

刊登於月旦法學雜誌第 88 期，2002 年 9 月，第 133-150 頁。

特殊目的公司與投資人之保護機制

王志誠

中正大學財經法律學系副教授

目次

- 壹、前言
- 貳、特殊目的公司之基本概念
- 參、特殊目的公司之業務
- 肆、投資人之保護機制
- 伍、結論與建議

壹、前言

觀諸當前先進國家資產證券化之實務，資產證券化之架構設計，得以特殊目的公司（special purpose corporation；special purpose company）、特定目的信託（special purpose trust）、一般合夥（無限合夥）或隱名合夥（有限合夥）等特殊目的機制（special purpose entity；special purpose vehicle）作為資產證券化之導管體，藉以受讓創始機構（原資產所有人）之資產，並以所其受讓之資產為基礎發行有價證券，進而出售給投資人。其中，實務上雖多以公司組織及信託架構作為資產證券化之導管體，但由於公司組織所能發行之有價證券種類最為多元，且其組織設計具有相當彈性，較為投資人所熟悉及信賴；至於合夥型態雖亦可作為資產證券化之導管體，但因投資人所負責任較重，且法律關係較為複雜，實務上並不常見¹。惟查行政院版「金融資產證券化條例草案」及「不動產證券化條例草案」卻均僅引進特殊目的信託制度，而未採行特殊目的公司制度，殊為憾事²。所幸九十一年六月二十日經立法院三讀通過之「金融資產證券化條例」，已又採特殊目的公司制度，併此敘明。【月旦法學雜誌第 88 期，2002 年 9 月，第 133 頁】

問題在於，居於資產證券化導管體地位之特殊目的公司，其法律性質與我國現行公司法下之公司組織，究竟有何不同，我國應如何引進特殊目的公司制度，實值重視。另

1 曾蚊如、塗能謀，資產證券化及基本法制問題，經社法制論叢，20 期，86 年，126-128 頁。

2 查賴源河、王文字、王志誠等人受財政部金融局及財團法人金融聯合徵信中心委託研究之「金融資產證券化條例草案專題研究」，渠等所提出之草案條文共 142 條，本建議就金融資產證券化之導管體採行雙軌制，同時引進特殊目的公司制度及特殊目的信託制度。參閱賴源河主持，金融資產證券化條例草案專題研究，財政部金融局及財團法人金融聯合徵信中心委託，90 年 9 月，1-65 頁。另查立法院財政委員會於 91 年 5 月 16 日審查行政院版「金融資產證券化條例草案」時，鑑於立法委員殷乃平乃參酌「金融資產證券化條例草案專題研究」之建議條文，而另提出全部條文 104 條之「金融資產證券化條例草案」，爰決議財政部應將特殊目的公司制度納入「金融資產證券化條例草案」，應值肯定。參閱工商時報，91 年 5 月 17 日，八版。又應補充說明者，財政部已整合行政院版「金融資產證券化條例草案」及立法委員殷乃平之提案，提出「金融資產證券化條例草案修正條文」，明定特殊目的公司及特殊目的信託均可成為金融資產證券化之導管體，並業於 91 年 6 月 20 日經立法院三讀通過。

由於特殊目的公司主要是作為資產證券化之導管體而設立，故其組織設計及運作，具有簡化及彈性之特性，從而在我國現行公司法制下，如欲以設立特殊目的公司之方式，作為資產轉換之導管體，有無操作上之實際困難。此外，如何在不過度增加資產證券化之成本下，達到有效監控或監督特殊目的公司之目標，亦值探討。有鑑於此，本文擬從特殊目的公司之基本概念出發，說明特殊目的公司之設立、性質及組織特性，再探討特殊目的公司之業務規範及資金調度方法。其次，則從比較法之觀點，檢討分析特殊目的公司之監控、破產隔離制度、資訊公開制度及行政監督等重要議題，試圖建構足以保護投資人之應有機制。特別是日本在晚近之金融大改革工程中，更以制定專法之方式引進特定目的公司制度，期能排除資產證券化之執行障礙，而於平成十年（一九九八年）九月一日正式實施「特定目的公司法」³，透過創設特定目的公司之方式，促進以不動產為主之特定資產得以證券化或流動化，其後並於平成十二年（二〇〇〇年）五月三十一日修正「特定目的公司法」，並更名為「資產流動化法」⁴，以擴大資產證券化或流動化之對象，而使特定目的信託亦可成為資產證券化或流動化之管道，故日本之立法經驗是否可行，殊值討論。

貳、特殊目的公司之基本概念

一、特殊目的公司之性質

按所謂特殊目的公司，乃是為特定目的而設立之公司⁵，其在資產證券化之運用上，即是以經營資產證券化業務為目的而特別設立之公司。實務上，通常雖是由創始機構一人為原始股東或發起人所投資設立，但亦有由創始機構以外之人設立或與創始機構共同設立者。惟問題在於，特殊目的公司形式上雖是以經營資產證券化為目的，但實質上其僅為作為資產證券化導管體之紙上公司，且每基於方便設立及租稅優惠等理由，通常皆在開曼、維京群島或其他租稅天堂地區註冊登記外，同時亦將其自創始機構所受讓之資產，設定信託於受託機構，以確保其所受讓資產之獨立性⁶。有鑑於此，如從特殊目的公司之業務功能及目的來觀察，似不同於現行公司法所規定之公司組織。

以日本「資產流動化法」所規定之特定目的公司制度為例，即認為特定目的公司乃依「資產流動化法」而設立之社團法人（資產流動化法二 II、十四、十八），與依日本「商法」【月旦法學雜誌第 88 期，2002 年 9 月，第 134 頁】及「有限公司法」所設立之無限公司（合資會社）、兩合公司（合名會社）、股份有限公司（株式會社）及有限公司（有限會社）等四種公司，在法律地位上有所不同。換言之，特定目的公司基於特別法

3 關於日本「特定目的公司法」之介紹及評論，參閱王志誠，資產證券化與特定目的公司之運用，台灣銀行季刊，50 卷 3 期，88 年，184-194 頁。

4 按日本「資產流動化法」共有五編，分別為第一編總則（第 1 條、第 2 條）、第二編特定目的公司制度（第 3 條至第 160 條）、第三編特定目的信託制度（第 161 條至第 227 條）、第四編雜則（第 228 條至第 231 條）及第五編罰則（第 232 條至第 254 條）。其中第二編特定目的公司制度又細分為四章，分別為第一章申報（第 3 條至第 13 條）、第二章特定目的公司（第 14 條至第 141 條）、第三章業務（第 142 條至第 153 條）及第四章監督（第 154 條至第 160 條）；第三編特定目的信託制度再分為三章，分別為第一章總則（第 161 條至第 163 條）、第二章申報（第 164 條至第 167 條）及第三章特定目的信託（第 168 條至第 227 條）。

5 中東正文，企業形態，ジュリスト No.1155，1999 年，107 頁。

6 See Patrick D.Dolan, Lender's Guide to The Securitization of Commercial Mortgage Loans, Banking Law Journal, June 1998, at 597-598.

