

บทที่ 6

การแปลงสินทรัพย์ในกลุ่มสินเชื่อประเภทอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ (MORTGAGE SECURITIZATION)

ประวัติและความเป็นมาของการแปลงสินทรัพย์ประเภทอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ความจริงแล้วจุดเริ่มต้นของการทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ นั้นได้เริ่มมาจากการแปลงลูกหนี้เงินกู้ซื้อบ้านให้เป็นหลักทรัพย์ จากนั้นจึงแผ่ขยายไปสู่สินทรัพย์อื่นพร้อมกับการพัฒนาวิธีการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ให้มีวิธีการที่หลากหลายมากขึ้น

ลักษณะของการกู้ยืมซื้อบ้านจะตรงกับภาษาอังกฤษว่า Mortgage ซึ่งเป็นการกู้ยืมที่ผู้กู้ (Mortgagee) กู้ยืมเงินจากผู้ให้กู้ โดยมีหลักฐานการครอบครองทรัพย์สินไว้เป็นประกัน ผู้กู้จะได้รับหลักฐานดังกล่าวคืนเมื่อชำระหนี้ค้ำหมดแล้ว หลักฐานที่ผู้กู้ซื้อบ้านวางไว้เป็นหลักประกัน คือใบกรรมสิทธิ์ในที่ดินและบ้านของผู้กู้

เราสามารถนำเงินกู้ซื้อบ้านมาแปลงให้เป็นหลักทรัพย์ได้ 3 ประเภทดังต่อไปนี้

1. การแปลงสินทรัพย์ในกลุ่มสินเชื่อประเภทอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่าน (Mortgage Pass Through Securitization)

การแปลงสินทรัพย์ในกลุ่มสินเชื่อประเภทอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่าน เป็นหลักทรัพย์ประเภทซึ่งเป็นการแสดงถึงความเป็นเจ้าของผลประโยชน์ที่แบ่งแยกไม่ได้ในเงินกู้ซื้อบ้าน วิธีการออกหลักทรัพย์ประเภทนี้เริ่มด้วยเจ้าหน้าที่เคมรวบรวมลูกหนี้เงินกู้ที่ต้องการจะแปลงเสร็จแล้วโอนไปเป็น Grantor Trust ภายใต้การดูแลของผู้ดูแลหลักทรัพย์ (Trustee) หลักฐานเกี่ยวกับกรรมสิทธิ์ในที่ดินและตัวบ้านจะเก็บไว้ที่ผู้ดูแลหลักทรัพย์

ตัวอย่างการออกหลักทรัพย์ประเภทนี้ที่ได้รับความนิยมในประเทศสหรัฐอเมริกา คือ Ginnie Mae ซึ่งเป็นการนำเอาลูกหนี้เงินกู้ซื้อบ้านของหน่วยงานคล้ายกับธนาคารอาคารสงเคราะห์ของไทย มารวมกันแล้วออกเป็นใบแสดงสิทธิการเป็นเจ้าของผลประโยชน์ (Participation Certificate: PC) โดยมีรัฐบาลเป็นผู้ค้ำประกันเงินต้นและดอกเบี้ย ซึ่งทำให้หลักทรัพย์นี้ไม่จำเป็นต้องมีผู้ดูแลหลักทรัพย์ เงินต้นและดอกเบี้ยที่ถูกส่งมาชำระจะถูกส่งผ่านไปให้นักลงทุนหลังจากเจ้าหน้าที่เคมหรือผู้ออกหลักทรัพย์หักค่าบริการสำหรับค่าจัดเก็บและจัดส่งแล้ว

เราสามารถแยกประเภทของหลักทรัพย์ตามผู้ค้ำประกันได้เป็นหลักทรัพย์ ที่รัฐบาลค้ำประกัน (Government Mortgage Pass Through) กับหลักทรัพย์ที่หน่วยงานรัฐเป็นผู้ค้ำประกัน (Agency Pass Through) และหลักทรัพย์ที่เอกชนเป็นผู้ค้ำประกัน (Conventional Mortgage Pass Through)

ในสหรัฐอเมริกาตราสารทางการเงินที่เชื่อมโยงกับเงินกู้ที่อยู่อาศัยที่มีการออกมามากที่สุดคือตราสารประเภทที่เรียกว่า ตราสารประเภทส่งผ่าน ประมาณว่ามีจำนวนมากถึงร้อยละ 80⁴³ ของตราสารทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับเงินกู้ที่อยู่อาศัย แม้ว่าในระยะหลังการออกตราสารประเภทนี้จะมีแนวโน้มลดลงบ้างเพราะตราสารใหม่ๆ เช่น CMO เข้ามาทดแทนก็ตาม แต่ตราสารคงค้างที่มีอยู่ในตลาดส่วนใหญ่ยังเป็นตราสารประเภทนี้อยู่เนื่องจากการออกอย่างต่อเนื่องและยาวนานนั่นเอง

การที่ตราสารประเภทนี้ได้รับความนิยมมากในสหรัฐอเมริกานั้น ส่วนหนึ่งเป็นเพราะได้รับการสนับสนุนอย่างเต็มที่ จากหน่วยงานของภาครัฐ เช่น GNMA FNMA และ FHLMC โดยหน่วยงานเหล่านี้จะช่วยรับประกันความเสี่ยงจากเงินกู้ที่อาจจะเกิดขึ้นเช่นหนี้เสียหรือการชำระค่างวดไม่ตรงกับกำหนดเวลา นอกจากนั้นแล้วยังมีส่วนช่วยในการกำหนดมาตรฐานของเงินกู้ที่อยู่อาศัยที่นำมารวมเข้าด้วยกันเพื่อออกตราสารอีกด้วย ทำให้ตราสารประเภทนี้สามารถขายได้ง่ายขึ้นเพราะมั่นใจในการค้าประกันโดยหน่วยงานของรัฐประกอบกับเงินกู้ในกองสินทรัพย์มีมาตรฐานที่เชื่อถือได้ ทำให้การวิเคราะห์ตราสารประเภทนี้ง่ายขึ้นด้วยเช่นกัน

อย่างไรก็ตามแม้ว่าตราสารประเภทส่งผ่านจะเป็นที่นิยมกันมากก็ตามแต่ก็มีข้อจำกัดอยู่หลายประการเหมือนกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งนักลงทุนไม่สามารถคาดคะเนกระแสเงินสดที่แน่นอนจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้ได้เนื่องจากผู้ให้กู้ได้รับชำระจากลูกหนี้มาอย่างไรหลังจากหักค่าธรรมเนียมการบริการแล้วก็จะส่งผ่านไปให้นักลงทุนอย่างนั้น ส่วนที่ทำให้กระแสเงินสดที่ได้รับในแต่ละเดือนไม่แน่นอนก็คือการชำระหนี้คืนก่อนกำหนด ทั้งนี้เพราะการกู้ยืมซื้อบ้านในสหรัฐอเมริกาเป็นการให้กู้ในอัตราดอกเบี้ยคงที่เป็นส่วนใหญ่หรือเป็นการให้กู้ที่เรียกกันว่า Fixed Rate Level Payment ดังนั้นในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยตลาดลดลงมักจะมีการคืนเงินกู้เพื่อกู้ยืม เงินกู้ก้อนใหม่ค่อนข้างมากเพื่อลดภาระในการชำระหนี้ นักลงทุนจึงมีความเสี่ยงที่จะต้องหาแหล่งลงทุนใหม่ที่ให้ผลตอบแทนที่เท่าเดิม ด้วยเหตุนี้ในระยะหลังๆจึงได้มีการพัฒนาตราสารชนิดใหม่ขึ้นเพื่อสร้างความมั่นใจให้แก่นักลงทุนประเภทสถาบัน เช่น กองทุนรวมและบริษัทประกันชีวิตมากขึ้น

ลักษณะของตราสารประเภทส่งผ่าน

ตามปกติเมื่อสถาบันการเงินให้กู้แก่ลูกค้าไปแล้วในแต่ละเดือนลูกค้าจำเป็นต้องชำระเงินคืนแก่ผู้ให้กู้เป็นงวดไปๆ โดยในแต่ละงวดจะประกอบไปด้วยเงินต้นบวกดอกเบี้ยหรือบางครั้งลูกค้าอาจชำระหนี้คืนก่อนกำหนด หรือบางเดือนลูกค้าชำระล่าช้าก็จะต้องเสียค่าปรับด้วยต่างหาก เมื่อสถาบันการเงินที่ให้กู้ทำการขายหนี้เพื่อทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ เงินที่ได้รับจากลูก

⁴³ ฉัฆพล เชาวลิขิริน , Securitization , โรงพิมพ์ บริษัท M.44 จก.,2538 : หน้า 33

หนี้ในแต่ละงวดจะถูกส่งผ่าน ไปให้แก่พนักงานลงทุนหลังจากหักค่าใช้จ่ายในการบริหารเก็บหนี้แล้ว ซึ่งผู้ที่ทำหน้าที่นี้อาจจะเป็นสถาบันการเงินที่ให้กู้เองหรืออาจจะจ้างบุคคลที่สามมาทำหน้าที่นี้แทนก็ได้

ในการทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์นั้นวัตถุประสงค์สำคัญประการหนึ่ง ของผู้ทำซึ่งมักจะเป็นสถาบันการเงินคือ การโอนสินทรัพย์ออกจากงบดุลเพื่อลดภาระในการเพิ่มทุน ในกรณีของตราสารประเภทส่งผ่าน นั้นการโอนสินทรัพย์มักจะมีการจัดตั้งผู้ดูแลหลักทรัพย์ขึ้นมาเพื่อรับโอนทรัพย์สินและกระแสเงินสด เพื่อส่งต่อให้แก่พนักงานลงทุนอีกทีหนึ่ง ผู้ดูแลหลักทรัพย์ที่จัดตั้งจะเรียกว่า Grantor Trust หลังจากที่ได้รับโอนทรัพย์สินแล้วก็จะออกตราสารเพื่อเสนอขายให้แก่พนักงานลงทุนต่อไป ซึ่งจะมีชื่อเรียกที่แตกต่างกันออกไป เช่นหลักทรัพย์ที่ออกโดย Ginnie Mae และ Fannie Mae จะเรียกว่า Mortgage Backed Security ส่วนที่ออกโดย Freddie Mac จะเรียกว่า Participation Certificate หรือ PC

อย่างไรก็ตามผู้ดูแลหลักทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นเพื่อออกตราสารได้เพียงชั้นเดียว ซึ่งหมายความว่าทรัพย์สินที่โอนไปให้ผู้ดูแลหลักทรัพย์ นั้นจะต้องนำมาออกเป็นตราสารในลักษณะเดียวกันทั้งจำนวน ไม่สามารถนำมาแยกเพื่อนำมาออกเป็นตราสารที่มีลักษณะแตกต่างกันได้ จนกระทั่งในปี 1986 จึงได้มีการปฏิรูปกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับเรื่องนี้ขึ้น ทำให้เกิดการออกหลักทรัพย์ประเภทที่ไม่เสียภาษี (Non Taxable Entity) รูปแบบใหม่ขึ้นคือ Real Estate Mortgage Investment Conduit (REMIC) ขึ้น หลังจากนั้นเป็นต้นมา ตราสารที่ออกจากกองทรัพย์สินเดียวกันแต่มีลักษณะที่แตกต่างกันออกไป ทั้งในแง่ของอายุ การให้ผลตอบแทน ตลอดจนการรับประกันเรื่องอายุของตราสารหรือที่เรียกว่า CMO ก็ได้รับความนิยมมากขึ้นเป็นลำดับ จนถึงกับมีผู้กล่าวว่าหลังปี 1986 เป็นต้นมา เป็นยุคของ Remicization โดยแท้เลยทีเดียว⁴⁴ ซึ่งจะกล่าวโดยละเอียดในภายหลังในส่วนของ CMO

รูปแบบของตราสารประเภทส่งผ่าน

ตราสารประเภทส่งผ่าน โดยทั่วไปจะมีผู้ออกอยู่ 2 ประเภทด้วยกันคือ

ผู้ที่ออกเป็นหน่วยงานของรัฐหรือเสมือนหน่วยงานของรัฐ ตราสารประเภทนี้เรียกว่า Agency Pass Through ในสหรัฐอเมริกา มีอยู่ด้วยกัน 3 หน่วยงานที่ออกตราสารประเภทนี้คือ

1. Government National Mortgage Association (GNMA หรือที่เรียกกันทั่วไปว่า Ginnie Mae)
2. Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC หรือ Freddie Mac) และ
3. Federal National Mortgage Association (FNMA หรือ Fannie Mae)

⁴⁴ เรื่องเดียวกัน : หน้า 35

ผู้ออกที่เป็นเอกชนบางครั้งมีผู้ที่เรียกเล่นๆ ว่า Connie Mae อย่างไรก็ตามตราสารประเภทนี้ที่ออกโดยเอกชนมีเพียงเล็กน้อยเท่านั้น ส่วนใหญ่จะเป็นการออกของหน่วยงานของรัฐมากกว่า เพราะว่าประเทศสหรัฐอเมริกาแม้ว่าจะเป็นประเทศที่มีเศรษฐกิจที่เข้มแข็งก็ตามแต่ ระบบการเงินในสมัยก่อนนั้นกลับไม่เข้มแข็งตามไปด้วย เนื่องจากมีสถาบันการเงินขนาดเล็กมากมายและมีปัญหาในการระดมเงิน ด้วยเหตุนี้รัฐบาลจึงต้องเข้ามาช่วยเหลือเพื่อให้สถาบันการเงินเล็กๆ เหล่านั้นอยู่รอด วิธีให้ความช่วยเหลือประการหนึ่งคือ การช่วยค้ำประกันเงินกู้เพื่อให้สถาบันการเงินเล็กๆ สามารถนำหลักทรัพย์ที่ออกมาขายในตลาดรองได้โดยผู้ซื้ออาจจะซื้อเก็บไว้เองหรือซื้อเพื่อนำมาออกเป็นตราสารก็ได้

