

บทที่ 2

การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)

การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) นั้น ได้เกิดขึ้นเป็นครั้งแรกในประเทศสหรัฐอเมริกาเมื่อปี ค.ศ.1970 เมื่อหน่วยงานที่ชื่อว่า The Government National Mortgage Association (GNMA) ได้แปลงเงินกู้ซื้อบ้านที่มีหลักทรัพย์จำนอง (Mortgage) ไปเป็นตราสารที่เปลี่ยนมือได้จากนั้นรูปแบบของการแปลงได้แปรเปลี่ยนไปเรื่อยๆ ไปเป็นหลักทรัพย์ที่เรียกว่า Collateralized Mortgage Obligation (CMO) และ Interest Only/Principal Only Securities (IOPOS) ไม่ใช่เพียงรูปแบบเท่านั้นที่พัฒนา ขอบเขตของทรัพย์สินที่นำมาแปลงก็ได้ขยายออกไปมากขึ้น จากจุดเริ่มต้นเพียงเงินกู้ซื้อบ้าน ไปสู่เงินกู้ซื้อรถยนต์ ลูกหนี้บัตรเครดิต การเช่าซื้อรถยนต์ การเช่าซื้อเครื่องจักรและเครดิตทางการค้า

ในปี 1992 คาดว่าประเทศสหรัฐอเมริกาจะมีมูลค่าของทรัพย์สินที่แปลงมาเป็นหลักทรัพย์ (Securitized Assets) มีประมาณร้อยละ 25 ของมูลค่ามวลรวมรายได้ประชาชาติ (GNP) ⁷ ประสิทธิภาพและตัวอย่างของประเทศสหรัฐอเมริกาในเรื่องการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ได้ถูกเลียนแบบและดัดแปลงไปใช้ในประเศยุโรปหลายๆประเทศหรือแม้แต่กระทั่งประเทศญี่ปุ่นก็ตาม เริ่มต้นตัวในเรื่องนี้เหมือนกัน

แต่อย่างไรก็ดีใช้ว่าการลอกเลียนแบบวิธีการทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ จะทำกันง่าย ๆ ในประเศยุโรปบางประเทศได้คิดปัญหาโครงสร้างทางด้านกฎหมายและกฎระเบียบทำให้การนำไปใช้มีอุปสรรคอยู่มากบางกรณีถึงกับใช้ไม่ได้เลยก็มี ในประเศยุโรปที่ประสบความสำเร็จในการพัฒนาเรื่องนี้ได้แก่อังกฤษ ฝรั่งเศส สวีเดนและอิตาลี ส่วนประเทศที่ไม่ค่อยประสบความสำเร็จเท่าใดนักคือประเทศเยอรมัน

สิ่งที่ทำให้วิธีการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์น่าสนใจในการนำมาใช้คือ เป็นการทำให้สถาบันการเงิน โดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์เพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานให้กับตัวเอง ในเรื่องการลดความเสี่ยงเกี่ยวกับเงินกู้และการจัดสรรเงินทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น สิ่งที่ทำให้วิธีนี้น่าสนใจอีกประเด็นหนึ่งคือ เป็นการสร้างความแข็งแกร่งให้ระบบการเงินทำให้ระบบการเงินพัฒนาไปทั้ง 3 มิติคือ กว้างขึ้นคือมีชนิดของเครื่องมือทางการเงินมากขึ้น ลึกขึ้นคือมีรูปแบบ

