

# การทำ Credit Enhancement สำหรับตราสารหนี้ที่มีสินเชื่อจำนองหนุนหลัง

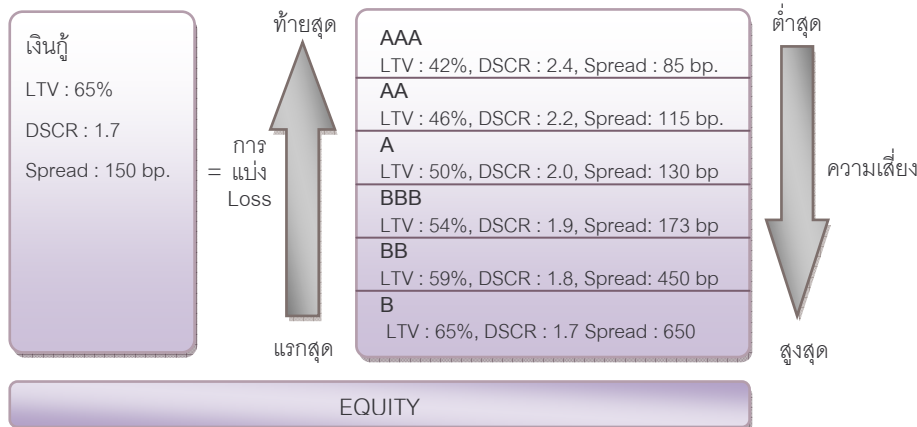
โดย ดร. ดวงพร อภาศิลป์  
duangporn@smcthailand.com

ในการทำ Securitization หรือการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้น เป็นการออกตราสารหนี้ที่มีสินเชื่อจำนอง (Mortgage Loan) หนุนหลัง ความเสี่ยงของตราสารหนี้ดังกล่าวจะมากหรือน้อย ขึ้นอยู่กับคุณภาพสินเชื่อที่มาหนุนหลัง เพื่อเป็นการลดความเสี่ยงด้านเครดิตของตราสารหนี้ดังกล่าว จึงมีการเพิ่มเครดิตให้ตราสารหนี้ (Credit Enhancement) ด้วยรูปแบบต่างๆ ดังนี้

1. **Subordination** เป็นการเพิ่มเครดิตที่เป็นที่นิยมใช้กันมาก วิธีการทำโดยการแบ่งความเสี่ยงด้านเครดิตไม่เท่ากันให้ตราสาร 2 กลุ่ม หรือตั้งแต่ 2 กลุ่มขึ้นไป ที่มีหลักประกันเดียวกัน โดยจัดโครงสร้างเป็น Senior/ Subordinated (โครงสร้าง A/B) ตราสารหนี้ที่เป็น Senior เป็นตราสารไม่ด้อยสิทธิ ขณะที่ตราสารหนี้ที่เป็น Subordinated เป็นตราสารด้อยสิทธิ ซึ่งจะรับ 100% ของความสูญเสียจากหลักประกัน จนตราสารด้อยสิทธิลดลงเป็นศูนย์ ตามโครงสร้างนี้ เงินต้นทั้งหมดที่ได้จากสินเชื่อจำนองที่เป็นหลักประกันจะนำไปชำระคืนผู้ถือตราสารหนี้ที่ไม่ด้อยสิทธิก่อน โดยเฉพาะในกรณีที่มีเงินรับชำระคืน ถ้าเกิดการยึดทรัพย์ (Foreclosure) เป็นการให้ความคุ้มครองเพิ่มเติมสำหรับผู้ถือตราสารหนี้ไม่ด้อยสิทธิ

การใช้วิธี Subordination โดยโอนความเสี่ยงของ Credit Losses ที่ไม่เท่ากันให้ตราสารหนี้คลาสต่างๆ ทำให้เกิด Credit tranching คลาสของตราสารหนี้ (เช่น คลาส AAA, AA, A, BBB, BB, B) จะถูกแบ่งเป็น tranche ตามสถานะการสูญเสีย (Loss position) -- นั่นคือ ตราสารหนี้คลาสที่สูงกว่า จะไม่ต้องรับความสูญเสีย จนกว่าตราสารหนี้คลาสที่ Junior กว่ามียอดลดลงเป็นศูนย์

## หลักประกัน และ Credit Tranching Spread, DSCR (Debt Service Coverage Ratio), LTV (Loan to Value)



ที่มา : Alice A. Lusting, The Commercial Mortgage-Backed Securities Market (1997)

จากรูปในตัวอย่าง ตราสารหนี้มี 6 คลาส ผลจากการทำ Subordination ตราสารหนี้ที่มี senior class สูงสุด มี LTV (Loan to value) 42% ซึ่งหมายความว่า ตราสารหนี้คลาสนี้จะไม่มีโอกาสสูญเสียเกิดขึ้นจนกว่ามูลค่าของหลักประกันยังไม่ลดลงมาถึง 58%

ในแง่ของนักลงทุน การแบ่งเครดิตเป็น tranche หรือ Credit tranching ให้โอกาสที่จะได้ risk/ return profile ที่เหมาะสม ความสูญเสีย หรือ losses ที่เกิดจะไปที่ส่วน equity ก่อน ตามด้วยตราสารหนี้ที่ junior สุด และ junior รองลงมาจนหมดแล้วจึงจะไปถึงตราสารหนี้ที่ senior ไล่ตามลำดับขึ้นไป

