



นโยบาย Securitized Alternative Lending และความเป็นไปได้ในบริบทไทย

งานวิจัยโครงการ “ตลาดทุนของทุกคน”

จัดทำโดยมูลนิธิสถาบันอนาคตไทยศึกษา
กันยายน 2565



CMD F
Thailand Capital Market
Development Fund

โครงการภายใต้การสนับสนุนจากกองทุนส่งเสริมการพัฒนาลาดทุน

เล่มที่ 6



รายงานการศึกษา

เรื่อง

นโยบาย Securitized Alternative Lending และความเป็นไปได้ในบริบทไทย

โครงการตลาดทุนของทุกคน

(Capital Market OF All)

เสนอต่อ

กองทุนส่งเสริมการพัฒนาคตลาดทุน

(Capital Market Development Fund: CMDF)

โดย

มูลนิธิสถาบันอนาคตไทยศึกษา

(Thailand Future Foundation)

กันยายน 2565

กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยโครงการตลาดทุนของทุกคนสามารถดำเนินการจนประสบความสำเร็จลุล่วงไปด้วยดี เนื่องจากได้รับความอนุเคราะห์และสนับสนุนจาก คุณชนันต์ ชาญชัยณรงค์ และ ดร. ศรพล ตุลยะเสถียร ที่ได้กรุณาให้คำปรึกษา ความรู้ ข้อคิด ข้อเสนอแนะ และปรับปรุงแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ จนกระทั่งการวิจัยครั้งนี้สำเร็จเรียบร้อยด้วยดี ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ ที่นี้

ขอขอบคุณผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในตลาดทุนทุกท่านที่ได้สละเวลาอันมีค่ามาให้ความเห็น ทำกิจกรรม และออกแบบแนวทางนโยบายที่เหมาะสมในการทำวิจัยครั้งนี้

ขอขอบคุณเพื่อนร่วมงานทุกคนที่อำนวยความสะดวกและช่วยเหลือในการทำวิจัยครั้งนี้

ขอขอบคุณกองทุนส่งเสริมการพัฒนาด้านตลาดทุนที่ให้ความอนุเคราะห์สนับสนุนการจัดทำวิจัยครั้งนี้

สุดท้ายนี้ผู้วิจัยหวังว่างานวิจัยฉบับนี้คงเป็นประโยชน์สำหรับหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในตลาดทุนไทย และผู้ที่สนใจศึกษาต่อไป

ณภัทร จาตุศรีพิทักษ์
มูลนิธิสถาบันอนาคตไทยศึกษา
(Thailand Future Foundation)

คณะวิจัยหลัก

ดร.ณภัทร	จาคตุศรีพิทักษ์ (หัวหน้าโครงการ)
ณัฐพร	จาคตุศรีพิทักษ์
ธราธร	รัตนนฤมิตร
ประกาย	ธีระวัฒนากุล
ชยธร	เต็มอริยบุตร
ไท	วัฒนา
อิธิพัทธ์	ผลเพิ่ม
วัชรศักดิ์	ตุงคะเสน
หทัยภัทร	วินัยแพทย์
ณิชาพรรณ	อัสวสุรนาท
อภิวรรณ	ดวงกมลเมศ
กานต์กมล	สินเจริญ

สารบัญ

บทสรุปผู้บริหาร	1
รายงานการศึกษา เรื่อง	
นโยบาย Securitized Alternative Lending และความเป็นไปได้ในบริบทไทย.....	8
1. Alternative lending.....	8
1.1 ข้อจำกัดของอุตสาหกรรมการปล่อยกู้ในระบบการเงินดั้งเดิม	8
1.2 Alternative lending คืออะไร?	10
1.3 ที่มาของ Alternative Credit Score	11
1.4 ตัวอย่างความสำเร็จของแบบจำลอง.....	12
1.5 ตัวอย่างบริการ Alternative lending ในปัจจุบัน	14
1.6 ข้อจำกัดของ Alternative lending ในปัจจุบัน	15
2. องค์การรวบรวมข้อมูลทางเลือก.....	17
2.1 ตัวอย่างบริษัทรวบรวมข้อมูลทางเลือก.....	18
2.2 ตัวอย่างการปรับตัวของ Credit Reporting Agency ขนาดใหญ่	18
2.3 ขั้นตอนต่อไปสำหรับประเทศไทย	20
3. การสร้างตลาดสำหรับ Securitized Alternative lending	21
3.1 Securitization คืออะไร?	21
3.2 ประโยชน์ของ Securitization	25
3.3 ความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับ Securitization	27
3.4 หากเราต้องการนำ Securitization กลับมา เราต้องปรับเปลี่ยนอย่างไร	32
3.5 ทางเลือกของรูปแบบตลาดสำหรับ Securitized Alternative lending	41
4. Application อื่น ๆ ของ Securitization: ESG Bond	43
5. บทสรุป	46
บรรณานุกรม.....	48

สารบัญภาพ

ภาพที่ 1 การกระจุกตัวของสินเชื่อให้ผู้ประกอบการ SME.....	10
ภาพที่ 2 ขั้นตอนการทำงานของ LendingClub.....	11
ภาพที่ 3 ความน่าจะเป็นที่สินเชื่อไม่ถูกชำระตามกำหนดเกิน 60 วัน (delinquent)	13
ภาพที่ 4 กระบวนการ Securitization	23
ภาพที่ 5 การแบ่งขายหลักทรัพย์ตามลำดับความเสี่ยง	25
ภาพที่ 6 แผนผังของเครื่องมือที่จะช่วยสนับสนุนนักลงทุนในการศึกษาข้อมูลของหลักทรัพย์	35
ภาพที่ 7 ประเทศผู้นำด้าน Green Bond	44
ภาพที่ 8 การเติบโตของ ESG Bond ในประเทศไทย	45

บทสรุปผู้บริหาร

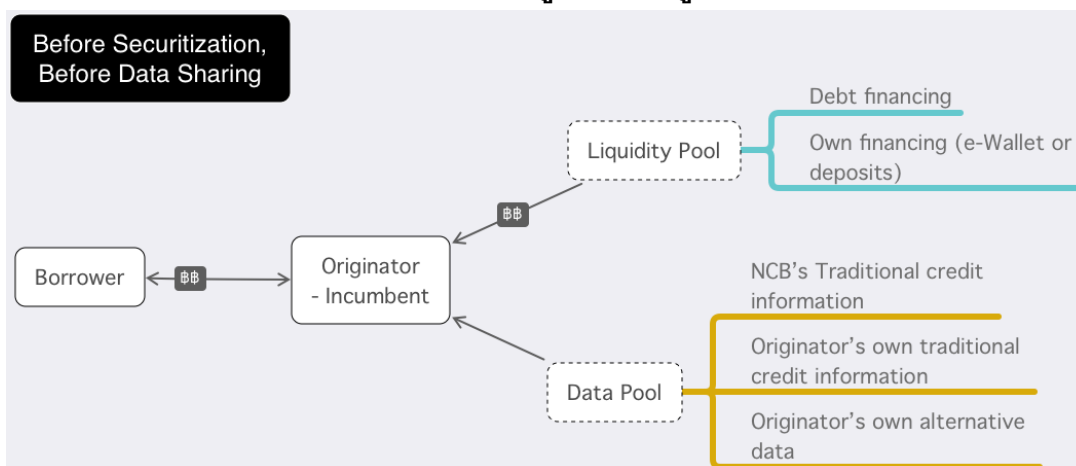
1. Alternative Lending คืออะไร และคืออะไร

Alternative Lending คือการให้สินเชื่อ โดยอาศัยข้อมูลทางเลือก (Alternative data) ในการช่วยตัดสินใจปล่อยกู้ ซึ่งปัจจุบันถูกมองว่าเป็นเครื่องมือที่ช่วยเพิ่มการเข้าถึงทางการเงิน เพราะผู้ให้กู้สามารถประเมินโอกาสที่ผู้กู้จะคืนเงินได้อย่างแม่นยำกว่าในอดีต ทำให้ผู้กู้กลุ่ม “Invisible Prime” หรือกลุ่มที่น่าเชื่อถือแต่ระบบเดิมไม่ทราบว่ามีเครดิต สามารถเข้าถึงเงินกู้ได้ในราคาถูก แม้ไม่มีประวัติการกู้หรือหลักประกัน

2. Securitized Alternative Lending คืออะไร และคืออะไร

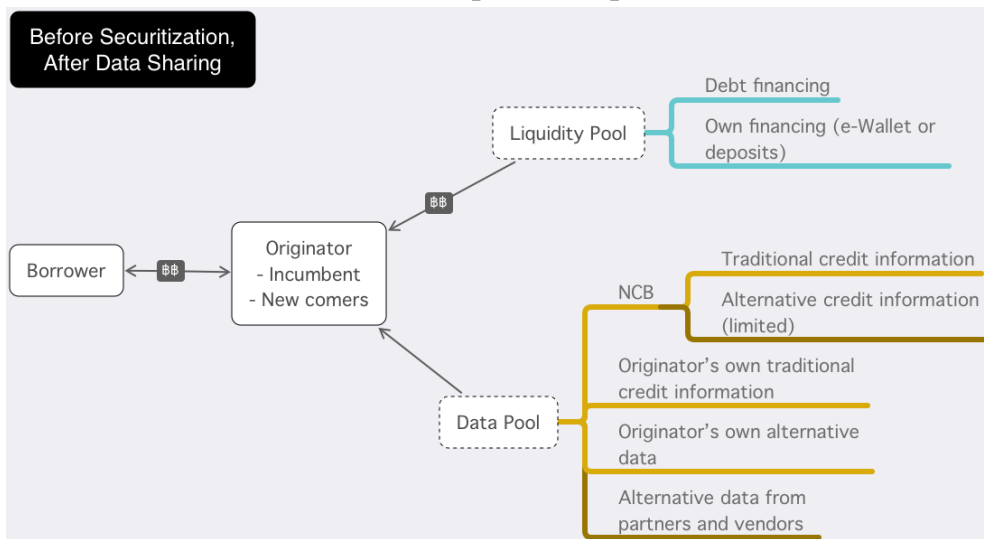
Securitized Alternative Lending คือการนำสินเชื่อของผู้กู้ที่ได้รับการพิจารณาให้กู้ผ่านข้อมูลทางเลือกมารวมกันและแบ่งขายเป็นหลักทรัพย์ให้กับนักลงทุน ภาพ ก แสดงแผนผังการทำงานในอุตสาหกรรม Alternative Lending แบบที่ไม่มี Securitization ซึ่งเป็นระบบที่ใช้อยู่ปัจจุบัน Originator หาเงินทุนเพื่อนำมาปล่อยกู้เองจากการกู้ยืมหรือจากบริการอื่นของบริษัทที่ทำหน้าที่ที่ธนาคาร ส่วนข้อมูลที่ใช้ประกอบการพิจารณาเป็นข้อมูลที่บริษัทเก็บได้เอง ประกอบกับข้อมูลเครดิตพื้นฐานจากเครดิตบูโร

ภาพ ก แผนผังการทำงานของ Alternative Lending โดยไม่มี Securitization
และไม่มีการแชร์ข้อมูลระหว่างผู้ให้บริการ



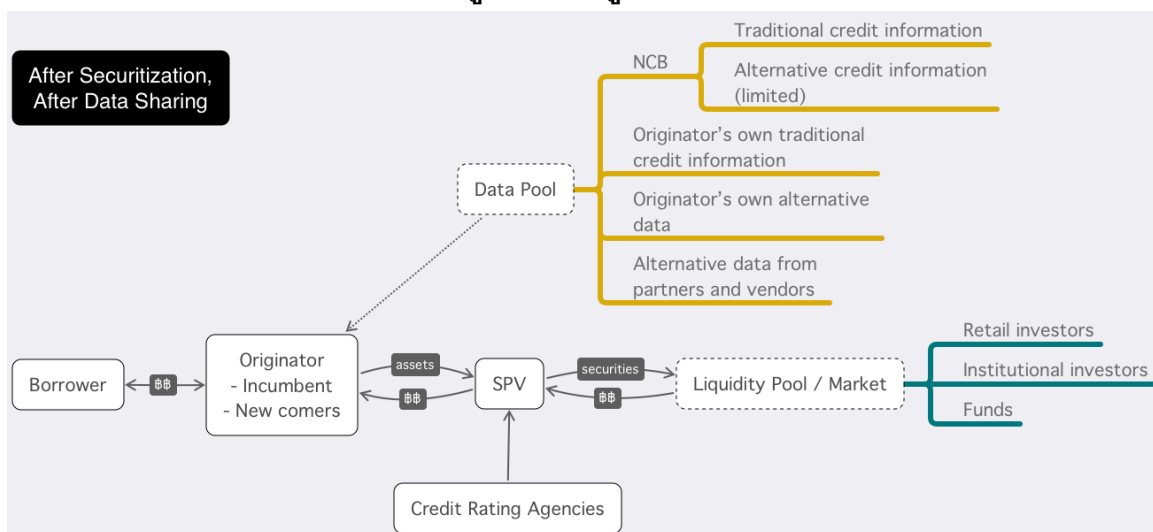
ภาพ ข เป็นแผนผังการทำงานแบบมีการแบ่งปันข้อมูลระหว่างผู้ให้บริการ Alternative Lending ด้วยกัน โดยมีแบบที่ทั้งผ่านและไม่ผ่านบริการตัวกลางของเครดิตบูโร ประเด็นที่แตกต่างจากภาพ ก ที่สำคัญ คือ ในแผนผังนี้ ผู้ประกอบการหน้าใหม่ที่แม้ไม่ได้เป็นผู้ให้บริการขนาดใหญ่ซึ่งมีคลังข้อมูลผู้บริโภคปริมาณมากเก็บไว้ แต่ยังพอมีช่องทางหาเงินทุนมาให้บริการ ก็มีโอกาสเข้ามาให้บริการและแข่งขันกับผู้เล่นเดิมได้

ภาพ ข แผนผังการทำงานของ Alternative Lending โดยไม่มี Securitization แต่มีการแชร์ข้อมูลระหว่างผู้ให้บริการ



สุดท้าย ภาพ ค เป็นแผนผังการทำงานที่มีทั้งการแบ่งปันข้อมูลระหว่างผู้ให้บริการ และ Securitization ในแผนผังนี้ Originator จะส่งสินเชื่อกออกไปให้ SPV จัดการแบ่งขายในรูปแบบหลักทรัพย์ให้กับตลาด ดังนั้นเงินทุนที่ปล่อยสินเชื่อจึงมาจากนักลงทุนทั้งรายใหญ่รายเล็ก ส่วน Originator จะเปลี่ยนบทบาทมาเป็นตัวกลาง และทำหน้าที่คัดเลือกผู้กู้ให้กับนักลงทุน เป็นเหมือน Information Broker แทน

แผนภาพ ค แผนผังการทำงานของ Alternative Lending โดยมี Securitization และมีการแชร์ข้อมูลระหว่างผู้ให้บริการ



ในภาพกว้าง Securitization เป็นการทำให้เกิดตลาด ทำให้การจับคู่ระหว่างนักลงทุนและผู้กู้เป็นไปได้อย่างมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น และขยายความครอบคลุมไปในวงกว้างขึ้น โดยไม่จำกัดอยู่ที่บริษัทที่มีข้อมูลผู้บริโภคและเงินทุน และจำกัดที่ลูกค้าของบริษัทนั้น ๆ ซึ่งเป็นการสร้าง Consumer และ Producer Surplus ให้แก่ระบบเศรษฐกิจในทางเศรษฐศาสตร์

➤ **ผู้เล่นแต่ละฝ่ายจะได้ประโยชน์อย่างไรจาก Securitized Alternative Lending**

- ผู้กู้จะสามารถเข้าถึงเงินทุนได้ง่ายขึ้น ในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลง โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับกลุ่ม “Invisible Prime” เพราะปริมาณและความครอบคลุมของผู้กู้จะขยายตัวเนื่องจาก
 - เงินทุนไม่ได้ถูกจำกัดอยู่ที่เงินที่บริษัทเจ้าของข้อมูลสามารถหามาลงทุนได้ แต่ขยายไปยังเงินที่มาจากกลุ่มนักลงทุนด้วย
 - Securitization เป็นเครื่องมือช่วยลดความเสี่ยงให้กับนักลงทุน ภายใต้ Risk Appetite เดิมของผู้ให้กู้ ผู้กู้ที่ความเสี่ยงสูงจะมีโอกาสได้กู้มากขึ้นหากมีกลไก Securitization
 - Originator จะถ่ายโอนความเสี่ยงจากสินเชื่อบางส่วนจากงบดุลของตนไปสู่ SPV ดังนั้น ภายใต้ระดับความเสี่ยงเท่าเดิม Originator จะมีสมรรถภาพในการปล่อยกู้สูงขึ้น และจะต้องการปล่อยกู้ในปริมาณสูงขึ้น
- นักลงทุนจะมีทางเลือกที่จะลงทุนใน Alternative Lending จากเดิมที่เข้าไม่ถึง โดยที่สามารถเลือกระดับความเสี่ยงที่ตนพอใจผ่านกลไก Securitization
 - Originator จะได้ประโยชน์จากการลดความเสี่ยงในงบดุล และจากการลดต้นทุนของเงินทุน ทั้งคู่มีผลช่วยให้ Originator สามารถขยายปริมาณการปล่อยกู้ และเพิ่มความครอบคลุมของฐานลูกค้า
- อย่างไรก็ตาม ประโยชน์ของ Securitization จะสูงกว่าในกรณีที่ Originator เป็นองค์กรที่ไม่ใช่ธนาคาร เพราะ Securitization จะช่วยสนับสนุนขั้นตอนการระดมทุนเพื่อนำมาปล่อยกู้แต่สำหรับองค์กรที่มีบทบาทเป็นธนาคารอยู่แล้ว ต้นทุนการเข้าถึงเงินทุนมีค่าต่ำเป็นทุนเดิม เพราะมีเงินออมจากลูกค้า ดังนั้น สำหรับบริษัทในกลุ่มนี้ประโยชน์ที่ได้จาก Securitization อาจไม่คุ้มกับ Profit Margin ที่ต้องถูกตัดแบ่งไปให้กับนักลงทุน ทำให้ Securitization ไม่น่าสนใจเท่ากับองค์กร Non-Bank

3. เพราะเหตุใด Securitized Alternative Lending จึงยังไม่เกิดขึ้น

แม้ว่า Securitized Alternative Lending จะมีประโยชน์ทั้งในภาพรวมและต่อแต่ละผู้เล่น แต่ประเทศไทยในปัจจุบันยังคงไม่ปรากฏตัวอย่างของ Originator ที่นำสินเชื่อจาก Alternative Lending ไป Securitize โดยคณะผู้วิจัยคิดเห็นว่ามีเหตุผลดังนี้

- ข้อมูลผู้บริโภคกระจุกอยู่ในมือของบริษัทขนาดใหญ่ผู้ให้บริการ Digital ในด้านต่าง ๆ และยังไม่มีการทำหน้าที่ย่อยรวมข้อมูลทางเลือกเหล่านี้มากระจายต่อให้กับบริษัทอื่นที่คิดทำธุรกิจ Alternative Lending โดยเฉพาะ ดังนั้น บริษัทที่จะมีโอกาสให้บริการเหล่านี้ได้จึงต้องเป็นยักษ์ใหญ่ที่มักไม่มีปัญหาสภาพคล่อง
- บริษัทเหล่านี้มักมีการให้บริการประหนึ่งเป็นองค์กรธนาคารควบรวมไว้ด้วย จนถึงเป็นธนาคารเองอย่างเต็มตัว ทำให้ Securitization ยังไม่ใช่กลยุทธ์ที่เหมาะสม เช่น บริษัท Robinhood และ AISCB มีธนาคารไทยพาณิชย์ซึ่งเป็นธนาคารเต็มตัวสนับสนุนเงินทุนอยู่ เป็นต้น

ดังนั้น หากไม่มีการผลักดันด้วยปัจจัยอื่น ๆ โอกาสที่ Originator รายใหญ่ที่กำลังครองตลาดอยู่นั้นเข้ามาดำเนินการ Securitization ด้วยตนเองจึงต่ำ ซึ่งหมายความว่า ผู้กู้จำนวนมากในระบบเศรษฐกิจจะเข้าถึงเงินกู้ไม่ได้ หรือเข้าถึงได้ด้วยอัตราดอกเบี้ยสูง ในขณะที่นักลงทุนก็จะสูญเสียโอกาสในการลงทุน และตลาด Alternative Lending ของประเทศไทยจะเติบโตได้ช้าลง

4. ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

ข้อเสนอแนะทางนโยบายแบ่งออกเป็นสองส่วน ได้แก่ 1) ส่วนของการสนับสนุนการแข่งขันในตลาด Alternative Lending และ 2) ส่วนของการวางรากฐานนโยบายและกฎเกณฑ์ให้พร้อมกำกับอุตสาหกรรม Securitized Alternative Lending

4.1 สนับสนุนการแข่งขัน เปิดโอกาสให้รายเล็กเข้ามากระตุ้นรายใหญ่ให้ตื่นตัว

อุตสาหกรรม Alternative Lending มีผู้ประกอบการอยู่ 3 ประเภท 1) ธุรกิจที่มีรายได้จากการค้าขายข้อมูลเครดิตทางเลือกแต่ไม่ปล่อยสินเชื่อ 2) ธุรกิจที่มีรายได้จากการปล่อยสินเชื่อหรือผลิตภัณฑ์ทางการเงินจากการวิเคราะห์ข้อมูลเครดิตทางเลือก และ 3) ธุรกิจที่สามารถทำได้ทั้งสองกิจกรรมข้างต้น

การสนับสนุนการแข่งขันในอุตสาหกรรม Alternative Lending มีความสำคัญต่อการเจริญเติบโตของธุรกิจในทุกสามประเภทธุรกิจ ขยายขอบเขตของการใช้ประโยชน์จากข้อมูลทางเลือกและลดต้นทุนในการเข้าถึงเงินทุนของผู้บริโภคที่ปลายน้ำ รวมถึงเป็นการวางรากฐานสำคัญสู่ Securitization ซึ่งเป็นขั้นถัดไปของการพัฒนาอุตสาหกรรม Alternative Lending

ในปัจจุบัน ผู้ประกอบการรายใหญ่มี Barrier to Entry ปกป้องตัวจากผู้ประกอบการรายเล็กที่แม้จะมีศักยภาพในการวิเคราะห์ข้อมูลทางเลือก แต่มักไม่สามารถเข้าถึงข้อมูลผู้บริโภคหรือมีความเป็นเจ้าของข้อมูลซึ่งเป็นส่วนประกอบสำคัญของธุรกิจ Alternative Lending ได้ รวมถึงผู้ประกอบการรายใหญ่มักมี Competitive Advantage จากการดำเนินกิจการในรูปแบบของการเป็นธนาคารหรือสถาบันการเงินอยู่แต่เดิม หรือมีความสัมพันธ์ในการลงทุนทั้งทางตรงและทางอ้อมกับสถาบันการเงิน จึงทำให้

เงินทุนที่สามารถนำมาใช้เพื่อพิจารณาปล่อยสินเชื่อด้วยข้อมูลทางเลือกนั้นมีต้นทุนที่ต่ำกว่าต้นทุนของผู้ประกอบการรายเล็ก

การสนับสนุนให้เกิดการแข่งขันสามารถช่วยพัฒนาอุตสาหกรรม Alternative Lending ได้อย่างสมดุลและกว้างขวางมากขึ้น โดยมีได้ฟังพากลยุทธ์ในการขยายธุรกิจของผู้ประกอบการเพียงหยิบมือที่มีต้นทุนต่ำแค่เพียงอย่างเดียว แต่ผ่านการเพิ่มอำนาจตลาดและแรงจูงใจให้กับผู้ประกอบการรายใหม่ เพื่อมุ่งขยายความครอบคลุมไปสู่ตลาดเงินกู้รูปแบบใหม่ที่มีข้อมูลทางเลือกที่ยังไม่ถูกนำมาใช้เพื่อพิจารณาการปล่อยสินเชื่อ และเปิดโอกาสให้เกิดความร่วมมือระหว่างสถาบันการเงินที่มีสภาพคล่องสูงกับผู้ประกอบการรายเล็ก ในท้ายที่สุด สภาวะการแข่งขันที่สูงขึ้นจะนำไปสู่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่ลดลงซึ่งส่งผลดีต่อการเข้าถึงเงินทุนของผู้กู้ อีกทั้งยังทำให้เงินทุนหมุนเวียนของผู้เล่นในระบบเศรษฐกิจในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทยมีต้นทุนที่ต่ำลง

ทว่า ผู้ประกอบการรายใหม่จะมีโอกาสที่จะผงาดขึ้นในอุตสาหกรรมนี้ก็ต่อเมื่อพวกเขามีความพร้อมสองด้าน ดังแสดงในภาพ ง ได้แก่ 1) สามารถเข้าถึงข้อมูลผู้บริโภคเพื่อใช้พิจารณาความน่าเชื่อถือของผู้กู้ และ 2) สามารถเข้าถึงเงินทุนด้วยต้นทุนต่ำเพื่อใช้ปล่อยกู้

ภาพ ง เงื่อนไขที่จะทำให้ผู้ประกอบการเครดิตรายเล็กสามารถแข่งขันได้



สำหรับในข้อที่สอง ผู้ประกอบการสามารถอาศัย Securitization ได้ แต่สำหรับในข้อแรกนั้นภาครัฐและธนาคารแห่งประเทศไทยควรสนับสนุน ดังนี้

- คณะกรรมการคุ้มครองข้อมูลเครดิตทำการตรวจสอบและประกาศอย่างเป็นกิจวัตรให้ผู้ประกอบการจากหลากหลายอุตสาหกรรมที่เป็น Data Originator สำคัญในอุตสาหกรรม Alternative Lending เพื่อให้พวกเขามีสถานะเป็น “แหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือได้”
- บริษัทข้อมูลเครดิตแห่งชาติ (เครดิตบูโร) ขยายความครอบคลุมของบริการรวบรวมและกระจายข้อมูลเครดิตไปสู่ข้อมูลทางเลือกผ่านการเชื่อมต่อข้อมูลแบบอัตโนมัติภายใต้ความร่วมมือระหว่างเครดิตบูโรและแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือได้ ดังที่คณะกรรมการคุ้มครองข้อมูลเครดิตได้ประกาศ ในลักษณะเดียวกันกับการปฏิบัติของกรมบังคับคดีหรือกรมพัฒนาธุรกิจการค้า
- แก้ไขกฎหมายพระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจข้อมูลเครดิต หรือ Credit Information Business Act (CIBA) ให้ครอบคลุมการประกอบธุรกิจข้อมูลเครดิตทางเลือก เนื่องจาก

ในฉบับปัจจุบัน ไม่มีการนิยามที่ชัดเจนว่าข้อมูลเครดิตนั้น ได้หมายรวมข้อมูลทางเลือกหรือไม่ และยังมีข้อความที่ขัดแย้งหรือคลุมเครือกับประกาศขององค์กรกำกับดูแลในอุตสาหกรรมอื่น เช่น ประกาศของสำนักงานคณะกรรมการการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ ทั้งนี้เพื่ออำนวยความสะดวกต่อการประกอบธุรกิจทั้งสามประเภทในอุตสาหกรรม Alternative Lending และเพื่อให้การกำกับดูแลในอนาคตสอดคล้องกับพระราชบัญญัติคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคล หรือ Personal Data Privacy Act (PDPA)