⁷ เรื่องเดียวกัน : หน้า 18

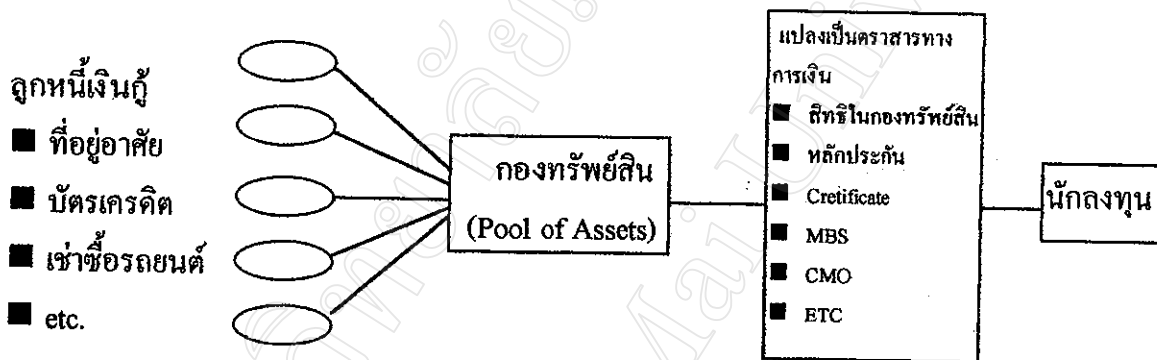
⁸ เรื่องเดียวกัน : หน้า 18

ของเครื่องมือที่มีชั้นตอนที่สลับซับซ้อนมากขึ้นและปริมาณมากขึ้นคือมีจำนวนของลูกหนี้ที่มาทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ขึ้นนอกจากนั้นยังเป็นวิธีการระดมเงินระยะยาวอีกด้วย

ความหมายของการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์

การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์หมายถึง กระบวนการในการนำทรัพย์สินของบริษัทหรือสถาบันการเงินในรูปแบบต่างๆ เช่น ลูกหนี้เงินกู้ที่อยู่อาศัย ลูกหนี้บัตรเครดิตซึ่งถือเป็นทรัพย์สินที่มีสภาพคล่องต่ำมารวมกันเป็นกองทรัพย์สิน(Pool of Assets) เพื่อนำมาเป็นหลักประกันการออกตราสารทางการเงิน ซึ่งถือว่ามีสภาพคล่องสูงเพื่อขายค่อนักลงทุนต่อไป

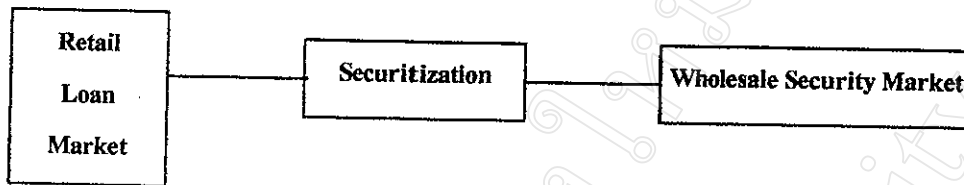
ภาพที่ 1 แสดงกระบวนการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์



การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์เป็นกระบวนการเชื่อมโยงตลาดเงินกู้ ซึ่งมีลักษณะเป็นตลาดเงินกู้รายย่อย(Retail Market) มาสู่ตลาดตราสารการเงินซึ่งมักจะมีลักษณะเป็นตลาดเงินกู้รวม (Wholesale Market) โดยไม่ต้องผ่านตัวกลางทางการเงิน คือสถาบันการเงินเป็นการลดบทบาททางการเงินของสถาบันการเงิน ที่เรียกว่า Process of Financial Disintermediation ทำให้ต้นทุนทางการเงินลดลง โดยให้วิธีการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์แทนสถาบันการเงิน

⁹ คมสันติ วงษ์อารี,โครงการส่งเสริมความรู้พัฒนาการตลาดหลักทรัพย์ครั้งที่ 8 เรื่อง Securitization ,2539: หน้า15

