



แนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ใน
โครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย

โดย

นางสาวสุนันทา ตั้งอรุณฉาย

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชานวัตกรรมการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์
คณะสถาปัตยกรรมศาสตร์และการผังเมือง มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2560
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

แนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ใน
โครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย

โดย

นางสาวสุนันทา ตั้งอรุณฉาย



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชานวัตกรรมการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์
คณะสถาปัตยกรรมศาสตร์และการผังเมือง มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2560
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

A STUDY OF SECURITIZATION PROCESSES IN GOVERNMENT'S
INVESTMENT IN THAILAND

BY

MISS SUNUNTA TANGARUNCHAI



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF THE
REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE
INNOVATIVE REAL ESTATE DEVELOPMENT
FACULTY OF ARCHITECTURE AND PLANNING
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2017
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะสถาปัตยกรรมศาสตร์และการผังเมือง

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวสุนันทา ตั้งอรุณฉาย

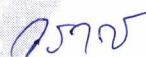
เรื่อง

แนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ใน
โครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต (นวัตกรรมการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์)

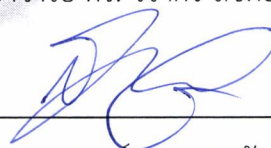
เมื่อ วันที่ 13 พฤษภาคม พ.ศ. 2561

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(อาจารย์ ดร. วรากร ลิขิตอนุภาค)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สุกุลพัฒน์ คุ่มไพศาล)

กรรมการสอบวิทยานิพนธ์



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ชีระวัฒน์ จันทิก)

คณบดี



(รองศาสตราจารย์ เกลิมวัฒน์ ตันตสวัสดี)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	แนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็น หลักทรัพย์ไปใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นางสาวสุนันทา ตั้งอรุณฉาย
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	นวัตกรรมการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ สถาปัตยกรรมศาสตร์และการผังเมือง มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สุกุลพัฒน์ คุ้มไพศาล
ปีการศึกษา	2560

บทคัดย่อ

การศึกษาเรื่องแนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาองค์ประกอบของธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ตลอดจนวิเคราะห์ปัจจัยที่เอื้ออำนวยและที่เป็นอุปสรรคต่อการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย และกรณีศึกษาต่างประเทศ เพื่อนำเสนอแนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้เป็นเครื่องมือในการระดมทุนในโครงการลงทุนภาครัฐ เพื่อผลได้ทางเศรษฐกิจ สังคม โดยการศึกษาเป็นการวิจัยเชิงคุณภาพ (Qualitative research) โดยการสัมภาษณ์แบบเชิงลึก (in-depth interview) ผู้เชี่ยวชาญหรือผู้มีประสบการณ์ในการทำธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย จำนวน 5 ราย ควบคู่กับการศึกษาข้อมูลจากเอกสาร และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เพื่อนำไปใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลให้ทราบถึงกระบวนการ ขั้นตอน และผลลัพธ์ของการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งข้อมูลที่ได้ก็นำไปสู่การสังเคราะห์ข้อมูลและสรุปผล

ผลการศึกษา พบว่าธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้นเป็นประโยชน์ต่อการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย เพราะไม่ก่อหนี้สาธารณะ และเป็นวิธีการระดมทุนที่มีต้นทุนต่ำ สามารถระดมทุนได้รวดเร็ว อย่างไรก็ตาม ธุรกรรมนี้จะใช้ได้เฉพาะโครงการที่สามารถสร้างผลกำไรจากตัวโครงการนั้น ๆ เองได้ หรือเป็นโครงการที่มีรายรับสม่ำเสมออย่างต่อเนื่อง โดยภาครัฐต้องประมาณการณ์รายได้ที่คาดว่าจะได้รับให้สอดคล้องกับความเป็นจริงด้วย

คำสำคัญ: การแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์, การระดมทุน, โครงการลงทุนภาครัฐ

Independent Study Title	A STUDY OF SECURITIZATION PROCESSES IN GOVERNMENT'S INVESTMENT IN THAILAND
Author	Miss Sununta Tangarunchai
Degree	Master of Science
Major Field/Faculty/University	Innovative Real Estate Development Architecture and Planning Thammasat University
Independent Study Advisor	Assistant Professor Dr. Sukulpat Khumpaisal
Academic Years	2017

ABSTRACT

A study of securitization processes in government's investment in Thailand has purposes was aiming to study the composition of securitization processes transactions as well as to analyze the factors that hinders of securitization processes in Thailand and overseas case studies. To provide guidance of securitization as tool of funding for government's investment project. This research was qualitative research employing the in-depth interviews with five experts, who experienced in securitization processes in government's investment in Thailand, along with the extensive literature reviews of related documents and researches. The aforementioned research approaches were used to analyze the information, process, procedures and results of securitization. Then, this information will lead to the synthesis of data and the results.

The results found that securitization processes were beneficial to Thai government's investment in regard to the public debt will not accrued and its cost of funding will be low but liquidize. However, these processes are suit with the projects that can generate profit by itself. It is recommended to conduct a feasibility study before beginning a securitize project.

Keywords: *Securitization, Funding, Government's Investment*

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้สามารถสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดีด้วยความกรุณาของท่าน ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สุกุลพัฒน์ คุ้มไพศาลซึ่งเป็นอาจารย์ที่ปรึกษาที่ได้ให้คำปรึกษาและเอาใจใส่ผู้ศึกษาเป็นอย่างดี ด้วยความเป็นกันเอง อีกทั้งท่านอาจารย์ ดร.วรากร ลิขิตอนุกภาค ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ธีระวัฒน์ จันทิก และอาจารย์ ดร.คัตเขต บุณนาค ที่ให้คำแนะนำและให้ข้อเสนอแนะเพื่อแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ ของการศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้ให้สมบูรณ์ยิ่งขึ้น ผู้ศึกษาจึงขอกราบขอบพระคุณทุกท่านเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ขอกราบขอบพระคุณคณาจารย์ในสาขาวิชานวัตกรรม การพัฒนาสังหาริมทรัพย์ คณะสถาปัตยกรรมศาสตร์และการผังเมือง มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ทุกท่าน ที่ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ตลอดจนให้ความช่วยเหลือ อบรม สั่งสอนประสบการณ์ที่ดีมีคุณค่าแก่ผู้ศึกษาด้วยดีเสมอมา

ผู้ศึกษาขอขอบพระคุณผู้ให้ข้อมูลซึ่งเป็นผู้เชี่ยวชาญหรือเป็นผู้มีประสบการณ์ในการทำธุรกรรม การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทยทุกท่านที่ให้ออกุเคราะห์สละเวลาให้สัมภาษณ์ รวมถึงผู้ที่ทำงานวิจัยก่อนหน้านี้ที่ผู้ศึกษาได้นำข้อมูลมาใช้ประกอบเพื่อใช้ในการศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้ ซึ่งผลที่ได้จะเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาธุรกรรม การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทยต่อไป

สุดท้ายนี้ ผู้ศึกษาขอกราบขอบพระคุณบิดา มารดา พี่ชาย พี่สาว ทุกคนในครอบครัวที่ให้การสนับสนุนเลี้ยงดู ด้วยความรัก ความห่วงใย การอบรมสั่งสอนให้ผู้ศึกษามีความอดทนอย่างสม่ำเสมอตลอดมา และช่วยเป็นกำลังใจให้การค้นคว้าอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

นางสาวสุนันทา ตั้งอรุณฉาย

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(8)
สารบัญภาพ	(9)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา	2
1.3 ขอบเขตการศึกษา	2
1.3.1 ขอบเขตของเนื้อหาในการศึกษา	2
1.3.2 ขอบเขตของระยะเวลาในการศึกษา	3
1.3.3 ขอบเขตด้านผู้ให้ข้อมูล	3
1.4 คำถามงานวิจัย	3
1.5 ระเบียบวิธีการวิจัย	3
1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	4
1.7 นิยามคำศัพท์	4
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	7
2.1 ลักษณะของรัฐธรรมนูญและองค์ประกอบของการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์	7

2.1.1	เจ้าของอสังหาริมทรัพย์เดิม	8
2.1.2	นิติบุคคลเฉพาะกิจ	9
2.1.3	ตราสารและความน่าเชื่อถือของตราสาร	9
2.1.3.1	การเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือภายใน	11
2.1.3.2	การเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือภายนอก	12
2.1.4	ที่ปรึกษาด้านต่าง ๆ	12
2.1.5	ผู้แทนผู้ถือหุ้น	12
2.1.6	ผู้รับประกันการจำหน่าย	12
2.1.7	ผู้จัดการดูแลทรัพย์สิน	13
2.2	ความเป็นมาของกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์	13
2.2.1	ความเป็นมาของกฎหมายการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทย	13
2.2.2	รูปแบบของกฎหมายที่ใช้ในการทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์	13
2.3	ปัจจัยที่เอื้อและที่เป็นอุปสรรคต่อการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์	14
2.3.1	ด้านกฎหมาย	14
2.3.2	ด้านภาษี	15
2.3.3	ด้านบัญชี	15
2.4	แนวคิดเกี่ยวกับการบริหารสินทรัพย์ของภาครัฐให้เกิดประโยชน์สูงสุด	16
2.5	กรณีศึกษาในประเทศไทยและในต่างประเทศที่เกี่ยวข้องกับการศึกษานี้	16
2.5.1	โครงการศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ	16
2.5.2	การแปลงเงินค่างวดกองทุนประกันสังคมเป็นหลักทรัพย์โดยรัฐบาลอิตาลี	17
2.5.3	การแปลงรายได้ค่าผ่านทางเป็นหลักทรัพย์โดยรัฐบาลอินเดีย	17
2.6	งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	18
บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย		20
3.1	ขั้นตอนการดำเนินการศึกษา	20
3.2	เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา	20
3.2.1	ขั้นตอนการสร้างเครื่องมือ	20
3.2.2	ส่วนประกอบของเครื่องมือ	21
3.3	ตรวจสอบความเชื่อถือได้ของเครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา	21

3.4 การเก็บรวบรวมข้อมูล	22
3.4.1 การเก็บรวบรวมข้อมูลด้านเอกสาร	22
3.4.2 การเก็บรวบรวมข้อมูลภาคสนาม	22
3.5 การสังเคราะห์ข้อมูล	23
3.6 การนำเสนอผลการสังเคราะห์ข้อมูล	24
บทที่ 4 ผลการวิจัย	25
4.1 ผลการศึกษาองค์ประกอบของธรรมาการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์	26
4.1.1 เจ้าของอสังหาริมทรัพย์เดิม	26
4.1.2 นิติบุคคลเฉพาะกิจ	26
4.1.3 ตราสารและความน่าเชื่อถือของตราสาร	27
4.1.4 ที่ปรึกษาด้านต่าง ๆ	29
4.1.5 ผู้แทนผู้ถือหุ้น	29
4.1.6 ผู้รับประกันการจำหน่าย	30
4.1.7 ผู้จัดการดูแลทรัพย์สิน	30
4.2 ผลการสัมภาษณ์แบบเจาะลึกเกี่ยวกับแนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์ เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย	30
4.2.1 ข้อมูลส่วนบุคคลของผู้เชี่ยวชาญผู้ให้ข้อมูล	30
4.2.2 ผลจากการสัมภาษณ์แบบเจาะลึกเกี่ยวกับแนวทางในการนำการแปลง อสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทยของผู้เชี่ยวชาญ	
5 ราย	31
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	35
5.1 องค์ประกอบของธรรมาการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์	35
5.2 ปัจจัยที่เอื้ออำนวยและที่เป็นอุปสรรคต่อการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ของการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย และกรณีศึกษาต่างประเทศ	38
5.3 แนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้เป็นเครื่องมือใน การระดมทุนในโครงการลงทุนภาครัฐ เพื่อผลได้ทางเศรษฐกิจ สังคม	39

ข้อจำกัดของการวิจัย	40
ข้อเสนอแนะจากการวิจัย	40
ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป	41
รายการอ้างอิง	42
ภาคผนวก	45
ประวัติผู้เขียน	49



สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2.1 อันดับเครดิตตามมาตรฐานสากล	10
4.1 จำนวนผู้ให้ข้อมูลจำแนกตามลักษณะข้อมูลทั่วไป	31



สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1	8

ขั้นตอนการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์และองค์ประกอบที่เกี่ยวข้อง



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์หรือ Securitization เป็นทางเลือกหนึ่งสำหรับการระดมทุน จากการมีสินทรัพย์ที่มีความคล่องตัวในการซื้อขายต่ำเป็นจำนวนมากและความต้องการเงินทุน ทำให้เกิดกระบวนการแปลงสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำดังกล่าวมาเป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูง ทั้งนี้สินทรัพย์ที่สามารถนำมาทำ Securitize ได้ ส่วนใหญ่มักจะต้องเป็นสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดกระแสรายได้ในอนาคต เพื่อที่นิติบุคคลเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle : SPV) จะได้นำกระแสรายได้นั้นไปจ่ายชำระคืนหนี้ตามตราสารที่ขายให้แก่นักลงทุน (ณัฐธิดา เตชะหุรวิจิตร และคณะ, 2552) โดยอสังหาริมทรัพย์เป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ เหมาะจะนำมาทำ Securitize ด้วยการนำเอารายได้ค่าเช่าที่จะได้รับในอนาคตมาเป็นหลักประกันในการออกตราสารหนี้

ปัจจุบันภาครัฐได้ให้ความสำคัญกับโครงการลงทุนขนาดใหญ่ เพื่อพัฒนาขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศไทย และเพื่อรองรับการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ซึ่งโดยส่วนมากยังเน้นการลงทุนไปที่โครงสร้างพื้นฐานของประเทศด้านคมนาคมขนส่ง เช่น มหานครการบิน อุตะเภา โครงการรถไฟความเร็วสูง เป็นต้น ด้วยภาระหนี้การคลังที่ผูกพันจำนวนมากในแต่ละปี ส่งผลให้งบประมาณการลงทุนถูกจำกัด ดังนั้นนอกจากภาครัฐจะเพิ่มประสิทธิภาพในการจัดเก็บภาษีอย่างต่อเนื่อง ยังต้องให้ความสำคัญกับการเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการสินทรัพย์ภาครัฐที่มีอยู่ให้เกิดประโยชน์สูงสุดด้วย เช่น การนำนวัตกรรมด้านการระดมทุนมาใช้มากขึ้น อย่างการระดมทุนในรูปแบบของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถระดมทุนเพื่อดำเนินโครงการลงทุนภาครัฐได้ในทุกส่วน โดยไม่ต้องพึ่งพาเงินงบประมาณแผ่นดิน เพราะการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไม่ได้ก่อหนี้สาธารณะ สามารถนำไปใช้เพื่อการระดมทุนในโครงการของภาครัฐที่มีงบประมาณไม่เพียงพอแต่มีความจำเป็นต่อการพัฒนาประเทศ (สุชาติ ศิริวิวัฒน์และคณะ, 2558)

แม้ว่าธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทยจะเริ่มมีการดำเนินการมาตั้งแต่ปี 2541 แต่เนื่องจากกระบวนการดังกล่าวมีความซับซ้อน และยังมีวิธีการระดมทุนวิธีอื่นเป็นทางเลือกที่มีความซับซ้อนน้อยกว่า เช่น การร่วมลงทุนระหว่างภาครัฐ-ภาคเอกชน (Public Private Partnership: PPP) กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure Fund) เป็นต้น อย่างไรก็ตาม ในปี 2558 ได้มีการออกพระราชบัญญัติฯ แก่ไข เพื่อส่งเสริมให้มีการนำการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์มาใช้มากขึ้น แต่ภาครัฐก็ยังไม่นิยมนำมาใช้ในโครงการลงทุนของภาครัฐมากเท่าที่ควร

จากความสำคัญและปัญหาดังกล่าวข้างต้น จึงนำมาสู่การศึกษาแนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย ดังนั้นผู้ศึกษาจึงทำการศึกษารายละเอียดประกอบของธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ศึกษาปัจจัยที่เอื้ออำนวยและที่เป็นอุปสรรคในการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ศึกษาจากกรณีศึกษาในประเทศไทยและในต่างประเทศ เพื่อให้ทราบถึง วิธีการ ขั้นตอน และผลลัพธ์ของวิธีการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เพื่อให้เกิดแนวทางปฏิบัติสำหรับการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในโครงการลงทุนของภาครัฐโครงการอื่น ๆ เช่น โครงการที่อยู่อาศัยสำหรับผู้มีรายได้น้อย เป็นต้น

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

- 1.2.1 ศึกษาองค์ประกอบของธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์
- 1.2.2 ศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยที่เอื้ออำนวยและที่เป็นอุปสรรคต่อการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย และกรณีศึกษาต่างประเทศ
- 1.2.3 นำเสนอแนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้เป็นเครื่องมือในการระดมทุนในโครงการลงทุนภาครัฐ เพื่อผลได้ทางเศรษฐกิจ สังคม

1.3 ขอบเขตการศึกษา

เพื่อให้ผลการศึกษาเป็นไปตามวัตถุประสงค์ข้างต้น จึงได้จำกัดขอบเขตของการศึกษาไว้ดังนี้

1.3.1 ขอบเขตของเนื้อหาในการศึกษา

- 1.3.1.1 ศึกษาวิเคราะห์องค์ประกอบ ขั้นตอน กระบวนการของธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทยจากเอกสาร ข้อกฎหมาย ข้อมูลสถิติ และการสัมภาษณ์จากผู้แทนหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ กรมธนารักษ์ กระทรวงการคลัง การเคหะแห่งชาติ
- 1.3.1.2 ศึกษากรณีโครงการลงทุนของภาครัฐที่มีการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ประโยชน์ในการระดมทุน เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยที่เอื้ออำนวยและที่เป็นอุปสรรคของธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทย
- 1.3.1.3 ศึกษาข้อมูลที่เกี่ยวข้องกรณีต่างประเทศ เพื่อวิเคราะห์และนำเสนอแนวทางในการทำธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทยที่เหมาะสม

1.3.2 ขอบเขตของระยะเวลาในการศึกษา

ระยะเวลาในการศึกษา ใช้เวลาในการศึกษา เก็บข้อมูล วิเคราะห์ผลการศึกษา และเขียนรายงานการศึกษา เริ่มตั้งแต่เดือนกันยายน พ.ศ. 2560 ถึงเดือนเมษายน พ.ศ. 2561

1.3.3 ขอบเขตด้านผู้ให้ข้อมูล

ผู้ศึกษาได้เก็บข้อมูลภาคสนามโดยการสัมภาษณ์ผู้เชี่ยวชาญหรือผู้มีประสบการณ์ในการทำธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย จำนวน 5 ราย

