



บทที่ 2

รูปแบบของการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์

ประวัติความเป็นมา

ภายหลังจากเกิดภาวะเศรษฐกิจตกต่ำครั้งใหญ่ในปี ค.ศ. 1929 ที่ประเทศสหรัฐอเมริกา ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ตลอดจนธุรกิจหลักทรัพย์ได้รับความเสียหายเป็นอย่างมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในขณะนั้นยังไม่ได้มีการแยกธุรกิจการธนาคารกับธุรกิจหลักทรัพย์ออกจากกัน ทำให้ธนาคารพาณิชย์ได้รับผลกระทบเสียหายรุนแรง รัฐบาลสหรัฐจึงได้ตรากฎหมายที่ชื่อว่า "The Glass-Steagall Act" ออกมาเพื่อแยกธุรกิจหลักทรัพย์ออกจากธนาคาร รวมทั้งได้จัดตั้ง The Securities And Exchange Commission (SEC) ขึ้นมาเพื่อทำหน้าที่ดูแลธุรกิจหลักทรัพย์โดยตรง หลังจากนั้นเป็นต้นมา ธุรกิจหลักทรัพย์โดยเฉพาะด้านวานิชธนกิจ (Investment Banking) ก็ได้ขยายตัวมากขึ้นธุรกิจต่างๆ ได้หันมาระดมเงินโดยวิธีการออกตราสารแทนการกู้ยืมเงินซึ่ง เริ่มมีข้อจำกัดเพิ่มขึ้นทุกขณะ¹

กระบวนการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์หรือ Securitization นั้นได้เกิดขึ้นครั้งแรกในประเทศสหรัฐอเมริกาเมื่อราว ปี ค.ศ. 1970 โดยหน่วยงานที่มีชื่อว่า The Government National Mortgage Association (Ginnie Mae, or GNMA) ได้แปลงสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่มีหลักทรัพย์จำนอง (Mortgage) ไปเป็นตราสารเปลี่ยนมือได้หรือ GNMA Pass-Throughs จากนั้นรูปแบบของการแปลงก็ได้แปรเปลี่ยนไปเรื่อยๆ ซึ่งธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินต่างๆ ก็ได้นำเอาทรัพย์สินประเภทต่างๆ ซึ่งได้ทยอยออกไปมากขึ้นจากจุดเริ่มต้นเพียงสินเชื่อที่อยู่อาศัยไปสู่สินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ สินเชื่อบัตรเครดิต การให้เช่าคอมพิวเตอร์

¹ วีรยุทธ รัตนพงศ์วิญญู, "การเปลี่ยนแปลงระบบการเงินโลกกับการเกิด Securitization", ประมวลความรู้เรื่องตราสารหนี้ (กรุงเทพมหานคร : สำนักวิจัยตลาดทุน บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย, 2535), หน้า 19-20.

การเข้าซื้อเครื่องจักร และอื่นๆ อีกมากมายมาแปลงให้เป็นหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ²

Securitization เริ่มเป็นที่แพร่หลายและได้รับความนิยมอย่างมากในช่วง ค.ศ. 1980-1989 เป็นผลเนื่องมาจากสาเหตุของการที่ตลาดการเงินในประเทศต่างๆ โดยเฉพาะประเทศอุตสาหกรรมมีความเป็นเสรีมากขึ้น โดยได้มีการลดระดับการควบคุมและการผ่อนคลายข้อจำกัดด้านกฎหมายและด้านภาษีที่เกี่ยวข้องกับระบบการเงินให้ลดน้อยลง การส่งเสริมการแข่งขันระหว่างสถาบันการเงิน การเปิดประตูรับการเปลี่ยนแปลงจากภายนอก ตลอดจนการให้อิสระในการบริหารสินทรัพย์และหนี้สินของสถาบันการเงินมากขึ้น จึงทำให้เกิดการแข่งขันกันระหว่างสถาบันการเงินมากขึ้นเรื่อยๆ ขณะเดียวกันการขยายตัวของความต้องการกู้ยืมเพิ่มมากขึ้น ทำให้สถาบันการเงินในระบบการเงินเดิมเริ่มไม่สามารถทำหน้าที่คนกลางได้อย่างดีพอ เพราะประสบปัญหาในการปล่อยสินเชื่อเพื่อสนองความต้องการของผู้บริโภคและนักลงทุน เนื่องจากข้อจำกัดของการดำรงสัดส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง (Capital Adequacy) ตามมาตรฐานสากล BIS อีกทั้งเผชิญหน้ากับสภาวะที่กำไรจากส่วนต่างระหว่างเงินกู้กับเงินฝาก (Interest Margin) แคลงทุกที เนื่องด้วยปัญหาการแบ่งปันระหว่างสถาบันการเงินด้วยกันสูงขึ้น และประสิทธิภาพในการดำเนินธุรกิจลดน้อยถอยลงทุกที และปัญหาของการระดมเงินทุนระยะสั้นมาปล่อยเป็นเงินกู้ระยะยาว (Mis-Matching) เป็นไปด้วยความยากลำบาก³ นอกจากนี้ในช่วงปี 1983-1987 เป็นช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์และพันธบัตรของประเทศต่างๆ โดยเฉพาะประเทศสหรัฐอเมริกาได้มีการขยายตัวในเกณฑ์ที่สูงมาก ผู้ลงทุนจึงหันมาลงทุนในหลักทรัพย์มากขึ้น สถาบันการเงินต่างๆ จึงเริ่มนำกระบวนการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)

² กอบชัย ฉิมกุล, "การแปลงทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)", ประมวลความรู้เรื่องตราสารหนี้ (กรุงเทพมหานคร : สำนักวิจัยตลาดทุน บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย, 2535), หน้า 22.

³ วีรยุทธ รัตนพงศ์วิญญู, "การเปลี่ยนแปลงระบบการเงินโลกกับการเกิด Securitization.", ประมวลความรู้เรื่องตราสารหนี้, หน้า 20.

ออกมาใช้และเป็นที่แพร่หลายในตลาดการเงินต่างประเทศมากขึ้น⁴ ด้วยข้อได้เปรียบสำคัญ คือ ผลประโยชน์ที่ได้รับเหนือกว่าต้นทุนที่เกิดขึ้น รวมทั้งกระบวนการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ มีความยืดหยุ่นกว่าการระดมทุนในรูปแบบเดิม เนื่องจากช่วยในการจำหน่ายลูกหนี้ได้รวดเร็วขึ้น ขณะเดียวกันก็มีรายได้จากค่าบริการหรือค่าธรรมเนียม (Fee-Based Income) เข้ามาเพิ่ม ทำให้อัตราส่วนการทำกำไรในการวิเคราะห์การเงินดีขึ้น ส่วนทางด้านต้นทุน การออกตราสาร โดยตรงแทนที่การระดมเงินฝากขั้นตอนหนึ่ง แล้วมาปล่อยกู้อีกตอนหนึ่ง ทำให้ต้นทุนของการออกตราสารต่ำกว่า⁵

เมื่อเป็นดังนี้ สถาบันการเงินต่างๆ จึงนำกระบวนการ Securitization มาใช้มากขึ้นด้วยรูปแบบที่ยืดหยุ่นและมีความหลากหลายลักษณะของตราสารอันเกิดจากกระบวนการดังกล่าว ทำให้นักลงทุนเริ่มหันมาลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทนี้มากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศสหรัฐอเมริกา นับตั้งแต่ทศวรรษ 1980 เป็นต้นมา⁶ จนถึงปี ค.ศ. 1992 คาดว่าประเทศสหรัฐอเมริกามีมูลค่าของทรัพย์สินที่นำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์จะมีประมาณร้อยละ 25 ของมูลค่ามวลรวมรายได้ประชาชาติ (GNP) และจากการประสบความสำเร็จในประเทศสหรัฐอเมริกาในเรื่อง Securitization จึงได้ถูกนำมาลอกเลียนแบบหรือดัดแปลงไปใช้ในประเทศยุโรปและเอเชียหลายๆ ประเทศ หรือแม้กระทั่งประเทศไทยก็เริ่มต้นตัวในเรื่องดังกล่าวเหมือนกัน

แต่อย่างไรก็ดี ใช่ว่าการลอกเลียนแบบหรือการนำกระบวนการ Securitization มาใช้จะทำได้ง่าย ๆ ในประเทศยุโรปบางประเทศไม่สามารถนำกระบวนการดังกล่าวมาใช้ได้เนื่องจากติดปัญหาโครงสร้างทางด้านกฎหมาย และกฎระเบียบต่างๆ ทำให้เป็นอุปสรรคอย่าง

4 ศศิณี ลิ้มพงษ์, "Securitization เครื่องมือการเงินในตลาดเสรี.", เศรษฐกิจปริทัศน์. 5 (พฤษภาคม 2534):1.

5 วีรยุทธ รัตนพงศ์ภิญโญ, "การเปลี่ยนแปลงระบบการเงินโลกกับการเกิด Securitization ประมวลความรู้เรื่องตราสารหนี้, หน้า 20.

6 เรื่องเดียวกัน, หน้า 21.



มาก หรือบางประเทศที่นำกระบวนการดังกล่าวมาใช้แล้วไม่ค่อยประสบผลสำเร็จเท่าใดนักคือ ประเทศเยอรมัน ส่วนประเทศที่ประสบความสำเร็จในการนำกระบวนการ Securitization มาใช้ได้แก่ประเทศอังกฤษ ฝรั่งเศส อิตาลี เป็นต้น⁷

ความหมาย หรือ คำจำกัดความ

เนื่องจากกระบวนการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) เป็น เรื่องใหม่ที่เกิดขึ้นมาในระบบการเงินของประเทศต่างๆ ประมาณ 20 ปี ที่ผ่านมานี้เองและ คำว่า Securitization ก็เป็นศัพท์ทางเทคนิคที่บัญญัติขึ้นใช้เรียกชื่อเฉพาะกระบวนการดังกล่าว จึงไม่ได้มีการแปลความหมายหรือบัญญัติคำดังกล่าวไว้ใน พจนานุกรมหรือ Dictionary

ดังนั้น ความหมายหรือคำจำกัดความของคำว่า Securitization จึงไม่มีคำแปล หรือความหมายที่แน่นอนเหมือนกับคำอื่นๆ แต่ก็ได้มีผู้ให้คำนิยามหรือความหมาย หรือคำจำกัด ความของคำว่า Securitization ไว้หลายท่านดังนี้

- John Henderson and Jonathan P.Scott ได้ให้ความหมายของคำว่า Securitization หมายถึง "กระบวนการซึ่งเกิดขึ้นเมื่อสินทรัพย์ของสถาบันผู้ให้กู้ยืมได้เคลื่อน ย้ายออกจากบัญชีงบดุลและแปรสภาพเป็นหลักทรัพย์หรือเครื่องมือทางการเงินเพื่อระดมเงินออม จากนักลงทุนซึ่งลงทุนในตราสารประเภทหนึ่งดังกล่าว ตราสารเหล่านี้ไม่มีสิทธิหรือมีสิทธิจำกัดใน การไล่เบียดจากผู้ให้กู้ยืมรายแรก"⁸

- Jack Clark Francis ให้ความหมาย Securitization ว่าหมายถึง "กระบวนการซึ่งได้ขจัดหน้าที่ของผู้ทำหน้าที่คนกลางหรือตัวกลางทางการเงิน เช่น ธนาคาร

⁷ กอบชัย ฉิมกุล, "การแปลงทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)", ประมวลความรู้เรื่องตราสารหนี้, หน้า 22.

⁸ วีรยุทธ รัตนพงศ์วิญญู, "การเปลี่ยนแปลงระบบการเงินโลกกับการเกิด Securitization", ประมวลความรู้เรื่องตราสารหนี้, หน้า 21.

