概念—「資產分割」(assets partitioning)一反而著墨不多，誠屬可惜。有鑑於此，本文嘗試回歸資產分割問題，從基本面來探討資產證券化之組織功能、法律爭議與管制策略。

自背景而言，資產證券化制度之出現，主要是為了解決長久以來存在於金融市場中之問題：即某些金融資產之持有者無法從傳統籌資管道將其變現。影響所及，不但資金無法做最有效率之運用，而且相關風險亦無法分散或降低，嚴重阻礙金融市場之健全發展。具體言之，擁有大量金融資產之現金需求者，由於其金融資產必需至到期日方能一一實現，且不具市場流通性。尤其在傳統法體制下，設定傳統擔保物權（或類似優先權）時，原則上擔保物、擔保權人與擔保債權均須特定，然而金融資產（尤其是應收帳款群）卻往往處於浮動狀態而未能特定，故現金需求者無法以設定擔保物權（或類似優先權）之傳統方式進行融資。為了解決這個問題，現金需求者便以「資產分割」之方法，隔絕某筆金融資產於現金需求者之破產風險外，進而設定類似擔保物權（或優先權）之效力，以利於現金需求者融資。在此背景下，「架構式融資」(structured finance; structured financing)制度乃應運而生，成為近代金融創新之典範²。

應注意者，從法制面而言，「架構式融資」實較「資產證券化」用語更能凸顯出此種融資制度之特性³。然而，由於國內通用習慣之考量，本文仍沿用資產證券化一詞，以探討此制度之組織功能、法律爭議與管制策略。為行文方便起見，本文交互使用「架構式融資」或「資產證券化」用語，其涵義相同且具替代性。

¹ 如羅明聰，資產證券化之研究，台北銀行經濟研究室，八十一年，七至十頁；林世淵，美國金融證券化之發展，證券市場發展季刊第十六期，八十一年十月，第七十九頁。

² 有關架構式融資或資產證券化之經濟功能，請參考 Fabozzi & Modigliani & Ferri, *Foundations of Financial Markets and Institutions* (1994), at 29-33.

³ 這裡之所以稱其為架構式融資是因為：一般而言，架構式融資程序分為兩大部分。第一部份是關於資產分割之組織架構之調整，第二部分則是證券化之迅速變現過程。而一般金融學者所關注的是如何將不易流通之資產以證券化之方式變現，重視證券化之過程，所以多半採用「金融資產證券化」之用語來說明描述。然而法律學者所關注的重點應該是在於：資產分割之組織架構調整所涉及之法律爭議以及對這些法律爭議之管制策略。簡言之，法律學者重視資產分割之組織調整之架構過程，所以多半採用「架構式融資」之用語來說明描述，本文是從法律觀點出發，所以也使用架構式融資這個用語來說明，合先敘明。

本文首先扼要介紹架構式融資之基本概念，說明架構式融資之定義、主要當事人以及主要程序，先建立對架構式融資之基本認識。然後再進入本文之主題，也就是架構式融資的最核心概念——資產分割。在此，我們將先介紹資產分割之基本概念，並且以現行法之「股份有限公司」以及「信託」安排為例，以圖示方式說明資產分割在現行法下之具體適用。其次再說明資產分割之組織功能，藉由對其組織功能之認識，我們便能體會即便資產證券化仍有許多爭議，但架構式融資仍有推行之必要性。⁴接下來我們將舉出並說明目前架構式融資所產生之法律爭議，例如：假買賣、實質控制等架構式融資可能出現之弊端。並針對各法律爭議，依據我們對架構式融資之組織功能之正確認識，以擬定正確之管制策略。於管制策略之探討中，我們首先確立對各法律爭議之管制方向，並在該管制方向之前提下，約略引介相關之外國具體立法例，以作為將來我國立法上之參考。最後部分為代結論，嘗試從更寬廣之層面評析資產證券化對傳統法制之挑戰。

貳、資產證券化之基本概念⁵

一、資產證券化之意義

所謂「架構式融資」是指藉由資產分割之方法，將原本由資金需求者持有之金融資產與資金持有者隔離，藉以隔離該資產與資金需求者之破產風險。而由於該資產與資金需求者之破產風險隔離，不必列入資金需求者之破產財團，便可以產生類似擔保之效力，如此較容易使大眾投資人安心投資，現金需求者便容易以發行證券之方式向大眾投資人吸收資金，以滿足其現金需求。⁶

二、資產證券化之基本組織面向⁷

(一) 資產證券化之重要當事人(參照圖一)⁸

- 1.創始機構(Originator)：原持有應收帳款之組織，本為貸款機構或商業組織，現為現金需求者，所以想透過架構式融資之方法，將未實現之應收帳款迅速變現。
- 2.應收帳款之債務人(Obligor)：應支付應收帳款之個人或法人組織。

⁴ 參照 鄭功賢，不動產證券化是擋不住之潮流，財訊雜誌，八十一年四月刊。

⁵ 參照 王文字，資產證券化的意義、基本型態與相關法律問題，月旦法學雜誌，第四十八期，二十二頁。

⁶ 參照 The committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of The Association of the Bar of the City of New York , Structured Financing Techniques ,at 529.

⁷ 參照 劉紹樸、呂殊靜，資產證券化之立法趨勢，月旦法學，第四十八期，三十一頁。

⁸ 參照 美國金融管理局編，資產證券化手冊－流動性與資金管理，第一頁以下。

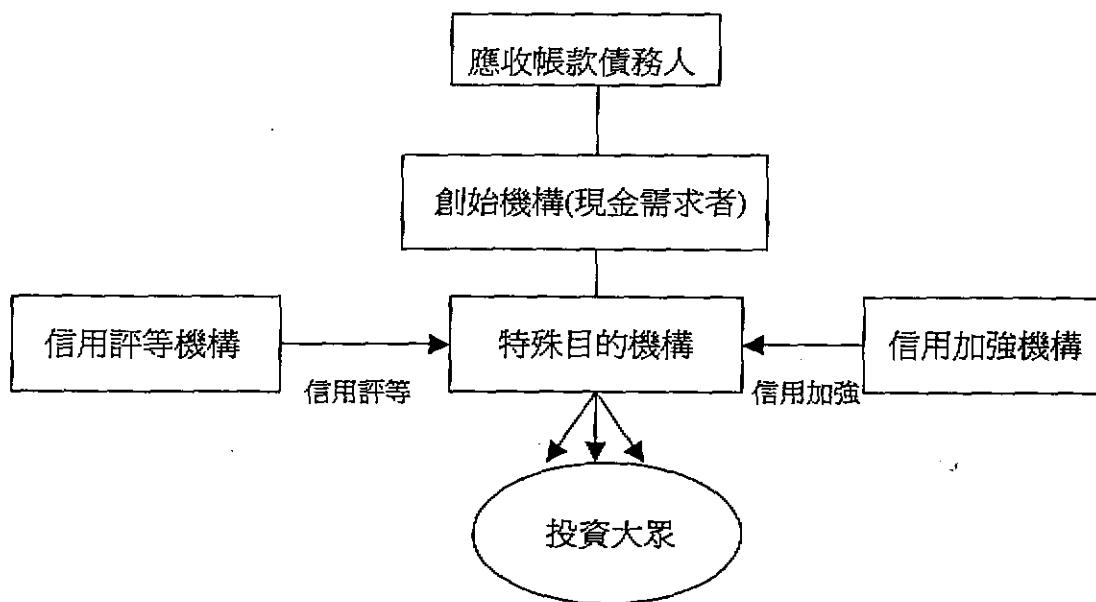
3.特殊目的機構(Special Purpose Vehicle)：為架構式融資中最重要之機構，其主要任務為：第一，持有並管理自創始機構移轉之應收帳款。第二，發行資產擔保證券。又特殊目的機構之業務範圍應受相當嚴格限制，將經營風險僅限於應收帳款之實現率高低，而不受其他因素之干擾，如此方能使證券之投資人能正確評估風險。

4.信用加強機構(Credit Enhancer)：當標的資產之無足夠之現金流量時以應付證券之還本付息時，用以保護投資人之方法。不涉及資產分割之問題，與本文較為無關，茲不贅述。

5.信用評等機構(Credit Rating Agencies)：負責評估相關證券於交易過程中給付遲延或不完全給付之風險，而給予某種信用評等之機構。其主要功能在提供投資人評估風險之資訊，不涉及資產分割之問題，與本文主題較為無關，亦不贅述。

6.大眾投資人(Investors)：一般大眾投資人，即單純為投資而購買特殊目的機構之股份或受益憑證者。

(圖一)架構式融資之重要當事人



(二) 資產證券化之重要程序(參照圖二)

1. 資產分割組織調整程序

(1) 設立特殊目的機構：為隔離創始機構之信用及破產風險，進而取得較高之信用評比，故資產分割時，必須先設立一獨立於創設機構以外之法律主體用以持有應收帳款與發行證券。⁹

(2) 創始機構將原持有之應收帳款轉賣與特殊目的機構：設立一獨立於創始機構以外之特殊目的機構後，創始公司再將原持有之應收帳款作價轉賣與特殊目的機構。¹⁰

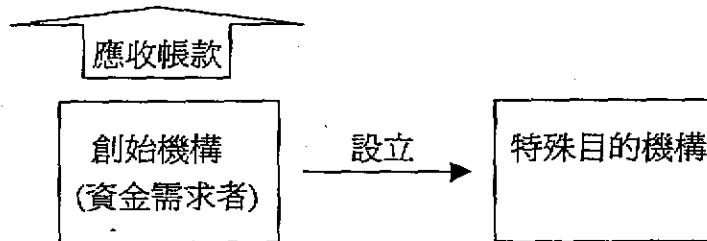
2. 證券化之程序(Securitization of Assets¹¹)

特殊目的機構於受移轉而取得應收帳款後，便以自己名義向投資大眾發行證券，並藉此取得大量之流動現金，乃將不易流通之資產加以流通化之重要程序，為金融學者所關注，然而並非本文之重點，茲不贅述。

{圖二}架構式融資之重要程序

1. 資產分割組織調整程序

(1) 設立特殊目的機構

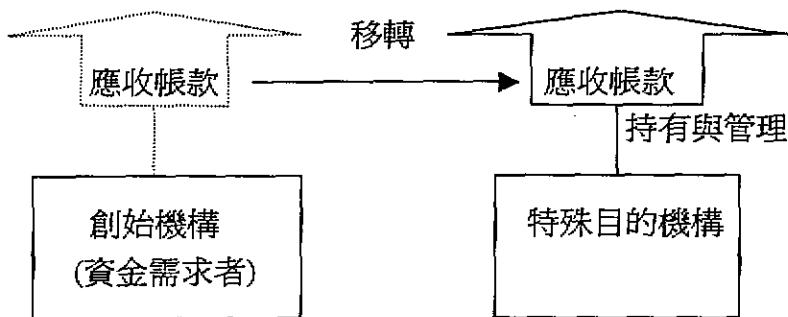


⁹ 在設立特殊目的機構之步驟時，可能會發生兩項重要之法律爭議：第一，特殊目的機構在法律上應定位為何種組織形式？因為特殊目的機構之主要目的在於持有並管理應收帳款，而特殊目的機構之風險應只限於應收帳款實現率之高低，所以必須對特殊目的機構之業務範圍作嚴格之規範，而現行法所提供之組織形式有哪些？這些供選擇之組織形式能否滿足特殊目的公司規範上之需求？這一點為架構式融資之重要法律爭議之所在，容於法律爭議部分說明。第二，雖然美國法上亦有第三人設立特殊目的機構之案例，然而設立特殊目的機構卻通常都是由創始機構單獨主導，故創始機構多半與特殊目的機構有實質控制關係，而可能發生特殊目的機構之經營專以創始機構之利益為準之弊端。這一點也是架構式融資之重要法律爭議之所在，亦將於法律爭議部分說明。

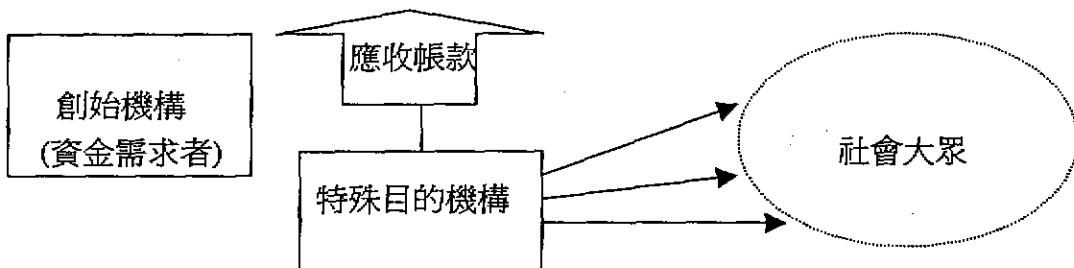
¹⁰ 在創始機構作價移轉應收帳款之步驟，可能會發生一項重要之法律爭議：由於創始機構對於特殊目的機構有實質控制關係，所以當創始機構作價移轉應收帳款時，交易之雙方實質上為同一批利害與共之人，形成「關係人交易」，而可能發生假買賣真抵押、或假買賣真詐害債權等各種弊端，這一點也是架構式融資之重要法律爭議，亦容於法律爭議部分說明。

¹¹ 架構式融資之重要程序大體為資產分割組織調整之程序以及證券化之程序。由於本文著重以法律觀點探討架構式融資，故本文重在架構式融資中資產分割組織調整之類似擔保之經濟功能以及資產分割組織調整之法律爭議與對該法律爭議之管制對策，故本文認為以法律觀點而言，架構式融資中最重要之部分無疑是資產分割組織調整之程序。至於證券化部分則非本文重點，故只約略提及。

(2) 將應收帳款移作債轉與特殊目的機構持有與管理



2. 特殊目的機構發行證券以吸收大眾資金



參、資產證券化之組織功能－以資產分割¹²為核心

一、資產分割之基本概念

資產分割是架構式融資中最核心也最重要之概念。簡言之，資產分割是指將某筆資產由原持有者分割，以隔離其與原持有者之破產風險，進而具有一定之獨立性。而資產分割包含兩個重要要求：第一，必須先建構法律主體與股東分離之設計。¹³第二，必須有債權人優先地位之設計。綜合而言，我們必須使法律主體可以自己名義持有資產，而且法律主體之債權人對於法律主體之資產相對於股東之債權人有優先地位。如此才能達成資產分割之隔絕破產風險目的。

一般而言，所謂的資產分割可以分為積極性資產分割(Affirmative Assets Partitioning)與消極性資產分割(Defensive Assets Partitioning)。¹⁴這是我們在探討所

¹² 參照 Henry Hansmann and Reinier Kraakman ,The Essential Role of Organization Law, The Yale Law Journal at 393.