การปรับขยายบทบาทและขอบเขตของการดำเนินธุรกิจของเครดิตบูโรนั้นเป็นก้าวสำคัญในการเพิ่มโอกาสในการเข้าถึงข้อมูลทางเลือกโดยทั้งผู้บริโภคสินเชื่อที่ปลายน้ำโดยตรงที่ต้องการเข้าถึงเงินทุนและผู้ประกอบการในอุตสาหกรรม Alternative Lending ที่มีความต้องการในการวิเคราะห์ข้อมูลเพิ่มเติมในการพัฒนาผลิตภัณฑ์ทางเทคโนโลยีบนข้อมูลเหล่านี้ หรือ ในการพิจารณาปล่อยสินเชื่อ

ความท้าทายของข้อเสนอดังกล่าวคือความทับซ้อนของการกำกับดูแลกลุ่มธุรกิจที่เป็นต้นทางข้อมูล (Data Originator) ของข้อมูลทางเลือกภายใต้ความไม่ชัดเจนของนิยาม “แหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ” ข้อกฎหมาย CIBA ที่ล้าสมัย และ ข้อกฎหมาย PDPA ที่ไม่ชัดเจนเรื่องนิยามของข้อมูลส่วนบุคคลและกลไกที่เหมาะสมในการยินยอม (Consent) การแก้ไขในเชิงกฎหมายและขั้นตอนดังกล่าวจะทำให้การกำกับดูแลในส่วนข้อมูลทางเลือกไม่ทับซ้อนกับหน้าที่และบทบาทขององค์กรกำกับดูแล

ในเชิงปฏิบัติ ไม่ว่าจะเป็นการเชื่อมต่อและวิเคราะห์ข้อมูลทางเลือกจะดำเนินโดยเครดิตบูโร สมาชิกของเครดิตบูโรหรือผู้ประกอบการที่ไม่ได้เป็นสมาชิก และไม่ว่าการถ่ายโอนข้อมูลทางเลือกจะก่อให้เกิดรายได้หรือต้นทุนกับผู้เล่นแต่ละรายอย่างไร การเชื่อมต่อข้อมูลทางเลือกและการกระจายข้อมูลทางเลือกควรที่จะอยู่ในลักษณะที่ยืดกลไกของการยินยอมโดยผู้บริโภคที่ต้นทางของข้อมูลเป็นที่ตั้งสำคัญ โดยหนึ่งในทางเลือกที่มีเครดิตบูโรเป็นตัวกลางคือการยืนยันตัวตนและ Single Sign-On (SSO) ตามแนวทางของ National Digital ID (NDID)

4.2 วางกฎเกณฑ์ต่าง ๆ เพื่อให้ Securitization เป็นเครื่องมือที่ถูกใช้อย่างสร้างสรรค์และปลอดภัย

หากมีผู้ประกอบการรายเล็กเข้าร่วมตลาด ทำให้การแข่งขันสูงขึ้น ซึ่งเป็นการกระตุ้นผู้ประกอบการรายใหญ่ไปพร้อมกัน ทำให้มีโอกาสสูงที่ทั้งสองกลุ่มจะพิจารณาใช้ Securitization เป็นเครื่องมือในการระดมทุนและลดความเสี่ยง ผู้กำหนดนโยบายควรวางกฎเกณฑ์ไว้รองรับการกำกับให้ Securitization เป็นเครื่องมือที่ถูกใช้อย่างสร้างสรรค์และปลอดภัย

ทุกข้อเสนอต่อไปนี้มีจุดประสงค์เพื่อให้ Alternative Lending สามารถขยายตัวเชิงปริมาณได้ โดยยังคงระดับคุณภาพของสินเชื่อ เพื่อหลีกเลี่ยงการเป็นชนวนให้เกิดความเสียหายต่อทั้งนักลงทุนและทุกคนในเศรษฐกิจในอนาคต

- วางโครงสร้างผลตอบแทน (Incentive Framework) ที่สมเหตุสมผล

- ทำให้ Originator มีส่วนได้ส่วนเสียที่ชัดเจนจากผลการปล่อยกู้ โดยกำหนดให้ originator เก็บหลักทรัพย์ลำดับต่ำที่สุด (First-Loss Position) ไว้
- ให้ Credit Rating Agency รับค่าตอบแทนจากหน่วยงานที่เป็นตัวแทนของนักลงทุน และให้แต่ละหลักทรัพย์สามารถถูกประเมินได้เพียงครั้งเดียว นอกจากนี้ผู้เขียนเสนอให้ Credit Rating Agency เน้นการให้บริการผ่าน Standardized Report มากกว่าผ่านการให้ Rating
- วางโครงสร้างพื้นฐานด้านข้อมูลที่เน้นความโปร่งใสและเข้าถึงง่าย เพื่ออำนวยความสะดวกในการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยตนเองของนักลงทุน
 - ให้เปิดเผยข้อมูลเรื่อง Underwriting Standard และให้อัพเดทข้อมูลให้เป็นปัจจุบัน
 - กำหนดให้เปิดเผยข้อมูลความเสี่ยงของหลักทรัพย์ ผ่านค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของ Credit Score ของหลักทรัพย์ที่เป็นปัจจุบัน รวมถึงขั้นตอนอื่นที่มีผลต่อความเสี่ยง เช่น การทำ Credit Enhancement
 - อำนวยความสะดวกในการเข้าถึงทั้งข้อมูลดิบและข้อมูลที่รวบรวมมาเพื่อความเข้าใจง่าย เช่น รวบรวมข้อมูลในระดับสินเชื่อไว้บน Centralized Open-Source Data Portal และสนับสนุนค่าใช้จ่ายของบริการที่สรุปข้อมูลหลักทรัพย์เป็น Dashboard เพื่อให้บุคคลทั่วไปสามารถเปรียบเทียบหลักทรัพย์โดยมีค่าใช้จ่ายต่ำที่สุด
- วางกฎเกณฑ์ควบคุมความซับซ้อนของหลักทรัพย์ โดยหากสินทรัพย์ผ่านขั้นตอน Securitization ไปแล้วครั้งหนึ่ง จะไม่สามารถขายต่อให้ SPV อื่นได้
- วางระบบเตือนภัยเพื่อหยุดยั้งภัยพิบัติทางการเงิน
 - มีเกณฑ์สัดส่วน NPL ขั้นสูงสำหรับแต่ละประเภทสินทรัพย์ ในแต่ละบริษัท Originator โดยหากเกินเกณฑ์ กลุ่มสินทรัพย์นั้นจะถูกห้ามไม่ให้นำมา Securitize เพิ่ม จนกว่าบริษัทจะสามารถพิสูจน์คุณภาพของสินทรัพย์ ด้วยเงินทุนของตัวเอง และมีสัดส่วน NPL อยู่ในเกณฑ์ได้ครบ 12 เดือน
 - กรณีที่เกิดเหตุฉุกเฉินที่กระทบกับสภาพคล่องของเศรษฐกิจในวงกว้าง ผู้กำหนดนโยบายควรเตรียมกฎเกณฑ์อีกชุดเพื่อการกำกับดูแลที่เหมาะสมกับสถานการณ์ ได้แก่ 1) ยืดระยะเวลากำหนดชำระหนี้ 2) ระบุใช้กลไกเรื่องเพดาน NPL ชั่วคราว และ 3) ลดปริมาณสินทรัพย์ที่ถูก Securitize ลงเพื่อลดแรงกระทบต่อนักลงทุน และเพิ่มความระมัดระวังของ Originator ในระยะปรับเปลี่ยนจำลอง

รายงานการศึกษา

เรื่อง ความเป็นไปได้ในบริบทไทยของนโยบาย Securitized Alternative Lending

รายงานฉบับนี้สรุปสภาพความเป็นจริงในอุตสาหกรรม Alternative Lending ในปัจจุบัน ทั้งในและนอกประเทศไทย แจกแจงโอกาสในการพัฒนาที่จะนำไปสู่การเข้าถึงเงินทุนที่ทั่วถึงยิ่งขึ้น รวมทั้งศึกษาทั้งประโยชน์และความเสี่ยงของแต่ละข้อเสนอเชิงระบบที่จะทำให้วิสัยทัศน์เรื่อง Securitized Alternative Lending กลายเป็นจริง โดยมีนิยามศัพท์สำคัญดังนี้

- **Alternative Lending** คือการให้สินเชื่อผ่านช่องทางทางเลือก โดยอาศัยข้อมูลทางเลือก (Alternative Data) ในการช่วยตัดสินใจปล่อยกู้ ปัจจุบัน Alternative Lending มักถูกมองเป็นเครื่องมือที่จะช่วยเพิ่มความเท่าเทียมด้านการเข้าถึงเงินทุนในสังคม เพราะข้อมูลทางเลือกทำให้ผู้ให้กู้มองเห็นและมีความเข้าใจเกี่ยวกับตัวผู้ที่ต้องการกู้เงินได้มากกว่าในอดีต ทำให้ผู้กู้ความเสี่ยงต่ำที่ไม่เคยมีประวัติอยู่ในเครดิตบูโรหรือไม่มีหลักประกันสามารถกู้เงินได้อย่างที่ไม่เคยเป็นมาก่อน และกู้ได้ด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลง โดยที่ตัวผู้ให้กู้ยังรองรับความเสี่ยงเท่าเดิม
- **Securitization** คือการแปลงสินทรัพย์ เช่น สินเชื่อ เป็นหลักทรัพย์ที่ซื้อขายได้ในตลาดเหมือนอย่างหุ้น
- **Securitized Alternative Lending** คือการแปลง Alternative Lending เป็นหลักทรัพย์ให้นักลงทุนซื้อขายในตลาด ซึ่งในภาพใหญ่มีประโยชน์หลัก ๆ สามประการหลัก คือ 1) นักลงทุนมีช่องทางใหม่ในการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูง 2) ผู้ประกอบการที่ให้บริการ Alternative Lending อยู่เดิมมีช่องทางระดมเงินทุนเพิ่มทำให้ทำกำไรได้เพิ่มขึ้น และ 3) ผู้กู้จำนวนมากขึ้นสามารถเข้าถึงเงินกู้

1. Alternative Lending

1.1 ข้อจำกัดของอุตสาหกรรมการปล่อยกู้ในระบบการเงินดั้งเดิม

ในอุตสาหกรรมการปล่อยกู้ อุปสรรคพื้นฐานที่มีมาตั้งแต่สังคมมนุษย์เริ่มมีการใช้เงินเป็นตัวกลาง คือ ปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล หรือ Information Asymmetry กล่าวคือ ผู้กู้ทราบคุณสมบัติของตนเองครบถ้วน ตั้งแต่รายได้ ความมั่นคงของอาชีพการงาน สินทรัพย์ พฤติกรรมการใช้

เงิน ไปจนถึงความตั้งใจจริงที่จะหาเงินมาจ่ายคืนหนี้ ในขณะที่ผู้ให้กู้ไม่สามารถเข้าถึงข้อมูลเหล่านี้ที่เป็นตัวบ่งชี้ว่าสินเชื่อจะกลายเป็นหนี้เสียหรือไม่ ทำให้ผู้ให้กู้ต้องป้องกันความเสี่ยงโดยปล่อยกู้ให้เฉพาะผู้กู้ที่ยินดีส่งสัญญาณ (Signal) ที่จะเป็นข้อยืนยันว่าผู้ให้กู้จะได้เงินคืน

สัญญาณที่ว่านี้ในระบบการเงินแบบดั้งเดิม ซึ่งรวมถึงธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ในปัจจุบัน อาจเป็นข้อมูลประวัติการชำระหนี้ของผู้ที่ผ่านมาที่ถูกเก็บไว้โดยบริษัทข้อมูลเครดิตแห่งชาติ จำกัด (เครดิตบูโร) หรือหากผู้กู้ไม่เคยกู้เลย และไม่มีข้อมูลในเครดิตบูโร สัญญาณที่ผู้กู้จะส่งได้ก็มักเป็นหลักประกันที่ผู้ให้กู้อาจมีมูลค่า และสามารถนำไปเปลี่ยนเป็นเงินสดได้หากผู้กู้ไม่จ่ายคืนหนี้ ซึ่งในทางปฏิบัติ หลักประกันที่สถาบันการเงินดั้งเดิมยอมรับนั้นจะครอบคลุมเฉพาะอสังหาริมทรัพย์หรือรถยนต์เท่านั้น¹

ด้วยเหตุนี้ ปัญหาการเข้าถึงเงินทุนจึงยังคงเป็นอุปสรรคสำคัญของการไปสู่สังคมที่มีความเท่าเทียม ทำให้ต้นทุนและโอกาสในการเติบโตของเราไม่เท่ากัน ผู้กู้ใหม่หรือผู้กู้เก่าที่มีประวัติไม่ดีหรือที่ไม่มีหลักประกันจะไม่สามารถเข้าถึงต้นทุนที่จำเป็นในการไต่บันไดทางสังคม และอาจต้องหันไปพึ่งบริการเงินกู้นอกระบบ ซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยสูงกว่ามาก ผลการสำรวจหนี้ครัวเรือนโดยธนาคารแห่งประเทศไทย เมื่อปี พ.ศ. 2561² พบว่าผู้ถูกสำรวจร้อยละ 4.3 ต้องการกู้เงินแต่ไม่สามารถเข้าถึงได้ร้อยละ 1.6 หันไปพึ่งพาการกู้ยืมนอกระบบ และอีกร้อยละ 12.3 กู้เกินในระบบ เช่น จากบริษัทเช่าซื้อ บริษัทลิสซิ่ง หรือกองทุนหมู่บ้าน³

นอกจากในภาคครัวเรือนแล้ว การเข้าถึงของกลุ่มผู้ประกอบการของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SME) ก็พบปัญหาเช่นเดียวกัน ข้อมูลสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ วิเคราะห์โดย PIER (2018)⁴ พบว่าจำนวนผู้ประกอบการ SME ที่มีการใช้สินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์มีเพียง 5.2 แสนราย ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 17 ของจำนวนผู้ประกอบการ SME ทั้งหมดเท่านั้น และสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์เหล่านี้มีการกระจุกตัวสูงมาก โดยร้อยละ 84.2 ของมูลค่าสินเชื่อทั้งหมดเป็นสินเชื่อที่ให้แก่ผู้ประกอบการเพียงร้อยละ 10 เท่านั้น ภาพที่ 1 แสดงการกระจุกตัวนี้อย่างชัดเจน ผลการศึกษายังพบอีกว่าผู้ประกอบการที่ได้สินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์โดยมากเป็นนิติบุคคลซึ่งมักมีหลักประกันและต้องการเงินทุนมากกว่า

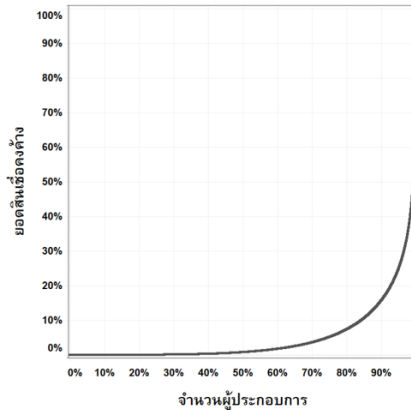
¹ Hirankasi, P. (2021). บทบาทของหลักประกันในการขอสินเชื่อ ในภาคการธนาคารยุคใหม่. Krungsri.
<https://www.krungsri.com/th/research/research-intelligence/ri-collateral-2021?fbclid=IwAR3c9G5NLhEBkJJQuY8ryIM-GuzVbBqA5Wbyo6-kK2Hn7obwSKR5NMYuLyA>

² ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2018). รายงานผลสำรวจการเข้าถึงบริการทางการเงินภาคครัวเรือน ปี 2561.
https://www.bot.or.th/Thai/FinancialInstitutions/Highlights/FSMP2/FinancialAccessSurveyOfThaiHouseholds_2018.pdf

³ ในการสำรวจมีร้อยละ 60 ที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่ม "self-exclusion" คือเป็นกลุ่มที่เลือกที่จะไม่ใช้บริการทางการเงิน และหากผู้ถูกสำรวจเลือกใช้บริการทั้งในและกึ่งในระบบ จะถูกนับเป็นในระบบ

⁴ นวาทะ, et al. (2018). มุมมองสินเชื่อธุรกิจไทยจากข้อมูลรายสัญญา ตอนที่ 1. สถาบันวิจัยเศรษฐกิจป๋วย อึ๊งภากรณ์ (PIER).
<https://www.pier.or.th/abridged/2018/12/>

ภาพที่ 1 การกระจุกตัวของสินเชื่อให้ผู้ประกอบการ SME



ที่มา: PIER (2018)

ข้อจำกัดด้านการเข้าถึงเงินทุนผ่านระบบธนาคารพาณิชย์ดั้งเดิมดังที่กล่าวมาล้วนมีต้นตอมาจากปัญหา Information Asymmetry แต่ในยุคปัจจุบันที่กิจกรรมหลายอย่างถูกย้ายไปอยู่ในโลกออนไลน์ ข้อมูลพฤติกรรมของเราแทบตลอดเวลา (Digital Footprint) ถูกเก็บบันทึกโดยบริษัทผู้ให้บริการ ในขณะที่ข้อมูลธุรกรรมออนไลน์ของเราจะถูกเก็บบันทึกโดยสถาบันการเงิน โดยข้อมูลเหล่านี้สามารถช่วยอุตสาหกรรมสินเชื่อทำลายอุปสรรค Information Asymmetry ผ่าน Alternative Lending

1.2 Alternative Lending คืออะไร?

Alternative Lending คือการให้สินเชื่อผ่านช่องทางที่ไม่ใช่ช่องทางดั้งเดิมของธนาคารพาณิชย์ทั่วไป และมักอาศัยเครื่องมือออนไลน์ในการตัดสินใจให้กู้ ทั้งการตัดสินใจว่าจะให้หรือไม่ให้กู้ และการตัดสินใจเรื่องอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมกับผู้กู้แต่ละคน โดยอาศัยข้อมูลทางเลือก (Alternative Data)

ข้อมูลทางเลือกนี้อาจประกอบไปด้วย ข้อมูลธุรกรรมการใช้จ่ายบนแพลตฟอร์ม E-Commerce ข้อมูลธุรกรรมการจ่ายบิลค่าน้ำ ค่าไฟ ค่าบริการโทรศัพท์ ข้อมูลจากฝ่ายบุคคล เช่น ข้อมูลการศึกษา ประวัติการทำงาน รายได้ ข้อมูลพฤติกรรมการสั่งอาหารผ่านบริการส่งอาหาร ไปจนถึงข้อมูลการใช้โทรศัพท์ อินเทอร์เน็ต และ Social Network ซึ่งทำให้เห็นไปถึงลักษณะของเพื่อนที่คบ เป็นต้น ข้อมูลที่กล่าวมาข้างต้นเป็นเพียงตัวอย่างแหล่งข้อมูลใหญ่ ๆ เท่านั้น แต่ละบริษัทที่ปล่อยกู้จะเลือกใช้ข้อมูลที่ตนมีในมือ หรือที่หาได้ด้วยต้นทุนที่คุ้มค่า ซึ่งอาจเป็นเพียงส่วนหนึ่งของตัวอย่างที่กล่าวมานี้ หรือทั้งหมดและมากกว่าก็ได้

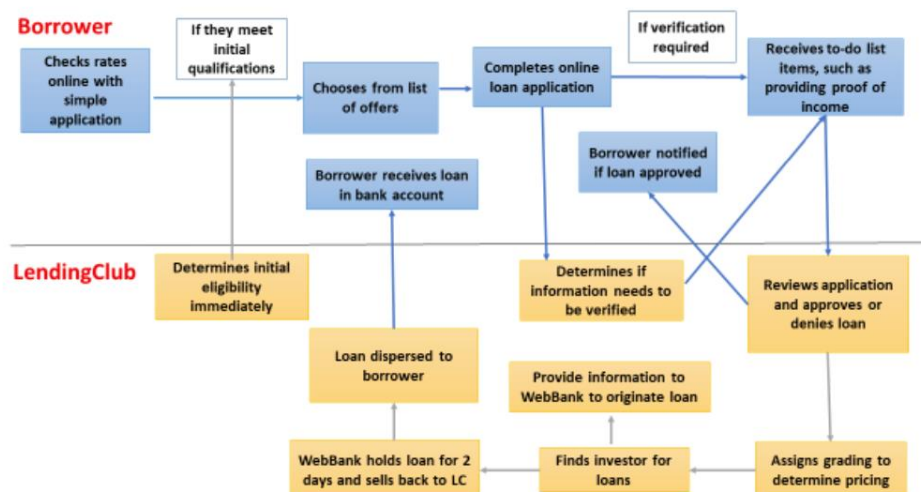
หลักการที่เป็นเสาหลักของ Alternative Lending คือการพึ่งพาข้อมูลทางเลือก ที่ไม่ใช่ข้อมูลทั่วไปที่ธนาคารพาณิชย์ดู (รายได้-สินทรัพย์-หลักประกัน) เพื่อช่วยให้ผู้ให้กู้ “รู้จัก” ผู้กู้ได้ในหลากหลายมุมยิ่งขึ้น ค่อยๆ ปิดช่องว่างความไม่สมมาตรของข้อมูล และทำให้ผู้ให้กู้พยากรณ์ได้อย่างแม่นยำขึ้นว่าผู้

ผู้แต่ละคนมีความเสี่ยงที่จะไม่จ่ายคืนหนี้มากนักน้อยแค่ไหน Jagtiani and Lemieux (2019)⁵ เรียกบริการ Alternative Lending ว่าเป็นการตามหา “the Invisible Prime” คือ กลุ่มผู้กู้ที่หากใช้การกรองด้วย Credit Score ทั่วไปจากเครดิตบูโรจะถูกจัดอยู่ในกลุ่มซบไพร้ม หรืออาจเป็นกลุ่มที่ไม่มีประวัติในเครดิตบูโรเลย ทำให้มีโอกาสสูงที่จะกู้ไม่ได้หรือกู้ได้ด้วยอัตราดอกเบี้ยสูงมาก แต่หากได้กู้จริง ๆ แล้วจะจ่ายคืนหนี้เหมือนกับคนที่มีความดีดี ข้อมูลทางเลือกเข้ามาช่วยให้การคัดกรองและแบ่งกลุ่มผู้กู้ตามระดับความเสี่ยงนี้ทำได้แม่นยำยิ่งขึ้น ทำให้ผู้กู้หลายคนที่เคยเข้าไม่ถึงกลับเข้าถึง และทำให้สามารถตั้งอัตราดอกเบี้ย ซึ่งเป็นราคาของเงินทุน ได้ตรงกับความเสี่ยงที่แท้จริงยิ่งขึ้น World Bank (2018)⁶ คาดการณ์ไว้ว่าข้อมูลทางเลือกจะช่วยเพิ่มการเข้าถึงให้คนกว่า 100 ล้านคนทั่วโลก

1.3 ที่มาของ Alternative Credit Score

ภาพที่ 2 แสดงกระบวนการทำงานของ Lending Club ซึ่งเป็นแพลตฟอร์มปล่อยกู้แบบ Marketplace ซึ่งพัฒนามาจากการปล่อยกู้แบบ Peer-to-Peer โดยทำงานเป็นตัวกลางเพื่อเชื่อมผู้กู้กับผู้ให้กู้ อย่างไรก็ตาม บริการ Alternative Lending มีได้หลายรูปแบบ โดยรูปแบบที่เราสนใจในรายงานฉบับนี้ คือการปล่อยกู้โดยบริษัทเทคโนโลยีที่มีข้อมูลพฤติกรรมผู้กู้เป็นสินทรัพย์ที่สำคัญ เช่น การปล่อยกู้ให้พนักงานขับรถ พนักงานส่งของและร้านอาหารบนแพลตฟอร์มของ Grab หรือ การปล่อยกู้ให้ผู้ให้บริการของ TrueMoney ซึ่งบริษัทเหล่านี้ปัจจุบันใช้เงินทุนของตนเอง (ซึ่งส่วนหนึ่งอาจมาจากการให้บริการ E-Wallet) ในการปล่อยกู้

ภาพที่ 2 ขั้นตอนการทำงานของ LendingClub



ที่มา: Jagtiani and Lemieux (2019)

⁵ Jagtiani, J., & Lemieux, C. (2019). The Roles of Alternative Data and Machine Learning in Fintech Lending: Evidence from the LendingClub Consumer Platform. Federal Reserve Bank of Philadelphia, WP 18-15.

⁶ World Bank. (2018). Financial Inclusion on the Rise, But Gaps Remain, Global Findex Database Shows.

