

### บทที่ 3

#### หลักทรัพย์ที่มีสัญญาซึ่งมีจำนวนเป็นประกันในสหรัฐอเมริกา

ในการพิจารณารูปแบบของหลักทรัพย์ที่มีสัญญาซึ่งมีจำนวนเป็นประกันในบทนี้ จะพิจารณาจากรูปแบบในลักษณะของหลักทรัพย์ประเภทที่มีอยู่ในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งพิจารณาได้ดังนี้

#### ผู้มีบทบาทสำคัญในหลักทรัพย์ที่มีสัญญาซึ่งมีจำนวนเป็นประกัน

ในการออกหลักทรัพย์ที่มีสัญญาซึ่งมีจำนวนเป็นประกันแต่ละครั้งนั้น จะประกอบด้วยบุคคลที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับจำนวนมาก เช่น เจ้าหนี้เดิมหรือผู้ให้สินเชื่อเดิม (Originator), ผู้ให้บริการบริการ (Servicer), ผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuer / Special Purpose Vehicle), ผู้รับประกันการจัดจำหน่าย (Investment Banker), สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency), ผู้รับประกันความเสี่ยง (Credit Enhancer), ผู้ดูแลทรัพย์สิน (Trustee) และผู้ลงทุน (Investor)

#### 1. เจ้าหนี้เดิมหรือผู้ให้สินเชื่อเดิม (Originator)

เจ้าหนี้เดิมหรือผู้ให้สินเชื่อเดิม หมายถึง ผู้ที่ก่อให้เกิดและจัดการกับทรัพย์สินของตนที่ได้ถูกขายออกไป หรือที่ตนใช้ในฐานะที่เป็นหลักประกันสำหรับหลักทรัพย์ที่มีทรัพย์สินเป็นประกัน โดยส่วนมากเจ้าหนี้เดิมจะเป็นสถาบันการเงิน<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Christina A Pavee, Securitization (The United States of America : Probus Publishing, 1989), pp. 22.

## 2. ผู้ให้บริการบริการ (Servicer)

โดยปกติผู้ให้บริการบริการ (Servicer) จะเป็นเจ้าหนี้เดิม (Originator) ซึ่งผู้ให้บริการบริการจะเป็นผู้รับผิดชอบในการจัดการทรัพย์สินที่ตนได้จำหน่ายออกไป หรือที่ได้ใช้ไปในฐานะหลักประกัน ทั้งนี้ผู้ให้บริการจะต้องรับผิดชอบในการจัดการ ดูแลทรัพย์สินและกระแสรายได้ที่เกิดจากหลักทรัพย์นั้น ๆ

นอกจากนี้ผู้ให้บริการยังคงมีหน้าที่ในการรับชำระเงินต้น ดอกเบี้ยจากหลักประกัน และยังคงมีหน้าที่ติดตามการชำระหนี้ของกลุ่มที่ค้างชำระ สำหรับหน้าที่อื่น ๆ ผู้ให้บริการ ยังคงมีความรับผิดชอบในการจัดส่งรายงานเกี่ยวกับ มูลค่าของหลักประกันที่ได้จำหน่ายออกไปหรือที่ถูกใช้เป็นหลักประกันต่อ ผู้ดูแลทรัพย์สิน (Trustee) และผู้ถือหลักทรัพย์ (Certificate holders) โดยจัดส่งเป็นรายเดือนและรายปี<sup>2</sup> นำเงินที่ได้รับไปลงทุนต่อ (reinvest) คำนวณการจ่ายดอกเบี้ย และเงินต้น สำหรับผู้ถือหลักทรัพย์ และดำเนินการในการจ่ายเงิน บังคับตามข้อกำหนดและเงื่อนไข<sup>3</sup>

## 3. ผู้ออกหลักทรัพย์ (Issues / Special Purpose Vehicle)<sup>4</sup>

หมายถึงผู้ออกหลักทรัพย์ที่มีสัญญาผู้ ซึ่งมีงานองเป็นประกัน ซึ่งจะเป็นผู้ทำสัญญารับซื้อหนี้มาจาก Originator แล้วนำทรัพย์สินที่ซื้อมาเป็นหลักประกันในการออกตราสารหนี้ที่ตนจะเป็นผู้ออก ซึ่ง Issuer อาจซื้อทรัพย์สินมาจาก Originator หลายราย แล้วรวบรวมทรัพย์สินเหล่านั้นให้เป็นหลักประกันในการออกตราสารเพื่อขายแก่นักลงทุน (ปกติ Issuer จะไม่มีทรัพย์สินเป็นของตนเองที่จะนำมารวมเพื่อเป็นหลักประกันในการออกตราสาร)

<sup>2</sup> Ibid., pp. 22-23.

<sup>3</sup> Phil Rivett & Peter Speak, *The Financial Jungle. A guide to financial instruments.* (England : BPC Wheatons Ltd.), pp. 162.

<sup>4</sup> Christine A. Pavel, *Securitization*, pp. 23.

#### 4. ผู้รับประกันการจัดจำหน่าย (Investment Bankers)<sup>5</sup>

ทำหน้าที่เป็นผู้รับประกันการจัดจำหน่ายให้แก่ Issuer ในการเสนอขายตราสารต่อประชาชน (Public Offering) หรือการขายให้แก่บุคคลในวงจำกัด (Private Placement) โดย Investment Bankes จะเป็นผู้ซื้อหลักทรัพย์จาก Issuer เพื่อทำการขายต่อ แต่สำหรับการขายให้แก่บุคคลในวงจำกัด Investment Banker จะไม่ทำการซื้อหลักทรัพย์เพื่อขายต่อ แต่จะกระทำในฐานะตัวแทน/นายหน้า เพื่อที่จะให้ผู้ซื้อและผู้ขายพบกัน