¹³ 這意味著我們必須先承認法律主體獨立於股東而存在，而且法律主體可以以法律主體自己之名義持有資產。

謂賦予債權人優先之地位時，從分析角度不同而作之概念區別：¹⁵如果自對法律主體資產之受償優先順序角度分析：由於資產分割要求法律主體之資產必須與股東之破產風險隔離，所以股東之債權人不得對法律主體之資產有所主張，所以我們可以說法律主體之債權人相對於股東之債權人對法律主體之資產有優先地位，這便稱為積極性資產分割。

如果自對股東個別資產之受償優先順序角度分析：資產分割原則上要求¹⁶股東資產亦應與法律主體之破產風險隔離，所以法律主體之債權人，原則上不得對股東之個人資產有所主張，我們也可以說股東之債權人相對於法律主體之債權人對股東資產有優先權，這便稱為消極性資產分割。

總而言之，所謂賦予優先地位之設計有兩種形式，分別為積極性資產分割與消極性資產分割。所謂積極性資產分割是指法律主體之債權人相對於股東之債權人可對法律主體之資產有優先權。而所謂消極性資產分割是指股東之債權人相對於法律主體之債權人就股東之個別資產有優先權。積極資產分割是在探討法律主體之債權人與股東之債權人對法律主體之資產受償之優先順序關係。消極資產分割是在探討法律主體之債權人與股東之債權人對股東資產受償之優先順序關係。

(一)積極性資產分割之類型¹⁷

「積極性資產分割」是指法律主體之債權人相對於股東之債權人可對法律主體資產有優先權，已如上述。而其類型依其隔絕之強度可分為三種：

1.強型(Strong-form legal entity)

此種類型為典型。其特徵在於：法律主體之債權人於該法律主體破產時，相對於股東之債權人，對法律主體之資產有優先權。而且股東即使陷入無資力，股東之債權人亦不得因此要求該法律主體解散清算以滿足股東之債權人之債權，股東之債權人最多只能要求繼受股東之地位。我國之股份有限公司即為其類型。

2.弱型：(Weak-form legal entity)

此型之特徵在於：股東無資力時，股東之債權人得強迫該法律主體解散，但清算解散時，法人債權人相對於股東之債權人對於法律主體之資產有優先權。美國法上之合夥(Partnership at will)為其類型。

¹⁶ 消極資產分割並非資產分割必要之因素，這是因為有時為了加強法律主體在交易上信用強度，法律會要求股東必須對於法律主體之債務負連帶責任，而不將股東資產隔離於法律主體之破產風險之外，此時即無消極資產分割之可言。

¹⁷ 參照 Henry Hansmann and Reinier Kraakman, The Essential Role of Organization Law, The Yale Law Journal at 397.

3.超強型(Super-strong-form legal entity)

此型之特徵在於：該法律主體之債權人不只是被賦予對其資產之優先權，而是被賦予對該法律主體之資產獨佔之權利，其他債權人完全不得對該法律主體之資產執行。我國法上之信託屬此類型。

(二)消極性資產分割

「消極性資產分割」是指股東之債權人相對於法律主體之債權人就股東之個別資產有優先權，已如上述。依其隔絕之強度分為：

1.最強型(有限責任型)

股東只負出資義務，對於法律主體之債務不直接負責。如我國之股份有限公司、有限公司。

2.最弱型(無限責任型)

股東必須對法律主體之債務負外部連帶責任。如我國之合夥、無限公司。

3.其餘中間類型

(1)法律主體之債權人可執行股東之個人資產，但其清償順序劣於股東之債務人。

(2)法律主體之債權人可執行股東之個人資產，然股東只就其股份之比例負責，即股東只依股份比例清償部分債務，而不對全部債務負外部連帶責任。

(3)法律主體之債權人可執行股東之個人資產，然股東只對其股份之價值為限負責。

(4)股東提出特別擔保以擔保法律主體之債務。

二、資產分割之類型圖解

資產分割在我國法學上看似一個陌生之概念，然而其實在現行相關商業組織法規中，已有許多條文隱含資產分割色彩，只是較少以資產分割之組織調整角度去理解而已。所以在此，本文將以公司關係與信託關係中各關係人破產時，其債權人所能執行之財產範圍，來說明公司關係與信託關係中亦有破產風險隔離之間題，而帶有資產分割色彩。這樣一方面有助於對資產分割這個概念之理解；一方面也讓讀者了解資產分割在我國法並非全然陌生之概念。

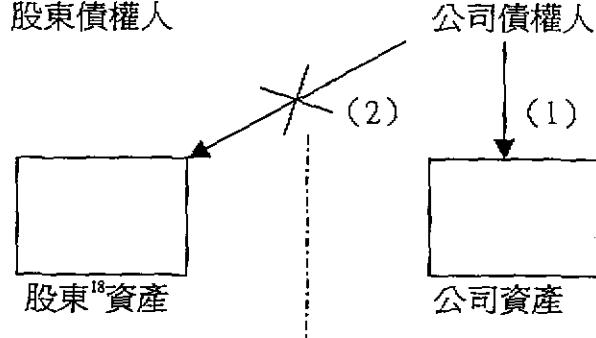
(一)類型一：公司型（以股份有限公司為例）

1.公司破產時

(1)公司債權人可對公司資產為執行，自無疑問。

(2)公司債權人不得對股東個人之資產為執行。這是因為股份有限公司為資合公司而採行有限責任原則，依公司法第二條規定：「股份有限公司之股東僅就其所認股份為限，對公司債務負責。」故公司債權人不得對股東個人之資產為執行。而「股東有限責任」便是消極資產分割中之最強型重最常見之例子。

{圖三}



2.股東破產時：

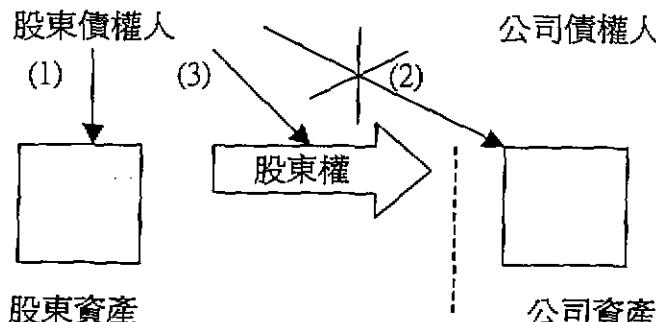
- (1)股東債權人可對股東之個人資產為執行，自無疑問。
- (2)股東債權人不得對公司資產為執行。

這是以公司具有獨立法人格之前提出發，股東和公司分別為不同之主體，公司資產乃由公司所有，股東只對公司享有股東權，故股東債權人不得直接執行公司資產。這應該是積極資產分割中之強型。

- (3)股東債權人得執行股東對公司之股東權。

股東債權人得執行股東對公司之股東權。而股東權之行使不能優先於公司債權人債權之行使，故公司債權人債權優先於股東權，又股東個人之債權人於執行股東個人之財產時，雖然亦可以將股東權查封拍賣，然而由於股東權劣後於公司債權，所以股東債權人之地位亦劣後於公司債權人，故可認為公司債權人就公司資產對股東之債權人享有優先權。

{圖四}



¹⁸ 此處之股東兼指自然人股東與法人股東。

(二)類型二：信託型¹⁹

1.委託人破產

- (1)委託人之債權人可執行委託人個人財產，自不待言。
- (2)委託人之債權人可否執行信託財產？

這個問題尚有爭論。由美國法之觀點，因為美國法上認為信託關係之存在不會誤導委託人之債權人對委託人債信之判斷。也就是說委託人之債權人一般不會以委託人委託之財產為評估委託人債信之基礎，所以沒有特為保護之必要。至於委託人可能利用信託以脫產之問題，應交由賦予被詐害之債權人撤銷權之規定處理。

在我國法上，於信託法制訂後，針對已登記之信託財產²⁰，學說上一般認為委託人之債權人不得強制執行。這是因為信託法第十二條²¹條文文意並未對其規範之主體作明確之限制，故應認為該條所稱之強制執行應包含委託人之債權人所提起之強制執行，故委託人之債權人所提起之強制執行依信託法第十二條不得為之。其實自信託制度之實質目的而言，本意即在於使信託財產與委託人之資產分離而具有獨立性，亦使信託財產能脫離原委託人之債務關係而具有確實安定性。為利於信託目的之確實達成，所以自然不應再允許委託人方之債權人介入信託關係。這顯然具有積極資產分割之色彩。

(3)委託人之債權人可否執行受益人財產？

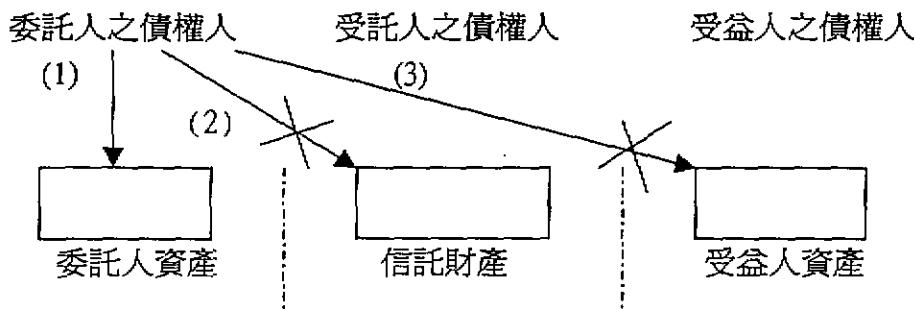
這同樣亦具有有爭論。從某個角度分析，因為受益人由委託人之信託財產獲得信託利益，似乎應允許委託人之債權人對受益人執行，方合乎公平。但是一般認為，即便受益人由信託財產受益，然仍不應允許委託人之債權人對受益人執行。其理由如下：委託人之債權人既然無法對信託財產執行，已如前述，舉重明輕，更不應該使委託人之債權人執行受益人之個人財產。這是因為自信託制度目的而言，其本意即在於使信託財產與委託人之資產分離而具有獨立性，使信託財產能脫離原委託人之債務關係而具有確實安定性，為達信託制度目的，自不應再允許委託人方之債權人介入信託關係，甚至還威脅到受益人之個人財產。而這也顯然帶有積極資產分割之色彩。

¹⁹ 參照 王文字，信託法原理與商業信託法制，公司與企業法制，第三九九頁以下。

²⁰ 至於未經登記之信託關係，一般學者認為仍必須一律回歸民法之基本原則，這是有疑問的。關於信託公示制度與信託財產獨立性之問題。參照 王文字，信託法原理與商業信託法制，公司與企業法制，第四五一頁。

²¹ 信託法第十二條一項規定：「信託財產不得強制執行。但基於信託前存於該財產之權利、因處理信託事務所生之權利或法律令有規定者，不在此限。」

(圖五)



2.受託人破產

(1)受託人之債權人可執行受託人之個人財產，自不待言。

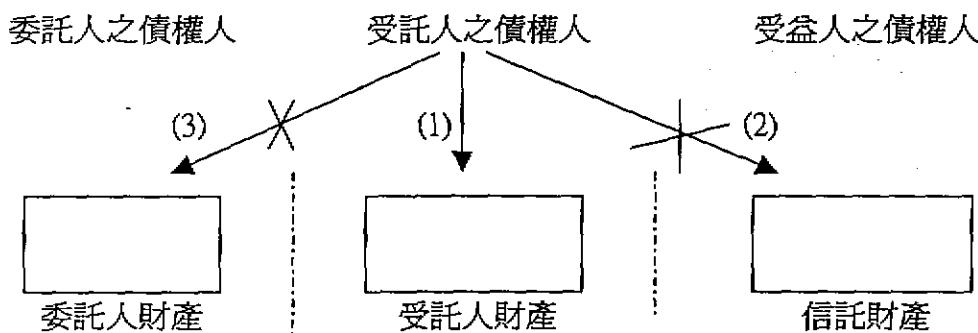
(2)受託人之債權人可否執行信託財產？

依據信託法第十二條明文規定，受託人之債權人自不得執行信託財產。

(3)受託人之債權人可否執行委託人之個人財產？

該問題涉及委託人對於信託財產是否負有補充義務。易言之，即委託人是否只對信託財產負有限責任，本文認為委託人對於信託財產應該只負有限責任。故亦帶有消極資產分割之色彩。

{圖六}



3.受益人破產

(1)受益人之債權人可執行受益人之個人財產，自不待言。

(2)受益人之債權人可執行信託利益請求權。

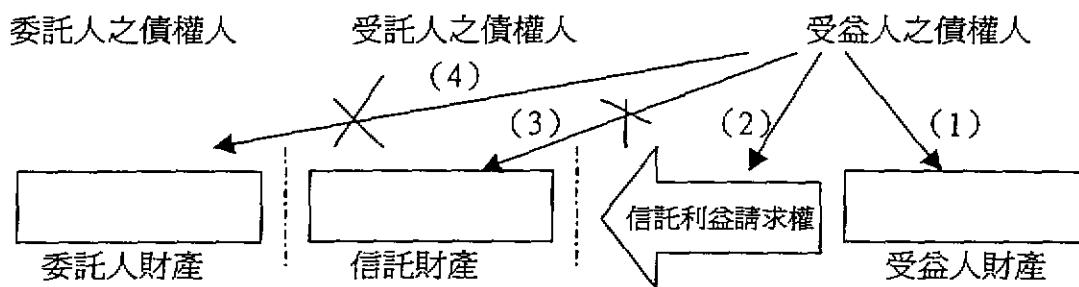
(3)受益人之債權人可否執行信託財產？

在我國法上，同樣由於信託法第十二條並未對規範主體作限制，所以一般都採取否定之看法。²²

²² 這個問題在美國法上有較細緻之討論，美國法上區分兩種情況：在一般信託之場合，原則上會採取肯定的看法，這是因為美國法認為，在當事人未明確為反對之約定下，第三人通常會預期當受益人破產時，委託人應該同意受益人之債權人可扣押信託財產。然而，在浪費信託之場合，

(4)受益人之債權人不得執行委託人之個人財產。

[圖七]



三、資產分割之經濟功能

(一)積極資產分割之經濟功能

1.降低監控成本

積極資產分割由於賦與法律主體之債權人股東相對於股東之債權人就法律主體之資產有優先地位。所以與法律主體交易之債權人，不必顧慮股東之資力惡化會危害法律主體之清償債務資力，故法律主體之債權人不必監控股東之資力，而只需在乎法律主體本身之資力即可，故可降低監控成本。

舉一個例子說明，假設當某商業集團想要同時從事飯店業與石油業。這個商業集團在組織形式上有兩種選擇：第一，只成立一家公司，但在該公司下分設石油部門與飯店部門。第二，分別成立兩家公司，並分別負責飯店業務與石油業務。這兩種選擇各有其利弊，但是我們可以確定的是：若在作出第二個選擇的情形下，該商業集團可以降低石油業務與飯店業務之個別債權人之監控成本。因為石油公司之債權人不必顧慮飯店公司經營不善將拖累石油公司財務，所以石油公司之債權人只需對石油公司為徵信，而不必顧慮飯店公司之經營與財務狀況，這大大降低石油公司債權人之監控成本。²³

2.團體存續價值

在強型與超強型積極資產分割之場合，即便在股東陷入無資力時，亦不允許

則採取否定之看法，這是由於委託人當初選擇成立浪費信託，就是考量到受益人之浪費性格，為避免其浪費無度而耗盡信託財產致生活窮困，故約定禁止受益人之債權人執行信託財產，使受益人即使破產，亦有信託財產供應其正常生活。然而浪費信託制度存在使受益人之債權人誤信受益人擁有龐大資產而錯估其債信，所以浪費信託之承認與否，一直是信託法上之爭議所在。參照 王文字，信託法原理與商業信託法制，公司與企業法制，第四四四頁。

²³ 參照 Henry Hansmann and Reinier Kraakman ,The Essential Role of Organization Law, The Yale Law Journal,at400.