而成立之特殊社團法人，並非日本「商法」或「有限公司法」上之公司⁷。又依日本「特定目的公司法」及「資產流動化法」之立法例，雖鑑於特定目的公司僅為資產證券化導管體之組織特性，而採行特殊社團法人之設計模式，創設有別於日本「商法」及「有限公司法」上所稱之公司組織，但事實上尚設有諸多準用日本「商法」之相關規定，故仍定名為特定目的公司。又特定目的公司之股東，原則上可分為特定股東與優先出資股東兩種，前者是指對特定出資享有特定持分者，而後者是指對優先出資享有持分者（日本「資產流動化法」二六）。其中，如屬僅由特定股東組成之特定目的公司，可稱為第一種特定目的公司（日本「資產流動化法」五十①）；相對地，如屬由優先出資股東與特定股東所共同組成之特定目的公司，又稱為第二種特定目的公司（日本「資產流動化法」五十②），兩者在股東會之召集程序及組織運作上，略有差異，應值注意。至於我國如欲繼受日本之立法例，為便於理解，或可稱為特殊目的公司，併此敘明。

基本上，我國現行金融法規並未限制受讓我國金融資產之法律主體，必須依我國法組織設立，故如為將金融資產或企業應收帳款證券化，而在開曼或維京群島等租稅天堂地區設立特殊目的公司，並無不可。但如屬於金融資產之轉讓，一方面為避免發生創始機構透過設立於免稅天堂地區之特殊目的公司，而不法脫產，另一方面則基於保護創始機構債務人之觀點，似得對於海外特殊目的公司之設立問題，適度採取行政監督之手段。有問題者，乃因土地法第十七條至第二四條對外國人取得我國土地設有諸多限制，故如為推行不動產證券化，在土地法未解除外國人取得我國土地之管制前，則必須於我國設立特殊目的公司，始為可行。惟我國如以制定單行法之方式，引進特殊目的公司制度，則該特殊目的公司之性質究應如何定位，誠有疑義。蓋依我國現行之法人制度，民法上所規定之法人，乃公益性社團及財團，且民法第四五條規定：「以營利為目的之社團，其取得法人資格，依特別法之規定。」故如欲設立其他以營利性法人，即應依公司法或其他特別法之規定。

由此觀之，就如何賦予特殊目的公司之法人格而言，理論上應有下列三種可能之設計模式：（一）將特定目的公司設計為一種特殊之社團法人，因其非公司法上所稱之公司，自非依公司法之規定取得法人資格，而是依特別制定之單行法取得法人資格。惟如單行法未特設規定者，即首應回歸適用民法上有關社團法人之相關規定。（二）將特定目的公司定位為公司法上之公司，再針對其僅為資產證券化導管體之組織特性，於單行法中排除或調整公司法相關規定之適用，以增加特殊目的公司之運作彈性。（三）將特定目的公司定位為非公司法上之公司，再針對其僅為資產證券化導管體之組織特性，於單行法中針對其設立、組織、業務及監督等事項，特設全面性規定。當然如基於立法成本或立法技術之考量，自得適度準用公司法上之相關規定⁸。

管見以為，就特殊目的公司制度之建構而【月旦法學雜誌第 88 期，2002 年 9 月，第 135 頁】言，觀諸我國現行公司法之公司種類，雖設有無限公司、有限公司、兩合公司及股份有限公司等四種公司，但因特殊目的公司是基於促成金融資產證券化之特殊目

7 黑崎浩=根本忠宣=波田野桂，SPC 法—新法解説と活用法，平成 12 年，41 頁；片山さつき，SPC 法と何か？—資産の證券化と流動化に向けて，日經 BP 社，1998 年，57 頁。

8 參閱王志誠，日本金融資產證券化之法制架構與啟發—兼論我國金融資產證券化之立法取向，中正大學法學集刊，5 期，90 年 9 月，250 頁，註 48。

的而設，通常為創始機構所獨資設立之一人公司，其組織架構及業務範圍誠不宜過度龐雜；且為使創始機構與特殊目的公司之責任得以切離，亦應採行有限責任原則，從而不僅應為其量身定作一套法制，同時特殊目的公司之性質應定位為有限責任組織，始符合實際需要。問題在於，特殊目的公司究應定位為類似有限公司或股份有限公司之組織設計，始為適當？鑑於特殊目的公司於設立後，將發行有價證券以調度資金，故似以類似於股份有限公司組織為妥。惟應注意者，由於現行公司法所規定之股份有限公司法制，在內部組織及資金調度上，未必符合特定目的公司之功能目的及組織特性，故有關特殊目的公司在國內之設立程序、業務規範、公司機關、會計處理及其變更、解散或清算等問題，自應特設規定處理，而不宜直接適用現行公司法之股份有限公司法制。

二、特殊目的公司之設立

就特殊目的公司之設立而言，首應確定之立法政策，乃究竟應鼓勵創始機構在國內設立或在租稅天堂地區設立。如為後者，因特殊目的公司是依外國法設立，我國法即無特別規定其設立程序之必要，而應著重於資產基礎證券投資人之保護問題。相對地，如為前者，為避免因設立僅具導管體功能之特殊目的公司，支出過重之設立成本，而導致創始機構躊躇不前，即應簡化其設立要件及程序，並適度採行租稅優惠措施。

觀諸日本「資產流動化法」之立法例，乃將特定目的公司之設立程序，規劃為相當於股份有限公司之發起設立程序。亦即特定目的公司之成立，必須經發起人訂定章程，載明公司目的、商號名稱、本公司所在地、特定資本總額、特定出資之單位金額、資產流動化計畫、公告方法、發起人之姓名及住所、存續期間或解散事由（日本「資產流動化法」十八）。其後，發起人應認足特定出資之全部股份（日本「資產流動化法」二十），並繳足股款或以符合現物出資目的之財產抵繳股款，於選任董事及監察人後（日本「資產流動化法」二一），始得辦理設立登記（日本「資產流動化法」二四）⁹。又由於日本「資產流動化法」並未規定特定目的公司之股東最低人數，自得以創始機構一人為發起人。惟應注意者，乃特定目的公司如要從事特定資產流動化之相關業務前，「資產流動化計畫」必須經全體特定股東承認（日本「資產流動化法」六），其後應檢具申報書，檢附「資產流動化計畫」（日本「資產流動化法」三 III②、五），向日本金融再生委員會提出申報，登記於特定目的公司名簿（日本「資產流動化法」三、八）。此外，特定目的公司之特定資本額不得低於十萬日圓（日本「資產流動化法」十九 II），而與有限公司之最低資本額相同（日本「有限公司法」九）。由此可知，特定目的公司之債權人及購買其特定公司債或特定商業本票之投資人，並非期待以特定目的公司之特定資本額，作為清償本金或利息之標的、而是注重在特殊目的公司所受讓資產之收益本身¹⁰。

由此觀之，我國在設計特殊目的公司制度時，除應簡化公司設立程序及講求行政效率【**月旦法學雜誌第 88 期，2002 年 9 月，第 136 頁**】外，尚應注意公司設立之人的要件及物的要件等問題。首先，就特殊目的公司之人的要件而言，雖然九十年十一月十二日修正公布之新公司法，對於有限公司及股份有限公司之股東最低人數要件有所修正，

9 黑崎浩=根本忠宣=波田野桂，同註 7，65 頁。

10 參閱王志誠，同註 8，222-223 頁。

而分別承認一人有限公司及一人股份有限公司（公司法二 I ②、④、九八 I、一二八之一、三一五④），但僅容許政府或法人為股東時，始得存在形式或實質一人股份有限公司，故應明定特殊目的公司之股東得為一人。至於如為避免特殊目的公司受創始機構所控制，而致生弊端，是否應限制創始機構或其關係企業不得成為特殊目的公司之發起人，誠值注意。

其次，就特殊目的公司之物的要件而論，由於公司法就屬於資合公司性質之有限公司及股份有限公司，分別於第一百條第二項及第一五六條第三項設有最低資本額之規定¹¹，且依經濟部所發布：「有限公司及股份有限公司最低資本額標準」第二條之規定，有限公司及股份有限公司除經營興建國民住宅出租出售業、興建商業大樓出租出售業、遠洋漁業、汽車製造業、觀光旅館業、礦業、專營投資業、建築經理業及經營廢（污）水處理事業，其最低資本額相同外，則經營其他事業以外之公司，其應實收之最低資本額，在有限公司為新台幣五十萬元，在股份有限公司為新台幣一百萬元，故特殊目的公司是否應規定最低資本額，即有疑義。管見以為，雖然資合公司最重要之組成基礎為公司資本，而人合公司則主要以股東之信用為構成基礎，而特殊目的公司在性質上既應定位為有限責任組織，理論上即應解為必須規定其最低資本額，但事實上，特定目的公司之功能目的及組織特性，誠迥異於公司法上之股份有限公司，且所應重視者，乃在於其所受讓資產之收益本身，故即使形式上要規定其最低資本額，仍不必仿現行法制，而僅訂定象徵性之金額即可。此外，特殊目的公司既是為資產證券化之目的而設立，故其章程除應記載一般公司所應有之事項外，尚應明確載明資產證券化計畫之內容，以求名實相符。

