

บทที่ 2

ระบบการเงินเคหการและรูปแบบของตลาดรองเงินกู้ที่อยู่อาศัยในต่างประเทศ

การศึกษาเกี่ยวกับระบบการเงินเคหการ และตลาดรองเงินกู้ที่อยู่อาศัยนั้น เนื่องจากเป็นเรื่องค่อนข้างใหม่สำหรับระบบการเงินของไทย เพื่อให้เกิดความเข้าใจในงานการเงิน ความเป็นมาและวิวัฒนาการของเครื่องมือทางการเงินต่าง ๆ ในการเงินเคหการ คงต้องศึกษาจากแนวทางหรือวิธีการที่ใช้และปฏิบัติกันอยู่ในต่างประเทศมาเป็นพื้นฐานในการศึกษา โดยจะมุ่งเน้นศึกษาแนวทางที่เกิดขึ้นในสหรัฐอเมริกา และอังกฤษ ซึ่งถือได้ว่าระบบการเงินของประเทศนี้มีการพัฒนาไปมากและถือเป็นศูนย์กลางทางการเงินที่สำคัญของโลก เพื่อเป็นแนวทางในการนำมาประยุกต์ใช้กับประเทศไทยตามความเหมาะสมต่อไป

ระบบการเงินเคหการในสหรัฐอเมริกา

สหรัฐอเมริกาโดยลักษณะของประเทศกล่าวได้ว่ามีอาณาเขตกว้างขวางมาก การบริหารประเทศจะมีรัฐบาลกลางซึ่งมาจากการเลือกตั้ง แต่การปกครองยังเป็นแบบมลรัฐที่มีอำนาจการควบคุมภายในมลรัฐค่อนข้างมาก และแต่ละรัฐจะมีกฎหมายและข้อกำหนดแตกต่างกันออกไป สถาบันการเงินก็เช่นกันแต่ละรัฐพยายามปกป้องสถาบันการเงินภายในท้องถิ่นของตนเอง จึงออกกฎหมายห้ามสถาบันการเงินในมลรัฐอื่นมาขยายธุรกิจหรือสาขาในรัฐของตน เพราะเกรงว่าธนาคารใหญ่ในรัฐอื่นจะมาแย่งธุรกิจไปหมด และสามารถครอบงำเศรษฐกิจในท้องถิ่นได้ ซึ่งโดยข้อจำกัดเหล่านี้ทำให้ระบบการธนาคารของสหรัฐอเมริกาจะเป็นแบบ UNIT BANKING โดยจะเป็นสถาบันการเงินเล็กๆ จำนวนมากกระจายอยู่ทั่วไป และดำเนินธุรกิจด้านให้บริการลูกค้ารายย่อย (RETAIL BANKING) คือธนาคารจะ

มีสาขาของตนเองกระจายอยู่ในที่ต่างๆ เพื่อสามารถให้บริการได้ทั่วถึง นอกจากนี้ โดยนโยบายของรัฐบาลกลางแต่เดิมไม่ค่อยให้ความสำคัญหรือสนับสนุนเกี่ยวกับการจัดสร้างที่อยู่อาศัยเท่าที่ควร สาเหตุที่ทำให้นโยบายทางการเคหะไม่สามารถดำเนินการได้อย่างต่อเนื่อง เพราะ

1. ระบบการเงินเคหการของอเมริกาค่อนข้างยุ่งยาก และมีข้อจำกัดมาก
2. การที่อัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้นทำให้โอกาสในการมีบ้านเป็นของตนเองยากขึ้น
3. นโยบายที่จะช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อย เกี่ยวกับที่อยู่อาศัยมักจะถูกวิพากษ์วิจารณ์อยู่เสมอ ทำให้ผู้บริหารของประเทศไม่สามารถดำเนินการได้อย่างเต็มที่

แม้สถาบันการเงินในสหรัฐอเมริกาส่วนใหญ่จะมีขนาดเล็ก และดำเนินธุรกิจด้านการบริการลูกค้ารายย่อยเป็นหลัก แต่สถาบันการเงินและธนาคารพาณิชย์เหล่านี้ ในระยะแรกก็ไม่ให้ความสำคัญกับสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยมากนัก เนื่องจากเป็นสินเชื่อระยะยาว โดยจะให้ความสำคัญกับสินเชื่อระยะสั้นสำหรับธุรกิจมากกว่า โดยในอดีตการปล่อยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยระยะเวลาไม่เกิน 5 ปี อัตราดอกเบี้ยเป็นในลักษณะตายตัว (FIXED RATE) และสัดส่วนในการให้สินเชื่อไม่เกิน 50% ของหลักทรัพย์ค้ำประกัน อย่างไรก็ตามก็มีสถาบันการเงินที่ให้บริการด้านสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย โดยเฉพาะเกิดจากการรวมตัวกันของเอกชน ลักษณะคล้ายสหกรณ์ออมทรัพย์ หรือ เครดิตฟองซิเอร์ ทำหน้าที่รับฝากเงินจากสมาชิกและให้บริการสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย คือ SAVINGS AND LOAN ASSOCIATIONS (S&L) หรือ บางครั้งเรียกกันว่า THRIFT INSTITUTION

SAVINGS AND LOAN ตั้งขึ้นครั้งแรกเมื่อปี ค.ศ. 1831 และเริ่มขยายไปยังรัฐอื่นๆ ในปี 1848 จัดตั้งเป็นสมาคมฯ ชื่อว่า BUILDING AND LOAN ASSOCIATION และภายหลังจึงเปลี่ยนชื่อมาเป็น SAVINGS AND LOAN ASSOCIATIONS ตัวเลข ณ สิ้นปี 1980 S&L มีกระจายอยู่ในรัฐต่าง ๆ ทั่วสหรัฐอเมริกา โดยมีจำนวนมากกว่า 4,000 แห่ง S&L จะรับฝากเงิน และให้

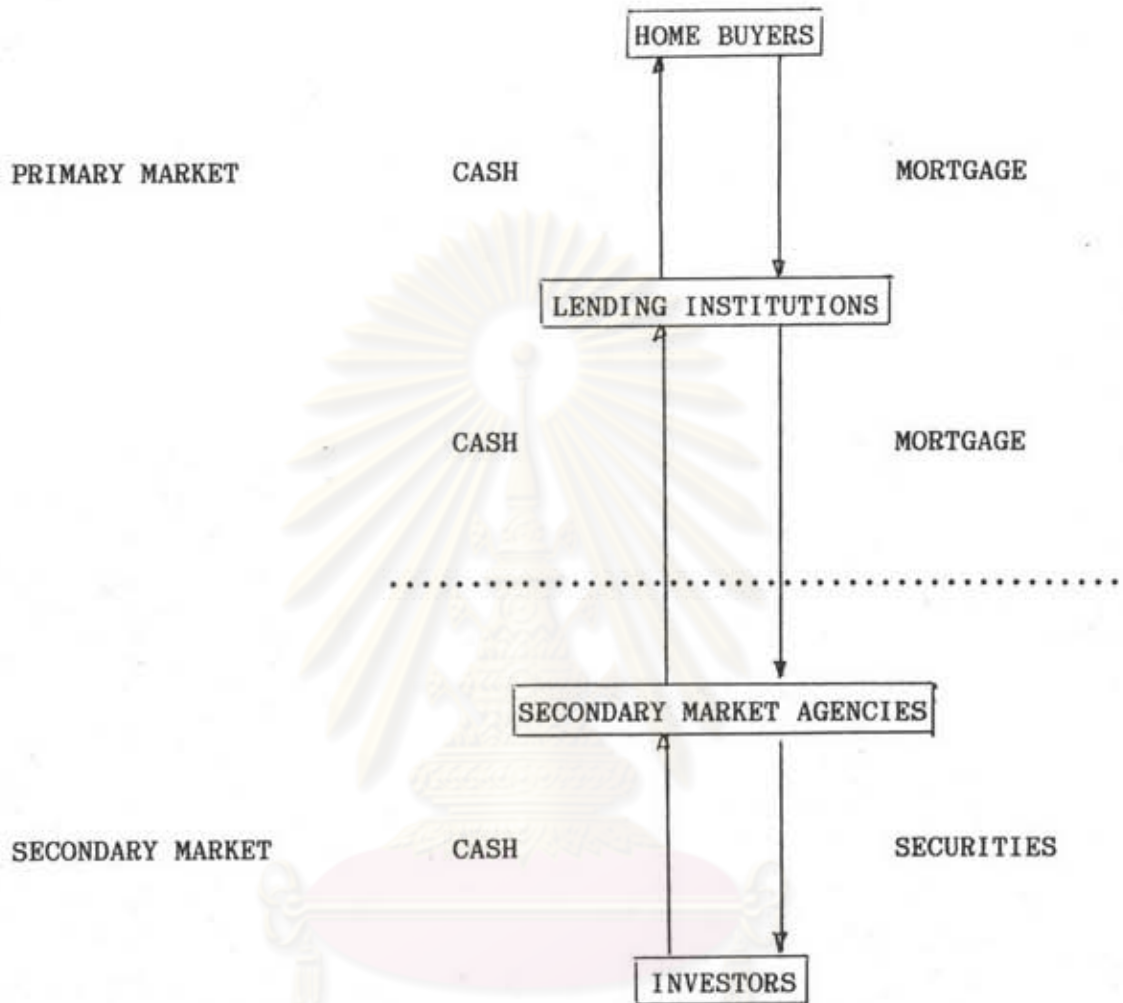
สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย (RESIDENTIAL MORTGAGE LENDING) แก่ประชาชน ในท้องถิ่นของตนเองเป็นหลัก อย่างไรก็ตามเนื่องจากการบริหารงานจะมีข้อจำกัด ในการปล่อยกู้เฉพาะสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยซึ่งส่วนใหญ่เป็นสินเชื่อระยะยาว แต่การ ระดมเงินออมจากประชาชนในท้องถิ่นมีไม่เพียงพอ ทำให้เกิดปัญหาสภาพคล่อง ไม่เพียงพอในขณะเดียวกัน S&L บางแห่งสามารถระดมเงินออมได้มาก แต่การ ปล่อยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยทำได้น้อยทำให้ต้นทุนสูง และผู้บริหารไม่มีความรู้ทาง การเงินเพียงพอ จึงไม่ได้มีการลงทุนทางการเงินอื่น ๆ ประกอบกับสินเชื่อเพื่อที่ อยู่อาศัยอัตราดอกเบี้ยนิยมในรูปของอัตราดอกเบี้ยตายตัว (FIXED RATE) เป็น ส่วนใหญ่ ซึ่งการคิดดอกเบี้ยตายตัวจะมีผลกระทบเมื่อเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน และการผันผวนของอัตราดอกเบี้ย S&L ส่วนใหญ่จะเกิดปัญหาทั้ง INTEREST RATE RISK และ LIQUIDITY RISK รัฐบาลโดยธนาคารกลาง (FEDERAL RESERVE) ต้องเข้ามาช่วยเหลือทั้งการบริหารงานเพื่อไม่ให้เกิดความเสียหาย เนื่องจากจะมีผลกระทบกับประชาชนจำนวนมาก ในขณะเดียวกันรัฐก็พยายามหา วิธีการที่จะสนับสนุนทางการเงินแก่สถาบันเหล่านี้ เนื่องจาก S&L ไม่สามารถ ระดมทุนโดยตรงจากตลาด WHOLESALE (เช่นตลาดเงินนิวยอร์ก) โดยที่ผ่านมามีมาตรการในการเปลี่ยนสัญญาเงินกู้เพื่อที่อยู่อาศัยของ S&L ให้เป็นตราสารการ เงินที่มีสภาพคล่องเพื่อลดปัญหา INTEREST RATE RISK และ LIQUIDITY RISK ในขณะเดียวกันแนวคิดในการพัฒนาตลาดรองเงินกู้เพื่อที่อยู่อาศัย หรือ ตลาดรองเงินกู้จำนอง (SECONDARY MORTGAGE MARKET) ก็เริ่มมีขึ้นเพื่อ แก้ไขปัญหาต่างๆ ให้กับ S&L ในการเคลื่อนย้ายเงินทุนอันเป็นผลมาจากข้อจำกัด ของกฎหมายในแต่ละมลรัฐ ซึ่งแนวคิดของตลาดรองๆ ในระยะแรกไม่ค่อยเป็นที่ สนใจนักของกลุ่มนักวิชาการ และนักการธนาคารจึงไม่เห็นความจำเป็นในการ เกิดของตลาดรองๆ เท่าที่ควร สำหรับ S&L นั้นแม้จะมีมากมายกระจายอยู่ทั่ว ประเทศ แต่รัฐเองก็มีองค์กรเฉพาะเพื่อควบคุมการทำงานให้อยู่ในกรอบและ ระเบียบ คือ FEDERAL HOME LOAN BANK BOARD (FHLBB) และมีสถาบัน ประกันเงินฝากของ S&L คือ FEDERAL SAVINGS AND LOAN INSURANCE CORPORATION (FSLIC)

