

โครงการวิจัยเรื่อง

แนวทางการพัฒนาธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์และ
การนำไปใช้ประโยชน์ในโครงการลงทุนภาครัฐเพื่อสังคมของ
กระทรวงการคลัง กรมธนารักษ์

ที่ปรึกษาโครงการ

นายเวทวงศ์ พ่วงทรัพย์

คณะผู้วิจัย

นายสุชาติ ศิริวัฒน์

นางสาวอัญชลี สิมะเสถียร

นายปิยush เตชะตระการธรรม

นางสาวพิรุณรัตน์ จันทร์เพ็ญ

นางสาวรุ่งทิพย์ จินดาพล

นายปรีม คัมภักซ์

นางสาวกมลนิช สวัสดิ์พานิชย์

นายพีระพัชย์ จาตุกัญญาประทีป

นายเบญจพล พรหมมาวิน

รายงานฉบับสมบูรณ์

โครงการวิจัยเรื่อง

แนวทางการพัฒนาธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์และ
การนำไปใช้ประโยชน์ในโครงการลงทุนภาครัฐเพื่อสังคมของ
กระทรวงการคลัง กรมธนารักษ์

สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง กระทรวงการคลัง

กันยายน 2558

ชื่อโครงการวิจัยเรื่อง : แนวทางการพัฒนาธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และการนำไปใช้ประโยชน์ในโครงการลงทุนภาครัฐเพื่อสังคม ของกระทรวงการคลัง กรมธนารักษ์

Research Topic : A Trend for Development of the Securitization, Mega Treasury projects.

ที่ปรึกษาโครงการ : นายเวทวงศ์ พ่วงทรัพย์ ผู้เชี่ยวชาญเฉพาะด้านคุณภาพ การออมและการลงทุน

คณะผู้วิจัย :	นายสุชาติ ศิริวัฒน์	หัวหน้าโครงการวิจัย
	นางสาวอัญชลี สิมะเสถียร	นักวิจัยภายนอก
	นายปิย ชะตะการธรรม	นักวิจัยภายนอก
	นางสาวพิรุณรัตน์ จันทร์เพ็ญ	นักวิจัยภายนอก
	นางสาวรุ่งทิพย์ จินดาพล	นักวิจัย
	นายปฐุม คุ้มมุกข์	นักวิจัย
	นางสาวกมลนิช สวัสดิ์พาณิชย์	นักวิจัย
	นายพีระพัชย์ จาคุกัญญาประทีป	นักวิจัยภายนอก
	นายเบญจพล พรหมมาวิน	นักวิจัยภายนอก

ระยะเวลาดำเนินการ : 1 ธันวาคม 2557 – 30 กันยายน 2558

กิตติกรรมประกาศ

ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นธุรกรรมทางการเงินที่มีหลักการและแนวคิดที่เป็นประโยชน์ต่อการระดมทุน และการแก้ไขปัญหาสภาพคล่องของหน่วยธุรกิจ มีการนำไปใช้ประโยชน์ในทางเศรษฐกิจอย่างกว้างขวาง ทั้งการพัฒนาระบบสินเชื่อที่อยู่อาศัย และการระดมทุนเพื่อโครงการโครงสร้างพื้นฐาน แต่ธุรกรรมดังกล่าวกลับไม่แพร่หลายในประเทศไทย คณะผู้วิจัยจึงต้องการเสนอแนะแนวทางการพัฒนาธุรกรรม การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทย และกรณีศึกษาเพื่อเสนอข้อสังเกตเกี่ยวกับการนำธุรกรรม การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในการระดมทุนโครงการลงทุนภาครัฐของกรมธนารักษ์

ตลอดระยะเวลาร่วม 10 เดือนที่ผ่านมา คณะผู้วิจัยได้รับความร่วมมือจากหลายภาคส่วนที่กรุณาให้ ข้อมูล ความเห็น และข้อสังเกต ผ่านการประชุม สัมภาษณ์ ซึ่งเป็นประโยชน์ยิ่งในการทำวิจัยของคณะผู้วิจัยเป็น อย่างมาก

ขอขอบคุณ คณะผู้แทนสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ สมาคมตลาดตรา สารหนี้ไทย ธนาคารแห่งประเทศไทย กรมธนารักษ์ บริษัทธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด สถาบันวิจัยนโยบาย เศรษฐกิจการคลัง การเคหะแห่งชาติ สำนักงานประมาณ ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน) สมาคมสินเชื่อที่อยู่อาศัย บริษัททิสเรตติ้ง จำกัด บริษัทฟิทซ์เรตติ้งส์ (ประเทศไทย) จำกัด บริษัท หลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน) และบริษัทหลักทรัพย์โนมูระพัฒนสิน จำกัด (มหาชน) ทีม จากสำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่ บรรษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย

ขอขอบคุณทีมคณะกรรมการคุณวาศนา สิ้นเสถียรพร คุณทวีศักดิ์ มานะกุล คุณศิริกัลยา เรืองอำนาจ คุณ อัจฉรา กลิ่นเกลลา คุณนพพร วิริยานุพงษ์ ที่ได้ให้คำแนะนำต่างๆ ที่เป็นประโยชน์ คุณรัตนภรณ์ วัชรสินธุ์ คุณ เสาวรส อนุพงษ์กุลกิจ สำหรับการประสานงานและอำนวยความสะดวกทุกประการ

ขอขอบคุณ คุณชนะชัย ประยูรสิน สำหรับการจุดประกาย ขอขอบคุณคุณมาลี โสมสิรินาค สำหรับ คำแนะนำในบทวิเคราะห์การเงิน

ขอขอบคุณ ดร.เวทวงศ์ พ่วงทรัพย์ ในฐานะที่ปรึกษาโครงการ และทีมผู้ทรงคุณวุฒิที่ให้เกียรติในการ วิพากษ์งานวิจัย ประกอบด้วยนายทวีศักดิ์ มานะกุล ที่ปรึกษาสถาบันวิจัยเศรษฐกิจการคลัง และดร.รพีสุภา หวัง เจริญรุ่ง ผู้ช่วยผู้อำนวยการสถาบันวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลัง

สุดท้ายนี้ ขอขอบคุณสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง และสำนักงานคณะกรรมการวิจัยแห่งชาติ ที่ได้ให้การ สนับสนุนโครงการวิจัยนี้ หากมีข้อบกพร่อง ผิดพลาดประการใดๆ คณะผู้วิจัยขอน้อมรับไว้ เพื่อนำไปปรับปรุงใน ครั้งต่อไป

บทสรุปผู้บริหาร

รายงานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยที่เป็นปัญหาและอุปสรรคของการดำเนินธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) เพื่อเสนอแนะแนวทางในการพัฒนาที่เหมาะสม ตลอดจนการนำไปใช้ประโยชน์ในโครงการลงทุนภาครัฐเพื่อสังคมของกระทรวงการคลัง กรมธนารักษ์ เพื่อให้ภาครัฐและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องมีข้อมูลที่เพียงพอเกี่ยวกับความเป็นไปได้ ปัญหา อุปสรรค และการชี้แจงต่อสาธารณะ

รูปแบบธุรกรรม Securitization คือ การระดมทุนประเภทการออกหุ้นกู้ โดยมีสินทรัพย์อ้างอิงเป็นสิทธิเรียกร้องหรือสิทธิอื่นใดที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับขึ้นในอนาคตไม่ว่ารายรับนั้นจะมีความแน่นอนหรือไม่ก็ตาม ธุรกรรมดังกล่าวแพร่หลายในต่างประเทศโดยเฉพาะประเทศที่มีเศรษฐกิจขนาดใหญ่ ประสบปัญหาด้านงบประมาณและการก่อหนี้สาธารณะ โดยธุรกรรม Securitization จะเป็นเครื่องมือสำคัญในการพัฒนาตลาดสินเชื่อที่อยู่อาศัยและการระดมทุนเพื่อการลงทุนโครงการสาธารณูปโภคพื้นฐานสำหรับในประเทศไทย แม้ว่าธุรกรรม Securitization จะได้รับการสนับสนุนทั้งด้านกฎหมายและสิทธิประโยชน์ทางด้านภาษีจากภาครัฐ เพื่อพัฒนาตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย และการนำไปใช้เพื่อระดมทุนโครงการก่อสร้างศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ แต่ก็ถือว่ายังไม่แพร่หลาย

คณะผู้วิจัยได้ศึกษาแล้วเห็นว่า ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นธุรกรรมที่ก่อให้เกิดผลดีต่อระบบเศรษฐกิจ และเพื่อให้ธุรกรรมดังกล่าวถูกนำไปใช้ให้เกิดผลได้ทางเศรษฐกิจ จึงได้เสนอแนะแนวทางการพัฒนา ดังนี้ 1) โดยภาพรวมตลาดสินเชื่อที่อยู่อาศัยของไทยมีระบบการกำกับดูแลที่เข้มงวด แต่ด้วยปัจจัยเรื่องการบริหารความเสี่ยงของสถาบันการเงินที่เป็นผลมาจากการปรับปรุงหลักเกณฑ์ การดำรงเงินกองทุนและการดำรงสภาพคล่อง จะทำให้สถาบันการเงินให้ความสำคัญกับธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น รวมทั้งการเติบโตของธุรกิจประเภท Non – Bank เรื่องการให้สินเชื่อ และการที่ภาครัฐมีข้อจำกัดด้านงบประมาณ และการก่อหนี้สาธารณะจะมีส่วนช่วยผลักดันให้วิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นเครื่องมือในการระดมทุนสำหรับการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน การลงทุนของรัฐวิสาหกิจ การส่งเสริมให้สถาบันการเงินของรัฐที่พึ่งพาเงินทุนจากการกู้ยืมหรือการค้ำประกันโดยภาครัฐสามารถระดมทุนด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จากกองสินทรัพย์ของตนเอง เพื่อลดภาระการกู้ยืมหรือการค้ำประกัน การแก้ไขกฎหมายว่าด้วยการทำธุรกรรมของ บตท. เช่น การเป็นที่ปรึกษาทางการเงิน เพื่อเป็นการสนับสนุนให้ บตท. สามารถดำเนินกิจการสนับสนุนโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของ

ภาครัฐให้มากขึ้น การค้าประกันสินเชื่อที่อยู่อาศัย การค้าประกันตราสารหนี้ 2) การสนับสนุนและสร้างแรงจูงใจให้กับนักลงทุนในหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ได้แก่ กำหนดน้ำหนักความเสี่ยงของหุ้นกู้ที่ออกภายใต้โครงการเป็นหลักทรัพย์ที่มีน้ำหนักความเสี่ยงเป็นร้อยละ 10 ในการคำนวณสินทรัพย์เสี่ยงด้านเครดิตของสถาบันการเงินที่มีการลงทุนในหุ้นกุดังกล่าว การกำหนดให้ตราสารที่เกิดจากโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์สามารถนำมานับเป็นสินทรัพย์สภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ได้ การกำหนดภาษีต่างๆ ให้เท่าเทียมสำหรับการลงทุนในทุกประเภท เช่น ภาษีหัก ณ ที่จ่าย กำไรจากการลงทุน (Capital Gain Tax) แก่บุคคลธรรมดาที่มีรายได้จากการลงทุนในตราสารหนี้ โดยจะเป็นการยกเว้นภาษีเฉพาะส่วนต่างเงินต้น

สำหรับกรณีศึกษาการนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐ 2 กรณี คือ โครงการแรก โครงการพัฒนาส่วนขยายศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ หรือโครงการโซน C มูลค่าโครงการประมาณ 20,000 ล้านบาท มีเป้าหมายก่อสร้างเป็นอาคารสำนักงานให้เช่า โดยมีกลุ่มเป้าหมาย ได้แก่ หน่วยงานราชการ รัฐวิสาหกิจและองค์กรอิสระ ซึ่งมีลักษณะและเป้าหมายโครงการ และสินทรัพย์คล้ายกับโครงการศูนย์ราชการที่ดำเนินการก่อสร้างไปแล้ว จึงมีความเป็นไปได้สูงในการระดมทุนโดยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และเห็นว่าเพื่อแก้ไขปัญหาด้านต้นทุนสูง และการดำเนินโครงการล่าช้ากว่ากำหนด จึงเห็นควรให้ ธพส. ดำเนินการจัดซื้อจัดจ้างด้วยวิธีการอิเล็กทรอนิกส์ทุกรายการ โอนความเสี่ยงด้านการก่อสร้างให้ภาคเอกชนทั้งหมด ส่วนทางด้านการระดมทุนให้ ธพส. ดำเนินการและให้ บตท. ทำหน้าที่ปรึกษาด้านการระดมทุน รวมทั้งทำหน้าที่เป็น Credit Enhancement ทั้งในการรับซื้อหุ้นกุดังกล่าวด้วย และด้านการค้าประกันตราสาร หรือการรับซื้อสิทธิการเช่าในอาคารสำนักงานจาก ธพส. ซึ่ง บตท. จะสามารถดำเนินการได้ก็ต่อเมื่อ มีการแก้ไขกฎหมาย บตท. ก่อน ส่วนในประเด็นการเรื่องการใช้งบประมาณที่คุ้มค่า เห็นควรให้มีการออกแบบอาคารเพื่อใช้ประโยชน์ทางเศรษฐกิจได้มากที่สุด รวมถึงการเพิ่มรายได้จากการบริหารจัดการพื้นที่เชิงพาณิชย์ ควรมีคณะกรรมการกลั่นกรองหน่วยงานที่จะเข้าใช้ในพื้นที่ตามความจำเป็น ส่วนด้านคุณสมบัติหุ้นกู้ที่เกิดจากโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้น ปัจจุบันมีแหล่งอ้างอิงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวที่มีความหลากหลายมากขึ้น นักลงทุนมีความสนใจลงทุนในตราสารหนี้ค่อนข้างมาก สามารถจะกำหนดอัตราดอกเบี้ยหุ้นกู้โครงการโซน C ที่ Credit Spread สูงกว่าพันธบัตรรัฐบาลได้ประมาณ 0.5 ถึง 1 ส่วนเซ็นต์อื่นๆ ควรกำหนดให้มีการชำระคืนเงินต้นเป็นการทยอยจ่ายคืนในช่วงเวลาหนึ่ง ขายหุ้นกู้โครงการเฉพาะนักลงทุนสถาบันเพื่อให้ลดต้นทุนการดำเนินการ และกำหนดอายุหุ้นกู้ระยะปานกลาง สามารถให้ Roll over ได้หลายครั้ง

กรณีโครงการปรับปรุงและก่อสร้างหอพักนักศึกษามหาวิทยาลัยเชียงใหม่ มูลค่าโครงการ 1,000 ล้านบาท โดยการออกหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยใช้สิทธิในกระแสรายได้จากรายได้หอพักนักศึกษาในอนาคตเป็นหลักทรัพย์อ้างอิง ทั้งนี้ สำหรับโครงสร้างการออกหุ้นกู้ประกอบด้วย หุ้นกู้มีอายุระยะปานกลาง และจะออกใหม่ทดแทนเมื่อหมดอายุลง เพื่อลดภาระดอกเบี้ย และไม่ต้องเสียอัตราดอกเบี้ยในอัตราระยะยาว โดยจากสมมุติฐานของโครงการคาดว่าระยะเวลาชำระหนี้ทั้งหมด 22 ปี สำหรับอัตราผลตอบแทนอ้างอิงจากอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล บวก Credit Spread ผู้ลงทุนหุ้นกู้จะได้รับคืนเงินต้นและดอกเบี้ย ผู้วิจัยเห็นว่าความเสี่ยงของการดำเนินการ คือ การบริหารจัดการกระแสรายได้ ค่าเช่าหอพักนักศึกษา และค่าเช่าพื้นที่เชิงพาณิชย์ อัตราการเข้าพักของนักศึกษา ความเสี่ยงด้านการก่อสร้าง ส่วนด้านผลประโยชน์ของผู้ลงทุนควรมีระบบรองรับสภาพคล่องตราสารหนี้ หรือตลาดรองตราสารหนี้ แต่ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับลักษณะการขาย

Executive Summary

The objective of this research is to suggest ways in which the securitization transaction in Thailand could be appropriately developed, including the use of securitization transaction in the Ministry of Finance, Department of Treasury social project. The finding of this study such as feasibility, issues concerned and public clarification would be available for all Public Sectors and relevant agencies.

The structure of Securitization transaction is the process of issuing the asset referred debt instrument which could be the right of claim or any other right that resulted the inflow of future income. The said transactions are well-known and widely used in many countries particularly, the sizable economic volume countries and facing the budgetary difficulty as well as the public debt. The Securitization is the important tool for the development of Mortgage loans market and fund raising for large basic infrastructure project. In Thailand, even though, the securitization transactions were used for the development of the secondary mortgage market and the construction of Government Complex, Chaengwattana Road, and supported by the legal framework and the tax incentives, the use of securitization transaction is still limited.

After the study researchers are of the view that the securitization transaction would benefit the economy as a whole. In order to enhance the use of the securitization transaction for the effective economic activities, the followings are the suggestion for development of the securitization; 1) in overall the mortgage loan markets in Thailand has been strictly regulated by the authorities. Under the new capital accord, the financial institution would give more attention to the securitization transactions. In addition, the growth of Non-Bank business would also increase the chances in conducting the securitization transactions. The public sector budget and public debt constraints would enhance the use of the securitization as a

fundraising tool for infrastructure investment projects. The State owned enterprises and the State financial institutions which normally rely on funds provided by Government through the direct or guaranteed Government loans could use the securitization as a tool for fundraising instead. The amendment or revising of the Secondary Mortgage Corporation (SMC) legal framework to enable SMC to conduct financial advisory business as well as conducting the variety guarantee scheme. 2) To promote and motivate the investors, risk weights for debt instrument of the securitization transaction should be reduced and able to treat as part of liquidity provision of financial institutions. Tax incentives should be the same as others investment in the similar maner.

For the two case study projects, first the Extension Government Complex project or Zone C project which value approximately Bht 20,000 million. The purpose of the project is to build the Office Building for rent to Government Agencies, State owned Enterprises and Autonomous Organizations which similar to the previous projects. Therefore, it is more than likely that the securitization transaction will be used and in order to cope with the high cost and the delay of the project activities, the Electronics Auction will be used for all procurements by Dhanarak Asset Development Company limited (DAD). All construction risks will be transferred to private sector. The capital raising will be the responsibility of DAD, while SMC play the role of Advisor and Credit enhancement. However, the SMC could execute these activities only the enabling instrument of SMC is amended. Regarding the issue on the worthiness of budgetary expenses, the study suggests that the economic maximization of the building space layout and the increasing of commercialize income generating activities are necessary. Presently, there are many sources for interest rate reference and the investors pay more interest on the securitization debt instrument than in the past. Therefore, the interest of C zone project securitization debt instrument could be fixed at

0.5 – 1.00 percent. In order to reduce the administrative cost, the institutional investors should be priority target group. The bond should be medium term range and be able to rollover as well as could be amortized over time.

The renovation and construction of Chiang Mai University student dormitory project is the second case study for this research. The project worth approximately Bht 1,000 million. The project will be financed by the securitization debt instrument. The future inflow income from rental activities will be the backed asset for the bond. The structure of the project bond consists of medium term duration and the new bond will be reissued when matured which would reduce the interest burden and avoid the long term interest. The expected paid off would be 22 years. The project bond yield will be coinciding with the Government bond plus credit spread. The investors will be paid back both principal and interest. The researchers are of the view that there are some of the risks involve in executing this project such as the managing of the inflow income from dormitory and commercialized spaces renting as well as the construction risk. For the investors, there should be the mechanism to accommodate the liquidity of the holders of debt instruments.

สารบัญ

หน้า

กิตติกรรมประกาศ	(1)
บทสรุปผู้บริหาร	(2)
Executive Summary	(5)
สารบัญ	(8)
สารบัญตาราง	(11)
สารบัญแผนภูมิ	(12)
สารบัญแผนภาพ	(13)
สารบัญรูปภาพ	(14)
บทที่ 1 บทนำ	
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ในการศึกษา	4
1.3 ขอบเขตของการวิจัย	5
1.4 ระเบียบวิธีวิจัย	5
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	6
1.6 องค์ประกอบของงานวิจัย	7
บทที่ 2 ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	9
2.1 การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)	9
2.2 นโยบายการคลัง หนี้สาธารณะ การบริหารสินทรัพย์และการลงทุนในโครงการ ภาครัฐ	20
2.3 งานวิจัยและบทวิเคราะห์เกี่ยวกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยภาครัฐ	32
2.4 กรณีศึกษาการระดมทุนโดยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์กับ โครงการภาครัฐ ประสบการณ์จากต่างประเทศ	34

บทที่ 3	ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์และแนวทางการพัฒนาในประเทศไทย	43
3.1	ความเป็นมาและแนวความคิดเกี่ยวกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทย และโครงสร้างการกำกับดูแลธุรกรรม	44
3.2	สภาพกฎหมายในปัจจุบัน หน่วยงานกำกับดูแล และกระบวนการขั้นตอนการดำเนินธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์	46
3.3	แนวความคิดเกี่ยวกับการพัฒนาตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยในประเทศไทย และการจัดตั้งบริษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย	53
3.4	ปริมาณธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทย และข้อสังเกต	56
3.5	ปัญหาอุปสรรคของการดำเนินธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทย	59
3.6	ข้อเสนอแนะ และปัจจัยที่คาดว่าจะส่งผลให้ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นำไปใช้ประโยชน์ทางเศรษฐกิจ	73
บทที่ 4	แนวทางการระดมทุนสำหรับโครงการลงทุนขนาดใหญ่ของภาครัฐและความสัมพันธ์เชิงเปรียบเทียบ	81
4.1	การพิจารณาแนวทางการระดมทุนที่เป็นนวัตกรรมทางการเงินใหม่ กับการนำไปใช้ในเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารจัดการทรัพย์สินของกระทรวงการคลัง	82
4.2	การเปรียบเทียบแนวทางการระดมทุนทั้ง 4 แนวทาง	100
บทที่ 5	ประสบการณ์จากโครงการลงทุนภาครัฐโดยระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์	117
5.1	กรณีโครงการสร้างศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ	118
5.2	กรณีโครงการระดมทุนของการเคหะแห่งชาติเพื่อให้บรรลุภารกิจและโครงการบ้านเอื้ออาทร	127
5.3	ข้อเสนอแนะความคิดเห็นเกี่ยวกับการนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในกรณีโครงการลงทุนภาครัฐในเบื้องต้น	129

บทที่ 6	กรณีศึกษาการนำยุทธกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในการระดมทุน	131
	โครงการภาครัฐ	
6.1	กรณีโครงการพัฒนาศูนย์ราชการส่วนขยาย หรือโครงการ โซน C	132
6.2	กรณีโครงการปรับปรุงหอพักนักศึกษาและก่อสร้างหอพักใหม่ของสำนักงานหอพัก นักศึกษามหาวิทยาลัยเชียงใหม่	154
บทที่ 7	สรุปข้อเสนอแนะการพัฒนายุทธกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และ	165
	การนำยุทธกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในกรณีศึกษา	
7.1	สรุปข้อเสนอแนะการพัฒนายุทธกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์	165
7.2	สรุปข้อเสนอแนะการนำยุทธกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ ในกรณีศึกษา	168
บรรณานุกรม		
ภาคผนวก		
	ก เอกสารสรุปการหารือกับผู้แทนหน่วยงานต่างๆ	
	ข เอกสารความเห็นของหน่วยงานต่างๆ	
	ค กฎหมายที่เกี่ยวข้อง	

สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 2.1 แสดงตัวอย่างโครงการ PPP ในประเทศไทย	28
ตารางที่ 3.1 แสดงยอดคงค้างมูลค่าหุ้นกู้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์	57
ตารางที่ 3.2 แสดงความแตกต่างของระบบสินเชื่อที่อยู่อาศัยของสหรัฐอเมริกา – ไทย	62
ตารางที่ 3.3 แสดงการเปรียบเทียบรายการค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องเนื่องกับการระดมทุนผ่านการออกและ ขายตราสารหนี้ระยะยาวโดยรัฐวิสาหกิจ ผ่านการออกหุ้นกู้ Securitization กับ การออกพันธบัตร	70
ตารางที่ 4.1 แสดงรายละเอียดสรุปสาระสำคัญของพระราชบัญญัติการให้เอกชนร่วมลงทุน ในกิจการ ของรัฐพ.ศ. 2556	87
ตารางที่ 4.2 แสดงการเปรียบเทียบประเภทแนวทางการระดมทุนในโครงการขนาดใหญ่ ของภาครัฐ	102
ตารางที่ 6.1 แสดงการเปรียบเทียบแนวทางการระดมทุนโครงการโซน C	140
ตารางที่ 6.2 แสดงข้อสังเกตและข้อเสนอแนะกรณีศึกษาโครงการโซน C	153
ตารางที่ 6.3 แสดงเปรียบเทียบรูปแบบการระดมทุนโครงการปรับปรุงหอพักนักศึกษาและ ก่อสร้างหอพักใหม่ของสำนักงานหอพักนักศึกษา มหาวิทยาลัยเชียงใหม่	156
ตารางที่ 6.4 แสดงสรุปสมมุติฐานที่ใช้ในการศึกษาความเป็นไปได้	161
ตารางที่ 6.5 แสดงสมมุติฐานรูปแบบการระดมทุนด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่เสนอ	162

(12)

สารบัญแผนภูมิ

หน้า

แผนภูมิที่ 2.1 แสดงระดับการลงทุนโดยรัฐบาลไทยต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ

21

สารบัญแผนภาพ

	หน้า
แผนภาพที่ 2.1 แสดงขั้นตอนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์และองค์ประกอบที่เกี่ยวข้อง	11
แผนภาพที่ 3.1 แสดงกระบวนการธุรกรรม Securitization	49
แผนภาพที่ 4.1 แสดงขั้นตอนการเสนอโครงการตามพ.ร.บ. ร่วมลงทุนฯ	88
แผนภาพที่ 4.2 แสดงโครงสร้างการระดมทุนกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน	96
แผนภาพที่ 4.3 แสดงโครงสร้างและขั้นตอนการจัดตั้ง REIT	98
แผนภาพที่ 5.1 แสดงโครงสร้างการระดมทุนโครงการก่อสร้างศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ	122
แผนภาพที่ 6.1 แสดงกระบวนการสร้างสินทรัพย์ที่เป็นสิทธิเรียกร้องที่จะได้รับจากค่าเช่าและค่าบริหารต่างๆ จากอาคารโซน C	142
แผนภาพที่ 6.2 แสดงแผนการปรับปรุงหอพัก และการสร้างหอพักนักศึกษา	155

สารบัญรูปภาพ

	หน้า
รูปภาพที่ 5.1 แสดงโครงการศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ	118
รูปภาพที่ 6.1 แสดงตำแหน่งโครงการพัฒนาพื้นที่ส่วนขยายศูนย์ราชการ โครงการโซน C	134
รูปภาพที่ 6.2 แสดงผังพื้นที่โครงการพัฒนาส่วนขยายศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร โซน C	135

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) คือธุรกรรมทางการเงินประเภทหนึ่ง ซึ่งมีเป้าหมายเพื่อการระดมทุนและบริหารความเสี่ยงของเจ้าของกองสินทรัพย์ โดยมีหลักการและกระบวนการสำคัญคือ ผู้ที่ต้องการระดมทุนจะต้องมีสินทรัพย์ที่มีสิทธิเรียกร้องหรือสิทธิอื่นใดที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับในอนาคตสม่ำเสมอ เช่น กองสัญญาสินเชื่อที่อยู่อาศัย หรือกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตจากการได้รับสัมปทานในโครงการที่ประมูลได้เป็นสินทรัพย์ค้ำประกันในการระดมทุน โดยขายหรือโอนสินทรัพย์ดังกล่าวให้กับตัวกลางเฉพาะกิจเพื่อการระดมทุน ที่เรียกว่านิติบุคคลเฉพาะกิจ หรือ Special Purpose Vehicle (SPV) โดย SPV นี้ จะรับโอนสินทรัพย์มา และเป็นผู้เสนอโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ต่อหน่วยงานที่กำกับดูแลธุรกรรมเกี่ยวกับการออกหลักทรัพย์คือ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) เพื่อออกหลักทรัพย์จำหน่ายแก่ผู้ลงทุน โดยที่หลักทรัพย์หรือตราสารหนี้ดังกล่าวจะมีกองสินทรัพย์ที่นำมาแปลงสินทรัพย์ฯ หนุนหลังหรือค้ำประกัน ทั้งนี้ ผู้ขายสินทรัพย์หรือผู้ระดมทุนจะได้ผลตอบแทนจากการขายสินทรัพย์ให้แก่ SPV โดย SPV จะออกหลักทรัพย์ขายและนำเงินที่ได้ไปชำระค่าสินทรัพย์ให้แก่ผู้ระดมทุนหรือเจ้าของกองสินทรัพย์เดิม ซึ่งจะทำให้แหล่งการเงินของผู้ขายสินทรัพย์หรือสถาบันการเงินดีขึ้น สามารถบริหารความเสี่ยงทางการเงินของตนเองได้เพิ่มขึ้น หรือมีความสามารถที่จะขยายสินเชื่อรอบใหม่ต่อไปได้อีก ทั้งนี้ เป็นประโยชน์ของธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ นอกจากจะเป็นช่องทางการระดมทุนและบริหารความเสี่ยงของผู้ที่ต้องการระดมทุนแล้ว ภาคธุรกิจสามารถออก หรือขายสินทรัพย์ออกจาก Balance Sheet ของตนเองโดยไม่ต้องรอกระแสเงินสดในอนาคตของสินทรัพย์นั้น และเป็นการลดความเสี่ยงจากการบริหารจัดการกองสินทรัพย์ดังกล่าว ทั้งสถาบันการเงินที่รับเงินฝากหรือไม่ได้รับเงินฝากก็สามารถได้เงินทุนเพื่อมา Finance กลุ่มลูกค้าของตนเองได้ โดยไม่ต้องใช้ฐานเงินทุนเพิ่ม ด้านกลุ่มนักลงทุนก็จะมีทางเลือกหลายของตราสารหนี้ในการลงทุน ขณะที่ผู้ลงทุนหรือผู้ถือหลักทรัพย์จะได้ผลประโยชน์ตอบแทนขึ้นอยู่กับกระแสรายรับที่เกิดจากกองสินทรัพย์รับโอนมาที่ SPV นั้นเอง โดยหลักการแล้วหลักทรัพย์หรือตราสารหนี้ดังกล่าวจะได้ผลตอบแทนที่ดีกว่าฝากเงินกับธนาคาร และยังสามารถนำหลักทรัพย์ดังกล่าวไปขายต่อได้โดยมีสภาพคล่องสูงขึ้น สำหรับประโยชน์ในภาพรวม จะเป็นการพัฒนาการเชื่อมโยงตลาดเงินและตลาดทุน และทำให้มีต้นทุนการระดมทุนที่ต่ำลง ในส่วนของประเทศไทย ปัจจุบันมีกฎหมายกำกับดูแลธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

คือ พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 และพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 พ.ศ. 2558 โดยมีรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังรักษาการตามกฎหมาย ให้อำนาจคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (คณะกรรมการ ก.ล.ต.) และ สำนักงาน ก.ล.ต. เป็นผู้กำหนดนโยบายและกำกับดูแลโดยทั่วไป มีการกำหนดคุณสมบัติผู้มีสิทธิเสนอโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ได้ กำหนดสินทรัพย์ที่สามารถนำไปแปลงสินทรัพย์ได้ ขั้นตอนการดำเนินโครงการต้องมีการจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจขึ้น เพื่อเป็นการแยกความเสี่ยงจากเจ้าของสินทรัพย์และเป็นผู้เสนอโครงการ การเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ต้องดำเนินการเสนอขายหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์ คือพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และฉบับแก้ไข เพื่อเสนอและขายต่อกลงทุน รวมทั้งการบังคับใช้ของกฎหมายอื่นที่เกี่ยวข้อง เช่น พระราชบัญญัติวิธีปฏิบัติราชการในศาลทุน พ.ศ. 2550 กฎหมายว่าด้วยการล้มละลาย สิทธิประโยชน์อันพึงได้ของลูกหนี้ที่ถูกขายออกจากบัญชีลูกหนี้มาที่ตัว SPV รวมทั้งการให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีที่เกี่ยวข้องหากดำเนินโครงการภายใต้กฎหมายนี้

แม้ว่าธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จะมีการดำเนินการมาตั้งแต่ปี 2541 แต่เนื่องจากกระบวนการดังกล่าวมีความซับซ้อนแตกต่างจากธุรกรรมทางการเงินว่าด้วยหลักทรัพย์ทั่วไป ประกอบกับสภาพเศรษฐกิจที่สถาบันการเงินที่รับเงินฝากและสถาบันการเงินที่ไม่ได้รับเงินฝาก ซึ่งเป็นผู้ที่มีสินทรัพย์ที่สามารถนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์เป็นส่วนใหญ่ต่างก็มีสภาพคล่องทางการเงินสูง สามารถระดมทุนได้กว้างขวางและหลากหลายอยู่แล้ว แต่อย่างไรก็ดีแนวคิดเกี่ยวกับการนำธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้เพื่อเป็นประโยชน์ต่อสถาบันการเงินหรือหน่วยหน่วยธุรกิจหรือหน่วยงานที่มีกองสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับเป็นงวดๆ ยังมีความเป็นไปได้สูง หากสถานการณ์ทางเศรษฐกิจที่มีการเปลี่ยนแปลงไป หรือแนวคิดหลักเกณฑ์การกำกับดูแลเรื่องการบริหารสินทรัพย์เสี่ยงของสถาบันการเงิน รวมทั้งการส่งเสริมให้ธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อการระดมทุนในโครงการลงทุนภาครัฐ โครงการสาธารณูปโภค ซึ่งมีการดำเนินการที่ประสบความสำเร็จในต่างประเทศแล้ว

ปัจจุบันภาครัฐไทยให้ความสำคัญกับโครงการลงทุนขนาดใหญ่ เพื่อพัฒนาขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศ การขยายตัวทางเศรษฐกิจ ส่งผลดีต่อภาคการลงทุน การบริโภค ก่อให้เกิดการสร้างงาน เพิ่มผลิตภาพและศักยภาพการผลิตในระยะยาว สร้างโอกาสให้ประชาชนมีคุณภาพชีวิตและความเป็นอยู่ที่ดี แต่ในช่วง 10 ปี ก่อนปี 2557 นั้น ประเทศไทยมีการลงทุนในโครงการลงทุนขนาดใหญ่

ที่เป็นโครงสร้างพื้นฐานของประเทศไม่มากนัก มีเพียงด้านคมนาคมขนส่ง สนามบินสุวรรณภูมิ เนื่องจากลักษณะการลงทุนดังกล่าวต้องพึ่งพาเม็ดเงินลงทุนจำนวนมาก แต่ถูกจำกัดด้วยวงเงินงบประมาณประจำปี จากรายจ่ายประจำปีที่สูงขึ้น ภาระหนี้การคลังที่ผูกพันประจำปีจำนวนมาก จนส่งผลให้งบประมาณในส่วนของการลงทุนถูกจำกัดไปด้วย ทั้งนี้ ภาครัฐนอกจากจะแก้ไขปัญหาด้านงบประมาณจากการขยายอัตราหรือฐานการเก็บภาษีแล้ว ยังให้ความสำคัญกับการเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการสินทรัพย์ภาครัฐที่มีอยู่ให้เกิดประโยชน์สูงสุดด้วย เช่น การพัฒนาที่ราชพัสดุ และการนำนวัตกรรมด้านการระดมทุนจากตลาดเงินตลาดทุนมาใช้มากขึ้น ในรูปของการตั้งบริษัทหรือรัฐวิสาหกิจขึ้นเพื่อกู้ยืมจากสถาบันการเงิน การร่วมลงทุนกับภาคเอกชน การจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน และรวมถึงการระดมทุนในรูปของธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) เช่น กรณีโครงการก่อสร้างศูนย์ราชการ ถนนแจ้งวัฒนะ เป็นต้น

ในช่วงปี 2546 กระทรวงการคลัง โดยกรมธนารักษ์ ได้เสนอให้คณะรัฐมนตรีพิจารณาให้ความเห็นชอบการดำเนินโครงการก่อสร้างศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ และนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้ในการระดมเงินทุนเพื่อก่อสร้างอาคารศูนย์ราชการที่มีความทันสมัย ไม่พึ่งพาเงินงบประมาณภาครัฐและไม่ก่อหนี้สาธารณะ โดยจัดตั้งบริษัทธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด (ชพส.) ขึ้นเพื่อดำเนินดำเนินโครงการก่อสร้าง และบริหารจัดการศูนย์ราชการดังกล่าว ด้วยวิธีการระดมทุนโดยการออกหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งตราสารทางการเงินดังกล่าวเป็นหุ้นกู้ที่มีอายุยาวถึง 30 ปี จากการทยอยออกหลักทรัพย์ขายเป็นงวดๆ ให้แก่นักลงทุนประเภทสถาบันและนักลงทุนทั่วไป ปัจจุบันก่อสร้างศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะเสร็จแล้ว และ ชพส. ยังคงทำหน้าที่บริหารจัดการศูนย์ราชการฯ โดยทั่วไป ทั้งนี้ สำนักงานอัยการสูงสุดได้พิจารณาแล้ว เห็นว่าโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อก่อสร้างโครงการศูนย์ราชการฯ ไม่เข้าลักษณะเป็นสัญญากู้เงินของภาครัฐ และไม่ถูกนับรวมเป็นหนี้สาธารณะตามพระราชบัญญัติการบริหารหนี้สาธารณะ พ.ศ. 2548 อย่างไรก็ตาม สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะได้ลงเป็นหมายเหตุประกอบรายงานหนี้สาธารณะคงค้างไว้ด้วย

จากสถานการณ์ในปัจจุบัน ความเชื่อมโยงทางด้านเศรษฐกิจในภูมิภาคอาเซียน การพัฒนาขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศ และการลงทุนโครงการโครงสร้างพื้นฐานได้รับความสำคัญมากขึ้น เช่น ระบบคมนาคมขนาดใหญ่ รวมทั้งรายจ่ายที่เพิ่มสูงขึ้นจากการให้สวัสดิการภาคประชาชน ส่งผลให้ภาระการคลังภาครัฐมีขนาดใหญ่และการเติบโตที่สูงขึ้น ในขณะที่ศักยภาพทางการคลัง จากระดับหนี้สาธารณะที่ถูกจำกัดจากการกำหนดกรอบความยั่งยืนทางการคลัง รวมทั้งโครงสร้างรายรับที่ค่อนข้างคงที่ ดังนั้นภาระสำคัญของภาครัฐคือการปฏิรูปโครงสร้างภาคคลังเพื่อลดความเสี่ยงต่อ

เสถียรภาพในอนาคต ซึ่งธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้น ถือเป็นเครื่องมือทางการเงินประเภทหนึ่งที่จะสามารถระดมทุนเพื่อดำเนินโครงการลงทุนภาครัฐได้อย่างกว้างขวาง สามารถขยายขีดความสามารถในการลงทุนในโครงการใหญ่ ๆ ได้ โดยไม่ต้องพึ่งพาเงินงบประมาณของภาครัฐทั้งหมด อย่างไรก็ตาม การเติบโตของธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับองค์ประกอบหลายประการ เช่น ความซับซ้อนในสาระของตัวธุรกรรมเอง การมีโครงสร้างของตลาดเงินตลาดทุนที่มีความก้าวหน้าและการพัฒนาการ รวมทั้งการกำกับดูแลให้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มีความโปร่งใส ตรวจสอบได้ กฎหมายและกฎเกณฑ์ที่กำกับดูแล และการสนับสนุนจากนโยบายภาครัฐ

คณะผู้วิจัยมีความเห็นว่า หลักการของธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นประโยชน์ทางเศรษฐกิจ แต่กลับไม่เป็นที่แพร่หลายในประเทศไทย จึงเห็นควรที่จะดำเนินการศึกษา เพื่อเสนอแนะแนวทางการพัฒนาธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทยที่เหมาะสม ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาภาคอสังหาริมทรัพย์ตามเป้าหมายของการบัญญัติกฎหมายด้วย อีกทั้งในภาวะปัจจุบัน ขณะที่โครงการลงทุนภาครัฐมีความจำเป็นต่อการพัฒนาประเทศ แต่ก็พบว่า มีโครงการลงทุนภาครัฐอีกจำนวนมากที่ถูกชะลอการดำเนินการออกไป สาเหตุส่วนหนึ่งมาจากความไม่เพียงพอของงบประมาณ คณะผู้วิจัยมีความเห็นว่าธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ซึ่งเป็นธุรกรรมทางการเงินเพื่อการระดมทุนยังสามารถนำไปใช้เพื่อการระดมทุนในโครงการลงทุนภาครัฐได้ด้วย จึงเห็นควรการศึกษาความเป็นไปได้กรณีเฉพาะ โครงการลงทุนภาครัฐหรือโครงการพัฒนาที่ราชพัสดุ กระทรวงการคลัง กรมธนารักษ์ หรือการพัฒนาที่ราชพัสดุที่อยู่ในความครอบครองของหน่วยงานอื่น จะสามารถใช้แนวทางการระดมทุนโดยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ได้อย่างไร และจะมีปัจจัยเอื้ออำนวยหรือเป็นปัญหาอุปสรรคที่เกิดจากการนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาเป็นเครื่องมือในการระดมทุน

1.2 วัตถุประสงค์ในการศึกษา

1.2.1 ต้องการศึกษาวិเคราะห์ปัจจัยที่เอื้ออำนวยหรือเป็นปัญหาอุปสรรคในการนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาเป็นเครื่องมือในการระดมทุนของภาคเอกชนและโครงการลงทุนภาครัฐ

1.2.2 เพื่อเสนอแนะแนวทางการพัฒนาธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทยที่เหมาะสม

1.2.3 ศึกษาวิเคราะห์ผลการดำเนินการในการนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาเป็นเครื่องมือในการระดมทุนเพื่อดำเนินโครงการภาครัฐในช่วงที่ผ่านมา

1.2.4 เพื่อเสนอแนะแนวทางการนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐ กระทรวงการคลัง กรมธนารักษ์ หรือโครงการพัฒนาที่ราชพัสดุที่อยู่ในครอบครองของหน่วยงานอื่น รวม 2 กรณี

1.3 ขอบเขตของการวิจัย

1.3.1 ศึกษาวิเคราะห์กระบวนการดำเนินธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทยจากเอกสาร ข้อกฎหมาย ข้อมูลสถิติ และการสัมภาษณ์จากผู้แทนหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ สำนักงาน ก.ล.ต. ธนาคารแห่งประเทศไทย สมาคมธนาคารไทย สมาคมสินเชื่อที่อยู่อาศัย สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย กรมธนารักษ์ บริษัทธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด การเคหะแห่งชาติ ธนาคารอาคารสงเคราะห์ บริษัทเครดิตเรดิงส์ นักลงทุนประเภทสถาบัน และศึกษาข้อมูลที่เกี่ยวข้องกรณีต่างประเทศเพื่อสรุปวิเคราะห์ปัญหาและอุปสรรคและข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการพัฒนาธุรกรรม การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทย

1.3.2 ศึกษาข้อมูลเชิงประจักษ์จากแผนงานโครงการ หรือความต้องการของกระทรวงการคลัง กรมธนารักษ์ ที่ต้องการระดมทุนเพื่อดำเนินโครงการภาครัฐเพื่อสังคม วิเคราะห์ปัญหาอุปสรรค ทั้งปัจจัยที่เอื้ออำนวยหรือเป็นอุปสรรค และกรณีโครงการลงทุนภาครัฐที่มีการนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ประโยชน์ในการระดมทุนของกระทรวงการคลัง กรมธนารักษ์ หรือโครงการอื่นที่มี

1.3.3 เสนอแนะแนวทาง หลักเกณฑ์ วิธีการและเงื่อนไขในการพัฒนาธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทยที่เหมาะสม และเสนอแนะแนวทางในนำธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้เป็นเครื่องมือในการระดมทุนในโครงการลงทุนภาครัฐ กระทรวงการคลัง กรมธนารักษ์ หรือโครงการพัฒนาที่ราชพัสดุที่อยู่ในครอบครองของหน่วยงานอื่น เพื่อผลได้ทางเศรษฐกิจและลดภาระงบประมาณของภาครัฐ

1.4 ระเบียบวิธีวิจัย

1.4.1 การวิจัยจากเอกสารโดยทั่วไป ข้อกฎหมาย กระบวนการที่เกี่ยวข้องกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ การสอบถาม การประชุมร่วมและสัมภาษณ์เจ้าหน้าที่จากหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง เช่น สำนักงาน ก.ล.ต. ธนาคารแห่งประเทศไทย สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย สมาคมสินเชื่อที่อยู่อาศัย กรมธนารักษ์ สำนักงานประมาณ บริษัทธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด การเคหะแห่งชาติ ธนาคารอาคารสงเคราะห์ บริษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย บริษัทเครดิต เรดิงส์ ธนาคารพาณิชย์ นักลงทุน

ประเภทสถาบัน เป็นต้น และรวบรวมข้อมูล ตลอดจนวิเคราะห์ข้อมูล โครงสร้างการออกแบบและการดำเนินการแปลงสินทรัพย์ฯ ในต่างประเทศ กรณีญี่ปุ่นและมาเลเซีย รวมทั้งปัจจัยภายนอกหรือสภาพแวดล้อมอื่น ๆ ที่สนับสนุนหรือปัญหาอุปสรรค

1.4.2 ศึกษาวิจัยเชิงประจักษ์ จากการสำรวจ สัมภาษณ์ เก็บข้อมูล เกี่ยวกับความคิดเห็นของหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง เกี่ยวกับปัจจัยที่เอื้อ ความสำเร็จเป็น หรือความพร้อมที่จะบริหารจัดการทรัพย์สินภาครัฐ โดยใช้ช่องทางการระดมทุนจากธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เพื่อให้เกิดประโยชน์ต่อการดำเนินงานหลักของหน่วยงาน หรือผลได้ทางเศรษฐกิจอื่น แทนการพึ่งพางบประมาณจากภาครัฐ และศึกษาเกี่ยวกับข้อกฎหมาย หรือเสนอแนะแนวทางขั้นตอนในการดำเนินธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ฯ และการสัมมนาเชิงลึกกับผู้ทรงคุณวุฒิที่เกี่ยวข้อง ส่วนราชการ กรมธนารักษ์ การเคหะแห่งชาติ สำนักงานประมาณ สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ ภาคอสังหาริมทรัพย์ไทย การประกันตราสารหนี้ บริษัทเครดิตเรดิง สำนักงาน ก.ล.ต.

1.4.3 วิเคราะห์ข้อมูล ความเป็นไปได้ และความสำเร็จที่จะใช้การระดมทุนจากธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อบริหารจัดการโครงการลงทุนภาครัฐ กระทรวงการคลัง กรมธนารักษ์ หรือโครงการพัฒนาที่ราชพัสดุที่อยู่ในครอบครองของหน่วยงานอื่น

1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.5.1 ผลการศึกษาจะทำให้มีข้อมูลเกี่ยวกับปัญหาและอุปสรรคของการดำเนินธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทย และข้อเสนอแนะแนวทางการพัฒนาธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่เหมาะสม เช่น ด้านกฎหมาย ด้านโครงสร้างตลาดทุน ตลาดตราสารหนี้ไทย

1.5.2 ผลการศึกษาจะทำให้ภาครัฐและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องมีข้อมูลที่เพียงพอเกี่ยวกับความเป็นไปได้ ปัญหาและอุปสรรค และส่วนประกอบอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐ กระทรวงการคลัง กรมธนารักษ์ หรือโครงการพัฒนาที่ราชพัสดุที่อยู่ในครอบครองของหน่วยงานอื่น

1.5.3 ภาครัฐและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องมีข้อมูลข้อมูลที่เพียงพอในการชี้แจงต่อสาธารณะเกี่ยวกับธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เพื่อระดมทุนในโครงการลงทุนภาครัฐ

1.6 องค์ประกอบของงานวิจัย

ในบทที่ 1 เป็นการนำเสนอที่มาและความสำคัญของปัญหา วัตถุประสงค์ในการศึกษา ขอบเขตของการวิจัย และประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับของการวิจัย บทที่ 2 จะเป็นการสังเคราะห์เกี่ยวกับทฤษฎีแนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ส่วนบทที่ 3 ถึงบทที่ 6 จะเป็นส่วนของเนื้อหาการวิจัย ได้แก่ การวิเคราะห์โครงสร้าง ปัญหาอุปสรรคของการดำเนินธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทย และเสนอแนะแนวทางการพัฒนาธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่เหมาะสมในประเทศไทย ความสัมพันธ์เชิงเปรียบเทียบระหว่างธุรกรรมการระดมทุนที่มีหลายรูปแบบในปัจจุบัน ประสิทธิภาพโครงการลงทุนภาครัฐที่ดำเนินการระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ รวมทั้งการเสนอแนะแนวทางการนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ประโยชน์ในโครงการลงทุนภาครัฐ กระทรวงการคลัง กรมธนารักษ์ หรือโครงการพัฒนาที่ราชพัสดุที่อยู่ในความครอบครองของหน่วยงานอื่น ในบริบทของกฎหมายว่าด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในปัจจุบัน และบทที่ 7 สรุปข้อเสนอแนะการพัฒนาธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และข้อเสนอแนะการนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในกรณีศึกษา

บทที่ 2

ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) เป็นธุรกรรมทางการเงินที่มีการพัฒนามาเพื่อใช้เป็นแนวทางเพื่อการระดมทุน โดยเฉพาะกับภาคเอกชนในการพัฒนาภาคอสังหาริมทรัพย์ และการพัฒนาระบบสินเชื่อที่อยู่อาศัยของประชาชนทั่วไป นอกจากนี้แล้วธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ยังถูกนำไปใช้เป็นเครื่องมือการระดมทุนเพื่อการลงทุนในโครงการลงทุนขนาดใหญ่ของภาครัฐ เช่น โครงสร้างพื้นฐาน สาธารณูปโภคต่าง ๆ ที่สำคัญของประเทศ ซึ่งเป็นผลมาจากข้อจำกัดด้านงบประมาณ ระดับหนี้สาธารณะของประเทศ ซึ่งการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นทางเลือกหนึ่งในการระดมทุนของรัฐ ซึ่งไม่ก่อให้เกิดหนี้สาธารณะเพิ่มขึ้น และเป็นทางเลือกที่ได้รับความนิยมมากขึ้นในระยะหลังในหลายประเทศ เช่น สหรัฐอเมริกา อิตาลี เป็นต้น

เนื้อหาในบทนี้ จะประกอบด้วยการรวบรวมและสังเคราะห์ความรู้ และทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ด้านผลประโยชน์และความเสี่ยงที่เกี่ยวข้อง และอีกส่วนหนึ่งคือ การบริหารการคลังภาครัฐแนวใหม่ โดยเฉพาะการบริหารสินทรัพย์ภาครัฐ จากการระดมทุนของภาครัฐด้วยวิธีอื่นๆ โดยการวิเคราะห์จากงานวิจัยหรือบทความตีพิมพ์อื่นๆ และกรณีศึกษาจากต่างประเทศ

2.1 การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)

“Securitization” หมายถึง กระบวนการที่ใช้ในการเปลี่ยนความสัมพันธ์ทางการเงินใดๆ ให้เป็นธุรกรรมทางการเงิน โดยในปัจจุบันคำว่า Securitization ที่ใช้ในตลาดทุนหมายถึง การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Asset Securitization) ซึ่งเป็นกระบวนการนำกองสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องด่ำมาแปลงให้เป็นหลักทรัพย์ประเภทตราสารหนี้ซึ่งมีสภาพคล่องสูงกว่า โดยกระบวนการนี้มีลักษณะเป็นการขายสิทธิในกองสินทรัพย์หรือกระแสเงินสดในอนาคตของกองสินทรัพย์ให้กับผู้ลงทุน โดยมีหลักทรัพย์เป็นตัวแทนสิทธินั้น เนื่องจากหลักทรัพย์สามารถซื้อขายได้ง่าย (Marketable) กว่า การซื้อขายสินทรัพย์โดยตรงเพราะมีความเป็นมาตรฐานกว่าสินทรัพย์ซึ่งมีลักษณะเฉพาะแตกต่างกันไป รวมทั้งการโอนสินทรัพย์ระหว่างผู้ลงทุนนั้นมีขั้นตอนและความยุ่งยากมากกว่า

ลักษณะสินทรัพย์ที่สามารถนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์นั้นต้องเป็นสินทรัพย์ที่สามารถสร้างกระแสเงินสดในอนาคตที่สามารถประมาณการได้และประเมินความเสี่ยงได้ เช่น ลูกหนี้ต่างๆ ที่มี

กำหนดการชำระหนี้ที่แน่นอน ผลตอบแทนในอนาคตที่คาดว่าจะได้รับจากการลงทุน เป็นต้น อีกทั้งกองสินทรัพย์ซึ่งจะทำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ต้องประกอบไปด้วยสินทรัพย์จำนวนมากที่มีลักษณะคล้ายคลึงกันและมีขนาดใหญ่พอตามเกณฑ์ของตลาด

หลักทรัพย์ที่ได้จากกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เรียกรวมกันว่า หลักทรัพย์ที่มีสินทรัพย์หนุนหลัง (Asset-backed Security) โดยจะมีชื่อเรียกแตกต่างกันไปตามประเภทของสินทรัพย์ที่หนุนหลังอยู่ ซึ่งแบ่งออกได้เป็น 3 ประเภทหลักๆ คือ Mortgage-backed Security (MBS) Asset-backed Security (ABS) และ Collateralized debt Obligation (CDO)

MBS คือหลักทรัพย์ที่ได้รับการหนุนหลังโดยสินเชื่อที่อยู่อาศัย ส่วน ABS หมายถึงหลักทรัพย์ที่หนุนหลังโดยสินเชื่อผู้บริโภคร่างๆ ไม่รวมที่อยู่อาศัย เช่น สินเชื่อบัตรเครดิต สินเชื่อรถยนต์ รายรับจากการปล่อยเช่า เป็นต้น ในขณะที่ CDO หมายถึง หลักทรัพย์ที่ได้รับการหนุนหลังโดยสัญญาหนี้ซึ่งมักจะเป็นหลักทรัพย์ที่มาจากกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์อีกทอดหนึ่ง แต่เพื่อความสะดวกรายงานในบทนี้จะใช้ตัวย่อ ABS แทนหลักทรัพย์ที่ได้จากกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ทั้งหมด

ข้อแตกต่างที่ชัดเจนระหว่างการระดมทุนด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์กับการระดมทุนด้วยวิธีอื่น เช่น การกู้จากสถาบันการเงินหรือการออกตราสารหนี้ ก็คือ การระดมทุนด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้น ไม่ก่อหนี้ให้กับเจ้าของกองสินทรัพย์เพราะมีลักษณะเป็นการขายสินทรัพย์ ไม่ใช่เป็นการกู้โดยใช้สินทรัพย์ค้ำประกัน ยิ่งไปกว่านั้น โครงสร้างของกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ยังเอื้อต่อการลดความเสี่ยงด้วยวิธีการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Enhancement) ต่างๆ อีกด้วย ดังนั้นโดยทั่วไปแล้วหลักทรัพย์ที่ออกผ่านการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จึงมีอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) สูงกว่าตราสารหนี้ที่ออกโดยเจ้าของกองสินทรัพย์โดยตรง

2.1.1 กระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

1) ขั้นตอนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

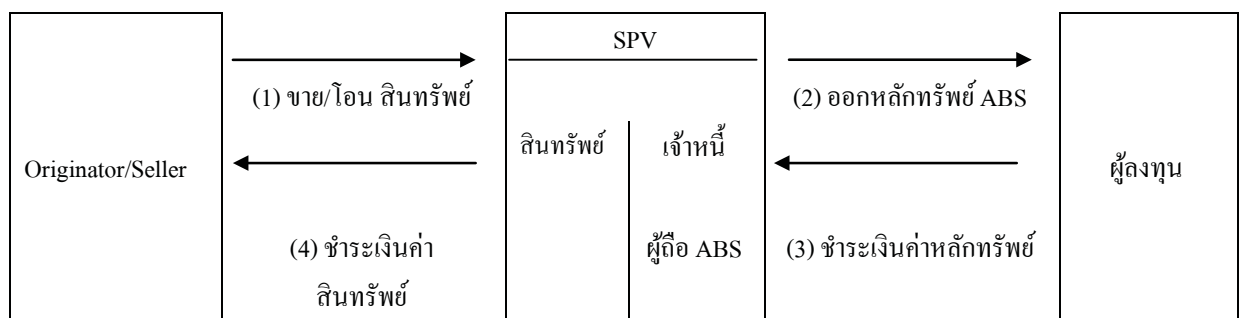
ในขั้นแรก ผู้ที่ต้องการแปลงสินทรัพย์ (Originator) คือผู้เริ่มรวบรวมกองสินทรัพย์ที่จะถูกนำไปแปลงเป็นหลักทรัพย์ โดยสินทรัพย์ที่นำมาแปลงจำเป็นต้องเป็นไปตามข้อกำหนดของตลาด เช่น ความน่าเชื่อถือของสินทรัพย์ ขนาดของกองสินทรัพย์ เป็นต้น และจึงทำการติดต่อผู้เชี่ยวชาญในด้านต่างๆ ในกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เช่น ธนาคารการลงทุน (Investment Bank) ที่ปรึกษา

ด้านกฎหมายผู้ให้บริการ (Servicer) เป็นต้นจากนั้น Originator จะต้องจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle หรือ SPV) เพื่อทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยเฉพาะ

เมื่อจัดตั้ง SPV แล้ว Originator จะทำการขายกองสินทรัพย์นั้นให้กับ SPV และให้ SPV ระดมทุนที่ต้องใช้ด้วยการออกหลักทรัพย์ประเภทตราสารหนี้และขายให้กับผู้ลงทุน โดย SPV จะใช้กระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับจากกองสินทรัพย์ในการจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้ลงทุน

จุดยืนสุดท้ายของผู้ที่เกี่ยวข้องโดยตรงทั้งหมดเป็นดังนี้คือ Originator จะได้รับเงินสดทันทีจากการขายกองสินทรัพย์ให้แก่ SPV ส่วนผู้ลงทุนจะเป็นเจ้าหนี้บริษัทหนี้สินทรัพย์ของ SPV และได้รับผลตอบแทนจากการถือ ABS ในขณะที่ SPV จะมีสินทรัพย์รวมเท่ากับมูลค่า (Principal) กองสินทรัพย์ที่ซื้อจาก Originator และมีหนี้สินรวมเท่ากับมูลค่าหลักทรัพย์ที่ออก โดยจะใช้กระแสรับจากกองสินทรัพย์เพื่อจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้ลงทุน ซึ่งเมื่อพิจารณาจากจุดยืนสุดท้ายแล้ว จะเปรียบเสมือน Originator ได้ขายสินทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนในรูปของหลักทรัพย์ โดยมี SPV เป็นตัวกลางในการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์

แผนภาพที่ 2.1 แสดงขั้นตอนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์และองค์ประกอบที่เกี่ยวข้อง



2) บทบาทหน้าที่ของผู้ที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ สรุปได้ดังนี้

2.1) ผู้ที่ต้องการแปลงสินทรัพย์ (Originator)

รวบรวมสินทรัพย์ต่างๆ เพื่อนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ โดยสำหรับหน่วยงานภาครัฐแล้ว สินทรัพย์ที่ถูกรวบรวมมักจะเป็นรายได้จากภาษีที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตและรายได้จากการ

ลงทุนภาครัฐ เช่น ค่าผ่านทางด่วนจากโครงการก่อสร้างทางด่วน ค่าไฟฟ้าจากโครงการก่อสร้างโรงไฟฟ้า ลินเชื่อจากการปล่อยกู้ผ่านโครงการต่างๆ เป็นต้น ซึ่ง Originator อาจจะเลือกที่จะเป็นผู้ให้บริการและผู้ออกหลักทรัพย์เองด้วย

2.2) นิติบุคคลเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle, SPV)

SPV ที่ถูกจัดตั้งโดย Originator เพื่อเป็นตัวกลางกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มีหน้าที่หลักคือถือครองสินทรัพย์และออกหลักทรัพย์เพื่อขายให้กับผู้ลงทุน โดยการจัดตั้ง SPV นั้นมีความจำเป็นอย่างมากต่อกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพราะหากไม่มี SPV แล้ว Originator จะต้องทำการขายและโอนสินทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนโดยตรงซึ่งขัดกับวัตถุประสงค์ของการทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่ต้องการจะทำให้กองสินทรัพย์สามารถเปลี่ยนมือได้ง่าย การให้ SPV ถือครองสินทรัพย์แทนผู้ลงทุนจะทำให้ผู้ลงทุนสามารถซื้อขายกระแสเงินสดในอนาคตของกองสินทรัพย์ได้โดยใช้หลักทรัพย์ที่ออกแทนสิทธิในกระแสเงินสดนั้น

นอกจากนั้นแล้ว ประโยชน์ที่ได้จากการทำธุรกรรมผ่าน SPV อีกประการหนึ่งคือในกรณีที่มีการโอนสินทรัพย์อย่างแท้จริงในทางกฎหมายล้มละลาย (True Sale) จาก Originator มายัง SPV ผู้ลงทุนจะไม่รับผลกระทบจากหาก Originator ล้มละลาย ทำให้ไม่ต้องแบกรับความเสี่ยงในการดำเนินกิจการต่างๆของ Originator ซึ่งแตกต่างจากการลงทุนในหุ้นกู้ทั่วไปซึ่งผู้ลงทุนจะได้รับความเสียหายในกรณีที่ผู้ออกหุ้นกู้ล้มละลาย

2.3) ผู้ให้บริการ (Servicer)

หมายถึง ตัวแทนที่มีหน้าที่รวบรวมกระแสเงินสดและดูแลกองสินทรัพย์ที่ถือโดย SPV เนื่องจาก SPV เป็นนิติบุคคลที่ไม่มีการดำเนินการจริง โดยส่วนใหญ่แล้ว Originator มักเป็น Servicer เอง แต่หากไม่สะดวกก็สามารถจ้างบริษัทภายนอกเพื่อจัดการธุรกรรมดังกล่าวแทนได้

2.4) ผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuer)

มีหน้าที่โอนสินทรัพย์จาก Originator มายัง SPV และติดต่อประสานงานกับที่ปรึกษาด้านกฎหมายและธนาคารการลงทุนเพื่อออกหลักทรัพย์ ซึ่ง Originator มักจะทำหน้าที่เป็น Issuer ควบไปด้วย

2.5) ที่ปรึกษาทางการเงิน (Underwriter)

มักจะเป็นธนาคารการลงทุน มีหน้าที่สร้างโครงสร้างของธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ สร้างและเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกให้กับผู้ลงทุนในตลาด โดยจะได้รับผลตอบแทน

เป็นค่าจ้างที่เรียกว่า Underwriter's Discount เนื่องจาก Underwriter แบกรับความเสี่ยงจากการครอบครองหลักทรัพย์ที่ออกทั้งหมดไว้ในงบดุลของตัวเองก่อนที่จะขายให้กับนักลงทุน

2.6) ผู้จัดการดูแลทรัพย์สิน (Trustee)

มีหน้าที่ดูแลผลประโยชน์ของผู้ลงทุนบริหารจัดการ SPV และจัดการธุรกรรมต่างๆที่เกิดขึ้นในกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เช่น การจ่ายเงินของผู้ลงทุนไปยังผู้ออกหลักทรัพย์ ในกระบวนการขายหลักทรัพย์ การจ่ายผลตอบแทนไปยังผู้ลงทุน เป็นต้น

2.7) สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency, CRA)

จะทำการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์ที่ออกโดยการประเมินความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนจะได้รับตามมาตรฐานเดียวกันกับตราสารหนี้ทั่วไป เช่น พันธบัตรรัฐบาลหรือหุ้นกู้ โดยอันดับความน่าเชื่อถือที่สูงจะทำให้ผู้ออกหลักทรัพย์มีต้นทุนในการระดมทุน (ดอกเบี้ย) ที่ต่ำลง

2.8) ผู้ให้บริการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Enhancement Provider)

ให้บริการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือภายนอก (External Credit Enhancement) ต่างๆ เพื่อเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์ที่ออก โดยสามารถเป็นได้ทั้งธนาคาร บริษัทประกันภัย สถาบันการเงิน หรือองค์กรอื่นๆที่เกี่ยวข้อง

2.9) ผู้ลงทุน

เป็นผู้ซื้อสิทธิในสินทรัพย์และกระแสเงินสดในรูปของหลักทรัพย์ที่มีรายรับคงที่ (Fixed Income Security) จาก Originator และแบกรับความเสี่ยงในการถือหลักทรัพย์นั้น (ดูหัวข้อ 2.2.3)

2.1.2 แรงจูงใจและประโยชน์ในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

นอกจากจะเป็นทางเลือกในการระดมทุนแล้ว กระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ยังถือเป็นทางเลือกในการบริหารความเสี่ยง การที่ Originator สามารถขายสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงและสภาพคล่องต่ำออกไปได้ช่วยให้ Originator มีทางเลือกในการลดและกระจายความเสี่ยงและยังสามารถลดความไม่สอดคล้องกันระหว่างสินทรัพย์และหนี้สินได้ (Asset-liability Mismatch)

ทั้งนี้ โครงสร้างของกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ยังเอื้อให้ Originator สามารถลดต้นทุนในการระดมทุนได้จาก 2 ปัจจัยที่สำคัญ คือการที่ ABS ไม่ได้รับความเสี่ยงในกรณีที่ Originator ล้มละลาย (Bankruptcy Remoteness) และความสามารถในการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Enhancement)

1) การเป็นอิสระของ ABS จากการล้มละลายของ Originator (Bankruptcy Remoteness)

เนื่องจากต้นทุนในการระดมทุนด้วยการออกหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ของหลักทรัพย์ที่ออก ซึ่งอันดับความน่าเชื่อถือจะถูกคำนวณจากความเสี่ยงรวมที่ผู้ลงทุนจะต้องรับในกรณีของการออกหุ้นกู้ และหากหุ้นกู้จะ Default ทั้งหมดหากผู้ออกล้มละลาย ดังนั้นอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้จึงขึ้นอยู่กับความน่าเชื่อถือของผู้ออกโดยตรง

ในทางกลับกัน ABS นั้นถูกออกโดย SPV ซึ่งเป็นนิติบุคคลที่ตั้งขึ้นเพื่อเป็นตัวกลางเท่านั้นและไม่เกี่ยวข้องกับ Originator ทางกฎหมายล้มละลาย ดังนั้นการล้มละลายของ Originator จะไม่ส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุน เพราะว่า SPV เป็นเพียงตัวกลางและไม่ได้ดำเนินกิจการใดๆที่จะเพิ่มความเสี่ยงให้กับผู้ลงทุน ความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนได้รับจึงมีแต่ความเสี่ยงที่เกิดจากกองสินทรัพย์ ส่งผลให้อันดับความน่าเชื่อถือของ ABS ขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของกองสินทรัพย์ที่ครอบครองโดย SPV เท่านั้น ด้วยเหตุนี้ Originator จึงสามารถเลือกกองสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์เพื่อลดต้นทุนในการระดมทุนได้

2) การเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Enhancement)

เนื่องจากอันดับความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์ถูกจัดโดยการประเมินความเสี่ยงต่างๆที่ผู้ลงทุนจะได้รับ ดังนั้น Originator จึงมักนำวิธีการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Enhancement) ต่างๆมาใช้เพื่อลดความเสี่ยงเหล่านั้นเพื่อเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือของ ABS ซึ่งจะเป็นการช่วยลดต้นทุนในการระดมทุน โดยสามารถแบ่งได้ ดังนี้

2.1) การเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือภายใน (Internal credit enhancement) เป็นการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือภายในโครงสร้างของกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดย Originator เอง โดยมีหลักการ ดังนี้

(1) Excess Spread และ Overcollateralization

Excess Spread คือส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของกองสินทรัพย์ที่คาดว่าจะได้รับกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออก โดยหาก SPV ได้รับความเสียหายจากกองสินทรัพย์ไม่เกิน Excess Spread แล้ว SPV จะยังสามารถชำระดอกเบี้ยตามอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกให้แก่ผู้ลงทุนได้ตามปกติเนื่องจากยังมีรายรับเพียงพอสำหรับรายจ่าย

Overcollateralization เป็นการที่ SPV ออกหลักทรัพย์ที่มีเงินต้น (principal) ต่ำกว่าสินทรัพย์รวมที่มี ดังนั้นเมื่อเกิดความเสียหายจากกองสินทรัพย์ขึ้น SPV จะยังมีสินทรัพย์พอที่จะใช้จ่ายเป็นผลตอบแทนให้กับผู้ลงทุน

ดังนั้นการใช้ Excess Spread และ Overcollateralization จะเป็นตัวป้องกันความเสียหายเบื้องต้นให้กับผู้ลงทุน ทำให้ความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนจะได้รับน้อยลงและส่งผลให้อันดับความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์ที่ออกสูงขึ้น ทั้งนี้ในการใช้ทั้ง Excess Spread และ Overcollateralization มักจะมีการทำสัญญาระหว่าง SPV และ Originator ให้ SPV โอนสินทรัพย์ที่เหลือหลังจากการจ่ายผลตอบแทนทั้งหมดกลับสู่ Originator หลังสิ้นสุดสัญญา

(2) Subordination (Credit Tranching)

เป็นการที่ SPV แบ่งโครงสร้างของหลักทรัพย์ที่ออกเป็นหลายชั้น (ในกรณีนี้เรียกว่า Tranche) โดยให้แต่ละชั้นมีสิทธิในการเรียกร้องผลตอบแทนที่แตกต่างกันตามลำดับชั้นคุณภาพสินทรัพย์ ซึ่งการกำหนดโครงสร้างของหลักทรัพย์ในลักษณะนี้จะทำให้ผู้ลงทุนที่ถือหลักทรัพย์ที่มีคุณภาพสินทรัพย์สูงสุด (Senior Tranche) มีความเสี่ยงน้อยลงเนื่องจากมีหลักทรัพย์ที่มีคุณภาพสินทรัพย์ต่ำกว่า (Subordinated/Junior Tranche) ช่วยแบกรับความเสี่ยงในชั้นต้นเปรียบกับการใช้ Subordinated Tranche ในการ Overcollateralization เช่น หาก SPV ออกหลักทรัพย์ที่มีโครงสร้างเป็น 3 Tranche คือ A, B, และ C และกำหนดให้ A เป็น Senior Tranche รองลงมาคือ B และ C ตามลำดับ ซึ่งแต่ละชั้นมีมูลค่า 80, 10, และ 10 ล้านบาทตามลำดับ เมื่อเกิดความเสียหายขึ้นผู้ลงทุนชั้น C จะได้รับความเสียหายก่อนเป็นลำดับแรก หากความเสียหายนั้นเกิน 10 ล้านบาท ผู้ลงทุนชั้น B จะเริ่มรับความเสียหายเป็นลำดับต่อมา และ ผู้ลงทุนชั้น A จะเริ่มได้รับความเสียหายก็ต่อเมื่อเกิดความเสียหายต่อหลักทรัพย์นั้นเกิน 20 ล้านบาท

จากตัวอย่างข้างต้น จะเห็นได้ว่าเมื่อมีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ Senior Tranche จะมีอันดับสูงที่สุด รองลงมาคือ B และ C จะเป็นหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงที่สุด ซึ่งปกติแล้วในการสร้างโครงสร้างหลักทรัพย์ Originator จะตั้งเป้าให้ Senior Tranche มีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับ AAA เนื่องจากจะทำให้มีต้นทุนการระดมทุนต่ำและจะซื้อหลักทรัพย์ที่เป็นชั้น Junior-most กลับจาก SPV

การทำ Subordination ต้องอาศัยความ smooth ของ Loss Distribution ซึ่ง ABS มี Loss Distribution ที่ Smooth กว่าหุ้นกู้ เพราะหุ้นกู้มีเหตุการณ์ที่สามารถเป็นไปได้แค่ Default หรือไม่ Default เท่านั้นแต่สำหรับ ABS ซึ่งถูกหนุนหลังด้วยกองสินทรัพย์ที่ประกอบไปด้วยสินทรัพย์หลายตัว ความเสียหายที่เกิดจากสินทรัพย์หนึ่งในกองจะไม่ส่งผลให้ ABS นั้น Default ทั้งหมด

2.2) การเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือภายนอก (External Credit Enhancement) เป็นการให้บริการ Credit Enhancement Provider ในการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือ ตัวอย่างของวิธีการเพิ่มอันดับ

ความน่าเชื่อถือภายนอก เช่น *Surety Bond* เป็นการประกันจากบริษัทประกัน ซึ่งจะจ่ายเงินชดเชยในส่วนที่ SPV ไม่สามารถจ่ายแก่ผู้ลงทุน *Third-Party/Parental Guarantees* เป็นการที่บุคคลที่สามหรือบริษัทแม่ของ Originator สัญญาที่จะชดใช้เงินในส่วนที่ SPV ไม่สามารถจ่ายแก่ผู้ลงทุนตามจำนวนสูงสุดที่กำหนด *Cash Collateral Account (CCA)* เป็นการที่บัญชีเงินสดค้ำประกัน *Early Amortization Trigger* เป็นสัญญาที่ SPV จะจ่ายเงินต้นคืนแก่ผู้ลงทุนก่อนกำหนดเมื่อความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับสูงขึ้น หรือมีแนวโน้มว่าจะสูงขึ้นในอนาคต เป็นต้น

2.1.3 ความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากหลักทรัพย์ที่มีสินทรัพย์หนุนหลัง

ความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีสินทรัพย์หนุนหลังสามารถแบ่งออกเป็น 3 ประเภทหลักๆตามแหล่งกำเนิด คือ ความเสี่ยงด้านเครดิต (Credit Risks) ความเสี่ยงด้านโครงสร้าง (Structural Risks) และความเสี่ยงด้านกฎหมาย (Legal Risks)

1) ความเสี่ยงด้านเครดิต (Credit Risks)

ความเสี่ยงด้านเครดิตเป็นความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับความสามารถในการชำระหนี้ตามกำหนดของลูกหนี้ ความเสี่ยงในด้านนี้ประกอบไปด้วยความเสี่ยงที่ลูกหนี้ไม่สามารถชำระหนี้ได้บางส่วนหรือทั้งหมด (Default Risks) และความเสี่ยงที่ลูกหนี้จะชำระหนี้ล่าช้า (Late Payment Risks) โดยผู้ลงทุนแบกรับความเสี่ยงนี้เนื่องจากหากลูกหนี้ในกองสินทรัพย์ผิดนัดชำระหนี้ให้แก่ SPV อาจจะส่งผลให้ SPV ไม่สามารถจ่ายผลตอบแทนของ ABS ตามอัตราที่กำหนดให้แก่ผู้ลงทุนได้

เนื่องจากในกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มีผู้เกี่ยวข้องหลายราย ความเสี่ยงด้านเครดิตยังรวมถึงความเสี่ยงในการชำระเงินของผู้ที่เกี่ยวข้องต่อไปนี้ด้วย คือ การโอนเงินจาก SPV ไปให้ตัวแทนในการจ่ายผลตอบแทน การจ่ายเงินจากตัวแทนในการจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้ลงทุน การจ่ายเงินจาก SPV แก่ผู้ให้บริการเรียกเก็บเงินจากลูกหนี้ (Servicer) และการจ่ายเงินของผู้ให้บริการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Enhancement Provider) ในข้อตกลงการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Enhancement) อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงเหล่านี้มักจะน้อยกว่าความเสี่ยงที่เกิดจากลูกหนี้ในกองสินทรัพย์

2) ความเสี่ยงด้านโครงสร้าง (Structural Risks)

แม้ว่าลูกหนี้ในกองสินทรัพย์จะสามารถชำระหนี้ให้กับ SPV ได้ตามกำหนด ผู้ลงทุนยังคงได้รับความเสี่ยงจากการที่ SPV ไม่สามารถจ่ายผลตอบแทนตามอัตราและระยะเวลาที่กำหนดได้ที่เกิดขึ้นจากลักษณะโครงสร้างของกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถแบ่งออกเป็น 3

ประเภทหลักคือ ความเสี่ยงทางตลาด (Market Risks) ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง (Liquidity Risks) และ ความเสี่ยงด้านปฏิบัติการ (Operational Risks)

2.1) ความเสี่ยงทางตลาด (Market Risks) ที่เกี่ยวข้องกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ประกอบไปด้วยความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Risks) และความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Risks) โดยความแปรปรวนของอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนอาจส่งผลให้รายรับ และรายจ่ายของ SPV เกิดความไม่สมดุลกันจึงทำให้ไม่สามารถจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้ลงทุนตามอัตราที่กำหนด ซึ่งสามารถแบ่งออกเป็น 4 กรณีดังนี้

		กองสินทรัพย์ (รายรับจากลูกหนี้)	
ABS (จ่ายให้ผู้ลงทุน)	อัตราผลตอบแทน	คงที่	ผันแปร
	คงที่	(1)	(2)
	ผันแปร	(3)	(4)

(1) รายรับและรายจ่ายมีลักษณะผลตอบแทนเป็นแบบอัตราคงที่ทั้งคู่ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยจะไม่ส่งผลต่อผู้ลงทุน

(2) รายรับผันแปรตามอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงแต่รายจ่ายคงที่ มีความเสี่ยงหากอัตราดอกเบี้ยที่ใช้อ้างอิงลดลง เนื่องจากจะทำให้ SPV ได้รายรับจากลูกหนี้ลดลงจากที่คาดการณ์ไว้ แต่มีรายจ่ายเท่าเดิม

(3) รายรับคงที่แต่รายจ่ายผันแปรตามอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง มีความเสี่ยงหากอัตราดอกเบี้ยที่ใช้อ้างอิงเพิ่มขึ้น เนื่องจากจะทำให้ SPV ต้องจ่ายผลตอบแทนมากขึ้นด้วยรายรับจากลูกหนี้เท่าเดิม

(4) รายรับและรายจ่ายผันแปรตามอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง สามารถแบ่งได้เป็น 2 กรณีย่อย คือ กรณีที่ใช้อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงตัวเดียวกันและกรณีที่ใช้อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงคนละตัว ในกรณีแรกจะไม่ส่งผลให้เกิดความเสี่ยง แต่ในกรณีหลัง จะมีความเสี่ยงหากอัตราดอกเบี้ยที่ใช้อ้างอิงมีการเคลื่อนไหวที่ต่างกันอย่างหนึ่งจะทำให้เกิดรายรับและรายจ่ายของ SPV ไม่สมดุลกัน (Basis Risk)

สำหรับความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนจะมีลักษณะเหมือนในกรณี (4) ข้างต้นคือ หาก SPV มีรายรับและรายจ่ายที่มีสกุลเงินแตกต่างกันจะทำให้เกิด Basis Risk ได้

2.2) ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง (Liquidity Risks) ที่เกี่ยวข้องกับ ABS แบ่งออกเป็นความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของงบดุล (Balance-sheet Liquidity Risks) และความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของตลาด (Market-based Liquidity Risks)

ความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของงบดุล เป็นความเสี่ยงที่ SPV จะมีปัญหา Mismatching กันระหว่างรายรับและรายจ่ายของ SPV ทำให้ SPV ไม่สามารถจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้ลงทุนได้ตามกำหนดเป็นการชั่วคราวความเสี่ยงในด้านนี้ยังรวมถึงความเสี่ยงที่ลูกหนี้จะชำระหนี้ล่วงหน้าก่อนกำหนด (Prepayment Risks) ซึ่งทำให้ SPV ไม่ได้รับดอกเบี้ยเพียงพอต่อการจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้ลงทุน

ความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของตลาด สามารถเกิดขึ้นได้หลายรูปแบบ เช่น หลักทรัพย์ที่ออกไม่สามารถขายได้ในตลาดแรกได้ทั้งหมด หรือผู้ลงทุนไม่สามารถขายหลักทรัพย์นั้นออกไปได้ตามต้องการเนื่องจากหลักทรัพย์ที่ออกมีสภาพคล่องต่ำในตลาดรอง เป็นต้น

2.3) ความเสี่ยงด้านการปฏิบัติการ (Operational Risks) นอกจากความเสี่ยงด้านการปฏิบัติการทั่วไปแล้ว ในกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ยังมีความเสี่ยงจากการปฏิบัติการจากบริษัทตัวแทนต่างๆ ที่มีบทบาทในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ด้วย (Agency Risks) เช่น ความไม่ซื่อสัตย์ของ Originator ในการรวบรวมสินทรัพย์ที่นำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ให้เป็นไปตามเกณฑ์ที่กำหนด ความล้มเหลวของ Servicer ในการรายงานความเสียหายที่เกิดขึ้น การที่ Servicer ขาดแรงจูงใจในการทวงหนี้ลูกหนี้ให้ทันตามกำหนด การพยายามบิดเบือน Credit Rating โดยการใช้อิทธิพลหรือข้อมูลที่เป็นเท็จของ Originator รวมไปถึงการที่ SPV ใช้งบในการดำเนินการฟุ่มเฟือยเพิ่มโอกาสที่ SPV จะไม่สามารถจ่ายผลตอบแทนในอัตราที่กำหนด เป็นต้น

3) ความเสี่ยงด้านกฎหมาย (Legal Risks)

ความเสี่ยงด้านกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้นแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศ ซึ่งส่วนใหญ่จะเกี่ยวข้องกับกฎหมายพาณิชย์โดยเฉพาะเรื่องภาษีและความเป็นอิสระระหว่างกองสินทรัพย์และ Originator และปัญหาเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูล

ปัญหาเรื่องการเก็บภาษีแบ่งออกเป็น 3 ฝ่าย คือ Originator, SPV และผู้ลงทุน โดยในฝ่าย Originator จะเกี่ยวข้องกับประเด็นในเรื่องการเก็บภาษีจากการโอนสินทรัพย์ไปยัง SPV สำหรับ SPV จะมีปัญหาเกี่ยวกับการจ่ายภาษีเงินได้จากกระแสเงินสด และสำหรับผู้ลงทุนจะเกี่ยวข้องกับการจ่ายภาษีผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

ปัญหาอีกเรื่องหนึ่งก็คือกฎหมายที่เกี่ยวกับความเป็นอิสระระหว่างกองสินทรัพย์และ Originator โดยเฉพาะในกรณีที่ Originator หรือ SPV ล้มละลายปัญหาเกี่ยวกับกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผยข้อมูลก็มีความสำคัญในกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เช่นกันเพราะในกระบวนการนี้ ผู้ลงทุนและบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือควรจะได้รับข้อมูลกองสินทรัพย์ที่ใช้หนุนหลังอย่างละเอียด และถูกต้องเพื่อที่จะสามารถประเมินผลตอบแทนและความเสี่ยงที่จะได้รับได้อย่างแม่นยำ

2.1.4 รูปแบบการจ่ายผลตอบแทนของ ABS

ลักษณะของการจ่ายผลตอบแทนของ ABS ส่วนใหญ่จะอยู่ในรูปของการผ่อนชำระหนี้ (Amortization) กล่าวคือเงินต้น (Principal) ของหลักทรัพย์จะถูกทยอยจ่ายคืนพร้อมกับดอกเบี้ยให้ผู้ลงทุน ซึ่งแตกต่างจากหุ้นกู้ทั่วไปซึ่งมักจะจ่ายดอกเบี้ยอย่างเดียวในรูปของคูปอง (Coupon) และจ่ายเงินต้นคืนทีเดียวทั้งก้อนเมื่อถึงวันครบกำหนด (Maturity Date) โดยความเสี่ยงที่สำคัญที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายผลตอบแทนก็คือความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของงบดุล (Balance-sheet Liquidity Risk) ซึ่งเป็นการที่กระแสรายรับกับรายจ่ายของ SPV ไม่สอดคล้องกัน (Mismatching) ดังนั้นกลไกต่างๆในการส่งผ่านกระแสเงินสดจากกองสินทรัพย์ไปยังผู้ลงทุนจึงถูกออกแบบให้เน้นไปที่การลดความเสี่ยงในด้านนี้

โครงสร้างการผ่านเงินจากลูกหนี้ไปยังผู้ลงทุนแบ่งออกเป็น 2 แบบหลักๆคือ Pass-through และ Pay-through สำหรับโครงสร้างแบบ Pass-through นั้น SPV จะส่งผ่านดอกเบี้ยและเงินต้นจากลูกหนี้ให้กับผู้ลงทุนโดยตรงด้วยการออก Pass-through Certificate (PTC) ให้แก่ผู้ลงทุน ซึ่งทำให้ผู้ลงทุนได้รับความเสี่ยงจากกองสินทรัพย์โดยตรง หากเกิดการชำระหนี้ก่อนกำหนด ผู้ลงทุนจะได้รับความเสี่ยงในการลงทุนต่อ (Re-investment risk) ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนจะไม่สามารถหาการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนดีเท่าเดิมได้

แต่สำหรับโครงสร้างแบบ Pay-through นั้น SPV จะวางแผนกำหนดการจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้ลงทุนอย่างรอบคอบให้สอดคล้องกับกำหนดการจ่ายดอกเบี้ยและเงินต้นของลูกหนี้ในกองสินทรัพย์ ซึ่งจะช่วยขจัดความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของงบดุลได้ โดย SPV อาจจะได้รับอนุญาตให้นำเงินส่วนเกินชั่วคราวที่เหลือจากการจ่ายผลตอบแทนในแต่ละช่วงไปลงทุนระยะสั้นได้ อีกทั้งยังทำให้ SPV สามารถออกหลักทรัพย์หลายตัวที่มีลักษณะการจ่ายผลตอบแทนที่แตกต่างกันโดยใช้กองสินทรัพย์เดียวกันหนุนหลัง

ในกรณีที่มีการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือด้วย Credit Tranching กำหนดการจ่ายผลตอบแทนให้แต่ละ Tranche จะมี 2 แบบที่ใช้หลักๆคือ Pro rata และ Sequential โดยการจ่ายแบบ Pro rata จะเป็นการกระจายรายรับที่ได้ให้ผู้ลงทุนในแต่ละ Tranche ตามสัดส่วนที่กำหนดไปจนครบกำหนด ส่วนการจ่าย

แบบ Sequential จะจ่ายให้ Senior Tranche ก่อนจนครบ แล้วจึงค่อยๆจ่าย Tranche ที่มีความ Senior รองลงมาให้ครบ ไปจนถึง Junior-most Tranche

สำหรับกำหนดการจ่ายผลตอบแทนจาก SPV ไปยังผู้ลงทุนนั้นสามารถแบ่งได้เป็นการจ่ายตามกำหนดการผ่อนชำระจริงของลูกหนี้ (Targeted Amortization) และการจ่ายตามระยะเวลาที่กำหนดโดยไม่ขึ้นอยู่กับกำหนดการผ่อนชำระของลูกหนี้ (Planned Amortization)

ส่วนรูปแบบการจ่ายผลตอบแทนนั้นมีหลายรูปแบบ ทั้งการจ่ายผลตอบแทนแบบผ่อนชำระต่อเนื่อง (Continuous Amortization) ซึ่งการที่ SPV จ่ายเงินต้นคืนให้กับผู้ลงทุนอย่างต่อเนื่อง การจ่ายแบบ Controlled Amortization ในช่วงแรก SPV จะยังไม่เริ่มจ่ายเงินต้น (จ่ายแต่ดอกเบี้ย) จนถึงเวลาที่กำหนดจึงจะเริ่ม โดยมักใช้ในกรณีที่ Originator ต้องการระดมทุนเพื่อลงทุนในโครงการใหม่ที่ใช้เวลาในการสร้างผลตอบแทน การจ่ายแบบ Bullet หรือ Slug ซึ่งจะไม่จ่ายเงินต้นคืนระหว่างสัญญาแต่จะจ่ายคืนทีเดียวทั้งก้อนเมื่อครบกำหนดสัญญา

2.2 นโยบายการคลัง หนี้สาธารณะ การบริหารสินทรัพย์และการลงทุนในโครงการภาครัฐ

นโยบายการคลัง (Fiscal Policy) ถือเป็นเครื่องมือสำคัญของรัฐบาลในการกำหนดแนวทางเป้าหมาย และการดำเนินงานเพื่อให้บรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจของประเทศ อันได้แก่ การกระจายรายได้ที่เป็นธรรม การมีเศรษฐกิจที่เจริญเติบโตและมีเสถียรภาพ รวมทั้งการจัดสรรทรัพยากรที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งการดำเนินการเกี่ยวข้องกับนโยบายด้านภาษีอากร ด้านนโยบายด้านรายจ่าย นโยบายการก่อหนี้และบริหารหนี้สาธารณะ นอกจากนี้ปัจจุบันภาครัฐได้ให้ความสำคัญกับการเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการสินทรัพย์ภาครัฐที่มีอยู่ให้เกิดประโยชน์สูงสุดด้วย เช่น การพัฒนาที่ราชพัสดุ แต่อย่างไรก็ตาม หากเป็นโครงการลงทุนภาครัฐขนาดใหญ่ ย่อมต้องพึ่งพางบประมาณหรือการกู้ยืมจำนวนมาก แนวทางหนึ่งที่ภาครัฐเริ่มให้ความสำคัญคือการนำนวัตกรรมด้านการระดมทุนจากตลาดเงินตลาดทุนมาใช้มากขึ้น

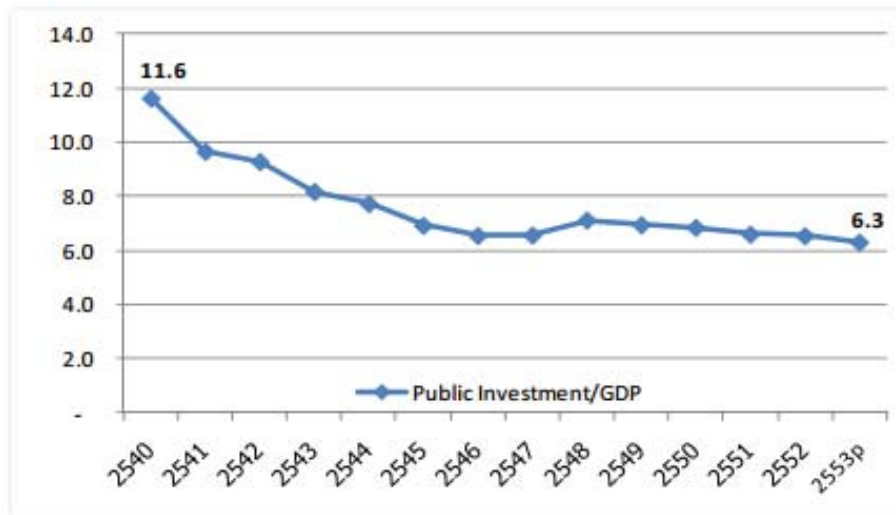
รัฐบาลมีความจำเป็นที่จะต้องใช้จ่ายหรืองบประมาณเพื่อใช้ในการดำเนินนโยบายและลงทุนในโครงการต่างๆ ตามหลักบริหารการคลังภาครัฐ รัฐบาลจำเป็นต้องเป็นผู้ผลิตสินค้าสาธารณะ (Public Goods) เช่น ถนน สะพาน กองกำลังทหาร และสิ่งอำนวยความสะดวกสาธารณะพื้นฐานต่างๆ ให้แก่ประชาชน เพราะภาคเอกชนไม่มีแรงจูงใจในการผลิตสินค้าสาธารณะเหล่านี้ นอกจากนี้รัฐยังสามารถใช้จ่ายลงทุนหรือบริหารการคลังเพื่อให้เกิดผลที่ดีขึ้นต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวม เช่น การสร้างงานหรือกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการใช้จ่ายภาครัฐ และการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure) เพื่ออำนวยความสะดวก

ความสะดวกแก่การลงทุนและการผลิตของภาคเอกชน ช่วยเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศ เพิ่มผลิตภาพและศักยภาพการผลิตในระยะยาว รวมถึงการดำเนินโครงการประกันสังคม โครงการประกันสุขภาพถ้วนหน้า การใช้ระบบภาษีอากรแบบอัตราก้าวหน้าในการกระจายรายได้ให้เท่าเทียมกันมากขึ้น หรือแม้แต่การเก็บภาษีอากรในการผลิตและการบริโภคสินค้าที่มีผลกระทบภายนอกเชิงลบ (Negative Externalities) และการจ่ายเงินช่วยเหลืออุดหนุน (Subsidize) การผลิตและการบริโภคสินค้าที่มีผลกระทบภายนอกเชิงบวก (Positive Externalities) เพื่อให้เกิดการจัดสรรทรัพยากรในระบบเศรษฐกิจที่มีประสิทธิภาพสูงที่สุดเท่าที่จะเป็นไปได้

ในช่วงที่ผ่านมา ข้อมูลจากสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติและสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง¹ แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนการลงทุนภาครัฐต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) ลดลงอย่างต่อเนื่อง จากปี 2540 ที่มีสัดส่วนการลงทุนร้อยละ 11.6 ของ GDP เหลือเพียงร้อยละ 6.3 ของ GDP ในปี 2553 ดังแสดงในภาพด้านล่าง ทำให้การพัฒนาศักยภาพเศรษฐกิจในระยะปานกลางและระยะยาวของไทยอาจได้รับผลกระทบหากภาครัฐยังคงมีการลงทุนในระดับที่ต่ำอย่างต่อเนื่องต่อไป

แผนภูมิที่ 2.1 แสดงระดับการลงทุนโดยรัฐบาลไทยต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ

ร้อยละต่อ GDP



ปีงบประมาณ

ที่มา: สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

¹ จากบทวิเคราะห์ เรื่อง “ความร่วมมือภาครัฐ-ภาคเอกชน (Public-private Partnership: PPP): นวัตกรรมคลัสเตอร์แห่งอนาคต” สำนักนโยบายเศรษฐกิจมหภาค สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง กระทรวงการคลัง, 2553.

การบริหารการคลังสาธารณะอย่างมีประสิทธิภาพถือเป็นหน้าที่สำคัญของรัฐบาลและจำเป็นต่อการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมของประเทศชาติ แต่เนื่องจากรัฐบาลทุกรัฐบาลต่างมีข้อจำกัดในการใช้งบประมาณ ทำให้รัฐบาลมีขีดจำกัดในการใช้จ่ายหรือระดมทุนเพื่อลงทุนในโครงการภาครัฐเพื่อให้บรรลุเป้าหมายในการกระตุ้นเศรษฐกิจ ช่วยยกระดับรายได้และมาตรฐานชีวิตความเป็นอยู่ของประชาชนให้สูงขึ้น เพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศ รวมทั้งสนับสนุนการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจและสังคมที่ยั่งยืน ผลการศึกษาของธนาคารแห่งประเทศไทย² พบว่า หากจะพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของไทย ซึ่งรวมถึงระบบไฟฟ้า ถนน รถไฟ รถไฟฟ้า โครงข่ายโทรศัพท์เคลื่อนที่ รวมถึงโครงข่ายอินเทอร์เน็ต ให้ทัดเทียมกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มประเทศในแถบเอเชียแปซิฟิกภายในระยะเวลาอีก 10 ปี นับจากปี 2553 ประเทศไทยจำเป็นต้องเพิ่มอัตราการลงทุนอีกประมาณร้อยละ 5.5 ของ GDP ต่อปี ในระยะเวลาอีก 10 ปี ข้างหน้า หรือคิดเป็นจำนวนเงินลงทุนประมาณกว่า 5.5 แสนล้านบาทต่อปี ซึ่งการระดมทุนเพื่อการลงทุนภาครัฐดังกล่าวเป็นเงินลงทุนจำนวนมากที่ภาครัฐเพียงอย่างเดียวอาจไม่สามารถที่จะระดมเงินทุนได้เพียงพอ โดยผลการศึกษาระบุว่าภาครัฐสามารถระดมทุนการลงทุนดังกล่าวได้เพียงร้อยละ 3.5 ของ GDP ต่อปี เนื่องจากมีข้อจำกัดในการกู้เงิน และการดำเนินนโยบายการลงทุนต้องคำนึงถึงเสถียรภาพฐานะการคลังของประเทศ

โครงการรัฐที่มีความสำคัญและเป็นประโยชน์ต่อสังคมโดยรวมจะส่งผลให้สวัสดิการสังคม (Social Welfare) สูงขึ้นต่างๆ นั้นจะไม่สามารถเกิดขึ้นได้โดยหากภาครัฐขาดงบประมาณในการลงทุนที่เพียงพอ รัฐบาลจึงจำเป็นต้องจัดหารายรับ บริหารการคลังที่มีประสิทธิภาพและเลือกแนวทางหรือรูปแบบการระดมทุนที่เหมาะสม อันจะก่อให้เกิดประโยชน์ต่อสังคมมากที่สุดเพื่อใช้ในโครงการภาครัฐซึ่งมีความจำเป็นเร่งด่วนและสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมเหล่านี้

รัฐบาลมีทางเลือกในการใช้จ่ายและลงทุนในโครงการภาครัฐได้หลายวิธี ซึ่งสามารถแบ่งออกเป็นสามประเภทหลักๆ คือ จากรายรับของรัฐบาล จากแหล่งเงินกู้ และจากการระดมทุนด้วยวิธีอื่นที่นอกเหนือจากการกู้เงินลงทุน ดังนี้

2.2.1 รายรับของรัฐบาล

งบประมาณในการใช้จ่ายและลงทุนของรัฐบาลย่อมมาจากรายรับซึ่งรัฐบาลสามารถจัดหามาได้ การประมาณรายรับของรัฐบาลสามารถแยกได้เป็น 3 ประเภท คือ รายได้ของรัฐบาล เงินกู้ และเงินคลัง

² บทความวิชาการ “ความท้าทายของนโยบายการคลัง: คู่ความยั่งยืนและการขยายตัวทางเศรษฐกิจระยะยาว” ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2553.

1) รายได้ของรัฐบาล (Revenue) ประกอบด้วย รายได้จากภาษีอากร ซึ่งเป็นรายรับที่มีสัดส่วนสูงมากในประมาณการรายรับ รายได้จากการขายสิ่งของและบริการ เช่น การขายทรัพย์สินประเภทอสังหาริมทรัพย์ การขายผลิตภัณฑ์ธรรมชาติ การขายหนังสือราชการ ค่าบริการและค่าเช่าต่างๆ เป็นต้น รายได้จากรัฐพาณิชย์ เป็นรายได้ที่เกิดจากการประกอบการของรัฐวิสาหกิจต่างๆ เช่น โรงงานยาสูบ สำนักงานสลากกินแบ่งรัฐบาล เป็นต้น รวมไปถึงเงินปันผลที่รัฐบาลได้รับจากการถือหุ้นในบริษัทต่างๆ นอกจากนี้ยังมี รายได้อื่นๆ ได้แก่ รายได้จากค่าปรับ ค่าแสตมป์ ภาษีอากร การผลิตเหรียญกษาปณ์ เป็นต้น

2) เงินกู้ หมายถึง เงินที่รัฐบาลกู้มาจากแหล่งต่างๆ เพื่อใช้จ่ายตามงบประมาณแผ่นดินประจำปีที่ได้จัดทำขึ้น โดยรัฐสามารถกู้เงินจากแหล่งเงินกู้ภายในประเทศ ได้แก่ สถาบันการเงินต่างๆ ภายในประเทศ และประชาชน รวมทั้งสามารถกู้เงินจากภายนอกแหล่งเงินกู้ในประเทศ การกู้ของรัฐบาลสามารถส่งผลให้เกิดการก่อหนี้สาธารณะซึ่งจะได้กล่าวถึงในหัวข้อถัดไป

3) เงินคงคลัง (Treasury Reserves) หมายถึง เงินที่เหลือจากการใช้จ่ายในปีก่อนๆ ซึ่งรัฐบาลเก็บสะสมไว้ในปีที่รัฐบาลมีงบประมาณเกินดุล (Budget Surplus) คือมีรายได้สูงกว่ารายจ่าย รัฐบาลสามารถเบิกเงินคงคลังมาใช้จ่ายได้ในปีที่รัฐมีงบประมาณขาดดุล (Budget Deficit) หรือการที่รัฐมีรายจ่ายสูงกว่ารายได้และรัฐบาลไม่ต้องการก่อหนี้เพิ่มขึ้น ทั้งนี้การนำเงินคงคลังของรัฐบาลมาใช้จ่ายลงทุนจะต้องเป็นไปตามที่กฎหมายกำหนด

2.2.2 เงินกู้และการก่อหนี้สาธารณะ

ดังที่ได้กล่าวไว้เบื้องต้นว่ารัฐบาลมีข้อจำกัดในการใช้งบประมาณ ในบางปีภาครัฐอาจมีความต้องการใช้จ่ายลงทุนมากกว่ารายได้ของรัฐ รัฐบาลอาจสามารถเบิกเงินคงคลังมาใช้จ่ายได้ แต่เนื่องจากการเบิกเงินคงคลังซึ่งมีอยู่อย่างจำกัดนั้นมีข้อจำกัดในทางกฎหมาย รัฐบาลสามารถจัดหาารายรับเพิ่มเติมโดยการกู้ยืมเงินจากแหล่งต่างๆ ทั้งในและนอกประเทศ โดยรัฐบาลสามารถกู้เงินผ่านตัวกลางทางการเงิน (Financial Intermediaries) หรือจากสถาบันการเงินต่างๆ ภายในประเทศ เช่น จากธนาคารแห่งประเทศไทย รวมทั้งสามารถกู้เงินโดยตรงผ่านตลาดตราสารหนี้ (Bond Market) จากประชาชนโดยการออกพันธบัตรรัฐบาล (Government Bond) และขายให้แก่สาธารณะเพื่อระดมทุน นอกจากนี้รัฐบาลยังมีทางเลือกในการกู้เงินจากสถาบันการเงินในต่างประเทศหรือระหว่างประเทศ เช่น จากธนาคารโลก (World Bank) หรือจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund; IMF) โดยทั้งสององค์กรนี้จัดตั้งขึ้น โดยมีเป้าหมายหลักเดียวกันคือ เพื่อให้เกิดการพัฒนาทางเศรษฐกิจและสังคมที่ยั่งยืน

และยกระดับมาตรฐานชีวิตความเป็นอยู่โดยเฉพาะในประเทศด้อยพัฒนาและกำลังพัฒนาที่ขาดแคลนเงินทุนในการลงทุนโครงการภาครัฐต่างๆเพื่อพัฒนาประเทศ

การกู้เงินของรัฐบาลทำให้รัฐมีข้อผูกพันที่จะต้องใช้จ่ายเงินต้นทั้งหมดพร้อมดอกเบี้ย เมื่อมีการกู้เงิน หนี้สินของรัฐบาลจะเพิ่มขึ้น ซึ่งข้อผูกพันของรัฐบาลในหนี้สินนั้นอาจมิได้เกิดจากการกู้ยืมโดยรัฐบาลเท่านั้น การค้ำประกันเงินกู้โดยรัฐบาลให้กับหน่วยงานราชการต่างๆ ก็จะทำให้รัฐบาลมีข้อผูกพันในหนี้สินเช่นกัน หนี้สินของรัฐบาล เรียกว่า หนี้สาธารณะ (Public Debt) ซึ่งโดยทั่วไปรัฐมีวัตถุประสงค์และแรงจูงใจในการก่อหนี้สาธารณะหลายประการ เช่น เพื่อชดเชยการขาดดุลของรัฐบาล เพื่อรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจทั้งภายในและภายนอกประเทศ เพื่อกระตุ้นการขยายตัวทางเศรษฐกิจ เพื่อการจัดสรรทรัพยากรที่มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น หรือเพื่อใช้ในกรณีฉุกเฉิน เป็นต้น

ในการตัดสินใจกู้เงินหรือก่อหนี้สาธารณะ มีหลักการที่รัฐบาลจำเป็นต้องคำนึงถึง เพื่อให้การก่อหนี้สาธารณะเป็นไปอย่างเหมาะสมและเกิดผลประโยชน์ต่อประเทศชาติมากที่สุด ดังนี้

ภาระหนี้ ในการกู้เงิน รัฐจะมีข้อผูกพันและภาระการใช้จ่ายซึ่งจะทำให้รายจ่ายของรัฐบาลในอนาคตสูงขึ้น โดยเฉพาะหากเป็นการกู้จากต่างประเทศ การใช้จ่ายจะต้องชำระคืนเป็นเงินสกุลต่างประเทศซึ่งมีความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินเข้ามาเกี่ยวข้อง ซึ่งมีความเป็นไปได้ที่จะทำให้ประเทศประสบปัญหาการขาดดุลการชำระเงินเพิ่มเติม ดังนั้น รัฐจึงต้องคำนึงถึงความสามารถในการใช้คืนหนี้ซึ่งถือเป็นภาระของผู้จ่ายภาษีและประชาชนของประเทศในอนาคต รวมทั้งความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Risk) หากกู้เงินจากภายนอกประเทศและต้องจ่ายเงินในสกุลเงินต่างชาติ และจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Risk) ในกรณีการกู้เงินที่อัตราดอกเบี้ยลอยตัว

ผลประโยชน์ของเงินกู้ เงินที่รัฐบาลกู้มานั้นควรจะสมารถนำไปใช้ให้เกิดประโยชน์ต่อสังคมโดยรวม เพื่อเพิ่มสวัสดิการสังคมหรือเป็นการกู้เพื่อการลงทุน และควรเป็นการลงทุนในโครงการที่สามารถให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยหรือต้นทุนของเงินกู้

เสถียรภาพทางเศรษฐกิจ การกู้ยืมเงินจากประชาชนเป็นการลดปริมาณเงินที่หมุนเวียนในระบบ ซึ่งจะทำให้การบริโภคลดลง นอกจากนี้การกู้เงินของรัฐบาลจากสถาบันการเงินในประเทศเพื่อมาใช้จ่ายลงทุนในโครงการรัฐจะทำให้ปริมาณเงินที่จะมีให้กู้ (Supply of loanable funds) ลดลง ทำให้ระดับการลงทุนของภาคเอกชนลดลง (Crowding Out Effect) การขยายตัวของเศรษฐกิจของประเทศก็จะชะลอตัวลง ดังนั้น รัฐจะต้องระมัดระวังมิให้มีการก่อหนี้สาธารณะมากเกินไปจนอาจทำส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศ

2.2.3 การระดมทุนโดยวิธีอื่นนอกเหนือจากการใช้รายได้ของรัฐและเงินกู้

นอกเหนือจากการใช้รายได้ของรัฐ การใช้เงินคลัง และการก่อหนี้สาธารณะแล้ว รัฐบาลยังมีแนวทางในการระดมทุนเพื่อใช้ในโครงการภาครัฐอีกหลายวิธี ดังต่อไปนี้

1) ความร่วมมือระหว่างประเทศและเงินช่วยเหลือทางตรง (Direct Financial Aid)

รัฐบาลสามารถระดมทุนผ่านความร่วมมือระหว่างประเทศหรือผ่านการสนับสนุนขององค์กรระหว่างประเทศหรือกองทุนเพื่อการกุศลต่างๆ ที่ได้ทำสัญญาความร่วมมือไว้ หรือสามารถร่วมลงทุนกับรัฐบาลต่างประเทศในโครงการระหว่างประเทศที่ก่อให้เกิดประโยชน์กับประเทศตนได้ ในกรณีเกิดภัยพิบัติซึ่งสร้างความเสียหายรุนแรง ประเทศที่ได้รับผลกระทบร้ายแรงมักจะได้รับเงินช่วยเหลือและการสนับสนุนจากประเทศมหาอำนาจ

การให้เงินช่วยเหลืออุดหนุนระหว่างประเทศโดยทั่วไปมักจะเกิดในลักษณะที่ประเทศมหาอำนาจหรือที่พัฒนาแล้วให้เงินช่วยเหลือทางตรงแก่ประเทศด้อยพัฒนาหรือกำลังพัฒนา ดังเช่นในหลายๆ กรณีประเทศอย่างสหรัฐอเมริกา และสหราชอาณาจักร จ่ายเงินอุดหนุนช่วยเหลือทางตรงแก่หลายๆ ประเทศที่ยากจนในทวีปแอฟริกา เพื่อให้ประเทศยากจนเหล่านี้นำไปใช้เป็นเงินลงทุนโครงการรัฐต่างๆ เพื่อพัฒนาชีวิตความเป็นอยู่ของประชากรและเศรษฐกิจให้ดีขึ้น โดยจ่ายเงินช่วยเหลืออุดหนุนเป็นเงินก้อน (Lump Sum) อย่างไรก็ตาม มีการตั้งข้อสังเกตว่าเงินช่วยเหลือทางตรงที่ประเทศยากจนได้รับเหล่านี้ถูกนำไปใช้ในทางที่ถูกต้องและอย่างมีประสิทธิภาพในการพัฒนาประเทศหรือไม่ อีกทั้งเงินช่วยเหลือมักจะได้มาโดยมีเงื่อนไขที่ประเทศยากจนจะต้องปฏิบัติตามดังจะเห็นได้จากตัวอย่างต่อไปนี้

ในด้านเศรษฐศาสตร์การพัฒนามีแบบจำลองทางเศรษฐศาสตร์แบบจำลองหนึ่งชื่อ False Paradigm Model (แบบจำลองตัวอย่างที่ผิด) ของจอห์น วีคส์ (1989)³ และพัฒนาต่อโดยคณะวิจัยจาก School of Oriental and African Studies มหาวิทยาลัยลอนดอน เมื่อปี 2010⁴ ให้ข้อเสนอแนะว่าผู้เชี่ยวชาญหรือผู้มีอำนาจในการให้คำแนะนำเชิงนโยบายแก่ประเทศกำลังพัฒนาส่วนใหญ่แล้วจะมาจากประเทศพัฒนาแล้วหรือจากองค์กรระหว่างประเทศซึ่งโดยทั่วไปผู้มีอำนาจในการบริหารมักจะถือแนวคิดและนโยบายของประเทศพัฒนาแล้วเป็นหลัก ผู้เชี่ยวชาญเหล่านี้มักจะให้คำแนะนำหรือข้อกำหนดเชิงนโยบายที่อาจจะผิดพลาด ลำเอียงหรือไม่เหมาะสมกับสภาวะแวดล้อมของประเทศกำลังพัฒนาต่าง ๆ เนื่องจากไม่มีความรู้ลึกซึ้งที่เพียงพอเกี่ยวกับสภาพแวดล้อมหรือระบบของประเทศกำลัง

³ ดู John Weeks, 1989, *A Critique of Neoclassical Macroeconomics*, London and New York สำหรับรายละเอียดเพิ่มเติม

⁴ ดู Professor of Emeritus and Senior Researcher, School of Oriental and African Studies, University of London, 2010, *False Paradigm: The irreconcilable inconsistencies of Neoclassical Macroeconomics* สำหรับรายละเอียดเพิ่มเติม

พัฒนาที่ตนเข้าไปช่วยกำหนดนโยบายให้ จึงส่งผลให้ประเทศที่กำลังพัฒนาซึ่งทำตามคำแนะนำโดยนำนโยบายหรือข้อกำหนดที่ผิดพลาดของผู้เชี่ยวชาญจากประเทศพัฒนาแล้วไปใช้ประสบปัญหาการเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานและไม่สามารถพัฒนาประเทศได้อย่างเท่าที่ควรจะเป็น ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดคือ ประเทศกำลังพัฒนาที่ประสบปัญหาภาวะทางการเงินจะต้องเข้ากระบวนการปรับโครงสร้างหนี้และนโยบาย (Debt and Policy Restructuring) ตามที่องค์กรการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund หรือ IMF) กำหนด เช่น การกำหนดให้ประเทศยากจนที่รับเงินช่วยเหลือเปิดเสรีทางการค้าอย่างเต็มที่โดยการยกเลิกนโยบายกีดกันทางการค้าต่าง ๆ การปรับโครงสร้างนโยบายเหล่านี้มิได้ก่อให้เกิดผลดีกับทุก ๆ ประเทศดังจะเห็นได้จากการเปิดเสรีทางการค้าอย่างฉับพลันแทนที่จะเป็นไปอย่างค่อยเป็นค่อยไปของประเทศยากจนในแอฟริกาที่ต้องการได้รับความช่วยเหลือจาก IMF ซึ่งก่อให้เกิดผลเสียต่อภาคเกษตรกรรมในประเทศเหล่านี้ โดยพบว่าเงินสนับสนุนต่าง ๆ ที่ประเทศเหล่านี้ได้รับจาก IMF คิดเป็นจำนวนที่น้อยกว่าค่าเสียหายจากการเปิดเสรีทางการค้าในภาคเกษตรกรรมของประเทศเหล่านี้ในปี 2006 เสียอีก ในขณะที่ประเทศจีนซึ่งดำเนินนโยบายการเปิดเสรีทางการค้าแบบค่อยเป็นค่อยไปโดยมีรัฐบาลจีนเป็นผู้ควบคุมนโยบายอย่างเคร่งครัดมีอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่มากที่สุดของโลกในช่วงสองทศวรรษที่ผ่านมา หรือแม้กระทั่งมาเลเซียในสมัยที่นำโดยนายกรัฐมนตรีมหาเธร์ มูฮัมหมัด ซึ่งไม่ได้เดินตามหลัง IMF หรือแรงกดดันจากชาติมหาอำนาจก็สามารถพัฒนาระดับประเทศขึ้นมาได้อย่างรวดเร็ว ทั้งนี้ ปัจจัยที่ส่งผลต่อการพัฒนาประเทศมีอยู่หลายประการด้วยกันและแตกต่างกันออกไปในแต่ละประเทศ การเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนมิใช่เกิดจากการนำเงินช่วยเหลือไปลงทุนเพียงปัจจัยเดียว

2) ความร่วมมือระหว่างภาครัฐและเอกชน (Public - Private partnership)

ในสถานการณ์ปัจจุบัน รัฐบาลของประเทศต่างๆทั้งประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนาหลายประเทศมีนโยบายให้เอกชนเข้ามามีส่วนร่วมในการทำงาน บริหารจัดการ รวมไปถึงการร่วมลงทุนในโครงการภาครัฐ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในโครงการลงทุนขนาดใหญ่ที่ต้องอาศัยเงินลงทุนจำนวนมากซึ่งโดยลำพังรัฐอาจมีเงินลงทุนที่ไม่เพียงพอ โครงการความร่วมมือภาครัฐและภาคเอกชน (Public-Private Partnership หรือ PPP) จึงเป็นแนวทางหนึ่งในการระดมทุนเพื่อใช้ในโครงการรัฐที่แพร่หลายมากขึ้น โดยเป็นโครงการที่ภาคเอกชนได้เข้ามามีส่วนร่วมกับภาครัฐในการจัดสร้าง ปรับปรุง พัฒนา และบริหารจัดการสาธารณูปโภคและสาธารณูปการขั้นพื้นฐานและบริการที่เกี่ยวข้องอื่นๆ ให้แก่ประชาชนภายใต้กรอบความเสี่ยงและระยะเวลาที่กำหนด

นอกจากจะเป็นทางเลือกหนึ่งในการระดมทุนของรัฐ โดยเฉพาะสำหรับโครงการขนาดใหญ่ PPP ยังช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานและบริการ โดยมุ่งเน้นการให้บริการที่มีประสิทธิภาพ คุ่มค่ากับต้นทุนมากกว่าการที่ภาครัฐเป็นเจ้าของหรือดำเนินการเองแต่เพียงผู้เดียว เป็นการแบ่ง

รับภาระความเสี่ยง (Risk Transfer) ระหว่างรัฐและเอกชน เป็นการขยายการเข้าถึงบริการของรัฐกับภาคประชาชน และเป็นการลดข้อจำกัดด้านงบประมาณในการลงทุนโครงการของรัฐโดยเฉพาะในช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจที่รัฐบาลอาจจัดเก็บรายได้ไม่เพียงพอกับความต้องการใช้จ่ายลงทุน ในขณะที่การกู้เงินมีข้อจำกัดด้านกรอบกฎหมายต่างๆ ทั้งนี้ การร่วมลงทุนระหว่างภาครัฐและภาคเอกชน สามารถก่อให้เกิดประโยชน์กับผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย โดยโครงการจะได้รับเทคโนโลยีและนวัตกรรมใหม่จากภาคเอกชน รวมทั้งมีการประหยัดต้นทุนการสร้างและดำเนินโครงการของภาครัฐ ภาคเอกชนเองก็มีช่องทางในการดำเนินธุรกิจที่มากขึ้น ในขณะที่ประชาชนจะได้รับประโยชน์จากการบริการที่มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น มีความน่าเชื่อถือ ด้วยราคาที่เหมาะสม

ความร่วมมือระหว่างภาครัฐและเอกชนใน PPP เป็นไปได้ในหลายลักษณะ ยกตัวอย่างเช่น

(1) Build-Transfer-Operate (BTO) เป็นรูปแบบโครงการที่เปรียบเสมือนว่ารัฐบาลจ้างเอกชนให้เป็นผู้ออกแบบและก่อสร้างโครงการโดยใช้เงินทุนที่รัฐจัดสรรให้ เมื่อแล้วเสร็จ เอกชนจะโอนกรรมสิทธิ์คืนให้แก่รัฐซึ่งเอกชนจะเป็นผู้ดำเนินโครงการเอง

(2) Build-Lease-Transfer (BLT) เป็นรูปแบบโครงการที่ภาคเอกชนจัดสร้างและพัฒนาด้วยตนเอง รวมถึงเป็นผู้แบกรับความเสี่ยงจากการดำเนินการไว้ทั้งหมด หลังจากเสร็จสิ้นจึงโอนกรรมสิทธิ์ความเป็นเจ้าของให้แก่รัฐบาล แล้วภาคเอกชนจึงทำการเช่าหรือเช่าโครงการนั้นจากรัฐบาลภายหลังอีกต่อหนึ่งในระยะเวลาที่กำหนด และจึงโอนกรรมสิทธิ์คืนให้รัฐเมื่อสิ้นสุดสัญญาสัมปทาน

(3) Build-Operate-Transfer (BOT) คือโครงการที่หน่วยงานเอกชนจัดสร้างสาธารณูปโภคขึ้นมาใหม่ บริหารจัดการด้วยความเสี่ยงของตนเองทั้งในส่วนของการก่อสร้าง การให้บริการและบำรุงรักษา โดยเป็นผู้ประกอบการเองและนำรายได้บางส่วนส่งให้รัฐตามสัญญา จากนั้นจึงโอนถ่ายทรัพย์สินนั้นให้แก่ภาครัฐเมื่อเสร็จสิ้นสัญญาสัมปทาน เช่นเดียวกับโครงการประเภท BLT

(4) Build-Own-Operate (BOO) หรือ Build-Own-Operate-Transfer (BOOT): เป็นรูปแบบโครงการที่บริษัทหรือองค์กรจากภาคเอกชนทำการจัดสร้างสาธารณูปโภคขึ้นมาใหม่ หลังจากนั้นจึงถือครองกรรมสิทธิ์ ความเป็นเจ้าของและบริหารจัดการภายใต้กรอบเวลาที่กำหนดตามสัญญา จึงถือว่าโครงการในลักษณะนี้มีความเป็นเอกชนสูงมากเพราะผู้สร้างโครงการจะเป็นเสมือนเจ้าของสาธารณูปโภคที่สร้างขึ้นและดำเนินโครงการเอง เมื่อสิ้นสุดระยะเวลาที่กำหนดแล้ว จะมีการตกลงกับรัฐว่าจะมีการโอนกรรมสิทธิ์ให้ตกเป็นของรัฐหรือไม่

ในประเทศไทยมีตัวอย่างการระดมทุนตามลักษณะของ PPP หลายรูปแบบดังแสดงตามตารางต่อไป

ตารางที่ 2.1 แสดงตัวอย่างโครงการ PPP ในประเทศไทย

ข้อมูล ณ วันที่ 6 กุมภาพันธ์ 2556

สาขา	โครงการ	หน่วยงานรัฐ	ภาคเอกชน	รูปแบบของ PPP
พลังงาน	โรงไฟฟ้า และการจัดหาพลังงานไฟฟ้า	กฟผ. (EGAT)	ผู้ผลิตไฟฟ้าอิสระ (Independent Power Producer)	BOO
การสื่อสาร	- การเพิ่มจำนวนคู่สายโทรศัพท์บ้าน - การเพิ่มเลขหมายโทรศัพท์เคลื่อนที่	TOT และ CAT	- TA, TT&T - AIS, DTAC, TRUE	BTO
ท่าเรือ	การก่อสร้างท่าเรือ	การทำเรือแห่งประเทศไทย	Hutchinson Holding	BOO
รถไฟฟ้า	- รถไฟฟ้าสายสีเขียว - รถไฟฟ้าใต้ดินสายสีน้ำเงิน	- กทม. (BMA) - การรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย (MRTA)	- บริษัทระบบขนส่งมวลชนกรุงเทพ จำกัด - บริษัท รถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (BMCL)	- BOOT - BOT

ที่มา: สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ และสำนักนโยบายการคลัง สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง กระทรวงการคลัง

อย่างไรก็ตาม การระดมทุนในรูปแบบ PPP ก็มีข้อจำกัดและความเสี่ยงที่ต้องพิจารณาและคำนึงถึงเช่นกัน ได้แก่ ความเสี่ยงในการสร้าง พัฒนาและดำเนินโครงการ ซึ่งอาจส่งผลให้ต้นทุนการดำเนินโครงการเพิ่มขึ้นหรือทำให้การให้บริการไม่เป็นไปตามมาตรฐาน ความเสี่ยงทางด้านเทคโนโลยี ความเสี่ยงทางด้านรายได้ซึ่งเกิดจากอุปสงค์หรือความต้องการการบริการรวมทั้งค่าบริการที่ไม่แน่นอน รวมไปถึงความเสี่ยงทางการเมืองและกฎหมายการกำกับดูแลต่างๆ ซึ่งอาจทำให้การดำเนินนโยบายไม่ต่อเนื่องและส่งผลกระทบต่อการดำเนินโครงการ นอกจากนี้การดำเนินโครงการ PPP ยังมีความซับซ้อนกว่ากิจการที่รัฐดำเนินการเอง การกำกับดูแลจึงมีความสำคัญเพราะต้องให้มีความเป็นธรรมต่อทุกฝ่าย คำนึงถึงผลประโยชน์สาธารณะเป็นสำคัญและชัดเจนในหลักเกณฑ์เนื่องจากรัฐและเอกชนต้องแบ่งรับภาระความเสี่ยง รวมทั้งต้องให้ประชาชนได้รับประโยชน์สูงสุดจากการบริการที่มีประสิทธิภาพที่ราคาที่เหมาะสม และมีความโปร่งใส

3) การตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure Fund)

กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure Fund หรือ IFF) คือ กองทุนรวม (Mutual Fund) ประเภทหนึ่ง ซึ่งระดมทุนจากผู้ลงทุนทั่วไปซึ่งรวมทั้งรายย่อยและสถาบันการเงิน เพื่อนำไปใช้ในการพัฒนาและลงทุนในโครงการและกิจกรรมโครงสร้างพื้นฐานทั้งของภาครัฐและเอกชน เพื่อประโยชน์สาธารณะของประเทศ โดยกิจการโครงสร้างพื้นฐานที่สามารถระดมทุนผ่านกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานนี้ต้องเป็นกิจการที่จำเป็นและมีประโยชน์ต่อการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคม มักจะเป็นโครงการที่ใช้เงินลงทุนสูง ซึ่งโดยลำพังรัฐบาลอาจมีงบประมาณไม่เพียงพอ รวมทั้งมีข้อจำกัดในการกู้เงินลงทุน การตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานจึงเป็นอีกทางเลือกหนึ่งสำหรับรัฐบาลในการระดมทุนจากภาคเอกชนมาใช้ลงทุนพัฒนาโครงการโครงสร้างพื้นฐานที่ช่วยเพิ่มสวัสดิการสังคมและมาตรฐานชีวิตความเป็นอยู่ของประชาชนจากการมีโครงสร้างพื้นฐานที่ดีให้สูงขึ้น

ในปัจจุบันกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานสามารถลงทุนในกิจการโครงสร้างพื้นฐานได้ทั้งหมด 10 ประเภท ได้แก่ ด้านระบบขนส่งทางราง ด้านถนน ทางพิเศษ หรือทางสัมปทาน ด้าน ประปา ด้านท่าอากาศยาน หรือสนามบิน ด้านโทรคมนาคม ด้านระบบบริหารจัดการน้ำหรือการชลประทาน ด้านไฟฟ้า ด้านท่าเรือน้ำลึก ด้านพลังงานทางเลือก และด้านระบบป้องกันภัยธรรมชาติ

ในการระดมทุนผ่านกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน หน่วยงานเจ้าของโครงการจะโอนสิทธิเรียกร้องในกระแสเงินสดของโครงการที่ดำเนินการอยู่แล้ว จากโครงการที่สร้างเสร็จแล้ว (Brownfield Project) หรือประมาณการกระแสเงินสดในอนาคตของโครงการที่ต้องการระดมทุนแต่ยังไม่ได้ก่อสร้างโครงการ (Greenfield Project) เช่น รายได้จากการขายกระแสไฟฟ้า ค่าผ่านทางด่วน เป็นต้น ให้กับกองทุน ซึ่งกองทุนจะประเมินความเสี่ยงของกระแสเงินสดที่รับโอนมา ประมาณอัตราคิดลดที่สอดคล้องกับความเสี่ยงของกระแสเงินสด และทำการออกหน่วยลงทุนเพื่อขายให้กับนักลงทุน แล้วนำเงินที่ได้รับมาจ่ายให้กับหน่วยงานเจ้าของโครงการเพื่อดำเนินโครงการ

โดยทั่วไปแล้ว กองทุนรวมจะระดมทุนจากผู้ลงทุนและกระจายการลงทุนไปในสินทรัพย์ประเภทต่างๆ เช่น ตราสารหนี้ ตราสารทุน อสังหาริมทรัพย์หรือหลักทรัพย์ เป็นต้น กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานมีรูปแบบที่คล้ายกับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ซึ่งเน้นการลงทุนที่มีรายได้จากการปล่อยเช่าอสังหาริมทรัพย์ แต่แตกต่างกันที่กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานจะนำเงินไปลงทุนในโครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานต่างๆ ของส่วนราชการ รัฐวิสาหกิจ หรือเอกชน ตามนโยบายหรือสาขาของโครงสร้างพื้นฐานที่กองทุนกำหนด รายได้ของกองทุนจะมาจากกระแสรายรับที่ได้จากการดำเนินงานในอนาคต ซึ่งนำมาจ่ายคืนเป็นผลตอบแทนให้แก่ผู้ลงทุนตามจำนวนและระยะเวลาที่กำหนดในรูปของเงินปันผล ซึ่งบุคคลธรรมดาที่ลงทุนจะได้รับการยกเว้นภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาสำหรับเงินปันผลในระยะเวลาที่กรมสรรพากรกำหนดมากที่สุดถึง 10 ปี นอกจากนี้หลังจากที่กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน

ออกและเสนอขายหน่วยลงทุนให้แก่ผู้ลงทุนแล้ว ก็จะนำหน่วยลงทุนเข้าจดทะเบียนเพื่อให้สามารถซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ได้ ทำให้ผู้ลงทุนยังมีโอกาสทำกำไรจากส่วนต่างของราคาซื้อขายในตลาดอีกด้วย

ข้อดีของกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานในส่วนของภาครัฐ คือ ช่วยลดภาระการสร้างและการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานโดยรัฐหรือรัฐวิสาหกิจซึ่งมักจะใช้เวลานาน และช่วยลดภาระการจัดสรรงบประมาณจากรัฐบาลเพื่อลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าสูงซึ่งรัฐบาลมักมีข้อจำกัดในด้านงบประมาณและการกู้ยืม และที่สำคัญการระดมทุนในรูปแบบของการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเป็นการลงทุนในกระแสรายได้หรือสิทธิในการจัดหาประโยชน์จากกิจการ โครงสร้างพื้นฐานซึ่งไม่ถือเป็นการก่อหนี้สาธารณะ และรัฐวิสาหกิจยังคงเป็นเจ้าของ และผู้บริหารกิจการโครงสร้างพื้นฐานอยู่เช่นเดิม ดังนั้น จึงไม่ถือว่าเป็นการขายทรัพย์สินของรัฐวิสาหกิจ แต่เป็นการใช้ศักยภาพในการหารายได้และการทำกำไรในอนาคตของกิจการ โครงสร้างพื้นฐานมาระดมทุนแทน นอกจากนี้ หน่วยงานเจ้าของโครงการจะไม่ติดภาระใดๆ กับแหล่งเงินทุนอีกเลย ซึ่งถือว่าไม่ต้องแบกรับความเสี่ยงใดๆ หากเทียบกับการระดมทุนโดยการก่อหนี้ อย่างไรก็ตาม แม้ว่าความเสี่ยงของการระดมทุนโดยการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานจะถูกโอนไปยังผู้ถือหน่วยลงทุนซึ่งถูกสะท้อนออกมาในมูลค่าของหน่วยลงทุนและเงินปันผล แต่การได้มาซึ่งการปลอดจากภาระและความเสี่ยงของรัฐนี้ก็ต้องแลกมาด้วยต้นทุนในการระดมทุนที่สูงพอสมควรหากเทียบกับการก่อหนี้ ในรูปของอัตราคิดลดซึ่งประเมินโดยกองทุนรวมที่สูงขึ้น

ในส่วนของประชาชนเองก็จะสามารถเข้าถึงการบริโภคโครงสร้างพื้นฐานได้มากขึ้นด้วยประสิทธิภาพและคุณภาพที่ดีขึ้น รวมทั้งมีทางเลือกในการลงทุนที่มากขึ้น ซึ่งการลงทุนในกองทุนโครงสร้างพื้นฐานนั้นเปรียบเสมือนการซื้อตราสารทุนหรือหุ้น ซึ่งสามารถให้ผลตอบแทนกับผู้ลงทุนได้ขึ้นอยู่กับว่าโครงการประสบความสำเร็จมากเพียงใด ผู้ลงทุนจึงต้องคำนึงถึงปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนตามกลไกของตลาดทุน ต้องพิจารณาถึงสินทรัพย์ที่นำมาระดมทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงแตกต่างกัน ซึ่งมีผลต่อรายได้ที่จะได้รับ ทรัพย์สินบางประเภทอาจมีความเสี่ยงต่ำเนื่องจากมีผลตอบแทนที่แน่นอน เช่น โรงไฟฟ้าหรือโรงผลิตน้ำที่มีผลตอบแทนตามความพร้อมในการให้บริการโดยไม่ขึ้นกับปริมาณการใช้จริง (Availability Payment) ขณะที่สินทรัพย์บางประเภท เช่น โครงการทางพิเศษที่ได้รับผลตอบแทนตามปริมาณการใช้จริง (Demand Payment) ก็ย่อมมีความเสี่ยงสูงกว่า ผู้ลงทุนจึงต้องแบกรับความเสี่ยงจากการที่โครงการอาจประสบปัญหาหรือล้มเหลวจนไม่สามารถส่งเงินให้กับกองทุนและผู้ลงทุนได้ตามที่คาดการณ์ไว้

4) การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)

เป็นอีกทางเลือกในการระดมทุนของรัฐบาลจากภาคเอกชน โดยเป็นการระดมทุนด้วยการขายสิทธิในกระแสรายรับในอนาคตให้กับผู้ลงทุนผ่านกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) โดยกระบวนการนี้เป็นการนำสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำมาแปลงให้เป็นหลักทรัพย์

ประเภทตราสารหนี้ที่เรียกว่าหลักทรัพย์ที่มีสินทรัพย์หนุนหลัง (Asset-backed Security) ซึ่งในกรณีของรัฐบาล สินทรัพย์ที่สามารถนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์มักจะเป็นภาษีหรือรายได้จากการลงทุนต่างๆที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต

ข้อแตกต่างที่สำคัญระหว่างการระดมทุนด้วยวิธีนี้กับการระดมทุนด้วยวิธีอื่นก็คือ การระดมทุนด้วยวิธีแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้นไม่ก่อให้เกิดหนี้สาธารณะเนื่องจากไม่ใช่การกู้ยืมเงินการออกพันธบัตร และหลักทรัพย์ที่ได้เป็นตราสารหนี้ไม่ใช่ตราสารทุนเหมือนการระดมทุนด้วยกองทุนโครงสร้างพื้นฐาน เพราะฉะนั้นหลักทรัพย์ที่ได้จะมีลักษณะเป็นหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนคงที่ (Fixed Income Security) ผู้ลงทุนจึงสามารถประเมินความเสี่ยงได้ดีกว่า อีกทั้งโครงสร้างของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ยังเอื้อต่อวิธีการลดความเสี่ยงต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Enhancement) หรือการที่ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่ได้ไม่ขึ้นอยู่กับสภาพหนี้สาธารณะของรัฐบาล จึงทำให้รัฐบาลสามารถลดต้นทุนในการระดมทุนได้โดยเฉพาะในกรณีที่รัฐบาลมีหนี้สาธารณะสูง โดยในบทนี้ได้อธิบายรายละเอียดและทฤษฎี รวมทั้งกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปแล้วในหัวข้อ 2.1

2.2.4 แนวคิดเกี่ยวกับการบริหารทรัพย์สินภาครัฐที่มีประสิทธิภาพ

การบริหารทรัพย์สินภาครัฐที่มีประสิทธิภาพ ทั้งการบริหารหนี้สินของรัฐเพื่อลดภาระงบประมาณ และการใช้ประโยชน์ที่ดินของรัฐจากที่ราชพัสดุให้มีประสิทธิภาพเพื่อผลได้ทางเศรษฐกิจ ซึ่งการบริหารจัดการที่ราชพัสดุ ของกรมธนารักษ์ กระทรวงการคลัง จากที่ราชพัสดุทั่วประเทศ 12.5 ล้านไร่ (แต่ส่วนใหญ่อยู่ในความครอบครองของส่วนราชการ) โดยมีพระราชบัญญัติที่ราชพัสดุ พ.ศ. 2518 เป็นกฎหมายว่าด้วยการจัดหาประโยชน์จากที่ราชพัสดุ ทั้งนี้ ปัจจุบันมีการริเริ่มวิธีการในการจัดหาประโยชน์จากที่ราชพัสดุแบบใหม่ในเชิงธุรกิจอย่างเต็มรูปแบบด้วยการจัดตั้งรัฐวิสาหกิจคือบริษัทนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด มีฐานะเป็นบริษัทจำกัดตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ เป็นรัฐวิสาหกิจที่กระทรวงการคลังถือหุ้นทั้งหมด ซึ่งมีอำนาจหน้าที่นำที่ราชพัสดุไปจัดหาประโยชน์ตามนโยบายที่รัฐบาลกำหนด ลักษณะการบริหารจัดการและจัดหาประโยชน์จากที่ราชพัสดุจะดำเนินการในเชิงเศรษฐกิจมากกว่าที่ผ่านมา โดยนำวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้ในการดำเนินโครงการและโครงการแรกที่จะดำเนินการ คือ โครงการศูนย์ราชการแจ้งวัฒนะ ถนนแจ้งวัฒนะ

นอกจากนี้ ยังได้มีการจัดตั้งกองทุนพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของรัฐ วงเงิน 1,000 ล้านบาท โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสำรวจที่ดินรกร้างว่างเปล่าและพัฒนาที่ราชพัสดุให้มีศักยภาพเพิ่มมากขึ้น เช่น นำเงินไปซื้อที่ดินเอกชนใกล้เคียงมาเสริมที่ราชพัสดุได้ เพื่อขยายทางเข้า แก้ปัญหาเรื่องที่ดินบดบังให้มีทางเข้า

หรือบางแปลงรูปร่างไม่สวยก็จะซื้อที่ดินรอบข้างมาประกอบได้ ทำให้มีมูลค่าและมีศักยภาพในการพัฒนามากขึ้น เพื่อนำมาดำเนินการพัฒนาในเชิงพาณิชย์หรือเชิงสังคมมากขึ้น จะเป็นการสร้างรายได้ให้กับภาครัฐเพิ่มขึ้น จากเดิมกรมธนารักษ์จัดส่งรายได้ให้กระทรวงการคลัง ซึ่งส่วนใหญ่มาจากค่าเช่าที่ราชพัสดุ และการจำหน่ายเหรียญกษาปณ์ เฉลี่ยปีละ 3,000-4,000 ล้านบาท

2.3 งานวิจัยและบทวิเคราะห์เกี่ยวกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยภาครัฐ

ในทางทฤษฎี หากตลาดทุนมีลักษณะเป็นตลาดทุนสมบูรณ์ (Perfect Capital Market) ทฤษฎีบท Modigliani-Miller Capital Structure Irrelevance Theorem (Modigliani and Miller, 1958) บอกเป็นนัยว่า การระดมทุนด้วยหลักทรัพย์ที่มีรายได้รัฐบาลหนุนหลังจะไม่ทำให้ต้นทุนในการกู้ยืมเฉลี่ยของรัฐบาลลดลง โดยถึงแม้ต้นทุนในการระดมทุนด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์อาจจะต่ำกว่าวิธีอื่นแต่การระดมทุนด้วยวิธีนี้จะทำให้รายได้ในอนาคตสำหรับการใช้หนี้อื่นๆ ลดลง ซึ่งจะส่งผลให้ต้นทุนในการระดมทุนด้วยวิธีอื่นเช่น การออกพันธบัตร สูงขึ้น เพราะในความเป็นจริงแล้วหนี้รัฐบาลทั้งหมดไม่ว่าจะมาจากการระดมทุนด้วยวิธีการใดก็ตาม เป็นหนี้ที่ได้รับการหนุนหลังโดยรายได้รัฐบาลอยู่แล้ว ดังนั้นการแปลงรายได้รัฐบาลเป็นหลักทรัพย์จึงเปรียบเสมือนการแบ่งกระแสรายได้ในอนาคตส่วนหนึ่งมาหนุนหลังหนี้เพียงส่วนหนึ่งเท่านั้น ดังนั้นในตลาดทุนสมบูรณ์ ผู้ลงทุนจะต้องการถือพันธบัตรรัฐบาลมากกว่าหลักทรัพย์ที่มีรายได้รัฐบาลหนุนหลัง เพราะพันธบัตรมีการกระจายความเสี่ยงที่ดีกว่า ประกอบกับพันธบัตรเปรียบเสมือนหลักทรัพย์ที่ได้รับการหนุนหลังโดย Portfolio ที่ประกอบไปด้วยกระแสรายได้ทั้งหมดของรัฐบาล แต่หลักทรัพย์ที่มีรายได้รัฐบาลหนุนหลังได้รับการหนุนหลังจากกระแสรายได้บางส่วนที่กำหนดไว้เท่านั้น ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าการระดมทุนของรัฐบาลด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในตลาดทุนสมบูรณ์จะไม่ส่งผลให้ต้นทุนในการระดมทุนเฉลี่ยรวมของรัฐบาลลดลง

แต่หากตลาดทุนไม่สมบูรณ์ (Imperfect Capital Market) การระดมทุนด้วยการแปลงรายได้รัฐบาลเป็นหลักทรัพย์จะมีศักยภาพในการลดต้นทุนเฉลี่ยในการระดมทุนของรัฐบาลได้จากความสามารถในการลดความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) เนื่องจากการผู้ลงทุนสามารถตรวจสอบและประเมินความเสี่ยงของแหล่งที่มาของรายได้ที่ใช้หนุนหลังได้มีอย่างมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น และยิ่งไปกว่านั้นการระดมทุนด้วยวิธีแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ อาจจะมีประโยชน์ในด้านอื่นที่ไม่เกี่ยวข้องกับการลดต้นทุนเฉลี่ย เช่น เป็นทางเลือกที่ทำให้รัฐบาลสามารถระดมทุนได้มากขึ้นเพราะสามารถใช้วิธีนี้ในการหลบเลี่ยงกฎเกณฑ์ต่างๆ ที่กีดกันการระดมทุนด้วยวิธีอื่น ลดการสร้างหนี้สาธารณะเพื่อทดแทนบัญชีหนี้ของประเทศ เป็นต้น (Chalk, 2002)

อย่างไรก็ตาม กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) มีมุมมองว่าการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของภาครัฐในการระดมทุนอาจทำให้เกิดปัญหาต่างๆ ขึ้นได้ โดยเฉพาะปัญหาต้นทุนในการระดมทุนทั้งในปัจจุบันและอนาคตสูงขึ้น ปัญหาทางด้านกฎหมาย ปัญหาการบริหารหนี้เกิดความไม่ยืดหยุ่น ปัญหาการสะสมหนี้มากเกินไป ปัญหานโยบายการเงินและอัตราแลกเปลี่ยนขาดความยืดหยุ่น ปัญหาความไม่โปร่งใสในการจัดการสัญญาระดมทุน และอาจเป็นเครื่องกีดขวางการแปรรูปกิจการภาครัฐ (IMF, 2003)

สำหรับงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับพัฒนาการของธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทย ส่วนใหญ่เป็นการให้ความสำคัญในด้านการพัฒนาโครงสร้างสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยของไทย ได้แก่ รายงานผลการศึกษางานโครงการ **Asset Securitization in Thailand** (PricewaterhouseCoopers (กรุงเทพฯ), 2543) สรุปความโดยสำนักงาน ก.ล.ต. ซึ่งเป็นผลการศึกษาในช่วงหลังจากที่ประเทศไทยมีกฎหมายรองรับการดำเนินธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เมื่อปี 2540 โดยมีข้อสังเกตสำคัญ ได้แก่ การพัฒนาการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ การกำกับตราสารหนี้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ การพัฒนาศักยภาพนักลงทุนไทยให้มีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับตราสารหนี้ดังกล่าว การพิจารณาข้อจำกัด กฎหมาย หลักเกณฑ์การลงทุนของนักลงทุนประเภทสถาบัน เช่น กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ รวมทั้งการส่งเสริมบทบาทของบรรษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยให้มีบทบาทสำคัญในการทำหน้าที่เป็นการพัฒนาตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยและบทบาทอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง

นอกจากนี้ ผลการศึกษาเรื่องการพัฒนาการออกตราสารหนี้ที่หมุนหลังโดยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย (ศิริวรรณ และคณะ, 2550) มีข้อสังเกตว่า โครงสร้างสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยของไทยจะมีมาตรฐานเดียวกับต่างประเทศ การนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้ในการระดมทุนของสถาบันการเงิน ก็จะเป็นการเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการเงินกองทุนของสถาบันการเงิน อย่างไรก็ตาม แม้ว่าประเทศไทยจะมีโครงสร้างพื้นฐานรองรับธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์แล้ว เช่น กฎหมายองค์กรที่เกี่ยวข้อง สิทธิประโยชน์ทางด้านภาษี แต่ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของไทยก็ยังมีการขายตัวในวงจำกัด โดยมีข้อสังเกต 2 ประการสำคัญ คือ สถาบันการเงินยังไม่มีแรงจูงใจเพียงพอ และมีการบริหารจัดการสภาพคล่องได้อย่างมีประสิทธิภาพ และอีกด้านหนึ่งคือระดับการพัฒนาตลาดทุนไทย โดยเฉพาะด้านนักลงทุนไทยที่ยังมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับตราสารหนี้ใหม่ๆ ยังไม่มากนัก

ในขณะที่ผลการศึกษาและวิเคราะห์แนวทางและรูปแบบการระดมทุนสำหรับโครงการลงทุนขนาดใหญ่ของภาครัฐ (สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ, 2551) ซึ่งมีจุดมุ่งหมายเพื่อศึกษาแนวทางการระดมทุนของภาครัฐในรูปแบบต่างๆ นอกเหนือจากงบประมาณแผ่นดิน เช่น การระดมทุนในรูปแบบ Public Private Partnerships (PPPs) และการระดมทุนแบบการทำ Securitization การระดมทุนผ่านตลาด

ตราสารหนี้ตามหลักศาสนาอิสลามและการออกตราสารโดยองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น เป็นต้น ทั้งนี้ โครงการลงทุนภาครัฐที่มีลักษณะผลตอบแทนค่อนข้างแน่นอน จะสามารถนำมาเป็นหลักประกันในการจัดหาเงินทุนได้ โดยวิธีการ Securitization จะไม่เป็นภาระต่องบประมาณในระยะแรก สามารถดำเนินการได้รวดเร็วคล่องตัวและตรงตามวัตถุประสงค์ของโครงการ มีความโปร่งใสและมีหน่วยงานรับผิดชอบในการระดมทุนด้วยการออกหุ้นกู้ แต่อย่างไรก็ตาม มีข้อจำกัด ได้แก่ ความเสี่ยงในการออกหุ้นกู้ ซึ่งเป็นภาระของภาครัฐในอนาคต ไม่ทราบต้นทุนที่ต่ำที่สุด เนื่องจากไม่มีภาคเอกชนมาดำเนินการเปรียบเทียบ ไม่มีการกระจายความเสี่ยง เนื่องจากภาครัฐเป็นผู้รับภาระความเสี่ยงทั้งหมด เช่น ความเสี่ยงด้านการก่อสร้างที่อาจมีความล่าช้า ต้นทุนบานปลายและการจัดหาแหล่งเงินทุนอยู่ที่ภาครัฐ ภาครัฐเป็นผู้ดำเนินการเองทั้งหมด ทั้งการบริหารโครงการและสัญญา รวมทั้งการกำกับดูแลเองทั้งหมด ซึ่งอาจไม่มีความคุ้มค่าทางการเงิน และสำหรับโครงการศูนย์ราชการกรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ เห็นว่าการระดมทุนโดยวิธี PPPs จะมีความเหมาะสมกว่าวิธีการ Securitization เนื่องจากการดำเนินการในรูปแบบ PPPs ภาครัฐไม่ต้องรับภาระความเสี่ยงด้านการก่อสร้างล่าช้า ต้นทุนทางการเงินที่อาจปรับตัวสูงขึ้น และการบริหารจัดการสัญญาต่าง ๆ โดยสามารถแบ่งความเสี่ยงให้เอกชนและรัฐจ่ายเงินเป็นค่าใช้บริการให้แก่เอกชนตาม Performance ที่ระบุไว้เป็นตัวชี้วัดจากงบประมาณเป็นรายปีไป ซึ่งเป็นการลดภาระงบประมาณของภาครัฐในระยะเริ่มต้นก่อสร้าง และเอกชนจะดำเนินการทั้งด้านการก่อสร้างและบริหารงานให้เกิดประโยชน์สูงสุด ทำให้เกิดความคุ้มค่าของเงิน

2.4 กรณีศึกษาการระดมทุนโดยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์กับโครงการภาครัฐ ประสบการณ์จากต่างประเทศ

2.4.1 ตัวอย่างการใช้วิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อระดมทุนโดยรัฐบาลต่างประเทศ

1) โครงการการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา

กรณีการระดมทุนโดยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อสภาพคล่องในตลาดสินเชื่อที่อยู่อาศัยของสหรัฐอเมริกา

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในสหรัฐฯ เริ่มต้นตั้งแต่ช่วงปลายทศวรรษ 1960 และมีบทบาทสำคัญอย่างมาก โดยเฉพาะการส่งเสริมให้ชาวอเมริกันเป็นเจ้าของที่อยู่อาศัยของตนเอง ตลาดธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ของสหรัฐฯ ถือเป็ตลาดที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในโลก จำนวนธุรกรรมแปลงสินทรัพย์ฯ ทั้งหมดของโลกประมาณถึงร้อยละ 75 นั้นมีต้นกำเนิดในสหรัฐฯ ซึ่งแสดงให้เห็นถึงบทบาทที่สำคัญของสหรัฐฯ ในตลาดธุรกรรมแปลงสินทรัพย์ฯ ของโลก (Kothari, 2013) โดยธุรกรรมแปลง

สินทรัพย์ฯ ซึ่งออกในประเทศต่างๆ ทั่วโลก ทั้งญี่ปุ่น ยุโรปและประเทศกำลังพัฒนาแล้วแต่ดึงดูดนักลงทุนจากสหรัฐฯด้วยเช่นกัน

รัฐบาลสหรัฐฯใช้การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นเครื่องมือในการเพิ่มสภาพคล่องให้กับตลาด สินเชื่อที่อยู่อาศัย โดยจัดตั้งองค์กรที่มีบทบาทสำคัญในการทำให้ประชาชนสามารถเข้าถึงแหล่งเงินกู้สินเชื่อที่อยู่อาศัยได้อย่างทั่วถึง เพื่อเพิ่มสภาพคล่องของสินเชื่อที่อยู่อาศัยในตลาดรอง และลดต้นทุนในการแปลงสินเชื่อที่อยู่อาศัยเป็น MBS โดย 3 องค์กรหลักที่เกี่ยวข้องคือ Ginnie Mae, Fannie Mae และ Freddie Mac

Government National Mortgage Association (GNMA) หรือ Ginnie Mae เป็นบริษัทที่ถือครองโดยรัฐทั้งหมดภายใต้ Department of Housing and Urban Development (HUD) ถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อเชื่อมต่อตลาดทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศกับตลาดสินเชื่อที่อยู่อาศัยโดยมีเป้าหมายคือเพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้กับโครงการปล่อยกู้สินเชื่อที่อยู่อาศัยต่างๆ ของรัฐฯ โดยการดำเนินงานของ Ginnie Mae จะอยู่ในรูปของการรับประกันการจ่ายผลตอบแทนของ MBS ที่หนุนหลังโดยสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่ออกโดยหน่วยงานของรัฐให้กับนักลงทุนสถาบันทั่วโลก

Federal National Mortgage Association หรือ Fannie Mae และ Federal Home Loan Mortgage Corporation หรือ Freddie Mac เป็นองค์กรมหาชนภายใต้การสนับสนุนของรัฐ (Public Government-Sponsored Enterprise) ทำหน้าที่ซื้อสินเชื่อที่อยู่อาศัยในตลาดรองมารวมกันเพื่อมาแปลงเป็นหลักทรัพย์และขายให้แก่นักลงทุนในรูปของ MBS ซึ่งจะส่งผลให้ตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยมีสภาพคล่องสูงขึ้น จึงทำให้ผู้ปล่อยสินเชื่อมีทุนหมุนเวียนมากขึ้นสำหรับปล่อยกู้ให้แก่ประชาชนและทำให้ประชาชนสามารถเข้าถึงแหล่งเงินกู้สินเชื่อที่อยู่อาศัยได้ง่ายขึ้น

โดยถึงแม้ว่า Fannie Mae และ Freddie Mac จะถูกวิจารณ์ว่าเป็นตัวกระตุ้นให้เกิดวิกฤตการณ์ Subprime ในสหรัฐฯจากการแบกรับความเสี่ยงที่มากเกินไป แต่เสียงอีกส่วนหนึ่งมองว่าวิกฤตการณ์นี้เกิดจากฝั่งภาคเอกชนที่มีการปล่อยกู้อย่างหลวมและใช้ CDO อย่างผิดพลาด อย่างไรก็ดี จะเห็นได้ว่าการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้นเป็นทางเลือกหนึ่งในการเพิ่มสภาพคล่องในตลาดรองได้ หากแต่ต้องมีการควบคุมอย่างเคร่งครัด

กรณีการระดมทุนโดยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อโครงการสาธารณูปโภคขั้นพื้นฐานโดยรัฐบาลท้องถิ่นในสหรัฐฯ

สหรัฐฯ เป็นประเทศแรกที่น่าเทคนิคการระดมเงินแบบสินทรัพย์ค้ำประกันหรือ Asset-backed มาใช้กับโครงการสาธารณูปโภค โดยที่รัฐบาลท้องถิ่นยังคงทำหน้าที่เป็นผู้จัดหาและผู้ผลิต เพียงแต่มีการแปรภาวะเงินไปสู่ภาคเอกชนผ่านเครื่องมือหรือตราสารในตลาดทุน โดยเริ่มขึ้นในช่วง

กลางทศวรรษ 1980 ซึ่งรัฐบาลสหรัฐฯ ได้เปลี่ยนแปลงโครงสร้างการบริหารรัฐกิจโดยโอนความรับผิดชอบในการจัดหาสาธารณูปโภคต่างๆ จากรัฐบาลกลางไปสู่รัฐบาลท้องถิ่นโดยมิได้มีการจัดสรรงบประมาณจากส่วนกลางไปให้ เพื่อลดปัญหาการขาดดุลงบประมาณ รัฐบาลท้องถิ่นจึงมีความจำเป็นต้องแสวงหาวิธีระดมทุนเพื่อโครงการสาธารณูปโภคพื้นฐานต่างๆเอง โดยทางเลือกหนึ่งคือ การออกพันธบัตรประเภท General Obligation Bond (GO) ประเภท GO ซึ่งเป็นการนำความน่าเชื่อถือของการเป็นองค์กรรัฐที่มีอำนาจจัดเก็บภาษีมาเป็นหลักประกันว่าจะสามารถจ่ายคืนให้กับผู้ถือพันธบัตรได้ แต่การออกพันธบัตรประเภทนี้ต้องได้รับความยินยอมจากผู้มีสิทธิออกเสียงในพื้นที่ก่อนเพราะถือเป็นการผูกพันระยะยาวกับการนำรายได้ภาษีมาจ่ายเป็นดอกเบี้ยและเงินต้น

อีกทางเลือกในการระดมทุนเพื่อโครงการสาธารณูปโภคของรัฐบาลท้องถิ่นคือ การออกพันธบัตรประเภท Revenue Bond ซึ่งจะชำระดอกเบี้ยและเงินต้นด้วยรายได้ที่ได้จากโครงการที่รัฐนำเงินไปลงทุน Revenue Bond จึงทำงานคล้ายกับกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่มีการนำรายได้จากสินทรัพย์ที่เป็นหลักประกันมาจ่ายให้กับผู้ถือหลักทรัพย์ และเป็นที่ยอมรับมากในรัฐบาลท้องถิ่นของสหรัฐฯ ซึ่งไม่ต้องมีการขออนุญาตจากผู้มีสิทธิออกเสียงในพื้นที่และไม่ถูกกำหนดโดยระดับการก่อหนี้ขององค์กรอีกด้วย นอกจากการนำรายได้ของโครงการมาค้ำประกันการออกหลักทรัพย์แล้ว รายได้อื่นๆของภาครัฐก็สามารถนำมาค้ำประกันได้ด้วยเช่นกัน อาทิเช่น รายได้จากการเก็บภาษีการขายและภาษีน้ำมัน ซึ่งรายได้เหล่านี้รัฐบาลท้องถิ่นไม่จำเป็นต้องนำส่งส่วนกลาง

ตัวอย่างโครงการสาธารณูปโภคที่ใช้วิธีระดมทุนโดยการออก Revenue Bond เช่น การออกพันธบัตรโรงงานไฟฟ้า (Public Power Revenue Bond) ซึ่งเป็นการนำรายได้จากการผลิตกระแสไฟฟ้ามาค้ำประกัน การออกพันธบัตรทางด่วน (Road Toll Revenue Bond) ซึ่งใช้ค่าธรรมเนียมที่ได้จากโครงการสร้างทางด่วน สะพาน และอุโมงค์มาเป็นหลักประกัน การออกพันธบัตรท่าเรือ (Seaport Revenue Bond) ซึ่งนำเอาสัญญาเช่าท่าเรือ ค่าบริการขนถ่ายสินค้า หรือการใช้โกดังสินค้ามาค้ำประกัน รวมไปถึงการออกพันธบัตรท่าอากาศยาน (Airport Revenue Bond) ซึ่งนำค่าธรรมเนียมการใช้สนามบินมาค้ำประกัน เป็นต้น (ณัฐพล และคณะ, 2540)

2) ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเศอังกฤษ

วิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ถูกนำมาใช้ในประเศอังกฤษเป็นครั้งแรกเมื่อปี ค.ศ. 1987 โดยบริษัท National Mortgage Loan Corporation ได้ออกตราสารหนี้จ่ายดอกเบี้ยแบบลอยตัว (Floating Rate Note หรือ FRN) โดยใช้สินเชื่อที่อยู่อาศัย (Residential Mortgage) มาหนุนหลัง และเติบโตขึ้นอย่างมากในช่วงสองปีถัดมา อย่างไรก็ตามในช่วงต้นทศวรรษ 1990 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมบ้านและที่อยู่อาศัยเริ่มลดลง จนทำให้แรงจูงใจในการลงทุนใน MBS น้อยลงไป รวมทั้งการออกกฎหมาย

Consumer Credit Act ทำให้การโอนหนี้มีปัญหา เพราะลูกหนี้อาจปฏิเสธการชำระหนี้โดยอ้างว่า ผู้ขายไม่ได้ปฏิบัติตามเงื่อนไขในการซื้อขายได้ ซึ่งบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือก็จะไม่รับจัดอันดับให้ ทำให้ผู้ที่ต้องการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ABS แบบ Non Mortgage Securitization จะต้องให้บุคคลที่สามค้ำประกัน นอกจากนี้มาตรฐานทางบัญชีของอังกฤษ (British Accounting Standard Board หรือ BASB) ไม่ยอมรับ Credit Enhancement ในบางรูปแบบ เช่น การทำ Overcollateral และ Junior หรือ Senior Structure จะยอมรับเฉพาะการค้ำประกันโดยบุคคลที่สามเท่านั้น ทำให้ต้นทุนในการทำ ABS สูงขึ้น อุปสรรคและความซับซ้อนทางด้านกฎหมายและการบัญชีนี้ทำให้อังกฤษไม่สามารถทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยวิธีปกติได้ เป็นเหตุให้การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในอังกฤษไม่เติบโตมากเท่าที่ควรในช่วงเวลานั้น แต่ขณะเดียวกันก็ทำให้อังกฤษกลายเป็นประเทศต้นแบบในการพัฒนาและคิดค้นวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์รูปแบบใหม่ๆ ขึ้นมากมาย เช่น การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์แบบ Whole Business ซึ่งเป็นการนำกระแสรายรับของทั้งบริษัทหรือองค์กร (Whole Business Cashflows ซึ่งเรียกว่า Principal Finance) หรือกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัท (Operating Company Cashflows) มาเป็นสินทรัพย์หนุนหลัง (ณัฐพลและคณะ, 2540)

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ได้ถูกพัฒนาและกลายเป็นทางเลือกใหม่ในการระดมทุนของภาคเอกชนในอังกฤษซึ่งเป็นที่นิยมมากขึ้นเรื่อยๆ และขยายตัวอย่างมากตั้งแต่ช่วงปลายทศวรรษ 1990 โดยในปีค.ศ. 2000 มูลค่าธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ของอังกฤษ คิดเป็นถึงร้อยละ 44 ของมูลค่าธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์โดยรวมของยุโรป (Kothari, 2013) ดังแสดงให้เห็นในหลายกรณี เช่น กรณีธนาคาร National Westminster แปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยใช้ Corporate Loans กรณี Stagecoach ซึ่งเป็นบริษัทขนส่งประจำทางสาธารณะออกหุ้นกู้ ซึ่งหนุนหลังโดยค่าเช่ารถไฟจากสัญญาเช่าที่ทำกับผู้ให้บริการรถไฟ กรณี Canary Wharf Finance ระดมทุนโดยใช้ค่าเช่าอสังหาริมทรัพย์บริเวณพื้นที่ Canary Wharf หรือกรณีการแปลงสินทรัพย์ โดยใช้ลิขสิทธิ์ถ่ายทอดสดการแข่งขัน Formula One รายการแข่งขันรถความเร็วสูงที่ใหญ่ที่สุดของโลก เป็นต้น หลักทรัพย์ที่นำมาใช้หนุนหลังก็มีความหลากหลายมากยิ่งขึ้น เช่น สินเชื่อบัตรเครดิต สินเชื่อรถยนต์ รายได้จากผับและบาร์ รายได้จากค่าโทรศัพท์ ค่าบริการอินเทอร์เน็ต หรือแม้แต่รายได้ของรายการโทรทัศน์และงานเพลง เป็นต้น

อย่างไรก็ตาม แม้ว่าอังกฤษจะเป็นหนึ่งในประเทศที่มีการทำธุรกรรมแปลงสินทรัพย์มากที่สุดในยุโรป แต่ระดับการระดมทุนด้วยวิธีนี้ยังถือว่าอยู่ในระดับต่ำ โดยเฉพาะตั้งแต่หลังเริ่มเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงินในช่วงกลางปี ค.ศ. 2007 ทำให้นักลงทุนไม่อยากจะยุ่งเกี่ยวกับธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ที่มีความซับซ้อนมาก เช่น การทำ Collateralized Debt Obligations (CDOs) ซึ่งอาจถูกมองว่ามีส่วนในการนำสู่การเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินดังกล่าวซึ่งเริ่มจากตลาดรองสินเชื่อของสหรัฐอเมริกา นอกจากนี้อุปสรรคทางด้านกฎหมายที่ไม่เอื้อต่อการทำธุรกรรมฯ มากเท่ากับสินทรัพย์ประเภทอื่นซึ่งทำให้เกิดความไม่แน่นอนในการทำธุรกรรมฯ รวมทั้งความไม่เป็นมาตรฐาน

เดียวกันของการทำธุรกรรมฯ และการขาดข้อมูลที่เพียงพอในการประเมิน ABS ก็ทำให้การแปลงสินทรัพย์ฯ ไม่ได้ถูกใช้ประโยชน์ในการระดมทุนมากเท่าที่ควรในอังกฤษและยุโรป ธนาคารกลางของอังกฤษและยุโรป (Bank of England และ European Central Bank, 2014) ได้ตีพิมพ์รายงานเสนอแนวทางการเพื่อช่วยให้ตลาดธุรกรรมแปลงสินทรัพย์ฯ ปรับตัวและเป็นทางเลือกที่ถูกใช้ประโยชน์มากขึ้น โดยเสนอให้มีการพัฒนาองค์ความรู้การทำธุรกรรมฯ ที่มีคุณภาพ และสร้างมาตรฐานเดียวกันให้กับทุกประเทศทั่วยุโรป รวมทั้งเสนอให้ขั้นตอนการทำธุรกรรมฯ ไม่มีความซับซ้อนมากเกินไปและมีความโปร่งใสต่อนักลงทุน โดยต้องมีข้อมูลย้อนหลังเกี่ยวกับสินทรัพย์ที่นำมาค้ำประกันที่เพียงพอให้นักลงทุนสามารถวิเคราะห์ประเมินธุรกรรมแปลงสินทรัพย์ฯ ในสถานการณ์ต่างๆ ได้อย่างเหมาะสม

ในขณะที่การระดมทุนเพื่อโครงการสาธารณูปโภคพื้นฐาน ในอังกฤษนั้นธุรกรรมแปลงสินทรัพย์ฯ มิได้ถูกนำมาใช้ในการระดมทุนมากนัก ต่างจากในสหรัฐอเมริกาที่มีการใช้โดยรัฐบาลท้องถิ่นอย่างแพร่หลาย เนื่องจากรัฐบาลอังกฤษเน้นการสร้างความร่วมมือกับภาคเอกชนในการระดมทุนเป็นหลัก ทั้งนี้ เริ่มจากการที่อังกฤษดำเนินแนวคิดและนโยบายการแปรรูปรัฐวิสาหกิจมาตั้งแต่ช่วงทศวรรษ 1970 เพื่อลดภาระทางการเงินของภาครัฐ โดยแปรรูปการผลิตสาธารณูปโภคต่างๆ ให้เอกชนรับภาระทางการเงินแทนรัฐ และโดยส่วนใหญ่ใช้วิธีกู้ยืมลักษณะ Syndicate Loan เพื่อระดมทุน การกู้เงินโดยเอกชนนี้มีอุปสรรคด้านต้นทุนที่สูงกว่าการกู้โดยรัฐ และปัญหาด้านอายุของเงินกู้ซึ่งมักจะมีอายุน้อยกว่าระยะเวลาการสร้างและดำเนินโครงการสาธารณูปโภคขนาดใหญ่ บางครั้งจึงเกิดปัญหาด้านคุณภาพและความล่าช้าในการดำเนินโครงการขึ้นเนื่องจากมีกระแสเงินไหลเข้าไม่เพียงพอ ปัญหานี้ส่วนหนึ่งเกิดจากการขาดการพัฒนาตลาดพันธบัตรระยะยาวและการพัฒนาพันธบัตรแบบ Revenue Bond ของอังกฤษ รัฐบาลอังกฤษจึงแสดงเจตนาเริ่มเข้ามามีส่วนร่วมร่วมกับภาคเอกชนในการควบคุมโครงการทั้งด้านการจัดการและด้านการเงินตั้งแต่ปี ค.ศ.1989 โดยมีการออกแผน Public Finance Initiative ขึ้นเพื่อสนับสนุนการระดมทุนแบบ Public-Private Partnerships (PPPs) ในการสร้างโครงการสาธารณูปโภคพื้นฐานต่างๆ เช่น โครงการสร้างอุโมงค์ช่วงต่อ Dartford Tunnel ลอดใต้แม่น้ำเทมส์ รัฐบาลอังกฤษได้จัดหาเงินโดยการขายโครงการนี้ต่อให้เอกชนซึ่งจัดหาเงินมาสร้างอุโมงค์ต่อด้วยการเก็บค่าผ่านทางอุโมงค์ส่วนที่ใช้งานได้แล้ว หรือโครงการสร้างสะพาน The Second Severn ข้ามแม่น้ำเวลส์ เป็นต้น โดยทั้งสองโครงการได้รับการสนับสนุนทางการเงินจากการ Syndicate ผ่าน Bank of America

3) การแปลงรายได้จากภาษี (Tax revenue) เป็นหลักทรัพย์โดยรัฐบาลเม็กซิโก

ในปี 1987 เม็กซิโกได้ระดมทุนโดยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยใช้กระแสเงินสดในอนาคตมาเป็นสินทรัพย์ที่ใช้ค้ำประกัน คือลูกหนี้ค่าบริการโทรศัพท์ของบริษัท Teléfonos de México S.A. de C.V. ทั้งนี้ ภายใต้กฎหมายประเทศเม็กซิโก รัฐบาลทั้งส่วนกลางและส่วนภูมิภาคมีความจำกัดใน

การจัดหารายได้ภาษีอากรอย่างมาก และไม่สามารถทำอย่างรัฐบาลสหรัฐอเมริกาที่สามารถกู้เงินที่อัตราดอกเบี้ยต่ำในตลาดตราสารหนี้ที่ปลอดภาษี (Tax-exempt Bond Market) เพื่อนำเงินมาลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่สำคัญได้ รัฐบาลเม็กซิโกจึงตัดสินใจเลือกระดมทุนโดยใช้วิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยใช้รายได้จากภาษีที่รัฐสามารถจัดเก็บได้ในอนาคตมาหนุนหลัง เสมือนว่ารัฐได้ทำการยืมเงินรายได้ภาษีที่ได้รับในอนาคตมาใช้ก่อนในปัจจุบัน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นเงินทุนในการลงทุนโครงการโครงสร้างพื้นฐานที่สำคัญและบางส่วนนำไปใช้จ่ายหนี้สาธารณะที่มีอยู่

ในช่วงแรกเริ่มการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้นสามารถทำได้เฉพาะในรัฐที่มีกรอบกฎหมายรองรับเท่านั้น ในขั้นแรกๆ นักกฎหมายและนักธนาคารการลงทุนซึ่งรับผิดชอบในการผลักดันธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จะต้องพยายามชักจูงให้สภาท้องถิ่น (Local Congress) เปลี่ยนแปลงหรือออกกฎหมายมาเพื่อรองรับธุรกรรมดังกล่าวก่อน โดยกฎหมายต้องอนุญาตให้รัฐบาลหรือเทศบาลท้องถิ่นมีอำนาจในการมอบสิทธิในกระแสรายได้จากภาษีอากรในอนาคตให้แก่ SPV หรือ Sole-purpose Private Trust ที่จะเป็นนิติบุคคลผู้รับรายได้ดังกล่าวและจ่ายเป็นผลตอบแทนในหลักทรัพย์หรือตราสารหนี้ที่ออกต่อให้กับนักลงทุน ผู้ดูแลสินทรัพย์ (Trustee) ในกรณีนี้ คือ ธนาคารในเม็กซิโกที่ได้รับอนุญาตซึ่งถูกแต่งตั้งโดยผู้ครอบครองหลักทรัพย์หรือตราสารหนี้

ตั้งแต่ปี 2002 ซึ่งเป็นปีที่มีการนำวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยใช้รายได้ภาษีมาหนุนหลังเป็นครั้งแรกในเม็กซิโก มีการใช้ธุรกรรมเพื่อการระดมทุนในลักษณะนี้อีกกว่า 40 ครั้ง โดยครั้งที่ธุรกรรมมีมูลค่ามากที่สุดคือเมื่อปี 2003 โดยเป็นการนำรายได้ภาษีเงินเดือน (Payroll tax) ในอนาคตของรัฐเวอราครูซ (Veracruz) มาทำธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ซึ่งมีมูลค่ามากถึง 6,300 ล้านดอลลาร์ (Pesos) หรือประมาณเกือบ 14,000 ล้านบาท โดยครอบคลุมรายได้ภาษีในอนาคตของรัฐในระยะเวลา 30 ปี ทั้งนี้โดยเฉลี่ยแล้วธุรกรรมหนึ่งจะระดมทุนได้ประมาณถึง 1,000 ถึง 3,000 ล้านดอลลาร์ รายได้ภาษีที่นำมาทำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในระยะหลังส่วนใหญ่เป็นภาษีเงินเดือนและภาษียานพาหนะส่วนบุคคล (Vehicle Ownership Tax) ซึ่งทุนที่ระดมได้จากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ก็จะถูกนำไปลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐานของรัฐ โดยที่ผู้ลงทุนส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน (Institutional Investor) ชาวเม็กซิโก

4) การแปลงเงินค่างวดกองทุนประกันสังคม (Social security receivables) เป็นหลักทรัพย์โดยรัฐบาลอิตาลี

รัฐบาลอิตาลีเป็นรัฐบาลแรกของโลกที่ใช้วิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อระดมทุนมาใช้ในโครงการของรัฐเพื่อลดงบประมาณขาดดุลด้วยการเลี่ยงการเพิ่มหนี้สาธารณะ ซึ่งหนึ่งในโครงการที่เป็นที่รู้จักไปทั่วโลก คือโครงการแปลงเงินค่างวดกองทุนประกันสังคมเป็นหลักทรัพย์เพื่อ

ระดมทุนในปี 1999 ซึ่งโครงการนี้ประสบความสำเร็จอย่างมากโดยสามารถขายหลักทรัพย์ที่ออกได้ทั้งหมด หลักทรัพย์ดังกล่าวมี Overcollateralization ที่สิบเท่า และมีอันดับความน่าเชื่อถือที่ AAA

5) การระดมทุนของรัฐบาลญี่ปุ่นเพื่อปรับปรุงองค์กรซึ่งเป็นแหล่งกู้ยืมเงินเพื่อสินเชื่อที่อยู่อาศัย ด้วยวิธีแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

ภายหลังสงครามโลกครั้งที่ 2 ตั้งแต่ปี 2493 รัฐบาลญี่ปุ่นได้ให้การสนับสนุนนโยบายการเงินที่อยู่อาศัย โดยมีการจัดตั้ง Government Housing Loan Corporation (GHLC) เป็นองค์กรของรัฐ อยู่ภายใต้กระทรวงที่ดิน โครงสร้างพื้นฐาน และการขนส่ง ซึ่งมีบทบาทสำคัญคือการให้สินเชื่อที่อยู่อาศัยแก่ประชาชนโดยตรง ซึ่งในแต่ละปีภาครัฐต้องสนับสนุนงบประมาณช่วยเหลือ ต่อมาในปี 2544 ภาครัฐได้กำหนดนโยบายเพื่อปรับปรุงโครงสร้าง GHLC ใหม่ โดยทยอยยุติภารกิจการสนับสนุนสินเชื่อที่อยู่อาศัยแก่ประชาชนโดยตรง จัดตั้งเป็น Japan Housing Finance Agency (JHF) และถือหุ้นทั้งหมดโดยรัฐบาลญี่ปุ่น มีภารกิจใหม่คือ ทำหน้าที่รับซื้อสินเชื่อที่อยู่อาศัยจากภาคเอกชน หรือสถาบันการเงินที่มีวัตถุประสงค์พิเศษ และทำธุรกรรม Securitization เพื่อให้สถาบันการเงินเอกชนสามารถให้สินเชื่ออัตราดอกเบี้ยคงที่ระยะยาวแก่ประชาชนได้อย่างสม่ำเสมอ และเป็นหน่วยงานที่เสริมสภาพคล่องให้กับตลาดสินเชื่อสำหรับผู้มีรายได้ปานกลางไปจนถึงน้อย รวมถึงการเป็นผู้รับประกันความเสี่ยงของสินเชื่อที่อยู่อาศัย (Mortgage Insurance) ให้กับสถาบันการเงินเอกชน และทำหน้าที่ค้าประกันตราสาร MBS ด้วย ทั้งนี้ ผลการดำเนินการที่ผ่านมาถือว่าประสบความสำเร็จ และมีผลต่อการลดภาระงบประมาณด้วย

2.4.2 การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์กับการเกิดวิกฤตการณ์ Subprime Mortgage Crisis ของสหรัฐอเมริกา

วิกฤตการณ์ Subprime Mortgage Crisis มีจุดเริ่มต้นมาจากภาวะฟองสบู่แตกในตลาดที่อยู่อาศัย ทำให้ราคาที่อยู่อาศัยร่วงลงอย่างรวดเร็ว ส่งผลให้ลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยไม่สามารถปรับโครงสร้างหนี้ได้และผิดนัดชำระหนี้จำนวนมาก ส่งผลกระทบให้นักลงทุนที่ถือหลักทรัพย์ที่มีสินเชื่อที่อยู่อาศัยหนุนหลัง (MBS) และหลักทรัพย์ที่มีหนี้หนุนหลัง (CDO) ได้รับความเสียหายอย่างมาก และส่งผลกระทบต่อการตลาดการเงินทั้งในสหรัฐฯ และยุโรปเป็นทอดๆ

สาเหตุที่ทำให้เกิดวิกฤตการณ์นี้สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ปัจจัยที่เชื่อมโยงกันอยู่คือ ความผิดพลาดของบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency; CRA) ในการประเมินความเสี่ยงของ MBS และความหละหลวมในการปล่อยกู้ของสถาบันการเงิน

ในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือมองว่าอัตราการผิดนัดชำระหนี้ (Default Rate) ของลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยแต่ละรายมีความเกี่ยวเนื่องกันต่ำกว่าความเป็นจริงมาก ทำให้อันดับ

ความน่าเชื่อถือของ MBS สูงเกินกว่าความเป็นจริง ซึ่งทำให้การลงทุนใน MBS ได้รับความนิยมนและส่งผลให้ MBS มีสภาพคล่องสูงและต้นทุนในการระดมทุนต่ำ สถาบันการเงินจึงปล่อยกู้สินเชื่อที่อยู่อาศัยด้วยความหะหลวมเพื่อทำกำไรเพราะสามารถใช้ MBS เป็นเครื่องมือในการลดความเสี่ยงด้านเครดิตของลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยไปให้กับนักลงทุนได้

ภาวะฟองสบู่ในตลาดที่อยู่อาศัยเกิดการปล่อยกู้อย่างหะหลวมของสถาบันการเงินดังกล่าว เพราะการกู้เพื่อซื้อที่อยู่อาศัยที่ง่ายขึ้นทำให้อุปสงค์ในตลาดที่อยู่อาศัยเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ราคาที่อยู่อาศัยในสหรัฐเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ซึ่งทำให้สถาบันการเงินปล่อยกู้ด้วยความหะหลวมยิ่งขึ้นอีกเพราะลูกหนี้สามารถปรับโครงสร้างหนี้ได้โดยง่ายจากราคาที่อยู่อาศัยที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจนเป็นที่มาของการปล่อยกู้ให้กับผู้ที่มีความสามารถในการชำระต่ำ (Subprime Borrowers) และท้ายที่สุดจึงเกิด Subprime MBS ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่หนุนหลังโดยสินเชื่อดังกล่าว และ Subprime CDO ที่ใช้ Subprime MBS หนุนหลัง วงจรนี้ทำให้ราคาที่อยู่อาศัยสูงกว่าความเป็นจริงมาก

การแตกของภาวะฟองสบู่เริ่มจากการผิณฑ์ชำระหนี้ ซึ่งเกิดจากการที่สินเชื่อส่วนใหญ่ที่ปล่อยให้ผู้ที่มีความสามารถในการชำระต่ำมีอัตราดอกเบี้ยแบบปรับเปลี่ยนได้ (Adjustable Rate Mortgage, ARM) เมื่ออัตราดอกเบี้ยเริ่มปรับตัวสูงขึ้น ผู้กู้ประเภทนี้ก็เริ่มมีการผิณฑ์ชำระหนี้ การผิณฑ์ชำระหนี้ของลูกหนี้ทำให้อุปทานในตลาดที่อยู่อาศัยเพิ่มสูงขึ้นและส่งผลให้ราคาที่อยู่อาศัยเริ่มลดลง ส่งผลกระทบต่อการปรับโครงสร้างหนี้ของลูกหนี้รายอื่นจนทำให้มีการผิณฑ์ชำระหนี้เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ เป็นลูกโซ่ ส่งผลให้ MBS มีปัญหาให้การจ่ายผลตอบแทนให้กับนักลงทุนและสูญมูลค่าเป็นจำนวนมากมหาศาล นักลงทุนใน MBS และ CDO ซึ่งมักจะเป็นสถาบันการเงินและกองทุนต่างๆจึงได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงและเกิดเป็นวิกฤตการณ์ทางการเงินขึ้น

วิกฤตการณ์นี้ทำให้มุมมองเกี่ยวกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เปลี่ยนไปในทางลบ อย่างไรก็ตาม สาเหตุหลักที่นำไปสู่วิกฤตการณ์นั้นเกิดจากความผิดพลาดในการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตของกองสินเชื่อซึ่งมีการกระจายความเสี่ยงที่ผิดพลาดเนื่องจากความเสี่ยงของสินเชื่อแต่ละตัวมีความเกี่ยวเนื่องกันสูงกว่าที่คาดการณ์ไว้และความหะหลวมในการปล่อยกู้ของสถาบันการเงิน ดังนั้นหากหน่วยงานกำกับดูแลสถาบันการเงินมีมาตรการที่เคร่งครัดและตรวจสอบไม่ให้นักสถาบันการเงินต่างๆปล่อยกู้สินเชื่อที่อยู่อาศัยอย่างหะหลวมได้ก็จะเป็นการป้องกันไม่ให้เกิดวิกฤตการณ์นี้ในไทยได้

บทที่ 3

ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์และแนวทางการพัฒนาในประเทศไทย

ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ถือเป็นนวัตกรรมใหม่ทางการเงิน โดยมีจุดมุ่งหมายเพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้กับเจ้าของกองสินทรัพย์ (ที่มีกระแสรายรับ) โดยการเปลี่ยนหรือแปลงหรือเอาสินทรัพย์ที่ไม่มีสภาพคล่องมาเป็นหลักประกันการออกหลักทรัพย์หรือตราสารทางการเงินที่มีสภาพคล่อง เช่น หุ้นหรือหุ้นกู้ ออกขายให้กับนักลงทุน ทั้งนี้ สินทรัพย์ที่นำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ส่วนใหญ่เป็นสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับในอนาคต เช่น สินเชื่อสังหาริมทรัพย์ สินเชื่อบัตรเครดิต สินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ เป็นต้น โดยมีกระบวนการดำเนินการที่สำคัญคือ ผู้เป็นเจ้าของกองสินทรัพย์จะขายกองสินทรัพย์ให้กับตัวกลางที่เรียกว่านิติบุคคลเฉพาะกิจ หรือ SPV (Special Purpose Vehicles) เพื่อเป็นตัวกลางในการออกหลักทรัพย์ในรูปหุ้น หรือหุ้นกู้ ซึ่งจะมีกองสินทรัพย์(ที่มีสภาพคล่องต่ำ) นั้นหนุนหลังหรือเป็นหลักประกัน (Asset Backed Securities : ABS) โดย SPV จะทำหน้าที่แทนเจ้าของกองสินทรัพย์เดิม ทั้งนี้ เพื่อเป็นการแบ่งแยกความเป็นเจ้าของหลักทรัพย์หรือตราสารหนี้ออกจากเจ้าของกองสินทรัพย์เดิม โดยนักลงทุนที่ซื้อตราสารหนี้ดังกล่าวไม่ต้องรับความเสี่ยงในด้านอื่นๆของเจ้าของกองสินทรัพย์เดิม ในขณะที่นักลงทุนสามารถที่จะถือตราสารหนี้หรือหลักทรัพย์เพื่อรับผลตอบแทนจากกระแสรายได้ของกองสินทรัพย์นั้น หรือจะขายเปลี่ยนมือก็ได้ ปัจจุบันธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในลักษณะสากลโดยเฉพาะในสหรัฐอเมริกา มีการพัฒนาไปมาก ทั้งการจัดโครงสร้างและรูปแบบ รวมไปถึงการพิจารณาว่าเป็นส่วนหนึ่งของการเกิดวิกฤตซับไพรม์ซึ่งมีเหตุสำคัญจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จากสินเชื่อประเภทซับไพรม์ในรูป Mortgage – Backed Securities (MBS) และ MBS ถูกนำไปจัดลำดับและนำไปจัดเป็นกลุ่มรวมกัน (Pool) และแปลงต่อเป็นตราสารที่เรียกว่า Collateralized Debt Obligation (CDO) โดยโครงสร้างของตราสารแบ่งออกเป็น Class หรือ Tranche ต่างๆ ที่มีระดับความเสี่ยงไม่เท่ากัน และไปขอประกันความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้กับบริษัทประกันต่างๆ รวมทั้งมีการพัฒนาเป็นตราสารรับประกันความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ หรือ CDS (Credit Default Swaps) ซึ่งเป็นตราสารอนุพันธ์ (Derivatives) ที่อ้างอิงอยู่กับสินทรัพย์กลุ่มสินเชื่อโดยมีการซื้อขายกันในตลาดรองที่ตกลงกันระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายเป็นส่วนใหญ่ ประกอบกับการปรับตัวเพิ่มขึ้นของระดับอัตราดอกเบี้ยและความไม่โปร่งใสของบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสาร ในขณะที่การพัฒนาธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทยยังถือว่าอยู่ในระยะเริ่มต้น

เนื้อหาในบทนี้ผู้วิจัยใช้วิธีการศึกษาวิจัยด้วยการ สืบค้น สืบเคราะห์ข้อมูล จากเอกสารบทความงานวิจัย และได้ดำเนินการการประชุม สัมภาษณ์ เพื่อสอบถามความคิดเห็น รวมทั้งได้มีการออกแบบ

สอบความคิดเห็นจากเจ้าหน้าที่ ผู้ทรงคุณวุฒิ และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง เกี่ยวกับธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทย โครงสร้างการกำกับดูแล สภาพกฎหมาย การพัฒนาตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย ปัญหาอุปสรรคที่เกิดขึ้นในประเทศไทยในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา นับตั้งแต่ที่มีการประกาศใช้กฎหมายว่าด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ตลาดจนข้อเสนอแนะการแก้ไขปัญหาเพื่อนำมาวิเคราะห์ปัจจัยหรือโอกาสที่จะส่งผลต่อปริมาณธุรกรรม และข้อเสนอแนะในการแก้ไขปัญหาอุปสรรคการดำเนินธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทย ซึ่งมีหน่วยงานต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ทั้งหน่วยงานกำกับดูแล ผู้มีกองสินทรัพย์ ผู้ลงทุน ในตราสาร ดังนี้ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) (เมื่อวันที่ 26 กุมภาพันธ์ 2558) สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (เมื่อวันที่ 9 มีนาคม 2558) สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ (เมื่อวันที่ 17 มีนาคม 2558) กรมธนารักษ์ (เมื่อวันที่ 19 มกราคม 2558) บริษัทธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด (เมื่อวันที่ 4 กุมภาพันธ์ 2558) สำนักงานประมาณ (เมื่อวันที่ 19 สิงหาคม 2558) บริษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย (เมื่อวันที่ 6 สิงหาคม 2558) สมาคมสินเชื่อที่อยู่อาศัย ธนาคารแห่งประเทศไทย การเคหะแห่งชาติ บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน) บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนเอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน) สถาบันวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลัง (เมื่อวันที่ 22 มกราคม และวันที่ 28 กรกฎาคม 2558) และบริษัทที่ปรึกษาทางการเงิน (เมื่อวันที่ 6 สิงหาคม 2558) เป็นต้น ซึ่งวิธีการดังกล่าวจะให้ผลดีและให้รายละเอียดเชิงลึกต่อปัญหาอุปสรรค และข้อเสนอแนะที่มีคุณภาพมากกว่าการจัดประชุมโดยเชิญหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมในด้านต่าง ๆ ที่ตนเองเกี่ยวข้องมาร่วมหารือพร้อมกัน (ภาคผนวก ก และ ข)

3.1 ความเป็นมาและแนวความคิดเกี่ยวกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทย และโครงสร้างการกำกับดูแลธุรกรรม

สืบเนื่องจากแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 7 (พ.ศ. 2535-2539) ได้กำหนดนโยบายเกี่ยวกับการส่งเสริมการพัฒนาระบบตลาดรองเงินกู้เพื่อที่อยู่อาศัย (Secondary Mortgage Market) ขึ้นโดยถือเป็นส่วนหนึ่งของการพัฒนาเครื่องมือและช่องทางการออมระยะยาวในประเทศ เพื่อช่วยให้สถาบันการเงินในตลาดแรกสามารถมีเงินทุนมากพอที่จะขยายสินเชื่อที่อยู่อาศัยแก่ประชาชนเพิ่มมากขึ้น และต่อมาในปี 2536 กระทรวงการคลังได้แต่งตั้งคณะกรรมการศึกษาและพัฒนาระบบตลาดรองเงินกู้ที่อยู่อาศัย ซึ่งประกอบด้วยผู้ทรงคุณวุฒิและผู้แทนหน่วยงานต่างๆ ที่เกี่ยวข้องทั้งภาครัฐและภาคเอกชน และในปี 2540 ซึ่งเป็นปีที่ประเทศไทยประสบปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจอันนำไปสู่การปิดกิจการสถาบันการเงิน 56 แห่ง ในคราวนั้นภาครัฐได้มีการออกกฎหมายสำคัญเพื่อแก้ไขปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจ

จำนวน 4 ฉบับ ซึ่งรวมถึงกฎหมายว่าด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ จำนวน 2 ฉบับด้วย คือ พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ซึ่งเป็นกฎหมายกลางเพื่อรองรับการดำเนินการธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และพระราชกำหนดบรรษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย พ.ศ.2540 ซึ่งเป็นการจัดตั้งหน่วยภาครัฐขึ้นใหม่ มีฐานะเป็นรัฐวิสาหกิจ และมีภารกิจหลักคือการทำหน้าที่เป็นตลาดรอง โดยรับซื้อบัญชีลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยจากสถาบันการเงิน และหรือเพื่อแปลงบัญชีลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยนั้นเป็นตราสารทางการเงินออกขายเพื่อระดมทุนต่อไป ทั้งนี้ เป้าหมายที่สำคัญของการออกกฎหมายทั้ง 2 ฉบับคือ ต้องการสร้างระบบธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เพื่อใช้แก้ไขปัญหาการขาดแคลนเงินทุนของภาคธุรกิจ โดยเฉพาะภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และการบริหารสภาพคล่องของสถาบันการเงิน โดยทั่วไปในช่วงที่เศรษฐกิจชะลอตัว และสนับสนุนให้มีการจัดตั้งองค์กรของรัฐมีฐานะเป็นรัฐวิสาหกิจ เป็นองค์การนำในการพัฒนาตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย โดยนำหลักการของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้เพื่อเป็นเครื่องมือในการระดมทุนสำหรับการขยายสินเชื่อที่อยู่อาศัยในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากสถาบันการเงินของรัฐและเอกชนมีข้อจำกัดในการจัดสรรเงินทุนเพื่ออำนวยสินเชื่อในสาขาที่อยู่อาศัยได้อย่างเพียงพอกับความต้องการตามลำดับ ซึ่งการออกกฎหมายว่าด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ทั้ง 2 ฉบับดังกล่าว ถือเป็นการจุดเริ่มต้นของการพัฒนานวัตกรรมทางการเงินประเภทหลักทรัพย์ และการพัฒนาตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยในประเทศไทย

สาเหตุสำคัญที่ต้องออกกฎหมายรองรับการดำเนินการธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เป็นการเฉพาะแทนการกำหนดให้ธุรกรรมดังกล่าวเสมือนเป็นเพียงการออกตราสารหนี้อีกประเภทหนึ่งเท่านั้น เนื่องจากกระบวนการสำคัญของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์คือ การกำหนดให้ต้องมีการโอนสินทรัพย์ระหว่างเจ้าของกองสินทรัพย์และตัวกลางเฉพาะกิจหรือ SPV ซึ่งเกี่ยวข้องกับประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์และสิทธิประโยชน์ทางภาษี ทั้งนี้ เพื่อให้ SPV ดำเนินโครงการออกหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์รวมทั้งให้ SPV ได้รับการยกเว้นไม่ต้องเป็นหน่วยภาษี เนื่องจากมีหน้าที่เป็นเพียงตัวกลางในการออกหลักทรัพย์เพื่อขาย และเพื่อแยกทรัพย์สินออกจากเจ้าของสินทรัพย์เพื่อประโยชน์ในการบริหารสินทรัพย์ที่มีอยู่เท่านั้น อีกทั้งผลประโยชน์ที่เหลือทั้งหมดของโครงการ (ภายหลังจากหักชำระหนี้ตามหุ้นกู้ และค่าใช้จ่ายต่างๆในโครงการ) จะถูกโอนกลับไปยังเจ้าของกองสินทรัพย์เพื่อเป็นการสะท้อนว่าการทำธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นเพียงการระดมทุนของผู้ต้องการระดมทุนโดยแท้จริง อย่างไรก็ตาม การออกหลักทรัพย์ใหม่ต้องอยู่ภายใต้กฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์ คือ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 ที่มีคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (คณะกรรมการ ก.ล.ต.) และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์

และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) ทำหน้าที่กำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ภายในประเทศไทย ดังนั้น ผู้มีสิทธิที่จะก่อให้เกิดกระแสรายได้ในอนาคต และต้องการระดมทุนจากกองสินทรัพย์ดังกล่าว จะต้องเสนอโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ให้สำนักงาน ก.ล.ต. พิจารณานุมัติโครงการการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ภายใต้พระราชบัญญัติกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 และพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 รวมทั้งการปฏิบัติตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และหลักเกณฑ์ภาษีอากร อย่างไรก็ตาม หากผู้มีกองสินทรัพย์และต้องการการระดมทุน ก็สามารถดำเนินการโดยขอเสนอโครงการออกหลักทรัพย์ใหม่ต่อสำนักงาน ก.ล.ต. โดยอาศัยอำนาจเฉพาะตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ก็สามารทำได้ โดยขออนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. เช่นกัน แต่กระบวนการออกหลักทรัพย์หรือตราสารหนี้ก็ยังต้องปฏิบัติตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และจะไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการต่างๆ ตามที่พระราชบัญญัติกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 บัญญัติไว้

3.2. สภาพกฎหมายในปัจจุบัน หน่วยงานกำกับดูแล และกระบวนการขั้นตอนการดำเนินการธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

3.2.1 กฎหมายว่าด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในปัจจุบันและหน่วยงานกำกับดูแล

หลักการสำคัญของกฎหมายว่าด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ซึ่งประกอบด้วยพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 และที่แก้ไขเพิ่มเติมคือพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 พ.ศ. 2558 ซึ่งมีผลให้กฎหมายมีความชัดเจน รองรับการค้าเงินตราที่มีความเป็นสากลมากขึ้น สอดคล้องกับพัฒนาการเครื่องมือทางการเงิน เช่น กฎหมายว่าด้วยทรัสต์ โดยกฎหมายทั้ง 2 ฉบับทำให้มีหลักการสำคัญของการดำเนินการธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ประกอบด้วย

1) การกำหนดให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. และสำนักงาน ก.ล.ต. เป็นผู้กำหนดนโยบายและอนุมัติโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เนื่องจากสำนักงาน ก.ล.ต. เป็นหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ และการออกตราสารการเงินประเภทหุ้นกู้อยู่แล้ว และกำหนดให้รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังรักษาการตามกฎหมาย

2) กำหนดคุณสมบัติของผู้มีสิทธิเสนอโครงการออกหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยให้สำนักงาน ก.ล.ต. ประกาศกำหนดและเพิ่มเติม ได้แก่ สถาบันการเงิน บริษัทหลักทรัพย์ นิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น บริษัทจำกัด บริษัทมหาชนจำกัด

3) กำหนดให้มีการจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจหรือ SPV เพื่อดำเนินการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เท่านั้น โดยให้จัดตั้งในรูปบริษัทจำกัด บริษัทมหาชนจำกัด หรือทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ.2550 ทั้งนี้ หาก SPV จัดตั้งในรูปบริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัด สามารถดำเนินโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์หลายโครงการในขณะเดียวกันไม่ได้ แต่หากจัดตั้งเป็นทรัสต์ ซึ่งมีทรัสต์เป็นผู้จัดการทรัพย์สินอาจดำเนินการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์หลายโครงการในขณะเดียวกันได้

4) กำหนดให้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ โอน หรือ จะโอนสินทรัพย์ หรือ ให้ หรือ จะให้สินทรัพย์ ไว้เป็นหลักประกันแก่นิติบุคคลเฉพาะกิจในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และกำหนดให้ SPV รับโอนสินทรัพย์หรือรับสินทรัพย์ไว้เป็นหลักประกันและออกหลักทรัพย์จำหน่ายแก่ผู้ลงทุน

5) กำหนดประเภทสินทรัพย์ที่จะสามารถนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ได้ ได้แก่ สิทธิเรียกร้องให้ชำระหนี้ เป็นเงินที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับ หรือสิทธิเรียกร้องที่จะมีขึ้นในอนาคต โดยให้ชำระหนี้เป็นเงินที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับ สามารถนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ได้

6) กำหนดวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ได้แก่ การที่ SPV รับโอนสินทรัพย์ หรือรับสินทรัพย์ไว้เป็นหลักประกันจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ เพื่อทำการออกและจำหน่ายหลักทรัพย์แก่ผู้ลงทุน โดยนำเงินที่ได้จากการจำหน่ายหลักทรัพย์มาชำระหรือมอบให้แก่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ เพื่อชำระหนี้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์ โดยขึ้นอยู่กับกระแสรายรับที่เกิดจากสินทรัพย์ที่รับโอนมาหรือรับไว้เป็นหลักประกัน

7) การกำหนดคุณสมบัติของหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ต้องเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งอาจจะเป็นหุ้นหรือหุ้นกู้ก็ได้ แต่ต้องไม่ใช่หุ้นกู้แปลงสภาพ

8) เพื่อเป็นการลดต้นทุนในการทำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ฯ เกี่ยวกับการโอนสินทรัพย์จากผู้ขายสินทรัพย์ไปยัง SPV ที่เป็นสิทธิเรียกร้อง กำหนดให้ไม่ต้องบอกกล่าวไปยังลูกหนี้ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ทั้งในกรณีที่เป็นการโอนสินทรัพย์ที่ผู้รับชำระหนี้เดิมเป็นตัวแทนเรียกเก็บและชำระหนี้และสำหรับกรณีผู้รับชำระหนี้ เดิมเป็นตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้แล้ว และได้มีการเปลี่ยนตัวแทนดังกล่าว ให้ SPV เป็นผู้แจ้งข้อเท็จจริงเกี่ยวกับการรับโอนสินทรัพย์ที่เป็นสิทธิเรียกร้องนั้น และการเปลี่ยนตัวแทนเรียกเก็บและชำระหนี้ไปยังลูกหนี้ ทั้งนี้ ตามหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขที่คณะกรรมการ ก.ล.ด. ประกาศกำหนด และในวิธีการปฏิบัติดังกล่าว รวมถึงกรณีการที่ SPV รับสินทรัพย์ไว้เป็นหลักประกันด้วย

9) ให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีกรณีที่มีการโอนและการเปลี่ยนแปลงรายการทางทะเบียนเกี่ยวกับสินทรัพย์ตามโครงการที่ได้รับอนุมัติให้ได้รับการยกเว้นค่าธรรมเนียมที่เกิดขึ้น และรวมถึงหลักประกันที่เกี่ยวพันกับสินทรัพย์ตามโครงการที่ได้รับอนุมัติด้วย

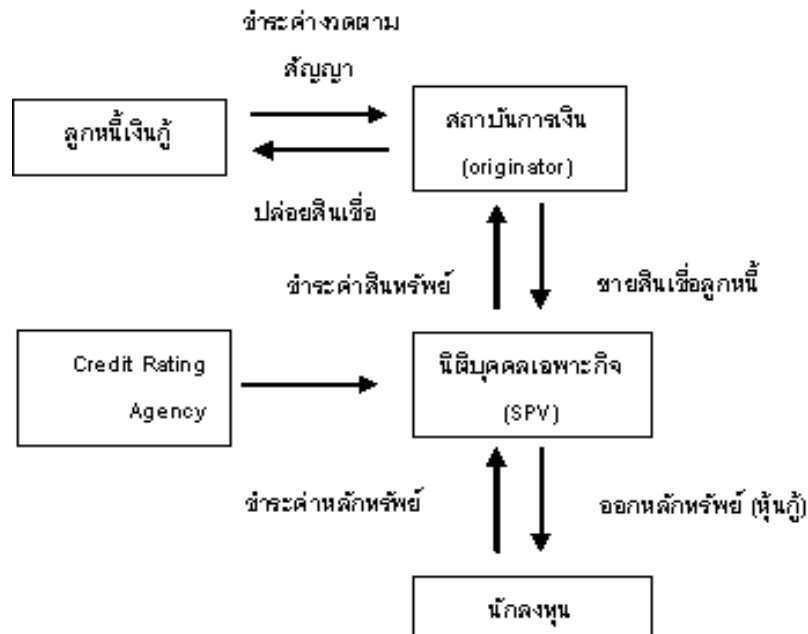
10) กำหนดให้ราคาการโอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจ ในโครงการที่ได้รับอนุมัติด้วยมูลค่าทางบัญชีตามมาตรฐานการบัญชี และหรือมูลค่าที่ที่ปรึกษาทางการเงิน ซึ่งมีหน้าที่ปรึกษาทางการเงินของโครงการได้ความเห็น ให้ถือว่าเป็นราคาอันสมควรและไม่เป็นการโอน โดยมีค่าตอบแทนน้อยเกินควรหรือทำให้เจ้าหน้าที่ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์เสียเปรียบ

นอกจากการดำเนินโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์แล้ว ผู้เป็นเจ้าของกองสินทรัพย์ ยังต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการว่าด้วยการออกหลักทรัพย์ ตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดด้วย เช่น การเสนอขายหลักทรัพย์เป็นการทั่วไป (Public Offering) จะต้องมีการให้อันดับความน่าเชื่อถือ (Rating) ตราสารที่ออก ส่วนกรณีเสนอขายผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม (Private Placement) อาจไม่ต้องมี Rating ก็ได้ แต่โดยทั่วไปก็จะมีการ Rating เพราะจะมีผลต่อราคาของตราสารที่เสนอขาย เป็นต้น

3.2.2 องค์ประกอบหรือผู้ที่เกี่ยวข้องและกระบวนการขั้นตอนการดำเนินการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

1) ผู้ที่มีกองสินทรัพย์ และต้องการระดมทุนจากกองสินทรัพย์ จะต้องมีลูกหนี้ในกองบัญชีสินเชื่อ (Portfolios) เป็นจำนวนมาก ได้แก่ สถาบันการเงิน เช่น ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทเครดิตฟองซิเอร์ สถาบันการเงินเฉพาะกิจ เช่น ธนาคารอาคารสงเคราะห์ ธนาคารออมสิน บริษัทที่ให้เช่าซื้อ/ลีสซิ่ง บริษัทที่ให้บริการบัตรเครดิต เป็นต้น นอกจากนี้ ยังรวมถึงผู้ประกอบการสาธารณูปโภคซึ่งมีกระแสรายได้ในอนาคตที่ค่อนข้างแน่นอน เช่น การไฟฟ้าส่วนภูมิภาคหรือการไฟฟ้านครหลวง บริษัททางด่วน เป็นต้น โดยจะนำกองสินทรัพย์ที่คาดว่าจะมีกระแสเงินสดรับในอนาคตจากลูกหนี้เงินกู้ไปขายให้กับนิติบุคคลเฉพาะกิจ (SPV) และ SPV ก็จะนำเอาสินเชื่อกฎหนี้สินนี้มาออกเป็นหลักทรัพย์ ประเภทตราสารหนี้ เช่น Securitized Bonds เพื่อออกจำหน่ายให้กับนักลงทุนอีกทอดหนึ่ง โดยผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับก็คือ ดอกเบี้ยจาก Securitized Bond สำหรับ Credit Rating Agency จะเข้ามามีบทบาทในการเฝ้าระวังถึงความเสี่ยงคุณภาพของสินทรัพย์ว่าจะสามารถสร้างกระแสเงินสดได้ตามกำหนดชำระหรือไม่ ซึ่งความเสี่ยงนี้เป็นความเสี่ยงที่สำคัญของการลงทุนในตราสารหนี้ประเภทนี้ สามารถอธิบายได้ดังรูปภาพด้านล่าง

แผนภาพที่ 3.1 แสดงกระบวนการธุรกรรม Securitization



ที่มา : เว็บไซต์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2) ลักษณะสินทรัพย์ที่สามารถนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ นอกจากจะเป็นสินทรัพย์ที่จะก่อให้เกิดกระแสรายได้ในอนาคต เพื่อที่ SPV สามารถนำกระแสรายได้นั้นไปชำระคืนหนี้ตามตราสาร ABS ให้แก่ผู้ลงทุน ซึ่งส่วนใหญ่สินทรัพย์ดังกล่าวมักเป็นลูกหนี้ประเภทต่าง ๆ เช่น ลูกหนี้เงินกู้ยืมเพื่อซื้อที่อยู่อาศัย ลูกหนี้บัตรเครดิต ลูกหนี้ตามสัญญาเช่าซื้อ ลูกหนี้การค้า ฯลฯ หรือ กระแสรายรับในอนาคต (Future Flow) โดยเฉพาะจากโครงการสาธารณูปโภค เช่น ค่าผ่านทางด่วน รายได้จากการขายกระแสไฟฟ้า เป็นต้น ทั้งนี้ สินทรัพย์ที่นำมาทำ Securitization ควรจะมีคุณสมบัติ ดังนี้

(1) มีลักษณะคล้ายคลึงกัน (Homogeneous) และมีจำนวนมาก ซึ่งจะทำให้กองทรัพย์สินมีขนาดใหญ่เพียงพอ

(2) มี Credit Characteristic ที่เข้าใจง่ายและมีข้อมูลในอดีตเพียงพอที่จะประมาณความเสี่ยงได้

(3) มีรูปแบบการชำระหนี้ที่แน่นอน และสามารถประมาณการกระแสเงินสดได้

(4) มีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ (Default) ต่ำ

(5) มี Liquidating Value สูง

3) ผู้ให้บริการเรียกเก็บเงินจากลูกหนี้ (Servicer) ซึ่งมักจะเป็นบทบาทของผู้ขายกองสินทรัพย์ที่ได้ขายกองสินทรัพย์ออกไปให้ SPV แล้ว ผู้ขายกองสินทรัพย์ (Originator) มักจะยังเป็นผู้ให้บริการเรียกเก็บเงินจากลูกหนี้ ให้แก่ SPV ต่อไป โดยลูกหนี้ไม่จำเป็นต้องทราบว่าเจ้าหนี้ที่แท้จริงของตนได้เปลี่ยนจาก Originator ไปเป็น SPV แล้ว ดังนั้น กระแสเงินสดของ Originator จะเปลี่ยนจากดอกเบี้ยรับและเงินต้นของลูกหนี้ไปเป็นค่าขายลูกหนี้ (Originating Fee หรือ ค่าหาลูกค้า) และค่าธรรมเนียมในการเรียกเก็บหนี้ (Servicing Fee) นอกจากนี้ Originator ยังมักจะเป็นผู้ถือประโยชน์ที่เหลือทั้งหมด (Residual Interest) ในกองทรัพย์สินของ SPV ด้วย โดยการถือหุ้นกู้ด้อยสิทธิหรือตราสารอื่นในลักษณะเดียวกันของ SPV เพื่อทำหน้าที่เป็นผู้ลงทุนกลุ่มแรกที่จะรับส่วนเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากกองลูกหนี้ก่อนผู้ถือตราสาร ABS แต่หากมีกระแสเงินสดเหลือภายหลังการชำระหนี้ให้ผู้ถือ ABS แล้ว ผู้ถือประโยชน์สุดท้ายซึ่งส่วนมากคือ Originator นั้น ก็จะได้รับผลประโยชน์ดังกล่าวไป โดยอาจจะมีการโอนสินทรัพย์ของ SPV คืนไปยัง Originator ด้วยเมื่อเลิกโครงการ

อย่างไรก็ตาม แม้ว่า Servicer อาจจะเป็นบุคคลเดียวกับ Originator และ Servicer เพื่อความต่อเนื่องในการเรียกเก็บหนี้ แต่หาก Servicer มีปัญหาทางการเงินหรือมีเหตุจำเป็นอื่น อาจมีการเปลี่ยน Servicer ได้ โดยต้องแจ้งให้ลูกหนี้ทราบด้วย ส่วนรายได้ของ Servicer (Servicing Fee) ส่วนมากจะประกอบด้วย ส่วนที่เป็นรายได้คงที่ (เช่น เป็นสัดส่วนต่อมูลหนี้) และส่วนที่เป็นโบนัส สำหรับกรณีที่ Servicer สามารถเรียกเก็บหนี้ได้มากกว่าจำนวนที่คาดไว้ อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่ Originator มีข้อตกลงให้ SPV โอนกระแสเงินสดรับส่วนเกินกลับให้ Originator (เช่น กรณีที่ Originator ขายลูกหนี้ให้ SPV ในราคาต่ำกว่ามูลหนี้) หรือ Originator ประสงค์จะโอนกำไรมาจาก SPV ก็อาจจะมีการโอนกำไรในรูปโบนัสได้

4) วิธีการขายกองสินทรัพย์ไปให้ SPV ในกรณีที่ Originator ไม่มีความจำเป็นต้องขายทรัพย์สินในลักษณะ ขายขาด (True Sale) บางครั้ง Originator ก็อาจทำสัญญาให้ SPV สามารถขายคืนลูกหนี้ที่มีปัญหาได้ (Buy-backed Agreement) หรือให้สิทธิที่ SPV สามารถเรียกร้องค่าเสียหายจาก Originator ได้ ซึ่งในกรณีดังกล่าวทางด้านบัญชีจะไม่ถือเป็นการขายทรัพย์สินเพราะความเสี่ยงมิได้ถูกโอนออกจาก Originator แต่จะถือเป็นการที่ Originator กู้ยืมจาก SPV โดยมีลูกหนี้เป็นประกัน ส่วนกรณีที่ Originator เป็นผู้ถือ Residual Interest ของกองทรัพย์สิน ทางด้านบัญชีถือเป็นการ True Sale ได้หากสัดส่วนดังกล่าวไม่สูงเกินไปจนทำให้พิจารณาได้ว่า ในข้อเท็จจริง Originator ยังเป็นผู้รับความเสี่ยงของกองทรัพย์สินอยู่ส่วนมากให้ Originator ถือ Residual Interest ไม่เกินร้อยละ 10 ของมูลค่ากองทรัพย์สิน ผู้สอบบัญชีก็จะยอมรับให้เป็น True Sale ได้ แต่เรื่องดังกล่าวมิได้มีกฎเกณฑ์ที่เป็นตัวเลขตายตัว

5) หลักการสำคัญของการจัดตั้ง SPV ซึ่งเป็นนิติบุคคลแยกต่างหากจาก Originator เพื่อเข้ามารับโอนสินทรัพย์จาก Originator และทำ Securitization แทน ทั้งนี้ หากบริษัทที่ต้องการระดมทุนหรือ Originator และทำ Securitization เองโดยการออกตราสาร ABS ซึ่งมีกระแสรับจากกองทรัพย์สินหมุนหลัง แต่ผู้ลงทุนในตราสาร ABS ของบริษัทดังกล่าวจะยังมีความเสี่ยงในกรณีที่ผู้ออกตราสารล้มละลาย ซึ่งจะทำให้กองทรัพย์สินที่หมุนหลังตราสารข้างต้นตกเป็นทรัพย์สินในกองสินทรัพย์ล้มละลายของ Originator ได้ ซึ่งการจัดตั้ง SPV ขึ้นมาเป็นตัวกลางจะมีประโยชน์ ดังนี้

(1) Originator จะสามารถระดมทุนผ่าน SPV ได้ในต้นทุนต่ำกว่าการระดมทุนด้วยตนเอง เนื่องจากกองลูกหนี้ที่โอนไปยัง SPV มักจะเป็นลูกหนี้คุณภาพดี ประกอบกับโดยทั่วไป SPV มิได้ประกอบธุรกิจอื่นใดนอกเหนือจากการทำ Securitization จึงไม่มีความเสี่ยงจากการผูกพันอื่นใดที่ไม่เกี่ยวข้องกับการทำ Securitization ดังนั้น ตราสาร ABS ที่ออกโดย SPV จึงมีความเสี่ยงต่ำกว่าตราสาร ABS ที่ออกโดย Originator

(2) ผู้ลงทุนในตราสาร ABS จะรับเฉพาะความเสี่ยงของกองทรัพย์สินเท่านั้น โดยมักจะมีการจัดโครงสร้างธุรกรรมให้การโอนระหว่าง Originator และ SPV เป็น True Sale ในทางกฎหมายล้มละลาย เพื่อมิให้ SPV ซึ่งเป็นผู้ถือกองทรัพย์สินได้รับผลกระทบในกรณีที่ Originator ล้มละลาย

6) การสร้างความน่าเชื่อถือ (Credit Enhancement) ให้กับตราสารหนี้ที่ออกภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ทั้งนี้ สามารถแบ่งตราสารหนี้ดังกล่าวเป็น 2 กลุ่มหลัก คือ ตราสารหนี้ที่มีสินทรัพย์ประเภทสินเชื่อที่อยู่อาศัย ที่เป็นสัญญาเงินกู้จำนองเป็นหลักประกัน จะเรียกว่า Mortgage-Backed Securities หรือ MBS หากเป็นสัญญากู้ยืมเงิน หรือกระแสรับในอนาคต เช่น ลูกหนี้เช่าซื้อหนี้เงินกู้ หรือหนี้บัตรเครดิต จะเรียกว่า Asset-Backed Securities หรือ ABS อย่างไรก็ตาม เพื่อให้ตราสาร ABS มีความน่าเชื่อถือ และสามารถระดมทุนได้ด้วยต้นทุนต่ำ ผู้ทำธุรกรรม Securitization มักจะจัดให้มีการทำ Credit Enhancement เพื่อเพิ่มความน่าเชื่อถือของตราสาร โดยการลดความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ของลูกหนี้ในกองทรัพย์สินของ SPV ลง

การทำ Credit Enhancement สามารถทำได้หลายรูปแบบ เช่น

(1) การจัดให้มีกองทรัพย์สินมากกว่าหนี้สินจากการออกตราสาร ABS (Over-Collateralized) ซึ่งสามารถทำได้หลายวิธี เช่น

(1.1) การแบ่งตราสาร ABS ออกเป็นหลายชุดโดยมีทั้งที่เป็น Senior Debt และ Subordinated Debt เพื่อให้ผู้ถือ Subordinated Debt รับความเสี่ยงจากการที่กองทรัพย์สินมีไม่เพียงพอที่จะจ่ายคืนหนี้สินก่อนผู้ถือ Senior Debt

(1.2) Originator ขายทรัพย์สินให้ SPV ในราคาต่ำกว่ามูลหนี้เพื่อให้ SPV มีทรัพย์สินหรือหลักประกันมากกว่าจำนวนเงินที่จ่ายเป็นค่าซื้อลูกหนี้ อย่างไรก็ตาม Originator มักมีข้อกำหนดให้ SPV โอนทรัพย์สินที่เหลือทั้งหมดกลับให้ Originator ด้วย

(1.3) การจัดให้มี Spread Account เพื่อกันกระแสเงินสดรับจากกองทรัพย์สินส่วนที่เกินจากภาระหนี้ที่ต้องจ่ายให้ผู้ถือตราสาร ABS ไว้สำหรับรองรับความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากกองทรัพย์สิน

(2) การจัดให้มีบุคคลภายนอกค้ำประกัน เช่น จัดให้สถาบันการเงิน หรือสถาบันประกันสินเชื่อค้ำประกัน หรือออก Letter of Guarantee เพื่อประกันหนี้ให้ผู้ถือตราสาร นอกจากนี้ ยังอาจจัดให้มี Liquidity Provider มาช่วยประกันในเรื่องสภาพคล่องของกระแสเงินสดของ SPV ด้วย

7) แรงจูงใจที่สำคัญและประโยชน์ทางเศรษฐกิจของธุรกรรม Securitization มีดังนี้

(1) ทำให้บริษัทหรือสถาบันการเงิน (Originator) มีสภาพคล่องสูงขึ้น กล่าวคือการขายสินทรัพย์ออกมาจากงบดุลจะช่วยให้สถาบันการเงินได้รับเงินทุนหมุนเวียนเพิ่มขึ้นและสามารถขายสินเชื่อต่อไปได้ โดยไม่ต้องประสบปัญหาความเพียงพอของเงินกองทุน กล่าวคือ การที่สถาบันการเงินต้องการขยายปริมาณการให้สินเชื่อเพิ่มขึ้น (เพิ่มจำนวนสินทรัพย์เสี่ยง) สถาบันการเงินก็จำเป็นต้องเพิ่มทุนรองรับเพื่อให้สามารถดำรงสัดส่วนเงินกองทุนข้างต้นไว้ได้ แต่หากสถาบันการเงินระดมทุนโดยการตัดจำหน่ายสินทรัพย์เสี่ยงบางส่วนออกไปให้ SPV สถาบันการเงินก็จะสามารถขยายขนาดของสินเชื่อได้โดยไม่ต้องเพิ่มขนาดของเงินกองทุน

(2) ลดปัญหา Mismatching ระหว่างทรัพย์สินและหนี้สิน (อายุของเงินที่ปล่อยกู้และเงินที่ระดมได้) ดังนั้น จึงทำให้ความเสี่ยงเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยลดลง

(3) กระจายความเสี่ยงของแหล่งเงินทุน (Source of Fund) เนื่องจากการกู้ยืมจากเจ้าหนี้หลายรายมากขึ้น

(4) ลดต้นทุนทางการเงิน เนื่องจากตราสารที่เกิดจากการทำ Securitization มักจะมีความมั่นคงสูงเพราะมีหลักทรัพย์ค้ำประกัน และทำให้สามารถระดมทุนได้ในอัตราดอกเบี้ยต่ำ นอกจากนี้ เมื่อต้นทุนเงินลดลง สามารถจะกู้เงินในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลง

(5) มีตราสารคุณภาพดีให้ผู้ลงทุนเลือกลงทุนมากขึ้น

ตามหลักการและแนวคิดเกี่ยวกับธุรกรรม Securitization เป็นประโยชน์ต่อการบริหารสภาพคล่องของสถาบันการเงิน และการที่ประเทศไทยนำหลักการดังกล่าวมาใช้ก็ไม่ได้แตกต่างจากระบบสากลในปัจจุบัน โดยได้ให้การสนับสนุนเรื่องการกำหนดรูปแบบกฎหมาย การให้สิทธิประโยชน์ด้านต่างๆ ที่จะทำให้ธุรกรรมสามารถนำไปใช้ได้จริง เพื่อมุ่งหมายผลได้ทางเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ จากการนำไปใช้ในการแก้ไขปัญหาสภาพคล่องของภาคอสังหาริมทรัพย์ เช่น โครงการนำร่องให้ธนาคารอาคาร

สงเคราะห์พิจารณาขายกองสินเชื่อบริษัทอสังหาริมทรัพย์ให้กับบริษัทตลาดรองสินเชื่อบริษัทอสังหาริมทรัพย์ เพื่อดำเนินโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ การส่งเสริมให้การเคหะแห่งชาติระดมทุนโดยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อใช้เป็นเงินทุนในการขยายภารกิจของการเคหะแห่งชาติ และการนำธุรกรรมดังกล่าวไประดมทุนเพื่อโครงการสร้างศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ เป็นต้น ในขณะที่ภาคเอกชนอื่น ๆ ก็ให้ความสำคัญแต่มีปริมาณไม่มากนัก

3.3 แนวความคิดเกี่ยวกับการพัฒนาตลาดรองสินเชื่อบริษัทอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย และการจัดตั้งบริษัทตลาดรองสินเชื่อบริษัทอสังหาริมทรัพย์

3.3.1 การพัฒนาตลาดรองสินเชื่อบริษัทอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย

จากระบบการเงินเพื่อที่อยู่อาศัยของไทยที่พึ่งพาระบบการเงินจากธนาคารพาณิชย์ หรือธนาคารอาคารสงเคราะห์เป็นส่วนใหญ่ ซึ่งมีแหล่งระดมทุนจากเงินฝากเป็นหลัก ดังนั้นระบบสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยจึงมีอัตราดอกเบี้ยแบบลอยตัว สถาบันการเงินสามารถปรับอัตราดอกเบี้ยฝ่ายเดียวเมื่อใดก็ได้ เพราะจะอิงกับอัตราดอกเบี้ยขั้นต่ำคือ Minimum Loan Rate (MLR) หรือ Minimum Retail Rate (MRR) ดังนั้น หากสถาบันการเงินสามารถบริหารจัดการสภาพคล่องและปริมาณสินเชื่อระยะยาวให้เหมาะสม ปัญหาความไม่สอดคล้องกันของทรัพย์สินและหนี้สินก็จะไม่เกิดขึ้น หากแต่สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยจะเป็นการให้กู้ระยะยาวมากกว่า 10 ปี ในขณะที่การระดมเงินฝากไม่เกิน 1 ปี จึงเกิดความเสี่ยงในเรื่องของช่วงเวลาของเงินฝากกับเงินที่ปล่อยกู้ ภาครัฐจึงต้องการพัฒนาตลาดรองสินเชื่อบริษัทอสังหาริมทรัพย์และพัฒนาธุรกรรมการ Securitization เพื่อจะช่วยเหลือปัญหาเหล่านี้ แต่อย่างไรก็ตาม การที่ระบบการเงินเพื่อสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยของไทยอยู่ในระบบสถาบันการเงิน ซึ่งมีระบบการตรวจสอบกำกับดูแลจากภาครัฐ ก็ทำให้การให้สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยมีประสิทธิภาพสูงระดับหนึ่ง

การพัฒนาธุรกรรม Mortgage Securitization จะก่อให้เกิดประโยชน์อย่างมากต่อการทำให้สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย ทั้งต่อผู้มียกยอสินทรัพย์และต้องการระดมทุน (Originator) ประชาชนผู้กู้ซื้อบ้าน ตลอดจนผู้ลงทุนในตราสาร MBS ดังนี้

1) ประโยชน์ต่อผู้มียกยอสินทรัพย์และต้องการระดมทุน

(1) ช่วยลดความเสี่ยงด้านเครดิต (Credit Risk) จากการให้สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยของสถาบันการเงิน โดยความเสี่ยงดังกล่าวจะถูกโอนไปยังนักลงทุนที่ถือตราสาร

(2) การทำ Mortgage Securitization จะช่วยปรับปรุงอัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง (Capital Adequacy Ratio : CAR) ของสถาบันการเงินให้ดีขึ้น ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนทางการเงิน และทำให้สถาบันการเงินสามารถบริหารเงินทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

(3) เนื่องจากผู้ให้สินเชื่อไม่จำเป็นต้องรอให้สินเชื่อครบสัญญา แต่สามารถขายสินเชื่อผ่านการทำธุรกรรม Securitization ดังนั้น ทำให้สถาบันการเงินสามารถขายผลิตภัณฑ์สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยให้สอดคล้องกับความต้องการของผู้กู้และนักลงทุน ซึ่งปัจจัยดังกล่าวจะส่งผลให้เกิดการพัฒนาตลาดผลิตภัณฑ์สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยใหม่ในอนาคต

2) ประโยชน์สำหรับผู้ลงทุนใน Securitized Papers

(1) ช่วยเพิ่มทางเลือกให้แก่นักลงทุน โดย Securitized Papers เป็นตราสารที่มีหลักประกันหนุนหลัง จึงมีความเสี่ยงต่ำและให้ผลตอบแทนที่ดี ทำให้นักลงทุนสามารถบริหารความเสี่ยงและผลตอบแทนได้อย่างเหมาะสม

(2) Securitized Papers มักเป็นตราสารที่มี Structure ที่ต่างกัน อาทิ ระดับความน่าเชื่อถือ อายุ และอัตราผลตอบแทน ทำให้นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนในตราสารที่เหมาะสมกับความต้องการได้

3) ประโยชน์สำหรับผู้ซื้อบ้าน

(1) การทำธุรกรรม Securitization จะช่วยลดต้นทุนอัตราดอกเบี้ยในระยะยาว เนื่องจากสถาบันการเงินสามารถลด Mismatch ระหว่างการ Funding และการให้สินเชื่อได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยปัจจัยดังกล่าวจะช่วยเพิ่มกำลังการซื้อที่อยู่อาศัย

(2) เมื่อสถาบันการเงินทำธุรกรรม Mortgage Securitization เพิ่มมากขึ้น ทำให้เกิดการแข่งขันการให้สินเชื่อระหว่างสถาบันการเงิน ซึ่งจะให้ผู้กู้ได้รับบริการที่ดีเพิ่มขึ้น

4) ประโยชน์สำหรับระบบเศรษฐกิจ และตลาดการเงิน

(1) การทำ Mortgage Securitization ทำให้สถาบันการเงินต่างๆ ขายสินเชื่อที่อยู่อาศัยได้เพิ่มขึ้น ซึ่งจะให้ผู้ประกอบการธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ สามารถขายที่อยู่อาศัยหรือระบายอสังหาริมทรัพย์ที่ค้างอยู่ออกสู่ตลาด ซึ่งกลไกดังกล่าวจะช่วยขับเคลื่อนภาคธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับภาคอสังหาริมทรัพย์ให้ดำเนินต่อไป

(2) การออกตราสารประเภท Securitized papers จะช่วยเพิ่มปริมาณตราสารที่มีคุณภาพ และประเภทตราสารที่หลากหลาย ซึ่งปัจจัยดังกล่าวเป็นการส่งเสริมการพัฒนาตลาดพันธบัตรของประเทศโดยรวม

3.3.2 การจัดตั้งบริษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย

บริษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย (บตท.) จัดตั้งขึ้นตามพระราชกำหนดบริษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย พ.ศ. 2540 มีฐานะเป็นรัฐวิสาหกิจประเภทสถาบันการเงิน ภาครัฐถือหุ้นทั้งหมด มีวัตถุประสงค์เพื่อพัฒนาตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย โดยการนำหลักการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) มาใช้เพื่อระดมทุนสำหรับการขยายสินเชื่อที่อยู่อาศัยให้เพียงพอและสม่ำเสมอ และเป็น การขยายสินเชื่อที่อยู่อาศัยในวงกว้างขึ้น เพื่อสร้างเสถียรภาพด้านสินเชื่อที่อยู่อาศัยในธุรกิจ อสังหาริมทรัพย์ และรักษาความมั่นคงทางเศรษฐกิจของประเทศ

ด้านผลการดำเนินงานของ บตท. ซึ่งมีทุนจดทะเบียนเริ่มต้น 1,000 ล้านบาท (ปัจจุบัน ณ 31 ธันวาคม 2557 เท่ากับ 1,230 ล้านบาท) โดยมีขอบเขตวัตถุประสงค์การดำเนินงานเพื่อประกอบธุรกิจ ตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยและกิจการอื่นที่ส่งเสริมและพัฒนาตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย โดยเฉพาะการ รับซื้อจากสถาบันการเงิน ผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ ดังนั้น จึงขึ้นอยู่กับภาระซื้อบัญชีลูกหนี้ สินเชื่อที่อยู่อาศัยจากสถาบันการเงินสำเร็จหรือไม่ สถาบันการเงินมีแนวคิดในการตัดสินใจขาย บัญชีลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยให้กับ บตท. ด้วยเหตุผลทางธุรกิจ การให้ความสำคัญกับการรักษากอง บัญชีลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยเพื่อแสวงหารายได้จากอัตราดอกเบี้ยมากกว่าที่จะขายให้กับตลาดรอง สินเชื่อที่อยู่อาศัย แม้จะปรากฏข้อดีของการขายบัญชีลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยออกจากกองสินทรัพย์ของ สถาบันการเงิน ดังนี้

- 1) เป็นการเพิ่มสัดส่วนรายได้ที่ไม่ใช่ดอกเบี้ยให้กับสถาบันการเงินจากค่าธรรมเนียมหรือ กำไรในการขายสินเชื่อ รวมทั้งได้รับรายได้และค่าธรรมเนียมอื่นๆที่เกี่ยวข้องกับการอนุมัติสินเชื่อ
- 2) สถาบันการเงินมีรายได้จากการให้สินเชื่อเพิ่มขึ้น เมื่อขายกองบัญชีลูกหนี้ออกไปและได้ เงินสดเพิ่มโดยไม่ต้องระดมเงินเพื่อขยายสินเชื่อเพิ่ม ไม่ต้องกันสำรองหนี้สงสัยจะสูญตามเกณฑ์ ไม่ต้อง ดำรงเงินกองทุนเพื่อรองรับการขยายตัวของสินทรัพย์เสี่ยง
- 3) สถาบันการเงินมีทางเลือกเพิ่มขึ้นในการมีกลไกเพื่อการบริหารจัดการกองบัญชี สินเชื่อที่อยู่อาศัย ซึ่งมีผลต่ออัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง (BIS Ratio) โดยเฉพาะอย่างยิ่งใน การปฏิบัติตามเกณฑ์ Basel
- 4) สถาบันการเงินมีกลไกในการวางแผนเพื่อการบริหารสินทรัพย์และหนี้สินได้เหมาะสม มากยิ่งขึ้น เนื่องจากการขายกองสินเชื่อที่อยู่อาศัยให้ บตท. นั้น สถาบันการเงินสามารถเลือกรับ ผลตอบแทนได้ทั้งในรูปของเงินสดหรือพันธบัตร บตท. หากเป็นพันธบัตร บตท. สถาบันการเงิน สามารถนำไปดำรงเป็นสินทรัพย์สภาพคล่องได้โดยมีน้ำหนักความเสี่ยงเพียงร้อยละ 20 ซึ่งต่ำกว่าสินเชื่อ ที่อยู่อาศัย และไม่ส่งผลให้สินทรัพย์รวมหลังการขายกองบัญชีสินเชื่อของสถาบันการเงินลดลง

5) เป็นการเพิ่มความสามารถของสถาบันการเงินในการขยายธุรกิจ เนื่องจากสถาบันการเงินสามารถนำเงินสดที่ได้จากการขายกองบัญชีสินเชื่อไปให้บริการสินเชื่อใหม่ หรือหาผลตอบแทนในรูปแบบอื่นโดยไม่ต้องมีข้อจำกัดเรื่องเงินทุน รวมถึงการจัดสรรเป็นงบประมาณเพื่อส่งเสริมการตลาดหรือพัฒนาธุรกิจได้โดยไม่ต้องพึ่งพางบลงทุนของสถาบันการเงินซึ่งเป็นการเพิ่มประสิทธิภาพในการแข่งขันให้แก่สถาบันการเงิน

อย่างไรก็ตาม ที่ผ่านมาสสถาบันการเงินส่วนใหญ่ยังตัดสินใจที่จะเก็บกองลูกหนี้สินเชื่อไว้เพื่อแสวงหารายได้จากอัตราดอกเบี้ย โดยมีการเปรียบเทียบต้นทุนการดำเนินการ ระดับอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินตลาดทุน สภาพคล่อง และการแข่งขันด้านสินเชื่อที่อยู่อาศัยของระบบสถาบันการเงินด้วย

3.4 ปริมาณธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทย และข้อสังเกต

นับตั้งแต่กฎหมายว่าด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ มีผลบังคับใช้ตามกฎหมายเมื่อปี 2540 กรมสรรพากรทยอยออกกฎหมายและประกาศที่เกี่ยวข้องกับภาระภาษีที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรม Securitization เช่น การยกเว้นภาษีเงินได้ให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจเมื่อปี 2548 และสำนักงาน ก.ล.ต. มีประกาศกำหนดให้หุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ สามารถเสนอขายหุ้นกู้ให้แก่นักลงทุนทุกประเภทได้เมื่อปี 2546 อย่างไรก็ตาม พบว่ามีการออกหุ้นกู้ Securitization มีปริมาณไม่มากนัก โดย ณ สิ้นมกราคม 2558 มีจำนวนยอดคงค้าง จำนวน 33,661.72 ล้านบาท เมื่อเปรียบเทียบกับตลาดตราสารหนี้ไทยทั้งหมดที่มียอดคงค้าง ณ เดือนกรกฎาคม 2558 จำนวน 9.95 ล้านล้านบาท โดยมีรายละเอียดตามตารางที่ 3.1

ตารางที่ 3.1 แสดงยอดคงค้างมูลค่าหุ้นกู้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

ณ วันที่ 30 สิงหาคม

2558

กลุ่มผู้ขายและรับซื้อสินทรัพย์		จำนวน (ล้านบาท)		ประเภทสินทรัพย์ที่ใช้หนุนหลัง
		วงเงินที่ออก	ยอด outstanding ปัจจุบัน	
1. ธนาคารพาณิชย์/ บคท. (รับซื้อ)	1.1 ธนาคารพาณิชย์/สถาบัน การเงินเฉพาะกิจ	ไม่มี	ไม่มี	ไม่มี
	1.2 บคท.	8,716.08	7,031.72	สินเชื่อที่อยู่อาศัย/ค่าเช่าซื้อที่อยู่ อาศัย
2. Non bank	2.1 บมจ.สยามพาณิชย์ ลีสซิ่ง	5,000	0	สินเชื่อรถยนต์
	2.2 บมจ.อีออนธนสินทรัพย์	13,835	2,960	ลูกหนี้บัตรเครดิต
	2.3 อื่นๆ	10,800	0	สินเชื่อรถยนต์
3. หน่วยงานราชการ	3.1 การเคหะแห่งชาติ	1,777	1,170	ค่าเช่าซื้อที่อยู่อาศัย
	3.2 บ.ธนารักษ์พัฒนา สินทรัพย์จำกัด	24,000	22,500	ค่าเช่าโครงการศูนย์ราชการ
รวมยอดคงค้าง			33,661.72	

ที่มา : สำนักงาน ก.ล.ต. ปรับปรุงโดยคณะผู้วิจัย

หมายเหตุ

- รายการที่ออกตราสารจากกฎหมาย SPV วงเงินมากที่สุด คือภาครัฐ คือ บ.ธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ และบคท. ส่วนภาคเอกชน คือ บมจ.อีออนธนสินทรัพย์
- ผู้ออกตราสารมีทั้งหมด 8 ราย มีจำนวนครั้งที่ออก 23 โครงการ รายการที่ออกตราสารหลายครั้งที่สุดคือ บคท. และ บมจ. อีออนธนสินทรัพย์ จำนวน 7 และ 6 ครั้ง ตามลำดับ และเป็นรายล่าสุดที่ออกเมื่อปี 2553
- อายุตราสารยาวที่สุด 33 ปี และสั้นที่สุดที่เคยมี คือ 1 ปี
- แนวโน้มในอนาคตของธุรกรรมคาดว่าจะเป็น บัตรเครดิต สินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ และที่อยู่อาศัย
- สำนักงานอัยการสูงสุดได้พิจารณาเห็นว่าการระดมทุนภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อระดมทุนในการก่อสร้างโครงการศูนย์ราชการฯ ไม่เข้าลักษณะเป็นสัญญาเงินกู้ของภาครัฐ และไม่เป็นหนี้สาธารณะตามพระราชบัญญัติการบริหารหนี้สาธารณะ พ.ศ. 2548