หน่วยงานของรัฐบาลสามารถให้การค้ำประกันหลักทรัพย์ในสองลักษณะด้วยกันคือ

ลักษณะแรกเป็นการค้ำประกันการชำระเงินต้นและดอกเบี้ยตามกำหนดเวลา แม้ว่าจะรับเงินต้นและดอกเบี้ยมาไม่ครบหน่วยงานของรัฐจะเป็นผู้จ่ายไปให้ก่อน ตราสารประเภทส่งผ่านที่มีการค้ำประกันการชำระเงินต้นและดอกเบี้ย เรียกว่า “Full Modified Pass Through “

การค้ำประกันในลักษณะที่สองนั้นจะค้ำประกันเงินต้นและดอกเบี้ยเหมือนกันแต่จะค้ำประกันการชำระตามกำหนดเฉพาะส่วนที่เป็นดอกเบี้ยเท่านั้น ไม่รวมถึงเงินต้นด้วย ตราสารที่มีการค้ำประกันในลักษณะนี้เรียกว่า “Modified Pass Through “

ตราสารที่ออกโดย Ginnie Mae

Ginnie Mae เป็นหน่วยงานของรัฐบาลสังกัด Department of Housing and Urban Development (HUD) Ginnie Mae มีอำนาจที่จะทำให้การค้ำประกันการชำระทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยตามกำหนดซึ่งหมายความว่าตราสารของ Ginnie Mae เป็นการค้ำประกันการชำระเงินต้นและดอกเบี้ยตามกำหนดเวลา Ginnie Mae จะค้ำประกันเฉพาะเงินกู้ซื้อบ้านที่ได้รับประกันจาก FHA เงินกู้เช่นนี้เราเรียกว่า Conforming Loan ซึ่งจะเป็นเงินกู้ตามมาตรฐานที่กำหนดให้จำนวนเงินของการให้กู้ต่อมูลค่าของสินทรัพย์ที่นำมาค้ำประกันต้องไม่เกิน 80% เช่น จำนวนเงินให้สินเชื่อต่อสินทรัพย์ที่นำมาค้ำประกันหรือ Loan To Value (LTV) ต้องไม่เกินร้อยละ 80 % และ การผ่อนชำระเงินกู้ต่อรายได้หรือ Payment To Income (PTI) ต้องไม่เกินอัตราที่กำหนดเป็นต้น

ดังที่กล่าวมาแล้วว่าตราสารที่ค้ำประกันโดย Ginnie Mae จะเรียกว่า MBS ตามปกติแล้ว Ginnie Mae จะออกตราสารภายใต้โปรแกรมสองโปรแกรมด้วยกันคือ GNMA I ตั้งขึ้นในปี 1970 และ GNMA II ตั้งขึ้นในปี 1983⁴⁵ ทั้งสองโปรแกรมเหมือนกันตรงต่างที่ก็ค้ำประกันด้วยเงินกู้

⁴⁵ เรื่องเดียวกัน : 38

ประเภทบ้านเดี่ยว(Single Family:SF), โครงการเพื่อการศึกษา(Graduated Payment Program :GPM) ,Growing Equity Mortgage (GEM)และบ้านเคลื่อนที่(Mobile Home) ตลอดจนสินเชื่อเพื่อการผู้รับสร้างบ้าน(Manufactured Home Loan) เหมือนกัน เพียงแต่โปรแกรมที่สองจะค้ำเงินกู้ประเภทสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่สามารถเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยได้ตามภาวะตลาด (Adjustable Rate Mortgage:ARM) ด้วย นอกจากนั้นแล้ว GNMA II ยังเป็น Multiple Issuer Pool กล่าวคือ สำหรับผู้ออกตราสารที่วงเงินต่ำกว่า 1 ล้านดอลลาร์ ก็สามารถนำทรัพย์สินมารวมกันและออกตราสารภายใต้โปรแกรม GNMA II ได้

นอกจากที่กล่าวมาแล้ว Ginnie Mae ยังมี GNMA Midget เป็นการออกตราสารอายุ 15 ปี ในขณะที่ตราสารของ Ginnie Mae ทั่วไปจะอายุ 30 ปีเป็นส่วนใหญ่ ส่วน GNMA Mobile Home นั้นถือเป็นเงินกู้ที่ค่อนข้างเสี่ยงเนื่องจากผู้กู้ มักจะมีเครดิตด้อยกว่าผู้ที่ซื้อบ้านเดี่ยวและโยกย้ายที่อยู่ตลอดเวลาทำให้ต้องคิดค่าธรรมเนียมบริการแพงกว่าเงินกู้ประเภทอื่น ๆ

ใบแสดงสิทธิการเป็นเจ้าของผลประโยชน์ (Participation Certificate : PC)

ตราสารประเภทนี้มีมากเป็นอันดับสองรองจากตราสารที่ออกโดย Ginnie Mae โดยผู้ออกตราสารประเภทนี้ก็คือ Freddie Mac แม้ว่า Freddie Mac จะไม่ใช่หน่วยงานของรัฐเหมือน Ginnie Mae แต่นักลงทุนก็ให้ความเชื่อมั่นในตราสารที่ออกโดย Freddie Mac เหมือนกับตราสารที่ออกโดย Ginnie Mae

Freddie Mac ออกตราสารประเภท Participation Certificate 2 โปรแกรมด้วยกันคือ

- Cash / Regular Program เป็นโปรแกรมการนำสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่ค้ำ PC โดยที่ Freddie Mac จะซื้อสินเชื่อที่อยู่อาศัยจากผู้ออกหลักทรัพย์รายย่อยแล้วนำมารวมเข้าด้วยกันแล้วนำมาออกเป็นตราสารจำหน่ายผ่านเคื่องขายนายหน้าหรือการนำมาประมูลรายวัน
- Guarantor / Swap Program เป็นโปรแกรมที่ Freddie Mac ยอมให้ ผู้ออกหลักทรัพย์นำสินเชื่อที่อยู่อาศัยของผู้ที่จะออกหลักทรัพย์มาแลก กับ PC ที่ค้ำโดยกองสินทรัพย์ของสินเชื่อที่อยู่อาศัยนั้นได้ เหตุที่ต้องออก โปรแกรมนี้มานั้นเป็นเพราะราคาของสินเชื่อที่อยู่อาศัยในช่วงดังกล่าวตกลงมาก หากสินเชื่อที่ผู้ออกหลักทรัพย์นำออกมาขายก็จะขาดทุน ดังนั้นเพื่อช่วยเหลือผู้ออกหลักทรัพย์รายย่อย Freddie Mac จึงได้ออกโปรแกรมนี้มาแลกกับ PC นั้นเพื่อที่จะสามารถนำไปขายในตลาดซื้อคืนพันธบัตรหรือตลาด Repo หรือสามารถนำไปค้ำประกันการกู้ยืมได้

ในปี 1990 Freddie Mac ออกโปรแกรมใหม่คือ Gold PC⁴⁶ โดยมีการค้ำประกันมากขึ้นกว่าเดิม กล่าวคือ Gold PC จะเป็น การค้ำประกันการชำระเงินต้นและดอกเบี้ยตามกำหนดเวลา ในขณะที่ Non Gold PC จะเป็นเพียง การค้ำประกันเฉพาะส่วนที่เป็นดอกเบี้ยเท่านั้น

MBS ที่ออกโดย Fannie Mae

Fannie Mae ไม่ได้เป็นหน่วยงานของรัฐเช่นเดียวกับ Freddie Mac ตราสารที่ออกโดย Fannie Mae เรียกว่า MBSและเป็นการค้ำประกันการชำระเงินต้นและดอกเบี้ยตามกำหนดเวลา ตราสารที่ออกโดย Fannie Mae จะมีการแลกเปลี่ยนโปรแกรมด้วยเช่นเดียวกับของ Freddie Mac และ ผลตอบแทนของ Fannie Mae MBSจะอยู่ในระดับเดียวกับของ Freddie Mac และสูงกว่าของ Ginnie Mae เล็กน้อย ส่วนสภาพคล่องนั้นก็ไม่ได้แตกต่างจากตราสารของ Freddie Mac แต่อย่างใด

ตราสารประเภทส่งผ่านที่ออกโดยภาคเอกชน

สินเชื่อกับผู้กู้ที่ไม่ได้มาตรฐานและไม่สามารถขอให้ Ginnie Mac ค้ำประกันหรือขายให้แก่ Freddie Mac / Fannie Mac ได้จะเรียกว่า สินเชื่อสามัญ (Conventional Loan) ผู้ให้กู้ที่จะออกตราสารประเภทส่งผ่าน จำเป็นต้องทำผ่านผู้ออกหลักทรัพย์ของเอกชนที่แตกต่างจากการทำผ่านหน่วยงานของรัฐคือจะต้องขึ้นทะเบียนกับ Security Exchange Commission : SEC หรือ ก.ล.ด. ของสหรัฐ และขอรับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือจากสถาบันที่ SEC รับรองด้วย นอกจากนั้นแล้ว เพื่อสร้างความน่าเชื่อถือแก่นักลงทุนตราสารประเภทนี้จะต้องมีการเพิ่มความน่าเชื่อถือเพิ่มเติม เพราะ ไม่มีการค้ำประกันจากหน่วยงานของรัฐ

กระแสเงินสดของตราสารประเภทส่งผ่าน

เรื่องที่ยุ่ยากประการหนึ่งสำหรับผู้ลงทุนในตราสารประเภทส่งผ่าน คั้งที่กล่าวมาแล้วคั้งแต่ต้นก็คือการคำนวณผลตอบแทนของตราสารประเภทนี้ทำได้ค่อนข้างลำบากเนื่องจากปัญหาเรื่องการชำระหนี้คืนก่อนกำหนด ซึ่งจะมีผลกระทบต่อกระแสเงินสด ที่นักลงทุนจะได้รับด้วย ในกรณีที่ไม่มีเรื่องของการชำระหนี้คืนก่อนกำหนด เข้ามาเกี่ยวข้อง การวิเคราะห์จะง่ายกว่ามาก สมมติว่ามี การรวมสินเชื่อกับผู้กู้จำนวน 1 ล้านบาท อัตราดอกเบี้ย 11 % เมื่อนำมาออกเป็นตราสารประเภทส่งผ่าน ต้องเสียค่าธรรมเนียมบริการ 0.5 % คั้งนั้นอัตราดอกเบี้ยที่นักลงทุนจะได้รับคือ 10.5 % ค่าธรรมเนียมบริการ นั้นอาจจะจ่ายให้ ผู้ออกหลักทรัพย์ หรือ ผู้ออกหลักทรัพย์ ที่เป็นบุคคลที่สามก็ได้ เพื่อเป็นค่าใช้จ่ายในการตามเก็บหนี้

การให้กู้ซื้อบ้านในสหรัฐอเมริกา นั้น ส่วนใหญ่เป็นการให้กู้แบบอัตราดอกเบี้ยคงที่ คือการชำระคืนเป็นงวดในจำนวนที่เท่ากันในแต่ละเดือน ซึ่งประกอบไปด้วยเงินต้นและดอกเบี้ย อายุการ

⁴⁶ เรื่องเดียวกัน : หน้า 39

ผู้มีส่วนใหญ่ประมาณ 30 ปี ในช่วงปีแรกๆ ของการกู้ยืม การชำระในแต่ละงวดจึงเป็นดอกเบี้ยแทบทั้งสิ้น มีส่วนที่เป็นเงินต้นเพียงเล็กน้อยเท่านั้น แต่หลังจากที่ชำระคืนไปเรื่อยๆ ส่วนที่เป็นเงินต้นจะค่อยๆ เพิ่มขึ้น ขณะที่ส่วนที่เป็นดอกเบี้ยจะลดลง

กระแสเงินสดของตราสารประเภทส่งผ่านจะคล้ายกับสินเชื่อกู้ยืม แต่ไม่เหมือนเสียทีเดียวเพราะต้องหักค่าธรรมเนียมบริการก่อนที่จะส่งไปให้ผู้ลงทุนในตราสาร ซึ่งปกติแล้วค่าธรรมเนียมบริการจะคิดเป็นร้อยละของเงินกู้คงค้างเมื่อถูกหนี้ชำระคืน เงินกู้คงค้างก็จะลดลงตามลำดับ ค่าธรรมเนียมบริการก็จะลดลงไปเช่นเดียวกัน กระแสเงินสดของตราสารจึงมีแนวโน้มที่เพิ่มขึ้นในช่วงท้ายๆ

การซื้อขายตราสารประเภทส่งผ่านในตลาดรอง

การเสนอราคาตราสารประเภทส่งผ่านจะเหมือนกับหลักทรัพย์ทางการเงินทั่วไป โดยถ้าเสนอราคาที่ 94 - 05 ก็หมายถึง 94 5/32 ของราคาทุนหรือ 94.15625 % ของราคาทุน การซื้อขายส่วนใหญ่มักกระทำกันก่อนที่จะมีการกำหนดรายละเอียดในกองสินทรัพย์ที่แน่นอน การซื้อขายแบบนี้เรียกว่า “ TBA ” (To be Announce)⁴⁷ เมื่อนักลงทุนตกลงใจที่จะซื้อตราสารแบบนี้หมายความว่า ผู้ขายมีสิทธิเลือกว่า จะเอากองสินทรัพย์ไหนก็ได้หนึ่งในสามส่วนจากทั้งหมดส่งมอบให้แก่ผู้ลงทุน แต่ถ้าการซื้อขายไม่ใช่แบบ TBA โดยมีการระบุหมายเลขของกองสินทรัพย์ที่จะขายอย่างชัดเจน ในกรณีที่ผู้ขายไม่สามารถนำกองสินทรัพย์อื่นมาส่งมอบให้ผู้ลงทุนได้

การซื้อขายแบบ TBA ยังมีข้อดีอีกประการหนึ่งคือ มาตรฐานในการส่งมอบของ PSA ยินยอมส่งมอบกองสินทรัพย์ที่มีมูลค่าสูงหรือต่ำกว่าที่ตกลงกันไว้ได้ไม่เกินร้อยละ 2.5 ต่อการซื้อขาย 1 ล้านดอลลาร์ ทั้งนี้หลังจากการตกลงซื้อขายกันแล้ว อัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดอาจจะเพิ่มขึ้นหรือลดลงได้ ซึ่งจะมีผลต่อมูลค่าของกองสินทรัพย์ ที่ตกลงซื้อขายไปแล้วด้วย การที่ให้สิทธิแก่ผู้ขายค่อนข้างมากทำให้ส่วนต่างระหว่างราคาซื้อขายสูงกว่าการซื้อที่ระบุกองสินทรัพย์ที่จะส่งมอบพอสมควร

