

Savings and Investment

ปีที่ 2 ฉบับที่ 24 ประจำเดือนมกราคม 2558



ความเข้าใจเกี่ยวกับ Credit Enhancement : กระบวนการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือ

สุชาติ ศิริวัฒน์

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) คือ การที่ผู้ที่มีสินทรัพย์ทางการเงินในรูปแบบบัญชีลูกหนี้ หรือมีสิทธิเรียกร้องที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับในอนาคต จัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจหรือ SPV (Special Purpose Vehicle) เพื่อออกหุ้นกู้ หรือตราสารหนี้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือ เพื่อเสริมสร้างสภาพคล่อง เพิ่มเงินสด เพื่อนำมาใช้ในการขยายสินเชื่อต่อไป หรือสามารถลดภาระในการดำรงเงินกองทุนได้



หลักการของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) คือ การที่ผู้ที่มีสินทรัพย์ทางการเงินในรูปแบบบัญชีลูกหนี้ หรือมีสิทธิเรียกร้องที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับในอนาคต สามารถนำเสนอโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจหรือ SPV (Special Purpose Vehicle) เพื่อออกหุ้นกู้ หรือตราสารหนี้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือ เพื่อเสริมสร้างสภาพคล่อง เพิ่มเงินสด เพื่อนำมาใช้ในการขยายสินเชื่อต่อไป หรือสามารถลดภาระในการดำรงเงินกองทุนได้ โดยผู้ลงทุนในหุ้นกู้หรือตราสารหนี้ดังกล่าว จะอยู่ในฐานะเจ้าหนี้ และจะได้รับผลตอบแทนในรูปแบบดอกเบี้ยเป็นรายงวดตามระยะเวลา และได้รับเงินต้นคืนเมื่อครบกำหนด จากกองสินทรัพย์ที่นำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ นอกจากนี้ หุ้นกู้หรือตราสารหนี้ยังสามารถซื้อขายในตลาดรองได้ด้วย ซึ่งกระบวนการแปลงสินทรัพย์ฯ ดังกล่าวถือเป็นธุรกรรมทางการเงินประเภทหนึ่งที่เกิดประโยชน์ด้านเศรษฐกิจโดยรวม

ขั้นตอนการออกหุ้นกู้หรือตราสารหนี้โดยทั่วไป คือ ผู้ออกหุ้นกู้ต้องจ้างทีมที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial Advisor) เพื่อให้คำปรึกษาเกี่ยวกับการจัดโครงสร้าง การตั้งราคา และการวางการตลาดให้เป็นที่น่าสนใจแก่นักลงทุน เพื่อเสนอขออนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ด. และจะต้องมีการจ้างบริษัทจัดอันดับเครดิตเรตติ้ง เพื่อจัดอันดับเครดิตของหุ้นกู้ พร้อมแต่งตั้งผู้จัดการการจัดจำหน่าย (Underwriter) เพื่อดำเนินการเรื่องการขายให้แก่แก่นักลงทุนแล้วแต่กรณี เช่น การเสนอขายในวงแคบ หรือให้กับนักลงทุนทุกประเภท โดยอันดับเครดิตเป็นค่าอ้างอิงที่แสดงถึงความเสี่ยงต่ำหรือสูงของความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและเงินต้นตามกำหนด โดยหุ้นกู้ที่มีอันดับเครดิตดีหรือสูง หมายความว่า มีความเสี่ยงที่จะไม่ชำระเงินตามกำหนดในระดับต่ำ และมีความมั่นคงทางการเงินในระดับสูง และหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำ มีความหมายในทางตรงกันข้าม คือมีความเสี่ยงที่จะชำระเงินตามกำหนดไม่ได้ในระดับสูง ทั้งนี้กำหนดให้มีการทบทวนอย่างน้อยทุกปี โดยปัจจัยที่มีผลต่อการจัดอันดับเครดิต ได้แก่ ความสามารถในการชำระหนี้ของผู้ออก ลักษณะหรือเงื่อนไขเฉพาะของหุ้นกู้ อายุหุ้นกู้ อัตราดอกเบี้ย เป็นต้น อย่างไรก็ตาม เครดิตเรตติ้ง (Credit Rating) บอกได้เพียงโอกาสที่จะเกิดการผิดนัดชำระหนี้เท่านั้นเล็กน้อยเพียงใด แต่ไม่ได้เป็นการรับประกันการจ่ายเงินต้น หรือดอกเบี้ยแต่อย่างใด