อย่างไรก็ตาม จากข้อกำหนดของกฎหมายดังกล่าว ทำให้มีการเสนอแก้ไขกฎหมายว่าด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ให้มีความยืดหยุ่นและสอดคล้องกับพัฒนาการด้านการเงินตลาดทุน คือ พระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ.2540 พ.ศ. 2558 โดยมีข้อสังเกต ดังนี้

1) ไม่มีธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงินที่รับเงินฝากใดเสนอโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยตรง แต่ในช่วงปี 2555-2558 เริ่มมีธนาคารพาณิชย์จำนวน 2-3 แห่งที่มีการขายบัญชีลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยให้กับตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย

2) ธนาคารอาคารสงเคราะห์ (ธอส.) ซึ่งเป็นสถาบันการเงินเฉพาะกิจของรัฐและมีส่วนแบ่งการตลาดของบัญชีลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยมากที่สุด ได้ขายบัญชีลูกหนี้สินเชื่อให้กับ บตท. เพียงครั้งเดียว ซึ่งเป็นผลมาจากนโยบายภาครัฐ ทั้งนี้ เคยมีการเตรียมพิจารณาโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยตรง แต่ได้ยุติลงด้วยเหตุผลทางด้านต้นทุนการดำเนินการที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่ภาครัฐกู้ยืมหรือค้ำประกันเพื่อใช้ในการดำเนินการกิจการสนับสนุนส่งเสริมสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยให้กับกลุ่มประชาชนชั้นกลางถึงล่าง รวมทั้งปัจจุบันยังไม่มียุทธศาสตร์ที่จะขายบัญชีลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยให้กับ บตท. ซึ่งทำหน้าที่เป็นกลไกตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยอีกด้วย

3) รายที่มีการเสนอโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ต่อสำนักงาน ก.ล.ต. โดยมีปริมาณการออกหุ้นกู้มากที่สุด คือ บริษัทธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด (ธพส.) เพื่อดำเนินโครงการก่อสร้างศูนย์ราชการกรุงเทพมหานคร ถ.แจ้งวัฒนะ จำนวนประมาณ 24,000 ล้านบาท เป็นหุ้นกู้ระยะยาวถึง 30 ปี เพื่อสร้างสถานะเป็นที่ยอ้างอิง (Benchmark) ในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยระยะยาว รวมทั้งเป็นการเสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไป (Public Offering : PO) การดำเนินโครงการดังกล่าวมีปัจจัยที่เป็นข้อสังเกตดังนี้

(1) ช่วงการดำเนินการเป็นช่วงที่ภาครัฐมีการปรับตัวในเรื่องการบริหารสินทรัพย์ภาครัฐแนวใหม่ เพื่อสร้างรายได้ โดยเฉพาะการพัฒนาที่ราชพัสดุ โดยมีการจัดตั้งบริษัทธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด

(2) ภาครัฐมีนโยบายที่ชัดเจนในเรื่องโครงการลงทุนขนาดใหญ่โดยไม่พึ่งพางบประมาณภาครัฐ และไม่ก่อให้เกิดเป็นหนี้สาธารณะ แต่เปิดโอกาสให้ภาคเอกชนและประชาชนเข้ามามีส่วนร่วมในการลงทุน รวมทั้งเป็นการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ ภาครัฐต้องการออกพันธบัตรในอายุ Benchmark yield curve อย่างต่อเนื่อง เพื่อให้ Yield Curve มีอายุยาวสูงสุด ซึ่งขณะนั้น Benchmark Yield Curve มีอายุสูงสุดเพียง 18 ปี การสร้างตราสารหนี้กู้ยืมภาครัฐเพื่อเป็นที่ยอ้างอิง (Benchmark) เนื่องจากเป็นตราสารหนี้กู้ยืมที่มีระยะยาว

(3) เป็นการส่งเสริมการออมระยะยาวของประชาชน และเป็นแหล่งลงทุนของนักลงทุนประเภทสถาบัน

(4) รายที่มีการเสนอโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มากที่สุด คือ บตท. ซึ่งเป็นไปตามพันธกิจ และสถาบันการเงินประเภท Non-bank โดยมีเป้าหมายเพื่อระดมทุนสนับสนุนกิจการ โดยมีการออกสินเชื่อประเภทบัตรเครดิตเป็นหลักประกันตราสารหนี้กู้ยืมภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม ในช่วงปี 2555 เป็นต้นมา ถือเป็นช่วงที่อัตราดอกเบี้ยลดระดับลง สถาบัน

การเงินประเภท Non-bank สามารถระดมทุนในช่องทางอื่น ๆ ที่มีต้นทุนการดำเนินการที่ต่ำกว่าโครงการออกหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

(5) กรณีการเคหะแห่งชาติ (กคช.) ซึ่งเป็นรัฐวิสาหกิจที่มีภารกิจเพื่อจัดให้มีที่อยู่อาศัยให้ประชาชน โดยให้ความช่วยเหลือทางการเงิน ตลอดจนประกอบธุรกิจเกี่ยวกับการก่อสร้างอาคารหรือจัดหาที่ดิน ในช่วงปี 2546-2550 ได้มีการดำเนินการระดมทุนโดยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เช่น กรณีการขายบัญชีลูกหนี้เช่าซื้อที่อยู่อาศัยในโครงการบ้านเอื้ออาทรของ กคช. ให้กับตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย และกรณีการเคหะแห่งชาติเสนอโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จากสัญญาเช่าซื้อที่อยู่อาศัยโครงการบ้านเอื้ออาทรของการเคหะแห่งชาติเอง อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันการเคหะแห่งชาติยังไม่มี ความจำเป็นต้องเร่งรัดการระดมทุนเพื่อใช้สนับสนุนภาระกิจของการเคหะแห่งชาติ

(6) บตท. เป็นรัฐวิสาหกิจประเภทสถาบันการเงินซึ่งทำหน้าที่เป็นตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย และดำเนินการระดมทุนโดยการดำเนินธุรกรรมโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และปัจจุบันยังเป็นหน่วยงานเดียวที่ยังเสนอโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ต่อ สำนักงาน ก.ล.ด อย่างต่อเนื่อง

(7) ในอดีตที่ผ่านมา สถาบันการเงินประเภท Non-bank เคยมีการนำสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์มาเป็นหลักประกันในโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ แต่ปัจจุบันไม่มีการดำเนินการอีก

3.5 ปัญหาอุปสรรคของการดำเนินธุรกรรมโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทย

การตรากฎหมายว่าด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และการสร้างระบบตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย ทำให้สถาบันการเงินในประเทศสามารถบริหารสภาพคล่องได้อย่างมีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้น จากกองบัญชีลูกหนี้ที่อยู่อาศัยของตนเองได้โดยตรง หรือการใช้ระบบตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่ภาครัฐให้การสนับสนุนเพื่อสร้างสมดุลของทรัพย์สินและหนี้สิน แต่ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ.2540 สถาบันการเงินประสบปัญหาจากหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ และการแก้ไขปัญหาด้วยการเพิ่มทุน หรือแม้แต่การจัดตั้งบริษัทบริหารสินทรัพย์เพื่อบริหารจัดการกองหนี้เสียดังกล่าว ซึ่งต่อมาหลังจากนั้น ระดับอัตราดอกเบี้ยลดลงอย่างต่อเนื่อง ปริมาณการทำธุรกรรมโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เกิดต่อเนื่องแต่ไม่มากนัก เช่น การดำเนินการของการเคหะแห่งชาติ โครงการลงทุนก่อสร้างศูนย์ราชการ และบริษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย อย่างไรก็ตาม สาเหตุที่ทำให้สถาบันการเงินไม่ดำเนินการระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เนื่องจากมีสภาพคล่องสูง สามารถสร้างรายได้ดอกเบี้ยจากกองลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยได้มากกว่าการขายกองสินเชื่อที่อยู่อาศัยออกไป อีกทั้งการขายกองสินเชื่อที่อยู่อาศัยชั้นดีออกไปก็จะทำให้สัดส่วน NPLs สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม เมื่อภาวะเศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัว และในช่วงปี

2555-2558 เริ่มมีสถาบันการเงินขายกองสินเชื่อที่อยู่อาศัยให้กับตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยบ้างแล้ว ซึ่งในส่วนนี้ คณะผู้วิจัยได้ศึกษาวิจัยเชิงเอกสาร จัดประชุม สัมภาษณ์ และออกแบบสอบถามความเห็นหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง ผู้ทรงคุณวุฒิ และสรุปปัญหาการดำเนินธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่ไม่แพร่หลาย จำแนกได้ ดังนี้

3.5.1 ด้านลักษณะของระบบสินเชื่อที่อยู่อาศัยของไทย

ระบบสินเชื่อที่อยู่อาศัยของไทยส่วนใหญ่อยู่ในระบบสถาบันการเงินที่รับเงินฝาก เช่น ธนาคารอาคารสงเคราะห์ (ธอส.) และธนาคารพาณิชย์ ซึ่งมีระบบการกำกับดูแลด้านการให้สินเชื่อที่เข้มงวด โดยมีลักษณะการกำหนดอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อที่อยู่อาศัยสอดคล้องกับต้นทุนการระดมเงินของธนาคารคือเป็นอัตราลอยตัว ปรับขึ้นลงตามแผนระดมทุนของธนาคาร ซึ่งทำให้สามารถปรับสภาพคล่องของตนเองได้ โดยอิงกับ MLR มีระยะเวลาการชำระคืนภายใน 20 ปี หรือ กรณี ธอส. มีนโยบายระยะเวลาให้กู้สูงสุดนานถึง 30 ปี เป็นต้น นอกจากนี้ ธนาคารพาณิชย์ไทยยังมีการบริหารความเสี่ยงในด้านต่างๆ ที่มีประสิทธิภาพตลอดอายุสัญญาเงินกู้เพื่อที่อยู่อาศัย ได้แก่ วงเงินสินเชื่อ อัตราส่วนสินเชื่อต่อมูลค่าหลักประกัน (Loan to Value Ratio; LTV) ในลักษณะที่เป็นการป้องกันความเสี่ยงของธนาคารได้เป็นอย่างดี การกำหนดอัตราดอกเบี้ยและระยะเวลากู้ยืมที่สอดคล้องกับแผนระดมทุนของธนาคาร การบังคับหลักประกัน ซึ่งทำให้ธนาคารพาณิชย์ รวมทั้ง ธอส. สามารถแก้ไขปัญหาความสมดุลระหว่างแผนการระดมทุนและการให้สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยได้อย่างมีประสิทธิภาพ และปัจจุบันในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยต่ำ สถาบันการเงินยังมีทางเลือก คือ สามารถระดมทุนได้ในอัตราดอกเบี้ยต่ำและสามารถปรับขึ้นและลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากได้อย่างคล่องตัว นอกจากนี้ ตลาดตราสารหนี้ของไทยมีขนาดเล็กและระยะสั้น

การพัฒนาตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยของไทยมีต้นแบบมาจากสหรัฐอเมริกา โดยต้องการนำธุรกรรม Securitization มาใช้เพื่อแก้ไขปัญหาการขาดแคลนเงินทุนของภาคธุรกิจ และสภาพคล่องของสถาบันการเงิน แต่ในช่วงเวลาเกือบ 20 ปี ที่ผ่านมามีการนำธุรกรรมไปใช้ประโยชน์ทางเศรษฐกิจไม่มากนัก ส่วนหนึ่งอาจเป็นเพราะอิทธิพลจากภาพลักษณ์ของธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และการพัฒนาไปสู่การออกตราสารที่มีความซับซ้อนมากขึ้น จนเป็นส่วนหนึ่งของการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกา ส่วนอีกสาเหตุหนึ่ง เมื่อมีการเทียบเคียงกับระบบสินเชื่อที่อยู่อาศัยของสหรัฐอเมริกากับของประเทศไทย จะพบว่าเป็นมาและข้อจำกัดที่แตกต่างกัน ซึ่งการพัฒนาตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยในสหรัฐอเมริกามีการพัฒนาอย่างกว้างขวาง ด้วยเหตุผลหลัก 3 ประการ คือ

ประการแรก ระบบสินเชื่อที่อยู่อาศัยในตลาดแรกของสหรัฐอเมริกาพึ่งพาระบบสถาบันการเงินประเภทที่ไม่ได้รับเงินฝาก (Non Bank) และประเภทที่รับเงินฝากเงิน ทั้งนี้ ธนาคารพาณิชย์ซึ่ง

เป็นสถาบันการเงินที่รับเงินฝากก็ไม่ได้ให้ความสำคัญกับการให้สินเชื่อที่อยู่อาศัยเพื่อส่วนแบ่งตลาดที่มากที่สุด สถาบันการเงินที่ไม่ได้รับเงินฝาก ต่างก็มีข้อจำกัดด้านการระดมทุน จึงต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากการขายบัญชีลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยของตนออกไปเพื่อมีเงินทุนในการปล่อยสินเชื่อมากขึ้น ภาครัฐจึงได้เข้ามามีบทบาทสำคัญในการสนับสนุนตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย โดยการจัดตั้งหน่วยงานภาครัฐที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย และทำธุรกรรมในตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย (Mortgage Securitization) ได้แก่ Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), Government National Mortgage Association (Ginnie Mae), Federal Home Loan Mortgage (Freddie Mac), Federal Housing Administration (FHA) และ Veterans Administration (VA) ซึ่งทำหน้าที่รับประกันสินเชื่อที่อยู่อาศัย ทำให้สถาบันการเงินประเภทที่มีได้รับเงินฝากสามารถระดมทุนได้ จึงทำให้มีการพัฒนาตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยอย่างกว้างขวาง มีปริมาณการออกตราสารประเภทหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ใกล้เคียงกับพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐอเมริกา (สิริวรรณ : 2550) ทำให้ระบบสินเชื่อที่อยู่อาศัยในตลาดแรกส่วนใหญ่มีอัตราดอกเบี้ยคงที่ตลอดอายุสัญญาลูกหนี้ที่อยู่อาศัย และความเชื่อมั่นดังกล่าวก็นำไปสู่ระบบการค้ำประกันตราสารหนี้โดยรวม และการพัฒนาไปสู่ตราสารหนี้ที่อ้างอิงกับตราสารหนี้ที่เกิดจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

ประการที่สอง คือการพัฒนาตลาดทุนสหรัฐอเมริกาที่มีขนาดใหญ่และแข็งแกร่ง (ทั้งตลาดตราสารทุนและตลาดตราสารหนี้) รองรับหลักทรัพย์และดึงดูดนักลงทุนจากทั่วโลก ซึ่งคล้ายคลึงกับกรณีเกาหลีใต้ หรือฮ่องกง เป็นต้น

ประการที่สาม คือภาครัฐยังมึนโยบายที่ชัดเจนเกี่ยวกับการส่งเสริมให้ประชาชนมีที่อยู่อาศัยเป็นของตนเอง

จากความแตกต่างของระบบสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยของสหรัฐอเมริกากับไทย โดยเฉพาะประเด็นการที่ระบบสถาบันการเงินที่ให้สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยในตลาดแรกของสหรัฐอเมริกาที่ต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากตลาดรอง ซึ่งภาครัฐให้การสนับสนุน และการพัฒนาตลาดทุนที่มีขนาดใหญ่ ล้วนแต่เป็นสาเหตุให้ตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยมีการพัฒนาอย่างกว้างขวาง ซึ่งแตกต่างจากระบบสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยของไทยที่สถาบันการเงินที่มีการบริหารจัดการระบบเงินฝากระยะสั้นนำมาปล่อยสินเชื่อบ้านระยะยาวได้ในระดับหนึ่ง การผลักดันให้ธุรกรรม Securitization เพื่อพัฒนาตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยตามกลไกตลาดจึงมีขีดจำกัดระดับหนึ่ง

ตารางที่ 3.2 แสดงความแตกต่างของระบบสินเชื่อที่อยู่อาศัยของสหรัฐอเมริกา – ไทย

ประเด็น	สหรัฐอเมริกา	ไทย
1. ระบบสินเชื่อที่อยู่อาศัย	<p>- ประกอบด้วยตลาดแรกและตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย และมีระบบการประกันสินเชื่อที่อยู่อาศัย หรือ Mortgage Insurance</p> <p>- คนอเมริกันนิยมอัตราดอกเบี้ยคงที่ระยะยาว</p> <p>- สถาบันที่ปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัยในตลาดแรกได้แก่</p> <ul style="list-style-type: none"> • สถาบันการเงินรับเงินฝากและให้กู้ยืมบ้าน หรือ Saving and Loans (S&Ls) หรือ Thrift หรือ สมาคมออมทรัพย์และให้กู้ยืม ซึ่งเป็นสถาบันที่รับฝากเงินและให้สินเชื่อที่อยู่อาศัยแก่ชุมชน) • ธนาคารพาณิชย์ • บริษัทสินเชื่อเคหะการหรือ Mortgage Banks ซึ่งเป็นสถาบันการเงินที่ให้สินเชื่อที่อยู่อาศัยแต่ไม่สามารถรับเงินฝาก โดยระดมทุนจากตลาดเงินเป็นหลัก ซึ่งบางแห่งมีข้อจำกัดในการระดมทุนจากเงินฝาก จึงอาศัยตลาดรองเป็นแหล่งระดมทุนเพื่อให้สินเชื่อที่อยู่อาศัย โดยขายบัญชีลูกหนี้ของตนให้กับสถาบันการเงินอื่น ทำให้มีเงินทุนหมุนเวียนในการปล่อยสินเชื่อมากขึ้น และเพื่อลดความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ย <p>นอกจากนี้แล้วหากอัตราดอกเบี้ยลดลงจะมีจำนวนการ Refinance สูงมาก</p> <p>- ตลาดรองฯ มีบทบาทโดดเด่นและกลไกสำคัญที่จะทำให้อัตราดอกเบี้ยเพื่อที่อยู่อาศัยคงที่ระยะยาวได้</p>	<p>- ประกอบด้วยตลาดแรกและตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย</p> <p>- ตลาดสินเชื่อที่อยู่อาศัยมีการแข่งขันสูงเป็นสินเชื่อที่มีความเสี่ยงต่ำกว่าสินเชื่อประเภทอื่นๆ และมีการเสนอทางเลือกให้กับผู้กู้เงินทั้งอัตราดอกเบี้ยลอยตัวและอัตราดอกเบี้ยคงที่ แต่ส่วนใหญ่เป็นอัตราลอยตัว</p> <p>- สถาบันการเงินหลักที่ให้สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย ได้แก่ ธนาคารอาคารสงเคราะห์ (ธอส.) ธนาคารพาณิชย์ สถาบันการเงินเฉพาะกิจบางแห่ง ซึ่งต่างก็ไม่มีข้อจำกัดในเรื่องการระดมทุนจากเงินฝาก และมักจะเก็บบัญชีลูกหนี้ไว้ใน Portfolio ของตนเอง</p> <p>- ตลาดรองฯ ยังมีบทบาทไม่มากนักและสถาบันการเงินทั่วไปก็ไม่ได้พึ่งพาแหล่งเงินทุนจากตลาดรอง</p>

ประเด็น	สหรัฐอเมริกา	ไทย
2. การแทรกแซงและการสนับสนุนจากภาครัฐ	<ul style="list-style-type: none"> - มีการเคหะแห่งชาติ - ไม่มีรัฐวิสาหกิจที่ให้สินเชื่อที่อยู่อาศัยในตลาดแรก - ส่งเสริมระบบตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย โดยมีหน่วยงานภาครัฐและเอกชนรับซื้อสินเชื่อที่อยู่อาศัย ได้แก่ Fannie Mae , Ginnie Mae , Freddie Mac ซึ่งทำธุรกรรมในรับซื้อ และการแปลงสินทรัพย์เหล่านั้นเป็นหลักทรัพย์ และยังเป็นหน่วยงานที่ทำหน้าที่ค้ำประกันหุ้นกู้ที่ออกภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ รวมทั้งยังทำหน้าที่เป็น Trustee 	<ul style="list-style-type: none"> - มีการเคหะแห่งชาติ - มีรัฐวิสาหกิจที่ให้สินเชื่อที่อยู่อาศัยในตลาดแรก คือ ธนาคารอาคารสงเคราะห์ (ธอส.) ซึ่งสามารถออกพันธบัตรและภาครัฐค้ำประกันเงินกู้ให้ - มีระบบตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย โดยมีการจัดตั้งบรรษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย (บตท.) ซึ่งมีภารกิจในการรับซื้อสินเชื่อที่อยู่อาศัยจากสถาบันการเงิน และดำเนินการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์
3. สภาพตลาดทุนที่เอื้อต่อระบบตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย	- มีตลาดทุนขนาดใหญ่และมี Demand & Supply มาก และจากทั่วโลก	- มีขนาดเล็กกว่ามาก ส่วนตลาดรองตราสารหนี้ (BEX) มี Demand & Supply น้อยมาก
4. หุ้นกู้ที่ออกภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์	<ul style="list-style-type: none"> - หุ้นกู้หรือ MBS ได้รับความนิยมสูงใกล้เคียงกับพันธบัตรรัฐบาล และมีผลตอบแทนที่สูงกว่าร้อยละ 1 – 1.75 MBS มีน้ำหนักความเสี่ยง (Risk weight) เพียงร้อยละ 20 - ผู้มีกองสินทรัพย์อาจจะขายขาด หรือไม่ขายขาดสัญญาเงินกู้ ทั้งนี้ กรณีที่ไม่ขายขาดสัญญาเงินกู้ยังคงเป็นสินทรัพย์ในงบดุลของสถาบันผู้ให้สินเชื่ออยู่ - หลักประกันหุ้นกู้มีหลากหลาย 	<ul style="list-style-type: none"> - หุ้นกู้ หรือ MBS หรือ ABS ได้รับความนิยมเพราะยังมีการกำหนดผลตอบแทนสูง - ถือเป็นตราสารการเงินที่มีความซับซ้อนสำหรับนักลงทุน - ผู้มีกองสินทรัพย์ไม่ประสบปัญหาการขาดสภาพคล่อง อีกทั้งต้นทุนการดำเนินการค่อนข้างสูงและซับซ้อน จึงไม่มีความจำเป็นต้องเสนอโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เพื่อออกหุ้นกู้ - ผู้มีกองสินทรัพย์อาจจะขายขาด หรือไม่ขายขาดสัญญาเงินกู้ก็ได้ - หลักประกันหุ้นกู้มีหลากหลาย ได้แก่ <ul style="list-style-type: none"> • สินเชื่อที่อยู่อาศัย • สินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ • สินเชื่อบัตรเครดิต • สินเชื่อค่าเช่าศูนย์ราชการใน

ประเด็น	สหรัฐอเมริกา	ไทย
	<ul style="list-style-type: none"> - มีระบบประกันตราสารหนี้ และ Credit Enhancement - ให้จัดตั้ง SPV ในรูปทรัสต์ เช่น Grantor Trust และ Trust 	<p>โครงการลงทุนภาครัฐ</p> <ul style="list-style-type: none"> - ยังไม่มีระบบประกันตราสารหนี้ แต่มี Credit Enhancement - ให้จัดตั้ง SPV ในรูปบริษัทจำกัดและทรัสต์ได้
5. วิกฤตเศรษฐกิจ สหรัฐอเมริกา	- เกิดจากความหกล้มเหลวในการให้สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยในตลาดแรก แก่กลุ่มลูกหนี้ที่มีความเสี่ยงสูง อัตราดอกเบี้ยในตลาดผันผวน อีกทั้งมีการพัฒนาหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่มีความซับซ้อน หลายรอบ รวมทั้งอนุพันธ์อ้างอิงอื่นๆ และมีการค้าประกันโดย Third party และความไม่โปร่งใสในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้	- สถาบันการเงินไทยถูกกำกับดูแลที่เข้มงวดและเข้มงวดเรื่องอนุมัติสินเชื่อ เพื่อรักษาความเสี่ยงของสถาบันการเงิน
6. ปัจจัยที่เอื้ออำนวย หรือเป็นอุปสรรค	- สหรัฐอเมริกาให้การสนับสนุนระบบตลาดรองสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยเป็นอย่างมาก	- สถาบันการเงินจะให้ความสำคัญกับการแปลงสินทรัพย์ฯ เมื่อตระหนักในเรื่องการบริหารความเสี่ยง หรือเกิดปัญหาสภาพคล่อง

3.5.2 ด้านผู้มียกของสินทรัพย์

ในช่วงที่ผ่านมาไม่มีสถาบันการเงินใดที่จะดำเนินธุรกรรม Securitization เพื่อระดมทุน เนื่องจากสถาบันการเงินไทยมีสภาพคล่องสูงมาตลอด ไม่มีความจำเป็นต้องระดมทุนเพิ่ม และยังมีการแข่งขันทั้งด้านการระดมทุนจากฐานเงินฝาก และการให้สินเชื่อที่อยู่อาศัยสูง หากสถาบันการเงินเลือกแนวทางการระดมทุนด้วยการดำเนินธุรกรรม Securitization จะทำให้ต้นทุนทางการเงินของสถาบันการเงินสูงขึ้นไปอีก เมื่อเปรียบเทียบกับภาวะอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำมาในปัจจุบัน (ปี 2556-2558) เช่น ถ้าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน อยู่ที่ประมาณ ร้อยละ 2.5 ต่อปี ในขณะที่ผลตอบแทนพันธบัตรออมทรัพย์ ธปท. 7 ปีอยู่ที่ประมาณร้อยละ 5 หรือ 4 ปี อยู่ที่ประมาณร้อยละ 4.25 เป็นต้น ซึ่งทำให้หากธนาคารจะทำธุรกรรม Securitization จะต้องจ่ายผลตอบแทนให้ใกล้เคียงหรือสูงกว่าพันธบัตรของทางการ อีกทั้งความยุ่งยากซับซ้อนในเรื่องการโอนกองสินทรัพย์ออกจากสถาบันการเงินไปที่ SPV และค่าใช้จ่ายด้านอื่นๆ ดังนั้น สถาบันการเงินจึงไม่มีแรงจูงใจที่ต้องพิจารณาการตัดขายกองสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่เป็นสินเชื่อที่มีคุณภาพ และสร้างรายได้ออกไปจากกองสินทรัพย์ของตนเอง หรือการขายให้กับระบบ

ตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย โดยได้รับรายได้จากอัตราดอกเบี้ยสัญญาสินเชื่อที่อยู่อาศัยจนครบกำหนด ทั้งนี้ จากการวิจัยสามารถสรุปสาเหตุที่สถาบันการเงินไม่ดำเนินธุรกรรม Securitization ดังนี้

1) ต้นทุนการดำเนินโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์สูงกว่าการออกหุ้นกู้ทั่วไป ใน 2 ลักษณะ คือ ลักษณะแรก ด้วยลักษณะธุรกรรมที่มีความซับซ้อน การวิเคราะห์กระแสเงินสดมีความไม่แน่นอนและยาก ไม่มีการเก็บข้อมูลทางสถิติที่เพียงพอ สำหรับการประเมินความเสี่ยงด้านต่างๆ เช่น Default Rate, Recovery Rate, Prepayment Rate ของหน่วยงานกลาง เพื่อสร้าง Benchmark ที่น่าเชื่อถือในการประเมินความเสี่ยง มีส่วนทำให้ผู้ลงทุนในหุ้นกู้คาดหวังอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าปกติ

ลักษณะที่สอง คือ ต้นทุนค่าใช้จ่ายในการต้องมีผู้ร่วมพิจารณาโครงการ หรือ Third Party จำนวนรายมากกว่าการออกหุ้นกู้ทั่วไป ได้แก่ ที่ปรึกษากฎหมาย (Legal Services) ที่ปรึกษาด้านบัญชี (Accounting Services) การค้ำประกันหรือสถาบันการเงินที่ทำหน้าที่สำรองจ่ายเงิน (Guarantee and Other Enhancement Fees) และบริษัทการจัดอันดับความน่าเชื่อถือตราสารทางการเงิน (Rating Agency Fees) เป็นต้น

2) การขายสินเชื่อประเภท Performing Loan ทำให้ NPL Ratio ของสถาบันการเงินเพิ่มขึ้น อีกทั้งวิกฤต Subprime ส่งผลทำให้ธุรกรรม Securitization ลดน้อยลงด้วย

3) ด้านธนาคารอาคารสงเคราะห์ (ธอส.) ซึ่งเป็นสถาบันการเงินที่มีกองบัญชีลูกหนี้สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยในระบบการเงินเพื่อที่อยู่อาศัยสูงสุด แต่ก็ไม่มีนโยบายที่จะขายกองบัญชีลูกหนี้ให้ บตท. ทั้งที่จะมีผลทำให้ ธอส. มีการเปลี่ยนแปลงทางการเงินที่สำคัญ (รัชนีวรรณ : 2547) ดังนี้

(1) มีสภาพคล่องเพิ่มขึ้น ด้านการมีเงินทุนอย่างเพียงพอเพิ่มขึ้น

(2) มีช่องทางการระดมทุนเพิ่มอีกช่องทางหนึ่ง นอกเหนือจากการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนที่เคยปฏิบัติมา ทั้งยังแก้ปัญหาความไม่สอดคล้องของระยะเวลาการระดมทุนระยะสั้นมาปล่อยกู้ระยะยาว

(3) ความสามารถในการทำกำไรลดลง ซึ่งจะเป็นในระยะสั้นๆ เท่านั้น หากธนาคารฯ นำเงินที่ได้จากการขายกลุ่มสินเชื่อไปปล่อยสินเชื่อ เพิ่มโอกาสในการทำกำไรเพิ่มขึ้น

(4) ด้านเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงมาตรฐานของธนาคารดีขึ้น เนื่องจากธนาคารฯ ได้ขายกลุ่มสินเชื่อออกไป ทำให้ธนาคารฯ สามารถปล่อยสินเชื่อเพิ่มขึ้น และพบว่าถ้าธนาคารรับชำระหนี้จาก บตท. เป็นเงินสดนั้น ธนาคารฯ จะมีอัตราส่วนเงินกองทุนฯ สูงขึ้นกว่าการรับชำระหนี้โดยพันธบัตร

ทั้งนี้ ในภาพรวมแล้ว รัฐวิสาหกิจที่มีผลการดำเนินการที่ชัดเจน กระทรวงการคลังสามารถกู้ยืมหรือค้าประกันการกู้ยืมให้โดยมีอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำ เพื่อให้สามารถให้บริการในระดับราคาที่ต่ำกว่าตลาดได้ ซึ่งในกรณีรวมถึงกรณีของการเคหะแห่งชาติด้วย

แต่อย่างไรก็ตามในช่วงปี 2555-2558 เริ่มมีธนาคารพาณิชย์บางแห่งพิจารณาขายกองสินเชื่อที่อยู่อาศัยไปในตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย เพื่อเป็นการบริหารสภาพคล่องของธนาคารและใช้ไปในการลงทุนต่อไป อีกทั้งการปรับปรุงมาตรฐานเกณฑ์การกำกับดูแลเงินกองทุนของสถาบันการเงินใหม่ หรือ Basel Capital Accord ที่มีการพัฒนาหลักเกณฑ์ Basel III ทำให้สถาบันการเงินต้องดำรงเงินกองทุนใหม่ และดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องสูงขึ้น ซึ่งจะมีผลต่อการปรับโครงสร้างสินทรัพย์ของสถาบันการเงิน รวมทั้งการกำหนดหลักเกณฑ์ วิธีการและเงื่อนไขเกี่ยวกับการดำเนินธุรกรรม Securitization ที่มีความรัดกุมมากขึ้นด้วย โดยเฉพาะการดำเนินธุรกรรมทางการเงิน ทั้งที่บันทึกอยู่ในงบดุลและนอกงบดุล (อาทิ ธุรกรรมด้านอนุพันธ์) ดังนั้น คาดว่าในอนาคตสถาบันการเงินจะขายสินทรัพย์ให้กับระบบตลาดรองแบบขายขาดมากกว่า จะดำเนินธุรกรรม Securitization เองซึ่ง บทบาทการทำหน้าที่ในตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยของ บตท. เพื่อสร้างสภาพคล่อง อัตราดอกเบี้ยต่ำ คงที่ระยะยาวจะมีบทบาทมากขึ้น ซึ่งรวมถึงการเติบโตของสินเชื่อประเภทอื่น เช่น สินเชื่อบัตรเครดิต สินเชื่อรถยนต์ สินเชื่อธุรกิจการค้าต่าง ๆ เป็นต้น

นอกจากนี้ ในปี 2556-2558 มีโครงการลงทุนขนาดใหญ่ ทั้งในส่วนของภาครัฐและรัฐวิสาหกิจจำนวนมากที่รอการเริ่มดำเนินการ เช่น โครงการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ ซึ่งแหล่งเงินทุนที่สำคัญของโครงการต่างๆ โดยพื้นฐานคือ งบประมาณ และการกู้ยืมทั้งภายในและนอกประเทศ จึงมีแนวคิดในการนำนวัตกรรมทางการเงินมาใช้ ซึ่งปัจจุบันมีในรูปแบบหลากหลายมากขึ้น เช่น กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน การให้ภาคเอกชนเข้าร่วมลงทุนในรูปแบบ PPPs และการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม โครงการขนาดใหญ่ มีระยะแผนงานยาว การวิเคราะห์ศึกษาความเป็นไปได้ของโครงการ และแผนการระดมทุนจึงมีความยุ่งยากซับซ้อนระดับหนึ่ง สำหรับโครงการลงทุนภาครัฐ ที่เคยนำธุรกรรม Securitization ไปใช้ในการระดมทุน คือ โครงการก่อสร้างศูนย์ราชการกรุงเทพมหานคร ถ.แจ้งวัฒนะ ซึ่งเป็นการออกหุ้นกู้ Securitization โดยการนำรายได้จากค่าเช่าที่หน่วยงานราชการได้เข้ามาเช่าพื้นที่อาคารศูนย์ราชการ เป็นหลักประกันสำหรับการชำระหนี้หุ้นกูดังกล่าว ซึ่งโครงการก่อสร้างศูนย์ราชการแล้วเสร็จ ไม่นับรวมเป็นหนี้สาธารณะ แต่ก็มีกรณีแสดงความเห็นในเรื่องความไม่คุ้มค่า และเป็นภาระทางการคลังของภาครัฐระยะยาวด้วย ทั้งนี้ คณะผู้วิจัยเห็นว่า โครงการก่อสร้างศูนย์ราชการฯ เป็นโครงการลงทุนภาครัฐโครงการแรก การทำความเข้าใจกับสาธารณชนอาจไม่เพียงพอ แต่การดำเนินการก็ถือว่าเป็นการริเริ่มโครงการที่อาจจะเป็นต้นแบบในการ

ดำเนินโครงการต่อไปในอนาคต และสอดคล้องกับแนวความคิดเกี่ยวกับการพัฒนาที่ราชพัสดุแนวใหม่ เพื่อให้เกิดผลในทางเศรษฐกิจ

3.5.3 ด้านผู้ลงทุนในตลาดตราสารการเงินหรือหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

1) จากปริมาณและลักษณะของหุ้นกู้ Securitization ของไทยที่ออกมาจำนวนไม่มากนัก นักลงทุนไม่คุ้นเคย เช่น การพิจารณาเทียบเคียงผลตอบแทนกับตราสารอื่นๆ ในตลาด และการที่ไม่มีการนำไปซื้อขายในตลาดรองตราสารหนี้ ซึ่งมีผลให้นักลงทุนประเภทสถาบันอาจมีข้อจำกัดในการพิจารณาลงทุนในหุ้นกู้ดังกล่าว ทั้งนี้ ในช่วงต้นๆ นั้น ระบบการค้ำประกันตราสารหนี้อาจมีความจำเป็น เพื่อให้ให้นักลงทุนเกิดความมั่นใจ

2) ด้านความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับธุรกรรม Securitization และหุ้นกู้ Securitization มีไม่มากนัก ประกอบกับโครงการการออกหุ้นกู้ Securitization มีความซับซ้อนมากกว่าตราสารหนี้ลักษณะอื่น ๆ และจากยอดคงค้างหุ้นกู้ Securitization ในปัจจุบัน เป็นหุ้นกู้ที่ออกโดยหน่วยงานหรือองค์กรภาครัฐทั้งสิ้น คือ บริษัท ธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด ซึ่งจัดตั้งโดยกรมธนารักษ์ และบริษัทนิติบุคคล เฉพาะกิจของ บตท. และผลจากวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์ (Subprime Mortgage Crisis) ซึ่งเป็นปัญหาเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกา ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2550 -2551 และเกี่ยวข้องกับตราสารประเภท Mortgage backed Securities ด้วย จึงทำให้ตลาดในประเทศไทยยังคงขาดความเชื่อมั่นในการทำธุรกรรม Securitization ด้วย

3) จากการที่ผู้ลงทุนในตลาดยังมีความรู้และความเข้าใจไม่มากนักเกี่ยวกับธุรกรรมและลักษณะที่ซับซ้อนของธุรกรรม ทำให้การออกตราสารภายใต้การทำธุรกรรมนี้ จะถูกคาดหวังผลตอบแทนที่สูงกว่าที่ควรจะเป็น อย่างเช่นเมื่อเปรียบเทียบการเสนอขายหุ้นกู้ปกติ ในปัจจุบันหุ้นกู้ปกติจะมีอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่า เมื่อเทียบกับตราสารหนี้ที่ออกภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งจะมีอัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่า ในตราสารหนี้ที่อายุเท่ากันทั้งๆ ที่เป็นตราสารที่มีสินทรัพย์หนุนหลัง โดยเฉพาะ รวมถึงยังมีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของผู้ออกตราสาร และตัวตราสารที่ออกก็ตาม ผลการจัดอันดับความน่าเชื่อถือก็ไม่มีความสำคัญกับการกำหนดอัตราผลตอบแทน

4) ด้านสิทธิประโยชน์ทางภาษีในแง่ของผู้ลงทุน ตราสารที่ออกและเสนอขายภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้น มีลักษณะเป็นหุ้นกู้ ดังนั้น ผู้ถือตราสารจะเปรียบเสมือนเป็นเจ้าของหนี้ รายได้ของผู้ลงทุนจะได้รับจะอยู่ในรูปของดอกเบี้ย ซึ่งต้องเสียภาษีบนดอกเบี้ยที่ได้รับดังกล่าว เมื่อเทียบกับการระดมทุนผ่านผลิตภัณฑ์อื่น ๆ ในตลาด ในบางผลิตภัณฑ์ เช่น กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน จะได้รับยกเว้นภาษีจากเงินปันผลที่ได้รับจากกองทุนรวมดังกล่าว ดังนั้น การพิจารณาในเรื่อง

ผลตอบแทนที่ได้รับ จึงต้องมีการนำเรื่องดังกล่าวไปเปรียบเทียบกับการลงทุนประเภทอื่นซึ่งอาจไม่ได้ต่ำกว่ามากนัก หากเทียบกับการที่ต้องมีการเสียภาษีภายหลังจากที่ได้รับดอกเบี้ยแล้ว

5) ธนาคารพาณิชย์ และนักลงทุนสถาบันไม่สนใจที่จะลงทุนหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เพราะเนื่องจากเกณฑ์การลงทุนในตราสารหนี้ มักจะพิจารณาจาก Equity ของผู้ออกตราสารหนี้มากกว่าอันดับเครดิต ทั้งนี้ SPV ซึ่งเป็นผู้ออกตราสารหนี้ ส่วนมากมีเงินทุนขนาดเล็กเพียงพอต่อการดำเนินการเท่านั้น

3.5.4 ด้านกฎหมายกำกับดูแล และกฎหมายอื่นที่เกี่ยวข้อง

1) ปัญหาหลักของการดำเนินธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์คือ การที่ไม่มีการโอนสินทรัพย์หรือสัญญาสินเชื่อที่อยู่อาศัยจากตลาดแรกมาที่ตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย และปัญหาอุปสรรคอีกด้านหนึ่งก็คือกฎหมายรองรับธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ คือ พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 พบว่ามีบทบัญญัติที่ค่อนข้างเคร่งครัดไม่เอื้อต่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่หลากหลาย เช่น ไม่ครอบคลุมกรณีการโอนสินทรัพย์จากผู้ขาย (Originator) ไปยัง SPV ในลักษณะการโอนสินทรัพย์ไปเป็นหลักประกันการกู้ยืม หรือการโอนไม่ขาด โดยครอบคลุมเฉพาะสินทรัพย์ที่ต้องโอนขาดจากผู้ขาย และไม่มีบทบัญญัติที่ชัดเจนเรื่องการนำสินทรัพย์ประเภทสิทธิเรียกร้องที่จะมีขึ้นในอนาคตโดยให้ชำระหนี้เป็นเงินมาดำเนินโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ได้ นอกจากนั้นในช่วงเวลาต่อมาได้มีการพัฒนากฎหมายอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง เช่น พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 ซึ่งการก่อตั้งทรัสต์ถือเป็นตัวกลางในการดำเนินธุรกรรมประเภทหนึ่ง ซึ่งนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ สามารถจัดตั้งในรูปแบบของทรัสต์ได้ หรือการแก้ไขมาตราที่เกี่ยวข้องอันเนื่องมาจากผลกระทบจากการแก้ไขเพิ่มเติมพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 ในเรื่องราคาขายสินทรัพย์ออกจากผู้ขายกองสินทรัพย์ เป็นต้น

ทั้งนี้ ได้มีการผลักดันให้มีการแก้ไขบทบัญญัติกฎหมายว่าด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 พ.ศ. 2558 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 27 มีนาคม 2558 ซึ่งจะทำให้การดำเนินธุรกรรม Securitization มีความคล่องตัวมากขึ้น และถูกนำไปใช้ในการระดมทุนในโครงการลงทุนขนาดใหญ่ได้ด้วย ซึ่งในหลายประเทศก็มีการนำไปใช้เช่นกัน

อย่างไรก็ตาม ยังมีร่างกฎหมายอื่น ๆ ที่เป็นประโยชน์ต่อการดำเนินธุรกรรม Securitization ในกรณีหลักประกันอื่น ๆ เช่น อสังหาริมทรัพย์และสังหาริมทรัพย์ที่มีทะเบียน เช่น เรือมีระวางตั้งแต่ห้าตันขึ้นไป แพร่ สัตว์พาหนะ เครื่องจักร ซึ่งสามารถนำกระแสรายได้ในอนาคตจากหลักประกันดังกล่าวมา

แปลงเป็นหลักทรัพย์ได้ ขณะนี้ร่างพระราชบัญญัติหลักประกันทางธุรกิจ พ.ศ. ... ยังอยู่ในขั้นตอนการพิจารณากฎหมาย

2) ด้านต้นทุนการดำเนินโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ จากหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขที่เกี่ยวข้องทำให้การดำเนินธุรกรรม Securitization มีต้นทุนที่ค่อนข้างสูงกว่าการออกพันธบัตร โดยการจะออกและเสนอขายหุ้นกู้ภายใต้ธุรกรรม Securitization นั้นมีต้นทุนหลักที่สำคัญได้แก่ ค่าที่ปรึกษาทางกฎหมาย ค่าสอบบัญชี ค่าค้ำประกัน (ถ้ามี) และค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการเพิ่มความน่าเชื่อถือของตราสาร (Credit enhancement) (ถ้ามี) ค่าจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (ถ้ามี) เป็นต้น ซึ่งการระดมทุนในช่องทางอื่น หรือแม้แต่การระดมทุนโดยการออกตราสารหนี้ในลักษณะอื่น ก็ยังมีต้นทุนการดำเนินการที่ต่ำกว่า โดยเฉพาะรัฐวิสาหกิจไทยทั่วไปมีต้นทุนในการระดมทุนที่ต่ำ เนื่องจากภาครัฐมีการค้ำประกันการกู้ยืม ซึ่งการดำเนินการเข้าไปค้ำประกันของภาครัฐก็ไม่ทำให้รัฐวิสาหกิจมีต้นทุนเพิ่ม กลับมีต้นทุนที่ต่ำจากความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อฐานะการคลังภาครัฐ

การออกหลักทรัพย์ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มีต้นทุนการระดมทุนได้แก่

- (1) ค่าขออนุมัติโครงการและการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลต่อ สำนักงาน ก.ล.ต.
- (2) ค่าใช้จ่ายในการจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจ (SPV)
- (3) ค่าใช้จ่ายในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (ถ้ามี)
- (4) ค่าขึ้นทะเบียนหลักทรัพย์กับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (ถ้ามี)
- (5) ค่าธรรมเนียมที่ปรึกษาทางการเงินและการจัดจำหน่าย
- (6) ค่าธรรมเนียมที่ปรึกษาทางกฎหมาย
- (7) ค่าใช้จ่ายในการบริหารสินทรัพย์ และการบริหารโครงการอื่น ๆ เช่น ค่าธรรมเนียมนายทะเบียน ค่าธรรมเนียมการบริหารนิติบุคคลเฉพาะกิจ เป็นต้น

ตารางที่ 3.3 แสดงการเปรียบเทียบรายการค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการระดมทุนผ่านการออกและเสนอขายตราสารหนี้ระยะยาวโดยรัฐวิสาหกิจ ผ่านการออกหุ้นกู้ Securitization และการออกพันธบัตร

รายการ	หุ้นกู้ตามโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์	พันธบัตร
การขออนุมัติโครงการและ ขออนุญาตเสนอขายหุ้นกู้ ก.ล.ด.	30,000 บาท	ไม่มี ^{9/}
การขึ้นแบบแสดงรายการข้อมูลต่อ ก.ล.ด. และ /หรือ ผู้ลงทุนรายใหญ่	50,000 บาท สำหรับเสนอขายต่อผู้ลงทุนสถาบัน และ /หรือ ผู้ลงทุนรายใหญ่	ไม่มี ^{9/}
การจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจ ^{1/}	ทุนจดทะเบียน [100,000] บาท ค่าธรรมเนียมของจดทะเบียน 10,000 บาท ค่าผู้สอบบัญชี ^{2/} [500,000] บาทต่อปี ค่าใช้จ่ายเบ็ดเตล็ดอื่น ๆ	ไม่มี
การจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ^{3/}	ค่าธรรมเนียมแรกเข้าของนิติบุคคลเฉพาะกิจ ค่าธรรมเนียมรายปีของนิติบุคคลเฉพาะกิจ ค่าธรรมเนียมจัดอันดับความน่าเชื่อถือหุ้นกู้	ค่าธรรมเนียมแรกเข้าของผู้ออก ค่าธรรมเนียมรายปีของผู้ออก ค่าธรรมเนียมจัดอันดับความน่าเชื่อถือหุ้นกู้
รายการ	หุ้นกู้ตามโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์	พันธบัตร
การขึ้นทะเบียน สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย	ค่าขึ้นค่าขอ 20,000 บาท ค่าขึ้นทะเบียนแรกเข้า ร้อยละ 0.01 ของมูลค่าหุ้นกู้ สูงสุด 350,000 บาท ค่าขึ้นทะเบียนรายปี (10,000 บาท + ร้อยละ 0.001 ของมูลค่าหุ้นกู้) ต่อปี	ไม่มี ^{10/}
ค่าธรรมเนียมที่ปรึกษาทางการเงินและ ผู้จัดการการจัดจำหน่าย (Arranger) ^{4/}	[ร้อยละ 0.15 – ร้อยละ 0.40]	[ร้อยละ 0.15 – ร้อยละ 0.40]
ค่าธรรมเนียมนายทะเบียนหุ้นกู้ ^{5/}	ร้อยละ [0.01] ของมูลค่าหุ้นกู้ที่เสนอขายต่อปี	ร้อยละ [0.01] ของมูลค่าหุ้นกู้ที่เสนอขายต่อ ปี
ค่าธรรมเนียมผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ ^{5/}	ร้อยละ [0.01] ของมูลค่าหุ้นกู้ที่เสนอขายต่อปี	ไม่มี
ค่าที่ปรึกษากฎหมาย ^{6/}	จ่ายตามจริง	จ่ายตามจริง
ค่าบริการนิติบุคคลเฉพาะกิจ	ร้อยละ [0.25] ของมูลค่ากองสินเชื่อกงเหลือต่อ เดือน	ไม่มี
ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการเพิ่มความน่าเชื่อถือ ของตราสาร (Credit Enhancement)	จ่ายตามจริง ^{7/}	ไม่มี
ค่าใช้จ่ายอื่น ๆ เช่น จัดงาน Roadshow ^{8/}	จ่ายตามจริง	จ่ายตามจริง

หมายเหตุ ในการดำเนินโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ มีค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ตามหัวข้อหลัก ดังนี้

1. ค่าใช้จ่ายในการว่าจ้างที่ปรึกษาที่เกี่ยวข้อง
2. ค่าใช้จ่ายในการเสนอขายตราสาร

3. ค่าใช้จ่ายการดำเนินโครงการตลอดอายุตราสาร

ซึ่งค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นจากการระดมทุนนั้น ในแต่ละประเภทจะมีความแตกต่างกันในอัตราค่าธรรมเนียม ซึ่งขึ้นอยู่กับหลายปัจจัย เช่น ประเภทขององค์กร ประเภทของหลักทรัพย์ รวมถึงตัวผู้ให้บริการเองด้วย โดยได้มีการสรุปรายละเอียดเงื่อนไข/รายละเอียดในการคิดค่าบริการแต่ละประเภท ดังนี้

^{1/} การจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจ แสดงค่าใช้จ่ายในกรณีที่มีการจัดตั้งในรูปของบริษัทจำกัด

^{2/} ค่าสอบบัญชี จะขึ้นอยู่กับขนาดของกองทรัสต์สิน และการเปลี่ยนแปลงมาตรฐานบัญชีในขณะนั้นเป็นหลัก

^{3/} ค่าธรรมเนียมการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ จะขึ้นอยู่กับลักษณะการดำเนินธุรกิจขององค์กรด้วย ส่วนค่าธรรมเนียมการจัดอันดับความน่าเชื่อถือหุ้นกู้ นั้น ขนาดและความซับซ้อนของโครงสร้างของหุ้นกู้ ก็จะมีผลต่อการกำหนดค่าธรรมเนียมด้วย

^{4/} ค่าธรรมเนียม Arranger ประมาณจาก อัตราค่าธรรมเนียม การรับประกันการจัดจำหน่าย (underwriting) หุ้นกู้ทั่วไปในตลาดที่จะอยู่ระหว่างร้อยละ 0.15 – 0.40 ขึ้นอยู่กับองค์กร ชื่อเสียง การเป็นบริษัทจดทะเบียน / ไม่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ รวมทั้งขนาดและประเภท และความซับซ้อนของโครงสร้างของหุ้นกู้

^{5/} ค่าธรรมเนียมนายทะเบียนหุ้นกู้ และค่าธรรมเนียมผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ เนื่องจากในตลาดมีผู้ให้บริการอยู่เป็นจำนวนมาก โดยส่วนใหญ่จะเป็นสถาบันการเงินโดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์ ทำให้มีผู้ให้บริการในตลาดเป็นจำนวนมาก อัตราค่าธรรมเนียมจึงมีความหลากหลาย และสามารถต่อรองกันได้พอสมควรระหว่างผู้รับบริการและผู้ให้บริการ

^{6/} ค่าที่ปรึกษากฎหมาย โดยส่วนใหญ่จะแล้วแต่ตกลงระหว่างผู้ให้บริการกับผู้รับบริการ จะมีอัตราค่าธรรมเนียมที่ไม่แน่นอน ขึ้นอยู่กับหลายปัจจัย

^{7/} ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการเพิ่มความน่าเชื่อถือของตราสาร (Credit Enhancement) มีได้หลายประเภทขึ้นอยู่กับข้อกำหนด Structure ของโครงการ เช่น การกำหนดให้มีผู้ให้ความสนับสนุนทางการเงิน (Liquidity Provider) ในกรณีที่กระแสเงินสดไม่เพียงพอต่อการชำระดอกเบี้ยและเงินต้นของหุ้นกู้ รวมถึงค่าธรรมเนียมหรือภาระผูกพันต่าง ๆ ในแต่ละงวดการจ่ายเงินกู้ หรือ การกำหนดให้มีผู้เข้ามาค้ำประกัน (Guarantor) เงินต้นของหุ้นกู้มีประกันในกรณีที่ไม่สามารถชำระคืนเงินต้นของหุ้นกู้มีประกันได้ เป็นต้น เนื่องจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นธุรกรรมที่ยังไม่มีความแพร่หลาย ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยหรืออัตราค่าธรรมเนียมจะตามแต่ตกลงกันระหว่างคู่สัญญา

^{8/} ค่าใช้จ่ายอื่น ๆ เป็นค่าใช้จ่ายที่อาจจะไม่เกิดขึ้นก็ได้ ขึ้นอยู่กับวาระหว่างการดำเนินการเพื่อการเสนอขายจะมีกิจกรรมอื่นใดหรือไม่ เช่น การจัด Roadshow สำหรับนักลงทุน ซึ่งในทางปฏิบัติการเสนอขายอาจจะเป็นการไปพบกับนักลงทุนที่ละราย ไม่ได้มีการจัดงานเป็นทางการก็ได้ ซึ่งจะทำให้ไม่มีค่าใช้จ่ายดังกล่าว

^{9/} เนื่องด้วยการออกพันธบัตร ได้รับยกเว้นการขึ้นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายตราสารหนี้ จึงไม่มีค่าใช้จ่ายค่าธรรมเนียมต่อ ส.ง.ก.ด.

^{10/} การยื่นจดทะเบียนพันธบัตรกับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้รับยกเว้นค่าธรรมเนียม จึงไม่มีค่าใช้จ่าย ทั้งนี้ค่าใช้จ่ายนี้ยังไม่รวมภาษีมูลค่าเพิ่มและภาษีที่เกี่ยวข้องอื่น ๆ

รวมทั้งผู้วิเคราะห์การลงทุนสามารถวิเคราะห์ความน่าเชื่อถือผู้ออกตราสารได้ง่าย เช่น พิจารณาจากงบการเงินย้อนหลัง หรือขนาดของทุนของผู้ออกตราสาร และหากเป็นกรณีรัฐวิสาหกิจที่มี

ผลการดำเนินงานดี ภาครัฐอาจค้ำประกันการกู้ยืม ซึ่งการดำเนินการเข้าไปค้ำประกันของภาครัฐก็ไม่ทำให้รัฐวิสาหกิจมีต้นทุนเพิ่ม กลับมีต้นทุนที่ต่ำจากความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อฐานะการคลังภาครัฐด้วย

3) จากการปรับปรุงมาตรฐานสากลในการกำกับดูแลสถาบันการเงินของหน่วยงานภาครัฐต่างๆ ได้แก่ การดำรงเงินกองทุนและการดำรงสภาพคล่องของสถาบันการเงินที่เพิ่มขึ้น ตามหลักเกณฑ์ Basel II และ Basel III ซึ่งมีผลทำให้สถาบันการเงินมีการปรับโครงสร้างสินทรัพย์ และอาจจะพิจารณาการระดมทุนด้วยวิธีการ Securitization แต่อย่างไรก็ตามหน่วยงานกำกับได้เข้มงวดสำหรับการทำธุรกรรม Securitization ในกรณีที่ไม่ได้จำหน่ายลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยแบบการขายขาด (True Sale) โดยให้สถาบันการเงินที่จำหน่ายลูกหนี้ออกไปแบบมีเงื่อนไขดังกล่าวต้องมีการดำรงเงินกองทุนที่เพียงพอ เพื่อความมั่นคงของสถาบันการเงิน

4) ปัญหาด้านระบบบัญชี แม้ว่าประเทศไทยยังไม่มีมาตรฐานบัญชีที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ แต่มีแนวปฏิบัติทางบัญชีที่อ้างอิงมาจากมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศฉบับที่ 39 ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการพิจารณาว่าการตัดบัญชีสินทรัพย์ทางการเงินหรือหลักการที่ควรใช้ในการพิจารณาว่า ควรบันทึกการโอนสินทรัพย์ทางการเงินในธุรกรรม Securitization เป็นการขาย นอกจากนี้ยังครอบคลุมหลักการในการพิจารณาว่าการโอนสินทรัพย์ทางการเงินนั้นเป็นการตัดบัญชีทั้งหมดหรือการตัดบัญชีเพียงบางส่วน รวมทั้งแนวทางการบันทึกบัญชีที่เกี่ยวข้องไม่ว่ารายการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้นจะถือว่าเป็นการกู้ยืม โดยมีส่วนที่เป็นการขยายความเพิ่มเติมจากมาตรฐานบัญชีระหว่างประเทศฉบับที่ 39 ที่สำคัญคือ

(1) ในการขายสินทรัพย์ทางการเงินให้กับนิติบุคคลเฉพาะกิจที่จัดตั้งขึ้นภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ในกรณีที่นิติบุคคลเฉพาะกิจมีการค้ำประกันการรับชำระหนี้ให้กับผู้ถือหุ้นกู้ของนิติบุคคลเฉพาะกิจ หรือนิติบุคคลเฉพาะกิจยังคงมีส่วนเกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ทางการเงินที่โอนในลักษณะเพื่อการสนับสนุนการสร้างความน่าเชื่อถือทางเครดิต (Credit Enhancement) ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในลักษณะต่าง ๆ ส่วนของการค้ำประกันดังกล่าว และ/หรือ ส่วนที่ผู้โอนยังคงมีส่วนเกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ทางการเงินที่โอนในลักษณะเพื่อการสนับสนุนความน่าเชื่อถือทางเครดิตนั้นถือเป็นส่วนของสินทรัพย์ทางการเงินที่ไม่ได้โอนออกไป และให้ยังคงบันทึกสินทรัพย์ทางการเงินในรูปแบบของสินทรัพย์ทางการเงินด้อยสิทธิ และให้พิจารณาคือค่าของสินทรัพย์ทางการเงินที่ไม่ได้โอนออกไปดังกล่าว

(2) กิจการสามารถนำเงินที่เก็บแทนไปลงทุน โดยต้องส่งมอบดอกเบี้ยที่อาจได้รับนั้นให้แก่ผู้รับอื่นด้วยตามข้อตกลงที่กำหนดไว้ในโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เช่น การลงทุนในการ

ซื้อขายสิทธิเรียกร้องเพิ่มเติม การลงทุนในสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่อง เพื่อให้สามารถจ่ายชำระหนี้ได้ตาม
ช่วงเวลาการทยอยชำระคืนเงินต้นหุ้นกู้ตามปกติ เป็นต้น

(3) ให้เปิดเผยรายการสินทรัพย์ทางการเงินที่โอนให้กับกิจการเฉพาะกิจที่จัดตั้งขึ้นทั้งจำนวน
รวมทั้งค่าเผื่อนหนี้สงสัยจะสูญ หรือค่าเผื่อการด้อยค่า (ถ้ามี)

3.6 ข้อเสนอแนะ และปัจจัยที่คาดว่าจะส่งผลให้ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ นำไปใช้ประโยชน์ทางเศรษฐกิจ

3.6.1 ด้านระบบสินเชื่อที่อยู่อาศัยของไทย

1) คาดว่าระบบสินเชื่อที่อยู่อาศัยของไทยจะมีความหลากหลายมากขึ้นมีทั้งอัตราดอกเบี้ย
ลอยตัวและคงที่

แม้ว่าประเทศไทยจะมีการพัฒนาระบบตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย โดยมีกฎหมายว่าด้วยการ
แปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่จะสนับสนุนให้สถาบันการเงินสามารถบริหารสภาพคล่อง และ
ให้บริการสินเชื่อที่อยู่อาศัยในอัตราดอกเบี้ยต่ำคงที่ระยะยาวได้ แต่เนื่องจากสถาบันการเงินที่ใช้บริการ
สินเชื่อที่อยู่อาศัยของไทยส่วนใหญ่คือ ระบบธนาคารพาณิชย์ ซึ่งรับเงินฝาก สามารถกำหนดอัตรา
ดอกเบี้ยสินเชื่อที่อยู่อาศัยแบบลอยตัว เพื่อบริหารจัดการความสมดุลระหว่างเงินฝากกับเงินให้กู้ยืมเพื่อที่
อยู่อาศัยได้ สามารถโอนความเสี่ยงการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยไปให้ผู้กู้ยืมเงินได้เกือบทั้งหมด แม้ว่า
อาจจะเป็นภาระแก่ผู้กู้เงิน เมื่ออัตราดอกเบี้ยปรับตัวสูงขึ้น ดังนั้น ระบบธนาคารพาณิชย์ไทยจึงไม่มี
แรงจูงใจที่ต้องขายสินทรัพย์ที่เป็นบัญชีลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยออกไปจากงบดุล แต่อย่างไรก็ตาม
ในช่วงปี 2555-2558 เริ่มมีธนาคารพาณิชย์บางรายที่เริ่มให้ความสำคัญกับการขายบัญชีลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่
อาศัยให้กับระบบตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย เพื่อบริหารสภาพคล่องบ้างแล้วก็ตาม แต่ผู้วิจัยมีความเห็น
ว่า ในอนาคตระบบการเงินเพื่อที่อยู่อาศัยของไทยก็ยังคงต้องอยู่ในระบบธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก (อัตรา
ดอกเบี้ยลอยตัว) ส่วนการพัฒนาบทบาทของระบบตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย แม้จะมีบทบาทมากขึ้นแต่
ก็เป็นเพียงทางเลือกของสถาบันการเงินไทยในการบริหารสภาพคล่องของตนเองมากกว่าที่จะถูกนำไปใช้
ในการพัฒนาระบบสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่จะสามารถให้บริการอัตราดอกเบี้ยต่ำคงที่ระยะยาวได้ และมี
บทบาทสำคัญเช่นเดียวกับกรณีสหรัฐอเมริกา ซึ่งมีระบบสินเชื่อที่อยู่อาศัยอยู่ในกลุ่มสถาบันการเงินหลัก
ได้แก่ 1) ธนาคารพาณิชย์ 2) Saving and loans Associations (S&Ls หรือ Thrift หรือ สมาคมออมทรัพย์
และให้กู้ยืม) ซึ่งเป็นสถาบันที่รับฝากเงินและให้สินเชื่อที่อยู่อาศัยแก่ชุมชน และ 3) บริษัทสินเชื่อเคหะ
การ (Mortgage Banks) ซึ่งเป็นสถาบันการเงินที่ให้สินเชื่อที่อยู่อาศัยแต่ไม่สามารถรับเงินฝากโดยระดม
ทุนจากตลาดเงินเป็นหลัก โดยมีสัดส่วนเท่า ๆ กัน ซึ่งส่วนใหญ่มีข้อจำกัดในการระดมทุน จึงต้องใช้
ระบบตลาดรองสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยเป็นกลไกสำคัญในระดมทุน อีกทั้งขนาดตลาดทุนสหรัฐอเมริกามี

ขนาดใหญ่ มีนักลงทุนจำนวนมาก อย่างไรก็ตาม คาดว่าระบบการเงินเพื่อที่อยู่อาศัยของไทยที่มีระบบธนาคารพาณิชย์เป็นหลักจะให้บริการสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่มีความหลากหลายให้กับประชาชนมากขึ้น คือ มีทั้งอัตราดอกเบี้ยลอยตัว และอัตราดอกเบี้ยคงที่ระยะยาว ซึ่งธุรกรรม Securitization จะเป็นกลไกสำคัญในการพัฒนาตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย

2) ประเด็นความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยจะมีผลต่อการดำเนินธุรกรรม Securitization

การเปลี่ยนแปลงระดับอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ ส่งผลกระทบต่อระบบธนาคารพาณิชย์ และผู้กู้เงิน ทั้งนี้ ในด้านของผู้ให้กู้ หากอัตราดอกเบี้ยปรับตัวสูงขึ้น ธนาคารพาณิชย์จะมีการแข่งขันในเรื่องการระดมเงินฝาก การทำธุรกรรม Securitization จะเป็นทางเลือกหนึ่งในการระดมทุนโดยตรง หรือการใช้ตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยในการบริหารสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ ส่วนในด้านผู้กู้เงินจะได้รับผลกระทบหากอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อที่อยู่อาศัยปรับตัวสูงขึ้น ก็จะทำให้ความสำคัญกับการเลือกใช้บริการสินเชื่อที่อยู่อาศัยแบบอัตราคงที่ระยะยาว หรือเกิดธุรกรรมการ Refinance มากขึ้น แต่หากภาวะเศรษฐกิจที่มีอัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ สภาพคล่องของสถาบันการเงินสูง ธนาคารพาณิชย์ก็จะให้ความสำคัญต่อตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยน้อยมาก

3.6.2 ด้านผู้ถือครองสินทรัพย์

ผู้ถือครองสินทรัพย์มีแนวโน้มที่จะให้ความสำคัญกับธุรกรรม Securitization มากขึ้น เนื่องจาก

1) สถาบันการเงินใช้ธุรกรรม Securitization ในการบริหารความเสี่ยง

เดิมกฎหมายว่าด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มีวัตถุประสงค์เพื่อให้สถาบันการเงินใช้เป็นช่องทางการแก้ไขปัญหาสภาพคล่อง สามารถระดมทุนได้จากกองสินทรัพย์ของตนเอง แต่จนถึงช่วงปี 2555 ซึ่งอัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ ระบบธนาคารพาณิชย์มีสภาพคล่องสูง จึงไม่ได้ให้ความสำคัญกับธุรกรรม Securitization ในแง่ของการระดมทุน แต่ในช่วงปัจจุบัน มีการปรับปรุงมาตรฐานหลักเกณฑ์การกำกับดูแลสถาบันการเงินที่มีความเข้มงวดขึ้น ทำให้สถาบันการเงินต้องมีการปรับเปลี่ยนโครงสร้างของสินทรัพย์ การดำรงเงินกองทุนและการดำรงสภาพคล่องที่เพิ่มสูงขึ้น อาจส่งผลให้สถาบันการเงินให้ความสำคัญกับธุรกรรม Securitization มากขึ้น ทั้งการดำเนินการเอง หรือพิจารณาขายกองบัญชีสินเชื่อที่อยู่อาศัยไปในตลาดรอง เพื่อเป็นการลดความเสี่ยง แทนการเก็บบัญชีสัญญาเงินกู้จนครบกำหนดสัญญาซึ่งเป็นสัญญาเงินกู้ระยะยาว แต่อย่างไรก็ตาม บทเรียนจากวิกฤต Subprime ทำให้หน่วยงานกำกับดูแลสถาบันการเงินเพิ่มความเข้มงวดในการทำธุรกรรม Securitization ที่มีความซับซ้อนหรือในลักษณะการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ซ้ำ (Re-securitization) รวมทั้งกรณีการจำหน่ายลูกหนี้เงินกู้ที่มีใบแบบขายขาด หรือสินทรัพย์นั้นยังคงอยู่ในงบดุลของสถาบันการเงิน ซึ่งต้องดำรงเงินกองทุนที่เพียงพอ เพื่อความมั่นคงของสถาบันการเงินนั้น ๆ ดังนั้น แนวโน้มที่สถาบันการเงินจะขายขาดมีมาก

นอกจากนี้ ยังมีสินเชื่อประเภทอื่นที่จะสามารถบริหารความเสี่ยงได้อีก เช่น สินเชื่อบัตรเครดิต สินเชื่อรถยนต์ ที่มีแนวโน้มขยายตัว

นอกจากนี้ จากข้อกำหนดว่าด้วยธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จะทำให้ผู้ถือครองสินทรัพย์สามารถดำเนินธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ได้คล่องตัวขึ้น โดยมีทางเลือกที่จะขายกองสินทรัพย์ประเภทเงินกู้ที่อยู่อาศัยออกไปจากกองสินทรัพย์ของสถาบันการเงินแบบขายขาด หรือกรณีที่ไม่ต้องโอนสินทรัพย์ออกจากกองสินทรัพย์ของสถาบันการเงิน รวมทั้งการจัดตั้ง SPV ในรูปทรัสต์ ซึ่งจะให้ผู้ถือครองสินทรัพย์มีการบริหารจัดการที่คล่องตัวมากขึ้น ดังนั้น จึงคาดการณ์ได้ว่าระบบสินเชื่อที่อยู่อาศัยของไทยจะมีความหลากหลาย คือ มีลักษณะผสมทั้งระบบธนาคารพาณิชย์และระบบตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย โดยมีปัจจัยสนับสนุนที่สำคัญ คือ การพัฒนาศักยภาพตลาดทุน ตลาดตราสารหนี้ไทย และตลาดรองตราสารหนี้ด้วย

2) การเติบโตของธุรกิจประเภท Non-bank

สถาบันการเงินที่ไม่ได้รับเงินฝาก ปัจจุบันมีการทำธุรกิจที่หลากหลายมากขึ้น และมีแนวโน้มจำนวนผู้ประกอบการธุรกิจทั้งในและนอกประเทศมากขึ้น และมีปริมาณวงเงินสินเชื่อสูงขึ้น อาจจะมีผลต่อตลาดรองและการดำเนินธุรกรรม Securitization เช่น การขายกองบัญชีลูกหนี้ประเภท Hire Purchase Agreement และบัตรเครดิตต่างๆ เพื่อระดมทุน จากการออกตราสารหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มากขึ้น อีกทั้งการเติบโตของตลาดค่อสังหาริมทรัพย์ การค้ำประกันสินเชื่อที่อยู่อาศัย (Mortgage Insurance) และการค้ำประกันตราสารหนี้ ร่างกฎหมายหลักประกันทางธุรกิจ ซึ่งจะให้มีสินทรัพย์ประเภทอื่น ๆ ที่มีคุณภาพเหมาะสมกับการดำเนินธุรกรรม Securitization อีกด้วย

3) ธุรกรรม Securitization กับกลไกการระดมทุน

3.1) ธนาคารอาคารสงเคราะห์ (ธอส.)

ธอส. เป็นธนาคารเฉพาะกิจของรัฐ และบัญชีลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยจำนวนมาก อาจจะมีการบริหารจัดการสินทรัพย์เสี่ยงของธนาคารใน 2 ลักษณะลักษณะแรก คือการขายกองบัญชีลูกหนี้สินเชื่อให้กับตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย เช่น บคท. ซึ่งเป็นหน่วยงานของรัฐเช่นกัน หรือลักษณะที่สอง ธอส. ดำเนินธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จากบัญชีลูกหนี้ ทั้งนี้ มีผลการประเมินเบื้องต้นพบว่า หาก ธอส. ขายบัญชีลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยให้กับ บคท. จะทำให้มีสภาพคล่องเพิ่มขึ้น มีเงินทุนเพิ่มทุน และหาก ธอส. นำเงินที่ได้จากการขายบัญชีลูกหนี้สินเชื่อไปปล่อยสินเชื่อ ก็จะทำให้ ธอส. มีความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น ด้านเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงตามมาตรฐานของธนาคารดีขึ้น ทั้งนี้ โครงสร้างเงินทุนของ ธอส. ร้อยละ 50 มาจากเงินฝาก และอีกร้อยละ 50 มาจากการกู้ยืมเงินทั้งใน

และต่างประเทศ รวมถึงการที่กระทรวงการคลังกู้ยืมให้ด้วย ทั้งนี้ ธอส. พยายามจะลดสัดส่วนเงินกู้ยืมลง และเพิ่มสัดส่วนเงินฝากเพิ่มขึ้น อีกทั้งเป็นการแก้ไขปัญหาความไม่สอดคล้องของระยะเวลาการระดมทุน ระยะสั้นมาปล่อยกู้ระยะยาว (รัชนีวรรณ 2547)

3.2) การเคหะแห่งชาติ (กคช.)

ภารกิจของ กคช. คือ การเป็นผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ของภาครัฐ ปัจจุบันการดำเนินการตามภารกิจได้รับการจัดสรรเงินทุนส่วนหนึ่งจากภาครัฐ ในขณะที่ กคช. มีกองบัญชีลูกหนี้สินเชื่อเช่าซื้อที่อยู่อาศัยจำนวนมาก จึงเห็นว่าการมีภาระจัดหาแหล่งเงินเพิ่มเติม เพื่อสนับสนุนภารกิจขององค์กร โดยการดำเนินโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จากกองบัญชีลูกหนี้สินเชื่อเช่าซื้อที่อยู่อาศัยของ กคช. ซึ่งสามารถดำเนินการได้หลายหลายช่องทาง

3.3) การระดมทุนเพื่อโครงการลงทุนขนาดใหญ่ภาครัฐ

หากใช้วิธีการระดมทุนโดยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อลงทุนโครงการขนาดใหญ่ เช่น โครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน และหากมีการจัดโครงสร้างที่เหมาะสม จะทำให้การระดมทุนดังกล่าวไม่ถือเป็นหนี้สาธารณะ และตามกฎหมายว่าด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ได้มีการบัญญัตินิยามของคำว่าสินทรัพย์ที่จะสามารถนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์และวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ให้มีความชัดเจนและครอบคลุมถึงสินทรัพย์ที่เป็นสิทธิเรียกร้องให้ชำระหนี้เป็นเงินที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับหรือสิทธิเรียกร้องที่จะมีขึ้นในอนาคต โดยให้ชำระหนี้เป็นเงินที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับตามหลักเกณฑ์ที่คณะกรรมการ ก.ล.ด. ประกาศกำหนด ซึ่งทำให้โครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานที่มีกระแสรายรับในอนาคตมีช่องทางการระดมทุนที่หลากหลายมากขึ้น โดยไม่ต้องพึ่งพางบประมาณภาครัฐทั้งจำนวน เช่น การสร้างทางด่วน โดยมีรายได้จากผู้ใช้ทางด่วน การสร้างรถไฟฟ้าหรือค่าเช่าจากการก่อสร้างอาคารสำนักงาน เป็นต้น นอกจากนี้ ตราสารการเงินที่ออกภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ดังกล่าว โดยส่วนใหญ่เป็นหุ้นกู้อัตราดอกเบี้ยคงที่ระยะยาว ซึ่งจะเป็แหล่งออมเงินที่สำคัญของนักลงทุนที่ต้องการลงทุนระยะยาว

แต่อย่างไรก็ตาม เพื่อให้โครงการลงทุนขนาดใหญ่ภาครัฐ ไม่ต้องอธิบายซ้ำในเรื่องการพิจารณาว่าการระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นหนี้สาธารณะหรือไม่อีก จึงควรมีการทบทวนให้มีความชัดเจน หรือพัฒนากฎหมายว่าด้วยการบริหารหนี้สาธารณะใหม่ให้มีความเป็นสากลมากขึ้น

3.4) การเพิ่มบทบาทของ บตท.

บตท. เป็นสถาบันการเงินเฉพาะกิจ มีภารกิจในการทำหน้าที่เป็นตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย และดำเนินธุรกรรม Securitization ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 1,230 ล้านบาท ขีดความสามารถของ บตท. ในการจะสร้างสภาพคล่องให้กับสถาบันการเงินในตลาดแรกมีจำกัด อาจต้องมีการพิจารณาในเรื่องเงินกองทุนของ บตท. และควรมีการเพิ่มบทบาท บตท. เพื่อให้เป็นผู้นำในการดำเนินธุรกรรม

แปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยขยายขอบเขตธุรกิจให้ บตท. สามารถทำธุรกิจที่เกี่ยวข้องการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์และสินเชื่อที่อยู่อาศัยได้หลากหลายมากขึ้น ได้แก่

(1) การประกันสินเชื่อที่อยู่อาศัย (Mortgage Insurance)

(2) สนับสนุนให้ บตท. ศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์และสมาคมตราสารหนี้ไทยร่วมกันเพื่อดำเนินการหรือริเริ่มพัฒนาฐานข้อมูล การเก็บรวบรวมข้อมูล หรือการสร้างฐานข้อมูลทางสถิติที่ใช้ในการประเมิน Default Rate, Recovery Rate หรือ Prepayment เพื่อสร้าง Benchmark ที่น่าเชื่อถือในการประเมินความเสี่ยง รวมทั้งการส่งเสริมให้มีระบบการค้ำประกันตราสารหนี้ (MBS Guarantee)

(3) สนับสนุนให้ บตท. สามารถดำเนินการเป็นที่ปรึกษา และมีส่วนร่วม เป็นนิติบุคคล เฉพาะกิจสำหรับโครงการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของภาครัฐ โดยในส่วนของภาครัฐรวมถึงกระทรวงอื่น ๆ ด้วย ซึ่งต้องแก้ไขกฎหมาย บตท.

3.6.3 ด้านผู้ลงทุนในตราสารการเงินหรือหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

ตามหลักเกณฑ์ของสำนักงาน ก.ล.ต อนุญาตให้สามารถเสนอขายหุ้นกู้ Securitization ในประเทศให้กับบุคคลทั่วไปได้ หรือเฉพาะบุคคลในวงจำกัดก็ได้ และอนุญาตให้บริษัทต่างชาติดำเนินการออกหุ้นกู้ดังกล่าวในประเทศไทยได้ด้วย อย่างไรก็ตาม ยังมีโครงสร้างพื้นฐานอื่นๆ ที่จะสนับสนุนโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ มีแรงจูงใจสำหรับกลุ่มนักลงทุนทั่วไปและต่างประเทศ ดังนี้

1) ขาดการทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงให้กับหุ้นกู้ที่เกิดจากโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ จึงควรพิจารณาให้มีธุรกรรมการค้ำประกันตราสารหนี้

2) เนื่องจากนักลงทุนในตราสาร MBS บางรายต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนด้วยการขายตราสารออกไปมากกว่าที่จะถือจนครบอายุได้ก่อน จึงมีความจำเป็นต้องมีการซื้อขายในตลาดรองตราสารหนี้ เพื่อสร้างสภาพคล่อง จึงควรพัฒนาตลาดรองตราสารหนี้ ซึ่งปัจจุบันก็มีแล้ว คือ ตลาดตราสารหนี้หรือ Bond Electronic Exchange (BEX) จัดตั้งโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เปิดซื้อขายตั้งแต่วันที่ 26 พฤศจิกายน พ.ศ. 2546 แต่ยังไม่เป็นที่คุ้นเคย

3) พิจารณาให้ตราสาร MBS หรือตราสารการเงินที่อยู่ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์ และมีการค้ำประกันจากภาครัฐควรกำหนดน้ำหนักความเสี่ยงต่ำกว่าที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน เช่น อาจจะเป็นร้อยละ 10 (เช่นเดียวกับกรณีของประเทศมาเลเซีย)

4) ส่งเสริมการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ เพื่อให้ธนาคารพาณิชย์ และนักลงทุนสถาบันที่สนใจจะลงทุนหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ แต่ให้ความสำคัญเรื่องอันดับเครดิตควบคู่กับพิจารณาจาก Equity ของผู้ออกตราสารหนี้ เนื่องจาก SPV ซึ่งเป็นผู้ออกตราสารหุ้นกู้โครงการ ส่วนมากมีเงินทุนขนาดเล็กเพียงพอต่อการดำเนินการเท่านั้น

5) กรณีตราสาร MBS นักลงทุนต่างประเทศไม่สามารถลงทุนได้ ยังคิดเรื่องกรรมสิทธิ์หลักประกันตราสารประเภท MBS ซึ่งมีหลักประกันจดจำนองอสังหาริมทรัพย์ อีกทั้งยังมีความยุ่งยากในการโอนกรรมสิทธิ์ในตราสารหนี้

6) ตราสารที่ออกและเสนอขายภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้น มีลักษณะเป็นหุ้นกู้ ดังนั้นผู้ถือตราสารจะเปรียบเสมือนเป็นเจ้าของหนี้ รายได้ที่ผู้ลงทุนได้รับจะได้รับในรูปของดอกเบี้ย ซึ่งต้องมีการเสียภาษีบนดอกเบี้ยที่ได้รับดังกล่าว เมื่อเทียบกับการระดมทุนผ่านผลิตภัณฑ์อื่น ๆ ในตลาด ในบางผลิตภัณฑ์ เช่นกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน จะได้รับยกเว้นภาษีจากเงินปันผลที่ได้รับจากกองทุนรวมดังกล่าว ดังนั้นการพิจารณาในเรื่องผลตอบแทนที่ได้รับจึงต้องมีการนำเรื่องดังกล่าวไปเปรียบเทียบกับการลงทุนประเภทอื่นซึ่งอาจไม่ได้ต่ำกว่ามากนักหากเทียบกับการที่ต้องมีการเสียภาษีภายหลังที่ได้รับดอกเบี้ยแล้ว ดังนั้นในกรณีหุ้นกู้ที่ออกภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อระดมทุนในโครงการขนาดใหญ่ของภาครัฐ น่าจะพิจารณาเรื่องการให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีที่เท่าเทียมกับการลงทุนในกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน เนื่องจากโครงการลงทุนภาครัฐขนาดใหญ่หากใช้วิธีการระดมทุนโดยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งจะไม่เป็นหนี้สาธารณะ เพื่อเป็นการสร้างแรงจูงใจให้นักลงทุนในการลงทุนด้วย จึงเห็นควรสร้างแรงจูงใจให้นักลงทุนในการลงทุนด้วย เช่น การพิจารณายกเว้นภาษีเงินได้จาก Capital gain ในการซื้อขายตราสารหนี้

6) การลงทุนของสถาบันการเงิน เช่น ธนาคารพาณิชย์นั้น การพิจารณาในการลงทุนส่วนหนึ่งขึ้นอยู่กับเกณฑ์กำกับดูแลของสถาบันการเงินหรือ ธนาคารพาณิชย์นั้น ๆ ด้วย ดังนั้นหากเกณฑ์การกำกับดูแลมีการผ่อนปรน หรือเอื้อให้กับธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มากขึ้น จะให้สถาบันการเงินน่าจะมีความสนใจที่จะลงทุนในตราสารประเภทนี้มากขึ้น เช่น เรื่องการกำหนดหลักเกณฑ์การดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ ของธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ธนาคารพาณิชย์มีสินทรัพย์ที่สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้อย่างรวดเร็ว โดยมูลค่าไม่เปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ และมีสภาพคล่องเพียงพอที่จะรองรับการไหลออกของแหล่งเงินจากประชาชนทั้งอยู่ในรูปเงินฝากและเงินกู้ยืม โดยเฉพาะแหล่งเงินที่มีลักษณะไหลตัวเร็ว ซึ่งปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการกำหนดประเภทของสินทรัพย์ที่สามารถนับเป็นสินทรัพย์สภาพคล่องได้นั้น ครอบคลุมถึงตราสารหนี้บางประเภท เช่น ตราสารหนี้ที่ออกโดยธนาคารแห่งประเทศไทย หรือกองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนา ระบบสถาบันการเงิน หุ้นกู้ พันธบัตร หรือตราสารแสดงสิทธิในหนี้ ที่ออกโดยรัฐวิสาหกิจ หน่วยงานของรัฐ หรือบริษัทบริหารสินทรัพย์ เป็นต้น โดยกำหนดลักษณะของตราสารดังกล่าวไว้ว่าเป็นตราสารที่แสดงสิทธิในหนี้ซึ่งปราศจากภาระผูกพันและสามารถโอนเปลี่ยนมือได้ ซึ่งก็เป็นหนึ่งในลักษณะของตราสารที่ออกจากโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เช่นเดียวกัน ดังนั้น หากกำหนดให้ตราสารที่เกิดจากโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ สามารถนำมานับเป็นสินทรัพย์สภาพคล่องของธนาคาร

พาณิชย์ได้นั้น ก็จะเป็นแรงจูงใจที่สำคัญอันหนึ่งที่จะเป็นการกระตุ้นความต้องการในตลาดให้มีความสนใจที่จะลงทุนในตราสารประเภทนี้มากขึ้น

3.6.4 ด้านกฎหมายกำกับดูแล และกฎหมายอื่นที่เกี่ยวข้อง

จากการเสนอแก้ไขกฎหมายว่าด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ให้มีความสอดคล้องกับหลักการสากล ทำให้บทบัญญัติกฎหมายในปัจจุบันมีความคล่องตัวมากขึ้น นอกจากนี้ โครงสร้างกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ก็มีผลบังคับใช้แล้ว ได้แก่ การให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีเพื่อให้มีต้นทุนไม่มากนัก เช่น การยกเว้นภาษีมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ขายสินทรัพย์ให้กับ SPV หรือ SPV โอนกลับผู้ขายตอนสิ้นสุดโครงการ การยกเว้นภาษีธุรกิจเฉพาะ อากรแสตมป์ ยกเว้นภาษีเงินได้ของ SPV

เมื่อปี 2548 สำนักงาน ก.ล.ต. ออกหลักเกณฑ์ให้หุ้นกู้ Securitization เสนอขายแบบ PO ได้ และการกำหนดหลักเกณฑ์เพื่อเปิดโอกาสให้นักลงทุนต่างประเทศสามารถเป็นผู้ระดมทุนในโครงการออกและเสนอขายหุ้นกู้ Securitization ในประเทศไทยได้ โดยให้ทำได้ทั้งในรูปแบบสกุลเงินบาทและเงินตราต่างประเทศ และใช้อันดับความน่าเชื่อถือที่จัดทำโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือระหว่างประเทศได้เป็นต้น

ปัจจุบัน ยังมีกฎหมายสนับสนุนและธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกรรม Securitization ได้แก่

- 1) ร่างพระราชบัญญัติหลักประกันทางธุรกิจ พ.ศ. ปัจจุบันอยู่ในชั้นการพิจารณาของคณะรัฐมนตรี (ณ มิ.ย. 2558)
- 2) ธุรกรรมการค้าประกันสินเชื่อที่อยู่อาศัย ซึ่งเป็นธุรกรรมที่จะสนับสนุนให้ผู้ขอสินเชื่อที่อยู่อาศัย มีโอกาสที่จะเข้าถึงสินเชื่อที่อยู่อาศัยได้เพิ่มมากขึ้น แต่ธุรกรรมดังกล่าวก็มีความซับซ้อนในเรื่องการคิดค่าเบี้ยประกัน ปัจจุบันบรรษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย (บตท.) อยู่ระหว่างเสนอให้กระทรวงการคลังพิจารณาเรื่องการขยายขอบเขตการดำเนินธุรกิจของ บตท.
- 3) ธุรกรรมการค้าประกันตราสารหนี้หรือหุ้นกู้ ซึ่งถือเป็นส่วนหนึ่งของการทำ Credit Enhancement เพื่อให้ตราสารหุ้นกู้ Securitization ได้รับการยกระดับความน่าเชื่อถือสูงขึ้น ซึ่งเป็นธุรกรรมที่ต้องมีการเก็บรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับ Default Rate, Recovery Rate, Prepayment เป็นต้น เพื่อประเมินความเสี่ยง โดยข้อมูลดังกล่าวยังไม่มีหน่วยงานกลางในประเทศไทยจัดเก็บ ทั้งนี้ ตามสภาพกฎหมายปัจจุบัน มีแนวทางในการพิจารณารองรับการดำเนินธุรกรรม ได้แก่ แนวทางแรก ให้อยู่ในการกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับและส่งเสริมการประกอบธุรกิจประกันภัย (คปภ.) เพราะขอบเขตของธุรกิจดังกล่าวนี้ บริษัทประกันวินาศภัยสามารถประกอบธุรกิจได้โดยการออกกรมธรรม์ที่

ประกันความเสี่ยงเครดิตให้แก่ตราสารหนี้ที่ออกโดย SPV โดยไม่ต้องขออนุญาตกรมประกันภัยอีก เนื่องจากขอบเขตของธุรกิจดังกล่าวอยู่ภายใต้ใบอนุญาตประกอบธุรกิจประกันวินาศภัยอยู่แล้ว อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี ในปัจจุบัน ยังไม่มีบริษัทประกันวินาศภัยในประเทศประกอบธุรกิจดังกล่าว (ศิริวรรณและคณะ ; 2550) แนวทางที่สอง คือการพิจารณาความเป็นไปได้และให้สถาบันการเงินเฉพาะกิจดำเนินการ ได้แก่ บรรษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย หรือบรรษัทประกันสินเชื่ออุตสาหกรรมขนาดย่อม เป็นต้น

บทที่ 4

แนวทางการระดมทุนสำหรับโครงการลงทุนขนาดใหญ่ของภาครัฐและความสัมพันธ์ เชิงเปรียบเทียบ

โครงการลงทุนขนาดใหญ่ของภาครัฐและรัฐวิสาหกิจ (Mega Project) มีความสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจไทย โดยเฉพาะการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน เพื่อเสริมสร้างความสามารถในการแข่งขันให้กับประเทศในระยะยาว ซึ่งส่วนใหญ่เป็นโครงการขนาดใหญ่วงเงินตั้งแต่ 1,000 ล้านบาทขึ้นไป ภาครัฐจึงต้องพิจารณาความเป็นไปได้เรื่องต่าง ๆ เช่น แหล่งเงินทุน ต้นทุนค่าก่อสร้างที่ปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่องทุกปี อัตราดอกเบี้ยซึ่งส่งผลต่อการออกพันธบัตรของภาครัฐที่จะระดมเงินมาลงทุน ภายใต้ข้อจำกัดการบริหารงบประมาณรอบความยั่งยืนทางการคลังที่กำหนดระดับหนี้สาธารณะต่อ GDP จะต้องอยู่ในระดับไม่เกินร้อยละ 60 และภาระหนี้ต้องไม่เกินร้อยละ 15

สำหรับแนวทางการระดมทุนของภาครัฐเพื่อลงทุนในโครงการลงทุนขนาดใหญ่ที่ผ่านมาได้แก่

1. เงินงบประมาณ ซึ่งอยู่ภายใต้ข้อจำกัดการจัดสรรงบประมาณสำหรับการลงทุนในโครงการลงทุนขนาดใหญ่
2. เงินกู้ต่างประเทศ (ออกพันธบัตรรัฐบาลไทยในตลาดเงินทุนต่างประเทศ) อยู่ภายใต้ข้อจำกัดเรื่องหนี้สาธารณะ
3. รายได้จากรัฐวิสาหกิจอยู่ภายใต้ข้อจำกัดที่มีไม่มากพอและการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่มีถูกคัดค้าน
4. เงินกู้ในประเทศ (ออกพันธบัตรหรือตราสารหนี้) อยู่ภายใต้ข้อจำกัดเรื่องที่ภาครัฐเข้าไปใช้สภาพคล่องในตลาด อาจทำให้อัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น
5. นวัตกรรมทางการเงินเพื่อการระดมทุนที่นำไปใช้ลงทุนในโครงการขนาดใหญ่ โดยอาศัยกลไกตลาดทุน ลดการพึ่งพางบประมาณ ซึ่งปัจจุบันมีหลากหลายรูปแบบ ได้แก่ การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) การระดมทุนโดยผ่านกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน การจัดตั้งกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และรูปแบบการร่วมลงทุนระหว่างภาครัฐและเอกชนในกิจการของรัฐ หรือ Public Private Partnerships (PPPs)

สำหรับนวัตกรรมทางการเงินดังกล่าว แต่ละแนวทางก็มีจุดเด่น จุดด้อยในการพิจารณาให้เหมาะสมกับโครงการลงทุนขนาดใหญ่ นอกจากนี้ ยังมีปัจจัยสำคัญที่สนับสนุนคือ ความเชื่อมโยงทางเศรษฐกิจทางด้านการค้าการลงทุน ความร่วมมือในภูมิภาคอาเซียนในเรื่องการลงทุนโครงการพื้นฐานขนาดใหญ่ เช่น การจัดตั้งกองทุนเพื่อสนับสนุนโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานในอาเซียน และในอีกด้านหนึ่ง คือ

แนวคิดในเรื่องการบริหารสินทรัพย์และหนี้สินของภาครัฐ เพื่อให้เกิดมูลค่าเพิ่ม ได้แก่ การบริหารจัดการที่ราชพัสดุ และจัดทำแผนบริหารหนี้เงินกู้เพื่อลดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยรวมถึงการเพิ่มสัดส่วนเงินทุนหรือรายได้ของรัฐวิสาหกิจ โดยการระดมทุนจากตลาดทุนและการนำนวัตกรรมทางการเงินอื่นๆ มาใช้เพื่อช่วยลดภาระการชำระหนี้เงินกู้ของภาครัฐและเพื่อใช้ลงทุนใหม่

แนวทางการบริหารจัดการสินทรัพย์ภาครัฐ ในส่วนที่เป็นที่ราชพัสดุ ของกระทรวงการคลัง โดยกรมธนารักษ์ มีหลายโครงการ ได้แก่ โครงการบริหารจัดการที่ราชพัสดุกรมราชทัณฑ์ โครงการพัฒนาที่ราชพัสดุเชิงท่องเที่ยว อาทิ โครงการที่เกาะสมุย จังหวัดสุราษฎร์ธานี โครงการที่จังหวัดภูเก็ต โครงการที่เกาะภูเก็ตจังหวัดตราด โครงการบริหารที่ราชพัสดุในต่างประเทศ โครงการพัฒนาพื้นที่ใต้ทางด่วน โครงการพัฒนาที่ราชพัสดุบริเวณที่ตั้งบรรษัทบริหารสินทรัพย์ (บปส.) และ โครงการศูนย์ราชการถนนแจ้งวัฒนะ ทั้งนี้ ในส่วนของการบริหารจัดการที่ราชพัสดุดังกล่าว จำเป็นต้องพึ่งพาเงินลงทุนจำนวนมากนั้น กรมธนารักษ์ได้มีการจัดตั้งบริษัทธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด ขึ้นเพื่อเป็นองค์กรที่ทำหน้าที่เป็นผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ภาครัฐ นอกจากนี้ ยังมีการจัดตั้งกองทุนพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ภาครัฐ เพื่อเพิ่มศักยภาพการพัฒนาเชิงพาณิชย์ ทำให้การบริหารจัดการที่ราชพัสดุมีความคล่องตัวมากขึ้น จากปกติกรมธนารักษ์จะนำส่งเข้าแผ่นดินปีละประมาณ 3,000-4,000 ล้านบาท

ในบทนี้ คณะผู้วิจัยต้องการศึกษาจุดเด่นและลักษณะเฉพาะของนวัตกรรมทางการเงินที่ใช้ในการระดมทุน เพื่อลดภาระงบประมาณภาครัฐ พิจารณาความเหมาะสมในแต่ละแนวทางในการระดมทุน ที่จะใช้เพื่อระดมทุนในโครงการลงทุนภาครัฐ สนับสนุนการเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารจัดการทรัพย์สินของกระทรวงการคลัง ของกรมธนารักษ์ ซึ่งปัจจุบันมี 4 แนวทางที่สำคัญ ได้แก่ การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ การร่วมลงทุนระหว่างภาครัฐและเอกชนในกิจการของรัฐ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน และ กองทรัสต์เพื่อลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ โดยจะทำการศึกษา 2 ส่วนคือ ส่วนแรกเป็นการพิจารณาจุดเด่นและลักษณะแนวทางการระดมทุน และส่วนที่สองเป็นการเปรียบเทียบแนวทางการระดมทุนดังกล่าว

4.1 การพิจารณาแนวทางการระดมทุนที่เป็นนวัตกรรมใหม่กับการนำไปใช้ในเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารจัดการทรัพย์สินของกระทรวงการคลัง ของกรมธนารักษ์ เฉพาะที่ราชพัสดุ

แนวทางการระดมทุนที่สำคัญประกอบด้วย 4 แนวทาง ดังนี้

4.1.1 การระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

1) ความหมาย และกระบวนการ

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นการระดมทุนจากกองสินทรัพย์ประเภทสิทธิเรียกร้องให้ชำระหนี้เป็นเงินที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับหรือสิทธิเรียกร้องที่จะมีขึ้นในอนาคตโดยให้ชำระหนี้เป็นเงินที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับ ซึ่งกองสินทรัพย์ดังกล่าวสามารถนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ได้ ทั้งนี้ โครงการลงทุนของภาครัฐและรัฐวิสาหกิจมักก่อให้เกิดรายได้ในอนาคต เช่น รายได้จากค่าเช่า ค่าสัมปทาน หรือรายได้ในอนาคต (Future Revenue) อื่นๆ เช่น ค่าใช้ทางพิเศษ ซึ่งจะได้รับเมื่อมีโครงการลงทุนหรือโครงการการพัฒนาที่ราชพัสดุ และนำรายได้ในอนาคตดังกล่าวมาเป็นหลักประกันในการออกตราสารทางการเงินจำนองแก่นักลงทุนนั่นเอง ซึ่งแพร่หลายทั้งสหรัฐอเมริกาและยุโรป สำหรับกรณีสหรัฐอเมริกา (ชนภรณ์ ; 2551) รัฐบาลท้องถิ่นได้ดำเนินการระดมทุนสำหรับโครงการสาธารณูปโภคขั้นพื้นฐานโดยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยการออกพันธบัตรประเภท (Revenue Bond) ทั้งนี้ ผู้ถือตราสารดังกล่าวจะได้รับดอกเบี้ยและเงินต้นคืนจากรายได้ที่ได้จากโครงการที่นำเงินไปลงทุน เช่น พันธบัตรทางด่วน จะนำรายได้ค่าธรรมเนียมการใช้ทางด่วนไปจ่ายเป็นดอกเบี้ยและเงินต้น หรือกรณีรายได้จากค่าสัมปทาน ค่ากระแสไฟฟ้า สร้างสนามบิน เป็นต้น

พบพนิต (2547) ให้ความเห็นและยกตัวอย่างการนำวิธีการระดมทุนโดยการแปลงสินทรัพย์ไปใช้ในโครงการภาครัฐ เช่น กรณีการเช่าพื้นที่เอกชนเป็นสำนักงานราชการ ภาครัฐสามารถจัดการแปลงรายจ่ายจากงบประมาณที่จำเป็นต้องจ่ายอยู่แล้วมาเป็นหลักประกันในการระดมทุนเพื่อซื้อสถานที่ราชการแห่งนั้นได้ โดยจัดตั้ง SPV มาออกหุ้นกู้แล้วนำไปซื้อสถานที่ราชการแห่งนั้น และทำสัญญาให้เช่าสถานที่นั้นกับภาครัฐตลอดอายุโครงการ หุ้นกู้ที่ออกจะมีหลักประกันที่น่าเชื่อถือ คือสัญญาเช่าซึ่งมีรายได้จากงบประมาณที่จัดสรรไว้พร้อมกับตัวสถานที่ราชการนั้นเป็นหลักประกัน ผู้ที่ลงทุนจะมีหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำเพื่อการลงทุน ในระยะยาวเมื่อสิ้นโครงการแล้วสถานที่ราชการก็จะตกเป็นของรัฐ หลังจากนั้นโครงการได้คืนเงินต้นแก่ผู้ลงทุนและรัฐ ก็จะหมดภาระที่จะต้องจ่ายค่าเช่าสถานที่ราชการนั้นอีกต่อไป ทั้งนี้ การจัดโครงสร้างการบริหารจัดการ SPV จะมีความโปร่งใสและสามารถตรวจสอบได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการให้ภาคเอกชนเข้ามามีส่วนร่วมบริหารจัดการด้วยจะเป็นผลดียิ่งขึ้น และข้อสำคัญอีกประการหนึ่งคือ โครงการดังกล่าวไม่ควรประกันโดยภาครัฐ แต่ควรเป็นการดำเนินการทางธุรกิจเต็มรูปแบบ ทำให้รัฐจำเป็นต้องประชาสัมพันธ์ และทำความเข้าใจกับผู้ลงทุนให้ถือว่าเป็นโครงการทางธุรกิจที่อาจเกิดกำไรขาดทุนได้ แต่อย่างไรก็ตาม การจัดตั้งโครงการดังกล่าวจะต้องจัดรูปแบบให้มีความเสี่ยงทางธุรกิจให้ต่ำที่สุด เพื่อแรงจูงใจเกี่ยวกับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์ที่ออกมาด้วย

สำหรับในกรณีของประเทศไทย พบว่าภาครัฐและรัฐวิสาหกิจเคยนำวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้ ทั้งโดยตรงและทางอ้อมโดยผ่านระบบตลาดรอง ดังนี้

1.1) โครงการก่อสร้างศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ โดยระดมทุนจากการออกหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เพื่อใช้ในการก่อสร้างอาคารมูลค่ารวมประมาณ 24,000 ล้านบาท ซึ่งตราสารหุ้นกุดังกล่าวจัดเป็น Future Flow Securitization โดยมีค่าเช่าที่เกิดขึ้นจากหน่วยงานราชการได้เข้าไปใช้อาคารสถานที่มาเป็นหลักประกันการชำระหนี้ ซึ่งเป็นรายได้ที่เกิดขึ้นภายหลังจากที่อาคารสถานที่ดังกล่าวสร้างเสร็จแล้ว

1.2) ธนาคารอาคารสงเคราะห์ขายกองสินเชื่อบริษัทที่อยู่อาศัยให้กับระบบตลาดรองสินเชื่อบริษัทอยู่อาศัยจำนวน 2,000 ล้านบาท เมื่อปี 2542 และการร่วมมือกันในเรื่องอื่นๆ ในระยะต่อมา

1.3) การเคหะแห่งชาติดำเนินโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยตรง เพื่อระดมทุนใช้สนับสนุนภารกิจ และในโครงการบ้านเอื้ออาทร และได้การดำเนินการทางอ้อมโดยการขายกองบัญชีลูกหนี้เช่าซื้อที่อยู่อาศัยของการเคหะแห่งชาติให้กับระบบตลาดรองสินเชื่อบริษัทอยู่อาศัย

2) จุดเด่นของธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์กับการนำไปใช้ในโครงการระดมทุนภาครัฐ ได้แก่

2.1) หากมีการจัดรูปแบบที่เหมาะสม การระดมทุนโดยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ จะไม่มีผลกระทบต่อหนี้สาธารณะ

2.2) เป็นการพัฒนาตลาดทุนไทย โดยเฉพาะการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ อีกทั้งเพื่อให้มี Benchmark Bond สำหรับตราสารหนี้ภาครัฐที่ใช้เป็นตราสารอ้างอิง ซึ่งหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์อาจมีอายุยาวถึง 30 ปี ถือว่าเป็นแหล่งลงทุนและออมเงินที่สำคัญให้กับนักลงทุนไทยด้วย

2.3) มีความเป็นไปได้ในการนำวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้กับการระดมทุนในกรณีรัฐวิสาหกิจ เพื่อลดการค้ำประกันการออกพันธบัตรของรัฐวิสาหกิจ เพื่อลดภาระหนี้ภาครัฐ และในกรณีองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่นที่มีขนาดใหญ่และทันสมัย มีรายได้เป็นของตนเอง เช่น กรุงเทพมหานคร เชียงใหม่ ภูเก็ต หรือเมืองพัทยา อย่างไรก็ตามโครงการที่จะประสบความสำเร็จขึ้นอยู่กับตัวสินทรัพย์และรูปแบบวิธีการจัดโครงการเป็นสำคัญ

2.4) ผลกระทบจากการระดมทุนโดยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ หากมีการระดมทุนภายในประเทศ อาจมีผลต่อระดับอัตราดอกเบี้ยที่จะปรับตัวสูงขึ้นบ้าง แต่หากสามารถนำไประดมทุนในต่างประเทศจะไม่มีผลกระทบต่อตลาดเงินภายในประเทศ แต่มีข้อพิจารณาเกี่ยวกับต้นทุนดำเนินการ

และการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ และความเสี่ยงจากการดำเนินโครงการที่อาจส่งผลกระทบต่อนักลงทุนต่างประเทศ

2.5) เป็นจุดเริ่มต้นของการเกิดแนวความคิดเกี่ยวกับการพัฒนาที่ราชพัสดุแนวใหม่ ทั้งนี้ ในอดีตภาครัฐมีแนวคิดเกี่ยวกับการลงทุนโครงการลงทุนเพื่อพัฒนาที่ราชพัสดุ ที่ว่าหากภาคเอกชนสามารถดำเนินการได้ ภาครัฐจะไม่ลงไปทำธุรกิจแข่งขันและเห็นว่าการดำเนินการของภาคเอกชนมีประสิทธิภาพมากกว่า ดังนั้น การพัฒนาที่ราชพัสดุ ทั้งการสร้างสถานที่ราชการ หรือการใช้ในเชิงพาณิชย์ จึงมักจะปรากฏในลักษณะ ดังนี้

(1) เสนอของบประมาณในการก่อสร้าง หากไม่ได้รับการจัดสรร ก็ชะลอโครงการไปก่อน ส่งผลให้มูลค่าโครงการมีการปรับตัวสูงขึ้น หากใช้วิธีการระดมทุนนี้ก็สามารถเริ่มโครงการได้ทันที

(2) การเปิดประมูลเพื่อให้ภาคเอกชนเสนอโครงการลงทุนและภาครัฐเก็บค่าสัมปทาน หากครบระยะเวลา สิ่งก่อสร้างนั้นก็ตกเป็นของภาครัฐ ซึ่งอาจหมดสภาพ ต้องมีการปรับปรุง หรือให้ภาคเอกชนเช่าต่อ กรณีการร่วมลงทุนระหว่างภาครัฐกับภาคเอกชน ซึ่งก็ถือว่าเป็นการแบ่งเบาภาระภาครัฐ ลดความเสี่ยง แต่ขณะเดียวกันผลประโยชน์ก็ไม่ได้ตกกับภาครัฐเต็มที่นัก จึงเกิดการนำนวัตกรรมทางการเงินใหม่ ที่ใช้ในการระดมทุนเพื่อโครงการลงทุนภาครัฐ ได้แก่ การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ หรือกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน และการร่วมลงทุนระหว่างภาครัฐกับภาคเอกชน เป็นต้น

2.6) ข้อสังเกตด้านลบ

(1) การดำเนินธุรกรรมมีความซับซ้อน การดำเนินการหรือความเสี่ยงทุกขั้นตอนยังอยู่ในความรับผิดชอบของภาครัฐ หรือรัฐวิสาหกิจที่ภาครัฐจัดตั้งขึ้น

(2) ต้นทุนดอกเบี้ย ที่ระบุไว้ในตราสารการเงิน อาจต้องกำหนดไว้สูงกว่าพันธบัตรรัฐบาล เพื่อสร้างแรงจูงใจ

(3) มีต้นทุนที่ปรึกษาด้านต่างๆ สูง เพื่อควบคุมความเสี่ยงด้านต่าง ๆ

4.1.2 การร่วมลงทุนในรูปแบบ PPPs

1) ความหมาย และกระบวนการ

ในอดีตการให้เอกชนเข้าร่วมลงทุนในรูปแบบของ PPPs เป็นการดำเนินการภายใต้พระราชบัญญัติว่าด้วยการให้เอกชนเข้าร่วมงานหรือดำเนินการในกิจการของรัฐ พ.ศ. 2535 (พ.ร.บ. ร่วมงานฯ) ซึ่งกฎหมายดังกล่าวมีหลักเกณฑ์บางประการที่ไม่ชัดเจน จึงทำให้เกิดปัญหาในการบังคับใช้และการตีความกฎหมาย ส่งผลให้การอนุมัติโครงการต่างๆ เกิดความล่าช้าเป็นอย่างมาก ดังนั้น จึงได้มีการปรับปรุงกฎหมายและนำกฎหมายฉบับใหม่มาใช้บังคับคือ พระราชบัญญัติการให้เอกชนร่วมลงทุนใน

กิจการของรัฐ พ.ศ. 2556 (พ.ร.บ. ร่วมลงทุนฯ) เพื่อให้การกำหนดนโยบายของรัฐมีความชัดเจนและแน่นอนมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ ยังได้มีการเพิ่มเติมหลักเกณฑ์และขั้นตอนเกี่ยวกับการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ เพื่อให้เกิดความโปร่งใสในการให้เอกชนเข้าร่วมลงทุน สอดคล้องกับนโยบายของรัฐบาลและหลักวินัยการเงินการคลัง

1.1) สาระสำคัญของ พ.ร.บ. ร่วมลงทุนฯ

พ.ร.บ. ร่วมลงทุนฯ ได้ใช้บังคับในกรณีของการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ ซึ่งมีหลักการสำคัญประกอบด้วย

(1) จะต้องคำนึงถึงประสิทธิภาพและความคุ้มค่าในการดำเนินกิจการและการใช้ทรัพยากรของรัฐ

(2) การยึดถือวินัยการเงินการคลัง

(3) การดำเนินโครงการต้องเกิดประโยชน์ต่อสังคมและเศรษฐกิจ

(4) มีความโปร่งใสในกระบวนการตัดสินใจ

(5) ต้องมีการจัดสรรความเสี่ยงที่เหมาะสมของโครงการระหว่างรัฐกับเอกชน

(6) สิทธิและประโยชน์ของผู้รับบริการ

(7) ต้องเป็นการส่งเสริมการแข่งขันอย่างเป็นธรรมระหว่างเอกชนที่จะร่วมลงทุน นอกจากนี้ พ.ร.บ. ร่วมลงทุนฯ ได้มีข้อยกเว้นสำหรับโครงการบางประเภท ได้แก่

(1) การให้สัมปทานตามกฎหมายว่าด้วยปิโตรเลียม

(2) การให้ประทานบัตรตามกฎหมายว่าด้วยแร่

(3) กิจการของรัฐที่มีกฎหมายกำหนดกระบวนการพิจารณาการให้เอกชนร่วมลงทุน และกำกับดูแลและติดตามผลการดำเนินโครงการไว้อย่างเพียงพอแล้ว ซึ่งจะมีการตราพระราชกฤษฎีกาเพื่อยกเว้นให้

อย่างไรก็ดี เพื่อให้การกำหนดนโยบายของรัฐมีความชัดเจนและแน่นอนมากยิ่งขึ้น พ.ร.บ. ร่วมลงทุนฯ จึงมีการเพิ่มกลไกและมาตรการใหม่ๆ และนำกลไกบางส่วนของพ.ร.บ. ร่วมงานฯ มาใช้ โดยสาระสำคัญสรุปได้ตามตารางด้านล่าง

ตารางที่ 4.1 แสดงรายละเอียดสรุปสาระสำคัญของพระราชบัญญัติการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ พ.ศ. 2556

การเพิ่มกลไกและมาตรการใหม่	การนำกลไกและบทบัญญัติของ พ.ร.บ. ร่วมงานฯ มาบัญญัติไว้ใน พ.ร.บ. ร่วมลงทุนฯ	ข้อแตกต่างในสาระสำคัญของ พ.ร.บ. ทั้งสองฉบับ
1) มีหลักการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ 2) จัดให้มีคณะกรรมการนโยบายการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ 3) จัดให้มีแผนยุทธศาสตร์การให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ 4) มีการกำหนดรายละเอียดของสัญญาร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ 5) จัดให้มีแนวทางจัดการแก้ไขปัญหาที่อาจเกิดขึ้นจากการดำเนิน โครงการ 6) มีข้อกำหนดในการแก้ไขสัญญา และการทำสัญญาใหม่ 7) จัดให้มีกองทุนส่งเสริมการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ	1) โครงสร้างบทนิยามเดิมของ พ.ร.บ. ร่วมงานฯ 2) การเสนอโครงการการให้เอกชนร่วมงานฯ 3) การดำเนินโครงการการให้เอกชนร่วมงานฯ 4) การกำกับดูแลและติดตามผลการดำเนินงาน โครงการ	1) คำนิยาม “รัฐวิสาหกิจ” “โครงการ” และ “หน่วยงานของรัฐ” 2) การยกเว้นไม่ต้องอยู่ภายใต้บังคับกฎหมาย 3) หลักเกณฑ์การคำนวณมูลค่าโครงการ 4) องค์ประกอบและอำนาจหน้าที่ของคณะกรรมการคัดเลือกและคณะกรรมการกำกับดูแล 5) การแก้ไขสัญญาและการทำสัญญาใหม่

ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ

1.2) การพิจารณาโครงการ

คณะกรรมการนโยบายการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ (คณะกรรมการนโยบาย PPPs) ได้เห็นชอบในการกำหนดกรอบมูลค่าของโครงการที่จะให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ สรุปได้ดังนี้

(1) โครงการที่มีมูลค่าตั้งแต่ 5,000 ล้านบาทขึ้นไป จะต้องให้คณะกรรมการนโยบาย PPPs พิจารณาทุกโครงการ

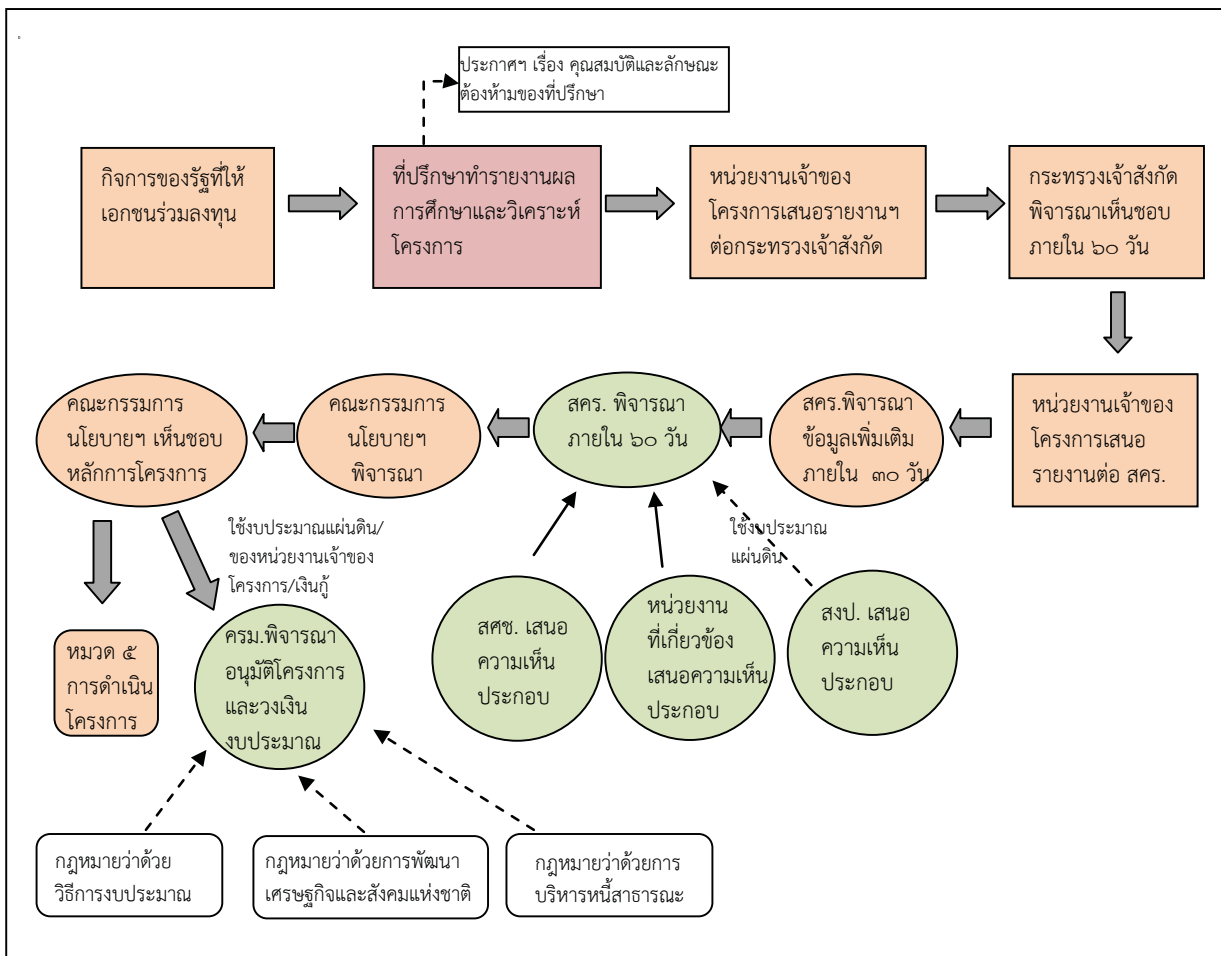
(2) โครงการที่มีมูลค่าตั้งแต่ 1,000 - 5,000 ล้านบาท และเป็นโครงการที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างพื้นฐานและการบริการสาธารณะจะต้องนำเข้าสู่การพิจารณาของคณะกรรมการนโยบาย PPPs

(3) โครงการที่มีมูลค่าตั้งแต่ 1,000 - 5,000 ล้านบาท แต่เป็นโครงการที่ไม่ถือเป็นโครงการที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างพื้นฐานและการบริการสาธารณะ เช่น การพัฒนาที่ดินของรัฐเชิงพาณิชย์ ให้

