

# บทบาทของ Credit Default Swap ในวิกฤติการเงินโลก

ฝ่ายวิจัยและพัฒนา

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ถ้าเปรียบวิกฤติการเงินโลก ปี 2008 เป็นบพละครหาคใหญ่ Credit Default Swap (CDS) ก็คือตัวละครเอกที่สำคัญมากที่สุดตัวหนึ่งของเรื่อง เริ่มต้นรับบทบาทในฐานะเป็น hedging instrument ช่วยสร้างตลาดเครดิตให้เติบโต แต่เมื่อบทบาทในฐานะเป็น speculative instrument มาแรงขึ้นจนกลบบทบาทแรก CDS กลายเป็นจำเลยในฐานะเร่งปฏิกิริยาระเบิดให้รุนแรงเป็นลูกโซ่ CDS คืออะไร เติบโตได้อย่างไร ใครคือผู้เล่นในตลาด ทำไมจึงเป็นตัวเร่งวิกฤติ บทเรียนครั้งนี้คืออะไร ล้วนเป็นประเด็นที่น่าสนใจที่จะกล่าวถึงในรายงานนี้

## CDS คืออะไร

CDS เป็นสัญญาระหว่างสองฝ่าย ฝ่ายหนึ่งเป็นผู้ซื้อประกันความเสี่ยงเครดิต (default protection buyer) ซึ่งจะได้รับการคุ้มครองความเสียหายหากหุ้นกู้ที่อยู่ภายใต้การประกันกลายเป็นหนี้เสีย และอีกฝ่ายเป็นผู้ขายประกันความเสี่ยงเครดิต (default protection seller) เป็นผู้จ่ายค่าเสียหายเมื่อหุ้นกู้ที่ประกันกลายเป็นหนี้เสีย สัญญา CDS จึงมีคู่สัญญาสองฝ่าย คือ ผู้ซื้อประกันและผู้ขายประกัน โดยความเสี่ยงเครดิตผูกติดกับฝ่ายที่สามคือ ผู้ออกหุ้นกู้ที่อยู่ภายใต้ประกัน

ผลตอบแทนที่ผู้ขายประกันจะได้รับ คือค่าธรรมเนียมรายปี คำนวณจากค่า CDS spread ที่ตกลงกันเมื่อทำสัญญา ค่า CDS spread จะสูงหรือต่ำขึ้นอยู่กับระดับความเสี่ยงเครดิตของหุ้นกู้ที่อยู่ภายใต้ประกัน โดยวัดที่อันดับเครดิตของหุ้นกู้ หากวิเคราะห์ในแง่มุมมองของการมีฐานะความเสี่ยงเครดิต (credit risk exposure) ผู้ซื้อ CDS คือผู้ปลดความเสี่ยงเครดิตออกจากตัว เสมือนหนึ่งเป็นผู้ที่เอาหุ้นกู้ที่ถืออยู่ขายออกไป ในขณะที่ผู้ขาย CDS เป็นผู้เพิ่มความเสี่ยงเครดิตในพอร์ต เสมือนหนึ่งเป็นผู้ซื้อหุ้นกู้เพิ่มเข้ามาในพอร์ต และได้รับอัตราผลตอบแทนคือ CDS spread ซึ่งเสมือนหนึ่งคืออัตราดอกเบี้ยรับ โดยคุณสมบัติที่กล่าวมาข้างต้น CDS จึงสามารถใช้เป็นเครื่องมือ credit risk hedging

## CDS เติบโตได้อย่างไร

CDS ถูกพัฒนาขึ้นโดยธนาคารเจพีเอ็มอร์แกนเชสเมื่อประมาณ 10 ปีก่อน เมื่อถูกนำออกใช้ในตลาดได้รับความนิยมอย่างรวดเร็ว เนื่องจากการซื้อ/ขายประกันความเสี่ยงให้ฐานะความเสี่ยงด้านเครดิตเสมือนหนึ่งลด/เพิ่มการลงทุนในหุ้นกู้ แต่ CDS มีความยืดหยุ่นมากกว่าการซื้อขายหุ้นกู้ใน cash market เนื่องจากสิ่งที่ซื้อขายคือสัญญา จึงไม่ต้องมีหุ้นกู้ที่เป็นของจริงมาส่งมอบ ส่งผลให้

1. ไม่ต้องเกี่ยวข้องกับเงินจำนวนมากเพื่อเพิ่ม/ลด credit exposure
2. สามารถเข้าถึง credit rating, maturity ของหุ้นกู้ที่หาซื้อไม่ได้ใน cash market
3. หุ้นกู้ที่อยู่ภายใต้การประกันสามารถเป็นตัวเดียว หรือหลายตัว ที่มี rating, maturity หลากหลายตามแต่จะระบุในสัญญา

ด้วยคุณสมบัติของความยืดหยุ่น CDS กลายเป็นเครื่องมือสำคัญในการทำ active portfolio management และได้รับความนิยมอย่างรวดเร็ว การเคลื่อนไหวของ ค่า CDS spread ของหุ้นกู้ที่อยู่ภายใต้ประกัน กลายเป็นข้อมูลสำคัญชี้วัดถึงความเสี่ยงเครดิตของหุ้นกุนั้นๆ ซึ่งเป็นประโยชน์อย่างมากต่อการบริหารความเสี่ยงพอร์ตการลงทุน

ในเวลาต่อมา วิวัฒนาการใช้ CDS ได้ทำให้ CDS กลายเป็นส่วนประกอบสำคัญมากที่สุดของนวัตกรรมการเงินที่เรียกว่า synthetic collateralized debt obligation (synthetic CDO) ซึ่งเป็นพอร์ตหุ้นกู้ที่สร้างขึ้นโดยความเสี่ยงอ้างอิงหุ้นกู้ที่ซื้อขายกันใน cash market พอร์ตที่สร้างขึ้นเป็นพอร์ตจินตนาการ นักลงทุนในแต่ละ tranche รับผิดชอบความเสี่ยงเครดิตด้วยวิธีขายประกันความเสี่ยง อัตราผลตอบแทนที่ได้รับเท่ากับ Libor + Premium

ในช่วงที่เศรษฐกิจดี (ปี 2002-2005) หนี้เสียในระบบอยู่ในระดับที่ต่ำมาก ผู้เล่นแทบจะลืมความเสี่ยง credit default CDS ถูกใช้เป็นเครื่องมือทำ active portfolio management และเก็งกำไรมากกว่าความตั้งใจที่จะประกันความเสี่ยงจากหนี้เสีย ผู้เล่นซื้อประกันเครดิตในหุ้นกู้ที่ถูกเก็งว่าอันดับเครดิตจะแย่ลง เพื่อรับรู้กำไรจากมูลค่าสัญญาที่เพิ่มขึ้น (เพราะหากซื้อ CDS วันนี้จ่าย spread 200 bps พรุ่งนี้อาจต้องจ่าย 300 bps) และในทางตรงข้าม ผู้เล่นขายประกันเครดิตในหุ้นกู้ที่ถูกเก็งว่าอันดับเครดิตจะดีขึ้น (ขายวันนี้ได้รับ 300 bps พรุ่งนี้อาจลดลงเหลือ 200 bps)

การที่ CDS สามารถถูกใช้เป็นประโยชน์ทั้งในการบริหารพอร์ต เก็งกำไร ทำให้ตลาด CDS มีสภาพคล่องสูงมาก ทั้งๆ ที่การซื้อขายทำกันในตลาด OTC CDS แต่ละสัญญาซื้อขายเปลี่ยนมือกันหลายรอบ ว่ากันว่าแต่ละฉบับผ่านการซื้อขาย 15-20 รอบ ในขณะที่ทางการไม่ได้เข้ามากำกับดูแล ตลาด CDS เติบโตอย่างรวดเร็วในช่วงเวลาไม่กี่ปีมาสู่ระดับ USD 62 trillion (ณ สิ้นปี 07) เป็นมูลค่าที่สูงกว่าตลาดพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯมากกว่า 12 เท่า (ตลาด US treasury มีมูลค่าประมาณ USD 5 trillion)

### ใครคือผู้เล่นรายสำคัญในตลาด

ผู้เล่นรายสำคัญในตลาด CDS คือกลุ่มธนาคาร (รวม investment bank) ธนาคารเล่นบทบาททั้งเป็นผู้ซื้อและผู้ขายประกันความเสี่ยง โดยมีเป้าหมายหลัก คือการสร้างรายได้จากค่าธรรมเนียมซื้อขายให้ได้มากที่สุด ในฐานะผู้ค้าหลักทรัพย์ ธนาคารต้องมีพอร์ต CDS ของตนเองด้วย

