



The Thai Bond Market Association

Securitization

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

เรียบเรียงโดย
สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย



THE VALUE OF INDEPENDENCE

- *Thailand's first credit rating agency*
- *Founding member of Association of Credit Rating Agencies in Asia (ACRAA)*
 - *Rated over Baht1,000,000 million corporate debentures*
- *Recognized as External Credit Assessment Institution (ECAI) by Bank of Thailand*

ISBN : 978-611-90187-0-9

ชื่อหนังสือ : การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (SECURITIZATION)

ที่ปรึกษา : ณัฐพล ขวลิตรชีวิน

ผู้เขียน :
ณัฐจิรา เตชะหวิจิตร
ธนานันต์ ศิวโมกษธรรม (Ph.D, CFA, FAM)
วรวิมล ศรีศิริ
วราภรณ์ กัญจนาทิพย์
แหวตา ธรรมภิบาล
สายชล ลิขสวัสดิ์

จัดทำโดย : สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย 29 อาคารวานิสสา ชั้น 21
ซอยชิดลม ถนนมไหศวรรย์ กรุงเทพฯ 10330
โทรศัพท์ : 0-2252-3336 โทรสาร : 0-2252-2763
<http://www.thaibma.or.th> และ <http://www.thaibond.com>

พิมพ์ครั้งที่ 1 : เมษายน 2552 จำนวนพิมพ์ 1,000 เล่ม

ออกแบบและจัดพิมพ์โดย :

บริษัท อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน)
65/16 ถนนชัยพฤกษ์ เขตตลิ่งชัน กรุงเทพฯ 10170
โทรศัพท์ : 0-2422-9000 โทรสาร : 0-2433-2742
E-Mail : info@amarin.co.th
Homepage : <http://www.amarin.co.th>

หนังสือเล่มนี้เป็นลิขสิทธิ์ของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย การพิมพ์ซ้ำหรือการนำข้อมูลทั้งหมดหรือส่วนใดส่วนหนึ่งของหนังสือเล่มนี้ไปเผยแพร่ไม่ว่าโดยวิธีการใดก็ตาม จะต้องได้รับการยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจากสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

คำนำ

เมื่อสิบกว่าปีที่แล้วบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทยได้จัดพิมพ์หนังสือวิชาการขึ้นมาเล่มหนึ่งชื่อว่า “การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)” ซึ่งค่อนข้างจะเป็นเรื่องใหม่ในขณะนั้นและเป็นหนังสือเล่มเดียวในตลาดที่กล่าวถึงเรื่องนี้ จึงทำให้เป็นหนังสือที่นิสิตนักศึกษาและนักวิชาการใช้ในการอ้างอิงกันอยู่พอสมควร อย่างไรก็ตามหลังจากพิมพ์ออกมานั้นแล้วก็ไม่ได้มีการจัดพิมพ์ขึ้นมาอีกเลย จนกระทั่งบริษัทได้ยุบรวมกับธนาคารทหารไทยไปในที่สุด ผู้ที่เขียนบทความในหนังสือเล่มนี้ต่างก็แยกย้ายไปทำงานในที่ต่างๆ กันไป ส่วนหนึ่งได้มาทำงานที่สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยซึ่งเป็นองค์กรที่เน้นการพัฒนาตลาดตราสารหนี้เช่นเดียวกับบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย และได้เล็งเห็นว่าหนังสือเล่มนี้ยังคงเป็นหนังสือที่มีประโยชน์ต่อการพัฒนาการตลาดทุนไทย มีผู้ถามถึงมาเป็นระยะๆ จึงได้ขออนุญาตจากบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทยเพื่อนำมาปรับปรุงและเรียบเรียงขึ้นใหม่จนเป็นหนังสือที่ท่านอ่านอยู่ในขณะนี้

หนังสือเล่มนี้ยังคงใช้เค้าโครงของหนังสือเดิมแต่แก้ไขปรับเปลี่ยนเนื้อหาที่เปลี่ยนแปลงไปตามกาลเวลา เช่น กฎหมายออกใหม่ที่เกี่ยวข้อง พัฒนาการใหม่ๆ ในการทำ Securitization การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทย เป็นต้น คณะผู้จัดทำเชื่อว่าหนังสือเล่มนี้จะเป็นประโยชน์ต่อแวดวงวิชาการตลาดทุนไทยได้ไม่มากนักน้อยและสามารถใช้อ้างอิงได้เช่นเดียวกับที่เคยเป็นมาเมื่อจัดพิมพ์เป็นครั้งแรก และในอนาคตหากมีพัฒนาการอะไรที่น่าสนใจทางด้านนี้สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยก็จะได้นำมาปรับปรุงเพื่อให้ยังเป็นหนังสือวิชาการที่ทันสมัยอยู่ต่อไป

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย
ผู้จัดทำ

CONTENTS

สารบัญ

บทที่ 1	ความเป็นมาและวิวัฒนาการของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์	5
1.1	ความเป็นมาของ Securitization	
1.2	วิวัฒนาการของ Securitization	
บทที่ 2	กระบวนการของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์	17
2.1	กลไก และผู้เกี่ยวข้องสำหรับการทำ Securitization	
2.2	กระบวนการของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)	
2.3	ประโยชน์จากการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์	
บทที่ 3	Mortgage-Backed Securitization	28
3.1	Mortgage Pass -Through (MPT)	
3.2	Collateralized Mortgage Obligation (CMO)	
3.3	Covered Bond	
บทที่ 4	Asset-backed Securitization	39
4.1	ประเภทของสินทรัพย์	
4.2	ลักษณะทั่วไปของสินทรัพย์แต่ละประเภท	
บทที่ 5	Future Flow Securitization	46
5.1	ประเภทของรายได้ในอนาคตที่สามารถนำมาทำ FFS	
5.2	รายละเอียดของ Financial Future Flows	
5.3	Features ที่สำคัญของตราสารประเภท FFS	
5.4	การทำ FFS จากรายได้ในอนาคตของสินทรัพย์ที่มีอยู่แล้ว	
5.5	ประเด็นทางกฎหมาย ภาษี และระบบบัญชี	
5.6	ประสบการณ์จากการออก FFS ในช่วงที่ผ่านมา	
บทที่ 6	Exotic Securitization	60
6.1	Whole Business and Operating Revenues Securitization	
6.2	การนำสินทรัพย์อื่นๆ มาทำ Securitization	
บทที่ 7	Synthetic Securitization	81
7.1	Cash และ Synthetic Securitization	

- 7.2 แนวทางปฏิบัติทั่วไปในการทำ Synthetic Securitization
- 7.3 ข้อดีของ Synthetic Securitization เมื่อเทียบกับ Cash Securitization
- 7.4 ข้อด้อยของ Synthetic Securitization
- 7.5 Arbitrage Synthetic CDOs
- 7.6 ข้อแตกต่างระหว่าง Arbitrage และ Balance Sheet Synthetic CDOs
- 7.7 พัฒนาการและการขยายตัวของ Synthetic Securitization

บทที่ 8 Securitization ในประเทศไทย 101

- 8.1 Asset Backed Securities
- 8.2 Credit Card/Personal Loan Receivable-Backed Securities
- 8.3 Deposit Receipts
- 8.4 Future Cash Flow Securities

บทที่ 9 ภาษี และบัญชีเกี่ยวกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ 113

- 9.1 ภาษีที่เกิดจากตราสารหนี้ประเภท Securitization
- 9.2 สิทธิประโยชน์ทางภาษีอากรที่เกี่ยวข้องกับการทำ Securitization
- 9.3 แนวทางปฏิบัติทางการบัญชีสำหรับธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์
- 9.4 ประเด็นด้านบัญชี จากร่างแนวปฏิบัติทางการบัญชี

บทที่ 10 ประเด็นกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการทำ Securitization 120

- 10.1 ความเป็นมาของกฎหมาย
- 10.2 สาระสำคัญของกฎหมาย
- 10.3 สิทธิประโยชน์ตามพระราชกำหนดฯ พ.ศ. 2540
- 10.4 ความเป็นมาในการแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดฯ พ.ศ. 2540
- 10.5 เหตุผลและความจำเป็นในการเสนอร่างกฎหมาย
- 10.6 สาระสำคัญของร่างพระราชบัญญัติ

บทที่ 11 วิธีการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ประเภท Securitization 132

- 11.1 วิธีการประเมินมูลค่าของตราสารหนี้ที่จ่ายคูปองแบบปกติ
- 11.2 ข้อแตกต่างระหว่างการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ประเภท Securitization กับตราสารหนี้ปกติ
- 11.3 การจำลองการชำระหนี้ก่อนกำหนด (Prepayment Modeling)
- 11.4 การกำหนดรูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับอัตราชำระหนี้คืนก่อนกำหนด
- 11.5 สรุปหลักการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ประเภท Securitization



บทที่ 1

ความเป็นมาและวิวัฒนาการของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

บทนี้จะกล่าวถึงประวัติความเป็นมาของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ หรือการทำ Securitization ตลอดจนพัฒนาการต่างๆ ในช่วงเวลาที่ผ่านมา ทั้งนี้เพื่อที่จะเข้าใจว่าทำไมการแปลงสินทรัพย์ถึงขยายตัวอย่างรวดเร็วในบางประเทศ แต่ในบางประเทศซึ่งรวมถึงประเทศไทยด้วยนั้นกลับไม่ได้รับความนิยมเท่าที่ควร โดยจะได้กล่าวถึงจุดเริ่มต้นของการแปลงสินทรัพย์ วิวัฒนาการที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาต่อมา และท้ายสุดจะได้กล่าวถึงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในบางประเทศที่สำคัญ เช่น สหรัฐอเมริกา ยุโรป และบางประเทศในเอเชีย เป็นต้น ข้อมูลที่ใช้ในบทนี้ส่วนใหญ่ได้มาจาก SIFMA (Security Industry and Financial Markets Association), ESF (European Securitization Forum) และหนังสือ Securitization ของ Vinod Kothari เป็นหลัก

1.1 ความเป็นมาของ Securitization

โดยทั่วไปแล้วเรามักจะเข้าใจกันว่า Securitization นั้นมีจุดเริ่มต้นมาจากสหรัฐอเมริกาแต่ความจริงแล้วการระดมทุนโดยใช้ Mortgage เป็นหลักประกันนั้นมีมานานแล้วในยุโรป เช่นในเดนมาร์กมีมานานกว่า 200 ปี ในเยอรมันก็มีการระดมทุนในแบบเดียวกันแต่เรียกว่า Pfandbrief ซึ่งปัจจุบันก็ยังมีการระดมทุนด้วยวิธีนี้อยู่อย่างแพร่หลายในยุโรปแต่ชื่อที่เรารู้จักกันแพร่หลายในภาษาอังกฤษก็คือ Covered Bond นั่นเอง นอกจากนั้นแล้วรูปแบบของการโอนประโยชน์ที่ดินไปให้ผู้อื่นเพื่อเป็นการระดมทุนแทนที่จะขายที่ดินนั้นมีประวัติศาสตร์ย้อนไปไกลกว่านั้นอีก มีเอกสารชื่อ “The Capital Market Before 1600” ได้กล่าวถึงการขายรายได้จากการเช่าที่ดินที่เกิดขึ้นในฝรั่งเศสตอนเหนือมาตั้งแต่ศตวรรษที่ 12 โดยสมัยนั้นยังเป็นระบบศักดินาที่ดินส่วนใหญ่จะตกอยู่ในมือของ Landlord ทั้งหลายซึ่งอาจจะให้คนอื่นมาเช่าใช้ทำการเกษตร แต่เมื่อเจ้าของที่ดินต้องการเงินก้อนมากกว่าที่จะได้จากการเช่าที่ดินในแต่ละปีก็จะขายสิทธิในการเก็บค่าเช่าล่วงหน้าไปก่อนหลายปี เพื่อแลกกับเงินเป็นก้อนใหญ่ นายทุนที่ให้อำนาจก็นิยมแบบนี้เนื่องจากง่ายกว่าการไปยึดที่ดินของ Landlord

กล่าวได้ว่าการทำ Securitization สมัยใหม่เริ่มต้นที่สหรัฐอเมริกา ซึ่งประวัติการทำ Securitization ในสหรัฐอเมริกานั้นย้อนหลังไปถึงสมัยเศรษฐกิจตกต่ำครั้งใหญ่หลังสงครามโลกครั้งที่ 1 ในช่วงทศวรรษ 1930 ซึ่งสมัยนั้นผู้ที่ให้กู้เพื่อการซื้อบ้านคือ Saving & Loan Association ซึ่งมีขนาดเล็กกระจายทั่วไปในรัฐต่างๆ ทั่วประเทศ มีรูปแบบคล้ายๆ เครดิตฟองซิเอร์ หรือสหกรณ์ออมทรัพย์ที่อาศัยการระดมทุนจากประชาชนทั่วไปแล้วนำมาปล่อยกู้แก่ผู้ที่ต้องการซื้อบ้าน แต่ในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำประชาชนตกงาน รายได้ลดลงผลต่อการระดมทุนของสถาบันการเงินเล็กๆ ดังกล่าวด้วย เพื่อช่วยเหลือให้สามารถหาเงินมาให้กันได้ สมาคมเกอร์สของสหรัฐอเมริกาได้ออกกฎหมาย “National Housing Act” เพื่อส่งเสริมให้เกิดตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยขึ้น ผลจากกฎหมายฉบับนี้ต่อมาจึงได้มีการจัดตั้ง Federal Housing Administration (FHA) ขึ้นเพื่อทำหน้าที่ค้ำประกันเงินกู้ซื้อบ้านที่ให้แก่โดย Saving & Loan Association ซึ่งจะช่วยให้นำเงินกู้ที่อยู่อาศัยในพอร์ตของตัวเองออกมาขาย แล้วนำเงินที่ได้มาปล่อยกู้ใหม่หมุนเวียนไปเรื่อยๆ ต่อมาในปี 1938 ได้มีการจัดตั้ง Federal National Mortgage Association ขึ้นเพื่อทำหน้าที่ซื้อและขายเงินกู้ที่อยู่อาศัยที่ได้รับการค้ำประกันโดย FHA แต่การระดมทุนก็ยังคงหมุนเวียนอยู่ใน กลุ่มของผู้ที่ธุรกิจด้านอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งในภาวะเศรษฐกิจตกต่ำกลุ่มนี้ก็ไม่มีเงินทุนมากพอที่จะสามารถซื้อสินเชื่อที่อยู่อาศัยได้แม้ว่าจะได้รับการค้ำประกันจาก FHA ก็ตาม ต่อมาในปี 1968 FNMA ก็ถูกแยกออกเป็นสององค์กรคือ GNMA (Government National Mortgage Association) หรือเรียกว่า Ginnie Mae ซึ่งยังคงเป็นหน่วยงานของรัฐ และ Federal National Mortgage Association (FNMA) หรือ Fannie Mae เป็นหน่วยงานเอกชน จัดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก แต่ด้วยความที่เคยเป็นหน่วยงานเดียวกันมาก่อนและมีความสัมพันธ์กันมาก่อน คนทั่วไปจึงมักจะเข้าใจว่า Fannie Mae เป็นหน่วยงานของรัฐทำให้สามารถระดมทุนในตลาดทุนได้ในต้นทุนที่ถูกกว่าหุ้นกู้เอกชนทั่วไป

ปี 1970 GNMA ได้เริ่มออกตราสารประเภท Securitization เป็นครั้งแรกในรูปแบบของ “Pass-through” โดยเป็นตราสารที่ค้ำประกันโดยเงินกู้ที่อยู่อาศัยที่มี FHA เป็นผู้รับประกันอีกต่อหนึ่ง และเนื่องจาก GNMA เป็นหน่วยงานของรัฐจึงเท่ากับว่าสหรัฐเป็นผู้ค้ำประกันทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยให้แก่นักลงทุนนั่นเอง โปรแกรมการทำ Securitization ที่ออกในปีนี้เรียก GNMA-I ซึ่งยังคงมีการออกอย่างต่อเนื่องมาจนถึงปัจจุบัน ต่อมาในปี 1983 จึงได้มีการออกอีกโปรแกรมหนึ่งเรียกว่า GNMA-II โดยแตกต่างกันในเรื่องอัตราดอกเบี้ยและจำนวนของผู้ขาย GNMA-I ออกแบบมาสำหรับรับซื้อจากผู้ขายรายเดียวและในอัตราดอกเบี้ยอัตราเดียว ส่วน GNMA-II นั้น ออกแบบมาให้มีความยืดหยุ่นมากกว่า เพราะสามารถซื้อเงินกู้ที่อยู่อาศัยได้จาก

หลายรายและในอัตราดอกเบี้ยที่แตกต่างกันได้ นอกจากนั้นทั้งสองโปรแกรมยังแยกตามหลักประกันอีกด้วยว่าเป็นแบบบ้านเดี่ยวหรือแบบอาคารชุดส่วน FNMA นั้นแม้ว่าจะตั้งมาก่อนแต่หลังจากแยกออกมาจากองค์กรเดิมแล้วก็ยังไม่ได้มีการทำ Securitization ในทันที จนกระทั่งถึงปี 1981 จึงได้มีการออก Mortgage-backed Security (MBS) เป็นครั้งแรกหลังจาก GNMA ถึง 11 ปี โดย FNMA จะเน้นในการส่งเสริม Securitization ที่ค้ำประกันโดยเงินกู้ที่อยู่อาศัยที่อัตราดอกเบี้ยไม่คงที่ (Adjustable Rate Mortgage : ARMs และ Variable Rate Mortgage : VRMs) องค์กรของรัฐอีกแห่งหนึ่งคือ FHLMC หรือ Freddie Mac ตั้งขึ้นในปี 1970 เพื่อส่งเสริมการซื้อขายเงินกู้ที่อาศัยในตลาดรอง และได้ออก Mortgage-backed Securities มาตั้งแต่ปี 1971

จากที่กล่าวมาข้างต้นจะเห็นได้ว่าการทำ Securitization ในสหรัฐอเมริกานั้นสามารถประสบความสำเร็จได้มากกว่าประเทศอื่นๆ เป็นเพราะ 1) โครงสร้างของเงินกู้ที่อยู่อาศัยในสหรัฐนั้นแตกต่างจากประเทศอื่นๆ ที่ Saving & Loan Association เป็นผู้ให้กู้ที่มีสัดส่วนมากที่สุด ซึ่งจะตรงกันข้ามกับประเทศอื่นๆ ที่ธนาคารพาณิชย์จะเป็นผู้ให้กู้มากกว่า เมื่อสถาบันการเงินเล็กๆ ในสหรัฐไม่สามารถระดมเงินได้ตามปกติ การทำ Securitization จึงเป็นทางออกในการระดมเงิน ในขณะที่ธนาคารพาณิชย์ในประเทศอื่นๆ ไม่มีปัญหาในการระดมเงินจึงไม่สนใจที่จะขายเงินกู้ที่อยู่อาศัยออกจากพอร์ตเพื่อระดมทุนแต่อย่างใด 2) Securitization ในสหรัฐอเมริกาจะเกิดขึ้นไม่ได้เลยหากไม่ได้รับการสนับสนุนอย่างเต็มที่จากรัฐบาล เช่น การตั้งหน่วยงาน ของรัฐอย่าง GNMA, FNMA และ FHLMC มาเพื่อสนับสนุนการขายเงินกู้ที่อยู่อาศัยในตลาดรอง ประเทศอื่นๆ แม้จะรัฐบาลจะพยายามส่งเสริมการทำ Securitization แต่ก็ไม่มีประเทศใดที่จะตั้งหน่วยงานมารับประกันความเสียหายที่จะเกิดขึ้นทั้งเงินต้นและดอกเบี้ย ทั้งสองปัจจัยนี้ทำให้การทำ Securitization ในประเทศอื่นๆ นั้นยังห่างไกลจากประเทศที่ต้นแบบอย่างสหรัฐอเมริกาเป็นอย่างมาก

1.2 วิวัฒนาการของ Securitization

หลังจากที่มีการทำ Securitization โดยใช้เงินกู้ที่อยู่อาศัยมาเป็นหลักประกันแล้วในปี 1985 จึงได้เริ่มมีการขายไปสู่สินทรัพย์อย่างอื่นที่ไม่ใช่เงินกู้ที่อยู่อาศัยในเดือนมีนาคม 1985 บริษัทสเปริคอร์ป ได้ออกตราสารหนี้จำนวน 192.5 ล้านดอลลาร์สหรัฐโดยมีรายได้จากการให้เช่าคอมพิวเตอร์มาเป็นหลักประกัน ต่อมาจึงมีการนำเอาสินทรัพย์อื่นๆ มาเป็นหลักประกัน เช่น เงินกู้เช่าซื้อรถยนต์ เงินกู้เพื่อการบริโภคและบัตรเครดิต เงินกู้เพื่อปรับปรุงหรือต่อเติมที่อยู่อาศัย (Home Equity Loan : HEL) เงินกู้เพื่อการศึกษา (Student Loan) หรือแม้แต่เงินกู้เพื่อซื้ออุปกรณ์

การเกษตร (Farmer Loan) เป็นต้น

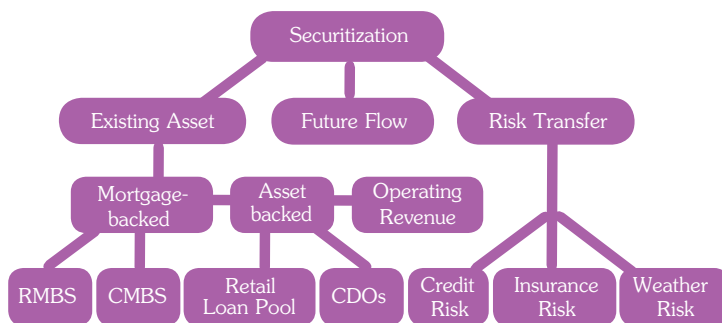
สินทรัพย์อื่นๆ ที่ไม่ใช่เงินกู้ที่อยู่อาศัยนั้นมักจะอายุสั้นๆ ทำให้ไม่ค่อยมีปัญหาการคืนหนี้ก่อนกำหนด (Prepayment Risk) เหมือนเงินกู้ที่อยู่อาศัยซึ่งระยะเวลาในการกู้ยืมค่อนข้างยาว และการให้กู้เพื่อซื้อบ้านในสหรัฐอเมริกาส่วนใหญ่จะเป็นการให้กู้ที่เรียกว่า Fixed Rate Level Payment หรือคิดอัตราดอกเบี้ยในอัตราคงที่ และชำระเป็นงวดๆ ที่เท่ากันจนครบกำหนด แม้จะมีเงินกู้แบบ ARMs และ VRMs บ้าง แต่ก็มีสัดส่วนน้อยกว่า ด้วยเหตุนี้จึงมีโอกาสมากที่ผู้กู้ซึ่งกู้ในช่วงเวลา ที่อัตราดอกเบี้ยสูง แต่ต่อมาอัตราดอกเบี้ยในตลาดลดลงจะขอชำระหนี้คืนก่อนกำหนดโดยอาศัยจากการทำ Refinancing กับสถาบันการเงินอื่น ในกรณีของที่อยู่อาศัยนั้นสามารถทำ Refinancing ได้ง่ายกว่ารถยนต์หรือ สินทรัพย์อื่นๆ เนื่องจากราคาที่ดินมักจะมีแนวโน้มสูงขึ้นไปตามเวลาทำให้สามารถชดเชยกับค่าเสื่อมของตัวอาคารได้ เมื่อแก้ปัญหา Prepayment Risk การทำ Securitization ในช่วงต่อมาจึงเน้นที่จะออกแบบเพื่อลดความเสี่ยงนี้ลง เช่นการออกแบบให้การออกตราสาร มีหลาย Class ที่มีระยะเวลาครบกำหนดไม่พร้อมกันและให้ Class ที่ครบกำหนดทีหลังรับความเสี่ยงแทน เช่น CMO (Collateralized Mortgage Obligation) เป็นต้น อีกแนวทางหนึ่งก็คือหันไปใช้ Non-mortgage มาเป็นหลักประกันแทนเป็นต้นเนื่องจากมีระยะเวลาไม่นานและการทำ Refinancing ทำได้ลำบาก

ในช่วงภาวะวิกฤตหลายประเทศก็ได้ใช้รูปแบบของ Securitization มาใช้ในการแก้ปัญหานี้เสียของสถาบันการเงินเช่นนำเอา Distress Loan ของสถาบันการเงินมาเป็นหลักประกันในการออกตราสาร เช่นในกรณีของเกาหลีใต้ในช่วงปี 1997 เป็นต้น นอกจากนั้นแล้วในช่วงที่เกิดวิกฤตหลายประเทศถูกลดอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศลงจนอยู่ในระดับไม่น่าลงทุน ทำให้เอกชนในประเทศนั้นระดมทุนจากต่างประเทศยากยิ่งขึ้นเพราะไม่สามารถจะได้เรตติ้งที่สูงกว่ารัฐบาลของตัวเองได้ เทคนิคของ Securitization ที่นำมาใช้คือการนำเอา Export Receivable ที่เป็นรายได้ในอนาคต (Future Flow) และเป็นเงินตราต่างประเทศมาค้ำประกันช่วยให้ได้เรตติ้งที่สูงขึ้นกว่าเรตติ้งของรัฐบาลตัวเอง เช่นหลายประเทศในละตินอเมริกา และประเทศผู้ผลิตน้ำมันในตะวันออกกลางจะนำรายได้จากการส่งออกน้ำมันในอนาคตมาเป็นหลักประกันเป็นต้น อย่างไรก็ตามการทำให้โครงสร้างแบบนี้ก็สามารถทำได้เฉพาะสินค้าขั้นปฐมที่ไม่เสื่อมสลายง่าย เป็นสินค้าที่ต้องการของตลาด และมีตลาดรองที่มีสภาพคล่อง เช่นน้ำมันดิบ, โลหะ เป็นต้น

วิวัฒนาการหลังสุดน่าจะเป็นการทำ Securitization ที่แยกวัตถุประสงค์จากกันระหว่างเพื่อการระดมทุนและเพื่อการกระจายความเสี่ยงซึ่งเป็นที่มาของ Synthetic Securitization หรือการทำเลียนแบบ Securitization แต่ไม่ได้มุ่งหวังใน

การระดมเงินแต่เป็นการกระจายความเสี่ยงไปให้บุคคลอื่น ทำให้มีการออกตราสารแบบ CLN (Credit-linked Notes) และ CDS (Credit Default Swaps) ออกมาเป็นจำนวนมากในช่วงหลังปี 2000 เป็นต้นมา ตราสารที่ออกมีความสลับซับซ้อนมากขึ้น เช่น นำเอา MBS ที่เป็น Pass-through มาเป็นหลักประกันในการออกตราสารประเภท CDO (Collateralized Debt Obligation) ขายให้นักลงทุนต่ออีกทอด เมื่อประกอบกับฟองสบู่ในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐอเมริกาจนทำให้ราคาอสังหาริมทรัพย์สูงขึ้นเป็นอย่างมาก ทำให้มีผลกระทบต่อการทำ Securitization ตามไปด้วยจากเดิมที่นำเอา แต่เงินกู้ที่อยู่อาศัยที่มีคุณภาพมาเป็นหลักประกันก็เริ่มนำเอาเงินกู้ที่อยู่อาศัยที่ต่ำกว่ามาตรฐานมาเป็นหลักประกัน แล้วก็นำไปค้าการออก CDOs ต่อไปเรื่อยๆ เมื่อฟองสบู่ในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์แตก จึงก่อให้เกิดภาวะวิกฤตทั้งในสถาบันการเงินและเศรษฐกิจของโลกครั้งใหญ่ในปี 2008 Securitization ก็ถูกกล่าวหาด้วยเช่นกันว่าเครื่องมือที่ก่อให้เกิดภาวะวิกฤตครั้งนี้ขึ้น ช่วงปลายทศวรรษ 2000 หลายคนจึงเริ่มตั้งข้อสงสัยว่า Securitization นั้นมีประโยชน์จริงหรือไม่หลังจากที่มีการออกตราสารแบบ Securitization มากกว่า 3 ทศวรรษ

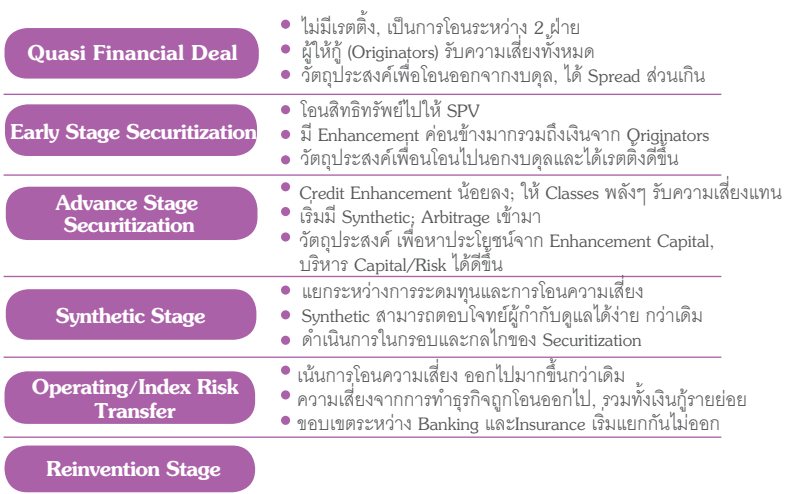
รูปที่ 1.1 รูปแบบต่างๆ ของการทำ Securitization



รูปที่ 1.1 แสดงถึงการทำ Securitization ตั้งแต่แรกเริ่มเมื่อทศวรรษ 1970 มาจนถึงปัจจุบันที่มีความซับซ้อนในการทำมากขึ้น โดยจะเห็นได้ว่าสินทรัพย์ที่นำมาทำนั้นแบ่งเป็น 3 กลุ่มหลักๆ ด้วยกันคือ 1) สินทรัพย์ที่มีอยู่แล้วขณะที่ทำ Securitization 2) สินทรัพย์ที่ยังไม่เกิดขึ้นหรือมีอยู่ในปัจจุบัน (Future Flow) และ 3) การโอนความเสี่ยง สำหรับสินทรัพย์กลุ่มแรกนั้นหลักๆ ดังที่กล่าวมาแล้วคือส่วนที่เกี่ยวข้องกับเงินกู้จำนองอสังหาริมทรัพย์ และสินทรัพย์อื่นๆ ที่ไม่ใช่งานจำนองอสังหาริมทรัพย์ แต่ที่ยังไม่ได้กล่าวถึงอีกประเภทหนึ่งคือ Operating Revenue ซึ่งหมายถึงการโอนสิทธิในรายได้จากการดำเนินธุรกิจทั้งหมดหรือบางส่วนเพื่อทำ

Securitization เราเรียกการทำแบบนี้ว่า Whole Business Securitization : WBS ที่ได้รับความนิยมในฝั่งยุโรปมากกว่า สำหรับ Future Flow นั้นก็ดังที่กล่าวมาแล้วเช่นรายได้จากการส่งออก รายได้จากค่าผ่านทางด่วน รายได้จากผู้ใช้โทรศัพท์มือถือ เป็นต้น Future Flow ที่นำมาทำ Securitization นั้นบางอย่างก็เกิดจากสินทรัพย์ที่มีอยู่แล้ว แต่บางอย่างสินทรัพย์ที่จะก่อให้เกิดรายได้ยังไม่เกิดขึ้นก็มี เช่น การสร้างศูนย์ราชการในบ้านเรา ตัวศูนย์ตอนที่ระดมเงินก็ยังไม่ มี ค่าเช่าที่จะเอามาจ่ายให้แก่นักลงทุน จึงยังไม่เกิดด้วยเช่นกัน รูปแบบนี้จึงคล้ายกับ Project Financing นั่นเอง ส่วนการโอนความเสี่ยงนั้นมีได้หลายแบบเช่นความเสี่ยงจากผู้กู้ไม่สามารถจ่ายเงินคืนได้ (Credit Risk) เช่น การออกเป็น CDS นอกจากนั้นก็มีความเสี่ยงจากการทำประกันภัยแผ่นดินไหว อุทกภัย ตลอดจนความเสี่ยงจากการที่ดินฟ้าอากาศแปรปรวนทำให้พืชผลเกษตรเสียหายก็สามารถนำมาโอนในรูปแบบของ Securitization ได้เช่นเดียวกัน

รูปที่ 1.2 วงจรของการทำ Securitization



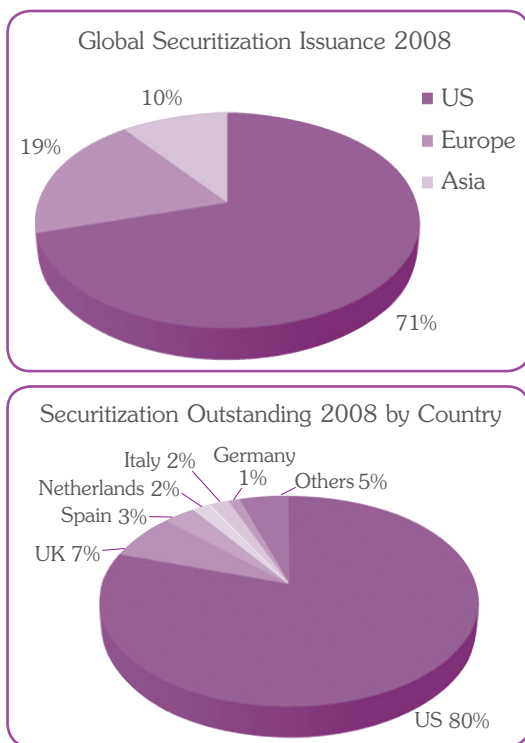
รูปที่ 1.2 นั้นแสดงถึงวิวัฒนาการของการทำ Securitization ตั้งแต่ช่วงเริ่มต้นจนถึงปัจจุบันตั้งแต่การขายพอร์ตเงินกู้ที่อยู่อาศัยทั้งจำนวน (Whole Loan) ไม่มีการออกเป็นตราสารจึงยังไม่มีเรตติ้ง ต่อมาจึงเริ่มมีการจัดตั้ง SPV เพื่อโอนสินทรัพย์และออกตราสารเสนอขายให้นักลงทุน โดยช่วงแรกมีเพียง Class เดียว ต่อมาจึงพัฒนาเป็นหลาย Classes เพื่อลดความเสี่ยงของ Class แรกๆ และลดค่าเสียโอกาสในการนำเอาสินทรัพย์จำนวนมากมาเป็นหลักประกัน หลังจากนั้นจึงเริ่มมีการนำรูปแบบของ Synthetic Securitization มาใช้แยกเป็นการทำเพื่อระดมทุนและโอนความเสี่ยงออกจากพอร์ต จนถึงขณะนี้เขียนบทนี้อยู่ใน Securitization กำลัง

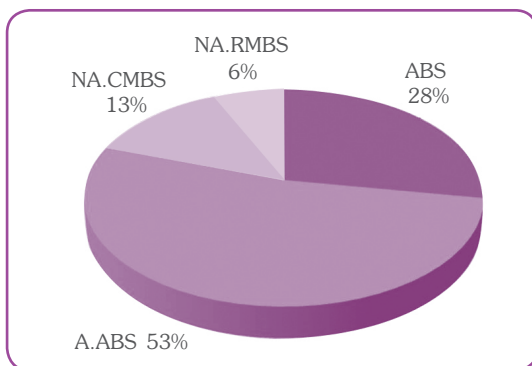
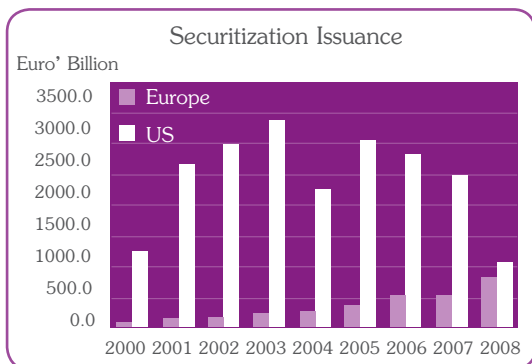
ถูกกล่าวหาว่าเป็นตัวการที่ทำให้เศรษฐกิจของทั่วโลกตกต่ำ ในอนาคตอาจจะเห็นรูปแบบใหม่ของการทำ Securitization ก็เป็นไปได้

- การทำ Securitization ในประเทศสหรัฐอเมริกา

เนื่องจากสหรัฐอเมริกาเป็นประเทศแรกๆที่เริ่มต้นใช้เทคนิคการระดมทุนด้วย Securitization ประกอบกับโครงสร้างทางการเงินที่เอื้ออำนวยและตลาดทุนที่พัฒนาไปกว่าประเทศอื่นมาก จึงทำให้การระดมทุนด้วย Securitization ในประเทศนี้มีสัดส่วนค่อนข้างมาก จากข้อมูลของ SIFMA การออกตราสารประเภทนี้ในสหรัฐอเมริกามีสัดส่วนมากกว่าร้อยละ 80 ของการออกทั่วโลกมาโดยตลอด มีเฉพาะในปี 2008 เท่านั้นที่การออกตราสารใหม่ในรูปของ Securitization ของสหรัฐอเมริกาลดลงเป็นอย่างมาก อันเป็นผลสืบเนื่องมาจากปัญหาวิกฤต Sub-prime Mortgage นั่นเอง ประเทศในยุโรปมีการออกตราสาร Securitization มากเป็นอันดับสอง ประมาณร้อยละ 19 โดยมีประเทศในเอเชียตามมาห่างๆ ประมาณร้อยละ 10 ในแง่ตราสารนี้คงค้ำนั้นสหรัฐอเมริกายังมีสัดส่วนมากที่สุดคือร้อยละ 80 ณ สิ้นปี 2008

รูปที่ 1.3 ตราสาร Securitization ที่ออกใหม่และคงค้าง ณ สิ้นปี 2008





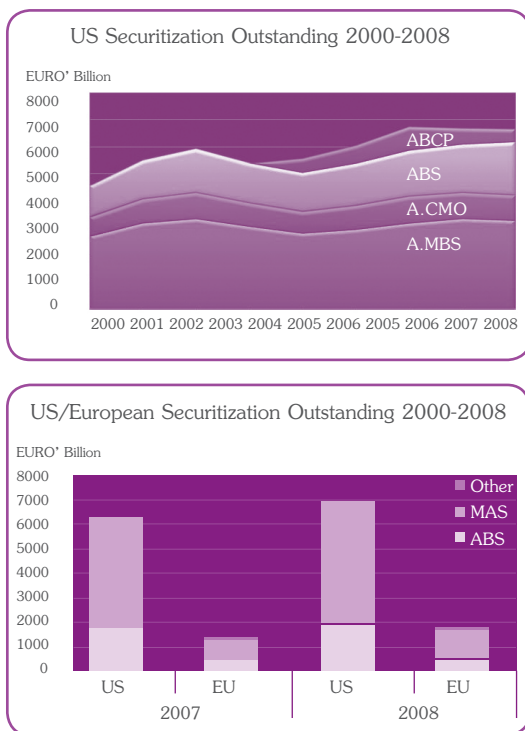
การทำ Securitization ในสหรัฐอเมริกาส่วนใหญ่มักจะผ่านองค์กรของรัฐอย่าง GNMA, FNMA และ FHLMC ประมาณร้อยละ 53 หรือที่เรียกว่า Agency ABS เนื่องจากในช่วงหลังเมื่อออกเป็น Pass-through แล้วมักจะนำไปเป็นหลักประกันในการออก CDOs ต่อ ซึ่งตามปกติแล้วมักจะนำมารวมอยู่ใน ABS แต่ได้แยกออกมาต่างหากเป็น Agency ABS ที่มากเป็นอันดับสองคือ ABS ที่ใช้สินทรัพย์อื่นที่ไม่ใช่ Mortgage มาเป็นหลักประกันมีสัดส่วนร้อยละ 28 ที่มากที่สุดคือ Home Equity Loan มีสัดส่วนร้อยละ 23 ของมูลค่าคงค้างตราสารประเภท ABS ที่ไม่ใช่ Mortgage ทั้งหมด รองลงมาคือรายได้ค้างรับจากบัตรเครดิต (Credit Card Receivables) ร้อยละ 14 และเงินกู้เช่าซื้อรถยนต์ร้อยละ 8 ตามลำดับ

ดังที่ได้กล่าวมาข้างต้นแล้วว่าการทำ Securitization ในสหรัฐอเมริกานั้นได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาลเป็นอย่างมาก เนื่องจากเป็นนโยบายของรัฐที่ต้องการให้คนอเมริกันมีบ้านเป็นของตัวเอง นอกจากจะตั้งหน่วยงานอย่าง GNMA, FNMA

และ FHLMC ขึ้นมาเพื่อช่วยในการพัฒนาตลาดรองเงินกู้ที่อยู่อาศัยซึ่งจะช่วยให้สถาบันการเงินมี Loanable Fund ที่จะปล่อยกู้แก่ผู้ที่ต้องการจะซื้อบ้านได้อย่างต่อเนื่องแล้วยังได้รับสนับสนุนจากรัฐทางด้านกฎหมายและภาษีอีกด้วย โดยในปี 1983 SEC ยังได้เปิดโอกาสให้ตราสารประเภท Mortgage-backed ใช้ช่องทาง การ Filing แบบ Shelf Registration ได้ ต่อมาในปี 1984 สภาคองเกรสได้ออกกฎหมายใหม่ชื่อ The Secondary Mortgage Market Enhancement Act (SMMEA) ซึ่งอนุญาตให้ตราสารประเภท Mortgage-backed ที่ได้รับเรตติ้งสูงไม่ต้องขึ้นทะเบียนตามกฎหมายของรัฐต่างๆ และนักลงทุนประเภทสถาบันอย่างเช่นกองทุนรวมสามารถลงทุนได้แม้ว่าจะไม่ได้ขึ้นทะเบียนเหมือนตราสารหนี้อื่นๆ ก็ตาม ต่อมาในปี 1986 สภาคองเกรสได้มีการออกกฎหมาย “Tax Reform Act” เป็นทางให้มีการตั้ง Conduit ที่ใช้ในการโอนสินทรัพย์แบบใหม่เรียกว่า “Real Estate Mortgage Investment Conduit : REMICs” ซึ่งจะอำนวยความสะดวกในการออก Mortgage-backed Securities แบบที่มีหลาย Classes ได้ โดยที่ยังได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีเช่นเดียวกับทรัสต์แบบเดิมที่ออกได้ Class เดียว อย่างไรก็ตามในช่วงที่มีการออกกฎหมายฉบับนี้ขึ้นนั้นตราสารประเภท ABS ยังไม่เป็นที่นิยมทำให้ไม่ได้รับประโยชน์จาก REMICs แต่อย่างใด ในปี 1992 จึงได้ยกเว้นให้ Non-mortgage ABS สามารถใช้ช่องทาง Shelf Registration ได้เช่นเดียวกับ MBS และในปี 1994 ได้มีการแก้ไขกฎหมาย SMMEA ให้ Non-mortgage ABS ไม่ต้องขึ้นทะเบียนตามกฎหมายของรัฐเช่นเดียวกับ MBS ที่ได้รับสิทธินี้ไปก่อนหน้านี้แล้ว และในปี 1996 จึงได้อนุญาตให้มีการจัดตั้ง Conduit ที่สามารถออกตราสาร Non-mortgage ABS ได้หลาย Classes และได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีเช่นเดียวกับ REMICs เรียกว่า FASITs หรือ Financial Asset Securitization Investment Trusts อย่างไรก็ตาม FASITs ได้ยกเลิกไปในปี 2005 หลังจากที่เกิดกรณีของ Enron ขึ้นเพราะ FASITs ถูกใช้ไปในการโยกย้ายสินทรัพย์ออกจากบริษัทเพื่อประโยชน์ของผู้บริหาร

รูปที่ 1.4 จะเห็นได้ว่าตั้งแต่ปี 2000-2008 ตราสารประเภท Securitization ในสหรัฐอเมริกาได้ออกโดยหน่วยงานของรัฐมากที่สุดทั้ง GNMA, FNMA และ FHLMC ทั้งที่ออกเป็น MBS ตามปกติและที่ออกเป็น CMO แต่ก็เริ่มมีแนวโน้มจะลดลงบ้างเล็กน้อย ที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อยเช่นกันคือ ABS และตั้งแต่ปี 2003 เป็นต้นมาเริ่มมีการออกตราสารประเภท ABCP หรือ Asset-backed Commercial Papers กันมากขึ้น เมื่อเทียบกับฝั่งทวีปยุโรปจะเห็นได้ว่า MBS จะมีสัดส่วนที่มากกว่า ABS แต่ที่น่าสังเกตอีกประการหนึ่งคือทางฝั่งยุโรปนั้นมีการออก Securitization แบบ Whole Business Loan ด้วยในขณะที่ทางฝั่งสหรัฐอเมริกาไม่มีการทำแบบนี้

รูปที่ 1.4 ตราสาร Securitization คงค้าง 2000 – 2008



- การทำ Securitization ในยุโรป

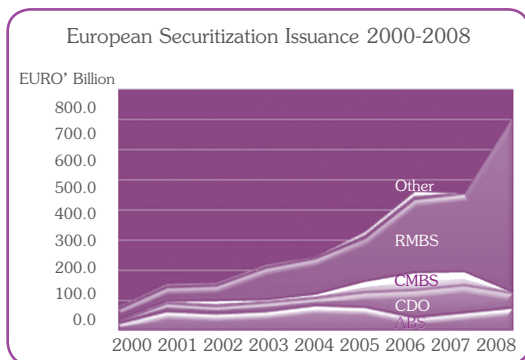
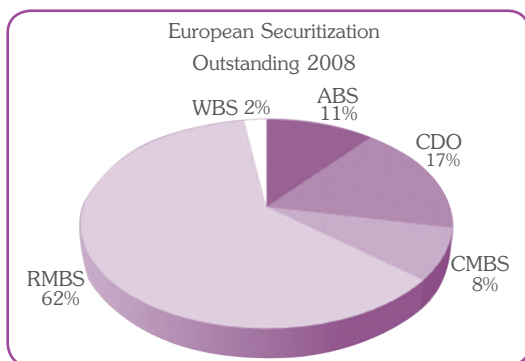
ประเทศในยุโรปแม้จะมีความก้าวหน้าทางการเงินไม่น้อยไปกว่าสหรัฐอเมริกา แต่การทำ Securitization ในรูปแบบใหม่ที่ไม่ใช่ Pfandbrief กลับล่าช้ากว่ามาก โดยมีประเทศอังกฤษเป็นประเทศแรกๆ ที่รับเอาเทคโนโลยีการระดมเงินแบบนี้มาใช้ เริ่มจากปี 1986 หลังจากที่ยังคงเปิดเสรีทางการเงินก็ได้มี Investment Bank ของสหรัฐฯ ไปเปิดสาขาในลอนดอนหลายราย Salomon Brothers เป็นรายแรกที่จัดตั้ง Mortgage Corporation ขึ้นเพื่อทำหน้าที่เหมือน Fannie Mae ในการออกตราสารประเภท Mortgage-backed Securities ส่วนการออกตราสารประเภท Non-mortgage ABS นั้นเริ่มหลังจาก MBS อีกพอสมควร

ประเทศที่อาจจะถือว่าเป็นผู้นำในการทำ Securitization ในยุโรปคือประเทศอังกฤษ ซึ่งนอกจากจะมีปริมาณการออกที่มากกว่าประเทศอื่นๆ ประมาณร้อยละ 35 ของมูลค่าคงค้าง ณ สิ้นปี 2008 ที่มีทั้งสิ้น 1.7 ล้านล้านยูโรแล้วยังเป็นผู้นำในการพัฒนาตราสาร Securitization ในรูปแบบอื่นอีกด้วย ประเทศอื่นๆ ที่มี

การทำ Securitization รองลงมาได้แก่ สเปนร้อยละ 13 ของมูลค่าคงค้างในปีเดียวกัน ประเทศที่มีการออกตราสารประเภทนี้ในลำดับถัดไปได้แก่เนเธอร์แลนด์ อิตาลีและเยอรมัน เป็นต้น

การทำ Securitization ในยุโรปส่วนใหญ่ก็มีลักษณะคล้ายคลึงกับในสหรัฐอเมริกา กล่าวคือ เป็นการนำเอาเงินกู้ที่อยู่อาศัยมาเป็นหลักประกัน (Resident Mortgage-backed Securitization) ถึงร้อยละ 62 เมื่อดูจากมูลค่าคงค้าง ณ ต้นปี 2008 รองลงมาเป็นการออกตราสารประเภท CDO ร้อยละ 17 (ในสหรัฐอเมริกา ข้อมูลของ SIFMA ไม่แยกออกจาก ABS) อันดับสามคือ ABS หรือการนำเอาสินทรัพย์ที่ไม่ใช่ Mortgage มาเป็นหลักประกันร้อยละ 11 ต่อมาคือ CMBS หรือ Commercial Mortgage-backed Securitization ที่นำเอารายได้จากอาคารพาณิชย์มาเป็นหลักประกันในการออกตราสารมีสัดส่วนร้อยละ 8 สุดท้ายคือการออกตราสารที่เรียกว่า Whole Business Securitization : WBS มีสัดส่วนเพียงร้อยละ 2

รูปที่ 1.5 การทำ Securitization ในยุโรป



ความจริงแล้วในยุโรปยังมีการระดมทุนในรูปแบบที่คล้ายคลึงกับ Securitization ที่เรียกในภาษาเยอรมันว่า Pfandbrief นั่นเองแต่ในภาษาอังกฤษจะรู้ในชื่อของ Covered Bond ปกติแล้วจะออกโดยสถาบันการเงินที่จะคัดเลือก Pool ของเงินกู้มาเป็นหลักประกันในการออกตราสาร เพียงแต่ไม่ได้โอนสินทรัพย์ดังกล่าวไปยังทรัสต์หรือ SPV เหมือนในกรณีของการทำ Securitization ตามที่เรา รู้จักกัน สินทรัพย์ที่นำมาเป็นหลักประกันหลักๆ แล้วคือเงินกู้ที่อยู่อาศัยมีการนำมาเป็นหลักประกันถึงร้อยละ 55 รองลงมาคือรายได้จากโครงการบริการสาธารณะต่างๆ (Public Sector) ร้อยละ 41 อันดับสามเป็นการนำเอาสินทรัพย์หลายประเภทมาผสมกันมีสัดส่วนร้อยละ 4 นอกจากนั้นแล้วยังมีเงินกู้แก่กิจการเดินเรือด้วยแต่มีสัดส่วนไม่มากนัก

ประเทศที่มีการระดมทุนด้วย Pfandbrief มากที่สุดในยุโรปคือ ประเทศเยอรมันมีมูลค่าคงค้าง ณ ปี 2007 ถึงร้อยละ 42 รองลงมา เป็น เดนมาร์กมีสัดส่วนร้อยละ 16 สเปนเป็นอันดับสามร้อยละ 14 นอกจากนั้นยังมีการทำในรูปแบบนี้ที่ฝรั่งเศส สวีเดนและอังกฤษอีกด้วย แม้แต่ในสหรัฐอเมริกาเองในช่วงหลังก็มีความสนใจที่จะระดมทุนในรูปแบบมากขึ้นด้วยเช่นเดียวกัน

- การทำ Securitization ในประเทศอื่นๆ

นอกจากสหรัฐอเมริกาและยุโรปซึ่งเป็นประเทศที่มีการระดมทุนด้วย Securitization มากที่สุดในโลกถึงร้อยละ 90 แล้วอีกร้อยละ 10 เป็นการออกของประเทศในเอเชียแปซิฟิก แต่ก็ไม่มีข้อมูลในรายละเอียดจาก SIFMA และ ESF อย่างเป็นทางการดีประเทศหลักๆ ที่มีรายงานว่าได้มีการทำ Securitization ในเอเชียแปซิฟิกก็มีหลายประเทศที่สำคัญคือ ประเทศญี่ปุ่น ออสเตรเลีย เกาหลีใต้ เป็นต้น อย่างไรก็ตามประเทศในแถบเอเชียที่มีการระดมทุนในรูปแบบนี้ไม่มากนักนั้นเป็นเพราะส่วนใหญ่แล้วแหล่งเงินทุนที่สำคัญคือธนาคารพาณิชย์ ซึ่งไม่มีปัญหาในการระดมทุนเหมือนสถาบันการเงินเล็กๆ ในสหรัฐอเมริกา รวมทั้งมีทางเลือกอื่นในการเพิ่มเงินกองทุนด้วยการออกตราสารประเภท Hybrid Bond หรือ Subordinated Bond แทนการเพิ่มทุน นอกจากนั้นการขายสินทรัพย์ของธนาคารยังถูกมองว่าธนาคารมีปัญหาด้านการเงินอีกด้วย จึงทำให้ธนาคารในเอเชียไม่ค่อยสนใจที่จะทำ Securitization เท่าใดนัก



บทที่ 2

กระบวนการของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

กระบวนการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์หรือ Securitization เป็นอีกทางเลือกหนึ่งสำหรับการระดมทุน จากความต้องการเงินทุนและการมีสินทรัพย์ที่มีความคล่องตัวในการซื้อขายต่ำเป็นจำนวนมาก ทำให้เกิดกระบวนการแปลงสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำดังกล่าวมาเป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูง ทั้งนี้สินทรัพย์ที่สามารถนำมาทำ Securitization ได้ ส่วนใหญ่มักจะต้องเป็นสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดกระแสรายได้ในอนาคต เพื่อที่นิติบุคคลเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle : SPV) จะได้นำกระแสรายได้นั้นไปจ่ายชำระคืนหนี้ตามตราสารที่ขายให้แก่นักลงทุน

ประเภทของสินทรัพย์ที่นำมาใช้ทำ Securitization จึงมาจากรายการสินทรัพย์ที่เป็นลูกหนี้เงินกู้ เช่น ลูกหนี้เงินกู้ที่อยู่อาศัย ลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์ ลูกหนี้ตามสัญญาเช่าซื้อ ลูกหนี้บัตรเครดิตลูกหนี้การค้า ลูกหนี้อื่นๆ ที่สามารถประมาณการกระแสเงินสดในอนาคต หรือกระแสรายได้ในอนาคต (Future flow) ได้ โดยเฉพาะโครงการสาธารณูปโภค เช่น ลูกหนี้บิลเรียกเก็บเงินค่าสาธารณูปโภค ค่าผ่านทางด่วน รายได้จากการขายกระแสไฟฟ้า เป็นต้น ซึ่งสินทรัพย์ดังกล่าวควรมีคุณลักษณะดังนี้

- เป็นสินทรัพย์ที่มีรูปแบบการชำระหนี้ที่ชัดเจน และสามารถประมาณการกระแสเงินสดได้
- ก่อให้เกิดกระแสรายได้ที่สามารถคาดการณ์ล่วงหน้าได้ เช่น การชำระเงินคืนก่อนกำหนด หรือ การชำระหนี้คืนตามกำหนด
- มีลักษณะพื้นฐานของสินทรัพย์ใกล้เคียงกัน เช่น ระยะเวลาการชำระเงินหรืออายุได้ก่อนครบมีความใกล้เคียงกันหรือเหมือนกัน
- มูลค่าของสินทรัพย์สิ่งเดียวหรือมูลค่าของสินทรัพย์ทั้งหมดที่นำมารวมกัน (Pool of Assets) ควรจะมีลักษณะคล้ายคลึงกันและมีจำนวนมากเพียงพอที่จะนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์
- มีคุณสมบัติที่สอดคล้องหรือเหมาะสมกับความต้องการของนักลงทุน เป็นต้นว่า สินทรัพย์มีความมั่นคง ไม่เสื่อมค่าง่าย มีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ต่ำ มีสภาพคล่องสูง ให้ผลตอบแทนดี อีกทั้งเป็นที่ต้องการของตลาด เพื่อให้สามารถบริหารกระแสรายได้สะดวกมากยิ่งขึ้น

- มีคุณลักษณะ (Credit Characteristic) ที่เข้าใจง่าย ระยะเวลาการชำระหนี้ อย่างน้อยที่สุด 1 ปี อีกทั้งมีประวัติการชำระหนี้ในอดีตเพียงพอที่จะประมาณกระแส รายได้ในอนาคต

หากพิจารณาประโยชน์ของการทำธุรกรรม Securitization แล้ว พบว่าบริษัท ต่างๆ จะสามารถระดมเงินทุนโดยอาศัยลูกหนี้ที่มีอยู่ แต่จะยังเป็นประโยชน์มากขึ้น สำหรับสถาบันการเงิน หากสถาบันการเงินต้องการจะเพิ่มปริมาณการให้สินเชื่อ ซึ่งโดยปกติจะส่งผลต่อการเพิ่มจำนวนสินทรัพย์เสี่ยงที่ต้องดำรงไว้ด้วย ทำให้ สถาบันการเงินจำเป็นต้องเพิ่มเงินทุนรองรับ เพื่อให้สามารถคงสัดส่วนของเงิน กองทุนข้างต้นไว้ได้ แต่หากสถาบันการเงินสามารถขายสินทรัพย์เสี่ยงบางอย่าง ให้แก่ SPV สถาบันการเงินดังกล่าวก็จะสามารถขายสินเชื่อได้โดยไม่ต้องเพิ่มจำนวน เงินกองทุน เท่ากับได้รับประโยชน์ถึง 2 ด้าน จากการทำธุรกรรม Securitization

2.1 กลไก และผู้เกี่ยวข้องสำหรับการทำ Securitization

การทำ Securitization มีกลไกและผู้ที่เกี่ยวข้องในขั้นตอนหลายบุคคลด้วยกัน โดยสามารถสรุปได้ดังนี้

(1) ลูกหนี้เงินกู้ (Borrower)

เป็นผู้ที่มีภาระผูกพันในการชำระหนี้เงินกู้ ทั้งจำนวนเงินต้นและดอกเบี้ย

(2) เจ้าของสินทรัพย์เดิม หรือ ผู้ขายสินทรัพย์ (Originator/Seller)

คือเจ้าของสินทรัพย์ที่ขายสินทรัพย์ให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจ หรือ SPV ซึ่งโดยทั่วไป Originator จะเป็นผู้จัดตั้ง SPV ขึ้นเอง เพื่อระดมทุนจากการแปลงสินทรัพย์ ของ Originator ให้เป็นหลักทรัพย์ โดยมีสินทรัพย์นั้นค้ำประกันหลักทรัพย์ที่ออก ซึ่ง Originator อาจจะเป็นสถาบันการเงิน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ บริษัทเครดิต ฟองซิเอร์ บริษัทให้เช่าซื้อหรือบริษัทลีสซิง บริษัทที่ให้บริการสินเชื่อส่วนบุคคลหรือ บัตรเครดิต บริษัทคอมพิวเตอร์ สายการบิน บริษัทประกันภัย ผู้ประกอบการ อุตสาหกรรม ตลอดจนนิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้ง หรือเป็นได้แม้กระทั่ง ผู้ประกอบกิจการสาธารณูปโภคที่มีกระแสรายได้ในอนาคตที่แน่นอน เช่น การไฟฟ้า บริษัททางด่วน เป็นต้น ดังนั้น Originator ที่กล่าวมาข้างต้น ควรจะต้องมีลูกหนี้อยู่ เป็นจำนวนมากพอที่จะนำลูกหนี้เหล่านี้มาแปลงเป็นหลักทรัพย์ในรูปของตราสารได้

Originator ส่วนมากมักจะเป็นผู้ให้บริการเรียกเก็บเงินจากลูกหนี้ (Servicer) ให้แก่ SPV ด้วย โดยลูกหนี้ไม่จำเป็นต้องรู้ว่าใครเป็นเจ้าของหนี้ที่แท้จริงของตน หรือมี การโอนลูกหนี้แล้วจะต้องจ่ายชำระหนี้ให้แก่ใคร ดังนั้น Originator ที่ยังให้บริการ เรียกเก็บหนี้ จะได้รับผลตอบแทนทั้งหมดเป็นเงินสดจากการขายสินทรัพย์ให้แก่ SPV ค่าหาลูกค้า (Originating fee) และค่าธรรมเนียมในการเรียกเก็บหนี้ (Servicing

fee) นอกจากนี้ ส่วนใหญ่ Originator จะเป็นผู้ที่ได้รับผลประโยชน์สุดท้ายอีกด้วย เนื่องจาก เมื่อมีกระแสเงินได้เหลือหลังจาก SPV ชำระหนี้ให้แก่นักลงทุนแล้ว ผลประโยชน์ที่เหลือเกินมาต้องคืนให้แก่ Originator ที่ถือได้ว่าเป็นผู้ระดมเงินทุนอย่างแท้จริง โดยการโอนผลประโยชน์หรือสินทรัพย์จาก SPV คืนกลับไปให้แก่ Originator แต่ถ้า Originator ไม่จำเป็นต้องขายทรัพย์สินแบบขายขาด (True sale) ในบางครั้ง Originator สามารถให้ SPV ขายลูกหนี้ที่มีปัญหาคืนได้ (Buy-backed agreement) หรือให้สิทธิแก่ SPV ในการเรียกร้องค่าเสียหายจาก Originator ได้ ซึ่งการกระทำในลักษณะดังกล่าว ในทางบัญชีถือว่า ไม่ได้มีการขายสินทรัพย์ เนื่องจากความเสี่ยงยังไม่ได้ถูกโอนออกไปจาก Originator แต่เป็นเพียงการที่ Originator ได้กู้ยืมเงินมาจาก SPV โดยมีลูกหนี้ค้ำประกันเท่านั้น

(3) นิติบุคคลเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle : SPV)

คือผู้ที่รับซื้อสินทรัพย์จากเจ้าของเดิม (Originator) แล้วนำสินทรัพย์เหล่านั้นรวมเข้าด้วยกันเป็นกองสินทรัพย์ (Pool) จากนั้นดำเนินการออกตราสาร โดยมีกองสินทรัพย์ดังกล่าวค้ำประกันหรือหนุนหลังตราสารนั้นอยู่ ซึ่งปกติมักจะใช้สินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดกระแสรายได้ในอนาคต (Future Cash flow) ในการทำ Securitization เพื่อนักลงทุนจะสามารถได้รับกระแสเงินสดที่เข้ามาจากสินทรัพย์เหล่านั้นได้ ต่อมาเมื่อ SPV นำตราสารออกจำหน่ายแก่นักลงทุนทั่วไปแล้ว จึงได้นำเงินจากการออกตราสาร Securitization ไปชำระค่าซื้อสินทรัพย์แก่ Originator ซึ่ง SPV จะเป็นผู้บริหารจัดการกองทรัพย์สินดังกล่าวต่อไป จึงเปรียบเสมือนได้ว่า SPV เป็นตัวกลางในการระดมเงินทุนแทน Originator หลังจากมีการชำระหนี้ทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยให้แก่นักลงทุนจนครบถ้วนแล้ว SPV จะหมดหน้าที่และจดทะเบียนยกเลิกไป หากยังคงมีสินทรัพย์เหลืออยู่ สินทรัพย์เหล่านั้นจะถูกโอนคืนกลับไปยัง Originator

โดยทั่วไป Originator สามารถระดมเงินทุนจากการทำ Securitization ได้เอง โดยออกตราสาร Asset Backed Securities (ABS) ที่มีกระแสรายได้จากกองทรัพย์สินหนุนหลัง แต่ผู้ถือตราสารยังคงได้รับความเสี่ยงหากผู้ออกตราสารเกิดล้มละลาย ซึ่งกองทรัพย์สินที่หนุนหลังตราสารข้างต้น จะถูกนำไปรวมเข้ากับกองล้มละลายของ Originator ดังนั้น จึงมีการจัดตั้ง SPV ขึ้นเป็นนิติบุคคลที่แยกออกมาต่างหากจาก Originator เพื่อทำหน้าที่รับโอนสินทรัพย์มาแปลงเป็นหลักทรัพย์ โดยการจัดตั้ง SPV ขึ้นนั้น มีประโยชน์เป็นอย่างมาก ดังนี้

- ระดมเงินทุนโดยผ่าน SPV จะมีต้นทุนที่ต่ำกว่าการระดมเงินทุนด้วยตนเอง เพราะ Originator มักจะขายลูกหนี้ขั้นต้นให้แก่ SPV อีกทั้ง SPV มีการดำเนินงานโดยทำ Securitization อย่างเดียวไม่ได้ทำธุรกิจอื่นประกอบ ทำให้ไม่มีความเสี่ยงที่

เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจอื่นของ SPV นอกจากการทำ Securitization เพราะฉะนั้น ตราสารที่ SPV เป็นผู้ออกจึงมีความเสี่ยงต่ำกว่าตราสารที่ Originator เป็นผู้ออกเอง

- โครงสร้างของการทำ Securitization โดยที่ Originator ขายสินทรัพย์แบบ true sale ให้แก่ SPV ไปนั้น ในแง่ของกฎหมายล้มละลาย เพื่อให้ SPV ที่เป็นผู้ถือทรัพย์สินไม่ได้รับผลกระทบในกรณี สินทรัพย์ที่หมุนหลังการออกตราสารของ SPV จะถูกรวมอยู่ในกองทรัพย์สินล้มละลายของ Originator ทำให้ผู้ลงทุนในตราสารจะได้รับเฉพาะความเสี่ยงของกองสินทรัพย์ที่ SPV ได้รับโอนเท่านั้น (Bankruptcy Remoteness)

(4) ผู้ให้บริการเรียกเก็บหนี้ (Servicer)

ตลอดอายุของตราสาร Securitization ลูกหนี้เงินกู้ที่ถูกขายออกไปจากเจ้าของเดิมนั้น (Originator) จะยังคงมีภาระผูกพันที่ต้องชำระหนี้ทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยอยู่ แต่ผู้ที่เข้ามาทำหน้าที่เรียกเก็บหนี้ หรือที่เรียกว่า Servicer นั้น เมื่อเก็บหนี้ได้ก็จะนำส่งให้แก่ SPV หลังหักค่าบริการแล้ว โดยทั่วไป Originator มักจะเป็นบุคคลเดียวกันกับ Servicer เนื่องจากมีประสบการณ์และเข้าใจลูกหนี้ที่เคยดูแลอยู่ อีกทั้งเพื่อความต่อเนื่องในการเรียกเก็บหนี้ อย่างไรก็ตามหาก Servicer มีปัญหาทางการเงิน การดำเนินงานหรือมีเหตุจำเป็นอื่นๆ อาจมีการเปลี่ยน Servicer ได้ โดยต้องแจ้งให้ลูกหนี้ทราบด้วย Servicer จะมีหน้าที่บริหารจัดการเก็บรายได้จากทรัพย์สินทำหน้าที่ด้านการธุรการ บริการด้านเอกสาร การเรียกเก็บและการชำระเงินระหว่าง SPV กับลูกหนี้ และบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการเรียกร้องสิทธิ รวมทั้งการบริหารจัดการกับการผิดนัดชำระหนี้ และสภาพคล่องของสินทรัพย์ค้ำประกัน (default management and collateral liquidation) แต่ไม่ได้มีการดูแลหลักประกันเรื่องการนำสินทรัพย์ไปใช้อย่างถูกต้องเหมือนผู้ทำหน้าที่ทรัสต์ (Trustee)

Servicer จะคิดค่า Servicing Fee เป็นผลตอบแทนจากการให้บริการ โดยจะประกอบด้วยส่วนที่เป็นรายได้คงที่ (เช่น เป็นสัดส่วนต่อมูลค่าหนี้สิน) และส่วนที่เป็นโบนัสในกรณีที่ Servicer สามารถเรียกเก็บหนี้ได้มากกว่าจำนวนที่คาดไว้ หาก Originator มีเงื่อนไขให้ SPV ต้องโอนเงินได้ส่วนเกินกลับไปให้ Originator (เช่น การที่ Originator ขายสินทรัพย์ให้ SPV ในราคาต่ำกว่ามูลค่าหนี้) หรือ การที่ Originator ต้องการจะโอนกำไรที่ได้มาจาก SPV ก็อาจจะสามารถโอนกันในรูปแบบของโบนัสได้

หาก Servicer ไม่ใช่ Originator ผู้ให้บริการเรียกเก็บหนี้ก็ต้องเป็นสถาบันการเงิน นิติบุคคลที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) อนุญาต หรือผู้ที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือสูง โดยมีการจัดแบ่งแยกบัญชีรายรับจากการเรียกเก็บเงินให้ชัดเจน และห้ามนำเงินดังกล่าวไปใช้เพื่อการอื่น Servicer ต้องทำการโอนเงินที่เรียกเก็บได้ไปยัง SPV ภายในระยะเวลา

ที่กำหนด พร้อมกับส่งรายงานให้ SPV และผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ (Bondholder's Representative) ทราบด้วย

(5) ตัวแทนสำรองเรียกเก็บหนี้ (Back-up Servicer)

ในกรณีที่ Servicer เกิดปัญหาในการดำเนินงาน ไม่สามารถเรียกเก็บหนี้ได้ ตัวแทนสำรองเรียกเก็บหนี้ หรือ Back-up Servicer จะเป็นผู้ทำหน้าที่เรียกเก็บหนี้แทน

(6) ที่ปรึกษาด้านต่างๆ (Adviser of the Program)

ทำหน้าที่ให้คำปรึกษาด้านต่างๆ ในการโอนทรัพย์สิน ตลอดจนการขายสินทรัพย์ แบบ True Sale ฯลฯ อาทิ ที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial Adviser) ที่ปรึกษากฎหมาย (Legal Adviser) ที่ปรึกษาด้านบัญชีและภาษี (Tax/Accounting Adviser) เป็นต้น

(7) การเสริมสร้างความน่าเชื่อถือแก่ผู้ถือตราสาร (Credit Enhancement)

เนื่องจากตราสาร Securitization อ้างอิงอยู่กับตัวสินทรัพย์ที่นำมาค้าประกันเป็นหลัก ซึ่งไม่เหมือนตราสารหนี้ทั่วไปที่อิงกับความสามารถในการชำระหนี้สินของผู้ออก ทำให้เกิดปัญหาในเรื่องการหาผู้รับผิดชอบ ผู้ที่ทำ Securitization จึงมักจะจัดให้มีการทำ Credit enhancement หรือ การรับประกันความเสี่ยงโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเพิ่มความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ และการกำหนดราคาตลอดจนความสามารถในการขายตราสารดังกล่าวให้สูงขึ้น ส่งผลให้สามารถระดมเงินทุนได้ด้วยต้นทุนที่ต่ำลง โดยการลดความเสี่ยงที่เกิดจากการผิดนัดชำระหนี้ (default) ของผู้กู้ยืมหรือลูกหนี้ในกองทรัพย์สินของ SPV การรับประกันความเสี่ยงในลักษณะนี้ จะต้องเปรียบเทียบค่าใช้จ่ายในการทำว่าคุ้มค่างกับผลประโยชน์ที่จะได้รับหรือไม่ ซึ่งการทำ Credit enhancement สามารถทำได้หลายวิธี ดังต่อไปนี้

(7.1) การใช้สินทรัพย์ค้ำประกันที่มีมูลค่ามากกว่ามูลค่าตราสารที่ออก (Over Collateralization) โดยสามารถทำได้หลายวิธี คือ

- การจัดประเภทของตราสารออกเป็นหลายชั้น ไม่ว่าจะเป็นหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ (Senior bond) และหุ้นกู้ด้อยสิทธิ (Subordinated bond หรือก็คือ Junior bond) โดยแต่ละประเภท จะมีสิทธิในการเรียกร้องสินทรัพย์จากผู้ออกที่แตกต่างกัน และมีความแตกต่างในการรับดอกเบี้ยและเงินต้นด้วย โดยผู้ถือหุ้นกู้ด้อยสิทธิ จะได้รับความเสี่ยงจากการที่กองทรัพย์สินมีไม่พอที่จะจ่ายหนี้คืนก่อนผู้ถือ Senior bond ซึ่งผู้ลงทุนในตราสาร Securitization มักจะเป็นผู้ถือหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิที่มีโอกาสได้รับการชำระหนี้ก่อนผู้ถือหุ้นกู้ด้อยสิทธิ โดย Originator มักจะเป็นผู้ถือหุ้นกู้ด้อยสิทธิแทน

- Originator ขายสินทรัพย์ให้แก่ SPV ในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าหนี้ เพื่อให้ SPV มีทรัพย์สินหรือหลักประกันมากกว่าจำนวนเงินที่ชำระเป็นค่าซื้อลูกหนี้ แต่ Originator มักมีเงื่อนไขให้ SPV โอนทรัพย์สินที่เหลือทั้งหมดกลับไปให้ Originator ด้วย

- การกันกระแสเงินสดรับจากกองทรัพย์สินที่เกินจากหนี้สินที่ต้องชำระให้แก่

ผู้ถือตราสาร เพื่อรองรับความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นจากกองสินทรัพย์

(7.2) การรับประกันความเสี่ยงโดยให้ผู้ออกตราสารรับประกันความเสี่ยงที่เกิดขึ้น เช่น การรับรองขอใช้หนี้สูญ (Recourse) การขอใช้ให้แก่ลูกหนี้ชั้นต้น - ลูกหนี้ชั้นรอง (Senior - Subordinated Structure) เป็นต้น

(7.3) การให้มีบุคคลภายนอกเข้ามาประกันหรือค้ำประกันหลักทรัพย์ที่มาจาก การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Third Party Guarantee) เช่น ให้สถาบันการเงิน สถาบันประกันสินเชื่อค้ำประกัน หรือมักจะใช้รูปแบบของ Letter of Credit หรือ L/C จากธนาคารที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือสูง หรือใช้รูปแบบของ พันธบัตรรับประกัน (Insurance Bond) จากบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือสูง เพื่อประกันการชำระหนี้ให้ผู้ถือตราสาร เป็นต้น นอกจากนี้ ยังอาจจัดให้มี Liquidity Provider ช่วยประกันในเรื่องสภาพคล่องของกระแสเงินสดของ SPV ด้วย จึงมักมีความเสี่ยงต่ำ และอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit rating) ค่อนข้างสูง ซึ่งใน บางครั้ง ตราสารดังกล่าวอาจมีอันดับความน่าเชื่อถือสูงกว่าบริษัทผู้ออกเองเสียอีก

(8) **สถาบันการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency : CRA)** เป็นผู้ที่ได้รับหน้าที่ในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือให้แก่หลักทรัพย์ ABS เพื่อทำการจัดอันดับให้แก่ตราสารที่นำออกจำหน่ายแก่ประชาชนทั่วไป (Public Offering : PO) แต่หุ้นกู้ที่เสนอขายแก่นักลงทุนเฉพาะรายหรือจำนวนจำกัด (Private Placement : PP) ไม่จำเป็นต้องจัดอันดับความน่าเชื่อถือ สำหรับบริษัททั่วไปการจัด อันดับความน่าเชื่อถือ คือ การประเมินความเสี่ยงของสินเชื่อหรือกลุ่มลูกหนี้ที่นำ ออกขาย โดยขึ้นอยู่กับหลักเกณฑ์ 3 ประการคือ

- ความเป็นไปได้ในการผิดนัดชำระหนี้ของผู้ออกตราสาร (Probability of Default)
- ลักษณะและข้อกำหนดของหนี้ (Covenant)
- ความเกี่ยวพันหรือความสัมพันธ์ของหนี้ หากมีการล้มละลาย

สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือหรือ CRA จะจัดอันดับตราสารโดยประเมิน ถึงความสามารถของสินทรัพย์ในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดเพื่อนำมาชำระเงินต้น และดอกเบี้ยให้แก่ลงทุน มิใช่ความสามารถกระแสรายได้ของผู้ออกตราสาร และ ในการจัดอันดับตราสาร CRA จะวิเคราะห์โครงสร้างและประเมินการรับประกัน ความเสี่ยงเป็นหลักด้วย ปัจจุบัน ประเทศไทยมีสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ได้ รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. 2 ราย คือ บริษัท ทริส เรตติ้ง จำกัด (TRIS Rating Co Ltd) และบริษัท ฟิทช์ เรตติ้งส์ (ประเทศไทย) จำกัด Fitch Ratings (Thailand) Limited ส่วนสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือในสหรัฐอเมริกา ซึ่งได้รับการยอมรับทั่วโลก ได้แก่ Moody's, Standard & Poor's, Duff & Phelps และ Fitch Rating.