ดำเนินการเช่นเดียวกับโครงการที่มีมูลค่าต่ำกว่า 1,000 ล้านบาท ซึ่งให้อำนาจรัฐมนตรีว่าการกระทรวงพิจารณา เพื่อให้การอนุมัติโครงการไม่ล่าช้าและเป็นภาระแก่หน่วยงานราชการมากเกินไป

(4) โครงการที่มีมูลค่าต่ำกว่า 1,000 ล้านบาท ให้รัฐมนตรีว่าการกระทรวงเป็นผู้พิจารณา
ทั้งนี้ ขั้นตอนการเสนอโครงการตาม พ.ร.บ. ร่วมลงทุนฯ ปรากฏตามแผนภาพ

แผนภาพที่ 4.1 แสดงขั้นตอนการเสนอโครงการตาม พ.ร.บ. ร่วมลงทุนฯ



ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ

จากแผนภาพจะพบว่า การเสนอโครงการตาม พ.ร.บ. ร่วมลงทุนฯ จะมีขั้นตอนที่สำคัญคือ การจ้างที่ปรึกษาเพื่อจัดทำผลการศึกษาและวิเคราะห์โครงการ ซึ่งคณะกรรมการนโยบายที่พีพีได้กำหนดรายละเอียดที่ต้องมีในผลการศึกษาและวิเคราะห์โครงการ ดังนี้

(1) รายละเอียดในด้านเหตุผล ความจำเป็น ประโยชน์ของโครงการและความเหมาะสมทางเทคนิค รวมทั้งรายละเอียดเกี่ยวกับโครงการที่แสดงให้เห็นถึงความสอดคล้องกับแผนยุทธศาสตร์สภาพเศรษฐกิจและสังคมของประเทศ และโครงการอื่นในสาขาเดียวกันและสาขาอื่น

(2) การเปรียบเทียบต้นทุนการดำเนินการ โดยมีข้อเสนอแนะเกี่ยวกับขั้นตอนและระยะเวลาการดำเนินโครงการที่เหมาะสม และในกรณีที่เป็นการใช้งบประมาณแผ่นดินร่วมด้วย จะต้องแสดงงบประมาณแผ่นดินหรืองบประมาณแผ่นดินที่จำเป็นตลอดระยะเวลาโครงการด้วย

(3) ประมาณการผลตอบแทนในด้านต่างๆ ซึ่งอย่างน้อยต้องแสดงให้เห็นอัตราผลตอบแทนทางการเงินและเศรษฐศาสตร์

(4) การเปรียบเทียบต้นทุนและความคุ้มค่าในการดำเนินการระหว่างการใช้งบประมาณแผ่นดินหรืองบประมาณของหน่วยงานของรัฐ กับการให้เอกชนร่วมลงทุน

(5) ทางเลือกในการให้เอกชนร่วมลงทุนในรูปแบบต่างๆ รวมทั้งความสนใจและความพร้อมของเอกชนในแต่ละรูปแบบ (Market Sounding)

(6) ผลกระทบของโครงการทั้งทางตรงและทางอ้อมจากการดำเนินโครงการ เช่น ด้านสิ่งแวดล้อมและชุมชน ด้านการเมืองและความมั่นคงของประเทศ และการดำเนินงานของหน่วยงานเจ้าของโครงการในระยะยาว

(7) ผลการรับฟังความคิดเห็นของประชาชนตามระเบียบสำนักนายกรัฐมนตรีว่าด้วยการรับฟังความคิดเห็นของประชาชน พ.ศ. 2548

(8) ความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องและแนวทางการบริหารความเสี่ยงของโครงการ เช่น การจัดสรรความเสี่ยงระหว่างรัฐและเอกชน

(9) กรณีที่หน่วยงานเจ้าของโครงการจะใช้งบประมาณของหน่วยงานในการดำเนินการ จะต้องแสดงฐานะทางการเงินของหน่วยงาน ที่มาของงบประมาณ ภาระงบประมาณโดยรวมที่ต้องใช้ในโครงการอื่นๆ และความสามารถในการหางบประมาณเพื่อดำเนินโครงการโดยไม่กระทบต่อสถานะทางการเงินโดยรวมของหน่วยงาน

(10) รายละเอียดอื่นๆ ที่หน่วยงานเจ้าของโครงการเห็นว่าเกี่ยวข้องและจะเป็นประโยชน์ต่อการพิจารณาให้ความเห็นชอบโครงการ เช่น การส่งเสริมการลงทุนตามกฎหมายว่าด้วยการส่งเสริมการลงทุน การจัดหาที่ดินเพื่อดำเนินโครงการ การให้รัฐเข้าร่วมทุน และการให้ความคุ้มครองจากรัฐ

1.3) แผนยุทธศาสตร์การให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ

คณะกรรมการนโยบาย PPPs ได้จัดทำแผนยุทธศาสตร์การให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ เพื่อใช้เป็นแนวนโยบายของภาครัฐที่มีความชัดเจนและแน่นอนในการกำหนดกิจการของรัฐที่สมควรให้เอกชนมีส่วนร่วมในการลงทุน และกิจการที่รัฐส่งเสริมให้เอกชนมีส่วนร่วมในการลงทุน

รวมทั้งจะเป็นการสร้างความสนใจและดึงดูดเอกชนให้เข้าร่วมลงทุนในกิจการของรัฐดังกล่าว ทั้งนี้ กรอบแผนยุทธศาสตร์การให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐในช่วงระยะเวลา 5 ปี (พ.ศ. 2558 - 2562) จะครอบคลุมกิจการ 2 ประเภทหลัก ได้แก่

(1) ประเภทกิจการที่สมควรให้เอกชนมีส่วนร่วมในการลงทุน จำนวน 6 กิจการ ได้แก่ กิจการพัฒนาระบบขนส่งมวลชนทางรางในเมือง กิจการพัฒนากิจการที่มีการเก็บค่าผ่านทางในเมือง กิจการพัฒนาท่าเรือขนส่งสินค้า กิจการพัฒนาระบบรถไฟความเร็วสูง กิจการพัฒนาระบบโครงข่ายโทรคมนาคม และ กิจการระบบอินเทอร์เน็ตความเร็วสูง

(2) กิจการที่รัฐส่งเสริมให้เอกชนมีส่วนร่วมในการลงทุน จำนวน 14 กิจการ ได้แก่ กิจการพัฒนากิจการที่มีการเก็บค่าผ่านทางระหว่างเมือง กิจการพัฒนาศถานีขนส่งบรรจุแยกและกระจายสินค้า กิจการพัฒนาระบบตัวร่วม กิจการพัฒนารัฐกิจและบริหารพื้นที่ท่าอากาศยาน กิจการพัฒนาระบบจัดการคุณภาพน้ำ กิจการพัฒนาระบบชลประทาน กิจการพัฒนาระบบจัดการมูลฝอย กิจการพัฒนาศาสนสถานศึกษาของรัฐ กิจการพัฒนาระบบโครงสร้างพื้นฐานด้านสาธารณสุข กิจการพัฒนาระบบด้านยาและอุปกรณ์ทางการแพทย์ กิจการพัฒนาระบบโครงสร้างพื้นฐานด้านวิทยาศาสตร์ เทคโนโลยี และนวัตกรรม กิจการพัฒนาที่เกี่ยวข้องกับเศรษฐกิจดิจิทัล กิจการพัฒนาศูนย์การประชุมขนาดใหญ่ กิจการพัฒนาที่อยู่อาศัยผู้มีรายได้น้อย ผู้สูงอายุ ผู้พิการ และผู้ด้อยโอกาส

1.4) ประโยชน์และข้อจำกัดของการลงทุนในรูปแบบ PPPs

(1) ประโยชน์ต่อภาครัฐ : การลงทุนในรูปแบบของ PPPs จะช่วยให้ภาครัฐสามารถประหยัดต้นทุนและลดภาระหนี้สาธารณะของประเทศ และส่งผลให้ผู้ที่เกี่ยวข้องกับโครงการได้รับเทคโนโลยีและนวัตกรรมใหม่ๆ จากภาคเอกชน รวมทั้งเป็นการถ่ายโอนความเสี่ยงในการลงทุนบางส่วนไปยังภาคเอกชน ซึ่งจะช่วยให้ภาครัฐสามารถบริหารจัดการความเสี่ยงให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม นอกจากนี้ ในกรณีที่ภาครัฐได้พิจารณาถึงความคุ้มค่าทางการเงินแล้วเห็นว่าโครงการใดมีความเหมาะสมที่จะให้เอกชนร่วมดำเนินการ จะทำให้ภาครัฐสามารถจัดสรรงบประมาณของประเทศที่มีอยู่อย่างจำกัดไปลงทุนในโครงการอื่นๆ ที่มีความจำเป็นและเหมาะสมได้มากขึ้น

(2) ประโยชน์ต่อภาคเอกชน : การลงทุนในรูปแบบ PPPs จะเป็นการเปิดโอกาสให้กับภาคเอกชนเข้ามาดำเนินการบริการสาธารณะ และเสนอแนะแนวทางการดำเนินงานในด้านต่างๆ ส่งผลให้การบริการสาธารณะมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ ในช่วงที่สภาพเศรษฐกิจของประเทศเริ่มชะลอตัว (Economic Downturn) การส่งเสริมให้ภาคเอกชนเข้าร่วมลงทุนในโครงการของรัฐ จะเป็นกลไกหนึ่งที่ช่วยขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศ

(3) ประโยชน์ต่อภาคประชาชน : ประชาชนจะได้รับบริการสาธารณะที่มีประสิทธิภาพในราคาที่เหมาะสม โดยภาครัฐจะเป็นผู้กำกับดูแลการให้บริการสาธารณะดังกล่าว เพื่อสร้างความน่าเชื่อถือในการให้บริการ และการกำหนดกลไกราคาให้มีความเหมาะสมกับประชาชน

1.5) ข้อจำกัดของการลงทุนในรูปแบบของ PPPs สามารถสรุปได้ ดังนี้

(1) ด้านการกำกับดูแล : การกำกับดูแลโครงการ PPPs จะมีความซับซ้อนมากกว่าโครงการที่ภาครัฐดำเนินการเอง ซึ่งจะต้องมีหลักเกณฑ์ที่ชัดเจนเพื่อให้เกิดความเป็นธรรมต่อทุกฝ่าย โดยเฉพาะอย่างยิ่งในด้านการแบ่งรับความเสี่ยง (Risk Transfer) ระหว่างภาครัฐและเอกชนที่จะต้องมีการกำกับดูแลเพื่อให้มีความโปร่งใส และประชาชนได้รับบริการที่มีประสิทธิภาพและต้นทุนที่เหมาะสม โดยหากดำเนินการไม่เหมาะสมจะทำให้โครงการ PPPs เกิดความล้มเหลวและไม่มีประสิทธิภาพ

(2) ความเสี่ยงของโครงการลงทุน : เนื่องจากการลงทุนในรูปแบบ PPPs จะมีอยู่หลายรูปแบบ ซึ่งในบางครั้งอาจก่อให้เกิดความเสี่ยงจากการดำเนินโครงการ (Project Risks) เช่น

(2.1) การพัฒนาโครงการ การออกแบบ การก่อสร้างและทดสอบระบบ (Design and Construction Risk) โดยความเสี่ยงดังกล่าวอาจส่งผลให้เกิดความล่าช้าของโครงการและส่งผลกระทบต่อต้นทุนในการดำเนินโครงการที่เพิ่มขึ้นหรือมีการให้บริการที่ไม่ได้มาตรฐาน

(2.2) ความเสี่ยงด้านเทคโนโลยี (Technology Risk) ที่อาจมีการเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีหรือมีการใช้เทคโนโลยีใหม่ๆ

(2.3) ความเสี่ยงทางด้านรายได้ (Revenue Risk- price/demand) ที่อาจเกิดจากความต้องการด้านการบริการของประชาชนที่ไม่แน่นอน ซึ่งแตกต่างจากที่ได้มีการวางแผนเอาไว้

นอกจากนี้ การลงทุนในรูปแบบของ PPPs ภาครัฐจะต้องนำความเสี่ยงจากปัจจัยภายนอก (External Risks) มาพิจารณาร่วมด้วย เช่น ความเสี่ยงจากเหตุสุดวิสัย (Force Majeure Risk) ซึ่งเป็นความเสี่ยงจากเหตุการณ์ที่ไม่สามารถควบคุมได้ โดยอาจส่งผลให้เกิดความล่าช้าและละเมิดสัญญา กับภาคเอกชนในการดำเนินโครงการ รวมทั้งความเสี่ยงจากการเมือง (Political Risk) ที่อาจส่งผลให้ดำเนินนโยบายขาดความต่อเนื่อง

1.6) ตัวอย่างของการโครงการ PPPs ของประเทศไทยที่สำคัญในช่วงที่ผ่านมา เช่น

(1) โครงการโรงไฟฟ้าของการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (EGAT) วงเงินลงทุน 363,000 ล้านบาท ลักษณะโครงการเป็นแบบ BOO โดยเอกชนร่วมลงทุนผลิตไฟฟ้าในรูปแบบของโครงการผู้ผลิตไฟฟ้าอิสระหรือโครงการผู้ผลิตไฟฟ้าเอกชนรายใหญ่หรือ Independent Power Producer (IPP) โดยทำการผลิตไฟฟ้าภายใต้เงื่อนไขที่ EGAT กำหนด แล้วขายไฟฟ้าที่ผลิตได้ให้กับ EGAT แต่เพียงผู้เดียว ระบบที่ผู้ผลิตขายไฟฟ้าให้กับ EGAT แต่เพียงผู้เดียวเรียกว่า Single Buyer Enhancement หรือ SBE จากนั้น

EGAT จะนำไฟฟ้าไปขายต่อให้กับการไฟฟ้านครหลวง (กฟน.) การไฟฟ้าภูมิภาค (กฟภ.) และลูกค้าโดยตรงของ EGAT

(2) โครงการรถไฟฟ้า BTS ของกรุงเทพมหานคร ได้ให้สัมปทานกับบริษัท ระบบขนส่งมวลชนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) เพื่อพัฒนาและดำเนินการโครงการรถไฟฟ้า โดยมีอายุสัญญา 30 ปี โดยบริษัทเอกชนเป็นผู้ลงทุนโครงการ โอนกรรมสิทธิ์ให้กับ กทม. ภายหลังก่อสร้างเสร็จ ในขณะที่บริษัทฯ สามารถจัดเก็บรายได้ตลอดช่วงอายุสัมปทาน

2) จุดเด่นของ PPPs กับการนำไปใช้ในการระดมทุนโครงการลงทุนภาครัฐ

2.1) การส่งเสริมให้ภาคเอกชนเข้าร่วมลงทุนในรูปแบบ PPPs จะเป็นประโยชน์ทั้งภาครัฐและเอกชนในแง่ของการแบ่งงานตามความรับผิดชอบ ความเชี่ยวชาญ ภาครัฐไม่ต้องมีภาระในการจัดหาเงินทุนในการก่อสร้าง เพราะภาคเอกชนจะเป็นผู้ลงทุน ถือว่าภาครัฐสามารถโอนความเสี่ยงจากการดำเนินโครงการลงทุนไปยังภาคเอกชนได้อย่างเหมาะสม ทำให้ภาครัฐไม่ต้องรับภาระความเสี่ยงจากการลงทุนไว้เพียงผู้เดียว

2.2) เป็นการลดภาระหนี้สาธารณะของประเทศ ส่วนภาคเอกชนก็มีช่องทางการระดมทุนหลากหลาย รวมถึงธุรกรรมกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ด้วย

2.3) สามารถช่วยเพิ่มประสิทธิภาพของการดำเนินงานและการบริการ เกิดความคุ้มค่ากับต้นทุนมากกว่าภาครัฐจะเป็นเจ้าของหรือดำเนินการเอง ส่งผลให้ผู้ที่เกี่ยวข้องกับโครงการโดยตรงได้รับเทคโนโลยีและนวัตกรรมใหม่ๆ จากภาคเอกชน ในขณะที่ภาคเอกชนจะมีช่องทางในการดำเนินธุรกิจได้มากขึ้น ประชาชนจะได้รับประโยชน์จากการบริการที่มีประสิทธิภาพในราคาที่เหมาะสม

2.4) งานวิจัยหลายชิ้น พบว่าโครงการลงทุน PPPs ในหลายกรณี มีความคุ้มค่าทางการเงินมากกว่าเมื่อเทียบกับการที่ภาครัฐลงทุนเองทั้งหมด

2.5) การระดมทุน PPPs จะช่วยให้การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของประเทศไทย ได้รับการพัฒนาที่มีคุณภาพเพิ่มขึ้น และมีจำนวนโครงการเพิ่มมากขึ้น โดยไม่ต้องรอการจัดสรรงบประมาณ หรือเงินกู้เพื่อการลงทุนอย่างเดิม

2.6) ความเป็นไปได้ในทางปฏิบัติ ได้แก่

(1) ต้นทุนโครงการลงทุนอาจจะสูงกว่าที่รัฐดำเนินการเอง เนื่องจากต้นทุนการกู้ยืมของภาคเอกชน

(2) โครงการขนาดเล็กอาจจะดำเนินการลงทุนในรูปแบบ PPPs ไม่ได้เนื่องจากการลงทุนดังกล่าวมีต้นทุนด้านเอกสารสัญญา จำนวนมาก เหมาะกับโครงการขนาดใหญ่มากกว่าขนาดเล็ก

4.1.3 กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน

1) ความหมายและกระบวนการ

กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure Fund หรือ IFF) คือ กองทุนรวมประเภทกองทุนปิดที่จัดตั้งขึ้นเพื่อระดมทุนจากผู้ลงทุนทั่วไปทั้งรายย่อยและสถาบัน เพื่อลงทุนในกิจการโครงสร้างพื้นฐาน ที่เป็นประโยชน์สาธารณะในวงกว้างของประเทศไทย โดยกิจการโครงสร้างพื้นฐานเหล่านี้เป็นกิจการที่มีความจำเป็นและเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาประเทศ อีกทั้งเป็นการลงทุนที่ค่อนข้างสูง กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานจึงสามารถช่วยแบ่งเบาภาระงบประมาณการลงทุนและการก่อหนี้สาธารณะของภาครัฐตลอดจนเป็นทางเลือกในการระดมทุนของภาคเอกชนในการพัฒนาโครงการโครงสร้างพื้นฐานเหล่านี้ได้ โดยทางสำนักงาน ก.ล.ต. เป็นหน่วยงานกำกับดูแล และได้ออกประกาศเรื่องหลักเกณฑ์เงื่อนไข และวิธีการจัดตั้งและจัดการกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure Fund) ตั้งแต่ปี 2554 ในปัจจุบันมีหน่วยงานรัฐวิสาหกิจบางแห่งและภาคเอกชนดำเนินการของจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานแล้ว ทั้งนี้ การจัดตั้ง IFF และผู้ลงทุนใน IFF ได้รับสิทธิประโยชน์ภาษีด้วย

IFF มีบริษัทจัดการกองทุนรวม (บลจ.) เป็นผู้ดำเนินการจัดตั้งกองทุนและเสนอขายหน่วยลงทุนให้แก่ประชาชนและนักลงทุนทั้งในและต่างประเทศ เมื่อกองทุนระดมเงินทุนได้ก็จะนำเงินที่ได้ไปลงทุนในโครงการของรัฐวิสาหกิจ เอกชน หรือส่วนราชการที่มีหน้าที่รับผิดชอบในการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน ทั้งนี้ สำนักงาน ก.ล.ต. ได้กำหนดกิจการโครงสร้างพื้นฐาน 12 ประเภท ดังนี้

(1) ระบบขนส่งทางรางหรือทางท่อ (2) ไฟฟ้า (3) ประปา (4) ถนน ทางพิเศษ หรือ ทางสัมปทาน (5) ท่าอากาศยานหรือสนามบิน (6) ท่าเรือน้ำลึก (7) โทรคมนาคม หรือโครงสร้างพื้นฐานด้านเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร (8) พลังงานทางเลือก (9) ระบบบริหารจัดการน้ำหรือการชลประทาน (10) ระบบป้องกันภัยธรรมชาติ ซึ่งรวมถึงระบบเตือนภัยและระบบจัดการเพื่อลดความรุนแรงของภัยธรรมชาติที่เกิดขึ้นด้วย (11) ระบบจัดการของเสีย และ (12) กิจการที่มีลักษณะดังกล่าวข้างต้นหลายกิจการประกอบกัน

โดยกองทุนรวมที่จะจัดตั้งนั้น จะต้องระบุเฉพาะเจาะจงว่าจะนำเงินไปลงทุนในกิจการโครงสร้างพื้นฐานประเภทใดบ้าง รวมถึงการทำสัญญาโอนกระแสรายรับที่จะได้มาจากการดำเนินงานในอนาคตของโครงการเหล่านี้ เช่น เงินจากการเก็บค่าโดยสาร ค่าทางด่วน ค่าขายกระแสไฟฟ้า มาจ่ายเป็นผลตอบแทนคืนให้แก่นักลงทุนตามจำนวนและระยะเวลาที่ตกลงกันไว้ในสัญญา ซึ่งการระดมทุนวิธีนี้อาจ

เรียกได้ว่าเป็นการนำรายได้ที่จะเกิดขึ้นในอนาคตมาใช้ก่อนในปัจจุบัน เพื่อพัฒนาสิ่งที่เป็นพื้นฐานต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจและขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศ แต่ยังคงเงินทุนดำเนินการ

แม้ IFF จะมีรูปแบบการลงทุนที่คล้ายคลึงกับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ แต่มีความแตกต่างกันในแง่ที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เน้นรายได้จากการปล่อยเช่าพื้นที่ของอสังหาริมทรัพย์ ในขณะที่ IFF เน้นรายได้จากการประกอบกิจการโครงสร้างพื้นฐาน เช่น หากลงทุนในกิจการทางพิเศษ กองทุนก็จะได้รับผลประโยชน์ที่มาจากค่าผ่านทาง นอกจากนี้ IFF จะอนุญาตให้นำเงินไปลงทุนในทรัพย์สินของโครงการที่ยังอยู่ในขั้น Greenfield Projects ได้ (หมายถึง โครงสร้างพื้นฐานที่ยังไม่เริ่มก่อสร้าง อยู่ระหว่างการก่อสร้าง หรือก่อสร้างเสร็จแล้วแต่ยังไม่เริ่มมีรายได้เชิงพาณิชย์) ขณะที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์กำหนดให้ต้องลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่สร้างเสร็จแล้ว หรือถ้ายังสร้างไม่เสร็จ ก็ต้องก่อสร้างไปแล้ว ไม่น้อยกว่าร้อยละ 80 ของมูลค่าโครงการ

การจัดตั้ง IFF ผู้เป็นเจ้าของทรัพย์สินกิจการโครงสร้างพื้นฐานและต้องการระดมทุนผ่านกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน จะต้องดำเนินการเสนอขออนุมัติจัดตั้งกองทุนต่อสำนักงาน ก.ล.ต. ดังนี้

1.1) ลักษณะของกองทุนรวม

(1) เป็นกองทุนปิด โดยต้องระบุงบกิจการโครงสร้างพื้นฐานที่ลงทุนอย่างเจาะจง ต้องมีขนาดกองทุนมูลค่าขั้นต่ำ 2,000 ล้านบาท โดยที่ทรัพย์สินแต่ละโครงการต้องมีมูลค่าขั้นต่ำ 1,000 ล้านบาท กองทุนต้องลงทุนในทรัพย์สินกิจการโครงสร้างพื้นฐานไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 ของมูลค่าทรัพย์สินของกองทุน

(2) รูปแบบของการลงทุนแบ่งได้ 2 รูปแบบ คือ

ก) ลงทุนทางตรง คือ ลงทุนเป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์ สิทธิการเช่า สิทธิในการหาประโยชน์ ส่วนแบ่งรายได้

ข) ลงทุนทางอ้อม คือ ลงทุนในหุ้นหรือตราสารแห่งหนึ่งของบริษัทที่ประกอบกิจการโครงสร้างพื้นฐาน โดยบริษัทนั้นต้องมีการลงทุนในกิจการโครงสร้างพื้นฐานไม่ต่ำกว่าร้อยละ 75 ของสินทรัพย์รวมหรือมีรายได้จากกิจการโครงสร้างพื้นฐานไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 ของรายได้รวมและกองทุนจะต้องถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 75 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายแล้ว และมีสิทธิออกเสียงของบริษัท

1.2) สำหรับการลงทุนในโครงการที่ยังก่อสร้างไม่เสร็จ (Green Project) แบ่งเป็น 2 กรณี

(1) ลงทุนใน Green Project ไม่เกินร้อยละ 30 ของมูลค่าทรัพย์สินของกองทุน จะต้องเสนอขายต่อผู้ลงทุนทั่วไป โดยมีจำนวนผู้ถือหน่วยลงทุนไม่ต่ำกว่า 500 ราย และต้องนำหน่วยลงทุนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

(2) ลงทุนใน Green Project เกินร้อยละ 30 ของมูลค่าทรัพย์สินของกองทุน จะต้องเสนอขายต่อผู้ลงทุนรายใหญ่เท่านั้น โดยมีจำนวนผู้ถือหน่วยลงทุนไม่ต่ำกว่า 35 ราย และห้ามนำหน่วยลงทุนเข้าจดทะเบียนจนกว่าทรัพย์สินเริ่มมีรายได้ จึงนำเข้าจดทะเบียนภายใน 3 ปี

1.3) ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานใน 2 รูปแบบ คือ

(1) เงินปันผล (Dividend) รายได้ของกิจการโครงสร้างพื้นฐานที่มาจากค่าเช่า ค่าบริการและอื่นๆ หักด้วยรายจ่ายเหลือเป็นกำไรที่นำมาจ่ายปันผลให้กับผู้ถือหน่วยลงทุน

(2) กำไรจากส่วนต่างราคา (Capital Gain) เนื่องจากกองทุนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนมีโอกาสได้รับกำไร หรือขาดทุน จากส่วนต่างราคาที่ซื้อขาย ทั้งนี้ การเพิ่มหรือลดของราคาซื้อขายจะขึ้นกับผลการดำเนินงานของกองทุนและสถานะตลาดด้วย

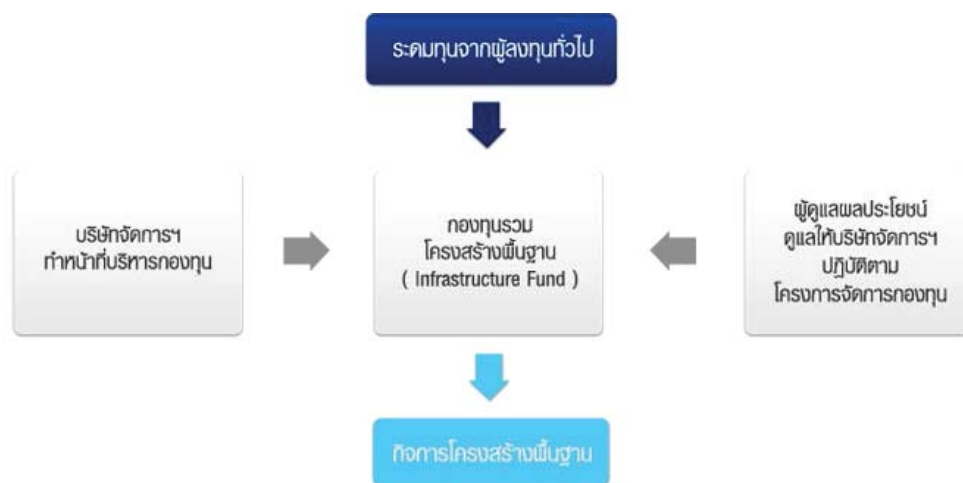
1.4) อื่น ๆ

(1) กิจการโครงสร้างพื้นฐานที่นำมาจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเป็นกิจการประเภทใด ซึ่งจะมีผลต่อผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้รับ เช่น กิจการมีผลตอบแทนตามปริมาณการใช้จริง เช่น ทางพิเศษ ในบางครั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน อาจมีการลงทุนในโครงการที่อยู่ระหว่างการก่อสร้าง (Greenfield Project) ซึ่งมีความเสี่ยงในเรื่องความล่าช้าหรือต้นทุนของโครงการมากกว่าโครงการที่สร้างเสร็จและมีรายได้แล้ว (Brownfield Project)

(2) การแบ่งชนิดของหน่วยลงทุนของกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานใน 1 กอง อาจสามารถแบ่งชนิดของหน่วยลงทุนเพื่อเสนอขายให้ผู้ลงทุนแต่ละประเภทได้

(3) ความเสี่ยงในด้านสภาพคล่องการซื้อขายและราคาหน่วยลงทุนที่อาจลดลง เนื่องจากหน่วยลงทุนของกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (กรณีลงทุนในโครงการที่สร้างเสร็จแล้วและมีรายได้แล้ว) ต้องเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ

แผนภาพที่ 4.2 แสดงโครงสร้างการระดมทุนกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน



ที่มา : สำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2) จุดเด่นของกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานกับการนำไปใช้ในโครงการระดมทุนภาครัฐ

2.1) ไม่ก่อให้เกิดหนี้สาธารณะ โดยเฉพาะอย่างยิ่งกรณีรัฐวิสาหกิจช่วยแบ่งเบาภาระงบประมาณการลงทุนและการก่อหนี้สาธารณะภาครัฐ

2.2) เปิดโอกาสให้ประชาชนมีส่วนร่วมในการลงทุนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน และภาครัฐสนับสนุนด้านสิทธิประโยชน์ทางภาษี ภายใต้หลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่กรมสรรพากรกำหนด

2.3) แนวทางการระดมทุนเหมาะสมกับรัฐวิสาหกิจที่มีสินทรัพย์และโครงการเดิมที่มีกระแสรายได้อยู่แล้ว และสามารถใช้นโยบายการระดมทุนจากการจัดตั้งกองทุนรวมฯ เพื่อลงทุนเพิ่มในการปรับปรุงโครงการเดิม หรือลงทุนโครงการใหม่ แต่อย่างไรก็ตามในกรณีการพัฒนาที่ราชพัสดุ ของภาครัฐ เพื่อดำเนินการก่อสร้างอาคารสถานที่ราชการ หรือศูนย์ประชุม โรงแรม จะไม่เข้าหลักเกณฑ์จึงไม่สามารถจัดตั้งเป็นกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานได้ หากจะดำเนินการได้ต้องพิจารณาแก้ไขหลักเกณฑ์ทั้งนี้ หากพิจารณาในด้านการระดมทุน เจ้าของโครงการ (หมายถึงธนาคารพัฒนาสินทรัพย์ จำกัด) จะโอนสินทรัพย์ที่เป็นสิทธิการเช่าที่ดินจากกรมธนารักษ์ หรือประมาณการกระแสเงินสดในอนาคตของโครงการที่ต้องการระดมทุน แต่ยังไม่ได้ก่อสร้าง (Greenfield Project) ให้กับกองทุนรวมฯ เป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์ เพื่อระดมทุนได้ โดยจะต้องมีสัญญาเช่าโอนที่ดิน หรือมีสัญญาโอนต่อให้กับส่วนราชการหรือรัฐวิสาหกิจ และกองทุนรวมฯ สามารถลงทุนในโครงการประเภท Greenfield Project ได้ตามเงื่อนไขที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด

2.4) ทรัพยากรการลงทุนมีความเสี่ยงต่ำ และมีกระแสเงินสดที่ให้ผลตอบแทนกับผู้ลงทุนได้ต่อเนื่อง และสม่ำเสมอสนองต่อนโยบายสนับสนุนการออมในระยะยาวของประเทศ

2.5) รัฐสามารถดำเนินโครงการโครงสร้างพื้นฐานได้รวดเร็วและต่อเนื่อง โดยเฉพาะเมื่อสถานการณ์ทางการเมืองไม่เป็นปกติและเสถียรภาพของรัฐบาลไม่มั่นคง หากระดมทุนด้วยวิธีการเบิกจ่ายจากงบประมาณประจำปี เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองเกิดขึ้นก็ย่อมกระทบต่อโครงการลงทุนไปด้วย

4.1.4 กองทรัสต์เพื่อลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

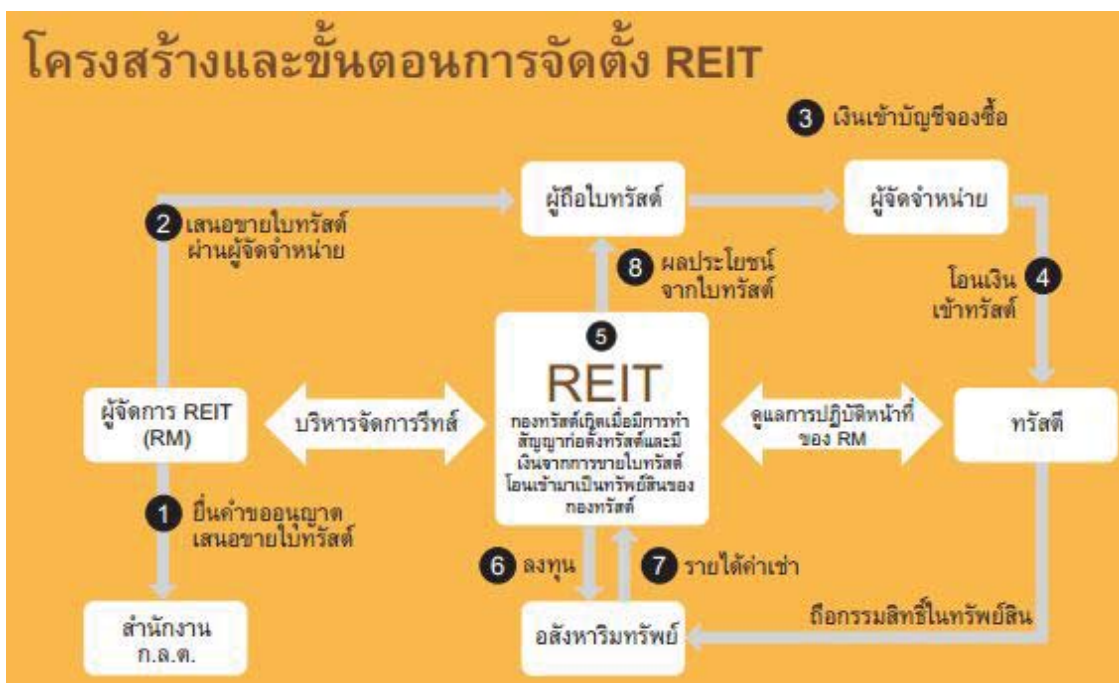
1) ความหมายและกระบวนการ

กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust: REIT) มีลักษณะเป็น “กองทรัสต์สิน” ที่ถือกรรมสิทธิ์โดยทรัสต์ (Trustee) ไม่มีฐานะเป็นนิติบุคคลเหมือนกองทุนอสังหาริมทรัพย์ โดยผู้ก่อตั้งกองทรัสต์ คือ ผู้ที่จะเข้าเป็นผู้จัดการกองทรัสต์ (REIT manager) ซึ่งจะเป็นผู้เสนอขายหน่วยทรัสต์และนำเงิน ที่ได้จากการขายหน่วยทรัสต์มาให้กับทรัสต์ที่ตนเองไว้วางใจเพื่อจัดตั้ง REIT โดยสัญญาก่อตั้งทรัสต์จะแบ่งหน้าที่ให้ผู้จัดการกองทรัสต์เป็นผู้บริหารจัดการกองทรัสต์และทรัสต์เป็นผู้กำกับดูแลการปฏิบัติหน้าที่ของผู้จัดการกองทรัสต์และเก็บรักษาทรัสต์สิน โดยกองทรัสต์สินที่ต้องลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ต้องไม่น้อยกว่า 500 ล้านบาท โดยทรัสต์ (Trustee) มีอำนาจดูแลและบริหารจัดการทรัสต์สินในกองทรัสต์รวมทั้งดูแลการปฏิบัติหน้าที่ของผู้จัดการกองทรัสต์ (REIT manager) เพื่อประโยชน์ของผู้ถือใบทรัสต์ โดยผู้ถือใบทรัสต์จะเป็นผู้รับประโยชน์ในทรัสต์สินของกองทรัสต์ โดย REIT จะอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ประโยชน์ของ REIT ต่อเจ้าของทรัสต์สินโดยจะสามารถนำอสังหาริมทรัพย์ที่มีรายได้แล้วมาระดมทุนเพื่อนำเงินไปใช้ในการลงทุนและพัฒนาโครงการใหม่ได้ ส่วนผู้ลงทุนทั่วไปก็จะ (1) ไม่ต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมากเช่นเดียวกับการลงทุนโดยตรงในอสังหาริมทรัพย์ (2) มีความมั่นใจในการบริหารงานมากขึ้น ภายใต้การบริหารจัดการอสังหาริมทรัพย์ของผู้เชี่ยวชาญ (3) มีทางเลือกในการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ได้หลากหลายมากขึ้น ส่วน ระดับกองทรัสต์ (1) ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ได้หลากหลายประเภทมากขึ้น รวมถึงอสังหาริมทรัพย์ในต่างประเทศ (2) สามารถกู้ยืมเงินได้มากขึ้น เพื่อนำมาลงทุนหรือพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ให้ได้ผลตอบแทนที่สูงขึ้น (3) สามารถพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ได้เองบางส่วน (4) เปิดให้บริษัทที่มีความเชี่ยวชาญในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ทำหน้าที่บริหารจัดการ REIT ได้ (5) เป็นสากลเทียบเท่าต่างประเทศ

กฎหมายหลักที่เกี่ยวข้องกับ REIT จำนวน 2 ฉบับ ส่วนที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินการของ กองทรัสต์และทรัสต์จะอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 ในขณะที่ ใบทรัสต์ถือเป็นหลักทรัพย์ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ดังนั้น การออก และเสนอขายใบทรัสต์รวมทั้งการเปิดเผยข้อมูลต่างๆ จึงต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดแห่งพระราชบัญญัติ หลักทรัพย์ฯ ด้วย

แผนภาพที่ 4.3 แสดงโครงสร้างและขั้นตอนการจัดตั้ง REIT



ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ตามหลักเกณฑ์สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดคุณสมบัติผู้ก่อตั้งทรัสต์ ผู้จัดการ REIT หรือ REIT manager ทรัสต์ (Trustee) นอกจากนั้นยังกำหนดหลักเกณฑ์ที่สำคัญของ REIT ได้แก่ ทุนชำระแล้ว ไม่น้อยกว่า 500 ล้านบาท หน่วยทรัสต์ของ REIT ต้องเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาจแบ่งหน่วยทรัสต์เป็นหลายชนิดก็ได้ สามารถลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่พร้อมจัดหาผลประโยชน์อย่างน้อยร้อยละ 75 ของมูลค่าหน่วยเสนอขายทั้งหมดรวมเงินกู้ยืม โดยมีรูปแบบการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ทั้งทางตรง และทางอ้อม โดยทางตรงคือการได้มาซึ่งกรรมสิทธิ์หรือสิทธิครอบครองในอสังหาริมทรัพย์

และสามารถลงทุนใน Green Field ได้ไม่เกินร้อยละ 10 ของสินทรัพย์รวม (โดยไม่นับรวมส่วนที่ปรับปรุง) และทางอ้อมโดยลงทุนผ่านบริษัทที่ REIT ถือหุ้นอย่างน้อย ร้อยละ 99.9 ของหุ้นทั้งหมด โดยต้องมีระบบที่สามารถควบคุมให้บริษัทปฏิบัติตามกฎ REIT ได้ กองทุนสามารถกู้ยืมไม่เกินร้อยละ 35 ของสินทรัพย์รวม หรือไม่เกินร้อยละ 60 ของมูลค่าทรัพย์สินรวมในกรณีที่กองทรัสต์มีอันดับความน่าเชื่อถือระดับ Investment Grade

รายได้ของ REIT จะมาจากการลงทุน ซึ่งมีหลายทางประกอบด้วย

- รายได้หลักจากการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่สร้างเสร็จแล้ว โดยเป็นธุรกิจที่ไม่ขัดกับกฎหมายหรือผิดต่อศีลธรรมอันดีงาม ซึ่งในส่วนนี้ต้องไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ส่วนของมูลค่าทรัพย์สินรวม (Total Asset)

- ส่วนที่เหลืออีกไม่เกิน 1 ใน 4 ส่วน จะสามารถแบ่งไปลงทุนในสินทรัพย์อื่นๆ ได้แก่

(1) ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ยังสร้างไม่เสร็จ ซึ่งสามารถลงทุนได้ไม่เกิน ร้อยละ 10 ของมูลค่าสินทรัพย์รวม

(2) นำเงินไปลงทุนใน REIT อื่นทั้งในและต่างประเทศ

(3) นำเงินไปลงทุนในสินทรัพย์อื่น เช่น พันธบัตรรัฐบาล ตั๋วเงินคลัง เงินฝากธนาคาร

ทั้งนี้ REIT จะต้องจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้น REIT ไม่น้อยกว่าร้อยละ 90 ของกำไรสุทธิ นอกจากนี้ REIT ยังเปิดโอกาสให้กับนักลงทุนที่เป็นชาวต่างประเทศ หรือองค์กรข้ามชาติเข้ามาลงทุนได้ แต่มีข้อจำกัดว่าต้องลงทุนน้อยกว่าครึ่งหนึ่งของจำนวนหน่วยทรัสต์ทั้งหมด

โครงสร้างของ REIT แตกต่างจากกองทุนรวม ขั้นตอนแรก REIT Manager จะต้องยื่นคำขออนุญาตเสนอขายใบทรัสต์กับก.ล.ด. เพื่อให้สามารถจัดตั้ง REIT ได้ เมื่อ ก.ล.ด.อนุมัติ REIT Manager จะเสนอขายใบทรัสต์ผ่านผู้จัดจำหน่าย โดยเงินที่ได้รับจากการขาย REIT จะถูกฝากไว้กับทรัสต์ และนำเงินก้อนดังกล่าวไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เมื่อมีรายได้จากค่าเช่าเกิดขึ้น ผู้ลงทุนหรือผู้ที่ถือใบทรัสต์จะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน ซึ่งไม่น้อยกว่า 90% ของกำไรสุทธิ ทั้งนี้ ผู้ที่สามารถเข้ามาเป็น REIT Manager ได้ต้องมาจากบริษัทสองประเภทคือ

(1) บริษัทที่ตั้งขึ้นมา มีวัตถุประสงค์หลักในการบริหารจัดการ REIT หรือมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการบริหารจัดการ REIT และบริษัทนั้นจะต้องมีทุนชำระแล้วไม่น้อยกว่า 10 ล้านบาทขึ้นไป

(2) บริษัทหลักทรัสต์จัดการกองทุนที่มีความพร้อมด้านระบบงานรวมทั้งบุคลากร

สำหรับทีมงาน REIT Manager จะต้องมิตั้งแต่ 3 คนขึ้นไป และต้องมีประสบการณ์ด้านอสังหาริมทรัพย์มากกว่า 3 ปี สิ่งที่แตกต่างกันจากกองทุนอสังหาฯคือ ผู้จัดการกองทุนของกองทุนอสังหาริมทรัพย์รูปแบบเดิม ต้องสังกัดอยู่กับบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนเท่านั้น

2) ลักษณะเด่นและการนำกองทรัสต์เพื่อลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ไปใช้ในการระดมทุน โครงการลงทุนภาครัฐ

2.1) โครงการลงทุนภาครัฐหรือรัฐวิสาหกิจที่มีคุณสมบัติในการเสนอให้มีการจัดตั้งกองทรัสต์เพื่อลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ได้ ต้องมีโครงการอสังหาริมทรัพย์เดิมที่มีกระแสรายได้อยู่แล้วนำมาจัดตั้งเป็นกองทรัสต์เพื่อระดมทุนและนำเงินที่ระดมได้ไปลงทุนปรับปรุงโครงการเดิมหรือพัฒนาโครงการใหม่ ซึ่งจากการสำรวจพบว่าโครงการลงทุนของรัฐวิสาหกิจมีโครงการในลักษณะเช่นนี้จำนวนมาก และจะเป็นวิธีการขยายโครงการใหม่ต่อไป

2.2) กรณีโครงการลงทุนของภาครัฐ กรณีกระทรวงการคลัง กรมธนารักษ์ มีโครงการจำนวนมากที่เป็นการพัฒนาที่ราชพัสดุ และยังมี การจัดตั้ง ธพส. ขึ้นมีฐานะเป็นรัฐวิสาหกิจ เพื่อทำหน้าที่บริหารจัดการที่ราชพัสดุภาครัฐ ซึ่งการพัฒนาที่ราชพัสดุ มักมีวัตถุประสงค์ 2 แนวทางคือ หากพัฒนาในรูปแบบธุรกิจเต็มรูปแบบ มักจะเป็นการให้สัมปทานภาคเอกชนดำเนินการ แต่หากพัฒนาในรูปแบบเพื่อสังคมที่สามารถเลี้ยงตัวได้ อาจมอบหมายให้ ธพส. เพื่อทำหน้าที่บริหารจัดการที่ราชพัสดุภาครัฐ ซึ่งสามารถพิจารณาออกแบบการดำเนินการได้ เช่น การระดมทุนโดยการจัดตั้งกองทรัสต์เพื่อลงทุนในที่ราชพัสดุ แต่อาจจะผิดหลักการที่ภาครัฐจะไม่เข้าไปลงทุนในเชิงธุรกิจแบบเต็มรูปแบบ และกรณีพื้นที่อาคาร/ศูนย์ ที่ภาครัฐให้สัมปทานเอกชน ในการประมูลจัดสร้างและแสวงหาผลประโยชน์ เมื่อหมดสัญญาลง สิ่งปลูกสร้างดังกล่าวตกเป็นของภาครัฐ ภาครัฐนำไปให้เช่าต่อและดำเนินการระดมทุนเพื่อปรับปรุงอาคารได้

4.2 การเปรียบเทียบแนวทางการระดมทุนโดยนวัตกรรมใหม่

แนวทางการระดมทุนโดยนวัตกรรมทางการเงินใหม่ ได้แก่ ธุรกิจการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โครงการ PPPs กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน และการจัดตั้งกองทรัสต์เพื่อลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ต่างมีหลักการสำคัญคือ การใช้ตลาดทุนเป็นแหล่งระดมทุน จากการใช้ประโยชน์จากกระแสเงินสดที่เป็นรายได้ในอนาคต มาเป็นหลักประกันหรือประกอบการออกตราสารทางการเงิน หากอยู่ในรูปตราสารหนี้ ก็จะเรียกว่าเป็นธุรกิจการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ หากเป็นตราสารทุนจะอยู่ในรูปของการลงทุนในกองทุนรวมที่มีรูปแบบแตกต่างกันไป ทั้งนี้ ทุกแนวทางการระดมทุนดังกล่าวมีความเหมาะสมกับกรณีรัฐวิสาหกิจไทยเกือบทุกแห่ง เนื่องจากมีรายได้จากการดำเนินโครงการเดิมอยู่แล้ว

มีสินทรัพย์ สัมหาริมทรัพย์และอสังหาริมทรัพย์เป็นของตนเอง สามารถสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนได้ โดยรัฐวิสาหกิจนั้นอาจจะเลือกรูปแบบการระดมทุนให้มีความเหมาะสมกับโครงการที่เป็นการปรับปรุงหรือขยายโครงการเดิม หรือริเริ่มโครงการใหม่ขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม โครงการระดมทุนจะสำเร็จหรือไม่ขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายอย่าง รวมทั้งการระดมทุนดังกล่าวมีต้นทุนที่สูงกว่าการพึ่งพางบประมาณ การให้กระทรวงการคลังกู้หรือค้ำประกันเงินกู้ให้ ซึ่งก็นำไปสู่เหตุผลที่ราคาสาธารณูปโภคขยับสูงขึ้นด้วย และเป็นประเด็นที่ต้องทำความเข้าใจกับสาธารณะชน

สำหรับโครงการลงทุนภาครัฐ กรณีพัฒนาที่ราชพัสดุ หากต้องการพัฒนาเพื่อใช้ประโยชน์ทางธุรกิจแบบเต็มรูปแบบ สามารถดำเนินการได้โดยการให้สัมปทานภาคเอกชน หรือการร่วมลงทุนระหว่างภาครัฐกับเอกชน เช่น การก่อสร้างโรงแรม ศูนย์ประชุมหรือศูนย์นิทรรศการ แต่หากต้องการพัฒนาที่ราชพัสดุในรูปแบบกึ่งเอกชน หรือสามารถเลี้ยงตนเองได้ เช่น การก่อสร้างอาคารศูนย์ราชการ สามารถดำเนินการโดย ทพส. ซึ่งสามารถบริหารจัดการที่ราชพัสดุดังกล่าว ด้วยรูปแบบการระดมทุนทั้งรูปแบบ การจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ รูปแบบ PPPs หรือการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ทั้งนี้ แนวทางการระดมทุนแบบไหนจะมีความเหมาะสมกับโครงการลงทุนภาครัฐอย่างไร จำเป็นต้องพิจารณาจากปัจจัยหลายด้านประกอบกัน

ตารางที่ 4.2 แสดงการเปรียบเทียบประเภทแนวทางการระดมทุนในโครงการขนาดใหญ่ของภาครัฐ

ประเด็น	การแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์	ผู้รับประกัน -ภาคเอกชน -ภาครัฐ (กู้นอก/กู้ในประเทศ)	กองรีท (กอง REIT : ทรัสต์เพื่อ การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์)	กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure fund : IF)	PPPs	หมายเหตุ
1. หลักการ เป้าหมายและ ประโยชน์	การนำสินทรัพย์ประเภทสิทธิ เรียกร้องที่ก่อให้เกิดกระแส รายรับ หรือสิทธิเรียกร้องที่จะมี ขึ้นในอนาคต นำมาแปลงเป็น หลักทรัพย์ที่สามารถซื้อขาย เปลี่ยนมือได้ ผ่านการจัดตั้ง ตัวกลาง หรือ SPVs ซึ่งจัดตั้งใน รูปแบบจำกัด หรือทรัสต์	การออกพันธบัตรหรือการค้า ประกันหนี้รัฐวิสาหกิจ โดย เป็นไปตามข้อกำหนดเรื่องเพดาน การก่อหนี้ภาครัฐและการค้า ประกันหนี้รัฐวิสาหกิจ หรือขนาด ของเงินกองทุนของหน่วยธุรกิจ	เดิมอนุญาตให้มีการจัดตั้งกองทุน รวมอสังหาริมทรัพย์อยู่แล้ว แต่ ปรับปรุงหลักเกณฑ์ โดยนำ ธุรกรรมทรัสต์มาใช้ในการระดม ทุนและลงทุน ในอสังหาริมทรัพย์ ตามแนวทางการสากล -สามารถนำอสังหาริมทรัพย์ที่มี รายได้แล้ว มารวมลงทุนเพื่อนำ เงินไปใช้ในการลงทุนและพัฒนา โครงการใหม่ได้ -ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ได้ทุก ประเภท เพื่อแสวงหา ผลประโยชน์ในรูปแบบค่าเช่า - ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ตั้ง ในต่างประเทศได้ - ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ พร้อมจัดหาประโยชน์ 75 % ของ มูลค่าหน่วยทั้งหมดที่เสนอขาย รวมเงินกู้ยืม (ถ้ามี) ส่วนที่เหลือ ลงทุนในทรัพย์สินอื่น เช่น พันธบัตรรัฐบาล เงินฝากธนาคาร เป็นต้น -ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ยังไม่	การจัดตั้งกองทุนรวมเปิด โครงสร้างพื้นฐาน เพื่อระดม ทุนในกิจการโครงสร้าง พื้นฐานที่เป็นประโยชน์ สาธารณะ กิจการที่มีความ จำเป็น และเป็นประโยชน์ต่อ การพัฒนาประเทศ โครงการ ลงทุนที่มีเงินลงทุนค่อนข้างสูง ทั้งนี้ เพื่อแบ่งเบาภาระ งบประมาณการลงทุนและการ ก่อหนี้สาธารณะของภาครัฐ และเป็นการเพิ่มขีดความสามารถ ของภาครัฐในการจัดหา ภาคเอกชน โดยมีเป้าหมาย การก่อโครงสร้างพื้นฐาน 10 ประเภท ได้แก่ -ระบบขนส่งทางราง -ไฟฟ้า -ประปา - ถนน ทางพิเศษ หรือ ทางสัมปทาน -ท่าอากาศยาน หรือ สนามบิน -ท่าเรือเล็ก -โทรคมนาคม -พลังงาน ทางเลือก -ระบบบริหารจัดการ น้ำ/การชลประทาน -ระบบ ป้องกันภัยธรรมชาติ	-สัญญาร่วมลงทุนระหว่าง ภาครัฐกับภาคเอกชนใน การให้บริการสาธารณะ ทั้งด้านพาณิชย์และสังคม โดยภาคเอกชนจะเป็นผู้ ลงทุนในการออกแบบ ก่อสร้าง บริหารและ บำรุงรักษาโครงการ และ ภาครัฐจะนำทรัพย์สิน เช่น ที่ดิน เพื่อร่วมลงทุนกับ ภาคเอกชน หรือจ่าย ค่าตอบแทนคืนให้กับ เอกชนตามระยะเวลา สัญญาประโยชน์ที่จะ ได้รับจากการดำเนินการ ตามกฎหมาย PPPs	

ประเด็น	การแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์	หุ้นกู้/พันธบัตร -ภาคเอกชน -ภาครัฐ (กู้นอก/กู้ในประเทศ)	กองรีท (กอง REIT : วัตถุประสงค์เพื่อ การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์)	กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure fund : IF)	PPPs	หมายเหตุ
			<p>แล้วเสร็จ (Greenfield Project) ได้ ดังนี้</p> <p>1. ลงทุนใน Greenfield Project ไม่เกินร้อยละ 30 ของมูลค่าทรัพย์สินของกองทุนจะต้องเสนอขายต่อผู้ลงทุนทั่วไป (โดยมีจำนวนผู้ถือหุ้นหน่วยไม่ต่ำกว่า 500 ราย และต้องนำหน่วยลงทุนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ)</p> <p>2. ลงทุนใน Greenfield Project ไม่เกินร้อยละ 30 ของมูลค่าทรัพย์สินของกองทุน จะต้องเสนอขายต่อผู้ลงทุนรายใหญ่ เท่านั้น โดยมีจำนวนผู้ถือหุ้นหน่วยไม่ต่ำกว่า 35 ราย และห้ามนำหน่วยลงทุนเข้าจดทะเบียน จนกว่าทรัพย์สินเริ่มมีรายได้ จึงนำเข้าจดทะเบียนภายใน 3 ปี</p> <p>เดิมกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ต้องลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่สร้างเสร็จแล้ว หรือถ้ายังสร้างไม่เสร็จก็ต้องก่อสร้างไปแล้ว ไม่น้อยกว่าร้อยละ 80 ของมูลค่าโครงการ</p>	<p>-กองทุนสามารถลงทุนได้ โดยแบ่งเป็น 2 กรณี</p> <p>1. ลงทุนใน Greenfield Project ไม่เกินร้อยละ 30 ของมูลค่าทรัพย์สินของกองทุน จะต้องเสนอขายต่อผู้ลงทุนทั่วไป (จำนวนผู้ถือหุ้นหน่วยไม่ต่ำกว่า 500 ราย และต้องนำหน่วยลงทุนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ)</p> <p>2. ลงทุนใน Greenfield Project ไม่เกินร้อยละ 30 ของมูลค่าทรัพย์สินของกองทุน จะต้องเสนอขายต่อผู้ลงทุนรายใหญ่เท่านั้น โดยมีจำนวนผู้ถือหุ้นหน่วยไม่ต่ำกว่า 35 ราย และห้ามนำหน่วยลงทุนเข้าจดทะเบียน จนกว่าทรัพย์สินเริ่มมีรายได้ จึงนำเข้าจดทะเบียนภายใน 3 ปี</p> <p>-กองทุนสามารถกู้ยืมได้ไม่เกิน 3 เท่าของเงินทุนของกองทุน</p>		

ประเด็น	การแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์	ผู้ถือหุ้น/พันธมิตร -ภาคเอกชน -ภาครัฐ (กู้นอก/กู้ในประเทศ)	กองรีท (กอง REIT : ทรัสต์เพื่อ การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์)	กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure fund :IF)	PPPs	หมายเหตุ
2. กฎหมายที่ เกี่ยวข้อง	<p>-พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อ การแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์ พ.ศ. 2540</p> <p>-พ.ร.บ. ทรัสต์เพื่อธุรกรรมใน ตลาดทุน พ.ศ. 2550</p> <p>-พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาด หลักทรัพย์ พ.ศ. 2535</p>	<p>-พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาด หลักทรัพย์ พ.ศ. 2535</p> <p>-พ.ร.บ. การบริหารหนี้สาธารณะ พ.ศ. 2548</p> <p>-พ.ร.บ. การบริหารหนี้สาธารณะ (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2551</p>	<p>-พ.ร.บ. ทรัสต์เพื่อธุรกรรมใน ตลาดทุน พ.ศ. 2550</p> <p>-พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาด หลักทรัพย์ พ.ศ. 2535</p>	<p>-พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาด หลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 (การ จัดตั้งกองทุนเพื่อลงทุนใน กิจการ โครงสร้างพื้นฐานที่เป็น ประโยชน์สาธารณะ)</p>	<p>1. กฎหมาย ประกาศ และ ระเบียบที่เกี่ยวข้องกับ หน้าที่ของสำนักงาน คณะกรรมการพัฒนาการ เศรษฐกิจ และสังคมแห่งชาติในด้าน การวิเคราะห์โครงการ -พ.ร.บ. การให้เอกชนร่วม ลงทุนในกิจการของรัฐ พ.ศ. 2556</p> <p>-พ.ร.บ. พัฒนาการ เศรษฐกิจและสังคม แห่งชาติ พ.ศ. 2521</p> <p>-พ.ร.บ. การบริหารหนี้ สาธารณะ พ.ศ. 2548</p> <p>2. กฎหมาย ประกาศ และ ระเบียบที่เกี่ยวข้องกับการ ให้เอกชนร่วมลงทุนใน กิจการของรัฐ</p> <p>3. กฎหมาย ประกาศ และ ระเบียบที่เกี่ยวข้องกับด้าน การมีส่วนร่วมของ ประชาชน</p> <p>4. กฎหมาย ประกาศ และ ระเบียบที่เกี่ยวข้องกับด้าน</p>	

ประเด็น	การแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์	หุ้นผู้พันมิตร -ภาคเอกชน -ภาครัฐ (หุ้นนอก/หุ้นในประเทศ)	กองรีท (กอง REIT : ทรัสต์เพื่อ การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์)	กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure fund :IF)	PPPs	หมายเหตุ
					สิ่งแวดล้อม -พระราชบัญญัติส่งเสริม และรักษาคุณภาพ สิ่งแวดล้อมแห่งชาติ พ.ศ. 2535	
3.กระบวนการ/ ขั้นตอนและ ระยะเวลา	1. ผู้ต้องการระดมทุนหรือขาย กองสินทรัพย์ หรือผู้เสนอ โครงการฯ (มีคุณสมบัติตามที่ สำนักงาน ก.ล.ด. ประกาศ กำหนด) แจ้งบริษัทที่ปรึกษา โครงการ/บริษัทที่ปรึกษา กฎหมายและภาษี (ร่างสัญญา และเสนอโครงการแปลง สินทรัพย์ฯ ต่อสำนักงาน ก.ล.ด. (ซึ่งจะ พิจารณาภายใน 45 วัน) มีค่าธรรมเนียมการขึ้น Filing โดยสาระสำคัญคือ 1)การจัดตั้ง SPV 2)ขายสินทรัพย์ให้กับ SPV 3)แจ้งบริษัทที่ปรึกษาทางการเงิน เพื่อจัดโครงสร้างการออก ตราสาร สำนัความต้องการ ของตลาด 4)แจ้งบริษัทผู้จัดจำหน่ายหุ้นกู้ และประกันการจำหน่าย	บริษัทที่ประสงค์จะออกหุ้นกู้ แต่งตั้ง 1. บริษัทที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial Advisor) 2. ขออนุญาตเสนอขายจาก สำนักงาน ก.ล.ด. 3. บริษัทจัดอันดับเครดิตของหุ้นกู้ ในประเทศ 4. ผู้จัดการการจัดจำหน่าย (Underwriter) เพื่อดำเนินการ เรื่องการขายให้แก่นักลงทุน ทั้งนี้ บางกรณีบริษัทผู้ออก หลักทรัพย์ อาจดำเนินการเอง โดยไม่ต้องแจ้งที่ปรึกษาหรือ ผู้จัดการการจำหน่าย	1. ผู้ก่อตั้งทรัสต์ (ซึ่งผู้จัดการ REIT) ยื่นคำขออนุญาตเสนอ กองทรัสต์ แต่งตั้งทรัสต์ และ ขายหน่วยทรัสต์ (ใบทรัสต์) ต่อ สำนักงาน ก.ล.ด. ซึ่งพิจารณา ภายใน 45 วัน เพื่อจัดจำหน่าย ทั้งนี้ ผู้จัดการ REIT (REIT manager) ต้องได้รับความ เห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ด. ในขณะที่ มีการกำหนดคุณสมบัติ และอำนาจหน้าที่ของทรัสต์ 2.แต่งตั้งผู้จำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) และส่งเงินที่ระดม ได้ให้กับทรัสต์ เพื่อนำเงินไป ลงทุน 3. มีการ โอนกรรมสิทธิ์ใน ทรัพย์สินให้กับทรัสต์ ซึ่งเป็นผู้ ถือกรรมสิทธิ์ และมีหน้าที่ดูแล และดำเนินการของกองทรัสต์ หรือได้รับมรดกผู้ถือหุ้นรายวิ	1. ผู้เป็นเจ้าของทรัพย์สิน กิจการโครงสร้างพื้นฐานและ ต้องการระดมทุนผ่านกองทุน รวมโครงสร้างพื้นฐาน ต้อง ว่าจ้างบริษัทหลักทรัพย์จัดการ (บลจ.) โดย บลจ. (ทำหน้าที่ บริหารจัดการกองทุน) จะจัด ให้มีที่ปรึกษาทางการเงิน ร่วมทำการวิเคราะห์และศึกษา ความเป็นไปได้ของการจัดตั้ง กองทุนรวมปิด รวมทั้ง ตรวจสอบและสอบทาน (ทำ Due Diligence) ทรัพย์สิน กิจการโครงสร้างพื้นฐานที่จะ ลงทุน และร่วมกันจัดทำ เอกสารเพื่อยื่นสำนักงาน ก.ล.ด. จะพิจารณาคำขอขึ้น จัดตั้งภายใน 45 วันนับตั้งแต่ วันที่ได้รับคำขอพร้อมเอกสาร หลักฐานครบถ้วน	อยู่ภายใต้การพิจารณาของ คณะกรรมการนโยบายการ ให้เอกชนร่วมลงทุนใน กิจการของรัฐ (คณะกรรมการ PPPs) โดย กำหนดนโยบาย ดังนี้ -โครงการที่มีมูลค่า ระหว่าง 1,000-5,000 ล้าน บาท ให้มีการแยก กระบวนการในการ พิจารณาเป็น 2 กรณี คือ 1.1) หากเป็นโครงการที่ เป็นโครงสร้างพื้นฐานและ บริการสาธารณะ ให้ ดำเนินการตาม พ.ร.บ. PPPs และ 1.2) หากเป็นโครงการที่ไม่ เป็นโครงสร้างพื้นฐานและ บริการสาธารณะ เช่น การ	

ประเด็น	การแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์	ผู้รับประกัน -ภาคเอกชน -ภาครัฐ (กู้นอก/กู้ในประเทศ)	กองรีท (กอง REIT : ทรัสต์เพื่อ การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์)	กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure fund :IF)	PPPs	หมายเหตุ
	(Underwriter) 5) จ้างที่ปรึกษาต้นบัญชี 6) หลังจากที่ได้อนุมัติโครงการ แล้ว จึงจ้างบริษัทการจัดทำ Credit Rating (สถาบันจัดอันดับ ความน่าเชื่อถือ) จ้างผู้บริหาร จัดการโครงการ ดังผู้แทนผู้ถือ หุ้นกู้		4. ต้องนำหน่วยทรัสต์ที่จัด ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดย ต้องได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ด. มีผู้จัดการ REIT และทรัสต์ ตามที่สำนักงาน ก.ล.ด. กำหนด กำหนดการถือ ครองหน่วยทรัสต์ของรายย่อย การแต่งตั้งนายทะเบียน 5. การเปิดเผยข้อมูลในลักษณะ เดียวกับหุ้นสามัญ		พัฒนาที่ดินของรัฐเชิง พาณิชย์ ให้ดำเนินการตาม กระบวนการแบบผ่อน ปรน เช่นเดียวกับ กระบวนการสำหรับ โครงการที่มีมูลค่าต่ำกว่า 1,000 ล้านบาท โดยเพิ่มให้ มีขั้นตอนการกำกับดูแล และรายงานให้ คณะกรรมการ PPPs ทราบ และจัดทำฐานข้อมูล โครงการ PPPs ต่อไป ส่วนโครงการที่มีมูลค่าต่ำ กว่า 1,000 ล้านบาท คณะกรรมการ PPPs มอบหมายให้รัฐมนตรีเจ้า สังกัดเป็นผู้พิจารณาให้ ความเห็นชอบโครงการได้ เพื่อให้โครงการขนาดเล็ก ที่มีจำนวนมากสามารถ ดำเนินการ ได้โดยไม่ล่าช้า และไม่เป็นการกระทบ หน่วยงานเจ้าของโครงการ มากเกินไป	

ประเด็น	การแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์	หุ้นกู้/พันธบัตร -ภาคเอกชน -ภาครัฐ (กู้นอก/กู้ในประเทศ)	กองรีท (กอง REIT : ทรัสต์เพื่อ การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์)	กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure fund :IF)	PPPs	หมายเหตุ
					<p>2) กฎหมายลำดับรอง ได้แก่</p> <p>2.1) หลักเกณฑ์และวิธีการ คำนวณมูลค่าโครงการ ทั้ง เงินลงทุนและทรัพย์สินทั้ง ภาครัฐและภาคเอกชน ตลอดอายุโครงการ เฉพาะที่ใช้ดำเนินโครงการ เท่านั้นและให้หน่วยงาน สามารถเลือกคำนวณส่วน ใดก่อนก็ได้</p> <p>2.2) กระบวนการประกาศ เชิญชวนและการคัดเลือก เอกชน ซึ่งลงเป็นไปตาม กฎระเบียบเดิมอยู่ แต่ปรับ ให้มีความชัดเจนและ โปร่งใสมากขึ้น</p> <p>2.3) มีการกำหนดหัวข้อ สำคัญที่ต้องมีเป็น มาตรฐานในสัญญาร่วม ลงทุน เช่น สิทธิและหน้าที่ ของแต่ละฝ่าย การกำหนด อัตราค่าบริการและ ผลประโยชน์ตอบแทน</p>	

ประเด็น	การแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์	หุ้น/พันธบัตร -ภาคเอกชน -ภาครัฐ (กู้ยืม/กู้ในประเทศ)	กองรีท (กอง REIT : ทรัสต์เพื่อ การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์)	กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure fund : IF)	PPPs	หมายเหตุ
					และสัญญาร่วมลงทุนต้อง ไม่มีการต่ออายุสัญญาแบบ อัตโนมัติ การไม่ให้เอกชน เปลี่ยนเงื่อนไขโครงการ ฝ่ายเดียวได้ โดยให้ หน่วยงานเจ้าของโครงการ พิจารณาถึงประเด็นสำคัญ เหล่านั้นตั้งแต่ต้นที่จะเริ่ม โครงการ ไม่เป็นปัญหา เหมือนที่ผ่านมา 2.4) ลักษณะการแก้ไข สัญญาร่วมลงทุนที่เป็น สาระสำคัญ เพื่อรักษา คุณภาพการให้บริการแก่ ประชาชนและ ผลประโยชน์ของภาครัฐ เป็นสำคัญ โดยการ เปลี่ยนแปลงใดที่ส่ง ผลกระทบกับผลลัพธ์ตาม วัตถุประสงค์ของโครงการ ผลประโยชน์ของภาครัฐ หรือเป็นการเพิ่มประโยชน์ ให้แก่ผู้สัญญาฝ่ายเอกชน จะต้องได้รับการพิจารณา อนุมัติจากคณะรัฐมนตรี	

ประเด็น	การแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์	หุ้นกู้/พันธบัตร -ภาคเอกชน -ภาครัฐ (กู้ยืม/กู้ในประเทศ)	กองรีท (กอง REIT : ทรัสต์เพื่อ การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์)	กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure fund :IF)	PPPs	หมายเหตุ
					ก่อน ทำให้ลดปัญหาในการกำกับดูแลสัญญาและเพิ่มความโปร่งใสในการแก้ไขสัญญา	
4.คุณสมบัติของ ตราสารที่ออก และผลตอบแทน	<p>-หุ้นกู้/หุ้นกู้ด้อยสิทธิที่มี สินทรัพย์ที่มีกระแสรายได้ หรือ รายได้ในอนาคตเป็น หลักประกันหนี้หลัง สามารถ ซื้อขายเปลี่ยนมือได้</p> <p>-มีผลประโยชน์ตอบแทนตาม อัตราดอกเบี้ยที่กำกับไว้</p> <p>-อายุของตราสาร ไม่ได้กำหนด ขึ้นอยู่กับโครงการ ส่วนใหญ่ ระยะยาว เช่น ระยะ 30 ปี</p> <p>-กำหนดให้มีการไถ่ถอนก่อน กำหนด ขึ้นอยู่กับข้อตกลง</p> <p>-ระดับอันดับความน่าเชื่อถือ ของตราสารอาจสูงกว่าหรือ เท่ากับหน่วยงานที่ออกขึ้นอยู่กับ คุณภาพสินทรัพย์ และ Credit enhancement</p>	<p>-หุ้นกู้ภาคเอกชน</p> <p>-พันธบัตรภาครัฐ</p> <p>-ระยะเวลาไม่มีกำหนด</p> <p>-สิทธิการไถ่ถอนเป็นไปตามที่ กำหนด</p> <p>-ไม่มีหลักประกันหนี้หลัง ชัดเจน แต่ใช้ฐานะของบริษัท/ รัฐบาลค้ำประกัน</p> <p>-ระดับอันดับความน่าเชื่อถือของ ตราสารเท่ากับหน่วยงานที่ออก</p>	<p>-ใบทรัสต์หรือหน่วยทรัสต์ (ผู้ถือ คือผู้รับผลประโยชน์จาก ใบทรัสต์)</p> <p>-เพื่อสร้างสภาพคล่องให้กับผู้ซื้อ หน่วยทรัสต์ กำหนดให้ต้องนำ หน่วยทรัสต์เข้ามาจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ (เหมือนหุ้น สามัญ) และมีนายทะเบียน หลักทรัพย์</p> <p>-หน่วยทรัสต์สามารถแบ่ง ออกเป็นหลายชนิดตาม หลักเกณฑ์ที่สำนักงานก.ล.ด. กำหนด โดยแบ่งออกเป็น Tranche ต่างๆ ซึ่งอาจมีการ กำหนดผลประโยชน์ตอบแทน (return) หรือการคืนเงินทุน (priority) ให้แก่ผู้ถือหุ้นแต่ละ ประเภทที่ต่างกัน</p>	<p>-ผลตอบแทนเป็นเงินปันผล ซึ่ง รัฐยกเว้นภาษีได้ เป็นเวลา ยาวนานเท่าใดขึ้นอยู่กับแต่ละ กองทุน นอกจากนี้ เนื่องจาก กองทุนรวมประเภทนี้จะมีการ นำหน่วยลงทุนเข้าจดทะเบียน เพื่อให้ผู้ซื้อขายในตลาด หลักทรัพย์ได้เสมือนหุ้น ภายหลังการออก</p> <p>และเสนอขายหน่วยลงทุน ให้แก่ประชาชนทั่วไปแล้ว ผู้ ลงทุนจึงมีโอกาสทำกำไรได้ จากส่วนต่างของราคาซื้อขาย ในตลาดอีกด้วย</p>	<p>-ภาคเอกชนรับผิดชอบการ ระดมทุนของตนเอง</p> <p>-ภาครัฐรับผิดชอบการ ปลดภาระที่ผูกพันกับที่ ราชพัสดุ หรือรวมถึงการ วิเคราะห์ผลกระทบต่อการ สภาพแวดล้อม</p>	

ประเด็น	การแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์	หุ้น/พันธบัตร -ภาคเอกชน -ภาครัฐ (กู้ยืม/กู้ในประเทศ)	กองรีท (กอง REIT : ทรัสต์เพื่อ การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์)	กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure fund : IF)	PPPs	หมายเหตุ
5. จำนวนหน่วย/ ความคุ้มค่าที่ ออกตราสาร	- ไม่มีการกำหนด - เป็นไปตามกลไกตลาด หาก ออกตราสารวงเงินประมาณ มากกว่า 10,000 ล้านบาทขึ้นไป คุ้มทุน	- ไม่มีการกำหนด ขึ้นอยู่กับความ จำเป็นและผลตอบแทน 500 ล้านบาท	ทุนชำระแล้วภายหลังการเสนอ ขายต้องมากกว่าหรือเท่ากับ 500 ล้านบาท	ต้องมีมูลค่าขั้นต่ำ 2,000 ล้านบาท โดยที่ทรัพย์สินแต่ละ โครงการ ต้องมีมูลค่าขั้นต่ำ 1,000 ล้านบาท (ยกเว้นกิจการ ไฟฟ้า ทรัพย์สินแต่ละโครงการ มีมูลค่าขั้นต่ำ 500 ล้านบาท) - กองทุนต้องลงทุนใน ทรัพย์สินกิจการ โครงสร้าง พื้นฐาน ไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 ของมูลค่าทรัพย์สินของกองทุน โดยต้องลงทุนภายใน 6 เดือน นับแต่วันที่จดทะเบียนกองทุน	- ไม่มีการกำหนด	
6. ผลกับผู้ ออก ตราสาร	- กรณีผู้ขายสินทรัพย์ขาย จะ ทำให้อัตราส่วนเงินกองทุนต่อ สินทรัพย์เสี่ยงดีขึ้น ผู้ขายได้เงิน สด และสามารถขยายสินทรัพย์ เสี่ยง/สินเชื่อบริษัทใหม่ได้อีก - เพิ่มประสิทธิภาพการบริหาร สินทรัพย์เสี่ยง	- ออกได้ตามฐานะการเงิน/ความ จำเป็นของบริษัท - นโยบาย ความจำเป็นและวินัย การคลัง ปัจจุบันยอดหนี้สาธารณะคงค้าง ณ วันที่ 31 มกราคม 2558 มี จำนวน 5,658,059.36 ล้านบาท หรือคิดเป็น ร้อยละ 46.46 ของ GDP ทั้งนี้ เพดานยอดหนี้ สาธารณะคงค้างต้องไม่เกินร้อยละ 60 ของ GDP และสัดส่วน ภาระหนี้ต้องประมาณในแต่ละ	- ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ได้ทุก ประเภท โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อ จัดหาผลประโยชน์ในรูปแบบ ค่าเช่า แต่ต้องไม่เป็นธุรกิจที่ขัด ต่อศีลธรรมหรือผิดกฎหมาย - ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ตั้งใน ต่างประเทศได้ - ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ พร้อมจัดหาประโยชน์ 75 % ของ มูลค่าหน่วยทั้งหมดที่เสนอขาย รวมเงินกู้ยืม (ถ้ามี) ส่วนที่เหลือ ลงทุนในทรัพย์สินอื่น เช่น พันธบัตรรัฐบาล เงินฝากธนาคาร	เป็นทางเลือกในการระดมทุน เพิ่ม ทั้งภาครัฐและเอกชน ตาม ประเภทธุรกิจที่กำหนด โดย เจ้าของโครงการจะโอนสิทธิ เรียกร้องในกระแสเงินสดของ โครงการอื่นๆ ที่ดำเนินการอยู่ แล้ว หรือประมาณการกระแส เงินสดในอนาคตของโครงการ ที่ต้องการระดมทุนแต่ยังไม่ได้ ก่อสร้าง ให้กับกองทุนฯ เพื่อ กองทุนฯ ออกหน่วยลงทุนขาย ให้กับนักลงทุน เพื่อเอาเงิน ให้กับเจ้าของโครงการ ตั้งเงิน	ขึ้นอยู่กับรูปแบบการระดม ทุน	

ประเด็น	การแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์	หุ้นกู้/พันธบัตร -ภาคเอกชน -ภาครัฐ (กู้นอก/กู้ในประเทศ)	กองรีท (กอง REIT : ทรัสต์เพื่อ การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์)	กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure fund :IF)	PPPs	หมายเหตุ
		ปีต้องไม่เกินร้อยละ 15 ของ งบประมาณรายจ่ายประจำปีนั้น	เป็นต้น -ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ยังไม่ แล้วเสร็จ (Greenfield Project) ได้ "ไม่เกินร้อยละ 10 ของสินทรัพย์ รวม -กู้ยืมเงินได้ไม่เกิน 35% ของ ทรัพย์สินรวม และได้ไม่เกิน 60% กรณีที่ได้รับ Credit Rating ระดับ Investment Grade	สตที่เจ้าของโครงการได้รับนี้ "ไม่ถือว่าเป็นหนี้ แต่ถูกบันทึก เป็นรายได้ ความเสี่ยงต่างๆ จะ ถูกโอนไปให้ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน ทั้งนี้ ผู้ลงทุนจะรับรู้ได้จาก มูลค่าของหน่วยลงทุน และเงิน ปันผล การยกเว้นภาษี ในขณะที่เจ้าของโครงการก็จะ ได้รับ"สิทธิประโยชน์ทาง ภาษีที่ทำกับกองทุนรวม ๑ ด้วย		
7.ผลดีกับตัวกลาง เช่น บค. บค. ธนาคารพาณิชย์	ผู้แทนจัดจำหน่าย	ผู้แทนจัดจำหน่าย	ระดับเจ้าของทรัพย์สิน -จุดเด่นของการลงทุนใน REIT เจ้าของทรัพย์สิน สามารถเข้ามา บริหารทรัพย์สินเองโดยตรงได้ โดยสามารถเข้าดำรงตำแหน่ง "ได้ทั้ง REIT Manager และ Property Manager -เจ้าของสามารถนำ อสังหาริมทรัพย์ที่มีรายได้แล้วมา ระดมทุน เพื่อนำเงินไปใช้ในการ ลงทุนและพัฒนาโครงการใหม่ -สามารถกู้เงินในการลงทุนได้ถึง 35% - 60% ของมูลค่าทรัพย์สิน- รวมของกองทรัสต์ สามารถนำ	ผู้แทนจัดจำหน่าย	ขึ้นอยู่กับรูปแบบการระดม ทุน	

ประเด็น	การแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์	หุ้น/พันธบัตร -ภาคเอกชน -ภาครัฐ (กู้ยืม/กู้ในประเทศ)	กองรีท (กอง REIT : วัตถุประสงค์เพื่อ การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์)	กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure fund : IF)	PPPs	หมายเหตุ
			อสังหาริมทรัพย์ที่อยู่ใน ต่างประเทศสามารถลงทุนได้			
8. ผลลัพธ์การลงทุน	แหล่งออมเงินระยะยาว ตามสิทธิประโยชน์จากการถือหุ้น กู้	แหล่งออมเงินระยะยาว ตามสิทธิประโยชน์จากการถือหุ้น กู้	ระดับผู้ลงทุนทั่วไป มีผลตอบแทนที่สม่ำเสมอ โดย REIT ต้องจ่ายประโยชน์ตอบแทน ให้แก่ผู้ถือหุ้นรายไตรมาสด้วย อย่างน้อย 90% ของกำไรสุทธิที่ ปรับปรุงแล้ว มีความมั่นใจในการบริหารงาน มากขึ้น ภายใต้การบริหารจัดการ อสังหาริมทรัพย์โดยผู้เชี่ยวชาญ การลงทุนใน REIT เป็นทางเลือก ในการกระจายความเสี่ยงในการ ลงทุน ไม่ต้องใช้เงินลงทุนจำนวน มากและมีสภาพคล่องในการซื้อ ขายสูง เมื่อเทียบกับการลงทุน โดยตรงในอสังหาริมทรัพย์ มีทางเลือกในการลงทุนใน อสังหาริมทรัพย์ได้หลากหลาย มากขึ้น จุดเด่นของ REIT 2/2 การจัดให้มีเงินกู้ที่เหมาะสมจะ ช่วยเพิ่มผลตอบแทนจากการ ลงทุนให้สูงขึ้น	1) เงินปันผล (Dividend) 2) กำไรจากส่วนต่างราคา (Capital Gain)	ผลตอบแทนตามที่ได้ตกลง	

ประเด็น	การแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์	หุ้นกู้/พันธบัตร -ภาคเอกชน -ภาครัฐ (กู้นอก/กู้ในประเทศ)	กองรีท (กอง REIT : ทรัสต์เพื่อ การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์)	กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure fund :IF)	PPPs	หมายเหตุ
9.สิทธิภาษีที่ เกี่ยวข้อง	-ในขบวนการแปลงสินทรัพย์ เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งต้องมีการ โอนและการเปลี่ยนแปลง รายการทางทะเบียนเกี่ยวกับ สินทรัพย์ รวมทั้งหลักประกันที่ เกี่ยวข้องกันสินทรัพย์ ตาม โครงการฯ ให้ได้รับยกเว้น ค่าธรรมเนียมที่เกิดขึ้นไม่ว่าจะ กำหนดในกฎหมายใด -หุ้นกู้ภายใต้โครงการ มีการะ บายตามเช่นเดียวกับหุ้นกู้ทั่วไป คือ รายได้ดอกเบี้ยเสียภาษีหัก ณ ที่จ่าย	หุ้นกู้เสียภาษีตามปกติ	ระดับกองทุน ภาษีเงินได้นิติบุคคล -กองทรัสต์ในเสีย ภาษีอื่นๆ • การขายอสังหาริมทรัพย์ให้ REIT เจ้าของต้อง เสียภาษีที่เกี่ยวของตามปกติ • ค่าธรรมเนียมการ โอน เสียอัตรา ปกติ 2% ระดับผู้ลงทุน ภาษีผลประโยชน์ตอบแทน • กรณีบุคคลธรรมดา หัก ณ ที่จ่าย 10% • กรณีนิติบุคคล เสียภาษีในอัตรา ปกติ -ภาษีกำไรจากการขายหน่วย • กรณีบุคคลธรรมดา ยกเว้น • กรณีนิติบุคคล เสียภาษีในอัตรา ปกติ	คณะรัฐมนตรีเห็นความสำคัญ และสนับสนุนการจัดตั้ง กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน จึงมีมติให้สิทธิประโยชน์ภาษี สำหรับการลงทุนในกองทุน รวมโครงสร้างพื้นฐาน	-ขึ้นอยู่กับรูปแบบการ ระดมทุน	
10.การการคลัง	ภาครัฐดำเนินการและออกแบบ โครงสร้างที่เหมาะสม จะไม่เป็น หนี้สาธารณะ	กรณีภาครัฐและรัฐวิสาหกิจเป็น หนี้สาธารณะ	ภาครัฐดำเนินการก็เป็นหนี้ สาธารณะ	ภาครัฐดำเนินการ ไม่เป็นหนี้ สาธารณะ	ไม่เป็นหนี้สาธารณะ ผลักดันงบประมาณไป ลงทุนโครงการอื่นได้	
11.แรงจูงใจ	-กลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่สามารถ นำไปแปลงเป็นหลักทรัพย์ได้ เพื่อระดม เช่น สถาบันการเงิน	เป็นไปตาม นโยบายภาครัฐ	การพัฒนาหลักเกณฑ์กองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ที่มีความคล่องตัว มากขึ้น	ส่งเสริมให้มีการจัดตั้งกองทุน รวมโครงสร้างพื้นฐานอันเป็น ประโยชน์ต่อการพัฒนา	แรงจูงใจของผู้สัญญา เอกชน ในการพัฒนาการ ให้บริการทำให้ต้นทุน	

ประเด็น	การแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์	หุ้น/พันธบัตร -ภาคเอกชน -ภาครัฐ (กู้ยืม/กู้ในประเทศ)	กองรีท (กอง REIT : ทรัสต์เพื่อ การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์)	กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure fund : IF)	PPPs	หมายเหตุ
	<p>ด้านสภาพคล่องสูง ไม่มีแรงจูงใจที่จะดำเนินการ อีกทั้งมีทางเลือกในการระดมทุนหลายช่องทาง เช่น การระดมเงินฝาก / การออกตั๋ว B/E และทางเลือกดังกล่าวก็ขึ้นต้นทุนดำเนินการเสนอโครงการเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์</p> <p>-ภาครัฐสามารถดำเนินโครงการได้ทันที โดยไม่ต้องรองบประมาณ</p> <p>-ธุรกิจต่างๆ ไม่อยากตัวทำให้นักลงทุนยังมีความกังวล การทำการตลาดจึงต้องลดความเสี่ยงให้กับนักลงทุนมากขึ้น</p>			ประเทศ	<p>โดยรวมลดลง</p> <p>พิจารณาต้นทุนครบวงจร กำหนดเป้าหมายด้านคุณภาพของสินค้าหรือบริการชัดเจน จัดทำบริการที่ตรงเวลา เอกชนรับผิดชอบการบริหารจัดการ โครงการที่มีประสิทธิภาพ</p>	
12.ปัญหาอุปสรรค	<p>กลุ่มผู้รับสินทรัพย์ที่สามารถนำไปแปลงเป็นหลักทรัพย์ได้เพื่อระดม เช่น สถาบันการเงิน</p> <p>ด้านสภาพคล่องสูง ไม่มีแรงจูงใจที่จะดำเนินการ อีกทั้งมีทางเลือกในการระดมทุนหลายช่องทาง เช่น การระดมเงินฝาก / การออกตั๋ว B/E และทางเลือกดังกล่าวก็ขึ้นต้นทุนดำเนินการ</p>	- فقدانการถือหุ้นสาธารณะ	เป็นไปตามกลไกตลาด	<p>-เป็นไปตามกลไกตลาด</p> <p>-โครงการต้องผ่านการพิจารณาความเป็นไปได้</p> <p>-ความพร้อมของนักลงทุนในการลงทุนระยะยาว</p>	<p>-เป็นไปตามมูลค่าโครงการ</p> <p>-การพิจารณาความเป็นไปได้ของโครงการ</p> <p>-เป็นไปตามนโยบายภาครัฐ</p>	

ประเด็น	การแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์	ผู้กู้/พันธมิตร -ภาคเอกชน -ภาครัฐ (ผู้นอก/ผู้ในประเทศ)	กองรีท (กอง REIT : ทรัสต์เพื่อ การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์)	กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure fund :IF)	PPPs	หมายเหตุ
	<p>เสนอโครงการเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์</p> <p>-ภาครัฐสามารถดำเนินโครงการได้ทันที โดยไม่ต้องรองบประมาณ</p> <p>-ธุรกิจต่างๆ ไม่ขาดตัวทำให้นักลงทุนยังมีความกังวลสูง การทำการตลาดจึงต้องลดความเสี่ยงให้กับนักลงทุนมากเกินความจำเป็น</p> <p>-ด้านผู้สินทรัพย์ที่สามารถนำไปแปลงเป็นหลักทรัพย์ เพื่อระดมทุน มีสภาพคล่องสูง ไม่สนใจดำเนินธุรกรรม มีทางเลือกในการระดมทุนหลากหลายช่องทาง</p> <p>-การดำเนินธุรกรรมมีการขึ้นดอกเบี้ยยากขึ้นต้นทุนสูงกว่า (โดยเฉพาะหากจะขายต่อประชาชน)</p> <p>-นักลงทุนไม่คุ้นเคย การตลาดทำได้ยาก ขยายได้ต้องมีผลตอบแทนที่สูงมาก</p>					

บทที่ 5

ประสบการณ์จากโครงการลงทุนภาครัฐ โดยระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

นวัตกรรมทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับการระดมทุนโครงการขนาดใหญ่มีการพัฒนาหลากหลายรูปแบบ เช่น การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) ความร่วมมือระหว่างภาครัฐและเอกชน (Public Private Partnerships : PPPs) และกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน ทั้งนี้ล้วนมีหลักการสำคัญคือการใช้ประโยชน์จากแหล่งเงินทุนระยะยาวในตลาดทุน ซึ่งประเทศไทยได้นำนวัตกรรมทางการเงินต่าง ๆ ดังกล่าวไปใช้กับโครงการลงทุนภาครัฐและเอกชนหลายโครงการ ในส่วนของภาครัฐนั้นได้ถูกนำมาใช้ด้วยเหตุผลข้อจำกัดด้านงบประมาณ หนี้สาธารณะ และการเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินนโยบายภาครัฐที่ต้องการให้เกิดผลต่อกลุ่มเป้าหมายโดยตรง ซึ่งการระดมทุนเพื่อดำเนินโครงการลงทุนดังกล่าวมักถูกวิพากษ์วิจารณ์ว่าไม่ได้ผ่านระบบการคลังปกติ เช่น ไม่ได้อยู่ในรูปของงบประมาณ การกู้เงินต่างประเทศ การลงทุนของรัฐวิสาหกิจ ซึ่งเป็นเหตุให้ขาดความโปร่งใส และการประเมินนโยบายดังกล่าวทำได้ยาก และอีกแนวคิดคือเป็นการดำเนินกิจการกึ่งการคลัง (Quasi-fiscal Activities) โดยเฉพาะรูปแบบคือการดำเนินการผ่านหน่วยงานที่รัฐมีอำนาจในการกำกับดูแล ไม่ว่าจะทางตรงหรือทางอ้อม ซึ่งเป็นการดำเนินนโยบายนอกบัญชีการคลังภาคสาธารณะ เช่น ให้รัฐวิสาหกิจหรือการจัดตั้งรัฐวิสาหกิจขึ้นใหม่ดำเนินการ ซึ่งเกิดผลดีในด้านที่ทำให้ภาครัฐมีช่องทางในการดำเนินนโยบายและมีความยืดหยุ่นมากขึ้น แต่ในอีกด้านหนึ่งอาจนำไปสู่ความเสี่ยงต่อฐานะการคลัง ความยั่งยืนทางการคลัง (Fiscal Sustainability) ได้ในอนาคต โดยเฉพาะหากไม่มีการเปิดเผยสถานะทางการคลังที่แท้จริงในบัญชีการคลังภาคสาธารณะ (Public Sector Account)

อย่างไรก็ตาม ในช่วงทศวรรษที่ผ่านมาภาครัฐได้นำวิธีการระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ประโยชน์ในโครงการลงทุนภาครัฐ ในกรณีโครงการสร้างศูนย์ราชการกรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ และกรณีโครงการระดมทุนของการเคหะแห่งชาติเพื่อให้บรรลุภารกิจและโครงการบ้านเอื้ออาทร โดยผู้วิจัยได้รวบรวมข้อมูล วิเคราะห์โครงการ และข้อเสนอแนะความคิดเห็นเกี่ยวกับการนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในกรณีโครงการลงทุนภาครัฐในปัจจุบัน ดังนี้

5.1 กรณีโครงการสร้างศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ

5.1.1 ความเป็นมา

โครงการศูนย์ราชการฯ ริเริ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2535 เนื่องจากที่ราชพัสดุมีอยู่อย่างจำกัด ในขณะที่คำขอใช้พื้นที่จากหน่วยราชการเพิ่มขึ้น บางหน่วยงานเดิมแออัด บางหน่วยงานต้องย้ายออกจากพื้นที่เกาะกรุงรัตนโกสินทร์ รวมทั้งเกิดหน่วยงานตามรัฐธรรมนูญ และจากการปฏิรูประบบราชการ รวมทั้งแนวคิดเรื่องการให้บริการประชาชนแบบเบ็ดเสร็จ (One Stop Service) ซึ่งขณะนั้นกรมธนารักษ์ได้พื้นที่กินประมาณ 450 ไร่เศษ จึงได้เสนอโครงการศูนย์ราชการฯ ขึ้น

โครงการศูนย์ราชการฯ ตั้งอยู่บนเนื้อที่ 297 ไร่ บริเวณถนนแจ้งวัฒนะ แขวงทุ่งสองห้อง เขตหลักสี่ กรุงเทพมหานคร พื้นที่โครงการได้แบ่งออกเป็น 3 โซน ได้แก่ โซน A อยู่ทางทิศเหนือของโครงการ เนื้อที่ประมาณ 100 ไร่ จัดสรรเป็นที่ตั้งของหน่วยงานด้านยุติธรรม โซน B อยู่ทางทิศใต้ของโครงการ เนื้อที่ประมาณ 197 ไร่ จัดสรรให้เป็นที่ตั้งของหน่วยงานอื่นๆ รวมทั้งศูนย์ประชุมและหอพัก โซน C อยู่ทางทิศตะวันออก เนื้อที่ประมาณ 152 ไร่ เตรียมไว้สำหรับการขยายตัวของโครงการในอนาคต สำหรับพื้นที่ของโครงการทั้งหมดก่อสร้างเป็นพื้นที่อาคารรวมประมาณ 950,000 ตารางเมตร แบ่งเป็นพื้นที่ใช้สอยสำหรับหน่วยงานทั้งหมดประมาณ 484,000 ตารางเมตร พื้นที่ใช้งานรวม เช่น ห้องประชุม ห้องอาหารประมาณ 49,000 ตารางเมตร พื้นที่ธุรกิจ ร้านค้า นันทนาการและหอพักประมาณ 27,000 ตารางเมตร และพื้นที่จอดรถที่สามารถรองรับปริมาณรถยนต์ทั้งหมดได้ประมาณ 10,000 คัน

รูปภาพที่ 5.1 แสดงโครงการศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ



ที่มา : ภาพจากอินเทอร์เน็ต

5.1.2 การดำเนินการ

เดิมการก่อสร้างสถานที่ราชการใหม่จะใช้วิธีเช่าสถานที่จากเอกชน เพื่อใช้เป็นที่ทำการชั่วคราว จนกว่าจะหาที่ดินเปล่าได้ และงบประมาณเพียงพอ จึงจะเริ่มก่อสร้างสถานที่ทำการเป็นของตนเอง หรือขอใช้ที่ราชพัสดุ (ถ้ามี) จากกรมธนารักษ์ จากนั้นกระทรวงคั่นสังกัดจัดสรรงบประมาณให้ไปก่อสร้าง แต่แนวคิดในการระดมทุนโครงการศูนย์ราชการฯ ถือเป็นนวัตกรรมทางการเงินใหม่ คือระดมทุนในการก่อสร้างทั้งหมดผ่านโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ภายใต้พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540

การดำเนินโครงการศูนย์ราชการฯ มีรูปแบบการระดมเงินทุน 2 แนวคิด คือ 1) การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และ 2) การจัดตั้งกองทุนอสังหาริมทรัพย์ แต่เนื่องจากโครงการก่อสร้างศูนย์ราชการฯ ยังไม่มีรายได้เกิดขึ้น หรือค่าเช่าที่เกิดจากการใช้ประโยชน์จากอาคาร เพราะอาคารยังไม่ถูกสร้างขึ้น แนวทางการระดมทุนจึงเห็นว่าการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จึงเป็นทางเลือกและมีความเหมาะสมที่จะนำมาใช้ในโครงการระดมทุนเพื่อก่อสร้างศูนย์ราชการมากกว่า

5.1.3 ขั้นตอนการดำเนินการโครงการศูนย์ราชการฯ

1) คณะรัฐมนตรีได้มีมติเมื่อปี 2545 เห็นชอบในหลักการโครงการศูนย์ราชการฯ ขึ้น โดยให้กรมธนารักษ์รับไปดำเนินการ และคณะรัฐมนตรีได้มีมติเมื่อวันที่ 25 พฤษภาคม 2547 อนุมัติให้ดำเนินการโครงการศูนย์ราชการฯ โดยกรมธนารักษ์เป็นผู้ดำเนินการก่อสร้างและบริหาร และเห็นชอบแผนการระดมทุนด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) โดยมีนโยบายไม่ใช้เงินงบประมาณแผ่นดินในการก่อสร้างและไม่ก่อให้เกิดหนี้สาธารณะ โดยให้กรมธนารักษ์ตั้งงบประมาณแทนทุกหน่วยงานในศูนย์ราชการฯ เพื่อชำระค่าเช่าอาคารเป็นเวลา 30 ปี และค่าจัดหาเฟอร์นิเจอร์ โดยทยอยจ่ายเป็นเวลา 5 ปี

2) กระทรวงการคลังจัดตั้งบริษัทธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด (ธพส.) มีฐานะเป็นรัฐวิสาหกิจ และมีกระทรวงการคลังถือหุ้นใน ธพส. ทั้งหมด และให้กรมธนารักษ์กำกับดูแล ธพส. โดย ธพส. จะทำหน้าที่บริหารงานก่อสร้างและบริหารโครงการศูนย์ราชการฯ

3) ในช่วงการริเริ่มโครงการ ธพส. ได้ว่าจ้างสถาบันวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลัง (สวก.) เป็นที่ปรึกษา การระดมทุน (Funding Consultant) เพื่อเสนอแนวทางที่เหมาะสมในการดำเนินการระดมทุน รวมทั้งจัดทำแผนการเงินของโครงการศูนย์ราชการฯ และนำเสนอรูปแบบเบื้องต้นของแนวทางที่

เป็นไปได้ และอุปสรรคของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ นอกจากนี้ ยังรวมถึงการให้คำปรึกษาในการคัดเลือกบริษัทที่จะเข้ามาทำหน้าที่ระดมทุน ซึ่งถือว่าเป็นสิ่งจำเป็นอย่างยิ่งของโครงการศูนย์ราชการฯ

4) ธพส. ได้จัดตั้งบริษัท ดีเอดี เอสพีวี จำกัด (DAD SPV หรือผู้ออกตราสาร) และมี ธพส. เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 49 และ DAD SPV ได้รับอนุญาตให้มีสถานะเป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจตามพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 จาก ก.ล.ต. เพื่อระดมทุนผ่านโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) ภายใต้พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ซึ่งเป็นการเสนอขายหุ้นกู้ มูลค่ารวม 24,000 ล้านบาท ให้ผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายย่อย เพื่อนำเงินที่ได้ไปใช้ในการก่อสร้างโครงการ แทนการใช้งบประมาณแผ่นดิน DAD SPV จะนำเงินจากการออกหุ้นกู้มาซื้อสิทธิในการเรียกร้องค่าเช่าจาก ธพส. โดย ธพส. จะนำเงินที่ได้รับไปใช้เพื่อดำเนินโครงการฯ โดยมีรายละเอียด ดังนี้

4.1) สินทรัพย์ที่นำแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ คือสิทธิเรียกร้องในการได้รับเงินค่าเช่าพื้นที่อาคาร ค่าบริการ และค่าบริการจัดหาเฟอร์นิเจอร์ ซึ่ง ธพส. จะได้รับจากกรมธนารักษ์ตามสัญญาเช่าพื้นที่อาคาร ค่าบริการ และค่าบริการจัดหาเฟอร์นิเจอร์ สำหรับแนวทางการระดมทุนตามหลักการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ จะแบ่งการระดมทุนเป็นสองระยะ คือ

ระยะที่ 1 การกู้ยืมระยะสั้นจากธนาคารออมสิน เพื่อใช้ในการก่อสร้างอาคารศาลปกครอง และเป็นค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการทำสัญญา มูลค่า 1,800 ล้านบาท

ระยะที่ 2 เป็นการระดมทุนทั้งหมดเพื่อชำระคืนเงินกู้ระยะที่ 1 และใช้ในการดำเนินงานโครงการส่วนที่เหลือมูลค่า 24,000 ล้านบาท โดยการออกหุ้นกู้ตามโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization Bonds) ของบริษัทดีเอดี เอสพีวี จำกัด มีมูลค่ารวม 24,000 ล้านบาท ภายใน 3 ปี โดยออกเป็น 3 งวด ดังนี้

หุ้นกู้งวดแรก (1/2548) วงเงิน 10,300 ล้านบาท มี 4 ชุด อัตราดอกเบี้ยอยู่ระหว่างร้อยละ 6.70-7.99

หุ้นกู้งวดที่สอง (1/2549) วงเงิน 8,200 ล้านบาท มี 2 ชุด อัตราดอกเบี้ยอยู่ระหว่างร้อยละ 6.05-6.50

หุ้นกู้งวดที่สาม (1/2550) วงเงิน 5,500 ล้านบาท มี 1 ชุด อัตราดอกเบี้ยร้อยละ 6.05

ทั้งนี้ ได้นำเอาค่าเช่าเฉพาะส่วนที่หน่วยงานราชการเข้ามาค้าประกันเท่านั้น (ไม่ได้รวมถึงค่าเช่าส่วนที่เป็นพื้นที่ธุรกิจ เพราะมีรายได้ไม่แน่นอน) มาเป็นสินทรัพย์ค้ำประกันตราสารหนี้หรือหุ้นกู้ที่ออกมาจำหน่าย

4.2) ค่าตอบแทนการโอนสิทธิเรียกร้องที่ ธพส. จะได้รับ DAD SPV จะชำระค่าตอบแทนการโอนสิทธิเรียกร้องให้กับ ธพส. เป็นจำนวนเงินทั้งสิ้น 40,000 ล้านบาท ซึ่ง DAD SPV จะแบ่งการชำระเป็น 2 ส่วน ดังนี้

- ส่วนแรก DAD SPV จะนำเงินที่ได้รับจากการออกหุ้นกู้ภายใต้การทำ Securitization ส่วนหนึ่งไปชำระเป็นเงินสด

- ส่วนที่สอง DAD SPV จะชำระเป็นตั๋วสัญญาใช้เงินด้อยสิทธิ ซึ่ง DAD SPV จะทยอยนำเงินจากการออกหุ้นกู้ภายใต้การทำ Securitization และกระแสเงินสดรับจากกรรมสิทธิ์ในรูปของค่าเช่าต่างๆ มาชำระคืนหนี้ตามตั๋วสัญญาใช้เงินด้อยสิทธิให้กับ ธพส. ครอบคลุม 40,000 ล้านบาท

4.3) จำนวนกระแสเงินสดที่ DAD SPV จะได้รับตามสิทธิเรียกร้อง กระแสเงินสดที่ DAD SPV จะได้รับตามสิทธิเรียกร้องมีจำนวนเท่ากับค่าเช่าพื้นที่อาคาร ค่าบริการ และค่าบริการจัดหาเฟอร์นิเจอร์ ซึ่งกรรมสิทธิ์จะต้องจ่ายตามสัญญาเช่าพื้นที่อาคาร ค่าบริการ และค่าบริการจัดหาเฟอร์นิเจอร์ตลอดอายุสัญญามูลค่าประมาณ 82,114 ล้านบาท โดยค่าเช่าดังกล่าวกรรมสิทธิ์จะได้รับการจัดสรรจากเงินงบประมาณ (กระแสเงินสดที่ DAD SPV จะได้รับจะนำมาใช้จ่ายในด้านต่างๆ เช่น ชำระค่าเงินเดือน (24,000 ล้านบาท) ดอกเบี้ยหุ้นกู้ 37,000 ล้านบาท ภาษี ค่าธรรมเนียมต่างๆ 10,600 ล้านบาท ค่าบริหารจัดการและบำรุงรักษา 10,000 ล้านบาท เป็นต้น

4.4) ส่วนกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ สามารถอธิบายโดยสังเขปได้ดังนี้

- (1) ธพส. ทำสัญญาเช่าที่ดินระยะยาวจากกรรมสิทธิ์
- (2) ผู้เช่าได้แก่กรรมสิทธิ์เป็นคู่สัญญาแทนหน่วยงานต่างๆ ทำสัญญาเช่าพื้นที่อาคารจาก ธพส.
- (3) ธพส. ขายสิทธิเรียกร้องในค่าเช่าให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจ (SPV)
- (4) SPV ออกตราสารหนี้ หรือหุ้นกู้ขายให้แก่นักลงทุน จำนวน 24,000 ล้านบาท
- (5) นักลงทุนจ่ายเงินที่ระดมจากการออกตราสารหนี้ให้แก่ SPV
- (6) SPV นำรายได้จากการระดมทุนจ่ายเป็นค่าสิทธิเรียกร้อง (ตามข้อ 3 ข้างต้น) ให้แก่ ธพส.

(7) ธพส. นำเงินจากการขายสิทธิเรียกร้องไปชำระค่าก่อสร้างในเบื้องต้น (จำนวนประมาณ 19,016 ล้านบาท) และอื่นๆ

(8) รัฐบาลตั้งงบประมาณค่าเช่าพื้นที่อาคารสำหรับหน่วยงานต่างๆ ให้กรรมสิทธิ์

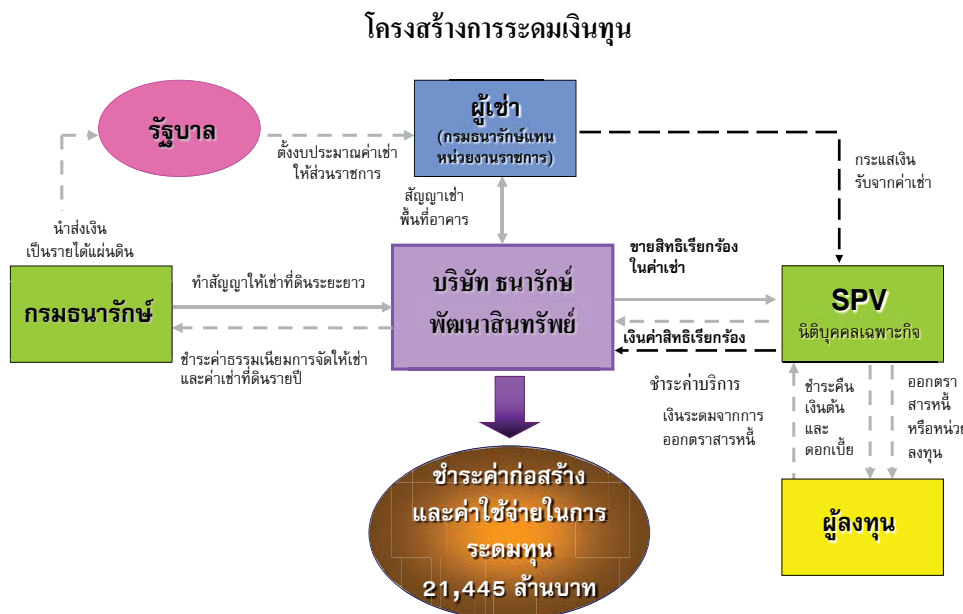
(9) กรมธนารักษ์จ่ายค่าเช่าแก่ ธพส. โดย ธพส. โอนค่าเช่าทั้งหมดนั้นให้แก่ SPV โดยเงินที่ใช้ในการชำระค่าเช่าและค่าบริการโดยกรมธนารักษ์ในแต่ละปี จะได้รับการจัดสรรจากงบประมาณรายจ่ายประจำปี

(10) SPV ชำระค่าภาษีและค่าธรรมเนียมต่างๆ เงินต้นพร้อมดอกเบี้ยให้กับนักลงทุน รวมทั้งค่าบริการให้แก่ ธพส.

(11) ธพส. ชำระค่าธรรมเนียมการจัดให้เช่า และค่าเช่าที่ดินรายปีแก่กรมธนารักษ์

(12) กรมธนารักษ์นำส่งเงิน (ตามข้อ 11 ข้างต้น) เป็นรายได้แผ่นดิน

แผนภาพที่ 5.1 แสดงโครงสร้างการระดมทุนโครงการก่อสร้างศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ



ที่มา : บริษัทธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด

5.1.4 มติคณะรัฐมนตรีที่เกี่ยวข้อง

1) คณะรัฐมนตรีได้มีมติเมื่อปี 2545 เห็นชอบในหลักการโครงการศูนย์ราชการฯ ขึ้น โดยให้กรมธนารักษ์รับไปดำเนินการ และคณะรัฐมนตรีได้มีมติเมื่อวันที่ 25 พฤษภาคม 2547 อนุมัติให้ดำเนินการโครงการศูนย์ราชการฯ โดยกรมธนารักษ์เป็นผู้ดำเนินการก่อสร้างและบริหาร มีวัตถุประสงค์หลัก 3 ประการ คือ

(1) การใช้ที่ดินราชพัสดุให้เกิดประโยชน์สูงสุด

(2) การลดค่าใช้จ่ายการเช่าที่สำนักงานจากภาคเอกชน และ

(3) การเพิ่มประสิทธิภาพในการบริการแบบ One Stop Service

โดยให้กระทรวงการคลังจัดตั้งบริษัทนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด (รพส.) มีฐานะเป็น รัฐวิสาหกิจ และมีกระทรวงการคลังถือหุ้นใน รพส. ทั้งหมด และให้กรมธนารักษ์กำกับดูแล รพส. โดย รพส. จะทำหน้าที่บริหารงานก่อสร้างและบริหาร โครงการศูนย์ราชการฯ และเห็นชอบแผนการระดมทุน ด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) โดยมีนโยบายไม่ใช้เงินงบประมาณแผ่นดินในการก่อสร้างและไม่ก่อให้เกิดหนี้สาธารณะ โดยให้กรมธนารักษ์ตั้งงบประมาณแทนทุกหน่วยงานในศูนย์ราชการฯ เพื่อชำระค่าเช่าอาคารเป็นเวลา 30 ปี และค่าจัดหาเฟอร์นิเจอร์ โดยทยอยจ่ายเป็นเวลา 5 ปี

2) คณะรัฐมนตรีได้มีมติเมื่อวันที่ 9 พฤษภาคม 2549 รับทราบผลการดำเนินงาน โครงการศูนย์ราชการฯ และอนุมัติการก่อหนี้ผูกพันข้ามปีงบประมาณโครงการฯ ดังกล่าว ตามสัญญาเช่าที่กรมธนารักษ์ได้ทำไว้กับ รพส. เป็นเวลา 30 ปีตามที่กระทรวงการคลังเสนอ

ทั้งนี้ ในการเข้าใช้พื้นที่ของหน่วยงานต่างๆ ในโครงการนั้น กรมธนารักษ์ในฐานะผู้ทำนิติกรรมแทนทุกหน่วยงานในโครงการได้ทำสัญญาเช่าพื้นที่อาคารในโครงการฯ จาก รพส. จำนวนพื้นที่ใช้สอย 484,000 ตารางเมตร โดยทำสัญญาเป็น 3 สัญญา คือ สัญญาเช่าพื้นที่อาคาร สัญญาบริการ และสัญญาบริหารจัดการจัดหาเฟอร์นิเจอร์ ตามแบบสัญญาที่ได้ผ่านการตรวจพิจารณาจากสำนักงานอัยการสูงสุดแล้ว โดยมีอัตราค่าเช่าและค่าบริการตามที่ได้รับ

โครงการศูนย์ราชการฯ ได้ดำเนินงานตามแผนตั้งแต่ปี 2547 และมีความคืบหน้าในการก่อสร้าง และดำเนินกิจกรรมต่างๆ ตามแผนงานที่กำหนด เพื่อรองรับการเข้าใช้พื้นที่ของหน่วยงานราชการต่างๆ ทั้งหมดในโครงการในปี 2551 ทั้งนี้ การก่อสร้างศูนย์ราชการฯ แล้วเสร็จสมบูรณ์ในปี 2553 ปัจจุบันมีหน่วยงานราชการจำนวน 42 หน่วยงานเข้าใช้พื้นที่ทั้งหมด 100%

5.1.5 ต้นทุนการดำเนินงาน

1) แผนการระดมทุนผ่านโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จำนวนประมาณ 24,000 ล้านบาท เพื่อเป็นค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการ ประกอบด้วย

(1) ค่าก่อสร้างโครงการประมาณ 19,016 ล้านบาท ประกอบด้วย ค่าก่อสร้างประมาณ 18,203 ล้านบาท ค่าจ้างที่ปรึกษาโครงการ และควบคุมงาน ออกแบบ ศึกษาผลกระทบสิ่งแวดล้อม และอื่นๆ ประมาณ 813 ล้านบาท

(2) ค่าดอกเบี้ยระหว่างการก่อสร้างประมาณ 3,700 ล้านบาท

(3) ค่าใช้จ่ายในการระดมทุนอีกส่วนหนึ่ง ซึ่งได้รับการอนุมัติจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540

2) ค่าเช่าพื้นที่อาคาร ค่าบริการ และค่าบริการจัดหาเฟอร์นิเจอร์ ซึ่งกรมธนารักษ์จะต้องจ่ายตามสัญญาเช่าพื้นที่อาคาร ค่าบริการ และค่าบริการจัดหาเฟอร์นิเจอร์ตลอดอายุสัญญามูลค่าประมาณ 82,114 ล้านบาท โดยค่าเช่าดังกล่าวกรมธนารักษ์จะได้รับการจัดสรรจากเงินงบประมาณ

5.1.6 ความเห็นผู้วิจัยต่อโครงการระดมทุนเพื่อก่อสร้างศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ

1) ด้านลักษณะการดำเนินโครงการ

(1) โครงการศูนย์ราชการฯ เป็นโครงการที่ภาครัฐมีนโยบายชัดเจน และถือเป็นโครงการนำร่องของภาครัฐในการพัฒนาและเสริมสร้างความเข้าใจและเป็นต้นแบบในการใช้เครื่องมือชนิดใหม่ทางการเงิน นั่นคือ การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ และเพื่อเป็นแนวทางในการนำเครื่องมือทางการเงินชนิดใหม่นี้ไปใช้ให้เกิดประโยชน์สูงสุด ทั้งในโครงการของภาครัฐและเอกชน อีกทั้งยังเป็นเครื่องมือหนึ่งที่จะสามารถช่วยพัฒนาตลาดทุน (Capital Market) ของไทย ตลอดจนตลาดพันธบัตรเอเชีย (Asian Bond Market) ในอนาคตต่อไปอีกด้วย

(2) มีมูลค่าโครงการสูง มูลค่าการออกแบบและการก่อสร้างประมาณ 20,000 ล้านบาท โดยมีการออกหุ้นกู้ 24,000 ล้านบาท รวม 3 งวด มีความเหมาะสมกับรูปแบบวิธีการระดมทุนด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ซึ่ง สวท. และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน) เห็นว่าลักษณะโครงการที่เหมาะสมสำหรับทำ Securitization อาจจะต้องมีขนาดโครงการที่ขนาดใหญ่พอสมควร เช่น 10,000 ล้านบาทขึ้นไป เพื่อให้ตราสารที่ออกมามีปริมาณมากพอซึ่งจะทำให้ตราสารมีสภาพคล่องในตลาดรอง

(3) แต่เนื่องจากเป็นโครงการมีขนาดใหญ่ และมักจะประสบปัญหาการก่อสร้างที่ล่าช้า ซึ่งก็เกิดขึ้นกับโครงการศูนย์ราชการฯ ด้วย แต่ผลประโยชน์จากหุ้นกู้ได้กำหนดให้ผู้ลงทุนได้รับตามระยะเวลาที่คาดว่าโครงการแล้วเสร็จ โดยจะได้รับผลประโยชน์จากกระแสรายได้ทันที นอกจากนี้ ยังมีผลทำให้มีต้นทุนค่าก่อสร้างขยับตัวสูงขึ้น

2) ด้านการระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

(1) ไม่เป็นภาระต่องบประมาณในระยะแรก เนื่องจากไม่ต้องใช้เงินงบประมาณในการลงทุนโครงการ ซึ่งสามารถแบ่งเบาภาระของงบประมาณในช่วงก่อสร้างได้ สามารถดำเนินการได้อย่างรวดเร็ว คล่องตัว และตรงตามวัตถุประสงค์ของโครงการ

(2) การออกหุ้นกู้ระยะยาวภายในโครงการฯ เป็นการส่งเสริมการสร้างอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อ้างอิงของตราสารหนี้ภาครัฐระยะยาว ซึ่งมีระยะยาวสูงสุดเท่าที่เคยมี คือ 30 ปี

(3) ไม่ก่อให้เกิดเป็นหนี้สาธารณะ

(4) มีความเสี่ยงปานกลางเนื่องจากใช้เงินลงทุนจากการระดมทุนในตลาดและรัฐวิสาหกิจเป็นผู้ดำเนินการ

(5) หุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์ฯ ถูกจัดอันดับ AAA สะท้อนถึงความแน่นอนของกระแสเงินสดที่ได้รับจากรายได้ค่าเช่าและค่าบริการต่างๆ จากกรมธนารักษ์ (ตั้งงบประมาณแทนหน่วยงานอื่นๆ) อีกทั้งมีการระบุอัตราดอกเบี้ยไว้ค่อนข้างสูง ทั้งนี้ก็เป็นไปตามคำแนะนำของบริษัทที่ปรึกษา และการกำหนดเงื่อนไขต่างๆ เกี่ยวกับผลประโยชน์ของผู้ถือตราสารหุ้นกู้ดังกล่าว ก็ส่งผลให้ผู้ลงทุนไม่มีความเสี่ยงเลย

(6) ต้นทุนการดำเนินโครงการสูงมากเมื่อเปรียบเทียบกับมติตัวเลขที่ให้ภาคเอกชนดำเนินการ เนื่องจากมีค่าใช้จ่ายด้านที่ปรึกษาด้านต่าง ๆ ค่อนข้างสูง

(7) เนื่องจากเป็นโครงการแรก ความไม่พร้อมด้านกฎเกณฑ์ระเบียบทางราชการ ทำให้โครงการมีความซับซ้อน

3) ข้อจำกัดอื่น ๆ

(1) รัฐมีภาระการจ่ายผลตอบแทนและคืนเงินทุนให้แก่นักลงทุน โดยรัฐต้องจัดสรรงบประมาณในรูปแบบค่าเช่าพื้นที่อาคารให้แก่หน่วยราชการ ซึ่งเป็นค่าเช่าในระดับราคาตลาดหรือต่ำกว่า (ธพส. กำหนดราคาค่าเช่ากับหน่วยงานราชการในระดับราคาทั้งนี้ หากเป็นโครงการในรูปของการให้สัมปทานแก่ภาคเอกชนดำเนินการ ระดับราคาค่าเช่าจะอยู่ในระดับราคาตลาดหรือสูงกว่า อย่างไรก็ตาม หากหน่วยงานราชการมีความจำเป็นต้องเช่าอาคารเอกชน ภาครัฐก็ต้องตั้งงบประมาณจ่ายค่าเช่าให้กับหน่วยราชการอยู่แล้ว

(2) การกำหนดอัตราดอกเบี้ยหุ้นกู้ภายใต้โครงการฯ ที่สูงกว่าพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุ 10-20 ปี และออกจำหน่ายในช่วงเวลาใกล้เคียงกันนั้น ที่กำหนดอัตราผลตอบแทนประมาณร้อยละ 5.45 โดยบวกเพิ่มเข้าไปอีกประมาณ 2.965 คือกำหนดอัตราดอกเบี้ยหุ้นกู้โครงการเฉลี่ยที่ร้อยละ 7.5 ต่อปี ทำให้มี

ข้อถกเถียงเกี่ยวกับวิธีการระดมทุนโดยวิธี Securitization มีต้นทุนเงินที่สูง ทั้งนี้ เนื่องจากต้นทุนเงินในการออกหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ มีค่าใช้จ่ายในส่วนของการว่าจ้าง Third Party และมีการจัดทำสัญญาจำนวนมาก แต่อย่างไรก็ตาม การดำเนินโครงการสามารถดำเนินการได้ทันที และ ธพส. ได้ประเมินว่าโครงการศูนย์ราชการฯ จะช่วยประหยัดค่าเช่าสำนักงานที่หน่วยราชการบางหน่วยไปเช่าพื้นที่เอกชนประมาณ 427 ล้านบาทต่อปี หรือ 16,400 ล้านบาทในระยะเวลา 30 ปี

(3) จากการดำเนินโครงการ ภาครัฐเป็นผู้รับความเสี่ยงทั้งหมด ไม่มีการกระจายความเสี่ยงออกไป โดยภาครัฐเป็นผู้ดำเนินการทั้งหมด ทั้งภาระความเสี่ยงจากการดำเนินการ ความเสี่ยงจากการดำเนินการก่อสร้าง (ล่าช้าหรืองบประมาณบานปลาย) และความเสี่ยงด้านการเงินทั้งหมด (Construction, O&M, Financing)

(4) กรณีการเปรียบเทียบรูปแบบการระดมทุนเพื่อลงทุนในโครงการขนาดใหญ่ในช่วงดังกล่าว คือ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานซึ่งต้องแก้ไขกฎหมาย หรือโครงการร่วมลงทุนระหว่างภาครัฐ เอกชนก็ยังไม่มีความชัดเจนด้านข้อกฎหมาย การให้เอกชนดำเนินการฝ่ายเดียวก็เห็นว่ามูลค่าโครงการสูง และความเสี่ยงจากนโยบายภาครัฐ

4) ข้อสังเกต/ปัญหาอุปสรรคของการระดมทุนโครงการศูนย์ราชการฯ

(1) มีความจำเป็นหรือไม่ที่ต้องออกแบบให้หุ้นกู้ตามโครงการศูนย์ราชการฯ ไม่มีความเสี่ยงเลย และนักลงทุนในหุ้นกู้ซึ่งได้รับผลตอบแทนสูง ควรที่จะต้องรับความเสี่ยงบางส่วนด้วยหรือไม่ เช่นเดียวกับการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ทั้งนี้ สวค. ได้ตั้งข้อสังเกตว่า หุ้นกู้ตามโครงการส่วนราชการฯ มีความเสี่ยงเทียบเท่าพันธบัตรรัฐบาล แต่ให้ผลตอบแทนดีกว่า แต่ก็นำให้นักลงทุนมั่นใจที่จะลงทุนในตราสารหนี้ดังกล่าว

(2) ต้นทุนในการดำเนินโครงการในส่วนของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ มีค่าใช้จ่ายในส่วนของการว่าจ้าง Third Party จำนวนมาก เช่น มีการจัดทำสัญญาจำนวนมาก

(3) การดำเนินโครงการขนาดใหญ่มักมีการดำเนินการไม่แล้วเสร็จตามกำหนดระยะเวลางบประมาณปรับตัวสูงขึ้น เกิดความไม่สอดคล้องกับกระแสรายรับในอนาคต จึงควรกำหนดเงื่อนไขที่มีความยืดหยุ่นทั้ง 2 ฝ่าย หรืออาจจะใช้วิธีการระดมทุนแบบผสมผสาน สามารถบริหารความเสี่ยงร่วมกันได้

(4) การออกหุ้นกู้ภายใต้โครงการดังกล่าวมีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยที่สูง และเงื่อนไขที่คุ้มครองผู้ลงทุนมากเกินไป แม้ต้องการสร้างแรงจูงใจให้กับนักลงทุนแต่ก็เป็นต้นทุนแฝงของการดำเนินโครงการ

5.2 กรณีโครงการระดมทุนของการเคหะแห่งชาติเพื่อให้บรรลุภารกิจและโครงการบ้านเอื้ออาทร

5.2.1 ความเป็นมา

ก่อนปี 2546 การเคหะแห่งชาติ (กคช.) ได้รับมอบหมายให้ดำเนินโครงการเพื่อที่อยู่อาศัย ซึ่งเป็นมาตรการหนึ่งในการกระตุ้นการพัฒนาภาคอสังหาริมทรัพย์ไทย และต่อมาในช่วงปี 2546-2550 ได้รับมอบหมายให้ดำเนินโครงการบ้านเอื้ออาทร โดย กคช. เป็นผู้ดำเนินการจัดสร้าง และมอบหมายให้ธนาคารอาคารสงเคราะห์และธนาคารออมสินเป็นผู้ให้สินเชื่อ เพื่อจัดสร้างที่อยู่อาศัยสำหรับประชาชนผู้มีรายได้น้อย ข้าราชการและพนักงานหน่วยงานของรัฐชั้นผู้น้อย โดยไม่มุ่งหวังกำไร ครอบคลุมพื้นที่ในเขตเมืองทั่วประเทศ และเพื่อเป็นการระดมทุนสนับสนุนภารกิจของ กคช.

