

### บทที่ 3

#### ตลาดตราสารหนี้

##### 3.1 วิวัฒนาการและนวัตกรรมของตราสารหนี้

โลกในปัจจุบันเปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็ว ไม่ว่าจะเป็นด้านเศรษฐกิจ การเมืองและสังคม ตราสารหนี้เองก็หลีกเลี่ยงหนีความจริงในข้อนี้ไม่พ้น ทำให้เกิดตราสารแปลกๆใหม่ๆมากมายเพื่อตอบสนองความต้องการของทั้งผู้ออมและผู้ลงทุนในตราสาร โดยเฉพาะในช่วงทศวรรษ 1970 และ 1980 ตราสารที่พัฒนาไปอย่างรวดเร็วมีความยุ่งยากสลับซับซ้อนมากขึ้นเป็นลำดับ ทั้งนี้เป็นผลมาจากปัจจัยหลายประการด้วยกัน นับตั้งแต่การผ่อนคลายการควบคุมระบบการเงินของประเทศต่างๆ (Deregulation) การแผ่ขยายของธุรกิจการเงินระหว่างประเทศ (Globalization) ตลอดจนความก้าวหน้าในการติดต่อสื่อสารและคอมพิวเตอร์ ช่วยให้สิ่งที่เคยทำได้ยากในอดีตสามารถทำได้อย่างสะดวกสบายมากขึ้น

ความเปลี่ยนแปลงต่างๆที่เกิดขึ้นซึ่งผลกระทบไปยังระบบการเงินของประเทศต่างๆทั่วโลก รวมทั้งประเทศไทยจะเห็นได้จากแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของอัตราความเจริญทางเศรษฐกิจของประเทศในแถบเอเชียที่มีเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงที่สูงกว่าประเทศที่พัฒนาแล้วจากการคาดการณ์ของธนาคารโลก (จากตารางที่ 3.1) ในการกล่าวถึงตราสารใหม่ๆเหล่านี้คงหลีกเลี่ยงไม่พ้นที่จะต้องกล่าวถึง ตราสารที่เกิดขึ้นในประเทศที่พัฒนาแล้ว โดยเฉพาะสหรัฐอเมริกา อังกฤษและญี่ปุ่น ซึ่งเป็นประเทศที่ก่อให้เกิดวิวัฒนาการทางการเงินมากที่สุดใน 2 ทศวรรษที่ผ่านมา ทั้งนี้เพื่อเป็นแนวทางในการพัฒนาตราสารหนี้ของประเทศไทยในอนาคตได้ดียิ่งขึ้น

##### 3.1.1 วิวัฒนาการของระบบการเงินและตราสารหนี้

ระบบการเงินของโลกมีการเปลี่ยนแปลงเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง ในช่วงทศวรรษ 1910 ซึ่งเป็นช่วงหลังสงครามโลกครั้งที่ 1 กล่าวได้ว่าเป็นสมัยที่มีการออกกฎหมายและระเบียบต่างๆมากมายเพื่อควบคุมการค้าเงินธุรกิจทางการเงิน เฉพาะสหรัฐอเมริกาเองได้มีรัฐบัญญัติที่สำคัญ 2 ฉบับเกิดขึ้นในเวลาไล่เลี่ยกัน และมีผลต่อเนื่องมาถึงปัจจุบัน รัฐบัญญัติฉบับแรกคือ MCFadden ACT ออกในปี 1927 และ Glass-Steagall ACT ออกในปี ค.ศ.1933

ตารางที่ 3.1 แสดงตัวเลขคาดการณ์อัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศที่กำลังพัฒนาในช่วงปี ค.ศ 2000-2020

Classification	Annual average rate of change						Share							
	1980	1990	2000	2010	2020	80/90	90/2000	2010/00	2010/20	1980	1990	2000	2010	2020
World	15781.1	21117.4	26442.2	34534.9	43358.1	3	2.3	2.7	2.3	100	100	100	100	100
Developed Countries	12580.2	16570.2	20104.5	24478.3	27970.3	2.9	2	2	1.3	79.3	78.5	76	70.9	64.5
Japan	2006.7	2969.7	3543.9	4057.6	4428.8	4	1.8	1.4	0.9	12.7	14.1	13.4	11.7	10.2
USA	4314.3	5744	7179.1	8929.1	10051.3	2.9	2.3	2.2	1.2	27.3	27.2	27.1	25.9	23.2
EU15	5333	6741.5	7987.5	9736.7	11411.7	2.4	1.7	2	1.6	33.8	31.9	30.2	28.2	26.3
Developing Countries	2360.4	3407.5	5636.2	9108.3	14083.3	3.7	5.2	4.9	4.5	15	16.1	21.3	26.4	32.5
Asia	764.1	1546.5	3162.5	5751.6	9566.2	7.3	7.4	6.2	5.2	4.8	7.3	12	16.7	22.1
ASEAN	164	278.9	550.7	995.6	1606.3	5.5	7	6.1	4.9	1	1.3	2.1	2.9	3.7
South asia	202	354.2	600.8	1160	2116.8	5.8	5.4	6.8	6.2	1.3	1.7	2.3	3.4	4.9
China	159.7	387.4	1025.1	2035.5	3577	9.3	10.2	7.1	5.8	1	1.8	3.9	5.9	8.2

(Notes) 1) \*2000-2020 = Forecast ; 2) Price and exchange rate are estimated at 1990 price (US dollar)

(Sources) Economic Planning Agency, "Annual Report on National Account", "Foreign Economic Data"

IMF, "International Financial Statistics", "World Population Projections 1994-1995"

McFadden Act เป็นรัฐบัญญัติที่ออกมาเพื่อจำกัดการทำธุรกิจของธนาคารพาณิชย์ในสหรัฐอเมริกาให้อยู่เฉพาะรัฐใดรัฐหนึ่ง ห้ามทำธุรกิจข้ามรัฐ ซึ่งมีผลอย่างมากในการโอนเงินระหว่างรัฐ และเป็นปัจจัยหนึ่งที่เป็นแรงผลักดันให้เกิดการพัฒนาตราสารหนี้ขึ้นในสหรัฐอเมริกาโดยทางอ้อม ส่วนรัฐบัญญัติอีกฉบับหนึ่ง ซึ่งมีชื่อเสียงมากคือ Glass-Steagall Act ที่ออกมาเพื่อแยกการทำธุรกิจหลักทรัพย์ออกจากธุรกิจการเงิน ทั้งนี้เป็นเพราะวิกฤตการณ์ตลาดหุ้นครั้งใหญ่ที่เกิดขึ้นในปี 1929 ทำให้ธนาคารต่างๆต้องประสบกับการขาดทุนจนถึงขั้นล้มละลาย ดังนั้นเพื่อป้องกันสถานการณ์เช่นนี้เกิดขึ้นอีกในอนาคต Glass-Steagall Act จึงได้แยกธุรกิจทั้ง 2 ออกจากกันดังกล่าว ประเทศญี่ปุ่นซึ่งอยู่ภายใต้การควบคุมดูแลของสหรัฐอเมริกา ช่วงหลังสงครามโลกครั้งที่ 2 ก็ได้รับเอาแนวความคิดนี้ไปด้วย โดยกฎหมายที่เกี่ยวข้องของญี่ปุ่นในเรื่องนี้คือ Article 65 นอกจากนี้ในช่วงเวลาใกล้เคียงกันได้มีการจัดตั้ง Securities and Exchange Commission (SEC) ขึ้นเพื่อดูแลธุรกิจหลักทรัพย์โดยเฉพาะ ส่วน FED ดูแลเฉพาะธนาคารพาณิชย์ กต.ของไทยที่ได้รับการจัดตั้งขึ้นก็นำแบบอย่างมาจาก SEC ของสหรัฐอเมริกานั้นเอง

หลังสงครามโลกครั้งที่ 2 เป็นช่วงของการฟื้นฟูเศรษฐกิจอย่างขนานใหญ่ ประเทศผู้ชนะสงครามอย่างสหรัฐอเมริกาและอังกฤษได้กลายเป็นมหาอำนาจทางการเงินของโลกไปโดยปริยาย ในช่วงนั้นมีการเปลี่ยนแปลงทางการเงินที่สำคัญและน่าสนใจอยู่หลายประการ เช่นการประชุมที่ Bretton Wood ในเดือนกรกฎาคม ค.ศ 1944 เป็นผลให้มีการนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่มาใช้ ต่อมาก็มีการยกเลิกระบบเงินตราที่อิงกับมาตรฐานทองคำ และมีการจำกัดทางการค้าและการเงินระหว่างประเทศ ทำให้ระบบการเงินของโลกไม่เป็นอันหนึ่งอันเดียวกันตั้งแต่นั้นเป็นต้นมา

ในช่วงปลายทศวรรษ 1950 เป็นจุดเริ่มของตลาด Eurodollar ซึ่งเป็นผลเนื่องมาจากการออก Regulation Q ของ FED ผลจาก Regulation ฉบับนี้ ทำให้ธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถแข่งขันกันทางด้านอัตราดอกเบี้ยเงินฝากได้ เงินดอลลาร์จึงเริ่มไหลออกนอกประเทศไปฝากในประเทศอื่นที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า โดยเฉพาะอย่างยิ่งที่ประเทศอังกฤษจนกระทั่งอังกฤษกลายเป็นศูนย์กลางทางการเงินระหว่างประเทศในที่สุด นอกจากนี้ปัจจัยข้างต้นแล้วเมื่อเกิดภาวะสงครามเย็นระหว่างค่ายประชาธิปไตยและคอมมิวนิสต์ สหภาพโซเวียตในขณะนั้นจึงได้ถอนเงินจากธนาคารในสหรัฐอเมริกาไปฝาก ในอังกฤษแทนเพราะกลัวว่าจะถูกอายัด ในช่วงปลายทศวรรษ 1950 ตลาด Eurodollar จึงขยายตัวอย่างรวดเร็ว หลังจาก Oil Shock ที่เกิดขึ้น 2 ครั้ง ในทศวรรษ 1970 ยิ่งทำให้ Eurodollar ขยายตัวรวดเร็วมากขึ้น เพราะสมาชิกกลุ่ม OPEC มีรายได้จากน้ำมันมากขึ้นก็นำมาฝากหรือลงทุนในตลาด Eurodollar

หลังทศวรรษ 1970 กระแสของการเปลี่ยนแปลงเริ่มรุนแรงมากขึ้นเป็นลำดับ อันเป็นผลมาจากวิกฤตการณ์น้ำมันในปี 1973 และ 1979 อัตราเงินเฟ้อของประเทศต่างๆทั่วโลกสูงขึ้นอย่างไม่

เคยเป็นมาก่อน เช่นเดียวกันกับอัตราดอกเบี้ย ในทางตรงกันข้ามเศรษฐกิจของประเทศต่างๆกลับตกอยู่ในภาวะชะงักงัน ช่วงนั้นถือได้ว่าเป็นช่วงที่ซบเซาครั้งหนึ่งในประวัติศาสตร์ของโลกที่เรียกว่า Stagflation กล่าวคือเศรษฐกิจตกต่ำแต่อัตราเงินเฟ้อกลับอยู่ในระดับสูง ประเทศกำลังพัฒนาที่ไม่มีน้ำมันเป็นของตนเองต่างประสบปัญหาเศรษฐกิจอย่างหนัก ต้องกู้ยืมจากต่างประเทศมาใช้จ่ายเป็นจำนวนมาก ในที่สุดหลายประเทศก็ไม่สามารถชำระหนี้คืนได้จึงเกิดวิกฤตการณ์ในระบบธนาคารพาณิชย์ของประเทศใหญ่ๆที่ปล่อยกู้แก่ประเทศกำลังพัฒนาเป็นอย่างมาก

ภาวะเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยยังส่งผลให้เกิดความแปรปรวน ในระบบการเงินของโลกอย่างต่อเนื่องการควบคุมอัตราแลกเปลี่ยนในหลายประเทศถูกยกเลิกไป ความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศต่างๆทำให้เกิดการไหลของเงินทุนระหว่างประเทศมากขึ้น เพื่อแสวงหาผลตอบแทนที่สูงกว่าในประเทศของตน

ในช่วงทศวรรษ 1980 การที่ Investment Bank มีกำไรเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วทำให้เกิดมีรายใหม่ๆเข้ามาแข่งขันมากยิ่งขึ้น ผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ๆถูกนำออกมาแข่งขันกันอยู่ตลอดเวลา ความนิยมในการออกตราสารหนี้ใหม่ๆมีเพิ่มขึ้น จนกระทั่งการระดมในรูปแบบต่างๆเช่น การกู้ยืมแบบ Syndicated Loan ได้รับความนิยมน้อยลงไป ผู้กู้เงินในตลาดเงินเริ่มมีความรู้มากขึ้นเป็นลำดับมีความต้องการต่างๆมากขึ้นเรื่อยๆ เพื่อลดต้นทุนในการระดมเงินของตนเอง (ฉัฐพล, 2536)

ทศวรรษ 1980 คำที่มักจะนิยมใช้ในแวดวงการเงินมีอยู่ 2-3 คำเช่น Globalization และ Deregulation และเมื่อรวมเข้ากับเทคโนโลยี ใหม่ๆแล้ว ได้ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของการเงินของโลกครั้งยิ่งใหญ่ ก่อนหน้าที่ Globalization จะเป็นที่นิยมมีคำหนึ่งที่ใช้อยู่ก่อนคือ Internationalization ความหมายของ 2 คำนี้แตกต่างกันตรงที่คำหลังนั้นหมายถึง การขยายตัวของธุรกิจการเงินไปยังประเทศอื่นๆ ส่วนคำแรกนั้นในแง่ของ จุลภาค(Micro) หมายถึงการผนวกกิจการภายในประเทศและระหว่างประเทศให้เป็นอันหนึ่งอันเดียวกัน ความหมายในระดับมหภาค(Macro) หมายถึงการไม่มีพรมแดนทางธุรกิจระหว่างประเทศ ตลาดในประเทศและตลาดทั่วโลก รวมกันเป็นหนึ่งเดียวเท่านั้น

Deregulation เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิด Globalization เพราะการผ่อนคลายการควบคุมระบบการเงินระหว่างประเทศช่วยให้การทำธุรกิจระหว่างประเทศทำให้ง่ายขึ้นประกอบกับความก้าวหน้าทางด้านคอมพิวเตอร์และโทรคมนาคม ทำให้การติดต่อระหว่างประเทศเป็นไปอย่างสะดวก และนับเป็นแรงผลักดันที่สำคัญให้เกิดตลาดการเงินที่เปิดทำการซื้อขายตลอด 24 ชั่วโมง โดยเริ่มจากโตเกียวไปลอนดอน และนิวยอร์กตามลำดับ นักลงทุนสามารถทำกำไรจากความแตกต่างในแต่ละตลาดได้ (Arbitrage)

วัฒนธรรมประการหนึ่งของสถาบันการเงินในสมัยก่อนคือไม่ค่อยมีความริเริ่มทำอะไรก่อน ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความคิดอนุรักษ์นิยมของสถาบันการเงิน แต่ในช่วงทศวรรษ 1980 เป็นต้นมากลับตรงกันข้ามกัน สถาบันการเงินต่างแข่งขันออกบริการใหม่ๆ มาเสนอให้ลูกค้า ช่วงนี้นับได้ว่าเป็นช่วงของนวัตกรรมทางการเงินโดยแท้ อย่างไรก็ตามบริการที่เสนอออกมาจำนวนมากนั้นไม่ใช่ว่าจะประสบความสำเร็จเสียทั้งหมด ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับว่าสินค้าหรือบริการนั้นมีผู้ต้องการหรือไม่ สินค้าหรือบริการนั้นมีโอกาสหรือไม่ซึ่ง โอกาสส่วนใหญ่จะเกิดขึ้นจากพัฒนาการทางด้านเทคโนโลยีใหม่ๆช่วยให้ง่ายขึ้น เช่น การคำนวณ Premium ของ Options ซึ่งสลับซับซ้อนไม่ว่าจะเป็นวิธีของ Black-Scholes Model หรือวิธี Cox-Ross-Robinstein Model Deregulation และ Liberlization ในประเทศต่างๆก็ช่วยสร้างโอกาสใหม่ด้วยเช่นกัน นอกจากนั้นความแปรปรวนของเศรษฐกิจในช่วงทศวรรษ 1970 ทำให้เกิดสินค้าทางการเงินใหม่ๆมากมาย ผู้ออกตราสารต้องพยายามหาทางลดต้นทุนลงด้วยเทคนิคต่างๆเช่น ให้ Warrant, Options ที่จะขายคืน หรือให้ผลตอบแทนลอยตัว เป็นต้น ความแปรปรวนทางการเงินยังมีความต้องการเครื่องมือเพื่อป้องกันความเสี่ยงสูงขึ้น ด้วยเหตุนี้ Futures, Options และ Swaps จึงได้รับความนิยมเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว

ผลจากปัญหาหนี้สินของประเทศใน โลกที่สามทำให้สถาบันการเงินใหญ่ๆหลายแห่งต้องกระทบกระเทือนจนกระทั่งบริษัทอุตสาหกรรมใหญ่ๆมี Credit Rating ที่สูงกว่าสถาบันการเงิน ด้วยเหตุนี้บริษัทใหญ่ๆจึงหันมาระดมเงินในตลาดแทนการกู้จากธนาคารพาณิชย์เหมือนเดิม ภาวะเช่นนี้เรียกว่า Disintermediation คือกระบวนการตัดตัวกลางออกไปทำให้ต้นทุนของเงินถูกลงกระบวนการนี้ยังได้รับการส่งเสริมจากกฎหมาย Deregulation ที่เกิดขึ้นในระยะใกล้เคียงกันอีกด้วย เช่นใน ประเทศอังกฤษ Bank of England ได้เปิดโอกาสให้ตราสารพาณิชย์ (Commercial Paper) ขยายตัวด้วยการยอมให้บริษัทจำกัดสามารถรับเงินฝากประจำ(Deposit) ได้โดยไม่ต้องมีใบอนุญาตประกอบธุรกิจธนาคาร เพราะการที่บริษัทออก Commercial Paper มาขายต่อประชาชนคือ การรับฝากเงินจากประชาชนนั่นเอง บริษัทต่างๆทั้งในสหรัฐอเมริกาและอังกฤษจึงสร้าง in-house bank ของตัวเองซึ่งนอกจากจะระดมมาเพื่อใช้ในกิจการของตนเองแล้วยังระดมให้บริษัทในเครือตลอดจนลงทุนในกิจการอื่นๆอีกด้วย ปัจจุบัน IBM, Coca Cola, BP, ICI และ GE ซึ่งล้วนมีบทบาทในตลาดเงินและตลาดทุนระหว่างประเทศมากขึ้นเรื่อยๆ

### 3.1.2 แนวทางการพัฒนาตราสารใหม่

ตราสารที่เกิดขึ้นในช่วงทศวรรษ 1980 นั้นมีจำนวนมาก ตลาดตราสารจึงเป็นตลาดที่แข่งขันกันมาก สถาบันการเงินต่างๆจึงจำเป็นต้องพัฒนาตราสารออกมาใหม่ๆอย่างต่อเนื่อง เพื่อจูงใจลูกค้า

คำที่ต้องการออกตราสารหรือศัพท์ทางการตลาดเรียกว่า Business Life Cycle ของตราสารเหล่านี้มีแนวโน้มที่จะสั้นลง ตราสารเหล่านี้มักจะพัฒนาขึ้นเพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าในหลายประเภทด้วยกัน เช่น

- เพื่อลดภาระทางด้านภาษี
- เพื่อป้องกันความเสี่ยงในบางรูปแบบ
- เพื่อหาประโยชน์จากความเห็นทางด้านตลาดที่แตกต่างกันระหว่างผู้ออมและผู้ลงทุนในตราสาร
- มีความแตกต่างในวิธีการกำหนดมูลค่าของตราสาร
- ความแตกต่างระหว่างทัศนคติของผู้ออกและผู้ลงทุนในตราสารในเรื่องที่เกี่ยวกับ สภาพคล่องและความเสี่ยง

อย่างไรก็ตามความหลากหลายของตราสารใหม่ๆ นั้นขึ้นอยู่กับโครงสร้างพื้นฐานของตราสารต่อไปนี้เป็นคือ

- Coupon อัตราดอกเบี้ยที่จ่ายเป็นอย่างไรคงที่หรือไม่คงที่
- Maturity คงที่หรือแปรผัน
- Redemption การไถ่ถอนก่อน หรือหลัง Maturity หรือนำไปโยงกับตัวแปรอื่นๆหรือไม่
- Issue Price เรียกชำระเต็มมูลค่าหรือเพียงบางส่วน
- Warrants มีหรือไม่มีเป็นต้น

### 1. Coupon

ตราสารที่เน้นเรื่องของ Coupon นั้นประกอบด้วย 3 ประเภทด้วยกันคือ 1) จ่าย Coupon คงที่ 2) จ่าย Coupon ที่ผันแปรได้ (Variable Rates) 3) จ่าย Coupon แบบลอยตัว (Floating Rates) ตราสารที่น่าสนใจในแต่ละประเภทได้แก่ (Frank, 1994)

#### Fixed Coupon

- Plain Vanilla Fixed Coupon เป็นตราสารแบบดั้งเดิมจ่ายผลตอบแทนในอัตราคงที่ ศัพท์สแลงที่ใช้จึงเรียกว่า "Plain vanilla"
- Zero Coupon ไม่จ่ายผลตอบแทนเลยแต่จะขายในราคา Discount แล้วไถ่ถอนในราคา par หรือขายในราคา par แต่ไถ่ถอนในราคาบวก Premium

- Foreign Currency จ่ายผลตอบแทนเป็นเงินตราต่างประเทศ Variable Coupon (การจ่ายผลตอบแทนในอัตราไม่คงที่)
- Graduate rate coupon ตราสารที่จ่าย Coupon ในอัตราที่แตกต่างกันตลอดอายุของตราสาร
- Profit sharing bond จ่าย coupon โดยโยงเข้ากับการจ่ายเงินปันผล เช่นอาจจะกำหนด Coupon คงที่ไว้ที่อัตราใดอัตราหนึ่ง บวกกับส่วนเพิ่มพิเศษซึ่งจะสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ
- Indexed จ่าย coupon โดยโยงกับดัชนีบางอย่าง เช่น อัตราเงินเฟ้อหรือ CPI เมื่อครบกำหนดการจ่าย Coupon ก็จะนำมาปรับด้วยดัชนี CPI อีกครั้ง ซึ่งเหมาะสมสำหรับประเทศที่มีอัตราเงินเฟ้อสูงจนกระทั่งประชาชนไม่กล้าออมในระยะยาว

Floating Rate (FRNs) อัตราดอกเบี้ยลอยตัว

- Plain vanilla FRN จ่าย coupon โดยอิงกับอัตราดอกเบี้ยที่ใช้เป็นมาตรฐานทั่วไป เช่น LIBOR
- Floor คือ FRNs ที่รับประกัน Coupon ขั้นต่ำ
- Cap คือ FRNs ที่มี ceiling
- Collar คือ FRNs ที่มีทั้ง Minimum และ Maximum Coupon
- Convertible FRNs คือ FRNs ที่ผู้ลงทุนมี option ที่จะเปลี่ยนเป็น long term fixed rate bond ได้ตลอดเวลา
- Drop-lock FRNs จะแปลงสภาพเป็น fixed rate ทันทีที่อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นลดต่ำกว่าอัตราที่กำหนดไว้
- Double Drop-lock ออกมาเพื่อคุ้มครองนักลงทุนในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยขึ้นลงอย่างรวดเร็ว จึงกำหนดอัตราที่จะ lock ไว้ 2 อัตรา ทั้งนี้เพื่อให้แน่ใจว่าการลงของดอกเบี้ยนั้นเป็น long term trend

## 2. Maturity

Maturity ที่คงที่ Fixed Rate Bond มักจะมี Maturity คงที่ด้วย ในขณะที่ ตราสาร FRNs ก็มักจะมี Maturity ที่ไม่คงที่ด้วยเช่นกัน

Maturity ที่ไม่คงที่ ตราสารประเภทนี้มีอยู่หลายแบบ เช่น

- Sinking Fund Redemption เป็นแบบที่ปรากฏอยู่ทั่วไปที่ผู้ออกตราสารมักจะตั้ง Sinking Fund เพื่อไถ่ถอนตราสาร ซึ่งอาจจะทำได้หลายวิธี เช่น จับฉลากไถ่ถอนตามเลขทะเบียน เป็นต้น
- Purchase Fund เพื่อช่วยพยุงราคาของตราสารในตลาดไม่ให้ตกต่ำเกินไป

### 3. Redemption

ทั้งตราสาร Fixed rate และ FRNs มักจะไถ่ถอนตามราคาที่กำหนดไว้ (Face Value) ส่วน Zero Coupon หรือ Deep Discounted Bond จะขาย ณ ราคา par และไถ่ถอนในราคา premium

ตราสารที่จ่ายผลตอบแทนคงที่มีอายุไถ่ถอนที่แน่นอนมักจะเรียกว่า Bullet Bond ส่วนตราสารที่จำนวนเงินไถ่ถอนไม่แน่นอนนั้นมีหลายประเภทด้วยกัน เช่น

- Dual Currency ได้แก่ตราสารที่จ่ายดอกเบี้ยและเงินต้นเป็นเงินต่างสกุลกัน จำนวนเงินไถ่ถอนที่ได้รับจึงขึ้นอยู่กับค่าการเปลี่ยนแปลงของค่าสกุลเงิน
- Heaven and Hell เป็น Dual Currency อีกแบบหนึ่งที่ยุ่งยากกว่าแบบแรก แต่จำนวนเงินที่จะไถ่ถอนจะคิดจากอัตราแลกเปลี่ยน ณ วันไถ่ถอน (spot rate) เทียบกับอัตราแลกเปลี่ยน ณ วันออกตราสาร ซึ่งถ้าหารเงินสกุลที่ใช้มีค่าสูงขึ้น จะได้รับเงินมากขึ้น และถ้าลดลงจำนวนเงินก็ลดลงตามไปด้วย จึงได้ชื่อว่า Heaven and Hell นอกจากนี้ยังมีชื่อเรียกอีกแบบหนึ่งว่า Indexed Currency Option Note (ICON)
- Bull-Bear Bond เป็นตราสารที่แยกเป็น 2 ส่วน (Tranche) มูลค่าไถ่ถอนของแต่ละ Tranche จะอิงกับ index ต่างๆ เช่น Stock Index, Commodity Index สำหรับ Bull Tranche จะได้รับเงินไถ่ถอนเพิ่มขึ้นตามการเพิ่มขึ้นของ index แต่ Bear Tranche จะได้รับเงินไถ่ถอนเพิ่มขึ้นถ้า index ลดลง Tranche ที่เพิ่มขึ้นส่วนใหญ่จะชดเชยกับ Tranche ที่ลดลง แต่ในบางกรณีก็ไม่ชดเชย ตราสารประเภทนี้เหมาะสำหรับนักลงทุนที่ชอบเก็งกำไร
- S&P 500 Index Linked Note (SPINs) ตราสารระยะปานกลางที่โยงกับดัชนีหุ้น S&P 500



นอกจากนั้นแล้วยังมี Option ต่างๆที่ให้แกตัวผู้ออกตราสารเองและนักลงทุน เช่น

- Callable ผู้ออกมีสิทธิไถ่ถอนก่อนกำหนด โดยจ่าย Premium ให้แก่นักลงทุน
- Convertible ซึ่งมีได้หลายรูปแบบนับตั้งแต่การเปลี่ยนจากตราสารเป็นหุ้นสามัญ เปลี่ยนจาก fixed rate เป็น floating rate เปลี่ยนจากเงินสกุลหนึ่งไปเป็นอีกสกุลหนึ่งก็ได้
- Flip-Flops คือตราสารที่ให้ option แก่นักลงทุนให้สามารถเปลี่ยนกลับไปมาได้ระหว่าง fixed rate หรือ floating rate ซึ่งทำให้นักลงทุนมีความยืดหยุ่นมากขึ้น แต่ในแง่ของผู้ออกก็สามารถระดมเงินได้ในต้นทุนที่ถูกลง

#### 4. Issue Price

ตราสารส่วนใหญ่จะเรียกชำระเต็มตามจำนวน แต่มีตราสารส่วนหนึ่งสามารถชำระได้เป็นบางส่วน

#### 5. Warrants

ตราสารที่ออกขายพร้อมกับ Warrant ในระยะหลังได้รับความนิยมมากขึ้น โดย Warrant จะให้สิทธิแก่นักลงทุนที่จะซื้อหรือขายทรัพย์สินในราคาที่กำหนด และภายในระยะเวลาที่กำหนดด้วย Warrant มีอยู่ด้วยกันหลายแบบ เช่น

- Puttable คือตราสารที่ให้สิทธิผู้ลงทุนขายคืนได้ก่อนกำหนด ในราคาที่กำหนดไว้ที่จะช่วยลดการขาดทุนของนักลงทุน ในกรณีที่ราคามีแนวโน้มต่ำลง
- Naked Warrants คือ Warrant ที่ออกเองต่างหาก โดยไม่ออกควบกับตราสาร
- Covered Warrants คือ warrant โดยส่วนใหญ่จะให้สิทธิซื้อหรือขายตราสารของผู้ออก แต่ในกรณีนี้ให้สิทธิซื้อตราสารอื่นๆที่ไม่เกี่ยวข้องกับผู้ออกตราสาร ผู้ออกส่วนใหญ่มักจะเป็นสถาบันการเงิน ซึ่งทำหน้าที่ค้ำประกันด้วย

### 3.1.3 วิวัฒนาการของตราสารหนี้บางด้านที่น่าสนใจ

ตราสารหนี้ที่น่าสนใจได้แก่

#### 1. Foreign Bond (ตราสารหนี้ต่างประเทศ)

ตามปกติตลาดการเงินมักจะแบ่งออกเป็นตลาดในประเทศ (Domestic Market) และตลาดระหว่างประเทศ (International Market) โดยตลาดในประเทศนั้นเป็นการออกตราสารเพื่อขายให้นักลงทุนในประเทศเป็นหลัก ในขณะที่ตลาดระหว่างประเทศนั้นทั้งผู้ออกและผู้ลงทุนไม่จำเป็นต้องเป็นคนในประเทศนั้น สกุลเงินที่ออกจะไม่จำกัดว่าเป็นเงินสกุลใด ปัจจุบันที่ลอนดอน และนิวยอร์กเป็นตลาดการเงินระหว่างประเทศที่สำคัญ

ตลาดการเงินในประเทศบางประเทศ โดยเฉพาะประเทศที่พัฒนาแล้ว เช่น สหรัฐอเมริกา อังกฤษ และญี่ปุ่น นอกจากจะเป็นตราสารที่ออกโดยกิจการที่อยู่ในประเทศนั้นแล้วยังเป็นตลาดสำหรับตราสารที่ออกโดยกิจการของต่างประเทศซึ่งเรียกว่า Foreign Bond ตลาดที่สำคัญของการออก Foreign Bond ที่สำคัญได้แก่(Thomus, 1992)

- Auslandsobligationen ได้แก่ตราสารที่ออกในสวิสเซอร์แลนด์โดยบริษัทต่างชาติ ตลาดนี้นับว่าเป็นตลาด Foreign Bond ที่ใหญ่ที่สุดในโลกมาตั้งแต่ปี 1987 ตราสารที่ออกจะมีอายุระหว่าง 8-15 ปี ส่วนใหญ่จะเป็นพันธบัตรที่จ่าย Coupon ในอัตราคงที่ แต่ในช่วงหลังมี Zero Coupon และ Perpetual Bond ออกมาบ้างเช่นกัน
- Yankee Bond เป็นตลาด Foreign Bond ในสหรัฐอเมริกาตลาดนี้ขนาดใหญ่เป็นอันดับสอง ส่วนตราสารที่ออกเป็นเงินออสเตรเลียขายในสหรัฐอเมริกาจะเรียกว่า Kangaroo Bond
- Samurai Bond เป็นตราสารที่ออกโดยบริษัทต่างชาติเป็นเงินเยนเรียกว่า Samurai Bond นับได้ว่าเป็น Foreign Bond ที่ใหญ่เป็นอันดับสาม นอกจากนี้ยังมีตราสารที่ออกโดยบริษัทต่างชาติเป็นเงินตราสกุลอื่นเรียกว่า Shogun Bond หรือ Geisha Bond ในช่วงหลัง Samurai Bond ไม่ค่อยได้รับความนิยมเนื่องจากค่าเช่าและเสียค่าใช้จ่ายสูงกว่า Euroyen อย่างไรก็ตามในปี 1987 ญี่ปุ่นก็พัฒนา Daimyo Bond ขึ้นเพื่อแข่งขันกับ Euroyen แต่ยังไม่ได้รับความนิยมเท่าที่ควร แม้ค่าใช้จ่ายจะถูกลงแต่ยังคงเสียเวลาในการออกเช่นเดิม

- Bulldog Bond เป็นตราสารหนี้ของต่างประเทศที่ออกเป็นเงินปอนด์สเตอร์ลิงในอังกฤษ ส่วนใหญ่มีอายุ 5-40 ปี แต่ไม่ค่อยจะได้รับความนิยมเท่าใดนัก

## 2. Junk Bond หรือ High Yield Bond

Michael Milken แห่ง Drexel Burnham Lambert เป็นรายแรกที่นำ Junk Bond มาใช้ โดยทั่วไป

หมายถึงตราสารที่ออกโดยกิจการซึ่งได้รับ Credit Rating ต่ำกว่า BBB หรือ Investment Grade หรือที่เรียกว่านางฟ้าตกสวรรค์ (Fallen Angels)

โดยทั่วไปแล้ว Junk Bond มักจะถูกมองในฐานะที่เป็นตราสารที่มีความเสี่ยงสูง แต่ในทศวรรษ 1970 เหตุการณ์นี้ได้เปลี่ยนแปลงไป เมื่อเริ่มมีผู้ค้นพบว่า Junk Bond แม้จะมีความเสี่ยงสูง แต่โอกาสที่จะไม่สามารถชำระเงินคืนนั้นค่อนข้างต่ำ นักลงทุนจึงเริ่มให้ความสนใจกันมากขึ้น และที่น่าสนใจก็คือกิจการในสหรัฐอเมริกามากกว่าร้อยละ 80 ถ้าหากออกตราสารจะถือว่าเป็น Junk Bond ทั้งนี้ ข้อเท็จจริงนี้ในประเทศอื่นๆรวมทั้งประเทศไทยคงเป็นเช่นเดียวกัน