1.4 คำถามงานวิจัย

คำถามหลัก

เหตุใดภาครัฐจึงไม่นิยมนำธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้ในการระดมทุนของโครงการภาครัฐที่มีความจำเป็นแต่ไม่มีงบประมาณเพียงพอ ทั้งที่เป็นวิธีการระดมทุนที่มีต้นทุนต่ำและไม่ต้องพึ่งพางบประมาณแผ่นดิน

คำถามรอง

- ธุรกรรมมีปัญหาและอุปสรรคใดบ้างที่เป็นสาเหตุที่ทำให้ภาครัฐไม่นิยมนำไปใช้เป็นเครื่องมือในการระดมทุน
- มีปัจจัยใดบ้างที่เอื้อต่อการนำธุรกรรมฯไปใช้

1.5 ระเบียบวิธีการวิจัย

การศึกษานี้เป็นการวิจัยเชิงคุณภาพประกอบด้วย 6 ขั้นตอน ดังนี้

1.5.1 ศึกษาข้อมูลเบื้องต้นจากเอกสารและสิ่งอ้างอิงต่าง ๆ รวมทั้งงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Review) กับลักษณะของธุรกรรมและองค์ประกอบของการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ กฎหมายและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง ปัจจัยที่เอื้ออำนวยและที่เป็นอุปสรรค กรณีศึกษาในประเทศไทยและในต่างประเทศ เพื่อกำหนดปัญหางานวิจัยที่ต้องการศึกษา

1.5.2 กำหนดวิธีการรวบรวมข้อมูล และสร้างเครื่องมือที่จะใช้รวบรวมข้อมูล

1.5.3 ตรวจสอบความเชื่อถือได้ของเครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา

1.5.4 ดำเนินการเก็บรวบรวมข้อมูล

1.5.5 การสังเคราะห์ข้อมูล

1.5.6 การนำเสนอผลการสังเคราะห์ข้อมูล

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ผลการศึกษาจะทำให้ภาครัฐและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องมีข้อมูลเกี่ยวกับองค์ประกอบของธุรกรรมฯ ปัจจัยที่เอื้ออำนวยและที่เป็นอุปสรรคในการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย และสามารถนำไปใช้เป็นแนวทางในการระดมทุนในโครงการที่มีความจำเป็นต่อการพัฒนาประเทศแต่ไม่มีงบประมาณเพียงพอได้

1.7 นิยามคำศัพท์

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) คือ กระบวนการนำสินทรัพย์ของบริษัทหรือสถาบันการเงินประเภทลูกหนี้เงินกู้ต่าง ๆ ที่สร้างรายได้ประจำ แต่มีสภาพคล่องต่ำ เช่น ลูกหนี้เงินกู้ที่อยู่อาศัย ลูกหนี้บัตรเครดิต เงินกู้ผ่อนชำระรถยนต์ มารวมกันเป็นกองสินทรัพย์สำหรับใช้เป็นหลักประกันในการออกตราสารทางการเงินที่มีสภาพคล่องสูง เช่น ตัวเงินหรือหุ้นกู้ เพื่อขายให้แก่นักลงทุน (ศูนย์วิจัยกสิกรไทย, 2548)

การแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ คือ กระบวนการนำอสังหาริมทรัพย์มาแปลงเป็นหลักทรัพย์ประเภทตราสารหนี้ซึ่งมีสภาพคล่องสูงกว่า เป็นการนำสิทธิในอสังหาริมทรัพย์หรือกระแสเงินสดในอนาคตของอสังหาริมทรัพย์มาเป็นหลักประกันในการออกตราสารหนี้ หรือหุ้นกู้ เพื่อขายให้แก่ นักลงทุน

อสังหาริมทรัพย์ หมายความว่า ที่ดินและทรัพย์สินอันติดอยู่กับที่ดิน มีลักษณะเป็นการถาวรหรือประกอบเป็นอันเดียวกับที่ดินนั้น และหมายความรวมถึงทรัพย์สินอันเกี่ยวกับที่ดินหรือทรัพย์สินอันติดอยู่กับที่ดินหรือประกอบเป็นอันเดียวกับที่ดินนั้นด้วย (ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 139)

โครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย หมายถึง โครงการลงทุนก่อสร้างในประเทศไทยที่ลงทุนด้วยเงินของรัฐบาลไทย เพื่อประโยชน์มวลรวมของประเทศไทย เช่น โครงการก่อสร้างศูนย์ราชการ แจ้งวัฒนะ เป็นต้น

การแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จากสินทรัพย์ที่ยังไม่เกิดขึ้น (Future Flow Securitization) หมายถึงการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในรูปแบบของขายสิทธิในอสังหาริมทรัพย์หรือกระแสเงินสดในอนาคตของอสังหาริมทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนโดยมีหลักทรัพย์เป็นตัวแทนสิทธินั้น

เจ้าของสินทรัพย์เดิม หรือ ผู้ขายสินทรัพย์ (Originator/Seller) คือเจ้าของอสังหาริมทรัพย์ที่ต้องการระดมเงินทุนจากการนำอสังหาริมทรัพย์ที่มีอยู่เดิมแปลงเป็นหลักทรัพย์เพื่อจำหน่ายให้กับนักลงทุน

นิติบุคคลเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle: SPV) คือนิติบุคคลเฉพาะกิจ ถูกจัดตั้งขึ้นโดยOriginator เพื่อทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยเฉพาะ โดย SPV จะรับโอนอสังหาริมทรัพย์จาก Originator เมื่อ SPV นำหุ้นกู้ออกจำหน่ายแก่นักลงทุนทั่วไปแล้วจะนำเงินที่ได้ไปชำระแก่ Originator ซึ่ง SPV จะเป็นผู้บริหารจัดการอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวต่อไป กระทั่งมีการชำระหนี้ทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยให้แก่นักลงทุนจนครบถ้วนแล้วอสังหาริมทรัพย์จะถูกโอนคืนกลับไปยัง Originator และ SPV จะหมดหน้าที่และจดทะเบียนยกเลิกไป

การใช้สินทรัพย์ค้ำประกัน ที่มีมูลค่ามากกว่ามูลค่าตราสารที่ออก (Overcollateralization) คือการที่ SPV ออกหุ้นกู้ที่มีเงินต้นต่ำกว่ามูลค่าอสังหาริมทรัพย์ที่มี เมื่อเกิดความเสียหายขึ้น SPV จะมีอสังหาริมทรัพย์ที่มีมูลค่าเพียงพอที่จะใช้จ่ายผลตอบแทนให้กับผู้ลงทุน มักใช้ร่วมกับ Excess Spread เพื่อเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์

ส่วนต่างเกิน (Excess Spread) คือส่วนต่างระหว่างกระแสรายได้ในอนาคตที่คาดว่าจะได้กับดอกเบี้ยรวมเงินต้นของหุ้นกู้ที่ออก หรือเงินสำรองที่ตั้งสำรองไว้เพื่อเป็นหลักประกันว่ามีเงินชดเชยกรณีที่เกิดความเสียหายขึ้น โดยหาก SPV ได้รับความเสียหายแต่ไม่เกิน Excess Spread ก็จะมีรายรับมากเพียงพอที่จะชำระผลตอบแทนแก่นักลงทุน

หลักทรัพย์หรือตราสารหนี้ที่ออกโดยมีสินทรัพย์ผูกอยู่ (Asset-backed Securities: ABS) คือ หลักทรัพย์หรือตราสารหนี้ที่ออกโดยมีสินทรัพย์ผูกอยู่อีกทอดหนึ่ง โดยสินทรัพย์ที่สามารถนำมาผูกกับ ABS นั้นจะต้องเป็นสินทรัพย์ที่ไม่ได้ใช้หลักประกันในการจำนอง เช่น เงินกู้เพื่อซื้อรถยนต์ บัญชีลูกหนี้บัตรเครดิต เงินกู้ยืมเพื่อซื้อบ้าน หรือเงินกู้ยืมเพื่อการศึกษา เป็นต้น โดยทั่วไป ABS มักจะไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน และยังมีความเสี่ยงจากการที่ผู้ออกตราสารไม่สามารถชำระเงินต้นและดอกเบี้ยได้ตามที่กำหนด

การแบ่งเกรดของตราสาร (Subordination/Credit Tranching) เป็นการที่ SPV แบ่งโครงสร้างของหลักทรัพย์ที่ออกเป็นหลายชั้น (ในกรณีนี้เรียกว่า Tranche) โดยให้แต่ละชั้นมีสิทธิในการเรียกร้องผลตอบแทนที่แตกต่างกันตามลำดับชั้นคุณภาพสินทรัพย์ ซึ่งการกำหนดโครงสร้างของ

หลักทรัพย์ในลักษณะนี้จะทำให้ผู้ลงทุนที่ถือหลักทรัพย์ที่มีคุณภาพสินทรัพย์สูงสุด (Senior Tranche) มีความเสี่ยงน้อยลงเนื่องจากมีหลักทรัพย์ที่มีคุณภาพสินทรัพย์ต่ำกว่า (Subordinated/Junior Tranche) ช่วยแบกรับความเสี่ยงในขั้นต้น



บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาเรื่องแนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย ผู้ศึกษาทำการศึกษาเกี่ยวกับแนวคิด เอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง โดยได้แบ่งการทบทวนวรรณกรรมออกเป็น ส่วน ๆ ดังต่อไปนี้

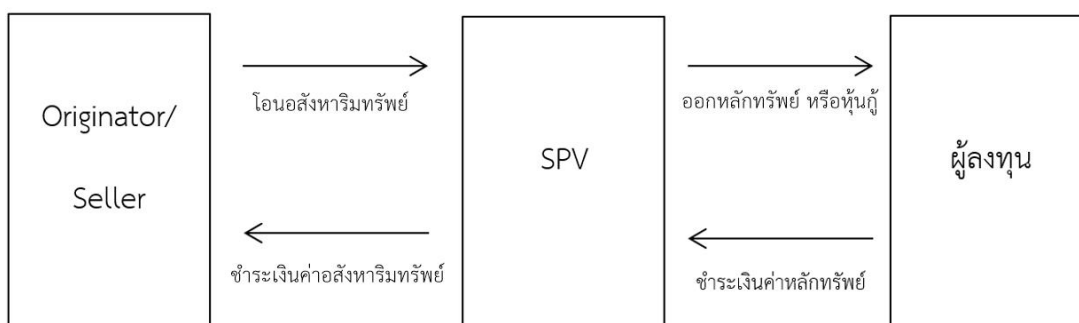
- 2.1 ลักษณะของธุรกรรมและองค์ประกอบของการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์
- 2.2 ความเป็นมาของกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์
- 2.3 ปัจจัยที่เอื้ออำนวยและที่เป็นอุปสรรคต่อการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์
- 2.4 แนวคิดเกี่ยวกับการบริหารสินทรัพย์ของภาครัฐให้เกิดประโยชน์สูงสุด
- 2.5 กรณีศึกษาในประเทศไทยและในต่างประเทศที่เกี่ยวข้องกับการศึกษานี้
- 2.6 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ลักษณะของธุรกรรมและองค์ประกอบของการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

ลักษณะของธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) สามารถแบ่งได้เป็น 3 รูปแบบตามสินทรัพย์ที่นำมาทำการแปลงเป็นหลักทรัพย์ คือ 1) Existing Asset คือนำสินทรัพย์ที่มีอยู่แล้วมาแปลงเป็นตราสาร 2) Future Flow สินทรัพย์ที่ยังไม่เกิดขึ้น 3) Risk Transfer การโอนความเสี่ยงของสินทรัพย์ ซึ่งไม่ได้มุ่งหวังในการระดมเงินแต่เป็นการกระจายความเสี่ยงไปให้บุคคลอื่น (ณัฐริธา เตชะหริวิจิตรและคณะ, 2552)

ธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นกระบวนการนำอสังหาริมทรัพย์มาแปลงเป็นหลักทรัพย์ประเภทตราสารหนี้ในรูปแบบสินทรัพย์ที่ยังไม่เกิดขึ้น (Future Flow) คือเป็นการขายสิทธิในอสังหาริมทรัพย์หรือกระแสเงินสดในอนาคตของอสังหาริมทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนโดยมีหลักทรัพย์เป็นตัวแทนสินทรัพย์นั้น ดังเช่นที่รัฐบาลไทยได้นำรูปแบบการระดมทุนแบบนี้มาใช้เพื่อระดมทุนในประเทศเพื่อสร้างศูนย์ราชการ รวมทั้งมีแนวคิดที่จะระดมเงินมาลงทุนในโครงการสร้างระบบขนส่งมวลชนอีกด้วย



ภาพที่ 2.1 ขั้นตอนการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์และองค์ประกอบที่เกี่ยวข้อง

จากภาพที่ 2.1 ขั้นตอนการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์สามารถกระทำได้โดยผู้ที่มีอสังหาริมทรัพย์ (Originator หรือ Seller) โอนอสังหาริมทรัพย์นั้นไปให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle : SPV) ที่จัดตั้งขึ้นโดย Originator เพื่อทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยเฉพาะ จากนั้น SPV จะออกหลักทรัพย์ประเภทตราสารหนี้หรือหุ้นกู้ และขายให้กับผู้ลงทุน โดย SPV จะใช้กระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับจากอสังหาริมทรัพย์ในการจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้ลงทุน ส่วน Originator จะได้รับเงินสดทันทีจากการโอนอสังหาริมทรัพย์ให้แก่ SPV

องค์ประกอบของธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

การทำธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มีองค์ประกอบที่สำคัญ ดังนี้

2.1.1 เจ้าของอสังหาริมทรัพย์เดิม หรือ ผู้ขายอสังหาริมทรัพย์ (Originator/Seller)

โดยในการศึกษานี้คือหน่วยงานภาครัฐผู้เป็นเจ้าของอสังหาริมทรัพย์ อาทิ กรมธนารักษ์ การรถไฟแห่งประเทศไทย นอกจากนี้ ยังอาจรวมถึงผู้ประกอบการกิจการสาธารณูปโภคซึ่งมีกระแสรายได้ในอนาคตที่ค่อนข้างแน่นอน เช่น การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค/นครหลวง บริษัททางด่วน เป็นต้น

Originator มักจะเป็นผู้ถือประโยชน์ที่เหลือทั้งหมด (Residual Interest) โดยการถือหุ้นกู้ด้อยสิทธิของ SPV เพื่อทำหน้าที่เป็นผู้ลงทุนกลุ่มแรกที่จะรับส่วนเสียหายที่อาจเกิดขึ้นก่อนผู้ลงทุนรายอื่น ๆ แต่หากมีกระแสเงินสดเหลือหลังจาก SPV ชำระหนี้ให้แก่นักลงทุนแล้ว ผลประโยชน์ที่เหลือเกินมาต้องคืนให้แก่ Originator ที่ถือได้ว่าเป็นผู้ระดมเงินทุนอย่างแท้จริง โดยการโอนผลประโยชน์หรืออสังหาริมทรัพย์จาก SPV คืนกลับไปให้แก่ Originator ด้วยเมื่อเลิกโครงการ

ถ้า Originator ไม่มีความจำเป็นต้องขายอสังหาริมทรัพย์ในลักษณะขายขาด (True Sale) Originator สามารถให้สิทธิที่ SPV สามารถเรียกร้องค่าเสียหายจาก Originator ได้ ซึ่งในกรณี

ดังกล่าวทางด้านบัญชีจะไม่ถือเป็นการขายทรัพย์สินเพราะความเสี่ยงมิได้ถูกโอนออกจาก Originator แต่จะถือเป็นการที่ Originator คุ้มภัยจาก SPV โดยมีอสังหาริมทรัพย์ค้ำประกันเท่านั้น

2.1.2 นิติบุคคลเฉพาะกิจ (SPV) คือผู้ที่รับซื้ออสังหาริมทรัพย์จาก Originator จากนั้นดำเนินการออกหุ้นกู้ โดยมีอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวค้ำประกันหรือหนุนหลังหุ้นกุนั้นอยู่ ในรูปแบบ Future Flow Securitization เช่น รายได้ที่จะเกิดขึ้นในอนาคตจากการให้เช่าพื้นที่ในอาคาร เพื่อที่นักลงทุนจะสามารถได้รับกระแสเงินสดที่เข้ามาจากอสังหาริมทรัพย์เหล่านั้นได้ เมื่อ SPV นำหุ้นกู้ ออกจำหน่ายแก่นักลงทุนทั่วไปแล้วจะนำเงินที่ได้ไปชำระค่าซื้ออสังหาริมทรัพย์แก่ Originator ซึ่ง SPV จะเป็นผู้บริหารจัดการอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวต่อไป กระทั่งมีการชำระหนี้ทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยให้แก่นักลงทุนจนครบถ้วนแล้ว อสังหาริมทรัพย์จะถูกโอนคืนกลับไปยัง Originator ส่วน SPV จะหมดหน้าที่และจดทะเบียนยกเลิกไป

นอกจากนี้ ประโยชน์ที่ได้จากการทำธุรกรรมผ่าน SPV คือในกรณีที่มีการโอนอสังหาริมทรัพย์อย่างแท้จริงในทางกฎหมายล้มละลาย (True Sale) จาก Originator มายัง SPV ผู้ลงทุนจะไม่ได้รับผลกระทบหาก Originator ล้มละลาย ทำให้ไม่ต้องแบกรับความเสี่ยงในการดำเนินกิจการต่าง ๆ ของ Originator ซึ่งแตกต่างจากการลงทุนในหุ้นกู้ทั่วไปซึ่งผู้ลงทุนจะได้รับความเสียหายในกรณีที่ผู้ออกหุ้นกูล้มละลาย

โดยปกติบริษัทที่ต้องการระดมทุนหรือ Originator สามารถทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ได้เองโดยการออกตราสาร ABS (Asset-backed Securities) ซึ่งมีกระแสรายรับจากกองทรัพย์สินหนุนหลัง แต่ผู้ลงทุนในตราสาร ABS ของบริษัทดังกล่าวจะยังมีความเสี่ยงในกรณีที่ผู้ออกตราสารล้มละลาย ซึ่งจะทำให้กองทรัพย์สินที่หนุนหลังตราสารข้างต้นตกเป็นทรัพย์สินในกองล้มละลายของ Originator ได้ ดังนั้น ประเด็นปัญหาดังกล่าวจึงนำไปสู่การจัดตั้ง SPV ซึ่งเป็นนิติบุคคลแยกต่างหากจาก Originator เพื่อเข้ามารับโอนสินทรัพย์จาก Originator และทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์แทน

2.1.3 ตราสารและความน่าเชื่อถือ (Credit Enhancement) ของตราสาร

รูปแบบของตราสารขึ้นอยู่กับรูปแบบของ SPV เช่น หาก SPV เป็นบริษัท ตราสารมักจะอยู่ในรูปหุ้นกู้ แต่ถ้า SPV เป็นกองทุนรวม ตราสารก็จะอยู่ในรูปหน่วยลงทุน เป็นต้น ปัจจุบันการทำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยจัดตั้งกองทุนรวมภายใต้ พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ นั้นยังไม่สามารถทำได้ ฉะนั้นรูปแบบของตราสารจึงเป็นไปในรูปแบบของหุ้นกู้

หุ้นกู้ที่ออกเสนอขายต้องได้รับการจัดอันดับเครดิต หรือจัดอันดับความน่าเชื่อถือจากบริษัทจัดอันดับเครดิตในประเทศ ตามกฎเกณฑ์ของสำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อเป็นข้อมูลที่สำคัญให้นักลงทุน โดยเป็นด่านแรกของเครื่องมือวัดความเสี่ยงด้านเครดิตของหุ้นกุนี้

อันดับเครดิตเป็นค่าอ้างอิงที่แสดงว่าผู้ออกหุ้นกู้มีความเสี่ยงที่จะไม่สามารถชำระดอกเบี้ย และเงินต้นตามกำหนด โดยหุ้นกู้ที่มีอันดับเครดิตดีหรือสูง หมายความว่ามีความเสี่ยงที่จะไม่ชำระเงินตามกำหนดในระดับต่ำ และมีความมั่นคงทางการเงินในระดับสูง และหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำ มีความหมายในทางตรงข้าม คือ มีความเสี่ยงที่จะชำระเงินตามกำหนดไม่ได้ในระดับสูง เนื่องจากความมั่นคงทางการเงินอยู่ในระดับต่ำ อันดับเครดิตของหุ้นกู้ที่ประกาศโดยสถาบันจัดอันดับเครดิตในประเทศ 2 ราย คือ บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด และ บริษัท พีพี เรทติ้ง (ประเทศไทย) จำกัด ซึ่งเรียงตามลำดับจากอันดับเครดิตที่สูงที่สุด ดังนี้

ตารางที่ 2.1

อันดับเครดิตตามมาตรฐานสากล

อันดับเครดิต	ความหมาย
AAA	อันดับเครดิตสูงที่สุด มีความเสี่ยงต่ำที่สุดที่จะไม่สามารถชำระหนี้ได้ตามกำหนด
AA	อันดับเครดิตรองลงมา และถือว่ามีความเสี่ยงต่ำมากที่จะไม่สามารถชำระหนี้ได้ตามกำหนด
A	ความเสี่ยงอยู่ในระดับต่ำ
BBB	ถือว่ามีความเสี่ยงและความสามารถในการชำระหนี้ในระดับปานกลาง
BB	มีความเสี่ยงในระดับสูง
B	มีความเสี่ยงในระดับสูงมาก
C	มีความเสี่ยงในระดับสูงที่สุด
D	อยู่ในสถานะของการผิดนัดชำระหนี้

หมายเหตุ. จาก “กระบวนการออกตราสารหนี้ และการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ,” โดย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

อันดับเครดิตข้างต้น จะมีเครื่องหมาย + หรือ - เช่น AA - A + เพื่อแสดงความแตกต่างกัน ของอันดับเครดิตเพิ่มขึ้น ตามมาตรฐานสากลอันดับเครดิตตั้งแต่ BBB ขึ้นไปจนถึง AAA ถือว่าหุ้นกุดังกล่าวอยู่ในระดับนำลงทุน (Investment Grade) ส่วนอันดับเครดิตที่ต่ำกว่า BBB ลงไป มักเป็นหุ้นกู้ในระดับที่ลงทุนเพื่อเก็งกำไร (Speculative)

เนื่องจากอันดับความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์ถูกจัดโดยการประเมินความเสี่ยงต่าง ๆ ที่ผู้ลงทุนจะได้รับ ดังนั้น Originator จึงมักนำวิธีการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Enhancement) ต่าง ๆ มาใช้เพื่อลดความเสี่ยงเหล่านั้นเพื่อเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือของตราสาร ซึ่งจะเป็นการช่วยลดต้นทุนในการระดมทุน โดยสามารถแบ่งได้ ดังนี้

2.1.3.1 การเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือภายใน (Internal Credit Enhancement) เป็นการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือภายในโครงสร้างของกระบวนการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยoriginatorเอง โดยมีหลักการ ดังนี้

(1) ส่วนต่างเกิน (Excess Spread) และการใช้สินทรัพย์ค้ำประกันที่มีมูลค่ามากกว่ามูลค่าตราสารที่ออก (Overcollateralization)

ส่วนต่างเกิน (Excess Spread) คือส่วนต่างระหว่างกระแสรายได้ในอนาคตที่คาดว่าจะได้รับกับดอกเบี้ยรวมเงินต้นของหุ้นกู้ที่ออก โดยหาก SPV ได้รับความเสียหายไม่เกิน Excess Spread แล้ว SPV จะยังสามารถชำระดอกเบี้ยตามอัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ที่ออกให้นักลงทุนได้ตามปกติ เนื่องจากยังมีรายรับเพียงพอสำหรับรายจ่าย

การใช้สินทรัพย์ค้ำประกันที่มีมูลค่ามากกว่ามูลค่าตราสารที่ออก (Overcollateralization) เป็นการที่ SPV ออกหุ้นกู้ที่มีเงินต้น (Principal) ต่ำกว่ามูลค่าอสังหาริมทรัพย์ที่มี ดังนั้นเมื่อเกิดความเสียหายขึ้น SPV จะยังมีอสังหาริมทรัพย์ที่มีมูลค่าเพียงพอที่จะใช้จ่ายเป็นผลตอบแทนให้กับผู้ลงทุน

ดังนั้นการใช้ Excess Spread และ Overcollateralization จะเป็นตัวป้องกันความเสียหายเบื้องต้นให้กับผู้ลงทุน ทำให้ความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนจะได้รับน้อยลงและส่งผลให้อันดับความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์ที่ออกสูงขึ้น ทั้งนี้ในการใช้ทั้ง Excess Spread และ Overcollateralization มักจะมีการทำสัญญาระหว่าง SPV และ Originator ให้ SPV โอนอสังหาริมทรัพย์คืน Originator หลังจากครบกำหนดโครงการ

(2) การแบ่งเกรดของตราสาร (Subordination/Credit Tranching)

เป็นการที่ SPV แบ่งโครงสร้างของหลักทรัพย์ที่ออกเป็นหลายชั้น (ในกรณีนี้เรียกว่า Tranche) โดยให้แต่ละชั้นมีสิทธิในการเรียกร้องผลตอบแทนที่แตกต่างกันตามลำดับชั้นคุณภาพสินทรัพย์ ซึ่งการกำหนดโครงสร้างของหลักทรัพย์ในลักษณะนี้จะทำให้ผู้ลงทุนที่ถือหลักทรัพย์ที่มีคุณภาพสินทรัพย์สูงสุด (Senior Tranche) มีความเสี่ยงน้อยลงเนื่องจากมีหลักทรัพย์ที่มีคุณภาพสินทรัพย์ต่ำกว่า (Subordinated/Junior Tranche) ช่วยแบกรับความเสี่ยงในขั้นต้นเปรียบกับการใช้ 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 และผู้ลงทุนชั้น A จะเริ่มได้รับความเสียหายก็ต่อเมื่อเกิดความเสียหายต่อหลักทรัพย์นั้นเกิน 20 ล้านบาท

จากตัวอย่างข้างต้น จะเห็นได้ว่าเมื่อมีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ Senior Tranche จะมีอันดับสูงที่สุด รองลงมาคือ B และ C จะเป็นหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงที่สุด ซึ่งปกติแล้วในการสร้างโครงสร้างหลักทรัพย์ Originator จะตั้งเป้าให้ Senior Tranche มีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับ AAA เนื่องจากจะทำให้มีต้นทุนการระดมทุนต่ำ

2.1.3.2 การเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือภายนอก (External Credit Enhancement) เป็นการให้บริการ Credit Enhancement Provider ในการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือ ตัวอย่างของวิธีการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือภายนอก เช่น Surety Bond เป็นการประกันจากบริษัทประกัน ซึ่งจะจ่ายเงินสดชดเชยในกรณีที่ SPV ไม่สามารถจ่ายแก่ผู้ลงทุน Third-Party/Parental Guarantees เป็นการที่บุคคลที่สามหรือบริษัทแม่ของ Originator สัญญาที่จะชดเชยเงินในกรณีที่ SPV ไม่สามารถจ่ายแก่ผู้ลงทุนตามจำนวนสูงสุดที่กำหนด Cash Collateral Account (CCA) เป็นการใช้จ่ายเงินสดค้ำประกัน Early Amortization Trigger เป็นสัญญาที่ SPV จะจ่ายเงินต้นคืนแก่ผู้ลงทุนก่อนกำหนดเมื่อความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับสูงขึ้น หรือมีแนวโน้มว่าจะสูงขึ้นในอนาคต เป็นต้น

2.1.4 ที่ปรึกษาด้านต่าง ๆ (Adviser of the Program) ทำหน้าที่ให้คำปรึกษาด้านต่าง ๆ ในการโอนอสังหาริมทรัพย์ ตลอดจนการขายอสังหาริมทรัพย์แบบ True Sale ฯลฯ อาทิ ที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial Adviser) ที่ปรึกษากฎหมาย (Legal Adviser) ที่ปรึกษาด้านบัญชีและภาษี (Tax/Accounting Adviser) เป็นต้น

2.1.5 ผู้แทนผู้ถือหุ้น (Bondholder's Representative) ในการออกเสนอขายตราสารหนี้หรือหุ้นกู้ให้แก่ประชาชนทั่วไป กฎหมายกำหนดให้จะต้องมีการแต่งตั้งผู้แทนผู้ถือตราสารหนี้หรือหุ้นกู้ โดยผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้จะต้องมีคุณสมบัติเป็นสถาบันการเงินที่มีความมั่นคง และไม่มีผลประโยชน์ขัดแย้งต่อการทำหน้าที่ดังกล่าวหน้าที่หลัก ๆ ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ประกอบด้วย การดูแลผลประโยชน์ทั่วไปให้กับนักลงทุน การดูแลไม่ให้ผู้ออกหุ้นกู้กระทำการใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกัหลักทรัพย์หรืออสังหาริมทรัพย์ที่เป็นหลักประกันการชำระหนี้ตามสัญญา หรือดำเนินการเรียกร้องค่าเสียหายให้ผู้ถือหุ้นกู้ ติดตามให้ Originator/SPV และคู่สัญญาอื่น ๆ ทำตามเงื่อนไขต่าง ๆ ในสัญญา

2.1.6 ผู้รับประกันการจำหน่าย (Underwriter) มักจะเป็นวานิชธนาคาร (Investment Banker) เป็นตัวแทนในการออกหุ้นกู้จำหน่ายให้แก่นักลงทุน ให้คำแนะนำต่อผู้ขายเกี่ยวกับการจัดโครงสร้าง การกำหนดราคา เพื่อให้หุ้นกุดังกล่าวเป็นที่น่าสนใจแก่นักลงทุน

2.1.7 ผู้จัดการดูแลทรัพย์สิน (Trustee) มีหน้าที่ดูแลผลประโยชน์ของผู้ลงทุน บริหารจัดการ SPV และจัดการธุรกรรมต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นในกระบวนการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็น หลักทรัพย์ เช่น การจ่ายผลตอบแทนไปยังผู้ลงทุน เป็นต้น

2.2 ความเป็นมาของกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

2.2.1 ความเป็นมาของกฎหมายการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) ในประเทศไทย

ตามแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 7 (พ.ศ. 2534-2539) ได้มี นโยบายให้มีการพัฒนาตลาดการเงิน โดยการสนับสนุนและพัฒนาการโอนสิทธิในตราสารที่เปลี่ยนมือ ได้ ในปี 2540 ได้มีการตราพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ขึ้น แต่พบว่ามียกเว้นข้อบัญญัติซึ่งยังไม่ครอบคลุมวิธีการและรูปแบบการแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์ในระบบสากล ประกอบกับบทบัญญัติบางมาตราขัดแย้งขาดความชัดเจน ปฏิบัติได้ยาก และเป็นอุปสรรค ทำให้ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไม่อาจเกิดขึ้นได้อย่างมีประสิทธิภาพ เท่าที่ควร ต่อมาในปีพ.ศ. 2558 จึงได้มีการออกพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดนิติ บุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 พ.ศ. 2558 ได้แก้ไขเพิ่มเติม บทบัญญัติต่าง ๆ เพื่อให้สอดคล้องและเอื้ออำนวยต่อการพัฒนาธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์

ทั้งนี้ การทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จะต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ของ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ในส่วนของการออกและเสนอขาย หลักทรัพย์ด้วย

2.2.2 รูปแบบของกฎหมายที่ใช้ในการทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

การทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทยตั้งแต่อดีต-ปัจจุบัน สามารถเลือกทำตามกรอบกฎหมายที่รองรับได้ใน 3 รูปแบบ คือ

2.2.2.1 การทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ภายใต้ พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะ กิจฯ ประกอบกับ พ.ร.บ.หลักทรัพย์ฯ

2.2.2.2 การทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในรูปแบบของการออกหุ้นกู้ ตาม พ.ร.บ.หลักทรัพย์ฯ โดยไม่ผ่าน พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ

2.2.2.3 การจัดตั้งกองทุนรวมที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ หรือกองทุนประเภทพิเศษที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และสินทรัพย์ที่มีปัญหาของสถาบันการเงิน โดยปัจจุบันได้ปิดรับการขออนุญาตจัดตั้งกองทุนรวมในลักษณะนี้แล้ว

ในการเลือกรูปแบบของกฎหมายข้างต้นนี้ มีประเด็นพิจารณาว่า หากผู้ทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ต้องการได้รับสิทธิประโยชน์จาก พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ หรือสิทธิประโยชน์ทางด้านภาษี สามารถเลือกรูปแบบกฎหมายตาม 2.2.2.1 ได้ โดยมีเงื่อนไขว่า ผลประโยชน์ที่เหลือทั้งหมดของโครงการ (ภายหลังจากหักชำระหนี้ตามหุ้นกู้และค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ในโครงการ) จะต้องถูกโอนกลับไปยัง Originator เพื่อเป็นการสะท้อนว่าการทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ข้างต้นเป็นการระดมทุนของ Originator โดยแท้จริง ทั้งนี้ หากไม่สามารถกำหนดเงื่อนไขข้างต้นได้ ก็จะต้องทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ตามเกณฑ์การออกหุ้นกู้ตาม พ.ร.บ.หลักทรัพย์ฯ ตาม 2.2.2.2 ซึ่งถือเป็นการออกหุ้นกู้รูปแบบหนึ่งที่ทำได้อยู่แล้วตามเกณฑ์ปกติ

2.3 ปัจจัยที่เอื้อและที่เป็นอุปสรรคต่อการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

2.3.1 ด้านกฎหมาย

จากปัญหาบทบัญญัติไม่ชัดเจน ปฏิบัติได้ยาก ขาดบทบัญญัติรองรับการทำธุรกรรมในบางลักษณะ จึงนำไปสู่การแก้ไขกฎหมายดังกล่าวโดยการออกเป็นพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 พ.ศ. 2558 โดยมีประเด็นสำคัญที่มีการแก้ไขพระราชกำหนด (ฝ่ายกฎหมายและพัฒนา สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2556) ดังนี้

(1) กำหนดวิธีการและรูปแบบสำหรับรองรับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ให้มากขึ้น ด้วยการเพิ่มรูปแบบให้นิติบุคคลเฉพาะกิจจัดตั้งในรูปแบบทรัสต์ได้โดยต้องมีวัตถุประสงค์เพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เท่านั้น ซึ่งการจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจในรูปแบบทรัสต์สามารถทำได้สะดวกและรวดเร็วกว่าการจัดตั้งนิติบุคคลในรูปบริษัท เนื่องจากการจัดตั้งทรัสต์ทำได้ด้วยสัญญา

(2) ลดต้นทุนในการทำธุรกรรม การได้รับยกเว้นค่าธรรมเนียมการโอนสินทรัพย์ (ได้แก่ ภาษีมูลค่าเพิ่ม ภาษีธุรกิจเฉพาะ และอากรแสตมป์) และการเปลี่ยนแปลงรายการทางทะเบียนที่เกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ ทรัพย์สิน และหลักประกันของทรัพย์สินดังกล่าว เพื่อให้ในทางปฏิบัติ การระดมทุนด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มีต้นทุนการทำธุรกรรมที่น้อยกว่าการใช้สินเชื่อจากสถาบันการเงิน

(3) ปรับปรุงบทบัญญัติที่เป็นอุปสรรคต่อการทำธุรกรรม เพิ่มบทคุ้มครองผู้ลงทุนไม่ให้ถูกระทบจากการล้มละลายของ Originator หากมีการโอนสินทรัพย์ในช่วงก่อนการล้มละลายด้วยมูลค่าที่สมเหตุสมผล ยกเลิกบุรีมสิทธิของผู้ถือหุ้นกู้ที่ออกโดยนิติบุคคลเฉพาะกิจ เพื่อให้เกิดความเท่าเทียมกันในการได้รับชำระหนี้ของผู้เกี่ยวข้อง เพื่อให้เจ้าหนี้อื่น ๆ เช่น สถาบันการเงินที่ทำหน้าที่ในการให้สภาพคล่อง มีแรงจูงใจที่จะเข้าร่วมในธุรกรรม ยกเลิกเหตุที่ทำให้นิติบุคคลเฉพาะกิจสิ้นสุดลงกรณีที่นิติบุคคลเฉพาะกิจไม่รับโอนสินทรัพย์หรือไม่ออกหลักทรัพย์จำหน่ายแก่ผู้ลงทุนตามโครงการภายในหกเดือน ซึ่งทำให้เกิดปัญหาในทางปฏิบัติ โดยเฉพาะกรณีที่มีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยการออกหลักทรัพย์หลายครั้งในโครงการเดียวกัน

(4) แก้ไขปรับปรุงบทบัญญัติให้มีความเหมาะสมยิ่งขึ้น กำหนดให้นิติบุคคลเฉพาะกิจจะเลิกบริษัทได้ต่อเมื่อนิติบุคคลเฉพาะกิจได้ชำระหนี้ให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์ครบถ้วนแล้ว เพื่อเป็นการคุ้มครองผู้ลงทุน

ทั้งนี้ การทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จะต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ในส่วนของการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ด้วย

2.3.2 ด้านภาษี

ปัจจุบันได้มีการแก้ไขปัญหาภาษีในธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์แล้ว ซึ่งช่วยลดอุปสรรคทางภาษีได้ แต่ยังมีได้ให้ Incentive ในการยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลให้แก่ SPV ที่เพิ่มแรงจูงใจให้เกิดความสนใจในการทำธุรกรรม ผู้ทำธุรกรรมจึงยังต้องจัดโครงสร้างให้ SPV ไม่มีกำไรเพื่อไม่ต้องมีภาษีเอง

2.3.3 ด้านบัญชี

ปัจจุบันยังไม่มีมาตรฐานการบัญชีไทยรองรับการทำธุรกรรมนี้ มีแต่เพียงร่างแนวทางปฏิบัติทางบัญชีที่เกี่ยวข้อง ซึ่งแนวปฏิบัตินี้อ้างอิงมาจากมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ ฉบับที่ 39 ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการพิจารณาว่าการตัดบัญชีสินทรัพย์ทางการเงินหรือหลักการที่ควรใช้ในการพิจารณาว่า ควรบันทึกการโอนสินทรัพย์ทางการเงินในธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นการขาย