ตลาดรองเงินกู้จำนองในสหรัฐอเมริกา

การที่ธนาคารพาณิชย์ S&L หรือสถาบันการเงินต่าง ๆ ระดมเงินทุนจากเงินออมของประชาชน และ/หรือ กู้ยืมมาจากหน่วยงานรัฐและเอกชนอื่น และนำมาปล่อยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยให้กับผู้ซื้อบ้านหรือประชาชนทั่วไปโดยตรง วิธีการดังกล่าวจัดเป็นตลาดแรกของเงินกู้ที่อยู่อาศัย (PRIMARY MORTGAGE MARKET) แต่สำหรับตลาดรองเงินกู้จำนอง หรือตลาดรองเงินกู้ที่อยู่อาศัย (SECONDARY MORTGAGE MARKET) วิธีดำเนินการจะแตกต่างออกไป โดยตลาดรองๆ เป็นตลาดที่มีการซื้อขายเงินกู้จำนอง (MORTGAGE LOANS) ที่เกิดขึ้นก่อนในตลาดแรกๆ และ/หรือ ซื้อขายตราสารการเงินที่มีสินทรัพย์จำนองหนุนหลัง (MORTGAGE BACKED SECURITIES/MBS) ให้แก่ผู้ลงทุนอื่น กล่าวคือ สถาบันการเงินในตลาดแรกๆ เมื่อมีการปล่อยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยให้แก่ประชาชนไปแล้วก็จะนำเอาลูกหนี้เงินกู้จำนองของตนเองซึ่งถือเป็นทรัพย์สินของสถาบันขายให้กับสถาบันการเงินในตลาดรองๆ และสถาบันการเงินในตลาดรองๆ เหล่านี้ก็จะนำเอาเงินกู้จำนองทั้งหลายมาแปลงสภาพเป็นหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนมือได้ (SECURITIES) เพื่อขายให้กับผู้ลงทุน ซึ่งจะมีทั้งที่เป็นสถาบันและบุคคลทั่วไป ทั้งนี้จะทำให้สถาบันการเงินในตลาดแรกๆ มีเงินทุนหมุนเวียนมากขึ้นเพื่อที่จะสามารถปล่อยสินเชื่อให้กับประชาชนได้ต่อไป (แผนภูมิที่ 1)

ศูนย์วิจัยทรัพย์สิน
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

แผนภูมิที่ 1 : ตลาดแรกๆ และ ตลาดรองๆ



การเกิดของตลาดรองเงินกู้ที่อยู่อาศัยในสหรัฐอเมริกา ถือเป็นการเกิดขึ้นตามความจำเป็นทางการเงินเพื่อความอยู่รอดของระบบการเงินเคหะ ซึ่งธนาคารกลาง (FEDERAL RESERVE) ของสหรัฐไม่สามารถรองรับได้ซึ่งเป็นผลพวงมาจากข้อจำกัดของกฎหมายในแต่ละรัฐ ซึ่งไม่อนุญาตให้สถาบันการเงินต่างๆ ทำธุรกิจข้ามรัฐกัน และปัญหาโครงสร้างทางการเงินและการปล่อยสินเชื่อของ S&L และสถาบันการเงินต่างๆ ไม่ยืดหยุ่นเพียงพอเมื่อเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน แนวคิดเรื่องตลาดรองๆ ในสหรัฐอเมริกามีมานานพอสมควรคือ ในราวปี 1920 แต่เนื่องจากในช่วงดังกล่าวระบบการเงินมีสภาพคล่องสูงและเศรษฐกิจประเทศดี นักธนาคารและนักวิชาการเห็นว่าตลาดรองๆ ยังไม่มีความจำเป็น

มากนัก หากกล่าวโดยสรุปเงื่อนไขสำคัญทำให้เกิดตลาดรองฯ ขึ้นในสหรัฐอเมริกา มีดังนี้

1. ระบบการปกครองที่แยกเป็นมลรัฐ และแต่ละมลรัฐออกกฎหมาย และข้อบังคับไว้เอง
2. ไม่มีการถ่ายเทของเงินทุนหมุนเวียน เนื่องจากสถาบันการเงิน ไม่สามารถทำธุรกิจข้ามรัฐธนาคารจะเป็นแบบ UNIT BANKING คือบริการ เฉพาะคนในท้องถิ่น
3. พฤติกรรมการออมเงินของประชาชน นิยมฝากเป็นระยะสั้น แต่สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยเป็นระยะยาว
4. ธนาคารพาณิชย์ หรือสถาบันการเงินอื่น ไม่นิยมให้สินเชื่อเพื่อ ที่อยู่อาศัย เพราะเป็นสินเชื่อระยะยาว
5. ปัญหาสภาพคล่อง คือ S&L บางแห่งปล่อยสินเชื่อให้มากกว่า เงินออม แต่บางแห่งหาเงินออมได้มากกว่าการปล่อยสินเชื่อ และผู้บริหารไม่มีความรู้เพียงพอที่จะไปลงทุนในด้านอื่น
6. โครงสร้างการเงินไม่มีความยืดหยุ่นเพียงพอ เช่นการปล่อยสินเชื่อ โดยกำหนดอัตราดอกเบี้ยตายตัว ในบางครั้งอัตราดอกเบี้ยผันผวน S&L มีต้นทุนเงินออมสูงกว่าเงินกู้ทำให้เกิดปัญหาได้

จากแนวคิดและเงื่อนไขต่าง ๆ ทางตลาดรองฯ เริ่มให้ความสนใจ มากขึ้นในช่วงที่เกิดภาวะเศรษฐกิจตกต่ำในอเมริการาวปี 1930 ซึ่งเกิดผลกระทบ ต่อระบบการเงินเพื่อที่อยู่อาศัยมาก รัฐบาลกลางจำเป็นต้องจัดตั้งสถาบันกลางขึ้น เพื่อสนับสนุนการดำเนินงานด้านการเงินในตลาดรองเงินกู้จำนองโดยสถาบันกลาง ที่ตั้งขึ้นเช่น

- ปี 1935 รัฐบาลได้จัดตั้ง RECONSTRUCTION FINANCE CORPORATION (RFC) ขึ้นเพื่อรับซื้อเงินกู้จำนองจาก FEDERAL HOUSING ADMINISTRATION (FHA) และ VETERAN ADMINISTRATION (VA)

- ปี 1938 รัฐบาลได้จัดตั้ง THE FEDERAL NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION (FNMA) หรือที่เรียกกันว่า "FANNIE MAE" เพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้กับตลาดที่อยู่อาศัยและรองรับกับการขยายตัวของตลาดที่อยู่อาศัย โดย

1. สนับสนุนทางการเงินแก่ S&L โดยการรับซื้อลูกหนี้จำนองของ S&L
2. สนับสนุนทางการเงินแก่หน่วยงานรัฐ FHA, VA โดยการรับซื้อลูกหนี้เงินกู้จำนองเช่นกัน

- ปี 1968 รัฐบาลได้จัดตั้ง THE GOVERNMENT NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION (GNMA) หรือ เรียกกันว่า "GENNIE MAE" เพื่อรับหน้าที่บริหารเงินกู้ FHA และ VA รวมทั้งสนับสนุนเงินกู้ที่อยู่อาศัยแก่ประชาชนผู้มีรายได้น้อย

- ปี 1970 รัฐบาลได้จัดตั้ง THE FEDERAL HOME LOAN MORTGAGE CORPORATION (FHLMC) หรือที่เรียกกันว่า "FREDDIE MAC" เพิ่มเพิ่มสภาพคล่องในตลาดรองเงินกู้จำนอง

สถาบันกลางเหล่านี้เป็นหน่วยงานที่รัฐบาลกลางให้การสนับสนุน เพื่อส่งเสริมระบบการเงินเพื่อเคหะการ แหล่งที่มาของเงินทุน ของหน่วยงานรัฐเหล่านี้สามารถออกพันธบัตรเพื่อนำไปขายในตลาดเงินที่สำคัญและข้ามมลรัฐได้ โดยอัตราดอกเบี้ยจะใกล้เคียงกับพันธบัตรของรัฐบาล เพราะรัฐบาลค้ำประกันทั้งเงินต้นและดอกเบี้ย นอกจากนี้สิ่งที่ต้องพัฒนาควบคู่กันไปคือ ตราสารทางการเงิน ซึ่งถือเป็นเครื่องมือสำคัญของการเกิดตลาดรองๆ

สถาบันการเงินและข้อกำหนดที่เกี่ยวข้องโดยรวมของระบบการเงินเคหการในสหรัฐอเมริกา

การดูแลต่าง ๆ ในตลาดรองๆ รัฐบาลกลางนับว่ามีบทบาทสำคัญมาก โดยจะมีทั้งหน่วยงานของรัฐบาลเป็นสถาบันหลักในการทำกิจกรรมต่าง ๆ เช่น สถาบันที่ถือเป็นกลุ่มผู้ซื้อหลักของ MORTGAGE PRODUCT จะเป็นหน่วยงานของรัฐ, กึ่งรัฐบาล หรือ รัฐวิสาหกิจ โดยปกติกฎเกณฑ์หรือข้อบังคับที่ใช้ใน

ธุรกรรมต่าง ๆ ของตลาดรองๆ จะมีผลต่อเนื่องไปสู่ตลาดแรกด้วยเช่นกัน แต่บางกฎเกณฑ์ก็ใช้ในตลาดรองๆ เท่านั้น สำหรับสถาบันที่เกี่ยวข้องในระบบการเงินเคทหารในสหรัฐอเมริกามีดังนี้ .-



1. SAVINGS AND LOAN (สหกรณ์ออมทรัพย์)

S&L โดยปกติจะมีกระจายอยู่ในทุก ๆ รัฐของอเมริกา เกิดขึ้นโดยการรวมตัวของเอกชนเพื่อรับฝากเงินและเป็นการให้สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย ดังที่กล่าวไว้ S&L จะมีหน่วยงานของรัฐบาลคอยควบคุมการดำเนินงานให้ อยู่ในแนวทางที่ถูกต้อง เช่น FHLBB และ FSLIC กฎเกณฑ์หลัก ๆ ของ S&L เช่น

- ต้องดำรงส่วนของเจ้าของไม่น้อยกว่า 35% ของสินทรัพย์

(ที่ยอมรับได้)

- ต้องรายงานผลการดำเนินงานให้ FHLBB & FSLIC

ทุก 3 เดือน

- ตรวจสอบบัญชีทุก 6 เดือน
- การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์มีการกำหนดประเภทของการลงทุน
- การปล่อยสินเชื่อได้ไม่เกิน 80% ของราคาประเมิน
- ส่วนเกินจาก 80-100% หากจะปล่อยต้องมี PRIVATE