ผู้เล่นรายสำคัญรองจากธนาคาร คือ hedge fund โดยเป็นผู้ขายประกันรายใหญ่ของตลาด ภาวะตลาดเงินที่ตึงเครียดอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องหลายปี (2001-2004) hedge fund ต้องการช่องทางเพิ่ม อัตราผลตอบแทนจากการขายประกันความเสี่ยง ทำให้ได้ค่าธรรมเนียมรายได้เป็นมูลค่าสูงมาก

นอกจาก hedge fund แล้ว ผู้ขายประกันความเสี่ยงที่สำคัญยังมีบริษัทประกันภัย และ Monoline โดยสายธุรกิจ ผู้เล่นกลุ่มนี้เป็นบริษัทที่ขายประกันความเสี่ยง ทั้งนี้โดยเฉพาะ Monoline ธุรกิจเกี่ยวข้อง โดยตรงกับการประกันความเสี่ยงเครดิตในตลาดหุ้นกู้โดยเฉพาะ

กองทุนบำเหน็จบำนาญ เป็นผู้เล่นอีกกลุ่มในตลาด CDS โดยเป็นผู้ซื้อประกัน เพื่อให้พอร์ตการลงทุนเป็นไปตามเกณฑ์ข้อกำหนดของทางการ ที่ต้องลงทุนในหุ้นกู้ที่มี rating AAA- ขึ้นไป การซื้อประกัน ความเสี่ยง เป็น credit enhancement ทำให้สามารถลงทุนในหุ้นกู้ที่มีเครดิตต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนดได้

### CDS เป็นตัวเร่งวิกฤติให้รุนแรงได้อย่างไร

ในตลาดเงินกู้ ถ้าลูกหนี้กลายเป็นหนี้เสีย ความเสียหายจะจำกัดอยู่กับภาคธนาคาร แต่ในตลาด CDS ถ้าหุ้นกู้ที่อยู่ภายใต้ประกันแม้จะยังไม่เป็นหนี้เสีย เพียงแค่อันดับเครดิตถูกปรับลดลง ความเสียหายก็สามารถเกิดขึ้น แม้กระจายไปยังผู้ขายประกันทุกกลุ่ม และขยายผลต่อไปยังกลุ่ม counterparty ในวงกว้าง

แรกเริ่มของวิกฤติในสหรัฐฯ เป็นวิกฤติ subprime เมื่อ subprime loan กลายเป็นหนี้เสีย อันดับเครดิต CDO ถูกปรับลดต่ำลง ผู้ลงทุนใน CDO และผู้ขายประกันความเสี่ยงเครดิตบน CDO ต่างต้องรับรู้ ขาดทุนทางบัญชี ในขณะที่สถาบันการเงินส่วนใหญ่อยู่ในสถานะมีหนี้สินมาก ดังจะพบว่า leverage ratio ของสถาบันการเงินรายใหญ่หลายๆ แห่งอยู่ในระดับ 20-30 เท่า ผลขาดทุนที่เกิดขึ้นเพียง 3-5% ของ ทรัพย์สินก็สามารถหักล้างทุนที่มีอยู่จนติดลบ ส่งผลให้สถาบันการเงินหลายๆ แห่งต้องเร่งเพิ่มทุนเป็น มูลค่ามหาศาลตั้งแต่กลางปี 2007 เป็นต้นมา นี่คือการแรกเริ่มของวิกฤติการเงินโลก

เมื่อวิกฤติ subprime รุนแรงขึ้น สถาบันการเงินประสบความยากลำบากในการเพิ่มทุน ผู้ขาย ประกันความเสี่ยงเครดิตรายใหญ่หลายราย เช่น Ambac, MBIA, AIG ต่างถูกปรับลดอันดับเครดิต การ ลดอันดับเครดิตของผู้ขายประกันความเสี่ยงเครดิตจุดระเบิดลูกใหม่ที่มีอานุภาพรุนแรง เร่งวิกฤติความ เชื่อมั่น วิกฤติสภาพคล่องให้ถล่มทลาย ตัวอย่างที่เห็นได้ชัด คือ AIG เมื่อถูกปรับลดอันดับเครดิตเมื่อวันที่ 15 ก.ย. 2008 ได้สร้างคลื่นวิกฤติลูกใหญ่แผ่กระจายไปทั่วโลก ผลกระทบที่เป็นลูกโซ่เกิดจาก