2. **Over Collateralization** เป็นการออกตราสารหนี้ในมูลค่าที่น้อยกว่ามูลค่าหลักประกันที่มาหนุนหลัง อาทิเช่น ออกตราสารหนี้ขายนักลงทุน 500 ล้านบาท ขณะที่หลักประกันที่หนุนหลังมีมูลค่า 700 ล้านบาท เป็นต้น วิธีนี้ที่เทียบเคียงได้กับการที่ผู้ออกตราสารหนี้เป็นผู้ถือตราสารหนี้ด้อยสิทธินั่นเอง

3. **Reserve Funds** เป็นการมีเงินทุนสำรองจำนวนหนึ่งไว้รองรับการจ่ายเงินคืนนักลงทุนในกรณีมีปัญหา ผู้ออกตราสารหนี้อาจวางเงินสดเป็นเงินสำรองไว้ในขั้นต้น และหักกระแสเงินจากหลักประกันบางส่วนมาไว้เป็นเงินทุนสำรองจนถึงระดับที่ต้องการ การมีเงินทุน

สำรองเป็นการทำ Credit enhancement ที่มีสภาพคล่องมากที่สุด แต่ก็ยังเป็นวิธีที่แพงและไม่ค่อยมีประสิทธิภาพนัก เงินทุนสำรองที่มีอยู่ปกติจะถูกนำไปลงทุนในตราสารที่มีสภาพคล่องสูง อาทิ พันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น

4. **Corporate Guarantee และเลตเตอร์ออฟเครดิต** การเพิ่มเครดิตวิธีหนึ่ง อาจทำโดยให้บุคคลที่สามให้การค้ำประกันเท่าจำนวนที่ต้องการเพิ่มเครดิต ผู้ให้การค้ำประกันมีพันธะจะต้องชดใช้ความสูญเสียที่เกิดขึ้นเท่าการค้ำประกัน

ในทำนองเดียวกันในการใช้เลตเตอร์ออฟเครดิต ธนาคารผู้ออกจะต้องชดใช้ความสูญเสียในจำนวนที่กำหนดไว้

การค้ำประกันโดยบุคคลที่สาม และเลตเตอร์ออฟเครดิต เป็นการเพิ่มเครดิตจากภายนอก ขณะที่ Subordination และเงินทุนสำรอง เป็นการเพิ่มเครดิตจากภายในโครงสร้างของตราสาร และขึ้นอยู่กับคุณภาพของหลักประกันที่มาหนุนหลัง การเพิ่มเครดิตจากภายนอก ทำให้เกิดความเสียหายเพิ่มขึ้น (เป็นความเสี่ยงจากผู้ที่มาเกี่ยวข้อง) ซึ่งไม่ใช่ความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับหลักประกัน

5. **Cross-Collateralization** อาจใช้ในกรณีที่ผู้ออกตราสารหนี้หนึ่งรายมีสินเชื่อจำนองหลายประเภท ดังนั้นถ้ากระแสเงินจากหลักประกันแห่งหนึ่งไม่เพียงพอจะชำระภาระหนี้ที่หลักประกันนั้นหนุนหลัง ขณะที่กระแสเงินเหลือจากหลักประกันอื่น กระแสเงินจากหลักประกันหลังจะถูกนำมาชำระภาระหนี้รายแรก ดังนั้น pool ของหลักประกันจะช่วยก่อให้เกิดกระแสเงินเพียงพอชำระหนี้โดยรวม เป็นการเพิ่มเครดิตอย่างหนึ่ง

กล่าวโดยสรุป การเพิ่มเครดิตให้ตราสารหนี้ที่ออกโดยมีสินเชื่อจำนองหนุนหลัง อาจแบ่งเป็น (1) การเพิ่มเครดิตจากภายใน (Internal Credit Enhancement) ซึ่งเป็นการเพิ่มเครดิตด้วยโครงสร้างของตราสารและมูลค่าหลักประกัน ซึ่งประกอบด้วย วิธี Subordination, Over Collateralization และ Reserve Funds (2) การเพิ่มเครดิตจากภายนอก (External Credit Enhancement) ซึ่งเป็นการเพิ่มเครดิตจากบุคคลที่สาม ซึ่งประกอบด้วยวิธีค้ำประกัน และการออกเลตเตอร์ออฟเครดิต

การเพิ่มเครดิตมักใช้เพื่อวัตถุประสงค์เพิ่มการจัดอันดับตราสารหนี้ให้อยู่ในระดับที่ดีขึ้นกว่าเดิม เช่น เพิ่มระดับจาก A เป็น AA หรือเป็น AAA เป็นต้น ทำให้ได้นักลงทุนที่เป็นกลุ่มเป้าหมาย สำหรับในประเทศไทยเอง การเพิ่มเครดิตของตราสารหนี้ที่มีสินเชื่อจำนองหนุนหลัง นอกจากเพิ่มการจัดอันดับ ยังอาจช่วยเพิ่มความน่าสนใจ ให้ฐานนักลงทุนที่กว้างขึ้น โดยที่นักลงทุนไทยเพิ่งเริ่มมีทางเลือกลงทุนในตราสารดังกล่าวได้ไม่นานนัก