

บทที่ 4

ตลาดตราสารหนี้ของประเทศที่พัฒนาแล้ว

4.1 ตลาดตราสารหนี้ประเทศอเมริกา

4.1.1 ประเภทของตราสารหนี้

1. พันธบัตรรัฐบาล (U.S Government Bond)

ตั้งแต่ทศวรรษ 1960 เป็นต้นมา รายรับของรัฐบาลสหรัฐอเมริกาไม่เพียงพอกับค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้น ดังนั้นรัฐบาลจึงได้ขาดดุลการขาดดุลโดยผ่านตราสารหนี้ นอกจากนี้การก่อหนี้ใหม่มีความจำเป็นเพราะนำมาชดใช้หนี้เก่าที่ครบกำหนดชำระ การทำเช่นนี้บางครั้งทำให้ผู้ถือตราสารหนี้ที่ครบกำหนด นำมาแลกกับตราสารหนี้ใหม่ได้ผลประโยชน์ทางด้านภาษี

จากตารางที่ 4.1 แสดงโครงสร้างของผู้ถือพันธบัตรของกระทรวงการคลังสหรัฐอเมริกา ผู้ถือรายใหญ่คือกระทรวงการคลัง (U.S. Treasury) หน่วยงานของรัฐบาลกลาง (Federal Agencies) กลุ่มเงินกองทุนของรัฐ (Trust Funds) อย่างไรก็ตามผู้ถือพันธบัตรที่เป็นเอกชนก็มีสัดส่วนพอๆกับรัฐบาลใน แต่ละรัฐและรัฐบาลกลาง เพราะธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินอื่นๆถือพันธบัตรเหล่านี้เป็นส่วนสำคัญใน Portfolio บริษัทเอกชนส่วนหนึ่งก็ลงทุนในพันธบัตรระยะสั้นจากเงินสดส่วนเกิน ของเงินทุนหมุนเวียน ประชาชนทั่วไปก็มีการลงทุนในพันธบัตรออมทรัพย์และพันธบัตรรัฐบาล นอกจากนี้ในช่วง 2-3 ปี(ค.ศ 1992-1993)ก็มีจำนวนของชาวต่างชาติที่ถือพันธบัตรเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ

สองในสามของหนี้รัฐบาลคือหนี้ที่มีความคล่องตัวสูง (Marketable) ซึ่งหมายถึงตราสารที่สามารถขายได้เมื่อต้องการ ผ่านโบรกเกอร์ของรัฐบาล (Peter, 1989) ส่วนหนี้ที่ไม่มี ความคล่องตัว (Non-marketable) จะถือโดยหน่วยงานของรัฐบาลสหรัฐ รัฐบาลต่างชาติ รัฐบาลต่างๆในสหรัฐ และประชาชนทั่วไป ตราสารหนี้ที่มีความคล่องตัวสูงจะรวมถึง Treasury Bills, Treasury Notes, Treasury Bonds ตารางที่ 4.2 แสดง หนี้ที่ก่อโดยรัฐบาลสหรัฐที่จ่ายผลตอบแทนเป็นดอกเบี้ยแยกตามประเภทในปี 1992 รวมถึงหนี้ที่ก่อโดยรัฐบาลที่ไม่มีการจ่ายดอกเบี้ยอีก 3.1 พันล้านเหรียญสหรัฐ รวมทั้งสิ้น 4,177 พันล้านเหรียญสหรัฐ

ตารางที่ 4.1 แสดงโครงสร้างผู้ถือพันธบัตรของกระทรวงการคลังสหรัฐอเมริกา (ก.ศ.1992)

Ownership of Outstanding Public Debt of U.S. Treasury, End of 1992				
		Dollar Amount (in Billions)		Percent of Total Amount
Held By				
U.S. Treasury federal agencies, and Trust Funds		\$1047.8		25.10%
Federal Reserve Banks		302.5		7.2
Private investors:				
Commercial banks	\$293.4		7.0	
Money market funds	80.6		1.9	
Insurance companies	190.3		4.6	
Other companies	192.5		4.6	
State and local treasuries	534.8		12.8	
Individuals	289.2		6.9	
Foreign and international	512.5		12.3	
Other miscellaneous	746.6		17.9	
Total private investors		2839.9		68.0
Total gross public debt		\$4177.0		100.0

Source: Federal Reserve Bulletin, November 1993, p.a 30.

ตารางที่ 4.2 แสดงหนี้ที่ก่อโดยรัฐบาลสหรัฐที่จ่ายผลตอบแทนเป็นดอกเบี้ยแยกตามประเภท
ในปี 1992

	Interest-Bearing U.S. Public Debt, End of 1992		
		Category	Amount (In Billions)
Nonmarketable:			
Government account series		\$1043.5	
U.S Savings Bonds		155.0	
Foreign series		37.4	
State and Local government series		153.5	
Total Nonmarketable Debt			\$1419.8
Marketable:			
Bills		\$657.7	
Notes		1608.9	
Bonds		472.5	
Total Marketable Debt			2754.1
Total Debt			4173.9

Source: Federal Reserve Bulletin, November 1993, p.a30.

อายุไถ่ถอนของพันธบัตรรัฐบาล (Maturity Dates) ถูกกำหนดโดยหลายปัจจัย เช่น เมื่อเวลาผ่านไปอายุของพันธบัตรก่อนถึงวันครบกำหนด (Term-to-Maturity) จะน้อยลง นอกจากนี้กระทรวงการคลังยังเลือกอายุพันธบัตรที่จะออกใหม่ให้มีความสัมพันธ์กับพันธบัตรเก่าที่จะครบวาระ ในบางครั้งรัฐสภาอเมริกันจะจำกัดปริมาณหรืออัตราดอกเบี้ยสำหรับพันธบัตรบางประเภท ซึ่งส่งผลทำให้พันธบัตรประเภทอื่นๆต้องทำในลักษณะเดียวกัน

การก่อหนี้ของรัฐบาลอาจเป็นเครื่องมืออย่างหนึ่งของนโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาล เพื่อให้มีผลต่ออัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้หรือพันธบัตรที่มีอายุไถ่ถอนต่างกัน

ตารางที่ 4.3 แสดงอายุของพันธบัตรที่มีความคล่องตัวในเดือนมิถุนายน 1993 ซึ่งมีอายุไม่นานมาก กว่า 30 เปอร์เซ็นต์เป็นพันธบัตรที่มีอายุสั้นกว่า 1 ปี เกือบ 70 เปอร์เซ็นต์มีอายุไถ่ถอนภายใน 5 ปี

พันธบัตรทั้งหลายนี้ถูกเสนอขายโดยรัฐบาล หน่วยงานของรัฐ และองค์กรอื่นๆที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับรัฐบาล

ตารางที่ 4.3 แสดงอายุของพันธบัตรที่มีความคล่องตัวในเดือนมิถุนายน 1993

Maturity Structure of Marketable, Interest-Bearing U.S. Debt Held by Private Investors, June 1993					
	Maturity		Amount (in Billions)	Percent of Total Amount	
	Within 1 year		\$ 849.7	33.80%	
	1-5 years		949.1	37.7	
	5-10 years		309.3	12.3	
	10-20 years		84.2	3.3	
	20 year and over		323.3	12.9	
	Total		\$ 2515.5	100%	

Source: Treasury Bulletin, September 1993, p.34

ตราสารทางการเงินระยะสั้น (U.S. Treasury Bills)

T-Bills จะถูกเสนอขายในลักษณะการคิดส่วนลด (Discount Basis) ปกติจะมีอายุสูงสุดไม่เกิน 52 สัปดาห์ และจำหน่ายครั้งละ 10,000 เหรียญสหรัฐหรือมากกว่านี้ ถึงแม้ว่าบางครั้งจะมีการ

จำหน่ายที่น้อยกว่า 1,000 เหรียญสหรัฐเสนอขาย การเสนอขายจะอยู่ในรูปแบบการลงบัญชี (Book-entry Form) โดยผู้ซื้อจะได้รับใบเสร็จในตอนซื้อ และ T-Bills จะระบุราคาพาร์เมื่อครบอายุ ถึงแม้ว่า T-Bills จะขายแบบคิดส่วนลด แต่ผลตอบแทน (Yield) หรือส่วนต่างราคาซื้อกับราคาพาร์ เมื่อ T-Bills ถึงจนกระทั่งครบอายุนี้จะต้องเสียภาษีโดยคิดจากดอกเบี้ยรับ

ปกติแล้ว T-Bills อายุ 13 สัปดาห์และ 26 สัปดาห์จะมีการซื้อขายหนึ่งครั้งในแต่ละสัปดาห์ T-Bills อายุ 52 สัปดาห์จะมีขายทุกๆ 4 สัปดาห์ และการขายทุกครั้งจะต้องมีการประมูล การเสนอขายมี 2 วิธี คือ แบบแข่งขันเรื่องราคา (Competitive Basis) และการแข่งขันแบบใช้ราคาเฉลี่ยของการประมูล (Noncompetitive Basis) แบบการแข่งขันเรื่องราคาร้านนักลงทุนจะเสนอราคาที่ต้องการจ่ายซึ่งจะถูกเปลี่ยนเป็นอัตราดอกเบี้ยภายหลังเมื่อการประมูลนี้สำเร็จ ตัวอย่างเช่น ผู้ลงทุนเสนอซื้อ T-Bills อายุ 13 สัปดาห์ที่ราคา 98.512 ถ้าเขาประมูลได้จะต้องจ่ายเงิน 9,851.20 เหรียญสหรัฐ สำหรับ T-Bills ที่มีราคาพาร์ 10,000 เหรียญสหรัฐ ดังนั้นการลงทุน 9,851.20 เหรียญสหรัฐในครั้งนี้จะได้ผลตอบแทนเท่ากับ 10,000 เหรียญสหรัฐเมื่อถึงจนครบอายุ 13 สัปดาห์ต่อมา

แบบการใช้ราคาเฉลี่ยเสนอซื้อ (Noncompetitive Basis) นักลงทุนยินดีที่จะจ่ายในราคาเฉลี่ยของการเสนอซื้อที่ประมูลได้ทั้งหมด และเป็นที่ยอมรับของกระทรวงการคลัง

ก่อนที่จะมีการประมูลในแต่ละครั้งกระทรวงการคลังจะประกาศมูลค่าราคาพาร์รวมและอายุของ T-Bills ที่จะมีการออกขาย ณ.เวลาที่มีการประมูลกระทรวงการคลังจะรวบรวมราคาเสนอซื้อที่ประมูลได้เป็นข้อมูลสำหรับการเสนอซื้อโดยใช้ราคาเฉลี่ย ตัวอย่างเช่น ถ้ามี T-Bills อายุ 13 สัปดาห์จำนวน 6,000 ล้านเหรียญสหรัฐจะเสนอขาย ในจำนวนนี้ 2,000 ล้านเหรียญสหรัฐ จะเป็นส่วนของการเสนอซื้อโดยใช้ราคาเฉลี่ย และอีก 4,000 ล้านเหรียญสหรัฐจะใช้วิธีแข่งขันเสนอราคา โดยกระทรวงการคลังจะรับราคาเสนอซื้อที่สูงที่สุดและราคาเฉลี่ยของการประมูลวิธีนี้จะเป็นราคาที่ผู้เสนอซื้อวิธีใช้ราคาเฉลี่ยต้องจ่าย

ในทุกวันอังคารหนังสือพิมพ์ Wall Street Journal จะตีพิมพ์ผลของการประมูลที่เกิดขึ้น ก่อนหน้านี้ ตารางที่ 4.4 แสดงผลของการประมูล ณ วันที่ 13 ธันวาคม 1993

ตารางที่ 4.4 ผลของการประมูล ณ วันที่ 13 ธันวาคม 1993

Here are the detail of yesterday's auction by the Treasury of 13- week and 26- week bills:

Rates are determined by the difference between the purchase price and face value. Thus, higher bidding narrows the investor's return while lower bidding widens it. The percentage rate are calculated on a 360-day year, while the coupon equivalent yield is based on 365-day year.

	13 -week	26 -week
Applications	55,775,696,000	48,878,949,000
Accepted bids	13,073,996,000	13,080,408,000
Accepted at low price	22%	76%
Accepted noncomet'ly	1,118,192,000	861,519,000
Average price (Rate)	99.227(3.06%)	98.352(3.26%)
High price (Rate)	99.299(3.05%)	98.362(3.34%)
Low price(Rate)	99.227(3.06%)	98.352(3.26%)
Coupon equivalent	3.12%	3.36%
CUSIP number	912794J54	91294L28

Both Issues are date Dec.16 The 13-week bills mature March 17, 1994, and the 26-week bills mature June 16, 1994.

Source: Wall Street Journal 14 Dec, 1993

ประชาชนหรือนักลงทุนทั่วไปสามารถซื้อ T-Bills ได้จากสาขาของธนาคารกลาง (Federal Reserve Bank) ทั้ง 12 แห่งหรือซื้อผ่านธนาคารหรือโบรกเกอร์ ตัวแทนขายหลักทรัพย์ของรัฐบาลจะทำหน้าที่เป็นตลาดรอง (Secondary Market) ซื้อขาย T-Bills ในเวลาที่ครบอายุไถ่ถอน โดยเฉพาะผู้ซื้อผ่านธนาคารหรือตัวแทนขายหลักทรัพย์ของรัฐบาลซึ่งจะเสนอราคาแบบการคิดส่วนลดธนาคาร (Bank Discount Basis) ในหนังสือพิมพ์ธุรกิจ ในการเปลี่ยนราคาเป็นดอลลาร์นั้นนักลงทุนจะต้องคำนวณอัตราส่วนลดธนาคาร เช่น T-Bills ที่มีอายุเหลืออีก 120 วันจะครบอายุไถ่ถอนอาจจะเสนอซื้อที่ 7.48% และเสนอขายที่ 7.19% อัตราส่วนลดจะถูกคิดเป็นเปอร์เซ็นต์ส่วนลดที่แท้จริงคือ คูณด้วย $120/360$ (การคำนวณใช้ 360 วันเท่ากับ 1 ปี) ดังนั้น 7.48% เสนอซื้อจะเท่ากับ 2.493% ($7.48\% \times 120/360$) ซึ่งหมายถึงดีลเลอร์จะเสนอซื้อ 97.507% ($100\% - 2.493\%$) ของราคาพาร์หรือเท่ากับว่าดีลเลอร์ต้องการจะจ่ายเงิน 9,750.70 เหรียญสหรัฐสำหรับ T-Bills ราคาพาร์ 10,000 เหรียญสหรัฐ

ด้วยวิธีการเดียวกันนี้นำมาคำนวณราคาที่ดีลเลอร์ต้องการเสนอขายเป็นเปอร์เซ็นต์คิดลดที่ 2.397% ($100\% - (7.19\% \times 120/360)$) และราคาที่ดีลเลอร์จะขายหรือ 9,760.30 ($10,000 \times (100\% - 2.397\%)$) ราคาที่แตกต่างกันของราคาเสนอซื้อและขายคือ 9.60 ($9,760.30 - 9,750.70$) เรียกว่า Dealer's Spread ซึ่งเป็นส่วนที่ดีลเลอร์คิดเป็นค่าใช้จ่ายของการเก็บรักษา T-Bills ความเสี่ยงต่างๆ และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน

นอกจากนี้ราคาส่วนลดเสนอซื้อและขาย Wall Street Journal และสื่ออื่นๆ ได้นำเสนอผลตอบแทนเปรียบเทียบ (Equivalent Yield) ที่คิดจากราคาเสนอขาย ตัวอย่างเช่น Equivalent Yield จะถูกคำนวณเป็นจำนวนเงินส่วนลด 239.70 เหรียญสหรัฐ ($10,000 - 9,760.30$) และนำมาคิดเป็นผลตอบแทนจากการขายโดยหารด้วยราคาซื้อเท่ากับ 2.455% ($239.70 / 9,760.30$) และเปลี่ยนเป็น Equivalent Yield โดยการคิดเป็นปี (ใช้ 365 วันเป็น 1 ปี) ในกรณีนี้คือ 7.47% ($2.455\% \times 365/120$) (Richard, 1992)

ตราสารทางการเงินระยะกลาง (U.S. Treasury Notes)

T-Notes จะเสนอขายโดยมีอายุครบกำหนดจาก 1 - 10 ปี และจะจ่าย Coupon ปีละ 2 ครั้ง ช่วงก่อนปี 1983 ระบบการซื้อขายจะทำแบบ Bear Form ซึ่งจะมี Coupon ให้กับผู้ถือ T-Notes เพียงแต่นำไปรับเงิน Coupon ในวันและจำนวนที่ระบุ ในปี 1983 กระทรวงการคลังได้หยุดการออก T-Notes ระบบนี้และเปลี่ยนมาเป็นระบบ Registered Form ซึ่งผู้ถือ T-Notes ในปัจจุบันจะถูกลงทะเบียนที่กระทรวงการคลังซึ่งจะส่งเงิน Coupon ไปให้ผู้ถือทุกครั้งที่ครบกำหนดและเงินราคาพาร์

เมื่อครบกำหนดไถ่ถอน เมื่อ T-Notes ที่ลงทะเบียนแล้วมีการขายต่อให้ผู้ซื้อคนใหม่จะต้องมีการเปลี่ยนชื่อและที่อยู่ใหม่แทนผู้ถือเก่ากับกระทรวงการคลัง

T-Notes จะเสนอขายเป็นจำนวนเงินต่อครั้ง 1,000 เหรียญสหรัฐหรือมากกว่า ราคา Coupon จะถูกตั้งไว้เพื่อที่จะให้ T-Notes มีราคาเริ่มต้นขายใกล้เคียงกับราคาพาร์ การประมูลทุกครั้งจะมีทั้งแบบแข่งขันเรื่องราคา (Competitive Bids) และแบบการใช้ค่าเฉลี่ยราคา (Non-competitive Bids)

T-Notes ที่ขายในตลาดรองจะดำเนินการโดยคิลเลอร์ของรัฐบาล ตารางที่ 4.3 Wall Street Journal แสดงให้เห็นถึงราคาที่มีการประมูลเมื่อวันที่ 13 ธันวาคม 1993

Rate	Mat.Date	Bid	Asked	Chg.	Ask Yield
77/8	Nov 99n	112:27	112:29	- 8	5.31

จากราคาเสนอซื้อขายแสดงให้เห็นว่า T-Notes(n) หมดยุคในเดือนพฤศจิกายน 1999 มีราคา Coupon เท่ากับ 77/8% จะสามารถขายให้คิลเลอร์ในราคา 112 27/32% ของราคาพาร์ซึ่งเท่ากับ 1,128.4375 ต่อราคาพาร์ 1,000 เหรียญสหรัฐ หรือสามารถซื้อจากคิลเลอร์ 112 29/32% ของราคาพาร์ซึ่งเท่ากับ 1,129.0625 จากราคาพาร์ 1,000 เหรียญสหรัฐ ดังนั้น Dealer's Spread เท่ากับ 0.625 เหรียญสหรัฐ (1,129.0625 - 1,128.4375) ณ วันที่ 13 ธันวาคม 1993 ราคาเสนอซื้อได้ลดลง 8/32 จากราคาเสนอซื้อเมื่อวันก่อนมีผลทำให้เปลี่ยนแปลงลดลง -8 (จำนวนที่ถูกระบุเป็นส่วน 32 เพราะว่าเป็นวิธีดั้งเดิม) และผลตอบแทนเมื่อถือจนครบอายุ (Effective Yield-to-Maturity) โดยคิดจากราคาขายเท่ากับ 5.31% ต่อปี

ในทางปฏิบัติสถานการณ์ที่เกิดขึ้นกับผู้ซื้อและผู้ขายมีความซับซ้อนมากกว่านี้ ผู้ซื้อจะคาดการณ์ว่าจะต้องจ่ายคิลเลอร์ทั้งราคา (1,129.0625 เหรียญสหรัฐ) และดอกเบี้ยค้างรับ (Accrued Interest) ตัวอย่างเช่น ถ้าเวลาผ่านไป 122 วันหลังจากมีการจ่ายเงิน Coupon ครั้งสุดท้ายแล้วยังเหลือเวลาอีก 61 วัน คิดเป็น 2 ใน 3 หรือ (122/122+61) ของเวลาจ่าย Coupon ปีละ 2 ครั้ง จะมีดอกเบี้ยค้างรับเท่ากับ 26.25 เหรียญสหรัฐ ($2/3 \times 1/2 \times \$78.75 = \26.25) ซึ่งเมื่อรวมกับราคาแล้วจะเท่ากับ 1,155.3125 เหรียญสหรัฐ ในขณะที่เวลานักลงทุนที่ต้องการขาย T-Notes ให้คิลเลอร์ คิลเลอร์จะต้องจ่ายเงินให้นักลงทุนเท่ากับราคาที่จะซื้อบวกกับดอกเบี้ยค้างรับ กรณีนี้เท่ากับ 1,154.6875 เหรียญสหรัฐ ซึ่งวิธีการนี้เป็นวิธีการที่ใช้ทั่วไปสำหรับตราสารหนี้ของรัฐบาลและบริษัทเอกชน

ตราสารทางการเงินระยะยาว (U.S. Treasury Bonds)

T-Bonds คือพันธบัตรที่มีอายุมากกว่า 10 ปี สำหรับพันธบัตรที่ออกขายก่อนปี 1983 จะใช้ระบบ Bearer Form และ Registered Form แต่หลังจากนั้นจะใช้แต่ระบบ Registered Form การเสนอขาย T-Bonds จะมีตั้งแต่ 1,000 เหรียญสหรัฐขึ้นไป สิ่งที่แตกต่างกันจาก T-Notes คือ T-Bonds จะ

มี Call Provision ทำให้มีการขายได้ในช่วงเวลาที่กำหนดซึ่งปกติแล้วจะเริ่มที่ 5 - 10 ปีก่อนที่พันธบัตรจะครบอายุ และ ณ.วันที่ครบอายุ การที่มี Call Provision ทำให้กระทรวงการคลังมีสิทธิที่จะซื้อ T-Bonds กลับที่ราคาพาร์ได้ในทุกครั้งที่มีการจ่าย Coupon ในช่วงเวลา Call Provision ที่กำหนด

T-Bonds ที่มี Call Provision สามารถดูได้ในตารางที่ 4.3 โดยมีการระบุว่า T-Bonds มีช่วงเวลาที่กำหนดเมื่อไรซึ่งช่วงเวลาที่กำหนดนี้แสดงถึงช่วงเวลาที่มีการซื้อที่กำหนดได้ ตัวอย่างเช่น “ 77/8 of February 95-00 ” แสดงว่า T-Bonds มีอายุครบไถ่ถอนปี ค.ศ. 2000 แต่อาจจะมีการซื้อกลับก่อนกำหนดโดยเริ่มที่ปี 1995 77/8 แสดงว่าจะมีการจ่ายเงิน Coupon ในอัตรา 77/8 จำนวน 2 ครั้งต่อปีเหมือนกับ T-Notes

สำหรับ T-Bonds ที่มี Call นี้การคำนวณผลตอบแทนจนถึงวันครบกำหนดไถ่ถอน (Yield-to-Maturity) คิดจากราคาเสนอซื้อ ถ้าราคานี้มากกว่าราคาพาร์ การคำนวณ Yield-to-Maturity จะใช้สมมติฐานว่า T-Bonds จะถูกซื้อคืนในวันแรกที่มีการอนุญาตให้ใช้ Call ได้ นอกจากนี้ T-Bonds จะมีการกำหนดราคาเสนอซื้อและเสนอขายเหมือนกับ T-Notes