ตราสารที่ออกโดยบริษัทตัวแทนต่างๆ นั้น บางทีมักจะกำหนด อัตราดอกเบี้ยเหมือนกันแต่ค่าประกันโดยเงินกู้ซื้อบ้านจากที่ต่างกัน บางกองสินทรัพย์อาจมาจาก California บางกองสินทรัพย์อาจมาจาก Texas ซึ่งแต่ละแห่งต่างก็มีอัตราการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดที่แตกต่างกันออกไป ในขณะที่ข้อมูลที่แต่ละบริษัทตัวแทนมีให้ นั้นจะเป็นข้อมูลการชำระหนี้ก่อนกำหนดต่างๆ ไปไม่ได้เจาะจง ว่าเป็นกองสินทรัพย์จากไหน นักลงทุนจำเป็นต้องเข้าใจในเรื่องนี้ด้วย นอกจากนั้นแล้ว

⁴⁷ เรื่องเดียวกัน : หน้า 41

นั่นแล้วการซื้อขายแบบไม่ระบุแหล่งที่มาของสินทรัพย์ที่แน่นอนผู้ขายอาจจะเอากองสินทรัพย์อะไรมาส่งมอบก็ได้ตราใบโคที่ยังเป็นไปตามระเบียบของ PSA

ปัญหาเรื่องการชำระหนี้ก่อนกำหนดที่ทำให้การคาดคะเนกระแสเงินสด ได้ลำบากนั้นเป็นผลให้เกิดการพัฒนาตราสารชนิดใหม่ขึ้นเพื่อจูงใจนักลงทุนสถาบันการเงินต่างๆ หนึ่งในจำนวนนั้นคือตราสารที่เรียกว่า Collateralized Mortgage Obligation หรือ CMO ซึ่งพัฒนาขึ้นมาเพื่อช่วยจูงใจให้นักลงทุนประเภทสถาบันหันมาลงทุนในตราสารประเภทนี้มากขึ้น ตราสารบางชนิดในกลุ่มนี้สามารถกำหนดระยะเวลาการลงทุนได้ค่อนข้างแน่นอน ในขณะที่ผู้รับภาระความเสี่ยงคือนักลงทุนในตราสารที่ได้รับการคุ้มครองน้อยกว่าตราสารประเภทแรก หากมีปัญหาเรื่องการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดเกิดขึ้น ทำให้จูงใจนักลงทุนที่คุ้นเคยกับตราสารประเภทรายได้คงที่มาลงทุนใน CMO มากขึ้น เช่นธนาคารพาณิชย์ซึ่งส่วนใหญ่ระดมเงินระยะสั้น หากมาลงทุนในตราสารประเภทส่งผ่าน อายุ 30 ปี ก็จะทำให้เกิดความไม่สัมพันธ์กันได้ CMO สามารถสนองความต้องการในส่วนนี้ด้วยการออกตราสารเป็นหลายส่วน มีตั้งแต่อายุสั้น ปานกลาง ไปจนถึงระยะยาว อัตราดอกเบี้ยมีตั้งแต่คงที่ และลอยตัว นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนได้ตามต้องการ

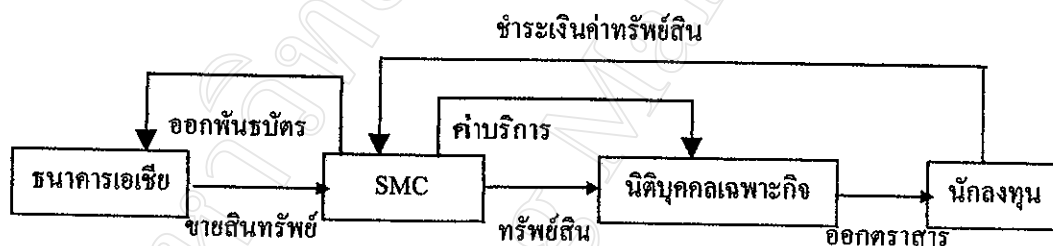
จากจุดอ่อนของตราสารประเภทส่งผ่านในเรื่องของการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดนี้เอง ทำให้การออกตราสารประเภทนี้ในระยะหลังเริ่มมีแนวโน้มลดลง และตราสารประเภท CMO เริ่มเข้ามาแทนที่ ประเมินว่าตราสารที่ออกใหม่ในปัจจุบันเป็นตราสารประเภทส่งผ่าน และ CMO ในสัดส่วนที่ใกล้เคียงกัน ขณะเดียวกันเริ่มมีการนำเอาเงินกู้ระยะสั้นอื่นๆ มาทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์มากขึ้นทั้งนี้เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดเหมือนกรณีเงินกู้ซื้อบ้าน เมื่อเป็นเช่นนี้ตราสารประเภทส่งผ่าน โดยเฉพาะที่ค้ำประกันโดยเงินกู้ซื้อบ้านจะค่อย มีบทบาทน้อยลงไปในตลาดตราสารของสหรัฐอเมริกา การเอาตราสารประเภทนี้มาใช้ในประเทศไทย อาจจำเป็นต้องดัดแปลงบ้างตามสมควร

ตัวอย่าง : การขายบัญชีสินเชื่อที่อยู่อาศัยของธนาคารเอเซียให้กับบริษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย (บสย.) หรือ SMC (Secondary Mortgage Corporation)

จำนวนเงิน : 1,250 ล้านบาท

ตราสาร : บสย. จะออกพันธบัตรประเภทมีสินเชื่อที่อยู่อาศัยค้ำประกัน

โดยธนาคารเอเซียจะทำการ โอนบัญชีสินเชื่อที่อยู่อาศัยในวงเงิน 1,250 ล้านบาท ให้กับ บสย. ขณะที่ บสย. จะออกพันธบัตรให้ธนาคารเอเซียวงเงิน 1,000 ล้านบาท มีอายุพันธบัตร 3 ปี ถือว่าเป็นการตราสารประเภท Pass Through เพราะธนาคารเอเซียมีการ โอนบัญชีลูกหนี้ออกจากงบดุลของธนาคาร ทำให้ธนาคารไม่ต้องมีภาระในการกันสำรองสินเชื่อ 1 % ทำให้ธนาคารลดต้นทุนของธนาคาร และพันธบัตรที่ทาง SMC ออกให้ ทางธนาคารเอเซียสามารถนำพันธบัตรนั้น มาใช้ดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องแทนเงินสด และลดภาระในการดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง และยังช่วยลดแรงกดดันในการเพิ่มทุนอีกด้วย



ผลประโยชน์ : ธนาคารเอเซียไม่ต้องมีภาระ ในการกันสำรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย 1 % เนื่องจากไปการ โอนบัญชีสินเชื่อที่อยู่อาศัยไปให้ SMC นอกจากนี้แล้ว ทางธนาคารเอเซียยังไม่เสียค่าใช้จ่ายในการ โอนสินเชื่อให้กับ SMC อีกด้วย และทางธนาคารยังสามารถรู้ต้นทุนที่ชัดเจนในการปล่อยสินเชื่อ

2. การแปลงสินทรัพย์ในกลุ่มสินเชื่อประเภทอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ประเภทหุ้นกู้มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Mortgage Back Securitization : MBS)

เมื่อกล่าวถึง MBS เราจะต้องพูดถึงประเทศแรกที่เป็นต้นกำเนิดของ MBS คือสหรัฐอเมริกาซึ่งเป็นแม่แบบของประเทศต่างๆ ที่นำเอาแนวความคิดเรื่อง MBS มาใช้ในประเทศของตน เราจะมาดูความเป็นมาของ MBS มาเกิดขึ้นมาได้อย่างไร โดยในสหรัฐอเมริกาจำนวนเงินกู้ซื้อบ้านนับได้ว่าเป็นเงินกู้ที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในโลก ปี 1988 มีจำนวนทั้งสิ้นถึง 2.7 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ปัจจุบันคงมีตัวเลขที่สูงกว่านี้ไปอีกไม่น้อย ในขณะที่หนี้ของรัฐบาลในปีเดียวกันมีเพียง 2.3 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เท่านั้น และหนี้ของบริษัทเอกชนมีไม่ถึง 115 พันล้านดอลลาร์ และประมาณร้อยละ 30⁴⁸ ของหนี้เงินกู้ซื้อบ้านถูกนำมาแปลงให้เป็นหลักทรัพย์ แต่การขายตัวของ MBS ในสหรัฐอเมริกานั้น กล่าวกันว่าเป็นเพราะปัจจัยต่าง ๆ หลายปัจจัยด้วยกันที่ส่งผลกระทบต่อตลาดแรกของสินเชื่อที่อยู่อาศัยโดยเฉพาะ Thrift และ Mortgage Bank

องค์กรที่มีบทบาทมากที่สุดในตลาดเงินเงินกู้ซื้อบ้านของสหรัฐอเมริกา คือ Thrift ซึ่งได้แก่ Saving and Loan Association และ Saving Bank ตามกฎหมายของสหรัฐอเมริกาคำหนดให้ Thrift มีหน้าที่หลัก 2 ประการ คือ

1. รับฝากเงินจากผู้ฝากรายย่อย
2. ให้กู้แก่ผู้ที่ต้องการซื้อบ้าน

Thrift จึงถือได้ว่าเป็นความฝันส่วนหนึ่งของคนอเมริกัน ที่ช่วยให้ชาวอเมริกันได้มีโอกาสเป็นเจ้าของบ้านได้ กฎหมายกำหนดให้ Thrift ได้ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยในอัตราคงที่ร้อยละ 3 แต่ต่อมาในช่วงทศวรรษ 1960 ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยของ Thrift⁴⁹ เริ่มลดลง ทั้งนี้เป็นเพราะกฎหมายที่ออกมาใหม่ อนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์เสนอดอกเบี้ยในอัตราที่จูงใจแก่ผู้ฝากรายย่อยได้ นอกจากนั้นกองทุนรวมในรูปแบบใหม่ๆ เช่น กองทุนทางการเงิน ได้ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า Thrift ผู้ฝากรายย่อยจึงหันไปหารธนาคารพาณิชย์และกองทุนรวมแทน

เพื่อช่วยให้ Thrift มีสภาพคล่องดีขึ้น ได้มีการนำเอาเทคนิคต่าง ๆ มาใช้ เช่น การออกตราสารค้ำประกัน การออกหุ้นบุริมสิทธิ เป็นต้น แต่เทคนิคที่ช่วยได้มากที่สุด คือ MBS หรือการนำเอาทรัพย์สินที่มีอยู่เปล่า ๆ มาใช้ให้เป็นประโยชน์นั่นเอง ทั้งนี้เนื่องจากข้อมูลทางสถิติแสดงว่าหนี้จากการกู้ยืมซื้อบ้าน มีอัตราการเกิดหนี้สูญก่อนข้างค้ำนำที่จะนำมาใช้เป็นสิ่ง

⁴⁸ เรื่องเดียวกัน: หน้า 47

⁴⁹ เรื่องเดียวกัน: หน้า 47

ประกันความมั่นใจของผู้ลงทุนในตราสารได้ ซึ่งจะช่วยให้ Thrift สามารถระดมเงินในต้นทุนต่ำลง

ก่อนที่จะมีแนวความคิดในการทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์นั้น Thrift ได้พยายามแก้ปัญหาสภาพคล่องของตนเองด้วยการขายเงินกู้ซื้อบ้านทั้งจำนวนให้กับคนอื่น โดยได้ผลตอบแทนจากค่าบริการ แต่การขายเงินกู้ทั้งจำนวนไม่ได้ช่วยแก้ปัญหาของ Thrift มากนัก เพราะปรากฏว่าผู้ที่ซื้อคือ คนที่อยู่ในวงการเดียวกันนั่นเองแทนที่จะเป็นการระดมเงินจากกลุ่มอื่น ๆ ที่ไม่ได้อยู่ในธุรกิจบ้านและที่ดิน นอกจากนั้นแล้วการขายเงินกู้ทั้งจำนวนยังค่อนข้างจะยุ่งยากเพราะต้องตรวจเอกสารในการกู้ยืมทุกรายทำให้เสียเวลาเป็นอย่างมาก

ขั้นตอนต่อมาซึ่งถือเป็นการเริ่มต้นของการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ คือการออก Mortgage Participation Certificate หรือ Mortgage PC นับได้ว่าเป็นพื้นฐานของการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่าน ในระยะต่อมานั่นเอง Mortgage PC ไม่จำเป็นต้องเอาเงินกู้แต่ละรายมาดูเหมือนการซื้อขาย เงินกู้ทั้งจำนวนs แต่จะนำมารวมกันเป็นกองสินทรัพย์ โดยผู้ขายรับประกันที่จะซื้อคืน ถ้าหากหนี้ในกองสินทรัพย์ไม่เป็นไปตามที่รับรองไว้ตามปกติของสินทรัพย์ของเงินกู้ก็จะให้ผู้ดูแลหลักทรัพย์เป็นผู้ทบทวนและวิเคราะห์ซึ่งนับได้ว่าเป็นขั้นตอนที่สำคัญอย่างหนึ่งในการนำเอาเงินกู้ก่อสร้างสินทรัพย์เข้าไปซื้อขายในตลาดทุน อย่างไรก็ตาม Mortgage PC มีปัญหาอยู่ 2 ประการ คือ