三、特殊目的公司之組織特性

按特殊目的公司既是以作為資產證券化之導管體而設立，且實務上通常亦將所受讓資產之管理處分事務，委任創始機構繼續代為處理，故其內部組織貴在簡化，以求降低其組織成本。惟鑑於我國現行公司法，因未就一般股份有限公司與閉鎖性股份有限公司區分其內部組織及運作方式，而是就公開發行股票公司與非公開發行股票公司區別其管理監督機制，故如將特殊目的公司定位為股份有限公司組織，即必須設有股東會、董事會及監察人等法定必備之內部機關（公司法一七〇、一九二 I、二一六 I）。其中董事會應由至少三位董事所組成，且如為公開發行股票之公司，則必須選任二位監察人（公司法一九二 I、二一六 II），恐將致生頗高之經營成本或維持成本。

惟觀諸日本「資產流動化法」之立法例，其就特定目的公司之機關設計，主要乃以日本「商法」股份有限公司之組織架構為本，再針對特殊目的公司之特性，予以修正及簡化其公司機關之組織及運作程序。依日本「資產流動化法」之規定，即明定特殊目的公司應設置股東會、董事、監察人及會計監察人等公司機關。首先，就特定目的公司之股東會而言，乃特定目的公司之最高意思決定機關，其如為第【月旦法學雜誌第 88 期，2002 年 9 月，第 137 頁】一種特定目的公司之股東會，或其為第二種特定目的公司之股東會，而其召集事由如屬於僅得由特定股東決定之事項者（以下稱「無表決權事項」），

¹¹ 查公司法引進有限公司與股份有限公司之最低資本額制度，其立法原意乃在避免任意湊集，俾符合股份有限公司以資合為中心之團體性，並藉以促進大規模企業之發展，同時亦用以保護公司債權人。參閱柯芳枝，公司法論，三民書局，82 年，152 頁。

則其股東會之召集期間為一週，惟亦得以公司章程縮短（日本「資產流動化法」五二Ⅰ）或經全體特定股東同意後省略上開召集期間之要求（日本「資產流動化法」五二Ⅱ）。相對地，如為第二種特定目的公司之股東會，但其召集事由是屬於優先出資股東得參與表決之事項者（以下稱「有表決權事項」），則其召集期間必須為二週以上（日本「資產流動化法」五三）。此外，就股東大會之決議方式而論，除特定目的公司法或公司章程另有規定者外，如屬無表決權事項，必須有特定股東過半數之表決權出席，出席股東過半數之表決權通過；又如屬於有表決權事項，必須有特定股東及優先出資股東過半數之表決權出席，出席股東過半數之表決權通過（日本「資產流動化法」五七Ⅰ、Ⅱ）。同時，對於有表決權事項，如有一千位以上之優先出資股東時，並得採行書面投票制度（日本「資產流動化法」五九）。另一方面，對於無表決權事項，亦可由特定股東以書面決議行之（日本「資產流動化法」六三）。

其次，就特定目的公司之董事而論，乃公司之業務執行及對外代表機關。特定目的公司之董事，可為一人或數人，由股東會選任或解任之（日本「資產流動化法」六四、六五）¹²，惟特定目的公司之董事如有數人時，除非公司章程另有訂定或股東會另有決議指定代表公司之董事，原則上各個董事皆得單獨代表公司，另應特別說明者，乃董事之消極資格，除一般商業法律上所經常規定之缺格事由外，尚包括不得為創始機構、處理特定資產管理處分業務之受任人及特定持分信託之受託人（日本「資產流動化法」六六）。而且，如由法人擔任信託受益權之受託人時，該法人之董事或監察人亦構成消極資格之事由（日本「資產流動化法」六六⑥至⑨）。除此之外，特定目的公司之董事亦負有善良管理人之注意義務（日本「資產流動化法」六五Ⅱ、商法二五四Ⅲ、民法六四四）及忠實義務（日本「資產流動化法」七八、商法二五四之三）。至於特定目的公司之監察人，亦可為一人或數人，乃監督董事業務執行及公司會計之機關（日本「資產流動化法」七九、八十）。又特定目的公司原則上尚應設有會計監察人，由股東會就公認會計師或監察法人選任之（日本「資產流動化法」八六Ⅰ），惟僅發行特定公司債作為資產對應證券之特定目的公司，如其「資產流動化計畫」所規定之特定公司債發行總額及特定目的借款總額合計未超過政令所定之金額（二百億日圓）者，則無由會計監察人查核之必要。又會計監察人之任務，主要在於查核董事於每營業年度終了時，所作成之資產負債表、損益表、營業報告書、盈餘分派或虧損撥補議案等書類及其附屬明細書表（日本「資產流動化法」八五Ⅰ）¹³。

有鑑於此，我國在建構特殊目的公司制度時，雖得參考公司法上之股份有限公司制度，【月旦法學雜誌第88期，2002年9月，第138頁】但仍應考量特殊目的公司之功能及目的，適度調整其組織架構及功能設計。基本上，特殊目的公司通常由創始機構一人發起設立，則似應在不損及投資人之權益，以及降低公司營運成本之原則下，就其股東

12 關於選任或解任董事之事項，依日本「特定目的公司法」第65條第2項及第67條第2項之規定，優先出資股東雖亦享有表決權，但日本「資產流動化法」認為優先出資股東與特定公司債債權人之地位相當，爰刪除上開規定，從而董事之選任或解任事項，已非優先出資股東之法定權限。參閱田村幸太郎，不動產證券化的法務，シグマベイスキャピタル株式會社，2000年，107頁。

13 按日本「資產流動化法」所規定會計監察人之地位及權限，主要是準用日本「商法特例法」有關會計監察人之規定，而就大規模之特定目的公司準用大公司有會計監察人之規定。田村幸太郎，不動產証券化のにめの最新SPC法解説，大成出版社，2001年，142頁。

會之召集程序及決議方法，採行更有彈性之制度設計。舉例而言，如特殊目的公司並未發行權益型有價證券，而僅發行債券型有價證券，乃至於即使有依資產證券化計畫發行權益型有價證券，但並無應由投資人參與決議之事項，似應允許股東會得以較簡便方式召集之或作成決議。此外，如投資人之人數眾多時，為使投資人能較易表達意見，似宜就股東會之決議方法，兼採書面投票制度或其他更能匯集投資人意見之決議方法。至於管理機關及監督機關之設計，由於現行公司法下之股份有限公司，必須設置至少由三位董事所組成之董事會，且如為公開發行股票之公司，則必須選任二位監察人，似不符合特殊目的公司應簡化其內部組織之要求，因此宜降低其董事及監察人之最低人數為一人，且不必設置董事會。又特殊目的公司如設有多位董事時，除非公司章程或股東會另有規定或決議時，則每位董事皆應具有對外代表權，以維交易安全；另如董事執行公司內部業務而意見不一致時，則應以多數決行之。

參、特殊目的公司之業務

一、業務規範原則

按特殊目的公司乃是為資產證券化而設立，以作為資產金融或架構式金融之導管體，故其主要業務內容，應僅限於受讓金融資產或不動產等特定資產、發行資產基礎證券（資產擔保證券；資產對應證券）、特定資產之管理處分及分派管理處分特定資產之收益等。其中，必須由特殊目的公司本身完成之任務，乃受讓特定資產及發行資產基礎證券，至於特定資產之管理處分及分派管理處分特定資產之收益等工作，則可委任創始機構或其他債權管理回收機構代為處理，乃至於透過將特定資產信託給受託機構之方式，由受託機構負責處理。理論上，特殊目的公司之管理機關執行業務時，應本於遵法經營原則，不得違反法令、章程及股東會之決議。惟由於以特殊目的公司作為資產證券化之導管體，其運作內容及資產證券化參與者間之權利義務，恐非僅藉由法令所能具細靡遺規定，故實務上皆應擬訂資產證券化計畫，以明確規定架構式金融或資產金融之各項細節。另鑑於公司章程乃公司經營之最高自治原則，因此特殊目的公司向主管機關所提出之資產證券化計畫，似宜定位為公司章程之應記載事項，除藉以達到資訊公開之目的外，亦得成為特殊目的公司之重要業務準則，以發揮特殊目的公司自治監控之功能¹⁴。