พาณิชย์หรือสถาบันการเงินอื่นๆ ที่ทำหน้าที่ให้กู้ยืมเงินออกและจำหน่ายตราสารหนี้ให้แก่นักลงทุน โดยตรงโดยการรวมทรัพย์สินทางการเงินเข้าด้วยกันและขายตราสารหนี้ให้แก่นักลงทุนภายนอก”⁹

- Arun Kumar Sarwal ให้ความหมาย Securitization ว่าหมายถึง “การแปรสภาพสินทรัพย์ทางการเงินไปเป็นหลักทรัพย์ซึ่งสามารถทำการซื้อขายเข้าด้วยกันในตลาดทุน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่า กระบวนการที่ทำให้ตราสารหนี้เกิดการซื้อขายแลกเปลี่ยนขึ้น”¹⁰

- ศุภศศิณี ลิ้มพงษ์ ให้ความหมาย Securitization ว่า คือ กระบวนการที่ธุรกิจระดมเงินทุนทั้งระยะสั้นและระยะยาวผ่านการออกตราสารการเงินจำหน่ายแก่ผู้ลงทุนโดยตรง แทนการกู้ยืมจากสถาบันการเงินตามปกติ ซึ่งตราสารการเงินดังกล่าวได้แก่ พันธบัตร หุ้นกู้ ตั๋วเงิน ตั๋วการค้า เป็นต้น อย่างไรก็ตามนิยามของคำว่า Securitization อาจจำกัดให้แคบลง มาอีกได้ว่าเป็น “กระบวนการที่สถาบันการเงิน (ผู้ให้กู้) นำสิทธิเหนือการให้กู้ยืม (Loan Claim) ซึ่งรวมถึงกระแสรายได้ในรูปของการชำระคืนเงินต้น ดอกเบี้ย ตลอดจนหลักทรัพย์ที่ผู้กู้ใช้ค้ำประกันการกู้ยืม อาทิ อสังหาริมทรัพย์ รถยนต์ สินค้า และอื่นๆ มาแปลงสภาพเป็นตราสารจำหน่ายแก่ผู้ลงทุน”¹¹

ดังนั้น จากคำนิยามที่มีผู้ให้ความหมายมาดังกล่าวข้างต้น อาจพอสรุปได้ว่า Securitization หมายถึง “กระบวนการแปรสิทธิเหนือทรัพย์สินของสถาบันธุรกิจให้เป็นตราสารเพื่อการระดมทุนโดยตรง” นั่นเอง¹²

⁹ Jack Clark Francis, *Management of Investment* (Singapore : Mc.Graw-Hill Book Co.), p 70.

¹⁰ วีรยุทธ รัตนพงศ์วิญญู, “การเปลี่ยนแปลงระบบการเงินโลกกับการเกิด Securitization”, *ประมวลความรู้เรื่องตราสารหนี้*, หน้า 21.

¹¹ ศุภศศิณี ลิ้มพงษ์, “Securitization เครื่องมือการเงินในตลาดเสรี”, *เศรษฐกิจปริทัศน์*, หน้า 1-2.

¹² วีรยุทธ รัตนพงศ์วิญญู, “การเปลี่ยนแปลงระบบการเงินโลกกับการเกิด Securitization.”, *ประมวลความรู้เรื่องตราสารหนี้*, หน้า 21.

ลักษณะของสินทรัพย์ที่จะนำมาแปลง

จากคำนิยามของคำว่า Securitization นั้นโดยสรุปหมายถึง กระบวนการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์หรือถ้าจะพูดถึงความหมายของคำว่า Securitization ให้ใกล้เคียงกับภาคปฏิบัติมากที่สุด ก็หมายถึงกระบวนการที่นำกระแสรายได้ที่ได้จากทรัพย์สินมารวมกันโดยจัดให้อยู่ในรูปของตั๋วเงินหรือหุ้นกู้แล้วออกขายให้แก่นักลงทุนทั่วไป หรือขายให้เฉพาะนักลงทุนสถาบันรายใดรายหนึ่ง ฉะนั้นจากความหมายดังกล่าวจึงเห็นได้ว่า สินทรัพย์ที่จะนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์อย่างน้อยควรเป็นสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้เป็นประจำ¹³ ซึ่งเชื่อว่าสินทรัพย์ทุกชนิดจะสามารถนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ได้ ดังนั้น สินทรัพย์ที่จะสามารถนำมาแปลงหรือนำมาเป็นหลักประกันควรจะต้องมีลักษณะหรือคุณสมบัติ ดังต่อไปนี้

- ก) สินทรัพย์นั้นควรมีรูปแบบการชำระหนี้ที่แน่นอนหรือก่อให้เกิดกระแสรายได้เป็นประจำอย่างน้อยควรเดือนละครั้ง
- ข) กระแสรายได้ที่เกิดจากสินทรัพย์นั้นสามารถคาดการณ์ล่วงหน้าได้ เช่น การชำระเงินคืนก่อนกำหนด หรือ การชำระหนี้คืนตามกำหนด
- ค) สินทรัพย์นั้นควรมีโครงสร้างพื้นฐานใกล้เคียงกัน เช่น ระยะเวลาของการชำระเงินหรืออายุการไถ่ถอน มีระยะเวลาเดียวกันหรือใกล้เคียงกัน
- ง) มูลค่าของสินทรัพย์อันใดอันหนึ่งหรือมูลค่ารวมสินทรัพย์ที่นำมารวมกันควรมีขนาดใหญ่เพียงพอที่จะนำมาแปลง เป็นหลักทรัพย์
- จ) สินทรัพย์ที่จะนำมาแปลงควรมีคุณสมบัติที่สอดคล้องหรือมีความเหมาะสมกับความต้องการของนักลงทุน อาทิ มีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ต่ำ มีความคล่องตัวสูง ตลอดจนเป็นที่ต้องการของตลาดและมีผลตอบแทนที่ดีคุ้มค่า
- ฉ) มีลักษณะที่เข้าใจง่าย ตลอดจนมีระยะเวลาในการชำระหนี้อย่างน้อยที่สุด 1 ปี

¹³ กอบชัย จิมกุล, "การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)", ประมวลความรู้ เรื่องตราสารหนี้, หน้า 23.

ดังนั้น จึงเห็นได้ว่า ในความเป็นจริงหรือในทางปฏิบัติแล้ว เราไม่สามารถนำสินทรัพย์ หรือหลักทรัพย์ ที่นำมาเป็นหลักประกันมาแปลงเป็นตราสารได้ทุกชนิด เพราะจะต้องพิจารณาถึง ลักษณะของทรัพย์สินนั้นๆ เช่น เงื่อนไขในการชำระหนี้ ลักษณะของผู้กู้ยืม โครงสร้างของหลัก ทรัพย์ค้ำประกันที่แตกต่างกันออกไป เป็นต้น โดยต้นทุนในการทำ Securitization อาจแตก ต่างกันออกไป ขึ้นอยู่กับชนิดของสินทรัพย์ที่นำมาค้ำประกัน และในการกำหนดราคาของตราสาร จะต้องนำปัจจัยความเสี่ยงมาประกอบการพิจารณา ในกรณีที่ตราสารนั้นมีความเสี่ยงสูง อัตราผล ดอบแทนก็น่าจะผันแปรไปในทางที่สูงด้วย อย่างไรก็ตาม ผู้ออกตราสารมีทางเลือกหลายประการ ที่จะลดความเสี่ยงของตราสาร เช่น การมีมูลค่าหลักทรัพย์ค้ำประกันเกินกว่ามูลค่าของตราสาร ซึ่งจะทำให้ตราสารมีความปลอดภัยสูงขึ้น หรือมีความเสี่ยงต่ำลง ดังนั้นอัตราผลตอบแทนที่จะเกิด ขึ้นก็น่าจะลดลง ในกรณีที่ผู้ออกตราสารมีสถาบันการเงินอื่นประกันสินเชื่อหรือหลักทรัพย์ค้ำประกัน อื่นๆ ของตราสารความเสี่ยงอันเกิดจากการผิดนัดไม่ชำระหนี้ถูกส่งผ่านจากผู้ออกตราสารไปยัง ผู้รับประกัน โดยผู้รับประกันจะเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพื่อชดเชยกับความเสี่ยงอันเกิดจากการ ผิดนัดไม่ชำระหนี้ และต้นทุนในการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ สินทรัพย์ค้ำประกันที่สามารถ ประเมินมูลค่าได้ง่าย ทรัพย์สินเหล่านั้นก็มีโอกาสสูงที่จะถูกนำมาทำ Securitization หาก สินทรัพย์ค้ำประกันเป็นสินเชื่อที่มีขนาดใหญ่มาก และมีลักษณะการให้สินเชื่อที่ยืดหยุ่นและสลับซับซ้อน เหมาะที่จะนำไปใช้ในการกู้ยืมโดยเฉพาะมากกว่าที่จะนำมาแปลงให้เป็นตราสาร ฉะนั้น คุณลักษณะ ที่สำคัญของสินเชื่อที่จะนำมาแปลง เป็นตราสารนั้นควรที่จะมีรูปแบบในการชำระหนี้ที่แน่นอน และ มีกำหนดเวลานานพอสมควร นอกจากนี้สินทรัพย์ค้ำประกันยังควรที่จะมีความเสี่ยงในการผิดนัด ชำระหนี้ต่ำตลอดจนมีคุณสมบัติประการอื่นตามที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นแล้ว

ในปัจจุบัน สินทรัพย์ที่สามารถนำมาแปลงสามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ ตาม ประเภทของกระแสรายได้ที่เกิดขึ้น คือ รายได้หรือดอกผลที่เกิดขึ้นจากลูกหนี้เงินกู้ กับรายได้ หรือดอกผลที่เกิดขึ้นจากโครงการอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งกระแสรายได้จากลูกหนี้จะเกิดขึ้นประจำใน รูปของการชำระหนี้คืน คือดอกเบี้ยและเงินต้นแต่ละเดือน ส่วนกระแสรายได้จากโครงการอสัง หาริมทรัพย์ให้เช่า จะเกิดขึ้นในรูปของค่าเช่าแต่ละเดือนเป็นหลัก สินทรัพย์ที่เป็นเงินกู้ หรือกลุ่ม ของเงินกู้ที่ใช้ในการทำ Securitization แต่เดิมนั้นส่วนใหญ่จะเป็นสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย ต่อ

มาก็ได้รับการพัฒนาเป็นสินเชื่อประเภทอื่นๆ เช่น สินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ สินเชื่อบัตรเครดิต และอื่นๆ ซึ่งกรณีของลูกหนี้เงินกู้ยืมนั้นจะเป็นสินทรัพย์ที่มีการนำมาทำ Securitization หรือนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์มากที่สุด ซึ่งประกอบไปด้วย

- ก) สินเชื่อที่อยู่อาศัย
- ข) สินเชื่อเช่าซื้อรถ
- ค) สินเชื่อบัตรเครดิต
- ง) สินเชื่อซื้อเครื่องจักร อุปกรณ์สำนักงานรวมทั้งการเช่าซื้อคอมพิวเตอร์ด้วย
- จ) สินเชื่อประเภทอื่นๆ¹⁴

วัตถุประสงค์หรือสาเหตุในการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์

จากที่ได้กล่าวถึงประวัติความเป็นมา ตลอดจนความหมายและสินทรัพย์ที่จะนำมาทำ Securitization แล้ว ก็จะได้กล่าวต่อไปว่า เหตุใดจึงต้องมีการทำ Securitization ซึ่งจากการศึกษา จะเห็นได้ว่า สินทรัพย์ส่วนใหญ่ที่มีการนำมาทำ Securitization ส่วนใหญ่จะเป็นลูกหนี้เงินกู้ประเภทต่างๆ นั่นก็เท่ากับว่าการแปลงสินทรัพย์เหล่านั้นเป็นความพยายามหรือความต้องการที่จะขายลูกหนี้ของตนหรือเป็นความพยายามที่จะระดมเงินทุนจากนักลงทุนมาแทนเงินของตนเอง โดยเฉพาะผู้แปลงเป็นสถาบันการเงินอย่างธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุน การทำ Securitization จึงเป็นกระบวนการที่ขจัดสถาบันการเงินตัวกลางออกไป เนื่องจากเงินที่ลูกหนี้กู้ยืมมาจากสถาบันการเงินได้เปลี่ยนไปเป็นเงินที่ให้กู้จากนักลงทุนแทนด้วยการออกหลักทรัพย์ขายให้นักลงทุน ดังนั้นการแปลงสินทรัพย์ลูกหนี้ให้เป็นหลักทรัพย์หมายความว่า ผู้เป็นเจ้าของทรัพย์สินหรือเจ้าหนี้จะได้รับเงินต้นของตนเองคืน เหมือนกับว่าความเป็นเจ้าหนี้ของสถาบันการเงินเหล่านั้นได้สิ้นสุดแล้ว ซึ่งสาเหตุหลักที่ทำให้สถาบันการเงินต่างก็มีความต้องการจะทำ Securitization ก็เนื่องมาจาก ปัญหาเรื่องสภาพคล่องของสถาบันการเงินในปัจจุบัน

เริ่มลดน้อยลง อันมีสาเหตุมาจากอุปสรรคและข้อจำกัดทางด้านต่างๆ ดังนี้

ก) ปัญหาหรืออุปสรรคเกี่ยวกับความไม่เพียงพอของอัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงตามมาตรฐาน BIS เนื่องจากสถาบันการเงินต่างๆ จะต้องกันเงินส่วนหนึ่งหรือต้องดำรงเงินส่วนหนึ่งไว้เป็นกองทุน ในอัตราส่วนที่กำหนดไว้หรือตามกฎมาตรฐานของ BIS (คือการดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง) ที่สถาบันการเงินนั้นได้ปล่อยสินเชื่อออกไป จึงทำให้สถาบันการเงินต่างๆ ไม่สามารถนำเงินที่ระดมได้ไปใช้ให้เกิดประโยชน์หรือนำไปปล่อยสินเชื่อได้อย่างเต็มที่ จึงทำให้เกิดปัญหาของการขาดสภาพคล่องของสถาบันการเงินต่างๆ มากขึ้น การทำ Securitization จึงเป็นกระบวนการที่ช่วยขจัดปัญหาดังกล่าวหมดไป

