

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ปัจจุบันตลาดเกิดใหม่ซึ่งอิงจากปัจจัยทางเศรษฐกิจ โดยอาศัยการพิจารณาจากประเทศที่มีตลาดทุน และผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติต่อหัว (GNP per Capital) ของประเทศนั้นๆ หากประเทศนั้นมี GNP ต่อหัวต่ำกว่ารายได้เฉลี่ยของประเทศต่างๆ ในโลก คือ 8,500 เหรียญสหรัฐ ซึ่งประเทศฟิลิปปินส์ อินโดนีเซีย อินเดีย ซิเลีย บราซิล เม็กซิโก และประเทศในแถบแอฟริกาใต้ หรือแม้แต่ประเทศไทย ได้ถูกนับรวมให้เป็นตลาดเกิดใหม่ทั้งหมดยกเว้น ฮองกง สิงคโปร์ และไต้หวัน (บรรษัทการเงินระหว่างประเทศ, 2539) ในแถบเอเชียเป็นตลาดที่มีศักยภาพในการเติบโตทางเศรษฐกิจสูง และมีความต้องการเงินทุนเพื่อนำมาพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศเป็นอย่างมาก

ธนาคารเพื่อการพัฒนาแห่งเอเชีย (Asian Development Banking, ADB) และธนาคารโลก (World Bank) ประเมินว่านับจากปี ค.ศ. 1996 จนถึงปี 2000 ตลาดเกิดใหม่ในแถบเอเชียจะมีเงินออมไม่มากนักพอ จึงจำเป็นต้องหาเงินลงทุนจากต่างชาติจากการผ่อนคลายกฎระเบียบในการลงทุนของภาครัฐบาลในตลาดเกิดใหม่ทำให้นักลงทุนต่างชาติสามารถเข้ามาลงทุนได้ง่ายขึ้น หากนับมูลค่าเงินทุนของต่างชาติที่เข้ามาลงทุนในตลาดเอเชียในปี ค.ศ. 1996 ประเมินว่าเป็นสัดส่วน 1 ใน 3 ของกระแสเงินทุนที่ลงทุนในต่างประเทศทั้งหมด (Smith, 1996) ที่ผ่านมานักลงทุนมีทางเลือกในการลงทุนโดยผ่านเครื่องมือทางการเงินที่หลากหลายทั้งทางด้านตลาดหลักทรัพย์ ตลาดตราสารหนี้ และตลาดกึ่งหนี้กึ่งทุน โดยแต่ละตลาดจะมีเครื่องมืออื่นอีกเช่น ใบสำคัญแสดงสิทธิ (Warrant) หุ้นกู้ หุ้นกู้แปลงสภาพ ฯลฯ

เนื่องจากประเทศในแถบเอเชียมีการขยายตัวทางด้านเศรษฐกิจอย่างรวดเร็ว ประกอบกับเริ่มมีการผ่อนปรนกฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นจึงมีความต้องการเงินทุนเพื่อนำมาพัฒนาประเทศ เช่น ด้านสาธารณูปโภค ด้านรัฐวิสาหกิจ ฯลฯ เพื่อยกระดับความเป็นอยู่ของประชาชน ซึ่งเงินทุนที่ต้องการนั้นบางครั้งไม่สามารถระดมทุนผ่านหุ้นสามัญได้ เนื่องจากผู้ถือหุ้นจะไม่ได้รับผลตอบแทนที่แน่นอน นอกจากนี้เมื่อมีการระดมทุนเพิ่มจากผู้ถือหุ้นทำให้เกิดผลกระทบต่อราคาหุ้นจากการเพิ่มขึ้นของจำนวนหุ้นสามัญ (Dilution effect)

จึงเป็นผลให้ตราสารหนี้ ซึ่งเป็นเอกสารสิทธิทางการเงินที่แสดงว่า ผู้ลงทุนโอนอำนาจซื้อให้กับผู้กู้ โดยผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนที่ชัดเจนตามที่กำหนดไว้ได้รับความนิยมนักลงทุนมากขึ้น เพราะผู้ถือตราสารหนี้ ทั้งตราสารหนี้ภาครัฐ (พันธบัตรรัฐบาล, พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ) และตราสารหนี้ภาคเอกชน (หุ้นกู้ซึ่งเป็นตราสารหนี้ที่แบ่งเป็นหน่วยและแต่ละหน่วยจะมีมูลค่าที่ตราไว้เท่ากัน โดยที่ผู้ออก สัญญาจะชำระดอกเบี้ยตามอัตราและระยะเวลาที่กำหนดไว้ รวมทั้งสัญญาที่จะคืนเงินต้นให้ ณ วันสิ้นสุดของอายุหุ้นกุนั้นๆ,ตราสารพาณิชย์) จะได้ผลตอบแทนที่แน่นอนกว่าหุ้นสามัญ

นอกจากนี้ในกรณีที่ผู้กู้ไม่สามารถชำระหนี้คืน (Default) ผู้ถือตราสารหนี้จะมีสิทธิเรียกร้องเงินคืนเหนือผู้ถือหุ้นสามัญ ทางด้านผู้ออกตราสารหนี้ยังสามารถระดมทุนด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่าการกู้ยืมจากสถาบันการเงิน และทราบถึงต้นทุนทางการเงินที่แน่นอน และคงที่ในระยะเวลาที่กำหนด

นอกจากผลตอบแทนที่แน่นอน ซึ่งผู้ลงทุนจะได้รับจากอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดไว้หน้าตัวผู้ลงทุนยังสามารถทำกำไรจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นกู้ซึ่งปัจจัยมีผลกระทบต่อราคา ได้แก่ ความน่าเชื่อถือของผู้ออก (Credit rating), อัตราดอกเบี้ยในตลาด, สภาพคล่องทางการเงิน, สภาพคล่องของการซื้อขายตราสารหนี้ (นิพิต, 2539)

อย่างไรก็ดีตลาดตราสารหนี้ในเอเชียยังมีอุปสรรคของการพัฒนาอยู่ เนื่องจากชาวต่างชาติเริ่มมีความระมัดระวังในการเข้ามาลงทุนในตลาดเกิดใหม่มากยิ่งขึ้น หลังจากวิกฤตการณ์ทางการเงินที่เกิดขึ้นในเม็กซิโก และประเทศแถบละตินอเมริกา ปลายปี ค.ศ. 1994 และการจะพัฒนาตลาดตราสารหนี้ได้ ส่วนหนึ่งมาจากการจัดอันดับเครดิตโดย Credit Rating Agency หรือ CRAs เพื่อจัดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทที่ออกตราสารหนี้ (Teresa, 1996)

จากการที่บริษัทต่างๆ ในเอเชียมีแนวโน้มในการใช้ตราสารหนี้เพื่อการระดมทุนเพิ่มขึ้น CRAs จึงเป็นกลไกสำคัญในการสร้างการเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน โดยเฉพาะชาวต่างชาติที่ยังมีความรู้ความเข้าใจในตลาดเกิดใหม่ไม่ดีพอ เมื่อพิจารณาตลาดเกิดใหม่ทั่วโลกแล้วตลาดเอเชียมีศักยภาพที่ดีมาก เพราะทุกประเทศในเอเชียได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Investment grade) ของการลงทุนในระดับที่ลงทุนได้ทั้งสิ้น ขณะที่ประเทศเกิดใหม่ในละตินอเมริกา ส่วนมากมีอันดับความน่า

เชื่อถืออยู่ในระดับเก็งกำไร (Speculative grade) ซึ่งเป็นการจัดอันดับของ Moody ในปี ค.ศ. 1994 - 1995 (Edward, 1996)

แม้ว่าตลาดเกิดใหม่ในแถบเอเชีย จะมีปัญหาบางประการในเรื่องของการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ภาวะเงินเฟ้อ และอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งผลของการจัดอันดับอาจมีการเปลี่ยนแปลงตามสภาวะทางเศรษฐกิจ ซึ่ง Credit rating นี้เป็นสิ่งสำคัญในการแสดงว่าพันธบัตรนั้นสามารถจะนำมาใช้เป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง (Benchmark) ได้แต่พันธบัตรนั้นควรมีมูลค่ามากพอ หรือมีสภาพคล่อง และได้รับการยอมรับจากนักลงทุนเป็นจำนวนมากส่วนใหญ่แล้วจะเป็นพันธบัตรของรัฐบาลและพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ ซึ่งเป็นหุ้นกู้ระยะยาวมีอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดแน่นอน (เบงเกอร์ทรีสต์, 1996)

เนื่องจากสภาวะทางเศรษฐกิจที่อาจส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของราคาดอกเบี้ย ดังนั้นรัฐบาลควรมีส่วนในการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ เช่น ภาวะเงินเฟ้อที่จะส่งถึงปริมาณเงิน หรือ สภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจโดยใช้นโยบายการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาล (Open Market Operation) ซึ่งในระบบนี้ประกอบด้วย ตลาดตัวเงินคลัง ตลาดกู้ยืมระหว่างธนาคาร และตลาดซื้อคืนพันธบัตร ทั้ง 3 ตลาดนี้จะมีผลต่อการกำหนดอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง และสามารถนำมาเป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงได้ ซึ่งกำหนดจากอุปสงค์และอุปทานของเงินทุน ได้แก่ การระดมเงินออมจากประชาชน และการเพิ่มปริมาณตราสารหนี้ในตลาด (สุรชัย, 2534)