依日本「資產流動化法」第一四二條之規定，特定目的公司於設立後，尚應檢具申報書，載明資產流動化計畫及檢附資產流動化實施計畫，向金融再生委員會提出申報，始得從事特定資產流動化業務及其附帶業務，同時特定目的公司並不得兼營其他業務。蓋特定目的公司乃是為促進資產流動化，所創設具有導管性質之法律體，其在稅法上設有不同於商法上公司之規定，為防止其遭濫用，故在立法政策上，乃明定特定目的公司禁止從事他業之規定¹⁵。質言之，特定目的公司除得從事特定資產流動化有關業務及其附屬業務外，並不得從事其他業務。至於附屬業務，並不包括所謂之收益事業，亦即不得為取得對價，而從事特定【月旦法學雜誌第 88 期，2002 年 9 月，第 139 頁】資產以

14 參閱田村幸太郎，同註 13，70 頁。

15 參閱片山さつき，同註 7，107 頁。

外資產之受讓及貸款，乃至於提供其他服務。此外，為規範不法借牌之行爲，亦規定特定目的公司亦不得以自己之名義，為他人經營資產流動化之業務（日本「資產流動化法」一四二之二）。另為避免利益衝突，特定目的公司亦不得擔任日本「資產流動化法」六六所規定資產證券化計畫參與機構之使用人（日本「資產流動化法」一四二之三）。

又依日本「資產流動化法」之立法經驗，特定目的公司於從事特定資產流動化業務時，雖自創始機構受讓特定資產，但由於特定目的公司通常僅設有一名董事，且公司資本額甚小，除其是受讓信託受益權而僅居於受益人地位，毋庸從事複雜之資產管理處分工作外，其他如記名金錢債權或不動產等特定資產，特定目的公司本身似無有效管理處分特定資產之能力，甚至於亦無能力辦理發放或分配所發行證券利息或紅利等基本工作。有鑑於此，日本「資產流動化法」乃規定特定目的公司必須將管理處分特定資產（除信託受益權外）之業務，委任或信託具有專門知識經驗之專業機構代為處理。至於所謂專業機構，原則上必須為信託公司（日本「資產流動化法」一四四）。

惟應強調者，乃特定目的公司於將管理處分特定資產之業務委任他人辦理時，雙方必須簽訂業務委任契約書，並至少載明下列事項：（一）受任人應將應歸屬於委任人之特定資產或該業務，與自己之固有財產或其他財產分別管理。（二）受任人應依委任人之請求，說明特定資產之管理及處分狀況。（三）受任人應於其主事務所備置記載特定資產管理及處分狀況之書類，並依委任人之請求供其閱覽。（四）受任人於知悉發生有價證券申購證所記載之管理處分特定資產重要事項時，應立即通知委任人。（五）受任人如未得委任人之同意，不得將業務再複委任他人（日本「資產流動化法」一四四 IV、V）。至於如特定目的公司必須將特定資產信託其他專業機構管理或處分時，亦應簽訂信託契約書，同時至少應載明受託人於知悉發生有價證券申購證所記載之管理處分特定資產重要事項時，負有立即通知受益人之義務（日本「資產流動化法」一四四 II、III）。此外，特定目的公司對於依資產流動化計畫所受讓之記名金錢債權，於委任或同意再複委任專業機構收取債權時，如明知或可得而知受任人或複受任人收取債權有違反日本「貸金業規制法」第二一條第一項或「資產流動化法」之規定者，乃至於有違反刑法或暴力行為法規定之虞者，即不得委任或同意再複委任（日本「資產流動化法」一四六）。另外，特定目的公司對於依資產流動化計畫所受讓之不動產，亦不得將不動產之買賣、互易或租賃等業務，委任具有日本「不動產特定共同事業法」第六條各款所定缺格事由者代為處理（日本「資產流動化法」一四七）¹⁶。

由此觀之，特殊目的公司之營業登記範圍，應僅限於與資產證券化有關之各項業務，主要包括自創始機構受讓特定資產，乃至於發行資產基礎證券以調度資金。至於特定資產之管理處分及分派管理處分特定資產之收益等任務，雖亦為特殊目的公司之主要業務，但基於特殊目的公司乃是作為資產證券化之導管體而設立，特殊目的公司本身並無實際執行管理處分資產之業務能力，因此則可於資產證券化計畫中明定委任創始機構或其他債權管理回收機構代為處理，或者透過將特定資產信託給受託機構之方式，交由受託機構負責處理。此外，為貫徹特殊目的公司僅為資產證券化導管體之意旨，應明確限制其不得兼營其他業務，且揭槩其業務執行應遵守法令、章程及資

16 王志誠，同註8，228-230頁

期，2002年9月，第140頁】產證券化計畫之基本原則。

二、資金調度及運用

（一）有價證券之募集與發行

就美國資產證券化之經驗而言，透過特殊目的公司將資產證券化所發行之資產基礎證券，依其所表彰之權利性質，大致上可分為持分權證券、(Pass Through Securities)、資產擔保償付債券(Pay Through Securities; Pay Through Bond)及資產擔保證券(Asset Backed Securities)等三種類型：

所謂持分權證券，一般稱為持分證書(Participation Certificate)，是指特殊目的公司將其創始機構所受讓之抵押貸款或其他特定資產，以發行證券方式切割給投資人，故乃表彰投資人得對原債務人主張依比率分配本息之權利。實務上諸如 GNMA I、GNMA II、FHLMC·PC、FNMA·MBS、APTC (Asset Pass-Through Securities) 等，皆為顯例¹⁷。又所稱資產擔保償付債券，則是指特殊目的公司以所受讓之抵押貸款或其他特定資產為擔保發行債券，故乃表彰投資人對特殊目的公司所得請求償付之債權。實務上則以改變傳統抵押證券現金流量之安排，並配合不同期間之 CMO (Collateralized Mortgage Obligation)、CBO (Collateralized Bond Obligation)、CLO (Collateralized Loan Obligation) 較能吸引投資人之青睞¹⁸。至於資產擔保證券，則是以持分權證券或資產擔保償付債券為基礎，所發展出之新種資金調度方法，其發行程序雖類似於持分權證券，但其權利性質則較類似於資產擔保償付證券，實務上則以 MBB (Mortgage Backed Securities) 為典型¹⁹。其中，在美國資產證券化之實務上，亦有發行不同種類之有價證券，而區分為優先證券(Senior Securities)或次級證券(Subordinated Securities)，乃至於本金證券(Principal only)或利息證券(Interest only)者，殊值注意²⁰。

依日本「資產流動化法」之立法例，所請特定資產之流動化，其流程主要是指透過特定目的公司發行優先出資證券、特定公司債、轉換特定公司債、附新股優先出資認購權特定公司債或特定商業本票等資產對應證券之方式，乃至於特定目的借款之方式，獲得取得或購買特定資產之資金，並將因管理或處分該特定資產所獲取之本金、利息或其他收益，作為支應給付或償還資產對應證券或借款等相關債務之用。其中，持有優先出資證券者，即為優先出資股東，而有別於發起設立公司之特定股東。換言之，特定目的公司之股東，可分為特定股東與優先出資股東兩種。所謂特定股東是指對特定資本享有特定持分者²¹，而所請優先出資股東則指對優先資本享有持分者（日本「資產流動化法」二六）。至於特定股東與優先出資股東之差異，主要在於特定出資之特定持分不得發行證券，而優先出資之持分則可發【月旦法學雜誌第88期，2002年9月，第141頁】行證券（日本「資產流動化法」三三、四六）。且特定持分之轉讓，雖必須經股東大會之承認，

17 參閱大和證券經濟研究所編，川村雄介=下井雅裕著，金融證券化，東洋經濟新聞社，1989年，18-39頁。

18 參閱山崎和哉，資產流動化法—改正SPC法・投信法の解説と活用法，金融財政事情研究會，平成13年，21頁。

19 參閱大和證券經濟研究所編，同註17，40-44頁；Frank J. Fabozzi & Franco Modigliani, Mortgage and Mortgage-Backed Securities Markets, Harvard Business School Press, 1992, at 9-12.