<https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2018/04/19/financial-inclusion-on-the-rise-but-gaps-remain-global-findex-database-shows>

ไม่ว่าผู้ให้บริการสินเชื่อจะดำเนินธุรกิจในรูปแบบไหน ขั้นตอนการดำเนินงานที่เป็นเอกลักษณ์ของ Alternative lending ที่ผู้ให้บริการต้องทำคือ การใช้แบบจำลองทางสถิติในการคำนวณ **Alternative Credit Score** จากข้อมูลทางเลือก โดยผู้กู้จะต้องให้ความยินยอมให้บริษัทผู้ให้กู้เข้าถึงข้อมูลทางเลือกของตน เพื่อแลกกับโอกาสที่จะได้เงินกู้ในราคาที่หาไม่ได้ในตลาดธนาคารดั้งเดิม

หน้าที่ของแบบจำลอง คือ เรียนรู้จากความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลตั้งต้นกับผลการชำระหนี้ของผู้กู้ที่ผ่านมา และประเมินออกมาเป็นค่าสัมประสิทธิ์ที่บ่งบอกความสำคัญของแต่ละตัวแปรต่อการชำระหนี้ในอนาคต เมื่อมีผู้ต้องการกู้รายใหม่เข้ามา แบบจำลองก็จะนำข้อมูลทางเลือกของผู้กู้นั้น ๆ เข้าไปประมวล โดยใช้ค่าสัมประสิทธิ์ที่แบบจำลองเคยคำนวณไว้ แล้วให้ผลออกมาเป็นคะแนนเครดิตที่พยากรณ์ว่าผู้กู้รายใหม่จะชำระหนี้หรือไม่ LendingClub ดำเนินการในขั้นตอนนี้หลังจากที่ได้ข้อมูลจากผู้กู้ครบถ้วนแล้ว และประเมินออกมาเป็น Rating grade จาก A จนถึง G การสร้างอัลกอริทึมแบบนี้เรียกว่าเป็น Classification Algorithm

การประเมินความเสี่ยงหรือโอกาสที่ผู้กู้จะผิดชำระหนี้ด้วยวิธีนี้มีข้อดีคือ แบบจำลองจะปรับตัวไปเรื่อย ๆ ตามความเปลี่ยนแปลงของพฤติกรรมมนุษย์ ซึ่งจะปรับตัวเข้าสู่สถานการณ์ใหม่ ๆ ได้เร็วกว่าการประเมินด้วยประสบการณ์ของผู้รู้

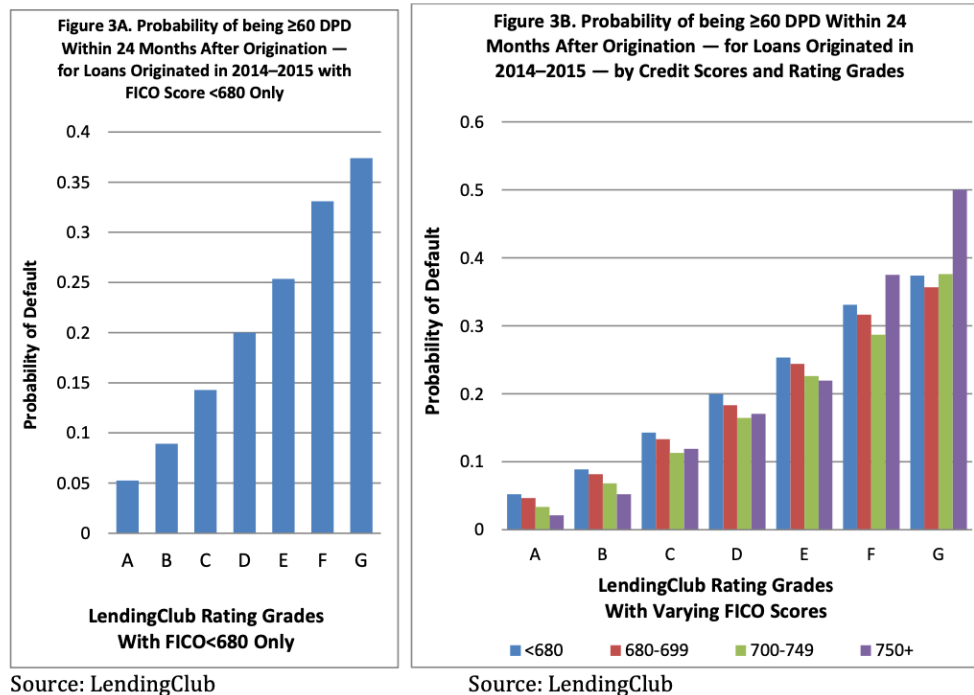
1.4 ตัวอย่างความสำเร็จของแบบจำลอง

Jagtiani and Lemieux (2019) วิเคราะห์ข้อมูลการปล่อยสินเชื่อของ LendingClub และพบว่าแบบจำลองที่ใช้ข้อมูลทางเลือกของบริษัทสามารถแยกผู้กู้ได้แม่นยำกว่าการใช้ **FICO Score** (เหมือนคะแนนเครดิตที่ได้จากเครดิตบูโรในประเทศไทย แต่เป็นของประเทศสหรัฐอเมริกา)

ภาพที่ 3A แสดงโอกาสที่ผู้กู้จะผิดชำระหนี้เกิน 60 วัน สำหรับผู้กู้ที่มี FICO Score ต่ำกว่า 680 ซึ่งเป็นเกณฑ์การตัดสินใจในการเป็นผู้กู้ซับไพร์ม โดยแยกตาม Rating grade ของ LendingClub เราเห็นได้ชัดเจนว่าผู้กู้ซับไพร์มแต่ละคนมีโอกาสที่จะไม่จ่ายคืนหนี้ (probability of default: PD) แตกต่างกัน และอัลกอริทึมของ LendingClub สามารถแยกผู้กู้ในกลุ่มนี้ที่มี PD ต่ำและสูงออกจากกันได้ โดย Rating grade A มี PD เพียงร้อยละ 5 ในขณะที่ Rating Grade G มี PD มากกว่าร้อยละ 35 ในระบบธนาคารดั้งเดิม ผู้กู้ทั้งสองกลุ่มนี้จะเข้าไม่ถึงเงินทุน หรือเข้าถึงด้วยอัตราดอกเบี้ยสูงพอ ๆ กัน

ภาพที่ 3B แสดงภาพความสามารถของแบบจำลองอย่างชัดเจนขึ้นอีก โดยจะเห็นว่าผู้กู้ซับไพร์มในแต่ละ Rating Grade (FICO Score < 680; ในรูปเป็นแถบบาร์สีน้ำเงิน) มีค่า PD ต่ำกว่าหรือใกล้เคียงกับผู้กู้ที่มี FICO Score สูงที่สุด (>750; ในรูปเป็นแถบบาร์สีม่วง) ของ Rating Grade ถัดไป ซึ่งแปลว่า FICO Score มีความสามารถในการแยกแยะผู้กู้ที่ค่อนข้างต่ำโดยเปรียบเทียบ

ภาพที่ 3 ความน่าจะเป็นที่สินเชื่อไม่ถูกชำระตามกำหนดเกิน 60 วัน (Delinquent)



ที่มา: Jagtiani and Lemieux (2019)

นอกจากนี้ เมื่อสังเกตแนวโน้มในช่วงระยะปี ค.ศ. 2007-2015 จะเห็นได้ว่าค่าความสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่าง Rating Grade และ FICO Score น้อยลงเรื่อย ๆ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบริษัทพึ่งพาข้อมูลของ FICO Score น้อยลง และแบบจำลองของ LendingClub มีความแม่นยำมากขึ้นเรื่อย ๆ จากค่า PD ที่มีแนวโน้มลดลง และเมื่อผู้วิจัยวิเคราะห์ความสามารถในการทำนายค่า PD โดยใช้สมการถดถอยเชิงเส้น ผลที่ได้ยังชี้ชัดกว่า Rating Grade ตัวเดียวมีความสามารถในการพยากรณ์ PD มากกว่า FICO Score ร่วมกับตัวแปรควบคุมอื่น ๆ อีก (เช่น รายได้ผู้กู้ การมีบ้าน ฯลฯ)

สุดท้าย Jagtiani and Lemieux (2019) แสดงให้เห็นว่า Alternative lending ช่วยให้ผู้กู้สามารถกู้ได้ด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลง ผู้ได้ประโยชน์คนแรกก็คือกลุ่ม “Invisible Prime” ที่แบบจำลองยืนยันความน่าเชื่อถือให้โดยอาศัยข้อมูลทางเลือก การถูกจัดอยู่ในกลุ่ม Rating Grade ที่ดีขึ้นย่อมหมายถึงอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลง นอกจากนี้ เมื่อ Jagtiani and Lemieux (2019) นำ credit spread⁷ ของผู้กู้ใน LendingClub มาเทียบกับ Credit Spread ของหนี้บัตรเครดิต พวกเขาพบว่า สำหรับผู้กู้ที่มี PD เท่ากัน credit spread ของ LendingClub ต่ำกว่าของหนี้บัตรเครดิต

⁷ ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยที่ได้กับอัตราดอกเบี้ยพื้นฐาน เมื่อเทียบกับระยะ maturity เดียวกัน

1.5 ตัวอย่างบริการ Alternative Lending ในปัจจุบัน

ผู้ให้บริการ Alternative Lending มีอยู่อย่างแพร่หลายแล้วในปัจจุบัน โดยเฉพาะในต่างประเทศ ตัวอย่างผู้เล่นในสหรัฐอเมริกา เช่น LendingClub, SoFi, Kabbage, Prosper, Avant, ELF เป็นต้น โดยปัจจัยที่จะชี้ชะตาความสำเร็จของบริษัทในธุรกิจนี้มีหลายอย่าง แต่จุดที่สำคัญที่สุดก็คือ คุณภาพ ความครบครัน และความเหมาะสมของข้อมูลในการพยากรณ์คุณภาพเครดิต

Kabbage มีกลุ่มเป้าหมายเป็นวิสาหกิจขนาดเล็ก โดยรวบรวมข้อมูลออนไลน์ตั้งแต่รีวิวลูกค้า กิจกรรมที่ทำในนามธุรกิจบน Social Media รวมถึงข้อมูลยอดขายจากแพลตฟอร์ม E-Commerce อย่าง E-Bay และ Amazon อีกตัวอย่างคือ ELF ที่พยายามใช้ข้อมูลจิตวิทยาของผู้กู้เข้ามาร่วมในการตัดสินใจปล่อยกู้ด้วย

SoFi เป็นบริษัทที่เน้นตลาด Student Loan หรือสินเชื่อประเภทที่เน้นลูกค้ากลุ่มการศึกษาดิอายุน้อย ซึ่งนอกจากจะใช้ข้อมูลทางเลือกในการประเมินความเสี่ยงเหมือนกับผู้ให้บริการ Alternative Lending อื่น ๆ แล้ว SoFi ยังเน้นเปลี่ยนภาพลักษณ์จากสถาบันการเงิน มาเป็นองค์กรที่จะต้องการสนับสนุนหน้าที่การงานของผู้กู้ เพื่อให้ผู้กู้มีรายได้ดีและสามารถนำเงินกลับมาชำระหนี้ เช่น ผ่านบริการ Career Coaching หรือผ่านกิจกรรม Workshop และ Networking ในปี ค.ศ. 2014 ผลลัพธ์ทางการเงินที่เกิดจากการ Securitization สินเชื่อของ SoFi รวมมูลค่าถึง 250 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ได้รับการจัดลำดับโดย S&P ให้หลักทรัพย์ระดับ Senior Notes อยู่ในระดับ 'A'⁸ ซึ่งเป็นข้อยืนยันหนึ่งถึงความเชื่อมั่นที่ Credit Rating Agency มีต่อ Alternative Lending และเป็นตัวอย่างที่ดีของความสำเร็จของ Securitized Alternative Lending

ตัวอย่างในประเทศจีน เช่น Yongqianbao ของ Smart Finance ซึ่งให้บริการ E-Wallet บริการในลักษณะนี้ นอกจากจะทำให้ได้มีโอกาสนำเงินฝากไปหมุนเวียนหรือลงทุนเหมือนกลุ่มบริการธนาคารแล้ว ยังช่วยให้ผู้ให้บริการเห็นข้อมูลการใช้จ่ายใช้สอย รวมถึงพฤติกรรมการจ่ายเงินของลูกค้าผ่านแอป และสามารถดึงข้อมูลเหล่านี้มาประกอบการคิด Credit Score เช่น พฤติกรรมการทานอาหารนอกบ้าน การจ่ายบิลตรงเวลา ไปจนถึงความเร็วในการพิมพ์ในโทรศัพท์

ตัวอย่างบริษัทเทคโนโลยีในประเทศจีนที่ก้าวเข้ามาในตลาดสินเชื่อ เช่น บริษัทลูกของยักษ์ใหญ่อย่าง Alibaba ได้แก่ Zhima Credit (แปลว่า Sesame Credit) ซึ่งให้บริการสินเชื่อขนาดเล็ก โดยคำนวณคะแนนเครดิตผู้ให้บริการจากพฤติกรรมการใช้จ่ายบนแอป Taobao ซึ่งเป็นเหมือน E-Bay แห่งประเทศจีน⁹ หนังสือชี้ชวน IPO ของ Ant กล่าวว่า ปริมาณการปล่อยกู้ของบริษัทกินส่วนแบ่งตลาดมากถึงร้อยละ 21 ของสินเชื่อระยะสั้นของผู้บริโภคในจีน นอกจากนี้ยังมี Baitiao และ Jintiao ของ JD.com

⁸ Sofi. Press Release. https://www.sofi.com/press/sofi-completes-251mm-sp-rated-securitization-refinanced-student-loans/?_cf_chl_jschl_tk=__pmd_gG6gclSy_lpLP075N4oyWcW9q4ll.xZ7UDirGMRTnCU-1629862937-0-ggNtZGzNAnujcnBszQir

⁹ Urjanet. (2017). The Intersection of Alternative Credit and Chinese Fintechs. <https://urjanet.com/blog/alternative-credit-chinese-fintechs/>

และ WeBank ของ Tencent ซึ่งก็เข้ามาบุกตลาดสินเชื่อโดยมีข้อมูลการใช้จ่ายของผู้บริโภคเป็นสินทรัพย์ตั้งต้นเช่นเดียวกัน¹⁰

ประเทศไทยก็มีการให้บริการ Alternative Lending ดังที่ได้กล่าวถึงบางส่วนแล้ว ตัวอย่างผู้เล่นเช่น

- GrabFinance ซึ่งให้บริการสินเชื่อแก่พนักงานส่งอาหารและธุรกิจร้านอาหารที่ขายของอยู่บนแพลตฟอร์ม สำหรับพนักงานส่งอาหาร GrabFinance อาศัยข้อมูลรอบที่ขับ จำนวนเงินที่หาได้จากการขับ คะแนนจากการไหว่ให้ดาวของลูกค้า และระดับของ GrabBenefits ส่วนสำหรับร้านอาหารบนแพลตฟอร์ม บริษัทก็มีข้อมูลยอดขายและระยะเวลาที่ทำธุรกิจ
- Ricult ซึ่งมีข้อมูลของเกษตรกร เช่น ข้อมูลรายได้ ผลผลิต หรือข้อมูลที่จะบ่งชี้ผลผลิตอย่างข้อมูลสภาพดินจากภาพถ่ายดาวเทียมไปจนถึงข้อมูลสภาพอากาศ โดยให้บริการสินเชื่อร่วมกับธนาคารกรุงศรี
- TrueMoney ซึ่งรูปแบบธุรกิจเป็น E-Wallet คล้ายกับ Yongqianbao และให้บริการกับลูกค้าบริษัท เช่น ในลักษณะสินเชื่อขนาดเล็กระยะสั้น
- AIS ซึ่งมีบริการเงินกู้ขนาดเล็ก และสามารถให้ผลการขอสินเชื่อผ่านแอปพลิเคชันได้ภายใน 1 ชั่วโมง
- Robinhood แพลตฟอร์มส่งอาหารในเครือธนาคารไทยพาณิชย์ ซึ่งมีรูปแบบธุรกิจและข้อมูลพฤติกรรมคล้ายกับ Grab ในปัจจุบันบริษัท มีเป้าหมายจะปล่อยสินเชื่อในลักษณะเดียวกัน¹¹ แต่ที่ต่างออกไปคือบริษัทจะสามารถประสานพลังข้อมูลจากทั้ง Robinhood และธนาคารไทยพาณิชย์
- AISCB ซึ่งเพิ่งเกิดขึ้นล่าสุดจากความร่วมมือระหว่าง AIS และ SCB ด้วยเงินจดทะเบียน 600 ล้านบาท เพื่อการเข้าสู่ธุรกิจ Digital Lending อย่างเต็มตัว โดยอาศัยจุดแข็งด้านเทคโนโลยีของ AIS และด้านการเงินของ SCB โดยสิ่งที่ทั้งสองบริษัทนี้ร่วมกันก็คือจุดแข็งด้านข้อมูลผู้บริโภคนั่นเอง

1.6 ข้อจำกัดของ Alternative Lending ในปัจจุบัน

ข้อจำกัดของ Alternative Lending แบ่งออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ส่วนของผลเสียที่ไม่ได้ตั้งใจให้เกิดขึ้น (Unintended Consequence) และส่วนของข้อจำกัดเชิงระบบ

¹⁰ Reuters. (2020). Exclusive-China to push its tech giants to share consumer credit data-sources.

<https://www.reuters.com/article/uk-china-big-tech-data-exclusive-idUKKBN29G0MN>

¹¹ วิชชุตา ภักดีสุวรรณ. (2020). 'โรบินฮู้ด'หนุนไทยพาณิชย์ 'บี๊กด้า'ปล่อยสินเชื่อเพื่อคนตัวเล็ก. กรุงเทพมหานคร.

<https://www.bangkokbiznews.com/news/904604>

1.6.1 ผลเสียที่ไม่ได้ตั้งใจให้เกิดขึ้น (Unintended Consequence)

ผลเสียที่ผู้เล่นไม่ได้ตั้งใจให้เกิดขึ้นประการแรกคือการที่แบบจำลองสร้างความไม่ยุติธรรม หรือ การเลือกปฏิบัติโดยอาจไม่ได้เป็นความต้องการของผู้พัฒนาแบบจำลองก็ได้ เช่น หากพบว่าผู้ที่อยู่อาศัยในเขตหนึ่งมีแนวโน้มที่จะไม่จ่ายค่านีสูง ผู้กู้คนต่อมาที่อยู่อาศัยในเขตนี้ ซึ่งอาจไม่ได้มีความเกี่ยวข้องกับผู้อื่น ๆ เลยและมีความตั้งใจและสมรรถภาพที่จะจ่ายค่านีจริงก็จะถูกลดคะแนนเครดิตลง เนื่องด้วยเหตุผลด้านที่อยู่ทั้งสิ้น ซึ่งการเลือกปฏิบัติโดยไม่ได้ตั้งใจเช่นนี้ นอกจากจะเกิดขึ้นตามมิติของที่อยู่อาศัยแล้ว ยังอาจเกิดขึ้นตามมิติชาติพันธุ์ เพศ อายุ ภาษา หรือมิติอื่น ๆ อีกก็ได้ Aitken (2017)¹² กล่าวว่า ถึงแม้ว่า Alternative Lending จะถูกพูดถึงในฐานะนวัตกรรมที่จะเพิ่มการเข้าถึงให้คนกลุ่มหนึ่ง แต่โครงการที่มีจุดประสงค์เรื่องการเข้าถึงส่วนมากไม่ได้นำไปสู่การทำลายลำดับทางสังคม แต่จะนำไปสู่การจัดลำดับและแบ่งกลุ่มทางสังคมแบบใหม่เท่านั้น

ประเด็นผลเสียที่ไม่ได้ตั้งใจประการที่สอง คือ การที่ความผิดพลาดทางการเงินแต่ละครั้งจะส่งผลกระทบต่อ “โอกาสกลับใจ” ของผู้คนในอนาคตมากยิ่งขึ้นกว่าเดิม แม้จะเป็นความผิดพลาดครั้งเล็ก ๆ ก็ตาม ในอดีตผู้กู้ต้องระมัดระวังเรื่องการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน เพราะการผิดชำระหนี้จะส่งผลกระทบต่อโอกาสการได้รับอนุมัติสินเชื่อครั้งต่อไปในระยะ 3 ปีข้างหน้าที่เคยติดบูโรยังเก็บข้อมูลไว้ แต่ในยุคของ Alternative Lending พฤติกรรมทางการเงิน (หรือไม่ใช่ทางการเงินก็ตาม) ทุกอย่างก้าวที่ทิ้ง Digital Footprint ไว้จะถูกจับตามอง และอาจมีผลต่อโอกาสได้รับอนุมัติเงินกู้ ถึงแม้เทคโนโลยีนี้จะช่วยลดความเสี่ยงให้ผู้ให้กู้ และแต่ผู้กู้ที่ขาดประวัติในระบบเครดิตดั้งเดิมอาจต้องเผชิญกับความเครียดในชีวิตประจำวันแบบทวีคูณ

1.6.2 ข้อจำกัดเชิงระบบ

แม้ว่าบริการ Alternative Lending ในประเทศไทยจะเริ่มแพร่หลาย และมีประวัติสัดส่วน NPL ในระดับต่ำ บริการในธุรกิจนี้ยังเผชิญกับข้อจำกัดเชิงระบบ ทั้งด้านข้อมูล และด้านการขยายตัวเชิงปริมาณ

ในด้านข้อมูล ปัจจุบันแต่ละบริษัทที่ปล่อยกู้เป็นบริษัทที่มีบริการหลักอยู่ในอุตสาหกรรมอื่น แต่เข้ามาเติบโตในธุรกิจการเงินโดยการขยายผลจากสินทรัพย์ข้อมูลพฤติกรรมผู้บริโภคที่รวบรวมมาได้จากบริการหลัก ด้วยเหตุนี้ ลูกค้ายืมเงินของแต่ละบริษัทจึงต้องเป็นลูกค้าเฉพาะกลุ่มที่มีความเกี่ยวข้องโดยตรงกับบริษัท และข้อมูลที่ใช้ในการประกอบการตัดสินใจให้กู้และระดับอัตราดอกเบี้ยก็ต้องมาจากข้อมูลของบริษัทเท่านั้น เช่น GrabFinance มีข้อมูลของคนขับรถและร้านอาหาร แต่จะไม่มีข้อมูลการจ่ายบิลจากธนาคาร หรือข้อมูลการใช้อินเทอร์เน็ตจาก True เป็นต้น

¹² Aitken, R. (2017). 'All data is credit data': Constituting the unbanked. *Competition and Change*, 21(4), 274-300.
<https://doi.org/10.1177%2F1024529417712830>

ในด้านการขยายตัวเชิงปริมาณ ในปัจจุบันแต่ละบริษัทที่ให้บริการ Alternative Lending มีช่องทางการระดมทุนเพื่อนำมาปล่อยสินเชื่อที่หลากหลายไปตามรูปแบบธุรกิจที่เฉพาะตัว เช่น Robinhood อาจอาศัยความเป็นธนาคารของธนาคารไทยพาณิชย์ TrueMoney อาจระดมทุนจากธุรกิจ e-wallet และ Ricult อาจใช้การร่วมมือกับองค์กรธนาคาร แต่จุดที่เหมือนกันของทุกบริษัทคือ องค์กรต้องเป็นฝ่ายหาเงินทุนเพื่อนำมาปล่อยกู้ และการปล่อยกู้แต่ละครั้งเพิ่มความเสี่ยงให้งบดุลของบริษัท เพราะในกรณีที่ผู้กู้ไม่ชำระเงินคืนหนี้ บริษัทที่เป็นผู้ปล่อยกู้จะต้องเป็นฝ่ายแบกรับความเสียหายไว้ทั้งหมด ดังนั้น ด้วยข้อจำกัดทั้งด้านการระดมทุน และด้านการควบคุมความเสี่ยง บริษัทที่ให้บริการ Alternative Lending ในลักษณะนี้¹³ จะไม่สามารถเพิ่มปริมาณการให้กู้ออกไปได้อีก

คณะผู้วิจัยเสนอแนวทาง 2 ประการ ที่จะช่วยทำลายข้อจำกัดทั้งสองข้อนี้ของธุรกิจ Alternative Lending ในประเทศไทย ได้แก่

- 1) การสร้างองค์กรขึ้นมาใหม่ที่ทำหน้าที่คล้ายเครดิตบูโรในปัจจุบัน คือรวบรวมข้อมูลทางเลือกและกระจายออกสู่สมาชิก เพื่อให้ทุกฝ่ายสามารถใช้ข้อมูลจากทุกองค์กรและสามารถพัฒนาแบบจำลองที่มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น
- 2) การสร้างตลาดสำหรับ Securitized Alternative Lending เพื่อเพิ่มช่องทางการระดมทุนจากนักลงทุน ให้กับบริษัทผู้ให้บริการ โดยผลพลอยได้ คือบริษัทผู้ให้บริการจะรับความเสี่ยงน้อยลง และนักลงทุนจะสามารถเข้าถึงการลงทุนใน Alternative Lending ซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าการฝากเงินในธนาคารหรือการลงทุนในพันธบัตรทั่วไป อย่างที่ไม่เคยเข้าถึงได้มาก่อน

ส่วนที่ 2 และ 3 ของรายงานจะสำรวจทั้งประโยชน์ ความเสี่ยง และความเป็นไปได้ของทั้งสองข้อเสนอนี้ตามลำดับ และจะสังเคราะห์ออกมาเป็นข้อเสนอเชิงระบบที่คณะผู้วิจัยเชื่อว่าจะก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อหลายฝ่าย ภายใต้กรอบระดับความเสี่ยงที่ไม่อันตราย

2. องค์กรรวบรวมข้อมูลทางเลือก

การมีองค์กรที่ทำหน้าที่รวบรวมและกระจายข้อมูลทางเลือกสู่สมาชิก เหมือนอย่างที่บ้านบริษัท ข้อมูลเครดิตแห่งชาติทำกับข้อมูลเครดิตมาตรฐาน จะก่อให้เกิดประโยชน์ร่วมกันสำหรับหลายฝ่าย ฝ่ายบริษัทที่รวบรวมข้อมูลสามารถทำกำไรจากงานประสานงานที่สร้างประโยชน์ให้ฝ่ายอื่น ๆ ส่วนฝ่ายบริษัทเจ้าของข้อมูลจะได้ข้อมูลของผู้กู้ที่รอบด้านขึ้น ไม่ถูกจำกัดอยู่ในกรอบมุมมองของบริษัทเดียว ซึ่งเป็นผลดีต่อประสิทธิภาพของแบบจำลอง

¹³ ยกเว้นรูปแบบธุรกิจแบบ Marketplace Lending ซึ่งเจ้าของเงินเป็นนักลงทุน แต่ประเทศไทยยังไม่มีผู้ให้บริการนี้

นอกจากนี้ การมีองค์กรที่ทำหน้าที่รวบรวมข้อมูลจะเพิ่มสภาพคล่องให้ตลาดข้อมูล บริษัทที่ไม่สนใจเข้าร่วมตลาดสินเชื่อยังสามารถขายข้อมูลของตนเข้ามาในกองกลาง ดังนั้น ผู้กู้ที่ไม่มีประวัติกู้ยืมหรือมีประวัติน้อย แต่มีข้อมูลพฤติกรรมจากแหล่งอื่นๆ ที่สะท้อนความน่าเชื่อถือ หรือที่เรียกว่ากลุ่ม “Invisible Prime” ก็จะมีทางเลือกในการเข้าถึงเงินทุนมากขึ้น โดยไม่ถูกจำกัดอยู่กับบริษัทที่มีข้อมูลพฤติกรรมของตนที่มีบริการสินเชื่อเท่านั้น และเมื่อลูกค้ามีทางเลือกมากขึ้น ก็มีโอกาสสูงที่ดอกเบี้ยจะปรับตัวลดลงด้วยแรงกดดันจากการแข่งขัน

2.1 ตัวอย่างบริษัทรวบรวมข้อมูลทางเลือก

การรวบรวมข้อมูลทางเลือก (Alternative Data) โดยทั่วไปเป็นหน้าที่ของบริษัทเอกชน และมีตัวอย่างให้เห็นอย่างแพร่หลายแล้วในต่างประเทศ ตัวอย่างในประเทศสหรัฐอเมริกา เช่น บริษัท Finicity ซึ่งรวบรวมข้อมูลบัญชีของลูกค้าธนาคารและสถาบันการเงิน ซึ่งทำให้เห็นข้อมูลสินทรัพย์ รายได้ ไปจนถึงประวัติการจ่ายบิลค่าเช่าบ้าน ค่าน้ำ ค่าไฟ และค่าบริการโทรศัพท์ โดยบริษัทมีการอัปเดตข้อมูลแบบ real time ทำให้ผู้ให้กู้ที่ใช้บริการสามารถเข้าถึงข้อมูลล่าสุดได้ทันที นอกจากนี้ยังมีบริษัท FactorTrust และ DataX ซึ่งเน้นรวบรวมข้อมูลผลการปล่อยสินเชื่อระยะสั้น (สั้นกว่า 3 เดือน) และสินเชื่อทางเลือกที่โดยปกติจะไม่ถูกรายงานให้กับบริษัทเครดิตบูโร และบริษัท Clarity Services ซึ่งเน้นเก็บข้อมูลสินเชื่อขนาดเล็ก ข้อมูลจากบริษัท Telecom ข้อมูลสินเชื่อรถยนต์ของผู้ให้บริการทางเลือก ไปจนถึงข้อมูลจากแหล่งอื่น ๆ ที่ไม่อยู่ในการรายงานเครดิตแบบดั้งเดิม

ตัวอย่างในประเทศอื่น ๆ เช่นบริษัท Seon ในสหราชอาณาจักร รวบรวมข้อมูลการใช้ Social Media เพื่อประโยชน์ในการประเมินคะแนนเครดิต และบริษัทฟินเทคขนาดยักษ์ของสิงคโปร์อย่าง CredoLab¹⁴ ซึ่งรวมข้อมูล Digital Footprint บนโทรศัพท์มือถือ อย่างข้อมูล SMS ข้อมูลรายชื่อผู้ติดต่อ ข้อมูลกิจกรรมในชีวิตประจำวันที่ใช้ในปฏิทิน ข้อมูลแอปพลิเคชันที่ใช้ ข้อมูลบัญชีใน Social Media ไปจนถึงข้อมูลนอกโลกออนไลน์อย่างรุ่นโทรศัพท์มือถือ และให้บริการแก่สถาบันการเงินหรือองค์กรอื่นที่ต้องการปล่อยกู้ โดยสร้างแบบจำลองที่ให้ผลเป็น Credit Score ให้ลูกค้าแต่ละรายโดยเฉพาะ และเน้นจุดขายที่ใช้เวลารวดเร็วในการประมวลผล