MORTGAGE INSURANCE มาประกันไว้

- อายุของเงินกู้ไม่เกิน 30 ปี
- ต้องดำรงเงินกองทุน (reserve requirement) เหมือน

สถาบันเงินฝากอื่น ๆ ตามกำหนดของธนาคารกลาง

2. COMMERCIAL BANK (ธนาคารพาณิชย์)

ธนาคารพาณิชย์จัดเป็นสถาบันการเงินหนึ่งในตลาด PRIMARY ซึ่งให้บริการทางการเงินอย่างกว้างขวางนอกจากบริการด้านการรับฝากเงินแล้ว ยังมีบริการสินเชื่อเพื่อการค้าต่าง ๆ รวมทั้งสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยด้วย โดยทั่วไปธนาคารพาณิชย์จะมีบทบาทต่อสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยมาก แต่ในสหรัฐอเมริกาไม่ค่อยให้ความสำคัญต่อสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยมากนัก ระบบธนาคารในสหรัฐอเมริกาอาจแบ่งตามลักษณะของการประกอบการเป็น 2 แบบด้วยกัน คือ

- NATIONAL BANK

- STATE BANK

แต่โดยลักษณะส่วนใหญ่จะเป็น STATE BANK ซึ่งทุก ๆ ธนาคารจะมีหน่วยงานของรัฐบาลควบคุมอย่างน้อย 1 ใน 3 โดยหน่วยงานของรัฐบาล คือ THE OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY (OCC) เป็นหน่วยงานหนึ่งในกระทรวงการคลัง ทำหน้าที่กำกับและดูแล สำหรับ NATIONAL BANKS ต้องเป็นสมาชิกของธนาคารกลาง (Federal Reserve) และสมาชิก Fed ทุกรายต้องมีประกันกับ FDIC THE BOARD OF GOVERNERS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM ซึ่งจะ INSURED STATE MEMBER BANKS และ THE FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION (FDIC) ซึ่งจะ INSURED STATE NONMEMBER BANKS AND SAVING BANKS นอกจากนี้ในบางรัฐอาจมีกฎหมายแยกต่างหาก

3. BANK-OWNED MORTGAGE COMPANIES (บริษัทรับจำนอง)

โดยมากบริษัทเหล่านี้ผู้ถือหุ้นหลักคือ BANK ซึ่งในทางปฏิบัติแม้จะเป็นกิจการที่แยกต่างหากจาก BANK และอยู่ภายใต้กฎหมายของแต่ละรัฐก็ต้องอยู่ภายใต้กฎเกณฑ์ต่าง ๆ ตาม FEDERAL RESERVE ACT ผ่านทาง OCC นอกจากนี้การดำเนินกิจกรรมทางด้านอสังหาริมทรัพย์ต้องได้รับความเห็นชอบจากหน่วยงานของ HUD (HOUSING URBAN DEVELOPMENT) ด้วย

4. MORTGAGE BANKERS (ธนาคารรับจำนอง)

ธนาคารรับจำนองถือเป็นสถาบันการเงินอิสระที่ทำหน้าที่ด้านการให้สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยแก่ประชาชนโดยตรง โดยมากเป็นกิจการไม่ใหญ่มากและอาจถือหุ้นโดยบริษัทขนาดใหญ่หรือธนาคารพาณิชย์ที่แตกต่างจากสถาบันการเงินทั่วไปคือ ธนาคารรับจำนองไม่ได้รับฝากเงินจากประชาชนแต่แหล่งเงินทุนเป็นการระดมเงินทุนจากตลาด WHOLESAL (เช่น ธนาคาร หรือกองทุนต่าง ๆ)

โดยใช้ตราสารทางการเงิน ธนาคารรับจำนองจะขึ้นอยู่กับกฎข้อบังคับของแต่ละมลรัฐเป็นผู้กำหนด อย่างไรก็ตามธนาคารรับจำนองจะมีอิสระและความคล่องตัวมากกว่าสถาบันการเงินอื่น ในการพัฒนาตราสารทางการเงินใหม่ ๆ สำหรับนักลงทุน โดยอาจไม่ต้องขออนุญาตจากหน่วยงานรัฐ เช่นสถาบันการเงินอื่น

5. FHA/VA

FHA (THE FEDERAL HOUSING ADMINISTRATION) ตั้งขึ้นเมื่อปี 1934 เป็นหน่วยงานของรัฐบาลในการค้าประกันเงินกู้ที่อยู่อาศัยของ MORTGAGE BANKERS หรือ MORTGAGE COMPANY ซึ่งได้รับความเห็นชอบจาก HUD แล้ว ซึ่งส่วนใหญ่จะมีกฎเกณฑ์เกี่ยวกับส่วนของเจ้าของขั้นต่ำ (NETWORTH) ประสบการณ์ (EXPERIENCE) ฯลฯ

VA (THE VETERAN ADMINISTRATION) เป็นหน่วยงานหรือตัวแทนของรัฐบาลเช่นกัน ในการเข้าค้าประกันเงินกู้ที่อยู่อาศัย เช่นเดียวกับ FHA แต่กฎเกณฑ์ต่าง ๆ จะไม่ยุ่งยากเท่ากับของ FHA แต่ก็จะมีกฎเกณฑ์ที่จัดไว้เป็นมาตรฐานขั้นต่ำ ซึ่งหากอยู่ภายใต้มาตรฐานที่กำหนดไว้ก็สามารถยื่นเสนอได้

6. FEDERAL NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION (FNMA)

รู้จักกันในนามของ "FANNIE MAE" จัดเป็นสถาบันการเงินแรกที่ดำเนินงานในตลาดรองเงินกู้จำนอง ตั้งขึ้นเมื่อปี 1938 โดยรัฐบาลกลางในสมัย ประธานาธิบดี แฟรงคลิน ดี รูสเวลท์ ภายใต้กฎหมาย NATIONAL HOUSING ACT 1938 ซึ่งช่วงดังกล่าวเป็นช่วงภาวะเศรษฐกิจตกต่ำอย่างรุนแรงและระบบสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยของสหรัฐอเมริกามีปัญหาหนัก โดยวัตถุประสงค์หลักเพื่อมาสนับสนุนและสร้างเสถียรภาพความมั่นคงให้กับตลาดเงินกู้เพื่อที่อยู่อาศัย โดยช่วงแรกของการดำเนินงาน FNMA จำกัดบทบาทโดยการรับซื้อเฉพาะสัญญาเงินกู้จำนองในตลาดแรก ที่มีการค้าประกันจากสถาบันการเงินของรัฐเท่านั้น (FHA/VA) ต่อมาจึงขยายบทบาท โดยรับซื้อสัญญาเงินกู้จดจำนองที่ไม่มีการค้าประกัน (CONVENTIONAL MORTGAGE) จากสถาบันการเงินต่างๆ ในปี 1968 ได้มีการ

ออกกฎหมาย HOUSING AND URBAN DEVELOPMENT ACT 1968 แยก National Mortgage Association of Washington ออกเป็น 2 ส่วน คือ The Government National Mortgage Association (GNMA) ถือเป็นหน่วยงานรัฐ และ FNMA ใหม่มีสถานะเป็นเอกชนโดยนำหุ้นของ FNMA ไปจดทะเบียนใน NEW YORK STOCK EXCHANGE และเอกชนถือหุ้นทั้งหมด อย่างไรก็ตาม FNMA ยังอยู่ภายใต้การควบคุมของหน่วยงานรัฐคือ HUD และ The U.S. OF THEASURY และในปี 1981 FNMA เริ่มออกตราสารการเงินที่มีเงินกู้จำนองหนุนหลัง (MORTGAGE BACK SECURITIES - MBS) ผู้บริหารของ FNMA มีคณะกรรมการดำเนินงาน 18 คน ในจำนวนนี้ 13 คน เลือกมาจากผู้ถือหุ้นอีก 5 คน แต่งตั้งโดยประธานาธิบดี

ปัจจุบัน FANNIE MAE จัดเป็นธุรกิจเอกชน อย่างไรก็ตามถือเป็นหน่วยงานที่รัฐบาลให้การสนับสนุน ลักษณะการประกอบธุรกิจของ FANNIE MAE ไม่สามารถปล่อยเงินกู้เพื่อที่อยู่อาศัยให้กับประชาชนโดยตรง เป็นสถาบันที่ดำเนินการในตลาดรองๆ เท่านั้น โดยวิธีดำเนินการมี 2 วิธีคือ

- ซื้อสินทรัพย์เงินกู้จำนองเพื่อการลงทุนโดยถือครองไว้
- ออกตราสารการเงินหนุนหลังโดยสินทรัพย์จำนองและจำหน่าย

แก่ผู้ลงทุน

สำหรับแหล่งเงินทุนของ FANNIE MAE เนื่องจากเป็นสถาบันการเงินในตลาดรองๆ ที่รัฐให้การสนับสนุน ความเชื่อถือของผู้ลงทุนในตลาดเงินต่อ FANNIE MAE มีมาก ทำให้ FANNIE MAE สามารถระดมทุนได้ทั้งจากการกู้ในประเทศผ่านตลาดพันธบัตร, ตราสารหนี้ต่าง ๆ (หุ้นกู้) โดยอัตราดอกเบี้ยค่อนข้างต่ำ หรืออาจกู้ยืมผ่านสถาบันการเงินในต่างประเทศ

7. GOVERNMENT NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION (GNMA)

รู้จักกันในนามของ "GENNIE MAE" ซึ่งเป็นสถาบันการเงินในตลาดรองๆ ที่จัดเป็นหน่วยงานของรัฐบาล โดยวัตถุประสงค์เพื่อให้ความช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อยและปานกลางให้มีที่อยู่อาศัยเป็นของตนเอง ซึ่งเดิมเป็นหน้าที่หนึ่ง

ของ FNMA และได้แยกการดำเนินงานออกจากกันเมื่อปี 1968 ภายใต้กฎหมาย HOUSING AND URBAN DEVELOPMENT ACT หน่วยงานที่คอยกำกับและควบคุมการดำเนินงานของ GENNIE MAE คือ HUD (DEVELOPMENT OF HOUSING AND URBAN DEVELOPMENT) สำหรับหน้าที่หลักๆ ของ GNMA พอสรุปได้ดังนี้

- การส่งเคราะห์พิเศษ (SPECIAL ASSISTANT FUNCTION) คือการให้สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยแก่ประชาชนเป็นกลุ่มผู้มีรายได้น้อยในอัตราดอกเบี้ยพิเศษที่ต่ำกว่าอัตราตลาดโดยตรง ซึ่งแตกต่างไปจาก FNMA ซึ่งไม่สามารถปล่อยสินเชื่อให้ประชาชนโดยตรง
- การบริหารเงินกู้จำนอง คือการรับซื้อสัญญาจำนองที่ค้ำประกันโดย FHA หรือ VA เท่านั้น ซึ่งแตกต่างจาก FNMA คือ FNMA จะรับของ FHA/VA แล้ว ยังรับซื้อสัญญาจำนองของสถาบันการเงินอื่นทั้งที่มีและไม่มีการค้าประกัน
- จำหน่ายหลักทรัพย์ที่เป็นตราสารการเงินที่มีสินทรัพย์จำนองหนุนหลัง และขายให้กับนักลงทุนทั่วไป โดย GNMA รับประกันการจ่ายชำระคืนทั้งเงินต้นและดอกเบี้ย ในเวลาที่กำหนดแน่นอน