ภาพที่ 2 แสดงกระบวนการลดบทบาทของตัวกลางทางการเงิน¹⁰



Process of Financial Disintermediation

สินทรัพย์ที่จะนำมาแปลงและแรงจูงใจในการแปลง

สินทรัพย์ที่จะนำมาแปลงความหมายกว้างๆของคำว่า Securitization คือการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ฉะนั้นถ้าพูดถึงความหมายของคำว่า การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ให้ใกล้เคียงกับภาคปฏิบัติมากที่สุดแล้วก็คือ ขบวนการที่นำกระแสรายได้ ที่ได้จากกองสินทรัพย์มาจัดให้อยู่ในรูปของตั๋วเงินหรือหุ้นกู้ แล้วนำออกขายให้แก่นักลงทุนทั่วไป หรือขายให้เฉพาะนักลงทุนสถาบันรายใดรายหนึ่ง จากความหมายอันนี้คงพอให้เราเห็นภาพว่าทรัพย์สินที่จะนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์อย่างน้อยควรเป็นสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้เป็นประจำเช่น ลูกหนี้เงินกู้ต่างๆ อย่างไรก็ตาม เราคงไม่สามารถแปลงสินทรัพย์ทุกอย่างมาเป็นหลักทรัพย์ได้ ข้อจำกัดของสินทรัพย์ที่จะนำมาแปลงอยู่ที่คุณสมบัติของสินทรัพย์และ แรงจูงใจในการแปลงด้วย

คุณสมบัติของสินทรัพย์ที่เหมาะสมกับการทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ประกอบไปด้วย

1. สินทรัพย์นั้นควรก่อให้เกิดกระแสรายได้เป็นประจำอย่างน้อยเดือนละครั้ง
2. กระแสรายได้ที่เกิดจากสินทรัพย์นั้นสามารถคาดคะเนได้ อย่างเช่น การชำระเงินคืนตามกำหนด หรือก่อนกำหนด
3. มีลักษณะของกองสินทรัพย์ที่คล้ายคลึงกัน (Homogeneous) และมีจำนวนของมูลค่าของสินทรัพย์อันใดอันหนึ่งหรือมูลค่ารวมของทรัพย์สินที่นำมารวมกันควรจะมีขนาดใหญ่เพียงพอที่จะนำมาแปลง

¹⁰ เรื่องเดียวกัน :หน้า 6

4. สินทรัพย์นั้นควรมีคุณสมบัติสอดคล้องกับความต้องการของนักลงทุน อาทิเช่น มีความเสี่ยงน้อยและมีผลตอบแทนที่ดี

5. มีสภาพคล่องของสินทรัพย์สูง

ในทางปฏิบัตินั้น สินทรัพย์ที่จะนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์เราสามารถแยกได้เป็น 2 ประเภทใหญ่ ๆ ตามประเภทของกระแสรายได้ที่เกิดขึ้น คือ

1. จากคอกผลของลูกหนี้เงินกู้ โดยกระแสรายได้จากลูกหนี้จะเกิดขึ้นประจำทุกเดือนในรูปแบบของการชำระคืนคือดอกเบี้ยและเงินต้นแต่ละเดือน

2. จากรายได้ให้เช่าของโครงการอสังหาริมทรัพย์ โดยที่กระแสรายได้จากโครงการอสังหาริมทรัพย์ให้เช่า อยู่ในรูปของค่าเช่าแต่ละเดือนเป็นหลักโดยเฉพาะกรณีของลูกหนี้ประเภทอสังหาริมทรัพย์ นั้นเป็นสินทรัพย์ที่นำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์มากที่สุด

ประเภทของลูกหนี้เงินกู้ที่นิยมนำมาแปลงให้เป็นหลักทรัพย์ประกอบไปด้วย

- เงินกู้ซื้อบ้าน
- เงินกู้ซื้อรถยนต์
- ลูกหนี้บัตรเครดิต
- เงินกู้ซื้อเครื่องจักรรวมทั้งการเช่าซื้อคอมพิวเตอร์ด้วย
- ลูกหนี้เงินกู้ประเภทอื่น ๆ

สำหรับการแปลงสินทรัพย์ประเภท โครงการอสังหาริมทรัพย์ให้เขายัง ได้รับความนิยมน้อย เมื่อเทียบกับการแปลงลูกหนี้เงินกู้ซื้อบ้าน ตัวอย่างโครงการอสังหาริมทรัพย์ที่แปลงได้แก่ อาคารสำนักงานและศูนย์การค้า ซึ่งก่อให้เกิดรายได้ในรูปแบบของค่าเช่าแต่ละเดือน

สาเหตุของการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์

สาเหตุของการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์คือ ผู้ออกหลักทรัพย์จะทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ออกขายกับนักลงทุน โดยที่ทรัพย์สินที่แปลงส่วนใหญ่จะเป็นลูกหนี้เท่ากับว่าการแปลงเหล่านั้นเป็นความพยายาม ที่จะขายลูกหนี้ของคนหรือเป็นความพยายามที่จะระดมเงินจากนักลงทุนมาแทนเงินของตนเอง โดยเฉพาะเมื่อผู้ทำการแปลงหลักทรัพย์เป็นสถาบันการเงินอย่างธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุน การทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ นั้นเป็นปรากฏการณ์อย่างหนึ่งของขบวนการการลดบทบาททางการเงิน (Disintermediation) การทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ เป็นการลดบทบาทของสถาบันการเงินที่ใช้เงินกู้หรือเงินของตัวเองมาปล่อยสินเชื่อ ได้เปลี่ยนไปเป็นการระดมเงินทุนจากนักลงทุนโดยตรงแทน ด้วยการออกหลักทรัพย์ขายให้นักลงทุน

ดังที่กล่าวไปแล้วข้างต้นว่าการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เช่นบัญชีลูกหนี้ต่างๆ ให้เป็นหลักทรัพย์หมายความว่า ผู้เป็นเจ้าของทรัพย์สินหรือเจ้าหนี้จะได้รับเงินต้นของตัวเองคืนเท่ากับเป็นการชี้ทางย่อว่าความเป็นเจ้าหนี้ของสถาบันการเงินเหล่านั้น ได้สิ้นสุดลงแล้ว

สาเหตุที่ทำให้สถาบันการเงินเหล่านี้คิดจะทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์คือ

1. ปัญหาเรื่องหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (Non Performing Loan : NPL) และสภาพคล่องของสถาบันการเงินนั้น ที่เกิดจากปัญหาเกี่ยวกับความไม่เพียงพอของอัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงตามมาตรฐานของ ธนาคารเพื่อการชำระหนี้ระหว่างประเทศ (Bank for International Settlements : BIS) การทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ เกิดขึ้นมาในยุคที่มีปัญหาความไม่เพียงพอของเงินกองทุน

2. การไม่สมดุล (Mismatching) ระหว่างเงินที่ระดมได้กับเงินที่ปล่อยกู้เช่น เงินที่ระดมมาได้ อาจเป็นเงินทุนระยะสั้น ขณะที่การปล่อยสินเชื่อต้องปล่อยกู้เป็นระยะยาว

3. ภาวะการแข่งขันทางอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาด ทำให้ช่วงห่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้กับเงินที่ระดมมาได้มี ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย (Spread) ที่แคบลง

ปัจจัยข้างต้นเป็นแรงผลักดันให้สถาบันการเงินเหล่านั้นพยายามตัดยอดลูกหนี้ของตนเองจากงบดุล ด้วยการทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ แทนที่จะหารายได้จากส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้กับเงินที่ระดมมากลับมาหารายได้ในรูปค่าธรรมเนียมจากการเป็นผู้บริการ (Service) ให้กับการทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์หรือเป็นผู้ดูแลทรัพย์สินแทน

ประเภทของหลักทรัพย์และรูปแบบในการทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์

หลังจากที่สถาบันการเงินเลือกทรัพย์สินที่จะทำการแปลงให้เป็นหลักทรัพย์แล้ว ขั้นตอนต่อมาคือ เลือกระเภทและรูปแบบในการแปลง

