

信用風險移轉*

林 正 芳 摘 譯**

壹、摘 要

本文件係聯合論壇（the Joint Forum）應金融穩定論壇（FSF）之要求，對信用風險移轉交易之發展進行檢討，以聯合論壇「風險評估暨資本工作小組」與市場參與者之對話與討論為基礎，曾於 2004 年 10 月公布諮詢文件，徵詢各界意見後於本（2005）年 3 月定案。

2003 年金融穩定論壇注意到信用風險移轉（Credit Risk Transfer，以下簡稱 CRT）交易對金融穩定有重大影響，並提出三項重點：（一）CRT 商品/交易能否完全移轉信用風險、（二）CRT 市場參與者對該等商品/交易風險瞭解的程度及（三）CRT 交易是否會導致信用風險不當集中於受監理或未受監理之金融部門。

有關信用風險移轉，包括放款及保證等

交易由來已久，近數十年來聯合貸款及證券化等業務亦大幅成長，本文主要針對一些新型態的 CRT 交易，尤其是信用衍生性商品進行討論。

信用衍生性商品交易最早源於 1990 年代初期一些較先進的銀行，其後具有發展快速且具創新性、參與者不斷增加、全球交易量不斷成長及為市場中介者創造獲利機會等特徵。CRT 市場之發展使金融市場流動性增加並使信用風險移轉更有效率。工作小組認為有關 CRT 市場發展應著重於提昇市場參與者風險管理的能力，及增進監理機關與法規制定者對相關議題的瞭解。本文針對 CRT 交易之風險管理、揭露及監理方法等議題提供 15 項建議，供市場參與者及監理機關參考。

貳、CRT 交易能否完全移轉信用風險

工作小組認為到目前為止，信用衍生性商品信用風險移轉的成效相當好，但應特別

注意下列三種現象：

一、交易對手風險，市場參與者利用許

* 本文摘譯自巴塞爾銀行監理委員會聯合論壇 2005 年 3 月 18 日公布之研究報告“Credit Risk Transfer”。

** 本文譯者為中央銀行金融業務檢查處副科長。

多方法處理此種風險，例如：發行證券、經常依市價評估經移轉之擔保品。

二、CRT 商品能否移轉信用風險與其是否具法令上之不確定性有關，但市場參與者表示其對 ISDA 公布之信用違約交換標準文件之法律地位信心日增，雖仍有人質疑其是否應包含重新協議事件、破產或其他更明確的違約事件，但這些意見應不致影響該文件法律的基本理念。

三、交易文件是否比對並即時確認，雖然很多參與者表示未比對確認之文件比率仍高，但仍然希望目前有關信用違約交換自動比對及確認的程序能消除這個問題。

有關法令風險，一般而言，市場參與者對於曾經發生的金融衍生性商品法令問題均有所認知，包括交易對手無適當授權參與交

易及交易對手或客戶企圖拒絕付款的風險（例如：歸咎交易對手未適當揭露資訊、評估交易或交易風險對交易對手或客戶之的適當性等）。市場參與者瞭解應盡可能降低法律風險，但根據以往的經驗，信用衍生性商品市場似乎無法廣泛且成功消除此等風險，即便如此，市場參與者及法規制定者對於法律風險之各項特質仍應抱持謹慎的態度。

有關風險移轉最後的一項議題係有些 CRT 交易發生之初並非用以移轉大部分的信用風險，例如有些結構型商品只能移轉商品組合中極端的“災難性”風險，這些風險與信用風險的關連可能不如其與總體經濟密切，因此，所有市場參與者都能徹底瞭解其移轉或未移轉風險的相關交易及其所在環境是很重要的。

參、CRT 商品種類與內容

信用衍生性商品最重要的風險來自於該等商品本身的信用風險及其交易動機所伴隨而來的風險，但法律、交易對手信用風險、作業風險及流動性風險等若未經適當管理也會衍生問題。兩種主要 CRT 商品類型之市場應加以區分：（1）信用違約交換，其信用風險與債券之信用風險類似但不盡然相同；（2）擔保債權憑證（CDOs），其商品組合暴額之信用風險被分級(tranch)為各具特殊風險報酬特徵之成分(segment)，如“權益等級

(equity tranches)”是第一個承受損失且因此最具信用風險的商品，等級較高層之商品其信用風險較低，因其僅在其他等級商品損失殆盡時才會承受損失。相反的，信用違約交換則逐漸被視為簡單型的金融商品，瞭解 CDOs 之信用風險特質及其他結構型信用商品則被認為越來越困難。

有關 CRT 商品信用風險管理最重要的議題係評估不同參考標的(reference entity)之違約相關性。相關性攸關信用違約交換組合或

擔保債權憑證之風險評估，但也因各方對相關性看法不同而使 CRT 商品交易進一步受到鼓舞，且反映於近年來大型中介機構“相關性交易”之成長。

對於從事較複雜、模型導向或交易性策略的交易商而言，主要挑戰在於確保避險正如其所願，因此需特別注意所使用之模型及假設條件，尤其是相關性的假設。

CDOs 分級交易係 CRT 商品常用的工具，也有一些重要的風險管理議題：

一、即使投資組合的內容適當地分散且

未利用槓桿投資，CDOs 分級交易的風險特徵有時也會與有利用高度槓桿之投資相同；

二、信用評等相同並不代表風險特質完全相同，因外部信用評等的重點在於違約機率或預期損失，可能無法完整衡量 CDOs 分級交易的相關風險，而這也是市場上對於外部信用評等類似商品報價有極大差異的原因之一。工作小組認為 CDOs 投資者應確實瞭解其所隱含的信用風險，不能完全依賴評等公司的評估，CDOs 若有損失或遭降等的紀錄，顯示其隱含潛在的風險。

肆、CRT 商品對金融穩定的影響

市場參與者對於 CRT 商品蓬勃發展通常持正面態度，特別是該些商品有利於移轉風險及降低風險集中情形，且有助於提高流動性與信用風險市場之透明度。CRT 交易對信用風險之定價有長期的影響，例如：大型投資等級商品之信用價差，逐漸依其信用暴險組合邊際風險貢獻度而非個別商品之評估而定，雖然這種方法多年來普遍運用於權益證券市場，對信用市場卻有不同的影響。例如公債機構交易商須瞭解 CRT 對資金成本的影響。

CRT 交易對金融穩定之影響主要發生於 CRT 商品市場與其他市場的連結，CRT 交易成長代表包括債券及權益證券市場的連結增

加，但也意味發生於單一市場的事件會延伸影響 CRT 市場。

有關未受監理市場參與者的角色，工作小組認為有效的交易對手風險管理已證明，市場紀律係市場功能運作良好的基礎，所有市場參與者均應採取適當方法管理所有交易對手（不論其受否受到監理）的相關風險，而監理機關則有權瞭解有多少信用風險被移轉到未受監理部門。當監理機關間逐漸加強資訊交流之際，包括主要觀念及契約條款共識的建立，及改善對受監理金融機構陳報之現有或計畫產生報表的分析技術等，均有助於改善監理機關嚴密監控信用風險移轉的能力。

伍、建議

建議一：市場參與者使用 CRT 工具的態度，應與其董事會或相當位階管理單位所核准之整體風險管理架構一致，並由高階管理人員負責執行。進入 CRT 商品市場前，應明確訂定包括 CRT 交易目的政策與權責規劃。當營運及市場環境改變時，應檢討修訂相關政策。如涉足日益複雜的交易，高階管理人員應訂定作業程序與控制措施以執行相關政策；各層級管理人員亦應確實執行該些作業程序與控制措施。高階管理人員應妥適瞭解含括 CRT 交易的資訊管理系統。

建議二：CRT 商品市場參與者應能瞭解並評估其相關之信用風險，包括有能力瞭解其評價之主要變數，及其變動對該些商品價值的影響。同時承作資產及負債面 CRT 交易之金融機構，不論資產負債表上如何列示該些交易，應有能力評估並比較相關的信用風險。

信用風險彙計：市場參與者應確保個別債務人信用暴險衡量方法的完備性，例如：包括直接暴險（如：放款及櫃臺衍生性商品暴險）與源於 CRT 之非直接暴險。

建議三：信用模型風險

金融機構若依賴模型評估 CRT 商品價值與風險，應有足夠的人力與經驗瞭解模型的假設條件及限制，並妥善管理模型的使用。模型的使用應由獨立於交易或業務的單位定

期驗證，例如由有能力的內部或外部稽核獨立稽核。金融機構應努力定期將其評價模型與市場上其他可替代的模型（及/或其他金融機構用以評價類似商品的模型）作比較。管理人員及風險監督人員訂定 CRT 相關決策時，應將評價模型之假設條件及限制列入考慮。

相關性：金融機構應徹底瞭解用以評價及管理 CRT 商品模型之相關性假設及其重要性，且應定期透過壓力測試等方式，評估相關性假設改變對模型結果的影響。

風險涵蓋範圍：金融機構應評估有關 CRT 或避險交易之風險無法計入日常風險管理的情形（例如：跳躍式違約（jump to default）或發行者特定風險（issuer-specific risks）及基差風險（basis risks）等）。金融機構尤應有能力監督此類風險彙計的情形，並將評估結果併入其風險管理方法。金融機構應定期評估將此類風險併入其日常風險衡量的必要性。

建議四：外部評等

市場參與者應瞭解 CRT 商品（尤其是 CDOs）外部評等的特質與範圍、與其他商品外部評等的不同及各評等公司評等方法的差異。市場參與者尤應瞭解在可能損失環境未預期變動時，外部評等對違約機率或期望損失預測的準確度。

補救方法：市場參與者應鼓勵評等公司繼續提供評等以外的補充資料，例如提供可能導致 CDOs 評等調降的事件及情況或評等變動情形等資訊，都有助於市場參與者更瞭解 CDOs 的風險。

建議五：結構型商品交易之動態管理

投資動態結構型商品的市場參與者應仔細評估其商品管理人員的管理實績、判斷能力及利益衝突的可能性，重點包括採取或阻止特定行為的啟動條款、各分級商品現金流量移轉的條款及替換參考信用標的的能力（或權利）。

建議六：交易對手信用風險

應積極管理無資金支付之 CRT 商品交易所產生的交易對手風險，其管理標準至少應與其他櫃臺買賣之衍生性商品相同，尤其為達風險管理目的，衍生性商品之交易對手暴險及同一交易對手之所有其他信用暴險，應合併評估，並考慮具法律執行效益的淨額交割合約。應經常計算交易對手信用暴險（通常每日）並比較是否超逾信用限額。所有的交易對手，不論其擔保狀態如何均應遵守穩健的認識客戶程序。信用保護購買者(credit protection)，應評估參考標的(reference entities)及信用保護出售者間潛在相關性，並將其納入風險管理過程。

建議七：法律文件風險

所有市場參與者均應特別留意 CRT 商品之法律文件，例如信用風險事件的範圍，及

清楚明確的定義商品之標的參考公司。信用風險避險公司尤其應特別評估相關契約所稱之參考標的是否即為信用暴險所在，對於複雜的結構型 CRT 商品而言，清楚易懂的文件尤其重要。

標準化：為降低 CRT 商品交易之法律風險，市場參與者應更積極致力於文件的標準化，包括 CDOs 及其他更複雜的商品。

建議八：交易之法律風險及其適當性

承作 CRT 交易前，市場參與者基於其在交易中之特殊地位，應儘可能向交易對手或客戶說明其法律責任，並確認其交易對手或客戶在法律上是否有權進行交易。再則，交易創始者、交易者及最終使用者均應著手評估及控制交易可能隱含的聲譽風險。

行銷：交易創使者及交易者銷售 CRT 商品時，應努力增進交易對手或客戶對交易特質、重要條款及限制與風險的瞭解，且不應過度鼓勵其依賴外部信用評等衡量該等交易之風險。交易創使者及交易者應訂定評估行銷資料的作業程序，以確保行銷資料能公平且正確地呈現所有相關資訊。

投資者資訊：投資者在進行交易前應能確定其在交易時及日後能取得必要資訊，以適當評估並管理相關風險，尤應考慮取得投資之評價及與風險特質相關資訊的能力。

建議九：重要非公開資訊的使用

市場參與者，尤其是放款給 CRT 商品標的公司的銀行，應注意確保遵守相關法律與

規範，及業界對於重要非公開資訊（MNPI）使用的建議。銀行確保完全遵守相關規定的方法很多，但不論採用何種方法，可取用重要非公開資訊的銀行及其他市場參與者，均應能明確表示其相關的政策及作業程序足以解決法令遵循的問題。監理機關（尤其是銀行監理機關）應評估該等法令遵循政策及作業程序的適當性，若有必要應採取糾正措施。

建議十：文件及交割風險

市場參與者交易獲雙方同意後，應立即執行確認及相關文件。市場參與者應訂定明確的標準或準則，以規範交換文件及確認的時間。監理機關應強調有大量未簽署文件是不穩健的，對該市場參與者無法或不願意有效管理其大量交易時，應採取糾正措施。

簽署協議：CDS 交易的簽署有可能降低作業風險，市場參與者應確保所簽署的協定與相關文件及穩健的風險管理實務一致。

建議十一：作業風險

市場參與者應確保其 CRT 業務係由具有足夠且適當經驗、技術及專業的專業人士執行。陳報予高階管理人員的績效評估報告，應包括衡量財務績效的方法。市場參與者進入 CRT 市場前，應確定其資訊及科技系統與商品特質及其市場參與程度相稱。

建議十二：市場流動性風險

市場參與者應瞭解其所持 CRT 商品部位（包括避險部位）之流動性特徵。CDOs 及其

他結構型商品投資者應瞭解該等商品次級市場的限制。金融機構應定期評估在流動性極端緊俏情況下其 CRT 商品部位的表現，並將評估結果併入風險管理方法。

建議十三：揭露

市場參與者仍應努力提昇有關 CRT 交易及信用風險分配結果等重大公開資訊揭露的品質。

CRT 相關風險的揭露應在各金融機構之風險架構下顯示其風險特質，但仍有改善空間。很明顯的，應改善的程度因機構而異，所提供的建議也會因各機構承作 CRT 業務水準的差異而有所不同，例如應適當地建議資產管理者(asset managers)注重陳報董事會或受託人(trustees)的內部報告。

- 市場參與者應清楚敘述其業務之質化特質，包括討論其 CRT 交易之目的與特質。
- 已提供信用暴險彙總及細項分類資訊（如按信用品質、產業別或地區別）之銀行等市場參與者，應考慮揭示 CRT 交易對上述信用暴險彙總及分類的影響情形。
- 部分交易簿業務屬 CRT 交易之市場參與者，應考慮提供交易風險暴額與收益細目，該等細目應與其他風險種類（如利率風險）分開列示，例如：單獨揭露信用相關之風險值。
- 市場參與者依評等分類揭露所持有之資產時，不應僅簡單地累計 CDOs 持有金額及具有類似評等的其他商品持有金額，因風

險特質的差異，更應考慮依商品種類區分重大持有部位（如：債券與 CDOs）及/或考慮依金額重新分類。

- 市場參與者如保險公司因承保而承受信用風險，應考慮提供前述暴險及相關的保險準備等資訊。

建議十四：彙計資訊

巴塞爾全球金融體系委員會(the Committee on the Global Financial System)為發展一套更能辨識信用風險彙計資訊機制所作努力，應受到監理主管及市場參與者的強力支持。

建議十五：監理努力

監理主管應採取必要措施以提昇其對 CRT 相關交易市場演進之瞭解，包括吸引及慰留適合的員工及採行相關措施（例如訓練計畫），以持續增進員工相關的知識與瞭解。監理機關會因定期與市場參與者討論而

受益。

建議十六：監理及法規檢視

監理機關應定期檢討有關 CRT 交易之法規、監理準則及申報機制。適用於櫃臺買賣衍生性商品之監理準則與法規，大多不適用於信用衍生性交易，應加以修改方可達成其特定的監理目的。監理機關應努力徹底瞭解有關 CRT 的會計處理及其意涵，並嘗試採用更專業的觀念發展 CRT 交易之會計準則。

建議十七：監理資訊交流

監理主管機關在增進對 CRT 業務發展趨勢的瞭解、改善市場參與者之風險管理實務及提昇監理及法規方法等目標下，繼續努力促進 CRT 業務資訊之交流。監理機關尤應交流有關 CRT 交易最低資本計提及證券化監理方法的資訊，以瞭解不同方法潛在的影響，及其對市場參與者的影響。