2.2 ตัวอย่างการปรับตัวของ Credit Reporting Agency ขนาดใหญ่

Credit Reporting Agencies ในระบบการเงินแบบดั้งเดิมเองเริ่มมีการปรับตัวเข้ากับยุคของ Alternative Data แล้ว โดยวิธีการปรับตัวที่แพร่หลายที่สุดในต่างประเทศคือการเข้าซื้อกิจการหรือการร่วมมือกับบริษัทที่เชี่ยวชาญเรื่องการรวบรวมข้อมูลทางเลือกอย่างในข้อ 2.1 เพื่อให้สถาบันเดิมสามารถเข้าถึงข้อมูลทางเลือกได้อย่างรวดเร็ว โดยที่ไม่ต้องเริ่มต้นสร้างโครงสร้างพื้นฐานจากศูนย์

¹⁴ CredoLab. CredoLab Privacy Policy (GDPR Privacy Policy). <https://www.credolab.com/privacy-policies/gdpr-privacy-policy>

Credit Reporting Agency ใหญ่ ๆ ในประเทศสหรัฐอเมริกาอยู่ 3 บริษัท ได้แก่ บริษัท Experian บริษัท Transunion และบริษัท Equifax แต่ละบริษัทมีการปรับตัวดังนี้

- บริษัท Experian ร่วมมือกับบริษัท Finicity และเข้าซื้อบริษัท Clarity Services ทำให้สามารถขยายฐานข้อมูลผู้บริโภคจากที่มีเฉพาะข้อมูลประวัติการขอสินเชื่อและยอดหนี้คงค้าง กลายเป็นมีข้อมูลการใช้จ่ายบิลต่าง ๆ ผ่านบัญชีธนาคาร และข้อมูลการขอสินเชื่อขนาดเล็กเพิ่มเติมด้วย
- บริษัท Transunion ปรับตัวในลักษณะคล้ายกัน คือเข้าซื้อบริษัท FactorTrust และบริษัท L2C ปัจจุบันบริษัทโฆษณาการรายงานเครดิตผู้ซื้อให้กับบริษัทสินเชื่อผ่านผลิตภัณฑ์ที่ชื่อว่า “CreditVision Link” ซึ่งรวบรวมข้อมูลสองแหล่ง ได้แก่ 1) ข้อมูลประวัติการขอสินเชื่อแบบดั้งเดิมที่รายงานเป็น “Trended Data” คือแสดงให้เห็นให้ผู้พิจารณาให้เห็นความเป็นมาของลูกค่านั้นว่ามีแนวโน้มน่าเชื่อถือมากขึ้นหรือน้อยลงตามกาลเวลา และ 2) ข้อมูลทางเลือกที่ส่วนหนึ่งบริษัทได้มาจากการรวบรวมกิจการนั่นเอง
- บริษัท Equifax เองก็เข้าซื้อบริษัท DataX ในปี ค.ศ. 2018 ทำให้ได้ข้อมูลทางเลือกด้านประวัติสินเชื่ออื่น ๆ ที่ไม่ได้มีการรายงานในระบบดั้งเดิม

นอกจากนี้ ระบบการให้คะแนนเครดิตผู้บริโภคที่ใช้กันทั่วไปในสหรัฐอเมริกาอย่าง FICO Score เองก็เริ่มมีการปรับตัวให้เข้ากับยุคข้อมูลทางเลือก โดยมีการสร้างระบบคะแนนใหม่ชื่อ FICO Score XD ซึ่งเกิดขึ้นมาจากความร่วมมือระหว่างบริษัท FICO (Fair Isaac Corporation) บริษัท Equifax และบริษัท LexisNexis คะแนนใหม่นี้ผสมผสานข้อมูลจากระบบข้อมูลเครดิตดั้งเดิมเข้ากับ ข้อมูลการจ่ายบิลค่าน้ำ ค่าไฟฟ้า ค่าบริการโทรศัพท์ และค่าบริการโทรทัศน์ ที่รวบรวมโดย National Consumer Telecom and Utilities Exchange (NCTUE) ซึ่งเป็นองค์กรภายใต้ Equifax และข้อมูลเกี่ยวกับกรรมสิทธิ์ในอสังหาริมทรัพย์ การเคลื่อนย้ายถิ่นฐาน การถูกไล่ที่ รวมถึงข้อมูลการล้มละลาย ซึ่งรวบรวมโดยบริษัทวิเคราะห์ข้อมูลทางกฎหมายและธุรกิจ LexisNexis

ในประเทศจีน บริษัทเทคโนโลยีที่กุมสินทรัพย์ข้อมูลไว้จำนวนมากอย่าง Zhima แห่ง Ant เองก็มีช่องทางทำธุรกิจแบบ Credit Reporting Agency โดยการขายข้อมูลเครดิตลูกค้าที่รวบรวมมาได้ให้สถาบันการเงินกว่าร้อยแห่ง¹⁵ อย่างไรก็ตาม ประเทศจีนมีองค์กรหลักที่ทำหน้าที่รวบรวมข้อมูลเครดิตอย่างเป็นทางการ คือองค์กร China Credit Reference Center (CCRC) ภายใต้การดูแลของแบงก์ชาติของจีน (The People's Bank of China) และตั้งแต่เมื่อต้นปี ค.ศ. 2021 มาแล้ว รัฐบาลจีนได้มีความเคลื่อนไหวไปในทิศทางของยุคข้อมูลทางเลือก Reuters รายงานว่า รัฐบาลจีนวางแผนที่จะบีบให้บริษัทเทคโนโลยีที่เป็นผู้เล่นขนาดใหญ่ในอุตสาหกรรมสินเชื่อต้องส่งต่อข้อมูลการปล่อยสินเชื่อนี้ให้กับ

¹⁵ Reuters. (2020). Exclusive-China to push its tech giants to share consumer credit data-sources.

<https://www.reuters.com/article/uk-china-big-tech-data-exclusive-idUKKBN29G0MN>

หน่วยงานกลางของรัฐ เพื่อให้องค์กรนี้ส่งต่อข้อมูลให้สถาบันการเงินอื่น ๆ ต่อไป¹⁶ ซึ่งหากทำสำเร็จ ก็จะเป็นการเคลื่อนไหวไปสู่เป้าหมายเดียวกันกับสาม Credit Reporting Agencies ของสหรัฐอเมริกา แต่แตกต่างกันที่ระดับการควบคุมของภาครัฐ (Laissez-Faire) ที่สะท้อนผ่านวิธีการเท่านั้น

2.3 ขั้นตอนต่อไปสำหรับประเทศไทย

จากตัวอย่างที่กล่าวมา จะเห็นได้ว่าเส้นทางของการไปสู่การมีองค์กรที่ทำหน้าที่เป็นเครดิตบูโรสำหรับข้อมูลเครดิตทางเลือกนั้นค่อนข้างหลากหลาย โดยอาจมาจากแรงผลักดันที่เกิดขึ้นโดยธรรมชาติของภาคเอกชนอย่างในประเทศสหรัฐอเมริกา หรือจากการผลักดันอย่างผสมผสานของทั้งภาคเอกชนและภาครัฐอย่างประเทศจีนก็ได้ ในประเทศไทย บริษัทข้อมูลเครดิตแห่งชาติเองก็เกิดขึ้นจากการหารือของทั้งภาครัฐ โดยธนาคารแห่งประเทศไทย และภาคเอกชน โดยสมาคมธนาคารไทย ซึ่งเห็นถึงความสำคัญของการมีองค์กรรวบรวมข้อมูล

คณะผู้วิจัยเห็นว่า ไม่ว่าภาครัฐจะต้องการให้เกิด Securitized Alternative Lending หรือเพียงต้องการสนับสนุนระบบนิเวศของอุตสาหกรรม Alternative Lending วิธีการที่น่าจะมีประสิทธิภาพที่สุดในปัจจุบันคือการสร้างความร่วมมือระหว่างบริษัทเทคโนโลยีในประเทศไทยที่กุมข้อมูลพฤติกรรมผู้บริโภค โดยทำให้พวกเขาเห็นถึงประโยชน์ที่พวกเขาจะได้รับ แลกกับการแบ่งปันข้อมูล ทั้งประโยชน์จากขนาดกลุ่มผู้กู้เป้าหมายที่จะขยายใหญ่ขึ้น และประโยชน์ต่อประสิทธิภาพของแบบจำลองในการทำนายความเสี่ยงของกลุ่มลูกค้าปัจจุบัน โดยรัฐอาจผลักดันให้เกิดบริษัทใหม่สำหรับแลกเปลี่ยนข้อมูลทางเลือกโดยเฉพาะ ซึ่งมีข้อดีคือเป็นการสร้างการแข่งขัน และกระจายความเสี่ยง เพื่อกรณีที่บริษัทที่เป็น Monopoly มีข้อผิดพลาดในการดำเนินงาน หรือจะผลักดันให้บริษัทข้อมูลเครดิตแห่งชาติเป็นผู้ดำเนินการก็ได้ โดยบริษัทข้อมูลเครดิตแห่งชาติมีข้อได้เปรียบ คือมีโครงสร้างพื้นฐานด้านการจัดการข้อมูลอย่างรัดกุมอยู่แล้ว และมีความสัมพันธ์ที่ดีเป็นทุนเดิมกับธนาคารพาณิชย์ (ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทข้อมูลเครดิตแห่งชาติ) ซึ่งยังคงเป็นผู้เล่นใหญ่ในตลาด Alternative Lending ของไทย

หากองค์กรรวบรวมข้อมูลทางเลือกนี้เกิดขึ้นได้จริง ธุรกิจ Alternative Lending จะเปลี่ยนผ่านการแข่งขันกันที่ปริมาณข้อมูล ไปเป็นการแข่งขันที่ประสิทธิภาพของแบบจำลอง ประสิทธิภาพผู้บริโภค ไปจนถึงอัตราดอกเบี้ยแทน ซึ่งการแข่งขันในแบบหลังจะเกิดประโยชน์ต่อผู้บริโภคมากกว่า

¹⁶ Reuters. (2020). Exclusive-China to push its tech giants to share consumer credit data-sources.

<https://www.reuters.com/article/uk-china-big-tech-data-exclusive-idUKKBN29G0MN>

3. การสร้างตลาดสำหรับ Securitized Alternative Lending

Securitization จะช่วยลดทอนปัญหาการระดมทุนของบริษัทเจ้าของข้อมูล ด้วยการเปิดให้นักลงทุนทั่วไปสามารถลงทุนในสินเชื่อให้กับบุคคลทั่วไปที่พิจารณาอนุมัติจากข้อมูลทางเลือก การขยายวงนักลงทุนออกไปจะช่วยเพิ่มอุปทานของเม็ดเงิน ซึ่งนำไปสู่การเพิ่มจำนวนผู้ที่สามารถเข้าถึงเงินทุน และการลดอัตราดอกเบี้ย ตามกฎอุปสงค์-อุปทาน

3.1 Securitization คืออะไร?

Securitization เป็นขั้นตอนของการนำสินทรัพย์มารวมกันเพื่อสร้างเป็นหลักทรัพย์ที่เหมาะสมกับการซื้อขายโดยนักลงทุนทั่วไป โดยใช้สินทรัพย์ตั้งต้นนี้เป็นหลักประกัน สินทรัพย์ที่สามารถนำมาสร้างเป็นหลักทรัพย์ส่วนใหญ่มีลักษณะสำคัญคือ จะต้องมีการแสวงหาเงินสดที่จะไหลเข้ามาอย่างสม่ำเสมอและไม่สามารถซื้อขายได้ในตลาดปกติ เช่น สินเชื่อซื้อบ้าน (Mortgage) เป็นสินทรัพย์ซึ่งมีเงินผ่อนไหลเข้ามาอย่างสม่ำเสมอ และมีบ้านเป็นหลักประกัน หลักทรัพย์ที่ผ่านการ Securitize โดยมีสินเชื่อซื้อบ้านเป็นหลักประกันเรียกว่า Mortgage-Backed Security (MBS) ซึ่งเป็นหนึ่งในประเภทของหลักทรัพย์ที่เรียกว่า Asset-Backed Security (ABS) ซึ่งหมายถึงหลักทรัพย์ที่เกิดจากการ Securitize สินทรัพย์ชนิดใดก็ได้

ภาพที่ 1 แสดงกระบวนการ Securitization ในเบื้องต้น โดยเริ่มจากสินทรัพย์ (Asset Pool) จนเป็นหลักทรัพย์ที่ขายให้กับนักลงทุน¹⁷

- ในขั้นแรก Originator หรือผู้ที่ริเริ่มสร้างสินทรัพย์ขึ้นมาจะทำการปล่อยกู้ให้กับผู้กู้ ซึ่งในกรณี Alternative Credit ก็คือบริษัทเจ้าของข้อมูลอย่าง GrabFinance หรือ TrueMoney
- ต่อมาผู้ที่ทำการปล่อยกู้สามารถนำสินทรัพย์ (สินเชื่อที่ผู้กู้จะค่อย ๆ ผ่อนคืนในขนาดอันไกล) ไปขายต่อให้กับบริษัทซึ่งตั้งมาเพื่อจุดประสงค์ของการออกหลักทรัพย์โดยเฉพาะ เรียกว่า Special Purpose Vehicle (SPV)¹⁸ ซึ่งมีหน้าที่เปลี่ยนสินทรัพย์นี้เป็นหลักทรัพย์ โดยสามารถรวมสินทรัพย์หลาย ๆ ชิ้นเข้าด้วยกัน และแบ่งขายหลักทรัพย์ตาม risk profile ของกลุ่มนักลงทุนเป้าหมาย
- SPV สามารถปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่จะออกขายตามความต้องการ ด้วยเทคนิค Credit Enhancement ตัวอย่างเช่น SPV อาจมีหลักทรัพย์ที่เกิดจากสินเชื่อที่

¹⁷ กระบวนการจริงในแต่ละบริบทอาจมีจุดต่าง ๆ ของระบบที่แตกต่างไปจากแผนภาพนี้เล็กน้อย แต่โดยภาพรวมแล้ว แผนภาพนี้แสดงผู้เล่นและขั้นตอนที่สำคัญไว้ได้ครบถ้วน ตัวอย่างจุดที่อาจแตกต่างกัน เช่น SPV ไม่จำเป็นต้องแบ่งหลักทรัพย์เป็นลำดับขั้น (tranches) แต่อาจขายหลักทรัพย์เป็นกลุ่มก้อนเดียวกัน คือทุกส่วนมีความสำคัญเท่ากันก็ได้

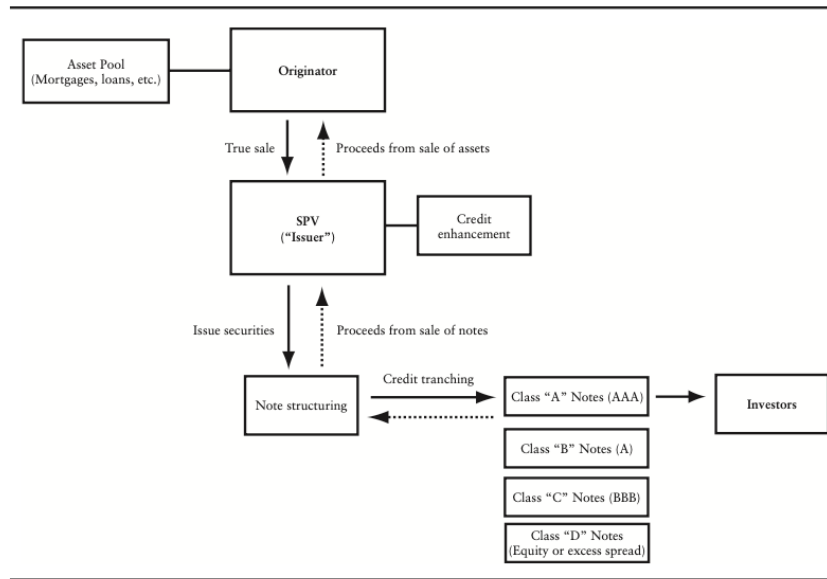
¹⁸ การโอนให้ SPV ทำได้สองแบบ คือ 1) true sale คือโอนกรรมสิทธิ์ไปที่ SPV เลย และสินทรัพย์นี้จะถูกบันทึกไว้ในงบดุลของ SPV และ 2) Synthetic Securitization ซึ่งสินทรัพย์จะยังคงอยู่ในงบดุลและเป็นกรรมสิทธิ์ของ Originator โดยขายเพียง Credit Protection ไปที่ SPV รูปแบบของ Credit Protection ที่แพร่หลายที่สุดคือเป็นลักษณะของ Credit Default Swap (CDS) หลักการคือ Originator จะจ่ายเงินจำนวนหนึ่งเป็นค่าบริการ หรือ Premium ไปให้ SPV ตั้งแต่แรก และในกรณีที่ลูกหนี้ไม่จ่ายคืนหนี้ SPV ซึ่งทำหน้าที่เหมือนประกันจะจ่ายเงินชดเชยตามข้อตกลงให้กับ Originator ซึ่งเป็นเหมือนผู้ซื้อประกัน Securitization ที่ถูกพูดถึงโดยทั่วไปเป็นการขายแบบลักษณะแรก

ปล่อยให้ผู้ไม่มีรายได้ประจำ Credit Rating Agency ที่เข้ามาตรวจสอบคุณภาพของหลักทรัพย์พบว่าหลักทรัพย์จะถูกจัดอยู่ในกลุ่ม BBB ยกเว้นว่า SPV จะยินดีทำการ Credit Enhance เช่น โดยการซื้อประกันให้กับหลักทรัพย์ ซึ่งหากซื้อประกันเพื่อลดความเสี่ยงแล้ว Credit Rating Agency สามารถปรับระดับความเสี่ยงของหลักทรัพย์นี้ขึ้นไปถึง AAA ได้

- การแบ่งหลักทรัพย์ออกขายอาจทำได้ 2 แบบ แบบแรกในแผนภาพซึ่งเป็นที่นิยมกว่า จะแบ่งขายเป็น Tranches คือเป็นลำดับชั้น โดยชั้นสูง ๆ จะเป็นหลักทรัพย์ที่ความเสี่ยงต่ำ ผลตอบแทนต่ำ ขณะที่ลำดับชั้นต่ำ ๆ จะมีความเสี่ยงสูง แต่ก็มีโอกาสที่จะได้ผลตอบแทนสูงไปด้วย บางกรณี Originator จะเก็บหลักทรัพย์ลำดับต่ำที่สุดไว้ (First Loss Position: FLP) เพื่อเป็นการส่งสัญญาณความมั่นใจในคุณภาพของสินเชื่อ เป็นวิธีการหนึ่งในการ Credit Enhance (Jobst, 2009)¹⁹ ในกรณีที่ผู้กู้ไม่จ่ายเงินคืน และสินเชื่อกลายเป็น Non-Performing Loan ผู้ถือหลักทรัพย์ในลำดับชั้นต่ำ ๆ นี้จะเป็นกลุ่มแรกที่ได้รับผลกระทบ แบบที่สองเป็นการแบ่งตรง ๆ โดยผู้ถือสินทรัพย์ทุกคนมีสิทธิได้เงินคืนอย่างเท่าเทียมกันในทางปฏิบัติ แบบแรกเป็นที่นิยมกว่า
- อัตราดอกเบี้ยที่นักลงทุนจะได้รับเป็นไปตามข้อกำหนดที่ตกลงกัน โดยอาจเป็นอัตราดอกเบี้ยคงที่ หรือเปลี่ยนแปลงไปตามระดับอัตราดอกเบี้ยพื้นฐานก็ได้

¹⁹ Jobst, A. (2009). Islamic Securitization After the Subprime Crisis, Journal of Structured Finance, 14, pp. 41-57.

ภาพที่ 4 กระบวนการ Securitization



Source: Fabozzi et al. (2006)²⁰

- ราคาหลักทรัพย์ – ABS มีกลไกราคาที่คล้ายคลึงกับหลักทรัพย์ในตระกูลพันธบัตร (Bond) หลักทรัพย์จะถูกตั้งราคาตอนเข้าตลาดครั้งแรก และเมื่อเข้าไปอยู่ในตลาดแล้ว ราคาหลักทรัพย์จะถูกกำหนดด้วยกลไกตลาด คือโดยอุปสงค์และอุปทาน
 - ตอนที่เข้าตลาดครั้งแรก อัตราดอกเบี้ยจะถูกกำหนดโดยเทียบกับ Benchmark Yield Curve²¹ โดยที่ยิ่งสินทรัพย์ที่นำมา Securitize มีความเสี่ยงสูง หลักทรัพย์ก็ต้องยิ่งดึงดูดนักลงทุนด้วยอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นเมื่อเทียบกับ Benchmark ที่ระยะครบกำหนดเดียวกัน ราคาของหลักทรัพย์ที่ออกครั้งแรกจะคำนวณจากค่า Present Value ของผลรวมของมูลค่าสินทรัพย์ที่จะจ่ายคืนในระยะสุดท้ายและดอกเบี้ยที่จะจ่ายคืนในแต่ละช่วง²²
 - หลังจากที่ยกหลักทรัพย์ไปแล้ว ราคาจะผันผวนขึ้นลงตามอุปสงค์และอุปทาน ซึ่งอาจได้รับอิทธิพลจากอัตราดอกเบี้ยของหลักทรัพย์เอง จาก Rating ที่หลักทรัพย์ได้รับจาก

²⁰ Fabozzi, F.J., Davis, H.A., & Choudhary, M. (2006). Introduction to Structured Finance. Wiley.

²¹ Yield Curve เป็น Curve ที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่หลักทรัพย์จะครบกำหนด (Maturity) กับผลตอบแทนที่ผู้ถือหลักทรัพย์จะได้รับ (Yield) โดยทั่วไป ยิ่ง Maturity นาน Yield ก็ยิ่งต้องสูงขึ้น Benchmark ที่ใช้กันแพร่หลาย ใช้ Yield ของ US Treasury Bond เป็นมาตรฐาน โดย Treasury Bond มีตัวเลือกครบกำหนดที่ 3 เดือน, 6 เดือน, 2 ปี, 5 ปี, 10 ปี และ 30 ปี Yield Curve ที่ใช้เปรียบเทียบจะ Interpolate ให้ครอบคลุมระยะเวลากำหนดที่ละเอียดกว่านั้น US Treasury Bond ออกโดยรัฐบาลของประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งมีความเสี่ยงที่จะไม่จ่ายหนี้ต่ำมาก

²² สูตรคือ $Issue Price = \frac{Cash Flow}{(1+r)^n} + Cash Flow * \left(\frac{1-(1+r)^{-n}}{r} \right)$ โดย Cash Flow แทนมูลค่าสินทรัพย์ที่จะได้คืนในระยะสุดท้าย และ r แทนอัตราดอกเบี้ย

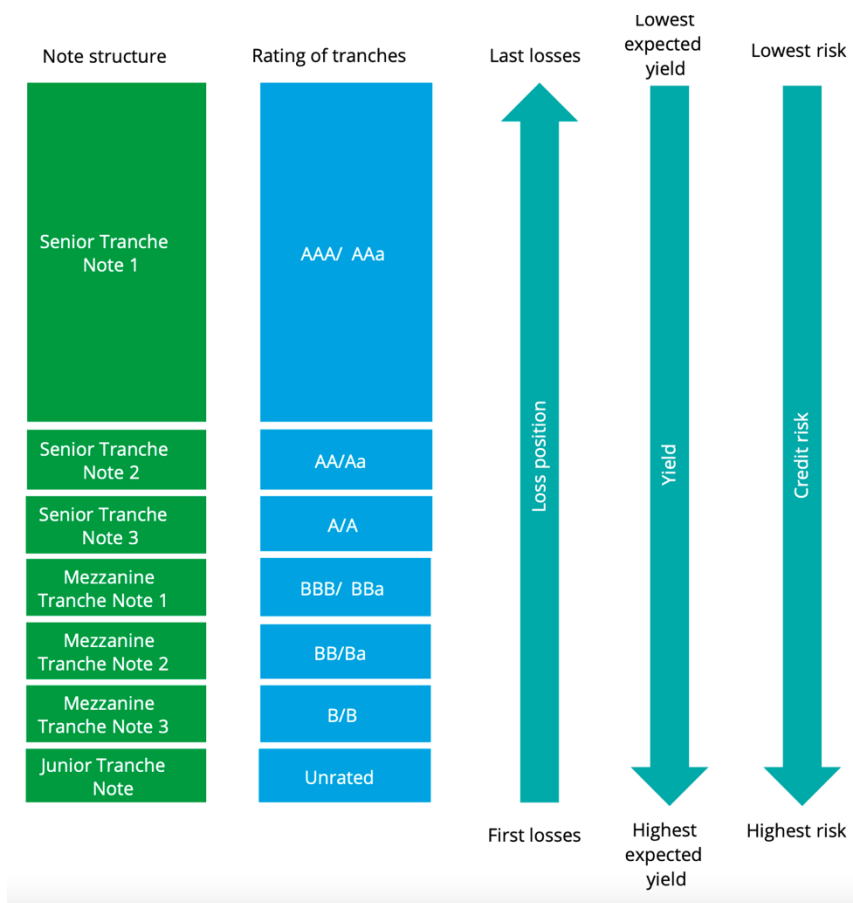
อัตราดอกเบี้ยพื้นฐาน หรือจากอุปสงค์ในตลาดอื่นที่มีกลุ่มนักลงทุนเป้าหมายเดียวกัน เป็นต้น

- กระบวนการจ่ายเงินคืนให้ผู้ถือหลักทรัพย์

ในข้อตกลงทั่วไป เมื่อผู้กู้ยืมเงินนี้ หาก Securitization มีการแบ่งขายหลักทรัพย์เป็น tranche ผู้ถือหลักทรัพย์ในระดับ Tranche ที่สูงที่สุดจะได้รับทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยก่อน เมื่อผู้ถือหลักทรัพย์ในระดับที่สูงกว่าได้รับเงินครบแล้ว ผู้ถือหลักทรัพย์ในระดับต่อ ๆ ไปจึงจะได้รับเงินต่อ ระบบการเรียงลำดับการจ่ายเงินนี้ เรียกว่าระบบ “Cash Flow Waterfall” หากหลักทรัพย์ถูกแบ่งขายด้วยความเสี่ยงและผลตอบแทนเท่ากัน เงินต้นและดอกเบี้ยก็จะกระจายให้ทุกกลุ่มพร้อมกัน

ในกรณีที่ผู้กู้ไม่สามารถจ่ายเงินคืนนี้ ผู้ถือหลักทรัพย์ที่มีหนี้สินนั้น ๆ อยู่ ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนหรือ Originator ซึ่งบางครั้งจะเก็บ First-Loss Position ไว้ จะไม่ได้เงินในส่วนนี้คืน หาก Securitization มีการแบ่งขายหลักทรัพย์เป็น Tranche ผู้ถือหลักทรัพย์ลำดับชั้นสูงที่สุดจะได้รับเงินคืนก่อน ทำให้ผู้ถือหลักทรัพย์ลำดับชั้นต่ำที่สุดจะได้รับผลกระทบเป็นกลุ่มแรก แล้วจึงไล่ลำดับชั้นขึ้นไป ดังแสดงในภาพที่ 5

ภาพที่ 5 การแบ่งขายหลักทรัพย์ตามลำดับความเสี่ยง



ที่มา: Deloitte (2018)²³

3.2 ประโยชน์ของ Securitization

การ Securitize Alternative Lending ตอบโจทย์ความต้องการของส่วนรวมเพราะเป็นการทำให้เกิดตลาด การทำให้สินทรัพย์อย่างสินเชื่อกลายเป็นหลักทรัพย์ที่ซื้อขายคล่องในกลุ่มนักลงทุนทั่วไป เป็นการจับคู่อุปสงค์กับอุปทาน ซึ่งทำให้เกิดความพึงพอใจสำหรับทั้งสองฝ่าย ในทางเศรษฐศาสตร์เรียกความพึงพอใจนี้ว่า Consumer และ Producer Surplus โดยผู้เล่นแต่ละฝ่ายได้ประโยชน์จาก Securitization ดังนี้

3.2.1 สำหรับนักลงทุน

ประโยชน์ที่ชัดเจนที่สุดสำหรับนักลงทุน คือ Securitization ทำให้พวกเขาสามารถเข้าถึงช่องทางการลงทุนในสินเชื่อรายย่อย อย่างที่ไม่เคยเข้าถึงได้มาก่อน Alternative Lending เป็นการลงทุนระยะสั้นที่โดยทั่วไปมีผลตอบแทนสูง และด้วยอำนาจของข้อมูลใหม่ ๆ จากบริษัทยักษ์ใหญ่ ที่ทำให้เห็นพฤติกรรมของผู้กู้ ความเสี่ยงของสินเชื่อเหล่านี้จะค่อย ๆ ลดลงไปกับคุณภาพแบบจำลองที่

²³ Deloitte. (2018). Securitization Structured Finance Solution.

เพิ่มขึ้น การเข้าถึงช่องทางการลงทุนใหม่นี้ผ่าน Securitization ช่วยให้นักลงทุนสามารถกระจายความเสี่ยงได้มากขึ้น (Fabozzi et al., 2006) และสามารถเลือกซื้อหลักทรัพย์ได้ตามความเสี่ยงที่แต่ละคนพอใจได้ด้วย

3.2.2 สำหรับผู้กู้

Securitization ช่วยในเรื่องการกระจายความเสี่ยงให้นักลงทุน จากเดิมหากนาย ก มีเงินเหลือ 10,000 บาท ต้องการปล่อยกู้เพื่อเอากำไร เขาอาจนำเงินจำนวนนี้ไปปล่อยกู้ให้นาย ข โดยเสี่ยงดูว่านาย ข จะคืนเงินให้หรือไม่ เพื่อป้องกันความเสี่ยง นาย ก ต้องมั่นใจมากๆ ว่านาย ข จะคืนเงิน เพราะไม่เช่นนั้นเขาจะสูญเสียเงิน 10,000 บาท เมื่อมี Securitization แทนที่นาย ก จะต้องเลือกปล่อยกู้ให้นาย ข คนเดียว นาย ก สามารถกระจายเงินทุนนี้ไปให้ผู้กู้ 100 คน คนละ 100 บาท หากนาย ข ไม่จ่ายคืนจริงๆ แต่ผู้กู้ที่เหลือยังจ่ายคืน นาย ก ก็จะได้รับเงินเพียง 100 บาท

นี้หมายความว่า ด้วย Risk Appetite ของนักลงทุนแบบเดียวกัน จะมีผู้กู้จำนวนมากขึ้น และอาจรวมผู้กู้ที่คุณภาพต่ำลง หรือไม่ได้มีหลักประกันมากเท่า ที่สามารถเข้าถึงแหล่งทุนได้เมื่อมี Securitization เพราะนวัตกรรมทางการเงินนี้ช่วยให้นักลงทุนสามารถกระจายความเสี่ยงได้ด้วยค่าใช้จ่ายต่ำ

นอกจากนี้ การปลดล็อกเรื่องการระดมทุนให้ Originator หมายความว่า ด้วยระดับเงินทุนของตนเองและด้วยระดับความเสี่ยงเท่าเดิม Originator สามารถเพิ่มปริมาณการปล่อยกู้ออกไปได้ การขยายปริมาณการปล่อยกู้ย่อมหมายถึงจำนวนผู้กู้ที่เพิ่มขึ้น

3.2.3 สำหรับ Originator

การขายสินทรัพย์ต่อไปให้นักลงทุนทำให้ Originator มีเงินทุนไหลเวียนเข้ามาเพิ่มสภาพคล่อง และเป็นแหล่งเงินทุนทางเลือกในการปล่อยกู้ จากเดิมที่ปล่อยกู้ด้วยเงินทุนของตัวเอง หรือหาเงินลงทุนจากธนาคาร หรือช่องทางดั้งเดิมอื่นๆ Originator กลายเป็นสามารถปล่อยกู้ด้วยเงินทุนของนักลงทุนทั่วไปโดยอาศัยระบบตลาด และเก็บค่าธรรมเนียมในการดำเนินการแทน ยิ่งสินทรัพย์สามารถถ่ายโอนไปที่นักลงทุนได้เร็วเท่าไร บทบาทของบริษัทเหล่านี้ก็ยิ่งเปลี่ยน จากผู้ให้กู้ กลายเป็นตัวกลางที่เชื่อมโยงผู้กู้กับนักลงทุนแทน และด้วยรูปแบบธุรกิจใหม่นี้ Originator จะสามารถปล่อยกู้ได้ในปริมาณที่สูงขึ้นด้วยระดับความเสี่ยงที่ลดลง

Securitization Framework ที่กล่าวมาในรูปแบบการปฏิบัติที่ใช้กันเป็นสากล อย่างไรก็ตาม Framework นี้มีข้อบกพร่องอยู่พอสมควร ดังที่จะอธิบายต่อไป การนำ Securitization เข้ามาในตลาดของ Alternative Lending จึงทั้งไม่จำเป็นและไม่ควรนำเข้ามาทั้งระบบ ส่วนที่ 3.4 แจกแจงรูปแบบทางเลือกที่อาจเหมาะสมกว่าและช่วยปิดจุดอ่อนของระบบเดิม ประโยชน์ของ Securitization ต่อ Originator ที่จะกล่าวถึงต่อจากนี้เป็นประโยชน์ที่เฉพาะเจาะจงกับ Framework ในภาพที่ 4 ซึ่งอาจยังมีอยู่หรือไม่แล้วในระบบทางเลือก แล้วแต่กฎเกณฑ์ที่ตั้ง

➤ ช่วยลดความเสี่ยงให้กับ Originator โดยการส่งต่อความเสี่ยงไปให้นักลงทุน

เนื่องจาก Securitization ทำให้กรรมสิทธิ์ในสินทรัพย์ถูกถ่ายโอนไปให้ SPV ทำให้ความเสี่ยงที่ผู้กู้จะไม่คืนเงินไม่อยู่ในมือของ Originator อีกต่อไป ในกรณีที่ผู้กู้ไม่จ่ายเงินคืน ในทางกฎหมายนักลงทุนจะไม่สามารถเรียกเก็บเงินจาก Originator ได้ นี่เป็นเหตุผลที่ SPV มีอีกชื่อเล่นว่า 'Bankruptcy Remote' กล่าวคือ หากบริษัทหนึ่งกู้เงินโดยการออกพันธบัตรผ่าน Securitization และหากบริษัทนั้นล้มละลาย นักลงทุนจะไม่สามารถเรียกเงินคืนจากบริษัทนั้นได้เลย

แนวปฏิบัติที่ Originator สามารถทำหน้าที่ปล่อยกู้ให้ผู้กู้ และทำการขายสินเชื่อบางส่วนหรือทั้งหมดต่อไปให้บริษัท SPV ทำให้เกิดปัญหาตามมามากมาย และเป็นองค์ประกอบสำคัญที่นำไปสู่วิกฤตทางการเงินในช่วงปี ค.ศ. 2007-2009 ดังที่จะกล่าวต่อไป

➤ ช่วยลดต้นทุนของเงินทุน

การที่ขั้นตอน Credit Enhancement ช่วยเพิ่ม Credit Rating ให้กับสินทรัพย์ที่โดยเนื้อแท้แล้วมีความน่าเชื่อถือต่ำกว่านั้น ทำให้สินเชื่อนั้น ๆ สามารถมีปล่อยกู้ด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลง จึงเป็นการลดต้นทุนของเงินทุน โดย Originator จะได้กำไรเพิ่มเติมจากส่วนต่างระหว่างต้นทุน ซึ่งประกอบด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ปล่อยให้ผู้กู้บวกและค่าทำ credit enhancement กับค่าใช้จ่าย ซึ่งได้แก่ค่าธรรมเนียมตอบแทนที่ให้กับนักลงทุน ผลสำรวจโดย Banks for International Settlement (2011)²⁴ พบว่าผลประโยชน์ด้านการลดต้นทุนของเงินทุน และด้านการมีทางเลือกของแหล่งเงินทุนที่หลากหลายขึ้น เป็นประโยชน์หลักที่ผลักดันให้ Originator ตัดสินใจ Securitize สินทรัพย์

➤ ช่วยพัฒนาสัดส่วนทางการเงินที่สำคัญ

การ Securitize สินทรัพย์ทำให้สินทรัพย์นั้น ๆ ถูกเอาออกจากงบดุลของ Originator ซึ่งในทางบัญชีทำให้เกิดประโยชน์ต่อสัดส่วนทางการเงิน เช่น การมีหนี้ย่อยลงทำให้สัดส่วนหนี้ต่อทุน (Leverage Ratio) น้อยลง และ Return on Asset (ROA) เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ในหลายประเทศ สถาบันการเงินมีข้อกำหนดให้คงสัดส่วน Capital to Risk-Weighted Assets ไว้ที่ระดับที่รัฐกำหนดเพื่อควบคุมความเสี่ยง การที่สินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงถูก Securitize ออกไปจากงบดุลทำให้เงินทุนที่สถาบันการเงินต้องถือไว้เพื่อปฏิบัติตามกฎเกณฑ์มีค่าลดลง แม้ว่าสถาบันยังคงได้ผลตอบแทนจากการปล่อยกู้อยู่

3.3 ความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับ Securitization

วิกฤตการณ์ทางการเงินเมื่อปี ค.ศ. 2007-2009 ซึ่งเริ่มต้นที่ประเทศสหรัฐอเมริกา และลุกลามสร้างความเสียหายไปทั่วโลกนั้น กล่าวได้ว่ามีที่มาจากสองส่วน ได้แก่ อากาการฟองสบู่แตกของ

²⁴ Bank for International Settlement. (2011). Report on asset securitisation incentives. Basel Committee on Banking Supervision: The Joint Forum.

อสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา และ ปัญหาที่เกี่ยวข้องกับ Securitization ซึ่งปล่อย (และสนับสนุน) ให้ ฟองสบู่โตขึ้นโดยไม่ถูกเจาะไปก่อนที่จะใหญ่พอที่จะทำลายระบบการเงินโลก

หลังวิกฤตการณ์ครั้งนั้น เรื่องความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับ Securitization จึงเป็นหัวข้อศึกษาของ ทั้งนักวิชาการ นักการธนาคาร และผู้กำหนดนโยบายของภาครัฐ องค์กรประกอบหนึ่งที่พวกเขาเห็นพ้อง ตรงกันว่าเป็นกุญแจหลักของปัญหา คือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ของผู้ที่ เกี่ยวข้อง ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

3.3.1 สำหรับ Originator

➤ คุณภาพของสินเชื่อดกต่ำลง

Securitization แปลงบทบาทของ Originator จากผู้ให้กู้ ซึ่งต้องแบกรับความเสี่ยงของหนี้เสีย โดยตรง มาเป็นนายหน้า ที่จับคู่ผู้กู้กับนักลงทุน รูปแบบ Originate-to-Distribute ช่วยลดความเสี่ยงของ Originator จนทำให้สามารถปล่อยกู้ได้มากขึ้นและเร็วขึ้น แม้จะมีข้อกำหนดเกี่ยวกับสัดส่วนต้นทุนต่อ ปริมาณสินทรัพย์เสี่ยงก็ตาม นอกจากนี้โครงสร้างผลตอบแทนที่ให้ความสำคัญกับผลตอบแทนระยะสั้น โดยเน้นเฉยต่อผลในระยะยาว (Bank for International Settlement, 2011) ยังเป็นปัจจัยผลักดันให้ Originator ใช้ความสามารถในการปล่อยกู้ปริมาณมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง เพื่อกอบโกยกำไรให้มากที่สุดอีกด้วย

โครงสร้างผลประโยชน์แบบนี้ เรียกว่า “No Skin in the Game” คือ Originator ไม่มี หรือแทบ จะไม่มีส่วนได้ส่วนเสียเลย ไม่ว่าผู้กู้จะจ่ายเงินคืนหรือเบี้ยวหนี้²⁵ ผลก็คือ Originator ตั้งใจลด มาตรฐานคุณภาพหนี้ลง ทั้งเพื่อลดต้นทุนในการปล่อยกู้และเพื่อเพิ่มปริมาณผู้กู้ที่สามารถเข้ามา เป็นลูกค้าได้ จนเป็นเหตุให้มีผู้กู้ “Subprime” ที่แม้หลักประกันและหน้าที่การงานจะไม่มั่นคงก็ยัง สามารถกู้เงินมาซื้อบ้านได้ และนำไปสู่หนี้เสียปริมาณมหาศาล ที่นำไปสู่ Subprime Crisis นั่นเอง Frame (2017)²⁶ พบหลักฐานที่ยืนยันพฤติกรรมนี้ โดย Low-Document Securitized Mortgages มักมี อัตราส่วนหนี้เสียต่ำกว่า เมื่อ Originator มีความเกี่ยวข้องกับอย่างกับผู้ให้กู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียจริง หรือเมื่อผลลัพธ์ของการปล่อยกู้มีผลต่อชื่อเสียงของ Originator โดยตรง

²⁵ ในทางเศรษฐศาสตร์ ความสัมพันธ์แบบนี้เรียกว่า Principal-Agent Moral Hazard ซึ่งหมายถึงความสัมพันธ์ที่ฝ่ายหนึ่ง (Principal) ไม่ สามารถตรวจสอบการกระทำของอีกฝ่ายได้ และฝ่ายที่ไม่สามารถถูกตรวจสอบ (Agent) สามารถกระทำการบางอย่างที่ไม่เกิดความเสียหาย ต่อตนเองแต่อาจสร้างความเสียหายให้ principal โดยในที่นี้ agent ที่ไม่สามารถถูกตรวจสอบคือ Originator และ Principal คือนักลงทุน ตัวอย่างความสัมพันธ์แบบนี้ในบริบทอื่นเช่น ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ทำประกันกับผู้ให้ประกัน ระหว่างลูกจ้างกับนายจ้าง เป็นต้น

²⁶ Frame, W.S. (2017). Agency Conflicts in Residential Mortgage Securitization: What Does the Empirical Literature Tell Us?. Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper-1.

➤ ปัญหา **Asymmetric Information** และ **Adverse Selection** ในขั้นตอนการเลือก สินทรัพย์ไป **Securitize**

จุดประสงค์หนึ่งของการ Securitize สินทรัพย์คือเพื่อลดความเสี่ยงให้กับบับดุลของ Originator ดังนั้น Originator จึงมีแรงจูงใจที่จะเลือกสินทรัพย์ที่เสี่ยงสูงที่สุดมาเข้าตลาด **Securitization** ซึ่งทั้ง Credit Rating Agency และนักลงทุนไม่สามารถตรวจสอบได้โดยง่ายเพราะ Originator มีข้อมูลเกี่ยวกับคุณภาพของสินเชื่อกว่าผู้เล่นคนอื่น การศึกษาของ Downing et al. (2009)²⁷ พบว่า Mortgage-Backed Securities ที่ซื้อขายอยู่ในตลาด Securitization มีคุณภาพต่ำกว่าสินเชื่อที่ Originator ถือเก็บไว้เอง นอกจากนี้ ตัว SPV ที่ทำหน้าที่ออกหลักทรัพย์ก็สามารถที่จะสร้างโครงสร้างหรือกำหนดองค์ประกอบของหลักทรัพย์เพื่อผลประโยชน์ของตนเองแทนที่จะเป็นผลประโยชน์ของนักลงทุน เพราะความซับซ้อนของ **Securitization** สร้างความได้เปรียบให้ผู้ออกหลักทรัพย์อย่าง SPV พร้อมทั้งเป็นอุปสรรคที่ทำให้นักลงทุนไม่สามารถตรวจสอบได้

โดยทฤษฎี นักลงทุนที่มีเหตุผล (Rational) จะเล็งเห็นถึงช่องโหว่ของโครงสร้างนี้ และจะคาดเดาได้ว่าผลิตภัณฑ์ที่ถูกนำมาขายนี้ ถูกสร้างขึ้นมาจากสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงกว่าปกติ นี่เป็นจุดเริ่มต้นของปรากฏการณ์ **Adverse Selection** เมื่อนักลงทุนไม่สามารถตรวจสอบคุณภาพหลักทรัพย์อย่างเที่ยงตรง พวกเขาก็จะทำการคาดเดาว่าหลักทรัพย์น่าจะมีความเสี่ยงสูง และเรียกดอกเบี้ยที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เขาคาดเดาน่าจะมีอยู่ ส่งผลให้ Originator ที่อยากนำสินเชื่อคุณภาพดีมา Securitize ก็ไม่สามารถสู้ราคาดอกเบี้ยได้อีก ดังนั้น **Asymmetric Information** ในระบบระหว่าง Originator กับนักลงทุน ซึ่งเดิมทำให้ Originator บางส่วนสามารถเลือกเฉพาะสินทรัพย์เสี่ยงสูงมาออกขาย จึงนำไปสู่ **Adverse Selection** คือ Originator ทุกคนต้องเลือกเฉพาะสินทรัพย์เสี่ยงสูงที่จะยินดีจ่ายดอกเบี้ยราคาสูงมาเข้าตลาด Securitization

3.3.2 สำหรับ Credit Rating Agency

ข้อบกพร่องหลักของโครงสร้างผลประโยชน์ของ Credit Rating Agency มาจากระบบที่เรียกว่า **“Issuer-Pay”** คือผู้เล่นที่ต้องการออกหลักทรัพย์มีหน้าที่จ่ายเงินให้ Credit Rating Agency เข้ามาประเมินความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่จะออก สิ่งที่ยกกว่านั้นคือ หาก Agency หนึ่งเข้ามาประเมินเสร็จแล้วผู้ออกหลักทรัพย์ไม่พึงพอใจในผลการประเมิน ผู้ออกหลักทรัพย์สามารถให้ Agency แห่งอื่นเข้ามาประเมินใหม่ แล้วเลือกเอา Rating ที่ดีที่สุดได้ แน่นอนว่าโครงสร้างนี้บีบให้ Agency ให้ Rating ดีๆ เพื่อคงความสามารถในการแข่งขัน

²⁷ Downing, C., Jaffee, D., and Wallace, N. (2009). Is the Market for Mortgage-Backed Securities a Market for Lemons? The Review of Financial Studies, 22, pp. 2257-2294.

Eggert (2009)²⁸ กล่าวถึงตัวอย่างหนึ่งซึ่งแสดงให้เห็นถึงความชวนให้เข้าใจผิดของ Rating จาก Credit Rating Agency ในบรรดา Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS) มีรายย่อยละ 80 ที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่ม AAA ร้อยละ 10 อยู่ในกลุ่ม AA ร้อยละ 5 อยู่ในกลุ่ม A และอีกร้อยละ 5 อยู่ในกลุ่ม BBB+ หรือต่ำกว่านั้น กลุ่มที่ Rating สูงจะขายออกได้ง่ายด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ต้องจ่ายให้นักลงทุนต่ำกว่ากลุ่มอื่น ๆ และเพื่อให้สามารถขายกลุ่ม BBB+ หรือต่ำกว่านี้ออกไปได้ SPV สามารถรวบรวมหลักทรัพย์ในกลุ่มนี้ ส่งต่อไปให้ SPV อีกบริษัทหนึ่งร่วมกับสินทรัพย์อื่น ๆ และแปลงหลักทรัพย์เกรดต่ำนี้เป็นหลักทรัพย์เกรดสูง เรียกว่า Collateralized Debt Obligation (CDO) ที่ขายได้คล่องในที่สุด โดย Mason and Rosner (2007)²⁹ พบว่ากว่าร้อยละ 80 ของ RMBS ที่เดิมถูกจัดอยู่ในกลุ่ม BBB หรือต่ำกว่า กลายมาเป็น CDO กลุ่ม AAA และมีบางหน่วยงานที่ยังยืดยdna CDO ที่เหลือที่ Rating ไม่ดีนี้ไป Securitize ต่ออีกรอบเพื่อแปลงให้เป็นหลักทรัพย์ที่ดูน่าเชื่อถือ ท้ายที่สุดจึงมีหลักทรัพย์เกรด AAA มากมายที่นำออกขายแก่นักลงทุนที่ไม่ต้องการความเสี่ยง แต่กลับมีพื้นฐานเป็นสินเชื่อที่มีโอกาสกลายเป็นหนี้เสียสูงมาก

Krall (2016)³⁰ เสนอให้แก้ไขปัญหาโครงสร้างผลประโยชน์ของ Credit Rating Agency ด้วยการให้นักลงทุนเป็นฝ่ายจ่ายเงินค่าบริการ แทนที่จะเป็นผู้ออกหลักทรัพย์ เพื่อที่ Credit Rating Agency จะได้ดำเนินการเพื่อผลประโยชน์ของนักลงทุนจริง ๆ แต่ด้วยความซับซ้อนของหลักทรัพย์ที่เราเห็นแล้วว่าอาจมาจาก Securitization ซ้อน Securitization หลาย ๆ รอบนี้ แม้ว่า Credit Rating Agency จะต้องการตรวจสอบและประเมินคุณภาพของหลักทรัพย์เพื่อผลประโยชน์ของนักลงทุนจริง ก็ไม่อาจมีข้อมูลและสมรรถภาพมากพอที่จะทำได้ นอกจากนี้ งานทางทฤษฎีของ Skreta and Veldkamp (2009)³¹ พบว่าโครงสร้างที่ให้นักลงทุนเป็นผู้ว่าจ้าง Credit Rating Agency นี้ อาจนำไปสู่การเก็งกำไรจ่ายเงินในกลุ่มนักลงทุน เพราะข้อมูล Rating สามารถถูก Free-Ride ได้ง่าย ในทางทฤษฎี จึงเป็นไปได้สูงที่สุดที่ท้ายจะไม่มีใครยอมจ่ายเงิน จนนำไปสู่ตลาดร้างที่ไม่มีข้อมูล Rating เลยในที่สุด อย่างไรก็ตาม ประเด็นนี้สามารถแก้ไขได้ด้วยการบังคับให้นักลงทุนทุกคนที่ทำการซื้อขายช่วยกันจ่ายค่าบริการ ผ่านการเก็บเป็นค่าธรรมเนียมตลาดตอนซื้อขาย เป็นต้น

3.3.3 สำหรับนักลงทุน

นักลงทุนทั้งไม่สามารถ และ ไม่ถูกจูงใจให้ตรวจสอบคุณภาพของหลักทรัพย์ที่ตนซื้อขาย หลักทรัพย์ที่ผ่านขั้นตอน Securitization มีความซับซ้อนดังที่กล่าวไปแล้ว และยังอาจรวบรวมสินทรัพย์

²⁸ Eggert, K. (2009). The Great Collapse: How Securitization Caused the Subprime Meltdown. Connecticut Law Review.

²⁷ https://opencommons.uconn.edu/law_review/27

²⁹ Mason, J.R. & Rosner, J. (2007). Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruptions, Available at <http://ssrn.com/abstract=1027475>.

³⁰ Krall, M. (2016). Governance and Conflicts of Interest in Financial Credit Rating Agencies. Revue Internationale De Droit Economique, 2, 185-195. <https://doi.org/10.3917/ride.302.0185>

³¹ Skreta, V. & Veldkamp, L. (2009). Ratings shopping and asset complexity: A theory of Ratings inflation. Journal of Monetary Economics, 56 (5), 678-695.

เป็นพันธสินทรัพย์เข้ามาไว้ในหลักทรัพย์เดียว การจะตรวจสอบคุณภาพจึงเป็นไปได้ยาก จนถึงเป็นไปได้ไม่ได้ สำหรับนักลงทุน (Bank for International Settlement, 2011) โดยเฉพาะนักลงทุนส่วนบุคคลรายย่อย และส่งผลให้นักลงทุนเลือกที่จะพึ่งพาการประเมินโดย Credit Rating Agency ซึ่งอาจขาดความน่าเชื่อถือดังที่อภิปรายไปแล้ว นอกจากนี้ รายงานของ Deloitte (2018) กล่าวว่าอีกหนึ่งปัญหาของ Securitization ในตลาดสหรัฐอเมริกา คือกฎเกณฑ์เรื่องการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ซึ่งไม่เข้มงวดพอ ทำให้นักลงทุนไม่มีข้อมูลมากพอในการประเมินคุณภาพของหลักทรัพย์

ประโยชน์หนึ่งของ Securitization คือการกระจายความเสี่ยงให้นักลงทุน แทนที่จะปล่อยกู้ให้ผู้กู้คนเดียว นักลงทุนสามารถปล่อยกู้ให้ผู้กู้เป็นพันคนได้ด้วยการซื้อหลักทรัพย์เดียว ในโลกที่ไม่มี Securitization นักลงทุนที่ปล่อยกู้ให้ผู้กู้คนเดียวมีแรงจูงใจอย่างแรงกล้าที่จะตรวจสอบคุณภาพและความน่าเชื่อถือของผู้กู้ แต่ในโลกของ Securitization นักลงทุนปล่อยกู้ให้ผู้กู้จำนวนมาก คนละนิดหน่อย การที่ผู้กู้แต่ละคนเบี้ยวหนี้สร้างความเสียหายให้นักลงทุนน้อยลงสำหรับเงินทุนตั้งต้นเท่ากัน ทำให้การตรวจสอบคุณภาพผู้กู้แต่ละคนมี “Return on Investment” ต่ำลง ประโยชน์ด้านการกระจายความเสี่ยงนี้เองที่ลดแรงจูงใจของนักลงทุนในการตรวจสอบคุณภาพของสินเชื่อที่ตนซื้อ

นอกจากนี้ การที่หลักทรัพย์ถูกจัดกลุ่มอยู่ในเกรดสูงนั้น แปลว่าหลักทรัพย์ได้ผ่านขั้นตอน Credit Enhancement มา ตัวอย่างเช่น ผู้ออกหลักทรัพย์มีการซื้อประกันให้หลักทรัพย์ ซึ่งเป็นข้อยืนยันเพิ่มเติมว่าความเสี่ยงถูกจำกัดไว้จนอยู่ในระดับต่ำมากจนไม่คุ้มค่าที่จะต้องเข้าไปตรวจสอบคุณภาพเอง ทำให้ลดแรงจูงใจในการศึกษาหาข้อมูลลงไปอีก ซึ่งความเชื่อนี้ไม่ผิดภายใต้ข้อสมมติฐานว่าบริษัทประกันจะไม่ล้มละลาย

นอกจากความเสี่ยงที่เกิดจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ของผู้ที่เกี่ยวข้องแล้ว Securitization ยังเกี่ยวข้องกับความเสี่ยงอื่น ๆ อีก โดยประเด็นที่สำคัญสำหรับ Securitized Alternative Lending คือการที่ที่มาของเงินทุนจะเปลี่ยนจากบริษัทเจ้าของข้อมูลที่ปล่อยกู้ อย่าง TrueMoney หรือ GrabFinance เป็นนักลงทุนทั่วไป ทั้งรายใหญ่รายย่อย ผลของประเด็นนี้มีสองประการ

ประการแรก คือ กระแสเงินทุนที่ส่งต่อไปให้ผู้กู้จะผันผวนมากขึ้น โดยแปรเปลี่ยนไปตามกระแสโลก นักลงทุนจะเปรียบเทียบผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์จาก Alternative Lending กับหลักทรัพย์อื่นในตลาดหลักทรัพย์ดั้งเดิม เงินทุนที่ไหลเข้ามาจะผันผวนไปกับระดับอัตราดอกเบี้ยพื้นฐาน ทั้งของไทยและของต่างประเทศ หรือผันผวนไปกับเหตุการณ์ใด ๆ ก็ตามที่กระทบต่อระบบการเงิน ในกรณีที่ Sentiment ดี ปริมาณเงินทุนก็จะสูงตาม ดึงให้อัตราดอกเบี้ยต่ำลง ในขณะที่ปริมาณเงินทุนอาจหยุดชะงักในช่วงที่เกิด Systematic Shock ดันให้อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น ซึ่งอาจเป็นช่วงเวลาที่กลุ่มผู้กู้เป้าหมายของ Alternative Lending ต้องการเงินกู้ราคาต่ำมากที่สุด³²

³² ประเด็นเงินทุนหยุดชะงักเมื่อเกิด Shock นี้เป็นจริงในตลาด Alternative Lending แม้ไม่มีการ securitize เพราะในสถานการณ์เช่นนี้ โอกาสที่สินเชื่อจะกลายเป็นหนี้เสียมีมากขึ้นสำหรับผู้กู้ทุกระดับ เพื่อป้องกันความเสียหายของนักลงทุนและคงระดับของ Default Rate ไว้

ประการที่สอง คือ **Securitization** โดยนิยามต้องมีการโอนย้ายความเสี่ยงจาก **Originator** ไปหานักลงทุน ไม่มากนักน้อย ดังนั้นหากเกิดข้อผิดพลาดจนนำไปสู่เหตุการณ์หนี้เสียมหาศาลแบบวิกฤตซับไพร์มอีกครั้ง ผู้เสียหายจะไม่จำกัดอยู่ที่บริษัทที่นำข้อมูลมาวิเคราะห์และตัดสินใจปล่อยกู้ แต่จะมีผลลบกระจายไปทั่วระบบ ซึ่งเมื่อประกอบกับความเชื่อมต่อผูกโยง (Interconnectedness) ของระบบการเงินแล้ว วิกฤตในลักษณะนั้นอาจทำลายความกินดีอยู่ดีของคนทั้งเศรษฐกิจเหมือนอย่างที่เคยเกิดขึ้นไปแล้ว

นอกจากนี้ยังมีประเด็นความเสี่ยงที่เกิดจากบทบาทของบริษัทประกัน ในกระบวนการ Securitization อาจมีบริษัทประกันที่ทำ CDS (Credit Default Swap) ไว้ คือรับประกันที่จะจ่ายเงินชดเชยกรณีที่ผู้กู้ไม่จ่ายคืนหนี้ แต่บริษัทเหล่านี้ไม่มีเงินสะสมไว้มากพอที่จะจ่ายชดเชยผู้ทำประกันจำนวนมากพร้อม ๆ กันได้ ทำให้ขาดสภาพคล่องจนมีโอกาสที่จะล้มละลายไป เหมือนกับกรณี Bank Run ที่ลูกค้าธนาคารพร้อมใจกันไปถอนเงินออกจากธนาคารจนธนาคารล้มละลายนั่นเอง

ดังนั้น แทนที่ความเสียหายจะจำกัดอยู่ที่ Originator ที่เป็นฝ่ายปล่อยกู้อย่างเส้นเลือด (ซึ่งจะเป็นเช่นนั้นหาก Alternative Loan ไม่ถูกนำไป Securitization) หรือจำกัดอยู่ที่นักลงทุนที่ตกลงยอมรับความเสี่ยง แล้วตอนที่ซื้อหลักทรัพย์ (ไปจนถึงลูกค้าของนักลงทุนสถาบันที่นำเงินฝากของลูกค้ามาลงทุนในหลักทรัพย์จนล้มละลาย) ในกรณีนี้ความเสียหายจะไปถึงผู้ทำประกัน หรือ ผู้เกษียณอายุที่ฝากเงินที่จะใช้ในยามเกษียณไว้กับ Pension Funds การสูญเสียเงินเก็บของคนทั่วไปจะนำไปสู่ Wealth Effect คือการที่คนใช้จ่ายน้อยลงเพราะว่ารู้สึกว่าจะตนเองจนลง และส่งผลลบต่อเนื่องไปทั่วทั้งระบบเศรษฐกิจในที่สุด

และหากรัฐบาลจำเป็นต้องเข้ามา Bail Out บริษัทประกันยักษ์ใหญ่ที่หากปล่อยให้ล้มไปแล้วจะเกิดผลร้ายแรงยิ่งกว่า ก็กล่าวได้ว่าความเสียหายได้กระจายไปถึงผู้เสียภาษีทุกคน

3.4 หากต้องการนำ Securitization กลับมา ต้องปรับเปลี่ยนอย่างไร

จากการวิเคราะห์จุดอ่อนของระบบ Securitization ดังที่กล่าวมา ประกอบกับข้อเสนอเกี่ยวกับ Securitization Best Practice ของ Krebsz (2011)³³ คณะผู้วิจัยมองเห็นภาพโครงสร้างการทำงานใหม่ของ Securitization สำหรับ Alternative Lending ว่ามีองค์ประกอบที่สำคัญดังนี้

3.4.1 โครงสร้างผลตอบแทน (Incentive Framework) ที่สมเหตุสมผล

ปัญหาที่สำคัญที่สุด ที่เป็นรากฐานของปัญหาอื่น ๆ ที่ตามมาเกือบทั้งหมดของระบบเดิม คือ Conflict of Interest หรือ การที่ผลประโยชน์ของผู้ที่เกี่ยวข้องมีความขัดแย้งกัน โดย Conflict of Interest ที่สำคัญที่สุด คือการที่ Originator ไม่มีส่วนได้ส่วนเสียกับผลลัพธ์การใช้คืนหนี้ของผู้กู้

เพื่อความน่าเชื่อถือของตลาดในระยะยาว อัตราการปล่อยกู้ต่ำลงมากในช่วงวิกฤตการณ์โควิด 19 ในหลาย Alternative Lending Marketplace (Michlitsch, K. (2021). An Introduction to Alternative Lending. Morgan Stanley.

<https://www.morganstanley.com/im/en-us/financial-advisor/insights/investment-insights/an-introduction-to-alternative-lending.html>)

³³ Krebsz, M. (2011). Securitization and Structured Finance Post Credit Crunch. Wiley Finance.

สำหรับ Credit Rating Agency คณะผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะทางนโยบายที่จะช่วยปรับปรุงโครงสร้างผลตอบแทนและปรับเปลี่ยนทัศนคติของผู้เล่นทุกฝ่ายต่อบทบาทของ Credit Rating Agency

สำหรับนักลงทุน การจะสร้างแรงจูงใจให้นักลงทุนศึกษาข้อมูลเกี่ยวกับสินทรัพย์ที่ถูกบรรจุมาในหลักทรัพย์ด้วยความพยายามที่ทัดเทียมกับเวลาที่สินทรัพย์ถูกนำมาขายแยกเป็นชิ้นๆ นั้นทำได้ยาก แต่สิ่งที่เป็นไปได้และน่าทำกว่า คือการทำให้ขั้นตอนของการหาข้อมูลกลายเป็นเรื่องที่ยง่ายขึ้น แต่ละข้อเสนอมีรายละเอียดดังนี้

➤ ทำให้ Originator มี “skin in the game”

- Originator ต้องเก็บหลักทรัพย์ลำดับต่ำที่สุดไว้ (First loss position: FLP) ไม่ใช่เพื่อ Credit Enhance แต่เป็นข้อบังคับข้อหนึ่งของ Securitization
 - Originator ไม่สามารถขายหลักทรัพย์ในส่วนนี้ออกไป นำไป Hedge หรือ ทำการแปรรูปทางการเงินใดที่ทำให้ความเสี่ยงจากหลักทรัพย์ในส่วนนี้หายไปก่อนที่จะนักลงทุนที่ถือหลักทรัพย์จะได้ทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยจนครบ
 - กฎเกณฑ์แบบนี้จะเป็นแรงจูงใจที่จะกดดันให้ Originator รักษาคุณภาพของสินเชื่อ แต่ความปลอดภัยสำหรับนักลงทุนที่ได้จากกฎข้อนี้ต้องอาศัยความสามารถในการแข่งขันของ Originator เพราะ Originator ต้องแช่เงินส่วนหนึ่งไว้ในหลักทรัพย์ที่เก็บไว้กับตัว ทำให้เสียโอกาสที่จะนำเงินไปลงทุนในส่วนอื่น และเมื่อเงินทุนที่ต้องนำมาเป็นหลักประกันนี้มีต้นทุน Originator ที่ทำงานภายใต้กรอบของกฎเกณฑ์นี้จะมีต้นทุนที่สูงกว่า Originator อื่น กฎข้อนี้จึงจะลดรั้งความสามารถในการแข่งขันของตลาดไทย เทียบกับที่อื่น ดังนั้น Regulator ต้องประเมินข้อดีข้อเสียและหาจุดสมดุลระหว่างความเสี่ยงและความสามารถในการแข่งขัน
- ผูกชื่อเสียงของ Originator ไว้กับหลักทรัพย์ที่ออกมา เพราะ Frame (2017) พบว่าในกลุ่ม MBS ที่ปล่อยกู้แบบใช้เอกสารน้อย เมื่อผลการดำเนินการของหลักทรัพย์มีผลต่อชื่อเสียงของ Originator แล้ว MBS จะมีผลการดำเนินการดีกว่า
 - ทำได้โดยอัตโนมัติ ถ้าไม่อนุญาตให้มีการปนสินทรัพย์ข้ามระหว่างบริษัท
 - หากต้องการให้สามารถปนสินทรัพย์ข้ามบริษัทได้ อาจมีข้อบังคับขั้นต่ำของสัดส่วนสินทรัพย์ของบริษัทที่ใหญ่ที่สุด เช่น หาก TrueMoney เป็นบริษัทที่มีสินทรัพย์อยู่เป็นสัดส่วนมากที่สุดในหลักทรัพย์หนึ่ง TrueMoney ต้องมีสินทรัพย์อยู่คิดเป็นอย่างน้อยร้อยละ 50 ของหลักทรัพย์ทั้งก้อน เพื่อผูกชื่อเสียงของ TrueMoney ไว้กับความสำเร็จของหลักทรัพย์ เป็นต้น

ปัญหาของโครงสร้างผลตอบแทนอีกข้อ คือการที่ Originator จะมีแรงจูงใจให้ส่งสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงมา Securitize เพื่อประโยชน์ในการลดความเสี่ยงของบริษัทตนเอง คณะผู้วิจัยมองว่าการ

ลดความเสี่ยงด้วยวิธีส่งออกมาผ่าน Securitization นั้นยังต้องทำได้ เพื่อเป็นแรงจูงใจให้ Originator เข้าร่วมตลาด โดยความเสี่ยงของสินทรัพย์ที่ส่งต่อไปให้นักลงทุนอาจถูกจำกัดด้วย **เกณฑ์สัดส่วน NPL** กล่าวคือ สินทรัพย์ที่ Originator ส่งมา Securitize จะต้องมีส่วน NPL ไม่เกินเกณฑ์ที่กำหนด หากสัดส่วน NPL ของกลุ่มสินทรัพย์หนึ่ง ๆ ของบริษัทมีค่าเกินเกณฑ์ ตลาดจะต้องถือว่ากลุ่มสินทรัพย์นั้นมีความเสี่ยงเกินกำหนดและจะต้องถูกห้ามไม่ให้นำมาปะปนกับสินทรัพย์อื่นเพื่อออกเป็นหลักทรัพย์ จนกว่าบริษัทจะสามารถปล่อยกู้ด้วยทุนตนเองและมีผลสัดส่วน NPL อยู่ในเกณฑ์ได้ครบ 12 เดือน กฎเกณฑ์ที่เข้มงวดจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุนและจะป้องกันปรากฏการณ์ Adverse Selection ที่อธิบายไว้ในข้อ 3.3.1

➤ ลด ละ เลิก การพึ่งพา Credit Rating Agency มากเกินไป

Credit Rating Agency มีหน้าที่ตรวจสอบคุณภาพของสินเชื่อ คุณภาพของผู้ออกหลักทรัพย์ ไปจนถึงโครงสร้างการชำระเงินต้นและดอกเบี้ยให้นักลงทุน และความคล่องตัวของกระแสเงินสด (Fabozzi et al, 2006) โดยมีจุดประสงค์หลัก คือเพื่อตอบคำถามว่า ผู้กู้จะสามารถจ่ายเงินคืนให้นักลงทุนได้หรือไม่ ซึ่ง Credit Rating Agency อาศัยเครื่องมือ เช่น แบบจำลองคำนวณ Probability of Default (PD) ในกรณีของบริษัท Fitch และ S&P หรือแบบจำลองเพื่อคำนวณ Expected Loss (EL)³⁴ ในกรณีของบริษัท Moody's

อย่างไรก็ตาม Credit Rating Agency ก็ให้คำจำกัดความของ Rating ว่าเป็น “ความคิดเห็น” ของบริษัทต่อความสามารถในการชำระหนี้ของหลักทรัพย์โดยเปรียบเทียบ (Krebsz, 2011) ซึ่งความคิดเห็นนี้สร้างขึ้นมาจากผลลัพธ์ของแบบจำลอง ซึ่งแน่นอนว่าตั้งอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานของแบบจำลอง ประกอบกับการอภิปรายกันในคณะกรรมการของบริษัท โดยอาศัยประสบการณ์ และความเชี่ยวชาญ และเนื่องจากเป็นความคิดเห็นจากหลักฐานแวดล้อม Rating ย่อมต้องมีส่วนประกอบของความรู้สึกและความเชื่อ ซึ่งอาจผิดพลาด (เช่นความเชื่อว่าราคาบ้านจะไม่มีวันตก) และอาจมีองค์ประกอบของผลประโยชน์ทางธุรกิจเข้ามาเกี่ยวข้องด้วย (เช่น หากให้ Rating ต่ำไป บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์อาจเปลี่ยนไปจ้าง Agency คู่แข่ง)

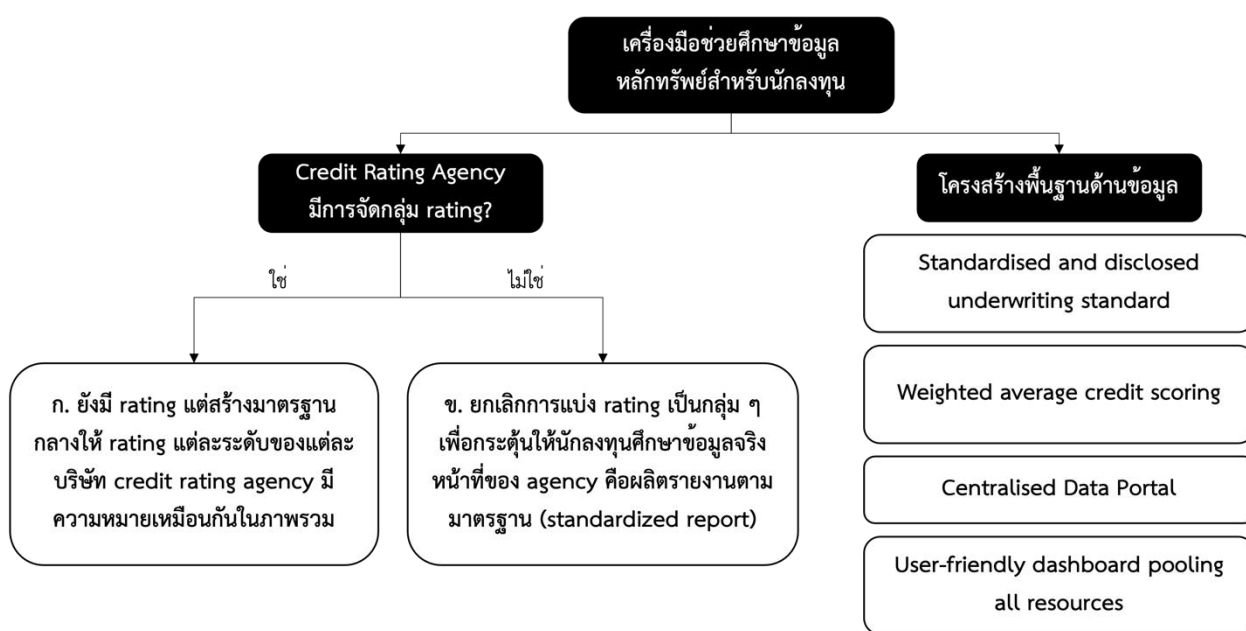
นอกจากนี้ การรวมองค์ประกอบแวดล้อมทั้งหมดนี้เข้ามาเหลือเป็น Rating เพียงไม่กี่กลุ่มอาจเป็น Oversimplification ที่เป็นม่านบังข้อมูลที่สำคัญเกี่ยวกับหลักทรัพย์ และสร้างความสับสนจอมปลอมให้กับนักลงทุน จนทำลายแรงจูงใจในการศึกษาคุณภาพที่แท้จริงของหลักทรัพย์ โดยที่นักลงทุนอาจไม่ได้เข้าใจที่มา Rating จริงๆ³⁵

³⁴ มาจาก Probability of Default (PD) คูณกับ Loss-Given Default (LGD) คือความเสียหายในกรณีที่ผู้กู้ไม่จ่ายเงินหนี้จริง ๆ

³⁵ ตัวอย่างเช่น ประเด็นที่ Rating คำนึงถึงเฉพาะความเสี่ยงที่มาจากกรณีที่ผู้กู้ไม่ชำระหนี้ (Credit Risk) แต่ไม่ได้คำนึงถึงความเสี่ยงอื่น ๆ ทั้งหมด ได้แก่ Market, Operational, Liquidity และ Volatility Risk หรือ ประเด็น Credit Enhancement ที่นักลงทุนอาจไม่ทราบว่ามี จนทำให้ไม่ทราบว่าหลักทรัพย์อย่าง CDO ที่มี Rating AAA สามารถมีที่มาจากสินทรัพย์ที่คุณภาพไม่ผ่านเกณฑ์ AAA ในขั้นตอน Securitization ครั้งแรกก็ได้ เป็นต้น

ในการสร้างตลาด Securitization ใหม่ ผู้กำหนดนโยบายจึงต้องตัดสินใจว่า Credit Rating Agency ในตลาดใหม่นี้ควรมีบทบาทอย่างไร ภาพที่ 6 แสดงแผนผังของเครื่องมือที่จะช่วยสนับสนุนนักลงทุนในการศึกษาข้อมูลของหลักทรัพย์ ข้อมูลจากผลการประเมินโดย Credit Rating Agency เป็นหนึ่งในเครื่องมือเหล่านั้น

ภาพที่ 6 แผนผังของเครื่องมือที่จะช่วยสนับสนุนนักลงทุนในการศึกษาข้อมูลของหลักทรัพย์



ประเด็นแรกเกี่ยวกับ Credit Rating Agency ที่ต้องปรับปรุงจากโครงสร้างเก่า คือ เรื่องของโครงสร้างผลตอบแทน โดยคณะผู้วิจัยมองว่าควรมีนโยบายดังนี้

- Credit Rating Agency จะต้องรับค่าจ้างจากการระดมทุนของนักลงทุนแทนที่จะรับจากผู้ออกหลักทรัพย์ โดยอาจเก็บเป็นส่วนหนึ่งของค่าธรรมเนียมของตลาด เพื่อให้ Credit Rating Agency ทำงานเพื่อผลประโยชน์ของนักลงทุนจริง ๆ (Krall, 2016)
- แต่ละหลักทรัพย์สามารถได้รับการประเมินได้เพียงครั้งเดียว หากไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างหรือองค์ประกอบของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ เพื่อป้องกันการ “Shopping” เพื่อหา Rating ที่ดีที่สุดและบีบให้ Agency ให้ Rating ดี ๆ ผ่านการแข่งขัน

นอกจากการปรับเปลี่ยนโครงสร้างผลตอบแทนแล้ว ผู้กำหนดนโยบายยังคงต้องกำหนดบทบาทของบริษัทเหล่านี้ ว่ายังต้องการให้มีการแบ่ง Rating เป็นกลุ่ม ๆ หรือไม่ แต่ละทางเลือกมีรายละเอียดข้อดีข้อเสียดังนี้

- **ทางเลือก ก: ยังคงมีการจัดกลุ่ม Rating แต่สร้างมาตรฐานกลางให้ Rating แต่ละระดับของแต่ละบริษัท Credit Rating Agency มีความหมายเหมือนกันในภาพรวมเพื่อให้่ายต่อการเปรียบเทียบ**

ในระบบดั้งเดิม แต่ละบริษัทมีสิทธิที่จะแบ่งกลุ่ม Rating สำหรับบริษัทตนเอง และแต่ละ Rating ก็มีความหมายเฉพาะตัวของแต่ละบริษัท ซึ่งนอกจากจะสร้างความเข้าใจผิดให้นักลงทุนแล้ว ยังเป็นอุปสรรคในการเปรียบเทียบ เช่น AAA ของ Fitch, AAA ของ S&P และ AAA ของ Moody's อาจดูเหมือน Rating เดียวกัน แต่มีความหมายต่างกันด้วยสองเหตุผลหลักคือ 1) ประเมินมาจากระเบียบวิธีการและข้อมูลต่างกัน และ 2) การแบ่งกลุ่มมี Scale ต่างกัน โดย Fitch และ S&P มี Rating ลำดับสุดท้ายคือกลุ่ม D ขณะที่ Moody's มีลำดับสุดท้ายอยู่ที่กลุ่ม C ซึ่งแปลว่าแต่ละกลุ่มของ Moody's จะกินความหมายต่างกับแต่ละกลุ่มของอีกสองบริษัท

การที่แต่ละบริษัทใช้วิธีการวิเคราะห์และข้อมูลที่แตกต่างกันนั้นเป็นประโยชน์ต่อส่วนรวม เพราะทำให้นักลงทุนสามารถตรวจสอบและเปรียบเทียบผลการวิเคราะห์จากหลาย ๆ แหล่ง เพื่อนำไปสู่ความเข้าใจที่ครอบคลุม และแม่นยำ ตรงกับความเป็นจริงที่สุด และลดความเสี่ยงที่เกิดจากความผิดพลาดในวิธีการวิเคราะห์ของบริษัทใดบริษัทหนึ่ง แต่การเปรียบเทียบระหว่างบริษัทด้วย Rating ที่หน้าตาเหมือนกันแต่ความหมายต่างกัน (เช่น AAA ของ Fitch กับ AAA ของ Moody's) นั้นทำได้ยากจนเป็นไปได้เลยที่นักลงทุนทั่วไปจะไม่เข้าใจผิด ดังนั้น ผู้กำหนดนโยบายควรกำหนดมาตรฐานการแบ่ง Rating ว่ามีกี่ลำดับ และให้คำจำกัดความถึงระดับความเสี่ยงของแต่ละระดับโดยคร่าว เพื่อเป็นแนวทางให้ Agency เดินตาม และเพื่อให้การเทียบ Rating ข้ามบริษัทเป็นไปได้ง่ายขึ้น และถูกต้องแม่นยำกว่าเดิม

- **ทางเลือก ข: ยกเลิกการแบ่ง Rating เป็นกลุ่ม ๆ เพื่อกระตุ้นให้นักลงทุนศึกษาข้อมูล โดยหน้าที่ของ Agency คือผลิตรายงานเกี่ยวกับคุณภาพหลักทรัพย์ (Standardized Report)**

Krebs (2011) แนะนำว่า การจะใช้ประโยชน์จากบริการของ Credit Rating Agency จริง ๆ นักลงทุนควรลดความสำคัญของกลุ่ม Rating และเปลี่ยนมาให้ความสำคัญกับรายงานเกี่ยวกับคุณภาพและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่ออกโดย Credit Rating Agency มากขึ้นแทน

Krebs (2011) ยังแนะนำอีกว่ารายงานที่ออกโดย Credit Rating Agency นี้ควรมีรูปแบบที่เป็นมาตรฐานสำหรับทุกบริษัทและทุกหลักทรัพย์ เพื่อความง่ายในการวิเคราะห์เปรียบเทียบข้อดีข้อเสียของหลักทรัพย์สำหรับนักลงทุนทั่วไป โดยข้อมูลที่บรรจุอยู่ในโครงสร้างรายงานมาตรฐานควรต้องมาจากการสำรวจความต้องการของผู้เล่นทุกฝ่าย

อย่างไรก็ตาม หากบริษัท Credit Rating Agency ออก Rating เป็นการจัดกลุ่มที่ดูเหมือนจะเข้าใจและเปรียบเทียบได้ง่ายออกมาแล้ว การจูงใจให้นักลงทุนให้เข้ามาอ่านและศึกษารายงานที่มีข้อมูล

ละเอียดขึ้นด้วยเป็นไปไดยาก ทำให้เกิดแนวคิดของการยกเลิกการแบ่งกลุ่ม Rating เพราะว่า หากรายงานเกี่ยวกับคุณภาพหลักทรัพย์จัดทำได้อย่างกระชับ สามารถเข้าถึงและเปรียบเทียบระหว่างหลักทรัพย์ได้ง่ายแล้ว การยกเลิกการจัดกลุ่ม Rating โดยสิ้นเชิง จะเป็นการบังคับให้นักลงทุนกลุ่มที่เคยดูเฉพาะการจัดกลุ่ม Rating ต้องหันมาอ่านรายงาน จนทำให้ตัดสินใจซื้อขายอย่างมีความรู้ยิ่งขึ้น แนนอนว่าข้อเสียของนโยบายแบบนี้คือ นักลงทุนที่มีต้นทุนไม่มากพอ ไม่ว่าจะต้นทุนทางความรู้ หรือต้นทุนทางเวลา อาจตัดสินใจออกจากตลาดไป

3.4.2 โครงสร้างพื้นฐานด้านข้อมูลที่เน้นความโปร่งใสและเข้าถึงได้ที่จะช่วยอำนวยความสะดวกในขั้นตอนการวิเคราะห์ข้อมูลของนักลงทุน

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient) ที่ราคาสะท้อนคุณค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ เป็นตลาดที่จะไม่ก่อให้เกิดหายนะอย่างวิกฤตซับไพรม์ และเป็นตลาดที่มีพื้นฐานมาจากนักลงทุนที่มีความรู้เกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ตนซื้อ คณะผู้วิจัยเสนอ 4 ประเด็นเกี่ยวกับข้อมูลที่จะช่วยลด Information Asymmetry และเพิ่มความโปร่งใสให้กับตลาด Securitized Alternative Lending โดยหลักการในภาพรวม คือ เปิดเผยข้อมูลทั้งที่เป็นข้อมูลความละเอียดสูง (Loan-Level Data) และที่เป็นข้อมูลภาพรวม (Aggregated Data)

➤ การเปิดเผยข้อมูลเรื่อง Underwriting Standard

ในตลาด Securitization ข้อมูลเรื่อง Underwriting Standard ของสินทรัพย์เป็นตัวบ่งชี้สำคัญว่าหลักทรัพย์จะมีผลการดำเนินการที่ดีหรือไม่ และนักลงทุนจะได้เงิน ทั้งเงินต้นและดอกเบี้ย ตามเวลาที่กำหนดหรือไม่ เพราะเป็นตัวบอกว่าสินเชื่อที่ประกอบกันเป็นหลักทรัพย์นี้ผ่านขั้นตอนมาอย่างไร และมีมาตรฐานที่เข้มงวดแค่ไหน ข้อมูลนี้จึงเป็นหนึ่งในข้อมูลขั้นสำคัญที่ต้องรายงานให้นักลงทุนทราบ