5.2.2 การดำเนินการ

การดำเนินการของ กคช. ในการทำธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้น ถือเป็นโครงการแรกของประเทศไทยที่นำเอาสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับที่อยู่อาศัยมาใช้ในการทำธุรกรรม กคช. ได้ดำเนินการทำธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยหลักทรัพย์ที่นำมาเป็นสินทรัพย์อ้างอิงในการทำธุรกรรมเป็นลูกหนี้เช่าซื้อที่อยู่อาศัย ใน 2 กรณี ดังนี้

กรณีแรก กคช. ดำเนินโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เอง โดยจัดตั้งบริษัทนิติบุคคลเฉพาะกิจ คือ บริษัท เอ็นเอชเอ เอสพีวี จำกัด และ บริษัท เอ็นเอชเอ เอสพีวี ทุ จำกัด (“เอสพีวี”) เพื่อรับซื้อ/โอนสิทธิเรียกร้องตาม สัญญาเช่าซื้ออสังหาริมทรัพย์ของการเคหะ และดำเนินการออกหุ้นกู้ที่มีสินทรัพย์ดังกล่าวเป็นประกันอยู่นั้น ให้กับ บริษัท ออสเปรย์ ซีรีส์ จำกัด และ บริษัท ออสเปรย์ ซีรีส์ ทุ จำกัด (“ออสเปรย์”) หลังจากนั้น ออสเปรย์ จะทำหน้าที่เสมือนเป็นนิติบุคคลกลางในการสนับสนุนการออกและเสนอขายหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ดังกล่าว โดยการรับซื้อหุ้นกู้ทั้งหมด และออกหุ้นกู้ระยะสั้น อายุไม่เกิน 270 วัน ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปอย่างต่อเนื่องตลอดอายุโครงการ ประมาณ 20 ปี โดยมีธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) เป็นผู้สนับสนุนสภาพคล่องโดยจะให้เงินสนับสนุนสภาพคล่องแก่ออสเปรย์ ในกรณีที่ไม่สามารถเสนอขายหุ้นกู้ได้หมดในแต่ละงวด ซึ่งจะทำให้ผู้ถือหุ้นกู้ระยะสั้นในงวดก่อนจะได้รับชำระคืนเงินต้นครบตามจำนวน และเป็น Interest Rate Swap Counterparty เพื่อลดความเสี่ยงจากความไม่สอดคล้องกันของรายรับและรายจ่ายของออสเปรย์

ในแง่ของ กคช. นั้น ได้มีการทำสัญญาให้การสนับสนุนโครงการ โดยจะรับซื้อคืนสิทธิเรียกร้องที่ลูกหนี้มีการค้างชำระเกินกว่า 6 งวด ทำให้ กคช. ยังคงต้องบันทึกบัญชีค่าเช่าซื้อดังกล่าวไว้ในงบการเงินของ กคช. ตามเงื่อนไขที่ได้มีการตกลงกันไว้ตามสัญญาขายสิทธิเรียกร้อง ระหว่าง กคช. และ เอสพีวี

กรณีที่สอง กคช. ได้มีการโอนขายสิทธิเรียกร้องให้กับ บริษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย (บตท.) และ บตท. เป็นผู้มีสิทธิเสนอโครงการ (Originator) โดย บตท. ได้มีการออกและเสนอขายใน 2 โครงการผ่านการจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจเป็นตัวกลางออกและเสนอขายหุ้นกู้ โดยการนำสินทรัพย์ประเภทเช่าซื้อจาก กคช. มาเป็นสินทรัพย์หนุนหลังหุ้นกู้ที่มีการออกและเสนอขาย คือ

- นิติบุคคลเฉพาะกิจ บตท. จำกัด (SPV 1) มูลค่าโครงการ 432.42 บาท มีการออกและเสนอขายแก่นักลงทุนในปี 2545
- นิติบุคคลเฉพาะกิจ บตท. (สอง) จำกัด (SPV 2) มูลค่าโครงการ 231.98 ล้านบาท มีการออกและเสนอขายแก่นักลงทุนในปี 2546

สำหรับโครงการของ SPV 1 นี้ ถือเป็นโครงการแรกของประเทศไทย ที่มีการทำธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์แบบเต็มรูปแบบ ส่วนการดำเนินโครงการของ SPV 2 นั้น จะเป็นลักษณะเดียวกันกับ SPV 1 กล่าวคือ บตท. นำสิทธิเรียกร้องในค่าเช่าซื้อบ้านของการเคหะแห่งชาติ ที่ บตท. ได้รับโอนสิทธิเรียกร้องในค่าเช่าซื้อ ตามสัญญาซื้อขายสิทธิเรียกร้องระหว่าง บตท. และ กคช. มาดำเนินโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ประเภท Asset Backed Securities (ABS) ในแง่ของการดำเนินโครงการตั้งแต่ขั้นตอนการออกและเสนอขายนั้น สามารถดำเนินโครงการได้ตามที่ได้วางโครงสร้างไว้ รวมถึงการจัดสรรกระแสเงินให้กับผู้ถือหุ้นกู้ตามที่ได้กำหนดไว้ นับแต่เริ่มดำเนินโครงการ

ในแง่ของ กคช. นั้น ในการทำสัญญาขายสิทธิเรียกร้องให้กับ บตท. เนื่องด้วยเงื่อนไขของข้อตกลงตามสัญญานั้นเรียกว่าเป็นการขายสิทธิบางส่วน และยังคงมีส่วนได้เสียที่คงเก็บไว้ที่ กคช. บางส่วน โดย กคช. จะมีภาระผูกพันจากการซื้อคืนลูกหนี้ที่มีการค้างชำระเกิน 4 งวด ทำให้ กคช. ยังคงต้องบันทึกบัญชีค่าเช่าซื้อดังกล่าวไว้ในงบการเงินของ กคช. ตามเงื่อนไขที่ได้มีการตกลงกันไว้ตามสัญญาขายสิทธิเรียกร้อง ระหว่าง กคช. และ บตท.

5.2.3 ความเห็นผู้วิจัยต่อโครงการระดมทุนของการเคหะแห่งชาติเพื่อสนับสนุนภารกิจและดำเนินโครงการบ้านเอื้ออาทร ดังนี้

(1) การดำเนินธุรกรรมภายใต้โครงสร้างทั้ง 2 รูปแบบข้างต้นนั้น ไม่ได้ส่งผลให้ กคช. มีการใช้เงินกองทุนอย่างมีประสิทธิภาพ (Capital Efficiency) เท่าที่ควร เนื่องจากการทำธุรกรรมขายสิทธิเรียกร้องดังกล่าว ไม่ได้ทำในลักษณะขายขาด (True sales) เป็นการขายสิทธิบางส่วน และยังคงมีส่วนได้เสียที่คงเก็บไว้ที่ กคช. บางส่วน โดย กคช. จะมีภาระผูกพันจากการซื้อคืนลูกหนี้ จึงทำให้สินทรัพย์ดังกล่าวไม่สามารถตัดออกจากงบดุลได้ (Off-balance Sheet) ซึ่งไม่ส่งผลให้มีการเพิ่มประสิทธิภาพของการใช้เงินกองทุนได้อย่างเต็มที่ เพียงแต่ส่งผลสะท้อนที่ตัวเลขทางการเงิน (Financial Ratio) เช่น Return on Assets (ROA) ให้ดีขึ้น

(2) การที่ กคช. เข้ามาผูกพันโดยการซื้อลูกหนี้คืนนั้น เรียกว่าเป็นการรับประกันส่วนสูญเสียของสินทรัพย์ให้กับผู้ลงทุน (Credit Enhancement) ซึ่งถือว่าเป็นส่วนหนึ่งที่ทำให้ตราสารหนี้ที่เสนอขายโดยมีสินทรัพย์ดังกล่าวหนุนหลังอยู่นั้น มีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น ซึ่งความน่าเชื่อถือดังกล่าวจะส่งต่อความน่าลงทุนของตราสารด้วย

(3) ความเสี่ยงด้านเครดิต (Credit Risk) สืบเนื่องมาจากการที่ไม่ได้ทำในลักษณะขายขาด (True Sales) ทำให้ความเสี่ยงจากลูกหนี้ยังคงเป็นของ กคช. ไม่ได้ถูกโอนไปยังนักลงทุนที่ลงทุนในตราสารจากข้อผูกพันการซื้อลูกหนี้คืน

5.3 ข้อเสนอแนะความคิดเห็นเกี่ยวกับการนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในกรณีโครงการลงทุนภาครัฐในเบื้องต้น

ผู้วิจัยมีความเห็นว่าวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อระดมทุนสำหรับโครงการลงทุนภาครัฐ มี 3 ประเด็นสำคัญ

1) เนื่องจากธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์มีโครงสร้างที่ซับซ้อน และมีต้นทุนทางการเงินที่สูงกว่าการกู้เงินประเภทอื่น โดยเฉพาะเมื่อเปรียบเทียบกับแหล่งเงินงบประมาณ หรือต้นทุนทางการเงินจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมภาครัฐ โดยเฉพาะการเปรียบเทียบตัวเลขด้านต้นทุนเงินเพียงมิติเดียว ซึ่งผู้วิจัยเห็นว่าควรที่จะคำนึงถึงค่าเสียโอกาสด้านอื่นด้วย เช่น หากงบประมาณมีจำกัด และมีปัญหาในการก่อหนี้สาธารณะของประเทศ โครงการลงทุนขนาดใหญ่จำเป็นต้องชลอหรือเลื่อนระยะเวลาออกไปเพียง 1 ปี ก็เกิดค่าเสียโอกาสแล้ว ต้นทุนการดำเนินงานก็ต้องการวิเคราะห์ใหม่ เพราะมีการปรับตัวที่สูงขึ้นของต้นทุน วัสดุ แรงงานต่าง ๆ ทุกปี นอกจากนี้ ในด้านของผู้ที่เกี่ยวข้อง ธุรกรรมดังกล่าวเสมือนการเข้าไประดมทุนใน

ตลาดทุน ต้องมีระบบคุ้มครองผู้ลงทุน ซึ่งได้แก่ การจัดจ้างที่ปรึกษาด้านต่าง ๆ เพื่อให้การดำเนินการเกิดความโปร่งใส ในกระบวนการมากขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม วิธีการระดมทุนดังกล่าว ถือว่าเป็นการดำเนินกิจกรรมถึงการคลังได้เหมือนกัน จึงยังเห็นควรจำกัดขอบเขตและปริมาณการทำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่อาจหละหลวม จึงเห็นควรสนับสนุนในเรื่องเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งมีการดำเนินการอยู่แล้ว

2) โครงการภาครัฐหรือโครงการรัฐวิสาหกิจมีหลายโครงการมีความเป็นไปได้ที่จะดำเนินการแต่ขาดแหล่งลงทุน เป็นการเสียโอกาสในการพัฒนาภาคเศรษฐกิจที่สำคัญ อีกทั้งปัจจุบันการดำเนินโครงการลงทุนภาครัฐ ด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในช่วงนี้ มีความเหมาะสมทั้งด้านอัตราดอกเบี้ย และการส่งเสริมให้มีการระดมทุนในภูมิภาคอาเซียน

3) แม้มีเหตุผลที่ว่าโครงการหรือการดำเนินภารกิจของรัฐวิสาหกิจที่ให้บริการแก่ประชาชน ภาครัฐจำเป็นต้องสนับสนุนด้านต้นทุนเงินที่ต่ำเพื่อให้สามารถให้บริการแก่ประชาชนในระดับราคาที่ต่ำกว่าภาคเอกชนดำเนินการ ซึ่งการดำเนินการดังกล่าว บางครั้งอาจไม่สะท้อนต้นทุนที่แท้จริงหรือประสิทธิภาพของรัฐวิสาหกิจนั้นๆ จึงควรมีการปรับเปลี่ยนแนวความคิดทัศนคติ เรื่องการกู้ยืมและการค้าประกัน นอกจากนี้ ในส่วนของภาครัฐกับการบริหารจัดการสินทรัพย์ภาครัฐให้เกิดประโยชน์และประสิทธิภาพ ท่วมกลางข้อจำกัดด้านรายได้จากฐานภาษีภาครัฐที่หดตัวลง

4) อีกด้านหนึ่งของโครงการก็คือกลุ่มผู้ลงทุนในตราสารหุ้นกู้ที่ออกภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งจะเป็นการพัฒนาตลาดทุน ตลาดตราสารหนี้ เพื่อแหล่งการออมเงินและลงทุนระยะยาวของนักลงทุนที่ต้องการออมเงินระยะยาว เช่น การออมเงินเพื่อการเกษียณอายุจากนักลงทุนทั่วไปโดยตรง หรือจากกองทุนเพื่อการออมต่าง ๆ ทั้งนี้ ภาครัฐอาจจะสนับสนุนการด้านภาษี (ฝั่งผู้ดำเนินโครงการฯ มีการให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีไปแล้ว) เช่น กรณีเป็นนักลงทุนรายย่อย เกี่ยวกับภาษีที่เกี่ยวข้องกับตราสารหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้น ทั้งในโครงการลงทุนภาครัฐ หรือโครงการของรัฐวิสาหกิจ หรือแม้แต่โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จากสินเชื่อที่อยู่อาศัย หรือการสนับสนุนโดยตรงในเรื่องการมอบหมายให้มีหน่วยงานทำหน้าที่ค้าประกันตราสารหุ้นกู้ดังกล่าว เป็นต้น

บทที่ 6

กรณีศึกษาการนำวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ไปใช้ในการระดมทุนโครงการภาครัฐ

ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นอกจากจะใช้เป็นเครื่องมือทางการเงิน เพื่อพัฒนาระบบสินเชื่อที่อยู่อาศัยให้มีการขยายตัวและแก้ไขปัญหาระบบสภาพคล่องให้กับสถาบันการเงินที่ปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัยแล้ว ยังสามารถนำหลักการของธุรกรรมมาใช้ในการระดมทุนในโครงการลงทุนภาครัฐที่มีขนาดใหญ่ โดยเฉพาะการลงทุนเพื่อโครงการโครงสร้างพื้นฐาน ซึ่งปรากฏในต่างประเทศที่มีขนาดเศรษฐกิจใหญ่ เช่น การสร้างถนน ทางรถไฟ ท่าเรือ เป็นต้น ส่วนในกรณีประเทศไทยเคยมีการนำวิธีระดมทุนดังกล่าวไปใช้ในโครงการก่อสร้างศูนย์ราชการกรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ ในช่วงปี 2547-2553 ซึ่งดำเนินการโดยบริษัท ธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด (ธพส.) โดยการออกหุ้นกู้มูลค่ารวม 24,000 ล้านบาท ภายใต้พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 อย่างไรก็ตาม ภายหลังจากโครงการลงทุนดังกล่าวเสร็จสิ้นแล้วก็ได้มีได้นำวิธีการระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้ในการระดมทุนในโครงการภาครัฐอีก

คณะผู้วิจัยจึงได้สำรวจข้อมูลจากเอกสารและการสัมภาษณ์ผู้แทนหน่วยงานต่าง ๆ และจากบทวิเคราะห์ข้างต้น พบว่าการนำวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้ในการระดมทุนในโครงการลงทุนภาครัฐมีปัญหาและอุปสรรคหลักคือ มีต้นทุนสูงและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สูงกว่าการใช้งบประมาณหรือการออกพันธบัตรกู้ยืมเงินภาครัฐมาก อย่างไรก็ตาม คณะผู้วิจัยยังเห็นว่าในอีกด้านหนึ่งธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ก็ยังมีข้อดี คือเป็นทางเลือกหนึ่งของการระดมทุนที่สามารถดำเนินการได้ทันที และไม่ต้องรอความพร้อมของเม็ดเงินจากงบประมาณที่มีจำกัด หรือเพดานการก่อหนี้ภาครัฐ เช่น การพัฒนาที่ราชพัสดุที่มีจุดมุ่งหมายมิใช่เชิงพาณิชย์อย่างเต็มรูปแบบ หรือการใช้ประโยชน์จากที่ราชพัสดุที่อย่างเหมาะสมกับศักยภาพพื้นที่ นอกจากนี้ ด้านการคุ้มครองผู้ลงทุนและปัจจัยอื่นๆ ได้แก่ หุ้นกู้ที่ออกภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มีระดับความเสี่ยงต่ำ และเป็นการพัฒนาระบบตลาดทุนเชื่อมโยงของภาคการออมและการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ ความเข้าใจเรื่องมูลค่าของเงินตามเวลา (Time Value of Money) และราคาวัสดุก่อสร้างกับอัตราเงินเฟ้อ การกลั่นกรองและจัดอันดับโครงการลงทุนภาครัฐที่สำคัญ และค่าเสียโอกาสด้านต่างๆ

จึงเห็นควรศึกษากรณีความเป็นไปได้ในการนำยุทธกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในการระดมทุนเพื่อลงทุนโครงการภาครัฐ 2 กรณี คือ โครงการก่อสร้างส่วนขยายศูนย์ราชการฯ กรุงเทพมหานคร ถ.แจ้งวัฒนะ หรือโครงการโซน C ซึ่งเป็นโครงการขนาดใหญ่ และปัจจุบันอยู่ในความรับผิดชอบของ ธพส. และโครงการก่อสร้างปรับปรุงหอพักนักศึกษา และก่อสร้างหอพักใหม่ของสำนักงานหอพักนักศึกษา มหาวิทยาลัยเชียงใหม่ ซึ่งเป็นโครงการขนาดกลาง และเป็นการพัฒนาที่ราชพัสดุที่อยู่ในการกำกับดูแลและรับผิดชอบของมหาวิทยาลัยเชียงใหม่ อย่างไรก็ตาม ทั้ง 2 โครงการดังกล่าวยังไม่มี ความชัดเจนในเรื่องของนโยบาย มูลค่าโครงการ ผลการศึกษาความเป็นไปได้ หรือแผนการระดมทุน ดังนั้น คณะผู้วิจัยต้องการศึกษาและเสนอแนะเป็นข้อสังเกต โดยมีการตั้งสมมติฐานที่ยอมรับได้ในระดับหนึ่งเท่านั้น

อนึ่ง โครงการลงทุนภาครัฐเพื่อสังคมของกระทรวงการคลัง ซึ่งเป็นแผนงานของกรมธนารักษ์และ ธพส. ได้แก่ โครงการพัฒนาที่ราชพัสดุที่หมดขีดเก่า โครงการแผนงานก่อสร้างเรือนจำและทัณฑสถานทั่วประเทศ โครงการพัฒนาพื้นที่เรือนจำกลางคลองเปรม กรมราชทัณฑ์ โครงการพัฒนาศูนย์ประชุมจังหวัดภูเก็ต โครงการพัฒนาที่ราชพัสดุเชิงท่องเที่ยว อาทิ โครงการที่เกาะสมุย จังหวัดสุราษฎร์ธานี โครงการที่จังหวัดภูเก็ต โครงการที่เกาะภูเก็ต จังหวัดตราด โครงการบริหารที่ราชพัสดุในต่างประเทศ โครงการพัฒนาพื้นที่ใต้ทางด่วน โครงการที่ราชพัสดุบริเวณที่ตั้งบรรษัทบริหารสินทรัพย์ (บปส.) โครงการบ้านธนารักษ์ เป็นต้น

6.1 กรณีโครงการพัฒนาศูนย์ราชการส่วนขยาย หรือโครงการโซน C

6.1.1 ความเป็นมาและลักษณะโครงการโซน C

โครงการศูนย์ราชการฯ ถ.แจ้งวัฒนะ มีพื้นที่ราชพัสดุรวม 349 ไร่ แบ่งพื้นที่เป็น 3 โซน ได้แก่

- โซน A เนื้อที่ 100 ไร่ อยู่ทิศเหนือ เป็นที่ตั้งของหน่วยงานด้านยุติธรรมดำเนินการเสร็จสิ้นแล้ว
- โซน B เนื้อที่ 197 ไร่ อยู่ทิศใต้ เป็นที่ตั้ง 28 หน่วยงาน ดำเนินการเสร็จสิ้นแล้ว
- โซน C เนื้อที่ 152 ไร่ อยู่ทิศตะวันออก เป็นพื้นที่ส่วนขยาย และยังไม่ได้เริ่มดำเนินการ

โครงการพื้นที่โซน A และ B ได้ก่อสร้างเสร็จแล้ว เป็นอาคารทันสมัย ในช่วงปี 2548-2553 โดยกระทรวงการคลังจัดตั้ง ธพส. ซึ่งเป็นรัฐวิสาหกิจภายใต้การกำกับของกรมธนารักษ์ มีกระทรวงการคลังถือหุ้นทั้งหมด เพื่อทำหน้าที่บริหารจัดการโครงการฯ และระดมทุนก่อสร้างด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยการออกหุ้นกู้มูลค่ารวม 24,000 ล้านบาท ภายใต้พระราช

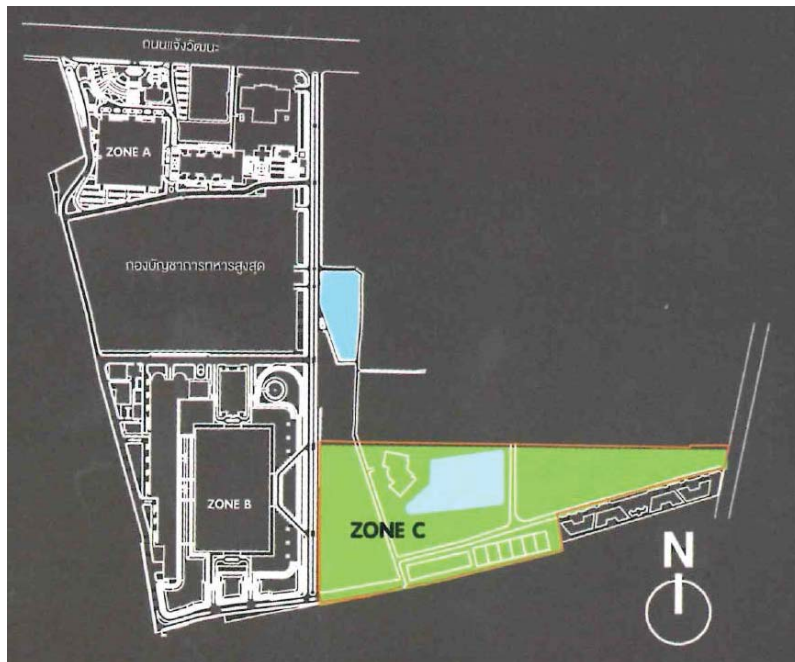
กำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ใช้กระแสเงินสดตลอดระยะเวลา 30 ปีที่จะได้รับจากค่าเช่าและค่าบริการต่าง ๆ จากอาคารศูนย์ราชการฯ มาสนับสนุนการออกหุ้นกู้ดังกล่าว ทั้งนี้ เนื่องจากมีนโยบายที่ต้องการให้การระดมทุนดังกล่าวโดยไม่ต้องใช้เงินงบประมาณในการเริ่มโครงการ และไม่เป็นการก่อหนี้สาธารณะ สามารถดำเนินโครงการได้ทันที และสามารถนำไปเป็นรูปแบบโครงการลงทุนของภาครัฐในอนาคตได้

สำหรับโครงการก่อสร้างส่วนขยายศูนย์ราชการฯ หรือโครงการโซน C เป็นโครงการต่อเนื่อง ซึ่งปัจจุบันมีพื้นที่ดำเนินโครงการคงเหลือประมาณ 100 ไร่ และคณะกรรมการ ธพส. มีมติเมื่อการประชุมครั้งที่ 14/2557 เมื่อวันที่ 12 พฤศจิกายน 2557 เห็นชอบความเป็นไปได้โครงการฯ โดยระดมทุนโดยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ หรือระดมทุนโดยใช้เครื่องมือทางการเงินอื่นได้ หากเป็นประโยชน์มากกว่า ปัจจุบันอยู่ระหว่างดำเนินการขออนุญาตจัดทำโครงการกับหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ ธพส. อยู่ระหว่างการสำรวจความต้องการใช้ประโยชน์ของหน่วยงานราชการ รัฐวิสาหกิจ และองค์กรมหาชน หน่วยงานรัฐที่ต้องการใช้พื้นที่ในโครงการ เพื่อ ธพส. จะได้รวบรวมและจัดทำโครงการขออนุมัติโครงการต่อไป ทั้งนี้ โครงการโซน C จะมีลักษณะเป็น Project Finance แยกขาดออกจากโครงการศูนย์ราชการโซน A โซน B มีแนวคิดที่จะก่อสร้างอาคารสำนักงานให้หน่วยงานราชการเช่าเป็นหลัก จึงมีแนวทางการระดมทุนที่จะยึดหลักการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ตามโครงการต้นแบบคือ โครงการโซน A โซน B โดยมี ธพส. เป็นผู้บริหารจัดการโครงการ และรับผิดชอบการดำเนินการทั้งการระดมทุนและการก่อสร้างเสมือนทำหน้าที่เป็นผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์และบริหารจัดการจัดการศูนย์ราชการภายหลังจากที่มีการสร้างเสร็จแล้ว ซึ่งถือว่า ธพส. มีประสบการณ์ และสามารถดำเนินการได้คล่องตัว ทั้งศึกษาความเป็นไปได้ของโครงการ การทำสัญญาต่าง ๆ การก่อสร้างอาคาร การตกแต่งภายในตัวอาคารและภูมิสถาปัตยกรรม และการจัดตั้ง SPV ขึ้นเพื่อให้ SPV เป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจในการออกหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งกฎหมายว่าด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มีการแก้ไขในหลายประเด็น รวมทั้ง ธพส. มีระบบบัญชีการเงิน การจัดสรรรายได้และการตั้งสำรองต่าง ๆ การจ้างงานในลักษณะ Outsource ในงานต่าง ๆ

จากข้อมูล ณ เดือนสิงหาคม 2558 ธพส. มีแผนเบื้องต้นที่จะพัฒนาที่ราชพัสดุดังกล่าวเป็นอาคารสำนักงานให้เช่า 2 แนวทาง คือ แนวทางแรก คือก่อสร้างเป็นอาคารสำนักงานใหญ่จำนวน 1 อาคาร หรือแนวทางที่สอง คือก่อสร้างเป็นอาคารแฟลตรวม 2 อาคาร มีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นอาคารสำนักงานสำหรับ กลุ่มเป้าหมายคือ หน่วยงานราชการ รัฐวิสาหกิจ องค์กรอิสระ หรือองค์กรมหาชน โดยประมาณการว่าจะมีพื้นที่ใช้สอยรวม 600,000 ตร.ม. แบ่งเป็นพื้นที่ให้ส่วนราชการและพื้นที่ในเชิงพาณิชย์ ในอัตราส่วน 85 ต่อ 15 ตามลำดับ เช่นเดียวกับศูนย์ราชการฯ โซน A โซน B

ทั้งนี้ จากการประมาณการตัวเลขมูลค่าโครงการประมาณ 20,000-25,000 ล้านบาท ประกอบด้วย 1) ค่าก่อสร้าง 2) ค่าจ้างที่ปรึกษาโครงการ และควบคุมงาน ออกแบบ ศึกษาผลกระทบสิ่งแวดล้อม โดยมีหน่วยงานที่รับผิดชอบ ได้แก่ กรมธนารักษ์ สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ (สคร.) และ ธพส. ซึ่ง ธพส. ถือเป็นหน่วยงานหลักที่ทำหน้าที่เป็นผู้บริหารจัดการที่ราชพัสดุแนวใหม่ของ กรมธนารักษ์ และเป็นผู้บริหารจัดการศูนย์ราชการ โซน A และ B ซึ่งปัจจุบันมีหน่วยงานราชการ องค์กรต่างๆของรัฐ เป็นผู้เช่ามากกว่า 30 หน่วยงาน นอกจากนี้ยังมีการบริหารจัดการพื้นที่ในส่วน ของพื้นที่เชิงพาณิชย์ ซึ่งสร้างรายได้ให้กับ ธพส. อีกด้วย

รูปภาพที่ 6.1 แสดงตำแหน่งโครงการพัฒนาพื้นที่ส่วนขยายศูนย์ราชการ โครงการโซน C



ที่มา : บริษัทธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการดำเนินโครงการโซน C

1) เป็นการสร้างอาคารรวมศูนย์ของหน่วยราชการ ประชาชนสามารถติดต่องานได้ สะดวกมากขึ้น ภาครัฐสามารถประหยัดค่าก่อสร้าง โดยเฉพาะค่าก่อสร้างสาธารณูปโภค ซึ่งระบบ เดิมต่างคนต่างทำ ทำให้รัฐสามารถนำงบประมาณที่มีอยู่อย่างจำกัดในแต่ละปีไปใช้ในโครงการอื่นๆ ได้ อีก ลดภาระงบประมาณการลงทุนของภาครัฐเป็นจำนวนมากและไม่เป็นหนี้สาธารณะ ตามที่ กฎหมายไทยที่เกี่ยวข้อง

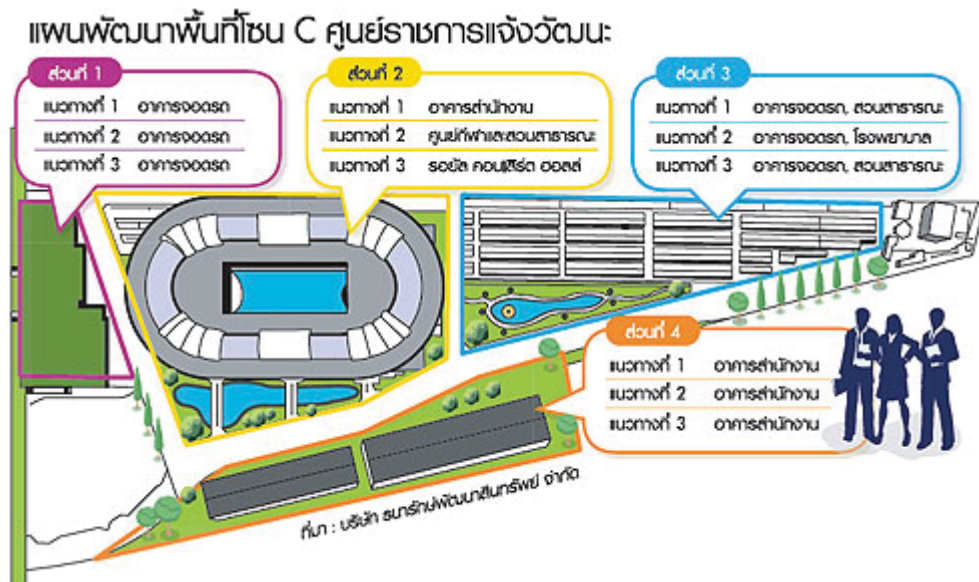
2) เพื่อให้ส่วนราชการเช่าพื้นที่ ทั้งนี้ หากส่วนราชการไปเช่าพื้นที่เอกชนระยะยาวก็ ถือเป็นการสิ้นเปลืองงบประมาณ เพราะหากเช่าไปนาน 30 ปี แล้วก็ย้ายออก แต่หากเอาค่าเช่ามาสร้าง

เป็นศูนย์ราชการ และทรัพย์สินยังคงเป็นของภาครัฐต่อไป เป็นแหล่งเงินออมระยะยาวของนักลงทุนทั่วไป

3) การสร้างอาคารสำนักงานให้หน่วยงานราชการเช่าในราคาที่ถูกกว่าการเช่าจากภาคเอกชนในลักษณะอาคารและพื้นที่ใกล้เคียงกัน

4) การดำเนินโครงการยังมีส่วนทำให้ภาครัฐได้รับค่าเช่าและภาษีในขณะที่ ทรพส. ก็สามารถบริหารจัดการทั้งพื้นที่ที่หน่วยงานราชการเช่าและพื้นที่เช่าเชิงพาณิชย์

รูปภาพที่ 6.2 แสดงผังพื้นที่โครงการพัฒนาส่วนขยายศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร โซน C



ที่มา : ภาพจากอินเทอร์เน็ต

6.1.2 พิจารณาความเป็นไปได้ของโครงการลงทุน

หลักการอนุมัติโครงการลงทุนภาครัฐโดยทั่วไปคือความคุ้มค่า ต้นทุนและผลตอบแทน ผลกระทบต่อเศรษฐกิจโดยรวม และนโยบายภาครัฐ การประเมินผลกระทบสิ่งแวดล้อมโดยจ้างบริษัทที่ปรึกษาศึกษาความเป็นไปได้ของโครงการและมูลค่าโครงการ หากเป็นโครงการขนาดใหญ่ต้องได้รับการพิจารณาจากสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ โดยมีประเด็นเสนอได้แก่ แนวทางการระดมทุน จ้างบริษัทที่ปรึกษาวิเคราะห์ความเป็นไปได้ ผลกระทบสิ่งแวดล้อม และการคลัง เงินต้นและดอกเบี้ย ในส่วนของงบประมาณซึ่งต้องเป็นงบประมาณผูกพันไม่เกิน 5 ปี

6.1.3 พิจารณาแนวทางการระดมทุน

กรณีโครงการโซน C เป็นโครงการก่อสร้างอาคารสำนักงานให้เช่า บนที่ราชพัสดุ มีมูลค่าโครงการประมาณ 20,000 ล้านบาท การจะหาแหล่งเงินทุนว่าจะใช้วิธีใดนั้น ต้องพิจารณาจากประเภทโครงการ ความต้องการเงินลงทุนจำนวนเท่าใด และต้องการใช้เงินเมื่อไร ดังนี้

1) การใช้เงินงบประมาณในการลงทุนก่อสร้างทั้งหมด ซึ่งหากสามารถจัดสรรได้ก็จะสามารถดำเนินการได้ทันที แต่ในภาวะที่งบประมาณภาครัฐมีจำกัด และการจัดลำดับโครงการและการนำเงินไปลงทุนในโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานอื่น ๆ ที่ให้ผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจที่มากกว่า ดังนั้นจึงอาจถูกชะลอโครงการ เมื่อเปรียบเทียบการลงทุนโครงการอื่น ค่าเสียโอกาสลงทุนและต้นทุนเงิน แต่หากเลื่อนกำหนดโครงการก่อสร้างออกไปเพื่อรอความพร้อมของงบประมาณ มูลค่าการก่อสร้างโครงการอาจมีการปรับตัวสูงกว่าอัตราเงินเฟ้อ หรือโครงการอาจสร้างไม่เสร็จเมื่อมีปัญหาการจัดสรรงบประมาณในปีถัดไป และอาจก่อให้เกิดหนี้สาธารณะจากการกู้ยืมชดเชยงบประมาณด้วย

2) ภาครัฐกู้ยืมเงินทั้งในและต่างประเทศเพื่อดำเนินโครงการ ซึ่งจะทำให้สามารถเริ่มโครงการได้ทันทีเช่นกัน หากมีการอนุมัติเงินกู้ ข้อดีคืออย่างที่มีต้นทุนดอกเบี้ยต่ำ แต่ต้องพิจารณาความเร่งด่วนของโครงการอื่นเปรียบเทียบ และยังเป็นภาระหนี้สาธารณะ

3) กรมธนารักษ์ให้สัมปทานแก่ภาคเอกชนเช่าที่ราชพัสดุระยะยาวเพื่อพัฒนาโครงการ ข้อดีคือไม่ก่อให้เกิดหนี้สาธารณะ ภาครัฐไม่ต้องใช้งบประมาณในการก่อสร้าง ไม่มีความเสี่ยงด้านการก่อสร้างอาคารไม่เสร็จเพราะความเสี่ยงนี้จะถูกโอนไปอยู่ที่ภาคเอกชน ภาคเอกชนระดมทุนเองที่ขึ้นอยู่กับศักยภาพของภาคเอกชน แรงจูงใจสำคัญของภาคเอกชนก็คือ การพัฒนาโครงการโซน C พื้นที่เชิงพาณิชย์เต็มรูปแบบ หรือในสัดส่วนที่สูงกว่าพื้นที่เพื่อให้หน่วยราชการเช่าที่ เอกชนผู้ประมูลก่อสร้างและใช้ประโยชน์จากการบริหารจัดการสูงสุด เช่น กรณีศูนย์ประชุมแห่งชาติสิริกิติ์ เป็นต้น แต่ด้วยมูลค่าโครงการมีราคาสูงภาคเอกชนอาจประสบปัญหาการระดมทุนบ้าง ในขณะที่ภาครัฐอาจต้องตั้งงบประมาณเพื่อเป็นรายจ่ายค่าเช่าพื้นที่โครงการโซน C เพื่อให้หน่วยงานภาครัฐราชการเช่า ในอัตราที่สูงและอาจจะสูงกว่าราคาตลาด แต่วิธีนี้ภาครัฐจะมีความเสี่ยงต่ำ แต่ผลตอบแทนจากค่าสัมปทานก็อาจจะยังไม่มีประสิทธิภาพที่ดี

นอกจากนี้ การดำเนินการดังกล่าว รวมถึงการให้เอกชนเข้ามาร่วมลงทุนในรูปแบบ PPPs ซึ่งทำได้หลากหลายรูปแบบ โดยหลักการก็คือให้เอกชนรับผิดชอบโครงการก่อสร้าง บนพื้นที่ราชพัสดุ และรับค่าเช่าเป็นระยะเวลาที่ตกลงกัน เช่น 30 ปี ในอัตราที่เป็นที่ยอมรับทั้ง 2 ฝ่าย และอาจจะเป็นการร่วมทุนและแบ่งค่าใช้จ่ายและรายได้ตามสัดส่วนที่เป็นที่ยอมรับกันทั้ง 2 ฝ่าย ซึ่งก็จะมี

ผลด้านบวกและลบเช่นเดียวกันตามข้างต้น ซึ่งการร่วมลงทุนระหว่างภาครัฐและเอกชนดังกล่าว โดยให้ภาคเอกชนดำเนินการก่อสร้างและจัดหาเงินทุนเองอาจใช้วิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยมีภาครัฐสนับสนุนด้วยก็ได้

4) วิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ มีความเป็นไปได้ ดังนี้

4.1) มูลค่าโครงการโซน C มีขนาดใหญ่ สินทรัพย์ประเภทเดียวกับโครงการโซน A โซน B ซึ่งเป็นต้นแบบอยู่แล้ว เช่น มีช่วงก่อสร้าง ความเสี่ยงจากการก่อสร้างได้ไม่ทันกำหนด หรือค่าก่อสร้างเพิ่มมากขึ้นกว่าที่คาดการณ์ (Cost-overflow) และการรับประกันสัญญาเช่าระยะยาว

4.2) ธพส. เป็นหน่วยงานที่มีประสบการณ์ และความพร้อมอยู่แล้ว สามารถจัดโครงสร้างการระดมทุน ทำให้เริ่มโครงการได้

4.3) มีผลต่อการงบประมาณในการเริ่มลงทุนน้อย และไม่ก่อหนี้สาธารณะ

4.4) ปัจจัยที่อื่น ๆ ที่สนับสนุน ได้แก่ ภาวะอัตราดอกเบี้ยขาลง ตลาดตราสารหนี้มีการพัฒนาอย่างกว้างขวาง การเปิดโอกาสให้ประชาชนได้มีส่วนร่วมและเป็นแหล่งเงินออมของประชาชน

4.5) ปัจจัยที่อาจส่งผลกระทบทางลบ เกิดจากประสบการณ์โครงการโซน A โซน B ดังนี้

(1) ต้นทุนเงินสูงมาก โดยเฉพาะด้านที่ปรึกษาต่างๆ

จากต้นทุนการระดมทุนมีค่าใช้จ่ายสูง ส่งผลให้ภาครัฐต้องมีการจ่ายผลตอบแทนและคืนเงินต้นให้แก่นักลงทุนสูง จากการจัดสรรงบประมาณในรูปของค่าเช่าพื้นที่อาคารแทนหน่วยราชการต่างๆ แต่เมื่อมีการเปรียบเทียบ จากกรณีอัตราค่าเช่าโครงการโซน A โซน B แล้วจะเห็นว่าเป็นการกำหนดราคาเช่าที่ต่ำกว่ากรณีการให้สัมปทานเอกชน หรือการร่วมลงทุนกับภาคเอกชนก่อสร้างอาคารและให้หน่วยงานราชการไปเช่าอาคารลักษณะที่ใกล้เคียงกัน และเมื่อเปรียบเทียบกับกรณีที่หน่วยงานราชการต้องเช่าอาคารสถานที่เอกชนด้วยราคาตลาดเป็นระยะเวลาที่เท่ากันก็ยังมีราคาที่สูงกว่า แต่กรณีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ถือเป็นการกู้ยืมเงินมาดำเนินการลงทุน เช่นเดียวกับการออกพันธบัตร แต่ที่แตกต่างกันคือ Credit Spread ของอัตราดอกเบี้ยหุ้นกู้โครงการ ที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยพันธบัตร เพื่อสร้างแรงจูงใจนักลงทุน ทั้งๆ ที่ความเสี่ยงไม่มีความแตกต่างกันจากกรณีหุ้นกู้โครงการ นอกจากนี้ หากชำระหุ้นกู้ได้ครบตามเงื่อนไขสัญญาเช่น 30 ปี ศูนย์ราชการดังกล่าวก็จะตกเป็นของภาครัฐ หน่วยงานไม่ต้องจ่ายค่าเช่าพื้นที่อีกต่อไป และหากเปรียบเทียบอัตราดอกเบี้ยบนหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์กับการออกพันธบัตรรัฐบาล โดยตรงก็จะพบว่าหุ้นกู้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จะสูงกว่าอยู่แล้วตามปกติ แต่ยังมีประเด็นที่ต้องพิจารณาเกี่ยวกับคุณสมบัติหุ้นกู้ ได้แก่

(1.1) กรณี Credit Spread ที่อยู่ในระดับที่เหมาะสม ทั้งภาวะตลาดและภาระงบประมาณ

(1.2) อายุของหุ้นกู้ที่กำหนดให้มีระยะเวลาที่เหมาะสม และสามารถ Roll over ได้ จะไม่เป็นการงบประมาณมากเกินไป

(1.3) พิจารณาเรื่องการทยอยคืนเงินต้น

(2) ควรจะนับรวมเป็นหนี้สาธารณะหรือไม่

(3) ธพส. ไม่สามารถดำเนินการหรือควบคุมการก่อสร้างไม่เสร็จตามแผนงาน และงบประมาณบานปลาย

(4) ในกรณีที่อาจจะเกิดขึ้นและเป็นภาระกับงบประมาณภาครัฐได้คือ กรณีการประมาณการเงินสดที่คาดว่าจะได้รับจากค่าเช่าพื้นที่ในศูนย์ราชการฯ โครงการโซน C ผิดพลาดไปจากความเป็นจริงมากๆ กล่าวคือ เมื่อสร้างโครงการโซน C เสร็จสิ้นปรากฏว่ามีหน่วยงานเข้ามาเช่าพื้นที่น้อยกว่าที่ได้ประมาณการไว้จนทำให้เป็นภาระภาครัฐที่ต้องมาจัดสรรงบประมาณในรูปแบบค่าเช่าเพื่อนำไปชำระคืนผลตอบแทนและเงินต้นให้แก่นักลงทุนทั้ง ๆ ที่ไม่ได้มีหน่วยงานเข้ามาเช่าพื้นที่เต็มอัตราที่ประมาณการไว้ (ซึ่งอาจจะแก้ไขได้โดยให้ ธพส. มีความยืดหยุ่นในการบริหารจัดการและสามารถรับโอนความเสี่ยงไปจากภาครัฐ)

5) การระดมทุนโดยการใช้กอง REITs หรือกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน พบว่าเงื่อนไขของกองทุน REITs ไม่สอดคล้องกับโครงการโซน C ที่เป็นโครงการประเภท Green Filed และแม้ว่ากองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน จะอนุญาตให้สามารถลงทุนในโครงการประเภท Green Filed ได้แต่เงื่อนไขประเภทของกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานก็ยังไม่ครอบคลุมโครงการโซน C ซึ่งเป็นการก่อสร้างอาคารสำนักงานให้เช่า และการระดมทุนทั้ง 2 ประเภท ไม่จัดเป็นหนี้สาธารณะ มีการงบประมาณในการลงทุนน้อย มาก อีกทั้งการดำเนินโครงการทั้งฝั่งผู้ดำเนินการและผู้ลงทุนจะได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีบางรายการด้วย แต่อย่างไรก็ตามผลตอบแทนจากนักลงทุนในกองทุนรวมหรือกอง REITs ต้องเป็นไปตามกลไกตลาด นั้นหมายความว่าค่าเช่าพื้นที่อาคารสำนักงานต้องเป็นราคาตลาด มีการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ ทั้งนี้ หากจะผลักดันให้โครงการโซน C สามารถดำเนินการระดมทุนในการก่อสร้างอาคารออฟฟิศให้เช้างดกล่าว จึงจำเป็นต้องเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบหลายประการในตลาดทุนตามที่สำนักงาน ก.ล.ด. กำกับดูแล

สรุปความเป็นไปได้ของแนวทางการระดมทุนเพื่อโครงการโซน C จากการวิเคราะห์เห็นว่าหากภาครัฐมีการตัดสินใจเชิงนโยบายชัดเจนที่จะสนับสนุนโครงการลงทุนดังกล่าว (จากการจัดลำดับความสำคัญทางเศรษฐกิจและยุทธศาสตร์) โดยต้องการสนับสนุนเงินลงทุนจากเงินงบประมาณหรือการกู้ยืมภาครัฐก็จะทำให้โครงการโซน C เกิดขึ้นได้ทันที แต่หากพิจารณาจาก

ลักษณะโครงการโซน C ที่มีมูลค่าการลงทุนสูงและมีทางเลือกในการลงทุนทางอื่น ๆ ได้อีก ซึ่งแนวทางการระดมทุนอื่นที่มีความเป็นไปได้มากไปน้อยตามลำดับ คือ วิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และการเปิดโอกาสให้ภาคเอกชนเข้ามาร่วมลงทุนในลักษณะ PPPs ทั้งนี้ หากโครงการโซน C นั้นส่วนราชการและอื่นๆ มีความต้องการใช้พื้นที่จำนวนเต็มพื้นที่ เช่น ความต้องการใช้พื้นที่สำนักงานแห่งใหม่โดยมีสัดส่วนของหน่วยงานภาครัฐต่อพื้นที่เชิงพาณิชย์ร้อยละ 90 ต่อ 10 ก็เห็นว่าวิธีการระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์น่าจะเหมาะสมกว่า แต่หากสัดส่วนดังกล่าวเป็นร้อยละ 40 ต่อ 60 ก็เห็นว่าวิธีการระดมทุนด้วยการให้ภาคเอกชนเข้ามามีส่วนร่วมน่าจะเป็นวิธีการที่เหมาะสม ทั้งนี้เนื่องจากมีแรงจูงใจในการเข้ามาบริหารจัดการและแบ่งปันผลประโยชน์ที่เหมาะสม ส่วนแนวทางการระดมทุนในลักษณะการจัดตั้งกอง REITs หรือกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานก็พบว่าไม่สอดคล้องกับโครงการโซน C โดยต้องมีการแก้ไขหลักเกณฑ์วิธีการ และเงื่อนไขการกำกับดูแลของสำนักงาน ก.ล.ด.

ตารางที่ 6.1 แสดงการเปรียบเทียบแนวทางการระดมทุนโครงการโซน C

วิธีการระดมทุน	หนี้สาธารณะ	ผลต่องบประมาณ/ ต้นทุนดำเนินการ	การเริ่มต้นโครงการ	ความเสี่ยงการ ก่อสร้าง/ระดมทุน	ค่าเช่าอาคารที่ หน่วยงานต้อง จ่าย หรือตั้ง งบประมาณ จ่าย
งบประมาณ	✓ / ✗ กรณีที่ งบประมาณ เกินดุลหรือสมดุล ไม่เกิดหนี้ สาธารณะ	ใช้งบประมาณมาก ไม่มีต้นทุนเงิน	ดำเนินการได้ทันที หากอนุมัติ/ชด โครงการ	ความเสี่ยงการ ก่อสร้าง/มูลค่า โครงการปรับตัว เพิ่มสูงกว่าอัตรา เงินเฟ้อ	✗
ภาครัฐกู้ยืม/ รัฐวิสาหกิจกู้ยืม	✓	ใช้งบประมาณมาก รายจ่ายอัตราดอกเบี้ย พันธบัตร	ดำเนินการได้ทันที หากอนุมัติ/ชด โครงการ	ความเสี่ยงการ ก่อสร้าง	✗
PPP	✗	ใช้งบประมาณไม่ มาก	ดำเนินการได้ทันที	-ภาคเอกชนรับ ความเสี่ยงการ ก่อสร้าง -ภาครัฐรับผิดชอบ การปลดภาระที่ดิน/ สาธารณูปโภค	เชิงพาณิชย์ ราคาตลาด หรือสูงกว่า มี กำหนด ช่วงเวลา สัมปทาน
กองทุนรวม โครงสร้าง พื้นฐาน	✗	ใช้งบประมาณไม่ มาก	ไม่เข้าหลักเกณฑ์ สำนักงาน ก.ล.ต.	-	-
กองทรัสต์เพื่อ ลงทุนใน อสังหาริมทรัพย์	✗	ใช้งบประมาณไม่ มาก อาจต้องก่อหนี้ ในช่วงแรก	ดำเนินการได้ทันที ออกแบบกระบวนการ เพื่อ ให้เป็นไปตาม หลักเกณฑ์ สำนักงาน ก.ล.ต.	มีความเสี่ยง ก่อสร้าง -มีความเสี่ยงระดม ทุน	เชิงพาณิชย์ ราคาตลาด
วิธีการแปลง สินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์	✗ ขึ้นอยู่กับ การ ออกแบบ โครงสร้างการ ออกหุ้นกู้	ใช้งบประมาณไม่ มาก รายจ่ายอัตราดอกเบี้ย พันธบัตร บวก Credit Spread	ดำเนินการได้ทันที	-มีความเสี่ยง ก่อสร้าง -ไม่มีความเสี่ยงการ ระดมทุน	กำหนดราคาที่ ต่ำกว่าราคา ตลาดได้ มีกำหนด ช่วงเวลา สัมปทาน

6.1.3 ศึกษาความเป็นไปได้ในการดำเนินการระดมทุนเพื่อโครงการโซน C ด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

1) ใช้แนวทางเดียวกับกรณีโครงการโซน A โซน B

โครงการโซน C มีลักษณะโครงการวัตถุประสงค์เช่นเดียวกับโครงการ โซน A โซน B ต่างกันที่มูลค่าโครงการ แต่มีสินทรัพย์ประเภทเดียวกัน การระดมทุนโดยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จึงต้องมีกระบวนการตามกฎหมาย เพื่อสร้างสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดสิทธิเรียกร้องที่จะได้รับจากค่าเช่าและค่าบริการต่างๆ จากอาคารโซน C กระบวนการจัดการกระแสเงินสดจากการออกหุ้นกู้ตามโครงการ และกระบวนการสร้างกระแสเงินสดต่อเนื่องเพื่อชำระคืนให้ผู้ถือหุ้นกู้ ดังนี้

1.1) กระบวนการสร้างสินทรัพย์ที่เป็นสิทธิเรียกร้องที่จะได้รับจากค่าเช่าและค่าบริการต่างๆ จากอาคารโซน C

(1) ให้ ธพส. เช่าที่ดินจากกระทรวงการคลังในพื้นที่โซน C เป็นระยะเวลา 3 ปี เพื่อก่อสร้างอาคารและเช่าอีก 20 ปี นับตั้งแต่ที่ก่อสร้างอาคารเสร็จสิ้น ทั้งนี้ ธพส. จะทำหน้าที่บริหารและดำเนินกิจการโซน C ในลักษณะ Project Finance

(2) ให้กรมธนารักษ์เช่าพื้นที่อาคารโซน C เป็นระยะเวลา 20 ปีเพื่อให้กรมธนารักษ์นำพื้นที่เช่าไปจัดให้หน่วยงานราชการ หน่วยงานรัฐ หน่วยงานอิสระใช้ประโยชน์

(3) ธพส. จัดให้บริการต่าง ๆ แก่กรมธนารักษ์เป็นระยะเวลา 20 ปี เพื่ออำนวยความสะดวกในการใช้สอยพื้นที่อาคารในโครงการโซน C รวมทั้งจะบริหารจัดการหาเฟอร์นิเจอร์ในอาคารโซน C เพื่อให้กรมธนารักษ์สามารถใช้ประโยชน์ในอาคารได้

(4) ธพส. โอนสิทธิเรียกร้องในการรับเงินค่าเช่า ค่าบริการจัดหาเฟอร์นิเจอร์ และค่าบริการที่กรมธนารักษ์ต้องชำระให้แก่ SPV (ธพส. ขายสิทธิเรียกร้องให้ SPV ในอัตราคิดลดอัตราหนึ่งที่มีเหตุผลยอมรับได้ ซึ่งในกรณีโซน A โซน B ธพส. ขายสิทธิการได้รับชำระค่าเช่าค่าบริการในอนาคດจำนวน 78,855 ล้านบาท ในราคา 40,000 ล้านบาทให้แก่ SPV ซึ่งเป็นอัตราคิดลด) เพื่อนำเงินที่ได้บางส่วนจากค่าตอบแทนการโอนสิทธิเรียกร้องไปใช้ก่อสร้างอาคารและบริหารโครงการโซน C

(5) SPV แต่งตั้งบุคคลที่เกี่ยวข้องในโครงการให้แก่ ผู้บริหารจัดการโครงการ (Transaction Administration) ตัวแทนผู้ถือหุ้น (Bondholders' Representative) นายทะเบียน ผู้ถือหุ้น

กู้และตัวแทนชำระเงิน ผู้จัดการการจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย (Underwriters) ผู้จัดการอันดับความน่าเชื่อถือ (Rating Agency) และผู้สอบบัญชี (Auditor) หรือเรียกรวม ๆ ว่า Third Parties

(6) SPV เสนอโครงการต่อสำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อขออนุญาตออกหุ้นกู้ตามโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ มูลค่ารวมค่าก่อสร้างและค่าใช้จ่ายอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องในโครงการ เช่น จำนวน 25,000 ล้านบาท เพื่อเสนอขายให้แก่ผู้ลงทุนสถาบัน และผู้ลงทุนทั่วไปตามหลักเกณฑ์สำนักงาน ก.ล.ต. โดยได้รับการจัดอันดับเครดิตจากบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ซึ่งจะต้องมีการทบทวนอย่างสม่ำเสมอ

แผนภาพที่ 6.1 แสดงกระบวนการสร้างสินทรัพย์ที่เป็นสิทธิเรียกร้องที่จะได้รับจากค่าเช่าและค่าบริการต่างๆ จากอาคารโซน C



1.2) กระบวนการจัดการกระแสเงินสดจากการออกหุ้นกู้ตามโครงการ

(1) SPV ได้รับชำระค่าหุ้นกู้จากผู้ลงทุน โดยมีการหักค่าธรรมเนียมของผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายและค่าธรรมเนียมการแนะนำลูกค้า การประชาสัมพันธ์ และภาษีมูลค่าเพิ่มของค่าธรรมเนียมดังกล่าว

(2) SPV นำเงินที่ได้โอนเข้าบัญชีสำรองสำหรับเป็นเงินสำรองกรณีทั่วไป (ตามเกณฑ์ของสำนัก ก.ล.ต.)

(3) สำหรับการออกหุ้นกู้ในครั้งแรก SPV นำเงินที่ได้จากการขายหุ้นกู้ส่วนที่เหลือหลังจากกันเงินเข้าบัญชีสำรองจนครบแล้วไปชำระค่าโอนสิทธิเรียกร้องบางส่วนให้แก่ ธพส. ส่วนค่าโอนสิทธิเรียกร้องส่วนที่เหลือ SPV อาจจะชำระเป็นตั๋วสัญญาใช้เงินที่ค้อยสิทธิแก่หนี้หุ้นกู้ตามโครงการ

สำหรับการออกหุ้นกู้ภายใต้โครงการในงวดต่อไป SPV จะนำเงินที่ได้จากการขายหุ้นกู้ส่วนที่เหลือหลังจากกันเงินเข้าบัญชีสำรองจนครบแล้วไปทยอยชำระหนี้ตามตั๋วสัญญาใช้เงินค้อยสิทธิดังกล่าว โดยในแต่ละครั้งที่ SPV ทยอยชำระหนี้ SPV จะออกตั๋วสัญญาใช้เงินค้อยสิทธิฉบับใหม่ให้แก่ ธพส. ตามจำนวนหนี้ที่ยังค้างอยู่ เพื่อแลกกับตั๋วสัญญาใช้เงินค้อยสิทธิฉบับเดิม

(4) ธพส. นำเงินค่าโอนสิทธิเรียกร้องที่ได้รับจาก SPV ไปชำระค่าเช่าที่ดินแก่กระทรวงการคลัง ค่าก่อสร้างอาคารในโครงการโซน C ค่าจดทะเบียนสิทธิการเช่าที่ดิน การชำระหนี้คืนแก่สถาบันการเงิน (จากการกู้ยืมเงินระยะสั้นมาเพื่อเริ่มโครงการและเริ่มทำสัญญา) และค่าใช้จ่ายอื่น ๆ ตามที่ ธพส. เห็นสมควร

(5) SPV นำเงินจากบัญชีเงินสำรองในส่วนเงินสำรองกรณีทั่วไปมาชำระค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายแก่บุคคลที่เกี่ยวข้องในโครงการ ซึ่งรวมถึงผู้บริหารจัดการโครงการ ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ นายทะเบียนหุ้นกู้ ตัวแทนชำระหนี้ ผู้จัดการอันดับความน่าเชื่อถือและผู้สอบบัญชีดอกเบียของหุ้นกู้และดอกเบียของหุ้นกู้ค้อยสิทธิให้แก่ผู้ถือหุ้นกู้เมื่อครบกำหนดชำระดอกเบียตามลำดับ

1.3) กระบวนการสร้างกระแสเงินสดต่อเนื่องเพื่อชำระคืนให้ผู้ถือหุ้นกู้

(1) เสนอคณะรัฐมนตรีเพื่อให้กรมธนารักษ์กำหนดให้ผู้กู้เงินกู้ยืมเงินตามกำหนดระยะเวลา 20 ปี (ประมาณการ) เพื่อจ่ายเป็นค่าเช่า ค่าบริการจัดหาเฟอร์นิเจอร์และค่าบริการตามสัญญาเงื่อนไขที่ ธพส. กำหนด

(2) เมื่อหน่วยงานราชการเข้าใช้พื้นที่อาคาร โชน C และกรมธนารักษ์เริ่มจ่ายค่าเช่า ค่าบริการจัดหาเฟอร์นิเจอร์และค่าบริการให้แก่ SPV ซึ่งมีการหักภาษี ณ ที่จ่าย

(3) SPV เมื่อได้รับชำระค่าเช่า ค่าบริการจัดหาเฟอร์นิเจอร์และค่าบริการแล้ว จะจัดสรรเงินส่งคืน ธพส. เพื่อนำส่งกรมสรรพากรชำระเป็นค่าภาษีมูลค่าเพิ่มก่อนแล้วจึงโอนเข้าบัญชีเงินสำรอง

(4) เมื่อถึงกำหนดชำระเงินค่าธรรมเนียม และค่าใช้จ่ายแก่บุคคลที่เกี่ยวข้องในโครงการ ดอกเบี้ยหุ้นกู้ ดอกเบี้ยหุ้นกู้ด้อยสิทธิ SPV นำเงินสำรองกรณีทั่วไปหักเป็นเงินจำนวนเท่ากับค่าภาษีหัก ณ ที่จ่าย ที่ ธพส. ต้องชำระให้แก่ SPV ตามสัญญาโอนสิทธิเรียกร้อง และนำไปชำระเงินในรายการต่อไปนี้ ตามลำดับ

(4.1) ชำระค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายแก่บุคคลที่เกี่ยวข้องในโครงการ รวมถึงนำส่งภาษีหัก ณ ที่จ่ายของบุคคลที่เกี่ยวข้องในโครงการให้แก่กรมสรรพากร

(4.2) ชำระดอกเบี้ยของหุ้นกู้ให้แก่ผู้ถือหุ้นกู้

(4.3) ชำระดอกเบี้ยของหุ้นกู้ด้อยสิทธิให้แก่ผู้ถือหุ้นกู้ในกรณีที่เงินสำรองกรณีทั่วไปมีไม่เพียงพอ SPV จะนำเงินสำรองเพื่อรักษาสภาพคล่องไปชำระเงินจำนวนดังกล่าวแทน โดยไม่รวมถึงดอกเบี้ยของหุ้นกู้ด้อยสิทธิ

(5) เมื่อถึงวันครบกำหนดชำระคืนเงินต้นของหุ้นกู้ SPV นำเงินสำรองเพื่อชำระคืนเงินต้นไปชำระเงินต้นของหุ้นกู้ให้แก่ผู้ถือหุ้นกู้

(6) SPV นำเงินที่เหลือภายหลังจากการกันสำรองในบัญชีเงินสำรองครบถ้วนแล้วไปชำระ ดังต่อไปนี้

(6.1) ชำระเงินต้นของหุ้นกู้ด้อยสิทธิในวันที่ครบกำหนดไถ่ถอน

(6.2) ชำระหนี้ตั๋วสัญญาของหุ้นกู้ด้อยสิทธิให้แก่ ธพส. ทั้งนี้ หาก SPV มีภาระที่ต้องชำระภาษีเงินได้นิติบุคคล SPV จะดำเนินการหักเงินหุ้นกู้ด้อยสิทธิหรือเงินที่ ธพส. จัดหาให้แก่ SPV เพื่อชำระภาษีเงินได้นิติบุคคลจากเงินสดคงเหลือก่อนที่ SPV จะทยอยชำระคืนหนี้ตามตั๋วสัญญาใช้เงินด้อยสิทธิให้แก่ ธพส.

2) ธพส. รับผิดชอบทั้งการก่อสร้างอาคารและการระดมทุนเอง

ธพส. ดำเนินการจ้างที่ปรึกษาทั้งหมด ซึ่งค่าใช้จ่ายทั้งหมดอยู่ภายใต้วงเงินระดมทุนด้วย โดยมีค่าที่ปรึกษาด้านต่างๆ ในกรณี โชน A และ โชน B ประกอบด้วย

- 1) ค่าจ้างบริษัทที่ปรึกษาศึกษาความเป็นไปได้ของโครงการและมูลค่าโครงการ
- 2) ค่าจ้างที่ปรึกษาด้านการระดมทุน
- 3) ค่าจ้างบริษัทที่ปรึกษาการเงินและบัญชี
- 4) ค่าจ้างที่บริษัทที่ปรึกษากฎหมาย
- 5) จ่ายค่าขึ้นแบบโครงการ
- 6) จ้างที่ปรึกษาโครงการก่อสร้างและปรับพื้นที่
- 7) ค่าจ้างที่ปรึกษาการปรับภูมิทัศน์ภายนอกและการตกแต่งออกแบบภายในตัว

อาคาร

- 8) ค่าจ้างที่ปรึกษาผลกระทบด้านสิ่งแวดล้อม
- 9) ค่าก่อสร้างระบบสาธารณูปโภคต่าง ๆ
- 10) ค่าจ้างสถาบันการเงินในการจ่ายสำรองเงิน (Bridge Financing)
- 11) ค่าจ้างสถาบันการเงินในการจ่ายสำรองผลตอบแทนหุ้นกู้
- 12) ค่าเช่าที่ดินจากกรมธนารักษ์
- 13) ค่าธรรมเนียมการจดทะเบียน การเช่าที่ดินและอาคาร
- 14) ค่าธรรมเนียมการจดทะเบียนการเช่า อาคารและอาคาร
- 15) ค่าจ้าง Underwriter เพื่อขายตราสาร
- 16) ค่าจ้างที่ปรึกษาบริษัทเครดิตเรตติ้ง
- 17) ค่าผลตอบแทนแก่ผู้ลงทุนใน 3 ปีแรก
- 18) ค่าดอกเบี้ยจ่าย Bridge Financing

สำหรับการก่อสร้างอาคารโซน A โซน B ที่ ชพส. เปิดประมูลในขณะนั้นอยู่ระหว่างระเบียบสำนักนายกรัฐมนตรีว่าด้วยการจัดซื้อจัดจ้างด้วยวิธีการทางอิเล็กทรอนิกส์ (E-AUCTION) มีผลบังคับใช้ การดำเนินโครงการโซน C ควรมีการออกแบบอาคารที่มุ่งเน้นทั้งด้านสิ่งแวดล้อมและการใช้ประโยชน์พื้นที่ใช้สอยภายในและภายนอกอาคารที่สะท้อนผลได้ทางเศรษฐกิจมากขึ้น การจัดตั้ง SPV เพื่อระดมทุนโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ภายใต้กฎหมายปัจจุบัน ซึ่งกำหนดให้สามารถจัดตั้งทั้งในรูปบริษัทจำกัด หรือในรูปทรัสต์ได้ โดยในรูปทรัสต์ อาจส่งผลให้ ชพส. มีภาระน้อยลง

สำหรับประเด็นการควบคุมการก่อสร้างให้แล้วเสร็จตามแผน หรือการแก้ไขแบบค่าปรับผู้รับเหมา เงินประกันความสำเร็จนั้น อาจมีการดำเนินการ ดังนี้ ก) โอนความรับผิดชอบดังกล่าวให้กับภาคเอกชนทั้งหมด โดย ชพส. รับผิดชอบเฉพาะการระดมทุน ข) ให้ ชพส. รับผิดชอบต่อความเสี่ยงดังกล่าวเอง ค) ประสานงานให้มีความชัดเจนลดการแก้ไขเปลี่ยนแปลงแบบ

3) การวิเคราะห์รายรับจ่ายทางการเงิน

หลักการของการวิเคราะห์การเงินเพื่อการออกหุ้นกู้ เพื่อระดมทุนโครงการโซน C คือ การนำรายได้จากการระดมทุนภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในการก่อสร้างศูนย์ราชการเพื่อให้กรมธนารักษ์เช่าพื้นที่เป็นระยะเวลาช่วงหนึ่ง ซึ่งการระดมทุนดังกล่าวจะต้องเพียงพอต่อการลงทุน ระยะเวลาความต้องการใช้ ในขณะที่รายได้จากค่าเช่าสำนักงานอาคารจะต้องเพียงพอต่อการชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยจ่ายแก่ผู้ลงทุน และเพียงพอสำหรับค่าใช้จ่ายของ ธพส. ในการบริหารจัดการ

โครงการ C แบ่งการดำเนินงานหลัก ออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ส่วนแรก คือ ส่วนการดำเนินงานในช่วงการออกแบบและก่อสร้างอาคาร โดยมีการจัดจ้างที่ปรึกษาการก่อสร้างเพื่อออกแบบ การระดมทุน การเริ่มก่อสร้างอาคารจนกระทั่งแล้วเสร็จ พร้อมให้หน่วยงานต่าง ๆ เข้าใช้พื้นที่ ซึ่งในส่วนนี้ จะมีการกู้ยืมเงินระยะสั้นจากสถาบันการเงิน เพื่อเป็นค่าใช้จ่ายในการเริ่มดำเนินโครงการ และเริ่มระดมทุน เพื่อก่อสร้างโครงการให้แล้วเสร็จ สำหรับส่วนที่สอง คือ ช่วงดำเนินการให้เช่าพื้นที่อาคาร โดยมีการดำเนินการให้เช่าพื้นที่อาคารในส่วนต่าง ๆ อีกทั้งยังดำเนินการชำระคืนเงินลงทุนให้แก่ผู้ลงทุนพร้อมผลตอบแทน จนกระทั่งชำระคืนเงินลงทุนและผลตอบแทนครบทั้งจำนวน ทั้งนี้ ในช่วงเวลาก่อสร้างและช่วงเวลาดำเนินการให้เช่าพื้นที่อาคารจะมีรูปแบบกระแสเงินสดของโครงการที่ต่างกัน จึงได้มีการแบ่งรูปแบบกระแสเงินสดออกเป็นกระแสเงินสดขั้นต้น และกระแสเงินสดต่อเนื่องตามลำดับ และยังสามารถแบ่งรายรับกับรายจ่ายของโครงการออกเป็นรายรับกับรายจ่ายช่วงก่อสร้างและ รายรับกับรายจ่ายช่วงดำเนินการตามลำดับ

ในขณะเดียวกัน มีการประมาณการรายได้ที่จะเกิดขึ้น ภายหลังจากที่มีการก่อสร้างอาคารเสร็จ ในอีก 5 ปีข้างหน้า (เตรียมการ 2 ปี และระยะก่อสร้างอีก 3 ปี) โดยจะกำหนดราคาค่าเช่า 560 บาทต่อตร.ม.ต่อเดือน (ค่าเช่าอาคารเอกชนคาดว่า 600 บาทต่อ ตร.ม.ต่อเดือน) และจะปรับราคาค่าเช่าเพิ่มร้อยละ 10 ทุก 5 ปี โดย ธพส. จะนำรายได้จากค่าเช่าดังกล่าวมาจ่ายคืนผู้ลงทุนหุ้นกู้ทั้งเงินต้นและดอกเบี้ย และ ธพส. ได้รับเงินตอบแทนจากการบริหารจัดการค่าบริการส่วนกลางและค่าสาธารณูปโภค โดยให้โครงการโซน C สามารถเลี้ยงตัวเองได้

3.1) ประมาณการรายรับเบื้องต้นของโครงการฯ

สมมติฐานรายรับของโครงการฯ ประกอบด้วย

(1) ค่าเช่าที่อาคารสำนักงาน คำนวณจากพื้นที่ 600,000 ตารางเมตร โดยแบ่งสัดส่วนรายรับพื้นที่ให้หน่วยงานราชการเช่า 85% และให้เอกชนเช่า 15% โดยมีค่าเช่าเริ่มต้นที่ 550 บาทต่อตารางเมตร/เดือน และ 600 บาทต่อตารางเมตร/เดือน ตามลำดับ และให้มีการปรับอัตราค่าเช่าพื้นที่อาคารสำนักงานเพิ่มขึ้นทุก 5 ปี ครั้งละ 15%

(2) ค่าจัดหาเฟอร์นิเจอร์ 50 บาทต่อตารางเมตรต่อเดือน คำนวณจากพื้นที่ 600,000 ตารางเมตร (เฉพาะช่วงระยะเวลา 5 ปีแรกของระยะเวลาการเช่า)

3.2) ประมาณการรายจ่ายเบื้องต้นของโครงการฯ

(1) รายจ่ายในช่วงก่อสร้าง

- (1.1) ค่าก่อสร้างรวมทั้งสิ้น 21,600 ล้านบาท
- (1.2) ค่าเช่าที่ดินในช่วงก่อสร้างจากกรมธนารักษ์ 1,000 ล้านบาท
- (1.3) ค่าดอกเบี้ยจ่าย Bridge Financing โดยมีอัตราดอกเบี้ยไม่เกิน

ร้อยละ 5 ต่อปี

(1.4) ค่าธรรมเนียมในการระดมทุน ที่ปรึกษาต่าง ๆ ประกอบด้วย

- ค่าจ้างที่ปรึกษาทางการเงิน
- ค่าจ้างบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Up-front fee)
- ค่าจ้างที่ปรึกษาทางบัญชี
- ค่าจ้างที่ปรึกษากฎหมาย
- ค่าธรรมเนียมการออกและเสนอขายหุ้นกู้
- ค่าธรรมเนียมการขอจัดตั้งโครงการ (ก.ล.ต.)
- ค่าธรรมเนียมการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล (ก.ล.ต.)
- ค่าธรรมเนียมการจดทะเบียนเข้าตลาดรอง (Up-front fee)

(1.5) ค่าบริการโครงการฯ จ่ายให้แก่ Third parties ในช่วงก่อนการก่อสร้างแล้วเสร็จ ประกอบด้วย

- ค่าใช้จ่ายในการจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจ
- Transaction Administrator (ผู้บริหารโครงการ มีหน้าที่ดูแลงานในส่วนบริการทั่วไปให้กับ SPV)

-ตัวแทนผู้กู้

-นายทะเบียนหุ้นกู้และตัวแทนการจ่ายเงิน

-ค่าจ้างที่ปรึกษาด้านบัญชี

-ค่าจ้างบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ

-ค่าธรรมเนียมรายปีของ Thai BMA

(2) รายจ่ายในช่วงดำเนินการ

(2.1) ภาษีโรงเรือนร้อยละ 12.50 ในส่วนของพื้นที่เพื่อการพาณิชย์

(2.2) ภาษีมูลค่าเพิ่มร้อยละ 7.00 ในส่วนของพื้นที่เพื่อการพาณิชย์

(2.3) ภาษีค่าเช่าร้อยละ 12.50 ในส่วนของพื้นที่เพื่อการพาณิชย์

(2.4) ค่าเช่าที่ดินในช่วงก่อสร้างเสร็จจากกรรมชนารักษ์

(2.5) ค่าเบี้ยประกันภัย ร้อยละ 0.03 ของมูลค่าอาคาร ต่อปี โดย

คำนวณจากมูลค่าอาคาร 21,600 ล้านบาท

(2.6) ค่าบำรุงรักษาโครงการร้อยละ 0.7 ของมูลค่าอาคารต่อปี และมีการปรับอัตราค่าบำรุงโครงการเพิ่มขึ้นทุก 5 ปี ในอัตราร้อยละ 5

(2.7) ค่าจ้างบริษัทบริหารอสังหาริมทรัพย์ 60 บาทต่อตารางเมตรต่อปี โดยคำนวณจากพื้นที่โครงการทั้งหมด 400,000 ตารางเมตร และมีการปรับอัตราค่าจ้างบริษัทอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้นทุก 5 ปี ในอัตราร้อยละ 5

(2.8) ค่าบริหารโครงการฯ จ่ายให้ ธพส. ร้อยละ 7 ของรายรับค่าเช่าพื้นที่โครงการ

(2.9) ค่าบริการโครงการฯ จ่ายให้ Third parties ไม่เกิน 20 ล้านบาทต่อปี

4) งานที่อยู่ในข้อเสนอของที่ปรึกษาทางการเงิน

4.1) โครงสร้างการออกหุ้นกู้ ซึ่งประกอบด้วย จำนวนครั้งการออกหุ้นกู้ อายุ มูลค่า กำหนดการไถ่ถอน ประเภทหุ้นกู้ การชำระดอกเบี้ย การชำระคืนเงินต้น ทั้งนี้ การออกหุ้นกู้ภายใต้โครงการโซน A โซน B มีจุดเด่นที่สำคัญคือ มีการเสนอขายหุ้นกู้แก่ผู้ลงทุนรายย่อยและนักลงทุนสถาบัน มีการเสนอขายหลายชุด ได้แก่ หุ้นกู้อายุ 7 ปี 10 ปี 15 ปี 20 ปี และ 30 ปี มีมูลค่าสูงสุดและเป็นหุ้นกู้ระยะยาวสูงสุดถึง 30 ปี (ในขณะนั้น) อัตราดอกเบี้ยคงที่เฉลี่ย 7.5 ต่อปี กำหนดเงื่อนไขการชำระคืนเงินต้นเพียงครั้งเดียวในวันครบกำหนดไถ่ถอนหุ้นกู้ ได้รับการจัดอันดับเครดิตภายในประเทศที่ AAA (Tha) จากทริสและฟิทช์ ซึ่งสะท้อนความเชื่อมั่นของกรรมชนารักษ์ ซึ่งเป็นหน่วยงานภาครัฐที่เข้าศูนย์ราชการฯ แต่เพียงรายเดียว และความแน่นอนของกระแสเงินสดที่จะได้รับจากรายได้ค่าเช่าและบริการต่าง ๆ จากกรรมชนารักษ์ ตลอดจนความเพียงพอของกระแสเงินสด ที่ได้รับจากกรรมชนารักษ์ และ ธพส. เพื่อใช้ในการชำระหนี้หุ้นกู้ดังกล่าว สำหรับโครงการโซน C ซึ่งมีมูลค่าการลงทุนที่น้อยกว่า แต่อาจจะสร้างความระดับความเชื่อมั่นในระดับเดียวกันได้

4.2) ลักษณะหุ้นกู้

(1) มูลค่าหุ้นกู้รวม

เนื่องจากการออกหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เพื่อระดมทุนโครงการโซน C เป็นการดำเนินโครงการในลักษณะ Project Finance เช่นเดียวกับโครงการโซน A โซน B ซึ่งหุ้นกู้ที่จะออกขายเป็นการระดมทุนเพื่อโครงการโซน C เท่านั้น มูลค่าหุ้นกู้รวมจะต้องสอดคล้องกับกระแสเงินสดสุทธิโครงการฯ โดย ธพส. จะมีกำไรจากการดำเนินงาน

พอสมควรตลอดระยะเวลาของการเริ่มโครงการร่วมกับระยะอายุของหุ้นกู้ โดยครอบคลุมค่าใช้จ่ายสำคัญทั้งหมดของโครงการด้วย

(2) เป็นหุ้นกู้มีสิทธิประโยชน์ประเภทสิทธิเรียกร้องที่จะมีขึ้นในอนาคตโดยให้ชำระหนี้เป็นเงินที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับ

หุ้นกู้โครงการโซน A B เป็นหุ้นกู้ที่ไม่มีประกัน แต่มีการจัดโครงสร้างให้ผู้ถือหุ้นกู้ได้รับดอกเบี้ยและเงินต้นคืนจากค่าเช่าจากกรมธนารักษ์ ซึ่งเป็นตัวแทนของหน่วยงานรัฐที่เข้าทำสัญญาเช่าพื้นที่อาคารระยะเวลา 30 ปี สัญญาบริการระยะเวลา 30 ปี และสัญญาบริการระยะเวลา 30 ปี และสัญญาบริหารจัดการเฟอร์นิเจอร์ระยะเวลา 5 ปีกับ ธพส. ทั้งนี้ โครงการโซน C จะมีสิทธิประโยชน์ประเภทเดียวกับโครงการโซน A และโซน B แต่อาจจะมีระยะเวลาอายุหุ้นกู้สั้นกว่า เนื่องจากมูลค่าโครงการโซน C น้อยกว่า รวมทั้งประเด็นที่ว่าหาก ธพส. เร่งรัดการชำระและไถ่ถอนคืนได้ก่อน (อาจไม่ต้องกำหนดระยะเวลาการชำระคืนเงินต้นที่แน่นอน) ก็จะเป็นการประหยัดอัตราดอกเบี้ยด้วย และรวมถึงถ้า ธพส. สามารถบริหารจัดการทั้งพื้นที่เชิงพาณิชย์ได้มากกว่าที่ประมาณไว้ ก็จะเป็นผลประโยชน์ของ ธพส.

4.3) การกำหนดอัตราดอกเบี้ยและผลตอบแทน

การกำหนดอัตราดอกเบี้ยหุ้นกู้โครงการโซน C มีหลักการพิจารณาจากความต้องการวงเงินลงทุนและระยะเวลาการผ่อนชำระ ทั้งนี้ ผลตอบแทนดังกล่าวถือว่าเป็นต้นทุนของโครงการด้วย จากประสบการณ์โครงการโซน A โซน B ที่มีการออกหุ้นกู้ที่มีความหลากหลายทั้งอัตราดอกเบี้ย อายุการไถ่ถอน การชำระคืนเงินต้น ในส่วนของอัตราดอกเบี้ยนั้นมีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยโดยเฉลี่ยที่ร้อยละ 7.5 ซึ่งสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 – 20 ปี ในขณะนั้นที่มีอัตราผลตอบแทนที่ร้อยละ 5.45 จึงถือได้ว่าอัตราดอกเบี้ยหุ้นกู้โครงการโซน A โซน B ให้ผลตอบแทนแก่นักลงทุนที่สูง โดยให้เหตุผลสนับสนุนว่าการออกหุ้นกู้ดังกล่าวเป็นการระดมทุนของภาครัฐโดยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โครงการแรก จึงต้องการสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน รวมทั้งกำหนดเงื่อนไขหลายประการที่ทำให้กระแสรายได้จากค่าเช่าของหน่วยราชการที่เข้ามาเช่าพื้นที่ในศูนย์ราชการมีอย่างสม่ำเสมอ แต่หากมีการระดมทุนโครงการโซน C ซึ่งมีมูลค่าโครงการปัจจุบันอาจจะใกล้เคียงกับโซน A โซน B เมื่อ 10 ปีที่แล้ว อายุหุ้นกู้อาจไม่จำเป็นต้องมีระยะยาวถึง 30 ปี โดยอาจจะกำหนดให้สามารถ Roll over ได้หลายครั้งแทน ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยที่จะจูงใจนักลงทุนก็อาจจะกำหนดให้สูงกว่าพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 – 20 ปี ในปัจจุบันโดยอาจบวก Credit Spread เพิ่มอีกในระดับ 0.5 – 1.5 ทั้งนี้ ปัจจุบันพันธบัตรรัฐบาลอายุสูงสุดถึง 50 ปี และโดยหลักการแล้วเห็นว่าหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ควรจะมีอัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่าดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลในอายุใกล้เคียงกัน เพื่อให้มีความสามารถในการแข่งขัน ซึ่งในกรณีนี้

หุ้นกู้โครงการโซน A โซน B ได้ถูกจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ AAA โดยส่วนต่างที่บวกเพิ่มเข้าไป อาจจะเป็นวิธีการสร้างแรงจูงใจให้กับนักลงทุนนั่นเอง

4.4) การจัดอันดับความน่าเชื่อถือหุ้นกู้

ลักษณะเด่นของหุ้นกู้โครงการโซน A และโซน B โดยบริษัท ดีเอดี เอสพีวี จำกัด (DAD SPV) คือ มีการเสนอขายในประเทศไทยที่มีมูลค่าสูงสุด (ในขณะนั้น) เป็นหุ้นกู้ที่มีการเสนอขายหลายชุด (Multiple – Issuance Program) เป็นหุ้นกู้ที่เสนอขายแก่ผู้ลงทุนรายย่อยด้วย เป็นการระดมทุนเพื่อพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ภาครัฐและเป็นโครงการเมกะโปรเจกต์ และเป็นการเสนอขายหุ้นกู้ครั้งแรกของประเทศไทย ซึ่งหุ้นกุดังกล่าวมีการค้ำประกันโดยสินทรัพย์ให้เข้าอายุ 30 ปีของศูนย์ราชการฯ โดยเฉพาะการได้รับจัดอันดับเครดิตที่ AAA จากบริษัททริสเรตติ้ง จำกัด (ทริส) และบริษัทพีทซ์ เรตติ้งส์(ประเทศไทย) จำกัด (พีทซ์) โดยเห็นว่าหุ้นกุดังกล่าวสะท้อนความน่าเชื่อถือของหน่วยงานรัฐบาลที่เข้าศูนย์ราชการฯ คือ กรมธนารักษ์ และเป็นผู้เช่าเพียงผู้เดียว และมีความแน่นอนของกระแสเงินสดที่ได้รับจากรายได้ค่าเช่าและค่าบริการต่าง ๆ จากกรมธนารักษ์ ตลอดจนความเพียงพอของกระแสเงินสดที่ได้รับจากกรมธนารักษ์และ ธพส. ซึ่งเป็นรัฐวิสาหกิจที่ถือหุ้นทั้งหมดโดยกระทรวงการคลัง เพื่อใช้ในการชำระหนี้ตามกำหนดเวลา ทั้งนี้ กรมธนารักษ์ไม่ได้รับอนุญาตให้ยกเลิกสัญญาเช่าพื้นที่ดังกล่าวตราใบใดที่หุ้นกู้ที่ออกภายใต้โครงการนี้หรือหุ้นกู้ใหม่ที่ออกเพื่อทดแทนหุ้นกู้เดิมยังไม่ได้รับการไถ่ถอนเสร็จสิ้นโดยสมบูรณ์ นอกจากนี้ในกรณีที่กรมธนารักษ์ชำระค่าเช่าล่าช้าหรือไม่เต็มจำนวนในอนาคต ธพส. ยังมีการตามข้อกำหนดในสัญญาโอนสิทธิเรียกร้องซึ่งกระทำระหว่าง ธพส. กับ DAD SPV ในการขอใช้เงินให้แก่ DAD SPV แทนกรมธนารักษ์ด้วย

รวมทั้งการสร้าง Credit Enhancement ที่สำคัญคือสัญญาเช่าและสัญญาบริการต่างๆ กำหนดให้กรมธนารักษ์ต้องจ่ายชำระค่าเช่า ค่าบริการตามอัตราและระยะเวลาที่ระบุในสัญญา โดยไม่คำนึงว่าการก่อสร้างอาคารจะแล้วเสร็จหรือไม่ และกรณีหากกระบวนการอนุมัติงบประมาณล่าช้ากว่าปกติ กรมธนารักษ์สามารถเบิกงบประมาณเพื่อนำมาชำระค่าเช่าและค่าบริการโดยอ้างอิงจำนวนเงินจากงบประมาณที่ได้รับในปีก่อนหน้าได้ นอกจากนี้ ธพส. ยังได้ทำสัญญากู้ยืมเงิน 2,300 ล้านบาท กับธนาคารกรุงไทย ไว้สำหรับกรณีที่มีความล่าช้าในการเบิกจ่ายเงินงบประมาณหรือในกรณีที่กระแสเงินสดที่จะต้องจ่ายให้แก่ เอสพีวี ไม่เพียงพอเนื่องจากมีการปรับเพิ่มอัตราค่าเช่าด้วย ซึ่งทำให้เกิดความแน่นอนของกระแสเงินสดที่จะได้รับจากรายได้ ค่าเช่าและค่าบริการต่าง ๆ จากกรมธนารักษ์ ตลอดจนความเพียงพอของกระแสเงินสดที่ได้รับจากกรมธนารักษ์ และ ธพส. เพื่อใช้ในการชำระหนี้ตามกำหนดเวลา

นอกจากนี้ การกำหนดเงื่อนไขที่ว่าให้กรมธนารักษ์มีการะในการชำระค่าเช่าล่วงหน้าจำนวน 12 เดือน ให้แก่ DAD SPV ตามสัญญาอ้างอิง นับตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2551 โดยไม่คำนึงถึงความเสร็จสมบูรณ์ในการก่อสร้างอาคารศูนย์ราชการฯ เนื่องจากโครงการก่อสร้างและ

ตกแต่งศูนย์ราชการแล้วเสร็จสมบูรณ์ในต้นปี พ.ศ. 2554 จากเดิมที่กำหนดไว้ในเดือนสิงหาคม พ.ศ. 2551 (ล่าช้ากว่าแผนประมาณ 2 ปี) แต่กรมธนารักษ์ก็มีภาระต้องจ่ายค่าเช่าล่วงหน้าให้แก่ DAD SPV รวมทั้งกรณีการได้รับผลกระทบจากอุทกภัยครั้งใหญ่ในกรุงเทพฯ เมื่อปี 2554 และจากปัจจัยสนับสนุนด้านเครดิตที่เกิดจากการที่ DAD SPV ได้รับชำระค่าเช่าและค่าบริการแล้ว DAD SPV ได้ทำการกันเงินสำรองเพื่อรักษาสภาพคล่อง เพื่อใช้ในกรณีที่เงินในบัญชีเงินสำรองกรณีทั่วไปไม่เพียงพอชำระค่าเช่าจ่ายและดอกเบี้ยหุ้นกู้และจากการที่ DAD SPV ได้เข้าทำสัญญาป้องกันความเสี่ยงทางการเงินเพื่อลดความเสี่ยงทางด้านดอกเบี้ย

ผู้วิจัยเห็นว่า การดำเนินโครงการโซน C ผู้ต้องการระดมทุนจะต้องให้ความสำคัญกับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือหุ้นกู้ที่ AAA โดยการจัดโครงการหุ้นกู้คล้ายกับหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ที่ใช้ในการระดมทุนเพื่อโครงการโซน A และโซน B

5) ข้อสังเกต และข้อเสนอแนะอื่น ๆ เพื่อจัดทำโครงการโซน C

5.1) โครงการฯ เดิมถูกวิพากษ์ว่ามีต้นทุนการดำเนินโครงการที่สูงมาก โดยแบ่งเป็น 4 กลุ่ม คือ ค่าก่อสร้าง ค่าใช้จ่าย Third Parties ที่เกี่ยวข้อง ค่าดอกเบี้ยระหว่างการก่อสร้าง ค่าใช้จ่ายด้านภาษี ทั้งนี้ ธพส. รับผิดชอบทั้งการก่อสร้างและการระดมทุน ซึ่งไม่สามารถควบคุมให้การก่อสร้างเสร็จตามแผนที่วางไว้ และงบประมาณการก่อสร้างที่บานปลาย (หน่วยงานบางส่วนต้องการให้มีการปรับปรุงแก้ไขแบบตกแต่งภายใน จึงทำให้มีค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้น) ปัญหาจากการประมาณการใช้พื้นที่ทั้งในส่วนของหน่วยราชการ และผลตอบแทนจากการใช้ประโยชน์พื้นที่เชิงพาณิชย์ไม่ได้เป็นไปตามเป้าหมาย

ข้อเสนอแนะ การประมูลการก่อสร้างอาคาร การจ้างที่ปรึกษาฯ ตามระเบียบสำนักนายกรัฐมนตรีว่าด้วยการจัดซื้อจัดจ้างด้วยวิธีการทางอิเล็กทรอนิกส์ (E-AUCTION) ทุกรายการโอนความเสี่ยงด้านการก่อสร้างให้ภาคเอกชนทั้งหมด ส่วนการระดมทุนให้อยู่กับ ธพส. และบริหารจัดการพื้นที่เชิงพาณิชย์ให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น พิจารณาจัดตั้ง SPV ในรูปทรัสต์ตามกฎหมายว่าด้วยทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน ซึ่งจะทำให้ ธพส. มีความคล่องตัวและลดภาระการดำเนินการลง

5.2) โครงการก่อสร้างศูนย์ราชการมีการใช้พื้นที่ไม่เต็มศักยภาพ หรือเกิดผลได้ทางเศรษฐกิจที่เพียงพอ

ข้อเสนอแนะ กำกับดูแลในเรื่องการออกแบบพื้นที่ใช้สอยให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น ก่อให้เกิดรายได้จากการใช้พื้นที่อย่างมีประสิทธิภาพ ใช้ประโยชน์มากขึ้น จากเดิมมีพื้นที่บางส่วนไม่ได้ถูกใช้ให้เกิดผลทางเศรษฐกิจ ซึ่งมีผลต่อการตั้งงบประมาณค่าเช่า หรือการเพิ่มรายได้จากการบริหารจัดการพื้นที่เชิงพาณิชย์ให้มากขึ้น

5.3) คุณสมบัติหุ้นกู้ภายใต้โครงการเดิมมีอัตราดอกเบี้ยค่อนข้างสูง กับภาระทางการเงินคลั่ง

ข้อเสนอแนะ

(1) การกำหนดอัตราผลตอบแทนแก่ผู้ลงทุนในหุ้นกู้ที่สูงเกิน จะมีผลต่อการตั้งงบประมาณประจำผูกพันระยะยาว ทั้งนี้ ในขณะนั้น ยังไม่มีอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรระยะยาว 30 ปีที่สามารถใช้อ้างอิง แต่ปัจจุบันมีอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรระยะยาวที่มีความหลากหลายมากขึ้น และสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจปัจจุบัน ภาครัฐเร่งขยายการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน และแนวคิดเรื่องการบริหารจัดการสินทรัพย์ภาครัฐแนวใหม่ สอดคล้องกับการระดมทุนโครงการโซน C ซึ่งเป็นโครงการลงทุนขนาดใหญ่และมีทางเลือกการระดมทุนที่ไม่ต้องพึ่งพาแหล่งเงินจากงบประมาณและการกู้ยืมภาครัฐ ในขณะที่นักลงทุนสนใจลงทุนในตลาดตราสารหนี้มากขึ้น จากปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้มีการเติบโตสูง ณ วันที่ 17 กรกฎาคม 2558 มีผลตอบแทน 9.5 ล้านล้านบาท และมีตราสารหนี้ออกใหม่ ณ 7 สิงหาคม 2558 ที่ 1.5 แสนล้านบาท และภาคเอกชนรายใหญ่ก็ให้ความสำคัญกับการระดมทุนด้วยการออกหุ้นกู้มากขึ้น ดังนั้น ในภาวะปัจจุบันการออกตราสารหนี้มีความเหมาะสมกับสถานการณ์ อัตราดอกเบี้ยหุ้นกู้ภายใต้โครงการโซน C อาจกำหนด Credit Spread สูงกว่าพันธบัตรรัฐบาลได้ประมาณ 0.5 หรือ 1.5 ก็มีความเป็นไปได้ ส่วนการชำระคืนเงินต้นอาจจะกำหนดเป็นทยอยจ่ายคืนในช่วงเวลาหนึ่ง

(2) การขายหุ้นกู้โครงการเฉพาะนักลงทุนสถาบันเพื่อลดต้นทุนการดำเนินการ และการจัดการบริหารความเสี่ยง รวมทั้งอาจกำหนดเงื่อนไขเกี่ยวกับการทยอยคืนเงินต้นเพื่อลดภาระการบริหารบัญชีเงินสำรองต่างๆ (กลุ่มนักลงทุนรายย่อย ไม่นิยมรับเงินต้นแบบทยอยจ่ายคืน)

(3) จากโครงสร้างการออกหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ซึ่งมีความซับซ้อน จากกรณีหุ้นกู้โครงการโซน A โซน B ถึงแม้ว่าจะได้รับการจัดอันดับเครดิตอยู่ที่ระดับ AAA ดังนั้น นักลงทุนมักจะคาดหวังกับผลตอบแทนในระดับที่สูงโดยกลุ่มนักลงทุนรายย่อยยังให้ความสำคัญกับอายุหุ้นที่ไม่ยาวจนเกินไปแตกต่างจากนักลงทุนสถาบันที่ต้องการลงทุนระยะยาวและนิยมลงทุนในหุ้นกู้ที่มีการชำระคืนเงินต้นเมื่อสิ้นอายุหุ้นกู้ แต่ผู้ออกหุ้นกู้กลับมีภาระในการจัดทำบัญชีเงินสำรองหลายบัญชีเพื่อชำระคืนเงินต้นครั้งสุดท้ายส่วนการออกหุ้นกู้ที่มีระยะยาวมาก ๆ มีความจำเป็นหรือไม่กับโครงการขนาดใหญ่ โดยเฉพาะกับภาระอัตราดอกเบี้ยที่มีความผันผวนสูง ซึ่งสามารถจะออกหุ้นกู้ระยะปานกลางและกำหนดให้ Roll over ได้หลาย ๆ ครั้ง

5.4) การใช้งบประมาณอย่างคุ้มค่าและสิ่งที่อยู่เหนือการควบคุม

กรณีการประมาณการเงินสดที่คาดว่าจะได้รับจากค่าเช่าพื้นที่ในศูนย์ราชการฯ โครงการโซน C ผิดพลาดไปจากความเป็นจริง กล่าวคือ เมื่อสร้างโครงการโซน C เสร็จสิ้นปรากฏว่า

มีหน่วยงานเข้ามาเช่าพื้นที่น้อยกว่าที่ได้ประมาณการไว้จนทำให้เป็นภาระภาครัฐที่ต้องมาจัดสรรงบประมาณในรูปแบบค่าเช่าเพื่อนำไปชำระคืนผลตอบแทนและเงินต้นให้แก่นักลงทุนทั้ง ๆ ที่ไม่ได้มีหน่วยงานเข้ามาเช่าพื้นที่เต็มอัตราที่ประมาณการไว้ หรือกรณีที่หน่วยงานที่เคยแจ้งความประสงค์จะเช่าใช้พื้นที่อาคารสำนักงานแต่กลับมีการเปลี่ยนแปลงทำให้เกิดความต้องการใช้พื้นที่ที่ไม่สอดคล้อง หรือ Demand เทียม หรือกรณีการสร้างอาคารสำนักงานที่มีการใช้ประโยชน์ได้ไม่เต็มที่ทางด้านเศรษฐกิจ

ข้อเสนอแนะ ให้ ธพส. มีความยืดหยุ่นในการบริหารจัดการและสามารถรับโอนความเสี่ยงไปจากภาครัฐ

ตารางที่ 6.2 แสดงข้อสังเกตและข้อเสนอแนะกรณีศึกษาโครงการโซน C

ประเด็น	ข้อเสนอแนะ
ต้นทุนค่าก่อสร้าง ค่าจ้างที่ปรึกษา	-การใช้ระเบียบสำนักนายกรัฐมนตรีว่าด้วยการจัดซื้อจัดจ้าง ทุกรายการ -โอนการดำเนินการให้กับภาคเอกชนที่มีความถนัดในการก่อสร้างทั้งหมด ส่วนการระดมทุนให้ ธพส. ดำเนินการ
การจัดตั้ง SPV	พิจารณาเลือกเปรียบเทียบการจัดตั้งในรูปแบบของ บริษัทจำกัด หรือ ทรัสต์ ที่จะเป็นภาระการดำเนินการและต้นทุนกับ ธพส. น้อยที่สุด
การใช้งบประมาณที่คุ้มค่า	-การออกแบบพื้นที่ใช้สอยอาคาร ให้มีประสิทธิภาพ และใช้ประโยชน์ให้เต็มที่ กรณี หน่วยงานที่อยู่ในโซน A โซน B ขอใช้พื้นที่ในโซน C เพิ่ม ต้องมีขบวนการกลั่นกรอง -กรณีการประมาณการเงินสดที่จะได้จากค่าเช่าพื้นที่ ทั้งส่วนราชการ และส่วนพาณิชย์ที่ผิดพลาด ให้ ธพส. มีความยืดหยุ่นในการบริหาร และสามารถรับโอนความเสี่ยงไปจากภาครัฐ
ข้อเสนอในส่วนของที่ปรึกษาการเงิน	-อัตราดอกเบี้ยบนหุ้นกู้ อาจจะกำหนดได้ที่ Spread สูงกว่าพันธบัตรรัฐบาล 0.5-1 และปัจจุบันมี Benchmark ที่หลากหลาย
	-การทยอยคืนเงินต้น อาจจะกำหนดเป็นทยอยคืน เพื่อลดภาระการบริหารบัญชีเงินสำรองต่างๆ
	-การขายหุ้นกู้โครงการเฉพาะนักลงทุนสถาบัน เพื่อลดต้นทุนการดำเนินการ และการจัดการบริหารความเสี่ยง
	-ออกหุ้นกู้ระยะปานกลาง และกำหนดให้ Roll over ได้หลายครั้ง เพื่อให้อัตราดอกเบี้ยมีความเหมาะสม

6.2 กรณีโครงการปรับปรุงหอพักนักศึกษาและก่อสร้างหอพักใหม่ของสำนักงานหอพักนักศึกษา มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

6.2.1 ความเป็นมาของโครงการ

เนื่องจากสภาพหอพักภายในมหาวิทยาลัย 14 อาคารมีสภาพทรุดโทรมและแออัด ในปี 2558 สำนักงานหอพักนักศึกษามหาวิทยาลัยเชียงใหม่ จึงมีแผนงานปรับปรุงหอพักทั้ง 14 อาคารและสร้างหอพักใหม่ทั้งหมด 4 อาคาร เพื่อพัฒนาคุณภาพความเป็นอยู่ของนักศึกษา จึงมีการจัดตั้งคณะกรรมการศึกษาความเป็นไปได้ในการระดมทุนเพื่อนำมาพัฒนาหอพักนักศึกษา โดยในอดีตมหาวิทยาลัยเชียงใหม่มีแนวทางในการระดมทุนอยู่สองทางหลักๆ คือ การใช้งบประมาณจากรัฐบาล และการกู้ยืมจากในตลาดเงินหรือจากหน่วยงานต่างๆภายในมหาวิทยาลัย สำหรับโครงการก่อสร้างและพัฒนาหอพักนักศึกษาในอดีตจะใช้วิธีการของงบประมาณจากรัฐบาลเป็นหลัก ซึ่งโครงการที่ใช้วิธีการของงบประมาณจากรัฐบาลประกอบไปด้วย โครงการก่อสร้างหอพักนักศึกษา 15 อาคาร (ปัจจุบัน เหลือใช้เป็นหอพักจำนวน 14 อาคาร) โครงการก่อสร้างหอสีชมพู โครงการหอพักแม่เหิยะ โดยสำหรับโครงการก่อสร้างหอพัก 40 ปีซึ่งสร้างขึ้นเสร็จในปี พ.ศ.2547 นั้น ทางสำนักงานหอพักนักศึกษาเลือกใช้วิธีการกู้ยืมจากหน่วยงานต่างๆภายในมหาวิทยาลัยด้วยวิธีการใกล้เคียงกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

สำหรับโครงการปรับปรุงหอพักนักศึกษาและก่อสร้างหอพักใหม่ครั้งนี้ ได้มีตัวแทนจากบรรษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย (บตท.) และนักวิจัยจาก “โครงการพัฒนาธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในการบริหารจัดการโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของส่วนราชการ” เข้ามามีส่วนร่วมเป็นคณะกรรมการศึกษาฯ ในการพิจารณารูปแบบในการระดมทุนและได้เสนอวิธีการระดมทุนด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) ให้เป็นหนึ่งในทางเลือกที่เป็นไปได้สำหรับวิธีการระดมทุนและนับเป็นโครงการหนึ่งเพื่อศึกษาและวิเคราะห์ตลอดจนหาแนวทางแก้ไขกรณีนำมาใช้ปฏิบัติงานจริง

6.2.2 ลักษณะโครงการ

โครงการปรับปรุงฯ แบ่งออกเป็น 2 ส่วนหลักๆ คือ การปรับปรุงหอพักเดิมทั้งหมด 14 อาคาร และสร้างหอพักใหม่ 4 อาคาร โดยโครงการปรับปรุงฯ นี้มีมูลค่ารวมประมาณ 1,000 ล้านบาท แบ่งเป็น ค่าใช้จ่ายในการปรับปรุงหอพัก 14 อาคาร อาคารละ 40 ล้านบาทและค่าใช้จ่ายในการก่อสร้างหอพักใหม่ 4 อาคาร อาคารละ 120 ล้านบาท

เพื่อให้สามารถรับรองจำนวนนักศึกษาได้อย่างเพียงพอและไม่ส่งผลกระทบต่อนักศึกษา มากเกินไปในช่วงระหว่างการปรับปรุง สำนักงานหอพักจึงแบ่งแผนงานปรับปรุงเป็น 3 ระยะ โดยใน ระยะที่ 1 ซึ่งได้มีการเริ่มปรับปรุงแล้วก่อนหน้าการจัดตั้งคณะกรรมการศึกษานั้น ทำการปิด ปรับปรุงทั้งหมด 4 อาคาร โดยใช้เงินทุนที่มหาวิทยาลัยสนับสนุนให้กู้ยืมโดยไม่คิดอัตราดอกเบี้ย มี กำหนดจ่ายคืนหลังจากชำระหนี้ให้กับผู้ลงทุนในโครงการรายอื่นครบแล้ว ส่วนในระยะที่ 2 และ 3 นั้น จะทำการปิดปรับปรุงระยะละ 5 อาคาร และสำหรับการก่อสร้างอาคารหอพักใหม่จะเริ่มก่อสร้าง ภายในเดือนมกราคม พ.ศ. 2559 ซึ่งจะก่อสร้างในที่ดินที่เหลือว่างภายในมหาวิทยาลัย ซึ่งแผนการ ปรับปรุงเป็นดังนี้

แผนภาพที่ 6.2 แสดงแผนการปรับปรุงหอพัก และการสร้างหอพักนักศึกษา

แผนการปรับปรุงหอพัก 14 อาคาร ระยะที่ 1 2 3 และการสร้างหอพักนักศึกษาใหม่ 4 อาคาร

ลำดับ	รายการ	พ.ศ. 58												พ.ศ. 59												พ.ศ. 60											
		ม.ค.	ก.พ.	มี.ค.	เม.ย.	พ.ค.	มิ.ย.	ก.ค.	ส.ค.	ก.ย.	ต.ค.	พ.ย.	ธ.ค.	ม.ค.	ก.พ.	มี.ค.	เม.ย.	พ.ค.	มิ.ย.	ก.ค.	ส.ค.	ก.ย.	ต.ค.	พ.ย.	ธ.ค.	ม.ค.	ก.พ.	มี.ค.	เม.ย.	พ.ค.	มิ.ย.	ก.ค.					
1	ปรับปรุงหอ ระยะที่ 1	7 กค.																																			
2	ออกแบบ 5 หอ ระยะที่ 2																																				
3	ประมูล ระยะที่ 2																																				
4	ปรับปรุง หอ ระยะที่ 2																																				
5	ออกแบบ 5 หอ ระยะที่ 3																																				
6	ประมูล ระยะที่ 3																																				
7	ปรับปรุง 5 หอ ระยะที่ 3																																				
8	ออกแบบหอพักใหม่ 4 หอ																																				
9	ประมูลหอพักใหม่ 4 หอ																																				
10	ก่อสร้างหอพักใหม่ 4 หอ																																				

6.2.3 การพิจารณาแนวทางการระดมทุน

มหาวิทยาลัยได้อนุมัติเงินยืมตรงจ่ายหมุนเวียนทั้งหมดประมาณ 155 ล้านบาทเพื่อใช้ในการปรับปรุง โดยไม่คิดอัตราดอกเบี้ยและมีกำหนดชำระคืนหลังจากการชำระให้เจ้าหนี้รายอื่น สิ้นสุด คณะกรรมการศึกษาจึงพิจารณาทางเลือกในการระดมทุนอีก 845 ล้านบาท โดยแนวทางการ ระดมทุนที่นำมาพิจารณาประกอบไปด้วยการระดมทุนด้วยวิธีดั้งเดิมคือการใช้งบประมาณจาก รัฐบาลและการกู้ยืมจากตลาดเงินหรือหน่วยงานต่างๆในมหาวิทยาลัย และการระดมทุนในตลาดทุน ซึ่งถือเป็นเรื่องใหม่สำหรับมหาวิทยาลัย การนำเสนอวิธีการระดมทุนจากแหล่งต่างๆ เพื่อให้ คณะกรรมการพิจารณาและศึกษาเปรียบเทียบ

1) การใช้เงินจากงบประมาณ มีข้อดีที่ชัดเจนคือไม่จำเป็นต้องเสียดอกเบี้ยให้กับผู้ ลงทุนภายนอก แต่เนื่องจากงบประมาณที่มหาวิทยาลัยได้รับการจัดสรรจากรัฐบาลนั้นมีจำกัด อาจจะ

ทำให้เหลือไม่เพียงพอต่อการพัฒนามหาวิทยาลัยในส่วนอื่นๆ โดยเฉพาะโครงการที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ที่ชัดเจน

2) การกู้ยืมจากตลาดเงิน มีข้อดีคือมีแหล่งเงินที่หลากหลายและมีคู่สัญญาเพียง 2 ฝ่าย จึงไม่มีความซับซ้อนมากนัก แต่จำเป็นต้องมีหลักประกันซึ่งอาจไม่สอดคล้องกับการดำเนินงานของมหาวิทยาลัย อีกทั้งอัตราดอกเบี้ยและค่าธรรมเนียมต่างๆ จะขึ้นอยู่กับสถาบันการเงินและอาจได้รับผลกระทบอัตราดอกเบี้ยลอยตัว โดยอัตราดอกเบี้ย MLR ของธนาคารพาณิชย์ปัจจุบันอยู่ที่ประมาณ 7.1571% (อ้างอิง ณ วันที่ 21 พฤษภาคม พ.ศ. 2558)

3) การระดมทุนจากตลาดทุนเป็นการระดมทุนด้วยมหาวิทยาลัยเอง เพียงหาคนกลาง (Third Party) เพื่อวิเคราะห์หรือกระทำการแทนมหาวิทยาลัย ซึ่งขึ้นอยู่กับวิธีการที่มหาวิทยาลัยจะเลือกระดมทุนจากตลาดทุนด้วยวิธีใดและเนื่องจากหอพักนักศึกษาที่มีรายได้ชัดเจนจึงสามารถนำกระแสรายรับมาหนุนหลังตราสารหนี้ที่ออกโดยมหาวิทยาลัยได้ ดังนั้นการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ จึงถือเป็นวิธีการระดมทุนที่เหมาะสมกว่าวิธีอื่น ๆ เนื่องจากการที่ต้องต้องวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นเองจึงทำให้การระดมทุนโดยวิธีนี้มีความซับซ้อนกว่าการระดมทุนแบบอื่นๆ เนื่องจากมีหน่วยงานที่เกี่ยวข้องหลายส่วนและไม่เป็นไปตามกระบวนการที่มหาวิทยาลัยคุ้นเคย โดยคุณลักษณะของโครงการปรับปรุงฯ นั้นไม่ตรงกับเกณฑ์ในการระดมทุนในตลาดทุนด้วยวิธีการอื่นๆ เช่น การจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure fund) และการจัดตั้งทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust, REIT)