20 參閱魏啟林主持，台灣推動不動產抵押權債權證券化制度之研究，台灣綜合研究院，88年，12頁。

21 依日本「資產流動化法」第20條之規定，特定目的公司之特定資本，必須由其發起人（通常為：創始機構或金融機構）全數認足。

然而優先出資之持分，則可自由轉讓，特定目的公司不得自行以章程或其他方式加以限制（日本「資產流動化法」二九 II、VII、四一 II）。惟應注意者，乃優先出資證券之發行，應依公司章程所定之資產流動化計畫為之，原則上僅發行一次。同時其每單位之發行條件及金額必須歸於一律，且應依面額發行，不得溢價發行，亦不得以現物出資之方式為之。此外，優先出資證券發行登記之申請書所應記載事項，雖與日本「商法」上所規定之發行新股申請書類似（日本「資產流動化法」一三六），惟基於投資人保護之觀點，更設有一些特別規定。例如公司章程所記載之資產流動化計畫，如規定有發行優先出資證券、特定公司債、轉換特定公司債或附新股優先出資認購權特定公司債，應載明其種類、內容、單位數、總額及發行狀況等（日本「資產流動化法」三八 II、一一〇）。此外，除日本「資產流動化法」或章程另有規定者外，優先出資股東無表決權（日本「資產流動化法」四七）。其結果或有認為由於法律上對發行無表決權之優先出資證券，未設有任何限制（日本「商法」二四二），因此特定目的公司可能會由少數特定股東所控制，進而恐生濫用表決權之情事。惟事實上，鑑於特定目的公司必須依資產流動化計畫管理處分特定資產，故實際上應不致於發生上開濫用表決權之問題²²。

至於特定目的公司發行特定公司債、轉換特定公司債或附新股優先出資認購權特定公司債時，除應依公司章程所定之資產流動化計畫為之之外，尚應經董事之決定（如董事有數人時，須經過半數之決定）（日本「資產流動化法」一〇八）。雖然特定公司債之募集及發程序，如觀諸日本「資產流動化法」第一一三條至第一一三條之五等規定，大都準用或援引商法上有關股份有限公司發行公司債之規定，但在日本「公司債登錄法」（社債等登錄法）或其他法令之適用上，則視為依日本「商法」第二編第四章第五節規定所發行之公司債。另外，特定目的公司在一定條件下，亦得發行日本「證券交易法」第二條第一項第八款所規定之商業本票（日本「資產流動化法」一四九）。

質言之，如有下列兩種情形，即可依日本「資產流動化法」之規定，發行特定商業本票。第一，如其發行目的是為取得特定資產，而為調度資金之必要，且在「資產流動化計畫」所定之發行限額內，並符合其他為保護一般投資人而由總理府令及大藏省令所規定之要件。第二，為支應前依日本「資產流動化法」第一四九條所發行之特定商業本票，所為之資金調度。另應特別注意者，觀諸日本「證券交易法」第二條第三項之規定，乃將有價證券之募集分為公開募集與私募二種方式，且資產對應證券既為日本「證券交易法」上之有價證券，故特定目的公司亦應得就資產對應證券之發行，依其實際需要，準用證券交易法之相關規定（日本「資產流動化法」一五〇之四），選擇以公開募集或私募方式為之。惟為避免特定目的公司之董事或使用人，從中謀取不法利【**月旦法學雜誌第 88 期，2002 年 9 月，第 142 頁**】益，爰明文禁止其不得從事有關資產對應證券之募集事務（日本「資產流動化法」一五〇之二）。此外，如是由資產流動化計畫所定特定資產之讓與人，辦理資產對應證券之募集事務，並應事先向金融再生委員會申報（日本「資產流動化法」一五〇之三）。綜上所言，觀諸日本金融資產證券化之法發展，似已隨著「特

22 丸山秀平，債權流動化と SPC 法，ジュリスト No.1145 號，1998 年，36 頁。又如特定股東濫用其表決權之行使，而損及優先出資股東之利益時，則依日本「資產流動化法」第 62 條準用日本「商法」第 252 條之規定，似應認為該決議無效。

定目的公司法」或「資產流動化法」制定或修正之後，日本之金融資產證券化商品，更正式從債券型邁向權益型之路，而呈現多種多樣化之特點²³。

職是之故，就特定目的公司以發行有價證券來調度資金而言，似應比照公司法上之股份有限公司，對應設計特殊目的公司得發行各種不同種類或期間之權益型證券(equity securities)或債券型證券(securities representing debt)或短期票券等資產基礎證券。其中有關權益型證券，學理上除得區分為優先、普通與劣後證券外，尚可能再衍生為附認股權證券或附轉換權證券等。至於債券型證券，理論上除可區分為普通及劣後債券外，並得再衍生為附認股權債券或附轉換權債券等。此外，就資產基礎證券之募集及發行而言，因資產基礎證券在性質上仍為證券交易法上之有價證券或票券金融管理法上之商業本票，故宜回歸適用我國證券交易法有關公開招募及私募有價證券之規定，以及票券金融管理法有關發行短期票券之規定。

(二) 借入款項及資金運用之原則

理論上，由於特定目的公司是為資產證券化而設立，故其主要業務自為發行有價證券以調度資金，故原則上不得借入款項²⁴。但由於資產基礎證券通常是以特殊目的公司對投資人所負擔之債務，僅限定於其所受讓之特定資產，而不得向創始機構追索，因此適度放寬特定目的公司借入款項之限制，以增加其資金調度之彈性，似有其必要性²⁵。此外，特殊目的公司如為完全履行對資產基礎證券或商業本票之債務，而短期性之資金需求，似宜容許其得借入短期款項。以日本「資產流動化法」之立法經驗為例，特定目的公司即得依資產流動化計畫上所規定之額度，由董事決定向特定金融機構借入款項，以取得受讓特定資產所需之資金(日本「資產流動化法」一五〇之六、一五〇之七)。此外，由於對投資人而言，特定資產是投資人所持證券之唯一擔保標的，故除非資產流動化計畫所規定之特定目的借款(日本「資產流動化法」五II)，原則上不得將特定資產出借、讓與、交換或供擔保(日本「資產流動化法」一五二)。

再者，由於特殊目的公司業務上之流動資金，大都是管理處分特定資產而來，其目的主要在於充作支付投資人之本息用，因此應避免高度風險性之投資及運用。職是之故，日本「資產流動化法」第一五三條乃嚴格限制其僅得依下列三種方式運用：1.購買公債或其他大藏大臣及內閣總理大臣所指定之有價證券。2.存放於大藏大臣及內閣總理大臣所指定之銀行或其他金融機構。3.其他總理府令、大藏省令所定之方法。

有鑑於此，我國在建構特殊目的公司法制時，亦應就其借入款項及資金運用之限制，明【月旦法學雜誌第88期，2002年9月，第143頁】定其規範內容。理論上，為避免特殊目的公司借入款項過於浮濫，應於資產證券化計畫或章程中規定借入款項之額度，乃至於明揭其用途，以杜絕弊端；至於短期資金之運用，應限定僅得投資低風險性及高

23 關於日本金融資產證券化商品之最近統計資料，參閱日本債券信用銀行金融開發部，證券化商品入門，シグマベイスキャピタル株式會社，1999年，45-48頁。

24 參閱三國仁司，特定目的公司を不動産開發に利用できる枠組みが必要(上)，金融財政事情，1998年6月15日，23頁。另查日本「特定目的公司法」第151條，即本於斯旨，明定除非依「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一般投資人之保護者，始得借入款項。