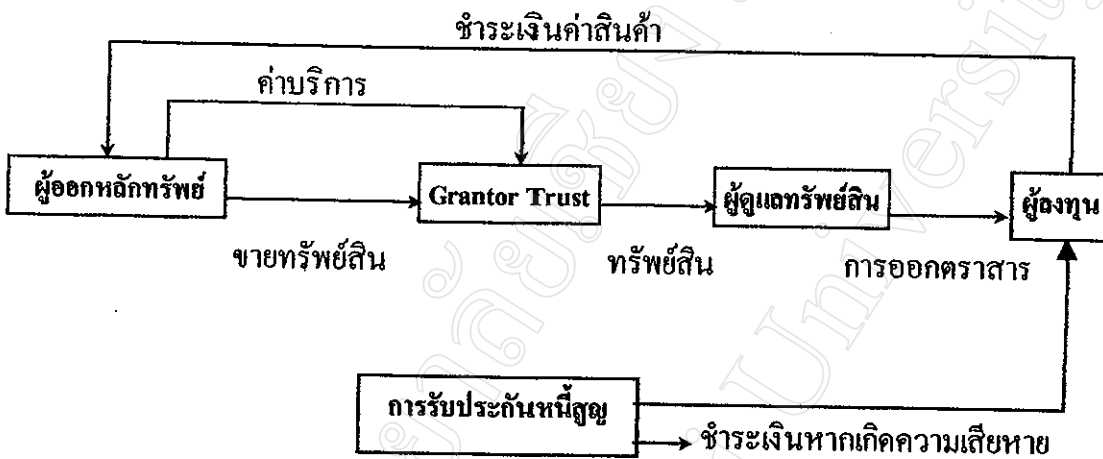
รูปแบบในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้นมีอยู่ 3 ประเภทใหญ่ ๆ คือ

1. การออกเป็นหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่าน (Pass - Through)

การออกหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่านมีลักษณะคือบริษัทหรือสถาบันการเงิน จะทำการรวบรวมลูกหนี้หลายๆราย รวมเป็นกองทรัพย์สิน (Pool of Assets) และ ขายให้แก่ให้กับบริษัทหรือสถาบันการเงินอีกแห่งหนึ่ง และบริษัท หรือ สถาบันการเงินนั้น จะทำการออกตราสารซึ่งจะแสดงสิทธิการเป็นเจ้าของผลประโยชน์ คือดอกเบี้ยและเงินต้น ของกองทรัพย์สินนั้น หมายถึงว่าผู้ถือตราสารนั้นจะเป็นเจ้าของเงินต้นและดอกเบี้ย ที่ลูกหนี้ชำระคืนแทนเจ้าของเดิมโดยกระแสรายได้ดังกล่าวจะถูกส่งผ่านไปให้ผู้ถือตราสาร โดยตรง หลังจากการหักค่าบริการต่าง ๆ แล้ว

โดยทั่วไปแล้วการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ประเภทนี้ บริษัทหรือสถาบันการเงิน จะโอนกองทรัพย์สินไปเป็นลักษณะของทรัสต์ ภายใต้การดูแลของผู้ดูแลทรัพย์สิน โดยทรัพย์สิน นั้นจะถูกตัดออกจากบัญชีของบริษัทและทรัสต์ จะออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ ขายให้กับ นักลงทุนต่อไป

ภาพที่ 3 แสดงการออกหลักทรัพย์แบบส่งผ่าน (PASS - THROUGH)¹¹



การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ด้วยการออกเป็นหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่าน ส่วนใหญ่สถาบันการเงินนั้น จะรวบรวมลูกหนี้เงินกู้ ของคนในลักษณะรวมกันแล้ว โอนไปเป็น ลักษณะทรัสต์ ภายใต้การดูแลผลประโยชน์ของผู้ดูแลทรัพย์สินหลังจากนั้นจึงออกใบแสดงสิทธิ การเป็นเจ้าของผลประโยชน์ (เงินต้นบวกดอกเบี้ย) ในเงินกู้นั้นขายให้กับนักลงทุนทั่วไปยอด จำนวนเงินที่ออกใบแสดงสิทธิจะเท่ากับ ยอดคงค้างหนี้ที่สถาบันการเงินนั้นแปลงมาขาย

ใบแสดงสิทธิการเป็นเจ้าของผลประโยชน์ (Participation Certificate : PC) นั้นเป็นตรา สารที่แสดงว่า ผู้ถือได้เป็นเจ้าของเงินต้นและดอกเบี้ยที่ถูกหนี้ชำระคืนแทนสถาบันการเงินผู้เป็นเจ้าของ เจ้าหนี้เดิม กระแสรายได้ที่เกิดขึ้นเป็นประจำในรูปแบบของเงินต้นและดอกเบี้ยจากการชำระคืนจะถูกส่ง ผ่านไปให้ผู้ถือหลักทรัพย์แทนเจ้าหนี้เดิม หลังจากการหักค่าบริการต่างๆ โดยสถาบันการเงินที่เป็น เจ้าหนี้เดิมจะทำหน้าที่นี้ ตัวอย่างของใบแสดงสิทธิการเป็นเจ้าของผลประโยชน์ประเภทนี้ได้แก่ การแปลงสินเชื่อที่อยู่อาศัยเป็นหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่าน (Mortgage Pass Through)

¹¹ เรื่องเดียวกัน : หน้า 9

การที่หลักทรัพย์ประเภทนี้เป็นเพียงสื่อการส่งรายได้ผ่านไปให้นักลงทุนก่อให้เกิดปัญหาบางประการ เช่น

➤ ปัญหาเรื่องความเสี่ยงจากการที่ลูกหนี้นำเงินมาชำระหนี้คืนก่อนกำหนด (Prepayment Risk) ลูกหนี้อาจนำเงินมาชำระยอดหนี้คงค้างบางส่วน แต่บางรายอาจนำเงินมาชำระหนี้คงค้างทั้งหมด ผลที่ตามมาก็คือผู้ถือหลักทรัพย์ได้รับเงินคืนเร็วกว่าที่คาดไว้ทำให้ขาดรายได้ในรูปแบบของดอกเบี้ยไป

➤ ปัญหาเรื่องความไม่แน่นอนของอายุหลักทรัพย์ เนื่องจาก เป็นการนำเงินกู้ที่มีอายุแตกต่างกันมารวมกัน อีกทั้งปัญหาการคืนหนี้เร็วกว่ากำหนด ส่งผลให้อายุของหลักทรัพย์ประเภทนี้ไม่แน่นอน ปัญหาในเรื่องความไม่แน่นอนของอายุหลักทรัพย์เป็นแรงกระตุ้นให้มีการพัฒนาการแปลงสินทรัพย์ด้วยการออกหลักทรัพย์แบบจ่ายผ่าน (Pay Through) ขึ้นมาจัดการกับปัญหาข้างต้นด้วยการนำเงินที่ลูกหนี้ชำระหนี้คืนก่อนกำหนดนำไปลงทุนต่อและนำกองสินทรัพย์มาแบ่งออกเป็นกลุ่มตามอายุได้ถอน (Tranche) อย่างเช่น ตราสารหนี้ที่ค้ำประกันด้วยลูกหนี้บัตรเครดิต (CARDS: Certificate of Amortizing Revolving Debts) เป็นต้น

2. การออกเป็นหลักทรัพย์ประเภท หุ้นกู้มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน

(Asset Backed Securities : ABS)

การทำ การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ด้วยวิธีการนี้บริษัทผู้ขายหลักทรัพย์ จะทำการรวบรวมลูกหนี้เป็นกองทรัพย์สินเพื่อนำลูกหนี้ที่รวมกันมาใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันในการออกหุ้นกู้คล้ายกับการออกหุ้นกู้มีประกันทั่วไป มีการจ่ายดอกเบี้ยปีละ 1-2 ครั้ง และมีอายุได้ถอนแต่จะแตกต่างกันตรงที่จะนำรายได้จากหลักทรัพย์ค้ำประกันมาเป็นค่าดอกเบี้ยและเงินได้ถอนตอนครบกำหนดอายุของหุ้นกู้ที่ออก แล้วขายกองทรัพย์สินนั้นออกไปให้บริษัทอีกแห่งหนึ่ง ซึ่งจัดตั้งขึ้น โดยเฉพาะที่เรียกว่า บริษัทนิติบุคคลเฉพาะกิจ แล้วบริษัทนิติบุคคลเฉพาะกิจนั้นจะออกตราสารเพื่อนำเงินนั้นไปซื้อกองทรัพย์สินจากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ เมื่อลูกหนี้นำเงินมาชำระบริษัทนิติบุคคลเฉพาะกิจก็จะนำเงินนั้นมาจ่ายให้ผู้ถือตราสาร ทั้งนี้การออกหลักทรัพย์ประเภทหุ้นกู้มีประกันมีข้อแตกต่างจากการออกหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่านที่สำคัญคือ

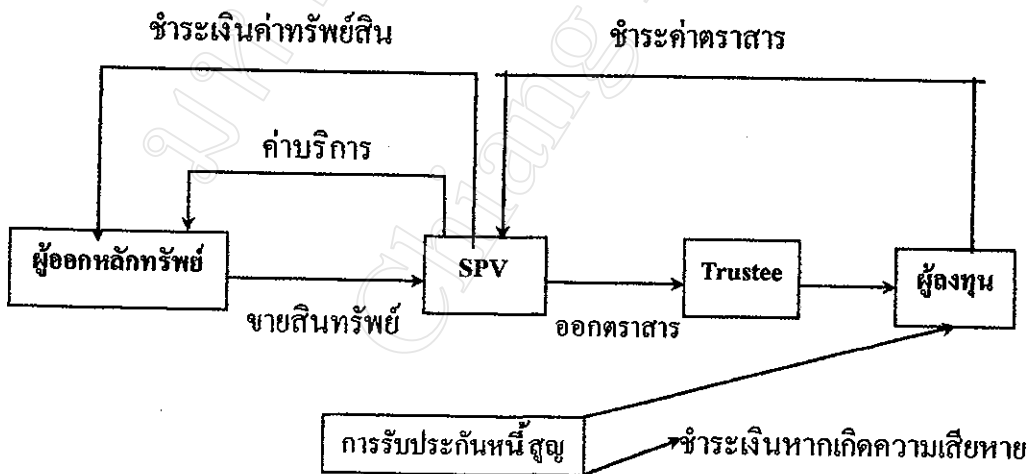
- หุ้นกู้มีประกันนี้จะไม่นำกระแสรายได้ที่เกิดขึ้นในรูปแบบของการชำระเงินต้นและดอกเบี้ยส่งผ่านไปให้นักลงทุนโดยตรง แต่จะนำมาไว้เป็นค่าดอกเบี้ยและเงินต้นสำหรับจ่ายดอกเบี้ยของหุ้นกู้ที่ตั้งสำหรับขายนักลงทุน จึงต้องคำนวณมาจากกระแสรายได้ที่จะเกิดขึ้นรวมทั้งการชำระหนี้คืนก่อนกำหนด และจำนวนหนี้สูญที่เกิดขึ้น
- ความเป็นเจ้าของในผลประโยชน์ของทรัพย์สินนั้นยังเป็นของผู้ออกหลักทรัพย์ ไม่เหมือนกับหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่านที่ผู้ถือหลักทรัพย์เป็นเจ้าของเอง

- วิธีการออกหุ้นกู้ผู้ออกหุ้นกู้จะออกผ่านบริษัทนิติบุคคลเฉพาะกิจผัดกับการออกหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่านที่ออกในรูปของทรัสต์
- หลักทรัพย์ประเภทนี้เป็นหุ้นกู้ประเภทหนี้ ฉะนั้นจะมีการระบุอัตราผลตอบแทนและระยะเวลาได้ถอนตรงกันข้ามกับหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่าน

3. การออกเป็นหลักทรัพย์ประเภทจ่ายผ่าน (Pay Through)

การออกเป็นหลักทรัพย์ประเภทจ่ายผ่านมีโครงสร้างคล้ายกับแบบการออกหลักทรัพย์ประเภทหุ้นกู้มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน โดยบริษัทผู้ขายจะขายกองทรัพย์สินให้กับบริษัทนิติบุคคลเฉพาะกิจและบริษัทนิติบุคคลเฉพาะกิจจะออกตราสารขายให้กับนักลงทุนอีกต่อหนึ่งแต่ลักษณะที่แตกต่างกับการออกหลักทรัพย์ประเภทหุ้นกู้มีหลักทรัพย์ค้ำประกันคือ กระแสรายได้ที่เกิดจากกองทรัพย์สินจะถูกส่งต่อไปให้ผู้ถือตราสารทั้งหมดหลังจากหักค่าบริการแล้วซึ่งคล้ายกับวิธีการออกหลักทรัพย์แบบส่งผ่าน แต่สิทธิต่างๆในสินทรัพย์ยังคงเป็นของผู้ขายหลักทรัพย์ ลักษณะสำคัญอีกประการหนึ่งของตราสารประเภทจ่ายผ่านก็คือ ตราสารที่ออกโดยทั่วไปจะถูกแบ่งออกเป็นอายุต่าง ๆ ตามลักษณะของกองลูกหนี้ในกองทรัพย์สินซึ่งมักจะมีอายุไม่เท่ากัน โดยที่นิติบุคคลเฉพาะกิจจะทำการออกตราสารให้ผู้ดูแลหลักทรัพย์ (Trustee) เพื่อทำการขายหลักทรัพย์ให้แก่ลงทุน โดยจะมีผู้รับประกันหนี้สูญหากเกิดความเสียหายแก่ผู้ลงทุน

ภาพที่ 5 แสดงการออกหลักทรัพย์ประเภท ABS และ Pay Through¹²



¹² เรื่องเดียวกัน : หน้า 12

การจัดตั้งบริษัทนิติบุคคลเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle : SPV)

วัตถุประสงค์ที่จัดตั้งบริษัทนิติบุคคลเฉพาะกิจมารับโอนหนี้ จากเจ้าหนี้เดิมเป็นหลักก็เพื่อ เจ้าหนี้เดิมจะสามารถตัดยอดลูกหนี้เงินกู้ที่ออกจากงบดุลได้ และยังถือว่าเป็นการแยกความเสี่ยง ที่เกิดขึ้นจากปัญหาภายในบริษัทเองออกไปจากลูกหนี้เงินกู้ที่นำมาแปลงเรียกได้ว่าเป็นการ โอน ความเสียหายอันเกิดจากการล้มละลาย (Bankruptcy Remote) บริษัทนิติบุคคลเฉพาะกิจอาจเป็น บริษัทตั้งใหม่ หรือสถาบันการเงินก็ได้

หลังจากบริษัทนิติบุคคลเฉพาะกิจรับโอนหนี้มาแล้ว ก็จะออกหลักทรัพย์ขายให้กับนักลงทุน โดยทำสัญญาที่มีรายละเอียดคล้ายกับสัญญาที่ทำกับเจ้าหนี้เดิม ฉะนั้นบริษัทนิติบุคคลเฉพาะกิจ จึงทำหน้าที่เสมือนเป็นตัวกลางเชื่อมโยงระหว่างเจ้าหนี้เดิมกับนักลงทุน นำไปสู่การเชื่อมโยง ระหว่างลูกหนี้กับนักลงทุนในที่สุด

ในประเทศไทยบริษัท เลแมนบราเธอร์ส โฮลดิ้ง อิงค์ จำกัด ทำการออกหุ้นกู้มีประกัน ชนิด ทะขอยชำระคืน โดยที่จะทำการแปลงรายรับจากลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยเป็นหลักทรัพย์ โดยมีราย รับจากลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยที่ประมูลได้จากองค์การเพื่อการปฏิรูประบบสถาบันการเงิน หรือ ปรส. เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน โดย บริษัท เลแมนบราเธอร์ส โฮลดิ้ง อิงค์ จำกัด ทำการตั้งบริษัทนิติ บุคคลเฉพาะกิจ เพื่อทำการออกตราสารหุ้นกู้จชนิดมี ลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยค้ำประกัน¹³

¹³ จตุรัสรายสัปดาห์, หนังสือพิมพ์: เรื่อง Securitization ในประเทศไทย, ฉบับวันที่ 24-31 พ.ค.2542 : หน้า 24