ตารางที่ 6.3 แสดงเปรียบเทียบรูปแบบการระดมทุนโครงการปรับปรุงหอพักนักศึกษาและก่อสร้างหอพักใหม่ของสำนักงานหอพักนักศึกษา มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

รูปแบบ	ข้อดี	ข้อเสีย
(1) งบประมาณจากรัฐ	ต้นทุนในการระดมทุนต่ำ ไม่ยุ่งยาก เป็นวิธีที่มหาวิทยาลัยคุ้นเคย	ช้า แหล่งงบประมาณสำหรับการพัฒนามหาวิทยาลัยส่วนอื่นน้อยลง
(2) กู้จากสถาบันการเงิน	ทำได้อย่างรวดเร็วและไม่ซับซ้อน	ต้นทุนในการระดมทุนสูง ก่อให้เกิดหนี้
(3) การระดมทุนจากตลาดทุนด้วยวิธีแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์	ต้นทุนในการระดมทุนสูงกว่า (1) แต่ต่ำกว่า (2) ประโยชน์ต่อภาพรวมของมหาวิทยาลัย	ซับซ้อน ถือเป็นเรื่องใหม่ของมหาวิทยาลัยที่ต้องทำความเข้าใจและปรับโครงสร้างให้เป็นไปตามมาตรฐาน

6.2.4 ความเห็นต่อการนำวิธีการระดมทุนด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้ใน โครงการของมหาวิทยาลัยประโยชน์ต่อภาพรวมของมหาวิทยาลัย

นอกจากต้นทุนในการระดมทุนที่ต่ำแล้ว การระดมทุนด้วยการแปลงกระแสสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้นจะมีประโยชน์อื่นๆต่อภาพรวมของมหาวิทยาลัย ทั้งในแง่ขององค์กร ระบบการจัดการและบุคลากร ดังนี้

องค์กร	<ul style="list-style-type: none"> - เพิ่มทางเลือกในการระดมทุน เพื่อให้มหาวิทยาลัยสามารถจัดสรรงบประมาณได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น และกระตุ้นให้เกิดการสร้างรายได้จากการบริหารทรัพย์สินต่างๆของมหาวิทยาลัย เพื่อลดการพึ่งพิงจากงบประมาณเพียงอย่างเดียว - เป็นต้นแบบและกรณีศึกษาให้กับมหาวิทยาลัยอื่นๆ
การบริหารจัดการ	<ul style="list-style-type: none"> - กระตุ้นให้มีการปรับโครงสร้างการบริหารจัดการทรัพย์สินให้มีประสิทธิภาพ ลดความซ้ำซ้อนและโปร่งใส - พัฒนาระบบงานทางการเงินให้พร้อมสำหรับการระดมทุนสำหรับโครงการต่างๆในอนาคต - ประเมินทรัพยากรที่สามารถสร้างรายได้มาพัฒนามหาวิทยาลัยได้และสามารถออกแบบโครงสร้างของเงินจากแหล่งที่มาและใช้ไปให้ตรงกับจุดประสงค์และความต้องการมากขึ้น
บุคลากร	<ul style="list-style-type: none"> - พัฒนาศักยภาพบุคลากรให้มีความรู้ความสามารถ (On the job training) - พัฒนาระบบการประเมินการปฏิบัติงานด้านรายได้เพื่อใช้เป็นเกณฑ์ประเมินบุคลากร - จัดสรรทรัพยากรบุคคลให้เหมาะสมกับงานอย่างมีประสิทธิภาพ

ในส่วนของความเสี่ยงและปัญหาของวิธีการระดมทุนด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้สำหรับโครงการของมหาวิทยาลัยนั้น มีความเห็นดังนี้

ความเสี่ยงด้าน แผนงาน	<ul style="list-style-type: none"> - การระดมทุนในตลาดทุนถือเป็นเรื่องใหม่สำหรับมหาวิทยาลัยที่ต้องทำความเข้าใจ - มหาวิทยาลัยจำเป็นต้องมีการปรับโครงสร้างหน่วยงานการทำงานให้สอดคล้องกับแนวทางการระดมทุนในตลาดทุน - การเตรียมความพร้อมและความชัดเจนแผนงานของโครงการในการออกตราสารและความต้องการใช้เงิน
ความเสี่ยงด้าน การเงิน	<ul style="list-style-type: none"> - ความเสี่ยงด้านรายได้ ซึ่งจำเป็นต้องมีการจัดเก็บอย่างพอเพียงและโปร่งใสเพื่อใช้ในการชำระหนี้ - ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง ปัญหา mismatch ระหว่างรายรับและรายจ่าย - ความเสี่ยงด้านสถานะตลาด เช่น สถานะเศรษฐกิจ การแข่งขันของตลาดหอพักนักศึกษา อัตราดอกเบี้ย เป็นต้น

ความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน	<ul style="list-style-type: none"> - บุคลากรต้องพัฒนาความรู้และประสบการณ์ในการบริหารจัดการ ดูแล และพัฒนา - ต้องมีขั้นตอนในการทำงานที่โปร่งใส ไม่ซ้ำซ้อน และมีการกำหนดกฎระเบียบและมาตรฐานการดูแลบริหารหอพักอย่างสม่ำเสมอ เพื่อให้มีรายได้ที่ชัดเจน - ต้องมีความเข้าใจข้อจำกัดและลดความเสี่ยงเพื่อการบริหารความเสี่ยงอย่างมีประสิทธิภาพ
ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ และกฎหมาย	<ul style="list-style-type: none"> - กฎระเบียบของมหาวิทยาลัยจำเป็นต้องรองรับให้โครงการสามารถดำเนินไปได้อย่างไม่ติดขัด มีประสิทธิภาพ และได้มาตรฐาน - กฎระเบียบต่างๆของ กสศ. และการจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจ

6.2.5 การศึกษาความเป็นไปได้ของการระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

จากผลการศึกษาความเป็นไปได้ เห็นว่าการระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์สำหรับโครงการปรับปรุงฯนั้นมีความเป็นไปได้และจากการทำ Cash Flow Analysis ภายได้ประมาณการอัตราดอกเบี้ยสูงสุดที่สามารถรองรับธุรกรรมได้นั้นคาดว่ามีความเหมาะสมประมาณ 22 ปี ซึ่งกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

จากกรณีศึกษา มหาวิทยาลัยเชียงใหม่จะจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจ ภายได้ พรก. นิติบุคคลเฉพาะกิจ (SPV) เพื่อเป็นตัวกลางในกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยมหาวิทยาลัยจัดตั้งและเป็นผู้ถือหุ้นใน SPV สิทธิในกระแสเงินสดจากการดำเนินการของหอพักทั้งหมด 14 อาคารและหอพักที่กำลังจะสร้างขึ้นใหม่ทั้งหมด 4 อาคาร จะถูกนำมาเป็นสินทรัพย์หนุนหลังตราสารหนี้ประเภท Asset-backed security หรือ ABS ที่จะออกเสนอขายแก่นักลงทุน โดยเสนอขายกับนักลงทุนประมาณ 845 ล้านบาท และในส่วนของมหาวิทยาลัยที่เป็นเงินยืมตรงจ่ายสำรองล่วงหน้า โดยจะออก ABS ที่มีมูลค่ารวม 1,000 ล้านบาท แบ่งเป็น Senior tranche ที่จะขายให้กับนักลงทุนทั้งหมด 845 ล้านบาท และ Subordinated tranche ให้ทางมหาวิทยาลัยถือไว้เองจำนวน 155 ล้านบาทตามมูลค่าที่มหาวิทยาลัยให้กู้ยืม โดยมหาวิทยาลัยจะเป็นผู้แบกรับความเสี่ยงขั้นต้นเมื่อเกิดความเสียหายและถือเป็นการเพิ่มความน่าเชื่อถือแก่ตราสาร (Credit Enhancement) อีกทางหนึ่ง

ในการศึกษาการเรื่องการจ่ายผลตอบแทนของตราสารหนี้ นั้น คณะกรรมการศึกษา มีความเห็นว่าสมควรจะออกในลักษณะ Partially amortized bond ที่มีอายุคราวละไม่เกิน 5 ปีและจะออกใหม่ทดแทนเมื่อหมดอายุลง กล่าวคือ ในการชำระดอกเบี้ยให้กับนักลงทุนในแต่ละงวดจะมีการทยอยจ่ายเงินต้นคืนด้วยเพื่อลดภาระดอกเบี้ยในงวดต่อไป และควรจะออก ABS ที่มีอายุ 5 ปีแทนการออก ABS อายุยาวเพื่อให้มหาวิทยาลัยไม่จำเป็นต้องเสียดอกเบี้ยในอัตราระยะยาว โดยเมื่อครบกำหนดชำระเงินต้น SPV ก็จะทำการออก ABS รอบใหม่ตามมูลค่าเงินต้นคงค้างเพื่อใช้สำหรับชำระเงินต้นในรอบก่อนหน้า ซึ่งคาดว่าจะมีการออกประมาณ 4 รอบ โดยสำหรับเงินต้นคงค้างหลังจาก

การออกรอบสุดท้ายมหาวิทยาลัยอาจเลือกชำระโดยการออก ABS ระยะสั้นอีกหนึ่งรอบหรือชำระด้วยทุนสำรองจากการดำเนินการของหอพัก

สำหรับลักษณะการเสนอขายนั้น เนื่องจากมูลค่าโครงการนั้นค่อนข้างต่ำ จึงได้เสนอให้มีลักษณะแบบเสนอขายให้นักลงทุนในวงจำกัด (Private Placement, PP) เพราะถึงแม้การเสนอขายแบบ PP จะมีฐานนักลงทุนที่แคบกว่าการเสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไป (Public Offering, PO) แต่การเสนอขายแบบ PP มีข้อได้เปรียบกว่าการเสนอขายแบบ PO สำหรับโครงการขนาดเล็กดังนี้

- 1) ค่าใช้จ่ายน้อยกว่าแบบ PO เพราะไม่มีค่าใช้จ่ายในการโฆษณาประชาสัมพันธ์ผ่านสื่อต่างๆ และไม่ต้องจัดพิมพ์ใบจองและหนังสือชี้ชวนเป็นจำนวนมาก
- 2) ใช้เวลาในการดำเนินการน้อยกว่าแบบ PO เนื่องจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ใช้เวลาพิจารณาน้อยกว่า นอกจากนี้ยังไม่ต้องเพื่อเวลาทำประชาสัมพันธ์แก่ผู้ลงทุนรายย่อย โดยมีเพียง Road show สำหรับผู้ลงทุนสถาบันเท่านั้น
- 3) ลดภาระในการส่งข้อมูลให้แก่สำนักงาน ก.ล.ต. อาทิ งบการเงิน การวิเคราะห์งบการเงิน (MD&A) แบบ 56-1 และรายงานประจำปี ตามกำหนดเวลาภายหลังการเสนอขาย
- 4) ลดความเสี่ยงจากการถูกเรียกร้องจากนักลงทุนรายย่อยอันเนื่องมาจากความไม่เข้าใจหรือเข้าใจผิดที่เกิดขึ้นจากความซับซ้อนของลักษณะตราสาร

หากเป็นการเสนอขายให้กับนักลงทุนในวงจำกัด (Private Placement, PP) ในลักษณะวงแคบต่อผู้ลงทุนโดยเฉพาะเจาะจงจำนวนไม่เกิน 10 ราย ซึ่งทำให้ไม่จำเป็นต้องมีผู้จัดการการจัดจำหน่าย Filing และ Rating

ในการวิเคราะห์ความเสี่ยงและตั้งสมมุติฐานที่เหมาะสมเพื่อใช้ในการประเมินความเป็นไปได้ของโครงการปรับปรุงนั้น เนื่องจากการดำเนินงานของสำนักงานหอพักนักศึกษา มหาวิทยาลัยเชียงใหม่ไม่ได้มีลักษณะเป็นหน่วยงานที่แสวงหากำไรและมีเป้าหมายคือพัฒนาคุณภาพชีวิตของนักศึกษา คณะกรรมการศึกษาฯ จึงจำเป็นต้องคำนึงถึงผลกระทบต่อนักศึกษาเป็นอย่างแรก เพราะฉะนั้นในการตั้งสมมุติฐานด้านรายรับในส่วน of ค่าเช่า คณะกรรมการศึกษาฯ จึงตั้งอัตราค่าเช่าให้อยู่ในเกณฑ์ที่จะไม่ส่งผลกระทบต่อสถานะทางการเงินของนักศึกษามากเกินไปโดยอ้างอิงจากหอพักนักศึกษาอื่นๆ ของมหาวิทยาลัยที่มีลักษณะใกล้เคียงกันและจัดให้มีอัตราค่าเช่าที่เหมาะสม โดยจะค่อยๆ ปรับอัตราค่าเช่าขึ้นแบบขั้นบันไดในช่วง 3 ปีแรกเพื่อให้ไม่กระทบกับนักศึกษามากเกินไป

ในด้านความเสี่ยงในการจัดเก็บค่าเช่า เห็นว่าความเสี่ยงด้านอัตราเข้าพัก (Occupancy rate) นั้นจัดอยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากมหาวิทยาลัยมีนโยบายให้นักศึกษาปีที่ 1 พักอยู่ในหอพัก

นักศึกษาของมหาวิทยาลัย ดังนั้นอัตราเข้าพักในภาคเรียนที่ 1 และ 2 จึงค่อนข้างคงที่และคาดว่าจะสูงกว่าร้อยละ 95 โดยหากมีอัตราเข้าพักไม่เต็มเนื่องมาจากการแข่งขันจากตลาดหอพักภายนอกมหาวิทยาลัย มหาวิทยาลัยก็สามารถเปิดโอกาสให้นักศึกษาในชั้นปีอื่นสามารถเข้าพักเพิ่มเพื่อเพิ่มอุปสงค์ในส่วนที่ขาดไปได้ แต่สำหรับในภาคฤดูร้อน สำนักงานหอพักอาจจำเป็นต้องทำการตลาดหาช่องทางเพิ่มอัตราเข้าพักเพื่อเพิ่มรายรับ โดยอาจจะจูงกลุ่มนักศึกษาภาคฤดูร้อน นักศึกษาแลกเปลี่ยนจากต่างประเทศ และการให้บริการนักท่องเที่ยวในลักษณะบ้านพักหรือโรงแรม

สำหรับปัญหาสภาพคล่อง โครงการปรับปรุงฯอาจมีปัญหา Mismatching ระหว่างรายรับกับรายจ่าย โดยเฉพาะในระยะปรับปรุงซึ่งทางสำนักงานหอพักไม่สามารถเก็บค่าเช่าได้เต็มอัตรา จึงอาจไม่สามารถชำระดอกเบี้ยและเงินต้นให้แก่นักลงทุนได้ตามกำหนดในช่วง 2 ปีแรกของโครงการ ซึ่งมหาวิทยาลัยอาจจะให้ SPV ออกตราสารหนี้รอบแรกในลักษณะเป็น Step-up rate แทน โดยจะจ่ายอัตราดอกเบี้ยและการจ่ายเงินต้นคืนใน 2 ปีแรกในอัตราที่ต่ำและจ่ายชดเชยในอัตราที่สูงขึ้นในช่วง 3 ปีหลังของอายุตราสารหนี้ และเนื่องจากการจัดเก็บค่าหอพักนั้นจะทำการเก็บเหมาละ 1 ครั้ง (5 เดือนต่อเหมา) อาจทำให้เกิดปัญหา Mismatching มหาวิทยาลัยสามารถแก้ปัญหาโดยการหาผู้ค้ำประกันหรือให้ SPV ยืมเงินสำรองจากมหาวิทยาลัยเพื่อจ่ายให้แก่แก่นักลงทุนก่อนได้

ความเสี่ยง Rollover risk หรือความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ยที่อาจสูงขึ้นในแต่ละรอบที่ออกตราสารหนี้ อันเนื่องมาจากลักษณะการออกแบบ revolving นั้น ในการศึกษาความเป็นไปได้ คณะกรรมการศึกษาฯได้ทำการเผื่อความเสี่ยงไว้ที่ประมาณ 25 basis point ต่อการออกใหม่ 1 รอบ ซึ่งพบว่าโครงการปรับปรุงฯยังมีความสามารถในการชดใช้หนี้ได้ตามระยะเวลาที่เหมาะสม

ตารางที่ 6.4 แสดงสรุปสมมติฐานที่ใช้ในการศึกษาความเป็นไปได้

1. สมมติฐานด้านรายรับ	
อัตราค่าเช่าพัก	<ul style="list-style-type: none"> - กำหนดให้ใกล้เคียงกับหอพักอื่นๆของมหาวิทยาลัยที่มีลักษณะใกล้เคียงกัน - 3 ปีแรกเพิ่มขึ้นแบบขั้นบันได - ตั้งแต่ปีที่ 3 เป็นต้นไป ปรับขึ้นร้อยละ 10 ทุกๆ 3 ปี
อัตราเช่าพัก	<ul style="list-style-type: none"> - ภาคเรียนที่ 1 (5 เดือน) 100% - ภาคเรียนที่ 2 (5 เดือน) 95% - ภาคฤดูร้อน (2 เดือน) 10%
รายได้จากค่าเช่าร้านค้า	คิดตามพื้นที่ซึ่งประมาณการรายได้เดือนละ 90,000 บาท
รายได้อื่นๆ	ประมาณการรายได้เดือนละ 100,000 บาท
2. สมมติฐานด้านรายจ่าย	
รายจ่ายบุคลากร	เพิ่มขึ้นร้อยละ 5 ต่อปี
รายจ่ายค่าซ่อมแซม	เพิ่มขึ้นร้อยละ 5 ต่อปี
รายจ่ายอื่นๆ	เพิ่มขึ้นร้อยละ 5 ต่อปี
3. สมมติฐานที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ออกและกระบวนการ Securitization	
อัตราผลตอบแทน	พันธบัตรรัฐบาลอายุ 3-5 ปี + Credit spread โดยจะเพิ่มขึ้นประมาณ 25 basis point ทุกครั้งที่มีการออกใหม่เพื่อคำนึงถึง Rollover risk
ค่าใช้จ่ายในการออกตราสารหนี้แต่ละรอบ	60,000 บาท (สำหรับขายให้นักลงทุนน้อยกว่า 10 ราย และได้รับความช่วยเหลือจากคณะบริหารธุรกิจและนิติศาสตร์)
ค่า Service	ร้อยละ 0.25 ของเงินต้น

ตารางที่ 6.5 แสดงสมมติฐานรูปแบบการระดมทุนด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

เจ้าของโครงการ	สำนักงานหอพักนักศึกษา มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
มูลค่าของโครงการ	1,000 ล้านบาท
วิธีการระดมทุน	การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)
ผู้ออกหลักทรัพย์	นิติบุคคลเฉพาะกิจที่จัดตั้งโดยมหาวิทยาลัยเชียงใหม่
ลักษณะหลักทรัพย์ที่ออก	Asset-backed security (ABS) โดยอาจจัดโครงสร้างหุ้นกู้ที่จะออกเสนอขายมากกว่า 1 Tranche
สินทรัพย์ที่ใช้หนุนหลัง	กระแสเงินสดจากการดำเนินการของหอพักในโครงการซึ่งประกอบไปด้วย รายรับ: ค่าเช่าและการให้เช่าพื้นที่ร้านค้าภายในหอพักที่อยู่ในโครงการ รายจ่าย: บุคลากร ค่าซ่อมแซมและรายจ่ายอื่นๆในการดำเนินงาน
อายุหลักทรัพย์	อายุไม่เกิน 5 ปีและออกใหม่เมื่อครบกำหนด
อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์	ขึ้นอยู่กับสถานะตลาดและอันดับความน่าเชื่อถือ โดยหุ้นกู้รอบที่ 1 จะมีลักษณะเป็น Step-up rate
การชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ย	ชำระทุกเดือน สำหรับงวดสุดท้ายหากมีเงินต้นคงค้างอาจจะจ่ายเป็น Balloon payment หรืออาจจะออก ABS ระยะสั้นตามความเหมาะสม
การเสนอขาย	เสนอขายในวงจำกัด
ระยะคืนทุนของโครงการ	ประมาณ 22 ปี

หมายเหตุ ทั้งนี้ ในกรณีที่จะมีการดำเนินการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จริง จะต้องมีการยื่นขออนุญาตโครงการต่อสำนักงาน ก.ล.ต. ก่อน

สำหรับข้อสังเกตและข้อเสนอแนะโครงการปรับปรุงฯ ได้แก่

1) การเลือกแนวทางการระดมทุน ให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์และขนาดของโครงการเป็นสิ่งสำคัญในการประเมินความคุ้มค่าของโครงการฯ โดยเห็นว่ามีแนวทางการระดมทุนเรียงลำดับความเป็นได้ โดยไม่อาศัยงบประมาณจากภาครัฐหรือมหาวิทยาลัย ดังนี้ การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ การร่วมลงทุน กอง REIT

2) กรณีการระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ มีแนวทางอย่างน้อย 2 กรณี ดังนี้

2.1) การออกหุ้นกู้โดยมีกระแสรายรับปัจจุบันที่ได้จากหอพักนักศึกษาเป็นหลักทรัพย์สิน
อ้างอิง

2.2) การออกหุ้นกู้โดยมีกระแสรายรับในอนาคตที่จะได้จากหอพักนักศึกษาภายหลังจาก
ที่มีการปรับปรุงและก่อสร้างใหม่เพิ่มเป็นหลักทรัพย์สินอ้างอิง

ทั้งนี้ เห็นว่า สามารถดำเนินการจัดโครงสร้างการออกหุ้นกู้ได้ทั้ง 2 แนวทาง และ
เห็นว่าที่รายได้จากหอพักนักศึกษาที่ได้ในปัจจุบันน่าจะสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนมากกว่า
ซึ่งอาจมีส่วนสนับสนุนให้สามารถกำหนด Credit Spread หรือ Risk Premium ที่เหมาะสมได้
มากกว่า

3) มหาวิทยาลัยยังไม่มีหน่วยงานที่รับผิดชอบโครงการเกี่ยวกับ SPV โดยตรง เพื่อรองรับ
การดำเนินการในเรื่องการจัดทำระบบบัญชี เป็นต้น

ข้อเสนอแนะ กำหนดให้มีหน่วยงานที่ทำหน้าที่หรือรับภาระเกี่ยวกับการดำเนินการของ
SPV หรือหากจะปรับโครงสร้างหน่วยงานภายใน โดยต้องมีความพร้อม เช่น ระบบบัญชี การบริหาร
จัดการกระแสรายได้ที่สม่ำเสมอ การหาแหล่งเงินกู้ในกรณีที่ไม่สามารถจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้ลงทุนได้
ตามกำหนด การทยอยคืนเงินต้นหรือดำเนินการเสนอโครงการออกหุ้นกู้ที่สอดคล้องกับระยะเวลาที่
ต้องใช้เงิน ทั้งนี้ อาจจะใช้วิธี Outsource ได้ ซึ่งต้องมีค่าใช้จ่ายรองรับ

4) การกำหนดอายุหุ้นกู้ที่ไม่ยาวนานเกินไป ส่งผลดีต่อการบริหารจัดการอัตราดอกเบี้ยและ
สอดคล้องกับภาวะตลาด แต่จะทำให้มีค่าใช้จ่ายในการออกตราสารหนี้เกิดขึ้นตามจำนวนรอบที่ออก
ซึ่งรวมถึงมีค่าใช้จ่ายในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือทุกครั้งที่มีการออกตราสารหนี้เฉพาะกรณีที่มี
การจัดอันดับเครดิตหุ้นกู้

5) หากมีเป้าหมายที่ต้องการขายหุ้นกู้แบบเจาะจงจำนวนน้อยราย จะทำให้ลดภาระต้นทุน
ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับ Third parties ได้มาก แต่ต้องมีระบบรองรับสภาพคล่องตราสารหนี้หรือตลาด
รองตราสารหนี้ด้วย เพราะนักลงทุนอาจมีความต้องการขายหุ้นกู้ก่อนกำหนด

6) การควบคุมความเสี่ยงจากการก่อสร้างไม่เสร็จตามแผนงาน ย่อมมีผลกระทบต่อกระแส
รายรับในอนาคต ความเสี่ยงด้านรายได้ทั้งจากค่าเช่าหอพักนักศึกษา และค่าเช่าพื้นที่เชิงพาณิชย์

7) ค่าใช้จ่ายด้านการประกันภัย ค่าใช้จ่ายในการร่างสัญญาต่าง ๆ ถ้ามีถือเป็นค่าใช้จ่ายที่
รวมอยู่ในมูลค่าหุ้นกู้ด้วย

บทที่ 7

สรุปข้อเสนอแนะการพัฒนาธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และการนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในกรณีศึกษา

ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) คือ การระดมทุนประเภทการออกหุ้นกู้ ซึ่งเป็นธุรกรรมทางการเงินที่แพร่หลายในต่างประเทศ โดยเฉพาะประเทศที่มีขนาดเศรษฐกิจใหญ่ ประสบปัญหาด้านขีดจำกัดด้านงบประมาณและการก่อหนี้สาธารณะ เช่น กรณีสหรัฐอเมริกา โดยธุรกรรม Securitization มักถูกนำไปใช้อย่างกว้างขวางในเรื่องการพัฒนาศาสนสถานเชื่อที่อยู่อาศัย โดยมีการจัดตั้งหน่วยงานสำคัญทำหน้าที่เพิ่มสภาพคล่องของสินเชื่อที่อยู่อาศัยในตลาดรองและค่าประกันตราสารหนี้ที่ออกภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และมีการพัฒนาไปสู่การใช้สินทรัพย์ประเภทลูกหนี้บัตรเครดิต สินเชื่อรถยนต์ ลูกหนี้เช่าซื้อด้วย นอกจากนี้ ธุรกรรม Securitization ยังถูกนำไปใช้ในการระดมทุนเพื่อลงทุนโครงการสาธารณูปโภคพื้นฐานโดยรัฐบาลท้องถิ่นอย่างกว้างขวาง เช่น การออกพันธบัตรโรงงานไฟฟ้า ทางด่วน ท่าเรือ เป็นต้น โดยจะชำระดอกเบี้ยและเงินต้นคืนจากรายได้ที่ได้จากโครงการที่รัฐนำเงินไปลงทุน หรืออาจจะนำรายได้ส่วนอื่นมาค้ำประกันพันธบัตรนั้นด้วย

สำหรับประเทศไทย ธุรกรรม Securitization ภาครัฐได้ให้การสนับสนุนทั้งด้านกฎหมายและสิทธิประโยชน์ทางด้านภาษีเพื่อให้ธุรกรรมดังกล่าวนี้ถูกนำไปใช้ให้เกิดประโยชน์ทางด้านเศรษฐกิจ ได้แก่ พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 และจัดตั้งบริษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย (บคท.) และภาครัฐได้นำธุรกรรม Securitization มาใช้เพื่อการระดมทุน เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการสินทรัพย์ภาครัฐ โดยเฉพาะที่ราชพัสดุ ในโครงการก่อสร้างศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร ถ.แจ้งวัฒนะ เมื่อปี 2547-2553 แต่อย่างไรก็ตามธุรกรรม Securitization ในประเทศไทย ยังไม่ได้ถูกนำไปใช้ในการแก้ไขปัญหาให้กับระบบเศรษฐกิจไทยอย่างแพร่หลาย

7.1 สรุปข้อเสนอแนะการพัฒนาธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

คณะผู้วิจัยได้ดำเนินการศึกษา ปัญหาอุปสรรคของการดำเนินธุรกรรม Securitization และเห็นควรกำหนดแนวทางการพัฒนา ดังนี้

1) สถาบันการเงินจะให้ความสำคัญกับธุรกรรม Securitization ในการบริหารความเสี่ยงมากขึ้น เนื่องจากการปรับปรุงมาตรฐานหลักเกณฑ์การกำกับดูแลสถาบันการเงินที่มีความเข้มงวดขึ้น และตามกฎหมายว่าด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ปัจจุบันที่เอื้อให้สถาบันการเงินมีความคล่องตัวในการทำธุรกรรม Securitization มากขึ้น เนื่องจากสามารถมีการเพิ่มรูปแบบให้นิติบุคคลเฉพาะกิจ (SPV) สามารถจัดตั้งในรูปทรัสต์ได้ตามกฎหมายว่าด้วยทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน นอกเหนือจากการจัดตั้งในรูปบริษัท และสามารถโอนสินทรัพย์ไปยัง SPV ในลักษณะการให้ SPV กู้ยืมเงิน (ไม่ขายขาด) หรือการตัดขายสินทรัพย์ให้กับตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย

2) การเติบโตของปริมาณการให้สินเชื่อในธุรกิจทางการเงินประเภทที่ไม่ได้รับเงินฝาก (Non – bank) ซึ่งมีข้อจำกัดด้านการระดมทุน จะทำให้มีความต้องการการพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากการขายสินเชื่อออกเพื่อให้มีเงินทุนในการดำเนินการหรือการปล่อยสินเชื่อมากขึ้น ซึ่งเชื่อว่าการส่งเสริมให้มีการเกิดขึ้นของธุรกิจประเภทการค้าประกันตราสารหนี้ จะมีส่วนช่วยให้ธุรกิจทางการเงินประเภท Non-bank หันมาให้ความสนใจในการใช้ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นเครื่องมือในการระดมทุนที่สำคัญอันหนึ่งของตน ซึ่งในส่วนนี้ภาครัฐควรพิจารณากลไกการกำกับดูแลที่เหมาะสมต่อไป

3) ควรสนับสนุนให้สถาบันการเงินของรัฐหรือรัฐวิสาหกิจที่พึ่งพาเงินทุนจากการกู้ยืมหรือค้าประกันโดยภาครัฐหันมาให้ความสำคัญกับการระดมทุนโดยใช้ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เพื่อลดการพึ่งพาภาครัฐ รวมทั้งการดำเนินการจัดทำตัวชี้วัดร่วมกัน เพื่อใช้ประเมินผลตามระบบประเมินผลการดำเนินงานระหว่างรัฐวิสาหกิจ เพื่อลดภาระการกู้ยืมหรือการค้าประกันโดยภาครัฐจากหน่วยงานต่างๆ เช่น ธอส. การเคหะแห่งชาติ ธพส.

4) โครงการลงทุนขนาดใหญ่ภาครัฐที่มีจำนวนโครงการมาก จะมีทางเลือกการระดมทุนที่หลากหลายขึ้น รวมถึงการระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งหากมีการออกแบบโครงการที่เหมาะสม การออกหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ จะทำให้สามารถเริ่มโครงการลงทุนก่อสร้างได้ทันที และไม่นับเป็นหนี้สาธารณะ แต่อย่างไรก็ตาม เพื่อให้โครงการลงทุนภาครัฐขนาดใหญ่ ไม่ต้องถูกอธิบายซ้ำในเรื่องหนี้สาธารณะ จึงควรมีการทบทวนกฎหมายว่าด้วยการบริหารหนี้สาธารณะให้มีความชัดเจน หรือพัฒนากฎหมายให้มีความเป็นสากลมากขึ้น

5) ควรมีการเพิ่มบทบาท บตท. เพื่อให้เป็นผู้นำในการดำเนินธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยขยายขอบเขตธุรกิจให้ บตท. สามารถทำธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับสินเชื่อที่อยู่อาศัย และเกี่ยวข้องกับธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ได้หลากหลายมากขึ้น ได้แก่ การเป็นที่ปรึกษาการประกันสินเชื่อที่อยู่อาศัย และเห็นควรให้ บตท. ศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์และสมาคมตราสารหนี้ไทยร่วมกันเพื่อดำเนินการหรือริเริ่มพัฒนาฐานข้อมูลต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมเพื่อสร้าง Benchmark ที่น่าเชื่อถือในการประเมินความเสี่ยง ซึ่งส่งผลดีต่อการจัดอันดับเครดิตของตราสารหนี้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เช่นกัน นอกจากนี้ควรให้ มีส่วนร่วมและสนับสนุน ในการที่จะสามารถเป็นที่ปรึกษาโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของภาครัฐและเอกชน โดยในส่วนของภาครัฐนั้นจะรวมถึงการบริหารจัดการที่ดินที่อยู่ในความรับผิดชอบของกระทรวงอื่น ๆ ด้วย ทั้งนี้ ในส่วนของ บตท. อยู่ระหว่างการขอเสนอแก้ไขกฎหมาย พรก.บตท. เพื่อให้รองรับการทำธุรกรรมที่เพิ่มขึ้น

6) การพัฒนาตลาดตราสารหนี้โดยให้ความสำคัญเรื่องการเพิ่มสภาพคล่องในตลาดรองตราสารหนี้ เพื่อสร้างแรงจูงใจให้นักลงทุนรายย่อยมีความต้องการลงทุนในหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มากขึ้น โดยการกำหนดกติกาต่างๆ ให้เท่าเทียมสำหรับการลงทุนในทุกประเภท เช่น ภาษีหัก ณ ที่จ่าย การยกเว้นภาษีเงินได้จาก Capital gain ในการซื้อขายตราสารหนี้

7) พิจารณาลดน้ำหนักความเสี่ยงตราสาร MBS หรือตราสารการเงินที่อยู่ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์และมีระบบการกำกับดูแลต่ำกว่าที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน เช่น ร้อยละ 10 (กรณีของประเทศมาเลเซีย) เพื่อให้เป็นการจูงใจในการทำธุรกรรม

8) ส่งเสริมการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เพื่อให้ธนาคารพาณิชย์ และนักลงทุนสถาบันที่สนใจจะลงทุนหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ หันมาให้ความสำคัญกับผลการจัดอันดับเครดิตมากขึ้น ในลักษณะที่มากกว่าพิจารณาจาก Equity ของผู้ออกตราสารหนี้ เนื่องจาก SPV นั้นวัตถุประสงค์ในการจัดตั้งเพื่อเป็นการแยกสินทรัพย์ที่นำมาใช้หนุนหลังการออกหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จาก Originator เพื่อให้ผู้ลงทุนมีความเสี่ยงในกรณีที่ Originator ประสบปัญหาล้มละลาย นอกจากนี้ SPV มิได้ประกอบธุรกิจอื่นใดนอกจากการดำเนินโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เท่านั้น จึงทำให้ไม่มีความจำเป็นที่จะต้องมียกเว้นเงินมาก แต่ให้เพียงพอต่อการดำเนินการเท่านั้น

9) พิจารณากำหนดให้หุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์สามารถนับเป็นหลักทรัพย์ที่ใช้ในการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องของสถาบันการเงินได้

7.2 สรุปข้อเสนอแนะการนำธุรกรรมโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในกรณีศึกษา

คณะผู้วิจัยได้ดำเนินการศึกษากรณีโครงการลงทุนภาครัฐที่มีการนำธุรกรรม Securitization ไปใช้ประโยชน์ในการระดมทุนด้วย โดยศึกษาประสบการณ์กรณีโครงการก่อสร้างศูนย์ราชการกรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ และกรณีศึกษาอีก 2 กรณี คือ 1) กรณีโครงการพัฒนาศูนย์ราชการส่วนขยายกรุงเทพมหานคร หรือโครงการ โซน C และ 2) กรณีโครงการปรับปรุงหอพักนักศึกษาและก่อสร้างหอพักใหม่ของสำนักงานหอพักนักศึกษามหาวิทยาลัยเชียงใหม่ ดังนี้

ประสบการณ์กรณีโครงการก่อสร้างศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ หรือโครงการ โซน A โซน B มีเป้าหมายเพื่อสร้างอาคารสำนักงานเป็นศูนย์ราชการ เพื่อให้หน่วยงานราชการ รัฐวิสาหกิจเช่าในราคาที่เหมาะสม โดยไม่ต้องใช้งบประมาณ ไม่ก่อให้เกิดหนี้สาธารณะ แนวทางการระดมทุนที่เหมาะสมคือ การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยจัดตั้ง ธพส. ทำหน้าที่บริหารงานก่อสร้าง ระดมทุนและบริหารโครงการศูนย์ราชการ โดยมีการระดมทุน 2 ระยะ คือ ระยะที่ 1 การกู้ยืมระยะสั้นจากสถาบันการเงิน เพื่อก่อสร้างอาคารและเป็นค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการทำสัญญาต่าง ๆ และระยะที่ 2 เป็นการระดมทุนทั้งหมดเพื่อชำระคืนเงินกู้ระยะที่ 1 และใช้ในการดำเนินการโครงการส่วนที่เหลือ โดยการออกหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งหุ้นกุดังกล่าวมีออกแบบกระบวนการสร้างสินทรัพย์ที่เป็นสิทธิเรียกร้องจากค่าเช่าและค่าบริการ ประกอบด้วยสัญญาหลัก 3 กับ 1 ธุรกรรม คือ 1) สัญญาที่ ธพส. เช่าที่ราชพัสดุจากกระทรวงการคลัง 2) สัญญาที่กรมธนารักษ์จะเช่าพื้นที่อาคาร สัญญาบริการจัดหาฟร้อนเจอร์ และสัญญาบริการจาก ธพส. และ 3) สัญญาที่ ธพส. จะขายหรือโอนสิทธิเรียกร้องการรับเงินค่าเช่าในอนาคตให้กับ SPV ในราคาคิดลด เพื่อให้ SPV ไประดมทุน และนำเงินมาชำระคืนแก่ ธพส. (เพื่อ ธพส. นำไปใช้ในการก่อสร้างอาคารสำนักงาน) 4) SPV จะออกหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ตาม พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 และฉบับแก้ไข และตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์ โดยหุ้นกุ่มีมูลค่ารวม 24,000 ล้านบาท

หลักการออกหุ้นกู้เพื่อระดมทุนก่อสร้างโครงการ โชน A โชน B และให้กรมธนารักษ์เข้าพื้นที่เป็นระยะเวลาช่วงหนึ่ง ซึ่งการระดมทุนจะต้องเพียงพอต่อค่าใช้จ่ายทั้งหมดในการก่อสร้าง ระยะเวลาความต้องการใช้ ในขณะที่รายได้จากค่าเช่าสำนักงานอาคารที่จะเกิดขึ้นในอนาคต จะต้องเพียงพอต่อการชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยจ่ายแก่ผู้ลงทุน และเพียงพอสำหรับค่าใช้จ่ายของ ธพส. ในการบริหารจัดการ ทั้งนี้ การออกหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ SPV จะต้องจัดจ้างที่ปรึกษาที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ผู้บริหารจัดการโครงการ ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ นายทะเบียนผู้ถือหุ้นกู้และตัวแทนชำระเงิน ผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย ผู้จัดการอันดับความน่าเชื่อถือ (TRIS, FITCH) ผู้สอบบัญชี ซึ่งโดยรวมเรียกว่า Third Parties

ส่วนด้านกระแสรายรับในอนาคตจากค่าเช่าสำนักงานจะเกิดขึ้น ภายหลังจากที่ศูนย์ราชการสร้างเสร็จและหน่วยงานราชการ หน่วยงานของรัฐ หน่วยงานอิสระได้เข้าใช้ประโยชน์ในพื้นที่อาคารสำนักงาน และกรมธนารักษ์ได้ตั้งงบประมาณค่าเช่าแทนหน่วยงานต่างๆ ประมาณปีละ 2,000 ล้านบาท หรือมีการะในการชำระคืนเงินกู้ดังกล่าวตลอดระยะเวลา 30 ปี เป็นจำนวน 82,000 ล้านบาท (ซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายต่างๆ ได้แก่ จ่ายคืนเงินต้นที่ระดมทุนมาทั้งหมด จ่ายค่าดอกเบี้ยโครงการ ภาษี ค่าธรรมเนียมต่างๆ ค่าบริหารจัดการและบำรุงรักษา และค่าใช้จ่ายอื่น ๆ เช่น ประกันภัย Third Parties) โดย ธพส. จะรวบรวมค่าเช่าดังกล่าวไปชำระหนี้หุ้นกู้ตามเงื่อนไขพันธบัตรในแต่ละประเภท ซึ่งที่ดินที่ตั้งศูนย์ราชการก็ยังคงสภาพเป็นที่ราชพัสดุ ส่วนตัวอาคารศูนย์ราชการเมื่อชำระหนี้หุ้นกู้ครบตามกำหนดจำนวนแล้วก็ตกเป็นของรัฐ ซึ่งไม่ต้องจ่ายค่าเช่าพื้นที่อาคารอีกต่อไป โดยยังมี ธพส. เป็นผู้จัดการดูแลต่อไป

หุ้นกู้ที่ออกภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อโครงการศูนย์ราชการมีลักษณะเด่นได้แก่

- (1) มีการเพิ่มคุณภาพเครดิต (Credit Enhancement) เพื่อเพิ่มความน่าเชื่อถือของโครงการให้แก่ผู้ลงทุนในหุ้นกู้ โดยเฉพาะการลดความเสี่ยงที่จะเป็นเหตุให้กรมธนารักษ์ผิดนัดชำระหรือชำระล่าช้า
- (2) การกำหนดค่าตอบแทนจากอัตราดอกเบี้ยหุ้นกู้เฉลี่ยร้อยละ 7.5 ต่อปี (หุ้นกู้โครงการอายุสูงสุด 30 ปี) ซึ่งสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10-20 ปี ในขณะนั้นที่ให้อัตราผลตอบแทนประมาณร้อยละ 5.45 (ต่างกันถึง 2.96 จุด)
- (3) หุ้นกู้โครงการบางประเภทเป็นหุ้นกู้ที่กำหนดให้ชำระคืนเงินต้นครั้งเดียวเมื่อครบกำหนดอายุหุ้นกู้ ซึ่งทำให้มีการะในการจัดทำบัญชีเงินสำรองหลายบัญชี
- (4) การระบุระยะเวลาการไถ่ถอนคืนด้วยระยะเวลาที่ยาวเกินความจำเป็น

ทั้งนี้ จะเห็นว่าการออกแบบลักษณะการระดมทุนเพื่อโครงการศูนย์ราชการเป็นโครงการแรกของภาครัฐที่ต้องการใช้วิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เพื่อเป็นโครงการนำร่องโครงการอื่น ๆ จึงกำหนดคุณสมบัติหุ้นกู้ดังกล่าวที่จูงใจนักลงทุนค่อนข้างมาก

กรณีโครงการโซน C มีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างอาคารสำนักงานให้เช่า มูลค่าโครงการ 20,000 - 25,000 ล้านบาท โดยมีกลุ่มเป้าหมายคือ หน่วยงานราชการ รัฐวิสาหกิจหรือองค์กรอิสระ การแบ่งสัดส่วนพื้นที่ส่วนราชการต่อพื้นที่เชิงพาณิชย์ร้อยละ 85 ต่อ 15 ตามลำดับ พบว่าวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นแนวทางการระดมทุนที่มีความเป็นไปได้มากที่สุด เมื่อเปรียบเทียบกับแนวทางอื่นๆ นอกเหนือไปจากงบประมาณ เพราะสามารถดำเนินการได้ทันที มีความพร้อมอยู่แล้ว ไม่ต้องใช้งบประมาณมากในช่วงเริ่มต้นโครงการ มีการจัดตั้ง ธพส. ซึ่งมีประสบการณ์ในการบริหารจัดการก่อสร้าง การระดมทุน บริหารจัดการโครงการศูนย์ราชการโครงการเดิมคือโครงการโซน A โซน B โดยมีสินทรัพย์ที่นำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ คือรายได้จากค่าเช่าในอาคารที่หน่วยงานต่างๆ จะเข้ามาใช้พื้นที่อาคารสำนักงาน ซึ่งเป็นสินทรัพย์ประเภทเดียวกับโครงการเดิม ไม่ถือว่าเป็นหนี้สาธารณะ และ ธพส. สามารถกำหนดราคาค่าเช่าอาคารสำนักงานในระดับราคาที่ต่ำกว่าราคาตลาดได้ เมื่อสิ้นสุดระยะเวลาหนึ่ง อาคารสำนักงานก็จะตกเป็นของภาครัฐ ภาครัฐไม่ต้องตั้งงบประมาณรายจ่ายเป็นค่าเช่าแทนหน่วยงานต่างๆ อีกต่อไป ส่วนความเป็นไปได้ทางการเงินคือการระดมทุนให้เพียงพอกับมูลค่าโครงการก่อสร้างอาคารจนแล้วเสร็จ เพื่อให้กรมธนารักษ์เช่าและจ่ายค่าเช่าเป็นระยะเวลาช่วงหนึ่ง ซึ่งค่าเช่าที่ ธพส. ได้รับในช่วงระยะเวลาหนึ่ง จะต้องเพียงพอกับการชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยจ่ายแก่ผู้ลงทุน

สำหรับข้อสังเกตและข้อเสนอแนะโครงการโซน C ได้แก่

1) อาจมีข้อวิพากษ์เกี่ยวกับต้นทุนค่าใช้จ่ายโครงการที่สูง คือ ค่าก่อสร้าง ค่าใช้จ่าย Third Parties ดอกเบี้ยโครงการ และค่าใช้จ่ายด้านภาษี รวมทั้งการก่อสร้างไม่เสร็จตามกำหนด งบประมาณบานปลาย (หน่วยงานบางส่วนต้องการให้มีการปรับปรุงแก้ไขแบบตกแต่งภายใน จึงทำให้มีค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้นได้) ปัญหาจากการประมาณการใช้พื้นที่ทั้งในส่วนของหน่วยราชการ และผลตอบแทนจากการใช้ประโยชน์พื้นที่เชิงพาณิชย์ไม่ได้เป็นไปตามเป้าหมาย จึงควรใช้ระเบียบสำนักนายกรัฐมนตรีว่าด้วยการจัดซื้อจัดจ้างด้วยวิธีการทางอิเล็กทรอนิกส์ (E-AUCTION) ทุกรายการ โอนความเสี่ยงด้านการก่อสร้างให้ภาคเอกชนทั้งหมด ส่วนการระดมทุนให้อยู่กับ ธพส. โดยร่วมกับ บตท. ซึ่งเป็นรัฐวิสาหกิจและมีความเชี่ยวชาญเกี่ยวกับธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ทำหน้าที่ร่วมเป็นที่ปรึกษาด้านการระดมทุน รวมทั้งทำหน้าที่เป็น Credit Enhancement ในหลากหลายรูปแบบ เช่น การรับซื้อหุ้นกู้ดังกล่าวด้วย

และด้านการค้าประกันตราสาร หรือแม้แต่การรับซื้อสิทธิการเช่าในอาคารสำนักงานจาก ธพส. ซึ่ง บตท. จะสามารถดำเนินการก็ต่อเมื่อ บตท. ต้องแก้ไขกฎหมาย บตท. เอง การพิจารณาให้จัดตั้ง SPV ในรูปทรัสต์ตามกฎหมายว่าด้วยทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน จะทำให้ ธพส. มีความคล่องตัวและลดภาระการดำเนินการ

2) ควรกำหนดคุณสมบัติหุ้นกู้ภายใต้โครงการฯ กับภาระการคลังภาครัฐที่เหมาะสม ทั้งด้านอัตราดอกเบี้ยบนหุ้นกู้ และเงื่อนไขที่เอื้อประโยชน์แก่ผู้ลงทุนสูง ซึ่งปัจจุบันมีอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวที่มีความหลากหลายมากขึ้น นักลงทุนสนใจลงทุนตราสารหนี้มากขึ้น สามารถจะกำหนดอัตราดอกเบี้ยหุ้นกู้ โครงการโซน C โดยมี Spread Price สูงกว่าพันธบัตรรัฐบาลได้ประมาณ 0.5 ถึง 1 ส่วนเงื่อนไขอื่นๆ เช่น การชำระคืนเงินต้นอาจจะกำหนดเป็นการทยอยจ่ายคืนในช่วงเวลาหนึ่ง เพื่อลดภาระการบริหารบัญชีเงินสำรองต่างๆ หรือแม้แต่การขายหุ้นกู้โครงการเฉพาะนักลงทุนสถาบัน เพื่อลดต้นทุนการดำเนินการ (กลุ่มนักลงทุนรายย่อย ไม่นิยมรับเงินต้นแบบทยอยจ่ายคืน) และสามารถออกหุ้นกู้ระยะปานกลาง โดยกำหนดให้ Roll over ได้หลายครั้ง

3) ประเด็นที่ต้องให้ความสำคัญคือ การใช้งบประมาณอย่างคุ้มค่า มีประสิทธิภาพ และสิ่งที่อยู่เหนือการควบคุม ได้แก่ กำกับดูแลในเรื่องการออกแบบพื้นที่ใช้สอยให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น คุ้มค่าทางเศรษฐกิจ เพื่อสร้างรายได้จากการใช้พื้นที่ รวมทั้งการบริหารจัดการพื้นที่เชิงพาณิชย์ให้มากขึ้น ซึ่งมีผลต่อการตั้งงบประมาณค่าเช่า หากก่อสร้างโครงการโซน C เสร็จสิ้นปรากฏว่ามีหน่วยงานเข้ามาเช่าพื้นที่น้อยกว่าที่ได้ประมาณการไว้ จนทำให้เป็นภาระภาครัฐที่ต้องมาจัดสรรงบประมาณในรูปแบบค่าเช่าเพื่อนำไปชำระคืนผลตอบแทนและเงินต้นให้แก่กลุ่มทุน หรือกรณีที่มีหน่วยงานที่อาจไม่มีความจำเป็นต้องใช้พื้นที่เพิ่มกลับได้รับการจัดสรรพื้นที่เพิ่ม จะเป็นการใช้ประโยชน์ได้ไม่เต็มที่ทางด้านเศรษฐกิจ จึงควรมีคณะกรรมการกลั่นกรองหน่วยงานที่จะเช่าใช้ในพื้นที่ตามความจำเป็น และ ธพส. สามารถรับโอนความเสี่ยงไปจากภาครัฐได้ด้วย

ส่วนโครงการปรับปรุงหอพักนักศึกษาและก่อสร้างหอพักใหม่ของสำนักงานหอพักนักศึกษามหาวิทยาลัยเชียงใหม่ (โครงการปรับปรุงฯ) มีมูลค่าโครงการก่อสร้าง 1,000 ล้านบาท เพื่อดำเนินการปรับปรุงหอพัก 14 อาคารและสร้างหอพักขึ้นใหม่ทั้งหมด 4 อาคาร สำหรับเหตุผลที่เลือกวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เพราะต้องการให้ความสำคัญกับการสร้างนวัตกรรมทางการเงินใหม่เพื่อระดม

ทุน และเป็นโครงการนำร่องโครงการอื่น ๆ ต่อไป โดยจากการศึกษามีการออกแบบวิธีการระดมทุน 2 ระยะ ดังนี้ ระยะแรก กู้ยืมเงินจากมหาวิทยาลัยเพื่อเป็นเงินยืมตรงจ่ายหมุนเวียน โดยไม่คิดอัตราดอกเบี้ยและมีกำหนดชำระคืนหลังจากการชำระให้เจ้าหนี้รายอื่นสิ้นสุด ส่วนการระดมทุนระยะที่ 2 หรือในส่วนที่เหลือจะใช้วิธีการระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยมหาวิทยาลัยจะจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจ หรือ SPV ภายใต้ พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ซึ่งมหาวิทยาลัยจะเป็นถือหุ้นใน SPV มหาวิทยาลัยขายสิทธิเรียกร้องในกระแสรายได้จากหอพักนักศึกษาเป็นอัตราคัดลด ซึ่ง SPV จะต้องหาเงินมาชำระ โดยการระดมทุนจากการออกหุ้นกู้ที่มีสินทรัพย์หนุนหลัง (Asset-backed security, ABS) ดังกล่าว โดยมีมูลค่าหุ้นกู้รวมเพียงพอสำหรับการคืนเงินต้น ค่าใช้จ่ายการก่อสร้างปรับปรุง ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย ค่าภาษีและค่าธรรมเนียม ค่าบริหารจัดการและบำรุงรักษา และค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการเสนอโครงการออกและขายหุ้นกู้ หรือกลุ่ม Third parties (อาจจะทยอยออกหุ้นกู้เป็นงวดให้สอดคล้องกับระยะเวลาที่ต้องการเงินทุน) ทั้งนี้ โครงสร้างการออกหุ้นกู้ประกอบด้วย ระยะเวลาชำระหนี้ทั้งหมดประมาณ 22 ปี โดยจะออกหุ้นกู้มีอายุประมาณคราวละไม่เกิน 5 ปี และจะออกใหม่ทดแทนเมื่อหมดอายุลง ในวงเงินที่สอดคล้องกับเงินทุนที่ต้องการใช้ เพื่อลดภาระดอกเบี้ย และเพื่อไม่ต้องเสียอัตราดอกเบี้ยในอัตราระยะยาว สำหรับอัตราผลตอบแทนอ้างอิงจากอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 - 5 ปี บวก Credit Spread ผู้ลงทุนหุ้นกู้จะได้รับคืนเงินต้นแบบทยอยชำระคืน (Partially Amortized Bond) โดยอาจจะแบ่งประเภทหุ้นกู้เป็น 2 Tranche กำหนดให้เสนอขายให้แก่นักลงทุนในวงจำกัด และ SPV สามารถใช้วิธีการ Subordination ในการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Enhancement) เพื่อลดต้นทุนในการระดมทุนได้ โดยอาจแบ่งเป็น Senior Tranche ที่อาจจะขายให้กับนักลงทุนส่วนที่เหลือ และ Subordinated Tranche ให้ทางมหาวิทยาลัยถือไว้เองจำนวน 155 ล้านบาท มูลค่าเท่ากับที่กู้ยืมจากมหาวิทยาลัย โดยมหาวิทยาลัยจะเป็นผู้แบกรับความเสี่ยงขั้นต้นเมื่อเกิดความเสียหายส่วนทางด้านความเสี่ยงของการดำเนินโครงการมีเพียงข้อสังเกตด้านการล่าช้าจากการก่อสร้าง การจัดเก็บเงิน

สำหรับข้อสังเกตและข้อเสนอแนะโครงการปรับปรุงฯ ได้แก่

1) การเลือกแนวทางการระดมทุน ให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์และขนาดของโครงการเป็นสิ่งสำคัญในการประเมินความคุ้มค่าของโครงการ และยังมีค่าใช้จ่ายที่ยังไม่ระบุถึง เช่น ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยโครงการ ค่าใช้จ่ายด้านการประกันภัย ค่าใช้จ่ายในการร่างสัญญาต่าง ๆ ถ้ามีถือเป็นค่าใช้จ่ายที่รวมอยู่ในมูลค่าหุ้นกู้ด้วย

2) กรณีการระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ มีแนวทางอย่างน้อย 2 กรณี
ดังนี้

2.1) การออกหุ้นกู้โดยมีกระแสรับปัจจุบันที่ได้จากหอพักนักศึกษาเป็นหลักทรัพย์
อ้างอิง

2.2) การออกหุ้นกู้โดยมีกระแสรับในอนาคตที่จะได้จากหอพักนักศึกษาภายหลังจาก
ที่มีการปรับปรุงและก่อสร้างใหม่เพิ่มเป็นหลักทรัพย์อ้างอิง

ทั้งนี้ เห็นว่า สามารถดำเนินการจัดโครงสร้างการออกหุ้นกู้ได้ทั้ง 2 แนวทาง และ
เห็นว่าที่รายได้จากหอพักนักศึกษาที่ได้ในปัจจุบันน่าจะสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนมากกว่า ซึ่ง
อาจมีส่วนสนับสนุนให้สามารถกำหนด Credit Spread หรือ Risk Premium ที่เหมาะสมได้มากกว่า

3) ด้านความเสี่ยงของโครงการประกอบด้วย จากมูลค่าโครงการไม่มาก การออกหุ้นกู้ที่ถึ
เกินไป ก็มีผลต่อค่าใช้จ่ายในการออกหุ้นกู้แต่ละรอบ รวมถึงค่าใช้จ่ายในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือด้วย
ควรมีระบบรองรับสภาพคล่องตราสารหนี้หรือตลาดรองตราสารหนี้ ความเสี่ยงด้านการก่อสร้างไม่เสร็จ
ตามแผนงาน และความเสี่ยงด้านรายได้ทั้งจากค่าเช่าหอพักนักศึกษา และค่าเช่าพื้นที่เชิงพาณิชย์

บรรณานุกรม

ภาษาไทย

กรมสรรพากร (2549). ข้อหารือภาษีอากร เลขที่หนังสือ กค 0706/1551 เรื่อง ภาษีเงินได้นิติบุคคล
ภาษีมูลค่าเพิ่ม ภาษีธุรกิจเฉพาะ และอากรแสตมป์ กรณีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์
(Securitization) ของโครงการศูนย์ราชการกรุงเทพมหานคร. สืบค้นจากอินเทอร์เน็ตเมื่อวันที่ 26
มกราคม 2558

การเคหะแห่งชาติ (2549). รายงานผู้สอบบัญชีและงบการเงิน การเคหะแห่งชาติ สำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 30
กันยายน 2548 และ 2547 . สืบค้นจากอินเทอร์เน็ตเมื่อวันที่ 13 กุมภาพันธ์ 2558

กิตติ พัฒนพงศ์พิบูล, ศาสตราจารย์ (2552). การปฏิรูประบบการเงินเพื่อที่อยู่อาศัยไทย : ระบบที่ดีที่สุด
ในโลก. บทความจากเว็บไซต์สมาคมสินเชื่อที่อยู่อาศัย. พฤศจิกายน. สืบค้นจากอินเทอร์เน็ต เมื่อ
สิงหาคม 2558

กิตติ พัฒนพงศ์พิบูล, ศาสตราจารย์ (2551). การล่มสลายของวณิชธนกิจสหรัฐฯและซีเคียวริไทเซชันซัพ
ไพร์ม. บทความจากเว็บไซต์สมาคมสินเชื่อที่อยู่อาศัย. พฤศจิกายน. สืบค้นจากอินเทอร์เน็ต เมื่อ
สิงหาคม 2558

คณะกรรมการกำหนดมาตรฐานบัญชี สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์ (2549). ร่างแนวปฏิบัติ
ทางการบัญชี ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์.

ณัฐพล ขวลิขิตวิน (2539). **Securitization**. บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย. สำนักพิมพ์
บริษัท เอ็ม. 44 จำกัด. นายกอบชัย นิยมกุล ผู้เขียนร่วม. กรุงเทพฯ.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
(ไม่ระบุวันที่). **REIT** ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ **Real Estate Investment Trust**.
สืบค้นจากอินเทอร์เน็ต เมื่อวันที่ 8 มิถุนายน 2558.

ธนภรณ์ สุชาติปัทมกุล (2551). แหล่งเงินทุนสำหรับโครงการสาธารณูปโภคพื้นฐาน (Infrastructure Financing) ใน ThaiBM Bond digest , ปีที่ 3 ฉบับที่ 15 มกราคม – กุมภาพันธ์ 2551 , สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (สืบค้นจาก Internet เมื่อวันที่ 4 มิถุนายน 2558)

ธนาคารอาคารสงเคราะห์ (2545). ระบบการเงินที่อยู่อาศัยนานาประเทศ. วารสารราย 3 เดือน ปีที่ 8 ฉบับที่ 29 (เมษายน - มิถุนายน).

ธนาคารแห่งประเทศไทย (2552). ตลาดที่อยู่อาศัยในประเทศต่างๆ : นโยบายการเงินและเสถียรภาพการเงิน. แวนขยายเศรษฐกิจ-สาขานโยบายการเงิน. ดวงพร รอดเพ็งสังกะและคณะ. ฉบับเดือนเมษายน. สืบค้นจากอินเทอร์เน็ต.

ธนาคารแห่งประเทศไทย (2553). ความท้าทายของนโยบายการคลัง: คู่ความยั่งยืนและการขยายตัวทางเศรษฐกิจระยะยาว. บทความวิชาการ. สืบค้นจากอินเทอร์เน็ต.

ธีรชัย อันทวนิช และคณะ(2551). การศึกษาและวิเคราะห์แนวทางและรูปแบบการระดมทุนสำหรับโครงการลงทุนขนาดใหญ่ของภาครัฐ. รายงานฉบับสมบูรณ์ งานวิจัย . สำนักบริหารการระดมทุนโครงการลงทุนภาครัฐ สำนักบริหารหนี้สาธารณะ. กรุงเทพฯ.

บริษัท ดีเอช เอสพีวี (2550). หนังสือชี้ชวน : หุ้นกู้ที่ออกภายใต้โครงการที่ได้รับอนุญาตตามพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ของบริษัท ดีเอช เอสพีวี จำกัด ครั้งที่ 1/2550. บริษัทธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด กรุงเทพฯ. จำกัด.

บริษัทศูนย์วิจัยกสิกรไทย (2548). รูปแบบของ Securitization ในประเทศไทย...และแนวโน้มในอนาคต. กระแสทรรศน์ ปีที่ 11 ฉบับ 1717, 11 กุมภาพันธ์, จำกัด.

บริษัทศูนย์วิจัยกสิกรไทย (2550). วิฤตตลาดซับไพร์ม ความปั่นป่วนในตลาดการเงินโลก. เว็บไซต์หนังสือพิมพ์กรุงเทพธุรกิจ 21 สิงหาคม, จำกัด.

เบญจพร วัชรวุฒิชัย (2548). Securitization ทางเลือกใหม่ของรัฐวิสาหกิจ ตอนที่ 1. วารสารการตรวจเงินแผ่นดิน. ปีที่ 6 ฉบับที่ 1 (มกราคม-มิถุนายน) และตอนที่ 2 ปีที่ 6 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม).

ปัญญา ชุตติวิวงศ์. **Securitization คืออะไร**. ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน. สืบค้นจาก
อินเทอร์เน็ต เมื่อวันที่ 22 สิงหาคม 2556

พงศ์ทิพย์ พงศ์คำ. **Infrastructure Fund ทางเลือกใหม่ในการระดมทุน.บทความที่มกรู้ป**. <Retrieved on 10
February 2015 from [http://www.teamgroup.co.th/downloads/articles/may12/article-
infrastructure-fund.pdf](http://www.teamgroup.co.th/downloads/articles/may12/article-infrastructure-fund.pdf)>

พพนิต ภูมิราพันธ์ (2547). **หุ้นกู้จากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์**. มติชนรายวัน 16 พฤศจิกายน.
ปีที่ 17 ฉบับที่ 9747. และกรุงเทพธุรกิจ วันที่ 15 พฤศจิกายน.
วิกิพีเดีย. **วิกฤตสินเชื่อซับไพรม์**. (สืบค้นจากอินเทอร์เน็ต เมื่อวันที่ 28 สิงหาคม 2556)

ศิริวรรณ จริยตันติเวช และคณะ (2550). บทศึกษาเรื่อง **การพัฒนาออกตราสารหนี้ที่หนุนหลังโดยสินเชื่อ
เพื่อที่อยู่อาศัย**. พฤษภาคม. สืบค้นจากอินเทอร์เน็ต เมื่อสิงหาคม 2558.

สถานิติบัญญัติแห่งชาติ (2557). สำนักงานกรรมการ สำนักงานเลขาธิการวุฒิสภา ปฏิบัติหน้าที่สำนักงาน
เลขาธิการ. **รายงานของคณะกรรมการวิสามัญพิจารณาร่างพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระ
ราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์ พ.ศ. 2540 พ.ศ....** . สืบค้นจากอินเทอร์เน็ต
เมื่อวันที่ 14 มกราคม 2558

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (2551). **Mega-Project** มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ. Thai BMA Bond
digest. ปีที่ 3 ฉบับที่ 15, มกราคม-กุมภาพันธ์. สืบค้นจากอินเทอร์เน็ต เมื่อสิงหาคม 2558.

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (2552). **ตราสารหนี้ไทย : จะพัฒนาไปทางไหนดี?**. Thai BMA Bond
digest. ปีที่ 4 ฉบับที่ 23, พฤษภาคม-มิถุนายน. สืบค้นจากอินเทอร์เน็ต เมื่อสิงหาคม 2558.

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (2554). **Best Bond Awards 2010**. Thai BMA Bond digest. ปีที่ 6
ฉบับที่ 34, มีนาคม-เมษายน. สืบค้นจากอินเทอร์เน็ต เมื่อสิงหาคม 2558.

สันติ เจริญพรพัฒนา. **การร่วมลงทุนระหว่างรัฐบาลและเอกชน (Public Private Partnership)**. เอกสาร

ประกอบวิชา CVE619 Infrastructure System Development. คณะวิศวกรรมศาสตร์ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีพระจอมเกล้าธนบุรี

สุทธาสินี ชัยมงคล (2547). การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จะเป็นทางเลือกในการระดมทุนได้หรือไม่. วารสารการเงินการคลัง ปีที่ 17 ฉบับที่ 53 มิถุนายน.

สำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา (2552). เรื่องเสร็จที่ 1085/2556 บันทึกสำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา ประกอบร่างพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจ เพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 พ.ศ..... . สืบค้นจากอินเทอร์เน็ตเมื่อกุมภาพันธ์ 2558

สำนักคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (ไม่ระบุ). กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure Fund) ทางเลือกใหม่ของการลงทุน. <Retrieved on 5 February 2015 from:http://www.set.or.th/th/products/listing2/files/Brochure_Infra_Fund_200514_01.pdf>

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ไม่ระบุ). สรุปสาระสำคัญของการแก้ไขพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์. ฝ่ายกฎหมายและพัฒนา. สืบค้นจากอินเทอร์เน็ตเมื่อวันที่ 12 กุมภาพันธ์ 2558

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2543). รายงานสรุปสาระสำคัญของผลการศึกษาตามโครงการ Asset Securitization in Thailand. Structured Credit International Corp. Freshfields Ltd. PricewaterhouseCoopers (กรุงเทพฯ). สรุปความ. เอกสารเผยแพร่ วจ21/2543

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2550). หนังสือชี้ชวน บริษัท ออสเปรย์ ซีรีส์ 7 จำกัด เสนอขาย “หุ้นกู้ระยะสั้น ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน บริษัท ออสเปรย์ ซีรีส์ 7 จำกัด ครั้งที่ 3/2550 ครบกำหนดไถ่ถอนปี 2550” . สืบค้นจากอินเทอร์เน็ตเมื่อวันที่ 16 กุมภาพันธ์ 2558

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2556). การทำธุรกรรม securitization. ฝ่ายจดทะเบียนหลักทรัพย์. สืบค้นจากอินเทอร์เน็ตเมื่อวันที่ 14 สิงหาคม 2558

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2556). **ธุรกรรม securitization :**

อีกทางเลือกหนึ่งของการระดมทุนและการลงทุน. ฝ่ายจดทะเบียนหลักทรัพย์. สืบค้นจาก

อินเทอร์เน็ตเมื่อวันที่ 14 สิงหาคม 2558

สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ (2553). **Public Private Partnerships (PPPs).** วารสารหนี้สาธารณะ

ฉบับที่ 3 (กรกฎาคม-กันยายน).

สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง (2552). **โครงการวิจัยโลกาภิวัตน์ด้านการเงินและตลาดทุน.** กันยายน 2552.

แนวทางฯ พ่วงทรัพย์และคณะ. กรุงเทพฯ.

สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง (2553). **ความร่วมมือภาครัฐ-ภาคเอกชน (Public-Private Partnership:**

PPP): นวัตกรรมคลังแห่งอนาคต. Macroeconomic Analysis Briefing. กงวิญู สีลา.

สำนักนโยบายเศรษฐกิจมหภาค สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง กระทรวงการคลัง. 26 ตุลาคม.

Wetang Phuangsup, Ph.D. (2549). **Securitization as a Public Policy Tool: A Japan's Experience.**

วารสารการเงินการคลัง ปีที่ 19 ฉบับที่ 58/2549.

ภาษาอังกฤษ

Alshiha, Adnan. **Introduction to Public Finance.** Lecture slides เอกสารเผยแพร่. <Retrieved on 7

February 2015>

Bloomberg (2012). **Securitization shouldn't be the government business.** Bloomberg News. 9

September 2012. <Retrieved on 5 February 2015 from:

<http://www.bloomberg.com/news/articles/2012-09-09/secritization-shouldn-t-be-the-government-s-business>>

Chalk, N. A. (2002). **The Potential Role for Securitizing Public Sector Revenue Flows: An Application to the Philippines**. IMF working paper

Fabozzi, Frank J. and Kothari, Vinod (2007). **Securitization: The Tool of Financial Transformation**. Yale ICF Working Paper No. 07-07. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=997079>

Fitch Ratings (Thailand) Limited (2010). **Asset Backed Commercial Paper/Thailand Performance Report “Osprey Series 2 Company Limited”**. Searched 16 February 2015

Gruber, Jonathan (2005). **Public Finance and Public Policy**. New York: Worth Publications. p. 2. [ISBN 0-7167-8655-9](#).

IMF (2003). **Assessing Public Sector Borrowing Collateralized on Future Flow Receivables**.

Indian Audit and Accounts Department. **Public Finance-Introduction**. Structured Training Module on Public Exchequer Control. Participant Note Session 2 courseware.

Kothari, Vinod. **Securitization**. *Vinod Kothari Consultants*. Web. 15 Jan. 2015. <Retrieved on 5 February 2015 from: <http://vinodkothari.com/seccont/>>.

Kothari, Vinod. **Securitization of Government revenues**. *Vinod Kothari Consultants*. Web. 15 Jan. 2015. <Retrieved on 12 February 2015 from: <http://vinodkothari.com/govtrevenues/>>.

Lowder, J and Mendelshon, M. (2013). **The Potential of Securitization in Solar PV Finance**. **National Renewable Energy Laboratory (NREL)**. Available at NREL: <http://www.nrel.gov/publications>

Modigliani F. and Miller M. H. (1958). **The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment**. The American Economic Review. Vol. 48, No. 3 (Jun., 1958). pp. 261-297

Oesterreichische Nationalbank (2004). **Best Practices in Risk Management for Securitized Product**.
OeNB Printing Office. Vienna. Austria.

Professor of Emeritus and Senior Researcher (2010). **False Paradigm: The irreconcilable inconsistencies of Neoclassical Macroeconomics**. School of Oriental and African Studies, University of London.

Project Finance Newswire (2008). **Securitizations of Tax Revenues in Mexico**. June 2008. <Retrieved on 7 February 2015 from:
http://www.chadbourne.com/SecuritizationsofTaxRevenues_Jun08_projectfinance/>

Ramos, Alberto M (1998). **Government Expenditures Arrears: Securitization and Other Solutions**.
International Monetary Fund. Western Hemisphere Department. May 1998

Stiglitz, Joseph E. (2000). **Economics of the Public Sector**. 3rd ed. Norton

Wayne, Leslie (2009). **Calpers sues over ratings of securities**. New York Times. 14 July 2009.
<Retrieved on 12 February 2015 from:
http://www.nytimes.com/2009/07/15/business/15calpers.html?_r=3&scp=1&sq=calpers&st=cse&g=calpers>

Weeks, John (1989). **A Critique of Neoclassical Macroeconomics**. London and New York

ภาคผนวก ก

เอกสารสรุปการหารือกับผู้แทนหน่วยงานต่างๆ

สรุปการหารือกับสำนักงาน ก.ล.ต.

เมื่อวันที่ 26 กุมภาพันธ์ 2558 บันทึกโดยคณะผู้วิจัย

ตอนที่ 1 ปัจจัย หรือข้อจำกัดที่ทำให้ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไม่แพร่หลายในประเทศไทย และข้อเสนอแนะ

1) สำนักงาน ก.ล.ต. มีความเห็นว่า โดยแบ่งเป็น 2 ช่วง คือ

ช่วงแรก ที่ พรก. นิติบุคคลฯ มีผลบังคับใช้ตามกฎหมายคือในปี 2540 ซึ่งเจตนารมณ์ของกฎหมายฯ เพื่อช่วยสร้างสภาพคล่องให้กับกลุ่มสถาบันการเงิน แต่ในขณะนั้นเป็นเพราะภาวะตลาดไม่เอื้ออำนวย เศรษฐกิจอยู่ในช่วงวิกฤต นักลงทุนไม่มีความเชื่อมั่นในการรับซื้อตราสารหนี้ สถาบันการเงินประสบปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL) ในระดับรุนแรง การตัดขายหนี้คุณภาพดีออกไปจากสถาบันการเงินจึงไม่ใช่การแก้ไขปัญหที่สถาบันการเงินต้องการและจะทำให้ระดับอัตรา NPLs สูงขึ้นด้วย ซึ่งเป็นความยากลำบากที่จะฟื้นฟูความเชื่อมั่น แม้การขายออกไป จะมีกระแสเงินสดเข้ามา แต่การเก็บกลุ่มสัญญาสินเชื่อกลุ่มที่ดีไว้เพื่อรักษารายได้ของสถาบันการเงิน ประกอบกับในช่วงดังกล่าว ภาครัฐก็มีนโยบายแก้ไขปัญหาสภาพคล่องของและปัญหา NPLs ของสถาบันการเงินอย่างชัดเจน โดยการผลักดันอื่นๆ เช่น การจัดตั้ง ประส. บริษัทบริหารสินทรัพย์

ช่วงปัจจุบัน สาเหตุที่ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ฯ ยังไม่แพร่หลายน่าจะมาจาก

- 1) สถาบันการเงินซึ่งเป็นกลุ่มเป้าหมายมีสภาพคล่องต่ำ ไม่มีความจำเป็นในการระดมทุนเพิ่ม อีกทั้งสามารถระดมเงินฝากเพิ่มก็สามารถทำได้ง่ายในภาวะที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับไม่สูงมาก
- 2) ภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบัน การทำการตลาดได้ยาก นักลงทุนในประเทศยังมีทัศนคติเกี่ยวกับธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ฯ เป็นธุรกรรมที่ซับซ้อน ไม่คุ้นชิน
- 3) สำหรับด้านภาพลักษณ์ที่เป็นต้นเหตุของวิกฤตซับไพร์มของสหรัฐอเมริกา ไม่น่าจะมีผลต่อทัศนคติของนักลงทุนไทยแล้ว เนื่องจากมีความเข้าใจในปัญหาดังกล่าวเพิ่มขึ้น
- 4) เนื่องจากปัจจุบันมีเครื่องมือการระดมทุนใหม่ๆ เกิดขึ้น เพื่อเป็นทางเลือกของภาคธุรกิจ ซึ่งก็มีคุณลักษณะการดำเนินการ ต้นทุน ผลประโยชน์ แตกต่างกันไป แต่สามารถตอบโจทย์ของผู้ระดมทุนได้มากขึ้น รวมทั้งการตัดสินใจของผู้ลงทุนในตราสารนั้นๆ ยกตัวอย่างเช่น กรณีการลงทุนของนักลงทุนที่เป็นบุคคลธรรมดาในกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน ก็ได้รับการยกเว้นภาษี Capital gain แต่การลงทุนของนักลงทุนที่เป็นบุคคลธรรมดาในตราสารทางการเงินภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไม่ได้รับการยกเว้นภาษี ในขณะเดียวกัน กรณีนักลงทุนต่างประเทศสามารถลงทุนในกองทุนรวมก็ไม่ได้เสียภาษี

แนวโน้มในอนาคต

- 1) มีความเป็นไปได้ที่ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ฯ จะถูกนำมาใช้อย่างแพร่หลายมากขึ้น ในสถานการณ์ที่กลุ่มสถาบันการเงินประสบปัญหาสภาพคล่อง

2) เคยมีความเห็นจากผู้เชี่ยวชาญต่างประเทศที่เคยให้ความเห็นว่าควรมีการพิจารณาเรื่องการค้าประกันตราสารหนี้ ว่าจะจะเป็นปัจจัยหนึ่งที่หนุนให้ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เกิดขึ้นอย่างแพร่หลายในประเทศไทย

ตอนที่ 2 ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เคยถูกนำไปใช้กับโครงการลงทุนภาครัฐผลเป็นอย่างไร และแนวโน้มที่จะถูกเลือกใช้อีก

1) กรณีโครงการก่อสร้างศูนย์ราชการ ถือเป็นกรณีเฉพาะตัวพอสมควร โดยมีเป้าหมายการระดมทุนที่ไม่ต้องการพึ่งพางบประมาณ และไม่เป็นหนี้สาธารณะ โดยมีเครื่องมือทางการเงินที่ใช้ในการระดมทุนในขณะนั้นที่ถูกต้องพิจารณา ได้แก่

1.1) กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งไม่สามารถดำเนินการได้เพราะยังไม่มีตัวอาคาร ที่จะสร้างรายได้เลย เป็นเพียงพื้นที่เปล่า

1.2) วิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยการออกตราสารทางการเงินที่ผู้ลงทุนจะได้รับคืนเงินต้นพร้อมดอกเบี้ย ที่เกิดค่าเช่าภายหลังจากการสร้างอาคารเสร็จสิ้นแล้ว (ใช้เวลา 3 ปี ในการก่อสร้าง) ทั้งนี้ ตราสารดังกล่าวกำหนดให้ผู้ลงทุนสามารถรับคืนเงินต้นและดอกเบี้ยตั้งแต่ปีแรกเลย โดยบริษัทพัฒนาสินทรัพย์ จำกัด (รพส.) ดำเนินการกู้ยืมเงินระยะสั้นจากสถาบันการเงิน เพื่อสำรองจ่ายไปก่อนในช่วงที่อาคารยังสร้างไม่เสร็จ หรือยังไม่มีค่าเช่าเกิดขึ้น โดยเปรียบเทียบให้เห็นความแตกต่าง คือ

- กรณีอิมแพ็คโกรทริท (ปัจจุบัน) ซึ่งเป็นการระดมทุนในรูปแบบของกอง ริท ซึ่งมีรายได้ ค่าเช่าจากอิมแพ็คแล้ว และเอารายได้จากค่าเช่าไประดมทุนต่อไป

- กรณี บีทีเอสโกรท ซึ่งใช้รูปแบบกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน มีทางเลือก 2 ทาง คือจะโอนสินทรัพย์ไปที่กองทุนรวม หรือไม่ก็ได้ โดยโอนเฉพาะรายได้จากค่าโดยสารสุทธิจากรถไฟฟ้าสายสีเขียว 2 สายหลัก แต่ที่เกิดขึ้นจริงคือ เมื่อมีการตั้งกองทุนรวมแล้ว BTS จะไปลงทุนในกองทุนรวมด้วย เสมือนเป็นการโอนสินทรัพย์ของ BTS ไปที่กองทุนรวมฯ (ค่าโดยสารก็ตามคิดไปด้วย) ทั้งนี้ การระดมทุนดังกล่าวเพื่อนำไปใช้ในการลงทุนโครงการรถไฟฟ้าใหม่ๆ ส่วนต่อขยาย

- กรณี กสทช. ที่มีสินทรัพย์เป็นเสาส่งสัญญาณ ก็อาจจะโอนสินทรัพย์ดังกล่าวเข้ากองทุนเพื่อระดมทุน

1.3) มีข้อสงสัยคิดว่ากรณีที่โครงการระดมทุนขนาดใหญ่ หากเป็นของภาครัฐ การที่จะประสบความสำเร็จหรือไม่นั้น บางครั้งอาจติดขัดจากระเบียบข้อบังคับหรือกฎหมายของทางราชการเอง เช่น ค่าผ่านทางด่วน กรมทางหลวง โดยหลักการสามารถนำมาแปลงสินทรัพย์เพื่อระดมทุนในการทำทางด่วนเพิ่มขึ้นได้ แต่กฎหมายกำหนดไว้ชัดเจนว่ารายได้จากค่าผ่านทางนั้นต้องนำไปบริหารจัดการเพื่อวัตถุประสงค์ได้บ้าง หากต้องการนำไปใช้เพื่อโครงการลงทุนต่อ ต้องมีการแก้ไขกฎหมาย หลักเกณฑ์และเงื่อนไข เป็นต้น

1.4) กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน สามารถลงทุนในกิจการ โครงสร้างพื้นฐาน 10 ประเภท คือ

- (1) ระบบขนส่งทางราง
- (2) ประปา
- (3) ท่าอากาศยาน หรือ สนามบิน
- (4) โทรคมนาคม
- (5) ระบบบริหารจัดการน้ำ/การชลประทาน
- (6) ไฟฟ้า
- (7) ถนน ทางพิเศษ หรือ ทางสัมปทาน
- (8) ท่าเรือน้ำลึก
- (9) พลังงานทางเลือก
- (10) ระบบป้องกันภัยธรรมชาติ

1.5) สำหรับโครงการลงทุนภาครัฐที่เป็นการลงทุนในที่ราชพัสดุ การดำเนินการ โดยการจัดตั้งกองทุนรวม โครงสร้างพื้นฐาน จะติดปัญหาตรงที่ไม่สามารถโอนกรรมสิทธิ์ที่ราชพัสดุมาที่กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานได้ แต่ก็มีความเสี่ยงที่จะโอนเฉพาะรายได้ในอนาคตได้ แต่ติดปัญหาคือ โครงการรัฐเป็นโครงการที่ไม่มีรายได้ (ในขณะที่รัฐวิสาหกิจมีรายได้) หรือการที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ประเภท REIT สามารถไปลงทุนใน สินทรัพย์ที่ยัง ไม่ก่อให้เกิดรายได้ก็จะลงทุนได้เพียงร้อยละ 10 ของเงินทุนของกองทุน REIT ดังนั้น โครงการลงทุน โดยระดมทุนจากรูปแบบกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน จะเหมาะสมกับการที่รัฐวิสาหกิจมีรายได้จากกิจการของ ตนเองอยู่แล้ว แต่ต้องการลงทุนเพิ่มเพื่อขยายงานหรือปรับกระบวนการเพิ่ม เช่น การขายกระแสรายได้จากค่าไฟฟ้า และหากมีการพัฒนากฎหมายหลักประกันธุรกิจ ให้มีผลบังคับใช้ตามกฎหมาย ก็ยังเพิ่มความมั่นใจให้กับนักลงทุน ด้วย เพราะตามสภาพกฎหมายปัจจุบันแล้ว ในกรณีหากเกิดปัญหาของสินทรัพย์ล้มละลาย เจ้าหนี้กับผู้ถือตราสารจะ ได้รับการชำระหนี้พร้อมกัน

1.6) โดย บตท. ตั้งข้อสังเกตว่าเพราะอะไรที่ทำให้ตลาดมองว่าการออกหุ้นกู้ของบริษัทขนาดใหญ่จึงมี/ได้ เรดติ้งเครดิตสูงกว่าหุ้นกู้ที่ออกตามโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ทั่วไป หรือแม้แต่กรณีของบริษัทตลาด รองสินเชื่อ ทั้งๆที่โครงการแปลงสินทรัพย์ฯ ดังกล่าวของ บตท. นั้น ก็ยังมีขั้นตอนการดำเนินการเพื่อลดหรือ ป้องกันความเสี่ยงเกือบทุกด้านไปแล้ว โดยทางสำนักงาน ก.ล.ต มองว่า ตามสภาพกฎหมายการกำกับดูแล ก็ไม่ได้ บังคับให้มีการตรวจทานพิเศษจากกลุ่ม Third Party ทั้งหลาย หรือการจัดให้โครงสร้างการออกตราสารแปลง สินทรัพย์ มีความยุ่งยากเกินความจำเป็น แต่ที่ผ่านมาเป็นการดำเนินการเป็นไปตามสภาพตลาดมากกว่า (อาจจะ ยกเว้นกรณีขายแบบ PO) และจากการซักถามความคิดเห็นจากผู้ร่วมตลาด มักมองว่าหุ้นกู้ที่เกิดจากโครงการแปลง สินทรัพย์ฯ ที่เป็นสินเชื่อที่อยู่อาศัย ก็ยังเป็นเรื่องที่มีความซับซ้อน แม้สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยจะมีความไม่แน่นอนค่าก็

ตาม เพราะฉะนั้นการบริหารจัดการ หรือขบวนการ Credit enhancement หลาย ๆ ด้าน เพื่อให้เรตติ้งเครดิต (credit rating) ดีสร้างความเชื่อมั่นจึงเป็นเรื่องที่มีความจำเป็น

1.7) บตท. มีข้อสังเกตว่า แม้โครงการแปลงสินทรัพย์ฯ จะไม่ได้มีหลายโครงการ แต่ความต้องการของนักลงทุนที่จะซื้อตราสารดังกล่าว ยังมีอย่างต่อเนื่อง ซึ่งตราสารหุ้นกู้ของ บตท. ทั้งหมดขายให้กับนักลงทุนแบบเจาะจง (หุ้นกู้จากโครงการแปลงสินทรัพย์ โครงการก่อสร้างศูนย์ราชการ ขายต่อสาธารณชน) ซึ่งจากข้อมูลเหล่านี้ อาจสรุปได้ว่า โครงการแปลงสินทรัพย์ฯ ประสบความสำเร็จเพราะนักลงทุน/ตลาด มีความเชื่อมั่นหรือกดดันให้มีการจัดโครงสร้างการออกตราสารที่มีผลตอบแทนสูง / ความเสี่ยงต่ำมาก ๆ / การออกในแต่ละครั้งก็มีคุณภาพสูง เช่น การดำเนินการตรวจสอบคุณภาพสินเชื่อ การจัดการเกี่ยวกับ Credit enhancement ต่างๆ ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์ฯ ที่ผู้ลงทุนต้องการ ซึ่งเป็นเรื่องเทคนิคของการบริหารจัดการมากกว่าหลักเกณฑ์ หรือกรอบการกำกับดูแลของสำนักงาน ก.ล.ต. (ซึ่งก็ไม่ได้เข้มงวดไปเกินกว่าสากลหรือที่ต่างประเทศดำเนินการอยู่ รวมทั้งการให้เรตติ้งเครดิต ซึ่งเป็นเรื่องปกติของการออกตราสารหนี้ หรือกรณีการขายผ่านตัวกลางก็ไม่ใช่ นโยบายของสำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด หรือกรณีที่กำลังว่ากันว่านักลงทุนไทยไม่ลงทุนซื้อตราสาร ก็ยังมีช่องทางการนำไปจำหน่ายในต่างประเทศด้วย ซึ่งกรณีนี้ก็มี Non bank แห่งหนึ่งได้ดำเนินการแล้วด้วย

1.8) สำหรับการแก้ไขกฎหมายว่าด้วยนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์ฯ ซึ่งขณะนี้ที่อยู่ระหว่างประกาศให้มีผลบังคับใช้ตามกฎหมายนั้น ก็ถือว่าได้แก้ไขปัญหาในส่วนของความไม่ชัดเจนต่างๆ ไปพอสมควร อีกทั้งเปิดช่องทางให้จัดตั้ง SPV ในรูปทรัสต์ได้ ซึ่งมีความคล่องตัวกว่าเดิม แต่อย่างไรก็ตาม ยังต้องรอผลของการยอมรับของตลาดด้วย รวมทั้งประเด็นด้านค่าใช้จ่ายในการดำเนินการ ซึ่งประเด็นนี้ บตท. เสริมว่า ขึ้นอยู่กับตราสารหุ้นกู้นั้นต้องการขายผ่านไปยังนักลงทุนรายย่อยที่เป็นสาธารณชนหรือไม่ ซึ่งก็จะสะท้อน ไปถึงเรื่องต้นทุนการออกตราสารหุ้นกู้ด้วย

สำนักงาน ก.ล.ต. ยกตัวอย่าง โครงการโคโล้นตัวของภาครัฐที่เคยต้องการส่งเสริมให้เกษตรกรเลี้ยงโค โดยภาครัฐจะลงทุนลูกวัวเพื่อให้เกษตรกรนำไปเลี้ยงจนสมบูรณ์พอที่จะขายได้ โดยเอาระแสรายได้ที่จะเกิดขึ้นจากการขายโคในอนาคต มาเป็นหลักประกันตราสารหนี้ที่ภาครัฐจะออกเพื่อเอามาซื้อลูกวัว แต่โครงการดังกล่าวไม่ได้เริ่มดำเนินการ รวมทั้งมีประเด็นเรื่องเกี่ยวกับกระแสรายได้จากการขายวัวว่า จะมีความไม่แน่นอนสูงมาก ซึ่งอาจทำให้นักลงทุนไม่มีความเชื่อมั่น ความเสี่ยงที่จะเลี้ยงลูกวัวจนโตสมบูรณ์ที่ต้องผ่านปัจจัยเสี่ยงหลายๆ อย่าง เช่น โรคภัยไข้เจ็บ เสียชีวิต ค่าราคาอาหารที่ปรับขึ้น ซึ่งยากต่อการคาดการณ์

2) ด้านต้นทุนการออกตราสารหุ้นกู้ ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์ฯ สำนักงาน ก.ล.ต. เห็นว่า ไม่ได้แตกต่างไปจากการออกหุ้นกู้ตามปกติมากนัก โดยมีคำอธิบาย ดังนี้

2.1) SPV ถือเป็นตัวกลางเฉพาะกิจ เป็นเครื่องมือในการบริหารจัดการและเป็นผู้บริหาร โครงการ ดูแลสินทรัพย์และสภาพคล่องของโครงการเท่านั้น เมื่อมีการแต่งตั้งให้ Originator ทำหน้าที่เรียกเก็บหนี้ (Servicing Free) เพื่อนำเงินส่งไปยังตัว SPV ซึ่งก็ต้องมีค่าจ้างเกิดขึ้น ทั้งนี้ ณ วันที่ออกตราสาร บริษัทที่ปรึกษาหรือ FA ก็

มีข้อเสนอเกี่ยวกับการแต่งตั้ง Third Party ทั้งหลายที่เกี่ยวข้องขึ้นอยู่กับลักษณะการขายให้กับประเภทของนักลงทุน ซึ่งก็สะท้อนถึงความยุ่งยาก ความยากง่ายของโครงการ นอกจากนี้ ในต่างประเทศยังมีบริษัทค้าประกันตราสารหนี้ เพื่อให้ให้นักลงทุนเกิดความมั่นใจในการลงทุนตราสารหนี้อีกด้วย (ซึ่งเป็นปัจจัยหนึ่งที่ทำให้ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ในต่างประเทศเกิดขึ้นอย่างแพร่หลาย) เช่น กรณีโมโนไลน์ของสหรัฐอเมริกา ซึ่งในประเทศไทยยังไม่มีบริษัทค้าประกันตราสารหนี้ แต่เรื่องที่ต้องถกเถียงกันว่า มีความจำเป็นหรือไม่ที่ต้องมี ทั้งนี้ การจัดโครงการการออกตราสารหนี้ในปัจจุบัน(ท่านผ่านมา) ได้คุ้มครองผู้ลงทุนไปแล้วมากน้อยอย่างไร

2.2) ส่วนต้นทุนที่เกิดจากความซับซ้อนของข้อบังคับกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินโครงการแปลงสินทรัพย์ฯ ตั้งแต่ปี 2543 ที่มีการผลักดันให้มีการแก้ไขกฎหมาย แต่ที่ผ่านมาก็มีโครงการแปลงสินทรัพย์ฯ ขึ้นเป็นระยะแต่มีจำนวนไม่มากนัก ก็ถือว่ากฎหมายสามารถรองรับการดำเนินธุรกรรมได้ระดับหนึ่ง ส่วนเรื่องการตลาดเป็นเรื่องของการจัดรูปแบบโครงสร้างตราสารหนี้ที่นักลงทุนมีความมั่นใจในการลงทุน

2.3) ด้านระบบบัญชีในประเทศไทย ปัจจุบันมีการแก้ไขปรับปรุงและได้นำมาตรฐานทางบัญชี ฉบับที่ 39 หรือมาตรฐานบัญชี IAS 39 มาใช้แล้ว แต่อย่างไรก็ตามปัจจุบันอาจจะประสบปัญหาได้อีกเมื่อกฎหมาย SPV กำหนดให้สามารถโอนสินทรัพย์แบบไม่ขาดจากบัญชีของ Originator ความเสี่ยงทั้งระบบจึงยังคงอยู่ที่ Originator ซึ่งหลักการสำคัญของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์แล้วต้องการให้เป็นการ โอนขาดออกจาก Originator ทั้งนี้ การออกตราสารหนี้ในกรณีที่ไม่ได้มีการ โอนสินทรัพย์ออกจาก Originator จะมีผลทำให้ผู้ถือตราสารหนี้มีฐานะเป็นเจ้าหนี้แต่ก็ไม่ใช่เจ้าของสินทรัพย์ที่นำมาค้าประกันตราสารหนี้

2.4) ปัญหาด้านภาษีมีการแก้ไขหมดแล้ว

2.5) ปัญหากฎหมายล้มละลายในกฎหมายที่มีการแก้ไขความให้มีความชัดเจน

2.6) ปัญหาด้านสภาพแวดล้อมขึ้นอยู่กับภาวะเศรษฐกิจและสภาพคล่องของสถาบันการเงิน

2.7) ส่วนปัญหาที่เกิดในกรณีโครงการลงทุนภาครัฐ หากมีการระดมทุนในรูปการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ มีประเด็นข้อสังเกต ดังนี้

(1) ข้อจำกัด กฎหมาย หลักเกณฑ์ เกี่ยวกับสินทรัพย์ภาครัฐที่ไม่สามารถโอน ไปอีกบัญชีหนึ่งได้ แต่ตามกฎหมายที่มีการแก้ไขปรับปรุง ก็ทำให้ข้อจำกัดด้านนิยามคำว่าสินทรัพย์มีความยืดหยุ่นสูงขึ้น คือ ให้มีการแปลงสินทรัพย์ฯ โดยใช้เฉพาะกระแสรายได้ในอนาคตมาดำเนินโครงการได้

(2) ส่วนค่านิยามเกี่ยวกับหนี้สาธารณะ หากมีการให้นิยามไปแล้วก็คาดว่าเป็นไปตามกฎหมาย

(3) การดำเนินโครงการแปลงสินทรัพย์ฯ กรณีโครงการศูนย์ราชการโดยการออกหุ้นกู้ดังกล่าว มีมติ ครม. รองรับในเรื่องการค้าประกันกระแสรายได้ของหุ้นกู้ที่ออก จึงเป็นการสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน

(4) ปัจจุบันมีเครื่องมือการระดมทุนสำหรับโครงการขนาดใหญ่หลายรูปแบบ รวมถึงข้อจำกัดต่างๆ โดยได้ยกตัวอย่างกรณีรัฐวิสาหกิจที่ต้องการขยายการลงทุน หรือกรณีโครงการร่วมลงทุนภาครัฐและเอกชนที่ต้องการขยายการลงทุนเพิ่ม โดยใช้เครื่องมือทางการเงินเพื่อการระดมทุนโดยตรงหรือการตั้งบริษัทย่อยดำเนินการ แต่อย่างไรก็ตามลักษณะของธุรกิจดังกล่าวเป็นธุรกิจที่มีรายได้อยู่ส่วนหนึ่งแล้ว ในขณะที่ หากเป็นการลงทุน

โครงการภาครัฐกรณีศูนย์ราชการ เป็นการดำเนินการโดยการนำกระแสรายได้ที่เกิดจากการเช่าอาคารสถานที่ ซึ่งจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อมีการดำเนินการสร้างอาคารเสร็จในอีก 3 ปี ข้างหน้า นำมาแปลงสินทรัพย์หรือเป็นหลักประกันออกตราสารหุ้นกู้ โดยมีวงเงิน 24,000 ล้านบาท ดำเนินการทยอยออกหุ้นกู้ตามแผนการระดมทุนการก่อสร้างอาคาร ส่วนลักษณะผลประโยชน์ที่นักลงทุนจะได้รับจากการถือหุ้นกู้ก็เป็นไปตามคำแนะนำของบริษัทที่ปรึกษาด้านต่าง ๆ

(5) หากเปรียบเทียบว่า โครงการศูนย์ราชการฯ จะใช้เครื่องมือทางการเงินเพื่อระดมทุนอื่นจะสามารถดำเนินการได้ในลักษณะใดนั้น ประเด็นแรกคือ ขณะนั้นยังมีเครื่องมือทางการเงินไม่มากนัก แต่หากจะพิจารณาทางเลือกอื่น ๆ เช่น

1) กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานมาใช้กรณีศูนย์ราชการฯ จะไม่เข้าประเภทกิจการที่กำหนดให้เป็นกิจการโครงการกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน

2) กองทุนอสังหาริมทรัพย์ (กอง 1) มีข้อกำหนดว่าต้องไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่สร้างเสร็จแล้ว หรือถ้ายังไม่เสร็จต้องก่อสร้างไปแล้วไม่น้อยกว่าร้อยละ 80 ของมูลค่าโครงสร้างอาคารนั้น ทั้งนี้ สำนักงาน ก.ล.ต. ต้องการระงับการจัดตั้งกองทุนอสังหาริมทรัพย์ (กอง 1) เพื่อส่งเสริมให้ใช้รูปแบบของกอง REIT

3) หากนำกอง REIT มาใช้ในโครงการศูนย์ราชการฯ จะสามารถดำเนินการได้หรือไม่ มีข้อสังเกต ดังนี้ พิจารณาประเด็นที่ราชพัสดุนั้น สามารถโอนมาที่ กอง Reit ได้หรือไม่ เมื่อไม่สามารถโอนได้ ก็อาจจะเลือกใช้วิธีการโอนเฉพาะกระแสรายได้จากสิทธิการเช่าของที่ราชพัสดุ นอกจากนี้ กอง REIT สามารถลงทุนในโครงการที่อยู่ระหว่างพัฒนาได้ไม่เกินร้อยละ 10 ของมูลค่ากองทุน สามารถกู้ยืมได้ (ซึ่งมีความเป็นไปได้ในการนำมาใช้ในกรณีโครงการศูนย์ราชการฯ หากมีการวางแผนการระดมทุนที่เหมาะสม)

4) กรณี PPPs เป็นกฎหมายร่วมลงทุน ทั้งนี้ก็ต้องเป็นไปตาม พรบ. ร่วมลงทุน ซึ่งมีการกำหนดมูลค่าโครงการ และเป็นไปตามข้อจำกัดของกฎหมายรัฐวิสาหกิจนั้น ๆ ด้วย

(6) ทีมวิจัยฯ ได้ลองยกตัวอย่างโครงการลงทุนภาครัฐ เพื่อให้ร่วมแสดงความคิดเห็น 2 – 3 โครงการ (มีรายละเอียดไม่มากนัก) เพื่อขอความเห็นในเบื้องต้นถึงความเหมาะสมของทางเลือกในการระดมทุน ดังนี้

1) โครงการพัฒนาศูนย์ราชการ โซน c ซึ่งเป็นพื้นที่ว่างเปล่า เห็นว่า แนวทางการแปลงสินทรัพย์ฯ มีความเป็นไปได้มาก แต่หากมีรายละเอียดอื่นๆ อีก แนวทางการจัดตั้ง กอง REIT ก็ยังเป็นประเด็นที่สามารถพิจารณาได้ด้วย

2) โครงการพัฒนาเรือนจำคลองเปรม ต้องพิจารณาวัตถุประสงค์ของการพัฒนาที่ราชพัสดุด้วย ขนาดถ้ามีความชัดเจนหรือมีกำหนดแผนงานที่ชัดเจน ก็อาจมีแนวทางได้หลายแนวทาง รวมถึงแนวโน้มความต้องการลงทุนของนักลงทุน อีกทั้งแนวทางการระดมทุนในแต่ละวิธีก็ให้ผลประโยชน์แก่นักลงทุนไม่เท่ากัน

สรุปการหารือกับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

วันที่ 9 มีนาคม 2558 บันทึกโดยคณะผู้วิจัย

1. สาเหตุที่ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ในประเทศไทยไม่แพร่หลาย

1.1 เรื่องของภาพลักษณ์ของตัวธุรกรรม โดยเฉพาะการเป็นส่วนหนึ่งของการเกิดวิกฤต Subprime ในประเทศสหรัฐฯ ทั้ง MBS และ ABS

1.2 มีข้อสังเกตว่าในประเทศไทย ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มีการขยายตัวอย่างกว้างขวาง เป็นเพราะผู้ขายสินทรัพย์คือกลุ่ม Investment Bank (IB) มากกว่าผู้ขายสินทรัพย์ประเภท Banking ทั่วไป ซึ่งยังไม่มีแรงจูงใจในการดำเนินการ สาเหตุเพราะต้นทุนเงินจากเงินฝาก ที่ใช้ปล่อยกู้นั้นมีต้นทุนต่ำอยู่แล้ว มีระบบการบริหารสภาพคล่องที่ดี ในขณะที่กลุ่ม IB ให้ความสำคัญ/มุ่งที่จะแสวงหากำไรจากค่าธรรมเนียมในการปล่อยกู้มากกว่า ดังนั้น หากเปรียบเทียบกับระบบสินเชื่อที่อยู่อาศัยของไทยที่ถูกครอบครองส่วนแบ่งโดยระบบธนาคารพาณิชย์ จึงไม่มีแรงจูงใจในการจะนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อใช้ในการระดมทุนเพิ่มสภาพคล่องให้กับตัวธนาคารด้วยเช่นกัน

1.3 กรณีการทำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์มีจุดมุ่งหมายเพื่อระดมทุน หลักการที่สำคัญ ก็คือต้องมีกองสินทรัพย์ที่มีลักษณะพิเศษ (มีกระแสรายได้เป็นงวดๆ) เสียก่อนจึงจะเสนอโครงการออกหลักทรัพย์เพื่อระดมทุนได้เงินสดเข้ามา แต่ความเป็นหนี้เท่าเดิม ไม่ได้ลดลง แต่เงินกองทุนดีขึ้น ขยายสินทรัพย์เสี่ยง (สินเชื่อ) ได้เพิ่มขึ้น หรือได้อีกหลายรอบโดยไม่ต้องเพิ่มทุน และหลักทรัพย์ที่ออก ก็มีอสังหาริมทรัพย์เป็นตัวค้ำประกันตราสาร ทั้งนี้ กรณี MBS แตกต่างจากการออกหุ้นกู้ซึ่งทำให้ระดับหนี้สูงขึ้นไปอีก แต่การระดมทุนก็มีรูปแบบที่หลากหลายในปัจจุบัน โดยเฉพาะการก่อหนี้ในรูปทุน เช่น กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กอง REIT แต่ก็ยังมีข้อสังเกตว่าการดำเนินการดังกล่าวมีต้นทุนในการออกหุ้นทุนประเภทเหล่านี้อยู่ในระดับสูง และอาจจะสูงมาก แต่ก็ต้องดูว่าตลาดจะตอบสนองเรื่องนี้อย่างไร

1.4 ข้อแตกต่างระหว่างสิทธิประโยชน์ด้านภาษีสำหรับการลงทุนในตราสารหนี้ ตราสารทุน ในประเทศไทย

หากมีการเปรียบเทียบกับกองทุนอสังหาริมทรัพย์หรือกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานจะเห็นชัดเจนในเรื่องความแตกต่าง Capital gain แต่อย่างไรก็ตาม ยังมีเรื่องข้อจำกัดการไปลงทุนในโครงการที่ยังไม่ได้เริ่มดำเนินการ (green field) และในกรณี PPPs ก็ต้องเป็นโครงการที่มีแรงดึงดูดต่อการแสวงหากำไรของภาคเอกชนที่สูงพอสมควร ทั้งๆ ที่ด้วยข้อจำกัดต่างๆ ทำให้มี Returns ต่ำมาก

ตัวอย่างเช่น รถไฟฟ้าญี่ปุ่นมีการระดมทุนแบบ PPPs มีรายได้สำคัญมาจากการบริหารอสังหาริมทรัพย์ เพื่อเป็นพื้นที่พาณิชย์บริเวณและรอบๆ รถไฟฟ้าแบบผูกขาด การอยู่รอดของธุรกิจรถไฟจึงไม่ได้มาจากกิจการรถไฟ

จากประสบการณ์ในอดีตรูปแบบ PPPs จึงยังเป็นการระดมทุนที่เกิดขึ้นและประสบความสำเร็จ เป็นไปได้ไม่มากนัก

1.5 กรณี PPPs ที่ประสบความสำเร็จก็มี โดยเฉพาะกรณีที่กลไกการกำหนดราคาระหว่างผู้กำหนดราคากับสิ่งที่ดำเนินการแยกเป็นอิสระต่อกัน กรณีของไทย เช่น การไฟฟ้า โซลาเซลล์ โดยมีลักษณะสังเกตที่สำคัญก็คือการคาดการณ์เกี่ยวกับ cash flow ที่จะเกิดขึ้นในอนาคตไว้มั่นยำ (คนใช้ไฟ สามารถระบุได้ว่ามีใครบ้าง ประมาณการรายได้ได้อย่างแม่นยำ)

1.6 การนำเอาธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ฯ มาใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐ มีปัจจัยอะไรที่จะกำหนดว่าทำได้หรือทำไม่ได้ ทั้งนี้เห็นว่าขึ้นอยู่กับความมั่นคง ของกระแสรายได้ในอนาคต ที่จะมาค้ำประกันตราสารนั้น ตัวอย่างกรณี DAD หากมีการเปรียบเทียบต้นทุนการดำเนินการกับการกู้ยืมเงินจะเห็นได้ว่ามีต้นทุนต่างกันค่อนข้างสูง อีกทั้งต้องมีค่าบริหารจัดการที่สูง

1.7 โดยทั่วไปรัฐวิสาหกิจไทยมีต้นทุนต่ำก็เนื่องจากภาครัฐได้ค้ำประกันการกู้ยืมให้ ซึ่งการดำเนินการเข้าไปค้ำประกันของภาครัฐก็ไม่มีต้นทุนเพิ่ม เพราะใช้ความเชื่อมั่นต่อฐานะการคลังภาครัฐ แต่อาจจะมีผลกระทบต่อความเป็นหนี้สาธารณะ (ยกเว้นหนี้ของธนาคารเฉพาะกิจ ซึ่งไม่ถูกคำนวณเป็นหนี้สาธารณะ แต่หากมีการให้รัฐค้ำประกันเงินกู้ให้ ถึงจะเป็นหนี้สาธารณะ เช่นเดียวกับกรณี Toyota ในไทย ซึ่งเป็นบริษัทลูกก็ไม่มี ความจำเป็นต้องไประดมทุนในตลาดทุน เพราะบริษัทแม่กู้เงินได้ถูกกว่า เป็นต้น

1.8 ข้อสังเกตเกี่ยวกับการดำเนินการของ บตท. ในช่วงที่ผ่านมา เพื่อให้เกิดแรงจูงใจ ก็จะกำหนดอัตราดอกเบี้ยลดกองสินเชื่อไว้ค่อนข้างสูง

1.9 กลุ่มที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ อาจจะแบ่งกลุ่มผู้ที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ผู้ขายสินทรัพย์ (หรือผู้ออกตราสาร) ตัวกลาง ผู้ซื้อตราสาร

คำถามแรก Bank เป็นผู้มีสินทรัพย์ และจะเป็นผู้ขายสินทรัพย์หรือไม่ คำตอบคือไม่ใช่ (ไม่ขาย) Bank จะเป็นตัวกลางในการดำเนินการแปลงสินทรัพย์หรือไม่ คำตอบคือ ไม่มีแรงจูงใจที่จะเข้ามา และ Bank ไม่ได้สนใจที่จะแสวงหารายได้จากการทำหน้าที่นี้ แม้แต่การดำเนินการในรูป Cover bond ก็ยังมีความเป็นไปได้น้อย แต่เป็น บลจ. หรือสถาบันการเงินประเภท Investment Bank ซึ่งสนใจแสวงหากำไรจากค่าธรรมเนียม น่าจะเป็นผู้ดำเนินการ ทั้งในส่วน ของ บตท. หากจะรับทำจะทำให้กับกลุ่มไหน (บตท. กำลังจะขอทำหน้าที่ที่ชัดด้วย) ส่วนบทบาทของนักลงทุนไทยก็ถือว่าอยู่ในวงจำกัด อีกทั้งนักลงทุนประเภทสถาบันก็ระมัดระวังความเสี่ยงมาก ในขณะที่ บลจ. ก็ยังสนใจที่จะให้ความสำคัญกับการแสวงหากำไรจากค่านายหน้าจากการซื้อขายหุ้นมากกว่าการซื้อขายตราสารหนี้ เพราะไม่มีส่วนต่างที่น่าสนใจ ในขณะที่ตลาดตราสารหนี้ไทยที่โตขยายตัวมากในปัจจุบัน เป็นเพราะการขายตัวของตลาดพันธบัตรและตราสารหนี้ของรัฐวิสาหกิจ ในขณะที่ภาคเอกชนธุรกิจค่อนข้างเติบโตไม่สูง

กรณี Cover bond เป็นการทำบน Balance Sheet โดยมีสัญญาที่สร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนที่ถือตราสารหุ้นกู้ โดยกำหนดให้มีการเติม Asset เข้ามาในกองสินทรัพย์ที่ใช้ในการค้ำประกันตราสารที่ออก หากมีสินทรัพย์ตัวใดตัวหนึ่งเสียหาย เพื่อให้ผู้ถือหุ้นกู้นั้นยังคงได้รับตอบแทนในระดับเดิม ในอัตราที่กำหนด

1.10 โครงการการแปลงสินทรัพย์ในประเทศไทย หากจะนำไปใช้ในโครงการลงทุนขนาดใหญ่ด้วยตัวมันเอง เห็นว่าจะพัฒนาได้ค่อนข้างยาก เมื่อเปรียบเทียบกับกอง REIT และหากพิจารณาจากกรณี MBS และ ABS ก็ยังเห็นว่าโอกาสดังกล่าวค่อนข้างยาก ทั้งนี้เนื่องจากระบบธนาคารเป็นระบบที่ครอบครองส่วนแบ่งตลาดด้านสินเชื่อเกือบทุกประเภท และไม่ประสบปัญหาการระดมทุนจากเงินฝาก ดังนั้นการทำให้ทำ Securitization นอกจากนี้แล้วยังเป็นผู้ที่มีอิทธิพลพอสมควรต่อการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในระบบ เช่น ค่อนข้างแตกต่างจากกรณีต่างประเทศที่ธนาคารไม่ได้เป็นผู้ถือครองสัญญาสินเชื่อรายสำคัญ ทั้งนี้ธนาคารก็จะหันมาสนใจโครงการการแปลงสินทรัพย์ก็ตอนที่ปัญหาสภาพคล่องตึงตัว

นอกจากนี้หากพิจารณาความเป็นไปได้ว่ารัฐวิสาหกิจซึ่งมีกระแสรายได้อยู่แล้ว แต่ต้องการขยายการลงทุนก็น่าจะตั้งกองทุนโครงสร้างพื้นฐานมากกว่า ดังนั้น หากให้ไปทำตามกลไกตลาดแล้ว คาดว่าโครงการการแปลงสินทรัพย์จะไม่เกิดขึ้น

กรณี PPPs อาจมีโอกาที่จะแพร่หลาย แต่ราคาหรือต้นทุนที่ดำเนินการก็ไม่ต่ำแน่นอน คาดว่าต้องมีปัจจัยอื่นที่เข้ามาสนับสนุนอีก

1.11 สถาบันการเงินเฉพาะกิจที่ไม่ทำ Securitization โดยเฉพาะธนาคารอาคารสงเคราะห์ ก็เนื่องจากต้นทุนที่รัฐบาลกู้ยืมให้ก็ถูกกว่า แม้การแข่งขันด้านเงินฝากกับธนาคารพาณิชย์ทั่วไป ธอส. จะมีต้นทุนที่แพงกว่า เพราะสาขาน้อยกว่า (ต้นทุนของการที่รัฐไปค้ำให้ก็ไม่มี)

1.12 หากพิจารณาแนวโน้ม อาจจะเป็นไปได้หากสถาบันการเงินถูกกดดันจากการตั้งดำรงเงินกองทุนตามเกณฑ์ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนด โดยเฉพาะเกณฑ์ Basel III ที่กำลังจะออกมา อย่างไรก็ตาม ตามหลักการแล้ว ต้องให้ธนาคารปล่อยสินเชื่อก่อน เพื่อให้เกิด Asset แล้วไปต่อยอด ซึ่งหากตลาดด้านนี้ไม่เกิด ตลาดรองก็เกิดยากอยู่แล้ว อีกประการหนึ่งก็คือ การส่งเงินเข้าเงินกองทุนฟื้นฟูและพัฒนา ระบบสถาบันการเงินของสถาบันการเงินที่อัตราร้อยละ 0.46 ต่อปี ของยอดเงินฝากถัวเฉลี่ย เพื่อให้ต้นทุนทางการเงินของสถาบันการเงินเฉพาะกิจใกล้เคียงกับต้นทุนของธนาคารพาณิชย์ ก็เป็นเรื่องที่ภาครัฐต้องพิจารณาประเด็นดังกล่าว ในกรณีที่ธนาคารพาณิชย์ต้องไปแข่งขันกับธนาคารต่างชาติที่จะเข้ามาแข่งขันด้วย

สำหรับการลดความคุ้มครองวงเงินฝากลง จะมีผลต่อยอดเงินฝากในระบบธนาคารหรือไม่ อาจมีไม่มากนัก แต่ธนาคารอาจต้องเพิ่มช่องทางการระดมทุน นั่นคือ การออก B/E ซึ่งก็เห็นว่าธนาคารยังไม่สนใจที่จะพิจารณาทางเลือกในการใช้โครงการการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในการระดมทุนของธนาคารอีกเหมือนเดิม

แต่ประเด็นเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การกำกับดูแล เช่น Basel III อาจจะเห็นพฤติกรรมในการเตรียมการของธนาคาร เช่น มีการบริหารสินทรัพย์โดยการตัดขายกองสินเชื่อออกไปจากบัญชีงบดุลของตนเอง กรณีนี้แนวโน้มมีความเป็นไปได้ที่ธนาคารจะหาเงินฝากยากขึ้น จึงต้องออกผลิตภัณฑ์เงินฝากรูปแบบใหม่ๆ รวมทั้งให้ความสำคัญกับการหากำไรจากค่าธรรมเนียมมากขึ้น ทดแทนช่องว่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินฝากกับสินเชื่อ และแนวทางการแปลงสินทรัพย์ก็อาจจะถูกนำมาพิจารณาอีกครั้ง

สรุป ช่วงนี้อาจจะไม่ใช่วัยที่ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์จะได้รับความนิยมมากนัก แต่ก็อาจจะใช้เป็นช่วงเวลาขยายการพัฒนาฐานข้อมูล หรือพัฒนาระบบสินเชื่อที่อยู่อาศัยให้มีลักษณะที่ใกล้เคียงกัน เพื่อลดความยุ่งยากในการพิจารณา ใช้เป็นสินทรัพย์ค้ำประกันการออกตราสารหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เพื่อสะดวกในการจัดข้อมูล

สำหรับข้อเสนอที่เกี่ยวกับการมีสถาบันค้ำประกันตราสารหนี้ โดยมีประเด็นพิจารณา มีความจำเป็นไหมสำหรับประเทศไทย และหากมีความจำเป็น ธุรกิจประเภทนี้ซึ่งอยู่ได้ด้วยการมีและเข้าถึงระบบข้อมูลทางด้านสินเชื่อ การตรวจสอบคุณภาพ หรือหลักประกันได้ ซึ่งถ้าเป็นปัจจุบัน หน่วยงานที่สามารถเข้าถึงข้อมูลระบบสินเชื่อและเข้าใจได้มากที่สุดก็คือ ระบบธนาคาร แต่ก็ยังมีช่องทางที่จะเกิดขึ้นได้ โดยเฉพาะการเข้าไปสนับสนุนการจัดโครงการการออกตราสารภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เช่น การจัดชั้นตราสารการเงินดังกล่าว โดยมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลตอบแทนจากการถือตราสารไม่เท่ากัน แต่หากจะสรุปไปว่าหากมีธุรกรรมการค้าประกันแล้ว การแปลงสินทรัพย์เกิดขึ้นด้วยปริมาณที่มากขึ้นนั้น ไม่น่าจะเป็นไปได้ เพราะยังไม่มีความต้องการของตลาดที่ต้องการจะออกตราสารภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ แต่ธุรกรรมนี้อาจจะทำให้ตลาดตราสารหนี้ทั่วไปเติบโตได้ยิ่งขึ้น รวมทั้งการออกกฎหมายหลักประกันทางธุรกิจ แต่อย่างไรก็ตาม ธุรกิจการค้าประกันตราสารหนี้ มีประเด็นพิจารณา ดังนี้

1) ตามปกติการจัดโครงสร้างการออกตราสารหนี้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์ฯ ได้มีการสำรองสำหรับส่วนเสียหายที่จะเกิดขึ้นอยู่แล้ว และหากเป็นการดำเนินโครงการประเภท Cover bond ที่ไม่มีการขายขาดออกจากบัญชี โดยมีการใช้เพียงกระแสรายได้เป็นหลักประกัน และมีระบบการเปลี่ยนหลักประกันหรือตัวสินทรัพย์ได้ ก็อาจไม่มีความจำเป็น