ถึงแม้ว่าโดยทั่วไปหลักทรัพย์จะรายงาน Underwriting Standard อยู่แล้ว แต่การรายงานนี้มักเกิดขึ้นเพียงครั้งเดียว หรือเกิดขึ้นหลังจากที่หลักทรัพย์มีการชำระเงินให้กับนักลงทุนเรียบร้อยแล้วในความเป็นจริง ในหลักทรัพย์ที่สินทรัพย์เป็นประเภท Revolving Pool สินทรัพย์จะหมุนเวียนไปเรื่อย ๆ พร้อมกับการซื้อขายหลักทรัพย์และการจ่ายเงินคืนนักลงทุน ดังนั้นนักลงทุนอาจซื้อหลักทรัพย์ด้วยความเข้าใจในมาตรฐานของสินเชื่อบ้างหนึ่ง และระหว่างที่ถือหลักทรัพย์อยู่นั้น มาตรฐานของสินเชื่อที่บรรจุอยู่ในหลักทรัพย์นี้อาจเพิ่มขึ้นหรือลดลง โดยที่นักลงทุนนั้นๆ ไม่รู้เลยก็ได้

Krebs (2011) เสนอให้มีการเปิดเผยข้อมูลในส่วนนี้ ณ เวลาที่การ Underwrite สินเชื่อเกิดขึ้นจริง ในรูปแบบของ “Change Log” ที่จะบันทึกการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ที่จัดอยู่ภายใต้หลักทรัพย์ ทำให้นักลงทุนสามารถเข้าไปดูคุณภาพของสินทรัพย์ทั้งในปัจจุบัน และย้อนหลังไปในอดีต และอาจแสดง Underwriting Standard Percentage Breakdown เพื่อให้นักลงทุนทราบ ว่าหลักทรัพย์นั้นๆ มีสินทรัพย์ที่จัดเข้ามาด้วยแต่ละมาตรฐานเป็นสัดส่วนเท่าไร

➤ **การเปิดเผยข้อมูลความเสี่ยงที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ผ่านค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของ Credit Score และการเปิดเผยขั้นตอนอื่นที่มีผลต่อความเสี่ยง เช่น Credit Enhancement หรือการแบ่ง Tranche**

ตัวแปรหนึ่งที่จะช่วยแสดงความน่าเชื่อถือหรือระดับความเสี่ยงที่แท้จริงของสินเชื่อปริมาณมาก ที่ถูกรวบรวมขายผ่านกระบวนการ Securitization คือค่าเฉลี่ยของ Credit Score ของผู้กู้ โดยถ่วงน้ำหนักตามขนาดของสินเชื่อ การให้นักลงทุนรับรู้ค่านี้ทุกครั้งที่ตัดสินใจซื้อขาย จะช่วยให้นักลงทุนสามารถประเมินคุณค่าของหลักทรัพย์ได้อย่างตรงตามความเป็นจริงขึ้น และจะเป็นอุปสรรคของการขยายตัวของฟองสบู่ในอนาคต

อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ไม่ได้มาจากความเสี่ยงของสินเชื่อที่บรรจุอยู่ในหลักทรัพย์เพียงอย่างเดียว ความเสี่ยงสุดท้ายจะปรับเปลี่ยนไปตามกระบวนการต่าง ๆ ในการเปลี่ยนผ่านสินทรัพย์ให้กลายเป็นหลักทรัพย์ เช่น จาก Credit Enhancement หรือจากการแบ่ง Tranche ซึ่งเราสามารถส่งต่อข้อมูลเหล่านี้ไปให้นักลงทุนได้โดยตรง

➤ **การสร้าง centralized open-source data portal**

วิธีการลด Information Asymmetry ที่ดีที่สุดก็คือการเปิดเผยข้อมูลให้มากที่สุดที่เป็นไปได้ ภายใต้ขอบเขตของกฎหมาย ข้อมูลในที่นี้คือข้อมูลเกี่ยวกับสินทรัพย์ในระดับสินเชื่อ (Loan-Level Data) โดยกลุ่มคนที่ควรเข้าถึงข้อมูลเหล่านี้ได้ ได้แก่ นักลงทุนที่ลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ๆ และนักลงทุนที่ลงทุนในหลักทรัพย์ที่คล้ายคลึงกันที่ออกโดยผู้ออกหลักทรัพย์คนเดียวกัน (Krebz, 2011) ก่อนที่จะเกิดวิกฤตซับไพร์ม SPV ส่วนใหญ่ยินดีเปิดเผยข้อมูลส่วนนี้ให้กับ Credit Rating Agency สำหรับประโยชน์ในการประเมินคุณภาพหลักทรัพย์ แต่นักลงทุนทั่วไปจะเข้าถึงข้อมูลที่ SPV มีอยู่แล้วนี้ได้ยากมาก ส่วนมากจะได้ข้อมูลความละเอียดต่ำที่มีการรวมค่า (Aggregate) มาแล้วเท่านั้น หลังวิกฤต มีการปรับเปลี่ยนให้ข้อมูลเหล่านี้เข้าถึงได้ง่ายขึ้น เพราะยังมีคนเห็นมากขึ้น ก็ยังมีความโปร่งใส โอกาสที่ SPV หรือ Originator จะซุกซ่อนสินเชื่อคุณภาพต่ำไว้ได้ก็น้อยลง ความพยายามในการตรวจสอบคุณภาพสินเชื่อก็คือมาจากหลายฝ่ายมากขึ้น ไม่ได้ขึ้นอยู่กับ Credit Rating Agency อย่างเดียว โดยเฉพาะจากนักลงทุนที่เป็นผู้มีส่วนได้ส่วนเสียโดยตรง

นอกจากจะเปิดเผยข้อมูลแล้ว การอัพเดทควมมีระบบดำเนินการโดยอัตโนมัติ บนแพลตฟอร์ม Data Portal เพื่อให้กระจายข้อมูลได้อย่างรวดเร็ว เร็วเกินไป นอกจากนี้ Originator หรือ Servicer มีหน้าที่แจ้งเตือนให้นักลงทุนทราบ เวลาที่มีข้อมูลหรือข่าวสารใหม่ เพื่อลดภาระหน้าที่ของนักลงทุนในการตามหาข่าวสารด้วย (Krebz, 2011) ตัวอย่างองค์กรที่ทำหน้าที่แบบนี้แล้ว เช่น Bloomberg

➤ การรวมข้อมูลจากทุกแหล่งที่กล่าวมาเข้ามาอยู่ในรูปแบบของ Dashboard ที่ใช้งานได้ง่าย

การเปิดเผยข้อมูลเพียงอย่างเดียวอาจเพียงพอสำหรับนักลงทุนสถาบันที่มีทรัพยากรและเวลาในการวิเคราะห์ข้อมูล แต่สำหรับนักลงทุนรายย่อย การรวบรวมข้อมูล Credit Rating ข้อมูลจากรายงานของ Credit Rating Agency ข้อมูล Credit Score เฉลี่ย ไปจนถึงข้อมูลอื่นๆ จาก Data Portal เพื่อมาเปรียบเทียบและใช้ในการตัดสินใจซื้อขายอาจใช้ทรัพยากรมากจนทำให้มีนักลงทุนยอมที่ซื้อขายโดยไม่มีข้อมูลหรือยอมไม่เข้าตลาดเพราะต้นทุนที่สูงเกินไป ตลาดจึงควรอำนวยความสะดวกให้นักลงทุนรายย่อยกลุ่มนี้ ด้วยการรวบรวมทรัพยากรที่กล่าวมาให้อยู่ในรูปแบบของ Dashboard ที่ใช้งานง่าย สามารถกรองข้อมูลตามเกณฑ์ตัวแปรต่าง ๆ รวมถึงเปรียบเทียบระหว่างหลักทรัพย์

งานในส่วนนี้โดยปกติจะมีบริษัทเอกชน ไม่ว่าจะเป็นผู้ออกหลักทรัพย์ หรือองค์กรอื่น ๆ เข้ามาทำและเก็บค่าบริการอยู่แล้ว แต่เพราะเครื่องมือจำเป็นต่อการดำเนินการของตลาดในส่วนรวม ต่อการเข้าถึงของนักลงทุนรายย่อย และต่อประสิทธิภาพ (Efficiency) ของตลาด³⁶ รัฐควรเข้ามาช่วยสนับสนุนค่าใช้จ่ายเพื่อให้นักลงทุนสามารถเข้าถึงเครื่องมืออำนวยความสะดวกเหล่านี้ได้ฟรีหรือด้วยค่าใช้จ่ายต่ำที่สุด

กล่าวโดยสรุป หลักการโดยรวมของประเด็นการเปิดเผยข้อมูล ก็คือการเปิดเผยข้อมูลทุกส่วน (หรือมากที่สุดเท่าที่กฎหมายจะอนุญาตให้ทำได้) ที่ Credit Rating Agency ใช้ในการประเมินคุณภาพหลักทรัพย์ ให้ถึงมือนักลงทุนโดยตรง เพื่อให้มีคนจำนวนมากขึ้นที่สามารถเข้าถึงและเข้ามาวิเคราะห์ข้อมูลได้นั่นเอง

3.4.3 กฎเกณฑ์ควบคุมความซับซ้อนของหลักทรัพย์

หนึ่งในปัจจัยที่สนับสนุนให้เกิดวิกฤตซับไพร์ม คือความซับซ้อนของหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ จนแม้แต่ Credit Rating Agency เอง แม้ว่าจะต้องการตรวจสอบอย่างเข้มงวดเพื่อประโยชน์ของนักลงทุนจริง ก็ไม่อาจทำได้ (Eggert, 2009) ไม่ต้องพูดถึงนักลงทุนที่ได้ข้อมูลไม่ครบ โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลักทรัพย์ที่ถูกส่งต่อจาก SPV สู่ SPV หลายทอด เช่น CDO, CDO² (อ่านว่า CDO squared) และ CDO³ (อ่านว่า CDO cubed) ซึ่งถูกส่งต่อ 2, 3 และ 4 ครั้งตามลำดับ

เพื่อคงความโปร่งใสของหลักทรัพย์ คงความสามารถของผู้เล่นที่ไม่ใช่ Originator หรือ SPV ในการตรวจสอบคุณภาพและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ และคงความเข้าใจของนักลงทุนในหลักทรัพย์ที่วางขายในตลาด ผู้กำหนดนโยบายควรวางกฎเกณฑ์ที่ไม่อนุญาตให้สินทรัพย์ถูกส่งต่อหลาย ๆ รอบ หากสินทรัพย์ผ่านขั้นตอน Securitization ไปแล้วครั้งหนึ่ง จะไม่สามารถขายต่อให้ SPV อื่นได้

³⁶ ในทางเศรษฐศาสตร์ เราเรียกว่าผลิตภัณฑ์ไม่ได้มีเพียง Private Benefit แต่ยังมี Social Benefit ด้วย ซึ่งเป็นเหตุผลที่รัฐควรเข้ามา Subsidise เพื่อให้มีการใช้งานผลิตภัณฑ์มากขึ้น

3.4.4 ระบบเตือนภัยเพื่อหยุดยั้งภัยพิบัติทางการเงิน (Warning Flag)

อีกหนึ่งปัจจัยสนับสนุนของวิกฤตซับไพร์มคือการที่หนี้เสียจำนวนมากไหลเข้ามาอยู่ในระบบได้ โดยที่ไม่มีกลไกเชิงระบบรองรับ หนี้ซับไพร์มเกิดขึ้นโดยที่มีผู้เล่นมากมายรับทราบ แต่ผู้เล่นเล็ก ๆ ในระบบทั้งไม่สามารถและไม่ต้องการหยุดปัญหานี้ไว้ก่อนที่จะกลายเป็นวิกฤตระดับโลก หน้าที่หยุดยั้งวิกฤตจึงควรเป็นของ regulator และผู้ที่สร้างระบบตลาดขึ้นมา คณะผู้วิจัยเสนอให้มีกลไกเชิงระบบที่จะทำหน้าที่เหมือนฟิวส์ที่ขาดเวลาที่วงจรไฟฟ้ามีปัญหา ทั้งเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดปัญหาลุกลาม และเพื่อแจ้งให้ทราบถึงความผิดปกติ

คณะผู้วิจัยได้กล่าวถึงกลไกแรกไปแล้ว คือ การมีเกณฑ์สัดส่วน NPL ขั้นสูงสำหรับแต่ละประเภทสินทรัพย์ ในแต่ละบริษัท **Originator** หากสัดส่วน NPL เกินเกณฑ์ กลุ่มสินทรัพย์นั้นจะต้องถูกห้ามไม่ให้เข้ามา Securitize เพิ่ม และปะปนไปกับสินทรัพย์กลุ่มอื่น ๆ จนกว่าบริษัทจะสามารถพิสูจน์คุณภาพของสินทรัพย์ ด้วยการปล่อยกู้ด้วยเงินทุนของตัวเอง และทำผลงานให้สัดส่วน NPL กลับมาอยู่ในเกณฑ์ได้ครบ 12 เดือน นอกจากจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุนแล้ว นโยบายนี้จะช่วยให้ regulator เห็นจุดที่มีปัญหาหนี้เสียในระบบได้อย่างชัดเจนทันทั่วทั้ง ช่วยลดความเสี่ยงที่เกิดขึ้นออกจากนักลงทุนแบบอัตโนมัติ และช่วยกดดันให้บริษัท **Originator** รักษามาตรฐานของคุณภาพสินเชื่อที่ปล่อยออกเอง เพื่อเลี่ยงการถูกดันออกจากตลาดเป็นเวลานานกว่า 12 เดือน

กลไกต่อมาเป็นกลไกที่มีไว้สำหรับกรณีเกิด **Systematic Shock** ขึ้น เมื่อเศรษฐกิจย่ำแย่ และผู้คนส่วนใหญ่จนลง เพราะช่องทางทำมาหากินถูกรบกวน สัดส่วน NPL จะเพิ่มสูงขึ้นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ถ้ากลไกทั้งหมดที่กล่าวมา ทั้งเรื่องการป้องกันหนี้เสียและการสนับสนุนความโปร่งใส และการให้นักลงทุนซื้อขายแบบมีข้อมูล ถูกวางไว้พร้อมตั้งแต่ในสถานการณ์ปกติ ความรุนแรงของกระแสการ Default ก็จะบรรเทาไปได้ในระดับหนึ่ง แต่ไม่ทั้งหมด

สำหรับหนี้เสียส่วนที่เหลือ ผู้กำหนดนโยบายต้องดำเนินการอย่างเร่งด่วน เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดหนี้เสียในส่วนนี้กลายเป็นชนวนระเบิดที่จะส่งแรงปะทะต่อเนื่องไปทั้งระบบเศรษฐกิจ โดยมีนักลงทุนเป็นผู้เสียหายด้านแรก คณะผู้วิจัยเสนอแนะนโยบายชุดหนึ่งสำหรับ “สถานการณ์ฉุกเฉินทางการเงิน” ที่อาจต้องอาศัยธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้ให้สัญญาณ ชุดนโยบายอาจมีองค์ประกอบหลักดังนี้

- 1) Restructure หนี้ โดยยืดระยะเวลากำหนดชำระหนี้ออกไป เพื่อลดอัตราหนี้เสียในระยะสั้น
- 2) ระบุใช้กลไกแรกเรื่องเพดานสัดส่วน NPL ชั่วคราว เพื่อปรับกฎเกณฑ์ให้เข้ากับสถานการณ์
- 3) ลดปริมาณสินทรัพย์ที่ถูก Securitize โดยกำหนดปริมาณสินทรัพย์ขั้นสูงที่ Originator สามารถส่งออกมา Securitize โดยอาจกำหนดให้สอดคล้องกับปริมาณสินทรัพย์ที่แต่ละบริษัท Securitize ในอดีต เช่น ให้ Securitize ได้แค่ร้อยละ 50 ของปริมาณเฉลี่ยในอดีต เป็นต้น

จุดประสงค์ของนโยบายที่สามนี้ แบ่งเป็นสามประเด็น

- ประเด็นแรก คือ เพื่อรองรับความเสี่ยงที่เกิดจากระยะในการ **retrain** แบบจำลอง หากวิกฤตเปลี่ยนแปลงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตาม สัดส่วน NPL จำเป็นต้องเพิ่มขึ้นไม่มากก็น้อยในช่วงเปลี่ยนผ่าน เพราะบริษัทเจ้าของข้อมูลจำเป็นต้องใช้ข้อมูลในช่วงนี้ในการปรับค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองให้สอดคล้องกับสถานการณ์ใหม่ แม้ว่าพลังของข้อมูลทางเลือกประกอบกับธรรมชาติของ Alternative Lending ที่มีระยะสั้น จะทำให้ Originator สามารถเรียนรู้และปรับตัวได้เร็วกว่าในอดีตมาก แต่ระยะการ retrain นี้จะต้องเกิดขึ้นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ นโยบายข้อที่สามนี้ จะช่วยป้องกันไม่ให้นักลงทุนต้องเป็น “เจ้ามือ” ในปฏิบัติการ Retrain แบบจำลองโดยไม่รู้ตัว และจะเพิ่ม “Skin in the Game” ของ Originator โดยจงใจให้ Originator ผ่านช่วงเวลานี้ไปอย่างระมัดระวังที่สุด
- ประเด็นที่สอง คือ เพื่อเข้ามาทดแทนนโยบายในข้อที่สองในการควบคุมคุณภาพสินเชื่อที่กำลังเกิดขึ้นใหม่ เมื่อสัดส่วน NPL จำเป็นต้องเพิ่มขึ้น ทำให้เกณฑ์ NPL สูญเสียความสามารถในการแยกระหว่างบริษัทหรือประเภทสินทรัพย์ที่มีแบบจำลองที่ดีกับไม่ดี เกณฑ์สัดส่วน NPL ตามนโยบายในข้อ 2 จึงจำเป็นต้องถูกระงับชั่วคราว ทางออกในระยะสั้นที่จำเป็นต้องใช้ในการ Regulate คุณภาพหลักทรัพย์ไปจนกว่าสัดส่วน NPL จะกลับมาอยู่ในเกณฑ์เดิม ก็คือลดปริมาณของสินทรัพย์ที่จะไปตกอยู่ในมือของนักลงทุน เพื่อจำกัดแรงกระแทกต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวม
- ประเด็นสุดท้าย ซึ่งเป็นผลพลอยได้ คือ เพื่อประคองราคาของหลักทรัพย์ในช่วงวิกฤต เมื่อนักลงทุนคาดเดาได้ว่าสัดส่วนหนี้เสียจะต้องเพิ่มสูงขึ้นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ อุปสงค์ของหลักทรัพย์ที่มาจากสินเชื่อขนาดเล็กจะปรับลดลงตาม การจำกัดปริมาณหลักทรัพย์ออกใหม่จะช่วยลดอุปทานและช่วยรักษาราคาของหลักทรัพย์ไว้ไม่ให้ตกหนักเกินไปจนสร้างความเสียหายอย่างหนักให้กับนักลงทุน

3.5 ทางเลือกของรูปแบบตลาดสำหรับ Securitized Alternative Lending

3.5.1 อนุญาตให้บริษัท Originator แปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์และขายออกแก่นักลงทุนได้เองโดยไม่ต้องผ่านตลาดกลาง

ทางเลือกแรกของการปลดล็อกธุรกิจ Securitized Alternative Lending ในประเทศไทยคือการที่ regulator อนุญาตให้บริษัท Originator ที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน ส่งต่อสินเชื่อไป Securitize กับ SPV

และทำการขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจาก Alternative Lending กับนักลงทุนได้โดยตรง โดยที่ไม่ต้องมีตลาดกลาง

ข้อดีของทางเลือกนี้ คือเป็นการปลดล็อกทางกฎหมายที่ทำให้ได้เร็วและใช้ต้นทุนต่ำ เพราะเป็นการปล่อยให้ผู้มีความต้องการเข้ามาเติมเต็มช่องว่างของตลาดของภาคเอกชนไหลไปได้ตามธรรมชาติ หน้าที่ของผู้กำหนดนโยบายคือทำลายสิ่งกีดขวางเท่านั้น ข้อดีอีกประการคือ แต่ละบริษัทจะขายหลักทรัพย์ของตนเอง ที่ประกอบขึ้นมาจากสินเชื่อบริษัทเดียวกันนั้น ชื่อเสียงของบริษัทจึงถูกผูกอยู่กับการดำเนินงานของหลักทรัพย์แบบ 100% ทำให้ “Skin in the Game” ค่อนข้างชัดเจน กล่าวคือ หากสินเชื่อกำลังปล่อยโดยบริษัท A เกิดกลายเป็นหนี้เสียเยอะ นักลงทุนก็จะสูญเสียความเชื่อมั่นในแบบจำลองที่ใช้คัดกรองผู้กู้ของบริษัท A จนกระทบต่ออุปสงค์ของหลักทรัพย์ บริษัท A ก็จะระดมทุนเพื่อนำมาปล่อยกู้ได้ลำบากจนอาจถูกบีบออกจากตลาดไป ดังนั้น Originator จึงมีแรงจูงใจที่จะคัดกรองคุณภาพผู้กู้มากกว่าในกรณีที่หลักทรัพย์เกิดมาจากสินเชื่อบริษัทหลายบริษัทมารวม ๆ กัน

อย่างไรก็ตาม ข้อเสียของทางเลือกนี้คือ การขาดตลาดกลางทำให้ขาดการจัดระเบียบจากส่วนกลาง ซึ่งจะทำให้ Regulator ควบคุมดูแลคุณภาพหลักทรัพย์ได้ยากขึ้น รวมถึงไม่สามารถเก็บค่าธรรมเนียมเพื่อไประดมทุนในสิ่งที่จะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพตลาด เช่น ระดมทุนเพื่อว่าจ้าง Credit Rating Agency

นอกจากนี้ การขาดตลาดกลาง แปลว่าปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) ระหว่างนักลงทุนและ Originator จะขยายใหญ่ขึ้น เพราะในการซื้อขาย นักลงทุนต้องซื้อจากแต่ละบริษัท Originator โดยตรง การเปรียบเทียบราคา ความเสี่ยง รวมถึงความคุ้มค่า ก็กระทำได้ยากขึ้น ด้วยเวลาและค่าใช้จ่ายที่มากขึ้น ทำให้ข้อมูลไม่สามารถส่งต่อจาก Originator หรือ SPV ไปสู่นักลงทุนได้อย่างราบรื่น ซึ่ง Information Asymmetry นี้เองที่ทำให้ราคาของหลักทรัพย์ไม่สะท้อนคุณค่าที่แท้จริง และทำให้ตลาดขาดประสิทธิภาพ

3.5.2 สร้างตลาดกลางสำหรับ Securitized Alternative Lending โดยเฉพาะ

ทางเลือกที่สองคือการสร้างตลาดสำหรับ Securitized Alternative Lending โดยเฉพาะ เพื่อเป็นศูนย์กลางให้แต่ละบริษัทนำหลักทรัพย์มาขายให้กับนักลงทุน ทำให้นักลงทุนสามารถเข้าถึงหลักทรัพย์ทั้งหมดได้ในแหล่งเดียว ทางเลือกนี้จะช่วยให้นักลงทุนสามารถเข้าถึงและเปรียบเทียบข้อมูลของแต่ละหลักทรัพย์ได้ง่าย ทำให้ช่วยปิดจุดอ่อนเรื่องความไม่สมมาตรของข้อมูลและประสิทธิภาพของตลาดได้มากกว่าทางเลือกแรก แต่แน่นอนว่าข้อเสียที่ตามมาคือค่าใช้จ่ายในการจัดตั้งโครงสร้างพื้นฐานของตลาดย่อมสูงกว่า และใช้เวลานานกว่า

นอกจากการตัดสินใจสร้างหรือไม่สร้างตลาดกลางแล้ว ผู้กำหนดนโยบายยังต้องตัดสินใจอีกว่าจะอนุญาตให้มีการปันสิทธิระหว่างบริษัทภายในหลักทรัพย์เดียวหรือไม่ การอนุญาตให้ SPV รวบรวมสิทธิจากหลากหลายบริษัทมารวมกันเป็นหลักทรัพย์จะช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นให้กระบวนการวิศวกรรมทางการเงิน ช่วยเพิ่มทางเลือกให้กับนักลงทุน และช่วยให้นักลงทุนสามารถ

กระจายความเสี่ยงได้ง่ายขึ้น เพราะการซื้อหลักทรัพย์เพียงหลักทรัพย์เดียวหมายถึงการซื้อสินทรัพย์จากหลากหลายบริษัท

ข้อเสียที่ตามมา คือ ชื่อเสียงของบริษัท Originator จะไม่ถูกผูกไว้กับหลักทรัพย์อย่างเหนียวแน่นเหมือนในกรณีที่ทั้งหลักทรัพย์มาจากบริษัทเดียว ซึ่งแปลว่า “Skin in the Game” จะน้อยลง ทำให้บริษัท Originator มีแรงจูงใจน้อยลงที่จะรักษาคุณภาพสินเชื่อให้ต่ำที่สุด

นอกจากนี้หลักทรัพย์จะมีความซับซ้อนมากขึ้น เนื่องจากตลาด Alternative Lending ในปัจจุบัน บริการของแต่ละบริษัทยังค่อนข้างมีกลุ่มเป้าหมายที่เฉพาะตัว เช่น GrabFinance เน้นกลุ่มพนักงานขับรถและร้านอาหาร หรือ Ricult เน้นกลุ่มเกษตรกร การปะปนสินทรัพย์ข้ามบริษัทย่อมทำให้ภาพคุณสมบัติของกลุ่มผู้กู้เปลี่ยนไป นักลงทุนจะเริ่มกลับไปซื้อหลักทรัพย์โดยไม่เข้าใจว่ากำลังลงทุนกับอะไรอยู่ ทำให้ตลาดยิ่งห่างไกลจากความเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพที่ราคาของหลักทรัพย์สะท้อนคุณค่าที่แท้จริง

สุดท้าย ความซับซ้อนของหลักทรัพย์จะทำให้ทางฝั่ง Credit Rating Agency ประสบความลำบากมากขึ้นในการตรวจสอบคุณภาพของสินทรัพย์ที่ถูกรวบรวมมาจากหลากหลายแหล่ง Skreta and Veldkamp (2009) พบว่าในยุควิกฤตซับไพรม์ ความซับซ้อนของหลักทรัพย์ทำให้ Rating ของหลักทรัพย์หนึ่ง ๆ จากแต่ละ agency แตกต่างกัน เมื่อประกอบเข้ากับการที่ผู้ออกหลักทรัพย์สามารถเลือกหา Rating ที่ดีที่สุดจากหลาย ๆ agency ได้แล้ว จึงนำไปสู่ “Rating Inflation” หรือการที่ Rating ของหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยมีค่าดีขึ้นเรื่อย ๆ ซึ่ง Skreta and Veldkamp (2009) มองว่าเป็นส่วนประกอบที่สำคัญที่นำไปสู่วิกฤตซับไพรม์