8. FEDERAL HOME LOAN MORTGAGE CORPORATION (FHLMC)

รู้จักกันในชื่อของ "FREDDIE MAC" เป็นสถาบันการเงินอีกสถาบันหนึ่งสำหรับตลาดรองฯ ตั้งขึ้นเมื่อปี 1970 ภายใต้กฎหมาย EMERGENCY HOME FINANCE ACT. 1970 FREDDIE MAC ถือเป็นสถาบันการเงินเอกชน แต่รัฐก็ให้การสนับสนุนเช่นเดียวกับ FNMA วัตถุประสงค์ของ FHLMC เพื่อสร้างความคล่องตัวให้กับการดำเนินงานตลาดรอง กล่าวคือ FHLMC จะทำหน้าที่เป็นทั้งผู้ซื้อและผู้ขายตราสาร MBS ในตลาดรองฯ ในการรับซื้อสัญญาเงินกู้จำนองของ FHLMC จะมีลักษณะคล้ายกับ FNMA คือ ไม่จำกัดเฉพาะที่มีการค้ำประกันโดย FHA/VA นอกจากตราสารการเงินที่ออกโดย FHLMC ถือว่ามีความเสี่ยงน้อยเนื่องจาก FHLMC เป็นผู้ค้ำประกันเองและเป็นหลักทรัพย์ที่มีความคล่องตัวซื้อขายแลกเปลี่ยนได้ง่าย นอกจากนี้ FREDDIE MAC ยังมีบทบาทในการกำหนดชนิดของเงินกู้และร่วมมือกับ FNMA ในการกำหนดมาตรฐานของเอกสารสัญญา, เอกสารประกอบต่างๆ ให้เป็นแบบเดียวกัน กำหนดเงื่อนไขหรือหลักเกณฑ์ในการพิจารณาสินเชื่อและหลักทรัพย์ที่รับจำนองด้วย

โดยที่สถาบันการเงินทั้ง 3 คือ FNMA, GNMA และ FHLMC ล้วนเป็นสถาบันการเงินที่สำคัญในตลาดรองๆ และมีเครื่องมือทางการเงิน คือ MBS ที่คล้ายคลึงกัน อย่างไรก็ตาม ก็มีความแตกต่างกันพอสมควร โดยอาจสรุปความแตกต่างทั่วไป ของ 3 สถาบัน ตามตารางที่ 1 ดังนี้

ตารางที่ 1 : เปรียบเทียบ 3 สถาบันการเงินในตลาดรองเงินกู้ที่อยู่อาศัย

	GNMA SF MBS	FNMA CL MBS	FHLMC GUARANTOR PCS
OWNERSHIP	U.S. GOVERNMENT	PRIVATE SHAREHOLDERS	FHLB AND PREF. SHAREHOLDERS
COLLATERAL TYPE	FHA/VA	FHA/VA AND CONVENTIONAL	FHA/VA AND CONVENTIONAL
SECURITY ISSUER	PRIVATE LENDER	FNMA	FHLMC
POOL COUPON RANGE	EQUAL COUPON	200 BP	200 BP
COLLATERAL AGENT	2 YRS. OR LESS	ANY AGE	ANY AGE
ISSUANCE			
REMITTANCE DATE	15TH OF MONTH	25TH OF MONTH	15TH OF MONTH
CREDIT GUARANTEE			
- INTEREST	FULL AND TIMELY	FULL AND TIMELY	FULL AND TIMELY
- PRINCIPAL	FULL AND TIMELY	FULL AND TIMELY	ULTIMATE

***SF MBS = SINGLE FAMILY MBS

CL MBS = CONVENTIONAL LONG-TERM MBS

PCS = PARTICIPATION CERTIFICATES

PREF = PREFERRED STOCK

สถาบันการเงินที่กล่าวมาแล้วข้างต้นจัดเป็นสถาบันการเงินทั้งใน ตลาดแรกๆ และตลาดรองๆ นอกจากสถาบันต่าง ๆ แล้วยังคงมีสถาบันอื่น ๆ ซึ่งเกี่ยวข้องในการดำเนินงานของตลาดรองๆ โดยสถาบันในตลาดรองๆ จะเห็นว่าเป็นองค์กรที่รัฐบาลมีส่วนเกี่ยวข้อง โดยส่วนใหญ่อาจเป็นในรูปขององค์กรรัฐ หรือรัฐให้การสนับสนุน อย่างไรก็ตามก็มีสถาบันของเอกชน ส่วนใหญ่จะเป็นองค์กร ขนาดใหญ่เข้ามามีบทบาทในการส่งเสริมตลาดรองๆ ด้วย เช่น

- GENERAL ELECTRIC CREDIT CORPORATION (GECC) เป็น บริษัทการเงินในเครือของ GE ซึ่งมีธุรกิจด้านการเงินหลายบริษัทรวมทั้ง MORTGAGE BANKER ด้วย การดำเนินงานของ GECC จะมีทั้งการ SWAP เงินกู้ เป็น MBS ระดับ AAA หรือซื้อเงินกู้ที่มีวงเงิน USD 50,000-500,000 เหรียญ

- RESIDENTIAL FUNDING CORPORATION เป็นบริษัทเอกชนที่มี บทบาทและประสบความสำเร็จมากในตลาดรองๆ เป็นบริษัทในเครือของ NORTHWEST MORTGAGE ซึ่งเป็น MORTGAGE BANKER ขนาดใหญ่ บริษัทจะรับ ซื้อเงินกู้แทบทุกประเภท และออก MBS ขายให้แก่ผู้ลงทุน

สำหรับตลาดรองเงินกู้จำนองของสหรัฐอเมริกา เนื่องจากเครื่องมือที่ ใช้ในการดำเนินงานของตลาดรอง จะเป็นตราสารทางการเงินที่ใช้ในการซื้อขาย จึงมีกฎข้อบังคับหรือกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องและมีผลกระทบต่อโครงสร้างและการตลาด ของตราสารหรือหลักทรัพย์ (SECURITY) นั้นด้วย เช่น ข้อบังคับของ SEC หรือ ตลาดหลักทรัพย์ที่ NEW YORK STOCK EXCHANGE (NYSE), DEALER REGULATION หรือตลาด FUTURES AND OPTION เหล่านี้ล้วนแต่มีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ (SECURITY) ที่จะออกมาซื้อขายทั้งสิ้น อย่างไรก็ตามขั้นตอนที่สำคัญอีกขั้นหนึ่งในการออกตราสารจำนอง คือ การจัดอันดับความเชื่อถือของตราสาร (CREDIT RATING)

CREDIT RATING คือเครื่องมืออย่างหนึ่งในการบอกถึงความเสี่ยง (CREDIT RISK) ให้ผู้ที่ลงทุนในตราสารนั้นทราบว่ามีโอกาสได้รับการชำระ หนี้คืนทั้งเงินต้น และดอกเบี้ยมากน้อยเพียงไร การจัดอันดับหรือการให้ RATING มิได้มีวัตถุประสงค์ที่จะประเมินตัวผู้ออกตราสาร (ISSUER) โดยตรง แต่จะเป็น

การประเมินตัวตราสารทางการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งตราสารหนี้ซึ่งไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (UNSECURED BONDS) อย่างไรก็ตาม ลำดับความเชื่อถือว่าไม่ได้เป็นการชี้แนะว่าตราสารหนี้ของกิจการไหนน่าสนใจหรือน่าซื้อขาย หรือถือครองไว้ และไม่ได้บอกถึงความเสี่ยงทางการตลาด (MARKET RISK) ว่าเมื่อออกมาแล้วจะขายได้มากน้อยเพียงใด การให้ RATING จะจัดลำดับโดยสถาบันจัดลำดับความเชื่อ (CREDIT RATING AGENCY-CRA) ซึ่งเป็นสถาบันอิสระและเป็นผู้เชี่ยวชาญในการวิเคราะห์เครดิตโดยตรง อันดับความเชื่อที่จัดโดย CRA หากแยกตามความเสี่ยงและพฤติกรรมของการลงทุนจะเป็นดังนี้.-

ตารางที่ 2 : อันดับความเชื่อที่จัดโดย CREDIT RATING AGENCY

ลำดับความเชื่อ	ความเสี่ยง	พฤติกรรมการลงทุน
AAA	คุณภาพสูง	ลงทุนซื้อเพื่อการลงทุนในระยะยาว
AA	คุณภาพสูง	
A	คุณภาพปานกลาง	
BBB	คุณภาพปานกลาง	
BB	เพื่อการเก็งกำไร	ลงทุนซื้อเพื่อการลงทุนช่วงสั้น ๆ หรือเพื่อเก็งกำไร
B	เพื่อการเก็งกำไร	
CCC	ความเสี่ยงสูง	ไม่น่าลงทุน
CC	ความเสี่ยงสูง	
C	ความเสี่ยงสูง	
D	ไม่มีเงินชำระหนี้	

ที่มา : บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย

ปัจจุบันสำหรับสหรัฐอเมริกากระบบสินเชื่อเพื่อการเคหะเป็นตลาดใหญ่มาก นอกจากนั้นจากเดิมที่มีการให้สินเชื่อแบบดอกเบี้ยคงที่ ก็มีการใช้ระบบดอกเบี้ยลอยตัวมากขึ้น อย่างไรก็ตามรัฐบาลเองก็มีบทบาทในการสนับสนุนด้านงบประมาณแก่สินเชื่อเคหะมาก โดยผ่านสถาบันการเงินในตลาดรองๆ พร้อมการพัฒนาาระบบตลาดรองๆ ทำให้การไหลเวียนของเงินทุนผ่านให้ตลาดแรกๆ มากขึ้น การปล่อยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยแก่ประชาชนก็เพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน จากการที่ตลาดรองๆ ในสหรัฐอเมริกามีการพัฒนามากกว่า 50-60 ปี กล่าวได้ว่าค่อนข้างประสบความสำเร็จและมีประสิทธิภาพสูง ถือเป็นต้นแบบที่หลากหลาย ประเทศนำไปใช้ ตลาดรองๆ ของสหรัฐอเมริกาจัดว่ามีขนาดใหญ่และขยายตัวเร็วมาก จากข้อมูลในปี ค.ศ.1990 สถาบันการเงินทั้งระบบในตลาดแรกปล่อยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยทั้งหมด \$ 484,458 ล้านเหรียญ สรอ. โดยมีการขายสินทรัพย์จำนองไปในตลาดรองถึง \$ 418,803 ล้านเหรียญ สรอ. คิดเป็น 80% ของสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยทั้งระบบที่ปล่อยไป และการพัฒนาในอนาคตคงเป็นในรูปแบบของ MBS หรือตราสารทางการเงินที่สอดคล้องกับความต้องการของผู้ลงทุน เพื่อช่วยให้การบริหารงานมีประสิทธิภาพมากขึ้นต่อไป

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 3 : สินเชื่อที่อยู่อาศัยในสหรัฐอเมริกา ยอด ณ สิ้นปี 1990

RESEIDENTIAL MORTGAGES, 1990

(\$M / %)

INSTITUTION	ORIGINATIONS		SALES		PURCHASES	NET	ACQUISITIONS	
	(1990)							
		%		%		%		%
THRIFTS	147,509	30	122,038	29	40,882	10	66,353	14
COMMERCIAL BANK	160,325	33	69,284	17	33,330	8	124,371	36
LIFE INSURANCE & PENSION FUND			2,825	1	547	-	1,247	-
FEDERAL AGENCIES	4,539	1	8,636	2	30,572	7	26,475	5
STATE & LOCAL AGENCIES								
	2,796	1	45	-	4,997	1	7,748	2
MORTGAGE BANKS	166,689	34	218,226	52	51,541	12	4	-
OTHERS	75	-	27	-	253,279	61	253,327	53
TOTAL	484,758	100	418,803	100	415,848	100	481,803	100

ที่มา : FEDERAL RESERVE BOARD, FLOW OF FUNDS ACCOUNTS

: ธนาคารอาคารสงเคราะห์



ระบบการเงินเคหการในอังกฤษ

ประเทศอังกฤษนับได้ว่าเป็นแม่แบบของประเทศที่มีการปกครองระบอบประชาธิปไตย เช่นเดียวกับระบบการเงินของอังกฤษ ซึ่งหลาย ๆ ประเทศได้นำเอาระบบของอังกฤษไปประยุกต์ใช้เช่นประเทศไทยของเรา เป็นต้น สำหรับนโยบายเกี่ยวกับการเงินเพื่อการเคหะ (Housing finance) ของอังกฤษนั้นจะขึ้นอยู่กับพรรคการเมืองที่ได้บริหารประเทศ ซึ่งมีพรรคการเมืองใหญ่ ๆ อยู่ 2 พรรคคือ พรรคอนุรักษนิยม (Conservative) และพรรคแรงงาน (Labour) หากเป็นพรรคอนุรักษนิยม จะสนับสนุนให้ประชาชนสามารถมีที่อยู่อาศัยเป็นของตนเอง ในขณะที่พรรคแรงงานมีนโยบายให้รัฐบาลเป็นผู้จัดสร้างหรือจัดหาที่อยู่อาศัยให้เพียงพอกับความต้องการของประชาชน

จากการสำรวจสภาพของที่อยู่อาศัยในปี ค.ศ. 1915 พบว่าร้อยละ 90 ของจำนวนที่อยู่อาศัยทั้งหมดในอังกฤษเช่าโดยเอกชน ที่เหลือจะอยู่ในรูปของการเช่าที่อยู่อาศัยของรัฐและการครอบครองโดยเอกชน ในปี ค.ศ. 1938 ได้มีการสำรวจอีกครั้งโดยสภาพการครอบครองที่อยู่อาศัยเป็นดังนี้

- 58% เป็นการเช่าจากเจ้าของที่เอกชน
- 32% เป็นการครอบครองโดยเอกชน
- 10% เป็นการเช่าที่อยู่อาศัยของรัฐ (Mark Boleat : 1985)

จะเห็นได้ว่า สัดส่วนที่อยู่อาศัยที่เป็นการเช่าจากเจ้าของที่เอกชนมีแนวโน้มที่ลดลงเรื่อยๆ จาก 90% ในปี ค.ศ. 1915 เป็น 58% ในปี ค.ศ. 1938 และในปี ค.ศ. 1970 สัดส่วนดังกล่าวมีอยู่เพียง 20% เท่านั้น

ระบบสินเชื่อเพื่อการเคหะส่วนใหญ่ของอังกฤษจะมีสถาบันการเงินเฉพาะในลักษณะคล้ายสหกรณ์เพื่อการเคหะ หรือบริษัท เครดิตพองซิเออร์ เรียกว่า Building Societies รองลงมาคือ ธนาคารพาณิชย์ และส่วนน้อยโดยสถาบันในกลางรวม (Centralized lenders)

อย่างไรก็ตามโครงสร้างของจำนวนสินเชื่อที่ให้แก่ผู้กู้ส่วนใหญ่จะเป็น การให้กู้เพื่อซื้อที่อยู่อาศัยเก่าแล้วนำมาปรับปรุงใหม่ (Renovation) มากกว่า การซื้อที่อยู่อาศัยซึ่งสร้างขึ้นใหม่ สาเหตุที่เป็นเช่นนี้เพราะบ้านที่สร้างใหม่มีราคาสูง ผู้กู้จึงนิยมซื้อบ้านที่มีสภาพเก่าแต่มีราคาถูกเอาไว้ก่อน หลังจากที่เราได้สูงขึ้นจึง จะหาทางซื้อบ้านที่มีขนาดใหญ่ และสภาพที่ดีกว่า (บุญเกรียง ธนาพันธ์สิน : 2534)

Building Society (BS)

Building Society ถือกำเนิดขึ้นในราวปี ค.ศ. 1775 ที่เมือง Birmingham โดยเริ่มต้นจากคนกลุ่มเล็ก ๆ ได้รวมตัวกันเพื่อรวบรวมเงินจาก สมาชิกแล้วนำเงินดังกล่าวมาให้สมาชิกกู้ยืมเพื่อนำไปใช้ในวัตถุประสงค์ที่เกี่ยวกับ ที่อยู่อาศัย และได้มีการออกกฎหมายเกี่ยวกับการดำเนินงานของ Building Society เป็นครั้งแรกในปี ค.ศ.1836 โดยเฉพาะเมื่อปี ค.ศ. 1962 มีการ ออกเป็นพระราชบัญญัติคือ "Building Society Act" เพื่อควบคุมดูแลการ ดำเนินงานของสถาบันประเภทนี้โดยเฉพาะ ในช่วงแรกของการก่อตั้ง Building Society บรรดาสมาชิกในกลุ่มต่างผลัดกันช่วยเหลือการเงินในการ สร้างที่อยู่อาศัยของสมาชิกแต่ละคนจนครบ เมื่อสมาชิกทุกคนมีบ้านเป็นของตนเอง แล้วจึงยุบหรือสลายกลุ่มสหกรณ์เคหะการลักษณะนี้มีชื่อเรียกว่า "Terminating Building Societies" (กิตติ พัฒนพงศ์พิบูล : 2536)

รูปแบบของ Building Society ได้รับการพัฒนาให้เป็นสถาบันการ เงินมากขึ้นโดยสหกรณ์รับฝากเงินและให้ดอกเบี้ยแก่สมาชิกที่ไม่ต้องการกู้เงิน เพื่อ ซื้อที่อยู่อาศัย ทำให้มีแหล่งเงินมากขึ้นส่วนสมาชิกที่ต้องการซื้อที่อยู่อาศัยก็สามารถ ได้รับเงินกู้เร็วขึ้นกว่าเดิม สหกรณ์เคหะการประเภทนี้คือ "Permanent Building Societies" และได้ขยายสาขาออกไปทั่วทุกแห่งในประเทศ ดังนั้นจึงทำให้ ประชาชนนิยมฝากเงินหรือกู้เงินเพื่อซื้อที่อยู่อาศัยมากกว่าสถาบันการเงินประเภทอื่น แม้แต่ธนาคารพาณิชย์ทั่วไป ก็ยังคงรอนส่วนแบ่งตลาดสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยน้อยกว่า Building Societies โดยในช่วงก่อน ค.ศ.1980 Building Societies

มีสัดส่วนสินเชื่อเคหะการประมาณร้อยละ 80 ที่เหลือเป็นธนาคารพาณิชย์และอื่นๆ จากข้อมูลล่าสุดในปี 1990 สินเชื่อเพื่อการเคหะของ Building Societies มีประมาณ 75%, ธนาคารพาณิชย์ร้อยละ 20 ที่เหลือเป็นตลาดรองเงินกู้จำนวน การดำเนินงานของ Building Societies จะอยู่ภายใต้การดูแล ของ "The Registry of Friendly Society" ซึ่งแยกเป็นเอกเทศจาก ธนาคารกลางของอังกฤษ (Bank of England) และได้รับการสนับสนุนเป็นพิเศษจากรัฐบาล โดยผู้ฝากเงินได้สิทธิพิเศษในการเสียภาษีเฉลี่ยซึ่งทำให้ผู้ฝาก รายใหญ่ได้ประโยชน์เพราะเสมือนกับการเสียภาษีในอัตราคงที่ ซึ่งต้องเสียใน อัตราก้าวหน้าถ้าฝากกับสถาบันการเงินอื่น ๆ ดังนั้นจึงส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเงิน กู้ของ Building Societies มักจะต่ำกว่าสถาบันอื่นเสมอ ในอดีต Building Societies มีประมาณ 2,100 แห่ง แต่ปัจจุบันลดลงเหลือประมาณ 120-130 แห่ง ทั้งนี้ก็เนื่องมาจากการรวมตัวกันเพื่อตั้งเป็นสถาบันระดับชาติ (Mergers and coalitions)

ธนาคารพาณิชย์ (Commercial Bank)

ธนาคารพาณิชย์ในอังกฤษ อยู่อยู่ภายใต้การควบคุมของธนาคารกลาง (Bank of England) และมีการขยายสาขากระจายไปตามเมืองต่าง ๆ ทั่วประเทศในลักษณะ Nationwide Branch Network ซึ่งเป็นระบบเดียวกับ ประเทศไทย ธนาคารพาณิชย์จะให้บริการทางการเงินครบทุกรูปแบบเพื่อการ พาณิชย์ (Commercial Customers) และลูกค้ารายย่อย (Retail Customers) แต่มีธนาคารขนาดใหญ่ไม่กี่แห่งที่มีสาขารอบคลุมทั่วประเทศและธนาคารเหล่านี้ โดยมากจะเน้นลูกค้าเพื่อการพาณิชย์มากกว่า เงินฝากของธนาคารพาณิชย์ส่วนใหญ่ จะเป็นกระแสรายวันหรือเงินฝากประจำ แต่ของ Building Societies ส่วนใหญ่เป็นเงินฝากออมทรัพย์

หลังจากที่ธนาคารกลางของอังกฤษเริ่มผ่อนคลายมาตรการควบคุม สินเชื่อระยะยาวในปี ค.ศ.1980 ทำให้ธนาคารพาณิชย์เริ่มหันมาสนใจในสินเชื่อ เพื่อการเคหะมากขึ้นเป็นลำดับ โดยสัดส่วนสินเชื่อเพื่อการเคหะของธนาคารพาณิชย์

อยู่ในระดับไม่เกินร้อยละ 10 ในปี ค.ศ.1980 และได้เพิ่มขึ้นมาเป็นร้อยละ 36 ในปี ค.ศ.1982 ทั้งนี้ก็เพราะธนาคารพาณิชย์สามารถให้บริการสินเชื่อได้หลากหลายรูปแบบ (Package Financing) เช่น การให้กู้เพื่อซื้อเฟอร์นิเจอร์สำหรับตกแต่งบ้าน ฯลฯ ในขณะที่ Building Societies ไม่สามารถทำได้เนื่องจากข้อบังคับตามกฎหมาย อย่างไรก็ตามหลังจากที่มีการปรับปรุงบริการมากขึ้นอีกทั้งการลดลงของการควบคุมตามกฎหมายในเรื่องการระดมเงินทำให้ Building Societies สามารถรับเงินฝากกระแสรายวันได้เช่นเดียวกับธนาคารพาณิชย์ และสามารถระดมเงินจากตลาดทุนได้มากขึ้น ทำให้สัดส่วนสินเชื่อเพื่อการเคหะของธนาคารพาณิชย์ลดลงจากร้อยละ 36 เมื่อ ค.ศ. 1982 ดังกล่าวลดลงมาเหลือจากร้อยละ 20 ในปี ค.ศ.1990

Secondary Mortgage Market (ตลาดรองเงินกู้ที่อยู่อาศัย)

ดังที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้นจะพบว่าสถาบันการเงินในตลาดแรกเงินกู้ที่อยู่อาศัย (Primary Mortgage Market Institutions) ไม่ว่าจะเป็น Building Societies หรือ Commercial Banks ครอบครองสัดส่วนสินเชื่อเพื่อการเคหะมากกว่า 90% ย่อมแสดงว่าสถาบันการเงินในตลาดรองเงินกู้ที่อยู่อาศัย (Secondary Mortgage Market Institutions) ยังไม่มีบทบาทมากนัก เหตุที่เป็นเช่นนี้เพราะได้มีการผ่อนคลายข้อบังคับหรือเงื่อนไขที่ทำให้สถาบันการเงินในตลาดแรกๆ มีความคล่องตัวมากขึ้นในการระดมเงินทุนทั้งจากตลาด Wholesale และ Retail ซึ่งแต่เดิม Building Societies ไม่ได้รับอนุญาตให้ระดมทุนจากตลาด Wholesale โดยเฉพาะตลาดทุนที่ลอนดอน ซึ่งเป็นตลาดเงินขนาดใหญ่ทำให้มีความจำเป็นที่จะต้องมีการพัฒนาระบบตลาดรองๆ ขึ้นมา และบทบาทสำคัญจะอยู่ที่สถาบันเอกชน

ระบบตลาดรองๆ เกิดขึ้นได้โดยการจัดตั้งบริษัทเพื่อปล่อยสินเชื่อเงินกู้ที่อยู่อาศัย (Mortgage originations) และนำเงินกู้จำนวน (Mortgage loans) ไปออกเป็นตราสารการเงินในรูปของหลักทรัพย์ที่มีเงินกู้จำนวนหนุนหลัง (Mortgage-Backed Securities MBS) ขายให้แก่ผู้ลงทุนประเภทสถาบัน

เช่น บริษัทประกันชีวิต และบริษัทตัวแทนซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ (Realestate Agent) ซึ่งผู้ลงทุนจะสนใจลงทุนในตราสาร MBS เพราะอัตราดอกเบี้ยที่ได้จะสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินประมาณ 1% - 2 %

สถาบันการเงินที่จัดตั้งขึ้นใหม่เพื่อดำเนินงานในตลาดรองๆ ของอังกฤษ เช่น (คณะทำงานศึกษาเรื่องการเงินเพื่อการเคหะ : 2536)

1. National Home Loans Corporatin (NHLC) ก่อตั้งขึ้นในปี ค.ศ. 1985 การดำเนินงานส่วนใหญ่จะผ่านบริษัทประกันชีวิต NHLC ได้ออกตราสาร MBS และตราสารการเงินใหม่ ๆ รวมทั้งการขายสินทรัพย์จำนอง (Mortgage Portfolios) ให้แก่ธนาคารต่างชาติอีกด้วย

2. Household Mortgage Corporation (HMC) ตั้งขึ้นในปี ค.ศ. 1985 เช่นกัน โดยเกิดจากการร่วมทุนของสถาบันเพื่อการลงทุน (Institutional Investors) 15 แห่ง การดำเนินธุรกิจจะคล้ายกับของ NHLC แต่ขอบข่ายจะแคบกว่า

3. The Mortgage Corporation ก่อตั้งโดยธนาคารเพื่อการลงทุนของสหรัฐอเมริกา (Solomon Brothers) ในปี ค.ศ. 1986

4. Mortgage Funding Corporation (MFC) เป็นกิจการในกลุ่มของ Klienwort Benson ซึ่งเป็น Merchant Bank การดำเนินงานค่อนข้างจะแตกต่างจากสถาบันอื่น ๆ กล่าวคือ MFC จะไม่ปล่อยเงินกู้เพื่อการเคหะโดยตรง แต่จะปล่อยกู้ให้แก่สถาบันการเงินที่รับจำนองโดยตรงแทน

สถาบันการเงินเหล่านี้เรียกว่าเป็น "Centralized lenders" ซึ่งมุ่งที่จะสร้างหลักทรัพย์จากเงินกู้ที่อยู่อาศัย โดยออกตราสารระยะยาวสำหรับเงินกู้อัตราดอกเบี้ยคงที่ แล้วขายให้กับสถาบันที่ลงทุนในตราสารที่ใช้ LIBOR (London Inter Bank Offered Rates) เป็นฐานเปรียบเทียบในการตัดสินใจลงทุน ในอังกฤษเริ่มมีการออกตราสาร MBS เป็นครั้งแรกในปี 1987 โดย NHLC จวบจนถึงปี 1991 ได้มีการออกตราสาร MBS ไปแล้วทั้งสิ้น 67 ครั้ง คิดเป็นมูลค่าประมาณ 11,651 ล้านดอลลาร์ หรือคิดเป็นร้อยละ 9.7% ของเงินกู้จำนองทั้งหมด

ตลาดรองๆ ในอังกฤษแตกต่างจากของสหรัฐอเมริกามาก ตลาดรองๆ ของสหรัฐอเมริกามีขนาดใหญ่และมีสัดส่วนในสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยมากเนื่องจากตลาดแรกๆ ของสหรัฐอเมริกาเองไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอ ต่างจากสถาบันการเงินในตลาดแรกๆ ของอังกฤษที่ดำเนินงานด้านสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยได้อย่างมีประสิทธิภาพจนสามารถครองสัดส่วนได้กว่าร้อยละ 90 ดังนั้นบทบาทของตลาดรองๆ จึงน้อย และโอกาสในการขยายตัวก็มีไม่มาก อีกทั้งสถาบันในตลาดแรกๆ เองก็ไม่นิยมออกตราสาร MBS เพื่อระดมเงินทุนมาใช้ในการปล่อยสินเชื่อเนื่องจากสามารถระดมทุนได้เองทั้งจากตลาด Wholesale และ Retail โดยอัตราดอกเบี้ยถูกกว่าการออก MBS แต่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน (Money Market Rate) เพียงเล็กน้อย (ประมาณไม่เกิน 0.20%) สรุปก็คือ สถาบันการเงินในตลาดแรกๆ ไม่มีปัญหาด้านสภาพคล่อง (liquidity) ใดๆก็ตาม สถาบันการเงินในตลาดแรกๆ จะขายลูกหนี้จำนองในตลาดรองๆ ก็ต่อเมื่อ

1. อัตราดอกเบี้ยในตลาดทุน (Wholesale Market) ต่ำกว่าดอกเบี้ยผู้ฝากรายย่อย (Retail Market) ซึ่งจะทำให้เอกชนหันมาออกตราสาร MBS มากขึ้นเนื่องจากต้นทุนทางการเงินจะต่ำกว่า

2. สัดส่วนการดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง (Capital Adequacy) ซึ่งเป็นกฎเกณฑ์ของสากลสำหรับธนาคารพาณิชย์ (Bank for International Settlement : BIS) กล่าวคือเพื่อรักษาระดับของสัดส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง ธนาคารหลายแห่งจำเป็นต้องลดขนาดของสินทรัพย์ในบัญชีงบดุล (Balance Sheet) ลงหรือต้องเพิ่มเงินทุนมากขึ้น ในกรณีของ Building Societies เองต้องดำรงสัดส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์อย่างน้อยร้อยละ 3.75 ปัจจุบันสมาคมเหล่านี้สามารถดำรงสัดส่วนเงินกองทุนได้ถึงร้อยละ 5 แต่ถ้าหากมีบางแห่งมีสัดส่วนเงินกองทุนต่ำกว่าร้อยละ 3.75 ก็จำเป็นต้องลดปริมาณสินทรัพย์จำนองลง ซึ่งอาจจะใช้วิธีการออกตราสาร MBS หรือ Subordinated Debt ก็ได้

แม้ตลาดรองๆ ในอังกฤษจะมีบทบาทไม่มากนักแต่ที่ผ่านมามีจัดได้ว่าตลาดรองๆ ในอังกฤษได้รับการพัฒนาในระดับหนึ่งทั้งในด้านสถาบันการเงินใหม่ (Secondary Institutions) และตราสารทางการเงินใหม่ และช่องทางใน

การลงทุนของสถาบันต่างๆ มีมากขึ้น แต่กระนั้นก็ตามการดำเนินงานในตลาดรองๆ ของ Building Societies และ Commercial Banks จะเป็นไปในลักษณะ "กึ่งตลาดรองเงินกู้ที่อยู่อาศัย (Quasi-Secondary Mortgage Market) กล่าวคือ Building Societies ขนาดกลางบางกลุ่มมีความชำนาญและความสามารถในการปล่อยสินเชื่อเพื่อการเคหะ (Mortgage originations) และ บริหารลูกหนี้เงินกู้ (Mortgage Loans Servicing) ได้อย่างมีประสิทธิภาพ สูงเกินกว่าที่จะถือครองสินทรัพย์เงินกู้จำนวนเองเอาไว้เอง ดังนั้นสมาคมกลุ่มนี้จึงมุ่งที่จะโอนลูกหนี้เหล่านี้ไปให้แก่สถาบันเพื่อการลงทุน (Institutional Investors) หรือธนาคารต่างประเทศ (Foreign Banks) โดยตรง เพราะสถาบันเหล่านี้ต้องการถือครองสินทรัพย์เงินกู้จำนวน (Mortgage Portfolios) ไว้เป็นของตนเองแต่ไม่ต้องการจะทำธุรกิจติดต่อกับประชาชนโดยตรง ซึ่งคาดว่ารูปแบบนี้มีแนวโน้มมากขึ้นในอนาคต

หลักทรัพย์ที่หนุนหลังโดยสินเชื่อจำนวน (Mortgage-Backed Securities)

แนวความคิดและความหมาย (Concept and Significance)

หลักทรัพย์ที่หนุนหลังโดยสินเชื่อจำนวน (Mortgage-Backed Securities : MBS) คือประเภทหนึ่งของการแปลงทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) แต่ทรัพย์สินที่จะนำมาแปลงต้องมีคุณสมบัติที่พึงประสงค์อันประกอบไปด้วย

1. ทรัพย์สินนั้นควรก่อให้เกิดกระแสรายได้เป็นประจำอย่างน้อยควรเป็นเดือนละครั้ง
2. กระแสรายได้ที่เกิดจากทรัพย์สินนั้นสามารถทำนายได้ อาทิ เช่น การชำระเงินคืนตามกำหนดหรือก่อนกำหนด
3. มูลค่าของทรัพย์สินอันใดอันหนึ่งหรือมูลค่ารวมของทรัพย์สินที่รวมกันควรจะมีขนาดใหญ่เพียงพอที่จะนำมาแปลง

4. ทรัพย์สินนั้นควรมีคุณสมบัติสอดคล้องกับความต้องการของนักลงทุน เช่น ความเสี่ยงน้อยและให้ผลตอบแทนสูง

ในทางปฏิบัติทรัพย์สินที่นำมาแปลงสามารถจำแนกได้เป็น 2 ประเภทใหญ่ ๆ ตามลักษณะของกระแสรายได้ที่เกิดขึ้นคือดอกผลจากลูกหนี้เงินกู้กับรายได้จากโครงการอสังหาริมทรัพย์ กระแสรายได้จากลูกหนี้เงินกู้จะเกิดขึ้นประจำในรูปของการชำระคืนดอกเบี้ย (interest repayment) และเงินต้น (principal repayment) ในแต่ละเดือน ส่วนกระแสรายได้จากโครงการอสังหาริมทรัพย์ให้เข้าจะอยู่ในรูปของค่าเช่าแต่ละเดือนเป็นหลัก ในปัจจุบันลูกหนี้เงินกู้เป็นทรัพย์สินที่นำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์มากที่สุด ประเภทของลูกหนี้เงินกู้ที่นิยมนำมาแปลงให้เป็นหลักทรัพย์ประกอบด้วย

1. เงินกู้เพื่อการเคหะ (Mortgage Loans)
2. เงินกู้ซื้อรถยนต์ (Automobile loans)
3. ลูกหนี้บัตรเครดิต (Credit Card Receivables)
4. เงินกู้ซื้อเครื่องจักร (Capital Goods loans)
5. ลูกหนี้เงินกู้ประเภทอื่น ๆ (Others)

ความหมายของการแปรทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์ได้มีผู้นิยามไว้หลายท่าน อาทิ

"กระบวนการซึ่งเกิดขึ้นเมื่อสินทรัพย์ของสถาบันผู้ให้กู้ยืมได้เคลื่อนย้ายออกจากบัญชีงบดุล และแปรสภาพเป็นหลักทรัพย์หรือเครื่องมือทางการเงิน เพื่อระดมเงินออมจากนักลงทุนซึ่งลงทุนในตราสารประเภทนี้ ตราสารเหล่านี้ไม่มีสิทธิหรือมีสิทธิ์จำกัดในการไล่เบี้ยจากผู้ให้กู้ยืมรายแรก" (John Henderson and Jonathan P. Scott, Securitization, 1988)

"การแปรสภาพสินทรัพย์ทางการเงินไปเป็นหลักทรัพย์ซึ่งสามารถทำการซื้อขายกันได้ในตลาดทุนหรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ กระบวนการที่ทำให้ตราสารนี้เกิดการซื้อขายแลกเปลี่ยนขึ้น" (Arun Kumar Sarwal, KPMG, 1989)

"กระบวนการที่สถาบันการเงิน (ผู้ให้กู้) นำสิทธิเหนือการให้กู้ยืม (Loan Claim) ซึ่งรวมถึงกระแสรายได้ในรูปของการชำระคืนเงินต้น ดอกเบี้ย ตลอดจนหลักทรัพย์ที่ผู้กู้ใช้ค้ำประกันการกู้ยืม อาทิ อสังหาริมทรัพย์ รถยนต์ สินค้า และอื่น ๆ มาแปลงสภาพเป็นตราสารจำหน่ายแก่ผู้ลงทุน" (ศศิณี ลิ้มพงษ์, ธนาคารไทยพาณิชย์, 2534)