พันธบัตรเงินฝาก (U.S Saving Bonds)

พันธบัตร ชนิดนี้เป็นพันธบัตรที่ไม่ค่อยมีความคล่องตัวในการซื้อขายเปลี่ยนมือ (Non-marketable) จะเสนอขายให้ประชาชนทั่วไปและบริษัทหรือองค์กรที่ถูกเลือกไว้ ประชาชนแต่ละคนสามารถซื้อพันธบัตรชนิดนี้ได้ 1 ครั้งต่อปีและไม่สามารถซื้อได้เกินจำนวนที่กำหนด ซึ่งปัจจุบันเท่ากับ 5,000 เหรียญสหรัฐ พันธบัตรชนิดนี้มี 2 แบบ คือแบบ Series EE เป็นแบบคิดดอกเบี้ยอย่างเดียวคือจะไม่มีการจ่ายดอกเบี้ยหรือเงิน Coupon ก่อนครบกำหนดไถ่ถอน ระยะเวลาไถ่ถอนของพันธบัตรจะเปลี่ยนแล้วแต่ช่วงเวลาคือ พันธบัตรที่ออกในปี 1994 จะมีอายุ 18 ปี แต่จะถือได้อีก 12 ปี หรือแลกเปลี่ยนพันธบัตรอีกแบบคือ Series HH แบบ Series HH มีอายุ 20 ปีและจ่ายดอกเบี้ยปีละ 2 ครั้ง แต่สามารถไถ่ถอนในราคาพาร์ได้ตลอดเวลา พันธบัตรทั้งสองแบบจะต้องมีการจดทะเบียน

แบบ Series HH จำหน่ายในราคาพาร์ค่อนข้างถูก ถูกที่สุดประมาณ 150 เหรียญสหรัฐและสามารถซื้อได้ที่ธนาคารและสถาบันการเงินอื่นๆ บางบริษัทยังรวมพันธบัตรแบบนี้ไว้ในแผนเงินสะสมของพนักงาน พันธบัตร Series HH จะได้มาโดยการแลกกับ Series EE เท่านั้นคือต้องซื้อพันธบัตร Series EE และถือมาเป็นเวลาอย่างต่ำ 6 เดือนจึงจะแลกได้ที่กระทรวงการคลังหรือสาขาของธนาคารกลางทั้ง 12 แห่งเท่านั้น

แบบ Series EE จะใช้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวโดยมีอัตราดอกเบี้ยขั้นต่ำเรียกว่า อัตราดอกเบี้ยรับประกัน (Guaranteed Rate) อัตราดอกเบี้ยลอยตัวนี้จะเปลี่ยนแปลงทุกๆ 6 เดือน ในทุกวันที่ 1 พฤษภาคมและ 1 พฤศจิกายน และจะใช้อัตราขึ้นไปอีก 6 เดือน อัตรานี้จะถูกกำหนดขึ้นจากการ

คิดอัตราที่เกิดขึ้นเมื่อ 6 เดือนที่แล้วของ 85% ของผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดจาก T-Bonds และ T-Notes ที่มีอายุ 5 ปีจึงจะครบกำหนดไถ่ถอน ถ้าพันธบัตรนี้ถือมานานเท่ากับหรือมากกว่า 5 ปี ราคาเมื่อไถ่ถอนจะคิดจากอัตราดอกเบี้ยลอยตัวที่ใช้ในขณะนั้นหรืออัตราดอกเบี้ยรับประกันแล้วแต่ว่าอัตราไหนจะมากกว่ากัน ถ้าพันธบัตรนี้ถือน้อยกว่า 5 ปีการคิดราคาจะใช้อัตราดอกเบี้ยรับประกัน ในปี 1994 อัตราดอกเบี้ยรับประกันเท่ากับ 4% และพันธบัตร Series HH ที่ออกในปี 1994 ให้อัตราดอกเบี้ยคงที่ที่ 4%ต่อปี

พันธบัตร Series EE จะไม่เหมือนกับพันธบัตรอื่นๆคือ จะไม่ต้องเสียภาษีจากดอกเบี้ยที่ได้ในทุกครึ่งปี แต่จะเสียเมื่อพันธบัตรนี้มีการไถ่ถอนเท่านั้น โดยจะเสียเฉพาะภาษีรายได้ของรัฐบาล (Federal Income Tax) ไม่ต้องเสียภาษีรายได้ของรัฐ (State Income Tax) และภาษีรายได้ท้องถิ่น (Local Income Tax) ดังนั้นเมื่อลงทุน 15,000 เหรียญสหรัฐและได้รับผลตอบแทนคืนมา 30,000 เหรียญสหรัฐใน 12 ปีต่อมา การเสียภาษีจะเสียเมื่อสิ้นปีที่ 12 เท่านั้น นอกจากนี้ถ้าพันธบัตร Series EE นี้ถูกนำไปแลกเปลี่ยนเป็นพันธบัตร Series HH ภาษีจำนวนนี้จะสามารถเลื่อนการเสียภาษีออกไปได้อีกจนกระทั่งพันธบัตร Series HH จะไถ่ถอน แต่อย่างไรก็ตามดอกเบี้ยของพันธบัตร Series HH จะต้องจ่ายภาษีรายได้รัฐบาลทุกปีดังนั้นภาษีจากเงิน 30,000 เหรียญสหรัฐที่เลื่อนมาเมื่อเปลี่ยนเป็นพันธบัตร Series HH จะต้องจ่ายภาษีรายปีจำนวน 1,800 เหรียญสหรัฐ ($6\% \times \$30,000$) ในทันที

เงื่อนไขของพันธบัตรเงินออมนี้ได้เปลี่ยนแปลงไปตามกาลเวลา ในบางครั้งการเพิ่มเงื่อนไขทำให้ผู้ถือในขณะนั้น แต่อย่างไรก็ตามเงื่อนไขของพันธบัตรชนิดนี้มีความน่าสนใจน้อยเพราะว่าไม่ค่อยเป็นที่รู้จักหรือการกระจายของพันธบัตรมีน้อยกว่าแบบอื่นๆที่มีคุณสมบัติเหมือนกัน และเมื่อเงื่อนไขน่าสนใจน้อยประชาชนที่ซื้อส่วนใหญ่จึงเป็นพวกที่ ชาตินิยมมากกว่าพวกที่ชอบผลตอบแทนสูง

พันธบัตรที่ไม่จ่ายผลตอบแทน (Zero Coupon Treasury Security Receipt)

T-Notes หรือ T-Bonds ที่ไม่สามารถขายได้ก่อนกำหนด (Non-callable) เป็น Portfolio ของพันธบัตรที่คิดส่วนลด (Pure-discount Coupon) หรือเหมือนกับ Portfolio ของพันธบัตรที่ไม่จ่ายเงิน Coupon (Zero Coupon Bonds) นั่นคือทุกๆเงิน Coupon ที่จ่ายหรือเงินต้นที่จ่ายสามารถมองได้เหมือนกับเป็นพันธบัตร 1 ใบนักลงทุนที่ถือพันธบัตรจึงเหมือนกับถือแต่ละพันธบัตรที่คิดส่วนลด ในปี 1982 หลายโบรกเกอร์ได้แยกส่วนของพันธบัตรเหล่านี้และเรียกว่า Coupon Stripping

วิธีนี้ T-Bonds จะถูกซื้อและนำมาวางเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันกับ Custodian ของธนาคาร หลังจากนั้นจะทำการออกใบเสร็จ (Receipts) โดย 1 ใบจะแทน Coupon ในแต่ละช่วงเวลา เช่น ใน

วันที่ 15 กรกฎาคม 2001 อาจจะมีผู้ถือใบเสร็จนำมารับเงิน 1,000 เหรียญสหรัฐเท่านั้นจะรับวันอื่นไม่ได้ เงินจำนวนนี้จะเท่ากับที่ระบุไว้ในเงิน Coupon จากพันธบัตรที่นำไปเป็นหลักทรัพย์

นอกจากทำการออกใบเสร็จแทนเงิน Coupon แล้วยังออกใบเสร็จแทนเงินต้นที่คืน ณ วันครบกำหนดไถ่ถอน ดังนั้นผู้ที่ถือใบเสร็จนี้จะมีสิทธิในเงินต้น

ในปี 1985 กระทรวงการคลังได้นำระบบที่เรียกว่า STRIPS (Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities) มาใช้เพื่อกระตุ้นตลาดพันธบัตรนี้ โดยผู้ซื้อพันธบัตรรับเงิน Coupon เป็นจำนวนกี่ครั้งแล้วแต่กำหนด เงิน Coupon งวดที่เหลือจะนำไปขายในตลาดนี้

ราคาตลาดโดยปกติของพันธบัตรแบบ STRIPS นี้ซึ่งราคาจะแสดงเป็นเปอร์เซ็นต์ของมูลค่าไถ่ถอน ยิ่งนักลงทุนถือพันธบัตรนานก่อนจะครบกำหนดไถ่ถอนมากเท่าไร ราคาของพันธบัตรจะยิ่งต่ำ

กรมสรรพากรของสหรัฐ (Internal Revenue Service, IRS) กำหนดให้พันธบัตรชนิดนี้ต้องเสียภาษีทุกปีจากดอกเบี้ยที่ได้รับ ซึ่งเรียกพันธบัตรที่เสียภาษีแบบนี้ว่า Original Issue Discount Securities (Arthur and Oded, 1989) ตัวอย่างเช่น STRIPS ที่จะครบกำหนดไถ่ถอนในอีก 2 ปี ราคา 1,000 เหรียญสหรัฐ ซึ่งสามารถซื้อได้ในปัจจุบันราคา 900 เหรียญสหรัฐ เท่ากับว่านักลงทุนจะได้รับดอกเบี้ย 100 เหรียญสหรัฐภายในเวลา 2 ปีเมื่อครบกำหนดไถ่ถอน แต่ IRS ระบุว่านักลงทุนจะต้องเสียภาษีจากเงิน 100 เหรียญสหรัฐทุกปี การคำนวณภาษีที่จะต้องเสียจะใช้วิธีอัตราดอกเบี้ยคงที่ (Constant Interest Method) ที่แสดงถึงอัตราดอกเบี้ยรับที่แท้จริง ดังนั้นนักลงทุนจะไม่สามารถแจ้งรายได้จากดอกเบี้ย 50 เหรียญสหรัฐต่อปีได้ ดังนั้นจึงต้องคิดผลตอบแทนซึ่งในกรณีนี้เท่ากับ 5.4% หรือ $((1000/900)^{1/2} - 1)$ ซึ่งค่าโดยนัยที่ต้องคิดภาษีของ STRIPS เมื่อสิ้นปีที่หนึ่งเท่ากับ 948.60 หรือ (900×1.054) ดังนั้นรายได้จากดอกเบี้ยคือ 48.60 หรือ $(948.6 - 900)$ รายได้จากดอกเบี้ยปีที่สองเมื่อถึงจนครบกำหนดไถ่ถอนเท่ากับ 51.4 หรือ $(1,000 - 948.6)$ ดังนั้นนักลงทุนจะต้องมีกระแสเงินสดจ่ายไม่เพียงแต่ตอนซื้อเท่านั้น ยังมีรายจ่ายทุกปีจนกว่าจะครบกำหนดไถ่ถอน และจะมีเพียงขณะครบอายุไถ่ถอนเท่านั้นที่จะมีกระแสเงินสดรับ เนื่องจากสาเหตุนี้ทำให้พันธบัตร STRIPS นี้ได้รับความสนใจในกลุ่มนักลงทุนที่ได้รับการยกเว้นภาษี และนักลงทุนที่อยู่ในช่วงอัตราภาษีที่ต่ำ (Low Tax Brackets) เช่นบางคนซื้อพันธบัตรนี้เพื่อการลงทุนแต่ถือไว้ในชื่อบุตร

2. หลักทรัพย์รัฐบาลกลาง (Federal Agency Securities)

ถึงแม้ว่ารัฐบาลกลางสหรัฐจะระดมทุนหลายวิธีโดยตรงผ่านทางภาษี และการออกตราสารหนี้โดยกระทรวงการคลัง แต่เงินจำนวนมากถูกระดมทุนโดยวิธีอื่น ในบางสถานการณ์หลาย

กระทรวงจะสนับสนุนอยู่เบื้องหลังการออกหลักทรัพย์ของหลายๆรัฐวิสาหกิจทั้งที่เปิดเผยและไม่เปิดเผย หรือในบางครั้งรัฐบาลกลางจะรับประกันการจ่ายเงินต้นและเงิน Coupon ของพันธบัตรที่ออกโดยองค์กรเอกชน อย่างไรก็ตามการกระทำทั้ง 2 กรณีนี้จะถูกจำกัดขอบเขตของการรับประกันแบบนี้ให้อยู่ในกรอบของกฎหมาย พันธบัตรหลายชนิดที่มีรัฐสนับสนุนอยู่จะมีความน่าเชื่อถือมาก และ จะเป็นรองก็เพียงแต่หนี้ที่ก่อขึ้นโดยรัฐบาลสหรัฐเอง

พันธบัตรรัฐบาลกลาง (Bonds of Federal Agencies)

พันธบัตรจะถูกเสนอขายโดยตัวแทนของรัฐบาลกลาง ซึ่งจะให้เงินทุนเพื่อสนับสนุนกิจกรรมเหล่านี้ เช่น เกี่ยวกับบ้านจะให้เงินกู้โดยตรงหรือให้เงินกู้เพื่อที่จะซื้อหนี้จ่านองที่มีอยู่แล้ว กิจกรรมนำเข้าและส่งออกจะให้เงินกู้ รับประกันเครดิต และรับประกันภัย หลายพันธบัตรรัฐจะรับประกันเต็มที่โดยใช้เครดิตของรัฐบาลสหรัฐแต่ในขณะเดียวกันหลายพันธบัตรไม่ได้รับประกัน

พันธบัตรที่รัฐบาลมีส่วนสนับสนุน (Bonds of Federally Sponsored Agencies)

สถาบันที่รัฐบาลมีส่วนสนับสนุน (Federally Sponsored Agencies) คือสถาบันหรือหน่วยงานที่บริหารเป็นเอกเทศที่ออกพันธบัตรและนำเงินมาปล่อยกู้ให้เฉพาะที่กำหนด เช่น เกษตรกร ผู้ต้องการมีบ้านและอื่นๆ กระบวนการโดยทั่วไปเริ่มต้นด้วยการออกพันธบัตรของธนาคารของรัฐบาล เพื่อที่จะซื้อพันธบัตรหรือตราสารหนี้ที่ออกโดยองค์กร เอกชนที่ปล่อยกู้ อีกทอดหนึ่ง เงินทุนเริ่มต้นของธนาคารรัฐบาลนี้บางส่วนอาจจะมาจากรัฐบาลแต่เงินทุนส่วนใหญ่จะนำมาจากพันธบัตรที่ออกโดยธนาคารนี้

ถึงแม้ว่าหนี้ ของหน่วยงานเหล่านี้ปกติจะไม่รับประกันโดยรัฐบาลกลาง แต่การควบคุมของรัฐบาลจะทำให้เกิดความมั่นใจว่าทุก หนี้ที่ก่อขึ้นจะมีหลักทรัพย์ที่ดีเป็นหลักประกัน นอกจากนี้โดยทั่วไปจะมีการเข้าใจเป็นนัยว่ารัฐบาลจะเข้าช่วยเหลือ ไม่ทางใดทางหนึ่ง ถ้าจะมีหนี้เสียจากหนี้เหล่านี้ สถาบันที่รัฐสนับสนุน The Federal Home Loan Banks ให้สินเชื่อแก่สถาบันเพื่อการออม เช่น Saving and Loan Association The Federal National Mortgage Association (FNMA หรือ Fannie Mae) ซื้อและขายสินเชื่อที่เกี่ยวกับอสังหาริมทรัพย์ ไม่เพียงแต่สินเชื่อที่รับประกันโดย Federal Housing Administration หรือ Veterans Administration ยังมีสินเชื่อที่มีหลักประกันทั่วไปที่ไม่มีการรับประกันด้วย The Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) ทำเฉพาะสินเชื่อเคหะทั่วไป The Student Loan Marketing Association (Sallie Mae) ซื้อสินเชื่อที่ให้กับนักเรียนมีรัฐบาลรับประกันจากผู้ให้กู้อื่นๆ เช่น ธนาคาร และอาจจะให้สินเชื่อแก่นักเรียนโดยตรงในบางโอกาส The Firm Credit Bank ให้สินเชื่อกับเกษตรกรหรือองค์กรและสหกรณ์การเกษตร

The Farm Credit Financial Assistant Corporation ตั้งขึ้นในปี 1987 เพื่อช่วยระบบของ The Farm Credit Bank The Financing Corporation ตั้งขึ้นในปี 1987 เพื่อเพิ่มทุนให้กับ Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC) The Resolution Funding Corporation ตั้งขึ้นในปี 1989 เพื่อช่วยฟื้นฟูสถานการณ์ของสถาบันการออมและการลงทุนไม่ให้ล้มละลาย

ใบรับรองแสดงความเป็นเจ้าของทรัพย์สินโดยรัฐบาล (Participation Certificates)

Participation Certificates จะออกโดยรัฐบาลเพื่อสนับสนุนสินเชื่อสำหรับการซื้อบ้าน กลุ่มของทรัพย์สินจะถูกรวมไว้ด้วยกันและจะออกใบรับรอง (Certificate) แสดงความเป็นเจ้าของของทรัพย์สินเหล่านี้ ผู้ถือใบรับรองจะได้รับดอกเบี้ยและเงินต้นคืนหลังจากหักค่าบริการออก ใบรับรองที่มีบทบาทมากที่สุดออกโดย Government National Mortgage Association (GNMA หรือ Ginnie Mae) ซึ่งมีชื่อเรียกอีกอย่างหนึ่งว่า GNMA Modified Pass-Through Securities ซึ่งจะรับประกันโดย GNMA และสนับสนุนอย่างเต็มที่ด้วยเครดิตของรัฐบาลสหรัฐ

ตราสารหนี้ที่ผ่านการรับประกันโดย GNMA จะทำโดยองค์กรเอกชน เช่น Savings and Loans และธนาคารเพื่อการเคหะ ที่จะรวมสินเชื่อที่มีวันครบกำหนดใกล้เคียงกันและอัตราดอกเบี้ยใกล้เคียงกัน ทุกสินเชื่อในนี้จะรับประกันโดย Federal Housing Administration หรือ Veterans Administration ซึ่งทำให้ปราศจากหนี้เสียและจำนวนเงินรวมกันไม่ต่ำกว่าหนึ่งล้านเหรียญสหรัฐ หลังจากสินเชื่อเหล่านี้ถูกรวบรวมเข้าเป็นกลุ่มเดียวกันจะนำเสนอให้ GNMA รับประกัน โดยปกติแล้วแต่ละตราสารจะมีเงินต้น 25,000 เหรียญสหรัฐ เมื่อได้รับประกันแล้วตราสารหนี้เหล่านี้จะถูกขายให้กับสาธารณะชนผ่านโบรกเกอร์ อัตราดอกเบี้ยจะต่ำกว่าสินเชื่ออื่นๆ 0.50% โดย GNMA จะได้รับ 0.10% ส่วนผู้ออกตราสารหนี้จะได้รับ 0.40%

สิ่งที่แตกต่างจากพันธบัตรอื่นๆคือ ตราสารหนี้ที่ผ่านการรับรองของ GNMA จะจ่ายเงินทุกๆเดือนแก่นักลงทุน ซึ่งจำนวนเงินเป็นสัดส่วนกันกับเงินต้นและดอกเบี้ยจากสินเชื่อในกลุ่ม ตราสารนั้น ตัวอย่างเช่น ผู้ถือ Certificate ของตราสารหนี้ 25,000 เหรียญสหรัฐจากกลุ่มเงินลงทุน 1,000,000 เหรียญสหรัฐจะเหมือนกับได้เป็นเจ้าของ 2.5% ของทุกสินเชื่อในกลุ่มนี้ ทุกเดือนที่ผู้กู้สินเชื่อเคหะจ่ายเงินคืนจะประกอบด้วยเงินต้นและดอกเบี้ย ในขณะที่เดียวกันทุกเดือนผู้ลงทุนในพันธบัตรจะได้รับ 2.5% ของจำนวนเงินรวมที่จ่ายโดยผู้กู้ สินเชื่อเหล่านี้จะไม่มีหนี้เสียเพราะได้ผ่านกระบวนการรับรองแล้ว ถ้าผู้กู้สินเชื่อเคหะจ่ายเงินช้า GNMA จะใช้เงินที่มีอยู่หรือกู้เงินจากกระทรวงการคลัง เพื่อให้ความมั่นใจกับผู้ลงทุนว่าจะได้รับเงินตามปกติ

อย่างไรก็ตามจะมีความเสี่ยงอย่างหนึ่งกับนักลงทุนคือ Prepayment Risk ที่เกิดขึ้นเมื่อผู้กู้สินเชื่อเคหะได้รับอนุญาตให้จ่ายเงินก่อนที่จะครบกำหนด ซึ่งหมายความว่าปกติตราสารที่ผ่านการ

พิจารณาเหล่านี้จะมีอายุเงินกู้ยาวนาน 30 ปี แต่ในความเป็นจริงอาจจะมีระยะเวลาสั้นกว่านี้ ทำให้เกิดความเสียหายแก่นักลงทุนถ้าเขาซื้อตราสารหนี้ที่มีอยู่ในราคาแพงกว่าราคาพาร์ กรณีนี้เกิดขึ้นเมื่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดลดลงหลังจากตราสารหนี้ขายออกไปแล้ว ซึ่งเมื่อผู้กู้ซื้อบ้านจ่ายหนี้ทั้งหมดก่อนครบกำหนดทำให้ นักลงทุนได้รับมูลค่าราคาพาร์กลับหลังจาก จ่ายในมูลค่าสูงกว่าราคาพาร์จึงทำให้นักลงทุนผู้นั้นขาดทุน

ตัวอย่างเช่นตราสารที่ผ่านการพิจารณาจำนวน 25,000 เหรียญสหรัฐได้รับอัตราดอกเบี้ย 12% สมมติว่าหลังจากนั้นอัตราดอกเบี้ยต่ำลงดังนั้นตราสารหนี้ใหม่จะมีอัตราดอกเบี้ย 10% ในขณะเดียวกันตราสารหนี้เดิมมีเงินต้นเหลือ 20,000 เหรียญสหรัฐแต่ผลจากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงทำให้ขายในราคาสูงกว่าราคาที่เหลือ (Premium) ที่ 22,000 เหรียญสหรัฐหรือหลังจากนั้นสมมติให้อัตราดอกเบี้ยตกลงอีกเป็น 8% ผู้ที่กู้ซื้อบ้านตกลงจะจ่ายเงินก่อนกำหนดเพื่อที่จะรีไฟแนนซ์ (Refinance) ไปกู้เงินที่อัตราดอกเบี้ย 8% ผลคือนักลงทุนที่ซื้อตราสารหนี้เดิมในราคา 22,000 เหรียญสหรัฐได้รับเงิน 20,000 เหรียญสหรัฐดังนั้นเขาจะขาดทุนอย่างรวดเร็วเป็นจำนวนเงิน 2,000 เหรียญสหรัฐ (Richard and James, 1993)

ตราสารหนี้ GNMA ได้รับความสนใจจากสาธารณะชนทำให้เกิดตราสารหนี้อื่นๆที่คล้ายๆกันเกิดขึ้น Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mae) หน่วยงานที่รัฐบาลสนับสนุนได้ออกพันธบัตรที่มีมูลค่ามากกว่า 100,000 เหรียญสหรัฐหรือมากกว่าโดยมีการออกไปรับรองว่าผ่านการรับประกันแล้ว อีกหลายธนาคารที่มีการออกไปรับรองและมีการรับประกันโดย บริษัท ประกันภัยหลายชนิดมีการรวบรวมชุดของกระแสเงินสดที่จ่ายโดยผู้กู้ซื้อบ้าน ดังนั้นนักลงทุนสามารถได้รับสิ่งอื่นนอกเหนือจากการคิดสัดส่วนจากนักลงทุนที่ดีอยู่ เช่น Collateralized Mortgage Obligation (CMOs) Real Estate Mortgage Investment Conduits (REMICs) Interest-only Securities (IOs) Principal-only Securities (POs)

3. หลักทรัพย์ของรัฐและท้องถิ่น (State and Local Government Securities)

การสำรวจของรัฐบาลในปีค.ศ. 1992 พบว่ามีหน่วยงานของรัฐบาล 86,742 หน่วยงานนอกเหนือจากรัฐบาลกลางและหน่วยงานจำนวนมากที่กู้ยืมเงินผ่านพันธบัตรเทศบาล (Municipal Bonds) ตราสารที่ออกโดยรัฐบาลสหรัฐจะใช้ชื่อว่า รัฐบาล (Government) เท่านั้น ตาราง 4.5 แสดงการประเมินมูลค่าตราสารหนี้หลายๆแบบเมื่อสิ้นปีค.ศ. 1992

วิธีการออกตราสารหนี้โดยหน่วยงานของรัฐ (Issuing Agencies)

จุดมุ่งหมายของการออกตราสารหนี้ หลายรัฐจะออกตราสารหนี้เพื่อเป็นค่าใช้จ่ายในการลงทุนส่วนใหญ่ในเรื่องการสร้างถนน บ้าน และเพื่อการศึกษา แนวความคิดที่ออกตราสารหนี้เพื่อนำรายได้จากสาธารณูปโภคมาจ่ายคืนตราสารหนี้ ในบางกรณีมีการนำไปใช้โดยตรง เช่น ค่าผ่านทางอาจจะใช้เพื่อการสร้างสะพาน หรือบางกรณีอาจจะไม่จ่ายคืนโดยตรงทีเดียวเช่น ภาษีน้ำมันอาจจะนำมาใช้เพื่อสร้างถนนหลวง หรือไม่เกี่ยวข้องกันเลยเช่น ภาษีขายของรัฐหรือภาษีรายได้บุคคลธรรมดาอาจนำมาใช้เพื่อก่อสร้างอาคารใหม่ของรัฐบาล

ตารางที่ 4.5 แสดงการประเมินมูลค่าพันธบัตรรัฐบาลและท้องถิ่น

	State and Local Government Securities	
State Government		50
Local Government		
Country	3,043	
Municipal	19,296	
Township or Town	16,666	
School District	14,556	
Special District	33,131	
Total Local Government		
Units		86,692
Total Government Units		86,742

Source: Federal Reserve Bulletin, 1992, p.a43

หลายๆรัฐไม่สามารถถูกฟ้องถ้าทางรัฐไม่ยอม ดังนั้นผู้ถือพันธบัตรอาจจะไม่สามารถดำเนินการทางกฎหมาย เมื่อเกิดกรณีไม่สามารถจ่ายเงินคืนได้ ซึ่งหมายถึงพันธบัตรที่รัฐออกและขึ้นอยู่กับรายได้เฉพาะจากโครงการลงทุนอาจมีความเสี่ยงสูงมาก แต่อย่างไรก็ตามพันธบัตรที่รัฐให้เครดิตรับประกันเต็มที่จะถือว่าค่อนข้างปลอดภัย ถึงแม้ว่าผู้ถือพันธบัตรจะไม่สามารถฟ้องร้องได้ เพราะเป็นการคาดการณ์ว่าสมาชิกสภาของรัฐจะทำทุกวิธีทางเพื่อจะให้พันธบัตรจ่ายเงินตรงต่อเวลา

รัฐบาลส่วนท้องถิ่น (Local Government) ไม่เหมือนรัฐบาล (State Government) ตรงที่สามารถถูกฟ้องร้องได้เพื่อให้ผู้ถือพันธบัตรได้รับเงินที่ต้องจ่ายคืน ในหลายๆกรณีรายได้จากโครงการอย่างเดียวอาจใช้เพื่อจ่ายคืน เช่น มีค่าผ่านทางเพื่อสร้างทางหลวง ในหลายๆกรณีการเก็บเงินจากภาษีบางชนิดเอามาใช้เพื่อจ่ายคืนถึงแม้ว่าจะมีข้อจำกัด

หลายๆรัฐบาลท้องถิ่นไม่สามารถจ่ายคืนหนี้ได้ เช่น ในรัฐ Cleveland ในปี ค.ศ. 1978-1979 และรัฐอื่นๆ เช่น New York City ในปี ค.ศ. 1975 ได้เปลี่ยนโครงสร้างหนี้ใหม่โดยให้ใบรับรอง (Certificate) กับผู้ถือใหม่ด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลงหรือเลื่อนให้วันครบกำหนดไถ่ถอนยาวขึ้น เพื่อแลกเปลี่ยนกับใบรับรองที่มีอยู่ในปัจจุบัน

นอกจากเทศบาล โรงเรียนหรือหน่วยงานท้องถิ่นอาจต้องการเงินเพื่อดำเนินการต่างๆ เช่น สนามบิน ท่าเรือ ทั้งหมดนี้จะต้องผ่าน State Charter ซึ่งสามารถให้อำนาจการผูกขาดหรือสิทธิในการเก็บภาษีเฉพาะอย่าง อย่างไรก็ตามจะมีการกำหนดราคาที่จะเก็บได้ อัตราภาษี และมูลค่าตราสารหนี้ที่จะออก

แหล่งที่มาของเงินรัฐบาลท้องถิ่นมาจากภาษีโรงเรือน (Property Tax) เพราะว่าทรัพย์สินจะต้องถูกเก็บภาษีในหลายๆระดับจากหน่วยงานของรัฐบาล เช่น เมือง รัฐ โรงเรียน ท่าเรือ ความเสี่ยงของพันธบัตรที่ออกโดยหน่วยงานนี้จะขึ้นกับราคาของทรัพย์สินที่จะถูกคิดภาษี และมูลค่าของหนี้ที่ขึ้นกับหลักทรัพย์เดียวกัน

ชนิดของพันธบัตรเทศบาล (Types of Municipal Bonds)

ในปี ค.ศ. 1992 พันธบัตรเทศบาลที่ออกใหม่มีมูลค่าราคาพาร์ที่ 215.2 พันล้านเหรียญสหรัฐ ในจำนวนนี้ 78.6 พันล้านเหรียญสหรัฐเป็นพันธบัตรที่ผูกพันซ์ โดยทั่วไป (General Obligation Bonds, GOs) และ 136.6 พันล้านเหรียญสหรัฐเป็นพันธบัตรรายได้ (Revenue Bonds)

General Obligation Bonds เป็นพันธบัตรที่ใช้เครดิตและรับประกันเต็มที่ได้จากหน่วยงานที่ออกดังนั้นจึงมีอำนาจเต็มเกี่ยวกับภาษี หน่วยงานทุกแห่งมีอำนาจทางด้านภาษีที่ไม่จำกัด ถึงแม้ว่าหลายกรณีผู้ออกพันธบัตรจะตั้งข้อจำกัดภาษีที่จะจัดเก็บหรืออัตราภาษีหรือบางครั้งทำทั้งสองอย่างร่วมกัน

Revenue Bonds เป็นพันธบัตรที่การจ่ายเงินมาจากรายได้จากโครงการที่กำหนด หน่วยงานที่กำหนดหรือวิธจัดเก็บจากภาษีเฉพาะอย่าง ในหลายกรณีพันธบัตรนี้จะออกโดยหน่วยงานที่หวังว่าจะขายบริการ เพื่อจ่ายค่าใช้จ่ายและมีเหลือพอที่จะจ่ายคืนหนี้ที่ค้างอยู่ หน่วยงานประจำรัฐและหน่วยงานท้องถิ่นจะให้เพียงแต่อำนาจผูกขาดเท่านั้น แต่จะไม่มี การช่วยเหลือใดๆอีกกับผู้ออกพันธบัตร

หลายๆ Revenue Bonds ออกเพื่อระดมเงินทุนเป็นค่าใช้จ่ายในกิจการสาธารณูปโภคของรัฐ เช่น น้ำ ไฟฟ้า ก๊าซ นอกจากนี้ยังมีการระดมทุนให้กับรัฐวิสาหกิจ เช่น การขนส่งมวลชน Industrial Development Bonds (IDBs) เป็นพันธบัตรที่ออกเพื่อซื้อหรือก่อสร้างสิ่งต่างๆที่เกี่ยวกับอุตสาหกรรมเพื่อให้ผู้ในอัตราที่น่าพอใจกับบริษัทต่างๆ พันธบัตรนี้จะแหล่งเงินทุนราคาถูกให้กับธุรกิจที่อยู่ในบริเวณเดียวกับผู้ออกพันธบัตร

ถึงแม้ว่า การระดมเงินทุนของเทศบาลเกี่ยวข้องกับ การออกพันธบัตรระยะยาว แต่ได้มีการออกพันธบัตรระยะสั้นในกรณีที่ต้องการเงินทุนระยะสั้นมีหลายชนิด เช่น Tax Anticipation Note (TANs), Revenue Anticipation Note (RANs), Grant Anticipation Note (GANs) และ Tax and Revenue Anticipation Notes (TRANs) ซึ่งชื่อแต่ละชนิดแสดงแหล่งที่มาของเงินทุน ดังนั้นจึงสามารถแบ่งพันธบัตรเป็น General Obligation Securities และ Revenue Securities

เมื่อเร็วๆนี้หลายๆเทศบาลได้เริ่มออกพันธบัตรระยะสั้น 2 แบบขึ้นมา Tax-exempt Commercial Paper ซึ่งจะคล้ายกับ Corporate Commercial Paper โดยมีอัตราดอกเบี้ยคงที่และมีอายุไถ่ถอนโดยปกติ 270 วัน และ Variable-rate Demand Obligation ที่มีอัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนไปตามช่วงเวลา ซึ่งอาจจะเป็นทุกอาทิตย์ เช่นเดียวกับอัตราดอกเบี้ยตลาดอื่นๆที่เปลี่ยนไป นอกจากนี้ยังสามารถไถ่ถอนได้เมื่อต้องการภายในระยะเวลาที่กำหนด หลังจากประกาศที่ออกโดยผู้ออกพันธบัตร เช่น หลังจากวันที่ออกประกาศไปแล้ว 7 วัน

ข้อปฏิบัติทางด้านภาษี (Tax Treatment)

ด้วยความช่วยเหลือจากรัฐบาลกลางรายได้จากพันธบัตรรัฐ (State) และท้องถิ่น (Local) จะได้รับการยกเว้นภาษีรัฐบาลกลาง (Federal Taxation) และรายได้จากพันธบัตรกระทรวงการคลัง (Treasury) และหน่วยงานรัฐ (Agency) ยกเว้น FNMA จะได้รับการยกเว้นทั้งภาษีรัฐและท้องถิ่น วิธีการคิดภาษีแบบเดียวกันนี้จะนำไปใช้กับพันธบัตรที่ขายราคาคิดลด (Original Issue Discount Securities) ที่มีราคาเพิ่มขึ้นทั้งแบบระยะสั้นและระยะยาว

อย่างไรก็ตามจะมีวิธีการคิดภาษีที่แตกต่างกันไปกับพันธบัตรที่ได้รับเงิน Coupon และขายในราคาพาร์แต่หลังจากนั้นถูกขายลดราคาในตลาด ซึ่งเรียกพันธบัตรชนิดนี้ว่า Market Discount Bonds ซึ่งผู้ลงทุนจะมีรายได้ทั้งจาก Coupon และส่วนต่างระหว่างราคาซื้อที่ต่ำกว่าราคาพาร์ การคิดยกเว้นภาษีจะให้แต่เฉพาะส่วนเงิน Coupon เท่านั้น ส่วนต่างราคายกเว้นนั้นจะต้องจ่ายภาษีรายได้ ในกรณีที่ขายก่อนวันที่ 1 พฤษภาคม 1993 จะถือเป็นภาษีจากกำไร (Capital Gain)

อีกแง่มุมหนึ่งเกี่ยวกับภาษีของเทศบาลคือ ถ้านักลงทุนพักอาศัยอยู่ในรัฐที่ออกพันธบัตร เขาจะได้รับการยกเว้นภาษีไม่เพียงแต่ภาษีรัฐบาล (Federal Taxes) จากเงิน Coupon ยังรวมถึงภาษีของรัฐ (State Taxes) นอกจากนี้ถ้านักลงทุนอยู่อาศัยในเมืองที่เขาจ่ายภาษีรายได้ให้และซื้อพันธบัตรเทศบาลที่ออกโดยเมืองนั้น เขาจะได้รับการยกเว้นภาษีเมือง (City Taxes) ที่คิดกับเงิน Coupon นั้น ดังนั้นพลเมืองที่อยู่ใน New York City ที่ซื้อพันธบัตรเทศบาลที่ออกโดยเมืองนี้จะไม่ต้องจ่ายภาษีรัฐบาล (Federal) ประจำรัฐ (State) หรือเมือง (City) ของรายได้จากเงิน Coupon แต่ถ้าพลเมืองในเมืองนี้ซื้อพันธบัตรเทศบาลของ California เขาจะต้องเสียภาษีประจำรัฐ และประจำเมืองของ New York City ของรายได้ที่เกิดจากเงิน Coupon นี้ ถึงแม้ว่าอัตราภาษีรายได้ประจำรัฐและเมืองจะต่ำกว่าของรัฐบาลมาก แต่เมื่อมองจากรายได้หลังหักภาษีแล้วพันธบัตรที่ออกโดยท้องถิ่นจะได้เปรียบมากกว่า อย่างไรก็ตามความได้เปรียบนี้จะลดน้อยลงไปบ้างเมื่อคำนึงถึงผลของการขาดการกระจาย (Lack of Diversification)

การยกเว้นภาษีรัฐบาลจากดอกเบี้ยของพันธบัตรเทศบาลทำให้ได้รับความสนใจจากบุคคลที่ร่ำรวยและบริษัทเอกชน ซึ่งแสดงว่าพันธบัตรเทศบาลมีผลตอบแทน (Yield) ที่ต่ำมากเมื่อเทียบกับพันธบัตรอื่นๆที่ต้องเสียภาษี ผลคือทำให้ต้นทุนการระดมเงินต่ำ ซึ่งเป็นผลมาจากการให้ความช่วยเหลือจากรัฐบาล (Federal Subsidy) กับผู้ที่ยกพันธบัตร

หลายปีที่ผ่านมาการให้ความช่วยเหลือทางการเงิน (Subsidy) ช่วยสนับสนุนให้เกิดความคุ้มค่าและมีความกล้าในการออกพันธบัตร เช่น มหาวิทยาลัยเอกชนอาจจะออกพันธบัตรที่ยกเว้นภาษีเพื่อระดมเงินทุนมาปรับปรุงสิ่งต่างๆ บริษัทเอกชนอาจจะทำ เพื่อระดมเงินลงทุนทำกิจกรรมเพื่อลดมลภาวะ พันธบัตรแบบนี้จะรับประกันจากรายได้ของผู้ออกพันธบัตรด้วยความช่วยเหลือของรัฐบาลโดยให้สิทธิประโยชน์ด้านภาษี กฎหมายชื่อ Tax Reform Act ปีค.ศ.1986 จะจำกัดการให้ประโยชน์ด้านภาษีชนิดนี้ ทำให้เกิดมีพันธบัตรเทศบาลที่เสียภาษี (Taxable Municipals) ซึ่งออกเพื่อระดมทุนให้กับโครงการที่มองว่าไม่มีความสำคัญมากภายใต้กฎหมายนี้

ตลาดพันธบัตรเทศบาล (The Market for Municipal Bonds)

พันธบัตรเทศบาลปกติจะออกขายในลักษณะ Serial Bonds คือกลุ่มของพันธบัตรหนึ่งๆ จะมีอายุครบกำหนดหนึ่งปีหลังจากออกขาย กลุ่มที่มีอายุครบ 2 ปีหลังจากออกขาย กลุ่มที่มีอายุ 3 ปีหลังจากออกขายและกลุ่มอื่นๆที่มีอายุไถ่ถอนเพิ่มขึ้นในปีถัดมา อีกแบบหนึ่งที่ออกขายคือ Term Bonds คือพันธบัตรที่มีอายุครบกำหนดไถ่ถอนเวลาเดียวกัน หรืออาจจะมีพันธบัตรแบบผสมของ Serial และ Term Bonds กลุ่มพันธบัตรทั้งหมดจะเสนอขายในลักษณะประมูล โดยให้หลายๆ Underwriters ประมูลแก่ผู้ที่ให้ราคาที่ดีที่สุด หลังจากนั้นจะเสนอขายพันธบัตรแต่ละกลุ่มกับนักลงทุนในราคาที่สูงกว่า

พันธบัตรเทศบาลไม่เหมือนกับพันธบัตร Corporate Bonds ตรงที่ไม่จำเป็นต้องจดทะเบียนกับ SEC ก่อนที่จะออกขาย(Hildy, 1991) รัฐบาลกลางจะให้แต่ละรัฐและหน่วยงานท้องถิ่นออกกฎระเบียบเกี่ยวกับการซื้อขายเอง

พันธบัตรเทศบาลอาจจะมีการซื้อคืน (Call) ณ เวลาและราคาที่กำหนด ปกติแล้วผู้ที่มีอำนาจออกพันธบัตรจำเป็นต้องจ่ายเงินส่วนหนึ่งลงใน Sinking Fund ซึ่งนำไปซื้อพันธบัตรที่คล้ายๆ กัน หรือในบางครั้งซื้อพันธบัตรที่ออกเอง เมื่อพันธบัตรเหล่านั้นหมดอายุไถ่ถอนเงินที่ได้มาจากการขายส่วนที่ถือไปนั่นเอง

ในตลาดรอง (Secondary Market) ของพันธบัตรเทศบาลจะมีหลายๆดีลเลอร์ ซึ่ง Standard & Poor's Corporation จะตีพิมพ์ราคาซื้อขายพันธบัตรเทศบาลที่เกิดขึ้นทุกวันจากหลายๆดีลเลอร์ลงใน Blue List นอกจากนี้ Bond Buyer มีระบบ Teletype System เพื่อนำเสนอราคาซื้อขายของดีลเลอร์อย่างไรก็ตาม เนื่องจากขนาดของพันธบัตรที่เสนอขายและอายุไถ่ถอนเป็นตัวจำกัดขนาดของตลาดรอง นักลงทุนทั้งหลายที่ลงทุนในพันธบัตรเทศบาลจะเพียงแต่ซื้อและถือจนครบกำหนดอายุไถ่ถอน

การรับประกันพันธบัตรเทศบาล (Municipal Bond Insurance)

นักลงทุนที่กังวลเกี่ยวกับความเป็นไปได้ที่พันธบัตรเทศบาลอาจจะไม่จ่ายเงิน Coupon เงินต้นเต็มจำนวนหรือจ่ายไม่ตรงเวลาอาจจะซื้อประกันเพื่อปกป้องความเสี่ยงนี้ นักลงทุนสามารถติดต่อกับบริษัทให้ประกัน Portfolio ของพันธบัตรที่มีอยู่ หรืออีกวิธีหนึ่งผู้ออกพันธบัตรสามารถซื้อประกันจากบริษัทที่มีความเชี่ยวชาญในการทำประกันประเภทนี้ โดยปกติแล้วค่าใช้จ่ายในการทำประกันจะสูงทำให้ไปลดความได้เปรียบของอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำ ในอีกกรณีหนึ่งการคิดค่าประกันจะขึ้นอยู่กับพันธบัตรและการจัดอันดับ(Rating) ของพันธบัตรนั้น

4. ตราสารหนี้ภาคเอกชน (Corporate Bonds)

Corporate Bonds จะเหมือนกับตราสารหนี้ที่ให้รายได้ประจำ (Fixed Income Securities) ชนิดอื่นๆที่สัญญาว่าจะจ่ายตามจำนวนในเวลาที่กำหนดและในกรณีที่ไม่สามารถชำระคืนได้ สามารถใช้กฎหมายบังคับได้ เพื่อที่จะปกป้องผู้ถือพันธบัตรข้อจำกัดส่วนใหญ่เป็นเรื่องเกี่ยวกับกิจกรรมของบริษัทที่ออกพันธบัตร ตัวอย่างเช่น อาจจะมีการกำหนดมูลค่าพันธบัตรที่จะออกเพิ่มเติมได้อีกในอนาคต

ข้อปฏิบัติทางด้านภาษี (Tax Treatment)

Corporate Bonds ที่ถูกเสนอขายในราคาลด (Original Issue Discount) จะได้รับส่วนลดภาษีเหมือนกับรายได้ทั่วไปจากรัฐบาลกลาง การคิดจะใช้วิธีอัตราดอกเบี้ยคงที่ (Constant Interest Method) มาคิดส่วนของราคาคิดลดที่นำมาใช้ในการคิดภาษีในแต่ละปี ซึ่งคิดเหมือนกับ Stripped Treasury Bonds ด้วยวิธีการคิดนี้ส่วนคิดลดจะถูกนำมาคิดภาษีในแต่ละปีที่ถือ ดังนั้นนักลงทุนต้องจ่ายภาษีจากจำนวนนี้

Corporate Bonds จ่ายเงิน Coupon จะเสียภาษีรายได้จาก Coupon นอกจากนี้ถ้าพันธบัตรนั้นเริ่มต้นขายที่ราคาพาร์แต่หลังจากนั้นถูกซื้อที่ราคาคิดส่วนลด หรือเป็นพันธบัตรที่ขายในราคาคิดส่วนลด (Market Discount Bonds) นักลงทุนจะต้องเสียภาษีรายได้ทั้งจากเงิน Coupon และราคาส่วนลด วิธีการคิดจากจะใช้วิธีอัตราดอกเบี้ยคงที่ (Constant Interest Method) หรือวิธีอัตราคงที่ (Straight-line Method) ซึ่งส่วนลดจะถูกแบ่งเป็นส่วนๆจากจำนวนปีที่เหลือของพันธบัตรเท่ากัน นักลงทุนสามารถที่จะนำส่วนคิดลดที่แบ่งแล้วมาคิดภาษีรายได้ทุกปีที่ถือ ทางเลือกอีกวิธีคือนักลงทุนรอนจนกระทั่งพันธบัตรถูกขายไปและเวลานั้นจะนำส่วนลดนี้มาคิดเป็นภาษีรายได้จากดอกเบี้ย (Clark and Donald, 1993)

ในมุมมองของบริษัทที่ออกพันธบัตรหนี้สิน (Debt) มีส่วนที่แตกต่างจากเงินส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity) 2 ลักษณะคือ เงินต้นและดอกเบี้ยที่ต้องจ่ายถือเป็นภาระสัญญาที่ต้องทำ การไม่จ่ายเต็มจำนวนหรือจ่ายไม่ตรงต่อเวลาอาจจะทำให้บริษัทต้องถูกดำเนินคดี เสียค่าใช้จ่ายที่สูงและเสียเวลาอีกลักษณะหนึ่งคือดอกเบี้ยที่จ่ายไม่เหมือนกับเงินปันผลตรงที่เป็นค่าใช้จ่ายที่สูงกว่า แต่ก็สามารถที่จะนำมาหักเป็นค่าใช้จ่ายจากรายได้ก่อนที่จะเสียภาษี ด้วยเหตุนี้เองเงินทุกบาทที่นำไปจ่ายเป็นดอกเบี้ยสามารถลดรายได้ก่อนหักภาษี ดังนั้นเงินทุกบาทจะลดภาษีได้ 35 สตางค์สำหรับ

บริษัทที่ต้องเสียภาษีรายได้ 35% โดยสรุปเงินที่ลดไปหนึ่งบาทจะลดรายได้หลังจากหักภาษีในกรณีนี้จะรายได้ 65 สตางค์

พันธบัตรสัญญา (The Indenture)

การออกพันธบัตร นี้จะอยู่ในขอบเขตของสัญญา (Indenture) ที่บริษัทผู้ออกพันธบัตรสัญญาที่จะแต่งตั้ง ผู้รับประกัน(Trustee) ที่จะทำตามข้อกำหนดส่วนใหญ่คือ การจ่ายเงิน Coupon และเงินต้นตรงต่อเวลา ข้อกำหนดอื่นๆจะควบคุมการขายทรัพย์สินที่เป็นหลักประกัน การออกพันธบัตรอื่นๆ

Trustee ของพันธบัตรส่วนใหญ่คือ ธนาคารหรือทรัสต์จะทำหน้าที่แทนผู้ถือพันธบัตร หน้าที่ต่างๆจะระบุในสัญญา บางหน้าที่อาจทำได้โดยอาศัยการพิจารณาของ Trustee เช่น การตอบสนองต่อข้อเรียกร้องของผู้ถือพันธบัตร

ถ้าบริษัทไม่สามารถจ่ายดอกเบี้ยหลังจากนั้นไม่นานประมาณหนึ่งถึงหกเดือน เงินต้นทั้งหมดจะถึงเวลาต้องชำระคืนทั้งนี้กระบวนการทำขึ้นเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือพันธบัตรได้ทำการฟ้องล้มละลายหรือดำเนินการทางกฎหมายอย่างอื่น

ชนิดของตราสารหนี้

ชื่อเรียกพันธบัตรที่แตกต่างกันอาจจะใช้เรียกชนิดของพันธบัตรที่เหมือนกัน และบางครั้งชื่อเรียกที่เหมือนกันอาจจะใช้เรียกพันธบัตรที่มีไม่ค่อยจะเหมือนกัน แต่อย่างไรก็ตามมีชนิดของพันธบัตรอยู่หลายชนิด

ตราสารหนี้ที่มีการจดจำนองค้ำประกัน (Mortgage Bonds)

Mortgage Bonds เป็นหนี้ที่ใช้หลักทรัพย์มาค้ำประกันมูลหนี้ ในกรณีที่ไม่สามารถชำระหนี้ได้ผู้ถือพันธบัตรจะได้รับหลักทรัพย์มาขายแทน นอกเหนือจากหลักทรัพย์นี้แล้วผู้ถือพันธบัตรจะไม่สามารถเรียกร้องสิทธิจากบริษัทได้

ผู้ถือพันธบัตรชนิดนี้จะได้รับการปกป้องด้วยเงื่อนไขหลายๆข้อที่กำหนดไว้ในสัญญา บริษัทอาจจะถูกจำกัด ไม่ให้นำหลักทรัพย์ไปค้ำประกันการออกพันธบัตรอื่น เช่น พันธบัตร Junior หรือพันธบัตรอันดับสองที่จะเรียกร้องสิทธิในหลักทรัพย์ได้ก็ต่อเมื่อผู้ถือพันธบัตรอันดับแรกได้รับการชดเชยจนพอใจ ทรัพย์สินอื่นๆที่เจาะจงไว้และบริษัทได้มาหลังจากได้ออกพันธบัตรไปแล้ว อาจจะถูกนำมาเป็นหลักทรัพย์เพื่อค้ำประกันพันธบัตรได้

พันธบัตรที่นำไปค้ำประกันพันธบัตรอื่น (Collateral Trust Bonds)

Collateral Trust Bonds ได้รับประกันจากตราสารหนี้อื่นๆที่ปกติถูกต้องโดย Trustee พันธบัตรชนิดนี้เกิดขึ้นเมื่อตราสารหนี้ของบริษัทในเครือถูกนำไปเป็นหลักประกันให้กับบริษัทแม่

เครื่องมือในการค้ำประกัน (Equipment Obligations)

Equipment Obligations มีชื่อเรียกอีกอย่างหนึ่งว่า Equipment Trust Certificates เป็นการประกันโดยใช้เครื่องมือที่จำเพาะเจาะจง เช่น รถไฟ เครื่องบินพาณิชย์ ถ้ามีความจำเป็นเครื่องมือเหล่านี้สามารถที่จะถูกขายได้ทันทีและพร้อมจะนำส่งให้กับเจ้าของคนใหม่ การดำเนินการทางกฎหมายเพื่อที่จะให้การออกพันธบัตรชนิดนี้อาจจะมีความสลับซับซ้อนมาก วิธีการที่นิยมใช้คือวิธี Philadelphia Plan ซึ่ง Trustee จะเริ่มต้นจะเป็นเจ้าของเครื่องมือนี้และออกพันธบัตรสัญญา (Obligation) หลังจากนั้นจะนำมาให้บริษัทเช่าซื้อเครื่องมือนี้ เงินที่ได้รับจากการเช่าซื้อนี้จะนำไปเป็นค่าดอกเบี้ยและเงินต้นจ่ายกับผู้ถือ Obligation เมื่อเงินทุกงวดได้ชำระตามสัญญาแล้วบริษัทนี้จะได้รับ โอนเครื่องมือนี้ไปเป็นของตน

หุ้นกู้ (Debentures)

Debentures เป็นพันธบัตรสัญญาทั่วไปของบริษัทผู้ออกพันธบัตร ดังนั้นจึงเป็นหนี้ที่ไม่มีหลักประกัน เพื่อที่จะปกป้องผู้ถือพันธบัตรสัญญา (Indenture) จึงมักจะจำกัดการสร้างหนี้ที่มีหลักประกันอื่นๆรวมทั้งการเพิ่มหนี้ที่ไม่มีหลักประกันด้วย

หุ้นกู้ด้อยสิทธิ (Subordinated Debentures)

เมื่อมีการออก Debenture ที่มากกว่ายอดที่คงเหลืออยู่แล้วการจัดลำดับขั้นอาจจะต้องระบุตัวอย่างเช่น Subordinated Debentures จะเป็นรอง Debenture นั่นคือเมื่อเกิดมีการล้มละลายเกิดขึ้นจะสามารถเรียกร้องสิทธิได้ต่อเมื่อพันธบัตรที่จัดอันดับสูงกว่าได้รับผลตอบแทนที่พอใจ

พันธบัตรรายได้ (Income Bonds) จะมีลักษณะออกไปทางหุ้นบุริมสิทธิ (Preferred Stock) มากกว่าพันธบัตร คือการจ่ายดอกเบี้ยเต็มตามจำนวนและตรงต่อเวลาไม่จำเป็นมาก กรณีไม่สามารถชำระคืนได้จะไม่ทำให้บริษัทถึงกับล้มละลาย ดอกเบี้ยที่บริษัทผู้ออกพันธบัตรอาจจะหรืออาจจะไม่ถูกคิดเป็นค่าใช้จ่ายที่หักภาษีก็ได้ พันธบัตรชนิดนี้จะไม่นิยมใช้แต่มีการใช้ในกรณีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างหนี้ที่ล้มละลายของการรถไฟ

พันธบัตรที่ได้รับการค้ำประกัน (Guaranteed Bonds) เป็นพันธบัตรที่ออกโดยบริษัทหนึ่งแต่อีกบริษัทหนึ่งมาเป็นผู้ค้ำประกัน เช่นบริษัทแม่ค้ำประกัน

พันธบัตรที่ระบุดอกเบี้ยจ่าย (Participating Bonds) กำหนดให้ระบุดอกเบี้ยที่จ่ายและจะให้ส่วนเพิ่มถ้ารายได้เกินกว่าที่ระดับที่กำหนดไว้

พันธบัตรที่มีส่วนในการบริหารงาน (Voting Bonds) จะไม่เหมือนกับพันธบัตรทั่วไปที่จะให้ผู้ถือพันธบัตรมีส่วนในการบริหารงานในพันธบัตรที่ออกเป็นชุดโดยส่วนต่างๆ ของพันธบัตรที่ออกจะมีอายุครบกำหนดไถ่ถอนต่างกันและบางครั้งออกโดยบริษัท เพื่อผู้เงินซื้ออุปกรณ์เครื่องมือ

หุ้นกู้แปลงสภาพ (Convertible Bonds) จะให้ทางเลือกผู้ถือที่จะเปลี่ยนเป็นตราสารอย่างอื่นที่นิยมคือหุ้นสามัญ ซึ่งเป็นที่นิยมมากเมื่อไม่กี่ปีมานี้เอง

สิทธิในการจ่ายเงินคืนก่อนไถ่ถอนตราสารหนี้ (Call Provision)

ผู้บริหารของบริษัทชอบที่จะใช้สิทธิในการจ่ายเงินคืนได้ในราคาพาร์ก่อนถึงกำหนดไถ่ถอน เพราะให้ความคล่องตัวเพื่อให้หนี้ถูกลดลงหรือการเปลี่ยนกำหนดไถ่ถอนโดยผ่านการเปลี่ยนแหล่งเงินทุนใหม่ สิ่งที่สำคัญมากที่สุดคือการจ่ายดอกเบี้ยแพงเพราะในช่วงเวลาที่ออกพันธบัตรอัตราดอกเบี้ยตลาดอยู่ในช่วงที่สูงจะสามารถเปลี่ยนเป็นหนี้ที่จ่ายเงิน Coupon ถูกกว่าเมื่ออัตราดอกเบี้ยลดลง

แต่ในมุมมองของนักลงทุนเมื่อผู้ออกพันธบัตรสามารถคืนในราคาพาร์ได้ตลอดเวลาที่ก่อนที่ราคาจะสูงกว่าราคาพาร์ เสมือนเป็นการปลี่ยนความเป็นไปได้ในการทำกำไรที่ได้จากราคาที่สูงขึ้นเมื่ออัตราดอกเบี้ยลดลง นอกจากนี้จะเพิ่มความไม่แน่นอนเพราะพันธบัตรที่มี Call จะขายได้ราคาน้อยกว่าพันธบัตรที่ไม่มี Call

นอกจากบริษัทจะได้รับความคล่องตัวจาก Call Provision แล้วหลายบริษัทได้รวม Call Provision ไว้ในสัญญา ซึ่งทำให้บริษัทมีทางเลือกที่จะซื้อส่วนหนึ่งหรือทั้งหมดของพันธบัตรจากผู้ถือพันธบัตรในช่วงเวลาที่กำหนดก่อนถึงอายุไถ่ถอน นั่นคือเมื่อบริษัทขายพันธบัตรออกไปในขณะเดียวกันก็ซื้อทางเลือก (Option) ที่จะซื้อพันธบัตรก่อนกำหนดจากผู้ถือ ราคาสุทธิของพันธบัตรคือส่วนต่างระหว่างมูลค่าพันธบัตรและมูลค่า Option ซึ่งในระยะหลังนี้หลายบริษัทได้ให้ Option กับนักลงทุนด้วยการบังคับให้ผู้ออกพันธบัตรซื้อพันธบัตรคืน

ในสัญญาปกติ จะให้มีวิธีป้องกันการเรียกซื้อคืนได้ 2 วิธีคือ หนึ่งในช่วงปีแรกๆหลังจากออกพันธบัตรจะไม่สามารถเรียกซื้อคืนได้ สอง Call Premium จะถูกระบุไว้ใน Call Provision ซึ่งราคา Premium นี้ได้จากราคาเมื่อพันธบัตรถูกเรียกซื้อบริษัทจะต้องจ่ายราคา Call Price ซึ่งมากกว่าราคาพาร์ โดยปกติจำนวนเงินที่ระบุไว้มากกว่าราคาพาร์จะมีค่าน้อยลงเมื่อเวลาผ่านไปและใกล้วันครบกำหนดไถ่ถอนมากขึ้น

พันธบัตรที่ออกไปทั้งหมดอาจจะถูกซื้อคืนหรือพันธบัตรบางส่วนจะถูกซื้อคืนโดยการเลือกแบบสุ่มจาก Trustee อย่างไรก็ตามจะมีการแจ้งการซื้อคืนล่วงหน้าในหนังสือพิมพ์

เงินสะสมเพื่อไถ่ถอนตราสารหนี้ (Sinking Funds)

ในสัญญาของพันธบัตรจะระบุ ให้บริษัทที่ออกต้องจ่ายเงินประจำปีเข้าไปในเงินกองทุน แนวความคิดนี้ก็จะนำเงินไปจ่ายส่วนของเงินต้นและดอกเบี้ยในแต่ละปีเพื่อที่จะลดจำนวนยอดพันธบัตรคงค้าง

เงินกองทุนจะเกิดขึ้นเมื่อบริษัทโอนเงินไปให้ Trustee ซึ่งจะนำไปซื้อพันธบัตรในตลาด หรืออีกทางหนึ่งบริษัทอาจจะซื้อพันธบัตรเอาไว้เอง โดยวิธีการซื้อและฝากไว้ที่ Trustee ราคาที่ซื้อ (Call Price) ของเงินกองทุนอาจแตกต่างจากที่กำหนดไว้ โดยพันธบัตรทั้งหมดจะถูกจ่ายเงินก่อนที่จะครบกำหนดไถ่ถอน

จำนวนเงินที่จําแนกเข้ากองทุนอาจจะเท่าหรือไม่เท่ากันทุกปี ในบางกรณีจำนวนเงินอาจจะขึ้นกับรายได้ ผลประกอบการและอื่นๆ จุดประสงค์คือเพื่อที่จะให้ได้จำนวนเงินทั้งหมดมาจ่ายดอกเบี้ยและเงินต้นเท่ากันทุกปี

การเสนอขายพันธบัตรต่อสาธารณชน (Private Placement)

พันธบัตรที่จะเสนอขายต่อสาธารณชนจะขายครั้งละ 1,000 เหรียญสหรัฐต่อพันธบัตรในทั้งแบบ Bearer และ Registered Form อย่างไรก็ตามนักลงทุนรายเดียวหรือกลุ่มย่อยของนักลงทุนอาจจะซื้อพันธบัตรที่ออกทั้งหมด เรียกว่า Private Placement ซึ่งปกติจะซื้อโดยสถาบันการเงินขนาดใหญ่

บริษัทที่ไม่สามารถจ่ายหนี้ตามสัญญา (Bankruptcy)

เมื่อบริษัทไม่สามารถที่จะจ่ายเงิน Coupon หรือ เงินต้นเรียกว่าบริษัทไม่สามารถจ่ายหนี้ได้ตามสัญญาได้ (Default) ถ้าไม่สามารถจ่ายเงินภายในเวลาอันสั้นได้การดำเนินคดีตามกฎหมายจะตามมา

เมื่อบริษัทไม่สามารถจ่ายหนี้ได้ตามสัญญาจะเรียกว่าไม่สามารถจ่ายหนี้ได้ (Insolvency) ในแง่ของส่วนความเป็นเจ้าของ (Equity Sense) ถ้ามูลค่าทรัพย์สินของบริษัทต่ำกว่ามูลค่าหนี้สามารถเรียกกรณีนี้ว่าไม่สามารถชำระหนี้ได้ในแง่ของการล้มละลาย

เบื้องหลังศัพท์ที่ใช้เรียกต่างกันจะขึ้นอยู่กับความเห็นของกฎหมาย ศาล ขณะที่คำเรียกต่างกันแต่เหตุการณ์จะเริ่มจากการไม่จ่ายเงิน Coupon ได้ ถ้าไม่สามารถตกลงกับผู้ถือพันธบัตรจะนำไปสู่การฟ้องล้มละลายซึ่งปกติจะเป็นไปโดยความสมัครใจของบริษัท หลังจากนั้นจะเข้าสู่ขบวนการศาลที่มีบุคคลที่เกี่ยวข้องคือ การแต่งตั้งเจ้าหน้าที่ศาล ตัวแทนของเจ้าหนี้และผู้บริหารของบริษัท

สภาพคล่อง (Liquidation)

เมื่อมีกรณีล้มละลายเกิดขึ้นจะมีปัญหาว่าควรขายทรัพย์สินของบริษัทหรือไม่ และกระบวนการในการแบ่งส่วนระหว่างเจ้าหนี้ซึ่งศาลจะพิจารณาให้ทำการขายทรัพย์สินก็ต่อเมื่อมูลค่าที่จะขายได้จะมากกว่า ถ้าบริษัทจะดำเนินกิจการต่อไปหลังจากที่ไม่การปรับปรุงองค์กรขนานใหญ่แล้ว

การจัดโครงสร้างใหม่ (Reorganization)

ถ้ามูลค่าของทรัพย์สินของบริษัทเมื่อปล่อยให้มีการดำเนินธุรกิจต่อไปน่าจะมีมูลค่ามากกว่าเมื่อขายทรัพย์สินออกไป การจัดโครงสร้างบริษัทและหนี้สินใหม่อาจจะต้องทำ โดยจะทำภายใต้เงื่อนไขของกฎหมาย Federal Bankruptcy Act อาจจะริเริ่มด้วยความสมัครใจของบริษัท หรือริเริ่มจากเจ้าหนี้จำนวนสามรายหรือมากกว่าในกรณีที่บริษัทไม่ยินยอม เจ้าหนี้ทั้งหลายรวมสองในสามของมูลค่าหนี้ของแต่ละชั้นหนี้จะต้องเห็นด้วยกับข้อเสนอการจัดโครงสร้างใหม่

จุดมุ่งหมายอย่างหนึ่งของการจัดโครงสร้างใหม่คือ ความยุติธรรมและการพยายามฟื้นฟูหลักทรัพย์ในแต่ละชั้นและลดค่าใช้จ่ายที่เกิดจากภาระหนี้ ปกติแล้วเจ้าหนี้ทั้งหลายจะได้รับค่าตอบแทนใหม่ โดยที่จะได้รับอย่างต่ำเท่ากับมูลค่าที่จะได้ถ้ามีการขายทรัพย์สิน ทั้งหมดของบริษัท เช่น ผู้ถือ Debentures จะได้รับพันธบัตรที่มีอายุไถ่ถอนยาวขึ้น ผู้ถือ Subordinated Debentures อาจจะกลายเป็นผู้ถือหุ้นสามัญ ผู้ถือหุ้นสามัญอาจจะไม่ได้อะไรเลย

การเตรียมการ (Arrangements)

วิธีการที่สามคือ การที่กฎหมาย Federal Bankruptcy Act ให้อำนาจการจัดการ (Arrangements) โดยที่หนี้ต่างๆจะถูกขายออกไป (ขยายอายุไถ่ถอน) หรือลดมูลค่าหนี้

แง่มุมต่างๆของการล้มละลาย

หัวข้อของการล้มละลายที่กล่าวถึงมี 2 ข้อคือ การเลือกระหว่างการขายทรัพย์สินและการดำเนินกิจการต่อไปของบริษัท ซึ่งไม่ควรนำมาเกี่ยวข้องกับการล้มละลาย ถ้าทรัพย์สินสามารถขายได้มากกว่ามูลค่าปัจจุบันหรือมากกว่ารายได้ในอนาคต ผู้บริหารอาจจะถูกฟ้องบังคับให้ทำวิธีนี้หรือให้มีการดำเนินธุรกิจออกไป การระบุว่าบริษัทไม่สามารถชำระหนี้ได้ถ้ามูลค่าที่กล่าวมามีค่าน้อยกว่าหนี้ที่มีอยู่ แต่ควรจะต้องดูมูลค่าหนี้อย่างไร มูลค่าในตลาดอาจมีค่าน้อยกว่ามูลค่าทรัพย์สิน ในขณะที่มูลค่าทางบัญชีอาจจะน้อยกว่ามูลค่าของทรัพย์สิน

การซื้อขายตราสารหนี้ภาคเอกชน (Trading in Corporate Bonds)

ถึงแม้ว่าทั้งหมดของการขาย Corporate Bond จะเกิดขึ้น โดยผ่านคิลเลอร์ในตลาด Over-the-counter ยังมีหลายบริษัทที่มีการซื้อขายใน New York Stock Exchange (NYSE) และยังมีบ้างที่ซื้อ

ขายในตลาด American Stock Exchange อย่างไรก็ตามการซื้อขายใน NYSE จะแยกส่วนกับการซื้อขายหุ้นสามัญและไม่มีผู้เชี่ยวชาญในการซื้อขาย Corporate Bond การซื้อขายพันธบัตรที่ได้รับความนิยมจะทำให้ห้องค้าพันธบัตรซึ่งสมาชิกจะประกาศราคา เสนอซื้อและเสนอขายขึ้นอยู่กับว่าสมาชิกต้องการจะซื้อหรือจะขาย และจะมีการต่อรองกับสมาชิกอื่นหรือมีการสมาชิกยอมรับราคาที่ประกาศ

พันธบัตรที่ไม่ค่อยได้รับความนิยม ทำการซื้อขายใน NYSE ผ่านระบบคอมพิวเตอร์ชื่อ Automated Bond System (ABS) ด้วยระบบนี้สมาชิกสามารถเสนอราคาซื้อหรือราคาขายรวมถึงปริมาณที่ต้องการลงในคอมพิวเตอร์ที่ติดตั้งในห้องค้าพันธบัตร สมาชิกอื่นๆสามารถเป็นคำสั่งซื้อได้โดยการดูที่จอคอมพิวเตอร์และสามารถติดต่อได้โดยการใส่ข้อมูลกลับลงในคอมพิวเตอร์

เนื่องจากมีหลาย Corporate Bond ที่ซื้อขายใน NYSE ราคาที่ซื้อขายสามารถดูได้ในหนังสือพิมพ์ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ ดังตัวอย่างตารางที่ 4.6

Bonds	Current Yield	Volume	Close	Net Change
ATT 43/899	4.6	17	941/2	-3/4

จากตัวอย่างแสดงว่า พันธบัตรของบริษัท AT&T จ่ายเงินคูปองอัตรา 43/8% จ่ายทุกครึ่งปี และครบกำหนดไถ่ถอนปี 1999 การซื้อขายครั้งสุดท้ายเมื่อวันที่ 13 ธันวาคม 1993 ที่ราคา 941/2 เมื่อพันธบัตรมีราคาพาร์เท่ากับ 1,000 เหรียญสหรัฐดังนั้นราคาครั้งสุดท้ายคือ 945.00 เหรียญสหรัฐ Current Yield หมายถึงการคำนวณอัตรา Coupon ต่อปีหารด้วยราคาปิดซึ่งเท่ากับ 4.6% มีการซื้อขาย 17 พันธบัตรเกิดขึ้นในระหว่างวันและราคาปิดต่ำกว่าวันก่อน 75 เหรียญสหรัฐ (3/4%)

ในแง่หนึ่งการซื้อขายใน NYSE มีจำนวนไม่มากถึงแม้ว่าเมื่อสิ้นปี 1992 จะมีเกือบ 2,400 พันธบัตรซื้อขายในตลาด ใน 1,462 พันธบัตรเป็นของบริษัทในสหรัฐอเมริกาที่มีมูลค่าราคาพาร์รวมเท่ากับ 262.5 พันล้านเหรียญสหรัฐ(New York Stock Exchange, 1992) นั่นคือมีการซื้อขายพันธบัตรส่วนใหญ่มีการตกลงขายกันที่อื่นโดยคิลเลอร์และนักลงทุนที่เป็นสถาบัน ซึ่งอาจจะผ่านหรือไม่ผ่านโบรกเกอร์เลยก็ได้ ดังนั้นรายงานการซื้อขายของ NYSE อาจจะทำให้ข้อมูลในส่วนของ การซื้อขายรายใหญ่ๆได้ไม่ดีเท่าที่ควร

5. ตราสารหนี้ต่างประเทศ (Foreign Bonds)

ตลาดตราสารหนี้ต่างประเทศหมายถึงตราสารหนี้ที่ออกมาในรูปของเงินสกุลต่างๆ ซึ่งออกโดยหลายๆ ประเทศเช่นรัฐบาล Mexico ที่ออกตราสารหนี้ ในรูปของเงินสกุลดอลลาร์ในปี 1997 โดยมีอัตราดอกเบี้ยหน้าตัว 8 1/8% ซึ่งทำการซื้อขายใน "New York

Exchange Bonds” และรายการซื้อขายดังกล่าวจะปรากฏใน หนังสือพิมพ์ “The Wall Street Journal” ซึ่งรวมถึงการรายงานปริมาณการซื้อขายของ Yankee Bonds และตราสารหนี้ต่างประเทศอื่นๆ ที่ออกในประเทศญี่ปุ่นที่รู้จักกันในนามของ Samurai Bonds ในการออกตราสารหนี้ต่างประเทศผู้ออกจะต้องปฏิบัติตามกฎข้อบังคับของรัฐบาลในประเทศนั้นๆ ได้กำหนดไว้ ซึ่งประโยชน์ของการออกตราสารหนี้ต่างประเทศคือการป้องกันความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากความผันผวน ของอัตราแลกเปลี่ยนเช่น นักลงทุนชาวอเมริกาสามารถเลือกซื้อตราสารหนี้ของบริษัท Toyota ของประเทศญี่ปุ่น ที่ออกในรูปของเงินสกุลเยน และสกุลดอลลาร์ ซึ่งขึ้นกับการคาดการณ์ในเรื่องของอัตราแลกเปลี่ยนเยนต่อดอลลาร์

6. Eurobonds

ประโยชน์ของการออก Eurobonds ได้แก่บริษัทผู้ออกสามารถเสนอขายตราสารหนี้ได้หลากหลาย เช่นการเสนอขายตราสารหนี้ของบริษัทเอกชนในสหรัฐอเมริกาที่ออกตราสารในรูปของเงินสกุลเยนหรือดอลลาร์และเสนอขายที่ประเทศเยอรมัน โดยได้รับการยกเว้นภาษี ทำให้ผู้ออกและผู้ถือตราสาร ได้ประโยชน์ทั้งสองฝ่าย หากแต่ประเทศนั้นๆ ก็มีการเก็บภาษีที่ต่างกัน อย่างไรก็ตามอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้ นั้นก็จะมีการเก็บภาษีที่ต่างกันในแต่ละประเทศถ้าเปรียบเทียบกับ Eurobond นั้นจะเสียในอัตราที่ต่ำกว่าตราสารหนี้ที่ออกในประเทศยุโรปและในเงินสกุลยุโรปเช่นกัน

4.2 ตลาดตราสารหนี้ประเทศญี่ปุ่น

ตลาดตราสารหนี้ประเทศญี่ปุ่นที่ใหญ่เป็นอันดับสองของโลกรองจากตลาดตราสารหนี้ของประเทศอเมริกา หากเปรียบเทียบกับตลาดตราสารหนี้ประเทศอื่น ๆ แล้ว ญี่ปุ่นจัดว่าเป็นประเทศที่มีตราสารหนี้หลากหลายประเทศมากกว่าตลาดตราสารหนี้ประเทศอื่น ซึ่งพันธบัตรรัฐบาลของประเทศญี่ปุ่น Japanese Government Bond (JGB) จะมีสัดส่วนมากกว่าตราสารหนี้ประเภทอื่น ๆ (ตารางที่ 4.7 แสดงการออกตราสารหนี้แต่ละประเภทในประเทศญี่ปุ่น)

ถึงแม้ว่าขนาดของตลาดตราสารหนี้ญี่ปุ่นจะมีขนาดใหญ่ไม่ถึงครึ่งหนึ่งของตลาดตราสารหนี้ประเทศอเมริกา แต่หากขนาดของพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นมีขนาดเกือบจะเท่ากับตลาด U.S. Treasury ของสหรัฐ

จากการเปิดเสรีทางการเงินของประเทศญี่ปุ่นในปี 1984 และการที่เงินเยนได้เป็นเงินตราสกุลหลักของโลก จึงเป็นผลให้ตลาดตราสารหนี้ของญี่ปุ่นเติบโตอย่างมีนัยสำคัญ รวมถึงตราสารหนี้เงินสกุลเยน (Euroyen Bonds) ที่มีการซื้อขายกันระหว่างประเทศ นอกจากนี้ การผ่อนคลาย

ทางด้านกฎหมายยังสนับสนุนให้มีการออกตราสารหนี้ภาคเอกชนที่มีใช้ตราสารหนี้ที่เป็นหลัก
ทรัพย์ (ตราสารหนี้ที่มีได้มีหลักค้ำประกัน โดยเฉพาะ)

ถึงแม้ว่า การจัดตั้งโครงสร้างต่าง ๆ ในตลาดตราสารหนี้ของญี่ปุ่นจะไม่มีตลาดซื้อคืน
“Repo Market” ที่มีประสิทธิภาพเช่นเดียวกับอเมริกา แต่อนุญาตให้ตัวแทนที่ซื้อขาย dealers มี
อำนาจในการซื้อขายตราสารหนี้ในระยะสั้นและยาว กล่าวคือ อนุญาตให้มีการซื้อหรือขายหลัก
ทรัพย์ค้ำประกันได้ ซึ่งตลาด Gensaki เป็นตลาดซื้อคืนตราสารหนี้ของญี่ปุ่น ซึ่งได้มีการพัฒนา
ด้านตัวแทนการซื้อขายเพื่อให้ตลาดมีสภาพคล่องมากยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ยังมีการตั้งตลาดตราสารอนุพันธ์สำหรับสัญญา Futures, Option สำหรับตลาด
ตราสารหนี้และอัตราดอกเบี้ยในการ swaps (Interest Rate Swaps), อัตราดอกเบี้ยที่กำหนด (Interest
Rate Caps) ซึ่งมีประโยชน์ในการควบคุมความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ย ซึ่งเป็นส่วนสำคัญที่จะช่วย
ให้สถาบันการเงินมีความสะดวกในการจัดการด้านสินทรัพย์ในการลงทุน รวมถึงวัตถุประสงค์ใน
การลงทุน ส่วนผู้ออกตราสารหนี้ก็สามารถป้องกันความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ย ช่วยให้การทำงาน
ของตลาด Arbitrage มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

ซึ่งสัญญาล่วงหน้า JGB Futures ได้เกิดขึ้นเมื่อเดือนตุลาคม ค.ศ.1980 และเจริญเติบโต
อย่างรวดเร็วใน 2-3 ปี จนกลายเป็นตลาดที่ใหญ่ที่สุดในโลก ในเดือนเมษายน ค.ศ.1989 ตลาด
Option ของตราสารหนี้ JGBs ได้เริ่มขึ้นและได้ทำการซื้อขายสัญญา Future และ Options ขึ้นเมื่อ
กลางปี ค.ศ.1990

4.2.1 ประวัติการพัฒนาของตลาดตราสารหนี้ญี่ปุ่น

ประวัติศาสตร์ของระบบสถาบันการเงินในญี่ปุ่น ปี ค.ศ. 1983

การพัฒนาสถาบันการเงิน (Meiji Restoration จนถึงช่วงสงครามโลกครั้งที่ 2)

ในช่วงสงครามโลกครั้งที่ 2 มีการพัฒนาด้านอุตสาหกรรมเป็นอย่างมาก ทำให้เกิดการ
ขยายตัวด้านตลาดหลักทรัพย์และตลาดตราสารหนี้ ตลาดหลักทรัพย์ (Zaibatsu) ของญี่ปุ่นมี 2 แห่ง
ที่ Tokyo และ Osaka เริ่มตั้งขึ้นเมื่อปี 1878 10 ปีหลังจากนั้นได้มีการพัฒนาสถาบันการเงิน Meiji
Restoration โดยภาครัฐได้ออกตราสารหนี้โดยมีการซื้อขายในตลาดหุ้นสามัญแต่เป็นจำนวนน้อย
เท่านั้น ซึ่งในขณะนั้นธนาคารจะเป็นผู้ให้กู้ยืมในส่วนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ (Zaibatsu
Companies) ซึ่งยังมีการซื้อขายที่น้อยจนหลังสงครามโลกครั้งที่ 1 จึงได้มีการซื้อขาย มีการเก็งกำไร
ในตราสารหนี้ของรัฐบาลโดยผ่านตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น

ในปี ค.ศ.1924 รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง (Korekiyo Takahashi) ได้สนับสนุนให้รัฐบาลญี่ปุ่นออกกฎหมายและนโยบายของรัฐบาลในบทบาทของการจัดการระบบสถาบันการเงิน

โดยปี ค.ศ.1927 ได้ออกกฎหมายของธนาคาร (Banking Law) เกี่ยวกับระบบธนาคาร ซึ่งต่อมาในปี 1981 ได้จัดระบบธนาคารแยกเป็นธนาคารในประเทศ (Regional Banks) กับธนาคารต่างประเทศ (National Bank) จากนั้นได้มีการพัฒนาสถาบันการเงิน การแปรรูปรัฐวิสาหกิจ

ช่วงสงครามโลกครั้งที่ 2 จนถึงปี ค.ศ.1995

หลังจากสงครามโลกครั้งที่ 2 จนถึงปี ค.ศ. 1970-71 ระบบการเงินของญี่ปุ่นจะมีลักษณะพิเศษ คือ รัฐบาลจะใช้นโยบายการคลังที่เข้มงวดในการควบคุมภาวะทางเศรษฐกิจและเร่งให้มีการลงทุนและส่งออก เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการขยายตัวทางเศรษฐกิจ รัฐบาลเริ่มมีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยแบบคงที่ตามระบบ Bretton Woods ในปีค.ศ.1949 ซึ่งทำให้งบประมาณของประเทศญี่ปุ่นขาดดุล จนถึงปีค.ศ. 1960 ทำให้รัฐบาลญี่ปุ่นต้องเข้ามาควบคุมปัจจัยด้านการลงทุนจากต่างประเทศ การนำเข้า โควตาสินค้า ภาษี เพื่อจูงใจให้มีการส่งออกเพิ่มขึ้น

หลังสงครามโลกครั้งที่ 2 ญี่ปุ่นจึงมีอัตราความเจริญเติบโตอย่างแข็งแกร่งทั้งทางภาครัฐบาลและธุรกิจเอกชน

4.2.2ระบบการเงินของประเทศญี่ปุ่น

กฎข้อบังคับของระบบการเงิน

ลักษณะเฉพาะของระบบการเงิน คือ การแยกหน้าที่ของระบบธนาคารในการให้กู้ยืมกับบริษัทหลักทรัพย์ในการรับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ หลัง จากนั้นได้มีกฎของตลาดหลักทรัพย์ขึ้นในปี ค.ศ.1948 ซึ่งเกิดหลังสหรัฐฯ คือ ในปี ค.ศ.1933 ซึ่งกฎหมายนี้ไม่อนุญาตให้ธนาคารทำการรับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ ยกเว้นการออกพันธบัตรและหุ้นกู้ แต่สามารถซื้อหรือขายหลักทรัพย์และซื้อพันธบัตรรัฐบาลที่ออกใหม่ได้

การจัดระบบการเงิน

เมื่อสิ้นสุดสงครามโลกครั้งที่ 2 ระบบการเงินของญี่ปุ่นเริ่มเปลี่ยนเป็นการระดมทุนทางอ้อม การให้กู้ยืมเงินเกินจำนวน ซึ่งการระดมทุนทางอ้อมนั้น หมายถึงการระดมทุนโดยผ่านตราสารหนี้และหุ้นสามัญ นอกจากธนาคารจะเป็นแหล่งระดมทุนขนาดใหญ่แล้วยังมีการตั้งธนาคารเพื่อการส่งออกและนำเข้า (Export-Import Bank) และธนาคารเพื่อการพัฒนาแห่งญี่ปุ่น (Japan

Development Bank) ที่ตั้งขึ้นในปี ค.ศ.1950 และ ค.ศ.1951 ซึ่งจะให้กู้ในระยะยาวด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำ)

ส่วนการกู้เงินเบิกเกินบัญชี เริ่มจากภาคเอกชนที่กู้เงินจาก City Bank ซึ่งเป็นภาคเอกชนที่มีขนาดใหญ่มาก ซึ่งจะแบ่ง อัตราดอกเบี้ย เป็น 2 ประเภท คือ

1. อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น (The Short-term Lending Rate)

รูปแบบของอัตราดอกเบี้ย ประเภทนำแบบอย่างมาจากสหรัฐอเมริกา (U.S. Prime Rate System) โดย Banking Federation จะเป็นอัตราดอกเบี้ยขั้นต่ำในการกู้ยืมหลังจากวิกฤตการณ์น้ำมัน ได้เปลี่ยนระบบอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นให้อยู่ในช่วงของ Prime Rate และอัตราสูงสุดในการให้กู้ตามกฎหมายกำหนด

2. อัตราดอกเบี้ยระยะยาว (The Long-term Prime Rate : LTPR)

ไม่ได้ถูกกำหนดขึ้นตามกฎหมายเหมือนดอกเบี้ยระยะสั้นแต่จะกำหนดจากการให้กู้ยืมสำหรับลูกค้าชั้นดี สถาบันการเงิน ธนาคารในท้องถิ่น บริษัทประกันจะยึดหลักในการให้กู้ยืมสำหรับลูกค้าชั้นดี

ระบบการเงินและการจัดการด้านตลาดหลักทรัพย์

เนื่องจากการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของญี่ปุ่นในเดือนกุมภาพันธ์ ปี ค.ศ.1960 ได้แยกการลงทุนในตราสารหนี้จากการลงทุนในตลาดหุ้นสามัญ หลังจากนั้นเริ่มมีการขยายตัวด้านการออมที่เพิ่มขึ้น ในเดือนตุลาคมปีเดียวกันได้มีตลาด Nagoya Exchanges เพิ่มจาก Tokyo และ Osaka Stock Exchange โดยนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงดังต่อไปนี้ (Chikara and Peter, 1987)

1. ในปี ค.ศ. 1961 เริ่มมีการผ่อนคลายมาตรการด้านการเงิน ทำให้การระดมทุนในระยะยาว โดยผ่านตลาดหลักทรัพย์และ Investment Trusts มีสภาพคล่องมากขึ้นในเดือนเมษายน ปี ค.ศ.1962 ได้ระงับการซื้อขายตราสารหนี้ โดยผ่านตลาด Tokyo และ Osaka
2. ในปี ค.ศ.1964 ได้มีการจัดตั้ง Japan Securities Holding Association จากการรวมตัวกันของบริษัทหลักทรัพย์จุดประสงค์ เพื่อดูซับสภาพคล่องจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มากเกินไป
3. เดือนกุมภาพันธ์ในปี ค.ศ.1966 ได้มีการเปิดการซื้อขายตลาดตราสารหนี้ของญี่ปุ่น รวมทั้งการออกพันธบัตรรัฐบาล

เริ่มมีการผ่อนคลายการควบคุม ปี ค.ศ.1971-1975

1. การระดมทุนทางอ้อม ผ่านธนาคารและสถาบันการเงิน เริ่มมีมากกว่าการระดมทุน โดยผ่านตลาดทุนและตราสารหนี้ ธนาคารจึงมีบทบาทสำคัญทางเศรษฐกิจ
2. ปลดปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยเคลื่อนไหวอย่างอิสระได้มากขึ้น
3. แยกระบบการเงินของญี่ปุ่นออกจากตลาดนานาชาติ เพื่อป้องกันเงินไหลเข้าในปี ค.ศ.1970 ราคาหุ้นได้ลดลงจากการล่มสลายของ Bernard Cornfeld's IOS ซึ่งเป็นกองทุนรวม และในเดือนกุมภาพันธ์ถึงมีนาคมได้มีการเปลี่ยนแปลงการลอยตัวของค่าเงินของประเทศหลัก จึงเกิดการชะลอตัวด้าน Demand, GNP, การลงทุน
4. สิ้นปี ค.ศ.1971 ญี่ปุ่นเริ่มมีการลงทุนระหว่างประเทศสูงขึ้น และในช่วงเวลาเดียวกันได้มีการออก Samurai Bonds (ซึ่งเป็นตราสารหนี้เงินสกุลเยน) แต่ออกให้นักลงทุนต่างชาติ
5. ในปี ค.ศ.1984 ได้มีนโยบายในการสนับสนุนการลงทุนระหว่างประเทศมากขึ้น จากการผ่อนคลายกฎระเบียบต่าง ๆ ธนาคารโลก (World Bank) ได้อนุมัติให้จัดตั้ง Samurai Bond Market
6. ในปี ค.ศ.1985 มีการเปิดเสรีด้านการเงินการค้าระหว่างประเทศเพิ่มขึ้น ทำให้มีความต้องการสินค้าและบริการของญี่ปุ่นจากต่างประเทศเพิ่มสูงขึ้น ญี่ปุ่นอยู่ในฐานะการได้เปรียบด้านดุลการค้า ภาคเอกชนมีเงินส่วนสำรองสูงขึ้น ความต้องการกู้ยืมเงินจากประเทศญี่ปุ่นสูงขึ้น จึงเริ่มมีการควบคุมและให้ความสนใจในเรื่องค่าเงินของญี่ปุ่นต่อสหรัฐอเมริกา

ในปี ค.ศ.1985 เอง ได้เริ่มมีการจัดตั้งตลาดซื้อขาย Bond ล่วงหน้า Bond Future Market และ 1 ปีหลังจากนั้น ค.ศ.1986 รัฐบาลได้จัดให้ตลาด Future นี้เป็นส่วนหนึ่งในตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า เดือนกุมภาพันธ์ ในปี ค.ศ.1986 ได้มีการอนุมัติให้สถาบันการเงินต่างชาติ 6 แห่งเข้ามาระดมทุนผ่านตลาดหุ้นโตเกียวได้ (Tokyo Stock Exchange : TSE) และในเดือนกันยายนปีเดียวกันก็เพิ่มอีกมากกว่า 50 แห่ง ทำให้บริษัทหลักทรัพย์ต่างประเทศเข้ามามีส่วนร่วมในการพัฒนาตลาดล่วงหน้า (Future Market) เพิ่มขึ้น

ซึ่งก่อนหน้านี้นี้ในปี ค.ศ.1984 บริษัทเอกชนต่างชาติได้มีอำนาจในการออกตราสารหนี้ (Euroyen Bonds) โดยมิได้จำกัดปริมาณการออกทั้งในและนอกประเทศ จนถึงปี ค.ศ.1986 ได้มีการพัฒนาตราสารใหม่ ๆ มากขึ้น

ผู้มีส่วนร่วมในตลาดตราสารหนี้ญี่ปุ่น ได้แก่

1. กระทรวงการคลัง
2. ธนาคารกลางญี่ปุ่น (Bank of Japan)
3. City Bank
4. Local Bank
5. Long-term Credit Banks
6. Trust Banks
7. Muture Banks
8. สถาบันด้านการเกษตรและป่าไม้
 - Norinchukin Banks
 - Credit Federations
 - Corporatives
9. Credit Associations
 - Zenshinren Bank
 - Credit Associations
10. บริษัทประกันชีวิต
11. บริษัทประกันอสังหาริมทรัพย์
12. Investment Trusts
13. บริษัทธุรกิจเอกชน
14. นักลงทุนต่างชาติ
15. นักลงทุนในประเทศ
16. นักลงทุนอื่น ๆ
 - ทรัสต์
 - กองทุนตราสารหนี้
 - รัฐบาลท้องถิ่น
17. บริษัทหลักทรัพย์

4.2.3 ตลาดแรก

ตราสารหนี้ที่ออกในตลาดแรกนั้น มีขั้นตอนด้านการรับประกันการจำหน่ายและการประมูลตราสารหนี้ ซึ่งผ่านการพิจารณาโดยกระทรวงการคลัง The Ministry of Finance (MOF) การรับประกันการจำหน่ายตราสารหนี้ภาครัฐ พันธบัตรรัฐบาล (ตราสารหนี้ระยะยาวของภาครัฐมีอายุ 5 ปี) ซึ่งหมายถึงตราสารหนี้ที่ออกโดยธนาคารกลาง (BOJ) ก่อนกระจายสู่สาธารณะชน โดยผ่าน City Bank, Long-term Credit Bank, Local Bank, Trust Bank, Mutual Bank, Credit Associations รวมถึงบริษัทหลักทรัพย์อื่น ๆ ซึ่งได้รับประกันโดยรัฐบาล (Kaoushasai, 1987) จากตารางที่ 4.7 แสดงการออกตราสารหนี้แต่ละประเภทในประเทศญี่ปุ่น ปี ค.ศ 1989-1995

ตารางที่ 4.7 แสดงการออกตราสารหนี้แต่ละประเภทในประเทศญี่ปุ่น

News Issues of Bonds

The Bond Underwrite Association of Japan

Bank debentures

	JGB*		Municipal bonds*		Gov.- guaranteed*		Discount		Interest-bearing	
	Issues	Amount	Issues	Amount	Issues	Amount	Issues	Amount	Issues	Amount
		(100 yen)		(100 yen)		(100 yen)		(100 yen)		(100 yen)
1989	33	270339	75	9983	33	18208	72	249271	208	107579
1990	48	390324	76	9419	38	19083	72	273183	224	195876
1991	45	372961	70	9139	39	19073	72	310481	234	143686
1992	50	461462	78	11135	38	18077	72	374835	243	113031
1993	59	548017	72	13710	33	23571	102	293262	364	106565
1994	59	547246	71	15840	47	26179	144	257575	544	121227
1995	64	685205	71	19740	59	32371	144	295261	543	138382

การรับประกันการจำหน่ายตราสารหนี้ภาคเอกชน

80% ของการออกตราสารหนี้และการรับประกัน การจำหน่ายตราสารหนี้ภาคเอกชนอยู่กับบริษัทหลักทรัพย์ใหญ่ 4 แห่ง ได้แก่ (Nomura, Daiwa, Yamaichi และ Nikko ซึ่งได้ตั้งเป็นคณะกรรมการด้านตราสารหนี้ที่เรียกว่า Kisaikai)

ในตลาดแรกธนาคารจะเป็นผู้เสนอขายตราสารหนี้ให้กับบริษัทหลักทรัพย์

การประมูล

การประมูลตราสารหนี้พันธบัตรรัฐบาล ตราสารหนี้ระยะกลาง ตัวแลกเปลี่ยน จะทำการประมูลด้านอายุได้ก่อนและอัตราผลตอบแทน(Coupon) โดยกระทรวงการคลังซึ่งผู้เสนอซื้อ ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์ ธนาคาร ฯลฯ

4.2.4 ตลาดรองตราสารหนี้

ตลาดรองตราสารหนี้แบ่งเป็น ตลาดซื้อขายนอกตลาดและตลาดแลกเปลี่ยน ตลาดที่ซื้อขายนอกตลาด (OTC) Over the Counter มีขนาดใหญ่มากกว่า 90% ของตลาดรองทั้งหมด ซึ่งผู้มีส่วนร่วมในตลาดตราสารหนี้ ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์ใหญ่ 4 แห่ง, dealers (จากตารางที่ 4.8 แสดงการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดหลักทรัพย์เทียบกับตลาด OTC ของประเทศญี่ปุ่นในปี ค.ศ 1989-1995)

ตารางที่ 4.8 แสดงปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดหลักทรัพย์เทียบกับตลาดของประเทศญี่ปุ่น ปี ค.ศ 1989-1995

Bond Transaction Trend

	Tokyo Stock Exchange			Tokyo OTC market					Total	Gensaki
	JGB	Spot	Futures	JGB	Govt.	Corporate	Interest			
		100(mill yen)	100(mill yen)		guaranteed	bonds	bearing bank			
					bonds	debenture				
				100(mill yen)	100(mill yen)	100(mill yen)	100(mill yen)	100(mill yen)		
1989	298623	659752	18430065	34043892	175476	70097	502321	35067920	10303778	
1990	351523	541298	15646742	31561776	165791	85179	811795	32857688	11618991	
1991	147425	253815	12247737	24461534	222785	92094	691309	25732166	10549270	
1992	52079	154817	12802787	31008638	303644	111813	679924	32440496	14695336	
1993	45145	212483	14879801	31081250	292998	1121112	634356	32262533	13752526	
1994	34032	133791	13035131	35206088	241317	112590	488726	36455343	20918641	
1995	50588	213422	13561405	37872989	280730	160824	593999	39571791	22222128	

5-10% ของตลาดรองได้มีการซื้อขาย แลกเปลี่ยนในตลาด Tokyo, Osaka, Nagoya, Kyoto, Hiroshima, Fukuoka, Niigata และ Supporo แต่ในตลาด Tokyo จะมีปริมาณการซื้อขายมากที่สุด คือ ประมาณ 80% ซึ่ง เป็นการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลที่มีขนาดมากกว่า 20 ล้านเยนขึ้นไป นอกจากนี้ยังมีการ

ซื้อขายหุ้นกู้แปลงสภาพด้วย(Madohan and Koushasai, 1985) ตารางที่ 4.9 แสดงมูลค่าการซื้อขายตราสารหนี้โดยรวมในประเทศญี่ปุ่น ปี ค.ศ.1989-1995

ตารางที่ 4.9 แสดงมูลค่าการซื้อขายตราสารหนี้ในแต่ละปีของประเทศญี่ปุ่น

Outstanding Balance of Bond

The Bond Underwrite Association of Japan

Bank debentures

	JGB*		Municipal bonds*		Gov.- guaranteed*		Discount		interest-bearing	
	Issues	Amount	Issues	Amount	Issues	Amount	Issues	Amount	Issues	Amount
	(100 yen)	(100 yen)	(100 yen)	(100 yen)	(100 yen)	(100 yen)	(100 yen)	(100 yen)	(100 yen)	(100 yen)
1989	224	1609101	1008	70822	611	195132	72	187518	952	406857
1990	230	1663014	966	72702	591	196943	72	184586	972	492041
1991	230	1716107	928	74469	578	197342	72	208996	1002	534604
1992	230	1783316	907	78702	545	195375	72	218463	1041	547876
1993	243	1925028	872	84285	501	197191	102	224099	1188	553492
1994	256	2065681	842	91572	476	204294	144	235815	1509	551163
1995	267	2251482	806	102965	454	218374	144	264541	1811	496265

Note: *Figures for public offering

การเสนอขายตราสารหนี้ต่อสาธารณชน

การเสนอขายตราสารหนี้ต่อสาธารณชนที่เรียกว่า "Mado-Ham" จะเสนอขายโดยธนาคารซึ่งเริ่มขึ้นเมื่อเดือนเมษายน ปี ค.ศ.1983 เป็นการเสนอขายพันธบัตรระยะยาวของรัฐบาล รวมถึงการเสนอขายตราสารหนี้ระยะสั้นในเดือนตุลาคมของปีเดียวกัน ซึ่งการเสนอขายโดยธนาคารมีปริมาณถึง 1.5 ล้านล้านเยน คิดเป็นสัดส่วน 33.5% ของการจำหน่ายทั้งหมด

กระทรวงการคลัง (MOF) จะเป็นผู้ริเริ่มการสร้างตลาดรองตราสารหนี้ ซึ่งการเสนอขายขั้นแรกนั้น ส่วนใหญ่ธนาคารจะเสนอขายให้แก่บริษัทเอกชน เพราะบริษัทเอกชนจะสามารถทำการ arbitrage การซื้อขายที่เรียกว่า "One-Touch-Through" ซึ่งกำไรจากการ deal เกิดจากส่วนต่างของอัตราผลตอบแทน (yield) ในตลาดแรกกับตลาดรอง

การเป็นตัวแทนซื้อขายของธนาคาร (Bank Dealing)

ในเดือนพฤษภาคม ปี ค.ศ.1983 กระทรวงการคลัง (MOF) ได้ประกาศให้ธนาคารเป็นผู้ทำการ deal เรียกว่า "Bank Dealing" ในปีนั้นมีการจัดธนาคารที่ทำการ deal ขึ้นมา คือ City Bank 13 สาขา, ธนาคารพาณิชย์ในท้องถิ่น 10 สาขา, ธนาคารเพื่อการกู้ยืมระยะยาว 3 สาขา, 7 Trust Banks, Norinchukin Bank ซึ่งได้รับใบอนุญาตในการซื้อขายตราสารหนี้และ dealers

อุปสรรคของการซื้อขายของธนาคาร

1. ในปีแรกพันธบัตรรัฐบาล, ตราสารหนี้ที่รับประกันโดยรัฐบาลและตราสารหนี้รัฐบาลในท้องถิ่น ถูกจำกัดปริมาณในการซื้อขาย
2. ตราสารหนี้ในการ deal กับการลงทุนจะแยกระบบบัญชีกัน คือ Dealing Account และ Portfolio Account

4.2.5 ข้อปฏิบัติในด้านภาษี

ผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับจากการซื้อขายตราสารหนี้มี 3 ทาง คือ

1. อัตราผลตอบแทนจากหน้าตั๋ว (Coupon Payments)
2. ส่วนของกำไรเมื่อทำการไถ่ถอน (Redemption Gains)
3. กำไรที่ได้จากการขาย (Capital Gains) โดยเป็นการเสนอขายก่อนครบกำหนดอายุไถ่ถอน

ซึ่งอัตราภาษีจะแตกต่างกันไปในผลตอบแทนทั้ง 3 ประเภท สำหรับนักลงทุนต่างประเทศ ภาษีจากอัตราผลตอบแทนหน้าตั๋วและกำไรจากการไถ่ถอน ซึ่งอัตราภาษีจะลดลงถ้าขนาดของผลตอบแทนสูงขึ้น ซึ่งเป็นผลให้นักลงทุนต่างประเทศมีความพอใจในเงื่อนไขภาษีด้านนี้มาก

1. ภาษีผลตอบแทนหน้าตั๋ว

โดยทั่วไปภาษีหน้าตั๋วจะเสีย 20 % นักลงทุนในประเทศจะเสียเท่ากับนักลงทุนต่างประเทศ และ บุคคลธรรมดาจะเสียเท่ากับนิติบุคคล, บริษัทต่างๆ

นักลงทุนต่างประเทศ จะเสียภาษีในอัตราพิเศษที่ต่ำกว่านักลงทุนในประเทศ ในกรณีของ Samuri bonds และ Yen-denominated bonds ที่ออกโดย นักลงทุนต่างประเทศ ตราสารหนี้บางประเภทจะไม่เสียภาษี ซึ่งภาษีที่เสียนั้นจะแตกต่างกัน ดังต่อไปนี้

นักลงทุนที่เป็นบุคคลธรรมดาในประเทศ

การจ่ายภาษีของบุคคลธรรมดา เรียกว่า "Separate Taxation at Source" โดยจ่าย 20% ของผลรับที่ได้จากอัตราดอกเบี้ยหน้าตั๋ว ซึ่ง ตราสารหนี้ภาคเอกชน, ตราสารหนี้ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไป, จำนวนภาษีที่ต้องจ่าย, ภาษีที่รายงานออกไปในระบบการจ่ายภาษี แบบนี้ได้ถูกยกเลิกไปเมื่อเดือน เมษายน ปี ค.ศ.1988

นักลงทุนที่เป็นนิติบุคคล บริษัท

โดยปกติจะจ่ายภาษี 20% เช่นกัน เรียกว่า “Taxation on Total Income” ซึ่งขึ้นกับอัตราผลตอบแทนที่ได้รับ เมื่อทำการปิดสมุดบัญชีนิติบุคคลจะรายงาน การจ่ายอัตราผลตอบแทนที่ได้รับ ในรูปของรายรับ และจะต้องเสียภาษี จากรายรับรวมทั้งหมด ประมาณ 20%

โดยมีข้อยกเว้น 2 กรณี คือ ไม่จำเป็นต้องจ่ายภาษีถึง 20 % เมื่อเป็นสถาบันการเงินที่ถือตราสารหนี้ที่จดทะเบียนแล้ว จะได้รับการยกเว้นไม่จ่ายภาษี นอกจากนี้นักลงทุนที่เป็นสถาบันการศึกษา องค์กรทางศาสนา สถาบันเกี่ยวกับสังคมสงเคราะห์จะได้รับยกเว้นการจ่ายภาษีตามกฎหมายเช่นกัน

นักลงทุนในประเทศของตลาด Samurai Bonds

จะแบ่งลักษณะการจ่ายภาษี ซึ่งขึ้นกับลักษณะของผู้ออกตราสาร ซึ่งแบ่งเป็น 2 ประเภท

1. จะไม่จัดเก็บภาษีกับ Samurai Bonds ที่ออกโดยสถาบันนานาชาติซึ่งรวมถึง World Bank, Asian Development Bank ฯลฯ อย่างไรก็ตาม การจ่ายอัตราผลตอบแทนหน้าตัวของตราสารประเภทนี้จะขึ้นอยู่กับภาษีจากรายได้รวม
2. Samurai Bonds ประเภทอื่น ๆ จะต้องจ่ายภาษี 20%

นักลงทุนนอกประเทศ

อัตราผลตอบแทนจากหน้าตัวที่นักลงทุนนอกประเทศจะได้รับจะถูกหักด้วยอัตราภาษี 20% เช่นเดียวกัน อย่างไรก็ตาม ประเทศญี่ปุ่นจะเป็นประเทศที่มีข้อปฏิบัติทางด้านภาษีแตกต่างจากประเทศอื่น ๆ คือ หลักเรื่องการจ่ายภาษีที่ซ้ำซ้อน ดังนั้น นักลงทุนต่างชาติสามารถเตรียมการนี้ในการเสียภาษี เช่นในกรณี Yen-Denominated Bonds ที่ออกโดยคนต่างชาติจะไม่เสียภาษีจากผลตอบแทนที่ได้รับหน้าตัว หากผู้ถือตราสารนั้นไม่ใช่คนในประเทศ (ไม่ใช่คนญี่ปุ่น) แต่ได้พำนักอาศัยอยู่ในญี่ปุ่นอย่างถาวร

1. ภาษีของกำไรจากอัตราดอกเบี้ยที่ได้รับที่เกิดจากการไถ่ถอนตราสารหนี้ (Gains from Discount Bonds)

การจัดเก็บภาษี 18% จากผู้ออกตราสารหนี้โดยคิดจากกำไรที่คาดว่าจะได้รับจากดอกเบี้ยที่เกิดจากการไถ่ถอนตราสารหนี้ โดยกำไรนี้เกิดจากส่วนต่างของราคาหน้าตัวกับราคาที่ไถ่ถอนซึ่งขึ้นกับมูลค่าหน้าตัวที่กำหนดไว้

นักลงทุนที่เป็นบริษัทเอกชนสามารถลดการจ่ายภาษีได้จากภาษีนิติบุคคล โดยส่วนลดจากภาษีนั้นจะขึ้นอยู่กับระยะเวลาในการถือตราสารหนี้จากอัตราดอกเบี้ยที่ได้รับ (ดังกล่าวไปแล้วข้างต้น) ซึ่งภาษีที่ได้รับยกเว้นนั้น ภาคเอกชนสามารถได้รับเงินคืนจากภาษีที่เสียไปบางส่วน ซึ่งขึ้นกับอายุการไถ่ถอนของตราสารหนี้ สำหรับนักลงทุนต่างประเทศที่อาศัยอยู่ในประเทศจะเสียภาษีที่ต่ำกว่า 18% ส่วนลดของภาษีที่ได้รับอาจเกิดจากอัตราดอกเบี้ยที่ได้รับจากการซื้อในตลาดแรกและถือตราสารนั้นจนหมดอายุการไถ่ถอน

2. ภาษีจากผลกำไรของการลงทุน (Capital Gains)

นอกจากหุ้นกู้คววอเรนซ์แล้ว นักลงทุนจะได้รับการยกเว้นภาษีจากตราสารหนี้บริษัทเอกชน กับตราสารหนี้ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไป

โดยการเสียภาษีจากหุ้นกู้คววอเรนซ์จะเสียภาษีคนละส่วนกัน ซึ่งจะทำการแจ้งภาษีที่ต้องเสียล่วงหน้าก่อนการจ่ายภาษีในครั้งต่อไป ซึ่งอัตราภาษีนั้นจะเป็น 26% ของกำไรที่ได้รับจากอัตราภาษีที่ระบุไว้นี้ ผู้เสียภาษีจะสามารถทำคำขอไปยังฝ่ายจัดเก็บภาษี โดยให้ทางเลือกกับนักลงทุนในการจ่ายภาษี 0.5% สำหรับการแปลงสภาพหุ้นกู้คววอเรนซ์และได้ขายไปแล้ว โดยไม่ต้องจ่ายภาษีที่ได้รับจากผลกำไรที่เกิดขึ้น

สำหรับผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ และไม่ได้ตั้งถิ่นฐานอย่างถาวรในญี่ปุ่น โดยไม่ได้รับกำไรจากการขายก็จะมีสิทธิในการเสียภาษีเท่ากับบุคคลที่พำนักอยู่ในประเทศจากการขายหุ้นกู้คววอเรนซ์เช่นกัน (ตามทีกล่าวแล้วข้างต้น)

3. ภาษีสำหรับการโอนย้าย

ภาษีจากการโอนย้ายจะจัดเก็บจากผู้ขายหลักทรัพย์นั้น โดยอัตราภาษีจะขึ้นกับชนิดของหลักทรัพย์ที่ขายไป สำหรับการแปลงหุ้นกู้คววอเรนซ์จะเสียค่าโอน 0.26% ขณะที่ตราสารประเภทอื่นเสีย 0.03% ซึ่งรวมถึงนักลงทุนที่มีถิ่นฐานอยู่นอกประเทศ และขายตราสารในประเทศ ซึ่งรวมถึง Samurai Bond และนักลงทุนของญี่ปุ่นเองก็ใช้มาตรฐานเดียวกัน

การยกเว้นภาษี

ก่อนหน้าข้อปฏิบัติทางด้านภาษีระหว่างนักลงทุนต่างชาติกับนักลงทุนญี่ปุ่นจะได้รับการยกเว้นทางภาษีจากการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลและตราสารหนี้ของธนาคารกลาง โดยต้องยื่นคำขอต่อตัวแทนการจัดการด้านภาษี โดยการรวมหลักทรัพย์ที่ถือยกเว้นตราสารพาณิชย์จะได้รับการยกเว้นภาษี หากหลักทรัพย์ตราสารที่ถือนั้นไว้เพื่อสำรองสภาพคล่องตามกฎหมาย

4.2.6 ระบบคอมพิวเตอร์ (Computer Software) สำหรับการวิเคราะห์ตราสารหนี้

ระบบ Computer Software ในตลาดตราสารหนี้ญี่ปุ่นได้ถูกนำมาใช้เมื่อปี ค.ศ.1950 เมื่อบริษัทหลักทรัพย์ต่าง ๆ ต้องการพัฒนาระบบการชำระรายการที่มีประสิทธิภาพ และเพื่อเป็นการลดต้นทุน โดยการรวบรวมระบบการทำงานทุกขั้นตอน เพื่อให้คอมพิวเตอร์วิเคราะห์และประมวลผล

ตั้งแต่ปี ค.ศ.1960 ตลาดการเงินญี่ปุ่นเริ่มมีความซับซ้อนมากขึ้น ซึ่งรวมถึงสภาพคล่องของตลาดอีกทั้งการขยายตัวทางด้านตราสารหนี้ทั่วโลก ซึ่งข้อมูลข่าวสารเป็นสิ่งที่จะต้องมีความแม่นยำและมีประสิทธิภาพ

บริษัทหลักทรัพย์หลายแห่งเริ่มต้องการข้อมูลข่าวสารมากขึ้น โดยจะนำมาพัฒนาให้สนองกับความต้องการของนักลงทุน การนำระบบคอมพิวเตอร์มาใช้จึงเป็นไปอย่างแพร่หลาย และเป็นรูปลักษณะใหม่ของระบบการเงิน ซึ่งมีประโยชน์ในการคิดกฎเกณฑ์ใหม่ ๆ เพื่อนำมาพัฒนาตลาดตราสารหนี้

ในปี ค.ศ. 1970 ได้มีการพัฒนาระบบรากฐานข้อมูลของบริษัทหลักทรัพย์มากขึ้น ในการบริการข้อมูลข่าวสารในการลงทุนให้กับลูกค้าได้ทันเวลา การพัฒนาระบบการติดต่อสื่อสารกับนักลงทุนโดยการ on-line ข้อมูลทางการเงินจากบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ บางบริษัทจะให้บริการข้อมูลข่าวสารถึงบ้าง ซึ่งนักลงทุนรายใหญ่ ๆ จะได้รับบริการนี้ในราคาถูก

นวัตกรรมใหม่ ๆ ทางเทคโนโลยีนี้ออกมาในรูปแบบของระบบโทรทัศน์ที่นักลงทุนสามารถทำการซื้อขายจากบ้านไปยังบริษัท ซึ่งระบบนี้พัฒนามาจากระบบของหุ้นสามัญ ซึ่งระบบการซื้อขายจะคล้ายกับตราสารหนี้เรียกว่า "Home Trading" ซึ่งอยู่ในการควบคุมและคุ้มครองโดยกฎหมาย

ปัจจุบันนี้ราคา Hardware ต่ำมาก อีกทั้งการบำรุงรักษาก็เสียค่าใช้จ่ายที่ต่ำ นอกจากนี้ยังมีระบบแบบจำลอง (Model) ใหม่ ๆ ที่ซับซ้อนมากขึ้น (สำหรับการวิเคราะห์หุ้นสามัญและตราสารหนี้)

บริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ของญี่ปุ่นได้นำระบบคอมพิวเตอร์ด้าน software จากอเมริกามาใช้สำหรับการซื้อขายตราสารหนี้หลายปีแล้ว ซึ่งรวมถึงบริษัทหลักทรัพย์ขนาดเล็กด้วย

ซึ่งอุปสรรคสำคัญในระบบการติดต่อที่ยูกยาก คือ ยังคงใช้ระบบภาษีที่ยังถือว่าเป็นมาตรฐาน

สถาบันใหญ่ ๆ เช่น Nomura, Daiwa, Nikko, Yamaichi ได้พัฒนาระบบการวิเคราะห์ด้านระบบบัญชี การโอนย้าย ซึ่งจะช่วยในการบริหารและการจัดการสภาพคล่อง ความเสี่ยง และการจัด port การลงทุน

การพัฒนาได้เกิดจากความร่วมมือกับต่างชาติ เช่น Yamaichi และ GAT ซึ่งเป็นบริษัทเงินทุนของสหรัฐฯ

ปัจจุบันได้มีการพัฒนาระบบข่าวสารใหม่ ๆ จากแหล่งข้อมูลทาง Reuters (สำนักข่าวของอังกฤษ), Telerate (บริษัทที่บริการข่าวสารข้อมูลทั่วโลกของอเมริกา) โดยการ on-line ให้กับลูกค้า ซึ่งสามารถนำข้อมูลข่าวสารนี้มาพัฒนาระบบตราสารหนี้ได้มากยิ่งขึ้น

4.2.7 ประเภทของตราสารหนี้ในญี่ปุ่น

1 พันธบัตรรัฐบาล (Japanese Government Bond)

ตลาดพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่น (The Japanese Government bond, JGB) นับเป็นตราสารหนี้ที่สำคัญแห่งหนึ่งของโลก เนื่องจากความรุ่งเรืองทางเศรษฐกิจของญี่ปุ่นในปี ค.ศ.1980 มีดุลการค้าเกินดุลกับประเทศต่างๆ ทั่วโลก มีอัตราการออมที่สูงมาก ทำให้อิทธิพลด้านการเงินของญี่ปุ่นส่งผลกระทบต่อการเงินของประเทศต่างๆ ทั่วโลกและมี การขยายตัวด้านสินเชื่ออย่างมาก ดังนั้นพันธบัตรรัฐบาล JGB จึงมีปริมาณการซื้อขาย และมูลค่าที่สูงขึ้นนับเป็นอันดับสองรองจาก พันธบัตรรัฐบาลอเมริกา (Richard, 1989)

จากภาวะการเกินดุลงบประมาณของญี่ปุ่น ทำให้ผลตอบแทนจากตราสารมีมูลค่าที่สูง และอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดก็เป็นมาตรฐานจากนานาชาติ ซึ่งนักลงทุนทั่วไปจะนำอัตราดอกเบี้ยของ JGB มาใช้เป็นมาตรฐานในการเปรียบเทียบการลงทุนในตราสารหนี้ประเภทอื่นๆ ดังนั้นบริษัทหลักทรัพย์ใหญ่ๆ มักจะทำการเก็งกำไรใน JGB

การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลในอเมริกาจะต่างกับ JGB ตรงที่ มีการกำหนด risk-free interest rates (ไม่ต้องเสียภาษี ในกรณีที่เกิดความเสียหาย) แต่ตามกฎหมายญี่ปุ่นกำหนดให้เสียภาษีตามอัตราผลตอบแทนที่ได้รับโดยสัมพันธ์กับ "Yield Curve" จึงทำให้นักลงทุนต้องพิจารณาว่าจะลงทุนในระยะสั้น หรือระยะยาว

JGB จะใช้อัตราดอกเบี้ยอ้างอิง "Benchmark" ซึ่งถือเป็นตราสารที่มีสภาพคล่องในโลก และมีอิทธิพลต่อระบบการเงินของโลกปริมาณการซื้อขาย JGB ขึ้นกับการเก็งกำไรในด้านอัตราแลกเปลี่ยนของเงินเยนต่อเงินดอลลาร์ นอกจากนี้ นักลงทุนเริ่มเห็นผลประโยชน์ที่จะได้รับจากการเปลี่ยนแปลงวสภาวะการณของประเทศอื่น ๆ เช่น การเปลี่ยนแปลงด้านอัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยน

เปลี่ยนของอเมริกา และสามารถทำการ Hedging หรือ Forward จากอัตราแลกเปลี่ยนนั้น ซึ่งจะเป็นกลยุทธ์ในการจัด port การลงทุนให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น

ในปัจจุบันนี้ การซื้อขาย JGB มีอิสระมากขึ้น แรงกดดันจากตลาดการเงินอื่น ๆ เช่น สหรัฐอเมริกาทำให้ญี่ปุ่นต้องจัดระบบมาตรฐานกฎเกณฑ์ใหม่ ๆ ในตลาด เพื่อให้การออกตราสารเป็นไปอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับความร่วมมือจากสถาบันการเงินต่าง ๆ กับกระทรวงการคลัง ซึ่งทำให้มีการลงทุนที่เพิ่มขึ้นทั้งจากในประเทศและนักลงทุนต่างประเทศ

2. ตลาด Gensaki

Gensaki หมายถึง ตลาดซื้อคืนตราสารหนี้ของผู้ขายตราสารที่จะซื้อตราสารหนี้คืนจากผู้ซื้อก่อนเวลาที่ระบุไว้ รวมถึงราคาหน้าตั๋วในขณะนั้น ตราสารหนี้ชนิดนี้ส่วนใหญ่จะเป็นตราสารหนี้ระยะสั้นที่ใช้เป็นหลักประกันและราคาซื้อขายกับราคาซื้อขายนั้นจะแตกต่างกัน ซึ่งอัตราดอกเบี้ยจากการลงทุนนี้จะมีตั้งแต่ 2-3 วัน จนถึง 1 ปี (12 เดือน) ส่วนใหญ่แล้วการแลกเปลี่ยนจะใช้ตั้งแต่ช่วง 3 วัน - 3 เดือน และตราสารหนี้นี้มีมูลค่ารวมกันสูงกว่า 10 ล้านเยน จนถึง 10 พันล้านเยน (Tanki, 1987)

ตลาด Gensaki เป็นตลาดที่สำคัญ เพราะเป็นตลาด "Open Market" ซึ่งแสดงถึงอุปสงค์ อุปทาน สำหรับการระดมทุน รวมถึงการระดมทุนจากสถาบันการเงินและองค์กรที่มีใช้สถาบันการเงินก่อนหน้านี้ที่จะเกิดตลาด Gensaki นั้น ตลาดนี้ถูกเรียกว่า "Bill Discount Market" ซึ่งจะจำกัดเฉพาะการซื้อขายของสถาบันการเงิน ซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยของตลาด จนธนาคารกลางญี่ปุ่น (BOJ) ได้ผลักดันให้มีความเสรีมากขึ้นตามอัตราดอกเบี้ยของประเทศขณะนั้น

ซึ่งปัจจุบันจะใช้อัตราดอกเบี้ยของ Gensaki เป็นอัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน (Benchmark) ของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดการเงิน ซึ่งนับเป็นความสำเร็จของตลาด Gensaki ในการเป็นต้นกำเนิดให้อัตราดอกเบี้ยของญี่ปุ่นสามารถเคลื่อนไหวอย่างเสรี (ในระยะสั้น) ได้มากขึ้น ซึ่งจะเป็นการพัฒนากระบวนการซื้อขายในตลาด "Open Market" ช่วยให้การใช้นโยบายการเงินเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ

3. พันธบัตรรัฐบาลที่ร่วมกับพันธบัตรขององค์กรอื่น (Japanese Government - Related Organization Bond Market : GGBs)

ในปี ค.ศ.1987 รัฐบาลญี่ปุ่นได้ออกพันธบัตรร่วมกับองค์กรอื่น 9 องค์กร ซึ่งมีมูลค่า 2.2 ล้านล้านเยน (16 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) ซึ่งนับเป็นการริเริ่มการออกพันธบัตรชนิดนี้เป็นครั้งแรก เรียกว่า ตราสารหนี้ที่รับประกันโดยรัฐบาล (Government-Guaranteed Bonds :GGBs) GGBs เป็น

ตราสารหนี้ที่ใหญ่เป็นอันดับสองรองจากตราสารหนี้ที่เสนอขายกับประชาชน (Public Bond) ซึ่งรองจาก JGBs ทั้งในตลาดแรกและตลาดรอง

ก่อนหน้านี้ GGBs สามารถเสนอขายแบบ Private Placement ซึ่งจะได้รับอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำ ซึ่งต่อมาก็ได้มีการเสนอขายแบบ Public Offer ในตลาดรอง

ถึงแม้ว่านักลงทุนจะไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับตราสารหนี้ชนิดนี้มากแต่ด้วยหลักประกันจากรัฐบาลทำให้ปริมาณการซื้อขายในตลาดรองขยายตัวในอัตราที่สูง จากนั้นเมื่อมีการเริ่มเปิดเสรีทางการเงินในปี ค.ศ. 1980 ทำให้ปริมาณตราสารหนี้ประเภทนี้ลดลง อีกทั้งการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ ทำให้ลดแรงดึงดูดใจในการซื้อขาย GGBs ซึ่งได้มีการแก้ไขปัญหาดังต่อไปนี้

1. เผยแพร่ความรู้ข้อมูลข่าวสาร และรายละเอียดต่าง ๆ ของ GGBs ให้กับประชาชนทั่วไปรับรู้ทั้งในตลาดแรกและตลาดรอง
2. ให้ข้อมูลและข้อเสนอแนะในการปรับปรุงแก้ไขซึ่งจะแสดงถึงขนาดของตลาด GGBs

4. ตราสารหนี้ภาครัฐบาลในท้องถิ่น (Japanese Local Government Bonds : LGBs)

ตราสารหนี้ภาครัฐบาลในท้องถิ่น LGBs เป็นตราสารหนี้ที่ออกโดยรัฐ เมือง หมู่บ้านต่าง ๆ ในประเทศญี่ปุ่น LGBs เกิดขึ้นเมื่อปี ค.ศ.1986 มีมูลค่าในการออกครั้งแรก 2.7 ล้านล้านเยน (ภายใต้การรับประกันของรัฐบาลและเอกชน) ซึ่งได้ระดมทุนทั้งในตลาดแลกเปลี่ยนและตลาด OTC

LGBs ที่ออกในตลาดรอง ได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล ตราสารระยะสั้นของรัฐบาล หุ้นกู้แปลงสภาพ ตราสารหนี้ที่รับประกันโดยรัฐบาล ดังนั้น การพัฒนาตลาด LGBs จึงมีผลกับประชาชนทั่วไปเช่นกัน

LGBs เป็นตราสารหนี้ที่เกิดขึ้นหลังสงครามโลกครั้งที่ 2 เพื่อระดมทุนด้านโครงสร้างพื้นฐาน การศึกษา การเกษตร ซึ่งปัจจุบันนี้มีอัตราส่วนในการออกที่ลดลงเนื่องจากรัฐบาลญี่ปุ่นสามารถระดมทุนผ่านตราสารชนิดอื่น ระดมทุนจากแหล่งการเงินอื่น ๆ ได้มากกว่า

5. หุ้นกู้ของธนาคาร (The Bank Debenture Market)

การออกหุ้นกู้ของธนาคาร เกิดขึ้นในตลาดแรกเมื่อปี ค.ศ.1989 ภายใต้กฎหมายของญี่ปุ่นที่อนุญาตให้ธนาคาร 6 แห่งในญี่ปุ่นออกตราสารหนี้ได้ อันได้แก่

1. Industrial Bank of Japan (IBJ)
2. Long-term Credit Bank of Japan (LTCB)

3. Nippon Credit Bank (NCB)
4. Norinchukin Bank (ธนาคารที่เกิดจากความร่วมมือทางด้านเกษตรและป่าไม้)
5. Shoko Chukin Bank (ธนาคารด้านการอุตสาหกรรมและการพาณิชย์)
6. Bank of Tokyo

ซึ่งธนาคารแต่ละแห่งประกอบธุรกิจในเชิงพาณิชย์และให้บริการเฉพาะภาคธุรกิจต่าง ๆ ธนาคาร 3 แห่งแรกที่กล่าวถึงจะเป็นการระดมทุนของโครงการอุตสาหกรรมในระยะยาว ธนาคารแห่งที่ 3 และ 4 จัดหาแหล่งเงินทุนระยะสั้นให้กับภาคเกษตรและธุรกิจ และธนาคารโตเกียว (BOT) จะจัดสรรในด้านการค้าและการแลกเปลี่ยนกับต่างประเทศ ซึ่งธนาคารเหล่านี้อาจจะไม่มีสาขาที่แพร่หลายเหมือนกับธนาคารพาณิชย์อื่น ๆ ทำให้ประสิทธิภาพในการระดมทุนต่ำกว่า

ดังนั้น จึงได้ขจัดอุปสรรคดังกล่าว โดยการอนุญาตให้ธนาคารเหล่านี้ออกตราสารได้ 2 ประเภท คือ พันธุ์ที่มีกำหนดชำระดอกเบี้ยใน 1 ปี (One-year Discount Debentures) และพันธุ์ที่กำหนดอัตราผลตอบแทน 5 ปี (Five-year Coupon Debentures) ในกรณีของ BOT's Coupon Debenture จะมีอายุครบกำหนดไถ่ถอน 3 ปี

การออกพันธบัตรของธนาคารในแต่ละเดือนจะขึ้นอยู่กับคำแนะนำของกระทรวงการคลัง (MOF) และธนาคารกลางญี่ปุ่น (BOJ) ซึ่งผู้ออกจะต้องรายงานปริมาณระยะเวลาที่ออก เพื่อจะทำการออกตราสารหนี้ ซึ่งทำให้ความเสี่ยงในตราสารประเภทนี้ต่ำ นอกจากนี้ หากระดมทุนนานกว่า 6 เดือน ธนาคารผู้ออกจะต้องทำหลักทรัพย์ค้ำประกันที่แน่นอน ตราสารชนิดนี้จึงมีความน่าเชื่อถือมากกว่าตราสารหนี้ภาคเอกชน

6. ตราสารพาณิชย์ (Commercial Paper Market : CP)

ตราสารพาณิชย์ CP เป็นตราสารหนี้ที่ไม่มีหลักประกัน ซึ่งออกโดยภาคเอกชนเป็นการระดมทุนในระยะสั้น โดยผ่านตลาดเงิน ซึ่งหมายถึงการกู้ยืมจากธนาคาร จากสาเหตุของการเจริญเติบโตอย่างรวดเร็วของ CP ในประเทศอเมริกา และกลุ่มตลาดของยุโรป ทำให้ญี่ปุ่นต้องเปิดเสรีทางการเงินมากยิ่งขึ้นโดยผ่านตลาด CP เหตุผลอีกประการหนึ่ง คือ เปิดเสรีทางการเงินมากยิ่งขึ้นโดยผ่านตลาด CP เหตุผลอีกประการหนึ่ง คือ อัตราการขยายตัวในความต้องการระดมเงินทุนที่มีระยะเวลาดำกว่า 2 ปีของนักลงทุนต่างชาติ ทำให้ขาดเครื่องมือในการระดมเงินทุนในระยะสั้น (Sumitomo Trust Bank, 1988)

จากการที่เงินเยนได้เป็นเงินสกุลหลักของโลก ทำให้กระทรวงการคลัง (MOF) ได้พัฒนาการออก CP ในประเทศ รวมทั้งการออก Euroyen CP ให้กับนักลงทุนที่มีใช้คนญี่ปุ่นขึ้นในปี ค.ศ.1987 และในปีค.ศ. 1988 ได้เรียกตราสารชนิดนี้ว่า "Samurai CP" ในปีนี้เอง ตลาด CP ได้

ขยายตัวสูงมาก คือ มีมูลค่ามากกว่า 9,000 พันล้านเยน มีบริษัทที่ออกตราสารมากกว่า 100 บริษัท ซึ่งสะท้อนถึงอุปสงค์ของการเงินที่สูงขึ้น ซึ่งการตัดสินใจลงทุนนั้น ขึ้นกับอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคาร (Interbank) ซึ่งอัตราของ CP จะสูงกว่าระดับดังกล่าว

อุปสรรคสำคัญในการออก CP คือ จะต้องอยู่ภายใต้กฎและคอยควบคุมจาก MOF ทางด้านจำนวนที่ออก เงื่อนไขในการออก การรายงานรายละเอียดต่าง ๆ ของบริษัทผู้ออก ซึ่งส่งผลกระทบต่อ การตัดสินใจของนักลงทุน

ดังนั้น MOF จึงจัดปัญหาดังกล่าวด้วยการจัดอันดับเครดิต CP เหมือนกับประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งจะทำให้อยู่ในมาตรฐานเดียวกัน อันเป็นการสะท้อนให้เห็นภาพของการระดมทุนใน ระยะสั้น และความสมดุลที่เกิดขึ้นในตลาด CP นอกจากนี้ยังเป็นการปกป้องนักลงทุนและเพิ่มประ สิทธิภาพของตลาดให้ดียิ่งขึ้น

7. ตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชน (The Japanese Corporate Bond Market : JCBM)

ตราสารหนี้ภาคเอกชน JCBM ประกอบไปด้วย Yen-Dominated Bond ที่ออก โดย บริษัทเอกชนแห่งใหญ่ในประเทศญี่ปุ่น ได้มีการพัฒนาตราสารใหม่ ๆ เช่น หุ้นกู้แปลงสภาพ Warrants ตราสารพาณิชย์ เพื่อเข้าไปซื้อขายในตลาด Eurobond

ตราสารหนี้ภาคเอกชน JCBM เกิดเมื่อปี ค.ศ. 1890 ก่อนสงครามโลกครั้งที่ 2 ซึ่งเป็นการ สะท้อนถึงความต้องการในการระดมเงินทุนระยะยาวของบริษัทต่าง ๆ JCBM ที่ออกครั้งแรกเป็น ภาระดุมทุนโดย Osaka Railway Company ที่รับประกันโดยรัฐบาล ซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำ และผล ตอบแทนไม่สูงนักในขณะนั้น อีกทั้งการระดมทุนจากรธนาคารจะมีประสิทธิภาพมากกว่า ซึ่งใน ขณะนั้นภาครัฐเข้ามามีอิทธิพลในการออกตราสารหนี้ภาคเอกชนสูงมาก ในขณะที่ประเทศอเมริกา และอังกฤษจะให้อิสระในการออกตราสารหนี้ของภาคเอกชนมากกว่า (Nomura Research Insititute,1988)

ผลจากวิกฤตการณ์น้ำมันในปี ค.ศ. 1970 ทำให้รัฐบาลญี่ปุ่นเริ่มต้องการเงินในการระดม ทุนสูงขึ้น โดยเฉพาะภาคเอกชน ถึงแม้ปริมาณเงินทุนยังพอมืออยู่แต่ต้นทุนในการกู้ยืมสูงมาก การ กู้ยืมผ่านตลาดแรกจึงไม่เป็นที่ดึงดูดใจนัก

ในปี ค.ศ.1980 มีความกดดันด้านการแข่งขัน การพัฒนาเครื่องมือใหม่ ๆ ในตลาดทุนทั่ว โลก จึงเกิดแรงผลักดันให้รัฐบาลลดกฎเกณฑ์ข้อบังคับในตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชน จนถึงปี ค.ศ. 1992 การเปลี่ยนแปลงของระบบสถาบันการเงินในอเมริกาและยุโรป ทำให้ญี่ปุ่นต้องพัฒนา ตลาดตราสารหนี้ในประเทศให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

ซึ่งการซื้อขายตราสารหนี้ภาคเอกชนของญี่ปุ่นจะขึ้นกับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทต่าง ๆ เช่นกัน

การจัดอันดับตราสารหนี้ภาคเอกชน

1. ระบบการจัดอันดับเครดิตตราสารหนี้ภาคเอกชนจะคล้ายกับ Moody's ซึ่งเริ่มขึ้นในปี ค.ศ.1977 และได้มีการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง แต่ความน่าเชื่อถือของแต่ละบริษัทยังขึ้นอยู่กับขนาดของบริษัท ซึ่งในขณะนั้นมีสถาบันการจัดอันดับต่างประเทศ เช่น Moody's, Standard & Poor's โดยความร่วมมือจากบริษัทต่าง ๆ ในประเทศอเมริกา ซึ่งนับว่ามีความสัมพันธ์อันดีกับญี่ปุ่น
2. เนื่องจากบริษัทในญี่ปุ่นมีความสัมพันธ์อันดีกับธนาคาร โดยธนาคารจะเป็นผู้สนับสนุน หากมีข้อผิดพลาดต่าง ๆ เกิดขึ้น ทำให้ความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้มีมากขึ้น
3. ถึงแม้ว่าระบบการจัดอันดับเครดิตจะไม่สมบูรณ์เหมือนประเทศอเมริกา แต่กฎข้อบังคับต่าง ๆ จะค่อนข้างรัดกุม ซึ่งรวมถึงปริมาณการออกและหลักทรัพย์ในการค้ำประกันด้วย
4. ระบบข้อมูลยังไม่เปิดเผยเหมือนประเทศสหรัฐอเมริกา ทำให้ประชาชนและนักลงทุนทั่วไปต้องพึ่งพาข่าวสารจากรัฐบาลมากกว่า
5. จากกฎระเบียบที่เข้มงวดทำให้ภาคเอกชนมักออกตราสารหนี้ เพื่อระดมทุนในตลาดนอกประเทศมากกว่า

ซึ่งนักลงทุนจะพิจารณาตราสารหนี้ที่ออกโดย

1. หากมีการจำกัดการ hedging นักลงทุนจะพอใจที่จะลงทุนในเครื่องมือประเภทอื่นมากกว่า เช่น พันธบัตรรัฐบาล หุ่นกู้แปลงสภาพ เพราะมีสภาพคล่องที่สูงกว่า
2. สภาพคล่องและปริมาณในการซื้อขายตราสารหนี้จะต่ำกว่าการซื้อขายหุ้นสามัญ
3. นักลงทุนยังขาดข่าวสารข้อมูลที่เพียงพอ รวมทั้งการจัดอันดับเครดิตยังไม่ได้มีการพัฒนาประสิทธิภาพในการจัดอย่างเต็มที่

การพัฒนาตราสารภาคเอกชน

1. ลดการควบคุมปริมาณในการออกตราสารหนี้ของภาคเอกชน
2. ผลักดันให้มีการยอมรับและสร้างมาตรฐานการจัดอันดับเครดิตจากต่างประเทศ
3. พัฒนาระบบ hedging ในตลาด Futures และ Options

8. หุ้นกู้แปลงสภาพที่เป็นเงินสกุลเยน (Yen-Dominated Convertible Bonds)

หุ้นกู้แปลงสภาพได้เริ่มขึ้นในปี ค.ศ.1980 ซึ่งเป็นตราสารหนี้ที่มีความสำคัญมากที่สุดในการระดมทุนของบริษัทเอกชนจากสาธารณชน และในปี ค.ศ.1983 ได้มีการริเริ่มออกหุ้นกู้คววอแรนท์ ซึ่งตราสารหนี้ 2 ประเภทมีความสำคัญในตราสารกึ่งหนี้กึ่งทุน (Equity-Liked Bonds) (Koushasai, 1988)

จากการผ่อนคลายกฎระเบียบด้านการออกตราสารหนี้ ทำให้อัตราการขยายตัวของตลาดตราสารหนี้ทั้งในประเทศญี่ปุ่นและการออกตราสารหนี้ เพื่อระดมทุนนอกประเทศที่มีอัตราที่สูงขึ้น หุ้นกู้แปลงสภาพมักจะได้รับความนิยมภายในประเทศ ส่วนหุ้นกู้คววอแรนท์จะได้รับความนิยมในการระดมทุนต่างประเทศ โดยเฉพาะในตลาด Euro Market ซึ่งการระดมทุนในตลาด Eurobond จะมีความสะดวกมาก เพราะสามารถระดมทุนด้วยต้นทุนที่ต่ำ การออกตราสารใช้เวลาสั้น มาตรฐานสำหรับผู้ออกตราสารมีข้อจำกัดน้อย

อย่างไรก็ดีการผ่อนคลายกฎระเบียบในประเทศจะช่วยจูงใจให้มีการออกตราสารในประเทศสูงขึ้น ประกอบกับรัฐบาลได้มีการผ่อนคลายมาตรการต่าง ๆ เพื่อให้ตลาดคววอแรนท์ในประเทศมีสภาพคล่องสูงขึ้น ซึ่งทางรัฐบาลได้ให้ความสำคัญกับการระดมทุนจากหุ้นกู้แปลงสภาพ และหุ้นกู้คววอแรนท์ในตลาดแรกสำหรับการแปลงสภาพหุ้นกู้

นอกจากนี้ยังอนุมัติให้บริษัทเอกชนต่างชาติสามารถออก Samurai และ Shogun Convertible Bonds ได้ ซึ่งการผ่อนคลายข้อจำกัดต่าง ๆ จะช่วยให้มีการพัฒนาด้านการจัดอันดับเครดิต ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญในการพัฒนาตลาดแรกของหุ้นกู้แปลงสภาพ

9. ตราสารหนี้ต่างประเทศ (The Foreign Bond Market in Japan)

ตราสารหนี้ต่างประเทศที่ออกเสนอขายในญี่ปุ่นจะมีทั้งตราสารหนี้ที่เป็นเงินสกุลเยนและมีเงินสกุลเยน ซึ่งจะประกอบด้วยเงินหลายสกุล ตราสารหนี้ต่างประเทศ ได้แก่ Samurai Bonds, Daimyo Bonds, Shibosai Bonds จะเป็นตราสารหนี้เงินสกุลเยน ส่วน Shogun Bonds และ Geisha Bonds จะเป็นเงินสกุลอื่น (Credit Suisse First Boston, 1988)

Samurai Bonds เป็นตราสารหนี้ที่ต้องการหลักประกัน โดยมีการจัดระบบอันดับความน่าเชื่อถือของผู้ออกตราสาร และได้มีการจัดระบบก่อนการชำระราคาและการจดทะเบียน

Daimyo Bonds คือ Samurai Bonds ที่ใช้ระบบการชำระราคาจาก Euroyen Bonds ในการช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้ Samurai Bonds จึงเรียกว่าเป็นลูกผสมระหว่าง Samurai Bonds กับ Euroyen Bonds

Shibosai Bonds เป็นตราสารหนี้ที่เสนอขาย โดยภาคเอกชนเป็นเงินสกุลเยนเช่นเดียวกับ Samurai Bonds การออกตราสารหนี้จะอยู่นอกอำนาจการควบคุมของรัฐ ไม่จำเป็นต้องมีการจัดอันดับเครดิต

Shogun Bonds เป็นตราสารหนี้ที่เสนอขายกับสาธารณะชน ซึ่งออกเป็นเงินสกุลอื่น โดยผู้ออกเป็นชาวต่างประเทศที่ออกตราสารในประเทศญี่ปุ่น

Geisha Bonds ออกเสนอขายแบบ Privated-placed ซึ่งมีประสิทธิภาพในการแข่งขันเมื่อเทียบกับ Eurodollar และ Yankee Bonds ซึ่งมีข้อแตกต่างกับ shogun Bonds คือ Shogun Bonds ยังมีปัญหาในการพัฒนาระบบภาษีและสภาพคล่อง

10. ตราสารหนี้ระหว่างประเทศ (Euroyen Bond Market)

Euroyen Bond Market คือ ตลาดตราสารหนี้ที่ประกอบด้วยตราสารหนี้ต่างประเทศด้วยเงินสกุลต่าง ๆ เป็นการรับประกันการจำหน่ายและเพื่อขายระหว่างประเทศจากรัฐบาลประเทศนั้นแล้วนำมาเสนอขายในกลุ่มประเทศยุโรป อันประกอบไปด้วย Eurodollar Bonds, Euromark Bonds, Euroyen Bonds และ Euryopean Currency Unit (ECU) Bonds

การออกตราสารหนี้ใน Euromarket บริษัทต่าง ๆ สามารถออกตราสารหนี้เป็นเงินสกุลต่างประเทศได้ เช่น Yankee Bonds ในสหรัฐอเมริกา, Samurai Bonds ในญี่ปุ่น, Bulldogs ในอังกฤษ และ Foreign Bonds ในสวิตเซอร์แลนด์

ผู้ออกตราสารจะตั้งชื่อตามเงินสกุลต่างประเทศที่ออก ตราสารหนี้ที่ผู้ออกในประเทศญี่ปุ่นออกไประดมทุนนอกประเทศทั้งหมดนั้น เรียกรวมกันว่า Gaisai Bonds ซึ่งรวมถึง Euroyen และ Sushi Bonds

ใน Euromarket ตราสารหนี้สกุลเงินต่างประเทศ เช่น Eurodollar จะได้รับความนิยมเท่ากับ Gaisai และ Euroyen ได้มีประเภทของตราสารที่หลากหลายขึ้นจากการออกวอเรนซ์ของตราสารหนี้ที่เพิ่มสูงขึ้น และการลดจำนวนลงของการแปลงสภาพตราสารหนี้

ด้านข้อจำกัดในการออกตราสารหนี้ Euroyen ได้ผ่อนคลายขึ้นเมื่อปี ค.ศ. 1984-1985 โดยได้รับการยกเว้นภาษีในการระดมในต่างประเทศ ซึ่งรวมถึงระบบการจัดอันดับเครดิตด้วยเช่นกัน

Sushi Bonds เป็นตราสารหนี้สกุลเงินต่างประเทศ ที่มีใช้ Euroyen Bonds แต่ออกโดยคนในประเทศญี่ปุ่น ซึ่งเป็นที่นิยมในกลุ่มนักลงทุนที่เป็นบริษัทประกัน เนื่องจากมีระบบบัญชีที่ได้ถูกควบคุมโดย MOF

Euroyen Bonds ที่ออกโดยชาวต่างชาติ ได้เริ่มขึ้นในปี ค.ศ. 1984 ได้เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว เพราะไม่มีการจำกัดในเรื่องปริมาณตราสารที่ออก ตามข้อตกลงของสหรัฐและญี่ปุ่น (Yen/ Dollar

Committee) ซึ่งก่อนหน้านี้นักวิชาการญี่ปุ่นได้มีการควบคุมอย่างเข้มงวด เพื่อใช้ในการควบคุมนโยบายทางการเงินให้มีประสิทธิภาพ หลังจากมีการเปิดเสรีกับต่างประเทศ ซึ่งรวมถึงอิสระในการจัดระบบการจัดอันดับเครดิต ทำให้มีตราสารใหม่ๆ เกิดขึ้นมาก การออก Euroyen Bonds จึงมีมากกว่าการออก Samurai Bonds ซึ่งนับว่าเป็นการระดมทุนที่สำคัญในระยะยาว แต่ยังคงมีปัญหาเรื่องสภาพคล่อง ดังนั้นปัจจัยที่จะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ต่างกันระหว่าง Euroyen Bonds กับ domestic Yen Bonds (JGBs) และ Samurai Bonds ความเสี่ยงด้านเครดิต (Credit Risk) การกำหนด Benchmark ระบบบัญชี และกฎข้อบังคับด้านภาษี

ซึ่งการปรับโครงสร้างของตลาดตราสารหนี้ คือ เพิ่มตราสารใหม่ ๆ เข้ามาในตลาด โดยเฉพาะใน Euroyen Market ซึ่งจัดแยกประเภทตราสารดังกล่าวออกเป็นตราสารที่มีความเสี่ยงสูงจะได้รับผลตอบแทนสูง “High Risk, High Return” และการปรับภาษีให้สอดคล้องกับสถานการณ์ต่าง ๆ “Tax Oriented” ซึ่งนำไปสู่การสร้างดัชนีตราสารหนี้ “Index Bonds” หรือ “Arranged Bonds” เพื่อเป็นแนวทางในการกำหนดผลตอบแทนและภาษีให้เป็นไปในทิศทางเดียวกัน

11. ตลาดตราสารหนี้ล่วงหน้า (The Japanese Bond Futures Market : JGB)

ตลาดตราสารหนี้ล่วงหน้า (JGB) ได้เริ่มขึ้นเมื่อเดือนตุลาคม ปี ค.ศ.1985 ในปีนี้เริ่มจัดตั้งปริมาณการซื้อขายในตลาดมีมูลค่าการซื้อขาย Treasury Bond Futures ใน Chicago Board of Trade (CBOT) รวมถึง Gift Bond Futures ใน London International Financial Future Exchange (LIFFE) ซึ่งเป็นตลาด Future ที่ใหญ่ที่สุดในโลก (Tetsuya, 1988) ซึ่งเป็นแนวทางไปสู่การพัฒนาประสิทธิภาพและสภาพคล่องของตลาดตราสารหนี้ในโลก

สัญญาการซื้อขายตราสารหนี้ล่วงหน้า เป็นข้อตกลงยินยอมที่ผู้ซื้อและผู้ขายตราสารหนี้ได้ตกลงวันเวลาที่จะทำการซื้อขาย รวมถึงราคาที่ได้กำหนดไว้ JGB ประกอบไปด้วย พันธบัตรระยะยาวของรัฐบาลที่มีอายุการไถ่ถอน 10 ปี (Long-term Government Bond) และพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุการไถ่ถอน 20 ปี (20-year Maturity Super-Long Bond) ซึ่งเริ่มต้นเดือนมิถุนายน ปี ค.ศ.1988 ในกรุง Tokyo และได้เข้าไปทำการซื้อขายใน Chicago Board of Trade สหรัฐอเมริกาในปี ค.ศ.1989

เนื่องจากมีส่วนต่างระหว่างต้นทุนกับราคาขายต่ำ (Low Margin) ทำให้ JGB สร้างความดึงดูดใจให้กับนักเก็งกำไรและสถาบันขนาดใหญ่ที่ลงทุนในตราสารหนี้

JGB ที่ทำการซื้อขายกันมีการจัดระบบมาตรฐานที่สูงมากใน Tokyo Stock Exchange (TSE) ระบบการจัดตั้งวันที่สิ้นสุดการซื้อขาย (Settlement or Termination Dates) จะมีขึ้น 1 ครั้งต่อ 1 ไตรมาส

12. Option on Japanese Government Bonds

เริ่มมีการซื้อขาย JGB นอกตลาดในลักษณะของ Option ในเดือนเมษายน ปี ค.ศ.1989 โดยบริษัทหลักทรัพย์และสถาบันการเงินจะเป็น dealer ในการเสนอขายต่อสาธารณชนในตลาดตราสารหนี้ (JGB, ตราสารหนี้ที่รับประกันโดยรัฐบาล, ตราสารหนี้ภาครัฐบาลในท้องถิ่น) โดยกระทรวงการคลังได้อนุมัติให้มีการซื้อขาย Option ของตราสารหนี้ในประเทศและต่างประเทศ ตราสารหนี้เงินสกุลเยน โดยกำหนดให้มีการสร้างราคา Market-Making ในตราสารหนี้อายุ 10 ปี (10-year Benchmark Bond) เพื่อใช้เป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง แต่โดยทั่วไปแล้ว dealer ไม่มีอำนาจในการสร้างราคาในตลาด Option ในสัญญาซื้อขาย JGB ในอนาคต ซึ่งทางกระทรวงการคลังได้พัฒนาระบบกฎเกณฑ์ข้อบังคับในตลาด OTC ซึ่งเริ่มขึ้นเมื่อกลางปี ค.ศ.1990

4.3 ตลาดตราสารหนี้ประเทศอังกฤษ

4.3.1 การใช้ระบบผู้ค้าตลาดแรกกับผู้สร้างตลาดในตลาด Glit Edged ของอังกฤษ

ตลาดพันธบัตรรัฐบาลของอังกฤษหรือที่เรียกว่า Glit Edged Market และเรียกสั้นๆ ว่ากลิตท์ (Glit) นั้นถือว่าเป็นตลาดพันธบัตรที่ใหญ่ที่สุดและมีสภาพคล่องมากที่สุดของอังกฤษก็ว่าได้สภาพคล่องในตลาดกลิตท์ได้ขยายตัวอย่างรวดเร็วหลังจากมีการปฏิรูปตลาดทุนครั้งใหญ่ขึ้นในประเทศอังกฤษหรือที่เรียกว่า Big Bang เมื่อตุลาคม ค.ศ. 1986

เดิมทีตลาดกลิตท์นั้นใช้ระบบนายหน้ารัฐ (Government Broker) รัฐจะทำหน้าที่เป็นผู้รับประกันจำหน่ายและนายหน้าในตลาดซื้อคืนขายคืนพันธบัตร ส่วนในภาคเอกชนนั้นก็ก็มีผู้ทำหน้าที่รับซื้อขายพันธบัตรอยู่พวกนี้จะถูกเรียกว่า Jobber สถาบันที่ทำหน้าที่ Jobber ส่วนใหญ่ไม่ได้ติดต่อซื้อขายกันเอง แต่จะเป็นการซื้อขายกับลูกค้าของตนแทน ทำให้ไม่เกิดตลาดระหว่าง Jobber ขึ้นมา เนื่องจากผู้ค้าบางคนกลัวที่ต้องเปิดฐานะการซื้อขายของตนทำให้ Jobber รายอื่นทราบทิศทางของตลาด สถาบันที่ลงทุนในตลาดกลิตท์ขณะนั้นส่วนใหญ่เป็นธนาคารพาณิชย์ หลังจาก Big Bang เป็นต้นมา ได้มีการนำวิธีผู้ค้าตลาดแรก (Primary Dealer) มาใช้กับพันธบัตรรัฐบาลแทนระบบนายหน้ารัฐ

นอกจากนั้นเพื่อเป็นการเพิ่มสภาพคล่องในตลาดรองให้ต่อเนื่อง ตลาดหุ้นลอนดอนได้นำเอาระบบผู้สร้างตลาด (Market Maker) มาใช้ แม้ว่าไม่ได้มีข้อบังคับถึงทุนจดทะเบียนขั้นต่ำของบริษัทที่เป็นผู้สร้างราคาตลาด แต่ดูเหมือนสภาพแวดล้อมยังบังคับให้การดำเนินธุรกิจประเภทนี้จำเป็นต้องมีทุนสูงอยู่ อย่างไรก็ตามการกลางได้ควบคุมผู้สร้างตลาดโดยใช้สัดส่วนสินทรัพย์เสี่ยงต่อ

กองทุนโดยพิจารณาจากประเภทของหลักทรัพย์ที่ถืออยู่เพื่อป้องกันความเสี่ยง (Credit Risk) ที่อาจเกิดจากผู้ซื้อหรือผู้ขายไม่สามารถทำตามข้อตกลงกัน

หน้าที่หลักของผู้สร้างตลาดในตลาดคือการเสนอราคาซื้อและราคาขายพร้อมกัน 2 ด้าน และพร้อมที่จะทำการซื้อขายกัน ณ ราคาที่เสนอนั้น นอกจากนี้ธนาคารกลางของประเทศอังกฤษเองก็อยากให้เห็นาที่ของผู้สร้างตลาดนั้นตอบสนองทั้งการซื้อขายแบบจำนวนมาก(Wholesale)พร้อมกับการซื้อขายทั่วไป(Retail) ด้วย แม้ว่าอาจจะไม่ได้ออกเป็นกฎบังคับโดยตรง แต่ในทางปฏิบัติส่วนใหญ่มูลค่าของการซื้อขายทั่วไปจะอยู่ประมาณร้อยละ 1 ของมูลค่าทั้งหมด

4.3.2 ตลาดรองสำหรับตราสารหนี้ในอังกฤษ

ตราสารหนี้ในอังกฤษจะถูก ควบคุมโดย พันธบัตรรัฐบาล(Government Securities) เป็นหลัก เช่นเดียวกับในสหรัฐอเมริกา ในขณะที่ หลักทรัพย์ภาคเอกชน(Corporate Securities) ไม่ค่อยจะมีบทบาทมากนัก ทั้งนี้เป็นเพราะเอกชนสามารถกู้เงินจากธนาคารพาณิชย์ได้อย่างสะดวกอยู่แล้ว ซึ่งต่างจากสหรัฐอเมริกาที่มี McFadden Act ห้ามไม่ให้ธนาคารพาณิชย์ประกอบธุรกิจข้ามรัฐ ทำให้บางรัฐมีเงินออมมากมายแต่บางรัฐกลับขาดแคลนเงินออม การพัฒนาตราสารหนี้จึงเป็นทางออกของสหรัฐอเมริกา(Merie and Garry, 1997)

ตารางที่ 4.10 แสดงเปรียบเทียบสภาพ คล่องก่อนและหลังการนำระบบผู้สร้างราคามาใช้

ช่วงเวลา	มูลค่า (ล้านปอนด์)
ก่อนนำระบบผู้สร้างตลาด(Market Maker)มาใช้	
1984	268,678
1985	261,527
หลังนำระบบผู้สร้างตลาด(Market Maker)มาใช้	
1986	424,414
1987(Q1-Q2)	585,317

Source : CSO

ตราสารหนี้ของรัฐบาลอังกฤษหรือ Giltsgilt-edged market เป็นตลาดที่มีความสำคัญมากที่สุด ตลาดนี้กล่าวกันว่าเริ่มมาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1694 สมัยของพระเจ้าวิลเลียมที่ 3 ซึ่งระดมเงินจาก

ประชาชน 1 ล้านปอนด์สเตอร์ลิง เพื่อนำไปทำสงครามกับฝรั่งเศส พร้อมกันนั้น Bank of England ก็เกิดขึ้นในระยะเวลาใกล้เคียงกัน

ในปัจจุบัน Bank of England ซึ่งเป็นธนาคารกลางของประเทศอังกฤษ จะเป็นผู้รับผิดชอบด้านกฎระเบียบของ Gilt เช่นการคุ้มครองนักลงทุน ความพอเพียงทางด้านเงินทุนของ Market Maker เป็นต้น แต่ในด้านของการซื้อขาย (Dealing) แล้ว International Stock Exchange (ISE) เป็นผู้ดูแล เพื่อให้ตลาดมีสภาพคล่องในระดับสูง และการคุ้มครองนักลงทุนอย่างมีมาตรฐาน ตลอดจนจัดหาระบบการซื้อขายที่มีประสิทธิภาพ อย่างไรก็ตาม โครงสร้างในปัจจุบันของตลาดเงินและตลาดทุนในอังกฤษได้เปลี่ยนแปลงไปจากเดิมหลัง “Big Bang” ในเดือนตุลาคม 1986

ใน Primary Market นั้นดังที่กล่าวมาแล้ว ว่า Bank of England จะเป็น ผู้ดูแล Gilt เมื่อรัฐบาลต้องการจะกู้เงิน กระทรวงการคลังก็จะแจ้งให้ Bank of England ทราบถึงปริมาณเงินที่ต้องการ แต่ในรายละเอียดอื่นๆ เช่น Maturity หรือ Coupon Bank of England จะเป็นผู้จัดการเอง การเสนอขาย Gilt ปกติ ทำได้ 2 แบบคือ Tender และ Auction แต่ส่วนใหญ่จะขายด้วย Tender ส่วน Auction นั้นมาเริ่มในช่วงปี 1987 นี้เอง

ตราสารระยะสั้นที่ซื้อขายใน ตลาดเงิน(Money Market) เช่น T-bills, และ Commercial Bill จะดำเนินการโดย Discount House ซึ่งเป็นของสมาชิกของ London Discount House Association Discount House จะติดต่อกับ Market Maker และ Dealer อื่นๆ ผ่านทางโทรศัพท์ แต่ Confirm โดย telex settlement จะดำเนินการใน 1 วัน หลังการ ซื้อขายหรือ Cash Settlement

ส่วน Bond Market นั้น ไม่ได้เจาะจงให้เฉพาะแต่ Discount House ที่มีสิทธิเสนอ Tender แต่รวมถึงธนาคารพาณิชย์ และ Broker อื่นๆ ด้วย Gilt ที่ขายด้วยวิธี Tender ไม่หมดจะถือเป็น Tap stock เพื่อที่จะขายใน Secondary Market ต่อไป ตามปกติ Bank of England มักจะใช้ Tap stock เพื่อรักษาเสถียรภาพของตลาด Gilt

การประมูลนั้นเป็นวิธีการที่นิยมในสหรัฐอเมริกาเป็นเวลานาน แต่ในอังกฤษเริ่มนำมาใช้ได้ไม่นาน ที่ต่างจากสหรัฐอเมริกาตรงที่ในสหรัฐอเมริกา Primary Dealer มีหน้าที่ต้องเข้าร่วมประมูลทุกครั้ง โดยมีจำนวนประมูลขั้นต่ำร้อยละ 1 แต่ในอังกฤษไม่มีการบังคับการติดต่อซื้อขายสามารถทำกันก่อนประมูล (เรียกว่า “when issued” หรือ “Grey market”)

ในปี 1989 อังกฤษประสบกับภาวะการณ์เหมือนประเทศไทย คืองบประมาณเกินดุลอยู่มาก อังกฤษจึงต้องทำ Reserve Auctions โดยขอซื้อตราสารหนี้คืนจากผู้ลงทุน โดยเฉพาะนักลงทุนที่เป็นสถาบันการเงิน

ระบบการซื้อขาย Gilt ในตลาดรองของอังกฤษเป็นระบบที่นำมาจากสหรัฐอเมริกาหลังจาก “Big Bang” ในปี 1986 แล้ว Jobber ของอังกฤษก็เปลี่ยนมาเป็น Market Maker โดยต้องได้รับ

อนุญาตจากทางการก่อน เรียกว่า Gilt-Edged Market Maker (GEMM) และมีบทบาทเป็นอย่างมากในการซื้อขายตราสารหนี้ โดยเฉพาะ Gilt Market โดยจะทำหน้าที่ Quote ราคาซื้อขายและจำนวนที่จะซื้อขายให้แก่ Broker/Dealer อย่างต่อเนื่อง ตัว Market Maker เองสามารถ Quote ราคาที่ SEAQ ผ่านระบบ TOPIC ได้แต่ไม่ถือเป็นการบังคับ และต้องรายงานสถานะการซื้อขายให้ Bank of England ทุกวัน

ตัวกลางระหว่าง Broker/Dealer ยังมี 2 กลุ่มเช่นเดียวกับในสหรัฐอเมริกาคือ IDB และ Money Broker ในการติดต่อกับ Market Maker ด้วยกันผ่าน IDB Market Maker ไม่จำเป็นต้องเปิดเผยตัวเองให้อีกฝ่ายหนึ่งรู้ (Blind Broker) IDB ไม่สามารถ Take position ได้ โดยจะมีรายได้จากค่า Commission จาก Market Maker สำหรับ IDB ที่มีบทบาทในการเสริมสภาพคล่องให้แก่ตลาดรองของตราสารหนี้ได้อย่างมีประสิทธิภาพนั้น ควรที่จะเป็นองค์กรที่อิสระและมีเพียง Market Maker เท่านั้นที่จะสามารถติดต่อกับ IDB ได้

Money Broker (MB) มีหน้าที่เสริม สภาพคล่องให้แก่ตลาดตราสารหนี้ด้วยเช่นกันเพราะทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการกู้ยืมเงินและตราสารหนี้ในระยะสั้นแก่ Market Maker ทั้งนี้เพื่อให้สามารถซื้อตราสารหนี้เข้า Port หรือ Cover เมื่อเกิด Short Sale ขึ้นได้ ส่วนใหญ่ผู้ให้กู้ยืมจะได้แก่ Pension Fund และบริษัทประกัน ส่วนธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนเป็นผู้ขอยืมระยะสั้น และเช่นเดียวกับ IDB Money Broker ไม่ได้รับอนุญาตให้ซื้อขายเพื่อตัวเอง แต่จะต้องทำเพื่อลูกค้า หน้าที่ของ IDB และ Money Broker ในอังกฤษจะใกล้เคียงกันและสามารถทำหน้าที่ทดแทนกันได้เหมือนในสหรัฐอเมริกา แต่ต่างก็ดำเนินธุรกิจของตัวเอง

-การ Settlement ของ Gilt จะผ่าน Book Entry Transfer ของ Central Gilt Officer(CGO)ซึ่งก่อตั้งโดย ISE และ Bank of England Settlement จะทำภายใน 1 วันหลังการตกลงซื้อขาย เพราะการที่ต้องส่งมอบเร็วเช่นนี้เองทำให้ IDB และ Money Broker มีบทบาทมากเพราะไม่เช่นนั้นจะไม่สามารถส่งมอบและชำระเงินได้ตามกำหนด

Corporate Bond ที่ Trade ใน ISE จะมีขนาดเล็กกว่า Gilt มาก และเล็กกว่าในอีกหลายประเทศ ทั้งนี้ก็เพราะผู้ประกอบการส่วนใหญ่สามารถระดมเงินผ่านบริการของธนาคารพาณิชย์ได้โดยสะดวก ต่างจากสหรัฐอเมริกาที่การกู้ยืมข้ามรัฐไม่สามารถทำได้ Market Maker ที่ซื้อขาย Corporate Bond ก็ไม่ได้ซื้อขายทุกตัว ทำให้ Corporate Bond ของอังกฤษไม่มีสภาพคล่องเท่าที่ควรเมื่อเทียบกับ Gilt หรือ Corporate Bond ในประเทศอื่นๆ

สรุป

หากเปรียบเทียบปริมาณการซื้อขาย ตราสารหนี้ของประเทศที่พัฒนาแล้ว (อเมริกา, ญี่ปุ่น, อังกฤษ) นำมาเทียบเป็นเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงในรูปดัชนีจะพบว่า ในช่วงปี ค.ศ 1994-1997 ประเทศที่มีแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายที่เพิ่มขึ้นสูงสุดได้แก่ อังกฤษ สหรัฐอเมริกาและญี่ปุ่น ตามลำดับ