4. Application อื่น ๆ ของ Securitization: ESG Bond

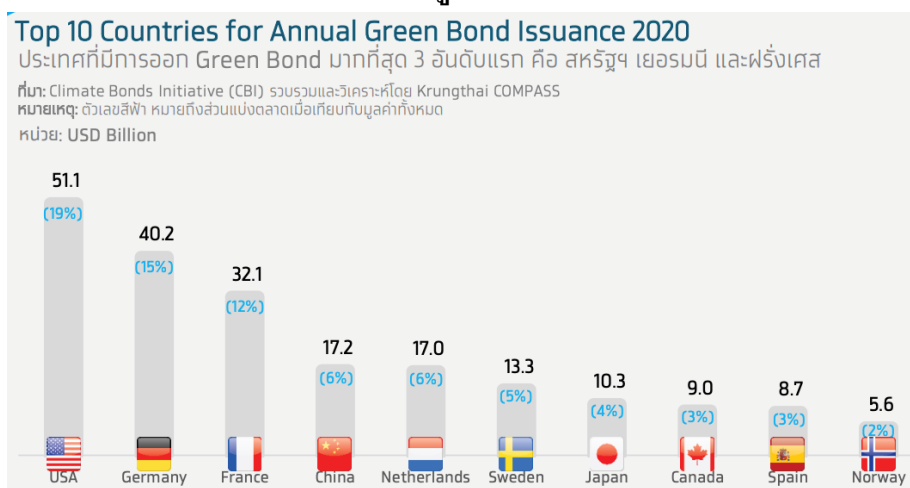
จนถึงจุดนี้ของรายงาน คณะผู้วิจัยจำกัดขอบเขตของการศึกษาอยู่ที่การ Securitize Alternative Lending แต่ในความเป็นจริงเราสามารถแปลงสินทรัพย์ใดก็ได้เป็นหลักทรัพย์ โดยไม่จำกัดอยู่ที่ Alternative Lending โดยลักษณะร่วมกันของสินทรัพย์ที่มักถูกนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ คือเป็นสินทรัพย์ที่มีการจ่ายกระแสเงินสดเป็นระยะ ๆ เช่น สินเชื่อทั่วไปที่ไม่ใช่สินเชื่อแบบ Alternative สินเชื่อบ้าน สินเชื่อรถ Student Loan ไปจนถึง Receivable อื่น ๆ ของบริษัทเอกชนที่เป็นหลักฐานยืนยันว่าบริษัทจะได้รับการจ่ายเงินคืนหนี้ในอนาคต เป็นต้น ทั้งนี้สินทรัพย์ที่คณะผู้วิจัยมองว่าหากได้รับการ Securitize แล้วจะสร้างประโยชน์ให้สังคมเป็นอย่างสูง คือสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับ ESG Bond

ESG (Environmental, Social and Governance) Bond เป็นตราสารหนี้ที่ออกมาเพื่อระดมทุนเหมือนกับพันธบัตรทั่วไป แตกต่างแค่ที่จุดประสงค์การระดมทุนที่เน้นการลงทุนเพื่อสิ่งแวดล้อม สังคม และการมีธรรมาภิบาลที่ดี โดย ESG Bond แบ่งออกเป็น 3 กลุ่มใหญ่ ได้แก่ 1) Green Bond

(ตราสารหนี้เพื่อสิ่งแวดล้อม) 2) Social Bond (ตราสารหนี้เพื่อสังคม) และ 3) Sustainability Bond (ตราสารหนี้เพื่อความยั่งยืน)³⁷ การจะได้รับการยืนยันสถานะการเป็น ESG Bond โครงการที่ระดมทุนต้องได้รับการตรวจสอบ และประเมินผลการดำเนินงานโดยองค์กรภายนอก เพื่อสร้างความเชื่อมั่นว่าการลงทุนเป็นผลดีต่อสังคมตามวัตถุประสงค์จริง ESG Bond บางครั้งจะได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาลที่ต้องการพัฒนาสิ่งแวดล้อม โดยผู้ลงทุนอาจได้ผลประโยชน์ทางภาษี

ไม่กี่ปีที่ผ่านมา เวทีโลก ทั้งภาครัฐและฝั่งนักลงทุนเริ่มหันมาให้ความสำคัญกับสิ่งแวดล้อมและความยั่งยืนมากขึ้น ทำให้ ESG Bond ได้รับความนิยม รายงานจาก Climate Bonds Initiative ระบุว่าในปี 2019 ทั่วโลกมีการออก Green Bond สูงขึ้นถึงร้อยละ 47 YOY (BAM, 2020)³⁸ ภาพที่ 7 แสดงให้เห็นว่าประเทศผู้นำด้าน Green Bond ในปี 2020 สามอันดับแรก ได้แก่ ประเทศสหรัฐอเมริกา เยอรมนี และฝรั่งเศส โดยเป็นการออกโดยภาคเอกชนถึงร้อยละ 46 และส่วนใหญ่ (ร้อยละ 38) ถูกนำไปลงทุนในอุตสาหกรรมพลังงาน ตามมาด้วยอุตสาหกรรมก่อสร้างและการขนส่งที่มีส่วนแบ่งร้อยละ 26 และร้อยละ 19 ตามลำดับ (BAM, 2020)

ภาพที่ 7 ประเทศผู้นำด้าน Green Bond



ที่มา: Sritong (2020)³⁹ Krungthai Compass

ในปี 2020 Green Bond ซึ่งเป็นประเภทที่เป็นที่นิยมที่สุดในกลุ่ม ESG Bond ยังมีปริมาณคิดเป็นเพียงร้อยละ 1 ของตราสารหนี้ทั้งหมดเท่านั้น แต่มีแนวโน้มเติบโตขึ้นต่อไปในอนาคต ตัวอย่างกระแสความสนใจ เช่น Apple ที่ได้ออก Green Bond มูลค่ากว่า 2 พันล้านยูโร ในปี 2019 เพื่อการพัฒนาผลิตภัณฑ์ที่ประหยัดพลังงาน (BAM, 2020) ย้อนอดีตไปไกลกว่านั้น ประเทศเนเธอร์แลนด์ ออก

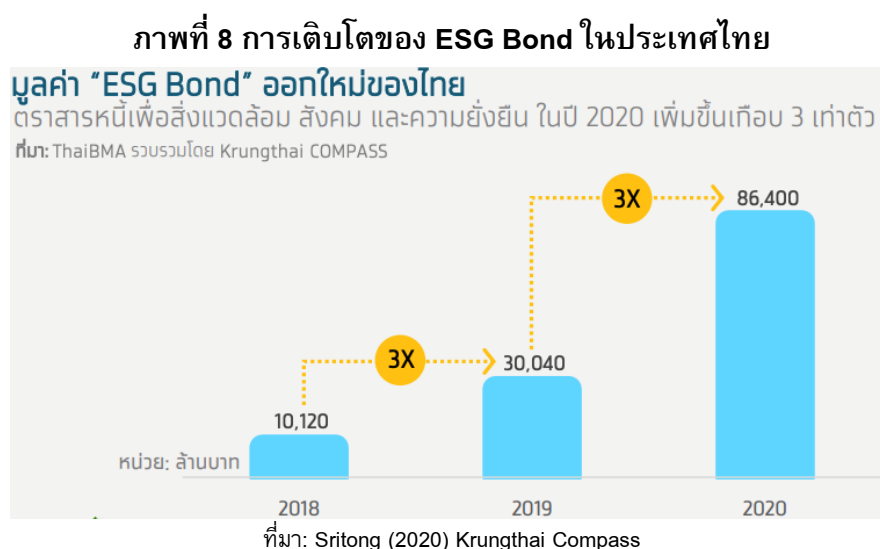
³⁷ เป็นลูกผสมของ Green Bond และ Social Bond

³⁸ BAM. (2020). Green Bond การลงทุนทางเลือกที่น่าสนใจ. <https://www.bam.co.th/article/224/>

³⁹ Sritong, N. (2020). ส่องทิศทาง ESG Bond: อนาคตการระดมทุนและการลงทุนที่ตอบโจทย์ความยั่งยืน. Krungthai Compass. https://krungthai.com/Download/economyresources/EconomyResourcesDownload_654Research_Note_10_02_64.pdf

Green Bond เพื่อนำเงินไปปล่อยกู้แก่บริษัทที่ทำโครงการอาคารลดโลกร้อน และ การไฟฟ้าของประเทศสเปน ออก Green bond จำนวน 1,000 ล้านยูโร เพื่อระดมทุนไปใช้ในโครงการพลังงานสะอาดและพลังงานทางเลือก (ThaiBMA, 2017)⁴⁰

กระแสในประเทศไทยเองก็เริ่มแรงขึ้นแล้ว ทั้งทางฝั่งอุปสงค์และอุปทาน ในปี 2020 มีการออก ESG Bond มากถึง 86,400 ล้านบาท เพิ่มขึ้นเกือบ 3 เท่าตัวจากปี 2019 ตามปัจจัยสนับสนุนทั้งจากผู้ออก bond นักลงทุน และหน่วยงานกำกับดูแล (Sritong, 2020) ดังแสดงในภาพที่ 8 เมื่อต้นปี 2020 มีนักลงทุนต้องการซื้อ Sustainability Bond ของกระทรวงการคลังมากกว่าอุปทานที่มีอยู่ถึง 3.05 เท่า เช่นเดียวกับ Green Bond ของ BTSG และของ บมจ. ราช กรุ๊ป ที่มีนักลงทุนแสดงความจำนงลงทุนกว่า 3.3 เท่า และ 9 เท่าของอุปทานที่เสนอขายตามลำดับ (Sritong, 2020)



ตัวอย่างอื่น ๆ ในประเทศไทยเช่น Green Bond ของธนาคารทหารไทย (TMB) ที่ระดมทุนจากนักลงทุนเจ้าเดียว คือ International Finance Corporation (IFC) มูลค่า 1,850 ล้านบาท นำเงินทุนไปปล่อยกู้ให้กับโครงการที่เข้าเกณฑ์ด้านสิ่งแวดล้อม และ Green Bond ที่ออกโดย B.Grimm บริษัทผู้ผลิตพลังงานไฟฟ้าทางเลือก ซึ่งระดมทุนจากนักลงทุนเจ้าเดียวอีกเช่นกัน คือจาก Asian Development Bank มูลค่ารวม 5,000 ล้านบาท นำเงินทุนมาพัฒนาธุรกิจพลังงานทางเลือกของตนเอง

จะเห็นได้ว่า กระแสนิยมของ ESG Bond ทั้งในและนอกประเทศกำลังเติบโต โดยที่ดูภาพใหญ่แล้วจะพบว่าอุปทานมีไม่มากพอสำหรับอุปสงค์ทั้งที่มาจากนักลงทุนสถาบัน และจากนักลงทุนรายย่อย การระดมทุนของรายใหญ่รายแรก ๆ ของไทยอย่าง TMB และ B.Grimm ก็ไม่ได้เปิดโอกาสให้นักลงทุน

⁴⁰ ThaiBMA. (2017). Green Bond ตราสารหนี้สีเขียว. <https://www.thaibma.or.th/EN/Investors/Individual/Blog/GreenBond.aspx>

ไทยเข้ามามีส่วนร่วม ดังนั้น นักลงทุนไทยที่ต้องการลงทุนด้านนี้จึงมีแนวโน้มที่จะต้องไปหาแหล่งลงทุนในตลาดต่างประเทศ

ในขณะเดียวกัน Climate Change Finance ก็ประเมินว่าประเทศไทยจะต้องใช้เงินลงทุนถึง 31,000 ล้านดอลลาร์ หรือเท่ากับประมาณ 1.2 ล้านล้านบาท หากเราต้องการบรรลุเป้าหมายการลดก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ (PeerPower, 2019)⁴¹ ซึ่งแปลว่าอุปทานของ Green Bond ในทางทฤษฎีแล้วก็ไม่ควรจะขาดแคลน

การมีทั้งอุปสงค์และอุปทาน แต่อุปสงค์กับอุปทานจับคู่กันไม่เจอ ย่อมหมายถึงภาวะที่ตลาดไม่สมบูรณ์ คณะผู้วิจัยมองว่า Securitization อาจเป็นรูปแบบผลิตภัณฑ์ที่จะเป็นทางออกให้กับปัญหานี้ ตามหลักการที่ได้อธิบายไว้แล้วในรายงานฉบับนี้ การ securitize สินเชื่อที่ปล่อยกู้ให้โครงการสิ่งแวดล้อมจะช่วยเร่งกระบวนการการระดมทุนให้ผู้ประกอบการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในอุตสาหกรรมพลังงานที่มี Fixed Cost สูง และจะช่วยให้นักลงทุนสามารถเข้าถึงแหล่งลงทุนใหม่ๆ และมีตัวเลือกมากขึ้นในการลงทุน นอกจากนี้การเปิดตลาดหมายความว่านักลงทุนจำนวนมากจะเข้ามาเป็นผู้มีส่วนได้ส่วนเสียจากผลประโยชน์ของโครงการต่าง ๆ ซึ่งจะทำให้พวกเขามีแรงจูงใจที่จะเข้ามาศึกษารายละเอียดโครงการและจัดสรรเงินทุนไปที่โครงการที่มีประสิทธิภาพที่สุด โดยที่ไม่ต้องอาศัยการตรวจสอบโดยองค์กรภายนอกเพียงอย่างเดียว

ดังนั้น การนำ Securitization เข้ามาในตลาด ESG Bond จึงจะสร้างผลประโยชน์ถึง 4 ประการ คือ ผู้ประกอบการเข้าถึงเงินทุนได้เร็วขึ้น นักลงทุนเข้าถึงโครงการที่สนใจได้โดยไม่ต้องไปตามหาที่ต่างประเทศ การจัดสรรทรัพยากรมีประสิทธิภาพขึ้นด้วยกลไกตลาด และ ผลพลอยได้ที่สำคัญที่สุด ก็คือ ผลดีต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และระบบธรรมาภิบาลนั่นเอง

5. บทสรุป

Alternative Lending กำลังเติบโตในประเทศไทย และจะกลายเป็นอุตสาหกรรมขนาดใหญ่ในอนาคตอันใกล้อย่างแน่นอน โดยเฉพาะเมื่อประกอบกับวิกฤตการณ์โควิด 19 ที่บีบคั้นให้คนหันไปใช้บริการออนไลน์ ตั้งแต่การซื้อของบนแพลตฟอร์ม E-Commerce การสั่งอาหาร ไปจนถึงการจ่ายบิล ซึ่งทำให้ข้อมูล Digital Footprint ที่นำมาประกอบการพิจารณาสินเชื่อเพิ่มปริมาณขึ้นอย่างก้าวกระโดด พร้อมทั้งขยายความครอบคลุมกลุ่มผู้บริโภคขึ้นทุกวัน

ถึงแม้การมีองค์กรกลางที่ทำหน้าที่รวบรวมและแลกเปลี่ยนข้อมูล Digital Footprint ระหว่างองค์กรอาจก่อให้เกิดผลเสียที่ไม่ได้ตั้งใจ เช่น การกีดกันผู้กู้บางกลุ่มด้วยค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลอง แต่โดยรวมแล้ว องค์กรนี้จะสร้างประโยชน์ให้กับแทบทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง แต่ละบริษัทผู้ให้บริการมีข้อมูลผู้

⁴¹ PeerPower. (2019). ทรานสพาร์เรนซีในประเทศไทย. <https://www.peerpower.co.th/blog/investor/invest/green-bond-2/>

ผู้ที่ครอบคลุมรอบด้านขึ้น ทำให้ลดความเสี่ยงในการปล่อยกู้ ผู้ที่ไม่มีประวัติในเครดิตบูโรสามารถเข้าถึงเงินกู้ได้จากหลายแหล่งขึ้น ไม่ต้องจำกัดอยู่ที่บริษัทที่มีข้อมูลทางเลือกของตนเองเท่านั้น และบริษัท start-up เล็ก ๆ ที่สนใจเข้าร่วมวงการเงินนี้ก็ไม่ถูกกีดกันออกไปเพียงเพราะไม่มีข้อมูล Digital Footprint เป็นการส่งเสริมระบบนิเวศการแข่งขันขึ้นไปอีกขั้น

การปลดล็อกเรื่อง Securitization เป็นอีกนโยบายที่ภาครัฐสามารถทำได้ ซึ่งหากทำได้อย่างปลอดภัย จะช่วยทวีคูณและกระจายผลประโยชน์ที่เกิดจาก Alternative lending โดยผู้กู้ที่เข้าถึงเงินกู้ได้ จะเพิ่มจำนวนขึ้นอย่างก้าวกระโดด เพราะบริษัทผู้ให้บริการมีแหล่งเงินทุนที่ขยายใหญ่ขึ้น นักลงทุนเองได้มีทางเลือกใหม่ในการลงทุน ทำให้กำไรจากการปล่อยกู้ไม่ได้ถูกจำกัดอยู่ที่ผู้ประกอบการ และผู้ประกอบการเองก็มีโอกาสได้กำไรมากขึ้น เพราะปริมาณการปล่อยกู้ที่สูงขึ้นแบบทวีคูณ

แล้วจะปลดล็อก Securitization อย่างไรให้ปลอดภัย? ในรายงานฉบับนี้ คณะผู้วิจัยเสนอให้ภาครัฐวางกรอบโครงสร้างผลประโยชน์อย่างระมัดระวัง สนับสนุนการเปิดเผยข้อมูลเพื่อความโปร่งใส ตรวจสอบง่าย ควบคุมความซับซ้อนของหลักทรัพย์ให้อยู่ในเกณฑ์ และเตรียมระบบให้พร้อมรับมือกับ systematic shock ที่อาจเกิดขึ้น โดยเน้นการระงับการส่งต่อความเสี่ยงไปที่นักลงทุนอย่างทันทั่วทั้งที่

คณะผู้วิจัยมองว่าวิกฤตซับไพร์มไม่ได้เกิดขึ้นเพราะ Securitization อย่างที่หลายฝ่ายคิด แต่เกิดขึ้นจากระบบที่แวดล้อม Securitization ในประเทศสหรัฐอเมริกา ณ เวลานั้น และหากผู้กำหนดนโยบายในปัจจุบันสามารถปิดจุดอ่อนทั้งที่เห็นจากอดีตและที่คาดเดาได้ว่าจะเกิดขึ้นในอนาคตอย่างเหมาะสมแล้ว สังคมเรายังสามารถได้ประโยชน์จาก Securitization อีกมหาศาล ตัวอย่างเช่นจากการ Securitize ผลิตภัณฑ์ ESG Bond เป็นต้น

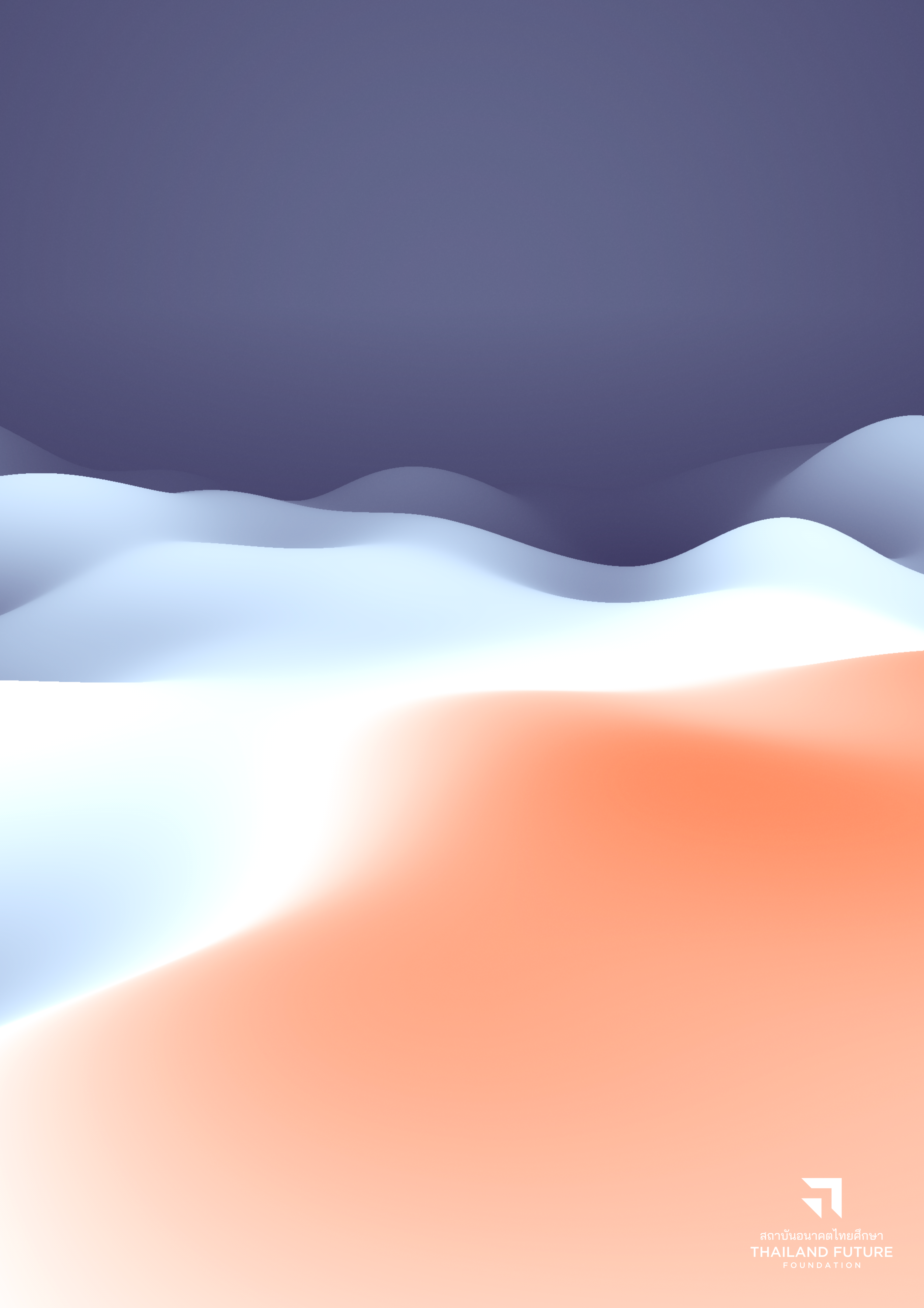
สุดท้าย รายงานฉบับนี้ได้กล่าวถึงประเด็น CDS ไปบางส่วนแล้ว CDS มีบทบาทสำคัญในวิกฤตซับไพร์ม และอาจเป็นจุดอ่อนอีกจุดที่ต้องปิดให้ได้ก่อนการปลดล็อก ตัวอย่างนโยบายเช่น ใน Dodd Frank Act (2010) ซึ่งเป็นกฎหมายที่ออกมาเพื่อแก้ไขปัญหาที่ทำให้เกิดวิกฤตซับไพร์มโดยเฉพาะ ได้กำหนดให้ CDS มีการซื้อขายในตลาดกลางสำหรับ swap โดยเฉพาะเพื่อเพิ่มความโปร่งใสและเพิ่มความสามารถของ Regulator ในการดูแล ประเด็นนี้อยู่นอกขอบเขตของรายงานฉบับนี้และควรได้รับการศึกษาเพิ่มเติมโดยละเอียดต่อไป

บรรณานุกรม

- Aitken, R. (2017). 'All data is credit data': Constituting the unbanked. *Competition and Change*, 21(4), 274-300. <https://doi.org/10.1177%2F1024529417712830>
- BAM. (2020). Green Bond การลงทุนทางเลือกที่น่าสนใจ. <https://www.bam.co.th/article/224/>
- Bank for International Settlement. (2011). Report on asset securitisation incentives. Basel Committee on Banking Supervision: The Joint Forum.
- CredoLab. CredoLab Privacy Policy (GDPR Privacy Policy). <https://www.credolab.com/privacy-policies/gdpr-privacy-policy>
- Deloitte. (2018). Securitization Structured Finance Solution.
- Downing, C., Jaffee, D., and Wallace, N. (2009). Is the Market for Mortgage-Backed Securities a Market for Lemons? *The Review of Financial Studies*, 22, pp. 2257-2294.
- Eggert, K. (2009). The Great Collapse: How Securitization Caused the Subprime Meltdown. *Connecticut Law Review*. 27. https://opencommons.uconn.edu/law_review/27
- Fabozzi, F.J., Davis, H.A., & Choudhary, M. (2006). *Introduction to Structured Finance*. Wiley.
- Frame, W.S. (2017). Agency Conflicts in Residential Mortgage Securitization: What Does the Empirical Literature Tell Us?. Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper-1.
- Hirankasi, P. (2021). บทบาทของหลักประกันในการขอสินเชื่อ ในภาคการธนาคารยุคใหม่. Krungsri. <https://www.krungsri.com/th/research/research-intelligence/ri-collateral-2021?fbclid=IwAR3c9G5NLhEBkJJQuY8ryIM-GuzVbBqA5Wbyo6-kK2Hn7obwSKR5NMYuLyA>
- Jagtiani, J., & Lemieux, C. (2019). The Roles of Alternative Data and Machine Learning in Fintech Lending: Evidence from the LendingClub Consumer Platform. Federal Reserve Bank of Philadelphia, WP 18-15.
- Jobst, A. (2009). Islamic Securitization After the Subprime Crisis, *Journal of Structured Finance*, 14, pp. 41-57.
- Krall, M. (2016). Governance and Conflicts of Interest in Financial Credit Rating Agencies. *Revue Internationale De Droit Economique*, 2, 185-195. <https://doi.org/10.3917/ride.302.0185>

- Krebsz, M. (2011). Securitization and Structured Finance Post Credit Crunch. Wiley Finance.
- Mason, J.R. & Rosner, J. (2007). Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruptions, Available at <http://ssrn.com/abstract=1027475>.
- Michlitsch, K. (2021). An Introduction to Alternative lending. Morgan Stanley.
<https://www.morganstanley.com/im/en-us/financial-advisor/insights/investment-insights/an-introduction-to-alternative-lending.html>)
- PeerPower. (2019). トラササหนี้สี่เขียวในประเทศไทย.
<https://www.peerpower.co.th/blog/investor/invest/green-bond-2/>
- Reuters. (2020). Exclusive-China to push its tech giants to share consumer credit data-sources.
<https://www.reuters.com/article/uk-china-big-tech-data-exclusive-idUKKBN29G0MN>
- Reuters. (2020). Exclusive-China to push its tech giants to share consumer credit data-sources.
<https://www.reuters.com/article/uk-china-big-tech-data-exclusive-idUKKBN29G0MN>
- Skreta, V. & Veldkamp, L. (2009). Ratings shopping and asset complexity: A theory of Ratings inflation. Journal of Monetary Economics, 56 (5), 678-695.
- Sofi. Press Release. https://www.sofi.com/press/sofi-completes-251mm-sp-rated-Securitization-refinanced-student-loans/?_cf_chl_jschl_tk=_pmd_gG6gcISy_lP075N4oyWcW9q4ll.xZ7UDirGMRTnCU-1629862937-0-ggNtZGzNAnujcnBszQiR
- Sritong, N. (2020). ส่องทิศทาง ESG Bond: อนาคตการระดมทุนและการลงทุนที่ตอบโจทยความยั่งยืน. Krunghai Compass.
https://krungthai.com/Download/economyresources/EconomyResourcesDownload_654Research_Note_10_02_64.pdf
- ThaiBMA. (2017). Green Bond トラササหนี้สี่เขียว.
<https://www.thaibma.or.th/EN/Investors/Individual/Blog/GreenBond.aspx>
- Urjanet. (2017). The Intersection of Alternative Credit and Chinese Fintechs.
<https://urjanet.com/blog/alternative-credit-chinese-fintechs/>
- World Bank. (2018). Financial Inclusion on the Rise, But Gaps Remain, Global Findex Database Shows. <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2018/04/19/financial-inclusion-on-the-rise-but-gaps-remain-global-findex-database-shows>

- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2018). รายงานผลสำรวจการเข้าถึงบริการทางการเงินภาคครัวเรือน ปี 2561. https://www.bot.or.th/Thai/FinancialInstitutions/Highlights/FSMP2/FinancialAccessSurveyOfThaiHouseholds_2018.pdf
- นภา วะสี, et al. (2018). มุมมองสินเชื่อบริษัทไทยจากข้อมูลรายสัญญา ตอนที่ 1. สถาบันวิจัยเศรษฐกิจ ป๋วย อึ๊งภากรณ์ (PIER). <https://www.pier.or.th/abridged/2018/12/>
- วิษณุ ภาณุสุวรรณ. (2020). 'โรบินฮูด' หนุนไทยพาณิชย์ 'บีกดาต้า' ปลอมสินเชื่อเพื่อคนตัวเล็ก. กรุงเทพธุรกิจ. <https://www.bangkokbiznews.com/news/904604>



สถาบันอนาคตไทยศึกษา
THAILAND FUTURE
FOUNDATION