1. ทันทีที่ถูกปรับลดเครดิต AIG ส่อเค้าล้มละลาย เพราะต้องเร่งจัดหาเงินสดหลายหมื่นล้าน เหรียญสหรัฐ เพื่อเพิ่มหลักค้ำประกันสำหรับสัญญาที่มีเงื่อนไขระบุเรื่องการเพิ่มหลักค้ำประกัน เมื่ออันดับเครดิตลดลง และต้องปิดสัญญาชำระหนี้ภาระผูกพันสำหรับสัญญาที่มีเงื่อนไขระบุ ในที่สุทธธนาคารกลางต้องเข้ามาซุ่ม AIG โดยอัดฉีดเงินกู้สูงถึง USD 85 billion

2. การปรับลดอันดับเครดิต AIG ไม่เพียงก่อให้เกิดวิกฤติกับตัว AIG แต่ส่งผลถึงวิกฤติให้กับสถาบันการเงินอื่นๆ ที่ขาย CDS ประกันหุ้นกู้ที่ออกโดย AIG หรืออ้างอิง AIG ซึ่งสามารถส่งผลให้สถาบันการเงินผู้ขายประกันกลุ่มหลังเผชิญชะตากรรมเดียวเช่น AIG
3. การปรับลดเครดิต AIG ส่งผลกระทบต่อผู้ซื้อประกันความเสี่ยงในวงกว้าง
  - (1) enhanced credit ที่ลดลง เท่ากับอันดับเครดิตของหุ้นกู้/CDO ที่อยู่ในพอร์ตถูกปรับลดลง มูลค่ายุติธรรมของ CDO ย่อมลดต่ำลง ต้องรับรู้ขาดทุน
  - (2) pension fund ต้องขายหุ้นกู้/CDO เพราะอันดับเครดิตต่ำกว่าเกณฑ์ทางการกำหนด ต้องรับรู้ขาดทุน

ด้วยอาณาภาพของ CDS และด้วยขนาดตลาดที่ใหญ่ระดับ USD 62 trillion ส่งผลให้วิกฤติ subprime loan ที่ควรจะจำกัดในภาคธนาคารและในตลาดสหรัฐ ได้ขยายผลแผ่กว้างกลายเป็นวิกฤติการเงินโลกครั้งที่รุนแรงที่สุด แต่วิกฤติยังไม่จบสิ้น หากเศรษฐกิจสหรัฐและยุโรปเข้าสู่ภาวะถดถอยรุนแรง หุ้นกู้ที่ออกโดยบริษัทชั้นนำถูกปรับลดอันดับเครดิตหรือกลายเป็นหนี้เสีย ผู้เล่นในตลาดนี้คงต้องเผชิญวิบากกรรมที่ยิ่งใหญ่กว่าวิกฤติหนี้เสียที่เกิดจาก subprime

### บทเรียนคืออะไร

สัญญา CDS เหมือนตราสารอนุพันธ์อื่น ๆ ที่สามารถนำมาใช้ทั้งเป็น hedging และเป็น speculative tools ถ้าหากบทบาทการเก็งกำไรมีมากจนกลบบทบาทแรก ย่อมสามารถก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้เล่นและแก่ระบบการเงินอย่างไม่จำกัด วิกฤติครั้งนี้ เตือนให้เห็นถึงความสำคัญของการบริหารความเสี่ยงตั้งแต่ระดับจุลภาคสู่ระดับมหภาค ในทุกระดับควรมีหน่วยงานติดตาม และประเมินความเสี่ยงทุกประเภท (market risk, credit risk, liquidity risk, counterparty risk, concentration risk, financial risk, systemic risk) ที่อาจจะเกิดขึ้นและส่งสัญญาณ early warning ทางการควรมีบทบาทช่วยติดตาม systemic risk พร้อมทั้งปรับปรุงเกณฑ์กำกับดูแลตลาด CDS ให้เหมาะสมกับสถานการณ์ วิกฤติการเงินน่าจะหลีกเลี่ยงได้ในอนาคต หากระบบบริหารความเสี่ยงสามารถทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