股東之債權人強迫法律主體解散清算。而且在超強型積極資產分割之場合，甚至賦予法律主體之債權人對其資產之專屬排他地位(如美國之浪費信託制度，即便受益人破產，受益人之債權人仍不得執行其信託利益，其目的是使受益人之浪費習慣不會危害原本信託基金之繼續存在。)。由此可知，這樣的法律設計，使係爭法律主體徹底遠離法律主體設立目的以外之因素干擾，而能獨立存續，進而貫徹該法律主體設立之目的。²⁴

(二)消極資產分割之經濟功能²⁵

消極資產分割雖然也會降低監控成本，但與之前所說積極資產分割降低監控成本並不完全相同。簡單來說，積極資產分割是降低法律主體之債權人之監控成本，而消極資產分割則是降低股東於投資法律主體時之監控成本。由於股東對於法律主體之債務並不連帶負責，故股東不必花費過大成本以監控公司，避免有害公司專業分工，以及造成不必要且無效率之監控。而由於股東之監控成本降低，直接使股東勇於投資，並間接使公司集資趨於容易。²⁶

肆、資產證券化之法律爭議

一、關於特殊目的機構之問題

特殊目的機構為隔離創始機構之破產風險，必須另以獨立之法律主體之地位出現，已如前述。然而值得探討的是，在特殊目的機構設立為獨立之法律主體時，目前現行法下有幾種組織形式可供選擇？與現行法之組織形式有何差異？另外，現行法所提供之組織形式多半為商業組織，而這些商業組織以及一般商業組織之原理是否能夠滿足特殊目的公司在規範上之需求？還是有另外立法規範之必要？這都是值得探討之問題。

(一)現行法下特殊目的機構之組織形式

一般而言，現行法提供之特殊目的機構之組織形式主要是公司組織與信託組織²⁷，而公司組織與信託組織有若干之異同。²⁸

²⁴ 相對於降低監控成本之經濟功能，我國民法學者顯然較為意識到團體存續之經濟功能，摘錄如下：社會上常有公益事業，此類事業最需要安定性與繼續性，使財產脫離私人所有，成為獨立之財產，具有獨立之人格，不受原捐助人之支配，並由專人管理，使財產不至喪失，更有效達成捐助人之目的。參照 施啓揚，民法總則，第一一三頁。

²⁵ 參照 Frank H.Eastbrook Daniel R.Fischel,Limited Liability and the Corporation,53 U.CHI L.REV.89,94 (1985) .

²⁶ 參照 劉公偉，公司法有限責任之經濟分析，第二十五頁以下。

²⁷ 參照 劉劭樑、呂殊靜，資產證券化之立法趨勢，月旦法學雜誌第四十八期，第三十四頁。

在相同點上：第一，皆為所有權與經營權分離，將資金交由專人管理，以發揮專業分工之經濟功能。第二，投資人均享有有限責任之保護。第三，管理人之債權人不得對管理之財產為執行。第四，受益權或股權均得以證券化。也正因為公司組織與信託組織擁有上述之特色，所以才會原則上適合擔任特殊目的機構之組織形式。

在相異點上：第一：公司具有法人格，而信託財產並不具備法人格。然而這只是形式概念上之區別。²⁸第二，真正具有實質意義，而且為選擇公司或信託作為特殊目的機構之重要區別點是：規範之完備程度之不同。²⁹整體而言，各國信託法對於信託組織採取低密度之規範。³⁰相反地，各國公司法卻對公司之組織架構與管理方式多加以鉅細靡遺之規範。³¹而規範密度之高低將會影響組織形式之彈性與靈活度，因公司組織遠較信託組織定型與完備，所以在組織上易便過度僵化而不夠彈性靈活。

(二)特殊目的機構與一般商業組織原理

現行法所提供之組織形式多半為商業組織，而這些商業組織以及一般商業組織之原理是否能夠滿足特殊目的機構在規範上之需求？舉例而言，特殊目的機構是否應享有與一般商業組織般之營業自由，值得我們思考。依一般商業組織原理，以公司為例，雖然公司法十五條一項規定：「公司不得經營登記範圍以外之業務。」，然而學說上為鼓勵多角化經營，多半對於所營事業作廣義解釋，甚至認為只要不違背其營業目的之行為皆被允許³²。由此可知，一般商業組織之營業範圍只受到低密度管制，而享有高度之營業自由。然而特殊目的機構在制度設計上有兩大功能：第一，持有並管理應收帳款。第二，發行證券以吸收現金。而為使投資人能正確評估特殊目的機構所發行之證券風險與價值，我們應該儘量確保特殊目的公司之財務單純化，因此若賦予特殊目的機構等同一般商業組織般之營業自由，勢必將造成特殊目的機構之業務複雜化而使其財務狀況充滿不確定之變數，使投資人難以評估風險。所以如何調和營業自由之要求與財務單純化之要求，或者更宏觀地說，如何調和一般商業組織之原理與特殊目的機構之功能成為

²⁸ 參照 王文字，信託法原理與商業信託法制，公司與企業法制，第四七七頁。

²⁹ 實質上，依據海牙信託公約，規定一般信託之先決條件時，要求信託必須包含兩大先決條件：第一，類似法人之地位，使受託人有起訴或被訴之資格。第二，信託財產之獨立性，使管理人之債權人不得對信託財產強制執行。所以在實質功能面，信託是否有法人格，並不影響其法律主體之獨立性。參照 王文字，信託法原理與商業信託法制，公司與企業法制，第四七八頁。

³⁰ 參照 Henry Hansmann and Ugo Mattei , supra note 51 , at 472.

³¹ 關於信託法之概念與功能 請參照 王文字，信託法之經濟分析－兼論投資信託法制，發表於台大法律系舉辦「證券交易法學術研討會」，八十八年三月二十日。

³² 例如：公司法明定各種公司之法定必備機關，然而信託法則無。

一個重要之法律爭議。

二、資產移轉階段——虛偽買賣之問題

在架構式融資之程序過程中，創始機構單獨扮演自導自演而居於全面主導之地位。然而值得思考的是：創始機構單獨自行創立媒介機構，對於媒介機構勢必擁有實質之控制權，而且由於創始機構實質控制媒介機構，所以當創始機構移轉資產予媒介機構時，我們會發現資產移轉交易之雙方其實是同一批利害與共的人。由於資產移轉交易之雙方皆為同一批利害關係人，所以極有可能發生該資產移轉交易根本只是假買賣，其資產移轉之真正目的只在於脫產以詐害創始機構之債權人，或者以假買賣方式為外觀而實質上設定擔保。

而這些假買賣都會使創始機構保留應收帳款之實質所有權，故當創始機構發生財務危機而破產時，應收帳款還是會被認為是創始機構之破產財團一部分而遭強制執行。如此一來，特殊目的機構之財務信用勢必無法與創始機構分離，那麼當初隔離創始機構之破產風險之目的便無法達成，投資人也無法正確評估特殊目的機構所發行之證券風險，所以如何防制虛偽買賣成為架構式融資之重要法律爭議。

三、事業運作階段——特殊目的事業被控制之問題

在資產分割之過程中，即便資產移轉之交易是真實的而無詐害債權之情事，然而由於創始機構單獨乃設立媒介機構，所以創始機構通常對於媒介機構具有實質控制權。而由於創始機構對於媒介機構有實質控制權，故常常會發生創始機構操縱媒介機構去從事與媒介機構設立目的不相干之業務，或者可能使媒介機構於交易時只關心創始機構之利益，而不惜犧牲媒介機構之利益。這樣都會使媒介機構之經營容易產生危機，而這些危機的發生都不是投資人所能預期。如此一來，便造成媒介機構之投資人無法確切估算投資風險。所以如何切斷創設機構對特殊目的機構之實質控制關係也成為架構式融資之重要法律爭議。

四、小結

虛偽買賣與創設機構對特殊目的公司有實質控制關係是架構式融資中相當引人關注之兩大法律爭議。然而將這兩個爭議抽象來看，不難發現兩者實有其共同點---那就是這些弊端之所以會發生，都是因為其資產分割並不確實，而使創設機構與特殊目的機構於財務或經營上有藕斷絲連之曖昧關係，從而無法達到隔離創立機構破產風險之目的，也間接干擾投資人對特殊目的機構發行證券價值之評估正確性。所以正本清源之道應該是徹底實踐資產分割程序。而資產分割之所以容易不確實，主要是因為資產分割過程是由創始公司居於主導地位而自導自演。不過我們仍然有必要使創始公司居於主導資產分割地位，因為畢竟架構式融

³³ 參照 柯芳枝，公司法論，第三十二頁。 王泰銓，公司法爭議問題，第二十九頁。

資之原始目的還是為因應創始機構之現金需求，因此必須由創始機構主導資產分割之程序才能最合乎創始機構之個別需求而有效率。從而對於虛偽買賣及創設機構對特殊目的公司有實質控制關係這兩大法律爭議，我們管制策略之方向應該是：仍然由創始機構主導資產分割程序，但是以規範管制使該資產分割之結果在創始機構與特殊目的機構間儘量公平合理。也就是說，即便資產分割之過程由創始機構主導，但由於管制規範之強力介入，而使該資產分割之結果如同無利害關係人交易般公平合理。