นอกจากนี้ยังครอบคลุมหลักการในการพิจารณาว่าการโอนสินทรัพย์ทางการเงินนั้นเป็นการตัดบัญชีทั้งหมดหรือการตัดบัญชีเพียงบางส่วน โดยหากสิทธิตามสัญญาที่จะได้รับกระแสเงินสดจากสินทรัพย์การเงินที่โอนยังคงอยู่และกิจการได้โอนสิทธินั้นออกไป รวมทั้งได้โอนความเสี่ยงและผลตอบแทนออกไปแล้ว กิจการต้องตัดสินทรัพย์การเงินนั้นออกจากงบการเงินรวม หากความ

เสี่ยงและผลตอบแทนที่สำคัญในการเป็นเจ้าของสินทรัพย์การเงินที่โอนได้ถูกโอนออกไปแล้วกิจการยังคงความเสี่ยงและผลตอบแทนสำคัญในการเป็นเจ้าของสินทรัพย์นั้น กิจการยังคงต้องรับรู้สินทรัพย์การเงินนั้นต่อไป แต่หากความเสี่ยงและผลตอบแทนที่สำคัญในการเป็นเจ้าของสินทรัพย์การเงินที่โอนได้ถูกโอนออกไปแล้วกิจการไม่ได้คงความเสี่ยงและผลตอบแทนสำคัญในการเป็นเจ้าของสินทรัพย์นั้น กิจการต้องตัดสินทรัพย์การเงินนั้นออกจากงบการเงินรวม แต่ถ้ากิจการยังคงมีอำนาจในการควบคุมสินทรัพย์การเงินที่โอนนั้น กิจการต้องรับรู้สินทรัพย์การเงินที่โอนตามจำนวนที่ตนยังคงมีส่วนเกี่ยวข้อง

2.4 แนวคิดเกี่ยวกับการบริหารสินทรัพย์ของภาครัฐทำให้เกิดประโยชน์สูงสุด

การบริหารงานภาครัฐแนวใหม่ตามแผนยุทธศาสตร์การพัฒนาระบบราชการไทย (พ.ศ.2556 - พ.ศ.2561) ประเด็นยุทธศาสตร์ที่ 3 : การเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ของภาครัฐให้เกิดประโยชน์สูงสุด

วางระบบการบริหารจัดการสินทรัพย์ของราชการอย่างครบวงจร โดยคำนึงถึงความเชื่อมโยงระหว่างความต้องการสินทรัพย์และการให้บริการ และให้ครอบคลุมทั้งวงจรของสินทรัพย์ โดยเฉพาะค่าใช้จ่ายที่ผูกมัด/ผูกพันตามมา (Ownership Cost) เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดหรือสร้างมูลค่าเพิ่ม สร้างโอกาส และสร้างความมั่นคงตามฐานะเศรษฐกิจของประเทศ ใช้ทรัพยากรได้อย่างคุ้มค่า ลดความสูญเสียนับถือและเปล่าประโยชน์ รวมทั้งวางระบบและมาตรการที่จะมุ่งเน้นการบริหารสินทรัพย์เพื่อให้เกิดผลตอบแทนคุ้มค่า สามารถลดต้นทุนค่าใช้จ่ายโดยรวม มีต้นทุนที่ต่ำลง และลดความต้องการของสินทรัพย์ใหม่ที่ไม่จำเป็น

2.5 กรณีศึกษาในประเทศไทยและในต่างประเทศที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา

กรณีศึกษาในประเทศไทย

2.5.1 โครงการศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ นำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในการระดมทุน

โดยมีข้อสังเกต รวมทั้งปัญหาและอุปสรรคของการระดมทุนโครงการศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ ดังนี้ (สุชาติ ศิริวัฒนะและคณะ, 2558)

2.5.1.1 หน้าที่ของโครงการฯ ไม่มีความเสี่ยงเลย ผู้ลงทุนควรจะต้องรับความเสี่ยงบางส่วนเช่นเดียวกับการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ทั้งนี้ สำนักงานวิจัยนโยบายเศรษฐกิจ

การคลัง ได้ตั้งข้อสังเกตว่า หนี้กู้ตามโครงการศูนย์ราชการฯ มีความเสี่ยงเทียบเท่าพันธบัตรรัฐบาล แต่ให้ผลตอบแทนดีกว่า

2.5.1.2 ต้นทุนในการดำเนินโครงการในส่วนของ การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ มีค่าใช้จ่ายการว่าจ้าง Third Party จำนวนมาก เช่น มีการจัดทำสัญญาจำนวนมาก

2.5.1.3 การดำเนินโครงการขนาดใหญ่มักมีการดำเนินการไม่แล้วเสร็จตามกำหนดระยะเวลา งบประมาณก็ปรับตัวสูงขึ้น เกิดความไม่สอดคล้องกับกระแสรายรับในอนาคต จึงควรกำหนดเงื่อนไขที่มีความยืดหยุ่นทั้งสองฝ่าย หรืออาจจะใช้วิธีระดมทุนแบบผสมผสาน สามารถบริหารความเสี่ยงร่วมกันได้

2.5.1.4 การออกหุ้นกู้ภายใต้โครงการศูนย์ราชการฯ มีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยที่สูง และเงื่อนไขที่คุ้มครองผู้ลงทุนมากเกินไป แม้ต้องการสร้างแรงจูงใจให้กับนักลงทุนแต่ก็เป็นต้นทุนแฝงของการดำเนินโครงการ

2.5.1.5 มีบางหน่วยงานราชการไม่ยอมย้ายมาอยู่ที่ศูนย์ราชการฯ ตามกำหนด ทำให้รายได้ค่าเช่าไม่ได้ตามเป้าหมายที่วางไว้

กรณีศึกษาในต่างประเทศ

2.5.2 การแปลงเงินค่างวดกองทุนประกันสังคม (Social Security Receivables) เป็นหลักทรัพย์โดยรัฐบาลอิตาลี

อิตาลีเป็นประเทศแรกที่น่าธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้เพื่อระดมทุนจากค่างวดกองทุนประกันสังคม รัฐบาลอิตาลีมีเป้าหมายเพื่อลดการขาดดุลงบประมาณโดยการทำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ข้อเสนอประกาศขึ้นในเดือนมิถุนายน ปี 2542 โดยปลายปีเดียวกันนี้ หลักทรัพย์ได้ถูกขายออกไปในหมู่นักลงทุน และได้รับการจัดอันดับเครดิตสูงที่สุด AAA และมี Overcollateralization ที่ 10 เท่า (Vinod Kothari, 2006)

2.5.3 การแปลงรายได้ค่าผ่านทางเป็นหลักทรัพย์โดยรัฐบาลอินเดีย

รายได้ค่าผ่านทางในอินเดียเป็นสินทรัพย์ที่เหมาะสมในการนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์หากมีประวัติการดำเนินงานที่ดีและแสดงให้เห็นถึงความยั่งยืนทางการเงิน และอาจถือได้ว่าเป็นยาครอบจักรวาลในภาวะการขาดดุลของประเทศและความต้องการเงินทุนระยะยาวเพื่อโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ โดยรัฐบาลอินเดียมีหนี้สาธารณะอยู่ที่ 82% ของ GDP ในปี 2558 ซึ่งทำให้ยากต่อการตอบสนองความต้องการที่เพิ่มขึ้นในโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ รัฐบาลต้องการ

เงินลงทุนในแผน 5ปี (ปี2555 - ปี2560) ประมาณ 60 ล้านล้านบาทเพื่อก่อสร้างถนน และการกู้ยืมเงิน ธนาคารไม่สอดคล้องกับความต้องการระยะยาวของรัฐบาล

ถึงแม้จะมีการแปลงรายได้ค่าผ่านทางเป็นหลักทรัพย์จำนวนไม่มากนักในอินเดีย แต่การทำการแปลงรายได้ค่าผ่านทางเป็นหลักทรัพย์ ช่วยลดปัญหาในการจัดหาเงินทุนเพื่อสร้างถนน ได้อย่างมาก หากสามารถเรียกเก็บค่าผ่านทางสอดคล้องกับที่ประมาณการณ์ไว้ เพราะไม่เพียงแต่จะมี ต้นทุนของเงินลงทุนที่ต่ำลง แต่ยังได้ผ่อนคลายความเสี่ยงให้กับนักลงทุนผ่านตราสารอีกด้วย (Kaushalya Narendran, 2015) ทั้งนี้ ทางรัฐบาลอินเดียได้ระดมทุนในรูปแบบทรัสต์ (Infrastructure Investment Trusts) โดยใช้ชื่อในตลาดว่า IRB InvIT เปิดให้จองในวันที่ 3 พฤษภาคม 2560 ที่ผ่านมาและได้รับการจัดอันดับเครดิต AAA (Amit Mudgill, 2017)

2.6 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องพบว่ามีการศึกษาแนวทางการพัฒนา ธุรกิจการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์และการนำไปใช้ประโยชน์โครงการลงทุนภาครัฐเพื่อสังคม ของกระทรวงการคลัง กรมธนารักษ์ของสุชาติ ศิริวิวัฒน์และคณะ (2558) พบว่าธุรกิจการแปลง สินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ก่อให้เกิดผลดีต่อระบบเศรษฐกิจ ช่วยลดภาระการเงินของภาครัฐ แต่เนื่อง ด้วยมีโครงสร้างที่ซับซ้อนและมีต้นทุนทางการเงินที่สูงกว่าการกู้เงินประเภทอื่น ซึ่งเป็นการ เปรียบเทียบเพียงมิติเดียว ไม่ได้มองในแง่ของต้นทุนค่าเสียโอกาสที่เกิดขึ้นจากความล่าช้าในการ ก่อสร้างโครงการเข้าไปด้วย นอกจากนี้ธุรกิจนี้ยังเป็นการช่วยพัฒนาตลาดทุน ตลาดตราสารหนี้ใน ประเทศไทยอีกด้วย ทั้งนี้ควรสร้างแรงจูงใจให้นักลงทุนรายย่อยมีความต้องการลงทุนหุ้นกู้ภายใต้ โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มากขึ้น เช่น การยกเว้นภาษีเงินได้จาก Capital Gain ในการ ซื้อขายตราสารหนี้

ซึ่งสอดคล้องไปในทางเดียวกันกับงานวิจัยเรื่องการวิเคราะห์ทางเลือกในการแปลง สินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อการระดมทุนด้านเคหการของธนาคารอาคารสงเคราะห์ (รัชนีวรรณ แพทย์ดี, 2547) ที่ได้ศึกษาโครงสร้างในการทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์และสถานะทางการเงิน ก่อนและหลังการทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยวิเคราะห์จากอัตราส่วนทางการเงิน พบว่าการทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้นเป็นทางเลือกที่เหมาะสมต่อธนาคารอาคารสงเคราะห์ ซึ่งมีปริมาณสินเชื่อเป็นจำนวนมาก สามารถทำให้ธนาคารมีสภาพคล่องขึ้น รวมทั้งเพิ่มช่องทางการ ระดมทุนอีกช่องทางหนึ่ง นอกเหนือจากการระดมจากแหล่งเงินทุนที่เคยปฏิบัติมา

ในส่วนของอุปสรรคด้านกฎหมาย งานวิจัยเรื่องปัญหาทางกฎหมายตามพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์พ.ศ.2540 (ศิริลักษณ์ อรุณประดิษฐ์ กุล, 2544) ได้เสนอแนะแนวทางเพื่อลดอุปสรรคด้านกฎหมายไว้หลายประการ ซึ่งพรบ.นิติบุคคลเฉพาะกิจปี2558 ได้ออกมาแก้ไขเพื่อลดอุปสรรคดังกล่าวแล้ว

มีการศึกษาองค์ประกอบของธุรกรรมอย่าง Underwriter เรื่องบทบาทของตัวกลางและสัดส่วนนักลงทุนสถาบันต่อหุ้นสามัญเข้าใหม่ในตลาดหลักทรัพย์เพื่อทางเลือกในการลงทุน (MAI) (นันทินี วิทโยเลิศปัญญา, 2553) พบว่าชื่อเสียงของ Underwriter สามารถเป็นตัวแปรที่รับรองคุณภาพของหุ้น IPO ในระยะยาว และทำให้การลงทุนในหุ้นกลุ่มนี้ได้ผลตอบแทนเป็นบวกและคุ้มค่ากับความเสี่ยงของหุ้น อย่างไรก็ตามไม่พบว่าหุ้น IPO จะมีสภาพคล่องที่แตกต่างจากกลุ่มอื่น ๆ แสดงถึงการที่นักลงทุนส่วนใหญ่ใช้ตัวแปรด้านชื่อเสียงเพื่อตัดสินใจลงทุน นอกจากนี้ผลการศึกษายังแสดงให้เห็นว่า Underwriter ที่มีชื่อเสียงจะมีการจัดจำหน่ายหุ้นให้แก่นักลงทุนสถาบันในสัดส่วนที่สูง ซึ่งน่าจะเกิดจากที่บริษัทมีฐานลูกค้าที่เป็นนักลงทุนสถาบันที่กว้างกว่า และนักลงทุนสถาบันก็มีการใช้ประโยชน์จากการพิจารณาชื่อเสียงของ Underwriter เพื่อประกอบการเลือกลงทุนในหุ้น IPO ที่มีคุณภาพ

โครงการศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ มีการนำธุรกรรมไปใช้ในการระดมทุน พบว่าโครงการมีการระดมทุนได้เป็นผลสำเร็จ แต่มีการดำเนินการก่อสร้างล่าช้ากว่าแผนงาน ทำให้งบประมาณปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อกระแสรายรับในอนาคต และบางหน่วยงานราชการไม่ยอมย้ายมาอยู่ที่ศูนย์ราชการฯ ตามกำหนด ทำให้รายได้ค่าเช่าไม่ได้ตามเป้าหมายที่วางไว้

นอกจากอิตาลีซึ่งเป็นประเทศแรกที่น่าธุรกรรมมาใช้เพื่อระดมทุนจากต่างประเทศผ่านกองทุนประกันสังคมเพื่อลดการขาดดุลงบประมาณได้อย่างประสบผลสำเร็จ หลักทรัพย์ถูกขายออกไปและได้รับการจัดอันดับเครดิตสูงสุด AAA รัฐบาลอินเดียมีการนำธุรกรรมไปใช้โดยแปลงรายได้ค่าผ่านทางเป็นหลักทรัพย์จากภาวะขาดดุลของประเทศเช่นเดียวกับรัฐบาลอิตาลี โดยรัฐบาลอินเดียมีหนี้สาธารณะอยู่ที่ 82% ของ GDP ในปี 2558 ซึ่งทำให้ยากต่อการตอบสนองความต้องการที่เพิ่มขึ้นในโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ ในขณะที่การกู้ยืมเงินสถาบันการเงินไม่สอดคล้องกับความต้องการกู้ระยะยาวของรัฐบาล การแปลงรายได้ค่าผ่านทางเป็นหลักทรัพย์จึงช่วยลดปัญหาในการจัดหาเงินทุนเพื่อสร้างถนนได้อย่างมาก หากสามารถเรียกเก็บค่าผ่านทางได้สอดคล้องกับที่ประมาณการณ์ไว้ ไม่เพียงแต่มีต้นทุนของเงินลงทุนที่ต่ำลง แต่ยังได้ผ่อนคลายความเสี่ยงให้กับนักลงทุนผ่านตราสารอีกด้วย ทั้งนี้รัฐบาลอินเดียได้ระดมทุนในรูปแบบทรัสต์เมื่อวันที่ 3 พฤษภาคม 2560 ที่ผ่านมา และประสบผลสำเร็จด้วยดี

บทที่ 3

ระเบียบวิธีวิจัย

3.1 ขั้นตอนการดำเนินการศึกษา

ในการศึกษานี้ เป็นการวิจัยเชิงพรรณนา (Descriptive Research) โดยใช้แบบแผนของการวิจัยเชิงคุณภาพ (Qualitative Research) มุ่งเน้นการศึกษาแนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย โดยการสัมภาษณ์แบบเชิงลึก (In-depth Interview) ควบคู่กับการศึกษาข้อมูลจากเอกสาร และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เพื่อนำไปใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลให้ทราบถึงกระบวนการ ขั้นตอน และผลลัพธ์ของการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งข้อมูลที่ได้นั้นจะนำไปสู่การสังเคราะห์ข้อมูลและสรุปผล โดยมีขั้นตอนดังนี้

3.1.1 ศึกษาข้อมูลเบื้องต้นจากเอกสารและสิ่งอ้างอิงต่าง ๆ รวมทั้งงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับลักษณะของธุรกรรมและองค์ประกอบของการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ กฎหมายและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง ปัจจัยที่เอื้ออำนวยและที่เป็นอุปสรรค กรณีศึกษาในประเทศไทยและในต่างประเทศ เพื่อกำหนดปัญหางานวิจัยที่ต้องการศึกษา

3.1.2 กำหนดวิธีการรวบรวมข้อมูล และสร้างเครื่องมือที่จะใช้รวบรวมข้อมูล

3.1.3 ตรวจสอบความเชื่อถือได้ของเครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา

3.1.4 ดำเนินการเก็บรวบรวมข้อมูล

3.1.5 การสังเคราะห์ข้อมูล

3.1.6 การนำเสนอผลการสังเคราะห์ข้อมูล

3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา

ผู้ศึกษาเลือกใช้เครื่องมือในการศึกษา ด้วยแบบสัมภาษณ์ การจดบันทึกและการบันทึกเสียงจากผู้เชี่ยวชาญที่ให้ข้อมูล โดยมีรายละเอียดและขั้นตอนการสร้างเครื่องมือในการศึกษาดังนี้

3.2.1 ขั้นตอนการสร้างเครื่องมือ

3.2.1.1 ผู้ศึกษา ศึกษาเอกสารที่มีความเกี่ยวข้อง เพื่อนำมาใช้เป็นข้อมูลประกอบในการสัมภาษณ์

3.2.1.2 ผู้ศึกษาได้สร้างแนวคำถามจากการศึกษาแนวคิด และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง โดยสร้างเป็นคำถามให้ครอบคลุมตามขอบเขตของการศึกษาเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ โดยลักษณะคำถามนั้นจะเป็นประเภทคำถามปลายเปิด

3.2.1.3 นำแบบสัมภาษณ์ที่สร้างให้ผู้ทรงคุณวุฒิ 3 ท่านตรวจสอบความตรงของเนื้อหา

3.2.1.4 นำเครื่องมือที่ปรับปรุงตามความเห็นของผู้ทรงคุณวุฒิไปใช้จริง

3.2.2 ส่วนประกอบของเครื่องมือ

แบบสัมภาษณ์นักวิชาการอิสระ โดยมีจำนวนผู้ให้สัมภาษณ์ 5 ท่าน ซึ่งเป็นผู้เชี่ยวชาญด้านธุรกรรม การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ แบ่งออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่

