

## บทที่ 6

### ตลาดตราสารหนี้ไทย

ในอดีตตลาดตราสารหนี้ในประเทศไทย ถูกผูกขาดโดยพันธบัตรรัฐบาลและตั๋วเงินคลัง ซึ่งเป็นตราสารของรัฐบาล การซื้อขายมีอยู่ในวงแคบ จนในปี ค.ศ. 1993 ได้มีการออกพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เปิดโอกาสให้ธนาคารพาณิชย์ทั้งไทยและต่างประเทศ รวมทั้งบริษัทจำกัด บริษัทมหาชนออกตราสารหนี้ได้ง่ายขึ้น เพื่อระดมทุนจากทั้งภายในและต่างประเทศ โดยผู้ออกตราสารส่วนใหญ่มีวัตถุประสงค์เพื่อระดมทุน เพิ่มสภาพคล่อง ชำระคืนเงินกู้และเสริมเงินกู้ เพราะตราสารหนี้บางประเภทจัดเป็นเงินกองทุนของสถาบันการเงินได้ ประเภทตราสารที่ออก ได้แก่ ตราสารอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ตราสารพาณิชย์ หุ้นกู้ไม่มีประกัน(มีทั้งอัตราดอกเบี้ยลอยตัวและคงที่) หุ้นกู้มีประกัน หุ้นกู้แปลงสภาพ หุ้นกู้ด้อยสิทธิ หุ้นกู้ส่วนใหญ่จะมีอายุ 3-12 ปี และขณะนี้มีการออกใหม่ 2 ชนิดคือ ตราสารเงินกู้เปลี่ยนมือ(Transferable Loan Certificate) และการแปลงสภาพสินทรัพย์เป็นตราสาร(Securitization) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสนองต่อการระดมทุนระยะยาวและวงเงินกู้ที่มีขนาดใหญ่(ธนาคารกรุงศรีอยุธยา, 2539)

#### 6.1 ประเภทของตราสารหนี้ไทย

##### 1. ประเภทของตราสารหนี้ที่ไม่เป็นหลักทรัพย์

- 1.1) การฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์ (Deposits)
- 1.2) การฝากเงินกับบริษัทเงินทุน (Promissory Note)
- 1.3) บัตรเงินฝากกับธนาคารพาณิชย์ (Negotiable Certification of Deposit)
- 1.4) ตั๋วสัญญาแลกเปลี่ยนจากบริษัททั่วไป(Bill of Exchange)

##### 2. ประเภทของตราสารหนี้ที่เป็นหลักทรัพย์ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ได้แก่

- 2.1) ตั๋วเงินคลัง (Treasury Bills)
- 2.2) พันธบัตรรัฐบาล (Government Bonds)
- 2.3) พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ (State Enterprise Bonds)
- 2.4) ตั๋วเงิน(Bills)
- 2.5) หุ้นกู้(Debenture)

## ตราสารหนี้ในปัจจุบัน

### 6.1.1 ตราสารหนี้ภาครัฐ

#### 1.) พันธบัตรรัฐบาล (Government Bonds)

แม้ว่าพันธบัตรภาครัฐจะเป็นเครื่องมือสำคัญในการพัฒนาเศรษฐกิจ การเงิน การคลังของประเทศ แต่บทบาทดังกล่าวของพันธบัตรยังมีไม่มากเท่าที่ควร เนื่องจากที่ผ่านมากฎหมายกำหนดไว้ว่าจะออกพันธบัตรได้เฉพาะกรณีงบประมาณขาดดุลเท่านั้น ในระยะหลังนี้ ประเทศไทยมีงบประมาณเกินดุลมาโดยตลอด จึงไม่มีการออกพันธบัตรรัฐบาลมาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1988 ส่งผลให้จำนวนของพันธบัตรมีไม่เพียงพอ หรือพันธบัตรมีมากเกินเกินไปและในรุ่นหนึ่งๆ มีจำนวนน้อย รวมทั้งการออกพันธบัตรรัฐวิสาหกิจจะทำได้ก็ต่อเมื่อมีความต้องการใช้เงินเพื่อมาระดมทุนในโครงการต่างๆ ของรัฐวิสาหกิจนั้นๆ และมีการกำหนดอายุของพันธบัตรรัฐบาลตามกระแสเงินสด (Cash Flow) เพื่อให้สอดคล้องกับการชำระคืนเงินต้น ทำให้ปริมาณของพันธบัตรในตลาดมีน้อย ซึ่งพันธบัตรรัฐบาลนี้ ถือว่ามีความสำคัญมากเนื่องจากจะช่วยสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงมาตรฐาน (Benchmark) เพื่อใช้เป็นอัตราอ้างอิงการซื้อขายให้กับตราสารหนี้อื่นๆ ของภาคเอกชนได้ และเป็นช่องทางการระดมทุนในโครงการพัฒนาสาธารณูปโภคของรัฐวิสาหกิจทั้งหลายได้

พันธบัตรภาครัฐ หมายถึง หนังสือสัญญากู้เงินหรือตราสารทางการเงินที่รัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจออกให้แก่ผู้ให้กู้เงินหรือผู้ลงทุน เพื่อเป็นหลักฐานในการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินอื่นๆ หรือจากประชาชน โดยสัญญาว่าจะชำระคืนเงินเงินกู้รวมทั้งดอกเบี้ยภายในระยะเวลาที่กำหนดหรือในระหว่างอายุของพันธบัตร

พันธบัตรรัฐบาล เป็นพันธบัตรที่ออกและดำเนินการโดยรัฐบาล(กระทรวงการคลัง) มีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะระดมเงินเข้ามาใช้จ่ายชดเชยการขาดดุลในงบประมาณ โดยกู้เงินจากสถาบันการเงินในประเทศหรือจากประชาชนเพื่อนำไปใช้จ่ายในการพัฒนาประเทศ เช่น โครงการสาธารณูปโภคต่างๆ บางครั้งเรียกว่า หุ้นกู้ เพื่อพัฒนา แต่เดิมนั้นพันธบัตรรัฐบาลเป็นที่นิยมกันมากในกลุ่มนักลงทุนที่ต้องการความมั่นคงในระยะยาว บางครั้งพันธบัตรรัฐบาลจะได้รับการยกเว้นภาษีเพื่อลดค่าใช้จ่ายให้กับรัฐบาลและกระตุ้นความสนใจของผู้ที่ต้องการจะลงทุน พันธบัตรจะจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้ลงทุน 2 ลักษณะ คือ จ่ายเป็นดอกเบี้ยประจำ โดยทั่วไปจ่ายปีละ 2 ครั้ง(ทุก 6 เดือน) ตลอดอายุของพันธบัตร อัตราดอกเบี้ยจะแตกต่างกันไปตามอายุและประเภทของพันธบัตร เหมาะสำหรับผู้ที่ต้องการรายได้ประจำจากดอกเบี้ย อีกลักษณะหนึ่งคือจ่ายแบบทบดอกเบี้ย โดยจะจ่าย

เป็นดอกเบี้ยให้กับผู้ลงทุนหรือผู้ถือพันธบัตรเพียงครั้งเดียว เมื่อครบกำหนดไถ่ถอน เหมาะสำหรับผู้ที่ต้องการสะสมเงินให้เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ตามอายุของพันธบัตร(ตามอายุการไถ่ถอนของพันธบัตร)

การออกพันธบัตรจำหน่ายในประเทศเริ่มครั้งแรกเมื่อปี ค.ศ. 1923 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณในแต่ละปี โดยการออกพันธบัตรรัฐบาลนั้นเป็นไปตาม พ.ร.บ. งบประมาณประจำปี แต่ในช่วงหลังงบประมาณอยู่ในฐานะเกินดุลเกินดุลตลอดและรัฐบาลมีเงินคงคลังมากขึ้น จึงไม่ได้ออกพันธบัตรเพื่อกู้ยืมเงินจากประชาชน ทำให้ปริมาณพันธบัตรในตลาดมีน้อยและไม่เพียงพอที่จะสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงได้ ทั้งนี้หลักการดังกล่าวไม่ได้รวมไปถึงการออกพันธบัตรรัฐวิสาหกิจเนื่องจากรัฐวิสาหกิจบางแห่งยังมีความต้องการเงินทุนเพื่อนำไปลงทุนในโครงการต่างๆ

## 2.)พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ (State Enterprise Bonds)

หมายถึง พันธบัตรที่ออกโดยรัฐวิสาหกิจต่างๆ โดยเฉพาะรัฐวิสาหกิจที่มีผลดำเนินงานดี มีความสามารถในการบริหารด้านการเงินของตนเอง จะได้รับความเชื่อถือจากผู้ลงทุน เนื่องจากเป็นหน่วยงานของรัฐบาล เริ่มจำหน่ายครั้งแรกเมื่อปี ค.ศ 1972 ซึ่งรัฐบาลมีนโยบายที่จะลดการกู้เงินจากต่างประเทศโดยหันมากู้เงินภายในประเทศด้วยการออกพันธบัตรมากขึ้น การออกพันธบัตรในลักษณะนี้สามารถลดความเสี่ยงจากการกู้เงินต่างประเทศได้ เช่นลดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนด้านดอกเบี้ยเงินกู้ ด้านต้นทุนการออกพันธบัตร พันธบัตรรัฐวิสาหกิจส่วนใหญ่จะมีกระทรวงการคลังเป็นผู้ค้ำประกันเพื่อลดการระดมทุนด้านดอกเบี้ยของรัฐวิสาหกิจ (ซึ่งจะต้องกำหนดให้สูงเพื่อดึงดูดความสนใจของผู้ที่จะมาลงทุน) ทำให้เกิดความเสี่ยงน้อยลง แต่ก็ยังมีพันธบัตรรัฐวิสาหกิจบางแห่งที่กระทรวงการคลังไม่ได้ค้ำประกัน เช่น พันธบัตรของธนาคารอาคารสงเคราะห์ ทั้งนี้จะพิจารณาจากเงื่อนไขการออกพันธบัตรของรัฐวิสาหกิจนั้นๆ ซึ่งในแต่ละครั้งจะไม่เหมือนเดิมมีการเปลี่ยนแปลงไปเรื่อยๆ โดยสัดส่วนพันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่กระทรวงการคลังค้ำประกันมีประมาณ 87% และที่เหลือประมาณ 13 % กระทรวงการคลังไม่ได้ค้ำประกัน เนื่องจากมีการบริหารที่มีประสิทธิภาพและมีโครงการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงในอนาคตที่ดึงดูดใจผู้ลงทุนได้อยู่แล้ว

การออกพันธบัตรรัฐวิสาหกิจนั้นจะต้องร่าง พ.ร.บ. ให้อำนาจรัฐบาลในการออกพันธบัตรเพื่อระดมทุนให้รัฐวิสาหกิจ เพราะจะทำให้รัฐวิสาหกิจได้รับประโยชน์มากกว่าและมีอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าการที่รัฐวิสาหกิจออกพันธบัตรเอง ทั้งนี้ การออกพันธบัตรของรัฐบาลจะต้องไม่ส่งผลกระทบต่อช่องทางที่รัฐวิสาหกิจสามารถทำได้เอง

ประโยชน์ของพันธบัตรรัฐบาล/รัฐวิสาหกิจ

ผู้ลงทุนในพันธบัตรจะได้รับดอกเบี้ยจากเงินลงทุนในพันธบัตรเป็นการตอบแทน โดยทั่วไปจะสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำของธนาคารพาณิชย์ เนื่องจากมีระยะเวลายาวนานกว่า นอกจากนี้ ยังใช้พันธบัตรค้ำประกันการเข้าทำงานสำหรับผู้ที่ยังศึกษาต่อในบางสาขาวิชาได้ เช่น แพทย์ เกษัตริกร พยาบาล เนื่องจากเป็นหลักทรัพย์รัฐบาลที่มีความมั่นคงเสมอเหมือนการใช้เงินสดค้ำประกัน

ธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินสามารถใช้ดำรงสินทรัพย์สภาพคล่อง หรือดำรงเงินสดสำรองตาม พ.ร.บ. พาณิชย์, พ.ร.บ. ประกอบธุรกิจบริษัทเงินทุน, พ.ร.บ. ประกอบธุรกิจบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ เป็นต้น

การออกพันธบัตรรัฐบาลเป็นจำนวนมากเพียงพอต่อความต้องการตลาดจะช่วยสร้างอัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน(Benchmark) เพื่อใช้เป็นอัตราอ้างอิงสำหรับอัตราดอกเบี้ยของตราสารชนิดอื่นๆ ได้ และเป็นแนวทางในการระดมทุนเพื่อใช้ใน โครงการพัฒนาสาธารณูปโภคของรัฐวิสาหกิจ เพราะปัจจุบันพันธบัตรรัฐวิสาหกิจยังมีจำนวนน้อย หากรัฐบาลออกพันธบัตรมาเสริมได้ก็น่าจะมีส่วนช่วยในการสร้างมาตรฐานดอกเบี้ยอ้างอิงได้และใช้เป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายทางการเงินเพื่ออุดหนุนสภาพคล่องในตลาดเงินและมีผลต่อการเปลี่ยนแปลง อัตราดอกเบี้ย นอกจากนี้พันธบัตรรัฐวิสาหกิจเป็นอีกช่องทางหนึ่งในการระดมเงินทุนในประเทศ เพื่อลดความเสี่ยงจากการกู้เงินต่างประเทศ(ธนาคารกรุงศรีอยุธยา, 2539)

อุปสรรคของตลาดพันธบัตรรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ

ตลาดที่ออกพันธบัตรจะเรียกว่า ตลาดแรก การซื้อขายในเวลาต่อมาจะกระทำกันในตลาดรองพันธบัตรจะถูกประมูลโดยผู้เข้าร่วมประมูลกลุ่มต่างๆ ในตลาดแรก โดยผ่านตลาดซื้อลดหรือการรับประกันการจำหน่ายจากธนาคาร ปัจจุบันผู้ที่ร่วมซื้อพันธบัตรรัฐวิสาหกิจส่วนใหญ่คือธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินต่างๆ โดยรัฐวิสาหกิจจะต้องเลือกสถาบันการเงินที่มีชื่อเสียงที่ดีที่สุดและมีต้นทุนการออกพันธบัตรต่ำที่สุด

ปัจจุบัน ตลาดพันธบัตรรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจยังแคบอยู่ ประชาชนยังไม่ให้ความสนใจเท่าที่ควรทั้งๆ ที่ให้ผลตอบแทนในระดับสูง เนื่องจากยังขาดความคล่องตัวในการซื้อขายในตลาดรอง และการลงทุนในพันธบัตรรัฐ โดยเฉพาะพันธบัตรรัฐวิสาหกิจเป็นการลงทุนระยะยาว รวมทั้งมีการเก็บภาษีจากดอกเบี้ยและกำไรจากการเปลี่ยนมือ ทำให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนน้อยลงและปริมาณของพันธบัตรภาครัฐมีไม่เพียงพอที่จะส่งเสริมให้เกิดกิจกรรมต่างๆ ในตลาดรองได้ นอก

จากนี้ตลาดของพันธบัตรภาครัฐยังขาดความลึก (Market Depth) และความกว้าง (Market Width) ของตลาด ถึงแม้พันธบัตรจะมีมากขึ้นก็ตาม แต่ปริมาณของพันธบัตรแต่ละรุ่นมีน้อยเกินไป ตลอดจนผู้ถือพันธบัตรส่วนใหญ่จะอยู่ในกลุ่มสถาบันการเงินและธนาคารพาณิชย์

สภาพของพันธบัตรภาครัฐยังมีสภาพยึดของตลาดหรือเป็นลักษณะของการบังคับขาย (Captive Market) กล่าวคือ ในปัจจุบันกฎหมายกำหนดไว้ให้สถาบันการเงินและธนาคารพาณิชย์ถือพันธบัตรภาครัฐเพื่อดำรงเป็นสินทรัพย์สภาพคล่อง นอกจากนี้ การออกพันธบัตรรัฐโดยเฉพาะพันธบัตรรัฐวิสาหกิจยังมีปัญหาในด้านการคำนวณราคาซื้อขายพันธบัตร การจัดแจ้งราคาของผู้ค้าแต่ละราย และอัตราผลตอบแทนไม่เป็นมาตรฐานเดียวกัน ทำให้ยากต่อการเปรียบเทียบซึ่งเป็นอุปสรรคต่อการซื้อขายในตลาดรอง

แนวทางการพัฒนาตลาดพันธบัตรภาครัฐ

1. เพิ่มปริมาณพันธบัตรให้มากขึ้น ด้วยการออกพันธบัตรให้น้อยรุ่นและออกซ้ำรุ่นเดิม (Reopening the Issue ) กล่าวคือ จะต้องให้พันธบัตรในแต่ละรุ่นมีปริมาณเพียงพอที่จะก่อให้เกิดความลึกของตลาด(Market Depth) ได้ ซึ่งจะทำให้การตั้งราคาซื้อขายพันธบัตรที่มีน้อยรุ่นในตลาดรองเป็นที่น่าสนใจของผู้ลงทุน และมีผลต่อ Portfolio ของผู้ลงทุนในพันธบัตรเป็นจำนวนมาก ส่งผลให้ตลาดมีความกว้างขึ้น(Market Width) กล่าวคือ ควรออกพันธบัตรให้มีปริมาณมากและกระจายออกไปสู่ผู้ลงทุนกลุ่มต่างๆ เพื่อเป็นการป้องกันการถือพันธบัตรไว้ที่กลุ่มใดกลุ่มหนึ่ง

2. พัฒนาระบบการซื้อขายพันธบัตรภาครัฐให้ได้มาตรฐาน การออกพันธบัตรรัฐบาลจากเดิมที่รัฐบาลเป็นผู้กำหนดอัตราดอกเบี้ยตามหน้าพันธบัตร(Coupon) ว่างหน้า มาใช้วิธีการประมูลพันธบัตร จะทำให้ได้อัตราดอกเบี้ยต่ำสุดในการจำหน่ายของพันธบัตร รวมทั้งการจัดการระบบการโอนพันธบัตรให้มีความคล่องตัวยิ่งขึ้น คือการนำระบบลงบัญชี หรือ Book Entry มาใช้ระบบดังกล่าวเป็นระบบที่ไม่ต้องมีการออกพันธบัตรและไม่ต้องมีการรับฝากพันธบัตรว่างหน้า ที่นายทะเบียนหรือไม่ต้องมีการออกพันธบัตร ให้ผู้ลงทุน แต่จะเป็นการออกทางตัวเลขผ่านบัญชีว่าแต่ละหมวดมีการออกเท่าใด และสามารถส่ง โอนทางโทรศัพท์ได้ การนำระบบ Book Entry มาใช้จะช่วยลดขั้นตอนในการทำงานให้มีความรวดเร็วและคล่องตัวยิ่งขึ้น และเป็นการพัฒนาระบบการซื้อขายให้เป็นระบบสากลมากขึ้น

3. จัดสภาพยึดของตลาดปรับปรุงวิธีการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงิน โดยขยายฐานการคำนวณสินทรัพย์สภาพคล่องและเพิ่มประเภทหลักทรัพย์ให้มากขึ้น

4. ส่งเสริมและสนับสนุนให้รัฐวิสาหกิจต่างๆ ออกพันธบัตรให้มากขึ้นเพื่อการระดมเงินภายในประเทศ จะช่วยลดความเสี่ยงจากการกู้เงินต่างประเทศได้ พร้อมทั้งปรับปรุงคุณสมบัติ และแก้ไขข้อเสียเปรียบของพันธบัตรรัฐวิสาหกิจให้มีคุณภาพเชิงพาณิชย์หรือไม่เท่ากับพันธบัตรรัฐบาล โดยเฉพาะอย่างยิ่งการกำกับการกู้ยืมเงินจากธนาคารแห่งประเทศไทยและการซื้อคืนในตลาดซื้อคืน ควรกำหนดอัตราดอกเบี้ยให้สอดคล้องกับภาวะการเงินในแต่ละช่วง รวมทั้งพิจารณาแก้ไขกฎหมายใหม่เพื่อให้รัฐบาลสามารถออกพันธบัตรได้โดยไม่จำกัดเฉพาะในกรณีงบประมาณขาดดุลเท่านั้น เพื่อเป็นการพัฒนาตราสารหนี้ให้เติบโตต่อไป

5. จัดตั้งองค์กรหรือหน่วยงานขึ้นมาคำนวณการในเรื่องนี้ เพื่อหาแนวทางในการพัฒนาตลาดพันธบัตรรัฐบาล/รัฐวิสาหกิจให้มีจำนวนมากและคุณภาพดี มีแผนการกำหนดการออกอย่างสม่ำเสมอ ซึ่งจะช่วยสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงให้เกิดขึ้นเพื่อที่จะใช้เป็นแนวทางในการพัฒนาพันธบัตรหรือตราสารหนี้อื่นๆ ของเอกชนได้

6. สนับสนุนให้มีการซื้อขายในชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ และให้มีการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้เกิดการหมุนเวียนและเป็นที่ยอมรับมากขึ้น

7. จัดความซ้ำซ้อนของภาษี เนื่องจากปัจจุบันยังขาดความชัดเจนและไม่มีการระบุว่าเก็บจากใครหรือจะจัดเก็บเมื่อมีการไถ่ถอนหรือจัดเก็บจากผู้ซื้อหรือผู้ขาย

#### แนวโน้มของตลาดพันธบัตร

ธนาคารพาณิชย์ และสถาบันการเงินจะมีความต้องการลงทุนในตลาดตราสารหนี้เพิ่มขึ้นตามภาวะการขยายตัวของตลาดเงินและตลาดทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ เพื่อเป็นการสะสมสินทรัพย์สภาพคล่องและรองรับกับการขยายตัวของการหมุนเวียนและการเคลื่อนย้ายการลงทุนระหว่างประเทศ ส่งผลให้ธนาคารพาณิชย์ต้องบริหารสภาพคล่องเพื่อให้เกิดความคล่องตัวของกิจการและเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่เหมาะสม ซึ่งทางเลือกหนึ่งคือการลงทุนในพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ ประกอบกับพันธบัตรรัฐวิสาหกิจมีความเสี่ยงต่ำเนื่องจากกระทรวงการคลังเป็นผู้ค้ำประกัน และสอดคล้องกับนโยบายของกระทรวงการคลังที่จะพยายามออกพันธบัตรอย่างต่อเนื่อง เป็นการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ให้มากขึ้นเพื่อก่อให้เกิดอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง และนอกจากนี้ธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีนโยบายให้ธนาคารพาณิชย์เร่งระดมเงินฝากเพื่อลดช่องว่างระหว่างการออมกับการลงทุน จะส่งผลให้ธนาคารพาณิชย์ต้องการพันธบัตร เพื่อสำรองสินทรัพย์สภาพคล่องเพิ่มขึ้น

นักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ มีแนวโน้มจะให้ความสนใจกับพันธบัตรรัฐวิสาหกิจเพิ่มขึ้น เนื่องจากอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจเป็นไปอย่างสม่ำเสมอ มีการลงทุนจำนวน

มากทั้งภาครัฐ และภาคเอกชน ประกอบกับการเปิดเสรีทางการเงินและการที่จะพัฒนาประเทศให้เป็นศูนย์กลางทางเศรษฐกิจการเงินของภูมิภาคนี้ ทำให้มีความจำเป็นในการระดมเงินทุนเพิ่มขึ้น รวมทั้งมีการแข่งขันและการปรับปรุงประสิทธิภาพของสถาบันการเงิน และการขยายขอบเขตการดำเนินธุรกิจทางการเงิน โดยการออกพันธบัตรในตลาดทุนไทยเพื่อเสริมสร้างบทบาททางการเงินของไทยกับต่างประเทศ

#### บทสรุปและข้อเสนอแนะ

การออกพันธบัตรรัฐบาลและพันธบัตรรัฐวิสาหกิจมีผลต่อพัฒนาการเศรษฐกิจและระบบการเงินของประเทศ ที่ผ่านมตลาดพันธบัตรรัฐบาลเป็นตลาดตราสารหนี้ที่สำคัญสุดตามเหตุผลที่ได้กล่าวมาแล้ว จึงจำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องพัฒนาตลาดให้เติบโตต่อไป ซึ่งถือเป็นการเพิ่มช่องทางการลงทุนให้นักลงทุนที่ต้องการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีคุณภาพ ซึ่งในขณะนี้พันธบัตรภาครัฐยังมีอุปสรรคหลายประการตามที่กล่าวมาแล้ว โดยเฉพาะด้านการตลาดพันธบัตรที่ยังมีในวงแคบ การซื้อขายในตลาดมีน้อยโดยเฉพาะในตลาดรอง จึงควรพัฒนาตลาดรองควบคู่ไปกับพันธบัตรรัฐบาลตราสารเอกชนอื่นๆ เช่น หุ้นกู้ของธุรกิจขนาดใหญ่ หุ้นกู้แปลงสภาพ ซึ่งเป็นตราสารที่รู้จักกันดีในตลาดพันธบัตร

ทั้งนี้ในตลาดแรกต้องมีพันธบัตรที่มีคุณภาพ มีกำหนดการออกที่ชัดเจนและระบบการประมูลพันธบัตรที่เหมาะสม ส่งเสริมให้มีการถือพันธบัตรภาครัฐให้กระจายไปยังกลุ่มผู้ลงทุนอื่นๆ เช่น กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ บริษัทประกันภัย บริษัทประกันชีวิต และบุคคลทั่วไป เป็นต้น และควรส่งเสริมสนับสนุนให้พันธบัตรรัฐวิสาหกิจมีการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้เกิดการหมุนเวียน เป็นที่นิยมเพิ่มขึ้นและสามารถระดมทุนจากแหล่งเงินทุนในประเทศได้เพิ่มขึ้น ลดความเสี่ยงจากการกู้เงินต่างประเทศลงได้ และการแก้ไขกฎหมายเพื่อให้รัฐบาลออกพันธบัตรได้ ในกรณีอื่นๆ นั้นควรมีเงื่อนไขกำหนดไว้ชัดเจนเพื่อป้องกันการจ่ายเงินเกินงบประมาณที่จะเป็นอันตรายต่อระบบเศรษฐกิจ

การขยายตัวทางเศรษฐกิจอย่างสม่ำเสมอและเสถียรภาพของตลาดทุนยังเป็นปัจจัยเสริมสร้างความมั่นใจกับกลุ่มนักลงทุนทั้งไทยและต่างประเทศ โดยเฉพาะในอนาคตเมื่อมีการเปิดเสรีทางการเงินและทางการเงินมีแนวโน้มที่จะพัฒนาประเทศไทยให้เป็นศูนย์กลางเศรษฐกิจการเงินในภูมิภาคนี้ ทำให้การระดมเงินทุนโดยการออกพันธบัตรในประเทศไทยมีความจำเป็นมากขึ้น ดังนั้น การพัฒนาตราสารหนี้โดยเฉพาะพันธบัตรภาครัฐ ไม่ว่าจะเป็นด้านคุณภาพหรือด้านการตลาดจึงเป็นสิ่งจำเป็นอย่างยิ่ง เพื่อให้ประเทศไทยก้าวไปสู่ผู้มีบทบาทสำคัญในเวทีการเงินระหว่างประเทศซึ่งประเทศที่มีการพัฒนาตลาดเงินตลาดทุนอย่างเต็มที่ต่อไป

ตารางที่ 6.1 การกู้เงินในประเทศของรัฐวิสาหกิจโดยการออกพันธบัตรในปีงบประมาณ ค.ศ.1991-1995 แยกตามแหล่งเงินทุนมีดังนี้

หน่วย : ล้านบาท

ปีงบประมาณ ค.ศ	ในประเทศ	เงินบาทสมทบ	ทดแทนเงินกู้ต่าง ประเทศ	รวม
1991*	9,475.2	5,500.0	18,296.6	33,273.8
1992	16,134.6	2,480.0	5,431.0	24,025.6
1993	23,433.5	3,979.0	9,627.0	37,029.6
1994	67,438.0	4,934.1	8,529.1	80,901.3
1995	34,055.0	5,819.0	**764.5	40,638.5

\*เป็นการออกพันธบัตรโดย Swap กับพันธบัตรรัฐบาล

\*\*เป็นการกู้จากวงเงินกู้ในประเทศทดแทนการกู้เงินจากต่างประเทศ ประจำปี ค.ศ. 1994

ตารางที่ 6.2 สัดส่วนผู้ถือตราสารหนี้ของรัฐบาล ณ สิ้น มิถุนายน ค.ศ.1995

	ล้านบาท	สัดส่วนการถือครอง(%)
พันธบัตรรัฐบาล	55,386.6	100.0
ธนาคารแห่งประเทศไทย	8,031.1	14.5
ธนาคารพาณิชย์	38,214.4	69.0
ธนาคารออมสิน	40.0	0.1
สถาบันการเงินอื่นๆ	7,801.4	14.1
องค์กรอื่นๆ และประชาชนทั่วไป	1,299.7	2.3
ตัวสัญญาใช้เงินถือโดยธนาคารออมสิน	40,200.0	
รวมหนี้ในประเทศของรัฐบาล	95,586.6	

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย



ตารางที่ 6.3 ผลการจัดการเงินกู้ในประเทศโดยการออกพันธบัตรในปีงบประมาณ ค.ศ.1996

ณ 19 ตุลาคม ปี ค.ศ 1995

หน่วย : ล้านบาท

แหล่งเงินทุนตามโครงการ	วงเงิน	ดำเนินการแล้ว	คงเหลือ
-เงินกู้ในประเทศ	42,790.28	6,130.0	*36,460.028
-เงินบาทสมทบ	13,258.521	-	13,258.521
-ทดแทนเงินกู้ต่างประเทศ	** 17,524.246	-	17,524.246
รวม	73,573.047		67,243.047

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

\* ได้ยกเลิกวงเงิน 200 ล้านบาท ในส่วนของการประสานครหลวงตามโครงการประจำปีตั้งแต่วันออกเนื่องจาก สวป. จะจัดสรรให้จากเงินงบประมาณ ใน ปี ค.ศ. 1996

\*\* ได้รวมวงเงินกู้ในประเทศทดแทนเงินกู้ต่างประเทศ ประจำปี ค.ศ.1995 ของรัฐวิสาหกิจ 2 แห่ง คือ การไฟฟ้านครหลวง 4,015 ล้านบาท และการปิโตรเลียมแห่งประเทศไทย 127 ล้านบาทซึ่งในขณะนี้กำลังขออนุมัติ กรม. ให้รัฐวิสาหกิจทั้ง 2 กู้เงินเพื่อเป็นไปตามกฎหมายจัดตั้งรัฐวิสาหกิจ

3.) พันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย

6.1.2 ตราสารหนี้ภาคเอกชน

1.) หุ้นกู้

หุ้นกู้เป็นตราสารทางการเงินที่ออก โดยภาคธุรกิจเอกชนที่มีความต้องการใช้เงินทุนในระยะยาว ซึ่งเดิมมีเพียงบริษัทมหาชน บริษัทรับอนุญาต หรือนิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งเท่านั้นที่สามารถออกหุ้นกู้มาจำหน่ายแก่ประชาชน แต่หลังจากที่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ประกาศใช้เมื่อปีค.ศ.1992 ทำให้บริษัทต่างๆ สามารถออกหุ้นกู้เพื่อเสนอขายต่อสถาบันการเงินหรือแก่ประชาชนทั่วไปได้ ธุรกิจเอกชนจึงมีช่องทางในการระดมทุนกว้างขึ้นกว่าเดิม โดยสามารถเลือกระดมทุนด้วยการออกหุ้นกู้ในแต่ละประเภทและเงื่อนไขผลตอบแทนที่เหมาะสมสอดคล้องกับความจำเป็นและ โครงการทางการเงินของกิจการที่ผู้ลงทุนพึงพอใจ

การออกหุ้นกู้มักมีอัตราดอกเบี้ยจ่ายต่ำกว่าการกู้เงินจากสถาบันการเงิน แต่ยังไม่เป็นที่นิยมนักเพราะยังขาดการพัฒนาทางด้านตลาด จอกรับอ้างอิงและการให้ความรู้เข้าใจแก่ทั้งผู้ต้องการระดมทุนและนักลงทุนประกอบกับการออก หุ้นกู้มีขั้นตอนที่ค่อนข้างรัดกุมเกี่ยวข้องกับหลายฝ่าย

เนื่องจากเกี่ยวข้องกับผลประโยชน์ของประชาชนโดยตรง จึงมีความจำเป็นที่สถาบันการเงิน เช่น ธนาคารพาณิชย์จะมีส่วนสนับสนุนพัฒนาการระดมทุนด้วยวิธีออกหุ้นกู้มากยิ่งขึ้น เช่น การเป็นที่ปรึกษาทางการเงิน การเป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายให้แก่ผู้ออกหุ้นกู้ การทำหน้าที่เป็นผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ รวมทั้งการเป็นตลาดรองซื้อขายแลกเปลี่ยนมือหุ้นกู้ประเภทต่างๆ อีกด้วย

#### ความหมายของหุ้นกู้

หากจะสรุปความตามในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ.1992 จะได้ว่าหุ้นกู้ หมายถึง ตราสารแห่งหนึ่งไม่ว่าจะเรียกชื่อใด แบ่งเป็นหน่วยแต่ละหน่วยมีมูลค่าเท่ากันและกำหนดผลประโยชน์ตอบแทนให้แก่ผู้ให้กู้ยืมเงินหรือผู้ซื้อ เพื่อแสดงสิทธิที่จะได้รับเงินหรือผลประโยชน์ของผู้ถือตราสารดังกล่าว แต่ไม่รวมถึงตัวเงิน

ตราสารแห่งนี้เป็นเอกสารสิทธิทางการเงิน โดยผู้ออมหรือผู้มีสิทธิตามเอกสารสิทธิทางการเงินนั้นจะได้รับผลตอบแทนที่ชัดเจนตามที่กำหนดไว้ มีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยไว้ล่วงหน้าตามระยะเวลาที่ได้ตกลงไว้ เมื่อถึงกำหนดไถ่ถอนผู้ถือตราสารหนึ่งจะได้รับเงินต้นชำระคืน นอกจากนี้ในกรณีที่ผู้กู้ไม่สามารถชำระหนี้คืนได้ ผู้ถือตราสารหนึ่งจะมีสิทธิเรียกร้องเงินคืนเหนือผู้ถือหุ้นสามัญ

ตราสารหนึ่งนี้ออกโดยบริษัทอื่นที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทเงินทุนอาจมีชื่อเรียกแตกต่างกันออกไป เช่น บัตรเงินฝาก (CD:Certificate of Deposit) อาทิ บัตรเงินฝากชนิดโอนเปลี่ยนมือได้ (NCD: Negotiable Certificate of Deposit),บัตรเงินฝากชนิดอัตราดอกเบี้ยลอยตัว (FRCD:Floating Rate Certificate of Deposit) ,ตัวเงินชนิดอัตราดอกเบี้ยลอยตัว (FRN :Floating Rate Note) ฯลฯ ที่มีองค์ประกอบเข้าข่ายตามนิยามของหุ้นกู้(ตามพระราชบัญญัติฯ) จึงถือว่าเป็นหุ้นกู้ด้วยแม้จะใช้ชื่อเรียกเป็นอย่างอื่น

หุ้นกู้จึงเป็นตราสารหนึ่งที่ใช้ในการกู้ยืมเงินในระยะยาว โดยผู้ออกหุ้นกู้สัญญาว่าจะจ่ายชำระเงินต้นตามที่ระบุไว้ และให้ผลตอบแทนแก่ผู้ซื้อหุ้นกู้เป็นดอกเบี้ยตามเงื่อนไขที่กำหนด อาจเป็นปีละครั้งหรือ 6 เดือนครั้งตลอดอายุของหุ้นกู้ฉบับนั้น หุ้นกู้บางชนิดอาจมีเงื่อนไขกำหนดให้ชำระเงินต้นและดอกเบี้ยพร้อมกันในวันครบกำหนด(Hold to Maturity)ก็ได้ อัตราดอกเบี้ยหรือผลตอบแทนของหุ้นกู้จะขึ้นอยู่กับฐานะชื่อเสียงของกิจการผู้ออกหุ้นกู้ สภาพตลาดการเงินและตลาดทุนในขณะที่ยกหุ้นกู้ รวมทั้งอายุของหุ้นกู้อีกด้วย (บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย, 2537)

## ประเภทของหุ้นกู้

หุ้นกู้อาจจำแนกออกได้หลายประเภทตามอายุ เช่น หุ้นกู้ระยะสั้นซึ่งมีอายุน้อยกว่า 270 วัน โดยมีวัตถุประสงค์ในการออกเพื่อให้เป็นทุนหมุนเวียนระยะสั้น จำแนกตามหลักประกัน เช่น หุ้นกู้มีประกันและหุ้นกู้ไม่มีประกัน จำแนกตามสิทธิของหุ้นกู้ เช่น หุ้นกู้ค้ำยสิทธิ หุ้นกู้แปลงสภาพ เป็นต้น

โดยทั่วไปมักจำแนกหุ้นกู้ออกเป็น 3 ประเภทตามการซื้อขายในตลาดคือ หุ้นกู้มีประกัน หุ้นกู้ไม่มีประกัน และหุ้นกู้แปลงสภาพ

1.หุ้นกู้มีประกัน(Secured Debenture) หมายถึง หุ้นกู้ที่ผู้ออกหุ้นจัดให้มีหลักประกันเพื่อการชำระหนี้ตามหุ้นกุนั้น ไม่ว่าจะเป็นการจำนอง จำนา การจัดให้มีบุคคลค้ำประกันหรือการจัดให้มีหลักประกันอย่างอื่น ทั้งนี้ผู้ออกหุ้นจะต้องจัดให้มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้สำหรับหุ้นกู้มีประกันด้วยการออกหุ้นกู้มีประกันนี้มักเป็นการออกหุ้นกู้ของบริษัทที่ยังไม่เป็นที่รู้จักของผู้ลงทุน ทั้งนี้เพื่อสร้างความมั่นใจให้แก่นักลงทุนเพิ่มมากขึ้น

2.หุ้นกู้ไม่มีประกัน (Unsecured Debenture) หมายถึง หุ้นกู้ที่ผู้ออกหุ้นกู้มิได้จัดให้มีหลักประกันเพื่อการชำระหนี้ตามหุ้นกู้ ทั้งนี้ไม่ว่าผู้ออกหุ้นกู้จะจัดให้มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้สำหรับหุ้นกุนั้นหรือไม่ก็ตาม การออกหุ้นกู้ประเภทนี้มักเป็นการออกหุ้นกู้ของบริษัทที่เป็นที่รู้จัก ของนักลงทุน และเป็นบริษัทที่มีชื่อเสียงในการประกอบการอยู่แล้ว

3.หุ้นกู้แปลงสภาพ(Convertible Debenture) หมายถึง หุ้นกู้ที่ผู้ถือมีสิทธิ(OPTION) ในการแปลงสภาพหุ้นกู้ไปเป็นสามัญของบริษัทผู้ออกได้ในราคาแปลงสภาพ(Conversion Price) ที่กำหนดไว้ล่วงหน้าตามอัตรา ส่วนแปลงสภาพ(Conversion Ratio) ซึ่งจะกำหนดไว้ตามเงื่อนไขการแปลงสภาพ ภายใต้ระยะเวลาที่กำหนด ซึ่งการออกหุ้นกู้แปลงสภาพ อัตราดอกเบี้ยมักต่ำกว่าหุ้นกู้ธรรมดา เพราะได้รับการชดเชยทางด้านสิทธิการแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญได้

นอกจากนั้น ยังมีหุ้นกู้บางประเภท เช่น หุ้นกู้ค้ำยสิทธิ (Subordinated Debenture) ซึ่งหมายถึงหุ้นกู้ไม่มีประกันที่มีการกำหนดสิทธิของผู้ถือหุ้นกู้ไว้ต่ำกว่าสิทธิของเจ้าหนี้สามัญทั่วไปสำหรับหุ้นกู้หมุนเวียนระยะสั้น หมายถึง หุ้นกู้ที่มีกำหนดเวลาชำระคืนไม่เกิน 270 วัน ซึ่งบริษัทได้ขอและได้รับอนุญาตให้ออกและเสนอขายได้หลายครั้งภายในวงเงินและระยะเวลาที่ได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งบริษัทที่ออกหุ้นกู้ชนิดนี้มักใช้เพื่อระดมเงินทุนในช่วงฤดูกาลผลิตเป็นช่วงๆ ไป อาทิ การซื้ออ้อยเข้าหีบในโรงงาน เป็นต้น

### ผู้เกี่ยวข้องกับการออกหุ้นกู้

ในการออกหุ้นกู้จำเป็นต้องมีผู้เกี่ยวข้อง ด้วยกันหลายฝ่ายเพื่อความมั่นคงปลอดภัยของผู้ลงทุน เนื่องจากการออกหุ้นกู้เป็นการกู้เงิน โดยตรงจากประชาชนซึ่งไม่เหมือนกับการกู้เงินจากสถาบันการเงินที่มักมีฝ่ายสินเชื่อคอยตรวจสอบดูแลทั้งก่อนและหลังการให้สินเชื่อ ดังนั้นการออกและเสนอขายหุ้นกู้โดยเฉพาะต่อประชาชนจึงจำเป็นต้องผ่านขั้นตอนตั้งแต่การออกหุ้นกู้ การขออนุญาตเสนอขาย การเผยแพร่ข้อมูล การจัดทำหน่วยและรายงาน โดยผู้เกี่ยวข้องที่สำคัญในการออกหุ้นกู้ซึ่งได้แก่ สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด. ผู้ออกหุ้นกู้ ที่ปรึกษาทางการเงิน สถาบันจัดอันดับนำเชื่อถือ ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ ผู้จำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย มีบทบาทหน้าที่โดยสรุปดังนี้

#### สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด.

เป็นหน่วยงานภาครัฐที่มีหน้าที่กำกับดูแลความเรียบร้อยของการระดมทุน โดยผ่านการเสนอขายหลักทรัพย์ ซึ่งอาจเป็นตราสารทุน ตราสารหนี้ ตราสารอนุพันธ์ ฯลฯ รวมทั้งเป็นผู้ให้ความเห็นชอบและกำกับดูแลสถาบันการเงินที่เกี่ยวข้องในการออกตราสารหนี้ทั้งหมดด้วย

#### ผู้ออกหุ้นกู้

ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1992 ได้อนุญาตให้ บริษัทมหาชน บริษัทจำกัด รวมถึงนิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น โดยมีวัตถุประสงค์ในการประกอบธุรกิจเสนอขายหุ้นกู้ต่อประชาชนและบุคคลทั่วไป ให้สามารถออกและเสนอขายหุ้นกู้ได้ โดยต้องได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ก่อน ซึ่งแต่เดิมบริษัททั่วไปไม่สามารถออกหุ้นกู้ได้เว้นแต่บริษัทมหาชน บริษัทรับอนุญาตหรือนิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น ดังนั้น ผู้ออกหุ้นกู้จึงสามารถแบ่งเป็น 2 กลุ่มใหญ่ๆ คือ

1. บริษัท จำกัด ที่มีคุณสมบัติตามที่ ก.ล.ด. กำหนด สามารถออกหุ้นได้ 2 ประเภท คือหุ้นกู้มีประกันและหุ้นกู้ไม่มีประกัน
2. บริษัทมหาชน จำกัด ออกหุ้นได้ 3 ประเภทคือ หุ้นกู้มีประกัน หุ้นกู้ไม่มีประกัน และหุ้นกู้แปลงสภาพ

ในการออกหุ้นกู้เพื่อขายให้แก่ประชาชนโดยทั่วไปนั้น หากเป็นหุ้นกู้ไม่มีประกันหรือหุ้นกู้ที่มีประกันแต่เพียงบางส่วน บริษัทผู้ออกหุ้นกู้จะต้องมีผลการดำเนินงานที่ดี ติดต่อกันไม่ต่ำกว่า 3 ปี จะต้องจัดให้มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ จัดให้มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือตลอดอายุของหุ้นกู้และมีข้อจำกัดในการก่อหนี้ แต่ถ้าเป็นการออกหุ้นกู้มีประกันชนิดเต็ม บริษัทผู้ออกหุ้นกู้ไม่ต้องมีผลการ

ดำเนินงานที่ดีติดต่อกัน 3 ปี ไม่ต้องมีข้อจำกัดในการก่อหนี้ แต่ยังคงต้องมีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือและต้องมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้

#### ที่ปรึกษาทางการเงิน(Financial Advisor)

ที่ปรึกษาทางการเงินที่สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบ มีหน้าที่ให้คำแนะนำและดำเนินการขออนุญาตเสนอขายหุ้นกู้ต่อสำนักงาน ก.ล.ต. โดยเปิดเผยข้อมูลบริษัทในหนังสือชี้ชวนฯ และแบบคำขออนุญาตให้ตรงกับความเป็นจริงตามปัจจัยพื้นฐานของธุรกิจของผู้ออกตราสารให้มากที่สุด ที่ปรึกษาทางการเงินได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์(ยกเว้นบริษัทหลักทรัพย์จัดการ กองทุนรวม) และสถาบันการเงินอื่นที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น

#### สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency)

ทำหน้าที่วิเคราะห์และประเมินความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ของผู้ออก ปัจจุบันมีผู้ให้บริการอยู่เพียงรายเดียวในประเทศไทย คือบริษัทไทยเรตติ้งแอนด์อินฟอร์เมชันเซอร์วิส จำกัด (TRIS) อย่างไรก็ตาม ในขณะนี้ได้มีความเคลื่อนไหวจากเอกชนที่จะขอจัดตั้งบริษัท ผู้จัดอันดับเครดิตแห่งที่สองคือ บริษัทศิริดาบอนด์รีเสิร์ชแอนด์เรตติ้ง จำกัด แต่ยังคงอยู่ในระยะเตรียมการเพื่อยื่นคำขอรับความเห็นชอบเป็นสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือต่อสำนักงาน ก.ล.ต.

ในปัจจุบัน TRIS ประกาศผลการจัดอันดับความน่าเชื่อถือโดยกำหนดเกรดเป็น AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C และ D เกรดที่สูงแสดงว่ามีความน่าเชื่อถือสูง ฐานะของบริษัทที่มีความมั่นคงในการชำระดอกเบี้ยและเงินต้นสูง ส่งผลให้ดอกเบี้ยหุ้นกุ่มีอัตราต่ำ ทำให้ต้นทุนของการออกหุ้นกู้ต่ำ หากผลการจัดอันดับความน่าเชื่อถือออกมาไม่ดีแสดงว่าฐานะของบริษัทไม่ดีนัก อาจมีปัญหาในการชำระดอกเบี้ยหรือเงินต้น หากเศรษฐกิจไม่อำนวย ส่งผลให้ดอกเบี้ยหุ้นกุ่มีอัตราสูงเพื่อจูงใจผู้ลงทุนนำเงินมาลงทุน ทำให้หุ้นกู้ที่ออกมาจะมีต้นทุนที่สูง โดยปกติบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับตั้งแต่ BBB ขึ้นไปจะเรียกว่า Investment Grade ซึ่งเป็นระดับความเชื่อถือน่าลงทุน และต่ำกว่านั้นจะเรียกว่า Speculative Grade ซึ่งเป็นระดับที่มีความเสี่ยงควรจับตามองอย่างใกล้ชิด หากบริษัทใดได้รับเกรด D ซึ่งหมายถึงไม่มีความสามารถชำระหนี้ได้เลย ตามข้อกำหนดของสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนดไว้ว่าหุ้นกู้ที่ออกมาเพื่อเสนอขายต่อประชาชนจะต้องมีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือตลอดอายุของหุ้นกู้ ทั้งนี้เพื่อให้มีดัชนีวัดคุณภาพของหุ้นกู้ ไม่ว่าจะหุ้นนั้นจะมีประกันหรือไม่ก็ตาม (Edward, 1993)

### ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ (Trustee)

ทำหน้าที่ดูแลผลประโยชน์ให้แก่นักลงทุนในการติดตามสถานะของผู้ออกหุ้นกู้ ทวงถาม ถ้าผิดนัดชำระการพิจารณาบังคับชำระหนี้ หากผู้ออกตราสารกระทำผิดเงื่อนไข การติดตามฟ้องร้อง และเคลียสินทรัพย์รวมทั้งการรับจดจำนองทรัพย์สินในกรณีของหุ้นกู้มีประกัน โดยมีหลักเกณฑ์ คุณสมบัติของการเป็นผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ คือต้องเป็นสถาบันทางการเงินประเภทธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ สถาบันการเงินที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น บริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัดที่ได้รับอนุญาตให้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ซึ่งไม่ใช่การจัดการกองทุนรวม ทั้งนี้ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้จะต้องไม่มีผลประโยชน์ขัดแย้งต่อการหน้าที่ โดยไม่เป็นผู้ถือหุ้นในผู้ออกหุ้นกู้ หรือให้ผู้ที่ผู้ออกหุ้นกู้ถือหุ้น หรือมีผู้ถือหุ้นร่วมกับผู้ออกหุ้นกู้ ไม่เกินร้อยละ 5 และมีการแยกส่วนงานที่ทำหน้าที่นี้ออกต่างหาก

### ผู้จำหน่ายและรับประกันจัดจำหน่าย (Underwriter)

ทำหน้าที่จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย รวมทั้งการกำหนดราคาให้สอดคล้องตามภาวะตลาดหุ้นด้วย

### ขั้นตอนในการออกหุ้นกู้

#### การขออนุญาตเสนอขายหุ้นกู้

การออกหุ้นกู้เพื่อเสนอยกขายนั้นอาจแบ่งเป็น 2 กรณี คือ การออกหุ้นกู้เพื่อเสนอยกขายต่อประชาชน และการออกหุ้นกู้เพื่อเสนอยกขายต่อบุคคลหรือสถาบันบางประเภท

การออกหุ้นกู้เพื่อเสนอยกขายต่อประชาชน (Public Offering) จะต้องขออนุญาตเสนอขายหุ้นกู้ต่อสำนักงาน ก.ล.ต. โดยมีที่ปรึกษาทางการเงินที่สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบ เป็นผู้ให้คำแนะนำและดำเนินการขออนุญาตเสนอขายหุ้นกู้ต่อสำนักงาน ก.ล.ต. แทนผู้ออกหุ้นกู้ โดยสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. จะแจ้งผลการพิจารณาอนุญาตให้ทราบภายใน 45 วัน นับแต่วันได้รับคำร้อง

การออกหุ้นกู้ เพื่อเสนอยกขายแก่บุคคลในวงจำกัดหรือแก่สถาบันการเงินบางประเภท (Private Placement หรือ Transaction) ได้แก่ การเสนอขายให้แก่ผู้ลงทุนเฉพาะเจาะจงไม่เกิน 35 ราย และผู้ลงทุนประเภทสถาบัน 17 ประเภท โดยต้องแจ้งแก่ผู้ลงทุนว่าจะไม่นำหุ้นกู้ไปจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์หรือศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์และได้จดทะเบียนข้อจำกัดในการโอนหุ้นกับสำนักงาน ก.ล.ต. แล้ว การออกหุ้นกู้ไม่มีประกันและไม่มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ในลักษณะดังกล่าว ไม่ต้องยื่นคำขออนุญาต แต่ถ้าเป็นการออกหุ้นกู้ด้อยสิทธิหรือหุ้นกู้ที่ได้จัดให้มีผู้แทนผู้ถือ

หุ้นกู้จะต้องยื่น คำขออนุญาตแบบง่าย ซึ่งหากสำนักงานฯ ไม่แจ้งผลการพิจารณาภายใน 7 วันทำการให้ถือว่าได้รับอนุญาตแล้ว

#### การเผยแพร่ข้อมูล (Road Show)

ผู้ออกหุ้นกู้สามารถเผยแพร่ข้อมูลได้ก่อนที่แบบแสดงรายการเสนอขายข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนจะได้รับอนุญาต แต่ต้องมีข้อความที่ ก.ล.ต. กำหนด

#### การจัดจำหน่าย

ผู้ออกหุ้นกู้จะต้องจำหน่ายหุ้นกู้ภายใน 6 เดือน นับตั้งแต่วันที่ได้รับอนุญาตหรือได้รับการผ่อนผันจากสำนักงาน ก.ล.ต. แต่รวมแล้วไม่เกิน 12 เดือน นับตั้งแต่วันที่ได้รับอนุญาต

#### การรายงานผลการขาย

ผู้ออกหุ้นกู้ที่ต้องขออนุญาตต่อสำนักงาน ก.ล.ต. จะต้องรายงานผลการเสนอขายภายใน 45 วัน นับตั้งแต่วันปิดการเสนอขาย ส่วนผู้ออกหุ้นกู้เพื่อเสนอขายแก่บุคคลในวงจำกัดหรือสถาบันการเงินบางประเภทที่ยกเว้นไม่ต้องขออนุญาตต่อสำนักงาน ก.ล.ต. จะต้องรายงานผลการเสนอขายภายใน 15 วัน นับตั้งแต่วันปิดการเสนอขาย

#### ตลาดหุ้นกู้

ตลาดที่ทำการซื้อขายหุ้นกู้ โดยทั่วไปมีลักษณะเช่นเดียวกับตลาดตราสารหนี้หรือตราสารประเภทอื่นๆ คือ สามารถแบ่งเป็น 2 ประเภท คือตลาดแรก(Primary Market) และตลาดรอง (Secondary market) โดยตลาดแรกของหุ้นกู้มักใช้วิธีจำหน่ายต่อผู้ลงทุนและประชาชนทั่วไปอยู่ 2 วิธีคือ(ธนาคารกรุงศรีอยุธยา, 2539)

1. การเสนอขายแบบเฉพาะเจาะจง (Private Placement) เป็นการจำหน่ายในวงแคบๆ โดยบริษัทผู้ออกหุ้นกู้จะทำการจัดจำหน่ายให้แก่ผู้ซื้อซึ่งมักมีความใกล้ชิดหรือเข้าใจฐานะของบริษัทดี จำนวนไม่เกิน 35 ราย ในรอบระยะเวลา 12 เดือน หรือเสนอขายหุ้นกู้ที่ออกใหม่ให้แก่ผู้ลงทุนประเภทสถาบัน 17 ประเภทตามประกาศใน พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งการเสนอขายด้วยวิธีนี้ จำนวนเงินทุนที่ต้องการจะตั้ง ไม่มากนัก และเป็นการประหยัดค่าใช้จ่ายบางอย่างได้ เช่น ค่าใช้จ่ายในการประกันการจัดจำหน่าย เป็นต้น

2. การเสนอขายให้แก่ประชาชน (Public Offering) เป็นการเสนอขายในวงกว้างให้กับประชาชนทั่วไป โดยอาศัยบริการของบริษัทหลักทรัพย์หรือสถาบันการเงิน อาทิ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน เป็นต้น ให้เป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันจัดจำหน่าย(Underwriting) ในกรณีที่หุ้นกู้ที่ออกจำหน่ายมีมูลค่าสูง อาจมีหลายสถาบันเข้าร่วมกันรับประกันผลการขาย ซึ่งสามารถจำแนกออกเป็น 2 ลักษณะได้แก่

2.1 การประกันผลการขายแบบไม่ผูกพัน (Best Effort) โดยสถาบันการเงินที่เป็นผู้จัดจำหน่ายสัญญาว่าจะพยายามขายให้ได้มากที่สุดเท่าที่จะทำได้ แต่ไม่รับประกันในส่วนของที่ยังจำหน่ายไม่ได้ ซึ่งเป็นวิธีที่ผู้ออกหุ้นต้องเสี่ยงมาก เนื่องจากเมื่อครบระยะเวลาที่กำหนดแล้วอาจไม่ได้เงินตามที่ต้องการ

2.2 การประกันผลการขายแบบแน่นอน (Firm Commitment) โดยสถาบันการเงินที่เป็นผู้รับจัดจำหน่ายตกลงว่าจะรับซื้อตราสารแห่งนี้ทั้งหมดตามราคาที่กำหนดและจะจ่ายเงินให้กับบริษัทผู้ออกหุ้นตามเวลา(Underwriter) ที่ได้ตกลงกันไว้ ในกรณีนี้หากผู้ประกันผลการขายไม่สามารถจำหน่ายหุ้นได้ตามเวลาที่กำหนดแล้วผู้ประกันผลการขายจะต้องรับซื้อหุ้นส่วนที่เหลือทั้งหมด

อย่างไรก็ตาม อัตราค่าธรรมเนียมในการจัดจำหน่ายซึ่งเป็นค่าตอบแทนจากการจัดจำหน่ายชนิดประกันผลการขายแบบแน่นอนจะสูงกว่าการประกันผลการขายโดยวิธีอื่น เนื่องจากการประกันผลการขายแบบแน่นอนนี้ผู้ออกหุ้นจะไม่ได้รับความเสี่ยง ส่วนผู้รับประกันผลการขายจะเป็นผู้รับความเสี่ยงแต่เพียงฝ่ายเดียว โดยอัตราค่าธรรมเนียมในการจัดจำหน่ายจะอยู่ระหว่างร้อยละ 1.16-2.44 ของมูลค่าหุ้นที่เสนอขาย ซึ่งต่ำกว่าค่าธรรมเนียมในการจำหน่ายหุ้นสามัญซึ่งมีอัตราอยู่ระหว่างร้อยละ 2.89-3.12 ของมูลค่าในการเสนอขายอยู่พอสมควร

วิธีการจัดจำหน่ายหุ้นที่ออกใหม่ในตลาดแรกนั้น การตัดสินใจว่าจะจำหน่ายโดยวิธีใดนั้นขึ้นอยู่กับฐานะและความมีชื่อเสียงของบริษัท จำนวนเงินทุนที่ต้องการกู้และนโยบายในการกระจายหุ้นของบริษัท เป็นต้น

สำหรับตลาดรองของหุ้นซึ่งเปิดให้มีการซื้อขายแลกเปลี่ยนมือหุ้นบ้างประเภท ได้แก่ การซื้อขายผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การซื้อขายนอกตลาดหลักทรัพย์ เช่น การซื้อขายผ่านชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ (Bond Dealer Club) การซื้อขายกับสถาบันการเงิน เช่น ธนาคารพาณิชย์ เป็นต้น

#### สรุปและข้อเสนอแนะ

หุ้นเป็นตราสารทางการเงินระยะยาวที่ออกโดยธุรกิจเอกชน เพื่อระดมเงินทุนโดยตรงจากผู้ลงทุน จากที่ผ่านมา การระดมเงินทุนโดยออกหุ้นถูกจำหน่ายให้แก่ประชาชนยังมีเป็นจำนวนน้อย ส่วนใหญ่มักจำหน่ายให้กับบุคคลจำนวนน้อยรายหรือจำหน่ายแก่สถาบันการเงินเพียงไม่กี่แห่ง ทั้งนี้อาจเป็นด้วยสาเหตุหลายประการ อาทิการให้ความรู้ด้านการลงทุนแก่ประชาชนยังคงอยู่ในวงแคบ ภาวะเบียดเบียนอำนาจต่อการลงทุน เช่น ภาระทางด้านภาษีอากร ภาวะเบียดเบียนในการนำเงินไปลงทุนของสถาบันการเงินบางประเภท เช่น ประกันภัย กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ เป็นต้น การขาดเกณฑ์ดอกเบี้ยมาตรฐานที่ใช้อ้างอิงสำหรับตราสารหนี้ระยะยาว ได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล เป็นต้น



ทั้งนี้ เนื่องจากในปัจจุบันภาครัฐไม่ได้ออกพันธบัตรมาจำหน่าย รวมทั้งอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันไม่ได้สะท้อนหรือถูกกำหนดโดยกลไกทางการตลาดอย่างแท้จริง

ในการพัฒนาตลาดหุ้นจึงจำเป็นต้องส่งเสริมให้มีการลงทุนทางด้านหุ้นกู้ การมีดอกเบี้ยสำหรับการอ้างอิงเพื่อเป็นหลักในการกำหนดอัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ซึ่งมีความเสี่ยงแตกต่างกัน การกระจายความรู้ด้านการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เป็นตราสารหนี้ โดยเฉพาะเกี่ยวกับหุ้นกู้ การตื่นตัวด้านการจัดอันดับความน่าเชื่อถือการสร้างสภาพคล่องตลาดรองหุ้นกู้ให้มากขึ้น มีการทำ Market Maker หรือดำเนินการทางการตลาดหุ้นกู้อย่างสม่ำเสมอ เป็นต้น

สถาบันที่ได้รับอนุญาตเสนอขายหุ้นกู้แบบเฉพาะเจาะจง(Private Placement)

1. ธนาคารแห่งประเทศไทย
2. ธนาคารพาณิชย์
3. บริษัทเงินทุน
4. บริษัทหลักทรัพย์เพื่อเป็นทรัพย์สินของตนเอง หรือเพื่อการจัดการ โครงการลงทุนที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายว่าด้วยการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์และธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์หรือเพื่อการจัดการกองทุนส่วนบุคคล
5. บริษัทเครดิตฟองซิเออร์
6. บริษัทประกันภัย
7. สถาบันการเงินระหว่างประเทศ
8. นิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น
9. ส่วนราชการและรัฐวิสาหกิจตามกฎหมายว่าด้วยวิธังบประมาณ
10. กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงิน
11. กองทุนบำเหน็จบำนาญ
12. กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ
13. กองทุนรวม
14. นิติบุคคลที่มีทรัพย์สินรวมตามงบการเงินที่ผู้สอบบัญชีตรวจสอบแล้วสำหรับระยะเวลาล่าสุด ตั้งแต่ 500 ร้อยล้านบาทขึ้นไป
15. นิติบุคคลที่มีผู้ถือหุ้นตาม(2)-(14) ถือหุ้นรวมกันไม่ต่ำกว่าร้อยละ 75 ของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมด
16. ผู้ลงทุนแต่ละรายที่บริษัทออกหุ้น กู้แปลงสภาพเสนอขายหุ้นกู้แปลงสภาพให้มีมูลค่าตั้งแต่ 10 ล้านบาทขึ้นไป

17. ผู้ลงทุนซึ่งไม่มีภูมิลำเนาในประเทศไทยและนำเงินลงทุนมาจากต่างประเทศโดยมีผู้ดูแลหรือจัดการลงทุนให้

ที่ระบุไว้ และให้ผลตอบแทนแก่ผู้ซื้อหุ้นกู้เป็นดอกเบี้ยตามเงื่อนไขที่กำหนด อาจเป็นปีละครั้งหรือ 6 เดือนครั้งตลอดอายุของหุ้นกู้ฉบับนั้น หุ้นกู้บางชนิดอาจมีเงื่อนไขกำหนดให้ชำระเงินต้นและดอกเบี้ยพร้อมกันในวันครบกำหนด(Hold to Maturity)ก็ได้ อัตราดอกเบี้ยหรือผลตอบแทนของหุ้นกู้จะขึ้นอยู่กับฐานะชื่อเสียงของกิจการผู้ออกหุ้นกู้ สภาพตลาดการเงินและตลาดทุนในขณะที่ออกหุ้นกู้ รวมทั้งอายุของหุ้นกู้อีกด้วย

ตราสารหนี้ไทยที่ซื้อขายในประเทศ (Domestic Thai Debt Instruments)

ประเภทของตราสารหนี้ในประเทศที่นักลงทุนสถาบันต่างประเทศให้ความสนใจได้แก่ ตัวเงินฝากที่สามารถเปลี่ยนมือได้(Negotiable Certificate of Deposits, NCDs) ที่ออกโดยธนาคารและบริษัทเงินทุน ตัวแลกเงินที่ออกโดยบริษัทเอกชน ซึ่งรับประกันการจำหน่ายโดยธนาคารและบริษัทเงินทุน พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ(มีอายุมากกว่า 15 ปี) หุ้นกู้ภาคเอกชน(โดยทั่วไปจะออกควบกับ warrant และพันธบัตรของธนาคารแห่งประเทศไทย(BOT notes)

ตัวแลกเงินจะเป็นตลาดขนาดใหญ่และมีสภาพคล่องสูง เนื่องจากเป็นตราสารที่เสนอขายโดยธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ชั้นนำในประเทศ และการออกตัวแลกเงินของบริษัทเอกชนจะรับประกันการออกโดยธนาคารและบริษัทเงินทุน

NCDs ที่เสนอขายกับนักลงทุนต่างประเทศจะมีสภาพคล่องน้อยกว่า ส่วนพันธบัตรรัฐวิสาหกิจนั้นจะมีสภาพคล่องสูงเพราะจะเป็นการสำรองสินทรัพย์สภาพคล่องตามพรบ.ธนาคารพาณิชย์ ทำให้มีอัตราผลตอบแทนต่ำและนักลงทุนในประเทศไม่ให้ความสนใจ

ตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชนเริ่มอย่างจริงจังเมื่อปี ค.ศ.1993 ตราสารหนี้เอกชนรายแรกเริ่มขึ้นในเดือนมีนาคม ปี ค.ศ.1993 จากนั้นสถาบันการเงินและบริษัทหลักทรัพย์ในประเทศได้ร่วมมือกันจัดตั้งตลาดรองตราสารหนี้(Bond Dealers Club) การซื้อขายตราสารใช้ระบบอิเล็กทรอนิกส์ โดย dealers สามารถสร้างราคา(make market)และจะไม่ทราบว่า dealers รายไหนที่ทำการซื้อขายด้วย ต่อมาได้จึงมีการจัดตั้งบริษัทจัดอันดับเครดิตแห่งแรกคือ Thai Rating and Information Service หรือ TRIS เพื่อสนองความต้องการข้อมูลข่าวสารของนักลงทุนเกี่ยวกับตัวตราสาร เมื่อนักลงทุนมีข้อมูลในการตัดสินใจมากขึ้น ประกอบกับจำนวนตราสารที่เพิ่มขึ้น ทำให้สภาพคล่องตลาดตราสารหนี้ดีขึ้นเป็นลำดับ (จากตารางที่ 6.4)แสดงมูลค่าตราสารหนี้ในตลาดแรกปี 1992-1997

ตราสารในประเทศที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วจะเป็นตราสารที่ออกโดยธนาคารแห่งประเทศไทย โดยเริ่มออกในปี ค.ศ.1995 เพื่อใช้เป็นเครื่องมือทางการเงินที่จะดูดซับสภาพคล่องจากตลาดเงินเมื่อจำเป็น ในปี ค.ศ.1996 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ออกพันธบัตรชนิดพิเศษที่มีอายุ 1-2 ปี

ตราสารหนี้นอกประเทศไทย (Offshore Thai Debt Instruments)

เครื่องมือตราสารหนี้ออกเสนอขายนอกประเทศไทย ได้แก่ หุ้นกู้แปลงสภาพ ซึ่งออกโดยบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้เครื่องมือในการระดมทุนในตลาดทุนของประเทศไทยจะมีมากกว่าเครื่องมือด้านตราสารหนี้ อีกทั้งตราสารหนี้ของไทยไม่ได้มีข้อเสนอที่จูงใจ สำหรับนักลงทุนต่างประเทศที่ต้องการลงทุนในตราสารที่ให้อัตราดอกเบี้ยคงที่ แต่ตราสารหนี้นักลงทุนนิยมได้แก่ NCDs ที่ออกโดยธนาคารขนาดใหญ่ ในรูปเงินสกุลบาท และตราสารที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัวที่ออกมาในรูปของเงินสกุลดอลลาร์ ซึ่งออกโดยธนาคารและบริษัทเอกชนที่มีคุณภาพสูง (Tija,1996)

NCDs ที่เสนอขายในต่างประเทศที่ออกมานั้นมักมีราคาที่ไม่ดึงดูดใจเท่ากับ NCDs ในประเทศและตัวแลกเงิน อีกทั้งยังมีปัญหาในด้านสภาพคล่องจากอัตราดอกเบี้ยที่ลอยตัวในตลาดที่ธนาคารต่างๆ ในเอเชียพยายามเสนอขายนั้นจะใช้อัตรา LIBOR, SIBOR และ HIBOR อ้างอิง ซึ่งปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยของไทยจะค่อนข้างคงที่ ในตลาด Samurai และ Yankee Bonds

### 6.1.3 ตัวแลกเงิน

ความรู้ทั่วไปเกี่ยวกับตัวแลกเงิน

ตัวแลกเงิน (Bill of Exchange : B/E) เป็นตราสารการเงินระยะสั้นแบบหมุนเวียนต่อเนื่อง (Revolving Facilities) เพื่อใช้ finance สินทรัพย์หมุนเวียนถาวร (Permanent Working Capital) ของบรรดาธุรกิจต่าง ๆ ในประเทศไทยนั้น เริ่มมีขึ้นประมาณปี ค.ศ. 1986 โดยบริษัทไทยออยส์ได้ทำการออกตัวแลกเงินซึ่งมีสถาบันการเงิน 5 แห่งเป็นผู้อวัล เพื่อระดมทุนจำนวน 5,000 ล้านบาท นับแต่นั้น ด้วยคุณลักษณะเด่นและข้อได้เปรียบของช่องทางการระดมเงินดังกล่าว ทั้งในแง่ของธุรกิจผู้ออก (Issuer) และผู้ลงทุน (Investor) ในตราสารดังกล่าว กล่าวคือ ธุรกิจผู้ออกจะได้ผลประโยชน์จากต้นทุนอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าโดยเปรียบเทียบกับอัตราดอกเบี้ยถูกค้าขั้นต่ำของธนาคาร (Prime Rate) และเป็นอัตราดอกเบี้ยที่สะท้อนสภาพที่แท้จริงของตลาดได้ดีกว่า รวมทั้งเป็นการระดมทุนที่สะดวกรวดเร็วกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับ การกู้เงินจากธนาคารพาณิชย์ หรือการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ขณะที่ผู้ลงทุนเองก็จะได้ รับแรงจูงใจจากผลตอบแทนในอัตราที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำของธนาคาร พร้อมกับระยะเวลาในการลงทุนซึ่งโดยทั่วไปมักจะใช้เวลาเพียงประมาณ 8 สัปดาห์

สั้นกว่าอายุขั้นต่ำของเงินฝากประจำของธนาคาร (3 เดือน) นั้น ก็ได้ทำให้ตั๋วแลกเงินกลายเป็นช่องทาง การระดมทุนระยะสั้นที่ได้รับความนิยมจากธุรกิจและนักลงทุนเรื่อยมา โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วง ค.ศ. 1993-1995 (ศูนย์วิจัยกสิกรไทย, 1996)

ตั๋วแลกเงิน (Bill of Exchange : B/E) ซึ่งถือเป็นเครื่องมือทางการเงินชนิดหนึ่งในตลาดตราสารพาณิชย์ (Commercial Paper) นั้น โดยปกติแล้ว จะสามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภทใหญ่ ๆ ด้วยกันคือ ตั๋วแลกเงินเพื่อการค้า และ ตั๋วแลกเงินเพื่อการระดมทุนหรือเพื่อการลงทุน

สำหรับกรณีของตั๋วแลกเงินเพื่อการลงทุนที่แพร่หลายอย่างมากอยู่ในขณะนี้ ซึ่งบริษัทผู้ออกตั๋ว(บริษัท A) มักจะให้สถาบันการเงินเป็นผู้จำหน่ายและผู้จัดประมูล(ธนาคาร B) เพื่อระดมทุนจากนักลงทุนประเภทสถาบัน ซึ่งอาจเป็นธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุนหรือ บริษัทขนาดใหญ่ (บริษัท C) นั้น ความสัมพันธ์ของผู้ที่เกี่ยวข้องในกรณีดังกล่าวสามารถแสดงได้ในรูปของแผนภาพที่ 6.1 ดังนี้

ทางด้านประเด็นของการโอนตั๋วแลกเงินนั้น สามารถทำได้ด้วยวิธีการสลักหลังและส่งมอบ ซึ่งการสลักหลังนั้นจะแบ่งออกเป็น 2 ประเภทด้วยกันคือ การสลักหลังลอย และการสลักหลังเฉพาะ นอกจากนี้ ในการสลักหลังนั้นอาจจะมีกระเบื้องเงื่อนไขการชำระหนี้ด้วย ซึ่งสามารถแบ่งได้เป็น 2 กรณีคือ 1) สามารถไล่เบี้ยได้ (With Recourse) กล่าวคือหากถึงวันกำหนดชำระเงินและไม่มีเงินชำระคืน ผู้ซื้อก็สามารถไล่เบี้ยเป็นทอด ๆ ได้ และ 2) ไม่สามารถไล่เบี้ยได้ (Without Recourse) ซึ่งหมายความว่าผู้ซื้อรายสุดท้ายจะเป็นผู้รับภาระความเสี่ยงเอง

ในประเด็นของกรอบทางกฎหมาย ตั๋วแลกเงินนับเป็นตราสารทางพาณิชย์ชนิดหนึ่ง ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ลักษณะตั๋วเงิน ซึ่งได้มีการบัญญัติเรื่องตั๋วแลกเงินไว้ตั้งแต่มาตรา 908 ถึงมาตรา 981

ส่วนในกรณีของสถาบันการเงินที่ทำหน้าที่เป็นผู้จัดออก จัดจำหน่าย และค้าตั๋วแลกเงิน อันได้แก่ ธนาคารพาณิชย์และ บริษัทเงินทุนนั้น ทางเราได้อนุญาตให้ดำเนินการดังกล่าวได้ภายใต้ประกาศดังต่อไปนี้

- ธนาคารพาณิชย์ เรื่องการขออนุญาตประกอบธุรกิจเพิ่มเติม ลงวันที่ 1 มิถุนายนค.ศ.1993 (Government Bonds)

โดยในหนังสือดังกล่าวก็ได้มีการระบุถึงคุณสมบัติของธนาคารพาณิชย์ที่ต้องการจะยื่นคำขอ อาทิ จะต้องมียกเงินกองทุนสุทธิไม่ต่ำกว่า 1,000 ล้านบาท และจะต้องจัดทำแผนหรือโครงการที่แสดงให้เห็นว่ามีความพร้อมที่จะกระทำการดังกล่าว นอกจากนี้ ในการพิจารณาธนาคารจะคำนึงถึงประวัติการปฏิบัติตามบทบัญญัติของกฎหมายและคำสั่งการด้วย

- บริษัทเงินทุน ภายใต้ประกาศกระทรวงการคลัง เรื่อง เงื่อนไขในการอนุญาตให้บริษัทเงินทุนประกอบกิจการจัดการออก จัดจำหน่าย และค้าตราสารแห่งหนึ่ง ลงวันที่ 6 ตุลาคม ค.ศ.1992 ซึ่งได้มีการกำหนดถึงคุณสมบัติของบริษัทผู้ยื่นขอไว้ อาทิ จะต้องเป็นบริษัทที่มีฐานะการเงินอยู่ในเกณฑ์ดีมาก โดยมีเงินกองทุนสุทธิไม่ต่ำกว่าห้าร้อยล้านบาท และมีสินทรัพย์รวมสุทธิไม่ต่ำกว่าห้าพันล้านบาท มีฐานะการดำเนินงานดี โดยพิจารณาจากฐานะสภาพคล่อง ความสามารถในการชำระหนี้ คุณภาพของสินทรัพย์และความสามารถในการทำกำไรติดต่อกันไม่น้อยกว่าห้าปีหลังสุดก่อนยื่นคำขอ เป็นต้น

สำหรับประเด็นของสถาบันการเงินที่ทำการออกตั๋วแลกเงินเพื่อระดมทุนเองนั้น ในปัจจุบันมีสถาบันการเงินเพียงประเภทเดียวเท่านั้น ซึ่งก็คือ บริษัทเงินทุน โดยได้รับอนุญาตตามประกาศธนาคารแห่งประเทศไทย เรื่อง การกำหนดให้บริษัทเงินทุนปฏิบัติในการกู้ยืมเงินหรือรับเงินจากประชาชน ลงวันที่ 19 เมษายน ค.ศ. 1995 โดยการอนุญาตครั้งนี้ ทางธนาคารแห่งประเทศไทยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ตั๋วแลกเงินที่ออกโดยบริษัทเงินทุนเป็นตราสารการเงินที่หมุนเวียนในตลาดระหว่างสถาบันการเงินได้อย่างคล่องตัว จึงได้มีการกำหนดว่าจำนวนเงินในตั๋วแลกเงินแต่ละฉบับต้องไม่ต่ำกว่า 10 ล้านบาท และไม่มีข้อกำหนดห้ามจ่ายส่วนลดแทนดอกเบี้ย รวมทั้ง ไม่มีข้อกำหนดให้บริษัทเงินทุนต้องประกาศอัตราดอกเบี้ยและส่วนลด ที่คิดกับลูกค้าตั๋วแลกเงินด้วย และในระยะแรกนี้การออกตั๋วแลกเงินเพื่อจำหน่ายภายในประเทศให้ออกเฉพาะตั๋วแลกเงินที่เป็นสกุลเงินบาท ส่วนการออกตั๋วแลกเงินเพื่อจำหน่ายในต่างประเทศก็จะต้องขออนุญาตจากธนาคารก่อน

ในแง่ของกลไกตลาด ในกรณีของตลาดแรก หรือตลาดที่มีการซื้อขาย เปลี่ยนมือตราสารเป็นครั้งแรกนั้น จะใช้วิธีการประมูล (Auction) โดยจะมีผู้เกี่ยวข้อง 3 ฝ่ายด้วยกัน คือ ผู้ออกตั๋ว (Issuer) ผู้จัดการออกตั๋ว/ผู้จัดการประมูล (Arranger) ซึ่งก็คือสถาบันการเงินอันได้แก่ ธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทเงินทุน และผู้ประมูล (Bidders) โดยขั้นตอนจะเริ่มจากบริษัทซึ่งต้องการจะทำการระดมทุน โดยการออกตั๋วแลกเงินนั้นจะทำการแต่งตั้งให้สถาบันการเงินซึ่งก็คือธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทเงินทุนทำหน้าที่จัดการประมูล (Arranger) ให้ ซึ่ง Arranger ที่ได้รับการแต่งตั้งดังกล่าว ก็จะเป็นผู้จัดการประมูลขึ้น โดยจัดหาสมาชิกในกลุ่มที่จะเข้าร่วมประมูล (Tender Panel) ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นสถาบันการเงินหรือบริษัทขนาดใหญ่ แต่ทั้งนี้ ผู้ออกตั๋วก็อาจมีสิทธิในการกำหนดผู้ร่วมประมูล โดยอาจขอร้อง Arranger มิให้บริษัทใดบริษัทหนึ่งที่ตนไม่ต้องการเข้าร่วมประมูล ซึ่งอาจจะเนื่องจากเหตุผลทางด้านการแข่งขันนั้น ก็สามารถทำได้เช่นกัน สำหรับเกณฑ์ในการประมูลก็อยู่ที่ว่าผู้ประมูลรายใดที่เสนออัตราดอกเบี้ยส่วนลด (Discount Rate) ในการประมูลที่ต่ำสุด ซึ่งหมายถึงสร้าง Cost ให้กับผู้ออกตั้น้อยสุดก็จะเป็น ผู้ชนะการประมูล (Successful Bidders) ในครั้งนั้นไป

ส่วนในกรณีของตลาดรอง การซื้อขายตั๋วแลกเงินในตลาดดังกล่าว จะเกิดขึ้นในกรณีที่สถาบันการเงินที่ประมูลได้ทำการขายตั๋วแลกเงินดังกล่าวให้กับนักลงทุนรายอื่นหรือระหว่างสถาบันการเงินด้วยกันเองอีกทอดหนึ่งเพื่อปรับสภาพคล่อง หรือที่เรียกว่า การรับซื้อ/ขายลดตั๋วแลกเงิน โดยทั้งนี้ ธุรกรรมในตลาดดังกล่าวจะใช้วิธีการติดต่อและตกลงกันทางโทรศัพท์ กล่าวคือ ผู้ใดต้องการที่จะรับซื้อขายลดตั๋วแลกเงิน ก็จะโทรถามไปยังสถาบันการเงินต่าง ๆ ด้วยกันเองว่ามีความต้องการที่จะขายรับซื้อหรือไม่ หากสามารถจับคู่ธุรกรรมที่สอดคล้องกันทั้งทางด้านจำนวนเงินและอัตราดอกเบี้ยรับซื้อลดได้ ฝ่ายผู้ขายก็จะต้องทำการส่ง Confirmation และนำตั๋วแลกเงินดังกล่าวมารับเช็คไป โดยผู้รับซื้อลดจะเรียกเก็บค่าส่วนลดทันที ณ วันรับซื้อลด และเมื่อครบกำหนดไถ่ถอนผู้ถือตั๋วคนล่าสุด(ผู้ทรง)ก็สามารถนำตั๋วแลกเงินมาไถ่ถอนคืนกับผู้จ่าย

สำหรับหน้าที่ของสถาบันการเงินในฐานะผู้จัดการประมูล (Arranger) นั้น จะมีหน้าที่ที่ต้องปฏิบัติในด้านต่าง ๆ ดังนี้

Facility Agent : เจ้าหน้าที่จัดการ โครงการ/โปรแกรมการประมูล โดยมีหน้าที่จะหากกลุ่มผู้ประมูล (Tender Panel) ให้กับบริษัทผู้ออก จัดการประมูลตั๋วแลกเงินในแต่ละงวด รายงานผลการประมูลให้ลูกค้าทราบ

Issuing Agent : เจ้าหน้าที่ออกตั๋ว ทำหน้าที่จัดพิมพ์ตั๋วแลกเงิน นำตั๋วแลกเงินที่พิมพ์แล้วให้กับบริษัทผู้ออกเพื่อลงนาม นำส่งตั๋วแลกเงินให้กับผู้ที่ประมูลได้เพื่อแลกกับเช็ค และนำส่งเช็คให้แก่เจ้าหน้าที่รับจ่ายเงิน (Paying Agent)

Paying Agent : เจ้าหน้าที่รับจ่ายเงินตามตั๋วแลกเงินที่หน้าที่รับเช็คเพื่อเข้าบัญชีให้กับบริษัท และจ่ายเงินชำระคืนแก่ตั๋วแลกเงินที่ครบกำหนด

Standby Facility (optional) : บริการจัดหาวงเงินสำรองให้กับบริษัทผู้ออก ในกรณีที่ไม่มีผู้ประมูล หรือประมูลสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยส่วนลดที่ทางบริษัทผู้ออกและสถาบันการเงินผู้จัดการประมูล (Arranger) ได้ตกลงกันไว้

โดยทั้งนี้ Arranger จะได้ผลตอบแทนในรูปของค่าธรรมเนียมซึ่งจะแตกต่างกันไปสำหรับลูกค้าแต่ละราย (ซึ่งอยู่ในราว 0.1-0.2% ของมูลค่าหน้าตั๋ว)

## ปัญหาและอุปสรรค

1. ปัญหาทางด้านคุณภาพของตั๋วเงิน ซึ่งนับได้ว่าเป็นประเด็นปัญหาที่เด่นชัดที่สุดในขณะนี้ โดยทั้งนี้ในปัจจุบันเริ่มมีตั๋วแลกเงินจำนวนมากที่เมื่อครบกำหนดแล้วบริษัทผู้ออกตั๋วไม่สามารถจ่ายชำระคืนได้ (Default) โดยเฉพาะตั๋วแลกเงินที่ออกโดยบริษัทที่ประกอบธุรกิจเกี่ยวกับอสังหาริมทรัพย์ตัวอย่างเช่น บริษัทไทยแกรนิต บริษัทวิทยาคม เป็นต้น ทั้งนี้ ส่วนหนึ่งอาจเนื่องมา

จากภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงทำให้กิจการต่าง ๆ ไม่สามารถหาเงินมาไถ่ถอนคืนตัวได้จนต้องยืดระยะเวลาการผ่อนชำระออกไป แต่อีกส่วนหนึ่งก็คงมีสาเหตุมาจากการที่ตัวแลกเงินที่ออกมาสู่ตลาดเป็นจำนวนมากในปัจจุบันขาดการวิเคราะห์และการกั้นกรองทางด้านคุณภาพที่ดีพอทั้งจากเอกชนผู้ซื้อ ผู้จัดการประมูล และจากหน่วยงานราชการกล่าวคือ ในปัจจุบันตัวแลกเงินยังไม่ถูกจัดเป็นหลักทรัพย์ บริษัทใดที่ต้องการออกตัวแลกเงินเพื่อระดมทุนไว้ใช้ในกิจการก็สามารถทำได้ ดังนั้น ความสะดวกรวดเร็วและขั้นตอนที่ไม่ยุ่งยากโดยมิต้องขออนุญาตจากใครเพียงแต่อาศัยชื่อเสียงของบริษัทเท่านั้นเอง จึงอาจเป็นอีกสาเหตุหนึ่งที่น่ามาสู่ปัญหาการด้อยคุณภาพในตัวตราสารดังกล่าวได้เช่นกัน

อนึ่ง สำหรับประเด็นเกี่ยวกับคุณภาพในตัวตัวแลกเงินนั้น ปัจจุบันทางการโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย(ก.ล.ต.) ได้มีความพยายามที่จะทำการนิบรวมตัวแลกเงินเป็นประเภทหนึ่งของหลักทรัพย์เพื่อลดความเสี่ยงและคุ้มครองผลประโยชน์ให้แก่นักลงทุน ซึ่งขณะนี้กำลังอยู่ในขั้นตอนของการกำหนดคำนิยาม(Definition)ของตัวแลกเงินที่ต้องการให้อยู่ภายใต้การดูแลเฉพาะในส่วนที่ขายให้กับประชาชน (Individual) โดยไม่ต้องการให้กระทบตัวแลกเงินประเภทอื่นที่มีการซื้อขายทางการค้ากันอยู่แล้วตามปกติ นอกจากนี้ ในระยะยาวทางธนาคารแห่งประเทศไทยก็ได้มีแนวทางที่จะพยายามทำการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ให้แก่ตัวแลกเงินเพื่อที่ว่านอกจากจะเป็นการช่วยเพิ่มคุณภาพให้แก่ตราสารดังกล่าวและลดความเสี่ยงให้แก่นักลงทุนแล้วยังจะเป็นการเตรียมความพร้อมเพื่อพัฒนาไปสู่ระบบการซื้อขายแบบที่ไม่ต้องมีใบตัวแลกเงิน (Scriptless) ต่อไปด้วย (ทั้งนี้ เนื่องจากประเทศไทยมีสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถืออยู่เพียงแห่งเดียว ทางกรจึงยังไม่สามารถกำหนดให้ตัวแลกเงินต้องมีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือได้ในขณะนี้)

2. ปัญหากลไกของพนักงานของสถาบันการทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการจัดหาเงิน (Arranger) โดยต้นตอของปัญหามาจากการที่สถาบันการเงินต่าง ๆ ไม่มีระบบการจัดการและระบบควบคุมภายในที่ดีพอ จึงเปิดโอกาสให้พนักงานของสถาบันดังกล่าวสามารถกระทำการโกงลูกค้าของตนขึ้นได้

ทั้งนี้ สำหรับประเด็นระบบการควบคุมภายในของสถาบันการเงินที่เป็นผู้จัดการประมูลนั้น ขณะนี้ทางการได้พยายามดำเนินการให้สถาบันการเงินดังกล่าวมีระบบการควบคุมที่ดีขึ้นโดยกำหนดให้สถาบันการเงินที่ทำหน้าที่เป็นผู้รับฝากตัวเงิน แยกหน่วยงานที่ดูแลและเก็บรักษาตราสารดังกล่าวออกจากหน่วยงานที่ทำการซื้อขายโดยเด็ดขาด ซึ่งก็คาดว่าจะช่วยลดปริมาณการโกงของพนักงานได้ในระดับหนึ่ง อย่างไรก็ตามการป้องกันการเกิดปัญหาดังกล่าวก็ควรที่จะได้รับความร่วมมือจากภาคเอกชนที่เกี่ยวข้องด้วย โดยเฉพาะตัวสถาบันการเงินผู้จัดการออก และตัวนักลงทุนกล่าว

คือ ทางด้านของสถาบันการเงินนั้นก็ควรที่จะต้องมีความรับผิดชอบในหน้าที่ของตน โดยการให้ความรู้ ความเข้าใจที่ถูกต้องและหลักสังเกตง่ายๆ ในกรณีของตั๋วแลกเงินปลอมซึ่งลูกค้าสามารถใช้เป็นเกณฑ์เบื้องต้นในการตัดสินใจเกี่ยวกับคุณภาพของตั๋ว(อาทิ อัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่าปกติ การจ่ายเงินซื้อตั๋วแลกเงินจะมีการขอร้องไม่ให้ส่งจ่ายต่อธนาคารโดยตรง เป็นต้น) ส่วนทางด้านของนักลงทุนเองก็ควรที่จะต้องอาศัยข้อมูลต่าง ๆ พิจารณาความเป็นไปได้รวมทั้งมีหลักเกณฑ์ในการตัดสินใจที่ตั้งอยู่บนพื้นฐานของเหตุผลมากขึ้นมิใช่อาศัยเพียงความไว้วางใจที่มีต่อตัวพนักงานของธนาคารเป็นหลักดังเช่นเดิม

3. ปัญหาตลาดรองของตั๋วแลกเงิน การซื้อขายตั๋วแลกเงินในตลาดรองที่เป็นอยู่ในปัจจุบันนั้น ดำเนินไปในลักษณะของ Over-the-Counter กล่าวคือ ยังไม่มีศูนย์กลางของการซื้อขายแต่อย่างใด ผู้ที่ทำธุรกรรมในตลาดดังกล่าวจะใช้วิธีการติดต่อกันทางโทรศัพท์ โดยผู้ใดต้องการที่จะรับซื้อ/ขายตั๋วแลกเงินก็จะโทรมาถามไปยังสถาบันการเงินต่างๆ ด้วยกันเองว่ามีความต้องการที่จะขาย/รับซื้อหรือไม่ หากตกลงกันได้ทั้งในแง่ของจำนวนเงินและอัตราดอกเบี้ยส่วนลดก็เป็นอันตกลงซื้อ/ขาย การขาดศูนย์กลางการซื้อขายดังกล่าว ทำให้การซื้อขายผ่านตลาดรองและการบริหารเงินของบรรดาสถาบันการเงินไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควรทั้งในด้านความสมบูรณ์ของข้อมูลในตลาดและความสะดวกรวดเร็ว สำหรับปัจจุบันนั้นประเด็นดังกล่าวกำลังอยู่ในขั้นตอนของความพยายามที่จะนำตั๋วแลกเงินเข้าไปเป็นหนึ่งในตราสารที่ Trade ได้ในตลาด Bond Dealer's Club (BDC) ซึ่งทั้งนี้หากการซื้อขายในตลาดรองเป็นไปอย่างกว้างขวางยิ่งขึ้นแล้ว ก็ย่อมที่จะส่งผลถึงความนิยมที่เพิ่มขึ้นของตั๋วแลกเงินในตลาดแรกได้เช่นกัน

4. ปัญหาทางด้านกฎหมาย ซึ่งนอกจากการขาดกฎหมายที่จะมาควบคุมบริษัทผู้ออกตั๋วที่มีใช้สถาบันการเงินที่ส่งผลต่อเนื่องไปถึงปัญหาการค้ำประกันในตัวตราสารดังกล่าวแล้ว ยังมีประเด็นเกี่ยวกับการขาดความรู้ ความเข้าใจที่ดีพอในประเด็นและแง่มุมทางกฎหมายดังกล่าวก็อาจทำให้นักลงทุนเสียสิทธิประโยชน์อันพึงได้ของตนเองไป อาทิ ในกรณีของการยื่นตั๋วแลกเงินเพื่อให้ผู้จ่ายรับรองการชำระเงินเมื่อ ถึงกำหนด ตามกฎหมายนั้นได้มีการบังคับไว้ว่า ผู้ทรงตั๋วต้องยื่นตั๋วให้ผู้รับรองเมื่อถึงกำหนด หรือ ภายใน 3 วัน โดยหากเลย 3 วันไปแล้วและไม่ได้ทำคำคัดค้านก็จะเสียสิทธิที่จะเรียกร้องเอาากับคู่สัญญาในตัวแลกเงินนั้นทั้งหมด จะเหลือสิทธิเรียกร้องเฉพาะต่อตัวผู้รับรองตัวคนเดียวเท่านั้น ซึ่งทั้งนี้ หากผู้ทรงตั๋วไม่ทราบข้อปฏิบัติทางกฎหมายดังกล่าว และจากเวลาอันจำกัดตามที่กฎหมายระบุไว้ซึ่งอาจทำให้ผู้ทรงตั๋วไม่สามารถเตรียมตัวได้ทัน ประกอบกับ ความไม่สะดวกในการทำคำคัดค้าน โดยเฉพาะกรณีที่นักกฎหมายซึ่งมีใบอนุญาตคัดค้านมีจำนวนค่อนข้างจำกัดนั้น ก็อาจทำให้ผู้ลงทุนในตัวแลกเงินต้องสูญเสียผลประโยชน์ที่ควรได้รับของตนเองไปก็เป็นได้



5. ปัญหาทางด้านภาษี โดยเฉพาะภาษีหัก ณ ที่จ่าย (Withholding Tax) สำหรับส่วนลดที่เรียกเก็บจากนักลงทุนต่างชาติที่เข้ามาลงทุนในตัวแลกเปลี่ยนที่ออกโดยบริษัทของไทย ซึ่งอยู่ในอัตราที่สูงถึงร้อยละ 10-15 (ขึ้นอยู่กับประเทศของนักลงทุนรายนั้นว่าเป็นประเทศที่อยู่ภายใต้อนุสัญญาภาษีซ้อนหรือไม่) เทียบกับประเทศเพื่อนบ้านอย่างเช่นสิงคโปร์ และฮ่องกง ที่ไม่มีการเรียกเก็บภาษีดังกล่าวเลย ซึ่งทำให้ตราสารดังกล่าวของไทยอาจจะเสียเปรียบต่างชาติในแง่ของต้นทุนภาษีที่สูงกว่า แต่อย่างไรก็ดีหากทางการจะดำเนินการทบทวนแก้ไขอัตราภาษีของไทยเพื่อลดการเสียเปรียบประเทศเพื่อนบ้านในประเด็นดังกล่าว ก็คงที่จะต้องคำนึงถึงจังหวะโอกาสในการดำเนินการ โดยจะต้องคำนึงถึงปัญหาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะปัญหาหาเงินเพื่อในประเทศควบคู่กันไปด้วย

อนึ่ง สำหรับแนวทางในการพัฒนาตัวแลกเปลี่ยนในส่วนที่ต้องอาศัยความร่วมมือและการส่งเสริมจากทางการนั้น สิ่งที่สำคัญและจำเป็นค่อนข้างมากในขณะนี้ที่ควรต้องได้รับการส่งเสริมและสนับสนุนจากทางการให้เกิดมีขึ้นในอนาคตอันใกล้ น่าจะเป็นในส่วนของ การเร่งให้มีการรวบรวมตัวแลกเปลี่ยนที่เกี่ยวข้องกับการระดมทุนจากประชาชนเข้าเป็นประเภทหนึ่งของหลักทรัพย์ รวมทั้งให้มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในตัวแลกเปลี่ยนขึ้น (Credit Rating) ทั้งนี้เพราะจะเป็นการเพิ่มคุณภาพให้แก่ตราสารดังกล่าวพร้อมกับการคุ้มครองความเสี่ยงให้แก่นักลงทุน นอกจากนี้ การจัดให้มี Credit Rating ยังสามารถแสดงให้เห็นถึงสถานะและความเสี่ยงที่แท้จริงของตราสารดังกล่าวได้ และยังถือเป็นการเตรียมความพร้อมเพื่อพัฒนาไปสู่ระบบการซื้อขายแบบไม่มีใบตัวแลกเปลี่ยน (Scriptless) นอกจากนี้ ในกรณีตลาดรองของตัวแลกเปลี่ยนในปัจจุบันซึ่งยังเป็นในลักษณะของ Over-the-Counter ที่ทำให้ทั้งผู้ซื้อและผู้ขายขาดความสมบูรณ์ของข้อมูล และอาจส่งผลกระทบต่อเรื่องไปยังปัญหาคุณภาพในตัวตราสารดังกล่าวได้นั้น ก็ควรที่จะได้รับการแก้ไขเช่นกัน โดยการพยายามที่จะผลักดันให้เกิดการจัดตั้งศูนย์กลางการซื้อขายในตลาดรองสำหรับตราสารดังกล่าวขึ้นเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการตัดสินใจซื้อขายให้แก่นักลงทุน

โดยสรุป จากปริมาณความต้องการเงินลงทุนในประเทศที่ยังคงเพิ่มขึ้นตามปกติของประเทศกำลังพัฒนา ท่ามกลางภาวะการขาดแคลนเงินออมในประเทศที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน พร้อมกับคุณลักษณะเด่นที่ดึงดูดใจนักลงทุนของตัวแลกเปลี่ยน จึงทำให้เชื่อได้ว่าตลาดตัวแลกเปลี่ยนซึ่งเป็นอีกช่องทางหนึ่งของการระดมของบรรดาบริษัทต่าง ๆ ยังมีโอกาสที่จะเติบโต และขยายขนาดต่อไปได้แต่อย่างไรก็ดี จากการขยายขนาดของปริมาณการซื้อขายตราสารดังกล่าวของนักลงทุนต่างชาติที่อยู่ในอัตราที่สูง (ซึ่งนับเป็นการเพิ่มปริมาณเม็ดเงินไหลเข้าและเพิ่มแรงกดดันต่ออัตราเงินเฟ้อในประเทศ) ประกอบกับ ปัญหาคุณภาพในตัวตราสารดังกล่าวที่เริ่มปรากฏตัวขึ้นอย่างชัดเจน ก็ได้ส่งผลให้ทั้งภาคเอกชนและทางการเริ่มหันมาให้ความสำคัญและใส่ใจรายละเอียดในแง่มุมต่างๆ ของตัวตราสารดังกล่าวมากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะในส่วนของทางการได้มีการทยอยออกมาตรการต่างๆ มาควบคุมการ

ลงทุนในตัวแลกเปลี่ยนในส่วนที่ผ่านสถาบันการเงินซึ่งล่าสุดก็ได้มีการออกมาตรการควบคุมในลักษณะของการคุ้มครองผลประโยชน์ของนักลงทุน และให้นักลงทุนตระหนักถึงความเสี่ยงที่แท้จริง (อาทิกการกำหนดมาตรฐานของตัวเงิน การกำหนดให้สถาบันการเงินที่ทำหน้าที่เป็นผู้รับฝากตัวเงิน แยกหน่วยงานที่ดูแลและเก็บรักษาตราสารดังกล่าวออกจากหน่วยงานที่ทำการซื้อขายโดยเด็ดขาด และการจัดให้สถาบันการเงินจัดทำรายงานซึ่งแสดงถึงยอดคงค้างของตัวเงินที่ขายและจัดการออก หรือที่ตัวเองเป็นผู้ถือในกรณีของบริษัทเงิน จากเดิมที่ให้อื่นเพียงยอดขาย จัดการออก และยอดที่ออกใหม่ในแต่ละเดือน ทั้งนี้เพื่อให้ทราบถึงภาวะการหมุนเวียนที่แท้จริงของตราสารดังกล่าวในระบบ เป็นต้น)

ดังนั้น จากแนวโน้มการควบคุมที่เข้มงวดขึ้นของทางการ รวมทั้งความระมัดระวังในการลงทุนในตราสารดังกล่าวที่น่าจะมีมากขึ้นของบรรดานักลงทุนจึงทำให้คาดว่าแนวโน้มการเติบโตของตลาดตัวแลกเปลี่ยนนับจากนี้ไป น่าจะเป็นไปในลักษณะของการเติบโตแบบมีเสถียรภาพมากขึ้นกว่าที่เป็นอยู่เดิม (สุนัยวิจักสถิตไทย, 1996)

## 6.2 สภาพและขนาดตลาดเงินของไทยในปัจจุบัน

ความหมายของตลาดเงินในระดับกว้างนั้นครอบคลุมถึงสถาบันการเงินต่างๆ เครื่องมือทางการเงิน และกระบวนการไหลเข้าออกของเงินทุนที่มีอายุต่ำกว่า 1 ปี จากหน่วยที่มีเงินทุนส่วนเกินไปยังหน่วยที่ขาดแคลนเงินทุน สำหรับประเทศไทยธุรกรรมตลาดเงินปัจจุบันกระทำผ่าน 3 รูปแบบด้วยกัน คือ

- การให้กู้ยืม ทั้งในรูปของเงินกู้แบบมีระยะเวลาและเงินกู้ประเภทวงเงินเบิกเกินบัญชี
- การซื้อขายตราสารภาครัฐบาล
- การซื้อขายตราสารภาคเอกชน

อย่างไรก็ดี เนื่องจากธุรกรรมที่นายหน้าในตลาดเงิน(Money market Broker) จะเข้าไปมีบทบาทได้เป็นเรื่องของตลาดระหว่างสถาบันการเงิน ดังนั้นสภาพและขนาดของตลาดเงินไทยที่เราจะกล่าวถึง จึงจำกัดอยู่ในธุรกรรม 2 ประเภทหลังเท่านั้น(วิริยุทธ, 2536)

### 1.1 การซื้อขายตราสารภาครัฐบาล

ตราสารภาครัฐบาล แยกเป็นพันธบัตรรัฐบาลและพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ

พันธบัตรรัฐบาล เป็นตราสารทางการเงินภาครัฐที่กระทรวงการคลังในฐานะตัวแทนรัฐบาลเป็นผู้ออกตราสาร และมอบหมายให้ธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้จัดจำหน่าย ทั้งนี้เพื่อระดมทุนระยะยาวจากภายในประเทศไทยไปชดเชยการขาดดุลงบประมาณ ด้วยการกู้ยืมจากภาคเอกชนกว่าร้อยละ 70 ของปริมาณพันธบัตรถือครองโดยสถาบันการเงินเอกชน เพื่อเป็นการสำรองตาม

กฎหมายเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันการกู้ยืมจากทางการ และเป็นเงื่อนไขการเปิดสาขาของธนาคารพาณิชย์(ก่อน 17 พฤษภาคม ค.ศ.1993) ส่วนที่ทำการซื้อขายกันมีไม่มากนัก โดยเป็นการซื้อคืนผ่านธนาคารแห่งประเทศไทย ธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่บางแห่งที่ทำหน้าที่เป็นตลาดรอง และผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขนาดของตลาดพันธบัตรรัฐบาลในปัจจุบันถูกจำกัดด้วยการเพิ่มปริมาณพันธบัตรซึ่งแปรตามฐานะดุลการคลังสุทธิของภาครัฐบาล และมีความไม่แน่นอนในแต่ละปี สำหรับตลาดซื้อคืนพันธบัตรปัจจุบัน เปิดให้เฉพาะธนาคารพาณิชย์ไทย บริษัทเงินทุน และรัฐวิสาหกิจบางแห่งเท่านั้น เข้าทำการซื้อขาย นอกจากนี้แล้วพันธบัตรรัฐบาล (รวมทั้งพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ) ถือเป็นส่วนหนึ่งของนิยามหลักทรัพย์ ตามความหมายของพระราชบัญญัติ SEC ดังนั้นธุรกรรมที่บุคคลและนิติบุคคลทำได้คือการลงทุน แต่หากกระทำการค้าปกติจะต้องได้รับอนุญาตจากทางการ

สำหรับแนวโน้มในอนาคต ธนาคารแห่งประเทศไทย มีแนวคิดที่จะให้มีผู้ค้าพันธบัตรรับอนุญาต (Authorized Bond Dealers) ทำหน้าที่ในลักษณะที่เป็น (Primary Market Dealers) นอกเหนือจากธนาคารพาณิชย์ รวมทั้งจะมีการทบทวนเรื่องภาษี การไถ่ถอน การคุมจำนวนรุ่นและระบบการออกพันธบัตร

พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ เป็นพันธบัตรที่ออกโดยหน่วยงานรัฐวิสาหกิจต่างๆ การออกจำหน่ายครั้งแรกเริ่มขึ้นเมื่อปี ค.ศ. 1984 เมื่อรัฐบาลมีนโยบายให้รัฐวิสาหกิจระดมเงินกู้จากภายในประเทศ ด้วยการออกพันธบัตรแทนการกู้ยืมจากต่างประเทศ และเพื่อกระตุ้นให้เกิดการพัฒนาตลาดพันธบัตร

พันธบัตรรัฐวิสาหกิจแยกเป็นส่วนที่กระทรวงการคลังค้ำประกัน และส่วนที่กระทรวงการคลัง ไม่ได้ค้ำประกัน เฉพาะส่วนที่มีการค้ำประกันเท่านั้นที่ได้รับสิทธิเท่ากับพันธบัตรรัฐบาล และในอดีตพันธบัตรเกือบทั้งหมดมีการค้ำประกัน

สำหรับการซื้อขายในตลาดแรก และตลาดรองเป็นไปเช่นเดียวกันกับพันธบัตรรัฐบาลพันธบัตรบางส่วนที่เข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ปัจจุบันมีเพียงของธนาคารอาคารสงเคราะห์ และการปิโตรเลียมแห่งประเทศไทยแต่ไม่ Active เท่าที่ควร

แนวโน้มอนาคตพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ(ซึ่งเข้าข่ายเป็นหลักทรัพย์ตามนิยามในพระราชบัญญัติ SEC เช่นกัน) น่าจะเพิ่มปริมาณขึ้นตามนโยบายการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ(Privatization) และการระดมเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์

## 1.2 การซื้อขายตราสารภาคเอกชน

การทำธุรกิจตราสารภาคเอกชนแบ่งออกเป็น 3 ลักษณะ ได้แก่

### 1) การกู้ยืมระหว่างสถาบันการเงิน

2) การซื้อขายตราสารการพาณิชย์

3) การซื้อขายบัตรเงินฝาก(NCDs)

1.การกู้ยืมระหว่างสถาบันการเงิน เป็นการกู้ยืมระยะสั้นระหว่างสถาบัน เพื่อปรับสภาพคล่องทางการเงินในขณะหนึ่งขณะใด วิธีการกู้ยืมใช้การติดต่อโดยตรงระหว่างผู้กู้และผู้ให้กู้เมื่อตกลงวงเงิน และอัตราดอกเบี้ยทางโทรศัพท์หรืออื่นๆ ได้แล้ว ผู้กู้จะออกตั๋วสัญญาใช้เงินประเภท At call ให้แก่ผู้ให้กู้ และเมื่อผู้ให้กู้ได้รับสัญญาใช้ตั๋วสัญญาใช้เงินแล้วก็จะออกเช็คของธนาคารแห่งประเทศไทย, แคมเชียร์เช็ด หรือนำเงินเข้าบัญชีผู้กู้โดยไม่มีหลักทรัพย์ฯ มาค้ำประกัน

นอกจากการกู้ยืมแบบเรียกคืนทันที (At Call หรือ Call Loan) แล้ว ในปี ค.ศ.1985 ระบบธนาคารพาณิชย์ได้นำเอารูปแบบการกู้ยืมประเภทกำหนดระยะเวลาตายตัว(Term Loan) หรือที่เรียกกันว่า Baht Interbank Offered Rates (BIBORs) มาใช้ อย่างไรก็ตามความนิยมยังมีน้อยกว่าประเภทเรียกคืนทันทีอยู่มาก อนึ่งสำหรับการชำระคืนล่วงหน้า หรือเรียกเก็บเงินกู้คืนก่อนกำหนด จะต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้าอย่างน้อย 1 วัน

ในการกู้ยืมเงินระหว่างสถาบันการเงินนี้สถาบันผู้ให้กู้มักจะกำหนดวงเงินกู้สำหรับสถาบันการเงินแต่ละแห่งไว้ก่อนเป็นส่วนใหญ่ การอนุมัติเงินกู้อาศัยความสัมพันธ์ระหว่างสถาบัน และเครดิตในตลาดการเงินเป็นสำคัญ และเนื่องจากลักษณะการเป็นธุรกรรมที่อาศัยวงเงินสินเชื่อที่ได้รับอนุมัติ (Credit Line) นี้เองทำให้การเข้าไปทำหน้าที่คนกลางเกิดขึ้นได้ยาก แม้จะมีความต้องการอยู่มากก็ตาม

ยอดเงินคงค้างของตลาดระหว่างสถาบันการเงินนี้ อยู่ในระดับประมาณ 8,000 - 10,000 ล้านบาท(ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2536)

2. การซื้อขายตราสารการพาณิชย์ ตราสารการพาณิชย์เป็นกลุ่มของเครื่องมือทางการเงินระยะสั้น ซึ่งประกอบด้วยตั๋วแลกเงินและตั๋วสัญญาใช้เงิน เครื่องมือเหล่านี้ออกโดย

- 1) ธุรกิจและกิจการอุตสาหกรรม ที่มีชื่อเสียง และฐานะมั่นคง
- 2) สถาบันการเงินในประเทศได้แก่ บริษัทเงินทุน บริษัท ฯลฯ
- 3) สาขาของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศ เช่น กรณียของซิตี้โน้ต เช็คโน้ต เป็นต้น

อายุการไถ่ถอนของตราสารการพาณิชย์ปกติจะมีอายุต่ำกว่า 1 ปี โดยส่วนใหญ่จะมีอายุระหว่าง 3-6 เดือน วิธีการจำหน่ายนั้นอาจทำผ่านสถาบันการเงินนายหน้า หรือขายโดยตรงต่อประชาชน และเนื่องจากยังไม่มีสถาบันที่ทำหน้าที่ตลาดรองโดยตรง ดังนั้นบริษัทผู้ออกตั๋วหรือสถาบันการเงินนายหน้าจึงต้องทำหน้าที่นี้ ด้วยการรับซื้อคืนก่อนครบกำหนดไถ่ถอน

ปัจจุบันนอกเหนือจากบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่ทำหน้าที่ซื้อขายและประกันการจำหน่ายตราสารการพาณิชย์ ธนาคารพาณิชย์ยื่นขอต่อธนาคารแห่งประเทศไทย เพื่อประกอบธุรกิจการ จัดออก การจัดจำหน่าย และการค้าตราสารแห่งหนึ่งซึ่งรวมถึงตราสารการพาณิชย์เหล่านี้

อย่างไรก็ดีการประกอบธุรกรรม เกี่ยวกับตราสารการพาณิชย์เหล่านี้ยังคงต้องรอคำนิยามที่ชัดเจนว่าเข้าข่ายหลักทรัพย์ตามพระราชบัญญัติ SEC หรือไม่

3. การซื้อขายบัตรเงินฝาก พันธบัตรเงินฝาก (NCDs หรือ Negotiable Certificate of Deposits) เป็นตราสารการเงินที่มีลักษณะคล้ายกับเงินฝากประจำ โดยข้อแตกต่างที่สำคัญคือสามารถโอนเปลี่ยนมือไปยังบุคคลที่ 3 ได้

จุดกำเนิดของ NCDs พัฒนามาจาก TCDs ซึ่งเกิดขึ้นครั้งแรกในปี ค.ศ. 1984 แต่ไม่ได้รับความนิยมนเท่าที่ควร เนื่องจากอุปสรรคทางด้านภาษีและตลาดรองไม่ก่อให้เกิดความคล่องตัวในการเปลี่ยนมือ สำหรับ NCDs ในปัจจุบันเริ่มออกได้ตั้งแต่ 1 กรกฎาคม ค.ศ. 1992 โดยมีคุณสมบัติประการสำคัญๆ ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ผู้ออกบัตรเงินฝากจะต้องจัดทำทะเบียนบัตรเงินฝากเพื่อบันทึกรายละเอียด การโอนเปลี่ยนมือ การออกบัตรเงินฝากจะต้องกำหนดวงเงินไม่ต่ำกว่า 5 แสนบาทต่อฉบับ และจะมียอดคงค้างได้ไม่เกิน 1 เท่าของเงินกองทุน ระยะเวลาการรับฝากตั้งแต่ 3 เดือนถึง 3 ปี ธนาคารผู้ออกจะรับซื้อคืนก่อนกำหนดไม่ได้แต่จะต้องระบุสถาบันการเงินที่รับซื้อก่อนครบอายุ และเงื่อนไขการจ่ายดอกเบี้ยจะต้องระบุอย่างชัดเจน ฯลฯ

การพัฒนาตลาดรองสำหรับตราสาร NCDs นี้ เนื่องจากธนาคารแห่งประเทศไทยเปิดโอกาสให้สถาบันการเงินที่มีใช้ผู้ออกตราสาร NCDs ของตนทำการซื้อขายได้ ในลักษณะที่เป็นตลาดรองบัตรเงินฝาก ดังนั้นสถาบันการเงินที่ได้รับอนุญาตจากธนาคารแห่งประเทศไทยหรือสถาบันการเงินที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้นและกฎหมายนั้นๆ เปิดโอกาสให้ทำได้ ก็สามารถเข้ามา มีบทบาทเป็นศูนย์กลางใน ตลาดบัตรเงินฝากดังกล่าวได้

ความเป็นไปได้ของธุรกิจ Money Market Broker ในประเทศไทย

เมื่อพิจารณาถึงบทบาทของ Money Market Broker หรือนายหน้าในตลาดเงินเทียบกับความจำเป็นของธุรกิจนี้ในประเทศไทย โดยเฉพาะในภาวะปัจจุบัน ไม่อาจกล่าวได้ว่าจะประสบผลสำเร็จเท่าที่ควรหากนำมาใช้ทันที ทั้งนี้เพราะมีข้อจำกัดอยู่หลายประการในตลาดเงินของไทย ได้แก่

1. สถาบันการเงินของไทย เฉพาะสถาบันการเงินหลัก เช่น ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ แม้จะมีอยู่เป็นจำนวนกว่า 100 แห่ง แต่ยังไม่มากเมื่อเทียบกับจำนวนสถาบันการเงินในสหรัฐอเมริกา(ซึ่งเป็นต้นแบบของธุรกิจ Money Market Broker ด้วยประเทศหนึ่ง) จำนวนสถาบันที่ค่อนข้างจะจำกัดดังกล่าวทำให้ปริมาณธุรกรรมอยู่ในวงแคบกลุ่มหนึ่งเป็นสถาบันที่มีสภาพคล่อง

ส่วนเกินในขณะที่อีกกลุ่มหนึ่งขาดสภาพคล่อง นอกจากนี้โอกาสที่จะเกิดคนกลางทำหน้าที่นายหน้าเพื่อแสวงหาผลตอบแทนที่ดีที่สุดแก่ทั้ง 2 ฝ่ายมีไม่มากนัก เนื่องจากขนาดของสถาบันคุ้มครองมีความแตกต่างกันสูงและเป็นต้นเหตุของความได้เปรียบเสียเปรียบในเจรจาต่อรอง

อนึ่งการทำธุรกรรมของระบบสถาบันการเงินไทย ปัจจุบันติดต่อกันโดยอาศัยความสัมพันธ์ใกล้ชิดหรือความเชื่อถือทางเครดิตระหว่างกันเป็นส่วนใหญ่ คำว่า Credit Line จึงมีความสำคัญและมีส่วนจำกัดขอบเขตของธุรกรรมดังกล่าวประการหนึ่งด้วย

2. เครื่องมือหรือตราสารทางการเงิน ซึ่งเป็นสินค้าในตลาดการเงินยังไม่ได้รับการพัฒนาอย่างเต็มที่สภาพแวดล้อมทางการเงินที่ทางการพยายามสร้างให้เกิดขึ้นไม่ว่าจะเป็นการออกพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์การปฏิรูปกฎหมายมหาชน การปรับปรุงกฎหมายภาษีอากรที่เกี่ยวข้องกับตราสารการเงิน ฯลฯ ล้วนเป็นเพียงจุดเริ่มต้นของการพัฒนาเครื่องมือทางการเงิน นอกจากนี้สำหรับแนวโน้มการพัฒนาตราสารการเงินและรัฐวิสาหกิจยังจะต้องรอคำตอบจากนโยบายที่ชัดเจนของทางการในอีกหลายด้าน อาทิ การระดมเงินของรัฐวิสาหกิจตามนโยบาย Privatization การพัฒนาตลาดแรกและตลาดรอง สำหรับพันธบัตรรัฐบาล ฯลฯ ดังนั้นจึงมีประเด็นคำถามเกิดขึ้นว่าธุรกิจ Money Market Broker ในตลาดเงินจะเกิดขึ้นได้อย่างไร หากตราสารการเงินยังไม่หลากหลายเพียงพอ

3. อุปสรรคด้านกฎหมายและภาษีอากรเป็นตัวแปรหลักของทั้งการพัฒนาตลาดตราสารและบทบาทของ Money Market Broker ในตลาดการเงิน ปัจจุบันแม้จะมีการแก้ไขปัญหาและอุปสรรคบางประการ ไปบ้างแล้วแต่ส่วนที่ยังคงเหลืออยู่ถือได้ว่าเป็นอุปสรรคสำคัญ และทำให้การพัฒนาเป็นไปอย่างเชื่องช้า ตัวอย่างที่สำคัญได้แก่ การจัดเก็บภาษีในลักษณะเฉพาะและลักษณะทั่วไปของตราสาร ข้อจำกัดด้านระเบียบกฎเกณฑ์ในการออกตราสารหรือหลักทรัพย์ใหม่ บทบัญญัติทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องหรือครอบคลุมการดำเนินธุรกิจ Money Market Broker เป็นต้น

เมื่อประมวลข้อจำกัดหลายประการข้างต้นเข้าด้วยกัน ผนวกกับความไม่คุ้นเคยกับบทบาทของธุรกิจ Money Market Broker สำหรับวงการสถาบันการเงินของไทย ทำให้โอกาสที่จะพัฒนาธุรกิจนี้ค่อนข้างจะเป็นไปได้ยาก และความจำเป็นในธุรกิจนี้ยังมีไม่เพียงพอ อย่างไรก็ตามคงไม่อาจปฏิเสธได้ว่าสถาบันการเงินขนาดกลางขึ้นไปหลายแห่งได้ประกอบการภายใน (In-House) ในลักษณะเดียวกันกับธุรกิจ Money Market Broker มาบ้างแล้ว และรายได้จากธุรกิจนี้ก็มิมีแนวโน้มที่จะขยายตัวได้ จึงควรสร้างรูปแบบที่แน่นอนให้เกิดขึ้น เพื่อใช้กับสถาบันอื่นๆ ได้

### 3. บทบัญญัติทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ Money Market Broker ในประเทศไทย

ธุรกิจ Money Market Broker ในประเทศไทยยังมิได้มีกฎหมายเฉพาะ เนื่องจากการทำธุรกรรมลักษณะดังกล่าวภายนอกสถาบันการเงินเป็นเรื่องใหม่ และไม่มีกรณีเปิดเผยอย่างเป็นทางการ

กฎหมายที่ครอบคลุมเป็นกฎหมายที่เกี่ยวข้องในหลายๆ ด้าน ได้แก่

1.พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ ปี ค.ศ. 1992

-มาตรา 4 ว่าด้วยลักษณะของตราสารที่เข้าขายนियามของ "หลักทรัพย์" และการประกอบธุรกิจที่เข้าขายนियามของ "ธุรกิจหลักทรัพย์"

-มาตรา 204 ว่าด้วยการจัดตั้งและการประกอบธุรกิจเป็น "ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์"

นอกจากนี้ก็มีส่วนที่ว่าด้วยการจัดตั้งและการออกใบอนุญาตสำหรับธุรกิจหลักทรัพย์ตามหมวด 4 เรื่องธุรกิจหลักทรัพย์ ฯลฯ โดยเนื้อหาของกฎหมายดังกล่าว มีส่วนในการควบคุมการดำเนินธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับตราสารทางการเงินบางลักษณะที่เข้าขายนियามของหลักทรัพย์ซึ่งทำให้ธุรกิจ Money Market Broker ไม่สามารถเข้าไปร่วมได้ถ้าไม่ได้รับอนุญาตจากทางการ

2.กฎหมายประมวลรัษฎากร

เนื้อหาของกฎหมายเป็นเรื่องของการเก็บภาษีรายรับจากสถาบันการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วยภาษีเงินได้นิติบุคคลจากการประกอบการภาษีหัก ณ ที่จ่ายสำหรับรายได้จากดอกเบี้ย ส่วนลดค่าธรรมเนียม ค่าบริการ ฯลฯ รวมทั้งภาษีการค้าและภาษีเทศบาล

การเก็บภาษีทั้ง 3 ประเภทเกี่ยวข้องกับการทำธุรกรรมซื้อขายตราสารประเภทหนี้ด้วยซึ่งหากมีการประกอบการของ Money Market Broker เกิดขึ้น คาดว่าจะอยู่ในข่ายที่จะต้องเสียภาษีดังกล่าวเช่นกัน

นอกเหนือจากกฎหมายหลักทั้ง 2 ฉบับแล้ว ในปัจจุบันหากจะมีการประกอบธุรกิจ Money Market Broker ขึ้นในประเทศไทยอย่างเป็นทางการคงจะต้องยื่นแสดงความจำนงค์ต่อธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นผู้ดูแลธุรกรรมต่างๆ ของสถาบันการเงินในประเทศไทย เพื่อขอทราบแนวทางการปฏิบัติหรือหลักเกณฑ์ในทางควบคุม รวมทั้งจะต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ของการค้าตัวเงินตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์(ซึ่งยังคงมีผลบังคับใช้อยู่นกว่านิยามตัวเงินของพระราชบัญญัติ SEC จะประกาศใช้)

กล่าวโดยรวมแล้ว อาจพิจารณาได้ว่า การประกอบธุรกิจ Money Market Broker ในประเทศไทยยังคงมีการควบคุมอย่างใกล้ชิดจากทางการ ส่วนการจะเปิดให้ทำธุรกิจได้อย่างเสรีมากขึ้นต่อไปเป็นเรื่องที่คงจะต้องใช้เวลาเช่นเดียวกับในอดีตที่มีการพูดถึงสถาบันซื้อขายตราสารเปลี่ยนมือเพื่อช่วยระดมเงินออมในแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 5 (ค.ศ. 1982-1986)จนถึงขณะนี้ยังไม่มีคำตอบที่ชัดเจนจากทางการ

### 6.3 การซื้อขายตราสารหนี้ในประเทศไทย

ตราสารหนี้ในประเทศไทยก็เช่นเดียวกับตราสารหนี้ในต่างประเทศ กล่าวคือ ตราสารหนี้ของรัฐบาลและหน่วยงานของรัฐมีบทบาทมากกว่ากิจการของเอกชน อย่างไรก็ตามงบประมาณของรัฐบาลที่เกินดุลติดต่อกันมาหลายปี ทำให้การออกพันธบัตรรัฐบาลในระยะหลังมีแนวโน้มลดลงเป็นลำดับ จนกระทั่งไม่มีการออกพันธบัตรรัฐบาลเลยในช่วง ค.ศ.(1991-1992)

ขณะเดียวกันตราสารที่มีบทบาทมากขึ้นเป็นลำดับคือ พันธบัตรรัฐวิสาหกิจและตราสารหนี้ระยะสั้นในตลาดเงินคือตั๋วแลกเงิน(Commercial Paper B/E)

ตลาดรองสำหรับตราสารหนี้รัฐบาลในปัจจุบันมีขนาดค่อนข้างเล็กเนื่องจากผู้ถือรายใหญ่คือ ธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงิน ต่างก็ต้องถือพันธบัตรรัฐบาลไว้เพื่อเป็นสำรองตามกฎหมายหรือไม่ก็เพื่อขออนุญาตเปิดสาขาใหม่ทำให้พันธบัตรรัฐบาลออกซื้อขายในตลาดรองค่อนข้างน้อย ยกเว้นในกรณีที่ธนาคารหรือสถาบันการเงินขาดสภาพคล่องก็อาจจะนำพันธบัตรไปขายในตลาดซื้อคืน (Repo) ซึ่งเป็นเพียงการค้ำประกันการกู้ยืมเงินระยะสั้นๆ ในตลาดเงินเท่านั้น แม้ว่าพันธบัตรรัฐบาลจะซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วยก็ตาม แต่ปริมาณการซื้อขายในระยะหลังมีค่อนข้างน้อย เพราะธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินไม่ยอมปล่อยพันธบัตรในมือออกมานั่นเอง

นอกจากตราสารหนี้จะซื้อขายผ่านตลาด Repo ซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยทำหน้าที่เป็นเหมือน Blind Broker ให้และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว พันธบัตรรัฐบาลและพันธบัตรรัฐวิสาหกิจยังมีการซื้อขายผ่านธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนบางแห่งด้วย เช่นที่ธนาคารกรุงเทพ ธนาคารไทยธนุ บงล.ทิสโก้ และบงล.ธนชาติ เป็นต้น

สำหรับหุ้นกู้ภาคเอกชนนั้น ซื้อขายผ่านตลาดหลักทรัพย์เป็นส่วนใหญ่

ตลาดแรกและตลาดรองสำหรับตราสารหนี้เป็นเรื่องที่แยกกันไม่ออก ตราสารหนี้ออกใหม่ถ้าหากไม่มีตลาดรองรับ คนลงทุนเองก็ไม่กล้าลงทุนในตราสารหนี้ออกใหม่ ในทำนองเดียวกันถ้าหากปริมาณการออกตราสารหนี้ในตลาดแรกมีน้อย จำนวนตราสารหนี้ที่ซื้อขายในตลาดรองก็น้อยตามไปด้วย ในการพัฒนาตราสารหนี้จึงจำเป็นต้องพัฒนาไปพร้อมๆ กันทั้งสองตลาด



ตารางที่ 6.4 แสดงปริมาณการออกตราสารหนี้ในตลาดแรกของประเทศไทย ในปี ค.ศ 1992-  
มี.ค 1997

	1992	1993	1994	1995	1996	1997(Jan- Mar)
Government	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
State enterprise	27.0	60.4	57.1	55.2	57.3	13.9
BoT & FIDF	0.0	0.0	0.0	29.5	147.0	97.0
Corporate	5.1	21.1	59.8	47.5	36.4	4.6
Total	32.1	81.5	116.9	132.2	240.7	115.5

Source: Bot, Sec, The Comptroller General Department(MoF)

Unit Bt billion

#### 6.3.1 ปัญหาสำหรับตลาดแรกที่สำคัญก็คือ

1) ความไม่สะดวกของผู้ออกเดิมเฉพาะบริษัทมหาชน และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้นที่มีสิทธิออกตราสารหนี้ได้กฎหมายใหม่ได้แก้ไขในส่วนนี้ไปแล้ว แต่ก็ยังมีความไม่สะดวกอยู่บ้างเมื่อเทียบกับในสหรัฐอเมริกา เช่นตราสารหนี้ต่ำกว่า 270 วันในสหรัฐอเมริกาสามารถออกได้โดยไม่ต้องขออนุญาต แต่ในประเทศไทยต้องขออนุญาตเข้า Shelf ตราสารหนี้อายุ 1-3 ปี ในสหรัฐอเมริกาสามารถขอครั้งเดียวเข้า Shelf ได้ แต่ในประเทศไทยต้องขออนุญาตทุกครั้งที่ออกตราสารเป็นต้น

2) การขาดแคลนนักลงทุนประเภทสถาบัน ในต่างประเทศผู้ลงทุนในตราสารหนี้รายใหญ่คือบริษัทประกัน Pension Fund และ Mutual Fund แต่ในประเทศไทยผู้ซื้อรายใหญ่คือธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินซึ่ง ต้องซื้อด้วยความจำยอมไม่ใช่ด้วยความเต็มใจ

3) โครงสร้างดอกเบี้ยในประเทศไม่เอื้อให้ออกตราสารหนี้เนื่องจากผู้ที่มีคุณสมบัติครบถ้วนที่จะออกตราสารหนี้ได้มักจะเป็น Blue chip Company ซึ่งบริษัทเหล่านี้สามารถกู้ยืมได้ทั้งในประเทศและต่างประเทศในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำอยู่แล้วบริษัทเหล่านี้จะออกตราสารหนี้ก็ต่อเมื่อต้นทุนต่ำกว่าที่เป็นอยู่แต่ถ้าหากให้ผลตอบแทนตํ่านักลงทุนก็จะไม่มีความสนใจ เพราะมีทางเลือกอื่นที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า

4) นักลงทุนไทยส่วนใหญ่ค่อนข้างจะนิยมการลงทุนในหุ้นมากกว่าหุ้นกู้

สำหรับปัญหาที่สำคัญกรณีของตลาดรองได้แก่

- 1) การขาดแคลนตราสารหนี้ที่ซื้อขายในตลาด เพราะดังที่กล่าวมาแล้วว่าพันธบัตรรัฐบาลมักจะถือโดยธนาคารพาณิชย์และไม่ปล่อยออกมาหมุนเวียน
- 2) ปัญหาเรื่องภาษี เดิมรายได้จากการซื้อขายหุ้นกู้ในตลาดหลักทรัพย์ต้องเสียภาษีร้อยละ 15 หรือนำไปรวมกับรายได้อื่นเพื่อประเมินเป็นภาษีปลายปี อย่างไรก็ตามปัจจุบันได้รับการยกเว้นภาษีเช่นเดียวกับการซื้อขายนอกตลาดหลักทรัพย์(เดิมนำไปรวมกับรายได้อื่นเพื่อประเมินภาษีปลายปี)
- 3) การขาดแคลนตัวกลางในการซื้อขาย ปัจจุบันมีเพียงธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนบางแห่งเท่านั้นที่เป็นตัวกลางในการซื้อขายตราสารหนี้ แต่ตลาดค่อนข้างเล็ก ไม่มีสภาพคล่อง ข้อมูลไม่แพร่หลายเท่าที่ควร

### 6.3.2 ลักษณะของตลาดรองตราสารหนี้ที่ควรพัฒนาในประเทศไทย

องค์กรที่มีบทบาทในการซื้อขายตราสารหนี้ทั้งในตลาดแรกและตลาดรองดังเช่นที่เป็นอยู่ในสหรัฐอเมริกาและอังกฤษนั้นมีอยู่หลายกลุ่มด้วยกัน แต่ละกลุ่มต่างก็มีบทบาทที่แตกต่างกันออกไป แต่ทั้งหมดล้วนมีผลต่อสภาพคล่องในตราสารหนี้ด้วยกันทั้งสิ้น องค์กรเหล่านี้ได้แก่ Primary Dealer, Market Maker, Inter Dealer Broker, Money Broker และ Clearing House แต่ละกลุ่มต่างก็มีบทบาทต่อการซื้อขายตราสารหนี้ไปแต่ละด้าน แต่การนำเอาองค์กรเหล่านี้มาประยุกต์ใช้ในประเทศ จะเหมาะสมหรือไม่เพียงใด เป็นเรื่องที่ต้องพิจารณากันอย่างรอบคอบด้วยเช่นกัน

Primary Dealer เป็นระบบที่ใช้ในสหรัฐอเมริกา โดยธนาคารกลางของสหรัฐอเมริกา จะเป็นผู้พิจารณาคัดเลือก Dealer ที่จะมาเป็น Primary Dealer ซึ่งอย่างน้อยจะต้องมีเงินทุนพอสมควร มีชื่อเสียงและประสบการณ์เป็นอย่างดี Primary Dealer มีหน้าที่ต้องเข้าร่วมประมูลตราสารหนี้ของรัฐบาลทุกครั้ง ครึ่งละไม่ต่ำกว่าร้อยละ 1 ของยอดที่ออกมาประมูล ในกรณีของตราสารหนี้เอกชนไม่จำเป็นต้องมี Primary Dealer แต่ Dealer อาจซื้อจากผู้ออกแล้วมาจำหน่ายให้นักลงทุนรายย่อยหรือเป็นผู้แทนจำหน่ายให้เลยก็ได้ Primary Dealer เมื่อประมูลได้แล้วก็นำมาขายต่อให้ Broker/Dealer หรืออาจจะถือใน Port ตัวเองก็ได้ ในระบบของอังกฤษ ตราสารการเงินระยะสั้น (Short term Gilt) ผู้ที่มีหน้าที่ประมูลคือ Discount House ไม่ใช่ Primary Dealer เพราะอังกฤษไม่มีระบบที่บังคับให้ต้องเข้าประมูลทุกครั้งเหมือนในสหรัฐอเมริกา ในประเทศไทยถ้าหากต้องการพัฒนาตราสารหนี้ภาครัฐบาล Primary Dealer ก็เป็นรูปแบบหนึ่งที่น่าจะใช้ได้ แต่สำหรับตราสารหนี้ภาคเอกชน Primary Dealer ไม่มีความจำเป็นแต่อย่างใด (ฉวีพร, 2536)

ตารางที่ 6.5 แสดง ปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ตราสารหนี้แต่ละประเภทของไทยของไทยปี ค.ศ 1992-มี.ค 1997

(Unit: Baht Billion)

	1992	1993	1994	1995	1993	1997(Jan-Mar)
Government	133.9	100.7	62.5	42.9	18.0	17.0
State	76.2	134.9	190.4	238.3	278.4	283.1
enterprise						
BoT & FIDF	0.0	0.0	0.0	9.5	35.5	67.0
Corporate	5.1	26.3	86.1	133.6	182.4	182.9
Total	215.2	261.9	339	424.3	514.3	550

Source: BoT, SEC, The Comptroller General Department

(MoF)

\*Figures collected from the following registrars : ACL, BBL, BFIT, CITI, CNT, CT,

IFCT, KTT, NICS,

NOBLE, NTB, SCB, SCIB, SCIC, SINGHA, S-ONE, TFB, TISCO, UNITED and

TSD

Market Maker ในสหรัฐอเมริกา ก็คือ Dealer ที่จะทำหน้าที่ในการดูแลหลักทรัพย์หรือตราสารหนี้ ด้วยการกำหนด ราคาซื้อ ขาย อย่างต่อเนื่อง Market Maker จะต้อง มี Port ของตัวเอง ซึ่งจะเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลาแล้วแต่ว่าจะมีการซื้อขายมากน้อยเพียงใด ผลตอบแทนที่ Market Maker ได้รับก็คือ ส่วนต่างของราคาซื้อขาย หรือ Net Price ไม่ใช่ ค่านายหน้า(Commission) เพราะฉะนั้นในบางครั้ง Market Maker จึงอาจมีตราสารใน Port มากแต่ขาดแคลนเงินสด หรือในทางตรงข้ามมีตราสารใน Port น้อย แต่เงินเหลือมาก ผู้ที่จะมาช่วยปรับให้สมดุลก็คือ Inter Dealer Broker และ Money broker อย่างไม่ก็ตีบทสรุป ของ Market Maker ในประเทศไทยนั้นมักจะถูกมองไปในลักษณะของ Manipulater หรือนักปั่นหุ้น การนำมาใช้จึงต้องระมัดระวังกันเป็นพิเศษ แต่ในกรณีของตราสารหนี้ Market Maker เป็นเรื่องที่น่าเป็นห่วง เนื่องจากปกติตลาดรองของตราสารหนี้ก็ไม่มีสภาพคล่องอยู่แล้ว นอกจากนั้นการทำราคาตราสารหนี้ เพื่อทำกำไรนั้นทำได้ค่อนข้างจะยากกว่าการทำราคาหลักทรัพย์เพราะมี Benchmark คือ อัตราดอกเบี้ยตลาดเป็นตัวกำกับอยู่ไม่อาจทำราคาให้บิดเบือนจากที่ควรจะเป็นอย่างมากมายเหมือนหลักทรัพย์

Inter Dealer Broker เป็นตัวกลางระหว่าง Broker/Dealer ในบางครั้ง Dealer ที่เป็น Market Maker อาจมีภาวะเช่นที่กล่าวมาข้างต้นแต่ก็ไม่สามารถติดต่อรายอื่นได้ เพราะจะทำให้คู่แข่งทราบสถานะของตนเอง Inter Dealer Broker จึงเข้ามาทำหน้าที่นี้แทนในอังกฤษเมื่อนำเอาระบบ Inter Dealer Broker มาใช้หลังปี 1986 การซื้อขายระหว่าง Broker/Dealer เพิ่มขึ้นอย่างมาก ช่วยให้ Dealer มีสภาพคล่องดีขึ้นแทนที่จะต้องแบกภาระไว้ตามลำพังเช่นเดิม กล่าวโดยสรุปแล้ว Inter Dealer Broker จะเป็นตัวกลางให้มีการโยกย้ายตราสารหนี้จาก Dealer ที่มีเหลือไปยัง Dealer ที่ต้องการตราสารหนี้ ในปัจจุบัน Inter Dealer Broker จะเสนอข้อมูลในการซื้อขายด้วยคอมพิวเตอร์ไปยัง Market Maker ต่างๆ

ประเด็นที่น่าพิจารณาถ้าหากจะนำ IDB มาใช้ในประเทศไทยก็คือ IDB จะมีสถานะเป็นอะไรใครจะเป็นผู้ควบคุมดูแล ในต่างประเทศนั้น IDB ไม่ได้มีสถานะเป็น Security House เป็นแต่เพียงตัวกลางระหว่าง Security House เท่านั้น ด้วยเหตุนี้ IDB จึงมีฐานะเป็นบริษัทเอกชนธรรมดา ส่วนใหญ่มักจะมีขนาดเล็กๆ ไม่ได้มีผลกำไรมากเพราะมีรายได้จาก Commission เท่านั้น ความจริงแล้ว IDB เป็นกลไกที่มีความสำคัญมากในตลาดรองของตราสารหนี้ทั้งในสหรัฐอเมริกาและอังกฤษ IDB ใหญ่ๆ ล้วนเสนอข้อมูลเกี่ยวกับการซื้อขายตราสารหนี้ผ่านคอมพิวเตอร์ด้วยกันทั้งสิ้น แต่อย่างไรก็ตามตลาดที่มีขนาดใหญ่อย่างสหรัฐอเมริกา ยังมี IDB เพียงไม่กี่ราย ในอังกฤษเองก็มีผู้ให้ความเห็นว่าควรมีไม่เกิน 2 ราย ตลาดเล็กๆ เช่น ประเทศไทยคงมีได้ไม่เกิน 1 ราย

Money Broker ทำหน้าที่คล้ายๆ กับ Inter Dealer Broker ต่างกันตรงที่ Money Broker เป็นตัวกลางระหว่าง Dealer ที่มีเงินเหลือกับ Dealer ที่ต้องการเงินในระยะสั้น โดยในการกู้ยืมนั้นอาจจะมีตราสารหนี้เป็นหลักประกันอยู่ด้วย Money Broker จะทำหน้าที่เป็น Blind Broker โดยไม่บอกว่าการกำลังเป็นตัวแทนให้ใครเพราะดังที่กล่าวมาแล้วว่า Dealer ต่างไม่ต้องการให้ผู้อื่นล่วงรู้สถานะของตนเองว่าเป็นอย่างไร Money Broker จะได้รับค่าตอบแทนเป็น Commission เช่นเดียวกับ Inter Dealer Broker

Clearing House ในปัจจุบันมีธนาคารพาณิชย์ที่ทำหน้าที่เป็น Custodian ดูแลตราสารหนี้อยู่หลายแห่ง ใน พรบ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้เปิดโอกาสให้มีการจัดตั้งสำนักหักบัญชี และผู้ดูแลหลักทรัพย์ได้ ในส่วนนี้จึงเป็นเรื่องที่ทำได้ง่ายที่สุดถ้าหากจะนำระบบ Clearing House มาใช้ในประเทศไทย

ขบวนการซื้อขายในตลาดของ Dealer ในบางประเด็นก็น่าสนใจที่จะนำมาประยุกต์กับกรณีประเทศไทยได้ เช่น Primary Dealer ธนาคารแห่งประเทศไทยเคยมีความคิดจะให้มี Primary Dealer ด้วยเช่นกัน โดยเฉพาะในกรณีของพันธบัตรรัฐบาล ไทย สำหรับ Market Maker นั้นในกรณีตราสาร

หน้าจะมีประโยชน์มากกว่าไทย เพราะจะช่วยให้ตลาดรองของตราสารหนี้มีสภาพคล่องสูงขึ้น นอกจากนี้การทำราคาตราสารหนี้ได้ในขอบเขตจำกัด

สำหรับ Money Broker ที่ทำหน้าที่เป็น ตัวกลางในตลาดกู้ยืมระยะสั้น (Money Market) นั้น ปัจจุบันก็มีตลาด Inter Bank หรือ Inter Finance ที่ทำหน้าที่นี้อยู่เช่นกันแต่ตลาดค่อนข้างแคบ เพราะแต่ละสถาบันการเงินต่างก็ไม่ต้องการให้ใครทราบว่าตัวเองมีเงินเหลือหรือขาดเงิน Money Broker ควรที่จะเข้ามาทำหน้าที่แทน ซึ่งถ้าเกิดปัญหาการยืมตราสารหนี้เพื่อไปทำ Short Sale อาจแก้ปัญหาโดยกำหนดขอบเขตการทำธุรกิจของ Money Broker ให้แคบลงได้(วีรยุทธ, 2536)

ตารางที่ 6.6 แสดงมูลค่าการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดรองตราสารหนี้ของไทยในปี ค.ศ 1995- มี.ค 1997

BDC Trading Value

	1995	1996	1997
Jan	3092	13199	19759
Feb	3220	15283	10309
Mar	3445	9754	22424
Apr	1107	15318	n.a
May	3143	18500	n.a
Jun	7796	23474	n.a
Jul	4982	26101	n.a
Aug	5847	14191	n.a
Sep	3803	164111	n.a
Oct	4169	14506	n.a
Nov	5679	5679	n.a
Dec	5244	14582	n.a

Source: Bond Dealers Club

สรุป

-กล่าวโดยสรุปแล้ว OTC ที่น่าจะเหมาะสมสำหรับตราสารหนี้มันไม่ใช่ OTC ตามรูปแบบที่กำลังจัดตั้งกันอยู่ในปัจจุบันซื้อขายผ่าน Dealer นั่นเอง ซึ่งการที่จะทำให้ระบบการซื้อขายผ่าน

Dealer เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพจำเป็นต้องอาศัยองค์ประกอบอื่นๆด้วย ที่สำคัญที่สุดคือระบบ Market Maker, Inter Dealer Broker, Money Broker และ Clearing Bank ซึ่งส่วนใหญ่แล้วเป็นการซื้อขายระหว่างสถาบันไม่ใช้การซื้อขายของนักลงทุนรายย่อยทั่วไป การใช้ระบบ Broker ที่มีอยู่จึงยังไม่พอเพียงพอเพราะขาดกลไกที่จะทำให้ Dealer/Broker ติดต่อกันได้อย่างรวดเร็ว

### 6.3.3 แนวโน้มของผู้ค้าตราสารหนี้(Dealers)ในประเทศไทย

ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ.1992 ถือว่า ธุรกิจการค้าหลักทรัพย์ เป็นธุรกิจภายใต้การควบคุมของทางการ และได้ नियามการค้าหลักทรัพย์ไว้ดังนี้

“การค้าหลักทรัพย์ หมายความว่า การซื้อขายหรือแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ในบทบาทของตนเอง เป็นการค้าปกติโดยกระทำนอกตลาดหลักทรัพย์หรือศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์”

ขณะเดียวกันได้ नियามคำว่าหลักทรัพย์ว่าครอบคลุมถึงตราสารหนี้ทุกประเภทยกเว้นบัตรเงินฝาก(CDs) ไม่ว่าจะ เป็นของเอกชนหรือรัฐบาลก็ตาม หมายความว่า การเป็นผู้ค้าตราสารหนี้ (Dealer) นอกตลาดหลักทรัพย์ หรือศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์จำเป็นต้องมีใบอนุญาตค้าหลักทรัพย์

ในปัจจุบัน สถาบันที่มีใบอนุญาตค้าหลักทรัพย์นั้นจะจำกัดอยู่แค่บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์หรือบริษัทหลักทรัพย์เท่านั้น ใบอนุญาตนี้เป็นผลพวงมาจากการประกอบธุรกิจด้านหลักทรัพย์เป็นหลักมากกว่า

อย่างไรก็ตาม ใบอนุญาตค้าหลักทรัพย์นี้ได้ครอบคลุมเฉพาะการทำหน้าที่เสนอซื้อและเสนอขายในตลาดรองเท่านั้น หน้าที่ในตลาดแรกของผู้ค้าตราสารหนี้ยังต้องพึ่งใบอนุญาตการรับประกันจัดจำหน่ายในพระราชบัญญัตินี้ ดังนั้นการทำหน้าที่เป็นผู้ค้าตราสารได้ครบถ้วน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ หรือบริษัทหลักทรัพย์จำเป็นต้องมีใบอนุญาตทั้งสองอย่างคือทั้งค้าหลักทรัพย์และจัดจำหน่ายหลักทรัพย์

นอกจากนี้ธนาคารแห่งประเทศไทย ได้เปิดกว้างให้บริษัทเงินทุนสามารถทำธุรกิจด้านตราสารหนี้ได้ โดยอนุญาตเป็นการทั่วไปในการทำธุรกิจเกี่ยวกับการดูแลและเก็บรักษาตราสารหนี้และเป็นตัวแทนการจำหน่าย ส่วนธุรกิจการจัดสรรออกจำหน่ายและค้าตราสารแห่งนี้ต้องขออนุญาตต่อรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังและต้องมีเงินกองทุนไม่ต่ำกว่า 500 ล้านบาท สินทรัพย์ไม่ต่ำกว่า 5,000 ล้านบาทและมีผลกำไรติดต่อกันไม่ต่ำกว่า 5 ปี พร้อมด้วยการบริหารที่มีประสิทธิภาพ

การควบคุมสถาบันการเงินประเทศไทยในการทำธุรกิจทางด้านตราสารหนี้ยังเป็นลักษณะ 2 ชั้นอยู่ ธนาคารแห่งประเทศไทยนั้นจะเป็นผู้ควบคุมสถาบันการเงินอย่างธนาคารพาณิชย์บริษัทเงินทุนและบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ แต่สำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

เป็นผู้ดูแลธุรกิจตราสารหนี้ ฉะนั้นการที่สถาบันเหล่านี้จะสามารถทำธุรกิจทางด้าน ตราสารหนี้ได้ นั้น ขึ้นแรกธนาคารแห่งประเทศไทยต้องออกประกาศกฎเกณฑ์การอนุญาตก่อน และเมื่อสถาบันการเงินเหล่านั้นผ่านขบวนการเรียบร้อยแล้ว ขั้นที่สอง ถ้าหากยังไม่ได้รับอนุญาตทางด้านค้าหลักทรัพย์และจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ก็ต้องไปขอใบอนุญาตที่คณะกรรมการ กำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์(ก.ล.ต.)อีกชั้นหนึ่ง

นอกจากบริษัทเงินทุนแล้ว ธนาคารแห่งประเทศไทย ยังอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ทำธุรกิจด้านตราสารหนี้ที่ครอบคลุม"ธุรกิจการจัดการออก(Arranging) การจัดจำหน่าย(Underwriting) และการค้าตราสารแห่งหนี้(Market Making)" ธนาคารพาณิชย์ที่ทำธุรกิจเหล่านี้ต้องมีเงินกองทุนสุทธิไม่ต่ำกว่า 1 พันล้านบาท(กอบชัย, 2536)

โดยสรุป สถาบันการเงินที่สามารถเป็นผู้ค้าตราสาร(Dealer) และผู้สร้างตลาด(Market Maker) ได้แบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม

กลุ่มแรก คือ บริษัทหลักทรัพย์และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์

กลุ่มที่สอง คือ สถาบันการเงินที่มีศักยภาพได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน ซึ่งเป็นสถาบันที่ธนาคารแห่งประเทศไทยดูแลอยู่ สถาบันเหล่านี้ได้รับอนุญาตให้เป็นผู้ค้าได้ แต่ต้องขอใบอนุญาตการค้าหลักทรัพย์และจัดจำหน่ายหลักทรัพย์จาก ก.ล.ต. อีกครั้งหนึ่ง

อย่างไรก็ดีแม้ว่าทางการมีนโยบายเปิดโอกาสให้เกิดผู้ค้าตราสารหนี้ในประเทศ แต่การสร้างสภาพแวดล้อมที่ทำให้เกิดผู้ค้าตราสารหนี้เป็นสิ่งจำเป็น ซึ่งประกอบด้วย

-การสร้างผู้ค้าตราสารรัฐบาลที่เรียกกันว่า ผู้ค้าตลาดแรก (Primary Dealer) ขึ้นมาก่อนผู้ค้าตราสารประเภทนี้ทำหน้าที่ดูแลตลาดแรกและตลาดรองให้กับหลักทรัพย์รัฐบาล ซึ่งจะเป็นปัจจัยดึงดูดให้ตราสารภาคเอกชนหันมาใช้ระบบผู้ค้าเช่นกันและที่สำคัญคือ อัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรรัฐบาลจะต้องสะท้อนถึง Competitive Bid เพื่อเป็น Benchmark ให้แก่ตราสารภาคเอกชนด้วย

-สร้างตลาดระหว่างผู้ค้า (Interdealer) ขึ้นมา หมายความว่า การซื้อขายในตลาดซื้อคืนและขายคืน(Repo และ Reverse) ต้องใช้ระบบนายหน้าระหว่างผู้ค้า (Interdealer Broker) และนายหน้าตลาดเงิน(Money broker) ไม่ใช่รัฐเป็นผู้ทำหน้าที่นายหน้า(Government Broker) คอยจับคู่ราคาซื้อขายจากผู้ค้าให้ ทำหน้าที่นี้ควรเป็นของภาคเอกชน รัฐควรจำกัดขอบเขตหน้าที่เฉพาะการให้สะดวกในการตัดบัญชีและวางแผนการค้าซื้อขายให้ภาคเอกชนแทน

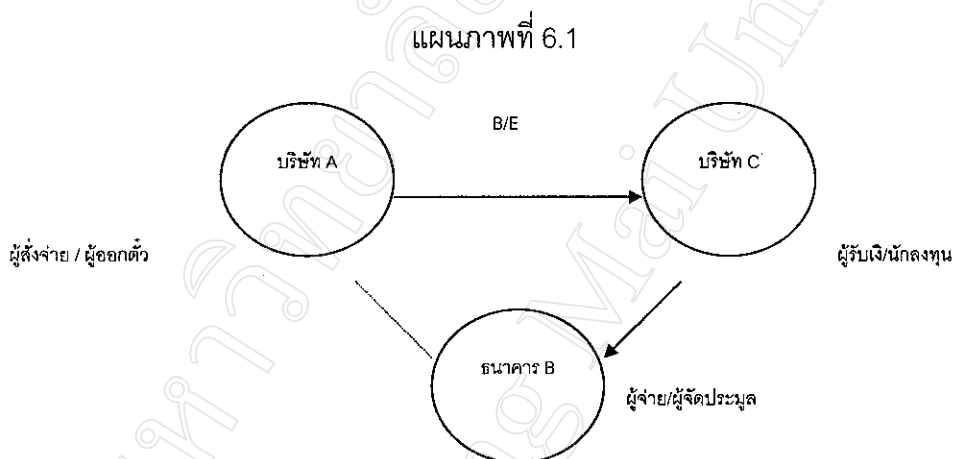
-สนับสนุนให้เกิดการทำ Repo และ Reverse มากขึ้นภายใต้ความเสี่ยงทางด้าน Credit Risk น้อยที่สุด เพื่อเพิ่มสภาพคล่องในตลาดรองการสนับสนุนให้เกิดการทำ Repo และ Reverse มากขึ้น อาจจำเป็นต้องอาศัยสภาพแวดล้อมต่างๆ ขึ้นมา เช่นมีผู้ค้าตลาดแรก (Primary Dealer) ในพันธบัตร

รัฐบาลเป็นหลักก่อน แล้วจึงมีตลาดระหว่างผู้ค้าโดยมีธนาคารทำหน้าที่ Clearing และ Custodian ให้เป็นต้น

-ลดต้นทุนในการเปลี่ยนมือ(transaction Cost) ของตราสารหนี้โดยเฉพาะการยกเลิกเรื่องภาษี Capital Gain Tax ของตราสารประเภทหน้าตัวคิดลด ยกเลิกการใช้ระบบภาษี Withholding Tax รวมทั้งยกเลิกการใช้ระบบค่านายหน้าคงที่ (Fix Commission) สำหรับตราสารหนี้ในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งค่านายหน้าควรผันแปรตามมูลค่าและระยะเวลาการได้ถอนตราสารนั้นเป็นหลัก

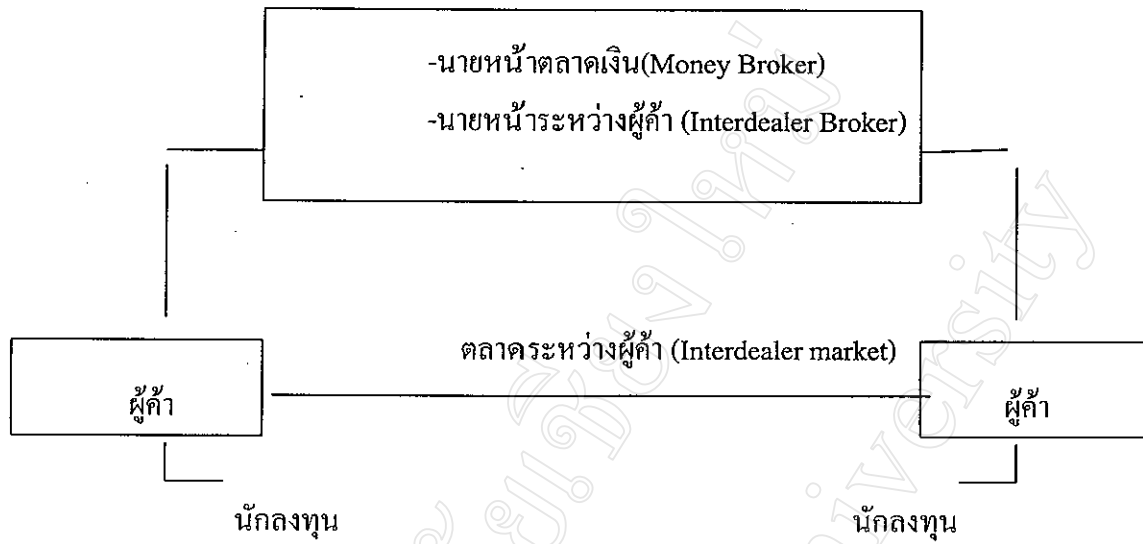
-ลดกฎเกณฑ์และอุปสรรคที่ให้ธนาคารพาณิชย์เข้ามาเป็นผู้ตราสารหนี้ ธนาคารพาณิชย์จะเป็นสถาบันที่สำคัญในการสร้างสิ่งอำนวยความสะดวกในการออกตราสารได้ดี เช่น NIF และ RUF เป็นต้น

-เปิดกว้างให้สถาบันการเงินต่างประเทศเข้ามาเป็นผู้ค้าตราสารได้ เพื่อเป็นการเพิ่มสภาพคล่องให้ตลาดตราสารมากขึ้น



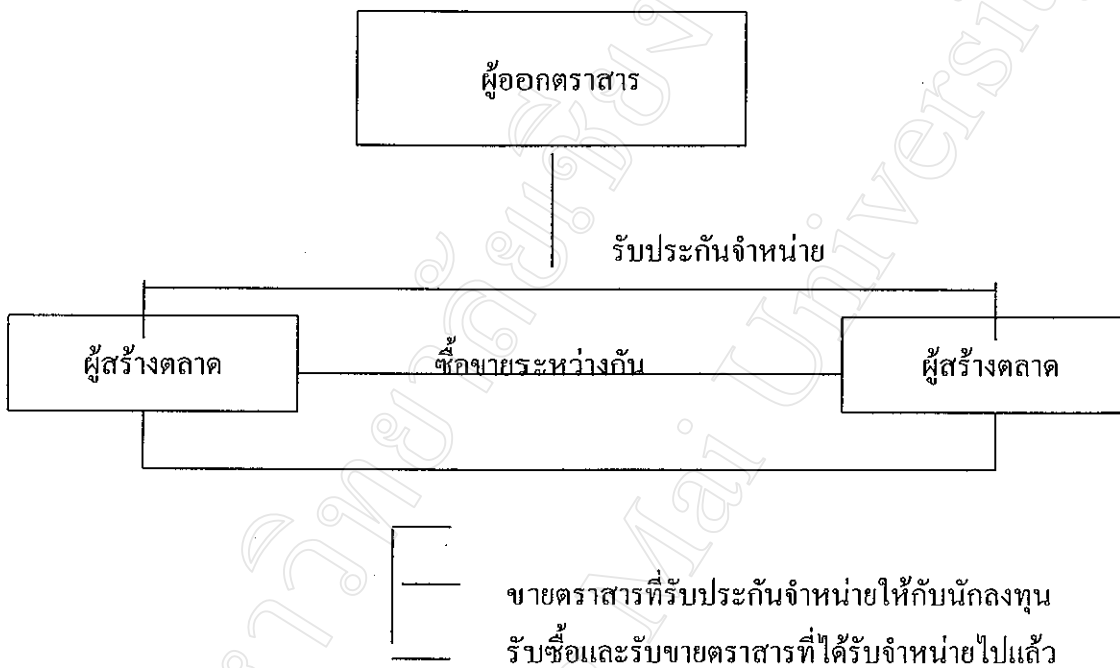


แผนภาพที่ 6.2 ตลาดของผู้ค้าตราสาร



แผนภาพที่ 6.3

บทบาทของผู้สร้างตลาด(Market Maker)  
ในตลาดแรกและตลาดรองของตราสารหนี้



### 6.3.4 การพัฒนากลไก Open Market Operations

โดยหลักการแล้ว กลไก Open Market Operations นั้น ก็คือการที่ธนาคารกลางกระทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ (เช่น พันธบัตรรัฐบาล) กับสถาบันการเงิน โดยผ่านคู่ค้าหลักทรัพย์ หรือ primary dealers ที่ทางการแต่งตั้งขึ้น ทั้งนี้โดยมุ่งหวังว่าการซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าว จะส่งผลกระทบต่อภาวะสภาพคล่องของสถาบันการเงิน และส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยในระบบการเงิน ตลอดจนกิจกรรมทางเศรษฐกิจของประเทศต่อไป

ทั้งนี้ทางการอาจจะใช้กลไก Open Market Operations เพื่อที่จะปรับภาวะสภาพคล่องของระบบให้มีเสถียรภาพมากขึ้น ยกตัวอย่างเช่น หากมีปริมาณเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศเข้ามาเป็นจำนวนมากกว่าที่สถาบันการเงินในประเทศคาดการณ์ไว้ สถาบันการเงินดังกล่าวก็จะประสบกับภาวะสภาพคล่องส่วนเกิน (excess liquidity) ซึ่งโดยปกติแล้ว ภาวะสภาพคล่องส่วนเกินจะทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร (interbank rate) ลดต่ำลง โดยหากสถาบันการเงินในระบบยังคงมีภาวะสภาพคล่องส่วนเกินอย่างต่อเนื่องเป็นเวลานานติดต่อกันแล้ว ในที่สุดสถาบันการเงินก็อาจจะต้องพิจารณาปรับลดอัตราดอกเบี้ยฝากของตนลง และตามด้วยการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมลงในเวลาถัดมา

แต่หากทางการพิจารณาเห็นว่า ในขณะนั้น ระบบเศรษฐกิจของประเทศกำลังขยายตัวอยู่ และมีความเสี่ยงในเรื่องของภาวะเงินเฟ้อค่อนข้างมาก ทางการก็อาจจะไม่ต้องการให้มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวของสถาบันการเงินเกิดขึ้น ซึ่งแต่เดิมทางการจะมีทางเลือกในการดำเนินนโยบายการเงินก็คือ ประกาศให้สถาบันการเงินเปลี่ยนแปลงการทำสำรองรายปี (เช่น การให้ทำสำรองร้อยละ 7 สำหรับเงินฝากบัญชี Non-Resident Baht ดังที่กล่าวไปแล้วในข้างต้น) หรือการขอร้อง (Moral Suasion) ให้สถาบันการเงินถือสภาพคล่องส่วนเกินและพยายามทรงอัตราดอกเบี้ยที่คิดจากประชาชนไว้หรือระมัดระวังในการปรับลดอัตราดอกเบี้ย ซึ่งทางการได้ใช้วิธีการดังกล่าวในช่วงปีค.ศ. 1995 จนถึงต้นปี ค.ศ. 1996

แต่หากทางการเลือกใช้กลไก Open Market Operations ในการปรับภาวะสภาพคล่องแล้ว ทางการจะต้องทำการขายหลักทรัพย์ เช่น พันธบัตรรัฐบาล ให้แก่สถาบันเอกชน โดยเสนอราคาที่ต่ำ (หรือ yield ที่สูง) พอจนเป็นที่น่าพอใจ ทั้งนี้การขายพันธบัตรดังกล่าวจะเท่ากับเป็นการดึงสภาพคล่องส่วนที่เกินของสถาบันการเงินออกจากระบบ และช่วยให้อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารไม่จำเป็นต้องปรับลดลงไปมากเกินไป ซึ่งจะเป็นการช่วยพยุงรักษาระดับอัตราดอกเบี้ยของสถาบันการเงินที่เสนอต่อประชาชนโดยทั่วไปไว้ได้

ในทางตรงข้าม ในภาวะที่ระบบการเงินประสบกับการตึงตัวอย่างเฉียบพลัน เช่น จากการถอนเงินออกของนักลงทุนชาวต่างประเทศ โดยทั่วไปแล้วสถาบันการเงินจะเผชิญกับปัญหาการขาดแคลนสภาพคล่องหรือภาวะเงินตึงตัว ซึ่งจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารปรับสูงขึ้นไปอย่างรวดเร็ว (เช่น ในกรณีวิกฤติการณ์ Mexico ในเดือน มกราคม ค.ศ.1995 กรณีการถอนเงินจาก BBC ในเดือนพฤษภาคม ค.ศ. 1996 และกรณีข่าวลือลดค่าเงินบาทในเดือนกรกฎาคม ค.ศ. 1996/ พฤษภาคม ค.ศ 1997 ) ทางการอาจจะมีทางเลือก เช่น อัดฉีดสภาพคล่องผ่านตลาดรับซื้อคืนพันธบัตร หรือ repurchase market หรือให้กู้ผ่าน loan window

แต่ในกรณีของการทำ Open Market Operations นั้น ทางการจะเข้าซื้อหลักทรัพย์ เช่น พันธบัตรรัฐบาล จากสถาบันการเงิน โดยการให้ราคาที่สูง (หรือให้ yield ที่ต่ำ) ซึ่งการซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าวจะเท่ากับเป็นการอัดฉีดสภาพคล่องใหม่เข้าไปสู่ระบบการเงิน ซึ่งจะเป็นการช่วยพยุงรักษาอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคาร มิให้ต้องขยับขึ้นไปในระดับที่สูงเกินไปนัก (ศูนย์วิจัยกสิกรไทย, 1996)

กลไก Open Market Operations กับวิธีการแทรกแซงเดิมของทางการ

จะสังเกตได้ว่ากลไก Open Market Operations นั้น เป็นกลไกที่ทางการสามารถกระทำทั้งสองด้าน (two-ways transactions) กับสถาบันการเงินเอกชน ทั้งในการขายหลักทรัพย์ (ซึ่งจะเป็นการดูดซับสภาพคล่อง) และการซื้อหลักทรัพย์ (ซึ่งจะเป็นการอัดฉีดสภาพคล่อง) ในขณะที่การขายพันธบัตรของธนาคารแห่งประเทศไทยเพื่อดูดซับสภาพคล่องที่ผ่านมาในปี ค.ศ. 1995-1996 นั้น เป็นธุรกรรมเพียงขาเดียว และเป็นธุรกรรมมีกำหนดเพดานวงเงินไว้ตั้งแต่ต้นแล้ว

นอกจากนี้เป็นที่น่าสังเกตว่าการทำ Open Market Operations นั้น เป็นการที่ทางการเข้าเป็นเกี่ยวข้องโดยตรง (active participation) ในตลาดเงิน ในขณะที่การแทรกแซงของทางการผ่านตลาด repurchase ที่เกิดขึ้นก่อนหน้านั้น อาจจะเป็นการที่ทางการเข้ามา “สวมรอย” สถาบันการเงินเอกชนมากกว่า ทั้งนี้เพราะในตลาด repurchase นั้น บทบาทของทางการควรจะเป็นเพียงผู้จับคู่ หรือ match maker ให้แก่สถาบันการเงินตั้งแต่สองแห่งขึ้นไป โดยที่ทางการจะช่วยให้สถาบันการเงินที่มีสภาพคล่องส่วนเกินสามารถตกลงกับสถาบันการเงินที่ขาดแคลนภาวะคล่องได้ แต่บ่อยครั้งเมื่อสถาบันการเงินในระบบต่างขาดแคลนสภาพคล่องอย่างถาวรแล้ว ทางการก็เข้าไปอัดฉีดสภาพคล่องผ่านตลาดนี้เสียเอง (ซึ่งเป็นผลดีต่อระบบ)

ดังนั้น อาจจะสามารถกล่าวได้ว่าการแทรกแซงของทางการผ่านกลไก Open Market Operations นั้น มีความชัดเจนมากกว่าการแทรกแซงเดิม ๆ ที่ทางการปฏิบัติก่อนหน้านี้ กล่าวคือ

ในกลไก Open Market Operations นั้น ทางความสามารถที่จะกระทำธุรกิจธุรกรรมได้ทั้งสองทิศทาง (ซื้อและขาย) กับสถาบันการเงินเอกชน ในขณะที่การประมูลพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทยที่ทำอยู่ก่อนหน้านี้ เป็นธุรกรรมเพียงขาเดียวของทางการที่วงเงินถูกจำกัดไว้ล่วงหน้าแล้ว

ในกลไก Open Market Operations นั้น ทางการเข้าไปแทรกแซงตลาดเงินอย่างเปิดเผยและชัดเจนในฐานะผู้เล่น (player) รายสำคัญของตลาดเงิน ในขณะที่ในตลาด repurchase นั้น ธุรกรรมที่เกิดขึ้นจะไม่สามารถทราบถึงสถาบันที่ทำการธุรกรรมด้วย (anonymous transactions) ซึ่งทำให้ทางการเข้าไปแทรกแซงตลาดดังกล่าวได้ แม้ว่าโค่นหลักการแล้วทางการควรจะทำหน้าที่เป็นเพียง match maker เท่านั้น

นอกจากความชัดเจนดังกล่าว การแทรกแซงตลาดเงินโค่นผ่านกลไก Open Market Operations ยังมีข้อดีดังต่อไปนี้ คือ ในการแทรกแซงตลาดเงินโดยวิธี Open Market Operations ทางความสามารถที่จะกำหนดเป้าหมายของการแทรกแซง (operating targets) ไว้ได้อย่างชัดเจน ทั้งนี้เป้าหมายดังกล่าวอาจจะเป็นระดับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร (interbank rate) ที่ทางการเห็นว่ามีความเหมาะสมหรืออาจจะเป็นอัตราการขยายตัวของปริมาณเงิน (money supply growth) หรือระดับฐานของเงิน (money base) ของระบบ ฯลฯ

โดยหากทางการประกาศเป้าหมายในการเข้าไปแทรกแซงไว้ล่วงหน้าอย่างชัดเจนแล้ว การบริหารเงินของสถาบันการเงินภาคเอกชนก็อาจจะมีความสะดวกขึ้น ทั้งนี้เพราะสถาบันการเงินเอกชนจะแน่ใจว่า ทางการจะไปแทรกแซงเพื่อรักษาให้สถานการณ์ในตลาดเงินอยู่ในภาวะที่ใกล้เคียงเป้าหมายที่ทางการกำหนดไว้

ยกตัวอย่างเช่น หากทางการกำหนดเป้าหมายว่าต้องการให้อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารอยู่ช่วงร้อยละ 9.00-11.00 และหากทางการสามารถเข้าไปแทรกแซงตลาดเงินโดยกลไก Open Market Operations อย่างสม่ำเสมอแล้ว สถาบันการเงินจะมีความมั่นใจว่าภาวะตลาดเงินจะมีเสถียรภาพ โดยที่อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคารคงจะอยู่ในช่วงที่ใกล้เคียงกับเป้าหมายที่ทางการกำหนดไว้ ซึ่งจะทำให้สถาบันการเงินสามารถวางแผนในการดำเนินการของตนล่วงหน้าได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยไม่ต้องกังวลกับความผันผวนทางการเงินมากนัก ทั้งนี้เสถียรภาพในตลาดเงินดังกล่าวจะส่งผลต่อเนื่องให้อัตราดอกเบี้ยของระบบ ตลอดจนระบบการเงินโดยรวม มีเสถียรภาพมากขึ้นตามไปด้วย

เงื่อนไขสำคัญของกลไก Open Market Operations

แต่อย่างไรก็ตาม ในการใช้กลไก Open Market Operations นั้น มีเงื่อนไขสำคัญบาง

ประการ ที่ฝ่ายต่างๆ ที่เกี่ยวข้องต้องตระหนัก ดังต่อไปนี้

สำหรับทางการนั้น ในการที่จะเข้าไปแทรกแซงโดยกลไกดังกล่าว จำเป็นอย่างยิ่งที่ทางการ ควรจะต้องมีเป้าหมายของการแทรกแซง (operating targets) ไว้อย่างชัดเจนตั้งแต่ต้น ทั้งนี้เพื่อให้ ให้อาณัติการเงินเอกชนเห็นว่าทางการนั้น มีความแน่นอนและคงเส้นคงวา (consistency) ในการ ดำเนินนโยบายการเงินของประเทศ (policy credibility) ขึ้นมาได้หากปราศจากซึ่งความชัดเจนและ ความคงเส้นคงวาในการปฏิบัติการ และเป้าหมายของการดำเนินนโยบายแล้ว ก็คงจะเป็นสิ่งที่ยากที่ ตลาดเงินภาคเอกชน จะสามารถประเมินได้ว่าการแทรกแซงของทางการนั้น มีความน่าเชื่อถือได้ มากน้อยเพียงใด

ประการที่สอง เป็นที่ทราบกันดีว่าการแทรกแซงในกลไกตลาดของรัฐนั้น จะก่อให้เกิดการ โอนย้ายทรัพยากร (transfer of resources) เสมอ โดยเฉพาะระหว่างภาครัฐบาลและภาคเอกชน ด้วย เหตุนี้ ทางการจะต้องตระหนักว่าในการเข้าแทรกแซงนั้น ทางการจะต้องมีความพร้อมในด้านของ ทรัพยากรของรัฐบาล (resources) ซึ่งหากทางการเผชิญข้อจำกัดในเรื่องของงบประมาณหรือการใช้ ทรัพยากรของรัฐแล้ว ประสิทธิภาพของการแทรกแซงของทางการก็จะพลอยลดน้อยลงไปด้วย เช่น ถ้าหากทางการมีข้อจำกัดหรือต้องกังวลถึงภาระดอกเบี้ยที่ทางการจะต้องจ่ายให้แก่สถาบันการเงิน เอกชนในการเข้าไปซื้อหลักทรัพย์ผ่านกลไก Open Market Operations ทางการก็อาจจะไม่สามารถ ควบคุมสภาพคล่องได้เต็มที่

ส่วนในด้านของสถาบันการเงินนั้น จะต้องตระหนักว่าตนเองก็เป็นส่วนสำคัญส่วนหนึ่ง ใน การที่ทางการจะสามารถบรรลุเป้าหมายของนโยบายที่ตั้งไว้ ทั้งนี้เพราะธุรกรรมที่ผ่านกลไก Open Market Operations จะต้องมีทั้งผู้ซื้อและผู้ขายหลักทรัพย์ด้วยเหตุนี้ ธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงิน ต่าง ๆ อาจจะต้องปรับระบบการบริหารสภาพคล่องของตน โดยเฉพาะอย่างยิ่งอาจจะต้องจัดทำ portfolio ของพันธบัตรรัฐบาล พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ หรือพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย เพื่อให้ ใช้ในตลาด Open Market Operations ทั้งนี้เพราะหากปราศจากซึ่ง port ของหลักทรัพย์ดังกล่าวที่เพียงพอแล้ว คงจะเป็นการยากที่สถาบันการเงินจะสามารถปรับฐานะสภาพคล่องของตน โดยอาศัยกลไก Open Market Operations ของทางการได้

อนึ่ง การที่หลักทรัพย์ประเภท eligible securities เช่น พันธบัตรรัฐบาล พันธบัตรธนาคาร แห่งประเทศไทย พันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นนายทะเบียน สามารถใช้ในการ ทำสำรองรายปีของสถาบันการเงินได้นั้น อาจส่งผลให้ปริมาณพันธบัตรที่มีเหลืออยู่ใน มือของสถาบันการเงิน ที่พร้อมจะนำไปใช้ในกลไก Open Market Operations มีอยู่อย่างจำกัด ซึ่ง ปัญหานี้เป็นปัญหาเดียวกันกับที่เกิดขึ้นในตลาด repurchase agreements ดังที่กล่าวไปแล้วในข้างต้น กล่าวคือ การที่หลักทรัพย์ที่สามารถใช้ในการ ซื้อขายในกลไก Open Market Operations มีอยู่น้อย

นั้น ทำให้ความพยายามของทางการในการจะใช้กลไกดังกล่าวอาจจะประสบปัญหาความจำกัดของปริมาณหลักทรัพย์ดังกล่าว

โดยสรุปแล้ว การที่ธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศรับสมัครผู้ค้า (primary dealers) สำหรับการทำ Open Market Operations หรือการซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างธนาคารกับสถาบันการเงินเอกชน นั้น นับได้ว่าเป็นการพัฒนาช่องทางในการดำเนินนโยบายการเงินที่สำคัญอีกช่องทางหนึ่งของทางการ นอกเหนือไปจากช่องทางที่มีอยู่แล้ว เช่น การแทรกแซงผ่านตลาด repurchase หรือ การให้ loan window facilities

อย่างไรก็ตาม ในการแทรกแซงตลาดเงินผ่านกลไก Open Market Operations นั้น ทั้งทางการและสถาบันการเงินภาคเอกชนจะต้องมีความพร้อม โดยเฉพาะในเรื่องของทรัพยากร และการถือ portfolio ของหลักทรัพย์ที่จะสามารถใช้ในการซื้อขายได้ (eligible securities) กล่าวคือ ทางการจะต้องเข้าใจว่าในการเป็น active participant นั้น มีต้นทุนที่จะต้องจ่าย และในส่วนของสถาบันการเงินเอง ก็จะต้องเตรียมถือ port ของหลักทรัพย์ดังกล่าวไว้อย่างเพียงพอ เพื่อที่จะสามารถใช้ประโยชน์จากกลไก Open Market Operations ได้เต็มที่ ด้วยเหตุนี้ทางการควรที่จะต้องเร่งแก้ไขปัญหาคือว่าหลักทรัพย์ที่สามารถใช้ในการซื้อขายในกลไกดังกล่าว (eligible securities) อาจจะมีปริมาณค่อนข้างจำกัด อันเป็นผลจากการที่ถูกใช้ในการทำสำรองรายปี

นอกจากนี้ ทางการอาจจะต้องจัดตั้งเป้าหมายในการดำเนินการหรือ Operating Targets ของการแทรกแซงผ่านกลไก Open Market Operations ดังกล่าวซึ่งอาจจะมีลักษณะคล้าย ๆ กับการที่ที่ประชุม Federal Open Market Committee (FOMC) ประกาศเป้าหมายของอัตราดอกเบี้ย federal funds rate ทั้งนี้เป้าหมายของอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวนับว่าเป็น indication ที่สำคัญยิ่งของการดำเนินนโยบายการเงินของทางการสหรัฐฯ ที่ถูกติดตามจากทั้งตลาดเงินและตลาดทุนแทบทุกแห่งทั่วโลก

ประการสุดท้าย ทางการควรที่จะตระหนักว่าในการเป็น active participant นั้น เป้าหมายในการดำเนินการที่ชัดเจนและความน่าเชื่อถือเป็นสิ่งสำคัญ ทั้งนี้ความน่าเชื่อถือของทางการในการดำเนินนโยบายการเงิน (policy credibility) จะเกิดขึ้นเมื่อทางการสามารถแทรกแซงตลาดเงินได้อย่างสม่ำเสมอ จนทำให้ได้ผลที่ใกล้เคียงกับเป้าหมายที่ตั้งไว้ตั้งแต่แรกนั้น

#### 6.4 ความเป็นมาของการจัดตั้ง(สถาบันจัดอันดับเครดิต) CRA ในประเทศไทย

ความคิดที่จะจัดตั้ง CRA ขึ้นในประเทศไทยนั้น เริ่มขึ้นในปี ค.ศ. 1990 เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยได้รับเงินช่วยเหลือจากธนาคารเพื่อการพัฒนาแห่งเอเชีย (ADB) มาทำการศึกษาความเป็นไปได้ของการจัดตั้ง CRA ในประเทศไทย ซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยได้ติดต่อให้ Standard &

Poor's มาเป็นผู้ทำการศึกษาให้ ผลการศึกษาของ S&P เสร็จเรียบร้อยในปี ค.ศ. 1991 โดยมีข้อสรุปว่าการจัดตั้ง CRA ภายในสถานการณ์ขณะนี้กำลังทำการศึกษาอยู่นั้นอาจจะเร็วเกินไป ทั้งนี้เพราะตราสารหนี้ยังไม่เป็นที่ยอมรับกันมากนัก รวมทั้งทางการอาจจะต้องปรับปรุงแก้ไขกฎระเบียบ และข้อกำหนดทางภาษีให้มีความเหมาะสมมากยิ่งขึ้น เพื่อเป็นการเอื้ออำนวยต่อการออกตราสารหนี้ในอนาคต อันใกล้นี้

อย่างไรก็ตามในปี ค.ศ. 1991 เกิดการเปลี่ยนแปลงในทางการเมือง และได้มีการผลักดันให้ พรบ.หลักทรัพย์ออกมามีบังคับใช้ พรบ.ฉบับนี้ได้เปิดโอกาสให้มีการออกตราสารหนี้ได้ง่ายและสะดวกยิ่งขึ้นกว่าเดิมทำให้คาดว่าจะมีการออกตราสารหนี้กันมากขึ้นกว่าเดิมทำให้คาดว่าจะมีการออกตราสารหนี้กันมากขึ้นธนาคารแห่งประเทศไทย ในฐานะที่ดูแลในเรื่องนี้มาตั้งแต่ต้น เห็นเป็นโอกาสอันดีที่จะผลักดันให้ CRA เกิดขึ้นในประเทศไทย จึงได้เชิญองค์กรต่าง ๆ ที่คาดว่าจะสนใจเข้าร่วมทุนใน CRA ที่จะจัดตั้งขึ้นมาร่วมหารือที่ธนาคารแห่งประเทศไทย โดยผู้ถือหุ้นต่าง ๆ ได้มอบหมายให้บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทยเป็นผู้ประสานงานในการจัดตั้ง จนกระทั่งได้ตั้งเป็นบริษัทไทยเรตติ้ง แอนด์ อินฟอรมะชั่นเซอร์วิส จำกัด (TRIS) ในเดือนเมษายน ค.ศ. 1993

นอกจาก CRA กลุ่มที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้ริเริ่มแล้ว ก่อนหน้านี้ก็ได้มี บริษัท ธาราสยาม จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทที่ให้บริการทางด้านข้อมูล ได้ร่วมกับสมาคมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์จัดตั้ง CRA ขึ้น แต่ต่อมาสมาคม นักวิเคราะห์ฯ ได้ถอนตัวจากการร่วมทุน CRA ของกลุ่มนี้จึงต้องหาผู้ร่วมทุนใหม่ซึ่งต่อมาทราบว่า International Bank Credit Analysis (IBCA) ซึ่งเป็น CRA ของอังกฤษ และเน้นเฉพาะการวิเคราะห์ด้านสถาบันการเงินเป็นหลักเข้าร่วมทุนด้วย

เมื่อ CRA ทั้ง 2 รายดำเนินการจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทกับกระทรวงพาณิชย์แล้วจะต้องได้รับการเห็นชอบจากกต.ก่อน ซึ่งกต.จะพิจารณาความเหมาะสมของ CRA ในด้านต่าง ๆ ทั้งในแง่โครงสร้างผู้ถือหุ้น ผู้บริหารและผู้ให้ know-how ในอนาคตเมื่อ CRA รายใดรายหนึ่งหรือทั้งสองรายได้รับความเห็นชอบให้ทำธุรกิจ Credit Rating จาก กต. แล้วก็จะสามารถให้ Rating ตราสารหนี้ได้(ฉฐพล, 2536)

### ขั้นตอนในการจัดอันดับตราสารหนี้

การจัดอันดับตราสารหนี้ นั้น CRA แต่ละแห่งจะมีขั้นตอนในการจัดอันดับคล้ายคลึงกัน กล่าวคือ ผู้ออกตราสารหรือตัวแทน เช่น Underwriter ติดต่อสอบถามความจำเป็นที่จะขอให้ CRA จัดอันดับตราสารหนี้ให้ หลังจากนั้น CRA จะนำฟอร์มมาให้กรอก เพื่อให้ผู้ขอแสดงความจำเป็นอย่างเป็นทางการ หลังจากนั้น จะกำหนดทีมที่จะทำการวิเคราะห์ต่อไปในกรณีของบริษัทที่จัดตั้ง



มานานแล้ว มักจะมีทีมเชี่ยวชาญในอุตสาหกรรมแต่ละด้านไป แต่ถ้าเป็นบริษัทจัดอันดับที่ตั้งใหม่ อาจจะยังไม่มีทีมงานที่เชี่ยวชาญด้านใดด้านหนึ่ง โดยเฉพาะ

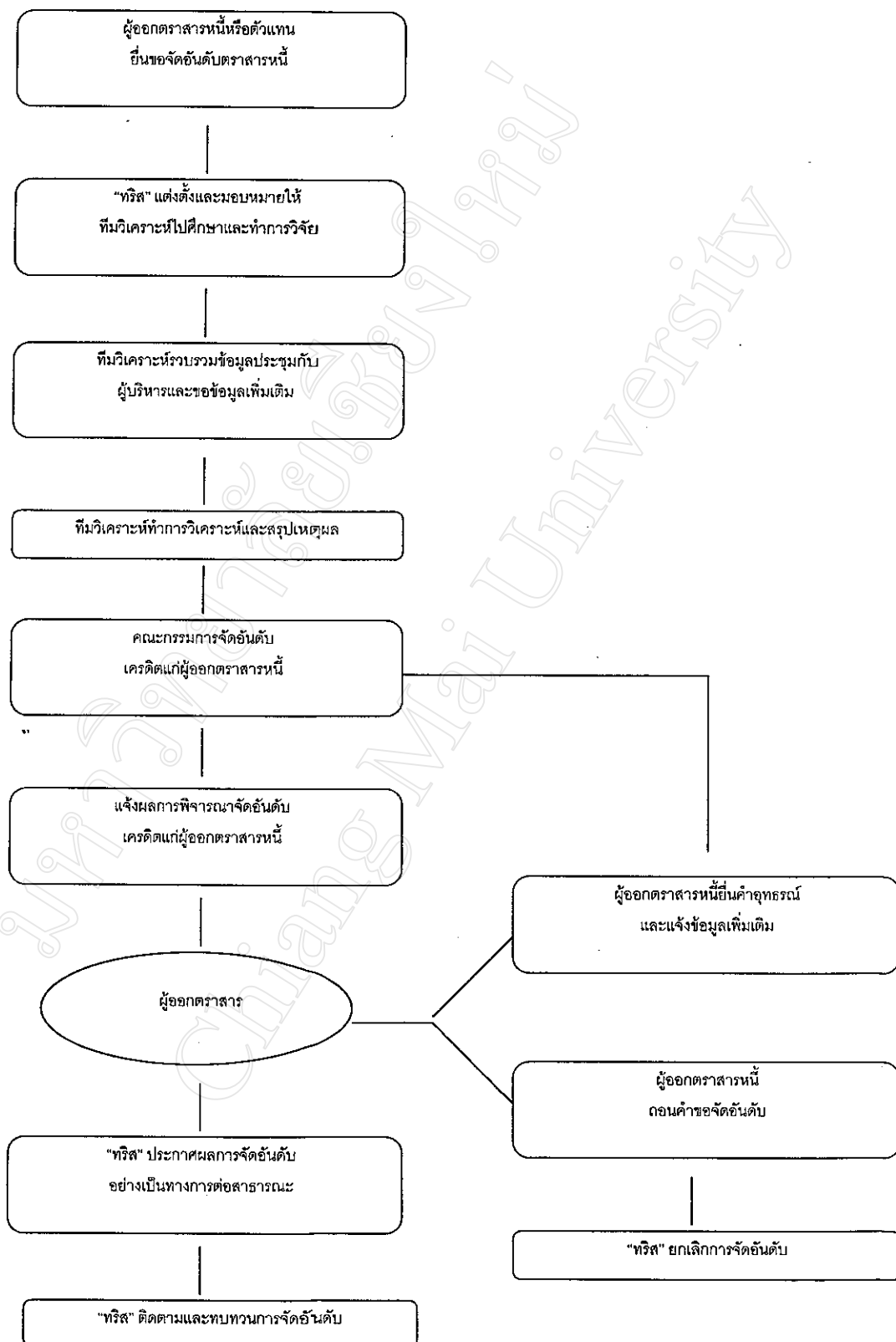
การวิเคราะห์ของ CRA โดยทั่วไปไม่ได้แตกต่างจากการวิเคราะห์สินเชื่อของสถาบันการเงินต่าง ๆ หรือการวิเคราะห์หลักทรัพย์ของ Investment Banker กล่าวคือ เริ่มต้นจากการรวบรวมข้อมูลของตนเองอยู่แล้ว หลังจากนั้นก็จะเริ่มตรวจสอบข้อมูลที่ได้รับจากลูกค้า โดยเฉพาะข้อมูลทางการเงิน ทั้งในอดีตและการคาดคะเนในอนาคต ซึ่งก็แน่นอนว่าบริษัทจัดอันดับมักจะไม่น่าเชื่อถือการคาดคะเนของ ผู้ขอเอาไว้อ่อน และตั้งข้อสังเกตในประเด็นที่น่าสงสัย เพื่อสอบถามจากผู้ออกตราสารในโอกาสต่อไป

หลังจากนั้นทีมวิเคราะห์จะนัดพบกับผู้ออกตราสาร เพื่อสอบถามในประเด็นต่าง ๆ ที่สงสัยอยู่หรือในบางกรณีอาจจำเป็นต้องดูโรงงาน เพื่อประกอบการวิเคราะห์ด้วย เมื่อทีมวิเคราะห์ได้ข้อมูลต่าง ๆ เรียบร้อยแล้ว จึงเริ่มทำการวิเคราะห์ในขั้นสุดท้ายเพื่อเสนอต่อคณะกรรมการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Rating Committee) พิจารณาอันดับความน่าเชื่อถือที่เหมาะสมสำหรับผู้ขอรายนั้นต่อไป

คณะกรรมการจัดอันดับความน่าเชื่อถือตามปกติจะประกอบด้วยกรรมการประมาณ 4-5 คน นับตั้งแต่กรรมการผู้จัดการ ผู้จัดการฝ่ายวิเคราะห์ (Rating Manager) หัวหน้าทีมวิเคราะห์และผู้เชี่ยวชาญในอุตสาหกรรมนั้นอีก 1 หรือ 2 คน บริษัทที่มีชื่อเสียงแล้ว เช่น Standard & Poor's และ Moody's ผู้เชี่ยวชาญมักจะเป็นคนของแต่ละบริษัทเองแต่ในกรณีของบริษัทจัดอันดับที่ตั้งขึ้นใหม่ในประเทศไทยนักวิเคราะห์ส่วนใหญ่ยังไม่มีประสบการณ์มากพอถึงขั้นผู้เชี่ยวชาญ ด้วยเหตุนี้กรรมการที่เป็นผู้เชี่ยวชาญในแต่ละอุตสาหกรรมจึงอาศัยผู้เชี่ยวชาญภายนอกมาร่วมให้ความคิดเห็นด้วย เมื่ออภิปรายและตกลงในอันดับที่จะให้ได้จึงจะแจ้งให้ลูกค้าทราบเป็นอันดับต่อไป

ผู้ออกตราสารเมื่อได้รับทราบผลการจัดอันดับแล้ว ถ้าหากไม่พอใจในอันดับที่ได้ไปก็อาจจะขอให้พิจารณาใหม่ โดยเสนอข้อมูลประกอบการพิจารณาเพิ่มเติม คณะกรรมการจัดอันดับเมื่ออภิปรายแล้วอาจจะยืนยันในอันดับที่ให้ไปแล้วหรือ อาจจะเลื่อนอันดับให้สูงขึ้นถ้าหากเห็นว่าข้อมูลที่ให้เพิ่มเติมมานั้นมีเหตุผลและน่าเชื่อถือ แต่ถ้าลูกค้าพอใจในอันดับที่ได้แล้วจึงดำเนินการแจ้งผลการจัดอันดับแก่ลูกค้าอย่างเป็นทางการ ตลอดจนเผยแพร่ผลการจัดอันดับผ่านวารสารรายเดือนหรือรายไตรมาสต่อไป (Vuthiphong, 1997)

แผนภาพที่ 6.4 ขั้นตอนการจัดอันดับตราสารหนี้ของ TRIS



ในกรณีที่ตราสารอายุยาวกว่า 1 ปี บริษัทจัดอันดับจำเป็นต้องติดตามและตรวจสอบความเคลื่อนไหวของผู้ออกตราสารอยู่เป็นระยะ ๆ ถ้ามีการเปลี่ยนแปลงขั้นพื้นฐานซึ่งอาจมีผลต่อความสามารถในการชำระหนี้ของผู้ออกตราสารในอนาคต บริษัทจัดอันดับจำเป็นต้องเปลี่ยนแปลงอันดับที่ให้เสียใหม่เพื่อให้สอดคล้องกับสภาพการณ์ของผู้ออกตราสารหนี้ที่เปลี่ยนแปลงไป (รายละเอียดขั้นตอนการจัดอันดับตราสารหนี้ตามรูปในแผนภาพที่ 6.4 )

การวิเคราะห์เพื่อจัดอันดับตราสารหนี้

โดยทั่วไปการวิเคราะห์เพื่อจัดอันดับความน่าเชื่อถือตราสารหนี้ในแง่มุมต่าง ๆ นั้นมักจะเน้นในประเด็นหลัก ๆ อยู่ 3 ประการคือ

- 1) โอกาสหรือความน่าจะเป็นในการผิดนัดชำระหนี้ ซึ่งหมายถึงความสามารถและความเต็มใจของผู้ออกตราสารที่จะชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยตามกำหนด
- 2) คุณสมบัติต่าง ๆ ของข้อบังคับหรือเงื่อนไขที่กำหนดไว้ในการออกตราสารหนี้
- 3) การปกป้องแก่นักลงทุนเมื่อเกิดกรณีล้มละลายขึ้น เป็นต้น

การวิเคราะห์ของบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือให้สอดคล้องกับประเด็นหลักข้างต้นจะวิเคราะห์ในรูปแบบของ Deductive Approach เหมือนกับการวิเคราะห์ทั่วไป กล่าวคือ จะวิเคราะห์ลักษณะโดยรวมของอุตสาหกรรมก่อนหลังจากนั้นจึงวิเคราะห์ตัวบริษัท งบการเงินท้ายสุดจึงดูเงื่อนไขในสัญญาการชำระคืนและหนี้อื่นๆ เงินกู้ที่บริษัทผู้ขอรับการจัดอันดับมีอยู่ ซึ่งจะได้กล่าวตามลำดับ เพื่อประโยชน์ในการเตรียมตัวของผู้ออกตราสารที่จะขอรับการจัดอันดับต่อไป

#### 1 การวิเคราะห์ภาพรวมของอุตสาหกรรมและสถานะของกิจการ

ก่อนที่จะเริ่มวิเคราะห์อุตสาหกรรมที่ผู้ขอรับการจัดอันดับประกอบธุรกิจอยู่นั้น จะต้องมีการกำหนดให้ได้เสียก่อนว่าธุรกิจหลักของบริษัท ที่ขอคืออะไร บางบริษัทอาจจะทำธุรกิจมากมายหลายอย่าง แต่ก็น่าจะมีธุรกิจบางอย่างที่เป็นธุรกิจหลักของบริษัท เมื่อกำหนดธุรกิจหลักได้แล้วสิ่งที่จะต้องพิจารณาต่อไปคือสภาพที่เป็นจริงของแต่ละอุตสาหกรรมเป็นอย่างไร

สิ่งแรกที่นักวิเคราะห์จะพิจารณาคือ อุตสาหกรรมที่ผู้ออกตราสารหนี้ทำอยู่นั้นอยู่ในกลุ่มไหนเป็นอุตสาหกรรมที่ผลิตสินค้าทุนสินค้าบริโภคที่ถาวร (Durable Consumer Goods) หรือสินค้าบริโภคที่ไม่ถาวรประเด็นต่อมาคือ อุตสาหกรรมที่กำลังวิเคราะห์นั้นกำลังอยู่ในขั้นตอนไหนของวัฏจักรธุรกิจ เช่น อยู่ในช่วงที่อุตสาหกรรมกำลังขยายตัวหรือถดถอย เป็นต้น

ที่สำคัญอีกประการหนึ่งของการวิเคราะห์อุตสาหกรรมคือ สภาพการแข่งขันในอุตสาหกรรมนั้นเป็นอย่างไร เป็นการแข่งขันในระดับท้องถิ่น ระดับชาติ หรือระหว่างประเทศ เป็นการแข่ง

ขึ้นทางด้านราคาคุณภาพ การจัดจำหน่าย ภาพพจน์หรือแข่งขันกันด้วยปัจจัยอื่น ๆ เป็นอุตสาหกรรมที่ถูกควบคุมหรือไม่ เป็นต้น

ปัจจัยทางด้านแรงงานเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีผลกระทบต่อผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมนั้น เช่นการมีสภาพแรงงานอาจทำให้มีปัญหาด้านแรงงานมากกว่าอุตสาหกรรมที่ไม่มีการรวมตัวเป็นสหภาพแรงงาน ในทำนองเดียวกันการใช้วัตถุดิบในประเทศก็สามารถควบคุมได้ง่ายกว่าการใช้วัตถุดิบที่นำเข้าจากต่างประเทศ

วิวัฒนาการหรือการเปลี่ยนแปลงทางด้านเทคโนโลยีของแต่ละอุตสาหกรรม ก็มีผลต่ออุตสาหกรรมแตกต่างกันด้วย เช่นเดียวกับความมั่นคงของอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันไปในแต่ละอุตสาหกรรมบางอุตสาหกรรมอาจอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงในทางการเมือง บางอุตสาหกรรมอาจจะมีผลอย่างมาก ถ้าหากเกิดเปลี่ยนแปลงทางด้านราคาพลังงาน เป็นต้น

นอกจากนั้นแล้วประสิทธิภาพในการผลิตเป็นอีกประเด็นหนึ่งที่จะต้องวิเคราะห์ เช่น ผู้ขอรับการจัดอันดับสินค้าและบริการในต้นทุนที่ถูกกว่ารายอื่นหรือไม่ เครื่องไม้เครื่องมือทันสมัยกว่าอุตสาหกรรมโดยเฉลี่ยหรือไม่ต้องลงทุนในเครื่องมือหรืออุปกรณ์บางด้านมากกว่าผู้ผลิตรายอื่นเพียงใด เป็นต้น

ในแง่ของการวิเคราะห์ตัวบริษัทเอง โดยทั่วไปมักจะเน้นถึงโครงสร้างของกิจการ โดยเฉพาะทางด้านการผลิตและรายได้ เน้นหนักทางด้านไหนพิเศษ ทีมบริหารของกิจการเป็นอย่างไรที่สำคัญคือความสามารถในการทำกำไรของทีมบริหาร การจัดการทางการเงินรวมถึงการกระจายขอบเขตการทำธุรกิจ

## 2 การวิเคราะห์ทางการเงิน

สำหรับการวิเคราะห์ทางการเงินนั้นคงจะเหมือนการวิเคราะห์ทางด้านนี้ของฝ่ายสินเชื่อหรือวาณิชธนกิจทั่วไป เช่น พิจารณาถึงความสามารถในการทำกำไร โครงสร้างของเงินทุน สภาพคล่องและความยืดหยุ่นทางการเงิน การคุ้มครองทรัพย์สินในกรณีเกิดล้มละลายขึ้น เป็นต้น การวิเคราะห์ในแต่ละด้าน จะใช้อัตราส่วนทางการเงินต่างๆ ประกอบการวิเคราะห์

## 3 เงื่อนไขและข้อกำหนดต่าง ๆ

เรื่องที่ว่าวิเคราะห์ของบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือให้ความสำคัญมากอีกเรื่องหนึ่ง คือ เงื่อนไขและข้อกำหนดต่าง ๆ ในการก่อหนี้ระหว่างผู้ยืมและผู้ให้ยืม ตามปกติมักจะระบุถึงสิทธิและหน้าที่ของแต่ละฝ่าย ซึ่งทั่วไปมักจะกล่าวถึง 3 เรื่องด้วยกัน เช่น กล่าวถึงความต้องการที่จะให้ผู้กู้ยืมรักษาระดับของกำไรสะสม หรือ เงินทุนหมุนเวียนต่อทรัพย์สิน กรณีนี้มักจะเป็นข้อกำหนดเมื่อผู้รับการจัดอันดับมีอันดับความน่าเชื่อถือค่อนข้างต่ำ ในบางกรณีอาจจะมีข้อกำหนดในการก่อหนี้เพิ่ม ซึ่งจะใช้เมื่อผู้ขอ ให้อันดับอยู่ในกลุ่มของ Investment Grade แต่ก่อนไปทางท้าย ๆ เช่น ให้อันดับ BBB

เป็นต้น ส่วนเงื่อนไขและข้อกำหนดประการสุดท้ายเป็นข้อจำกัดในการขายทรัพย์สินและเช่ากลับมาใช้ (Lease back) ในระยะหลัง ผู้ออกตราสารหนี้ที่เสนอขายต่อประชาชน มักจะพยายามแยกทรัพย์สินที่มีสภาพคล่องสูงไว้ต่างหากเพื่อใช้เป็นหลักประกันในการชำระหนี้

การเตรียมตัวเพื่อขอรับการจัดอันดับตราสารหนี้

การขออันดับความน่าเชื่อถือจากบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือจำเป็นหรือไม่ที่จะต้องเตรียมตัว ซึ่งขึ้นอยู่กับว่าผู้ขอสนใจว่าอันดับที่ได้จะดีหรือไม่ ถ้าไม่สนใจการเตรียมตัวอาจจะไม่จำเป็นเท่าใดนัก แต่โดยทั่วไปแล้วการขอรับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือต่างก็หวังว่าจะได้อันดับที่ดีด้วยกันทั้งนั้น อย่างน้อยก็อยู่ในกลุ่มของ Investment Grade หรือ AAA ถึง BBB ถ้าหากได้อันดับที่ต่ำกว่านั้นหรือตกอยู่ในขั้นของ Speculative Grade อาจจะทำให้การออกตราสารหนี้จำหน่ายต่อประชาชนทำได้ลำบากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะตราสารหนี้ระยะสั้นต่ำกว่า 270 วันนั้น ในต่างประเทศจะออกได้เฉพาะ Blue chip Company ที่อยู่ในขั้นของ Investment Grade เท่านั้น สำหรับประเทศไทย ยังไม่มีกฎหมายในเรื่องนี้ที่แน่นอน ซึ่งไม่น่าจะต่างจากธรรมเนียมปฏิบัติในประเทศอื่น ๆ เท่าใดนัก

ผู้ออกตราสารตามปกติต้องมีที่ปรึกษาทางการเงิน หรือ Underwriter เมื่อคิดจะขออันดับความน่าเชื่อถือก็ควรจะหารือกับที่ปรึกษาของตนก่อนที่จะไปติดต่อกับบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือส่วนจะให้สถาบันใดเป็นผู้จัดอันดับให้ นั้นคงต้องพิจารณาว่าบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือแห่งไหนมีความน่าเชื่อถือมากกว่ากัน ในกรณีของประเทศไทยบริษัทจัดอันดับทั้งสองรายต่างยังใหม่ด้วยกันทั้งคู่เพราะฉะนั้นคงต้องพิจารณาปัจจัยอื่นประกอบ เช่น โครงสร้างบริษัท ทีมวิเคราะห์ ตลอดจนแหล่งเทคโนโลยี เป็นต้น

เมื่อเลือกบริษัทที่จะจัดอันดับและติดต่อขอรับการจัดอันดับแล้ว ผู้ออกตราสารและที่ปรึกษาคงที่จะต้องเตรียมข้อมูลให้ทีมวิเคราะห์ด้วย จากขบวนการจัดอันดับความน่าเชื่อถือและการวิเคราะห์ในรายละเอียดที่กล่าวมาข้างต้น คงทำให้พอเข้าใจว่าทีมวิเคราะห์ต้องการและจัดให้ไปเยี่ยมชมงานต่าง ๆ เป็นต้น

ที่กล่าวมานั้นเป็นการเตรียมตัวของผู้ออกตราสารเมื่อตัดสินใจขอรับการจัดอันดับแล้ว แต่ถ้าหากเราต้องการอันดับที่ดีจำเป็นต้อง เตรียมตัวอีกไม่น้อย ซึ่งไม่แตกต่างจากการเตรียม แต่งตัวเข้าตลาดหลักทรัพย์เท่าใดนัก อย่างไรก็ตามการขอรับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือไม่ได้ดูแลเพียงงบการเงินของกิจการเท่านั้น เพราะฉะนั้นการตกแต่งตัวเลขทางบัญชีเพื่อให้ดูดีจึงไม่มีผลอะไรมากนัก โดยเฉพาะการทำ ให้ผลการดำเนินงานสวยงามโดยผู้บริหารหรือที่ปรึกษานั้น มักจะไม่ค่อยได้รับความเชื่อถือ

จากบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถืออยู่แล้ว ดังนั้นผู้ออกตราสารที่ต้องการได้รับอันดับความน่าเชื่อถือที่ดี ควรที่จะปรับปรุงการดำเนินงานจริงไม่ใช่เพียงแค่ปรับปรุงตัวเลขในทางบัญชีเท่านั้น

อย่างไรก็ตามถ้าหากยังไม่มั่นใจว่าอันดับความน่าเชื่อถือของตนจะออกมาดีหรือไม่นั้น ผู้ออกตราสารอาจจะขอให้บริษัทจัดอันดับทดลองจัดอันดับเบื้องต้นก่อนก็ได้ โดยไม่ต้องเผยแพร่ต่อสาธารณะชน จนกระทั่งมั่นใจแล้วว่าจะได้อันดับที่อยู่ในกลุ่มของ Investment Grade แล้วจึงขอให้จัดอันดับอย่างเป็นทางการก็ได้

### บทสรุป

ปี ค.ศ. 1993 ที่ประเทศไทยมีการจัดตั้ง CRA ขึ้น ทำให้ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องต่างๆ จำเป็นต้องมีการปรับตัวกันพอสมควร โดยผู้ที่ออกตราสารจำเป็นจะต้องพิจารณาว่าจะจ่ายค่า Rating ให้ CRA ดี หรือจ่ายค่าค่าประกันให้ธนาคารพาณิชย์ดี สถาบันการเงินอาจจะต้องเปลี่ยนวิธีการทำงานไปบ้างจากที่เคยใช้เจ้าหน้าที่ของธนาคารเองวิเคราะห์ในการให้ลูกค้ากู้ยืม ก็สามารถใช้อินโฟมที่เผยแพร่โดย CRA มาประกอบการพิจารณาได้ ดังนั้นหน่วยงานของรัฐที่ควบคุมสถาบันการเงินต่าง ๆ ในอนาคตควรจะออกระเบียบให้สถาบันการเงินลงทุนได้แต่เฉพาะตราสารหนี้ที่เป็น Investment Grade เท่านั้น

CRA จะประสบความสำเร็จในประเทศไทยเหมือนในประเทศอื่นๆ หรือไม่ ยังไม่เป็นประเด็นที่รอการพิสูจน์ ซึ่งอย่างน้อยการเกิดของ CRA ถือได้ว่าเป็นวิวัฒนาการอีกขั้นหนึ่งของตลาดทุนไทย และคาดว่า CRA จะช่วยให้ตลาดตราสารในประเทศพัฒนาเหมือนประเทศอื่นๆ เพราะการพัฒนาตลาดตราสารยังต้องการปัจจัยเกื้อหนุนอื่นๆ อีกหลายประการ เพียงแต่ CRA เป็นสิ่งหนึ่งที่สะท้อนให้เห็นถึงความตั้งใจของหลายๆ ฝ่ายที่จะพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศไทย