

บทที่ 3

การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ในต่างประเทศ

การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ในบทที่ผ่านมาจะเป็นเรื่องที่เกี่ยวข้องกับประเทศสหรัฐอเมริกา ส่วนในบทนี้จะเป็นเรื่องที่เกี่ยวข้องกับการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ในส่วนอื่นๆ ของโลก ไม่ว่าจะเป็นยุโรป, ออสเตรเลีย และ ญี่ปุ่น การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาประสบความสำเร็จเป็นอย่างมาก ส่วนการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ในประเทศอื่นนอกจากสหรัฐกลับไม่มีบทบาทแต่อย่างใด จึงเป็นเรื่องที่น่าสนใจอยู่ไม่น้อยว่ามีปัจจัยอะไรที่ทำให้การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ไม่เป็นที่นิยมและพัฒนาไปค่อนข้างช้า ทั้งนี้อาจจะนำมาเป็นบทเรียนสำหรับประเทศกำลังพัฒนาที่เริ่มให้ความสนใจในเรื่องนี้ เช่น ประเทศไทยได้บ้างไม่มากนักน้อย ในบทนี้จะกล่าวถึงประสบการณ์ทั่วไปในยุโรปของการทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ หลังจากนั้นจึงจะกล่าวถึงประสบการณ์ที่เกิดขึ้น ในบางประเทศโดยสังเขป

ภาพรวมของการทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ในยุโรป

การทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ในยุโรปถือได้ว่าเป็นเรื่องใหม่และเกิดขึ้นครั้งแรกในประเทศอังกฤษ ปี 1987¹⁴ เกือบ 30 ปี หลังจากการทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์เกิดขึ้นครั้งแรกในสหรัฐอเมริกา เหตุผลหลักที่ทำให้การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ในยุโรป ล้าหลังสหรัฐอเมริกานาน ถึงขนาดนั้นก็เพราะ

1. ตลาดในยุโรปมีลักษณะที่ไม่มีความคล้อยคลึงกันตลาดสินเชื่อที่อยู่อาศัยในแต่ละประเทศแตกต่างกันทั้งเรื่องกฎหมาย ระเบียบ ภาษี ระบบบัญชีและวัฒนธรรมในการดำเนินธุรกิจ เพราะฉะนั้นการแก้ปัญหาใดๆ ในประเทศหนึ่ง ไม่ได้หมายความว่า จะแก้ปัญหาในประเทศอื่นๆ ตามไปด้วย
2. เหตุผลที่สำคัญอีกประการหนึ่งก็คือประเทศในทวีปยุโรปส่วนใหญ่ไม่มีหน่วยงานของรัฐที่ทำหน้าที่ในการกำกับดูแลการซื้อขายสินเชื่อที่อยู่อาศัยเหมือนอย่าง The Government National Mortgage Association : GMNA ในสหรัฐอเมริกา ทำให้การทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ในยุโรปต้องยุ่งยากมากกว่าในประเทศสหรัฐอเมริกา เป็นอันมาก ปัจจัยทั้งสองประการนี้ทำให้การทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ในยุโรปต้องล่าช้าและขยายตัวในอัตราที่ไม่เร็วนัก

¹⁴ บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย, ประมวลความรู้เรื่องการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization), 2535 : หน้า 5

ปัจจัยที่ผลักดันให้เกิด การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ในยุโรป

โดยทั่วไปอาจกล่าวได้ว่าขบวนการขจัดปัญหาด้านกฎระเบียบ (Deregulation) และขจัดตัวกลางทางการเงิน(Disintermediation) ที่เกิดขึ้นในช่วงทศวรรษ 1980¹⁵ เป็นแรงผลักดันให้เกิดการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ที่สำคัญที่สุดในยุโรป ก่อนหน้านี้นี้สถาบันการเงินและผู้ประกอบธุรกิจให้กู้ยืมเงินต่างก็ประกอบธุรกิจกันอย่างง่าย ๆ โดยไม่มีปัญหาอะไร ความสนใจที่จะทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ในกรณีของอังกฤษนั้นก่อนกลางทศวรรษ 1980 Building Societies เป็นผู้ผูกขาดในการให้กู้ยืมเพื่อที่อยู่อาศัยโดยระดมเงินจากผู้ฝากรายย่อยในต้นทุนต่ำ จึงสามารถให้กู้ยืมได้ในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าอัตราตลาดทั่วไป ต่อมาผลจากการการขจัดปัญหา ด้านกฎระเบียบและภาวะเอื้ออำนวยอันเนื่องมาจากการลดอัตราภาษีและการขยายตัวของเศรษฐกิจของอังกฤษ ทำให้ความต้องการซื้อบ้านในอังกฤษเพิ่มขึ้นเป็นอย่างมากในทางตรงกันข้ามอัตราการออมกลับลดลงผลที่ตามมาก็คือ ทำให้เกิดขาดแคลนกองทุนทางด้านที่อยู่อาศัย(Mortgage Fund) ขึ้น ด้วยเหตุนี้จึงทำให้มีผู้ให้กู้รายใหม่เข้ามาในธุรกิจกู้ยืมบ้านและระดมเงินจากลูกค้ารายย่อยที่ Building Societies ผูกขาดอยู่ ผู้ให้กู้รายใหม่ ได้แก่ National Saving และ Clearing Banks ซึ่งในที่สุดมีส่วนทำให้ต้นทุนในการระดมเงินผ่านผู้ฝากรายย่อยและการระดมเงินแบบผู้ฝากเงินรายใหญ่ ไม่แตกต่างกันอีกต่อไปอัตราดอกเบี้ยการให้กู้ยืมเพื่อที่อยู่อาศัยเริ่มสูงขึ้นกว่า LIBOR (London Interbank Offer Rate) เท่ากับเป็นการเปิดทางให้เกิดการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ขึ้นใน อังกฤษในระยะต่อมานั่นเอง

Clearing Banks ของอังกฤษไม่ได้เข้ามาทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ในตอนแรก จนกระทั่งปี 1989 ทั้งนี้เพราะทาง Clearing Banks ของอังกฤษไม่แน่ใจในนโยบายของธนาคารกลางอังกฤษว่าจะเป็นอย่างไร เพราะถ้าหากทำไปก่อนที่อะไรชัดเจนอาจจะต้องเสียทั้งเงินและเวลาไปโดยเปล่าประโยชน์ ในปี 1989 ธนาคารกลางอังกฤษจึงได้ ออกเอกสารเกี่ยวกับการ โอนสินทรัพย์ และการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ (Notice on Loan Transfers and Securitization) ขึ้นหลังจากนั้น Clearing Banks จึงเริ่มมีความมั่นใจมากขึ้น

ในฝรั่งเศสเองก็เช่นเดียวกันเริ่มได้รับผลกระทบจากขบวนการขจัดปัญหาด้านกฎระเบียบ และขจัดตัวกลางทางการเงิน ทำให้มีการแข่งขันจากสหรัฐอเมริกาและญี่ปุ่นมากลูกค้าบางส่วนหันไประดมทุนเอง บางส่วนก็กู้จากญี่ปุ่นซึ่งให้กู้ในอัตราดอกเบี้ยต่ำจนในที่สุดสถาบันการเงินของฝรั่งเศส

¹⁵ เรื่องเดียวกัน: หน้า 5

เศสจึงเริ่มคิดที่จะเอาสินทรัพย์ ที่มีอยู่มาช่วยในการระดมทุนให้ต้นทุนถูกลงกระตุ้นให้เกิดการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ขึ้นในฝรั่งเศสได้ในที่สุดในปี 1989

กล่าวโดยสรุปแล้วเหตุที่ยุโรป เริ่มการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ค่อนข้างช้าเป็นเพราะสภาพแวดล้อมในการประกอบธุรกิจยังไม่บีบรัด จนกระทั่งต้องหาทางออกเหมือนสหรัฐอเมริกาและที่สำคัญคือเมื่อยังไม่มีผู้สนใจในเรื่องนี้ กฎหมายในภาคพื้นยุโรปล้วนใช้กฎหมายที่เรียกว่ากฎหมายที่เป็นลายลักษณ์อักษร(Civil Law) มีแต่อังกฤษเท่านั้นที่ใช้กฎหมายจารีตประเพณี(Common Law) เหมือนสหรัฐอเมริกา ส่วนประเทศที่ใช้กฎหมายที่เป็นลายลักษณ์อักษรนั้นมักประสบปัญหาเมื่อต้องการจะทำอะไรใหม่ๆ เพราะถ้าไม่มีกฎหมายในเรื่องนั้นรับรองก็ทำไม่ได้ ในขณะที่กฎหมายจารีตประเพณีจะยืดหยุ่นมากกว่า ประเทศฝรั่งเศสกว่าจะมีกฎหมายอนุญาตให้ทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ได้ต้องรอจนถึงปี 1989¹⁶

การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ในอังกฤษ

ประเทศอังกฤษเริ่มทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์เป็นครั้งแรกในปี 1987 โดย National Mortgage Loan Corporation ออก FRN คำประกันด้วยสินเชื่อที่อยู่อาศัย หลังจากนั้นได้มีการทำอีกหลายรายและมีจำนวนมากที่สุดในปี 1989¹⁷ แต่ต่อมาจำนวนการทำการแปลงสินเชื่อที่อยู่อาศัยให้เป็นหลักทรัพย์ ในอังกฤษกลับลดลง ทั้งนี้เนื่องมาจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมซื้อบ้านเริ่มลดลงจนกระทั่งไม่สนใจให้ลงทุนในตราสารหนี้ที่คำด้วยสินเชื่อที่อยู่อาศัยอีกต่อไป

สำหรับการออกหุ้นกู้โดยมีหลักทรัพย์ประเภทสินเชื่อที่อยู่อาศัยคำประกันนั้น ประเทศอังกฤษค่อนข้างจะมีปัญหาซึ่งเป็นเรื่องเฉพาะของอังกฤษเองปัญหาดังกล่าวคือ

การโอนหนี้ที่ไม่ใช่สินเชื่อที่อยู่อาศัยจะต้องเสียภาษีแสดมปี 1% ทำให้การแปลงสินเชื่อที่ไม่ใช่ประเภทอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ มีค่าใช้จ่ายสูงขึ้นอีกประมาณ 43 Basis Point อย่างไม่รู้ก็ตาม ปัญหานี้หมดไปหลังปี 1992 เนื่องจากรัฐบาลยกเลิกการเก็บภาษี

ปัญหาประการที่สอง เกิดจาก Consumer Credit Act ของอังกฤษ ทำให้การโอนหนี้จากมีปัญหาเพราะลูกหนี้อาจปฏิเสธการชำระหนี้ โดยอ้างว่าผู้ขายไม่ได้ปฏิบัติตามเงื่อนไขในการซื้อขายได้ บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ จะไม่รับจัดอันดับให้ ผู้ที่จะทำการแปลงสินทรัพย์ที่ไม่ใช่สินเชื่อที่อยู่อาศัยให้เป็นหลักทรัพย์จะต้องให้บุคคลที่สามคำประกัน ซึ่งทำให้มีค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้น

ปัญหาที่สาม เกิดจากมาตรฐานทางบัญชีของอังกฤษ British Accounting Standard Board (BASB) ไม่ยอมรับการรับประกันหนี้สูญในบางรูปแบบ เช่น Over collateral และ Junior / Senior

¹⁶ เรื่องเดียวกัน:หน้า6

¹⁷ เรื่องเดียวกัน:หน้า6

Structure จะยอมให้แต่เฉพาะการค้าประกัน โดยบุคคลที่สามเท่านั้น ทำให้เสียค่าใช้จ่ายสูงขึ้นโดยไม่จำเป็น

ผลจากปัญหาที่กล่าวมาทั้งสามประการ ทำให้การทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ในอังกฤษเน้นการทำเฉพาะ ออกหุ้นกู้โดยมีหลักทรัพย์ประเภทสินเชื่อที่อยู่อาศัยค้ำประกันเท่านั้น

การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ในประเทศฝรั่งเศส

ฝรั่งเศสเริ่มทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์เป็นครั้งแรกในปี 1989 หลังจากอังกฤษ 2 ปี โดยอาศัยประสบการณ์จากทั้งสหรัฐอเมริกาและอังกฤษ ฝรั่งเศสออกกฎหมายอนุญาตให้ทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ได้ในเดือนธันวาคม 1989¹⁷ แต่ก่อนอนุญาตให้ทำได้เฉพาะทรัพย์สินบางประเภทเท่านั้น ทรัพย์สินจากการเช่าซื้อ(Leasing) ไม่สามารถเอามาทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ได้

หลังจากมีการออกกฎหมายแล้วฝรั่งเศสเริ่มทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ แต่เนื่องจากสินเชื่อที่อยู่อาศัยในฝรั่งเศสให้กู้ในอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าอัตราตลาดอยู่แล้ว โดยลูกค้าที่เปิดบัญชีเงินฝากกับธนาคารและรับอัตราดอกเบี้ยต่ำก็จะสามารถกู้ซื้อบ้านกับธนาคารในอัตราดอกเบี้ยต่ำด้วยเช่นกัน นอกจากนั้นแล้วรัฐบาลยังให้ความช่วยเหลือด้วยการยอมให้ธนาคารรับเงินฝากในอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าอัตราตลาดและไม่เสียภาษีพร้อมทั้งให้กู้ซื้อบ้านในอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าอัตราตลาดด้วย การให้กู้ยืมซื้อบ้านในฝรั่งเศสมักจะเป็นแบบอัตราดอกเบี้ยคงที่และให้ทางเลือกคือชำระเงินกู้คืนก่อนกำหนดได้ ทำให้นักลงทุนในตราสารหนี้ที่ค้ำประกันด้วยสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ในลักษณะนี้ต้องประสบกับความเสี่ยงจากการชำระหนี้ก่อนกำหนด(Prepayment) เป็นอันมาก ด้วยเหตุผลที่กล่าวมาเหล่านี้ทำให้การทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ในฝรั่งเศสมักจะเป็นประเภทไม่ใช่สินเชื่อที่อยู่อาศัยทั้งสิ้น ซึ่งจะตรงกันข้ามกับประเทศอังกฤษที่มีแต่ การออกหุ้นกู้โดยมีหลักทรัพย์ประเภทสินเชื่อที่อยู่อาศัยค้ำประกัน

การทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ในฝรั่งเศสเมื่อเทียบกับประเทศอื่นแล้ว มีปัญหาและอุปสรรคอยู่ไม่น้อยเช่น จะต้องขออนุญาตจาก The Commission des Operation de Bourse (COB) ก่อน จะต้องได้รับการ Rating และ Quote ที่ตลาดหุ้นฝรั่งเศส นอกจากนั้นตัวแทนในการทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์จะต้องฝากเงิน 1.5 ล้านฟรังก์¹⁸ ไว้กับบริษัทที่ตั้งขึ้น

¹⁷ เรื่องเดียวกัน:หน้า7

¹⁸ เรื่องเดียวกัน:หน้า7

มาเฉพาะเพื่อดูผลการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์เช่น นิติบุคคลเฉพาะกิจหรือที่ในประเทศฝรั่งเศส เรียก Fonds Common de Creance (FCC) อีกด้วย

ในขณะเดียวกันการทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ในฝรั่งเศสก็มีบางเรื่องมาก่อนข้างสะดวกเมื่อเทียบกับประเทศอื่น ๆ เช่นมี วิธีการรับประกันหนี้สัญญาให้เลือกได้หลายวิธี ไม่ว่าจะเป็น Over collateral และ Junior / Senior Structure และ Third Party Insurance สองวิธีแรกมีข้อดีตรงที่สามารถได้เครดิต ดีขึ้น โดยเพิ่มสินทรัพย์ แต่ไม่ใช่ต้นทุนที่ชัดเจน

การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ในประเทศอื่น ๆ ในยุโรป

ประเทศอื่นๆ ในยุโรปมีบทบาทในการทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ไม่มากนักในแต่ละประเทศก็มีปัญหาที่แตกต่างกันออกไป ในกรณีของสวีเดนเป็นตัวอย่างที่ไม่มีกฎหมายในเรื่องนี้โดยตรง แต่สามารถนำกฎหมายที่มีอยู่เดิมมาใช้ได้ สวีเดน ไม่มีกฎหมายเรื่องทรัสต์ การตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจ จึงไม่อาจทำได้ การทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ในสวีเดนจึงต้องทำการโอนสินทรัพย์ไปให้นิติบุคคลเฉพาะ กิจในต่างประเทศแทน ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดก็คือ กรณีของ SE Banker ของประเทศสวีเดน ออก “ Soft Bullet ” FRN จำประกันด้วยสินเชื่อที่อยู่อาศัยจำนวน 159.5 ล้านดอลลาร์ออกขายในต่างประเทศ¹⁹

ประเทศอิตาลีและประเทศสเปน เป็นอีกตัวอย่างที่น่าสนใจเนื่องจากมีปัญหาที่แตกต่างกันออกไปจากประเทศอื่นๆ อุปสรรคสำคัญที่ทำให้การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ในอิตาลีไม่เป็นที่นิยมเท่าที่ควรได้แก่

ปัญหาแรกเป็นปัญหาเรื่องกฎหมายที่เกี่ยวกับความสมบูรณ์ในการสิทธิเรียกร้อง เมื่อมีการขายหนี้ให้ผู้อื่น ซึ่งมีขั้นตอนที่ยุ่งยากและต้องเสียค่าใช้จ่ายมาก ทำให้การทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ เป็นไปได้ยากในแง่ของต้นทุนและการดำเนินการ

รัฐบาลของอิตาลี ต้องการสงวนตลาดภายในประเทศ สำหรับภาครัฐบาลและองค์กรของรัฐเท่านั้น การทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์จึงจำเป็นต้องขายในประเทศเท่านั้น ทำให้ไม่แพร่หลายเท่าที่ควร แม้ว่ากรออกขายในประเทศแต่ถ้าหากเป็นนักลงทุนจากต่างประเทศ ก็ต้องเสีย With Holding Tax อีกต่างหาก

ปัญหาข้อแรกได้รับการแก้ไขในปี 1991 เมื่อรัฐบาลออกกฎหมายฉบับที่ 52 อนุญาตให้มีการโอนทรัพย์สินได้โดยที่ไม่ต้องมีโนติซ ส่วนปัญหาเรื่อง With Holding Tax เมื่อยุโรปรวมกันแล้ว

¹⁹ เรื่องเดียวกัน : หน้า 8

การเก็บภาษีเงินโอนระหว่างประเทศก็จะหมดไปโดยปริยาย การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ในอิตาลีเริ่มขึ้นโดย Citicrop ในปี 1990²⁰ ตามด้วย Swiss Bank แต่ทั้งหมดเป็นเงินกู้ซื้อรถยนต์ทั้งสิ้น

สเปนเป็นอีกกรณีหนึ่งที่น่าสนใจว่าทำไมการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ เกิดได้ลำบาก ทั้งนี้เพราะสเปนประสบปัญหาเงินเฟ้อสูง รัฐบาลจึงใช้มาตรการการควบคุมการขยายตัวของเงินกู้ทำให้ธนาคารเลือกให้กู้เฉพาะลูกค้าชั้นดีและได้ส่วนต่างสูงความสนใจที่จะทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ จึงไม่มีรัฐบาลต้องการควบคุมการกู้เงินจากต่างประเทศจึงออกระเบียบให้เงินกู้จากต่างประเทศร้อยละ 30 จะต้องฝากไว้กับ Bank of Spain โดยไม่มีดอกเบี้ยทำให้ต้นทุนการกู้เงินจากต่างประเทศสูงมาก จึงไม่มีใครสนใจกู้ รวมทั้งทำ Offshore การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ด้วย

นอกจากอุปสรรคที่กล่าวมาแล้วข้างต้นก็มีปัญหาทางด้านกฎหมาย เรื่องที่นักลงทุนต่างประเทศต้องเสีย With Holding Tax เช่นเดียวกับอิตาลี อีกประเด็นที่สำคัญและคล้ายคลึงกับประเทศไทย คือระบบธนาคารของสเปนเข้มแข็งมาก สินทรัพย์ที่จะนำมาทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ อยู่ในมือของธนาคาร เป็นส่วนใหญ่ ซึ่งล้วนไม่มีปัญหาเรื่องการขาดแคลนเงินทุน ประกอบกับสเปน ขาดกระบวนการขจัดตัวกลางทางการเงินทำให้ธนาคารของสเปนมี ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยค่อนข้างสูงคือ 4.4 %²¹ เมื่อเทียบกับมาตรฐานในประเทศอื่นๆ ของยุโรปเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ไม่พอใจให้เกิด การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ในสเปน

ประเทศสุดท้ายที่จะกล่าวถึงคือเยอรมนี ซึ่งเป็นประเทศที่มีพลเมืองมากที่สุดในยุโรป (ไม่รวมรัสเซีย) แต่กระบวนการการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ในประเทศนี้กลับไม่พัฒนาเท่าที่ควร เยอรมนีต่างจากสเปนที่ การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ เกิดขึ้นไม่ได้เพราะมีกฎระเบียบที่เป็นอุปสรรคมากมาย แต่เยอรมนีเกิดไม่ได้เพราะ โครงสร้างของตลาดและวัฒนธรรมของประเทศเอง เยอรมนีไม่มีกฎหมายเรื่องการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ โดยเฉพาะแต่เรื่องนี้ไม่ใช่ปัญหาใหญ่เพราะในหลายประเทศ ก็ไม่มีเหมือนกัน การโอนสินทรัพย์ก็สามารถทำได้โดยไม่ต้องมีโนติซ เหมือนในประเทศอื่นๆ ประเด็นอยู่ที่ธนาคารในเยอรมนีล้วนแต่มีกำไรดี ไม่มีปัญหาเรื่องเงินทุน และมีความสามารถที่จะให้กู้แก่ลูกค้า ได้โดยคิดส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ ในยุโรป ทั้งนี้เพราะธนาคารสามารถระดมเงินฝากได้ในอัตราที่ต่ำเช่นกัน แม้ว่าจะมีธนาคารต่างประเทศที่ให้ดอกเบี้ยสูงกว่า แต่ก็ไม่มีใครถอนเงินจากธนาคารที่ฝากประจำอยู่ไปฝากที่

²⁰ เรื่องเดียวกัน : หน้า 8

²¹ เรื่องเดียวกัน : หน้า 8

ใหม่ ซึ่งให้ดอกเบี้ยสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยต่ำเมื่อนำมาทำ การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ก็ไม่มีใครสนใจลงทุน เหตุผลอีกประการหนึ่ง คือ ธนาคารของเยอรมนีมักจะมีหุ้นในบริษัทลูกค้าค่อนข้างมากและมีความสัมพันธ์กันเป็นเวลานาน ธนาคารให้กู้ในอัตราดอกเบี้ยต่ำแก่บริษัทที่ถือหุ้น ซึ่งยังคงมีกำไรเพราะต้นทุนต่ำและยังได้ผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลอีกด้วย ธนาคารจึงไม่สนใจทำ การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์

เหตุผลอีกประการหนึ่งที่ธนาคารเยอรมันไม่สนใจทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ก็เพราะในทัศนะของธนาคารแล้ว การขายสินทรัพย์ทำให้เสียภาพพจน์ ดูเหมือนว่าธนาคารมีปัญหาจึงต้องขายสินทรัพย์ ด้วยเหตุนี้ธนาคารเยอรมันนอกจากจะไม่ขายแล้วยังพยายามเพิ่มสินทรัพย์ ขึ้นเรื่อย ๆ ทัศนคติเช่นนี้ดูเหมือนผู้บริหารในประเทศไทยก็มีด้วยเช่นกัน

การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ในประเทศออสเตรเลีย

ในประเทศออสเตรเลียรัฐได้เข้ามาบีบบทบาทสนับสนุนและผลักดันให้เกิดการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์อย่างจริงจังจึงเพื่อมุ่งหวังให้ประชาชนที่มีรายได้น้อยที่ต้องการที่อยู่อาศัยสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุน (Supply of Fund) ได้ง่ายขึ้นและเสียด้านทุนในการกู้ยืมค่าด้วยการนำรูปแบบของโครงการพัฒนาตลาดสินเชื่อที่อยู่อาศัยของประเทศสหรัฐอเมริกาอย่าง Government National Mortgage Association (GNMA) และ Federal National Mortgage Association (FNMA) มาประยุกต์ใช้โดยการตั้งองค์กรที่มีรูปแบบคล้ายหน่วยงานทั้งสองข้างต้นขึ้น คือ

FANMAC (First Australian National Mortgage Acceptance Corporation Ltd) กับ NMMC (National Mortgage Market Corporation) และได้ให้ HLIC (Housing Loans Insurance Corporation) เป็นผู้ทำหน้าที่ประกันสินเชื่อที่อยู่อาศัย นอกจากนี้รัฐบาลยังได้แก้กฎหมายที่สำคัญอีกด้วยในการสนับสนุนการค้าตราสารพวก MBS และ ABS

ข้อสังเกตสำหรับประเทศออสเตรเลียก็คือทั้งๆที่ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้ปล่อยกู้ที่อยู่อาศัยมากที่สุด แต่ได้เข้ามาบีบบทบาทในการทำ การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์น้อยมาก สถาบันการเงินที่ขายเงินกู้ออกมาเพื่อทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ เป็นสถาบันการเงินให้กู้เพื่อที่อยู่อาศัย

สาเหตุที่ธนาคารพาณิชย์ในออสเตรเลียไม่นิยมทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ประเภทสินเชื่อที่อยู่อาศัยมีเหตุผลอยู่ 2 ประการด้วยกันคือ

น้ำหนักความเสี่ยงของเงินกู้เพื่อที่อยู่อาศัยถูกกำหนดไว้ที่ร้อยละ 50 ต่ำกว่าเงินกู้ประเภทอื่นที่ถูกกำหนดไว้ที่ร้อยละ 100²² จึงเป็นผลทำให้ธนาคารพาณิชย์ต่าง ๆ ไม่ค่อยสนใจที่จะทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์เท่าใดนัก

ธนาคารพาณิชย์ในประเทศออสเตรเลียไม่มีปัญหาในเรื่องการระดมเงินทุนเท่าใดนัก

สรุป

จากเนื้อหาที่กล่าวมาข้างต้น ได้ช่วยให้เข้าใจปัญหาและอุปสรรคของการทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ในยุโรปได้บ้างตามสมควร อย่างไรก็ตามแม้ว่าการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ในยุโรปจะเกิดด้าหลังสหรัฐอเมริกาและการขยายตัวก็เป็นไปอย่างเร่งช้าไม่ได้หมายความว่าประเทศเหล่านี้ล้มเหลว เพราะเร็วเกินไปที่จะสรุปเช่นนั้น ในส่วนนี้จึงใคร่ขอสรุปปัญหาและอุปสรรคที่ทำให้การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ในยุโรปเป็นเช่นนี้ ไว้ดังนี้

อุปสรรคที่สำคัญที่สุดคือขาดความต้องการที่จะทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ จะเห็นได้ว่ากว่าที่ยุโรปจะเริ่มทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์เวลาก็ด่วงเลยมาจนถึงปี 1987 ทั้งนี้เพราะกลุ่มที่มีแนวโน้มจะทำได้นั้นยังไม่มีปัญหาที่บีบรัดจนกระทั่งต้องปรับตัว ถ้าสถาบันการเงินไม่มีปัญหาเรื่องเงินทุน สามารถระดมทุนได้ในอัตราดอกเบี้ยต่ำ ความจำเป็นที่จะใช้วิธีนี้ก็ไม่มี จึงเป็นเหตุผลว่าทำไมประเทศสเปนและเยอรมนีจึงไม่มีการทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์

อุปสรรคอีกประการหนึ่งคือ โครงสร้างดอกเบี้ยของอังกฤษไม่สามารถทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ได้จนถึงปี 1987 จึงสามารถทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ได้ ก็เพราะก่อนหน้านั้น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ซื้อบ้านต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้มาตรฐานทั่วไป ในประเทศฝรั่งเศสรัฐบาลได้ให้ความช่วยเหลือ ทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ซื้อบ้านค่อนข้างต่ำ การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ในฝรั่งเศสจึงมีแต่ สินเชื่อที่ไม่ใช่เงินกู้ที่อยู่อาศัยเป็นหลัก ในเยอรมนี อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารคิดจากลูกค้าต่ำมากจนกระทั่งไม่สามารถทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ได้ไม่ว่าในรูปแบบไหน