ส่วนที่ 1 ข้อมูลทั่วไปของผู้ให้สัมภาษณ์ ซึ่งประกอบด้วย เพศ, อายุ, ระดับการศึกษา, ตำแหน่งงาน, หน่วยงาน/บริษัท

ส่วนที่ 2 ความคิดเห็นและข้อเสนอแนะต่อธุรกรรม การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย

3.3 ตรวจสอบความเชื่อถือได้ของเครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา

หลังจากที่ได้เก็บรวบรวมข้อมูลแล้ว ได้นำมาตรวจสอบความน่าเชื่อถือของข้อมูล (Trustworthiness) ดังนี้

3.3.1 ผู้สัมภาษณ์สร้างความสัมพันธ์อันดีต่อผู้ให้สัมภาษณ์ เพื่อให้เกิดความไว้วางใจในตัวผู้ศึกษา ซึ่งจะมีผลต่อความถูกต้องและเป็นจริงของข้อมูล

3.3.2 การยืนยันความถูกต้องของข้อมูล (Member Checking) โดยการนำข้อมูลที่ได้จากการสัมภาษณ์ที่ได้จัดบันทึกอย่างละเอียดและอธิบายอย่างชัดเจน นำกลับไปให้ผู้สัมภาษณ์ยืนยันความถูกต้องของข้อมูลว่าข้อมูลเป็นจริงตรงกับความรู้สึของผู้ให้สัมภาษณ์หรือไม่

3.3.3 ตรวจสอบความไว้วางใจได้ของข้อมูล (Dependability) โดยการนำข้อมูลไปตรวจสอบกับอาจารย์ที่ปรึกษา เพื่อยืนยันความถูกต้องตามวัตถุประสงค์ที่ต้องการศึกษา

3.3.4 ความสามารถในการนำผลการศึกษาไปประยุกต์ใช้ (Transferability) โดยการเขียนระเบียบวิธีการวิจัย การสังเคราะห์ข้อมูลและบริบทที่ต้องการศึกษาอย่างชัดเจน เพื่อเป็นการเพิ่มความน่าเชื่อถือของการศึกษาในการที่จะนำผลการศึกษาไปใช้ในบริบทที่ใกล้เคียงกัน

3.3.5 การยืนยันผลการศึกษา (Conformability) โดยการที่ผู้ศึกษาจะเก็บเอกสารต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาไว้เป็นอย่างดีพร้อมสำหรับการตรวจสอบ (Audit Trail) เพื่อยืนยันว่าข้อมูลที่ได้ไม่มีความลำเอียงหรือเกิดจากการคิดขึ้นของผู้ศึกษา

3.4 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้ศึกษาแบ่งวิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ การเก็บรวบรวมข้อมูลด้านเอกสาร (Review Data) และการเก็บรวบรวมข้อมูลภาคสนาม (Field Data)

3.4.1 การเก็บรวบรวมข้อมูลด้านเอกสาร (Review Data) มี 2 ประเภท ได้แก่

(1) ข้อมูลปฐมภูมิ (Primary Data) ศึกษาจากเอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเพื่อนำไปสร้างแนวคำถามในการสัมภาษณ์ พร้อมทั้งกำหนดขอบเขตของเนื้อหา เพื่อให้ชัดเจนและตรงตามวัตถุประสงค์ของการศึกษา

(2) ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ศึกษาจากเอกสาร บทความ และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง แล้วนำมากำหนดขอบเขตของการศึกษา และสร้างเครื่องมือที่ใช้ในการศึกษาให้ครอบคลุมกับวัตถุประสงค์ในการศึกษา

3.4.2 การเก็บรวบรวมข้อมูลภาคสนาม (Field Data)

(1) ผู้ศึกษาใช้วิธีการสัมภาษณ์แบบเจาะลึก (In-depth Interview) แบบตัวต่อตัวเพื่อเปิดเผยทัศนคติของผู้ตอบ โดยกำหนดคำถามให้ครอบคลุมและเกี่ยวข้องกับเรื่องที่จะทำการศึกษาก่อนทำการสัมภาษณ์ ผู้ศึกษาได้แจ้งถึงวัตถุประสงค์ของการสัมภาษณ์ พร้อมทั้งขอความอนุเคราะห์ในการจดบันทึกและบันทึกเสียงในระหว่างทำการสัมภาษณ์ ในการทำการสัมภาษณ์นั้นแต่ละรายจะทำการสัมภาษณ์จนกว่าจะหมดข้อสงสัยหรือไม่มีข้อมูลใหม่เกิดขึ้น หรือ ข้อมูลอิ่มตัว (Data Saturation) จึงเป็นอันเสร็จสิ้นการทำการสัมภาษณ์ โดยมีจำนวนผู้ให้สัมภาษณ์ 5 ท่าน โดยคัดเลือกจากประสบการณ์ในการทำหรือกำกับธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

(2) ในระหว่างทำการสัมภาษณ์ ผู้ศึกษาจะใช้วิธีการจดบันทึกในประเด็นที่สำคัญหรือน่าสนใจ เมื่อเสร็จสิ้นการทำการสัมภาษณ์เรียบร้อยแล้ว ผู้ศึกษาจะทำการบันทึกข้อมูลอื่น ๆ โดยทันที เช่น ทำทางอิริยาบถ น้ำเสียงของผู้ให้สัมภาษณ์ ตามความจริงที่สังเกตเห็น

(3) ข้อมูลที่ได้มานำมาทำการบันทึกและถอดเทปเป็นรายวัน เพื่อตรวจสอบข้อมูลที่ไม่ชัดเจนหรือขาดหาย เพื่อประโยชน์ในการนำไปศึกษาเพิ่มเติมในการทำการสัมภาษณ์ในครั้งหน้า และข้อมูลที่ได้มา ผู้ศึกษาจะทำการถอดเทปแบบคำต่อคำ ประโยคต่อประโยค พร้อมทั้งตรวจสอบความถูกต้องอีกครั้งโดยการฟังเทปบันทึกเสียงนั้นซ้ำ

3.5 การสังเคราะห์ข้อมูล

ในการสังเคราะห์ข้อมูล ผู้ศึกษาดำเนินการนำข้อมูลที่ได้มาจากการศึกษาเอกสารและข้อมูลจากการสัมภาษณ์ โดยแยกตามความมุ่งหมายของการศึกษามาจัดกระทำ ดังต่อไปนี้

3.5.1 นำข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้จากเอกสารต่าง ๆ มาศึกษาอย่างละเอียด พร้อมจัดระบบหมวดหมู่ ตามความมุ่งหมายของการศึกษาที่กำหนดไว้

3.5.2 นำข้อมูลจากการสัมภาษณ์ มาถอดความ แยกประเภท จัดหมวดหมู่ และสรุปสาระสำคัญตามประเด็นที่ทำการศึกษา

3.5.3 นำข้อมูลทั้งที่เก็บรวบรวมได้จากเอกสาร และข้อมูลที่ได้จากการสัมภาษณ์ มาตรวจสอบความถูกต้องสมบูรณ์ ซึ่งในการตรวจสอบความถูกต้องของข้อมูล ผู้ศึกษาใช้วิธีการตรวจสอบข้อมูลแบบสามเส้า (Triangulation) ของ Denizen (1970) ดังนี้

องค์ประกอบที่ 1 การตรวจสอบสามเส้าด้านข้อมูล (Data Triangulation)

คือ การพิสูจน์ว่าข้อมูลที่ผู้ศึกษาได้มานั้นถูกต้องหรือไม่ วิธีการตรวจสอบคือการสอบแหล่งของข้อมูลแหล่งที่มา ที่จะพิจารณาในการตรวจสอบ ได้แก่ แหล่งเวลา หมายถึง ถ้าข้อมูลต่างเวลากันจะเหมือนกันหรือไม่ แหล่งสถานที่ หมายถึง ถ้าข้อมูลต่างสถานที่กันจะเหมือนกันหรือไม่ และแหล่งบุคคล หมายถึง ถ้าบุคคลผู้ให้ข้อมูลเปลี่ยนไป ข้อมูลจะเหมือนเดิมหรือไม่

องค์ประกอบที่ 2 การตรวจสอบสามเส้าด้านผู้ศึกษา (Investigator Triangulation)

คือการตรวจสอบว่า ผู้ศึกษาแต่ละคนจะได้ข้อมูลต่างกันอย่างใด โดยเปลี่ยนตัวผู้สังเกต แทนที่จะใช้ผู้ศึกษาคนเดียวกันสังเกตโดยตลอด

องค์ประกอบที่ 3 การตรวจสอบสามเส้าด้านทฤษฎี (Theory Triangulation)

คือการตรวจสอบว่า ถ้าผู้ศึกษาใช้แนวคิดทฤษฎีที่ต่างไปจากเดิม จะทำให้การตีความข้อมูลแตกต่างกันมากน้อยเพียงใด

องค์ประกอบที่ 4 การตรวจสอบสามเส้าด้านวิธีรวบรวมข้อมูล (Methodological Triangulation)

คือการใช้วิธีเก็บรวบรวมข้อมูลที่แตกต่างกัน เพื่อรวบรวมข้อมูลเรื่องเดียวกัน

จากองค์ประกอบดังกล่าวข้างต้น ทำให้ผู้ศึกษาสามารถทำการตรวจสอบข้อมูลแบบสามเส้าได้ 4 กลวิธี ได้แก่

- (1) การตรวจสอบความถูกต้องโดยเปรียบเทียบจากแหล่งข้อมูลหลาย ๆ แหล่ง ได้แก่ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย บริษัท ธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด

- (2) การเปรียบเทียบจากการใช้วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลหลายวิธี ซึ่งส่วนใหญ่แล้วเป็นวิธีการเชิงคุณภาพ ได้แก่ การทบทวนเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง และการสัมภาษณ์เจาะลึกเจ้าหน้าที่ที่เกี่ยวข้อง
- (3) การตรวจสอบความถูกต้องจากแนวคิดและทฤษฎี โดยผู้ศึกษาได้บูรณาการแนวความคิดหลายๆชุด ได้แก่ ทฤษฎีเกี่ยวกับหนี้สาธารณะของภาครัฐบาล แนวคิดเกี่ยวกับการทำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ แนวคิดเกี่ยวกับการบริหารสินทรัพย์ของภาครัฐให้เกิดประโยชน์สูงสุด และแนวคิดของการร่วมลงทุนระหว่างรัฐและเอกชน ทำให้สามารถมองเห็นปัญหาได้หลายมุมมอง เปรียบเสมือนการมองภาพจากแว่นหลายประเภท เพื่อนำมากำหนดคำถามงานวิจัย โดยได้รับการตรวจสอบความถูกต้องครบถ้วนจากอาจารย์ที่ปรึกษา ซึ่งเป็นผู้เชี่ยวชาญที่จะช่วยตรวจสอบและให้คำแนะนำได้เป็นอย่างดี
- (4) การเปรียบเทียบจากทัศนะของนักวิจัยหลาย ๆ ท่าน อันได้แก่ ทัศนะจากการสัมภาษณ์ผู้เชี่ยวชาญเกี่ยวกับการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ทัศนะจากเอกสารที่นักวิจัยได้จัดทำการวิจัยไว้ และทัศนะจากกรรมการที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ เป็นการขยายมุมมอง อุดช่องว่างหรือจุดอ่อนในเรื่องอดีตความลำเอียงที่อาจจะเกิดขึ้นจากการทำงานเพียงลำพัง ทำให้เห็นภาพของความสอดคล้องกันหรือความขัดแย้งของทัศนะของนักวิจัยแต่ละท่านได้

3.5.4 ดำเนินการวิเคราะห์/สรุปและสังเคราะห์ผลการศึกษา โดยการนำเข้าข้อมูลที่ได้จากการเก็บรวบรวมจากเอกสาร และข้อมูลที่ได้จากการสัมภาษณ์ มาทำการวิเคราะห์ข้อมูลแบบสร้างข้อสรุปด้วยการวิเคราะห์แบบอุปนัย (Analytic Induction) คือวิธีตีความสร้างข้อสรุป จากข้อมูลรูปธรรม หรือปรากฏการณ์ที่มองเห็น เพื่อหาข้อสรุปร่วมเป็นแนวทางหรือข้อเสนอแนะทั่วไป (Generalization)

3.6 การนำเสนอผลการสังเคราะห์ข้อมูล

ผู้ศึกษานำเสนอผลสังเคราะห์ข้อมูลในรูปแบบการบรรยายตามความมุ่งหมายการศึกษา และนำเสนอข้อเสนอแนะในการศึกษาเรื่องแนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย

บทที่ 4

ผลการวิจัย

การศึกษาเรื่องแนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย ผู้ศึกษาได้ดำเนินการวิเคราะห์/สรุปและสังเคราะห์ผลการศึกษา โดยการนำเข้าสู่ข้อมูลที่ได้จากการศึกษาค้นคว้าเอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง และข้อมูลที่ได้จากการสัมภาษณ์แบบเจาะลึก (In-depth Interview) จากผู้เชี่ยวชาญหรือผู้ที่มีประสบการณ์ทำงานที่เกี่ยวข้องกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ จำนวน 5 ราย มาทำการวิเคราะห์ข้อมูลแบบสร้างข้อสรุปด้วยการวิเคราะห์แบบอุปนัย (Analytic Induction) เพื่อตอบคำถามงานวิจัย โดยผู้ศึกษามีคำถามงานวิจัย ดังนี้

คำถามหลัก

เหตุใดภาครัฐจึงไม่นิยมนำธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้ในการระดมทุนของโครงการภาครัฐที่มีความจำเป็นแต่ไม่มีงบประมาณเพียงพอ ทั้งที่เป็นวิธีการระดมทุนที่มีต้นทุนต่ำและไม่ต้องพึ่งพางบประมาณแผ่นดิน

คำถามรอง

- ธุรกรรมฯมีปัญหาและอุปสรรคใดบ้างที่เป็นสาเหตุที่ทำให้ภาครัฐไม่นิยมนำไปใช้เป็นเครื่องมือในการระดมทุน
- มีปัจจัยใดบ้างที่เอื้อต่อการนำธุรกรรมฯไปใช้

ผู้ศึกษาได้แบ่งการนำเสนอผลการสังเคราะห์ข้อมูล ตามลำดับ ดังนี้

- 4.1 ผลการศึกษาองค์ประกอบของธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์
- 4.2 ผลการสัมภาษณ์แบบเจาะลึกเกี่ยวกับแนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย

4.1 ผลการศึกษาองค์ประกอบของธุรกรรมการแปลงสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

4.1.1 เจ้าของสังหาริมทรัพย์เดิม หรือ ผู้ขายสังหาริมทรัพย์ (Originator/Seller)

โดยในการศึกษานี้คือหน่วยงานภาครัฐผู้เป็นเจ้าของสังหาริมทรัพย์ อาทิ กรมธนารักษ์ การรถไฟแห่งประเทศไทย นอกจากนี้ ยังอาจรวมถึงผู้ประกอบการสาธารณูปโภคซึ่งมีกระแสรายได้ในอนาคตที่ค่อนข้างแน่นอน เช่น การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค/นครหลวง บริษัททางด่วน เป็นต้น

Originator มักจะเป็นผู้ถือประโยชน์ที่เหลือทั้งหมด (Residual Interest) โดยการถือหุ้นกู้ด้อยสิทธิของ SPV เพื่อทำหน้าที่เป็นผู้ลงทุนกลุ่มแรกที่จะรับส่วนเสียหายที่อาจเกิดขึ้นก่อนผู้ลงทุนรายอื่น ๆ แต่หากมีกระแสเงินได้เหลือหลังจาก SPV ชำระหนี้ให้แก่นักลงทุนแล้ว ผลประโยชน์ที่เหลือเกินมาต้องคืนให้แก่ Originator ที่ถือได้ว่าเป็นผู้ระดมเงินทุนอย่างแท้จริง โดยการโอนผลประโยชน์หรือสังหาริมทรัพย์จาก SPV คืนกลับไปให้แก่ Originator ด้วยเมื่อเลิกโครงการ

ในปีพ.ศ. 2558 มีการออกเป็นพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 พ.ศ. 2558 โดยเพิ่มบทคุ้มครองผู้ลงทุนไม่ให้ถูกกระทบจากการล้มละลายของ Originator หากมีการโอนสินทรัพย์ในช่วงก่อนการล้มละลาย ด้วยมูลค่าที่สมเหตุสมผล ยกเลิกบุริมสิทธิของผู้ถือหุ้นกู้ที่ออกโดยนิติบุคคลเฉพาะกิจ เพื่อให้เกิดความเท่าเทียมกันในการได้รับชำระหนี้ของผู้เกี่ยวข้อง เพื่อให้เจ้าหนี้อื่น ๆ เช่น สถาบันการเงินที่ทำหน้าที่ในการให้สภาพคล่อง มีแรงจูงใจที่จะเข้าร่วมในธุรกรรม ยกเลิกเหตุที่ทำให้นิติบุคคลเฉพาะกิจสิ้นสุดลงกรณีที่นิติบุคคลเฉพาะกิจไม่รับโอนสินทรัพย์หรือไม่ออกหลักทรัพย์จำหน่ายแก่ผู้ลงทุนตามโครงการภายในหกเดือน ซึ่งทำให้เกิดปัญหาในทางปฏิบัติ โดยเฉพาะกรณีที่มีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยการออกหลักทรัพย์หลายครั้งในโครงการเดียวกัน

ในส่วนของภาครัฐแนวใหม่มีแผนยุทธศาสตร์การพัฒนาระบบราชการไทยโดยได้วางระบบการบริหารจัดการสินทรัพย์ของราชการอย่างครบวงจร เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดหรือสร้างมูลค่าเพิ่ม สร้างโอกาส และสร้างความมั่นคงตามฐานะเศรษฐกิจของประเทศ ใช้ทรัพยากรได้อย่างคุ้มค่า ลดความสูญเสียสิ้นเปลืองและเปล่าประโยชน์ สามารถลดต้นทุนค่าใช้จ่ายโดยรวม มีต้นทุนที่ต่ำลงและลดความต้องการของสินทรัพย์ใหม่ที่ไม่จำเป็น

4.1.2 นิติบุคคลเฉพาะกิจ (SPV) คือผู้รับซื้อสังหาริมทรัพย์จาก Originator จากนั้น

ดำเนินการออกหุ้นกู้ โดยมีสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวค้ำประกันหรือหนุนหลังหุ้นกุนั้นอยู่ เช่น รายได้ที่จะเกิดขึ้นในอนาคตจากการให้เช่าพื้นที่ในอาคาร เพื่อที่นักลงทุนจะสามารถได้รับกระแสเงินสดที่เข้ามาจากสังหาริมทรัพย์เหล่านั้นได้ เมื่อ SPV นำหุ้นกู้ออกจำหน่ายแก่นักลงทุนทั่วไปแล้วจะนำเงินที่ได้ไปชำระค่าซื้อสังหาริมทรัพย์แก่ Originator ซึ่ง SPV จะเป็นผู้บริหารจัดการอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าว