(9) ผู้แทนผู้ถือหุ้น (Bondholder's Representative)

ในการออกเสนอขายตราสารหนี้หรือหุ้นกู้ให้แก่ประชาชนทั่วไป หรือเสนอขายแก่นักลงทุนจำนวนจำกัดที่มีประกัน กฎหมายกำหนดให้จะต้องมีการแต่งตั้งผู้แทนผู้ถือตราสารหนี้หรือหุ้นกู้ (Bondholder's Representative) โดยผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้จะต้องมีคุณสมบัติเป็นสถาบันการเงินที่มีความมั่นคง และไม่มีผลประโยชน์ขัดแย้งต่อการทำหน้าที่ดังกล่าวหน้าที่หลักๆ ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ประกอบด้วย การดูแลผลประโยชน์ทั่วไปให้กับนักลงทุน การดูแลไม่ให้ผู้ออกหุ้นกู้กระทำการใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับทรัพย์สินที่เป็นหลักประกันการชำระหนี้ตามสัญญา หรือดำเนินการเรียกร้องค่าเสียหายให้ผู้ถือหุ้นกู้ ในกรณีของตราสาร Securitization จะต้องติดตามให้ Originator/SPV/ Transaction Administrator/ Servicer และคู่สัญญาอื่นๆ ทำตามเงื่อนไขต่างๆ ในสัญญา และให้ความเห็นชอบในการเปลี่ยนตัว Servicer

(10) ผู้รับประกันการจำหน่าย (Underwriter)

ในการทำ Securitization โดยเฉพาะขั้นตอนการออกตราสารเพื่อจำหน่ายให้นักลงทุนนั้น ส่วนใหญ่จะต้องเกี่ยวข้องหรือต้องทำผ่านวาณิชธนกร (Investment Banker) ซึ่งทำหน้าที่เป็นผู้รับประกันการจำหน่าย (Underwriter) เสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไป และเป็นผู้แทนการเสนอขายหลักทรัพย์แก่ผู้ลงทุนเฉพาะรายหรือจำนวนจำกัด ให้ผู้ซื้อและผู้ขายมาพบกันและทำการซื้อขายกัน โดยที่ Investment Banker จะเป็นตัวแทนของผู้ออกตราสารในการออกตราสารจำหน่ายให้นักลงทุน ให้คำแนะนำต่อผู้ขายเกี่ยวกับการจัดโครงสร้าง การกำหนดราคาและให้การปรึกษาด้านการตลาดเพื่อให้ตราสารดังกล่าวเป็นที่น่าสนใจแก่นักลงทุน

นอกจากจะร่วมทำงานกับผู้ออกหลักทรัพย์แล้ว Underwriter ยังจะต้องทำงานร่วมกับผู้ทำหน้าที่เสริมสร้างความน่าเชื่อถือแก่ผู้ถือตราสาร (Credit Enhancer) สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ และทราสต์อีกด้วย

(11) ผู้บริหารโครงการ (Transaction Administrator)

มีหน้าที่ดูแลงานในส่วนการบริหารทั่วไปให้กับ SPV เช่น งานจัดเก็บเอกสาร เป็นต้น

(12) ทราสต์ (Trustee)

คือ ผู้ดูแลสินทรัพย์ เป็นผู้รับฝากหลักทรัพย์ที่แปลงสภาพจากสินทรัพย์เดิมแล้ว จึงเป็นหลักประกันให้นักลงทุนเชื่อมั่นได้ว่า สินทรัพย์นั้นจะมีการจัดเก็บกระแสรายรับได้อย่างถูกต้อง และนำมาจ่ายคืนให้กับผู้ลงทุนตามสัญญา โดยที่เป็นตัวกลางระหว่างผู้ให้บริการเรียกเก็บหนี้ (Servicer) และนักลงทุน (Investor) อีกทั้งยังเป็นตัวกลางระหว่างผู้รับประกันความเสี่ยง (Credit Enhancer) และนักลงทุน ซึ่งมีอยู่ด้วยกัน 2 ประเภทดังต่อไปนี้

(12.1) Grantor Trust หมายถึง ทราสต์ที่ทำหน้าที่ในการออกไปแสดงสิทธิการ

เป็นเจ้าของ (Certificate Holders) และทำหน้าที่ในการจำหน่ายใบสิทธิดังกล่าวให้แก่นักลงทุน โดยผู้ถือใบแสดงสิทธิมีสิทธิเป็นเจ้าของสินทรัพย์ที่ขายนั้น รายได้สุทธิหลังหักภาษีแล้ว จะถูกส่งไปให้ผู้ถือใบแสดงสิทธิ และ ทรัสต์ไม่สามารถนำรายได้ไปลงทุนต่อหรือนำไปประกอบทำธุรกิจอื่นๆ ในการหากำไรให้กับนักลงทุนได้

(12.2) Owner Trust โดยส่วนใหญ่จะเป็นผู้ออกหลักทรัพย์ ABS ซึ่งดอกเบี้ยที่จ่ายให้นักลงทุนจะถูกบันทึกลงในงบการเงินของผู้ถือ เป็นรายได้ดอกเบี้ยและรายจ่ายดอกเบี้ย ใบรับรองที่ออกโดย Owner Trust จะแสดงถึงสถานะหนี้ของทรัสต์ที่มีสินทรัพย์ค้ำประกัน ซึ่งถูกขายให้แก่ทรัสต์ และกรรมสิทธิ์ในสินทรัพย์นั้นส่วนใหญ่จะเป็นของทรัสต์มากกว่า Owner Trust โดยที่สินทรัพย์จะถูกนำมาใช้ติดต่อเมื่อกระแสเงินสดที่ได้จากสินทรัพย์ ไม่เพียงพอที่จะนำไปจ่ายให้นักลงทุนได้

2.2 กระบวนการของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)

ขั้นตอนในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) มิได้มีความยากลำบากหรือซับซ้อนแต่อย่างใด เพียงเริ่มต้นจากเจ้าของสินทรัพย์ (Originator หรือ Seller) ที่ต้องการระดมทุน จะต้องเลือกประเภทของทรัพย์สินซึ่งอาจจะมีสภาพคล่องในการซื้อขายต่ำเพื่อนำมาขายให้แก่ SPV ที่ถูกจัดตั้งขึ้นในการทำหน้าที่แปลงสินทรัพย์ไปเป็นหลักทรัพย์ โดยเจ้าของจะได้รับเงินสด เพื่อนำไปใช้ในการดำเนินธุรกิจต่อไป ทั้งนี้ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะมาจากกระแสรายได้จากกองสินทรัพย์ดังกล่าวนั่นเอง

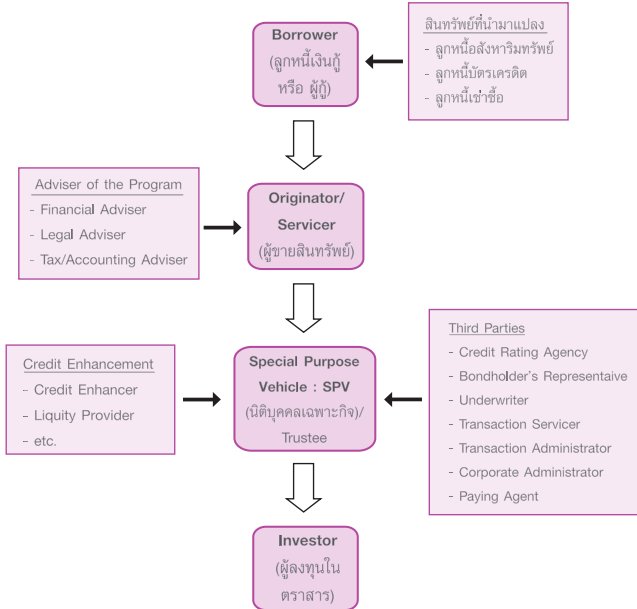
หลังจากนั้นนิติบุคคลเฉพาะกิจ หรือ SPV ที่ได้รับการจัดตั้งขึ้น จะทำการจัดรวมสินทรัพย์ให้เป็นกองสินทรัพย์ (Pool) แล้วนำไปหนุนหลัง (ABS) ในการออกหลักทรัพย์หรือตราสาร Securitization จำหน่ายให้นักลงทุน (Investor) เพื่อนำเงินที่ได้ไปชำระค่าสินทรัพย์ให้แก่ Originator ในที่นี้ SPV เปรียบเหมือนผู้กู้เงินมาจากนักลงทุน โดยผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับก็คือดอกเบี้ยจากตราสาร Securitization

ต่อมา SPV จะทำการว่าจ้างผู้เรียกเก็บหนี้ (Servicer) เพื่อคอยเรียกเก็บเงินต้นและดอกเบี้ยจากลูกหนี้เงินกู้ จัดเก็บแล้วส่งต่อไปให้ SPV จากนั้น SPV จึงจะนำรายรับสุทธิหลังหัก Servicing fee ไปชำระหนี้เงินต้นและดอกเบี้ยให้นักลงทุน

ขั้นตอนสุดท้ายได้แก่การเข้าขอรับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Rating) จาก CRA ซึ่งเป็นเรื่องจำเป็นสำหรับหลักทรัพย์ที่ออกในรูปของตราสารหนี้ CRA จะเข้ามาช่วยประเมินความเสี่ยงของกลุ่มลูกหนี้ที่ขายและตราสารที่จะจำหน่ายให้นักลงทุน รวมถึงการเสริมสร้างความน่าเชื่อถือให้แก่ผู้ถือตราสาร (Credit Enhancement) โดยจัดให้มีการประกันความเสียหายหากลูกหนี้ไม่สามารถชำระหนี้เงินต้นและดอกเบี้ยตามเงื่อนไขของสัญญา ซึ่ง SPV อาจทำการรับประกันด้วย

ตัวเอง หรือ การให้มีบุคคลที่สามเข้ามาค้าประกัน เป็นต้น อีกทั้งเพื่อให้นักลงทุนมั่นใจว่าจะได้รับ ผลตอบแทนอย่างสม่ำเสมอ อาจต้องจัดให้มีสถาบันการเงินทำหน้าที่เป็น Liquidity Provider ในการช่วยประกันสภาพคล่องของกระแสเงินสดของ SPV อีกด้วย

รูปที่ 2.1 โครงสร้างและองค์ประกอบที่เกี่ยวข้องในการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์



2.3 ประโยชน์จากการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์

เมื่อพิจารณาถึงกระบวนการ Securitization ดังที่กล่าวไว้ข้างต้น จะเห็นได้ว่า ผู้ที่มีส่วนร่วมในขั้นตอนของ Securitization หลักๆ คือ Originator ผู้ออกตราสาร นักลงทุน และท้ายที่สุดของการออกตราสาร Securitization จะส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวม ซึ่งผู้ที่เกี่ยวข้องดังกล่าวจะได้รับประโยชน์ดังต่อไปนี้

(1) ประโยชน์ต่อผู้ออกตราสาร Securitization ซึ่งได้แก่ Originator หรือ SPV

- ธุรกิจมีสภาพคล่องทางการเงินมากยิ่งขึ้น เนื่องจากการขายสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำหรือลูกหนี้เงินกู้ ส่งผลให้ธุรกิจมีเงินสดหมุนเวียนไว้ในดำเนินงานในกิจการเพิ่มมากขึ้น โดยจะเป็นประโยชน์อย่างยิ่งต่อธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับสถาบันการเงิน เพราะการแปลงสภาพของทรัพย์สินหรือลูกหนี้จะทำให้ยอดสินทรัพย์ในงบดุลของธุรกิจลดลง มีเงินสดหมุนเวียนมากเพียงพอที่จะสามารถขยายสินเชื่อได้มากขึ้น

มีประโยชน์ต่ออัตราส่วนของเงินทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงตามมาตรฐานของธนาคารแห่งประเทศไทย ทำให้สามารถบริหารจัดการเงินทุนหมุนเวียนได้อย่างมีประสิทธิภาพ ดังนั้น จึงเป็นการเสริมสร้างความมั่นคงทางการเงินให้แก่ธุรกิจและสถาบันการเงิน

- ทำให้ฐานะทางการเงินของสถาบันการเงินและธุรกิจดีขึ้น เช่น อัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงสูงขึ้น ซึ่งแสดงให้เห็นว่า มีความปลอดภัยในการดำเนินการมากขึ้น ทั้งยังช่วยลดภาระของหนี้สินในธุรกิจนั้นๆ ได้อีกด้วย

- ทำให้สามารถลดข้อจำกัดด้านสัดส่วนของเงินทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงของสถาบันการเงิน เนื่องจากเงินให้กู้ยืมดังกล่าวไม่ถูกนับเป็นสินทรัพย์เสี่ยงอีกต่อไป ผู้ให้กู้จึงมีความสามารถในการปล่อยกู้ได้มากขึ้น

- สถาบันการเงินสามารถกระจายความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการชำระหนี้ก่อนกำหนด (Prepayment Risk) หรือสามารถโอนความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ตามสัญญาไปยังนักลงทุนได้

- เป็นการช่วยกระจายความเสี่ยงของแหล่งเงินทุน (Source of Fund) เพราะการทำ Securitization เป็นการกู้ยืมเงินจากเจ้าหนี้หลายรายมากขึ้น

- ช่วยลดปัญหาความไม่สอดคล้องของความเสี่ยงอันเกิดจาก Mismatch Loan ระหว่างอายุของสินทรัพย์และหนี้สิน โดยสถาบันการเงินสามารถหาเงินทุนระยะยาวจากการแปลงสินทรัพย์ที่มีเป็นหลักทรัพย์เพื่อออกจำหน่าย ทำให้สถาบันการเงินวางแผนการกู้ยืมให้สอดคล้องกับอายุของสินเชื่อที่ตนปล่อยไปได้ ดังนั้น จึงทำให้ความเสี่ยงเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยลดน้อยลง

- เป็นการเพิ่มช่องทางการระดมเงินทุน นอกเหนือจากการระดมเงินฝากจากประชาชนทั่วไป

- การนำสินทรัพย์คุณภาพดีมาใช้ทำ Securitization ตราสารจึงได้รับการจัดอันดับสูงขึ้น ทำให้สามารถระดมเงินทุน โดยมีต้นทุนการกู้ยืมที่ต่ำกว่าตราสารประเภทอื่นๆ

- ได้รับค่าบริการและค่าธรรมเนียมจากการให้บริการแก่ลูกค้าเงินกู้ และการจัดจำหน่ายตราสารทางการเงินผ่านการทำ Securitization ซึ่งเป็นการช่วยเพิ่มรายได้ให้แก่ธุรกิจ

- ทำให้ผู้ประกอบการที่ต้องการกู้ยืมเงินมีต้นทุนในการระดมเงินทุนที่ลดลง เนื่องจากเสียดอกเบี้ยเงินกู้ในอัตราที่ต่ำลง เพราะการทำ Securitization ช่วยเสริมสร้างสภาพคล่องและความน่าเชื่อถือของตราสารให้เพิ่มสูงขึ้น ทั้งยังมีความมั่นคงสูงเพราะมีสินทรัพย์ค้ำประกัน

(2) ประโยชน์ต่อนักลงทุน

- ทำให้นักลงทุนมีทางเลือกในการลงทุนมากขึ้น เนื่องจากความหลากหลาย

ของตราสารทางการเงิน และตราสารที่เกิดจากการทำ Securitization ก็นับว่าเป็นตราสารที่มีคุณภาพดีอีกทางเลือกหนึ่งที่มีความเสี่ยงต่ำกว่าตราสารประเภทอื่นๆ เพราะมีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับค่อนข้างสูง

- การกระจายความเสี่ยง ทำให้นักลงทุนมีโอกาสได้รับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนเพิ่มสูงขึ้น สามารถลงทุนในตราสารซึ่งมีสภาพคล่องสูง เนื่องจากความเสี่ยงที่ลดลงจากการทำ Credit Enhancement และยังสามารถนำไปซื้อขายต่อได้ในตลาดรอง

(3) ประโยชน์ต่อระบบเศรษฐกิจ

- ช่วยพัฒนาตลาดการเงินให้มีการศักยภาพและมีการขยายตัวเพิ่มสูงขึ้น
- เนื่องจากการทำ Securitization เป็นกระบวนการที่ทำให้เกิดการกู้ยืมเงินโดยตรงระหว่างผู้กู้กับผู้ลงทุน โดยไม่จำเป็นต้องผ่านตัวกลางจึงช่วยให้การจัดสรรทรัพยากรทางการเงินมีประสิทธิภาพมากขึ้น มีความคล่องตัวเพิ่มขึ้น ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มลดต่ำลงได้ ดังนั้น การระดมเงินทุนจึงต่ำกว่าการกู้ยืมโดยอาศัยตัวกลาง

- ช่วยส่งเสริมและสนับสนุนการมีสภาพคล่องให้แก่ตลาดสินเชื่อต่างๆ ยกตัวอย่างเช่น สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย สินเชื่อเช่ารถยนต์ โดยการนำสินทรัพย์มาแปลงเป็นหลักทรัพย์เพื่อเพิ่มเงินทุนหมุนเวียนให้แก่ธุรกิจ

- สอดคล้องกับนโยบายของรัฐ ซึ่งมีความต้องการที่จะส่งเสริมให้ประชาชนมีที่อยู่อาศัยเป็นของตนเองเพิ่มมากขึ้น

- เป็นแนวทางช่วยให้เกิดตราสารการเงินระยะยาวเพื่อรองรับการขยายตัวของนักลงทุนสถาบันต่างๆ เช่น บริษัทประกันชีวิต กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ (กบข.) กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ เป็นต้น

2.4 ข้อจำกัดในการทำ Securitization

ข้อจำกัดสำหรับการทำ Securitization ได้แก่การที่ตลาดการเงินในระบบอาจยังไม่สมบูรณ์พร้อม (Market Imperfections) ทั้งในด้านการตรวจสอบการดำเนินงานของเจ้าของสินทรัพย์ที่เป็นผู้บริหารจัดเก็บหนี้ ประกอบกับการมีข้อจำกัดทางกฎหมายที่รองรับสิทธิประโยชน์ของผู้ลงทุนในกรณีนิติบุคคลเฉพาะกิจดำเนินงานบกพร่อง หรือเกิดจากการผิดนัดชำระหนี้ที่เกิดขึ้น ในขณะเดียวกัน การบริหารโครงสร้างของการทำ Securitization โดยรวมมีค่าใช้จ่ายต่างๆ หลายประการ อาทิ ค่าที่ปรึกษากฎหมาย ค่าประเมินสินทรัพย์ ค่าธรรมเนียมการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสาร ค่าธรรมเนียมที่ปรึกษาการเงิน ซึ่งค่าใช้จ่ายต่างๆ เหล่านี้ หากมากกว่าค่าธรรมเนียมที่ได้รับจากการจัดเก็บรายได้ ก็จะไม่คุ้มกับการทำ Securitization



บทที่ 3

Mortgage-Backed Securitization

Mortgage-Backed Securities (MBS) เป็นตราสารหนี้ประเภทแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) ซึ่งใช้กลุ่มของสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันในการออกตราสารหนี้ โดยกระแสเงินที่นำมาจ่ายเงินต้น และดอกเบี้ยให้กับผู้ถือตราสารหนี้มาจากการชำระหนี้ค้ำประกันของลูกหนี้ในกลุ่มสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ที่นำมาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันการออกตราสารหนี้เอง การแปลงสินทรัพย์ที่เป็นลูกหนี้เงินกู้มาเป็นหลักทรัพย์นั้น เป็นการบริหารสินทรัพย์ และสภาพคล่องของบริษัทที่เป็นเจ้าหนี้ของเงินกู้เหล่านี้ ซึ่งแทนที่บริษัทจะรอกระแสเงินในอนาคตที่ได้จาก ลูกหนี้ที่มีภาระต้องชำระหนี้แก่บริษัททุกๆ เดือนนั้น ก็นำสินทรัพย์ที่เป็นเงินกู้ยืมเหล่านี้ ออกขาย และนำเงินจากการขายมาดำเนินกิจการในด้านอื่นของบริษัทแทน

MBS เป็นตราสารหนี้ที่ได้รับความนิยมอย่างมากในหลายๆ ประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งประเทศสหรัฐอเมริกา ที่มีขนาดของตราสารหนี้ใหญ่เกือบครึ่งหนึ่งของตราสารหนี้ทั่วโลก ซึ่ง MBS ที่เสนอขายในประเทศสหรัฐฯ มีขนาดใหญ่ที่สุดเมื่อเทียบกับตราสารหนี้ประเภทอื่น โดยมีมูลค่ากว่า 7.21 ล้านล้านเหรียญสหรัฐอเมริกา หรือกว่าร้อยละ 27 ของมูลค่าคงค้างทั้งประเทศ (ข้อมูล ณ สิ้นปี พ.ศ. 2550) เนื่องจากขนาดของตราสารประเภท MBS มีขนาดใหญ่ และสภาพคล่องสูง ทำให้ตราสารหนี้ MBS ได้รับความนิยมอย่างมากในกลุ่มนักลงทุนหลายกลุ่ม ไม่ว่าจะเป็นกลุ่มบริษัทเอกชน กลุ่มสถาบันการเงิน หรือบริษัทประกัน เป็นต้น

MBS มีลักษณะการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เช่นเดียวกับตราสาร Securitization ประเภทอื่น แต่ต่างกันตรงสินทรัพย์ที่นำมาแปลงนั้นเป็นกลุ่มของสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ ซึ่งสินทรัพย์หลักๆ เหล่านี้มาจากการปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงินต่างๆ เช่น ธนาคารพาณิชย์ และบริษัทจดจำนอง (Mortgage Companies) การนำสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์มาถูกรวมเป็นกลุ่มนี้ จะถูกขายไปให้กับนิติบุคคลเฉพาะกิจ (SPV) ซึ่งอาจจะเป็นหน่วยงานภาครัฐ หรือหน่วยงานภาคเอกชน สำหรับประเทศสหรัฐฯ ที่มีตลาด MBS ที่ใหญ่ หน่วยงานภาครัฐที่ทำหน้าที่เป็น SPV ได้แก่ Ginnie Mae Freddie Mac และ Fannie Mae โดย SPV รับซื้อกลุ่มของสินเชื่อ

อสังหาริมทรัพย์จาก Originator ด้วยเงินที่ได้จากการออกตราสารหนี้ MBS ขายให้กับนักลงทุนทั่วไป ส่วน Servicer ทำหน้าที่ในการเป็นตัวกลางเก็บเงินการผ่อนชำระของลูกหนี้ อสังหาริมทรัพย์ส่งต่อไปยัง SPV เพื่อผ่านไปยังผู้ถือตราสารอีกต่อหนึ่ง จะเห็นได้ว่า MBS ก็คือการรวมสินเชื่อบริษัทอสังหาริมทรัพย์ของแต่ละบุคคล มารวมเป็นกลุ่มเดียวกัน ดังนั้น ความเสี่ยงของการลงทุนใน MBS ไม่ได้ขึ้นอยู่กับสินเชื่อบุคคลใดบุคคลหนึ่ง แต่เป็นการกระจายความเสี่ยงของกลุ่มสินเชื่อนี้ที่นำมาถูกรวมกันไว้ ทำให้ MBS จัดอยู่ในประเภทของตราสารหนี้ที่ได้รับความนิยมจากนักลงทุนมากที่สุดประเภทหนึ่ง ผู้ถือตราสารหนี้ถือได้ว่าเป็นผู้ปล่อยกู้แก่ลูกหนี้ของ Originator และยังเป็นการเพิ่มโอกาสให้ Originator มีทุนไปปล่อยกู้สินเชื่อบริษัทอสังหาริมทรัพย์ให้กับลูกหนี้รายอื่นๆ ได้อีก

โดยปกติ MBS สามารถแยกออกเป็น 3 ประเภทหลักๆ ได้แก่

1) Mortgage Backed Bonds (MBB) การออกเสนอขาย MBB จะเสนอขายตราสารหนี้ผ่าน SPV โดยตราสารหนี้ประเภทนี้จะมีการกำหนดให้กลุ่มสินเชื่อบริษัทอสังหาริมทรัพย์ที่ใช้เป็นหลักประกันมีขนาดที่มากกว่าขนาดของ MBB ที่ออก ประมาณ 1.25 ถึง 2.4 เท่า หรือที่เรียกว่า “Over Collateralized” ซึ่งถ้ามีเหตุการณ์ที่ลูกหนี้สินเชื่อจ่ายเงินกู้ยืมก่อนครบกำหนด (Prepayment) ส่งผลให้ลูกหนี้ในกลุ่มสินเชื่อเดิมลดลง ผู้ออกจะต้องนำลูกหนี้รายอื่นที่ได้สำรองไว้มาใส่เพิ่มในกลุ่มแทน ดังนั้น ผู้ถือตราสาร MBB จึงไม่ต้องแบกรับความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระของลูกหนี้ ความเสี่ยงจาก Prepayment (Prepayment Risk) และความเสี่ยงจากการผันผวนของดอกเบี้ย

2) Mortgage Pass-Through (MPT) ผู้ถือตราสารหนี้ลงทุนตรงกับ SPV โดยได้รับเงินต้น และดอกเบี้ยจากกลุ่มสินเชื่อบริษัทอสังหาริมทรัพย์ที่ผู้ถือตราสารหนี้ได้ลงทุนไว้กับ SPV โดย SPV นำเงินที่เรียกเก็บได้จากลูกหนี้เงินกู้ ส่งต่อไปยังผู้ถือตราสารหนี้ หลังจากได้รับเงินจากผู้กู้ ทั้งนี้ SPV จะหักค่าธรรมเนียมจำนวนหนึ่งเป็นการดำเนินการจัดการ ซึ่งส่วนใหญ่แล้วค่าธรรมเนียมดังกล่าว SPV จะจัดเก็บในจำนวนเงินที่ค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับตราสารแบบ Securitization ประเภทอื่น

3) Mortgage Pay Through Bond (MPTB) ตราสารหนี้ประเภทนี้มีลักษณะผสมระหว่าง MBB และ MPT ซึ่งผลตอบแทนหรือดอกเบี้ยที่ผู้ถือตราสารหนี้ได้รับจะเป็นไปตามที่กำหนดไว้แต่ต้น เมื่อลูกหนี้สินเชื่อสินเชื่อบริษัทอสังหาริมทรัพย์ชำระเงินกู้ตามเวลาที่กำหนด แต่ยังไม่ถึงช่วงที่ SPV ต้องชำระให้แก่ผู้ถือตราสารหนี้ ทาง SPV จะนำเงินชำระเงินกู้ที่ได้ไปลงทุนต่อ จนกว่าจะครบกำหนดวันที่ต้องชำระดอกเบี้ย หรือเงินต้นให้กับผู้ถือตราสาร จึงจะนำเงินที่ได้จากลูกหนี้ชำระให้กับผู้ถือตราสารตามช่วงเวลาและจำนวนเงินที่กำหนดไว้แต่ต้น

3.1 Mortgage Pass –Through (MPT)

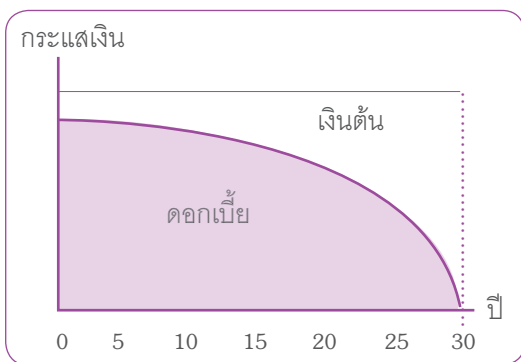
MPT หรือ Mortgage Pass-through จัดได้ว่าเป็นประเภทของตราสารหนี้ MBS ที่มีขนาดใหญ่และมีสภาพคล่องของการซื้อขายในตลาดรองมากที่สุดเมื่อเทียบกับ MBS ประเภทอื่น ตราสารประเภท MPT นั้นมีลักษณะของชำระหนี้ต้น และดอกเบี้ย ให้กับผู้ถือตราสารโดยตรงจากเงินของกลุ่มลูกหนี้สินเชื่อก่อนชำระหนี้ และดอกเบี้ย ให้กับ Originator ในแต่ละเดือน เนื่องจากการส่งผ่านเงินโดยตรงจากลูกหนี้สินเชื่อบ้านไปยังผู้ถือตราสารหนี้แบบ MPT ดังนั้นค่าธรรมเนียม หรือ Servicing Fee ที่ Servicer เรียกเก็บ นั้นจะน้อยกว่าตราสาร MPTB

เงินกู้ยืมสำหรับทรัพย์สินเป็นเงินกู้ยืมระยะยาว มีระยะเวลาผ่อนชำระที่นาน ส่วนใหญ่อยู่ในช่วง 20 ถึง 30 ปี ดังนั้น แทนที่สถาบันการเงินที่มีลูกหนี้สินเชื่อบริษัทอสังหาริมทรัพย์เหล่านี้ในมือจำนวนมาก จะเก็บลูกหนี้เหล่านี้ไว้ และรอรับกระแสเงินในอนาคตอย่างนี้ไปเรื่อยๆ จนกว่าจะครบกำหนดแล้วนั้น กลับนำลูกหนี้เงินกู้เหล่านี้ไปออกขายให้กับบริษัทอื่น เพื่อนำไปออกเป็นหลักประกันสำหรับตราสารหนี้ที่ขายให้กับนักลงทุนต่อไป ดังนั้น MPT เกิดขึ้นได้ เมื่อเงินกู้ยืมสำหรับทรัพย์สินดังกล่าวที่เงินต้น และดอกเบี้ยของเงินกู้ยืมสำหรับทรัพย์สินรายย่อยๆ ถูกจับรวมเป็นกลุ่มเดียวกันโดยที่ไม่สามารถแยกออกได้ ถูกนำไปขายให้กับบริษัทอื่น ส่วนกลุ่มลูกหนี้เงินกู้ยืมสำหรับทรัพย์สินที่ถูกนำมารวมกันนี้ มีภาระผูกพันในการชำระหนี้เงินต้น และดอกเบี้ยในแต่ละเดือนเหมือนเดิม โดยทั่วไปแล้วเงินกู้ยืมสำหรับทรัพย์สินที่นำมารวมเป็นกลุ่มออกขายนี้ ส่วนใหญ่จะมีลักษณะของการกู้ยืมแบบเดียวกัน หรือไม่ก็ต้องมีลักษณะคล้ายๆ กัน ไม่ว่าจะเป็นอายุครบกำหนดชำระหนี้ และอัตราดอกเบี้ย ซึ่งจะทำให้สามารถประมาณการกระแสเงินในอนาคตของจากกลุ่มเงินกู้ยืมสำหรับทรัพย์สินที่ได้จับรวมนี้ เหมือนกับว่าเป็นเงินกู้จากลูกหนี้รายเดียว

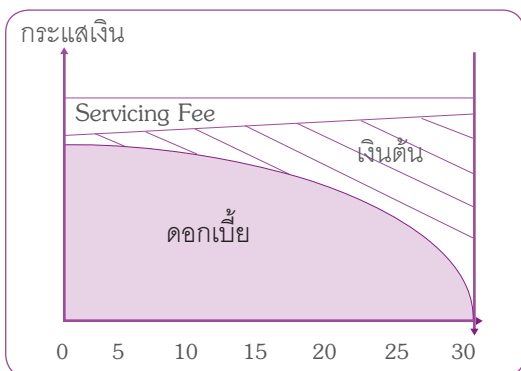
เนื่องจากตราสารหนี้แบบ MPT นี้ เป็นการถ่ายโอนเงินที่ลูกหนี้ชำระหนี้เงินกู้ยืมสำหรับทรัพย์สินให้กับนักลงทุน หรือผู้ถือตราสารหนี้โดยตรงหลังจากลูกหนี้ชำระหนี้ให้กับสถาบันการเงินที่เป็นเจ้าหนี้ จากลักษณะของการชำระคืนเงินกู้ยืมอสังหาริมทรัพย์ที่มีลักษณะคงที่ในแต่ละเดือน ที่ประกอบไปด้วยส่วนของเงินต้นที่ชำระคืน และดอกเบี้ยที่ต้องชำระ ในช่วงต้นปีแรกๆ ก่อนเงินที่ลูกหนี้ชำระส่วนใหญ่จะเป็นส่วนของดอกเบี้ย แต่เมื่อเวลาผ่านไป เงินชำระในแต่ละเดือนนี้จะเป็นส่วนของเงินต้นเพิ่มขึ้น ในขณะที่ส่วนของดอกเบี้ยจะลดลงตามเวลานั่นเอง ถึงแม้ว่าลักษณะการชำระคืนเงินกู้ยืมของลูกหนี้จะกำหนดในเบื้องต้นเป็นแบบคงที่ คือจำนวนเงินชำระคืนเท่ากันในแต่ละเดือนก็ตาม แต่ในความเป็นจริงแล้วลูกหนี้สามารถเลือกที่จะชำระคืนในส่วนของเงินต้นมากกว่าจำนวนที่กำหนดไว้แต่ต้น (Prepayment) ดังนั้นผู้ถือตราสารแบบ MPT ซึ่งมีลักษณะ pass-through นี้ อาจจะ

ได้รับกระแสเงินในอนาคตไม่เป็นไปตามที่กำหนดไว้แต่ต้น เนื่องจากการชำระหนี้คืนเงินต้นล่วงหน้าของลูกค้าหน้านั้นเอง ในกรณีนี้ผู้ถือตราสารหนี้จะได้รับเงินต้นคืนเต็มจำนวน แต่ระยะเวลาการได้รับคืนจะเร็วกว่าเดิม ซึ่งดูแล้วก็น่าจะดีสำหรับผู้ถือตราสาร MPT เพราะได้เงินต้นคืนเร็วขึ้น แต่จริงๆ แล้วผู้ถือตราสารหนี้กลับสูญเสียผลประโยชน์ที่จะได้รับจากดอกเบี้ยรับในอนาคต ซึ่งผลกระทบจากการชำระคืนเงินต้นล่วงหน้าของลูกค้าหน้านี้เรียกว่า Prepayment Risk ทั้งนี้ปัจจัยที่มีส่วนผลักดันให้เกิดการ prepayment ของลูกหนี้เงินกู้่อสังหาริมทรัพย์ ก็คือทิศทางของอัตราดอกเบี้ย ซึ่งถ้าดอกเบี้ยอยู่ในช่วงขาลง แนวโน้มที่จะมีการชำระหนี้ก่อนกำหนดสูงขึ้นนั่นเอง

รูปที่ 3.1 ลักษณะกระแสเงินของการชำระคืนเงินกู้่อสังหาริมทรัพย์



รูปที่ 3.2 ลักษณะกระแสเงินของตราสารในกรณี Prepayment



ในส่วนของ Servicing Fee ผู้ทำหน้าที่ Servicer ซึ่งส่วนใหญ่แล้วเป็น Originator จะเก็บค่า Servicing Fee จากการดำเนินการเก็บเงินที่ลูกหนี้ชำระเงินกู้ เพื่อนำส่งต่อไปให้กับผู้ถือตราสารหนี้ ทั้งนี้ Servicing Fee จะถูกกำหนดไว้ที่อัตราคงที่ ซึ่งคำนวณจากเงินต้นของเงินกู้ โดยที่ค่า Servicing Fee นี้จะหักออกจากดอกเบี้ยจ่ายที่ต้องส่งมอบให้กับผู้ถือตราสารหนี้ ยกตัวอย่างเช่น ถ้าผลตอบแทนเฉลี่ยของผลตอบแทนเบื้องต้นที่ผู้ถือตราสารหนี้จะได้รับอยู่ที่ 7% ต่อปี และค่า Servicing Fee อยู่ที่ 0.5% ดังนั้นเมื่อหักค่า Servicing fee ออกผู้ถือตราสารหนี้จะได้รับผลตอบแทนที่ 6.5%

ในประเทศสหรัฐอเมริกาซึ่งเป็นประเทศที่ตราสารหนี้ประเภท MPT มีขนาดใหญ่ และมีสภาพคล่องในตลาดรองค่อนข้างสูงนั้น มีการแบ่งประเภทของตราสาร MPT ออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มที่ออก โดยหน่วยงานภาครัฐหรือเสมือนเป็นหน่วยงานของรัฐ และหน่วยงานภาคเอกชน ทั้งนี้ หน่วยงานภาครัฐหรือเสมือนเป็นหน่วยงานของรัฐที่กล่าวถึงนี้ ได้แก่ 1. ออกโดย Government National Mortgage Association (GNMA หรือ Ginnie Mae) 2. ออกโดย The Federal National Mortgage Association (FNMA หรือ Fannie Mae) และ 3. Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC หรือ Freddie Mac)

- **Ginnie Mae** เป็นหน่วยงานภาครัฐภายใต้ Department of Housing and Urban Development (HUD) สำหรับตราสาร MPT ที่ออกโดย Ginnie Mae ได้รับความน่าเชื่อถือระดับเดียวกับรัฐบาลสหรัฐฯ ทั้งนี้ ตราสาร MPT ที่มีมานาน และเป็นที่รู้จักดีในตลาดนั้นเป็นตราสารที่ออกโดย Ginnie Mae ส่วนใหญ่ตราสารที่ออกโดย Ginnie Mae จะมีอายุ 30 ปี ทั้งนี้ตราสารของ Ginnie Mae จัดเป็น Fully Modified Pass-Through Securities คือ ผู้ถือตราสารจะได้รับกระแสเงินสดของเงินต้นและดอกเบี้ยที่ต้องจ่ายตามวันและเวลาที่กำหนด ตราสารของ Ginnie Mae แบ่งการออกเป็นสองโปรแกรมด้วยกันคือ โปรแกรม GNMA I ซึ่งมีมาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2513 และ โปรแกรม GNMA II ก่อตั้งในปี พ.ศ. 2526 ตราสารของทั้งสองโปรแกรมยังสามารถแบ่งออกตามประเภทของสินทรัพย์ ซึ่งขึ้นอยู่กับประเภท และอายุเงินกู้ของสินทรัพย์ และลักษณะอื่นๆ ของกลุ่ม สินทรัพย์ โดยทั้งโปรแกรม GNMA I และ GNMA II มีลักษณะเหมือนกันตรงที่ค้ำประกันด้วยเงินกู้ประเภท Single-family (SF) Adjustable-rate (ARM) Graduated Payment (GPM) Growing Equity (GEM) Buy-down (BD) และ Mobile Home (MH)

- **Fannie Mae** เป็นหน่วยงานที่ก่อตั้งในปี พ.ศ. 2481 ซึ่ง Fannie Mae จัดได้ว่าเป็นหน่วยงานที่เก่าแก่ที่สุดเมื่อเทียบระหว่างสามหน่วยงาน แต่กลับเป็นหน่วยงานที่ออกตราสาร MPT หลังสุด โดยตราสารของ Fannie Mae เป็น Fully

Modified Pass-Through Securities เช่นเดียวกับ Ginnie Mae Fannie Mae ก่อตั้งโดย US Federal Government โดยมีจุดประสงค์เพื่อสนับสนุนการซื้อบ้านเพื่ออยู่อาศัยในประเทศสหรัฐฯ แต่ Fannie Mae ไม่จัดว่าเป็นหน่วยงานของรัฐ แต่เป็นองค์กรภาคเอกชน และไม่ได้รับเงินสนับสนุนจากภาครัฐเหมือนกับ Ginnie Mae ถึงอย่างไรก็ตาม ตลาดก็จัดอันดับความน่าเชื่อถือของ Fannie Mae สูงกว่าภาคเอกชนทั่วไปอยู่ดี

- **Freddie Mac** ก่อตั้งเพื่อสนับสนุนตลาดรองด้านที่อยู่อาศัยของประเทศสหรัฐอเมริกา ถึงแม้ว่า Freddie Mac ไม่จัดว่าเป็นหน่วยงานภาครัฐ แต่ก็เหมือนกับหน่วยงานภาครัฐเช่นเดียวกับ Fannie Mae โดย Freddie Mac ดำเนินงานภายใต้การควบคุมของ Housing and Urban Development (HUD) การค้าประกันตราสารของ Freddie Mac มีทั้งแบบที่เป็น Fully Modified Pass-Through Securities และแบบ Modify Pass-Through (คือการค้าประกันในส่วนของทั้งเงินต้นและดอกเบี้ย แต่จะค้าประกันการชำระตามกำหนดในส่วนของดอกเบี้ยเท่านั้น) โดย ซึ่งก่อนปี พ.ศ. 2533 ตราสารของ Freddie Mac ส่วนใหญ่ค้าประกันแบบ Modify แต่หลังจากที่ Freddie Mac ได้ออกตราสารภายใต้โปรแกรมที่เรียกว่า Gold Participation Certificate ซึ่งมีการค้าประกันที่เพิ่มขึ้นจากเดิม โดยมีการค้าประกันแบบ Fully Modified Pass-Through Securities

สำหรับหน่วยงานภาคเอกชนที่ออกตราสาร MPT นั้นไม่ได้รับการค้าประกันจากภาครัฐ ดังนั้นเพื่อเพิ่มความน่าเชื่อถือในการลงทุนให้กับผู้ลงทุน ผู้ออกตราสารจำเป็นต้องเพิ่ม Credit Enhancement เพื่อยกระดับความน่าเชื่อถือให้สูงในระดับ AAA ซึ่งก่อนหน้าปี พ.ศ. 2543 ตราสารที่ออกโดยหน่วยงานภาคเอกชนส่วนใหญ่ จะไม่มีการทำ Credit Enhancement แต่หลังจากความเสี่ยงที่นักลงทุนให้ความสนใจเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะกับหลักทรัพย์ค้าประกันในรูปของสินเชื่อสังหาริมทรัพย์ที่มีความ น่าเชื่อถือต่ำ (Sub-prim mortgage) ทำให้ผู้ออกตราสาร MPT เริ่มหันมาใส่ใจในการเพิ่ม Credit Enhancement มากขึ้นเพื่อดึงดูดนักลงทุนในการลงทุนตราสารของตน

3.2 Collateralized Mortgage Obligation (CMO)

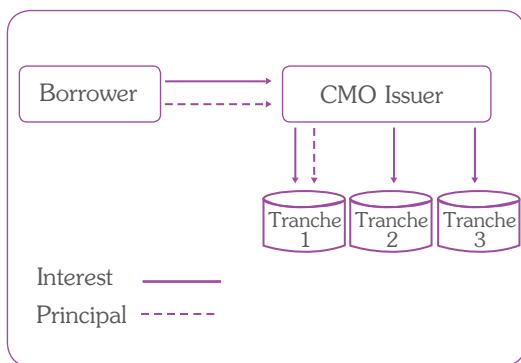
ถึงแม้ว่าตราสารประเภท MPT ถือได้ว่าเป็นตราสาร MBS ที่เรียบง่าย และโปร่งในที่สุดในการทำ Securitization ซึ่งทำให้เพิ่มประสิทธิภาพของระบบเศรษฐกิจจากการเพิ่มมูลค่าของสินทรัพย์จากการทำธุรกรรมที่ไม่ซับซ้อน แต่ตราสาร MPT ก็ยังมีข้อด้อยที่เห็นได้ชัดก็คือเรื่องความไม่แน่นอน และการยากที่คาดการณ์กระแสเงินรับในอนาคตสำหรับผู้ถือตราสาร อันเนื่องมาจากการ

ปัญหาของ Prepayment Risk ทำให้ในแต่ละเดือนผู้ถือตราสารอาจได้รับเงินไม่เท่ากัน และตราสาร MPT ไม่สามารถตอบสนองรูปแบบความต้องการของนักลงทุนในบางกลุ่มที่ต้องการทางเลือกที่หลากหลายของอายุตราสาร ดังนั้นเพื่อลดปัญหา และตอบสนองความต้องการของนักลงทุนดังกล่าว จึงได้มีการพัฒนาตราสารรูปแบบใหม่ที่เรียกว่า CMO ขึ้นมา ซึ่งตราสาร CMO รุ่นแรกนั้นออกโดย Freddie Mac ในปี พ.ศ. 2526

CMO เป็นตราสารประเภท MBS รูปแบบหนึ่ง ซึ่งนำเงินกู้ที่อยู่อาศัย (Whole Loan) หรือ ตราสาร MPT มาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน ตราสารประเภท CMO เป็นการนำกลุ่มของหลักทรัพย์ดังกล่าวมาออกเป็นตราสารที่แตกต่างกันไป โดยแบ่งเป็นชั้น (Class หรือ Tranch) ต่างๆ ที่มีการกำหนดวันหมดอายุของตราสารที่หลากหลาย โดยมีตั้งแต่ไม่ก็ Tranch ไปจนถึงเป็นร้อย Tranch เลยทีเดียว ทั้งนี้ ตราสาร CMO ในแต่ละ Tranch จะมีความเสี่ยงในเรื่องของ Prepayment และดอกเบี้ยแตกต่างกันไป ซึ่งจะเห็นว่าตราสาร CMO ไม่ได้ช่วยแก้ปัญหาทั้งหมดในเรื่องความเสี่ยงของ Prepayment ให้กับผู้ถือตราสาร เพียงแต่มีความเสี่ยงน้อยกว่า หรือกระจายความเสี่ยงดังกล่าวไปให้กับผู้ถือตราสาร CMO ใน Tranch ที่ยอมรับความเสี่ยงที่มากกว่า เพื่อแลกกับผลตอบแทนที่สูงกว่านั่นเอง และนอกจากนั้นยังทำให้สามารถคาดการณ์อายุของตราสารได้ง่ายกว่าตราสาร MPT ดังนั้น ผู้ถือตราสารสามารถเลือกตราสารที่มีลักษณะตรงตามความต้องการของตน ถ้าต้องการผลตอบแทนสูง ก็ต้องยอมรับความเสี่ยงที่สูงไปด้วยเช่นกัน

CMO มีลักษณะของการชำระเงินต้นคืนให้กับผู้ถือตราสารแตกต่างไปจากตราสาร MPT คือ การชำระคืนเงินต้นของตราสาร CMO จะเป็นการชำระแบบเป็นลำดับ (Sequential Retirement) ตั้งแต่อายุครบกำหนดสั้นที่สุดไปหาที่มีอายุยาวที่สุด โดยที่เงินชำระจากลูกหนี้สินเชื่อบริษัทหรือทรัพย์สินที่เรียกเก็บได้จะนำมาชำระคืนให้กับผู้ถือตราสารแต่ละ Tranche ในรูปของดอกเบี้ยก่อน แต่ถ้ามีส่วนที่เหลือซึ่งอาจจะมาจากจำนวนเงินที่กำหนดชำระของลูกหนี้ตั้งแต่ต้นอยู่แล้ว หรือมาจากการ Prepayment เพิ่มของลูกหนี้ ส่วนนี้จะถูกส่งต่อไปให้กับผู้ถือตราสารใน Tranche แรกก่อน ซึ่งยอมรับความเสี่ยงเรื่อง Prepayment ได้มากที่สุด และเมื่อ Tranche แรกได้รับเงินจนครบไถ่ถอนแล้ว Tranche ลำดับต่อไปจึงจะได้รับ และมีเพียงทีละ Tranche ที่จะได้รับชำระคืนเงินต้น

รูปที่ 3.3 ลักษณะกระแสเงินของตราสาร CMO



ทั้งนี้ สินทรัพย์ค่าประกันที่เหลือจากชำระคืนให้กับผู้ถือตราสารใน Tranche สุดท้ายหมดแล้วนั้น โดยทั่วไปกรรมสิทธิ์จะตกไปเป็นของผู้ออกตราสาร CMO ในรูปของ “Residual Value” ซึ่งถ้าสินทรัพย์ที่นำมาเป็นหลักประกันมีสภาพที่ไม่ดี หรือมีปัญหาอย่าง Sub-prime นั้น โอกาสที่ผู้ออกตราสารจะได้รับ “Residual Value” ก็น้อยลงไปด้วย หรืออาจจะไม่มีส่วนที่เหลือให้กับผู้ออกตราสารเลยก็เป็นได้

- ประเภทของตราสาร CMO

ตราสาร CMO สามารถแบ่งออกตราสารประเภทต่างๆ ได้หลากหลายประเภทด้วยกันดังนี้

(1) Accrual Bond หรือ Z-Tranche หรือ Accretion Bond Tranche

ตราสาร CMO ประเภทนี้เมื่อมีการชำระคืนเงินจากลูกหนี้สินเชื่อ ผู้ออกตราสารจะไม่ชำระคืนดอกเบี้ยให้กับผู้ถือตราสารโดยทันที แต่จะนำไปคำนวณรวมเป็นเงินต้น และผู้ถือตราสารจะได้รับเงินเมื่อตราสาร Tranche ที่อายุสั้นกว่าได้รับการไถ่ถอนไปหมดแล้ว ตราสารแบบนี้จึงเป็นการช่วยลดความเสี่ยงของผู้ถือตราสารในด้าน Reinvestment Risk ในช่วงที่อัตราผลตอบแทนในตลาดอยู่ในช่วงขาลง

(2) Floating Rate/Inverse Floating Rate CMO

ตราสาร CMO ประเภท Floating Rate นี้จะจ่ายดอกเบี้ยตามอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง ซึ่งถ้าอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงเพิ่มสูงขึ้น ผู้ถือตราสารก็จะได้รับดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นตาม ในทางตรงกันข้ามกับ Inverse Floating Rate ตราสารประเภทนี้จะจ่ายดอกเบี้ยไปในลักษณะผกผันกับอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง

(3) Planned Amortization Class หรือ PAC Bonds

ผู้ถือ PAC Bond จะมีสิทธิเหนือ CMO ใน Tranche อื่นๆ ในการได้รับคืนเงินต้น คือ ในแต่ละ

Tranche จะใช้รูปแบบเหมือนกับตราสารที่ค้ำประกันแบบ Sinking Fund คือไม่ว่าเงินชำระที่ผู้ออกตราสารได้มาจะเพียงพอกับที่จะจ่ายให้กับผู้ถือตราสารหรือไม่ก็ตาม ผู้ออกจะต้องหาเงินส่วนอื่นมาจ่ายให้กับผู้ถือตราสารก่อน ทำให้ผู้ถือ PAC Bond ได้รับการประกันการไถ่ถอนที่ตรงกำหนด ซึ่งทำให้ผู้ถือตราสาร Tranche อื่น ซึ่งเรียกว่า Companion หรือ Support Class ต้องรับความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้น ไม่ว่าจะเป็นกรณีที่ Prepayment ที่สูงกว่า หรือต่ำกว่าเพดานที่กำหนดไว้ กลุ่มผู้ถือตราสาร Support Class จะต้องรับความเสี่ยงนั้นก่อนเสมอ

(4) Companion Bond หรือ Support Class Bond ตราสารประเภทนี้จะมีความเสี่ยงสูงกว่า PAC Bond จึงทำให้มีการจัดโครงสร้างของ Support Class โดยให้มีการกำหนดเป็นกลุ่มย่อยๆ ของ Support Class ตามสิทธิได้รับชำระหนี้คืนแตกต่างกันออกไป ทั้งนี้กลุ่มที่มีโอกาสได้รับชำระหนี้คืนก่อน หรือที่เรียกว่า PAC II จะมีความเสี่ยงน้อยกว่า Support Class ที่ไม่มีการกำหนดชำระหนี้ที่แน่นอน

(5) Target Amortizing Class (TAC Bond) มีลักษณะคล้ายกับ PAC Bond แต่จะได้รับความคุ้มครองความเสี่ยงด้าน Prepayment ต่ำกว่า PAC Bond

(6) Very Accurately Determined Maturity (VADM) มีลักษณะคล้ายกับ TAC ในส่วนที่เอา Accrual Bond มาเป็น Support Class ซึ่งสามารถนำ Accrual Interest มาจ่ายให้กับผู้ถือตราสาร VADM ทำให้กำหนดอายุสูงสุด (Maximum Maturity) ของตราสารได้แน่นอนมากขึ้น

(7) CMO Residual เป็นส่วนที่เกินจากกระแสเงินที่ได้รับจากลูกหนี้ หลังหักส่วนที่ต้องจ่ายดอกเบี้ย และเงินต้นให้กับผู้ถือตราสารหนี้ และค่าใช้จ่ายในการบริหารแล้ว ราคาของ CMO Residual นั้นขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยในตลาด คือถ้าอัตราดอกเบี้ยในตลาดสูง ส่งผลให้เกิดการ Prepayment กันมากขึ้น ทำให้ Tranche แรกๆ อาจจะมีการไถ่ถอนเร็วขึ้น และส่งผลให้กระแสเงินที่ CMO Residual ได้รับลดลง และถ้านำกระแสเงินที่ได้รับมา เมื่อนำไปลงทุนต่อก็จะได้รับผลตอบแทนที่ต่ำกว่าเดิม ทำให้ราคา CMO Residual ลดลง

3.3 Covered Bond

Covered Bond สามารถออกผ่านธนาคารพาณิชย์ หรือออกโดยใช้กลุ่มลูกหนี้ (Cover Pool) เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน โดย Covered Bond มีลักษณะที่คล้ายกับตราสารประเภท MBS คือเป็นตราสารหนี้ประเภท Securitization ซึ่งนำสินทรัพย์ประเภทสินเชื่อสิ่งหามิตรทรัพย์มาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน แต่ลูกหนี้สินเชื่อสิ่งหามิตรทรัพย์ดังกล่าวจะต้องเป็นลูกหนี้ชั้นดีเท่านั้น นอกเหนือจากการนำลูกหนี้สินเชื่อสิ่งหามิตรทรัพย์มาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันแล้ว ตราสารประเภท Covered Bond

สามารถนำหนี้สาธารณะ (Public Sector Debt) มาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันด้วยเช่นกัน นอกจากนี้ Covered Bond ยังมีความแตกต่างจาก MBS ในส่วนที่กลุ่มสินทรัพย์ที่นำมาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน สำหรับ MBS Originator จะขายกลุ่มสินทรัพย์ลูกหนี้เหล่านี้ให้กับ SPV ซึ่งหมายความว่า ลูกหนี้สินเชื่อสิ่งหาริมทรัพย์ดังกล่าวจะถูกยกออกงบดุลของ Originator หรือที่เรียกว่า Off-balance-sheet ในขณะที่ Covered Bond จะไม่มีการขายลูกหนี้ดังกล่าวออก และลูกหนี้จะไม่ถูกตัดออกงบดุลของ Originator (On-balance-sheet) แต่จะถูกแยกส่วนออกมา โดยที่ผู้ถือตราสารจะมีสิทธิเรียกร้องในลูกหนี้ดังกล่าว ถ้าเกิดกรณีผู้ออกล้มละลาย ลูกหนี้ส่วนดังกล่าวจะถูกแยกออกมาจากสินทรัพย์อื่นๆ ของผู้ออก เพื่อรวมกันเป็นส่วนของผู้ถือตราสาร Covered Bond โดยตรง

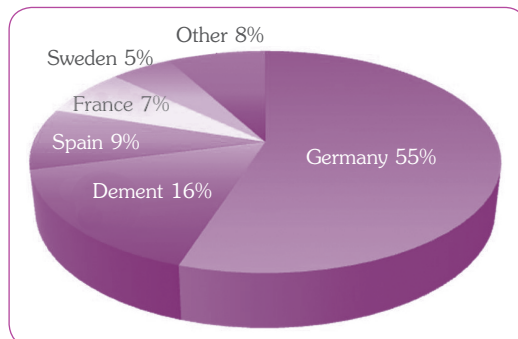
เนื่องจากกฎระเบียบที่เคร่งครัดสำหรับการออกตราสาร Covered Bond ทำให้หลักทรัพย์ที่จะนำมาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันของ Covered Bond นั้นจะต้องเป็นหลักทรัพย์ที่มีคุณภาพสูง และข้อกำหนดที่ให้ผู้ออกตราสารจะต้องเป็นธนาคารพาณิชย์ที่มีความมั่นคงนั้น ทำให้ตราสาร Covered Bond ส่วนใหญ่ได้รับการจัดอันดับ ความน่าเชื่อถือสูงในระดับ AA หรือ AAA หรือมีความน่าเชื่อถือเทียบเท่ากับพันธบัตร รัฐบาลของหลายๆ ประเทศในแถบยุโรปเลยทีเดียว ถึงแม้บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ต่างมีวิธีการพิจารณาอันดับความน่าเชื่อถือของ Covered Bond แตกต่างกันไป แต่หลักๆ แล้วบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือให้ความสนใจในการดูโครงสร้างของ Cover Pool และคุณภาพของสินเชื่อสิ่งหาริมทรัพย์ที่มาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน ทั้งนี้อายุของตราสาร Covered Bond ที่ออกส่วนใหญ่จะไม่ได้ยาวเหมือนกับ MBS แต่จะอยู่ในช่วงสองถึงสิบปี ทั้งนี้ความนิยมใน Covered Bond อายุมากกว่าสิบปีดูเหมือนจะได้รับความนิยมเพิ่มมากขึ้นตามลำดับ

ตราสารที่มีคุณภาพอย่าง Covered Bond และอัตราผลตอบแทนที่น่าดึงดูดมากกว่าพันธบัตรรัฐบาลนั้น ทำให้ Covered Bond ได้รับความนิยมอย่างมากในกลุ่มนักลงทุน ซึ่งแทนที่นักลงทุนที่ต้องการลงทุนในตราสารชั้นดี อันดับความน่าเชื่อถือสูง ระดับ AAA ต้องเลือกลงทุนในตราสารภาครัฐเท่านั้น นักลงทุนกลับมีทางเลือกที่จะ ลงทุนใน Covered Bond ได้ด้วยเช่นกัน ทั้งนี้ เมื่อ Covered Bond ดูจะเป็นที่นิยมของนักลงทุนจำนวนมาก ย่อมส่งผลดีแก่ผู้ออกเช่นกัน เพราะผู้ออกย่อมมั่นใจได้ว่าตราสาร ที่นำออกเสนอขายนั้นจะได้รับความสนใจจากนักลงทุนในหลายๆ กลุ่มด้วยกัน และการที่ตราสาร Covered Bond ถูกจัดเป็นตราสารชั้นดี หรือบางครั้งอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารสูงกว่าอันดับความน่าเชื่อถือของผู้ออก ทำให้ผู้ออกสามารถระดมทุนด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่าการระดมทุนด้วยการออกตราสารทั่วไป

ตราสาร Covered Bond เติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในประเทศแถบยุโรป

ซึ่งใน European Bond Market ตราสาร Covered Bond มีมูลค่าคงค้างใหญ่เป็นที่สองรองมาจากพันธบัตรรัฐบาล และประเทศที่มีขนาดของ Covered Bond ใหญ่ที่สุดคือประเทศเยอรมนี ข้อมูล ณ สิ้นปี พ.ศ. 2549 ประเทศเยอรมนีครองสัดส่วนของมูลค่าคงค้างร้อยละ 55 ของ Covered Bond ทั้งหมด รองลงมาได้แก่ ประเทศเดนมาร์ก (16%) และ ประเทศสเปน (9%) ตามลำดับ ในประเทศเยอรมนีนั้น ตราสาร Covered Bond รู้จักกันภายใต้ชื่อ Pfandbriefe ซึ่งในปี พ.ศ. 2513 มีการระดมเงินทุนด้วยการออกตราสาร Pfandbriefe เพื่อที่จะมาใช้ในการโครงการของภาครัฐ และหลังจากนั้นประเทศในแถบยุโรปต่างก็หันมาให้ความสนใจในการออก Covered Bond กันมากขึ้น โดยในปี พ.ศ. 2531 European Union (EU) ได้จัดทำแนวทางปฏิบัติสำหรับ Covered Bond ขึ้น ภายใต้ข้อบังคับของ Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) ซึ่งภายใต้ข้อกำหนดในแนวทางปฏิบัติดังกล่าว กองทุน และบริษัทประกันสามารถลงทุนใน Covered Bond ได้มากถึงร้อยละ 25 และร้อยละ 40 ของสินทรัพย์ ตามลำดับ นอกจากนี้ ประเทศสหรัฐอเมริกาที่ตลาด MBS ได้รับความนิยมอย่างมากนั้น ในปัจจุบันความต้องการตราสาร Covered Bond ก็จะเพิ่มมากขึ้นเป็นลำดับ โดยในปี พ.ศ. 2549 Washington Mutual Inc., ซึ่งเป็นสถาบันเงินฝากและให้ยืม (saving and loan) ที่ใหญ่ที่สุดของสหรัฐฯ ได้ออกตราสารประเภท Covered Bond รายแรกของประเทศสหรัฐฯ ด้วยมูลค่าออกมากกว่าสี่ล้านปอนด์ ซึ่งดูเหมือนว่า Covered Bond จะได้รับความนิยมเพิ่มมากขึ้นทั้งในส่วนของผู้ออก และนักลงทุนที่ต่างหันมาให้ความสนใจตราสารหนี้ประเภทนี้มากขึ้น และแผ่ขยายวงกว้างจากกลุ่มประเทศในแถบยุโรปสู่ประเทศอื่นๆ ทั่วโลก