ส่วนแนวโน้มในอนาคตสำหรับตราสารหนี้ในตลาดทุนเอเชีย คาดว่าจะมีลักษณะของการทะยานขึ้น (take off) โดยจะมีการออกตราสารหนี้ (issues) มากกว่า 1 ล้านเหรียญสหรัฐ ภายใน ค.ศ. 2010 เมื่อแยกพิจารณาเป็นรายประเทศแล้วพบว่าตลาดตราสารหนี้ไทยจะมีแนวโน้มที่ดี เนื่องจากเศรษฐกิจไทยมีการเติบโตที่สูงอย่างต่อเนื่อง และมีการออกพันธบัตรรัฐวิสาหกิจมากเนื่องจากตราสารหนี้เป็นตลาดรองอีกแห่งหนึ่งซึ่งนับเป็นตลาดที่เหมาะสมในการรองรับเม็ดเงินลงทุนในเชิงระยะยาว (Teresa , 1996)

จะเห็นได้จากปริมาณตราสารหนี้และมูลค่าการซื้อขายตราสารหนี้ของไทย (Bond Dealers Club , BDC) ซึ่งจัดตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 1 พฤศจิกายน ค.ศ 1994 จนถึงปัจจุบัน ซึ่งตราสารหนี้ที่ทำการซื้อขายในตลาดรองอันได้แก่ พันธบัตรรัฐบาลหรือพันธบัตรที่ออกโดยรัฐวิสาหกิจ หุ้นกู้ไม่มีประกัน (หุ้นกู้, หุ้นกู้ด้อยสิทธิ, หุ้นกู้แปลงสภาพ) FRN (Floating Rate Notes) ซึ่งเป็นตราสารการเงินที่ผู้ถือ

สามารถโอนเปลี่ยนมือกันได้และเป็นอิสระ และการจ่ายดอกเบี้ยจะมีอัตราเปลี่ยนแปลงตามอัตราอ้างอิงในตลาดการเงินตามที่ตกลงไว้ในสัญญา

ตารางที่ 1.1 แสดงปริมาณตราสารหนี้ที่ซื้อขายในตลาดรองตราสารหนี้ไทยในปี ค.ศ 1994-1996

ปี ค.ศ.	1994	1995	1996
จำนวนตราสารหนี้	29	87	122
ปริมาณตราสารหนี้ (ล้านบาท)	32,500	97,727	148,689
มูลค่าเฉลี่ยต่อเดือน (ล้านบาท)	925	4,294	16,717
การขายตัว (ร้อยละ)	-	364	290

แหล่งที่มา : ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ (Bond Dealers Club)

จากข้อมูลของ BDC จะเห็นได้ว่า อัตราการขายตัวในช่วง 2 ปี มีจำนวน 350% โดยในปี ค.ศ 1996 มีมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน 820 ล้านบาท ในปี ค.ศ 1997 BDC มีนโยบายที่จะผลักดันให้มีตราสารหนี้คุณภาพเข้ามาซื้อขายในระบบเพิ่มขึ้น เพื่อรองรับการลงทุนของนักลงทุนประเภทสถาบัน โดยเฉพาะกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ (กบข) บริษัทจัดการกองทุนรวม (บลจ.) ซึ่งคาดว่าความต้องการของนักลงทุนเหล่านี้ จะเพิ่มขึ้นประมาณปีละแสนล้านบาทนับจากปี ค.ศ 1997-2000 และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นปีละ 3 แสนล้านบาท ในอีก 5 ปีข้างหน้า (จรุงพร, 2540)

กองทุนส่วนนี้ จะมีส่วนในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ เพราะมีการระดมเงินออมจากกองทุนได้อย่างต่อเนื่อง ซึ่งเท่ากับเป็นการเพิ่มอุปสงค์ของตราสารหนี้ และทำการเพิ่มอุปทานของตราสารหนี้ โดยสนับสนุนให้ภาครัฐบาล รัฐวิสาหกิจ ออกพันธบัตรให้มีระยะเวลา และปริมาณการออกที่สม่ำเสมอ ซึ่งจะสามารถสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงได้ ซึ่งจะส่งผลให้เอกชนสามารถใช้อ้างอิงในตลาดตราสารหนี้ได้ ซึ่งเป็นการป้องกันความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น และสภาพคล่องทางการเงินซึ่งการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ จะเป็นกลไกหนึ่งในการพัฒนาตลาดเงิน ซึ่งหากตลาดตราสารหนี้ไม่เกิดขึ้น นโยบายการผ่อนคลายทางการเงิน ตามหลักการซื้อขายพันธบัตรในตลาดเงิน (Open Market Operation, OMO) ก็ไม่สามารถเกิดขึ้นได้ซึ่งต่างกับตลาด