ต่อไป กระทั่งมีการชำระหนี้ทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยให้แก่นักลงทุนจนครบถ้วนแล้ว อสังหาริมทรัพย์จะถูกโอนคืนกลับไปยัง Originator ส่วน SPV จะหมดหน้าที่และจดทะเบียนยกเลิกไป

โดยปกติบริษัทที่ต้องการระดมทุนหรือ Originator สามารถทำ Securitization ได้เอง โดยการออกตราสาร ABS ซึ่งมีกระแสรายรับจากกองทรัพย์สินหมุนหลัง แต่ผู้ลงทุนในตราสาร ABS ของบริษัทดังกล่าวจะยังมีความเสี่ยงในกรณีที่ผู้ออกตราสารล้มละลาย ซึ่งจะทำให้กองทรัพย์สินที่หมุนหลังตราสารข้างต้นตกเป็นทรัพย์สินในกองล้มละลายของ Originator ได้ ดังนั้น ประเด็นปัญหาดังกล่าวจึงนำไปสู่การจัดตั้ง SPV ซึ่งเป็นนิติบุคคลแยกต่างหากจาก Originator เพื่อเข้ามารับโอนสินทรัพย์จาก Originator และทำ Securitization แทน

ประโยชน์ที่ได้จากการทำธุรกรรมผ่าน SPV คือในกรณีที่มีการโอนอสังหาริมทรัพย์อย่างแท้จริงในทางกฎหมายล้มละลาย (True Sale) จาก Originator มายัง SPV ผู้ลงทุนจะไม่ได้รับผลกระทบหาก Originator ล้มละลาย ทำให้ไม่ต้องแบกรับความเสี่ยงในการดำเนินกิจการต่าง ๆ ของ Originator ซึ่งแตกต่างจากการลงทุนในหุ้นกู้ทั่วไปซึ่งผู้ลงทุนจะได้รับความเสียหายในกรณีที่ผู้ออกหุ้นกู้ล้มละลาย

จากการแก้ไขกฎหมายการจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจเดิมที่มีปัญหาทบทบัญญัติไม่ชัดเจน และปฏิบัติได้ยาก โดยการออกเป็นพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 พ.ศ. 2558 ด้วยการเพิ่มรูปแบบให้นิติบุคคลเฉพาะกิจจัดตั้งในรูปแบบทรัสต์ได้ ซึ่งการจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจในรูปแบบทรัสต์สามารถทำได้สะดวกและรวดเร็วกว่าการจัดตั้งนิติบุคคลในรูปบริษัท เนื่องจากการจัดตั้งทรัสต์ทำได้ด้วยสัญญา

นอกจากนี้ มีการลดต้นทุนในการทำธุรกรรม การได้รับยกเว้นค่าธรรมเนียมการโอนสินทรัพย์ (ได้แก่ ภาษีมูลค่าเพิ่ม ภาษีธุรกิจเฉพาะ และอากรแสตมป์) และการเปลี่ยนแปลงรายการทางทะเบียนที่เกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ ทรัพย์สิน และหลักประกันของทรัพย์สินดังกล่าว เพื่อให้ในทางปฏิบัติ การระดมทุนด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มีต้นทุนการทำธุรกรรมที่น้อยกว่าการใช้สินเชื่อจากสถาบันการเงิน แต่ยังไม่มีการยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลให้แก่ SPV ผู้ทำธุรกรรมจึงยังต้องจัดโครงสร้างให้ SPV ไม่มีกำไรเพื่อไม่ต้องมีภาษีเอง และเพื่อเป็นการคุ้มครองผู้ลงทุน นิติบุคคลเฉพาะกิจจะเลิกบริษัทได้ต่อเมื่อนิติบุคคลเฉพาะกิจได้ชำระหนี้ให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์ครบถ้วนแล้ว

4.1.3 ตราสารและความน่าเชื่อถือ (Credit Enhancement) ของตราสาร

รูปแบบของตราสารขึ้นอยู่กับรูปแบบของ SPV เช่น หาก SPV เป็นบริษัท ตราสารมักจะอยู่ในรูปหุ้นกู้ หุ้นกู้ที่ออกเสนอขายต้องได้รับการจัดอันดับเครดิต หรือจัดอันดับความน่าเชื่อถือจากบริษัทจัดอันดับเครดิตในประเทศ ตามกฎเกณฑ์ของสำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อเป็นข้อมูลที่สำคัญให้แก่นักลงทุน โดยเป็นด่านแรกของเครื่องมือวัดความเสี่ยงด้านเครดิตของหุ้นกู้

อันดับเครดิตเป็นค่าอ้างอิงที่แสดงว่าผู้ออกหุ้นกู้มีความเสี่ยงที่จะไม่สามารถชำระดอกเบี้ย และเงินต้นตามกำหนด โดยหุ้นกู้ที่มีอันดับเครดิตดีหรือสูง หมายความว่ามีความเสี่ยงที่จะไม่ชำระเงินตามกำหนดในระดับต่ำ และมีความมั่นคงทางการเงินในระดับสูง และหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำ มีความหมายในทางตรงข้าม คือ มีความเสี่ยงที่จะชำระเงินตามกำหนดไม่ได้ในระดับสูง เนื่องจากความมั่นคงทางการเงินอยู่ในระดับต่ำ โดยอันดับเครดิตสูงที่สุดคือ AAA

เนื่องจากอันดับความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์ถูกจัดโดยการประเมินความเสี่ยงต่าง ๆ ที่ผู้ลงทุนจะได้รับ ดังนั้น Originator จึงมักนำวิธีการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Enhancement) ต่าง ๆ มาใช้เพื่อลดความเสี่ยงเหล่านั้นเพื่อเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือของตราสาร ซึ่งจะเป็นการช่วยลดต้นทุนในการระดมทุน โดยสามารถแบ่งได้ ดังนี้

4.1.3.1 การเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือภายใน (Internal Credit Enhancement) เป็นการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือภายในโครงสร้างของกระบวนการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดย Originator เอง โดยมีหลักการ ดังนี้

(1) ส่วนต่างเกิน (Excess Spread) และการใช้สินทรัพย์ค้ำประกันที่มีมูลค่ามากกว่ามูลค่าตราสารที่ออก (Overcollateralization)

ส่วนต่างเกิน (Excess Spread) คือส่วนต่างระหว่างกระแสรายได้ในอนาคตที่คาดว่าจะได้รับกับดอกเบี้ยรวมเงินต้นของหุ้นกู้ที่ออก โดยหาก SPV ได้รับความเสียหายไม่เกิน Excess Spread แล้ว SPV จะยังสามารถชำระดอกเบี้ยตามอัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ที่ออกให้นักลงทุนได้ตามปกติ เนื่องจากยังมีรายรับเพียงพอสำหรับรายจ่าย

การใช้สินทรัพย์ค้ำประกันที่มีมูลค่ามากกว่ามูลค่าตราสารที่ออก (Overcollateralization) เป็นการที่ SPV ออกหุ้นกู้ที่มีเงินต้น (Principal) ต่ำกว่ามูลค่าอสังหาริมทรัพย์ที่มี ดังนั้นเมื่อเกิดความเสียหายขึ้น SPV จะยังมีอสังหาริมทรัพย์ที่มีมูลค่าเพียงพอที่จะใช้จ่ายเป็นผลตอบแทนให้กับผู้ลงทุน

ดังนั้นการใช้ Excess Spread และ Overcollateralization จะเป็นตัวป้องกันความเสียหายเบื้องต้นให้กับผู้ลงทุน ทำให้ความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนจะได้รับน้อยลงและส่งผลให้อันดับความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์ที่ออกสูงขึ้น

(2) การแบ่งเกรดของตราสาร (Subordination/Credit Tranching)

เป็นการที่ SPV แบ่งโครงสร้างของหลักทรัพย์ที่ออกเป็นหลายชั้น (ในกรณีนี้เรียกว่า Tranche) โดยให้แต่ละชั้นมีสิทธิในการเรียกร้องผลตอบแทนที่แตกต่างกันตามลำดับชั้นคุณภาพสินทรัพย์ ซึ่งการกำหนดโครงสร้างของหลักทรัพย์ในลักษณะนี้จะทำให้ผู้ลงทุนที่ถือหลักทรัพย์ที่มีคุณภาพสินทรัพย์สูงสุด (Senior Tranche) มีความเสี่ยงน้อยลงเนื่องจากมีหลักทรัพย์ที่มีคุณภาพสินทรัพย์ต่ำกว่า (Subordinated/Junior Tranche) ช่วยแบกรับความเสี่ยงในขั้นต้นเปรียบกับการใช้

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 เมื่อเกิดความเสียหายขึ้น ผู้ลงทุนชั้น C จะได้รับความเสียหายก่อนเป็นลำดับแรก หากความเสียหายนั้นเกิน 10 ล้านบาท ผู้ลงทุนชั้น B จะเริ่มได้รับความเสียหายเป็นลำดับต่อมา และ ผู้ลงทุนชั้น A จะเริ่มได้รับความเสียหายก็ต่อเมื่อเกิดความเสียหายต่อหลักทรัพย์นั้นเกิน 20 ล้านบาท

จากตัวอย่างข้างต้น จะเห็นได้ว่าเมื่อมีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ Senior Tranche จะมีอันดับสูงที่สุด รองลงมาคือ B และ C จะเป็นหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงที่สุด ซึ่งปกติแล้วในการสร้างโครงสร้างหลักทรัพย์ originator จะตั้งเป้าให้ Senior Tranche มีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับ AAA เนื่องจากจะทำให้มีต้นทุนการระดมทุนต่ำ

4.1.3.2 การเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือภายนอก (External Credit Enhancement) เป็นการให้บริการ Credit Enhancement Provider ในการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือ ตัวอย่างของวิธีการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือภายนอก เช่น Surety Bond เป็นการประกันจากบริษัทประกัน ซึ่งจะจ่ายเงินสดชดเชยในกรณีที่ SPV ไม่สามารถจ่ายแก่ผู้ลงทุน Third-Party/Parental Guarantees เป็นการที่บุคคลที่สามหรือบริษัทแม่ของ Originator สัญญาที่จะชดเชยเงินในกรณีที่ SPV ไม่สามารถจ่ายแก่ผู้ลงทุนตามจำนวนสูงสุดที่กำหนด Cash Collateral Account (CCA) เป็นการใช้จ่ายเงินสดค้ำประกัน Early Amortization Trigger เป็นสัญญาที่ SPV จะจ่ายเงินต้นคืนแก่ผู้ลงทุนก่อนกำหนดเมื่อความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับสูงขึ้น หรือมีแนวโน้มว่าจะสูงขึ้นในอนาคต เป็นต้น

ทั้งนี้ การออกหุ้นกู้โดยกำหนดอัตราดอกเบี้ยไว้สูง และสร้างเงื่อนไขที่คุ้มครองผู้ลงทุนมากเกินไป แม้ต้องการสร้างแรงจูงใจให้กับนักลงทุนแต่ก็เป็นต้นทุนแฝงของการดำเนินโครงการ สำนักงานวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลัง ได้ตั้งข้อสังเกตหุ้นกู้ของโครงการศูนย์ราชการฯ มีความเสี่ยงเทียบเท่าพันธบัตรรัฐบาล แต่ให้ผลตอบแทนดีกว่า

4.1.4 ที่ปรึกษาต่าง ๆ (Adviser of the Program) ทำหน้าที่ให้คำปรึกษาด้านต่าง ๆ ในการโอนอสังหาริมทรัพย์ ตลอดจนการขายอสังหาริมทรัพย์แบบ True Sale ฯลฯ อาทิ ที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial Adviser) ที่ปรึกษากฎหมาย (Legal Adviser) ที่ปรึกษาด้านบัญชีและภาษี (Tax/Accounting Adviser) เป็นต้น

4.1.5 ผู้แทนผู้ถือหุ้น (Bondholder's Representative) ในการออกเสนอขายตราสารหนี้หรือหุ้นกู้ให้แก่ประชาชนทั่วไป กฎหมายกำหนดให้จะต้องมีการแต่งตั้งผู้แทนผู้ถือตราสารหนี้

หรือหุ้นกู้ โดยผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้จะต้องมีคุณสมบัติเป็นสถาบันการเงินที่มีความมั่นคง และไม่มีผลประโยชน์ขัดแย้งต่อการทำหน้าที่ดังกล่าว หน้าหลัก ๆ ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ประกอบด้วย การดูแลผลประโยชน์ทั่วไปให้กับนักลงทุน การดูแลไม่ให้ผู้ออกหุ้นกู้กระทำการใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการขายสินหรืออสังหาริมทรัพย์ที่เป็นหลักประกันการชำระหนี้ตามสัญญา หรือดำเนินการเรียกร้องค่าเสียหายให้ผู้ถือหุ้นกู้ ติดตามให้ Originator/SPV และคู่สัญญาอื่น ๆ ทำตามเงื่อนไขต่าง ๆ ในสัญญา

4.1.6 ผู้รับประกันการจำหน่าย (Underwriter) มักจะเป็นวานิชธนาคาร (Investment Banker) เป็นตัวแทนในการออกหุ้นกู้จำหน่ายให้แก่นักลงทุน ให้คำแนะนำต่อผู้ขายเกี่ยวกับการจัดโครงสร้าง การกำหนดราคา เพื่อให้หุ้นกุดังกล่าวเป็นที่น่าสนใจแก่นักลงทุน

4.1.7 ผู้จัดการดูแลทรัพย์สิน (Trustee) มีหน้าที่ดูแลผลประโยชน์ของผู้ลงทุน บริหารจัดการ SPV และจัดการธุรกรรมต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นในกระบวนการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เช่น การจ่ายผลตอบแทนไปยังผู้ลงทุน เป็นต้น

4.2 ผลการสัมภาษณ์แบบเจาะลึกเกี่ยวกับแนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย

ในการสัมภาษณ์ผู้เชี่ยวชาญ ผู้ศึกษาได้แบ่งข้อมูลออกเป็น 2 ส่วน ดังนี้

4.2.1 ข้อมูลส่วนบุคคลของผู้เชี่ยวชาญผู้ให้ข้อมูล

4.2.2 ผลจากการสัมภาษณ์แบบเจาะลึกเกี่ยวกับแนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทยของผู้เชี่ยวชาญ 5 ราย

4.2.1 ข้อมูลส่วนบุคคลของผู้เชี่ยวชาญผู้ให้ข้อมูล

ผู้ให้ข้อมูลในการศึกษานี้มีจำนวนทั้งหมด 5 ราย ซึ่งมีประสบการณ์เกี่ยวข้องกับธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ มีอายุ 30 ปีขึ้นไป ระดับการศึกษาระดับปริญญาโท 4 ราย และระดับปริญญาเอก 1 ราย ปัจจุบันดำรงตำแหน่ง ผู้อำนวยการอาวุโส 1 ราย กรรมการผู้จัดการ 1 ราย ผู้ช่วยผู้อำนวยการ 1 ราย เจ้าหน้าที่อาวุโส 2 ราย

ตารางที่ 4.1

จำนวนผู้ให้ข้อมูลจำแนกตามลักษณะข้อมูลทั่วไป

ข้อมูลทั่วไป	จำนวน (ราย) (N=5)
อายุ (ปี)	
30 - 45	4
มากกว่า 45	1
ระดับการศึกษา	
ปริญญาโท	4
ปริญญาเอก	1
ตำแหน่ง	
ผู้อำนวยการอาวุโส	1
กรรมการผู้จัดการ	1
ผู้ช่วยผู้อำนวยการ	1
เจ้าหน้าที่อาวุโส	2

4.2.2 ผลจากการสัมภาษณ์แบบเจาะลึกเกี่ยวกับแนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทยของผู้เชี่ยวชาญ 5 ราย

ผู้ให้ข้อมูลแสดงความคิดเห็นต่อธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย แยกย่อยเป็น 4 หัวข้อดังนี้

หัวข้อที่ 1 เหตุใดภาครัฐจึงไม่นิยมนำธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้ในการระดมทุนของโครงการภาครัฐที่มีความจำเป็นแต่ไม่มีงบประมาณเพียงพอ ทั้งที่เป็นวิธีการระดมทุนที่มีต้นทุนต่ำและไม่ต้องพึ่งพางบประมาณแผ่นดิน

- ภาครัฐคุ้นเคยการระดมทุนด้วยวิธีที่เคยใช้ เช่น การออกพันธบัตรรัฐบาล การออกหุ้นกู้ หรือ การขอเงินผ่านกระทรวงการคลัง เป็นต้น
- หลายน หน่วยงานมองว่ากระบวนการของธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ มีความยุ่งยากกว่าการระดมทุนวิธีอื่น ๆ จากกฎเกณฑ์ทางกฎหมาย

- บางหน่วยงานของภาครัฐไม่ได้รับการโปรโมทให้รู้จักกับธุรกรรมให้มากพอ ทำให้ไม่รู้จักธุรกรรม รวมถึงไม่ทราบถึงขั้นตอนกระบวนการของการทำธุรกรรม จึงทำให้ไม่นำวิธีการระดมทุนวิธีนี้ไปใช้
- บางหน่วยงานของภาครัฐไม่มีความสามารถมากเพียงพอในการจัดหาผลประโยชน์จากทรัพย์สิน เมื่อถึงขั้นตอนการศึกษาความเป็นไปได้ทางการเงินจะพบว่าธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไม่เหมาะกับโครงการลงทุนนั้น ๆ

หัวข้อที่ 2 ธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มีปัญหาและอุปสรรคใดบ้าง

