第伍章 結論與建議

第一節 結論

雙層擔保債權憑證的特殊結構設計能有效地提高投資人信用價差收益率，本研究利用一個毋須進行蒙地卡羅模擬之半解析式評價模型，可以深入探討雙層擔保債權憑證之風險特徵並進行敏感度分析。

在本文所假設之合成型雙層擔保債權憑證中，雖然權益-權益分券之名目本金只佔了整個資本結構的極小部分，卻承擔了絕大多數之信用風險，顯示僅有本金的揭露對於投資在雙層擔保債權憑證之法人機構或避險基金而言是不夠的，無論其目的是要移轉信用風險抑或是提高投資收益，皆須仔細區分風險金額移轉數目與內含風險移轉程度之差異，例如權益-權益分券承擔了整個雙層擔保債權憑證價絕大部分之風險，若發行機構保留此分券則會對其風險移轉效果大打折扣，此外，我們亦無法由分券信用評等所傳遞之訊息全盤掌握各分券風險樣貌，光是本金數額及信用評等揭露無法反映分券風險呈槓桿倍數之本質。本研究藉由子分券與主分券損失分配之比較，推測出雙層擔保債權憑證相較一般擔保債權憑證之槓桿程度為大，而透過期望損失槓桿倍數之計算，我們瞭解投資在雙層擔保債權憑證上之槓桿效果相較於直接投資在標的資產要大上好幾倍，驗證即使先償分券與次償分券通常具有投資級的信用評等，但其槓桿倍數所寓涵之風險其實是一般投資級公司債的數倍。另外，我們也在不同分券組合之比較中發現，分券大小的設定對於雙層擔保債權憑證損失分配型態之影響，較信用增強改變來得大。

針對分券價值會因為標的信用違約交換價差變動而面臨之市場風險，我們提出 delta 避險策略加以因應，利用信用違約交換所建構之避險組合，其價值不受標的市價波動之影響，而透過避險組合淨收入的計算，可以適當選用數個單一信用違約交換或信用違約交換指數來執行此避險策略，此外，我們亦建議可使用第 N 個違約交換（N^{th}-to-default basket swap）對重疊之標的信用加以避險。

雙層擔保債權憑證對於標的資產之違約相關性及資產重疊度的處理尤其敏感，由於相關性無法實際觀察得知，市場參與者對於所謂正確違約相關性之不同判斷可以產生不少套利交易的機會，因此本研究最後對此兩變數進行敏感度分析，得到各種違約相關性及資產重疊度組合下，雙層擔保債權憑證價之合理信用價差分佈。

第二節 未來研究建議

本研究詳述了雙層擔保債權憑證在半解析式模型之評價技巧，並以一假設性商品闡明該模型之相關應用。我們在此並未對相關性微笑曲線（correlation smile）這個重要議題進行探討，意即運用一般 Gaussian copula 所求得之信用價差會和市場價格產生偏離之情況，目前各方研究皆積極搜尋市場價格之最佳配適方法。此外，本模型對於許多關鍵變數，如違約強度、回復率及利率過程，皆假設外生給定而使得整個模型成為一簡單之違約時點靜態模型，然而，唯有將這些變數的動態過程納入模型考慮，才能產生符合實際現象的信用價差動態模型。