
Chapter 14

其他類型證券化 商品

14.1 住宅權益貸款證券

- 住宅權益貸款 (Home Equity Loan) 就是次順位抵押貸款 (Second-Lien Mortgage) - 屋主以已經抵押的房子，再度向銀行抵押貸款，最早是運用在房屋修繕之途
- 可多貸得房子已建立的權益部份：
 - 承貸第一順位抵押貸款之後累積的還本
 - 房屋價格大幅上漲

14.1 住宅權益貸款證券

- 興起之原因：
 - 1970年代後，美國房價大漲
 - 1986年，稅務改革法案(Tax Reform Act, TRA)幾乎取消了所有非房貸型貸款利息的稅賦減免，使得其他貸款轉往住宅權益貸款
 - 不動產之抵押品品質最好，所以借到的利率低於一般消費者貸款與信用卡貸款

(p.354 Figure 14-1 住宅權益貸款證券流通餘額)

14.1 住宅權益貸款證券

- 住宅權益貸款的特性：
 - 對抵押房屋之求償地位次於第一順位抵押貸款
 - 當權益建立越多，則貸款價值比下降，符合可申請住宅權益貸款
 - 利率下跌時，除了借新還舊之外，也可考慮住宅權益貸款，通常住宅權益貸款手續費全免
 - 23%用來修繕，40%用來債務合併，13%無特殊目的，24%用來購車、教育費用、經商的開支或投資、較大宗的採購
 - 有金融機構提供125%的貸款價值比，來促銷住宅權益貸款

14.1 住宅權益貸款證券

- 住宅權益貸款的方式：
 - 定額定期型：特定的起始本金額度（固定利率，固定時間）
 - 循環信用額度型：提供一個信用額度(credit line)，在循環期時，隨時支用或償還此額度，只需支付動支額度的利息即可（一般都為浮動利息）。在還本期時，不能再使用信用額度，連本帶利定期攤還

14.1 住宅權益貸款證券

- 住宅權益貸款證券 (Home Equity Loans Backed Securities, HELBS) :
 - 定期定額型大多以轉付架構從事證券化(與第一順位房貸證券化很相似)
 - ◆ 可發行單組或多組債券
 - ◆ 不同類型之貸款，發行不同組別之債券；所有債券群組由同一個信託發行，各組債券間有交叉擔保
 - 循環信用額度型用循環性信託(Revolving Trust)來處理(與信用卡債權證券化很相似)
 - ◆ 循環期或融資期(Funding Period)
 - ◆ 管理還本期(Managed Amortization Period)：還本不在購買新債權，而是用來還本，若此時借款人不但沒有還本，反而還增加支用額度，則投資人暫時無法收到本金，同時，增加權益部份，以支付新增額度
 - ◆ 快速還本期(Rapid Amortization Period)

14.1 住宅權益貸款證券

- HELBS信用增強（住宅權益貸款風險較一般房貸高，卻又無如信用卡應收帳款的高利率保障）
 - 超額擔保
 - ◆ 資產餘額-債券餘額
 - ◆ 目標超額擔保率
 - 超額擔保率 < 目標超額擔保率
=> 超額利差用於償還債券，提升超額擔保率
 - 超額擔保率 >= 目標超額擔保率
=> 超額利差用於支付殘值組本金
 - 債券保險（外部法）
 - ◆ 成本較高
 - ◆ 很常使用，與其他證券化不同之處

14.1 住宅權益貸款證券

- 利差帳戶
 - ◆ 如果超額利差為正，放到超額利差帳戶作為以後的損失補償
 - ◆ 維持足夠的超額利差：超額利差帳戶中累積到一定金額後，才將利差分配到所有投資人
- 優先/次順位分組

14.2 資產基礎商業本票

- 資產基礎商業本票證券化是以一個特殊目的工具發行商業本票集資來融通各種資產的取得
 - 商業本票期間短，可能是有票息，也可能是折價發行
 - 收購的資產包括各種短期應收帳款（如消費性貸款，交易應收帳款(trade receivable)、汽車貸款、租賃契約、公司債、政府債券、各種金融資產證券化商品、擔保放款、無擔保放款等
 - 循環型的證券化，資產產生的現金收入，配發CP之利息、本金，並收購新資產

14.2 資產基礎商業本票

- 發行資產基礎商業本票之動機：
 - 降低商業本票的風險與資金成本
 - ◆ Single-Seller (單一公司提供資產)
 - ◆ Multi-Seller (多個公司資產形成pool)
 - 調節資產負債表
 - ◆ 通常金融機構會調節一些風險要求資本(Risk-Based Capital)上要求度較高的資產
 - 套利機會
 - ◆ 金融機構以CP籌集低利資金，購買高報酬的資產，從中賺取利差與手續費

14.2 資產基礎商業本票

- 資產基礎商業本票之架構：
 - Figure 14.2 p.359~p.363
 - 資產基礎商業本票證券化的運作像一家有限度經營的財務公司，其經營內容侷限於商業本票的發行與回收
 - 贊助人（一般為商業銀行）
 - ◆ 發起人
 - ◆ 提供或推薦資產給證券化當局(虛擬的紙上公司)
 - ◆ 提供一些信用增強，以避免推薦債信較差的資產
 - ◆ 透過服務機構監督證券化管道的運作

14.2 資產基礎商業本票

- 證券化管道 (conduits) 與結構式投資機制 (structured investment vehicle, SIV)
 - ◆ 證券化管道為一隔絕違約風險的紙上機構，亦為CP之發行人
 - ◆ 結構式投資機制除了從事內部的信用增強，還需管理資金流動與期限的風險
 - ◆ 利率與貨幣的避險 (應收資產有這些風險，但CP之投資人並沒有這些風險，所以要避險)
- 管理機構 (一般為贊助人或其子公司)

14.2 資產基礎商業本票

- 債務人
 - ◆ 若債務人固定(表都從這些債務人收購新的應收資產)，則風險評估要追蹤其財務實力與償債能力
 - ◆ 若不能知道新資產的債務人，則風險評估在於資產群組是否能分散風險或是看出售人的資產承做政策是否嚴謹
- 出售人 (可以是金融機構或是一般企業)
 - ◆ 出售人將資產組合起來，出售給證券化管道
 - ◆ 出售資產後，出售人大多留任服務機構
 - ◆ 出售人承做資產的嚴謹度與是否有能力從事服務工作，是證券化成敗的關鍵，亦是評等時關注的焦點
 - ◆ 應分散出售人過於集中的風險

14.2 資產基礎商業本票

- 資產基礎商業本票的風險
 - 信用風險：管道所收購的資產因違約而導致損失
 - 流動性風險：從資產回收資金的速度太慢，來不及支付到期的商業本票
- 資產基礎商業本票的信用增強
 - 全額保證：用信譽卓著的銀行的信用狀、保證或保證債券
 - ◆ 此時保證人必須同時吸收信用風險與流動性風險
 - ◆ 得到的評等不會超過保證提供人的評等
 - ◆ 保證提供人需提列資本準備，使得保證的成本過高
 - 部分保證：
 - ◆ 信用支撐
 - ◆ 流動性支撐

14.2 資產基礎商業本票

■ 信用支撐

- ◆ 特定交易信用增強 (Transaction-Specific Credit Enhancement)
 - 只用於支撐某特定出售人所出售的資產群組，不能用於其他出售人的資產組合
 - 形式包括超額擔保、向出售人追索、第三人擔保、損失準備
- ◆ 管道信用增強 (Program Wide Credit Enhancement)
 - 當特定交易信用支撐被用盡後，才動到此部分
 - 可以用於支撐管道中所有的資產
 - 方式包括信用狀、第三人保證、次順位債券

■ 流動性支撐

14.2 資產基礎商業本票

■ 流動性支撐

- ◆ 資產所收到的現金不足以贖回到期的商業本票，此時，流動性支撐可以派上用場
- ◆ 不用於支援因資產違約，而產生的信用風險問題
 - 等到信用支撐用盡後，才可動用流動性支撐
 - 或是流動性支撐只能用於合格資產
- ◆ 外部法：對外尋求資金作為流動性的擔保
- ◆ 內部法：分析資產的現金流量，將資產收益與其發行之資產基礎商業本票到期日做適當的搭配
- ◆ 其他：
 - 發行可延期的商業本票(Extendable Commercial Notes, ECN)
 - 發行部分期限較長的中期本票(Medium Term Notes, MTN)

14.2 CBO/CLO/CDO

- **擔保債券憑證** (Collateralized Bonds Obligation, CBO)
以一群債券為基礎，從事證券化後，所發行的証券
- **擔保貸款憑證** (Collateralized Loan Obligation, CLO)
以一群貸款為基礎，從事證券化後，所發行的証券
- **擔保債務憑證** (Collateralized Debt Obligation, CDO)
資產池中同時包含債券與貸款兩種

14.2 CBO/CL0/CDO

- CBO/CL0發行的目的：

- 套利

- ◆ 利用證券化的技巧，發行債信較高的債券，取得低利率資金，投資於高報酬債券
- ◆ 投資人得到較低的 r ，但享有流動性與較低的信用風險；而發行人犧牲了流動性風險來換取利差，若發行人未以信用交換合約，將違約風險轉出，則還要承擔信用風險

- 增加管控資產負債表的能力：

- ◆ 因為風險要求資本的觀念，如果銀行持有風險性資產，需要有相對應的風險準備
- ◆ 利用CBO/CL0可以將許多風險資產自資產負債表中移出，降低自有資本的要求

14.2 CBO/CLO/CDO

- CBO/CLO證券化結構與運作 (p.369 Figure 14-4)
 - 債務人
 - ◆ 提供證券化的現金流量
 - 出售人
 - ◆ 一般為銀行，出售債券給證券化當局後，大多轉為服務機構
 - 債券發行體
 - ◆ 隔離破產風險的特殊目的個體(special purpose entity, SPE)
 - ◆ 向出售人收購資產，以此為抵押品，發行債券
 - ◆ 以免稅為目的
 - ◆ 與證券化資產的風險與信用增強結構有關

14.2 CBO/CLO/CDO

- 受託機構
- 資產管理機構
 - ◆ 應SPE之聘，管理證券化所收購的資產
 - ◆ 資產的選擇(報酬高但風險有限)
 - ◆ 管理的目標在使資產與負債的現金流量能配合：
在套利型的的架構哩，可以適當的買賣群組理資產，以配合CBO/CLO的應付本金與利息的遲間表
 - ◆ 處理不良資產
- 交換對象
 - ◆ 提供信用違約、利率與匯率的交換合約，以趨避因利率或匯率波動所帶來的風險

14.2 CBO/CL0/CDO

- 貸款的轉讓形式

- 債券的轉讓遠比貸款的轉讓容易
- 貸款的形式、合約都會影響貸款的轉讓程度
- 貸款的種類繁多，且流動性也較差，若要補充資產，會有較大的困難
- 貸款轉讓形式分為三種
 - ◆ 參與權：若出售人以此方式轉讓資產，則債務人並不知情（只有出售人與信託之間有合約），若是出售人破產，則信託不能向債務人求償
 - ◆ 指派權：出售人出售債權時，須知會債務人，甚至要得到債務人的同意，此時，出售人與債務人的關係被信託與債務人的關係取代

14.2 CBO/CLO/CDO

- ◆ 信用連結債券 (Credit-Linked Notes, CLN)
 - 設計原理是在不需要將資產從銀行移轉到投資人(SPE)的情況下，達到轉移現金流量的目的，舉例如下：
 1. 銀行發行CLN給投資人，其利息來自銀行指定的一參考信用群組 (reference credit)，此信用群組可以是銀行手上的貸款，也可以是銀行手上可以帶來現金流量的權益
 2. 同時銀行再出售一個信用違約轉讓合約(credit default swap)給投資人，在此合約中，投資人同意吸收此一指定信用群組的違約
 - * 在這種安排下，投資人並未真正持有資產，但可收到資產所產生的現金流量，同時，當資產發生違約時，投資人也須承擔此風險

14.2 CBO/CL0/CDO

- CBO/CL0一般使用之前信用卡債權證券化的綜合信託，利用同一個信託，發行多系列的證、債券，如此一來，各組債券背後的抵押品相互聯保，分擔風險

14.2 CBO/CLO/CDO

- CBO/CLO的風險

- 主權風險（可能有外國債權）
- 違約風險（因每筆資產的面額大，違約風險的預估更形重要）
- 利率與匯率風險
 - ◆ 若資產與證券化的證券，一個是固定，一個是浮動，則發行人會有利率風險；若資產與證券化的證券，一個是外幣計價，一個是本國貨幣計價，則發行人會有匯率風險
 - ◆ 若兩邊都是浮動，因為釘住的利率指標不同，也會有風險，稱為利差風險 (Basis Risk)
 - ◆ 此外，不同的付款與收款週期，不同的利率調整日，也會與風險

14.2 CBO/CL0/CDO

- 信用違約、匯率與利率交換合約風險 (swap risk)
 - ◆ 原本要利用這些交換合約來避險，但萬一交易對手違約，則會造成風險
- 法律風險（尤其在跨國交易時要小心）
- 加速成立風險 (Ramp Up Risk)
 - ◆ 與其他證券化不同，CBO/CL0分為加速成立期、再投資期與還本期，通常是在證券化成立後才開始收購資產
 - ◆ 評等機構要在證券化發行時(收購資產前)完成評等，通常，評等機構可以依收購資產群組的情況來調整評等
 - ◆ 可能證券化當局投資過慢，或是收購的資產不夠分散
- 流動性風險
 - ◆ 利息收付的日期不同或利息收付的頻率不同
 - ◆ 一般都由服務機關與次順位持有人提供墊款

14.2 CBO/CLO/CDO

- CBO/CLO的信用增強
 - 優先/次順位證券
 - 現金準備帳戶
 - 超額利差帳戶
 - 第三人保證或超額擔保
 - 因為單一資產的數額大，所資產群組更要分散
 - 主要分析資產所帶來的現金流入與證券化債券的現金流出之間的差異。如此一來，資產池中資產的倒帳率與倒帳後的回收率，都是決定信用評等的關鍵