ข) ปัญหาของการระดมเงินทุนระยะสั้นมาปล่อยเป็นเงินกู้ระยะยาว (Mismatching) เนื่องจาก สถาบันการเงินต่างๆ มักประสบกับปัญหาของการบริหารเงินที่ระดมได้กับเงินที่นำไปปล่อยสินเชื่อมักจะไม่สมดุลกันหรือ Balance กัน เพราะส่วนใหญ่เงินที่สถาบันการเงินต่างๆ ระดมได้นั้น มักจะเป็นเงินทุนระยะสั้นๆ ที่ผู้มีเงินออกมาฝากไว้กับสถาบันการเงินเพียงระยะสั้นๆ เป็นจำนวนมากกว่าที่นำมาฝากในระยะยาว แต่สถาบันการเงินกลับต้องนำเงินที่ได้ปล่อยสินเชื่อในระยะที่ยาวกว่าเงินฝาก จึงทำให้เกิดปัญหากับสถาบันการเงินที่จะต้องเร่งหาเงินมาใช้คืนให้แก่ผู้ฝากเมื่อถึงกำหนดระยะเวลาไถ่ถอน ในทางกลับกัน สถาบันการเงินก็ยังไม่สามารถหรือได้รับเงินคืนจากผู้กู้ในระยะเวลายาวนานกว่า จึงเกิดปัญหาขาดสภาพคล่อง และประการสุดท้าย

ค) รายได้ของสถาบันการเงินน้อยลง เนื่องจากในอดีต สถาบันการเงินจะมีรายได้หลักจากส่วนต่างของดอกเบี้ย คือ ส่วนต่างระหว่างดอกเบี้ยเงินกู้ให้ยืมกับดอกเบี้ยเงินฝาก แต่ในปัจจุบัน ได้เกิดภาวะการแข่งขันทางด้านธุรกิจการเงินในท้องตลาดมากขึ้น จึงเกิดการแข่งกันในด้านอัตราดอกเบี้ย เช่น แข่งขันกันขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินฝากเพื่อต้องการระดมเงินออมจากประชาชนให้มากที่สุด และในทางกลับกัน มีการแข่งขันกันลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้หรือส่วนต่างระหว่างดอกเบี้ยเงินฝากกับดอกเบี้ยเงินกู้แบบลง อันเป็นผลทำให้รายได้ของสถาบันการเงินจากส่วนนี้ต้องลดน้อยลง

จากปัจจัยหรือสาเหตุข้างต้น จึงเป็นเหตุให้สถาบันการเงินต่างๆ พยายามที่จะตัดยอดลูกหนี้ของตนเองออกจากงบดุล และแทนที่จะหารายได้จากส่วนต่าง ระหว่างอัตราดอกเบี้ย



เงินฝากกับดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืม กลับมาหารายได้ในรูปค่าบริการของการเป็นผู้ให้บริการหรือรายได้ในรูปค่าธรรมเนียมเพิ่มมากขึ้น โดยการนำ Securitization กันมากขึ้น

ประโยชน์ที่จะได้รับจากการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์

ผลประโยชน์ที่จะได้รับจากการทำ Securitization นั้นมีหลายประการด้วยกัน คือ

1) โดยปกติแล้วการถือครองทรัพย์สินจะต้องยอมรับความเสี่ยงอันเกิดจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยและการผิดนัดไม่ชำระหนี้ ตลอดจนการชำระหนี้ก่อนกำหนด แต่การนำหลักทรัพย์ค้ำประกันมาขายเพื่อแปลงเป็นตราสารนั้น บริษัทผู้ขายทรัพย์สินสามารถหลีกเลี่ยงหรือหลุดพ้นจากความเสี่ยงดังกล่าวนี้ได้โดยความเสี่ยงนี้ถูกโอนย้ายออกไปยังผู้ลงทุน

2) เป็นการเพิ่มโอกาสที่จะกระจายบุคคลที่เกี่ยวข้องทั้งผู้ขายทรัพย์สินค้ำประกันและผู้ลงทุน

3) เป็นการจัดหาแหล่งเงินทุนด้วยต้นทุนที่ไม่สูง

4) สามารถเพิ่มประสิทธิภาพของกระแสเงินสดจากผู้ลงทุนไปยังผู้กู้ยืม

5) หลักทรัพย์ค้ำประกัน (Collateral) เป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องน้อย แต่เมื่อนำมาแปลงให้เป็นตราสารแล้ว ก็จะได้หลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่อง¹⁵

ผลประโยชน์ที่ได้รับจากการทำ Securitization ดังกล่าวข้างต้นนั้น เป็นประโยชน์โดยรวมที่ได้รับ แต่ก็ยังสามารถแยกประโยชน์ที่จะได้รับออกเป็นกลุ่มๆ ได้ดังนี้

1) ประโยชน์ต่อสถาบันการเงินผู้ให้กู้หรือประโยชน์ต่อผู้ออก

ก) ทำให้สถาบันการเงินดังกล่าวมีสภาพคล่องเพิ่มขึ้นสามารถนำเงินสดจากการขายลูกหนี้เงินกู้หรือตราสารมาแสวงหาประโยชน์หรือปล่อยสินเชื่อต่อไป

ข) ทำให้ฐานะทางการเงินของสถาบันการเงินดังกล่าวดีขึ้น เช่น อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนสูงขึ้น อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์ประจำเพิ่มมากขึ้น เป็นต้น

¹⁵ "Securitization การแปลงทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์", วัฏจักรหลักทรัพย์ไทย (15-21 สิงหาคม 2536) : 28.

ค) ทำให้สามารถลดข้อจำกัดด้านเงินทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงของสถาบันการเงิน เพราะเงินให้กู้ยืมดังกล่าวไม่ถูกนับเป็นสินทรัพย์เสี่ยงอีกต่อไป สถาบันการเงินผู้ให้กู้จึงมีความสามารถในการปล่อยกู้ได้เพิ่มมากขึ้น

ง) สถาบันการเงินสามารถกระจายความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการชำระหนี้ก่อนกำหนด หรือความเสี่ยงจากการผิดสัญญาไปยังผู้ลงทุน

จ) สถาบันการเงินยังสามารถลดความเสี่ยงอันเกิดจาก Mismatch Loan หรือ การที่ธนาคารระดมทุนระยะสั้นมาปล่อยสินเชื่อระยะยาว

ฉ) การนำสินทรัพย์ที่มีคุณภาพดีมาใช้ทำ Securitization จะทำให้ตราสารได้รับการจัดอันดับสูงขึ้น ทำให้สถาบันการเงินสามารถระดมทุนที่มีต้นทุนต่ำกว่าการออกตราสารประเภทอื่น

2) ประโยชน์ต่อผู้กู้เงิน

ก) ทำให้ผู้ประกอบการสามารถระดมเงินทุนได้โดยเสียค่าใช้จ่ายต่ำกว่าการกู้ยืมตามปกติ

ข) ทำให้ผู้ประกอบการสามารถแสวงหาเงินทุนได้ง่ายขึ้นจากการนำตราสารเข้าไปขายในตลาดรอง

3) ประโยชน์ต่อผู้ลงทุน

ก) ทำให้ผู้ลงทุนมีทางเลือกในการลงทุนมากขึ้น เนื่องจากความหลากหลายของตราสาร และตราสารที่เกิดจากการทำ Securitization นับเป็นตราสารที่มีความเสี่ยงต่ำกว่าตราสารประเภทอื่นๆ

ข) ทำให้ผู้ลงทุนในตราสารมีสภาพคล่องตัวสูง เนื่องจากสามารถนำไปซื้อขายได้ในตลาดรอง¹⁶

¹⁶ ศศิณี ลิ้มพงษ์, "Securitization เครื่องมือการเงินในตลาดเสรี", เศรษฐกิจปริทัศน์, หน้า 9-10.

โครงสร้างและรูปแบบในการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์

หลังจากที่เราได้ทราบถึงการเลือกสินทรัพย์ที่จะนำมาแปลงแล้ว ขั้นตอนต่อมาก็คือการเลือกรูปแบบในการแปลง ซึ่งมีอยู่ด้วยกันหลายวิธี แต่รูปแบบในการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์นั้นส่วนใหญ่สามารถแบ่งออกได้เป็น 3 ประเภทหลักๆ คือ

- 1) การออกเป็นหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่านหรือ Pass-Throughs
- 2) การออกเป็นหลักทรัพย์ประเภทจ่ายหรือ Pay-Throughs และ
- 3) การออกเป็นหลักทรัพย์ประเภทหุ้นกู้มีประกันหรือ Asset-Backed Bond

1) การออกเป็นหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่านหรือ Pass-Throughs

การทำ Securitization ด้วยการออกเป็นหลักทรัพย์ประเภท Pass-Throughs เป็นวิธีการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ที่ง่ายที่สุด โดยสถาบันการเงินส่วนใหญ่จะรวบรวมลูกหนี้เงินกู้ของตนในลักษณะรวมกัน (pool of assets) แล้วโอนขายให้แก่สถาบันการเงินอีกแห่งหนึ่ง โดยเป็นการโอนไปในลักษณะทรัสต์ (Trust) คือ Grantor Trust ภายใต้การดูแลผลประโยชน์ของทรัสต์ (Trustee) หลังจากนั้นก็จะทำการออกตราสาร Pass-Throughs หรือที่เรียกว่าใบแสดงสิทธิการเป็นเจ้าของผลประโยชน์ (Participation Certificates) คือ เงินต้นและดอกเบี้ย ในเงินกู้นั้นขายให้กับนักลงทุนทั่วไป โดยยอดจำนวนเงินที่ออกใบแสดงสิทธิจะเท่ากับยอดคงค้างหนี้ที่สถาบันการเงินนั้นแปลงมาขายโดยผู้ซื้อหลักทรัพย์ประเภทนี้จะได้รับผลตอบแทน คือ เงินต้นรวมทั้งดอกเบี้ย ซึ่งกระแสรายได้ที่เกิดขึ้นเป็นประจำในรูปของเงินต้นและดอกเบี้ยจากการชำระคืนจะถูกส่งผ่านไปให้ผู้ถือหลักทรัพย์แทนเจ้าหนี้เดิมหลังจากหักค่าบริการความสะดวกต่างๆ โดยสถาบันการเงินที่เป็นเจ้าหนี้เดิมจะทำหน้าที่¹⁷ ซึ่งผู้ลงทุนก็จะได้รับผลตอบแทนเท่ากับสัดส่วนของทรัพย์สินกองกลางที่ตนถือครอง เช่น ผู้ลงทุนที่ซื้อหลักทรัพย์ซึ่งมีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 10 ของมูลค่าทรัพย์สินกองกลาง จะได้รับผลตอบแทนเท่ากับร้อยละ 10 ของผลตอบแทน

¹⁷ กอบชัย จิมกุล, "การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)", ประมวลความรู้เรื่องตราสารนี้, หน้า 26.

แทนทั้งหมดที่ได้รับจากทรัพย์สินกองกลางนั้น ผู้ซื้อตราสารประเภทนี้จะเปรียบเสมือนมีส่วนเป็นเจ้าของในผลตอบแทนของทรัพย์สินกองกลางนั้น และในบางกรณีเพื่อเพิ่มความมั่นใจให้กับนักลงทุน ก็จะมีสถาบันอื่นเข้ามาเป็นผู้รับประกันว่า ผู้ลงทุนจะได้รับเงินต้นและดอกเบี้ยโดยผู้ออกตราสารจะหักเงินส่วนหนึ่งออกจากดอกเบี้ยที่ผู้ลงทุนควรจะได้รับเพื่อเป็นค่าบริการให้แก่สถาบันที่ให้บริการเก็บรวบรวมเงินต้นและดอกเบี้ยที่ได้จากทรัพย์สินกองกลาง

ในประเทศสหรัฐอเมริกา มีหน่วยงานหลายแห่งที่ออกตราสารประเภท Pass-Throughs ซึ่งได้แก่ Government National Mortgage Association (Ginnie Mae or GNMA) ซึ่งออก GNMA Pass-Throughs และ Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mae or FHLMC) ซึ่งออก Participation Certificates (PCs) ที่มีลักษณะคล้ายกับ GNMA Pass-Throughs ภายหลังจากที่ตราสาร Pass-Throughs ได้รับความนิยมโดยทั่วไปแล้ว ธนาคารพาณิชย์ต่างๆ ก็ได้พยายามนำสินทรัพย์ประเภทอื่นที่นอกเหนือจากการจำนองอสังหาริมทรัพย์ (Mortgage) มาแปลงเป็นตราสารประเภท Pass-Throughs มากขึ้น และได้รับความนิมอย่างสูงในสหรัฐอเมริกา ซึ่งได้แก่ ลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์¹⁸ CARs (Certificate of Automobile Receivable Securities) โดยในประเทศสหรัฐอเมริกาจะเรียกการออกในรูปแบบนี้ว่า "pass throughs" certificates ส่วนในประเทศอังกฤษจะเรียกวิธีการหรือรูปแบบนี้ว่า "unitisation"¹⁹

จากการที่หลักทรัพย์ประเภท Pass-Throughs เป็นเพียงสื่อการส่งรายได้ผ่านไปให้นักลงทุนจึงก่อให้เกิดปัญหาหรืออุปสรรคขึ้นมา คือ

1) ปัญหาเรื่อง (Prepayment Risk) ความเสี่ยงในการชำระหนี้ก่อนกำหนด ซึ่งเป็นการที่ลูกหนี้นำเงินมาชดใช้ก่อนครบกำหนดระยะเวลาในการชำระหนี้ โดยบาง

¹⁸ "Securitization การแปลงทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์", วัฏจักรหลักทรัพย์ไทย, หน้า 29.