- เรื่องคุณภาพของเงินกู้
- ความแตกต่างของเงินกู้

วิวัฒนาการขั้นต่อมา คือ การแปลงสินทรัพย์ประเภทอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่าน วัตถุประสงค์เบื้องต้นในการทำก็เพื่อเพิ่มความน่าเชื่อถือให้แก่ เงินกู้ทั้งจำนวนที่จะขาย และลดโอกาสที่ผู้ซื้อจะเสียหายและเพื่อสร้างตราสารที่สามารถขายและเปลี่ยนมือกันได้อย่างเสรียิ่งขึ้น (เงินกู้ทั้งจำนวน จะทำการซื้อขายกันเฉพาะผู้ประกอบการประเภทอสังหาริมทรัพย์เท่านั้น)และเพื่อสร้างความมั่นคงให้ตราสาร โดยไม่ต้องใช้แรงงานมากมายเหมือนการซื้อขาย เงินกู้ทั้งจำนวน

การแปลงสินทรัพย์ประเภทอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่านเป็นการนำแนวความคิดดั้งเดิมมาใช้หลายอย่าง โดยเฉพาะการนำเอากองสินทรัพย์ของเงินกู้ไปอยู่ในการดูแลของผู้ดูแลหลักทรัพย์อิสระ สิทธิในกระแสรายได้นับตั้งแต่ เงินต้น ดอกเบี้ย เงินประกัน และเงินกู้ที่ชำระคืนล่วงหน้าจะ โอน ให้แก่ผู้ดูแลหลักทรัพย์ เพื่อชำระเงินให้ผู้ลงทุนในตราสารต่อไป ซึ่งตามปกติผู้ดูแลหลักทรัพย์จะใช้เวลาในการดำเนินงานต่างๆ 24 วัน หลังจาก

ได้รับชำระเงินจากผู้กู้และจะจ่ายให้แก่ผู้ลงทุนในวันที่ 25 ในกรณีมีความล่าช้าเกิดขึ้นก็จะจ่ายให้ภายใน 54 วัน

สิ่งสำคัญอีกประการหนึ่งที่ทำให้หลักทรัพย์ประเภทส่งผ่านเข้าไปซื้อขายในตลาดหุ้นได้ คือผู้ออกหลักทรัพย์จะขอเครดิตจาก CRA (Credit Rating Agency) อย่างไรก็ดีการให้เครดิต ในกรณีของหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่านซึ่งถือเป็นหุ้นกู้มีประกันจะแตกต่างออกไปจากการให้เครดิตของ หุ้นกู้ไม่มีประกันโดยทั่วไป เพราะจะให้ความสำคัญในเรื่องของความมั่นคงของกระแสรายได้ที่จะส่งผ่านจากผู้กู้เงิน ไปยังผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่านเป็นหลักว่ามีอะไรเป็นหลักประกันบ้าง ซึ่งตามปกติมักจะทำกันใน 2 รูปแบบคือ

- การรับประกันกองสินทรัพย์ (Pool Insurance)
- ออกตราสารในลักษณะที่เป็น Senior และ Subordinated

โครงสร้างอันที่สองเริ่มใช้กันในระยะหลังๆ ซึ่งที่จริงก็คือแนวความคิดของการใช้ Over Collateral เพื่อชดเชยการสูญเสียนั่นเอง อย่างไรก็ตามหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่านที่ออกโดยเอกชนในระยะแรก มักจะแตกต่างกันมากจนไม่มีมาตรฐาน การซื้อขายในตลาดรองจึงทำได้ลำบาก นอกจากมาตรฐานของตราสารแล้วอีกสิ่งหนึ่งที่สำคัญสำหรับการพัฒนาตลาดรองของตราสารหนี้ คือ ศูนย์กลางการหักบัญชี เพื่อสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ซื้อผู้ขายในตลาดรอง

เพื่อแก้ไขปัญหานี้ องค์กรทั้งของรัฐและเอกชน เช่น GNMA FNMA และ FHLMC จึงเข้ามามีบทบาท โดยกำหนดมาตรฐานของเงินกู้ซื้อบ้านที่หน่วยงานเหล่านี้จะซื้อและค้ำประกันเพื่อทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ต่อไป แม้ว่าหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่านจะเริ่มมีมาตรฐานมากขึ้นแต่ยังมีจุดอ่อนอื่นๆตามมายุติ โดยเฉพาะการไม่มีการป้องกันการชำระหนี้คืนก่อนกำหนด สำหรับผู้ลงทุนในตราสาร เนื่องจากผู้กู้ซื้อบ้านมักจะคืนเงินกู้ก่อนกำหนดซึ่งมีสาเหตุหลายประการ เช่น การเปลี่ยนงาน , การคืนเงินต้นเพื่อกู้ใหม่ (Refinancing) , การซื้อบ้านใหม่

การคาดคะเนกระแสรายได้ของสินเชื่อที่อยู่อาศัยจึงทำได้ลำบาก ทำให้นักลงทุนไม่สนใจ หลักทรัพย์ประเภทส่งผ่านเท่าที่ควร ทางออกสำหรับปัญหาข้างต้นคือที่มาของการทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ในแบบที่สองคือ MBS ซึ่งต่างจากหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่านที่สินเชื่อที่อยู่อาศัยไม่ได้ขายออกไปจากบัญชีของผู้ให้กู้ แต่จะใช้ค้ำประกันตราสารหนี้แทน ตามปกติต้องเป็นการกู้ยืมไม่ใช้การขายทรัพย์สิน ลักษณะของตราสารจะเหมือนตราสารหนี้ในตลาดทุนทั่วไป เช่น จ่ายดอกเบี้ยทุกครึ่งปีหรือทุกไตรมาสและจ่ายคืนเงินต้นเมื่อครบกำหนด(Final Bullet Payment of Principle)

ผู้ออก MBS ส่วนใหญ่ได้แก่ Thrift ทั้งหลายหรือบริษัทนิติบุคคลเฉพาะกิจ แม้ว่าจะค้าประกันด้วยหนี้เงินกู้ก็ตาม แต่ผู้ออกต้องรับผิดชอบอยู่ดี เพราะฉะนั้นฐานะทางการเงินของผู้ออกหรือบริษัทแม่จึงเป็นเรื่องสำคัญที่จะต้องพิจารณาสำหรับผู้ลงทุนในตราสารประเภทนี้ทางออกอย่างหนึ่งที่จะช่วยให้มีความมั่นใจมากขึ้น คือการหลักประกันไว้เกินหลักทรัพย์ที่จะทำการออกซึ่งค้ำประกันแล้ว MBS นั้นจะเน้นการวางมูลค่าหลักทรัพย์ (ลูกหนี้เงินกู้+พันธบัตรรัฐบาล) เป็นประกันในมูลค่าที่สูงกว่ามูลค่าหุ้นกู้บวกดอกเบี้ย วิธีนี้เรียกว่า OverCollateralization ก็เพื่อที่จะได้ Rating สูง ๆ จาก CRA เพราะว่าการ Rating หลักทรัพย์ประเภท MBS ของ CRA จะพิจารณาตรงมูลค่าตลาดของทรัพย์สินที่นำมาค้ำประกัน รูปแบบของการวางหลักประกัน มีอยู่ด้วยกัน 2 แบบ

1) Over Collateralized Initial Form เป็น MBS แบบเก่าที่ต้องการมูลค่าทรัพย์สินค้ำประกันสูงคือร้อยละ 150-200

2) Over Collateralized Defeasance Form เป็น MBS แบบใหม่ที่ถูกใช้ครั้งแรกเมื่อปี ค.ศ. 1987⁵⁰ รูปแบบนี้ได้คำนวณมูลค่าทรัพย์สินค้ำประกันว่าควรมีค่าเท่ากับมูลค่าการซื้อพันธบัตรรัฐบาลที่จะให้ผลตอบแทนเพียงพอสำหรับผู้ดูแลหลักทรัพย์ในการนำไปให้เป็นค่าดอกเบี้ยและเงินไถ่ถอนของหุ้นกู้

รูปแบบที่สองเริ่มใช้เมื่อไม่นานมานี้ ทั้งนี้เพื่อลดสัดส่วนของการวางหลักประกันไว้เกินลง โดยกองสินทรัพย์ของเงินกู้ที่ใช้ค้ำประกันจะถูกนำไปซื้อพันธบัตรรัฐบาลแทน ผลตอบแทนจากพันธบัตรจะถูกนำไปจ่ายให้นักลงทุนในรูปของดอกเบี้ยและเงินคืนต่อไป การทำเช่นนี้จะช่วยให้หลักประกันในปีหลังๆ ลดน้อยลง ในขณะที่ การวางหลักประกันในรูปแบบแรกยังต้องคงใช้สัดส่วนเดิมตลอดอายุของตราสาร ตามปกติหนี้เงินกู้ที่จะนำมาใช้เป็น หลักประกัน จะถูกนำไปวางไว้ที่ผู้ดูแลหลักทรัพย์อิสระ เพื่อความสะดวกในการขายเพื่อชำระคืนให้ผู้ลงทุนเมื่อเกิด หนี้สูญขึ้น

แม้ว่า MBS จะช่วยให้ตราสารประเภทนี้เข้าไปซื้อขายในตลาดทุนได้ แต่ยังมีบางประเด็นที่ยังเป็นจุดอ่อนอยู่คือ การออกตราสารในลักษณะนี้ต้องใช้ทรัพย์สินมาค้ำเป็นจำนวนมาก ตั้งแต่ 110-200 เปอร์เซ็นต์ของวงเงินที่ออกตราสาร ซึ่งถือว่าเป็นการใช้หลักประกันอย่างไม่มีประสิทธิภาพ แม้ว่า Defeasance Form จะลดจำนวนเงินกู้ที่จะนำมาค้ำประกันลงมาได้บ้างก็ตาม แต่ยังไม่มากนัก วิธีแก้ไขสำหรับจุดอ่อนนี้มีสองทางด้วยกัน คือ

➤ Cash Flow Bond หรือ Pay – through

⁵⁰ เรื่องเดียวกัน: หน้า 49

➤ CMO (Collateralized Mortgage Obligation)

Cash Flow Bond หรือตราสารประเภทจ่ายผ่านจะเป็นลูกผสมระหว่าง MBS และตราสารประเภทจ่ายผ่าน ส่วนที่เหมือน MBS คือหลักทรัพย์ค้ำประกันจะให้ผู้ดูแลหลักทรัพย์เป็นผู้ดูแล ส่วนที่เหมือนตราสารประเภทจ่ายผ่าน คือรายได้จากการให้กู้ยืมจะส่งผ่านไปให้ผู้ลงทุนในตราสาร จำนวนตราสารที่ออกได้นั้นมีวิธีคำนวณอยู่ 2 วิธี คือ

1. Coupon – to Coupon Method
2. Bond Value Method

ทั้งสองวิธีช่วยทำให้สินทรัพย์ที่นำมาค้ำประกันมีการใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากกว่า MBS

CMO นับเป็นอีกวิธีหนึ่งที่แก้ปัญหาค่าใช้หลักประกันได้อย่างมีประสิทธิภาพ และยังช่วยตัดปัญหาเรื่อง การชำระหนี้ก่อนกำหนดได้เป็นบางส่วน CMO จะคล้ายกับหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่านตรงที่นำเอา กระแสรายได้จากเงินกู้มาใช้ให้เป็นประโยชน์ในส่วนที่จ่ายให้ผู้ถือ เป็นรายเดือนรายไตรมาส หรือรายครึ่งปี เหมือนหุ้นกู้ทั่วไปตามปกติ CMO มักจะแบ่งเป็นกลุ่มตามอายุหนี้ (Tranch) ย่อย ๆ ประมาณ 4 กลุ่ม ซึ่งอายุไม่เท่ากันและการชำระคืนที่แตกต่างกัน โดยจะเสนอขายให้นักลงทุนกลุ่มต่างๆ จำนวนของ CMO ที่จะออกได้มากน้อยเท่าใดจะมีวิธีคำนวณเหมือนกับ กระแสรายได้ของหุ้นกู้ซึ่งเน้นที่จะใช้หลักประกันอย่างมีประสิทธิภาพเหมือนกัน แต่ดังที่กล่าวมาแล้วว่า CMO แก้ปัญหาการชำระหนี้ก่อนกำหนดได้เพียงบางส่วน วิธีแก้ปัญหานี้อีกอย่างหนึ่งคือ Interest only Principal only Securities

โดยทั่วไปการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดของเงินกู้ซื้อบ้านมักจะขึ้นอยู่กับ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยช่วงไหนอัตราดอกเบี้ยลดลงจะมีการคืนเงินต้นเพื่อกู้ใหม่ เพื่อแก้ปัญหานี้จึงได้มีการพัฒนาตราสารขึ้นมาอีกประเภทหนึ่งคือ STRIP (Separate Tranche Interest and Principal) ออกครั้งแรกในปี 1986⁵¹ โดยกระแสรายได้จากเงินกู้จะถูกแบ่งออกเป็น 2 ส่วน

ส่วนที่หนึ่ง คือ ส่วนที่เป็นเงินต้นขายในราคาต่ำกว่าราคาทุนโดยไม่จ่ายดอกเบี้ย ผู้ซื้อตราสารหนี้ในส่วนนี้คือผู้ที่หวังว่าดอกเบี้ยจะลดลง แล้วผู้กู้จะชำระหนี้คืนก่อนกำหนดกันมาก ทำให้ผู้ลงทุนได้รับคืนเงินต้นเร็วขึ้น ผลตอบแทนก็จะสูงตามไปด้วย

ส่วนที่สอง คือ ส่วนที่เป็นเฉพาะดอกเบี้ยจะขายให้อีกกลุ่มหนึ่งที่คาดว่าอัตราดอกเบี้ยจะอยู่ในระดับสูงต่อไป ทำให้ได้รับผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ยนาน ๆ อย่างไรก็ตามแม้ว่า IOPOS จะแก้ปัญหาค่าใช้หลักประกันก่อนกำหนด ได้ แต่ในภาวะที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดผัน

⁵¹ เรื่องเดียวกัน : หน้า 50

พจนมาก ทำให้อัตราผลตอบแทนของทั้งสองส่วนแปรปรวนตามไปด้วย คราสารประเภทนี้จึงค่อนข้างเสี่ยงอยู่ไม่น้อย

กล่าวโดยสรุปแล้วจะเห็นได้ว่าวิวัฒนาการของ MBS ในสหรัฐอเมริกา นั้นเป็นอะไรที่มีเหตุมีผล อธิบายได้ว่าทำไมถึงเป็นเช่นนั้น ซึ่งถ้าหากสรุปตั้งแต่ต้นจะเป็นดังนี้คือ

- ปัญหาขาดแคลนสภาพคล่องของ Thrift แก้ปัญหาด้วยการ การขาย เงินกู้ทั้งจำนวน
- ปัญหาการใช้เวลาและแรงงานมาก แก้ปัญหาด้วยการ ใช้ตราสารประเภทส่งผ่านรวมทั้งไม่กระจายการลงทุนไปยังกลุ่มอื่น
- ปัญหาการขาดมาตรฐานของตราสาร แก้ปัญหาด้วยการ ใช้ GNMA FNMA FHLMC
- ปัญหาการชำระหนี้คืนก่อนกำหนด แก้ปัญหาด้วยการ ใช้ Mortgage Backed Securities
- ปัญหาการใช้หลักประกันอย่างไม่มีประสิทธิภาพแก้ปัญหากับการใช้ Defeasance form Cash flow Bond / Pay-through / CMO
- ปัญหาการชำระหนี้ก่อนกำหนดแก้ปัญหากับการใช้ IOPOS

ในประเทศไทยหลังจากที่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์มีผลบังคับใช้ตั้งแต่ช่วงกลางปี 2535 นั้น สถาบันการเงินหลายแห่งได้พยายามพัฒนาตราสารหนี้ในรูปแบบต่าง ๆ ทั้งระยะสั้นและระยะยาวกันอย่างเต็มที่ ในช่วงที่ผ่านมามีการพูดถึงแนวทางในการพัฒนาตราสารหนี้ชนิดหนึ่งที่น่าสนใจอยู่ไม่น้อยตราสารชนิดนั้นคือตราสารหนี้แปลงสภาพจากเงินกู้ยืมหรือสินเชื่อ หรือ Mortgage Backed Securities (MBS) ซึ่งเป็นรูปแบบหนึ่งของการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ โดยเฉพาะหน่วยงานของรัฐที่เกี่ยวข้องกับการให้กู้ยืมบ้าน เช่น ธนาคารอาคารสงเคราะห์ ได้ทำการศึกษาเบื้องต้นในเรื่องนี้และเชิญหน่วยงานที่เกี่ยวข้องตลอดจนผู้ทรงคุณวุฒิต่างๆ ไปร่วมหารือถึงแนวทางการพัฒนา MBS ในประเทศไทย ซึ่งหลังจากการหารือแล้ว ได้มีการจัดตั้งคณะทำงานตลาดรองเงินกู้ที่อยู่อาศัยขึ้น โดยมีกระทรวงการคลังเป็นผู้ประสานงาน มีคณะทำงานย่อยหลายชุดเพื่อพิจารณาประเด็นปัญหาต่างๆ เพื่อให้ MBS เกิดขึ้นให้ได้ในประเทศไทย

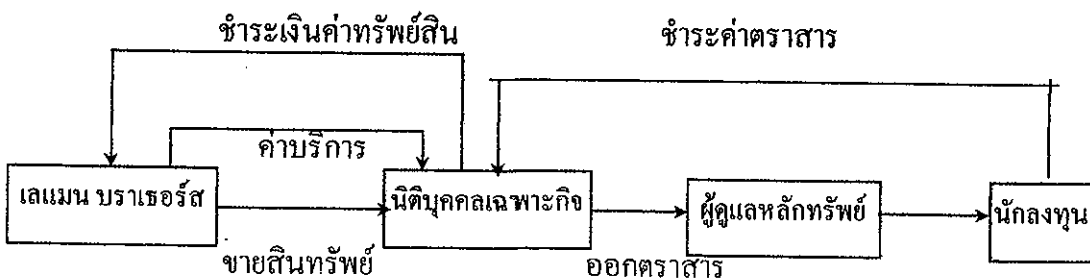
ตัวอย่าง : บริษัท เลแมน บราเธอร์ส โฮลดิ้ง อิงค์ จำกัด

ขนาด : 4,000 ล้านบาท

ตราสาร : หุ้นกู้มีประกันชนิดทยอยชำระคืนเงินต้น หรือ STaRS (Senior Tradable Residential Backed Securities)

เนื่องจากบริษัท เลแมนบราเธอร์สโฮลดิ้งอิงค์ จำกัด สามารถชนะการประมูลสินเชื่อที่อยู่อาศัยจาก องค์การเพื่อการปฏิรูประบบสถาบันการเงิน หรือ ปรส. ด้วยราคา 11,520 ล้านบาทหรือคิดเป็น 47% ของยอดลูกหนี้ทั้งสิ้นประมาณ 24,600 ล้านบาทและมีสัญญา 17,747 สัญญา โดยที่บริษัท เลแมนบราเธอร์สโฮลดิ้งอิงค์ จำกัด จะทำการออกหุ้นกู้มีประกันชนิดทยอยชำระคืนเงินต้นหรือ STaRS (Senior Tradable Residential Backed Securities) โดยที่จะทำการแปลงรายรับจากลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยเป็นหลักทรัพย์ โดยมีรายรับจากจากลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยที่ประมูลได้จาก ปรส. เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน โดยจะเสนอขายให้นักลงทุนชาวไทยที่เป็นสถาบันเช่นกองทุนรวม กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ บริษัทประกันและธนาคารพาณิชย์

การทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ในครั้งนี้ของบริษัท เลแมนบราเธอร์สโฮลดิ้งอิงค์ จำกัด จะออกหุ้นกู้ที่มีลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยเป็นประกันในวงเงิน 4,000 ล้านบาท โดยจะนำสินเชื่อที่อยู่อาศัยมาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันมูลค่า 6,000 ล้านบาทตามสัญญาหรือคิดเป็น 150% ของวงเงินที่ใช้ออกตราสารหรือที่เรียกว่า Over Collateralized Initial Form และเท่ากับ 25%ของจำนวนหนี้ที่บริษัท เลแมนบราเธอร์สโฮลดิ้งอิงค์ จำกัด ประมูลมาได้ โดยที่จะออกเป็นสกุลเงินบาท อัตราดอกเบี้ย MLR - 1% อายุของหุ้นกู้ 3ปี โดยมีธนาคารไทยพาณิชย์ เป็นผู้ดูแลหลักทรัพย์



3. การแปลงสินทรัพย์ในกลุ่มสินเชื่อประเภทอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ประเภท มีหลักทรัพย์ค้ำประกันแบบมีพันธะ (Collateralized Mortgage Obligation :CMO)

CMO นั้นเป็นการผสมผสานกันระหว่างตราสารประเภทส่งผ่านกับ ตราสารประเภท MBS จึงเรียกตราสารประเภทนี้ว่าเป็นหุ้นกู้ประเภทจ่ายผ่านหรือ Pay Through Securities หรือ Cash Flow Bond

CMO นั้นออกครั้งแรกในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยหน่วยงาน The Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC) เมื่อปี ค.ศ. 1983⁵² ตั้งแต่นั้นเป็นต้นมา ตราสารประเภทนี้ได้ กลายเป็นส่วนหนึ่งของตลาดตราสารหนี้ไป

CMO เป็นหุ้นกู้มีประกันประเภทหนึ่งเหมือนกับ MBS ที่นำเอาลูกหนี้เงินกู้ซื้อบ้านมาเป็น สินทรัพย์ค้ำประกันในการออกหุ้นกู้ แต่ CMO ไม่เน้นการวางหลักประกันไว้เกินมูลค่าของหลัก ทรัพย์ที่ออก ซึ่งถือว่าเป็นการนำสินทรัพย์มาค้ำประกันเฉยๆ ไม่คำนึงถึงการนำผลประโยชน์ (ดอกเบี้ยและเงินต้นที่ลูกหนี้นำมาชำระ) มาผ่านเป็นการชำระเป็นค่าดอกเบี้ยและค่าไถ่ถอนหุ้นกู้ที่ ออก CMO ได้นำแนวความคิดการส่งผ่านผลประโยชน์ไปให้นักลงทุนของหลักทรัพย์ประเภทส่ง ผ่านมาดัดแปลง ด้วยการนำเอาผลประโยชน์ของสินทรัพย์ค้ำประกันมาจ่ายผ่าน ไปให้นักลงทุน

วิธีการออกหลักทรัพย์ประเภทนี้คือ นำเงินกู้ซื้อบ้านที่เป็นสินทรัพย์ค้ำประกันหุ้นกู้ที่อยู่มา แบ่งเป็นกลุ่มตามอายุหนี้ (Tranche) แล้วจึงออกหุ้นกู้แยกออกเป็นกลุ่มตามอายุหนี้ การตั้งราคาหุ้น กู้แต่ละกลุ่มจะคาดการณ์ถึงโอกาสในการคืนหนี้ก่อนกำหนด ที่อาจเกิดขึ้นได้ วิธีนี้เท่ากับการลด ข้อบกพร่องของหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่านในกรณีของ CMO เจ้าหนี้เดิมหรือผู้ออกหลักทรัพย์จะ ทำการแปลงลูกหนี้เงินกู้ของตัวเองผ่านตัวกลาง 2 ประเภท

ประเภทแรก ตั้งบริษัทนิติบุคคลเฉพาะกิจมารับการครอบครองทรัพย์สินหรือลูกหนี้ เงินกู้ซื้อบ้านที่ตัวเองโอนไปแล้ว บริษัทดังกล่าวก็นำไปเป็นทรัพย์สินค้ำประกันออกหุ้นกู้

ประเภทที่สอง เป็นการโอนทรัพย์สินหรือลูกหนี้เงินกู้ซื้อบ้าน ให้เป็นลักษณะ Owner Trust สำหรับออกหุ้นกู้ ส่วนเจ้าหนี้เดิมจะทำหน้าที่เป็นผู้สนับสนุนให้เท่านั้น

CMO นั้นถือได้ว่าเป็นนวัตกรรมทางการเงินที่สำคัญยิ่งอันหนึ่งในทศวรรษ 1980 หลังจาก ที่เริ่มออกเป็นครั้งแรกในปี 1983⁵³ ปริมาณการออกตราสารในรูปแบบนี้ก็เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว จน กระทั่งในปัจจุบันตราสารที่ออกใหม่ที่เกี่ยวข้องกับเงินกู้ที่อยู่อาศัยประมาณครึ่งหนึ่งเป็นตราสาร ประเภทนี้และนับวันจะเพิ่มขึ้นเป็นลำดับ การที่ตราสารประเภทนี้ได้รับความนิยมนั้นเป็นเพราะ

⁵² เรื่องเดียวกัน :หน้า 46

⁵³ เรื่องเดียวกัน :หน้า 47

สามารถตอบสนองความต้องการของนักลงทุนกลุ่มต่าง ๆ ได้ดีกว่าตราสารประเภทส่งผ่าน โดยเฉพาะการทำให้ให้นักลงทุนมีความมั่นใจในเรื่องระยะเวลาการลงทุนได้ดีขึ้น แต่ทั้งนี้และทั้งนั้นไม่ได้หมายความว่า CMO จะทำให้ปัญหาเรื่องการชำระคืนเงินกู้ก่อนกำหนดหมดไปเพียงแต่ช่วยกระจายไปให้ผู้อื่นที่เต็มใจรับแทนแลกกับผลตอบแทนที่สูงขึ้นเท่านั้น

ในช่วงต้นๆ ที่มีการออก CMO นั้นมีรูปแบบค่อนข้างง่ายหรือที่เรียกว่า Plain Vanilla CMO จะมีเพียง 4 ชั้น เท่านั้นคือ A B C และ Z โดยที่เริ่มจากชั้นที่อายุน้อยที่สุดที่จะได้รับการไถ่ถอนก่อน และไล่ไปเรื่อยๆ จาก A B C และ ชั้น Z ซึ่งจะไม่ได้รับดอกเบี้ยแต่จะได้รับเงินเต็มจำนวนเมื่อครบกำหนดอายุ โดยที่ในตอนแรกที่ซื้อหลักทรัพย์ผู้ลงทุนในชั้น Z จะซื้อหลักทรัพย์ในราคาที่ไม่ได้มีราคาทุนของหลักทรัพย์ แต่นับวันตราสารประเภทนี้ยังมีความยุ่งยากสลับซับซ้อนมากขึ้น มีชั้นต่างๆ มากมาย สูงสุดที่มีการออกมานั้นมีจำนวนสูงถึงร้อยกว่าชั้น โดยเฉลี่ยแล้วจะมีประมาณ 11 ชั้น ซึ่งแตกต่างกันออกไปเพื่อสนองความต้องการของนักลงทุนกลุ่มต่างๆ มีทั้งที่ให้ผลตอบแทนคงที่ หรือลอยตัว หรือไม่จ่ายดอกเบี้ยเลย บาง ชั้น ก็มีชั้นการคุ้มครองการลงทุน ทำให้ระยะเวลาในการลงทุนค่อนข้างแน่นอน⁵⁴ เป็นต้น

CMO เป็นตราสารหนี้ชนิดหนึ่งที่มีเงินกู้ที่อยู่อาศัยหรือตราสารประเภทส่งผ่านเป็นหลักประกัน CMO บางประเภทจะรับประกันอัตราขึ้นต่ำการลงทุนใหม่และการรับประกันการชำระคืนเงินลงทุนหรือ(Minimum Sinking Fund) ด้วย กระแสเงินสดจากสินทรัพย์ที่นำมาเป็นหลักประกันจะถูกนำไปจ่ายเป็นค่าดอกเบี้ยให้แก่นักลงทุนในตราสารที่ลงทุนในส่วนที่เป็นดอกเบี้ยก่อนเหลือเท่าไร แล้วจึงนำมาจ่ายส่วนที่เป็นเงินต้นที่หลัง