至於特殊目的機構之法律爭議，則與資產分割之確實與否較為無關，其爭議之重點在於特殊目的機構與一般商業組織原理(如營業自由)之衝突。而特殊目的機構之所以無法適用一般商業組織之原理，乃是因為若貫徹一般商業組織之原理，則特殊目的機構勢必無法完成其在架構式融資中所扮演之角色。詳言之，我們之所以設立特殊目的機構，是希望藉由特殊目的機構之獨立性而隔離創始機構之破產風險，使投資人之風險評估單純化，但是今天若只隔離創始機構之風險，卻允特殊目的機構不受限制地經營業務，勢必又造成特殊目的機構之財務因自身業務擴增而複雜化，這同樣會使投資人之風險評估失真。所以，對於特殊目的機構之法律爭議，我們管制策略之方向應該是：在為使特殊目的機構能完成其於架構式融資中所扮演之角色之限度內，應使特殊目的機構保有與一般商業組織相異之特殊性，不必受到一般商業組織原理之限制。這也促使我們認真思考應否對特殊目的機構之組織形式制訂特別法之必要性。³⁴

伍、資產證券化之管制策略

一、針對創設機構之管制策略－日本法上之「特定目的公司制度」³⁵

之前已經談過，架構式融資中之特殊目的機構之主要功能有二：第一，持有並管理應收帳款。第二，發行證券向投資大眾吸收資金。而為了使投資人能有效並正確地評估特殊目的機構所發行之證券之風險，我們必須對特殊目的公司之營業項目上加以嚴格限制，使特殊目的機構不要從事管理應收帳款以外之業務。換句話說，我們應該儘量使特殊目的機構之經營成敗完全繫諸於應收帳款之實現比率，而不要讓其他業務之經營不善或過度舉債而拖垮特殊目的機構之財務，進而損害投資人之權益。這是因為當初投資人決定購買特殊目的機構發行之證券時，其最主要的考量便是應收帳款將來之實現比率，並由這個主要考量去評估該證券

³⁴ 事實上，在立法例上，與我國同屬歐陸法系之日本早已制訂「特定目的公司法」以規範特殊目的機構，其法律地位不同於依日本商法與有限公司法成立之其他種類公司。且「特定目的公司法」已於西元 2000 年修正增訂，並更名為「資產流動化法」。

³⁵ 參照 王志誠，日本金融資產證券化之法制結構，第四頁以下。

之價值，進而決定是否購買。所以為了充分使投資人的合理評估不至於失真，我們必須儘量不使特殊目的機構之經營受到管理應收帳款以外業務之干擾。在具體規範上，日本法上之「特殊目的公司制度」可以作為重要參考。

「特定目的公司制度」是指：在日本法制下，特殊目的機構是以所謂「特定目的公司」型態出現，依日本資產流動化法之定義，特定目的公司乃指依特定目的公司法而設立之社團法人。其法律地位不同於日本商法與有限公司法中之一般定義之公司。顯然在日本，特殊目的機構不適用一般商業組織之規定，而有專法予以特別規範。以下約略說明其專法中重要之特殊規定：

第一，資本額之低密度管制。日本資產流動化法規定：「特定目的公司之特定資本額不得低於日幣十萬元。」³⁶該低密度之資本額額度限制與具高度人合色彩之有限公司相同³⁷。顯示特殊目的公司之債信基礎亦不在於其資本額，而是在於其持有之應收帳款之實現率。

第二，業務範圍之嚴格限制。日本資產流通化法規定：「特定目的公司成立後，必須檢具申報書，載明資產流動化之實施計畫，向金融再生委員會提出申報，始得從事特定資產流動化之業務即附帶業務，同時特定目的公司並不得從事其他業務。³⁸」之所以對特定目的公司之業務範圍作如此嚴格之限制，主要是因為使特殊目的機構之經營成敗完全繫諸於應收帳款之實現比率，而不要讓其他業務之經營不善拖垮特殊目的機構之財務，進而損害投資人之權益。

第三，舉債之限制。日本資產流通化法規定：「除非依資產流動化計畫事先所定之方法，為完全履行特定公司債或特定商業本票之債務，或總理府令及大藏省令有所規定而未違反保護一般投資人者，始得借入債款。」³⁹一般而言，法律對於一般商業組織之舉債多為低密度管制，以我國公司法為例，公司法第十四條規定：「公司因擴充生產設備而增加固定資產，其所需資金，不得以短期債款支應。」該條規定只不過是不允許公司以短期債款作長期投資，其目的亦不過為健全公司之理財，並無禁止公司舉債之意旨⁴⁰。而日本資產流動化法之所以對特殊目的公司之舉債作嚴格限制，同樣是為了使特殊目的公司之財務狀況單純化。

³⁶ 參照 日本資產流動化法第十九條二項。

³⁷ 參照 日本公司法第九條。

³⁸ 參照 日本資產流動化法第一百四十二條。

³⁹ 參照 日本資產流動化法第一百五十一條。

⁴⁰ 參照 柯芳枝，公司法論，第二十八頁。

二、針對虛偽買賣之管制策略

針對虛偽買賣之管制策略，原則上仍然由創始機構主導作價出賣應收帳款之程序，但是以規範管制使該買賣之結果在創始機構與特殊目的機構間儘量公平合理。也就是說，即便買賣之過程由創始機構單獨主導，但由於管制規範之強力介入，而使該作價買賣之結果如同無利害關係人交易般公平合理。此於美國法上有相當之事前與事後規範，可供參考。

(一)事前規範：美國法上之真實買賣理論

1.美國法上真實買賣(True Sale)理論

為處理架構式融資中資產移轉交易真實性之問題，美國法上發展出一套「真實買賣」之理論作為判斷資產移轉真實與否之認定標準，可以認為是管制資產移轉交易之事前規範。美國法上認為判斷是否為真實買賣，必須考慮下列因素：⁴¹

(1)資產損失風險之歸屬(Risk of Loss)

損失風險之歸屬被認為是判斷真實買賣與否最重要之因素。一般說來，如果創始機構必須直接或間接負擔過重之被追索責任(Recourse)，那麼我們傾向於認為損失風險仍然歸屬於創始機構，而非真實買賣。例如：交易時要求創始機構於將來之一定期日，「必須」以某一固定價格而非市價買回原移轉之資產，則無異於使創始機構負擔資產損失之風險，因此不應認為是真實買賣。

(2)資產實質所有權之歸屬(Benefits of Ownership)

一般而言，資產所有權應該與資產損失風險歸屬於同一人，所以當損失風險歸於特殊投資機構時，資產所有權自然應該歸屬於特殊目的機構。這個道理看似理所當然，然而在某些場合則不夠精確，例如：當創始機構對於資產保留得以在將來「任意」以市價買回該資產時，由於並非以固定價格買回，而且創始機構有買回權，而並無買回之義務，所以創始機構就不承擔損失風險；但是由於創始機構可任意請求買回，與保有資產實質上所有權無異，如此交易也不能認為是真實買賣。由此可知，資產損失之風險與資產實質所有權之歸屬並非同一判斷概念，而必須分別討論。而一個真實買賣，賣方必須同時不負擔資產之損失風險並失去資產之實質所有權之歸屬，始足當之。

(3)會計上之處理(Accounting Treatment)

創始機構移轉該資產之後，創始機構之會計帳冊上不應該繼續記載該資產之存在，以免造成第三人誤以為創始機構仍繼續擁有該資產。另外，倘若創始機構

⁴¹ 參照 The committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of The Association of the Bar of the City of New York , Structured Financing Techniques., at543.

之財務報表與特殊目的機構之財務報表合併，該合併之報表也應該特別指明資產之所有權歸屬於特殊目的機構，以免誤導投資大眾。

(4)當事人之意圖之表明程度(Intent of the Parties)

在資產移轉時，應該有一定之文書或資料清楚表達當事人是以進行真實買賣之意圖而為資產移轉。

2.美國 FASB(The Federal Accounting Standards Board)140 公報

在美國法上為清楚區別當金融資產移轉時，在會計帳冊上究竟應該記載「買賣」或「附擔保借款」，特別制訂 FASB140 作為區別判斷之標準。詳言之，當資產移轉之過程符合 FASB140 所要求之三點條件時，創始公司之會計帳冊便可以將該資產移轉記載為「買賣」(Sale)；反之，若資產移轉之過程不符合 FASB140 之條件時，創始機構之會計帳冊應該將資產移轉記載為附擔保借款 (Secured borrowing)。而 FASB140 所規定之條件如下：

(1)資產之隔離 (Isolation of Assets)

移轉之資產必須與創始機構隔離。亦即，該創始機構與其債權人不得對該資產有所主張，即便創始機構破產亦同。(The transferred assets have been isolated from the transferor; that is, put beyond the reach of the transferor and its creditors, even in the bankruptcy of the transferor.)

美國學者認為：雖然該條件之內容過於空泛，並未明確例示或列舉何種情況下才算是達成資產隔離之要求。但是該條文卻明確告知我們一件事：在創始機構無資力而陷入破產或其他清算程序時，移轉之資產仍然必須與創始機構保持隔離，而不列入創始機構之破產財團，才稱的上是 FASB140 所稱之資產隔離。所以即便 FASB140 是由會計觀點出發，但是法律上之隔離卻也還是決定該資產移轉應否在會計帳冊記為買賣之重要判斷因素。⁴²

(2)資產之受讓人為"QSPE" (Transferee is a "QSPE")

資產之受讓人為在法律上具分離地位之主體，而可以自己名義持有資產，並發行證券。(The transferee is a "QSPE", that holds title to the transferred assets, can issue beneficial interests, collects and distributes the proceed of the asset.)

當資產之受讓人為獨立而不受資產出讓人之控制時，我們便不需要去在乎受讓人是否為 FASB140 所稱之"QSPE"。然而在架構式融資中，資產之受讓人大多為資產之出讓人控制而無獨立地位，故必需要求受讓人為"QSPE"。所以我們可以說"QSPE"這個概念是在資產之出讓人與受讓人有從屬關係之前提下發展出來的。

⁴² 參照 FASB140 , supra note 7, at 153.

(3)資產之出讓人對資產不得有實質控制 (No effective Control by Transferor)
資產之出讓人不得藉由約定賦予出讓人對於資產之買回權而對資產維持實質控制。(The transferor does not maintain effective control over the transferred assets through an agreement that entitles the transferor to repurchase the assets before their maturity or to repurchase or redeem assets that are not readily obtainable.)

(二)事後規範：美國法上破產「實質合併」制度⁴³

在美國法上，當創始機構破產時，美國之破產法院在某些情況下，可能會要求特殊目的機構之資產也必須合併列入創始機構之破產財團。而依據美國法院之實務見解，認為在符合下列兩項條件之下，法院可以無視於創始機構與特殊目的機構為不同法律主體之事實，而核發實質合併令 (order of substantive consolidation)，將特殊目的機構之資產併入創始機構之破產財團，使創始機構之一債權人得於創始機構之破產程序對特殊目的機構之資產為執行。美國第二巡迴上訴法院認為實質合併之兩大條件為：

1.創始機構與特殊目的機構之雙方債權人，在對創始機構或特殊目的機構為交易時，皆把創始機構與特殊目的機構視為在實質上同一之經濟體，而並未信賴創始機構或特殊目的機構其他個別延伸之信用基礎。(Creditors of the debtors must have dealt with the entities as a single economic unit and must not have relied on their separate identity in extending credit.)

2.創始機構與特殊目的機構之關係相當糾結，以致於將特殊目的機構之資產和併入創始機構之破產財團將使所有債權人受益。(Affairs of the debtors must be so entangled that consolidation will benefit all creditors.) 不過法院也同時強調：並非只要創始機構與特殊目的機構有糾結之關係就當然應適用破產合併制度，而是惟有在該糾結之關係根本無法釐清或釐清該糾結關係需費過鉅時，方能適用破產合併制度。

三、針對創設機構對特殊目的機構之實質控制

針對創設機構對特殊目的機構之實質控制問題之管制策略，仍應由創始機構主導設立特殊目的機構之程序，但是以規範管制使創始機構自行切斷其對於特殊目的機構之實質控制關係。也就是說，即便設立特殊目的機構之過程由創始機構主導，但由於管制規範之強力介入，而使設立後特殊目的機構仍保有相當之獨立

⁴³參照 The committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of The Association of the Bar of the City of New York, New Developments In Structured Finance.

性。

(一)美國法上之獨立董事制

美國法上之獨立董事制又稱為外部董事制⁴⁴。獨立董事制乃指該董事由非公司之內部人士擔任，換言之，該董事與公司之經營團隊並無實質財務或業務關係，以期能達成立場超然獨立，並進而有效監督公司之經營團隊。而法律上應該也要要求特殊目的公司有一定比例之獨立董事⁴⁵，以期能有效監督特殊目的機構業務之正常經營。⁴⁶

(二)美國法上董事之義務群

—注意義務⁴⁷(Duty of Care)與忠實義務⁴⁸ (Duty of Loyalty)

美國法課予公司董事兩大義務，一為注意義務，一為忠實義務。⁴⁹注意義務乃指董事於執行公司業務時應盡一定之注意義務，而其注意義務之內容並非一成不變，必須視各該董事所執行業務之性質而有不同。⁵⁰一般而言，為賦予董事經營行為更大之空間，英美法上多半以商業判斷原則決定董事注意義務之程度。⁵¹而忠實義務乃指董事對於公司、公司股東皆負有忠實義務，即當董事個人之利益與

⁴⁴ 參照 王文字，論董事與公司間交易之規範，公司與企業法制，第四十九頁。

⁴⁵ 關於獨立董事之比例問題，美國實務上，一般公司多半會設置五成以上之董事為獨立董事。然而其實在架構式融資之特殊目的機構，我們可以要求更高之獨立董事之比例，這是因為既然創始機構設立特殊目的機構只是以單純想取得融資，就應該不在乎是否取得特殊目的機構之實質控制權，而且也不難想像創始機構可能會完全放棄對特殊目的機構之實質控制而採全額獨立董事，進而取信於大眾，以提高其特殊目的機構將來證券發行時，大眾投資之意願。

⁴⁶ 然而獨立董事制在美國實務所產生之功能亦相當有限，這是因為一方面獨立董事並無足夠之資源進行有效監督。一方面獨立董事也未能堅持其獨立之立場，這是由於一般董事可以相當程度掌握獨立董事之提名作業，進而對獨立董事產生一定之影響力。參照 王文字，從公司控管之觀點論如何加強董事權責，公司與企業法制，第二十一頁。

⁴⁷ 日本資產流動化法亦有類似規定，參見 日本資產流動化法，第六十五條第三項。

⁴⁸ 日本資產流動法亦有類似規定，參見 日本資產流動化法七十八條。

⁴⁹ 參照 Kenneth E. Scott, Corporation Law and the American Law Institute Corporate Governance Project, 35 Stan. L. Rev. 927-28.

