

บทที่ 5

ตลาดตราสารหนี้ของประเทศในแถบเอเชีย

5.1 ภาพรวมตลาดตราสารหนี้ของประเทศในแถบเอเชีย

ในช่วงปี ค.ศ.1980-1990 เป็นช่วงที่ตลาดทุนในเอเชียประสบความสำเร็จได้รับการยอมรับจากนักลงทุนอย่างกว้างขวาง ทั้งนี้เพราะผลตอบแทนในการลงทุนที่สูงขึ้น อันตีความน่าเชื่อถือต่อความมีเสถียรภาพของค่าเงิน ทำให้การลงทุนในตราสารที่ให้ผลตอบแทนคงที่ (Fixed income) เช่น บัตรเงินฝาก (Certificate of deposit), ตราสารทางการเงินของรัฐ (Government bond), (Semi-sovereign issues) และตราสารภาคเอกชน (Corporate bond) (ทั้งตราสารที่ออกเสนอขายทั้งในประเทศและนอกประเทศ) ซึ่งในปี ค.ศ.1996 มีมูลค่ารวมถึง 500 พันล้านเหรียญสหรัฐ (รวมประเทศญี่ปุ่น) เนื่องจากภูมิภาคนี้มีอัตราส่วนในการออมสูง รวมทั้งอุปสงค์ในการสร้างโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่เพิ่มสูงขึ้นมาก (จากตารางที่ 5.1) เป็นผลให้การระดมทุนในตลาดตราสารหนี้เป็นการระดมทุนในระยะยาวมีสูงขึ้น (Ismail, 1997)

5.1.1 ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราความเจริญของตลาดตราสารหนี้ในเอเชีย

1. ความต้องการ โครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่
2. โครงการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ และการพัฒนาบริษัทเอกชนมากขึ้น
3. การเปลี่ยนแปลงด้านการระดมทุนจากภาคเอกชน เช่น ธนาคาร บริษัทเงินทุน เปลี่ยนมาเป็นการระดมทุนในรูปตราสารหนี้
4. การเปลี่ยนแปลงด้านการระดมทุนผ่านตลาดตราสารหนี้ระหว่างประเทศมาเป็นการระดมทุนโดยการออกตราสารหนี้ในประเทศ
5. ตลาดทุนของประเทศในแถบเอเชียถึงจุดอิ่มตัว (ผลกำไรในลงทุนลดลง และเริ่มมีความเสี่ยงสูงขึ้นในระยะสั้นและระยะยาว)
6. ความต้องการ โครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่
7. โครงการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ และการพัฒนาบริษัทเอกชนมากขึ้น
8. ความต้องการ โครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่

ตารางที่ 5.1 แสดงการลงทุนทางด้านโครงสร้างพื้นฐานของประเทศเกิดใหม่ในแถบเอเชียอีก 10 ปีข้างหน้า(1995-2004)

การลงทุนทางด้านโครงสร้างพื้นฐานของประเทศเกิดใหม่ในแถบเอเชียอีก 10 ปีข้างหน้า(1995-2004)									
	Power		Telecom		Transport		Water		Total
	US\$Bn	% GDP	US\$Bn	% GDP	US\$Bn	% GDP	US\$Bn	% GDP	US\$Bn
China	200	2.0	141	1.4	302	3.0	101	1.0	744
Indonesia	82	2.9	23	0.8	62	2.2	25	0.9	192
Korea	101	2.1	32	0.7	132	2.7	4	0.1	269
Malaysia	17	1.7	6	0.6	22	2.1	4	0.4	50
Philippines	19	2.7	7	1.0	18	2.5	4	0.4	48
Thailand	49	2.4	29	1.4	57	2.8	10	0.5	145
Other	25	3.1	18	2.2	14	1.7	4	0.5	61
East Asia	493	2.2	256	1.2	607	2.7	153	0.7	1,509

Source: World Bank, WAMI(Washington Asset Management Inc.)

9. ความต้องการ โครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่
10. โครงการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ และการพัฒนาบริษัทเอกชนมากขึ้น
11. การเปลี่ยนแปลงด้านการระดมทุนจากภาคเอกชน เช่น ธนาคาร บริษัทเงินทุน เปลี่ยนมาเป็นการระดมทุนในรูปตราสารหนี้
12. การเปลี่ยนแปลงด้านการระดมทุนผ่านตลาดตราสารหนี้ระหว่างประเทศมาเป็นการระดมทุนโดยการออกตราสารหนี้ในประเทศ
13. ตลาดทุนของประเทศในแถบเอเชียถึงจุดอิ่มตัว (ผลกำไรในลงทุนลดลง และเริ่มมีความเสี่ยงสูงขึ้นในระยะสั้นและระยะยาว)
14. ข้อตกลงของ BIS ที่ผ่อนผันให้ธนาคารสามารถจัดหาเงินลงทุนในระยะยาว
15. อัตราความเจริญของนักลงทุนสถาบันเพิ่มสูงขึ้น

5.1.2 ปัจจัยความต้องการ โครงสร้างพื้นฐาน

1. เศรษฐกิจของประเทศในแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้มีความต้องการเงินลงทุนอยู่ในช่วง 1.2-1.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ ในรอบ 10 ปีที่ผ่านมา (ค.ศ.1986-1996) เทียบเป็น 7% ของ GDP ของประเทศ (ในแถบละตินอเมริกา มีประมาณ 0.6-0.8 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ)
2. ความต้องการเงินลงทุนขึ้นกับ
 - อัตราความเจริญเติบโตอย่างรวดเร็ว
 - การลงทุนในอดีตที่มีน้อยเกินไป
 - การขยายตัวของประเทศโดยเฉพาะในเมืองใหญ่
 - มีอุปสงค์ในด้านสินค้าและบริการที่สูงขึ้นอย่างมาก
 - มีความต้องการในการแข่งขันกับต่างประเทศที่สูงขึ้น

5.1.3 สภาพภาพรวมตลาดตราสารหนี้ของประเทศในแถบเอเชีย

ตลาดตราสารหนี้ของประเทศอินโดนีเซีย

ปัจจัยสำคัญ

1. เป็นตลาดตราสารหนี้ที่เล็กที่สุดในภูมิภาคนี้ แต่มีอัตราการเจริญเติบโตอย่างรวดเร็ว
2. เน้นการซื้อ-ขายตราสารหนี้ระหว่างประเทศ
3. ในปี ค.ศ.1995 มีการเปลี่ยนแปลงกฎหมายด้านตลาดทุนของประเทศ ซึ่งมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญ ๆ ในตลาดทุน
4. ตลาดหลักทรัพย์ Surabaya ของประเทศอินโดนีเซียได้มีการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ให้เกิดขึ้น
5. ประเทศอินโดนีเซียได้ประสบความสำเร็จในการจัดตั้งบริษัทจัดอันดับเครดิต (Pefindo)
6. ภาคอุตสาหกรรมในประเทศนี้มีสินทรัพย์สูงถึง 2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ (billion US\$) ในเดือนเมษายน, ค.ศ.1997 ซึ่งมีอัตราความเจริญสูงกว่าที่คาดไว้

ตลาดตราสารหนี้ของประเทศมาเลเซีย

ปัจจัยสำคัญ

1. มาเลเซียเป็นประเทศหนึ่งในเอเชียที่มีระบบการเงินที่พัฒนาในขั้นที่ดี ถึงแม้จะเป็นประเทศที่เล็กที่สุดในภูมิภาคนี้ แต่มีขนาดของตลาดตราสารหนี้ที่ใหญ่ที่สุดในภูมิภาคนี้
2. ในปี ค.ศ.1996 มีการตั้งบริษัทจัดอันดับเครดิตแห่งที่ 2 ที่มีความน่าเชื่อถือมากขึ้น คือ MARC (Malaysia Agency Rating Company)
3. มีการจัดตั้งกองทุนของลูกจ้างที่มีขนาดใหญ่ถึง 45 พันล้านดอลลาร์ (US\$) ในปี ค.ศ.1996 ซึ่งนำเงินมาลงทุนในโครงการต่าง ๆ ของประเทศมาเลเซีย (Maga-projects)
4. เกิดบริษัทจางนองแห่งชาติ (The National Mortgage Company) Cagamas ซึ่งเป็นบริษัทจางนองที่ใหญ่ที่สุดในภูมิภาคนี้ และมีส่วนสำคัญในตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชนเป็นอย่างมาก

ตลาดตราสารหนี้ของประเทศฟิลิปปินส์

ปัจจัยสำคัญ

1. ตลาดตราสารหนี้ของประเทศฟิลิปปินส์ถูกควบคุมโดยรัฐบาลรวมทั้งการออกตราสารหนี้ในระยะสั้น
2. อัตราผลตอบแทนที่อ้างอิง (Benchmark yield) ได้ถูกกำหนดขึ้น
3. ธนาคารกลางฟิลิปปินส์ได้เริ่มในการให้ความสำคัญในการพัฒนาตลาดทุนของประเทศ
4. ได้มีการควบคุมบริษัทซื้อ,ขายหลักทรัพย์ รวมทั้งตลาดตราสารหนี้มากขึ้น
5. นับตั้งแต่ปี ค.ศ.1996 มีอัตราความเจริญของตลาดตราสารหนี้ในประเทศอย่างรวดเร็ว
6. กองทุนภาคอุตสาหกรรมเริ่มเกิดขึ้น

ตลาดตราสารหนี้ของประเทศไทย

ปัจจัยสำคัญ

1. การออกตราสารหนี้ของภาครัฐบาลเริ่มลดลง เนื่องจากรัฐวิสาหกิจและภาคเอกชนมีประสบการณ์ในการดำเนินงานเพิ่มมากขึ้น
2. ประเทศไทยได้มีการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่สำคัญ ๆ
3. ได้มีการจัดตั้งชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ขึ้น (Bond Dealers Club : BDC) ซึ่งเป็นตลาดแห่งที่สองในภูมิภาคนี้ และแยกตัวออกจากตลาดหลักทรัพย์ในปี ค.ศ.1997

4. ตลาดตราสารหนี้ได้เจริญเติบโตอย่างรวดเร็วใน 2-3 ปีที่ผ่านมา (นับจากปี ค.ศ.1997) แต่อย่างไรก็ตามเนื่องจากมีภาวะความผันผวนของเสถียรภาพด้านเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นจึง คาดหวังว่าจะต้องใช้เวลานานในการพัฒนาสถานะตลาดตราสารหนี้

5.1.4 การประเมินความเสี่ยงในการลงทุนของตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาคเอเชีย

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมาประเทศในแถบเอเชียจะต้องใช้เงินงบประมาณ 1 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ (Trillion) ในการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานใน 1 ศตวรรษ (ADB, ค.ศ.1996)

มาตรฐานในการวัดการพัฒนาของตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาคเอเชีย อันได้แก่ความเจริญของเศรษฐกิจด้านการเงินในรูปของธนาคาร สถาบันการเงิน และตลาดทุน ซึ่งปัจจุบันนี้ยังไม่สามารถบ่งชี้มาตรฐานที่แท้จริงในการวัดเช่นเดียวกับประเทศที่พัฒนาแล้วได้

สิ่งที่สามารถนำมาประเมินประเทศในแถบเอเชียในขณะนี้ได้แก่ การเจริญเติบโตอย่างรวดเร็วของตลาดหลักทรัพย์ของฮ่องกง, ฟิลิปปินส์ รวมทั้งตลาดตราสารหนี้ของประเทศอินโดนีเซียและไทย แม้กระทั่งการพัฒนาระบบการซื้อขายแบบไร้ใบหุ้นในประเทศมาเลเซีย ซึ่งนโยบายที่เปลี่ยนแปลงต่าง ๆ มีส่วนสำคัญในการพัฒนาประสิทธิภาพของระบบสถาบันการเงินของแต่ละประเทศ รวมทั้งนักลงทุนของประเทศในแถบนี้ที่ต้องเผชิญกับความเสี่ยงในตลาดเครดิตของประเทศที่มีโอกาสเกิดขึ้นได้ตลอดเวลา ซึ่งความเสี่ยงของการลงทุนคล้ายคลึงกับตลาดอื่น ๆ ทั่วโลก เช่น ความเสี่ยงในเรื่องอัตราแลกเปลี่ยนที่ส่งผลกระทบต่อตลาดเงินและตลาดทุน และการเมือง โดยเฉพาะด้านการเมือง ซึ่งรัฐบาลจะเป็นผู้กำหนดนโยบายด้านเศรษฐกิจ โดยผ่านนโยบายด้านการคลังและนโยบายด้านการเงิน เช่น การเปลี่ยนแปลงทางนโยบายเพื่อพัฒนาระบบการเงินของภาครัฐโดยผ่านทางธนาคาร สถาบันการเงินและการออมอันจะมีผลต่อตลาดทุน การออมของภาคเอกชนหรือการหาแหล่งเครดิต ซึ่งความน่าเชื่อถือของบริษัทต่าง ๆ จะก่อให้เกิดการแบ่งประเภทเครดิตที่สะท้อนถึงสถานะของบริษัท รวมถึงประเทศนั้น ๆ ด้วย (Michale, 1996)

เช่นประเทศมาเลเซียในปลายปี ค.ศ.1992 มีการไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศที่มากเกินไป ทำให้รัฐบาลของประเทศมาเลเซียต้องปิดตลาดเงินริงกิต (ringgit) ทั้งตลาดอัตราแลกเปลี่ยนและตลาดอัตราดอกเบี้ย รวมทั้งการลดค่าเงินลง 10% ซึ่งมีลักษณะคล้ายกับตลาดอัตราแลกเปลี่ยนนอกประเทศ (offshore) ของไทยที่รัฐบาลรวมทั้งประเทศเพื่อนบ้านในแถบเอเชียต้องร่วมมือกันในการเข้ามาปกป้องค่าเงิน

เมื่อใดก็ตามที่รัฐบาลเข้ามาควบคุมตลาดเงินและเปลี่ยนแปลงนโยบายที่เกี่ยวกับตลาดเงิน ตลาดทุนที่ส่งผลกระทบต่อความตั้งใจของนักลงทุนต่างชาติในการนำเงินเข้ามาลงทุน ซึ่งเป็นสาเหตุของปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในที่สุด

ความเสี่ยงทางการเมือง

ระดับความเสี่ยงทางการเมืองของประเทศในแถบเอเชีย ในปัจจุบันเริ่มมีปัญหาลดลงใน ขณะที่ยังคงมีปัญหาด้านความขัดแย้งของผู้นำในภูมิภาคนี้ แต่ภาพโดยรวมยังคงมีความมั่นคงอยู่ที่ ช่วยให้นักลงทุนสามารถคาดเหตุการณ์ได้ล่วงหน้า

เช่น ในปี ค.ศ.1985 รัฐบาลมาเลเซียได้ใช้จ่ายเงิน 7.4% ของค่าใช้จ่ายภาครัฐในการปกป้อง การทหารจนถึงปี ค.ศ.1995 ใช้จ่ายส่วนนี้เพิ่มเป็น 16% ของค่าใช้จ่ายทั้งหมด ซึ่งรัฐบาลของประเทศในแถบเอเชียส่วนใหญ่จะเพิ่มเงินลงทุนในด้านเทคโนโลยีทางการทหาร แต่อย่างไรก็ตาม เปอร์เซ็นต์การเพิ่มของค่าใช้จ่ายดังกล่าวในรอบ 10 ปีของมาเลเซียนั้นได้โตตามค่าใช้จ่ายของภาครัฐที่เพิ่มขึ้น ซึ่งไม่ใช่ตัวเลขที่น่ากลัว อีกทั้งประเทศในภูมิภาคนี้ได้รับการปกป้องด้านการทหาร จากสหรัฐอเมริกา (ประเทศที่ปกครองด้วยระบอบประชาธิปไตย) ซึ่งจะส่งผลให้มีเงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้า และช่วงสร้างความมั่นคงทางเศรษฐกิจให้ประเทศในแถบภูมิภาคนี้(Peregrine, 1996)

ความเสี่ยงด้านการตลาด

สิ่งที่สัมพันธ์โดยตรงกับการลงทุนจะพิจารณาความเสี่ยงในระยะสั้น อันได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยน, อันตบเครดิตร ส่วนในระยะยาวจะพิจารณาจากขั้นตอนในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในแต่ละประเทศ

ตลาดตราสารหนี้ในเอเชียมีสภาพคล่องมากกว่าตลาดอื่น อันมีลักษณะพิเศษคือ สามารถเสนอราคาซื้อขาย ขึ้น, ลงได้ 3% นอกจากนี้ควรมีการตั้งราคาให้เหมาะสมกับความเสี่ยงในการลงทุนซึ่งขึ้นกับสภาพตลาดแต่ละแห่งด้วย

สำหรับนักลงทุนทั่วโลกนั้น ความเสี่ยงในการลงทุนคือ เรื่องของอัตราแลกเปลี่ยนโดยเฉพาะภูมิภาคนี้ ค่าของเงินจะผูกติดกับค่าเงินดอลลาร์ของสหรัฐอเมริกา ซึ่งขึ้นกับเสถียรภาพของค่าเงินในแต่ละประเทศ รวมทั้งสัดส่วนในการผูกติดกับค่าเงินดอลลาร์

เช่น ชองกง ใช้ระบบ (Currency board), อินโดนีเซีย (Crawling peg) และประเทศไทย (Currency Basket with 80% + US\$) การกำหนดค่าเงินขึ้นกับรัฐบาลและธนาคารกลางที่จะประเมินความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยน นอกจากนี้ยังพิจารณาจากพื้นฐานทางเศรษฐกิจ ซึ่งอาจได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงทางการเงิน เช่น การเก็งกำไรในค่าเงิน (Currency speculation) การลดค่าเงิน (Devalue) การเพิ่มค่าเงิน (Revalue) และการปล่อยให้ค่าเงินลอยตัว (Managed float) การลอยตัวของค่าเงินในประเทศต่างๆ เช่น ประเทศไทยจะเป็นตัวกำหนดทิศทางด้านเศรษฐกิจและค่าภายนอกของเงิน ซึ่งจะต้องปรับค่าไปตามกลไกของตลาด ในบางครั้งรัฐบาลจะต้องเข้ามาแทรกแซงเพื่อมิให้เกิดความผันผวนในค่าเงินมากเกินไป โดยเฉพาะประเทศในแถบเอเชีย อันได้แก่ มาเลเซีย, ฟิลิปปินส์, อินโดนีเซีย และไทย

นโยบายทางการเงิน

ในช่วงกลางปี ค.ศ.1980 เมื่อประเทศอินโดนีเซียและไทยได้ตัดสินใจที่จะยุติการผูกติดกับค่าเงินดอลลาร์และเพิ่มน้ำหนักการผูกติดกับค่าเงินของประเทศสำคัญอื่น ๆ เช่น ญี่ปุ่น เยอรมัน อังกฤษ ก่อนที่จะมีข้อตกลง Plaza เกิดขึ้น ประเทศในภูมิภาคนี้ได้แสดงให้เห็นถึงความมีเสถียรภาพทางการเงิน หลังจากนั้นได้เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินของประเทศเม็กซิโกในเดือนธันวาคมปี ค.ศ.1994 ค่าเงินเปโซได้ลดลงอย่างมาก ซึ่งส่งผลกระทบต่อประเทศเกิดใหม่ในภูมิภาคอื่นทั่วโลก รวมทั้งประเทศในแถบเอเชีย ซึ่งธนาคารกลางของประเทศในแถบนี้จะต้องเข้ามารักษา, ควบคุมเสถียรภาพ, ความน่าเชื่อถือของค่าเงิน โดยเฉพาะความมีเสถียรภาพในดุลการชำระเงิน (Balance of payment) เพื่อมิให้เงินไหลเข้าออกมาเกินไป ดุลบัญชีเดินสะพัด (Current account) กระตุ้นการส่งออกและลดการนำเข้า, การรักษาระดับอัตราเงินเฟ้อ (Inflation) มิให้สูงเกินไป รวมถึงการรักษาอัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจให้เป็นไปอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะช่วยให้نگลงทุนในตลาดเงินและตลาดทุนมีความเชื่อมั่นมากขึ้น และสามารถประเมินความเสี่ยงในการเข้ามาลงทุนในประเทศนั้น ๆ ได้เป็นอย่างดี

5.1.5 การจัดอันดับเครดิต

نگลงทุนที่เข้ามาลงทุนในแถบภูมิภาคเอเชียจะคำนึงถึงความเสี่ยงในการลงทุนมาก อันส่งผลให้ภูมิภาคนี้ได้มีการพัฒนาด้านเศรษฐกิจ การพัฒนาผลการดำเนินงานของบริษัทเอกชน ทำให้ความต้องการข้อมูลในด้านการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานและอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทเพิ่ม

มากขึ้น ซึ่งทำให้เกิดบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ รวมทั้งบริษัทต่าง ๆ ที่เข้ามามีส่วนในการวิเคราะห์ อันได้แก่ ธนาคาร, สถาบันการเงิน ได้มีส่วนร่วมในตลาดมากขึ้น

บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือเหล่านี้ได้พัฒนาโดยอาศัยต้นแบบจาก Moody's ที่เริ่มทำการวิเคราะห์สถานะ 50 บริษัทในเอเชียในปี ค.ศ.1994 ขณะที่ Standard & Poor's วิเคราะห์ 60 บริษัทที่ออกตราสารในปี ค.ศ.1995 เพิ่มจาก 38 บริษัทในปี ค.ศ.1994 (Roche, ค.ศ.1996)

บริษัทจัดอันดับในภูมิภาคนี้ ได้แก่ (TRIS, RAM, Perfindo, CIBI) ขณะที่นักลงทุนยังเกิดข้อสงสัยว่าเครดิตที่ให้กับแต่ละบริษัทเหมาะสมหรือไม่ และคำนวณได้ถูกต้องหรือไม่ โดยเหตุนี้ทำให้เกิดการแบ่งอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศเอเชีย

ตารางที่ 5.2 แสดงการก่อตั้งบริษัทจัดอันดับเครดิตของประเทศในแถบเอเชีย

Rating Agencies

Country	Rating Agency	Year Established
Philippines	Credit Information Bureau , Inc (CIBI)	1982
Malaysia	Rating Malasia Bhd(RAM) Malaysain Rating Crop Bhd (MARC)	1992 1996
Thailand	Thai Rating and Information Service (TRIS)	1993
Indonesia	PT Pefindo Credit Rating Indonesia (Pefindo)	1994

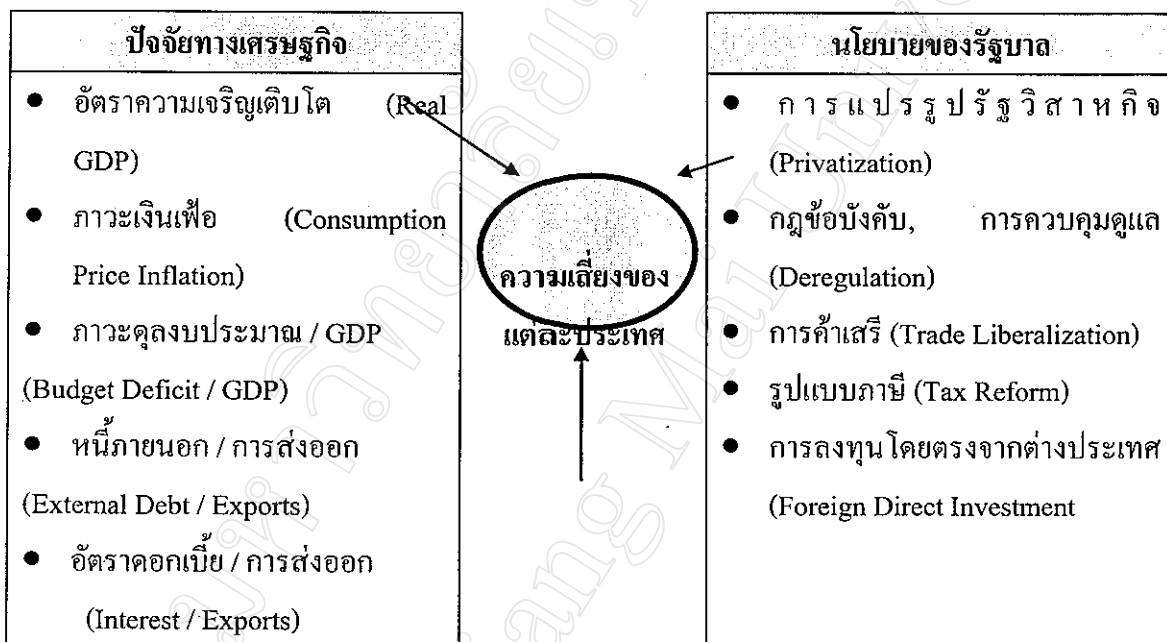
Source: TRIS(Thai Rating and Information Services)

ปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุนในตลาดตราสารหนี้

ขั้นตอนในการพิจารณาการเลือกลงทุนตามลำดับความสำคัญ(Jouseph, 1997)

1. การตัดสินใจลงทุนในรายประเทศ
2. การตัดสินใจลงทุนในแต่ละภาคอุตสาหกรรม
3. การตัดสินใจลงทุนในแต่ละบริษัท

แผนภาพที่ 5.1 การตัดสินใจในการลงทุนแยกตามความเสี่ยงของแต่ละประเทศ



การประเมินเสถียรภาพ
ทางการเมืองและเศรษฐกิจ

Source: J.P. Morgan Investment

ตารางที่ 5.3 แสดงปัจจัยความเสี่ยงในการลงทุนทั้งหมด

Overall Investment Risk (OIR) : Four Factors

1. ความเสี่ยงของประเทศ (76% of OIR)

- อัตราความเจริญทางเศรษฐกิจ (Economic Growth) ประเทศนั้น ๆ มีอัตราความเจริญในระดับสูงหรือต่ำกว่าแนวโน้มของประเทศทั้งหมด
- นโยบายทางการเงิน (Monetary Policy) นโยบายการเงินที่จำกัดอัตราดอกเบี้ยอยู่สูงหรือต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง
($> 6\% = +$, $< 0\% = -$, $2.5 - 3.5\% = 0$)
- นโยบายทางการคลัง (Fiscal Policy) ข้อจำกัดของนโยบายการคลังที่ถูกวัดโดยภาวะการขาดดุลและเกินดุลของภาครัฐบาล Deficit / GDP
($< -6\% = -$, $> 0\% = +$)
- สถานะด้านการค้า (Trade Performance) แนวโน้มภาวะการขาดดุล, เกินดุล ด้านการค้าหรือความสมดุลด้านการค้า / GDP
($> 3\% = +$, $< -3\% = -$)
- ความพอเพียงของอัตราเงินสำรอง (Reserves Adequacy) ถ้าอัตราส่วนของเงินสดสำรองต่อการนำเข้าคิดจากระดับปกติที่ 3 เดือน
(> 6 เดือน = +, < 2 เดือน -)
- สัดส่วนการไหลเข้าของเงินทุน (Composition of Capital Flows) พิจารณาจากการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด และการไหลเข้าออกของเงินทุนว่ามีสัดส่วนการไหลเข้าออกของเงินทุนต่างชาติในระยะสั้น หรือในระยะยาวมากกว่า ถ้ามีในระยะสั้นมากแสดงว่าความเสี่ยงสูง, ระยะยาวมากกว่าแสดงว่าน่าลงทุน
- ระบบธนาคาร (Banking System) อัตราผลตอบแทนของธนาคารอยู่ในอัตราสูงหรือไม่ (อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก)
- ความเสี่ยงด้านการเมือง (Political Risk) ความมีเสถียรภาพทางการเมือง สถานะแวดล้อมทางการเมืองในประเทศใกล้เคียง
- ทิศนคติของธนาคารกลาง (Central Bank Stance) ทิศนคติของธนาคารกลางในการดำเนินนโยบาย อันจะมีผลต่ออัตราการแลกเปลี่ยนค่าเงินในภูมิภาคนั้น

2. ความสมดุลของอัตราแลกเปลี่ยนในระยะยาว (Long term Equilibrium Exchange Rate) (20% of OIR)

โดยพิจารณาจากปัจจัยพื้นฐานของค่าเงินโดยเปรียบเทียบจากประสิทธิภาพของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (Real Effective Exchange Rate) โดยเฉลี่ยค่าของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงย้อนหลังไป 5 ปี

3. สภาพคล่อง (Liquidity) (5% of OIR)

สภาพคล่องที่สูงมาก (< 50 bps), ปานกลาง (50-100 bps) และน้อย (> 100 bps)

4. ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน (FX Volatility) (5% of OIR)

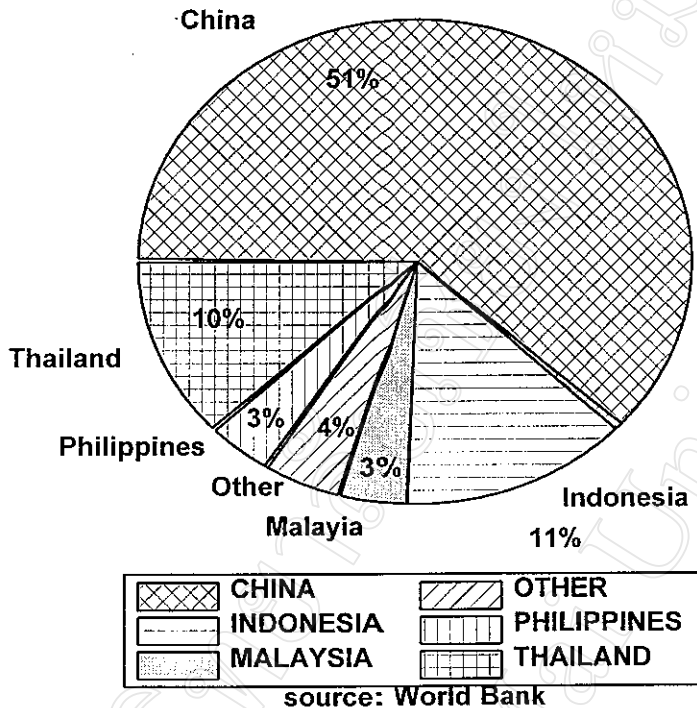
ตามทฤษฎีพิจารณาจากการเฉลี่ยโดยวิธี exponential ของความผันผวนอัตรา spot 10, 30, 50 และ 100 วัน

5.1.6 การพัฒนาตลาดตราสารหนี้ของประเทศในแถบเอเชีย

เนื่องจากประเทศในแถบเอเชียมีอัตราการขยายตัวอย่างรวดเร็ว จึงมีความจำเป็นที่จะต้องเพิ่มศักยภาพในการพัฒนาด้านการเงินในประเทศ ในด้านธนาคาร บริษัทเอกชน ให้เทียบเท่ากับประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก ตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคนี้ได้พัฒนาอย่างรวดเร็วถึงระดับหนึ่ง หากแต่ในอนาคตประเทศในภูมิภาคนี้ต้องมีการพัฒนาด้านโครงสร้างพื้นฐาน อีกทั้งลักษณะการผลิตเปลี่ยนจากอุตสาหกรรมที่เน้นด้านแรงงาน (Labor intensive) มาเป็นการเน้นด้านทุน (Capital Intensive) ซึ่งเป็นการลงทุนในระยะยาว ธนาคารโลก (World Bank) ได้ประเมินว่าความต้องการเงินลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานในภูมิภาคนี้ถึง 1.4 ล้านล้าน (US\$) ระหว่างปี ค.ศ.1995-2004จากแผนภาพที่ 5.2) เช่น โครงการด้านการคมนาคมขนส่ง ด้านพลังงาน โทรศัพท ซึ่งต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมาก ซึ่งปัจจุบันผู้ถือหุ้นเองมิได้มีความประสงค์ที่จะระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์

แผนภาพที่ 5.2 แสดงความต้องการเงินลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของประเทศในแถบเอเชีย ระหว่างปี ค.ศ 1995-2004

ปริมาณความต้องการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานในช่วง ค.ศ 1995-2004



ด้านตราสารหนี้ นั้น จะมีความน่าสนใจในการลงทุนมากกว่า หากแต่ยังมีข้อจำกัดทางด้านภาษีทำให้ผลตอบแทนในตราสารหนี้ลดลง ผู้ถือตราสารหนี้จะไม่ได้รับผลกระทบจากราคาหลักทรัพ์ที่ลดลงจากการเพิ่มทุน อีกทั้งผู้ถือตราสารยังมีโอกาสได้รับส่วนต่างจากราคาตราสาร รวมทั้งอัตราดอกเบี้ยที่ระบุไว้

อย่างไรก็ดี การพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาคนี้ยังล่าช้าอยู่ เนื่องจากปัญหาด้านการขาดดุลและการเกินดุลเพียงเล็กน้อยของรัฐบาล ทำให้ความต้องการตราสารหนี้ของภาครัฐมีน้อยลง ในประเทศที่พัฒนาแล้ว เช่น อเมริกา และญี่ปุ่น ซึ่งเป็นตลาดที่มีการพัฒนาด้านการออกตราสารหนี้ที่มีขนาดใหญ่และมีความถี่ในการออกตราสารหนี้ภาครัฐมากกว่า ในหลายประเทศได้ใช้ตราสารหนี้ภาครัฐเป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง (Benchmark) โดยการสร้างให้เกิดต้นทุนทางการเงินที่ถูกที่สุด เพื่อกำหนดตำแหน่งแนวโน้มของอัตราผลตอบแทน (Michell, 1997)

ซึ่งความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้แต่ละชนิดก็ขึ้นกับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ภาครัฐเช่นกัน ส่วนผู้ที่ทำการเป็นตัวแทนในการซื้อขาย (Dealers) นั้นจะมีส่วนร่วมในการทำให้ตลาดตรา

สารหนี้ของภาครัฐมีสภาพคล่องและเกิดกำไรในการซื้อขาย ซึ่งตัวแทนก็มีส่วนสำคัญในตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชนเช่นกัน จะเห็นได้ว่า Benchmarks มีส่วนสำคัญทั้งตลาดแรกและตลาดรองประเทศในแถบเอเชียได้มีอัตราความเจริญเติบโตอย่างต่อเนื่องมาเป็นเวลานาน จนในที่สุดเมื่อเกิดภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจอย่างกระทันหัน ทำให้เกิดความลำบากในการปรับตัว

เช่นประเทศอินโดนีเซีย มีอัตราความเจริญในระดับ 7.5% มาต่อเนื่องถึง 15 ปี นักลงทุนในตลาดตราสารหนี้มีความพอใจที่จะลงทุนในสถานะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวโดยได้รับอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง แต่ราคาตราสารจะมีมูลค่าสูงขึ้น ซึ่งคือการลงทุนในตราสารหนี้ในขณะที่เกิดภาวะความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย ซึ่งเป็นตัวจำกัดประสิทธิภาพของผลตอบแทนที่ควรจะได้รับ ดังเช่นความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยไทยก่อนเกิดเหตุการณ์การลอยตัวของค่าเงินบาท ซึ่งจะส่งผลให้ความน่าเชื่อถือในการลงทุนของประเทศนั้น ๆ ลดลงเช่นกัน

นอกจากนี้ ความสำคัญของผู้ที่มีส่วนร่วมในตลาดตราสารหนี้อันได้แก่ ผู้ออกตราสาร (issuers) นักลงทุน (investors) ตัวแทนที่ทำการซื้อขาย (dealers) ซึ่งขึ้นกับขนาดในการลงทุนของผู้ออกตราสารที่จะแสดงถึงความต้องการในการลงทุนของนักลงทุน ซึ่งจะพิจารณาผลกำไรที่ควรจะได้รับจากสถานะของตลาดเงินและรัฐบาล ซึ่งมีส่วนสำคัญที่ทำให้เกิดความล่าช้าในการซื้อขาย เนื่องจากการเก็บภาษีในอัตราที่แตกต่างกัน ซึ่งขึ้นอยู่กับประเภทของนักลงทุน และกฎระเบียบต่าง ๆ ที่จะช่วยส่งเสริมให้ผู้ค้าในตลาดตราสารหนี้สามารถสร้างผลตอบแทนในตราสารได้อย่างมีประสิทธิภาพในตลาดซื้อคืนตราสารหนี้ (Repo market)

สาเหตุของความเจริญที่ล่าช้าในตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาคนี้อีกประการหนึ่ง คือ ตลาดตราสารหนี้ขาดความสมบูรณ์ในโครงสร้างของสถาบันต่าง ๆ เช่น กฎหมาย, กฎระเบียบข้อบังคับของตลาดและสิ่งสำคัญคือ ขาดผู้มีความรู้ความสามารถที่มีประสบการณ์ในด้านตลาดตราสารหนี้อย่างแท้จริง

ถึงแม้ตลาดตราสารหนี้ในเอเชียจะเจริญช้ากว่าตลาดหลักทรัพย์ (ตลาดทุน) แต่สัดส่วนของตลาดตราสารหนี้เมื่อเทียบกับภูมิภาคอื่นของตลาดเกิดใหม่ทั่วโลกยังอยู่ในอัตราที่สูง ในต้นปี ค.ศ.1995 มีมูลค่าตลาดรวมถึง 43% หรือ 338 พันล้านเหรียญสหรัฐ จาก 800 พันล้านเหรียญสหรัฐของมูลค่าตลาดตราสารหนี้ในประเทศเกิดใหม่ ซึ่งเป็นสัดส่วนที่น้อยหากเทียบกับมูลค่ารวมของตลาดตราสารหนี้ทั่วโลก เพราะใน 2-3 ปีที่ผ่านมาตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาคนี้ได้เจริญอย่างรวดเร็วตามภาวะความเจริญทางด้านอุตสาหกรรม

จากบทวิเคราะห์ของ World Bank ได้ให้เหตุผลในความล่าช้าที่เกิดขึ้นในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาคนี้ในเดือนมิถุนายน ค.ศ.1995 กล่าวว่า “ตลาดตราสารหนี้ในเอเชียตะวันออกจะเข้าสู่ดุลยภาพและเจริญอย่างรวดเร็วในช่วงปี ค.ศ.1995-2004” ซึ่งจะเป็นตลาดที่มีความสำคัญใน

ตลาดการเงิน แต่ทั้งนี้ต้องขึ้นอยู่กับอัตราความเจริญของตลาดทุน ซึ่งจะนำไปสู่การพัฒนาในตลาดเงินอย่างสมบูรณ์

ในปี ค.ศ.1997 อาจเรียกว่าเป็นปีของตลาดตราสารหนี้ ปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาคนี้ เช่น การแก้ไขกฎหมายของตลาดทุนของประเทศอินโดนีเซียในเดือนมกราคม ค.ศ.1996 ได้อนุญาตให้มีกองทุนรวมตราสารหนี้เป็นครั้งแรก ซึ่งส่งผลดีในปีนี้ (มิถุนายน ค.ศ.1997) ในรอบ 18 เดือนที่ผ่านมา มีการออกกองทุนรวมตราสารหนี้ที่มีมูลค่าถึง 2.5 พันล้าน (US\$ billion) และสามารถเสนอขายได้ถึง 80% ซึ่งทำให้มีการเพิ่มในอุปทานในการออกตราสารหนี้ใหม่เพิ่มขึ้น ซึ่งจะช่วยให้ต้นทุนในการระดมทุนต่ำลง และยืดระยะเวลาในการกู้ได้นานขึ้น

ในภาพรวมของตลาดตราสารหนี้แถบเอเชียยังเจริญอย่างต่อเนื่อง จากการออมที่สูง อีกทั้งการระดมทุนโดยผ่านตลาดหลักทรัพย์ยังไม่เพียงพอต่อความต้องการเงินทุนที่จริง แต่อย่างไรก็ตาม สัดส่วนของมูลค่าตลาดทุนโดยรวมต่อ GDP ยังมีสัดส่วนที่สูง ซึ่งตลาดตราสารหนี้ยังต้องอาศัยความเจริญในด้านตลาดการเงินของภูมิภาคนี้ หากเปรียบเทียบกับกลุ่มประเทศ OECD ตลาดตราสารหนี้ในประเทศ เช่น ไทยและอินโดนีเซีย ยังมีขนาดที่เล็กมากหากเทียบกับ GDP World Bank คาดว่าตลาดตราสารหนี้ในแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้จะมีมูลค่าที่สูงขึ้นถึง 1.1 ล้านล้าน (trillion US\$) จนถึงปี ค.ศ.2004 ถึงโตถึง 15% ในรอบ 10 ปี ซึ่งอัตราความเจริญที่คาดไว้นั้นแสดงถึงศักยภาพของภูมิภาคนี้

ด้านอุปสงค์และอุปทานของตลาดตราสารหนี้มีขนาดใหญ่ขึ้น ซึ่งแนวทางในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ได้แก่ การแก้ไขกฎระเบียบข้อบังคับต่าง ๆ และประสิทธิภาพทางการเงินที่มีส่วนผลักดันให้มีความเจริญอย่างรวดเร็วในอัตราที่คาดหวังไว้ ซึ่งหมายถึง การจัดการในโครงสร้างของตลาด การส่งเสริมโครงสร้างพื้นฐานที่จำเป็นอย่างมากในการพัฒนาตลาดให้มีประสิทธิภาพ นอกจากนี้ยังมีปัจจัยอื่น ๆ ที่นักลงทุนให้ความสำคัญ ได้แก่

1. รัฐบาลและการกำหนดข้อบังคับระเบียบต่าง ๆ

ถึงแม้ว่ารัฐบาลหรือภาคเอกชนมีความพยายามในการแก้ไขปัญหาด้านเศรษฐกิจ แต่ยังคงมีอุปสรรคในด้านกฎระเบียบข้อบังคับที่รัฐบาลเองเป็นผู้กำหนดขึ้น ซึ่งอาจจะไม่เหมาะสมกับสถานะของตลาดในเวลานั้น ซึ่งอาจเกิดความไม่ยุติธรรม และเกิดการต่อต้านจากนักลงทุน ทำให้การซื้อขายประสบกับอุปสรรค ซึ่งมีผลต่อสภาพคล่องของตลาด

2. สถานะของประเทศนั้น ๆ

นักลงทุนจะให้ความสำคัญกับระดับการเปิดเสรีของประเทศนั้น ๆ เช่น นโยบายด้านการค้า การเปิดเสรีในการลงทุน ข้อตกลงทางด้านต่างๆ กับนานาประเทศ

3. สถานะแวดล้อมทางด้านสังคมของประเทศ

เช่น ประเทศนั้น ๆ ประกอบอุตสาหกรรมอะไร หรือนักลงทุนจะสามารถเรียนรู้พฤติกรรมของกลุ่มคน และองค์กรต่าง ๆ ในประเทศนั้นว่ามีสถานะภาพทางสังคมที่แข็งแกร่งหรือไม่

4. ปัจจัยทางการเมือง

มีการแข่งขันทางการเมืองหรือไม่ และรุนแรงถึงระดับใดและมีอิทธิพลที่จะกระทบกลุ่มใดในภาคอุตสาหกรรม

5. ปัจจัยสำคัญด้านสถานะเศรษฐกิจ

ขึ้นอยู่กับนักลงทุนแต่ละประเภทจะให้ความสำคัญทางเศรษฐกิจในด้านใด ๆ ประสิทธิภาพของทุนในการเพิ่มการผลิตและการบริโภค รวมถึงทัศนคติในระยะยาวของประชาชนในด้านเศรษฐกิจ

6. ระบบทางการเงินของประเทศนั้น ๆ

ความน่าเชื่อถือของผู้มีส่วนร่วมในตลาด ความเข้มแข็งของสถาบันการเงิน ลักษณะด้านจิตวิทยาของนักลงทุนในตลาด

นอกจากปัจจัยข้างต้นแล้ว ตลาดตราสารหนี้จะประสบผลสำเร็จเพียงใดนั้น ยังขึ้นอยู่กับความพึงพอใจในอัตราดอกเบี้ยของทุก ๆ ฝ่าย ทั้งผู้ออกตราสาร นักลงทุน รวมทั้งตัวแทนที่ทำการซื้อขาย สถาบันการเงินที่เป็นตัวแทนในการซื้อขาย ผู้รับประกัน ซึ่งทุกฝ่ายจะเป็นผู้ตัดสินใจว่าอัตราดอกเบี้ยควรอยู่ในระดับใด การตกลงซื้อขายจะประสบผลสำเร็จ หากผู้ออกตราสารพอใจกับต้นทุนในการกู้ที่สามารถดึงดูดใจให้กับนักลงทุนทั่วไป นักลงทุนพอใจกับเงินลงทุนที่เสียไปเพื่อแลกกับเงื่อนไขต่าง ๆ หลังการซื้อตราสารแล้ว ครัวเรือนตัวแทนซื้อขายก็พอใจกับผลตอบแทนที่ได้รับอย่างยุติธรรม การติดต่อซื้อขายที่ประสบผลสำเร็จย่อมทำให้ความสำเร็จเกิดขึ้นได้ในตลาดตราสารหนี้

ถ้าหากตลาดตราสารหนี้ได้มีการพัฒนาอย่างรวดเร็วตามที่ World Bank ได้พยากรณ์ไว้ ภูมิภาคนี้จะต้องเร่งรัดการพัฒนาในด้านต่าง ๆ ดังต่อไปนี้

1. เร่งการพัฒนาด้านทรัพยากรมนุษย์ ทั้งผู้รับประกันการจำหน่าย ผู้ค้า ผู้วิจัย และผู้จัดตั้งระบบการซื้อขาย ซึ่งในเอเชียยังขาดผู้มีประสบการณ์ ผู้มีความชำนาญเฉพาะในด้านต่าง ๆ โดยเหตุนี้รัฐบาลของแต่ละประเทศจึงได้สนับสนุนให้บริษัทหลักทรัพย์ต่างชาติเข้ามามีส่วนร่วมในการซื้อขาย โดยนำเทคโนโลยีเข้ามาใช้ในตลาดตราสารหนี้ รัฐบาลจะต้องให้ความสำคัญกับผู้ที่มีความรู้ความสามารถในด้านนี้โดยเฉพาะ โดยบริษัทหลักทรัพย์ต่างชาติจะนำประสบการณ์เข้ามาช่วยในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในแถบเอเชียเป็นอย่างดี ประสบการณ์ดังกล่าวจะสามารถจัดการกับปัญหาและความเสี่ยงด้านต่าง ๆ ที่เกิดขึ้น หากตลาดเริ่มมีขนาดใหญ่และซับซ้อนมากขึ้น นอกนั้นรัฐบาลควรจัดให้มีใบอนุญาตในการซื้อขายเพื่อรับประกันความรู้ความชำนาญของผู้ทำการซื้อขายตราสารหนี้
2. รัฐบาลควรสร้างกฎระเบียบ ข้อบังคับ เพื่อรองรับกับการขยายตัวของตลาดตราสารหนี้ ซึ่งกฎระเบียบข้อบังคับเหล่านี้ควรมีแนวทางในการส่งเสริมและพัฒนาตลาดตราสารหนี้ให้มีประสิทธิภาพ นอกจากกฎระเบียบนี้จะช่วยปกป้องนักลงทุนแล้ว ทางด้านภาษีจะต้องมีอัตราที่เป็นธรรมต่อทุก ๆ ฝ่าย ซึ่งทำให้ตลาดตราสารหนี้มีประสิทธิภาพพอที่จะแข่งขันกับตลาดประเภทอื่นได้ ดังนั้น รัฐบาลควรมีความระมัดระวังในการแก้ไขบทบัญญัติต่าง ๆ ของกฎหมาย เพื่อขจัดความขัดแย้งที่อาจเกิดขึ้นได้ในตลาดเสรียุคปัจจุบัน และสร้างบทบัญญัติใหม่ขึ้น หากมีความจำเป็น เช่น กำหนดให้มี market maker เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ โดยทำให้เกิดสภาพคล่อง ประกอบกับการพิจารณาให้มีตลาดซื้อคืน (repo markets) และบทบัญญัติที่สำคัญที่สุด คือ การพยายามรักษาระดับราคาให้มีความโปร่งใสมากที่สุด ซึ่งแนวทางของกฎหมายนั้นสามารถนำมาจาก ต่างชาติที่มีระบบตลาดตราสารหนี้ที่พัฒนาดีแล้ว และนำบทบัญญัติที่มีแนวคิดที่ดีและเหมาะสมกับภูมิภาคนี้มาใช้ให้เกิดประโยชน์สูงสุด
3. กฎระเบียบข้อบังคับที่นำมาใช้จะต้องมีความเหมาะสมกับสถานะทางการเงินของบริษัทที่มีสภาพคล่องในตลาด (active) และมีส่วนแบ่งตลาดที่สูง อย่างไรก็ตาม ตลาดตราสารหนี้ควรมีความผันผวนน้อยกว่าตลาดทุน ซึ่งมีขนาดใหญ่กว่า และผู้มีส่วนร่วมในตลาดควรจะเข้าใจและยอมรับถึงความเสี่ยงในตลาดได้เป็นอย่างดี

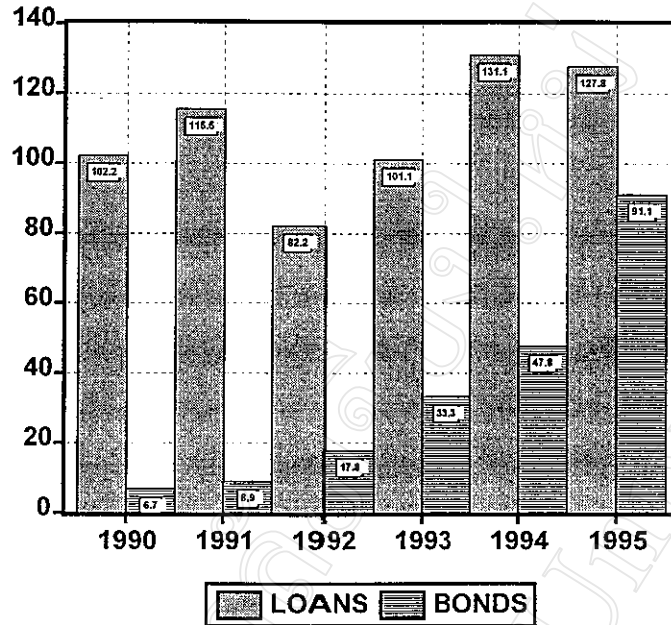
4. รัฐบาลควรสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง (benchmark) เพื่อให้บริษัทแต่ละแห่งนำไปสร้างความเสี่ยงจากอัตราผลตอบแทนที่ได้รับ (The risk free yield curve) เนื่องจาก World Bank จะช่วยส่งเสริมสนับสนุนตลาดที่มีอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง ทั้งนี้เพราะจะทำให้มีความสามารถในการจัดอันดับของตลาดในแต่ละแห่ง ซึ่ง benchmark ที่มีประสิทธิภาพนั้นควรถูกกำหนดจากรัฐบาลของประเทศนั้น ซึ่งจะแตกต่างกันตามระยะเวลาของตราสารเช่นกัน
5. รัฐบาลควรสนับสนุนให้เกิดความเข้มแข็งในโครงสร้างและสถาบันต่างๆ ที่มีส่วนร่วมในตลาด เช่น การชำระบัญชี การเก็บรักษา การโอนย้ายตราสารหนี้ นักกฎหมาย นักบัญชี การพิมพ์ระบบการรายงานราคาซื้อขาย บริษัทจัดอันดับเครดิต และส่วนอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายตราสารหนี้ เพราะตลาดตราสารหนี้เป็นตลาดที่เป็นจุดศูนย์กลางของรัฐบาลในการซื้อขายตราสารหนี้ อันจะช่วยสนับสนุนให้เกิดการค้าตราสารหนี้ระหว่างองค์กรและกลุ่มต่าง ๆ ในตลาดซึ่งจะมีส่วนผลักดันให้รัฐบาลมีการออกกฎหมายของกลุ่มขึ้นมา ตัวอย่าง ชมรมตราสารหนี้ที่สมบูรณ์ที่สุด ได้แก่ ประเทศอเมริกา
6. รัฐบาลในภูมิภาคนี้ควรมีความพยายามในการปฏิบัติหรือมีรูปแบบในด้านตลาดตราสารหนี้ที่กลมกลืนกัน บางครั้งพบว่าประเทศต่าง ๆ ในเอเชียมีความแตกต่างด้านการคำนวณดอกเบี้ยค้างรับ (accrued interest) หรือระบบวันที่ซื้อขาย (Settlement dates) ต่างกัน ซึ่งควรจะพิจารณาทบทวนสัญญาในตลาดใหม่ให้มีความสอดคล้องกัน และเป็นไปในรูปแบบเดียวกัน

ซึ่งคาดว่าอุปสงค์ในการออกตราสารหนี้ นับจากนี้ไปจะมีขนาดใหญ่ขึ้น (จากแผนภาพที่ 5.2) อัตราการออมที่สูงขึ้นของภูมิภาคนี้ที่มีผลให้เกิดการลงทุน ตัวแทนที่ทำการซื้อขายตราสารหนี้เริ่มมีประสบการณ์และความชำนาญเพิ่มขึ้น เพื่อรองรับการเพิ่มขึ้นของผู้กู้และผู้ให้กู้ ทั้งในตลาดแรกและตลาดรอง ประกอบกับในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมาประเทศในแถบเอเชียยังมีอัตราการพึ่งพิงเงินต่างชาติที่ลดลง อาจเกิดขึ้นกับระบบเศรษฐกิจในภูมิภาคนี้ อันจะเป็นปัจจัยที่ช่วยส่งเสริมให้กับตลาดตราสารหนี้มีการพัฒนาที่คึกคักที่สุดในที่สุด

แผนภาพที่ 5.3 แสดงมูลค่าของการออกตราสารหนี้เทียบกับมูลค่าการกู้ยืมของประเทศในแถบเอเชีย

Billions of US Dollars

ปี ค.ศ 1990-1995



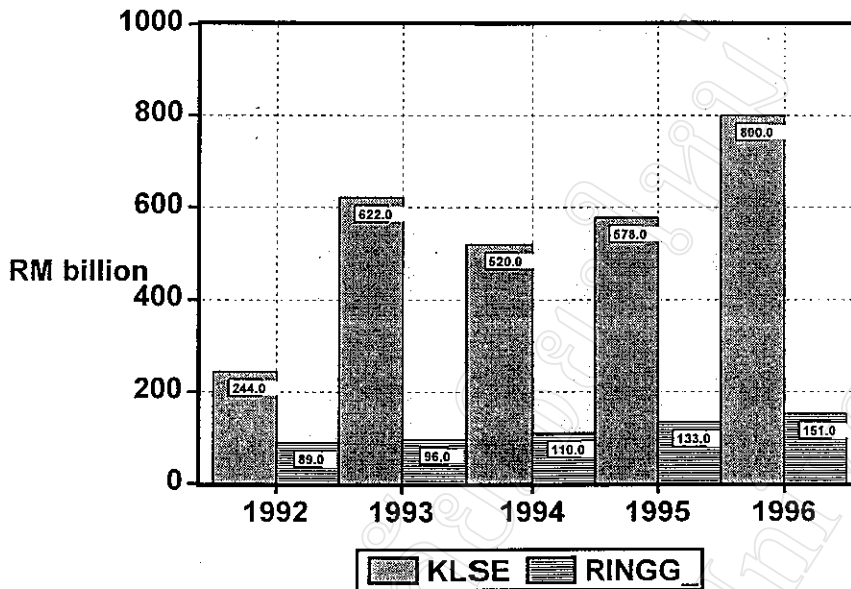
source: South China Morning Post

5.2 ตลาดตราสารหนี้ประเทศมาเลเซีย

ตลาดตราสารหนี้ในมาเลเซียเป็นตลาดหนึ่งในภูมิภาคเอเชียที่มีการพัฒนาด้านตราสารหนี้ภาครัฐบาลและมีอัตราการออกตราสารหนี้ภาคเอกชนที่ค่อนข้างสูง เนื่องจากรัฐบาลมาเลเซียได้ให้ความสำคัญกับการควบคุมความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจโดยให้ความสำคัญกับนโยบายการคลังและการส่งเสริมการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ ซึ่งส่งผลให้ประเทศมาเลเซียมีอัตราการขยายตัวทางด้านเศรษฐกิจมากกว่า 8% เป็นเวลา 8 ปีมาแล้ว

ในช่วงเวลาที่ผ่านมา ความสนใจในการระดมทุนจะอยู่ในรูปของหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์มากกว่า ซึ่งส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่มีชื่อเสียงของภาครัฐ เช่น Petronas Dagangan, Petronas Gas และ Telecom Malasia ซึ่งปัจจุบันการระดมทุนแบบนี้ได้เปลี่ยนไปเนื่องจากรัฐบาลได้ให้การสนับสนุนการระดมทุนโดยผ่านตลาดตราสารหนี้แทนการกู้เงินจากธนาคารและการระดมทุนผ่านทางตลาดหลักทรัพย์ (จากแผนภาพที่ 5.2) ประกอบกับอัตราการเติบโตของสถาบันการลงทุนที่มีความต้องการ โดยผ่านกองทุนต่าง ๆ ได้พัฒนาขึ้น ซึ่งมีส่วนช่วยให้การดำเนินนโยบายภายใต้การขยายตัวทางเศรษฐกิจสัมฤทธิ์ ผลมากยิ่งขึ้น (Wong Fook Wah, 1997)

แผนภาพที่ 5.4 แสดงการเปรียบเทียบมูลค่าซื้อขายตราสารหนี้และมูลค่ารวมของตลาดKLSE
ของประเทศไทยมาเลเซีย ปี ค.ศ1992-1996



source: Bank Negara Malaysia

นักลงทุนในตลาดตราสารหนี้สามารถเลือกที่จะลงทุนในตลาด โดยผ่านเครื่องมือที่หลากหลาย ทั้งตราสารหนี้ภาครัฐและตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชน เช่น หลักทรัพย์ระยะยาวของรัฐบาลมาเลเซีย (long-term Malaysian Government Securities, MGS), ตราสารระยะสั้นของรัฐบาล (Short-term treasury), ตั๋วเงินของธนาคารกลาง Central Bank (Bank Negara) bills, ตราสารจดจำนอง (Mortgage Bonds) ที่ออกโดย Cagamas Berhad รวมทั้งตราสารพาณิชย์, ตราสารหนี้ระยะสั้นถึงกลางที่ออกโดยภาคเอกชน (Commercial paper and Bonds) ซึ่งตราสารหนี้ MGS และ Cagamas ของภาครัฐบาลจะมีสภาพคล่องมาก เมื่อเปรียบเทียบกับตราสารหนี้ภาคเอกชนที่สภาพคล่องนั้นขึ้นอยู่กับคุณภาพของบริษัทผู้ออกตราสารหนี้ (Machiel and Dominic, 1996)

สรุป ตราสารหนี้ภาครัฐบาลมีส่วนสำคัญมากที่สุดในตลาดมาเลเซีย ซึ่งมีอัตราส่วนที่สูงหากเทียบกับ GDP

ถึงแม้ว่าภาครัฐจะให้การสนับสนุนบริษัทภาคเอกชนในการออกตราสารหนี้เพื่อกระตุ้นให้เกิดการออม รวมทั้งการหาแหล่งระดมเงินทุน เช่น Provident Funds ซึ่งยังเป็นสัดส่วนที่น้อยหากเทียบกับ GDP

5.2.1 ตราสารหนี้ภาครัฐบาล

1. Money Market Instruments (เครื่องมือทางการเงิน)

หลักทรัพย์ภาครัฐบาลของมาเลเซีย แบ่งเป็น ตราสารหนี้ระยะสั้น (short-term paper) และ ตราสารหนี้ระยะยาว (long-term debt)

ตราสารหนี้ระยะสั้น ได้แก่

- Treasury Bills (MTBs)
- Bank Negara Bills (BNBs)

ซึ่งทั้ง 2 ประเภทมีระยะเวลาการกำหนดได้ถนัดตั้งแต่ 91, 182 และ 364 วัน (3 เดือน, 6 เดือน และ 12 เดือน) ซึ่งตราสารทั้ง 2 ชนิดนี้เป็นเครื่องมือหลักในการดำเนินนโยบายทางการเงินของประเทศมาเลเซีย

ในเดือนพฤศจิกายน ปี ค.ศ.1990 ได้มีการจัดตั้งบริษัทจัดอันดับเครดิตแห่งแรกขึ้นในมาเลเซีย คือ Rating Agency of Malaysia Berhad (RAM) ซึ่งทำให้นักลงทุนมีความสนใจในคุณภาพและเงื่อนไขในการออกตราสารหนี้มากขึ้น และได้ใช้มาตรฐานนี้ในการบังคับผู้ออกตราสารหนี้ของบริษัทของตนไปจัดอันดับ ความน่าเชื่อถือซึ่งบังคับใช้ในเดือนพฤษภาคม ปี ค.ศ.1992 (ABN AMRO, ค.ศ.1996) ณ ปลายปี ค.ศ.1995 ได้มี 270 บริษัทที่มีมูลค่ารวมถึง 38 พันล้าน (6 n MXR) ได้ถูกจัดอันดับโดย RAM จนถึงปี ค.ศ.1996 บริษัทจัดอันดับเครดิตแห่งที่ 2 ได้เกิดขึ้น คือ MARC (Malaysia Agency Rating Company) ได้เริ่มดำเนินการ

ข้อแตกต่างระหว่างตราสารทั้ง 2 ประเภท คือ BNBs ที่ถูกสร้างขึ้นในเดือนกุมภาพันธ์ ค.ศ.1993 ใช้ในการดูดซับสภาพคล่องของเงินระยะสั้นจากต่างประเทศที่ไหลเข้ามาในระบบโดยเฉพาะ และตราสารทั้ง 2 ชนิดเป็นอีกทางเลือกหนึ่งในการลงทุนของสถาบันการเงินเพื่อสำรองสภาพคล่องตามกฎหมาย

5.2.2 Malaysian Government Securities : MGS (หลักทรัพย์รัฐบาล)

ผู้ถือหุ้นใหญ่ของหลักทรัพย์รัฐบาลของประเทศมาเลเซีย ได้แก่ สหภาพแรงงาน (The Employee's Provident Fund : EPF) และบริษัทประกันภัย โดยมีจุดประสงค์ คือ เพื่อต้องการผลตอบแทนที่มั่นคงและปลอดภัยในระยะยาว จากเดิมที่รัฐบาลเคยถืออยู่ในสัดส่วน 92% ในปี ค.ศ.1988 จนถึงปี ค.ศ.1994 สัดส่วนการถือหุ้นของ EPF's มีมากถึง 62% อายุการไถ่ถอนของ

MGS จะอยู่ในช่วง 1-20 ปี และอัตราดอกเบี้ยหน้าตัวจะอยู่ในช่วง 5.75%-8.60% ตลาด MGS จะมีสภาพคล่องที่สูงและเป็นตราสารหลักที่สำคัญในการซื้อขายของตลาดตราสารหนี้ ทั้งจากสถาบันการเงิน ธนาคาร บริษัทประกันภัย กองทุนบำเหน็จบำนาญ

Cagamas Bonds

Cagamas Bonds คือ ตราสารหนี้ที่ใช้ในการจัดจำหน่ายค่าประกันที่ออกโดย Cagamas Berhad ในเดือนธันวาคม ปี 1986 เพื่อใช้ในการระดมทุนจากตลาดทุน สำหรับการหาเงินทุนกู้ยืมในการสร้างบ้าน โดยธนาคารพาณิชย์เป็นผู้เสนอตราสารหนี้ในเดือนตุลาคม ปีถัดมา (ค.ศ.1987) ซึ่งมีมูลค่า 110 ร้อยล้าน (MYR m) จนถึงปี ค.ศ.1994 มีมูลค่าเพิ่มสูงถึง 9.3 พันล้าน (bn MYR) ซึ่งคิดเป็น 9% ของมูลค่ารวมตราสารหนี้ทั้งหมด ซึ่งการซื้อขายนี้ใช้ระบบซื้อขายนอกตลาด (OTC Trading System) เช่นเดียวกับระบบการซื้อขาย MGS

5.2.3 Corporate Bonds(ตราสารหนี้ภาคเอกชน)

การพัฒนาตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชน (PDS or Corporate bond) เริ่มขึ้นเมื่อปี ค.ศ.1980 ทั้งนี้เพื่อให้ภาคเอกชนมีทางเลือกอื่นในการกู้ยืมเพื่อการลงทุน นอกเหนือจากการกู้ยืมจากธนาคาร ซึ่งธนาคารกลางของประเทศมาเลเซียเป็นองค์กรหลักในการส่งเสริมตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาค ซึ่งตราสารที่ทำการซื้อขายกันนั้นจะเป็นตราสารหนี้ของบริษัทที่อยู่ใน Kuala Lumpur Stock Exchange ที่รวมถึงหุ้นกู้ (straight bonds) หุ้นกู้แปลงสภาพ (convertible bonds) และหุ้นกู้ที่มีอัตราผลตอบแทนคงที่ (fixed rate bonds) ซึ่งสามารถเปลี่ยนหรือโอนย้ายเป็นหุ้นสามัญได้ภายหลัง ซึ่งตราสารหนี้ดังกล่าวจะมีสภาพคล่องและคุณภาพด้านเครดิตต่างกัน รวมทั้งอายุตราสารหนี้จะอยู่ในช่วง 1-10 ปี

อย่างไรก็ดี จะเห็นว่าทางภาครัฐบาลยังคงมีนโยบายในการระดมเงินออมโดยผ่านตลาดทุน โดยการสนับสนุนให้มีการลงทุนในระยะยาว จึงได้มีการพัฒนาตลาดตราสารกึ่งหนี้กึ่งทุนอย่างต่อเนื่อง ซึ่งหมายถึงหนทางในการระดมทุนของภาคเอกชน โดยทั่วไปตราสารหนี้ภาคเอกชนสามารถแบ่งได้เป็น 2 ประเภท

1. ตราสารหนี้ระยะสั้นหรือตราสารพาณิชย์ (Short-term or Commercial Paper :CP) และตราสารระยะปานกลาง ระยะยาว (Medium-long-term Bond Area)

ในด้านตราสารพาณิชย์นั้นประกอบด้วย Revolving Underwriting Facility (RUF) และ Note Issuance Facility (NIF) ซึ่งมีข้อแตกต่างที่ NIF ไม่ได้รับประกันจากธนาคารในขณะที่ RUF

ได้รับประกันจากธนาคาร แต่ตราสารทั้ง 2 ชนิดนี้จะใช้แทนเครดิตหรือการเบิกเงินเกินบัญชีและมีอายุครบกำหนดไถ่ถอน 1, 2, 3 หรือ 6 เดือน และโดยทั่วไปตราสารชนิดนี้จะมีอายุถึง 5 ปี ซึ่งจะสร้างความสะดวกและเอื้อประโยชน์ให้ธนาคารพาณิชย์สามารถลดต้นทุนในการดำเนินงานได้ดี ผู้กู้ยืมในตราสารชนิดนี้จะต้องจ่ายเงิน 2% หรือ 3% (สูงกว่า) อัตราดอกเบี้ย KLIBOR ที่ใช้เป็นฐานในการกู้ยืม (Base Lending Rate :BLR) บวกกับอัตราดอกเบี้ยซึ่งเป็นเงื่อนไขในการกู้ยืมที่แตกต่างกัน อัตราดอกเบี้ยที่ผู้รับประกันการจำหน่ายจะติดสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง 0.75-1% ของอัตรา KLIBOR ส่วนอัตราดอกเบี้ยที่สำนักหักบัญชีคิดจะอยู่ระดับ 20-30 bp (basis point) สูงกว่าอัตรา KLIBOR ซึ่งเป็นอัตราที่แข่งขันกับพวกพาณิชย์ (บริษัทที่รับประกันและนำหุ้นสามัญเข้าตลาด), ธนาคารพาณิชย์ ซึ่งมีข้อได้เปรียบ คือ มีต้นทุนสำรองมากกว่าและเป็นสถาบันที่มีสภาพคล่องสูง

ตราสารหนี้ที่มีอายุยาวขึ้นมักจะเป็นหุ้นกู้คววอเรนซ์ ซึ่งเริ่มขึ้นในตลาดแรกในปี ค.ศ.1965 หลังจากนั้นก็เริ่มให้มีการซื้อขายได้ในตลาดตราสารหนี้ของท้องถิ่น ทางธนาคารกลางและบริษัทหลักทรัพย์จะเป็นตัวแทนการขายในบางครั้ง ซึ่งอนุมัติให้ภาคเอกชนเป็นผู้ออกตราสารหนี้ ซึ่งต่อมาได้มีการพัฒนาให้มีการซื้อขายในตลาดรอง ซึ่งจะช่วยให้ผู้ลงทุนในและนอกประเทศเข้ามาระดมทุนเพิ่มมากขึ้น ในปี ค.ศ. 1994-1996 จะเห็นว่ามีการออกจำหน่ายยังต่างประเทศ แต่ยังคงอุปทานของตราสารยังมีจำนวนน้อย(Nik, 1997)

5.2.4 ตลาดรองตราสารหนี้

ปริมาณการซื้อขายตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชนจะมีสภาพคล่องมากกว่าตราสารหนี้ Cagamas เนื่องจากอุปทานตราสารหนี้ภาครัฐมีน้อย ตราสารที่ออกใหม่ได้รับการเสนอซื้ออย่างรวดเร็วจากนักลงทุนสถาบัน ซึ่งเป็นเครื่องมือในการควบคุมสภาพคล่อง

จำนวนผู้ซื้อขายในตลาดมักถูกจำกัด โดยตราสารหนี้ที่เสนอขายนั้นจะต้องเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด ซึ่งเป็นไปตามข้อกำหนดตามกฎหมายข้อบังคับ คาดว่าตลาดตราสารหนี้ควรมีมูลค่า 400 พันล้าน (MYRbn) ซึ่งอายุใช้ในแผนพัฒนาฉบับที่ 7 ของมาเลเซีย (ค.ศ.1996-2000) และการลงทุนในภาคเอกชนต้องการเงินลงทุนประมาณ 6 ล้านล้าน (MYR trillion) ในด้านโครงสร้างพื้นฐาน และคาดว่าจะสูงขึ้นเรื่อย ๆ จนถึงปี ค.ศ.2020 ซึ่งคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อตลาดตราสารหนี้ขยายตัวตามไปด้วย ซึ่งควรต้องมีการพัฒนาประสิทธิภาพของตลาดตราสารหนี้ตามอัตราขยายตัวที่คาดไว้ ดังนั้น ควรมีแนวทางในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ คือ(Huang, 1997)

1. ควรมีการพัฒนาเพื่อหาอัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน (Benchmark) และให้มีสภาพคล่อง
2. ควรมีการยกเลิกข้อจำกัดบางประการที่เป็นอุปสรรคต่อสภาพคล่องของตลาดตราสารหนี้

ซึ่งผลการดำเนินงานของบริษัทและสถาบันการเงินจะมีส่วนช่วยให้การพัฒนาตลาดตราสารหนี้ได้ต่อไป ตั้งแต่ปี ค.ศ.1995 เป็นต้นมา ได้มีการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชนในประเทศมาเลเซีย ในปีนี้เองมีสถาบันหลายแห่งเกิดขึ้น เช่น Malaysian Rating Corporation Berhad (MARC) ซึ่งเป็นบริษัทจัดอันดับเครดิตแห่งที่ 2 ของมาเลเซีย, เกิดระบบการซื้อขายแบบไร้ใบหุ้น ซึ่งเป็นศูนย์กลางในการรับฝากตราสารหนี้ภาคเอกชนที่ยังไม่ได้ถูกคัดเลือกโดยตลาดและในเดือนมกราคม ปี ค.ศ.1996 ได้มีการคิดระบบภาษีจากรายได้ของการลงทุนในตราสารหนี้แต่ละประเภท, ภาษีของกองทุนเปิดและปิด, หน่วยลงทุนต่าง ๆ

ดังนั้น ภาคเอกชนควรจะหาขั้นตอนที่จะทำให้ตลาดมีสภาพคล่องมากขึ้น รวมทั้งสถาบันการเงินในท้องถิ่นควรรหาผู้ร่วมทุนในการดำเนินงานเป็นชาวต่างชาติ เพื่อที่จะรองรับการแข่งขันด้านตลาดทุนระหว่างประเทศ ดังนั้น บริษัทต่าง ๆ ในประเทศมาเลเซียควรรหาแหล่งระดมทุนใหม่ที่มีต้นทุนที่ต่ำ โดยการออกตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชน (PDS or Corporate Bond Market) เพิ่มขึ้น

5.3 ตลาดตราสารหนี้ประเทศฟิลิปปินส์

ประเทศฟิลิปปินส์เป็นประเทศที่มีอัตราความเจริญทางเศรษฐกิจประเทศหนึ่ง เมื่อ 2-3 ปีที่ผ่านมา (ค.ศ.1995-1996) ประเทศฟิลิปปินส์เริ่มมีการปรับปรุงระบบเศรษฐกิจแบบใหม่ ทั้งการพัฒนาภาคเอกชนและสาธารณชน ซึ่งเป็นจุดเริ่มต้นของการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจ ส่วนหนึ่งที่จะช่วยส่งเสริมการพัฒนาด้านนี้ คือ ความพยายามในการพัฒนาด้านตลาดตราสารหนี้ (Peso Debt Market) (ING Barings, ค.ศ.1996)

ประเทศฟิลิปปินส์เริ่มมีการพัฒนาด้านตลาดทุนอย่างต่อเนื่อง หลังจากที่เศรษฐกิจฟื้นตัวในสมัยรัฐบาล Ramos ซึ่งได้วางเป้าหมายไว้ว่าประเทศฟิลิปปินส์จะเป็นประเทศอุตสาหกรรมใหม่ (Newly Industrialised Nation, NIC) ในปี ค.ศ.2000 โดยมุ่งเป้าหมายไปที่การลงทุนและการระดมทุนจากภาคเอกชนไปสู่ภาคการผลิตผ่านทางระบบการเงิน ตลาดทุน และส่วนอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง เพื่อเร่งให้มีการขยายตัวทางด้านเศรษฐกิจ

5.3.1 เครื่องมือตราสารหนี้ในประเทศฟิลิปปินส์

ตลาดตราสารหนี้ในฟิลิปปินส์ประกอบไปด้วยนักลงทุนที่มีประสบการณ์สูง มีกฎระเบียบข้อบังคับที่เหมาะสม และกฎเกณฑ์ที่ช่วยส่งเสริมโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจให้มีอัตราการขยายตัวที่ดีอันจะส่งผลต่อสภาพคล่องของตลาดตราสารหนี้

หลังจากการพัฒนาให้เศรษฐกิจและการเมืองมีเสถียรภาพขึ้นแล้ว นักลงทุนต่างประเทศและในประเทศเริ่มให้ความสนใจกับการออกตราสารหนี้ภาคเอกชนมากยิ่งขึ้น และเริ่มมีการระดมทุนโดยผ่านตลาดตราสารหนี้ โดยตราสารหนี้ที่นักลงทุนต่างประเทศให้ความสนใจได้แก่ Philippine Treasury Bills (เป็นตั๋วแลกเงินระยะสั้นในตลาดการเงิน), Philippine Treasury Notes (ธนบัตรอัตราดอกเบี้ยลอยตัวในระยะกลาง), Promissory Notes / Commercial paper (ตราสารพาณิชย์)

Treasury Bills จะมีสภาพคล่องมากที่สุดในตลาดเงิน และเป็นเครื่องมือหลักที่ dealers จะทำการซื้อ โดยการประมูลในทุก ๆ สัปดาห์ ซึ่งมูลค่าการซื้อขายจะอยู่ในช่วง 4.0 พันล้าน PHP จนถึง 13 พันล้าน PHP โดยมีอายุการไถ่ถอน 91-364 วัน (3 เดือน - 1 ปี)

Philippine Treasury Notes และ Commercial paper เป็นตราสารที่มีการกำหนดระดับผลตอบแทนให้แก่ลงทุน โดยทั่วไปมีอายุมากกว่า 2 ปี และอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจะเป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัวมากกว่าคงที่ โดย market makers จะเป็นผู้เสนอซื้อขาย และแข่งขันกันในระดับราคาต่าง ๆ ตามวันที่ที่กำหนดไว้หน้าตัว ซึ่งส่วนใหญ่แล้วจะเป็นการออกตราสารในระยะสั้น (Tija, 1996)

ดังนั้น จะเห็นได้ว่าตลาดตราสารหนี้ฟิลิปปินส์นั้น ยังไม่มีความโดดเด่นมากนัก ยกเว้น Treasury notes ที่เป็นตราสารหนี้ระยะกลางที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ซึ่งสะท้อนถึงอุปสงค์และอุปทานที่แท้จริงของตลาด

5.3.2 เครื่องมือตราสารหนี้นอกประเทศฟิลิปปินส์ (Offshore Philippine Debt Instruments)

ประเทศฟิลิปปินส์เป็นประเทศหนึ่งในหลายประเทศของเอเชีย ที่มีประสบการณ์ในการออกตราสารหนี้ในต่างประเทศ จากสถานะทางเศรษฐกิจที่เคยตกต่ำมาหลายปี ภายใต้การบริหารของ Marcos จนถึงสมัย Aquino ธันวาคม ปี ค.ศ.1992 โดยประเทศฟิลิปปินส์ได้เริ่มเข้าสู่ระบบการวางแผนที่เรียกว่า “Brady plan” โดยระดมทุนเพื่อการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจผ่านตราสารหนี้ (Brady bond) ที่มีมูลค่า 4.2 พันล้าน US\$ ซึ่งมีสภาพคล่องในการซื้อขายมาก หลังจากนั้น ปริมาณการ

เสนอขายตราสารหนี้จากรัฐวิสาหกิจและเอกชนในตลาดหุ้นต่างประเทศเริ่มมีสูงขึ้น มีอัตราการเพิ่มถึง 1 พันล้าน US\$ ใน 1 ปี ทำให้ประเทศฟิลิปปินส์มีความถี่ในการเสนอขายตราสารหนี้ระหว่างประเทศสูง อันเนื่องมาจากปัจจัยบวกทางด้านเศรษฐกิจในเรื่องของดุลการชำระเงินและดุลบัญชีเดินสะพัด ทำให้มูลค่าในการออกตราสารหนี้และราคาของตราสารหนี้เพิ่มตามอุปสงค์ของนักลงทุนอเมริกา ซึ่งทำให้การจัดอันดับความน่าเชื่อถือในระยะกลางของประเทศฟิลิปปินส์อยู่ในเกณฑ์ดี อันสะท้อนถึงผลกำไรที่ดีที่นักลงทุนจะได้รับเช่นกัน

5.3.3 โครงสร้างของตลาดตราสารหนี้

สามารถแบ่งประเภทของผู้ออกตราสารหนี้ ได้ดังนี้

1. รัฐบาล

รัฐบาลจะมีปริมาณตราสารหนี้ที่ออกประมาณ 60% ของปริมาณตราสารหนี้ในประเทศทั้งหมด (ING Barings, ค.ศ.1996)ซึ่งองค์กรของรัฐจะทำหน้าที่ตามการดำเนินนโยบายการคลังของรัฐบาล โดยการออก treasury notes และ bills ในขั้นแรกโดยระบบการประมูลทุก ๆ สัปดาห์ โดยผ่าน Accredited Government Securities Dealers (AGSDs)

2. ผู้มีอำนาจในท้องถิ่น

ตลาดตราสารหนี้ในท้องถิ่นจะเปิดและปิดตามหน่วยงาน Cebu (เป็นจังหวัดหนึ่ง มีชื่อว่า Cebu Equity Bond Units) ซึ่งเริ่มขึ้นในปี ค.ศ.1991 โดยออกตราสารหนี้อายุ 3 ปี อัตราดอกเบี้ยหน้าตัว 16% และไม่คิดภาษี (Tax-free) แต่เนื่องจากความขัดแย้งของระบบการเมืองในท้องถิ่น ทำให้ตราสารหนี้ต้องล้มเลิกไป แต่บางครั้งก็ยังมีกรออกตราสารหนี้วณิชยกรรม (เพื่อการระดมทุนจากตลาด) ของธนาคารบางแห่ง

3. ภาคเอกชน

ผู้ที่มีภาคเอกชนที่ออกตราสารหนี้จะระดมทุนจากประชาชนทั่วไป หรือผ่านทางตราสารพาณิชย์ (Commercial paper) ของบริษัทหลักทรัพย์ ซึ่งนักลงทุนในประเทศส่วนใหญ่จะให้ความสำคัญกับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ซึ่งจากนิยามลงทุนกับบริษัทขนาดใหญ่ที่มีคุณภาพมากกว่าบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กในตลาดหลักทรัพย์ Securities and Exchange Commercial (SEC) ดังนั้น จึงมีการจัดตั้งบริษัทจัดอันดับเครดิตของประเทศขึ้น Credit Information Bureau Incorporated (CIBI)

ส่วนนักลงทุนสถาบันจะแบ่งเป็น 4 ประเภท

1. กองทุนบำเหน็จบำนาญ
2. กองทุนประกันสังคม
3. บริษัทประกันภัย
4. บริษัทจัดการกองทุนรวม
5. กองทุนต่างประเทศ

ซึ่งบทบาทของกองทุนบำเหน็จบำนาญกับกองทุนประกันสังคม ซึ่งมีส่วนร่วมในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้จะถูกควบคุมโดยธนาคารเพื่อการพัฒนาแห่งเอเชีย Asian Development Banks (ADB) ในด้านมูลค่าการลงทุน แนวทางในการลงทุน ข้อปฏิบัติในด้านภาษี ส่วนทางด้านบริษัทประกันภัยนั้นต้องลงทุนในตราสารระยะยาวให้พอเหมาะกับสินทรัพย์ที่มีอยู่ โดยอยู่ในข้อจำกัดและความควบคุมดูแลของ Insurance Commission โดยเฉพาะการลงทุนในตราสารหนี้ภาคเอกชนที่ไม่หลักประกัน(Asian Development Bank, 1991)

5.3.4 การจัดอันดับเครดิต

ในเดือนมีนาคม ปี ค.ศ.1994 SEC ได้ให้สถาบันจัดอันดับเครดิต CIBI ตราสารพาณิชย์ระยะยาวของ 21 บริษัท โดยทำการวิเคราะห์ข้อมูล ปัจจัยพื้นฐานของบริษัทนั้น เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน อันจะเป็นประโยชน์ในด้านการจัดการลงทุน (Portfolio Management) ซึ่งจะพิจารณาได้จากผลกำไรบริษัท งบกระแสเงินสดการจัดการด้านรายรับ-รายจ่าย และผู้รับประกันการจำหน่าย เช่น ในกรณีของตราสารหนี้รัฐบาลในประเทศ Local Government Bond (LGBs) ที่รับประกันการจำหน่ายโดย Internal Revenue Allocation (IRA) ซึ่ง เป็น หน่วยงาน ของรัฐ ก็จะมี Rating ที่สูงตามไปด้วย หากแต่เป็นภาคเอกชนก็จะวิเคราะห์ตามปัจจัยพื้นฐานที่กล่าวมาแล้วข้างต้น แต่มีข้อบกพร่องที่ว่าผลการดำเนินงานจากภาครัฐจะดีกว่าภาคเอกชน จึงทำให้มากแก่การตัดสินใจรัฐบาลจึงได้แก้ไขปัญหามา โดยการรายงานผลการดำเนินงานทั้งหมด ทั้งนี้เพื่อความสะดวกและสร้างความเข้าใจให้กับนักลงทุน และบริษัทจัดอันดับเครดิต(Edward, 1993)

5.3.5 การปรับระบบการซื้อขายตราสารหนี้

ตามกฎหมายของรัฐบาลฟิลิปปินส์จะให้ความคุ้มครองกับการจัดการและระบบการซื้อขายในตลาดตราสารหนี้ ซึ่งตราสารหนี้ที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยคงที่ไว้แล้วไม่จำเป็นต้องกำหนดอัตราดอกเบี้ยตามวันที่ที่ออกตราสารหนี้ เช่น ในกรณีของการขาย LGU นั้นจะต้องไม่ต่ำกว่าราคาดัชนีตัว

ในกรณีที่ผู้ออกตราสารต้องการขายตราสาร เมื่ออัตราดอกเบี้ยที่กำหนดไว้หน้าตัวต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดจะต้องมีการเก็บค่าธรรมเนียมจากการขายลดนั้น รวมถึงกรณีที่อัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าราคาตลาด ทำให้ราคาของตราสารเพิ่มสูงขึ้นจะต้องมีการเก็บค่าธรรมเนียมจากการขายเช่นกัน ในกรณีที่เกิดความล่าช้าในส่วนต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย ผู้จำหน่าย ตามกฎหมายระบุให้ผู้ออกตราสารจะต้องเป็นผู้รับผิดชอบในการให้บริการและข้อมูลข่าวสารอย่างทันทั่วทั้ง

5.3.6 ระบบภาษี

ภาษีที่จัดเก็บจากตราสารหนี้ทั้งภาครัฐและเอกชนนั้นจะค่อนข้างซับซ้อนและมีกฎหมายที่ระบุไว้ในกรณีบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์จะมีปัญหาด้านสภาพคล่องอันเนื่องมาจากระบบภาษี ส่วนผู้ที่ถือตราสารของรัฐบาลจะต้องเสียภาษี 20%

อย่างไรก็ตามกำไรที่ได้จากการขายตราสารหนี้จะพิจารณาการเสียภาษีให้สอดคล้องเหมือนกับรายได้ปกติ ส่วนผู้ถือตราสารหนี้ภาคเอกชนจะเสียภาษี 35% หากมีการเปลี่ยนมือผู้ถือตราสารในกรณีตราสารพาณิชย์จะเสียภาษี 0.05% และตราสารหนี้โดยทั่วไป (ประเภทอื่น ๆ) จะเสีย 0.1% ส่วนกำไรที่ได้จากการขายตราสารหนี้เดิม (ค.ศ. 1994) จะต้องเสียภาษีอีก 35% จากกำไรในการขาย แต่ปัจจุบัน (ค.ศ. 1997) ผู้ที่ได้กำไรจากการขายตราสารหนี้ไม่ต้องเสียภาษีแต่อย่างใด

5.4 ตลาดตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์

ตลาดเงินในสิงคโปร์ ประกอบด้วย Interbank market และ discount market ชนิดของตราสารทางการเงินในประเทศสิงคโปร์ ได้แก่ Treasury bills, NCDs ซึ่งออกมาในรูปแบบของเงินสกุลดอลลาร์สิงคโปร์ และเงินสกุลต่างประเทศ bill of exchange, ตราสารพาณิชย์ระยะสั้น, หลักทรัพย์ระยะสั้นของรัฐบาล ก่อนที่จะมีการก่อตั้งสำนักหักบัญชี ขึ้นมานั้นตลาดเงินของสิงคโปร์ ซึ่งมีขนาดใหญ่มากนั้น จะถูกจำกัดโดยตลาดอัตราเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร ในปี 1972 ที่มีการเริ่มก่อตั้งสำนักหักบัญชีขึ้นรวมทั้งการเริ่มเข้ามาของสถาบันการเงินต่างประเทศ discount market ถูกสร้างขึ้นเพื่อ

ประโยชน์ในการรับซื้อและคิดระบบบัญชี ของตราสารทางการเงินประเภทต่างๆ โดยทั่วไปแล้วสำนักหักบัญชี มีหน้าที่ในการระดมเงินในระยะสั้นจากธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินต่างๆ ในการฝากและกู้เงินระหว่างกัน โดยสำนักหักบัญชีจะเป็นผู้พิจารณาสภาพคล่องของสินทรัพย์ โดยมีจุดประสงค์ในการที่จะทราบถึงฐานะ สภาพคล่องของกิจกรรมนั้นๆ discount market ซึ่งมีผลต่อ Monetary Authority of Singapore(MAS) ในการควบคุมอุปทานของเงิน ในขณะที่ธนาคารพาณิชย์สามารถสร้างผลตอบแทนสูงสุด จากการให้กู้ยืมเงินในระยะสั้น(Monetary Authority of Singapore, 1989)

สำนักหักบัญชีจะเป็นผู้ควบคุมภาวะการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดรอง อย่างไรก็ตามหลังจากที่รัฐบาลได้ปรับเปลี่ยนโครงสร้างในตลาดหลักทรัพย์ เมื่อปี 1987 Dealer ในตลาดเงินที่ทำการซื้อ,ขาย เข้ามามีบทบาท แทนที่ธนาคารพาณิชย์ และรัฐบาลใน discount market ซึ่งจะช่วยลดความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินได้ นับตั้งแต่ได้มีการยกเลิกการตรึงอัตราดอกเบี้ยในช่วงปี 1975 MAS ได้ใช้นโยบาย Open Market Operation ในการดำเนินนโยบายทางการเงิน โดย MAS จะระดมทุนจากการกู้ยืม โดยตรงผ่านการขายพันธบัตรรัฐบาล, การ swaps อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศรวมทั้งการดำเนินการ ในตลาดซื้อคืนพันธบัตร

5.4.1 ตราสารทางการเงินระยะสั้น

ขนาดของตลาดเงินที่สิงคโปร์สามารถดูได้จาก Interbank Liability (ขนาดของการกู้ยืมเงินระหว่างธนาคาร) ที่ MAS จะรายงานทุกๆ เดือน โดยผ่าน Monthly Statistical bulletin

Treasury bills (ตั๋วเงินคลัง) ที่เป็นเงิน สกุลดอลลาร์สิงคโปร์ ซึ่งมีระบบการจดทะเบียนและชำระราคาในการซื้อขายที่มีประสิทธิภาพ โดยอายุของตราสารมีตั้งแต่ 91 วัน, 182 วัน, 273 วัน และ 364 วัน ซึ่งมีมูลค่าการเสนอขายตั้งแต่ 100,000 ดอลลาร์สิงคโปร์(S\$) หรือ 61,330 MS\$ โดยใช้ระบบการเสนอซื้อด้วยการประมูล โดยผ่าน Dealer ในตลาดแรกในประเทศ

Bill of Exchange(ตั๋วแลกเงิน) ในประเทศสิงคโปร์นั้นตั๋วแลกเงินจะถูกใช้อย่างกว้างขวางในการนำเข้าและส่งออกสินค้า อันได้แก่ Bas, NCDs ซึ่งออกในรูปแบบของเงินสกุลดอลลาร์สิงคโปร์ และเงินสกุลอื่น ซึ่ง NCDs ใช้เป็นครั้งแรกในปี 1975 และกลายเป็นตราสารทางการเงินที่สำคัญ ในสิงคโปร์ผู้ลงทุนในตราสารชนิดนี้ส่วนใหญ่จะเป็นธนาคาร, นักลงทุนสถาบัน, กองทุน, รัฐวิสาหกิจ, องค์กรทางด้านพาณิชย์กรรมและอุตสาหกรรม

An Asian Currency Unit (ACU) เป็นหน่วยงานในการซื้อขายเงินสกุลต่างๆ ของเอเชีย ซึ่งได้รับใบอนุญาตจาก MAS ในการเป็นศูนย์กลางซื้อขายของตลาดการเงิน และตลาดตราสารหนี้ของประเทศ

เอเชีย คือ The Asian Dollar market (ADM) และ The Asian Bond Market (ABM) ในตลาด 2 แห่งนี้ จะมีการซื้อขายเงินสกุลอื่นๆ ที่นอกเหนือจากเงินสกุลสิงคโปร์รวมทั้งให้มีการกู้ยืมผ่านธนาคารและ ขบวนการต่างๆที่เป็นการรักษาระดับความสมดุลของเงินตราต่างประเทศ การรักษาความสมดุลของ ดอลลาร์ชำระหนี้และดุลบัญชีเดินสะพัดในสิงคโปร์ ซึ่งแสดงถึงสภาพคล่องของตลาด โบอนุญาตโบ แรกของ ACU ได้ให้กับธนาคารสหรัฐ(Bank of America) ซึ่งมีสาขาอยู่ในสิงคโปร์เมื่อปี 1968

โครงสร้างของ ADM จะต่างจากตลาดเงินทางยุโรป(Euro-currency market) โดยการซื้อ ขายหลักจะผ่านทางตลาด Interbank และอายุการไถ่ถอนจะอยู่ในช่วงระยะสั้นถึงระยะกลาง ซึ่งศักยภาพของตลาดนี้มีเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ซึ่ง ACU มีความมั่นคงทางด้านสินทรัพย์และหนี้สินเป็นอย่างดี โดยมีแนวโน้มการกู้ยืมของลูกค้าน่าโดยมิได้ผ่านทางธนาคารพาณิชย์เพิ่มสูงขึ้น(Moreno and Ramon, 1988)

5.4.2 ตราสารทางการเงินระยะยาว

ตราสารทางการเงินในระยะยาวของสิงคโปร์ ได้แก่ Singapore government securities (SGSs), corporate bond, debenture, loan stocks และ Cds ตลาด SGS ได้มีการปรับปรุงระบบการซื้อขายเป็นระบบคอมพิวเตอร์และระบบไร้ใบหุ้น เมื่อเดือนพฤษภาคม ปี ค.ศ.1987 เพื่อให้สอดคล้องกับแผนนโยบายของ MAS ซึ่งมีวัตถุประสงค์ในการปรับปรุงตลาด SGS อันเป็นแนวทางในการ สร้าง benchmark ในการออก corporate bond ซึ่งอุปทานของ SGS ที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ทำให้การ ซื้อขายในตลาดรองของ corporate bond debenture และหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ The Stock Exchange of Singapore (SES) เพิ่มขึ้นเช่นกัน

5.4.3 นโยบายในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ของประเทศสิงคโปร์

1. การขจัดปัญหาและอุปสรรคการซื้อขายในตลาดแรก

รัฐบาลของทุกประเทศในแถบเอเชียซึ่งรวมทั้งสิงคโปร์ยังให้ความสำคัญกับระบบธนาคาร เป็นอย่างมากซึ่งมีข้อกำหนดที่คล้ายๆ กันในการกำหนดเงินสดสำรองของธนาคารพาณิชย์เพื่อการ ดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องตามกฎหมายซึ่งประเทศไทยกับสิงคโปร์ประสบปัญหาเดียวกันคือ การ ให้ธนาคารพาณิชย์ถือหลักทรัพย์ที่รัฐบาลรับประกันอยู่ 16 % ของเงินกองทุนทั้งหมดหากจะมีการ เปิดสาขาใหม่ ซึ่งเป็นกฎที่สร้างขึ้น เมื่อเดือนธันวาคมปี 1992 ได้เปลี่ยนแปลงสัดส่วนการถือลด ลงเหลือ 7 % ทำให้อุปสงค์,อุปทาน พันธบัตรของรัฐบาลมีน้อยมาก รวมทั้งส่วนต่างในราคาซื้อขาย

เช่นกัน ซึ่งแทบจะ ไม่มีการซื้อขาย พันธบัตรรัฐบาลในตลาดรองเลย ถึงแม้ข้อบังคับนี้จะเป็นผลดีต่อการออกพันธบัตรรัฐบาลแต่กลับสร้างปัญหาและอุปสรรคในการพัฒนาตลาดรองตราสารหนี้ อีกทั้งพันธบัตรภาครัฐ จะเป็นตัวกำหนดอัตราดอกเบี้ยและกระตุ้นให้สถาบันการเงิน รวมทั้งภาคเอกชน ต่างๆ ให้เข้ามามีส่วนร่วมในการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดแรกและตลาดรอง(OECD, 1982)

ซึ่งสิ่งสำคัญคือหากมีการดำเนินนโยบายเช่นเดียวกับประเทศญี่ปุ่น เมื่อ ค.ศ. 1977 คือการยกเลิกกฎการถือพันธบัตรรัฐบาลของสถาบันการเงินและมีการ เปิดเสรีของตลาดการเงินสูงขึ้นก็จะทำให้ประสิทธิภาพในการซื้อขายในตลาดแรกและตลาดรองเพิ่มขึ้นตามลำดับ

2. ยกเลิกการจำกัดการลงทุนใน Fixed-income ของสถาบันการเงิน The Post Office Saving Bank (POSBank) จะต้องลงทุน ไม่นต่ำกว่า 50% ของหลักทรัพย์รัฐบาลที่ออกมาทั้งหมด รวมทั้งขยายสัดส่วนในการถือหลักทรัพย์ของรัฐวิสาหกิจได้ถึง 20 % ข้อกำหนดเหล่านี้ควรให้มีความยืดหยุ่นมากยิ่งขึ้นซึ่งในระยะหลังพบว่า ผู้ถือ SGS รายใหญ่คือ Central Provident Fund (CPF)

3. ลดข้อจำกัดบางประการในการออกตราสารหนี้ภาคเอกชน (Corporate debt issues) ควรมีข้อจำกัดว่า corporate debt ที่ออกนั้นจะต้องมีการจัดอันดับเครดิตเพื่อแสดงถึงฐานะทางการเงิน, ประสิทธิภาพในการจัดการ, ความเสี่ยงในการลงทุน โดยต้องมีหลักประกันในการออกตราสารหนี้ในการซื้อขายในตลาดระหว่างประเทศจะต้องได้รับอนุมัติจาก Third party financial Institution ซึ่งมีกฎระเบียบข้อจำกัดต่างๆ ดังนั้นควรลดข้อจำกัดต่างๆ ลง โดยเฉพาะตราสารหนี้ที่ไม่มีหลักประกันแต่ออกโดยบริษัทที่มีความน่าเชื่อถือก็ไม่จำเป็นต้องทำการจัดอันดับเครดิตเช่นเดียวกับประเทศญี่ปุ่นที่ได้ให้ความสำคัญกับผู้รับประกันการจำหน่าย(merchant banks) ในการกำหนดทิศทางกลไกราคา การซื้อขายให้มีประสิทธิภาพพัฒนาให้มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน mortgage-backed securities แทน Treasury securities

สิ่งที่เป็นปัญหาในการจัดอุปทานใน fixed-income ของประเทศต่างๆ ในเอเชียรวมทั้งสิงคโปร์ถือขาดการพัฒนาและส่งเสริมตราสารทางการเงินใหม่ๆ ในท้องถิ่นในสิงคโปร์ผู้ที่มีบทบาทใน MBSs คือธนาคารพาณิชย์, บริษัทเงินทุนและ CPF การที่ MBSs ต้องขึ้นกับระบบธนาคารที่มากเกินไปทำให้ประสบปัญหาด้านความสมดุลระหว่างอุปสงค์และอุปทาน(ก่อนปี ค.ศ. 1986 สหรัฐอเมริกา เคยประสบปัญหานี้)

เนื่องมาจากการกำหนดอัตราดอกเบี้ยสูงสุดและภาษีในตราสาร โดย federal government เมื่ออัตราดอกเบี้ยในขณะนั้นสูงกว่าอัตราที่กำหนดในตราสารหนี้ ทำให้ขาดสภาพคล่อง

ดังนั้นควรยึดหลักจากประเทศอเมริกาคือให้ผู้ถือ MBS นั้นเกิดความสนใจโดยเพิ่มหลักประกันในตราสาร, กำหนดการจ่ายอัตราผลตอบแทนที่แน่นอนทุกเดือน สร้างมาตรฐานเพื่อขจัด

ปัญหาที่อาจเกิดขึ้นในการซื้อขายรวมถึงการจัดปัญหาด้านภาษี โดยการปรับอัตราภาษีให้ลดลง อันจะเป็นการเพิ่มอุปสงค์ในตราสารซึ่งสะท้อนถึงการแก้ปัญหาค่าขาดสภาพคล่องดังกล่าว

5. โครงสร้างของตลาด

โครงสร้างของตลาดของประเทศในแถบเอเชียรวมทั้งสิงคโปร์นั้น มักมีตลาดเดียวที่เรียกว่า "one market, one agency" และมีกฎข้อบังคับโดยรวม ซึ่งถูกควบคุมโดยรัฐบาล หลังจากที่ SES ได้มีการปรับปรุงระเบียบในตลาดหลักทรัพย์ทำให้มีระบบมากขึ้นโดยจัดการทำงานที่ซับซ้อนของภาครัฐออกไป ซึ่งช่วยให้การดำเนินงานต่างๆ มีประสิทธิภาพมากขึ้น (Rhee, 1992)

6. ขยายฐานนักลงทุนให้เพิ่มขึ้น

ปัญหาหลักของประเทศในแถบเอเชียรวมทั้งสิงคโปร์ คือ ขาดการพัฒนาตลาด fixed-income โดยมีสาเหตุจาก

1) fix income ที่เสนอขายยังไม่เป็นที่ยอมรับแก่นักลงทุนสถาบัน

2) ระบบการเงินที่ยังขาดการขยายตัวของนักลงทุนประเภทต่างๆ

สาเหตุนี้เองทำให้แนวโน้มของอุปสงค์ในตราสารหนี้ลดลงเพราะยังมีความเสี่ยงและเงื่อนไขในการลงทุนที่ซับซ้อน อีกทั้งผลตอบแทนของตราสารยังไม่จูงใจเท่ากับผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ (Broker, 1993)

การพัฒนาโครงสร้างของตลาดตราสารหนี้

1. ผลักดันให้มีการสร้างกฎระเบียบใหม่ๆ ของภาครัฐ

รัฐบาลของประเทศนี้ได้มีการพัฒนาแบบจำลอง และ โครงสร้างทางเศรษฐกิจตามแบบรัฐบาลอเมริกา โดยยึดรูปแบบการพัฒนาตลาดตราสารหนี้จาก Treasury bond Market ของอเมริกา ในปี ค.ศ. 1987 ซึ่งอนุมัติให้มีการแข่งขันการเสนอซื้อของ Dealers ในตลาดแรก ซึ่งนับว่าเป็นการประสบความสำเร็จในการพัฒนาตลาดแรกของ SGS โดยให้ใบอนุญาตในการแข่งขันกับธนาคารต่างๆ และตั้งคณะกรรมการใน MAS เพื่อการพัฒนาและให้คำแนะนำกับบริษัทหลักทรัพย์ต่างๆ ในการออกตราสารหนี้

2. ระบบการชำระราคาซื้อขาย

MAS จะเป็นผู้ควบคุมการจดทะเบียน ของ SGSs และระบบการชำระราคาซื้อขาย โดยผ่านของ Handing Interbank Fund Transfer สำหรับ Dealer และธนาคารพาณิชย์ที่มีส่วนร่วมในการซื้อขายในตลาดแรกของ SGS จะต้องทำการจดทะเบียนก่อน โดย Dealer และธนาคารจะได้รับการควบคุมทั้งระบบบัญชีทั้งหมด(ด้านสินทรัพย์และเงินสด) โดยดูแลด้านการโอนย้ายหลักทรัพย์รวมทั้งตราสารหนี้ระบบการขึ้นราคา เมื่อสิ้นสุดการซื้อขายในแต่ละวันซึ่งประกอบไปด้วยสมาชิกของ SES, POS Bank, ธนาคารพาณิชย์อื่นๆ รวมทั้งบริษัทหลักทรัพย์ที่มีส่วนร่วมใน SES

3. การเสียภาษี

การเสียภาษีในด้านตราสารหนี้ และหลักทรัพย์ในสิงคโปร์นั้น ไม่ค่อยซับซ้อน เนื่องจากจะเสียภาษีจากรายได้ในการลงทุนตามอัตราภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาซึ่งต่างจากประเทศอื่นๆ ในเอเชียที่เสียภาษีค่อนข้างสูง ประเด็นนี้เองทำให้การซื้อขาย หลักทรัพย์และตราสารหนี้ ในสิงคโปร์มีสภาพคล่องสูงเพราะไม่มีความซับซ้อนเรื่องภาษี

4. การจัดให้มีใบอนุญาตที่เพียงพอแก่บริษัทที่เป็นตัวแทนในการซื้อขายตราสารหนี้ตัวแทนในการซื้อขายตราสารหนี้ในประเทศสิงคโปร์ประกอบไปด้วยธนาคาร, merchant bank, broker และ securities dealers ซึ่งได้รับการอนุญาตให้เป็นสมาชิกของ SES

ส่วนบริษัทสมาชิกต่างชาตินั้นจะได้รับการอนุมัติและสนับสนุนจากรัฐบาล โดยอนุมัติให้บริษัทต่างชาติสามารถถือหุ้นบริษัทหลักทรัพย์ในประเทศได้ไม่เกิน 49 % ซึ่งต่างประเทศไทย ยังจำกัดการถือหุ้นไม่เกิน 25 % ซึ่งยังไม่เปิดกว้างเท่ากับสิงคโปร์