ข้อแตกต่างระหว่างตราสารประเภท CMO กับตราสารประเภทส่งผ่าน คือกลไกในการจ่ายเงินต้นคืนให้แก่นักลงทุนนั่นเอง ในกรณีของตราสารประเภทส่งผ่าน นักลงทุนจะได้รับการชำระคืนทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยตามสัดส่วนของการลงทุนในตราสารทั้งหมดจากเงินที่ผู้ชำระคืนแก่ผู้ให้กู้สุทธิหลังจากหักค่าธรรมเนียมการบริการแล้ว และเนื่องจากเงินกู้ที่มีสินทรัพย์มาจำนองนั้นมักจะลดจำนวนของเงินต้นทุกเดือน ตราสารประเภทส่งผ่านจึงได้รับทั้งส่วนที่เป็นเงินต้นและดอกเบี้ยทุกเดือนตามไปด้วย ในขณะที่ CMO จะไถ่ถอนตราสารเป็นลำดับๆ ไปเรื่อยๆ โดยเริ่มตั้งแต่ตราสารที่มีอายุสั้นที่สุดก่อน ดังนั้นกระแสเงินสดจากทรัพย์สินที่นำมาเป็นหลักประกันจะถูกนำมาจ่าย เป็นค่าดอกเบี้ยก่อนเป็นลำดับแรกเหลือเท่าใด แล้วจึงนำมาไถ่ถอนหรือจ่ายคืนส่วนที่เป็นเงินต้น แต่จะมีเพียงทีละ ชั้นเท่านั้นที่ได้การรับชำระคืนเงินต้น

⁵⁴ เรื่องเดียวกัน :หน้า 48

การพัฒนา CMO ขึ้นมานั้นเท่ากับเป็นการนำเอาหลักประกันระยะยาวและจ่ายเป็นรายเดือนมาสร้างเป็นตราสารที่แตกต่างกันออกไปตั้งแต่ระยะสั้น ปานกลาง ไปจนถึงระยะยาว และยังช่วยให้สามารถคาดคะเนอายุของตราสารได้ง่ายขึ้นกว่าตราสารประเภทส่งผ่าน เช่นตราสารที่ FHLMC ออกเสนอขายครั้งแรกมีอายุเฉลี่ยตั้งแต่ 5 ปี จนถึง 25 ปี และมีอายุของตราสารที่คาดหมายเฉลี่ย ตั้งแต่ 3 ปี ไปจนถึง 21 ปี และเนื่องจากตราสารระยะสั้นจะได้รับการไถ่ถอนก่อน ทำให้ตราสารระยะยาวเหมือนมี Call Protection ไปในตัว CMO จึงมีความเสี่ยงจากการชำระหนี้ก่อนกำหนดน้อยกว่าตราสารประเภทส่งผ่าน

CMO ยังมีประโยชน์ในแง่ที่ช่วยให้ตราสารที่สร้างจากเงินกู้ที่อยู่อาศัยขยายขอบเขตให้กว้างขึ้น ก่อนที่จะมีตราสารประเภทนี้ ตลาดจะเต็มไปด้วยตราสารประเภทส่งผ่านที่มีอายุตั้งแต่ 15-30 ปี ซึ่งไม่สามารถสนองความต้องการของนักลงทุนในตราสารประเภทรายได้คงที่ได้ดั่งที่ได้อย่างเต็มที่ ตราสารระยะสั้นๆ ทำให้ผู้ที่เคยลงทุนแต่ หลักทรัพย์ทางการเงินหันมาสนใจ CMO มากขึ้น

โครงสร้างของ CMO

ดังที่กล่าวมาแล้วว่า CMO เป็นตราสารที่ค้ำประกัน โดยกองสินทรัพย์ของตราสารประเภทส่งผ่าน โดยมีผู้ลงทุนในตราสารหลายชั้นและมีอายุของตราสารแตกต่างกันออกไป โครงสร้างของ CMO ในช่วงแรกๆ มีเพียงไม่กี่ ชั้น คือ A B C และ Z หลังจากที่มีการไถ่ถอนตราสารในชั้นต้นๆ หมดแล้ว กระแสเงินสดจากสินทรัพย์ที่ค้ำประกันตราสารจะถูกนำมาจ่ายทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยให้แก่ชั้น Z ซึ่งเป็นชั้นสุดท้าย บางครั้งจึงเรียกว่าชั้นนี้ว่า Accrual Class หรือ Zero Coupon Bond

ในการกำหนดโครงสร้างของ CMO นั้นจำเป็นต้องพิจารณาในหลายประเด็นด้วยกันเช่น CMO ที่จะทำขึ้นนั้นจะต้องแน่ใจว่ากระแสเงินสดที่ได้จะเพียงพอที่จะจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้ลงทุนได้แม้ว่า อัตราการชำระหนี้ก่อนกำหนดอาจจะเปลี่ยนแปลงได้ เรื่องนี้เป็นเรื่องที่สำคัญมากหากต้องการจะได้เครดิตที่ดี ประเด็นต่อมาเพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาภาษีซ้ำซ้อน ควรใช้นิติบุคคลเฉพาะกิจที่เป็นประเภทไม่เสียภาษี เช่น ผู้ดูแลหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา CMO จะออกผ่าน REMIC เป็นหลัก แต่ถ้าหากไม่เป็นสินเชื่อที่อยู่อาศัย จะออกผ่าน FASIC (Financial Asset Securitization Investment Conduit) ประเด็นถัดมาผู้ออก CMO มักจะต้องการให้ตราสารที่ออกถือเป็นเสมือนการขายทรัพย์สินออกไปจากงบดุลของบริษัท อย่างไรก็ตามการทำให้เป็นเช่นนั้นได้จำเป็นต้องกำหนด โครงสร้างให้เป็นไปตามระเบียบของ GAAP และ RAP ประการสุดท้ายผู้ออก CMO ต้องการที่จะขายทรัพย์สินออกไปในราคาที่มีกำไรพอสมควร

คุณภาพของ CMO ในสหรัฐอเมริกาส่วนใหญ่มักจะขึ้นข้างดีพอที่จะช่วยให้ตราสารได้เครดิตในระดับ AAA ซึ่งตามปกติมักจะพิจารณาจากคุณภาพของหนี้และโครงสร้างของ CMO ไม่ใช่

ความน่าเชื่อถือของผู้ออกตราสาร CMO ที่ใช้ตราสารประเภทส่งผ่านมาเป็นหลักประกัน อัตราเสี่ยงของเครดิตมักอยู่ในระดับต่ำ

หลังจากที่กลุ่มอายุหนี้หรือชั้นสุดท้ายถูกไถ่ถอนไปหมดแล้ว สิทธิประโยชน์ที่ใช้จ่ายประกันที่เหลืออยู่ตามปกติแล้วจะกลับมาเป็นของผู้ออกตราสารในรูปของผลประโยชน์ที่เหลืออยู่ โดยทั่วไปเมื่อออกตราสารในลักษณะนี้ผู้ออกจำเป็นต้องใช้สิทธิประโยชน์มาเป็นหลักประกันเกินกว่ามูลค่าของตราสารที่ออกหรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง คือผู้ออกจะได้รับเงินจากการออกตราสารน้อยกว่ามูลค่าของทรัพย์สิน ดังนั้นผู้ออกจะได้ผลตอบแทนคุ้มค่าหรือไม่จึงต้องขึ้นอยู่กับว่ามูลค่าของผลประโยชน์ที่เหลืออยู่ว่าเหลืออยู่มากน้อยเพียงใด ซึ่งก็แล้วแต่ว่าสินทรัพย์นั้นมีปัญหามากน้อยเพียงใดนั่นเอง ด้วยเหตุนี้หากผู้ออกตราสารต้องการที่จะระดมเงินให้ได้มากที่สุดแล้วควรจะใช้รูปแบบของตราสารประเภทส่งผ่านหรือขายในรูปของหนี้สินที่รวมกันเป็นกองขนาดใหญ่จะดีกว่า

องค์ประกอบพิเศษของ CMO

โครงสร้างของ CMO ที่กล่าวมาแล้วข้างต้นนั้นเป็นเพียงโครงสร้างพื้นฐาน แต่ในการออกตราสารประเภทนี้จริง ๆ แล้วยังมี ลักษณะส่วนต่างอีกหลายประการเพื่อให้ตราสารเป็นที่น่าสนใจในสายตาของนักลงทุน เช่น

Guarantee Minimum Sinking Fund

ตราสารประเภท CMO จะได้รับการไถ่ถอนเร็วหรือช้าขึ้นขึ้นอยู่กับกระแสเงินสดจากสินทรัพย์ที่นำมาเป็นประกัน อย่างไรก็ตามกระแสเงินสดในอนาคตที่เราพอจะคาดคะเนได้อย่างแน่นอนมีเพียงดอกเบี้ยและเงินต้นเท่านั้น แต่ที่ไม่อาจคาดคะเนได้เลยคือการชำระหนี้คืนก่อนกำหนด ผู้ออกตราสารบางรายเช่น FHLMC และ CitiMac จะรับประกันการชำระคืนเงินลงทุน ใน CMO แม้ว่าส่วนที่ได้รับจากผู้กู้มากกว่าที่จะต้องจ่ายให้แก่นักลงทุนในแต่ละงวด ผู้ออกก็จะนำเงินจากส่วนอื่นมาจ่ายให้ก่อนเรียกว่า Guarantee Minimum Sinking Fund แต่ในงวดต่อมาหากผู้ออกได้รับกระแสเงินสดมากกว่าที่ต้องจ่ายให้แก่นักลงทุนก็สามารถนำมาหักกลบลบส่วนที่จ่ายล่วงหน้าไปก่อนได้

การมี Guarantee Minimum Sinking Fund เท่ากับเป็นหลักประกันอีกชั้นหนึ่งให้แก่การลงทุนนอกเหนือจากกระแสเงินสดที่ได้รับจากสินทรัพย์ที่นำมาเป็นหลักประกัน รูปแบบประเภทนี้มีความจำเป็นโดยเฉพาะในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น การชำระหนี้คืนก่อนกำหนดมีแนวโน้มลดน้อยลงผลที่ตามมาคือ อายุเฉลี่ยที่คาดหมายของตราสารจะยาวออกไป หากไม่มี Guarantee Minimum Sinking Fund การออก CMO อาจจะไม่ได้รับความสนใจจากนักลงทุน

Guarantee Minimum Reinvestment Rate

CMO โดยทั่วไปแล้วจะจ่ายดอกเบี้ยให้แก่นักลงทุนทุก 6 เดือน ในขณะที่กระแสเงินสดนั้นจะได้รับทุกเดือนซึ่งสามารถที่จะนำเงินส่วนนี้ไปลงทุนก่อนที่จะครบกำหนดจ่ายให้แก่นักลงทุน อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนนั้นมีผลต่อจำนวนเงินที่จะจ่ายให้แก่นักลงทุนตลอดจนอายุเฉลี่ยที่คาดหมายของตราสารของแต่ละชั้นด้วย ในกรณีที่มี Guarantee Minimum Reinvestment Rate ผู้ค้าประกันตามปกติแล้วมักจะเป็นสถาบันการเงินที่มีเครดิต AAA จะต้องจ่ายชดเชยให้ ทำให้การไถ่ถอนตราสารทำได้เร็วขึ้น

Credit Guarantee on Mortgage

ผู้ผู้ออกตราสารอาจจะตั้งกองทุนสำรองเพื่อรองรับในกรณีที่เกิดหนี้เสียขึ้น รูปแบบเช่นนี้จำเป็นเฉพาะการออก CMO ที่ค้าประกันโดย กองสินเชื่อกทั้งหมด ซึ่งไม่มีการค้าประกันจาก GNMA FNMA และ FHLMC เท่านั้น

Remove of Excess Cash Flow by Issuer

ผู้ออก CMO มีภาระที่ต้องจ่ายดอกเบี้ยให้แก่ผู้ถือตราสารเช่นเดียวกับการจ่ายเงินต้น ในกรณีที่ ผู้ออกตราสารได้รับกระแสเงินสดมากกว่าที่ต้องจ่ายให้แก่ผู้ถือตราสาร ส่วนนั้นถือเป็นส่วนเกินซึ่งมีวิธีปฏิบัติที่ต่างกันอย่างหลายวิธี ในบางกรณีอนุญาตให้ผู้ออกตราสารถือส่วนนั้นไว้ได้ทั้งหมดหรือในทางตรงกันข้าม จะต้องส่งส่วนเกินนั้นให้แก่ผู้ถือตราสารทั้งหมดหรือส่งให้เป็นส่วนบางส่วน วิธีปฏิบัติที่ต่างกันอย่างนี้มีผลต่ออัตราดอกเบี้ยตลอดจนระยะเวลาการไถ่ถอนตราสารอายุของตราสารและอายุของตราสารโดยเฉลี่ยด้วย การลงทุนในตราสารประเภทนี้จึงควรศึกษารายละเอียดเกี่ยวกับตราสารให้ดี

Special Reserve Fund for Negative Amortization Collateral

การเสนอขาย CMO ในบางกรณีอาจจะใช้เงินกู้ประเภทโครงการเพื่อการศึกษา (GPM: Graduated Payment Program) มาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน ซึ่งมีลักษณะเป็น Negative Amortization ทำให้ต้องมี กองทุนสำรองพิเศษ(Special Reserve Fund) ขึ้นเป็นพิเศษเพื่อช่วยในการไถ่ถอนตราสารทำได้เร็วขึ้น

Prepayment Reserve Fund

ผู้ออก CMO จะต้องจ่ายดอกเบี้ยให้แก่ผู้ถือตราสารทุกๆ 6 เดือนจากจำนวนตราสารคงค้าง ซึ่งบางครั้งผู้ออกตราสารก็มีความยากลำบากอยู่ไม่น้อยในกรณีที่อัตราการลงทุนใหม่ต่ำกว่าดอกเบี้ยที่จะต้องจ่าย ผู้ออกตราสารจึงต้องกำหนดไว้แต่ต้นว่ามีสิทธิที่จะชำระคืนเงินต้นได้

ในบางกรณีผู้ออกตราสารมักจะตั้ง กองทุนสำรองการจ่ายชำระหนี้คืนก่อนกำหนดขึ้นเพื่อช่วยในกรณีที่กล่าวมาข้างต้นซึ่งสามารถนำมาจ่ายได้ทั้งส่วนที่เป็นเงินต้นและดอกเบี้ยแก่ผู้ตราสาร