#### 5. ผู้รับประกันความเสี่ยง (Credit Enhancer)<sup>6</sup>

เป็นส่วนหนึ่งของการลดความเสี่ยงในหลักทรัพย์ ซึ่งวัตถุประสงค์ของ Credit Enhancement คือการทำให้คุณภาพในหลักทรัพย์ดีขึ้น เพื่อให้มีผลต่อการ Rating ซึ่งส่วนมากในการทำ assest-backed securities (ไม่ว่าจะเป็นหลักทรัพย์ประเภทใดก็ตาม) ผู้ออกหลักทรัพย์ issuer เองอาจทำหน้าที่เป็น Credit Enhancer เองหรือให้บุคคลที่สามเป็นก็ได้

ในส่วนของ Credit Enhancer เองก็อาจจะพิจารณาถึง การประกันความเสี่ยง โดยการทำให้ Overcollateralization กล่าวคือ การทำให้ทรัพย์สินที่เป็นหลักประกันมีมูลค่ามากกว่าหนี้ที่เกิดขึ้นจริง (The value of the collateral behind the debt is greater than the face value of the debt at the time of issue) นอกจากนี้ หากในกรณีที่มูลค่าของทรัพย์สินที่เป็นหลักประกันลดลง issuer จะต้องหาหลักประกันมาทดแทน ซึ่งการมี Overcollateralization จะเป็นการป้องกันนักลงทุนต่อการที่หลักประกันมีมูลค่าลดลงเนื่องจาก การผิดนัด การไม่ชำระเงิน การชำระเงินก่อนกำหนด หรือแม้แต่ว่าราคาที่ลดลงเนื่องจากสภาวะของตลาด

<sup>5</sup> Ibid., pp. 25.

<sup>6</sup> Ibid., p.p. 29.

นอกจาก Overcollateralization แล้ว Spread Account ก็เป็นส่วนหนึ่งของ Credit Enhancement เนื่องจากหากแหล่งรายได้ที่จะต้องชำระให้แก่นักลงทุนค่อนข้างมีปัญหา การแก้ปัญหาาก็โดยจะนำเงินที่กั้นไว้ในส่วนของ Spread Account มาใช้ เพื่อแก้ปัญหา ก่อน ซึ่งการมี Spread Account จะมีเท่าอายุของหลักทรัพย์ที่ได้ออกไป

ในการบริหารหนี้เงินกู้ Enhancement of Collateral<sup>7</sup> จะมีความสำคัญมาก เพราะจะเป็นการเพิ่มมูลค่าให้แก่หลักทรัพย์ ซึ่งอาจจะเป็นการกระทำโดยผู้ออกหลักทรัพย์เป็นผู้จัดทำ หรือจัดทำโดยบุคคลจำนวนมาก ซึ่งความเสี่ยงที่เกิดขึ้นนั้นอาจจะเกิดขึ้นได้จากปัจจัยดังนี้

1. ความเสี่ยงจากลูกหนี้ (Credit Risk) คือกรณีที่ลูกหนี้ (ผู้กู้) ผิดนัดในการชำระเงินของตน
2. ความเสี่ยงจากการชำระหนี้ (Liquidity Risk) คือกรณีที่ลูกหนี้ (ผู้กู้) ไม่ชำระหนี้ตามกำหนดเวลา ไม่ว่าจะหนี้เงินต้นหรือหนี้จากดอกเบี้ย
3. ความเสี่ยงจากการลงทุนต่อ (reinvestment risk) มักจะเกิดจากความล่าช้าระหว่างระยะเวลาในการจ่ายเงินของผู้ (obligor) กับการจ่ายดอกเบี้ยไปยังนักลงทุนที่ถือหลักทรัพย์ รายได้ที่ได้รับในระหว่างระยะเวลานี้จะถูกนำไปลงทุนต่อ หากภาวะดอกเบี้ยในตลาดลดลงก็อาจจะทำให้เงินที่ได้รับไม่คุ้มกับหนี้ที่มีอยู่จริง (ภาวะในการจ่ายดอกเบี้ยและ/หรือเงินต้นให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์)<sup>8</sup>

การทำ Enhancement สามารถทำได้หลายรูปแบบ คือ

(1) Spread Account, Reserve Account (credit risk, liquidity risk) ในบางกรณีที่แหล่งรายได้ของทรัพย์สินอาจจะมีปัญหา จึงมีการแก้ปัญหาโดยนำเงินที่กั้นไว้ในส่วนของ Spread Account มาใช้เพื่อแก้ปัญหา ก่อน และโดยทั่วไปการมี Spread Account จะมีเท่าอายุของหลักทรัพย์ที่ได้ออกไป การทำ Spread Account ไม่ว่าจะบางส่วนหรือทั้งหมด กำหนดจากช่วงระหว่างอัตราดอกเบี้ยโดยเฉลี่ยที่จ่ายให้แก่หลักทรัพย์ (ไปยังนักลงทุน)

<sup>7</sup> Phil Rivett & Peter Speak, The financial gangle - a guide to financial instruments, pp. 165-166.

<sup>8</sup> The Financial jungle, a jungle to financial instruments, page

(2) Over-Collateralization (credit risk) คือการสำรองทรัพย์สินที่เป็นหลักประกันให้มีมูลค่ามากกว่าหนี้ที่เกิดขึ้นจริง และในกรณีที่มูลค่าของทรัพย์สินที่เป็นหลักประกันลดลงผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องหาหลักประกันมาทดแทน ซึ่งการมีOver-Collateralization จะเป็นการป้องกันความเสี่ยงของนักลงทุนต่อการที่หลักประกันจะมีมูลค่าลดลง ซึ่งอาจจะมีสาเหตุจากการผิดนัดการไม่ชำระเงิน การชำระเงินก่อนกำหนด หรือแม้แต่ว่าราคาที่ลดลงเนื่องจากสภาวะของตลาด

(3) การรับซื้อคืนหนี้เสีย หมายถึงในกรณีที่หนี้ที่อยู่ในกลุ่มมีปัญหา เช่น ผิดนัดชำระหนี้ จึงมักจะมีข้อตกลงในการรับซื้อคืนหนี้เสีย