25 田村幸太郎，同註12，105-106頁。

流動性之金融商品，以免發生投資損失，而損及投資人之權益。

肆、投資人之保護機制

按金融資產證券化之商品，如欲具有市場性，其首要前提，自是其基本架構之設計，必須為投資大眾所接受或信賴。其中，除信用評等機構或信用增強機構等功能，可由市場機制自然形成及自律外，在法律制度之設計上，當可分別從事前監控與事後監控等角度，訂定相關法制，以減低投資人之投資風險，達成保護投資人權益之目的。以事前監控制度而言，理論上可透過防止利益衝突機制、事前資訊公開制度、主管機關之事前監督及強化導管機構之內部監控等方法，以竟其功；至於事後監控制度，則採行事後資訊公開制度、建立公平交易機制、充實紛爭解決機制及主管機關之事後監督等方式，以達其目的²⁶，觀諸日本「資產流動化法」之立法例，雖在於活用特定目的公司之導管功能，以達到資產流動化之目的，但其基本前提，則必須建立一套完整之投資人保護制度。綜觀整部「資產流動化法」之規範內容，大體是採行資訊公開制度、公司監控功能之活用及主管機關之行政監督等三種方式，以保障投資人²⁷。以下僅分別從特殊目的公司之監控、破產隔離制度、資訊公開制度及主管機關之行政監督等角度，提出管蠡之見，以供參考。

一、特殊目的公司之監控

查公司監控乃世界各國所熱烈討論之議題。基本上，強化公司監控之方法，除應賦予公司股東有效監督管理機關及監督機關之權限、監督機關應發揮其對管理機關之監督機能及主管機關對公司採行適度之行政監督外，尚應注重公司管理機關內部之自我監督功能，特別所謂外部董事制度或獨立董事制度，偃然已成為一股難以抗拒之國際潮流。

觀諸日本「資產流動化法」之立法例，即特別賦予持有優先出資證券達六個月以上之優先出資股東，享有股東之代表訴訟權（日本「資產流動化法」七五、八四）及違法行為制止請求權等股東共益權（日本「資產流動化法」七七），以監控董事及監察人之行為。又特定目的公司於發行特定公司債時，尚設有特定公司債管理公司之規定。基本上，特定債權管理公司是為特定公司債債權人之利益，受託處理受領清償款項、債權保全及其他特定公司債之管理事項，以監督特定目的公司就特定資產之置理及處分，是否有損及公司債債權人之情事（日本「資產流動化法」一〇九）。同時，為達到保障特定公司債債權人之目的，特定公司債管理公司尚享有為受領清償款項、保全債權實現之需要，而為一切必要之訴訟上或訴訟外行為（日本「資產流動化法」一一一）。由此觀之，特定債權管理公司似與日本「商法」上之公司債管理公司，具有相同之功能²⁸。惟應注意者，乃如特定目的公司所募集各特定公司債之金額在一億日圓以上時，則不必設置特定公司債管理公司（日本「資產流動化法」一〇【月旦法學雜誌第88期，2002年9月，第144頁】九但書）。亦即在私募之情形，因投資人具有較高度之投資判斷能力，並較能正確評

26 參閱小野傑，金融の證券化に伴う法律問題と消費者・投資家保護，自由と正義 Vol.48.No.9，1997年，109頁。

27 參閱山崎和哉，同註18，24-25頁。

28 丸山秀平，同註22，37頁。

估商品之投資風險及採行有效之救濟措施，故得不設置特定公司債管理公司，以減輕成本負擔。換言之，就特定公司債債權人而論，日本「資產流動化法」則擴大特定公司債管理公司之權限，亦即規定特定公司債管理公司為受領清償款項、保全債權實現之需要，得為一切必要之訴訟上或訴訟外行為，以謀求公司債債權人利益之保護（日本「資產流動化法」一一一）。同時，並規定特定公司債債權人，就其與特定公司債有關之債權，對該特定目的公司之財產，有優於其他債權人受清償之權利。惟是項先取特權（優先取償權或優先受償權）受清償之順位，仍次於民法上所規定之一般先取特權（日本「資產流動化法」一一二）²⁹。尤其為使監察人得有效監督董事之業務執行，並課予監察人就董事為公司營業的範圍外之行為或其他違反法令、資產證券化計畫或章程之行為，負有向股東會報告之義務（日本「資產流動化法」八一I）。

問題在於，特殊目的公司通常為創始機構一人所發起設立，故為避免其董事為創始機構所操縱，喪失其專業性及獨立性，其選任雖得比照現行公司法有關一人股份有限公司指派董事及監察人之規定，而由股東一人指派，但似宜一併採行獨立董事制度或外部董事制度，亦即應指派與創始機構或其關係企業本身或其控制股東、董事及監察人等無親屬關係或經濟上關聯性之人擔任。至於如仿照現行公司法之股份有限公司制度，而設置監察人時，是否亦應採行外部監察人制度或獨立監察人制度，亦值重視。此外，對於權益型證券之持有人，如何適度比照及改善現行公司法有關股東權之規定，賦予其享有特殊目的公司股東會之召集權、代位訴訟權或董事違法行為制止權等共益權，以有效維護其權益，不容忽視。相對地，為保護債券型證券之持有人，是否應對照及修正現行公司法有關公司債受託人制度，設置債權型證券之受託機構或監督機構，以監督特殊目的公司之營運，並代債券型證券之持有人行使權利，殊值重視。管見以為，為強化投資人之保護措施，減少投資人行使權利或維護權益之成本，除在一定條件下應由投資人自行採取救濟手段或行使監督權限外，似得設置能代投資人行使監督權限之監督機構，以有效確保投資人之權益。

二、破產隔離制度

基本上，透過特殊目的機制來進行資產證券化，其主要目的乃創設不同於創始機構之法律主體，以受讓創始機構之特定資產，並藉由在債權收取、行政事務處理、資金管理及文件作業等方面，與創始機構有效建立防火牆，以達到破產隔離（Bankruptcy Remoteness）之目的。換言之，必須確保創始機構與特殊目的機構間所為之買賣交易或信託設定，不致於發生創始機構之債權人事後主張撤銷之法律風險，而損及投資人之權益。問題在於，是否為真正買賣（true sale）之判定，因涉及創始機構如發生破產時，創始機構之債權人是否會提出有詐害債權或詐害信託之主張，而影響投資人之權益保障，固然極為重要，惟事實上，真正買賣之判斷，乃法律解釋之問題，必須從契約所展現之當事人意思，是否與客觀之事實關係相符等觀點，就讓與資產之風險、收益權【月旦法學雜誌第88期，2002年9月，第145頁】及控制權移轉之程度及合理性等問題，加以

29 按先取特權乃日本及法國民法物權篇中所設之特殊制度，至於其種類及法律性質，參閱王志誠，優先取償權制度之研究，收錄於蘇永欽主編，民法論文選輯，政治大學法律研究所，80年，194頁以下。

客觀分析，始能正確掌握³⁰。至於詐害信託之判斷，其重點雖在於創始機構以設定信託方式移轉資產，是否損及創始機構債權人之債權，但事實上與真正買賣之判定相同，皆屬於法律解釋之問題。