2) การผลักดันธุรกิจการค้าประกัน น่าจะเกิดขึ้นจากความต้องการของตลาดมากกว่าการที่ภาครัฐจะเข้าไปผลักดัน ทั้งนี้เป็นระบบของการสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน และจากสภาพปัจจุบัน ตราสารหนี้ภาครัฐมีจำนวนมากกว่าตราสารหนี้ภาคเอกชน ซึ่งแตกต่างจากตลาดตราสารหนี้ของสหรัฐอเมริกา

3) มีข้อสังเกตว่า ธุรกิจการค้าประกันตราสารหนี้มีลักษณะการดำเนินธุรกิจคล้าย บสย. ซึ่งมีความจำเป็นที่จะต้องเข้าถึงข้อมูลของระบบสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ในระดับหนึ่ง

4) แนวคิดเรื่องการจัดตั้งสถาบันค้ำประกันตราสารหนี้ ได้มีการจัดตั้งแล้วโดย ADB ซึ่งเป็นหน่วยงานที่รับค้ำประกันตราสารหนี้ให้กับภาครัฐและภาคธุรกิจ ในเขตประเทศอาเซียน +3 แต่ยังไม่เคยมีธุรกรรมนี้เกิดขึ้นในประเทศไทย

2. สาเหตุที่ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ฯ ไม่แพร่หลาย อาจสรุปได้ ดังนี้

2.1 จากหลักการ โดยทั่วไป ผู้ขายสินทรัพย์ออกไปแบบขายขาดจะทำให้เงินกองทุนดีขึ้น ได้กระแสรายได้เข้ามาและสามารถจะขยายสินทรัพย์ได้เพิ่มขึ้นอีก ไม่กระทบต่อส่วนผู้ถือหุ้น แต่ระดับหนี้ไม่ได้ลดลง ในขณะที่หากเลือกแนวทางการกู้เพิ่มก็จะทำให้มีภาระหนี้สินเพิ่มขึ้น แต่

2.2 ภาระภาษี มาตรการที่ออกภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เป็นหุ้นกู้ มีฐานะเป็นเจ้าของนี้ ในขณะที่ผู้ลงทุนในหุ้นกู้ก็ต้องเสียภาษีตามปกติ ในขณะที่หากเป็นการลงทุนในรูปหุ้นทุนในกองทุนรวม โครงสร้างพื้นฐาน ก็จะได้รับยกเว้นภาษีจากเงินปันผล ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับการออกแบบนโยบายภาษีของไทย

2.3 ระบบบัญชีและภาษีที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ในประเทศไทย ที่รองรับธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ได้รับการแก้ไขไปเกือบหมดแล้ว รวมทั้งประเด็นการเป็นหนี้สาธารณะหรือไม่ก็ค่อนข้างชัดเจนแล้ว

2.4 ปัจจุบันยังมีธุรกรรมทางการเงินที่มีจุดมุ่งหมายเพื่อระดมทุนอีกหลายอย่าง รวมถึงการพัฒนาการของการออกตราสารหนี้ที่มีการพัฒนาไปค่อนข้างมาก มีการลดขั้นตอนหลายอย่าง การระดมทุนโดยการแปลงสินทรัพย์ฯ ก็ยังคงมีความยุ่งยากเช่นเดิม

2.5 หลักเกณฑ์การกำกับดูแลสถาบันการเงิน มีผลต่อพฤติกรรมของสถาบันการเงินหรือไม่ เช่น หลักเกณฑ์ตาม Basel II ก็มีผลต่อพฤติกรรมของสถาบันการเงิน โดยเฉพาะในเรื่องการบริหารความเสี่ยง แต่อย่างไรก็ตาม ระบบสถาบันการเงินไทยยังมีความได้เปรียบในลักษณะของการผูกขาด ซึ่งอาจจะผ่อนคลายขึ้น เนื่องจากการเปิดเสรีมากขึ้น ธนาคารที่มีขนาดเล็กอาจมีการพัฒนาธุรกรรมประเภทการแปลงสินทรัพย์ฯ มากขึ้น

2.6 กรณีธนาคารอาคารสงเคราะห์ไม่ขายกองสินทรัพย์หรือดำเนินการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เอง สาเหตุหลักน่าจะมาจากต้นทุนธุรกรรมยังสูงกว่าต้นทุนเงินที่ ธอส. ได้รับจากการที่ให้ภาครัฐค้ำประกันเงินกู้ให้ อีกทั้งการขายสินเชื่อก็ออกไป อาจทำให้อัตราส่วน NPL ขยายตัวมากขึ้น อีกทั้ง กค. ก็ยังมีข้อจำกัดในการกู้ยืมค่อนข้างน้อย ทั้งนี้ หากพิจารณาในภาพรวมก็จะเห็นว่าธุรกิจสินเชื่อที่อยู่อาศัยของไทยที่มีส่วนแบ่งทางการตลาดภายใต้ระบบธนาคาร ยังไม่มีปัญหาที่รุนแรง ยังมีสภาพคล่องสูง มีการแข่งขันของสถาบันการเงินในสินเชื่อประเภทที่อยู่อาศัยค่อนข้างสูง

ทั้งนี้ ในส่วนของการเคหะแห่งชาติ ก็อาจมีข้อสังเกตเกี่ยวกับบทบาทของการเคหะแห่งชาติที่จะสร้างที่อยู่อาศัยให้กับกลุ่มผู้มีรายได้น้อยถึงปานกลาง ซึ่งหากแข่งขันได้ก็จะมีปัญหาเรื่องการเข้าไปแข่งขันธุรกิจกับภาคเอกชน แต่หากเข้าไปแข่งขันแล้วปรากฏว่าต้นทุนสูงกว่าก็จะต้องนำกลับมาทบทวนนโยบายอีกครั้ง

2.7 กรณีการเกิดปัญหาวิกฤตซับไพร์มในสหรัฐอเมริกา โดยเฉพาะภาคอสังหาริมทรัพย์ที่เกิดวิกฤตฟองสบู่ ซึ่งมีผลทำให้ตราสารทางการเงินที่มีการพัฒนาก้าวหน้าไปมาก ประสบปัญหาสภาพคล่องไปด้วย คาดว่าเหตุการณ์ดังกล่าวอาจจะส่งผลกระทบทางอ้อมต่อการพัฒนาธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ฯ ในประเทศไทย

2.8 การกำหนดอัตราดอกเบี้ยบนตราสารที่ออกภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ จากที่สังเกตดูค่อนข้างเป็นที่ต้องการของตลาด เพราะมีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยไว้ค่อนข้างสูง (หากปัจจุบันกำหนดกว่าร้อยละ 4 ก็ขายได้หมด) อาจเนื่องจากมีผู้ออกตราสารน้อยจึงอาจทำให้ไม่มีการเปรียบเทียบระหว่างหน่วยงานอื่นๆ หน่วยงานบางแห่งรับซื้อลด 20% และการออกตราสารที่มีอัตราดอกเบี้ยส่วนต่างยังอยู่ในระดับต่ำ

2.9 ปัจจัยแนวโน้มในอนาคต

สถาบันการเงินอาจมีการปรับพฤติกรรมตามหลักเกณฑ์การกำกับดูแลที่เข้มงวดมากขึ้น อาจทำให้สถาบันการเงินประเภทรับเงินฝากให้ความสำคัญกับการบริหารความเสี่ยงมากขึ้น โดยเฉพาะการพิจารณาช่องทางการดำเนินธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ฯ ซึ่งรวมถึงสถาบันการเงินที่ไม่ได้รับเงินฝาก หรือแม้แต่ธุรกิจลิสซิ่ง แต่อย่างไรก็ตาม จากข้อมูลพบว่า สถาบันการเงินที่ไม่ได้รับเงินฝากก็บริหารสภาพคล่องจากการกู้ยืมทดแทนการออกตราสารหนี้ ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์ฯ เพราะมีขั้นตอนและต้นทุนที่ต่ำกว่า ส่วนธุรกิจลิสซิ่งประเภทรถยนต์ที่มีอายุสินเชื่อเพียง 5 ปี อาจจะมีระยะเวลาที่สั้นเกินไปสำหรับการออกตราสารภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์ฯ แต่ที่ปรากฏในต่างประเทศลิสซิ่งที่มีระยะยาวๆ เช่น โรงงาน เรือ เครื่องบิน เครื่องจักรกลขนาดใหญ่

2.10 ปัจจัยทางอ้อมที่จะเป็นการส่งเสริมธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ก็คือการรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับสินเชื่อของสถาบันการเงินที่จะมีผลต่อการพิจารณาหรือการทำ Due diligence ในการซื้อขายหรือโอนสินทรัพย์ ซึ่งปัจจุบันมีหน่วยงานที่มีข้อมูลเกี่ยวกับอสังหาริมทรัพย์ในไทยก็คือ ศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์ แต่อย่างไรก็ตาม หลักประกันธุรกิจอื่นๆ เช่น lessening ประเภทยาวๆ เครื่องบิน เรือ โรงงาน เครื่องจักรขนาดใหญ่ (ระยะเกินกว่า 5 ปี) หากจะนำมาเป็นหลักประกันการออกตราสารภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์ฯ ก็ไม่ปรากฏข้อมูลที่ศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์

นอกจากนี้ในต่างประเทศ ตราสารหนี้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์ฯ ยังสามารถพัฒนาต่อไปในเรื่องของการบริหารความเสี่ยงที่เกิดจากอัตราแลกเปลี่ยน/อัตราดอกเบี้ย (Currency Swaps และ Interest Rate Swaps (IRS))

2.11 จากกรณีการสร้างรถไฟฟ้าในต่างประเทศ ซึ่งเป็นโครงการขนาดใหญ่ประเภท Project finance มักจะใช้วิธีการกู้ยืมเงินเพราะยังโครงการใหญ่อัตราดอกเบี้ยก็ยังถูก และมักไม่นิยมนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักประกันไปใช้ในโครงการที่มีขนาดใหญ่ โดยเฉพาะการควบคุมมูลค่าโครงการทำได้ยาก และสำหรับในประเทศไทย ความเสี่ยงของโครงการขนาดใหญ่มักจะเป็นเรื่องการเปลี่ยนแปลงนโยบายของภาครัฐ

2.12 รูปแบบการได้เปรียบเสียเปรียบระหว่างเครื่องมือระดมทุนในโครงการขนาดใหญ่ในปัจจุบันก็ยังมี ความแตกต่างกัน

- กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (ผู้ลงทุนถือหน่วยลงทุนที่เป็นหุ้นซึ่งต้องแบกรับผลการขาดทุนด้วย)
 - กอง REIT ก็มีข้อจำกัดในการลงทุนประเภทโครงการ Green Field
- อีกทั้งข้อจำกัดของนักลงทุนต่างชาติก็มีข้อจำกัดแตกต่างกันด้านภาษี

2.13 ประเด็นที่ควรพิจารณา ได้แก่

1) ควรพิจารณาหรือไม่ เกี่ยวกับการให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีแก่โครงการลงทุนภาครัฐ ที่ใช้วิธีการระดมทุนด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักประกัน เช่นเดียวกับกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน

2) กรณีโครงการขนาดใหญ่หรือเป็นโครงการภาครัฐ ควรพิจารณาให้นักลงทุนต่างชาติเข้ามาลงทุนได้ โดยมีการกำหนดเกี่ยวกับสินทรัพย์ที่ติดหลักประกันที่เหมาะสม รวมทั้งกฎหมายหลักประกันทางธุรกิจได้ตอบ โจทย์เรื่องนี้อย่างไร

3) ประสิทธิภาพการบริหารจัดการโครงการขนาดใหญ่ หากดำเนินการโดยภาครัฐฝ่ายเดียวยังมีประสิทธิภาพต่ำ การให้ภาคเอกชนมีส่วนร่วมในการบริหารจัดการหรือรูปแบบ PPPs ยังมีความสนใจในกรณีการถ่ายโอนความรู้ด้วย

4) การพิจารณาว่าการดำเนินการธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไม่เป็นหนี้สาธารณะ แต่หากมีความสูญเสียเกิดขึ้นก็ยังคงกลับมาเป็นหนี้ภาครัฐอยู่ดี

5) ข้อสังเกตเกี่ยวกับการจัดโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ กรณีหอพักนักศึกษา คือ

(1) ไม่เข้าลักษณะของโครงการกองทุนโครงสร้างพื้นฐาน

(2) มูลค่าโครงการประมาณ 500 ล้านบาท ก็มีแนวทางการระดมทุนที่หลากหลาย

(3) หากดำเนินโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ก็อาจจะใช้รายได้จากค่าเช่าอาคารเดิมมาเป็นหลักประกันการออกตราสารภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์ฯ เพื่อนำเงินไปลงทุนสร้างอาคารใหม่ได้

(4) ความเสี่ยงที่พึงดำเนินการปิด ได้แก่

- กรณีการผิวนัดชำระ/จ่ายไม่ทันกำหนด (สินเชื่อบริษัท) หรือการหาแหล่งเงินสำรองจ่าย ก็มีต้นทุนสูง

(5) การดำเนินการต้องมี SPV และการแต่งตั้งคนเก็บเงินส่ง SPV ปกติค่าธรรมเนียมประมาณ 1% เท่านั้น

13.5 ข้อสังเกตเกี่ยวกับโครงการศูนย์ราชการถนนแจ้งวัฒนะ คือการควบคุมมูลค่าโครงการไม่ได้ จนนำไปสู่ประเด็นด้านวินัยทางการคลัง ซึ่งวิธีที่จะควบคุมมูลค่าโครงการได้ดีคือการเปิดประมูล หรือกรณีการออกพันธบัตรกู้เงินที่สามารถออกได้หลายครั้ง หากครบกำหนดก็ยังสามารถ (Refinance/Roll-over) ได้อีกหลายรอบ และหากจะใช้กองรีทีก็สามารถลงทุนในโครงการลักษณะ Green field ได้ร้อยละ 10 ของมูลค่าโครงการ

2.14 ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นธุรกรรมที่สถาบันการเงินให้ความสำคัญในการบริหารสินทรัพย์ของตนเองและเป็นผู้นำตลาด นอกจากนี้ ยังมีสินเชื่อบริษัทอื่นๆ ที่สามารถนำมาใช้ได้แก่ เรือ เครื่องบิน ซึ่งหากมีการนำเครื่องมือทางด้านภาษีมาสนับสนุนก็จะเป็นประโยชน์ต่อภาคธุรกิจมากด้วย

2.15 ข้อที่จะต้องพิจารณา ได้แก่

- คุณภาพโครงการ
- Enhancement
- การจัดหาเงินกรณีฉุกเฉิน

16. กรณีโครงการศูนย์ราชการ หากจะดำเนินการอีก มีปัจจัยใดที่ควรระมัดระวัง โดยเห็นว่าการนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ไปใช้ในโครงการภาครัฐยังไม่มีความเหมาะสม

สรุปการหารือกับกรมธนารักษ์

เมื่อวันที่ 19 มกราคม 2558 บันทึกโดยคณะผู้วิจัย

1. ที่ราชพัสดุทั่วประเทศมีทั้งหมด 12.5 ล้านไร่ ซึ่งถูกนำไปใช้เป็นสถานที่ของหน่วยงานราชการเกือบทั้งหมด คือ ร้อยละ 98 ที่เหลืออีกเกือบ 2% ส่วนใหญ่เปิดให้ภาคเอกชนเช่าหรือประมูลก่อสร้างเพื่อใช้ประโยชน์ของภาคเอกชน (ถือเป็นสัญญาร่วมลงทุน เพราะหลังจากหมดสัญญาสิทธิประโยชน์นั้นก็ตกเป็นของกระทรวงการคลัง) ปัจจุบันกรมธนารักษ์ มีพื้นที่ขนาดใหญ่ ขนาด 100 ไร่ ขึ้นไปน้อยมาก และต่างก็มีแผนบริหารจัดการอยู่แล้ว โดยเปิดให้ภาคเอกชน ประมูลเสนอโครงการต่อกรมธนารักษ์ หลายโครงการล่าช้าก็เนื่องจากประสบปัญหาเรื่องนโยบาย ระเบียบสัญญา ข้อกฎหมาย หรือต้นทุน เช่น โครงการพัฒนาที่ศูนย์ประชุมแห่งชาติสิริกิติ์ โครงการโรงภาษีร้อยละสาม หรือ โครงการพัฒนาท่าเรือขนส่งสินค้า ที่จังหวัดสงขลา เป็นต้น ทั้งนี้ เรื่องปัญหาเงินงบประมาณเป็นเรื่องรอง อย่างไรก็ตาม ขณะนี้กรมธนารักษ์ได้ดำเนินการสำรวจพื้นที่ราชพัสดุที่อยู่ในครอบครองของส่วนราชการและไม่ได้ใช้ประโยชน์ อย่างเต็มที่ส่งคืนกรมธนารักษ์ดำเนินการ คาดว่าอาจจะมีพื้นที่ราชพัสดุผืนใหญ่ ขนาด 100 ไร่อีกหลายแปลง

2. แนวทางในการบริหารจัดการที่ราชพัสดุของกรมธนารักษ์

รูปแบบที่ดำเนินการเป็นส่วนใหญ่ คือ การให้เอกชนประมูลเสนอโครงการต่อกรมธนารักษ์เพื่อพิจารณาความคุ้มค่าและผลประโยชน์ที่ภาครัฐจะได้รับ ทั้งนี้ ปัจจุบันมีการพัฒนารูปแบบเพิ่มเติม คือ การจัดตั้ง บ. ธนารักษ์ พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด เพื่อดำเนินเชิงพาณิชย์ โดยมีโครงการแรก คือ โครงการก่อสร้างศูนย์ราชการ ถนนแจ้งวัฒนะ นอกจากนั้นยังมีการจัดตั้งกองทุนพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของรัฐ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อพัฒนาที่ราชพัสดุให้มีประสิทธิภาพ เช่น การพัฒนาปรับเปลี่ยนภูมิทัศน์ต่างๆ อันได้แก่ การจัดซื้อพื้นที่เพิ่มจากภาคเอกชนเพื่อขยายหรือเปิดทางเข้า-ออก เพื่อแก้ไขปัญหาคักยภาพพื้นที่ หรือบางแปลงรูปพื้นที่ไม่สวยก็จะซื้อที่ดินรอบข้างเพิ่ม ทำให้มีมูลค่า มีศักยภาพในการพัฒนามากขึ้น เช่น การเข้าไปแก้ไขปัญหาคักยภาพใน กทม. 2 แปลง ได้แก่ แปลงซอยพิพัฒน์ 15 ไร่ เขตบางรัก (ทางเข้าแคบ) 2) แปลงบริเวณโรงหนังปรีณซ์ ใกล้กับโรงพยาบาลสารสิน (ไม่มีทางเข้าออก) และแปลงอื่นๆ อาทิ แปลง รศพ. ตรงข้ามวัดไผ่ตัน แปลงบริเวณองค์การสะพานปลา ย่านเจริญกรุง โดยคาดว่าเมื่อมีการปรับปรุงภูมิทัศน์แล้ว จะทำให้พื้นที่มีศักยภาพและน่าจะเป็นการร่วมลงทุนกับภาคเอกชน โดยเปิดให้มีการประมูลเสนอโครงการพัฒนาเข้ามาเช่นกัน เพื่อพัฒนาเป็นที่พักอาศัย คอนโดมิเนียม อาคารสำนักงาน โฮมออฟฟิศ โรงแรม เป็นต้น โดยเป็นไปตามหลักเกณฑ์การบริหารงานภาครัฐ เช่น หากโครงการมีมูลค่าเกิน 1,000 ล้านบาท ก็ต้องดำเนินการภายใต้ พรบ.การให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ (PPPs) กล่าวคือ หากโครงการลงทุนไม่เกิน 1,000 ล้านบาท ให้กระทรวงต้นสังกัดเปิดประมูลได้ แต่ปัญหาปัจจุบัน คือ กฎหมายเกี่ยวกับการคำนวณมูลค่าโครงการ ยังไม่มีความชัดเจน ทั้งนี้ การพัฒนาที่ราชพัสดุของกรมธนารักษ์ ยังคงยึดหลักการที่กรมธนารักษ์จะไปดำเนินการแข่งขันกับภาคเอกชน และได้มีการแก้ไขกฎหมายเพื่อขยายระยะเวลาการใช้ประโยชน์ที่ราชพัสดุ (ระยะอายุสัมปทาน) จากเดิม 30 ปี เป็น 50 ปี

3. แผนงาน/โครงการพัฒนาที่ราชพัสดุ ของกรมธนารักษ์ ที่อยู่ในแผนงาน ได้แก่

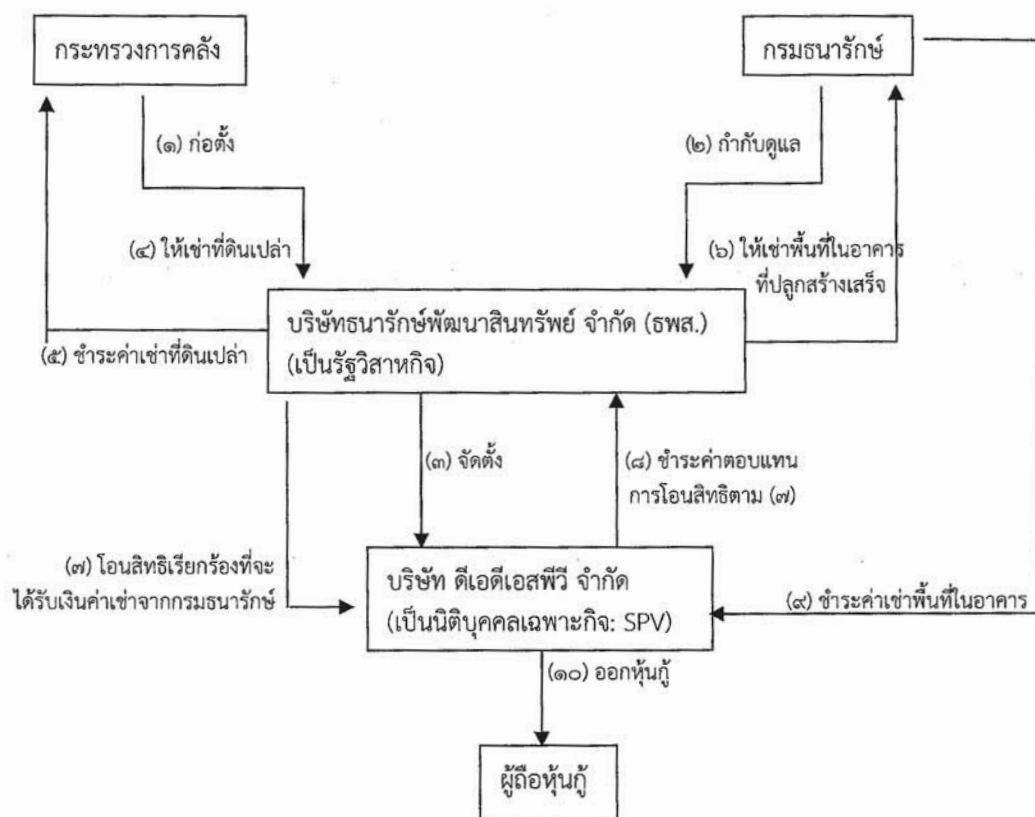
- 1) โครงการท่าเรือขนส่งสินค้าที่สงขลาเพื่อปรับปรุงเป็นท่าเรือเพื่อการท่องเที่ยวด้วย เดิมโครงการให้เอกชนประมูล ดำเนินการแต่ต้องลงทุนเพิ่ม รายใหม่ก็ไม่เข้ามา เพราะลงทุนมาก
- 2) โครงการศูนย์ประชุมและนิทรรศการนานาชาติที่จังหวัดภูเก็ต เป็นโครงการที่ถูกชะลอไป แต่เป็นโครงการที่มีความพร้อมเกือบ 100% แล้ว คือ มีผลการศึกษากับ EIA แล้ว แต่เป็นโครงการที่ขาดการสนับสนุนจากนโยบาย
- 3) แนวความคิดเกี่ยวกับโครงการสร้างศูนย์ราชการจังหวัดอื่นๆ ที่มีศักยภาพ เช่น นครราชสีมา ซึ่งอยู่ในแผนของ รพส.
- 4) กรณีศูนย์ประชุมสิริกิติ์ ติดปัญหาเรื่องกฎหมายที่มีการประกาศออกมาใหม่ เกี่ยวกับผังเมืองและพื้นที่สีเขียว เดิม NCC เป็นผู้ประมูลได้และมีแผนพัฒนาพื้นที่ส่วนที่ยังเหลือเป็น โรงแรมขนาดใหญ่ ขณะที่ระยะเวลาสัญญาใกล้หมด มีแนวทางการแก้ไขปัญหามา ได้แก่ การยกเว้นข้อกฎหมาย หรือแก้ไขสัญญา
- 5) โครงการพัฒนาโรงอาบน้ำร้อยชัก 3 ริมแม่น้ำเจ้าพระยา มูลค่าเกิน 1,200 ล้านบาท พื้นที่ 5 ไร่ ได้บริษัทแล้วแต่หน่วยราชการยังไม่ได้ย้ายออกไป ทำให้โครงการเริ่มไม่ได้ ตามแผนโครงการเป็น โรงแรมระดับ 5 ดาว
- 6) ที่ราชพัสดุที่อยู่ในการดูแลของมหาวิทยาลัย ถือเป็นที่ราชพัสดุ แต่ให้มหาวิทยาลัยบริหารจัดการได้ และไม่ต้องนำส่งเงินคืนกระทรวงการคลัง เพราะมหาวิทยาลัยออกนอกกรอบไปแล้ว แต่อาจมีการตีความว่าการนำเอาพื้นที่ไปให้ภาคเอกชนเช่า อาจจะไม่ใช่กิจการที่เกี่ยวข้อง เกี่ยวเนื่องกับการศึกษา เช่น ห้างสรรพสินค้า แต่หากเป็นการทำรีสอร์ทเพื่อฝึกงานของนักศึกษาของมหาวิทยาลัยที่มีหลักสูตรการ โรงแรม หรือกรณีหอพักนักศึกษาต่างชาติ ก็ยังเห็นควรสนับสนุน

4. เจ้าหน้าที่กรมธนารักษ์เสนอความเห็นว่าการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ได้เคยถูกเสนอความเห็นดังกล่าวสำหรับโครงการที่เป็นการพัฒนาที่ราชพัสดุ ดังนี้

- 1) โครงการพัฒนาที่ทันสมัยสถานหรือเรือนจำ โดยเฉพาะทันสมัยสถานที่อยู่ใจกลางเมืองหรือย่านธุรกิจของจังหวัด โดยการย้ายออกจากพื้นที่และนำพื้นที่นั้นไปใช้ประโยชน์ให้เกิดผลได้ทางเศรษฐกิจแทน อีกทั้งเป็นโครงการขยายทันสมัยสถานให้สามารถรองรับนักโทษได้อย่างเพียงพอ ซึ่งที่ผ่านมาทราบว่ามักจะไม่ได้มีการจัดสรรเงินงบประมาณสนับสนุน อีกทั้งอาจต้องมีการแก้ไขกฎหมายอื่นๆที่เกี่ยวข้องกับนักโทษ ซึ่งทาง รพส.อยู่ระหว่างการศึกษา
- 2) โครงการจัดตั้งศูนย์ราชการประจำจังหวัดในบางจังหวัด เช่น จังหวัดนครราชสีมา ตามที่ภาครัฐเคยมีนโยบาย โดยมีประเด็นข้อสังเกตว่า เป็นโครงการที่สร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนได้ เพราะเป็นกรณีคล้ายกับศูนย์ราชการ ถนนแจ้งวัฒนะและรัฐบาลค้ำประกันตราสารให้
- 3) โครงการย้ายทันสมัยสถานที่ดินนามวงศ์วาน เพื่อนำพื้นที่มาใช้ประโยชน์ทางเศรษฐกิจ ซึ่งได้เสนอให้มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ศึกษาความเป็นไปได้และแผนระดมทุนด้วย รวมทั้งข้อจำกัดด้านกฎหมาย เช่น กรณีกฎหมายความผิดนักโทษ เป็นต้น

อนึ่ง สำหรับ โครงการภาครัฐที่มีขนาดใหญ่กว่า 1,000 ล้านบาท ถือว่าเป็นโครงการใหญ่มาก และมีไม่มากนักเมื่อเปรียบเทียบกับโครงการที่อยู่ในความรับผิดชอบของรัฐวิสาหกิจ ดังนั้น ในส่วนของโครงการภาครัฐจึงมักใช้วิธีการให้ภาคเอกชนประมูลเสนอโครงการ ทั้งนี้ กรมธนารักษ์เองก็มีหลักเกณฑ์การพิจารณา เช่น ราคาเช่าที่ราชพัสดุ เป็นราคากลางด้วย เช่น 2 ไร่ 10 ล้านบาท บางกรณีพื้นที่อาจอยู่ในย่านเศรษฐกิจ ราคาที่ประมูลได้ร้อยละ 30 อาจถูกจ่ายเป็นค่าเช่าที่ราชพัสดุไปแล้ว

5. กรมธนารักษ์ได้อธิบายกระบวนการระดมทุนโครงการก่อสร้างศูนย์ราชการ ถนนแจ้งวัฒนะ



*การออกหุ้นกู้ตาม (10) ออกโดยใช้ฐานของสิทธิเรียกร้องที่จะได้รับเงินค่าเช่าตาม (7) และ (9)

รูปแบบการระดมทุนกรณีकुคลองเปรม (ตามงานวิจัยของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์)

- (1) Securitization (เกิดปัญหากรณีการเทียบอัตราค่าเช่า เพราะในตลาดไม่เคยมีการให้เช่าอสังหาริมทรัพย์เพื่อทำคูกมาก่อน) *โปรดดูแนวทางการคิดราคาที่ดินของกรมธนารักษ์ด้านล่างประกอบ
- (2) Securitization + ร่วมทุนกับเอกชน (ธพส. ไม่อยากทำเพราะไม่มีกระแสเงินสดผ่านเข้า ธพส. เลย เนื่องจากพื้นที่คูกเดิมที่จะปรับปรุงพัฒนาใหม่ใช้วิธีการเปิดประมูลให้เอกชนเข้ามาบริหารจัดการ กำไรจึงเป็นของเอกชน)

(3) รัฐบาลตั้งงบประมาณในการย้ายคุกเอง (เปลื้องงบประมาณรัฐบาล)

แนวทางการคิดราคาที่ดินของกรมธนารักษ์ (สามารถเทียบเคียงได้กับการคิดอัตราค่าเช่าอสังหาริมทรัพย์)

1. จัดเตรียมแผนที่แสดงตำแหน่งที่ตั้ง และข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับพื้นที่ที่จะทำการสำรวจ และประเมินราคา เช่น ข้อมูลทางด้านผังเมือง
2. สำรวจสภาพที่ดินในพื้นที่ที่จะทำการประเมินราคาโดยสำรวจข้อมูลต่าง ๆ ที่มีผลกระทบต่อราคาที่ดิน เช่น การใช้ประโยชน์ที่ดิน ทำเลที่ตั้ง การคมนาคม สาธารณูปโภค สาธารณูปการ เป็นต้น
3. สำรวจและสอบถามข้อมูลราคาซื้อขายที่ดินในท้องตลาด ย้อนหลังไม่เกิน 3 ปี รายได้หรือค่าเช่าที่ได้รับจากที่ดิน
4. วิเคราะห์และประเมินราคา
5. นำเสนอคณะกรรมการประจำจังหวัด/กรุงเทพมหานครพิจารณา และนำเสนอคณะกรรมการกำหนดราคาประเมินทุนทรัพย์พิจารณาให้ความเห็นชอบก่อนประกาศใช้
6. กรมธนารักษ์ส่งรายได้ให้กระทรวงการคลังปีละประมาณ 3,000 - 4,000 ล้านบาท ในขณะที่ที่ราชพัสดุทั่วประเทศยังเหลือไม่ได้ใช้ประโยชน์จริงเพียงร้อยละ 1 อีกร้อยละ 99 ก็อยู่ในครอบครองส่วนราชการแล้ว บางส่วนก็ไม่มีความเหมาะสมที่จะเอามาใช้ประโยชน์ จึงมักมีคำถามเสนอว่า ทำไมกรมธนารักษ์จึงไม่เอาที่ราชพัสดุมาพัฒนาสร้างรายได้ให้กับภาครัฐเพิ่มขึ้น เพราะพื้นที่ที่มีอยู่ก็ปล่อยให้ภาคเอกชนเช่าอยู่แล้ว และบางส่วนเหมาะสมกับการเปิดประมูล กรมธนารักษ์ก็ดำเนินการภายใต้กรอบกฎหมายและนโยบายภาครัฐ เช่น การนำไปจัดทำโครงการเพื่อสังคม เป็นต้น

ทั้งนี้ เป้าหมายของการใช้ประโยชน์จากที่ราชพัสดุเป้าหมายแรก คือ เพื่อส่วนราชการ การจัดการรายได้ พัฒนาไปเพื่อประโยชน์ทางสังคม เป็นประเด็นรอง และปัจจุบันที่ราชพัสดุก็น่าจะมีพื้นที่ที่ได้เพิ่มจากความผิดกฎหมาย ฟอกเงิน คดียาเสพติด ซึ่งต้องนำมาพัฒนาก่อนที่จะเอาออกขายหรือให้เช่า และใช้ประโยชน์จากการประมูลเช่าแสวงหาประโยชน์

สรุปการหารือกับสถาบันวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลัง

เมื่อวันที่ 22 มกราคม 2558 บันทึกโดยคณะผู้วิจัย

1. ความเป็นมาของโครงการก่อสร้างศูนย์ราชการ

เป็นมติคณะรัฐมนตรีเมื่อปี 2547 ทั้งนี้ สืบเนื่องมาจากกรมธนารักษ์ได้พื้นที่ว่างเปล่า และต้องการสร้างศูนย์ราชการ ซึ่งในขณะนั้นมีการพิจารณาแนวทางการระดมทุนเพื่อดำเนินการ โดยไม่ใช่เงินงบประมาณและไม่ก่อให้เกิดเป็นภาระหนี้สาธารณะ โดยรูปแบบการระดมเงินทุนจึงมีแนวคิด 2 แนวคิด คือ 1) การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และ 2) การจัดตั้งกองทุนอสังหาริมทรัพย์ แต่เนื่องจากโครงการก่อสร้างศูนย์ราชการยังไม่มีรายได้เกิดขึ้น หรือค่าเช่าที่เกิดจากการใช้ประโยชน์จากอาคาร เพราะอาคารยังไม่ถูกสร้างขึ้น แนวทางการระดมทุนจึงเห็นว่าการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จึงเป็นทางเลือกและมีความเหมาะสมที่จะนำมาใช้ในโครงการระดมทุนเพื่อก่อสร้างศูนย์ราชการมากกว่า

2. รูปแบบของการดำเนินการ

กล่าวคือ การเอาค่าเช่าที่จะเกิดขึ้นหลังจากสร้างอาคารเสร็จแล้วมาเป็นสินทรัพย์ค้ำประกันตราสารเงินกู้ที่นำออกขาย โดยเอาค่าเช่าเฉพาะในส่วนที่เป็นอาคารราชการมาค้ำประกันเท่านั้น (ไม่ได้รวมถึงค่าเช่าที่เกิดจากอาคารส่วนที่เป็นพื้นที่ธุรกิจ เพราะมีรายได้ไม่แน่นอน) และระหว่างการก่อสร้างอาคาร (อาคารยังไม่แล้วเสร็จ) แต่ก็มีรายได้จ่ายคือ การจ้างบริษัทกฎหมาย ยกร่างสัญญาที่เกี่ยวข้อง และเริ่มจ่ายคืนเงินต้นกับดอกเบี้ยให้กับผู้ลงทุนในตราสารหุ้นกู้ที่ออก ดังนั้น ธพส. จึงต้องดำเนินการกู้ยืมเงินสำรองจ่ายจากธนาคารที่ให้อัตราดอกเบี้ยต่ำสุด เพื่อเป็นค่าใช้จ่ายดังกล่าวไปพลาง (วงเงินของตราสารหุ้นกู้ที่ออกจะเป็นวงเงินรวม ของค่าก่อสร้างอาคาร ค่าจ้างทำสัญญาต่างๆ ดอกเบี้ยและเงินต้นที่กู้ยืมสำรองจ่ายจากธนาคารด้วย) จนกว่าอาคารจะแล้วเสร็จและมีส่วนราชการเข้ามาใช้พื้นที่แล้วเริ่มจ่ายค่าเช่าอาคาร โดยให้กรมธนารักษ์เป็นผู้ตั้งงบประมาณ เพื่อจ่ายให้แก่ SPV ที่บริษัทธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด จัดตั้งขึ้น

3. มูลค่าหรือวงเงินกู้ที่ออกตามโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ กรณีศูนย์ราชการฯ จะต้องมาจากวงเงินค่าก่อสร้างอาคาร จึงต้องมีการประเมินราคาการก่อสร้างอาคารออกมา เพื่อจัดทำแผนระดมทุน โดย สวค. ได้เข้าไปเกี่ยวข้องในส่วนนี้ พร้อมๆ กับหน่วยงานที่เกี่ยวข้องอื่นๆ จำนวนมาก ทั้ง ก.ล.ต. ตลท. ธปท. กรมสรรพากร เพื่อแก้ไขและเตรียมความพร้อมของกฎหมายรองรับ หรือแก้ไขปัญหาลegal อุปสรรค เช่น เรื่องคุณสมบัติผู้เสนอโครงการ ภาษี การบันทึกบัญชี เป็นต้น นอกจากนี้ ยังมีการจัดจ้างที่บริษัทปรึกษาด้านต่างๆ ได้แก่ ที่ปรึกษาด้านการระดมทุน ที่ปรึกษาด้านการก่อสร้าง ที่ปรึกษาด้านกฎหมาย ที่ปรึกษาด้านเครดิตเรตติ้ง และ Underwriter

4. ตราสารหรือหุ้นกู้โครงการศูนย์ราชการ เป็นตราสารระยะยาว 30 ปี อัตราดอกเบี้ย 6-7% ถือว่าเป็นการออกตราสารระยะยาวที่สุดในประเทศไทย นอกจากนี้ การตีความตามข้อกำหนดที่เกี่ยวข้องถือว่าไม่เป็นหนี้สาธารณะ เพราะเป็นการบันทึกค่าใช้จ่ายว่าเป็นค่าเช่า นอกจากนี้ ยังมีการอธิบายการไหลของกระแสรายได้ของตราสารหุ้นกู้โครงการศูนย์ราชการ อย่างไรก็ตาม การออกตราสารหุ้นกุดังกล่าวถือว่าประสบความสำเร็จ และเพื่อค่ากลางอ้างอิงของการออกตราสารระยะยาวได้ (Benchmark)

5. ข้อโต้แย้งของการดำเนินโครงการ

5.1 การดำเนินโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ตามโครงการก่อสร้างศูนย์ราชการ เป็นการหลีกเลี่ยงหนี้สาธารณะ

5.2 ประเด็นที่สามารถหลีกเลี่ยงการเป็นหนี้สาธารณะได้ เพราะการจัดตั้ง SPV ในรูปแบบบริษัทจำกัดและออกตราสารหุ้นกู้ ไม่ต้องมีภาครัฐค้ำประกัน และบริษัทพัฒนาสินทรัพย์จำกัด ก็มีฐานะเป็นองค์กรภาครัฐ 100% ก็บันทึกบัญชีเป็นค่าเช่า

5.3 การกำหนดอัตราดอกเบี้ยผลตอบแทนของหุ้นกุดังกล่าว มีระดับที่สูงกว่าต้นทุนวิธีการงบประมาณและการกู้ยืมเงินทั้งในและต่างประเทศ (แต่แท้จริงแล้ว ควรมีการเปรียบเทียบกรณีที่ส่วนราชการไปเช่าอาคารของภาคเอกชน เพื่อใช้เป็นสำนักงานด้วย เปรียบเทียบด้วย และจากผลการศึกษาโครงการศูนย์ราชการฯ ก็มีการนำอัตราค่าเช่าต่อตารางเมตรที่สามารถอ้างอิงได้ นำอัตรามาอ้างอิง แล้วก็คำนวณออกมา ก็ถือว่ามีความเหมาะสมในระดับหนึ่ง)

6. ข้อดีของโครงการ

6.1 ตราสารหุ้นกุดังกล่าวมีการจัดอันดับ AAA มีการกำหนดเงื่อนไขรายละเอียดที่ภาครัฐจะต้องแบกรับความเสี่ยงทั้งหมด เช่น กรณีการเกิดอัคคีภัย แผ่นดินไหว ก็ไม่มีผลที่จะทำให้ผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับลดลง ทำให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่นสูง โดยเฉพาะกลุ่มนักลงทุนสถาบันที่ต้องการถือครองระยะยาว เช่น กบข. หรือบริษัทประกันภัย แต่กองทุนสำรองเลี้ยงชีพยังติดหลักเกณฑ์อยู่ ทั้งนี้ ตราสารหุ้นกู้กรณีโครงการสร้างศูนย์ราชการก็มีโครงสร้างการออกตราสารหุ้นกู้เหมือนกรณีการระดมทุนโครงสร้างพื้นฐานในต่างประเทศ เช่น การสร้างอุโมงค์ที่ฮ่องกงหรือทางด่วน

6.2 ตราสารหุ้นกุดังกล่าว เป็นตราสารระยะ 30 ปี การกำหนดผลตอบแทนอยู่ในระดับสูง (มีข้อสังเกตที่ว่า การมีการดำเนินโครงการอื่นๆ อาจไม่จำเป็นต้องออกตราสารที่มีระยะยาว 30 ปี เช่น ออกให้สั้นขึ้นและออกไปเรื่อยๆจนจบโครงการ)

6.3 โครงการสร้างศูนย์ราชการสร้างไม่เสร็จตามกำหนดเวลา แต่ผู้ถือตราสารก็ได้รับผลตอบแทนสม่ำเสมอไม่สะดุด

7. ข้อสังเกตเกี่ยวกับการระดมทุนโครงการศูนย์ราชการ ถนนแจ้งวัฒนะ

7.1 ประเด็นพิจารณาว่ามีความจำเป็นหรือไม่ที่ต้องออกแบบให้ตราสารหุ้นกู้ตามโครงการดังกล่าวไม่มีความเสี่ยงเลย และนักลงทุนในตราสารซึ่งได้รับผลตอบแทนสูง ควรที่จะต้องรับความเสี่ยงบางส่วนด้วยหรือไม่ เช่นเดียวกับการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

7.2 ประเด็นต้นทุนของการดำเนินการมาจาก

1) การว่าจ้าง third party จำนวนมาก ได้แก่ บริษัทที่ปรึกษาเข้ามาหลายคณะ รวมทั้งการมีส่วนร่วมของหน่วยงานภาครัฐและหน่วยงานอิสระ เพื่อให้การระดมทุนโครงการไม่เป็นหนี้สาธารณะและช่วยให้โครงการประสบความสำเร็จและปิดความเสี่ยงให้กับนักลงทุนทุกด้าน (เพราะเป็นการขายต่อสาธารณะ) แต่อย่างไรก็ตาม เห็นว่าหากจะนำเครื่องมือนี้ไปใช้ในโครงการอื่นๆอีก ควรมีการโอนความเสี่ยงหรือฟองถ่ายความเสี่ยงของตราสารหุ้นกู้ให้กับนักลงทุนหรือภาคเอกชนด้วย เช่น โครงการทางด่วนที่มีรายได้ไม่แน่นอน นักลงทุนควรเข้ามารับความเสี่ยงด้วย และมีข้อสังเกตว่า ตราสารหุ้นกู้โครงการก่อสร้างศูนย์ราชการมีความเสี่ยงเทียบเท่ากับพันธบัตร แต่ให้ผลตอบแทนดีกว่า จึงทำให้นักลงทุนมั่นใจที่จะถือครองตราสารหุ้นกู้ ทั้งนี้ สรุปตัวเลขที่สำคัญ ได้แก่

- ค่าใช้จ่ายในการจ้าง Third party รวม 71 ล้านบาท
- ค่าธรรมเนียมจดทะเบียนที่ดิน (คาดว่าจะได้ยกเว้น)
- ค่าเช่าอาคาร 800 ล้านบาท
- ผลตอบแทน 1,300 ล้านบาท

7.3 การระดมทุนเพื่อดำเนินโครงการก่อสร้างศูนย์ราชการ ไม่ได้ถือว่าเป็นหนี้สาธารณะ เป็นผลมาจาก

1) การตีความตามกฎหมายว่าด้วยหนี้สาธารณะ เนื่องจากถือเป็นการบันทึกบัญชีเป็นค่าเช่า แม้ขบวนการจะมีลักษณะที่สำนักงานประมาณจะต้องตั้งงบประมาณชำระค่าเช่าตลอด 30 ปี ซึ่งมีลักษณะคล้ายกับขบวนการชำระหนี้สาธารณะก็ตาม

2) รูปแบบการจัดตั้ง ทพส. เป็นรัฐวิสาหกิจที่มีภาครัฐถือหุ้น 100% และ ทพส. ได้ตั้ง SPV ในรูปแบบบริษัทจำกัดที่มีฐานะเป็นเอกชน จึงทำให้ภาครัฐไม่ต้องไปค้ำประกัน SPV รวมทั้งตราสารหุ้นกู้ที่ออกด้วย

3) รูปแบบการบันทึกบัญชี

7.4 ข้อสังเกตเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยที่ปรากฏบนตราสารหุ้นกู้ที่อยู่ในระดับสูง ซึ่งเป็นคำแนะนำจาก Underwriter ที่คาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยจะอยู่ในระดับสูงขึ้น

7.5 วงเงินที่ออกตราสารหุ้นกู้ ครอบคลุมค่าใช้จ่าย ดังนี้

- วงเงินการจ่ายคืน(ต้นเงินและดอกเบี้ย) เงินกู้ระยะสั้นจากสถาบันการเงินที่สำรองจ่าย สำหรับค่าจ้างบริษัทที่ปรึกษาด้านกฎหมายและการทำสัญญา

-วงเงินค่าใช้จ่ายในการสร้างศูนย์ราชการ (ทั้งส่วนราชการและส่วนพื้นที่ธุรกิจ)

-วงเงินสำรอง

สรุปการหารือกับบริษัทธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด

เมื่อวันที่ 4 กุมภาพันธ์ 2558 บันทึกโดยคณะผู้วิจัย

1. แผนงานที่ ธพส. อยู่ระหว่างดำเนินการ ได้แก่

- 1) ข้อเสนอของศาลปกครองสูงสุดที่ต้องการสร้างอาคารสำนักงานอาคารที่ 2 ในพื้นที่ศูนย์ราชการ
- 2) การปรับปรุงเรือนจำทั่วประเทศ โครงการมูลค่าประมาณ 4 หมื่นล้านบาท
- 3) โครงการโซน c ในพื้นที่ศูนย์ราชการ

2. ปัญหาและอุปสรรคของธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทย ในฐานะที่ ธพส. เป็น

หน่วยงานภาครัฐที่ทำหน้าที่เป็นบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของรัฐและใช้ SPV ในการระดมทุน มีประเด็นดังนี้

2.1 การตีความว่า SPV เป็นหนี้สาธารณะหรือไม่ แม้ปัจจุบันจะมีหน่วยงานหลายหน่วยงานสรุปแล้วว่าไม่เป็นหนี้สาธารณะ แต่ยังเป็นประเด็นที่น่ากลับมาถกเถียงได้อีก โดยเฉพาะความเห็นจากสำนักงบประมาณและสำนักบริหารหนี้สาธารณะ รวมถึงองค์การระหว่างประเทศซึ่งเห็นว่าเป็นการโอนภาระหนี้จากกรมธนารักษ์มาที่ ธพส.

2.2 เนื่องจากการตั้ง SPV อยู่ในรูปบริษัทจำกัด จึงต้องหาผู้ร่วมลงทุนในการจัดตั้งบริษัทเสมือนเป็นนอมินี ซึ่งก็มีผลต่อการเป็นเจ้าของสินทรัพย์ การเสียภาษีจาก capital gain ตลอดจนการบันทึกบัญชี/งบการเงิน อย่างไรก็ตามรูปแบบดังกล่าวจะไม่เป็นปัญหาหากจัดตั้งเป็นกอง REIT รวมทั้งตามที่มีการแก้ไขปรับปรุงกฎหมาย SPV

2.3 การประเมินผลความสำเร็จของโครงการฯ ถือว่าโครงการประสบความสำเร็จ เนื่องจากเป็นนโยบายภาครัฐที่มีความชัดเจน มีหน่วยงานต่างๆ ที่เกี่ยวข้องให้การสนับสนุน แต่หากจะมีคำถามว่าเพราะเหตุใดจึงไม่เกิดโครงการที่ 2 และ 3 ตามนั้นก็พอจะอธิบายได้จากปัจจุบันที่ราชพัสดุทั่วประเทศมีจำนวนไม่มาก ทำให้การดำเนินงานของ ธพส. ก็มีข้อจำกัดไปด้วย แต่ก็ยังมีที่ราชพัสดุที่อยู่ในครอบครองของส่วนราชการ และไม่ได้ใช้ประโยชน์อย่างเต็มที่ ซึ่งต้องมีระยะเวลาในการพัฒนาและปลดภาระต่างๆ ก่อน รวมทั้งต้องเป็นนโยบายภาครัฐที่มีความชัดเจน และมีความเห็นจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องประกอบ รวมถึงปัจจุบัน ธพส. ได้ทำหน้าที่เกี่ยวกับการบริหารจัดการศูนย์ราชการด้วย นอกเหนือจากการระดมทุนเพื่อจัดหาเม็ดเงินในการก่อสร้างโครงการ ทำให้มีภาระกิจจำนวนหนึ่ง และในอนาคตอาจมีการพิจารณาทบทวนเกี่ยวกับการเพิ่มบทบาทของ ธพส. เพื่อให้เป็นบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของภาครัฐที่มีบทบาทมากขึ้น

2.4 บทเรียนจากการนำเครื่องมือทางการเงินประเภท SPV ไปใช้ในการดำเนินการ

- 1) รูปแบบการบันทึกบัญชีสะท้อนภาพเป็นลบ และมีแสดงผลการขาดทุน
- 2) การดำเนินงานที่เกี่ยวกับการบำรุงรักษาและบริหารจัดการอยู่ในความรับผิดชอบของ ธพส. และเมื่อมีค่าใช้จ่ายที่ไม่ได้คาดการณ์ไว้ล่วงหน้าสูงกว่าที่คาดการณ์ไว้ เช่น การซ่อมบำรุงรักษาต่างๆ การเปลี่ยนแปลงวัสดุอุปกรณ์ ทำให้มีรายจ่ายเกิดขึ้นจากพื้นที่ที่รับผิดชอบบริหารจัดการทั้งหมดของศูนย์ราชการคิดเป็น x ตารางเมตร โดยมี

รายได้ คือ ค่าเช่าอาคารจากกรมธนารักษ์ เท่านั้น อย่างไรก็ตาม การบริหารพื้นที่เชิงพาณิชย์อาจจะมีผลให้ ธพส. มีกำไรได้เพิ่มขึ้น (ยังได้ประโยชน์ไม่เต็มที่)

3) การแก้ไขกฎหมาย SPV อาจจะทำให้ขบวนการ SPV เปลี่ยนแปลงไป (อาจจะสะดวกขึ้น) แต่ขณะนี้อยู่ระหว่างการศึกษา

4) ประเด็นที่มีการตั้งข้อสังเกต トラサス ที่ออกมีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยไว้ค่อนข้างสูง เนื่องจากภาวะตลาดในขณะนั้น และเป็นการออกตราสารระยะยาวที่สุดของประเทศไทย และเพื่อเป็น benchmark (ในขณะนั้น 16 ปี สูงสุดส่วนใหญ่ยาวที่สุดก็ 13 ปี) อย่างไรก็ตาม credit rating ได้ AAA และถือว่าประสบความสำเร็จทางการตลาด และเป็นการขายต่อสาธารณะด้วย อย่างไรก็ตาม จากภาวะอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันอยู่ในระดับที่ต่ำมาก ก็ไม่สามารถจะ Refinance トラサス หนี้กู้โครงการสร้างศูนย์ราชการฯ ได้ (เพื่อบริหารจัดการทางการเงินให้มีประสิทธิภาพ) เพราะเนื่องจากเป็นเงื่อนไขที่ระบุห้ามดำเนินการไว้ แต่จะสามารถดำเนินการได้ในปีที่ 21

5) โครงการออกตราสารหนี้กู้โครงการสร้างศูนย์ราชการมีความซับซ้อนและยุ่งยากพอสมควร เนื่องจากมีการระดมเงินทั้งการทำสัญญาต่างๆ การจ้างบริษัททำการก่อสร้าง การก่อสร้างซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นก่อนที่จะมีอาคารพร้อมให้เช่า ซึ่งทำให้ ธพส. ยังไม่มีรายได้จากการเช่าอาคาร แต่ ธพส. มีภาระรายจ่ายคืนแก่นักลงทุนที่ถือตราสารและบริษัทกฎหมาย ดังนั้น จึงกู้ยืมเงินระยะสั้นจากสถาบันการเงิน อย่างไรก็ตาม ลักษณะการดำเนินการดังกล่าวจะคล่องตัวมากขึ้นในการดำเนินโครงการต่อไป

6) สำหรับเรื่องต้นทุนของการออกตราสาร ยังเห็นว่าการนำไปเทียบกับต้นทุนการระดมทุนในรูปแบบอื่นๆ โดยตรง อาจไม่สะท้อนความเป็นจริง เนื่องจาก ควรให้ความสำคัญกับการเปรียบเทียบค่าเช่า กรณีสำนักงานราชการไปเช่าอาคารของเอกชนเพื่อเป็นสถานที่ราชการด้วย ซึ่งโดยทั่วไปทุกๆ 5 ปี ขึ้นค่าเช่า 10% และอาคารสถานที่หลังจาก 30 ปี ก็ตกเป็นของภาครัฐ และสามารถนำไปใช้งานได้อีกระยะยาว

7) แผนงานโครงการของ พส. ได้แก่ โครงการสร้างสถานที่ราชการ หรือที่พักอาศัยข้าราชการอื่นๆ อีกหลายโครงการที่เสนอให้ ธพส. ดำเนินการระดมทุนเพื่อจัดโครงการก่อสร้าง แต่ ธพส. ต้องพิจารณาในประเด็นสำคัญได้แก่

- การวิเคราะห์ความเป็นไปได้ของโครงการ /การวิเคราะห์ EIA

- ความคุ้มค่าโครงการต้องมีขนาด 1,000 – 2,000 ล้านบาท จึงจะเป็นโครงการที่เหมาะสมที่จะดำเนินการระดมทุนในรูปแบบ SPV

8) ความเห็นของหน่วยงานภาครัฐ สำนักงานประมาณยังเป็นหน่วยงานที่มีความเห็นว่า SPV เป็นนวัตกรรมทางการเงินที่ไม่ได้แตกต่างจากการใช้วิธีงบประมาณตามปกติ และเห็นว่าหากโครงการมีความพร้อมก็ควรใช้วิธีการงบประมาณตามปกติ

3. ความเห็นเกี่ยวกับ SPV กับโครงการลงทุนภาครัฐ

- 1) ข้อดี คือ สามารถเริ่มดำเนินโครงการได้เลย โดยไม่ต้องรอเงินงบประมาณ เหมาะกับโครงการที่ขาดการสนับสนุนงบประมาณต้องได้รับการสนับสนุนจากนโยบายภาครัฐและความเห็นของหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง แต่อย่างไรก็ตาม ต้องอยู่ในกรอบความเหมาะสมของวินัยทางการคลังด้วย
- 2) โครงการศูนย์ราชการเป็นโครงการแรก โครงสร้างการรองรับการดำเนินการจริงยังมีไม่มากพอ เช่น ระเบียบวิธีภาษี แต่ปัจจุบันก็มีความชัดเจนขึ้น หลายประเด็นมีการแก้ไขแล้ว
- 3) เนื่องจากเป็นตราสารหุ้นกู้ระยะยาวถึง 30 ปี ออกขายครั้งแรกการตลาดจึงมีความสำคัญ โดยเฉพาะประเด็นความเชื่อมั่นของนักลงทุน
- 4) การไม่จัดว่าเป็นหนี้สาธารณะ นับเป็นแรงจูงใจสำคัญที่ภาครัฐให้ความสำคัญ แต่โครงการ SPV อาจถูกนำมาทบทวนอีกครั้งว่าเป็นหนี้สาธารณะหรือไม่
- 5) ปัจจุบันมีเครื่องมือทางการเงินหลากหลายมากขึ้นที่สามารถนำมาใช้ในการระดมทุน โครงการภาครัฐ เช่น PPPs กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน และ ธพส. ก็อาจมีทางเลือกในการใช้เครื่องมือทางการเงินอื่นๆ ด้วย
- 6) ขนาดโครงการลงทุนภาครัฐที่มีความเหมาะสมกับการระดมทุนแบบ SPV ต้องมีขนาดโครงการ 5,000 ล้านบาทขึ้นไป หากเป็นโครงการขนาด 200 ล้านบาท ก็ไม่มีความเหมาะสม
- 7) การเปรียบเทียบต้นทุนการดำเนินโครงการที่มีความจำกัดเกินไปโดย อีกทั้งควรจะต้องมีความเชื่อมั่นต่อบริษัทที่ปรึกษาทางการเงิน
- 8) โครงการที่มีการศึกษาอยู่ในขณะนี้
 - 8.1) โครงการย้ายเรือนจำคลองเปรม
 - 8.2) โครงการถมทะเล
 - 8.3) รถไฟฟ้า รถไฟฟ้ารางคู่
 - 8.4) โครงการศูนย์ราชการโซน c
 - 8.5) โครงการอาคาร 2 ศาลปกครองสูงสุด
- 9) กรณีโครงการสร้างศูนย์ราชการโซน c
ตามแผนการก่อสร้างศูนย์ราชการยังมีพื้นที่ว่างเปล่าในโซน c โดย ธพส. ก็เริ่มสอบถามความต้องการส่วนราชการที่มีความประสงค์จะย้ายเข้ามาอยู่ในพื้นที่ส่วนนี้ ทั้งนี้ ต้องมีความต้องการที่มากพอ เพราะมีการกำหนดมูลค่าโครงสร้างในเบื้องต้นไว้แล้ว แต่ถ้ามีความต้องการไม่ถึงโครงการจะถูกชะลอออกไป นอกจากนี้ การดำเนินการในครั้งก่อน ทำให้ ธพส. ได้ประมาณค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการบริหารจัดการพื้นที่อาคารโซน c ได้ใกล้เคียงกับสภาพความเป็นจริงได้มากขึ้นกว่าที่ผ่านมา เช่น ค่าใช้จ่ายการซ่อมบำรุงอาคาร การตกแต่งภายในอาคาร และปัจจุบันมีเครื่องมือทางการเงินมีมากขึ้น ธพส. ก็มีทางเลือกมากขึ้น

ภาคผนวก ข

เอกสารความเห็นของหน่วยงานต่างๆ

บริษัท ธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด

1. ด้านเอกสาร

- ผลการศึกษากรณีโครงการสร้างศูนย์ราชการ ถ. แจ้งวัฒนะ
- แผนงานของ บ. ธนารักษ์พัฒนาในการระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์ฯ ปัจจุบันมีโครงการอะไรบ้าง และในอนาคต

2. คำถามสัมภาษณ์

1.การดำเนินการ

- ความเป็นมาของโครงการสร้างศูนย์ราชการ เพราะเหตุใดจึงเลือกแนวทางการระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์แทนการใช้เงินงบประมาณ
- ขั้นตอนการดำเนินการระดมทุนโครงการศูนย์ราชการ เริ่มอย่างไร มีกฎหมาย /ส่วนงานใดบ้างที่เกี่ยวข้อง

- โครงการระดมทุนด้วยการแปลงสินทรัพย์ มีหน่วยงานอื่นๆ ต่างๆที่เข้ามาเกี่ยวข้องมีใครบ้าง เช่น บริษัทที่ปรึกษากฎหมาย บริษัทที่ปรึกษา บริษัทที่ปรึกษาทางการเงิน และสนับสนุนค่าใช้จ่ายอย่างไร

- ๑ มติ ครม.เมื่อ 25 พ.ค.2547 ให้จัดตั้ง บริษัท ธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด (ธพส.)กระทรวงการคลังถือหุ้น 100% และกรมธนารักษ์กำกับดูแล
- ๑ ให้กรมธนารักษ์ตั้งงบประมาณ เพื่อชำระค่าเช่าพื้นที่และค่าเฟอร์นิเจอร์แทนทุกหน่วยงานในโครงการ โดยรัฐสนับสนุนงบประมาณค่าเช่าพื้นที่สำนักงานตลอดอายุสัญญาเช่า 30 ปี
- ๑ ให้ ธพส. ระดมทุนผ่านนิติบุคคลเฉพาะกิจ (โดยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์)
- ๑ จัดทะเบียนจัดตั้ง ธพส. เป็นนิติบุคคลเมื่อ 18 ส.ค.2547
- ๑ ธพส. จัดจ้าง สถาบันวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลัง (สวค.) เมื่อ วันที่ 22 ตุลาคม 2547 เพื่อศึกษาเรื่องการระดมทุนด้วยวิธีแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์
- ๑ จัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจ “บริษัท ดีเอที เอสพีวี จำกัด” เมื่อวันที่ 31 มีนาคม 2548 (ตาม ปพพ.)
- ๑ ธพส. คัดเลือกที่ปรึกษาทางการเงิน ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้และประกันการจำหน่าย (Underwriter) วันที่ 12 พฤษภาคม 2548
- ๑ ธพส. แต่งตั้งคณะกรรมการกำกับดำเนินงานกลุ่ม Underwriter เมื่อวันที่ 30 พฤษภาคม 2548
- ๑ แต่งตั้งคณะทำงาน
 - คณะทำงานด้าน Financial Model
 - คณะทำงานด้านร่างสัญญา
 - คณะทำงานด้าน Credit Rating
 - คณะทำงานด้าน Filing
 - คณะทำงานด้านการตลาด
- ๑ ธพส.จัดจ้างที่ปรึกษากฎหมายและภาษี เมื่อวันที่ 17 มิ.ย.2548 (บริษัท ไวท์ แอนด์ เคส จำกัด)
- ๑ ธพส.จัดจ้างที่ปรึกษาทางการเงิน เมื่อวันที่ 4 ก.ค.2548 (บริษัท ทรินิตี้ แอ็ดไวซอรี่ 2001 จำกัด)

- ๑ ธพส. จัดจ้างที่ปรึกษากฎหมายสำหรับสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ เมื่อวันที่ 1 ส.ค.2548 (บริษัท คูแตร้ บราเธอร์ส จำกัด)
- ๑ ธพส. จัดจ้างสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ
 - บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด เมื่อวันที่ 5 ต.ค.2548
 - บริษัท ฟิทช์ เรตติ้ง (ประเทศไทย) จำกัด เมื่อวันที่ 5 ก.ย.2548
- ๑ ธพส. จัดจ้างที่ปรึกษาด้านบัญชี เมื่อวันที่ 14 ก.ย.2548 (บริษัท เอ็นส์ท แอนด์ ยัง คอร์ปอเรท จำกัด)
- ๑ ทำสัญญาหลัก 6 ฉบับ
 - สัญญาเช่าที่ดินราชพัสดุเพื่อก่อสร้างอาคารและสิ่งปลูกสร้าง เมื่อวันที่ 11 พ.ย.2548
 - สัญญาเช่าที่ดินราชพัสดุเพื่อบริหารอาคารและสิ่งปลูกสร้าง เมื่อ 11 พ.ย.2548
 - สัญญาเช่าพื้นที่อาคาร เมื่อวันที่ 16 พ.ย.2548
 - สัญญาบริการ เมื่อวันที่ 16 พ.ย.2548
 - สัญญาบริการจัดหาเฟอร์นิเจอร์ เมื่อวันที่ 16 พ.ย.2548
 - สัญญาโอนสิทธิเรียกร้อง เมื่อวันที่ 17 พ.ย.2548
- ๑ ธพส. และ DADSPV ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน(Filing)ต่อ ก.ล.ต. ครั้งที่ 1 เมื่อวันที่ 17 ต.ค.2548
- ๑ ธพส.และ DADSPV ยื่นขออนุมัติโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์และแบบคำขออนุญาตเสนอขายหุ้นกู้ที่ออกใหม่ตามโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ต่อ ก.ล.ต. เมื่อวันที่ 1 พ.ย.2548
- ๑ ก.ล.ต.อนุมัติโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ วันที่ 18 พ.ย.2548
- ๑ ก.ล.ต.อนุมัติแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน (Filing) วันที่ 18 พ.ย.2548
- ๑ ขายหุ้นกู้ครั้งที่ 1 จำนวน 10,300 ลบ. เมื่อวันที่ 29 พ.ย.2548
- ๑ ธพส. และ DADSPV ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน(Filing)ต่อ ก.ล.ต. ครั้งที่ 2 เมื่อวันที่ 14 ก.ย.2549
- ๑ ก.ล.ต.อนุมัติแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน (Filing) วันที่ 6 ต.ค.2549
- ๑ ขายหุ้นกู้ครั้งที่ 2 จำนวน 8,200 ลบ. เมื่อวันที่ 17 ต.ค.2549
- ๑ ธพส. และ DADSPV จะยื่น Filing ต่อ ก.ล.ต.ครั้งที่ 3 ประมาณเดือน ก.ย.- ต.ค. 2550
- ๑ ขายหุ้นกู้ครั้งที่ 3 จำนวน 5,499.9 ลบ. เมื่อวันที่ 20 พ.ย. 2550
- ๑ จัดจ้าง
 - ผู้บริหารจัดการโครงการ (CMSL)
 - ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ (BBL)
 - นายทะเบียนผู้ถือหุ้นกู้และ ตัวแทนชำระเงิน (TMB)
 - ผู้จัดการการจัดจำหน่ายและ รับประกันการจำหน่าย
 - ผู้จัดอันดับความน่าเชื่อถือ (TRIS,FITCH)
 - ผู้สอบบัญชี (E&Y)

การเลือกระดมทุนด้วยวิธี Securitization มีเหตุผลเพื่อเป็นการพัฒนาตลาดตราสารทางการเงิน และส่งเสริมการออมของประชาชนตามนโยบายรัฐบาล โดยการออกหุ้นกู้ระยะยาว 7-20 ปี ขายให้ประชาชนทั่วไป การออกหุ้นกู้ด้วยวิธีนี้กระทรวงการคลังไม่ต้องค้าประกันและไม่เป็นหนี้สาธารณะตาม พ.ร.บ.การบริหารหนี้สาธารณะ พ.ศ.2548

2.โครงการใหม่

- การขยายโครงการโซน C จะใช้วิธีการระดมทุนโดยการแปลงสินทรัพย์ฯ มีความคืบหน้าอย่างไร
- มีแผนงาน/โครงการ ที่ธพส. จะดำเนินการอีกในปัจจุบันและอนาคต และจะใช้วิธีการระดมทุนจากไหน เพราะอะไร และปัจจุบันมีความคืบหน้าอย่างไร เช่น โครงการย้ายคุกที่คลองเปรม โครงการบ้านนารักษ์ และจะระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์ฯ หรือไม่ และขณะนี้กำลังมีการแก้ไขกฎหมายใหม่ มีแผนจะดำเนินการอย่างไร
- ปัจจุบันมีโครงการใดบ้างที่มีผลกรณีศึกษาไว้แล้วหรือไม่
- ในอนาคตถ้ามีโครงการอื่นอีก ธพส. จะต้องศึกษาความเป็นไปได้ในการระดมทุนอย่างไร ต้องมีขนาดลงทุนเท่าไร ธพส. จึงจะเข้าไปทำ (ทำในพื้นที่ราชพัสดุเท่านั้นใช่หรือไม่) หรือการระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์ต้องมีโครงการขนาดใดจึงจะคุ้มทุน

โซน C และ ศาลปกครองสูงสุด ครั้งที่ 2

3.ปัญหาอุปสรรค

- ปัจจัยสำคัญที่ทำให้โครงการศูนย์ราชการสามารถดำเนินการระดมทุนด้วยวิธี SPV ประสบความสำเร็จ และหากสำเร็จจริง ทำไมจึงไม่มีโครงการลงทุนภาครัฐดำเนินการอีก หรือหากมีอุปสรรคปัญหาสิ่งนั้นคืออะไร และควรแก้อย่างไร
- มีความเห็นว่าโครงการลงทุนภาครัฐควรมีลักษณะอย่างไรจึงจะเหมาะกับ SPV และควรมีขนาดเท่าใด
- ขั้นตอนวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ควรแก้ไขปรับปรุงอย่างไร ขอความเห็น เช่น การคุ้มครองผู้ลงทุน ขาดหน่วยงานประเภทใด

เปรียบเทียบต้นทุนด้านการปฏิบัติงานเกี่ยวกับการใช้เงินงบประมาณหรือเงินกู้ กับการระดมทุนด้วยวิธี SPV กรณีโครงการสร้างศูนย์ราชการ

เงินงบประมาณหรือจ่ายเงินกู้	SPV	ข้อสังเกต
<ul style="list-style-type: none"> - จ้างบริษัทที่ปรึกษาศึกษาความเป็นไปได้ของโครงการและมูลค่าโครงการ - ขนาดโครงการใหญ่ต้องมีการอนุมัติจากสภาพัฒน์ โดยมีประเด็นสนับสนุนจาก <ul style="list-style-type: none"> - แนวทางการระดมทุน - จ้างบริษัทที่ปรึกษาวิเคราะห์ความเป็นไปได้ - จ้างที่ปรึกษาด้านสิ่งแวดล้อม - ภาระการคลังด้านเงินงบประมาณ (เงินต้น+ ดอกเบี้ย) <p>การตั้งงบประมาณผูกพันทุกปีระยะสั้น</p>	<ul style="list-style-type: none"> - จ้างบริษัทที่ปรึกษาศึกษาความเป็นไปได้ของโครงการและมูลค่าโครงการ - จ้างที่ปรึกษาด้านการระดมทุน - จ้างบริษัทที่ปรึกษาทางการเงิน - จ้างบริษัทที่ปรึกษาด้านกฎหมาย - จ่ายค่าขึ้นแบบโครงการ - จ้างที่ปรึกษาโครงการก่อสร้าง - จ้าง Underwriter เพื่อขายตราสาร - จ้างที่ปรึกษาบริษัทเครดิตเรตติ้ง - จ้างบริษัท/สถาบันการเงินที่จะค้าประกันตราสารหรือสำรองจ่ายเงินกรณีฉุกเฉิน - กู้ยืมเงินระยะสั้นจากสถาบันการเงินเพื่อสำรองจ่ายในช่วงแรกระหว่างการก่อสร้างอาคาร (ยังสร้างไม่เสร็จ ก็ยังเก็บค่าเช่าไม่ได้) หรือทางด่วน (ยังสร้างไม่เสร็จ ก็ยังเก็บค่าผ่านทางไม่ได้) แต่หากเป็นกรณีที่มีสนามบิน 2 แห่ง อาจเอารายได้จากสนามบิน A มาแปลงๆ เพื่อเอาเงินไปปรับปรุงก่อสร้างขยายสนามบิน B ได้เลย <p>1. สามารถดำเนินการได้เลยแม้มีงบประมาณเล็กน้อย 2. ไม่เป็นหนี้สาธารณะ</p>	<p>การจ่ายเป็นค่าเช่าไม่ใช่หนี้สาธารณะ</p>

ธนาคารแห่งประเทศไทย

1. แนวทางการพัฒนาธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ในประเทศไทย

1.1 ปัญหาและสาเหตุที่ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไม่แพร่หลายในประเทศไทย และไม่ถูกนำไปใช้ประโยชน์ทางเศรษฐกิจเพราะเหตุใด

1. ด้านผู้มีสินทรัพย์ (Supply)

(1) สิทธิประโยชน์ต่าง ๆ ภายใต้อ.พ.ร.ก.ฯ เอื้อต่อการทำ securitization ของสถาบันการเงินในระดับหนึ่ง แต่สถาบันการเงินไม่มีแรงจูงใจที่จะทำ เนื่องจาก

- ปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยในตลาดค่อนข้างต่ำ สถาบันการเงินมีสภาพคล่องสูง และยังสามารถระดมทุนจากเงินฝากได้โดยมีต้นทุนต่ำกว่า ทำให้ไม่จำเป็นต้องทำ securitization เพื่อจัดหาเงินทุนเพิ่ม ซึ่งมีต้นทุนในการดำเนินการค่อนข้างสูง โดยต้นทุนที่สำคัญ ได้แก่ 1. Legal services 2. Accounting services 3. Guarantee and other enhancement fees และ 4. Rating agency fees เป็นต้น
- การขาย Performing Loan ทำให้ NPL ratio ของสถาบันการเงินเพิ่มขึ้น จึงไม่จูงใจที่จะทำ securitization

(2) ผู้ระดมทุนอื่นที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน ส่วนใหญ่ไม่ได้ต้องการสิทธิประโยชน์ตาม อ.พ.ร.ก.ฯ จึงนิยมที่จะออกหุ้นกู้ตามเกณฑ์ปกติมากกว่าออกหุ้นกู้ตาม อ.พ.ร.ก.ฯ เนื่องจากมีขั้นตอนไม่มากและไม่ซับซ้อน

2. ด้านผู้ลงทุนในตราสาร (Demand)

(1) ฐานของผู้ลงทุนในตราสารยังคงไม่กว้างมากนัก

(2) ความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับตราสาร securitization ของผู้ลงทุนยังอยู่ในวงจำกัด เนื่องจากรูปแบบที่ซับซ้อนของตราสาร รวมทั้งอาจมี perception ในทางลบจากปัญหาวิกฤตปัญหา subprime ในอเมริกาที่มีสาเหตุส่วนหนึ่งจากการออกตราสารประเภท collateralized bond ส่งผลต่อความเชื่อมั่นและการลงทุนในตราสารที่ทำโดยวิธี securitization

(3) นักลงทุนในประเทศยังไม่คุ้นเคยกับการ pricing ให้เหมาะสมกับความเสี่ยงของตราสาร ไม่ได้ให้ value กับหลักประกันมาก ทำให้ผู้ออกไม่ได้ cost saving ในการระดมทุนที่คุ้มค่าเมื่อเทียบกับ unsecured bonds

(4) นักลงทุนสถาบันอาจยังมีข้อจำกัดในการลงทุนในตราสาร securitization ขณะที่รายย่อยมอง absolute yield เป็นหลัก และอาจสนใจลงทุนในตราสารที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าและมีความเสี่ยงมากกว่า

1.2 แนวโน้มในอนาคต ปัจจัยใดที่จะส่งผลให้ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ได้รับความนิยมเพิ่มขึ้นหรือถูกนำไปใช้ประโยชน์มากขึ้น หรือหากจะไม่ได้ได้รับความนิยมเพิ่ม เพราะเหตุใด

ปัจจุบันมีการปรับปรุงมาตรฐานสากลในการกำกับดูแลสถาบันการเงินในหลายเรื่อง ซึ่งหากหลักเกณฑ์เหล่านั้นถูกนำมาบังคับใช้ในประเทศไทย อาจทำให้ต้นทุนในการดำรงเงินกองทุน และการดำรงสภาพคล่องของสถาบันการเงินเพิ่มสูงขึ้น และอาจส่งผลให้สถาบันการเงินพิจารณาขายสินทรัพย์ออกไป เพื่อเป็นการลดภาระทางด้านต้นทุน

การปรับปรุงหลักเกณฑ์ของ ธปท. – Basel Committee on Banking Supervision ได้กำหนดหลักเกณฑ์การกำกับดูแลใหม่เพิ่มเติมในเรื่องการดำรงเงินกองทุนสำหรับธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ (securitization) ซึ่งหลักเกณฑ์ดังกล่าวจะกำหนดวิธีการคำนวณเงินกองทุนเพื่อรองรับความเสี่ยงของธุรกรรม securitization ไว้อย่างชัดเจน ซึ่งจะสะท้อนความเสี่ยงและการดำรงเงินกองทุนในแต่ละลำดับขั้นของตราสาร securitization ได้ดียิ่งขึ้น ทั้งนี้ ธปท. อยู่ระหว่างพิจารณาว่าหลักเกณฑ์ดังกล่าวมีความเหมาะสมและสามารถสะท้อนความเสี่ยงของธุรกรรมดังกล่าวในประเทศไทยหรือไม่ เพื่อจะได้นำมาปรับใช้ให้เหมาะสมกับลักษณะธุรกรรมในประเทศไทยต่อไป

ในอนาคต ปัจจัยที่จะทำให้การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ได้รับความนิยมเพิ่มขึ้นหรือถูกนำไปใช้ประโยชน์มากขึ้นคือ

1. การบังคับใช้หลักเกณฑ์ Basel III ทำให้สถาบันการเงินต้องดำรงสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงขึ้น ซึ่งอาจส่งผลให้การทำ securitization เป็นทางเลือกหนึ่งที่สถาบันการเงินสามารถใช้เพื่อปรับโครงสร้างของสินทรัพย์ได้ในอนาคต
2. การแข่งขันในธุรกิจด้านการบริการทางการเงินที่เข้มข้นขึ้น ทำให้สถาบันการเงินต้องปรับตัวโดยการบริหารสินทรัพย์ที่มีอยู่ให้ดียิ่งขึ้น เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน ทั้งนี้การทำ securitization ทำให้สถาบันการเงินมีสภาพคล่องเพิ่มขึ้น ลดการพึ่งพาเงินฝาก ช่วยกระจายความเสี่ยงในด้านแหล่งที่มาของเงินทุน
3. สินเชื่อบัตรเครดิต สินเชื่อบ้าน และสินเชื่อรถยนต์ ซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่มีศักยภาพในการนำมาทำ securitization ที่มีปริมาณมาก และมีการขยายตัวเพิ่มขึ้น
4. ความต้องการระดมทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศผ่านโครงการภาครัฐฯ โดยไม่กระทบต่อตัวเลขหนี้สาธารณะมากนัก ทำให้การออกตราสาร securitization (ในกรณีที่ SPV ไม่เป็นรัฐวิสาหกิจ) เป็นเครื่องมือในการระดมทุนของรัฐบาลที่สำคัญ ซึ่งในหลายประเทศก็ได้ใช้วิธีนี้เช่นกัน
5. ประชาชนในประเทศมีความรู้ในผลิตภัณฑ์ทางการเงินมากขึ้น สามารถประเมินความเสี่ยงของตราสารได้อย่างเหมาะสม รวมถึง pricing ให้เหมาะสมกับความเสี่ยงของตราสารได้

6. ตลาดเงินไทยมีระดับการพัฒนาที่มากขึ้น ตลาดรองตราสารหนี้มีความลึก ความกว้างและสภาพคล่องเพิ่ม ทำให้ผู้ลงทุนในตราสารหนี้ securitization สามารถซื้อขายเปลี่ยนมือได้หากต้องการสภาพคล่อง

1.3 ท่านมีข้อมูลหรือข้อเสนอแนะทางการแก้ไขใดบ้าง เพื่อให้ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ฯ สามารถนำไปใช้ในทางเศรษฐกิจมากขึ้น ทั้งภาครัฐ รัฐวิสาหกิจ และเอกชน หรือควรมีแนวทางการกำกับดูแลธุรกรรมเพิ่มเติมที่เหมาะสมอย่างไร

มาตรการที่ภาครัฐฯ อาจพิจารณาดำเนินการเพื่อส่งเสริมการทำ securitization มีดังนี้

1. ส่งเสริมให้มีการพัฒนาฐานข้อมูลที่เป็นในการลงทุนในตราสาร securitization อย่างเพียงพอและเป็นระบบ เพื่อเพิ่มความโปร่งใส และสร้างความเชื่อมั่นในการลงทุน รวมถึงฐานข้อมูลในการติดตามตราสารประเภทดังกล่าวในภาพรวมด้วย
2. เพิ่มการแข่งขัน/เพิ่มความน่าเชื่อถือให้กับบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (credit rating agency) เนื่องจาก อันดับความน่าเชื่อถือมีบทบาทสำคัญในกระบวนการ securitization อันดับหลักทรัพย์มีผลอย่างมากต่อการตัดสินใจของนักลงทุน การสนับสนุนการจัด credit rating ให้กับตราสาร securitization รวมถึงการสร้างสภาพแวดล้อมในอุตสาหกรรมการจัดอันดับ credit rating ของประเทศให้มีการแข่งขัน อาจจะช่วยกระตุ้นในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือถูกลงด้วย
3. ส่งเสริมบริษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย (บตท.) ให้มีบทบาทสำคัญในการพัฒนาตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย และเป็นตัวหลักในการทำ securitization โดย
 - การแก้กฎหมายเพื่อเพิ่มบทบาท อาทิ ให้ บตท. สามารถรับซื้อสินเชื่อจําเองจาก developer's mortgage company และสามารถค้ำประกันสินเชื่อได้ ฯลฯ
 - ทำหน้าที่ในการซื้อสินเชื่อและจัดรวมกลุ่มสินเชื่อให้มีรูปแบบที่ง่ายต่อการทำ securitization
 - สร้างมาตรฐานในการซื้อสินเชื่อที่อยู่อาศัยและกระบวนการวิเคราะห์สินเชื่อ การจัดทำเอกสาร การเรียกเก็บหนี้ และการกำกับดูแล ซึ่งจะช่วยให้ตลาดทุนสำหรับสินเชื่อที่อยู่อาศัยมีการพัฒนาขึ้น
 - เป็นผู้นำในการเก็บข้อมูลเกี่ยวกับสินเชื่อดังกล่าวเพื่อการอ้างอิงในตลาด รวมทั้งร่วมมือกับ ThaiBMA ในการพัฒนาและเผยแพร่ข้อมูลต่อผู้ลงทุน
 - ส่งเสริมธุรกิจการรับประกันความเสี่ยงของสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย (Mortgage Insurance) เพื่อเป็นเครื่องมือหนึ่งในการบริหารความเสี่ยงสินเชื่อ โดยจะช่วยลดความเสี่ยงที่อาจจะเกิดจากการผิดนัดชำระหนี้ของลูกค้าหนี้ได้

4. การให้ความรู้แก่ผู้ลงทุนอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากผู้ลงทุนไทยยังมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับธุรกรรม securitization ค่อนข้างจำกัด ทำให้การประเมินความเสี่ยง รวมถึงการเตรียมการรับความเสี่ยงจากการลงทุนในตราสารดังกล่าวยังคงคลาดเคลื่อนจากความเป็นจริง

5. การเพิ่มความน่าเชื่อถือของตราสาร (credit enhancement) เนื่องจากผู้ลงทุนส่วนใหญ่ นิยมตราสารที่มีการทำ credit enhancement โดยวิธีการค้ำประกันโดยรัฐบาลหรือบริษัทรับประกันทางการเงิน (financial guarantor) ที่ได้รับ rating ในอันดับ AAA ซึ่งการค้ำประกันโดยบริษัทรับประกันทางการเงินดังกล่าวจะช่วยให้ตราสาร securitization ของไทยได้รับอันดับความน่าเชื่อถือที่ดี

6. ศึกษาข้อจำกัดของนักลงทุนสถาบันในการลงทุนในตราสาร securitization และพิจารณาแนวทางที่จะทำให้สามารถลงทุนได้เพิ่มขึ้นภายใต้การบริหารความเสี่ยงที่เหมาะสม

1.4 การส่งเสริมและพัฒนาระบบการค้ำประกันตราสารหนี้หรือตราสารทางการเงินในประเทศไทย จะมีผลต่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทยหรือไม่อย่างไร

การส่งเสริมและพัฒนาระบบการค้ำประกันตราสารหนี้จะเป็นส่วนหนึ่งที่ช่วยในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ เนื่องจากมาตรการดังกล่าวจะช่วยส่งเสริมให้ผู้ที่ต้องการออกตราสารหนี้สามารถระดมทุนด้วยต้นทุนที่ต่ำลง และเมื่อมีการออกตราสารหนี้ในตลาดแรกมากขึ้นก็จะส่งผลให้ตลาดรองตราสารหนี้มีความคล่องตัวเพิ่มขึ้นด้วย ซึ่งสามารถเห็นตัวอย่างจากต่างประเทศ เช่น เกาหลีใต้ และ มาเลเซีย ที่มีมาตรการด้านการค้ำประกันตราสารหนี้

1.5 กรณีที่หน่วยงานของท่านเกี่ยวข้องหรือเคยเกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลควบคุม/หรือ ดำเนินการ/หรือเตรียมดำเนินการ/หรือให้คำปรึกษา เกี่ยวกับการนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ฯ เพื่อใช้ในการระดมทุน ท่านได้ประสบปัญหาด้านบวกและลบอย่างไร ทั้งในภาพรวมหรือเฉพาะกรณี

สถาบันการเงินยังไม่มีความต้องการที่จะออกตราสาร securitization ด้วยเหตุผลที่ระบุในข้อ 1.1 และปัญหาสภาพคล่องในตลาดรองที่มีไม่มาก ส่งผลให้ต้นทุนการออกตราสารหนี้สูงและไม่ดึงดูดที่จะระดมทุนผ่านช่องทางดังกล่าว

ในส่วนของ ธปท. ได้มีการอนุญาตให้สถาบันการเงินสามารถทำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์ได้ตั้งแต่ปี 2541 และได้ออกหลักเกณฑ์การกำกับดูแลการทำธุรกิจต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง กับ ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ของสถาบันการเงินเมื่อปี 2549 เพื่อให้สอดคล้องกับพัฒนาการของตลาด การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์และดูแลความเสี่ยงด้านต่าง ๆ โดยในปัจจุบันหลักเกณฑ์ที่ใช้ในการ กำกับดูแลธุรกรรมดังกล่าว กำหนดไว้ในประกาศธนาคารแห่งประเทศไทย ที่ ธปท. สนส. 08/2551 เรื่อง การอนุญาตให้สถาบันการเงินประกอบธุรกิจการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งอนุญาตให้ สง. ทำหน้าที่ต่างๆ ในโครงการ securitization ได้ เช่น การเป็นผู้ขายสินทรัพย์ (originator) ผู้ลงทุน

ในตราสาร securitization ผู้ให้บริการเป็นตัวแทนเรียกเก็บหนี้ (servicer) ผู้ให้สภาพคล่องชั่วคราว แก่ SPV (provider of liquidity facility) และ ผู้จัดจำหน่ายตราสาร (underwriter) เป็นต้น รวมถึง มีการกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขในการประกอบธุรกิจ เช่น หลักเกณฑ์ในการขายสินทรัพย์เพื่อทำ โครงการ securitization การดำรงเงินกองทุนสำหรับสถาบันการเงินที่ทำหน้าที่เป็นผู้ลงทุนใน ตราสาร securitization หรือการเป็นผู้ค้ำประกัน เป็นต้น

ที่ผ่านมาการทำ securitization ในประเทศไทยยังมีน้อยมากและจำกัดอยู่ในกลุ่มของ สถาบันการเงินที่ไม่ได้รับเงินฝากจากประชาชน อย่างไรก็ตาม ธปท. ได้ติดตามพัฒนาการในตลาด securitization ในต่างประเทศมาโดยตลอด และเห็นว่าแม้ว่าการทำ securitization จะเป็น ประโยชน์ต่อสถาบันการเงินหรือองค์กรผู้จัดทำ securitization ทางด้านสภาพคล่องหรือการบริหาร จัดการทรัพย์สินและหนี้ของตน แต่บทเรียนที่ได้จากวิกฤตในต่างประเทศ (วิกฤต subprime) น่าจะมี ประเด็นที่ควรให้ความระมัดระวังในการพัฒนาธุรกรรม securitization ในประเทศไทย เช่น กระบวนการพิจารณาสินเชื่อที่ไม่ได้มาตรฐานเพื่อนำมาทำธุรกรรม securitization รูปแบบการทำ ธุรกรรม securitization ที่มีความซับซ้อน (re-securitization) โดยใช้อนุพันธ์ ทำให้เกิดการกระจุก ตัวของความเสี่ยงประเภทเดียวกัน การล่าช้าของการทำ confirmation ของธุรกรรมอนุพันธ์ รวมถึง การพึ่งพิง Rating โดยไม่มีความรู้ความเข้าใจในความเสี่ยงของธุรกรรม securitization เป็นสาเหตุ หลักที่นำไปสู่การเกิดวิกฤตการทางการเงินในสหรัฐ ซึ่งส่งผลกระทบต่อระบบการเงิน สังคม และ ประชาชนรายย่อยในวงกว้างและจำนวนมาก และเป็นภาระทางการเงินและการคลังจำนวนมากที่ รัฐบาลต้องเข้าทำการแก้ไขและช่วยเหลือ

2. แนวทางหรือข้อสังเกตการนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ประโยชน์ในโครงการลงทุนภาครัฐเพื่อสังคมของกระทรวงการคลัง กรมธนารักษ์

2.4 ปัจจุบันมีเครื่องมือทางการเงินเพื่อระดมทุนโครงการขนาดใหญ่เกิดขึ้นหลายแนวทาง เช่น PPPs กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน กอง REIT และการแปลงสินทรัพย์ฯ ท่านพอจะเสนอแนะเกี่ยวกับข้อได้เปรียบ/เสียเปรียบกันอย่างไร ทั้งโครงการลงทุนของภาคเอกชนและภาครัฐ

ในส่วน of โครงการลงทุนภาครัฐจำเป็นต้องอาศัยเครื่องมือทางการเงินอื่นในการระดมทุน เช่น การแปลงสินทรัพย์ฯ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน กอง REIT รวมถึง PPPs เพื่อแบ่งเบาภาระงบประมาณและลดภาระหนี้สาธารณะ แต่ควรคำนึงถึงข้อดีและข้อเสียของแต่ละช่องทางการระดมทุนด้วย เพราะการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานถือเป็นโครงการขนาดใหญ่และมีสภาพคล่องต่ำ กิจการบางประเภทมีความเสี่ยงต่ำในแง่ผลตอบแทน เพราะจะมีรายได้ที่แน่นอนจากสัญญาสัมปทานระยะยาว เช่น กิจการไฟฟ้าหรือประปา ขณะที่กิจการบางประเภทมีความเสี่ยงสูงเนื่องจากรายได้ขึ้นอยู่กับปริมาณการใช้งานจริง

ข้อดี/ข้อเสียของการระดมทุนแต่ละประเภท

ประเภทการระดมทุน	ข้อดี	ข้อเสีย
1. การแปลงสินทรัพย์ฯ	<ol style="list-style-type: none">1. ไม่นับเป็นหนี้สาธารณะ หากนิติบุคคลเฉพาะกิจ (SPV) ที่จะจัดตั้งขึ้นไม่มีสถานะเป็นหน่วยงานของรัฐหรือรัฐวิสาหกิจ ดังนั้นในการออกหุ้นกู้เพื่อระดมทุน จึงไม่ถือเป็นการก่อหนี้โดยตรงของรัฐ หรือการก่อหนี้ของรัฐวิสาหกิจที่มีรัฐบาลเป็นผู้ค้ำประกัน จึงไม่จัดเป็นหนี้สาธารณะตามนิยามของพระราชบัญญัติการบริหารหนี้สาธารณะ พ.ศ. 25482. ช่วยให้ภาครัฐมีสภาพคล่องสูงขึ้น จากการนำสินทรัพย์สภาพคล่องต่ำมาขาย ทำให้มีเงินทุนหมุนเวียนมากขึ้น ภาครัฐสามารถจัดสรรงบประมาณที่ประหยัดได้ไปใช้ลงทุนในโครงการอื่นๆ3. เป็นการกระจายความเสี่ยงจาก	<ol style="list-style-type: none">1. การแปลงสินทรัพย์ฯ มีโครงสร้างที่ซับซ้อนและขั้นตอนดำเนินการใช้เวลานานกว่าการออกพันธบัตร2. ปัจจุบันนักลงทุนยังไม่คุ้นเคยกับตราสารที่เป็น structured finance และตราสารดังกล่าวยังไม่มีสภาพคล่องมากพอที่จะดึงดูดนักลงทุน3. ความเสี่ยงที่เกิดจากอุปสงค์ของการใช้บริการสาธารณูปโภคภาครัฐ (demand risk) และข้อจำกัดในการปรับค่าบริการสาธารณะหรือค่าธรรมเนียมตามสถานการณ์ อาจส่งผลกระทบต่อกระแสเงินสดในอนาคตของภาครัฐ (ซึ่งเป็นผลตอบแทนของการลงทุน)4. ความเสี่ยงที่นักลงทุนจะถอนก่อนกำหนด หากโครงการล่าช้า โดยเฉพาะโครงการที่ยังก่อสร้าง

ประเภทการระดมทุน	ข้อดี	ข้อเสีย
	<p>แหล่งเงินทุน เนื่องจากมีฐานผู้ลงทุนที่กว้างขึ้น</p> <p>4. เป็นการลดต้นทุน (ในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดค่อนข้างสูง) เนื่องจากตราสารที่เกิดจากกระบวนการแปลงสินทรัพย์ฯ มีอันดับความน่าเชื่อถือสูง เพราะมีหลักทรัพย์ค้ำประกัน และมีการทำ credit enhancement จึงทำให้สามารถระดมทุนได้ในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าในตลาด (อย่างไรก็ตาม สำหรับประเทศไทย ต้นทุนในการดำเนินการ เช่น ค่าบริการด้านบัญชีและกฎหมาย รวมถึงค่าธรรมเนียม credit enhancement ยังคงค่อนข้างสูงในปัจจุบัน)</p>	<p>ไม่แล้วเสร็จ (greenfield project)</p>
2. กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน / กอง REIT	<p>1. ไม่นับเป็นหนี้สาธารณะ เพราะเป็นการระดมทุนโดยการร่วมทุน (equity financing) ระหว่างภาครัฐและภาคเอกชน</p> <p>2. ดึงดูดนักลงทุน เนื่องจากมีการยกเว้นภาษีเงินปันผล/เงินส่วนแบ่งกำไร (เฉพาะกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน ขณะที่กอง REIT ต้องเสียภาษีดังกล่าวในอัตราร้อยละ 10)</p>	<p>1. เหมือนข้อ 3 และ 4 ในประเด็นการแปลงสินทรัพย์ฯ ข้างต้น อย่างไรก็ตาม กลต. กำหนดเกณฑ์ให้ greenfield project ที่ดำเนินการไม่แล้วเสร็จเกินกว่าร้อยละ 30 ของมูลค่าสินทรัพย์รวมของโครงการ จะต้องเสนอขายแก่นักลงทุนรายใหญ่เท่านั้นเป็นจำนวนไม่น้อยกว่า 35 ราย (ช่วยป้องกันความเสี่ยงของนักลงทุนรายเล็ก/กลาง)</p> <p>2. อาจมีต้นทุนสูงกว่าการใช้แหล่งเงินกู้จากพันธบัตรรัฐบาล/เงินกู้รัฐค้ำ/เงินกู้ที่รัฐค้ำให้กู้ต่อ</p>
3. PPPs	<p>1. ไม่นับเป็นหนี้สาธารณะ เพราะเป็นการใช้เงินลงทุนจากภาคเอกชน และช่วยโอนความเสี่ยงจากภาครัฐไปสู่ภาคเอกชน (ในส่วนของเอกชนรับผิดชอบ)</p> <p>2. แบ่งเบาภาระด้านต้นทุนของภาครัฐ เนื่องจากภาคเอกชนสามารถส่งมอบงาน/บริหารงานที่มีประสิทธิภาพได้ในต้นทุนที่ต่ำกว่ารัฐลงทุน/บริหารงานเอง</p> <p>3. เอกชนจะช่วยผลักดันการศึกษา</p>	<p>1. ความเสี่ยงที่เกิดจากอุปสงค์ของการใช้บริการ อาจทำให้ภาครัฐต้องชดเชยรายได้แก่เอกชน (demand risk)</p> <p>2. ความเสี่ยงที่เกิดจากการที่ภาคเอกชนไม่สามารถปฏิบัติตามคุณภาพและมาตรฐานการบริการที่กำหนดไว้ (performance risk)</p> <p>3. ความเสี่ยงที่จะเกิดเป็นภาระทางการคลัง (contingent</p>

ประเภทการระดมทุน	ข้อดี	ข้อเสีย
	ความเป็นไปได้ของโครงการ กระบวนการลงทุน และการ ดำเนินโครงการที่มีประสิทธิภาพ มากขึ้น	liabilities) ในกรณีที่ภาคเอกชน ประสบปัญหาด้านการเงินหรือ ปัญหาในการบริหารจัดการ โครงการ

การเลือกระดมทุนทุกประเภทข้างต้น ควรใช้กับโครงการลงทุนภาครัฐที่มีผลตอบแทนทาง
การเงินสม่ำเสมอ หากโครงการมีแนวโน้มที่จะมีกระแสเงินสดในอนาคตที่สม่ำเสมอและสามารถ
คาดการณ์ได้ จะยิ่งช่วยดึงดูดนักลงทุน/ผู้ประกอบการ การลงทุนประเภทที่ 1 และ 2 เหมาะสำหรับ
โครงการที่รัฐบาลมีความสามารถดำเนินการได้อย่างมีประสิทธิภาพ ขณะที่ประเภท 3 เหมาะ
สำหรับโครงการที่รัฐไม่สามารถดำเนินการเองได้ ส่วนโครงการที่ไม่ก่อให้เกิดกระแสรายได้แต่มี
ผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจสูง ยังควรต้องพึ่งพาเงินงบประมาณหรือเงินกู้มาดำเนินการ

การระดมทุนผ่านตลาดทุนถือเป็นการพัฒนาตลาดการเงินอีกทางหนึ่ง เพราะทำให้มี
เครื่องมือทางการเงินระยะยาวที่หลากหลายขึ้น (ปัจจุบันนักลงทุนสถาบันส่วนใหญ่ลงทุนใน
พันธบัตรภาครัฐ) และช่วยระดมเม็ดเงินลงทุนจากต่างประเทศได้ นอกจากนี้ ยังเป็นการกระจาย
ความเสี่ยงออกจากระบบธนาคารพาณิชย์ โดยการลดการพึ่งพาสินเชื่อและเงินลงทุนจากระบบ
ธนาคารพาณิชย์ ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงจากการกระจุกตัวของสินเชื่อ (concentration risk) เพื่อ
การลงทุนในโครงการขนาดใหญ่ได้

บมจ. ธนาคารกรุงไทย

1.1 ปัญหาและสาเหตุที่ธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไม่แพร่หลายในประเทศไทย

- 1) ความน่าเชื่อถือหรือคุณภาพของทรัพย์สินที่นำมาทำ securitization
- 2) ขั้นตอนการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสาร securitization นั้นๆ โดยเฉพาะในกรณีที่เจ้าของทรัพย์สินไม่ได้เข้ามาเป็น Liquidity Provider หรือจัดหาสถาบันการเงินเข้ามาค้ำประกันรายได้ให้กับหุ้นกู้นั้นๆ
- 3) ขั้นตอนและกระบวนการออกยุ่งยากกว่าการออกหุ้นกู้ทั่วไป ใช้เวลาทำมากกว่า
- 4) ค่าใช้จ่ายในการออกสูงกว่าการออกหุ้นกู้ทั่วไป
- 5) อาจมีค่าใช้จ่ายด้านภาษีเพิ่มขึ้น ในการโอนทรัพย์สินเข้า SPV และช่วงที่ SPV โอนคืนให้กับเจ้าของทรัพย์สินเดิม
- 6) ความรู้ความเข้าใจในการลงทุนในหุ้นกู้แบบ securitization ของทั้งนักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนประชาชนทั่วไปค่อนข้างจำกัด
- 7) ตลาดเมืองไทย Securitization มีขนาดเล็ก เนื่องจากนักลงทุนยังขาดความรู้ความเข้าใจ ยกตัวอย่างเช่น บริษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย (SMC)
- 8) เกณฑ์ทางบัญชียังไม่ชัดเจน
- 9) สำหรับธนาคาร Originator ธนาคารที่เป็นเจ้าของสินทรัพย์ มีทางเลือกในการระดมทุนทางอื่นที่มีสภาพคล่องสูง ต้นทุนการเงินต่ำ จึงไม่เห็นความจำเป็นต้องนำสินทรัพย์มาทำ securitization
- 10) สำหรับธนาคาร Originator หากเป็นการขายสินเชื่อดี หรือ Performing Loans ออกไปแทน NPL ก็จะทำให้ NPL ratio สูงเพิ่มขึ้นอีก จึงไม่เกิดแรงจูงใจที่จะทำ Securitization ตลอดจน สถาบันการเงินมีทางเลือกอื่นในการแก้ปัญหา เช่น มีการจัดตั้งบริษัทบริหารสินทรัพย์สถาบันการเงินหรือ AMC เพื่อรับซื้อ NPL ไปบริหาร ซึ่งมีความคล่องตัวในการเข้าไปบริหารลูกหนี้มากกว่า SPV

1.2 แนวโน้มในอนาคต ปัจจัยใดที่จะส่งผลให้ธุรกรรมได้รับความนิยมเพิ่มขึ้นหรือถูกนำไปใช้ประโยชน์มากขึ้น

- 1) ภาครัฐส่งเสริมให้ประชาชนมีส่วนร่วมในการลงทุนในหุ้นกู้แบบ securitization ให้มากขึ้น โดยเฉพาะที่ออกโดยหน่วยงานของรัฐซึ่งมีความเสี่ยงค่อนข้างต่ำ เช่นจำหน่ายหุ้นกู้แบบ public offering
- 2) ภาครัฐอาจจะต้องมีมาตรการด้านภาษีเข้ามาสนับสนุนในการออก securitization
- 3) เกณฑ์ทางบัญชีที่ชัดเจน ว่า กรณีใด ทรัพย์สินส่วนใด สามารถ off balance sheet ได้จากการทำ Securitization
- 4) สำหรับธนาคาร Originator เกณฑ์การกำกับเงินกองทุนของ ธปท. ที่ไม่ทำให้ธนาคารที่เป็น Originator มี Capital charge สูงกว่าไม่ได้ทำ Securitization กรณีที่เป็น Plain structure
- 5) สำหรับธนาคาร Originator เกณฑ์การกำกับ ธปท. ในปัจจุบันนี้ที่ทำให้ต้นทุนของ Asset-Liability mismatch สูงขึ้น หรือ แนวทางการกำกับดูแลสภาพคล่อง Liquidity rule ทำให้ธนาคารต้องพิจารณา Funding source ที่เหมาะสมสำหรับการปล่อยสินเชื่อระยะยาวอยู่แล้ว ดังนั้นเกณฑ์ securitization ควรต้องเตรียมไปในทิศทางเดียวกัน

บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด

1.1 เหตุที่ securitization ไม่เป็นที่แพร่หลายในประเทศไทยเนื่องจาก

- โครงสร้างที่ซับซ้อนทำให้ยากแก่การเข้าใจสำหรับผู้ลงทุน ทำให้ผู้ลงทุนต้องการผลตอบแทนที่ค่อนข้างสูงกว่าตราสารหนี้ที่ทั่วไปที่มีอันดับเครดิตเดียวกัน จึงไม่คุ้มสำหรับผู้ออกตราสาร
- การออกตราสารในครั้งแรกมีขั้นตอนมากกว่าการออกตราสารหนี้ทั่วไป ทำให้ผู้ออกตราสารรู้สึกยุ่งยาก
- สภาพคล่องในระบบธนาคารยังมียุคค่อนข้างมาก ทำให้ผู้ประกอบการไม่มีความจำเป็นต้องออกตราสารที่ซับซ้อน
- ตราสารไม่เป็นที่นิยม ทำให้ขาดสภาพคล่อง ในส่วนของธุรกรรมที่ต้องมีการใช้ข้อมูลสถิติ เช่น สินเชื่อบ้าน ไม่มีข้อมูล default rate, recovery rate, prepayment ของหน่วยงานกลางที่เปิดเผยทำให้ไม่สามารถสร้าง benchmark ที่น่าเชื่อถือในการประเมินความเสี่ยง
- วิกฤต subprime ในปี 2008-09 ส่งผลให้ธุรกรรมนี้ลดน้อยไปเกือบทุกประเทศ

1.2 หากสภาพคล่องในระบบลดลงก็อาจมีความจำเป็นที่ธนาคารจะระดมทุนโดยการออกตราสารประเภทนี้เพิ่มมากขึ้น นอกจากนี้หากต้นทุนในการระดมทุนโดยวิธีนี้ถูกกว่าการออกตราสารหนี้ปกติก็จะมีผู้เสนอออกตราสารมากขึ้น

1.3 ควรกำหนดให้มีมาตรฐานการเก็บข้อมูลสถิติของระบบสถาบันการเงินที่สามารถนำไปใช้ได้ภายในประเทศที่พัฒนาแล้วแบบ ประเทศออสเตรเลีย อเมริกา

1.4 การค้าประกันในช่วงแรกมีความจำเป็นเพื่อให้ธุรกรรมเกิดได้ เมื่อผู้ลงทุนมีความคุ้นเคยมากขึ้น และระบบมีข้อมูลสถิติที่เพียงพอในอนาคตผู้ประกอบการก็จะสามารถออกตราสารที่ไม่ต้องมีการค้าประกันได้

1.5 ปัญหาที่พบส่วนใหญ่คือ ผู้ออกตราสารหรือ originator ไม่มีข้อมูลทางสถิติที่เพียงพอสำหรับใช้ในการประเมิน default rate หรือ recovery rate ประกอบกับผู้ลงทุนไม่มีความเข้าใจในตราสารทำให้ต้องการ coupon rate ที่สูง ตย. เช่น การออกตราสารหนี้ที่มีกองสินเชื่อบ้านหมุนหลัง (MBS) ของ SMC ซึ่งมีทั้งสินเชื่อบ้านและ มีการค้าประกันหมุนหลัง ผู้ลงทุนก็ยังต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าปกติ

2 แนวทางในการนำธุรกรรม securitization ไปใช้ประโยชน์ในโครงการลงทุนภาครัฐ

2.1 ควรเป็นโครงการที่มีความมั่นคง มีผลประโยชน์ระยะหนึ่ง มีข้อมูลทางสถิติที่ชัดเจน

2.2 ปัญหาสำหรับโครงการก่อสร้างอาคารที่ผ่านมา เช่น โครงการศูนย์ราชการที่แจ้งวัฒนะ เห็นได้ชัดว่าภาครัฐไม่สามารถควบคุมการก่อสร้างให้เสร็จในเวลาที่กำหนด การพัฒนาพื้นที่เพื่อการพาณิชย์ทำไม่ได้ตามเป้าที่วางไว้ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความเพียงพอของค่าใช้จ่ายที่จะนำมาดูแลพื้นที่ส่วนกลาง การเบิกจ่ายงบประมาณได้รับผลกระทบจากปัญหาการเมือง

2.3 ประเด็นที่ควรปรับปรุงคือ ในกรณีที่เป็นโครงการภาครัฐ ควรมีการประสานงานระหว่างหน่วยงานเช่น กลต. กรมสรรพากร กรมที่ดิน อย่างชัดเจนและเป็นอันหนึ่งอันเดียวกัน

2.4 การใช้ตลาดทุนเป็นแหล่งระดมเงิน สำหรับโครงการที่ยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นซึ่งมีความเสี่ยงจะเหมาะสมมากกว่า ส่วนโครงการที่มีผลการดำเนินงานระยะหนึ่งแล้วก็สามารถระดมทุนโดยใช้ตราสารหนี้ได้

บลจ. เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน)

ความเห็นเรื่องแนวทางการพัฒนาธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์และการนำไปใช้ประโยชน์ใน
โครงการลงทุนภาครัฐเพื่อสังคมของกระทรวงการคลัง กรมธนารักษ์

1.1 ปัญหาที่ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไม่แพร่หลายในประเทศไทยนั้นอาจจะเป็นเพราะสาเหตุดังนี้

1. รายละเอียดของตราสารที่เป็น Securitization นั้น ส่วนใหญ่มีความซับซ้อน และส่วนใหญ่มีการเปิดเผยข้อมูลของสินทรัพย์ค่อนข้างจำกัดทำให้การวิเคราะห์ความน่าเชื่อถือทำได้ค่อนข้างจำกัด ต่างจากการลงทุนในหุ้นที่ทั่วไปที่สามารถวิเคราะห์ให้ผู้ออกตราสารได้ง่าย มีงบการเงินย้อนหลังให้ศึกษา นอกจากนี้การวิเคราะห์กระแสเงินสดของตราสาร Securitization ยังมีความไม่แน่นอน ทำให้นักลงทุนอาจจะไม่ค่อยสนใจที่จะลงทุนเนื่องจากการคำนวณราคาและระบบการลงทุนอาจจะไม่ได้มีการรองรับ
2. จากการที่ตราสารประเภท Securitization มีการออกมาในตลาดค่อนข้างน้อย ทำให้นักลงทุนไม่คุ้นเคย ไม่มีความรู้ที่ลึกซึ้งในตราสารประเภทนี้ และทำให้ไม่สามารถประเมินอัตราผลตอบแทนที่ควรได้รับเทียบเคียงกับตราสารเดิมที่เคยมีในตลาดได้ ทำให้ไม่ค่อยมีกิจกรรมซื้อ-ขายในตลาดรอง เป็นอุปสรรคต่อนักลงทุนในเรื่องของสภาพคล่องและการตีราคาหลักทรัพย์ในตลาดรอง (Mark to market)

1.2 แนวโน้มในอนาคตสำหรับตราสาร Securitization นั้นอาจจะได้รับค่านิยมมากขึ้นหรือน้อยลงนั้นขึ้นอยู่กับผู้ออกตราสารว่าสามารถออกตราสารได้สม่ำเสมอหรือไม่ อัตราผลตอบแทนที่เสนอขายนั้นดึงดูดนักลงทุนได้หรือไม่เมื่อเทียบกับการลงทุนประเภทอื่นที่ความเสี่ยงใกล้เคียงกัน และสภาพคล่องของตราสารมีมากน้อยเพียงไร

ในขั้นตอนของการพัฒนาตลาด securitization อาจจะมีการมีความจำเป็นที่ทางหน่วยงานภาครัฐจะเข้ามาให้การสนับสนุนทางด้านสภาพคล่องในตลาดรอง และควรมีการอบรมให้ความรู้แก่นักลงทุนเกี่ยวกับการลงทุนในตราสาร Securitization อย่างลึกซึ้งเพื่อให้ นักลงทุนเข้าใจอย่างถ่องแท้ถึงโครงสร้างตราสาร ทั้งในด้านที่มาของผลตอบแทนที่ ความหวัง ความเสี่ยงจากการลงทุน ความรู้ด้านกฎหมาย และ สิทธิประโยชน์ทางภาษี เป็นต้น

1.3 ขอเสนอให้มี Feature มาตรฐานของตราสารประเภท Securitization เพื่อที่จะทำให้เป็นมาตรฐานของตราสาร ทำให้ลดขั้นตอนการวิเคราะห์ Feature ของตราสารลง และให้เปิดเผยข้อมูลของสินทรัพย์และงบการเงินของ SPV อย่างรวดเร็วและเป็นประจำเพื่อช่วยให้สามารถติดตามผลการดำเนินงานได้ทันทั่วทั้ง และให้ Rating Agency เปิดเผย Assumptions สำคัญในการให้ Rating ด้วย

1.4 มีแนวโน้มที่จะทำให้ตลาดตราสารหนี้พัฒนามากขึ้นและทำให้มีการออกตราสารใหม่ๆ มากขึ้น โดยเฉพาะผู้ออกตราสารที่ไม่ได้รับการจัดอันดับเครดิตหรืออันดับเครดิตไม่ดี

2.1 ลักษณะโครงการที่เหมาะสมสำหรับทำ Securitization อาจจะต้องมีขนาดโครงการที่ขนาดใหญ่พอสมควร เช่น หนึ่งหมื่นล้านบาทขึ้นไป เพื่อให้ตราสารที่ออกมามีปริมาณมากพอซึ่งจะทำให้ตราสารมีสภาพคล่องในตลาดรอง นอกจากนี้ถ้ามีการค้ำประกันโดยภาครัฐ หรือเป็นการเอาสินทรัพย์ที่มี Track Record ที่ดีมาเป็นสินทรัพย์จะทำให้ประสบความสำเร็จได้ง่าย และหน่วยงานภาครัฐควรจะเข้ามาให้การสนับสนุนทางด้านสภาพคล่องในตลาดรองเพื่อการผลักดันให้ตลาดเติบโตขึ้นในอนาคต

2.2 อุปสรรคที่สำคัญคือการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (โดยเฉพาะดำเนินงานโดยภาครัฐ) นั้นอาจจะมีภาระค่าเช่าและการบริหารสินทรัพย์ที่ทำได้ไม่ดีส่งผลถึงประสิทธิภาพของสินทรัพย์นั้น ซึ่งจะทำให้กระทบต่อคุณภาพตราสารและผู้ถือตราสารได้

2.3 -

2.4 -

2.5 -

การเคหะแห่งชาติ

1. แนวทางการพัฒนาธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ในประเทศไทย

1.1 ปัญหาและสาเหตุที่ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไม่แพร่หลายในประเทศไทยและไม่ถูกนำไปใช้ประโยชน์ทางเศรษฐกิจ เพราะเหตุใด

- ธุรกรรม Securitization มีโครงสร้างซับซ้อนและต้นทุนทางการเงินสูงกว่าการกู้เงินประเภทอื่น
- คุณภาพของสินทรัพย์ที่นำมาแปลงสภาพต้องมีคุณภาพดีเท่านั้น และมีรายได้สม่ำเสมอ
- หน่วยงานรัฐวิสาหกิจสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนอื่นได้ง่าย

1.2 แนวโน้มในอนาคต ปัจจัยใดที่จะส่งผลให้ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ได้รับความนิยมเพิ่มขึ้นหรือถูกนำไปใช้ประโยชน์มากขึ้น หรือหากจะไม่ได้ได้รับความนิยมเพิ่ม เพราะเหตุใด

- ปัจจัยใดที่จะส่งผลให้ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ได้รับความนิยมเพิ่มขึ้นหรือถูกนำไปใช้ประโยชน์มากขึ้น
 - โครงสร้างต้องไม่ซับซ้อนและมีต้นทุนทางการเงินต่ำ
 - เป็นเครื่องมือทางการเงินเพื่อเพิ่มสภาพคล่องทางการเงินและไม่ก่อให้เกิดหนี้สาธารณะ
 - ความต้องการเงินลงทุนในการขยายธุรกิจเพิ่มขึ้น

1.3 ข้อเสนอแนะแนวทางการแก้ไขใดบ้าง เพื่อให้ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ฯ สามารถนำมาใช้ในทางเศรษฐกิจมากขึ้น ทั้งภาครัฐ รัฐวิสาหกิจ และเอกชนหรือควรมีแนวทางการกำกับดูแลธุรกรรมเพิ่มเติมที่เหมาะสมอย่างไร

- ประชาสัมพันธ์เผยแพร่ข้อมูลข่าวสารและความรู้เกี่ยวกับธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

1.4 การส่งเสริมและพัฒนาระบบการค้ำประกันตราสารหนี้หรือตราสารทางการเงินในประเทศไทยจะมีผลต่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทยหรือไม่ อย่างไร

- ช่วยสร้างความน่าเชื่อถือให้แก่ผู้ระดมทุนและสร้างความมั่นใจให้นักลงทุน
- เพิ่มช่องทางหรือโอกาสการเข้าถึงแหล่งเงินทุน ทั้งตลาดเงิน ตลาดทุน และแหล่งเงินทุนอื่น ๆ

1.5 กรณีที่หน่วยงานของท่านเกี่ยวข้องหรือเคยเกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลควบคุม/หรือดำเนินการ/หรือเตรียมดำเนินการ/หรือให้คำปรึกษาเกี่ยวกับการนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ฯ เพื่อใช้ในการระดมทุน ท่านได้ประสบปัญหาด้านบวกและลบอย่างไรทั้งในภาพรวมและหรือเฉพาะกรณี

การเคหะแห่งชาติ (กคช.) ได้ดำเนินการศึกษาข้อมูลการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) ดังนี้