⁵⁰ 英美法上董事之注意義務與我國公司上董事之善良管理人之注意義務並不完全相同。因為我國公司法將董事與公司之間關係定性為委任關係，並以此為前提，而認為董事於執行公司業務時，應盡善良管理人之注意義務。然而在公司之實際運作上，董事必須依據商業狀況，隨時主動調整公司之經營策略，而並非如一般民法委任關係中之受任人必須被動接受委任人之指示，所以委任關係中之善良管理人之注意義務，無法充分說明英美法上董事之注意義務之內涵。參照 王文字 從公司控管觀點論如何加強董事權責，公司與企業法制，第四頁。

⁵¹ 關於美國法上董事注意義務之主要類型。參照王文字 從公司控管之觀點論如何加強董事權責，公司與企業法制 第九頁。

公司之利益相衝突時，應將公司之利益置於董事個人之利益之上。⁵²易言之，忠實義務乃指當董事面臨利益衝突時，必須假設公司股東在有與董事同樣專業能力下所將作之決定，而董事即必須做出同等決定。⁵³而為了使特殊目的機構能保持一定之獨立性，法律上自然應該課予特殊目的機構之董事忠實義務與注意義務，使特殊目的機構之董事能忠誠而專業地為特殊目的機構執行職務，而不會受制於創始機構之控制，進而做出有害特殊目的機構之大眾投資人之不當行爲。

陸、代結論－資產證券化對傳統法制之挑戰

「資產證券化」（即「架構式融資」）管制策略之核心，就是「資產分割」之確實與否問題，已如前述。因此本文首先討論資產分割之概念，並以現行法之「股份有限公司」與「信託」制度圖示說明，來具體闡述資產分割概念，希望能闡明資產分割這個概念。然後我們緊接說明了資產分割組織面之經濟功能，其中尤其是積極資產分割之組織功能，更是與架構式融資息息相關。因為積極資產分割有兩大功能：第一是降低監控成本功能。第二是組織存續功能。而這兩大功能中，又以降低監控成本這一部份與架構式融資更為密切相關。因為架構式融資就是利用資產分割之方法，使創始機構原持有之一部份資產交由特殊目的機構持有並管理，進而使該筆資產與創始機構之破產風險相隔離。如此一來，大眾投資人就無須對創始機構之債務狀況加以顧慮，自然降低大眾投資人之監控成本，所以積極資產分割之降低監控成本之功能，可以說是架構式融資最重要之經濟功能，自然也是驅使現金需求者進行架構式融資之重要動機。

資產證券化交易在「資產移轉階段」與「事業運作階段」中，最常發生之法律爭議有兩大類：首先是虛偽買賣與特殊目的被創始機構實質控制之問題。第二是特殊目的機構與一般商業組織原理衝突之問題。對於虛偽買賣與創設機構對特殊目的公司有實質控制關係這兩大法律爭議，我們管制策略應該是：仍然由創始機構主導資產分割程序，但是以規範管制使該資產分割之結果在創始機構與特殊目的機構間儘量要公平合理。易言之，即便資產分割之過程由創始機構主導，但利用管制規範之強力介入，而使該資產分割之結果如同無利害關係人交易般公平合理。而這裡所謂之管制規範，針對虛偽買賣之場合，我們建議引進美國之真實買賣之理論或類似之規定。而針對實質控制之問題，我們建議引進美國法之董事之注意義務與忠實義務以及獨立董事制，以確實切斷創始機構對特殊目的機構之實質控制。

⁵² 關於美國法上董事忠實義務之主要類型。參照 王文字，論董事與公司間交易之規範，公司與企業法制，第三十五頁。

至於特殊目的機構與一般商業組織之衝突之問題，由於我們之所以設立特殊目的機構，是希望藉由特殊目的機構之獨立性而隔離創始機構之破產風險，使投資人之風險評估單純化，但是今天若只隔離創始機構之風險，卻允特殊目的機構不受限制地經營業務，勢必又造成特殊目的機構之財務因自身業務擴增而複雜化，這同樣會使投資人之風險評估失真。所以，對於特殊目的機構之法律爭議，我們的管制策略之方向應該是：在為使特殊目的機構能完成其於架構式融資中所扮演之角色限度內，應使特殊目的機構保有與一般商業組織相異之特殊性，不必受到一般商業組織原理之限制。

架構式融資既具有相當組織功能，因此未來在金融市場將來勢必扮演重要角色。然而，架構式融資之過程完全由創始機構「自編」「自導」全程主導，極可能造成弊端，使一般人認為容易造成市場混亂，而採取消極排斥的態度。不過正如之前所言，架構式融資未來勢必扮演重要融資手段，所以與其採取消極禁止之鴕鳥心態，不如精確掌握架構式融資弊端之根源，進而正確擬定一套管制策略，一 方為上策。而之前一再強調，架構式融資之所以如此容易發生弊端，主要是因為在資產分割之過程中，完全是由資金需求者「自編」「自導」而主導整個資產分割過程⁵⁴，所以容易發生「非常規交易」，而造成資產分割不確實，並因此衍生許多可能有損大眾投資人或該現金需求者債權人之利益之弊端。所以整個架構式融資法律爭議多半圍繞著如何克服「非常規交易」與其所造成之資產分割不確實之問題。所以如何克服非常規交易並進而確實達成資產分割之要求，變成架構式融資之管制策略之核心。

其次，引進架構式融資之過程中，我們會發現架構式融資帶著英美法的一個重要特色：法律制度之高度工具化。詳言之，我們會發現在架構式融資中，許多法律制度之運用完全是為了因應商業上之需要，而不拘泥於大陸法系所強調之個別法律制度原本之概念或原則。例如創始機構設立之特殊目的機構若是股份有限公司，則可能發生股份有限公司可否為「一人公司」之爭議問題。⁵⁵在傳統形式主義法學，必然由股份有限公司之社團性本質，或者由濫用股東有限責任之疑慮，進而否定一人股份有限公司之合法性，自然也就無法接受架構式融資中資產分割之部分程序。但是這種形式主義法學之思考方式，雖然有其嚴謹邏輯之優點，卻常常拘泥於個別問題之探討，總是在爭點外圍遊走，而無法直探問題核心。再以一人公司為例，雖然由法律史之觀點，股份有限公司之源起確實帶有高度社

⁵⁴ 也有人主張：既然架構式融資問題之發生都是因為創始機構自導自演主導資產分割之過程，則管制策略應該由第三人進行而禁止創始機構主導。對於這種看法，本文持保留之態度，因為一方面，我們無法確定該第三人能絕對不受創始機構之實質控制。再來，即便我們確定了第三人之絕對獨立性，然而畢竟架構式融資之最初目的還是為因應創始機構之現金需求，必須由創始機構主導資產分割之程序才能最合乎創始機構之個別需求而有效率，以避免造成不必要的成本花費，所以仍應給予創始機構進行架構式融資程序之主導權。

⁵⁵ 參照 柯芳枝，公司法論，第六頁以下。王泰銓，公司法爭議問題，第一頁以下。

團性，但這不當然可以推論出股份有限公司必然有社團性之結論。我們應該進入問題之實質思考：首先，我們必須思考在這個商業活動中為何需要以股份有限公司或是信託之制度進行。在肯認了該商業活動以股份有限公司之型態進行有其商業上之必要性後，我們再進一步檢討其可能發生之法律爭議，以及我們應有之管制策略。而不是在形式概念之層次即以原理原則否定其可行性，否則堅守固有之原理原則，只會使我們思考更為僵化，削弱我們思考問題基本面之思辯能力。

再者，我們如比較美國與日本之資產證券化法制，會發現兩者存在著若干重大差異。在美國方面，由於並無資產證券化之特別立法，因此實務上主要透過市場機制（即當事人間契約）來運作。對於可能發生之各種爭議（如資產讓與之真實性），則多仰賴專業人員之監督，例如會計準則與律師法律意見等。另外，雖然主管機關在事前殊少介入，但法院針對個案擁有事後提供救濟之權力（如前述破產實質合併機制）。反觀日本，則通過二三百條之特別立法，就金融機構之證券化計畫、特殊目的事業之運作方式與資本結構等事項，詳加規範。一方面賦予主管機關之事前審核權限，一方面以強制規定鎖定許多基本權利義務條件。本文受篇幅限制，無法全面評估兩者之不同管制策略，但相較之下日本法制具有「事前防弊規範較多」與「事後訴追管道較少」之特性，則為不爭之事實。

最後，我國政府正致力建構資產證券化法制。展望未來，如何在「興利」與「防弊」，「政府監督」與「市場監督」，「事前審查」與「事後追訴」等不同管制理念之間取得平衡，以促進金融創新並維持市場秩序，實為本法之重大挑戰。再從基本面來看，「架構式融資」本質上乃由創始機構所「自編」「自導」之非常規交易，因此適當之管制策略不外是將其納入「常規交易」之制約而已。以此觀之，財經法問題日新月異，若不能回歸基本面之思考，而僅訴諸形式概念來詮釋解決，無異是緣木求魚。