- ไม่สามารถนำธุรกรรมไปใช้กับโครงการลงทุนทุกโครงการของภาครัฐ แต่ใช้ได้เฉพาะโครงการที่สามารถสร้างผลกำไรจากตัวโครงการนั้น ๆ เองได้ หรือ เป็นโครงการที่มีรายรับสม่ำเสมออย่างต่อเนื่อง
- การใช้เวลาในการศึกษาโครงการยาวนาน ซึ่งส่วนมากโครงการที่จะนำธุรกรรมไปใช้ จะเป็นโครงการขนาดใหญ่ที่ต้องระดมทุนจำนวนมาก จึงจำเป็นต้องใช้ระยะเวลาในการศึกษาโครงการนาน และเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงคณะทำงานของภาครัฐในรัฐบาลแต่ละสมัย โครงการที่ทำการศึกษามากก็เกิดการหยุดชะงักลง
- เมื่อเปลี่ยนรัฐบาล นโยบายทางการเงินก็อาจเปลี่ยนแปลงไปด้วย ซึ่งส่งผลต่อความสามารถในการบริหารทรัพย์สิน และส่งผลต่อความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน
- ภาครัฐไม่ค่อยมองในแง่ของการนำทรัพยากรที่มีไปใช้ให้เกิดประโยชน์สูงสุดอย่างแท้จริง มีการเอื้อประโยชน์ให้กับบางกลุ่ม บางธุรกิจ
- ภาครัฐไม่ได้เป็นมืออาชีพด้านการบริหารจัดการทรัพย์สิน หากนำอสังหาริมทรัพย์ประเภทอาคารไปทำธุรกรรมแปลงเป็นหลักทรัพย์ อาจทำให้ตัวอาคารดูไม่มีมูลค่า และไม่ดึงดูดผู้เช่าเท่าที่ควร ซึ่งมีผลทำให้รายรับจากค่าเช่าอาคารไม่เป็นไปตามคาดการณ์ ดังนั้น ควรให้มืออาชีพมาบริหารจัดการอาคารจะส่งผลดีต่อมูลค่าอาคารและรายรับที่สม่ำเสมอในระยะยาว
- แม้ในทางกฎหมายจะมีการกำหนดให้สามารถจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจในรูปแบบทรัสต์ ซึ่งจะสะดวกและรวดเร็วกว่าการจัดตั้งในรูปแบบนิติบุคคลในรูปบริษัท แต่ในทางปฏิบัติสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ยังอยู่ในขั้นตอนการดำเนินการออกระเบียบแนวทางปฏิบัติ ซึ่งหากก.ล.ต.ยังไม่ประกาศแนวทางปฏิบัติ ก็จะไม่สามารถจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจในรูปแบบทรัสต์ได้

หัวข้อที่ 3 ปัจจัยใดบ้างที่เอื้อต่อการนำธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้

- การนำธุรกรรมมาใช้มีประโยชน์ต่อประเทศไทย เพราะไม่ต้องก่อกวนนี้สาธารณะ
- เนื่องจากภาครัฐเป็นผู้ออกตราสารจากธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ จึงทำให้หลักทรัพย์ที่ออกมาขายในตลาดมีอันดับเครดิตอยู่ในระดับสูง คือ มีความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์สูงและมีความเสี่ยงต่ำ
- มีกฎหมายคุ้มครองผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกโดยธุรกรรมในกรณีที่ Originator ล้มละลาย ทำให้ผู้ลงทุนมีความเสี่ยงต่ำเทียบเท่าความเสี่ยงของพันธบัตรรัฐบาล แต่ได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่า
- มีการแก้ไขกฎหมายที่เอื้อต่อการนำธุรกรรมไปใช้มากขึ้น ทำให้ในอนาคตมีโอกาสที่ภาครัฐจะนำธุรกรรมไปใช้เพื่อระดมทุนในอีกหลายโครงการที่จำเป็นต่อการพัฒนาประเทศ
- การโอนสินทรัพย์ภายใต้ธุรกรรม ไม่ต้องเสียภาษี ทำให้มีต้นทุนทางการเงินต่ำ
- ขั้นตอนการจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อโอนสินทรัพย์จนถึงกระบวนการออกหลักทรัพย์ไม่ได้มีความยุ่งยากซับซ้อน และใช้เวลาไม่นาน ทำให้ภาครัฐสามารถระดมทุนเพื่อพัฒนาโครงการต่าง ๆ ได้รวดเร็ว เพียงแต่อาจจะมีผู้ที่เข้าใจในกระบวนการของธุรกรรมไม่มาก ทำให้เข้าใจผิดไปว่ากระบวนการมีความซับซ้อน
- มีความคล่องตัวต่อการลงทุนภาครัฐมากกว่าหากนำธุรกรรมมาใช้ เนื่องจากไม่ต้องเสียเวลาขออนุมัติตามขั้นตอนกระบวนการ ซึ่งต้องทำเรื่องของบ เมื่อขออนุมัติก็ต้องเข้าสู่กระบวนการจัดซื้อจัดจ้างซึ่งใช้ระยะเวลานาน บางโครงการอาจจะนานเป็นปี ทำให้เสียเวลาในการพัฒนาต่าง ๆ แต่หากใช้ธุรกรรม ก็สามารถระดมทุนได้รวดเร็ว เพราะมีกระบวนการที่สั้นกว่า

หัวข้อที่ 4 ข้อเสนอแนะต่อแนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย

- ควรมีการนำธุรกรรมไปใช้ให้มากขึ้น เพราะส่งผลดีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย อันจะนำมาซึ่งความสมบูรณ์มากขึ้นของตลาด (Market Completeness) และความมีประสิทธิภาพที่สูงขึ้นของตลาด (Market Efficiency)
- ภาครัฐอาจนำธุรกรรมไปใช้ระดมทุนร่วมกับการดึงภาคเอกชนเข้ามามีส่วนร่วมในการลงทุน โดยภาครัฐใช้แต่เพียงสิทธิในที่ดินในการแปลงเป็นหลักทรัพย์ ส่วนภาคเอกชนก็ไปลงทุนในส่วนอื่นที่ต้องใช้เม็ดเงินลงทุน ทั้งนี้ภาครัฐต้องประเมินมูลค่าของทรัพย์สินที่มีให้ใกล้เคียงกับความเป็นจริงที่สุด เพื่อไม่ให้เกิดการเสียประโยชน์ที่ภาครัฐควรจะได้รับ

- ควรมีการโปรโมทธุรกรรมให้เป็นที่รู้จักให้มากขึ้น เพื่อภาครัฐจะได้นำวิธีการระดมทุนรูปแบบนี้ไปใช้ในทางปฏิบัติมากยิ่งขึ้น
- ต้องระมัดระวังในการประมาณการณ์รายได้ที่คาดว่าจะได้รับให้สอดคล้องกับความเป็นจริง
- ภาครัฐควรมีการกำหนดเงื่อนไขต่าง ๆ ของโครงการให้มีความยืดหยุ่นและเหมาะสม เพื่อที่จะสามารถบริหารจัดการความเสี่ยงให้อยู่ในระดับที่ยอมรับได้
- ผลประโยชน์ที่จะได้รับจากโครงการต้องมีความน่าสนใจต่อผู้ลงทุน และผู้บริหารโครงการ ควรมีความสามารถในการบริหารโครงการให้ผู้ลงทุนได้รับผลประโยชน์ตามที่ได้ตกลงกันได้



บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่องแนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อ

- 5.1 ศึกษาองค์ประกอบของธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์
- 5.2 ศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยที่เอื้ออำนวยและที่เป็นอุปสรรคต่อการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย และกรณีศึกษาต่างประเทศ
- 5.3 นำเสนอแนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้เป็นเครื่องมือในการระดมทุนในโครงการลงทุนภาครัฐ เพื่อผลได้ทางเศรษฐกิจ สังคม

5.1 องค์ประกอบของธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

5.1.1 เจ้าของอสังหาริมทรัพย์เดิม หรือ ผู้ขายอสังหาริมทรัพย์ (Originator/Seller)

ด้วยแผนยุทธศาสตร์การพัฒนาระบบราชการไทยที่ต้องการบริหารจัดการสินทรัพย์ของราชการเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุด ใช้ทรัพยากรได้อย่างคุ้มค่า ลดความสูญเสียสิ้นเปลือง และเปล่าประโยชน์ สามารถลดต้นทุนค่าใช้จ่ายโดยรวม มีต้นทุนที่ต่ำลง ซึ่งสอดคล้องกับการนำธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้ในการระดมทุนเพื่อพัฒนาศักยภาพของประเทศ เพราะไม่ก่อหนี้สาธารณะ และมีต้นทุนการระดมที่ต่ำ เพราะได้รับการยกเว้นค่าธรรมเนียมการโอนสินทรัพย์ (ได้แก่ ภาษีมูลค่าเพิ่ม ภาษีธุรกิจเฉพาะ และอากรแสตมป์) และการเปลี่ยนแปลงรายการทางทะเบียนที่เกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ ทรัพย์สิน และหลักประกันของทรัพย์สิน เพื่อให้ในทางปฏิบัติการระดมทุนด้วยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มีต้นทุนการทำธุรกรรมที่น้อยกว่าการใช้สินเชื่อจากสถาบันการเงิน อีกทั้งสามารถระดมทุนได้รวดเร็ว เพราะมีกระบวนการที่สั้นกว่ากระบวนการจัดซื้อจัดจ้างแบบปกติ

การเพิ่มบทคุ้มครองผู้ลงทุนไม่ให้ถูกรบกวนจากการล้มละลายของ Originator หากมีการโอนสินทรัพย์ในช่วงก่อนการล้มละลายด้วยมูลค่าที่สมเหตุสมผล ยกเลิกบุริมสิทธิของผู้ถือหุ้นกู้ที่ออกโดยนิติบุคคลเฉพาะกิจ เพื่อให้เกิดความเท่าเทียมกันในการได้รับชำระหนี้ของผู้เกี่ยวข้อง เพื่อให้เจ้าหนี้อื่น ๆ เช่น สถาบันการเงินที่ทำหน้าที่ในการให้สภาพคล่อง มีแรงจูงใจที่จะเข้าร่วมในธุรกรรม ยกเลิกเหตุที่ทำให้นิติบุคคลเฉพาะกิจสิ้นสุดลงกรณีที่นิติบุคคลเฉพาะกิจไม่รับโอนสินทรัพย์ หรือไม่ออกหลักทรัพย์จำหน่ายแก่ผู้ลงทุนตามโครงการภายในหกเดือน ซึ่งทำให้เกิดปัญหาในทาง

ปฏิบัติ เหล่านี้ล้วนส่งผลให้การทำธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มีโอกาสประสบผลสำเร็จในทางปฏิบัติมากยิ่งขึ้น

5.1.2 นิติบุคคลเฉพาะกิจ (SPV)

การทำธุรกรรมผ่าน SPV มีผลดีต่อนักลงทุน คือ ผู้ลงทุนจะไม่ได้รับผลกระทบหาก Originator ล้มละลาย ทำให้ไม่ต้องแบกรับความเสี่ยงในการดำเนินกิจการต่าง ๆ ของ Originator ซึ่งแตกต่างจากการลงทุนในหุ้นทั่วไปซึ่งผู้ลงทุนจะได้รับความเสียหายในกรณีที่ผู้ออกหุ้นกู้ล้มละลาย นอกจากนี้ นิติบุคคลเฉพาะกิจจะเลิกบริษัทได้ต่อเมื่อนิติบุคคลเฉพาะกิจได้ชำระหนี้ให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์ครบถ้วนแล้ว

ขั้นตอนการจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจในรูปแบบบริษัทเพื่อโอนสินทรัพย์จนถึงกระบวนการออกหลักทรัพย์ ไม่ได้มีความยุ่งยากซับซ้อน และใช้เวลาไม่นาน ทำให้ภาครัฐสามารถระดมทุนเพื่อพัฒนาโครงการต่าง ๆ ได้รวดเร็ว เพียงแต่อาจจะมีผู้ที่เข้าใจในกระบวนการของธุรกรรมไม่มาก

แม้ในทางกฎหมายจะมีการกำหนดให้สามารถจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจในรูปแบบทรัสต์ได้ซึ่งสะดวกและรวดเร็วกว่าการจัดตั้งในรูปแบบนิติบุคคลเพราะทำในรูปแบบของสัญญา แต่ในทางปฏิบัติสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) กลับยังอยู่ในขั้นตอนการดำเนินการออกระเบียบแนวทางปฏิบัติ ซึ่งหากก.ล.ต.ยังไม่ประกาศแนวทางปฏิบัติ ก็จะไม่สามารถจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจในรูปแบบทรัสต์ได้

5.1.3 ทรสารและความน่าเชื่อถือ (Credit Enhancement) ของทรสาร

การจะทำให้หลักทรัพย์ที่แปลงจากอสังหาริมทรัพย์หรือหุ้นกู้ของโครงการมีความน่าเชื่อถือสูง หุ้นกู้ต้องมีความเสี่ยงที่จะไม่ชำระเงินตามกำหนดในระดับต่ำ และมีความมั่นคงทางการเงินในระดับสูง ซึ่งภาครัฐเองเป็นผู้ออกตราสารจากธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ จึงทำให้หลักทรัพย์ที่ออกมาขายในตลาดมีอันดับเครดิตอยู่ในระดับสูง คือ มีความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์สูงและมีความเสี่ยงต่ำ แต่การออกหุ้นกู้โดยกำหนดอัตราดอกเบี้ยไว้สูงเพื่อจูงใจนักลงทุนและสร้างเงื่อนไขที่คุ้มครองผู้ลงทุนมากเกินไป แม้ต้องการสร้างแรงจูงใจให้กับนักลงทุนแต่ก็เป็นต้นทุนแฝงของการดำเนินโครงการ

5.1.4 ที่ปรึกษาด้านต่าง ๆ (Adviser of the Program)

จากกรณีโครงการศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ ต้นทุนในการดำเนินโครงการในส่วนของโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ มีค่าใช้จ่ายการว่าจ้าง Third Party จำนวนมาก ซึ่งค่าใช้จ่ายส่วนนี้อาจจะกระทบกับต้นทุนของโครงการได้หากมีมากเกินไป ดังนั้นควรตั้งค่าใช้จ่ายในส่วนนี้ให้เหมาะสมอยู่ในเกณฑ์มาตรฐานเมื่อเทียบกับการระดมทุนด้วยวิธีอื่น ๆ

5.1.5 ผู้แทนผู้ถือหุ้น (Bondholder's Representative)

การออกเสนอขายตราสารหนี้หรือหุ้นกู้ให้แก่ประชาชนทั่วไป กฎหมายกำหนดให้จะต้องมีการแต่งตั้งผู้แทนผู้ถือตราสารหนี้หรือหุ้นกู้ โดยผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้จะต้องมีคุณสมบัติเป็นสถาบันการเงินที่มีความมั่นคง และไม่มีผลประโยชน์ขัดแย้งต่อการทำหน้าที่ดังกล่าว โดยหน้าที่หลัก ๆ ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ประกอบด้วย การดูแลผลประโยชน์ทั่วไปให้กับนักลงทุน และติดตามให้ Originator/SPV ทำตามเงื่อนไขต่าง ๆ ในสัญญา ซึ่งเป็นไปตามขั้นตอนระเบียบของกฎหมายที่ได้กำหนดไว้

5.1.6 ผู้รับประกันการจำหน่าย (Underwriter)

ชื่อเสียงของ Underwriter สามารถเป็นตัวแปรที่รับรองคุณภาพของหุ้น IPO ในระยะยาว และทำให้การลงทุนในหุ้นกลุ่มนี้ได้ผลตอบแทนเป็นบวกและคุ้มค่ากับความเสียงของหุ้น (นนทินี วิทยเลิศปัญญา, 2553) ดังนั้น การเลือก Underwriter ที่จะมาเป็นตัวแทนในการออกหุ้นกู้จำหน่ายให้แก่นักลงทุน และให้คำแนะนำต่อ Originator เกี่ยวกับการจัดโครงสร้าง การกำหนดราคา เพื่อให้หุ้นกูดังกล่าวเป็นที่น่าสนใจแก่นักลงทุน จึงควรเลือก Underwriter ที่มีชื่อเสียงเป็นที่ยอมรับ

5.1.7 ผู้จัดการดูแลทรัพย์สิน (Trustee)

มีหน้าที่ดูแลผลประโยชน์ของผู้ลงทุน บริหารจัดการ SPV และจัดการธุรกรรมต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นในกระบวนการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยทรัสต์ต้องได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจทรัสต์จากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

5.2 ปัจจัยที่เอื้ออำนวยและที่เป็นอุปสรรคต่อการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย และกรณีศึกษาต่างประเทศ

5.2.1 ปัจจัยที่เอื้ออำนวยต่อการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย

ปัจจัยที่เอื้ออำนวยต่อการนำธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย คือ เป็นวิธีการระดมทุนที่มีต้นทุนต่ำ เพราะได้รับการยกเว้นค่าธรรมเนียมการโอนสินทรัพย์ ได้แก่ ภาษีมูลค่าเพิ่ม ภาษีธุรกิจเฉพาะ และอากรแสตมป์ และการเปลี่ยนแปลงรายการทางทะเบียนที่เกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ ทรัพย์สิน และหลักประกันของทรัพย์สิน อีกทั้งยังสามารถระดมทุนได้รวดเร็ว เพราะมีกระบวนการที่สั้นกว่าวิธีการของบจากส่วนกลาง และมีการแก้ไขกฎหมายที่เอื้อต่อการนำธุรกรรมไปใช้มากขึ้น รวมทั้งธุรกรรมไม่ก่อให้เกิดหนี้สาธารณะ ทำให้ในอนาคตมีโอกาสที่ภาครัฐจะนำธุรกรรมไปใช้เพื่อระดมทุนในอีกหลายโครงการที่จำเป็นต่อการพัฒนาประเทศ

หลักทรัพย์ที่ได้จากการแปลงอสังหาริมทรัพย์ก็มีความน่าเชื่อถือสูง มีความเสี่ยงต่ำ และยังมีกฎหมายคุ้มครองผู้ลงทุนไม่ให้ถูกรบกวนจากการล้มละลายของ Originator และนิติบุคคลเฉพาะกิจหรือ SPV จะเลิกบริษัทก็ต่อเมื่อได้ชำระหนี้ให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์ครบถ้วนแล้ว ซึ่งส่งผลดีต่อการระดมทุนเพราะผู้ลงทุนจะมีความสนใจหลักทรัพย์จากธุรกรรม ทำให้การระดมทุนเป็นผลสำเร็จ

5.2.2 อุปสรรคต่อการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย

อุปสรรคที่ส่งผลต่อการนำธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ คือ การที่ภาครัฐไม่ค่อยนำทรัพยากรที่มีไปใช้ให้เกิดประโยชน์สูงสุดอย่างแท้จริง มีการเอื้อประโยชน์ให้กับบางกลุ่ม บางธุรกิจ รวมไปถึงเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงคณะทำงานของภาครัฐในรัฐบาลแต่ละสมัย ก็จะมีการเปลี่ยนแปลงนโยบาย หรือหยุดชะงักโครงการที่กำลังอยู่ในระหว่างการศึกษา ทำให้เสียเวลาเสียทรัพยากรไปโดยเปล่าประโยชน์ ซึ่งจะส่งผลต่อความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน

นอกจากนี้ ธุรกรรมมีข้อจำกัด คือ จะใช้ได้เฉพาะโครงการที่สามารถสร้างผลกำไรจากตัวโครงการนั้น ๆ เองได้ หรือ เป็นโครงการที่มีรายรับสม่ำเสมออย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้ ภาครัฐไม่ได้เป็นมืออาชีพด้านการบริหารจัดการทรัพย์สิน หากนำอสังหาริมทรัพย์ประเภทอาคารไปทำธุรกรรมแปลงเป็นหลักทรัพย์ อาจทำให้ตัวอาคารดูไม่มีมูลค่า และไม่ดึงดูดผู้เช่าเท่าที่ควร ซึ่งมีผล