首先，就美國法而言，所謂真正買賣，必須由創始機構將資產絕對性地移轉給特殊目的機構，而自創始機構名下資產分離，致使創始機構不再保有任何權利、所有權或利益（nolonger retaining any right, title or interest），以符合美國破產法（Bankruptcy Code）第五四一條之規定³¹。至於在司法實務上，美國法院主要則從風險及利益有無移轉、是否有阻礙、遲延或詐欺創始機構債權人之情事、創始機構與特殊目的機構有之經濟實質是否混同及創始機構有無取回權等考量標準，來判斷是否構成真正買賣³²。其次，就日本「資產流動化法」之立法例而論，雖未明文定義真正買賣，但除規定特定目的公司必須依資產流動化計畫之規定，自創始機構受讓特定資產外（日本「資產流動化法」一五I③）同時規定特定資產受讓契約必須就有價證券申報書或其他內閣總理府令所規定之書類所應記載之重要事項，約定創始機構負有告知特定目的公司之義務（日本「資產流動化法」一四三）。此外，日本「資產流動化法」第六六條及第八四條並規定創始機構之董事及監察人，不得擔任特定目的公司之董事及監察人，期能從經營機關之角度，阻絕創始機構對特定目的公司之控制³³。再者，日本「債權讓渡特例法」更統一明定債權讓與對第三人之對抗要件，而將對債務人與第三人之對抗要件加以切離，期能透過具有公示功能之登記制度，輔以電子登記系統，強化債權讓與之有效性³⁴。

有鑑於此，在會計實務上，美、日等國則訂定諸多公認會計原則，期能作為輔助判定真正買賣之客觀標準。例如日本即藉重新訂定或修訂「金融商品會計基準」、「財務報表規則」、「連結財務諸表規則」及「連結財務諸表原則」等一般會計原則，設定會計上認定控制權移轉之參考標準³⁵，乃至於將符合一定條件之特定目的公司，排除於子公司之適用範圍³⁶。又觀諸美國聯邦會計準則理事會（The Federal Accounting Standards Board; FASB）之處理方式，亦即藉由先後公布第七七號財務會計準則公報（Statement of Financial Accounting Standards No.77）、第一二五號財務會計準則公報（Statement of Financial Accounting Standards No.125）及第一四〇號財務會計準則公報（Statement of Financial Accounting Standards NO.140）之方法，以提供會計上判定應收帳款或其他金融資產是否真正移轉之標準，誠堪值參酌。其中美國聯邦會計準則理事會所公布之第七七號財務會計準則公報及第一二五號財務會計準則公報，主要乃在讓與人不得藉由買回契約或其他方式，而有效維持應收帳款之控制權，至於美國聯邦會計準則理事會所公布之【月旦法學雜誌第 88 期，2002 年 9 月，第 146 頁】第一四〇號財務會計準則公報，則是就有無隔離資產（Isolation of Assets）、資產之受讓人為合格之特殊目的機構（Transferee

30 王志誠，同註 8，246-247 頁。

31 See Roy B. True, Risk and Insolvency Issues in Japanese Asset Securitization, New York University Journal of International Law and Politics 1996, at 18.

32 參閱蔡朝安、林沛君，從實務及法律探討資產證券化，全國律師，90 年 9 月號，16-19 頁。

33 參閱田村幸太郎，同註 13，192 頁。

34 監查法人トーマツ編，Q&A 債權の流動化－仕組みと會計處理，清文社，1999 年，55-57 頁。

35 監查法人トーマツ編，同註 34，39-40 頁。

36 參閱日本債券信用銀行金融開發部，同註 23，41-43 頁。

is a "QSPE") 及讓與人對資產有無實質控制 (No effective Control by Transferor) 等三項條件，作為會計上之判定標準³⁷。

由此可見，我國在建構破產隔離制度時，首應於資產證券化計畫中明揭創始機構與特殊目的公司應簽訂資產受讓契約或其他證明文件，其次則應確立創始機構對特殊目的公司之債權收取、行政事務處理、資金管理及文件作業等方面，應無實質控制權，以免因必須編製合併營業報告書及合併財務報表，而無法有效建構破產隔離之防火牆。另外，為使確立資產讓與之有效性，引進完善之公示制度，以衡平創始機構債權人與投資人之利益，應有其實質效益。

三、資訊公開制度

就有價證券之投資人而言，資訊公開誠與其保護休戚相關。理論上，應可從事前公開及事後公開等二個角度，來設計完整之配套制度，以強化資訊公開之基本要求。除此之外，如特殊目的公司所發行之有價證券，其性質上屬於證券交易法上之有價證券，則尚應遵行證券交易法所建立之資訊公開制度，特別是就有價證券之募集、發行及買賣而言，資訊公開制度乃保護投資人所普遍採行之有效方法，至於其資訊揭露之程度，則每因其是採行公開招募或私募而有所不同³⁸。

以日本「資產流動化法」所採行之具體措施為例，特定目的公司在從事特定資產流動化之相關業務前，應檢具申報書，載明日本「資產流動化法」第三條第二項所定之基本事項，並檢附資產流動化計畫（日本「資產流動化法」三 III、五），記載特定資產流動化業務之具體內容，向金融再生委員會提出申報。至於金融再生委員會則應設置特定目的公司名簿，記載重要事項，以供公眾閱覽（日本「資產流動化法」八），達成充分公開揭露資訊之目的。此外，資產流動化計畫如定有發行優先出資證券、特定公司債、轉換特定公司債或附新優先出資承受權特定公司債，則應載明其種類、內容、單位數、總額、利益分配或本息償還、權利內容及發行狀況等事項（日本「資產流動化法」三八 II、一一〇 II）。另外，為保護優先出資證券及特定公司債之出資人，特定目的公司之董事，應於優先出資證券資申購證及特定公司債申購證上，載明特定資產之概要，以向出資人公開其內容（日本「資產流動化法」三八 II、一一〇 II）。又為確保資訊公開之正確性及即時性，並規定特定目的公司於簽訂資產讓與契約書或業務委託契約書時，有義務載明受託人於知有管理處分特定資產重要事項時，應立即通知委託人之契約條款（日本「資產流動化法」一四四 V）。同時特定目的公司於所簽訂信託契約書中，亦有義務載明受託人於知有管理處分特定資產重要事項時，應立即通知受益人之契約條款（日本「資產流動化法」一四四 III）。當然，如所發行者為證券交易法上所規定之有價證券，亦應同時適用日本「證券交易法」上所採行之資訊公開制度，自不待言。

由此可知，就事前資訊公開制度之建構而言，應規定特殊目的公司依資產證券化計畫，對非特定人公開招募有價證券時，除應向證券主管機關申請核准或申報生效外，尚應向投資人提供公開說明書，以作為投資人判斷是否應募或認購之重要參考。相對地，

37 參閱王文宇，資產證券化之組織法則，實用月刊，325 期，2002 年，33 頁。

38 王志誠，特殊目的的信託與受益人之保護機制，存款保險季刊，15 卷 3 期，91 年，124 頁。

如特殊目的公司是採取私募方式，則理論上僅需對投資人提供投資說明書即可，而不必製作資訊公開程度【月旦法學雜誌第 88 期，2002 年 9 月，第 147 頁】較高之公開說明書。其次，就事後資訊公開制度之內容而論，主要應指繼續公開特殊目的公司本身之財務及管理處分受讓資產之實際狀況，期使投資人或為保護投資人所設置之監督機構，得以定期掌握信託財產之狀況，以維護投資人之權益。再者，尚應適度讓投資人或監督機構有機會閱覽、抄錄或影印特殊目的公司之帳簿表冊，以了解相關資訊。此外，如特殊目的公司是採行公開招募方式者，則尚應適用證券交易法有關資訊公開之相關規定。

四、行政監督

學理上，公司本質上乃由股東所組成之營利性社團，必須隨時調整組織戰略及經營策略，以因應源源不斷之國內外競爭壓力，因此就公司法之立法政策而言，本不宜過度介入公司之經營事項，而應容許公司享有相當程度之自治空間，以追求其本身經營之效率。為使公司得以享有較廣之自治空間，以追求經營效率，在立法政策上，自應鬆綁相關法規之強行性規定，期使公司法更具彈性，避免因法律規範之僵化，而阻礙公司之發展³⁹。惟問題在於，特殊目的公司乃專為資產證券化而設，其功能僅限定在資產證券化之導管體，如一味放任特殊目的公司自治，則恐滋生弊端，而損及投資人之權益，從而似應相對採取強化公司監控之有效措施。其中，自主管機關之行政監督而言，則可分從事前監督與事後監督等二方面著手。惟應注意者，乃如採行過多事前之行政監督或干預，恐有礙資產證券化之正常發展，故如何適度採行必要之行政監督，以達防弊興利之目標，則為重要課題。