ตราสารหนี้ต่างประเทศ เช่น สหรัฐอเมริกา ที่มีการออกพันธบัตรรัฐบาลอย่างสม่ำเสมอทำให้ประสิทธิภาพการใช้ OMO ดีกว่า และมี benchmark ในระยะยาว

จากภาวะปัจจุบันที่เสถียรภาพเศรษฐกิจของไทยที่ชะลอตัว ประกอบกับความผันผวนของค่าเงินที่เกิดจากตลาดเงินในประเทศและต่างประเทศ ที่มีอย่างต่อเนื่องในช่วงปลายปี ค.ศ. 1996 เป็นต้นมา ส่งผลให้ภาวะเศรษฐกิจของประเทศในแถบเอเชียตกต่ำเช่นกัน ทำให้หลายประเทศต้องเร่งให้ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ (Gross Domestic Product, GDP) ของประเทศให้สูงขึ้น (World bank , 1996)

ความเคลื่อนไหวของประเทศในแถบเอเชีย เช่น ฮองกง สิงคโปร์ และไทย ต่างมีแผนการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานภายในประเทศ และระหว่างประเทศอย่างขนานใหญ่ โดยเร่งการแปรรูปรัฐวิสาหกิจให้ภาคเอกชนเข้ามาร่วมลงทุนอย่างเต็มที่ เป็นจุดแรก แนวโน้มที่ชัดเจนอีกอย่างหนึ่งในเศรษฐกิจยุคใหม่ของเอเชีย คือ การเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจที่เสรี และเปิดให้นักลงทุนต่างชาติเข้ามาแข่งขันในระบบท้องถิ่นมากขึ้นภายใต้ระบบเศรษฐกิจดังกล่าว จะทำให้มีการแข่งขันระหว่างประเทศมากขึ้น

ประเทศไทยเป็นหนึ่งในเอเชีย ที่ได้รับความผันผวนในตลาดเงินที่เกิดจากบทบาทเงินทุนจากต่างประเทศ จากแผนการพัฒนาระบบการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย ได้ให้ความสำคัญกับการพัฒนาตลาดตราสารหนี้มาโดยตลอด (บัณฑิต, 2540) การศึกษาเปรียบเทียบตลาดตราสารหนี้ของไทย กับต่างประเทศนั้น เนื่องมาจากปัจจุบันนี้ตราสารหนี้ได้มีบทบาทต่อการพัฒนาตลาดเงินโดยตรง ซึ่งจะส่งผลต่อการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ ในภาวะปัจจุบันนี้มีการแผ่ขยายตัวของธุรกิจระหว่างประเทศเพิ่มมากขึ้น อีกทั้งรัฐบาลในหลายประเทศได้มีการส่งเสริมและสนับสนุนการเจริญเติบโตของตราสารหนี้ ซึ่งจะสามารถเอื้อประโยชน์ต่อองค์กรภาครัฐบาลและเอกชน จึงจำเป็นที่จะต้องศึกษาเปรียบเทียบตลาดตราสารหนี้ของไทยกับต่างประเทศ

โดยพิจารณาจากปัจจัยส่งเสริมการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ของแต่ละประเทศอันได้แก่ ด้านคุณภาพของตราสารด้านผู้ลงทุน และด้านโครงสร้างพื้นฐานต่าง ๆ เพื่อก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุด และเป็นการป้องกันความเสี่ยงจากการลงทุน เพื่อจะได้ทราบถึงปัญหา และอุปสรรคของตลาดตราสารหนี้ในแต่ละประเทศเพื่อจะปรับกลยุทธ์ให้สอดคล้องกับความเปลี่ยนแปลงและการแข่งขันระหว่างเศรษฐกิจระหว่างประเทศ

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อทำความเข้าใจระบบการทำงานของตลาดตราสารหนี้ของไทยเปรียบเทียบกับต่างประเทศ
2. เพื่อศึกษาปัญหาและอุปสรรคต่างๆ พร้อมทั้งมาตรการในการแก้ไขในตลาดตราสารหนี้ของไทย
3. เพื่อเปรียบเทียบวิวัฒนาการของการแก้ไขปัญหาและอุปสรรคในอดีตถึงปัจจุบัน ตลาดตราสารหนี้ไทยกับต่างประเทศ

1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการศึกษา

1. ให้ทราบถึงระบบการทำงานของตลาดตราสารหนี้ของไทยเปรียบเทียบกับต่างประเทศ
2. ทำให้ทราบถึงปัญหาและอุปสรรคต่างๆรวมทั้งมาตรการในการแก้ไข เพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทยให้เป็นที่ยอมรับจากนักลงทุนต่างชาติ
3. สามารถเปรียบเทียบวิวัฒนาการของการแก้ไขปัญหาและอุปสรรคในอดีตจนถึงปัจจุบันของตลาดตราสารหนี้ของไทยกับต่างประเทศ