โครงสร้างภาษีเป็นปัจจัยที่ทำให้การทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ มีต้นทุนสูง ขึ้น ในอิตาลีและสเปน เก็บ With Holding Tax จากนักลงทุนต่างประเทศ ในอังกฤษมีภาษีแสดมป์ ทำให้การแปลงสินเชื่อที่ไม่ใช่สินเชื่อที่อยู่อาศัย ในอังกฤษเกิดไม่ได้

²² เรื่องเดียวกัน : หน้า 9

กฎระเบียบในบางประเทศก็เป็นอุปสรรคเช่นกันในฝรั่งเศส ไม่สามารถจะทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ การเช่าซื้อ(Leasing)ในอิตาลีไม่ยินยอมให้ออกตราสารหนี้ขายในประเทศ สเปนเข้มงวดเงินกู้ต่างประเทศโดยผู้กู้ต้องนำเงิน 30%ของเงินกู้ไปฝากไว้กับ Bank of Spain²³ เป็นต้น

มาตรฐานในทางบัญชีมีส่วนทำให้ค่าใช้จ่ายการทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ในบางประเทศสูงขึ้นโดยไม่จำเป็น เช่น อังกฤษไม่ยอมรับการรับประกันหนี้สูญในบางลักษณะ เช่น Over collateral และ Junior / Senior Structure เป็นต้น

การขาดขบวนการการจัดตัวกลางทางการเงินในบางประเทศ ก็ทำให้การทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ไม่ขยายตัวเท่าที่ควรในสเปนและอิตาลีต้องพึ่งพาดตลาดนอกประเทศ ในเยอรมนีเอง กระบวนการจัดตัวกลางทางการเงินก็ไม่แพร่หลายมากนัก ประเทศไทยเองไม่ต่างจากอิตาลีและสเปนมากนัก เพราะตลาดตราสารหนี้ภายในประเทศไม่มีความคึกคัก แต่จะขายในต่างประเทศก็ทำได้ลำบาก เพราะผู้ออกไม่เป็นที่รู้จักในต่างประเทศ

วัฒนธรรมในบางประเทศก็เป็นอีกเหตุหนึ่งที่อธิบายได้ว่าทำไมบางประเทศจึงไม่มี การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ที่ชัดเจน คือ เยอรมนี ที่เห็นว่าการขายสินทรัพย์ของสถาบันการเงินเป็นเรื่องไม่ดี แสดงว่ากิจการมีปัญหานอกจากนั้นคนเยอรมันมั่นคงกับสถาบันการเงินเพราะ คนฝากทั้ง ๆ ที่ได้ดอกเบี้ยต่ำ ช่วยให้ธนาคาร ไม่มีปัญหาในการระดมเงินต้นทุนต่ำเหมือนประเทศอื่น ๆ

ปัญหาเรื่องกฎหมายในการทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ในยุโรปไม่เป็นปัญหาใหญ่นัก เพราะภายใต้กฎหมายที่มีอยู่สามารถหาทางออกได้นอกจากนั้นยังสามารถเลี่ยงด้วยการโอนสินทรัพย์ไปยังประเทศอื่นที่มีกฎหมายในเรื่องนี้โดยเฉพาะได้เช่น ตัวอย่างของฝรั่งเศสเรื่องสินเชื่อเช่าซื้อ เป็นต้น

การขาดองค์กรของรัฐที่ให้การรับประกันการขายสินเชื่อที่อยู่อาศัยเหมือนสหรัฐอเมริกา ทำให้การทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ในยุโรปต้องการรับประกันหนี้สูญในรูปแบบอื่นแทน ทำให้มีค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้นด้วย

ประเทศไทยเมื่อคิดจะทำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ในวันนี้จึงมีตัวอย่างให้ศึกษาพอสมควร และได้เห็นว่าประเทศอื่นนอกจากสหรัฐอเมริกานั้น ไม่อาจจะนำรูปแบบของ การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ในสหรัฐอเมริกามาใช้ได้เต็มรูปแบบ ทั้งนี้เพราะ โครงสร้างตลาดตลอดจนวัฒนธรรมและปัญหาในแต่ละประเทศล้วนแตกต่างกันออกไป จึงจำเป็นต้องหารูปแบบที่เหมาะสมแตกต่างกันออกไปด้วยเช่นกัน

²³ เรื่องเดียวกัน :หน้า10