ช่วงกลางทศวรรษ 1970 Drexel Burnham ออก Junk Bond ให้แก่ลูกค้าที่ได้ Rating ต่ำกว่า Investment Grade ซึ่งส่วนใหญ่ได้แก่กิจการที่ตั้งใหม่และขยายตัวอย่างรวดเร็ว ต่อมา Drexel ได้ออก Junk Bond ให้แก่ลูกค้าที่ต้องการเงินไปเทคโอเวอร์กิจการอื่น โดยเฉพาะการเทคโอเวอร์แบบ Leveraged Buyout (LBO) ทำให้ต่อมาการเทคโอเวอร์ในสหรัฐอเมริกามักใช้ Junk Bond กันเป็นส่วนใหญ่ ประเมินการว่าครั้งหนึ่งของ Junk Bond เป็นไปเพื่อการนี้ ยอดการออก Junk Bond ในระยะต่อมาจึงเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว

ในช่วงกลางทศวรรษ 1980 อัตราการ Default ของ Junk Bond ยังอยู่ในระดับต่ำ แต่เมื่อนำมาใช้กับ LBO กันมากขึ้น อัตราการ Default ของตราสารก็เริ่มมากขึ้นเป็นลำดับ ในปี 1986 มีตราสารหนี้ default ถึง 3 พันล้านเหรียญสหรัฐ หรือร้อยละ 3 ของตราสารที่ออก ซึ่งสูงขึ้นไปกว่าในอดีตถึงสามเท่าตัวด้วยเหตุนี้ความนิยมจึงลดลงมาเป็นลำดับ

## 3. Zero Coupon Bond (ZCBs)

เหตุผลที่ทำให้ ZCBs เกิดขึ้นมานั้นมีอยู่ 2 ประการคือ เหตุผลทางด้านภาษีที่บางประเทศไม่ถือว่าส่วนต่างของราคาตราสารขณะที่ยังออกและไถ่ถอนเป็นดอกเบี้ย แต่ถือว่าเป็น Capital Gain ซึ่งเสียภาษีในอัตราที่ต่ำกว่าดอกเบี้ย โดยเฉพาะบริษัทในประเทศอังกฤษนั้นสามารถนำเอาดอกเบี้ยและจำนวนที่ discount เมื่อออกตราสารมาหักลดหย่อนภาษีได้ ส่วนผู้ลงทุนจะต้องเสียภาษีก็ต่อเมื่อครบกำหนดไถ่ถอนหรือขายตราสาร นั้นไปก่อนครบกำหนด ในขณะที่ถ้าหากได้รับผลตอบแทนเป็นดอกเบี้ยจะต้องถูกหักภาษีทุกปี

เหตุผลอีกประการหนึ่งคือ นักลงทุนในตราสาร มักจะมีความเสี่ยงอยู่ประการหนึ่งคือ Reinvestment Risk เพราะนักลงทุนเมื่อได้รับดอกเบี้ยมามักนำมาลงทุนต่อ แต่อัตราดอกเบี้ยในแต่ละปีเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา ทำให้มีความเสี่ยงนี้เกิดขึ้น ZCBs นั้นไม่มีความเสี่ยงนี้เนื่องจากไม่ได้จ่าย Coupon เหมือนตราสารอื่นๆแต่จะไถ่ถอนครั้งเดียวเมื่อครบกำหนด อย่างไรก็ตาม ZCBs มีข้อเสียบางประการเช่น

- ต้นทุนในการออกค่อนข้างสูง เพราะคำนวณจากราคาที่ Discount แล้ว  
ราคาของ ZCBs ค่อนข้างแปรปรวนตามภาวะอัตราดอกเบี้ยในแต่ละช่วง เช่น เมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นราคาจะตกลงมากกว่า Fixed Rate เพราะ Yield to Maturity คงที่ ในขณะที่ Fixed Rate ยังมีโอกาสได้ผลตอบแทนจากการ Reinvestment ที่สูงขึ้น
- นักลงทุนมี Credit Risk เพิ่มขึ้นเพราะผู้ออกตราสารต้องจ่ายเงินเพื่อไถ่ถอนจำนวนมากเพียงครั้งเดียวเมื่อครบกำหนด

#### 4. Medium-term Notes

MTNs เริ่มแรกพัฒนาขึ้นโดยบริษัทเงินทุนของผู้ผลิตรายยนต์ซึ่งต้องการเงินทุนที่มีอายุ 1-5 ปี เพราะตามปกติแล้ว ตราสารส่วนใหญ่จะมีอายุต่ำกว่า 1 ปีหรือเรียกว่า Commercial Paper และ 5 ปีขึ้นไป ทำให้มีช่องว่างระหว่าง 1-5 ปี อย่างไรก็ตาม MTNs อายุ 1-5 ปีไม่ได้รับความนิยมเท่าใดนักในระยะแรก เนื่องจากต้องออกด้วยวิธี Private Placement ทำให้ต้องเสียค่าใช้จ่ายสูงมากกว่าการเสนอขายต่อประชาชนทั่วไป

MTNs มาเริ่มได้รับความนิยมในช่วงต้นทศวรรษ 1980 ทั้งนี้เนื่องมาจากการออก Rule 415 ของ SEC ช่วยให้ตราสารที่ออกเสนอขายต่อประชาชนได้อย่างต่อเนื่อง ไม่ต้องขออนุญาตจาก SEC ทุกครั้งที่ออก แม้ว่าจำนวนเงินและอายุของตราสารจะไม่เท่ากันก็ตาม แต่สามารถเสนอข้อมูลครั้งเดียวเข้า Shelf ได้ ทำให้ผู้ออกตราสารได้รับความนิยมมากขึ้น เหตุผลอีกประการหนึ่งเป็นเพราะมี Investment Bank ใหญ่ๆ เช่น Merrill Lynch และ Salomon Brothers รับผิดชอบ Secondary Market ให้ MTNs จึงมีสภาพคล่องสูงขึ้น และลดต้นทุนในการออกได้ MTNs ในสหรัฐอเมริกาได้รับความนิยมมากต่อมาจึงได้ขยายไปยังยุโรปหรือที่เรียกว่า Euro MTNs และได้รับความนิยมเดียวกัน

กล่าวโดยสรุปแล้ว MTNs คือ Medium-term Notes ที่ออกด้วยการเสนอขายต่อประชาชนอย่างต่อเนื่องในทำนองเดียวกับ Commercial Paper MTNs มีลักษณะสำคัญดังต่อไปนี้

- เป็นการออกที่ต่อเนื่องเป็น Program จะไม่ออกในครั้งเดียว

อาจจะออกอย่างต่อเนื่อง หรือออกเป็นครั้งคราวภายในระยะเวลาที่กำหนดได้

- สามารถออกในจำนวนระยะเวลา และ coupon แตกต่างกันได้ ภายใต้ Program เดียวกัน
- จะออกผ่านกลุ่ม dealer ที่ได้รับการคัดเลือกไว้ และ dealer ดังกล่าวรับทีจะเป็น Secondary Market ไปด้วย
- การคิดราคาและอัตราดอกเบี้ยเหมือนกับตราสารหนี้ทั่วไป
- ปัจจุบัน MTNs ได้รับการพัฒนาขึ้นมาหลายแบบ อาทิ Euro MTNs คือ MTNs ที่ออกในยุโรปเสนอขายที่ London หรือ Luxemburg Stock Exchange และ Clearing ผ่าน Euroclear และ Cedel
- Global MTNs คือ MTNs ที่อนุญาตให้ผู้ออกสามารถเสนอขายได้ทั้งในตลาดสหรัฐอเมริกาและยุโรป ส่วนใหญ่ผู้ออกในสหรัฐอเมริกาจะออกเป็นสกุลเงินที่ไม่ใช่ดอลลาร์แล้วจึงทำ Currency Swaps กลับไปเป็นดอลลาร์อีกทีหนึ่ง
- Continuously Offered Long Term Securities (COLTS) เป็น MTNs ที่ออกโดยธนาคารโลก มีอายุตั้งแต่ 3-30 ปี การที่เรียกว่า MTNs อาจจะไม่ถูกนัก เพราะระยะยาวมาก แต่ก็ถือเป็น MTNs แรกที่เข้ามาแข่งขันกับ Bond

#### 5. Asset Backed Securities

Asset Backed Securities เป็นตราสารที่แตกต่างจากตราสารที่รับประกันโดยทรัพย์สินที่เฉพาะเจาะจง เพราะ ทรัพย์สินที่นำมาเป็นประกันนั้นจะเป็นทรัพย์สินที่ไม่สามารถนำมาเปลี่ยนเป็นเงินหรือทรัพย์สินอื่นด้วยการซื้อขาย เช่น Mortgage และ Loan Receivable การที่นำเอาทรัพย์สินประเภทนี้มาทำให้สามารถซื้อขายได้ (Tradable หรือ Marketable) ด้วยการนำมาค้ำประกันตราสารที่เสนอขายต่อประชาชน กระบวนการเช่นนี้เรียกว่า "Securitization" ซึ่งมีอยู่ด้วยกัน 2 ลักษณะคือ(กอบชัย, 1993)

1. Pass-Through Securities เป็นตราสารที่แสดงถึงความเป็นเจ้าของในกองทรัพย์สิน (Pool of Assets) มีสิทธิที่จะได้รับรายได้จากกองทรัพย์สินนั้น เป็นค่าดอกเบี้ยหรือเงินต้นตามปกติแล้ว Trustee จะเป็นค่าดู

แลกกองทรัมป์นั้น ในอังกฤษเรียกการออกตราสารลักษณะนี้ว่า  
Unitization

2. Asset Backed Bond กรรมสิทธิ์ในกองทรัมป์สินยังเป็นของผู้ออกตรา  
สารรายได้ที่เกิดจากกองทรัมป์สินนั้น ไม่ส่งผ่านให้นักลงทุนโดยตรง  
แต่จะใช้จ่ายเป็น Coupon และไถ่ถอนคืนตามระยะเวลาที่กำหนดไว้  
ตามปกติแล้วการออกตราสารในลักษณะนี้กองทรัมป์สินจะต้องขาย  
ให้แก่ “Special Purpose Vehicle” (SPV) ซึ่งก็คือบริษัทในเครือของผู้  
ที่ต้องการออกตราสารแทน โดยมีทรัมป์สินนั้นเป็นหลักทรัมป์ค้ำ  
ประกัน ในอังกฤษเรียกวิธีการนี้ว่า Securitization

พัฒนาการของ Asset Backed Securities ย้อนหลังไปถึงทศวรรษ 1980 ซึ่งรัฐบาล  
สหรัฐอเมริกาพยายาม กระตุ้นผ่าน National Housing Act ปี 1974 อย่างไรก็ตาม ตราสารประเภทนี้  
มีการออกมากขึ้นในระยะหลังทั้งสิ้น ทั้งนี้เพราะมีประโยชน์ต่อทั้งผู้ออกและนักลงทุนหลาย  
ประการ อาทิเช่น

- ผู้ออกสามารถระดมเงินได้ทันทีจากทรัมป์สินที่จะได้รับในอนาคต
- ช่วยให้ออกสามารถควบคุมงบดุลให้ดีขึ้น
- นักลงทุนได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้นจากตราสารที่มั่นคงเพราะมี  
ทรัมป์สินเป็นหลักประกัน

ทรัมป์สินที่สามารถนำมาใช้ค้ำประกันตราสารได้ ก็คือ Mortgage และ Loan  
Receivable อย่างไรก็ตาม ทรัมป์สินอื่นๆอาจนำมาใช้ได้เช่นกัน ถ้าหากทรัมป์สินนั้นสามารถก่อให้เกิด  
กระแสรายได้ตามระยะเวลาที่แน่นอน และสามารถคาดคะเนได้ มูลค่าของทรัมป์สินต้องมากพอ  
ที่จะนำมาทำ Securitization และเป็นทรัมป์สินที่มีความน่าเชื่อถือ

#### Mortgage Pass-Through Securities

ในช่วงทศวรรษ 1960 การให้กู้บ้านในสหรัฐอเมริกาคดลงอย่างมาก รัฐบาลจึงได้ตั้ง  
Government National Mortgage Association (GNMA) ขึ้นในปี 1968 โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะผ่าน  
เงินทุนจากตลาดทุนไปยังตลาด Mortgage โดย GNMA ค้ำประกันการออกตราสารของเอกชนที่ค้ำ  
ประกันด้วย Mortgage ตราสารประเภทนี้เป็นที่รู้จักกันดีในชื่อของ “Ginnie Mae”

Pass-Trough ทำได้ด้วยการนำเอา Mortgage ที่คุณสมบัติเหมือนกันมาไว้กับ Trust ของ  
ธนาคาร แล้วออก Certificate ที่แสดงความเป็นเจ้าของในทรัมป์สินจึงถูกโอนไปยังนักลงทุน  
สถาบันการเงินที่ให้กู้ สามารถตัด Mortgage Asset ออกจากงบดุล แต่ยังทำหน้าที่ในการบริหาร

ทรัพย์สินนั้นอยู่ เมื่อได้รับการชำระดอกเบี้ยเงินต้นหรือการชำระหนี้ก่อนกำหนด ก็สามารถนำมาหักค่าใช้จ่ายในการบริการก่อนแล้วจึงส่งต่อให้แก่ผู้ลงทุนอีกที ตั้งแต่ปี 1968 มีหน่วยงานของรัฐอีก 2 แห่งที่ทำหน้าที่เหมือน GNMA คือ Federation National Mortgage Association (FNMA) ออกตราสารที่เรียกว่า "Fannie Mae" และ Federal House Loans Mortgage Corporation (FHLMC) ออกตราสารที่เรียกว่า "Freddie Mae"

ในปี 1987 มีตราสารประเภทนี้ที่ออกโดยเอกชนคือ Bank of America โดยไม่มีการค้ำประกันจากหน่วยงานของราชการ ตราสารประเภทนี้แม้จะไม่มีการค้ำประกันจากหน่วยงานของรัฐบาล แต่ก็ได้รับ Rating ที่ดี จึงทำให้ประสบผลสำเร็จพอสมควร

Pass-Through ที่กล่าวมาข้างต้นนั้นไม่ยุ่งยากเท่ากับ Asset Backed Securities ที่ได้รับการพัฒนาในระยะหลัง ทั้งนี้เป็นผลมาจากการที่ Cash Flow จากกองทรัพย์สินมักจะไม่น่าแน่นอนเพราะอัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา ทำให้มีผลต่อการตัดสินใจชำระหนี้คืนก่อนกำหนด ในช่วงปลายทศวรรษ 1970 จึงมี Adjustable Rate Mortgage (ARMs) ซึ่งก็คือ Mortgage ที่เสนออัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงไปตามภาวะตลาด Asset Backed Securities ที่ออกมาเพื่อแก้ปัญหา Prepayment ก็คือ Collateralized Mortgage Obligation (CMO) ซึ่งออกโดย FHLMC เป็นรายแรก ในปี 1983 ก็ใช้แนวความคิดเหมือนกับ Mortgage Backed Securities ทุกประการ แต่ตราสารจะออกมาเป็นส่วนๆ (Tranche) มีอายุแตกต่างกัน และส่วนสุดท้าย เรียกว่า Zanche ซึ่งเป็น Zero Coupon Bond หรือไม่จ่ายดอกเบี้ยจนกว่าจะถึงกำหนดไถ่ถอน ทั้งนี้เพื่อแก้ปัญหาที่ Cash Flow จากกองทรัพย์สินอาจไม่น่าแน่นอนและเพียงพอที่จะจ่ายดอกเบี้ย(Eduardo and Walter, 1992)

#### Asset Backed Finance

ตราสารประเภทนี้เหมือน Asset Backed ข้างต้นทุกประการต่างกันแต่เพียงทรัพย์สินที่นำมาค้ำประกันคือ บัญชีลูกหนี้ (Account Receivable) เช่น Lease Receivable, Credit Card Receivable, ค่า Royalties จากภาพยนตร์และที่ดิน เงินกู้ซื้อรถยนต์ และ Property Lease ตราสารในลักษณะนี้เรียกว่า Structured Receivable Financing (SRF)

ตราสารประเภทนี้เริ่มออกขายในปีค.ศ. 1985 โดยบริษัทเช่าซื้อคอมพิวเตอร์คือ Sperry Lease Finance Corporation โดยมี First Boston Corporation เป็นผู้ออกให้ การออกตราสารแบบนี้มี 2 ลักษณะคือ Pass-Through Structure โดย Pass-Trough แบบแรกเหมือนที่กล่าวมาแล้ว ส่วนแบบหลังมีตราสารค้ำโดย Asset Coupon และเงินไถ่ถอนจะจ่ายจาก Cash Flow ที่ได้จากทรัพย์สินนั้น ตราสารในกลุ่มนี้ที่น่าสนใจ ได้แก่

- Certificate of Automobile Receivable (CARs) กำกับโดย Pool ของเงินกู้รถยนต์ผู้  
ออกรายใหญ่ ได้แก่ General Motor Acceptance Credit บริษัทในเครือของ GM  
ตราสารประเภทนี้อาจจะเหมาะสำหรับบริษัทเงินทุนที่ทำสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์
- Certificateds of Amortized Revolving Debt (CARDs) กำกับโดย Credit Card  
Receivable ผู้ที่ออกเป็นรายแรกคือ Bank of America กำกับโดย VISA Credit  
Card Recievable
- Single Property Scheme (SPS) ตราสารที่ออกโดยการขายทรัพย์สินแตกต่าง  
จากประเภทอื่นตรงที่ผู้ลงทุนนอกจากจะได้ coupon ที่มาจากการดำเนินงาน  
แล้ว ยังมีผลตอบแทนจากราคาของทรัพย์สินที่สูงขึ้นอีกด้วย

### สรุป

ในช่วงสองทศวรรษที่ผ่านมา ตราสารนี้ได้รับการพัฒนาไปเป็นอย่างมาก โดยมีปัจจัย  
สนับสนุนหลายประการด้วยกัน นับตั้งแต่ความแปรปรวนของอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน  
ทำให้ผู้ออกตราสาร ต้องพยายามเสนอตราสารในรูปแบบใหม่ๆ เพื่อจูงใจนักลงทุนจึงเป็นที่มาของ  
FRNs, Index Linked Securities, Callable Option และ Puttable Option เป็นต้น นอกจากนั้นแล้วป  
รากฎการณ์ที่สำคัญที่เกิดขึ้นในหลายๆประเทศทั่วโลกเช่น Deregulation, Globalization และการ  
พัฒนาเทคโนโลยีทางด้านคอมพิวเตอร์ได้ช่วยเกื้อหนุนให้ตราสารนี้ ในช่วงที่ผ่านมาพัฒนาไป  
อย่างรวดเร็ว ตราสารนี้ที่ได้รับความนิยมอยู่ในปัจจุบัน แต่บางประเภทเกิดขึ้นเพียงช่วงสั้นๆแล้วก็  
หายไป ในอนาคตตราสารนี้คงจะมีรูปแบบใหม่ๆเกิดขึ้นมาเรื่อยๆ ตราสารในต่างประเทศ 100  
แบบอาจจะเหมาะกับลูกค้าในประเทศเพียงไม่กี่แบบ เพราะตลาดการเงินของไทยยังไม่กว้างและลึก  
เหมือนในต่างประเทศและยังคงต้องใช้เวลายาวนานพอสมควรกว่าตลาดการเงินของไทยจะพัฒนา  
ไปเท่าเทียมกับต่างประเทศ

อย่างไรก็ตามนวัตกรรมใหม่ๆทางการเงินที่กำลังมาทั้งหมดนี้ มีปัจจัยต่างๆที่ควรให้การ  
พิจารณาคือ

1. Financial Innovation ที่เกิดขึ้นเหล่านี้ไม่ได้ทำให้ความเสี่ยงของผู้ลงทุนหรือผู้  
ออมหมดไปโดยสิ้นเชิง เพียงแต่เปลี่ยนไปอยู่ในรูปอื่นแทนไม่ว่า จะด้วยการ  
เปลี่ยนการกระจาย หรือเปลี่ยนให้ผู้อื่นรับภาระแทนก็ตาม
2. Innovation เพียงแต่เพิ่มสภาพคล่องของตราสารเท่านั้น ไม่ได้เพิ่มสภาพคล่อง  
ของทรัพย์สินที่มาค้ำตราสารเหล่านั้นแต่อย่างใด



3. Innovation เหล่านี้ได้สร้างความยุ่งยากสลับซับซ้อนให้แก่ระบบการเงินของโลกเป็นอย่างมาก
4. กระตุ้นให้มีการสร้างหนี้เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะในกรณีของ Securitization
5. ตราสารเหล่านี้ทำให้เห็นนโยบายการเงินที่เคยใช้กันอยู่ในอดีตหมดความหมายไปโดยสิ้นเชิง เพราะฉะนั้นการนำเอา Innovation มาใช้จึงควรทำด้วยความระมัดระวังไม่เช่นนั้นแล้วก็จะกลายเป็นผลเสียต่อผู้ใช้อย่างที่คาดไม่ถึง

### 3.2 บทบาทและหน้าที่ของผู้ค้าตราสารในตลาดแรกและตลาดรอง

#### 3.2.1 หน้าที่ของผู้ค้าตราสาร

ผู้ค้าตราสารหรือ Dealer เป็นแนวความคิดที่ได้รับการพัฒนาขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกา จนพัฒนาไปสู่ผู้สร้างตลาด (Market Maker) ให้กับตราสารหนี้ แนวความคิดผู้สร้างตลาดไม่ได้นำไปใช้แค่ตราสารหนี้เท่านั้น แต่ได้ครอบคลุมไปถึงหุ้นสามัญด้วยอย่างที่ใช้ในตลาด NASDAQ ของสหรัฐอเมริกา และตลาด SEAQ ของอังกฤษ

สำหรับประเทศไทยคำว่าผู้ค้าตราสาร (Dealer) จะใกล้เคียงกับการทำหน้าที่การเป็นสถาบันการรับซื้อลดตราสาร (Discount House) ของสถาบันการเงินบางแห่งมากกว่าซึ่งถือว่าเป็นหน้าที่ส่วนหนึ่งของผู้ค้าเท่านั้น อย่างไรก็ตามในช่วงยุคนโยบายการเงินเสรีของธนาคารแห่งประเทศไทยดูเหมือนคำนิยามคำว่าผู้ค้าตราสาร (Dealer) ได้เริ่มชัดเจนมากขึ้นจากการอนุญาตให้สถาบันการเงินทำธุรกิจด้านตราสารหนี้ ที่จริงแล้วสถาบันรับซื้อลดตราสารหรือ Discount House มีต้นแบบมาจากประเทศอังกฤษเป็นหลัก และส่งผลให้ประเทศอื่นๆเช่น ฝรั่งเศส ออสเตรเลีย สิงคโปร์ และมาเลเซีย มีสถาบันรับซื้อลดตราสารหรือ Discount House เป็นบริษัทแยกต่างหากไม่ได้รวมอยู่ในสถาบันการเงินอย่างธนาคารหรือบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์เหมือนประเทศไทย อย่างไรก็ตามต่อมาประเทศอังกฤษได้นำแนวความคิดแบบผู้ค้าตราสารที่ทำหน้าที่ผู้สร้างตลาด (Market Maker) ของประเทศสหรัฐอเมริกามาใช้ในตลาดทุนและพันธบัตร โดยเริ่มต้นใช้ในปี ค.ศ. 1986 หรือที่เรียกกันว่า Big Bang

ด้วยบทบาทที่สำคัญต่อการสร้างตลาดตราสารหนี้ของผู้ค้าตราสาร จึงจำเป็นต้องมีการศึกษาถึงบทบาทและหน้าที่ของผู้ค้าตราสาร ไว้เป็นแนวทางการพัฒนาตราสารขึ้นในประเทศไทย

ผู้ค้าตราสารทำหน้าที่เป็นทั้งผู้ดำเนินการ (Principal) และตัวแทน (Agent)

ผู้ค้าตราสาร (Dealer) สามารถเป็นได้ทั้งผู้ดำเนินการและตัวแทน ถ้าผู้ค้าตราสารทำหน้าที่เป็นตัวแทนหมายความว่า จะเป็นตัวแทนของผู้ออกตราสารนี้ในการขายตราสารนี้ให้แก่นักลงทุน โดยผู้ค้าตราสารนี้จะได้รับผลตอบแทนในรูปแบบค่าบริการ (Fee) แต่ถ้าผู้ค้าตราสารนี้ทำหน้าที่เป็นผู้ดำเนินการหมายความว่า ซื้อหรือขายเพื่อตนเองเหมือนกับนักลงทุนทั่วไป แตกต่างตรงที่บ่อยครั้งผู้ค้าที่เป็นผู้ดำเนินการจะเสนอราคาซื้อและราคาขายพร้อมกันทั้งสองด้าน ภาพที่เราเห็นในการทำหน้าที่นี้ของผู้ค้าตราสารนี้ส่วนใหญ่เป็นการซื้อขายกันระหว่างผู้ค้าด้วยกัน (Interdealer) การซื้อขายกับนักลงทุน การซื้อขายในตลาดซื้อคืนและขายคืน (Repo และ Reverse) และการหากำไรจากส่วนต่างดอกเบี้ย (Arbitrage) ผลตอบแทนที่ผู้ค้าตราสารได้รับในการทำหน้าที่เป็นผู้ดำเนินการคือผลต่างระหว่างราคาซื้อกับราคาขายซึ่งอาจอยู่ในรูปของดอกเบี้ย บางครั้งการทำหน้าที่เป็นผู้ดำเนินการของผู้ค้าเพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้กับตราสารใดตราสารหนึ่งที่ตนเองได้ให้ข้อตกลงกับผู้ออกตราสารว่าจะดูแลสภาพคล่องในตลาดรองให้

ผู้ค้าตราสารทำหน้าที่เป็นผู้สร้างตลาด (Market Maker)

หน้าที่ที่สำคัญมากของผู้ค้าตราสารคือการเป็นผู้สร้างตลาดให้กับตราสารหนี้หรือ Market Maker ที่ทำหน้าที่เป็นทั้งตลาดแรก (Primary Market) และตลาดรอง (Secondary Market) ให้กับตราสารหนี้ที่จะออก การเป็นผู้สร้างตลาดในตราสารไม่จำกัดอยู่แค่ตลาดรองอย่างที่หลายคน เข้าใจว่าเป็นการเสนอราคาซื้อขายเท่านั้น การเป็นผู้สร้างตลาดนั้นครอบคลุมทั้งสองตลาดคล้ายกับระบบผู้ค้าเกือหนุน (Dealer Sponsorship)

บทบาทของผู้สร้างตลาดในตลาดแรกคือ การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายตราสารหนี้หรือการเป็นตัวแทนการขายตราสารหนี้ ส่วนมากผู้สร้างตลาดจะเป็นผู้ซื้อตราสารที่ออกมาทั้งหมดไว้เองก่อนทั้งหมดหรือร่วมกับผู้สร้างตลาดรายอื่นเป็นลักษณะ Syndicate แล้วจึงนำตราสารเหล่านั้นมาขายให้กับนักลงทุนอีกที่ตราสารเหล่านั้นมาขายให้กับนักลงทุนอีกที่ตราสารที่ผู้สร้างตลาดรับประกันจำหน่ายนั้นรวมถึงหลักทรัพย์รัฐบาลด้วย บทบาทด้านนี้จึงเท่ากับเป็นการรับประกันว่ามีตลาดแรกให้กับผู้ออกตราสารหนี้

บทบาทของผู้สร้างตลาดในตลาดรองนอกเหนือจากการรับประกันจำหน่ายตราสารแล้ว ผู้สร้างตลาดยังมีหน้าที่รับผิดชอบกับการสร้างสภาพคล่องให้กับตราสารนั้น การรับผิดชอบดังกล่าวคือการเสนอราคาซื้อและเสนอราคาขายของตราสารหนี้เป็นประจำ และพร้อมที่จะรับซื้อและรับขายตามราคาที่เสนอนั้นด้วย การซื้อขายของผู้สร้างตลาดที่เกิดขึ้นในตลาดรองเป็นลักษณะผู้

ลงทุนกับผู้ค้าตราสารหรือระหว่างผู้ค้าตราสารด้วยกัน (Interdealer Market) ซึ่งการซื้อขายส่วนใหญ่เป็นการซื้อขายผ่านระบบคอมพิวเตอร์ที่เชื่อมโยงระหว่างกัน (Institution Network)

ผู้ค้าตราสารทำหน้าที่เป็นผู้ค้าตลาดแรก (Primary Dealer)

ในบางประเทศผู้ได้รับอนุญาตให้เป็นผู้สร้างตลาด (Market Maker) ให้กับพันธบัตรรัฐบาลนั้นจะถูกเรียกว่า Primary Dealer หรือ “ผู้ค้าตลาดแรก” ซึ่งหมายความของผู้ค้าตลาดแรกคือ สถาบันการเงินที่ได้รับอนุญาตให้ซื้อและขายตราสารภาครัฐบาลกับธนาคารกลางของประเทศนั้นได้โดยตรง การดำเนินนโยบายการเงินที่เรียกว่า Open Market Operation ของธนาคารกลางจะกระทำผ่านผู้ค้าตลาดแรกเป็นหลักด้วยการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์โดยตรงกับผู้ค้าตลาดแรก คุณสมบัติของผู้ค้าตลาดแรกนั้นต้องเป็นสถาบันการเงินที่เป็นที่ยอมรับ และต้องมีบุคลากรและเงินทุนที่เพียงพอ ในประเทศฝรั่งเศสผู้ค้าตลาดแรกจะใกล้เคียงคำว่า SVT

หน้าที่หลักของผู้ค้าตลาดแรกจะเหมือนกับผู้สร้างตลาดคือ ทำหน้าที่ประมูลซื้อหลักทรัพย์รัฐบาลจากกระทรวงการคลัง แล้วนำหลักทรัพย์ที่ประมูลได้มาขายต่อให้ประชาชนอีกที และต้องรับผิดชอบต่อสภาพคล่องในตลาดรองด้วยการรับซื้อและขายหลักทรัพย์รัฐบาลเป็นประจำ นอกจากนี้ผู้ค้าตลาดแรกยังถูกใช้เป็นแนวทางการสร้างอัตราดอกเบี้ยหรือตราสารที่เป็นฐานเปรียบเทียบ (Benchmark) ให้กับตราสารอื่นๆด้วย อันเป็นหัวใจอย่างหนึ่งในการพัฒนาตราสารหนี้ (กอบชัย, 2536)

ผู้ค้นตราสารทำหน้าที่คิดค้นผลิตภัณฑ์ตราสารใหม่ๆ

นอกจากบทบาทข้างต้นของผู้ค้าตราสารแล้วการทำหน้าที่คิดค้นผลิตภัณฑ์ตราสารใหม่ๆ ก็เป็นบทบาทที่สำคัญ บทบาทด้านนี้ช่วยให้ตราสารที่ออกมาเป็นไปตามความต้องการของผู้ลงทุน นับว่าเป็นการทำงานทางด้านการตลาดได้อย่างครบถ้วน

ตัวอย่างของตราสารที่ผู้ค้าได้พัฒนาขึ้นมาในประเทศสหรัฐอเมริกาได้แก่ ตัวเงินคลังแบ่งย่อยซึ่งเป็นตัวเงินที่ผู้ค้าตราสาร รายใหญ่ของสหรัฐอเมริกานำตัวเงินคลังมาแบ่งย่อย (Stripped) ให้มูลค่าและระยะเวลาสั้นลงเพื่อนำไปขายให้นักลงทุนรายย่อยอีกที ลักษณะการออกตัวดังกล่าวเป็นแบบ Asset-Backed Securities (ABS) อย่างหนึ่ง

อีกตัวอย่างหนึ่งคือการพัฒนา Commercial Paper ให้เป็นตราสารระยะสั้นที่มีประสิทธิภาพด้วยการพ่วงระบบเกื้อหนุน (Sponsorship) ในการขายพร้อมกับสิ่งอำนวยความสะดวกทางการเงินหมุนหนี้ (Revolving)

### 3.2.2 กิจกรรมที่เกี่ยวข้องของผู้ค้าตราสาร

เพื่อให้บรรลุภารกิจในการเป็นผู้ค้าตราสาร ในฐานะผู้รับผิดชอบทั้งตลาดแรก และตลาดรองผู้ค้าตราสารอาจจะต้องมีกิจกรรมเสริมเพื่อมิให้รับความเสี่ยงมากเกินไปในการทำหน้าที่ดังกล่าวให้สมบูรณ์ และในขณะเดียวกันก็สามารถทำอะไรได้ด้วย กิจกรรมที่สำคัญนี้ได้แก่ การประกันความเสี่ยง (Hedging) การซื้อคืนและขายคืน (Repo และ Reverse) การทำชอร์ต (Short) การแสวงหากำไรจากส่วนต่างดอกเบี้ย (Arbitrage) และการทำธุรกิจในตลาด

1. การประกันความเสี่ยง (Hedging) การทำหน้าที่เป็นผู้สร้างตลาดหมายความว่า ผู้ค้าต้องทำการเสนอซื้อและเสนอขายเป็นประจำและพร้อมรับซื้อและรับขาย ณ ราคาที่ตัวเองเสนอ การทำหน้าที่นี้ผู้ค้าตราสารจำเป็นต้องถือตราสารสำรองไว้จำนวนหนึ่ง แต่การกระทำเช่นนั้นอาจนำมาซึ่งความเสี่ยงให้ตัวเอง ถ้าหากเกิดความผันผวนทางอัตราดอกเบี้ยขึ้น วิธีหนึ่งที่ลดความเสี่ยงให้กับผู้ค้าได้คือ การประกันความเสี่ยง (Hedging) โดยเฉพาะกับอัตราดอกเบี้ย เช่น การทำ Interest-Rate Swap ระหว่างตราสารหนี้ต่างๆ การทำ Short ของตราสารล่วงหน้า การทำ Cap กับ Floor ของอัตราดอกเบี้ย เป็นต้น
2. การซื้อคืนและขายคืน (Repo และ Reverse) การทำข้อตกลงในการซื้อหลักทรัพย์คืนหรือที่เรียกว่า Repo (Repurchase Agreement) เป็นข้อตกลงระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายซึ่งผู้ขายหลักทรัพย์ยินยอมที่จะซื้อหลักทรัพย์คืน ณ ราคาและเวลาที่ตกลงกันไว้ ตรงกันข้ามกับข้อตกลงในการขายคืนคือ วิธีซื้อคืน (Repo) เป็นการกู้เงิน วิธีหนึ่งโดยนำหลักทรัพย์ไปเป็นประกัน อัตราดอกเบี้ยที่ผู้ค้าเสียก็ไม่สูงในขณะที่วิธีขายคืน (Reverse) เป็นวิธียืมหลักทรัพย์ในตลาดซื้อคืน (Repo) การทำหน้าที่หาลูกค้าที่ต้องการให้เป็นผู้ยืมตราสาร (Reverse) ในตลาดซื้อคืน โดยทั่วไปผู้ค้าจะไม่เข้าไปเป็นผู้ทำการซื้อคืนและขายคืนในขณะเดียวกันเพราะต้องเปิดบริการอีกด้านหนึ่งไว้ให้ลูกค้าเข้ามาทำการซื้อคืนหรือขายคืนตัวอย่างเช่น ผู้ค้าจะขอยืมเงินจากลูกค้า (Repo) ณ อัตราที่ตกลงกัน แล้วก็นำไปให้กู้ยืมแก่ลูกค้าที่ทำ (Reverse) ในอัตราที่สูงกว่าอัตราข้างต้นเล็กน้อย การทำธุรกิจลักษณะนี้คล้ายกับการทำธุรกิจธนาคารที่ระดมเงินฝากมาแล้วนำไปปล่อยกู้อีกที หรือทำหน้าที่ในการเป็นสถาบันการเงินตัวกลาง (Financial Intermediary) ดังนั้นเราอาจกล่าวได้ว่าผลตอบแทนของผู้ค้าในตลาดซื้อคืน

คือส่วนต่างดอกเบี้ยที่การขอยืมในตลาดซื้อคืนและไปให้กู้ยืมในตลาดขายคืน และผลตอบแทนจะยิ่งสูงขึ้น เมื่อผู้ค้าทำการขอยืมระยะสั้นและให้กู้ระยะยาว

3. การทำ Short ในที่นี้หมายถึง การขายตราสารที่ตัวเองไม่ได้เป็นเจ้าของด้วยการขอยืมผู้อื่นอย่าง เป็นทางการ ส่วน Long นั้นตรงกันข้ามกับ Short วิธีการทำ Short ที่ถูกต้องตามกฎหมายสามารถทำได้ 2 วิธีคือ

- การขอยืมตราสารในลักษณะทำสัญญาขายคืน (Reverse) หรือวิธีขายคืนตราสาร
- การขอยืมตราสาร โดยมีหลักทรัพย์อื่นมาค้ำประกัน (Collateral) หรือวิธีกู้ตราสาร

วิธีแรกจะมีระยะเวลาการยืมที่แน่นอน ส่วนวิธีที่สองจะมีระยะเวลาไม่แน่นอนแล้วแต่ผู้ให้กู้ยืม จะเรียกคืนซึ่งเหมือนกับ Call Loan ประเภทหนึ่ง

ผู้ค้าตราสารมีแนวโน้มที่ใช้วิธีขายคืนตราสาร (Reverse) ในตราสารหนึ่งจะทำ Short มากกว่าการใช้วิธีขอยืมตราสาร เนื่องจากในการกู้ตราสารผู้ค้าตราสารนั้นต้องตั้งตราสารประเภทอื่นไว้เป็นหลักประกัน และต้องจ่ายค่าธรรมเนียมการกู้ยืมอีกต้นทุนจึงอาจแพงกว่าการใช้วิธีขายคืนสำหรับการใช้วิธีการขายคืน (Reverse) ผู้ค้าตราสารจะได้รับตราสารที่ทำ Short ด้วยการขอยืมจากผู้ลงทุนพร้อมกับสัญญาที่ขายให้ภายหลัง ผลที่ตามมาคือผู้ค้าสามารถกู้เงินจากเจ้าของตราสาร ซึ่งผู้ลงทุนจะได้รับกำไรในรูปของส่วนต่างของราคาขายและราคาซื้อคืน ที่ตกลงกัน

ผู้ค้าที่ใช้วิธีการกู้ตราสารเพื่อทำการ Short นั้น ผู้ค้าไม่รู้เวลาแน่นอนที่จะสามารถถือตราสารนั้น ใ่วานานเท่าใด เพราะผู้ให้ยืมอาจเรียกคืนได้ทุกเมื่อแต่ถ้ากรณีที่ผู้ค้าทำการขายคืนผู้ค้าจะรู้ล่วงหน้าเกี่ยวกับระยะเวลาในการถือหลักทรัพย์นั้น

ไม่ว่าผู้ค้าจะทำวิธีใดก็ตามต้นทุนของผู้ค้าย่อมเกิดขึ้น อย่างเช่นในกรณีของการกู้ก็ต้องนำหลักทรัพย์ไปค้ำประกัน หรือกรณีทำการขายคืนก็ต้องถือว่าเป็นการกู้เงิน ดังนั้นผลตอบแทนของการทำ Short นั้น ควรสูงกว่าและคุ้มกว่าการขอยืมหรือการขายคืน แต่ในความจริงการทำ Short ในตราสารหนึ่งของผู้ค้าตราสารอาจทำได้ไม่ง่ายอย่างหุนสามมัญเนื่องจาก

ประการแรก ผู้ค้าสามารถจะทำการ Short ได้เฉพาะกับหลักทรัพย์ที่มีลักษณะเหมือนกันอย่างเช่น พันธบัตรรัฐบาลหรือพันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่มีชื่อ

ขนาดและอายุการไถ่ถอนเหมือนกัน ส่วนตราสารหนี้อื่นที่มีลักษณะไม่เหมือนกันจะทำ Short ได้ยาก

ประการที่สอง การทำ Short อาจมีต้นทุนที่แฝงอยู่ตลอดเวลาถ้าหากการคาดคะเนตลาดผิดพลาด นอกจากนั้นการหาตราสารหนี้มาทดแทนไม่ใช่เรื่องง่ายเหมือนกับการทำ Short หุ้น

ประการสุดท้าย กฎหมายการทำ Short ในหลักทรัพย์ทุกประเภทซึ่งครอบคลุมตราสารหนี้ด้วย

#### 4. การหากำไรจากส่วนต่างดอกเบี้ย (Arbitrage)

ผลตอบแทนของผู้ค้าตราสารอีกรูปแบบหนึ่งคือการหากำไรจากส่วนต่างจากดอกเบี้ยซึ่งมีความหมายว่า ซื้อในราคาตลาดหนึ่งแล้วนำไปขายในอีกตลาดหนึ่งที่มีราคาสูงกว่า ขนาดของความแตกต่างส่วนใหญ่จะไม่สูงนัก ส่วนใหญ่คิดกันเป็นเพียง Basis Point เท่านั้น แต่อาศัยปริมาณเป็นหลัก

นอกจากความแตกต่างของดอกเบี้ยในแต่ละตลาดแล้วการหากำไรจากส่วนต่างดอกเบี้ยยังมีอีกลักษณะหนึ่ง คือ การหากำไรในกรณีที่เกิดเหตุการณ์ไม่ปกติ (Anomaly) ไม่ว่าจะเป็นใน Yield Curve หรือความแตกต่างในอัตราดอกเบี้ยท่ามกลางตราสารต่างๆอย่างเช่น เมื่อตราสารสองอย่างมีอัตราดอกเบี้ยที่แตกต่างกัน เช่นกว้างไปก็จะทำ Short ตราสารที่ราคาแพงแล้วจะทำการ Long ในตราสารที่ราคาถูกกว่าและเมื่อมีการหากำไรจากส่วนต่างดอกเบี้ยข้างต้น ผลที่ตามมาคือ แนวโน้มของความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยเริ่มน้อยลง ตราสารที่มีราคาแพงจะเริ่มถูกลงหรือตราสารที่ราคาถูกจะเริ่มแพงขึ้น ลักษณะของการหากำไรจากส่วนต่างของดอกเบี้ยเกิดจากความแตกต่างของดอกเบี้ยมีได้ 2 แบบ คือ

- ตราสารเหมือนกันแต่อายุการไถ่ถอนต่างกัน
- ตราสารที่ต่างกันแต่อายุการไถ่ถอนเหมือนกัน

ความแตกต่างของผู้ค้าตราสารที่เป็นผู้หากำไรจากส่วนต่างดอกเบี้ย (Arbitrager) กับผู้เก็งกำไร (Speculator) จะอยู่ที่ความเสี่ยง ผู้ค้าตราสารที่หากำไรจากส่วนต่างดอกเบี้ยจะไม่มีความเสี่ยงทางการตลาด (Market Risk) มากนัก ถ้าดอกเบี้ยสูงขึ้นการขาดทุนจากการทำ Long จะได้รับการชดเชยด้วยการทำกำไรจากการทำ Short ในทางตรงกันข้ามถ้าอัตราดอกเบี้ยลดลงผู้ค้าก็จะทำการขายคืน (Reverse) ในกรณีเช่นนี้การหากำไรจากส่วนต่างของดอกเบี้ยจึงไม่ได้ขึ้นอยู่กับ

การทำนายทิศทางอัตราดอกเบี้ย ณ ปัจจุบันมีผลอย่างไรกับช่วงห่างของผลตอบแทนในตราสารต่างๆ

แม้ว่าการทำกำไรจากส่วนต่างๆของผู้ค้าตราสารจะไม่ได้เกี่ยวข้องกับความเสี่ยงทางด้านตลาดเท่าใดนัก แต่เนื่องจากผู้ค้าส่วนต่างต้องทำนายความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยสิ่งนี้จึงเป็นความเสี่ยงของผู้ค้าส่วนต่าง ถ้าผู้ค้าคาดว่าส่วนต่างดอกเบี้ยจะเหลื่อมกันมากขึ้นแต่ที่จริงแล้วส่วนต่างเหลื่อมล้ำกันน้อยลง ผู้ค้าก็อาจจะขาดทุนได้

### 3.2.3 ข้อบังคับของการเป็นผู้ค้าตราสาร

ผู้ค้าตราสารค่อนข้างมีบทบาทมากในตลาดตราสารหนี้ไม่ว่าจะเป็นเรื่องการขายตราสารที่ออกครั้งแรก การสร้างสภาพคล่องของตลาดรอง ตลอดจนการสร้างสรรคตราสารใหม่ๆ จึงมีผลต่อการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินหรือแม้กระทั่งการดำเนินการนโยบายการเงินของรัฐบาลทางด้าน Open Market Operation จำเป็นต้องผ่านผู้ค้าตราสารเป็นหลัก เรียกได้ว่าผู้ค้าตราสารเป็นกลไกสำคัญในการสร้างตลาดตราสารขึ้น ข้อบังคับของสถาบันที่จะเป็นผู้ค้าจึงต้องถูกกำหนดขึ้น คุณสมบัติของการเป็นผู้ค้าในประเทศต่างๆที่กำหนดมาโดยผู้ควบคุม (Regulators) ส่วนใหญ่มีดังนี้

- ผู้ค้าตราสารเป็นสถาบันการเงิน โดยทั่วไปประเทศต่างๆไม่เปิดกว้างให้บุคคลใดๆ เป็นผู้ค้าได้เนื่องจากการทำธุรกิจประเภทนี้ต้องอาศัยความชำนาญและความต่อเนื่องของธุรกิจด้วย ทางการเงินจึงได้เปิดกว้างเฉพาะสถาบันการเงินอย่างธนาคารพาณิชย์และบริษัทพาณิชย์ธุรกิจประเทศที่เป็นศูนย์กลางการเงินจะอนุญาตให้สถาบันการเงินต่างประเทศเข้ามาเป็นผู้ค้าตราสารได้ด้วย
- มีจำนวนทุนเพียงพอ ในระบบผู้ค้าเกือหนุน (Dealer Sponsorship) นั้นผู้ค้าตราสารบางครั้งอาจต้องเป็นผู้ลงทุนตนเอง ผู้ลงทุนต้องมีเงินทุนเพียงพอที่ทำการซื้อขายเป็นประจำเพื่อสร้างสภาพคล่องให้แก่ตราสารนั้น โดยเฉพาะการเป็นผู้ค้าตลาดแรก (Primary Dealer) ในหลักทรัพย์รัฐบาลจำเป็นต้องมีเงินทุนที่มากพอสมควรในการทำหน้าที่เป็นผู้สร้างราคา (Market Maker)

- รายงานแสดงการซื้อขายให้ทางการเป็นประจำ ผู้ค้าตราสารต้องส่งรายงานการซื้อขายให้ทางการเป็นประจำ
- ปฏิบัติตามกฎหมายการค้าการขาย เนื่องจากในประเทศที่พัฒนาแล้ว ตลาดซื้อคืนและขายคืนดำเนินการ โดยเอกชนอาจจะเกิดความเล็งขิ่นมาได้ ถ้าไม่มีกฎระเบียบมาตรฐานเป็นแนวทาง (Code of Conduct) รัฐจึงได้กำหนดแนวทางไว้สำหรับการซื้อขายของผู้ค้าโดยเฉพาะในตลาด Repo และ Reverse อาทิในการซื้อขาย Repo ผู้ค้าตราสารต้องส่งสัญญาไปให้ผู้ค้าคู่ก่อน หลังจากตกลงการซื้อขายกันเรียบร้อยแล้ว ก็ต้องส่งหลักฐานยืนยันการซื้อขายนั้นด้วย

### 3.3 นายหน้าในตลาดเงิน

#### 3.3.1 ลักษณะของตลาดเงิน

ตลาดเงิน (Money Market) คือตลาดสำหรับการซื้อขายเงินทุนระยะสั้น โดยปกติระยะเวลาที่ซื้อขายจะไม่เกิน 1 ปี อย่างไรก็ตามลักษณะของตลาดเงินจะแตกต่างไปจากตลาดหุ้น (Stock Market) อยู่หลายประเด็นเช่น สถานที่ กฎเกณฑ์ ลักษณะการซื้อขายเงินทุน เป็นต้น ลักษณะของตลาดเงินที่สำคัญมี 4 ประการดังต่อไปนี้

- ตลาดเงินไม่ได้มีตลาดเดียว ตลาดเงินประกอบไปด้วยตลาดหลายประเภทแตกต่างกันไปตามเครื่องมือของตราสารที่ซื้อขายและสถานที่ ดังนั้นเมื่อกกล่าวถึงตลาดเงินเราจะหมายถึงตลาดทั้งหมดโดยรวม
- ตลาดเงินเป็นการซื้อขายเงินทุนจำนวนมาก จนเรียกได้ว่าเป็นตลาดขายส่ง (Wholesale Market) ผู้ที่ทำการซื้อขายเงินทุนส่วนใหญ่เป็นสถาบัน และจำเป็นต้องอาศัยความชำนาญเป็นพิเศษ จึงไม่น่าแปลกใจที่นักลงทุนทั่วไปไม่สามารถเข้าไปได้ ยกเว้นลงทุนผ่านกองทุนเปิดตลาดเงิน (Money Market Mutual Fund)
- การซื้อขายตลาดเงินอาศัยความเชื่อถือเป็นหลัก การซื้อขายส่วนใหญ่มีมูลค่าสูงแต่การติดต่อกลับใช้โทรศัพท์เป็นหลัก คำพูดที่ใช้ติดต่อกันจึงเป็นที่ต้องได้รับความเชื่อถือซึ่งกันและกัน เมื่อเกิดการผิดพลาดดังกล่าวจะต้องนำความเป็นธรรมสู่ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง



- ลักษณะสุดท้ายของตลาดเงินคือ เป็นตลาดที่ได้รับการควบคุมน้อยกว่าตลาดหุ้น โดยอาศัยความเชื่อถือของแต่ละสถาบันเป็นหลัก อย่างไรก็ตาม ไรก็ตามตลาดเงิน ในบางประเทศได้พัฒนากฎเกณฑ์การปฏิบัติขึ้นเพื่อเป็นบรรทัดฐานในการซื้อขายเงินทุนรวมทั้งกรณีที่เกิดความผิดพลาดขึ้น กฎเกณฑ์ที่ใช้ปฏิบัติเรียกว่า Code of Conduct ซึ่งส่วนใหญ่กลุ่มสถาบันการเงินจะเป็นผู้ตกลงกันเอง สำหรับตลาดเงินที่มีนายหน้าเป็นตัวกลางมีอยู่ด้วยกัน 2 ตลาดใหญ่ๆ คือ

1. ตลาดเงินระหว่างธนาคาร หรือที่เรียกกันว่า ตลาดอินเตอร์แบงก์ (Interbank Market) ตลาดนี้เป็นลักษณะของการกู้ยืมระหว่างธนาคารส่วนใหญ่เป็นการกู้ยืม ที่ไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Clean Loan) มากกว่ามีหลักทรัพย์ค้ำประกัน และมีระยะเวลาการกู้ยืมสั้น ตลาดเงินประเภทนี้ได้แก่ การกู้ยืมข้ามวัน (Overnight) ของธนาคารพาณิชย์ อย่างไรก็ตามในปัจจุบันอาจจำแนกออกได้เป็นตลาดเงินระหว่างธนาคารประเภทไม่มีกำหนด (Call Loan Interbank) และประเภทมีกำหนดระยะเวลา (Term Loan Interbank)
2. ตลาดเงินระหว่างผู้ค้า (Interdealer Market) ผู้ค้าตราสาร (Dealer) ในตลาดเงินหมายถึงผู้ซื้อหรือขายตราสารหนี้จากประชาชนทั่วไปหรือจากผู้ค้าด้วยกัน เพื่อผลประโยชน์ของตัวเองหรือเป็นตัวแทน (Principal) นั่นเอง โดยทั่วไปในตลาดเงินผู้ค้าตราสาร (Dealer) เป็นสถาบันการเงินที่ซื้อลดตราสารการเงิน (Discount House) เป็นเช่นนี้ตลาดเงินระหว่างผู้ค้า คือการซื้อขายเงินทุนหรือตราสารระหว่างผู้ค้า หรือ Discount House ตัวอย่างของตราสารได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล ตั๋วเงินบัตรเงินฝาก เป็นต้น สาเหตุที่ทำให้เกิดการซื้อขายเงินทุนหรือตราสารหนี้ระหว่างผู้ค้ามีด้วยกัน 2 ประการคือ สภาพคล่องของผู้ค้าแต่ละรายแตกต่างกันและการทำกำไรจากส่วนต่างดอกเบี้ยระหว่างผู้ค้าแต่ละราย (Arbitrage)

### 3.3.2 ความหมายและหน้าที่ของนายหน้าในตลาดเงิน

นายหน้าในตลาดเงิน (Money Market Broker) หมายถึง ผู้ที่ทำหน้าที่เป็นตัวกลาง (Intermediary) ระหว่างผู้ซื้อเงินกู้กับผู้ขายเงินกู้หรือกล่าวได้อีกอย่างว่าเป็นตัวกลางในตลาดเงินนั่นเอง โดยลักษณะตลาดเงินเป็นอย่างไรนั้นได้กล่าวไปแล้ว ผลตอบแทนของนายหน้าจะอยู่ในรูปค่าคอมมิชชัน สินค้าที่ทำการซื้อขายกันคือเงินกู้ซึ่งอาจเป็นรูปการกู้ยืมโดยไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน หรืออาจอยู่ในรูปของตราสารก็ได้

นายหน้าในตลาดเงินไม่สามารถซื้อหรือขายเงินกู้เพื่อตัวเองได้ (Take Position) เพื่อเป็นการหลีกเลี่ยงความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interests) เพราะการเป็นนายหน้าจะไม่ได้ผลประโยชน์จากส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและเสนอขาย แต่จะได้รับในรูปค่าคอมมิชชันซึ่งอิงกับมูลค่างินกู้ที่ซื้อขาย ตรงกันข้ามกับคำว่า “ผู้ค้าตราสาร” (Dealer) ซึ่งหมายถึง ผู้ทำหน้าที่เป็นตัวการ (Principal) ซื้อและขายเงินกู้เพื่อตัวเอง (Own Account)

ดังนั้นหน้าที่หลักของนายหน้าในตลาดเงินคือ นำผู้ซื้อและผู้ขายเงินกู้มาพบกัน หน้าที่ของนายหน้าแก่ลูกค้าในตลาดเงินบังครอบคลุมถึงการให้บริการข้อมูลด้านราคา หรือดอกเบี้ย ในการเสนอซื้อเงินกู้และเสนอขายเงินกู้รวมทั้งข้อมูลที่เกี่ยวข้องอื่นๆด้วย เมื่อเป็นเช่นนี้หัวใจของบริการนายหน้าคือ ความรวดเร็วและถูกต้อง

ในการทำหน้าที่เป็นตัวกลาง ในตลาดเงินของนายหน้า ต้องเป็นตัวแทนในการเสนอราคาซื้อหรือขาย จึงอาจจะเกิดความผิดพลาดในการเสนอราคาได้ ซึ่งถ้าเกิดขึ้นจากความผิดพลาดของนายหน้าเอง นายหน้าจะต้องรับผิดชอบในจำนวนที่ก่อให้เกิดความเสียหาย อย่างไรก็ตาม หน้าที่ที่ก่อให้เกิดความผิดพลาดในการชำระเงิน เนื่องจากผู้ซื้อหรือผู้ขายเงินกู้ไม่ได้ทำตามเวลาและจำนวนเงินที่ตกลงกันไว้ กรณีเช่นนี้นายหน้าไม่ต้องรับผิดชอบ เพราะเป็นเรื่องของผู้ซื้อหรือผู้ขายเอง แม้ว่าจะเกิดจากการเรียกร้องให้นายหน้าเป็นผู้รับผิดชอบก็ตาม ตามกฎหมายนั้นถือว่านายหน้าเป็นตัวแทน (Agent) ไม่ใช่ตัวการ (Principal) หรือผู้ซื้อหรือผู้ขายเงินกู้ ดังนั้นจึงเป็นสาเหตุให้ต้องมีบริษัทกลางสำหรับดูแลการชำระเงิน และส่งมอบทรัพย์สิน (กอบชัย, 2536)

### 3.3.3 ประเภทของนายหน้าในตลาดเงิน

นายหน้าในตลาดเงินมีอยู่ด้วยกัน 2 ประเภทคือ

1. นายหน้าที่เปิดเผยชื่อลูกค้า (Traditional Broker) นายหน้าประเภทนี้จะเสนอราคาเสนอซื้อหรือราคาเสนอขาย พร้อมกับชื่อของผู้เสนอซื้อหรือผู้เสนอขาย

หรือในอีกกรณีคือให้ผู้เสนอขายบอกชื่อผู้ที่ตนยอมรับและไม่ยอมรับในการซื้อขาย นายหน้าจะได้รับรู้ว่าผู้ซื้อหรือผู้ขายใดชอบทำธุรกิจกับใครบ้าง เพื่อป้องกันการไม่ยอมรับกันระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายไว้ล่วงหน้า หลังจากตกลงกัน จึงค่อยเปิดเผยชื่อ นายหน้าประเภทนี้เหมาะสำหรับตลาดที่เป็นเงินกู้ไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน จำเป็นต้องอาศัยชื่อเสียงของสถาบันที่เป็นผู้ซื้อหรือผู้ขายเป็นประกันแทน เช่นการกู้ยืมระหว่างธนาคารประเภทข้ามคืน

2. นายหน้าที่ปิดบังชื่อลูกค้า (Blind Broker) นายหน้าประเภทนี้จะทำหน้าที่เป็นตัวแทน (Agent) ของลูกค้าที่ต้องการซื้อหรือขายเงินทุนโดยปิดบังชื่อของผู้ซื้อหรือผู้ขายการเสนอราคาซื้อหรือขายจะอยู่ในนามของนายหน้า (Anonymity) การใช้นายหน้าประเภทนี้มีเหตุผล 2 ประการ คือ

ประการแรก การเสนอซื้อขายโดยปราศจากชื่อผู้ซื้อหรือผู้ขายอย่างกรณีของสถาบันการเงินขนาดใหญ่ การใช้ชื่อสถาบันนั้นโดยตรงอาจมีผลกระทบต่อตลาดทั้งในแง่บวกและลบได้

ประการที่สอง การรักษาชื่อเสียงของสถาบันการเงิน สถาบันการเงินส่วนใหญ่ไม่ยอมให้สถาบันการเงินอื่นรู้ฐานะของตนนอกจากนั้นสถาบันการเงินบางแห่งต้องการที่จะผ่านนายหน้าประเภทนี้เพื่อหลีกเลี่ยงการติดต่อกับสถาบันการเงินอื่นๆ ที่ตนเองไม่ต้องการติดต่อโดยตรง นายหน้าประเภทนี้ส่วนใหญ่อยู่ในตลาดเงินที่มีการซื้อขายเงินทุน โดยมีหลักทรัพย์ค้ำประกันหรือผ่านตราสาร หมายหน้าที่ปิดบังชื่อลูกค้าจะเป็นไปได้มากเมื่อสถาบันหรือบริษัทอย่างเช่น The Clearing House และ Clearing Corporation จัดการเรื่องชำระเงินและส่งมอบหลักทรัพย์โดยวิธีการลงบัญชี (Book Entry)

ในประเทศที่ตลาดเงินยังไม่พัฒนาเท่าที่ควรธุรกิจการเป็นนายหน้าในตลาดเงินยังไม่เกิดขึ้นตรงกันข้ามกับตลาดเงินในประเทศที่พัฒนาแล้วจะประสบความสำเร็จในตลาดเงินได้แก่

- จำนวนตราสารหนี้จะต้องมีประมาณมากและมีความหลากหลายเพียงพอ
- จำนวนสถาบันการเงินในตลาดเงินจะต้องมีมากและอาจต้องเปิดให้สถาบันการเงินต่างประเทศเข้ามามีส่วนร่วม
- ความเชี่ยวชาญในการเป็นนายหน้าตลาดเงิน

- ระบบการเงินของประเทศต้องเป็นแบบกลไกตลาดไม่ว่าจะเป็นเรื่องดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยนและเงินทุนต่างประเทศ
- โครงสร้างระบบกฎหมายและภาษีอากรที่เกี่ยวข้องจะต้องเอื้ออำนวยและไม่เป็นอุปสรรคในการพัฒนาตลาดเงิน

### 3.3.4 อัตราค่าบริการของนายหน้าและวิธีชำระเงินระหว่างผู้ซื้อและผู้ขาย อัตราค่านายหน้า

ความอยู่รอดของธุรกิจนายหน้าในตลาดเงินขึ้นอยู่กับจำนวนและความถี่ของมูลค่าการซื้อขายแต่ละครั้ง เนื่องจากอัตราค่าบริการนายหน้าจะตั้งไว้ต่ำเมื่อเทียบกับมูลค่าการซื้อขาย เพื่อดึงใจให้สถาบันการเงินมาใช้บริการโดยไม่ก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายการซื้อขาย (Transaction Cost) โดยผ่านนายหน้าสูงมากนัก การคิดอัตราค่าบริการของนายหน้าแบ่งออกเป็น 2 ลักษณะ ได้แก่

วิธีแรก คิดอัตราค่าบริการทั้งสองด้านจากผู้ซื้อและผู้ขาย เช่นตลาดกู้ยืมระหว่างธนาคาร ตลาดยุโรป ตลาด Fed Fund

วิธีที่สอง คิดอัตราค่าบริการจากผู้ซื้อหรือผู้ขายด้านใดด้านหนึ่ง อัตราค่าบริการจะคิดเฉพาะเมื่อผู้ซื้อหรือผู้ขายทำการเคาะหรือตกลงที่จะซื้อขาย ณ ข้อมูลราคาและปริมาณที่นายหน้าส่งให้ ถ้าทำการเสนอราคาซื้อหรือขายไม่ได้เคาะซื้อหรือเคาะขายจะไม่เสียค่านายหน้า เพื่อดึงใจให้มีราคาเสนอราคาซื้อขายมากขึ้น

### 3.3.5 วิธีการชำระเงินและส่งมอบหลักทรัพย์

หลังจากตกลงการซื้อขายแล้วขั้นตอนต่อมาคือ การชำระเงินและส่งมอบทรัพย์สินนายหน้าในตลาดเงินไม่มีหน้าที่ในการชำระเงินส่งมอบหลักทรัพย์ ในตลาดเงินหลังจากตกลงการซื้อขายแล้ว วิธีการชำระเงินส่งมอบหลักทรัพย์กระทำได้โดยวิธีใดวิธีหนึ่งดังต่อไปนี้

1. ชำระและส่งมอบโดยผ่านธนาคารพาณิชย์ (Clearing Bank) ธนาคารที่รับชำระและส่งมอบหลักทรัพย์กรณีของการกู้ยืม (Clean Loan) จะต้องมีบัญชีเงินฝากของผู้ซื้อและผู้ขายเงินทุน ส่วนกรณีที่เป็นหลักทรัพย์ธนาคารจะต้องเป็นผู้รับฝากทรัพย์สิน (Custodian) ของผู้ซื้อและผู้ขายอยู่

2. การชำระและส่งมอบผ่านธนาคารกลางในกรณีเป็นการกู้ยืมจากเงินสำรองที่ฝากไว้กับธนาคารกลาง การชำระและการส่งมอบสามารถกระทำได้ง่ายในรูปการตัดบัญชี (Book Entry) ของผู้ซื้อและผู้ขายได้เลย
3. การชำระและส่งมอบโดยผ่านบริษัทที่ตั้งขึ้นมาโดยเฉพาะ ผู้ค้ำหน้าและธนาคาร (Clearing Bank) ร่วมกันตั้งบริษัทกลางขึ้นรับทำหน้าที่การชำระ และส่งมอบหลักทรัพย์ขึ้น โดยเฉพาะ
4. การชำระและส่งมอบโดยผู้ซื้อและผู้ขายโดยตรง ผู้ซื้อและผู้ขายจะให้หมายเลขบัญชีแต่ละคนสำหรับ โอนเงินหรือนำหลักทรัพย์ไปส่งมอบ ให้กันโดยตรง

### 3.3.6 ตราสารที่ซื้อขายในตลาดเงิน

ตราสารในตลาดเงินจะเป็นตราสารหนี้ระยะสั้น ยกเว้นพันธบัตรรัฐบาลที่เป็นตราสารหนี้ระยะยาว แต่เนื่องจากพันธบัตรรัฐบาลในประเทศที่พัฒนาแล้วนั้นการซื้อขายพันธบัตรจะมีสภาพคล่องมาก และบางประเทศใช้วิธีแบ่งเวลา (Stripping) พันธบัตรรัฐบาลให้สั้นลง ทำให้เป็นที่นิยมมากในตลาดเงิน ตราสารที่ซื้อขายในตลาดเงินของสหรัฐอเมริกาประกอบด้วย (Peter, 1989)

1. ตัวเงินคลัง รัฐบาลจะออกตัวเงินคลังเพื่อระดมเงินจากประชาชนในระยะสั้น ส่วนมากมีอายุประมาณ 3 เดือน 6 เดือนและ 1 ปี ตัวเงินคลังเป็นตราสารหนี้ที่ไม่ได้ระบุดอกเบี้ย (Zero-coupon Security) ไว้ แต่จะคำนวณได้จากกรคิดลดหน้าตัว ถ้าหากอายุของตัวเงินประมาณ 2-10 ปี ลักษณะของตัวเงินจะระบุดอกเบี้ย (Interest Bearing Note) ส่วนที่อายุมากกว่า 1 ปี จะเป็นลักษณะพันธบัตรระบุดอกเบี้ยและโอนเปลี่ยนมือได้ (Interest Bearing Negotiable Bond)
2. ตัวเงินคลังแบ่งย่อย เป็นตัวเงินที่นำตัวเงินคลังมาแบ่งย่อยให้มูลค่าและระยะเวลาน้อยลง เช่น ตัวเงินคลัง 100 ล้านดอลลาร์ อาจแบ่งเป็นใบละ 1 แสนครอลาร์ทั้งหมด 1,000 ใบเป็นต้น อันเนื่องจากการตรวจการคลังในประเทศสหรัฐอเมริกาได้ออกตัวเงินคลังมูลค่าสูงใบเดียว จึงเกิดความคิดที่จะนำตัวเงินคลังนั้นมาแบ่งย่อยให้มูลค่าหน้าตัวน้อยลง เพื่อให้มีสภาพคล่องมากขึ้น โดยนำตัวเงินคลังใบ

ใหญ่ไปฝากไว้ที่ศูนย์รับฝาก (Depository Center) แล้วออกตัวเป็นใบ  
ย่อยให้ในลักษณะ (Asset Backed Securities) ยิ่งไปกว่านั้นตัวเงินคลัง  
ถูกชอยย่อยตามเวลาได้อีกด้วย

3. การกู้ยืมระหว่างธนาคารผ่านบัญชีเงินสำรองธนาคารกลาง เนื่องจาก  
สถาบันการเงิน โดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์ จำเป็นต้องดำรงเงินสำรอง  
ตามกฎหมายไว้ที่ธนาคารกลางในรูปแบบบัญชี ซึ่งเปรียบได้กับบัญชี  
กระแสรายวันของบุคคล ซึ่งยังสามารถโอนเงินเข้าและออกจากบัญชี  
ได้ ด้วยเหตุนี้เองธนาคารที่มีเงินสำรองเกินกว่าที่กฎหมายกำหนด  
สามารถนำเงินดังกล่าวมาให้กู้ยืมแก่สถาบันการเงินอื่นๆ โดยการ  
ชำระเงินและส่งมอบหลักทรัพย์ในรูปของการโอนบัญชีกัน (Book  
Entry) และธนาคารกลางทำหน้าที่เป็นผู้รับฝาก (Depository Centre)  
ให้การกู้ยืมประเภทนี้ในตลาดเงินแบ่งออกเป็น การกู้ยืมข้ามคืน  
(Overnight Loan) กับการกู้ยืมมีระยะเวลามากกว่า 1 วัน (Term Loan)
4. ตลาดซื้อคืนและตลาดซื้อกลับ (The Repos and Reverses) โดยทั่วไป  
ตลาดซื้อคืนเป็นการกู้ยืมในลักษณะการขายหลักทรัพย์ และมีสัญญา  
ว่าจะซื้อกลับคืนตามเวลาที่ตกลงกันหรือกล่าวได้อีกอย่างหนึ่งว่า การ  
กู้ยืมประเภทนี้เป็นการกู้ยืมที่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Secured Loan)  
ในทางตรงกันข้ามถ้าเป็นการกู้ยืมลักษณะซื้อหลักทรัพย์หรือยืมหลัก  
ทรัพย์แล้วมีสัญญาว่าจะขายคืนให้ตามเวลากำหนด ซึ่งเกิดขึ้นมาใน  
ประเทศที่อนุญาตให้ทำ Short Sale ได้ ทำให้ต้องมีการหาหลักทรัพย์  
มาชดเชยส่วนที่ขาด อย่างไรก็ตามลักษณะตลาดซื้อคืนในประเทศไทย  
ไทยนั้นแตกต่างไปจากลักษณะข้างต้น โดยจะมีเพียงลักษณะของ  
Repurchase Agreement หรือ Repo เท่านั้น
5. ตราสารอื่นๆ ได้แก่
  - ตัวเงินระยะสั้น (Commercial Paper)
  - บัตรเงินฝาก
  - ตัวเงินระยะกลาง
  - ตราสารล่วงหน้า เช่น Swaps, Options
  - ตราสารที่ออกในรูปแบบเงินตราต่างประเทศ

โดยสรุปแล้วบทบาทและหน้าที่ของนายหน้าในตลาดเงิน (Money Market Broker) นั้นจำเป็นสำหรับตลาดเงิน อย่างไรก็ตามการกำหนดของนายหน้าในตลาดเงินจะต้องเป็นไปตามสภาพแวดล้อมทางธุรกิจและการผ่อนคลายให้การประกอบธุรกิจนายหน้าในตลาดเงินจากทางการควบคู่กันไป

#### 3.4 บทบาทของ Credit Rating Agency ในการพัฒนาตลาดทุน

ในประเทศกำลังพัฒนาทั้งหลาย ซึ่งรวมถึงประเทศไทยด้วยนั้น Credit Rating Agency :CRA ยังไม่เป็นที่รู้จักกันเท่าใด บางคนเข้าใจว่า CRA จะให้ Rating แต่หลักทรัพย์ที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น ในขณะที่บางคนเข้าใจว่าเป็นการจัดชั้นคุณภาพสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ ในความจริงแล้ว CRA มีหน้าที่ในการจัดชั้นคุณภาพของตราสารหนี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งหนี้ชนิดที่ไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Unsecured Bond) ที่ผ่านมา CRA มีบทบาทเฉพาะแต่ในสหรัฐอเมริกาเป็นเวลานานหลายทศวรรษและเพิ่งเริ่มขยายบทบาทมายังประเทศอื่นๆ เมื่อไม่นานมานี้ แม้แต่ประเทศญี่ปุ่นซึ่งเป็นตลาดทุนที่ใหญ่เป็นอันดับสองของโลก CRA ได้เข้ามามีบทบาทในช่วงทศวรรษ 1980 นี้เอง ในส่วนของประเทศไทย เริ่มมีผู้เห็นความสำคัญของ CRA เมื่อตระหนักว่า CRA เป็นปัจจัยสำคัญประการหนึ่งที่จะช่วยเกื้อหนุน ให้ตราสารหนี้ได้รับการพัฒนา

##### 3.4.1 คำจำกัดความของ Credit Rating

CRA ที่ทำหน้าที่ให้ rating ต่างก็ให้ความหมายของ Credit Rating ที่แตกต่างกันออกไป เช่น

- Credit Rating คือการจัดชั้นตราสารหนี้ ตามคุณภาพของกิจการที่ออกตราสารหนี้ นั้น
  - :- Moody's
- Credit Rating คือการประเมินสถานะความน่าเชื่อถือของผู้ขอให้ประเมิน ภายใต้เงื่อนไขพิเศษต่างๆ
  - :- Standard & Poor's
- Credit Rating คือการจัดเกรดอย่างง่าย และเป็นระบบที่สะท้อนถึงความสามารถของกิจการในการชำระหนี้ทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยภายในเวลาที่กำหนดไม่ว่าหนี้นั้นจะเป็นหนี้ประเภทใดก็ตาม

## :- Australian Rating

กล่าวโดยสรุปแล้ว Rating คือเครื่องมืออย่างหนึ่งที่บอกถึงความเสี่ยงของผู้ที่จะลงทุนในตราสารหนี้(Credit Risk) ว่ามีโอกาสได้รับการชำระหนี้คืนทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยมากน้อยเพียงใด การให้ Rating ไม่ได้มีวัตถุประสงค์ที่จะประเมินตัวผู้ออกตราสาร(Issuer) โดยตรง แต่จะเป็นการประเมินตัวตราสารเอง ตลอดจนการสนับสนุนจาก Third-party มากกว่าจะเป็นการวิเคราะห์จุดอ่อนและจุดแข็งของผู้ออกตราสาร Credit Rating จึงมิใช่การชี้แนะโดยตรงว่าตราสารหนี้ของบริษัทไหนที่สมควรจะซื้อ ขาย หรือถือไว้ นอกจากนี้แล้ว Credit Rating ไม่ได้เป็นเครื่องชี้ความเสี่ยงของตลาด (Market Risk) ว่าเมื่อออกตราสารหนี้มาแล้วจะขายได้มากน้อยเพียงใด รวมทั้งไม่ใช่เครื่องมือที่จะช่วยให้การคาดคะเนแนวโน้มของราคาตราสารหนี้ในอนาคตอีกด้วย(ฉัฐพล, 2536)

การให้ Rating ของ CRA แต่ละแห่งมักจะแตกต่างกันออกไป เพื่อบอกถึงคุณภาพหรือเกรดของตราสาร บางแห่งใช้สัญลักษณ์เป็นตัวอักษร เช่น S&P, Moody's, McCarthy, Crisanti & Maffei (MCM) และ Fitch เป็นต้น บางแห่งใช้สัญลักษณ์เป็นตัวเลข เช่น Duff&Phelp นอกนั้นแล้ว การใช้สัญลักษณ์เพื่อบอกชั้นคุณภาพของตราสารยังแตกต่างกันระหว่างตราสารระยะสั้นกับตราสารระยะยาวอีกด้วย

การให้ Rating แต่ละครั้งของ CRA ไม่อาจจะพิจารณาจากปัจจัยเพียงบางด้าน เช่นราคาตลาดของตราสารและความพอใจในการเสี่ยงของนักลงทุน แต่ต้องใช้เวลาในการวิเคราะห์ข้อมูลต่างๆ อย่างมากมาย ทั้งข้อมูลที่พิมพ์ออกมาเผยแพร่ทั่วไปและการสอบถามจากเจ้าหน้าที่ของกิจการที่จะออกตราสารโดยตรง รวมทั้งผู้เชี่ยวชาญด้านกฎหมายและหน่วยงานต่างๆ ของรัฐที่เกี่ยวข้อง อย่างไรก็ตาม การให้ Rating ก็มีใช้การตรวจสอบบัญชี หรือความน่าเชื่อถือของข้อมูลที่ผู้ออกตราสารจัดเตรียมไว้ให้

เมื่อ CRA ให้ Rating แก่ลูกค้าไปแล้วไม่ได้หมายความว่าภาระกิจจะหมดลงเท่านั้น เพราะ CRA มีหน้าที่จะต้องติดตามการดำเนินงานของลูกค้าเป็นระยะๆ เมื่อสถานการณ์ทั้งทางเศรษฐกิจและการเมืองเปลี่ยนแปลงไปจนมีผลกระทบต่อการทำงานของกิจการ CRA จำเป็นต้องทบทวน Rating ที่ให้ไปด้วยเช่นกัน

## 3.4.2 หน้าที่และประโยชน์ของ Credit Rating

ผู้ที่จะได้รับประโยชน์จาก Rating มีหลายกลุ่มด้วยกัน เช่นนักลงทุน ผู้ประกอบการที่ต้องการจะออกตราสาร (Issuer) ผู้ที่จะทำหน้าที่ Underwrite ตลอดจนหน่วยงานของรัฐที่เกี่ยวข้องหน้าที่ของ Credit Rating ต่อกลุ่มต่างๆ เหล่านี้ อาจสรุปได้ดังนี้



### นักลงทุน (Investor)

-Rating เป็นเครื่องชี้ Credit Risk ของตราสารให้แก่นักลงทุน ซึ่งต่างก็มีแนวทางในการลงทุนที่แตกต่างกันออกไป นักลงทุนสามารถใช้ Credit Rating ของตราสารมากำหนด “Buy List” ของตนเองได้ กล่าวอย่างง่าย ๆ ก็คือ Rating จะทำหน้าที่เสมือนเจ้าหน้าที่วิเคราะห์สินเชื่อให้แก่ลงทุนนั่นเอง

-ช่วยให้นักลงทุนประเมินผลตอบแทนที่ควรจะได้รับจากตราสารที่มีความเสี่ยงแตกต่างกัน ประโยชน์ข้อนี้ นับได้ว่ามีความสำคัญมากเพราะช่วยให้นักลงทุนตัดสินใจว่าตราสารที่มีความเสี่ยงในระดับหนึ่งควรจะต้องจ่ายผลตอบแทนเท่าใด ซึ่งก็แน่นอนว่าตราสารที่ได้ Credit Rating ต่ำจำเป็นต้องให้ผลตอบแทนมากกว่าตราสารที่ได้ Credit Rating สูงเป็นธรรมดา

ในตารางที่ 3.2 จะแสดงให้เห็นว่าตราสาร ที่ได้ Rating แตกต่างกันในสหรัฐอเมริกา นั้น มีผลต่ออัตราผลตอบแทนอย่างไร

-เป็นเครื่องมือช่วยในการจัด Portfolio ให้แก่นักลงทุน ในอดีต Credit Rating จะช่วยให้นักลงทุนตัดสินใจซื้อตราสารในตลาดแรก (Primary Market) เป็นหลัก แล้วถือไปจนครบกำหนดแต่ต่อมาเมื่อตลาดรอง (Secondary Market) เริ่มมีบทบาทมากขึ้น Rating จะช่วยให้ นักลงทุนสามารถประเมินราคาตลาดของตราสาร ที่ถือไว้ใน Portfolio และตัดสินใจว่าอะไรควรจะต้องถือต่อหรืออะไรควรขาย

-ช่วยประเมินความเสี่ยงอื่นๆ ที่มีความสัมพันธ์กัน ที่เห็นได้ชัดเจนคือ สถาบันการเงินต่างๆ มักจะใช้ Credit Rating ช่วยในการตัดสินใจปล่อยกู้ของตน นอกจากนั้นแล้วยังสามารถนำเอา Credit Rating ของ NCDs ที่สถาบันการเงินต่างๆ ออกมาขาย มาช่วยการปล่อยกู้ใน Interbank Market ได้อีกด้วย

ตารางที่ 3.2 อัตราเฉลี่ยของ Corporate Bond Yield ในสหรัฐอเมริกา (ค.ศ.1988 - 1990)

	มิ.ย. 1990 (%)	1989 (%)	1988 (%)
ค่าเฉลี่ยของบริษัททั่วไป	9.67	9.66	12.18
Aaa	9.26	9.26	9.71
Aa	9.46	9.46	9.94
A	9.70	9.74	10.24
Baa	10.26	10.18	10.83
ค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม	9.64	9.66	9.91
Aaa	9.12	9.16	9.36
Aa	9.36	9.36	9.62
A	9.60	9.71	9.99
Baa	10.47	10.38	10.66
ค่าเฉลี่ยของสาธารณูปโภค	9.69	9.66	10.45
Aaa	9.38	9.32	10.65
Aa	9.60	9.56	10.26
A	9.80	9.77	10.49
Baa	9.96	9.97	11.00

ที่มา : Moody's

-ให้ข้อมูลต่างๆ ที่เป็นประโยชน์ต่อการวิเคราะห์วิจัย ตามปกติ CRA เมื่อให้ Rating แก่ตราสารใดแล้วมักจะนำข้อมูลออกมาเผยแพร่ เพื่อให้ทราบถึงเหตุผลในการให้ Rating ซึ่งจะมีข้อมูลเกี่ยวกับตราสารที่ออกใหม่ Company report และ Industry Report เป็นต้น

#### ผู้ออกตราสาร (Issuer)

-ช่วยให้เข้าถึงแหล่งระดมเงินได้ง่ายขึ้น เพราะ Credit Rating ที่ให้จะได้รับการเผยแพร่ออกไปอย่างกว้างขวาง สถาบันการเงินต่างๆ ที่อาจจะสนใจลงทุนในตราสารสามารถรับข้อมูลได้เป็นอย่างดี Rating จึงเป็นเหมือน “Credit Passport” ให้แก่ผู้ออกตราสารนั่นเอง

-นอกจากจะช่วยให้ผู้ออกตราสารเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายขึ้นแล้วยังมีเสถียรภาพอีกด้วย เพราะข้อมูลที่ CRA เผยแพร่จะช่วยให้นักลงทุนมีความมั่นใจในตัวผู้ออกตราสารเพิ่มขึ้น

-ประโยชน์ที่สำคัญอีกประการหนึ่งคือช่วยลดต้นทุนของผู้ออกตราสาร เพราะถ้าหากไม่มี Credit Rating นักลงทุนอาจจะต้องขอผลตอบแทนในอัตราที่สูงขึ้น เมื่อเทียบกับตราสารที่มี Rating ทั้งนี้เพราะนักลงทุน โดยเฉพาะในสหรัฐอเมริกาจะใช้ Rating เป็นเครื่องมือช่วยในการตัดสินใจแทบทั้งสิ้น

-ผู้ออกตราสารที่ได้ Rating จาก CRA ที่มีชื่อเสียง ยังช่วยให้การระดมเงินมีความยืดหยุ่นมากขึ้น เพราะสามารถระดมเงินได้กว้างขวางมากขึ้น อีกทั้งยังมีสกุลเงิน ระยะเวลาการกู้ให้เลือกรวมมากขึ้นอีกด้วย

#### สถาบันการเงินที่เป็นตัวกลางระหว่างผู้ออกตราสารและนักลงทุน (Intermediary)

Investment Bankers ที่จะทำหน้าที่ Underwrite และ Trade สามารถใช้ Credit Rating ในการวางแผน การกำหนดราคา ตลอดจนชี้ช่องทางกำหนดย้ายให้แก่ลูกค้าได้

-ในบางประเทศรัฐบาลอาจจะออกกฎหมายให้สถาบันการเงินซึ่งรวมทั้ง Investment banker ด้วยสามารถลงทุนได้เฉพาะตราสารที่มี Credit Rating สูง (Investment Grade : BBB, A, AA และ AAA) เท่านั้น

#### หน่วยงานของรัฐที่ดูแลและกำกับตลาดเงิน/ตลาดทุน (Regulator)

- ในหลายประเทศมักจะใช้ Credit Rating ให้เป็นประโยชน์ในการควบคุม เช่นผู้ที่ออกตราสารใหม่จำเป็นต้องได้รับการ Rating ในกรณีของประเทศไทยก็เช่นเดียวกัน ผู้ที่จะออกตราสารหนี้ประเภทที่ไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Unsecured Bond) จำเป็นจะต้องได้รับการ Rating จาก CRA ที่ได้รับความเห็นชอบจาก กสศ.ก่อน เป็นต้น

- ดังที่กล่าวมาข้างต้นแล้ว หน่วยงานของรัฐในหลายประเทศจะใช้ Credit Rating ในการควบคุมการลงทุนในตราสารของสถาบัน การเงินเช่น รัฐนิวยอร์ก เวลล์ ออสเตรเลีย Trustee ของ

Investment Fund จะได้รับอนุญาตให้ ลงทุนในตราสารที่ออกเป็นออสเตรเลียนดอลลาร์เฉพาะที่ Rating สูงกว่า Aa2 สำหรับตราสารระยะยาวและ Prime-1 สำหรับตราสารระยะสั้นเท่านั้น

### 3.4.3 วิวัฒนาการของ CRA ในต่างประเทศ

CRA เริ่มเกิดขึ้นเป็นครั้งแรกในสหรัฐอเมริกาเมื่อเกือบร้อยปีมาแล้ว ความเป็นมาของ Credit Rating เริ่มขึ้นจากการที่บริษัทเอกชนที่ประกอบกิจการรถไฟ จำเป็นต้องใช้เงินลงทุนเป็นจำนวนมากไม่อาจจะกู้จากสถาบันการเงินได้อย่างสะดวก เนื่องจากรถไฟยังเป็นธุรกิจที่ค่อนข้างเสี่ยงในสมัยนั้นบริษัทเหล่านั้นจำเป็นต้องหันมาระดมทุนจากผู้ออมรายย่อยแทน แต่ผู้ออมเหล่านั้นก็ไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับกิจการที่ตัวเองร่วมลงทุนด้วยมากนัก จึงทำให้เกิดธุรกิจบริการข้อมูลทางการเงินของกิจการรถไฟขึ้น โดยนาย Henry Varnum Poor ซึ่งเป็นผู้ในกำเนิด Standard & Poor's ในเวลาต่อมาได้จัดพิมพ์ข้อมูลทางการเงินของกิจการรถไฟออกเผยแพร่เป็นครั้งแรกในปี ค.ศ. 1860 หลังจากนั้นการพิมพ์เผยแพร่ข้อมูลในลักษณะนี้ก็ได้รับการพัฒนาขึ้นเป็นลำดับ

อย่างไรก็ตาม Credit Rating ตามรูปแบบที่เราเห็นกันอยู่ในปัจจุบัน พัฒนาขึ้นโดย John Moody ซึ่งเป็นผู้ก่อตั้ง Moody's investors Service โดย Moody เริ่มให้ Rating แก่พันธบัตรรถไฟเป็นครั้งแรกในปี ค.ศ. 1909 โดยใช้สัญลักษณ์เป็นตัวแทนแสดงความเห็นของ Moody ที่มีต่อกิจการที่ออกตราสารนั้นว่ามีความสามารถที่จะนำเงินคืนให้แก่ผู้ลงทุนทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยได้มากน้อยเพียงใด ระบบการให้ Rating ของสหรัฐอเมริกา ได้รับความเชื่อถือจากทางการเป็นอย่างมากถึงขนาดในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำอย่างมากในปี ค.ศ.1933 U.S. Controller of the Currency ออกกฏให้ธนาคารพาณิชย์ลงทุนในพันธบัตรให้เฉพาะแต่พันธบัตรที่เป็น "Investment Grade" หรือมี Rating ตั้งแต่ BBB/Baa ขึ้นไปเท่านั้นส่วนพันธบัตรที่ต่ำกว่า BBB ถือเป็นพันธบัตรที่มีความเสี่ยงสูงเหมาะสำหรับผู้ที่คือนักเก็งกำไร จึงเรียกว่าเป็น "Speculative Grade" หรือศัพท์ที่ใช้กันทั่วไปอีกคำหนึ่งคือ "Junk Bond"

เดิมที CRA ของสหรัฐอเมริกาจะให้ Rating เฉพาะแต่พันธบัตรระยะยาวเท่านั้น ต่อมาในปี ค.ศ. 1970 บริษัทรถไฟชื่อ "Penn Central" ล้มละลาย มีหนี้ที่เป็นตราสารทั้งระยะสั้นและระยะยาวรวมกันถึง 100 ล้านเหรียญสหรัฐ ทำให้ CRA เริ่มให้ Rating แก่ภาระหนี้ที่เป็นตราสารระยะสั้นเพิ่มขึ้นจากที่เคยให้แต่เฉพาะตราสารระยะยาว ในปัจจุบัน Commercial Paper ทั้งหมดและร้อยละ 99 ของ Corporate Bond ที่ซื้อขายในสหรัฐอเมริกามี Rating ที่ออกโดย CRA ซึ่งเป็นที่ยอมรับของ SEC ขณะนี้มีอยู่ 5 รายด้วยกันแต่ CRA ที่มีชื่อเสียงเป็นที่ยอมรับกันทั่วไประหว่างประเทศมีอยู่เพียง 2 รายเท่านั้น คือ Standard & poor's (S&P) ซึ่งเป็นหน่วยงานหนึ่งของ McGraw-Hill, Inc. และ

Moody's Investors service (Moody's) บริษัทในเครือของ Dun & Bradstreet บริษัทวิเคราะห์สินเชื่อที่มีชื่อเสียงแห่งหนึ่ง นอกจากนั้นและสหรัฐอเมริกา ยังมี CRA อีก 3 แห่งที่มี ชื่อเสียงรองลงไปคือ Duff&Pheilps (D&P)ที่ชิคาโก McCarthy, Crisanti & Maffei (MCM) หน่วยงานของ Xerox Corp ในนิวยอร์ก และ Fitch's Investors Service (Fitch) ที่นิวยอร์ก เช่นเดียวกัน(Paul and Steven, 1989)

ส่วนประเทศอื่นๆ นอกจากสหรัฐอเมริกาแล้ว CRA ได้รับความนิยมและแพร่หลายเพิ่มขึ้นเป็นลำดับโดยเฉพาะช่วงทศวรรษ 1980 เป็นต้นมา ปัจจุบันมีประเทศต่างๆ ทั่วโลกมากกว่า 10 ประเทศ ที่มี CRA นับตั้งแต่ออสเตรเลีย แคนาดา ฝรั่งเศส ญี่ปุ่น และอังกฤษ เป็นต้น ประเทศกำลังพัฒนาหลายประเทศก็มี CRA ด้วยเช่นกัน อาทิ เกาหลีใต้ อินเดีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ เป็นต้นอย่างไรก็ดี การจัดตั้ง CRA ในประเทศกำลังพัฒนามักจะไม่ใช่ว่าเกิดจากการริเริ่มของเอกชน แต่มาจากการผลักดันของหน่วยงานราชการเป็นหลัก (รายละเอียดจากตารางที่ 3.3)

#### 3.4.4 ปัจจัยสำคัญที่สนับสนุนให้การจัดตั้ง CRA ประสบความสำเร็จ

ในตอนเริ่มจัดตั้ง CRA ขึ้นในประเทศญี่ปุ่นหรือประเทศอื่นๆ นั้น มีปัจจัยสำคัญหลายๆ ปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนให้การจัดตั้ง CRA ประสบความสำเร็จ ได้แก่

1) การยกเลิกหรือผ่อนคลายนโยบายที่เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ หน่วยงานภาครัฐบาลของประเทศที่จะจัดตั้ง CRA นั้นจะต้องปรับปรุงแก้ไขกฎระเบียบต่างๆ เพื่อเป็นการกระตุ้นทั้งด้านอุปสงค์และอุปทานของตราสารหนี้ ดังนี้

-ปรับปรุงกฎเกณฑ์หรือมาตรฐานให้คลายความเข้มงวดลง เช่น คุณสมบัติของผู้ออกตราสารหนี้ และขั้นตอนการอนุมัติของผู้กำกับดูแล (Regulator)

-ทบทวนมาตรการภาษีเกี่ยวกับการออกตราสารหนี้และการซื้อขายตราสาร

-แก้ไขกฎระเบียบเกี่ยวกับ Dealer ให้มีความเป็นอิสระมากยิ่งขึ้น เพื่ออำนวยความสะดวกแก่การซื้อขายในตลาดรอง

2) ความน่าเชื่อถือของ CRA

เนื่องจากผู้ลงทุนใช้ข้อมูลที่ CRA คาดคะเนเกี่ยวกับ Default Risk ของผู้ออกตราสาร ในการตัดสินใจลงทุนและกำหนดราคาตราสารที่ซื้อขาย CRA จึงจำเป็นต้องปฏิบัติตัวให้เป็นที่น่าเชื่อถือแก่ผู้ลงทุน ดังนี้

- CRA จะต้องมีความเป็นกลางและเป็นอิสระต่อกลุ่มต่างๆ เช่น ผู้ออกตราสาร ผู้ประกัน การจำหน่าย และหน่วยงานของรัฐ

- CRA จะต้องเก็บรักษาข้อมูลที่สำคัญของผู้ออกตราสารให้เป็นความลับ เพื่อให้ผู้บริหารของผู้ออกเกิดความไว้วางใจใน CRA ด้วย

-CRA ต้องมีประสบการณ์และชื่อเสียงในการวิเคราะห์เครดิต รวมทั้งการเผยแพร่การจัดอันดับของ CRA ด้วย

### 3) การสนับสนุน Credit Rating จากหน่วยงานของรัฐ

หน่วยงานของรัฐในบางประเทศ เช่น สหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น และฝรั่งเศส สามารถจะใช้ Credit Rating เป็นเครื่องมือในการควบคุมการออกตราสารและการซื้อขายตราสารระหว่างผู้ลงทุนกับสถาบันการเงิน สำหรับในประเทศฝรั่งเศส ธนาคารที่ต้องการจะออกบัตรเงินฝาก (Certificates of Deposit) ซึ่งมีอายุเกิน 2 ปีขึ้นไป จะต้องได้รับการ Rating ส่วนในประเทศญี่ปุ่นผู้ออกตราสารหนี้จะต้องได้รับการ Rating เช่นกัน นอกจากนี้กระทรวงการคลังของญี่ปุ่นได้สนับสนุน Credit Rating โดยกำหนดให้ The Japanese Postal Saving Fund ซึ่งเป็นผู้ลงทุนประเภทสถาบันรายใหญ่ที่สุดในโลก จะต้องใช้ Rating สำหรับการตัดสินใจลงทุนในตราสารหนี้ที่ออกเป็นสกุลเงินต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม การออกกฎหมายเพื่อสนับสนุนการ Rating แต่เพียงอย่างเดียวไม่สามารถจะทำให้ผู้ออกหรือผู้ลงทุนหันมาใช้บริการ Rating ได้ ถ้าหากยังคงมีข้อจำกัดมากมายในการออกตราสารหนี้

### 4) การเปิดเผยข้อมูลของบริษัทและการให้ความรู้เกี่ยวกับ Credit Rating

การเปิดเผยข้อมูลที่มากเพียงพอของผู้ออกตราสารเป็นสิ่งที่สำคัญมากสำหรับการ Rating เนื่องจากเมื่อผู้ลงทุนคิดว่าตราสารที่จะลงทุนมีโอกาส Default มาก ผู้ลงทุนก็ต้องการข้อมูลที่มากเพียงพอ สำหรับการตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และในทำนองเดียวกันผู้บริหารของผู้ออกตราสารก็ต้องการจะรู้ว่าข้อมูลประเภทใดที่นักลงทุนต้องการจะทราบและ CRA ต้องการจะใช้ในการ Rating สำหรับในประเทศที่ Credit Rating พัฒนาแล้ว ทักษะในการวิเคราะห์เครดิตจะเกิดจากการศึกษาและประสบการณ์ทำงาน (On-The-Job Experience) ในตำแหน่งงานต่างๆ เช่น Corporate Treasurer portfolio Managers และ In-house Credit Analysts ส่วนในประเทศที่ Credit Rating เพิ่งเริ่มพัฒนานั้น การให้ความรู้ในรูปแบบต่างๆ เช่นการจัดสัมมนา การติดต่อกับผู้ลงทุนโดยตรงและการศึกษาจากสิ่งพิมพ์หรือตำราอาจจะเป็นสิ่งที่จำเป็นในการพัฒนานักวิเคราะห์เครดิตให้สามารถตอบสนองความต้องการของตลาดได้

### 3.4.5 ระบบการให้ Rating ของ CRA ต่างประเทศที่มา : Moody's

ดังที่กล่าวมาแต่ต้นแล้วว่า CRA ที่มีชื่อเสียงเป็นที่ยอมรับกันทั่วโลกนั้นมีเพียง 2 รายเท่านั้น คือ S&P และ Moody's CRA ในประเทศอื่นๆ ส่วนใหญ่ก็นำระบบการให้ Rating มาจาก 2 รายนี้

แล้วจึงนำมาประยุกต์ให้สอดคล้องกับสถานะในแต่ละประเทศสำหรับ CRA ที่ริเริ่มโดยธนาคารแห่งประเทศไทยนั้นจะใช้ Know how ของ S&P ซึ่งสามารถสรุปการให้ตามระบบของ S&P ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 3.3 Credit Rating Agency ในประเทศต่างๆ ทั่วโลก

ประเทศ	ชื่อ	ปีที่ก่อตั้ง	กลุ่มลูกค้า	Rating ระยะสั้น	Rating ระยะยาว
ออสเตรเลีย	Australian Rating	1981	ในประเทศ	A.1+ถึงC.1	AAA ถึง C
แคนาดา	Canadian Bond Rating Service	1972	ในประเทศ	A-1 ถึง A-4	A++ถึงD
แคนาดา	Dominion bond Rating Service	1970	ในประเทศ	R-1 ถึง U	AAAถึงC
ฝรั่งเศส	Agency d' Evaluation Service	1986	ในประเทศ	T-1 ถึง T-4	AAAถึง D
อินเดีย	Credit Rating & Information Services of India	1988	ในประเทศ	P-1 ถึง P-5	AAAถึง D
ญี่ปุ่น	Japan Bond Research Institute	1979	ในประเทศ	-	-
ญี่ปุ่น	Japan Bond Research Agency	1985	ในประเทศ	J-1 ถึง J-3	AAA ถึงD
ญี่ปุ่น	Nippon Investors Service	1985	ในประเทศ	A1 ถึง D	AAA ถึง D
ญี่ปุ่น	Mikuni & Co	1975	ในประเทศ	N/A	AAA ถึง D
เกาหลี	Korean Investors Service	1985	ในประเทศ	A1 ถึง D	AAA ถึง D
อังกฤษ	International Bank Credit Analysis(IBCA)	1979	ธนาคาร	-	A ถึง E
สหรัฐอเมริกา	Duff & Phelps	1932	ในประเทศ	Duff-1+ถึง Duff-3	1 ถึง 17
สหรัฐอเมริกา	Fitch Investors service	1913	ในประเทศ	E1 ถึง E4	AAA ถึง D
สหรัฐอเมริกา	McCarthy,Crisanti & Maffei	1975	ในประเทศ	MCM-1ถึง MCM-6	A ถึง D
สหรัฐอเมริกา	Moody's Investors Service	1900	ทั่วโลก	P-1 ถึง P-3	AAAถึง D
สหรัฐอเมริกา	Standard & poor's Corp	1941	ทั่วโลก	A-1 ถึง D	AAA ถึง D

ที่มา : Moody's

S&P เริ่มให้ Rating แก่ Corporate Bonds มาตั้งแต่ ค.ศ. 1923 Municipal Bonds ตั้งแต่ ปี ค.ศ. 1940 และ Commercial Papers ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1969 อย่างไรก็ตามในแต่ละปีมีตราสารประเภทใหม่ๆ เกิดขึ้นอยู่ตลอดเวลา S&P และ CRA อื่นๆ จำเป็นต้องปรับระบบการให้ Rating เพื่อให้ทันกับวิวัฒนาการที่เกิดขึ้นอยู่เรื่อยๆ

S&P จะให้ Rating แก่ลูกค้าทั้งจากการร้องขอและไม่ได้ร้องขอ ตราสารประเภทที่จะ Rate ต่อเมื่อได้รับการร้องขอ ได้แก่ Commercial Paper ตลอดจนตราสารระยะสั้นอื่นๆ นอกจากนั้นตราสารที่จะทำ Private Placement ตลอดจน Mortgage-Backed ทั้งหลายต้องร้องขอ S&P จึงจะ Rate ให้ ส่วนตราสารที่ S&P จะ Rate ไม่ว่าจะได้รับการร้องขอหรือไม่ก็ตามได้แก่ Public Corporate Debt และหุ้นบริมสิทธิ์ที่จำนวนออกขายสูงกว่า 10 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯขึ้นไป ไม่ว่าจะตราสารนั้นจะเป็น Secured Bonds (Senior Debt) หรือ Unsecured Bonds (Subordinate Debt) ก็ตาม ในกรณีของประเทศไทย กลต.จะบังคับเฉพาะ Unsecured Bonds ที่จะต้องได้รับการ Rating ส่วน Secured Bonds นั้นไม่ได้บังคับ ตราสารประเภทหลังนี้ แม้จะไม่จำเป็นต้องมี Rating แต่ถ้าหากเห็นว่าการมี Rating จะช่วยให้เข้าถึงนักลงทุน ได้กว้างขึ้นอาจจะขอให้ CRA Rate ให้ก็ได้

ตามปกติการให้ Rating ไม่ว่าจะเป็ น S&P หรือ Moody's มักจะแยกออกเป็นการ Rate สำหรับตราสารระยะสั้นและตราสารระยะยาว ในกรณีของ S&P ตราสารระยะยาวที่มีอายุเกิน 1 ปี ขึ้นไป จะมีสัญลักษณ์ที่แทน Credit Risk ของตราสาร ตั้งแต่ AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC และ C นอกจากนั้นยังใช้เครื่องหมายบวก(+) หรือลบ(-) เพื่อแสดงว่าความแตกต่างระหว่างตราสารที่อยู่ในระดับเดียวกันอีกด้วย ส่วนตราสารระยะสั้นที่อายุไม่เกิน 360 วัน Rating ที่ให้จะแตกต่างกันออกไป 7 เกรด ตั้งแต่ A-1+, A-1, A-2, A-3, B, C และ D

นอกจากจะแบ่ง Rating เป็นระยะสั้นและระยะยาวแล้ว ยังอาจแบ่งเป็น Investment Grade และ Speculative Grade ได้ด้วย โดยตราสารระยะยาวตั้งแต่ BBB และตราสารระยะสั้น ตั้งแต่ A-3 ขึ้นไปถือเป็นตราสารประเภท Investment Grade ส่วนตราสารที่ได้ Rating ต่ำกว่านั้น เป็น Speculative Grade เหมาะสำหรับนักลงทุนที่ชอบเก็งกำไร โดยหวังผลตอบแทนที่สูง

ในระยะหลัง การ Takeover กิจการได้รับความนิยมอย่างมากในสหรัฐอเมริกา ทำให้นักลงทุนในตราสารมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นอีกอย่างหนึ่งเพราะเจ้าของกิจการต่างก็หามาตรการเพื่อป้องกันตัวเอง ไม่ให้ถูก Takeover โดยไม่ได้คำนึงถึงผลกระทบที่จะมีต่อผู้ที่ลงทุนในตราสาร S&P เริ่มประเมินความเสี่ยงประเภทนี้ตั้งแต่ปี ค.ศ.1989 นับได้ว่าเป็นบริการล่าสุดของ S&P โดยจะให้ Rating ตั้งแต่ E-1 - E-5 เพื่อแสดงถึงความสามารถในการคุ้มครองแก่นักลงทุนในตราสารจากการ Takeover