(4) การค้ำประกันของสถาบันการเงิน (credit risk) (Bank Guarantee/Letter of Credit) ซึ่งอาจจะเป็นในลักษณะการค้ำประกันโดยสถาบันการเงินโดยตรง ซึ่งการค้ำประกันจากบุคคลที่สาม (ไม่ว่าจะเป็นธนาคาร หรือ บริษัทประกันภัย) ค่อนข้างมีค่าใช้จ่ายที่สูง จึงมีการใช้รูปแบบของการประเมินคุณค่าในหลักทรัพย์ คือการ Credit Rating ซึ่งเป็นการประเมินค่าของหลักทรัพย์จากบุคคลที่สามแทน

#### 6. สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency)<sup>9</sup>

เป็นผู้กำหนดคุณค่าในหลักทรัพย์แต่ละ issue ซึ่งจะพิจารณาจากทรัพย์สินที่เป็นหลักประกัน ซึ่งในส่วนนี้ก็จะพิจารณา Credit Enhancement นอกจากนี้เหตุที่ต้องมีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ เนื่องจากการจัดอันดับจะช่วยในการประเมินผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ (yield requirements)

สำหรับการประเมินคุณค่ามักจะขึ้นอยู่กับสถานการณ์ 3 อย่างคือ ความน่าจะเป็นที่ผู้ออกหลักทรัพย์จะผิดนัด ลักษณะและข้อบังคับของมูลหนี้ และโอกาสในการเกิดการล้มละลาย<sup>10</sup>

<sup>9</sup> Christine A. Pavel, *Securitization*, pp. 32.

<sup>10</sup> *Securitization*, Cristine A. Pavel, Probus Publishing, USA, 1989, page32.

## 7. ผู้ดูแลผลประโยชน์ (Trustee)<sup>11</sup>

ผู้ดูแลผลประโยชน์ในหลักทรัพย์ที่มีทรัพย์สินเป็นประกัน จะมีลักษณะเป็น คนกลางระหว่าง ผู้ให้บริการบริการ (Servicer) และผู้ลงทุน (Investors) และระหว่างผู้รับประกัน ความเสี่ยง (Credit Enhancer) นอกจากนี้จะทำหน้าที่ในการดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นผู้ทั้งปวง

หลักทรัพย์ที่มีสัญญาผู้ ซึ่งมีจำนวนเป็นประกันในประเทศสหรัฐอเมริกา<sup>12</sup>

ตลาดรองในประเทศสหรัฐอเมริกาได้พัฒนามานานกว่า 50 ปีและมีบทบาทอย่างมาก ในระบบสินเชื่อที่อยู่อาศัย เพราะช่วยสนับสนุนสถาบันการเงินในตลาดแรกให้มีเงินทุนเพิ่มขึ้น กล่าวคือ สถาบันการเงินในตลาดแรก เมื่อให้บริการสินเชื่อที่อยู่อาศัยแก่ประชาชนแล้ว อาจจะได้ เอาสัญญาเงินกู้จำนวนนั้น เป็นสินทรัพย์ของสถาบันเอง หรือขายต่อให้กับสถาบันอื่นในตลาดรอง ก็ได้ หากขายไปก็ทำให้ได้รับเงินทุนเพิ่มเติม ซึ่งทำให้สามารถปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัยได้มากขึ้น ระบบตลาดรองในสหรัฐ มีขนาดใหญ่มาก และได้ขยายตัวมาตามลำดับ โดยในปี 2533 มีหนี้ เงินกู้ที่อยู่อาศัยคงค้าง (mortgage loans outstanding) ในระบบตลาดรองมากถึงร้อยละ 44.2 เพิ่มขึ้นจากที่มีเพียงร้อยละ 8.4 ในปี 2513 และเป็นที่น่าสังเกตว่าในปี 2533 สถาบันการเงินใน ตลาดแรกทั้งระบบปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัยเป็นจำนวน 484,758 ล้านดอลลาร์ แต่ได้ขายสินทรัพย์ จำนวนไปในตลาดรองถึง 418,803 ล้านดอลลาร์ คิดเป็นร้อยละ 86.4 ของสินเชื่อทั้งหมดที่ปล่อย ไป

### 1. ประวัติความเป็นมา

<sup>11</sup> Ibid., pp. 35.

<sup>12</sup> คณะทำงานศึกษาเรื่องการเงิน เพื่อการเคหะธนาคารสงเคราะห์, “สู่ทางความเป็น ไปได้ในการพัฒนาระบบตลาดรองเงินกู้ที่อยู่อาศัยในประเทศไทย,” เอกสารพื้นฐานเพื่อการหารือ และแลกเปลี่ยนทัศนะระหว่างธนาคารอาคารสงเคราะห์กับสถาบันการเงินต่าง ๆ 18 ธันวาคม 2535.



## 1. ประวัติความเป็นมา

1) ในระยะแรกธนาคารพาณิชย์ และสถาบันการเงินส่วนใหญ่ในสหรัฐอเมริกา ยังไม่ให้ความสำคัญในเรื่องการให้สินเชื่อระยะยาวเพื่อที่อยู่อาศัยมากนัก จึงมีเอกชนรวมตัวกัน ก่อตั้งสถาบันการเงินขึ้นมา โดยเฉพาะทำหน้าที่รับฝากเงินออมจากสมาชิกและให้บริการสินเชื่อที่อยู่อาศัยขึ้นมาในรัฐต่าง ๆ ทั่วสหรัฐอเมริกา เรียกชื่อว่า SAVING AND LOAN ASSOCIATIONS (S&L) หรือบางครั้งเรียกกันว่า THRIFTS ซึ่งคล้ายกับสหกรณ์ออมทรัพย์ที่อยู่อาศัย หรือบริษัท เครดิตฟองซิเอร์ในประเทศไทย

2) S&L จะดำเนินการอยู่ในทุก ๆ รัฐ กระจายทั่วประเทศ (จำนวนกว่า 4,000 แห่ง ในปี 1980) ทำหน้าที่หลักในการรับฝากเงิน และให้สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย (RESIDENTIAL MORTGAGE LENDING) แก่ประชาชนในท้องถิ่นของตน แต่สถาบันเหล่านี้หลายแห่งที่มีการระดมเงินในท้องถิ่นไม่เพียงพอกับความต้องการสินเชื่อระยะยาวเพื่อที่อยู่อาศัย นอกจากนี้ การบริหารงานมักจะถูกจำกัดการให้กู้เฉพาะอสังหาริมทรัพย์แก่ประชาชนโดยตรง โดยมีการจำนองเป็นประกัน เท่านั้น ไม่ได้ทำธุรกิจการเงินอย่างอื่น เพราะผู้บริหารมักจะไม่มีความเชี่ยวชาญทางการเงินอย่างเพียงพอ รัฐจึงต้องเข้ามาควบคุมการบริหารงานเพื่อไม่ให้เกิดความเสียหาย ในขณะที่เดียวกันก็พยายามหาวิธีการสนับสนุนทางการเงินให้กับสถาบันเหล่านี้ เพื่อให้สามารถระดมเงินทุนได้อย่างเพียงพอ

3) แนวความคิดเรื่องตลาดรองเงินกู้ที่อยู่อาศัย (SECONDARY MORTGAGE MARKET-SMM) เพื่อการเพิ่มสภาพคล่องเงินทุนที่อยู่อาศัยและการเคลื่อนย้ายทุนระหว่างภูมิภาค ได้มีมานานประมาณทศวรรษที่ 1920 แต่ในช่วงนั้นผู้เชี่ยวชาญด้านการธนาคารและการเงินหลายฝ่ายเห็นว่าตลาดรองยังไม่มีคามจำเป็นและปฏิบัติไม่ได้ (UNNECESSARY AND IMPRACTICAL) เพราะในช่วงนั้นเป็นช่วงที่เศรษฐกิจเจริญเติบโตอย่างรวดเร็ว และระบบการเงินยังมีสภาพคล่องสูง

4) แนวความคิดเกี่ยวกับตลาดรองฯ ยังไม่มีการดำเนินการปฏิบัติใด ๆ จนกระทั่งเศรษฐกิจของประเทศเข้าสู่ภาวะตกต่ำอย่างมาก (Great depression) ในทศวรรษที่ 1930 และมีผลกระทบอย่างมากต่อสถานการณ์ด้านเงินกู้ที่อยู่อาศัย ดังนั้น ในปี 1935 รัฐบาลจึงได้จัดตั้ง Reconstruction Finance Corporation (RFC) ขึ้นเพื่อมุ่งให้เกิดเสถียรภาพของตลาดที่อยู่อาศัยขึ้น โดยการรับซื้อเงินกู้จำนองจาก Federal Housing Administration (FHA) และ Veterans' Administration (VA)

5) ต่อมาในปี 1938 รัฐบาลกลางจัดตั้ง Federal National Mortgage Association (FNMA) หรือเรียกกันว่า "Fannie Mae" ขึ้น โดยพัฒนามาจาก RFC โดยมีวัตถุประสงค์การดำเนินงานที่สำคัญ ได้แก่

- สนับสนุนทางการเงินแก่ S&L ให้มีสภาพคล่องสูงขึ้น โดยการรับซื้อสัญญาเงินกู้จำนวนจาก S&L

- รับซื้อสัญญาเงินกู้จำนวนจากหน่วยงานรัฐบาล ได้แก่ เงินกู้ VA และ FHA

- S&L ได้รับเงินจาก FNMA ก็สามารถนำเงินไปให้กู้ได้ใหม่ ทำให้หมดปัญหาในการระดมเงินทุนระยะยาว

- FNMA ได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาลกลาง ซึ่งมีนโยบายส่งเสริมที่อยู่อาศัยจึงทำให้สามารถออกพันธบัตรไปขายในตลาดเงินในอัตราดอกเบี้ยต่ำใกล้เคียงกับพันธบัตรรัฐบาลมาเป็นเงินทุนดอกเบี้ยต่ำได้

6) ต่อมาในปี 1968 รัฐบาลจึงได้จัดตั้ง Government National Mortgage Association (GNMA) หรือเรียกว่า "Ginnie Mae" เพื่อรับหน้าที่บริหารเงินกู้ VA และ FHA รวมทั้งการสนับสนุนการเงินที่อยู่อาศัยแก่ประชาชนผู้มีรายได้น้อย

7) ในปี 1970 รัฐบาลก็ได้จัดตั้ง Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC) หรือเรียกว่า "Freddie Mac" เพื่ออำนวยความสะดวกในกิจกรรมตลาดรองเงินกู้ที่อยู่อาศัยโดยเฉพาะ

8) โดยสรุปเงื่อนไขสำคัญที่ทำให้เกิดระบบตลาดรองในสหรัฐ ได้แก่

- สถาบันการเงินต่าง ๆ ในแต่ละรัฐ ถูกห้ามไม่ให้ทำธุรกิจข้ามรัฐ ทำให้สภาวะการเงินการธนาคารไม่มีความคล่องตัว (ต่างกับประเทศไทย)

- S&L บางรัฐไม่มีเงินให้กู้ระยะยาวเพียงพอ ในขณะที่บางรัฐมีมากเกินไป ความต้องการ ทำให้มีความจำเป็นในการเคลื่อนย้ายเงินทุน

- การให้กู้เพื่อที่อยู่อาศัย นิยมให้กู้อัตราดอกเบี้ยตายตัว ทำให้เกิดความเสียดอกเบี้ยผันผวน เป็นอันตรายต่อสถาบันการเงิน ซึ่งมีทรัพย์สินเป็นลูกหนี้เงินกู้ระยะยาว หากสถาบันต้องระดมเงินฝากหรือเงินออมมาในอัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่าอัตราที่สถาบันให้เงินกู้จำนวน (ไม่เหมือนในยุโรปหรือประเทศไทย ซึ่งมักเป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัว)

- รัฐบาลต้องการให้ระบบการเงินของสหรัฐอยู่รอดในช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำขนาดหนัก (SMM idea became a reality only because of the need to promote the solvency of the U.S. financial system during a period of severe economic stress)



- ระบบธนาคารเดิม โดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์ไม่นิยมให้สินเชื่อที่อยู่อาศัย เนื่องจากการบริหารสภาพคล่องทำได้ยาก เพราะเป็นสินเชื่อระยะยาว ทำให้แหล่งเงินทุนที่อยู่อาศัยมีไม่เพียงพอ ทำให้เกิดตลาดรองขึ้น เพื่อเสริมสภาพคล่องทางการเงินเพื่อที่อยู่อาศัย

จากเงื่อนไขต่าง ๆ ดังกล่าว รัฐบาลจึงจำเป็นต้องจัดตั้งสถาบันการเงินขึ้น เพื่อสนับสนุนการดำเนินงานด้านการเงินในตลาดรองเงินกู้จำนอง

## 2. วิธีการดำเนินงานของตลาดรอง

### 2.1 วิธีการซื้อขายสินทรัพย์เงินกู้จำนองในตลาดรองโดยทั่วไป

การซื้อขายสัญญาเงินกู้จำนองในตลาดรองมีขั้นตอนโดยทั่วไปสรุปได้ดังนี้

1. สถาบันการเงินที่ให้สินเชื่อในตลาดแรก ได้แก่ สหกรณ์ออมทรัพย์ และให้กู้ ธนาคารพาณิชย์ ธนาคารเพื่อการจำนอง) ขายสัญญาจำนองให้กับสถาบันการเงินต่างๆ ในตลาดรอง (ได้แก่ Private conduits, FHLMC, FNMA, GNMA, mortgage broker-dealers, และ security dealers)
2. สถาบันการเงินในตลาดแรกที่ขายสัญญาจำนอง จะได้รับเงินสด (หรือหลักทรัพย์) จากการขายสัญญาเงินกู้จำนอง
3. สถาบันการเงินในตลาดรองที่รับซื้อสัญญาจำนอง อาจขายสัญญาจำนองนั้นต่อไปหรือแปลงสภาพสัญญาจำนองเหล่านั้นเป็นหลักทรัพย์ (securities) และขายต่อให้กับผู้ลงทุน (ได้แก่ savings and loans associations, ธนาคารพาณิชย์ บริษัทประกันชีวิต และกองทุนบำเหน็จบำนาญ เป็นต้น) โดยขายผ่านนายหน้า หรือผู้ค้าหลักทรัพย์
4. สถาบันการเงินในตลาดรอง จะได้รับเงินสดจากการขายสัญญาจำนองนั้น



5. สถาบันการเงินในตลาดรองจะอาศัยเงินสดที่ได้รับจากผู้ลงทุน ในการรับซื้อเงินกู้จำนวนจากสถาบันการเงินในตลาดแรก และทำให้สถาบันการเงินในตลาดแรกมีเงินทุนเพิ่มขึ้นและสามารถให้กู้แก่ผู้ต้องการสินเชื่อต่อไป

สำหรับรายละเอียดการดำเนินงานจะขึ้นกับประเภทของสินค้า หรือ ลักษณะของตราสารทางการเงินรวมทั้งเงื่อนไขต่าง ๆ ที่สถาบันการเงินในตลาดรองแต่ละแห่งจะ กำหนด

2.2 การดำเนินงานในตลาดรองฯ โดยการออกหลักทรัพย์ที่มีสัญญากู้ ซึ่งมี จำนวนเป็นประกัน (Mortgage Backed Securities)

เนื่องจากการดำเนินงานในตลาดรองในระยะสิบกว่าปีมานี้ ส่วนใหญ่เป็นการดำเนินงานโดยสถาบันการเงินในตลาดรองได้ออกตราสารการเงินที่มีหลักประกันเป็นเงินกู้ จำนวน (Mortgage Backed Securities - MBS) ขายให้กับผู้ลงทุน ดังนั้น จึงเห็นควรทำความเข้าใจถึงแนวความคิดและวิธีการดำเนินการเกี่ยวกับการซื้อขายตราสารการเงินประเภทนี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งที่ปฏิบัติกันอยู่ในประเทศสหรัฐอเมริกา

### 3. แนวความคิดของหลักทรัพย์ที่มีสัญญากู้จำนวนเป็นประกัน

ในช่วงปลายของทศวรรษที่ 1960 สหรัฐอยู่ในสภาพที่เศรษฐกิจตกต่ำมาก สถาบันการเงินขาดแคลนเงินทุนเพื่อที่อยู่อาศัยมาก ดังนั้น จึงจำเป็นต้องหามาตรการในการระดมเงินเพิ่มเติมจากแหล่งใหม่ ๆ

ในการนี้ จึงมีการพัฒนาตราสาร MBS ขึ้นเพื่อเป็นเครื่องมือในการระดมทุน เพื่อที่อยู่อาศัยมากขึ้น (to provide a way for more capital flow into housing) แหล่งการเงินที่อาจระดมได้คือจากกองทุนต่าง ๆ หรือสถาบันการเงินที่ไม่ได้ให้สินเชื่อจำนวนเป็นหลัก (nontraditional mortgage lenders) เช่น กองทุนบำเหน็จบำนาญ (pension funds) กองทุนบำเหน็จ (retirement funds) กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ (provident funds) บริษัทประกันชีวิต เป็นต้น

การออกตราสาร MBS ช่วยให้นักลงทุนหันมาสนใจในการลงทุนระยะยาวมากขึ้น เพราะสามารถให้หลักประกันการได้รับผลตอบแทนที่สูง มั่นคง และเชื่อถือได้ ทั้งนี้ เพราะมีกลุ่มสัญญาเงินกู้จำนอง (pool of mortgage) ที่มีบุริมสิทธิ์เป็นหลักประกันหลักทรัพย์นี้อยู่ อีกทั้งอัตราดอกเบี้ยหน้าตัวของ MBS จะต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้จำนองที่นำมาพูลกันไม่มากนัก ประมาณร้อยละ 0.5 ซึ่งส่วนต่างนี้จะเป็นค่าใช้จ่ายในส่วนของ servicing fee ประมาณร้อยละ 0.44 และเป็นค่าประกัน (guarantee fee) ให้กับสถาบันในตลาดรอง (เช่น FNMA) ประมาณร้อยละ 0.06

การขายตราสาร MBS มักจะกระทำผ่านบริษัทผู้ค้าหลักทรัพย์ (securities dealers) โดยหน่วยของตราสารจะมีมูลค่าอย่างน้อยหน่วยละ \$1,000 โดยกำหนดแยกตามมูลค่าเงินต้นคงค้างในกองสินทรัพย์จำนอง (unpaid principal amount of the mortgage loans in the pool)

## รูปแบบของ MBS

### 1. Pass-Through

หลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายกันมากที่สุดในตลาดได้แก่แบบที่เรียกว่า mortgage pass through certificate วิธีการออกหลักทรัพย์ชนิดนี้ คือสถาบันการเงินที่รับจำนองในตลาดแรก จะรวบรวมสัญญาจำนอง และนำไปให้สถาบันการเงินในตลาดรอง เช่น FNMA ค่าประกัน โดยต้องจ่ายค่าธรรมเนียมค่าประกัน (guarantee fee) โดยสถาบันการเงินที่รับจำนองนั้นมักจะทำหน้าที่ให้บริการลูกค้าเงินกู้จำนองนั้นต่อไป โดยได้รับค่าธรรมเนียมในการให้บริการลูกค้า (servicing fee) เป็นการตอบแทนสถาบัน ผู้รับจำนองจะโอนเงินต้น ดอกเบี้ย และค่าใช้จ่ายอื่น ๆ ที่ผู้จำนองจ่ายเป็นรายเดือน ผ่านต่อไปให้ผู้ลงทุนโดยตรงตามสัดส่วนที่กำหนดเอาไว้แน่นอน (pro rata share of cash flow) โดยผู้ลงทุนจะมีฐานะเป็นเจ้าของส่วนหนึ่งในดอกผลที่เกิดจากเงินกู้จำนองที่นำมารวมกัน (own a fractional undivided interest in a pool of mortgages)

โดยทั่วไปธนาคารรับจำนอง (Mortgage bankers) จะเป็นผู้ออกหลักทรัพย์ MBS มากที่สุด แต่ไม่นานมานี้ saving and loan associations ธนาคารพาณิชย์ และ sponsors of conduits ก็ได้เพิ่มบทบาทด้านนี้มากขึ้นโดยลำดับ

ตราสารประเภทนี้ผู้ออกตราสาร (issuer of a certificate) จะต้องจ่ายดอกเบี้ยและเงินต้นให้กับผู้ลงทุนตามกำหนดเวลา แม้ว่าผู้ออกตราสารจะไม่ได้รับชำระเงินจากผู้จำนองก็ตาม หากจ่ายให้ไม่ได้ ผู้ค้ำประกัน (ได้แก่ FNMA GNMA FHLMC) ก็จะต้องจ่ายแทน ทำให้ผู้ลงทุนไม่ต้องเสี่ยงต่อผลตอบแทนที่จะได้รับ และทำให้หลักทรัพย์นี้ขายได้ง่าย

โดยทั่วไปผลประโยชน์ตอบแทนของ MBS จะสูงกว่าพันธบัตรรัฐบาล (US Treasury bond) ประมาณร้อยละ 1.0 - 1.75

ธุรกิจการซื้อขาย MBS มีปริมาณมาก โดย pass through MBS ของ GNMA ได้รับความนิยมมากที่สุด โดยในปี 1989 มีมูลค่าคงค้างของหลักทรัพย์ MBS ทั้งหมดในสหรัฐอเมริกาเป็นเงิน 835.8 พันล้านดอลลาร์ ในจำนวนนี้เป็นของ GNMA มากถึง 353 พันล้านดอลลาร์ คิดเป็นร้อยละ 42 ของทั้งหมด

การดำเนินงาน MBS มุ่งที่จะให้เกิดเงินทุนมาสู่ระบบสินเชื่อที่อยู่อาศัยมากขึ้น อย่างไรก็ตาม MBS แบบ Pass-through ก็ไม่ใช่มาตรการที่มีความสมบูรณ์ ยังมีปัญหาที่สำคัญที่สุด คือความไม่แน่นอนในกระแสเงินสดที่เกิดขึ้น (irregular cash flow) โดยเฉพาะในกรณีที่มีการชำระหนี้ก่อนครบกำหนดสัญญาของผู้กู้ (prepayment) ดังนั้น จุดอ่อนของ Pass-through MBS คือการไม่มี Call protection และทำให้เกิดตราสารแบบใหม่ขึ้นคือ Collateralized Mortgage Obligation (CMO)

## 2. Mortgage Bonds

ผู้ลงทุนซื้อ Mortgage bond จะมีฐานะเป็นเจ้าของหนี้ (creditor) โดยมีกลุ่มสัญญาจำนองเป็นหลักประกันค้ำประกัน (a pool of mortgage serving as collateral) ส่วนผู้ออกตราสารจะมีฐานะเป็นลูกหนี้ (debter) โดยในงวดจะมีการลงบัญชีในฐานะเป็นหนี้สิน (liability)

## Mortgage bond มี 3 ประเภท ได้แก่

### 1. Pay - Through Bond (cash flow bond)

หุ้นกู้ประเภทนี้ สัญญาเงินกู้จำนวนจะเป็นแหล่งที่มาของเงินที่จะจ่ายแก่หุ้นกู้ โดยเงินต้นและดอกเบี้ยที่สถาบันการเงินที่รับจำนองได้รับจากผู้จำนองเป็นรายเดือน จะใช้ในการจ่ายผลประโยชน์ให้กับหุ้นกู้ โดยการจ่ายนี้ อาจเป็นรายเดือน ราย 3 เดือน หรือราย 6 เดือน

กระแสเงินสดที่เกิดขึ้นจากสัญญาเงินกู้จำนวนที่นำมารวมกัน จะอยู่ในมือของ fiduciary หรือ trustee เพื่อเป็นหลักประกันว่าเงินจำนวนนั้นจะถึงมือผู้ลงทุนอย่างแน่นอน แม้ในกรณีที่ผู้รับจำนองจะประสบกับปัญหาการเงินก็ตาม

### 2. Straight Bond (traditional bond)

ผู้ลงทุนในหุ้นกู้ประเภทนี้ จะมีฐานะเป็นเจ้าของที่ให้เงินกู้แก่ผู้ออกตราสาร โดยมีมูลค่าตลาดของกลุ่มสัญญาจำนอง (market value of pool of mortgage) เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน ในทางปฏิบัติ trustee จะทำหน้าที่ประเมินมูลค่าตลาดของกลุ่มสัญญาจำนองทุก ๆ 3 เดือน โดยผู้ออกตราสารจะต้องนำจำนวนสัญญาเงินกู้จำนวนเพิ่มเติมในกลุ่มสัญญาจำนอง ถ้าหากมูลค่าเงินกู้จำนวนในกลุ่มลดลงต่ำกว่ามูลค่าของ MBS ที่นำออกขาย

### 3. Collateralized Mortgage Obligation (CMO)

CMO เป็นตราสารหนี้ (debt instrument) ที่เกิดขึ้นหลัง pass-through MBS เนื่องจาก CMO จัดเป็นหุ้นกู้ประเภทหนึ่ง แต่เป็นชนิดที่เรียกว่า "serial pay-through bond" ผู้ลงทุนที่ซื้อ CMO ไม่ได้ซื้อกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์เงินกู้จำนวนโดยตรง แต่ซื้อหุ้นกู้ที่หมุนหลังโดยกลุ่มสัญญาจำนอง ทั้งนี้ จุดต่างสำคัญกับ pass-through MBS คือ วิธีการจ่ายคืนเงินต้นและดอกเบี้ยให้กับผู้ถือหุ้นกู้ในลักษณะที่เป็นไปตามลำดับอายุของหุ้นกู้ (sequential retirement of bonds)

หลักทรัพย์ประเภทนี้ จะช่วยป้องกันปัญหาการชำระคืนก่อนครบกำหนดสัญญา ทำให้ผู้ลงทุน มีความมั่นใจว่า จะได้รับผลตอบแทนการลงทุนที่คงที่ สม่าเสมอ เนื่องจากการจัดโครงสร้างที่ป้องกันผลของการชำระหนี้ก่อนครบกำหนด (call protection) โดยหลักทรัพย์ประเภทนี้ กำหนดให้มีกลุ่มผู้ถือหลักทรัพย์ 3-4 ชั้น ตามอายุครบกำหนด มีระยะเวลาชำระคืนต่างกัน (classes of holders with different maturities) รวมทั้งสมมติฐานของการชำระหนี้ก่อนครบกำหนด (prepayment) ตามลักษณะของสัญญาเงินกู้จำนวนที่มีอยู่ในกลุ่ม เช่น

กลุ่มที่ 1 มีอายุเฉลี่ย	32 ปี	(fast pay bond)
กลุ่มที่ 2 มีอายุเฉลี่ย	8.6 ปี	(medium pay bond)
กลุ่มที่ 3 มีอายุเฉลี่ย	20.4 ปี	(slow pay bond)

การจ่ายเงินต้นและดอกเบี้ย มักจะกระทำปีละ 2 ครั้ง โดยจะเริ่มที่ผู้ถือหุ้นกู้ (bond holder) ชั้นที่ 1 ก่อนจนกว่าจะครบ จากนั้นจึงมีการจ่ายให้กับผู้ถือหุ้นกู้ในชั้นที่ 2 และชั้นที่ 3 ต่อไปตามลำดับ การจัดโครงสร้างเช่นนี้ ทำให้ผู้ลงทุนสามารถเลือกระยะเวลาการลงทุนที่ตรงกับความต้องการของตนได้ดียิ่งขึ้น เช่น บริษัทประกันชีวิต หรือกองทุนต่างๆ อาจต้องการลงทุนระยะยาวมากกว่าระยะสั้น แต่บริษัทเงินทุนอาจต้องการลงทุนในระยะสั้นกว่า (short term liquidity investment)

#### ข้อพิจารณาเกี่ยวกับการชำระหนี้ครบก่อนกำหนดเวลา (Prepayment Considerations)

ในการดำเนินงานเกี่ยวกับ MBS การชำระหนี้ก่อนครบกำหนดสัญญา (Prepayment) จะมีผลกระทบอย่างมากต่อการคิดคำนวณผลตอบแทนที่สถาบันการเงินจะได้รับ

Prepayment เกิดขึ้นเนื่องจากผู้กู้ได้ย้ายและขายบ้านไป ทำการไถ่ถอน หรือมีเหตุผลอื่น ๆ ในการชำระหนี้ให้เสร็จสิ้นก่อนครบกำหนดในสัญญา ซึ่งบางรายอาจจะชำระหนี้ครบเพียงเวลา 1 เดือนหลังจากจำนวน บางรายอาจจะใช้เวลา 1 ปี 5 ปี 10 ปี โดยทั่วไปผู้กู้จำนวน FHA จะจ่ายหนี้หมดในเวลา 12 ปี จากที่ขอกู้ 30 ปี ดังนั้น กองหลักทรัพย์จำนวนจาก FHA และ VA ก็ควร

จะมีอายุเท่ากัน จากข้อสมมติฐานนี้ GNMA MBS ก็จะจ่ายหนี้หมดใน 12 ปี และการคำนวณผลตอบแทนรายได้ (yield) ก็ต้องถือตามสมมติฐานนี้ อย่างไรก็ตามสมมติฐานการชำระหนี้ก่อนครบกำหนดสัญญา จะเปลี่ยนแปลงตามประเภทของเงินกู้จำนองและระยะเวลาการชำระคืน

### การประกันสินทรัพย์เงินกู้จำนอง (Mortgage Insurance)

ผู้ลงทุนซื้อ conventional MBS มีหลักประกันในการได้รับกระแสเงินสดอย่างน้อย 4 ชั้น (layers) คือ

1) Pool insurance ที่ครอบคลุมเงินต้นคงเหลือของหนี้เงินกู้จำนองทั้งหมดในพูล ตัวอย่างเช่น ถ้าผู้ลงทุนต้องการพูลเงินกู้จำนองที่มีระดับความน่าเชื่อถือเป็นประเภท AAA บริษัทจัดลำดับความน่าเชื่อถือ (rating agency) จะต้องให้มีการประกันในอัตราร้อยละ 7 ของมูลค่าหนี้ทั้งหมดในพูล นั่นคือ ธรรมเนียมประกันพูลเงินกู้จำนองนี้ จะคุ้มครองผู้ลงทุนในความเสี่ยงหากกรณีมีการค้างชำระหนี้เงินกู้ในจำนวนไม่เกินร้อยละ 7 ของเงินต้นคงค้างทั้งหมดในพูลครั้งแรก

2) Special hazard insurance policy ผู้ลงทุนจะได้รับคุ้มครองโดยกรมธรรม์ประเภทนี้ โดยจะคุ้มครองเป็นเงินไม่เกินร้อยละ 1 ของมูลค่าหนี้เงินกู้จำนองคงเหลือในพูลครั้งแรก (initial aggregate principal balance)

3) Individual mortgage insurance policy ผู้ลงทุนจะได้รับความคุ้มครองจากกรมธรรม์ประกันเงินกู้จำนองส่วนบุคคล โดยเฉพาะเงินกู้ที่มีมูลค่ามากกว่าร้อยละ 80 ของมูลค่าหลักทรัพย์ โดยปกติสถาบันการเงินที่ปล่อยเงินกู้อย่างยอเยยจะทำหน้าที่เป็นผู้รับประกันเอง

4) Homeowner equity ได้แก่ทรัพย์สินที่เป็นส่วนของเจ้าของบ้านที่เป็นผู้กู้ ถือว่าเป็นหลักประกันได้อย่างหนึ่ง

การประกันโดยวิธีต่าง ๆ นี้ เมื่อประกอบกับสัญญาการค้ำประกันของผู้ออกตราสาร MBS ที่จะเป็นผู้จ่ายเงินต้นและดอกเบี้ยให้กับผู้ลงทุนเป็นรายเดือนแล้ว ทำให้ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ MBS มีความมั่นคงในการลงทุนสูงมาก (very secure investment)

## การขาย MBS ให้กับนักลงทุน (Selling MBS to investor)

### การขายหลักทรัพย์ MBS ให้กับนักลงทุนมี 3 วิธี

#### 1. Private placement

ได้แก่การเสนอขายหลักทรัพย์อย่างเจาะจงให้กับเอกชนเพียงรายเดียว หรือ บางรายโดยเฉพาะเจาะจง ทั้งนี้ จะมีการตกลงกันระหว่างผู้ออกตราสารกับผู้ลงทุนใน เงื่อนไขต่าง ๆ เนื่องจากการขายวิธีนี้ไม่ได้ขายกับประชาชนทั่วไป จึงไม่จำเป็นต้องจดทะเบียนกับ คณะกรรมการควบคุมตลาดหลักทรัพย์ (SEC registration) ค่าธรรมเนียมการจัดจำหน่าย (underwriting fee) ค่อนข้างต่ำประมาณ 0.25 - 1.00% การออกหลักทรัพย์ใหม่ ครั้งแรก ๆ มักจะ ใช้วิธีการแบบ private placement จนกว่าตราสาร MBS จะเป็นที่คุ้นเคยของตลาดแล้ว จึงจะใช้วิธี ขายแก่ผู้ลงทุนทั่วไป

#### 2. Public-institutional offering

ได้แก่การเสนอขายหลักทรัพย์ให้กับสถาบันการเงินต่าง ๆ หลายแห่ง วิธีนี้ผู้ ออกหลักทรัพย์และผู้รับประกันการจำหน่าย (underwriter) จะทำการตกลงกันในเงื่อนไขต่าง ๆ เมื่อตกลงกันได้แล้ว ผู้รับประกันการจำหน่ายก็จะขายหลักทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนภายใต้เงื่อนไข นั้น ๆ โดยคิดค่า underwriting fee ประมาณ 0.50 - 1.00%

#### 3. Public-retail offering

ได้แก่การเสนอขายหลักทรัพย์อย่างเปิดกว้าง ให้ทั้งแก่ผู้ลงทุนประเภทสถาบัน (institutional investors) และแก่ผู้ลงทุนรายย่อยทั่วไป (individual investors) โดยผู้รับประกันการ จำหน่าย จะคิดค่าธรรมเนียมจำนวน 2.50 - 5.00% ซึ่งการคิดค่าธรรมเนียมที่สูงนี้ จะทำให้ผู้ ลงทุนได้รับผลตอบแทนน้อยลง เนื่องจากการขายให้กับสาธารณชน ดังนั้นจึงจำเป็นต้องจด ทะเบียนหลักทรัพย์กับ SEC ก่อน