¹⁹ Phil Rivett & Peter Speak, The Financial jungle A guide to Financial instruments. (England : BPcc Wheatons Ltd.), p 164.

รายอาจจะนำเงินมาชำระยอดหนี้คงค้างแค่บางส่วน แต่บางรายอาจนำเงินมาชำระยอดหนี้คงค้างทั้งหมด จึงทำให้เกิดปัญหาตามมาคือ ผู้ถือหลักทรัพย์ประเภทดังกล่าวได้รับเงินต้นคืนเร็วกว่ากำหนดที่คาดไว้ จึงทำให้ผู้ถือหลักทรัพย์ขาดรายได้ในรูปของดอกเบี้ยตามที่กำหนดหรือคาดหวังไว้

2) ปัญหาเรื่องความไม่แน่นอนของอายุหลักทรัพย์ เนื่องจากเป็นการนำเอาเงินกู้ที่มีอายุแตกต่างกันมารวมกัน รวมทั้งปัญหาในการคืนหนี้ก่อนกำหนด จึงส่งผลให้อายุของหลักทรัพย์ประเภทนี้ไม่แน่นอน

จากปัญหาดังกล่าวข้างต้น จึงเป็นแรงกระตุ้นให้มีการพัฒนาการทำ Securitization ด้วยการออกหลักทรัพย์ประเภทจ่าย หรือที่เรียกว่า Pay-Throughs ขึ้นมา²⁰ เพื่อแก้ปัญหาที่เกิดขึ้นจากหลักทรัพย์ประเภท Pass-Throughs

2) การออกเป็นหลักทรัพย์ประเภทจ่ายหรือ Pay-Throughs

สืบเนื่องมาจากปัญหาที่เกิดขึ้นกับหลักทรัพย์ประเภท Pass-Throughs ดังที่กล่าวแล้วข้างต้น จึงได้มีการพัฒนาออกหลักทรัพย์เป็นประเภท Pay-Throughs โดยมีโครงสร้างที่รวมเอาลักษณะของทั้ง Pass-Throughs และ Asset-Backed Bonds (ซึ่งจะได้กล่าวรายละเอียดในหัวข้อต่อไป) เข้าด้วยกัน โดยตราสารประเภท Pay-Throughs จะมีหลักทรัพย์ค้ำประกันเป็นทรัพย์สินกองกลาง (Pool of Assets) ปรากฏอยู่ในรายการทรัพย์สินในงบดุลของบริษัทผู้ออกตราสารและมีตราสาร Pay-Throughs เปรียบเสมือนหนี้สินของผู้ออกตราสาร เช่นเดียวกับกับลักษณะของ Asset-Backed Bonds และความคล้ายคลึงกันระหว่าง Pass-Throughs และ Pay-Throughs ก็คือ การนำเอากระแสเงินสดที่ได้จากทรัพย์สินกองกลางมารวมในหลักทรัพย์ค้ำประกัน²¹ แต่หลักทรัพย์ประเภท Pay-Throughs จะนำกระแสเงินสดที่ได้รับ

²⁰ กอบชัย ฉิมกุล, "การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นสินทรัพย์ (Securitization)", ประมวลความรู้เรื่องตราสารหนี้, หน้า 26.

²¹ "Securitization" การแปลงทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์", วัฏจักรหลักทรัพย์ไทย, หน้า 29.

ชำระหนี้คืนจากลูกหนี้เร็วก่อนกำหนดไปลงทุนต่อ (Reinvestment) และมีการจัดโครงสร้างของกระแสเงินสดให้ตรงกับความต้องการของผู้ลงทุน และนำลูกหนี้ที่รวมกันแบ่งออกเป็นกลุ่มตามอายุไถ่ถอน (Tranches) เช่น ในกรณีนี้ลูกหนี้ถูกแบ่งออกเป็น 4 กลุ่ม (Tranches) ผลตอบแทนที่ได้รับในช่วงระยะเวลา 2-3 ปีแรก จะชำระเป็นรายไตรมาสหรือครึ่งปี ในอัตราผลตอบแทนที่กำหนดไว้ในระดับหนึ่งให้กับทุกระดับ Tranches แต่การชำระเงินต้นคืนจะจ่ายให้กับ Tranches ลำดับหนึ่งก่อนจนกว่าจะชำระหมด แล้วจึงชำระคืนเงินต้นให้แก่ Tranches ลำดับสองต่อไป เป็นเช่นนี้ไปจนกว่าจะชำระครบทั้ง 4 ลำดับ²² โดยในสหรัฐอเมริกาจะเรียกการออกในรูปแบบนี้ว่า "pay throghs" bonds ส่วนในประเทศอังกฤษจะเรียกวิธีการหรือรูปแบบนี้ว่า "Securitisation"²³

ตราสารที่จัดอยู่ในประเภท Pay-Throughs ส่วนใหญ่จะประกอบด้วยหลักทรัพย์ค้ำประกันที่มีใช้การจำนองที่ดินหรือสังหาริมทรัพย์ และเป็นที่ยอมรับอย่างสูงก็คือ ลูกหนี้บัตรเครดิต CARDS (Certificate of Amortizing Revolving Debts) และต่อมาก็ได้มีการนำมาใช้กับการออกหลักทรัพย์ประเภทลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์ CARs

3) การออกเป็นหลักทรัพย์ประเภทหุ้นกู้มีประกันหรือ Asset-Backed Bond

การทำ Securitization ประเภทนี้ เป็นการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันในการออกตราสารซึ่งก็คือ หุ้นกู้ โดยเป็นการนำเอาลูกหนี้หรือสินทรัพย์ในงบดุลมาพูลกันและใช้ในการออกตราสารค้ำประกัน (Collateral) ในการออกหุ้นกู้ ซึ่งหลักทรัพย์ประเภทนี้จะจัดว่าเป็นหุ้นกู้ประเภทหนึ่ง โดยมีทรัพย์สินที่มาแปลงเป็นเพียงหลักทรัพย์ค้ำประกันเท่านั้น ซึ่งก็คล้ายกับการออกหุ้นกู้มีประกันทั่วไปแต่วิธีการนี้จะแตกต่างจากการออกหุ้นกู้มีประกันทั่วไป ก็ตรงที่การแปลงวิธีนี้จะนำเอาทรัพย์สินที่มีรายได้ไหลเข้ามาประจำไปประเมินมูลค่าหุ้นกู้ว่าควรจะมี

²² เรื่องเดียวกัน, หน้า 29-30.

²³ Phil Rivett & Peter Speak, The Financial jungle A guide to Financial instruments, p 164.

มูลค่าเท่าไรอีก เนื่องจากวิธีนี้จะนำเงินที่ได้จากทรัพย์สินไปชำระเป็นค่าดอกเบี้ยและค่าไถ่ถอน
 หุ้นกู้ อีกทั้ง โดยจะมีการจ่ายดอกเบี้ยปีละ 1-2 ครั้ง และมีอายุไถ่ถอนที่แน่นอนและหลักทรัพย์
 ประเภท Asset-Backed Bond ก็จะมีลักษณะเป็นหนี้ของผู้ออกหลักทรัพย์ดังนั้น ทรัพย์สินที่นำมา
 เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน จะยังคงบันทึกอยู่ในรายการทรัพย์สินในงบดุลของบริษัท Asset-Backed
 Bond จึงเป็นเพียงหนี้ของบริษัท โดยการที่สถาบันการเงินส่วนใหญ่จะรวบรวมลูกหนี้เงินกู้ของตน
 ในลักษณะพูลกัน และโอนขายให้แก่บริษัทเฉพาะกิจ SPV (Special Purpose Vehical)
 หลังจากนั้น บริษัท SPV ก็จะออกตราสารหุ้นกู้ประเภท Asset-Backed Bond ขายให้กับนักลงทุน
 ทุกทั่วไป โดยผู้ถือหลักทรัพย์ประเภทนี้จะได้รับผลตอบแทนในรูปของ ดอกเบี้ยและค่าไถ่ถอนหุ้นกู้
 ลักษณะที่สำคัญอีกประการหนึ่งของ Asset-Backed Bond คือตราสารประเภทนี้ มักจะประกอบ
 ด้วยหลักทรัพย์ค้ำประกันที่มีมูลค่ามากกว่ามูลค่าของตราสาร (Overcollateralized)
 ซึ่งนับว่าเป็นข้อดีของตราสารนี้ทำให้สามารถมีสภาพคล่องมากขึ้น²⁴

4) ข้อแตกต่างระหว่างหลักทรัพย์ประเภท Pass-Throughs กับหลักทรัพย์ประเภท
 Asset-Backed Bond²⁵

4.1) หลักทรัพย์ประเภท Asset-Backed Bond จะไม่นำกระแสรายได้ที่
 เกิดขึ้นในรูปของการชำระเงินต้นและดอกเบี้ยผ่านส่งไปให้นักลงทุนโดยตรง แต่จะนำมาเก็บไว้
 เป็นค่าดอกเบี้ยและเงินต้นสำหรับจ่ายดอกเบี้ยของหุ้นกู้และค่าไถ่ถอนหุ้นกู้ อีกทั้งหนึ่ง ด้วยเหตุนี้เอง
 ราคาหุ้นกู้ที่ตั้งสำหรับขายให้นักลงทุนจึงต้องคำนวณมาจากกระแสรายได้ที่จะเกิดขึ้น รวมทั้งการ
 ชำระหนี้ก่อนกำหนด (Prepayment) และจำนวนหนี้สูญที่อาจจะเกิดขึ้น แต่ในกรณีของหลักทรัพย์
 ประเภท Pass-Through จะนำกระแสรายได้ที่เกิดขึ้นส่งผ่านไปให้นักลงทุนโดยตรง ทำให้นัก
 ลงทุนมีความเสี่ยงจากการชำระหนี้ก่อนกำหนด

²⁴ "Securitization การแปลงทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์", วัฏจักรหลักทรัพย์ไทย, หน้า 29.

²⁵ กอบชัย ฉิมกุล, "การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)", ประมวลความรู้เรื่องตราสารหนี้, หน้า 27.

4.2) ผู้ถือหลักทรัพย์ประเภท Pass-Through จะเป็นเจ้าของในผลประโยชน์ของทรัพย์สินที่นำมาแปลง ส่วนผู้ถือหลักทรัพย์ประเภท Asset-Backed Bond จะไม่ได้เป็นเจ้าของในผลประโยชน์ของทรัพย์สินที่นำมาแปลงแต่ความเป็นเจ้าของในผลประโยชน์ของทรัพย์สินที่นำมาแปลงนั้นเป็นของผู้ออก (Issuer)

4.3) วิธีการออกหุ้นกู้หรือหลักทรัพย์ประเภท Asset-Backed Bond จะออกผ่านบริษัทเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle หรือ SPV) ส่วนวิธีการออกหลักทรัพย์ประเภท Pass-Through จะออกในรูปของทรัสต์ (Trust) โดยผ่าน Grantor Trust

4.4) หลักทรัพย์ประเภท Asset-Backed Bond จะเป็นหุ้นกู้ประเภทหนึ่ง ซึ่งจะมีการระบุดำเนินการผลตอบแทน และระยะเวลาไถ่ถอนที่แน่นอน ซึ่งจะต่างกับหลักทรัพย์ประเภท Pass-Through ที่จะเป็น Certificate of Participation

กลไกและองค์ประกอบที่เกี่ยวข้องในการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์

ในกระบวนการทำ Securitization หรือการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์จะต้องมีองค์กรหน่วยงานและผู้เกี่ยวข้องในการก่อให้เกิดกระบวนการดังกล่าว หลายฝ่ายด้วยกัน องค์กรหรือหน่วยงานที่จะกล่าวดังต่อไปนี้ ต่างก็มีหน้าที่แตกต่างกันออกไป โดยล้วนแล้วแต่มีความสำคัญต่อกระบวนการทำ Securitization ทั้งสิ้น ซึ่งองค์กรหน่วยงาน ตลอดจนบทบาทและหน้าที่รวมทั้งความสัมพันธ์ของผู้เกี่ยวข้องในกระบวนการมีดังนี้

1) เจ้าหนี้เดิมหรือผู้ให้สินเชื่อ (Originator)

เจ้าหนี้เดิมหรือผู้ให้สินเชื่อ คือ ผู้ที่จัดหาหรือจัดให้มีตัวสินทรัพย์ซึ่งถือเป็นสินทรัพย์ประจำ (Fixed assets) ของผู้ให้สินเชื่อซึ่งจะถูกนำไปค้ำประกันตราสาร โดยผู้ให้สินเชื่อจะเป็นผู้ริเริ่มแรกในการขายหลักทรัพย์ค้ำประกันให้แก่ผู้ออกตราสาร หรือนำไปเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันการออกตราสารจำหน่ายแก่ผู้ลงทุนเองก็ได้ ซึ่งสินทรัพย์ประจำดังกล่าวก็จะกลายเป็นเงิน

สดหรือสินทรัพย์หมุนเวียนของผู้ให้กู้ และสามารถนำไปแสวงหาประโยชน์อื่น ๆ ต่อไปได้²⁶ ผู้ที่ทำหน้าที่ดังกล่าวได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ สถาบันออมทรัพย์ บริษัทให้เช่าซื้อหรือบริษัทลีสซิ่ง บริษัทคอมพิวเตอร์ สายการบิน ผู้ประกอบการอุตสาหกรรม ตลอดจนบริษัทประกันภัย²⁷

2) ผู้ให้บริการ (Servicer หรือ Agent)

ผู้ให้บริการ คือ ผู้มีหน้าที่รับผิดชอบให้บริการในการบริหารจัดการสินทรัพย์ และกระแสเงินสดที่ได้รับจากหลักทรัพย์ค้ำประกันของตราสาร นั่นคือ จะมีหน้าที่รับผิดชอบในการเรียกเก็บเงินต้น และดอกเบี้ยที่เกี่ยวข้องหรือที่จ่ายจากหลักทรัพย์ค้ำประกัน เมื่อถึงกำหนดระยะเวลา ตลอดจน มีหน้าที่ติดตามทวงถามหนี้ที่ยังไม่ชำระหรือผิดนัดด้วย นอกจากนี้ ผู้ให้บริการยังมีหน้าที่ต้องรับผิดชอบในการหาทรัสต์ (Trustee) และมีหน้าที่จัดส่งรายงานเกี่ยวกับพอร์ตของสินทรัพย์ที่ขายหรือใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันในแต่ละเดือน และประจำปีให้แก่ผู้ถือตราสารด้วย ซึ่งรายงานนั้นจะประกอบด้วยรายละเอียดเกี่ยวกับแหล่งเงินทุนที่จำหน่าย ยอดคงเหลือของเงินต้น ยอดคงเหลือของเงินประกัน จำนวนเงินค่าธรรมเนียมของทรัสต์ที่จ่ายออกไป และข่าวสารที่จำเป็นสำหรับผู้ถือตราสาร (certificate holders) ตลอดจนการตรวจสอบความถูกต้องของเอกสาร เก็บรักษาดูแลเอกสารที่สำคัญ²⁸ ทำบัญชีตลอดจนเสียภาษี ซึ่งทำหน้าที่คล้ายกับทรัสต์ ซึ่งผู้ทำหน้าที่ผู้ให้บริการ (Servicer หรือ Agent) นั้นได้แก่ ผู้ให้สินเชื่อเดิม (Originator) หรือ สถาบันการเงินหรือผู้ออกตราสารอาจเป็นผู้ดำเนินการเองก็ได้²⁹

²⁶ ศศิณี ลิ้มพงษ์, "Securitization เครื่องมือการเงินในตลาดเสรี", เศรษฐกิจปริทัศน์, หน้า 2.

²⁷ Christine A Pavel, *Securitization (The United States of America : Probus Publishing, 1989)*, p. 22.

²⁸ Ibid., pp. 22-23.

²⁹ ศศิณี ลิ้มพงษ์, "Securitization เครื่องมือการเงินในตลาดเสรี", เศรษฐกิจปริทัศน์, หน้า 3.

3) ผู้ออกตราสาร (Issuer)

ผู้ออกตราสาร คือ ผู้ที่ซื้อหลักทรัพย์ค้ำประกันมาจากผู้ให้กู้หรือเจ้าหนี้เดิม (Originator) ซึ่งอาจจะดำเนินการรับซื้อมาจากหลายๆ แหล่ง หรืออาจแหล่งเดียวแล้วนำหลักทรัพย์ค้ำประกันเหล่านั้นมารวมเข้าด้วยกันเป็นทรัพย์สินกองกลาง (Pool) แล้วดำเนินการออกตราสารโดยมีสินทรัพย์ดังกล่าวค้ำประกันหรือหนุนหลังตราสารนั้นอยู่ แล้วนำออกขายให้แก่ผู้ลงทุนโดยทั่วไป ผู้ออกตราสารอาจเป็นเพียงผู้ดำเนินการออกตราสารแทนผู้ให้กู้ และมีรายได้เป็นค่าธรรมเนียมเท่านั้น ซึ่งสถาบันการเงินผู้ให้กู้อาจทำหน้าที่เป็นผู้ออกตราสารเองก็ได้ แต่โดยทั่วไปแล้วผู้ให้กู้หรือเจ้าหนี้เดิมจะไม่ขายหลักทรัพย์ค้ำประกันให้แก่ผู้ลงทุนโดยตรง แต่จะผ่านผู้ออกตราสารซึ่งมักจะเป็นองค์กรที่เป็นอิสระแยกออกจากหรือไม่มีความสัมพันธ์กับผู้ให้กู้ หรือผู้รับประกันการจำหน่าย เพื่อที่จะทำให้การออกตราสารมีความห่างไกลจากการล้มละลาย (Bankruptcy-remote) โดยการจำกัดธุรกิจเหล่านั้นเฉพาะการออกหลักทรัพย์และซื้อสินทรัพย์ที่ใช้สำหรับค้ำประกันหรือหนุนหลังตราสารเท่านั้นเอง³⁰ สำหรับการให้บริการต่างๆ ก็จะเป็นหน้าที่ของผู้ให้กู้สำหรับผู้ออกตราสารในปัจจุบัน ส่วนใหญ่จะได้แก่ องค์กรที่จัดตั้งขึ้นในรูปของทรัสต์ (Grantor Trust) หรือในรูปของของบริษัทที่จัดตั้งขึ้นมาเพื่อจะทำการออกตราสารประเภทนี้โดยเฉพาะ หรือเรียกอีกอย่างว่า บริษัทเฉพาะกิจหรือ SPV (Special Purpose Vehical) ซึ่งแล้วแต่กรณีว่าจะใช้รูปแบบใดหรือจะออกตราสารในลักษณะใดตามที่เคยได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น

การจัดตั้งบริษัทเฉพาะกิจ (SPV) วัตถุประสงค์ในการจัดตั้งบริษัทเฉพาะกิจขึ้นมาเพื่อรับโอนหนี้จากเจ้าหนี้เดิมเป็นหลัก เพื่อให้เจ้าหนี้เดิมสามารถตัดยอดลูกหนี้เงินกู้ที่นอกจากงบดุลของเจ้าหนี้เดิมนั้นได้ และยังถือว่าเป็นการแยกความเสี่ยงภัยที่เกิดขึ้นจากปัญหาภายในบริษัทเจ้าหนี้เดิมเองออกไปจากลูกหนี้เงินกู้ที่นำมาแปลงหรือเรียกว่า เป็นการห่างไกลจากการล้มละลาย (Bankruptcy-remote) หลังจากบริษัทเฉพาะกิจรับโอนหนี้มาแล้ว ก็จะออกหลักทรัพย์ขายให้กับนักลงทุน ดังนั้นบริษัทเฉพาะกิจจึงทำหน้าที่เสมือนเป็นตัวกลางเชื่อมโยงระหว่าง

³⁰ Christine A. Pavel, *Securitization*, pp. 23-24.

เจ้าหน้าที่เดิมกับนักลงทุน และนำไปสู่การเชื่อมต่อระหว่างลูกหนี้กับนักลงทุนในที่สุด³¹

4) ผู้รับประกันการจำหน่าย (Underwriter)

ในการทำ Securitization โดยเฉพาะขั้นตอนการออกตราสารจำหน่ายให้แก่แก่นักลงทุนนั้น ส่วนใหญ่จะต้องเกี่ยวข้องกับหรือต้องผ่านเจ้าหน้าที่วานิชธนกิจ (Investment Banker) ซึ่งทำหน้าที่เป็นผู้รับประกันการจำหน่าย (Underwriter) ในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนทั่วไป (Public Offering) และเป็นผู้แทนในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อผู้ลงทุนเฉพาะราย (Private Placement) โดยที่ Investment Banker ก็จะไม่ซื้อหลักทรัพย์และนำไปขายต่ออีกทอดหนึ่งแต่จะเป็นตัวแทนของผู้ออกตราสารในการจัดหาระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายให้มาพบและทำการซื้อขายกัน

สำหรับผู้ออก การเสนอขายหลักทรัพย์เฉพาะราย เป็นวิธีการที่รวดเร็วและเสียค่าใช้จ่ายน้อยกว่าการเสนอขายต่อประชาชน เพราะการเสนอขายเฉพาะรายได้รับการยกเว้นไม่ต้องขออนุญาตต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (Securities and Exchange Commission หรือ SEC) สำหรับคุณสมบัติที่ได้รับการยกเว้น คือ ผู้ออกต้องไม่ทำการชี้ชวนต่อสาธารณชนทั่วไป (ยกเว้นสำหรับการออกกรณีเล็กน้อย) และจำกัดจำนวนของผู้ซื้อหลักทรัพย์ และ Investment Banker ก็ไม่ต้องรับประกันความเสี่ยงในการเสนอขายต่อประชาชน ซึ่งนับว่าเป็นประโยชน์ที่ให้แก่ผู้ออกหลักทรัพย์อย่างไรก็ตามการเสนอขายเฉพาะรายมักจะมีขอบเขตที่จำกัดในวงแคบเนื่องจากสามารถขายหลักทรัพย์ให้แก่แก่นักลงทุน ในจำนวนหนึ่งเท่านั้นจึงทำให้หลักทรัพย์ไม่มีสภาพคล่อง ดังนั้นถึงแม้ว่าค่าใช้จ่ายในการออกจะต่ำกว่าสำหรับการเสนอขายเฉพาะราย แต่ผู้ออกก็ต้องจ่ายดอกเบี้ยในอัตราที่สูงกว่าปกติให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์เฉพาะราย

³¹ กอบชัย ฉิมกุล, "การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)", ประมวลความรู้เรื่องตราสารหนี้, หน้า 27.

อย่างไรก็ตาม ในสหรัฐอเมริกา การอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้ทำหน้าที่ในการรับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่หมุนหลังโดยสินทรัพย์นั้นยังไม่ชัดเจน โดยในเดือนมิถุนายน 1988 มีธนาคารพาณิชย์ที่ทำการรับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ดังกล่าวเพียงเล็กน้อยเท่านั้น ขณะที่ในเดือน ธันวาคม 1987 มีธนาคารเพื่อการลงทุน (investment banks) รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ออกเป็นจำนวนมาก แต่มีเพียง 8 แห่งเท่านั้น ที่เป็นผู้นำในการจัดการ (Lead Managers) สำหรับการเสนอขายต่อประชาชน โดยบริษัทที่มีบทบาทมากได้แก่ First Boston และ Salomon Brothers โดย First Boston ได้รับประกันการจำหน่ายประมาณ 38 % ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณชนโดยตลอดทั้งปีใน 1987, และมีมูลค่าในการออกจำนวน 50 % ของมูลค่าทั้งหมด ขณะที่ Salomon Brothers ได้รับประกันการจำหน่ายประมาณ 22 % ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณชน และมีมูลค่าประมาณ 28 % ของมูลค่าทั้งหมด และ First Boston ก็ยังได้เป็นผู้รับประกันการจำหน่ายเกือบจะครึ่งหนึ่งของหลักทรัพย์ที่ถูกแปลงโดยสินเชื่อบัตรเครดิต ที่เสนอขายต่อสาธารณชน และมีมูลค่าเกือบจะครึ่งหนึ่งของมูลค่าทั้งหมดที่ออกจนถึงเดือน ธันวาคม 1987

ขณะที่ธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทในเครือที่ธนาคารถือหุ้นอยู่ไม่สามารถทำหน้าที่ในการรับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ ประเภท ABS (Asset-Backed Securities) แต่พวกเขาก็ยังมีบทบาทสำคัญในการเสนอหลักทรัพย์ ABS ต่อผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม มีธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทในเครือ 8 แห่ง ได้ทำการรับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อนักลงทุนเฉพาะกลุ่มจำนวน 136 ครั้ง (32%) ในปี 1987 โดยมีมูลค่า 7.9 พันล้านดอลลาร์ \$ (34%) และมีธนาคารพาณิชย์ 3 แห่ง คือ Bankers Trust, Citicorp, and Chase ซึ่ง เป็นบริษัทที่ติดอันดับ 1 ใน 10 ในการเสนอขายหลักทรัพย์ประเภท ABS ต่อนักลงทุนเฉพาะกลุ่ม

ดังนั้น ในการออกตราสาร Securitization นั้น ผู้ออกตราสาร และผู้รับประกันการจำหน่ายจะต้องทำงานร่วมกัน โดยการพิจารณาเกี่ยวกับกฎหมาย ระบบบัญชี ตลอดจนภาษีในการเสนอขายตราสารดังกล่าวให้ถูกต้องตามกฎหมายและระเบียบข้อบังคับต่างๆ นอกจากนี้ จะร่วมทำงานอย่างใกล้ชิดกับผู้ออกหลักทรัพย์แล้ว ผู้รับประกันการจำหน่ายยังจะต้องทำงานร่วมกับ ผู้รับประกันความเสี่ยง (Credit Enhancer) สถาบันจัดอันดับ (Credit Rating Agency)

และทรัสต์ (Trustee) ด้วย³²

5) ผู้รับประกันความเสี่ยง (Credit Enhancer)

การรับประกันความเสี่ยง (Credit Enhancement) เป็นวิธีหนึ่งในการลดความเสี่ยงของสินเชื่อกับหนี้ที่ออกเป็นหลักทรัสต์ โดยช่วยในการลดความเสี่ยงอันเกิดจากการผิดนัดไม่ชำระหนี้ (Default) ของผู้กู้ยืม เนื่องจากการพิจารณาการเกิดการผิดสัญญาไม่ชำระหนี้ของตราสาร Securitization นั้นจะแตกต่างจากตราสารหนี้ทั่วไป โดยตราสาร Securitization จะอิงอยู่กับตัวทรัพย์สินที่นำมาประกันเป็นหลัก ไม่เหมือนตราสารหนี้ทั่วไปที่อิงกับความสามารถในการชำระหนี้ของผู้ออกหรือสถานะของผู้ออก ทำให้เกิดปัญหาในการหาผู้รับผิดชอบ ถ้าบัญชีลูกหนี้ที่เป็นสินทรัพย์ที่ขายไปกลายเป็นหนี้สูญ หนทางหนึ่งที่จะป้องกันการเกิดการผิดนัดไม่ชำระหนี้หรือลดความเสียหายให้แก่ผู้ถือตราสารหรือนักลงทุน ก็คือ การรับประกันความเสี่ยงซึ่งจะเป็นการสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ถือตราสารนั้น ซึ่งวัตถุประสงค์ของการรับประกันความเสี่ยง คือ เพื่อเป็นการยกระดับอันดับความน่าเชื่อถือและการกำหนดราคาตลาดลดจนความสามารถในการขายในตลาดของตราสาร ABS (asset-backed securities) ให้สูงขึ้น ซึ่งส่วนใหญ่ตราสาร ABS ก็จะได้รับประกันความเสี่ยง การรับประกันความเสี่ยงสามารถกระทำได้โดยผู้ออกตราสารหรือบุคคลภายนอกหรือบางครั้งอาจจะมีการรับประกันความเสี่ยงมากกว่า 1 ชนิด ก็ได้ ในกรณีที่การรับประกันความเสี่ยงที่กระทำโดยบุคคลภายนอก มักจะใช้รูปแบบของ Letter of Credit หรือ L/C จากธนาคารที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือสูงหรือใช้รูปแบบของพันธบัตรรับประกัน (Insurance Bond) จากบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือสูง รูปแบบของการรับประกันความเสี่ยงโดยผู้ออกตราสารนั้นแบ่งออกได้เป็นหลายประเภท เช่น การรับรองชดเชยหนี้สูญ (Recourse) การชดเชยให้แก่ลูกหนี้ชั้นต้น-ลูกหนี้ชั้นรอง (Senior-Subordinated Structure) การใช้หลักทรัพย์ค้ำประกันเกินมูลค่าตราสารที่ออก (Overcollateralization) หรือ วิธี Spread Account เป็นต้น

³² Christine A. Pavel, *Securitization*, pp. 25-29.

- วิธีการชดใช้ให้แก่ลูกหนี้ชั้นต้น-ลูกหนี้ชั้นรอง (Senior-Subordinated Structure) นั้น หลักทรัพย์ ABS ที่ออกจะถูกแบ่งเป็น 2 ชั้น หรือกลุ่ม (classes) คือ ชั้นแรกลูกหนี้ชั้นต้น และอีกชั้นหนึ่งเป็นลูกหนี้ชั้นรอง ซึ่งเจ้าหนี้เดิมหรือผู้ให้กู้จะมีความเสี่ยงในการได้รับชำระหนี้ในฐานะเป็นลูกหนี้ชั้นรองของหลักทรัพย์

- วิธีการใช้หลักทรัพย์ค้ำประกันเกินมูลค่าตราสารที่ออก (Overcollateralization) นั้นจะถูกใช้ในการเสนอขายหลักทรัพย์ ABS ในช่วงแรก ซึ่งมักจะเป็นโครงสร้างของหนี้มากกว่าที่จะเป็นการขาย โดยรูปแบบนี้มูลค่าของหลักทรัพย์ที่นำมาค้ำประกันตราสารหนี้จะมีมูลค่ามากกว่ามูลค่าของตราสารในเวลาที่ย่อ แต่ถ้ามูลค่าของหลักทรัพย์ค้ำประกันลดต่ำกว่ามูลค่าของตราสารระหว่างอายุของตราสารหนี้ ผู้ออกอาจจะต้องหาหลักทรัพย์มาค้ำประกันเพิ่ม รูปแบบการใช้หลักทรัพย์ค้ำประกันเกินมูลค่าตราสารที่ออก จะเป็นการป้องกันความเสียหายที่จะเกิดขึ้นกับนักลงทุนในกรณีที่เมื่อหนี้ถึงกำหนดชำระแล้วเกิดการผิดสัญญา และไม่ได้รับการชำระหนี้ หรือการชำระหนี้ก่อนกำหนด และกรณีที่มีมูลค่าในตลาดของหลักทรัพย์ค้ำประกันนั้นลดน้อยลง

- วิธี Spread Account คือกองทุน (fund) ซึ่งสามารถที่จะชำระเงินให้แทนแก่ผู้ลงทุนในกรณีที่กระแสเงินสดทั่วไปที่ได้รับจากการแปลงสินทรัพย์นั้นสะดุดลง ซึ่งแต่เดิมผู้ให้บริการ (Servicer) จะทำการจ่ายล่วงหน้าให้แก่ Spread Account ตลอดระยะเวลาที่ออกตราสารมูลค่าของ Spread Account จะเพิ่มขึ้นก็ต่อเมื่อกระแสเงินสดทั่วไปที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์นั้นเพิ่มมากขึ้น ซึ่งกองทุนก็ต้องจ่ายให้แก่นักลงทุน และเป็นค่าธรรมเนียมการให้บริการ มูลค่าของ Spread Account จะลดลงต่อเมื่อกระแสเงินสดจากการแปลงสินทรัพย์นั้นไม่เพียงพอต่อการจ่ายให้แก่นักลงทุน และเมื่อถึงกำหนดหรือครบกำหนดอายุการออกตราสารแล้วกองทุนใน Spread Account ก็จะถูกเป็นของผู้ให้บริการ

สำหรับถ้าเป็นกรณีรูปแบบในการขาย (sale structure) แล้ว การรับประกันความเสี่ยงที่นิยมใช้กันมากที่สุดได้แก่ Letter of Credit และ Insurance Bond³³

³³ Ibid., pp. 29-30.

ดังนั้นวิธีการทำ Credit Enhancement สามารถแบ่งออกได้ ดังนี้ คือ

- 1) ผู้ออกหลักทรัพย์เป็นผู้ทำการรับประกันความเสี่ยงที่เกิดเอง (Direct Recourse) อย่างเช่น ในกรณีที่เกิดหนี้สูญจากลูกหนี้ที่แปลงไป หรือลูกหนี้คืนหนี้ก่อนกำหนดเป็นเหตุให้ผู้ถือตราสารไม่ได้รับผลตอบแทนตามที่กำหนดไว้ ผู้ออกหลักทรัพย์อาจต้องค้ำประกันรายได้จากหลักทรัพย์นั้นด้วย ขอบเขตการรับประกันความเสี่ยงที่เกิดขึ้นซึ่งอาจจะรับประกันความเสี่ยงให้เป็นบางส่วน (partial recourse) หรือรับประกันความเสี่ยงให้ทั้งเต็มจำนวน (full recourse)
- 2) ให้นำบุคคลภายนอกหรือบุคคลที่สามเป็นผู้ค้ำประกัน (Third-Party Guarantee) โดยแทนที่จะให้ผู้ออกหลักทรัพย์เป็นผู้ค้ำประกันผลตอบแทนในตราสาร ก็ให้นำบุคคลที่สามเข้ามาเป็นผู้ค้ำประกันแทน เดิมทีบุคคลที่สามที่เข้ามาเป็นผู้ค้ำประกันเป็นธนาคารพาณิชย์แต่หลังจากได้มีการนำกฎ BIS ออกมาบังคับใช้ ธนาคารพาณิชย์ก็หลีกเลี่ยงในการเป็นผู้ค้ำประกัน เนื่องจากการค้ำประกันถือว่าเป็นสินทรัพย์เสี่ยงอย่างหนึ่ง³⁴

6) สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency)³⁵

สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ เป็นหน่วยงานที่ได้รับหน้าที่ในการจัดอันดับให้แก่หลักทรัพย์ ABS ซึ่งแต่เดิมนั้น สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ จะทำการจัดอันดับให้แก่หุ้นกู้ที่ออกโดยบริษัททั่วไป การจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ก็คือ การประเมินความเสี่ยงของสินเชื่อโดยขึ้นอยู่กับหลักเกณฑ์ 3 ประการคือ

- 1) ความเป็นไปได้ในการผิดนัดไม่ชำระหนี้ของผู้ออกตราสาร
- 2) ลักษณะและข้อกำหนดของหนี้ และ
- 3) ความเกี่ยวพันหรือความสัมพันธ์ของหนี้ในกรณีที่เกิดการล้มละลาย

³⁴ กอบชัย จิมกุล, "การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)", ประมวลความรู้เรื่องตราสารหนี้, หน้า 35.

³⁵ Christine A. Pavel, *Securitization*, pp. 32-34.



หน่วยงานที่จัดอันดับความน่าเชื่อถือให้แก่หลักทรัพย์ ABS ในประเทศสหรัฐอเมริกา ได้แก่ Moody's, Standard & Poor's, Duff & Phelps และ Fitch โดยอันดับที่ได้รับการจัดให้สูงสุดของ Moody's คือ Aaa ส่วนของ Standard & poor's และ Fitch คือ AAA และของ Duff & Phelps คือ D&P-1 หลักทรัพย์ ABS ที่ถูกจัดอันดับโดย S&P จะได้รับการจัดอยู่ในอันดับ AAA หรือ AA ส่วนหลักทรัพย์ ABS ที่ถูกจัดอันดับโดย Moody's จะได้รับการจัดอยู่ในอันดับ Aaa, Aa1, Aa2, หรือ Aa3 และหลักทรัพย์ที่ถูกจัดโดย Duff & Phelps ส่วนใหญ่จะได้รับการจัดอยู่ในอันดับ D&P-1 และยังไม่มีการเสนอขายหลักทรัพย์ ABS ต่อสาธารณชนโดยที่ไม่ได้รับการจัดอันดับเลย

ในการจัดอันดับหุ้นกู้โดยทั่วไป สถาบันจัดอันดับจะพิจารณาถึงความน่าเชื่อถือของตัวสถาบันผู้ออกตราสารเป็นหลัก แต่ในการจัดอันดับตราสาร ABS จะพิจารณาถึงความเป็นไปได้ในการผิดนัดไม่ชำระหนี้ที่ไม่เกี่ยวข้องกับความน่าเชื่อถือของสถาบันผู้ออกตราสารเป็นหลัก แต่จะเกี่ยวข้องกับคุณภาพ ความน่าเชื่อถือของสินทรัพย์ที่นำมาแปลงมากกว่า ดังนั้น สถาบันจัดอันดับตราสาร ABS จะจัดอันดับตราสารโดยจะประเมินถึงความสามารถของสินทรัพย์ (ไม่ใช่ความสามารถของผู้ออก) ในการที่จะก่อให้เกิดกระแสเงินสดเมื่อนำมาชำระเงินต้นและดอกเบี้ยให้แก่ผู้ลงทุนได้ และในการจัดอันดับตราสาร ABS สถาบันจัดอันดับจะวิเคราะห์ถึงโครงสร้างและประเมินถึงการรับประกันความเสี่ยงเป็นหลัก

ก) ในการวิเคราะห์โครงสร้าง สถาบันจัดอันดับจะดูที่ความเสี่ยงของสินเชื่อ, กระแสเงินสดและขั้นตอนการออกตามกฎหมาย

1) การวิเคราะห์ความเสี่ยงของสินเชื่อ (Credit Risk Analysis) จะวิเคราะห์ถึงลักษณะดังนี้

1.1) จะประเมินถึงประวัติหรือโครงสร้างความเสี่ยงทั้งหมดของเจ้าหนี้เดิมหรือผู้ให้กู้ (Originator)

1.2) จะประเมินถึงคุณภาพและลักษณะของพอร์ต เช่น ระยะเวลาครบกำหนดอายุตลอดจนขั้นตอนหรือกระบวนการในการเลือกทรัพย์สินที่จะนำมารวมกัน และการรับประกันการจำหน่ายของเจ้าหนี้เดิม

1.3) จะประเมินถึงทีมงานของผู้ให้บริการ ตลอดจนประสิทธิภาพ ประสิทธิภาพและวิธีการทางบัญชีและการตรวจสอบบัญชี รวมทั้งความสามารถในการรับผิดชอบ เงินไขทางการเงินและประสิทธิภาพในการเป็นทรัสต์รี ของทรัสต์

2) การวิเคราะห์กระแสเงินสด (Cash Flow Analysis)

จะประกอบไปด้วย การดูที่ความเสี่ยงของโครงสร้างในการจ่ายเงินและหลักทรัพย์ที่นำมาค้ำประกัน ตัวอย่างเช่น ถ้าเป็นโครงสร้างแบบ Pay-Through ก็จะมีความเสี่ยงในเรื่องการนำเงินที่ได้ไปลงทุนต่อ

3) การวิเคราะห์ขั้นตอนการออกตามกฎหมาย

จะพิจารณาถึงความสมบูรณ์ในการได้รับชำระหนี้จากลูกหนี้ (perfection of lien) หรือในการเป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์ในสินทรัพย์และการประเมินมูลค่า ความเสี่ยงในความเป็นไปได้ในการล้มละลายของผู้ขายและผู้ให้บริการ

ข) การวิเคราะห์ถึงการรับประกันความเสี่ยง

ผู้รับประกันความเสี่ยง (Credit Enhancer) และการรับประกันความเสี่ยง (Credit Enhancement) นั้นมีความสำคัญมากในการจัดอันดับตราสารที่ออก การให้คะแนนการจัดอันดับแก่ตราสาร ABS ส่วนใหญ่จะพิจารณาจากวิธีการรับประกันความเสี่ยงที่ใช้อยู่ในตราสารนั้น ยิ่งมีการรับประกันความเสี่ยงมากก็ยิ่งมีโอกาสได้คะแนนการจัดอันดับสูงถึงแม้ว่าในบางกรณีปัจจัยพื้นฐานของผู้ออกหลักทรัพย์จะไม่ดี แต่ถ้ามีการรับประกันความเสี่ยงมาก การจัดอันดับ หรือ Rating ที่ได้ก็จะมีระดับที่ดีหรือสูงได้

7) ทรัสต์รี (Trustee)³⁶

ทรัสต์รีในกรณีของการออกตราสาร ABS หมายถึงผู้ที่เป็นตัวกลางหรือสื่อกลางระหว่างผู้ให้บริการ (Servicer) และนักลงทุน (Investor) รวมทั้งตัวกลางระหว่างผู้รับประกันความเสี่ยง (Credit Enhancer) และนักลงทุน (Investor)

³⁶ Ibid., pp. 35-36.

รูปแบบของทรัสต์มีอยู่ 2 ประเภท คือ grantor trust และ owner trust

- grantor trust หมายถึง ทรัสต์ที่ทำหน้าที่ในการออกใบแสดงสิทธิการเป็นเจ้าของ (certificate holders) และจำหน่ายให้แก่นักลงทุน โดยผู้ถือใบแสดงสิทธิดังกล่าวมีฐานะเป็นเจ้าของในสินทรัพย์ที่ขายนั้น รายได้สุทธิซึ่งถูกหักภาษีแล้วจะถูกส่งผ่านไปยังผู้ถือใบแสดงสิทธิ และทรัสต์ก็ไม่สามารถนำรายได้ไปลงทุนต่อหรือสามารถทำธุรกิจต่างๆ ที่สามารถหากำไรให้กับนักลงทุนได้

- owner trust ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นผู้ออกหลักทรัพย์ ABS โดยดอกเบี้ยที่ถูกจ่ายโดยลูกหนี้และดอกเบี้ยที่ถูกจ่ายให้แก่นักลงทุนจะถูกบันทึกลงในงบการเงินของผู้ถือโดยเป็นรายได้ดอกเบี้ยและรายจ่ายดอกเบี้ย ใบรับรองที่ออกโดย owner trust จะแสดงถึงภาวะหนี้ของทรัสต์ที่มีสินทรัพย์ค้ำประกัน ซึ่งถูกขายให้แก่ทรัสต์ และกรรมสิทธิ์ในสินทรัพย์นั้นส่วนใหญ่จะเป็นของทรัสต์มากกว่า owner trust จะถูกนำมาใช้ในกรณีที่กระแสเงินสดที่ได้รับจากสินทรัพย์ ไม่สามารถที่จะนำมาจ่ายให้แก่นักลงทุนได้พอดีกัน

ในสหรัฐอเมริกา ได้มีการออกกฎหมายควบคุมเกี่ยวกับเรื่อง Trust ไว้คือ The Trust Indenture Act of 1939 ซึ่งได้กำหนดไว้ว่า หน้าที่ที่ทรัสต์เสนอขายเกิน 1 ล้านเหรียญสหรัฐ จะต้องได้รับการประกันความเสี่ยงจากสถาบันเงินฝากหรือเจ้าหน้าที่เดิมในขั้นต่ำจำนวน 50,000 หมื่นเหรียญสหรัฐ อย่างไรก็ตาม สถาบันจัดอันดับ Standard & Poor's ได้กำหนดว่า ทรัสต์จะต้องมีทุนจดทะเบียนอย่างน้อย 500 ล้านเหรียญสหรัฐ และในเดือนธันวาคม 1987 ทรัสต์ทั้งหมดที่ออกตราสาร ABS ก็เป็นธนาคารพาณิชย์ที่มีทุนจดทะเบียนอย่างน้อย 500 ล้านเหรียญสหรัฐ ซึ่งธนาคารพาณิชย์ 9 แห่ง ได้เป็นทรัสต์ในการดำเนินการออกตราสาร ABS ออกจำหน่ายต่อสาธารณชน

นอกจากนี้ทรัสต์ยังต้องมีหน้าที่ในการซื้อสินทรัพย์จากผู้ออกตราสารในนามของทรัสต์เองและออกใบรับรอง (certificate) ให้แก่นักลงทุน หลังจากที่ผู้ให้บริการได้รับชำระหนี้เงินต้นและดอกเบี้ยจากลูกหนี้แล้ว ผู้ให้บริการก็จะดำเนินการส่งต่อมาเข้ายังบัญชีของทรัสต์ แล้วทรัสต์ก็อาจจะนำเงินนั้นไปลงทุนต่อก็ได้ ทรัสต์ยังต้องรับผิดชอบในการพิจารณาว่า

รายงานฉบับใดที่ผู้ให้บริการจัดทำขึ้นเพื่อให้แก่นักลงทุนนั้นมีความสำคัญ และยังประโยชน์เพียงพอหรือไม่ และเป็นผู้จัดส่งรายงานนั้นให้นักลงทุน นอกจากนี้ทรัสต์อาจจะต้องรับผิดชอบและเข้าทำหน้าที่แทนผู้ให้บริการในกรณีผู้ให้บริการ ขอดอนตัวหรือไม่สามารถดำเนินการต่อไปได้

รูปแบบการแปลงลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์ให้เป็นหลักทรัพย์

ในการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ สามารถที่จะนำทรัพย์สินประเภทต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้แล้วในหัวข้อ 2.3 มาทำการแปลงให้เป็นหลักทรัพย์ได้ แต่ในหัวข้อนี้ผู้เขียนจะขอกล่าวถึงวิธีการหรือรูปแบบเฉพาะการแปลงสินทรัพย์ ที่เป็นสินเชื่อเช่าซื้อรถหรือสินเชื่อที่ไม่ใช่การจำนองอสังหาริมทรัพย์ (Mortgage-Backed Securities) มาพิจารณาในที่นี้เท่านั้น ซึ่งการใช้สินทรัพย์หรือสินเชื่อประเภทนี้มาหนุนหลังตราสารที่ออก กระบวนการดังกล่าวหรือตราสารดังกล่าวจะมีระยะเวลาครบกำหนดไถ่ถอนนานกว่า 1 ปี ในปัจจุบันทรัพย์สินหรือหลักทรัพย์ที่นิยมนำมาทำการแปลงและเป็นที่ยอมรับสำหรับการค้าประกันตราสาร Asset-Backed ก็ได้แก่ ลูกหนี้เช่าซื้อรถ

1) รูปแบบการนำลูกหนี้เช่าซื้อรถมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ในต่างประเทศ

สินเชื่อเช่าซื้อรถนั้นเกิดจากการให้สินเชื่อรายบุคคลในการซื้อรถยนต์หรือรถบรรทุกขนาดเล็ก โดยกำหนดระดับการชำระเงิน อัตราดอกเบี้ยที่ซึ่งจะต้องชำระเงินทุกเดือนโดยมีระยะเวลามากกว่า 2-5 ปี อย่างไรก็ตาม อายุจริงๆ ของสินเชื่อจะขึ้นอยู่กับภาระหนี้ก่อนกำหนดโดยไม่ตั้งใจ หรือการชำระหนี้ก่อนกำหนดโดยตั้งใจ อันเนื่องมาจากการชำระหนี้ของผู้กู้หรือเกิดการขายสินทรัพย์ที่ค้ำประกัน

โครงสร้างหรือรูปแบบที่ใช้ในการแปลงสินเชื่อเช่าซื้อรถมีอยู่ 3 ชนิด คือ pass-through, pay-through และ fixed-payment รูปแบบทั่วไปที่นิยมใช้กันมากที่สุดคือ pass-through ทั้งๆ ที่มากกว่า 5 พันล้านเหรียญสหรัฐที่หลักทรัพย์ถูกออกใช้รูปแบบ fixed-payment³⁷

³⁷ Ibid., pp. 90.

ก) รูปแบบ pass-through

รูปแบบ pass-through ของหลักทรัพย์ประเภทนี้เน้นคล้ายคลึงกับรูปแบบของ GNMA pass-through รูปแบบ pass-through นั้นเป็นรูปแบบทั่วไปที่นิยมมากที่สุดสำหรับหลักทรัพย์ CARs เพราะมักประสบความสำเร็จในรูปแบบการขายและไม่เกิดปัญหากรณี GAAP (generally accepted accounting principles), RAP (regulatory accounting principles) ภาษีและกฎหมาย³⁸ ลักษณะของรูปแบบนี้จะเริ่มจากการนำสินเชื่อเช่าซื้อรถมาขายให้แก่ grantor trust และ grantor trust ก็จะออกไปรับรองแสดงสิทธิ ขายให้แก่นักลงทุนอีกต่อหนึ่ง และนักลงทุนก็จะได้รับผลตอบแทนจากรายรับซึ่งเป็นเงินต้นและดอกเบี้ยที่เจ้าของรถยนต์หรือลูกหนี้จ่ายชำระมาให้เป็นรายเดือน โดยหักค่าใช้จ่ายค่าบริการและค่าจัดการอื่นๆ เช่น ค่าธรรมเนียมในการประกันความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากความไม่แน่นอนในการได้รับกระแสเงินสด

หลักทรัพย์ที่แปลงโดยสินเชื่อเช่าซื้อรถออกจำหน่ายครั้งแรก คือ The Marin Midland 1985 - 1 CARs trust ซึ่งใช้รูปแบบ pass-through โดยการดำเนินการของ Marin Midland Bank ซึ่งเป็นบริษัทในเครือของ Marin Midland Banks, Inc., ได้ทำการแปลงสินเชื่อเช่าซื้อรถมูลค่า 60 ล้านดอลลาร์ และได้ขายสินทรัพย์เหล่านั้นให้แก่ MM Car Finance, Inc., ซึ่งเป็นบริษัทเฉพาะกิจและห่างไกลจากการล้มละลาย โดยการจัดตั้งและเป็นเจ้าของโดย Salomon Brothers. และ MM Car Finance ก็ดำเนินการขายสินทรัพย์นั้นให้แก่ grantor trust ซึ่ง grantor trust ก็ได้ออกไปสำคัญหรือหนังสือรับรอง (Certificates) ประเภท Pass-through มูลค่า 60 ล้านดอลลาร์ให้แก่นักลงทุน และได้รับการประกันความเสี่ยง (Credit Enhancement) เป็นจำนวน 10 % จาก National Union Fire Insurance Company³⁹

³⁸ Robert Lawrence Kuhn, Mortgage and Asset Securitization (United State of America : R.R. Donnelley & Sons Company,), p. 231.