สำหรับภาระความเสี่ยงที่ผู้ซื้อหรือผู้ลงทุนในหุ้นกู้หรือตราสารหนี้ที่เกิดจากกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้น จะรับความเสี่ยงในเฉพาะกองสินทรัพย์ที่นำมาลงทุนหลักทรัพย์นั้นเท่านั้น โดยไม่ต้องรับความเสี่ยงในด้านอื่น ๆ ของผู้ขายสินทรัพย์ เนื่องจากมีการโอนกองสินทรัพย์จากผู้ขายมายังตัวกลางหรือนิติบุคคลเฉพาะกิจแล้ว อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนต้องเผชิญคือความเสี่ยงทั่วไปที่เกิดจากการลงทุนในหุ้นกู้หรือตราสารหนี้ ได้แก่ ความเสี่ยงด้านเครดิต (ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระดอกเบี้ยและเงินต้น) ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยที่ส่งผลให้ราคาตราสารหนี้มีการเปลี่ยนแปลง ซึ่งจะกระทบต่อผู้ลงทุนที่มีการซื้อขายก่อนครบกำหนดไถ่ถอน ความเสี่ยงของผลกระทบต่อเหตุการณ์ไม่คาดคิดความเสี่ยงต่อตราสารหนี้ขาดสภาพคล่อง (ไม่สามารถขายตราสารหนี้ต่อให้กับผู้ลงทุนรายอื่น ๆ ก่อนครบกำหนดไถ่ถอนได้) เป็นต้น



ผู้ออกหรือผู้ลงทุนจะรับความเสี่ยงในเฉพาะกองสินทรัพย์ที่นำมาหมุนหลักทรัพย์นั้นเท่านั้น โดยไม่ต้องรับความเสี่ยงในด้านอื่นๆ ของผู้ขายสินทรัพย์ อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนต้องเผชิญคือความเสี่ยงทั่วไปที่เกิดจากการลงทุนในหุ้นกู้หรือตราสารหนี้ ได้แก่ ความเสี่ยงด้านเครดิต ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย ความเสี่ยงของผลกระทบต่อเหตุการณ์ไม่คาดคิด และความเสี่ยงต่อตราสารหนี้ขาดสภาพคล่อง เป็นต้น



กระบวนการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือหรือ Credit Enhancement สามารถทำได้หลายวิธีการ ได้แก่ 1) การเลือกกองสินทรัพย์จะนำมาแปลง 2) การจัดให้มีกองทรัพย์สินค้ำประกันมากกว่าหนี้สินจากการออกตราสารหุ้นกู้ Securitization 3) การจัดให้มีเงินสำรอง หรือสภาพคล่องชั่วคราวแก่ SPV ในกรณีที่ลูกหนี้ผิดนัดชำระ และ 4) การจัดให้มีการค้ำประกันตราสารหนี้ หรือการซื้อประกันความเสี่ยง



ขอขอบคุณ
ผู้อำนวยการสำนักนโยบายการออมและการลงทุน
สำหรับข้อเสนอแนะ

อย่างไรก็ตาม หุ้นกู้หรือตราสารหนี้ที่ออกตามโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) มักมีอันดับความน่าเชื่อถือสูงกว่าหุ้นกู้ทั่วไป เนื่องจากมีกองหลักทรัพย์ที่นำมาแปลงนั้นค้ำประกัน และมีกระบวนการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Enhancement) จึงทำให้หุ้นกู้ Securitization ไม่เหมือนหุ้นกู้ทั่วไป ซึ่งหุ้นกู้ทั่วไปไม่สามารถเพิ่มอันดับ Credit Rating ให้สูงกว่าตัวองค์กรผู้ออกหุ้นกู้ได้ แต่หุ้นกู้ Securitization สามารถออกแบบ Rating ได้ สามารถจะเพิ่ม Credit Rating ได้ ซึ่งจะช่วยในการทำการตลาดและอำนวยความสะดวกในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรอง

ทั้งนี้ กระบวนการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือหรือ Credit Enhancement สามารถทำได้หลายวิธีการ ได้แก่

1) **การเลือกกองสินทรัพย์จะนำมาแปลง** โดยทั่วไปมักจะเลือกกองสินทรัพย์คุณภาพดี เพื่อก่อให้เกิดรายได้เป็นงวดๆ และเป็นผลตอบแทนแก่นักลงทุน เช่น มีการกำหนดหลักเกณฑ์ในการคัดเลือกลูกหนี้ ได้แก่ คุณสมบัติของผู้กู้ ประเภทอสังหาริมทรัพย์นำมาจัดจำนอง ลักษณะของสินเชื่อที่อยู่อาศัย หรือกรณีที่เป็นลูกหนี้บัตรเครดิตซึ่งมีอายุน้อย อาจมีการกำหนดให้ต้องมีภาระซื้อลูกหนี้ใหม่เข้ามาทดแทนลูกหนี้เดิมอยู่ตลอดเวลาในช่วงเวลาดังกล่าว เป็นต้น

2) **การจัดให้มีกองทรัพย์สินค้ำประกันมากกว่าหนี้สินจากการออกตราสารหุ้นกู้ Securitization** เช่น สินทรัพย์โอนมาที่ SPV 100 บาท เพื่อออกหลักทรัพย์ 80 บาท ถ้าอยากเพิ่ม Rating จากสินทรัพย์โอนมา 100 บาท อาจจะออกเป็นหลักทรัพย์เพียง 50 บาท เป็นต้น เพื่อลดความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นแก่นักลงทุน วิธีการนี้จะทำให้บริษัทที่มี Credit Rating ที่ไม่สูงนัก สามารถออกตราสารหนี้ที่มี Credit Rating สูงขึ้นได้ (โดยเฉพาะการโอนสินทรัพย์จาก Originator ไปยัง SPV แบบโอนขาด) และอันดับเครดิตของตราสารหนี้ที่ออกโดยองค์กรเดียวกัน อาจไม่เท่ากันก็ได้

3) **การจัดให้มีเงินสำรอง หรือสภาพคล่องชั่วคราวแก่ SPV** ในกรณีที่ลูกหนี้ผิดนัดชำระ (Provider of Liquidity Facility) หมายถึง การให้สินเชื่อแก่ SPV เพื่อนำไปจ่ายค่าดอกเบี้ยหรือเงินต้นแก่ผู้ลงทุนตามระยะเวลาที่กำหนดไว้ ในกรณีที่ช่วงเวลาที่ได้รับดอกเบี้ยหรือเงินต้น จากสินทรัพย์อ้างอิงกับช่วงเวลาที่จะต้องจ่ายดอกเบี้ยให้แก่ผู้ลงทุนไม่ตรงกัน โดยการให้สินเชื่อดังกล่าวมีได้มีวัตถุประสงค์เป็นการรับส่วนสูญเสีย ในกรณีเช่นนี้ธนาคารพาณิชย์สามารถเข้าดำเนินการได้

4) **การจัดให้มีการค้ำประกันตราสารหนี้หรือการซื้อประกันความเสี่ยง** ซึ่งจะมีผลต่อการเข้าไปลงทุนในหุ้นกู้ที่มีเครดิตต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนดได้ ซึ่งรูปแบบนี้ก็คือ ธุรกรรม การป้องกันความเสี่ยง เช่นเดียวกับการซื้อขายสัญญาในตลาดล่วงหน้า ซึ่งการรับประกันส่วนสูญเสียของสินทรัพย์แก่ผู้ลงทุน (Provider of Credit Enhancement) มี 2 รูปแบบ

4.1) การเป็นผู้ค้ำประกันลูกหนี้ที่เป็นสินทรัพย์อ้างอิง (Guarantee) หมายถึง การค้ำประกันการกู้ยืมเงินให้แก่ลูกหนี้ที่เป็นสินทรัพย์อ้างอิงรายใดรายหนึ่งในพอร์ตของสินทรัพย์ให้แก่ SPV

4.2) การเป็นผู้รับประกันส่วนสูญเสียในลำดับแรก (First Loss Facility) หมายถึง การเป็นผู้รับประกันส่วนสูญเสียในลำดับแรก ให้แก่ผู้ลงทุนในตราสาร Securitization รายอื่นๆ ในกรณีที่ลูกหนี้ที่เป็นสินทรัพย์อ้างอิงไม่สามารถชำระดอกเบี้ยหรือเงินต้นได้ตามกำหนด

โดยในประเทศไทย ตามกฎหมายอนุญาตให้บริษัทประกันวินาศภัยประกอบธุรกิจการสนับสนุนความน่าเชื่อถือทางเครดิต (Credit Enhancement Facility) ได้ โดยเป็นธุรกรรมที่อยู่ภายใต้ใบอนุญาตประกอบธุรกิจประกันวินาศภัย แต่ปัจจุบันยังไม่มีบริษัทประกันวินาศภัยในประเทศประกอบธุรกิจดังกล่าว ในขณะที่เดียวกัน หากบริษัทต่างชาติต้องการเข้ามาประกอบธุรกิจดังกล่าวต้องได้รับใบอนุญาตจากกรมการประกันภัยก่อน

อาจกล่าวโดยสรุปได้ว่า หุ้นกู้ทั่วไปนั้น ความสามารถในการชำระหนี้จะขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของบริษัทเป็นสำคัญ แต่หุ้นกู้ Securitization จะดูคุณภาพของสินทรัพย์ว่าดีแค่ไหน เพราะกระแสเงินสดที่จะจ่ายคืนให้กับผู้ถือหุ้นกู้ จะมาจากลูกหนี้ที่ถูกขายมาให้ SPV เป็นสำคัญ ส่วน Credit Enhancement ก็คือกระบวนการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือในหุ้นกู้หรือตราสารหนี้ที่นักลงทุนจะใช้เป็นค้ำอ้างอิงในการตัดสินใจลงทุน ■