（一）事前監督

如從美國資產證券化之實務經驗而論，如特殊目的公司是以集合多數投資人之資金進行投資，並分配投資利益與投資人為目的而設立，則必須依美國一九四〇年「投資公司法」(The Investment Company Act)第八條之規定，向美國證券管理委員會註冊登記，否則其所為公開招募方式所為募集、買賣、交付有價證券或其所生利益之行為，皆屬違法。因此，如為避免向美國證券管理委員會註冊登記，則必須符合豁免要件或以境外募集方式，排除或規避美國「投資公司法」有關註冊登記之要求⁴⁰。

另觀諸日本「資產流動化法」之立法經驗，其為保障投資人之權益，亦設有二項重要之行政監督規定。第一，乃特定目的公司在從事特定資產流動化之相關業務前，必須事先向金融再生委員會提出申報（日本「資產流動化法」三）。第二，乃行政主管機關基本上是採行最低限度之監督措施。由於日本「資產流動化法」除規定特定目的公司之設立與組織，在性質上屬於日本「商法」之特別法外，對於特定目的公司之業務經營，亦設有諸多行政監督規定，故尚具有濃厚之金融業法性質。有鑑於此，在特定目的公司之資訊透明化方面，即應依總理府令・大藏省令之規定，就其業務作成帳簿書類，並妥善保存（日本「資產流動化法」一五四），同時每營業年度應作成事業報告書，並於每營業

39 參閱早川勝，會社法の規制緩和と會社内部の透明化——一九九六年ドイツ「株式法改正」參事官草案を中心として，同志社法學，48 卷 6 號，1997 年，224-225 頁。

40 參閱蔡朝安、林沛君，同註 32，22-23 頁。

年度終了後三個月內，向內閣總理大臣提出（日本「資產流動化法」一五五）。此外，如特定目的公司欲公開招募有價證券，因優先出資證券、特定公司債、轉換特定公司債或附新優先出資承受權特定公司債等資產對應證券，為日本「證券交易法」上所【月旦法學雜誌第 88 期，2002 年 9 月，第 148 頁】規定之有價證券，故尚應依證券交易法之規定，事前向證券主管機關申報。

綜上可知，就特殊目的公司之設立程序而言，理論上似不宜採行高度行政管理，而僅依現行公司法有關發起設立之程序即可，至於當特定目的公司計畫發行資產基礎證券時，因涉及向投資人公開招募或私募有價證券之行爲，始應採行事前監督措施。質言之，特定目的公司於發行資產基礎證券時，應檢具資產證券化計畫及相關文件，向主管機關申請核准或申報生效；同時如向投資人公開招募或私募資產基礎證券時，尚應遵行現行證券交易法所建立之規範原則。惟事實上，如觀諸我國之社會實情，為避免滋生弊端，在立法政策上，難免有以為應嚴格監控特定目的公司之設立，進而認為其設立應經主管機關之許可者，殊值注意。

（二）事後監督

按特定目的公司雖主要是為資產證券化之目的而設立，且其業務範圍亦受嚴格限制，理論上其僅為將受讓資產轉換為有價證券之工具，但因其為受讓創始機構之資產，必須向投資人募集發行資產基礎證券，以調度大量資金，故主管機關採行適度之事後監督措施，應有助於投資人之保護。

考諸日本「資產流動化法」之立法例，即為確保特定目的公司之正常經營，而賦予主管機關檢查權及緊急處置權。亦即，特定目的公司之業務經營，如有違反法律或授權命令或有違反之虞時，內閣總理大臣得命特定目的公司提出有關業務或財產之報告或資料，或派員實地至特定目的公司之營業所或事務所，檢查其業務或財產狀況、帳簿書類或其他物件，並得詢問關係人（日本「資產流動化法」一五六 I）。同時為實地檢查之人員，應攜帶證明身分之證件，於關係人請求時出示（日本「資產流動化法」一五六 II）。至於如內閣總理大臣認為特定目的公司之業務經營，有違反法律或授權命令或有違反之虞時，應立即對該特定目的公司採取導正其業務經營之處置（日本「資產流動化法」一五七），惟如特定目的公司有「資產流動化法」第一五八條第一項所列舉之重大違法行為時，金融再生委員會尚得撤銷其登記或定六個月以內之期間命其停止全部或部分業務。除此之外，為確保特定目的公司正常經營，以保障投資人之權益，更設有諸多刑事責任及行政責任之規定。例如日本「資產流動化法」第二三二條至第二五一條即設有多條特別刑法之規定，期能透過刑事責任之設計，達到威嚇之效果。另外，日本「資產流動化法」第二五三條及第二五四條亦設有多達數十款之行政處罰規定。相對地，如特定目的公司依美國一九四〇年「投資公司法」之規定，應向美國證券管理委員會申請註冊登記，始得發行有價證券，則其事後監督事項應由美國證券管理委員會執行之。

由此觀之，就主管機關之事後監督而言，似應賦予主管機關得對特定目的公司行使檢查權及緊急處分權，甚至於應考慮賦予證券主管機關得對特定目的公司行使調查權，以保障資產基礎證券之投資人。此外，鑑於經濟性法規或社會性法規所經常採行之行政

監督或罰則規定，實有其規範價值，故對於違反法令之行爲，亦應依其情節輕重，分別規定其行政責任及刑事責任，以達威嚇之效。

伍、結論與建議

本文主要是從探討特殊目的公司之性質、設立、組織特性、業務規範原則及資金調度方法等問題著眼，藉以建構特殊目的公司之基本概念，並釐清特殊目的公司與現行公司法所規定之股份有限公司，究竟有何異同之處。基本上，因特殊目的公司之功能，主要是作為資產證券化之導管體，其組織特性應儘量簡化，【月旦法學雜誌第 88 期，2002 年 9 月，第 149 頁】故現行公司法所規定之股份有限公司法制，在內部組織及資金調度上，未必符合特定目的公司之功能目的及組織特性。有鑑於此，本文爰認為就特殊目的公司之設立程序、業務規範、公司機關、會計處理及其變更、解散或清算等問題而言，自應特設規定或調整現行公司法之規定，而不宜完全直接適用現行公司法之股份有限公司法制。

再者，鑑於資產證券化之成敗，其核心課題為能否建立值得投資人信賴之法制架構，故本文尚從比較法之觀點，檢討分析特殊目的公司之監控、破產隔離制度、資訊公開制度及行政監督等問題，試圖建構一套保護投資人之法律機制。其中應重視者，乃由於特殊目的公司所發行之資產基礎證券，實務上以債券型證券較為常見，故為強化投資人之保護措施，減少投資人行使權利或維護權益之成本，除在一定條件下應由投資人自行採取救濟手段或行使監督權限外，似得設置能代投資人行使監督權限之監督機構，以有效確保投資人之權益。另為有效建構破產隔離制度，除應於資產證券化計畫中明揭創始機構與特殊目的公司應簽訂資產受讓契約或其他證明文件，以確定創始機構與特殊目的公司彼此間已就債權收取、行政事務處理、資金管理及文件作業等事項，建立完善之防火牆。同時亦應引進完善之公示制度，以妥適衡平創始機構債權人與投資人之利益。

除此之外，歐美先進國家在金融資產證券化之實務運作上，所存在之信用評等制度或信用增強機制，似宜為宣示性之規定，以揭櫫信用評等之重要性及信用增強之功能，達到政策指導之功能。另為保護金融機構之客戶權益，似應一併就金融資產管理機構或債權收取業者之催收債款行為，訂定明確之行為準則，同時明定其應負嚴格之保密義務，以達維護消費者之權益。此外，為降低金融資產證券化之成本及簡化金融債權讓與時所應具備第三人或債務人對抗要件之程序，亦應採行租稅及登記規費之優惠措施、資產移轉之公告制度或登記制度等配套措施。【月旦法學雜誌第 88 期，2002 年 9 月，第 150 頁】