จากนิยามต่าง ๆ เหล่านี้เราอาจจะพอสรุปได้ว่าการทำ Securitization หมายถึง "กระบวนการแปรสิทธิเหนือทรัพย์สินของสถาบันธุรกิจให้เป็นตราสารเพื่อการระดมทุนโดยตรง" นั่นเอง

อาจจะมึข้อสงสัยว่าทำไมสถาบันการเงิน (ผู้ให้กู้) จึงต้องทำ Securitization เพราะทรัพย์สินที่แปลงส่วนใหญ่มักจะเป็นลูกหนี้ (ผู้กู้) เท่ากับการแปลงเหล่านั้นเป็นความพยายามที่จะขายลูกหนี้ของตน หรือเป็นความพยายามที่จะระดมเงินทุนจากนักลงทุนมาแทนเงินของตนเอง เพราะเป็นปรากฏการณ์อย่างหนึ่งของ Disintermediation กล่าวคือเป็นการลดบทบาทสถาบันการเงินตัวกลางออกไป เนื่องจากเงินที่ลูกหนี้กู้มาจากสถาบันการเงินได้เปลี่ยนไปเป็นเงินที่ผู้กู้จากนักลงทุนแทนด้วยการออกหลักทรัพย์ขายให้นักลงทุน ซึ่งเป็นเครื่องบ่งชี้ทางอ้อมว่าความเป็นเจ้าหนี้ของสถาบันการเงินเหล่านั้นได้สิ้นสุดลงแล้ว ดังนั้นสาเหตุที่ทำให้สถาบันการเงินต้องทำ Securitization ก็คือ ปัญหาเรื่องสภาพคล่อง (liquidity) ของสถาบันการเงินนั้นอันเกิดจาก

1. ปัญหาเกี่ยวกับความไม่เพียงพอของอัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง (Capital Adequacy) ตามมาตรฐาน BIS (Bank for

International Settlement) ดังนั้น Securitization จึงเกิดขึ้นมาในช่วงเวลาที่สถาบันการเงินมีปัญหาในเรื่องของสัดส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง

2. ปัญหาของความไม่พอดี (Mismatching Problems) ระหว่างเงินที่ระดมได้ ซึ่งอาจจะเป็นเงินฝากระยะสั้นแต่ต้องปล่อยกู้ระยะยาว

3. ภาวะการแข่งขันทางอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาด ทำให้ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้กับเงินฝาก (Margin Spread) มีแนวโน้มลดลง

ปัจจัยเหล่านี้ทำให้สถาบันการเงินพยายามตัดยอดลูกหนี้ของตนออกจากงบดุลด้วยการทำ Securitization ซึ่งจะได้รับผลตอบแทนในรูปของค่าบริการในฐานะเป็นผู้บริการ (Servicer) ในการทำ Securitization หรือเป็นผู้ดูแลทรัพย์สิน (Trustee) แทนการหารายได้จากกำไรส่วนต่าง (Margin Spread) เช่นในอดีต

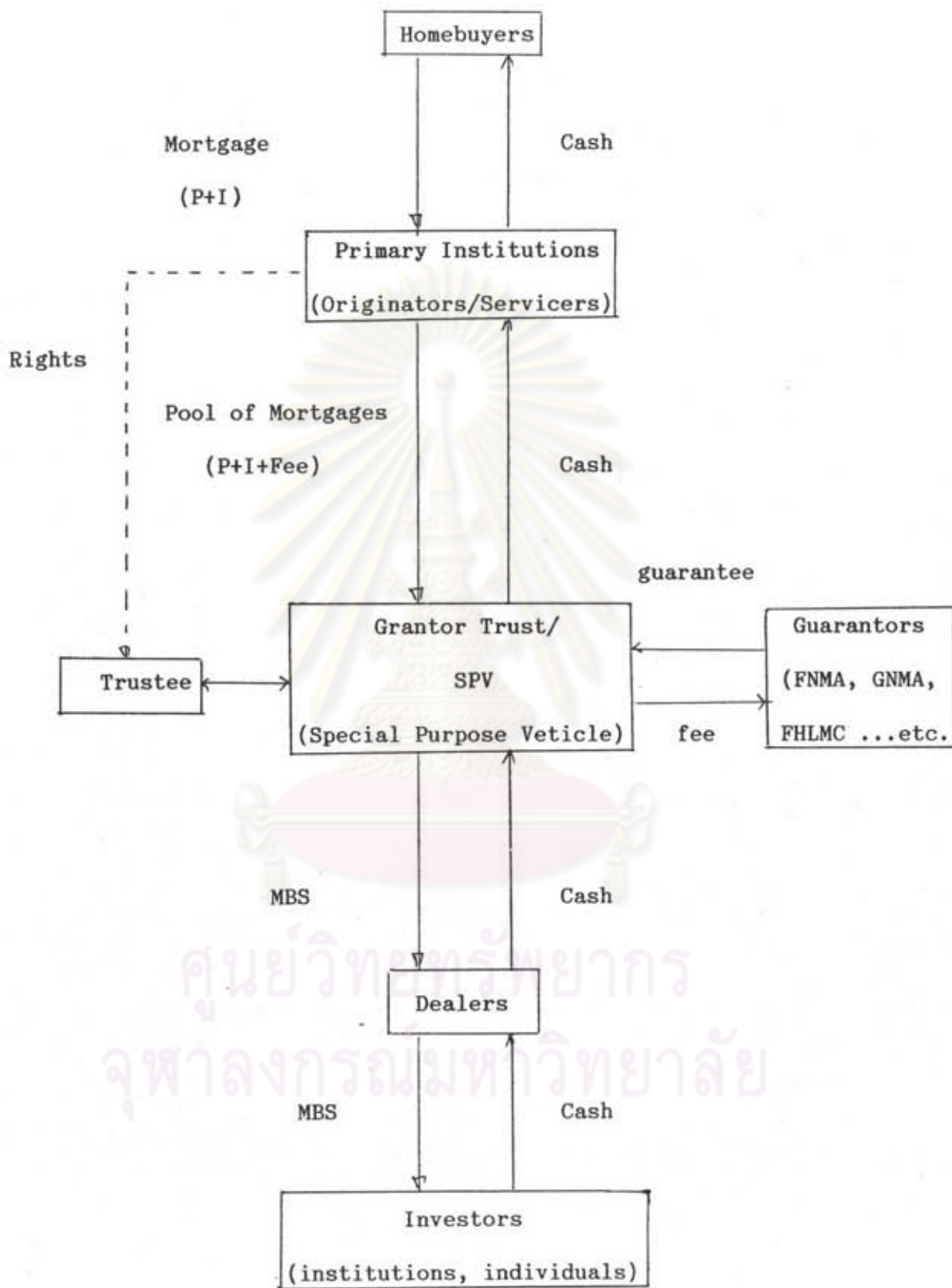
วิธีการแปลงสินเชื่อกู้ยืมให้เป็นหลักทรัพย์

ลักษณะของการกู้ยืมซื้อบ้าน (Traditional Mortgage) เป็นการกู้ยืมที่ผู้กู้ (Borrowers) ยืมเงินจากผู้ให้กู้ (Lenders) โดยมีหลักฐานการครอบครองทรัพย์สิน (Lien) ไว้เป็นประกัน ผู้กู้จะได้รับหลักฐานดังกล่าวคืนก็ต่อเมื่อชำระหนี้หมดแล้ว หลักฐานที่ผู้กู้ซื้อบ้านวางไว้เป็นหลักประกัน (Collateral) คือกรรมสิทธิ์ในที่ดินและบ้านของผู้กู้ วิธีการเหล่านี้เรียกได้อีกอย่างหนึ่งว่าเป็นระบบตลาดแรกเงินกู้ที่อยู่อาศัย (Primary Mortgage Market) เราสามารถนำเงินกู้ซื้อบ้านมาแปลงให้เป็นหลักทรัพย์ด้วยวิธีการดังต่อไปนี้

1. Mortgage Pass-Through Certificate (William W. Bartlett : 1989)

เป็นหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่าน (Pass-Through) ประเภทหนึ่ง ซึ่งแสดงถึงความเป็นเจ้าของผลประโยชน์ที่แบ่งแยกไม่ได้ในเงินกู้ซื้อบ้าน วิธีการเริ่มด้วยเจ้าหนี้เดิม (Mortgage Originators or Primary Institutions) รวบรวมลูกหนี้เงินกู้ (Homebuyers) ที่ต้องการแปลงเสร็จแล้วโอนไปเป็น Grantor Trust ภายใต้การดูแลของ Trustee หลักฐานเกี่ยวกับกรรมสิทธิ์ในที่ดินและตัวบ้านจะเก็บไว้ที่ Trustee เจ้าหนี้เดิมจะยังคงให้บริการลูกค้าเงินกู้ จำนวนนั้นต่อไปโดยได้รับค่าธรรมเนียมในการให้บริการ (Servicing Fee) เป็นการตอบแทนสถาบันผู้รับจำนอง (Special Purpose Vehicle) จะโอนเงินต้น ดอกเบี้ย และค่าธรรมเนียมอื่น ๆ จากผู้จำนองเป็นรายเดือนผ่านไปให้ผู้ลงทุนโดยตรงตามสัดส่วนที่กำหนดเอาไว้แน่นอน โดยผู้ลงทุนจะมีฐานะเป็นเจ้าของส่วนหนึ่งในดอกผลที่เกิดจากเงินกู้จำนองที่นำมาพูลกัน (Pool of Mortgages) ตราสารประเภทนี้ผู้ออกตราสาร (issuer) จะต้องจ่ายดอกเบี้ยและเงินต้นให้กับผู้ลงทุนตามกำหนดเวลา ถึงแม้จะไม่ได้รับการชำระเงินจากผู้จำนองก็ตาม ในกรณีนี้ผู้ค้ำประกัน (guarantor) ได้แก่ FNMA, GNMA, FHLMC ก็ต้องจ่ายแทน ทำให้ผู้ลงทุนไม่มีความเสี่ยงในเรื่องผลตอบแทนที่จะได้รับ ดังนั้น Pass-Through MBS จึงขายได้ง่ายในตลาด (ดูแผนภูมิที่ 2)