โครงการที่ได้ดำเนินการแล้ว

กคช. ได้ดำเนินการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาแล้ว จำนวน 4 ครั้ง ได้แก่ SMC1, SMC2, NHA-SPV1, NHA-SPV2 โดยมี “สินทรัพย์” คือสิทธิเรียกร้องที่ กคช. มีต่อลูกหนี้ตามสัญญาเช่าซื้อโครงการเคหะชุมชน โดยจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจ (“SPV”) ขึ้นมาเป็นผู้ออกหุ้นกู้ภายใต้โครงการฯ ลูกหนี้เช่าซื้อโครงการเคหะชุมชนที่ถูกคัดเลือกเข้าโครงการเฉพาะลูกหนี้ชั้นดีเท่านั้น โดย กคช. จะต้องรับซื้อคืนลูกหนี้เมื่อลูกหนี้มีหนี้ค้างชำระตามเงื่อนไข ดังนี้ SMC1, SMC2 เมื่อลูกหนี้มีหนี้ค้างชำระเกินกว่า 4 งวด NHA-SPV1 ลูกหนี้ค้างชำระเกิน 3 งวด และ NHA-SPV2 ลูกหนี้ค้างชำระเกิน 6 งวด และในระหว่างดำเนินการโครงการจะมีขั้นตอนกระบวนการทำงานค่อนข้างมาก เนื่องจาก กคช. จะต้องเป็นผู้รับเงินจากลูกค้าและนำส่งเงินให้กับ SMC1-2 และ SPV1-2 โดยต้องมีการพัฒนาระบบงานแยกต่างหากเพื่อรองรับการบริหารจัดการลูกหนี้ดังกล่าว

โครงการที่มีการศึกษาความเหมาะสมและความเป็นไปได้แล้ว แต่ไม่ได้ดำเนินการ

กคช. ได้ศึกษาการระดมทุนโดยการนำธุรกรรม Securitization ลูกหนี้เช่าซื้อโครงการบ้านเอื้ออาทรของ กคช. ได้ข้อสรุปว่า

การระดมทุนโดยการนำ Securitization มีต้นทุนทางการเงินที่สูงกว่าการจัดหาความต้องการใช้เงินในรูปแบบของการออกพันธบัตร หรือการให้สถาบันการเงินร่วมแข่งขันเปิดประมูลอัตราดอกเบี้ย ดังนั้นการนำเม็ดเงินที่ได้รับจากการนำ Securitization ไปลงทุนในโครงการที่อยู่อาศัยสำหรับผู้มีรายได้น้อยซึ่งเป็นภารกิจของ กคช. เห็นว่าไม่คุ้มค่าในการดำเนินการ

2. แนวทางหรือข้อสังเกตการนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ประโยชน์ในโครงการลงทุนภาครัฐเพื่อสังคมของกระทรวงการคลัง กรมธนารักษ์

2.1 ลักษณะโครงการลงทุนภาครัฐที่เหมาะสมจะระดมทุนด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ควรมีลักษณะอย่างไร(มูลค่าโครงการ ลักษณะตราสารการเงินที่ออก การสร้างความเชื่อมั่นต่อนักลงทุน ปัจจัยที่มีผลทำให้เกิดความสำเร็จหรือผลเสียหาย รวมทั้งปัจจัยที่ต้องควบคุม)

- ลักษณะโครงการลงทุนภาครัฐที่เหมาะสมจะระดมทุนด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ควรมีลักษณะเป็นโครงการที่ทำให้เกิดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ สร้างผลประโยชน์แก่สังคม และให้ผลตอบแทนสม่ำเสมอ

2.2 ปัญหาอุปสรรคหรือข้อควรพิจารณาสำคัญกรณีโครงการลงทุนภาครัฐที่มีลักษณะการพัฒนา อสังหาริมทรัพย์ หรือโครงการก่อสร้างอาคาร หากใช้วิธีการระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

- ปัญหาอุปสรรคหรือข้อควรพิจารณาสำคัญการระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์ คือ มีต้นทุนทางการเงินสูงและมีขั้นตอนการดำเนินงานที่ยุ่งยาก

2.3 กรณีที่หน่วยงานของท่านเกี่ยวข้องหรือเคยเกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลควบคุม/หรือ ดำเนินการ/หรือเตรียมดำเนินการ/หรือให้คำปรึกษา เกี่ยวกับการนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ฯ เพื่อใช้ ในการระดมทุนโครงการภาครัฐท่านได้มีข้อสังเกตใด ที่เห็นว่าเป็นข้อดี และมีประเด็นใดที่อยากเสนอให้มีการแก้ไขปรับปรุงภายใต้ระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้

- กรณีที่ กคช. เกี่ยวข้องหรือเคยเกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลควบคุม/หรือการดำเนินการ/หรือ เตรียมดำเนินการ/หรือให้คำปรึกษา เกี่ยวกับการนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ฯ เพื่อใช้ใน การระดมทุนโครงการภาครัฐ ที่เห็นว่าเป็นข้อดี มีดังนี้
 - เพิ่มสภาพคล่อง โดยไม่ก่อหนี้สาธารณะ
 - ปรับปรุงงบดุล และโครงสร้างความเสี่ยงทางการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง Debt Ratio ของ กคช. ให้ดีขึ้น เนื่องจากการทำธุรกรรม Securitization ถือเป็นขายสินทรัพย์ มิได้ เป็นการกู้โดยมีหลักประกัน
 - รัฐวิสาหกิจสามารถพึ่งพาตัวเองโดยไม่เป็นการก่อหนี้สาธารณะของรัฐบาล
 - พัฒนาตลาดการเงินโดยเพิ่มตราสารทางการเงินใหม่ เพื่อเพิ่มช่องทางการออมและลงทุน

2.4 ปัจจุบันมีเครื่องมือทางการเงินเพื่อระดมทุนโครงการขนาดใหญ่ เกิดขึ้นหลายแนวทาง เช่น PPPs กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน กอง REIT และการแปลงสินทรัพย์ฯ ท่านพอจะเสนอแนะ ข้อ ได้เปรียบ/เสียเปรียบกันอย่างไร ทั้งโครงการลงทุนของภาคเอกชนและภาครัฐ

- กคช. ยังไม่มีการระดมทุนโครงการขนาดใหญ่แต่กำลังศึกษาเครื่องมือทางการเงิน การลงทุน กอง REIT

2.5 ข้อเสนอแนะอื่น ๆ

- ไม่มี

ธนาคารกสิกรไทย

ข้อมูลและความเห็น สำหรับงานวิจัยเรื่อง แนวทางการพัฒนาธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และการนำไปใช้ประโยชน์ในโครงการลงทุนภาครัฐ

- 1) ปัญหาและสาเหตุที่ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไม่แพร่หลายในประเทศไทย และไม่ถูกนำไปใช้ประโยชน์ทางเศรษฐกิจ เพราะเหตุใด
หลักๆคือมีข้อจำกัดในแง่ต้นทุน เช่น
 - ขั้วข้อเกินไปสำหรับนักลงทุนทั่วไป ขณะที่นักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายใหญ่มองว่าต้องใช้ความพยายามในการวิเคราะห์ค่อนข้างมาก โดยเฉพาะในส่วนของสินทรัพย์ที่นำมาแปลง
 - ไม่มีสภาพคล่องในตลาดรอง ซึ่งเป็นประเด็นพิจารณาลงทุนที่สำคัญสำหรับนักลงทุนสถาบัน โดยเฉพาะบริษัทหลักทรัพย์
 - นักลงทุนสถาบันหลายราย (โดยเฉพาะกลุ่มธนาคาร) ยังไม่มีนโยบายลงทุนในตราสารประเภทนี้
 - สำหรับนักลงทุนสถาบันหลายราย มูลค่าที่ลงทุนได้ในตราสารนี้ถูกจำกัดโดยขนาด equity ของผู้ออกตราสาร แต่เนื่องจาก SPV ส่วนใหญ่มักจะมี equity ค่อนข้างน้อย ทำให้นักลงทุนไม่สามารถลงทุนได้ หรือลงทุนได้น้อยเกินกว่าที่เหมาะสมสำหรับนักลงทุน

นอกจากนี้ มีข้อจำกัดอื่นๆ เช่น

- ข้อจำกัดในเรื่องข้อมูลเชิงสถิติ เช่น ข้อมูล static pool/stratification table ของสินทรัพย์ที่จะนำมาแปลง ทำให้พิจารณาวิเคราะห์คุณภาพสินทรัพย์และความสามารถในการสร้างรายได้ของสินทรัพย์ได้ยาก (ทั้งในแง่ของนักลงทุน และในแง่ของการออกแบบโครงสร้างธุรกรรม)
- ก.ล.ต.ยังคงมีความกังวลค่อนข้างมาก เช่น หากต้องมีการทดแทนสินทรัพย์ใน portfolio (เช่น ต้องการทดแทนหนี้เสีย หรือต้องการทำธุรกรรมแบบ revolving) ทางก.ล.ต.ต้องการมั่นใจได้ว่าสินทรัพย์ที่นำมาทดแทนต้องมีคุณสมบัติเหมือนสินทรัพย์เดิม 100% ซึ่งค่อนข้างยากในทางปฏิบัติ
- ผู้มีสินทรัพย์ส่วนใหญ่ยังมีทางเลือกในการระดมทุนค่อนข้างมาก ซึ่งดำเนินการได้ง่ายกว่า และมีต้นทุนต่ำกว่า เช่น หนี้กู้ยืมเงิน
- หนี้กู้ยืมด้อยสิทธิ หรือ mezzanine tranche หากจะขายให้นักลงทุน มักต้องมีผลตอบแทนค่อนข้างสูงซึ่งทำให้ต้นทุนการระดมทุนแพงขึ้นมาก นอกจากนี้ หาก originator เป็นธนาคารพาณิชย์ (ซึ่งเป็นผู้มีสินทรัพย์ที่เหมาะสมสำหรับการแปลงค่อนข้างมาก) อาจจะไม่คุ้มที่จะถือหนี้กู้ยืมด้อยสิทธิไว้เอง เนื่องจากจะกิน risk weighted assets ค่อนข้างมากในการนำไปคำนวณ capital ของธนาคารตามเกณฑ์ Basel III

- 2) แนวโน้มในอนาคต ปัจจัยใดที่จะส่งผลให้ธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ได้รับความนิยมเพิ่มขึ้น หรือถูกนำไปใช้ประโยชน์มากขึ้น หรือหากจะไม่ได้ได้รับความนิยมเพิ่มขึ้น เพราะเหตุใด
ปัจจัยที่มีผลกับความนิยมน่าจะได้แก่
 - สภาพคล่องในตลาดรอง

- มุมมองและความเข้าใจของนักลงทุน
- ทางเลือกอื่นในการลงทุนของนักลงทุน
- Proven track record ของธุรกรรมประเภทนี้ในตลาด ซึ่งอาจจะเพิ่มความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนที่ยังติดภาพ sub prime อยู่ได้
- Availability ของข้อมูลอ้างอิงทางสถิติของสินทรัพย์ประเภทต่างๆ
- ความซับซ้อน และ/หรือ standardization ของโครงสร้างธุรกรรม
- ความแน่นอน/เชื่อถือได้ของ cashflow model รวมถึงการเปิดเผยข้อมูลของสินทรัพย์ตลอดอายุตราสาร
- ทางเลือกอื่นในการระดมทุนของผู้มีสินทรัพย์

ทั้งนี้ ปัจจัยเหล่านี้ต้องอาศัยเวลา รวมถึงการให้ความรู้ต่อนักลงทุนและผู้มีสินทรัพย์อย่างต่อเนื่อง

ปัจจัยที่ส่งผลต่อความเป็นไปได้ของโครงการ เช่น

- Availability ของสินทรัพย์ โดยที่ผ่านมา ในไทย สินทรัพย์ที่นำมาแปลงส่วนใหญ่เป็นลูกหนี้สินเชื่อ (เช่น สินเชื่อเช่าซื้อ บัตรเครดิต หรือที่อยู่อาศัย) ซึ่งปัจจุบันธนาคารไทยส่วนใหญ่ยังไม่นิยมขายสินทรัพย์ส่วนที่เป็น good bank โดยมักจะขายเฉพาะส่วนที่เป็น bad bank ซึ่งไม่สามารถนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ได้
- ความสอดคล้องของผลตอบแทนจากสินทรัพย์กับผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ ยกตัวอย่างเช่น ธนาคารต่างๆ ทำโปรโมชันสินเชื่อค่อนข้างมากโดยให้ดอกเบี้ยต่ำ ขณะที่นักลงทุนสถาบันซึ่งเป็นกองทุนต่างๆ ต้องการผลตอบแทนค่อนข้างสูงให้สอดคล้องกับต้นทุนทางการเงิน
- สภาพเศรษฐกิจ สภาพตลาด และการบริหารความเสี่ยง เช่น ในช่วงเศรษฐกิจขาลงที่อาจจะมี NPL ค่อนข้างมาก อาจจะไม่เหมาะสม
- กฎหมาย กฎเกณฑ์ และกระบวนการยินยอมให้โอนสินทรัพย์ไปที่นิติบุคคลเฉพาะกิจ ยกตัวอย่างเช่น ในกรณีสินทรัพย์เป็นลูกหนี้สินเชื่อ ปัจจุบันลูกหนี้ยังมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับนิติบุคคลเฉพาะกิจค่อนข้างน้อย ทำให้มีความกังวลและไม่ยินยอมหากสินเชื่อของตนโดนโอนไปอยู่ใน SPV หรือในกรณีสินทรัพย์เป็นทรัพย์สินจำนำซึ่งทาง KBank เคยลองศึกษาเบื้องต้น ก็ยังไม่ชัดเจนว่าการโอนสินทรัพย์ไปที่นิติบุคคลเฉพาะกิจจะขัดกับพรบ. ings รับจำนำหรือไม่ โดยทางก.ล.ด.แจ้งว่าต้องรอการตีความจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง

- 3) มีข้อเสนอแนะแนวทางแก้ไขใดบ้าง เพื่อให้ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์สามารถนำไปใช้ในทางเศรษฐกิจมากขึ้น ทั้งภาครัฐ รัฐวิสาหกิจ และเอกชน หรือควรมีแนวทางการกำกับดูแลธุรกรรมเพิ่มเติมที่เหมาะสมอย่างไร

ต้องมีการเก็บข้อมูลทางสถิติมากขึ้นสำหรับสินทรัพย์ประเภทต่างๆ เพื่อให้นักลงทุนสามารถประเมินคุณภาพสินทรัพย์และความเสี่ยงของโครงการได้ รวมทั้งเพื่อให้สามารถประเมินกระแสรายรับในอนาคตจากกองสินทรัพย์ได้ใกล้เคียงมากขึ้น เพื่อให้ออกแบบโครงสร้างของธุรกรรมได้เหมาะสมและหลากหลายมากขึ้น

- 4) การส่งเสริมและพัฒนาระบบการค้ำประกันตราสารหนี้หรือตราสารทางการเงินในประเทศไทยจะมีผลต่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทยหรือไม่อย่างไร

โดยหลักการ การค้าประกันตราสารหนี้จะทำให้ผู้ที่ปกติอาจจะไม่สามารถเข้าถึงตลาดทุนได้ หรือต้นทุนดอกเบี้ยแพง (เช่น ไม่มีอันดับเครดิต หรือไม่มี track record มากนัก หรือเป็นบริษัทต่างชาติ) สามารถระดมทุนผ่านตลาดตราสารหนี้ได้ แต่ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับว่าผู้ค้าประกันเป็นหน่วยงานใด มีความน่าเชื่อถือมากน้อยเท่าใด นอกจากนี้ ปัจจุบันมี CGIF ซึ่งทำหน้าที่เป็นหน่วยงานค้าประกันตราสารหนี้ใน ASEAN + 3 อยู่แล้ว

- 5) ได้ประสบปัญหา ด้านบวกและด้านลบอย่างไร ในการดำเนินการ หรือให้คำปรึกษาเกี่ยวกับการทำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อใช้ในการระดมทุน ทั้งในภาพรวมและหรือเฉพาะกรณี ด้านบวกคือนักลงทุนไม่ปิดกั้นตราสารประเภทนี้ เพียงแต่ต้องใช้เวลา ดังจะเห็นได้จากตราสารของบตท.ซึ่งสามารถขยายฐานนักลงทุนได้ต่อเนื่อง ส่วนข้อจำกัดตามที่ตอบในข้อ 1) ด้านบน
- 6) ลักษณะโครงการลงทุนภาครัฐที่เหมาะสมที่จะระดมทุนด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ควรมีลักษณะอย่างไร
เพื่อให้เป็นที่สนใจของนักลงทุน กระแสรายได้จากสินทรัพย์ที่นำมาแปลงต้องมีความแน่นอนพอสมควร ไม่ต่ำกว่าผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวัง และเทียบเคียงได้กับผลตอบแทนกับตราสารหนี้อื่นในตลาด
- 7) ปัญหา อุปสรรค หรือข้อควรพิจารณาสำคัญ กรณีโครงการลงทุนภาครัฐที่มีลักษณะการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์หรือโครงการก่อสร้างอาคาร ใช้วิธีการระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ข้อควรพิจารณาหลักๆ คือ อาคารดังกล่าวจะนำไปใช้ประโยชน์อย่างไร สร้างรายได้ได้นานกี่ปี และมีความเสี่ยงในแง่ของกระแสรายได้มากน้อยเท่าใด ตัวอย่างที่มีความเสี่ยงต่ำและกระแสรายได้ที่แน่นอน เช่น DAD SPV ซึ่งมีกระแสเงินสดที่แน่นอนมากถึง 30 ปีจากศูนย์ราชการ โดยผู้เช่าเป็นกรมธนารักษ์และเป็นสัญญาแบบเพิกถอนไม่ได้
- 8) ข้อดี และประเด็นที่อยากเสนอให้มีการแก้ไขปรับปรุง เกี่ยวกับการนำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้ในการระดมทุนโครงการภาครัฐ
ข้อดี คือ นักลงทุนหลายรายมองว่าการที่มีสินทรัพย์หนุนหลังทำให้ความเสี่ยงต่ำกว่าพันธบัตร
- 9) ปัจจุบันมีเครื่องมือทางการเงิน เพื่อระดมทุนโครงการขนาดใหญ่เกิดขึ้นหลายแนวทาง เช่น PPPs กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน กอง REIT มีข้อได้เปรียบเสียเปรียบกันอย่างไร ทั้งโครงการลงทุนของภาคเอกชนและภาครัฐ
นักลงทุนเป้าหมายเป็นคนละกลุ่ม จึงสามารถใช้วิธีการเหล่านี้ร่วมกันได้ โดยคำนึงถึงปัจจัยต่างๆ เช่น เป้าหมายการระดมทุน สภาพตลาด ณ ขณะนั้น เพื่อพิจารณาใช้วิธีที่เหมาะสมที่สุดสำหรับแต่ละกรณี

สมาคมสินเชื่อที่อยู่อาศัย

กิตติ พัฒนพงศ์พิบูล

ระบบการเงินเพื่อที่อยู่อาศัยสำคัญในโลก

ระบบการเงินเพื่อที่อยู่อาศัยหลักๆในตลาดการเงินโลกเสรีมีอยู่ 3 ระบบ คือ

1. ระบบเงินฝากธนาคาร (Bank Deposit) ใช้ในอังกฤษและประเทศต่างๆทั่วโลก
2. ระบบซีเคียวริไทเซชัน (Mortgage Securitization) แบบในสหรัฐ
3. ระบบหุ้นกู้ธนาคารจำนอง (Mortgage Covered Bond) แบบยุโรปเช่นเยอรมัน

แต่ละระบบมีทั้งข้อดีและข้อจำกัดต่างกัน

“ระบบเงินฝากธนาคาร” นำมาใช้ก่อนระบบอื่นเพราะทุกประเทศมีธนาคารหรือสถาบันที่รับเงินฝาก เมื่อธนาคารมีเงินฝากก็ต้องเอาให้กู้เพื่อหารายได้ การให้กู้เพื่อให้คนนำเงินไปซื้อบ้านเป็นธุรกิจธนาคารที่สามารถทำได้ ประสิทธิภาพการให้ระบบนี้ในแต่ละประเทศขึ้นอยู่กับขนาดเศรษฐกิจ และสภาพท้องถิ่นของตลาดการเงินการธนาคารในประเทศนั้นๆ ในประเทศที่กำลังพัฒนาหรือด้อยพัฒนาที่เศรษฐกิจมีขนาดเล็ก การออมมีน้อยกว่า ตลาดการเงินย่อมมีขนาดเล็กกว่าในประเทศพัฒนาแล้ว เมื่อปริมาณเงินฝากเงินออมมีขนาดเล็กการให้กู้เงินก็ย่อมมีน้อยและดอกเบี้ยสูงเป็นธรรมดาตามหลักเศรษฐศาสตร์ รัฐบาลในประเทศกำลังพัฒนามักเข้ามาแทรกแซงตลาดการเงินเพื่อหวังเพิ่มการให้กู้เพื่อที่อยู่อาศัยให้มีปริมาณมากขึ้นและดอกเบี้ยต่ำลง

โดยทั่วไปการแทรกแซงโดยรัฐในประเทศกำลังพัฒนาหรือด้อยพัฒนาเกี่ยวกับการเงินเพื่อที่อยู่อาศัยมักจะล้มเหลวหรือสร้างปัญหามากขึ้น ผู้เชี่ยวชาญหรือที่ปรึกษาของรัฐบาลส่วนใหญ่จะเสนอระบบของประเทศพัฒนาแล้วให้ประเทศด้อยพัฒนาโดยไม่ตระหนักสถานะการณ์ท้องถิ่นและความแตกต่างเมื่อใช้ไม่ได้หรือมีปัญหาก็โทษกันว่าเป็นความผิดของประเทศกำลังพัฒนาเอง

ประเทศไทยเราเป็นประเทศกำลังพัฒนา แต่ระบบสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยของเรากลับประสบความสำเร็จในระดับสูงสุดประเทศหนึ่งในโลกโดยวิธีการของเราเอง ข้าพเจ้าจึงเห็นว่าน่าจะเป็นประโยชน์ที่จะนำความเป็นมาของเราเองมาวิเคราะห์ เพื่อจะเป็นประโยชน์แก่ผู้ที่เกี่ยวข้อง

ปัจจุบันการเงินที่อยู่อาศัยของไทยเป็นระบบเงินฝากเป็นหลัก มีสถาบันการเงินเฉพาะกิจของรัฐบาลกับธนาคารพาณิชย์ เดิมระบบธนาคารพาณิชย์ไทยอยู่ในมือธนาคารอังกฤษและฝรั่งเศส ในสงครามโลกครั้งที่สองไทยอยู่ในการควบคุมของญี่ปุ่นธนาคารอังกฤษและฝรั่งเศสถูกปิด ธนาคารพาณิชย์ไทยจึงเริ่มตั้งตัวได้ตั้งแต่ช่วงปลายสงครามโลกครั้งที่สอง ในช่วงเริ่มต้นธนาคารพาณิชย์ไทยให้บริการเฉพาะเพื่อการค้าและการลงทุนระยะสั้นไม่ปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัย เป็นสาเหตุหนึ่งที่รัฐบาลจัดตั้งธนาคารอาคารสงเคราะห์(ธอส.) ขึ้นเป็นธนาคารเฉพาะกิจในปี พ.ศ. 2495 และเปิดดำเนินการในปี พ.ศ. 2496 โดยกำหนดให้ให้กู้เพื่อที่อยู่อาศัยเท่านั้น อย่างไรก็ตาม ธอส.ไม่สามารถแข่งขันหาเงินฝาก รัฐบาลเข้ามาช่วยเหลือให้ธอส.ออกพันธบัตรโดยกระทรวงการคลังค้ำประกัน เท่ากับใช้เงินหรือเครดิตของรัฐบาลมาดำเนินงาน เงินที่ระดมได้ไม่พอและรัฐมีเงินและวงเงินค้ำประกันจำกัด

การดำเนินงานของธอส.ประสบปัญหารุนแรงที่สุดในช่วงวิกฤตการณ์น้ำมัน พ.ศ. 2524-7 การให้กู้รายย่อยแก่ผู้ซื้อบ้านของธอส.นั้นเดิมใช้ระบบดอกเบี้ยเงินกู้คงที่ตลอดอายุสัญญา ในขณะที่ที่มาของเงินธนาคารส่วนใหญ่เป็นเงินฝากไม่เกิน 1 ปี ดอกเบี้ยขึ้นลงตามภาวะตลาดการเงิน ในช่วงวิกฤตดอกเบี้ยในตลาดการเงินผันผวนดอกเบี้ยเงินฝากสูงขึ้นรุนแรง ธอส.ขาดสภาพคล่องต้องพึ่งเงินกู้อินเตอร์แบงก์จากธนาคารพาณิชย์ดอกเบี้ยสูงลิบ 19-20% ดอกเบี้ยคงที่เงินกู้ที่ให้กู้ไปแล้วอยู่ระดับต่ำไม่สามารถปรับขึ้นได้ พอร์ตเงินให้กู้เพื่อที่อยู่อาศัยของธนาคารขาดทุนมโหฬาร นอกจากนี้ธนาคารยังมีเงินกู้ผู้ประกอบการโครงการอสังหาริมทรัพย์ซึ่งกลายเป็นหนี้เสียเกือบ 100% เพราะโครงการบ้านจัดสรรต่างล้มลงในช่วงวิกฤตดังกล่าว หากธอส.ไม่เป็นรัฐวิสาหกิจและรัฐเข้ามาช่วยก็คงต้องปิดกิจการไปแล้ว

ในช่วงเวลาเดียวกันนี้สถาบันรับฝากเงินและให้กู้บ้านในสหรัฐคือ Savings and Loan Associations ก็ประสบปัญหาเช่นกันเพราะการให้เงินกู้บ้านดอกเบี้ยคงที่แต่เงินฝากดอกเบี้ยผันผวนสูงขึ้น สหรัฐมีหน่วยงาน Federal National Mortgage Association หรือ Fannie Mae เดิมจัดตั้งในปี 1938 ตามมาตรการ New Deal เพื่อช่วยแก้ไขปัญหา Great Depression ให้เป็นหน่วยงานรับซื้อเงินกู้บ้านที่รัฐค้ำประกันเฉพาะกลุ่มคนบางกลุ่มเช่นทหารผ่านศึก ในปี 1968 รัฐบาลสหรัฐเปลี่ยนแปลง Fannie Mae

ให้เป็นบริษัทเอกชนที่รัฐสนับสนุน (Government Sponsored Enterprise) ทำหน้าที่รับซื้อเงินกู้บ้าน เพื่อ
บรรเทาปัญหา Savings and Loan Associations ช่วงแรก Fannie Mae ซื้อและเก็บเงินกู้บ้านไว้ในพอร์ต
และออกหุ้นกู้ตนเองระดมเงินในตลาดทุน หลังจากวิกฤตการณ์น้ำมัน ในปี 1981 Fannie Mae เริ่มทำซี
เคียวริไทเซชันเงินกู้บ้าน อีกสถาบันหนึ่งซึ่งรัฐจัดตั้งขึ้น เพื่อแข่งขันรับซื้อเงินกู้บ้าน คือ Federal Home
Loans Mortgage Corporation หรือ Freddie Mac เนื่องจากตลาดทุนหุ้นกู้สหรัฐมีขนาดใหญ่ ลึกและ
พัฒนาที่สุดในโลก Fannie Mae หรือ Freddie Mac จึงสามารถซีเคียวริไทและออกตราสารหนี้สินเชื่อบ้าน
คอกเบี้ยคงที่ระยะยาว 30 ปีที่ Fannie Mae เรียกว่า Mortgage Backed Securities หรือ MBS และตราสารของ
Freddie Mac เรียกว่า Participation Certificates หรือ PC ขายในตลาดหุ้น Wall Street ได้

การพัฒนาระบบการเงินที่อยู่อาศัยไทย

ตลาดการเงินไทยมีระบบธนาคารเป็นหลัก ตลาดหุ้นกู้ไทยมีขนาดเล็กและระยะสั้น การ
ระดมเงินโดยออกหุ้นกู้หรือตราสารหนี้เงินกู้บ้านคอกเบี้ยคงที่ระยะยาวแบบในสหรัฐทำไม่ได้ การ
ระดมเงินหรือออกตราสารหนี้ในต่างประเทศมีความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนไม่เหมาะสมกับลักษณะสินเชื่อเพื่อ
ซื้อบ้านที่เป็นเรื่องท้องถิ่นและเป็นเงินบาท ตลาดเงินฝากในประเทศของไทยมีขนาดใหญ่ที่สุด แต่การ
ระดมเงินฝากของสถาบันเฉพาะกิจเช่น ธอส. ล้มเหลวเพราะธนาคารพาณิชย์มีเครือข่ายสาขากว้างขวางและ
สามารถให้บริการประเภทต่างๆเป็นที่นิยมของผู้ฝากเงินมากกว่าบริการอันจำกัดของ ธอส.
กระทรวงการคลังได้จ้างผู้เชี่ยวชาญการเงินต่างประเทศมาศึกษาแนวทางแก้ปัญหา ผู้เชี่ยวชาญก็เสนอแนะ
ให้นำระบบตลาดทุนแบบสหรัฐมาใช้ตามแบบผู้เชี่ยวชาญต่างประเทศที่ไม่เข้าใจถึงสภาพแวดล้อมตลาด
การเงินไทยและสหรัฐที่แตกต่างกันมาก

เมื่อข้าพเจ้าได้มีโอกาสเข้าบริหารธนาคารอาคารสงเคราะห์ระหว่าง วิกฤตการณ์น้ำมันดังกล่าว
ก็ตระหนักว่าการเลียนแบบระบบตลาดการเงินสหรัฐเป็นไปไม่ได้ สภาพประเทศไทยเหมือนประเทศ
กำลังพัฒนาอื่นๆที่ตลาดทุนหุ้นกู้ไทยมีขนาดเล็กและระยะสั้น ตลาดเงินฝากเป็นแหล่งเงินใหญ่ที่สุดเป็น
แหล่งเงินที่จะเพียงพอกับความต้องการสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยของประเทศ แต่จะดึงมาใช้ได้อย่างไร

การที่ธนาคารเฉพาะกิจจะระดมเงินจากตลาดเงินฝากได้นั้นต้องให้ความมั่นคงและผลตอบแทนแก่ผู้มีเงินออมสูงพอ ความมั่นคงนั้นไม่มีปัญหาสำหรับ ธอส. เพราะความเป็นรัฐวิสาหกิจ ปัญหาคือผลตอบแทน ธอส. ต้องให้ผลตอบแทนสูงขึ้น เพื่อชดเชยที่ไม่มีเครือข่ายสาขาทั่วประเทศเหมือนธนาคารพาณิชย์ที่ให้บริการต่างๆ ที่กว้างขวางกว่าธอส. มาก ธอส. ต้องให้ดอกเบี้ยเงินฝากสูงกว่าชดเชย แต่การให้ดอกเบี้ยเงินฝากสูงกว่าก็จะมีต้นทุนดอกเบี้ยสูง ปัญหาสำคัญอีกประการหนึ่งคือเงินฝากส่วนใหญ่ไม่เกิน 1 ปี ดอกเบี้ยขึ้นๆ ลงๆ การให้กู้บ้านระยะยาวดอกเบี้ยคงที่ 30 ปีเป็นไปได้ ธนาการจะขาดทุนล้นลงจากภาวะดอกเบี้ยตลาดผันผวนเช่นที่ผ่านมา ควรเปลี่ยนไปให้กู้โดยใช้ดอกเบี้ยเงินกู้ลอยตัวเหมือนในประเทศอื่นๆ ที่ใช้ระบบเงินฝาก แต่การใช้ดอกเบี้ยลอยตัวก็สร้างปัญหา เพราะเมื่ออัตราดอกเบี้ยผันผวนสูงขึ้นเงินงวดผ่อนชำระก็จะสูงขึ้นตาม หากผู้กู้ผ่อนเพิ่มไม่ไหวจะกลายเป็นหนี้เสียได้ กลายเป็นปัญหาทั้งธนาคารและผู้กู้และทำให้ธนาคารมีค่าใช้จ่ายติดตามหนี้สูงอีก ปัญหาเหล่านี้จะแก้ไขได้อย่างไร

การจัดการกับปัญหาความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยตลาด

เรื่องนี้เป็นปัญหาหลักของเงินกู้บ้านระบบเงินฝาก แม้กระทั่งประเทศอังกฤษแม่แบบที่ใช้ระบบเงินฝากเป็นหลักก่อนผู้อื่นก็ให้ผู้กู้จ่ายเพิ่มเงินงวดตามอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น แต่ชาวอังกฤษมีรายได้สูงและมีสวัสดิการสังคมดีกว่ามากสามารถรับภาระผันผวนของอัตราดอกเบี้ยได้ดีกว่าไทย เพื่อลดความเสี่ยงสถาบันให้กู้เพื่อที่อยู่อาศัยในอังกฤษ คือ Building Societies และธนาคารที่ให้กู้บ้านจะกำหนดวงเงินกู้และเงินงวดผ่อนชำระต่อรายได้ (Debt to Income Ratio หรือ DTI) ให้ต่ำลง เพื่อให้ผู้กู้สามารถรับดอกเบี้ยและเงินงวดที่อาจเพิ่มสูงขึ้นในอนาคต คนไทยมีรายได้ต่ำกว่าและสวัสดิการสังคมน้อยกว่า ปัญหาไทยจึงหนักกว่าถึงแม้ดอกเบี้ยจะผันผวนเท่ากัน

ข้าพเจ้าจึงได้พัฒนาระบบเงินกู้ที่อยู่อาศัยของไทยใหม่ โดยยกเลิกเงินกู้บ้านดอกเบี้ยคงที่เปลี่ยนเป็นดอกเบี้ยลอยตัว ปรับปรุงระบบและสัญญาเงินกู้ให้ดอกเบี้ยปรับขึ้นลงได้ได้ตั้งแต่สมัยที่ระบบธนาคารไทยยังไม่มีระบบดอกเบี้ยลอยตัวที่ใช้ Minimum Loan Rate (MLR) หรือ Minimum Retail Rate (MRR) อ้างอิง ที่สำคัญที่สุดได้ปรับปรุงสัญญาเงินกู้ให้ระยะเวลาผ่อนชำระเงินกู้ขยายออกไปโดยอัตโนมัติเมื่อธนาคารขึ้นอัตราดอกเบี้ยแต่ยังคงจำนวนเงินงวดผ่อนชำระให้ชำระเท่าเดิม ในช่วงอัตราดอกเบี้ยลดลงการชำระเงินงวดยังให้คงเท่าเดิมแต่ระยะเวลาเงินกู้จะปรับลดลงมาโดยอัตโนมัติเช่นกัน

กรณีดอกเบี้ยผันผวนรุนแรงกว่าปกติธนาคารอาจจะคำนวณเงินงวดเพื่ออัตราดอกเบี้ยผันผวนรุนแรงอีกเล็กน้อย เงินงวดส่วนเกินจำนวนชำระดอกเบี้ยจริง ธนาคารจะนำไปลดต้นเงินให้ผู้กู้ทั้งหมดทำให้เงินต้นลดลงเร็วขึ้น ผลออกมาทำให้ผู้กู้เงินของไทยจะสามารถผ่อนเงินงวดเท่าเดิมตลอดระยะเวลา การผ่อนชำระเงินกู้ซื้อบ้านของเราจึงคล้ายกับเงินกู้บ้านอัตราดอกเบี้ยคงที่ในสหรัฐหรือยุโรปแต่สามารถใช้เงินฝากได้ เป็นระบบเงินกู้บ้านใช้เงินฝากที่ก้าวหน้าที่สุดในโลกเรียกว่า Adjustable Term Mortgage ที่ปรึกษาต่างประเทศที่มีอิทธิพลต่อนโยบายทางการเงินและวงการเงินที่อยู่อาศัยที่ติดอยู่กับระบบสหรัฐฯ ไม่มีความรู้ความเข้าใจในเรื่องนี้ ประโยชน์ที่สำคัญของระบบใหม่นี้คือปัญหาหนี้เสียจะลดลงจากเงินงวดสูงขึ้นเมื่อดอกเบี้ยตลาดขึ้น การสร้างระบบเงินงวดคงที่ในภาวะดอกเบี้ยตลาดผันผวนได้นี้ทำให้ไทยสามารถใช้เงินฝากธนาคารเป็นแหล่งเงินเพื่อที่อยู่อาศัยระยะยาวได้อย่างปลอดภัยดังแต่เดิมนั้นมา

การลดต้นทุนดำเนินการสินเชื่อที่อยู่อาศัย

ปกติสถาบันการเงินเฉพาะกิจของรัฐจะถูกจำกัดขอบเขตการดำเนินงานโดยทางการ ไม่มีความคล่องตัวเหมือนธนาคารพาณิชย์ มักจะมีประสิทธิภาพต่ำ ต้นทุนสูง สถานะการณ์ของ ธอส.ก็เคยเป็นเช่นนั้น

การให้สินเชื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของธอส.จะมีหนี้เสียและค่าบริหารจัดการตามหนี้สูงกว่าธนาคารพาณิชย์เอกชน เนื่องจากโครงการที่ธนาคารพาณิชย์จะให้กู้ไปแล้ว เหลือแต่โครงการที่มีความเสี่ยงสูงที่สุดในวงการธนาคารไม่มีใครอยากปล่อยให้กู้ โครงการที่มามีติดต่อกู้จาก ธอส. จะเป็นโครงการที่ธนาคารพาณิชย์ปฏิเสธมาแล้วเกือบทั้งสิ้น ถ้าไม่ให้กู้เจ้าของโครงการก็มักไปร้องเรียนรัฐบาล รัฐบาลก็มักขอให้ธนาคารรัฐพิจารณาช่วยเหลือโครงการที่มีปัญหาเหล่านี้ ถึงรัฐจะไม่บังคับทีเดียวก็เป็นความกดดันที่ทำให้ธอส.มีต้นทุนวิเคราะห์และบริหารหนี้สูงกว่าเอกชน นอกจากนี้ ธอส.ไม่สามารถจ้างพนักงานสินเชื่อที่เชี่ยวชาญสูงในวงการการเงินการธนาคารมาวิเคราะห์และติดตามโครงการอสังหาริมทรัพย์ เพราะคิดระเบียบอัตราเงินเดือนพนักงานรัฐวิสาหกิจที่อยู่ระดับต่ำกว่าธนาคารเอกชนมาก โครงการที่ให้กู้จึงเสียหายได้ง่าย สรุปได้ว่า สำหรับธอส.สินเชื่อโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จะมีปัญหาหนี้เสียและต้นทุนดูแลติดตามสูงกว่าธนาคารอื่น เป็นปัญหาคำแนะนำของธอส.ก่อนและระหว่างวิกฤตปี 2524 ข้าพเจ้าจึงให้ธนาคารเลิกการให้กู้พัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ เรื่องนี้ทำได้โดยยากเพราะธอส.เป็น

รัฐวิสาหกิจผู้ประกอบการรวมตัวเป็นสมาคมบ้านจัดสรรเข้าร้องเรียน แต่ในที่สุดก็ตกลงกันได้ว่าธนาคารจะดูแลรายเก่าจนจบ โครงการแต่เลิกรับรายใหม่ ธอส.จึงหมดภาระในระยะยาวและมุ่งทำธุรกิจรายย่อยหรือเงินกู้เพื่อซื้อบ้านเท่านั้น

สำหรับเงินกู้เพื่อซื้อบ้านเป็นเงินกู้รายย่อยจะมีต้นทุนค่าบริหารจัดการสูงเพราะจำนวนลูกค้ามีมากแต่วงเงินกู้ต่อรายต่ำ จึงต้องปฏิรูประบบให้ต้นทุนลดลง ระบบเงินงวดคงที่ที่ธนาคารพัฒนาขึ้นมาใหม่ก็มีส่วนสำคัญลดต้นทุนดำเนินการ ธนาคารไม่ต้องออกหนังสือแจ้งผู้กู้เงินงวดใหม่ทุกครั้งที่ต้องยกเบี้ยเปลี่ยนและไม่ต้องมีเจ้าหน้าที่จำนวนมากคอยชี้แจงผู้กู้ ธนาคารจึงลดค่าใช้จ่ายได้ส่วนหนึ่ง

ธนาคารพัฒนาขบวนการใหม่ในการรับเรื่องขอกู้ การวิเคราะห์ การพิจารณา การอนุมัติ การทำสัญญา การตรวจสอบ การดูแลติดตามหนี้ การปรับโครงสร้างหนี้ และปรับปรุงวิธีการทำงานจนพนักงานไม่ต้องเป็นผู้เชี่ยวชาญสูงมากไม่ต้องมีประสบการณ์สูงก็ทำงานได้ดีและรวดเร็ว ธนาคารจึงสามารถจ้างพนักงานจบใหม่ที่มีค่าจ้างต่ำมาทำงานปฏิบัติงานได้ ธนาคารพัฒนาระบบให้ผู้มีส่วนทำงานให้ธนาคารทำให้ปริมาณงานของพนักงานลดลง พนักงานธนาคารคนหนึ่งสามารถดูแลลูกค้าจำนวนรายมากขึ้นกว่าธนาคารอื่น การลงทุนขยายสาขาและเครือข่ายของธนาคารก็ดำเนินการอย่างระมัดระวังค่าใช้จ่าย ลดวิธีการประชาสัมพันธ์ที่มีค่าใช้จ่ายสูงมากเกินไป เพิ่มการแถลงข่าว ที่สำคัญธนาคารทุ่มเวลาพัฒนาและติดตั้งคอมพิวเตอร์สำหรับระบบสินเชื่อบ้านที่ก้าวหน้าและต้นทุนปฏิบัติการคอมพิวเตอร์ต่ำกว่าธนาคารใดๆ นอกจากนี้ได้ร่วมกับกรมที่ดินก่อตั้งวิชาชีพผู้ประเมินค่าทรัพย์สินอิสระขึ้นมาในประเทศไทยเป็นครั้งแรกเพื่อให้บริการในการประเมินราคาบ้านค้าประกันเงินกู้ให้มีประสิทธิภาพสูงขึ้น ขบวนการลดต้นทุนของธอส. ใช้วิธีปฏิรูประบบงานมากกว่าการลดมาตรฐานความเสี่ยงหรือบีบคั้นเป้าหมายพนักงาน

ผลการปฏิรูปช่วง พ.ศ. 2525-2530 ทำให้ต้นทุนบริหารธอส.ลดต่ำลงมากและธนาคารสามารถริเริ่มออกเงินฝากประเภท “ออมทรัพย์พิเศษ” ที่จ่ายดอกเบี้ยสูงจนระดมเงินได้มากมายเพียงพอเป็นครั้งแรก และถึงแม้ค่าดอกเบี้ยเงินฝากจะสูงแต่เมื่อรวมกับค่าบริหารแล้วต้นทุนรวมยังต่ำกว่าธนาคารอื่นใดทำให้ธอส.สามารถขยายการให้บริการสินเชื่อได้อย่างรวดเร็ว ธนาคารสามารถกำหนดดอกเบี้ยเงินกู้บ้านต่ำกว่าทุกธนาคาร กระทรวงการคลังในขณะนั้นสนับสนุนไม่ขัดขวางที่ธอส.ปฏิรูประบบตามสภาพและกลไกของตลาดการเงินไทย เช่น ธอส.สามารถให้สินเชื่อบ้านได้ทุกระดับรวมทั้งผู้มีรายได้สูงทำให้

ธนาคารมีโอกาสหารายได้จากผู้มีรายได้น้อยเอาไปลดดอกเบี้ยเป็นพิเศษ (Cross-subsidize) ให้ผู้กู้วงเงินต่ำเป็นการช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อยสมตามความมุ่งหมายในการก่อตั้งธนาคาร โดยไม่ต้องอาศัยเงินอุดหนุนจากรัฐ ธรส.จึงมีชื่อเสียงเป็นสถาบันการเงินเพื่อที่อยู่อาศัยของรัฐที่ประสบความสำเร็จเป็นที่รู้จักไปทั่วโลก

ปัจจุบันสถานะการณ์ตลาดการเงินไทยเปลี่ยนไปหลังจากวิกฤตการเงินปี 2540 ธนาคารพาณิชย์ปรับปรุงการดำเนินงานใหม่ เลิกนิยมการให้กู้โครงการใหญ่ๆหันมาขยายการให้สินเชื่อรายย่อย โดยเฉพาะสินเชื่อที่อยู่อาศัย ทุกธนาคารต่างแข่งขันบริการกันอย่างรุนแรง แต่ผลจากการปฏิรูปทำให้ ธรส.ยังเป็นผู้ให้กู้ในตลาดสินเชื่อบ้านรายใหญ่ที่สุดอยู่ในปัจจุบัน

เงินกู้ที่อยู่อาศัยไทยดีที่สุดในโลกประเทศหนึ่งสำหรับผู้กู้ ?

คนไทยมักจะเชื่อว่าระบบของประเทศตะวันตกต้องดีกว่าของไทย การจะวัดว่าระบบการเงินที่อยู่อาศัยของเราดีแล้วสำหรับผู้กู้อย่างไรควรจะพิจารณาจากเสถียรภาพตลาด บริการและราคา ไทยมีตลาดการเงินที่ธนาคารแข่งขันกันให้บริการสินเชื่อซื้อบ้านอย่างเหลือเฟือ ทุกสถาบันการเงินต่างเสนอส่วนลดต่างๆและดอกเบี้ย โปรโมชั่นเพื่อแย่งลูกค้ามาอยู่ที่สถาบันของตน ที่สำคัญการให้บริการของไทยมีทั้งธนาคารพาณิชย์และธนาคารเฉพาะกิจของรัฐแข่งขันกันเสนอให้บริการ

การที่เรามีบริการจากธนาคารเฉพาะกิจของรัฐสมธนาคารพาณิชย์ทำให้ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจของไทยปี 2540 ที่ธนาคารพาณิชย์ประสบปัญหาวิกฤตหยุดให้บริการแต่ ธรส.ก็ยังสามารถให้บริการสินเชื่อซื้อบ้านให้ประชาชนได้ต่อเนื่องตลอดช่วงวิกฤต ในช่วงวิกฤตซบพุ่ม 2551-2 ที่กระจายไปทั่วโลกและจีดีพีสหรัฐฯ ยุโรปและไทยติดลบสินเชื่อบ้านของไทยก็ไม่สะดุดหยุดลงแบบในสหรัฐฯ ในเรื่องราคาค่าดอกเบี้ยที่ปรึกษาการเงินต่างประเทศมักจะไปเอาระดับดอกเบี้ยคงที่ตลาดทุนในประเทศร่ำรวยมาแสดงว่าต่ำกว่าดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศกำลังพัฒนาทำให้เราเข้าใจผิด ในประเทศยากจนหรือประเทศที่ความเสี่ยงสูงระดับดอกเบี้ยทุกประเภททั้งในตลาดเงินและตลาดทุนของประเทศนั้นๆจะสูงกว่าประเทศร่ำรวยเป็นธรรมดาของหลักเศรษฐศาสตร์ คนไทยบางคนอาจไม่ตระหนักว่าเงินกู้บ้านดอกเบี้ยคงที่ระยะยาว(ถ้ามี) ในประเทศใดๆก็ต้องสูงกว่าดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศนั้นๆ ประเทศที่ค่อยพัฒนามากดอกเบี้ยระยะยาว (ถ้ามี) และระยะสั้นจะแตกต่างกันมากขึ้นไปอีก แม้ในสหรัฐฯหรือยุโรปเงินกู้บ้านดอกเบี้ยคงที่ระยะ

ยาวดอกเบี้ยจะแพงกว่าเงินกู้บ้านดอกเบี้ยปรับได้ที่มีระยะสั้น คนอเมริกันและยุโรปในปัจจุบันจึงหันมากู้ซื้อบ้านแบบดอกเบี้ยปรับได้ระยะสั้น (Adjustable Rate Mortgage หรือ ARM) มากขึ้น ระบบของเรานี้ผู้กู้บ้านได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากระยะสั้นที่ต่ำกว่าดอกเบี้ยระยะยาวในตลาดการเงินของเราเอง และไทยสามารถใช้เงินฝากธนาคารกับระบบระยะเวลาที่ปรับได้หรือ Adjustable Term Mortgage ทำให้เงินกู้บ้านของเรามีเงินงวดคงที่ใกล้เคียงระบบเงินกู้ดอกเบี้ยคงที่ระยะยาวของสหรัฐฯและยุโรปอยู่แล้วโดยหลายคนไม่ตระหนัก เช่นนี้ข้าพเจ้าจึงเห็นว่า การเงินเพื่อที่อยู่อาศัยไทยสำหรับผู้ค้ำจะที่สุดในโลกประเทศหนึ่ง

แต่ในปัจจุบันทางการได้เข้ามาควบคุมการดำเนินงานของธนาคารสงเคราะห์ไม่ให้รอส. ให้บริการสินเชื่อบ้านได้เต็มความสามารถ โดยกำหนดให้รอส. ให้กู้บ้านในวงเงินระดับไม่เกินประมาณ 1.5 ล้านบาทเท่านั้น เป็นนโยบายที่ทำความเสียหายให้รอส.และการเงินที่อยู่อาศัยไทยอย่างมาก เนื่องจากต้นทุนการดำเนินการให้กู้บ้านรายย่อยนั้นต้นทุนต่อรายจะไม่ต่างกัน แต่รายได้ต่อรายจะต่างกัน ขึ้นอยู่กับวงเงิน เช่น รายได้จากผู้กู้ 3 ล้านบาทจะเป็น 3 เท่าของผู้กู้ 1 ล้านบาท นโยบายนี้จึงทำให้ต้นทุนรอส.สูงกว่าธนาคารพาณิชย์มากทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้บ้านรอส.สูงกว่าธนาคารอื่นในปัจจุบัน นโยบายนี้นอกจากจะทำความเสียหายแก่การดำเนินงานของรอส.และลดการแข่งขันในระบบการเงินที่อยู่อาศัยไทยสำหรับการให้สินเชื่อบ้านทุกระดับแล้ว ยังเป็นสาเหตุหนึ่งที่ส่วนต่างดอกเบี้ยเงินกู้บ้านและเงินฝากของไทยยังสูงมาก นอกจากนี้ยังเป็นนโยบายที่ทำลายระบบการช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อยโดยไม่เป็นภาระงบประมาณด้วย เพราะรอส.ไม่สามารถทำ Cross-subsidization คือเอากำไรจากเงินกู้ผู้มีรายได้สูงไปอุดหนุนผู้กู้รายได้น้อยเหมือนในอดีต

ระบบซีเคียวริไทเซชันเหมาะกับสหรัฐฯที่มีตลาดทุนใหญ่ที่สุดในโลก

การทำซีเคียวริไทเซชันหรือการเปลี่ยนเงินกู้บ้านระยะยาวเป็นตราสารหนี้ระยะยาวเรียกว่า Mortgage Backed Securities หรือ MBS ของสหรัฐฯไม่ใช่ไม่ดีแต่จะถูกที่ปรึกษาการเงินเสนอให้ประเทศกำลังพัฒนาและด้อยพัฒนารวมทั้งประเทศไทยเอาอย่างโดยไม่ตระหนักว่าระบบนี้เกิดขึ้นในสหรัฐฯเพราะสภาพท้องถิ่น ระบบนี้เหมาะสมกับประเทศสหรัฐฯซึ่งร่ำรวยและมีตลาดหุ้นกู้ที่ใหญ่และลึกที่สุดในโลก แต่ตลาดทุนไทยภาคเอกชนยังมีขนาดเล็กและระยะสั้น ตลาดหุ้นกู้ไทยมีพันธบัตรรัฐบาล

ธนาคารแห่งประเทศไทยและรัฐวิสาหกิจเป็นส่วนใหญ่นักภาคเอกชนเป็นส่วนน้อย การออกตราสาร MBS จากเงินกู้ซื้อบ้านซึ่งเป็นตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชนจึงหาผู้ซื้อไม่ได้เพราะระยะยาวเกินไป เสี่ยงเกินไป และเงินกู้เรายังไม่มีมาตรฐานตลาดที่ดี เมื่อต้องจะทำผลออกมาก็ต้องทำแบบปลอมๆทั้งสิ้น แต่เราก็ยังฝันเรียกว่าชิวเคียวริไทเซชั่น คนไทยก็ไม่ทราบสภาพความเป็นจริงเป็นอย่างไรเพราะข้อเป็นศัพท์เทคนิค การเงินที่พูดแล้วก็คิดเอาเองว่าเป็นของสหรัฐฯต้องดีและเราควรเอาอย่าง ในญี่ปุ่นหรือเกาหลีตลาดทุน เขาใหญ่มาก ญี่ปุ่นเป็นระดับโลกเขายังพูดตรงๆว่าเขาต้องปรับเปลี่ยนอย่างไรจึงจะเหมาะสมกับสภาพท้องถิ่นเขา เขาศึกษาและปรับปรุงตราสารหนี้ MBS ไปเป็นแบบคล้ายหุ้นกู้ธนาคารจำนอง (Mortgage Covered Bond) ของยุโรปเพื่อให้ความเสี่ยงลดลงตามสภาพตลาดทุนท้องถิ่นจึงสามารถระดมทุนจากตลาดทุนของเขาได้ดีขึ้น เราฝันความจริงหรือไม่เข้าใจพื้นฐานระบบการเงินที่อยู่อาศัยแต่ละแบบและสถานะตลาดทุนที่เกี่ยวข้องเลยแก้ปัญหาไม่ได้

ระบบธนาคารสามารถใช้เงินฝากระยะสั้นให้กู้เพื่อที่อยู่อาศัยระยะยาวได้อย่างไร

ที่ปรึกษาการเงินที่อยู่อาศัยต่างประเทศมักจะพูดว่าการเอาเงินฝากมาให้กู้ระยะยาวเป็น Funding Mismatch เพื่อต้องการขายบริการให้ประเทศกำลังพัฒนาที่ไม่เข้าใจระบบการเงินที่อยู่อาศัยต่างระบบ

ในระบบธนาคารนั้นแต่ละธนาคารจะมีระบบและหน่วยงานในการจัดการทรัพย์สินและหนี้สิน หรือ Assets and Liabilities Management คือการจัดสัดส่วนสินทรัพย์หนี้สินให้มีสภาพคล่องพอเพียงแต่ให้มีผลตอบแทนสูงสุด แต่ละธนาคารจะต้องจัดสัดส่วน เงินสด สินทรัพย์สภาพคล่อง เงินลงทุน เงินกู้ระยะสั้น ระยะปานกลางและระยะยาวให้เหมาะสมกับภาวะตลาดและการดำเนินงาน สินเชื่อระยะสั้นมีสภาพคล่องสูงแต่ให้ผลตอบแทนต่ำกว่าสินเชื่อระยะยาว ธนาคารต้องมีสภาพคล่องเพียงพอกับการถอนเงินฝากซึ่งมีระยะสั้น แต่หากมีสินเชื่อระยะสั้นมากเกินไปธนาคารก็จะกำไรน้อยหรือไม่มีกำไร หากให้สินเชื่อระยะยาวมากเกินไปได้กำไรสูงแต่อาจจะมีปัญหาสภาพคล่อง อย่างไรก็ตามการถอนเงินฝากในระบบธนาคาร ปกติส่วนใหญ่จะถอนจากธนาคารหนึ่งไปฝากอีกธนาคารหนึ่ง ถึงแม้จะมีการถอนจำนวนมากต่อวันก็มีการฝากใหม่จำนวนมากเช่นกัน ระบบธนาคารโดยรวมทั้งประเทศเงินฝากจึงไม่ลดลง มีแต่เพิ่มขึ้น หากธนาคารขาดสภาพคล่องก็เป็นหน้าที่ธนาคารแห่งประเทศไทยหรือธนาคารกลางที่ทำหน้าที่คนกลางดูแลสภาพคล่องและเป็น Lender of Last Resort วิกฤตธนาคารก็จะเกิดขึ้นต่อเมื่อเงินกู้เงินลงทุนของธนาคารนั้นเสียหายเอ็นพีแอลสูง ฉะนั้นระบบธนาคารจึงสามารถเอาเงินฝากระยะสั้นไป

ให้กู้บ้านระยะยาวได้ส่วนหนึ่ง ความมั่นคงของธนาคารในการให้กู้บ้านระยะยาวอยู่ที่การรักษาคุณภาพเงินกู้และดูแลสัดส่วนสินเชื่อดี ธนาคารกลางสามารถสนับสนุนสภาพคล่องธนาคารได้หากเงินกู้และการลงทุนของธนาคารนั้นไม่เสียหายเกิดเอ็นพีแอล จนเงินกองทุนไม่เพียงพอ ระบบใช้เงินฝากให้กู้บ้านในอังกฤษเองก็อยู่มาหลายศตวรรษจนถึงปัจจุบัน ในขณะที่ระบบซีเคียวริไทเซชันเงินกู้บ้านที่มี Fund Matching ของสหรัฐล่มลงใน Subprime Crisis ในปี 2007-8 และสถาบันการเงินที่อยู่อาศัยสหรัฐต้องหยุดการให้กู้เพราะเกิดความเสียหายจากสินเชื่อบ้านซับไพรม์ที่ต่ำกว่ามาตรฐาน

ปัจจุบันเรากำลังมองอีกจากที่ปรึกษาต่างประเทศอีกว่าเรามีเครื่องมือพิเศษทางการเงินจะทำให้ทุกคนกู้ซื้อบ้านได้ง่ายๆ ระบบต่างประเทศที่คนไทยเพิ่งจะได้ยินบ่อยนี้คือ การประกันสินเชื่อบ้าน หรือ Mortgage Insurance เราควรจะวิเคราะห์เหตุผลที่มาที่ไปก่อน มิใช่ฟังชื่อจากที่ปรึกษาต่างประเทศแล้วเชื่อง่ายๆเหมือนเรื่องซีเคียวริไทเซชัน

ในต่างประเทศที่มีการประกันสินเชื่อบ้านในตลาดการเงินสินเชื่อบ้านปกติเกิดจาก 2 กรณี กรณีแรกวงเงินกู้ต่อราคาบ้าน (Loan to Value หรือ LTV) ทางกำหนดไว้ต่ำเข้มงวดมากเช่น 60-80% เช่นในเกาหลี ฮองกง สหรัฐฯ ฉะนั้นผู้กู้บางคนที่มีรายได้สูงและต้องการกู้ LTV เกินกฎที่เข้มงวดเล็กน้อยจึงสามารถทำได้ไม่เกิดความเสียหายมาก กรณีที่สองในสหรัฐมีการซื้อขายเงินกู้บ้าน ชั้นดี (Prime) เป็นธุรกิจหลักในระบบธนาคารและตลาดทุน ผู้ซื้อเงินกู้จะกำหนดมาตรฐานตลาดผู้กู้บ้านชั้นดี (Prime) ที่ผู้ซื้อจะซื้อ คือวงเงินกู้ต่อราคาบ้าน (LTV) ไม่เกิน 80% เงินงวดต่อรายได้ (DTI) ไม่เกิน 25% ต้องผ่านเครดิตสกอร์สูงและไม่มีประวัติเสียในเครดิตบูโร ถ้าไม่ครบอย่างใดอย่างหนึ่งเงินกู้บ้านนั้นก็ต้องมีประกันเงินกู้เขาถึงจะซื้อ สถานการณ์ไทยเราไม่เข้าลักษณะทั้งสองกรณี มาตรฐานเงินกู้บ้านทางการเราไม่เข้มงวด การซื้อขายเงินกู้บ้านชั้นดี (Prime) ไม่เป็นธุรกิจหลักของตลาดการเงินไทย การซื้อขายเงินกู้ไทยส่วนมากจะเป็นประเภท NPL หรือหนี้เสีย

เวลาเราพูดว่าผู้กู้บ้านไม่ผ่านมีมากเราตระหนักหรือไม่ว่าผู้ที่ไม่ได้รับการอนุมัติเงินกู้หรือผู้ไม่ผ่านของไทยคือใคร ในปัจจุบันธนาคารไทยแข่งกันให้กู้ซื้อบ้านแก่ประชาชนอยู่แล้วอย่างดุเดือดให้กู้กันถึง 100% หรือสูงกว่าก็มี การกำหนด LTV ของ ธปท. สูงถึง 90-95% กฎเงินคาวน 5-10% ของไทยนี้เป็นเงินกู้บ้านระดับซับไพรม์ในสหรัฐฯ กฎเงินงวดต่อรายได้ขั้นต่ำ (DTI) ธปท. ก็ยังไม่มี มาตรฐานไทยอ่อนกว่ามาตรฐานโลกมาก ในสถานการณ์ไทยปัจจุบันผู้กู้บ้านไม่ผ่านจึงนับได้ว่าเป็นพวกซบ

ไพรม์สุดๆต่ำกว่าซับไพรม์ธรรมดาจนธนาคารต่างๆที่แย่งกันให้กู้บ้านยังกลัวไม่ผ่านเงินกู้ คนไทยเหมือนถูกหลอกให้คิดว่าการประกันสินเชื่อบ้านจะเป็นเครื่องมือพิเศษจากต่างประเทศทำให้ผู้ที่ไม่ควรกู้ให้กู้ได้โดยไม่ตระหนักกว่าเป็นการสร้างระบบซับซับไพรม์ เป็นสิ่งที่ไม่ควรทำเพราะเป็นอันตรายต่อระบบการเงินของประเทศโดยรวม การจัดสัมมนาโดยกระทรวงการคลังในเรื่องนี้โดย Asian Development Bank ที่ที่ปรึกษาการเงินต่างประเทศพยายามเสนอขายบริการที่ปรึกษาระบบการประกันสินเชื่อบ้านว่าเป็นเครื่องมือพิเศษ ถูกคัดค้านโดยสมาคมสินเชื่อที่อยู่อาศัย สมาคมธนาคารไทยและสมาคมหุ้นกู้ไทยว่าไม่มีประโยชน์ ไม่เพิ่ม (Added Value) และไม่เหมาะสมกับสถานการณ์ไทยในปัจจุบัน

หากเราต้องการช่วยคนอย่างมีเหตุผลไม่สร้างปัญหาระบบการเงินในอนาคต เราควรจัดการกับผู้กู้ซับไพรม์ที่กู้ไม่ผ่านอย่างถูกต้อง คือเพิ่มความสามารถชำระหนี้เขาจริงๆ โดยส่งเสริมการออมก่อนให้ผู้กู้บ้านที่กู้ไม่ผ่านไปออมเงินให้มีเงินคาวนั้มากขึ้นจนกลายเป็นผู้กู้ระดับไพรม์อย่างตรงไปตรงมา วิกฤตซับไพรม์ในสหรัฐฯจะทำให้ทุกคนเห็นผลร้ายของการส่งเสริมการให้กู้ซับไพรม์และการล้มลงของผู้ประกันความเสี่ยงระบบซับไพรม์ที่ก่อให้เกิดความเสียหายอย่างมหาศาล ถ้าไทยเกิดมีการประกันสินเชื่อบ้านจริงๆเราจะขยายปริมาณซับซับไพรม์เพิ่มขึ้นมาก เป็นอันตรายต่อประเทศอย่างไ่ก็ดูตัวอย่างกรณีวิกฤตซับไพรม์สหรัฐฯ การประกันสินเชื่อบ้านถ้าเกิดขึ้นจะเป็นพื้นฐานวิกฤตการเงินไทยในอนาคตได้เช่นเดียวกับนโยบาย BIFF ที่รัฐมนตรีเงินดอลลาร์ได้ดอกเบี้ยถูกๆงาๆจนในที่สุดเกิดวิกฤตปี 2540

ระบบการเงินที่อยู่อาศัยของไทยที่ควรต้องปรับปรุง

ถึงแม้ในปัจจุบันเงินกู้บ้านไทยจะดีที่สุดในโลกสำหรับผู้ประเทศหนึ่ง แต่ก็ยังมีหลายจุดที่ต้องปรับปรุง เช่น ไทยยังไม่มีกฎหมายควบคุมวิชาชีพการประเมินค่าทรัพย์สินเหมือนประเทศอื่นในอาเซียนและในโลก เรื่องนี้เราล้าหลังที่สุดในโลกและล้าหลังที่สุดในกลุ่มอาเซียน กระทรวงการคลังควรริบออกกฎหมายควบคุมวิชาชีพ มาตรฐานและจรรยาบรรณผู้ประเมินค่าทรัพย์สิน เพื่อให้การประเมินค่าทรัพย์สินของไทยมีมาตรฐานสูงขึ้น การประเมินค่าทรัพย์สินของไทยมีมาตรฐานต่ำที่สุดประเทศหนึ่งและสร้างความเสียหายต่อระบบเศรษฐกิจการเงินไทยทั้งในอดีตและปัจจุบัน

รพท.ควรควบคุมการ โฆษณาดอกเบี้ยและค่าธรรมเนียมสินเชื่อที่อยู่อาศัยของธนาคารให้
ประชาชนเข้าใจง่าย การโฆษณาเสนอดอกเบี้ยเงินกู้ที่อยู่อาศัยของธนาคารในปัจจุบันนั้นสับสน
เปรียบเทียบยาก แต่ละธนาคารควรจะต้องแสดงอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยเงินกู้ของตน ตลอดระยะเวลาสัญญา
เงินกู้ ว่าเป็นอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยเท่าใดต่อปีโดยใช้ดอกเบี้ยอ้างอิงปัจจุบันของธนาคารตนคำนวณให้ชัดเจน
และธนาคารควรแสดงดอกเบี้ยที่ไม่ผูกกับการบังคับหรือกึ่งบังคับให้ซื้อโปรดัคส์หรือบริการอื่นควบกับเงินกู้
บ้านด้วย ผู้กู้จะได้เปรียบเทียบดอกเบี้ยและค่าใช้จ่ายของแต่ละธนาคารได้ง่าย (การแสดงดอกเบี้ยเฉลี่ย
เงินกู้ธนาคารแห่งประเทศไทยสั่งให้ธนาคารพาณิชย์ปฏิบัติแล้วบางส่วนในปี 2556 แต่ยังไม่ครอบคลุมทุก
กรณี)

การกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้บ้านหาก รพท.สามารถกำหนดให้เปลี่ยนจากการอิงอัตรา MLR
หรือ MRR ของแต่ละธนาคารที่ไม่เท่ากัน ไปอิงกับอัตรากลางอย่างใดอย่างหนึ่งอัตราเดียวทุกธนาคาร เช่น
อัตราดอกเบี้ยกลางของธนาคารแห่งประเทศไทยก็จะทำให้ประชาชนพิจารณาเปรียบเทียบดอกเบี้ยเงินกู้จาก
ธนาคารต่างๆ ได้ง่ายขึ้นอีก

ทางการไม่ควรอย่างยิ่งที่ไปแทรกแซงจำกัดการดำเนินงานของธอส.ทำให้ประสิทธิภาพลดลง
ต้นทุนดำเนินงานเพิ่มขึ้น ธอส.ควรให้กู้บ้านทุกระดับทั้งรายได้สูง ปานกลางและต่ำตามสภาพตลาดซึ่ง
จะทำให้การแข่งขันบริการสินเชื่อที่อยู่อาศัยในตลาดการเงินของไทยดีขึ้น และธอส.จะยังสามารถเอา
กำไรจากผู้มีรายได้สูงไปลดดอกเบี้ยให้ผู้มีรายได้น้อย (Cross-subsidization) โดยไม่ต้องใช้งบประมาณ
อุดหนุนซึ่งจะเป็นประโยชน์ทั้งทางเศรษฐกิจและสังคมของไทยที่รายได้มีความเหลื่อมล้ำสูงมากในปัจจุบัน

มาตรฐานความเสี่ยงการให้กู้ซื้อบ้านของไทยในปัจจุบันจะต้องปรับปรุง โดยเฉพาะวงเงินกู้
ต่อราคาบ้านหรือ Loan to Value Ratio (LTV) ที่ต่ำกว่า 10 ล้านบาทสูงถึง 90-95% เงินกู้บ้านไทย ระดับ
ซับไพรม์ของไทยจึงน่าจะมีปริมาณสูง ระดับเอ็นพีแอล ของไทยจึงสูงกว่าต่างประเทศและฐานะธนาคาร
ไทยน่าจะอ่อนแอกว่าต่างประเทศ การกำหนด LTV ให้มาตรฐานสูงขึ้นมิได้หมายความว่าธนาคารจะให้
กู้บ้าน 100% ไม่ได้ ธนาคารจะให้กู้ LTV สูงเท่าใดก็ได้แต่ธนาคารควรตระหนักว่ามาตรฐานไพรม์และ
ซับไพรม์ของทางการเป็นอย่างไรและจัดสรรเงินกองทุนให้เหมาะสมกับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นสำหรับการให้กู้
ดังกล่าว

อีกประการหนึ่งคือกฎความสามารถผ่อนชำระ การแข่งขันให้กู้ของธนาคารทำให้ธนาคารลดมาตรฐานรายได้ต่อเงินงวดผ่อนชำระ (Debt to Income หรือ DTI) และเพิ่มความเสี่ยงเหมือนการให้กู้ซับไพรม์สหรัฐฯ ธปท.ก็ยังไม่มีการมาตรการรายได้ต่อเงินงวดเหมือนประเทศอื่นๆ เงินกู้บ้านของไทยจึงมีปัญหาห่วยหากช่วงใดเศรษฐกิจอ่อนแอหรือได้รับผลกระทบจากต่างประเทศ

วิธีแก้ไขที่ถูกต้องสำหรับผู้ที่ไม่ผ่านไม่ใช่การประกันสินเชื่อบ้านแต่ควรส่งเสริมให้บุคคลเหล่านี้ออมเงินเพื่อสะสมเงินคาวนให้มากขึ้นและวงเงินขอกู้ลดลง การออมเงินคาวนเพิ่มขึ้นจะทำให้บุคคลเหล่านี้ซึ่งเดิมกู้ไม่ผ่านกลายเป็นลูกค้าไพรม์หรือลูกค้าชั้นดีโดยตรงไปตรงมา เนื่องจากการออมจะทำให้เขาจะมีประวัติความสามารถผ่อนชำระจากการออมเงินรายเดือน ทั้งเมื่อมีเงินคาวนมากขึ้นวงเงินกู้และ LTVจะลดลง อัตราส่วนรายได้ต่อเงินงวด (DTI) จะสูงขึ้น การกู้เงินก็จะผ่านธนาคารได้ในวงเงินที่เหมาะสม แต่การไปบอกให้ผู้กู้ออมเงินคาวนมากขึ้นเฉยๆจะไม่มีใครทำ โดยเฉพาะสำหรับผู้มีรายได้น้อยคนจะออมมากขึ้นต้องมีแรงจูงใจการออมที่สูงพอ มาตรการส่งเสริมการออมเงินคาวนก่อนกู้จึงสำคัญอย่างยิ่ง เราอาจจะศึกษาการอุดหนุนเพื่อจูงใจให้คนออมเงินคาวนเพื่อที่อยู่อาศัย เช่นในเยอรมันมีระบบที่รัฐให้โบนัสจำนวน 15-20% ของเงินที่ออมเป็นประจำในการกู้ซื้อบ้าน (ระบบ Contract Savings โดย Bausparkassen) ระบบส่งเสริมการออมแบบนี้ น่าสนใจน่าศึกษา รัฐใช้เงินน้อยแต่ทำให้คนออมเพื่อที่อยู่อาศัยมากขึ้นและมีวินัยทางการเงินเพิ่มขึ้น

.....

ประเทศไทยเราเป็นประเทศกำลังพัฒนา แต่ระบบสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยของเราล้ม
ประสบความสำเร็จในระดับสูงสุดประเทศหนึ่งในโลกโดยวิธีการของเราเอง ข้าพเจ้าจึงเห็นว่าน่าจะเป็น
ประโยชน์ที่จะนำความเป็นมาของเราเองมาวิเคราะห์ เพื่อจะเป็นประโยชน์แก่ผู้ที่เกี่ยวข้อง

ปัจจุบันการเงินที่อยู่อาศัยของไทยเป็นระบบเงินฝากเป็นหลัก มีสถาบันการเงินเฉพาะกิจของ
รัฐผสมกับธนาคารพาณิชย์ เดิมระบบธนาคารพาณิชย์ไทยอยู่ในมือธนาคารอังกฤษและฝรั่งเศส ใน
สงครามโลกครั้งที่สองไทยอยู่ในการควบคุมของญี่ปุ่นธนาคารอังกฤษและฝรั่งเศสถูกปิด ธนาคารพาณิชย์
ไทยจึงเริ่มตั้งตัวได้ตั้งแต่ช่วงปลายสงครามโลกครั้งที่สอง ในช่วงเริ่มต้นธนาคารพาณิชย์ไทยให้บริการ
เฉพาะเพื่อการค้าและการลงทุนระยะสั้นไม่ปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัย เป็นสาเหตุหนึ่งที่รัฐบาลจัดตั้ง
ธนาคารอาคารสงเคราะห์(ธอส.) ขึ้นเป็นธนาคารเฉพาะกิจในปี พ.ศ. 2495 และเปิดดำเนินการในปี พ.ศ.
2496 โดยกำหนดให้ให้กู้เพื่อที่อยู่อาศัยเท่านั้น อย่างไรก็ตาม ธอส.ไม่สามารถแข่งขันหาเงินฝาก รัฐบาล
เข้ามาช่วยเหลือให้ธอส.ออกพันธบัตรโดยกระทรวงการคลังค้ำประกัน เท่ากับใช้เงินหรือเครดิตของรัฐบาล
มาดำเนินงาน เงินที่ระดมได้ไม่พอและรัฐมีเงินและวงเงินค้ำประกันจำกัด

การดำเนินการกิจการของธอส.ประสบปัญหารุนแรงที่สุดในช่วงวิกฤตการณ์น้ำมัน พ.ศ. 2524-7
การให้กู้รายย่อยแก่ผู้ซื้อบ้านของธอส.นั้นเดิมใช้ระบบดอกเบี้ยเงินกู้คงที่ตลอดอายุสัญญา ในขณะที่ที่มา
ของเงินธนาคารส่วนใหญ่เป็นเงินฝากไม่เกิน 1 ปี ดอกเบี้ยขึ้นลงตามภาวะตลาดการเงิน ในช่วงวิกฤต
ดอกเบี้ยในตลาดการเงินผันผวนดอกเบี้ยเงินฝากสูงขึ้นรุนแรง ธอส.ขาดสภาพคล่องต้องพึ่งเงินกู้ธนาคาร
แบงก์จากธนาคารพาณิชย์ดอกเบี้ยสูงถึง 19-20% ดอกเบี้ยคงที่เงินกู้ที่ให้ไปแล้วอยู่ระดับต่ำไม่สามารถ
ปรับขึ้นได้ พอร์ตเงินให้กู้เพื่อที่อยู่อาศัยของธนาคารขาดทุนมหาศาล นอกจากนี้ธนาคารยังมีเงินกู้
ผู้ประกอบการโครงการอสังหาริมทรัพย์ซึ่งกลายเป็นหนี้เสียเกือบ 100% เพราะโครงการบ้านจัดสรรต่างล้ม
ลงในวิกฤตดังกล่าว หากธอส.ไม่เป็นรัฐวิสาหกิจและรัฐเข้ามาช่วยก็คงต้องปิดกิจการไปแล้ว

ในช่วงเวลาเดียวกันนี้สถาบันรับฝากเงินและให้กู้บ้านในสหรัฐคือ Savings and Loan
Associations ก็ประสบปัญหาเช่นกันเพราะการให้เงินกู้บ้านดอกเบี้ยคงที่แต่เงินฝากดอกเบี้ยผันผวนสูงขึ้น
สหรัฐมีหน่วยงาน Federal National Mortgage Association หรือ Fannie Mae เดิมจัดตั้งในปี 1938 ตาม
มาตรการ New Deal เพื่อช่วยแก้ไขปัญหา Great Depression ให้เป็นหน่วยงานรับซื้อเงินกู้บ้านที่รัฐค้ำ
ประกันเฉพาะกลุ่มคนบางกลุ่มเช่นทหารผ่านศึก ในปี 1968 รัฐบาลสหรัฐเปลี่ยนแปลง Fannie Mae

ภาคผนวก ก

กฎหมายที่เกี่ยวข้อง

พระราชกำหนด
นิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์
พ.ศ. ๒๕๕๐

ภูมิพลอดุลยเดช ป.ร.
ให้ไว้ ณ วันที่ ๒๗ มิถุนายน พ.ศ. ๒๕๕๐
เป็นปีที่ ๕๒ ในรัชกาลปัจจุบัน

พระบาทสมเด็จพระปรมินทรมหาภูมิพลอดุลยเดช มีพระบรมราชโองการ
โปรดเกล้าฯ ให้ประกาศว่า

โดยที่เป็นการสมควรให้มีกฎหมายว่าด้วยนิติบุคคลเฉพาะกิจ
เพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

อาศัยอำนาจตามความในมาตรา ๑๗๕ ของรัฐธรรมนูญแห่ง
ราชอาณาจักรไทย ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยรัฐธรรมนูญแห่งราชอาณาจักรไทย
แก้ไขเพิ่มเติม (ฉบับที่ ๕) พุทธศักราช ๒๕๓๘ จึงทรงพระกรุณาโปรดเกล้าฯ
ให้ตราพระราชกำหนดขึ้นไว้ ดังต่อไปนี้

มาตรา ๑ พระราชกำหนดนี้เรียกว่า “พระราชกำหนดนิติบุคคล
เฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๕๐”

ชื่อพระราชบัญญัติ

มาตรา ๒* พระราชกำหนดนี้ให้ใช้บังคับตั้งแต่วันถัดจาก
วันประกาศในราชกิจจานุเบกษาเป็นต้นไป

วันที่พระราชบัญญัติ
ใช้บังคับ

มาตรา ๓* ในพระราชกำหนดนี้

บทนิยาม

“นิติบุคคลเฉพาะกิจ” หมายความว่า ตัวกลางที่จัดตั้งขึ้น
เพื่อดำเนินการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์และได้จดทะเบียนเป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจ
ตามพระราชกำหนดนี้

* ประกาศในราชกิจจานุเบกษา เล่มที่ ๑๑๔ ตอน ๒๕ ก ลงวันที่ ๒๘ มิถุนายน ๒๕๕๐ มีผลใช้บังคับ
เมื่อ ๒๘ มิถุนายน ๒๕๕๐

* แสดงการแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจ
เพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๕๐ พ.ศ. ๒๕๕๘

“การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์” หมายความว่า การที่นิติบุคคลเฉพาะกิจรับโอนสินทรัพย์หรือรับสินทรัพย์ไว้เป็นหลักประกันจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ เพื่อทำการออกและจำหน่ายหลักทรัพย์แก่ผู้ลงทุน โดยนำเงินที่ได้จากการจำหน่ายหลักทรัพย์มาชำระหรือมอบให้แก่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ตามความตกลงที่ทำไว้ และจะมีการชำระหนี้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์ โดยขึ้นอยู่กับกระแสรายรับที่เกิดจากสินทรัพย์ที่รับโอนมาหรือที่รับไว้เป็นหลักประกัน

“สินทรัพย์” หมายความว่า

(๑) สิทธิเรียกร้องให้ชำระหนี้เป็นเงินที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับ หรือ

(๒) สิทธิเรียกร้องที่จะมีขึ้นในอนาคตโดยให้ชำระหนี้เป็นเงินที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับตามหลักเกณฑ์ที่คณะกรรมการ ก.ล.ด. ประกาศกำหนด

“ผู้จำหน่ายสินทรัพย์” หมายความว่า ผู้โอนหรือจะโอนสินทรัพย์ หรือให้หรือจะให้สินทรัพย์ไว้เป็นหลักประกันแก่นิติบุคคลเฉพาะกิจในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

“ทรัสต์” หมายความว่า ทรัสต์ตามกฎหมายว่าด้วยทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน

“โครงการ” หมายความว่า โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

“คณะกรรมการ ก.ล.ด.” หมายความว่า คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

“สำนักงาน ก.ล.ด.” หมายความว่า สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

“พนักงานเจ้าหน้าที่” หมายความว่า ผู้ซึ่งรัฐมนตรีแต่งตั้งให้ปฏิบัติการตามพระราชกำหนดนี้

“รัฐมนตรี” หมายความว่า รัฐมนตรีผู้รักษาการตามพระราชกำหนดนี้

หมวด ๑

บททั่วไป

มาตรา ๕° ในการปฏิบัติหน้าที่ตามพระราชกำหนดนี้
ให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจหน้าที่ ดังต่อไปนี้

อำนาจหน้าที่ของ
คณะกรรมการ ก.ล.ต.

(๑) กำหนดนโยบายเกี่ยวกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

(๒) กำกับดูแลให้นิติบุคคลเฉพาะกิจปฏิบัติตามพระราชกำหนดนี้

(๓) กำหนดประเภทของสินทรัพย์ที่อนุญาตให้ทำการแปลง
สินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และประเภทของหลักทรัพย์ที่จะออกเนื่องจากการแปลง
สินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

(๔) ออกประกาศเพื่อปฏิบัติการตามพระราชกำหนดนี้

(๕) กำหนดค่าธรรมเนียมในการดำเนินการต่าง ๆ
ตามพระราชกำหนดนี้

(๖) ปฏิบัติการอื่นใดเพื่อให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของ
พระราชกำหนดนี้

คณะกรรมการ ก.ล.ต. อาจมอบอำนาจหน้าที่ตามวรรคหนึ่ง
ให้คณะกรรมการกำกับตลาดทุนตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
ดำเนินการแทนได้

ประกาศของคณะกรรมการ ก.ล.ต. ตามวรรคหนึ่ง เมื่อประกาศ
ในราชกิจจานุเบกษาแล้วให้ใช้บังคับได้

มาตรา ๖° ถูกยกเลิกโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติม
พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์
พ.ศ. ๒๕๔๐ พ.ศ. ๒๕๕๘

ประโยชน์ตอบแทนแก่
คณะกรรมการและ
ที่ปรึกษา

มาตรา ๗ ให้สำนักงาน ก.ล.ต. มีอำนาจหน้าที่ตามที่บัญญัติ
ไว้ในพระราชกำหนดนี้ รวมทั้งรับค่าธรรมเนียมต่าง ๆ ตามพระราชกำหนดนี้

อำนาจหน้าที่
สำนักงาน ก.ล.ต.

มาตรา ๘ การกำหนดค่าธรรมเนียมตามมาตรา ๕ วรรคหนึ่ง (๕)
ให้คำนึงถึงค่าใช้จ่ายและภาระต่าง ๆ ในการดำเนินการตามความเป็นจริง และต้อง
มิได้มุ่งหมายให้เกิดรายได้เป็นสำคัญ และค่าธรรมเนียมดังกล่าวให้ตกเป็นของ
สำนักงาน ก.ล.ต.

การกำหนด
ค่าธรรมเนียม

หมวด ๒^๑ นิติบุคคลเฉพาะกิจ

การจัดตั้งนิติบุคคล
เฉพาะกิจ

มาตรา ๘ การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ตามพระราชกำหนดนี้ ให้ดำเนินการโดยนิติบุคคลเฉพาะกิจ ซึ่งจัดตั้งเป็นบริษัทจำกัด บริษัทมหาชนจำกัด หรือนิติบุคคลอื่นตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด หรือโดยการก่อตั้งทรัสต์ บริษัทจำกัด บริษัทมหาชนจำกัด นิติบุคคลอื่นตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด หรือทรัสต์ ที่จะจัดตั้งเป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจตามวรรคหนึ่ง ต้องมีวัตถุประสงค์เพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เท่านั้น

การดำเนินการของนิติบุคคลเฉพาะกิจโดยการก่อตั้งทรัสต์ให้นำบทบัญญัติแห่งกฎหมายว่าด้วยทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนมาใช้บังคับ เว้นแต่พระราชกำหนดนี้จะบัญญัติไว้เป็นอย่างอื่น และให้ทรัสต์มีหน้าที่และความรับผิดชอบเช่นเดียวกับนิติบุคคลเฉพาะกิจ

ผู้มีสิทธิเสนอโครงการ

มาตรา ๑๐ ในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ให้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์หรือบุคคลที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด เสนอโครงการต่อสำนักงาน ก.ล.ต. โดยต้องระบุรายละเอียดของโครงการตามหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด

การเสนอโครงการตามวรรคหนึ่ง ให้ยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์มาพร้อมกันด้วย

การดำเนินการ
ภายหลังที่สำนักงาน
ได้อนุมัติโครงการ

มาตรา ๑๑ เมื่อสำนักงาน ก.ล.ต. อนุมัติโครงการที่เสนอตามมาตรา ๑๐ แล้ว ให้ดำเนินการจดทะเบียนนิติบุคคลเฉพาะกิจตามที่ระบุไว้ในโครงการเป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจตามพระราชกำหนดนี้ และให้ถือว่าความเป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจดังกล่าวเกิดขึ้นนับแต่เมื่อได้มีการอนุมัติโครงการนั้น

การดำเนินการ
หลายโครงการ
ในขณะเดียวกัน

มาตรา ๑๑/๑ นิติบุคคลเฉพาะกิจจะดำเนินการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์หลายโครงการในขณะเดียวกันไม่ได้ เว้นแต่เป็นกรณีตามวรรคสอง

ในกรณีที่นิติบุคคลเฉพาะกิจดำเนินการโดยการก่อตั้งทรัสต์ ทรัสต์อาจดำเนินการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์หลายโครงการในขณะเดียวกันได้

มาตรา ๑๒ นิติบุคคลเฉพาะกิจต้องดำเนินการต่าง ๆ ตามที่กำหนดไว้ในโครงการที่ได้รับอนุมัติ รวมทั้งให้มีอำนาจดังต่อไปนี้ด้วย

- (๑) รับโอนสินทรัพย์ หรือรับสินทรัพย์ไว้เป็นหลักประกัน
- (๒) ออกหลักทรัพย์จำหน่ายแก่ผู้ลงทุน
- (๓) ทำสัญญากับบุคคลต่าง ๆ เพื่อประโยชน์ในการดำเนินการให้เป็นไปตามโครงการที่ได้รับอนุมัติ
- (๔) ก่อหนี้สินหรือภาระผูกพันตามที่ระบุไว้ในโครงการที่ได้รับอนุมัติ
- (๕) ลงทุนหรือหาผลประโยชน์จากสินทรัพย์ที่รับโอนมาตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ด. อนุญาต
- (๖) ดำเนินการอื่นใดตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ด. ประกาศกำหนด เพื่อประโยชน์ในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

อำนาจหน้าที่ของ
นิติบุคคลเฉพาะกิจ

มาตรา ๑๓ ในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ห้ามมิให้นิติบุคคลเฉพาะกิจกระทำการใดนอกจากที่กำหนดไว้ในโครงการที่ได้รับอนุมัติ เว้นแต่จะได้รับการผ่อนผันจากคณะกรรมการ ก.ล.ด.

ข้อห้ามในการ
ดำเนินการ

มาตรา ๑๔ ในกรณีที่การดำเนินงานของนิติบุคคลเฉพาะกิจตามพระราชกำหนดนี้ มีลักษณะเป็นการประกอบธุรกิจเงินทุนหรือธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ให้นิติบุคคลเฉพาะกิจสามารถกระทำได้โดยมิต้องได้รับอนุญาตตามกฎหมายว่าด้วยการนั้น

ข้อห้ามในการ
ดำเนินการ

มาตรา ๑๕ การโอนสินทรัพย์ที่เป็นสิทธิเรียกร้องในกรณีดังต่อไปนี้ ให้ถือว่าเป็นการโอนสิทธิเรียกร้องอันชอบด้วยกฎหมาย โดยไม่ต้องบอกกล่าวไปยังลูกหนี้ตามบทบัญญัติมาตรา ๓๐๖ แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ แต่ไม่กระทบกระเทือนถึงสิทธิของลูกหนี้ที่จะยกข้อต่อสู้ตามบทบัญญัติมาตรา ๓๐๘ วรรคสอง แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

ผู้รับชำระหนี้เดิมเป็น
ตัวแทนเรียกเก็บและ
รับชำระหนี้

(๑) การโอนสินทรัพย์ที่ผู้รับชำระหนี้เดิมเป็นตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้

(๒) การโอนสินทรัพย์ที่มีการเปลี่ยนตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้โดยผลของกฎหมายอันเนื่องมาจากการควบกิจการของนิติบุคคลดังกล่าว

ในกรณีที่ผู้รับชำระหนี้เดิมเป็นตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้แล้ว และได้มีการเปลี่ยนตัวแทนดังกล่าวเป็นบุคคลอื่นในภายหลัง และมีใช่เป็นกรณีตาม (๒) ให้นิติบุคคลเฉพาะกิจแจ้งข้อเท็จจริงเกี่ยวกับการรับโอนสินทรัพย์ที่

เป็นสิทธิเรียกร้องนั้นและการเปลี่ยนตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้ไปยังลูกหนี้ นับแต่วันที่มีการเปลี่ยนตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้ ทั้งนี้ ตามหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด

ให้นำความในวรรคหนึ่งและวรรคสองมาใช้บังคับกับการรับ สิ้นทรัพย์ไว้เป็นหลักประกันโดยอนุโลม

การเก็บรักษาบัญชี และรายชื่อกู้หนี้

มาตรา ๑๕/๑ ตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้ของสินทรัพย์ ที่มีการโอนมีหน้าที่เก็บรักษาบัญชีและรายชื่อกู้หนี้ตามสินทรัพย์ที่โอนไปแล้วนั้น ไว้เป็นบัญชีเฉพาะ และลูกหนี้มีสิทธิตรวจสอบข้อมูลตามบัญชีและรายชื่อของตนได้

การโอนสินทรัพย์ที่มี หลักประกันที่มีใช้ สิทธิจำนอง สิทธิจำนำ หรือสิทธิอื่นเกิดขึ้นแต่ การค้ำประกัน

มาตรา ๑๖ การโอนสินทรัพย์ตามโครงการที่ได้รับอนุมัติ ถ้าเป็นสินทรัพย์ที่มีหลักประกันอย่างอื่นที่มีใช้สิทธิจำนอง สิทธิจำนำ หรือสิทธิ อื่นเกิดขึ้นแต่การค้ำประกัน ให้สิทธิในสินทรัพย์ที่โอนนั้นตกแก่ผู้รับโอนทุกช่วง จนถึงนิติบุคคลเฉพาะกิจ

การยกเว้นค่าธรรมเนียม การ โอนสินทรัพย์ ทรัพย์สิน หรือ หลักประกันที่เกี่ยวข้องกับสินทรัพย์

มาตรา ๑๗ การโอนและการเปลี่ยนแปลงรายการทางทะเบียน เกี่ยวกับสินทรัพย์ตามโครงการที่ได้รับอนุมัติ ให้ได้รับยกเว้นค่าธรรมเนียมที่ เกิดขึ้นไม่ว่าจะกำหนดในกฎหมายใด

ให้นำความในวรรคหนึ่งมาใช้บังคับกับการโอนและ การเปลี่ยนแปลงรายการทางทะเบียนเกี่ยวกับทรัพย์สินหรือหลักประกัน ที่เกี่ยวข้องกันกับสินทรัพย์ตามโครงการที่ได้รับอนุมัติโดยอนุโลม

บทยกเว้น ป.พ.พ. มาตรา ๖๕๔

มาตรา ๑๘ การโอนสินทรัพย์ตามโครงการที่ได้รับอนุมัติ ที่มีดอกเบี้ยโดยชอบด้วยกฎหมายเกินกว่าร้อยละสิบห้าต่อปี มิให้นำบทบัญญัติ มาตรา ๖๕๔ แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์มาใช้บังคับ และให้นิติบุคคล เฉพาะกิจมีสิทธิคิดดอกเบี้ยจากสินทรัพย์นั้นในอัตราไม่สูงกว่าอัตราที่คิดไว้เดิมได้ ทั้งนี้ ตามวิธีการคิดดอกเบี้ยที่กำหนดไว้แต่เดิม

การเข้าสวมสิทธิเป็น คู่ความในคดีหรือเจ้าหน้าที่ ตามคำพิพากษา

มาตรา ๑๙ ในกรณีที่มีการฟ้องคดีต่อศาลเกี่ยวกับสินทรัพย์ ที่โอนให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจตามโครงการที่ได้รับอนุมัติ ให้นิติบุคคลเฉพาะกิจ เข้าสวมสิทธิเป็นคู่ความแทนผู้จำหน่ายสินทรัพย์

ในคดีพิพาทเกี่ยวกับสินทรัพย์ที่โอนให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจตาม โครงการที่ได้รับอนุมัติ หากศาลได้มีคำพิพากษาให้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์เป็นเจ้าหนี้ ตามคำพิพากษา ให้นิติบุคคลเฉพาะกิจเข้าสวมสิทธิเป็นเจ้าหนี้ตามคำพิพากษาแทน ผู้จำหน่ายสินทรัพย์

มาตรา ๒๐ การโอนสิทธิจากผู้จำหน่ายสิทธิไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจในโครงการที่ได้รับอนุมัติด้วยมูลค่าดังต่อไปนี้ ให้ถือว่าเป็นราคาอันสมควร และไม่เป็นการโอนโดยมีค่าตอบแทนน้อยเกินสมควร หรือทำให้เจ้าหน้าที่ของผู้จำหน่ายสิทธิเสียเปรียบ

บทยกเว้น
พระราชบัญญัติ
ล้มละลายฯ
มาตรา ๑๑๔

(๑) มูลค่าทางบัญชีตามมาตรฐานการบัญชี

(๒) มูลค่าที่ที่ปรึกษาทางการเงินซึ่งมิใช่ที่ปรึกษาทางการเงินของโครงการนั้นได้ให้ความเห็นว่าเป็นราคาอันสมควรในการโอนสิทธิของโครงการ และพิจารณาถึงการเพิ่มความน่าเชื่อถือของธุรกรรมในการแปลงสิทธิเป็นหลักทรัพย์ด้วยแล้ว

มาตรา ๒๑ ให้นำบทบัญญัติมาตรา ๑๕ มาตรา ๑๖ มาตรา ๑๗ และมาตรา ๑๘ มาใช้บังคับกับการโอนสิทธิหรือทรัพย์สินให้แก่ผู้จำหน่ายสิทธิ หรือปลดสิทธิจากการเป็นหลักประกันในระหว่างการดำเนินโครงการที่ได้รับอนุมัติโดยอนุโลม

การนำมาตรา ๑๕
มาตรา ๑๖ มาตรา ๑๗
และมาตรา ๑๘ มาใช้
บังคับโดยอนุโลม

มาตรา ๒๒ ในกรณีที่สำนักงาน ก.ล.ต. พบว่า นิติบุคคลเฉพาะกิจใดดำเนินโครงการที่ได้รับอนุมัติโดยมิได้ทำการแปลงสิทธิเป็นหลักทรัพย์ให้สำเร็จตามความมุ่งหมายของโครงการ และไม่มีเหตุผลอันสมควร ให้สำนักงาน ก.ล.ต. มีอำนาจเพิกถอนการจดทะเบียนนิติบุคคลเฉพาะกิจนั้น รวมทั้งมีอำนาจเรียกให้นิติบุคคลเฉพาะกิจและผู้จำหน่ายสิทธิต้องร่วมกันรับผิดชอบใช้เงินเป็นจำนวนสองเท่าของจำนวนเงินค่าธรรมเนียมที่ได้รับยกเว้น และเรียกเบี้ยปรับอีกเป็นจำนวนหนึ่งล้านบาท

อำนาจเพิกถอนการ
จดทะเบียนนิติบุคคล
เฉพาะกิจ

เงินที่ชดใช้และเบี้ยปรับตามวรรคหนึ่ง ให้สำนักงาน ก.ล.ต. นำส่งคลังเป็นรายได้แผ่นดิน

มาตรา ๒๓ การเลิกบริษัทจำกัด บริษัทมหาชนจำกัด นิติบุคคลอื่นตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด หรือทรัสต์ ที่ได้รับการจดทะเบียนเป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจจะกระทำได้อต่อเมื่อความเป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจนั้นสิ้นสุดลงแล้ว

การเลิกนิติบุคคล
เฉพาะกิจ

มาตรา ๒๔ นิติบุคคลเฉพาะกิจสิ้นสุดลงเมื่อ

การสิ้นสุดของ
นิติบุคคลเฉพาะกิจ

(๑) นิติบุคคลเฉพาะกิจได้ชำระหนี้ให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์ของนิติบุคคลเฉพาะกิจจนครบถ้วน และได้โอนสิทธิหรือทรัพย์สินที่เหลืออยู่ทั้งหมดคืนให้แก่ผู้จำหน่ายสิทธิ หรือปลดสิทธิจากการเป็นหลักประกันแล้ว

(๒) มีเหตุสิ้นสุดตามที่กำหนดไว้ในโครงการที่ได้รับอนุมัติ

(๓) สำนักงาน ก.ล.ต. เพิกถอนการจดทะเบียนตามมาตรา ๒๒

หรือมาตรา ๒๕

หมวด ๓

ผู้แทนชั่วคราว

อำนาจแต่งตั้ง
ผู้แทนชั่วคราว

มาตรา ๒๕ ในกรณีที่สำนักงาน ก.ล.ต. เห็นว่านิติบุคคล เฉพาะกิจที่เป็นบริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัด ไม่มีผู้มีอำนาจดำเนินการ แทนนิติบุคคลเฉพาะกิจ หรือมีแต่ไม่อาจดำเนินการได้ไม่ว่าด้วยเหตุใด อันจะเป็นผลทำให้การดำเนินการตามโครงการที่ได้รับอนุมัติต้องหยุดชะงักลง ให้สำนักงาน ก.ล.ต. มีอำนาจแต่งตั้งบุคคลคนหนึ่งหรือหลายคนตามที่เห็นสมควร เป็นผู้แทนชั่วคราวของนิติบุคคลเฉพาะกิจ

ให้ผู้แทนชั่วคราวตามวรรคหนึ่งมีอำนาจแต่เพียงผู้เดียวในการ จัดการกิจการของนิติบุคคลเฉพาะกิจนั้นได้ทุกประการ ตลอดจนกระทำการที่ จำเป็นเพื่อให้กิจการดำเนินไปตามโครงการที่ได้รับอนุมัติ

ในกรณีมีเหตุอันควร สำนักงาน ก.ล.ต. อาจเปลี่ยนแปลงบุคคล ที่เป็นผู้แทนชั่วคราวได้

การแจ้งคำสั่งแต่งตั้ง
ผู้แทนชั่วคราว

มาตรา ๒๖ ในการแต่งตั้งผู้แทนชั่วคราวตามมาตรา ๒๕ ให้สำนักงาน ก.ล.ต. แจ้งคำสั่งโดยปิดประกาศไว้ในที่เปิดเผย ณ สำนักงานของ นิติบุคคลเฉพาะกิจนั้นเป็นเวลาไม่น้อยกว่าสิบห้าวัน และให้ประกาศในราชกิจจานุเบกษาและในหนังสือพิมพ์รายวันที่แพร่หลายในท้องถิ่นนั้นอย่างน้อยหนึ่งฉบับ

ผลของการแต่งตั้ง
ผู้แทนชั่วคราว

มาตรา ๒๗ เมื่อสำนักงาน ก.ล.ต. ได้แจ้งคำสั่งแต่งตั้งผู้แทนชั่วคราว ของนิติบุคคลเฉพาะกิจใดตามมาตรา ๒๖ แล้ว

(๑) ให้กรรมการ พนักงาน หรือบุคคลใดๆ ของนิติบุคคลเฉพาะกิจนั้น จัดการอันสมควรเพื่อปกป้องรักษาทรัพย์สินและประโยชน์ของผู้ถือหลักทรัพย์ของ นิติบุคคลเฉพาะกิจ และรับรายงานกิจการ และมอบทรัพย์สินพร้อมสมุดบัญชี เอกสาร ดวงตรา และหลักฐานอื่นอันเกี่ยวกับกิจการของนิติบุคคลเฉพาะกิจให้แก่ผู้แทนชั่วคราว ภายในระยะเวลาตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด

(๒) ให้นุคคลใด ๆ ซึ่งครอบครองทรัพย์สินหรือเอกสารของนิติบุคคลเฉพาะกิจแจ้งการครอบครองให้ผู้แทนชั่วคราวทราบภายในระยะเวลาตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด

มาตรา ๒๘ ในกรณีที่สำนักงาน ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบในการแต่งตั้งผู้มีอำนาจในการดำเนินการใหม่ของนิติบุคคลเฉพาะกิจแล้วให้สำนักงาน ก.ล.ต. มีคำสั่งถอดถอนผู้แทนชั่วคราว โดยให้ปิดประกาศไว้ในที่เปิดเผย ณ สำนักงานของนิติบุคคลเฉพาะกิจนั้น ไม่น้อยกว่าสิบห้าวัน และให้ประกาศคำสั่งดังกล่าวในราชกิจจานุเบกษา และในหนังสือพิมพ์รายวันที่แพร่หลายในท้องถิ่นอย่างน้อยหนึ่งฉบับ

อำนาจถอดถอน
ผู้แทนชั่วคราว

มาตรา ๒๙ ในกรณีที่มีการแต่งตั้งผู้แทนชั่วคราวแล้วหากสำนักงาน ก.ล.ต. เห็นว่านิติบุคคลเฉพาะกิจไม่อาจดำเนินการต่อไปได้ให้สำนักงาน ก.ล.ต. เพิกถอนการจดทะเบียนนิติบุคคลเฉพาะกิจ และให้ดำเนินการเลิกบริษัทและแต่งตั้งผู้ชำระบัญชี โดยให้ถือว่า การแต่งตั้งดังกล่าวเป็นการแต่งตั้งผู้ชำระบัญชีตามกฎหมายที่เกี่ยวกับการจัดตั้งบริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัดแล้วแต่กรณี

อำนาจเพิกถอนการ
จดทะเบียนนิติบุคคล
เฉพาะกิจและการแต่งตั้ง
ผู้ชำระบัญชี

การเลิกและการชำระบัญชีบริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัดตามวรรคหนึ่ง ให้เป็นไปตามบทบัญญัติแห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์หรือบทบัญญัติแห่งกฎหมายว่าด้วยบริษัทมหาชนจำกัด แล้วแต่กรณี เว้นแต่การใดในการเลิกบริษัทและการชำระบัญชีเป็นอำนาจและหน้าที่ของที่ประชุมใหญ่ให้เป็นอำนาจและหน้าที่ของสำนักงาน ก.ล.ต.

หมวด ๔ พนักงานเจ้าหน้าที่

มาตรา ๓๐ ในการปฏิบัติหน้าที่ตามพระราชกำหนดนี้ให้พนักงานเจ้าหน้าที่ที่มีอำนาจ ดังต่อไปนี้

อำนาจของพนักงาน
เจ้าหน้าที่ในการปฏิบัติ
หน้าที่

(๑) เข้าไปในสถานที่ของนิติบุคคลเฉพาะกิจ ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ ทรัสต์ หรือตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้ของนิติบุคคลเฉพาะกิจหรือสถานที่ใด ๆ ซึ่งรวบรวมหรือประมวลข้อมูล โดยได้รับการมอบหมายของบุคคลดังกล่าวหรือสถานที่ใด ๆ ซึ่งเก็บเอกสารหลักฐานหรือทรัพย์สินของนิติบุคคลเฉพาะกิจในระหว่างเวลาพระอาทิตย์ขึ้นจนถึงพระอาทิตย์ตก หรือในระหว่างเวลาทำการของสถานที่นั้นเพื่อตรวจสอบกิจการ ทรัพย์สิน และหนี้สินของนิติบุคคลเฉพาะกิจ รวมทั้งเอกสาร หลักฐาน ทรัพย์สิน หรือข้อมูลเกี่ยวกับนิติบุคคลเฉพาะกิจ

(๒) เข้าไปในสถานที่ใด ๆ ในระหว่างเวลาพระอาทิตย์ขึ้นจนถึงพระอาทิตย์ตก หรือในระหว่างเวลาทำการของสถานที่นั้นเพื่อทำการตรวจทรัพย์สิน ตรวจสอบสมุดบัญชี เอกสาร หรือหลักฐานที่อาจเกี่ยวข้องกับการกระทำอันเป็นความผิดตามพระราชกำหนดนี้

(๓) ยึดหรืออายัดเอกสารหรือหลักฐานที่เกี่ยวข้องกับการกระทำความผิดตามพระราชกำหนดนี้เพื่อประโยชน์ในการตรวจสอบหรือดำเนินคดี

(๔) สั่งให้กรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง หรือผู้สอบบัญชีของนิติบุคคลเฉพาะกิจ ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ ทรัสต์ ตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้ของนิติบุคคลเฉพาะกิจ หรือผู้รวบรวมหรือประมวลข้อมูลที่ได้รับมอบหมายจากบุคคลดังกล่าว หรือบุคคลใด ๆ ที่เป็นผู้เก็บเอกสารหลักฐาน หรือทรัพย์สินของนิติบุคคลเฉพาะกิจ มาให้ถ้อยคำหรือส่งสำเนาหรือแสดงสมุดบัญชี เอกสาร ดวงตรา หรือหลักฐานอื่นเกี่ยวกับกิจการ การดำเนินงาน ทรัพย์สิน และหนี้สินของนิติบุคคลเฉพาะกิจ

(๕) สั่งให้บุคคลใด ๆ ที่จะประโยชน์ต่อการปฏิบัติหน้าที่ของพนักงานเจ้าหน้าที่มาให้ถ้อยคำหรือส่งสำเนาหรือแสดงสมุดบัญชี เอกสาร หลักฐาน หรือวัตถุใดที่เกี่ยวข้องหรือจำเป็นแก่การปฏิบัติหน้าที่ของพนักงานเจ้าหน้าที่

การแสดงบัตรประจำตัว
ในการปฏิบัติหน้าที่

มาตรา ๓๑ ในการปฏิบัติหน้าที่ พนักงานเจ้าหน้าที่ต้องแสดงบัตรประจำตัวแก่บุคคลที่เกี่ยวข้อง

บัตรประจำตัวพนักงานเจ้าหน้าที่ ให้เป็นไปตามแบบที่รัฐมนตรีประกาศกำหนดในราชกิจจานุเบกษา

พนักงานเจ้าหน้าที่เป็น
เจ้าพนักงานตาม
ประมวลกฎหมาย
อาญา

มาตรา ๓๒ ในการปฏิบัติหน้าที่ตามพระราชกำหนดนี้ ให้พนักงานเจ้าหน้าที่เป็นเจ้าพนักงานตามประมวลกฎหมายอาญา

หมวด ๕

บทกำหนดโทษ

บทกำหนดโทษผู้เสนอ
โครงการที่แสดง
ข้อความอันเป็นเท็จ

มาตรา ๓๓ ผู้ใดเสนอโครงการตามมาตรา ๑๐ โดยแสดงข้อความอันเป็นเท็จหรือปกปิดข้อความจริงซึ่งควรบอกให้แจ้ง ต้องระวางโทษปรับไม่เกิน ห้าแสนบาท

มาตรา ๓๔^๑ นิติบุคคลเฉพาะกิจใดฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติตาม มาตรา ๑๓ หรือมาตรา ๑๕ วรรคสอง หรือตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้ใด ฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติตามมาตรา ๑๕/๑ ต้องระวางโทษปรับไม่เกินสามแสนบาท

บทกำหนดโทษ
ผู้ที่ฝ่าฝืนมาตรา ๑๓
มาตรา ๑๕ วรรคสอง
หรือมาตรา ๑๕/๑

มาตรา ๓๕ ในกรณีที่มีการกระทำความผิดตามมาตรา ๓๓ หรือ มาตรา ๓๔ เป็นการกระทำความผิดที่เกิดจากการสั่งการ การกระทำการ การไม่สั่งการหรือการไม่กระทำการอันเป็นหน้าที่ที่ต้องกระทำของกรรมการ ผู้จัดการ หรือบุคคลใดซึ่งรับผิดชอบในการดำเนินงานของนิติบุคคลนั้น บุคคลนั้นต้องระวางโทษจำคุกไม่เกินหนึ่งปี หรือปรับไม่เกินสามแสนบาท หรือทั้งจำทั้งปรับ

บทกำหนดโทษ
ผู้บริหารของผู้เสนอ
โครงการ หรือ
นิติบุคคลเฉพาะกิจ
ที่ฝ่าฝืนพระราช
กำหนด

มาตรา ๓๖ ผู้ใดไม่ปฏิบัติตามมาตรา ๒๗ ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกินหกเดือน หรือปรับไม่เกินหกหมื่นบาท หรือทั้งจำทั้งปรับ

บทกำหนดโทษ
บุคคลใด ๆ ที่ฝ่าฝืน
มาตรา ๒๗

มาตรา ๓๗ ในกรณีที่ผู้กระทำความผิดตามมาตรา ๓๖ เป็นนิติบุคคล ถ้าการกระทำความผิดของนิติบุคคลนั้นเกิดจากการสั่งการ การกระทำ การ การไม่สั่งการ หรือการไม่กระทำการ อันเป็นหน้าที่ที่ต้องกระทำของ กรรมการ ผู้จัดการหรือบุคคลใดซึ่งรับผิดชอบในการดำเนินงานของนิติบุคคลนั้นบุคคลนั้น ต้องรับโทษตามที่บัญญัติไว้สำหรับความผิดนั้น ๆ ด้วย

บทกำหนดโทษ
ผู้บริหาร
ของผู้ที่กระทำความ
ผิดตามมาตรา ๓๖ ในกรณีที่
ผู้กระทำความผิดนั้นเป็น
นิติบุคคล

มาตรา ๓๘ ผู้ใดขัดขวางพนักงานเจ้าหน้าที่ซึ่งปฏิบัติหน้าที่ตาม มาตรา ๓๐ ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกินหนึ่งปี หรือปรับไม่เกินหนึ่งแสนบาท หรือทั้งจำทั้งปรับ

บทกำหนดโทษ
ผู้ขัดขวางพนักงาน
เจ้าหน้าที่

มาตรา ๓๙ ผู้ใดไม่ปฏิบัติตามคำสั่งหรือไม่อำนวยความสะดวก แก่พนักงานเจ้าหน้าที่ซึ่งปฏิบัติหน้าที่ตามมาตรา ๓๐ ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกิน หกเดือน หรือปรับไม่เกินหกหมื่นบาท หรือทั้งจำทั้งปรับ

บทกำหนดโทษ
ผู้ไม่ปฏิบัติตามคำสั่ง
หรือไม่อำนวยความสะดวก
แก่พนักงาน
เจ้าหน้าที่

มาตรา ๔๐ ผู้ใดให้ถ้อยคำอันเป็นเท็จต่อพนักงานเจ้าหน้าที่ ซึ่งอาจทำให้ผู้อื่นหรือประชาชนเสียหาย ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกินหกเดือน หรือปรับไม่เกินหกหมื่นบาท หรือทั้งจำทั้งปรับ

บทกำหนดโทษผู้ให้
ถ้อยคำเท็จต่อพนักงาน
เจ้าหน้าที่

บทกำหนดโทษผู้ทำลาย
หรือทำให้เสียหายซึ่ง
ตราหรือเครื่องหมาย
ซึ่งพนักงานเจ้าหน้าที่
ได้ทำขึ้น

มาตรา ๔๑ ผู้ใดถอน ทำให้เสียหาย ทำลาย หรือทำให้ไร้
ประโยชน์ซึ่งตราหรือเครื่องหมายซึ่งพนักงานเจ้าหน้าที่ได้ประทับหรือหมายไว้ที่
สิ่งใด ๆ ในการปฏิบัติหน้าที่ตามมาตรา ๓๐ เพื่อเป็นหลักฐานในการยึดหรืออายัด
หรือรักษาสິงนั้น ๆ ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกินสามปี และปรับไม่เกินสามแสนบาท

บทกำหนดโทษผู้ทำให้
เสียหายแก่ทรัพย์สินหรือ
เอกสารอันพนักงาน
เจ้าหน้าที่ได้ยึด อายัด
รักษาไว้หรือสั่งให้ส่ง

มาตรา ๔๒ ผู้ใดทำให้เสียหาย ทำลาย ซ่อนเร้น เอาไปเสีย
หรือทำให้สูญหายหรือไร้ประโยชน์ซึ่งทรัพย์สินหรือเอกสารใด ๆ อันพนักงาน
เจ้าหน้าที่ได้ยึด อายัด รักษาไว้ หรือสั่งให้ส่งเพื่อเป็นพยานหลักฐานตามมาตรา ๓๐
ไม่ว่าพนักงานเจ้าหน้าที่จะรักษาทรัพย์สินหรือเอกสารนั้นไว้เองหรือสั่งให้ผู้อื่น
หรือผู้อื่นส่งหรือรักษาไว้ก็ตาม ต้องระวางโทษจำคุกตั้งแต่หกเดือนถึงสามปี
และปรับตั้งแต่หกหมื่นบาทถึงสามแสนบาท

คณะกรรมการ
เปรียบเทียบ
และความผิดที่
เปรียบเทียบได้

มาตรา ๔๓ ความผิดตามมาตรา ๓๓ มาตรา ๓๔ มาตรา ๓๕
มาตรา ๓๖ มาตรา ๓๗ มาตรา ๓๘ มาตรา ๓๙ และมาตรา ๔๐ ให้คณะกรรมการ
เปรียบเทียบความผิดที่รัฐมนตรีแต่งตั้งมีอำนาจเปรียบเทียบได้

คณะกรรมการเปรียบเทียบที่รัฐมนตรีแต่งตั้งตามวรรคหนึ่ง
ให้มีจำนวนสามคน

บทกำหนดโทษ
ผู้บริหาร
ของผู้ที่กระทำความ
มาตรา ๓๖ ในกรณี
ผู้กระทำความผิดเป็น
นิติบุคคล

เมื่อคณะกรรมการเปรียบเทียบได้ทำการเปรียบเทียบกรณีใด
และผู้ต้องได้ชำระค่าปรับตามคำเปรียบเทียบภายในระยะเวลาที่คณะกรรมการ
เปรียบเทียบกำหนดแล้ว ให้ถือว่าคดีเลิกกันตามบทบัญญัติแห่งประมวลกฎหมาย
วิธีพิจารณาความอาญา

ถ้าผู้ต้องหาไม่ยินยอมตามที่เปรียบเทียบ หรือเมื่อยินยอมแล้ว
ไม่ชำระเงินค่าปรับภายในระยะเวลาที่กำหนด ให้ดำเนินคดีต่อไป

อายุความในการฟ้อง
คดีความผิดที่
เปรียบเทียบได้

มาตรา ๔๔ ความผิดที่เปรียบเทียบได้ตามมาตรา ๔๓
ถ้ามิได้ฟ้องต่อศาลภายในห้าปี นับแต่วันกระทำความผิดเป็นอันขาดอายุความ

ผู้รับสนองพระบรมราชโองการ

พลเอก ชวลิต ยงใจยุทธ

นายกรัฐมนตรี

หมายเหตุ : - เหตุผลในการประกาศใช้พระราชกำหนดฉบับนี้ คือ ธุรกิจการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นกระบวนการทางการเงินที่สำคัญ ที่สามารถใช้แก้ไขอุปสรรคการขาดแคลนเงินทุนทั้งระยะสั้นและระยะยาวของธุรกิจต่าง ๆ ได้ รวมทั้งเป็นธุรกิจที่ช่วยสร้างตราสารทางการเงินที่มีความมั่นคงสูงประเภทใหม่ อันจะเอื้ออำนวยต่อการพัฒนาตลาดทุนและการระดมเงินออมของประเทศประกอบกับในปัจจุบันประเทศไทยกำลังเผชิญกับปัญหาภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง อันเป็นผลมาจากธุรกิจต่าง ๆ อยู่ในภาวะซบเซา และขาดแคลนเงินทุนหมุนเวียน โดยเฉพาะอย่างยิ่งธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ซึ่งส่งผลกระทบต่อการดำเนินงานและการบริหารสภาพคล่องของสถาบันการเงินโดยทั่วไปอย่างกว้างขวางและมีผลต่อเนื่องต่อการฟื้นฟูเศรษฐกิจของประเทศ จึงสมควรมีกฎหมายว่าด้วยนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และเนื่องจากภาวะซบเซาทางเศรษฐกิจในขณะนี้ อาจส่งผลกระทบต่อความกว้างขวางออกไปจนยากแก่การรักษาความมั่นคงทางเศรษฐกิจ และ โดยที่เป็นกรณีฉุกเฉินที่มีความจำเป็นรีบด่วนในอันที่จะรักษาความมั่นคงทางเศรษฐกิจของประเทศ จึงจำเป็นต้องตราพระราชกำหนดนี้



สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง กระทรวงการคลัง
ถนนพระราม 6 แขวงสามเสนใน เขตพญาไท กรุงเทพฯ 10400
โทรศัพท์ 0-2273-9020 โทรสาร 0-2273-5602
www.fpo.go.th