รูปที่ 3.4 มูลค่าคงค้างของตราสาร Covered Bond ณ ธันวาคม พ.ศ. 2549



แหล่งข้อมูล : European Covered Bond Council



บทที่ 4

Asset-backed Securitization

แม้ว่า Asset-backed Securities จะกล่าวรวมถึงลักษณะของสินทรัพย์หมุนทุกประเภท ไม่ว่าจะเป็น Mortgage หรือ Non-Mortgage ก็ตาม แต่การทำ Securitization ประเภท Asset-backed นั้น กลับแบ่งลักษณะของสินทรัพย์ที่นำมาเป็นหลักประกันการทำ Securitization แยกออกเป็น 2 ส่วนหลักๆ ด้วยกันคือ

1) Mortgage-backed securities กล่าวคือการทำ Securitization ที่ใช้สินทรัพย์ประเภท ลูกหนี้เงินกู้ซื้อบ้านเป็นหลักประกัน

2) Non-mortgage backed securities หรือ Asset-backed securities หมายถึงการทำ Securitization ที่ใช้ลูกหนี้ ตลอดจนสินทรัพย์ประเภทอื่นมาเป็นหลักประกันที่นอกเหนือจาก ลูกหนี้เงินกู้ซื้อบ้าน

สาเหตุที่ต้องแยกออกเป็น 2 ส่วนด้วยกัน ก็เนื่องมาจาก ขนาดของตลาด Mortgage-back securitization นั้นค่อนข้างใหญ่ โดยเฉพาะในสหรัฐอเมริกา ขนาดของตราสารประเภท Mortgage-back securities มีขนาดใหญ่ที่สุดเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ประเภทอื่นๆ ดังนั้น จึงได้แยก Mortgage-back securities ออกมาเป็นอีกกลุ่มหนึ่งโดยเฉพาะ

เนื่องจากลักษณะการทำ Securitization ประเภท Mortgage backed Securities ได้กล่าวไว้ในบทที่ผ่านมาแล้ว สำหรับเนื้อหาในบทนี้ จึงขอจำเพาะเจาะจงในส่วนของ Asset-backed securitization ที่อยู่ในประเภท Non-mortgage backed securities เท่านั้น ซึ่งในบทนี้จะขอเรียกว่า Asset-backed securitization เพื่อไม่ให้เกิดความสับสน

ทั้งนี้ขอบเขตของการอธิบายในบทนี้จะอยู่ที่ ประเภทของสินทรัพย์, ลักษณะทั่วไปของสินทรัพย์แต่ละประเภท, ความเสี่ยงของสินทรัพย์, แนวโน้มของการทำ Asset-backed securitization ตลอดจนข้อมูลล่าสุดของการทำ Securitization ประเภทดังกล่าว

4.1 ประเภทของสินทรัพย์

จากที่กล่าวไว้ข้างต้นแล้วว่าการทำ Securitization โดยใช้สินทรัพย์ประเภท Non-mortgage backed securities เป็นการนำสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำหรือเปลี่ยน

มือได้ยาก อาทิเช่น ลูกหนี้ประเภทต่างๆ ยกเว้น ลูกหนี้ซื้อบ้าน มาค้ำประกันในการออกตราสาร เพื่อเสนอขายแก่นักลงทุน อย่างไรก็ตาม สินทรัพย์ที่มีอยู่ในตลาดนั้นมีค่อนข้างมาก ทั้งนี้สามารถจัดกลุ่มตามจุดประสงค์ในการกู้ หรือตามประเภทของลูกหนี้ ที่นำมาค้ำประกันการออกตราสารในตลาดได้ดังนี้

- 1) เงินกู้ต่อเติมบ้าน (Home equity loans)
- 2) ลูกหนี้บัตรเครดิต (Credit card Receivables)
- 3) เงินกู้ซื้อรถยนต์ (Automobile loans)
- 4) เงินกู้เพื่อการศึกษา (Student loans)
- 5) เงินกู้เช่าซื้อเครื่องมือเครื่องใช้ (Equipment leases)
- 6) เงินกู้เพื่อซื้ออสังหาริมทรัพย์ (Manufacturing Housing)
- 7) เงินกู้เพื่อวัตถุประสงค์อื่นๆ (Other loans)

นอกจากจะแยกประเภทของสินทรัพย์ให้อยู่ในรูปของ จุดประสงค์ของเงินกู้ หรือประเภทของลูกหนี้แล้วยังสามารถแยกประเภทของสินทรัพย์ให้อยู่ในรูปของลักษณะสินทรัพย์ ได้อีก 2 ประเภทด้วยกันคือ

- 1) Asset backed Securities

2) Non-asset backed Securities กล่าวคือ การแยกประเภทดังกล่าวจะขึ้นอยู่กับสมมติฐานที่ว่า สินทรัพย์ที่นำมาให้เป็นหลักประกันนั้นจำเป็นต้องได้หรือไม่ ยกตัวอย่างเช่น หากเป็นสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปเงินกู้ต่อเติมบ้านนั้น การต่อเติมบ้านจัดว่าเป็นสินทรัพย์ที่จับต้องได้ หรืออสังหาริมทรัพย์ เช่นเดียวกับ เงินกู้เพื่อซื้อรถยนต์ที่ผู้กู้นำเงินที่ได้ไปเช่าซื้อ, ซื้อ โดยมองว่ารถยนต์ก็เป็นสิ่งที่จับต้องได้เช่นกัน ดังนั้นทั้งสองลักษณะนี้จึงถูกจัดให้อยู่ในกลุ่ม Asset backed securities ในขณะที่เงินกู้เพื่อการศึกษา และเงินกู้บัตรเครดิต กลับถูกจัดอยู่ในกลุ่ม Non-asset backed securities เนื่องจากมองว่า นักลงทุนไม่สามารถที่จะจับต้องสินทรัพย์ที่นำมาค้ำประกันได้

อย่างไรก็ดีสาเหตุที่ เงินกู้ต่อเติมบ้าน (Home equity loans) ถูกจัดให้อยู่ในกลุ่มของ Non-mortgage backed Securities แทนที่จะอยู่ใน Mortgage backed securities นั้นก็เนื่องจากลักษณะของเงินกู้ โดยการกู้เงินในลักษณะนี้ผู้กู้ต้องการกู้เงินเพื่อการต่อเติมบ้าน หรือนำเงินที่ได้ไปใช้ในกิจกรรมอื่นๆ โดยการกู้เงินมักจะกู้จากส่วนต่างของราคาบ้านและที่ดินที่เพิ่มสูงขึ้น กับยอดคงค้างเดิม ทำให้เงินกู้ในลักษณะดังกล่าวส่วนใหญ่เป็นเงินกู้ระยะสั้นไม่เกิน 5 ปี อีกทั้งการคิดอัตราดอกเบี้ยก็ยังคิดเหมือนการกู้เงินธรรมดา กล่าวคือไม่ได้มีการลดต้นลดดอกเหมือนอย่าง Mortgage backed Securities และเมื่อดูเงินก็ได้สูงเหมือนเมื่อคราวกู้เพื่อซื้ออสังหาริมทรัพย์ จึงเป็นเหตุผลให้เงินกู้ในลักษณะนี้ถูกจัดอยู่ในประเภท Asset backed securities

4.2 ลักษณะทั่วไปของสินทรัพย์แต่ละประเภท

ประเภทของสินทรัพย์ที่สามารถนำมาใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันนั้น มีได้หลายรูปแบบ และมี รายละเอียดเกี่ยวกับสินทรัพย์หรือลูกหนี้ในแต่ละประเภทแตกต่างกันไป อาทิเช่น กระบวนการออกตราสาร ที่นำสินทรัพย์ดังกล่าวมาเป็นหลักประกัน หรือแม้กระทั่ง ด้านความเสี่ยง

- Home equity loans

Home equity loans เป็นลักษณะการปล่อยกู้ที่นำเอาสินทรัพย์ประเภท บ้าน และที่ดินเป็นหลักประกัน แต่ต่างจากการกู้แบบ Mortgage-backed securities ตรงที่ การกู้ในลักษณะนี้ จะอาศัยมูลค่าของหลักทรัพย์ (สินทรัพย์ของผู้กู้ที่มีอยู่แล้วซึ่งก็คือ บ้านและที่ดิน) เทียบกับยอดมูลค่าคงค้างของผู้กู้ กล่าวคือ ในกรณีของผู้กู้ที่ยังมียอดหนี้คงค้างเหลืออยู่กับผู้ให้กู้ แต่จำเป็นต้องใช้เงิน ไม่ว่าจะเพื่อซ่อมแซมบ้าน ต่อเติมบ้าน หรือแม้กระทั่งเป็นค่ารักษาพยาบาล สามารถนำสินทรัพย์ของตนที่ยังติดจำนองอยู่ มาขอกู้เงินเพิ่มได้ ซึ่งอาจจะมองอยู่ในรูปของการจำนองซ้อนจำนอง ทั้งนี้จำนวนเงินที่จะกู้ได้ จะขึ้นอยู่กับมูลค่าของบ้านและที่ดินในขณะนั้น กับยอดคงค้างของหนี้คงเหลือ อย่างไรก็ตามการกู้เงินในลักษณะดังกล่าว ยอดเงินที่ผู้กู้จะได้รับจะไม่เกินมูลค่าส่วนต่างระหว่างราคาบ้านและที่ดินในขณะนั้นกับมูลค่าหนี้คงเหลือ

ทั้งนี้ การเบิกเงินกู้ยืมของผู้กู้ สำหรับการกู้เงินในลักษณะนี้สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท คือ Closed end และ Open end ซึ่งแบบ Closed end จะเป็นการจ่ายเงินในลักษณะเงินก้อน ซึ่งเป็นเงินก้อนใหญ่ก้อนเดียว ในขณะที่การจ่ายเงินในลักษณะ Open end จะเปิดโอกาสให้ผู้กู้สามารถเลือกช่วงเวลา ตลอดจนจำนวนเงิน ในการกู้แต่ละครั้งได้ อย่างไรก็ตามสิ่งที่เหมือนกันของทั้งสองแบบจะอยู่ที่ มูลค่าของเงินกู้ ที่พิจารณาจาก ประวัติการชำระหนี้ที่ผ่านมาของผู้กู้ และ มูลค่าของสินทรัพย์กับหนี้คงค้างเป็นสำคัญ

ในปัจจุบันพบว่า การกู้เงินผ่านช่องทางนี้ ไม่จำกัดอยู่แต่เฉพาะ Second mortgage เท่านั้นแต่ยังพบว่าในบางรายมีลำดับขึ้นถึง Third mortgage เลยทีเดียว และยังพบอีกว่าสำหรับผู้บางรายที่ไม่สามารถกู้เงินซื้อบ้านโดยตรงผ่านสถาบันการเงินหรือธนาคารพาณิชย์ เนื่องจากติดปัญหาต่างๆ ก็หันมาใช้ช่องทางนี้ในการทำ First mortgage จากสินทรัพย์ของตน ประกอบกับเงินจากแหล่งอื่น ไม่ว่าจะเป็นเงินกู้บัตรเครดิต หรือเงินกู้ประเภทอื่นๆ เพื่อซื้อบ้านหลังใหม่ แทนการกู้เงินจากสถาบันการเงินหรือธนาคารพาณิชย์

จากข้อมูล ณ สิ้นปี พ.ศ. 2550 ของ Securities Industry and Financial Markets Association หรือ SIFMA (www.sifma.org) พบว่าในประเทศสหรัฐอเมริกา มูลค่าคงค้างสูงที่สุดของสินทรัพย์ที่นำมาเป็นหลักประกันในการออกตราสารหนี้

ประเภท Asset backed securities อยู่ในกลุ่ม Home equity loans ซึ่งมีมูลค่ากว่า 585,600 ล้านดอลลาร์ หรือกว่าร้อยละ 24 ของมูลค่าคงค้างรวมทั้งตลาด

- Credit card receivables

การทำ Securitization โดยใช้ Asset-backed securities ประเภท ลูกหนี้บัตรเครดิต (Credit card receivables) เป็นหลักประกัน หรือเรียกว่า การทำ Credit card securitization นั้นเป็นที่รู้จักกันมานาน และมีความนิยมเป็นอย่างมากในประเทศสหรัฐฯ ในขณะที่สินทรัพย์ประเภทนี้ไม่ค่อยได้รับความนิยมมากในประเทศแถบยุโรป โดยในประเทศแถบยุโรป สินทรัพย์ที่มีความนิยมกลับเป็น ลูกหนี้เพื่อซื้อรถยนต์ ทั้งนี้สำหรับตลาดในสหรัฐฯ การใช้สินทรัพย์ประเภทนี้เป็นหลักประกันในการออกตราสารหนี้ประเภท Securitization นั้นมีมูลค่าคงค้างสูงสุดนับตั้งแต่ปี 1996 ถึง 2003 และเคยสูงที่สุดในปี 2003 หรือกว่าร้อยละ 24 ของมูลค่ารวมทั้งตลาด

จุดเด่นของสินทรัพย์ประเภทนี้จะอยู่ที่กระแสรายรับและอัตราผลตอบแทน เนื่องจากลูกหนี้ประเภทนี้จะมีการค้ำประกันเป็นงวดๆ โดยจ่ายทุกเดือน หรือตามแต่ที่กำหนดไว้ในสัญญาใช้หนี้ โดยปกติแล้วรายรับของสินทรัพย์ประเภทนี้จะมาจากค่าใช้จ่ายของผู้ถือบัตร ค่าธรรมเนียมการใช้บัตร ค่าปรับ ตลอดจนค่าสมัครสมาชิกรายปี

อย่างไรก็ตามสาเหตุประการหนึ่งที่ทำให้การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยใช้ลูกหนี้บัตรเครดิตเป็นสินทรัพย์ค้ำประกันได้รับความนิยมอย่างมาก ก็เนื่องมาจากอัตราผลตอบแทน ตลอดจนความน่าเชื่อถือ ซึ่งการคัดสรรลูกหนี้ที่นำมาออกมาเป็น Asset-backed securities ทาง Originator ก็มักจะคัดลูกหนี้ชั้นดี เนื่องจากเหตุผลทางด้านการขอ Credit rating ของผู้ออกนั่นเอง ทำให้ตราสารหนี้ประเภทนี้อยู่ในเกณฑ์ที่น่าลงทุน

ลักษณะเด่นประการหนึ่งของการทำ Securitization ประเภทนี้ก็คือ Credit card receivables จะไม่มีความเสี่ยงด้าน Prepayment risks เหมือนอย่างเงินกู้ซื้อบ้าน (Mortgage loans) เนื่องจากการชำระเงินค่าบัตรเครดิต ไม่ได้กำหนดไว้ตายตัวในแต่ละงวด ว่าผู้ใช้จะต้องจ่ายเท่าไร ในกรณีที่ผู้ใช้ชำระค่าบัตรเครดิตจนหมด ก็จะไม่ได้ออกใบเสร็จรับเงินคืน แต่ในกรณีชำระไม่หมด เงินกู้ก็จะถูกคิดดอกเบี้ย แล้วนำไปรวมกับเงินต้น ต่างจากเงินกู้ซื้อบ้าน ซึ่งจะมีการคิดอัตราดอกเบี้ยไว้อยู่แล้ว และมีกำหนดที่แน่นอนว่าลูกหนี้จะต้องชำระหนี้งวดละเท่าไร เป็นดอกเบี้ยเท่าไร และ เป็นเงินต้นเท่าไร ซึ่งหากผู้กู้ชำระเงินเกินที่ตั้งไว้ โดยเงินที่เกินจะถูกนำไปหักจากเงินต้น คงค้าง ในกรณีเช่นนี้เรียกว่า Prepayment ดังนั้นนักลงทุนที่ลงทุนใน Mortgage - backed securities ก็จะต้องเผชิญปัญหาด้าน Prepayment ในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในช่วง

- Automobile loan

แม้ว่าการทำ Securitization ในประเทศสหรัฐฯ โดยใช้ลูกหนี้เงินกู้ซื้อรถยนต์ หรือ Automobile loan เป็นสินทรัพย์ค้ำประกัน จะขนาดเป็นอันดับที่ 3 รองจาก เงินกู้เพื่อการต่อเติมบ้าน และเงินกู้บัตรเครดิต แต่พบว่าการทำ Securitization จาก ลูกหนี้ประเภทนี้กลับได้รับความนิยมในยุโรป

ในสภาพเศรษฐกิจปัจจุบัน การกู้เงินประเภทนี้เรียกได้ว่าเป็นหัวใจหลักสำหรับ ธุรกิจซื้อขายรถยนต์ไปแล้ว เนื่องจากผู้ซื้อส่วนใหญ่มักที่จะกู้เงินเพื่อซื้อรถมากกว่าที่จะซื้อรถด้วยเงินสด ส่งผลให้ให้ลูกหนี้ประเภทนี้เพิ่มจำนวนมากขึ้นอย่างต่อเนื่องทุกปี สาเหตุหนึ่งที่ทำให้การทำ Securitization โดยใช้ลูกหนี้เงินกู้ซื้อรถยนต์เป็นหลัก ประกัน ได้รับความนิยมในยุโรป ก็เนื่องมาจาก คุณภาพของสินทรัพย์ที่ค่อนข้างดี เนื่องจากผู้ออกตราสารมักที่จะคัดลูกหนี้ชั้นดีมาเป็นสินทรัพย์ค้ำประกัน เพื่อ ประโยชน์ในการขออันดับความน่าเชื่อถือ

อย่างไรก็ตามในประเทศสหรัฐฯ กว่าร้อยละ 70 ของลูกหนี้ประเภทนี้ เป็นลูกหนี้ ชั้นดี ในขณะที่เหลือเป็นลูกหนี้ประเภท Subprime แต่ในปัจจุบันกลับพบว่าตัวเลข ของลูกหนี้ประเภท Supprime เริ่มมีจำนวนเพิ่มมากขึ้น ส่วนหนึ่งคงเป็นผลมาจาก ปัญหาเศรษฐกิจในสหรัฐฯ ตลอดจนการแข่งขันกันเองในตลาด Securitization

ทั้งนี้การปล่อยกู้เพื่อซื้อรถนั้นไม่ได้จำกัดเฉพาะรถใหม่เท่านั้น แต่ยังพบว่า การ ปล่อยกู้เพื่อซื้อรถมือสอง ก็มีจำนวนเพิ่มมากขึ้น ดังนั้น ลูกหนี้ที่กู้เงินเพื่อนำไปซื้อ รถมือสอง จะถูกจัดให้อยู่ในกลุ่ม Subprime ซึ่งก็จะส่งผลต่อการขออันดับความ น่าเชื่อถือ ตลอดจนอัตราผลตอบแทนของพันธบัตร และความเสี่ยงต่างๆ จาก สินทรัพย์ดังกล่าว

สิ่งหนึ่งที่ผู้ปล่อยกู้มักจะทำให้เป็นปัจจัยในการปล่อยกู้ ก็คือ จำนวนเงินกู้ต่อ มูลค่าสินทรัพย์ เนื่องจาก จากจำนวนเงินกู้ต่อมูลค่าสินทรัพย์ มีจำนวนที่สูงแล้ว ก็ เป็นไปได้ว่าลูกหนี้มีโอกาสที่จะผิดนัดชำระหนี้ที่สูงตามไปด้วย ในขณะที่ประวัติการ ชำระเงินของลูกหนี้ก็เป็นปัจจัยที่สำคัญสำหรับผู้ปล่อยกู้เช่นกัน

- Student loans

การปล่อยกู้ประเภทนี้จะเน้นเพื่อช่วยเหลือด้านการศึกษเป็นหลัก โดยจะ ปล่อยกู้ให้แก่ผู้ปกครองที่ต้องการส่งบุตรหลานในการเรียน หรือแม้กระทั่งเป็นการ ปล่อยกู้ให้แก่ตัวนักศึกษาหรือนักเรียนโดยตรง เพื่อเป็นการลดภาระสำหรับผู้ปกครอง

ในสหรัฐอเมริกา เงินกู้ประเภทนี้มีด้วยกัน 3 ลักษณะคือ 1) Federal loans to students 2) Federal loans to parents และ 3) Private student loans to students or parents

การปล่อยกู้ของ Federal ในลักษณะที่ให้แก่นักเรียน นักศึกษาโดยตรงนั้น ปริมาณเงินที่ปล่อยกู้จะน้อยกว่าที่ปล่อยกู้ให้แก่ผู้ปกครอง แต่ข้อดีของการปล่อยกู้ ในลักษณะนี้จะอยู่ที่ นักเรียนหรือนักศึกษา ยังไม่ต้องจ่ายเงินที่ตนกู้ไป โดยจะมี

ระยะเวลาขั้นต่ำ ยกตัวอย่างเช่น นักเรียน หรือนักศึกษาจะเริ่มทยอยจ่ายเงินคืน ก็ต่อเมื่อผ่านไปแล้วครึ่งหนึ่งของระยะเวลาในการศึกษาทั้งหมด ในขณะที่หากเป็นการปล่อยกู้ผ่านผู้ปกครองนั้น ผู้ปกครองจะต้องจ่ายเงินคืนทันทีในอัตราที่ตกลงกันไว้ในสัญญา

สำหรับการกู้เงินผ่านภาคเอกชนนั้น ผู้กู้สามารถเป็นได้ทั้ง ผู้เรียนเอง หรือผู้ปกครองก็ได้ ในขณะที่ลักษณะเด่นที่สำคัญสำหรับการกู้เงินประเภทนี้ก็คือ ผู้กู้ยังไม่ต้องจ่ายเงินจนกว่าตนเอง หรือลูกหลาน จะเรียนจบ เพียงแต่อัตราดอกเบี้ยของเงินกู้จะเริ่มนับตั้งแต่วันที่กู้เงิน อย่างไรก็ตามการกู้เงินในลักษณะนี้เป็นที่นิยมมาก ไม่ว่าจะเป็นการกู้เงินเพื่อเรียน เสริม เพื่อซื้อหนังสือ หรือแม้กระทั่งในกรณีที่ เงินกู้จากภาครัฐมีไม่พอสำหรับค่าใช้จ่ายทั้งหมด ก็สามารถนำเงินกู้ในลักษณะนี้เข้ามาเสริมได้

– Equipment leases

Equipment leases เป็นการกู้เงินเพื่อซื้ออุปกรณ์ หรือเรียกอีกอย่างว่า เป็นการผ่อนชำระค่าอุปกรณ์ต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นอุปกรณ์ตกแต่งบ้าน อุปกรณ์ทำสวน ฯลฯ อย่างไรก็ตามสินทรัพย์ประเภทนี้ไม่ถือว่าหวานมากนัก แต่เนื่องจากกระแสรายได้ของสินทรัพย์ประเภทนี้ค่อนข้างที่จะมีความแน่นอน ส่งผลให้สินทรัพย์ประเภทนี้สามารถนำมาทำ Securitization ได้เช่นกัน ทั้งนี้ในประเทศสหรัฐอเมริกา Securitization ประเภทนี้มีอยู่แค่เพียงร้อยละ 6-7% ของมูลค่ารวมทั้งตลาด ในปี พ.ศ. 2540 จนถึงปี พ.ศ. 2544 อัตราการเพิ่มขึ้นของมูลค่าคงค้างของ Securitization ประเภทนี้มีอัตราเพิ่มอยู่ที่ประมาณร้อยละ 14 ถึงร้อยละ 49 เลยทีเดียว ในขณะที่ หลังจากปี 2001 อัตราการเพิ่มขึ้นกลับปรับตัวลดลง และในปี 2007 มูลค่าคงค้างปรับตัวลดลงถึงร้อยละ 13 จากปี 2006 ทั้งนี้มูลค่าคงค้างของ Securitization ประเภทนี้สูงที่สุดอยู่ที่ 70,200 ล้านบาท ในปี พ.ศ. 2544 และต่ำสุดที่ 23,700 ล้านบาทในปี พ.ศ. 2540

– Manufacturing Housing

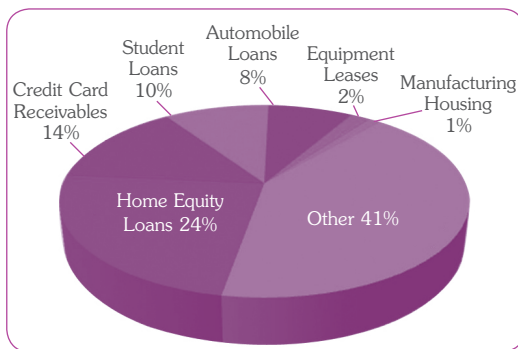
เงินกู้ในลักษณะนี้ ในประเทศไทยอสังหาริมทรัพย์ เช่น บ้าน, รถ ไม่เป็นที่นิยมมากนัก เนื่องจากเงินกู้ในลักษณะนี้จะปล่อยกู้ให้แก่ผู้ที่ต้องการซื้อ ซึ่งผู้กู้อาจไม่มีกำลังทรัพย์ หรือคุณสมบัติที่จะซื้ออสังหาริมทรัพย์ ผู้ที่ขอเงินกู้ในลักษณะนี้ มักจะมีกำลังซื้อที่น้อย ทำให้ Securitization ที่ใช้สินทรัพย์ประเภทนี้เป็นหลักประกัน จะถูกจัดให้อยู่ในกลุ่ม Supprime เสียเป็นส่วนใหญ่

สำหรับแนวโน้มของ Securitization ประเภทนี้ พบว่าไม่ค่อยได้รับความนิยมเท่าที่ควร ส่วนหนึ่งคงเป็นผลมาจาก คุณภาพของสินทรัพย์ที่นำมาเป็นหลักประกัน ค่าประกัน โดยมูลค่ารวมของ Securitization ประเภทนี้อยู่แค่เพียงร้อยละ 3-4 ของมูลค่ารวมทั้งตลาดเท่านั้น

ตารางที่ 4.1 มูลค่าคงค้างตราสาร Securitization ในประเทศสหรัฐอเมริกา แยกตามประเภท

	Automobile Loans	Credit Card Receivables	Equipment Leases	Home Equity Loans	Manufacturing Housing	Student Loans	Other	Total
1996	71.4	180.7	23.7	51.6	14.6	10.1	52.3	404.4
1997	77	214.5	35.2	90.2	19.1	18.3	81.5	535.8
1998	96.8	236.7	41.4	124.2	25	25	192.3	731.5
1999	114.1	237.9	51.4	141.9	33.8	36.4	265.3	900.8
2000	133.1	306.3	58.8	151.1	36.9	41.1	344.1	1071.8
2001	187.9	361.9	70.2	185.1	42.7	60.2	373.2	1281.2
2002	221.7	397.9	68.3	286.5	44.5	74.4	449.9	1543.3
2003	234.5	401.9	70.1	346	44.3	99.2	497.7	1693.7
2004	231.1	390.7	70.7	454	42.2	115.2	522.9	1827.8
2005	219.7	356.7	61.8	551.1	34.5	153.2	578.2	1955.2
2006	202.4	339.9	53.1	581.2	28.8	183.6	741.4	2130.4
2007	198.5	347.1	46.2	585.6	26.9	243.9	1023.5	2472.4

รูปที่ 4.1 มูลค่าคงค้างตราสาร Securitization ในประเทศสหรัฐอเมริกา ณ สิ้นปี 2550



สำหรับประเทศไทย แม้ว่าการทำ Securitization ยังไม่เป็นที่แพร่หลายมากนัก แต่ก็เริ่มแนวโน้มในทิศทางที่ดี ไม่ว่าจะเป็นภาครัฐ ที่เริ่มมีการส่งเสริมการทำ Securitization มากขึ้น หรือแม้กระทั่งภาคเอกชนเองที่เริ่มให้ความสำคัญกับการแปลงสินทรัพย์เป็นทุน หรือ Securitization เพิ่มขึ้นตามลำดับ จากข้อมูลของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย พบว่า ในส่วนของภาคเอกชนที่มีการทำ Securitization ประเภท Asset-backed securitization ที่ได้มาขึ้นทะเบียนกับทางสมาคมฯ ยกตัวอย่างเช่น บริษัท ออโต้ รีซีฟเอเบิล เอสพีวี จำกัด โดยใช้สิทธิเรียกร้องภายใต้สัญญาเช่าซื้อรถยนต์ บริษัท อีเทอนอล เครดิตการ์ด นิติบุคคลเฉพาะกิจ จำกัด ที่บริษัท สยามพาณิชย์ เอสพีวี 1 จำกัด โดยใช้สิทธิเรียกร้องในเงินได้ค่าสินเชื้อมาเช่าซื้อรถยนต์ และบริษัท ชิกโก้ นิติบุคคลเฉพาะกิจ 3 จำกัด โดยใช้สิทธิเรียกร้องในเงินได้ค่าสินเชื้อมาเช่าซื้อรถยนต์



บทที่ 5

Future Flow Securitization

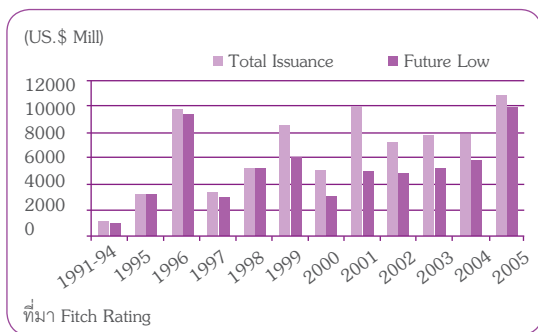
ในช่วงที่เกิดวิกฤตทางการเงินในช่วงปลายทศวรรษ 1990 ประเทศกำลังพัฒนาทั้งหลายต่างก็ประสบกับปัญหาการระดมเงินจากตลาดเงินและตลาดทุนระหว่างประเทศ เนื่องจากอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศลดลงส่งผลให้อันดับความน่าเชื่อถือของภาคเอกชนลดลงไปด้วยโดยปริยาย เพราะอันดับความน่าเชื่อถือของภาคเอกชนในการระดมทุนเป็นเงินสกุลต่างประเทศตามปกติแล้วไม่สามารถสูงกว่าอันดับความน่าเชื่อถือของในประเทศได้ วิธีหนึ่งที่น่าสนใจนำมาใช้ระดมทุนที่เป็นเงินตราต่างประเทศในช่วงดังกล่าวคือ Future Flow Securitization โดยเฉพาะกิจการที่มีรายได้เป็นเงินตราต่างประเทศจากการส่งออก เช่น น้ำมัน แร่ธาตุ เป็นต้น ในครั้งที่ประเทศไทยได้ประสบปัญหาเช่นเดียวกัน ก็เคยมีบางบริษัทที่พยายามระดมทุนด้วยวิธีการนี้เช่นเดียวกัน แต่เนื่องจากสินค้าส่งออกของประเทศไทยส่วนใหญ่เป็นสินค้าเกษตรและอุตสาหกรรมที่มีการเสื่อมสลายหรือหมดความนิยมได้ง่าย รวมทั้งการระดมทุนจากต่างประเทศนั้นจำเป็นต้องมีขนาดใหญ่พอสมควรเช่นมีมูลค่าส่งออกในแต่ละปีไม่ต่ำกว่า 5,000 - 6,000 ล้านบาท ไมเช่นนั้นอาจจะไม่คุ้มกับค่าใช้จ่ายที่ต้องเสียไป กิจการส่งออกของไทยที่จะมีรายได้จากการส่งออกสูงนั้นมีเพียงไม่กี่ราย ด้วยเหตุนี้จึงไม่มีดีลแบบนี้เกิดขึ้นในประเทศไทยช่วงวิกฤตทางการเงิน แม้ว่าจะมีอยู่หนึ่งรายที่เป็นกิจการส่งออกโรงแท่งที่พยายามจะระดมทุนด้วยรูปแบบนี้แต่ก็ไม่มีนักลงทุนสนใจ จนกระทั่งเมื่อ 2 - 3 ปีที่ผ่านมารัฐบาลได้นำรูปแบบการระดมแบบนี้มาใช้เพื่อระดมทุนในประเทศเพื่อสร้างศูนย์ราชการ รวมทั้งมีแนวคิดที่จะระดมเงินมาลงทุนในโครงการสร้างระบบขนส่งมวลชนอีกด้วย จึงทำให้ Future Flow Securitization กลับมาอยู่ในความสนใจอีกครั้งหนึ่ง ดังนั้นหัวข้อหลังจากนี้จะได้กล่าวถึงการระดมทุนด้วยวิธีนี้โดยละเอียดตามลำดับ

การแยกแยะระหว่าง Future Flow Securitization : FFS กับการทำ Securitization ในรูปแบบดั้งเดิมนั้นค่อนข้างจะแยกลำบาก บางคนก็นิยามว่าการทำ Securitization แบบดั้งเดิมนั้นเป็นการทำจากสินทรัพย์ที่มีอยู่แล้ว (Assets that exist) ส่วน FFS เป็นการทำจากสินทรัพย์ที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคตแต่ยังไม่มีในปัจจุบัน (Assets expected to exist) ในการทำ FFS จึงเป็นการโอนกระแสเงินสดไม่ใช่อำนาจได้

จะมีมาในอนาคต เพื่อนำไปจ่ายให้แก่นักลงทุนก่อนที่กระแสเงินสดนั้นจะถึงมือของ Originator ตัวอย่างเช่น บริษัทผลิตไฟฟ้าต้องการจะนำเอารายได้จากค่าไฟฟ้าที่จะเก็บได้ในอนาคตมาทำ FSS หรือบริษัทสายการบินต้องการจะนำเอารายได้จากการขายตั๋วมาทำ ซึ่งสิทธิในรายได้ยังไม่เกิดขึ้นในวันนี้ มันจะเกิดก็ต่อเมื่อบริษัทผลิตไฟฟ้าผลิตไฟฟ้าแล้วขายไฟฟ้าต่อไปในอนาคต หรือบริษัทสายการบินยังคงบินต่อไปถึงจะมีรายได้จากการขายตั๋วเกิดขึ้นในอนาคต และเมื่อรายได้เกิดขึ้นแล้วก็จะถูกดึงเอาไปก่อนที่จะถึงมือบริษัทผลิตไฟฟ้าหรือสายการบิน หรือแม้แต่เจ้าหนี้อื่นๆ โดยจะนำไปจ่ายให้แก่นักลงทุนก่อนเป็นลำดับแรก เหลือเท่าไรแล้วจึงจะส่งต่อไปให้ผู้ที่ทำให้เกิดรายได้นั้นขึ้นมา เช่นในกรณีนี้คือบริษัทผลิตไฟฟ้าและสายการบิน เป็นต้น

FSS เริ่มทำกันมาตั้งแต่ต้นทศวรรษ 1990 โดยประเทศแถบลาตินอเมริกาจะใช้รูปแบบนี้กันมากที่สุด โดยเฉพาะในช่วงของวิกฤตทางการเงินทำให้ภาคเอกชนในประเทศกำลังพัฒนาไม่สามารถระดมเงินที่เป็นเงินตราสกุลแข็งได้ รายแรกที่มีการระดมเงินระหว่างประเทศด้วยรูปแบบนี้คือกิจการโทรศัพท์ของเม็กซิโก Telmex ออกตราสารที่มีรายได้ในอนาคตเป็นประกันในปี 1987 หลังจากนั้นก็มีประเทศอื่นๆ ในแถบลาตินอเมริการะดมทุนด้วยรูปแบบนี้ตามมาอีกเป็นจำนวนมาก แม้ว่าจะมีการออกตราสารประเภทนี้มานานพอสมควร แต่ปัจจุบันก็ยังเป็นที่นิยมของประเทศกำลังพัฒนาในการระดมเงินที่เป็นสกุลแข็งอยู่เช่นเดิม เช่นในปี 2005 ยังมีตราสารออกใหม่ถึงเกือบ 1 หมื่นล้านดอลลาร์

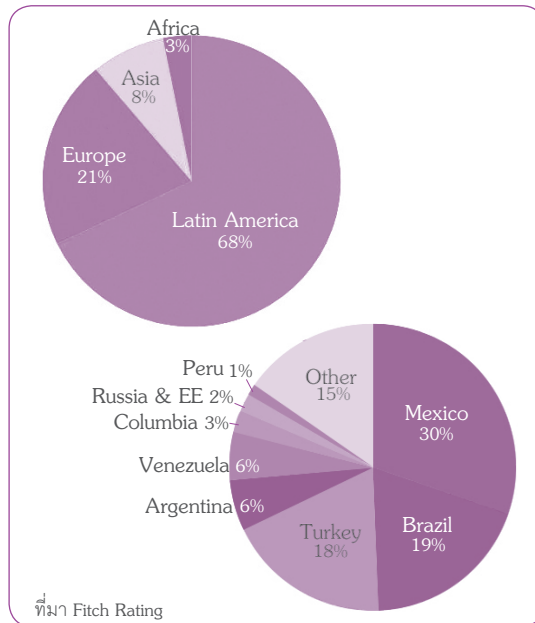
รูปที่ 5.1 ตราสารหนี้ออกใหม่ในประเทศกำลังพัฒนา



ประเทศที่มีการออกตราสารประเภทนี้มากที่สุดคือเม็กซิโก จนถึงสิ้นปี 2005 มีแล้วทั้งสิ้น 18,377 ล้านดอลลาร์สหรัฐ รองลงมาได้แก่ประเทศบราซิลมีการออกทั้งสิ้น 11,628 ล้านดอลลาร์สหรัฐ อันดับสามได้แก่ตุรกีมีการออกมาแล้วทั้งสิ้น 11,149 ล้านดอลลาร์สหรัฐ แต่ถ้าหากเปรียบเทียบในระดับภูมิภาคแล้วจะเห็นได้ว่า

ประเทศในทวีปอเมริกาใต้รวมทั้งอเมริกากลางด้วยนั้นมีการออกมากที่สุดถึงร้อยละ 67.9 ของจำนวนที่มีการออกทั้งสิ้น รองลงมาได้แก่ทวีปยุโรป (รัสเซียและยุโรปตะวันออกรวมตุรกี) ร้อยละ 21.0 ทวีปเอเชียร้อยละ 8.0 และทวีปแอฟริกา ร้อยละ 3.1 ตามลำดับ

รูปที่ 5.2 การออก Future Flow Securitization ตามภูมิภาค/ประเทศ



5.1 ประเภทของรายได้ในอนาคตที่สามารถนำมาทำ FSS

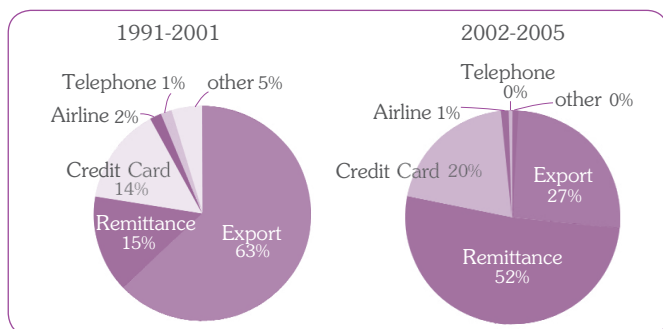
ตามปกติแล้ว Future Flows อาจจะแบ่งเป็น International และ Domestic Future Flows ก็ได้ โดย International Future Flows นั้นคือรายได้ที่มาจากต่างประเทศซึ่งอาจจะเกิดจากการขายสินค้าและบริการ หรือการโอนเงินระหว่างประเทศก็ได้ ซึ่งตามปกติแล้วมักจะเป็นเงินตราสกุลหลัก สำหรับประเทศที่ขาดแคลนเงินตราต่างประเทศมักจะมีการควบคุมการไหลเข้า/ออกอย่างเข้มงวดโดยเฉพาะในช่วงที่เกิดภาวะวิกฤต ดังนั้นเอกชนในประเทศกำลังพัฒนาที่ประสบภาวะวิกฤตจึงต้องเผชิญกับความยากลำบากในการระดมทุนจากต่างประเทศ เพราะเมื่อเงินจากการขายสินค้าและบริการหากมาถึงมือผู้ขายสินค้าและบริการแล้ว อาจจะติดข้อกำหนดของธนาคารกลางทำให้ไม่สามารถส่งเงินไปจ่ายเป็นดอกเบี้ยและ

เงินทุนให้แก่นักลงทุนในต่างประเทศได้ ด้วยเหตุนี้จึงเกิดความคิดที่จะลดความเสี่ยงในเรื่องนี้ด้วยการส่งผ่านเงินค่าสินค้าและบริการผ่าน SPV ในต่างประเทศหักส่วนที่ต้องจ่ายให้แก่กองทุนเท่าไรแล้วจึงจะจ่ายให้แก่ผู้ขายสินค้าและบริการ ซึ่งถ้าหากไม่ทำเช่นนี้แล้วตราสารที่ออกก็อาจจะไม่ได้รับความสนใจจากนักลงทุนและเรตติ้งจากการจัดอันดับจะไม่สามารถสูงกว่า Sovereign Rating ในการระดมทุนเป็นเงินตราต่างประเทศได้ ส่วน Domestic Future Flows ส่วนใหญ่คือรายได้ที่จะได้รับในอนาคตที่เป็นเงินตราสกุลท้องถิ่น ในช่วงที่สถาบันการเงินมีปัญหาและไม่ปล่อยสินเชื่อได้มีแนวคิดที่จะระดมเงินในรูปแบบนี้ด้วยเช่นเดียวกันแต่ก็ไม่ได้รับความสนใจมากนัก

International Future Flows ยังแบ่งได้อีกเป็น 2 ประเภทคือ 1) Financial Future Flows ที่เกิดจากธุรกรรมของสถาบันการเงินที่ให้บริการรับส่งเงินระหว่างประเทศให้แก่เอกชนที่เป็นเงินสกุลแข็ง และ 2) Future Flows ที่เกิดจากธุรกรรมของบริษัทเอกชน ซึ่งตามปกติจะเป็นรายได้จากการส่งออก โดย Financial Future Flows ประเภทแรกได้แก่การเรียกเก็บเงินจากการใช้บัตรเครดิต การชำระเงินทางอิเล็กทรอนิกส์ผ่านทาง SWIFT รวมถึง MT-100 และ MT-200 ตลอดจนการโอนเงินผ่านเช็ค ในขณะที่ประเภทที่ 2 นั้นนอกเหนือจากรายได้จากการส่งออกแล้วยังรวมถึงรายได้จากการขายตัวเครื่องบิน รายได้จากการใช้โทรศัพท์ อีกด้วย แต่รายได้จากการส่งออกตามปกติแล้วมักจะเป็นการส่งออกสินค้าขั้นปฐมที่เป็นวัตถุดิบและไม่เสื่อมสลายง่าย เช่นน้ำมันดิบ ก๊าซธรรมชาติ เหล็ก กระดาษ อลูมิเนียม กาแฟ และเคมีภัณฑ์ เป็นต้น รวมทั้งควรจะเป็นสินค้าที่มีตลาดรองอยู่ด้วย เหตุที่เป็นเช่นนั้นก็เพราะในการทำ Future Flow Securitization จะต้องผูกพันด้านธุรกรรมกับคู่ค้ามากกว่าหนึ่งปีขึ้นไป หากคู่ค้าไม่ปฏิบัติตามสัญญา เช่นซื้อน้อยกว่าที่ตกลงกันไว้รายได้ก็จะน้อยจนไม่สามารถจ่ายคืนให้แก่กองทุนได้ แต่ถ้าหากเป็นสินค้าคงทนและมีตลาดรองมารองรับก็ยังสามารถขายให้คู่ค้ารายใหม่ได้ ด้วยเหตุนี้สินค้าเกษตรกรรมที่เสียหายง่าย หรือสินค้าอุตสาหกรรมที่ความนิยมเปลี่ยนแปลงไปตลอดเวลาจึงไม่เหมาะที่จะนำมาทำ Future Flow Securitization

อย่างไรก็ตาม ความนิยมในการนำเอา Future Flows มาใช้ในการระดมทุนนั้นก็เปลี่ยนไปตามกาลเวลา เช่นในช่วงปี 1991 - 2001 จะเน้นการนำเอารายได้จากการส่งออกมาทำเป็นส่วนใหญ่ ตามด้วยเงินโอนระหว่างประเทศและสิทธิในการรับชำระเงินจากต่างประเทศ (Remittances / Diversified Payment Rights : DPR) ตามด้วยรายรับจากเครดิตการ์ด แต่หลังจากนั้นในช่วงปี 2002 - 2005 การนำรายได้จากการส่งออกมาทำ FSS ได้รับความนิยมลดลงกลายเป็นอันดับสอง ในขณะที่อันดับแทนคือ เงินโอนระหว่างประเทศและสิทธิในการชำระเงิน

รูปที่ 5.3 การออก Future Flow แยกตามสินทรัพย์

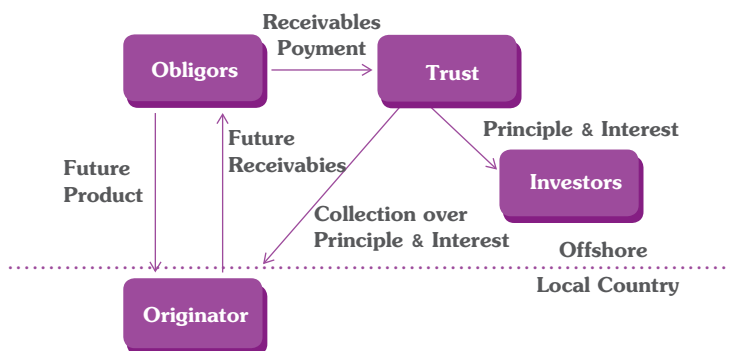


5.2 รายละเอียดของ Financial Future Flows

ธนาคารหรือบริษัทเอกชนในประเทศกำลังพัฒนามักจะทำ Securitize รายได้ในอนาคตที่เกี่ยวข้องกับ Cash Flow จากต่างประเทศทั้งที่เกิดขึ้นแล้วและกำลังจะเกิดขึ้นในอนาคต ซึ่งตามปกติแล้วมักจะเป็นเงินตราสกุลหลัก และรับเป็นเงินตราสกุลเดียวกันจากการออกตราสารหนี้ Cash Flow ที่นำมาทำ Securitize นั้นมักจะทำมาจากการทำธุรกิจหลักของธนาคารหรือเอกชนที่มีประวัติย้อนหลังที่ดีและคาดว่าจะสามารถก่อให้เกิด Cash Flow ได้อย่างต่อเนื่องในอนาคตอย่างน้อยในช่วงที่ตราสารที่ออกยังไม่ครบกำหนดไถ่ถอน โครงสร้างที่ใช้กันส่วนใหญ่คือธนาคาร/บริษัทขายสิทธิใน Future Flow ให้แก่ SPV ที่ตั้งอยู่ในต่างประเทศ ซึ่งจะขายสิทธิต่อให้แก่ Trust ที่ตั้งในต่างประเทศอีกทีหนึ่ง โดย Trust จะเป็นผู้ออกตราสารที่มี Future Flow เป็นประกัน แล้วส่งเงินที่ระดมมาได้ให้แก่ SPV หลังจากหักค่าใช้จ่ายต่างๆ ตามเงื่อนไขแล้วจึงส่งต่อให้แก่ธนาคาร/บริษัทต่อไป

เห็นได้ว่านักลงทุนที่ถือในตราสารออกโดย Trust จะมีโอกาสที่จะเข้าถึงเงินก่อนจะส่งให้แก่ผู้ที่ก่อให้เกิด Future Flow นั้นซึ่งในมุมมองของสถาบันจัดอันดับแล้วเท่ากับนักลงทุนไม่ต้องพบกับปัญหาที่เรียกว่า Convertibility และ Transfer Risk หรือความเสี่ยงจากการที่หาก Future Flow ส่งถึงมือ ธนาคาร/บริษัทโดยตรงอาจจะไม่สามารถแลกกลับเป็นเงินตราสกุลแข็งและส่งออกนอกประเทศได้ ด้วยเหตุนี้อันดับความน่าเชื่อถือของตราสารประเภทนี้จึงไม่ถูกจำกัดด้วยอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศ (Sovereign Rating) ที่ระดมทุนในรูปของเงินตราต่างประเทศ แต่อย่างไรก็ดีตราสารประเภทนี้ก็ยังคงมี Sovereign Risk อย่างอื่นอยู่ไม่สามารถทำให้หมดไปด้วยโครงสร้างในการออกตราสาร เช่น ความเสี่ยงทางด้านการเมืองและเศรษฐกิจของประเทศกำลังพัฒนาเอง ความเสี่ยงอาจเกิดขึ้นจากความไม่แน่นอนในทางการเมือง หรือจากภัยธรรมชาติ เป็นต้น

รูปที่ 5.4 โครงสร้างพื้นฐานของ Future Flow Securitization



ในช่วงหลังจากข้อมูลที่กล่าวมาข้างต้นการนำเอาเงินโอนระหว่างประเทศมาทำ SSF มีมากขึ้นซึ่งมีทั้งที่เป็น Electronic Remittances และ Paper Remittances การโอนเงินทาง Electronic ส่วนใหญ่จะเป็นการโอนจากบริษัทต่างประเทศไปยังผู้รับผลประโยชน์ในประเทศกำลังพัฒนาซึ่งมีตั้งแต่ผู้นำเข้า บริษัท และบุคคลธรรมดา โอนเงินเพื่อเป็นการชำระค่าสินค้าและบริการ เงินลงทุน หรือเงินโอนจากการไปทำงานต่างประเทศ สถาบันการเงินในประเทศกำลังพัฒนาสามารถออกตราสารหนี้โดยนำเอาเงินโอนที่จะเกิดขึ้นในอนาคตเหล่านี้มาเป็นประกันได้ ซึ่งตามปกติจะทำผ่าน SWIFT MT100 Payment Order

รายการโอนทางอิเล็กทรอนิกส์ที่สำคัญอย่างหนึ่งคือ การโอนเพื่อชำระค่าสินค้าและบริการโดยผู้นำเข้าในต่างประเทศจะชำระเงินค่าสินค้าและบริการแก่ผู้ส่งออกในประเทศกำลังพัฒนาซึ่งอาจจะใช้บริการผ่านหลายธนาคารแต่ส่งผ่านธนาคารท้องถิ่นในประเทศกำลังพัฒนาธนาคารใดธนาคารหนึ่งซึ่งจะเป็นผู้ออกตราสารผ่าน SPV ในต่างประเทศ ผู้ส่งออกในประเทศกำลังพัฒนาส่งสินค้าและบริการให้แก่ผู้นำเข้าในต่างประเทศ ซึ่งจะชำระเงินเป็นเงินตราต่างประเทศในรูปของ L/C หรือ จ่ายเมื่อได้เอกสาร หรือเมื่อได้รับสินค้าแล้วแต่จะตกลง ธนาคารของผู้นำเข้าจะชำระเงินให้แก่ Nostro Account ของธนาคารที่ทำหน้าที่เป็น Correspondent ของธนาคารในประเทศกำลังพัฒนาแต่ตั้งอยู่ในประเทศเดียวกับผู้นำเข้า Cash Flow ส่วนนี้เองที่จะนำมาทำ Future Flow Securitization โดยธนาคารที่ทำหน้าที่เป็น Correspondent จะเซ็นใน Notice and Acknowledgement (N & A) ตกลงที่จะจ่ายให้แก่บัญชีของ Trust ในต่างประเทศแทนที่จะจ่ายให้แก่ธนาคารในประเทศกำลังพัฒนา กระแสเงินสดจะถูกนำไปจ่ายเป็นเงินต้นและดอกเบี้ยแก่นักลงทุนในตราสารที่ออกโดย

ทรัสต์ ส่วนที่เหลือจึงจะจ่ายให้แก่ Originator

Paper Remittances ตามปกติมักจะเป็นเช็คที่มาจาก 3 ส่วนด้วยกันคือ เงินโอนจากญาติพี่น้องที่ทำงานในต่างประเทศ เช่น ได้วัน ถึงคโปรส่งกลับไปให้แก่คนในครอบครัวที่ยังอยู่ในประเทศที่กำลังพัฒนาซึ่งอาจจะนำมาฝากหรือขึ้นเป็นเงินสดกับธนาคารในประเทศกำลังพัฒนา ส่วนต่อมาคือนักท่องเที่ยวที่มาจากประเทศที่กำลังพัฒนาใช้เช็คเพื่อชำระค่าสินค้าและบริการในท้องถิ่นหรือขึ้นเงินเป็นเงินสดจากธนาคารในท้องถิ่น และส่วนที่สามเป็นการชำระเงินค่าสินค้าและบริการจากต่างประเทศ ทั้งหมดนี้เช็คอาจจะเป็นเช็คของบุคคลธรรมดา เช็ครูทิจเช็คเดินทาง หรือเอกสารอื่นๆ ที่สามารถถอนเงินได้

การทำ Securitization ในกรณีของ Paper Remittance นั้น Future Cash Flow จะเป็น Receivable ในช่วงของขบวนการเคลียร์เช็คจากธนาคารในต่างประเทศไปให้ธนาคารในประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งจะเป็นผู้ออกตราสารผ่าน SPV ในต่างประเทศ เมื่อเช็ครวบรวมจากการใช้ในประเทศและส่งไปเคลียร์กับธนาคารในต่างประเทศๆ จะเห็นในข้อตกลง N & A ยินดีที่จะจ่ายเงินตามเช็คให้แก่บัญชีของ Offshore Trust แทนที่จะเป็นธนาคารในประเทศกำลังพัฒนา เงินจาก Cash Flow จะนำไปจ่ายให้แก่ผู้ถือในตราสารนี้ก่อน

ส่วนบัตรเครดิตระหว่างประเทศนั้น เมื่อนักท่องเที่ยวเดินทางไปท่องเที่ยวในประเทศกำลังพัฒนาและใช้บัตรเครดิตในการซื้อสินค้าและบริการ ก็เหมือนกับการส่งข้อความทางอิเล็กทรอนิกส์หรือ Voucher ไปยังธนาคารในต่างประเทศที่เป็นเจ้าของบัตร โดยผู้ขายสินค้าและบริการเป็นผู้ส่งไปให้แก่ธนาคารในท้องถิ่นและจะได้รับเงินค่าสินค้าและบริการที่ขายไปเป็นเงินตราสกุลท้องถิ่น หลังจากนั้นธนาคารท้องถิ่นก็จัดส่ง Voucher ไปให้แก่ VISA หรือ MasterCard เพื่อ Authorize และ Settlement เป็นเงินสดดอลลาร์ ธนาคารท้องถิ่นที่ทำหน้าที่เดินเรื่องก็มีสิทธิที่จะได้รับชำระเงินในอนาคตจาก VISA หรือ MasterCard เป็นเงินสดดอลลาร์ ซึ่งสามารถนำเงินที่จะได้ในอนาคตส่วนนี้ไปทำ FFS ได้

ในกรณีของ Future Export Receivables นั้นเมื่อผู้ส่งออกขายสินค้า (เหล็ก น้ำมัน หรือ อลูมิเนียม) ให้แก่ผู้นำเข้าในต่างประเทศ (Obligor) เป็นเงินตราสกุลที่ตกลงกันได้ ผู้นำเข้ามีหน้าที่ต้องชำระค่าสินค้าตามสัญญา N & A ให้แก่บัญชีของ Trust ในธนาคารที่ระบุไว้ ส่วน Trust ก็มีหน้าที่ระดมทุนให้แก่ผู้ส่งออกในประเทศกำลังพัฒนา และบริหารจัดการ Future Receivables ที่ได้รับมาเพื่อชำระเงินต้นและดอกเบี้ยให้แก่นักลงทุนในตราสาร ส่วนที่เหลือจึงส่งให้แก่ผู้ส่งออก

โครงสร้างการทำ Future Export Receivable Securitization มีได้หลายรูปแบบ ซึ่งแต่ละรูปแบบก็มีความเสี่ยงแตกต่างกันไป ความแตกต่างของโครงสร้างนั้นมาจาก

นิยามของสินทรัพย์ที่นำมาเป็นประกันว่าจะถือเป็นรายได้ในอนาคตหรือสินค้านอกจากนั้นยังมีความแตกต่างในการถือสิทธิในสินทรัพย์ว่ามากหรือน้อยอย่างไร โดยขึ้นอยู่กับว่ามันถูกขายให้แก่ Trust หรือใช้เป็นหลักประกันเท่านั้น ความแตกต่างเหล่านี้ทำให้มีรูปแบบในการระดมที่ต่างกันออกไปด้วย เช่น Secured Export Notes หรือ Forward Sales of Product หรือ Outright Sales of Future Receivables เป็นต้น

การนำเอา Future Export Receivables มาทำ FFS ยังแตกต่างจากกรณีของ Financial Future Flow Securitization อีกด้วยเนื่องจากมันสามารถส่งออกสินค้าและบริการได้อย่างหลากหลาย ซึ่งแต่ละอย่างก็มีข้อดีข้อเสียที่แตกต่างกันออกไป เช่น สินค้าโภคภัณฑ์ที่มีตลาดรองที่มีสภาพคล่องสูง ไปจนถึงความน่าเชื่อถือทางเครดิตของผู้นำเข้าซึ่งอาจจะมิผู้นำเข้าเพียงไม่กี่รายและมีเรตติ้งดี ไปจนถึงผู้นำเข้าหลายรายแต่ไม่มีเรตติ้ง ความแตกต่างเหล่านี้ย่อมทำให้ตราสารมีความเสี่ยงและเรตติ้งที่แตกต่างกันออกไปด้วย

5.3 Features ที่สำคัญของตราสารประเภท FFS

เนื่องจากตราสารประเภท FFS มีความเสี่ยงที่ต้องเผชิญมากมายนับตั้งแต่ Originator เองไปจนถึง Obligor หรือผู้ที่มีภาระหน้าที่ต้องจ่ายให้แก่คู่สัญญา ด้วยเหตุนี้ FFS จึงต้องอาศัยการออกแบบที่ให้มี Features หลากหลายเพื่อช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือมากขึ้น ซึ่งมีผลถึงอันดับความน่าเชื่อถือในที่สุดนั่นเอง Features ที่มีการใช้กันมากได้แก่

- Over-collateralization และ Cash Reserve

รูปแบบหนึ่งที่มีการใช้มากที่สุดคือ Over-collateralization และ Cash Reserve การที่โอนหรือขาย Receivables ให้แก่ Trust มากกว่าจำนวนเงินที่ออกตราสารนี้ ย่อมมีผลต่อระดับของ Debt Service Coverage Ratio : DSCR ตามปกติแล้วรายได้ไม่ว่าจะจากการส่งออกสินค้าหรือบริการย่อมมีความแปรปรวนไม่แน่นอนเกิดขึ้นได้หลังจากที่คำนวณหาระดับของรายได้หรือ Receivables ที่จะใช้เป็นฐานได้แล้ว (เช่น ยอมให้เบี่ยงเบนจากค่าเฉลี่ยได้มากน้อยเพียงใด) หลังจากนั้นจึงนำมาคำนวณหาค่า Over-collateralization ทั้งนี้เพื่อกำหนดได้ว่าด้วยระดับของ Receivables และ Over-collateralization ที่หามาได้นั้นสามารถจะระดมทุนได้ในจำนวนเท่าใดเพื่อให้ DSCR อยู่ในระดับที่ต้องการ นอกจากนั้นแล้ว Inflow ส่วนเกินหลังจากที่ทำให้ระดับ DSCR ได้ตามที่ต้องการแล้ว ตามปกติจะนำมารวมกันในระยะเวลาที่กำหนดเพื่อสร้าง “Cash Reserve” ขึ้นเพื่อช่วยให้การจ่ายผลตอบแทนและเงินต้นคืนแก่นักลงทุนราบรื่นในช่วงที่ Cash Flow มีความแปรปรวน

- Early Amortization Triggers

ช่วงและขอบเขตของ Early Amortization Triggers : EATs ในกรณีของ Future Flow นั้นมักจะแตกต่างกันไปแล้วแต่กรณี เช่น Credit Card นั้น EATs จะใช้ Cash Flow ในการกำหนด Over-collateralization เป็นต้น ตามปกติแล้ว Triggers มักจะประกอบไปด้วย

ส่วนที่เกี่ยวข้องกับ Cash Flow

- ถ้าหาก DSCR ลดต่ำกว่าระดับที่ต้องการในแต่ละช่วงเวลาเช่น 5 เท่าในช่วงที่ต้องชำระเงิน หรือต่ำกว่าระดับขั้นต่ำต่อเดือน เช่น 3 เท่าก็สามารถไถ่ถอนได้ก่อนกำหนด

- ถ้าหากการชำระดอกเบี้ยและเงินต้นไม่ตรงตามระยะเวลาที่กำหนด

ส่วนที่เกี่ยวข้องกับบุคคลที่สาม

- ถ้าหาก Correspondent Bank มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำกว่าขั้นต่ำที่กำหนดไว้ และไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงหา Correspondent Bank รายใหม่ภายในระยะเวลาที่กำหนดไว้

ส่วนที่เกี่ยวข้องกับตัวบริษัท

- ถ้าหากบริษัทมีคดีฟ้องร้องและอาจจะมีผลทำให้ข้อตกลงเปลี่ยนแปลงไปจากเดิม

- ถ้าหากบริษัทเกิดล้มละลาย

- ถ้าหาก Servicer ไม่สามารถปฏิบัติตามที่ตกลงกันไว้

ส่วนที่เกี่ยวข้องกับประเทศที่บริษัทตั้งอยู่

- ถ้าหากรัฐบาลเข้ามาแทรกแซงจนบริษัทไม่สามารถส่ง Cash Flow ให้ได้ตามที่ตกลงไว้

- ถ้าหากรัฐบาลเข้ามาถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญในบริษัทและอาจจะกระทบต่อการตัดสินใจในการดำเนินงานของบริษัทได้

เมื่อ Trigger ต่างๆ ซึ่งจะต้องมีการไถ่ถอนก่อนกำหนดแล้ว ก็ย่อมหมายถึงว่าจะต้องเร่งให้มีการชำระเงินต้นคืนแก่นักลงทุนเร็วขึ้นกว่ากำหนดเดิม ซึ่งเป็นช่วงที่บริษัทเริ่มจะมีปัญหา EAT จึงเป็นเสมือน Acceleration Clauses ในสัญญาเงินกู้ของธนาคารนั่นเอง

- Representation และ Warranties ของผู้ขาย

บทบาทของ Representation และ Warranties ของการทำ FFS จะแตกต่างจากในกรณีของการทำ Securitization ปกติมาก โดยผู้รับโอนมีสิทธิเข้าไปยุ่งเกี่ยวกับความล่าช้าในการโอน Receivables ได้กล่าวคือหากมีความล่าช้าเกิดขึ้นสามารถที่จะกลับคืนไปให้ผู้ขายได้

- การค้าประกันจากบุคคลที่สาม

ในการทำ FFS โดยประเทศกำลังพัฒนาในหลายกรณีที่มีกำจะมีการค้าประกัน หรือประกันโดยบุคคลที่สามทั้งนี้เพื่อให้ได้เรตติ้งสูงสุดที่ AAA และเป็นที่ยอมรับของ นักลงทุนระหว่างประเทศ ในปี 2003 บริษัทหลักทรัพย์ Wachovia ระบุว่าการทำงาน FFS ในปีนั้นมีการใช้การประกันโดยบุคคลที่สามถึงร้อยละ 43 เลยทีเดียว

5.4 การทำ FFS จากรายได้ในอนาคตของสินทรัพย์ที่มีอยู่แล้ว

เนื่องจากขอบเขตของรายได้ในอนาคตนั้นค่อนข้างกว้าง รายได้ที่จะเกิดขึ้นในอนาคตจึงแตกต่างกันออกไปมากอย่างเช่นรายได้ในอนาคตของค่าผ่านทาง (Toll Road) ที่ก่อสร้างมานานแล้วแต่ก็ยังสามารก่อสร้างรายได้ในอนาคตได้อีกหลายสิบปี โดยไม่ค่อยมี Performance Risk ในส่วนของ Servicer มากนักเพราะดำเนินการมานานแล้ว ซึ่งจะแตกต่างกันมากจากรายได้ที่มาจากการส่งออกสินค้าอุตสาหกรรม อย่างสิ่งทอแทนที่จะเป็น Infrastructure อย่างในกรณีของค่าผ่านทาง รายได้ในอนาคตอย่างหลังขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของ Originator เป็นอย่างมาก เมื่อนำ มาทำ FFS กรณีของค่าผ่านทางมักจะนำมาทำในรูปของ Future Flow เหมือนอย่าง กรณีของ Commercial Mortgage-backed Securitization : CMBS แต่ที่แตกต่างกันก็คือค่าผ่านทางเป็นสาธารณูปการและไม่มีตลาดรองในการขายต่อ ส่วน CMBS เป็น รายได้ของเอกชน

ค่าผ่านทางตามปกติค่อนข้างจะเข้าใจได้ง่ายกว่า Future Flow แบบอื่นๆ ข้อดี อีกอย่างหนึ่งคือไม่ค่อยมีเงินที่จะต้องลงทุนในอนาคตเพิ่มมากนัก อย่างน้อยก็ในช่วง ของการออกตราสารหนี้ แต่ถ้าหากจะมีการลงทุนเพิ่มก็เพื่อรักษาระดับของความ สามารถในการให้บริการได้มากที่สุดเป็นสำคัญ ซึ่งค่าใช้จ่ายเหล่านี้จะได้รับการ ประมาณอย่างโปร่งใสอยู่แล้วในกระบวนการทำ FFS และถือเป็นความเสี่ยงอย่าง หนึ่งของตราสารประเภทนี้ ไม่แตกต่างจาก CMBS ที่จำเป็นจะต้องมีค่าใช้จ่ายใน การบำรุงรักษา เช่น ห้างสรรพสินค้าจำเป็นต้องมีการปรับปรุงให้ทันสมัยอยู่เป็น ระยะๆ ไม่เช่นนั้นผู้เช่าอาจจะย้ายไปอยู่ที่อื่นและทำให้รายได้ลดลงได้

จากรายงานของ Fitch Rating ซึ่งเชี่ยวชาญการจัดอันดับตราสารประเภทนี้อยู่ มากพบว่าตราสารหนี้ประเภทที่นำเอาค่าผ่านทาง (Toll Road) ที่จะได้รับในอนาคต มาทำ FFS ในสหรัฐอเมริกานั้นเกิด Default ขึ้นหลายรายเหมือนกันแต่ทั้งนี้เป็น เพราะการสร้าง ทางนั้นไม่ได้เกิดจากเหตุผลในเชิงธุรกิจมากนัก แต่เป็นเพราะรัฐ ต่างๆ ต้องการจะพัฒนาท้องที่ซึ่งยังไม่มี ความเจริญและต้องการจะใช้งารสร้าง ทางด่วนมาช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจ แต่หลังจากการก่อสร้างเสร็จแล้วกลับไม่ได้ช่วยให้ ท้องถิ่นนั้นเจริญขึ้นมากนัก จำนวนผู้ใช้ก็ไม่เป็นไปตามที่คาดคะเนไว้ ตราสารหนี้ แบบนี้จึงไม่สามารถจะมี Future Cash Flow มาคืนให้แก่ักลงทุนได้ตามกำหนด

ความเสี่ยงอีกอย่างหนึ่งของ FFS คือ Servicing Risk เนื่องจากบทบาทของ Servicer ในกรณีของ FFS นั้นไม่ใช่เพียงแค่การรวบรวม Cash Flow เพื่อจ่ายให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น หากแต่ยังต้องทำหน้าที่เป็น Operator ของโครงการด้วย ด้วยเหตุนี้ FFS จึงมีลักษณะที่คล้ายกับการกู้ยืมเงินโดยมีหลักประกันนั่นเอง เช่น ถ้าหากผู้ที่ ทำหน้าที่เป็น Servicer มีผลงานที่ไม่ดีทำให้ผู้มาใช้ทางที่สร้างลดลง Future Cash Flow ก็ย่อมลดลงตามไปด้วย อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงในเรื่องของ Servicing Risk ก็ แตกต่างกันไปออกไปตามประเภทของ Cash Flow ที่นำมาทำ Securitization

5.5 ประเด็นทางกฎหมาย ภาษี และระบบบัญชี

ในแง่มุมมองของกฎหมายการทำ FFS ถือว่าเป็นธุรกรรมที่ค่อนข้างซับซ้อนและ อาจมองได้ว่าเป็นการกระทำที่หลีกเลี่ยงกฎระเบียบที่มีอยู่ อย่างไรก็ตามในช่วงที่ผ่านมา ยังไม่มีกรณีไหนที่เกิดปัญหาและนำเข้าสู่ศาลเพื่อตัดสินแต่อย่างใด ประเด็นข้อ กฎหมายที่ควรจะต้องตรวจสอบในเบื้องต้นคือ Future Flow นั้นสามารถโอนหรือ มอบหมายให้ผู้อื่นกระทำแทนด้วยตัวของมันเองหรือไม่ หลักกฎหมายทั่วไปคือ “อะไรที่เกิดขึ้นแล้วสามารถโอนได้ ; อะไรที่ยังไม่เกิดขึ้นไม่สามารถที่จะโอนได้ แต่ อาจจะมีข้อตกลงที่จะโอนให้ได้ในอนาคต” ธุรกรรมที่เป็น Future Flow จึงยังคงเป็น ธุรกรรมที่มีการกระทำตามข้อตกลงจริงๆ ก็ได้ หรือจะเป็นคำสัญญาว่าจะทำในอนาคต ก็ได้เหมือนกัน โดยที่รายได้ที่จะโอนนั้นยังไม่เกิดขึ้นในปัจจุบัน แต่เมื่อรายได้เกิดขึ้น แล้วจะต้องมีการโอนไปตามข้อตกลง ในประเด็นนี้ก็คำถามที่สำคัญตามมว่า ถ้าหากรายได้ที่จะโอนนั้นไม่ได้เกิดขึ้นแล้วนักลงทุนมีสิทธิที่จะเรียกร้องเอาคืนกับ Originator หรือสินทรัพย์ของ Originator ด้วยหรือไม่ และถ้าหากมีสิทธิแล้วจะมี เงื่อนไขจะอยู่ในลำดับใดเมื่อเทียบกับผู้ให้กู้ทั้งหมดที่มีสินทรัพย์เป็นประกันและที่ไม่มี สินทรัพย์เป็นประกัน ตามที่กล่าวมาข้างต้นธุรกรรม Future Flow ควรจะเป็นธุรกรรม ที่จำกัดเฉพาะกรณีที่มีกรอบที่จะทำให้เกิด Cash Flow ขึ้นในอนาคต และถ้าหาก เป็นเช่นนั้นรายได้ในอนาคตไม่ว่าจะเป็นของ Originator รายเดิมหรือรายใหม่จะ ต้องถูกโอนไปให้ทรัสต์ หรือ SPV ที่ตั้งขึ้นตามข้อตกลงเสมอ และด้วยโครงสร้างที่ Fall Back Option นักลงทุน อาจจะมีผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นด้วย แต่ถ้าหากนัก ลงทุนไม่มีสิทธิที่จะเรียกร้องเงินของตนเองกลับ ในกรณีที่ Cash Flow ไม่มีการโอน เกิดขึ้นจริงๆ แล้วนักลงทุนก็มีสถานะที่แย่กว่าผู้ให้กู้ที่ไม่มีประกันเสียด้วยซ้ำ

ในแง่ของภาษีและระบบบัญชี FFS จะอยู่ระหว่างการใช้กู้ยืมแบบมีหลัก ประกันและการโอน Cash Flow หรือถ้าจะให้เฉพาะเจาะจงกว่านั้น FFS จะใกล้เคียง กับการกู้ยืมแบบมีหลักประกันมากกว่าการทำ Securitization ด้วยเหตุนี้เพื่อ วัตถุประสงค์ในการคำนวณภาษีและการลงบัญชีจึงควรถือว่า FFS เป็นการกู้ยืมด้วย

5.6 ประสบการณ์จากการออก FFS ในช่วงที่ผ่านมา

จากที่กล่าวมาในช่วงต้นว่า FFS มีการออกมาตั้งแต่ต้นทศวรรษ 1990 และมีการออกแพร่หลายในประเทศกำลังพัฒนาตั้งแต่กลุ่มประเทศในลาตินอเมริกา ตะวันออกกลาง ยุโรปตะวันออกและเอเชีย ตลอดระยะเวลาที่ผ่านมาตราสาร FFS ถูกลดอันดับความน่าเชื่อถือหลายครั้งและมี Default เกิดขึ้นอย่างน้อย 7 ครั้ง เช่น กรณีของอาร์เจนตินา โคลัมเบีย เป็นต้น แต่โดยรวมแล้วถือได้ว่าผลเป็นที่น่าพอใจ โดยเฉพาะรูปแบบของการทำ Future Receivables Securitization ถือเป็นวิธีที่ได้รับความนิยมมากที่สุดในการตราสารรูปแบบต่างๆ ของตราสารที่ออกโดยประเทศกำลังพัฒนาที่มีปัญหาทั้งหลาย

ในรายงานของ Fitch ได้ยกตัวอย่างของ FFS ที่ประสบความสำเร็จอยู่หลายกรณี เช่น Petroleos de Venezuela เป็นบริษัทน้ำมันของเวเนซุเอลาได้นำเอารายได้จากการขายน้ำมัน (Oil Receivables) มาทำ Securitization ในช่วงปลายปี 2002 ต่อต้นปี 2003 เกิดจลาจลขึ้นในประเทศและคนงานโรงงานน้ำมันก่อการประท้วง ส่งผลให้ปริมาณการผลิตน้ำมันและยอดขายหดหายไปจำนวนมาก แต่ดีลนี้ก็รอดจากการ Default มาได้เพราะ DSCR มีสัดส่วนที่สูงในตอนออก รวมทั้งมี Cash Reserve จำนวนมากในต่างประเทศ และมี Cash Surplus จำนวนมากที่ชะลอการจ่ายให้แก่ Originator

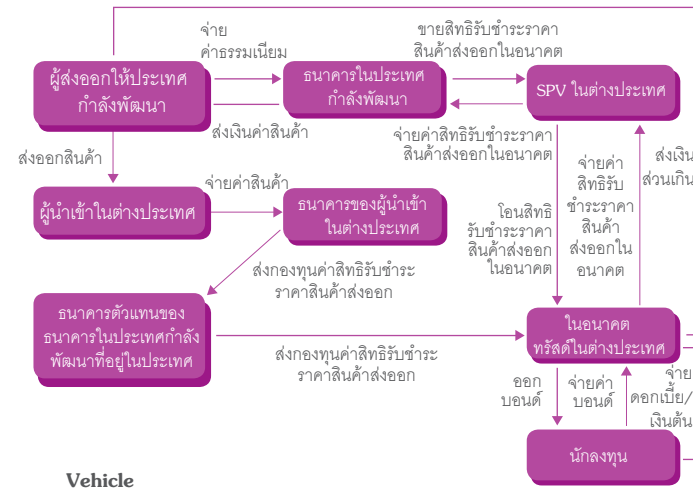
Pakistan Telecom นำเอา Net Settlement Revenue มาทำ Securitization ในปี 1997 แต่พอถึงปี 1998 ปากีสถานทำการทดลองระเบิดนิวเคลียร์ จึงทำให้เกิดการคว่ำบาตรทางเศรษฐกิจรวมทั้งไม่สามารถระดมทุนจากสถาบันการเงินระหว่างประเทศในรูปแบบ Multi-lateral ได้ ปากีสถานเทเลคอมจึงระดมทุนด้วยวิธีนี้แทน โดยได้เรตติ้ง BBB- ซึ่งสูงกว่าเรตติ้งที่เป็นเงินตราในประเทศของบริษัทเอง แม้ว่าในช่วงปี 1998 - 2001 ระดับความน่าเชื่อถือจะลดลงแต่ด้วยความที่ Net Settlement Inflow อยู่ในระดับที่สูงจึงทำรอดพ้นจากการ Default ไปได้และสามารถจ่ายเงินให้แก่นักลงทุนได้หมดในปี 2003

อีกตัวอย่างหนึ่งเป็นของ The Bank International Indonesia (BII) นำเอา Credit Card Voucher มาทำ Securitization แต่หลังจากนั้นประเทศอินโดนีเซียก็ประสบกับปัญหาทางเศรษฐกิจครั้งใหญ่ ค่าเงินรูเปี้ยห์อ่อนลงอย่างมาก จำนวนนักท่องเที่ยวก็ลดลงเนื่องจากการระเบิดที่เกาะบาหลิที่ทำให้มีคนตายจำนวนมาก รวมทั้งการเกิดโรคระบาด SARS จนถึงขณะที่เขียนรายงานของ Fitch ดีลนี้ก็ยังไม่ได้ Default แม้ว่า DSCR จะลดต่ำลงเป็นอย่างมากก็ตาม

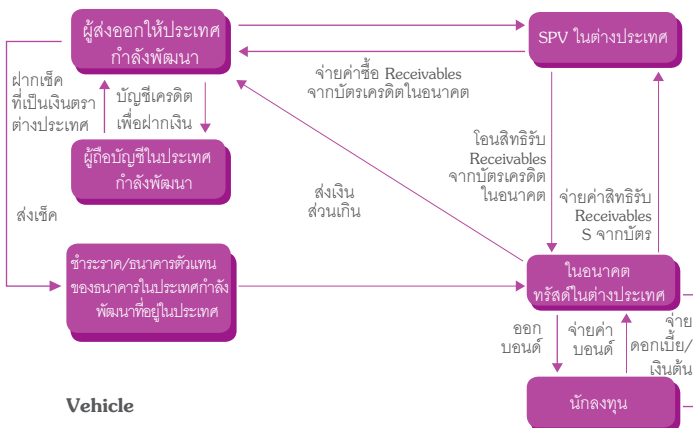
ในอีกหลายกรณีแม้ว่าประเทศกำลังพัฒนาจะเกิดปัญหาเศรษฐกิจอย่าง

รุนแรง แต่ Export Receivable Securitization ในหลายประเทศก็สามารถจ่ายเงินคืนให้นักลงทุนได้ทั้งเงินต้นและดอกเบี้ย ฉะนั้นรูปแบบการระดมทุนแบบนี้จึงเป็นทางเลือกหนึ่งของบริษัทในประเทศกำลังพัฒนาที่มีปัญหาทางเศรษฐกิจ ให้สามารถระดมทุนนอกประเทศที่เป็นเงินตราต่างประเทศได้ และจากประสบการณ์ที่ผ่านมาการระดมทุนแบบนี้ก็เป็นที่ยอมรับของนักลงทุนมากกว่ารูปแบบอื่นและการ Default ที่เกิดขึ้นก็มีเพียงไม่กี่รายเท่านั้น

รูปที่ 5.5 การทำ FFS ด้วยสิทธิในการรับเงินโอน (Trade Payment Right)



รูปที่ 5.6 การทำ FFS ด้วยเงินโอนระหว่างประเทศ (Remittance)







บทที่ 6

Exotic Securitization

การจัดกลุ่มของการทำ Securitization อาจทำได้หลายแบบ เช่น การทำ Securitization ที่มีการจ่ายเงินกันจริงระหว่างผู้โอนกับ SPV (Cash Based) กับ แบบที่ไม่มีการโอนทรัพย์สินหรือสิทธิในทรัพย์สินไปให้ SPV โฉนดเฉพาะผลประโยชน์และความเสี่ยงไป (Synthetic) ซึ่งถ้าจัดกลุ่มแบบนี้ การทำ Securitization จะมีได้ 3 แบบด้วยกันคือ 1) แบบที่ทรัพย์สินอยู่แล้ว (Existing Asset) เช่นเงินกู้ที่อยู่อาศัย, ชื้อรถยนต์, Personal Loan เป็นต้น สิทธิในทรัพย์สินเหล่านี้จะถูกโอนไปให้ SPV โดยผู้โอนก็ได้เงินเป็นการตอบแทน การทำ Securitization แบบนี้คือรูปแบบปกติที่เรารู้จักกันทั่วไป 2) แบบที่ทรัพย์สินยังไม่เกิดขึ้นในปัจจุบันแต่จะเกิดขึ้นในอนาคต เช่น การโอนสิทธิจากการขายตัวเครื่องบิน หรือสิทธิจากค่าเช่าในอาคารที่ยังไม่ได้ก่อสร้าง หรือสิทธิในรายได้ในอนาคตจากการส่งออกสินค้า เป็นต้น การทำลักษณะนี้เรียกว่า Future Flow Securitization แม้ทรัพย์สินยังไม่เกิดขึ้นในปัจจุบันแต่เมื่อเกิดขึ้นในอนาคตก็จะมีเงินโอนไปให้ SPV แลกกับเงินที่ได้มาก่อน ทั้งข้อ 1 และข้อ 2 ยังจัดอยู่ในพวก Cash Base เพราะยังมีการโอนสิทธิในสินทรัพย์ไปให้ SPV แลกกับผลตอบแทนที่เป็นเงิน 3) แบบที่ไม่มีการโอนทรัพย์สินไปให้ SPV ทรัพย์สินยังอยู่ในงบดุลโอนแต่เพียงผลประโยชน์บางส่วนและความเสี่ยงไปให้ SPV เท่านั้นการทำ Securitization แบบนี้จึงไม่ใช่การระดมทุนแต่เป็นการกระจายความเสี่ยงมากกว่า สิ่งที่โอนไปอาจจะเป็นความเสี่ยงทางด้านเครดิต หรือความเสี่ยงจากการประกันภัย หรือภัยธรรมชาติ เป็นต้น

การทำ Securitization ที่พอจะถือได้ว่าแปลกใหม่หรือ Exotic ได้น่าจะเป็นการทำ Securitization แบบที่ 3 ที่เป็นเสมือน Securitization แต่ไม่เหมือนกับรูปแบบที่เคยทำดั้งเดิม ส่วน 2 แบบแรกนั้นอาจจะดูแปลกในแง่ของทรัพย์สินที่นำมาเป็นประกันในการออกตราสาร เช่น การนำเอาผลประโยชน์ในอนาคตที่จะได้จากเพลงในอัลบั้มที่ออกขายในอดีต ตั้งแต่ค่าลิขสิทธิ์ในการนำมาผลิตซ้ำตลอดจนลิขสิทธิ์อื่นๆ มาทำ Securitization เสนอขายในสหรัฐอเมริกา

บริษัทในยุโรปที่สร้างภาพยนตร์นำเอารายได้ในอนาคตจากการนำเอาภาพยนตร์

ที่เคยผลิตซึ่งมีด้วยกันหลายตอนออกมาฉายใหม่ไม่ว่าจะทางโรงภาพยนตร์ หรือทีวี มาทำ Securitization รัฐบาลอิตาลีก็อาศัยการทำ Securitization มาลดการขาดดุลงบประมาณ ด้วยการนำเอารายรับของประกันสังคมที่รับชำระค่าเข้ามาแปลงเป็นตราสารหนี้ระดมทุนมาใช้ก่อน ในสหรัฐอเมริกามีการฟ้องร้องบริษัทที่ผลิตบุหรี่ว่า เป็นตัวการให้เกิดมะเร็งปอดทำให้บริษัทผู้ผลิตบุหรี่ต้องจ่ายเงินให้แก่รัฐต่างๆ เป็นรายปีเพื่อใช้ในการรณรงค์ให้ประชาชนเห็นโทษของบุหรี่ แต่รัฐเหล่านั้นอยากได้เป็นเงินก้อนจึงนำเอารายได้ที่จะได้จากบริษัทผู้ผลิตบุหรี่ในอนาคตมาทำเป็น Securitization เพื่อนำเงินไปลงทุนในโครงการต่างๆ ก่อน เป็นต้น

ความจริงรัฐบาลท้องถิ่นในหลายประเทศนิยมออกตราสารหนี้ที่เรียกว่า Municipal Bond เพื่อระดมเงินมาลงทุนในโครงการสาธารณูปโภคและสาธารณูปการต่างๆ โดยนำเอารายได้จากโครงการนั้นมาจ่ายคืนเงินต้นและดอกเบี้ยแก่นักลงทุนทีหลังซึ่งตราสารแบบนี้เรียกว่า “Revenue Bond” เช่นการสร้าง Toll Road, ทางด่วนต่างๆ เป็นต้น การระดมทุนในรูปแบบนี้ที่จริงแล้วก็คือ Future Flow Securitization นั่นเอง ในกรณีของประเทศไทยก็เคยมีการระดมทุนในรูปแบบนี้ด้วยเช่นเดียวกัน นั่นคือโครงการสร้างศูนย์ราชการที่ถนนแจ้งวัฒนะ โดยกรมธนารักษ์นำเอาค่าเช่าพื้นที่ในศูนย์ราชการมาทำเป็น Securitization

โดยสรุปแล้วพัฒนาการของ Securitization ที่ต่างไปจากแบบดั้งเดิมดูเหมือนจะมีอยู่ 3 เรื่องด้วยกันคือ 1) การนำเอารายได้บางส่วนขององค์กรมาทำ Securitization (Operating Revenue) 2) การนำเอาสิทธิในทรัพย์สินประเภทใหม่ๆ ที่ไม่เคยนำมาทำ Securitization มาก่อน และ 3) การใช้รูปแบบของ Securitization มาช่วยกระจายความเสี่ยงขององค์กร (Risk Transfer) ซึ่งจะได้กล่าวถึงแต่ละประเภทตามลำดับต่อไป

6.1 Whole Business and Operating Revenues Securitization

การทำธุรกรรมแบบนี้มีชื่อเรียกได้หลายแบบ เช่น Whole Business Securitization, Corporate Securitization, Corporate Entity Securitization, Operating Revenue Securitization หรือ Hybrid Finance แนวคิดในเรื่องนี้เกิดขึ้นในประเทศอังกฤษและไม่ได้แพร่หลายไปในประเทศอื่นๆ มากนักเนื่องจากมีข้อจำกัดทางด้านกฎหมาย แต่ก็มีบ้างที่ทำนอกอังกฤษ เช่นที่ มาเลเซีย และ สหรัฐอเมริกา เป็นต้น

ที่มาของการทำ Securitization แบบนี้ก็คือ การทำ Leverage Buyout (LBO) เพราะเป็นเสมือนกันการทำ Securitization ของ Leverage Buyout นั่นเอง โดยผู้ที่ทำแบบนี้จะนำเอาค่าส่วนที่เหลืออยู่ขององค์กร (Residual Value) มาทำเป็นหลักทรัพย์สินขายให้กับนักลงทุน ซึ่งความจริงแล้วก็ไม่ต่างจากการที่องค์กรนั้นจะออกตราสารหนี้เองมากนักเพราะผู้ออกมีหน้าที่ที่จะต้องชำระทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยใน

แก่นักลงทุนจาก Cash Flow ของผู้ออก ที่ต่างกันก็คือในส่วนของผู้ให้กู้ ในกรณีของการกู้ยืมทั่วไปผู้ให้กู้อาจจะมียุทธวิธีในทรัพย์สินทั้งหมดหรือบางส่วนของผู้ที่นำมาเป็นหลักประกัน แต่การดำเนินการใดๆ ผู้ให้กู้จำเป็นต้องดำเนินการเอง แต่ในกรณีของการทำ Securitization ตามปกติแล้วนักลงทุนจะมีสิทธิตามกฎหมายในทรัพย์สินของ Originator ที่โอนไปให้ SPV เมื่อผู้โอนมีปัญหาขึ้น SPV ก็สามารถนำเอาทรัพย์สินที่รับโอนมาขายทอดตลาดแล้วนำเงินที่ขายได้มาจ่ายคืนให้แก่นักลงทุน Whole Business Securitization นั้นไม่ได้มีการโอนทรัพย์สินไปให้ SPV เพียงแต่มีการแต่งตั้ง Receiver ขึ้นดำเนินการแทนนักลงทุน เช่นการเชิญเจ้าหนี้มาเจรจา ตลอดจนขายทอดตลาด เพื่อเอาเงินมาคืนแก่นักลงทุน

Whole Business Securitization พัฒนาขึ้นในประเทศอังกฤษ โดยในช่วงกลางทศวรรษ 1990 ได้มีการนำเอา Cash Flow ของสถานพยาบาลมาทำ Securitization หลังจากนั้นจึงมีสถานประกอบการที่ใกล้เคียงกันนำเอาแนวคิดนี้มาใช้บ้าง เช่น คับ โรงพยาบาล สถานบันเทิงต่างๆ สนามบิน ผู้ประกอบการเรือเฟอร์รี่ เป็นต้น ทั้งนี้เพราะในช่วงดังกล่าวประเทศอังกฤษกำลังดำเนินการแปรรูปรัฐวิสาหกิจมาเป็นองค์กรเอกชน ผู้ที่ทำ LBO เพื่อซื้อกิจการของรัฐมาบริหารเองแทนที่จะกู้จากแหล่งเงินทุนแบบเดิม เช่น สถาบันการเงิน กลับหันมาระดมทุนจากตลาดทุนแทน

แต่เนื่องจากธุรกรรมประเภทนี้ได้รับความนิยมในประเทศอังกฤษเท่านั้นขนาดตลาดจึงไม่ใหญ่มากนัก ณ ปี 2545 มีจำนวนธุรกรรมแบบนี้ทั้งสิ้น 10.37 พันล้านปอนด์ หรือประมาณร้อยละ 28 ของการทำ ABS ในยุโรป (โดยไม่รวม MBS) ซึ่งเพิ่มขึ้นเป็นอย่างมากจากปีก่อนหน้านั้น เมื่อรวมการระดมทุนผ่านวิธีนี้ตั้งแต่ปี 2541 - 2545 Moody's รายงานว่ามีทั้งสิ้น 26 พันล้านปอนด์

- Methodology

การทำ Securitization แบบนี้มีลักษณะเป็นการกู้ยืมเงินแบบมีหลักประกัน โดย SPV จะทำการระดมเงินในตลาดทุนด้วยการออกตราสารหนี้ แล้วนำเงินที่ระดมมาได้ไปให้ Originator กู้ โดยได้รับผลตอบแทนในรูปของค่าธรรมเนียมหรือผลประโยชน์จากทรัพย์สินทั้งหมดของบริษัทที่กู้เงินและดำเนินธุรกิจเพื่อก่อให้เกิด Cash Flow ซึ่งรูปแบบของการทำ Securitization แบบนี้จะแตกต่างจากการทำ Securitization ตามปกติ ซึ่ง Originator จะขายทรัพย์สินไปให้ SPV แล้ว SPV จึงนำเอาทรัพย์สินนั้นมาเป็นหลักประกันในการออกตราสารขายให้แก่นักลงทุนอีกทีหนึ่ง

Whole Business Securitization บริษัทที่เป็นเสมือน Originator ตกลงที่จะชำระเงินคืนทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยให้แก่ SPV ซึ่ง SPV จะนำไปจ่ายในแก่นักลงทุนอีกทีหนึ่ง เอกสารทางกฎหมายในกรณีนี้ก็คือสัญญากู้เงินระหว่าง SPV กับ Originator สัญญาเงินกู้นี้ค้ำโดยค่าธรรมเนียมที่จะเรียกจากทรัพย์สินของผู้กู้

(Originator / Operator) ทั้งที่เป็นอัตราคงที่และลอยตัว

บางคนอาจจะสงสัยว่าทำไมถึงต้องทำเป็น Secured Loan แทนที่จะเป็นการขายขาดให้ SPV เหตุผลก็เพราะทรัพย์สินที่นำมาทำนั้นไม่สามารถแยกได้เพราะเป็นทรัพย์สินที่ยังใช้ในการดำเนินธุรกิจอยู่ (Operating Asset) และสร้าง Cash Flow อยู่ตลอดเวลา หากแยกส่วนใดส่วนหนึ่งออกไปก็ไม่สามารถดำเนินงานต่อไปได้ Cash Flow ก็จะไม่มีความต่อเนื่องกัน นั่นคือเหตุผลว่าทำไมการแปรรูปธุรกิจให้อังกฤษผู้ที่ต้องการซื้อกิจการออกมาดำเนินการเองไม่สามารถระดมทุนด้วยการทำ Securitization ตามปกติได้ต้องหันมาใช้วิธีการนี้แทน

ในเมื่อการระดมทุนแบบนี้ไม่ใช่การขายให้ SPV Whole Business Securitization จึงไม่ใช่ Bankruptcy Remote แต่ตามกฎหมายของอังกฤษและในบางประเทศ อนุญาตให้มีการแต่งตั้ง Administrative Receiver ขึ้นมาดำเนินการแทนนักลงทุนได้ก่อนที่ Originator จะประกาศล้มละลาย เมื่อเห็นได้ว่า Originator ทำท่าจะไปไม่ไหว Receiver จะเข้าไปครอบครองทรัพย์สินที่ใช้ในการดำเนินงานและก่อให้เกิดรายได้ทั้งหมด เหลือแต่องค์กรเปล่าๆ ทั้งนี้เพื่อจะได้ไม่ยุ่งใจให้เจ้าหนี้รายอื่นฟ้องล้มละลาย เพราะฉะนั้นแม้ว่าจะไม่ใช่วิธีการขายทรัพย์สินให้แก่ SPV เพื่อให้อยู่ในรูปแบบของ Bankruptcy Remote แต่การแต่งตั้ง Administrative Receiver ก็มีอำนาจในการป้องกันความเสียหายให้แก่นักลงทุนได้พอสมควร

- Credit Enhancement

Whole Business Securitization (WBS) มักจะใช้ Collateral เป็นตัวเพิ่มความน่าเชื่อถือทางเครดิตมากกว่าที่จะใช้โครงสร้างที่เป็น Senior/Junior เหมือนการทำ Securitization ตามปกติทั่วไป เหตุที่เป็นเช่นนั้นก็เพราะ WBS ไม่ได้เป็นการนำเอาทรัพย์สินมา Pool รวมกัน แต่เป็นทรัพย์สินที่สำคัญในการดำเนินธุรกิจขององค์กร การกระจายของความเสี่ยงจึงมีโอกาสน้อยเพียง 2 อย่างเท่านั้นคือถ้าไม่สำเร็จก็ล้มเหลว ในขณะที่ทรัพย์สินย่อยๆ อย่างเงินกู้ซื้อบ้านหรือรถยนต์ที่นำมารวมกันไม่จำเป็นต้องเป็นหนี้เสียพร้อมกันไปหมด การมีพอร์ตเงินกู้ที่ใหญ่มีการกระจายมากจึงเท่ากับลดความเสี่ยงไปด้วยโดยปริยาย

ด้วยเหตุนี้นอกจากตัว Collateral แล้ว WBS จะเน้นไปที่ Constraint ในทางปฏิบัติ ที่สำคัญ อาทิ Cash Flow Control การตั้งเงื่อนไขให้มี Waterfall หรือการนำเอารายได้มาจ่ายตามลำดับความสำคัญ เป็นต้น ซึ่งการควบคุมแบบนี้มักจะใช้กันในโครงการประเภท Project Financing มากกว่า Enhancement ต่างๆ ที่ใช้ใน WBS ประกอบไปด้วย

(1) การผิดข้อตกลงใน **Covenants** : ใช้วิธีการแต่งตั้ง Administrative Receivership ซึ่งได้กล่าวมาแล้วข้างว่าในกรณีของ WBS ไม่ใช่การขายทรัพย์สินไป

ให้ SPV ดังนั้นจึงไม่มีลักษณะของ Bankruptcy Remote ที่ไม่ได้รับผลกระทบจากการล้มละลายของผู้โอน เพื่อปกป้อง SPV ในกรณีนี้กฎหมายของประเทศอังกฤษเปิดโอกาสให้แต่งตั้ง Administrative Receiver ได้เพื่อเข้าไปทำหน้าที่แทนผู้ลงทุนในการจัดการกับทรัพย์สินและเจ้าหนี้อื่นๆ

(2) **Financial Covenants** : เนื่องจากผลตอบแทนที่นักลงทุนใน WBS มาจากกำไรส่วนที่เหลือจากการจ่ายอื่นๆ หมดแล้ว ด้วยเหตุนี้จำนวนของ Cash Flow ควรจะต้องเพียงพอที่จะจ่ายให้แก่นักลงทุนได้หรืออาจจะมีการสำรองไว้ตามสมควรเช่น 1.1 เท่าของจำนวนที่ต้องจ่ายให้นักลงทุน หากไม่สามารถทำได้ตามที่ตกลงไว้ย่อมแสดงว่ามีโอกาสที่จะเกิด Default ขึ้นได้ เปิดทางให้มีการแต่งตั้ง Administrative Receiver เพื่อเข้ามาดูแลแทนนักลงทุนได้

(3) **Liquidity Facilities** : ตามปกติแล้ว WBS มักจะต้องจัดให้มี Liquidities Facilities ทั้งนี้เพราะองค์กรในอังกฤษที่แปรรูปมาเป็นเอกชนนั้นมักจะมีสภาพแรงงานที่เข้มแข็ง จึงมีความเป็นไปได้มากที่องค์กรที่ดำเนินงานอยู่อาจต้องเผชิญกับการประท้วง ในรูปแบบต่างๆ จนไม่สามารถดำเนินการได้ ด้วยเหตุนี้เพื่อที่จะให้ได้ Rating ที่ดีสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือมักจะขอให้ มี Liquidities Facilities อย่างน้อย 12 - 18 เดือน

(4) **Working Capital Facilities** : ตามเกณฑ์ของ Waterfall แล้วนักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนหลังจากที่หักค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานแล้ว ทั้งนี้ก็เพื่อให้องค์กรที่ดำเนินงานอยู่สามารถดำเนินต่อไปได้ หากองค์กรต้องหยุดกิจการไป นักลงทุนก็ไม่ได้อะไรด้วยเช่นเดียวกัน แต่ในเรื่องของอำนาจแล้วนักลงทุนใน WBS มีอำนาจค่อนข้างมาก

(5) **Restrictive Covenants** : เพื่อให้มั่นใจได้ว่าองค์กรที่ดำเนินงานอยู่นั้นจะไม่เปลี่ยนแปลงไปจากเดิมอย่างหน้ามือเป็นหลังมือ จึงต้องมีข้อตกลงว่าองค์กรจะต้องไม่ซื้อกิจการหรือทรัพย์สินที่ไม่เกี่ยวข้อง ไม่ขายทรัพย์สิน ไม่จ่ายปันผลหากไม่สามารถทำให้ Debt Service Coverage Ratio เป็นตามที่ตกลงกันไว้เสียก่อน เป็นต้น

- ธุรกิจที่สามารถนำมาทำ **Whole Business Securitization** ได้

ในอังกฤษมีการทำ WBS ถึง 36 รายซึ่งแต่ละรายก็อยู่ในธุรกิจที่แตกต่างกันออกไป เช่น ผับ สถานีบริการ โรงแรม สวนสนุก ท่าเรือ สนามบิน โรงพยาบาล สายการบินเดินเรือ อสังหาริมทรัพย์ อุปกรณ์โทรคมนาคม เป็นต้น อย่างไรก็ตาม Moody's ก็ได้สรุปลักษณะที่สำคัญของธุรกิจซึ่งจะสามารถนำมาทำ WBS ได้ดังนี้

- 1) มีทรัพย์สินที่สามารถคาดคะเนได้และง่ายต่อการหาผู้ให้กู้มาทดแทนรายเดิม
- 2) สามารถที่จะใส่ข้อตกลงทางการเงินที่สำคัญๆ ได้ เช่น DSCR ไว้ในสัญญา

กู้ได้ และจำกัดสิทธิของผู้ให้กู้ที่จะทำการใดๆ ก่อนผู้อื่น

3) สามารถที่จะใส่ข้อจำกัดในการดำเนินงานได้ เช่น การขายทรัพย์สินต้องได้รับอนุญาตก่อน เช่นเดียวกับการก่อกำเนิด การกู้ยืมเงินโดยใช้ Negative Pledge การเปลี่ยนแปลงการควบคุม การแก้ไขสัญญาที่สำคัญต่างๆ เป็นต้น

4) มีมูลค่าของ Equity ที่มากพอสมควร

5) มีทางเลือกที่จะใช้ทรัพย์สินที่มีอยู่ให้มีประโยชน์มากขึ้น เช่น การกระจายพยาบาลของศูนย์ Nursery ไปทำตามสำนักงานต่างๆ ได้ เป็นต้น

แนวคิดเรื่องการทำ WBS นั้นเน้นเรื่องประโยชน์ของธุรกิจในระยะยาวเพราะส่วนที่นักลงทุนจะได้จากการให้กู้้นั้นมาจากส่วนที่หักค่าใช้จ่ายอื่นๆ หมดแล้ว ด้วยเหตุนี้แนวโน้มของธุรกิจนั้นในอนาคตจึงเป็นสิ่งที่สำคัญของการทำดีลแบบนี้มาก แต่ถ้าหากผลการดำเนินงานของกิจการมาจากความสามารถของผู้บริหารดีลของ WBS ก็ไม่แตกต่างไปจากการทำ Securitization ประเภทที่โอน Cash Flow ในอนาคตไปให้ SPV เช่นศูนย์การค้า หรือทางด่วนซึ่งรายได้ในอนาคตจะขึ้นอยู่กับผู้บริหาร หากมีการเปลี่ยนแปลงในทีมบริหารอาจทำให้รายได้ลดลงได้ การวิเคราะห์ดีลในลักษณะนี้จึงเหมือนกับการวิเคราะห์กิจการเพื่อเทคโอเวอร์นั่นเอง นอกจากนี้เรื่องธุรกิจแล้วปัจจัยอื่นๆ ที่เกื้อหนุนให้สามารถทำ WBS ได้มีดังต่อไปนี้

1) อุปสรรคในการเข้ามาของคู่แข่งรายใหม่ ธุรกิจที่เหมาะสมในการทำ WBS ควรจะอยู่ในธุรกิจที่มีคู่แข่งน้อยราย เช่น กิจการสาธารณูปโภคต่างๆ อสังหาริมทรัพย์ของสวนสนุก หรือโครงสร้างพื้นฐาน เป็นต้น นอกจากนั้นธุรกิจไม่ควรจะมีความเสี่ยงจากการตัดค่าเสื่อม หรือ การลงทุนทดแทนมากเกินไป

2) กิจการที่จะทำ WBS ควรจะประสบความสำเร็จในธุรกิจอย่างต่อเนื่องเพื่อที่จะได้สามารถสร้าง Cash Flow ที่เหลือจากการหักค่าใช้จ่ายอื่นๆ มาจ่ายให้แก่นักลงทุนได้ อย่างน้อยควรมีกำไรต่อเนื่อง 3 ปี แต่ถ้าหากกำไรต่อเนื่องได้ 10 - 15 ปี ถือว่าเป็นดีลในอุดมคติ

3) ความสามารถในการรักษาระดับการทำกำไรในอนาคต อย่างที่กล่าวมาแต่ต้นแล้วว่า WBS ขึ้นกับการทำกำไรของธุรกิจหากเป็นกิจการที่ไม่มีกำไร คงไม่มีใครสนใจมาให้กู้หรือลงทุน กิจการควรมีแผนการดำเนินงานที่สามารถทำกำไรที่แน่นอนและไม่เสี่ยงมาก กิจการไม่ควรจะมีแผนงานที่เสี่ยงจนเกินไป เช่น การเข้าไปเทคโอเวอร์กิจการอื่น การขยายขอบเขตการดำเนินธุรกิจ เป็นต้น

4) Realizable Asset Value เป็นที่แน่นอนว่า WBS ไม่สามารถขึ้นอยู่กับ Soft Asset อย่างเช่นบุคลากรและความเชี่ยวชาญเท่านั้น ดีลแบบนี้ควรจะหนุนด้วย Hard Asset มากกว่า เช่น อสังหาริมทรัพย์ หรือทรัพย์สินที่ใช้ในการดำเนินงาน เช่น สิทธิบัตรหุ้นชั้นหนึ่งของมาดามทูโซต์ นอกจากจะมีอสังหาริมทรัพย์ที่มีมูลค่าสูงแล้ว

ยังมี Operational Asset อย่างเช่นหุ้นที่ฝั่งอีกเป็นจำนวนมาก เป็นต้น

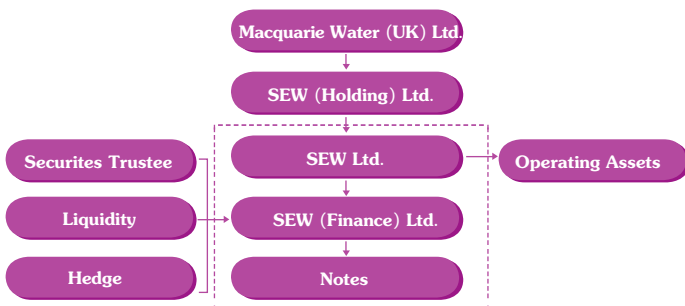
อีกประเด็นหนึ่งที่อาจจะสงสัยว่า WBS มีความจำเป็นจะต้องมี SPV หรือไม่ เพราะการตั้ง SPV มีวัตถุประสงค์เพื่อให้เป็น Bankruptcy Remote รับการโอนทรัพย์สินจาก Originator และเป็นผู้ออกตราสาร แต่ในกรณีของ WBS นั้นไม่มีความจำเป็นแม้แต่น้อยที่จะต้องมี SPV เพราะไม่มีการโอนทรัพย์สินจริงๆ ผู้ดำเนินธุรกิจสามารถที่จะออกตราสารหนี้ได้เอง หรือรูปแบบ On-balanced Sheet ได้อยู่แล้ว ในคำแนะนำของ Moody ก็บอกว่าไม่มีความจำเป็นต้องมี SPV ยกเว้นกฎหมายในบางประเทศที่กำหนดให้ SPV ต้องเป็นผู้ออกตราสารเท่านั้น ทั้งนี้เพื่อให้มีความแตกต่างกันระหว่าง Originator และ Issuer นั่นเอง

- ตัวอย่างการทำ WBS

ในปี 2004 กิจการผลิตน้ำประปาของอังกฤษชื่อ South East Water (SEW) ได้ระดมทุนในรูปแบบของ WBS เป็นจำนวน 366 ล้านปอนด์ แบ่งเป็นสอง Tranche จำนวน 200 และ 166 ล้านปอนด์ตามลำดับ โดยมีอายุ 15 ปี และ 25 ปี เงินทุนที่ระดมมาได้นั้นเพื่อที่จะ Refinance เงินทุนที่ Macquarie Bank ระดมมาใช้ในการซื้อกิจการของ SEW ในปี 2003 โดยตราสารหนี้ที่มีสินทรัพย์ของ SEW เป็นหลักประกันนั้นจะได้รับเรตติ้งที่ BBB แต่ด้วยการรับประกันของ Ambac ซึ่งเป็น Monoline Insurance ของสหรัฐอเมริกาทำให้ได้เรตติ้งที่ AAA

SEW เป็นบริษัทอังกฤษที่ได้รับอนุญาตให้เป็นผู้บริการน้ำบริเวณตะวันออกเฉียงใต้ของอังกฤษ ส่วน SEW Finance เป็น SPV ที่ตั้งขึ้นเพื่อรับผลประโยชน์ (ตามกฎหมายอังกฤษเรื่อง Ring Fencing) จากกลุ่มบริษัทที่มี Macquarie Water (U.K) Ltd. (MWUK) เป็นเจ้าของ ขณะเดียวกัน MWUK ก็มี Macquarie European Infrastructure Fund และนักลงทุนที่ Macquarie รวมทั้ง Macquarie Bank เป็นผู้ถือหุ้น โดยระดมทุนจากการกู้ยืมภายในกลุ่มมาลงทุน

รูปที่ 6.1 ธุรกรรมที่เกิดขึ้นจากการทำ WBS ของ SEW



SEW ซึ่งเป็นองค์กรผู้ดำเนินการผลิตน้ำประปานั้นยังคงมีหุ้นกู้คงค้างและทรัพย์สินที่เข้ามาใช้ในการดำเนินงานอยู่จำนวนหนึ่ง โดยผู้ที่ให้เข้าทรัพย์สินจะทำสัญญาตกลงกับกลุ่มที่จะเข้ามาดำเนินงานแทนและเป็นผู้ให้กู้รายใหม่ว่าจะมีสิทธิเท่ากับผู้ที่ให้กู้รายใหม่ หากไม่เป็นเช่นนั้นแล้วก็จะยุติการให้เข้าและเลิกข้อตกลงในการทำ Securitization ผู้ถือหุ้นกู้ไม่ได้อยู่ในกลุ่มที่เข้ามาใหม่และมีสิทธิได้รับชำระเงินต้นและดอกเบี้ยเหนือกว่า Senior Bond ใน Cash Waterfall และหุ้นกู้ส่วนใหญ่หรือจำนวน 14.9 ล้านปอนด์ (ประมาณร้อยละ 96 ของหนี้คงค้าง) จะได้รับการไถ่ถอนในอีก 9 ปีข้างหน้า แต่ SEW ตั้งใจที่จะไถ่ถอนให้หมดโดยเร็วที่สุดในราคาพาร์

ตอนนี้ได้ออกแบบให้มี Liquidity Support ในสองส่วนด้วยกันคือ ส่วนแรกสำรองสำหรับดอกเบี้ยของ Senior Bond (Debt Service Reserve) ช่วงแรกจำนวน 15.9 ล้านปอนด์ และจะต้องสำรองไว้ให้เพียงพอที่จะชำระดอกเบี้ยได้ถึง 12 เดือนหักด้วยจำนวนที่ฝากไว้สำรองสำหรับ First Loss Account จำนวน 3.6 ล้านปอนด์ ส่วนที่สองเป็นการสำรองสำหรับค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและจัดการ (O&M) และจะต้องสำรองไว้อย่างน้อยร้อยละ 10 ของค่าใช้จ่ายที่คาดไว้ในอีก 12 เดือนข้างหน้า

SPV ในช่วงเริ่มต้นจะมีสำรองสำหรับเป็นค่าใช้จ่ายด้านเงินทุนในปีแรกอยู่ 25 ล้านปอนด์ โดยเงินที่จะนำมาจ่ายนั้นมาจากเงินกู้ธนาคารจำนวน 50 ล้านปอนด์ และจะทยอยชำระคืนด้วยเงินที่ระดมมาได้จากการออกตราสารหนี้เป็นระยะๆ ไป นอกจากนี้ยังได้ขอยืมเงินจากสถาบันการเงินอีก 10 ล้านปอนด์ เพื่อสำรองในกรณีที่ต้องจ่ายเป็นเงินทุนหมุนเวียน

Cash Flow Waterfall เป็นเครื่องมือที่จำเป็นสำหรับดีลในรูปแบบนี้ ค่าใช้จ่ายหลักที่มีลำดับความสำคัญสูงสุดคือ ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและจัดการเพื่อให้ธุรกิจยังสามารถดำเนินต่อไปได้และสามารถสร้าง Cash Flow ได้อย่างต่อเนื่อง ค่าใช้จ่ายที่จะได้รับเป็นลำดับถัดมาคือค่าใช้จ่ายแก่ทราสตี สถาบันการเงินที่ทำหน้าที่เป็นเอเจนต์ในการให้บริการต่างๆ หลังจากนั้นจึงจะจ่ายดอกเบี้ยให้แก่หนี้ที่มีความสำคัญมากที่สุดคือผู้ที่ถือหุ้นกู้ของ SEW ต่อจากนั้นจึงจ่ายดอกเบี้ยให้แก่เจ้าหนี้ที่ให้ Liquidity Support ตามด้วยดอกเบี้ยของการป้องกันความเสี่ยง แล้วจึงจ่ายให้แก่ senior Debt เป็นลำดับต่อไป ลำดับถัดมาจึงจ่ายให้ผู้ถือ Subordinated Debt ถ้าหากเกิดขึ้นภายหลัง เหลือเท่าไรจึงส่งไปทดแทนสำรองเพื่อจ่ายดอกเบี้ยและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและจัดการต่อไป

6.2 การนำสินทรัพย์อื่นๆ มาทำ Securitization

- การนำทรัพย์สินทางปัญญา มาทำ Securitization

การทำ Securitization แบบนี้เป็น การนำเอาทรัพย์สินที่ไม่สามารถจับต้องได้

(Intangible Asset) มาใช้ในการระดมทุน ซึ่งถือเป็นพัฒนาการล่าสุดอย่างหนึ่งของนวัตกรรมแบบนี้ สาเหตุที่มีผู้สนใจนำเอาทรัพย์สินทางปัญญามาใช้เป็น Underlying Asset ในการระดมเงินนั้นเป็นเพราะองค์กรต่างๆ มีทรัพย์สินประเภทนี้อยู่เป็นจำนวนมากและมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นทุกปี นอกจากนั้นจากการสำรวจผู้บริหารระดับสูงพบว่า การบริหารทรัพย์สินทางปัญญาเป็น 1 ใน 3 ลำดับแรกที่ผู้บริหารให้ความสำคัญ นอกจากนั้นครึ่งหนึ่งของผู้ที่ตอบแบบสอบถามให้ความเห็นว่าองค์กรที่ตัวเองบริหารอยู่นั้นให้น้ำหนักในลำดับต้นๆ แก่ทรัพย์สินทางปัญญาในการเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น (Shareholder Value) และมีร้อยละ 5 ที่ตอบว่าองค์กรของตนมีระบบที่ทันสมัยในการวัด Performance ของทรัพย์สินทางปัญญาที่สัมผัสไม่ได้ด้วย

แม้ว่าปัจจุบันยังมีการนำเอาทรัพย์สินแบบนี้มาทำ Securitization ในจำนวนเงินรวมที่ไม่มากนักเมื่อเทียบกับสินทรัพย์แบบดั้งเดิม เช่น เงินกู้ซื้อบ้าน ซื้อรถยนต์ หรือเงินกู้บุคคลธรรมดาผ่านบัตรเครดิต แต่จำนวนในการทำก็เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และมีนัยสำคัญ ซึ่งจะได้นำดีที่น่าสนใจมากกล่าวถึงพอสังเขปดังนี้

(1) ลิขสิทธิ์เพลง : Bowie Bond

ในปี 1997 เดวิด พัลแมนได้นำเอาตราสารหนี้ที่ค้ำประกันด้วยรายได้จากค่าลิขสิทธิ์เพลงของนักร้องเพลงร็อคชื่อดัง เดวิด โบวี่ มาเสนอขายในตลาดตราสารหนี้ ที่ออกนี้เป็นการขายลิขสิทธิ์เพลงที่ผลิตขึ้นมาตลอดอายุงานของเดวิด โบวี่ จำนวนกว่า 300 เพลง ศิลปินระดมทุนจำนวน 55 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ด้วยการออกหุ้นกู้อายุ 15 ปี และมีอายุเฉลี่ยราว 10 ปี จ่ายอัตราดอกเบี้ยคงที่ร้อยละ 7.9 ต่อปี หุ้นกู้นี้ได้เรตติ้ง A3 จาก Moodys' ศิลปินได้รับการยกย่องว่านอกจากจะสร้างคลื่นลูกใหม่ในแวดวงการเงินแล้ว ยังถือเป็นมิติใหม่ของการประยุกต์ใช้ Securitization กับทรัพย์สินที่ไม่เคยมีใครนึกฝันมาก่อน ถึงขนาดมีผู้เชี่ยวชาญบทความยกย่องว่า “วอลลีสตริทสามารถ Securitize อะไรก็ได้”

ศิลปินต่อมาในลงทุนในตลาดเรียกว่า “Bowie Bond” แม้ว่าจำนวนเงินในการระดมทุนจะไม่มากนักเพียง 55 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เทียบกับการทำ Securitization ในแต่ละปีที่มีจำนวนถึง 150 พันล้านดอลลาร์ แล้วก็เป็นเพียงจำนวนที่เล็กน้อย แต่เป็นการแสดงให้เห็นว่า Securitization นั้นสามารถนำมาใช้เป็นเครื่องมือในการระดมเงินได้อย่างไร อย่างไรก็ตามการซื้อขายในตลาดนั้นก็เป็นอีกเรื่องหนึ่งขึ้นอยู่กับยอดขายของอัลบั้มและค่าลิขสิทธิ์ที่ได้รับ “Bowie Bond” ถูก Moodys' ลดอันดับความน่าเชื่อถือลงในปี 2004

นอกจากเดวิด โบวี่ แล้วก็มีกัมนำเอาลิขสิทธิ์เพลงมาทำ Securitization อีกหลายราย เช่น สกอร์เปียโน ไอออนเลดี้ รอน ไอสเลย์ เป็นต้น ส่วนทางฝั่งทวีปยุโรป รอยัลแบงค็อฟสก็อตแลนด์ ได้ทำดีลในลักษณะเดียวกันให้แก่ Chrysalis PLC UK

โดยระดมทุนเป็นจำนวน 60 ล้านปอนด์ คำประกันโดยรายได้จากเพลงในสต็อกของบริษัท เงินที่ระดมมานี้คิดเป็นร้อยละ 40 ของมูลค่าเพลงในสต็อกของ Chrysalis PLC UK และการทำ Securitization นี้ไม่มี Recourse หากเกิดเพลงไม่สามารถสร้างรายได้ในอนาคตอย่างเพียงพอก็ไม่มีผลกระทบต่อการดำเนินงานของ Chrysalis Group อื่นๆ แต่อย่างใด

(2) โครงสร้างในการออกตราสาร

โครงสร้างการออกตราสารที่คำประกันด้วยรายได้ในอนาคตจากลิขสิทธิ์เพลงนั้น ไม่แตกต่างไปจากการทำ Future Flow Securitization ปกติทั่วไป เพียงความเป็นเจ้าของ SPV นั้นไม่มีประเด็นในทางกฎหมายเท่าใดนักเนื่องจากผู้โอนเป็นบุคคลธรรมดาไม่ใช่นิติบุคคล จึงไม่มีปัญหาในเรื่องการล้มละลาย การทำ Consolidation และมาตรฐานทางบัญชี ขณะเดียวกันเจ้าของลิขสิทธิ์ก็ไม่ได้มองว่าการโอนสิทธิในรายได้จากเพลงนั้นไม่ได้เป็นการถาวรเพียงระยะอายุของตราสารเท่านั้น ด้วยเหตุนี้ SPV จึงอาจจะมีผู้โอนหรือญาติ พี่น้องมาเป็นเจ้าของได้

นักร้องจะโอนสิทธิในลิขสิทธิ์เพลง สิทธิบัตร และทรัพย์สินทางปัญญาให้แก่ SPV ตามราคาที่ตกลงกันได้ แต่ก็มีกรนำเอารูปแบบของการทำ Securitization ปกติมาใช้ด้วยเช่น Over-collateral เป็นต้น เมื่อรับโอนมาแล้ว SPV จะเป็นผู้อนุญาตให้นำเอาทรัพย์สินทางปัญญาไปหาผลประโยชน์ เช่น ผลิตซ้ำ นำไปให้นักร้องคนอื่นร้อง เป็นต้น ซึ่งตามปกติแล้วลิขสิทธิ์จะโอนให้ SPV เป็นระยะที่ยาวพอที่นักลงทุนในตราสารจะได้รับเงินที่ลงทุนไปคืน ผลประโยชน์ต่างๆ จากค่าลิขสิทธิ์จะผ่านไปทาง SPV เพื่อจ่ายให้แก่ักลงทุนก่อนส่วนที่เหลือจึงจะเป็นของเจ้าของลิขสิทธิ์เดิม

อีกสิ่งหนึ่งที่เหมือนกับการทำ Securitization ทั่วไปคือมี Servicer หรือผู้ที่ทำหน้าที่บริหารลิขสิทธิ์ต่างๆ คอยเก็บค่าลิขสิทธิ์และให้บริการแก่นักลงทุน นอกจากนั้นแล้วยังมี Trustee เป็นผู้ดูแลผลประโยชน์แทนักลงทุน ซึ่งตามปกติแล้วักลงทุนจะเป็นผู้ที่มีสิทธิที่จะได้รับผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นก่อนผู้อื่น สรุปแล้วศิลปินนักร้องจะมีบทบาท เหมือนองค์กรที่เป็น Originator ส่วนักลงทุนคือผู้ให้กู้ยืม ผลประโยชน์หลังจากหักค่าใช้จ่าย และจ่ายผลตอบแทน/เงินที่ลงทุนให้แก่ักลงทุนแล้วจึงจะเหลือเป็นของเจ้าของลิขสิทธิ์

(3) กรรรมสิทธิในภาพยนตร์ : Bond Bonds

บริษัทอิตาลีเป็นรายแรกที่นำเอารายได้จากภาพยนตร์ที่ครอบครองกรรมสิทธิ์อยู่มาทำ Securitization ในเดือนมีนาคม ปี 1991 ซึ่งรวมถึงภาพยนตร์เรื่อง เจมส์ บอนด์ 007 ด้วย ศิลปินนี้มีผู้เรียกว่า Bond Bonds ตราสารหนี้ออกโดยผู้ผลิตภาพยนตร์รายใหญ่ที่สุดของอิตาลีชื่อ Gecchi Gori ขนาดของตราสารหนี้ที่ออกคือ 500,000 ล้านดอลลาร์ หรือราว 280 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ตราสารหนี้คำประกันโดยรายได้

จากการขายภาพยนตร์และวีดีโอรวมทั้งค่าลิขสิทธิ์จากการอนุญาตให้ฉายทางโทรทัศน์ Gecchi Gori เป็นผู้ถือกรรมสิทธิ์ภาพยนตร์อิตาลีและภาพยนตร์นานาชาติราว 1,000 เรื่องรวมทั้งภาพยนตร์เรื่องเจมส์ บอนด์ ด้วย

การทำดีลแบบนี้ที่เป็นข่าวใหญ่อีกอันหนึ่งคือ สตีเฟน สปิลเบิร์ก ผู้บริหารของดรีมเวิร์กได้ระดมทุนจำนวน 1 พันล้านดอลลาร์ ด้วยการนำเอารายได้ในอนาคตทั้งจากภาพยนตร์ที่จะสร้างใหม่และจากที่มีอยู่ในสต็อกมาเป็นหลักประกัน ซึ่งที่ผ่านมาภาพยนตร์เหล่านี้สามารถทำรายได้จากการนำออกฉายซ้ำทางโทรทัศน์ หรือผลิตเป็นวีดีโอ ภาพยนตร์ที่นำมาเป็นหลักประกันนั้นประกอบไปด้วย Gladiator, Shrek, American Beauty และ Saving Private Ryan เป็นต้น หลังจากภาพยนตร์ออกฉายได้สองสามสัปดาห์ก็จะการคาดคะเนรายได้จากการฉายทั้งหมดดรีมเวิร์กจะได้รับเงินล่วงหน้าจากการประมาณการข้างต้น ซึ่งการระดมทุนดำเนินการโดย JP Morgan และ FleetBoston ส่วนที่เป็น Senior Tranche จะรับประกันโดย Ambac Insurance ทำให้ได้เรตติ้งที่ AAA

(4) สิทธิบัตรในยารักษาโรค

ในปี 2004 Private Equity Fund ชื่อ Paul Capital Partners ได้ระดมทุนจำนวน 229 ล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยนำเอาผลประโยชน์ที่จะได้รับจากสิทธิบัตรยารักษาโรค และผลิตภัณฑ์ทางการแพทย์ จำนวน 23 รายการ มาเป็นหลักประกัน คัดเลือกจากโครงการต่างๆ ที่ลงทุนไปโดย Paul Royalty Fund I, L.P. 13 โครงการในจำนวนที่ลงทุนไปทั้งสิ้น 19 โครงการ นอกจากนั้นแล้วยังมีการประกันจาก Ambac Insurance อีกด้วย ถือเป็นครั้งแรกที่มีนำเอาผลประโยชน์จากสิทธิบัตรยามาระดมทุนผ่าน Securitization

หุ้นกู้ที่ออกมี 3 Tranche (A, B และ C) จำนวนเบื้องต้น 42.6, 16.0 และ 9.9 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ตามลำดับ ได้รับเรตติ้งเบื้องต้นจาก S & P ที่ A BBB และ BB โดยทั้งหมดจะครบกำหนดไถ่ถอนตามที่ประกาศไว้ในวันที่ 15 กรกฎาคม 2014 แต่คาดว่าจะมีการไถ่ถอนก่อนกำหนดทำให้อายุตราสารหนี้ลดลงและจะครบกำหนดราวเดือนตุลาคม 2011

Pool ของทรัพย์สินประกอบด้วยสิทธิบัตรยาที่ได้รับการรับรองจาก FDA 8 รายการ ซึ่งยาเหล่านี้วางขายในตลาดแล้วประมาณ 6.8 ปี รายได้จากยาทั้ง 8 รายการใน 1 ปีมีทั้งสิ้น 5.9 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ และจะจ่ายเป็นค่าสิทธิบัตรยาตลอดจนสิทธิเบ็ดเตล็ดอื่นๆ จำนวน 18.3 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ให้แก่ Originator ซึ่งในดีลนี้ได้แก่ Drug Royalty Corp. บริษัทแคนาเดียนที่เชี่ยวชาญในการให้กู้แก่สถาบันวิจัย มหาวิทยาลัย โรงพยาบาล บริษัทไบโอเทค บริษัทผลิตยา และ ผู้ถือสิทธิบัตรยาอื่นๆ แลกกับการได้เป็นเจ้าของสิทธิบัตรยาที่พัฒนาขึ้นทั้งหมดหรือ

บางส่วน โดยผู้ที่ลงทุนในสิทธิบัตรยาจะได้ผลประโยชน์เป็นร้อยละของยอดขายยาในแต่ละปี กองทุน Private Equity Fund อย่าง Paul Capital Partners มีฐานะเป็นผู้ลงทุนผ่านผู้เชี่ยวชาญด้าน Drug Royalty Financing อย่าง Drug Royalty Corp. และรับผลประโยชน์เป็นค่าลิขสิทธิ์ยาเป็นรายปีดังที่กล่าวข้างต้น เงินที่นำมาลงทุนของ Paul Capital Partners ก็มาจากการทำ Securitization นั่นเอง ซึ่งดีลนี้มีการทำ Credit Enhancement 3 แบบด้วยกันคือ Over-collateralization ร้อยละ 26.6 มีสำรองเผื่อสภาพคล่องเพื่อจ่ายดอกเบี้ยได้อีก 6 เดือน รวมทั้งมีหุ้นกู้ด้อยสิทธิเพื่อรองรับกรณีที่ค่าสิทธิบัตรยาต่ำกว่าที่คาดไว้อีกด้วย

(5) ทรัพย์สินทางปัญญาอื่นๆ

นอกจากที่กล่าวมาแล้วยังมีการนำเอาทรัพย์สินทางปัญญามาทำ Securitization อีกหลายอย่าง เช่น ในปี 1993 Calvin Klein ระดมเงินจำนวน 58 ล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยการออกตราสารที่มีสิทธิบัตรน้ำหอม Calvin Klein และรายได้ในอนาคตจากการใช้ชื่อ Calvin Klein ในสินค้าอื่นๆ เป็นหลักประกัน ในปี 2003 บริษัท Guess ก็ระดมทุน ด้วยวิธีเดียวกันจำนวน 75 ล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยเอารายได้จากการให้ใช้ชื่อ Guess จำนวน 14 สัญญาทั้งในประเทศและต่างประเทศมาเป็นหลักประกัน ได้เรตติ้ง BBB จาก S & P

- การนำเอาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL) มาทำ Securitization

ในช่วงที่เกิดภาวะวิกฤตทางการเงินในเอเชีย สถาบันการเงินต่างๆ มีหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้กันเป็นจำนวนมาก ทางออกในการแก้ไขปัญหาอย่างหนึ่งคือการนำมาทำ Securitization เพื่อตัด NPL ออกจากงบดุล ลดความจำเป็นที่จะต้องเพิ่มทุนและตั้งสำรองเผื่อหนี้เสียลง ประเทศที่ใช้แนวทางนี้ในการแก้ปัญหาได้แก่ ญี่ปุ่น เกาหลีใต้ อิตาลี จีน ล่าสุดก็มี มาเลเซีย และอินเดียเข้าร่วมในขบวนการนี้ด้วย

ผู้ที่ทำดีลแบบนี้เป็นรายแรกน่าจะเป็น Resolution Trust Corporation (RTC) ในสหรัฐอเมริกา ที่ระดมเงินจากการขายหนี้เสียก้อนใหญ่และการทำ Securitization เพื่อนำเงินไปซื้อหนี้เสียของ Saving & Loan จำนวน 750 แห่งเป็นมูลค่ารวมทั้งสิ้น 460 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยในช่วงแรก RTC ได้เงินทุนเริ่มต้นมาจากการออกพันธบัตรที่มีรัฐบาลค้ำประกันจำนวน 30 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และค้ำประกันบางส่วนอีก 20 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

- โมเดลการนำ NPL มาทำ Securitization ในญี่ปุ่น

ดังที่ทราบกันดีอยู่แล้วว่าสถาบันการเงินของญี่ปุ่นประสบปัญหานี้มาอย่างยาวนานแล้ว ทั้งระบบมีหนี้เสียรวมกันจำนวนมหาศาลที่ยังไม่สามารถแก้ไขปัญหาได้ ในเดือนเมษายน ปี 1999 Prof. Edward Altman ร่วมกับ Ellen Herr และ Goe Miyazaki ได้เขียนบทความเรื่อง “The Japanese Non-performing Loans Problem :

Securitization as a Solution” ขึ้นโดยบทความนี้ได้แนะนำให้สถาบันการเงินของญี่ปุ่น ที่มีหนี้เสียควรจะนำมา Pool กันแล้วขายให้ SPV ราคาตลาด เมื่อทำแบบนี้แล้ว เงินกู้ให้แก่ลูกค้าที่กลายเป็น NPL จะกลายเป็นเงินกู้ให้ SPV แทน หลังจากนั้น SPV จะสามารถระดมเงินด้วยการออกตราสารหนี้ที่ค้ำประกันด้วยด้วย NPL ที่ซื้อมาและ ชำระคืนเงินกู้ให้แก่สถาบันการเงินที่ขาย NPL มาให้ ในเมื่อเงินกู้ที่เป็น NPL ขายให้แก่ SPV ในราคาตลาดหมายความว่าผู้ขายยอมขาดทุนในจำนวนไม่น้อย ซึ่งสถาบันการเงินที่ขายสามารถใช้ผลขาดทุนนี้เป็น Tax Shelter ได้ รวมทั้งไม่จำเป็นต้องเพิ่มทุนและตั้งสำรองเผื่อหนี้เสียในส่วนนี้อีกต่อไป ส่วน SPV เองก็พยายามที่จะขายหลักประกันเงินกู้ให้แก่บริษัทอสังหาริมทรัพย์ไปเรื่อยๆ จนกว่าจะหมด

หลังจากนั้นในเดือนพฤศจิกายน ปี 1999 Morgan Stanley Dean Witter (MSDW) ก็นำเอาคำแนะนำนั้นมาปฏิบัติโดยได้ออก Structured Notes ในอัตราดอกเบี้ยลอยตัวจำนวน 21 พันล้านเยนโดย SPV ที่ตั้งในเกาะเคย์แมน ชื่อ International Credit Recovery – Japan One Ltd. ซึ่งถือเป็นครั้งแรกที่นำเอาเทคนิคในตลาดทุนมาประยุกต์เพื่อปัญหา NPL ตีของ MSDW ค้ำประกันด้วย NPL ซึ่งมีอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักประกันอีกทีหนึ่งเป็นจำนวนถึง 700 รายการในรูปแบบต่างๆ ทั่วญี่ปุ่น

ต่อมาได้มีการจัดตั้ง Resolution and Collection Corp. (RCC) ขึ้นเพื่อแก้ไข ปัญหา NPL ของสถาบันการเงินจำนวน 17.4 ล้านล้านเยน ตามแผนการ RCC จะซื้อ NPL จากสถาบันการเงินโดยแลกกับ Certificate ที่ให้สิทธิได้รับผลประโยชน์จาก NPL ใน Pool ธนาคารอาจจะถือไว้เองหรือขายไปได้ ส่วน NPL ที่ถูกโอนไป SPV จะเป็นผู้บริหารในรูปแบบต่างๆ เช่น การติดตามทวงหนี้ การแลกหนี้กับทุน เป็นต้น RCC เริ่มต้นทำ Securitization ค้ำประกันด้วย NPL เป็นครั้งแรกในเดือนมกราคม 2002

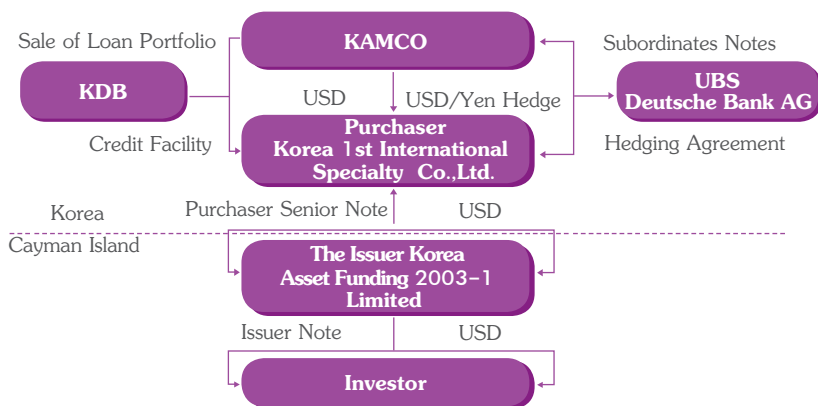
- โมเดลการนำ NPL มาทำ Securitization ในเกาหลีใต้

เกาหลีใต้เป็นอีกประเทศหนึ่งที่มีปัญหาวิกฤตทางการเงินในปี 1997 โดยช่วงก่อนหน้านั้นรัฐบาลมีนโยบายให้สถาบันการเงินปล่อยกู้แก่โครงการที่รัฐบาลให้การสนับสนุนในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าปกติ แม้ว่าโครงการนั้นจะมีความเป็นไปได้ในทางธุรกิจน้อยก็ตาม เมื่อเกิดภาวะวิกฤตขึ้นเงินกู้ตามนโยบายรัฐบาลเหล่านั้นก็กลายเป็น หนี้เสียไม่ก่อให้เกิดรายได้ โดยมีสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 20-30 ของเงินกู้คงค้างทั้งหมด

ในการแก้ปัญหารัฐบาลบังคับให้สถาบันการเงินทำอย่างใดอย่างหนึ่งระหว่าง ตั้งสำรองเพิ่มขึ้น หรือไม่ก็ขายไปให้หน่วยงานปรับโครงสร้างภาคการเงินของเกาหลี หรือ Korea Asset Management Company (KAMCO) ในราคาตลาด ทั้งนี้

KAMCO ตั้งขึ้นมาในปี 1962 โดยธนาคารเพื่อการพัฒนาของเกาหลีเพื่อทำหน้าที่เป็นตัวกลางแก้ไขปัญหานี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ ในปี 1997 KAMCO มีการปรับโครงสร้างใหม่โดยรัฐบาลมอบหมายให้เป็นผู้ซื้อ NPL ของสถาบันการเงินเกาหลี สถาบันการเงินส่วนใหญ่พอใจที่จะขายมากกว่าที่จะถือไว้เอง ด้วยเหตุนี้เมื่อถึงปลายปี 1998 KAMCO ได้ซื้อ NPL เข้าพอร์ตเป็นจำนวนถึง 44 ล้านล้านวอน ผลที่ตามคือ NPL ในระบบการเงินของเกาหลีลดลงไปเรื่อยๆ จนเหลือเพียงร้อยละ 7 เท่านั้น กระบวนการขาย NPL ในเกาหลียังคงดำเนินต่อไปจนถึงปี 1999

รูปที่ 6.2 โครงสร้างการทำ NPL Securitization ในเกาหลีใต้



ส่วนสถาบันการเงินนั้นเมื่อไรเกิดขึ้น NPL ที่ถูกซื้อไปนั้นซื้อในราคาตลาด ทำให้สถาบันการเงินต้องขาดทุนเป็นจำนวนมาก ผลกระทบอีกอย่างหนึ่งที่ตามมาคือ ธนาคารจำเป็นต้องควมรวมกิจการเข้าด้วยกัน จากรายงานประจำปีของ Fitch พบว่าธนาคารพาณิชย์มีจำนวนที่ลดลงจาก 26 แห่งเหลือเพียง 17 แห่ง Merchant Bank ลดลงจาก 30 รายเหลือ 13 ราย

เพื่อที่จะระดมทุนมาซื้อ NPL นั้น KAMCO ทั้งขาย NPL และทำ Securitization โดยมีการออกตราสารหนี้ถึง 14 รุ่นเมื่อสิ้นปี 2001 ในเดือนกรกฎาคม/สิงหาคม 2000 KAMCO ได้ออก Securitization นอกประเทศเป็นครั้งแรกในเอเชียหากไม่นับญี่ปุ่น และได้รับรางวัล Best Structured Finance Deal ประจำปี 2000 อีกด้วย

NPL ของ KAMCO แบ่งเป็น 3 กลุ่มแล้วแต่ระดับของความคืบหน้าในการแก้ไขปัญหานี้ NPL พอร์ตประกอบด้วยเงินกู้แก่ภาคเอกชนที่กำลังปรับโครงสร้าง จำนวน 135 รายการที่ซื้อมาจากสถาบันการเงินต่างๆ ของเกาหลี จำนวน 6 แห่ง

เช่น Korea Development Bank (KDB), Korea Exchange Bank, Cho Hung Bank, Hanvit Bank, Shinhan Bank และ Kookmin Bank ทั้งหมดอยู่ในรูปของเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ

คัสของ KAMCO มีการจัดตั้ง SPV ขึ้น 2 แห่งๆ หนึ่งตั้งขึ้นในเกาหลีและอีกแห่งตั้งที่ Cayman Islands KAMCO ขายพอร์ตโฟลิโอที่ซื้อมาให้แก่ Korean SPV ซึ่งจะเป็นผู้ออกหุ้นกู้ 2 รุ่นคือ Senior และ Subordinated Notes ในส่วนของ Senior นั้นนอกจากจะมี Credit Enhancement จากหุ้นกู้ด้อยสิทธิแล้วยังมี Credit Facility จาก KDB และ Korean SIC อีกด้วย ทั้งนี้หุ้นกู้ที่ไม่ด้อยสิทธินั้นจะขายให้แก่ Cayman SPV ขณะเดียวกัน Cayman SPV จะเป็นผู้ออกหุ้นกู้ตราดอกเบี้ยลอยตัวจำนวน 367 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ครอบคลุมในปี 2009 และมี Expected maturity ที่ 4.7 ปี หุ้นกู้นี้จะจดทะเบียนในตลาดหุ้นหลักทรัพย์และเสนอขายให้แก่นักลงทุนในสหรัฐอเมริกาตามกฎ 144(a) ได้รับเรตติ้งที่ BBB+ จาก Fitch Rating เหตุที่ได้เรตติ้งค่อนข้างดีก็เพราะมีสิทธิที่จะขายคืนให้แก่ KDC ในสัดส่วนที่ค่อนข้างมากถึงร้อยละ 60 ของจำนวนหุ้นกู้ทั้งหมด รวมทั้ง KDC เองก็มีเรตติ้งที่ BBB+ ด้วยเช่นกัน หุ้นกู้ที่เสนอขายแก่นักลงทุนที่ลอนดอน มีจำนวนจองซื้อมากกว่าที่เสนอขายถึง 2.5 เท่า

- การนำรายได้ภาครัฐมาทำ Securitization

ตามปกติหน่วยของรัฐจะมีทั้งที่สามารถสร้างรายได้เองในระยะยาว กับหน่วยงานที่ไม่มีโอกาสที่จะหารายได้เลย ซึ่งหน่วยงานของรัฐประเภทหลังนี้คงจะต้องอาศัยเงินงบประมาณที่เก็บจากภาษีอากรเป็นหลัก ส่วนหน่วยงานประเภทแรกนั้นสามารถที่จะระดมทุนจากตลาดทุนแล้วนำเอารายได้ในอนาคตจากโครงการมาจ่ายดอกเบี้ยและเงินต้นคืนได้ เช่น โครงการสาธารณูปโภคและสาธารณูปการทั้งหลาย ซึ่งเป็นโครงการที่ประชาชนได้รับประโยชน์ร่วมกัน เป็นต้น

ในช่วงที่รัฐบาลมีปัญหาด้านงบประมาณไม่มีเงินที่จะมาลงทุนในโครงการสาธารณูปโภคและสาธารณูปการต่างๆ นั้น การระดมทุนด้วยการนำเอารายรับของภาครัฐที่จะเกิดขึ้นในอนาคตมาเป็นหลักประกันจึงเป็นทางออกอย่างหนึ่ง ประเทศไทยช่วงหลังวิกฤตทางการเงินไม่มีงบประมาณมาลงทุนก็ใช้เทคนิคนี้ด้วยเช่นเดียวกัน เช่นในกรณีของการสร้างศูนย์ราชการ เป็นต้นที่นำเอารายได้จากค่าเช่าพื้นที่สำนักงานของโครงการที่จะได้รับในอนาคตเป็นหลักประกันในการออกตราสาร อย่างไรก็ตามมีประเด็นหนึ่งที่ยังถกเถียงกันอยู่ นั่นคือเงินที่ระดมมานี้ควรจะนับเป็นหนี้สาธารณะด้วยหรือไม่ ในประชาคมเศรษฐกิจยุโรป Eurostat ได้กำหนดแนวทางเอาไว้ว่าลักษณะไหนบ้างที่ควรจะนับหรือไม่นับเป็นหนี้สาธารณะ ซึ่งพอจะสรุปได้ดังนี้

(1) Future Flow Securitization ที่ไม่ได้แฝงอยู่กับทรัพย์สินที่มีอยู่

ก่อนแล้วให้ถือว่าเป็นการกู้ยืมของรัฐบาล เมื่อรัฐบาลโอนสิทธิในทรัพย์สินไปให้ SPV หรือ องค์กรอื่น รายรับที่เกิดขึ้นโดยที่ไม่มีอิงหรือแฝงอยู่กับทรัพย์สินที่บันทึกอยู่แล้วในงบดุล แต่เกิดจากกิจกรรมที่ดำเนินการโดยรัฐบาล การทำ Securitization ไม่ได้มีส่วนเกี่ยวข้องใดๆ กับกิจกรรมที่ก่อให้เกิดรายได้ที่ระบุว่าจะนำมาใช้ชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นแก่นักลงทุน รวมทั้งไม่ได้มีอำนาจในการควบคุมกิจกรรมที่ทำให้เกิดรายได้ กิจกรรมต่างๆ ในการระดมทุนให้ถือว่าเป็นการกู้ยืมของรัฐบาล

(2) การค้าประกัน SPV หรือหน่วยงานอื่นโดยรัฐบาลแสดงถึงว่าการโอนความเสี่ยงนั้นยังไม่สมบูรณ์ และมีหลักฐานว่าไม่มีการเปลี่ยนแปลงกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สิน ดังนั้นการทำ Securitization ที่เกี่ยวข้องกับ SPV เป็นเหมือนการจัดชั้นหรือกลุ่มของ SPV ภายในองค์กรของรัฐหรือเป็นการแสดงว่าได้มีการให้กู้ยืมทางอ้อมแก่รัฐบาลโดย SPV ตามปกติแล้วการขายทรัพย์สินที่เป็น “True Sale” จะต้องเป็นการโอนอย่างสมบูรณ์ทั้งผลตอบแทนและความเสี่ยง ซึ่งหมายความว่าผู้ขายจะต้องไม่รับภาระในภายหลังหากทรัพย์สินที่โอนไปนั้นเกิดเสียหายหรือไม่สามารถก่อให้เกิดรายได้ตามที่คาดคะเนไว้ การค้าประกันของรัฐบาลเป็นสิ่งที่ยืนยันได้ว่าไม่มีการขายที่เป็น “True Sale” เกิดขึ้น หน่วยงานของรัฐยังมีส่วนที่เป็นเจ้าของทรัพย์สิน ดังนั้นกระแสเงินจากการทำ Securitization ในกรณีนี้จึงเป็นเหมือนการกู้ยืมของรัฐ โดยการจัดชั้นให้ SPV เป็นส่วนหนึ่งของภาครัฐ

(3) เมื่อใดที่สัญญาในการทำ Securitization ระบุให้มีการจ่ายเงินเพิ่มเติม ในภายหลังนอกเหนือจากที่จ่ายในตอนเริ่มต้นแล้ว จะต้องมีการเปรียบเทียบ ระหว่างจำนวนเงินที่มีการจ่ายในตอนต้น กับ มูลค่าตลาดที่มีการประเมินโดยผู้เชี่ยวชาญ หากมีส่วนแตกต่างกันเกินร้อยละ 15 ให้ถือว่าเป็นธุรกรรมนั้นเป็นการกู้ยืมโดยรัฐบาล

การทำ Future Flow Securitization จำเป็นต้องมีการประเมินว่ามีการโอนความเสี่ยงออกไปโดยสมบูรณ์หรือไม่ การที่ราคาที่จ่ายในช่วงเริ่มต้นต่ำกว่ามูลค่าตลาดที่ประเมินโดยผู้เชียวมากกว่าร้อยละ 15 จะถือผู้ซื้อไม่มีความเสี่ยงที่แท้จริงทำให้ธุรกรรมใกล้เคียงกับการกู้ยืมมากกว่า เหตุที่กำหนด Margin ไว้ที่ร้อยละ 15 นั้น เพราะมีการประเมินแล้วว่าสามารถครอบคลุมความเสี่ยงต่างๆ ที่โอนไปให้ SPV ได้อยู่แล้ว ดังนั้นธุรกรรมที่มี Margin เกินกว่าที่กำหนดไว้จึงถือว่าเป็นการกู้ยืมของรัฐ และให้นับรวมเป็นหนี้สาธารณะด้วย รวมทั้งไม่มีผลต่อการขาดดุล/เกินดุลงบประมาณอีกด้วย

(4) มูลค่าที่ได้รับจากทรัพย์สินที่โอนไปให้ SPV ในตอนเริ่มต้นนั้นจะถูกบันทึกให้เป็นเงินสดที่จ่ายให้แก่รัฐบาลโดย SPV โดยทันที แต่หากปรากฏว่าในตอนหลังมีการจ่ายเพิ่มเติมอีก (แต่อยู่ในช่วงที่ไม่เกินร้อยละ 15) ให้มี

ผลต่อการกู้ยืม/ให้ยืมสุทธิในกรณีที่ไม่ใช่การขายทรัพย์สินทางการเงิน ในช่วงเวลาที่มีการจ่ายเพิ่มเติมเกิดขึ้น

- การทำ Securitization ของรัฐบาลอิตาลี

รัฐบาลอิตาลีเป็นผู้หนึ่งที่น่าเอา Securitization มาเป็นเครื่องมือในการระดมทุน โดยได้ทำใน 3 โปรแกรมด้วยกันคือ

- 1) การทำ Securitization สำหรับทรัพย์สินที่เป็นอสังหาริมทรัพย์ (SCIP)
- 2) การทำ Securitization สำหรับรายได้ของรัฐในอนาคต (SCIC)
- 3) การทำ Securitization สำหรับส่วนที่จ่ายให้กองทุนประกันสังคม (SCCI)

รัฐบาลอิตาลีนำเอาส่วนที่องค์กรต่างๆ จะต้องจ่ายสบทบให้แก่กองทุนประกันสังคมแต่จ่ายช้ากว่ากำหนดมาทำ Securitization ในปี 1999 ด้วยการออกเป็น FRNs จำนวน 4.65 พันล้านยูโร ผู้ที่ระดมทุนคือ Istituto Nazionale per la Previdenza Sociale (INPS) ซึ่งเป็นหน่วยงานประกันสังคมของอิตาลี องค์กรพิเศษที่เป็นผู้ซื้อคือ Societa di Cartolarizzazione dei crediti INPS (SCCI) รับซื้อเงินที่จะได้รับในอนาคตของกองทุนจำนวน 42.3 พันล้านยูโร FRNs ที่ออกได้เรตติ้งที่ AAA และมีการเสนอขายต่อนักลงทุนในตลาดหลายครั้งซึ่งบางรุ่นก็หมดอายุไปแล้วก็มี ในตอนนี้ INPS ยังทำหน้าที่เป็น Collection Agent ตามเก็บเงินจากองค์กรที่จะต้องจ่ายสบทบให้กับกองทุน ความสำเร็จของอิตาลีในโครงการนี้ทำให้มีการระดมในลักษณะเดียวกันที่ประเทศปอร์ตุเกสอีกด้วยโดยมีการระดมทุนจำนวน 1.66 พันล้านยูโร ในชื่อของโครงการ Explorer

ในปี 2001 รัฐบาลอิตาลีได้ระดมทุนอีก 3 พันล้านยูโร ด้วยการนำเอารายได้สุทธิจากการออกลอตเตอรี่ขององค์กรของรัฐในอนาคต 5 ปีมาเป็นหลักประกัน SPV ที่ตั้งขึ้นมีชื่อว่า Cartolarizzazione del Crediti e dei Proventi Pubblici a Responsabilita Limita เจ้าของเป็นมูลนิธิในเนเธอร์แลนด์สองแห่ง SPV ที่ตั้งขึ้นรับซื้อสิทธิที่จะรับรายได้สุทธิในอนาคตจากการออกลอตเตอรี่ขององค์กรรัฐ 2 แห่งคือ Lotto และ Super Enalotto ไปจนถึงปี 2006 SPV ออกตราสารหนี้แบบอัตราดอกเบี้ยลอยตัว (FRNs) จำนวน 3 พันล้านยูโร เพื่อจ่ายเป็นค่าซื้อสิทธิรับรายได้ในอนาคต ตีลั่นออกแบบให้การชำระเงินแก่องค์กรของรัฐช้ากว่ากำหนดได้ทั้งนี้เพื่อคุ้มครองแก่นักลงทุนใน FRNs ให้ได้รับผลตอบแทนตามกำหนดผ่านตัว Trigger ที่จะเป็นผู้กำหนดว่า SPV มี Cash Flow เพียงพอที่จะจ่ายหรือไม่ ประกอบกับมี Over-collateralization ค่อนข้างมาก ทำให้ตราสารหนี้ที่ออกได้เรตติ้ง AAA ขณะเดียวกันในทางกฎหมายการขายสิทธิการรับรายได้ในอนาคตก็ไม่ถือเป็นหนี้สาธารณะอีกด้วย

นอกจาก 2 ตีลั่นที่กล่าวมาแล้วรัฐบาลอิตาลียังระดมทุนด้วยการทำ Securitization

ขนาดใหญ่อีกหนึ่งรายการหนึ่งคือการระดมทุนให้แก่โครงการอสังหาริมทรัพย์ของรัฐภายใต้ชื่อของ SCIP Program โดยมีการออกตราสารหนี้ตามโครงการนี้ 2 รุ่นในปี 2003 และ 2005 ในชื่อของ SCIP-1 และ SCIP-2 ตามลำดับ S & P ได้รายงานไว้ว่าได้จัดอันดับให้แก่โครงการที่สนับสนุนโดยรัฐบาลจำนวนทั้งสิ้น 17 รายการ มีจำนวนตราสารที่ออกทั้งสิ้นจนถึงเดือนกรกฎาคม 2005 49,459 พันล้านยูโร และมีมูลค่าคงค้างในระยะเวลาเดียวกัน 29.7 พันล้านยูโร

- การทำ **Securitization** รายได้จากข้อตกลงระหว่างรัฐและบริษัทผู้ผลิตบุหรี่

การฟ้องร้องระหว่างรัฐบาลท้องถิ่นของสหรัฐอเมริกา กับบริษัทผู้ผลิตรายใหญ่ 4 รายคือ Phillip Morris, RJ Reynolds, Brown & Williamson และ Lorillard ทำให้มีตกลงกันในเดือนพฤศจิกายน 1998 โดยผู้ผลิตบุหรี่ยอมที่จ่ายเงินให้แก่รัฐบาลท้องถิ่นจำนวน 46 รัฐ หลังจากนั้นแล้วก็มีผู้ผลิตบุหรี่รายเล็กๆ อีก 36 ราย ยินยอมทำข้อตกลงกับรัฐบาลท้องถิ่นด้วย ทำให้รัฐบาลท้องถิ่นเหล่านี้มีสิทธิที่จะรับเงินในอนาคตอย่างต่อเนื่องจากบริษัทผู้ผลิตบุหรี่ที่ทำข้อตกลงด้วย อย่างไรก็ตามรัฐบาลท้องถิ่นในสหรัฐอเมริกา มักจะประสบกับปัญหาขาดดุลงบประมาณ ด้วยเหตุจึงนำเอาสิทธิที่จะรับเงินจากในอนาคตจากบริษัทผู้ผลิตบุหรี่มาระดมทุนเป็นเงินก้อนเพื่อเอามาใช้ในโครงการต่างๆ ของรัฐก่อน เรียกว่า Tobacco Settlement-backed Bond หลังจากที่มีการออกตราสารหนี้ประเภทนี้มาเป็นจำนวนมาก แต่ก็ยังมีการฟ้องร้องบริษัทผู้ผลิตบุหรี่กันอยู่เป็นระยะๆ และผลการตัดสินของศาลก็ไม่เป็นผลดีต่อผู้ผลิตบุหรี่เท่าใดนัก ทำให้เรตติ้งของตราสารหนี้ประเภทนี้ลดลงเช่นกัน

- การนำเอารายได้จากทางด่วนที่ฮ่องกงมาทำ **Securitization**

รัฐบาลที่ปกครองฮ่องกงได้นำเอารายได้ที่เก็บจากค่าผ่านทางโมโตและสะพานที่รัฐบาลเป็นเจ้าของจำนวน 5 แห่งมาทำ Securitization ในเดือนพฤษภาคม 2004 โดยมีการจัดตั้ง SPV ชื่อ Hongkong Link 2004 Ltd. เสนอขายตราสารหนี้เป็น 6 พันล้านดอลลาร์ ฮ่องกง

- **Financial Future Flow**

เมื่อไม่กี่ปีมานี้มีการนำเอาเทคนิคของ Securitization ไปประยุกต์ใช้ในเรื่องอื่นๆ เช่น ธนาคารในตุรกี และ หลายประเทศในลาตินอเมริกาได้นำเอาเงินสกุลแข็งที่โอนจากต่างประเทศมาเป็นประโยชน์ในการระดมทุนของตนเอง เรตติ้งของตราสารหนี้จะขึ้นอยู่กับเรตติ้งของธนาคารที่ให้บริการโอนเงินระหว่างประเทศนั่นเอง แต่ส่วนใหญ่แล้วดีลในรูปแบบนี้จำเป็นต้องมีบุคคลที่สามมาช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือของตราสารด้วย

ตัวอย่างของ Financial Future Flow ได้แก่คนงานที่ไปทำงานต่างประเทศแล้ว

นำรายได้จากการทำงานส่งกลับให้ครอบครัวในบ้านเกิดของตัวเองผ่านธนาคารเงินที่โอนมานั้นมักจะเป็นเงินสกุลแข็งแต่เมื่อจะจ่ายให้แก่ญาติพี่น้องของผู้โอนจะจ่ายเป็นเงินสกุลท้องถิ่น หากธนาคารที่เป็นผู้รับโอนเงินมีหนี้เป็นเงินตราต่างประเทศและสามารถใช้เงินที่โอนมานั้นไปชำระให้แก่เจ้าหนี้ในต่างประเทศได้ก็จะช่วยให้ธนาคารนั้นมีโอกาสที่จะได้เรตติ้งดีขึ้นและระดมทุนในต้นทุนที่ถูกลง ในกรณีจึงไม่ใช่การนำเอารายได้ในอนาคตมาทำ Securitization เพราะเงินที่โอนมานั้นยังคงเป็นของลูกค้า แต่เป็นการโอน Cash Flow ในอนาคตให้มา Match กับการชำระดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารผู้ทำธุรกิจเงินโอนระหว่างประเทศมากกว่า

ธนาคารจะสามารถใช้เทคนิคนี้ระดมทุนในต้นทุนที่ถูกลงเพียงใด ก็ขึ้นอยู่กับความสามารถในการทำธุรกิจรับโอนเงินจากต่างประเทศได้มากน้อยเพียงใด โดยเฉพาะรายได้จากคนงานในต่างประเทศที่ส่งกลับประเทศของตัวเองนั้นในปีมีจำนวนไม่น้อย อย่างไรก็ตามการใช้เทคนิคแบบนี้ก็มีความเสี่ยงเช่นกัน โดยเฉพาะเมื่อเทคโนโลยีในการส่งเงินข้ามประเทศพัฒนาขึ้น เช่น การใช้ Paypal ธุรกิจโอนเงินระหว่างประเทศของธนาคารย่อมหดหายไป ไม่สามารถจะใช้เทคนิคนี้มาช่วยระดมทุนได้อีกต่อไป

- การนำเอาสินค้าคงคลังมาทำ Securitization

นอกจากที่กล่าวมาแล้วหลายประเทศในยุโรปยังมีการนำเอาสินทรัพย์อื่นๆ มาเป็นหลักประกันในการในการระดมทุน เช่น สินค้าคงคลัง เป็นต้น ในประเทศฝรั่งเศส Marne et Champagne ซึ่งเป็นผู้ผลิตแชมเปญ นำเอาสินค้าคงคลังที่เป็นแชมเปญมาเป็นหลักประกันในการระดมทุน อย่างไรก็ตามหลังจากออกมาเสนอขายต่อนักลงทุนไปแล้ว Originator เกิดมีปัญหาด้านการเงินขึ้น ตราสารหนี้ที่ออกมาแล้วจึงถูกลดเรตติ้งลงจาก BBB เหลือเพียง CCC

ดีลนี้เป็นตัวอย่างหนึ่งในการนำเอาเทคนิคของ Securitization มาช่วยในการระดมทุนแทนการกู้เงินจากสถาบันการเงินมาเป็นเงินทุนหมุนเวียน เพียงแต่เป็นการขายสินค้าคงคลังไม่ใช่ขายสินทรัพย์ทางการเงินเหมือนการทำตามปกติเท่านั้น

นอกจากดีลข้างต้นแล้วผู้ค้าเพชรในเบลเยียมชื่อ Rosy Blue เอาใบกำกับสินค้าสินค้าคงคลังที่เป็นเพชรที่มีมูลค่า 165 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ มาขายให้ SPV ที่ตั้งขึ้นชื่อว่า Rosy Blue Carat SA ซึ่งจะเป็นผู้ออกตราสารหนี้มูลค่า 100 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ส่วนที่เกินก็คือ Over-collateralization

Moodys' ได้ให้แนวทางเบื้องต้นไว้ว่าสินค้าคงคลังแบบใดบ้างที่จะสามารถนำมาทำ Securitization ดังนี้

- 1) เป็นสินค้าในตลาดที่มีการกำกับดูแลและมี Barrier to Entry สูง
- 2) มีตลาดแบบเปิดและตลาดรองที่มีการจัดการอย่างเป็นระบบ เช่น Antwerp

Diamond Index สำหรับกรณีของ Rosy Blue และ Champagne Open Market และ Inter-champagne Market สำหรับกรณีของ Marne et Champagne

3) เป็นสินค้าคงคลังที่สามารถนำมาซื้อขายได้และมีสภาพคล่อง

4) เป็นสินค้าที่มีความคงทนไม่เสื่อมสลายไปก่อนระยะเวลาที่คาดไว้

สำหรับประเทศไทยเองก็เคยมีการเอาสินค้าคงคลังมาเป็นหลักประกันในการระดมทุนด้วยเช่นเดียวกัน โดยบริษัทแสงโสมนำเอาเหล้าที่ผลิตและเก็บไว้ในสต็อกมาเป็นหลักประกันในการระดมทุนด้วยการออกหุ้นกู้จำนวน ล้านบาทในปี ซึ่งเป็นช่วงที่เกิดภาวะวิกฤตทางการเงินทำให้การระดมทุนจากสถาบันการเงินทำได้ลำบาก บริษัทแสงโสมจึงได้นำเอาเหล้าในสต็อกมาเป็นหลักประกันในการระดมทุนดังกล่าว

- การนำเอามูลค่าแฝงในกรรมสิทธิ์ประกันชีวิตมาทำ **Securitization**

พัฒนาการของ Securitization ที่เกิดขึ้นไม่นานมานี้คือการนำเอามูลค่าแฝงในกรรมสิทธิ์ประกันชีวิตมาทำ Securitization ในกรณีนี้ไม่ใช่การโอนความเสี่ยงออกไปอย่าง Catastrophe Risk ซึ่งจะได้กล่าวถึงในภายหลัง แต่เป็นนำเอาส่วนต่างระหว่าง Cash Inflow และ Outflow ของบริษัทประกันชีวิตมาเป็นหลักประกันถือได้ว่าเป็น Asset Class ใหม่ที่เพิ่งมีการนำมาใช้ในการระดมทุน

ในธุรกิจประกัน Cash Flow ที่บริษัทที่รับประกันรับจากลูกค้าและต้องจ่ายออกไปนั้นมีดังนี้

1) Inflow

- พรีเมียม
- ค่าเบี้ยรายปี
- รายได้จากการลงทุนและรายรับจากเงินทุน
- รายได้จากค่าธรรมเนียม (จากกรรมสิทธิ์บางประเภท)

2) Outflow

- ผลประโยชน์ตามกรรมสิทธิ์
- การจ่ายเงินรายปี
- เงินลงทุน
- ค่าซ่อมความ แบ่งออกเป็น

1) ค่าใช้จ่ายในตอนเริ่มต้นและต่อเนื่อง

2) ค่าใช้จ่ายด้านเงินทุนและเงินลงทุน

- ภาษี

ส่วนที่เหลืออยู่หลังจากหักส่วนที่จ่ายออกไปแล้วถูกนำมาใช้ในการระดมทุนซึ่งบางครั้งก็เรียกติดแบบนั้นว่า “Block of Business Securitization” ถือเป็นการนำรายได้ในอนาคตมาแปลงให้เป็นเงินเพื่อนำมาใช้ก่อน บริษัทประกันรายแรกๆ ที่

ระดมทุนแบบนี้คือ American Scandia Life Assurance Company (ASLAC) ในช่วงปี 1996 -2000 ระดมทุนด้วยวิธีนี้ถึง 13 ครั้ง Hanover Re ก็ใช้เทคนิคแบบนี้ด้วยเช่นเดียวกัน แต่กรณีที่น่าสนใจที่สุดน่าจะเป็นกรณีของ National Provident Institutions (NPI) บริษัทประกันของอังกฤษ ขายผลประโยชน์จากพูลของกรมธรรม์ประกันชีวิตในรูปของ Whole Business Securitization เป็นจำนวนเงินสูงถึง 4.08 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยมีมูลค่าคงเหลือหลังหักค่าใช้จ่ายไปแล้ว 487 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี 2004 Friend Provident Life and Pensions Limited ก็ระดมทุนเพื่อใช้เป็น Tier I Capital ผ่าน Box Hill Life Finance เป็นจำนวน 380 ล้านดอลลาร์ โดยออกเป็น FRNs

เหตุที่บริษัทประกันหันมาทำ Securitization ด้วยวิธีนี้ก็เพราะการลดลงของ Free Asset Ratio ซึ่งคำนวณจากมูลค่าตลาดของบริษัทประกัน ลบ ภาระที่ต้องจ่ายตามกรมธรรม์ซึ่งที่สำคัญคือ Economic Capital หรือ Solvency ของผู้รับประกัน Free Asset Ratio จะรวมถึงมูลค่าแฝงของ Value of in-force Policies (VIF) ซึ่งก็คือ Net Present Value ของกำไรในอนาคตในบัญชีที่จะถูกประเมินเป็นประจำทุกปี มูลค่าที่แฝงอยู่ของบริษัทประกันชีวิตกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ ทุนทั้งหมดที่มีอยู่ บวกด้วย VIF

แรงจูงใจในการทำ Securitization มูลค่าแฝงก็คือการทำ Monetize ค่า VIF ทั้งนี้เพราะระบบบัญชีใหม่จะไม่รับรู้ถึง VIF ยกเว้นแต่จะถูกนำมาทำเป็น Securitization แล้วถึงจะถือว่าเป็นส่วนหนึ่งของทุนหากการชำระคืนเงินที่ระดมมาได้ นั้นมาจากส่วนเกินของพูลกรมธรรม์ประกันชีวิตที่กำหนดไว้ ส่วนที่ไม่ได้กำหนดไว้ จำเป็นต้องอาศัยความกระจ่างทางกฎหมายว่าจะสามารถนับเป็นทุนได้หรือไม่ ด้วยเหตุนี้เองจะเห็นบริษัทประกันใช้เทคนิคนี้เป็นทางออกกันเป็นจำนวนมาก



บทที่ 7

Synthetic Securitization

ตามปกติแล้วการทำ Asset Securitization หมายถึงการแปลงทรัพย์สินให้กลายเป็นหลักทรัพย์ แต่ถ้าสินทรัพย์นั้นไม่ใช่สินทรัพย์จริงๆ เป็นเพียงสินทรัพย์ที่สังเคราะห์หรือทำเทียมขึ้นมาแล้วมีการโอนเพื่อแปลงเป็นหลักทรัพย์ เราก็เรียกว่าเป็น “Synthetic Securitization” เทคโนโลยีในการออกตราสารแบบนี้ถ่ายทอดมาจากตลาดอนุพันธ์ โดยที่ Position ของความเสี่ยง และผลตอบแทนสร้างขึ้นมาจากธุรกรรมที่เป็นอนุพันธ์ หลักพื้นฐานของ Synthetic Securitization ก็คือ ธุรกรรมอนุพันธ์ หรือธุรกรรม การโอนความเสี่ยง และวัตถุประสงค์ที่ทำการเลียนแบบการโอนสินทรัพย์จริงๆ

การทำ Synthetic Securitization ได้รับความนิยมแพร่หลายไปอย่างรวดเร็วโดยเฉพาะการทำในรูปแบบของ CDOs พูลของเงินกู้ขนาดย่อม และสินทรัพย์รายย่อย ด้วยความง่ายในการทำและการขายต่อนักลงทุนจึงมีการออกแบบที่ยากขึ้น อย่างเช่น CDO Square ซึ่งเป็นการผสมกันระหว่างความเสี่ยงด้านเครดิตของผู้ออก สินค้าโภคภัณฑ์ และอัตราดอกเบี้ยรวมกัน

7.1 Cash และ Synthetic Securitization

การทำ Securitization ตามปกตินั้นจะมีการระดมทุนโดยผู้ที่สร้างสินทรัพย์นั้นขึ้น (Originator) และเมื่อมีการโอนสินทรัพย์นั้นไปให้ SPV ก็เพื่อแลกกับเงินหรือ Cash ด้วยเหตุนี้จึงระดมทุนในรูปแบบนี้ว่า Cash Structure Securitization

ในกรณีของ Synthetic Securitization ต่างกันออกไปโดยสิ้นเชิงเพราะไม่มีการโอนและเงินเข้ามาเกี่ยวข้อง อย่างแรกคือการโอนทรัพย์สินก็ไม่ใช้การโอนกันจริงๆ แต่เป็นการโอนตามสัญญาอนุพันธ์ (Derivative Contract) ถ้าหาวัตถุประสงค์ของการการโอนคือความเสี่ยงด้านเครดิต อนุพันธ์ที่นำมาใช้คือ Credit Derivative

ในการทำ Credit Derivative นั้นสินทรัพย์ที่เป็นเครดิตจะถูกทำจำลองขึ้นมาโดยฝ่ายหนึ่งและโอนความเสี่ยงด้านเครดิตไปให้อีกฝ่ายหนึ่ง เช่นธนาคาร A มี Counterparty หรือลูกหนี้คือ B ต้องการโอนความเสี่ยงด้านเครดิตของ B ออกไปด้วยการทำ Credit Derivative กับอีกฝ่ายหนึ่งคือ ธนาคาร C ในกรณีนี้ A คือผู้ซื้อ การคุ้มครอง (Protection Buyer) ส่วน C คือผู้ขายการคุ้มครอง (Protection Seller)

ในช่วงเวลาตามสัญญา Credit Derivative ธนาคาร A ต้องจ่าย Premium ตามจำนวนที่ได้คำนวณขึ้นไปจนกว่าจะจบสัญญา ถ้าหากในระหว่างสัญญาลูกหนี้คือ B เกิดปัญหา ไม่สามารถชำระหนี้ให้แก่ธนาคาร A ได้ ธนาคาร C ก็จะต้องเป็นผู้จ่ายให้แก่ธนาคาร A แทน แต่ถ้าหากไม่มีอะไรเกิดขึ้นสัญญาก็จะจบลงไปตามระยะเวลาที่ตกลงกันไว้

Credit Derivative แบบที่กล่าวมาข้างต้นมีชื่อเรียกว่า “Credit Default Swap” ซึ่งเลียนแบบมาจาก “Interest Rate Swap” ผู้ที่ขายการคุ้มครองก็จะได้รับผลตอบแทนเป็น Premium โดยธนาคาร C ก็เป็นเสมือนเจ้าของเงินกู้ที่ให้แก่ B เองทั้งๆ ที่ไม่ได้ปล่อยกู้เอง ผู้ที่ขายการคุ้มครองไม่ได้มีการระดมทุนเพราะต้องการเงิน และไม่รับอะไรเป็นการชดเชยการระดมทุน แต่เป็นเพียงผู้รับความเสี่ยงที่ติดอยู่กับสินทรัพย์ และได้รับผลตอบแทนเป็น Spread ที่เท่ากับค่าของความเสี่ยงที่ตัวเองรับอยู่ ดังนั้นผู้ขายการคุ้มครองในแง่ของ Credit Derivative จึงเหมือนการซื้อหรือสร้างสินทรัพย์ที่เป็นเครดิตแบบเทียมๆ นั่นเอง

หากเข้าใจเรื่องของสินทรัพย์ที่เป็นเครดิตแบบเทียมๆ แล้วก็จะสามารถเข้าใจ Synthetic Securitization ได้ง่ายขึ้นจากตัวอย่างที่กล่าวมาข้างต้น สินทรัพย์ที่เป็นเครดิตหรือเงินกู้เสมือนหนึ่งว่าถูกโอนไปให้อีกฝ่ายหนึ่ง โดยไม่จำเป็นว่าธนาคาร A ได้เป็นผู้ครอบครองสินทรัพย์หรือไม่ เพราะในความเป็นจริงแล้วความเป็นเจ้าของในสินทรัพย์นั้นได้เป็นหลักประกันในธุรกรรมระหว่างธนาคาร A และ B ไปแล้ว Synthetic Securitization จะเกิดขึ้นเมื่อสินทรัพย์ที่ SPV ซื้อมานั้นเป็นสินทรัพย์เทียม

7.2 แนวทางปฏิบัติทั่วไปในการทำ Synthetic Securitization

- (1) ผู้ที่สร้างสินทรัพย์ขึ้น (Originator) จะต้องระบุว่าสินทรัพย์ใดในพอร์ตโฟลิโอที่ต้องการจะโอนแบบ Synthetic
- (2) ผู้ที่สร้างสินทรัพย์ขึ้นดำเนินการจัดตั้ง SPV
- (3) SPV เป็นผู้ออก Credit Linked Notes (CLNs) ซึ่งเป็นตราสารหนี้อย่างหนึ่งที่มี Underlying เป็น Credit Default Swap (CDS) มูลค่าหน้าตัวจะเท่ากับมูลค่าของ CDS ซึ่งผู้ถือตัวเป็นผู้ขาย ทำให้ผู้ขายตัวกลายเป็นผู้ซื้อการคุ้มครอง หากเครดิตหรือเงินกู้เกิดอะไรขึ้นเงินต้นและดอกเบี้ยหรือทั้งหมดที่จะจ่ายให้แก่ผู้ถือตัวจะชดเชยโดย Swaps
- (4) ดังนั้นผู้สร้างสินทรัพย์ขึ้นได้ซื้อการคุ้มครองเท่ากับจำนวนของ CLNs ที่ออกโดย SPV
- (5) จำนวนเงินที่ระดมมาจาก CLNs ตามปกติจะนำมาลงทุนให้พันธบัตรรัฐบาล แนวคิดคือไม่ต้องการให้มี Counterparty Risk เกิดขึ้น

(6) ในทางกลับกัน SPV จะขาย CDS ให้กับ Originator เท่ากับจำนวนของพอร์ตโฟลิโอที่ใช้อ้างอิง

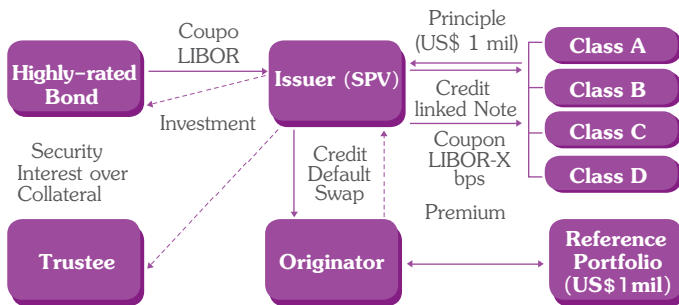
(7) Originator ในฐานะที่เป็นผู้ซื้อการคุ้มครองยินดีที่จะจ่าย Premium ให้แก่ SPV นอกจากนั้นแล้ว SPV ยังจะได้ดอกเบี้ยจากเงินที่ลงทุนในพันธบัตรอีกส่วนหนึ่งด้วย

(8) ถ้าหากยังไม่เกิด Credit Default ขึ้น นักลงทุนก็จะได้รับผลตอบแทนเท่ากับดอกเบี้ยจากพันธบัตร บวกด้วย Premium

(9) เมื่อเกิด Default ขึ้น SPV จะขายพันธบัตรที่ลงทุนไว้เพื่อนำเงินไปจ่ายให้แก่ Originator ที่ซื้อการคุ้มครองเอาไว้ รวมทั้งหากมีการลดดอกเบี้ยหรือเงินต้นลง นักลงทุนก็จะเสียผลประโยชน์ไปด้วยเช่นกัน

(10) ธุรกรรมจะยังดำเนินต่อไปจนหมดอายุของสัญญา หรือจนกระทั่งผู้มีการชำระหนี้ทั้งหมดในพอร์ตโฟลิโอไม่ได้อยู่ในพอร์ตอีกต่อไป

รูปที่ 7.1 Unleveraged Synthetic Securitization



รูปข้างต้นแสดงถึงการทำ Synthetic Securitization อย่างง่าย โดยที่ Originator ไม่ได้ก่อหนี้เพิ่ม ตามรูปนี้ Originator ในฐานะที่เป็นผู้ซื้อการคุ้มครองความเสี่ยง ได้โอนความเสี่ยงจากพอร์ตเงินกู้ที่ระบุไว้จำนวน 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ไปให้ SPV แต่เนื่องจาก SPV เป็นเพียงนิติบุคคลเฉพาะไม่มีความน่าเชื่อถือพอที่จะทำ Swap กับ Originator ได้จึงนำไปวางหลักประกันที่โอนมาให้ Trustee เป็นผู้ดูแลแทน ขณะเดียวกัน SPV ก็จัดการโอนความเสี่ยงไปให้นักลงทุนเป็นผู้รับแทนด้วยการออก Credit-linked Notes ขายให้นักลงทุนเท่ากับจำนวนของพอร์ตที่ต้องการคุ้มครองความเสี่ยงคือ 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งเงินจำนวนนี้ไม่ได้เป็นของ Originator หาก SPV จะนำไปลงทุนในตราสารหนี้ที่มีความน่าเชื่อถือสูงแทน CLNs ที่ขายให้นักลงทุนนั้นมี Credit Derivative แฝงอยู่ด้วย ทำให้เงินที่คุ้มครองความเสี่ยงด้านเครดิตที่จะจ่ายให้แก่ Originator ต้องหลังจากที่จ่ายเป็นเงินต้นและดอกเบี้ยให้นักลงทุนใน CLNs ก่อน ในกรณีตัวอย่างนักลงทุนจะได้รับผลตอบแทน

เท่ากับ SPV ได้รับจากการนำเงินไปลงทุนในตราสารคุณภาพดีที่ LIBOR บวกด้วย Premium ที่ Originator จ่ายให้แก่ SPV เป็นค่าตอบแทนในการรับโอนความเสี่ยงจากพอร์ตของ Originator จากตัวอย่างข้างต้น CLNs ออกเป็น 4 Tranche ด้วยกัน คือ A, B, C และ D ซึ่งจะแบ่งเป็นกี่ Tranche ก็ขึ้นอยู่กับว่าจะคุ้มครองให้ใครแค่ไหนเพียงใด ผลตอบแทนที่แต่ละ Tranche จะได้รับย่อมขึ้นอยู่กับว่ารับภาระความเสี่ยงมากน้อยแค่ไหน

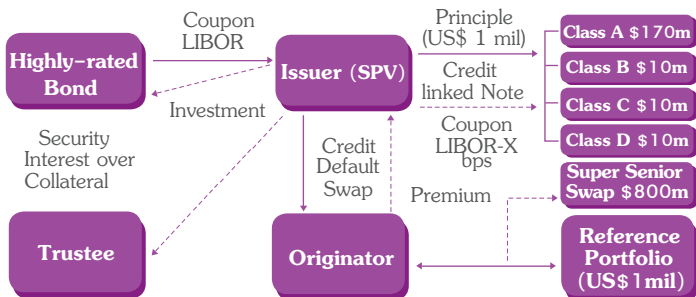
ตามปกติแล้วการแบ่งตราสารออกเป็นหลาย Tranche หรือ Class แบบนี้มักจะออกแบบให้ Tranche หลังๆ เช่น D รับภาระก่อนแต่ถ้าหากยังไม่พอกับความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจึงขยับไปมีผลกระทบต่อ Tranche อื่นๆ ที่เหนือขึ้นไปตามลำดับ โดยสรุปก็คือ Tranche A จะได้รับการคุ้มครองจาก Tranche B, C และ D ส่วน Tranche B จะได้รับการคุ้มครองจาก Tranche C และ D และ Tranche C จะได้รับการคุ้มครองจาก Tranche D มีเพียง Tranche เดียวเท่านั้นที่ไม่ได้รับการคุ้มครองจากใครเลย ตามปกติแล้ว Tranche ควรจะได้รับเรตติ้งที่ AAA โดยจะต้องมี Credit Enhancement อย่างน้อยร้อยละ 15 ของจำนวนเงินต้นใน Tranche A ส่วน Tranche B, C และ D ยังต้องมี Credit Enhancement อีกร้อยละ 15 ของจำนวนเงินที่ออก

เนื่องจาก D เป็น Tranche ที่มีความเสี่ยงสูงที่สุดจึงควรจะได้รับผลตอบแทนสูงสุดด้วยเช่นเดียวกัน การกำหนดราคาของการโอนความเสี่ยงออกจาก Originator จึงกำหนดโดยตลาดทุนผ่าน WAC หรือ Weighted Average Coupon ยิ่ง WAC สูงเท่าใดก็แสดงว่าตลาดมองพอร์ตที่นำมาอ้างอิงนั้นมีความเสี่ยงมากน้อยเพียงใด

- Leverage Risk Transfer

ตามปกติแล้ว Synthetic Securitization มักจะทำในรูปของ Leverage Risk Transfer มากกว่าที่จะเป็น Unleverage ตามตัวอย่างที่กล่าวมาข้างต้นทั้งนี้เพื่อ 1) แสวงหาความคุ้มครองให้มากกว่าจำนวนเงินที่ระดมมาได้ และ 2) เพื่อให้ผลตอบแทนแก่นักลงทุนสูงขึ้นกว่าเดิม

รูปที่ 7.2 Leveraged Synthetic Securitization



สิ่งที่แตกต่างจากเดิมมีดังนี้

(1) มูลค่าของพอร์ตอ้างอิงเพิ่มขึ้นเป็น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ในขณะที่ระดมเงินเพียง 200 ล้านดอลลาร์สหรัฐเท่านั้น

(2) ส่วนที่ต่างจำนวน 800 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คือส่วนที่เป็น Super Senior Swap ที่ไม่ได้มีการระดมทุน

(3) Super Senior Swap ก็คือ CDS เช่นเดียวกับกรณีปกติ แต่ที่ต่างกันคือ ความเสี่ยงของ SWAP นี้จะโอนให้ Counterparty ก็ต่อเมื่อ Class A, B, C และ D เจอความเสี่ยงไปจนไม่เหลืออะไรอีกแล้ว

(4) Originator ขาย Super Senior Swap ให้ Super Senior Swap Counterparty ขณะเดียวกันก็ขาย Junior Swap ให้แก่ SPV ด้วยโดยจำนวนนี้จะเป็นการระดมทุนจากนักลงทุนด้วยผ่าน CLNs 200 ล้านดอลลาร์ ที่ SPV นำไปลงทุนต่อ ส่วนนี้เรียกว่า Funded Swap ส่วนแรกที่เป็น Super Senior Swap และไม่มีมีการระดมทุนเรียกว่า Unfunded Swap

กรณีของ Leverage Risk Transfer ความเสียหายที่เกิดขึ้นจะรับภาระโดย Funded Swap ก่อนซึ่งก็คือ CLNs Class ต่างๆ ไล่มาตั้งแต่ระดับต่ำสุดคือ D ไปเรื่อยๆ จนถึง A และหาก Funded Swap หมดไปแล้วแต่ความเสียหายเหลืออยู่จึงจะเป็นภาระของ Super Senior Swap บางคนอาจจะสงสัยว่าทำไมถึงเรียกเป็น Super Senior Swap ที่จริงแล้วมันเป็นไปตามเกณฑ์ในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ นั่นคือตราสารที่ด้วยสิทธิต้องทำหน้าที่เพิ่มความน่าเชื่อถือของตราสารที่มีสิทธิสูงกว่า ในทางปฏิบัติขนาดของการออกส่วนที่เป็นตราสารด้วยสิทธิเป็นไปตามเกณฑ์ที่จะช่วยให้ตราสารใน Class A ได้รับเรตติ้งที่ AAA ซึ่งถือเป็นเรตติ้งที่มีความปลอดภัยสูงสุด โอกาสที่จะไม่ได้ทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยนั้นน้อยมาก แต่เนื่องจากที่อธิบายมาข้างต้นว่าความเสียหายที่เกิดขึ้นจะรับโดย Funded Swap ก่อน (หมายถึง Class A ที่มีความปลอดภัยสูงสุดด้วย) ก่อนที่จะไปถึง Super Senior Swap นั้นแสดงว่ามีความปลอดภัยสูงกว่า Class A เสียด้วยซ้ำ ในเมื่อ Class A เป็น Senior เราจึงเรียก Unfunded Swap ส่วนนี้ว่า Super Senior Swap

7.3 ข้อดีของ Synthetic Securitization เมื่อเทียบกับ Cash Securitization

นับตั้งแต่มีการพัฒนา Synthetic Securitization เป็นต้นมารูปแบบการทำ Securitization แบบนี้ได้รับความนิยมมากขึ้นตามลำดับ โดยเฉพาะในทวีปยุโรปและเอเชีย เนื่องจากช่วยแก้ปัญหาจุกจิกของการทำ Securitization แบบดั้งเดิมในหลายประการ ดังนี้

- ช่วยลดปัญหาในการระดมทุนและลงทุนต่อ จากตัวอย่างที่แสดงมาข้างต้นพอร์ตที่ใช้อ้างอิงถึงมีมูลค่าถึง 1 พันล้านดอลลาร์ แต่ระดมทุนเพียง 200 ล้านดอลลาร์

เท่านั้น หรือประมาณ 1 ใน 5 ของพอร์ต ส่วนที่เหลือเป็นส่วนที่ไม่ได้ระดมทุนแต่เป็นการโอนความเสี่ยงในทางทฤษฎีไปให้แก่ Super Senior Swap Counterparty แต่ถ้าหาก Originator ต้องการที่จะระดมทุนแบบเดียวกับการทำ Cash Securitization ก็สามารถทำได้ด้วยการโอนพอร์ตทั้งหมด 1 พันล้านบาท ในทางทฤษฎี Originator สามารถที่จะจำกัดขนาดในการระดมไว้ที่ 200 ล้านดอลลาร์ ก็ได้ ด้วยการซื้อ Super Senior Swap จำนวน 800 ล้านดอลลาร์ กลับความจริงแล้วการทำ Securitization แบบที่มีการโอนนั้นมียาละเอียดที่ต้องทำมากมาย ในขณะที่การทำแบบ Synthetic ทำได้รวดเร็วและง่ายกว่า นอกจากนั้นการทำที่มีการโอนสินทรัพย์ยังไม่ต้องเสียเวลากับการนำเงินที่ระดมมาไปลงทุนอีกด้วย

- เป็นการแยกการระดมทุน และการโอนความเสี่ยงออกจากกัน โดยความเสี่ยงโอนออกจากพอร์ตด้วยการทำ Credit Derivative ส่วนการระดมทุนสามารถทำได้แม้ว่าสินทรัพย์ยังคงอยู่ในงบดุลก็ตาม เพราะความเสี่ยงได้ถูกโอนไปก่อนแล้ว

- หลักเสี่ยงปัญหาที่ตามมาจากการโอน การโอนสินทรัพย์ไปให้ SPV ตามปกตินั้นจะต้องเป็นการขายที่แท้จริงหรือ “True Sale” ซึ่งจะต้องเป็นไปตามกฎหมายว่าอย่างไรจึงจะถือว่าเป็น True Sale นอกจากนั้นการ Claim บนสินทรัพย์ก็ยุ่งยากกว่าการ Claim บนตัวบุคคล ในหลายประเทศกฎหมายยังบังคับไม่มีการแจ้งลูกหนี้ก่อนที่จะโอนให้บุคคลที่สาม

- ไม่ต้องแยกบทบาทระหว่างการทำให้เกิดสินทรัพย์ (Origination) กับการจัดการหนี้ เช่นตามเก็บดอกเบี้ยและเงินต้น รวมทั้งดำเนินการฟ้องร้องเมื่อเกิด Default ขึ้น เมื่อโอนสินทรัพย์ไปแล้ว Originator จำต้องเปลี่ยนบทบาทเป็น Servicer แทนซึ่งมีประเด็นละเอียดอ่อนในทางกฎหมายตามมา เช่น Originator สามารถตามเก็บหนี้ได้แต่จะต้องแยกจากหนี้ของตัวเองที่ยังไม่ได้โอน และจะต้องรีบโอนให้ SPV ในทันทีที่สามารถที่จะคิดค่าธรรมเนียมในการตามทวงหนี้ได้ซึ่งความจริงแล้วก็คือกำไรของเขาแน่นอนหากสินทรัพย์ยังไม่มีมีการโอน นอกจากนั้นการเป็น Servicer อาจจะถูกเปลี่ยนไปให้ Back-up Servicer ทำแทนก็ได้ ซึ่งในประเทศไทยเคยมีกรณีเช่นนี้เกิดขึ้นมาแล้วครั้งหนึ่งในการดำเนินการทำ Securitization พอร์ตเช่าซื้อรถยนต์และ Originator ที่ทำหน้าที่เป็น Servicer เกิดปัญหาทางการเงิน ตามข้อตกลงต้องมีการโอนหน้าที่ Servicer ไปให้ Back-up Servicer ทำแทน แต่ก็มีกรรการแย่งการทำหน้าที่ Servicer กับรายเดิมสร้างความสับสนให้แก่ผู้เช่าซื้อเป็นอย่างยิ่งเพราะไม่รู้ว่าจะต้องไปชำระหนี้กับใครดี

- การทำ Securitization ตามปกติที่ต้องมีการโอนสินทรัพย์ไปให้ SPV นั้นมีงานด้านเอกสารมากมาย ซึ่งรวมถึงค่าใช้จ่ายในการจ้างที่ปรึกษาทางกฎหมายในการเตรียมเอกสารอีกด้วย ในขณะที่การทำ Securitization นั้นไม่ได้มีการโอนสินทรัพย์จริง โอนเฉพาะความเสี่ยงผ่านการทำ Credit Derivative ที่ทีมงานทางด้าน

เอกสารน้อยกว่ามาก เพียงทำตามมาตรฐานของ ISDA เพียงไม่กี่หน้า ในขณะที่การ
ทำ Securitization ตามปกติต้องมีเอกสารไม่ต่ำกว่า 200 หน้า นอกจากนั้นเนื่องจาก
ไม่มีการโอนทรัพย์สินจึงไม่ต้องเสียค่าอากรแสตมป์อีกด้วย

- ไม่ต้องเสียภาษีล่วงหน้า การทำ Cash Securitization มักจะมีปัญหาที่ต้อง
เสียภาษีส่วหน้าหรือเรียกว่าถ้าหากถือสินทรัพย์นั้นอยู่ในพอร์ต กำไรของ Originator
จะ เท่ากับผลตอบแทนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของพอร์ต หักด้วยคูปองเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักที่
จ่ายให้แก่นักลงทุนในตราสาร ตามปกติ Originator มีหลายวิธีที่จะดึงกำไรจาก SPV
เช่น ส่วนต่างของราคาที่โอนกับมูลค่าจริง ๆ ของพอร์ต จาก Servicing Fee จาก
ดอกเบี้ยของ Swap เป็นต้น รายได้จากการขายที่รับล่วงหน้าจะต้องเสียภาษี หรือแม้แต่ถ้า
หาก Originator เลือกเก็บ Servicing Fee สูงเกินกว่าที่ควรจะเป็น เจ้าหน้าที่สรรพากร
ก็จะตีความว่าเป็นการเพิ่ม Fair Value ของสินทรัพย์ที่โอนไปให้ SPV และเรียกเก็บ
ภาษีทันที เป็นต้น

- หลีกเลี่ยงการเสียภาษีซ้ำซ้อนในกรณีของ Residual Profit ซึ่งการทำ Cash
Securitization นั้นมักจะแบ่งการออกตราสารเป็นหลาย Class แต่ Class ที่เป็น
ตราสารด้อยสิทธินั้นออกแบบเพื่อเพิ่มความปลอดภัยให้แก่ตราสารที่ไม่ด้อยสิทธิ
จึงมักจะถือโดย Originator เองและจะได้รับผลประโยชน์คืนก็ต่อเมื่อ Class อื่นๆ
ไถ่ถอนไปหมดแล้วรวมทั้งหักค่าเสียหายต่างๆ เรียบร้อย ลักษณะเช่นนี้จึงเหมือนหุ้น
ทุนของ SPV ในแง่ของภาษีที่ได้รับจากหุ้นทุนจะไม่สามารถนำมาหักค่าใช้จ่ายใดๆ
ได้อีก และเมื่อ Originator ได้รับผลตอบแทนส่วนนี้สรรพากรก็จะถือเป็นรายได้และ
จะต้องเสียภาษีอีกรอบหนึ่งยกเว้นแต่ SPV เป็น Non-taxable Entity ในทางตรงกัน
ข้ามการทำ Synthetic Securitization ไม่ต้องมีปัญหานี้ เพียงแต่จ่ายค่า Premium
สำหรับการคุ้มครองให้แก่ SPV ซึ่งสามารถนำมาหักเป็นค่าใช้จ่ายได้ Premium ก็จะเป็น
ส่วนหนึ่งที่จ่ายให้แก่ผู้ถือลงทุนใน CLNs

- ไม่มีปัญหาเรื่องความไม่แน่นอนของรายได้ที่จะรับรู้ในทางบัญชี มาตรฐานบัญชี
ที่เกี่ยวข้องกับการทำ Securitization หลักๆ แล้วก็มี 2 มาตรฐานด้วยกันคือ FAS
140 และ IAS 39 สหรัฐอเมริกาจะอิงกับมาตรฐานแรกที่เน้นให้มีการทำ Securitization
นอกงบดุลหากปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดก็ถือว่าได้อินทรัพย์ออกนอกงบดุล
ของ Originator แล้ว แต่ IAS 39 ซึ่งมาทีหลังทำให้การทำ Cash Securitization ยุ่งยาก
มากขึ้น กว่าเดิมเนื่องจากนำเอาประเด็นๆ อื่นๆ เข้ามาเกี่ยวข้องด้วย เช่น กำไร/ขาดทุน
จากการขายสินทรัพย์ให้แก่ SPV การคิดค่า Servicing Fee ที่สูงเกินสมควร ส่วนเกินที่
เหลืออยู่ใน ตราสารด้อยสิทธิ การคิด Discount Rate สูงเกินควรสำหรับ Clean up
Call ตลอดจน Interest Rate Strip และมูลค่าของ Interest Rate Swap ทั้งหมดนี้
Originator จะต้องประเมินและรวมเข้าเป็นกำไรและขาดทุนจากการขายสินทรัพย์ให้
SPV ด้วย ในทางปฏิบัติ แล้วทำได้ยาก ตัวอย่างเช่นค่า Servicing Fee จะอิงกับ

Outstanding ของสินทรัพย์ที่ค้างอยู่ในพอร์ตซึ่งประมาณโดยอาศัยสมมติฐานจากโมเดล ซึ่งอาจจะไม่ตรงกับที่เกิดขึ้นจริงก็ได้ทำให้ต้องมีการปรับเปลี่ยนสมมติฐานในอนาคตเป็นระยะๆ ในเมื่อเวลา ในอนาคตยังมาไม่ถึง Originator จะประมาณได้อย่างไรว่าจะมีการเปลี่ยนแปลงสมมติฐาน ไปอย่างไร ประเด็นนี้จึงเป็นเรื่องยุ่งยากอย่างหนึ่งในการทำ Cash Securitization แต่ปัญหานี้กลับไม่ใช่ปัญหา ของการทำ Synthetic Securitization เพราะไม่มีการขายและการโอนเกิดขึ้นจริง การรับรู้ผลประโยชน์จากการทำ Origination ก็ต่อเมื่อมีการจ่ายผลประโยชน์จากสินทรัพย์ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ตามปกติในการรับรู้รายได้ทางบัญชี

- ไม่ลดขนาดของ Asset ในงบดุล สถาบันการเงินทั้งหลายมักจะแข่งขันกันในเรื่องขนาดของสินทรัพย์เช่นเดียวกับขนาดของกำไรและ Net Worth การทำ Cash Securitization จะทำให้ขนาดของสินทรัพย์ในงบดุลลดลงไปเพราะเป็นธุรกรรมที่ทำนอกงบดุลและเป็นการขายสินทรัพย์ให้แก่ SPV แต่การทำ Synthetic Securitization ไม่มีปัญหาเช่นนี้เพราะไม่มีการโอนสินทรัพย์ออกไป ขนาดของสินทรัพย์จึงไม่เปลี่ยนแปลง เช่นเดียวกับการทำ Credit Derivative ก็ไม่กระทบต่อขนาดของสินทรัพย์ด้วยเช่นเดียวกัน

- ยังรักษาความยืดหยุ่นการให้บริการลูกค้าไว้ได้ สินทรัพย์ที่เป็นพอร์ตเงินกู้ส่วนใหญ่แล้วเป็นเรื่องของความสัมพันธ์ระหว่างสถาบันการเงินที่ให้กับลูกค้า ซึ่งจะมีเรื่องราวต่างๆ ที่จะต้องพูดคุยและแลกเปลี่ยนความเห็นกันมากมาย นับตั้งแต่การชำระหนี้ล่วงหน้า การชำระหนี้ล่าช้า การปรับเปลี่ยนตารางการชำระหนี้ การลดค่าปรับ การให้กู้เพิ่ม ดังนั้นเมื่อสถาบันการเงินทำ Cash Securitization สถานะของสถาบันการเงินจะเปลี่ยนจากเจ้าของสินทรัพย์ไปเป็นเพียงผู้ดูแลสินทรัพย์เท่านั้น ไม่สามารถที่จะตัดสินใจว่าควรจะลดค่าปรับหรือไม่ เลื่อนตารางการชำระหนี้หรือไม่ แต่การทำ Synthetic Securitization ไม่มีปัญหาเช่นนี้เกิดขึ้นสถาบันการเงินยังคงเป็นเจ้าของสินทรัพย์มีสิทธิที่จะตัดสินใจทำอย่างไรกับลูกค้าก็ได้ ทำให้มีความยืดหยุ่นในการบริหารงานมากกว่า

- ระยะเวลาไถ่ถอนแน่นอน การทำ Synthetic Securitization นั้นตามปกติหากมีการระดมเงินมักจะออกเป็น CLNs ซึ่งจะมีระยะเวลาในการไถ่ถอนที่แน่นอนเช่น 3 ปีหรือ 5 ปี เป็นต้น แต่การทำ Cash Securitization ไม่ได้เป็นเช่นนั้นเพราะแล้วแต่ว่าผู้กู้ในพอร์ตที่โอนไปนั้นจะชำระคืนล่วงหน้าหรือไม่ เกิดหนี้เสียหรือการชำระล่าช้าหรือไม่ เพราะฉะนั้นนักลงทุนจะได้รับเงินต้นคืนเป็นระยะๆ และไม่แน่นอน การวางแผนเพื่อจะนำไปลงทุนต่อก็ทำได้ลำบาก

7.4 ข้อดีของ Synthetic Securitization

จริงแล้วไม่ว่าจะมีแต่ข้อดีเพียงอย่างเดียวข้อด้อยก็มีเช่นกัน ดังนี้

- ตามปกติแล้วเงินที่ระดมมาได้จากการออก CLNs นั้น SPV มักจะนำไปลงทุนในตราสารที่มีความเสี่ยงต่ำเพื่อที่จะได้ไม่มีปัญหาเรื่อง Credit Risk และสามารถนำผลตอบแทนที่ได้ไปจ่ายให้แก่ผู้ลงทุนใน CLNs (รวมกับ Premium ที่ Originator จ่ายสำหรับ CDS ด้วย) แต่ถ้าหาก Originator ต้องการที่จะระดมเงินให้ตัวเองแทนที่ SPV จะนำเงินไปลงทุนในตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงต่ำก็นำไปลงทุนในตราสารที่ออกโดย Originator แทนแต่เนื่องจากการนำไปลงทุนในตราสารที่มีความเสี่ยงต่ำนั้นเป็นเพราะ SPV ต้องการจะแยกออกจากความเสี่ยงของ Originator แต่ถ้านำมาลงทุนในตราสารที่ออกโดย Originator ก็ต้องจ่ายผลตอบแทนในอัตราที่สูงกว่าเดิม เมื่อรวมค่า Premium ที่จ่ายสำหรับ CDS แล้วการระดมทุนด้วยการออก CLNs จะมีต้นทุนที่สูงขึ้น

- การออกแบบให้มี Super Senior Swap ก็มีส่วนทำให้ต้นทุนเพิ่มขึ้นโดยไม่จำเป็น เนื่องจาก Super Senior Swap รับโอนความเสี่ยงไปเพียงเล็กน้อยเท่านั้น ความเสี่ยงส่วนใหญ่จะรองรับโดย CLNs ที่มี Class ต่างๆ กันอยู่แล้ว การมี Super Senior Swap จึงไม่จำเป็นเท่าใดนัก ด้วยเหตุนี้จึงเห็นได้ว่าถ้าหาก Originator ต้องการจะระดมเงินจะใช้ Cash Securitization แทน ยกเว้นว่าถ้าหากต้องการโอนความเสี่ยงจึงจะใช้ Synthetic Securitization

ตารางที่ 7.1 ข้อแตกต่างระหว่าง Cash-funded กับ Synthetic Securitization

	Cash-funded Securitization	Synthetic Securitization
วัตถุประสงค์	เพื่อระดมเงิน / เพิ่มสภาพคล่อง โอนพอร์ตโฟลิโอเงินกู้	โอนความเสี่ยงออกจากพอร์ต / บริหาร ทุนสำรองตามกฎหมาย&ทุนทางเศรษฐกิจ/ ลดการกระจุกตัวของพอร์ต
การโอนสินทรัพย์	โอนเงินกู้/สินเชื่อกออกจากงบดุลของ Originator	ไม่มีการโอนหนี้ตามกฎหมาย / โอนเฉพาะ ความเสี่ยงและใช้ Credit Derivative (CDS) แทน
Off Balance Sheet	ใช้เกณฑ์ของ GAAP โอนเงินกู้ออกจากงบดุล	ไม่นำไปสู่การโอนออกนอกงบดุล
ผลต่อทุนสำรองตามกฎหมาย	ลดความจำเป็นของการเพิ่มทุนตาม ขนาดของสินทรัพย์ ที่โอนออกจากงบดุล	ลดความจำเป็นต้องเพิ่มทุนตามขนาดสิน ทรัพย์ที่ค้า ประกันโดยเงินสด / สินทรัพย์สภาพคล่อง / ที่คุ้มครอง โดย CDS / เปลี่ยน Risk Weight ใหม่
มาตรฐานบัญชี	FAS 140 / IAS 39 เรื่องการขายสินทรัพย์	FAS 133 / IAS 39 เรื่องการแยก Derivative และการเปลี่ยนแปลงในอนุพันธ์
การปฏิบัติตามกฎหมาย	ยุ่งยากและต้นทุนสูง	ไม่เกี่ยวข้องกับกฎหมายอะไรมากนัก
ความเสี่ยงของนักลงทุน	เสี่ยงจากพลของสินทรัพย์ที่เป็น หลักประกัน	รับความเสี่ยงจากสินทรัพย์ที่เป็นหลักประกัน

Synthetic Securitization สามารถนำมาใช้ในวัตถุประสงค์ได้ นอกเหนือจากการโอนความเสี่ยงออกจากพอร์ต แล้วยังสามารถใช้เพื่อการบริหารงบดุล (Balance Sheet Synthetic Securitization) และเพื่อทำกำไร (Arbitrage Synthetic Securitization) ได้อีกด้วย สำหรับ Originator ที่เป็นสถาบันการเงินธนาคารกลางของแต่ละประเทศมักจะมีเกณฑ์ให้ดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงแทบทั้งสิ้น แต่การเพิ่มเงินกองทุนนั้นไม่สามารถทำได้ตลอดเวลา ทางออกอีกทางหนึ่งคือการขายสินทรัพย์เสี่ยงออกไปด้วยการทำ Securitization แต่ดังที่กล่าวมาแล้วว่า Cash Securitization นั้นมีความยุ่งยากค่อนข้างมากและมีต้นทุนสูง Originator จึงหันมาใช้ Synthetic Securitization เพื่อวัตถุประสงค์นี้แทน

ส่วน Arbitrage Synthetic Securitization มีวัตถุประสงค์เพื่อแสวงหากำไร โดยผู้ที่ทำหน้าที่เป็น Sponsor ของโครงการ (ผู้ที่ทำหน้าที่ Originator) สร้างพอร์ตขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อหากำไร ด้วยการรับซื้อสินทรัพย์ที่เป็นสินเชื่อเข้าพอร์ตจนถึงระดับหนึ่งแล้วจึงโอนความเสี่ยงไปให้นักลงทุนด้วยการออก CLNs กำไรที่ได้มาจากส่วนต่างของ Premium ที่ได้รับจากการขายความคุ้มครองให้แก่พอร์ตกับ Coupon ที่จ่ายให้แก่กลุ่มทุนใน CLNs Class ต่างๆ ซึ่งรายละเอียดจะได้กล่าวถึงต่อไป

7.5 Arbitrage Synthetic CDOs

CDOs หรือ Collateralized Debt Obligation ก็คือการทำ Securitization ในรูปแบบหนึ่ง ซึ่ง Pool ของสินทรัพย์ใน CDO ก็คือ Pool ของหนี้ภาคเอกชน (อาจจะ เป็นรัฐวิสาหกิจหรือรัฐบาลก็ได้) ที่ CDO ใช้จริงในการขายการคุ้มครอง ดังนั้นจึงไม่มี Originator รายใดรายหนึ่งที่ต้องการบริหารงบดุลหรือลดความจำเป็นในการเพิ่มกองทุนสำรอง ผู้ที่ทำดีลแบบนี้จึงมักจะเป็น Sponsor และ Collateral Manager เป็นผู้คัดเลือกพอร์ตและบริหารโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อได้ค่าบริหารจัดการพอร์ต Sponsor อาจจะเป็นนักลงทุนในส่วนที่เป็น Equity ด้วยนั้นสนใจที่จะทำเพราะมองเห็นว่ามีโอกาสทำกำไรจากส่วนต่างของผลตอบแทนได้ หรือทำ Arbitrage ได้เพราะผลตอบแทนเฉลี่ยจากพอร์ตสูงกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยที่จ่ายให้แก่กลุ่มทุน การทำ Arbitrage แบบนี้ก็เหมือนกับการทำ Arbitrage แบบอื่นๆ เกิดขึ้นได้เพราะความไม่มีประสิทธิภาพของตลาด แต่ปกติแล้วเกิดเพราะการกระจายความเสี่ยงของสินทรัพย์ที่สังเคราะห์ขึ้นโดย CDOs และการกระจายความเสี่ยงออกเป็น Class ต่างๆ ตามการออกของ CDOs ลักษณะของ Arbitrage Synthetic CDOs มีดังนี้

(1) แทนที่จะมี Originator แต่จะมี Collateral Manager แทน ที่ทำหน้าที่คัดเลือกพอร์ตต่างๆ ให้เข้ามาอยู่ใน Pool

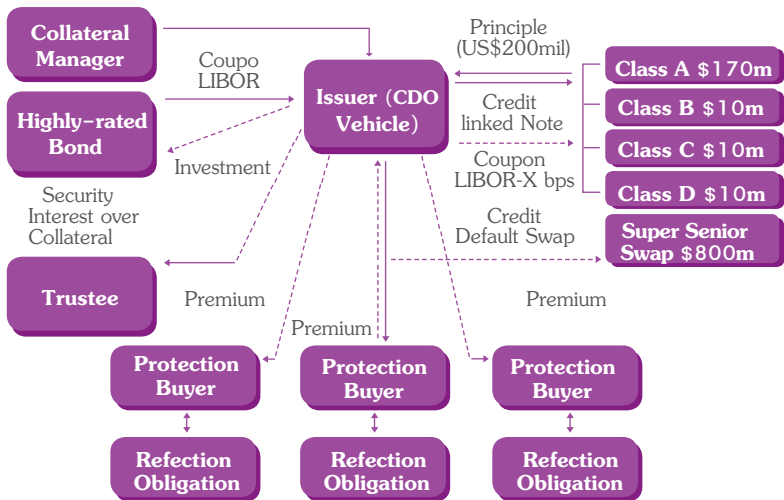
(2) Sponsor / Arranger ทำหน้าที่ลงทุนหรือหาผู้ร่วมลงทุนในส่วนที่เป็น

ตราสาร ด้วยสิทธิของ CDO ซึ่งส่วนนี้จะรับความเสี่ยงจากหนี้เสียที่เกิดขึ้นเพื่อผลประโยชน์ของนักลงทุนใน Class อื่นๆ

(3) ขนาดของส่วนที่เป็นตราสารด้วยสิทธิหรือที่เรียกว่าส่วนที่เป็นตราสารทุน (เพราะรับผลประโยชน์หลังสุดเช่นเดียวกับผู้ที่ลงทุนในตราสารทุน) จะเป็นตัวกำหนดว่า Class อื่นๆ ควรจะมีขนาดเท่าใด รวมทั้งขนาดของ CDO ทั้งหมดด้วย

(4) ด้วยเงินที่ระดมมานั้น Synthetic CDO สามารถสร้างสินทรัพย์สังเคราะห์ขึ้นมาด้วยการขายการคุ้มครองให้แก่นักลงทุนในตลาดซึ่งตามปกติคือตลาด OTC การคัดเลือกสินทรัพย์ของ Counterparty ที่จะเป็นผู้ซื้อการคุ้มครองจะเป็นไปตามรายละเอียดในข้อตกลง (Covenant) ซึ่งหลักเกณฑ์ในการเลือกจะเหมือนกับกรณีของ Balance Sheet Synthetic Securitization

รูปที่ 7.3 Arbitrage Synthetic CDOs



(5) เงินทุนที่ระดมมาจากนักลงทุนนั้นในทางปฏิบัติจะนำไปลงทุนในตราสารที่มีความน่าเชื่อถือสูงเพื่อเป็นหลักประกันว่านักลงทุนจะได้ผลตอบแทนจากเงินที่ลงทุนไป แต่ในกรณีที่ทำโครงสร้างให้เป็นลูกผสม (ธุรกรรมกึ่งเงินสด กึ่งอนุพันธ์) เงินที่ระดมมาอาจถือเป็นสินทรัพย์ที่เป็นเงินสดก็ได้

(6) ถ้าหากเป็นการทำธุรกรรมแบบไม่ก่อหนี้ (Unleveraged) จำนวนการคุ้มครองที่ขายไปทั้งหมดจะเท่ากับจำนวนเงินที่ระดมมาจากนักลงทุน แต่การทำแบบนี้ก็จะไม่ใช่การหากำไรจาก Arbitrage

(7) ดังนั้นยิ่ง Arbitrage Synthetic CDOs ถูกขายออกไปมากเท่าใด การ

คุ้มครองที่ขายไปจะมากกว่าจำนวนเงินที่ระดมมา การคุ้มครองส่วนที่เกินนี้จะป้องกันความเสี่ยงด้วย Super Senior Swap คล้ายกับที่กล่าวมาแล้วในกรณีของ Leveraged Synthetic Securitization

(8) รายได้ของผู้ที่ออก CDOs คือ Premium ที่รับจากผู้ซื้อการคุ้มครองซึ่งราคาของ Risk Premium นี้จะกำหนดโดยตลาด

(9) รายได้ที่ได้รับจาก Premium บวกด้วยผลตอบแทนที่ได้จากการนำเงินที่ระดมมาไปลงทุนจะถูกแบ่งจ่ายให้แก่นักลงทุนที่ลงทุนใน CDOs Class ต่างๆ ที่เป็น Debt หรือที่มีเรตติ้ง ส่วน Class ที่เป็น Equity หรือด้อยสิทธิจะได้รับส่วนที่เป็น Arbitrage

การตั้ง Vehicle เพื่อออก Synthetic Arbitrage ได้รับความนิยมอย่างมากในช่วงหลังๆ ศิลเลอริที่ค้า CDOs มักจะตั้ง Arbitrage Vehicle ด้วยเพื่อขยายขอบเขตในการทำธุรกิจ

7.6 ข้อแตกต่างระหว่าง Arbitrage และ Balance Sheet Synthetic CDOs

(1) วัตถุประสงค์ในการทำ : กรณีของ Balance Sheet ทำเพื่อการบริหารบาลของ Originator ไม่ว่าจะเพื่อการโอนความเสี่ยงออกจากงบดุล หรือ เพื่อให้ได้ตามเกณฑ์เงินทุนสำรองต่อสินทรัพย์เสี่ยงของทางการ ในทางตรงกันข้าม Arbitrage CDOs นั้นสร้างผู้เล่นขึ้นในตลาดซึ่งจะดำเนินงานเหมือน Derivative Dealer ทั้งหลาย ในการหาสินทรัพย์ที่เป็นเงินกู้จากสถาบันการเงินต่างๆ ในตลาด ไม่มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ได้เกณฑ์เงินทุนสำรองเหมือน Balance Sheet นอกจากนั้น Balance Sheet จะมี Originator เพียงรายเดียว ส่วน Arbitrage เป็นการซื้อมาจากหลายๆ รายจึงต้องให้ Collateral Manager เป็นผู้บริหาร ซึ่งไม่มีผลประโยชน์อื่นใดนอกจากการถือในส่วนของตราสารด้อยสิทธิ หรือ Equity ที่จะได้รับผลประโยชน์จากการทำ Arbitrage

(2) องค์ประกอบใน Pool : ในการทำเพื่อการบริหารบาล Pool ของสินทรัพย์คือส่วนที่โอนมาจาก Originator แบบไม่ได้โอนกันจริงๆ แต่ผ่าน Credit Derivative ส่วนกรณี Arbitrage มาจากการขายความคุ้มครองให้แก่ผู้ที่มีพอร์ตเงินกู้ ฉะนั้นสินทรัพย์สังเคราะห์จึงมาจากหลากหลายไม่ใช่รายเดียว และบริหารโดย Collateral Manager ซึ่งอาจจะจัด Pool ให้มีการกระจายเพื่อลดความเสี่ยง หรือบางแห่งอาจใช้ดัชนีราคาตราสารหนี้เป็น Benchmark ในการอ้างอิง การเลือกสินทรัพย์เข้า Pool จึงเหมือนกับในองค์ประกอบของ Index

(3) ส่วนของ CDOs ที่เป็น Debt และ Equity : ตามปกติการออก CDOs มักจะมี ส่วนที่เป็น Equity ด้วยเสมอแต่การทำเพื่อการบริหารบาล ผู้ที่ลงทุนในส่วน Equity คือ Originator เพื่อรับความเสียหายที่เกิดขึ้นก่อน ในขณะที่การทำเพื่อ

Arbitrage ส่วน ของ Equity อาจจะมีผู้ลงทุนหลายคนเพื่อหวังผลประโยชน์ที่จะได้จากการทำ Arbitrage

(4) ขนาดในการออก : ตามปกติแล้วการทำเพื่อบริหารงบดุลจำเป็นต้องมีขนาดใหญ่เพื่อโอนความเสี่ยงออกจากงบดุล ถ้าหากโอนน้อยผลต่อการเพิ่มสัดส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงก็มีไม่มากนัก ส่วนการทำเพื่อกำไรจาก Arbitrage มักจะมีขนาดเล็กๆ ไม่ใหญ่มากนัก

(5) ระยะเวลาในการโอนสินทรัพย์ : การทำเพื่อบริหารงบดุลไม่จำเป็นต้องมีการกำหนดเวลาเพราะมี Originator เพียงรายเดียว สินทรัพย์ก็อยู่ในงบดุลอยู่แล้ว ส่วนการทำเพื่อ Arbitrage จำเป็นต้องมีการกำหนดเวลาโอนสินทรัพย์เนื่องจากเป็นการหาสินทรัพย์จากตลาด และมีหลายรายจึงจำเป็นต้องกำหนดเวลาในการโอน

(6) การรับประกัน : การทำ Securitization ตามปกติ Originator มักจะทำธุรกิจการปล่อยกู้ของตัวเองอยู่แล้ว เมื่อโอนไปให้ SPV จึงมีการรับประกันในบางรูปแบบ แต่ในกรณีของ Arbitrage ผู้ที่เป็น Sponsor / Arranger ไม่ได้ทำธุรกิจเองแต่ซื้อมาจากตลาด การรับประกันจึงไม่ได้ตามมาตรฐานของ ISDA เท่านั้น

(7) เงื่อนไขต่างๆ ในสัญญา CDS : ในกรณีของการบริหารงบดุลเป็นการทำกับ Originator เพียงรายเดียว เงื่อนไขในการทำ Swap จึงเน้นการป้องกันความเสี่ยงของ Originator ได้อย่างเต็มที่ แต่การทำ Arbitrage นั้นเป็นการออก CDS ขายให้กับผู้ที่ต้องการป้องกันความเสี่ยงมากมายในตลาดดังนั้นจึงไม่สามารถมีเงื่อนไขที่เฉพาะเจาะจงได้ จำเป็นต้องเขียนแบบกว้างๆ เท่านั้น

7.7 พัฒนาการและการขยายตัวของ Synthetic Securitization

Synthetic Securitization เกิดขึ้นเป็นครั้งแรกในปี 1997 ในตลาด CDO แต่หลังจากนั้นได้มีการนำไปใช้ในตลาดอื่นๆ ด้วย เช่น Securitization ที่นำเอาเงินกู้ซื้อบ้านเพื่ออยู่อาศัยมาเป็นประกัน (RMBS) และนำเอารายได้จากอาคารเพื่อการพาณิชย์มาเป็นประกัน (RMBS) รวมไปถึงสินทรัพย์ย่อยอื่นๆ

การทำ Synthetic Securitization ได้รับความนิยมในยุโรปมากกว่าในสหรัฐอเมริกาเนื่องจากสินทรัพย์ของสถาบันการเงินในยุโรปไม่ค่อยเหมาะกับการทำ Securitization ในรูปแบบดั้งเดิมเช่นในสหรัฐอเมริกา โดยเฉพาะต้นทุนในปฏิบัติการจะเบียบเมื่อมีการโอนสินทรัพย์ออกจากงบดุล เงินกู้ในพอร์ตไม่มีลักษณะที่คล้ายคลึงกัน เช่น Syndicated Loan และเงินกู้คุณภาพดีในงบดุลทำให้ไม่ค่อยมีแรงจูงใจที่จะขายออกมาทำ Securitization

ผู้ที่มีส่วนช่วยให้ Synthetic Securitization เป็นรู้จักในช่วงแรกๆ ก็คือ JP Morgan กับโครงสร้างที่เรียกว่า BISTRO กับ Citibank ที่พัฒนารูปแบบของตัวเองเรียกว่า C* Strategic หรือเรียกสั้นๆ ว่า C*Star โดยในเดือนธันวาคม ปี 1997 JP

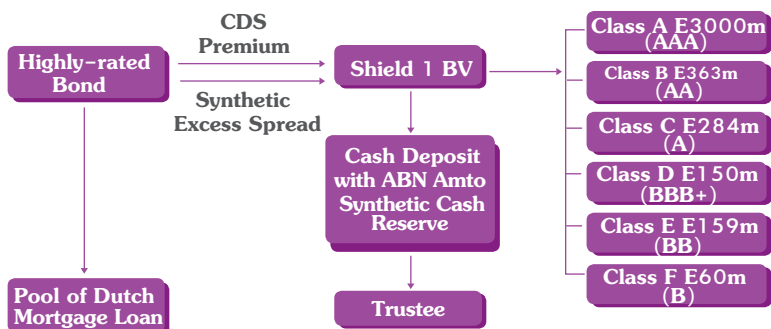
Morgan ได้ออก CDO ในชื่อ Broad Index Structure Trust Offering หรือ BISTRO เป็นการรวบรวมหนี้ระดับ Investment Grade จำนวน 300 รายจากธนาคารต่างๆ เป็นจำนวนเงินทั้งสิ้น 9.7 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยมีระดับความเสี่ยงขั้นต่ำที่ Originator ยังเป็นผู้รับไว้เอง ตัดหนี้ระดมเงินจากตลาดเพียง 697 ล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยออกเป็นหุ้นกู้อายุ 5 ปี เงินที่ระดมมาได้นำไปลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐที่ครบกำหนดในเวลาเดียวกัน ผู้ที่ซื้อการคุ้มครองได้แก่ Morgan Guarantee Trust ซึ่ง จะจ่าย Premium ให้แก่ SPV ทุกหกเดือนเท่ากับส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนจาก พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐกับอัตราดอกเบี้ยที่จ่ายให้แก่ผู้ลงทุน หลังจากที่ย่อออกมาแล้ว โครงสร้างของ JP Morgan ก็มีการปรับปรุงมาเป็นลำดับ

ส่วนโครงสร้างของ CitiBank ออกในปี 1999 ได้ออก Synthetic CDO ใน ตลาดยุโรปจำนวน 4 พันล้านยูโร อายุ 10 ปี แบ่งเป็น Senior Tranche CDS จำนวน 3.68 พันล้านยูโร และ Junior Tranche จำนวน 280 ล้านดอลลาร์ขายให้นัก ลงทุนสถาบัน โดย CitiBank จะถือส่วนที่รับภาระขาดทุนไว้ก่อน (First Loss) จำนวน 40 ล้านดอลลาร์ ส่วนที่ระดมทุน 280 ล้านดอลลาร์ แบ่งออกเป็น 3 Tranche AAA, A และ BB เงินที่ระดมได้นำไปลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของเยอรมนี ผลจากดีลนี้ทำให้ CitiBank โอนความเสี่ยงออกจากพอร์ตโดยยังเหลืออยู่เพียง 40 ล้านดอลลาร์ เท่านั้น พอร์ตเงินกู้ที่โอนความเสี่ยงไปนั้นประกอบด้วยเงินกู้ 164 รายการจากผู้กู้จำนวน 152 รายในยุโรป

นับตั้งแต่ที่มีการออก Synthetic Securitization เป็นต้นมาก็ได้รับความนิยม มากขึ้นตามลำดับทั้งในยุโรปและสหรัฐอเมริกา ตลอดจนเอเชีย โดยการทำให้ Balance Sheet Synthetic CDO ได้รับความนิยมมากกว่าการทำเพื่อ Arbitrage นอกจากนั้น แล้วยังมีการพัฒนารูปแบบใหม่เพิ่มขึ้นเป็น CDO Square และ CDO Cubes เป็นต้น

Synthetic RMBS

รูปที่ 7.4 Leveraged Synthetic Securitization



ในเดือนธันวาคม 2005 ABN Amro ได้ออกดีลขนาดใหญ่ที่เป็น Synthetic RMBS และมีลักษณะต่างๆ ที่น่าสนใจ โดยการระดมเงินใน Tranche A นั้นมีจำนวนถึง 3 พันล้านยูโร และมีพอร์ตที่หนุนหลังอยู่ถึง 22.81 พันล้านยูโร ซึ่งนับว่ามีขนาดใหญ่ที่สุดเท่าที่เคยมีการออกมาในยุโรป

ABN Amro ได้ตั้ง SPV ขึ้นมาแห่งหนึ่งชื่อว่า Shield 1 BV ทำหน้าที่ในการระดมทุนจำนวน 4.016 พันล้านยูโร โดยออกเป็นตราสารจำนวน 6 Tranche ด้วยกัน รายละเอียดของตราสารมีดังนี้

(1) ตามปกติแล้วการทำ Synthetic Securitization Tranche A ซึ่งมักจะได้เรตติ้งสูงสูดนั้นมักจะมีขนาดไม่ใหญ่มากเพราะวัตถุประสงค์ไม่ใช่เพื่อการระดมทุนอยู่แล้ว แต่มักจะเก็บเอาส่วนที่ไม่ได้ระดมทุนให้มีขนาดใหญ่ที่สุดอยู่ใน Super Senior แต่ในกรณีของ ABN Amro จะเห็นได้ว่า Tranche A มีขนาดใหญ่ที่สุด แสดงว่าวัตถุประสงค์จริงๆ อาจจะต้องการระดมเงินพร้อมกันไปด้วย

(2) สิ่งที่ต่างไปจากดีลอื่นๆ คือ เงินที่ระดมมาได้นั้นจะฝากไว้กับ ABN Amro เอง เพราะ ABN Amro ก็เป็นสถาบันการเงินที่ได้เรตติ้งถึง AA ส่วนเรตติ้งตราสารระยะสั้นก็ได้ A-1+ นอกจากนั้นแล้วหากเรตติ้งต่ำลงกว่าที่ตกลงกันไว้คือ A-1+ Trustee ก็มีสิทธิที่จะโอนเงินออกไปจาก ABN Amro ได้

(3) ตราสารทั้ง 6 Tranche มีการกำหนดไว้แน่นอน และขนาดของพอร์ตที่นำมาเป็นประกันจะคงที่ตลอดอายุของตราสารโดยมีอายุเฉลี่ย 24 ปี ด้วยเหตุนี้แม้ว่าพอร์ตจะมีการ Amortize ไปเรื่อยๆ ตามระยะเวลาที่ลูกหนี้ผ่อนชำระคืนเงินต้น รวมทั้งอาจจะมีการจ่ายล่วงหน้า ก็ยังสามารถมั่นใจได้ว่าจะยังมี Cash Flow เพียงพอที่จะไถ่ถอนตราสารทั้ง 6 Tranche ที่ออกได้ประมาณ 6 ปีแม้ว่าจะออกเป็นแบบ Bullet หรือชำระเงินต้นคืนครั้งเดียวเมื่อครบกำหนดก็ตาม

(4) ผู้ซื้อการคุ้มครองคือ ABN Amro มีสิทธิที่จะทำให้พอร์ตหมดอายุไปได้ไม่เกินร้อยละ 20 ของ Pool ในตอนเริ่มต้น โดยมีสมมุติฐานว่า การชำระคืนเงินต้นตามงวด รวมทั้งที่ชำระคืนก่อนกำหนดจะไม่เกินร้อยละ 20 และ Originator จะต้องนำเอาเงินกู้รายใหม่มาเติมให้พอร์ตเท่าเดิมเพื่อให้ขนาดของพอร์ตคงที่ตลอดอายุของตราสาร พูดง่ายๆ ก็คือ ขนาดของพอร์ตจะคงที่ แต่เงินกู้ในพอร์ตอาจจะเปลี่ยนแปลงได้

(5) ในการเพิ่มความน่าเชื่อถือของตราสารนอกจากจะมีส่วนที่เป็นตราสารด้วยสิทธิที่รับภาระขาดทุนไปเป็นลำดับแรกแล้ว ยังมี Excess Spread ในระดับ 9 Basis Point. ในช่วง 2 ปีแรก และ 4 Basis Point ในช่วงอายุที่เหลืออีกด้วย ในการทำ Securitization ตามปกตินั้น Excess Spread จะเป็น Credit Enhancement ในอันดับแรก ยกเว้นส่วนที่จะถูกแยกไปจ่ายเป็นค่า Senior Servicing Fee หรือ Senior IO Strip

แต่ในกรณีของ ABN Amro Originator สามารถจ่ายได้มากตามที่ต้องการ ส่วนที่เหลือจะเก็บเป็นสำรอง

(6) ในการทำครั้งนี้ไม่มีความจำเป็นต้องมี Interest Rate Swap แม้ว่าตราสารหนี้ที่ออกจะเป็นอัตราลอยตัวก็ตาม ทั้งนี้เพราะเงื่อนไขของ CDS กำหนดให้ ABN Amro เป็นผู้จ่ายดอกเบี้ยของตราสาร

Pool เมื่อเวลาปิดดิลประกอบได้เงินกู้ที่อยู่อาศัยที่ได้ปล่อยไปแล้วโดยสาขาต่างๆ ของ ABN Amro ทั่วประเทศเนเธอร์แลนด์ โดยมีอายุเฉลี่ยอยู่ที่ 60 เดือน เป็นการซื้อบ้านหลังแรกของผู้กู้ Pool ประกอบไปด้วยหนี้ซื้อบ้านที่หลากหลาย Loan to Foreclose Value (LTFV) เฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 91 แต่หากคิดแบบถ่วงน้ำหนัก อาจจะมีช่วงสูงสุดถึงร้อยละ 130 เลยทีเดียว

ลักษณะของเงินกู้ในพอร์ตที่มีการหมดอายุและเอาของใหม่มาเติมอยู่เรื่อยๆ ทำให้ต้องการกำหนดเกณฑ์ไว้ว่าค่าเฉลี่ยแบบถ่วงน้ำหนักของ LTFV ของเงินกู้ใน Pool จะต้องไม่เกินกว่าค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเมื่อปิดดิล และผลคูณของค่าเฉลี่ยแบบถ่วงน้ำหนักของ Foreclose Frequency (WAFF) กับ ค่าความรุนแรงของหนี้ที่เสียหาย (Weighted Average Loss Severity : WALS) ในวันที่มีการนำเงินกู้ใหม่เข้ามา จะต้องไม่มากกว่าผลคูณในวันที่เริ่มต้นโอนเงินกู้เข้า Pool

หากมีลูกหนี้ที่ผิดนัดชำระหนี้มีจำนวนเท่ากับค่าวงที่ต้องชำระถึงสี่เดือน ถือว่าเป็น “Failure to Pay Event” รวมทั้งการล้มละลายของผู้กู้จะถือว่าเป็น Credit Event ซึ่งจะนำไปสู่การปรับโครงสร้างหนี้ในพอร์ต และงบกำไรขาดทุนของผู้ให้กู้ด้วย

การคำนวณความเสียหายจะคำนวณจาก Foreclosure ที่เกิดขึ้นจริง เช่น สมมติว่าเกิดขึ้นภายใน 11 เดือนที่เป็น Trigger Point แต่ถ้าหาก Foreclosure ไม่เรียบร้อยภายใน 11 เดือน การคำนวณค่าความเสียหายจะอิงกับการประมาณการ ถ้าหากมีส่วนเกินเกิดขึ้นจะนำไปรวมไว้ใน Excess Spread ความเสียหายที่เกิดขึ้นก็จะไปหักออกจาก Cash Reserve แล้วจึงนำไปจัดสรรให้ตราสาร Tranche ต่างๆ ตามลำดับ โดยตราสารด้อยสิทธิก็จะรับความเสียหายก่อนเป็นลำดับแรก หากไม่พอจึงกระทบต่อ Tranche ที่ถัดขึ้นไปจนถึง Tranche สูงสุดที่เป็น Senior Tranche

- Synthetic CMBS

ด้วยความสะดวกในการทำ Synthetic Securitization ทำให้สถาบันการเงินนำไปประยุกต์กับสินทรัพย์แบบอื่นๆ เช่นในเยอรมนีนำเอาเงินกู้อาคารเพื่อการพาณิชย์มาทำ เรียกว่า Synthetic Commercial Mortgage-backed Securitization : CMBS เป็นต้น

Europa ได้ออก Synthetic CMBS 3 ครั้งโดยอิงกับเงินกู้เพื่อการพาณิชย์ของ RheinHyp AG ซึ่งเข้ามารวมกับ EUROHYPO ในภายหลัง ดิลทั้งสามของ Europa

เป็นการโอนความเสี่ยงจาก CMBS Pool ประกอบด้วยเงินกู้เพื่อการพาณิชย์ 47 รายการ จำนวน 1.44 พันล้านยูโร ออกเป็น CLNs จำนวน 322.15 ล้านยูโร

Originator ซึ่งการคุ้มครองในรูปการรับประกัน Pool จาก Bank Bayerische Landesbank (BL) ทั้งนี้เพื่อให้ EUROHYPO สามารถลดความจำเป็นในการเพิ่มทุนให้มากที่สุดเท่าที่จะทำได้ BL เองก็ได้แบ่ง Swap ออกเป็น 3 ส่วนและซื้อการคุ้มครองความเสี่ยงสำหรับ Junior Tranche จากสถาบันการเงินใน OECD ที่ไม่เปิดเผย เช่นเดียวกับ Senior Tranche ส่วน Mezzanine Swap นั้นซื้อจาก SPV 3 แห่งของ Europa

จำนวนเงินที่ระดมมาได้จากการออก CLNs จะนำไปลงทุนกับ EUROHYPO ในรูปของตราสารที่เรียกว่า Covered Bond หรือ Pfandbriefs สำหรับ Tranche A+ ถึง C ซึ่งตามกฎหมายของเยอรมนี (Ring Fencing) สินทรัพย์ที่เป็นประกันจะได้รับการคุ้มครองเมื่อผู้ออกล้มละลาย ส่วน Tranche D และ E จะลงทุนใน MTNs

- Synthetic Retail Assets

ในปี 2003 ธนาคาร HSBC ได้นำเอารายรับในอนาคตของรถแท็กซี่และรถเมล์มาเป็นหลักประกันเรียกว่า Lion Synthetic โดยออกมาเป็นจำนวนทั้งสิ้น 330 ล้านดอลลาร์ ฮอลลีวูด Pool ที่นำมาประกันนั้นมีจำนวน 3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ประกอบด้วยสัญญาเช่าซื้อ 1,423 สัญญา สำหรับรถเมล์และรถแท็กซี่ ใน Tranche D มี Credit Support อยู่ร้อยละ 2 ซึ่งหมายความว่ายังคงมีความเสี่ยงเหลืออยู่ที่ Originator ร้อยละ 2 ดีลนี้อายุ 5 ปี และออกใหม่เมื่อตราสารหมดอายุได้ เงินสดที่ระดมมาจะลงทุนที่ HSBC ในรูปของเงินฝาก และ Trustee สามารถที่จะโอนเงินออกจาก HSBC ได้หากเรตติ้งลดลง

- Hybrid Securitization

ที่ผ่านมาเราได้กล่าวถึงการทำ Securitization ในรูปแบบต่างๆ นับตั้งแต่ Cash Securitization ที่เน้นการระดมทุนเป็นหลัก และ Synthetic Securitization ที่เน้นการโอนความเสี่ยงออกจากพอร์ตแต่ไม่เน้นการระดมทุน แต่ก็มีบางรายที่นำทั้งสองแบบมาผสมกันเรียกว่า Hybrid Securitization ซึ่งกำลังได้รับความนิยมเพิ่มขึ้นตามลำดับความจริงแล้ว Hybrid Securitization ผู้ที่เป็น Sponsor ตั้งใจที่จะทำกำไรจาก Arbitrage โดยลงทุนทั้งในสินทรัพย์ที่เป็นเงินสด และ สินทรัพย์ที่สังเคราะห์ขึ้นมาด้วยตราสารอนุพันธ์

โครงสร้างของ Hybrid Securitization เริ่มต้นเหมือนกับการทำ Synthetic Securitization แต่ที่เพิ่มเข้ามาคือ เงินที่ระดมมาได้จากการออก CLNs จะนำไปลงทุนใน Cash ABS แทนที่จะลงทุนในตราสารคุณภาพดีเรตติ้ง AAA เหมือนดีลตามปกติ ตราสาร ABS ตามปกติจะมีเรตติ้งต่ำกว่าที่ BBB การทำแบบนี้จะทำให้

ได้ Spread จาก Synthetic Asset และผลตอบแทนจาก Cash Asset หากผลตอบแทนที่จะจ่ายให้แก่นักลงทุนจาก CDO ซึ่งเป็นบัญชีของสินทรัพย์ที่สังเคราะห์นั้นเกิดขาดทุนขึ้นมาก็จะยังไม่กระทบบัญชีเงินสดที่สำรองเอาไว้ เพราะจะไปตัดจาก Super Senior Unfunded Swap ก่อน ดีรูปแบบนี้เกิดขึ้นเพราะต้องการที่จะทำผลตอบแทนจากดีลแบบ Arbitrage มากขึ้น โดยสร้างส่วนผสมระหว่างสินทรัพย์สองอย่างที่ไม่มีความสัมพันธ์กันเลยระหว่างที่เป็นเงินสดและที่สังเคราะห์ขึ้นมานั่นเอง

- Insurance Risk Securitization

Synthetic Securitization พัฒนาและได้รับความนิยมมากขึ้นเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการโอนความเสี่ยงออกจากพอร์ต ซึ่งในช่วงแรกจะเป็นพอร์ตเงินกู้ทั้งหลาย แต่มาจึงประยุกต์เพื่อโอนความเสี่ยงอื่นๆ ด้วย เช่น ความเสี่ยงจากการประกันภัย ความเสี่ยงจากดินฟ้าอากาศ ความเสี่ยงจากหนี้เสียที่จะทำให้ Residual Value ของสินทรัพย์ลดน้อยลง ตลอดจนความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงราคาของสินค้าโภคภัณฑ์ เป็นต้น

ความจริงการประกันภัยเองก็คือการโอนความเสี่ยงจากผู้เอาประกันไปให้บริษัทประกันนั่นเอง แต่บริษัทประกันเองก็ต้องป้องกันความของตัวเองด้วยเช่นกัน วิธีหนึ่งที่เชื่อกันมาก่อนก็คือการประกันต่อ แต่เทคนิคใหม่ก็คือการผสมผสานระหว่างการขายความเสี่ยงจากการประกัน กับเทคโนโลยีการทำ Securitization แทนที่บริษัทประกันจะโอนความเสี่ยงไปให้บริษัทที่รับประกันต่อ (Re-insurance) กลับโอนไปให้ Re-insurance SPV แทน ซึ่งจะเป็นผู้ออกตราสารขายให้แก่นักลงทุนในตลาดทุน ซึ่งนักลงทุนอาจจะเสี่ยงที่จะไม่ได้ทั้งเงินต้น และดอกเบี้ย หรืออาจจะได้คืนแต่ก็ต้องรอเป็นเวลานาน

ตราสารหนี้ที่รับโอนความเสี่ยงด้านประกันมาให้นักลงทุนอย่างหนึ่งคือ Catastrophe Bond หรือ CAT Bond ซึ่งเป็นตราสารหนี้ที่บริษัทประกันต้องการจะโอนความเสี่ยงที่นานๆ จะเกิดขึ้นครั้งหนึ่ง แต่เมื่อเกิดแล้วจะมีความเสียหายที่รุนแรงถึงบริษัทประกันต้องล้มละลายเลยก็มี เช่น ความเสี่ยงจากแผ่นดินไหว พายุทอร์นาโด เป็นต้น

ความเคลื่อนไหวที่น่าสนใจอีกอย่างหนึ่งองค์กรที่มีโอกาสเสี่ยงจากภัยพิบัติต่างๆ เดิมทีก็จะทำประกันไว้กับบริษัทประกันภัย แต่เมื่อการโอนความเสี่ยงด้วยเทคนิค Securitization ได้รับความนิยมมากขึ้นจึงหันมาโอนความเสี่ยงด้วยวิธีนี้แทน วิธีแบบนี้เรียกกันว่า Alternative Risk Transfer

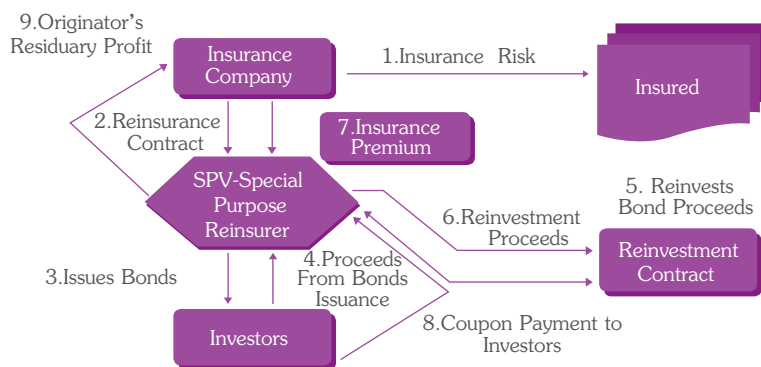
- ตลาด CAT Bond

ความจริงแนวคิดเรื่อง CAT Bond มีมาตั้งแต่ปี 1993 แต่ไม่ประสบความสำเร็จ จนกระทั่งปี 1996 จึงได้รับความนิยมมากขึ้นโดยเฉพาะในสหรัฐอเมริกา

ส่วนในยุโรปบริษัทประกันต่อของฝรั่งเศสเป็นรายแรกที่ทำ CAT Bond ในปี 1999 การทำ CAT Bond เกือบทั้งสิ้นทำผ่าน Re-insurance SPV ที่ตั้งขึ้นใน Cayman Islands เนื่องจากกฎหมายที่เอื้ออำนวยและระบบภาษีที่ไม่ทำให้เกิดภาระภาษี ในตอนหลัง National Association of Insurance Commissioners ของสหรัฐอเมริกา จึงได้ออกกฎหมายเกี่ยวกับเรื่องนี้ขึ้น ทำให้สามารถออก CAT Bond ในสหรัฐอเมริกาได้โดยไม่มีภาระภาษีเพิ่มขึ้นเช่นเดียวการทำใน Cayman Islands

จนถึงปี 2002 ได้มีการทำ CAT Bond หลายรายด้วยกัน ที่ใหญ่ที่สุดคือ Hanover Re จำนวนความเสียหายที่โอนออกมีจำนวนถึง 230 ล้านดอลลาร์ เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากแผ่นดินไหว พายุเฮอริเคน ทั้งในสหรัฐอเมริกา ยุโรป และ ญี่ปุ่น ที่ออกมากที่สุดก็คือ Swiss Re ออกถึงห้าครั้ง แต่ทั้งหมดเป็นการโอน ความเสี่ยงจากการเกิดขึ้นของแผ่นดินไหว

รูปที่ 7.5 Basic Process of Insurance Risk Securitization : ก่อนเกิดภัยพิบัติ

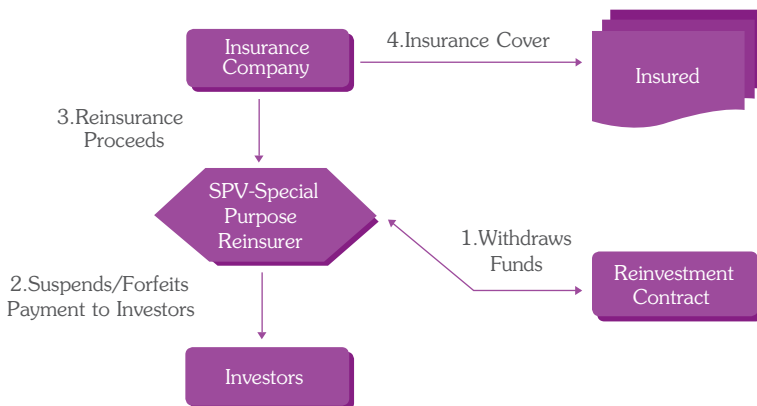


ในปี 2004/2005 CAT Bond ยังคงขยายตัวอย่างต่อเนื่อง ณ สิ้นเดือน มิถุนายน 2005 มีความเสี่ยงที่ในรูปแบบนี้คงค้างในตลาดถึง 4.65 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ และนับตั้งแต่ปี 1997 เป็นต้นมา มีการออก CAT Bond ทั้งสิ้น 64 รายการมี จำนวนความเสียหายที่โอนไปให้ผู้อื่นถึง 9.68 พันล้านดอลลาร์

การออก CAT Bond โดยทั่วไปเมื่อบริษัทประกันออกกรมธรรม์ประกันความ เสี่ยงจากภัยพิบัติธรรมชาติ บริษัทประกันจะหาวิธีประกันต่อถ้าหากความเสี่ยงเกิน กว่าจำนวนที่จะรับได้ ถ้าหากใช้การโอนความเสี่ยงด้วย Synthetic Securitization บริษัทประกันจะตั้ง Re-insurance SPV ขึ้นเพื่อโอนความเสี่ยงส่วนที่เกินจะรับได้

มาให้ ขณะเดียวกัน SPV จะออกตราสารหนี้ขายในตลาดทุน เงินที่ระดมมาได้จะนำมาลงทุนต่อ ดอกเบี้ยที่จะจ่ายให้นักลงทุนจะมาจากผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุน และ Premium ที่จ่ายโดยบริษัทประกัน แต่ถ้าหากไม่พอที่จ่ายนักลงทุนยังจะได้ผลตอบแทนสูงจากผลตอบแทนที่ได้จาก Reinvestment Fund และ Premium ที่ได้จากบริษัทประกัน แต่ถ้าเกิดภัยพิบัติขึ้นถ้าหากความเสี่ยงเกินกว่าระดับที่กำหนดก็จะถูกโอนไปให้ SPV และกระจายให้แก่นักลงทุนในตราสาร Tranche ต่างๆ ซึ่งนักลงทุนจะสูญเสียนับตั้งแต่ดอกเบี้ย เงินต้น หรือทั้งสองอย่าง หรือได้รับเงินที่ลงทุนไปล่าช้ากว่ากำหนด โดยสรุปแล้วก็คือความเสี่ยงจะถูกกระจายไปให้นักลงทุนช่วยรับภาระแทนนั่นเอง

รูปที่ 7.6 Basic Process of Insurance Risk Securitization : หลังเกิดภัยพิบัติ





บทที่ 8

Securitization ในประเทศไทย

การทำ Securitization ในประเทศไทยเริ่มขึ้นจากการผลักดันของกระทรวงการคลัง โดยในปี พ.ศ. 2536 กระทรวงการคลังได้แต่งตั้งคณะทำงานที่มีความรับผิดชอบหลักในการพัฒนาตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย ซึ่งหน้าที่หลักหน้าที่หนึ่งของคณะทำงานดังกล่าวคือ การดำเนินการศึกษาการออกตราสารหนี้ที่จะรองรับการพัฒนาตลาดรองตราสารหนี้ ทั้งนี้ กระบวนการออกตราสารหนี้ในรูปของ Securitization ในประเทศไทยเกิดขึ้นครั้งแรกในช่วงปี พ.ศ. 2536 เช่นกัน โดยธนาคารเอเชียรวบรวมสินทรัพย์ประเภทลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์มาขายให้กับ BOA Receivable (BARC) ซึ่งเป็นบริษัทเฉพาะที่จัดตั้งขึ้นเพื่อการทำ Securitization โดย BARC นำมูลค่าสินทรัพย์ที่รวบรวมมากกว่า 200 ล้านบาท มาเป็นสินทรัพย์หนุนหลังในการระดมทุนด้วยการออกตราสารประเภท Asset-backed Bill of Exchange (ABE) เสนอขายให้กับนักลงทุนอีกต่อหนึ่ง

ระหว่าง พ.ศ. 2536 - 2541 ถือได้ว่าเป็นช่วงเริ่มต้นของการทำ Securitization ในประเทศ ซึ่งรูปแบบการออกตราสารหนี้ในรูป Securitization ในช่วงนั้น มีลักษณะที่นำทรัพย์สินประเภทลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์และลูกหนี้การค้าของธุรกิจส่งออก (Export receivables) มารวบรวมเป็นสินทรัพย์หนุนหลังการออกหุ้นกู้เสนอขายให้กับนักลงทุน ซึ่งการทำ Securitization ในช่วงนั้นเป็นการออกเสนอขายให้กับนักลงทุนในต่างประเทศ โดยการโอนลูกหนี้ไปยัง Special Vehicle Purpose (SPV) ในต่างประเทศเพื่อเป็นหลักประกันการกู้ยืม ในกรณีนี้ได้แก่ กรณีของธนาคารเอเชียไทยคาร์ ชิพกาลีส์ซิ่ง นิธิภัทรลีส์ซิ่ง และวงส์ไพทอรี่

ในปี พ.ศ. 2542 มีการออกตราสาร Securitization ในลักษณะที่เป็นการออกหุ้นกู้ที่มีสิทธิเรียกร้องในกระแสรายรับเป็นประกัน เสนอขายแบบในวงจำกัด (Private Placement : PP) ได้แก่ สิทธิเรียกร้องในสินค้าคงคลังของกลุ่ม บริษัทแสงโสม 3 รุ่น มูลค่ารวม 11,070 ล้านบาท โดยมี SPV เป็นตัวกลางในการออกหุ้นกู้ และสิทธิเรียกร้องในหน่วยลงทุนและเงินกู้จำนวนของกลุ่ม Lehman Brothers โดยมีบริษัท จีที สตาร์ส เป็นตัวกลางในการออกหุ้นกู้ และ ในปี พ.ศ. 2545 บริษัท จีที สตาร์ส ทุน เป็นตัวกลางในการออกหุ้นกู้ในลักษณะเดียวกับ จีที สตาร์ส มูลค่ารวมหุ้นกู้ทั้ง

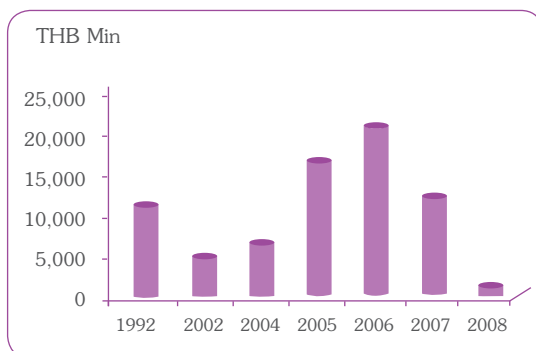
2 รุ่น คิดเป็น 8,670 ล้านบาท

สำหรับภาครัฐ มีการออกตราสารในรูป Securitization ครั้งแรกเมื่อปี พ.ศ. 2545 โดยใช้ลูกหนี้เช่าซื้อของการเคหะแห่งชาติเป็นสินทรัพย์หนุนหลังการออกตราสาร จำนวน 2 โครงการคือ โครงการของบริษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย (Originator) ซึ่งมีนิติบุคคลเฉพาะกิจ บตท. เป็น SPV เสนอขาย แบบ PP มูลค่า 345.93 ล้านบาท และโครงการของการเคหะแห่งชาติ (Originator) ซึ่งมี บริษัท เอ็นเอชเอ เอสพีวี และ บริษัท ออสเปรย์ ซีเรีย วัน เป็นตัวกลางออกหุ้นกู้ระยะสั้น เสนอขายต่อประชาชนทั่วไป (Public Offering : PO) มูลค่ารวม 607.9 ล้านบาท และ บริษัท ออสเปรย์ ซีเรีย วัน ได้ทยอยออกหุ้นกู้ระยะสั้นมาเป็นระยะๆ เพื่อไถ่ถอนหุ้นกู้ระยะสั้นชุดก่อน

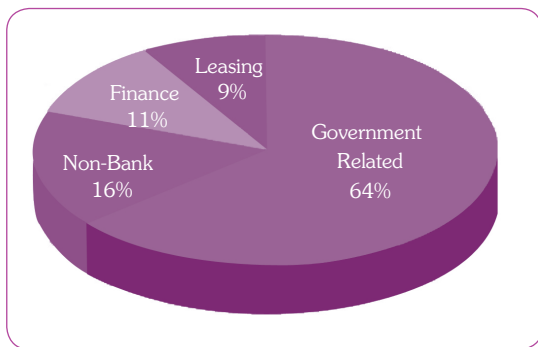
สำหรับตราสาร Securitization ที่มีออกมาแล้วตั้งแต่ปี พ.ศ. 2542 ถึงปัจจุบัน (กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2552) และจดทะเบียนที่ ThaiBMA มีทั้งสิ้น 47 รุ่น มูลค่ารวม 71,549.1 ล้านบาท โดยขนาดของหุ้นกู้แต่ละรุ่นอยู่ระหว่าง 58.9 ล้านบาท ถึง 6,000 ล้านบาท หรือมีขนาดของหุ้นกู้เฉลี่ยอยู่ประมาณ 1,500 ล้านบาท ต่อรุ่น โดยในจำนวน 47 รุ่นนี้ เป็นรุ่นที่หมดอายุไปแล้วทั้งสิ้น 25 รุ่น ที่เหลืออีก 22 รุ่น เป็นรุ่นที่จะหมดอายุในปี พ.ศ. 2552 ถึง พ.ศ. 2568

มูลค่าคงค้างของตราสาร Securitization ในประเทศไทย ข้อมูล ณ สิ้นเดือน กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2552 มีมูลค่าเท่ากับ 37,770.63 ล้านบาท หรือคิดเป็นร้อยละ 4.5 ของมูลค่าคงค้างหุ้นกู้ภาคเอกชนทั้งหมดในตลาดตราสารหนี้ไทย ซึ่งกว่าร้อยละ 64 ของมูลค่าคงค้างตราสาร Securitization ทั้งหมด เป็นตราสารที่ออกโดยหน่วยงานภาครัฐ ในขณะที่บริษัทเอกชนทั่วไป มีสัดส่วนอยู่ที่ร้อยละ 16 รองลงมา เป็นกลุ่มธุรกิจการเงิน และบริษัทอิสระ ตามลำดับ

รูปที่ 8.1 มูลค่าการออกตราสาร Securitization



รูปที่ 8.2 มูลค่าคงค้างตราสาร Securitization แยกตามประเภทสินทรัพย์หมุน ณ กุมภาพันธ์ 2552



ทั้งนี้ตราสาร Securitization ในประเทศไทยสามารถแบ่งเป็น 4 กลุ่มตามลักษณะ ของสินทรัพย์ที่นำมาแปลงเป็นตราสารหนี้ ได้แก่ 1) Asset Back Securitization 2) Credit Card/ Personal Loan Receivable-backed Securities 3) Deposit Receipts และ 4) Future Cash Flow

8.1 Asset Backed Securities ตราสาร Securitization ในประเทศไทยส่วนใหญ่เป็นประเภท Asset Back Securities ซึ่งเป็นการนำเอาสินเชื่อบริการหรือสินเชื่อบริการ มาเป็นสินทรัพย์หมุนหลัง โดยตราสารประเภทดังกล่าวมีออกมาเสนอขายให้กับนักลงทุนในตลาดอย่างต่อเนื่อง ซึ่ง ณ ปัจจุบันร้อยละ 50 ของมูลค่าการออกตราสารหนี้ Securitization ทั้งหมดเป็นประเภท Asset Backed Securities ทั้งนี้ Securitization ประเภท Asset Backed Securities ในประเทศไทยที่ออกมาแล้วมีจำนวนทั้งสิ้น 29 รุ่น จาก 9 บริษัท มูลค่ารวม 35,564.20 ล้านบาท ได้แก่

- บริษัท ออโต้ รีไฟแนนซ์ เอสพี จำกัด จำนวน 2 รุ่น มูลค่า รวม 800 ล้านบาท โดยมีบริษัท สแกนดิเนเวียลิสซิง จำกัด (มหาชน) เป็น Originator

(1) หุ้นกู้ชนิดทยอยชำระคืนเงินต้นจากกระแสรายรับจากสิทธิเรียกร้องภายใต้สัญญาเช่าซื้อรถยนต์ ที่ออกภายใต้กฎหมายว่าด้วยนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ของบริษัท ออโต้ รีไฟแนนซ์ เอสพี จำกัด ครั้งที่ 1/2547 ชุดที่ 1 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2550 (AUTO071A)

(2) หุ้นกู้ชนิดทยอยชำระคืนเงินต้นจากกระแสรายรับตามการจัดสรรเงินตามลำดับ (เมื่อเทียบกับหุ้นกู้ชุดที่ 1) จากสิทธิเรียกร้องภายใต้สัญญาเช่าซื้อรถยนต์ ที่ออกภายใต้กฎหมายว่าด้วยนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

ของบริษัท ออโต้ วิชีฟเอเบิล เอสพีวี จำกัด ครั้งที่ 1/2547 ชุดที่ 2 ครอบคลุมปี
ไถ่ถอนปี พ.ศ. 2551 (AUTO088A)

- บริษัทแอลเอสพีวี จำกัด จำนวน 3 รุ่น มูลค่ารวม 11,070 ล้านบาท โดยมี
บริษัท แสงโสม จำกัด เป็น Originator

(1) หุ้นกู้มีประกันชนิดทยอยคืนเงินต้นของบริษัท แอลเอสพีวี จำกัด ครั้งที่
1/2542 (ครอบคลุมปี 2543) (LSPV#1)

(2) หุ้นกู้มีประกันชนิดทยอยคืนเงินต้นของบริษัท แอลเอสพีวี จำกัด ครั้งที่
2/2542 (ครอบคลุมปี 2544) (LSPV#2)

(3) หุ้นกู้มีประกันชนิดทยอยคืนเงินต้น บริษัท แอลเอสพีวี จำกัด ครั้งที่ 3
(ครอบคลุมปี พ.ศ. 2544) (LSPV#3)

- บริษัท ออสเปรย์ ซีรีส์ วัน จำกัด จำนวน 6 รุ่น มูลค่ารวม 510 ล้านบาท
โดยมี การเคหะแห่งชาติ เป็น Originator

(1) หุ้นกู้ระยะสั้น ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน บริษัท ออสเปรย์ ซีรีส์ วัน
จำกัด ครั้งที่ 2/2549 ครอบคลุมปี 2549 (OSPAA606)

(2) หุ้นกู้ระยะสั้นไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน บริษัท ออสเปรย์ ซีรีส์ วัน
จำกัด ครั้งที่ 3/2549 ครอบคลุมปี 2549 (OSPA1A96)

(3) หุ้นกู้ระยะสั้น ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน บริษัท ออสเปรย์ ซีรีส์ วัน
จำกัด ครั้งที่ 4/2549 ครอบคลุมปี 2549 (OSPA1AD6)

(4) หุ้นกู้ระยะสั้น ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน บริษัท ออสเปรย์ ซีรีส์ วัน
จำกัด ครั้งที่ 5/2549 ครอบคลุมปี 2550 (OSPA1A37)

(5) หุ้นกู้ระยะสั้น ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน บริษัท ออสเปรย์ ซีรีส์ วัน
จำกัด ครั้งที่ 1/2550 ครอบคลุมปี 2550 (OSPA1A67)

(6) หุ้นกู้ระยะสั้น ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน บริษัท ออสเปรย์ ซีรีส์ วัน
จำกัด ครั้งที่ 2/2550 ครอบคลุมปี 2550 (OSPA1A97)

- บริษัท ออสเปรย์ ซีรีส์ ทุ จำกัด จำนวน 12 รุ่น มูลค่ารวม 3,514.2 ล้านบาท
โดยมี การเคหะแห่งชาติ เป็น Originator

(1) หุ้นกู้ระยะสั้น ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน บริษัท ออสเปรย์ ซีรีส์ ทุ
จำกัด ครั้งที่ 2/2549 ครอบคลุมปี 2549 (OSPBA606)

(2) หุ้นกู้ระยะสั้นไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน บริษัท ออสเปรย์ ซีรีส์ ทุ จำกัด
ครั้งที่ 3/2549 ครอบคลุมปี 2549 (OSPB1A96)

(3) หุ้นกู้ระยะสั้น ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน บริษัทออสเปรย์ ซีรีส์ ทุ จำกัด
ครั้งที่ 4/2549 ครอบคลุมปี 2549 (OSPB1AD6)

(4) หุ้นกู้ระยะสั้น ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน บริษัท ออสเปรย์ ซีรีส์ ทุ

จำกัด ครั้งที่ 5/2549 ครอบคลุมปี 2550 (OSPB1A37)

(5) หุ้นกู้ระยะสั้น ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน บริษัท ออสเปอร์ ซีรีส์ 7 จำกัด ครั้งที่ 1/2550 ครอบคลุมปี 2550 (OSPB1A67)

(6) หุ้นกู้ระยะสั้น ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน บริษัท ออสเปอร์ ซีรีส์ 7 จำกัด ครั้งที่ 2/2550 ครอบคลุมปี 2550 (OSPB1A97)

(7) หุ้นกู้ระยะสั้น ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน บริษัท ออสเปอร์ ซีรีส์ 7 จำกัด ครั้งที่ 3/2550 ครอบคลุมปี 2550 (OSPB1AD7)

(8) หุ้นกู้ระยะสั้น ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน บริษัท ออสเปอร์ ซีรีส์ 7 จำกัด ครั้งที่ 4/2550 ครอบคลุมปี 2551 (OSPB1A38)

(9) หุ้นกู้ระยะสั้น ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน บริษัท ออสเปอร์ ซีรีส์ 7 จำกัด ครั้งที่ 1/2551 ครอบคลุมปี 2551 (OSPB08619A)

(10) หุ้นกู้ระยะสั้น ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน บริษัท ออสเปอร์ ซีรีส์ 7 จำกัด ครั้งที่ 2/2551 ครอบคลุมปี 2551 (OSPB08918A)

(11) หุ้นกู้ระยะสั้น ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน บริษัท ออสเปอร์ ซีรีส์ 7 จำกัด ครั้งที่ 3/2551 ครอบคลุมปี 2551 (OSPB08D22A)

(12) หุ้นกู้ระยะสั้น ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน บริษัท ออสเปอร์ ซีรีส์ 7 จำกัด ครั้งที่ 4/2551 ครอบคลุมปี 2552 (OSPB09319A)

- บริษัท ชิกโก้ นิติบุคคลเฉพาะกิจ 1 & 2 & 3 จำกัด จำนวน 3 รุ่น มูลค่ารวม 10,000 ล้านบาท โดยมี บริษัทเงินทุน สินธุสหกรรม จำกัด (มหาชน) เป็น Originator

(1) หุ้นกู้ของบริษัท ชิกโก้ นิติบุคคลเฉพาะกิจ 1 จำกัด ออกภายใต้กฎหมายว่าด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ชนิดทยอยชำระคืนด้วยกระแสรายรับจากสิทธิเรียกร้องในเงินได้ค่าสินเชื้อมาตรฐานครั้งที่ 1/2548 ซึ่งคาดว่าจะไถ่ถอนครบในปี พ.ศ.2552 และครบกำหนดไถ่ถอนสุดท้ายในปี พ.ศ. 2554 (SSPV09NA)

(2) หุ้นกู้ของบริษัท ชิกโก้ นิติบุคคลเฉพาะกิจ 2 จำกัด ชนิดทยอยชำระคืนด้วยกระแสรายรับจากสิทธิเรียกร้องในเงินได้ค่าสินเชื้อมาตรฐานครั้งที่ 1/2549 ซึ่งคาดว่าจะไถ่ถอนครบในปี พ.ศ. 2554 และครบกำหนดไถ่ถอนสุดท้ายในปี พ.ศ. 2556 ที่ออกภายใต้โครงการที่ได้รับอนุญาตตามพระราชกฤษฎีกาว่าด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 (SSPV112A)

(3) หุ้นกู้ของบริษัท ชิกโก้ นิติบุคคลเฉพาะกิจ 3 จำกัด ชนิดทยอยชำระคืนด้วยกระแสรายรับจากสิทธิเรียกร้องในเงินได้ค่าสินเชื้อมาตรฐานครั้งที่ 1/2550 ซึ่งคาดว่าจะไถ่ถอนครบในปี พ.ศ. 2553 และครบกำหนดไถ่ถอนสุดท้ายในปี พ.ศ. 2555 ที่ออกภายใต้โครงการที่ได้รับอนุญาตตามพระราชกฤษฎีกาว่าด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 (SSPV112A)

นิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 (SSVC100A)

- บริษัท จีที สตาร์ส หู จำกัด 1 รุ่น มูลค่า 4,670 ล้านบาท ได้แก่ หุ้นกู้มีประกัน ของบริษัท จีที สตาร์ส หู จำกัด (ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2550) (STAR078A) โดยมี บริษัท Lehman Brothers เป็น Originator

8.2 Credit Card/Personal Loan Receivable-Backed Securities เป็นตราสาร Securitization ที่นำสินเชื่อบัตรเครดิต หรือสินเชื่อบุคคล มาเป็นสินทรัพย์หนุนหลังการออกตราสาร ซึ่ง ณ ปัจจุบัน มีเพียง มีบริษัท อีออน ธนสินทรัพย์ (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน) บริษัทเดียวที่มีการนำสินเชื่อเครดิต และสินเชื่อบุคคลมาเป็นสินทรัพย์หนุนหลังการออกตราสารหนี้ผ่าน SPV ทั้งนี้ ตราสารประเภทนี้มีจำนวน 10 รุ่น จาก 4 บริษัท มูลค่ารวม 7,985 ล้านบาท ได้แก่

- บริษัท อีเทอนอล 3 นิติบุคคลเฉพาะกิจ จำกัด จำนวน 4 รุ่น มูลค่า 2,280 โดยมีบริษัท อีออน ธนสินทรัพย์ (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน) เป็น Originator

(1) หุ้นกู้ประเภทอัตราดอกเบี้ยคงที่และมีสินทรัพย์รองรับ ครั้งที่ 1/2549 ของบริษัท อีเทอนอล 3 นิติบุคคลเฉพาะกิจ จำกัด คาดว่าจะไถ่ถอนในปี พ.ศ. 2552 และครบกำหนดไถ่ถอนสุดท้ายในปี 2554 ซึ่งออกภายใต้โครงการที่ได้รับอนุญาตตามพระราชกำหนดการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 “หุ้นกู้ชุด เอ-1 (Class A-1 Debentures)” (ESPT092A)

(2) หุ้นกู้ประเภทอัตราดอกเบี้ยคงที่และมีสินทรัพย์รองรับ ครั้งที่ 2/2549 ของบริษัท อีเทอนอล 3 นิติบุคคลเฉพาะกิจ จำกัด คาดว่าจะไถ่ถอนในปี พ.ศ. 2554 และครบกำหนดไถ่ถอนสุดท้ายในปี 2556 ซึ่งออกภายใต้โครงการที่ได้รับอนุญาตตามพระราชกำหนดการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 “หุ้นกู้ชุด เอ-2 (Class A-2 Debentures)” 2 Debentures” (ESPT112A)

(3) หุ้นกู้ประเภทอัตราดอกเบี้ยคงที่และมีสินทรัพย์รองรับ ครั้งที่ 3/2549 ของบริษัท อีเทอนอล 3 นิติบุคคลเฉพาะกิจ จำกัด คาดว่าจะไถ่ถอนในปี พ.ศ. 2554 และครบกำหนดไถ่ถอนสุดท้ายในปี 2556 ซึ่งออกภายใต้โครงการที่ได้รับอนุญาตตามพระราชกำหนดการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 “หุ้นกู้ชุด บี (Class B Debentures)” (ESPT113A)

(4) หุ้นกู้ประเภทอัตราดอกเบี้ยคงที่และมีสินทรัพย์รองรับ ครั้งที่ 4/2549 ของบริษัท อีเทอนอล 3 นิติบุคคลเฉพาะกิจ จำกัด คาดว่าจะไถ่ถอนในปี พ.ศ. 2554 และครบกำหนดไถ่ถอนสุดท้ายในปี 2556 ซึ่งออกภายใต้โครงการที่ได้รับอนุญาตตามพระราชกำหนดการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 “หุ้นกู้ชุด ซี (Class C Debentures)” (ESPT113B)

- บริษัท อีเทอนอล 4 นิติบุคคลเฉพาะกิจ จำนวน 3 รุ่น มูลค่ารวม 2,205 ล้านบาท โดยมีบริษัท อีออน ธนสินทรัพย์ (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน) เป็น Originator

(1) หุ้นกู้ประเภทอัตราดอกเบี้ยคงที่และมีสินทรัพย์รองรับ ครั้งที่ 1/2550 ของ บริษัท อีเทอนอล 4 นิติบุคคลเฉพาะกิจ จำกัด คาดว่าจะไถ่ถอนปี 2553 และครบกำหนดไถ่ถอนสุดท้ายในปี 2555 (หุ้นกู้ชุด เอ-1/Class A-1 Debentures) (ESPD106A)

(2) หุ้นกู้ประเภทอัตราดอกเบี้ยคงที่และมีสินทรัพย์รองรับ ครั้งที่ 2/2550 ของ บริษัท อีเทอนอล 4 นิติบุคคลเฉพาะกิจ จำกัด คาดว่าจะไถ่ถอนปี 2555 และครบกำหนดไถ่ถอนสุดท้ายในปี 2557 (หุ้นกู้ชุด เอ-2/Class A-2 Debentures) (ESPD126A)

(3) หุ้นกู้ประเภทอัตราดอกเบี้ยคงที่และมีสินทรัพย์รองรับ ครั้งที่ 3/2550 ของ บริษัท อีเทอนอล 4 นิติบุคคลเฉพาะกิจ จำกัด คาดว่าจะไถ่ถอนปี 2555 และครบกำหนดไถ่ถอนสุดท้ายในปี 2557 (หุ้นกู้ชุด บี/Class B Debentures) (ESPA129A)

- บริษัท อีเทอนอล เครดิตการ์ด นิติบุคคลเฉพาะกิจ จำกัด จำนวน 2 รุ่น มูลค่ารวม 2,000 ล้านบาท โดยมีบริษัท อีออน ธนสินทรัพย์ (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน) เป็น Originator

(1) หุ้นกู้ประเภทอัตราดอกเบี้ยคงที่และมีสินทรัพย์รองรับ ครั้งที่ 1/2548 ของ บริษัท อีเทอนอล เครดิตการ์ด นิติบุคคลเฉพาะกิจ จำกัด คาดว่าจะไถ่ถอนในปี 2551 และครบกำหนดไถ่ถอนสุดท้ายในปี 2552 หุ้นกู้ชุด เอ-1 (Class A-1 Debentures) (ECC082A)

(2) หุ้นกู้ประเภทอัตราดอกเบี้ยคงที่และมีสินทรัพย์รองรับ ครั้งที่ 2/2548 ของ บริษัท อีเทอนอล เครดิตการ์ด นิติบุคคลเฉพาะกิจ จำกัด คาดว่าจะไถ่ถอนในปี 2553 และครบกำหนดไถ่ถอนสุดท้ายในปี 2554 หุ้นกู้ชุด เอ-2 (Class A-2 Debentures) (ECC102A)

- บริษัท อีเทอนอล นิติบุคคลเฉพาะกิจ จำกัด โดยมีบริษัท อีออน ธนสินทรัพย์ (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน) เป็น Originator จำนวน 1 รุ่น มูลค่า 1,500 ล้านบาท ได้แก่ หุ้นกู้ชนิดทยอยชำระคืนเงินต้น จากสิทธิเรียกร้องในเงินได้ค่าเช่าซื้อของบริษัท อีเทอนอล นิติบุคคลเฉพาะกิจ จำกัด ครั้งที่ 1/2547 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2553 (ESPV102A)

8.3 Deposit Receipts ตราสาร Securitization ประเภท Deposit Receipts

ในประเทศไทย มีจำนวน 1 รุ่น มูลค่า 4,000 ล้านบาท ได้แก่ ใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหุ้นกู้แปลงสภาพของ บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) ออกโดยบริษัท สยามดีอาร์ จำกัด รุ่นที่ 1/2547 (BCP141A) โดยมี บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) เป็น Originator สำหรับใบแสดงสิทธิรุ่น BCP141A ใช้หุ้นกู้แปลงสภาพของ บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) เป็นสินทรัพย์หนุนหลัง โดยผู้ถือใบแสดงสิทธิดังกล่าวจะได้รับสิทธิเช่นเดียวกับหุ้นกู้แปลงสภาพของ บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) ทั้งในเรื่องของรายได้จากดอกเบี้ยจ่ายบนหุ้นกู้แปลงสภาพฯ สิทธิในการแปลงหุ้นกู้แปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญของ บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) เป็นต้น

ทั้งนี้ เมื่อใบแสดงสิทธิมีอายุครบ 3 ปีนับจากวันออกใบแสดงสิทธิ หากราคาปิดของใบแสดงสิทธิในหุ้น หรือราคาปิดของหุ้นสามัญ (ในกรณีที่ใบแสดงสิทธิในหุ้นได้ถูกไถ่ถอนหมดแล้ว) มีราคาสูงเกินกว่าร้อยละ 15 ของราคาแปลงสภาพหุ้นกู้เป็นระยะเวลา 15 วันทำการติดต่อกัน ใบแสดงสิทธิจะถูกบังคับไถ่ถอนให้เป็นหุ้นกู้ของ บริษัท บางจาก ปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) ทั้งหมด

สำหรับกรณีเมื่อครบกำหนดอายุใบแสดงสิทธิ ณ ปีที่ 10 หากหมดระยะเวลาแสดงความจำนงในการขายใบแสดงสิทธิต่อกระทรวงการคลัง ใบแสดงสิทธิที่เหลือจะถูกบังคับไถ่ถอนเป็นหุ้นกู้ของ บริษัท บางจาก ปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) ทั้งหมด และหุ้นกู้นี้จะถูกบังคับแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญของ บริษัท บางจาก ปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) ตามข้อกำหนดสิทธิของหุ้นกู้ทั้งหมด

8.4 Future Cash Flow Securities เป็นตราสาร Securitization ที่นำกระแสเงินในอนาคตมาเป็นหลักทรัพย์หนุนหลังตราสารที่เสนอขายให้กับนักลงทุน ซึ่งการออกตราสาร Securitization ประเภท Future Cash Flow นี้ ถือว่าเป็นการพัฒนาการออกตราสาร Securitization ในประเทศไทยให้จุดประกายขึ้นอีกครั้งหนึ่ง และถือได้ว่าเป็นการออกขายหุ้นกู้แบบ Securitization ที่มีขนาดใหญ่ที่สุด นับตั้งแต่มีการออกหุ้นกู้แบบนี้ในประเทศไทย

ในปลายปี พ.ศ. 2548 เมื่อคณะรัฐมนตรีอนุมัติให้กระทรวงการคลังจัดทำโครงการศูนย์ราชการกรุงเทพมหานคร หรือที่เรียกว่า “โครงการศูนย์ราชการ” ซึ่งมี บริษัท ธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด (“ธพส”) เป็นบริษัทจำกัดที่กระทรวงการคลังจัดตั้งขึ้นตามมติคณะรัฐมนตรี ให้ทำหน้าที่เป็นผู้ลงทุนและดำเนินการก่อสร้างอาคารและบริหารโครงการศูนย์ราชการ

ธพส. ทำการเช่าที่ดินจากกระทรวงการคลัง เพื่อก่อสร้างอาคารและสิ่งปลูกสร้างโครงการศูนย์ราชการ ตามสัญญาเช่าที่ดินราชพัสดุเพื่อก่อสร้างอาคาร

และสิ่งปลูกสร้างโครงการฯ โดยให้กรรมธนารักษ์เช่าพื้นที่อาคารในโครงการฯ เป็นระยะเวลา 30 ปี ซึ่งกรรมธนารักษ์นำพื้นที่เช่าดังกล่าวไปจัดให้หน่วยงานราชการ หน่วยงาน ของรัฐ หน่วยงานอิสระ ทำการเช่าต่อ

ทั้งนี้ ธพส. เป็นผู้รับผิดชอบโครงการระดมทุนด้วยการออกตราสารแบบ Securitization โดยแปลงกระแสเงินในอนาคตจากค่าเช่าพื้นที่อาคารจากกรรมธนารักษ์ ธพส. โอนสิทธิเรียกร้องในการรับเงินค่าเช่า ค่าบริการจัดหาเฟอร์นิเจอร์ และค่าบริการ ที่กรรมธนารักษ์มีหน้าที่ต้องชำระแก่ ธพส. ตลอดจนอายุการเช่า ให้แก่บริษัท ดีเอดี เอส พีวี จำกัด ซึ่งบริษัท ดีเอดี เอสพีวี จำกัด นำสิทธิที่ได้รับโอนกระแสเงินในอนาคตที่ ธพส. จะได้จากกรรมธนารักษ์ นั้นไปเป็นหลักทรัพย์หนุนหลังตราสาร Securitization ภายใต้โครงการฯ จำนวนไม่เกิน 24,000 พันล้านบาท เสนอขายให้นักลงทุน สถาบันและนักลงทุนทั่วไป

ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548 ถึงกุมภาพันธ์ 2552 บริษัท ดีเอดี เอสพีวี จำกัด ออก ตราสาร Securitization ภายใต้โครงการฯ นี้แล้วจำนวน 7 รุ่น มูลค่ารวม 23,999.9 ล้านบาท ได้แก่

(1) หุ้นกู้ที่ออกภายใต้โครงการที่ได้รับอนุญาตตามพระราชกำหนดนิติบุคคล เฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ของบริษัท ดีเอดี เอสพีวี จำกัด ครั้งที่ 1/2548 ชุดที่ 1 อายุ 7 ปี ครบกำหนดไถ่ถอนปี 2555 (DAD12NA)

(2) หุ้นกู้ที่ออกภายใต้โครงการที่ได้รับอนุญาตตามพระราชกำหนดนิติบุคคล เฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ของบริษัท ดีเอดี เอสพีวี จำกัด ครั้งที่ 1/2548 ชุดที่ 2 อายุ 10 ปี ครบกำหนดไถ่ถอนปี 2558 (DAD15NA)

(3) หุ้นกู้ที่ออกภายใต้โครงการที่ได้รับอนุญาตตามพระราชกำหนดนิติบุคคล เฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ของบริษัท ดีเอดี เอสพีวี จำกัด ครั้งที่ 1/2548 ชุดที่ 3 อายุ 15 ปี ครบกำหนดไถ่ถอนปี 2563 (DAD20NA)

(4) หุ้นกู้ที่ออกภายใต้โครงการที่ได้รับอนุญาตตามพระราชกำหนดนิติบุคคล เฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ของบริษัท ดีเอดี เอสพีวี จำกัด ครั้งที่ 1/2548 ชุดที่ 4 อายุ 20 ปี ครบกำหนดไถ่ถอนปี 2568 (DAD25NA)

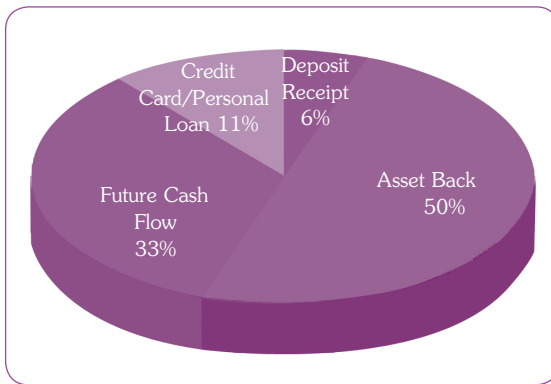
(5) หุ้นกู้ที่ออกภายใต้โครงการที่ได้รับอนุญาตตามพระราชกำหนดนิติบุคคล เฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ของบริษัท ดีเอดี เอสพีวี จำกัด ครั้งที่ 1/2549 ชุดที่ 1 อายุประมาณ 14 ปี ครบกำหนดไถ่ถอนปี 2563 (DAD20NB)

(6) หุ้นกู้ที่ออกภายใต้โครงการที่ได้รับอนุญาตตามพระราชกำหนดนิติบุคคล เฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ของบริษัท ดีเอดี เอสพีวี จำกัด ครั้งที่ 1/2549 ชุดที่ 2 อายุประมาณ 19 ปี ครบกำหนดไถ่ถอนปี 2568

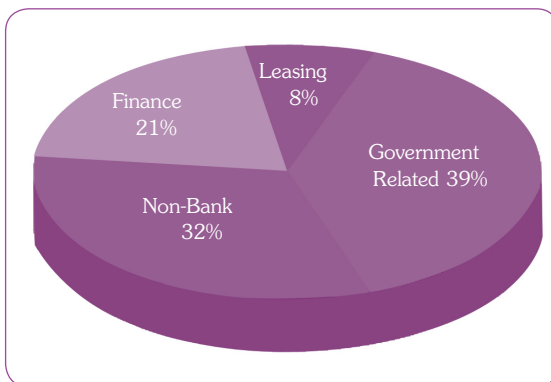
(DAD25NB)

(7) หนี้ที่ออกภายใต้โครงการที่ได้รับอนุญาตตามพระราชกำหนดนิติบุคคล เฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ของบริษัท ดีเอสไอเอสพีวี จำกัด ครั้งที่ 1/2550 อายุประมาณ 18 ปี ครบกำหนดไถ่ถอนปี 2568 (DAD25NC)

รูปที่ 8.3 มูลค่าการออกตราสาร Securitization แยกตามประเภทสินทรัพย์หนุน



รูปที่ 8.4 มูลค่าการออกตราสาร Securitization แยกตาม Originator



บริษัทที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายไทย หรือธนาคารต่างประเทศไทยซึ่งมีสาขาที่ได้รับอนุญาตให้ประกอบกิจการธนาคารพาณิชย์เป็นสาขาเต็มรูปแบบในประเทศไทย ถ้ามีความจำเป็นจะออกเสนอขายตราสารหนี้ในรูปของ Securitization สามารถกระทำได้ภายใต้ 3 รูปแบบ คือ 1) ออกหุ้นกู้ตาม พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ประกอบพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 2) ออกหุ้นกู้ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และ 3) ทำตามเกณฑ์กองทุนรวมที่ซื้อสินทรัพย์ที่มีปัญหาของสถาบันการเงิน

ส่วนการออกตราสารในรูป Securitization ตามเกณฑ์กองทุนรวมที่ซื้อสินทรัพย์ที่มีปัญหาของสถาบันการเงินนั้น กองทุนดังกล่าวได้แก่ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เพื่อแก้ไขปัญหาในระบบสถาบันการเงิน (กอง 2) กองทุนรวมเพื่อการแก้ไขปัญหาในระบบสถาบันการเงิน (กอง 3) และ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และสิทธิเรียกร้อง (กอง 4) ทั้งนี้ กอง 2 กอง 3 และกอง 4 เป็นกองทุนที่จัดตั้งเมื่อครั้งที่ประเทศไทยประสบปัญหาวิกฤตทางเศรษฐกิจ พ.ศ. 2540 ทำให้มีการจัดตั้งกองทุนดังกล่าวเพื่อนำเงินไปซื้อสินทรัพย์ที่มีปัญหาของสถาบันการเงิน โดยระดมเงินในการซื้อสินทรัพย์จากการขายหน่วยลงทุน กองทุนสุดท้ายที่มีอยู่ในลักษณะดังกล่าวจะครบกำหนดในวันที่ 31 สิงหาคม พ.ศ. 2558

ทั้งนี้ ถึงแม้ว่า การทำ Securitization สามารถกระทำได้ในรูปของการจัดตั้งกองทุนรวม ตามมาตรา 9 แห่งพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 กล่าวคือ นิติบุคคลเฉพาะกิจอาจจัดตั้งในรูปของบริษัทจำกัด บริษัทมหาชน กองทุนรวม หรือนิติบุคคลอื่นตามที่ กสท. กำหนดก็ตาม แต่การจะจัดตั้งกองทุนรวมในรูปของ SPV นอกเหนือจากกอง 2 กอง 3 และกอง 4 ที่เคยก่อตั้งมาแล้วนั้น ประกาศเกี่ยวกับกองทุนรวมของ กสท. ในปัจจุบันยังไม่มีกฎเกณฑ์รองรับการจัดตั้ง และการดำเนินงานของ SPV ที่อยู่ในรูปกองทุนรวม

สำหรับ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (กอง 1) ที่ไม่จัดอยู่ในกลุ่มกองทุนข้างต้นนั้น มีลักษณะเป็นกองทุนปิด และต้องจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเหตุผลที่ต้องจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ก็เนื่องมาจากการศึกษาลักษณะธุรกิจกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และการซื้อขายกองทุนอสังหาริมทรัพย์ในต่างประเทศ พบว่ามีการซื้อขายแบบเดียวกับตราสารทุนทั่วไป ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงเห็นควรที่จะให้หน่วยลงทุนของกองทุนอสังหาริมทรัพย์ มีวิธีการและหลักเกณฑ์การซื้อขายเช่นเดียวกับหุ้นสามัญ และจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จัดตั้งขึ้น เพื่อนำเงินที่ได้จากการขายหน่วยลงทุน ไป

ลงทุนในรูปของการซื้อ หรือเช่า อสังหาริมทรัพย์ และบริหารอสังหาริมทรัพย์นั้นๆ โดยไม่มีจุดประสงค์ในการซื้ออสังหาริมทรัพย์มาเพื่อการพัฒนา หรือขายต่อเพื่อทำกำไรเหมือนกับผู้พัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ทั่วๆ ไป แต่มีจุดประสงค์เพื่อสร้างรายได้ประจำในรูปของค่าเช่า ซึ่งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ สามารถแบ่งตามสิทธิในอสังหาริมทรัพย์ได้ 2 ประเภทคือ 1) กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ไปซื้ออสังหาริมทรัพย์มาเป็นเจ้าของ เรียกว่า Freehold และ 2) กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ไปซื้อสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์มาเป็นเจ้าของ เรียกว่า Leasehold โดยผู้ซื้อหน่วยลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ จะได้รับผลตอบแทนจากการซื้อหน่วยลงทุนของกองทุนในรูปของเงินปันผลจากรายได้ที่เกิดจากการดำเนินงานของอสังหาริมทรัพย์ที่กองทุนไปเช่าหรือซื้อ มา และกำไรที่เกิดขึ้น หากผู้ซื้อหน่วยลงทุนขายหน่วยลงทุนได้รับเงินคืนมากกว่าเงินลงทุนที่ซื้อเริ่มแรก

การออกเสนอขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ถึงแม้ว่าจะไม่อยู่ในกลุ่มกองทุนที่จัดให้เป็นการออกเสนอขายตราสารหนี้ในรูปของ Securitization ภายใต้เกณฑ์ของ กสท. เหมือน กอง 2 กอง 3 และ กอง 4 ก็ตาม แต่จากลักษณะการดำเนินงานของกองทุน ผู้ลงทุนมีโอกาสจะได้รับรายได้ประจำคล้ายกับการลงทุนในตราสารหนี้ เนื่องจากกองทุนมีนโยบายการลงทุนเฉพาะในอสังหาริมทรัพย์ที่ก่อให้เกิดกระแสรายได้ประจำ และหน่วยลงทุนของกองทุนที่เสนอขายนักลงทุน ใช้รายได้ของกระแสเงินที่กองทุนเข้าไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ให้เช่า หรือบริหารอสังหาริมทรัพย์นั้น เป็นสินทรัพย์หนุนหลังในการเสนอขายหน่วยลงทุนเช่นเดียวกับตราสาร Securitization เช่นกัน



บทที่ 9

ภาษี และบัญชีเกี่ยวกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

ตราสารหนี้ประเภท Securitization นั้น ถึงแม้จะเป็นการระดมทุนแบบเดียวกับตราสารหนี้ทั่วไปก็ตาม แต่ขั้นตอน และผู้ที่เกี่ยวข้องในการดำเนินการของ Securitization นั้นซับซ้อนกว่า ไม่ว่าจะเป็นการตั้ง SPV เพื่อทำหน้าที่ในการรับโอน หรือซื้อสินทรัพย์จาก Originator กระบวนการในการโอนสินทรัพย์ การจัดตั้งผู้ที่จะทำหน้าที่ Servicer เพื่อจัดเก็บรายรับจากการชำระเงินของลูกหนี้ให้กับ SPV และส่งต่อไปยังผู้ถือตราสารหนี้ เป็นต้น ซึ่งกระบวนการ หรือผู้เกี่ยวข้องเหล่านี้ ล้วนไม่ปรากฏในการกระบวนการระดมทุนแบบตราสารหนี้ทั่วไป ซึ่งความซับซ้อนเหล่านี้เอง เป็นปัจจัยหนึ่งที่ทำให้ผู้ที่ต้องการระดมทุนด้วยการออกตราสารหนี้หลาย ๆ ราย เลี่ยงที่จะระดมทุนด้วยวิธีการออกตราสารแบบ Securitization ดังนั้น เพื่อผลักดันให้เกิดการระดมด้วยการออกตราสารหนี้แบบ Securitization เพิ่มขึ้น มาตรการสนับสนุนจากภาครัฐในด้านต่าง ๆ จึงถูกนำมาใช้ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง มาตรการด้านภาษี ซึ่งเป็นมาตรการจูงใจที่สำคัญมาตรการหนึ่ง นอกจากนั้น ความชัดเจนด้านแนวปฏิบัติทางบัญชีภายใต้โครงการ Securitization ถือว่ามีความสำคัญไม่ด้อยไปกว่ามาตรการด้านภาษี ดังนั้น คณะกรรมการกำหนดมาตรฐานการบัญชี สภาวิชาชีพบัญชี จึงได้จัดทำร่างมาตรฐานแนวปฏิบัติทางบัญชีธุรกรรม Securitization ขึ้น และได้เผยแพร่ร่างดังกล่าวเพื่อขอรับฟังความคิดเห็นและข้อเสนอแนะจากบุคคลที่เกี่ยวข้อง เมื่อวันที่ 11 เมษายน พ.ศ. 2549 แต่แนวปฏิบัติดังกล่าวอยู่ระหว่างการศึกษา เพื่อผ่านขั้นตอนอนุมัติของสภาวิชาชีพบัญชี จึงยังไม่ได้ประกาศใช้อย่างเป็นทางการ

9.1 ภาษีที่เกิดจากตราสารหนี้ประเภท Securitization

ข้อเกี่ยวข้องด้านภาษีกับตราสารประเภท Securitization นั้น มีประเด็นด้านภาษีที่ต้องพิจารณาด้านรายรับที่อาจเกิดขึ้นระหว่างกระบวนการทำ Securitization และอยู่ในขอบเขตที่พิจารณาการเสียภาษีอากร ดังนี้

- **ภาษีเงินได้** ซึ่งขั้นตอนของตราสารประเภท Securitization มีเงินได้ที่เกิดขึ้นกับผู้เกี่ยวข้องดังนี้

(1) เงินได้ที่ Originator อาจได้รับ ซึ่งรายรับดังกล่าวอาจมาจากสามทางด้วยกัน ได้แก่ เงินได้จากที่ Originator ขายทรัพย์สินให้กับ SPV เงินได้จากการทำ Originator ทำหน้าที่เป็น Servicer และรายได้จากการได้รับเงินส่วนที่เหลือหลังจากชำระหนี้ให้แก่ผู้ถือตราสารทั้งหมดแล้ว

(2) เงินได้ที่ SPV อาจได้รับ ซึ่งได้แก่ เงินได้จากที่ SPV ขายทรัพย์สินคืนให้แก่เจ้าของทรัพย์สินเดิม หรือ Originator หรือผลประโยชน์อื่นใดที่ SPV ได้รับจากทรัพย์สินที่นำมาแปลงเป็นสินทรัพย์

- **ภาษีมูลค่าเพิ่ม ภาษีธุรกิจเฉพาะ และอากรแสตมป์** โดยรายรับ และกำไรของผู้เกี่ยวข้องกระบวนการทำ Securitization อาจจะต้องเสียภาษีมูลค่าเพิ่มหรือภาษีธุรกิจเฉพาะด้วยเช่นกัน ทั้งนี้ ตราสารที่เกี่ยวกับธุรกรรมต้องเสียอากรแสตมป์ตามกฎหมายว่าด้วยตราอากรแสตมป์

9.2 สิทธิประโยชน์ทางภาษีอากรที่เกี่ยวข้องกับการทำ Securitization

ในด้านมาตรการสนับสนุนของภาครัฐที่ช่วยกระตุ้นให้เกิดกระบวนการทำ Securitization มากขึ้นนั้น สิทธิประโยชน์ทางภาษีอากรจึงได้ถูกหยิบขึ้นมาเป็นมาตรการสนับสนุน ดังจะเห็นได้ว่าในขั้นตอนต่างๆ ตั้งแต่การออกตราสารหนี้ จนถึงเมื่อตราสารหนี้ครบกำหนด ซึ่งในแต่ละขั้นตอนเหล่านี้มีการได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีหลักๆ ดังนี้

(1) ภาษีจากการขายสินทรัพย์ของ Originator ให้แก่ SPV

ในกระบวนการขายสินทรัพย์ของ Originator ให้แก่ SPV โดย SPV ชำระค่าสินทรัพย์ดังกล่าวให้กับ Originator ทำให้เกิดรายได้รับแก่ Originator ทั้งนี้ Originator จะต้องรับรู้รายได้จากการขายสินทรัพย์ดังกล่าว โดยต้องนำมารวมคำนวณเป็นรายได้เพื่อเสียภาษีเงินได้นิติบุคคล ขณะที่ส่วนลดที่เกิดจากการขาย ซึ่งเกิดขึ้นในกรณีที่ Originator ขายสินทรัพย์ให้แก่ SPV ด้วยมูลค่าส่วนลดจากมูลค่าของสินทรัพย์ในอนาคต ยกตัวอย่างเช่น ถ้ามูลค่าในอนาคตของสินทรัพย์ เท่ากับ 80,000 ล้านบาท โดยที่ Originator ขายสินทรัพย์ดังกล่าวให้กับ SPV ในราคา 50,000 ล้านบาท ทำให้ Originator มีค่าใช้จ่ายซึ่งเกิดจากส่วนลดในการขายสิทธิในการรับกระแสเงินในอนาคตของสินทรัพย์ที่ขายไปมูลค่า 30,000 ล้านบาท ดังนั้น ค่าใช้จ่ายในส่วนนี้ Originator สามารถนำมาเป็นค่าใช้จ่าย และมารวมเป็นรายจ่ายเพื่อเสียภาษีเงินได้นิติบุคคลได้

อย่างไรก็ตามสิทธิประโยชน์ทางภาษีที่ Originator ได้รับจากกระบวนการทำ Securitization ในขั้นตอนที่ Originator ขายสินทรัพย์ให้กับ SPV นั้น ทาง Originator ได้รับยกเว้นภาษีมูลค่าเพิ่มตามพระราชบัญญัติ (ฉบับที่ 239) พ.ศ. 2534

แก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชกฤษฎีกา (ฉบับที่ 333) พ.ศ. 2541 มาตรา 3 (8) ระบุให้เพิ่มเติมความในมาตรา 3 ให้ยกเว้นภาษีมูลค่าเพิ่มสำหรับการประกอบกิจการขายสินค้า ดังนี้

“การขายทรัพย์สินระหว่างนิติบุคคลเฉพาะกิจกับบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคล หรือ นิติบุคคลอื่นที่เกิดขึ้นเนื่องจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ทั้งนี้ ตามหลักเกณฑ์วิธีการ และเงื่อนไขที่อธิบดีกรมสรรพากรประกาศกำหนด”

ทั้งนี้ ในกรณีที่เมื่อกระบวนการทำธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์สิ้นสุดลง และ SPV ต้องขายทรัพย์สินกลับคืนให้แก่ Originator เพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ในส่วนนี้ได้รับการยกเว้นภาษีมูลค่าเพิ่มตามมาตรา 3 (8) เช่นกัน

(2) ภาษีเงินได้ที่ SPV ได้รับจากการดำเนินการโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

SPV ตามโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ได้รับอนุมัติจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ในการจัดตั้งเป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจ โดยได้รับยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคล สำหรับเงินได้ที่ SPV ได้รับจากการดำเนินงานที่ได้กำหนดไว้ภายใต้การดำเนินงานโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ตามพระราชกฤษฎีกา (ฉบับที่ 441) พ.ศ. 2548 มาตรา 3 ตามส่วน 3 หมวด 3 ในลักษณะ 2 แห่งประมวลรัษฎากร ให้ยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลให้กับนิติบุคคลเฉพาะกิจที่ได้รับอนุมัติจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ทั้งนี้ เงินได้ของ SPV ได้รับยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลนั้นได้แก่เงินได้ทั้งหมดของ SPV โดยเงินได้ที่ได้รับการยกเวéndังกล่าวรวมไปถึงเงินได้ที่ SPV ได้รับจากการนำเงินได้ที่ได้รับจากโครงการฯ ไปลงทุน ตามที่ได้กำหนดไว้ในหนังสือชี้ชวน

(3) ภาษีมูลค่าเพิ่ม และอากรแสตมป์ สำหรับการทำธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

การขายทรัพย์สินระหว่าง Originator ให้แก่ SPV จากโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้น นอกจากจะได้รับยกเว้นภาษีมูลค่าเพิ่มพระราชกฤษฎีกา (ฉบับที่ 333) พ.ศ. 2541 มาตรา 3 (8) แล้ว ยังได้รับการยกเว้นอากรแสตมป์ตามมาตรา 6 (27) แห่งพระราชกฤษฎีกา ออกตามความในประมวลรัษฎากร ว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร (ฉบับที่ 10) พ.ศ. 2500 แก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชกฤษฎีกา (ฉบับที่ 335) พ.ศ. 2541 ซึ่งในประกาศอธิบดีกรมสรรพากร เกี่ยวกับอากรแสตมป์ (ฉบับที่ 40) ระบุเรื่อง หลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไข การยกเว้นอากรแสตมป์เกี่ยวกับธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ข้อ 1 ระบุ “การกระทำตราสารที่ต้องเสีย

อาคารแถมปี ที่จะได้รับยกเว้นต้องเป็นการกระทำตราสารในโครงการ การแปลงสินทรัพย์ ที่ได้รับอนุมัติจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์”

(4) ยกเว้นเงินได้จากดอกเบี้ยเงินกู้ยืม

เงินได้ที่ทาง SPV ได้รับจ่ายเป็นดอกเบี้ยเงินกู้ยืม ซึ่ง SPV ได้รับช่วงสิทธิเป็นเจ้าหนี้เงินกู้แทนกองทุนรวม หรือ ธนาคารหรือสถาบันการเงินอื่น บริษัทประกันชีวิต สหกรณ์หรือนายจ้าง ได้รับยกเว้นเงินได้เท่าที่ได้จ่ายเป็นดอกเบี้ยเงินกู้ยืม ตามกฎกระทรวง ฉบับที่ 126 พ.ศ. 2509 ข้อ 2 (52) (ค) แก้ไขเพิ่มเติมโดยกฎกระทรวง (ฉบับที่ 232) พ.ศ. 2544 และกฎกระทรวง (ฉบับที่ 264) พ.ศ. 2550 ออกตามความในประมวลรัษฎากร ว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร

(5) ภาษีธุรกิจเฉพาะสำหรับกิจการของ SPV

โดยกิจการของ SPV ได้แก่ 1) กิจการจากการรับโอนทรัพย์สินจาก Originator หรือที่เกิดจากการโอนทรัพย์สินดังกล่าวคืนให้แก่ Originator และ 2) กิจการที่ได้รับโอนมาจากผู้โอนซึ่งได้รับยกเว้นภาษีธุรกิจเฉพาะตามประมวลรัษฎากร หมวด 5 มาตรา 91/3 นั้น ได้รับการยกเว้นภาษีธุรกิจเฉพาะตามพระราชกฤษฎีกา ว่าด้วยการกำหนดกิจการที่ได้รับการยกเว้นภาษีธุรกิจเฉพาะ (ฉบับที่ 240) พ.ศ. 2534 มาตรา 3 เรื่องให้ยกเว้นภาษีธุรกิจเฉพาะสำหรับกิจการ โดยแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชกฤษฎีกา (ฉบับที่ 334) พ.ศ. 2541

นอกจากนี้กิจการของ Originator ที่เกิดขึ้นเนื่องจากการโอนทรัพย์สินให้แก่ SPV หรือจากการรับโอนทรัพย์สินดังกล่าวคืนมาจาก SPV ได้รับการยกเว้นธุรกิจเฉพาะตามพระราชกฤษฎีกา (ฉบับ 240) เช่นเดียวกัน

9.3 แนวทางปฏิบัติทางการบัญชีสำหรับธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

มาตรฐานการบัญชีสำหรับการทำธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของไทยในปัจจุบัน ยังไม่มีการกำหนดเป็นมาตรฐานที่แน่นอน ถึงแม้ว่าจะมีการร่างแนวปฏิบัติทางบัญชีเกี่ยวกับการทำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ที่จัดทำขึ้นโดยคณะกรรมการกำหนดมาตรฐานการบัญชี สภาวิชาชีพบัญชี แต่ก็ยังไม่มี การประกาศให้ใช้ร่างแนวทางปฏิบัติดังกล่าว เป็นมาตรฐานที่ใช้ปฏิบัติกัน

ทั้งนี้ ร่างแนวปฏิบัติทางการบัญชี สำหรับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของสภาวิชาชีพบัญชี เผยแพร่ในปี พ.ศ. 2549 ที่กล่าวถึงในบทความนี้ เป็นแนวทางปฏิบัติ ที่อ้างอิงมาจากมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ ฉบับที่ 39 “IAS 39 (Revised 2005) Financial Instruments : Recognition and Measurements” ดังนั้น

จึงขอชี้แจงเพื่อให้เกิดความเข้าใจตรงกันว่า ถึงแม้ว่าในปัจจุบัน ผู้ร่วมตลาดใช้ร่างแนวปฏิบัติที่จัดทำโดยสภาวิชาชีพบัญชีนี้ ประกอบเป็นแนวปฏิบัติทางบัญชีสำหรับการทำธุรกรรม Securitization ควบคู่ไปกับมาตรฐานการบัญชี IAS 39 แต่แนวปฏิบัติทางบัญชีดังกล่าว เป็นเพียงร่างแนวปฏิบัติ ซึ่งยังไม่มีการประกาศจากสภาวิชาชีพบัญชีให้ใช้ปฏิบัติ

9.4 ประเด็นด้านบัญชี จากร่างแนวปฏิบัติทางการบัญชี โดยสังเขป

- การตัดรายการสินทรัพย์ทางการเงินภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

(1) ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ กิจการต้องมีการจัดทำงบการเงินรวม และตีความมาตรฐานการบัญชี เรื่องงบการเงินรวม และบริษัทย่อยที่เป็นกิจการเฉพาะกิจ (SPV) ก่อนพิจารณาการตัดบัญชีสินทรัพย์ทางการเงินภายใต้โครงการฯ ซึ่งการตัดบัญชีสินทรัพย์ทางการเงินนี้ อาจจะเป็นการตัดบัญชีสินทรัพย์ทางการเงิน (หรือกลุ่มของสินทรัพย์ทางการเงินที่คล้ายคลึงกัน) ทั้งหมด หรือบางส่วน

โดยในร่างแนวปฏิบัติทางบัญชีฯ มีการระบุการตัดบัญชีบางส่วนของสินทรัพย์ทางการเงิน เมื่อส่วนของสินทรัพย์ทางการเงินนั้น เข้าเงื่อนไขข้อใดข้อหนึ่งดังนี้

1.1) ส่วนของสินทรัพย์ทางการเงิน ประกอบด้วยกระแสเงินสดที่สามารถระบุได้โดยเฉพาะเจาะจง ซึ่งเป็นกระแสเงินสดจากสินทรัพย์ทางการเงินนั้น

1.2) ส่วนของสินทรัพย์ทางการเงินนั้นประกอบด้วยกระแสเงินสดตามสัดส่วนของจำนวนรวมของกระแสเงินสดทั้งหมดของสินทรัพย์ทางการเงินนั้น

1.3) ส่วนของสินทรัพย์ทางการเงินนั้นประกอบด้วยกระแสเงินสดตามสัดส่วนของจำนวนของกระแสเงินสดที่สามารถระบุได้โดยเฉพาะเจาะจงของกระแสเงินสดของสินทรัพย์ทางการเงินนั้น

ทั้งนี้ กรณีอื่นๆ ที่ไม่อยู่ในเงื่อนไขข้อใดข้อหนึ่งข้างต้น กิจการต้องพิจารณาการตัดบัญชีสินทรัพย์ทางการเงินทั้งจำนวน

(2) กิจการจะต้องตัดรายการสินทรัพย์ทางการเงินภายใต้การทำธุรกรรม Securitization ออกจากงบดุล หรือถือว่าการโอนสินทรัพย์ทางการเงินนั้นเป็นการตัดรายการสินทรัพย์ทางการเงินได้ เมื่อการโอนสินทรัพย์ดังกล่าวเข้าเงื่อนไขข้อใดข้อหนึ่งดังนี้

2.1) กิจการโอนสิทธิเรียกร้องตามสัญญาที่จะได้รับกระแสเงินสดจากสินทรัพย์ทางการเงิน

2.2) กิจการยังคงสิทธิเรียกร้องตามสัญญาที่จะได้รับกระแสเงินสดจากสินทรัพย์ทางการเงินนั้น โดยมีภาระผูกพันตามสัญญาที่จะต้องจ่ายกระแสเงินสดให้

กับผู้รับอื่นรายหนึ่ง หรือหลายรายตามข้อตกลงที่กำหนดไว้ในโครงการฯ โดยต้องเป็นไปตามเงื่อนไขที่กำหนดไว้ในร่างแนวปฏิบัติทางการบัญชี ย่อหน้า 10 ซึ่งระบุว่า เมื่อกิจการยังคงสิทธิเรียกร้องตามสัญญาในการได้รับกระแสเงินสดจากสินทรัพย์ทางการเงินที่โอน (Original asset) แต่มีภาระผูกพันตามสัญญาที่ต้องจ่ายกระแสเงินสดเหล่านั้นให้แก่ผู้รับอื่น (Eventual recipients) กิจการถือว่าการโอนสินทรัพย์ทางการเงินดังกล่าวเป็นการตัดรายการสินทรัพย์ทางการเงินได้ก็ต่อเมื่อเป็นไปตามเงื่อนไขทั้ง 3 ข้อที่กำหนดไว้ดังนี้

2.2.1) กิจการไม่มีภาระผูกพันที่จะต้องจ่ายกระแสเงินสดให้ผู้รับอื่นเว้นแต่เป็น การที่กิจการได้รับชำระกระแสเงินสดด้วยจำนวนเดียวกันนั้นจากสินทรัพย์ทางการเงินที่โอน

2.2.2) กิจการถูกจำกัดด้วยเงื่อนไขตามสัญญาการโอนสินทรัพย์ทางการเงิน โดยกิจการไม่สามารถขายสินทรัพย์ทางการเงินที่โอน หรือนำสินทรัพย์ทางการเงินที่โอนไปเป็นหลักประกันนอกเหนือไปจากการใช้เป็นหลักประกันสำหรับภาระผูกพันที่ต้องจ่ายกระแสเงินสดให้ผู้รับตามข้อตกลงที่กำหนดไว้ในโครงการฯ

2.2.3) กิจการมีภาระผูกพันที่จะต้องส่งเงินที่ได้เก็บแทนในนามของผู้รับอื่นนั้นโดยเร็วตามข้อตกลงที่กำหนดไว้ในโครงการฯ โดยไม่สามารถนำเงินเหล่านั้นไปลงทุนได้ ยกเว้นการรักษาไว้เป็นเงินสดหรือรายการเทียบเท่าเงินสดหรือการลงทุนโดยต้องส่งมอบดอกเบี้ยที่อาจได้รับนั้นให้แก่ผู้รับอื่นด้วยตามข้อตกลงที่กำหนดไว้ในโครงการฯ

(3) กิจการต้องประเมินขอบเขตที่กิจการยังคงความเสี่ยง และผลตอบแทนจากการเป็นเจ้าของสินทรัพย์ทางการเงินที่โอนนั้น ในกรณี

3.1) ถ้ากิจการโอนความเสี่ยง และผลตอบแทนที่สำคัญในการเป็นเจ้าของสินทรัพย์ทางการเงินที่โอนนั้น กิจการต้องตัดบัญชีสินทรัพย์ทางการเงินที่โอน และบันทึกรับรู้สินทรัพย์หรือหนี้สินจากสิทธิเรียกร้อง หรือภาระผูกพันที่เกิดขึ้น หรือที่คงอยู่จากการโอนสินทรัพย์ทางการเงินนั้น

3.2) ถ้ากิจการยังคงความเสี่ยง และผลตอบแทนที่สำคัญในการเป็นเจ้าของสินทรัพย์ทางการเงินที่โอน กิจการยังต้องรับรู้สินทรัพย์ทางการเงินนั้นต่อไป

3.3) ถ้ากิจการไม่ได้โอนหรือ ไม่ได้คงไว้ซึ่งความเสี่ยง และผลตอบแทนที่สำคัญจากการเป็นเจ้าของสินทรัพย์ทางการเงินที่โอน กิจการต้องพิจารณาว่ากิจการยังมีอำนาจควบคุมสินทรัพย์ทางการเงินนั้น หรือไม่ ซึ่งถ้ากิจการไม่มีอำนาจในการควบคุมดังกล่าว กิจการต้องตัดบัญชีสินทรัพย์ทางการเงินที่โอนนั้น และบันทึกรับรู้สินทรัพย์ หรือหนี้สินจากสิทธิเรียกร้อง หรือภาระผูกพันที่เกิดขึ้น หรือคงอยู่ แต่ถ้ากิจการยังคงอำนาจในการควบคุมสินทรัพย์ทางการเงินที่โอน กิจการยังคงต้องรับรู้

สินทรัพย์ทางการเงินที่โอน ตามจำนวนที่ยังเกี่ยวข้องกับสินทรัพย์

โดยถ้ากิจการไม่ถือว่าคงอำนาจในการควบคุมสินทรัพย์ทางการเงินที่โอน ผู้รับโอนสามารถขายสินทรัพย์ทางการเงินที่โอนทั้งหมดให้แก่บุคคลที่สามที่ไม่เกี่ยวข้องกัน โดยไม่มีข้อจำกัด

- การเปิดเผยข้อมูล

กิจการต้องเปิดเผยนโยบายการบัญชีที่เกี่ยวกับการแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์ และเปิดเผยเกี่ยวกับสินทรัพย์ทางการเงินที่ได้มีการทำธุรกรรม รวมทั้ง รายละเอียดของธุรกรรม อาทิ รายละเอียดและขั้นตอนของธุรกรรม ลักษณะของ สินทรัพย์ทางการเงินและผลตอบแทนที่ได้จากสินทรัพย์ทางการเงินที่ขาย มูลค่า ยุติธรรมของสินทรัพย์ทางการเงินและสิทธิต่างๆ เป็นต้น พร้อมกับเปิดเผยรายการ สินทรัพย์ทางการเงินที่โอนทั้งจำนวน รวมทั้งค่าเผื่อนี้สงสัยจะสูญ หรือค่าเผื่อการ ด้อยค่า (ถ้ามี) และให้มีการจัดชั้นสินทรัพย์ทางการเงินเช่นเดียวกับกรณีสินทรัพย์ ทางการเงินดังกล่าวยังคงอยู่ที่กิจการ

ทั้งนี้ สินทรัพย์ทางการเงินที่ไม่เข้าเงื่อนไขการตัดรายการสินทรัพย์ทางการเงิน ซึ่งกิจการได้บันทึกอยู่ในงบการเงินของกิจการ ให้เปิดเผยข้อมูล แยกตามประเภท ของสินทรัพย์ทางการเงิน ดังนี้

- 1) ลักษณะของสินทรัพย์ทางการเงิน
- 2) ความเสี่ยงและผลตอบแทนที่กิจการยังคงมีอยู่ต่อสินทรัพย์ทางการเงิน ดังกล่าว และ
- 3) ยอดคงเหลือของสินทรัพย์ทางการเงินที่ยังคงอยู่ และหนี้สินที่เกี่ยวข้องกัน



บทที่ 10

ประเด็นกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการทำ Securitization

ภายหลังจากการประกาศใช้พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 หน่วยงานที่เกี่ยวข้องไม่ว่าจะเป็นกระทรวงการคลัง สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้รับฟังปัญหาที่เกิดขึ้นจากการบังคับใช้กฎหมายดังกล่าว พบว่ากฎหมายที่ใช้อยู่ในปัจจุบันยังมีความไม่ชัดเจนในหลายมาตราทำให้เกิดปัญหาการตีความขึ้น อีกทั้งยังไม่ได้รองรับธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในบางลักษณะอย่างครบถ้วน ทำให้การบังคับใช้กฎหมายไม่เกิดประสิทธิภาพ ในบทนี้จะกล่าวถึงความเป็นมา เหตุผลความจำเป็นในการแก้ไขพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และเปรียบเทียบประเด็นทางกฎหมายของกฎหมายที่มีอยู่ในปัจจุบันกับร่างพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดฯ

10.1 ความเป็นมาของกฎหมาย

ตามแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 7 (พ.ศ. 2534 - 2539) รัฐบาลมีนโยบายการพัฒนาตลาดการเงิน โดยการสนับสนุนของกระทรวงการคลัง ซึ่งได้ตั้งคณะทำงานที่มีความรับผิดชอบหลักในการพัฒนาตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย การดำเนินการศึกษาการออกตราสารทางการเงินที่จะรองรับการพัฒนาตลาดรอง ดังกล่าว รวมทั้งศึกษาปัญหาและอุปสรรคในตลาด โดยผลจากการศึกษาพบว่า ควรมีการบัญญัติกฎหมายขึ้นเพื่อรองรับธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ดังนั้นในปี พ.ศ. 2540 จึงได้มีการออกพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ขึ้น

10.2 สาระสำคัญของกฎหมาย

(1) ให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจในการกำหนดนโยบาย กำกับดูแล กำหนดประเภทของสินทรัพย์ รวมทั้งออกประกาศอื่นใดเพื่อให้เป็นไปตามพระราชกำหนด

(2) การจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจ (SPV) อาจจัดตั้งในรูปของบริษัทจำกัด

บริษัทมหาชน กองทุนรวม หรือนิติบุคคลอื่นตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนด ซึ่งผู้มีสิทธิเสนอโครงการ ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ รวมทั้งนิติบุคคลอื่นใดตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด¹

(3) ภายหลังจากสำนักงาน ก.ล.ต. อนุมัติโครงการแล้ว นิติบุคคลเฉพาะกิจ (SPV) ต้องดำเนินการต่างๆ รวมทั้งข้อห้ามในการดำเนินการตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 12 - 14 แห่งพระราชกำหนดฯ และสามารถเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่สืบเนื่องจากโครงการตามที่ได้เสนอมาแล้วเท่านั้น

(4) ในการรับโอนสินทรัพย์ที่เป็นสิทธิเรียกร้อง ผู้รับชำระหนี้เดิมเป็นตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้ ซึ่งการโอนสิทธิเรียกร้องดังกล่าวเป็นอันชอบด้วยกฎหมายโดยไม่ต้องบอกกล่าวการโอน โดยให้ตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้มีหน้าที่เก็บรักษาบัญชีรายชื่อลูกหนี้ตามสินทรัพย์ที่โอนไป และลูกหนี้ก็มีสิทธิตรวจสอบบัญชีรายชื่อของตนเองได้ และในกรณีที่มีการเปลี่ยนตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้เป็นบุคคลอื่นที่มีชื่อผู้รับชำระหนี้เดิม ให้ SPV บอกกล่าวการโอนสิทธิเรียกร้องนั้นไปยังลูกหนี้นับแต่วันที่มีการเปลี่ยนแปลงตัวแทนฯ เว้นแต่เป็นการเปลี่ยนแปลงตัวแทนโดยผลของกฎหมาย

(5) การโอนสินทรัพย์ที่มีหลักประกันที่มีชื่อสิทธิจำนอง จำน่า หรือสิทธิอันเกิดแต่การค้ำประกัน ให้สิทธิตามสินทรัพย์นั้นตกแก่ผู้รับโอนทุกช่วงจนถึง SPV นอกจากนี้การโอนสินทรัพย์ดังกล่าวยังได้รับยกเว้นค่าธรรมเนียมการโอนสินทรัพย์อีกด้วย

(6) การคิดดอกเบี้ยจากสินทรัพย์ตามโครงการที่ได้รับอนุมัตินั้น SPV มีสิทธิคิดดอกเบี้ยจากสินทรัพย์นั้นในอัตราเกินกว่าร้อยละสิบห้าต่อปี แต่ทั้งนี้ต้องไม่สูงกว่าอัตราที่คิดไว้เดิมก่อนการโอน

(7) ในส่วนของการโอนสินทรัพย์จาก SPV คืนไปยัง Originator ให้ใช้หลักเกณฑ์เดียวกับการโอนสินทรัพย์ของ Originator มายัง SPV โดยอนุโลม

(8) หาก SPV ได้รับโอนทรัพย์สินมาจากผู้ขายอย่างแท้จริงโดยเป็นไปตามเงื่อนไขต่อไปนี้ ก็จะไม่ให้นำมาตรา 114² แห่ง พ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 มาใช้บังคับ

- มีการชำระราคาตามราคาตลาดที่เป็นธรรม

¹ มาตรา 10 พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

² มาตรา 114 พระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 : กำหนดให้ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการโอนในระหว่าง 3 ปี ก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้นได้ เว้นแต่เป็นการโอนโดยสุจริต และเสียค่าตอบแทน

- SPV เป็นผู้รับความเสี่ยงและผลตอบแทนในสินทรัพย์ที่รับโอน
- SPV สามารถถือสิทธิในผลประโยชน์ที่มีของสินทรัพย์ที่รับโอนได้
- นอกเหนือจากนี้ให้เป็นไปตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนด

(9) ให้ผู้ถือหลักทรัพย์ของ SPV เป็นเจ้านั้นบุริมสิทธิ กล่าวคือ มีสิทธิได้รับชำระหนี้จากสินทรัพย์นั้นในลำดับก่อนบุริมสิทธิอื่น

(10) สำนักงาน ก.ล.ต. มีอำนาจเพิกถอนการจดทะเบียนของ SPV หากตรวจพบว่าการดำเนินกิจการเป็นไปในลักษณะแสวงหาประโยชน์โดยมิได้มุ่งหมายที่จะทำการแปลงสินทรัพย์อย่างแท้จริง นอกจากนี้ SPV ที่ถูกเพิกถอนจะต้องชดใช้เงินเป็นจำนวนเท่ากับจำนวนเงินที่ตนได้รับยกเว้นค่าธรรมเนียมในการแปลงสินทรัพย์พร้อมเงินเพิ่มในอัตราร้อยละสองต่อเดือนของจำนวนเงินที่ต้องชำระตั้งแต่วันที่ถูกเพิกถอน

(11) การเลิก SPV จะต้องได้รับความยินยอมจากผู้ถือหลักทรัพย์ซึ่งถือหลักทรัพย์เกินกว่าครึ่งหนึ่งของจำนวนหลักทรัพย์ที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด

(12) SPV จะสิ้นสุดเมื่อ

- ไม่รับโอนสินทรัพย์หรือไม่ออกหลักทรัพย์จำหน่ายแก่ผู้ลงทุน ภายในหกเดือนนับแต่วันอนุมัติโครงการ
- ได้รับชำระหนี้ให้แก่ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ของ SPV จนครบถ้วนแล้ว
- เมื่อมีเหตุตามที่กำหนดไว้ในโครงการ
- เมื่อสำนักงาน ก.ล.ต. เพิกถอนการจดทะเบียน

(13) ในส่วนของบทกำหนดโทษจะประกอบด้วย

- บทกำหนดโทษของ Originator ที่แสดงข้อความอันเป็นเท็จ
- บทกำหนดโทษของ SPV ที่ฝ่าฝืนโครงการ
- บทกำหนดโทษของผู้บริหารของ Originator หรือ SPV ที่ฝ่าฝืนกฎหมายนี้
- บทกำหนดโทษบุคคลใดๆ ที่ไม่ปฏิบัติตามคำสั่งของ สำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อบังคับการให้เป็นไปตามกฎหมายนี้

10.3 สิทธิประโยชน์ตามพระราชกำหนดฯ พ.ศ. 2540

(1) การโอนสิทธิเรียกร้องจะได้รับยกเว้นข้อกำหนดตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์³ ในเรื่องการบอกกล่าวการโอนลูกหนี้ แต่ทั้งนี้ไม่กระทบสิทธิของลูกหนี้ที่จะยกข้อต่อสู้ตามมาตรา 308 วรรคสองตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์⁴ หากผู้โอนยังคงทำหน้าที่เป็นตัวแทนเรียกเก็บหนี้ (servicer) ให้แก่ผู้รับโอน (SPV)

(2) SPV จะไม่ได้รับผลกระทบจากการที่ถูกเรียกคืนสิทธิเรียกร้องที่รับโอนมา

กลับคืนไปในกรณีที่ Originator หรือผู้โอนล้มละลาย (Bankrupt Remoteness)

(3) การได้รับยกเว้นค่าธรรมเนียมการโอนสินทรัพย์และหลักประกัน

(4) SPV จะสามารถเรียกเก็บดอกเบี้ยจากลูกหนี้ที่ได้รับโอนได้เกิน 15% โดยเป็นไปตามอัตราดอกเบี้ยในสัญญาเดิม

(5) SPV ไม่ถูกถือว่าเป็นผู้ประกอบธุรกิจเงินทุนหรือธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ที่ต้องได้รับใบอนุญาตจากธนาคารแห่งประเทศไทย

(6) ในกรณีที่ SPV ถูกศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์เด็ดขาดหรือล้มละลาย ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ของ SPV (ที่มีขีดตราสารหนี้ด้วยสิทธิกว่าเจ้าหนี้สามัญ) จะมีฐานะเป็นเจ้าหนี้บุริมสิทธิพิเศษเหนือทรัพย์สินที่ SPV รับโอนมา และเป็นเจ้าหนี้นี้มีประกันตามกฎหมายว่าด้วยล้มละลาย

10.4 ความเป็นมาในการแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดฯ พ.ศ. 2540

ภายหลังการประกาศใช้พระราชกำหนดนิติบุคคลธนาคารพัฒนาเอเชียได้ให้ความช่วยเหลือเงินทุนในการจ้างที่ปรึกษาโครงการ Asset Securitization in Thailand เพื่อการศึกษาปัญหาและอุปสรรคในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทย รวมทั้งแนวทางการแก้ไข ซึ่งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้พิจารณารายงานผลการศึกษาของที่ปรึกษาโครงการดังกล่าว ประกอบกับประเด็นปัญหาที่ภาคเอกชนได้ให้ความเห็นไว้แล้ว เห็นว่าพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 มีความไม่ชัดเจนในหลายมาตราทำให้เกิดปัญหาการตีความขึ้น อีกทั้งมีบางมาตราที่เป็นอุปสรรคต่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และบทบัญญัติในปัจจุบันยังไม่ได้รองรับการแปลงสินทรัพย์ในบางลักษณะอย่าง

³มาตรา 306 ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ : การโอนหนึ่งอันจะต้องชำระแก่เจ้าหนี้คนหนึ่งโดยเฉพาะเจาะจงนั้น ถ้าไม่ทำเป็นหนังสือ ท่านว่าไม่สมบูรณ์ อนึ่งการโอนหนึ่งนั้น ท่านว่าจะยกขึ้นเป็นข้อต่อสู้ลูกหนี้หรือบุคคลภายนอกได้ แต่เมื่อได้บอกกล่าวการโอนไปยังลูกหนี้ หรือลูกหนี้จะได้ยินยอมด้วยในการโอนนั้น คำบอกกล่าวหรือความยินยอมเช่นว่านี้ท่านว่าต้องทำเป็นหนังสือ

⁴มาตรา 308 วรรคสอง ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ : ถ้าลูกหนี้เป็นแต่ได้รับคำบอกกล่าวการโอน ท่านว่าลูกหนี้มีข้อต่อสู้ผู้โอนก่อนเวลาที่ได้รับคำบอกกล่าวว่านั้นอันใด ก็จักยกขึ้นเป็นข้อต่อสู้แก่ผู้รับโอนได้ฉนั้น ถ้าลูกหนี้มีสิทธิเรียกร้องจากผู้โอน แต่สิทธินั้นยังไม่ถึงกำหนดในเวลาที่บอกกล่าวไว้ ท่านว่าจะเอาสิทธิเรียกร้องนั้น มาหักกลบลบกันก็ได้ หากว่าสิทธินั้นจะได้ถึงกำหนดไม่ช้ากว่าเวลาถึงกำหนดแห่งสิทธิเรียกร้องอันได้โอนไปนั้น

ครบถ้วน ซึ่งปัญหาดังกล่าวเป็นสาเหตุประการหนึ่งที่ทำให้การแปลงสินทรัพย์ไม่อาจเกิดขึ้นได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยคณะทำงานได้เล็งเห็นแล้วว่าการแก้ไขกฎหมายดังกล่าวจะช่วยแก้ปัญหาที่เกิดขึ้นได้

ต่อมากระทรวงการคลังได้จัดประชุมร่วมกับสำนักงาน ก.ล.ต., กรมสรรพากร และหน่วยงานภาคเอกชน เพื่อขอรับทราบความคิดเห็นจากภาคเอกชนเกี่ยวกับร่างพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 พ.ศ. ...* ที่สำนักงาน ก.ล.ต. เสนอ รวมทั้งเพื่อรับฟังความเห็นเกี่ยวกับอุปสรรคและข้อเสนอนะต่างอื่นๆ เกี่ยวกับการทำธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ได้แก่ ด้านภาษี และด้านการบัญชี

ซึ่งสำนักงาน ก.ล.ต. ได้นำข้อเสนอนะที่ได้รับจากภาคเอกชนรวมทั้งข้อเสนอนะจากคณะผู้เชี่ยวชาญ (Expert Panel) ที่จัดตั้งขึ้นภายใต้มาตรการริเริ่ม Development of Securitization and Credit Guarantee Markets ในกรอบการประชุมรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังเอเปคไปพิจารณาและได้ดำเนินการปรับปรุงร่างพระราชบัญญัตินิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ตามข้อเสนอนะดังกล่าว

10.5 เหตุผลและความจำเป็นในการเสนอร่างกฎหมาย

เนื่องจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นกรณีที่ทำให้เกิดตราสารหนี้ที่เป็นทางเลือกในการลงทุนอีกลักษณะหนึ่งในตลาดตราสารหนี้ การแก้ไขปัญหาละอุปสรรคตามพระราชกำหนดดังกล่าวจะทำให้การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์สามารถเกิดขึ้นได้อย่างมีประสิทธิภาพ อันจะเป็นการส่งเสริมการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของตลาดทุน ช่วยให้ผู้ลงทุนมีตราสารทางการเงินที่หลากหลายขึ้น รวมทั้งผู้ประกอบการจะมีทางเลือกในการระดมทุนเพิ่มขึ้น

10.6 สาระสำคัญของร่างพระราชบัญญัติ

ร่างพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 พ.ศ. ...* มีสาระสำคัญดังนี้

- การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในลักษณะที่ใช้สินทรัพย์เป็นหลักประกันการกู้ยืมเงินจากนิติบุคคลเฉพาะกิจ หรือ SPV (Secured Loan) โดยเป็นการแก้ไขมาตรา 3 และมาตรา 8/1

สาระสำคัญ : เป็นการขยายขอบเขตการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ให้

* กฎหมายอยู่ระหว่างการพิจารณา

ครอบคลุมถึงกรณีการจัดรูปแบบการใช้สินทรัพย์เป็นหลักประกันการที่ผู้โอนสินทรัพย์ (Originator) กู้ยืมเงินจากนิติบุคคลเฉพาะกิจ (SPV) (Secured Loan) ได้ด้วย โดยได้แก้ไขดังนี้

(1) แก้ไขเพิ่มเติมนิยามการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ให้หมายถึง การรับโอนสินทรัพย์หรือการรับสินทรัพย์ไว้เป็นหลักประกัน และการออกหลักทรัพย์เพื่อจำหน่ายแก่ผู้ลงทุนโดยกำหนดผลประโยชน์ตอบแทนแก่ผู้ถือหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับกระแสรายรับที่เกิดจากสินทรัพย์ที่รับโอนมาหรือกระแสรายรับที่จะได้มาจากสินทรัพย์ที่รับไว้เป็นหลักประกัน (มาตรา 3)

(2) เพิ่มเติมบทบัญญัติขึ้นใหม่เพื่อให้คำว่า “โอน” และ “รับโอน” ในมาตราต่างๆ หมายความว่า การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในลักษณะการให้สินทรัพย์เป็นหลักประกัน และการรับสินทรัพย์ไว้เป็นหลักประกัน (มาตรา 8)

เหตุผล : เนื่องจากในทางปฏิบัติการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์อาจมีการจัดรูปแบบโดยการใช้สินทรัพย์เป็นหลักประกันที่ Originator กู้ยืมเงินจาก SPV (Secured Loan) ก็ได้ แต่บทบัญญัติที่ใช้บังคับในปัจจุบันรองรับเฉพาะการโอน (Transfer) สินทรัพย์จาก Originator มายัง SPV เท่านั้น

- การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในสิทธิเรียกร้องที่จะมีในอนาคต (Future Flow Receivable) ตามมาตรา 3 และมาตรา 21/1

สาระสำคัญ : เป็นการแก้ไขนิยามของคำว่า “สินทรัพย์” ให้มีความชัดเจนขึ้นว่าเป็นสิทธิเรียกร้องที่เกิดขึ้นแล้วในปัจจุบัน (Existing Receivable) และรวมถึงสิทธิเรียกร้องที่จะมีในอนาคต (Future Flow Receivable) และเพิ่มเติมบทบัญญัติเพื่อรองรับให้ SPV ได้รับความคุ้มครองในการบังคับชำระหนี้จากกระแสเงินสด (Cash Flow) ที่เกิดจาก Future Flow Receivable ซึ่งเป็นหลักประกันที่รับไว้ในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไม่ว่ากระแสเงินสดนั้นจะเกิดขึ้นก่อนหรือภายหลังที่ Originator ล้มละลายก็ตาม

เหตุผล : เนื่องจากนิยามที่ปรากฏในปัจจุบันมีความคลุมเครือ และมีปัญหาในการตีความว่าครอบคลุม Future Flow Receivable หรือไม่ จึงได้แก้ไขเพื่อให้เกิดความชัดเจนขึ้น

- การจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจแบบหลายชั้น (Multi-tier Structure) ตามมาตรา 3

สาระสำคัญ : เป็นการรองรับการจัดตั้ง SPV แบบหลายชั้น (Multi-tier Structure) และให้ SPV ทุกชั้นได้รับสิทธิประโยชน์ตามพระราชกำหนดฯ โดยได้เสนอแก้ไขนิยามนิติบุคคลเฉพาะกิจให้หมายถึงนิติบุคคลซึ่งจัดตั้งขึ้นไม่ว่าช่วงใดๆ เพื่อประโยชน์ในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ตามพระราชกำหนดนี้

เหตุผล : เพื่อให้มีการจัดตั้ง SPV ได้หลายชั้น เพื่อช่วยทำให้เกิดความยืดหยุ่นในการจัดรูปแบบการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ตามเหตุผลในทางธุรกิจในแต่ละกรณีได้

- การจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจในรูปทรัสต์ ตามมาตรา 3, มาตรา 9 และมาตรา 11

สาระสำคัญ : เป็นการเพิ่มเติมให้ SPV สามารถจัดตั้งในรูปทรัสต์ได้ด้วย (ตามมาตรา 9) นอกเหนือจากการจัดตั้ง SPV ในรูปของบริษัทจำกัด, บริษัทมหาชนจำกัด, กองทุนรวม หรือนิติบุคคลอื่นตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด โดยร่างพระราชบัญญัติฯ ได้เสนอแก้ไขดังนี้

(1) แก้ไขเพิ่มเติมนิยามนิติบุคคลเฉพาะกิจให้หมายความรวมถึงทรัสต์ ซึ่งจัดตั้งขึ้นเพื่อประโยชน์ในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ตามพระราชกำหนดนี้ และกำหนดนิยามทรัสต์ให้หมายถึง ทรัสต์ที่ก่อตั้งขึ้นตามกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการจัดตั้งทรัสต์ (มาตรา 3)

(2) เพิ่มเติมให้นิติบุคคลเฉพาะกิจ อาจจัดตั้งในรูปของบริษัทจำกัด, บริษัทมหาชนจำกัด, กองทุนรวม, ทรัสต์ หรือนิติบุคคลอื่นตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด (มาตรา 9) และให้สำนักงาน ก.ล.ต. จัดทะเบียนรับทรัสต์ตามโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุมัติแล้วเป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจ (มาตรา 11)

เหตุผล : ตามพระราชกำหนดฯ ที่ใช้บังคับในปัจจุบัน กำหนดให้จัดตั้ง SPV ได้เฉพาะในรูปแบบของบริษัทจำกัด, บริษัทมหาชนจำกัด, กองทุนรวม หรือนิติบุคคลอื่นตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด แต่โดยที่หลักการของกฎหมายทรัสต์นั้น จะทำให้ทรัพย์สินที่โอนมายัง SPV ไม่ถูกกระทบกระเทือนจากผลการล้มละลายของ Originator จึงสมควรให้สามารถจัดตั้ง SPV ในรูปของทรัสต์ได้ด้วย และแม้ว่าในปัจจุบันร่างกฎหมายทรัสต์ยังอยู่ในขั้นตอนของการพิจารณาของคณะรัฐมนตรี แต่การกำหนดไว้ในร่างพระราชบัญญัตินี้ก็เพื่อรองรับกฎหมายที่จะมีผลบังคับใช้ในอนาคต

- การบอกกล่าวการโอนสิทธิเรียกร้อง ตามมาตรา 15

สาระสำคัญ :

(1) เพิ่มขอบเขตการยกเว้นการบอกกล่าวการโอนสิทธิเรียกร้อง ในกรณีที่ได้รับชำระหนี้เดิม (Originator) ยังคงทำหน้าที่เป็นตัวแทนเรียกเก็บ และรับชำระหนี้แทน SPV ให้ครอบคลุมถึงการบอกกล่าวการนำสิทธิเรียกร้องมาให้เป็นหลักประกันการกู้ยืมเงินจาก SPV จากเดิมที่ยกเว้นเฉพาะการบอกกล่าวการโอนสิทธิเรียกร้อง

(2) กำหนดให้การบอกกล่าวการโอนหรือการให้ไว้เป็นหลักประกัน ในกรณีที่มี

การเปลี่ยนตัวแทนเรียกเก็บ และรับชำระหนี้เป็นบุคคลอื่นที่ไม่ใช่ผู้รับชำระหนี้เดิม ซึ่ง SPV ได้ทำตามหลักเกณฑ์ และวิธีการที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด มีผลผูกพันโดยชอบด้วยกฎหมาย

เหตุผล :

(1) เนื่องจากนิยามการเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่เสนอแก้ไข ประกอบกับร่างพระราชบัญญัติหลักประกันทางธุรกิจ พ.ศ.* กำหนดให้สามารถนำสิทธิเรียกร้องมาเป็นหลักประกันได้ โดยร่างพระราชบัญญัติหลักประกันทางธุรกิจ ได้กำหนดสิทธิในการยกข้อต่อสู้ต่อลูกหนี้ไว้เช่นเดียวกับการบอกกล่าวการโอนสิทธิเรียกร้องตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ กล่าวคือ ผู้รับหลักประกันจะยกข้อต่อสู้ได้ต้องมีการบอกกล่าวการนำสิทธิเรียกร้อง มาเป็นหลักประกันต่อลูกหนี้แห่งสิทธิแล้ว แต่บทบัญญัติในปัจจุบันของพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ยกเว้นเฉพาะการบอกกล่าวการโอนสิทธิเรียกร้องตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ซึ่งยังไม่ครอบคลุมถึงการบอกกล่าว การนำสิทธิเรียกร้องมาให้เป็นหลักประกันตามร่างพระราชบัญญัติหลักประกันทางธุรกิจ

(2) หากลูกหนี้แห่งสิทธิเรียกร้องมีเป็นจำนวนมาก จะต้องใช้เวลาในการจัดเตรียมหนังสือบอกกล่าวการโอนหรือการให้เป็นหลักประกัน จึงได้แก้ไขปัญหारेื่องระยะเวลาการจัดทำหนังสือดังกล่าว โดยกำหนดให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจประกาศกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการบอกกล่าวการโอนที่ถือว่าชอบด้วยกฎหมายได้

- การยกเว้นค่าธรรมเนียมการโอนสินทรัพย์ ตามมาตรา 17

สาระสำคัญ : เป็นการขยายขอบเขตการยกเว้นค่าธรรมเนียมต่างๆ จากเดิมที่ยกเว้นเฉพาะค่าธรรมเนียมการโอนสินทรัพย์ไปยัง SPV หรือการโอนหลักประกันของสินทรัพย์เท่านั้น ให้ครอบคลุมถึงการโอน Underlying Asset ของสินทรัพย์ที่โอนไปยัง SPV ด้วย

เหตุผล : เนื่องจากในบางกรณี เช่นกรณีที่สินทรัพย์เป็นสิทธิเรียกร้องในสัญญาเช่าซื้อรถยนต์ อาจมีความจำเป็นต้องโอนกรรมสิทธิ์ในรถยนต์ให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจด้วย ซึ่งรถยนต์มิใช่หลักประกันของสินทรัพย์ แต่เป็นเพียง underlying ของสินทรัพย์นั้น

- การโอนสิทธิเรียกร้องที่เป็นคดีที่อยู่ในศาล ตามมาตรา 19, มาตรา 21 และมาตรา 24/1

สาระสำคัญ :

* กฎหมายอยู่ระหว่างการพิจารณา

(1) ขยายขอบเขตการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ให้รวมถึงสินทรัพย์เป็นสิทธิเรียกร้องที่เป็นคดีอยู่ในศาลได้ โดยให้ SPV สามารถรับโอนสิทธิเรียกร้องดังกล่าว และให้ SPV สวมสิทธิเป็นคู่ความแทน Originator ตามมาตรา 21

(2) กำหนดให้ Originator เข้าสวมสิทธิเป็นคู่ความแทน SPV ได้ในกรณีที่มีการโอนกลับคืนสินทรัพย์ที่เป็นคดีที่อยู่ในศาลจาก SPV ไปยัง Originator สำหรับโครงการที่มีข้อกำหนดให้ Originator สามารถรับโอนสินทรัพย์จาก SPV กลับคืนไปได้ ตามมาตรา 19

(3) กำหนดให้การโอนสินทรัพย์ที่อยู่ระหว่างการบังคับคดีจาก SPV กลับคืนไปยัง Originator สามารถกระทำได้ตามที่ระบุไว้ในโครงการตามมาตรา 19 และในกรณีที่ความเป็น SPV สิ้นสุดลงตามมาตรา 24 วรรคสอง และให้ Originator เข้าสวมสิทธิเป็นเจ้าหนี้ตามคำพิพากษาแทน SPV ตามมาตรา 24/1

เหตุผล : เนื่องจากปัจจุบันมีสินทรัพย์ที่อยู่ระหว่างการฟ้องคดีเป็นจำนวนมาก และหากมีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในสินทรัพย์ดังกล่าวได้ ก็จะช่วยให้สถาบันการเงินที่เป็นเจ้าของสินทรัพย์ดังกล่าวมีสภาพคล่องมากขึ้น อีกทั้งยังทำให้ปริมาณหนี้เสียในบัญชีของสถาบันการเงินลดลง อย่างไรก็ตาม การโอนสิทธิเรียกร้องที่มีการฟ้องคดีอยู่นั้น ไม่อาจดำเนินการได้ เพราะศาลฎีกาได้เคยวินิจฉัยว่าเป็นการค้าความซึ่งขัดต่อความสงบเรียบร้อยและศีลธรรมอันดีต่อประชาชน จึงควรเพิ่มบทบัญญัติให้ SPV รับโอนสินทรัพย์ดังกล่าว ซึ่งถ้อยคำในบทบัญญัติที่เสนอมีลักษณะอันเดียวกับบทบัญญัติตามมาตรา 7 แห่งพระราชกำหนดการบริหารสินทรัพย์ พ.ศ. 2541⁵ รวมทั้งควรอนุญาตให้สามารถโอนสินทรัพย์ดังกล่าวกลับไปยัง Originator ได้

- การยกเลิกการกำหนดให้ผู้ถือหลักทรัพย์ของนิติบุคคลเฉพาะกิจเป็นเจ้าหนี้บุริมสิทธิพิเศษเหนือทรัพย์สินที่รับโอนมาก่อนเจ้าหนี้อื่น ตามมาตรา 21

สาระสำคัญ : เป็นการยกเลิกบทบัญญัติเดิมที่กำหนดให้ผู้ถือหลักทรัพย์ของ SPV มีฐานะเป็นเจ้าหนี้บุริมสิทธิพิเศษเหนือสินทรัพย์ที่ SPV รับโอนมา โดยให้มีสิทธิได้รับชำระหนี้จากสินทรัพย์นั้นในลำดับบุริมสิทธิอื่น และให้ผู้ถือหลักทรัพย์มี

⁵ มาตรา 7 ในการโอนสินทรัพย์จากสถาบันการเงินไปให้บริษัทบริหารสินทรัพย์ ถ้ามีการฟ้องบังคับสิทธิเรียกร้องเป็นคดีอยู่ในศาล ให้บริษัทบริหารสินทรัพย์เข้าสวมสิทธิเป็นคู่ความแทนในคดีดังกล่าวและอาจนำพยานหลักฐานใหม่มาแสดงคัดค้านเอกสารที่ไต่ขึ้นไว้แล้ว ถ้ามานพยานที่สืบมาแล้วและคัดค้านพยานหลักฐานที่ได้สืบไปแล้วได้ และในกรณีที่ศาลได้มีคำพิพากษาบังคับตามสิทธิเรียกร้องนั้นแล้ว ก็ให้เข้าสวมสิทธิเป็นเจ้าหนี้ตามคำพิพากษานั้น

ฐานะเป็นเจ้าของมีประกันตามกฎหมายว่าด้วยล้มละลาย ทั้งนี้ การยกเลิกमतตรานี้ จะไม่ส่งผลกระทบต่อสิทธิของผู้ถือหลักทรัพย์ของ SPV เพราะหากผู้ถือหลักทรัพย์ต้องการจะมีสิทธิเหนือกระแสรายรับที่เกิดจากสิทธิเรียกร้องดีกว่าผู้ให้บริการดังกล่าวโดยผู้ให้บริการดังกล่าวยินยอม ก็อาจทำได้โดยนำกระแสรายรับที่เกิดจากสิทธิเรียกร้องที่ให้ไว้เป็นประกันแก่ผู้ถือหลักทรัพย์ของ SPV

เหตุผล : เนื่องจากบทบัญญัติในปัจจุบันทำให้บุคคลต่างๆ ที่ให้บริการแก่ SPV เช่น ตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้ (Servicing Agent) คู่สัญญาธุรกรรมแลกเปลี่ยนเงินตรา (Currency Swap Counter Party) รวมทั้ง ผู้ชำระเงินสำรองไว้ในกรณี SPV มีปัญหาขาดสภาพคล่อง หรือ Liquidity Provider ไม่ประสงค์จะเข้ามาให้บริการแก่ SPV เพราะการได้รับค่าบริการของบุคคลเหล่านั้นเมื่อเทียบกับสิทธิของผู้ถือหลักทรัพย์ของ SPV เหนือกระแสรายรับที่เกิดขึ้นจากสิทธิเรียกร้องจะอยู่ในฐานะที่ด้อยกว่า ซึ่งการที่ผู้ให้บริการดังกล่าวไม่ประสงค์จะเข้ามาให้บริการจะเป็นผลให้การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไม่อาจเกิดขึ้นได้

- **การกำหนดลักษณะการโอนสินทรัพย์ที่จะไม่ถูกเพิกถอนการจ่อจลตามที่กำหนดไว้ในประมวลแพ่งและพาณิชย์ และกฎหมายล้มละลาย ตามมาตรา 20**

สาระสำคัญ : เป็นการแก้ไขมาตรา 20 แห่งพระราชกำหนดฯ ซึ่งได้รับผลกระทบจากการแก้ไขพระราชบัญญัติล้มละลาย เมื่อปี พ.ศ. 2542 โดยกำหนดให้ไม่ต้องนำความในมาตรา 237 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และมาตรา 90/40 และมาตรา 113 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 มาใช้บังคับการโอนสินทรัพย์จากผู้จัดจำหน่ายสินทรัพย์ไปยัง SPV หากการโอนดังกล่าวเป็นการโอนโดยมีค่าตอบแทนต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชี หรือมูลค่าสุทธิทางบัญชี หรือมูลค่ายุติธรรม (Mark-to-Market) แล้วแต่กรณี เพื่อเป็นการเพิ่มความน่าเชื่อถือของธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Credit Enhancement) โดยได้กำหนดคำจำกัดความของมูลค่าต่างๆ ไว้ด้วย

เหตุผล :

(1) การกำหนดสาระของมาตรา 20 ดังเช่นปัจจุบันไม่ได้ช่วยให้เกิดประโยชน์ต่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เพราะถ้อยคำไม่ชัดเจนและคลุมเครือ จึงไม่อาจปฏิบัติได้

(2) มาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 ที่กล่าวอ้างถึงในมาตรา 20 ที่ใช้บังคับในปัจจุบันได้มีการแก้ไขเมื่อปี 2542 ซึ่งเนื้อหาได้ถูกแก้ไขเปลี่ยนแปลงไปโดยไม่ได้คงสาระเดิมไว้

(3) รูปแบบการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในบางกรณีอาจมีลักษณะที่เข้า

ข้อสันนิษฐานตามมาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลายที่แก้ไขใหม่ โดยที่รูปแบบดังกล่าวมิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นการซื้อฉลเจ้าหนี้ของ Originator ดังนั้น เพื่อไม่ให้เกิดการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่ได้รับผลกระทบจากข้อสันนิษฐานตามมาตรา 114 ดังกล่าว จึงได้เปลี่ยนแปลงสาระในมาตรา 20 ใหม่

- **การกำหนดมาตรการลงโทษบุคคลที่แสวงหาผลประโยชน์โดยมิได้มุ่งหมายที่จะทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์อย่างแท้จริง ตามมาตรา 22**

สาระสำคัญ : แก้ไขบทกำหนดโทษในกรณีที่สำนักงาน ก.ล.ต. พบว่ามีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในลักษณะที่เป็นการแสวงหาประโยชน์โดยมิได้มุ่งหมายที่จะทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์อย่างแท้จริง โดยกำหนดให้สำนักงาน ก.ล.ต. มีอำนาจเพิกถอนการจดทะเบียน SPV นั้นได้ และให้ SPV หรือ Originator แล้วแต่กรณี ชดใช้เงินเป็นจำนวนสองเท่าของจำนวนเงินที่ได้รับยกเว้นค่าธรรมเนียมต่างๆ ในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ตามกฎหมายนี้คือให้แก่อำนาจ ก.ล.ต. ทั้งนี้ จำนวนเงินที่ชดใช้คืนดังกล่าวต้องมีจำนวนไม่น้อยกว่าห้าแสนบาท และเงินชดใช้นั้นให้ตกเป็นรายได้ของแผ่นดิน

เหตุผล : เนื่องจาก SPV เป็นเพียงกลไกในการแปลงสินทรัพย์ของ Originator ดังนั้น Originator ซึ่งเป็นผู้ที่แสวงหาประโยชน์จึงควรเป็นผู้รับผิดชอบในการชดใช้เงินคืน นอกจากนี้ มาตรการลงโทษที่กำหนดไว้ในปัจจุบันยังไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอที่จะป้องกันไม่ให้เกิดบุคคลแสวงหาประโยชน์จากระราชกำหนดฯ นี้ จึงได้ปรับปรุงมาตรา 22 ขึ้นใหม่ โดยใช้แนวคิดตามมาตรา 242 และมาตรา 296 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ในเรื่องการเรียกคืนผลประโยชน์ในการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายใน หรือ Insider Trading เป็นแนวทาง

- **การเลิกนิติบุคคลเฉพาะกิจต้องได้รับความยินยอมจากผู้ถือหลักทรัพย์ โดยการคำนวณเสี่ยงของผู้ถือหลักทรัพย์อิงกับจำนวนหลักทรัพย์ที่ยังคงอยู่ทั้งหมด ตามมาตรา 23**

สาระสำคัญ : เป็นการเปลี่ยนแปลงฐานในการคำนวณเสี่ยงของผู้ถือหลักทรัพย์ในการให้เลิก SPV จากเดิมที่กำหนดไว้ว่าจะต้องได้รับความยินยอมจากผู้ถือหลักทรัพย์ซึ่งถือหลักทรัพย์เกินกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนหลักทรัพย์ที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด เป็นการคำนวณจากจำนวนหลักทรัพย์ที่ยังคงอยู่ทั้งหมด (Outstanding)

เหตุผล : เนื่องจากบทบัญญัติในปัจจุบันกำหนดให้การคำนวณเสี่ยงผู้ถือหลักทรัพย์อิงอยู่กับจำนวนหลักทรัพย์ที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด ซึ่งไม่เหมาะสมเพราะในวันที่คำนวณเสี่ยงของผู้ถือหลักทรัพย์นั้น หลักทรัพย์บางส่วนได้ถูกไถ่ถอน

ไปแล้ว ดังนั้น ในการคำนวณเสี่ยงของผู้ถือหลักทรัพย์จึงควรคำนวณบนฐานของจำนวนหลักทรัพย์ที่ยังคงอยู่ทั้งหมดจะเหมาะสมกว่า

- การกำหนดสิทธิประโยชน์ในการโอนสินทรัพย์จาก SPV กลับคืนไปยัง Originator ตามมาตรา 24 วรรคสอง

สาระสำคัญ : กำหนดให้นำบทบัญญัติที่ให้สิทธิประโยชน์กับการโอนสินทรัพย์จาก Originator กลับคืนไปยัง SPV มาใช้บังคับกับการโอนกลับคืนสินทรัพย์จาก SPV ไปยัง Originator ในโครงการที่มีข้อกำหนดให้ Originator รับโอนสินทรัพย์ของ SPV กลับคืนไปได้ ตามมาตรา 19 และในกรณีที่มีความเป็น SPV สิ้นสุดลงตามมาตรา 24 วรรคสอง โดยสิทธิประโยชน์ดังกล่าว ได้แก่ การยกเว้นการบอกกล่าว การโอน การกำหนดให้หลักประกันในสินทรัพย์ที่มีสิทธิจำนอง สิทธิจำนำ ให้ตกแก่ผู้รับโอนทุกช่วง การยกเว้นค่าธรรมเนียมการโอน และการเข้าเป็นคู่ความแทน SPV ในกรณีที่สินทรัพย์ที่โอนเป็นคดีอยู่ในศาล

เหตุผล : เนื่องจากตามโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์กำหนดว่าในกรณีที่ความเป็น SPV สิ้นสุดลง ให้โอนสินทรัพย์คงเหลือกลับคืนไปยัง Originator ดังนั้น ในการโอนกลับคืนสินทรัพย์ดังกล่าวควรได้รับสิทธิประโยชน์ในทำนองเดียวกับการโอนสินทรัพย์จาก Originator ไปยัง SPV ในตอนเริ่มต้นโครงการ

ปัจจุบันตลาดทุนได้มีบทบาทสำคัญอย่างยิ่งต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ โดยเป็นช่องทางในการระดมทุนจากผู้ลงทุนทั้งในและต่างประเทศให้แก่ผู้ประกอบการที่ต้องการเงินทุนเพื่อการขยายกิจการ ซึ่งจะมีผลดีต่อเนื่องไปทั้งภาคเศรษฐกิจและสังคม ในอีกด้านหนึ่งก็จะเป็นแหล่งออมเงินที่สำคัญของประชาชนอีกแหล่งหนึ่ง นอกเหนือจากสถาบันการเงินที่ปัจจุบันอยู่ในภาวะที่กำลังปรับตัว โดยเหตุที่ตลาดทุนมีความสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศดังกล่าว การที่มีกฎหมายรองรับและให้ความสะดวกแก่ ธุรกิจที่เกิดขึ้นในตลาดทุน และโดยที่มีนโยบายเร่งด่วนที่ต้องการส่งเสริมให้ตลาดตราสารหนี้ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของตลาดทุน มีบทบาทสำคัญต่อการฟื้นฟูและพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ การแก้ไขกฎหมายดังกล่าวจะเป็นส่วนที่สำคัญในการส่งเสริมการระดมทุนโดยการออกตราสารหนี้และการทำนิติกรรมที่เกี่ยวข้องกับตราสารหนี้ของไทยต่อไป

หมายเหตุ : รายละเอียดของ ข้อ 10.6 สาระสำคัญของร่างพระราชบัญญัติฯ ได้รับความอนุเคราะห์จาก สำนักงานกิจการยุติธรรม และกระทรวงการคลัง



บทที่ 11

วิธีการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ประเภท Securitization

ในทางการเงินนั้น การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ใดๆ ก็ตาม มักจะใช้หลักการมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินที่จะได้รับในอนาคต (Present Value of Future Cash Flows) มาคำนวณหาราคาของหลักทรัพย์ โดยหลักการดังกล่าว ผู้ประเมินต้องมีความเข้าใจเกี่ยวกับมูลค่าของเงินตามเวลา (Time Value of Money) และสามารถประเมินอัตราคิดลด (Discount Rate) ที่เหมาะสมกับความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการลงทุนได้ ดังนั้น ในส่วนแรกของบทนี้ การยกตัวอย่างการประเมินมูลค่าตราสารหนี้ อย่างง่าย เช่น ตราสารหนี้ที่จ่ายคูปองแบบปกติ ซึ่งเป็นตราสารที่มีกระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคตที่แน่นอน น่าจะเป็นแนวทางที่ช่วยให้ผู้อ่านทำความเข้าใจเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ประเภท Securitization ที่มีกระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคตที่ไม่แน่นอนและจำเป็นจะต้องใช้หลักการและเทคนิคที่ซับซ้อนมากขึ้นในการประเมินมูลค่า

11.1 วิธีการประเมินมูลค่าของตราสารหนี้ที่จ่ายคูปองแบบปกติ

หลักการที่นำมาใช้คำนวณหามูลค่าของตราสารหนี้ก็คือ มูลค่าของตราสารหนี้ ณ ปัจจุบันจะเท่ากับผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินที่จะได้รับในอนาคตจากการถือหรือลงทุนในตราสารหนี้ ซึ่งกระแสเงินที่จะได้รับจากการลงทุนในตราสารหนี้โดยทั่วไปประกอบด้วย 2 ส่วนคือ 1) คูปองที่ได้รับในแต่ละงวด และ 2) เงินต้นที่ได้รับเมื่อตราสารหนี้ครบอายุไถ่ถอน สำหรับอัตราคิดลดที่นำมาใช้ในการหามูลค่าของตราสารหนี้ก็คืออัตราผลตอบแทนเมื่อถึงจนครบกำหนดอายุ (Yield to Maturity) การหามูลค่าปัจจุบันของตราสารหนี้สามารถเขียนเป็นความสัมพันธ์ได้ดังนี้

$$\text{Price} = \frac{CF_1}{(1+YTM)^1} + \frac{CF_2}{(1+YTM)^2} + \frac{CF_3}{(1+YTM)^3} + \dots + \frac{CF_1}{(1+YTM)^1}$$

$$\text{Price} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+YTM)^t}$$

Price มูลค่าตราสารหนี้ ณ เวลาปัจจุบัน

CF_t กระแสเงินที่จะได้รับในอนาคต ณ เวลา t

YTM อัตราผลตอบแทนเมื่อถือจนครบกำหนดอายุ

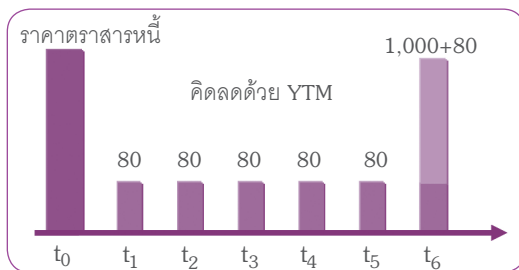
n จำนวนงวดของการจ่ายคูปองหรือเงินต้น

โดยทั่วไปแล้ว การหามูลค่าของตราสารหนี้ที่มีการจ่ายคูปองโดยใช้ความสัมพันธ์ตามสมการ (1) ประเภทของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารหนี้ (YTM) จะต้องสอดคล้องกับความถี่ในที่ตราสารหนี้จ่ายคูปอง อาทิเช่น ถ้ากระแสเงินที่ได้รับจากตราสารหนี้คือ 2 ครั้งต่อปี YTM ที่ใช้ในสมการคำนวณราคาก็จะต้องเป็นประเภทที่คิดทบต้น 2 ครั้งต่อปี (Semi-Annualized Yield) ด้วย ถ้ากระแสเงินที่ได้รับจากตราสารหนี้เท่ากับ 1 ครั้งต่อปี YTM ที่ใช้ในสมการก็จะเป็นประเภทคิดทบต้นปีละครั้ง (Annualized Yield) เป็นต้น

ตัวอย่างที่ 1 ตราสารหนี้ที่มีมูลค่าหน้าตั๋วเท่ากับ 1,000 บาท จ่ายคูปอง 8 % ต่อปีโดยจ่ายปีละ 1 ครั้ง มีอายุคงเหลือ 6 ปี และผลตอบแทนเมื่อถือจนครบอายุไถ่ถอน (Yield to Maturity) เท่ากับ 7% แบบ Annualized Yield แล้วนั้น มูลค่าของตราสารหนี้จะเท่ากับเท่าไร

ผู้ถือตราสารหนี้รุ่นนี้จะได้รับกระแสเงินทั้งหมด 6 งวด โดยงวดที่ 1 ถึง 5 จะได้รับคูปองงวดละ 80 บาทและในงวดสุดท้ายจะได้รับคูปองพร้อมเงินต้นเท่ากับ 1,080 บาท ซึ่งมูลค่าของตราสารหนี้รุ่นนี้จะเท่ากับผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินที่ได้รับในแต่ละงวด

รูปที่ 11.1 การหามูลค่าของตราสารหนี้ที่มีการจ่ายคูปอง



$$\frac{80}{(1+0.07)^1}$$

$$= 74.77$$

$$\frac{80}{(1+0.07)^2}$$

$$= 69.88$$

$$\frac{80}{(1+0.07)^3}$$

$$= 65.30$$

$$\frac{80}{(1+0.07)^4}$$

$$= 61.03$$

$$\frac{80}{(1+0.07)^5}$$

$$= 57.04$$

$$\frac{80}{(1+0.07)^6}$$

$$= 719.65$$

Price = 1,047.67 บาท

หรือสามารถใช้สมการ $Price = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+YTM)^t}$ เพื่อคำนวณราคาได้เช่นเดียวกัน โดยแทนค่าต่างๆ ดังต่อไปนี้

CF_1 ถึง $CF_5 = 80$ บาท และ $CF_6 = 1,000 + 80 = 1,080$ บาท

$$Price = \frac{80}{(1+0.07)^1} + \frac{80}{(1+0.07)^2} + \frac{80}{(1+0.07)^3} + \frac{80}{(1+0.07)^4} + \frac{80}{(1+0.07)^5} + \frac{1,080}{(1+0.07)^6}$$

Price = 1,047.67 บาท

11.2 ข้อแตกต่างระหว่างการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ประเภท Securitization กับตราสารหนี้ปกติ

จากตัวอย่างการประเมินมูลค่าตราสารหนี้แบบปกติ นักลงทุนจะเห็นว่า ถ้าหากกระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคตมีมูลค่าและระยะเวลาที่แน่นอน การคำนวณราคาตราสารหนี้แบบปกติก็เป็นเพียงแค่การหามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดเหล่านั้น โดยผู้ประเมินมีหน้าที่จัดหาอัตราคิดลด (Discount Rate) ที่เหมาะสมเพื่อแทนค่าในสมการเท่านั้น ซึ่งปกติแล้วอัตราคิดลดเพื่อใช้คำนวณราคาตราสารหนี้จะอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนในตลาด และแบ่งออกเป็นสองส่วนคือ

(1) อัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง (Risk Free Rate of Return) ซึ่งสามารถอ้างอิงมาจากเส้นอัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง (Government Bond Yield Curve หรือ Treasury Yield Curve) ของสกุลเงินนั้นๆ สำหรับประเทศไทย เส้นอัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยงจะอ้างอิงจาก ThaiBMA Government Bond Yield Curve

(2) ส่วนชดเชยความเสี่ยง (Spread) เป็นอัตราผลตอบแทนที่จะต้องเพิ่มจากอัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง เพื่อสะท้อนถึงความเสี่ยงที่นักลงทุนได้รับจากหลักทรัพย์ที่ทำการประเมินมูลค่า สำหรับตราสารหนี้ปกติที่ออกโดยภาคเอกชนในประเทศไทย นักลงทุนสามารถอ้างอิงส่วนชดเชยความเสี่ยงเฉลี่ยในตลาดตามอายุคงเหลือของตราสารและตามอันดับความน่าเชื่อถือได้จาก Credit Spread Curve ที่รวบรวมและเผยแพร่โดย ThaiBMA

อย่างไรก็ตาม สำหรับหลักทรัพย์ประเภท Securitization นักลงทุนไม่สามารถใช้หลักการประเมินมูลค่าตราสารหนี้ปกติที่กล่าวมาข้างต้นได้ เนื่องจากกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตจากหลักทรัพย์ประเภท Securitization ไม่คงที่และมีความไม่แน่นอนว่าจะได้รับเร็วกว่าหรือช้ากว่าที่คาดการณ์เอาไว้ ซึ่งมีผลมาจากการที่ลูกหนี้ในกลุ่มสินทรัพย์อาจทำการชำระหนี้ก่อนกำหนด (Prepayment) หรือทำการกู้ไถ่ถอนจำนอง (Refinancing) โดยที่เหตุการณ์เหล่านี้ ผู้ลงทุนในตราสารประเภท Securitization ไม่สามารถรู้ได้ล่วงหน้า เพราะขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายประเภท อาทิเช่น

อัตราดอกเบี้ยตลาดในอนาคต ปัจจัยทางภูมิศาสตร์ และลักษณะเฉพาะตัวของลูกหนี้แต่ละราย เป็นต้น อย่างไรก็ตาม ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ประเภท Securitization นักลงทุนจำเป็นจะต้องตั้งสมมติฐานหรืออาจใช้แบบจำลองทางสถิติต่างๆ เพื่อคาดคะเนผลที่เกิดจากการชำระหนี้ก่อนกำหนดและการกู้ไถ่ถอนจำนวนต่อกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต ด้วยเหตุนี้ นักวิจัยและผู้ปฏิบัติในตลาดต่างก็พัฒนาแบบจำลองที่หลากหลาย เพื่อสะท้อนถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นให้ได้มากที่สุด ซึ่งในหัวข้อต่อไป จะกล่าวถึงประเภทและแนวคิดของการพัฒนาแบบจำลองหลักๆ ที่มีการใช้ในตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ประเภท Securitization

11.3 การจำลองการชำระหนี้ก่อนกำหนด (Prepayment Modeling)

ในการประมาณกระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคตสำหรับหลักทรัพย์ประเภท Securitization พฤติกรรมการชำระหนี้ก่อนกำหนดของกลุ่มลูกหนี้ เป็นสิ่งที่สำคัญอย่างยิ่งในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ประเภทนี้ ไม่ว่าจะเป็น Asset-backed securities หรือ Mortgage-backed securities ซึ่งการจำลองการชำระหนี้ก่อนกำหนดเป็นกระบวนการที่จะกำหนดกระแสเงินสดในอนาคตที่ได้รับผลกระทบจากพฤติกรรมการชำระหนี้ก่อนกำหนดโดยใช้ข้อมูลต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่ทำให้ลูกหนี้ชำระหนี้ก่อนกำหนด เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้บ้านในอนาคต ปัจจัยทางฤดูกาล การกู้ไถ่ถอนจำนวน และปัจจัยทางภูมิศาสตร์ เป็นต้น

ประเภทของแบบจำลองการชำระหนี้ก่อนกำหนดสามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภทหลักๆ คือ 1) แบบจำลองการชำระหนี้ก่อนกำหนดเชิงสถิต (Static Prepayment Model) และ 2) แบบจำลองการชำระหนี้ก่อนกำหนดเชิงพลวัต (Dynamic Prepayment Model) โดยที่แบบจำลองแต่ละประเภทจะมีจุดเด่นและจุดด้อยแตกต่างกัน ทำให้นักลงทุนจำเป็นต้องทำความเข้าใจถึงหลักการและสมมติฐานในแต่ละแบบจำลองให้ดีก่อน เพื่อที่จะเลือกใช้แบบจำลองที่เหมาะสมกับสถานการณ์ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ประเภท Securitization

- แบบจำลองการชำระหนี้ก่อนกำหนดเชิงสถิตย (Static Prepayment Model)

การสร้างแบบจำลองประเภทนี้ คือ การประมาณความเร็วของการชำระหนี้ก่อนกำหนดในอนาคต (Prepayment Speed) ของกลุ่มลูกหนี้โดยที่ไม่ได้คำนึงถึงผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนการกู้ไถ่ถอนจำนวน (Refinancing Rate) หรืออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่จะเกิดขึ้นในอนาคต แต่มักจะสร้างจากข้อมูลทางสถิติในอดีต หรือพัฒนาจากประสบการณ์และสมมติฐานของผู้เชี่ยวชาญ ซึ่งแบบจำลองการชำระหนี้ก่อนกำหนดเชิงสถิตได้ถูกพัฒนาขึ้นหลากหลายแบบ

โดยในทางปฏิบัติ นักลงทุนจะเลือกใช้แบบจำลองใดขึ้นอยู่กับลักษณะของกลุ่มลูกหนี้ และกฎระเบียบต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง โดยตัวอย่างแบบจำลองที่มักใช้ในตลาดมีดังนี้

(1) **CPR Model** เป็นแบบจำลองที่สมมติให้การชำระหนี้ก่อนกำหนดมีอัตราที่คงที่ในแต่ละเดือน ซึ่งมาจากคำว่า Constant Prepayment Rate หรืออาจถูกเรียกว่า Conditional Prepayment Rate ก็ได้ โดย CPR จะวัดปริมาณการชำระหนี้ก่อนกำหนดเป็นร้อยละของจำนวนคงค้างกลุ่มหนี้สิน (Outstanding Loan Balance) สำหรับตัววัด CPR นี้จะวัดเป็นหน่วยร้อยละต่อปี (Annualized Rate) ยกตัวอย่างเช่น ค่า CPR ที่ร้อยละ 10 หมายความว่า ร้อยละ 10 ของจำนวนคงค้างกลุ่มหนี้สินปัจจุบันจะถูกชำระคืนก่อนกำหนดในช่วงเวลาหนึ่งปีจากนั้น โดยที่แบบจำลอง CPR มักจะใช้สำหรับ หลักทรัพย์ประเภท Securitization ที่เกิดจาก Home Equity Loan และ Student Loan

การนำแบบจำลอง CPR ไปใช้ นักลงทุนจำเป็นต้องเข้าใจว่าค่า CPR เป็นอัตราการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดต่อปี แต่สำหรับตราสารประเภท Securitization นั้น การจ่ายดอกเบี้ยอาจจะจ่ายเป็นรายเดือน ดังนั้น นักลงทุนจำเป็นต้องหาอัตราการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดสำหรับแต่ละเดือน (Single Monthly Mortality Rate : SMM) โดยแปลงจากค่า CPR ที่ประมาณการนี้ได้จากแบบจำลองตามสูตรต่อไปนี้

$$SMM = 1 - (1 - CPR)^{\frac{1}{12}}$$

ยกตัวอย่างเช่น ถ้านักลงทุนประมาณค่า CPR สำหรับเดือนปัจจุบันอยู่ที่ 6 % นั่นก็หมายความว่า อัตราการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดสำหรับเดือนปัจจุบันจะเท่ากับ 0.5143% ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{ค่า SMM จาก CPR ที่ 6 \%} &= 1 - (1 - 6\%)^{\frac{1}{12}} \\ &= 0.005143 \\ &= 0.5143\% \end{aligned}$$

โดยจะสังเกตเห็นว่า ค่าอัตราการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดสำหรับแต่ละเดือนจะไม่เท่ากับ $CPR / 12$ เนื่องจากผลกระทบจากการทบต้นของอัตราต่อเดือน (Monthly Compounding) ในทางกลับกัน ถ้านักลงทุนทราบถึงค่า SMM ของเดือนนั้นๆ นักลงทุนสามารถแปลงค่า SMM ให้เป็นค่า CPR ได้จากสูตรข้างล่าง

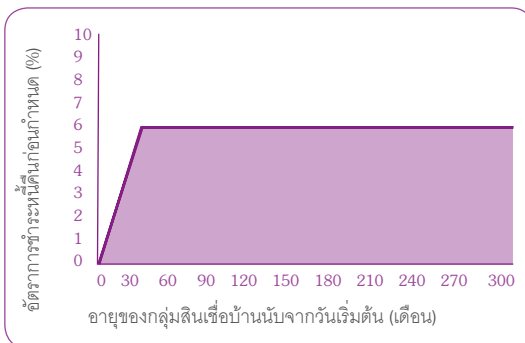
$$\begin{aligned} CPR &= 1 - (1 - SMM)^{12} \\ \text{ค่า CPR จาก SMM ที่ 0.5143 \%} &= 1 - (1 - 0.5143\%)^{12} \\ &= 0.06 \\ &= 6\% \end{aligned}$$

(2) **PSA Model** เป็นแบบจำลองสำหรับการชำระหนี้ก่อนกำหนดที่ใช้อ้างอิงกันอย่างแพร่หลายแบบหนึ่งที่กำหนดโดย Public Securities Association ซึ่งผู้ที่ใช้แบบจำลอง PSA อ้างอิง จะทำการสมมติการชำระหนี้ก่อนกำหนดเป็นอัตราร้อยละของ PSA โดยแบบจำลอง PSA ได้ถูกนำมาใช้ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1985 เพื่อสะท้อนถึงรูปแบบการชำระหนี้ก่อนกำหนดที่เกิดจากฤดูกาลและอายุ (Seasoning and Aging) ที่มักจะสังเกตพบในสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย (Residential Loans)

อัตราอ้างอิงที่ได้จาก PSA นั้นเป็นอัตราการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดที่แปรผันตามอายุของกลุ่มสินเชื่อบ้าน นั่นคือ ถ้ากลุ่มสินเชื่อบ้านมีการอายุซึ่งเริ่มต้นนับจากวันที่ทำการกู้ยืมได้ไม่นานมากนัก กลุ่มสินเชื่อบ้านเหล่านี้ก็จะมีอัตราการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดที่ไม่สูง โดยหลักการนี้ก็น่าที่จะเป็นไปตามธรรมชาติของผู้กู้ อยู่แล้ว และอัตราการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดจะค่อยๆ สูงขึ้นตามอายุของกลุ่มสินเชื่อบ้านที่มากขึ้น ซึ่งอัตราอ้างอิงจากแบบจำลอง PSA ดังสมมติฐานที่ว่า อัตราการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดมีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงกับอายุของกลุ่มสินเชื่อบ้าน ในแบบจำลอง PSA ค่า Conditional Prepayment Rate (CPR) ของกลุ่มสินเชื่อบ้านที่มีอายุ 30 ปีขึ้นไปจะเท่ากับ 6% โดยค่า CPR ตอนเริ่มต้นจะเท่ากับ 0% ดังนั้นค่า CPR มีการเพิ่มขึ้นจาก 0% จนเป็น 6% ระยะเวลา 30 เดือน แปลว่า ค่า CPR จะเพิ่มขึ้นเป็น 0.2% สำหรับกลุ่มสินเชื่อบ้านอายุ 1 เดือน และค่า CPR จะเท่ากับ 0.4% สำหรับกลุ่มสินเชื่อบ้านอายุ 2 เดือน และจะเท่ากับ 0.6% สำหรับกลุ่มสินเชื่อบ้านอายุ 3 เดือน เป็นการเพิ่มขึ้นเช่นนี้ไปจนกระทั่งเท่ากับ 6% สำหรับกลุ่มสินเชื่อบ้านอายุ 30 เดือน และคงอัตราที่ 6% ต่อจากนั้นไป

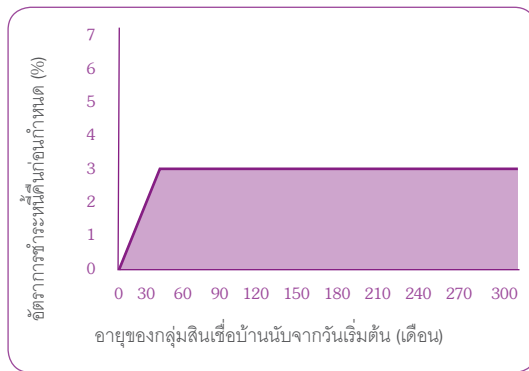
จากอัตราอ้างอิง PSA ข้างต้นจะถูกเรียกว่า มีอัตราการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดที่ 100% PSA โดยสามารถดูได้จากรูปที่ 11.2

รูปที่ 11.2 อัตราอ้างอิง 100% PSA



สำหรับการนำอัตราอ้างอิง PSA ไปใช้ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ประเภท Securitization ที่เกิดจากสินเชื่อบ้าน (Mortgage Backed Securities) นักลงทุนต้องมีการประเมินถึงความเร็วในการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดเปรียบเทียบกับอัตราอ้างอิง PSA ยกตัวอย่างเช่น นักลงทุนอาจจะประเมินแล้วพบว่าอัตราอ้างอิงที่เหมาะสมสำหรับ MBS ที่พิจารณาอยู่คือ 50% PSA จะหมายความว่า ค่า CPR จะเท่ากับครึ่งหนึ่งของค่าที่ใช้ใน 100% PSA กล่าวคือ ค่า CPR จะเริ่มจาก 0 ณ วันเริ่มต้นของตราสาร และค่อยๆ เพิ่มขึ้นเดือนละ 0.1% จนเท่ากับ 3% ในเดือนที่ 30 และคงที่ต่อไปหลังจากนั้น ซึ่งอัตราอ้างอิง 50% PSA ได้ถูกแสดงไว้ดังรูปที่ 11.3

รูปที่ 11.3 อัตราอ้างอิง 50% PSA



ตัวอย่างการคำนวณค่า SMM สำหรับอัตราอ้างอิง PSA ต่างๆ

1) ถ้าพิจารณาถึง MBS รุ่นหนึ่งที่มีอายุนับจากวันเริ่มต้นเท่ากับ 6 เดือน และจะใช้อัตราอ้างอิง 100 % PSA ในการคำนวณหาการชำระหนี้คืนก่อนกำหนด นักลงทุนสามารถคำนวณค่า SMM ได้ตามขั้นตอนดังนี้

หาค่า CPR สำหรับ MBS ที่มีอายุนับจากวันเริ่มต้นเท่ากับ 6 เดือนของอัตราอ้างอิงที่ 100% PSA ตามรูปที่ 7.1 ซึ่งจะเท่ากับ 1.2% หรือใช้สมการ

$$\begin{aligned}
 \text{CPR ของ MBS ที่อายุเท่ากับเดือน } N &= 0.2\% * N \\
 &= 0.2\% * 6 = 1.2\% \\
 \text{ค่า SMM จาก CPR ที่ } 1.2\% &= 1 - (1 - 12\%)^{\frac{1}{12}} \\
 &= 0.001006
 \end{aligned}$$

2) ถ้าพิจารณาถึง MBS รุ่นหนึ่งที่มีอายุนับจากวันเริ่มต้นเท่ากับ 20 เดือน และจะใช้อัตราอ้างอิง 100% PSA ในการคำนวณหาการชำระหนี้คืนก่อนกำหนด นักลงทุนสามารถคำนวณค่า SMM ได้ตามขั้นตอนดังนี้

หาค่า CPR สำหรับ MBS ที่มีอายุนับจากวันเริ่มต้นเท่ากับ 20 เดือนของ อัตราอ้างอิงที่ 100% PSA ตามรูปที่ 7.1 ซึ่งจะเท่ากับ 4 % หรือใช้สมการ

$$\begin{aligned}\text{CPR ของ MBS ที่อายุนับเท่ากับเดือน } N &= 0.2\% * N \\ &= 0.2\% * 20 = 4\% \\ \text{ค่า SMM จาก CPR ที่ } 4\% &= 1 - (1 - 4\%)^{\frac{1}{12}} \\ &= 0.003396\end{aligned}$$

3) ถ้าพิจารณาถึง MBS รุ่นหนึ่งที่มีอายุนับจากวันเริ่มต้นเท่ากับ 20 เดือน และจะใช้อัตราอ้างอิง 50% PSA ในการคำนวณหาการชำระหนี้คืนก่อนกำหนด นักลงทุนสามารถคำนวณค่า SMM ได้ตามขั้นตอนดังนี้

หาค่า CPR สำหรับ MBS ที่มีอายุนับจากวันเริ่มต้นเท่ากับ 20 เดือนของ อัตราอ้างอิงที่ 50% PSA ตามรูปที่ 7.2 ซึ่งจะเท่ากับ 2% หรือใช้สมการ

$$\begin{aligned}\text{CPR ของ MBS ที่อายุนับเท่ากับเดือน } N &= 0.1\% * N \\ &= 0.1\% * 20 \\ &= 2\% \\ \text{ค่า SMM จาก CPR ที่ } 2\% &= 1 - (1 - 2\%)^{\frac{1}{12}} \\ &= 0.001682\end{aligned}$$

ตัวอย่างการนำแบบจำลอง PSA ไปใช้ในการคำนวณกระแสเงินสด เพื่อประเมินมูลค่า MBS

ถ้าพิจารณาถึง MBS รุ่นหนึ่งที่มีอายุนับจากวันเริ่มต้นเท่ากับ 10 เดือน และจะใช้ อัตราอ้างอิง 100 % PSA ในการคำนวณหาการชำระหนี้คืนก่อนกำหนด นักลงทุน สามารถคำนวณค่า SMM ในแต่ละเดือนโดยใช้หลักการและสูตรการ คำนวณดังตัวอย่างก่อนหน้านี้ อย่างไรก็ตาม นักลงทุนต้องนำค่า SMM ที่คำนวณ ได้ในแต่ละเดือนในอนาคต เพื่อที่จะทราบถึงดอกเบี้ยที่เป็นจำนวนเงินสำหรับการใช้ ในการหา มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดเหล่านั้น โดยในตารางข้างล่างจะสมมติ ว่า MBS จะจ่ายดอกเบี้ยที่อัตรา 8% ต่อปี (หรือ 0.643403% ต่อเดือน) จาก ยอดเงินต้นคงเหลือ

ตารางที่ 11.1 รายละเอียดการชำระหนี้คืนก่อนกำหนด

จำนวน เดือนนับ จากปัจจุบัน	อายุของ MBS นับจากวัน ออกตราสาร	อัตราชำระหนี้ คืนก่อน กำหนดต่อปี (CPR)	อัตราชำระหนี้ คืนก่อน กำหนดต่อเดือน (SMM)	ชำระหนี้คืนตาม กำหนดต่อเดือน (Scheduled Principal Repayment)	เงินต้นคงเหลือ (บาท)	คูปองที่ได้รับ (บาท)
0					1,000,000.00	
1	11	2.20%	0.18525%	10,000.00	988,166.52	6,434.03
2	12	2.40%	0.2022%	10,000.00	976,188.67	6,280.83
3	13	2.60%	0.2193%	10,000.00	964,069.82	6,202.85
4	14	2.80%	0.2364%	10,000.00	951,814.39	6,124.00
5	15	3.00%	0.2535%	10,000.00	939,426.90	6,044.30
6	16	3.20%	0.2707%	10,000.00	926,910.94	5,963.77
7	17	3.40%	0.2878%	10,000.00	914,272.07	5,882.45
8	18	3.60%	0.3051%	10,000.00	901,513.13	5,800.36
9	19	3.80%	0.3223%	10,000.00	888,639.79	5,717.54
10	20	4.00%	0.3396%	10,000.00	875,655.93	5,634.00
11	21	4.20%	0.3569%	10,000.00	862,566.40	5,549.78
12	22	4.40%	0.3743%	10,000.00	849,375.24	5,464.91
13	23	4.60%	0.3917%	10,000.00	836,087.41	5,379.41
14	24	4.80%	0.4091%	10,000.00	822,707.89	5,293.33
15	25	5.00%	0.4265%	10,000.00	809,241.69	5,206.69
16	26	5.20%	0.4440%	10,000.00	795,693.05	5,119.51
17	27	5.40%	0.4614%	10,000.00	782,067.08	5,031.84
18	28	5.60%	0.4791%	10,000.00	768,368.11	4,943.70
19	29	5.80%	0.4967%	10,000.00	754,601.29	4,855.13
20	30	6.00%	0.5143%	10,000.00	740,771.81	4,766.15
21	31	6.20%	0.5143%	10,000.00	727,013.45	4,677.63
22	32	6.40%	0.5143%	10,000.00	713,325.85	4,589.56
23	33	6.60%	0.5143%	10,000.00	699,708.64	4,501.95
24	34	6.80%	0.5143%	10,000.00	686,161.47	4,414.78
25	35	7.00%	0.5143%	10,000.00	672,683.97	4,328.07

ตัวอย่างการคิดคูปองที่ได้รับ ณ สิ้นเดือนที่ 1 นับจากปัจจุบัน สามารถทำได้ โดยหาจำนวนเงินที่มีการชำระหนี้คืนทั้งหมด ซึ่งในตารางที่ 7.1 สมมติให้การชำระหนี้คืนตามกำหนดในแต่ละเดือนเท่ากับ 10,000 บาท และในส่วนของ การชำระหนี้คืนก่อนกำหนดสามารถคำนวณได้จากค่า SMM เดือนนั้นๆ เทียบกับเงินต้น ณ ต้นเดือนที่ถูกหักการชำระหนี้ตามกำหนดไปแล้ว ซึ่งในกรณีของเดือนที่ 1 ยอดเงินต้นคงค้าง ณ ต้นเดือนอยู่ที่ 1,000,000 บาท ดังนั้น การชำระหนี้คืนก่อนกำหนดในเดือนที่ 1 จึงเท่ากับ $0.1852\% \times (1,000,000 - 10,000) = 1,833.48$ บาท ซึ่งดอกเบี้ยที่จะได้รับจะคิดจากยอดเงินต้นคงค้างที่หักการชำระหนี้คืนทั้งหมดออกไปแล้ว นั่นคือ $(1,000,000 - (10,000 + 1,833.48)) = 988,166.52$ บาท และดอกเบี้ยก็จะเท่ากับ $0.643403\% \times 988,166.52 = 6,434.03$ บาท

อย่างไรก็ตาม เมื่อนักลงทุนทราบถึงแบบจำลองการชำระหนี้ก่อนกำหนดที่จะใช้แล้ว นักลงทุนสามารถที่จะคำนวณหากระแสเงินสดใน ณ อนาคต ตลอดอายุของ

ตราสารได้ ซึ่งในตัวอย่างข้างต้น ได้แสดงตัวเลขถึงเพียงแค่เดือนที่ 25 แต่ในความเป็นจริง นักลงทุนต้องคำนวณกระแสเงินสดจนครบกำหนดอายุของตราสาร และในการประเมินมูลค่าของตราสาร นักลงทุนก็จะใช้อัตราคิดลดที่เหมาะสมเพื่อหามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดเหล่านี้

(3) Monthly Payment Rate (MPR) ตัววัดนี้ทางเทคนิคแล้ว ไม่ได้เป็นตัววัดถึงการชำระหนี้ก่อนกำหนด เพราะ MPR จะใช้กับกลุ่มหนี้สินที่ไม่ได้มีตารางผ่อนชำระที่แน่นอน เช่น สินเชื่อบัตรเครดิต แต่ MPR จะเป็นตัววัดการชำระคืน (Repayment) ในแต่ละเดือน ซึ่งสามารถคำนวณได้จากการนำเอาดอกเบี้ยและเงินต้นที่ได้รับจากลูกหนี้ทั้งหมดในแต่ละเดือนหารด้วยมูลค่าคงค้างของกลุ่มหนี้สิน โดยปกติแล้วสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือกำหนดให้หลักทรัพย์ประเภท Securitization ที่มีกลุ่มหนี้สินที่ไม่ได้มีตารางผ่อนชำระที่แน่นอน (Non-amortizing ABS) ต้องจัดตั้งค่า MPR ขั้นต่ำสำหรับบ่งบอกถึงเหตุการณ์การผ่อนชำระเร็วกว่าที่คาด (Early-amortization) ถ้าอัตราการชำระคืนลดลงต่ำกว่าระดับขั้นต่ำดังกล่าว หมายความว่าหลักทรัพย์นั้นได้เข้าสู่ภาวะการผ่อนชำระเร็วกว่าที่คาด

(4) Absolute Prepayment Rate (ABS) เป็นตัววัดการชำระหนี้ที่มักใช้กับหลักทรัพย์ประเภท Securitization ที่เกิดจากสินเชื่อรถยนต์หรือยานพาหนะอื่นๆ ข้อแตกต่างของตัววัด ABS จาก CPR คือ ABS จะวัดการชำระหนี้ก่อนกำหนดในแต่ละเดือนเป็นอัตราร้อยละเทียบกับยอดเงินต้นเริ่มแรกของหนี้สิน (Original Loan Balance) ในขณะที่ CPR จะวัดเทียบกับจำนวนคงค้างกลุ่มหนี้สิน (Outstanding Loan Balance) อย่างไรก็ตาม การใช้ตัววัด ABS แทนที่จะเป็น APR สำหรับ Absolute Prepayment Rate ในที่นี้อาจจะทำให้เกิดความสับสนกับ Asset-backed Security ได้ แต่ที่ในตลาดเลือกใช้ตัววัดนี้ก็เนื่องมาจากเหตุผลในอดีต เพราะตัววัด Prepayment เริ่มใช้ในตราสารนี้ประเภท ABS ก่อนเป็นครั้งแรก

(5) Home-Equity Prepayment (HEP) เป็นตัววัดพฤติกรรมกรรมการชำระหนี้ก่อนกำหนดสำหรับหลักทรัพย์ประเภท Securitization ที่เกิดจาก Home Equity Loan ซึ่งจะมีลักษณะคล้ายกับ PSA Model แต่การชำระหนี้ก่อนกำหนดสำหรับ HEP จะเกิดขึ้นเร็วกว่า โดยช่วงเวลาที่การชำระหนี้ก่อนกำหนดจะเพิ่มขึ้นจากวันเริ่มต้นจนถึงอัตราคงที่ (Ramp-up Period) จะเท่ากับ 10 เดือน ซึ่งอัตรามาตรฐานสำหรับ HEP หรือเรียกว่า 100% HEP จะเริ่มต้นที่ 2 % ในเดือนแรก 4 % ในเดือนที่สอง และเพิ่มขึ้นด้วยอัตราคงที่เรื่อยๆ จนถึง 20 % ในเดือนที่ 10 หลังจากวันเริ่มต้น

(6) Prospectus Prepayment Curve (PPC) เป็นตัววัดพฤติกรรมกรรมการชำระหนี้ก่อนกำหนดที่ใช้สำหรับหลักทรัพย์ประเภท Securitization ที่เกิดจาก Home Equity Loan แต่จะแตกต่างจาก HEP Model ตรงที่ PPC จะถูกกำหนดชัดเจนในหนังสือ

ที่ชว่นและจะมีลักษณะเฉพาะเจาะจงกับหลักทรัพย์นั้นๆ โดยทั่วไปแล้ว หลักทรัพย์จะถูกประเมินราคาด้วยตัววัดพฤติกรรมการชำระหนี้ก่อนกำหนดแบบ 100% PPC อย่างไรก็ตามการเปรียบเทียบระหว่างหลักทรัพย์ที่มี PPC ต่างกันก็ทำให้ยากตามไปด้วย เนื่องจาก PPC อาจจะถูกกำหนดแตกต่างกันออกไปในแต่ละหลักทรัพย์

(7) Manufactured-Housing Prepayment Curve (MHP) เป็นตัววัดพฤติกรรมการชำระหนี้ก่อนกำหนดที่ใช้สำหรับหลักทรัพย์ประเภท Securitization ที่เกิดจาก Manufactured Home Loan ซึ่งจะมีลักษณะคล้ายกับ PSA Model แต่การชำระหนี้ก่อนกำหนดสำหรับ MHP จะเกิดขึ้นแตกต่างออกไป โดยช่วงเวลาที่การชำระหนี้ก่อนกำหนดจะเพิ่มขึ้นจากวันเริ่มต้นจนถึงอัตราคงที่ (Ramp-up Period) จะเท่ากับ 24 เดือน ซึ่งอัตรามาตรฐานสำหรับ MHP หรือเรียกว่า 100% MHP จะเริ่มต้นที่ 3.7% ในเดือนแรก และเพิ่มขึ้น 0.1% ในแต่ละเดือนจนถึง 6% ในเดือนที่ 24 หลักจากวันเริ่มต้น ซึ่งตามข้อมูลจาก SIFMA หลักทรัพย์ส่วนใหญ่ที่ใช้ MHP Model จะถูกประเมินราคาโดยใช้ตัววัดการชำระหนี้ก่อนกำหนดตั้งแต่ 150% ถึง 200% MHP

- แบบจำลองการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดเชิงพลวัต (Dynamic Prepayment Model)

จากแบบจำลองการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดแบบสถิตที่ได้กล่าวมาข้างต้น ถึงแม้ว่าจะมีการใช้แบบจำลองเหล่านี้้อย่างแพร่หลายเนื่องจากเป็นแบบจำลองที่ไม่ซับซ้อน เข้าใจง่าย แต่ก็อาจจะไม่สามารถสะท้อนถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดได้อย่างแม่นยำ ยกตัวอย่างเช่น ปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดในช่วงหนึ่งๆ จะขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่เปลี่ยนแปลงในอนาคต ปัจจัยทางฤดูกาล การกู้ไถ่ถอนจำนอง และปัจจัยทางภูมิศาสตร์ ซึ่งแบบจำลองการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดแบบสถิตไม่สามารถสะท้อนปัจจัยทั้งหมดเหล่านี้ได้ ดังนั้น แบบจำลองที่ซับซ้อนขึ้นจึงได้ถูกพัฒนาขึ้นมา โดยเรียกว่า แบบจำลองการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดเชิงพลวัต

อย่างไรก็ตาม การชำระหนี้คืนก่อนกำหนดสามารถถูกมองว่าเป็นสิทธิ (Option) ของลูกหนี้สินเชื่อบ้าน โดยที่สิทธินี้จะถูกใช้โดยลูกหนี้สินเชื่อบ้านก็ต่อเมื่อใช้สิทธิแล้วได้ผลประโยชน์หรือกำไรมากกว่าการที่ไม่ใช้สิทธินั้น ในเนื้อหาของตราสาร MBS ลูกหนี้สินเชื่อบ้านอาจจะใช้สิทธิในการชำระหนี้คืนก่อนกำหนด ถ้าพิจารณาแล้วว่า อัตราดอกเบี้ยการกู้ไถ่ถอนจำนอง (Refinancing Rate) ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่จ่ายอยู่ปัจจุบัน ยกตัวอย่างเช่น ปัจจุบันลูกหนี้สินเชื่อบ้านจ่ายดอกเบี้ยคงที่อยู่ที่ 6% และถ้าอัตราดอกเบี้ยการกู้ไถ่ถอนจำนองปัจจุบันอยู่ที่ 5.5% ลูกหนี้สินเชื่อบ้านก็มักจะกู้ไถ่ถอนจำนองและชำระหนี้เก่าคืนก่อนกำหนดเพื่อประหยัดต้นทุนดอกเบี้ยได้ถึง 0.5% แต่ในความเป็นจริงแล้ว ลูกหนี้สินเชื่อบ้าน

จำเป็นจะต้องพิจารณาถึงต้นทุนอื่นๆ ที่เกิดขึ้นจากการกู้ไถ่ถอนจำนวน และการชำระหนี้เก่าคืนก่อนกำหนด ดังนั้น ส่วนที่ลูกหนี้สินเชื่อบ้านจะได้รับประโยชน์จริงๆ แล้วจะคำนวณได้จากสมการดังนี้

$$\text{ต้นทุนที่ลูกหนี้จะประหยัดได้} = \text{Max} [(CR - RR) \cdot N - RC, 0]$$

โดยที่ CR คือ อัตราคูปองของตราสาร (Coupon Rate)

RR คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ไถ่ถอนจำนวน (Refinancing Rate)

N คือ ยอดเงินต้นคงค้าง (Outstanding Balance)

RC คือ ต้นทุนการทำธุรกรรมกู้ไถ่ถอนจำนวน (Refinancing Cost)

จากสมการข้างต้นจะพบว่า อัตราคูปองของตราสารจะมีค่าคงที่สำหรับตราสารประเภท Fixed Rate MBS ซึ่งจะทำให้ต้นทุนที่ลูกหนี้จะประหยัดได้ขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ไถ่ถอนจำนวนเป็นหลัก อย่างไรก็ตาม ถ้าหากสมมติให้ต้นทุนการทำธุรกรรมกู้ไถ่ถอนจำนวนมีค่าค่อนข้างคงที่ ตัวแปรที่สำคัญต่อการประหยัดของลูกหนี้ก็คือ ยอดเงินต้นคงค้าง นั่นหมายความว่า ถ้าหากลูกหนี้มียอดเงินต้นคงค้างค่อนข้างน้อย การที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ไถ่ถอนจำนวนต่ำกว่าอัตราคูปองของตราสารอาจจะไม่คุ้มกับต้นทุนการทำธุรกรรมกู้ไถ่ถอนจำนวนก็เป็นได้ ดังนั้น ถ้าตราสาร MBS ประกอบด้วยลูกหนี้ส่วนใหญ่ที่มียอดคงค้างจำนวนน้อย ก็จะทำให้อัตราการกู้ไถ่ถอนจำนวนมีปริมาณน้อยตามไปด้วย

ในการสร้างแบบจำลองการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดเชิงพลวัตนั้น ขั้นตอนสำคัญที่นักลงทุนจำเป็นต้องทำก็คือ

- 1) กำหนดรูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยต่างๆ (เช่น อัตราดอกเบี้ย) และอัตราการชำระหนี้คืนก่อนกำหนด
- 2) คาดการณ์การเปลี่ยนแปลงในอนาคตของปัจจัยต่างๆ ตามข้อ 1)

11.4 การกำหนดรูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับอัตราการชำระหนี้คืนก่อนกำหนด

วิธีการกำหนดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้งสองมักจะใช้เทคนิคการวิเคราะห์ทางสถิติที่เรียกว่า การวิเคราะห์ถดถอย (Regression Analysis) ซึ่งในการวิเคราะห์ดังกล่าวจะศึกษาเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม (Dependent Variable) ที่สามารถอธิบายได้ด้วยการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอิสระ (Independent Variable) โดยในที่นี้ ตัวแปรตามก็คืออัตราการชำระหนี้คืนก่อนกำหนด และตัวแปรอิสระก็คือ อัตราดอกเบี้ย ทั้งนี้ จุดมุ่งหมายของการวิเคราะห์ถดถอยในลักษณะนี้ก็เพื่อคาดการณ์อัตราการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดได้ ถ้าหากนักลงทุนทราบถึงการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในอนาคต อย่างไรก็ตาม นักวิจัยได้เสนอแบบจำลอง

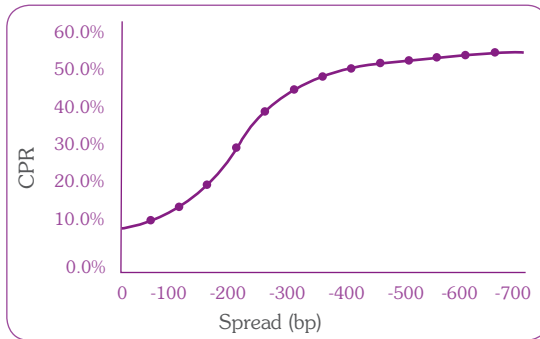
ที่กำหนดรูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับอัตราชำระหนี้คืนก่อนกำหนดอยู่หลายแบบจำลอง ซึ่งในบทนี้จะยกตัวอย่างเพียงบางแบบจำลองเพื่อให้ผู้อ่านได้เข้าใจถึงแนวความคิดการสร้างและนำแบบจำลองเหล่านี้ไปใช้ต่อไป

- แบบจำลองโดย **Asay, Guillaume and Mattu (1987)**

ในแบบจำลองนี้ อัตราการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดจะถูกอธิบายโดยส่วนต่าง (Spread) ระหว่างอัตราคูปองของตราสาร MBS กับอัตราดอกเบี้ยกู้ถ่ถอนจำนอง (Refinancing Rate) ตามสมการดังนี้

$$CPR = 0.3 - 0.16 \arctan (123.11 \times (\text{Spread} + 0.02))$$

รูปที่ 11.4 Asay, Guillaume, and Matuu Model



โดยที่ CPR คือ ค่า Conditional Prepayment Rate

Arctan คือ ฟังก์ชันคณิตศาสตร์ที่เป็นอินเวอร์สของฟังก์ชัน Tangent

- แบบจำลองโดย **Chinloy (1991)**

แบบจำลองนี้ ถูกสร้างขึ้นโดย Chinloy หลังจากที่ได้ทำการศึกษาข้อมูลตราสารประเภท MBS จาก GNMA ในช่วงเดือนมกราคม ค.ศ. 1986 ถึง พฤษภาคม ค.ศ. 1989 แล้วพบว่า มีปัจจัยสำคัญอยู่ 3 ประการที่สามารถอธิบายถึงอัตราการชำระหนี้คืนก่อนกำหนด คือ

- 1) อัตราคูปองเฉลี่ยสำหรับตราสาร MBS ที่ออกใหม่ในตลาด (r)
- 2) อัตราคูปองที่ได้รับจากตราสาร MBS ที่พิจารณาอยู่ (α)
- 3) อายุของตราสาร MBS นับจากวันเริ่มต้นสินเชื่ (t)

ซึ่ง Chinloy ได้กำหนดความสัมพันธ์ตามสมการข้างล่างนี้ โดยที่ตัวเลขในวงเล็บบอกถึงค่า Standard Error ที่ได้จากการวิเคราะห์ถดถอย

$$CPR = 0.0813 - 1.7951 (0.7635)r + 0.9063 (0.0688)\alpha + 0.0012 (0.0024) t$$

อย่างไรก็ตาม จากข้อมูลที่ได้ศึกษา Chinloy พบว่า อายุของตราสาร MBS

นับจากวันเริ่มต้นสินเชื่อ (t) ไม่ค่อยมีผลกระทบต่ออัตราการชำระหนี้ก่อนกำหนดมากนัก

- แบบจำลอง **Modified Goldman Sachs** โดย **Richard and Roll (1989)** และ **OTS (1989)**

สำหรับแบบจำลองนี้ Goldman Sachs ได้มอบหมายให้ Richard and Roll พัฒนาแบบจำลองเพื่อประมาณอัตราการชำระหนี้คืนก่อนกำหนด และในภายหลังได้ถูกปรับปรุงโดย Office of Thrift Supervision (OTS) โดยมีปัจจัยอยู่ 4 ประการที่กระทบ นั่นคือ 1) แรงจูงใจจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ไถ่ถอนจำนอง 2) อายุของกลุ่มสินเชื่อบ้านจากวันเริ่มต้น 3) ปัจจัยจากฤดูกาลเป็นเดือนในแต่ละปี 4) อัตรา Burnout ของกลุ่มสินเชื่อบ้าน (Pool Burnout Effect)

โดยที่ปัจจัยทั้ง 4 ประการจะนำมาคำนวณค่า CPR ตามสูตรดังนี้

$$CPR = RI * SF * MF * PBF$$

โดยที่ RI คือ แรงจูงใจจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ไถ่ถอนจำนอง (Refinancing Incentive)

SF คือ อายุของกลุ่มสินเชื่อบ้านจากวันเริ่มต้น (Seasoning Factor)

MF คือ ปัจจัยจากฤดูกาลเป็นเดือนในแต่ละปี (Month Factor)

PBF คือ อัตรา Burnout ของกลุ่มสินเชื่อบ้าน (Pool Burnout Effect)

ในการคำนวณปัจจัยดังกล่าว ผู้พัฒนาได้ใช้ข้อมูลการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดจาก Wall Street และประมาณค่าพารามิเตอร์ในสมการต่างๆ ดังต่อไปนี้

(1) Refinancing Incentive (RI)

$$RI = 0.3123 - 0.20252 \times \arctan \left[(8.157 \times (-\frac{C}{P} + \frac{S}{F} + 1.20761)) \right]$$

โดยที่ C คือ อัตราคูปองเฉลี่ยของตราสาร MBS

S คือ อัตราค่าใช้จ่ายในการบริการชำระหนี้ (Loan Servicing Rate)

P คือ อัตราเงินกู้ไถ่ถอนจำนอง (Refinancing Rate)

F คือ ค่าใช้จ่ายอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการกู้ไถ่ถอนจำนอง

(2) Seasoning Factor (SF)

โดยปกติแล้ว อัตราการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดจะอยู่ในระดับต่ำมากสำหรับลูกหนี้สินเชื่อบ้านในตราสาร MBS ที่เพิ่งจะเริ่มออกใหม่ แต่จะมีอัตราเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ตามอายุที่เพิ่มขึ้นของตราสาร MBS ซึ่งลักษณะแบบนี้จะคล้ายกับแนวคิดในแบบจำลอง PSA ที่ได้กล่าวถึงก่อนหน้านี้แล้ว ซึ่งสามารถอธิบายได้ด้วย 2 เหตุผล ก็คือ 1) สินเชื่อบ้านที่เพิ่งเริ่มทำสัญญาใหม่ มักจะไม่มีภาระหนี้คืนก่อนกำหนดเนื่องจากผู้ซื้อบ้านจะไม่ย้ายบ้านทันทีหลังจากที่ซื้อ 2) ผู้ซื้อบ้านในช่วงแรกมักจะไม่ชำระหนี้คืนก่อนกำหนดในทันทีเนื่องจากค่าใช้จ่ายและความไม่สะดวกในการ

ดำเนินการ ดังนั้น ในแบบจำลอง Modified Goldman Sachs นี้ ค่า Seasoning Factor จะเริ่มต้นจาก 0 ในตอนออกตราสาร และจะเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ เป็นแบบเส้นตรงไปจนถึงค่าเท่ากับ 1 ในช่วงระยะเวลาที่กำหนดไว้ ซึ่งจากแบบจำลองนี้ กำหนดไว้ที่ 30 เดือน

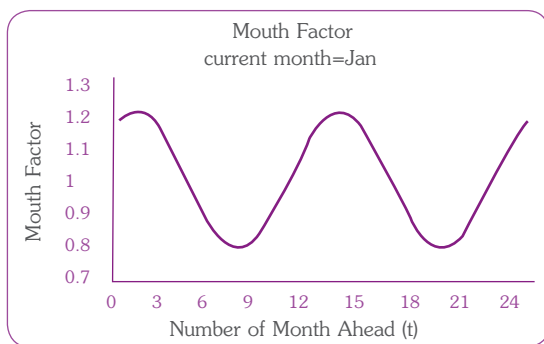
(3) Month Factor (MF)

จากข้อมูลที่เกิดขึ้นในตลาดอเมริกา การชำระหนี้คืนก่อนกำหนดมักจะสูงในช่วงฤดูร้อน และจะต่ำในช่วงฤดูหนาวเพราะพฤติกรรมการย้ายถิ่นฐานมักจะเป็นไปตามฤดูกาลและมีรูปแบบดังกล่าว ดังนั้นผู้พัฒนาแบบจำลองจึงได้ใช้ฟังก์ชัน Sine Wave ในการสะท้อนถึงการปรับค่าตามฤดูกาลดังนี้

$$\text{Month Factor} = 1 + 0.2 \times \sin \left\{ \frac{\pi \times [m + t - 3 - 1]}{3} \right\}$$

โดยที่ m คือ เดือนที่ทำการประเมินมูลค่าตราสาร MBS (1, 2, 3, ..., 12) และ t คือ ระยะเวลาจากวันที่ทำการประเมินมูลค่าตราสาร MBS จนถึงวันที่ประเมินกระแสเงินสดในอนาคต ซึ่งถ้าปัจจุบันคือเดือนมกราคม ค่า m จะเท่ากับ 1 และกราฟแสดงค่า Month Factor ในการปรับค่าตามฤดูกาลสำหรับอัตราชำระหนี้คืนก่อนกำหนดจะเป็นดังนี้

รูปที่ 11.5 Month Factor, current month = Jan



(4) Pool Burnout Factor (PBF)

อัตรา Burnout ของกลุ่มสินเชื่อบ้านเป็นผลมาจากการที่ลูกหนี้ในกลุ่มสินเชื่อบ้านไม่ได้ทำการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดเหมือนกันทั้งหมด บางรายจะชำระหนี้คืนทันทีที่อัตราเงินกู้ได้ถอนจำนวนต่ำกว่าดอกเบี้ยสินเชื่ที่ต้องจ่ายในปัจจุบัน แต่บางรายจะทำการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดก็ต่อเมื่ออัตราเงินกู้ได้ถอนจำนวนลดต่ำลงไปอีก และบางรายอาจจะไม่เคยทำการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดเลยก็ได้ ดังนั้น เมื่อตราสาร MBS มีอายุมากขึ้น ทำให้มีโอกาสที่กลุ่มลูกหนี้ที่ชำระหนี้คืนก่อนกำหนด

อย่างรวดเร็วจะได้ทำการชำระหนี้คืนไปมากแล้ว ซึ่งจะเหลือเพียงลูกหนี้ที่จะชำระหนี้ก่อนกำหนด ดังนั้นฟังก์ชัน Pool Burnout จะขึ้นอยู่กับอัตราส่วนและจำนวนครั้งที่อัตราเงินกู้ได้ถอนจำนวนต่ำกว่าดอกเบี้ยสินเชื่ที่ต้องจ่าย

$$\text{Pool Burnout Factor} = e^{-0.115 B}$$

โดยที่ B คือ ฟังก์ชันของอัตราส่วนระหว่างอัตราดอกเบี้ยสินเชื่ที่ต้องจ่าย (Mortgage Coupon Rate) และอัตราเงินกู้ได้ถอนจำนวน (Refinancing Rate) อย่างไรก็ตามใน Modified Goldman Sachs Model ค่า Pool Burnout จะไม่เริ่มคิดจนกระทั่งหลังจาก Seasoning Factor เท่ากับ 1 เป็นต้นไป

11.5 สรุปหลักการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ประเภท Securitization

เนื่องจากการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ประเภท Securitization นั้น นักลงทุนจำเป็นต้องคำนึงถึงความเสี่ยงของกระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคต ซึ่งมีผลมาจากหลายๆ ปัจจัย แต่สำหรับหลักทรัพย์ประเภท Securitization ที่อ้างอิงกับกลุ่มลูกหนี้ ไม่ว่าจะเป็นสินเชื่อบ้าน สินเชื่อรถยนต์ หรือสินเชื่อส่วนบุคคล ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความเสี่ยงของกระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคตมาจากการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดและการกู้ได้ถอนจำนวน โดยนักวิจัยและผู้ปฏิบัติในตลาดต่างก็พัฒนาแบบจำลองที่หลากหลาย เพื่อสะท้อนถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นให้ได้มากที่สุด ซึ่งในบทนี้ได้กล่าวถึงแบบจำลองการชำระหนี้ก่อนกำหนดเชิงสถิตย (Static Prepayment Model) และแบบจำลองการชำระหนี้ก่อนกำหนดเชิงพลวัต (Dynamic Prepayment Model) โดยที่แบบจำลองแต่ละประเภทจะมีจุดเด่นและจุดด้อยแตกต่างกัน ทำให้นักลงทุนจำเป็นต้องทำความเข้าใจถึงหลักการและสมมติฐานในแต่ละแบบจำลองให้ดีก่อน เพื่อที่จะเลือกใช้แบบจำลองที่เหมาะสมกับสถานการณ์ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ประเภท Securitization

อย่างไรก็ตาม ด้วยเหตุที่ในปัจจุบัน ความหลากหลายและความซับซ้อนของหลักทรัพย์ประเภท Securitization มีเพิ่มมากขึ้น ทำให้นักวิจัยได้คิดค้นแบบจำลองอื่นๆ ที่พยายามจะอธิบายถึงความเสี่ยงของกระแสเงินสดในอนาคตให้ได้มากขึ้น เพื่อวัตถุประสงค์ที่จะประเมินมูลค่าให้สะท้อนกับความเป็นจริงมากที่สุด ยกตัวอย่างเช่น การประเมินราคา MBS โดยใช้ Option Theoretic Approach ที่พัฒนาโดย Kalotay, Yang และ Fabozzi : KYF Model (2004) หรือการใช้เทคนิค Simulation เข้ามาประกอบการคำนวณหาอัตราชำระหนี้คืนก่อนกำหนด ซึ่งไม่ได้ครอบคลุมอยู่ในเนื้อหาของบทนี้ สำหรับผู้ที่สนใจเกี่ยวกับเทคนิคการใช้ Simulation สำหรับหลักทรัพย์ประเภท Securitization สามารถอ่านเพิ่มเติมได้จาก Fabozzi (2007) หรือจากวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

บรรณานุกรม

- Asay, M., Guillaume, F.H., Mattu, R.K., “Duration and Convexity of Mortgage Backed Securities : Some Hedging Implications from a Prepayment Linked Present Value Model”, Mortgage Backed Securities, edited by Frank Fabozzi, Chicago, Probus Publishing, 1987.
- Chinloy, P., “The Probability of Prepayment”, Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 2, No. 3, pp. 267-283, 1989.
- ESF : European Securitisation Forum Data Reports, .Various Issues.
<http://europeansecuritisation.com>
- Fabozzi, Frank J., Fixed Income Analysis, 2nd Edition, CFA Institute Investment Series, John Wiley & Sons, Inc., 2007.
- Kalotay, A., Yang, D., Fabozzi, F., “An Option-Theoretic Prepayment Model for Mortgages and Mortgage-Backed Securities”, International Journal of Theoretical and Applied Finance, December 2004.
- Kothari, V., Securitization : The Financial Instrument of the Future, John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd., 2006.
- Office of Thrift Supervision, “The OTS Market Value Model”, Capital Markets, Washington, D.C. : OTS, 1989.
- Richard, S.F., Roll, R., “Prepayments on Fixed-Rate Mortgage-Backed Securities”, Journal of Portfolio Management, Vol. 15 (Spring), pp. 73-82, 1989.
- SIFMA : Securities Industry and Financial Markets Association.
<http://www.sifma.org/>
- Stone, Charles A., and Zissu, A., The Securitization Market Handbook : Structures and Dynamics of Mortgage- and asset-backed Securities, Bloomberg Press, Princeton, 2005.
- <http://www.wikipedia.org>
- <http://www.investopedia.com>



Securitizing Thai Government's First "Mega Project"

"...Benchmark for future CMBS transaction in Thailand..."

"...a pioneering transaction..."

Fitch Rating Asia, 10 November 2005

The Government Complex Commemorating His Majesty The King's 80th Birthday Anniversary, 5th December, B.E. 2550 (2007), a gigantic office complex, is the first mega project in Thailand to be built with fund raised by securitization of future rental revenue.



DAD SPV CO., LTD
บริษัท ดีเอชดี เอสพีวี จำกัด

Transaction Highlights

Largest domestic securitization in Thailand to date

- ① securitization in Thailand offered via a public offering
- ① securitization in Thailand offered under a multiple – issuance programme
- ① securitization in Thailand offered to both retail and institutional investors
- ① future flow securitization in Thailand
- ① of the "Mega projects" of the Thai Government
- ① real estate – related securitization in Thailand
- ① transaction to be rated AAA by both rating agencies Fitch and Tris

From the mentioned outstanding characteristics, the Government Center Cheangwattana's securitization program have regularly received many prestigious awards both domestically and internationally

1st Issue :

- 🏆 Finance Asia Achievement Awards 2005 "Best Thailand Deal"
- 🏆 Structured Finance International (SFI) Awards 2005 "Best Securitization of Asian Assets"
- 🏆 The Banker Deal of the Year 2005 "Deal of the Year – Thailand"
- 🏆 ThaiBMA Best Bond Awards 2005 "Deal of the Year"
- 🏆 ThaiBMA Best Bond Awards 2005 "Most Creative Issue"

2nd Issue :

- 🏆 ThaiBMA Best Bond Awards 2006 "Deal of the Year"

3rd Issue :

- 🏆 ifrasia awards 2007 "Thailand Capital Markets deal"

The Thai Bond Market Association



29 Vanissa Building, 21st Floor, Soi Chidlom, Ploenchit Rd., Bangkok 10330 Thailand

Tel. (66) 2 252 3336 Fax. (66) 2 252 2763 <http://www.thaibma.or.th>, <http://www.ibond.thaibma.or.th>, <http://www.thaibond.com>