
Chapter 2

證券化之發行架構

2.1 證券化的參與機構

債券資產證券化之基本架構示意圖

(p.23, figure 2-1)

2.2 特殊目的信託（或公司）的功能與組成

1. SPV之功能

- (1) 代表投資人擁有資產
- (2) 隔絕資產出售人與被售資產之關係(隔離原資產持有
人之破產風險)
- (3) 爭取合理之會計與稅賦待遇

2. 兩大信託架構：

- (1) 轉付架構 (Pass-Through Structure)
 - 消極 (Passive) 經營 => 免稅
 - 單一群組證? 或是可分senior/subordinated架構
 - 例：MPT

2.2 特殊目的信託（或公司）的功能與組成

(2) 支付架構 (Pay-Through Structure)

- 發行多種類的證?
 - by maturity
 - by principle receivable priority
 - by cash flow type
- 非被動經營，要課稅
- 常超額擔保，發行殘餘權益組 (residual class) 對應此部份

2.2 特殊目的信託（或公司）的功能與組成

3. 特殊目的信託架構的選擇

(1) 資產現金流量的特性

例：到期日長短或到期日之可否預測

(2) 資產的風險性

風險性高，採用支付架構

(3) 稅賦條件與會計處理規定

美國1987之前，支付架構對發行機構被視為債務

(4) 市場需求

2.3 資產證券之風險類型

1. 違約風險

(1) 政府保證

(2) credit enhancement

- 內部法(盡量採用)(由群組內部資源架構出信用增強)
- 外部法(外力擔保)

2. 現金流量風險

(1) 拖欠償還：由Government National Mortgage Association, GNMA保證償還

2.3 資產證券之風險類型

(2) 提前還本：

- 固定付款型貸款 (constant payment mortgage)
- 沒有提前還本(圖2-2) vs. 提前還本速度為100 PSA (圖2-3)

2.1. 現金流量風險處理方法

- (1) 由Originator or service institution保證or代墊
- (2) 發行不同到期日的證?
- (3) 分期還本改為彈型結構
- (4) 準備金調節帳戶

2.3 資產證券之風險類型

3. 營運風險

- (1) 參與機構之default risk: 因有SPV, 發行機構之default risk有限, 服務機構default, 要有後備的
- (2) 行政風險: 各機構間之行政作業疏失
- (3) 服務機構risk: 服務機構作業疏失, 讓service認購最低順位證?, 提供incentive
例: CMBS servicer之功能 (p.35)
- (4) 組群risk/資產risk: pool中應現金流量性質相像, 來源分散
- (5) 結構risk: 若是種新的structure, 適法性與稅的問題, 或新的副作用
- (6) 法律與規範risk: 無心過失或惡意詐欺, 因而抵觸法律, 造成投資人損失 (例: 新的結構不認為是被動經營)

2.3 資產證券之風險類型

4. 市場風險

市場變動造成price risk, or發行數量小, 有流動性risk

2.4 資產證券化之實施要件

1. 標準化之合約 (standardize contracts)

降低交易成本，活絡次級市場

2. 風險揭露與控制 (disclosure and control of risk)

買債權 -> 評估 default risk

買ABS -> 不易評估 default, operation, and prepayment risk

3. 充分的資料與分析

初級市場定價與次級市場買賣價格需參考歷史資料來評估未來的現金流量與 prepayment rate

2.4 資產證券化之實施要件

4. 標準化而適用的法律

例：美國1986通過 Real Estate Mortgage Investment Conduits (REMIC) 法案，解決CMO不能節稅的問題

5. 相關服務體系之建立

服務權交易市場

6. 處理複雜分析的能力

專業人員對新產品的風險報酬分析，促進市場的合理定價機能，增加次級市場的流動性