ชั้นของ CMO

การพัฒนาตราสารประเภท CMO ที่เกิดขึ้นในระยะหลังๆ ส่วนใหญ่เป็นเรื่องของการพัฒนาชั้นต่างๆ ของ CMO มากกว่าทั้งนี้เพื่อวัตถุประสงค์ 3-4 ประการด้วยกันคือ

- เพื่อให้ตราสารมีกระแสเงินที่ค่อนข้างแน่นอนมากขึ้นไม่ว่า อัตราการชำระหนี้คืนก่อนกำหนด จะเป็นอย่างไร
- ช่วยให้มีการความสัมพันธ์กับหนี้ที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัวได้ดีขึ้น
- ทำให้มีโอกาสทำกำไรเมื่ออัตราดอกเบี้ยลดลงเพิ่มขึ้น ขณะเดียวกันความเสี่ยงจากการที่อัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นน้อยลง
- สามารถใช้เป็นเครื่องมือป้องกันความเสี่ยงจากธุรกิจ ที่เกี่ยวเนื่องกับเงินกู้ที่อยู่อาศัยได้

Class ต่าง ๆ ของ CMO ที่น่าสนใจมีดังนี้

Accrual Bond

ในการออก CMO โดยทั่วไปมักจะมี Accrual Bond อยู่ด้วยกัน 1 -2 ชั้น ซึ่งจะไม่ได้รับทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยจนกว่าชั้นที่มีอายุสั้นกว่าจะได้รับการไถ่ถอนไปหมดแล้ว เท่ากับว่า Accrual Bond คือตราสารที่เลื่อนการชำระดอกเบี้ยออกไปเหมือน Zero - Coupon Bond ในช่วงก่อนที่ชั้นอื่นๆ จะได้รับการไถ่ถอน ส่วน Accrual Bond หรือ บางทีเรียกว่า Z - Bond จะได้รับผลตอบแทนเมื่อชั้นอื่นๆ ไถ่ถอนหมดแล้วเท่ากับจำนวนเงินต้นที่ลงทุนไปในตอนเริ่มแรกบวกกับดอกเบี้ยค้างจ่าย ผู้ที่ลงทุนในตราสารประเภทนี้ได้แก่ นักลงทุนที่ต้องการความคุ้มครองจากอัตราความเสี่ยงจากการลงทุนใหม่ และ Call Risk หรือผู้ต้องการกำไรจากการปรับราคาของตราสาร

Accrual Bond ซื้อขายกันจากราคาที่คิดเป็นเปอร์เซ็นต์ของ Accrual Principal ตัวอย่างเช่น Accrual Bond ที่ให้ผลตอบแทนร้อยละ 12 หมายความว่าจำนวนเงินต้นจะเพิ่มขึ้นร้อยละ 6 ทุกๆ เดือนเพราะ Accrual Bond มีกำหนดจ่ายดอกเบี้ยทุก 6 เดือน แต่ดอกเบี้ยที่ยังไม่ต้องจ่ายนั้นจะทบเข้าเงินต้นเพื่อคิดดอกเบี้ยในงวดต่อไปด้วย จากเงินต้น 1 บาทจะเพิ่มขึ้นเป็น 1.06 และเป็น 1.1236 เมื่อครบหนึ่งปี

Floating Rate / Inverse Floating Rate CMO

CMO ชั้นนี้จะจ่ายดอกเบี้ยตามอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง ซึ่งอาจจะเป็น LIBOR หรืออื่นๆ ก็ได้ สิ่งที่สำคัญอย่างหนึ่งสำหรับ CMO ชั้นนี้คือจะต้องมีความมั่นใจว่าสินทรัพย์ที่นำมาเป็นหลักประกันนั้นสามารถสร้างกระแสเงินที่เพียงพอที่จะจ่ายเงินต้นและดอกเบี้ยให้แก่ผู้ถือตราสารได้ แม้ว่าจะมีรูปแบบต่างๆ มากมายก็ตามแต่ก็ไม่ช่วยให้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวของ CMO เป็นที่น่าสนใจ

ในสายตาของสถาบันการเงินและนักลงทุนได้ ต่อมาจึงได้พัฒนามาเป็น Inverse Floating Rate CMO ขึ้น โดยจ่ายดอกเบี้ย แปรผกผันหรือไปในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง

ตามปกติแล้วอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงมักจะเป็นบวกเสมอทำให้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวของ CMO มีอัตราดอกเบี้ยเป็นบวกเช่นกัน แต่ Inverse Floating Rate นั้นอาจจะติดลบได้ด้วยเหตุนี้จึงจำเป็นต้องกำหนดอัตราดอกเบี้ยขั้นต่ำไว้เช่นต้องไม่ต่ำกว่า 0 ขณะเดียวกันเมื่อมีอัตราดอกเบี้ยขั้นต่ำแล้วก็ต้องมีอัตราดอกเบี้ยขั้นสูงด้วยเช่นกัน การที่ CMO มีทั้งส่วนที่เป็น อัตราดอกเบี้ยลอยตัว และ Inverse Floating Rate อยู่ด้วยกันทำให้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวของ CMO สามารถสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่นำมาเป็นหลักประกันได้ช่วยให้สถาบันการเงินสนใจที่จะลงทุนในตราสารประเภทนี้มากขึ้น

นอกจากอัตราดอกเบี้ยลอยตัวของ CMO แล้วยังมีการพัฒนาขึ้นเป็น Superfloater อีกด้วย เพื่อให้การขึ้นลงเร็วขึ้นในขณะที่ อัตราดอกเบี้ยลอยตัว ตามปกตินั้นจะมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยที่น้อยกว่า กล่าวคือในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นผลตอบแทนจากการลงทุนที่นักลงทุนจะได้รับจาก Superfloater จะสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยลอยตัวธรรมดา ขณะเดียวกันในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยลดลงผลตอบแทนของ Superfloater ก็จะทำต่ำกว่าของ อัตราดอกเบี้ยลอยตัวด้วยเช่นกัน ตราสารประเภทนี้เหมาะที่จะใช้เป็นเครื่องมือป้องกันความเสี่ยง สำหรับสถาบันการเงินที่ให้ผู้ ลินเชื่อที่อยู่อาศัยอัตราดอกเบี้ยตายตัว

PAC Bond

PAC Bond หรือ Plan Amortization ชั้นนี้พัฒนาขึ้นเพื่อช่วยให้ CMO มีคุณสมบัติที่คล้ายกับหุ้นกู้ของเอกชนต่างๆ ไปในเรื่องของระยะเวลาของการไถ่ถอน ทั้งนี้เพราะตามปกติ CMO จะมีปัญหาในเรื่องระยะเวลาไถ่ถอนที่ไม่แน่นอน ทั้งนี้เพื่อจูงใจให้นักลงทุนในหุ้นกู้ของเอกชนตามปกติหันมาสนใจลงทุนใน CMO กันมากขึ้น

PAC Bond จะมีลักษณะที่คล้ายกับหุ้นกู้เอกชนที่มีการรับประกันการชำระคืน ภายใต้สมมติฐานที่ว่าอัตราการชำระหนี้ก่อนกำหนดจะต้องอยู่ภายในช่วงที่กำหนดไว้ กระแสเงินสดจากสินทรัพย์ที่นำมาเป็นหลักประกันสามารถคำนวณได้อย่างแม่นยำมากยิ่งขึ้นว่า จะต้องเพียงพอที่จะจ่ายคืนเงินคืนให้แก่นักลงทุนได้ ผู้ที่ถือ PAC CMO จึงมีสิทธิเหนือ CMO ชั้นอื่นๆ ในการรับเงินต้นคืน อย่างไรก็ตามความแน่นอนในการไถ่ถอนของ PAC CMO นั้นในทางกลับกันคือ ภาระของชั้นอื่นๆ นั้นเองชั้นเหล่านั้นจะถูกเรียกว่า ชั้นที่รองรับหรือ Companion หรือ Support Class ในกรณีที่อัตราการชำระหนี้ก่อนกำหนดสูงกว่าอัตราที่ได้กำหนดไว้ Support Class ก็ต้องเป็นผู้รับไปก่อน ซึ่งเท่ากับว่า Support Class เป็นผู้รองรับความเสี่ยงไปนั่นเอง แต่ถ้าหากอัตราการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดต่ำกว่าอัตราการชำระคืนก่อนกำหนดที่ได้กำหนดไว้ ผู้ลงทุนใน PAC ก็จะมีสิทธิในการรับ

คืนส่วนที่เป็นเงินต้นก่อน Support Class หรือเท่ากับว่า Support Class เป็นผู้ช่วยลดความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นของตราสารประเภท CMO ที่มี PAC อยู่ด้วยจึงถูกเรียกว่า Simultaneous – Pay CMO

ตามปกติมักจะเรียก Upper และ Lower PSA ที่ใช้ในการสร้าง CMO ว่า Initial PAC Collar การคุ้มครองผู้ถือ PAC จะยังคงมีอยู่ครบใดที่ Support Class ยังไม่ถูกไถ่ถอนหมดไปเสียก่อน ในความจริงแล้วระดับของการคุ้มครองจะเปลี่ยนแปลงไปอยู่ตลอดเวลาตามระดับของอัตราชำระหนี้ก่อนกำหนดที่เกิดขึ้นจริง เช่น ถ้าหากในช่วงแรกของการถือตราสารระดับของอัตราชำระหนี้ก่อนกำหนดค่อนข้างต่ำทำให้ Support Class ยังคงเหลืออยู่มาก ผู้ที่ลงทุนใน PAC มีความมั่นใจมากขึ้นว่าจะไม่ถูกไถ่ถอนก่อนกำหนดไปเสียก่อน ทำให้สามารถกำหนด Collar ขึ้นใหม่ได้เรียกว่า Effective Collar

ในบางกรณีแม้ว่าอัตราชำระหนี้ก่อนกำหนดจะสูงกว่าอัตราขั้นสูงที่กำหนดไว้ก็ตาม ไม่ได้หมายความว่าจะทำให้ระดับการคุ้มครองลดลงไปมาก ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับว่าช่วงเวลาที่อยู่นอก Initial Collar นั้นนานมากน้อยแค่ไหน หากเป็นช่วงระยะเวลาสั้น ๆ ก็ไม่มีผลกระทบอะไรมาก แต่ถ้านานก็ย่อมมีผลกระทบต่อระดับของการคุ้มครองอย่างแน่นอน ในทางปฏิบัติแล้วการออก CMO อาจจะมี PAC CMO อยู่ด้วยกันหลายชั้นก็ได้ไม่จำเป็นต้องมีเพียงชั้น เดียว นอกจากนั้นแล้ว PAC ยังสามารถนำมาใช้กับ Accrual Bond ได้ หรือที่เรียกว่า Z – PAC ทำให้ความไม่แน่นอนด้านกระแสรายได้ของ Accrual Bond ลดน้อยลง ช่วยให้ตราสารประเภทนี้น่าสนใจขึ้นได้พอสมควร

Companion Bond ที่มีกำหนดเวลาการชำระคืน

Companion Bond หรือ Support Bond แม้ว่าจะมีความเสี่ยงมากกว่า PAC Bond ก็ตามแต่ก็สามารถนำมากำหนดโครงสร้างใหม่ เช่นกำหนดความสำคัญในการชำระหนี้คืนให้แตกต่างกันออกไป ส่วนที่มีโอกาสได้รับชำระคืนก่อน บางครั้งก็เรียกว่า PAC II โดยมี Companion Bond ที่ไม่มีกำหนดชำระคืนทำหน้าที่สนับสนุนนอกจากนั้นแล้วอาจจะมี PAC III อีกก็ได้ อย่างไรก็ตาม PAC II ก็ยังมีความเสี่ยงมากกว่า PAC I แต่น้อยกว่า Companion ที่ไม่มีกำหนดชำระหนี้ที่แน่นอน

TAC Bond (Target Amortized Class)

TAC Bond มีลักษณะที่คล้ายกับ PAC กล่าวคือผู้ลงทุนใน TAC Bond จะมีลำดับความสำคัญที่จะได้รับชำระเงินลงทุนก่อนส่วนอื่น แต่การคุ้มครองความเสี่ยงจากอัตราชำระหนี้คืนก่อนกำหนดของ TAC Bond จะน้อยกว่า PAC เนื่องจาก TAC กำหนดช่วงของมาตรฐานการกำหนด ระดับการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดไว้ค่อนข้างแคบหรือบางทีอาจจะกำหนดไว้เพียงอัตราเดียว ถ้าหากสูงกว่าอัตราที่กำหนดไว้ก็จะได้รับคืนเงินต้นตามกำหนด ปัจจุบันมักจะใช้ TAC สำหรับ 3 Companion Bond เป็นส่วนใหญ่

VADM Bond (Very Accurately Determined Maturity)

VADM จะคล้ายกับ TAC ตรงที่เอา Accrual Bond มาสนับสนุน โดยเฉพาะ Accrual Interest นั้นสามารถนำมาจ่ายให้แก่ VADM ทั้งที่เป็นเงินต้นและดอกเบี้ย ทำให้สามารถกำหนดอายุของหลักทรัพย์ได้อย่างแม่นยำมากขึ้น เว้นแต่ว่าหากอัตราการชำระหนี้ก่อนกำหนดสูงกว่าที่คาดไว้ อาจจะทำให้เวลาครบกำหนดของตราสารสั้นลงบ้าง

CMO Residual

ตามปกติการออก CMO มักจะต้องใช้สินทรัพย์ค้ำประกันมากกว่าวงเงินของตราสารที่ออก ดังนั้นกระแสเงินสดที่ได้รับในแต่ละเดือนอาจจะมากกว่าจำนวนที่จะต้องจ่ายเป็นค่าดอกเบี้ยเงินต้น ตลอดจนค่าใช้จ่ายในการบริหาร ส่วนที่เกินนั้นเรียกว่า CMO Residual ซึ่งในแต่ละงวดจะมากจะน้อยแตกต่างกันออกไปขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายประการด้วยกันเช่น

- อัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันและอนาคต
- อัตราดอกเบี้ยของเงินกู้ที่อยู่อาศัยที่นำมาเป็นหลักประกัน
- ประเภทหรือชนิดของเงินกู้ที่อยู่อาศัยที่นำมาเป็นหลักประกัน เช่น เงินกู้ซื้อบ้านเดี่ยวหรือ ประเภทอื่น
- อัตราการชำระหนี้ก่อนกำหนดของหนี้ที่นำมาเป็นหลักประกัน

รูปแบบในการออก CMO

โดยทั่วไปแล้ว กระแสรายได้ส่วนที่เหลือของ CMO จะ ได้มาจาก 3 แหล่งด้วยกันคือ ส่วนที่หนึ่งมาจาก Premium Interest ซึ่งได้มาจากส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของเงินกู้ที่นำมาเป็นหลักประกันกับอัตราดอกเบี้ยสูงสุดที่จ่ายให้แก่นักลงทุนในการออก CMO ส่วนที่สองมาจาก Bond Coupon Differential เนื่องจากในแต่ละชั้นของ CMO อัตราดอกเบี้ยจะแตกต่างกันออกไป ชั้นที่ได้อัตราดอกเบี้ยสูงสุดคือชั้นที่ต้องช่วยสนับสนุน ให้แก่ชั้นอื่นๆ ส่วนชั้นที่ได้รับการคุ้มครองจากความเสี่ยงต่างๆ มากกว่าย่อมจะได้รับผลตอบแทนในอัตราที่ต่ำกว่า ส่วนที่สามมาจาก รายได้จากการลงทุนใหม่(Reinvestment Income) เนื่องจากช่วงเวลาที่ได้รับเงินจากผู้กู้กับช่วงที่ต้องจ่ายผลตอบแทนให้แก่ นักลงทุนจะมีช่วงว่าง(Time Lag) อยู่พอสมควร ทำให้สามารถนำกระแสเงินสดไปแสวงหาผลประโยชน์ได้

ปกติแล้วราคาของ CMO มักจะไปในทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ย ทั้งนี้เพราะเมื่ออัตราดอกเบี้ยลดลงอัตราการชำระหนี้ก่อนกำหนดจะมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นชั้นที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำจะได้รับรายได้ถ่อนเร็วขึ้น ผลที่ตามมาคือ กระแสเงินสด ที่ CMO Residual ได้รับจะน้อยลงไปด้วยเช่นกัน นอกจากนั้นแล้วกระแสเงินสดที่จะนำไปลงทุนต่อจำเป็นต้องลงทุนในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลง ผลของทั้งสองประการทำให้กระแสเงินสดของ CMO Residual มีแนวโน้มลดลงเช่นเดียวกับราคา

ของ CMO Residual ในทางตรงกันข้ามเมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นราคาของ CMO Residual ก็จะเพิ่มขึ้นเหมือนกัน

ในช่วงแรกๆ Interest Premium และ Coupon Bond Differential จะรวมอยู่ใน CMO Residual แต่ต่อมา Interest Premium จะถูกแยกนำไปทำเป็น Interest Only (IO) ส่วน Coupon Bond Differential จะแยกไปออกเป็น PAC IO นอกจากรูปแบบของ CMO จะแตกต่างกันไปจากช่วงแรก ๆ แล้วจำนวนชั้นที่ออกก็เพิ่มขึ้นเป็นอย่างมากด้วยเช่นกัน ในช่วงต้นของการพัฒนา CMO จะมีเพียง 4 ชั้นเท่านั้น แต่หลังจากที่มี PAC แล้วจำนวนชั้นของ CMO ได้เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ปัจจุบันมีมากถึง 70 ชั้น โดยมี PAC รวมอยู่ด้วยเฉลี่ยถึง 11 ชั้นต่อหนึ่งรายการ⁵⁵

Stripped Mortgage Backed Securities

Fannie Mae เป็นผู้เริ่มออกตราสารประเภทนี้ก่อนในปี 1986⁵⁶ หลักการก็คือการจัดสรรกระแสเงินสดที่แตกต่างออกไปจากตราสารประเภทส่งผ่านซึ่งจัดสรรให้แก่ผู้ถือตราสารตามสัดส่วนการลงทุน ในขณะที่ Stripped Securities จะจัดสรรอย่างไม่เท่าเทียมกันเป็นผลให้ความสัมพันธ์ระหว่างราคาและผลตอบแทนของ CMO จะแตกต่างออกไปจากกองสินเชื่อบริษัท

ตราสารประเภทนี้มีอยู่ด้วยกัน 3 แบบ คือ

1. Synthetic Coupon Pass Through
2. Interest Only / Principal Only Securities
3. CMO Strips

โดยในประเภทแรกนั้นจะจ่ายผลตอบแทนต่างออกไปจากอัตราดอกเบี้ยของเงินกู้ที่นำมาเป็นหลักประกัน อันเนื่องมาจากการจัดสรรกระแสเงินสดไม่เท่าเทียมกันดังกล่าวมาแล้วข้างต้น

ในปี 1987 เริ่มมีการแยกเอากระแสเงินสดและส่วนที่เป็นดอกเบี้ยและส่วนที่เป็นเงินต้นมาออกเป็นตราสารแยกจากกัน ส่วนที่เป็นเงินต้นจะขายในราคาที่มีส่วนลดอย่างมาก ผลตอบแทนนักลงทุนจะได้รับจะขึ้นอยู่กับระดับของอัตราชำระหนี้ที่กำหนด ยิ่งอัตราชำระหนี้ก่อนกำหนดสูงผลตอบแทนของนักลงทุนในตราสารประเภทนี้ก็สูงตามไปด้วย เช่นหากนำเอาเงินกู้อายุ 15 ปี มาออกตราสารจำนวน 500 ล้านบาท ขายในราคา 225 ล้านบาท เมื่อครบกำหนดจะได้รับเงินคืนเต็มจำนวน 500 ล้านบาทหรือผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินเท่ากับ 275 ล้านบาท หากได้รับคืนเร็วเท่าใด อัตราผลตอบแทนสูงขึ้นตามนั้น ด้วยเหตุนี้ราคาของส่วนที่เป็นเงินต้นจึงสัมพันธ์กับการ

⁵⁵ เรื่องเดียวกัน :หน้า 55

⁵⁶ เรื่องเดียวกัน :หน้า 55

ชำระคืนก่อนกำหนดด้วย กล่าวคือเมื่ออัตราเงินกู้ในตลาดลดลง ผู้กู้มีแนวโน้มจะชำระหนี้คืนก่อนกำหนดมากขึ้น ผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้รับคืนจะเร็วตามไปด้วย ราคาของส่วนที่เป็นเงินต้นจึงมีแนวโน้มสูงขึ้น ในทางตรงกันข้ามเมื่ออัตรดอกเบี้ยสูงขึ้นราคาของส่วนที่เป็นเงินต้นจะมีแนวโน้มลดลง

ในกรณีของส่วนที่เป็นดอกเบี้ยผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนจากดอกเบี้ยเท่านั้น ดังนั้นหากมีการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดมากๆ ผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับก็จะน้อยตามไปด้วย ผู้ที่ลงทุนในตราสารประเภทนี้จึงต้องการให้ตลาดอยู่ในสภาวะที่ตรงกันข้ามกับผู้ลงทุนในส่วนที่เป็นเงินต้น กล่าวคือถ้าไม่ต้องการให้มีการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดมากราคาของส่วนที่เป็นดอกเบี้ยก็จะแปรผันไปในทิศทางที่ตรงกันข้ามกับส่วนที่เป็นเงินต้น โดยเมื่ออัตรดอกเบี้ยลดลงราคาของส่วนที่เป็นดอกเบี้ยก็จะลดลงตามไปด้วยและในทางตรงกันข้ามราคาจะสูงขึ้นเมื่ออัตรดอกเบี้ยสูงขึ้น

เมื่อการออก CMO มีส่วนที่เป็นเงินต้นและส่วนที่เป็นดอกเบี้ยอยู่ด้วยจะเรียกว่า CMO Strips ซึ่งอาจจะเป็น PAC หรือ TAC ก็ได้ แต่หากไม่เป็นทั้ง PAC และ TAC เรียกว่า Super Principal Only เนื่องจากราคาขึ้นลงจะสูงกว่าเมื่อเกิดภาวะอัตรดอกเบี้ยขึ้นหรือลงจนมีผลต่อการชำระเงินคืนก่อนกำหนด

นิติบุคคลเฉพาะกิจที่ใช้ในการออก CMO

การออกตราสารประเภทส่งผ่านนั้นมักจะทำผ่านผู้ดูแลหลักทรัพย์ ทั้งนี้เพื่อจะได้ไม่มีปัญหาเรื่องภาษีซ้ำซ้อนเพราะ ผู้ดูแลหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกานั้นถือว่าเป็น Non - taxable Entity ไม่มีภาระเรื่องภาษี อย่างไรก็ตามการออกตราสารผ่านผู้ดูแลหลักทรัพย์นั้นจำเป็นต้องนำเอาสินทรัพย์ที่ค้ำประกันทั้งหมดมาออกเป็นตราสารที่เหมือนๆ กันหรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือมีได้เพียงชั้นเดียวนั่นเอง จะนำมาแยกออกเป็นหลายๆ ชั้นแบบ CMO ไม่ได้ ดังนั้นในระยะแรกๆ ที่มีการออก CMO ในสหรัฐอเมริกา จึงจำเป็นต้องตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจในรูปของบริษัทแทน ตราสารประเภทนี้จึงไม่ค่อยได้รับความนิยมมากนักเพราะนิติบุคคลเฉพาะกิจ ในรูปของบริษัทนั้นเป็น taxable Entity ทำให้มีภาระเรื่องภาษีมากกว่าการออกเป็นตราสารประเภทส่งผ่าน ผ่านผู้ดูแลหลักทรัพย์

จนกระทั่งในปี 1986 สหรัฐอเมริกามีการปฏิรูประบบภาษีทำให้เกิดนิติบุคคลเฉพาะกิจ รูปแบบใหม่ขึ้นคือ REMIC (Real Estate Mortgage Investment Conduit) โดยมีลักษณะเหมือนผู้ดูแลหลักทรัพย์ มีสถานะเป็น Non - taxable Entity แบบเดียวกัน ที่สำคัญคือ REMIC สามารถออกตราสารได้หลายชั้นต่างจาก ผู้ดูแลหลักทรัพย์ในรูปแบบเดิม หลังจากนั้นเป็นต้นมา CMO ก็ได้รับความนิยมมากขึ้นเป็นลำดับจนในระยะที่ผ่านมตราสารที่ออกใหม่ในสหรัฐอเมริกาเกือบครึ่งหนึ่งเป็นตราสารประเภท CMO และออกผ่าน REMIC จนมีผู้กล่าวว่าหลังปี 1986 เป็นต้นมาเป็นยุคของ

REMIC โดยแท้ (Remicization)⁵⁷ อย่างไรก็ตาม REMIC สามารถรองรับได้เฉพาะการออกตราสารที่ใช้เงินกู้ที่อยู่อาศัยเป็นหลักประกันเท่านั้น ไม่สามารถนำเอาเงินกู้ประเภทอื่น ๆ เช่น เงินกู้ซื้อรถยนต์ เครดิตการ์ดและอื่นๆ มาออกในรูปของ CMO ผ่าน REMIC ได้จนกระทั่งได้มีการพัฒนานิติบุคคลเฉพาะกิจขึ้นมาอีกอย่างหนึ่งคือ FASIC (Financial Asset Securitization Investment Conduit) เพื่อรองรับการนำเอาเงินกู้ระยะสั้นที่กล่าวมาข้างต้นมาออกเป็นตราสารประเภท CMO ได้ เหตุที่เป็นเช่นนี้ก็เพราะเงินกู้ระยะยาวเช่นเงินกู้ซื้อบ้านนั้นมักจะมีปัญหาเรื่องการชำระคืนก่อนกำหนดมากจึงทำให้มีผู้หันมาเอาเงินกู้ระยะสั้นมาทำ CMO แทน

CMO นับได้ว่าเป็นพัฒนาการที่สำคัญอย่างหนึ่งของกระบวนการการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ โดยเฉพาะในสหรัฐอเมริกาสามารถสนองความต้องการของนักลงทุนกลุ่มต่างๆ ได้อย่างหลากหลายทั้งที่ต้องการลงทุนระยะยาวหรือต้องการเครื่องมือสำหรับป้องกันความเสี่ยงจากการขึ้นลงของอัตราดอกเบี้ย ในแง่ของผู้ที่ต้องการระดมเงินก็สามารถใช้เครื่องมือนี้ระดมเงินได้อย่างกว้างขวางมากยิ่งขึ้นเช่นกัน

แม้ว่า CMO จะเป็นที่นิยมอย่างมากในสหรัฐอเมริกาแต่ในปัจจุบันยังไม่มีกรนำตราสารประเภท CMO มาใช้ในประเทศไทยอาจจำเป็นต้องอาศัยเวลาอีกพอสมควรเนื่องจากตราสารประเภท CMO มีรูปแบบที่ซับซ้อนนอกจากนั้นแล้วตราสารประเภทนี้พัฒนาขึ้นเพื่อแก้ปัญหาเรื่องอัตราชำระหนี้ก่อนกำหนดเป็นหลัก แต่การให้กู้ซื้อบ้านในประเทศไทยเป็นการให้กู้แบบอัตราดอกเบี้ยลอยตัวประกอบกับคนไทยไม่นิยมการโยกย้ายถิ่นฐานเหมือนคนอเมริกัน ทำให้อัตราชำระหนี้คืนก่อนกำหนดมีน้อยกว่าในสหรัฐอเมริกา อย่างไรก็ตามประโยชน์ของ CMO อีกประการหนึ่งคือมีความหลากหลายมากสามารถสนองความต้องการ ในแง่ของผู้ลงทุนได้มากกว่าการออกในรูปของตราสารธรรมดา ซึ่งน่าจะเป็นเหตุผลหลักในการนำเอาตราสารประเภทนี้มาใช้ในประเทศไทยในอนาคต

⁵⁷ เรื่องเดียวกัน :หน้า 57