ทำให้รายรับจากค่าเช่าอาคารไม่เป็นไปตามคาดการณ์ ดังนั้น ควรให้มืออาชีพมาบริหารจัดการอาคาร จะส่งผลดีต่อมูลค่าอาคารและรายรับที่สม่ำเสมอในระยะยาว

5.2.3 กรณีศึกษาต่างประเทศ

กรณีศึกษาของรัฐบาลประเทศอิตาลีที่นำธุรกรรมมาใช้โดยการนำค่าวงกตกองทุน ประกันสังคมมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ โดยมีเป้าหมายเพื่อลดการขาดดุลงบประมาณที่ประสบผลสำเร็จ ในการขายหลักทรัพย์ในหมู่นักลงทุน และลดการขาดดุลงบประมาณของประเทศได้

รัฐบาลอิตาลีมีการนำธุรกรรมไปใช้โดยแปลงรายได้ค่าผ่านทางเป็นหลักทรัพย์ จากภาวะขาดดุลของประเทศเช่นเดียวกับรัฐบาลอิตาลี โดยรัฐบาลอิตาลีมีหนี้สาธารณะอยู่ที่ 82% ของ GDP ในปี 2558 ซึ่งทำให้ยากต่อการตอบสนองความต้องการที่เพิ่มขึ้นในโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ ในขณะที่การกู้ยืมเงินสถาบันการเงินไม่สอดคล้องกับความต้องการระยะยาวของรัฐบาล การแปลงรายได้ค่าผ่านทางเป็นหลักทรัพย์จึงช่วยลดปัญหาในการจัดหาเงินทุนเพื่อสร้างถนนได้อย่างมาก หากสามารถเรียกเก็บค่าผ่านทางได้สอดคล้องกับที่ประมาณการณ์ไว้ ไม่เพียงแต่มีต้นทุนของเงินลงทุนที่ต่ำลง แต่ยังสามารถถ่ายโอนความเสี่ยงให้กับนักลงทุนผ่านตราสารอีกด้วย ทั้งนี้รัฐบาลอิตาลีระดมทุนในรูปแบบทรัสต์เมื่อวันที่ 3 พฤษภาคม 2560 ที่ผ่านมา และประสบผลสำเร็จด้วยดี

5.3 แนวทางในการนำการแปลงสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้เป็นเครื่องมือในการระดมทุนในโครงการลงทุนภาครัฐ เพื่อผลได้ทางเศรษฐกิจ สังคม

ควรมีการนำธุรกรรมไปใช้ให้มากขึ้น ด้วยการโปรโมทธุรกรรมให้เป็นที่รู้จัก เพื่อหน่วยงานภาครัฐจะได้นำวิธีการระดมทุนรูปแบบนี้ไปใช้ในทางปฏิบัติมากยิ่งขึ้น เพราะธุรกรรมส่งผลดีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย อันจะนำมาซึ่งความสมบูรณ์มากขึ้นของตลาด (Market Completeness) และความมีประสิทธิภาพที่สูงขึ้นของตลาด (Market Efficiency) ทั้งนี้ภาครัฐอาจนำธุรกรรมไปใช้ระดมทุนร่วมกับการดึงภาคเอกชนเข้ามามีส่วนร่วมในการลงทุน โดยภาครัฐใช้แต่เพียงสิทธิในที่ดินในการแปลงเป็นหลักทรัพย์ ส่วนภาคเอกชนก็ไปลงทุนในส่วนอื่นที่ต้องใช้เม็ดเงินลงทุน ทั้งนี้ภาครัฐต้องประเมินมูลค่าของทรัพย์สินที่มีให้ใกล้เคียงกับความเป็นจริงที่สุด เพื่อไม่ให้เกิดการเสียประโยชน์ที่ภาครัฐควรจะได้รับแต่ก็ต้องระมัดระวังในการประมาณการณ์รายได้ที่คาดว่าจะได้รับให้สอดคล้องกับความเป็นจริงด้วย และควรมีการกำหนดเงื่อนไขต่าง ๆ ของโครงการให้มีความยืดหยุ่นและเหมาะสม เพื่อที่จะสามารถบริหารจัดการความเสี่ยงให้อยู่ในระดับที่ยอมรับได้ ทั้งนี้ผลประโยชน์ที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากโครงการก็ต้องมีความน่าสนใจมากเพียงพอ จึงจะทำให้การระดมทุนด้วยวิธีนี้เป็นผลสำเร็จ

ข้อจำกัดของการวิจัย

ผู้ที่มีความเชี่ยวชาญในเรื่องการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทยมีจำนวนน้อย ทำให้ผู้ศึกษารวบรวมข้อมูลจากการสัมภาษณ์เชิงลึกจากผู้เชี่ยวชาญเพียง 5 ราย นอกจากนี้ ผู้เชี่ยวชาญแต่ละรายมักมีตำแหน่งระดับสูงในองค์กรทำให้บางรายที่ผู้ศึกษาได้ทำการติดต่อขอสัมภาษณ์ไปไม่สามารถให้สัมภาษณ์ได้ ทำให้อาจจะไม่ได้รับข้อมูลในมุมมองของผู้เชี่ยวชาญท่านนั้น ซึ่งอาจจะมีประโยชน์ต่อการศึกษานี้ นอกจากนี้ กรณีศึกษาของธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่หน่วยงานภาครัฐเคยมีการนำมาใช้ในการระดมทุนในประเทศไทย มีเพียงโครงการศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ ที่ผู้ศึกษาจะได้ข้อสังเกต ปัญหาและอุปสรรคที่เกิดจากโครงการที่นำธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้จริง

ข้อเสนอแนะจากการวิจัย

จากการศึกษาเรื่องแนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย ผู้ศึกษาได้สรุปข้อเสนอแนะ ดังนี้

(1) องค์ประกอบของธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

มีความเห็นว่า จากการที่มีการออกเป็นบทบัญญัติในทางกฎหมายให้สามารถจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจในรูปแบบทรัสต์ได้ ในทางปฏิบัติ หน่วยงานที่เกี่ยวข้องควรริบดำเนินการออกระเบียบแนวทางปฏิบัติให้ทันกับตัวบทกฎหมาย เพื่อสามารถปฏิบัติได้จริง เนื่องจากการจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจในรูปแบบทรัสต์นั้นสามารถทำได้สะดวกรวดเร็วกว่าการจัดตั้งนิติบุคคลในรูปแบบบริษัท เพราะทำได้ด้วยสัญญา

(2) ปัจจัยที่เอื้ออำนวยและที่เป็นอุปสรรคต่อการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย และกรณีศึกษาต่างประเทศ

การให้ SPV ซึ่งเป็นหน่วยงานของภาครัฐมาบริหารโครงการเอง บางครั้งอาจจะบริหารโครงการได้ไม่ดีเท่าภาคเอกชน ควรจ้างเอกชนที่เป็นมืออาชีพเฉพาะด้านนั้น ๆ เข้ามาบริหาร ในส่วนที่หน่วยงานรัฐเองไม่ถนัดอาจจะเหมาะสมกว่า เช่น ในส่วนของงานบริหารจัดการทรัพย์สินอาคารให้มีประสิทธิภาพ เป็นต้น ซึ่งระยะยาวจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าอสังหาริมทรัพย์ให้มีมูลค่าสูงและส่งผลต่ออัตราค่าเช่าและอัตราการเช่าสูงกว่าการใช้คนของหน่วยงานรัฐเองซึ่งไม่มีความถนัด

ควรมีการศึกษาการแปลงรายได้ค่าผ่านทางเป็นหลักทรัพย์ของรัฐบาลอินเดียในหลาย ๆ มิติ เนื่องจากประเทศไทยในขณะนี้มีความต้องการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ เช่นเดียวกับอินเดีย แม้ว่าระดับหนี้สาธารณะของประเทศไทยจะยังไม่สูงเท่ากับของอินเดียก็ตาม โดยอาจจะมุ่งเน้นไปที่การสร้างทางด่วนในเส้นทางต่างจังหวัดที่มีการเชื่อมต่อไปยังประเทศเพื่อนบ้านหรือเส้นทางที่มีความสำคัญต่อการเชื่อมโยงการคมนาคมทางราง ทางน้ำ และทางอากาศ ซึ่งต้องใช้งบประมาณสูง หากสามารถนำธุรกรรมไปใช้ได้ก็จะส่งผลดีต่อการพัฒนาศักยภาพของประเทศไทย

(3) แนวทางการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้เป็นเครื่องมือในการระดมทุนในโครงการลงทุนภาครัฐ เพื่อผลได้ทางเศรษฐกิจ สังคม

ธุรกรรมมีข้อดีต่อการพัฒนาศักยภาพของประเทศไทยในหลาย ๆ ด้าน เช่น มีต้นทุนต่ำเพราะได้รับการยกเว้นค่าธรรมเนียมการโอนสินทรัพย์ และมีกระบวนการที่รวดเร็วกว่าการขอรับจากส่วนกลาง อีกทั้งยังไม่ก่อหนี้สาธารณะ เพียงแต่หลาย ๆ หน่วยงานอาจจะยังไม่คุ้นเคยกับการระดมทุนด้วยวิธีนี้ หรือเข้าใจไปว่ากระบวนการมีความซับซ้อน ดังนั้นจึงควรมีการโปรโมทธุรกรรมให้เป็นที่รู้จักในทุก ๆ หน่วยงานที่มีโอกาสจะนำธุรกรรมนี้ไปใช้ เช่น การเคหะแห่งชาติ การรถไฟแห่งประเทศไทย กรมทางหลวง เป็นต้น

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป

จากการศึกษาเรื่องแนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทยในครั้งนี้ มีข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาค้างต่อไป ดังนี้

- (1) ควรศึกษาวิจัยในลักษณะของการเปรียบเทียบรูปแบบการระดมทุนของโครงการลงทุนภาครัฐด้วยวิธีต่าง ๆ เช่น การร่วมทุนระหว่างภาครัฐ-ภาคเอกชน การตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ การขอรับจากส่วนกลาง เป็นต้น ทั้งในส่วนที่เป็นต้นทุนของเงินลงทุน ปัญหาและอุปสรรค รวมถึงประโยชน์ในด้านต่าง ๆ ต่อการพัฒนาศักยภาพของประเทศไทย
- (2) ควรศึกษารูปแบบของโครงการลงทุนที่เหมาะสมกับการนำธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้
- (3) ควรศึกษาการแปลงรายได้ค่าผ่านทางเป็นหลักทรัพย์ของรัฐบาลอินเดีย และหาแนวทางที่เหมาะสมในการนำมาใช้ในประเทศไทย

รายการอ้างอิง

หนังสือและบทความในหนังสือ

- ณัฐริรา เตชะหริวจิตร และคณะ. (2552). *การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)*. กรุงเทพมหานคร: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย
- นครเขตต์ สุทธิปริดา และคณะ. (2556). *แผนยุทธศาสตร์การพัฒนาระบบราชการไทย (พ.ศ. 2556 - พ.ศ. 2561)*. กรุงเทพมหานคร: สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาระบบราชการ (สำนักงาน ก.พ.ร.)
- ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 13/2552 เรื่อง การขออนุญาตและการอนุญาตให้เสนอขายหุ้นกู้ที่ออกใหม่ เพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์. (2552, 30 มีนาคม). *ราชกิจจานุเบกษา*. เล่ม 126 ตอนพิเศษ 47 ง. หน้า 105-123
- พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540. (2540, 28 มิถุนายน). *ราชกิจจานุเบกษา*. เล่ม 114 ตอนที่ 29 ก. หน้า 1-11
- พระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 พ.ศ. 2558. (2558, 26 มีนาคม). *ราชกิจจานุเบกษา*. เล่ม 132 ตอนที่ 21 ก. หน้า 61-68
- สุชาติ ศิริวัฒน์ และคณะ. (2558). *แนวทางการพัฒนาธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และการนำไปใช้ประโยชน์ในโครงการลงทุนภาครัฐเพื่อสังคมของกระทรวงการคลัง กรมธนารักษ์*. กรุงเทพฯ: สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง กระทรวงการคลัง
- Kothari, V. (2006). *Securitization: The Financial Instrument of the Future*. Singapore: John Wiley & Sons (Asia).

วิทยานิพนธ์

- นันทินี วิทยเลิศปัญญา. (2553). *บทบาทของตัวกลางและสัดส่วนนักลงทุนสถาบันต่อหุ้นสามัญเข้าใหม่ในตลาดหลักทรัพย์เพื่อทางเลือกในการลงทุน (MAI)*. (สารนิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.

สื่ออิเล็กทรอนิกส์

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. กระบวนการออกตราสารหนี้ และการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ.

สืบค้นเมื่อวันที่ 25 กันยายน 2560, จาก

https://www.set.or.th/th/products/listing/bond_listing_p2.html

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (27 เมษายน 2550). รู้จัก securitization ความรู้เบื้องต้นสำหรับเจ้าหน้าที่การตลาด. สืบค้นเมื่อวันที่ 25 กันยายน 2560, จาก

<https://www.set.or.th/th/news/download/files/2550/20070427Securitization.pdf>

ธนกร ลิ้มวิทย์ธราดล. (15 มีนาคม 2559). กองทุนโครงสร้างพื้นฐานเพื่ออนาคตประเทศไทย (Thailand Future Fund). สืบค้นเมื่อวันที่ 29 กันยายน 2560, จาก

<https://www.scbeic.com/th/detail/product/2097>

ฝ่ายกฎหมายและพัฒนา สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2556).

สรุปสาระสำคัญของการแก้ไขพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์. สืบค้นเมื่อวันที่ 21 กันยายน 2560, จาก

http://www.sec.or.th/TH/SECInfo/LawsRegulation/Documents/sum_amend_en_act2540_th.pdf

ฝ่ายพัฒนากฎเกณฑ์ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2556). ความรู้เกี่ยวกับทรัสต์. สืบค้นเมื่อวันที่ 19 กันยายน 2560, จาก

https://www.set.or.th/th/products/listing/files/Know_trusts.pdf

สำนักงบประมาณ สำนักนายกรัฐมนตรี. (27 ธันวาคม 2560). งบประมาณโดยสังเขป ฉบับปรับปรุงตามพระราชบัญญัติงบประมาณรายจ่ายประจำปีงบประมาณ พ.ศ.2561. สืบค้นเมื่อวันที่ 6 มกราคม 2561, จาก [http://www.bb.go.th/topic-](http://www.bb.go.th/topic-detail.php?id=7264&mid=311&catID=0)

[detail.php?id=7264&mid=311&catID=0](http://www.bb.go.th/topic-detail.php?id=7264&mid=311&catID=0)

สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ สำนักนายกรัฐมนตรี. (2535).

แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 7 (พ.ศ.2535-2539). สืบค้นเมื่อวันที่ 20

กันยายน 2560, จาก http://www.nesdb.go.th/ewt_dl_link.php?nid=3782

อัศวพงษ์ เวชยานนท์. (24 เมษายน 2555). ร่างพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ.๒๕๕๐ พ.ศ. สืบค้นเมื่อวันที่ 19 กันยายน 2560, จาก <https://www.gotoknow.org/posts/485906>

Amit Mudgill. (2017). IRB InvIT Fund opens today; here's what you need to know.

Retrieved January 6, 2018, from The Economic Times Web site:

<https://economictimes.indiatimes.com/markets/stocks/news/irb-inv-it-fund-opens-today-heres-what-you-need-to-know/articleshow/58489956.cms>





ภาคผนวก

แบบสัมภาษณ์

(ผู้เชี่ยวชาญด้านการทำธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์)

การศึกษา เรื่อง แนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย ได้มีการกำหนดวัตถุประสงค์ของการศึกษา คือ ศึกษาองค์ประกอบของธุรกรรมแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยที่เอื้ออำนวยและที่เป็นอุปสรรคต่อการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของการลงทุนภาครัฐในประเทศไทย และกรณีศึกษาต่างประเทศ และนำเสนอแนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้เป็นเครื่องมือในการระดมทุนในโครงการลงทุนภาครัฐ เพื่อผลได้ทางเศรษฐกิจสังคม จึงใคร่ขอความกรุณาท่านในการตอบคำถามในแบบสัมภาษณ์ ตามความคิดเห็นของท่าน ซึ่งคำตอบที่ได้จากท่านจะถูกนำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้เท่านั้น และข้าพเจ้าขอรับรองว่าข้อมูลของท่านจะไม่ถูกนำไปเผยแพร่ในวัตถุประสงค์อื่นใดนอกเหนือจากการศึกษาครั้งนี้

ขอแสดงความนับถือ

สุนันทา ตั้งอรุณฉาย

นักศึกษาปริญญาโท นวัตกรรมและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์
คณะสถาปัตยกรรมศาสตร์และการผังเมือง มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษา

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สุกุลพัฒน์ คุ้มไพศาล

ความคิดเห็นของผู้เชี่ยวชาญด้านธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

ส่วนที่ 1 ข้อมูลทั่วไป

1.1 เพศ ชาย หญิง

1.2 อายุ.....ปี

1.3 ตำแหน่ง.....

1.4 หน่วยงาน/บริษัท.....

ส่วนที่ 2 ความคิดเห็นต่อธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของโครงการลงทุน
ภาครัฐในประเทศไทย

2.1 ท่านคิดว่าเหตุใดภาครัฐจึงไม่นิยมนำธุรกรรมการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้ในการ
ระดมทุนของโครงการภาครัฐที่มีความจำเป็นแต่ไม่มีงบประมาณเพียงพอ ทั้งที่เป็นวิธีการระดมทุนที่มี
ต้นทุนต่ำและไม่ต้องพึ่งพางบประมาณแผ่นดิน

.....
.....
.....
.....
.....
.....

2.2 ท่านคิดว่าธุรกรรมฯมีปัญหาและอุปสรรคใดบ้างที่เป็นสาเหตุที่ทำให้ภาครัฐไม่นิยมนำไปใช้เป็น
เครื่องมือในการระดมทุน

.....
.....
.....
.....
.....
.....

2.3 ท่านคิดว่ามีปัจจัยใดบ้างที่เอื้อต่อการนำธุรกรรมฯไปใช้

.....

.....

.....

.....

.....

.....

2.4 ท่านมีข้อเสนอแนะต่อแนวทางในการนำการแปลงอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไปใช้ในโครงการลงทุนภาครัฐในประเทศไทยอย่างไรบ้าง

.....

.....

.....

.....

.....

.....

ผู้วิจัยขอขอบคุณท่านที่เสียเวลาอันมีค่าให้ความอนุเคราะห์ในการตอบคำถาม

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาวสุนันทา ตั้งอรุณฉาย
วันเดือนปีเกิด	15 ตุลาคม 2525
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2546: บริหารธุรกิจบัณฑิต (การตลาด) จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
ตำแหน่ง	กรรมการผู้จัดการ บริษัท ทราฟฟิก อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล เทรดิง จำกัด
ประสบการณ์ทำงาน	2547-ปัจจุบัน: กรรมการผู้จัดการ บริษัท ทราฟฟิก อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล เทรดิง จำกัด