³⁹ Christine A. Pavel, Securitization, pp. 90.

ข) รูปแบบ pay-through

รูปแบบ pay-through นั้นนำไปใช้กันอย่างกว้างขวางในตลาดของ CARs ซึ่งต่อมากลายเป็นที่นิยมมากขึ้นในตลาด CARs เพราะรูปแบบดังกล่าวช่วยแก้ปัญหาในการจัดการกระแสเงินสดหมุนเวียนที่เกิดจากรูปแบบ pass-through ได้⁴⁰ ซึ่งรูปแบบของหลักทรัพย์ที่ออกโดยสินเชื่อเช่าซื้อรถจะเป็นหุ้นกู้ประเภท pay-through ชั้นเดียวซึ่งคล้ายคลึงกับรูปแบบ pass-through ยกเว้นผู้ออกตราสารเป็นบริษัทเฉพาะกิจ ส่วนรูปแบบของ pass-through 2 ชั้นนั้น คล้ายคลึงกับรูปแบบของ CMO โดยส่วนหนึ่งของเงินสดที่ได้รับทั้งหมด (หักค่าธรรมเนียมการให้บริการ) จะถูกกำหนดให้จ่ายเป็นค่าดอกเบี้ยในอันดับแรก และที่เหลือจึงจะจ่ายเป็นค่าเงินต้น หุ้นกู้ประเภท pay-through นั้นจะถูกหนุนหลังโดยกระแสเงินสดมากกว่ามูลค่าของสินทรัพย์ที่นำมาค้ำประกัน และเพื่อให้แน่ใจว่ากระแสเงินสดนั้นสามารถสนับสนุนได้ การออกจะต้องออกเป็นการค้ำประกันเกินมูลค่าเสมอ

ตัวอย่างของตราสาร ABS ที่เป็นแบบ pay-through ชั้นเดียว คือ การออกหลักทรัพย์ที่เรียกว่า CARCO 86-1 ซึ่งในเดือน กรกฎาคม 1986 บริษัท Chrysler Finance Corporation ซึ่งเป็นบริษัทในเครือของ Chrysler Corporation ได้ออกตราสารที่หนุนโดยสินเชื่อเช่าซื้อรถผ่านบริษัท Chrysler Credit Corporation ซึ่งเป็นบริษัทในเครือของ Chrysler และบริษัท Chrysler Auto Receivables Company (CARCO) ซึ่งเป็นบริษัทเฉพาะกิจซึ่งห่างไกลจากการล้มละลาย โดยบริษัท Chrysler Finance ได้ขายสินเชื่อรถยนต์มูลค่าประมาณ 340 ล้านดอลลาร์ให้แก่ บริษัท Chrysler Credit และได้ขายต่อให้แก่ CARCO ซึ่งในเวลานั้น บริษัท Chrysler Credit ก็อยู่ในฐานะลูกหนี้ชั้นรองแก่ CARCO มูลค่า 91.25 ล้านดอลลาร์ และ CARCO ก็ได้ออกตราสารโดยมีหลักทรัพย์ค้ำประกันเริ่มต้นจำนวน 75% ให้แก่นักลงทุนมูลค่า 250 ล้านดอลลาร์

⁴⁰ Robert Lawrence Kuhn, Mortgage and Asset Securitization,

การรับประกันความเสี่ยงมาจากหลายแหล่งด้วยกัน โดยอันดับแรกเป็นการรับประกันเกินมูลค่าจำนวน 2% อันดับที่ 2 CARCO ได้จัดตั้ง Spread Account ขึ้นด้วยมูลค่าเริ่มต้น 1.25 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และมูลค่าสูงสุดไม่เกิน 3% ของเงินต้นสินเชื่อเข้าซื้อรถยนต์ที่ค้างชำระ อันดับที่ 3 CARCO ได้ซื้อ Letter of Credit จาก Union Bank of Switzerland จำนวน 7%⁴¹

ค) รูปแบบ Fixed-payment

รูปแบบที่ 3 ที่ถูกนำมาใช้ในการแปลงสินเชื่อบริษัท คือรูปแบบ Fixed-payment ซึ่งรูปแบบนี้จะไม่มีการชำระหนี้ก่อน การจ่ายชำระให้แก่นักลงทุนจะถูกกำหนดตายตัว คือ การจ่ายชำระจะไม่ขึ้นอยู่กับกระแสเงินสดที่เกิดจากสินทรัพย์ที่นำมาค้ำประกัน

รูปแบบ Fixed-payment ถูกนำมาใช้ครั้งแรกในการแปลงสินเชื่อเข้าซื้อรถของ General Motors Acceptance Corporation (GMAC) มูลค่า 4 ล้านดอลลาร์สหรัฐ GMAC ได้ขายสินเชื่อให้แก่ Asset-Backed Securities Corporation (ABSC) ซึ่งเป็นบริษัทเฉพาะกิจและเป็นบริษัทในเครือของบริษัท First Boston ABSC และได้ออกตราสารที่แปลงสินเชื่อเข้าซื้อรถ 3 ชั้น (classes) มูลค่า 4 พันล้านเหรียญสหรัฐอเมริกา และ ABSC ก็ได้ขายลูกหนี้ ให้แก่ Owner trust

ดอกเบี้ยที่ผู้ถือตราสารจะได้รับอยู่ในอัตราคงที่และจะถูกจ่ายทุกๆ 3 เดือน และเนื่องจากสินเชื่อจะชำระหนี้เป็นประจำทุกเดือนจึงสามารถนำรายได้นั้นไปลงทุนต่ออีกครั้งหนึ่ง (reinvestment) ได้ ซึ่งได้ดำเนินการโดย Morgan Guaranty ซึ่งได้ออกสัญญารับประกันการลงทุน "guaranteed investment contract" (GIC) มูลค่า 5.807 % ตราสารหนี้ได้ถูกค้ำประกันเกินมูลค่า ซึ่งกระแสเงินสดจากสินเชื่อและรายได้จากการลงทุนต่อ นั้นจะเพียงพอสำหรับที่จะนำไปจ่ายให้แก่ผู้ถือตราสารและเงินต้นจะถูกจ่ายตามที่กำหนดเวลาได้โดย จะไม่มีการชำระหนี้ก่อนกำหนด โดยผู้ถือตราสารชั้นที่ 1 จะได้รับชำระเงินต้นคืนครบถ้วนก่อนที่

⁴¹ Christine A. Pavel, *Securitization*, pp. 91-93.

จะเริ่มต้นจ่ายคืน ให้แก่ผู้ถือตราสารชั้นที่ 2 และผู้ถือตราสารชั้นที่ 2 ก็จะได้รับชำระเงินต้นคืนครบถ้วนก่อนที่จะเริ่มต้นจ่ายคืนให้แก่ผู้ถือตราสารชั้นที่ 3

จากที่ได้พิจารณาถึงรูปแบบในการแปลงสินเชื่อเข้าซื้อตราสารชั้นต้นแล้ว ตราสารที่ออกโดยการแปลงสินเชื่อเข้าซื้อตราสารก็มีความเสี่ยงอยู่บ้าง ซึ่งความเสี่ยงที่เกิดขึ้นนั้นมีอยู่ 3 กรณี คือ

- 1) ความเสี่ยงจากสินเชื่อ (credit risk)
- 2) ความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ย (interest rate risk) และ
- 3) ความเสี่ยงจากการชำระหนี้ก่อนกำหนด (prepayment risk)

อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงจากการชำระหนี้ก่อนกำหนดนั้นจะไม่เกี่ยวข้องสำหรับรูปแบบของ fixed-payment และในความเสี่ยงทั้ง 3 กรณี ความเสี่ยงจากสินเชื่อ นั้นเกี่ยวข้อง เป็นอันดับแรกกับสถาบันจัดอันดับและผู้รับประกันความเสี่ยง⁴²

2) รูปแบบการนำลูกหนี้เข้าซื้อตราสารมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทย

การนำลูกหนี้เข้าซื้อตราสารมาแปลงให้เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทยนั้น ได้เกิดขึ้นเป็นครั้งแรกเมื่อราวต้นปี 2536 โดยธนาคารเอเชีย จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ริเริ่ม โดยได้จัดตั้งบริษัท บีโอเอริซิฟเอเบิลส์ จำกัด (BOA Receivables : BARC) ซึ่งเป็นบริษัทเฉพาะกิจด้วยทุนจดทะเบียน 1 ล้านบาท เพื่อดำเนินการรับซื้อลูกหนี้สินเชื่อเข้าซื้อตราสาร ซึ่งเป็นลูกหนี้ของธนาคารเอเชีย ซึ่งได้ขายสินเชื่อดังกล่าวในวงเงิน 200 ล้านบาท โดยมีขั้นตอนการทำ Securitization ดังนี้

2.1) ธนาคารเอเชียได้ขายลูกหนี้เงินกู้ซึ่งเป็นผู้ประกอบการธุรกิจให้เข้าซื้อตราสารให้แก่บริษัท BARC พร้อมกับโอนหลักทรัพย์ค้ำประกัน ซึ่งก็คือ ทะเบียนรถให้แก่ BARC

2.2) BARC ก็ดำเนินการออกตราสารหนี้ ซึ่งก็คือ ตั๋วแลกเงินจำหน่ายให้แก่ นักลงทุน โดยเงินที่ได้มานั้นก็จะนำไปชำระเป็นค่าซื้อลูกหนี้จากธนาคารเอเชีย โดยมีลักษณะของตราสารที่แบ่งออกได้เป็น 2 ชั้นหรือระดับคือ

⁴² Ibid., pp. 93-95.

2.2.1) Class A คิดเป็นมูลค่าร้อยละ 90 ของตราสารที่ออกทั้งหมด
 จำหน่ายให้แก่นักลงทุนทั่วไป โดยมีบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ชั้นนำเป็นผู้ร่วมจัดจำหน่าย (Underwriters)

2.2.2) Class B คิดเป็นมูลค่าร้อยละ 10 ของตราสารที่ออกทั้งหมด ซึ่ง
 ธนาคารเอเซียจะเป็นผู้รับซื้อทั้งหมด โดยจะมีสิทธิรับชำระหนี้หลังจากผู้ถือตราสารชั้น Class A
 ได้รับชำระเงินเสร็จสิ้นเรียบร้อยแล้ว

2.3) BARC จะมอบหลักทรัพย์ค้ำประกัน (คือ สมุดทะเบียนรถ) ไว้ให้ผู้ดูแล
 (Custodian) เพื่อเป็นหลักประกันให้กับนักลงทุน ซึ่งผู้ดูแลดังกล่าวก็คือ บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรม
 แห่งประเทศไทย (IFCT) ซึ่งทำหน้าที่เป็นผู้เก็บรักษาหลักทรัพย์

2.4) ธนาคารเอเซียจะทำหน้าที่เป็นผู้บริหารหนี้สิน (Servicer) ให้แก่ BARC
 ด้วยการติดตามการชำระหนี้เงินต้นและดอกเบี้ยจากลูกหนี้ โดย BARC จะมีรายได้จากดอกเบี้ย
 เงินกู้ที่ได้รับโอนมาจากธนาคารแล้ว ในขณะที่ธนาคารเอเซียก็จะมีรายได้จากค่าธรรมเนียมใน
 การรับบริหารหนี้ให้

2.5) บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ไอเอฟซีทีไฟแนนซ์ ซึ่งเป็นบริษัทในเครือของ IFCT
 ก็จะทำหน้าที่เป็นผู้จัดจำหน่ายตราสารโดยการประมูลตราสารในอัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่าดอกเบี้ย
 เงินฝากธนาคารโดยตราสารดังกล่าวมีการระบุดัชนีผลตอบแทน และระยะเวลาไถ่ถอนที่แน่นอน
 ซึ่งในกรณีนี้คือ 3 ปี และเป็นตราสารที่ต่ออายุทุก 3 เดือน

2.6) IFCT เป็นผู้รับประกันความเสี่ยง (Credit Enhancer) ในเงินต้น
 และดอกเบี้ยให้แก่ผู้ถือตราสาร Class A ในอัตราร้อยละ 15 ของมูลค่าตราสารที่ออก

ซึ่งในการทำ Securitization ของธนาคารเอเซียในครั้งนี้ เป็นการนำเอาลูก
 หนี้เช่าซื้อรถมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ ซึ่งทำให้เกิดปัญหาทางกฎหมายที่จะต้องนำมาพิจารณาว่า ชั้น
 ตอนและวิธีการโอนขายลูกหนี้ และการนำทรัพย์สิน ซึ่งคือ สมุดทะเบียนรถมาเป็นหลักประกันใน
 การออกตราสารแก่นักลงทุนนั้น จะมีผลอย่างไรในทางกฎหมายหรือไม่ ซึ่งจะได้กล่าวต่อไปใน
 บทที่ 4