แผนภูมิที่ 2. Mortgage Pass-Through Certificate

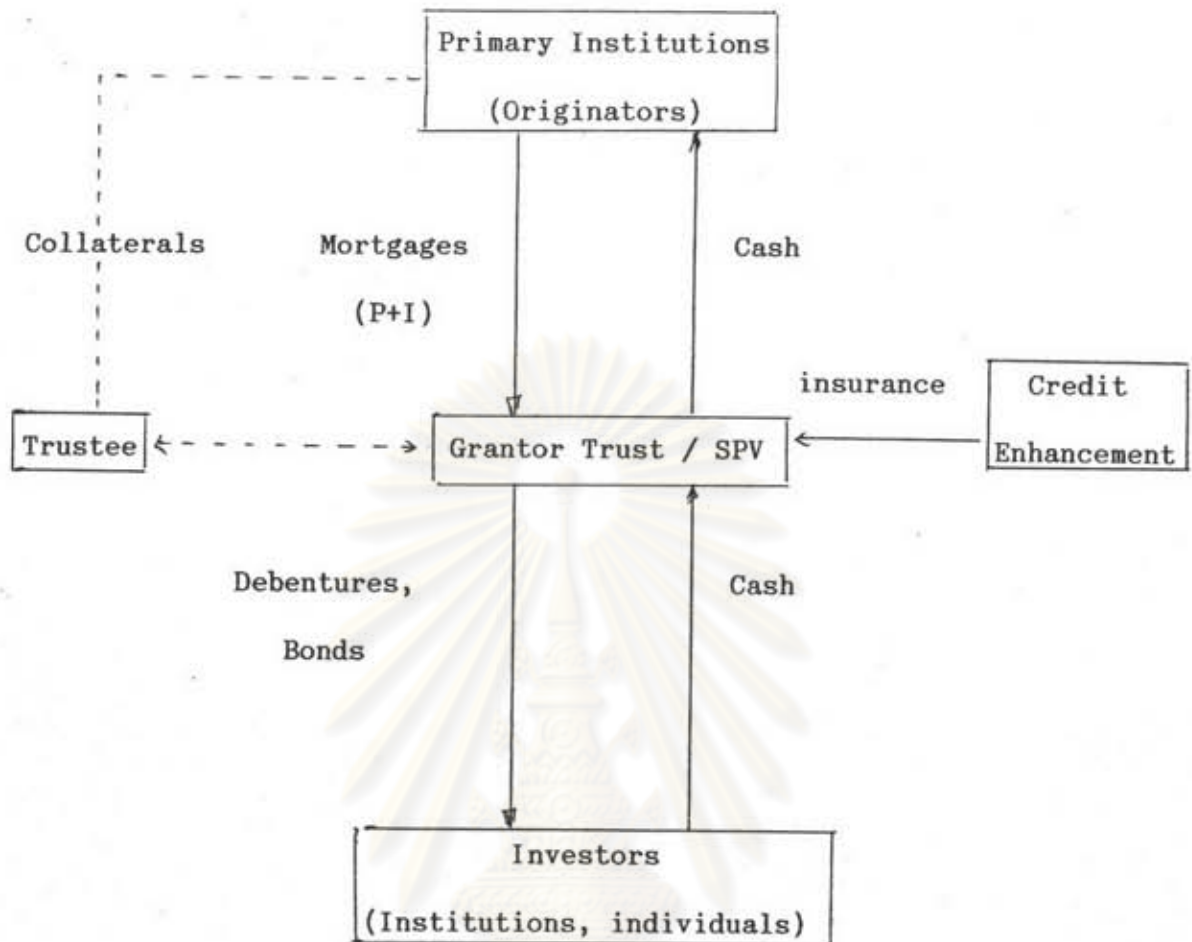
2. Mortgage-Backed Bond (MBB) (Jess ledeman : 1992)

MBB ออกสู่ตลาดทุนเป็นครั้งแรกในสหรัฐอเมริกา โดยการนำเงินกู้มาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน MBB เป็นหลักทรัพย์ที่เหมือนกับหุ้นกู้ทั่วไป (Debentures) คือจ่ายดอกเบี้ยทุก 6 เดือน และอายุไถ่ถอนอยู่ระหว่าง 5-12 ปี ความแตกต่างอยู่ที่หลักทรัพย์ค้ำประกัน (Collateral) คือเป็นเงินที่ชำระคืนเงินต้น (Principal Repayment) และดอกเบี้ย (Interest Payment) ของลูกหนี้โดยอยู่ภายใต้การดูแลของ Trustee ถ้าผู้ออกหุ้นกู้ไม่สามารถจ่ายดอกเบี้ยหรือไถ่ถอนได้ Trustee ก็จะนำเงินค่าดอกเบี้ยและเงินต้นของลูกหนี้เงินกู้ที่เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันมาจ่ายให้กับนักลงทุนแทน (ดูแผนภูมิที่ 3)

MBB จะเน้นการวางมูลค่าทรัพย์สิน (ลูกหนี้เงินกู้ + พันธบัตรรัฐบาล) ลงเป็นประกันในมูลค่าที่สูงกว่ามูลค่าหุ้นกুবวกดอกเบี้ย (Overcollateralization) ทั้งนี้ก็เพื่อที่จะได้ Rating สูง ๆ จาก CRA (Credit Rating Agency) เพราะ CRA จะพิจารณามูลค่าตลาดของ Collaterals เป็นหลัก รูปแบบของ MBB มีอยู่ 2 แบบคือ

1. Overcollateralized Initial Form - เป็น MBB แบบเก่าที่ต้องการมูลค่าของ collaterals สูงถึง 150%-200%

2. Overcollateralized Defeasance Form - เป็น MBB แบบใหม่ซึ่งเริ่มใช้ในปี 1987 รูปแบบนี้ได้คำนวณมูลค่า Collaterals ควรมีค่าเท่ากับมูลค่าการซื้อพันธบัตรรัฐบาล (Government Bond) ที่จะให้ผลตอบแทนเพียงพอสำหรับ Trustee ในการนำไปใช้เป็นค่าดอกเบี้ยและเงินไถ่ถอนของหุ้นกู้



แผนภูมิที่ 3. Mortgage-Backed Bond

3. Collateralised Mortgage Obligation (CMOs)

(Frank J. Fabozzi : 1992)

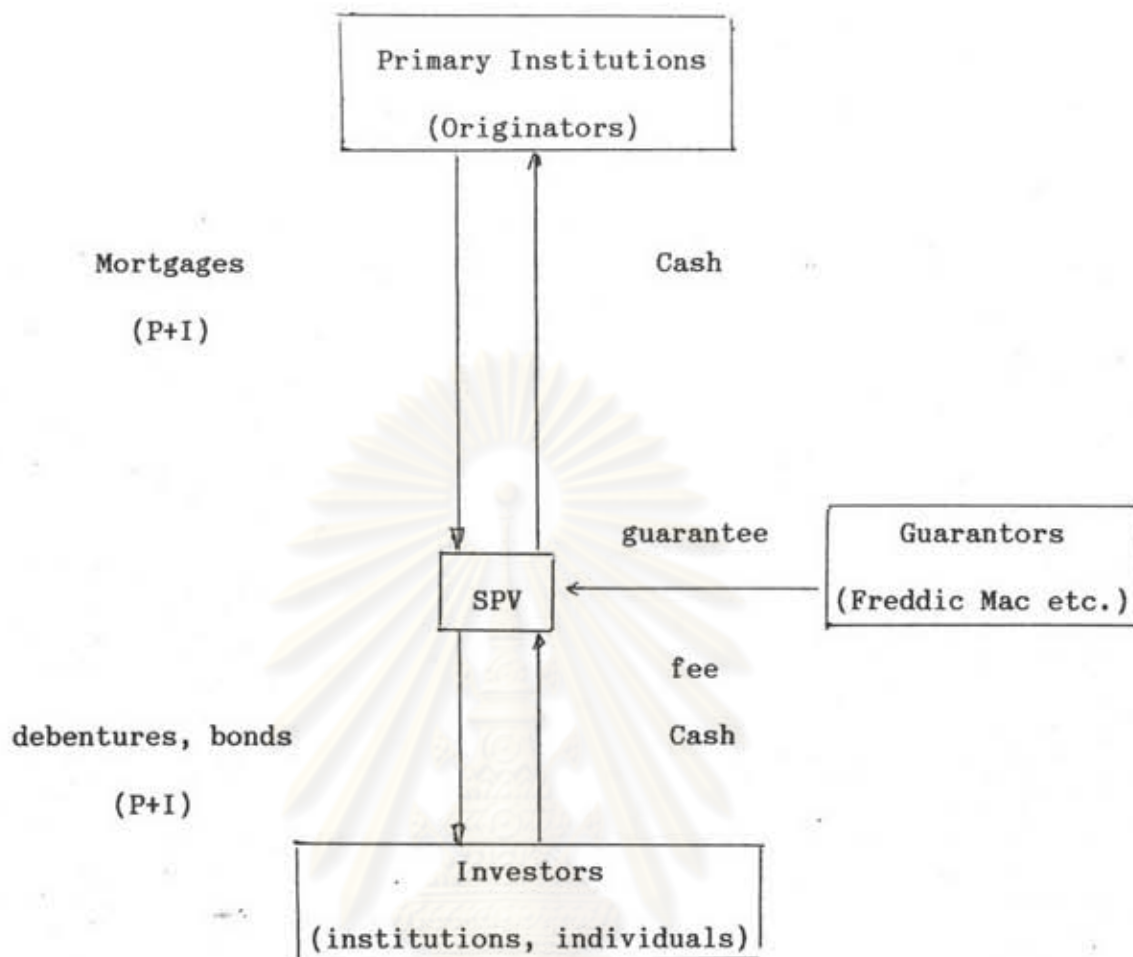
CMO เป็นการผสมผสานระหว่าง Pass-Through กับ Mortgage-Backed Bond (MBB) จึงเรียกรวมๆ ว่าเป็น "Serial Pay-Through Bond" หรือ "Cash Flow Bond" CMO ออกเป็นครั้งแรกใน ประเทศสหรัฐอเมริกา เมื่อปี 1983 โดยหน่วยงาน The Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC) CMO เป็นหุ้นกู้มีประกันประเภทหนึ่ง เหมือนกับ MBB ที่นำเอาลูกหนี้เงินกู้ซื้อบ้านมาเป็นทรัพย์สินค้ำประกัน แต่ CMO ไม่เน้น Overcollateralization ซึ่งถือว่าเป็นการนำทรัพย์สินมาค้ำประกัน เฉยๆ โดยไม่คำนึงถึงการนำผลประโยชน์ (ดอกเบี้ยและเงินต้นที่ลูกหนี้นำมาชำระ)

มาผ่านเป็นการชำระเป็นค่าดอกเบี้ยและค่าไถ่ถอนหุ้นกู้ที่ออก CMO จึงเป็นการนำเอาแนวความคิดการส่งผ่านผลประโยชน์ไปให้นักลงทุนในหลักทรัพย์ในแนว Pass-Through มาตัดแปลงด้วยการนำเอาผลประโยชน์ของทรัพย์สินค้ำประกันมาจ่ายผ่าน (Pay-Through) ไปให้นักลงทุนและโดยทั่วไปจะจ่ายปีละ 2 ครั้ง ตลอดอายุของ CMO

วิธีการคือนำเอาเงินกู้ซื้อบ้านที่เป็นทรัพย์สินค้ำประกันหุ้นกู้มาแบ่งเป็นกลุ่มตามอายุหนี้ (Tranches) แล้วจึงออกหุ้นกู้ (Debentures) แยกออกเป็นกลุ่มตามอายุหนี้ (Maturity Classifications) ใ้บตั้งราคาหุ้นกู้แต่ละกลุ่มจะคาดการณ์ถึงการคืนหนี้ก่อนกำหนด (Prepayment) ที่อาจเกิดขึ้นได้ ดังนั้นโครงสร้างของ CMO จึงช่วยป้องกันผลกระทบจากการชำระหนี้ก่อนกำหนด (Call Protection) ซึ่งเท่ากับลดข้อบกพร่องของหลักทรัพย์ประเภท Pass-Through การกำหนดกลุ่มหุ้นกู้โดยทั่วไปจะมี 3-4 ชั้น โดยผู้ที่ถือหุ้นกู้ชั้นที่ 1 ที่มีอายุเฉลี่ยสั้นที่สุด จะได้รับการชำระเงินต้นและดอกเบี้ยก่อน ต่อมาก็เป็นชั้นที่ 2 ซึ่งมีอายุเฉลี่ยนานขึ้น จนกระทั่งถึงชั้นสุดท้ายที่มีอายุเฉลี่ยยาวนานที่สุด (ดูแผนภูมิที่ 4.)

เจ้าหนี้เดิม (Originators) สามารถแปลงลูกหนี้เงินกู้ของตัวเองผ่านสื่อ 2 ประเภท คือ

1. ผ่านบริษัทเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle : SPV) มารองรับการครอบครองทรัพย์สินหรือลูกหนี้เงินกู้ซื้อบ้านที่ตนเองโอนไป แล้วบริษัทเฉพาะกิจก็จะนำไปเป็นทรัพย์สินค้ำประกันหุ้นกู้
2. โอนทรัพย์สินหรือลูกหนี้เงินกู้ซื้อบ้านให้เป็นลักษณะ Owner Trust สำหรับออกหุ้นกู้อีกที ส่วนเจ้าหนี้เดิม (Originators) จะทำหน้าที่เป็น Sponsor ให้



แผนภูมิที่ 4. Collateralised Mortgage Obligation (CMO)

ศูนย์วิทยพัชกร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย