

Steel Corp

THAI NATIONAL ASSEMBLY LIBRARY



3961116494

ก.ม. 15

บรรษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย

จัดพิมพ์เพื่อเป็นอนุสรณ์

ในงานพระราชนิพนธ์เพลง

พจนานุกรมภาษาไทย สุนทรภู่ กุศล

ป.ช.อ. ส.ส.ท.อ. ส.ร.ม.

ณ เมรุหลวงหน้าพลับพลาอิศริยาภรณ์ วัดเทพศิรินทราวาส

ในแฉะวันที่ ๒๕ ธันวาคม พ.ศ. ๒๕๒๖



คำปรารภ

การถึงแก่อนิจกรรมอย่างสงบ ด้วยโรคหัวใจของ ฯพณฯ สมหมาย สุนทรະกุล อดีต ประธานกรรมการบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย เมื่อวันที่ 30 มิถุนายน 2536 ได้นำมาซึ่งความเศร้าสลดใจอย่างยิ่งแก่ผู้บริหารและพนักงานของบริษัท ทั้งนี้ด้วยความผูกพันอันลึกซึ้ง ที่มีต่อท่านและคุณูปการที่ท่านได้สร้างผลงานไว้ให้แก่บริษัท ตลอดระยะเวลาที่ท่านปฏิบัติหน้าที่ในฐานะที่ปรึกษาคณะกรรมการ กรรมการ กรรมการและผู้จัดการทั่วไป และโดยเฉพาะอย่างยิ่งใน ตำแหน่งประธานกรรมการบริษัท

ฯพณฯ สมหมาย สุนทรະกุล เป็นผู้ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการบริษัทยาวนานที่สุด ในจำนวนอดีตประธานกรรมการทั้ง 9 ท่านที่ผ่านมา โดยดำรงตำแหน่งในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2516 - พ.ศ. 2532 ความเจริญก้าวหน้าและกิจการที่พัฒนาขยายตัวของบริษัท จึงนับว่าเป็นผลงานสำคัญของ ท่านอย่างแท้จริงที่ได้นำพาบริษัทฝ่ากระแสคลื่นใหญ่ลมแรงของวิกฤตการณ์ต่างๆ ตลอดระยะเวลากว่า 20 ปี ที่ท่านดำรงตำแหน่งสำคัญต่างๆ ในบริษัท จนกระทั่งบริษัทก้าวมาจนถึงจุดที่นับว่ามันคงและมีบทบาทเป็นที่ยอมรับของสถาบันการเงินทั้งภายในและต่างประเทศเช่นทุกวันนี้

เมื่อต้องสูญเสียบุคคลผู้มีคุณูปการไป สิ่งหนึ่งซึ่งพึงกระทำเพื่อทดแทนคุณความดีที่ท่านได้ ปฏิบัติสืบมาตลอดชั่วอายุขัย ก็คือการประกาศเกียรติคุณของท่านให้ชนรุ่นหลังได้รับรู้และนับถือเป็น แบบอย่าง บริษัทจึงจัดพิมพ์หนังสือเพื่อเป็นอนุสรณ์ในพิธีพระราชทานเพลิงศพ ฯพณฯ สมหมาย สุนทรະกุล โดยมีจุดมุ่งหมายที่จะบันทึกประวัติและผลงานของท่านในส่วนที่เกี่ยวข้องกับบริษัทไว้ให้ เป็นที่ปรากฏ นอกจากนั้น เพื่อเป็นการสืบทอดเจตนารมณ์ของท่าน ที่มุ่งปฏิบัติหน้าที่เพื่อพัฒนาระบบ เศรษฐกิจ การเงิน การคลังของประเทศมาโดยตลอด จึงนำ “ประมวลความรู้เรื่องตราสารหนี้” ซึ่ง ค้นคว้าโดย สำนักวิจัยตลาดทุน บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย มารวบรวมไว้ ณ ที่นี้ บทความทั้งหมดใน “ประมวลความรู้เรื่องตราสารหนี้” ได้ประมวลความรู้ที่เกี่ยวกับสาเหตุและ รูปแบบการเกิดนวัตกรรมของตราสารหนี้ รวมทั้งนำเสนอเทคโนโลยีใหม่ๆ ในการพัฒนาตราสารหนี้ เพื่อประโยชน์ของการพัฒนาเครื่องมือทางการเงินชนิดใหม่ในประเทศไทย ให้ก้าวทันการขยายตัว ของเศรษฐกิจโลกสมตามความมุ่งหมายของ ฯพณฯ สมหมาย สุนทรະกุล

ขออำนาจคุณพระศรีรัตนตรัยและอำนาจคุณงามความดี พร้อมทั้งกุศลผลบุญที่ท่านได้สะสมไว้ เมื่อครั้งยังมีชีวิตอยู่ กอปรกับวิทยาทานอันเกิดจากหนังสือเล่มนี้ จงเป็นพลังหนุนนำให้ดวงวิญญาณ ของท่านประสบความสุขในสัมปรายภพ เทอญ

บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย

ประวัติ

นายสมหมาย สุนทรระกูล ป.จ., ม.ป.ช., ม.ว.ม. เกิดเมื่อวันที่ 15 พฤษภาคม 2461 ณ บ้านสี่พระยาวิลล่า กรุงเทพฯ เป็นบุตรของนายโกศลและนางน้อม สุนทรระกูล สมรสกับคุณหญิงสมศรี (สกุลเดิมเปรมบุตร) มีบุตร ธิดา 4 คน คือ

1. นายบัณฑิต สุนทรระกูล
2. นางศศิณี สุนทรระกูล
3. แพทย์หญิงภัทณี สามเสน
4. นายสมภพ สุนทรระกูล

คุณวุฒิ มัธยมศึกษาโรงเรียนอัสสัมชัญ
ปริญญาโททางเศรษฐศาสตร์ และปริญญาคุณวุฒิบัณฑิตกิตติมศักดิ์ทางเศรษฐศาสตร์
จากมหาวิทยาลัย Keio กรุงโตเกียว
ปริญญาคุณวุฒิบัณฑิตกิตติมศักดิ์ทางเศรษฐศาสตร์ จากมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประวัติการทำงาน

พ.ศ. 2486	นายเวร ส่วนการควบคุมปรวิวรรต ธนาคารแห่งประเทศไทย
พ.ศ. 2488	หัวหน้าหน่วย ส่วนการควบคุมปรวิวรรต
พ.ศ. 2490	รักษาการในตำแหน่งหัวหน้าส่วนการควบคุมปรวิวรรต
พ.ศ. 2491	หัวหน้าส่วนการควบคุมปรวิวรรต
พ.ศ. 2495	หัวหน้าส่วนการค้นคว้า
พ.ศ. 2496	หัวหน้าฝ่ายการคลัง
พ.ศ. 2500	ผู้อำนวยการฝ่ายการธนาคารภายในประเทศ
พ.ศ. 2501 - 2502	รักษาการในตำแหน่งผู้อำนวยการฝ่ายวิชาการ
พ.ศ. 2501 - 2502	ผู้ว่าการ การไฟฟ้าอันฮี
พ.ศ. 2506	ผู้อำนวยการช่วยผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทย
พ.ศ. 2508	ผู้จัดการทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา
พ.ศ. 2510 - 2513	ที่ปรึกษาคณะกรรมการบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย
28 พ.ค. 2513 - 1 ม.ค. 2516	กรรมการบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย
1 ก.ค. 2513 - 31 ต.ค. 2515	ผู้จัดการทั่วไปบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย
1 พ.ย. 2515 - 31 ธ.ค. 2515	กรรมการและผู้จัดการใหญ่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด
8 พ.ย. 2515	กรรมการบริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด
18 ธ.ค. 2515 - 2 ก.ค. 2519	กรรมการบริษัท อุตสาหกรรมทำเครื่องแก้วไทย จำกัด

19	ร.ค. 2515 - 15	ค.ค. 2516	รัฐมนตรีช่วยว่าการกระทรวงการคลัง
12	ก.พ. 2516 - 16	ค.ค. 2516	ประธานกรรมการธนาคารอาคารสงเคราะห์
1	พ.ย. 2516 - 1	มี.ค. 2517	ประธานกรรมการธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร
3	ร.ค. 2516 - 21	ก.ค. 2532	ประธานกรรมการบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย
12	เม.ย. 2517 - 30	พ.ค. 2517	กรรมการบริษัท ระเบิดงกระดาศไทย จำกัด กรรมการบริษัท เหล็กสยาม จำกัด กรรมการบริษัท ผลิตภัณฑ์และวัตถุก่อสร้าง จำกัด กรรมการบริษัท ค้าวัตถุก่อสร้าง จำกัด กรรมการบริษัท สยามพัฒนาที่ดิน จำกัด
30	พ.ค. 2517 - 3	มี.ค. 2518	รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง
14	เม.ย. 2519 - 11	ก.พ. 2523	ประธานกรรมการบริษัท กองทุนรวม จำกัด
1	ก.ย. 2519 - 11	ก.พ. 2523	กรรมการผู้จัดการบริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด
1	ก.ย. 2519 - 11	ก.พ. 2523	รองประธานกรรมการบริษัท ระเบิดงกระดาศไทย จำกัด รองประธานกรรมการบริษัท เหล็กสยาม จำกัด รองประธานกรรมการบริษัท ผลิตภัณฑ์และวัตถุก่อสร้าง จำกัด รองประธานกรรมการบริษัท สยามพัฒนาที่ดิน จำกัด
26	ก.ย. 2520 - 11	ก.พ. 2523	ประธานกรรมการบริษัท จัดการอุตสาหกรรม จำกัด
10	พ.ย. 2520 - 11	ก.พ. 2523	ประธานกรรมการบริษัท นวโลหะไทย จำกัด
5	ก.ค. 2521 - 11	ก.พ. 2523	ประธานกรรมการบริษัท สยามคูโบต้าดีเซล จำกัด
6	ก.ค. 2521 - 11	ก.พ. 2523	กรรมการผู้จัดการบริษัท ค้าสากลซิเมนต์ไทย จำกัด
11	ก.พ. 2523 - 29	ก.พ. 2523	รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง
26	มี.ค. 2523 - 11	มี.ค. 2524	ประธานกรรมการบริษัท กองทุนรวม จำกัด
11	เม.ย. 2523 - 11	มี.ค. 2524	ประธานกรรมการบริษัท สยามเฟอโรอินคัสตรี จำกัด
30	เม.ย. 2523 - 11	มี.ค. 2524	ประธานกรรมการบริษัท จัดการอุตสาหกรรม จำกัด
8	ร.ค. 2523 - 11	มี.ค. 2524	ประธานกรรมการบริษัท ไทยโอเรียนท์ลิสซิ่ง จำกัด
11	มี.ค. 2524 - 6	พ.ค. 2526	รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง
7	พ.ค. 2526 - 11	ส.ค. 2529	รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง

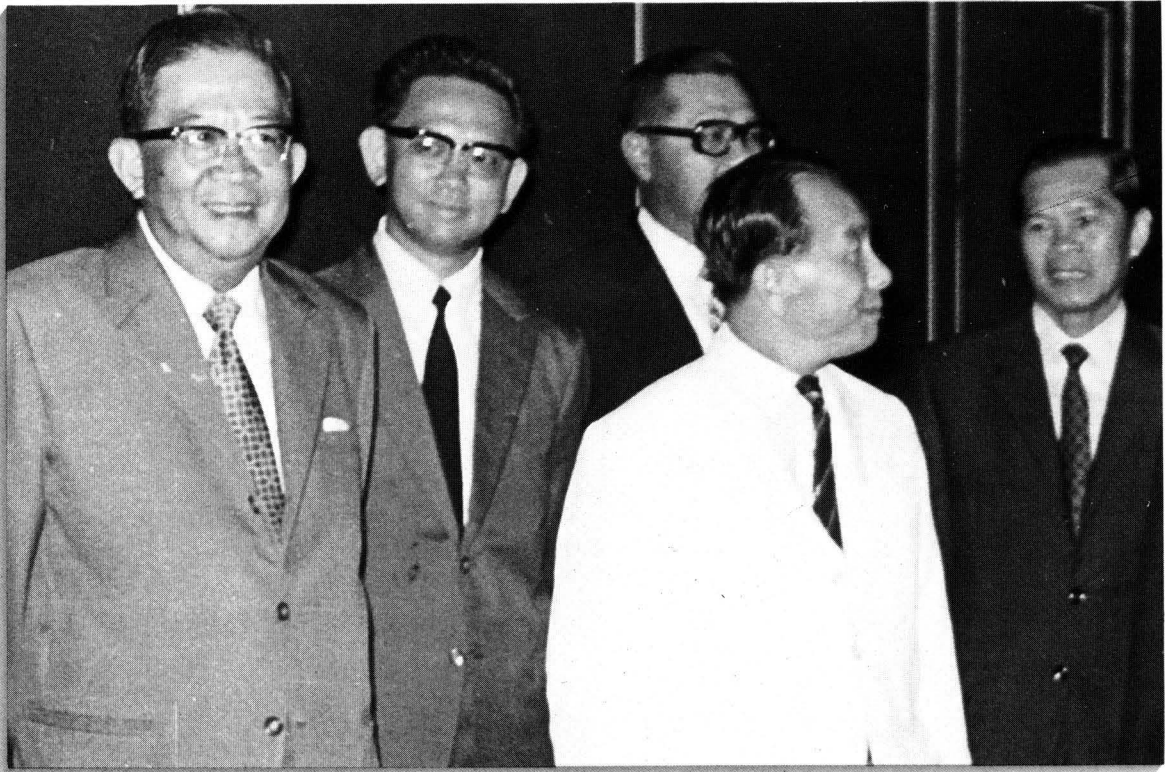
ตำแหน่งงานที่ดำรงอยู่ก่อนถึงแก่อนิจกรรม

1. นายกสมาคมไทย - ญี่ปุ่น
2. กรรมการสำนักงานทรัพย์สินส่วนพระมหากษัตริย์
3. ประธานกรรมการบริษัท นันทวัน จำกัด
4. ประธานกรรมการบริษัท สยามเกตราอินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด

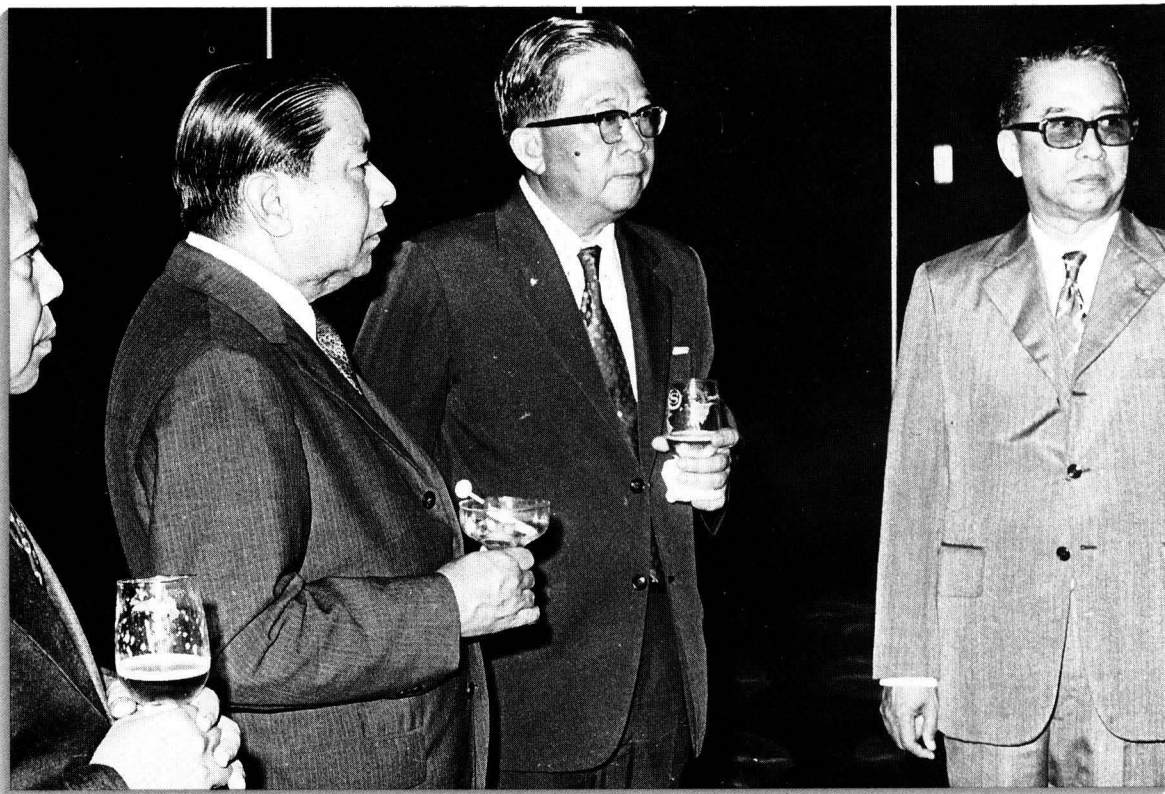
เครื่องราชอิสริยาภรณ์

- พ.ย. 2524 First Class of The Order of The Sacred Treasure ของญี่ปุ่น
ธ.ค. 2524 มหาวชิรมงกุฏ (ม.ว.ม.)
ธ.ค. 2525 มหาปรมาภรณ์ช้างเผือก (ม.ป.ช.)
พ.ค. 2526 ปฐมจุลจอมเกล้า (ป.จ.)

นายสมหมาย ฮุนตระกูล ถึงแก่กรรมด้วยโรคหัวใจขาดเลือด เมื่อวันที่ 30 มิถุนายน 2536 รวมอายุได้ 75 ปี 1 เดือน 6 วัน



ถ่ายภาพร่วมกับประธานกรรมการและกรรมการบริษัท
ขณะดำรงตำแหน่งกรรมการและผู้จัดการทั่วไป เมื่อปี พ.ศ. 2514



สังสรรค์กับผู้บริหารของบริษัท ขณะดำรงตำแหน่งประธานกรรมการ เมื่อปี พ.ศ. 2516

คุณสมหมาย สุนทระกุล กับ บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย

เช้าวันพุธที่ 30 มิถุนายน 2536 ประเทศไทยต้องพบกับการสูญเสียบุคคลครั้งสำคัญที่สุดครั้งหนึ่งในประวัติศาสตร์การเงินการคลังของประเทศ และสำหรับบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทยแล้ว นี่คือการสูญเสียบุคคลผู้มีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดและลึกซึ้งกับบริษัทมาเป็นระยะเวลายาวนานถึงกว่าครึ่งหนึ่งของอายุสถาบัน

ในการจารึกประวัติการดำเนินงานของบริษัทซึ่งก่อตั้งมาตั้งแต่ปี 2502 สิ่งสำคัญประการหนึ่งที่มีอาจจะเว้นจะต้องกล่าวถึงคือ กว่าบริษัทจะพัฒนาก้าวหน้าตราบจนก้าวขึ้นสู่การเป็นสถาบันการเงินชั้นนำของประเทศเช่นในปัจจุบันนั้น “คุณสมหมาย สุนทระกุล” คือผู้ที่ได้สร้างสรรค์คุณประโยชน์นานัปการให้กับบริษัทในฐานะที่ปรึกษาคณะกรรมการระหว่างปี 2510 - 2513 ในฐานะกรรมการในปี 2513 ในฐานะกรรมการและผู้จัดการทั่วไปในปี 2513 - 2515 และในฐานะประธานกรรมการในปี 2516 - 2532 คุณสมหมายเป็นบุคคลเดียวที่ได้ดำรงตำแหน่งสำคัญในคณะกรรมการบริษัทครบทุกตำแหน่ง อีกทั้งตำแหน่งสุดท้ายคือ ประธานกรรมการนั้น คุณสมหมายก็อยู่ในตำแหน่งยาวนานที่สุดถึง 16 ปี ซึ่งกล่าวได้ว่าในทุกช่วงวาระของการดำรงตำแหน่งในคณะกรรมการบริษัท คุณสมหมายเป็นผู้มีบทบาทสำคัญยิ่งในการวางรากฐานที่มั่นคง และนำบริษัทไปสู่จุดมุ่งหมายทั้งในการพัฒนาตนเอง และพัฒนาประเทศไปพร้อมกัน

คุณสมหมายเข้าเริ่มงานกับบริษัทในเดือนพฤศจิกายน 2510 ในตำแหน่งที่ปรึกษาคณะกรรมการ นับเป็นครั้งแรกที่บริษัทมีการแต่งตั้งตำแหน่งดังกล่าว เนื่องจากคณะกรรมการบริษัทได้มีมติเมื่อวันที่ 1 พฤศจิกายน 2510 ให้บริษัทส่งคำเชิญไปยังธนาคารแห่งประเทศไทย และกระทรวงการคลัง ขอให้ส่งผู้แทนมาร่วมประชุมคณะกรรมการบริษัทเพื่อให้ความช่วยเหลือและคำปรึกษาที่จะเป็นประโยชน์แก่บริษัท ในด้านการติดต่อกับส่วนราชการที่เกี่ยวข้องและสถาบันการเงินทั้งภายในและต่างประเทศ ตลอดจนให้ข้อคิดเห็นที่จะเป็นประโยชน์ในด้านอื่นๆ จากคำเชิญดังกล่าวธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีหนังสือลงวันที่ 22 พฤศจิกายน 2510 แต่งตั้งคุณสมหมาย สุนทระกุล ผู้อำนวยการช่วยผู้ว่าราชการแห่งประเทศไทยในขณะนั้น เป็นผู้แทนของธนาคาร คุณสมหมายจึงเป็นที่ปรึกษาคณะกรรมการท่านแรกของบริษัท พร้อมกับคุณฉลอง ปิงตระกูล ผู้แทนจากกระทรวงการคลังซึ่งขณะนั้นดำรงตำแหน่งผู้อำนวยการสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง นับเป็นจุดเริ่มต้นแห่งความผูกพันอย่างลึกซึ้งระหว่างบริษัทกับบุคคลผู้เลิศแล้วด้วยคุณูปการแก่ประเทศชาติท่านนี้ และจะเป็นความผูกพันที่ไม่มีวันลบเลือนไปจากใจชาวบริษัทไม่ว่าเวลาจะล่วงเลยไปนานเพียงใด

นับตั้งแต่คุณสมหมายเข้ารับตำแหน่งที่ปรึกษาคณะกรรมการบริษัท ท่านได้นำความรู้และประสบการณ์ต่างๆ มาร่วมให้ข้อคิดเห็นและคำปรึกษาที่เป็นประโยชน์ต่อบริษัทอย่างมาก โดยเฉพาะการวางรากฐานการดำเนินงานที่สำคัญ เพื่อให้สถาบันที่กำลังก่อร่างสร้างตัวแห่งนี้ เติบโตเป็น



สนทนากับกรรมการและผู้บริหารของบริษัท ขณะดำรงตำแหน่งประธานกรรมการ ในปี พ.ศ. 2517



สังสรรค์กับกรรมการบริษัทและที่ปรึกษาธนาคารโลก ในปี พ.ศ. 2518



ถ่ายภาพร่วมกับคณะกรรมการบริษัท ในปี พ.ศ. 2522

ประโยชน์แก่ประเทศชาติโดยรวมต่อไป อาทิ การกำหนด “ลำดับก่อนหลังของประเภทอุตสาหกรรม” ขึ้นเพื่อให้ฝ่ายจัดการใช้เป็นแนวทางในการพิจารณาให้กู้เงินแก่โครงการต่างๆ ได้อย่างรวดเร็ว และสอดคล้องกับแผนการพัฒนาเศรษฐกิจทางด้านอุตสาหกรรม ซึ่งเป็นก้าวหนึ่งที่บริษัทได้ร่วมกับหน่วยงานต่างๆ ของรัฐ กำหนดทิศทางพัฒนาอุตสาหกรรมให้เป็นไปในแนวทางเดียวกัน นอกจากนี้คณะกรรมการยังเห็นควรให้บริษัทเริ่มบริการใหม่ขึ้นอีกประเภทหนึ่ง คือ การเข้าร่วมทุน รวมทั้งกำหนดแนวนโยบายต่างๆ ที่จะสร้างสรรค์บริษัทให้เป็นธนาคารพัฒนาอย่างสมบูรณ์แบบ เพื่อสนองการขยายตัวของเศรษฐกิจและการพัฒนาประเทศต่อไป

ต่อมาที่ประชุมผู้ถือหุ้นเมื่อวันที่ 28 พฤษภาคม 2513 ได้มีมติเลือกตั้งคุณสมหมายเป็นกรรมการบริษัทสืบทแทนกรรมการที่ครบวาระ

จากความสามารถและความตั้งใจจริงในการทำงานของคุณสมหมายที่คณะกรรมการได้ประจักษ์ตลอดระยะเวลาที่ท่านปฏิบัติหน้าที่ในฐานะที่ปรึกษาคณะกรรมการและกรรมการบริษัท เมื่อคุณไกรศรี นิมมานเหมินท์ ผู้จัดการทั่วไปของบริษัทในขณะนั้น แจ้งความประสงค์ไม่ขอต่ออายุสัญญาจ้างเมื่อครบกำหนด คณะกรรมการบริษัท ซึ่งมีคุณเรณู สุวรรณสิทธิ์ เป็นประธานกรรมการ จึงได้พิจารณาเห็นว่า คุณสมหมายเป็นผู้เหมาะสมแก่ตำแหน่งผู้จัดการทั่วไปของบริษัท และมีมติเห็นชอบให้แต่งตั้งคุณสมหมายดำรงตำแหน่งผู้จัดการทั่วไปสืบทแทนคุณไกรศรี ตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม 2513 โดยบริษัทได้มีหนังสือไปยังธนาคารแห่งประเทศไทยขอขอยืมตัวคุณสมหมายมาปฏิบัติงานที่บริษัทมีกำหนดเวลา 1 ปี คุณสมหมายจึงเริ่มต้นปฏิบัติงานในตำแหน่งกรรมการและผู้จัดการทั่วไปของบริษัทจากนั้นมา

ในช่วงปี 2513 เป็นการเริ่มสกแรกของทศวรรษที่ 2 ของการดำเนินงานบริษัท ซึ่งถือเป็นช่วง “สร้างงาน ขยายฐานธุรกิจ” หลังจากที่ได้มีการวางรากฐานอย่างมั่นคงแล้วในทศวรรษแรก ดังนั้นภารกิจของคุณสมหมายในฐานะผู้นำการบริหาร จึงนับว่าหนักหน่วงเนื่องจากบริษัทจะต้องก้าวไปสู่อีกขั้นหนึ่งของการประกอบธุรกิจตามปณิธานที่วางไว้ว่า “ในระยะ 10 ปีที่ผ่านมา (2502 - 2512) บริษัทเป็นสถาบันการเงินชั้นนำในด้านการให้บริการเงินกู้ระยะปานกลางและระยะยาว แต่สำหรับอีก 1 ปีข้างหน้า บริษัทจะได้ชื่อว่าเป็นธนาคารพัฒนาอย่างสมบูรณ์แบบโดยแท้จริง...และบริษัทพร้อมแล้วที่จะเข้าร่วมพัฒนาประเทศในกิจการด้านอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนและการส่งเสริมอุตสาหกรรม”¹ เพื่อให้เป็นไปตามปณิธานดังกล่าว คุณสมหมายได้นำบริษัทเข้าร่วมประสานงานกับรัฐบาลอย่างใกล้ชิด ไม่เพียงแต่การเข้าร่วมงานในคณะทำงานวางแผนอุตสาหกรรม เพื่อวางแผนพัฒนาเศรษฐกิจฉบับที่ 3 เท่านั้น แต่บริษัทยังร่วมเป็นกรรมการและอนุกรรมการในกิจกรรมต่างๆ หลายด้าน โดยเฉพาะการเข้าร่วมในคณะกรรมการพิจารณาการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์เพื่อการพัฒนาตลาดทุนของประเทศ อันเป็นวัตถุประสงค์หลักประการหนึ่งของบริษัทนอกเหนือจากการพัฒนาอุตสาหกรรม ผลงานสำคัญอีกด้านหนึ่งคือ การประสานงานระหว่างนักลงทุนชาวต่างประเทศ และนักลงทุนชาวไทยให้มีโอกาสพบปะเจรจาการลงทุนร่วมกัน และอำนวยความสะดวกให้นักลงทุนต่างประเทศกับได้ขอแก้ไขเพิ่มเติมพระราชบัญญัติบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย พ.ศ. 2502

¹ คำแถลงของคณะกรรมการในรายงานประจำปี บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย พ.ศ. 2512

โดยประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่ 233 ลงวันที่ 31 ตุลาคม 2515 กำหนดวงเงินที่รัฐบาลมีอำนาจกำกับประกัน เงินกู้ของบรรษัทเพิ่มจาก 500 ล้านบาท เป็น 12 เท่าของเงินกองทุนของบรรษัท มีผลทำให้วงเงินที่ รัฐบาลจะกำกับประกันยึดหยุ่นตามฐานะการเงินของบรรษัท ซึ่งมันคงขึ้นทุกปี จึงช่วยให้บรรษัทสามารถ จัดหาเงินกู้จากแหล่งเงินกู้ทั้งในประเทศและต่างประเทศ มาให้การช่วยเหลือทางการเงินแก่อุตสาหกรรม ต่างๆ ได้กว้างขวางยิ่งขึ้น ในด้านการบริหารงานภายใน คุณสมหมายก็ได้ให้ความสำคัญกับการพัฒนา พนักงานเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการปฏิบัติงาน รวมทั้งได้มีการปรับปรุงโครงสร้างองค์งาน ตลอดจน ระบบงานเพื่อให้การดำเนินงานของบรรษัทเข้ารูปและพร้อมที่จะก้าวหน้าต่อไปอย่างมีประสิทธิภาพ

การยืมตัวคุณสมหมายจากธนาคารแห่งประเทศไทยให้มาช่วยงานบรรษัทในตำแหน่ง ผู้จัดการทั่วไปมีกำหนด 1 ปี ได้ครบวาระในเดือนมิถุนายน 2514 คณะกรรมการบรรษัทมีความเห็นว่า คุณสมหมาย “ได้ปฏิบัติงานอันนับได้ว่าเป็นประโยชน์อย่างยิ่งแก่บรรษัท”¹ ประกอบกับบรรษัทกำลัง พิจารณาแก้ไขพระราชบัญญัติบรรษัทฯ ซึ่งต้องใช้เวลาานพอสมควร จึงได้มีหนังสือไปยังธนาคาร แห่งประเทศไทยขอต่อระยะเวลาการยืมตัวคุณสมหมายเป็นคราวๆ ต่อไปอีกคราวละ 1 ปี จนถึงเดือน มิถุนายน 2516 อย่างไรก็ดีตาม เนื่องจากคุณสมหมายได้รับแต่งตั้งให้เป็นกรรมการและผู้จัดการใหญ่ ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด ตั้งแต่วันที่ 1 พฤศจิกายน 2515 จึงได้ขอลาออกจากตำแหน่งผู้จัดการทั่วไป ของบรรษัท และหลังจากนั้น คุณสมหมายก็ได้รับพระมหากรุณาธิคุณโปรดเกล้าฯ ให้ดำรงตำแหน่ง รัฐมนตรีช่วยว่าการกระทรวงการคลัง ในวันที่ 19 ธันวาคม 2515 จึงขอลาออกจากตำแหน่งกรรมการ บรรษัท ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2516

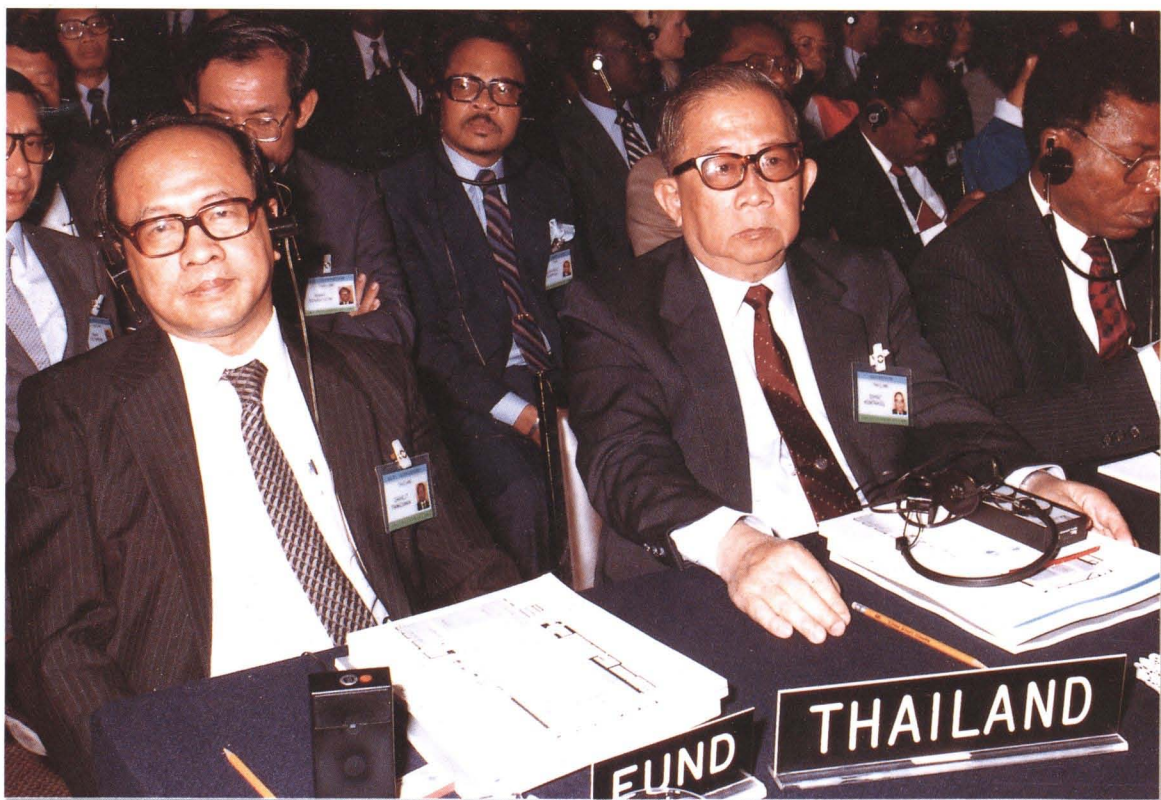
ต่อมา คุณเรณู สุวรรณสิทธิ์ กรรมการผู้แทนรัฐบาล ซึ่งได้รับแต่งตั้งให้เป็นประธาน คณะกรรมการและประธานคณะกรรมการบริหารของบรรษัท ขอลาออกจากการเป็นกรรมการผู้แทน รัฐบาล รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังโดยอาศัยอำนาจตามความในมาตรา 19 แห่งพระราชบัญญัติ บรรษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย จึงแต่งตั้งคุณสมหมายเป็นกรรมการผู้แทนรัฐบาล สืบแทนตั้งแต่วันที่ 1 ธันวาคม 2516 คุณสมหมายจึงได้กลับเข้ามาดำรงตำแหน่งกรรมการบรรษัทอีก ครั้งหนึ่ง ซึ่งคณะกรรมการบรรษัทในการประชุมเมื่อวันที่ 3 ธันวาคม 2516 ก็ได้มีมติเป็นเอกฉันท์ เลือกลงตั้งคุณสมหมายกรรมการผู้แทนรัฐบาล เป็นประธานคณะกรรมการบรรษัท และประธาน คณะกรรมการบริหารสืบแทนคุณเรณู สุวรรณสิทธิ์ ต่อไป การแต่งตั้งคุณสมหมายให้เป็นกรรมการ ผู้แทนรัฐบาลดังกล่าว นับเป็นผลดียิ่งต่อบรรษัท เนื่องจากทำให้ภาระงานต่างๆ ได้รับการสืบสาน อย่างต่อเนื่องและราบรื่น นำไปสู่ความสำเร็จในการดำเนินงาน และการแก้ไขปัญหาต่างๆ อย่างมี ประสิทธิภาพต่อไป

ในช่วงปี 2516 เป็นต้นมา เป็นระยะที่บรรษัทเร่งรัดในการปรับปรุงกลยุทธการดำเนินงาน เนื่องจากตระหนักดีว่า ภายใต้สภาวะแวดล้อมทางธุรกิจที่เปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา และการแข่งขันที่ เพิ่มสูงขึ้นทุกขณะ บรรษัทจำเป็นต้องสร้างเสริมโครงสร้างการดำเนินงานภายในให้เข้มแข็งมั่นคง และในขณะเดียวกัน ก็ต้องปรับเปลี่ยนปรัชญาการดำเนินงานใหม่เพื่อให้บรรษัทเป็นสถาบันการเงินที่ อาศัยฐานเงินทุนในประเทศและให้บริการที่ครบวงจรแก่ผู้ประกอบการอย่างมีประสิทธิภาพ นับเป็น

¹ จดหมายจาก นายเรณู สุวรรณสิทธิ์ ประธานกรรมการบรรษัท ลงวันที่ 19 พฤษภาคม 2514 ถึงผู้ว่าการธนาคาร แห่งประเทศไทย



เยี่ยมชมโรงงานผลิตอาหารกระป๋องในภาคตะวันออกเฉียงเหนือ ในปี พ.ศ. 2522



เข้าประชุมธนาคารโลก ณ กรุงวอชิงตันดีซี สหรัฐอเมริกา ในปี พ.ศ. 2527



เปิดอาคารสำนักงานภาคเหนือของบริษัทที่จังหวัดลำปาง เมื่อปี พ.ศ. 2528



ร่วมงานเลี้ยงขันโตก ในโอกาสเปิดอาคารสำนักงานภาคเหนือของบริษัทที่จังหวัดลำปาง ในปี พ.ศ. 2528

ภาระที่ท้าทายสำหรับคณะกรรมการและผู้บริหารบริษัทในยุคนั้น เพื่อเป็นการเสริมการดำเนินงานหลักของบรรษัทให้สมบูรณ์ยิ่งขึ้น คณะกรรมการบรรษัทภายใต้การนำของคุณสมหมายจึงเห็นควรให้บรรษัทก่อตั้งบริษัทในเครือขึ้นได้แก่ บริษัทกองทุนรวม จำกัด ในปี 2518 (ปัจจุบันคือ บริษัทหลักทรัพย์กองทุนรวม จำกัด) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อระดมเงินออมจากประชาชนไปลงทุนในกิจการประเภทต่างๆ ทั้งในและนอกตลาดหลักทรัพย์ บริษัทไทยพัฒนาโรงงานอุตสาหกรรม จำกัด ในปี 2520 โดยมีวัตถุประสงค์หลักในการก่อสร้างโรงงานมาตรฐานสำเร็จรูป พร้อมสาธารณูปโภคให้ผู้ประกอบการซื้อหรือผ่อนชำระระยะยาว บริษัทจัดการอุตสาหกรรม จำกัด ในปี 2520 เพื่อให้บริการด้านการให้คำปรึกษาเกี่ยวกับการจัดการอุตสาหกรรมด้านต่างๆ และการศึกษาปัญหาเกี่ยวกับเศรษฐกิจอุตสาหกรรมแก่หน่วยงานทั้งภาครัฐบาล เอกชน ตลอดจนสถาบันระหว่างประเทศ บริษัทไทยโอเรียลทีลิสซิ่ง จำกัด ในปี 2521 (ปัจจุบันคือ บริษัทไทยโอริกซ์ทีลิสซิ่ง จำกัด) เพื่อให้บริการเช่าซื้อเครื่องจักรและอุปกรณ์ต่างๆ แบบทีลิสซิ่งแก่ผู้ประกอบการเพื่อใช้ในการประกอบกิจการอุตสาหกรรม และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์พาราพัฒนา จำกัด ซึ่งบรรษัทเข้าร่วมทุนในปี 2531 เพื่อให้บริการด้านวานิชชนกิจ ซึ่งจะช่วยเสริมบทบาทในการพัฒนาตลาดทุนของบรรษัท นอกจากนี้บรรษัทยังเป็นผู้ดำเนินการบริหารกองทุนให้รัฐบาลอีกหลายกองทุน เช่น กองทุนพัฒนาตลาดทุน ซึ่งก่อตั้งในปี 2522 เพื่อช่วยสร้างเสถียรภาพในการซื้อขายหุ้นและราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กองทุนพัฒนาอุตสาหกรรม ก่อตั้งขึ้นในปี 2523 เพื่อให้ความช่วยเหลือแก่โครงการขนาดใหญ่ซึ่งจะก่อให้เกิดผลดีต่อเศรษฐกิจของประเทศและกองทุนประกันสินเชื่ออุตสาหกรรมขนาดย่อม (ปัจจุบันคือ บรรษัทประกันสินเชื่ออุตสาหกรรมขนาดย่อม) จัดตั้งขึ้นในปี 2527 โดยความร่วมมือของกระทรวงการคลัง บรรษัท และธนาคารพาณิชย์ต่างๆ เพื่อทำหน้าที่เป็นผู้นำประกันสินเชื่อให้แก่อุตสาหกรรมขนาดย่อมในการขอกู้เงินจากสถาบันการเงินทั่วไป แทนหลักประกันเพื่อช่วยให้อุตสาหกรรมต่างๆ สามารถจัดหาเงินทุนได้มากขึ้น สำหรับการดำเนินงานภายในของบรรษัทเอง บรรษัทได้พยายามสร้างเครือข่าย เพื่อให้การพัฒนาอุตสาหกรรมในส่วนภูมิภาคเป็นไปอย่างทั่วถึงและได้ผลด้วยการจัดตั้งสำนักงานภาคขึ้นที่อำเภอหาดใหญ่ จังหวัดสงขลา เมื่อปี 2518 เป็นแห่งแรก และในปี 2519 ก็ได้จัดตั้งสำนักงานภาคขึ้นอีก 2 แห่งที่จังหวัดขอนแก่น และจังหวัดลำปาง ในปีเดียวกันนี้บรรษัทได้ย้ายสำนักงานใหญ่จากถนนนเรศมาอยู่ที่ถนนเพชรบุรีตัดใหม่ ซึ่งใช้เป็นสำนักงานใหญ่ของบรรษัทมาจนถึงปัจจุบัน หลังจากนั้นบรรษัทได้จัดตั้งสำนักงานภาคเพิ่มเติมขึ้นอีก 3 แห่ง ที่จังหวัดสุราษฎร์ธานี ในปี 2527 จังหวัดพิษณุโลก ในปี 2528 และจังหวัดนครราชสีมา ในปี 2529

ในช่วงเวลาดังกล่าว กิจการของบรรษัทได้ขยายตัวอย่างไม่หยุดยั้ง ซึ่งส่วนหนึ่งจะเห็นได้จากทุนของบรรษัทที่เพิ่มขึ้นเป็นระยะๆ ในปี 2516, 2519, 2521, 2525, 2527, 2528 และ 2530 จาก 10 ล้านบาท เป็น 1,562.125 ล้านบาท ในขณะเดียวกันเพื่อเตรียมการรองรับการขยายตัวดังกล่าว คุณสมหมายผู้ซึ่งมีสายตาของนักพัฒนาที่กว้างไกล ได้แนะนำให้มีการปรับปรุงระบบการบริหารงาน ของบรรษัทเป็นระยะ ๆ เพื่อให้เกิดความคล่องตัวและประสิทธิภาพในการปฏิบัติงาน นับตั้งแต่ระบบการวางแผนและการจัดการองค์กร การนำคอมพิวเตอร์มาใช้งานด้านต่างๆ รวมทั้งการพัฒนาระบบข้อมูลเพื่อใช้ในการบริหาร

ในระหว่างที่คุณสมหมาย ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการบรรษัทอยู่นั้น ท่านได้รับพระมหากรุณาธิคุณโปรดเกล้าฯ แต่งตั้งให้เป็นรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง 4 ระยะเวลา คือ ช่วงวันที่

30 พฤษภาคม 2517 - 3 มีนาคม 2518 วันที่ 11 กุมภาพันธ์ 2523 - 29 กุมภาพันธ์ 2523 วันที่ 11 มีนาคม 2524 - 6 พฤษภาคม 2526 และวันที่ 7 พฤษภาคม 2526 - 11 สิงหาคม 2529 แม้ว่าท่านมีภาระที่จะต้องปฏิบัติหน้าที่อันสำคัญยิ่งให้กับประเทศชาติ แต่คุณสมหมายก็ยังคงให้เวลากับงานของบริษัทอย่างสม่ำเสมอ โดยไม่เห็นแก่ความเหน็ดเหนื่อย

ยิ่งไปกว่านั้น คุณสมหมายได้ให้ความเอื้ออาทรต่อพนักงานบริษัทตลอดมา ท่านได้ปรารถนาอยู่เสมอว่า พนักงานบริษัทคือทรัพยากรที่มีค่าที่สุดขององค์กร ฉะนั้นในยุคสมัยของท่านจึงได้มีการจัดหาและปรับปรุงสวัสดิการต่างๆ ให้กับพนักงานบริษัทจนกล่าวได้ว่า สวัสดิการของบริษัทอยู่ในระดับที่ดีเยี่ยม ไม่ว่าจะเป็นสวัสดิการด้านการรักษาพยาบาล สวัสดิการด้านการศึกษาของบุตร สวัสดิการเกษียณอายุ สวัสดิการเงินกู้กรณีฉุกเฉินเพื่อบรรเทาความเดือดร้อนของพนักงาน และสวัสดิการเงินกู้เพื่อซื้อรถ สวัสดิการต่างๆ ที่เพียบพร้อมเหล่านี้ นับว่าเป็นกำลังใจสำคัญให้กับพนักงานบริษัท ในการปฏิบัติหน้าที่เพื่อความเจริญก้าวหน้าขององค์กร

ในระหว่างปี 2523 - 2528 ประเทศไทยต้องเผชิญมรสุมเศรษฐกิจอย่างหนักสืบเนื่องจากวิกฤตการณ์น้ำมันครั้งที่สองในปี 2522 - 2523 และการที่ประเทศอุตสาหกรรมชั้นนำโยกย้ายการเงินจำกัดอย่างรุนแรงเพื่อแก้ไขภาวะเงินเฟ้อ ภาวะฝืดเคืองทางเศรษฐกิจและการเงินดังกล่าวก่อให้เกิดการขาดดุลการค้าและบริการ ตลอดจนการขาดดุลการค้าของภาครัฐบาล เพื่อคลี่คลายปัญหาเศรษฐกิจที่รุนแรง รัฐบาลได้ประกาศใช้มาตรการต่างๆ รวมทั้งการลดค่าเงินบาท 2 ครั้งในปี 2524 และ 2527 พร้อมกับการเปลี่ยนระบบการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาท การเปลี่ยนทิศทางในการส่งเสริมอุตสาหกรรมไปสู่การพัฒนาอุตสาหกรรมส่งออก และการพัฒนาอุตสาหกรรมในส่วนภูมิภาคซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นกิจการขนาดย่อม

ในช่วงที่ภาวะความขัดสนของเงินออมภายในประเทศ และระดับอัตราดอกเบี้ยในตลาดต่างประเทศสูง ตลอดจนความไม่แน่ใจในสถานการณ์อัตราแลกเปลี่ยนซึ่งเป็นอุปสรรคต่อการนำเงินทุนเข้าของภาคการเงินและธุรกิจเอกชน บริษัทได้แก้ไขปัญหาโดยพยายามระดมเงินจากแหล่งใหม่ๆ ที่มีต้นทุนต่ำและไม่มีข้อจำกัดในการใช้เงินเพื่อสนองความต้องการเงินทุนของธุรกิจอุตสาหกรรมในช่วงภาวะการณ์ดังกล่าว

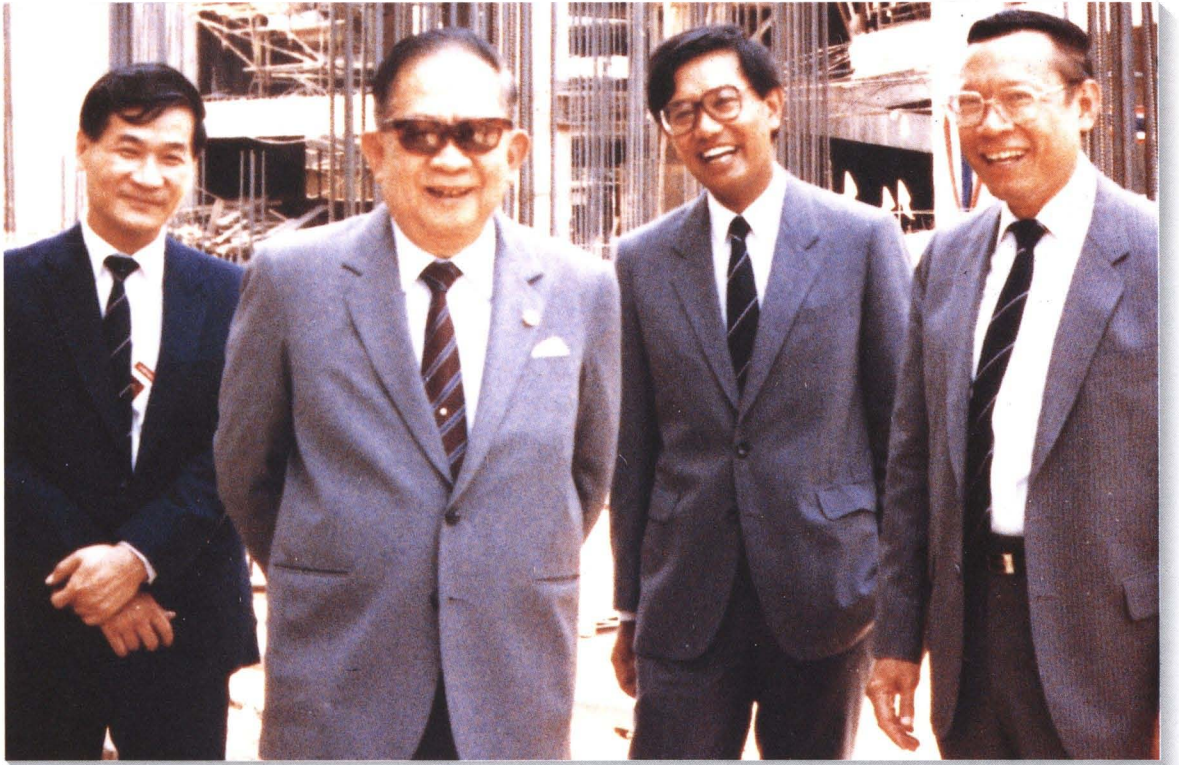
การระดมเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำนี้ บริษัทได้ใช้วิธีการกระจายแหล่งเงินทุน และกระจายโครงสร้างสกุลเงินตราต่างประเทศ เพื่อเป็นการลดความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนรวมทั้งพยายามแสวงหาแหล่งเงินทุนจากสถาบันเพื่อการพัฒนาต่างๆ และแหล่งเงินทุนผ่อนปรน ตลอดจนเงินทุนที่มีข้อกำหนดคกณเกณฑ์ที่ยืดหยุ่นพอสมควร ด้วยเหตุนี้ แหล่งเงินทุนใหม่ของบริษัทในช่วงนี้จึงเพิ่มขึ้นอย่างมาก แหล่งเงินทุนเหล่านี้มีทั้งที่เป็นสถาบันการเงินเพื่อการพัฒนาของต่างประเทศ เช่น ธนาคารเพื่อการพัฒนาของสิงคโปร์ (DBS) บริษัทพัฒนาการแห่งเครือจักรภพ (CDC) สินเชื่อเพื่อการนำเข้าเครื่องจักรจากประเทศอุตสาหกรรมต่างๆ รวมทั้งการระดมเงินโดยตรงจากตลาดทุนระหว่างประเทศ เช่น การออกหุ้นกู้เป็นเงินเยนที่ประเทศญี่ปุ่นเมื่อปี พ.ศ. 2522 ในรูปของ Loan Syndication และในปี พ.ศ. 2524 จากกลุ่มธนาคารและสถาบันการเงินในญี่ปุ่นโดยมี Long-Term Credit Bank of Japan เป็นผู้จัดการ เป็นต้น การเจรจาเงินกู้ดังกล่าวเป็นผลสำเร็จได้ด้วยความสามารถและความมีชื่อเสียงเป็นที่ยอมรับนับถือในตลาดเงินระหว่างประเทศของคุณสมหมายเป็นสำคัญ



เป็นประธานในพิธีวางศิลาฤกษ์อาคาร ๒ ของสำนักงานใหญ่ ถนนเพชรบุรีตัดใหม่ ในปี พ.ศ. 2529



เซ็นสัญญาเงินกู้กับต่างประเทศ ในปี พ.ศ. 2529 ขณะดำรงตำแหน่งประธานกรรมการบริษัท



ถ่ายภาพร่วมกับผู้บริหารระดับสูงของบริษัท ในปี พ.ศ. 2529 ขณะดูงานการก่อสร้างอาคาร ๒ ของสำนักงานใหญ่



ถวายผ้ากฐิน ในงานทอดกฐินประจำปีของบริษัท ในปี พ.ศ. 2530

สำหรับทางด้านอุตสาหกรรม ในช่วงนี้บริษัทได้ให้การสนับสนุนแก่โครงการขนาดใหญ่หลายโครงการ อาทิ โครงการถลุงแร่สังกะสี โครงการผลิตคอมเพรสเซอร์ โครงการผลิตผลิตภัณฑ์เซรามิก โครงการผลิตน้ำมันละหุ่ง โครงการผลิตภาชนะแก้ว โครงการผลิตชิปในลอน โครงการเดินเรือทะเล โครงการเยื่อกระดาษ โครงการเกษตรอุตสาหกรรม เป็นต้น ทั้งในรูปของเงินให้กู้ยืมและการเข้าร่วมลงทุน รวมทั้งให้การสนับสนุนโครงการประหยัดพลังงานด้วย

การดำเนินงานของบริษัทในช่วงที่คณะกรรมการดำรงตำแหน่งประธานกรรมการนั้น หากพิจารณาถึงวัตถุประสงค์ในฐานะสถาบันการเงินเพื่อการพัฒนา ซึ่งดำเนินการในรูปขององค์กรเอกชนแล้ว ผลการดำเนินงานของบริษัทเป็นที่น่าพอใจมาโดยตลอด กล่าวคือ บริษัทสามารถให้การสนับสนุนการลงทุนในอุตสาหกรรมภาคเอกชนอย่างมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะอย่างยิ่งอุตสาหกรรมขนาดย่อมและอุตสาหกรรมในต่างจังหวัด ตามนโยบายของรัฐบาล ขณะเดียวกันก็สามารถทำกำไรเพียงพอที่จะให้ผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น ดังจะเห็นได้ว่าในทศวรรษที่ 3 (2522 - 2532) นี้ ผลการดำเนินงานของบริษัทสามารถให้การสนับสนุนแก่กิจการอุตสาหกรรมไปแล้วกว่า 23,000 ล้านบาท ซึ่งมากกว่าการดำเนินงานของบริษัทในช่วง 20 ปีแรก ถึงเกือบ 4 เท่าตัว อย่างไรก็ตามเนื่องจากประเทศไทยยังขาดแคลนเงินออมระยะยาว บริษัทในฐานะที่เป็นกลไกของรัฐบาล ในการพัฒนาอุตสาหกรรมส่วนเอกชนในประเทศ ด้วยการให้การสนับสนุนเงินทุนระยะยาว จึงจำเป็นต้องระดมเงินทุนระยะยาวจากต่างประเทศเข้ามาเพื่อปล่อยกู้แก่กิจการอุตสาหกรรมต่าง ๆ ทำให้บริษัทต้องเผชิญกับความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจของโลก ในช่วงต้นปี 2528 ถึงปลายปี 2530 โดยเฉพาะเงินเยนได้เพิ่มค่าขึ้นประมาณร้อยละ 100 และเงินตราต่างประเทศสกุลยูโรได้เพิ่มค่าขึ้นประมาณร้อยละ 65 เมื่อเทียบกับเงินบาท บริษัทจึงต้องประสบปัญหาการขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศอย่างไม่อาจหลีกเลี่ยงได้ นับเป็นปัญหาใหญ่ที่สุดที่บริษัทต้องเผชิญในช่วงระยะเวลาดังกล่าว

เพื่อบรรเทาและแก้ไขปัญหาคขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนของบริษัท คณะกรรมการบริษัทภายใต้การนำของคุณสมหมาย ได้ใช้ความพยายามอย่างเต็มที่ในการวางมาตรการต่างๆ โดยเฉพาะการบริหารหนี้ต่างประเทศอย่างมีประสิทธิภาพ รวมทั้งการเพิ่มสำรองความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนตลอดจนการเน้นการระดมเงินบาทภายในประเทศมากขึ้น จากการดำเนินมาตรการต่างๆ อย่างรอบคอบและระมัดระวัง เป็นผลให้ปัญหาการขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนของบริษัทคลี่คลายลงเป็นลำดับ และแม้ว่าการแก้ไขปัญหาคขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนจะยังดำเนินอยู่ การดำเนินงานของบริษัทในด้านต่างๆ ก็ยังรุดหน้าต่อไป ทั้งในด้านการให้บริการสินเชื่ออุตสาหกรรมระยะยาว ระยะปานกลาง และระยะสั้น เงินกู้เพื่อเป็นทุนหมุนเวียน บริการ ให้เช่าและเช่าซื้อ รวมทั้งการเข้าร่วมทุน และการขยายบทบาทในการพัฒนาตลาดทุน เพื่อส่งเสริมการกระจายเงินทุนและการจัดสรรเงินทุนให้มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น

ในวันที่ 21 กรกฎาคม 2532 คุณสมหมายได้มีหนังสือถึง ฯพณฯ ประมวล สภาวสุ รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังในขณะนั้นเพื่อขอลาออกจากตำแหน่ง โดยมีข้อความว่า

“...เนื่องจากข้าพเจ้าได้ปฏิบัติหน้าที่ดังกล่าวมาเป็นเวลานานพอสมควร โดยตลอดระยะเวลาที่ผ่านมา บริษัทได้มีบทบาทในการพัฒนาอุตสาหกรรมของประเทศไทยให้เจริญก้าวหน้าตลอดมา

และในขณะนี้การแก้ไขปัญหาที่บริษัทประสบอยู่ก็ได้คลี่คลายเป็นลำดับแล้ว จึงใคร่ขอลาออกจากตำแหน่งกรรมการ บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย ทั้งนี้ตั้งแต่บัดนี้เป็นต้นไป...”

ความผูกพันจากการที่คุณสมหมายได้ดำรงตำแหน่งอยู่ในบริษัทเป็นเวลากว่า 20 ปี โดยเฉพาะภาพที่พนักงานบริษัทได้เห็นท่านมาปฏิบัติงานในบริษัทอย่างสม่ำเสมอ ทำให้พนักงานบริษัททุกคนรู้สึกอาลัยในการลาออกของท่านเป็นอย่างยิ่ง ผลงานที่ท่านได้สร้างสรรค์ไว้ทำให้เป็นที่ตระหนักชัดว่า คุณสมหมายเป็นทั้งนักบริหาร นักการคลัง นักเศรษฐศาสตร์ และนักพัฒนาที่มีความสามารถและความเชี่ยวชาญเป็นเลิศ ตลอดระยะเวลาที่ท่านดำรงตำแหน่งต่าง ๆ ในบริษัท คุณสมหมายได้สร้างรากฐานที่มั่นคงให้กับบริษัทสำหรับการขยายตัวในวันข้างหน้า โดยการปรับปรุงการบริหารงานเพื่อให้เกิดความคล่องตัวและประสิทธิภาพในการปฏิบัติงาน นับตั้งแต่การวางแผนการจัดการ การวางกลยุทธ์ในการดำเนินธุรกิจ และการร่วมมือกับภาครัฐบาลและเอกชนเพื่อการพัฒนาอุตสาหกรรมและตลาดทุนของประเทศ ด้วยสายตาวงกว้างของนักบริหารที่มองเห็นการณ์ไกล คุณสมหมายได้ดำริให้มีการขยายองค์กรของบริษัทเพื่อให้บริการแก่นักลงทุน โดยเฉพาะการจัดตั้งและพัฒนาสำนักงานภาคทั่วทุกภาคของประเทศไทย เพื่อให้เป็นศูนย์กลางสำหรับการให้บริการด้านเงินทุน การชี้แนะสู่ทางการลงทุน และความรู้ด้านการประกอบการแก่นักลงทุนในภูมิภาคนั้น ๆ นอกจากการพัฒนาอุตสาหกรรมแล้ว คุณสมหมายยังให้ความสำคัญเป็นอย่างสูงกับการพัฒนาตลาดทุน เนื่องจากเห็นว่าตลาดทุนเป็นพื้นฐานของการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ ท่านจึงได้สนับสนุนให้มีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลอดจนจัดตั้งบริษัทหลักทรัพย์กองทุนรวม จำกัด ขึ้นเป็นบริษัทในเครือของบริษัท โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อออกหน่วยลงทุนเพื่อระดมเงินออมจากประชาชนทั่วไป นำไปลงทุนในหลักทรัพย์ต่าง ๆ เพื่อให้เงินออมเหล่านั้นได้มีส่วนช่วยพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ และเป็นการกระจายการถือหุ้นในกิจการต่างๆ ออกสู่มหาชน ทั้งยังได้ริเริ่มให้มีการจัดตั้งสำนักวิจัยตลาดทุน (Capital Market Research Institute) เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลเกี่ยวกับตลาดทุน อันเป็นการเสริมบทบาทของบริษัทในด้านการพัฒนาตลาดทุนให้เด่นชัดยิ่งขึ้น ผลงานต่าง ๆ เหล่านี้ล้วนแล้วแต่เกิดขึ้นในสมัยที่ท่านเป็นประธานกรรมการบริษัททั้งสิ้น ในขณะที่เดียวกับการพัฒนาองค์กร ท่านก็มีได้ละเลยต่อความเป็นอยู่ที่ดีของพนักงาน โดยได้อนุมัติให้มีสวัสดิการใหม่ๆ และปรับปรุงสวัสดิการเดิมให้สอดคล้องกับสภาพการณ์อยู่ตลอดเวลา

เมื่อเกิดความแปรปรวนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ซึ่งมีผลกระทบต่อภาระดำเนินงานของบริษัท คุณสมหมายได้ใช้ความสุจริตกัมภีรภาพและความสามารถอย่างเต็มที่ในการแก้ไขปัญหา ตลอดจนวางนโยบายบริหารหนี้ต่างประเทศ ทำให้บริษัทผ่านพ้นภาวะวิกฤติมาได้ด้วยดี หากประเทศไทยจะถือว่าคุณสมหมายเป็น “ขุนคลังแก้ว” ที่ได้บำเพ็ญประโยชน์แก่ชาติบ้านเมืองเป็นอเนกประการ คงไม่เป็นการกล่าวเกินความจริงที่จะบันทึกไว้ ณ ที่นี้ว่า สำหรับบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย ซึ่งท่านได้อุทิศแรงกายและแรงใจในการสร้างสรรค์ ตลอดระยะเวลาที่ดำรงตำแหน่งต่าง ๆ นั้น ท่านคือ “ขุนพลเอก” ในการนำบริษัทให้เติบโตเป็นสถาบันการเงินเพื่อการพัฒนาที่สมบูรณ์แบบ สามารถฝ่าฟันปัญหาและอุปสรรคต่าง ๆ ตลอดจนสร้างรากฐานให้บริษัทสามารถก้าวมันต่อไป ในการทำหน้าที่พัฒนาอุตสาหกรรมและตลาดทุนของประเทศอย่างครบถ้วน และสัมฤทธิ์ผลสมดังเจตนารมณ์ ที่ตั้งไว้



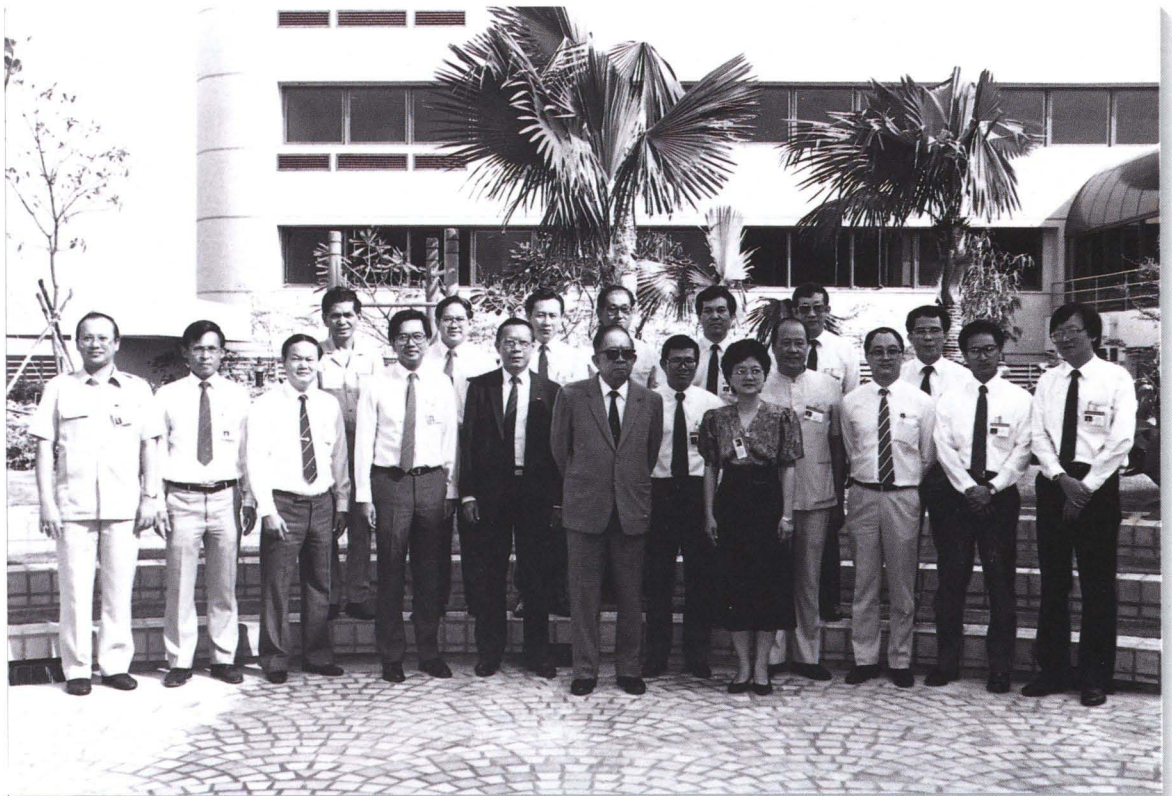
สนทนากับคณะกรรมการบริษัท ก่อนเข้าประชุมใหญ่สามัญประจำปี ในปี พ.ศ. 2530



สนทนากับสื่อมวลชนในพิธีเปิดอาคารสำนักงานภาคใต้ จังหวัดสุราษฎร์ธานี เมื่อปี พ.ศ. 2530



เป็นประธานในการประชุมใหญ่สามัญประจำปีครั้งที่ ๓๐ ในเดือนเมษายน พ.ศ. 2532



ถ่ายภาพร่วมกับผู้บริหารและพนักงานบริษัท ในปี พ.ศ. 2532

ด้วยความสำนึกในคุณูปการของท่านที่มีต่อบริษัท ซึ่งมากล้นเกินกว่าจะกล่าวอ้างได้ครบถ้วน พนักงานบริษัทขอตั้งจิตอธิษฐานให้สิ่งศักดิ์สิทธิ์ได้โปรดดลบันดาลให้ท่านได้หยั่งรู้ ไม่ว่าจะโดย ญาณวิถีใดว่า พวกเราชาวบริษัทเปี่ยมไปด้วยความรัก เคารพ และซาบซึ้งในพระคุณของท่านที่ได้ สร้างสรรค์บริษัทให้เราได้ภาคภูมิใจอยู่ในทุกวันนี้ ไม่ว่าบริษัทจะก้าวต่อไปสู่ความสำเร็จ ณ จุดใด ในวันข้างหน้า นามของท่านจะถูกกล่าวขวัญควบคู่ไปกับบริษัทเสมอ และชาวบริษัททุกคนจะรำลึก ถึงท่านและผลงานของท่านพร้อมๆ ไปกับความภาคภูมิใจในสถาบันแห่งนี้ที่ท่านได้สร้างสรรค์ไว้ให้ พวกเราตราบนานเท่านาน

คำไว้อาลัย

ท่านรัฐมนตรีสมหมาย สุนทรกุล เคยเป็นทั้งที่ปรึกษา ผู้จัดการทั่วไป และประธานกรรมการของบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย รวมระยะเวลาที่ท่านได้มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัทก็กว่า 20 ปี แต่แม้ผมจะรู้จักและได้ทำงานเกี่ยวข้องกับท่านเป็นเวลานานพอควร ก็มักจะเป็นในฐานะอื่นของท่าน ไม่ใช่ในฐานะที่ท่านเป็นผู้จัดการหรือประธานกรรมการบริษัท

ผมพบท่านเป็นครั้งแรกในปี พ.ศ. 2501 เมื่อผมถูกยืมตัวมาทำงานที่ธนาคารแห่งประเทศไทย หลังจากนั้นอีก 2 ปี ผมเข้าทำงานเป็นพนักงานธนาคารแห่งประเทศไทย ตำแหน่งเศรษฐกรฝ่ายวิชาการ ในขณะที่คุณสมหมาย เป็นผู้อำนวยการฝ่ายการธนาคารภายในประเทศอยู่แล้ว ในระยะนั้นผมอยู่ฝ่ายวิชาการตลอด จึงเกือบจะไม่มีอะไรเกี่ยวข้องกับท่าน รู้แต่ว่าท่านเป็นผู้ใหญ่คนหนึ่งของแบงก์ชาติ

ในปี พ.ศ. 2506 คุณสมหมายได้เลื่อนตำแหน่งเป็นผู้อำนวยการช่วยผู้ว่าการ (หรือที่เรียกในปัจจุบันว่า ผู้ช่วยผู้ว่าการ) คุมงานของฝ่ายสำคัญๆ ถึง 3 ฝ่าย ได้แก่ ฝ่ายการธนาคารภายในประเทศ ฝ่ายการธนาคารต่างประเทศ และฝ่ายควบคุมและตรวจสอบธนาคารพาณิชย์ งานทั้ง 3 ฝ่ายนี้ถือว่าเป็น “หัวใจ” ของแบงก์ชาติ ท่านอยู่ในตำแหน่งผู้อำนวยการช่วยผู้ว่าการจนถึงปี พ.ศ. 2513 และลาออกไปรับตำแหน่งผู้จัดการทั่วไปของบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย ระหว่างที่ท่านเป็นผู้อำนวยการช่วยผู้ว่าการนั้น ท่านยังเป็นผู้จัดการทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา และที่ปรึกษาบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทยด้วย

ระหว่างที่คุณสมหมายเป็นผู้อำนวยการช่วยผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทย ผมปฏิบัติงานอยู่ในฝ่ายวิชาการโดยตลอด จึงไม่ได้ขึ้นโดยตรงกับท่าน แต่ได้มีโอกาสทำงานเกี่ยวข้องบ้างบางครั้ง โดยเฉพาะในการประชุมกับกรรมการบริหารของสมาคมธนาคารไทย ซึ่งคุณสมหมายจะทำหน้าที่เป็นประธานที่ประชุมทุกครั้ง นอกจากนั้นได้มีโอกาสเดินทางไปประชุมการประชุมประจำปีของสภาผู้ว่าการพัฒนาเอเชีย ที่ซิดนีย์ประเทศออสเตรเลีย ในปี พ.ศ. 2501 ด้วย ระหว่างเดินทางก็ได้มีโอกาสซักถามและเรียนรู้เกี่ยวกับงานของธนาคารแห่งประเทศไทยในระยะเวลาที่ผ่านมาและที่ดำเนินการอยู่ในขณะนั้น ตลอดจนชีวิตในวัยเรียนของท่านด้วย

ในระยะนั้น แม้ผมจะไม่ได้ทำงานใกล้ชิดกับคุณสมหมาย แต่ในฐานะพนักงานผู้หนึ่งก็ทราบดีว่า ท่านมีบทบาทสำคัญที่สุดคนหนึ่งในการทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นสถาบันที่มีบทบาทสำคัญที่สุดสถาบันหนึ่งของประเทศ เป็นที่ยกย่องทั่วไปทั้งในประเทศและต่างประเทศจนถึงทุกวันนี้ ความจริงถ้าจะพูดว่า งานสำคัญๆ ของธนาคารแห่งประเทศไทยในระยะนั้น ท่านมีส่วนเกี่ยวข้องแทบทั้งสิ้น บางครั้งในฐานะเป็นผู้ริเริ่มจัดตั้ง บางครั้งช่วยพัฒนาให้ก้าวหน้าขึ้น ก็คงจะไม่ผิด อาทิเช่น งานด้านรับช่วงซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินที่เริ่มด้วยตั๋วข้าวส่งออกในปี พ.ศ. 2501 การปรับปรุงและพัฒนางานด้านตรวจสอบและควบคุมธนาคารพาณิชย์ โดยเฉพาะการเตรียมจัดทำ พ.ร.บ. ธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 (ซึ่งเป็น พ.ร.บ. ธนาคารพาณิชย์ฉบับแรกที่มีความละเอียดสมบูรณ์มากที่สุด และให้อำนาจทางการที่จะใช้เครื่องมือต่าง ๆ เพื่อควบคุมดูแลให้ระบบธนาคารพาณิชย์ของประเทศมีความมั่นคง ปกป้องผลประโยชน์ของผู้ฝากเงินโดยกว้างขวาง และเข้ามาตรฐานสากล) นอกจากนั้นท่านยังมีบทบาทสำคัญในการพัฒนาตลาดทุนของประเทศมาตั้งแต่แรกเริ่ม เพราะเมื่อมีการ



ในห้องทำงานที่อาคารสำนักงานใหญ่ของบริษัท ช่วงปี พ.ศ. 2532



ร่วมในงานเลี้ยงสังสรรค์กับประธานกรรมการ กรรมการและผู้บริหารระดับสูงในอดีตและปัจจุบันเมื่อ พ.ศ. 2534

ตั้งคณะทำงานพัฒนาตลาดทุนขึ้นในธนาคารแห่งประเทศไทย (โดยมีคุณประจิดร ยศสุนทร เป็นหัวหน้าคณะ และเจ้าหน้าที่อื่นประกอบด้วย คุณศุภกรีย์ แก้วเจริญ, คุณปกรณ์ มาลากุล และคุณไพบูลย์ วัฒนศิริธรรม) เพื่อพิจารณาเรื่องนี้ร่วมกับศาสตราจารย์ Sydney Robbins ท่านก็ได้รับมอบหมายจากท่านผู้ว่าการป่วย ให้เป็นผู้ดูแลการทำงานของคณะทำงานนี้ และย้อนไปถึงปี พ.ศ. 2497 เมื่อมีการออกกฎกระทรวงฉบับที่ 13 ภายใต้ พ.ร.บ. ควบคุมการแลกเปลี่ยนเงิน พ.ศ. 2485 ก็ดูเหมือนว่าท่านจะเป็นกำลังที่สำคัญที่สุดคนหนึ่งในเรื่องนี้ด้วย เพราะมีตำแหน่งเป็นหัวหน้าฝ่ายการคลังอยู่ในขณะนั้น กฎกระทรวงฉบับนี้ถือเป็น “แม่บท” เรื่องระเบียบวิธีการควบคุม การแลกเปลี่ยนของประเทศไทย และใช้บังคับตลอดมา จนถึงปี พ.ศ. 2533 เมื่อประเทศไทยประกาศรับพันธะตามตรา 8 ของข้อตกลงว่าด้วยกองทุนการเงินระหว่างประเทศ

อาจารย์ป่วยเคยพูดว่า ในบรรดางานหลายอย่างที่ท่านต้องรับผิดชอบอยู่ระหว่างปี พ.ศ. 2502 - 2514 งานธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นงานที่ท่านเอาใจที่สุด เพราะธนาคารแห่งประเทศไทยมีผู้ใหญ่ที่เป็นหลักอยู่หลายท่าน ผู้ใหญ่ที่เป็นหลักของธนาคารแห่งประเทศไทยในระบอบนั้นท่านหนึ่งคือ คุณสมหมาย

ระหว่างที่อยู่ธนาคารแห่งประเทศไทยนั้น คุณสมหมายเป็นผู้ที่พนักงานธนาคารแห่งประเทศไทยดูจะเกรงกลัวมากที่สุด เพราะขึ้นชื่อว่า เป็นคนเด็ดขาด เพื่อนส่วนเพื่อน งานเป็นงาน ถ้าเพื่อนทำงานไม่ดีแม้จะรักใคร่สนิทสนมเป็นการส่วนตัวเพียงไร ก็ไม่เคยได้รับการพิจารณาปูนบำเหน็จความดีความชอบ นอกจากนั้น ยังเป็นที่ทราบดีว่า คุณสมหมายเป็นผู้ที่รู้ เข้าใจงานแขนงต่าง ๆ ของธนาคารกลางอย่างดี หาตัวจับยาก โดยเหตุนี้จึงมีบทบาทสำคัญอย่างมาก ในการกำหนดนโยบายและมาตรการทางการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยในระบอบนั้น ในการประชุมภายในธนาคารแห่งประเทศไทยก็ดี หรือในการประชุมกับสมาคมธนาคารไทยก็ดี คุณสมหมายมักจะเป็นผู้ที่คนฟังมากที่สุด อาจารย์สุภาพ (คุณหญิงสุภาพ ยศสุนทร) ซึ่งคุณงานด้านวิชาการ และเป็นเหมือน “มือขวา” ของท่านผู้ว่าการป่วยเอง เมื่อมีปัญหาต่าง ๆ มักจะขอคำแนะนำและปรึกษา “เสียหมาย” เสมอโดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อเป็นปัญหาด้านปฏิบัติของธนาคารพาณิชย์ และการโอนหรือชำระเงินกับต่างประเทศ


คุณสมหมาย ลาออกจากตำแหน่งผู้จัดการทั่วไปของบริษัท ในปลายเดือนตุลาคม 2515 เพื่อไปรับตำแหน่งเป็นกรรมการและผู้จัดการใหญ่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด แต่หลังจากนั้นเพียง 2 เดือน ก็ได้รับแต่งตั้งเป็นรัฐมนตรีช่วยว่าการกระทรวงการคลัง และหลังจากนั้นอีก 1 ปี เป็นรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังอีก 3 หรือ 4 ครั้ง แต่ครั้งที่สำคัญที่สุดคงเป็นในสมัยรัฐบาลของพลเอกเปรม ติณสูลานนท์ ระหว่างมีนาคม 2524 ถึง 2529 ในระยะที่กล่าวนี้ เศรษฐกิจของไทยมีปัญหาด้านเสถียรภาพทางการเงินค่อนข้างร้ายแรง ส่วนหนึ่งเนื่องจากวิกฤตการณ์น้ำมันครั้งที่ 2 ซึ่งทำให้ราคาน้ำมันนำเข้าสูงขึ้นมาก ภาวะเศรษฐกิจของโลกถดถอย แต่อีกส่วนหนึ่ง เพราะการดำเนินนโยบายการเงินการคลังแบบขยายตัว ในระยะก่อนหน้า การค้าและการชำระเงินกับต่างประเทศขาดดุลเป็นจำนวนมาก เงินสำรองระหว่างประเทศลดต่ำลงมากจนอยู่ในระดับที่เป็นอันตราย ในระยะนี้ประเทศไทยต้องกู้เงินจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศหลายครั้ง ปัญหาที่เกิดขึ้นทำให้ต้องดำเนินมาตรการทั้งทางการเงินและการค้าในลักษณะเข้มงวดเป็นอันมาก โดยเฉพาะควบคุมการใช้จ่ายของรัฐบาลให้อยู่ในขอบเขตที่ไม่เกินรายได้มากนัก ขึ้นภาษีอากรหลายประเภทหลายครั้ง ควบคุมการขยายสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ ฯลฯ

ในบรรดามาตรการหลายอย่างที่ทางการได้ประกาศใช้ในระยะนั้น ที่สำคัญที่สุดคงจะได้แก่ การลดค่าเงินบาทในปี พ.ศ. 2524 (จากดอลลาร์ละ 20 บาท เป็นดอลลาร์ละ 23 บาท) และในปี 2527 (จากดอลลาร์ละ 23 บาท เป็นดอลลาร์ละ 27 บาท) การลดค่าเงินบาทครั้งหลังนี้จัดว่ารุนแรงมาก เพราะเงินบาทลดค่าลงถึงดอลลาร์ละ 4 บาท หรือร้อยละ 14.87 แต่ก็อาจกล่าวได้ว่าเป็นปัจจัยสำคัญที่สุดที่เปลี่ยนโฉมหน้าเศรษฐกิจของไทยในระยะต่อมา เพราะมาตรการนี้ช่วยให้สินค้าออกของไทยโดยเฉพาะอย่างยิ่งประเภทอุตสาหกรรมแข่งขันสู้ประเทศอื่น ๆ ได้ดีขึ้นกว่าเดิมมาก ปริมาณและมูลค่าการส่งออกเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว และเศรษฐกิจของไทยระหว่างปี 2530 - 2533 รุ่งเรืองขึ้นมาก การดำเนินมาตรการนี้ไม่ใช่ให้ขาดสมดุล แต่เป็นการผ่าตัดเพื่อรักษาโรคร้าย คนไข้ต้องเจ็บปวดเป็นอย่างยิ่ง และแพทย์ผู้รักษาที่ถูกประณามในชั้นต้น ท่านรัฐมนตรีสมหมายตระหนักดีถึงเรื่องนี้ แต่เมื่อจำเป็นต้องทำก็ต้องทำ

ในระยะที่ท่านดำรงตำแหน่งเป็นรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง โดยเฉพาะในสมัยรัฐบาลของพลเอกเปรม ติณสูลานนท์ นั้น ผมได้ทำงานติดต่อกับท่านอยู่ค่อนข้างเป็นประจำ เพราะงานของคลังกับแบงก์ชาติเกี่ยวข้องกันมาก ไม่ว่าจะเป็นเรื่องของการกำหนดวงเงินงบประมาณรายจ่ายประจำปีของรัฐบาล การบริหารหนี้ต่างประเทศ และการรักษาเสถียรภาพด้านอัตราแลกเปลี่ยน การประเมินฐานะเศรษฐกิจและการเงินของประเทศ ฯลฯ

ในการทำงานของคุณสมหมายนั้น ท่านยึดหลักการมาตลอดว่าจะไม่เข้าหาเจ้านายเลย ยกเว้นเมื่อถูกเรียกพบ นอกจากนั้น ตามประเพณีของชาวแบงก์ชาติ ปกติก็ไม่มีการไปอวยพรวันเกิดของผู้บังคับบัญชา ไม่มีการไปมาหาสู่ที่บ้าน ท่านเคยเล่าให้ผมฟังว่า การยึดหลักการนี้มีความสำคัญต่อชีวิตของท่านอยู่ไม่น้อย เพราะเคยมีอยู่ครั้งหนึ่งที่ท่านเกิดความน้อยใจ เพราะผู้ว่าการขณะนั้น (ดูเหมือนจะเป็นคุณเล้ง ศรีสมวงศ์) ตั้งข้อสงสัยบางอย่างเกี่ยวกับงานที่ท่านทำ ความสงสัยนี้ในความเห็นของท่านเอง ไม่น่าจะเกิดขึ้นกับคนอย่างท่านได้ จึงถือว่าร้ายแรงยิ่งนัก ทำให้ท่านเสียใจและผิดหวังมาก จนเตรียมที่จะไปยื่นใบลาออกกับผู้ว่าการ และที่จริงก็ได้ขึ้นรถไปแล้ว แต่หาไม่พบเพราะไม่เคยไปมาก่อน และจากการที่ท่านบ้านผู้ว่าการไม่พบในคืนนั้นเอง จึงได้อยู่ธนาคารแห่งประเทศไทยต่อมาจนเป็นผู้ช่วยผู้ว่าการ

ชีวิตของท่านรัฐมนตรีสมหมาย เป็นชีวิตของคนที่ทำประโยชน์ให้อย่างมาก แก่สถาบันที่ท่านทำงานอยู่ด้วย เป็นชีวิตที่ทำประโยชน์ให้แก่ส่วนรวม ให้แก่ประเทศ เป็นชีวิตที่สมาชิกของครอบครัวของท่าน ญาติพี่น้อง ตลอดจนเพื่อนฝูงและผู้ที่เกี่ยวข้องสามารถภาคภูมิใจได้อย่างแท้จริง ผมขออวยพรให้คุณความดีที่ท่านทำไว้ จงช่วยคลอบคลอให้ดวงวิญญาณของท่านไปสู่สุคติในสัมปรายภพเทอญ



ชวลิต ชนะชานนท์

ประธานกรรมการ

บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย

คำไว้อาลัย

ฯพลฯ สมหมาย สุนทรกุล อดีตประธานกรรมการ บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทยเป็นผู้ใหญ่ที่ผมเคารพและนับถือยิ่งท่านหนึ่ง การจากไปของท่านในครั้งนี้จึงยิ่งความเศร้าสลดและเสียใจอย่างสุดซึ้ง เพราะนอกจากครอบครัวของท่านและของผมจะรู้จักคุ้นเคยกันมานานแล้ว ผมยังได้มีโอกาสทำงานร่วมกับท่านในสมัยที่ท่านอยู่ธนาคารแห่งประเทศไทย และผมทำงานอยู่ที่กระทรวงการคลัง ในระหว่างนั้นได้มีการติดต่อประสานงานกันเรื่องการกู้เงินจากสถาบันการเงินต่างประเทศ เช่น ธนาคารโลก ธนาคารพัฒนาเอเชีย ฯลฯ และผมยังได้ร่วมเดินทางไปกับท่านในการประชุมประจำปีของธนาคารพัฒนาเอเชีย ที่กรุงโซลในปี 2512 หลังจากนั้นก็ยังได้มีโอกาสพบท่านอยู่เสมอ จนกระทั่งในปี 2513 ท่านได้รับการแต่งตั้งให้ดำรงตำแหน่งผู้จัดการทั่วไปของบริษัทอยู่เป็นเวลาประมาณ 2 ปีเศษ และต่อมาในปี 2516 ก็ได้ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการของบริษัท ซึ่งในปีนั้นเองท่านได้ชวนผมมาทำงานที่บริษัท แต่เนื่องจากขณะนั้นผมทำงานอยู่ที่ธนาคารโลก จึงได้ขอเวลาท่านระยะหนึ่ง เพื่อเรียนรู้งานด้านธนาคารเพื่อการพัฒนาก่อนที่จะมาร่วมงานกับท่านที่บริษัท ในปี 2518

ตลอดระยะเวลาในการทำงานของท่าน ท่านได้ทำคุณประโยชน์ให้ประเทศชาตินานัปการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการวางแผนทางการเงินและการคลัง ซึ่งถือเป็นรากฐานสำคัญของระบบเศรษฐกิจของประเทศ

ในช่วงที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการของบริษัท ท่านได้มุ่งเน้นสร้างภาพพจน์ของการเป็นสถาบันการเงินเพื่อการพัฒนาให้เด่นชัด เพื่อให้สอดคล้องกับเจตนารมณ์ของรัฐบาลในการจัดตั้งบริษัท และยังได้เริ่มสร้างความสัมพันธ์อันดีกับธนาคารโลกและธนาคารพัฒนาเอเชียอีกครั้งหนึ่ง ตลอดจนนำมามาตรฐานการวิเคราะห์โครงการของธนาคารโลกมาใช้ อันนับเป็นก้าวแรกที่ทำให้บริษัทเป็นที่ยอมรับของสถาบันการเงินในต่างประเทศ ส่งผลให้บริษัทสามารถหาแหล่งเงินกู้ต่างประเทศใหม่ ๆ เพื่อนำมาช่วยพัฒนาอุตสาหกรรมภายในประเทศได้เพิ่มมากขึ้นนับแต่นั้นมา

นอกจากนี้ในสมัยของท่าน บริษัทยังได้เริ่มบทบาทการเป็นแกนกลางในการติดต่อหาผู้สนับสนุนทางการเงิน ทั้งจากสถาบันในประเทศและต่างประเทศให้แก่โครงการอุตสาหกรรมขนาดใหญ่ที่ต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมาก และเพื่อขยายบทบาทของบริษัทในการพัฒนาอุตสาหกรรมและกระจายความเจริญไปสู่ส่วนภูมิภาค ซึ่งในช่วงนั้นเองสำนักงานภาค 3 แห่งของบริษัท ก็ได้ทยอยเปิดดำเนินการขึ้นในภาคต่าง ๆ

ยิ่งไปกว่านั้น ท่านยังมีบทบาทสำคัญต่อการพัฒนาตลาดทุนของประเทศ โดยเป็นผู้มีส่วนร่วมในการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและบริษัท หลักทรัพย์กองทุนรวม จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทในเครือของบริษัท นอกจากนี้บริษัทยังเป็นผู้ดำเนินการบริหารกองทุนพัฒนาตลาดทุนให้รัฐบาล และท่านยังได้ริเริ่มให้มีการจัดตั้งสำนักวิจัยตลาดทุนอีกด้วย

ความจริงแล้วผลงานที่ท่านได้สร้างไว้ให้กับบริษัท ยังมีอีกมากมายจนไม่อาจยกมากล่าวไว้
ณ ที่นี้ได้ทั้งหมด แต่สิ่งสำคัญที่ผมและพนักงานบริษัทจะไม่มีวันลืมคือ การที่ท่านได้เป็นกำลังสำคัญใน
การผลักดันให้บริษัทสามารถก้าวขึ้นมาเป็นสถาบันการเงินที่มีชื่อเสียง และมีบทบาทสำคัญในการช่วย
พัฒนาอุตสาหกรรมของประเทศ สมกับที่ได้ชื่อว่าเป็นธนาคารเพื่อการพัฒนา

ผมมีความเชื่อมั่นว่า แม้ร่างกายของท่านจะได้ดับสูญไปแล้ว แต่ชื่อเสียงและคุณความดีที่ท่าน
ได้ประกอบไว้แก่ประเทศชาติจะยังคงอยู่ตลอดไป ขอกุศลผลบุญและกรรมดีทั้งหลายที่ท่านได้ประกอบ
มาตลอดชีวิต จงกลับมาคืนให้ดวงวิญญาณของท่านไปสู่สุคติในสัมปรายภพช่วงวันจันทร์



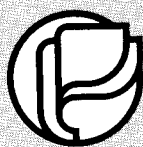
อัสวิน คงสิริ

กรรมการและผู้จัดการทั่วไป
บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย



“...พนักงานบริษัทขอตั้งจิตอธิษฐาน ให้สิ่งศักดิ์สิทธิ์ได้โปรดลงบันดาลให้ท่าน
หยั่งรู้ไม่ว่าจะโดยญาณวิเศษใดว่า พวกเราชาวบริษัทเปี่ยมไปด้วยความรัก เคารพ และซาบซึ้ง
ในพระคุณของท่านที่สร้างสรรค์บริษัท ให้เราได้ภาคภูมิใจอยู่ในทุกวันนี้...”

ประมวลความรู้เรื่องตราสารหนี้



บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย

สำนักวิจัยตลาดทุน (CMRI)
(สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2535)

สารบัญ

หน้า

ผลิตภัณฑ์ตราสารหนี้ใหม่

- วิวัฒนาการและนวัตกรรมของตราสารหนี้ อนุรักษ์ ชวลิตชีวิน 1
- การเปลี่ยนแปลงระบบการเงินโลกและการเกิด Securitization วีรยุทธ รัตนพงศ์ภิญโญ 13
- การแปลงทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) กอบชัย นิมกุล 18
- ตัวเงินระยะสั้น (Commercial Paper) กอบชัย นิมกุล 35

องค์กรที่สำคัญในการพัฒนาตราสารหนี้

- OTC ตลาดรองที่สำคัญของตราสารหนี้ อนุรักษ์ ชวลิตชีวิน 50
- บทบาทของ Credit Rating Agency อนุรักษ์ ชวลิตชีวิน
- ในการพัฒนาตลาดทุน และ ภราดร มหัทธนะสมบูรณ์ 64

บทบาทของ Players ที่สำคัญในตลาดตราสารหนี้

- บทบาทและหน้าที่ของผู้ค้าตราสาร (Dealer) กอบชัย นิมกุล 82
- นายหน้าในตลาดเงิน (Money Market Broker)
: แนวความคิด กอบชัย นิมกุล 93
- นายหน้าในตลาดเงิน (Money Market Broker)
: ความเป็นไปได้ในประเทศไทย วีรยุทธ รัตนพงศ์ภิญโญ 99

การพัฒนาตราสารในประเทศไทย

- แนวทางการพัฒนาตราสารหนี้ในประเทศไทย
: การศึกษาจากประสบการณ์ประเทศต่าง ๆ อรทัย วสินนท์ 104

ร้อยคำศัพท์เทคนิคตราสารหนี้

อนุรักษ์ ชวลิตชีวิน 116

วิวัฒนาการและนวัตกรรมของตราสารหนี้

ณัฐพล ขวลิขิตวิน

1. บทนำ

โลกในยุคปัจจุบันเปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็ว ไม่ว่าจะเป็นด้านเศรษฐกิจ การเมือง และสังคมตราสารหนี้เองก็หลีกเลี่ยงความจริงในข้อนี้ไม่พ้น ทำให้เกิดตราสารแปลกๆ ใหม่ๆ มากมายเพื่อสนองความต้องการของทั้งผู้ออมและผู้ลงทุนในตราสาร โดยเฉพาะในช่วงทศวรรษ 1970 และ 1980 ตราสารที่พัฒนาไปอย่างรวดเร็วมีความยุ่งยากสลับซับซ้อนมากขึ้นเป็นลำดับ ทั้งนี้เป็นผลมาจากปัจจัยหลายประการด้วยกัน นับตั้งแต่การผ่อนคลายการควบคุมระบบการเงินของประเทศต่างๆ (Deregulation) การแผ่ขยายของธุรกิจการเงินระหว่างประเทศ (Globalization) ตลอดจนความก้าวหน้าในการติดต่อสื่อสารและคอมพิวเตอร์ ช่วยให้สิ่งที่เคยทำได้อย่างลำบากในอดีตสามารถทำได้อย่างสะดวกสบายมากขึ้น การคำนวณที่ยุ่งยากสามารถใช้คอมพิวเตอร์ขนาดเล็กราคาถูกลงทำให้ได้ สิ่งต่างๆ เหล่านี้ช่วยให้เกิดนวัตกรรมทางการเงินต่างๆ มากมาย บางอย่างเกิดขึ้นแล้วก็หายไปในเวลาอันรวดเร็วเหมือนสายหมอกในยามเช้า แต่บางอย่างยังคงมีผู้นิยมอยู่จนทุกวันนี้

บทความนี้ตั้งใจที่จะกล่าวถึงความเปลี่ยนแปลงต่างๆ ที่เกิดขึ้นและส่งผลกระทบต่อระบบการเงินของประเทศต่างๆ ทั่วโลก ไม่เว้นแม้แต่ประเทศไทยเอง นอกจากนี้แล้วยังตั้งใจที่จะ

กล่าวถึงนวัตกรรมทางด้านตราสารหนี้ที่เกิดขึ้นในช่วงทศวรรษ 1970-1980 ที่สำคัญๆ ด้วย โดยเฉพาะอย่างยิ่งตราสารประเภทพันธรัฐผสม (Hybrid) ต่างๆ นับตั้งแต่ Asset Backed Securities Zero Coupon Bond และ Index Linked Instruments ต่างๆ ในการกล่าวถึงตราสารใหม่ๆ เหล่านี้คงหลีกเลี่ยงไม่พ้นที่จะต้องกล่าวถึงตราสารที่เกิดขึ้นในประเทศที่พัฒนาแล้วโดยเฉพาะสหรัฐอเมริกาและอังกฤษ ซึ่งเป็นประเทศที่ก่อให้เกิดวิวัฒนาการทางการเงินมากที่สุด ใน 2 ทศวรรษที่ผ่านมา ทั้งนี้โดยหวังว่าจะช่วยให้ผู้ที่สนใจเรื่องตราสารหนี้มองเห็นทิศทางการพัฒนาตราสารหนี้ของประเทศไทยในอนาคตชัดเจนมากยิ่งขึ้น

2. วิวัฒนาการของระบบการเงินและตราสารหนี้

ระบบการเงินของโลกมีการเปลี่ยนแปลงเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง ในช่วงทศวรรษ 1910 ซึ่งเป็นช่วงหลังสงครามโลกครั้งที่ 1 กล่าวได้ว่าเป็นสมัยที่มีการออกกฎหมายและระเบียบต่างๆ มากมาย เพื่อควบคุมการดำเนินธุรกิจทางการเงิน โดยเฉพาะสหรัฐอเมริกาเองได้มีรัฐบัญญัติที่สำคัญ 2 ฉบับเกิดขึ้นในเวลาใกล้เคียงกัน และมีผลต่อเนื่องมาถึงปัจจุบัน รัฐบัญญัติฉบับแรกคือ McFadden Act ออกในปี 1927 และ Glass Steagall Act ออกในปี 1933

McFadden Act เป็นรัฐบัญญัติที่ออกมาเพื่อจำกัดการทำธุรกิจของธนาคารพาณิชย์ในสหรัฐอเมริกาให้อยู่เฉพาะรัฐใดรัฐหนึ่ง ห้ามทำธุรกิจข้ามรัฐ ซึ่งมีผลอย่างมากในการโอนเงินระหว่างรัฐ และเป็นปัจจัยหนึ่งที่เป็นแรงผลักดันให้เกิดการพัฒนาตราสารหนี้ขึ้นในสหรัฐอเมริกาโดยทางอ้อม ส่วนรัฐบัญญัติอีกฉบับหนึ่ง ซึ่งมีชื่อเสียงมากคือ Glass-Steagall Act ที่ออกมาเพื่อแยกการทำธุรกิจหลักทรัพย์ออกจากธุรกิจการเงิน ทั้งนี้เป็นเพราะวิกฤตการณ์ตลาดหุ้นครั้งใหญ่ที่เกิดขึ้นในปี 1929 ทำให้ธนาคารต่างๆ ต้องประสบกับการขาดทุนจนถึงขั้นล้มละลาย ดังนั้นเพื่อป้องกันสถานการณ์เช่นนี้เกิดขึ้นอีกในอนาคต Glass Steagall Act จึงได้แยกธุรกิจทั้ง 2 ออกจากกันดังกล่าว ประเทศญี่ปุ่นซึ่งอยู่ภายใต้การควบคุมดูแลของสหรัฐอเมริกา ช่วงหลังสงครามโลกครั้งที่ 2 ก็ได้รับเอาแนวคิดนี้ไปด้วย โดยกฎหมายที่เกี่ยวข้องของญี่ปุ่นในเรื่องนี้คือ Article 65 นอกจากนี้ในช่วงเวลาใกล้เคียงกันได้มีการจัดตั้ง Securities and Exchange Commission (SEC) ขึ้น เพื่อดูแลธุรกิจหลักทรัพย์โดยเฉพาะ ส่วน FED ดูแลเฉพาะธนาคารพาณิชย์ กลต.ของประเทศไทยที่ได้รับการจัดตั้งขึ้นในปีนี้ก็นำแบบอย่างมาจาก SEC ของสหรัฐอเมริกา นั่นเอง

หลังสงครามโลกครั้งที่ 2 เป็นช่วงของการฟื้นฟูเศรษฐกิจอย่างขนานใหญ่ ประเทศผู้ชนะสงครามอย่างสหรัฐอเมริกาและอังกฤษได้กลายมาเป็นมหาอำนาจทางการเงินของโลกไปโดยปริยาย ในช่วงนั้นมีการเปลี่ยนแปลงทางการเงินที่สำคัญและน่าสนใจอยู่หลายประการ เช่น การประชุมที่ Bretton Wood ในเดือนกรกฎาคม 1944 เป็นผลให้มีการนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่มาใช้ ต่อมาก็มีการยกเลิกระบบเงินตราที่อิงกับมาตรฐานทองคำ และมีการจำกัดทางการค้าและการเงินระหว่างประเทศ ทำให้ระบบการเงินของโลกไม่เป็นอันหนึ่งอันเดียวกันตั้งแต่นั้นเป็นต้นมา

ในช่วงปลายทศวรรษ 1950 เป็นจุดเริ่มของตลาด Eurodollar ซึ่งเป็นผลเนื่องมาจากการออก Regulation Q ของ FED ผลจาก Regulation ฉบับนี้ ทำให้ธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถแข่งขันกันทางด้านอัตราดอกเบี้ยเงินฝากได้ เงินดอลลาร์จึงเริ่มไหลออกนอกประเทศไปฝากในประเทศอื่นที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า โดยเฉพาะอย่างยิ่งที่ประเทศอังกฤษจนกระทั่งอังกฤษกลายเป็นศูนย์กลางทางการเงินระหว่างประเทศไปในที่สุด นอกจากปัจจัยข้างต้นแล้ว เมื่อเกิดภาวะสงครามเย็นระหว่างค่ายประชาธิปไตย และคอมมิวนิสต์ สหภาพโซเวียต (ชื่อประเทศในขณะนั้น) จึงได้ถอนเงินจากธนาคารในสหรัฐอเมริกาไปฝากในอังกฤษแทน เพราะกลัวว่าจะถูกอายัด ในช่วงปลายทศวรรษ 1950 ตลาด Eurodollar จึงขยายตัวอย่างรวดเร็ว หลังจาก Oil Shock ที่เกิดขึ้น 2 ครั้ง ในทศวรรษ 1970 ยิ่งทำให้ Eurodollar ขยายตัวอย่างรวดเร็วมากขึ้น เพราะสมาชิกกลุ่ม OPEC มีรายได้จากน้ำมันมากขึ้นก็นำมาฝากหรือลงทุนในตลาด Eurodollar

หลังทศวรรษ 1970 กระแสของการเปลี่ยนแปลงเริ่มรุนแรงมากขึ้นเป็นลำดับ อันเป็นผลมาจากวิกฤตการณ์น้ำมันในปี 1973 และ 1979 อัตราเงินเฟ้อของประเทศต่างๆ ทั่วโลกสูงขึ้นอย่างไม่เคยเป็นมาก่อน เช่นเดียวกับอัตราดอกเบี้ย ในทางตรงกันข้ามเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ กลับตกอยู่ในภาวะชะงักงัน ช่วงนั้นถือได้ว่าเป็นช่วงที่ซบเซาครั้งหนึ่งในประวัติศาสตร์เศรษฐกิจของโลกที่บางคนเรียกว่าเป็น Stagflation กล่าวคือเศรษฐกิจตกต่ำแต่อัตราเงินเฟ้อกลับอยู่ในระดับสูง ประเทศกำลังพัฒนาที่ไม่มีน้ำมันเป็นของตนเองต่างก็ประสบปัญหาเศรษฐกิจอย่างหนัก ต้องกู้ยืมจากต่างประเทศมาใช้จ่ายเป็นจำนวนมาก ในที่สุดหลายประเทศก็ไม่มีปัญญาใช้หนี้คืน ก่อให้เกิด

วิกฤตการณ์ในระบบธนาคารพาณิชย์ของประเทศ
 ใหญ่ๆ ที่ปล่อยกู้แก่ประเทศกำลังพัฒนาเป็น
 อย่างมาก

ภาวะเงินเฟ้อและดอกเบี้ยยังส่งผลให้เกิด
 ความแปรปรวนในระบบการเงินของโลก อย่าง
 ต่อเนื่อง การควบคุมอัตราแลกเปลี่ยนในหลาย
 ประเทศถูกยกเลิกไป ความแตกต่าง
 ระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศต่างๆ ทำให้
 เกิดการไหลของเงินทุนระหว่างประเทศมากขึ้น
 เพื่อแสวงหาผลตอบแทนที่สูงกว่าในประเทศ
 ของตน

ในช่วงทศวรรษ 1980 การที่ Investment
 Bank มีกำไรเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว จูงใจให้มี
 รายใหม่เข้ามาแข่งขันมากยิ่งขึ้น ผลลัพธ์ทาง
 การเงินใหม่ๆ ถูกนำออกมาแข่งขันกันอยู่
 ตลอดเวลาความนิยมในการออกตราสารหนี้ใหม่ๆ
 มีเพิ่มขึ้น จนกระทั่งการระดมในรูปแบบเก่าๆ
 เช่น การกู้ยืมแบบ Syndicated Loan ได้รับความ
 นิยมน้อยลงไป ผู้กู้เงินในตลาดเงินเริ่มมี
 ความรู้มากขึ้นเป็นลำดับ มีความต้องการต่างๆ
 มากขึ้นเรื่อยๆ เพื่อลดต้นทุนในการระดมเงิน
 ของตนเอง

ทศวรรษ 1980 คำที่มักจะใช้กันติดปาก
 ในแวดวงการเงินมีอยู่ 2-3 คำ เช่น Globalization
 และ Deregulation และเมื่อรวมเข้ากับ
 Technology ใหม่ๆ แล้ว ได้ก่อให้เกิดการ
 เปลี่ยนแปลงของการเงินของโลกครั้งยิ่งใหญ่

ก่อนหน้าที่ Globalization จะฮิตคำที่ใช้
 อยู่ก่อน อีกคำหนึ่งคือ Internationalization
 ความหมายของ 2 คำนี้แตกต่างกันตรงที่คำหลัง
 นั้นหมายถึง การขยายตัวของธุรกิจการเงินไปยัง
 ประเทศอื่นๆ ส่วนคำแรกนั้นในแง่ของ Micro
 หมายถึง การผนวกกิจการภายในประเทศและ
 ระหว่างประเทศให้เป็นอันหนึ่งอันเดียวกัน และ
 ความหมายในระดับ Macro หมายถึงการไม่มี

พรมแดนทางธุรกิจระหว่างประเทศ ตลาดใน
 ประเทศ และตลาดทั่วโลก รวมกันเป็นหนึ่งเดียว
 เท่านั้น

Deregulation เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิด
 Globalization เพราะการผ่อนคลายการ
 ควบคุมระบบการเงินระหว่างประเทศช่วยให้
 การทำธุรกิจระหว่างประเทศทำให้ง่ายขึ้น
 ประกอบกับความก้าวหน้าทางด้านคอมพิวเตอร์
 และโทรคมนาคม ทำให้การติดต่อระหว่าง
 ประเทศเป็นไปอย่างสะดวก และนับเป็นแรง
 ผลักดันที่สำคัญให้เกิดตลาดการเงินที่เปิดทำการ
 ซื้อขายตลอด 24 ชั่วโมง โดยเริ่มจากโตเกียว
 ไปลอนดอน และนิวยอร์กตามลำดับ นักลงทุน
 สามารถทำกำไรจากความแตกต่างในแต่ละตลาด
 ได้ (Arbitrage)

วัฒนธรรมประการหนึ่งของสถาบันการเงิน
 ในสมัยก่อนคือไม่ค่อยชอบทำอะไรก่อน ชาวบ้าน
 ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความคิดที่ค่อนข้างจะอนุรักษ์
 นิยมของสถาบันการเงิน แต่ช่วงทศวรรษ 1980
 เป็นต้นมา กลับตรงกันข้าม สถาบันการเงินต่าง
 แข่งขันกันออกบริการใหม่ๆ มาเสนอให้ลูกค้า
 ช่วงนี้นับได้ว่าเป็นช่วงของนวัตกรรมทางการเงิน
 โดยแท้ อย่างไรก็ตาม บริการที่เสนอออกมา
 มากมายนั้นไม่ใช่ว่าจะประสบความสำเร็จไปเสีย
 ทั้งหมด ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับว่าสินค้าหรือบริการนั้น
 มีผู้ต้องการหรือไม่ (Need) สินค้าหรือบริการนั้น
 มีโอกาสหรือไม่ (Opportunity) โอกาสส่วนใหญ่
 จะเกิดขึ้นจากพัฒนาการทางด้านเทคโนโลยีใหม่ๆ
 ช่วยให้งานยากๆ เช่น การคำนวณสูตรที่
 ยุ่งยากง่ายขึ้น ในกรณีนี้ที่เห็นได้ชัดเจน เช่น
 การคำนวณ Premium ของ Options ซึ่งสลับ
 ซับซ้อนไม่ว่าจะเป็นของ Black-Scholes model
 หรือ Cox-Ross-Robinstein model Deregulation
 และ Liberalization ในประเทศต่างๆ ก็ช่วย
 สร้างโอกาสใหม่ด้วยเช่นกัน นอกจากนั้นความ

แปรปรวนของเศรษฐกิจในช่วงทศวรรษ 1970 ทำให้เกิดสินค้าทางการเงินใหม่ๆ มากมาย ผู้ออกตราสารต้องพยายามหาทางลดต้นทุนลงด้วยเทคนิคต่างๆ เช่น ให้ Warrant ให้ Options ที่จะขายคืน หรือให้ผลตอบแทนลอยตัว เป็นต้น ความแปรปรวนทางการเงินยังมีผลให้ความต้องการเครื่องมือเพื่อป้องกันความเสี่ยงสูงขึ้นด้วยเหตุนี้ Futures, Options และ Swaps จึงได้รับความนิยมเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว

ผลจากปัญหานี้สินของประเทศไทยในโลกที่สาม ทำให้สถาบันการเงินใหญ่ๆ หลายแห่งต้องกระทบกระเทือนจนกระทั่งบริษัทอุตสาหกรรมใหญ่ๆ มี Credit Rating ที่สูงกว่าสถาบันการเงินเสียอีกด้วยเหตุนี้จึงเกิดภาวะที่บริษัทใหญ่ๆ ทั้งหลายหันมาระดมเงินในตลาดเสียเอง แทนที่จะกู้จากธนาคารพาณิชย์เหมือนเดิม ภาวะเช่นนี้เรียกกันว่า Disintermediation คือ กระบวนการตัดตัวกลางออกไปทำให้ต้นทุนของเงินถูกลง กระบวนการนี้ยังได้รับการส่งเสริมจาก Deregulation ที่เกิดขึ้นในระยะใกล้เคียงกันอีกด้วย เช่นในประเทศอังกฤษ Bank of England ได้เปิดโอกาสให้ Commercial Paper ขยายตัวด้วยการยอมให้บริษัทจำกัดสามารถรับเงินฝาก (Deposit) ได้โดยไม่ต้องมีใบอนุญาตประกอบธุรกิจธนาคาร เพราะการที่บริษัทออก Commercial Paper มาขายต่อประชาชนคือ การรับเงินฝากจากประชาชนนั่นเอง รูปแบบก็ไม่แตกต่างอะไรจาก Citi Note Chase Note หรือ IFCT Note แต่อย่างใด บริษัทต่างๆ ทั้งในสหรัฐอเมริกาและอังกฤษ จึงสร้าง in-house bank ของตัวเองแทบทั้งนั้น ซึ่งนอกจากจะระดมมาเพื่อใช้ในกิจการของตัวเองแล้วยังระดมให้บริษัทในเครือตลอดจนลงทุนในกิจการอื่นๆ อีกด้วย ปัจจุบัน IBM Coca Cola BP ICI และ GE ล้วนมีบทบาทในตลาดเงินและตลาดทุนระหว่างประเทศมากขึ้นเรื่อยๆ

การคิดค้นหารูปแบบใหม่ๆ ทางการเงินยังคงเกิดขึ้นอยู่ตลอดเวลา นักการเงินรุ่นใหม่จึงมีลักษณะที่เป็น “Financial Engineer” มากกว่า Banker ที่เคยเป็นมาในอดีต Financial Engineer ทั้งหลายยังคงสร้างสรรค์ผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ กันต่อไป ทั้งนี้เพื่อความอยู่รอด และสามารถแข่งขันกับผู้อื่นๆ ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ตราบใดที่ยังมีความแปรปรวนในทางการเงินอยู่ innovation ใหม่ๆ ก็ยังมีโอกาสเกิดขึ้นอยู่เสมอ

3. แนวทางการพัฒนาตราสารใหม่ๆ

ตราสารที่เกิดขึ้นในช่วงทศวรรษ 1980 นั้นมีจำนวนมากมายับไม่ถ้วน บางท่านอาจสงสัยว่ามีเหตุผลอะไรถึงต้องพัฒนาตราสารขึ้นมาใหม่เรื่อยๆ ตราสารเก่าใช้ไม่ได้หรือไร จึงต้องมีการออกสินค้าใหม่มาทดแทนอยู่ตลอดเวลา แต่จากที่กล่าวมาข้างต้นแล้วว่า ตลาดตราสารเป็นตลาดที่แข่งขันกันมาก สถาบันการเงินต่างๆ จึงจำเป็นต้องพัฒนาตราสารออกมาใหม่ๆ อย่างต่อเนื่อง เพื่อจูงใจลูกค้าที่ต้องการออกตราสารหรือถ้าหากจะใช้ศัพท์ทางการตลาดก็คือ Business Life Cycle ของตราสารเหล่านี้มีแนวโน้มที่จะสั้นลงนั่นเอง ตราสารเหล่านี้มักจะพัฒนาขึ้นเพื่อสนองความต้องการของลูกค้าในหลายประเภทด้วยกันเช่น

- เพื่อลดภาระทางด้านภาษี
- เพื่อป้องกันความเสี่ยงในบางรูปแบบ
- เพื่อหาประโยชน์จากความเห็นทางด้านตลาดที่แตกต่างกันระหว่างผู้ออมและผู้ลงทุนในตราสาร
- มีความแตกต่างในวิธีการกำหนดมูลค่าของตราสาร
- ความแตกต่างระหว่างทัศนคติของผู้ออกและผู้ลงทุนในตราสารในเรื่องที่เกี่ยวกับ สภาพคล่องและความเสี่ยง

จากเหตุผลต่างๆ ที่กล่าวมาเหล่านี้ Financial Engineer ได้นำมาพัฒนาตราสารในรูปแบบต่างๆ มากมาย อย่างไรก็ตามความหลากหลายของตราสารใหม่ๆ ก็หนีไม่พ้นไปจากโครงสร้างพื้นฐานของตราสารต่อไปนี้คือ

- Coupon อัตราดอกเบี้ยที่จ่ายเป็นอย่างไร คงที่ หรือไม่คงที่
 - Maturity คงที่ หรือแปรผัน
 - Redemption การไถ่ถอนก่อน หรือหลัง Maturity หรือนำไปโยกกับตัวแปรอื่นๆ หรือไม่
 - Issue Price เรียกชำระเต็มมูลค่า หรือเพียงบางส่วน
 - Warrants มี หรือไม่มี เป็นต้น
- ตราสารต่างๆ ที่ออกมาบนพื้นฐานของโครงสร้างที่กล่าวมาข้างต้นพอจะสรุปได้ดังนี้

3.1 Coupon

ตราสารที่เน้นในเรื่องของ Coupon นั้น ประกอบด้วย 3 ประเภทด้วยกันคือ 1) จ่าย coupon คงที่ 2) จ่าย coupon ที่ผันแปรได้ (Variable Rates) 3) จ่าย coupon แบบลอยตัว (Floating Rates) ตราสารที่น่าสนใจในแต่ละประเภท ได้แก่

Fixed Coupon

- Plain Vanilla Fixed Coupon เป็นตราสารแบบดั้งเดิมจ่ายผลตอบแทนในอัตราคงที่ ศัพท์สแลงที่ใช้จึงเรียกว่า “Plain vanilla”
- Zero Coupon ไม่จ่ายผลตอบแทนเลย แต่จะขายในราคา discount แล้วไถ่ถอน ในราคา par หรือขายในราคา par แต่ไถ่ถอนในราคาบวก premium
- Foreign Currency จ่ายผลตอบแทนเป็นเงินตราต่างประเทศ

Variable Coupon

- Graduate rate coupon ตราสารที่จ่าย coupon ในอัตราที่แตกต่างกันตลอดอายุของตราสาร

- Profit sharing bond จ่าย coupon โดยโยงเข้ากับการจ่ายปันผล เช่นอาจจะกำหนด coupon คงที่ไว้ที่อัตราใดอัตราหนึ่ง บวก กับส่วนเพิ่มพิเศษซึ่งจะสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ

- Indexed จ่าย coupon โดยโยงกับดัชนีบางอย่าง เช่น CPI เมื่อครบกำหนดการจ่าย coupon ก็จะนำมา adjust ด้วยดัชนี CPI อีกทีซึ่งเหมาะสำหรับประเทศที่มีอัตราเงินเฟ้อสูง จนกระทั่งประชาชนไม่กล้าออมในระยะยาว

Floating Rate (FRNs)

- Plan vanilla FRN จ่าย coupon โดย link กับอัตราดอกเบี้ยที่ใช้เป็นมาตรฐานทั่วไป เช่น LIBOR
- Floor คือ FRNs ที่ guarantee coupon ขั้นต่ำ
- Cap FRNs ที่มี ceiling
- Collar FRNs ที่มีทั้ง Minimum และ Maximum Coupon
- Convertible FRNs FRNs ที่ผู้ลงทุนมี option ที่จะเปลี่ยนเป็น long term fixed rate bond ได้ตลอดเวลา

- Drop-lock FRNs จะ Convert เป็น fixed rate ทันทีที่อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นลดต่ำกว่าอัตราที่กำหนดไว้

- Double Drop-lock ออกมาเพื่อคุ้มครองนักลงทุนในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยขึ้นลงอย่างรวดเร็ว จึงกำหนดอัตราที่จะ lock ไว้ 2 อัตรา ทั้งนี้เพื่อให้แน่ใจว่าการลงของดอกเบี้ยนั้นเป็น long term trend

3.2 Maturity

คงที่ Fixed Rate Bond มักจะมี Maturity คงที่ด้วย ในขณะที่ FRNs ก็มักจะมี Maturity ที่ไม่คงที่ด้วยเช่นกัน

ไม่คงที่ ตราสารประเภทที่ไม่คงที่นี้มีอยู่หลายแบบด้วยกัน เช่น

- Sinking Fund Redemption เป็นแบบที่ปรากฏอยู่ที่ผู้ออกตราสารมักจะตั้ง Sinking Fund เพื่อไถ่ถอนตราสาร ซึ่งอาจจะทำได้หลายวิธี เช่น จับฉลากไถ่ถอนตามเลขทะเบียน เป็นต้น

- Purchase Fund เพื่อ support ราคาของตราสารในตลาดไม่ให้ตกต่ำเกินไป

3.3 Redemption

ทั้ง Fixed rate และ FRNs Bond มักจะไถ่ถอนตามราคาที่กำหนดไว้ (Face Value) ส่วน Zero Coupon หรือ Deep Discounted Bond จะขาย ณ ราคา Par และไถ่ถอนในราคา Premium

ตราสารที่จ่ายผลตอบแทนคงที่มีอายุไถ่ถอนที่แน่นอนมักจะเรียกกันว่า Bullet Bond ส่วนตราสารที่จำนวนเงินไถ่ถอนไม่แน่นอนนั้นมีหลายประเภทด้วยกัน เช่น

- Dual Currency ได้แก่ ตราสารที่จ่ายดอกเบี้ยและเงินต้นเป็นเงินคนละสกุลกัน จำนวนเงินไถ่ถอนที่ได้รับจึงขึ้นอยู่กับค่าเปลี่ยนแปลงของแต่ละสกุลเงิน

- Heaven and Hell เป็น Dual Currency อีกแบบหนึ่งที่ยุ่งยากกว่าแบบแรก แต่จำนวนเงินที่จะไถ่ถอนจะคิดจากอัตราแลกเปลี่ยน ณ วันไถ่ถอน (spot rate) เทียบกับอัตราแลกเปลี่ยน ณ วันออกตราสาร ซึ่งถ้าหากเงินสกุลที่ใช้มีค่าสูงขึ้น จะได้รับเงินมากขึ้น และถ้าลดลงจำนวนเงินก็ลดลงตามไปด้วย จึงได้ชื่อว่า Heaven and Hell นอกจากนี้ยังเรียกกันอีกแบบหนึ่งว่า Indexed Currency Option Note (ICON)

- Bull-Bear Bond เป็นตราสารที่แยกเป็น 2 ส่วน (Tranche) มูลค่าไถ่ถอนของแต่ละ Tranche

จะโยงกับ index บางตัว เช่น Stock Index หรือ Commodity Index Bull Tranche จะได้รับการไถ่ถอนเพิ่มขึ้นตามการเพิ่มขึ้นของ index แต่ Bear Tranche จะได้รับเงินไถ่ถอนเพิ่มขึ้นถ้า index ลดลง Tranche ที่เพิ่มขึ้น ส่วนใหญ่มักจะชดเชยกับ Tranche ที่ลดลง แต่ในบางกรณีก็ไม่ชดเชยตราสารประเภทนี้เหมาะสำหรับนักลงทุนที่ชอบเก็งกำไร

- S&P 500 Index Linked Notes (SPINs) ตราสารระยะปานกลางที่โยงกับดัชนีหุ้น S&P 500

นอกจากนั้นแล้วยังมี option ต่างๆ ที่ให้แกตัวผู้ออกตราสารเองและนักลงทุน เช่น

- Callable ผู้ออกมีสิทธิไถ่ถอนก่อนกำหนด โดยจ่าย Premium ให้แก่นักลงทุน

- Convertible ซึ่งมีได้หลายรูปแบบนับตั้งแต่ convert เป็นหุ้นสามัญ หรือ convert จาก fixed rate เป็น floating rate หรือ convert จากเงินสกุลหนึ่งไปเป็นอีกสกุลหนึ่งก็ได้

- Flip-Flops คือ ตราสารที่ให้ option แก่นักลงทุน convert กลับไปกลับมาได้ระหว่าง fixed rate หรือ floating rate ซึ่งทำให้นักลงทุนมีความยืดหยุ่นมากขึ้น แต่ในแง่ของผู้ออกก็สามารถระดมเงินได้ในต้นทุนที่ถูกลง

3.4 Issue Price

ตราสารส่วนใหญ่ จะเรียกชำระเต็มตามจำนวน แต่ก็มีเหมือนกันที่เรียกชำระเป็นบางส่วน

3.5 Warrants

ตราสารที่ออกขายพร้อมกับ Warrant ในระยะหลังได้รับความนิยมมากขึ้น โดย Warrant จะให้สิทธิแก่นักลงทุนที่จะซื้อหรือขายทรัพย์สินในราคาที่กำหนด และภายในระยะเวลาที่กำหนดด้วย Warrants มีอยู่ด้วยกันหลายแบบ เช่น

- Puttable คือ ตราสารที่ให้สิทธิผู้ลงทุนขายคืนได้ก่อนกำหนด ในราคาที่กำหนดไว้ที่จะ

ช่วยลดการขาดทุนของนักลงทุน ในกรณีที่ราคา มีแนวโน้มไม่สู้ดี

- Naked Warrants คือ warrants ที่ออกเอง ต่างหาก โดยไม่ออกควบกับตราสาร

- Covered Warrants warrants ส่วนใหญ่ จะให้สิทธิซื้อหรือขายตราสารของผู้ออก แต่ใน กรณีนี้ให้สิทธิซื้อตราสารอื่นๆ ที่ไม่เกี่ยวข้องกับ ผู้ออกตราสาร ผู้ออกส่วนใหญ่มักจะเป็นสถาบัน การเงิน ซึ่งทำหน้าที่ค้ำประกันด้วย

4. วิวัฒนาการของตราสารหนี้บางด้านที่ น่าสนใจ

ในหัวข้อที่ 3 ได้กล่าวถึง รูปแบบในการ พัฒนาตราสารมาแล้วโดยละเอียดว่าสามารถ พัฒนาจากโครงสร้างของตราสารหนี้ส่วนไหน ได้บ้าง สำหรับหัวข้อนี้จะเลือกตราสารหนี้ที่ น่าสนใจบางประเภท หรือบางกลุ่มมากล่าวถึง ในส่วนที่เป็นรายละเอียด ซึ่งจะประกอบไปด้วย Foreign Bond Junk Bond MTNs และ Asset Backed Securities ตามลำดับ

4.1 Foreign Bond

ตามปกติตลาดการเงินมักจะแบ่งออกเป็น ตลาดในประเทศ (Domestic Market) และตลาด ระหว่างประเทศ (International Market) โดย Domestic Market นั้น เป็นการออก ตราสารเพื่อขายให้แก่นักลงทุนในประเทศเป็นหลัก ในขณะที่ International Market นั้น ทั้งผู้ ออกและผู้ลงทุนไม่จำเป็นต้องเป็นคนใน ประเทศนั้น สกุลเงินที่ออกก็เช่นกันไม่จำกัดว่า จะต้องเป็น Dollar, Yen, Sterling หรือ Mark ปัจจุบันมีลอนดอนและนิวยอร์ก ที่เป็นตลาดการ เงิน ระหว่างประเทศที่สำคัญ

Domestic Market ในบางประเทศโดยเฉพาะ ประเทศที่พัฒนาแล้ว เช่น สหรัฐอเมริกา อังกฤษ

และญี่ปุ่น นอกจากจะเป็นตลาดตราสารที่ออก โดยกิจการที่อยู่ในประเทศนั้นแล้วยังเป็นตลาด สำหรับตราสารที่ออกโดยกิจการของต่างประเทศ อีกด้วย ตลาดหลังนี้เองที่เรียกว่า Foreign Bond เหตุที่นำเอา Foreign Bond มากล่าวถึงก็เพราะ อาจจะเป็นไปได้ที่กิจการขนาดใหญ่ของไทยจะ ระดมเงินผ่านตลาดเหล่านี้ในอนาคต Foreign Bond ที่สำคัญ ได้แก่

- Auslandsobligationen

ได้แก่ Bond ที่ออกในสวิสเซอร์แลนด์ โดยบริษัทต่างชาติตลาดนี้นับว่าเป็นตลาด Foreign Bond ที่ใหญ่ที่สุดในโลกมาตั้งแต่ปี 1987 Bond ที่ออกจะมีอายุระหว่าง 8-15 ปี ส่วนใหญ่ จะเป็น Straight Bond จ่าย Coupon ในอัตราคงที่ แต่ในช่วงหลังๆ ก็มี Zero Coupon และ Perpetual Bond ออกมาบ้างเช่นกัน

- Yankee Bond

เป็นตลาด Foreign Bond ในสหรัฐอเมริกา ตลาดนี้ใหญ่เป็นอันดับสองรองจาก Auslandsobligationen Bond ตราสารที่ออกเป็นเงิน ดอลลาร์ออสเตรเลีย ขายในสหรัฐอเมริกา จะ เรียกว่า Kangaroo Bond

- Samurai Bond

Bond ที่ออกโดยต่างชาติเป็นเงินเยนเรียกว่า Samurai Bond นับได้ว่าเป็น Foreign Bond ที่ ใหญ่เป็นอันดับสาม นอกจากนั้นแล้วยังมี Bond ที่ออกโดยบริษัทต่างชาติเป็นเงินตราสกุลอื่น เรียกว่า Shogun Bond หรือ Geisha Bond ในช่วงหลัง Samurai Bond ไม่ค่อยได้รับความนิยม เนื่องจากค่าซื้อและเสียค่าใช้จ่ายสูงกว่า Euroyen อย่างไรก็ตาม ในปี 1987 ญี่ปุ่นก็พัฒนา Daimyo Bond ขึ้น เพื่อแข่งขันกับ Euroyen แต่ยังไม่ได้รับความนิยมเท่าที่ควร แม้ค่าใช้จ่าย จะถูกลงแต่ยังเสียเวลาในการออกเช่นเดิม

- Bulldog Bond

เป็นตราสารหนี้ของต่างประเทศที่ออกเป็น

เงินสเตอลิงในอังกฤษ ส่วนใหญ่มีอายุตั้งแต่ 5-40 ปี แต่ไม่ผู้ที่ได้รับความนิยมนเท่าใดนัก

4.2 Junk Bond หรือ High Yield Bond

Michael Milken แห่ง Drexel Burnham Lambert เป็นรายแรกที่นำ Junk Bond มาใช้ โดยทั่วไปหมายถึงตราสารที่ออกโดยกิจการซึ่งได้รับ Credit Rating ต่ำกว่า BBB หรือ Investment Grade หรือที่เรียกว่านางฟ้าตกสวรรค์ (Fallen Angels)

โดยทั่วไปแล้ว Junk Bond มักจะถูกมองในฐานะที่เป็นตราสารมีความเสี่ยงสูง แต่ในทศวรรษ 1970 เหตุการณ์นี้ได้เปลี่ยนแปลงไป เมื่อเริ่มมีผู้ค้นพบว่า Junk Bond แม้จะมีความเสี่ยงสูง แต่โอกาสที่ Default หรือไม่สามารถชำระคืนนั้นค่อนข้างต่ำ นักลงทุนจึงเริ่มให้ความสนใจ Junk Bond กันมากขึ้น และที่น่าสนใจก็คือกิจการในสหรัฐอเมริกามากกว่าร้อยละ 80 ถ้าหากออกตราสารจะถือว่าเป็น Junk Bond ทั้งนี้ ข้อเท็จจริงนี้ในประเทศอื่นๆ รวมทั้งประเทศไทยคงเป็นเช่นเดียวกัน

ช่วงกลางทศวรรษ 1970 Drexel Burnham ออก Junk Bond ให้แก่ลูกค้าที่ได้ Rating ต่ำกว่า Investment Grade ซึ่งส่วนใหญ่ได้แก่กิจการที่ตั้งใหม่และขยายตัวอย่างรวดเร็ว ต่อมา Drexel ได้ออก Junk Bond ให้แก่ลูกค้าที่ต้องการเงินไปเทคโอเวอร์กิจการอื่น โดยเฉพาะการเทคโอเวอร์ด้วย LBO ทำให้ต่อมารการเทคโอเวอร์ในสหรัฐอเมริกา มักจะใช้ Junk Bond กันเป็นส่วนใหญ่ ประมาณว่าครึ่งหนึ่งของ Junk Bond เป็นไปเพื่อการนี้ ยอดการออก Junk Bond ในระยะต่อมาจึงเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว

ในช่วงก่อนกลางทศวรรษ 1980 อัตราการ Default ของ Junk Bond ยังอยู่ในระดับต่ำ แต่ต่อมาเมื่อนำ Junk Bond มาใช้กับ LBO กันมากขึ้น

อัตราการ Default ของตราสารก็เริ่มมากขึ้นเป็นลำดับ ในปี 1986 ตราสารหนี้ default ถึง 3 พันล้านเหรียญสหรัฐ หรือร้อยละ 3 ของตราสารที่ออก ซึ่งสูงขึ้นกว่าในอดีตถึง 3 เท่าตัว ด้วยเหตุนี้ความนิยมใน Junk Bond จึงเริ่มลดลงมาเป็นลำดับ

4.3 Zero Coupon Bond (ZCBs)

เหตุผลที่ทำให้ ZCBs เกิดขึ้นมานั้นมีอยู่ 2 ประการด้วยกัน คือ เหตุผลทางด้านภาษีที่บางประเทศไม่ถือว่าส่วนต่างของราคาตราสารตอนออกและไถ่ถอนเป็นดอกเบี้ย แต่ถือเป็น Capital Gain ซึ่งเสียภาษีในอัตราที่ต่ำกว่าดอกเบี้ย โดยเฉพาะบริษัทในประเทศอังกฤษนั้นสามารถนำเอาดอกเบี้ยและจำนวนที่ discount เมื่อออกตราสารมาหักลดหย่อนภาษีได้ ส่วนผู้ลงทุนจะต้องเสียภาษีก็ต่อเมื่อครบกำหนดไถ่ถอนหรือขายตราสารนั้นไปก่อนครบกำหนด ในขณะที่ถ้าหากได้รับผลตอบแทนเป็นดอกเบี้ย จะต้องถูกหักภาษีทุกปี

เหตุผลอีกประการหนึ่งคือ นักลงทุนในตราสาร มักจะมีความเสี่ยงอยู่ประการหนึ่งคือ Reinvestment Risk เพราะนักลงทุนเมื่อได้รับดอกเบี้ยมามากนำมาลงทุนต่อ แต่อัตราดอกเบี้ยในแต่ละปีเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา ทำให้มีความเสี่ยงนี้เกิดขึ้น ZCBs นั้นไม่มีความเสี่ยงนี้เนื่องจากไม่ได้จ่าย Coupon เหมือนตราสารอื่นๆ แต่จะไถ่ถอนครั้งเดียวเมื่อครบกำหนด อย่างไรก็ตาม ZCBs ก็มีข้อเสียบางประการ เช่น

- ต้นทุนในการออกค่อนข้างสูง เพราะคำนวณจากราคาที่ Discount แล้ว

- ราคาของ ZCBs ค่อนข้างจะแปรปรวนตามภาวะอัตราดอกเบี้ยในแต่ละช่วง เช่น เมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นราคาจะตกลงมากกว่า Fixed Rate เพราะ Yield to Maturity คงที่ ในขณะที่

Fixed Rate ยังมีโอกาสได้ผลตอบแทนจากการ Reinvestment ที่สูงขึ้น

- นักลงทุนมี Credit Risk เพิ่มขึ้นเพราะผู้ออกตราสารต้องใช้จ่ายเงินเพื่อไถ่ถอนเป็นจำนวน มากเพียงครั้งเดียวเมื่อครบกำหนด

4.4 MTNs

MTNs เริ่มแรกพัฒนาขึ้นโดยบริษัท เงินทุนของผู้ผลิตรายอื่นที่ต้องการเงินทุนที่มีอายุ 1-5 ปี เพราะตามปกติแล้ว ตราสารส่วนใหญ่จะมีอายุต่ำกว่า 1 ปี (Commercial Paper) และ 5 ปีขึ้นไป ทำให้มีช่องว่างระหว่าง 1-5 ปี อย่างไรก็ตาม MTNs อายุ 1-5 ปี ไม่ได้ได้รับความนิยมเท่าใดนักในระยะแรก เนื่องจากต้อง ออกด้วยวิธี Private Placement ทำให้ต้องเสีย ค่าใช้จ่ายสูงมากกว่าการเสนอขายต่อประชาชน ทั่วไป

MTNs มาเริ่มได้รับความนิยมในช่วง ต้นทศวรรษ 1980 ทั้งนี้เนื่องมาจากการออก Rule 415 ของ SEC ช่วยให้ตราสารออกเสนอ ขายต่อประชาชนได้อย่างต่อเนื่อง ไม่ต้องขอ อนุญาตจาก SEC ทุกครั้งที่ออก แม้ว่าจำนวน เงินและอายุของตราสารจะไม่เท่ากันก็ตาม แต่ สามารถเสนอข้อมูลครั้งเดียวเข้า Shelf ได้ ทำให้ผู้ออกตราสารได้รับความนิยมมากขึ้น เหตุผลอีกประการหนึ่งเป็นเพราะมี Investment Bank ใหญ่ ๆ เช่น Merrill Lynch และ Salomon Brothers รับทำ Secondary Market ให้ MTNs จึงมีสภาพคล่องสูงขึ้น และลดต้นทุนในการ ออกลงได้ MTNs ในสหรัฐอเมริกาได้รับความนิยมมากต่อมาก็ได้ขยายไปยังยุโรปหรือที่เรียกว่า Euro MTNs และได้รับความนิยมเช่นเดียวกัน

กล่าวโดยสรุปแล้ว MTNs คือ Medium Term Bonds ที่ออกด้วยการเสนอขายต่อ ประชาชนอย่างต่อเนื่องในทำนองเดียวกับ Commercial Paper MTNs มีลักษณะที่สำคัญ

ดังต่อไปนี้

- เป็นการออกที่ต่อเนื่องเป็น Program ไม่ใช่การออกครั้งเดียว

- อาจจะทำออกอย่างต่อเนื่องหรือออกเป็น ครั้งคราวภายในระยะเวลาที่กำหนดได้

- สามารถออกในจำนวนระยะเวลา และ coupon แตกต่างกันได้ ภายใต้ Program เดียวกัน

- จะออกผ่านกลุ่ม dealer ที่ได้รับการ คัดเลือกไว้ และ dealer ดังกล่าวรับที่จะเป็น Secondary Market ให้ด้วย

- การคิดราคาและอัตราดอกเบี้ยเหมือนกับ Bond ทั่วไป

ปัจจุบัน MTNs ได้รับการพัฒนา ขึ้นมามากมายหลายแบบ อาทิ

- Euro MTNs คือ MTNs ที่ออกในยุโรป listing ที่ London หรือ Luxembourg Stock Exchange และ Clearing ผ่าน Euroclear และ Cedel

- Global MTNs คือ MTNs ที่อนุญาต ให้ผู้ออกสามารถเสนอขายได้ทั้งในตลาดสหรัฐ อเมริกาและยุโรปส่วนใหญ่ผู้ออกในสหรัฐอเมริกา จะออกเป็นสกุลเงินที่ไม่ใช่ดอลลาร์แล้วจึงทำ currency swaps กลับไปเป็นดอลลาร์อีกทีหนึ่ง

- Continuously Offered Long Term Securities (COLTS) เป็น MTNs ที่ออกโดยธนาคาร โลก มีอายุตั้งแต่ 3-30 ปี การที่เรียกว่า MTNs อาจจะไม่ค่อยถูกนัก เพราะระยะยาวมาก แต่ก็ถือ ว่าเป็น MTNs อันแรกที่เข้ามาแข่งขันกับ Bond

4.5 Asset Backed Securities

Asset Backed Securities เป็นตราสารที่ แตกต่างจากตราสารที่ Backed โดย Asset ที่ เฉพาะเจาะจง เพราะ Asset ที่นำมา Backed นั้น จะเป็น Asset ที่ไม่สามารถนำมาเปลี่ยนเป็นเงิน หรือ Asset อื่นด้วยการซื้อขาย เช่น Mortgage และ Loan Receivable การที่นำเอา Asset

Corporation (FHLMC) ออกตราสารที่เรียกว่า “Freddie Mac”

- ในปี 1987 มีตราสารประเภทนี้ที่ออกโดยเอกชน คือ Bank of America โดยไม่มีการค้ำประกันจากหน่วยงานของรัฐบาล ตราสารประเภทนี้แม้จะไม่มีการค้ำประกันจากหน่วยงานของรัฐบาล แต่ก็ได้รับ Rating ที่ดี จึงทำให้ประสบความสำเร็จพอสมควร

- Pass-Through ที่กล่าวมาข้างต้นยังไม่ยุ่งยาก เท่ากับ Asset Backed Securities ที่ได้รับการพัฒนาในระยะหลัง ทั้งนี้เป็นผลมาจากการที่ Cash Flow จากกองทรัพย์สินมักจะไม่แน่นอน เพราะอัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา ทำให้ผลต่อการตัดสินใจชำระหนี้ค้ำก่อนกำหนด ในช่วงปลายทศวรรษ 1970 จึงมี Adjustable Rate Mortgages (ARMs) ขึ้น ซึ่งก็คือ Mortgage ที่เสนออัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงไปตามภาวะตลาด Asset Backed Securities ที่ออกมาเพื่อแก้ปัญหา Prepayment ก็คือ Collateralized Mortgage Obligation (CMO) ซึ่งออกโดย FHLMC เป็นรายแรก ในปี 1983 ก็ใช้ Concept เหมือนกับ Mortgage Backed Securities ทุกประการ แต่ตราสารจะออกมาเป็นส่วนๆ (Tranche) มีอายุแตกต่างกัน และส่วนสุดท้าย เรียกว่า Zmche ซึ่งเป็น Zero Coupon Bond หรือไม่จ่ายดอกเบี้ยจนกว่าจะถึงกำหนดไถ่ถอน ทั้งนี้เพื่อแก้ปัญหาที่ Cash Flow จากกองทรัพย์สินอาจไม่แน่นอน และเพียงพอที่จะจ่ายดอกเบี้ย

Asset Backed Finance

ตราสารประเภทนี้เหมือน Asset Backed ข้างต้นทุกประการต่างกันแต่เพียงตัว Asset ที่นำมา Back คือ Account Receivable เช่น Lease Receivable, Credit Card Receivable, ค่า Royalties จากภาพยนตร์และที่ดิน เงินกู้ซื้อ

รถยนต์ และ Property Lease ตราสารในลักษณะนี้เรียกว่า Structured Receivable Financing (SRF)

ตราสารประเภทนี้เริ่มออกขายในปี 1985 โดยบริษัทเช่าซื้อคอมพิวเตอร์ คือ Sperry Lease Finance Corporation โดยมี First Boston Corporation เป็นผู้ออกให้ การออกตราสารแบบนี้มี 2 ลักษณะคือ Pass-Through Structure และ Pay-Through Structure โดย Pass-Through แบบแรกก็เหมือนที่กล่าวมาแล้ว ส่วนแบบหลังมีตราสารค้ำโดย Asset Coupon และเงินไถ่ถอนจะจ่ายจาก Cash Flow ที่ได้จากทรัพย์สินนั้น ตราสารในกลุ่มนี้ที่น่าสนใจ ได้แก่

- Certificate of Automobile Receivable (CARs) ค้ำโดย Pool ของเงินกู้รถยนต์ ผู้ออกรายใหญ่ได้แก่ General Motor Acceptance Credit บริษัทในเครือของ GM ตราสารประเภทนี้อาจจะเหมาะสำหรับ บง.ที่ทำ Hire Purchase รถยนต์

- Certificate Lease Equipment Obligation (CLEOs) ตราสารที่ค้ำโดย Pool ของ Lease Receivable เช่น เช่าซื้อรถแทรกเตอร์ คอมพิวเตอร์ และเครื่องจักรกลต่างๆ เป็นต้น

- Certificates of Amortized Revolving Debt (CARDs) ค้ำโดย Credit Card Receivable ผู้ที่ออกเป็นรายแรกคือ Bank of America ค้ำโดย VISA Credit Card Receivable

- Single Property Scheme (SPS) ตราสารที่ออกโดยการขาย property ต่างจาก Asset Backed อื่นๆ ตรงที่ผู้ลงทุนนอกจากจะได้ coupon ที่มาจากการดำเนินงานแล้ว ยังมีผลตอบแทนจากราคาของ property ที่สูงขึ้นอีกด้วย

5. สรุป

ในช่วง 2 ทศวรรษที่ผ่านมา ตราสารหนี้ได้รับการพัฒนาไปเป็นอย่างมาก โดยมีปัจจัยสนับสนุนหลายประการด้วยกัน นับตั้งแต่ความแปรปรวนของอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนทำให้ผู้ออกตราสาร ต้องพยายามเสนอตราสารในรูปแบบใหม่ๆ เพื่อจูงใจนักลงทุน จึงเป็นที่มาของ FRNs Index Linked Securities Callable Option และ Puttable Option เป็นต้น นอกจากนั้นแล้วปรากฏการณ์ที่สำคัญๆ ที่เกิดขึ้นในหลายๆ ประเทศทั่วโลก เช่น Deregulation Globalization และการพัฒนาเทคโนโลยีทางด้านคอมพิวเตอร์ได้ช่วยเกื้อหนุนให้ตราสารหนี้ในช่วงที่ผ่านมาพัฒนาไปอย่างรวดเร็ว ตราสารหนี้บางประเภทยังได้รับความนิยมอยู่ในปัจจุบัน แต่บางประเภทเกิดขึ้นเพียงช่วงเวลาสั้นๆ แล้วก็หายไป ในอนาคตตราสารหนี้คงจะมีรูปแบบใหม่ๆ เกิดขึ้นมาอีกเรื่อยๆ Investment Banker ที่ติดตามวิวัฒนาการทางด้านนี้มาโดยตลอด คงต้องติดตามกันต่อไป และพยายามเลือกสรรสิ่งใหม่ๆ เหล่านั้นมาบริการแก่ลูกค้าในประเทศไทย เพราะตราสารในต่างประเทศ 100 แบบ อาจจะเหมาะกับลูกค้าในประเทศไทยเพียงไม่กี่แบบ ซึ่งก็ไม่ใช่เรื่องที่น่าแปลกแต่อย่างใด เพราะตลาดการเงินของไทยยังไม่กว้างและลึกเหมือนในต่างประเทศ คงต้องใช้เวลากันอีกยาวนานพอสมควรกว่าตลาดการเงินของไทยจะพัฒนาไปเท่าเทียมกับต่างประเทศในวันนี้ แต่กว่าวันนั้นจะมาถึงต่างประเทศก็มีอะไรที่แปลกใหม่ และยุ่งยากยิ่งกว่าเก่ามาให้เรียนรู้กันต่อไปอีกเรื่อยๆ ไม่มีที่สิ้นสุด

อย่างไรก็ตาม Innovation ใหม่ๆ ทางการเงินที่กล่าวมาทั้งหมดนี้ แม้จะเป็นการแข่งขันของ Investment Banker เพื่อให้บริการที่ดีที่สุดแก่ลูกค้าก็ตาม แต่เราควรตระหนักถึงความจริง

เหล่านี้ด้วยคือ 1) Financial Innovation ใหม่ๆ ที่เกิดขึ้นเหล่านี้ไม่ได้ทำให้ความเสี่ยงของผู้ลงทุนหรือผู้ออมหมดไปโดยสิ้นเชิง เพียงแต่เปลี่ยนไปอยู่ในรูปอื่นแทนไม่ว่า จะด้วยการ Redistribution กระจาย หรือ Diversify ให้ผู้อื่นรับภาระแทนก็ตาม 2) Innovation เพียงแค่เพิ่มสภาพคล่องของตราสารเท่านั้นไม่ได้เพิ่มสภาพคล่องของทรัพย์สินที่มูลค่าตราสารเหล่านั้นแต่อย่างใด 3) Innovation เหล่านี้ได้สร้างความยุ่งยากสลับซับซ้อนให้แก่ระบบการเงินของโลกเป็นอย่างมาก 4) กระตุ้นให้มีการสร้างหนี้เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะในกรณีของ Securitization และ 5) ตราสารเหล่านี้ทำให้นโยบายการเงินที่เคยใช้กันอยู่ในอดีตหมดความหมายไปโดยสิ้นเชิง เพราะฉะนั้นการนำเอา Innovation ทางการเงินใหม่มาใช้จึงควรจะต้องคำนึงถึงประเด็นต่างๆ เหล่านี้ด้วยการเลือกเอา Innovation ใหม่ๆ มาใช้จึงควรทำด้วยความระมัดระวังไม่เช่นนั้นแล้วก็จะเป็ผลเสียต่อผู้ใช้ได้อย่างที่คาดไม่ถึง

การเปลี่ยนแปลงระบบการเงินโลก กับการเกิด Securitization

วิริยยุทธ รัตนพงศ์ภิญโญ

ทศวรรษ 1930 อันเป็นช่วงที่เศรษฐกิจโลกตกต่ำครั้งแรกได้เริ่มมีการตรวจสอบกันถึงภาระหน้าที่และความรับผิดชอบของสถาบันการเงินโดยเฉพาะอย่างยิ่งระบบธนาคารพาณิชย์ในประเทศอุตสาหกรรมว่าควรจะมีการเปลี่ยนแปลงหรือไม่อย่างไรต่อสถานการณ์ที่เปลี่ยนไป ในเวลาต่อมาเมื่อเผชิญกับวิกฤตการณ์น้ำมันครั้งที่ 2 และวิกฤตการณ์ค่าเงินดอลลาร์ โลกอุตสาหกรรมจึงได้เริ่มเรียนรู้ว่าการวางแผนนโยบายการเงินของทางการ และการบริหารการเงินในเชิงของธุรกิจจำเป็นต้องมีการปรับตัวเองให้สอดคล้องกัน

1. การเปลี่ยนแปลงที่สำคัญทางการเงิน

นับแต่ต้นทศวรรษ 1980 เป็นต้นมา พัฒนาการของโลกในทางการเงินมีลักษณะการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญ และส่งผลกระทบต่ออย่างกว้างขวางอยู่หลายประการ อันได้แก่

- แนวคิดที่ว่าด้วยการเชื่อมโยงโลกเข้าเป็นตลาดเดียวกัน (Globalization) ซึ่งเน้นการอยู่ร่วมกันของประชาคมโลกโดยไม่มีข้อจำกัดทางด้านพรมแดนระหว่างประเทศ เนื่องจากทุกวันนี้ระบบข้อมูลข่าวสาร และพัฒนาการทาง

เทคโนโลยีเป็นสิ่งที่เชื่อมโยงโลกโดยเฉพาะอย่างยิ่งตลาดการเงินให้ติดต่อกันและกัน ประเทศต่างๆ ได้เล็งเห็นความจำเป็นที่จะต้องลดอุปสรรคที่ขัดขวางการไหลเวียนของเงินทุนระหว่างประเทศ เพื่อส่งเสริมให้ธุรกิจต่างๆ ทั่วโลกสามารถแข่งขันกันได้อย่างเสรี

- การปฏิรูปกฎเกณฑ์ทางการเงิน (Financial Deregulation) การปฏิรูประบบการเงินมีวัตถุประสงค์ที่สำคัญคือ เพื่อส่งเสริมการแข่งขันอย่างเสรี และการปรับตัวเพื่อความอยู่รอดของระบบเศรษฐกิจในประเทศนั้นๆ การปฏิรูปดังกล่าวที่เป็นรูปธรรมดำเนินไปใน 2 ลักษณะคือ

1) การผ่อนคลายนโยบายทางการเงินที่ใช้ควบคุมอยู่แต่เดิม เพื่อปรับตัวให้เข้ากับโลกธุรกิจการเงินสมัยใหม่

2) การคิดค้นเครื่องมือหรือบริการทางการเงินประเภทใหม่ๆ มาช่วยในการบริหารความเสี่ยงที่มีหลากหลายมากขึ้น

การปฏิรูปกฎเกณฑ์ทางการเงินนี้ในท้ายที่สุดจะส่งผลให้ต้นทุนของเงินทุนระหว่างประเทศในแต่ละภูมิภาคมีแนวโน้มแตกต่างกันน้อยลง ทำให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศมีความสะดวก และมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น

- การเกิดนวัตกรรมทางการเงิน (Financial Innovation) นวัตกรรมหรือการเปลี่ยนแปลงทางการเงินสมัยใหม่เกิดขึ้นได้ด้วยแรงผลักดันสองด้านด้วยกัน ได้แก่

1) ความต้องการอันเกิดจากความจำเป็นในการแข่งขันเพื่อความอยู่รอด และความได้เปรียบทางธุรกิจระหว่างประเทศ และ

2) โอกาสอันเกิดจากความก้าวหน้าในการพัฒนาเทคโนโลยีภายในประเทศให้ทัดเทียมหรือเหนือกว่าคู่แข่งจากต่างประเทศ

การเกิดนวัตกรรมทางการเงินที่สำคัญในทศวรรษ 1980 ได้มีส่วนสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงรูปแบบการกู้ยืมทางการเงินจากทางอ้อมไปสู่ทางตรงมากขึ้น (Changing From Indirect Financing To Direct Financing)

2. สาเหตุของการเปลี่ยนแปลงทางการเงิน

การเปลี่ยนแปลงทางการเงินจากระบบดั้งเดิม (Traditional) ไปสู่ความทันสมัย (Modernization) เกิดขึ้นจากสาเหตุหลายประการ กล่าวคือ

1) ความเปราะบางทางการเงิน (Financial Fragility) ของระบบสถาบันการเงินแบบดั้งเดิมที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก ได้เริ่มส่อเค้าให้เห็นจุดที่จะต้องมีการเปลี่ยนแปลง ดังจะเห็นได้จากปรากฏการณ์การลดลงของอัตรากำไรจากดอกเบี้ย (Interest Margin) ซึ่งแต่เดิมธนาคารพาณิชย์สามารถกำหนดมาร์จิ้นไว้ค่อนข้างสูง หรือในเรื่องของความได้เปรียบจากการขายสินค้าและบริการของธนาคารพาณิชย์เหนือสถาบันการเงินอื่นๆ เริ่มลดน้อยลงเป็นต้นเหตุของความเปราะบางทางการเงินดังกล่าว ทั้งนี้กล่าวกันว่า การดำเนินธุรกิจในรูปแบบใหม่ๆ ทำให้ความเสี่ยงจากการลงทุนของกิจการ

ธนาคารพาณิชย์เพิ่มขึ้นจากเดิม (ที่มีเพียง Traditional Loans เป็นหลัก) ประกอบกับบางส่วนได้แปรเป็นความเสี่ยงลักษณะใหม่ๆ เกิดขึ้น ขณะเดียวกันระบบธนาคารพาณิชย์ต้องเผชิญกับการแข่งขันสูงขึ้นจากทั้งภายในกิจการประเภทเดียวกันและระหว่างกิจการธนาคารพาณิชย์กับสถาบันการเงินประเภทอื่นๆ นอกจากนี้แล้วการขยายตัวของขนาดการประกอบการธนาคารพาณิชย์ที่ปราศจากความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพของการประกอบการก็เป็นอีกตัวแปรหนึ่งที่ยอธิบายเรื่องความเปราะบางทางการเงินนี้ได้ดีเช่นกัน

2) แรงกดดันจากการขยายตัวด้านสินเชื่อของโลก (Global Credit Pressures) ท่ามกลางวิกฤตการณ์ ความอ่อนแอของระบบธนาคารพาณิชย์ที่จะต้องค้นหาแนวทางแก้ไขที่ชัดเจน แรงกดดันจากการขยายตัวด้านสินเชื่อของโลกก็เป็นมูลเหตุซ้ำเติมให้เกิดการเปลี่ยนแปลงทางการเงินเร็วยิ่งขึ้นประการหนึ่ง

ความต้องการสินเชื่อเกิดขึ้นในหลายภูมิภาคของโลกและหลากหลายวัตถุประสงค์ด้วยกัน อาทิ โครงการแปรรูปรัฐวิสาหกิจของประเทศต่างๆ ซึ่งรัฐบาลของประเทศเหล่านั้นไม่สามารถดำเนินการเองได้ความต้องการลงทุนขนาดใหญ่ในประเทศอุตสาหกรรมทั้งเก่าและใหม่ การปฏิรูปและการปฏิสังขรณ์ประเทศกลุ่มยุโรปตะวันออก และภูมิภาคอินโดจีน ฯลฯ

อุปสงค์ด้านสินเชื่อดังกล่าวขยายตัวอย่างมากและต่อเนื่องกัน แต่ในทางตรงกันข้ามอุปทานเงินออมของประเทศต่างๆ กลับขยายตัวอย่างไม่สอดคล้อง โดยที่ประเทศอุตสาหกรรมต่างๆ มีปัญหาที่คล้ายคลึงกันอันหนึ่งคือเงินออมภาคเอกชนลดลง เพราะใช้ไปในการยกระดับมาตรฐานความเป็นอยู่ตามระดับการพัฒนาประเทศ ส่วนภาครัฐบาลนั้นเล่าก็มีภาระ

การลงทุนภายในประเทศอย่างมากมาย และ ประการสำคัญ ก็คือ ประเทศเหล่านี้มีอาจพึ่งพา การระดมเงินออมของระบบธนาคารพาณิชย์ได้ เหมือนแต่ก่อน เพราะข้อจำกัดในการทำหน้าที่ คนกลางเสื่อมลง (Disintermediation) จะเนื่อง ด้วยสาเหตุของปัญหาการบริหาร ความเสี่ยง หรือภาระต้นทุนการดำเนินการสูงขึ้นก็ตามที่

3) การเปิดประตูของระบบการเงินในประเทศต่างๆ (Market Re - entry of Developing Countries) สาเหตุของการเปลี่ยนแปลงทางการเงินประการที่ 3 ที่นำไปสู่ความทันสมัย ได้แก่ ความพยายามบางประการของประเทศอุตสาหกรรมที่กำลังจะก้าวไปสู่การพัฒนาให้เป็น ประเทศอุตสาหกรรมอย่างเต็มรูปแบบ ประเทศเหล่านี้ได้มีการปรับตัว เพื่อเตรียมพร้อมใน หลายด้าน ซึ่งถือเป็นการเปิดประตูของระบบ การการเงินในประเทศต่างๆ การเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นประกอบไปด้วย

- การปรับโครงสร้างทางเศรษฐกิจ สังคม และการเมืองที่เอื้ออำนวยต่อการพัฒนาระบบ การเงินของประเทศในระยะยาว
- การกำหนดนโยบายการชำระคืนหนี้ต่าง ประเทศให้เป็นไปตามกำหนด รวมทั้งการลด ระดับการปกป้องเงินตราไหลออก
- การพัฒนาระบบตลาดรองทางการเงิน เพื่อสนับสนุนการพัฒนาเครื่องมือทางการเงิน ประเภทใหม่ ๆ ให้เกิดขึ้น ไม่ว่าจะเป็นการสร้าง ขึ้นมาใหม่ หรือการรับรูปแบบจากต่างประเทศ
- การใช้เทคนิคใหม่ๆ ทางการเงินทดแทน การกู้ยืมแบบเดิม (Traditional Loans) เทคนิคที่สำคัญคือ การใช้หลักทรัพย์ค้ำประกันการออก ตราสารเพื่อการกู้ยืม (Collateralization) อันเป็น แนวคิดพื้นฐานของการทำ Securitization หรือ กระบวนการแปรทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์ในปัจจุบัน ซึ่งจะช่วยลดปัญหาในเรื่องความซับซ้อน

(Complication) และความไม่แน่นอน (Uncertainty) ของการระดมเงิน

- การปรับสัดส่วนการสำรองหนี้สูญให้ ลดลงเหลือเพียงเท่าที่จำเป็น เพราะการที่จะต้อง ดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงไว้ในอัตราสูง ทำให้สถาบันการเงินขาดความเต็มใจที่จะลงทุน ถือตราสารใหม่ๆ ภายใต้สถานการณ์ที่ปัญหา ภาระหนี้สินต่อรายได้ (Debt-Servicing) ยังคง รุนแรงอยู่มาก
- การสร้างปัจจัยกระตุ้นการไหลเข้าของ เงินทุน (Capital Flow) เพื่อสร้างความเชื่อมั่น ให้กับนักลงทุน ตลอดจนสร้างเงื่อนไขแวดล้อม ให้การไหลเข้า-ออกของเงินทุนเกิดขึ้นอย่างมี ประสิทธิภาพ

3. รูปแบบของระบบการเงินที่มีการพัฒนา

แม้ว่าแนวโน้มทางการเงินจะเปลี่ยนแปลง ไปในทิศทางเดียวกัน แต่เนื่องจากเงื่อนไขของ โครงสร้างทางเศรษฐกิจ สังคม และการเมืองใน แต่ละประเทศมีความแตกต่างกัน ดังนั้นรูปแบบ หรือ รูปร่าง หน้าตากระบวนการเงินของ ประเทศนั้นจึงขึ้นอยู่กับเงื่อนไขต่างๆ ได้แก่

- การเรียนรู้ข้อบกพร่องหรือข้อจำกัดใน อดีตของระบบการเงินเป็นประสบการณ์
 - การเตรียมพร้อมเพื่อรับการเปลี่ยนแปลง จากภายนอกโดยเฉพาะในเรื่องการเคลื่อนย้าย เงินทุนระหว่างประเทศ
 - การปรับตัวให้สอดคล้องกับเทคโนโลยี และวิทยาการทางการเงินสมัยใหม่
 - การพัฒนาภาคเศรษฐกิจการเงินเพื่อ รองรับการขยายตัวของภาคเศรษฐกิจการผลิต โดยเน้นในเรื่องการแข่งขันและประสิทธิภาพ ของสถาบันการเงินเป็นสำคัญ
- อย่างไรก็ตาม อาจกล่าวได้ว่ารูปแบบของ ระบบการเงินที่เปลี่ยนแปลงไปได้เปลี่ยนบทบาท

ของคนกลาง คือระบบธนาคารพาณิชย์ จากการเชื่อมโยงผู้ฝากเงินและผู้กู้ยืมเงินเข้าด้วยกันในทางอ้อมโดยผ่านระบบเงินฝาก-เงินกู้ มาเป็นบทบาทของกิจการพาณิชย์ที่เชื่อมโยงโดยตรงระหว่างผู้ลงทุนกับผู้ออมในรูปของการออกตราสารเพื่อการระดมเงินรูปแบบใหม่ซึ่งมีประสิทธิภาพดีกว่าการฝากและการปล่อยกู้ในรูปแบบเดิม

4. พัฒนาการของการแปลงทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)

4.1 ความเป็นมาของ Securitization

จุดเริ่มของ Securitization ตั้งต้นกันที่ประเทศสหรัฐอเมริกา คือ ภายหลังจากเกิดภาวะเศรษฐกิจตกต่ำครั้งใหญ่ในปี ค.ศ. 1929 (The Great Depression Crash of 1929) ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ตลอดจนธุรกิจหลักทรัพย์ได้รับความเสียหายเป็นอย่างมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในขณะนั้นยังไม่ได้มีการแยกระหว่างธุรกิจการธนาคารกับธุรกิจหลักทรัพย์ ทำให้ธนาคารพาณิชย์ได้รับผลกระทบเสียหายรุนแรง รัฐบาลสหรัฐจึงได้ตรากฎหมายชื่อว่า The Glass - Steagall Act ออกมาเพื่อแยกธุรกิจหลักทรัพย์จากธุรกิจการธนาคาร รวมทั้งได้จัดตั้ง The Securities And Exchange Commission (SEC) ขึ้นเพื่อทำหน้าที่ดูแลธุรกิจหลักทรัพย์โดยตรง หลังจากนั้นเป็นต้นมาธุรกิจหลักทรัพย์โดยเฉพาะด้านพาณิชย์ (Investment Banking) ก็ได้ขยายตัวมากขึ้น ธุรกิจต่างๆ หันมาระดมเงินโดยวิธีการออกตราสารแทนการกู้ยืมเงินซึ่งเริ่มมีข้อจำกัดเพิ่มขึ้นทุกขณะ

Securitization เริ่มเป็นที่แพร่หลายอย่างจริงจังในช่วงทศวรรษ 1980 ด้วยข้อได้เปรียบสำคัญคือผลประโยชน์ที่ได้รับเหนือกว่าต้นทุนที่เกิดขึ้น รวมทั้งมีความยืดหยุ่นกว่าการระดมทุนในรูปแบบ

เดิม เนื่องจากการทำ Securitization ช่วยในการจำหน่ายลูกหนี้ได้รวดเร็วขึ้น ขณะเดียวกันก็มีรายได้จากค่าบริการ (Fee-Based Income) เข้ามาเพิ่มทำให้อัตราส่วนการทำกำไรในการวิเคราะห์หังบการเงินดีขึ้น ส่วนทางด้านต้นทุนการออกตราสารโดยตรงแทนที่จะต้องระดมเงินฝากขั้นตอนหนึ่ง แล้วมาปล่อยกู้อีกขั้นตอนหนึ่งทำให้ต้นทุนของการออกตราสารต่ำกว่า

สาเหตุอีกประการหนึ่งที่สนับสนุนให้การทำ Securitization ขยายตัวอย่างมาก ได้แก่ ผลกระทบจากการที่ตลาดการเงินในประเทศต่างๆ โดยเฉพาะประเทศอุตสาหกรรมมีความเป็นเสรีมากขึ้นโดยมีการเปลี่ยนแปลง 3 ด้านด้วยกัน คือ

- ความเป็นตลาดเดียว (Globalization)
- การปฏิรูปทางการเงิน (Deregulation)
- ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยี (Technological Advances)

สิ่งที่เกิดขึ้นตามมาคือ การลดระดับการควบคุมและการผ่อนคลายข้อจำกัดด้านกฎหมายและภาษีที่เกี่ยวข้องกับระบบการเงิน การส่งเสริมการแข่งขันระหว่างสถาบันการเงิน การเปิดประตูรับการเปลี่ยนแปลงจากภายนอก ตลอดจนการให้อิสระในการบริหารสินทรัพย์ และหนี้สินของสถาบันการเงิน เป็นต้น

นอกจากนี้แล้ว สถาบันการเงินหลักในระบบการเงินเดิม หรือ ธนาคารพาณิชย์ เริ่มไม่สามารถทำหน้าที่คนกลาง (Disintermediation) ได้ดีเหมือนก่อน เพราะต่างก็ประสบปัญหาในการปล่อยสินเชื่อเพื่อสนองความต้องการของผู้บริโภคและนักลงทุน เนื่องจากข้อจำกัดของการดำรงสัดส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง (Capital Adequacy) ตามมาตรฐานสากล BIS อีกทั้งเผชิญหน้ากับภาวะที่กำไรจากส่วนต่างระหว่างเงินกู้กับเงินฝาก (Interest Margin) แคบลงทุกที เนื่องด้วยปัญหาการแข่งขัน

ระหว่างสถาบันการเงินด้วยกันสูงขึ้น และประสิทธิภาพในการดำเนินธุรกิจลดน้อยถอยลง ประการสุดท้าย ปัญหา Mismatching ของการระดมเงินทุนระยะสั้นมาปล่อยเป็นเงินกู้ระยะยาวเป็นไปด้วยความยากลำบาก

เมื่อเป็นดังนี้ สถาบันการเงินต่างๆ จึงนำกระบวนการ Securitization มาใช้มากขึ้น และด้วยรูปแบบที่ยืดหยุ่น และมีความหลากหลายลักษณะของตราสาร อันเกิดจากกระบวนการดังกล่าว ทำให้นักลงทุนเริ่มหันมาลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทนี้มากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสหรัฐอเมริกาและสหราชอาณาจักรนับแต่ทศวรรษ 1980 เป็นต้นมา

4.2 ความหมายของ Securitization

ความหมายของการแปรทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์ได้มีผู้นิยามไว้หลายท่าน อาทิ

“กระบวนการซึ่งเกิดขึ้นเมื่อสินทรัพย์ของสถาบันผู้ให้กู้ยืมได้เคลื่อนย้ายออกจากบัญชีบุคคลและแปรสภาพเป็นหลักทรัพย์หรือเครื่องมือทางการเงิน เพื่อระดมเงินออกมานักลงทุนซึ่งลงทุนในตราสารประเภทนี้ดังกล่าว ตราสารเหล่านี้ไม่มีสิทธิหรือมีสิทธิจำกัดในการไถ่เบี่ยจากผู้ให้กู้ยืมรายแรก”

(John Henderson and Jonathan P. Scott, Securitization, 1988)

“การแปรสภาพสินทรัพย์ทางการเงินไปเป็นหลักทรัพย์ซึ่งสามารถทำการซื้อขายกันได้ในตลาดทุน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่า กระบวนการที่ทำให้ตราสารนี้เกิดการซื้อขายแลกเปลี่ยนขึ้น”

(Arun Kumar Sarwal, KPMG, 1989)

“กระบวนการที่ธุรกิจระดมเงินทุนทั้งระยะสั้นและระยะยาวผ่านการออกตราสารการเงิน จำหน่ายแก่ผู้ลงทุนโดยตรงแทนการกู้ยืมจาก

สถาบันการเงินตามปกติ ซึ่งตราสารการเงินดังกล่าวได้แก่ พันธบัตรหุ้นกู้ ตัวเงิน ตัวการค้ำ เป็นต้น”

“กระบวนการที่สถาบันการเงิน (ผู้ให้กู้) นำสิทธิเหนือการให้กู้ยืม (Loan Claim) ซึ่งรวมถึงกระแสรายได้ ในรูปของการชำระคืนเงินต้น ดอกเบี่ย ตลอดจนหลักทรัพย์ที่ผู้กู้ใช้ค้ำประกันการกู้ยืม อาทิ อสังหาริมทรัพย์ รถยนต์ สินค้า และอื่นๆ มาแปลงสภาพเป็นตราสารจำหน่ายแก่ผู้ลงทุน”

(ศศิณี ลิ้มพงษ์, ธนาคารไทยพาณิชย์, 1991)

จากนิยามที่รวบรวมมานี้อาจพอสรุปได้ว่าการทำ Securitization หมายถึง “กระบวนการแปรสิทธิเหนือทรัพย์สินของสถาบันธุรกิจให้เป็นตราสารเพื่อการระดมทุนโดยตรง” นั่นเอง

การแปลงทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)

กอบชัย ฉิมกุล

1. บทนำ

ขบวนการแปลงทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์ หรือ Securitization นั้นได้เกิดขึ้นครั้งแรกในประเทศสหรัฐอเมริกาเมื่อราวๆ ปี ค.ศ. 1970 เมื่อหน่วยงานที่ชื่อว่า The Government National Mortgage Association (GNMA) ได้แปลงเงินกู้ซื้อบ้านที่มีหลักทรัพย์จำนอง (Mortgage) ไปเป็นตราสารที่เปลี่ยนมือได้ จากนั้นรูปแบบของการแปลงได้แปรเปลี่ยนไปเรื่อยๆ ไปเป็นหลักทรัพย์ที่เรียกว่า Collateralized Mortgage Obligation (CMO) และ Interest Only/Principal Only Securities (IOPOS) ไม่ใช่เพียงรูปแบบเท่านั้นที่พัฒนาขอบเขตของทรัพย์สินที่นำมาแปลงได้ขยายออกไปมากขึ้นจากจุดเริ่มต้นเพียงเงินกู้ซื้อบ้านไปสู่เงินกู้ซื้อรถยนต์ ลูกหนี้บัตรเครดิต การเช่าซื้อเครื่องจักร และเครดิตทางการค้า

จวบจนทุกวันนี้คาดว่า ประเทศสหรัฐอเมริกาจะมีมูลค่าของทรัพย์สินที่แปลงมาเป็นหลักทรัพย์ (Securitized Assets) มีประมาณร้อยละ 25 ของมูลค่ามวลรวมรายได้ประชาชาติ (GNP) ในปีค.ศ. 1992 นี้ ประสบการณ์ตัวอย่างของประเทศสหรัฐอเมริกาในเรื่องการแปลงทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์ได้ถูกเลียนแบบและ

ดัดแปลงไปใช้ในประเศยุโรปหลายๆ ประเทศ หรือแม้กระทั่งประเทศญี่ปุ่นก็ตาม เริ่มต้นตัวในเรื่องนี้เหมือนกัน

แต่อย่างไรก็ดี ใช่ว่าการลอกเลียนแบบวิธีทำ Securitization จะทำกันง่ายๆ ในประเศยุโรป บางประเทศได้ติดปัญหาโครงสร้างทางด้านกฎหมายและกฎระเบียบ ทำให้การนำไปใช้มีอุปสรรคอยู่มาก บางกรณีถึงกับใช้ไม่ได้เลยก็มี ประเทศในยุโรปที่ประสบความสำเร็จในการพัฒนาเรื่องนี้ ได้แก่ อังกฤษ ฝรั่งเศส สวีเดน และอิตาลี ส่วนประเทศที่ไม่ค่อยประสบความสำเร็จเท่าใดนักคือเยอรมัน

สิ่งที่ทำให้วิธีการแปลงทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์น่าสนใจในการนำมาใช้คือ เป็นการทำให้สถาบันการเงินโดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์เพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานให้กับตัวเองในเรื่องการลดความเสี่ยงเกี่ยวกับเงินกู้และการจัดสรรเงินทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น สิ่งที่ทำให้วิธีนี้น่าสนใจอีกประเด็นหนึ่งคือ เป็นการสร้างความแข็งแกร่งให้ระบบการเงินทำให้ระบบการเงินพัฒนาไปทั้ง 3 มิติคือ กว้างขึ้น ลึกขึ้น และปริมาณมากขึ้น นอกจากนั้นยังเป็นวิธีระดมเงินระยะยาวด้วย

2. ทรัพย์สินที่จะนำมาแปลงและแรงจูงใจในการแปลง

2.1 ทรัพย์สินที่นำมาแปลง ความหมายกว้างๆ ของคำว่า Securitization คือการแปลงทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์ แต่คำถามเบื้องต้นที่เกิดขึ้นคือเราจะแปลงทรัพย์สินอะไร

ฉะนั้นถ้าพูดถึงความหมายของคำว่า Securitization ให้ใกล้เคียงกับภาคปฏิบัติมากที่สุดแล้วก็คือขบวนการที่นำกระแสรายได้ที่ได้จากกองทรัพย์สินมาจัดให้อยู่ในรูปของตัวเงินหรือหุ้นกู้แล้วออกขายให้แก่นักลงทุนทั่วไปหรือขายให้เฉพาะนักลงทุนสถาบันรายใดรายหนึ่ง จากความหมายอันนี้คงพอให้เราเห็นภาพว่า ทรัพย์สินที่จะนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ อย่างน้อยควรเป็นทรัพย์สินที่ก่อให้เกิดรายได้เป็นประจำเช่น ลูกหนี้เงินกู้ต่างๆ

อย่างไรก็ตาม เราคงไม่สามารถแปลงทรัพย์สินทุกอย่างมาเป็นหลักทรัพย์ได้ ข้อจำกัดของทรัพย์สินที่จะมาแปลงอยู่ที่คุณสมบัติของทรัพย์สินและแรงจูงใจในการแปลงด้วยคุณสมบัติที่พึงประสงค์จึงควรประกอบไปด้วย

- ทรัพย์สินนั้นควรก่อให้เกิดกระแสรายได้เป็นประจำอย่างน้อยเดือนละครั้ง

- กระแสรายได้ที่เกิดจากทรัพย์สินนั้นสามารถคาดคะเนได้อย่างเช่น การชำระเงินคืนตามกำหนด หรือก่อนกำหนด

- มูลค่าของทรัพย์สินอันใดอันหนึ่งหรือมูลค่ารวมของทรัพย์สินที่พูลกันควรจะมีขนาดใหญ่เพียงพอที่จะนำมาแปลง

- ทรัพย์สินนั้นควรมีคุณสมบัติสอดคล้องกับความต้องการของนักลงทุน อาทิเช่น มีความเสี่ยงน้อยและผลตอบแทนดี

ในทางปฏิบัตินั้น ทรัพย์สินที่นำมาแปลงเราสามารถแยกเป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ ตามประเภท

ของกระแสรายได้ที่เกิดขึ้น คือดอกผลจากลูกหนี้เงินกู้กับรายได้จากโครงการอสังหาริมทรัพย์ กระแสรายได้จากลูกหนี้จะเกิดขึ้นประจำในรูปของการชำระคืน คือดอกเบี้ยและเงินต้นแต่ละเดือน ขณะที่กระแสรายได้จากโครงการอสังหาริมทรัพย์ให้เช่าอยู่ในรูปของค่าเช่าแต่ละเดือนเป็นหลัก โดยเฉพาะกรณีของลูกหนี้หนี้เป็นทรัพย์สินที่นำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์มากที่สุด

ประเภทของลูกหนี้เงินกู้ที่นิยมนำมาแปลงให้เป็นหลักทรัพย์ประกอบไปด้วย

- 1) เงินกู้ซื้อบ้าน
- 2) เงินกู้ซื้อรถยนต์
- 3) ลูกหนี้บัตรเครดิต
- 4) เงินกู้ซื้อเครื่องจักรรวมการเช่าซื้อคอมพิวเตอรืด้วย
- 5) ลูกหนี้เงินกู้ประเภทอื่นๆ

สำหรับการแปลงทรัพย์สินประเภทโครงการอสังหาริมทรัพย์ให้เช่ายังได้รับความนิยมน้อยเมื่อเทียบกับการแปลงลูกหนี้เงินกู้ ตัวอย่างโครงการอสังหาริมทรัพย์ที่แปลงได้แก่ อาคารสำนักงานและศูนย์กลางการค้า ซึ่งก่อให้เกิดรายได้ในรูปของค่าเช่าแต่ละเดือน

2.2 สาเหตุของการแปลงทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์

คำถามถัดมาในเรื่อง Securitization คือ เราแปลงทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์ออกขายกับนักลงทุนทำไม ถ้าหากมีข้อสังเกตว่าทรัพย์สินที่แปลงส่วนใหญ่เป็นลูกหนี้ เท่ากับว่าการแปลงเหล่านั้นเป็นความพยายามที่จะขายลูกหนี้ของตนหรือเป็นความพยายามที่จะระดมเงินจากนักลงทุนมาแทนเงินของตนเอง โดยเฉพาะเมื่อผู้แปลงเป็นสถาบันการเงินอย่างธนาคารพาณิชย์ และบริษัทเงินทุน

ตารางที่ 1 ประเภทและมูลค่าทรัพย์สินที่นำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ในยุโรป (ถึง มิ.ย. 35)

ล้านเหรียญสหรัฐ

	อังกฤษ	เยอรมัน	ฝรั่งเศส	อิตาลี	สเปน	สวีเดน
1. เงินกู้ซื้อบ้าน	20,582	-	168	150	86	569
2. โครงการอสังหาริมทรัพย์ให้เช่า	331	-	-	-	-	-
3. เงินกู้รถยนต์	1,358	-	83	457	73	-
4. สินเชื่อผู้บริโภคอื่น ๆ	-	136	717	717	-	-
5. ลูกหนี้การค้า	1,000	450	200	800	-	-
6. อื่น ๆ	512	-	2,478	-	-	-

ตามที่มีผู้กล่าวว่า Securitization นั้นเป็นปรากฏการณ์อย่างหนึ่งของขบวนการ Disintermediation นั้นไม่ผิด การทำ Securitization เป็นการจัดสถาบันการเงินตัวกลางออกไป เนื่องจากเงินที่ลูกหนี้กู้มาจากสถาบันการเงินได้เปลี่ยนไปเป็นเงินที่ให้กู้จากนักลงทุน แทนด้วยการออกหลักทรัพย์ขายให้นักลงทุน

ดังที่กล่าวไปแล้วข้างต้นการแปลงทรัพย์สินอย่างลูกหนี้ให้ เป็นหลักทรัพย์หมายความว่า ผู้เป็นเจ้าของทรัพย์สินหรือเจ้าหนี้จะได้รับเงินต้นของตัวเองคืนเท่ากับเป็นการซื้อทางอ้อมว่าความ เป็นเจ้าหนี้ของสถาบันการเงินเหล่านั้นได้สิ้นสุดแล้ว คำถามที่น่าจะหยิบยกขึ้นมาคือ อะไรเป็นแรงจูงใจที่ทำให้สถาบันการเงินเหล่านี้ทำ Securitization

สาเหตุที่ทำให้สถาบันการเงินต่างก็ทำ Securitization กัน คือปัญหาเรื่องสภาพคล่องของสถาบันการเงินนั้นที่เกิดจาก

- ปัญหาเกี่ยวกับความไม่เพียงพออัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงตามมาตรฐาน BIS การทำ Securitization เกิดขึ้นมาในยุคที่มีปัญหา ความเพียงพอเงินกองทุน

- การ Mismatching ระหว่างเงินที่ระดมได้กับเงินที่ปล่อยกู้ เงินที่ระดมได้อาจเป็นระยะสั้นขณะที่ต้องปล่อยกู้ระยะยาว

- ภาวะการแข่งขันทางอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาด ทำให้ช่วงห่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้กับเงินที่ระดมได้แคบลง

ปัจจัยข้างต้นเป็นแรงผลักดันให้สถาบันการเงินเหล่านั้นพยายามตัดยอดลูกหนี้ของตนเองจากบัญชี ด้วยการทำ Securitization แทนที่จะหารายได้จากส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้กับที่ระดมมา กลับมาหารายได้ในรูปค่าธรรมเนียมจากการเป็นผู้บริการ (Service) ใ้กับการทำ Securitization หรือเป็นผู้ดูแลทรัพย์สิน (Trustee) แทน

3. ประเภทของหลักทรัพย์และรูปแบบในการทำ Securitization

หลังจากที่สถาบันการเงินเลือกทรัพย์สินที่ตนเองจะแปลงแล้ว ขั้นตอนต่อมาคือ เลือกประเภทหลักทรัพย์และรูปแบบในการแปลงรูปแบบในการแปลงทรัพย์สินเป็นหลักทรัพย์นั้น

มีอยู่ 2 รูปแบบใหญ่ๆ คือ การออกเป็นหลักทรัพย์ประเภท Pass-Through กับออกเป็นหลักทรัพย์ประเภท Asset Backed Bond

3.1 การออกเป็นหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่านหรือ Pass-Through

การทำ Securitization ด้วยการออกเป็นหลักทรัพย์ประเภท Pass-Through ส่วนใหญ่สถาบันการเงินนั้นจะรวบรวมลูกหนี้เงินกู้ของตนในลักษณะรวมกันแล้วโอนไปเป็น ลักษณะทรัสต์ (Trust) ภายใต้การดูแลผลประโยชน์ของ Trustee หลังจากนั้นจึงออกใบแสดงสิทธิการเป็นเจ้าของผลประโยชน์ (เงินต้น+ดอกเบี้ย) ในเงินกู้นั้นขายให้กับนักลงทุนทั่วไป ยอดจำนวนเงินที่ออกใบแสดงสิทธิจะเท่ากับ ยอดคงค้างหนี้ที่สถาบันการเงินนั้นแปลงมาขาย

ใบแสดงสิทธิการเป็นเจ้าของผลประโยชน์หรือที่ตรงกับภาษาอังกฤษว่า Participation Certificates นั้นเป็นตราสารที่แสดงว่าผู้ถือได้เป็นเจ้าของเงินต้นและดอกเบี้ยที่ลูกหนี้ชำระคืนแทนสถาบันการเงินผู้เป็นเจ้าของเดิม กระแสรายได้ที่เกิดขึ้นเป็นประจำในรูปแบบของเงินต้นและดอกเบี้ยจากการชำระคืนจะถูกผ่านส่งไปให้ผู้ถือหลักทรัพย์แทนเจ้าหนี้เดิมหลังจากหักค่าบริการความสะดวกต่างๆ โดยสถาบันการเงินที่เป็นเจ้าหนี้เดิมจะทำหน้าที่นี้ ตัวอย่างประเภทนี้ได้แก่ Mortgage Pass-Through

การที่หลักทรัพย์ประเภทนี้เป็นเพียงสื่อการส่งรายได้ ผ่านไปให้นักลงทุนก่อให้เกิดปัญหาบางประการ เช่น

1) ปัญหาเรื่อง Prepayment Risk หรือการที่ลูกหนี้นำเงินมาชดใช้ก่อนกำหนดบางราย อาจจะทำเงินมาชำระยอดหนี้คงค้างบางส่วน แต่บางรายอาจนำเงินชำระยอดหนี้คงค้างทั้งหมด ผลที่ตามมาคือ ผู้ถือหลักทรัพย์ได้รับเงินต้นคืนเร็วกว่าที่คาดไว้ ทำให้ขาดรายได้ในรูปแบบของดอกเบี้ย

2) ปัญหาเรื่องความไม่แน่นอนของอายุหลักทรัพย์ เนื่องจากการนำเอาเงินกู้ที่มีอายุแตกต่างกันมารวมกัน อีกทั้งปัญหาการคืนหนี้เร็วกว่ากำหนด ส่งผลให้อายุของหลักทรัพย์ประเภทนี้ไม่แน่นอน

ปัญหาที่สองเป็นแรงกระตุ้นให้มีการพัฒนาการแปลงทรัพย์สินด้วยการออกหลักทรัพย์แบบจ่าย หรือ Pay-Through ขึ้นมาจัดการกับปัญหาข้างต้นด้วยการนำเงินที่คืนเร็วก่อนกำหนดไปลงทุนต่อและลูกหนี้ที่รวมกัน ออกเป็นกลุ่มตามอายุไถ่ถอน (Tranches) อย่างเช่น CARDS (Certificate of Amortizing Revolving Debts) เป็นต้น

3.2 การออกเป็นหลักทรัพย์ประเภทหุ้นกู้มีประกัน (Asset Backed Bond)

ตารางที่ 2 นำหนักของสินทรัพย์เสี่ยงตามมาตรฐาน BIS

ทรัพย์สิน	น้ำหนักความเสี่ยง %
ตัวเงินคลัง	0
เงินกู้ซื้อบ้านโดยมีหลักทรัพย์จำนอง	50
เงินกู้เพื่อการบริโภค	100
เงินกู้เชิงพาณิชย์	100

การทำ Securitization ประเภทนี้เป็นการนำลูกหนี้ที่รวมกันมาใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Collateral) ในการออกหุ้นกู้คล้ายกับการออกหุ้นกู้มีประกันทั่วไป มีการจ่ายดอกเบี้ยปีละ 1-2 ครั้ง และมีอายุไถ่ถอนแต่จะแตกต่างกันตรงที่จะนำรายได้จากหลักทรัพย์ค้ำประกันมาเป็นค่าดอกเบี้ยและไถ่ถอน เมื่อเทียบกับการออกหลักทรัพย์ประเภท Pass-Through จะมีข้อแตกต่างดังนี้

- ข้อแตกต่างระหว่าง Pass-Through กับ Asset Backed Bond

1) หุ้นกู้มีประกันนี้จะไม่นำกระแสรายได้ที่เกิดขึ้น ในรูปของการชำระเงินต้นและดอกเบี้ยผ่านส่ง (Pass-Through) ไปให้นักลงทุนโดยตรง แต่จะนำมาไว้เป็นค่าดอกเบี้ยและเงินต้นสำหรับจ่ายดอกเบี้ยของหุ้นกู้ ที่ตั้งสำหรับขายนักลงทุน จึงต้องคำนวณมาจากกระแสรายได้ที่จะเกิดขึ้นรวมทั้งการชำระหนี้ก่อนกำหนด (Prepayment) และจำนวนหนี้สูญที่เกิดขึ้น

2) ความเป็นเจ้าของในผลประโยชน์ของทรัพย์สินนั้นยังเป็นของผู้ออก (Issuer) ไม่เหมือนกับหลักทรัพย์ประเภท Pass-Through ที่ผู้ถือหลักทรัพย์เป็นเจ้าของ

3) วิธีการออกหุ้นกู้จะออกผ่านบริษัทเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle) หรือ (Corporation) หรือเรียกสั้นๆ ได้ว่า SPV ผิดกับการออกหลักทรัพย์ประเภท Pass-Through ที่ออกในรูปของ Trust

4) หลักทรัพย์ประเภทนี้เป็นหุ้นกู้ประเภทหนี้ ฉะนั้นจะมีการระบุดำเนินการผลตอบแทนและระยะเวลาไถ่ถอนตรงกันข้ามกับหลักทรัพย์ประเภท Pass-Through

- การจัดตั้งบริษัทเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle หรือ SPV)

วัตถุประสงค์ที่จัดตั้งบริษัทเฉพาะกิจมารับโอนหนี้ จากเจ้าหนี้เดิมเป็นหลักก็เพื่อเจ้าหนี้เดิมจะสามารถตัดยอดลูกหนี้เงินกู้ที่ออกจากรบบคูลได้ และยังถือว่าเป็นการแยกความเสี่ยงภัยที่เกิดขึ้นจากปัญหาภายในบริษัทเองออกไปจากลูกหนี้เงินกู้นำมาแปลงเรียกได้ว่าเป็นการ Bankruptcy Remote บริษัทเฉพาะกิจอาจเป็นบริษัทตั้งใหม่หรือสถาบันการเงินก็ได้

หลังจากบริษัทเฉพาะกิจรับโอนหนี้มาแล้ว ก็จะออกหลักทรัพย์ขายให้นักลงทุนโดยทำสัญญาที่มีรายละเอียดคล้ายกับสัญญาที่ทำกับเจ้าหนี้เดิม ฉะนั้นบริษัทเฉพาะกิจจึงทำหน้าที่เสมือนเป็นตัวกลางเชื่อมโยงระหว่างเจ้าหนี้เดิมกับนักลงทุน นำไปสู่การเชื่อมต่อเนื่อง ระหว่างลูกหนี้กับนักลงทุนในที่สุด

- ขั้นตอนในการออกหลักทรัพย์ประเภทนี้

ขั้นตอนในการทำ Securitization ด้วยการออกหลักทรัพย์ประเภทหุ้นกู้มีประกันมีดังต่อไปนี้

ขั้นแรก ตั้งบริษัทเฉพาะกิจหรือ SPV ขึ้นมา สำหรับโอนหนี้โดยเฉพาะ ซึ่งอาจเป็นในรูปแบบบริษัทในเครือก็ได้ หรือในบางกรณีอาจเลือกบริษัทที่ไม่มีส่วนเกี่ยวข้องก็ได้เช่นกัน

ขั้นที่สอง เลือกทรัพย์สินที่จะแปลงเจ้าหนี้เดิมจะเลือกทรัพย์สินที่ตัวเองจะแปลง

ขั้นที่สาม ขายทรัพย์สินให้แก่บริษัทเฉพาะกิจ เจ้าหนี้เดิมจะขายลูกหนี้เงินกู้ให้กับบริษัทเฉพาะกิจ ณ มูลค่าที่เท่ากับหนี้คงค้างของลูกหนี้ที่ต้องการแปลง

ขั้นที่สี่ ขอรับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Rating) และออกหลักทรัพย์ในประเทศอังกฤษก่อนที่บริษัทเฉพาะกิจจะออกหลักทรัพย์ได้จะต้องแปลงให้เป็นบริษัทมหาชนก่อน การ

ออกหลักทรัพย์อาจออกเป็นตั๋วเงินอัตราดอกเบี้ยลอยตัว (FRNs) และตั๋วเงินระยะสั้น (Commercial Paper) ก็ได้ ไม่จำเป็นต้องเป็นหุ้นกู้มีประกัน (Asset Backed Bond) เพียงอย่างเดียว ขณะเดียวกันเจ้าหนี้เดิมก็จะขออันดับความน่าเชื่อถือ (Rating) จากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agencies) อันดับที่ได้ส่วนใหญ่จะอยู่ลำดับสูง เนื่องจากมูลค่าหลักทรัพย์ที่ค้ำประกันมีมูลค่ามากกว่าจำนวนเงินที่ระดมผ่านตราสาร

ขั้นที่ห้า ฝากหลักทรัพย์ค้ำประกันไว้ที่ผู้ดูแล (Trustee) บริษัทเฉพาะกิจจะมอบหลักทรัพย์ที่ค้ำประกันไว้ที่ Trustee เพื่อเป็นหลักประกันให้กับนักลงทุน

ขั้นที่หก บริหารทรัพย์สิน โดยปกติเจ้าหนี้เดิมจะได้รับการแต่งตั้งให้เป็นผู้บริหารทรัพย์สิน (ลูกหนี้ที่รวมกันอยู่) ในนามของบริษัทเฉพาะกิจ โดยทำหน้าที่จัดเก็บและจัดส่งเงินต้นและดอกเบี้ยให้กับนักลงทุน ผลตอบแทนที่เจ้าหนี้เดิมจะได้รับอยู่ในรูปของค่าบริการ

ขั้นที่เจ็ด ตั้งราคา การตั้งราคาหุ้นกู้จะอิงกับรายได้ที่คาดว่าจะเกิดขึ้นจากหลักทรัพย์ที่นำมาค้ำประกัน

ตัวอย่างของหลักทรัพย์ประเภทนี้ที่ออกมาได้แก่ MBB (Mortgage Backed Bond) CMO (Collateralized Mortgage Obligation) เป็นต้น

4. การแปลงลูกหนี้เงินกู้ซื้อบ้านให้เป็นหลักทรัพย์

ความจริงแล้วจุดเริ่มต้นของการทำ Securitization นั้นได้เริ่มจากการแปลงลูกหนี้เงินกู้ซื้อบ้านให้เป็นหลักทรัพย์ จากนั้นจึงแผ่ขยายไปสู่ทรัพย์สินอื่น พร้อมกับพัฒนาวิธีการแปลงให้หลากหลายมากขึ้น

ลักษณะของการกู้ยืมซื้อบ้านจะตรงกับภาษาอังกฤษ ว่า Mortgage ซึ่งเป็นการกู้ยืมที่ผู้กู้ (Mortgagee) ยืมเงินจากผู้ให้กู้โดยมีหลักฐานการครอบครองทรัพย์สิน (Lien) ไว้เป็นประกัน ผู้กู้จะได้รับหลักฐานดังกล่าวคืนเมื่อชำระหนี้หมดแล้ว หลักฐานที่ผู้กู้ซื้อบ้านวางไว้เป็นหลักประกันคือใบกรรมสิทธิ์ในที่ดินและบ้านของผู้กู้

เราสามารถนำเงินกู้ซื้อบ้านมาแปลงให้เป็นหลักทรัพย์ด้วยวิธีดังต่อไปนี้

4.1 การออกเป็น Mortgage Pass-Through Certificate

Mortgage Pass-Through Certificate เป็นหลักทรัพย์ประเภท Pass-Through ประเภทหนึ่งซึ่งแสดงถึงความเป็นเจ้าของผลประโยชน์ที่แบ่งแยกไม่ได้ในเงินกู้ซื้อบ้านวิธีการออกหลักทรัพย์ประเภทนี้เริ่มด้วยเจ้าหนี้เดิมรวบรวมลูกหนี้เงินกู้ที่ต้องการแปลงเสร็จแล้วโอนไปเป็น Grantor Trust ภายใต้การดูแลของ Trustee หลักฐานเกี่ยวกับกรรมสิทธิ์ในที่ดินและตัวบ้านจะเก็บไว้ที่ Trustee

ตัวอย่างการออกหลักทรัพย์ประเภทนี้ที่ได้รับความนิยมในประเทศสหรัฐอเมริกาคือ Ginnie Mae ซึ่งเป็นการนำเอาลูกหนี้เงินกู้ซื้อบ้านของหน่วยงานคล้ายธนาคารอาคารสงเคราะห์มารวมกันแล้วออกเป็น Participation Certificate โดยมีรัฐบาลเป็นผู้ค้ำประกันเงินต้นและดอกเบี้ย ซึ่งทำให้หลักทรัพย์นี้ ไม่จำเป็นต้องมี Trustee เงินต้นและดอกเบี้ยที่ถูกส่งมาชำระจะถูกส่งผ่านไปให้นักลงทุนหลังจากเจ้าหนี้เดิม (Servicer) หักค่าบริการร้อยละ 1.5 สำหรับการจัดเก็บและจัดส่ง

เราสามารถแยกประเภทของหลักทรัพย์ตามผู้ค้ำประกันได้เป็นหลักทรัพย์ที่รัฐบาลค้ำประกัน (Government Mortgage Pass-Through) หลัก

ทรัพย์สินที่หน่วยงานรัฐเป็นผู้ค้ำประกัน (Agency Pass-Through) และหลักทรัพย์ที่เอกชนเป็นผู้ค้ำประกัน (Conventional Mortgage Pass-Through)

4.2 การออกเป็น Mortgage-Backed Bond (MBB)

MBB ได้ออกมาสู่ตลาดทุนเป็นครั้งแรกในประเทศสหรัฐอเมริกา เมื่อปี ค.ศ. 1975 ด้วยการนำเงินกู้มาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน MBB เป็นหลักทรัพย์ที่เหมือนกับหุ้นกู้ทั่วไป คือจ่ายดอกเบี้ยทุก 6 เดือนและอายุไถ่ถอนอยู่ระหว่าง 5-12 ปี ความแตกต่างอยู่ที่ทรัพย์สินค้ำประกัน (Collateral) เป็นเงินชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยของลูกหนี้โดยอยู่ภายใต้การดูแลของ Trustee ถ้าเกิดผู้ออกหุ้นกู้ไม่สามารถจ่ายดอกเบี้ยหรือไถ่ถอนได้ Trustee ก็จะนำเงินค้ำดอกเบี้ยและเงินของลูกหนี้เงินกู้ที่เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันมาจ่ายให้กับนักลงทุนแทน

MBB นั้นจะเน้นการวางมูลค่าทรัพย์สิน (ลูกหนี้เงินกู้ + พันธบัตรรัฐบาล) เป็นประกันในมูลค่าที่สูงกว่ามูลค่าหุ้นกู้บวกดอกเบี้ย วิธีนี้เรียกว่า Overcollateralization ทรัพย์สินที่นำมาวางเป็นประกันอาจจะเป็นเงินสดหรือพันธบัตรรัฐบาลก็ได้ การทำ Overcollateralization ก็เพื่อที่จะได้ Rating สูงๆ จาก CRA เพราะว่าการ Rating หลักทรัพย์ประเภท Asset Backed Bond ของ CRA จะพิจารณาตรงมูลค่าตลาดของทรัพย์สินที่นำมาค้ำประกัน

รูปแบบของ MBB มีอยู่ด้วยกัน 2 แบบ

1) Overcollateralized Initial Form เป็น MBB แบบเก่าที่ต้องการมูลค่าทรัพย์สินค้ำประกันสูงคือร้อยละ 150-200

2) Overcollateralized Defeasance Form เป็น MBB แบบใหม่ถูกใช้ครั้งแรกเมื่อปี ค.ศ. 1987 รูปแบบนี้ได้คำนวณมูลค่าทรัพย์สินค้ำประกัน

ว่าควรมีค่าเท่ากับมูลค่าการซื้อพันธบัตรรัฐบาลที่จะให้ผลตอบแทนเพียงพอสำหรับ Trustee ในการนำไปให้เป็นค่าดอกเบี้ยและเงินไถ่ถอนของหุ้นกู้

4.3 การออกเป็น Collateralised Mortgage Obligation (CMOs)

CMOs นั้นเป็นการผสมผสานกันระหว่าง Pass-Through กับ Mortgage Backed Bond (MBB) จึงเรียกรวมประเภทนี้ว่าเป็นหุ้นกู้ประเภทจ่ายผ่านหรือ Pay-Through Bond หรือ Cash Flow Bond CMOs นั้นออกครั้งแรกในประเทศสหรัฐอเมริกาโดยหน่วยงาน The Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC) เมื่อปี ค.ศ. 1983 ตั้งแต่นั้นเป็นต้นมา ตราสารประเภทนี้ก็ได้กลายเป็นส่วนหนึ่งของตลาดตราสารหนี้ไป

CMOs เป็นหุ้นกู้มีประกันประเภทหนึ่งเหมือนกับ MBB ที่นำเอาลูกหนี้เงินกู้ซื้อบ้านมาเป็นทรัพย์สินค้ำประกันในการออกหุ้นกู้ แต่ CMOs ไม่เน้น Overcollateralisation ซึ่งถือว่าเป็นการนำทรัพย์สินมาค้ำประกันเฉยๆ ไม่คำนึงถึงการนำผลประโยชน์ (ดอกเบี้ยและเงินต้นที่ลูกหนี้ชำระมา) มาผ่านเป็นการชำระเป็นค่าดอกเบี้ยและค่าไถ่ถอนหุ้นกู้ที่ออก CMOs ได้ นำแนวความคิดการส่งผ่านผลประโยชน์ไปให้นักลงทุนของหลักทรัพย์ Pass-Through มาดัดแปลงด้วยการนำเอาผลประโยชน์ของทรัพย์สินค้ำประกันมาจ่ายผ่าน (Pay-Through) ไปให้นักลงทุน

วิธีการออกหลักทรัพย์ประเภทนี้คือ นำเงินกู้ซื้อบ้านที่เป็นทรัพย์สินค้ำประกันหุ้นกู้อยู่มาแบ่งเป็นกลุ่มตามอายุหนี้ (Tranches) แล้วจึงออกหุ้นกู้แยกออกเป็นกลุ่มตามอายุหนี้ การตั้งราคาหุ้นกู้แต่ละกลุ่มจะคาดการณ์ถึงโอกาสในการคืนหนี้ก่อนกำหนด (Prepayment) ที่อาจ

เกิดขึ้นได้ วิธีนี้เท่ากับการลดข้อบกพร่องของหลักทรัพย์ประเภท Pass-Through

ในกรณีของ CMOs เจ้าหนี้เดิม (Originator) แปลงลูกหนี้เงินกู้ของตัวเองผ่านสื่อ 2 ประเภท

ประเภทแรก ตั้งบริษัทเฉพาะกิจ (SPV) มารองรับการครอบครองทรัพย์สินหรือลูกหนี้เงินกู้ซื้อบ้านที่ตัวเองโอนไปแล้วบริษัทดังกล่าวก็นำไปเป็นทรัพย์สินค้ำประกันออกหุ้นกู้

ประเภทที่สอง โอนทรัพย์สินหรือลูกหนี้เงินกู้ ซื้อบ้านให้เป็นลักษณะ Owner Trust สำหรับออกหุ้นกู้ ส่วนเจ้าหนี้เดิมจะทำหน้าที่เป็น Sponsor ให้

5. การแปลงลูกหนี้ประเภทอื่นๆ ให้เป็นหลักทรัพย์ ABS

นอกเหนือจากแปลงลูกหนี้เงินกู้ซื้อบ้าน แนวโน้มของการแปลงลูกหนี้ประเภทอื่นๆ เริ่มสูงขึ้น ลูกหนี้ที่ได้รับความนิยมนำไปแปลงคือ

- เงินกู้อรถยนต์
- บัตรเครดิต
- การเช่าซื้อเครื่องจักร

ลูกหนี้เหล่านี้จะถูกแปลงให้เป็นหลักทรัพย์ที่เรียกว่า Non-Mortgage Asset Backed Securities เรียกสั้นๆ ว่า ABS ซึ่งมีรูปแบบการแปลงมีอยู่ด้วยกัน 2 รูปแบบใหญ่ คือ

- ออกเป็นหลักทรัพย์ประเภท Pass-Through
- ออกเป็นหลักทรัพย์ประเภท Pay-Through

5.1 ออกเป็นหลักทรัพย์ประเภท Pass-Through

การออกเป็นหลักทรัพย์ประเภท Pass-Through ของ ABS จะคล้ายกับการออก Mortgage Pass-Through Certificate การออก

หลักทรัพย์ประเภทนี้ใช้วิธีโอนไปเป็นลักษณะ Grantor Trust แล้วจึงออกเป็นใบแสดงสิทธิเป็นเจ้าของผลประโยชน์ (Participation Certificate) ที่แบ่งแยกไม่ได้ (Undivided) ทรัพย์สินของ Trust ลูกหนี้ที่นิยมนำมาแปลงด้วยวิธีนี้คือ ลูกหนี้เงินกู้ซื้อรถยนต์โดยแปลง Undivided มาเป็นหลักทรัพย์ที่เรียกว่า Certificate of Automobile Receivables หรือ CARs

หลักทรัพย์ประเภทนี้ป้องกันความยุ่งยากที่เกิดจากการคืนหนี้ก่อนกำหนดด้วยการกำหนดอายุหลักทรัพย์ไว้สั้นๆ คือประมาณ 1-5 ปี อย่างไรก็ตามจริงๆ อายุหลักทรัพย์อาจเร็วกว่าที่กำหนดไว้ก็ได้ถ้าช่วงนั้นคืนหนี้ก่อนกำหนดกันมาก

นอกเหนือจากการกำหนดลูกหนี้อายุของหลักทรัพย์แล้ว ยังกำหนดอัตราดอกเบี้ยไว้หน้าใบแสดงสิทธิด้วย ในกรณีอัตราดอกเบี้ยเงินกู้อรถยนต์คงที่ อัตราดอกเบี้ยหน้าใบแสดงสิทธิจะต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยของเงินกู้ซื้อบ้าน ที่นำมาแปลงส่วนต่าง (Spread) ระหว่างดอกเบี้ยทั้งสองนำไปเป็นค่าบริการสำหรับค่าบริการเก็บหนี้และจัดส่งค้ำประกัน (Guarantee Fee) และค่าใช้จ่ายอื่นๆ ส่วนต่างหรือ Spread เบี้ยดังกล่าวยังไปใช้เป็น Credit Enhancer เราเรียกวิธีนี้ว่า Spread Account

ส่วนผู้ที่จะเข้ามาบริหาร Trust ต้องเป็น Trustee ที่เป็นกลาง และที่สำคัญต้องได้รับการยอมรับจากผู้ออกและ CRA ด้วย Trustee จะคอยดูแลให้เจ้าหนี้ทำตามสัญญาที่ตกลงกันไว้ ส่วนใหญ่ Trust ที่ตั้งเป็นลักษณะ Passive Vehicle คือไม่ได้มีการนำเงินต้นและดอกเบี้ยที่ลูกหนี้ชำระหนี้มาบริหารเพียงจัดส่งผ่านไปให้ผู้ถือหลักทรัพย์เลย ทรัพย์สินใน Trust จึงมีมูลค่าใกล้เคียงกับทรัพย์สินที่นำมาแปลง

ตารางที่ 3 ผู้ออก ABS รายใหญ่สุด 5 รายช่วงระหว่าง 1985-1989

ผู้ออก	ประเภทของทรัพย์สิน
- General Motors Acceptance Corporation	เงินกู้ซื้อรถยนต์
- The First National Bank of Chicago	ลูกหนี้บัตรเครดิต
- Citibank N.A.	ลูกหนี้บัตรเครดิต
- Chrysler Financial Corporation	เงินกู้ซื้อรถยนต์
- Maryland Bank N.A.	ลูกหนี้บัตรเครดิต

ตารางที่ 4 รูปแบบการแปลงของ ABS ที่นิยมกัน

ประเภททรัพย์สิน	รูปแบบที่ออก
เงินกู้ซื้อรถยนต์	Certificate of Automobile Receivable หรือ CARs
ลูกหนี้บัตรเครดิต	Certificate of Amortizing Revolving Debt หรือ CARDS
ลูกหนี้เช่าซื้อเครื่องจักร	Collateralised Lease Equipment Obligation หรือ CLEO

5.2 ออกเป็นหลักทรัพย์ประเภท Pay-Through

การออกหลักทรัพย์ประเภท Pay-Through นำไปใช้กับลูกหนี้บัตรเครดิตค่อนข้างมาก หลักทรัพย์ที่ออกก็เรียกว่า Certificates of Amortizing Revolving Debts หรือ CARDS และระยะหลังยังนำไปใช้กับการออก CARs ด้วยการออกหลักทรัพย์ประเภทนี้ยอมให้บริหารเงินที่เข้ามาได้ก่อนจะจ่ายผ่าน ไปให้ผู้ถือหลักทรัพย์ ผิดกับ Pass-Through ที่จะจัดส่งผ่านไปให้ผู้ถือหลักทรัพย์

การบริหารเงินต้นและดอกเบี้ยนับว่าเป็นหัวใจของ CARDS ก็ว่าได้เนื่องจากระยะเวลาของลูกหนี้บัตรเครดิตส่วนใหญ่มีอายุไม่เกินสั้น

ประมาณ 5-10 เดือน แต่ต้องออกหลักทรัพย์ที่มีอายุประมาณ 2 ปี ฉะนั้นจึงจำเป็นต้องมีการนำเงินมาหมุนลงทุนใหม่ในช่วงเวลาอายุหลักทรัพย์

การออก CARDS เป็นประโยชน์ต่อการนำเงินต้นมาหมุนลงทุนใหม่เพื่อสามารถหากำไรส่วนต่างระหว่างระยะสั้นกับระยะยาวของ Yield Curve ได้รวมทั้งการออก CARDS ยังสามารถเพิ่มความแน่นอนให้กับกรณีค้ำนี้ก่อนกำหนดได้ด้วยการใช้เครื่องมือที่เรียกว่า GIC (Guaranteed Investment Contract) เป็นการนำเงินที่ลูกหนี้ชำระคืนก่อนกำหนดเอาไปหมุนลงทุนก่อนจนครบกำหนดชำระคืนจริง ๆ

6. การแปลงโครงการอสังหาริมทรัพย์ให้เข้าเป็นหลักทรัพย์

โครงการอสังหาริมทรัพย์ให้เข้าถือว่าเป็นทรัพย์สินที่มีศักยภาพในการทำ Securitization ได้ เนื่องจากก่อให้เกิดรายได้เป็นประจำในรูปของค่าเช่า นอกจากนี้ไม่จำเป็น ต้องนำมารวมกัน เพราะแต่ละโครงการมีมูลค่า มหาศาลอยู่แล้ว

รูปแบบของการแปลงโครงการอสังหาริมทรัพย์ให้เช่า มีดังต่อไปนี้

1) Single Property Scheme (SPS)

SPS นั้นเกิดจากเจ้าของโครงการอสังหาริมทรัพย์ให้เช่าขนาดใหญ่อันหนึ่ง ต้องการขายผลประโยชน์ในอสังหาริมทรัพย์นั้นให้แก่นักลงทุน โดยปกติผลประโยชน์ข้างต้นแปลงออกมาในรูปเป็นหุ้นที่รวมสิทธิในค่าเสื่อมของอสังหาริมทรัพย์นั้นด้วย เดิมทีสหรัฐอเมริกาได้เป็นต้นกำเนิด SPS แล้วจึงแพร่หลายไปสู่ประเทศอังกฤษ

Property Income Certificates (PINCs) และ Single Property Ownership Trusts (SPOTs) ซึ่งเป็นรูปแบบ SPS ในประเทศอังกฤษ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอังกฤษยอมให้ SPS นี้เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนและซื้อขายในตลาด SEAQ ได้

รูปแบบที่พัฒนาต่อมาก็คือ Single Asset Property Company (SAPCO) เป็นบริษัทที่ถูกจัดตั้งขึ้นมาเพื่อเป็นเจ้าของในโครงการอสังหาริมทรัพย์นั้น แล้วออกหลักทรัพย์ในรูปของหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และหุ้นกู้มีจำนอง

ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอังกฤษได้อนุญาตให้ SPS เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนได้ และกำหนดหลักเกณฑ์ไว้เบื้องต้นสำหรับ SPS ว่า

- โครงการนั้นจะต้องเป็นเจ้าของอสังหาริมทรัพย์นั้นหรือเช่าก็ได้ แต่ต้องมากกว่า 10 ปีขึ้นไป

- มูลค่าของโครงการต้องไม่ต่ำกว่า 10 ล้านปอนด์

- รายได้ค่าเช่าต่อปีในอสังหาริมทรัพย์ต้องมากกว่ารายจ่ายต่อปี

- กำไรทั้งหมดของ SPS ต้องแบ่งให้นักลงทุนทั้งหมด ยกเว้นบางส่วนที่สำรองไว้สำหรับค่าบริการ

- SPS ต้องมี Log Look และเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับโครงการทรัพย์สิน และรายละเอียดอื่นๆ รวมทั้งต้องมีหนังสือชี้ชวนและรายงานประจำปี

2) Property Income Certificate (PINCs)

PINCs นั้น เป็นหลักทรัพย์ที่ออกมาเพื่อครอบครองผลประโยชน์ของการเช่าในโครงการอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 ลักษณะ

- Income Certificate จะให้สิทธินักลงทุนในรายได้ที่เป็นค่าเช่าอสังหาริมทรัพย์

- หุ้นในบริษัทที่เป็นเจ้าของโครงการเพื่อมีสิทธิในการควบคุมการดูแล

3) Real Estate Mortgage Investment Conduit หรือ REMIC

REMICs ถูกสร้างขึ้นเพื่ออาศัยสิทธิประโยชน์ทางด้านภาษีเป็นหลัก หลักทรัพย์ประเภทนี้จะเป็นสื่อในการออกหลักทรัพย์ที่ค้าโดยเงินกู้จำนองอสังหาริมทรัพย์

อย่างไรก็ตามความเป็นไปได้ของการแปลงโครงการอสังหาริมทรัพย์ขึ้นอยู่กับกฎข้อบังคับในแต่ละประเทศเป็นหลัก

7. การรับประกันไม่ให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ถือตราสาร (Credit Enhancement)

การพิจารณาการเกิด Default ของตราสาร Securitization จะแตกต่างไปจากตราสารหนี้

ทั่วไป ตราสารประเภท Securitization อิงอยู่กับตัวทรัพย์สินที่นำมาประกันเป็นหลัก ไม่เหมือนตราสารหนี้ทั่วไปที่อิงกับความสามารถในการชำระคืนของผู้ออก เพราะการทำ Securitization ส่วนใหญ่ เป็นการที่เจ้าหนี้เดิมขายลูกหนี้ไปให้บริษัทเฉพาะกิจ (SPV) เพื่อตัวเองได้ตัดยอดลูกหนี้ออกจากงบดุลตัวเอง ทำให้เกิดปัญหาสิทธิในการไล่เบี้ยขึ้นมาเมื่อลูกหนี้ที่ขายไปเกิดเป็นหนี้สูญ หนทางหนึ่งที่ป้องกันการเกิด Default หรือถ้าเกิดขึ้นแล้วสร้างความเสียหายน้อยที่สุดแก่ผู้ถือตราสาร Securitization คือ การมี Credit Enhancement

Credit Enhancement จึงเป็นปัจจัยหนึ่งที่มีผลให้การทำ Securitization ประสบความสำเร็จในประเทศต่างๆ วิธีรับประกันไม่ให้เกิดความเสียหายขึ้นแก่ผู้ถือตราสาร Securitization Credit Enhancement จะช่วยสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ถือตราสารนั้นเป็นอย่างมาก

การให้ Rating ของ CRA ในประเทศสหรัฐอเมริกา และยุโรปแก่ตราสาร Securitization ส่วนใหญ่จะพิจารณาจากวิธี Credit Enhancement ที่ใช้อยู่ในตราสารนั้นยังมี Credit Enhancement มากยังมีโอกาสได้ Rating สูง แม้แต่กรณีที่ปัจจัยพื้นฐานของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ไม่ค่อยดี แต่ถ้ามี Credit Enhancement มาก Rating ที่ได้อาจถึงระดับคุณภาพดีมากก็ได้

วิธีทำ Credit Enhancement

1) ให้ผู้ออกหลักทรัพย์รับประกันความเสียหายที่เกิดขึ้น (Direct Recourse) อย่างเช่นในกรณีที่เกิดหนี้สูญจากลูกหนี้ที่แปลงไป หรือลูกหนี้คืนหนี้ก่อนกำหนดทำให้ผู้ถือหลักทรัพย์ไม่ได้ผลตอบแทนตามที่ตกลงกัน ผู้ออกหลักทรัพย์อาจต้องค้ำประกันรายได้จากหลักทรัพย์นั้นด้วย ขอบเขตการรับประกันความ

เสียหายที่เกิดขึ้นอาจเป็นบางส่วน (Partial Recourse) หรือเต็มจำนวน (Full Recourse)

2) ให้นักกลางที่สามเป็นผู้ค้ำประกัน (Third-Party Guarantee) แทนที่จะให้ผู้ออกหลักทรัพย์เป็นผู้ค้ำประกันผลตอบแทนในตราสาร Securitization ก็ให้นักกลางเข้ามาเป็นผู้ค้ำประกันแทน เดิมที่บุคคลที่สามที่เข้าเป็นผู้ค้ำประกันมักจะเป็นธนาคารพาณิชย์ แต่หลังจาก BIS นำออกใช้แล้ว ธนาคารพาณิชย์หลีกเลี่ยงเป็นผู้ค้ำประกันเนื่องจากการค้ำประกันถือว่าเป็นสินทรัพย์เสี่ยง

3) วางทรัพย์สินค้ำประกันให้มีมูลค่าสูงกว่าตราสารที่ออก (Overcollateralization) วิธีนี้ทำได้อยู่ 3 วิธี คือ

- วางมูลค่าทุนไว้เกิน (Surplus Equity Value)
- วางกระแสเงินเข้าไว้เกิน (Surplus Cash Flow)
- วางมูลค่าตลาดไว้เกิน (Surplus Market Value)

วิธีหนึ่งกับวิธีที่สามเหมาะสำหรับโครงการอสังหาริมทรัพย์วิธีที่สองเหมาะสำหรับลูกหนี้เงินกู้

8. ข้อปฏิบัติทางกฎหมายสำหรับการโอนหนี้และขายหนี้

ถ้าทรัพย์สินที่นำมาทำ Securitization นั้นเป็นเครื่องจักรหรือที่ดิน คงจะไม่ก่อให้เกิดปัญหาในแง่กฎหมายเท่าใดนัก แต่ถ้าเป็นลูกหนี้เงินกู้ จึงเกิดปัญหาขึ้นมาว่าลูกหนี้เดิมได้ทำสัญญาผูกมัดกับเจ้าหนี้รายเดิม การโอนหรือขายลูกหนี้เงินกู้ไปให้บริษัทเฉพาะกิจ (SPV) หรือขายโอนตรงให้กับนักลงทุนในรูปของใบแสดงสิทธิ จึงไม่ครอบคลุมสิทธิทั้งหมดที่เจ้าหนี้เดิมมีอยู่ โดยเฉพาะสิทธิในการฟ้องร้องโดยตรงกับลูกหนี้ในกรณีที่เกิดหนี้สูญขึ้น

ถ้าบริษัทเฉพาะกิจหรือนักลงทุนไม่มีสิทธิในการฟ้องร้องโดยตรงกับลูกหนี้ได้จริงๆ แล้วตราสารประเภทนี้ก็ไม่น่าจะเป็นที่ดึงดูดนักลงทุนเท่าใดนัก ขบวนการพัฒนา Securitization คงจะไม่เกิดขึ้น ด้วยเหตุนี้จึงต้องหาวิธีทางกฎหมายแก้ปัญหานี้

วิธีทางกฎหมายในการโอนหนี้ที่ถูกรู้จักกันมากในประเทศที่ประสบความสำเร็จในการพัฒนา Securitization มีอยู่ด้วยกัน 3 วิธี คือ

1) การทำสัญญากันใหม่ (Novation)

การทำสัญญากันใหม่เป็นรูปแบบที่ชัดเจนสำหรับผู้ต้องการขายหรือโอนวิธีนี้เป็นการยกเลิกสัญญาเดิมระหว่างเจ้าหนี้กับลูกหนี้ และแทนที่ด้วยสัญญาใหม่ระหว่าง SPV หรือผู้ซื้อกับลูกหนี้เดิม เป็นเพียงแต่เปลี่ยนชื่อเจ้าหนี้เดิมให้เป็นผู้ซื้อ SPV หรือผู้ซื้อเท่านั้น รายละเอียดของสัญญายังคงเหมือนเดิมทุกประการ SPV ก็จะกลายมาเป็นเจ้าหนี้รายใหม่

อย่างไรก็ดี แม้ว่าวิธีนี้จะให้ความชัดเจนในเรื่องสิทธิต่างๆ ระหว่าง SPV กับลูกหนี้เดิมก็ตามวิธีนี้มีปัญหาในทางปฏิบัติอยู่ 2 ประการ คือ

ประการแรก ลูกหนี้ต้องมีความเต็มใจในเรื่องการเปลี่ยนสัญญาเดิมด้วย

ประการที่สอง ถ้าหากทรัพย์สินเป็นลูกหนี้ที่เราารวมกันจากรายย่อยหลายๆ รายแล้ว ความยุ่งยาก และต้นทุนก็จะเกิดขึ้นในการเปลี่ยนแปลงสัญญา

ด้วยเหตุผลข้างต้น วิธีนี้เหมาะสมนำมาใช้แปลงลูกหนี้รายใหญ่ไม่กี่รายและถ้าลูกหนี้เหล่านั้นเต็มใจที่จะเปลี่ยนแปลงสัญญา

2) การแต่งตั้งให้เป็นผู้รับผลประโยชน์ (Assignment)

วิธีนี้เป็นการแต่งตั้งให้บริษัทเฉพาะกิจ (SPV)

หรือผู้ซื้อหนี้เป็นผู้รับผลประโยชน์แทนเจ้าหนี้เดิมซึ่งแบ่งย่อยออกเป็น 2 วิธี คือ โอนผลประโยชน์ให้ผู้ซื้อหนี้แต่ไม่รับประกันชดใช้หนี้สูญ (Non recourse) กับโอนผลประโยชน์ให้ผู้ซื้อหนี้และรับประกันชดใช้หนี้สูญ (Recourse) ได้

กรณีผู้โอนหรือเจ้าหนี้เดิมโอนผลประโยชน์ให้ผู้ซื้อหรือเจ้าหนี้ใหม่แต่ไม่รับประกันชดใช้หนี้สูญ ส่วนใหญ่จะหาบุคคลที่สามเข้ามาประกัน (Guarantee) แทน เพื่อตัวเองจะได้ตัดยอดลูกหนี้ออกจากงบดุลได้ เนื่องจากบางประเทศถือว่าการมีพันธะรับประกันอยู่ ไม่ถือว่าเป็นการขายหนี้ วิธีนี้เรียกอีกอย่างว่าการค้ำประกันทางอ้อม (Indirect Recourse)

ฉะนั้นวิธี Assignment ที่น่าจะนำมาใช้กับตราสาร Securitization คือ

- โอนให้ผู้ซื้อเป็นผู้รับผลประโยชน์พร้อมกับค้ำประกันหนี้สูญให้โดยตรง (Direct Recourse)

- โอนให้ผู้ซื้อเป็นผู้รับผลประโยชน์แต่ไม่ค้ำประกันโดยตรงแต่จะให้บุคคลที่สามเป็นผู้ค้ำประกันหนี้สูญให้

วิธีทั้งสองค่อนข้างได้รับความนิยมมากกว่าวิธีเปลี่ยนสัญญาใหม่ แต่อย่างไรก็ตามบางประเทศอย่างเยอรมันได้มีกฎหมายห้ามทำ Assignment กับเงินกู้ซื้อบ้าน

3) การทำสัญญาเงินกู้รับช่วง (Sub-Participation)

วิธีนี้ค่อนข้างแตกต่างจากสองวิธีแรกเป็นการทำสัญญาเงินกู้รับช่วงโดยเจ้าหนี้เดิมทำสัญญาเงินกู้กับลูกหนี้ เจ้าหนี้เดิมก็จะทำสัญญาเงินกู้กับบริษัทเฉพาะกิจหรือผู้ซื้อหนี้อีกทีโดยลายลักษณ์อักษรในสัญญาทั้งสองใบเหมือนกัน ฉะนั้นเมื่อเกิดปัญหาหนี้สูญขึ้นมา บริษัทเฉพาะกิจหรือผู้ซื้อหนี้สามารถไล่เบี้ยได้จากเจ้า

หนี้เดิม เจ้าหนี้เดิมก็จะไปไล่เบี้ยเอากับลูกหนี้อีกที วิธีนี้ไม่ค่อยนิยมเท่าใดนักยกเว้นในประเทศที่ไม่อนุญาตให้ใช้วิธีที่สองและวิธีที่หนึ่ง

9. ข้อปฏิบัติในทางบัญชี

ปัญหาที่เป็นข้อถกเถียงกันมากในทางบัญชีคือ ผู้แปลงทรัพย์สินตัวเองเป็นหลักทรัพย์ขายไปแล้วผู้ขายลูกหนี้เงินกู้ (Originator) นั้นสามารถตัดยอดลูกหนี้ของตนออกจากบัญชีเลยหรือไม่เหมือนกับขายทรัพย์สินอื่นๆ หรือถือว่าเป็นการระดมเงินวิธีหนึ่ง เรื่องนี้เป็นปัญหาที่สำคัญอันหนึ่ง ในประเทศสหรัฐอเมริกาได้ตระหนักถึงปัญหาเป็นอย่างดีจึงได้กำหนดแนวทางในการปฏิบัติทางบัญชีสำหรับผู้ทำ Securitization จากเดิมที่ไม่เคยมีแนวทางพวกนี้มาก่อน

การตีความทางบัญชีว่าจะตัดยอดลูกหนี้ที่ขายไปออกจากงบดุลของผู้ขายได้หรือไม่ แยกออกเป็น 2 กรณี คือ

- การขายลูกหนี้โดยปราศจากการรับรองชดใช้หนี้สูญ (Sales Without Recourse)
- การขายลูกหนี้พร้อมกับการรับรองชดใช้หนี้สูญ (Sales With Recourse)

1) การขายทรัพย์สินโดยปราศจากการรับรองชดใช้หนี้สูญ

การขายลูกหนี้ในกรณีที่ปราศจากการรับรองชดใช้หนี้สูญจากผู้ขายนั้นหมายความว่าผู้ซื้อลูกหนี้ไปนั้นไม่มีสิทธิเรียกร้องค่าเสียหายเอาจากผู้ขาย ถ้าลูกหนี้เกิดผิดหรือไม่ยอมชำระหนี้ ตามหลักบัญชีทั่วไปถือว่า กรณีนี้เป็นการขายทรัพย์สินทั่วไป

2) การขายลูกหนี้พร้อมกับการรับรองชดใช้หนี้สูญ

การขายลูกหนี้พร้อมกับการรับรองชดใช้หนี้สูญ

(Recourse) หมายความว่า ผู้ขายมีสิทธิได้รับเงินชดใช้จากผู้ขายลูกหนี้หรือเจ้าหนี้เดิม ถ้าลูกหนี้เกิดไม่ชำระเงินตามกำหนดระยะเวลา บางกรณีครอบคลุมถึงการคืนหนี้ก่อนกำหนดด้วย บางประเทศถือว่าการขายกรณีนี้ ไม่สามารถตัดออกจากงบดุลได้ แต่ถ้าประเทศนั้นไม่มีการกำหนดหลักเกณฑ์ไว้เป็นกรณีพิเศษก็ถือว่าเป็นการขายทรัพย์สินทั่วไป

แต่อย่างไรก็ดี บางประเทศอย่างสหรัฐอเมริกาได้ตีกรอบการขายลักษณะนี้ว่าจะถือเป็นการขายทรัพย์สินทั่วไปต้องอยู่ภายใต้เงื่อนไขว่า

ประการแรก ผู้ขายหนี้สละสิทธิการควบคุมในหนี้นั้น ผู้ขายไม่ซื้อหนี้คืนมาแล้ว ไม่สามารถแทนหนี้เก่าด้วยหนี้ใหม่ ได้ยกเว้นตกลงกันได้ตามการรับรองชดใช้หนี้สูญ

ประการที่สอง ข้อผูกมัดที่ผู้ขายมีภายใต้สิทธิไล่เบี้ยที่ตกลงไว้สามารถประเมินได้อย่างสมเหตุสมผล

ประการที่สาม ผู้ซื้อไม่สามารถบังคับให้ผู้ขายซื้อหนี้กลับคืนมา ยกเว้นได้ตกลงไว้ตามการรับรองชดใช้หนี้สูญ

และหน่วยงานที่เรียกว่า The Financial Accounting Standards Board (FASB) ได้นิยามคำว่า การรับรองชดใช้หนี้สูญ หรือ Recourse ไว้ว่า

“เป็นสิทธิของผู้รับโอน (Transferee) หนี้ที่ได้รับชดใช้เงินจากผู้โอนหนี้ดังกล่าวแทนในกรณีดังต่อไปนี้

1. ลูกหนี้ไม่ชำระเงินตามระยะเวลาที่กำหนด
2. ลูกหนี้คืนเงินต้นก่อนกำหนด
3. ความเสียหายที่เกิดจากข้อบกพร่องที่ไม่ควรจะเป็นในลูกหนี้ที่โอนมา”

ส่วนหลักการบัญชีสำหรับบริษัทเฉพาะกิจ (SPV) ที่เป็นผู้ซื้อหรือผู้รับโอนลูกหนี้ไปเพื่อเป็นทรัพย์สินค้ำประกัน (Collateral) ในการออกหุ้นกู้ มีอยู่ว่าถ้าเป็นลูกหนี้ที่ซื้อมาก็ถือเป็นทรัพย์สินในงบดุลและถ้าออกหุ้นกู้จะถือว่าเป็นหนี้สินในงบดุล

10. บทสรุป

การแปลงทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์หรือ Securitization นับว่าเป็นเทคโนโลยีทางการเงินที่ทันสมัยและน่าสนใจอันหนึ่ง ส่วนองค์ประกอบที่สำคัญที่ทำให้ Securitization จะประสบความสำเร็จหรือล้มเหลวในประเทศต่างๆ ขึ้นอยู่

- 1) ทรัพย์สินที่จะมาแปลง
- 2) กรอบกฎหมายใบอนุญาตหรือผ่อนคลายการทำ Securitization ในรูปแบบต่างๆ
- 3) หลักปฏิบัติทางบัญชีในการทำ Securitization
- 4) ภาษีอากรที่เกี่ยวข้อง

แม้ว่าในปัจจุบันประเทศไทยยังไม่ถูกสภาพแวดล้อมบังคับให้นำวิธีการ Securitization มาใช้ก็ตาม แต่ถ้าพูดถึงแนวโน้มอนาคตแล้วประเทศไทยเองก็มีสิทธิที่ต้องนำวิธีนี้มาใช้ เมื่อส่วนต่างระหว่างดอกเบี้ยเงินฝากกับเงินกู้ลดลงตลอดจนการอยู่ภายใต้ข้อบังคับ BIS ของสถาบันการเงิน

การทำ Securitization ในประเทศไทย ควรต้องมีคำถามที่ว่าทรัพย์สินอะไรที่ควรนำมาแปลง และรูปแบบการแปลงเป็นอย่างไรบ้าง

- 1) ทรัพย์สินที่ควรนำมาทำ Securitization ในประเทศไทยน่าจะประกอบด้วย
 - ลูกหนี้เงินกู้ซื้อบ้านของธนาคารอาคารสงเคราะห์ และสถาบันการเงินต่างๆ

- ลูกหนี้เงินกู้ซื้อรถยนต์ของบริษัทเงินทุน
- การเช่าซื้อเครื่องจักร
- ลูกหนี้บัตรเครดิต

2) ส่วนรูปแบบที่นำมาแปลงนั้นคงใช้วิธีออกตราสารประเภทส่งผ่านหรือ Pass-Through ไม่ได้เพราะกฎหมายประเทศไทยไม่เอื้ออำนวยในการตั้ง Trust รูปแบบที่น่าจะ Feasible สำหรับเมืองไทยคือ

- ออกเป็น Pass-Through ในรูปของหน่วยลงทุน (Unit Trust) แบบ Closed End Fund ที่ไม่มีการไถ่ถอนก่อนกำหนด ผลประโยชน์ที่ได้ผ่านส่งไปให้ผู้ลงทุน ถ้าคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) อนุญาตให้มีกองทุนประเภทนี้
 - ออกเป็น Asset Backed Securities โดยผู้เป็นเจ้าของหรือผ่านบริษัทเฉพาะกิจ (SPV) อย่างไรก็ตาม เรื่องนี้คงต้องดูประกาศจากทาง ก.ล.ต. ในส่วนของกฎระเบียบของการออกหุ้นกู้มีประกันรวมทั้งการตีความบริษัทเฉพาะกิจ (SPV) ว่าเป็นการประกอบธุรกิจคล้ายบริษัทเงินทุนหรือไม่

3) ผู้รับประกันค่าใช้จ่ายหนี้สูญน่าจะเป็น

- รัฐบาลเป็นผู้รับประกันกรณีเป็นหลักทรัพย์ของหน่วยงานรัฐบาลอย่างธนาคารอาคารสงเคราะห์
 - สถาบันการเงินเป็นผู้รับประกัน แต่กรณีนี้อาจเป็นไปได้ไม่มากนัก ถ้าสถาบันการเงินนั้นอยู่ภายใต้ BIS เพราะการรับรองหรืออาวัลต้องนับสินทรัพย์เสี่ยงที่มีน้ำหนักถ่วงถึงร้อยละ 100 ยกเว้นเป็นสถาบันการเงินพิเศษที่ไม่ต้องอยู่ภายใต้ BIS และไม่ติดกฎระเบียบข้อห้ามในการรับประกัน
 - ผู้ขายหนี้เป็นผู้รับประกันค่าใช้จ่ายหนี้สูญเอง

4) บทบาทของธนาคารในการแปลงทรัพย์สินสถาบันที่มีบทบาทสำคัญในการแปลง

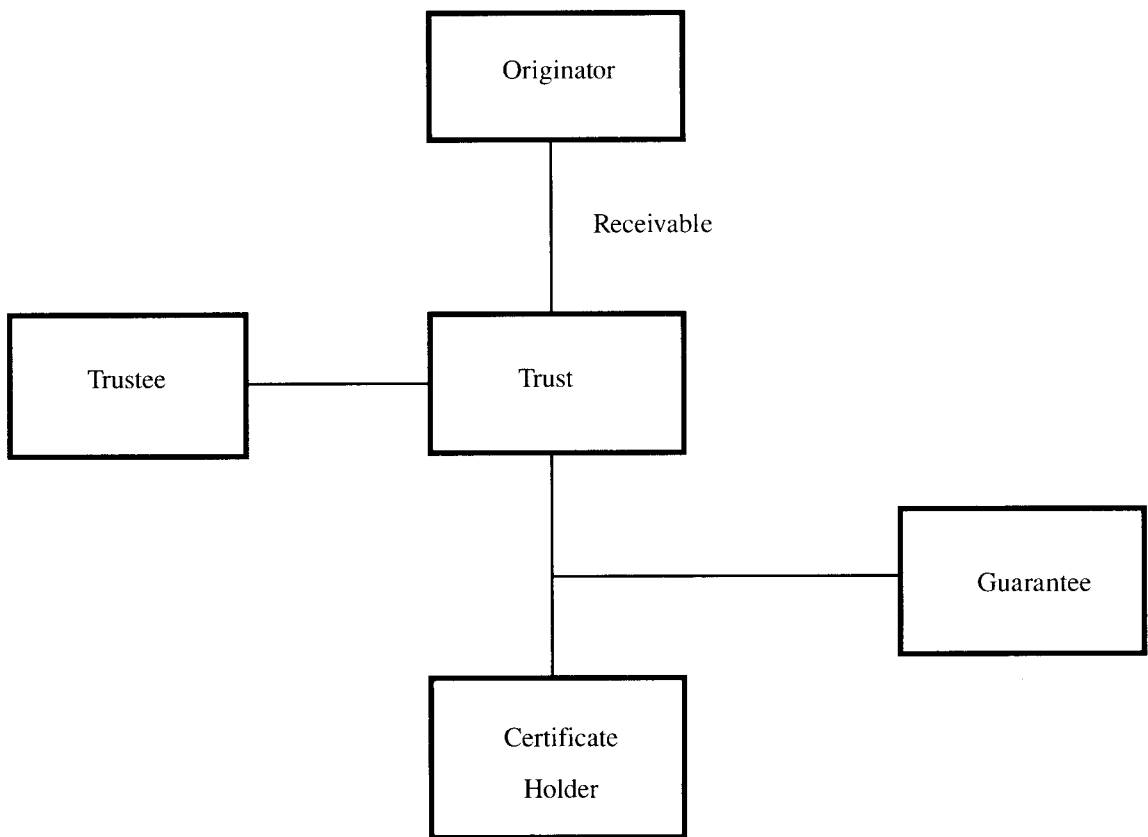
ทรัพย์สิน คือ ธนาคารพาณิชย์ ซึ่งน่าจะมีบทบาทดังต่อไปนี้

- เป็นผู้แปลงเงินกู้จำนองซื้อบ้าน (Originator) เอง
- เป็นผู้บริหารให้แก่ผู้ต้องการจะแปลง (Servicer)
- เป็นบริษัทเฉพาะกิจ (Special Purpose-Vehicle)

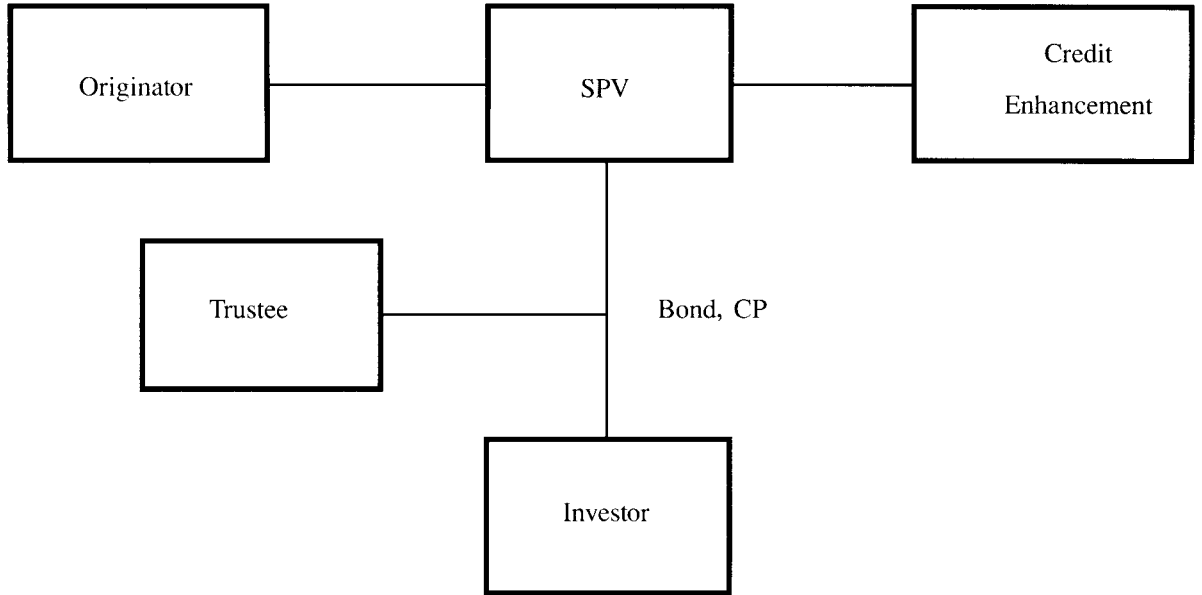
- เป็นผู้ทำ Credit Enhancement ให้
- เป็นผู้ลงทุนในหลักทรัพย์เอง
- เป็น Trustee ให้

ทั้งนี้และทั้งนั้น เพื่อให้การพัฒนา 'Securitization' ก้าวไปสู่ทิศทางที่พึงปรารถนา รัฐน่าจะเข้ามามีบทบาทในการเป็นพี่เลี้ยงช่วยชี้แนะแนวทางในประเด็นต่างๆ กระจ่างมากขึ้น

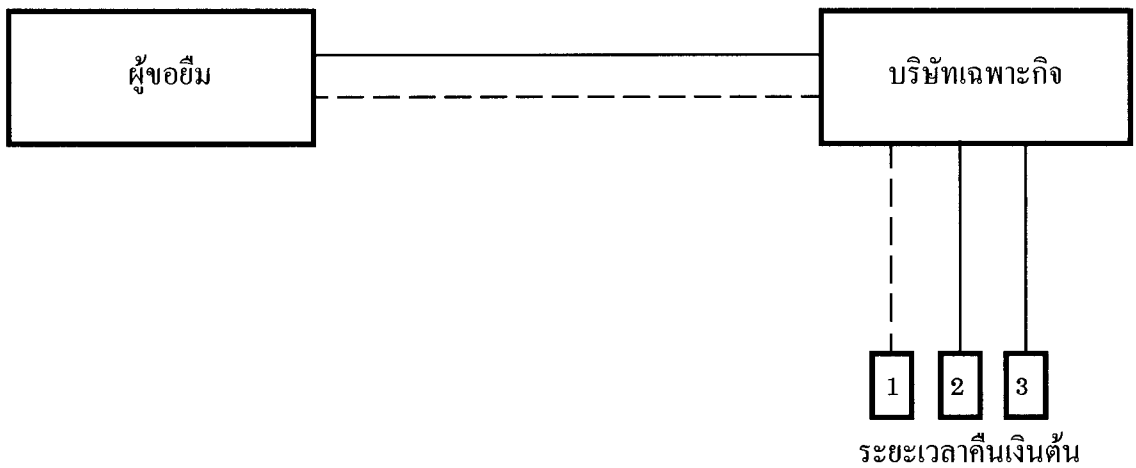
รูปที่ 1 การออกหลักทรัพย์ประเภท Pass - Through



รูปที่ 2 การออกหลักทรัพย์ประเภท Asset Backed Bond

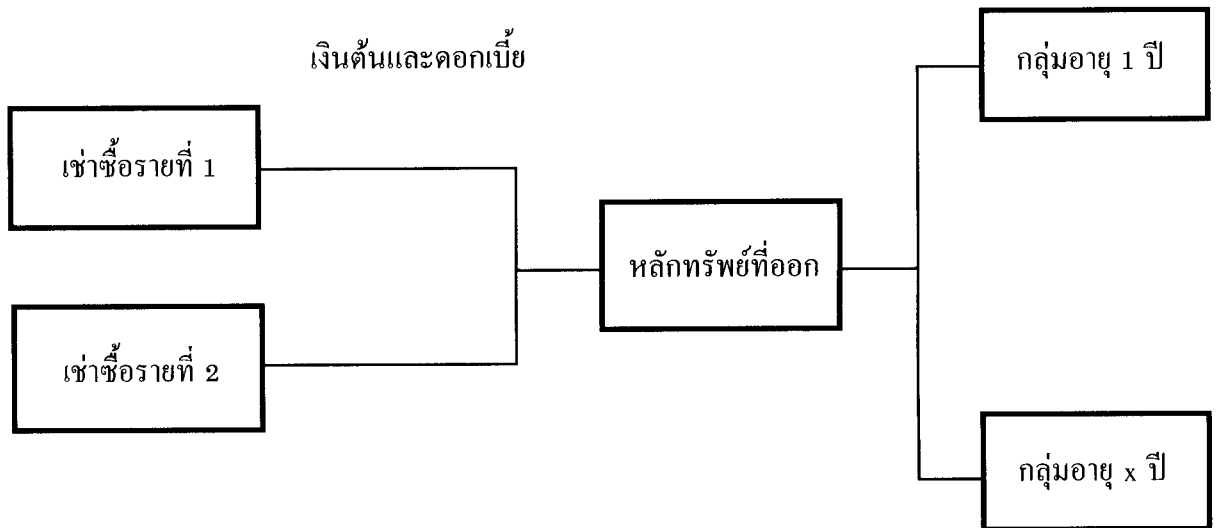


รูปที่ 3 การออกหลักทรัพย์แบบ CMO



———— ดอกเบี้ย
- - - - - เงินต้น

รูปที่ 4 การแปลงลูกหนี้เช่าซื้อให้เป็นหลักทรัพย์ Pay-Through



ตั๋วเงินระยะสั้น (Commercial Paper)

กอบชัย นิยมกุล

1. บทนำ

ตั้งแต่กลางทศวรรษ 80 เป็นต้นมาจนถึงปัจจุบัน ถ้ากล่าวถึงตราสารหนี้ที่ได้รับความนิยมในแวดวงการเงินของประเทศที่พัฒนาแล้วไม่ว่าจะเป็นสหรัฐอเมริกาหรือประเทศในยุโรปบางประเทศก็ตาม คงหนีไม่พ้นตราสารที่เรียกกันว่า Commercial Paper การขยายตัวตราสารประเภทนี้ได้เกิดขึ้นพร้อมกับนวัตกรรมทางการเงินของโลก Commercial Paper ได้ถูกใช้เป็นที่ระดมเงินลงทุนใหม่และแฝงไว้ด้วยศักยภาพของการเจริญเติบโตในอนาคต นอกจากนั้นยังเข้ามาแทนตราการเงินประเภทสำคัญๆ ในตลาดการเงินด้วยไม่ว่าจะเป็นบัตรเงินฝาก (CDs) หรือตั๋วเงินระยะปานกลาง (MTNs)

ฉะนั้น การเลือกเทคโนโลยีทางการเงินใหม่ๆ ไม่ว่าจะเป็นตราสารหรือวิธีการใดก็ตามเพื่อนำมาประยุกต์ใช้กับประเทศไทย เทคโนโลยีทางการเงินอันหนึ่งที่น่าจะได้หยิบยกขึ้นมาพิจารณาคือตราสารหนี้ที่เรียกกันว่า Commercial Paper แม้ว่าตราสารประเภทนี้ไม่ใช่ตราสารใหม่เท่าใดนักแต่คุณสมบัติและสิ่งอำนวยความสะดวกที่ได้สร้างขึ้นมามีพร้อมทั้งตราสารประเภทนี้ได้

ช่วยให้ Commercial Paper ได้รับการชุบชีวิตขึ้นมาใหม่ และคาดว่าเทคโนโลยีการเงินประเภทนี้จะแพร่กระจายออกไปในประเทศต่างๆ มากขึ้นในอนาคต

2. ความเป็นมา

Commercial Paper นั้นไม่ใช่ตราสารใหม่ที่เพิ่งเกิดขึ้นในแค่หนึ่งทศวรรษกล่าวได้ว่า การกำเนิดของ Commercial Paper นั้นควบคู่ไปกับตำนานการเกิดการค้าของโลก เดิมที Commercial Paper น่าจะเรียกหรือแปลเป็นไทยว่า “ตั๋วการค้า” ซึ่งเหมาะสมกับวัตถุประสงค์ของการใช้ในตอนนั้น ด้วยเหตุที่ว่า Commercial Paper เป็นตราสารการเงินที่ใช้อำนวยความสะดวกในเรื่องการชำระเงินการค้าเป็นหลัก เมื่อเป็นเช่นนี้คำนิยามเบื้องต้นในสมัยดั้งเดิมของ Commercial Paper หรือตั๋วการค้านี้จึงหมายถึงตั๋วเงินซึ่งประกอบด้วยตั๋วสัญญาใช้เงิน (Promissory Note) และตั๋วแลกเงิน (Bill of Exchange) ที่ออกมาด้วยเจตนาทางด้านการค้าขายเป็นหลักไม่ใช่เพื่อการระดมทุนเช่นในยุคปัจจุบัน

ต่อมา Commercial Paper ได้รับการพัฒนาให้เป็นตราสารหนี้ระยะสั้นสำหรับการระดมทุนตั้งแต่ปลายทศวรรษ 80 เป็นต้นมา จนเข้าไปทดแทนตราสารระยะปานกลางและตราสารระยะยาวที่มีอยู่การเข้าแทนที่ของตราสารพาณิชย์เกิดจากช่องว่างทางด้านกฎเกณฑ์การจูงใจในการลงทุนในตราสารประเภทนี้ การเป็นตราสารระยะสั้นสำหรับเป็นสื่อให้กับการหมุนเวียนหนี้ (Revolving) รวมทั้งการพัฒนาเป็นตราสารหนึ่งในขบวนการแปลงทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์

ฉะนั้น ถ้าเราแปล Commercial Paper เป็นไทยโดยพิจารณาจากวัตถุประสงค์ของการนำมาใช้เป็นตราสารหนี้ น่าจะแปลได้ว่า “ตั๋วเงินระยะสั้น”

3. นิยามของตั๋วเงินระยะสั้น

จากการเข้ามาของ Commercial Paper ในฐานะตราสารหนี้ระยะสั้น จึงทำให้ต้องมีการทบทวนคำนิยามของตราสารหนี้ใหม่ แม้ว่าจริงๆ แล้วไม่มีนิยามของ Commercial Paper ที่ตายตัว มีหน้าซ้ำยังมีขอบเขตกว้างอีกด้วย อย่างไรก็ตามเราพอที่จะให้ความหมายตั๋วเงินระยะสั้นในฐานะตราสารหนี้สำหรับการระดมทุนพิจารณาจากลักษณะทั่วไปได้ดังต่อไปนี้

ประการแรก ตั๋วเงินระยะสั้นเป็นตราสารหนี้ระยะสั้นประมาณไม่เกิน 1 ปี แต่ในบางประเทศ อาจมีระยะไม่เกิน 2 ปี ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับกฎหมายในแต่ละประเทศ เหตุที่ตราสารประเภทนี้มีอายุไม่เกินระยะเวลาข้างต้นเนื่องจากส่วนใหญ่ต้องการเลี่ยงการขออนุญาตในการออก เพราะถ้าออกเกินตราสารอายุไม่เกินระยะเวลาข้างต้นจะได้รับการยกเว้น ในประเทศสหรัฐอเมริกาตั๋วเงินระยะสั้นจะมีอายุไม่เกิน 9 เดือนหรือ 270 วัน ในทางปฏิบัติกันจริงๆ แล้ว

ส่วนใหญ่ที่ออกกันจะมีอายุไม่เกินประมาณ 30-120 วัน

ประการที่สอง ตั๋วเงินระยะสั้นเป็นตราสารแบบคิดลดจากหน้าตั๋ว (Zero-Coupon) มากกว่าแบบกำหนดดอกเบี้ยหน้าตั๋ว (Interest-Bearing) เนื่องจากระยะเวลาการไถ่ถอนไม่เกิน 1 ปี การใช้วิธีคิดลดจากหน้าตัวยังสะดวกกว่าการกำหนดดอกเบี้ยไว้หน้าตั๋ว

ประการที่สาม ตั๋วเงินระยะสั้นจะขายผ่านผู้ค้า (Dealer) โดยปกติผู้ออกตั๋วหรือผู้ต้องการเงินกู้จะออกตั๋วเงินระยะสั้นขายให้ผู้ค้าตราสารแล้วผู้ค้าตราสารก็จะนำไปขายให้กับผู้ลงทุนที่เป็นสถาบันอีกที อย่างไรก็ตามบางครั้งผู้ออกขายให้กับผู้ลงทุนสถาบันโดยตรงเลยก็ได้ในลักษณะที่เรียกว่า Private Placement

ประการที่สี่ ตั๋วเงินระยะสั้นมีมูลค่าหน้าตั๋วสูง เหตุที่หน้าตั๋วมีมูลค่าสูงเพราะถ้าหากออกตั๋วเงินระยะสั้นหน่วยเล็กๆ การขายให้นักลงทุนทั่วไปกินเวลานานและยุ่งยาก จึงขายให้แก่ นักลงทุนสถาบันมากกว่า การขายตราสารประเภทนี้จึงมีแนวโน้มขายแบบ Wholesale ผู้ลงทุนส่วนใหญ่จึงเป็นนักลงทุนสถาบันอย่างบริษัทประกันและกองทุนต่างๆ นักลงทุนรายย่อยสามารถลงทุนทางอ้อมในตราสารประเภทนี้ได้โดยผ่านกองทุนรวมประเภทตลาดเงิน ตั๋วเงินระยะสั้นจะแตกต่างจากตั๋วสัญญาใช้เงินที่ออกโดยบริษัทเงินทุน ตั๋วสัญญาใช้เงินดังกล่าวนั้นเป็นการระดมเงินทุนเป็นประจำจากประชาชน ขณะที่ตั๋วเงินระยะสั้นจะระดมเงินเป็นครั้งคราวจากนักลงทุนสถาบัน

ประการที่ห้า ตั๋วเงินระยะสั้นมีคุณภาพเทียบเท่าตราสารหนี้อื่น ผู้ออกตั๋วเงินระยะสั้นส่วนใหญ่ขออันดับความน่าเชื่อถือ (Rating) จากสถาบันจัดลำดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency) เหมือนกับหุ้นกู้ เพียงแต่อันดับ

(Rating) ที่ให้อาจจะไม่ยุ่งยาก นอกจากนั้นบางที่ผู้ออกได้เปิดวงเงินสินเชื่อ (Lines of Credit) ของธนาคารไว้เพื่อให้ผู้ลงทุนอุ่นใจว่าผู้ออกมีเงินใถ่ถอน

ประการที่หก ตั๋วเงินระยะสั้นเป็นตั๋วเงินชนิดหนึ่ง กฎหมายที่ใช้รองรับส่วนใหญ่จะตีความหมายตั๋วเงินระยะสั้นว่าเป็นตั๋วเงินประเภทหนึ่งในประเทศสหรัฐอเมริกาตั๋วเงินระยะสั้นไม่ได้จัดเป็นหลักทรัพย์ที่ต้องอยู่ภายใต้การควบคุมตรงกันข้ามกับบางประเทศในยุโรปที่จำเป็นต้องอนุญาตก่อน และกำหนดคุณสมบัติไว้ด้วย โดยปกติตั๋วเงินระยะสั้นจะไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกันในการออก อย่างไรก็ตาม กรณีที่ถูกนำไปใช้ออกเป็นหลักทรัพย์ประเภท Securitization อาจค้ำประกันโดยลูกหนี้ระยะสั้น (Asset-Backed Commercial Paper)

ประการที่เจ็ด ตั๋วเงินระยะสั้นมักจะมีถึงอำนวยความสะดวกก่อนข้างมากพ่วงอยู่ ผู้ออกตั๋วเงินส่วนใหญ่จะได้รับความสะดวกจากระบบผู้ค้าเกือหนุน (Dealer Sponsorship) ที่ทำหน้าที่หาผู้ลงทุนให้ และดูแลการใถ่ถอนตั๋วเงินออกไปเรื่อยๆ ทำให้เหมือนเป็นตราสารหนี้ระยะปานกลางถึงอำนวยความสะดวกเหล่านี้เช่น นีฟ (NIF) รัพ (RUF) ทรัฟ (TRUF) เป็นต้น ความจริงแล้ว Commercial Paper เป็นตั๋วเงินประเภทหนึ่ง แต่ที่จะแตกต่างไปจากเดิมคือวัตถุประสงค์ในการออก และสิ่งปรุ้งแต่งจนดูเหมือนว่าจะเป็นหุ้นกู้ประเภทหนึ่งเสียด้วยซ้ำ เพียงแต่ระยะเวลาที่ออกเป็นระยะสั้น และออกขายให้กับนักลงทุนสถาบัน และที่สำคัญคือไม่จำเป็นต้องมีตลาดรองเท่าใดนัก

ตารางที่ 1 การเปรียบเทียบข้อกำหนดและระบบการออกตราสารพาณิชย์ในประเทศต่าง ๆ ในยุโรป

1. ข้อกำหนดในการออกตราสาร ของบริษัทผู้ออก

- อังกฤษ
 - บริษัทที่ได้รับอนุญาตต้องมีคุณสมบัติดังต่อไปนี้
 1. มีทรัพย์สินสุทธิไม่ต่ำกว่า 25 ล้านปอนด์
 2. เป็นบริษัทจดทะเบียนใน The International Stock Exchange (ISE) หรือ Unlisted Securities Market
- ฝรั่งเศส
 - บริษัทที่ได้รับอนุญาตต้องมีคุณสมบัติดังต่อไปนี้
 1. ตั้งบริษัทมาแล้วไม่ต่ำกว่า 2 ปี
 2. มีทุนจดทะเบียนชำระแล้วไม่ต่ำกว่า Ffr 1.5 ล้าน
- เบลเยียม
- เนเธอร์แลนด์
- ประเทศอื่น ๆ ในยุโรป
 - บริษัทที่จัดตั้งมาแล้วไม่ต่ำกว่า 2 ปี
 - บริษัททั่วไปออกได้หมดยกเว้นธนาคารพาณิชย์
 - บริษัทที่ออกได้เป็นบริษัททั่ว ๆ ไป

2. ข้อกำหนดมูลค่าหน้าตั๋วขั้นต่ำของตราสารพาณิชย์

- เยอรมัน
- ไบละ DM 500,000 ออกเป็นชุดต่อเนื่องต้องไม่ต่ำกว่า 5,000,000
- เบลเยียม
- ไบละ Bfr 10 ล้าน
- เนเธอร์แลนด์
- ไบละ DFl 1 ล้าน ออกเป็นลักษณะเท่าตัว
- ประเทศอื่น ๆ
- ไม่กำหนด

3. ข้อกำหนดเรื่องอายุตั๋ว

- อังกฤษ
- ตั้งแต่ 7 - 365 วัน
- เยอรมัน
- ตั้งแต่ 7 วัน ถึง 2 ปี
- เบลเยียม
- อายุไม่เกิน 1 ปี
- ประเทศอื่น ๆ
- ไม่กำหนด

4. การอนุญาตในการออก

- อังกฤษ
- ขออนุญาตกับธนาคารกลาง
- ฝรั่งเศส
- ต้องได้รับอนุญาต (Visa) จากธนาคารกลาง
- สวีเดน
- ขออนุญาตกับธนาคารกลาง ค่าขออนุญาตแต่ละครั้งใช้ได้ 2 ปี
- ประเทศอื่น ๆ
- ไม่กำหนด

5. การกำหนดเกี่ยวกับอันดับความน่าเชื่อถือ (Rating)

- อังกฤษ
- ไม่กำหนดว่าต้องมี Rating แต่ผู้ออกนิยมขอตนเอง
- ฝรั่งเศส
- ตราสารที่มีอายุเกิน 2 ปี จึงต้องมี Rating
- ประเทศอื่น ๆ
- ไม่กำหนด

6. การนำระบบผู้ค้ามาใช้

- อังกฤษ
- ระบบผู้ค้า (Dealer) ถูกนำมาใช้มาก

- ฝรั่งเศส
- เยอรมัน
- เบลเยียม
- เนเธอร์แลนด์
- สวีเดน
- ฟินแลนด์
- ผู้ออกนิยมขายตราสารให้นักลงทุนโดยตรงมากกว่าใช้ระบบผู้ค้า
- ระบบผู้ค้าถูกนำมาใช้มาก ธนาคารพาณิชย์จะได้รับอนุญาตให้เป็นผู้ค้าได้
- เหมือนเยอรมันและอังกฤษ
- ธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทนายหน้าหลักทรัพย์ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการออกตราสาร (Arranger)
- ผู้ค้าจะทำหน้าที่ Selling Agent, Issuing Agents, Paying Agent และ Market Maker
- ธนาคารพาณิชย์ทำหน้าที่ผู้จัดการออกตราสาร (Arranger)

7. การตั้งสถาบันหรือศูนย์รับฝากและชำระเงิน

- อังกฤษ
- เยอรมัน
- ประเทศอื่น ๆ
- ธนาคารกลางตั้งศูนย์ชำระเงิน
- Issuing and Paying Agent (IPA)
- ไม่มีการตั้ง

หมายเหตุ ประเทศยุโรปที่นำมาศึกษาประกอบไปด้วย อังกฤษ ฝรั่งเศส เยอรมัน เบลเยียม เนเธอร์แลนด์ สวีเดน และฟินแลนด์

4. ประเภทผู้ออกตั๋วเงินระยะสั้น

ประเทศที่มีตลาดตั๋วเงินระยะสั้นใหญ่ที่สุดคือ ประเทศสหรัฐอเมริกา เดิมที่ผู้ออกตั๋วเงินระยะสั้นเป็นพวกที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน แต่เป็นผู้ประกอบการอุตสาหกรรม เช่น โรงงานทอผ้า โรงงานยาสูบ เป็นต้น จนกระทั่งหลังทศวรรษ 1920 เป็นต้นมา เริ่มมีบริษัทเงินทุนสำหรับให้สินเชื่อผู้บริโภคขึ้นมา กรณีที่เป็นต้นแบบในการออกตั๋วเงินระยะสั้น ก็คือ บริษัท GMAC (General Motors Acceptance Corporation) ซึ่งเป็นบริษัทเงินทุนที่ปล่อยกู้ผู้ซื้อรถยนต์ของบริษัท GM บริษัทเงินทุน GMAC ได้ใช้วิธีการระดมเงินด้วยการออกตั๋วเงินระยะสั้น พร้อมกับใช้ระบบผู้ค้าเกือหนุน (Dealer Sponsorship) จนเป็นต้นแบบให้วิธีการระดมเงินวิธีนี้ได้รับความนิยม

ฉะนั้นเราน่าจะสามารถแบ่งกลุ่มผู้ออกตั๋วเงินระยะสั้นออกได้เป็น 2 กลุ่มใหญ่ คือ กลุ่มสถาบันการเงินกับกลุ่มที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน ตัวอย่างตั๋วเงินระยะสั้นที่บริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกานิยมออก ได้แก่

- ตั๋วเงินระยะสั้นที่ออกโดยบริษัทอุตสาหกรรม (Industrial Paper) เป็นตราสารที่ออกโดยบริษัทที่มีกิจการประเภทอุตสาหกรรม ซึ่งส่วนมากมีความต้องการเงินทุนตามฤดูกาล
- ตั๋วเงินระยะสั้นที่ออกโดยบริษัทเงินทุน (Financial Paper) บริษัทเงินทุนจำเป็นต้องอาศัยแหล่งเงินทุนระยะสั้นเป็นประจำ และเป็นผู้ออกตราสารประเภทนี้มาก
- ตั๋วเงินระยะสั้นที่ออกโดยบริษัทในเครือธนาคาร (Bank Holding Company Paper) ใน

อดีตช่วงภาวะการเงินตึงตัวธนาคารพาณิชย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา ใช้วิธีระดมเงินด้วยการให้บริษัทในเครือเป็นผู้ระดมเงินแทนตัวเอง ด้วยการให้บริษัทในเครือออกตั๋วเงินระยะสั้น เพื่อหลีกเลี่ยงการควบคุมจากทางการ แต่ต่อมาทางการสหรัฐได้เข้ามาควบคุมเรื่องนี้โดยให้การระดมทุนข้างต้นเข้ามาอยู่ในการควบคุมด้วย ปัจจุบันบริษัทในเครือเหล่านี้จึงหันมาระดมเงินเพื่อไปใช้ในกิจการอื่น

- ตั๋วเงินระยะสั้นที่ออกโดยผู้ค้า (Dealer Paper) ผู้ค้าตราสารเป็นผู้ออกตั๋วเงินระยะสั้นเอง เพื่อนำมาเป็นแหล่งเงินทุนเพิ่มสภาพคล่องระยะสั้น

ในหลายๆ ประเทศนั้นห้ามไม่ให้ธนาคารพาณิชย์ออกตั๋วเงินระยะสั้น เพราะตระหนักว่าธนาคารพาณิชย์สามารถระดมเงินฝากได้และยังออกบัตรเงินฝาก (CDs) ได้อีกด้วย ในประเทศอังกฤษได้กำหนดเงื่อนไขบริษัทที่ออกตั๋วเงินระยะสั้นได้ว่าต้องมีทรัพย์สินไม่ต่ำกว่า 25 ล้านปอนด์ และเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ด้วยเช่นเดียวกับประเทศฝรั่งเศส บริษัทที่ได้รับอนุญาตออกตั๋วเงินระยะสั้นได้ต้องตั้งบริษัทมาแล้วไม่ต่ำกว่า 2 ปีและมีทุนจดทะเบียนชำระแล้วไม่ต่ำกว่า Ffr 1.5 ล้าน

5. ปัจจัยที่ทำให้ตั๋วเงินระยะสั้น (Commercial Paper) ได้รับความนิยม

ในประเทศที่ตั๋วเงินระยะสั้นได้รับการพัฒนาไปอย่างรวดเร็ว ส่วนหนึ่งเป็นผลพวงมาจากการผ่อนคลายการควบคุม (Deregulation) ในเรื่องการขออนุญาต ตัวอย่างประเทศที่ดีที่สุดเรื่องนี้นักงหนีไม่พ้นประเทศสหรัฐอเมริกา กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการออกหลักทรัพย์หรือที่เรียกว่ากฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (SEC) ได้ผ่อนปรนให้ตราสารประเภทนี้ไม่จำเป็นต้องมา

จดทะเบียนกับทางสำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เหตุผลที่ตั๋วเงินระยะสั้นได้รับการยกเว้นไม่จำเป็นต้องจดทะเบียนเพราะตราสารประเภทนี้มีระยะเวลาการไถ่ถอนไม่เกิน 270 วัน นอกจากนั้นกฎหมายหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาก็ไม่ได้นิยามตั๋วเงินระยะสั้นไว้แน่นอน

การลงทุนในตราสารระยะปานกลาง และยาวดูเหมือนจะไม่จูงใจนักลงทุนเท่าที่ควร ถ้าหากนักลงทุนมีทางเลือกที่ลงทุนระหว่างตราสารระยะสั้นกับตราสารระยะปานกลางที่มีคุณภาพใกล้เคียงกันการลงทุนในตราสารระยะสั้นน่าจะดึงดูดนักลงทุนได้มากกว่า เนื่องจากผู้ลงทุนไม่จำเป็นต้องถือเป็นระยะเวลายาวนาน นอกจากนั้นปัญหาสภาพคล่องในตลาดรองไม่มากนักก็ไม่ใช่ปัญหาหลัก เพราะระยะเวลาการไถ่ถอนสั้นนั้นสั้นเป็นผลให้ตั๋วเงินระยะสั้นเป็นตราสารที่ไม่มีปัญหาสภาพคล่องมากนัก ประเด็นที่สำคัญอีกประการหนึ่งคือนักลงทุนสามารถเลือกลงทุนในตั๋วเงินระยะสั้นตามคุณภาพได้ เนื่องจากผู้ออกตั๋วเงินระยะสั้นจะให้สถาบันจัดอันดับความเชื่อถือ (Credit Rating Agency) จัดอันดับให้กับตราสารที่ตนจะออกโดยอันดับ (Rating) ที่ได้ส่วนใหญ่จะใกล้เคียงกับหุ้นกู้ชั้นดี

ตั๋วเงินระยะสั้นถือว่าเป็นตราสารระยะสั้น แต่สามารถจะเข้ามาแทนที่ตราสารระยะปานกลางได้ถือเป็นการเปลี่ยนแนวโน้มให้ผู้ออกตราสารหันมาออกตราสารระยะสั้นอย่างตั๋วเงินระยะสั้นแทน วิธีนำตั๋วเงินระยะสั้นมาทดแทนตราสารที่มีระยะยาว คือสิ่งอำนวยความสะดวกในการต่ออายุหนี้ (Note Issuance Facility) สำหรับผู้ต้องการเงินทุนระยะยาวกว่าหนึ่งปีอาจใช้บริการข้างต้นด้วยการออกหลักทรัพย์ทดแทนที่ไถ่ถอนไปแล้วไม่ต้องกลัวว่าจะขายตราสารไม่ได้เพราะ

ยังมีบริการที่เรียกว่ารับประกันการออก (Revolving Underwriting Facility) คือถ้าหากขายให้คนอื่นไม่ได้ ผู้รับประกันจะซื้อไว้เอง

การไถ่ถอนตั๋วเงินระยะสั้นค่อนข้างยืดหยุ่น เนื่องจากกระบวนการไถ่ถอนของตั๋วเงินระยะสั้นอาจส่งผลให้ผู้ออกตราสารต้องการเลื่อนการไถ่ถอนตราสารออกไปเรื่อยๆ วิธีที่ใช้คือการออกตั๋วเงินระยะสั้น (Rollover) มาทดแทนในจำนวนเดียวกันกับตราสารงวดแรก ผู้ออกจะสามารถเลื่อนการไถ่ถอน หรือการชำระหนี้ออกไปได้เรื่อยๆ ได้ แต่อย่างไรก็ตามวิธีการหมุนหนี้ข้างต้นอาจก่อให้เกิดความเสี่ยงขึ้นแก่ผู้ออกและผู้ลงทุน ถ้าหากตราสารใหม่ที่ออกมาแล้วไม่มีใครซื้อและผู้ออกไม่มีความสามารถในการชำระหนี้เก่าได้ เพื่อป้องกันความเสี่ยงประเภทนี้ ผู้ออกจะต้องนำวงเงินสินเชื่อที่เปิดไว้กับธนาคาร (Bank Lines of Credit) มาค้ำ ซึ่งผู้ออกส่วนใหญ่เปิดวงเงินไว้เท่ากับจำนวนเงินที่ต้องไถ่ถอนตราสาร

สำหรับผู้ออกตั๋วเงินระยะสั้น สิ่งอำนวยความสะดวกในการออกตั๋วเงินระยะสั้น ทำให้ตราสารประเภทนี้เทียบเท่าการกู้เงินจากธนาคารหรือดีกว่าเสียด้วยซ้ำ เพราะไม่จำเป็นต้องมีหลักทรัพย์ค้ำประกัน เพียงแต่เสียค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมในการขออันดับความน่าเชื่อถือการลงทุน (Rating) ประเด็นสำคัญถัดมา คือต้นทุนในการออกตั๋วเงินระยะสั้นต่ำกว่าเงินกู้ธนาคารพาณิชย์

6. ประเภทผู้ลงทุนในตั๋วเงินระยะสั้น

เนื่องจากตั๋วเงินระยะสั้นนั้นมีระยะเวลาการไถ่ถอนสั้น และความถี่ในการหมุนเวียนเป็นประจำเหมือนตัวสัญญาใช้เงินที่บริษัทเงินทุนทั่วไปออกเป็นประจำเพื่อการระดมเงิน การขายให้ประชาชนทั่วไปลักษณะขายปลีกนั้นทำให้ไม่คล่องตัวเท่าที่ควร จึงหันมาเน้นการขายให้แก่

นักลงทุนประเภทสถาบันมากกว่า

ผู้ลงทุนในตั๋วเงินระยะสั้นจึงเป็นนักลงทุนสถาบันเป็นหลัก ซึ่งประกอบไปด้วยบริษัทประกัน ธนาคาร บริษัทเงินทุน กองทุนบำเหน็จบำนาญ บริษัทใหญ่ๆ ที่มีเงินสำรองเหลือ และสถาบันที่รับกล่าวขานกันว่าเป็นผู้ลงทุนรายใหญ่ในการลงทุนตั๋วเงินระยะสั้นคือ กองทุนรวมประเภทกองทุนตลาดเงิน (Money Market Fund) นักลงทุนสถาบันเหล่านี้ล้วนมีเงินเย็น (Smart Money) สำหรับลงทุนระยะยาวได้ ฉะนั้นในการขายตั๋วเงินระยะสั้นให้กับสถาบันเหล่านี้ผู้ค้าจึงพยายามเสนอขายเป็นโปรแกรมสำเร็จรูปในลักษณะที่เป็นการลงทุนต่ออย่างเนื่องเมื่อตั๋วเงินระยะสั้นถึงกำหนดไถ่ถอนก็ลงทุนในตั๋วเงินใหม่ไปเรื่อยๆ

กองทุนตลาดเงินเป็นช่องทาง (Conduit) สำหรับนักลงทุนรายย่อยที่ต้องการเข้าไปลงทุนในตลาดตราสารหนี้ เพราะการเข้าไปลงทุนโดยตรงของนักลงทุนรายย่อยในตลาดตราสารหนี้แทบเป็นไปไม่ได้เนื่องจากตลาดตั๋วเงินระยะสั้นเป็นตลาดซื้อขายกันเป็นมูลค่าสูงในแต่ละครั้ง นักลงทุนประเภท สถาบันเท่านั้นจึงจะสามารถเข้าไปลงทุนในตลาดตราสารประเภทนี้ได้ ในต่างประเทศตราสารพาณิชย์นับได้ว่าเป็นคู่แข่งที่น่ากลัวของทั้งเงินกู้ธนาคารและบัตรเงินฝาก (NCDs)

เราสามารถจัดประเภทของนักลงทุนสถาบันในตลาดตั๋วเงินระยะสั้นเป็น 2 กลุ่มใหญ่ๆ ได้คือ นักลงทุนสถาบันรายใหญ่ (Wholesale) กับ นักลงทุนสถาบันรายเล็ก (Retail)

- นักลงทุนรายใหญ่ (Wholesale) นักลงทุนประเภทนี้จะลงทุนในตลาดตราสารด้วยจำนวนเงินสูง และมีบุคลากรด้านนี้โดยเฉพาะสำหรับดูแลในการลงทุน ลักษณะของการลงทุนเป็นการซื้อตราสารที่ออกมาใหม่และต่อเนื่อง

- นักลงทุนสถาบันรายเล็ก (Retail) นักลงทุนประเภทนี้จะลงทุนเป็นครั้งเป็นคราวและไม่มีบุคลากรที่ดูแลเรื่องนี้โดยเฉพาะการลงทุนส่วนใหญ่อาศัยอันดับของตราสารนั้นที่ได้รับจากการจัดอันดับเป็นเกณฑ์ตัดสินใจ

ดังที่กล่าวมาแล้วว่าตั๋วเงินระยะสั้นนั้นเป็นตราสารระยะสั้นที่ดึงดูดนักลงทุนได้ดีกว่าตราสารระยะปานกลาง (Medium Term Notes หรือ MTNs) และหุ้นกู้ อันเป็นผลมาจากการมีสภาพคล่องที่ดีกว่าโดยไม่จำเป็นต้องอิงกับตลาดรอง และผลตอบแทนที่เทียบเท่ากับผลตอบแทนในตลาดทั่วไป ผิดกับคุณภาพที่ใกล้เคียงกับตราสารหนี้อื่นๆ

7. ลักษณะการออกตั๋วเงินระยะสั้นโดยทั่วไป

วิธีการออกตั๋วเงินระยะสั้นโดยทั่วไปสามารถแบ่งแยกออกได้เป็น 3 วิธีใหญ่ๆ คือ

1. ผู้รับประกันจำหน่ายเพียงรายเดียว (Sole Placing) วิธีนี้ผู้เป็น Lead Manager จะเป็นผู้จัดการในการขาย แต่วิธีนี้ก่อให้เกิดปัญหาแก่ผู้ซื้อขี้มว่าผลตอบแทนที่เสนอจะไม่ได้อัตราที่ดีเพียงพอ เนื่องจากไม่มีการแข่งขันกับรายอื่น

2. ผู้รับประกันการจำหน่ายจำนวนหลายราย (Multiple Placing) วิธีนี้ผู้รับประกันการจำหน่ายทั้งหลายจะได้รับการจัดสรรจำนวนตั๋วเงินในสัดส่วนที่ตกลงกันไว้ วิธีนี้เป็นที่สนใจแก่ผู้รับประกันจำหน่ายมากเนื่องจากผู้รับประกันจำหน่ายได้รับประกันว่าจะได้ตั๋วเงิน และผลตอบแทนตามที่ตกลงกับลูกค้าผู้ซื้อขี้ม แต่สำหรับผู้ซื้อขี้มแล้วก็ยังคงไม่ได้ผลตอบแทนที่ดี เพราะยังคงขาดการแข่งขันในเรื่องผลตอบแทน

3. การสรรหาผู้รับประกันจำหน่ายโดยวิธีประมูล (Tender Panel) วิธีนี้หน้าที่รับประกัน

จำหน่ายจะถูกแยกออกมาจากหน้าที่ใน Distribution ของตราสาร โดยทั่วไปผู้รับประกันจำหน่ายจะอยู่กลุ่มผู้ประมูลเมื่อผู้ซื้อขี้มเงินปรารถนาที่ระดมเงินโดยวิธีประมูล กลุ่มของผู้ประมูลก็จะประมูลซื้อตั๋วเงินในจำนวน และระดับอัตราผลตอบแทนที่เขาคิดว่าสามารถซื้อตั๋วเงินนั้นได้ วิธีนี้เป็นประโยชน์ต่อผู้ซื้อขี้มอย่างเห็นได้ชัด ผู้ซื้อขี้มค่อนข้างมั่นใจว่าเงินทุนที่ได้มานั้นมีต้นทุนไม่สูงนัก ตรงกันข้ามกับผู้ประมูลซึ่งไม่มีหลักประกันว่าเขาจะมีส่วนร่วมในตราสารนั้น นอกจากจะเสนอราคาเงินทุนที่ดี วิธีนี้จึงอาจเป็นวิธีที่ไม่พึงพอใจให้แก่ผู้ประมูลเท่าใดนัก

4. ผู้ค้าตราสารเกือหนุน (Dealer Sponsorship) วิธีนี้ผู้ค้าตราสารจะทำหน้าที่ทั้งรับประกันจำหน่ายและตัวแทนจำหน่าย ดังรายละเอียดที่จะกล่าวต่อไป

8. การสร้างตลาดตั๋วเงินระยะสั้น (Commercial Paper Market Making)

นอกจากปัจจัยที่ดึงดูดนักลงทุนและผู้ออกแล้วยังมีปัจจัยที่สำคัญอีกนั่นคือ การสร้างตลาดตั๋วเงินระยะสั้นเพื่อเป็นการอำนวยความสะดวกให้แก่ผู้ออกและนักลงทุน

ตลาดตั๋วเงินระยะสั้นนั้นแตกต่างไปจากตลาดตราสารหนี้ระยะปานกลางและระยะยาว กล่าวคือ ตลาดตั๋วเงินระยะสั้นนั้นมีระยะสั้นจึงไม่จำเป็นต้องมีตลาดรองเหมือนกับตราสารอื่นๆ นอกจากนั้นนักลงทุนในตลาดตั๋วเงินระยะสั้นก็เป็นลงทุนประเภทสถาบันที่สามารถถือตั๋วเงินระยะสั้นไว้จนครบกำหนดได้ถอนได้ สภาพคล่องของตั๋วเงินระยะสั้นจึงเกิดขึ้นจากระยะเวลาการถือตราสารที่ไม่นานนักไม่ใช้การนำมาซื้อขายในตลาดรอง เหตุผลอีกประการหนึ่งคือ การนำตราสารระยะสั้นมาซื้อขายในตลาดรองบ่อยๆ ยิ่งทำให้ต้นทุนแลกเปลี่ยน (Transaction Cost)

ตารางที่ 2 การจัดอันดับตราสารระยะยาวกับระยะสั้นของ Standard & Poor

ตราสารระยะยาว	ตราสารระยะสั้น
AAA,AA+,AA,AA-	A-1+
A+,A	A-1
A-,BBB+	A-2
BBB,BBB-	A-3
น้อยกว่า BBB-	B หรือ C

ตารางที่ 3 การจัดอันดับตราสารระยะยาวกับระยะสั้นของ Moody

ตราสารระยะยาว	ตราสารระยะสั้น
Aaa,Aa1,Aa2,Aa3,A1	Prime-1
A2	Prime-1หรือPrime-2
A3	Prime-2
Baa1	Prime-2
Baa2	Prime-2หรือPrime-3
Baa3	Prime-3
ต่ำกว่า Baa	Not Prime

สูง เป็นเหตุให้ผลตอบแทนต่ำลงเรื่อยๆ ฉะนั้น การสร้างตลาดตั๋วเงินระยะสั้นจึงหมายถึงการสร้าง ระบบการขายตั๋วเงินระยะสั้นที่ออกใหม่ครั้งแรก และการไปถ่ถอนคืน รวมทั้งสิ่งอำนวยความสะดวก ในการเข้ามาลงทุนในตราสารใหม่ต่อเนื่องไปเรื่อยๆ องค์กรประกอบสำคัญที่ทำให้ตลาดตั๋วเงิน ระยะสั้นประสบความสำเร็จ คือ การออก ตราสารพาณิชย์โดยใช้ระบบผู้ค้าเกือหนุน (Dealer Sponsorship) และสิ่งอำนวยความสะดวกในการ ออก (Facility)

8.1 ระบบผู้ค้าเกือหนุน (Dealer Sponsorship)

ในระบบผู้ค้าเกือหนุนหรือ Dealer Sponsorship ในตั๋วเงินระยะสั้นนั้นบทบาทของผู้ค้า ตั๋วเงินระยะสั้นคือการจัดหาแหล่งเงินทุนระยะสั้น ให้แก่ผู้ขอยืมด้วยการซื้อตั๋วเงินจากผู้ขอยืม และขายตั๋วเงินเหล่านั้นให้แก่นักลงทุนอีกที หน้าที่ของผู้ค้าตั๋วเงินระยะสั้นเสมือนการเข้าไป แทนที่บทบาทของธนาคารด้วยการทำหน้าที่ติดต่อ ให้ผู้ออกกับผู้ลงทุนมาพบกัน นอกจากการจัดหา แหล่งเงินทุนระยะสั้นแล้ว หน้าที่ของผู้ค้าตั๋วเงิน ระยะสั้นยังไม่หยุดอยู่แค่นี้แต่ยังครอบคลุมกับ การให้ข้อมูลตลาดที่น่าเชื่อถือกับนักลงทุนและ ติดต่อนักลงทุนให้ลงทุนในตั๋วเงินระยะสั้นอย่าง

ต่อเนื่องด้วย และบางครั้งต้องรับซื้อตั๋วคืนจากนักลงทุนก่อนกำหนด การทำหน้าที่เหล่านี้จำเป็นที่ต้องมีข้อมูลจากผู้ค้าตราสารควรมีเงินทุนของตนอย่างเพียงพอ

ผู้ค้าจะช่วยเหลือผู้ออกตราสารในการ ออกตั๋วเงินระยะสั้น และอาจช่วยเหลือติดต่อกับอันดับความน่าเชื่อถือในการลงทุน (Rating) ให้ด้วย สำหรับค่าบริการต่างๆ ผู้ค้าตราสารจะคิดเป็นค่าบริการต่อครั้งซึ่งส่วนใหญ่จะบวกเข้าไปในตัวที่ถูกขาย แต่สามารถจ่ายเป็นงวดได้ถ้าผู้ออกตราสารต้องการ

ส่วนมากผู้ออกตั๋วเงินระยะสั้นสามารถใช้ผู้ค้าตราสารเพียงรายเดียวหรือหลายๆ รายดังวิธีการออกที่ได้กล่าวไปแล้ว ผู้ค้าตราสารทำหน้าที่ตัวการ (Principal) ในการซื้อตราสารของผู้ออกและนำไปขายให้นักลงทุน ผู้ค้าตราสารไม่ได้รับค่านายหน้าเหมือนกับนายหน้าค้าหุ้น เงินผลตอบแทนของผู้ค้าตราสารคือ อัตราที่แตกต่างกันระหว่างอัตราซื้อจากผู้ออกกับอัตราขายให้กับนักลงทุนซึ่งโดยปกติอยู่ประมาณร้อยละ .1 หรือประมาณ 10 Basis Point

อย่างไรก็ตาม ไม่เสมอไปที่ผู้ออกตราสารต้องผ่านระบบผู้ค้าตราสาร ผู้ออกสามารถออกตราสารโดยตรงให้แก่ผู้ลงทุนก็ได้ โดยเฉพาะบริษัทใหญ่ที่คุ้นเคยกับตลาดตราสารอยู่แล้ว

8.2 สิ่งอำนวยความสะดวก (Facility) ของตั๋วเงินระยะสั้น

ตั๋วเงินระยะสั้นได้กลายเป็นตราสารหนึ่งที่มีผู้นิยมออกมากที่สุดจนกลายเป็นตราสารที่ทดแทนตราสารระยะปานกลางไป และเริ่มเข้ามามีบทบาทแทนเงินกู้มากขึ้นทุกขณะ ทั้งนี้เนื่องจากสิ่งอำนวยความสะดวก (Facility) ของตั๋วเงินระยะสั้นนั่นเอง

สิ่งอำนวยความสะดวกของตั๋วเงินเป็นการจัดการกู้ยืมเงินระยะปานกลางโดยออกตั๋วเงินระยะสั้นภายใต้ข้อตกลงการรับประกันจำหน่ายของธนาคารพาณิชย์ในการออกตัวทุกครั้ง สิ่งอำนวยความสะดวกข้างต้นตัวประกอบไปด้วย

1. สิ่งอำนวยความสะดวกในการออกตั๋ว (Note Issuance Facility หรือ NIF) สิ่งอำนวยความสะดวกในการออกตั๋ว หรือนิพจน์เป็นข้อตกลงที่ผู้ค้าให้กับผู้ออกตราสารในการจัดหาแหล่งเงินกู้ระยะปานกลางประมาณ 5-7 ปีให้โดยจะออกเป็นตั๋วเงินระยะสั้นประมาณไม่เกิน 1 ปี แล้วต่ออายุหนี้ด้วยการออกตั๋วเงินระยะสั้นมาใหม่ทดแทนตัวเก่าไปเรื่อยๆ จนครบระยะที่ตกลงกันไว้ทั้งนี้ผู้ค้าจะทำหน้าที่รับประกันจำหน่ายให้

2. สิ่งอำนวยความสะดวกในการออกตั๋วระยะสั้น (Short Term Note Issuance Facility หรือ SNIF) สิ่งอำนวยความสะดวกในการ ออกตั๋วระยะสั้นหรือสนิฟก็คือนิพจน์ที่ออกมาเป็นระยะสั้นนั่นเอง

3. สิ่งอำนวยความสะดวกในการหมุนหนี้ (Revolving Underwriting Facility หรือ RUF) สิ่งอำนวยความสะดวกในการหมุนหนี้หรือรฟนั้นคือนิพจน์ที่ได้รับการดัดแปลงด้วยการแยกหน้าที่ระหว่างการประกันจำหน่ายตัวกับการขายตัวกรณีนี้จะมี Lead Manager เป็นตัวแทนในการขายรายเดียว ส่วนผู้รับประกันจำหน่ายรับตัวที่ขายไม่ออกหรือเป็นส่วนเงินกู้ที่เพิ่มเติมมา

4. รัฟที่โอนกันได้ (TRUF) รัฟที่โอนได้หรือทรฟนั้นเป็นข้อตกลงเรื่องรับประกันจำหน่ายสามารถโอนไปให้ผู้ค้ารายอื่นได้

5. สิ่งอำนวยความสะดวกอื่นๆ เช่น โบนัส (Borrower's Option for Notes and Underwritten Standby หรือ BONUS) รัฟที่ (Revolving

Acceptance Facility by Tender หรือ RAFT) และ SNCF (Securitized Note Commitment Facility)

8.2.1 สิ่งอำนวยความสะดวกในการออกตั๋วเงินระยะสั้น (Note Issuance Facilities หรือ NIF)

สิ่งอำนวยความสะดวกในการออกตั๋วเงินระยะสั้น (Note Issuance Facilities หรือ NIF) หรืออาจเรียกสั้นได้ว่า “นิฟ” นับว่าเป็นต้นแบบของการสร้างสิ่งอำนวยความสะดวกในการออกตั๋วเงินก่อนกำเนิดขึ้นที่ตลาดตั๋วเงินระยะสั้นยุโรปในต้นทศวรรษ 70 ตลาดตราสารระยะสั้นยุโรปนั้นถูกสร้างขึ้นจากการผ่อนคลายมาตรการควบคุมทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ และการผ่อนคลายการควบคุมสถาบันการเงินประจวบกับได้เกิดภาวะวิกฤตการณ์หนี้ในช่วงต้นทศวรรษ 80 ทำให้ธนาคารพาณิชย์หันไปสู่การให้บริการออกตราสารแทนการปล่อยเงินกู้ (Disintermediation) มากขึ้น

นิฟนั้นเป็นการนำเอาตลาดตั๋วเงินระยะสั้นของสหรัฐกับตลาดเงินกู้ประเภท Syndicated Loan มาผสมผสานกันจะนั่นจึงเป็นวิธีในการระดมเงินที่ทำให้ผู้ขอยืมเงินสามารถออกตราสารระยะสั้นแทนการขอยืมโดยตรงจากธนาคารในรูปของเงินกู้แบบ Syndicated Loan ลักษณะช่วงต้นทำให้ตั๋วเงินระยะสั้นเป็นตราสารหนี้ประเภทหนึ่งที่มีศักยภาพในการพัฒนาสูง

วิธีการของนิฟคือผู้ขอยืมเงินทุนจะเสนอขายตั๋วสัญญาใช้เงินที่มีประกันระยะเวลาประมาณ 30 ถึง 180 วันโดยผ่านตัวแทนขาย (Placement Agent) ที่มีมากกว่า 1 รายก็ได้ แต่ถ้ากรณีที่ตั๋วเงินเหล่านั้นไม่สามารถขายได้หรือขายไม่หมดกลุ่มของธนาคารก็พร้อมที่จะซื้อตั๋วเงินเหล่านั้นภายใต้ข้อตกลงกัน

นิฟได้รับความนิยมมากโดยเฉพาะในการออกเป็นคอลดาร์สหรัฐแล้วนำไปขายนอกประเทศสหรัฐอเมริกา นิฟไม่ได้ถูกกำหนดให้ต้องจดทะเบียนหรืออยู่ภายในข้อกำหนดกฎเกณฑ์ที่เจาะจง ตั๋วเงินเมื่อออกมาแล้วก็จะแยกจากข้อตกลงในการออก และทำการซื้อขายกันได้อย่างเสรีในตลาดโดยปราศจากข้อผูกมัดกับผู้รับประกันจำหน่าย

นิฟประกอบไปด้วย 2 ส่วนใหญ่ คือ

ส่วนแรก คือ การอำนวยความสะดวกแก่การขอสินเชื่อ (Underwritten Credit Facility) ซึ่งเป็นการอำนวยความสะดวกที่รับประกันผู้มาขอยืมเงินว่าจะมีแหล่งเงินทุนให้ในช่วงระยะเวลาประมาณ 5 - 7 ปี

ส่วนที่สอง คือ รับประกันการขายให้ธนาคารที่ทำหน้าที่ Underwritten เข้ามารับประกันการจำหน่ายให้รวมถึงกรณีที่ไม่สามารถขายตั๋วเงินได้

9. บทสรุปสำหรับประเทศไทย

จากที่กล่าวมาทั้งหมด เราอาจสรุปนิยามของตั๋วเงินระยะสั้นหรือ Commercial Paper ได้สั้นๆ ว่าเป็นตราสารระยะสั้นในรูปของตั๋วเงินคุณภาพเทียบเท่าตราสารหนี้อื่นๆ เปลี่ยนมือได้ซื้อขาย แบบคิดลดหน้าตั๋ว และผู้ซื้อตราสารเป็นนักลงทุนสถาบัน ฉะนั้นตั๋วเงินระยะสั้นจึงแตกต่างไปจากตั๋วเงินทั่วไป ซึ่งผู้ออกมีวัตถุประสงค์ต้องการระดมเงินจากประชาชนทั่วไปเป็นกิจวัตร ตั๋วเงินระยะสั้นที่เรากำลังพูดถึงนั้นเป็นตราสารหนี้ประเภทหนึ่งที่มีคุณภาพเทียบเท่าหุ้นกู้ และเป็นการออกแบบมาจากการผสมผสานระหว่าง Syndicated Loan กับตราสารหนี้ทั่วไป ทำให้ตั๋วเงินระยะสั้นมีคุณสมบัติเทียบเท่าเงินกู้จากธนาคารเพียงแต่อัตราดอกเบี้ย

ตารางที่ 4 ขั้นตอนความรับผิดชอบของผู้ค้าเกือหนุในการออกตราสารระยะสั้น

ขั้นตอน	ผู้รับผิดชอบ
1. เลือกผู้ทำหน้าที่ค้าตราสาร (Dealer)	ผู้ออกกับธนาคารที่ทำหน้าที่เป็นตัวแทนออกตราสาร/จ่ายเงิน (issuing/paying agent bank)
2. ทำข้อตกลงกันระหว่างผู้ค้ากับผู้ออกตราสาร	ผู้ออกกับผู้ค้าตราสาร
3. ติดต่อขออันดับความน่าเชื่อถือการลงทุนและนำเสนอข้อมูลให้สถาบันจัดลำดับความเชื่อถือเป็นต้น	ผู้ออกและผู้ค้าตราสาร
4. ตั้งราคาตราสาร	ผู้ออกและผู้ค้าตราสาร

ต่ำกว่าและไม่ต้องมีหลักทรัพย์ค้ำประกันแต่ที่สำคัญตราสารพาณิชย์ไม่ถูกนิยามว่าเป็นหลักทรัพย์ที่ต้องขออนุญาต

ในปัจจุบัน การพัฒนาตั๋วเงินระยะสั้นของประเทศไทยก็นับว่าไม่ล้าหลังเท่าใดนัก เพียงแต่ตลาดของตราสารประเภทนี้ยังคงแคบอยู่ สถาบันผู้ออกส่วนใหญ่เป็นสถาบันการเงิน (Financial Paper) ซึ่งประกอบไปด้วยสถาบันการเงินภายในประเทศที่ออกคือ บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย (ไอเอฟซีทีไอเน็ต) และบริษัทเงินทุน ส่วนสถาบันการเงินต่างประเทศที่ออกก็ได้แก่ ธนาคารซีทีแบงก์ (ซีทีไอเน็ต) ธนาคารเซสแมนฮัตตัน (เซสไอเน็ต) ข้อสังเกตก็คือ สถาบันการเงินที่ออกส่วนใหญ่จะมีข้อจำกัดในเรื่องการรับฝากเงินในประเทศ

โดยเฉพาะ ไอเอฟซีทีไอเน็ต ซีทีไอเน็ตและเซสไอเน็ต เป็นตราสารที่มีลักษณะใกล้เคียงกับลักษณะตั๋วระยะสั้นในที่มีมากที่สุด คือมีมูลค่าหน้าตั๋วสูงประมาณ 10-50 ล้าน ออกเป็นประจำและมีลักษณะหมุนหนี้ โดยการออกตราสารมาแทนเรื่อยๆ (Revolving) ระยะเวลาไถ่ถอนประมาณ 1-3 เดือน ส่วนวิธีการออกส่วนใหญ่ใช้วิธี Tender Panel ดังที่กล่าวไปแล้วในตอนต้น

อย่างไรก็ดีตลาดตราสารประเภทนี้ของประเทศไทยยังคงแคบอยู่และต้องอาศัยสิ่งแวดล้อมเพิ่มเติมอีก

ปัจจัยที่ทำให้ตลาดตั๋วเงินระยะสั้นยังไม่กว้างออกไปอาจประกอบไปด้วย

- ข้อจำกัดในเรื่องสัดส่วนการลงทุนในตั๋วเงินระยะสั้นของสถาบันการเงินอย่างบริษัทประกัน และกองทุนรวม

- การขาดวิธีผู้ค้าเกือหนุ (Dealer Sponsorship) ผู้ที่เหมาะสมจะเป็นผู้ค้าที่ดีในประเทศไทยน่าจะเป็นธนาคารพาณิชย์ แต่ธนาคารพาณิชย์เองยังไม่สนใจที่จะเข้ามารับประกันจำหน่ายมากนัก เพราะอัตราดอกเบี้ยที่ได้จากตราสารประเภทนี้ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยที่ได้รับจากเงินกู้ยู่พอสมควร

- ขาดการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Rating) เนื่องจากเรายังไม่มีทางจัดตั้งสถาบันลำดับความเชื่อถือการลงทุน (CRA) ตั๋วเงินระยะสั้นที่ออกบางที่อาจใช้ระบบการค้ำประกันโดยธนาคารพาณิชย์ซึ่งธนาคารพาณิชย์เองก็ยังไม่สนใจที่จะค้ำประกันมาก (สำหรับกรณีผู้ออกไม่ใช่สถาบันการเงิน) หลังจากมีการประกาศใช้ BIS

ตารางที่ 5 วิธีปฏิบัติในการออกตั๋วเงินระยะสั้นในตลาดสหรัฐกับตลาดยุโรป

	ตลาดสหรัฐ	ตลาดยุโรป
1. วิธีขาย	ผู้ค้า (Dealer) ซื้อตราสารพาณิชย์ และนำมาขายให้แก่นักลงทุนอีกที	จำนวนผู้ค้า (Dealer) ขึ้นอยู่กับวิธีการประมูลแบบ Tender Panel
2. ใช้ระบบผู้ค้ากำหนด (ผู้ค้าจะซื้อตั๋วเงินจากผู้ออก ณ อัตราตลาด)	ใช่	ไม่ใช่ แต่จะให้สถาบันการเงินที่ไม่เกี่ยวกับตราจำหน่ายตั๋วหรือออกตั๋วครั้งแรก
3. การทำหน้าที่ตลาดรอง (ทำการเสนอซื้อและเสนอขายทั้งสองด้าน)	โดยทั่วไปเฉพาะผู้ค้าที่เป็น Sponsor	ให้สถาบันการเงินใดสถาบันหนึ่ง
4. การตั้งราคา	ต้นทุนทุกอย่างรวมเข้าไปในราคา (รวมค่าคอมมิชชั่นด้วย)	ต้นทุนทุกอย่างรวมเข้าไปในราคา
5. อายุของตั๋ว	1-27 วัน (ส่วนใหญ่จะอยู่ประมาณ 90 วัน)	1 เดือน 3 เดือน และ 90 วัน 6 เดือน
6. อันดับความน่าเชื่อถือ	จำเป็น	ไม่จำเป็น
7. วันออกตั๋ว	วันเดียวกับที่มีการชำระเงิน	2 วันต่อมาหลังจากชำระเงินแล้ว
8. วิธีส่งมอบหลักทรัพย์	ส่งมอบตั๋วเงินจริง ๆ	ส่งมอบตัวกันจริง ๆ หรือใช้วิธี Book Entry

เพราะการรับประกันจะต้องถูกนับเป็นสินทรัพย์เสี่ยงโดยมีน้ำหนักร้อยละ 100

ส่วนภาษีนั้น นับว่าตราสารประเภทนี้มีภาวะภาษีไม่มากนักเนื่องจากผู้ลงทุนส่วนใหญ่เป็นสถาบัน แต่อย่างไรก็ตามน่าจะมีการยกเลิกการภาษีธุรกิจเฉพาะที่เป็นภาระสำหรับผู้ค้าตั๋วเงินระยะสั้น

แม้กระนั้น ใ้ช้ว่าแนวโน้มการพัฒนาตราสารประเภทนี้จะอยู่กับที่ ถ้าเราวิเคราะห์ถึงแนวโน้มในอนาคตว่า เมื่อ Gap ระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้กับเงินฝากเริ่มแคบลงทุกทีจากการนำเงินมาจากภายนอกประเทศมากขึ้น ตลาดตราสารได้รับการปรับปรุงดีขึ้น นักลงทุน

สถาบันได้รับการผ่อนผันการลงทุนในตั๋วเงินระยะสั้นมากขึ้น กำเนิดกองทุนตราสารหรือกองทุนตลาดเงิน และการจัดตั้งสถาบันจัดลำดับความเชื่อถือการลงทุน (CRA) เมื่อนั้นเทคโนโลยีของตั๋วเงินก็อาจเป็นที่นิยมแทนเงินกู้ได้

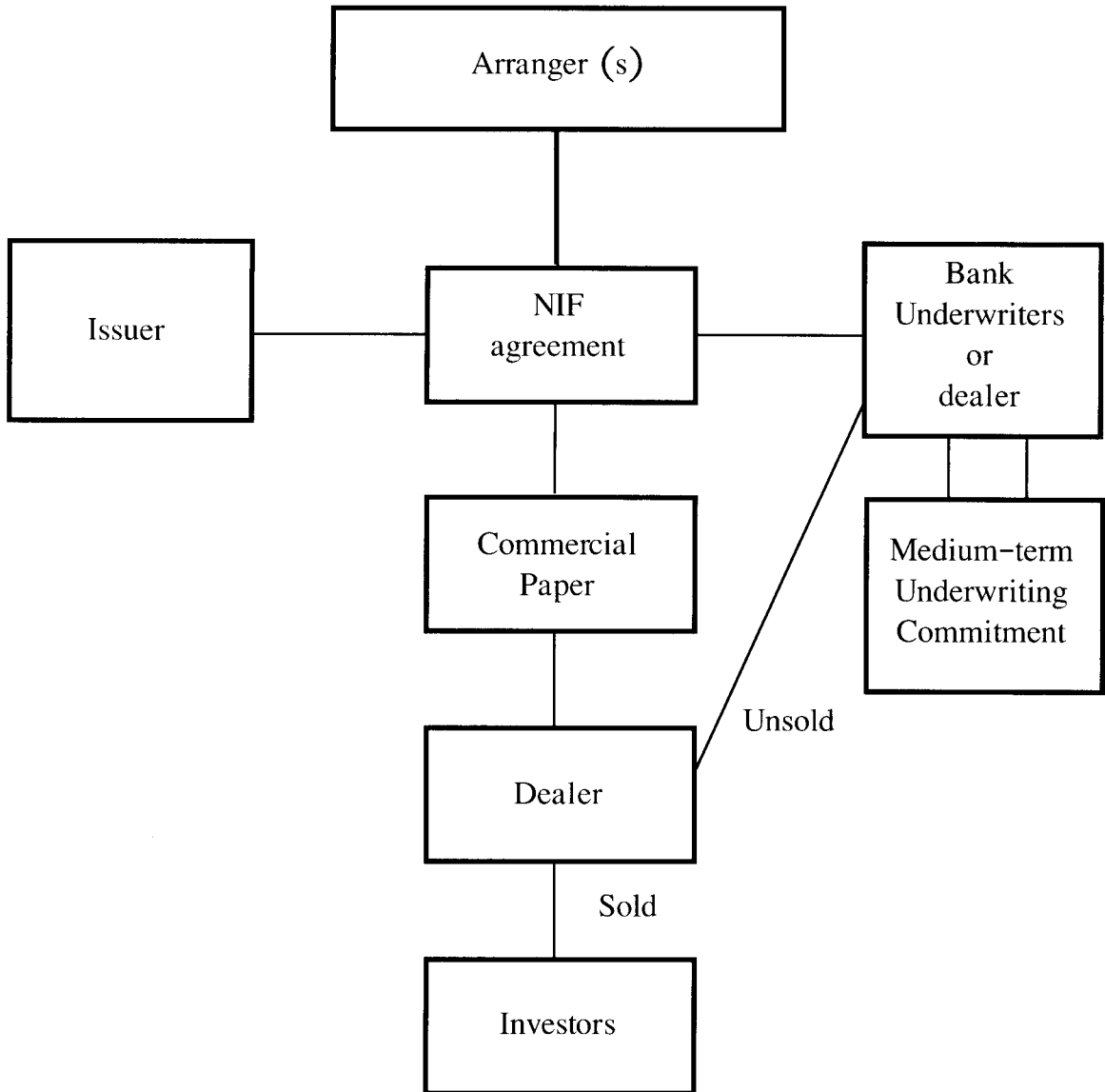
ตารางที่ 6 ต้นทุนในการออกตั๋วเงินระยะสั้นของบริษัทสหรัฐมูลค่า 100 ล้านดอลลาร์สหรัฐใน
 ประเทศสหรัฐอเมริกา

	%	คิดเป็นBasis point
1. ค่าบริการในการออก	0.008	0.8
2. ค่าบริการจัดอันดับความ นำเชื่อถือ- แบบคงที่	0.017	1.7
- ตามบริการที่ใช้	0.020	2.0
3. ค่าบริการทางด้านกฎหมาย	<u>0.011</u>	<u>1.1</u>
รวม	<u>0.056</u>	<u>5.6</u>

ตารางที่ 7 ต้นทุนในการออกตั๋วเงินระยะสั้นของบริษัทต่างชาติมูลค่า 100 ล้านดอลลาร์สหรัฐใน
 ประเทศสหรัฐอเมริกา

	%	คิดเป็น basis Points
1. ค่าธรรมเนียมในการเปิด Lines of Credit	0.050	5.0
2. ค่าบริการในการออก	0.008	0.8
3. ค่าบริการจัดอันดับความนำเชื่อถือ - แบบคงที่	0.043	4.3
- ตามบริการที่ใช้	0.020	2.0
4. ค่าบริการทางด้านกฎหมาย	<u>0.004</u>	<u>0.4</u>
รวม	<u>0.125</u>	<u>12.5</u>

ตัวอย่างของสิ่งอำนวยความสะดวกประเภทนิพในการออกตราสารพาณิชย์



OTC ตลาดรองที่สำคัญของตราสารหนี้

ณัฐพล ขวลิทชีวิน

1. บทนำ

ในการออกตราสารหนี้โดยทั่วไปมักจะมีผู้ที่เกี่ยวข้องอยู่อย่างน้อย 3 กลุ่มด้วยกัน คือ ผู้ออกตราสาร ผู้ลงทุน และตัวกลางระหว่างผู้ออกและผู้ลงทุน เมื่อเราพิจารณาถึงพัฒนาการของตราสารหนี้ จึงควรพิจารณาปัญหาและอุปสรรคที่มีอยู่ของกลุ่มต่างๆ ทั้งสามกลุ่มประกอบกันไปด้วย จะพิจารณาเฉพาะกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งเห็นจะไม่ได้ เพราะปัญหาและอุปสรรคเหล่านั้นมักจะเชื่อมโยงกันจนแยกไม่ออก

พรบ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่มีผลบังคับใช้ในเดือนพฤษภาคมที่ผ่านมาเป็นความพยายามที่สำคัญอย่างยิ่งต่อการพัฒนาตราสารหนี้ แต่ถ้าหากพิจารณากันโดยละเอียดแล้ว จะเห็นได้ว่า พรบ.ฉบับนี้ให้ความสำคัญต่อการแก้ปัญหาและอุปสรรคในส่วนของผู้ออกตราสารเป็นสำคัญ ดังที่ทราบกันดีอยู่แล้วว่าก่อนที่จะมีพรบ.ฉบับนี้เกิดขึ้น การออกตราสารหนี้ของบริษัทเอกชนทำได้อย่างจำกัด เฉพาะบริษัทมหาชน และบริษัทที่จดทะเบียน/รับอนุญาตในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น พรบ.หลักทรัพย์ได้ปลดปล่อยพันธนาการในส่วนนี้ออกไป ทำให้การออกตราสารหนี้ของเอกชนทำได้โดยสะดวกมากขึ้นกว่าเดิม แม้ว่าเมื่อเทียบกับต่างประเทศแล้วจะเห็นได้ว่าในบางกรณียังไม่สะดวกเท่าที่ควร

ขณะเดียวกัน พรบ.ฉบับนี้ได้พยายามที่จะแก้ไขปัญหาและอุปสรรคของการพัฒนาตราสารหนี้ ในส่วนที่สองและสามอยู่ประปราย เช่นการยินยอมให้มีการจัดตั้งตลาด OTC เพื่อเป็นตลาดรองสำหรับหลักทรัพย์ทั้งประเภททุนและหนี้ ซึ่งจะช่วยให้ตราสารหนี้มีสภาพคล่องมากขึ้น กระตุ้นให้มีการลงทุนในตลาดแรกเพิ่มขึ้นโดยปริยาย นอกจากนั้นแล้วยังมีความพยายามที่จะจัดตั้งสถาบันจัดอันดับตราสารหนี้ (Credit Rating Agency) เพื่อช่วยให้นักลงทุนมีข้อมูลประกอบในการตัดสินใจมากขึ้น อย่างไรก็ตามความพยายามที่จะกระตุ้นให้นักลงทุนในตราสารหนี้เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะนักลงทุนประเภทสถาบันนั้น ยังไม่มีอะไรที่เป็นรูปธรรมมากนัก

สำหรับบทความนี้จะเน้นด้านการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดรองเป็นสำคัญ โดยเฉพาะการซื้อขายนอกตลาดที่เป็นทางการ (Over-the-Counter) โดยพยายามจะศึกษาถึงรูปแบบที่ใช้กันอยู่ในประเทศที่พัฒนาแล้ว โดยเฉพาะในสหรัฐอเมริกาและอังกฤษ นอกจากนั้นแล้วจะได้กล่าวถึงรูปแบบที่น่าจะเหมาะสมสำหรับตราสารหนี้ในประเทศไทยว่าควรเป็นอย่างไร ตลาด OTC ที่กำลังจะจัดตั้งขึ้นในบ้านเรานั้น มีความเหมาะสมเพียงใดที่จะเป็นตลาดรองสำหรับตราสารหนี้ ทั้งนี้จะได้กล่าวถึงประเด็นต่างๆ เหล่านี้โดยลำดับต่อไป

2. ตลาดรองสำหรับตราสารหนี้ในสหรัฐอเมริกา

สหรัฐอเมริกา นับได้ว่าเป็นประเทศที่มีการออกตราสารหนี้มากที่สุดในโลก อีกทั้งยังเป็นประเทศที่ตลาดรองสำหรับตราสารหนี้ที่ active มากที่สุดในโลกอีกด้วย ตราสารหนี้ในสหรัฐอเมริกาโดยทั่วไปจะแบ่งออกเป็นตราสารหนี้ในตลาดเงินและตลาดทุน โดยประเภทแรกนั้นเป็นตลาดสำหรับตราสารในระยะเวลาสั้น เช่น T-bills, NCDs, Commercial Paper เป็นต้น ประเภทหลังเป็นตลาดสำหรับตราสารระยะยาว เช่น T-Bond และ Corporate Bond อย่างไรก็ตามไม่ว่าจะเป็นตลาดสำหรับตราสารระยะสั้นหรือระยะยาวต่างก็ถูก dominated โดยตราสารหนี้ที่ออกโดยภาครัฐบาลทั้งสิ้น ทั้งนี้เป็นเพราะในแต่ละปีตราสารหนี้ที่ออกโดยรัฐบาลสหรัฐอเมริกา นั้นมีจำนวนมากกว่าร้อยละ 60 ของตราสารหนี้ที่ออกมาทั้งหมด ในขณะที่เป็นตราสารหนี้ที่ออกโดยเอกชนไม่ถึงร้อยละ 40 แต่เมื่อเทียบกับการออกตราสารหนี้ในประเทศอื่นๆ แล้ว สัดส่วนการออกตราสารหนี้โดยเอกชนของสหรัฐอเมริกาก็นับได้ว่ามีขนาดใหญ่และ active กว่าประเทศอื่นๆ เป็นอย่างมาก

2.1 Products ที่ซื้อขายในตลาดรองของสหรัฐอเมริกา

- ตลาดเงิน

Product ในตลาดเงินที่สำคัญที่สุดก็คือ Treasury-bills ประมาณว่าร้อยละ 80 ของ Treasury debt จะเป็นหนี้ระยะสั้นอายุต่ำกว่า 1 ปี ซึ่งก็คือ T-bills นั่นเอง นอกจากนี้จะมีปริมาณมากแล้ว T-bills ยังมีสภาพคล่องเป็นอย่างมากอีกด้วย โดยเฉพาะ T-bills ที่มีอายุ 3 เดือน

ในสหรัฐอเมริกาการออกตราสารหนี้จะกระทำกันอย่างสม่ำเสมอไม่ใช่ลักกะปิดลักกะเปิด

เหมือนในประเทศไทย T-bills อายุ 3 เดือนและ 6 เดือน จะออกขายทุกอาทิตย์ และ T-bills อายุ 12 เดือน จะออกทุกเดือน โดยออกขายในราคา discount และไถ่ถอนในราคา par เมื่อครบกำหนด

นอกจาก T-bills แล้ว Federal Agency หลายแห่งซึ่งดำเนินการโดยเอกชนแต่สนับสนุนโดยรัฐบาล เช่น GNMA และ FNMA ก็ออกตราสารระยะสั้นด้วยเหมือนกัน โดยจะออกในรูปแบบของ Notes และ Paper ตราสารเหล่านี้จะค้ำประกันโดย Asset ของแต่ละองค์กรเอง แต่โดยทั่วไปนักลงทุนมักจะเชื่อว่าค้ำโดยรัฐบาล แม้ว่าจริงๆ แล้วจะไม่ได้ค้ำก็ตาม

Notes ของแต่ละองค์กรมักจะออกขายในราคา discount เช่นเดียวกับ T-bills นอกจากนั้นแล้วตราสารที่เป็น “Pass-thru” ระยะสั้น จะจ่าย coupon และเงินต้นบางส่วนเป็นรายเดือน

ตราสารหนี้ระยะสั้นที่กล่าวมา ส่วนใหญ่จะเป็นของภาครัฐบาลหรือองค์กรของรัฐ ส่วนตราสารหนี้ระยะสั้นของเอกชนที่สำคัญ ได้แก่ Bankers' acceptances และ Commercial Paper โดย BAs จะซื้อขายกันในราคา discount ในรูปของ bearer form ซึ่งไม่จำเป็นต้องลงทะเบียน เมื่อเปลี่ยนมือผู้ถือ Equivalent bond yield ของ BAs นับได้ว่าสูงที่สุดในบรรดาตราสารหนี้ระยะสั้นทั้งหลาย อายุของ BAs ส่วนใหญ่จะอยู่ระหว่าง 30-180 วัน

Commercial Paper : CP คือตั๋วสัญญาใช้เงินออกโดยบริษัทเอกชนที่ต้องการระดมเงินทุนระยะสั้นมาใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน ที่จริงแล้ว CP และ CD ไม่มีอะไรที่แตกต่างกัน นอกจาก CP ออกโดยบริษัทเอกชนทั่วไป แต่ CD ออกโดยธนาคารพาณิชย์ ด้วยเหตุนี้จึงมีผู้กล่าวว่า CP โดยเนื้อแท้แล้วก็คือการอนุญาตให้บริษัทเอกชนทั่วไปปรับเงินฝากได้เหมือนธนาคาร

พาณิชย์นั่นเอง CP ส่วนใหญ่จะอายุระหว่าง 1-270 วัน โดยไม่มีอะไรเป็นหลักประกัน นอกจากการค้ำประกันของผู้ออกเอง ดังนั้นความสามารถในการชำระหนี้คืน จึงขึ้นอยู่กับสถานะทางการเงินของผู้ออก หลังจากที่มีการล้มละลายของบริษัทรถไฟ Central Penn ในปี 1970 แล้ว CP ในสหรัฐอเมริกาทั้งหมดก็ต้องมี Credit rating

- ตลาดทุน

ตราสารหนี้ระยะเกิน 1 ปีขึ้นไปในสหรัฐอเมริกายังคง dominate โดยภาครัฐบาล ทั้งตราสารที่ออกโดยรัฐบาลเองและตราสารที่ออกโดยองค์กรของรัฐบาล ตลอดจนองค์กรท้องถิ่น โดยตราสารหนี้ของรัฐบาลระยะ 1-10 ปี เรียกว่า T-Notes และ 10 ปีขึ้นไปเรียก T-bond ส่วนองค์กรต่างๆ ของรัฐ ส่วนใหญ่จะระดมเงินเพื่อให้อุปกรณ์ต่างๆ เช่น กู้เพื่อซื้อบ้านหรือเพื่อการศึกษา นอกจากนั้นแล้วตราสารหนี้ในระยะยาวของสหรัฐอเมริกาจะออกโดยบริษัทเอกชนทั้งในประเทศและต่างประเทศ

T-Notes จะเป็นตราสารที่จ่ายดอกเบี้ย (Interest bearing) มีอายุตั้งแต่ 2-10 ปี ส่วน T-bond ในปัจจุบันมักจะมีอายุ 30 ปีกันเป็นหลัก ทั้ง T-Notes และ T-bond เดิมจะออกในรูปแบบของ Bearer form แต่ที่ออกในระยะหลังจะเป็น Registered form ทั้งสิ้น โดยจ่ายดอกเบี้ยทุก 6 เดือน

- ในช่วงครึ่งหลังของปี 1982 ได้มีตราสารหนี้ประเภทใหม่เกิดขึ้น พัฒนาขึ้นมาโดย Dealer รายใหญ่ เช่น Merrill Lynch Salomon Brothers เป็นต้น ตราสารประเภทนี้มักจะถูกเรียกกันเล่นๆ ว่า “Zoos” เพราะชื่อของตราสารที่ตั้งขึ้นเป็นชื่อของสัตว์เกือบทั้งสิ้น เช่น CATs (Certificate of Accrual on Treasury Certificate) ออกโดย Salomon Brothers TIGRs (Treasury

Investor Growth Receipts) ออกโดย Merrill Lynch นอกจากนั้นยังมีอีกหลายประเภท เช่น COUGRS ZEBRAS DOGS เป็นต้น อย่างไรก็ตามชื่อที่เป็นทางการของตราสารประเภทนี้คือ Stripped-Coupon Treasury Bonds ตราสารประเภทนี้ถือว่าเป็น Asset Backed Securities ได้ประเภทหนึ่งเพราะค้ำโดย T-bond แล้วออกตราสารระยะสั้นมาขายแทน แต่เนื่องจากตราสารมีหลากหลายจนกระทั่งไม่มี Standard ทำให้สร้างตลาดรองได้ลำบาก ในที่สุดกระทรวงการคลังของสหรัฐอเมริกาจึงเป็นผู้ดำเนินการออก Strip เสียเอง แทนที่จะปล่อยให้ Security House เป็นผู้ออกเหมือนแต่ก่อน

- ตราสารที่ออกโดยรัฐบาลท้องถิ่น หรือรัฐต่างๆ เรียกว่า Municipal Bond เดิมรัฐบาลท้องถิ่นได้เงินช่วยเหลือจากรัฐบาลกลาง แต่ต่อมาเมื่อรัฐบาลกลางมีภาระมากขึ้นเงินช่วยเหลือก็น้อยลงไปตามลำดับ รัฐบาลท้องถิ่นจึงต้องระดมเงินเอง ในแต่ละปี Municipal Bond มีสัดส่วนในตลาด Bond ประมาณร้อยละ 10 เป็น Fixed coupon bearing form จ่าย Coupon ทุก 6 เดือน และไม่ต้องเสียภาษี เพราะฉะนั้น Yield ของ Bond ชนิดนี้จึงต่ำกว่า Bond อื่นๆ ที่ Maturity เท่ากัน

- ในตลาดเงิน Federal Agency เช่น GNMA FNMA ออกตราสารระยะสั้นเพื่อระดมเงินจากประชาชน ส่วนในตลาดทุนก็ออก Debenture Bond และ Pass - thru Securities ด้วยเช่นกัน โดย Debenture จะมีทรัพย์สินของผู้ออกเป็นหลักประกันในความมั่นคง ในขณะที่ Bond จะไม่มีอะไรมาเป็นหลักประกัน ทั้ง 2 ชนิดมีอายุตั้งแต่ระยะปานกลาง - ระยะยาว

- Pass-thru Securities นั้น บางส่วนของเงินต้นและดอกเบี้ยที่องค์กรของรัฐได้รับจากผู้ที่ถูกไปจะส่งผ่านไปให้ผู้ลงทุนในตราสาร ในสหรัฐอเมริกาทรัพย์สินของเอกชนในรูปแบบของ

บ้านและที่ดิน ประมาณร้อยละ 30-40 จะถูกนำมารวมเป็นกองทรัพย์สิน (Pool) เพื่อค้ำประกันในการออกตราสารประเภทนี้

- ตลาดทุนของสหรัฐอเมริกา นอกจากจะเป็นแหล่งระดมทุนของกิจการที่อยู่ในประเทศแล้ว กิจการของต่างประเทศก็สามารถเข้ามาระดมทุนด้วยเช่นกัน ซึ่งเรียกว่า “Yankee Bond” ปัจจุบันตลาด Bond ต่างประเทศของสหรัฐอเมริกา มีขนาดใหญ่เป็นอันดับสองรองจากตลาด Bond ต่างประเทศในสวิตเซอร์แลนด์ กิจการต่างประเทศที่มียก Yankee Bond ในสหรัฐอเมริกา มากที่สุดคือกิจการจากแคนาดา Bond ส่วนใหญ่จะออกในรูปแบบของ Registered form อายุระหว่าง 20-25 ปี

- Corporate Bond ในสหรัฐอเมริกา นับได้ว่าเป็นตลาดที่ใหญ่ที่สุดในโลกทั้งในแง่ของ Bond ที่ออกใหม่และหมุนเวียนในตลาดรอง เอกชนที่ออก Bond ในสหรัฐอเมริกามีอยู่ 4 กลุ่มใหญ่ๆ คือ 1) สาธารณูปโภค 2)ขนส่ง 3) อุตสาหกรรม และ 4) ธนาคารและสถาบันการเงิน ส่วนใหญ่จะมีอายุ 30 ปี อย่างไรก็ตาม ในปี 1982 SEC ได้ออก Rule 415 ทำให้ผู้ที่ต้องการออกตราสารไม่จำเป็นต้อง Commit ตั้งแต่ต้นว่าจะออก Bond ประเภทไหน เมื่อไหร่ จำนวนเท่าไร โดยผู้ที่ต้องการจะออกสามารถยื่นข้อมูลให้ SEC พิจารณาเพียงครั้งเดียว สามารถมีผลได้ถึง 3 ปี ทำให้ผู้ออกตราสารได้รับความสะดวกมากขึ้น จนกระทั่งเป็นที่มาของ MTNs ซึ่งเป็นตราสารระยะปานกลางที่กำลังแพร่หลายอยู่ในปัจจุบัน

- Corporate Bond ในสหรัฐอเมริกา จะออกในรูปแบบของ Registered Form และจ่าย Coupon ทุก 6 เดือน ส่วนใหญ่จะเป็น Straight Bond ที่ Fixed coupon และ Maturity แต่ต่อมาภาวะแปรปรวนในทางการเงินทำให้ Straight Bond ได้รับความนิยมนลดลงบ้าง ในปี 1981 Martin

Marietta Corporation ได้ออก Deep Discount Bond เป็นรายแรกในสหรัฐอเมริกา โดย Bond ประเภทนี้ไม่จ่าย Coupon แต่จะขายในราคา Discount อย่างมาก เช่น Bond อายุ 30 ปี ราคา par 10,000 ดอลลาร์ อาจขายเพียง 534.2 ดอลลาร์เท่านั้น แม้จำนวนเงินที่ระดมได้จะน้อย แต่ Yield to maturity จะต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดทั่วไป อย่างไรก็ตาม Zero Coupon Bond ส่วนใหญ่จะมีอายุระหว่าง 7-10 ปีเท่านั้น

2.2 ตัวกลางในการออกและซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดรองของสหรัฐอเมริกา

- Treasury Securities

ตราสารหนี้ของสหรัฐอเมริกา FED จะเป็นผู้ออกในนามของกระทรวงการคลัง โดย FED จะแต่งตั้งให้ Dealer ที่มีคุณสมบัติตามกำหนดทำหน้าที่เป็น Primary Dealer ปัจจุบันมีอยู่ประมาณ 40 ราย ในทุกครั้งที่มีการประมูล Primary Dealer จะต้องเข้าร่วมประมูลด้วย และจะต้องมีจำนวนที่ประมูลขั้นต่ำร้อยละ 1 ของจำนวนที่ประมูลทั้งหมด Dealer อื่นๆ ที่ไม่ใช่ Primary Dealer ก็มีโอกาสเข้าร่วมประมูลเหมือนกัน แต่ไม่ถือว่าเป็น Competitive Bid และจะได้รับการจัดสรรให้ก่อน โดยจะต้องจ่าย Coupon เท่ากับค่าเฉลี่ยสูงสุดและต่ำสุดที่เสนอโดย Primary Dealer

Primary Dealer เมื่อประมูลได้ทำดีแล้ว อาจจัดสรรบางส่วนเข้า Port ของตัวเองหรือทำหน้าที่เป็น “Principal” และบางส่วนขายต่อให้นักลงทุนรายย่อยอื่นๆ ต่อไป ซึ่งก็คือการเป็น Agent นั่นเอง T-Securities ที่ออกใหม่สามารถซื้อขายในตลาดได้ก่อนที่จะมีการประมูลจริงการซื้อขายประเภทนี้เรียกว่า “On-the-Run” หรือ “Current coupon” ส่วนตราสารที่เหลือจากการประมูลครั้งก่อน แล้วนำมาขายต่อเรียกว่า

“Off-the-Run” ซึ่งการซื้อขายประเภทหลังนี้ไม่ค่อยจะ active เท่าที่ควร

Primary Dealer หรือ Broker ที่คอยดูแลตราสารหนี้เรียกว่า Market Maker โดย Market Maker มีหน้าที่ที่จะต้อง quote ราคา bid/offer และปริมาณที่จะซื้อขายของตราสารหนี้อยู่ตลอดเวลา เมื่อมีผู้ประสงค์จะขายก็ต้องรับซื้อ เมื่อมีผู้ต้องการซื้อก็ต้องขายให้ตามราคา และปริมาณที่ตนเองเสนอ อย่างไรก็ตามการ quote ราคาของ Market Maker จะเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลาตาม Demand และ Supply ของตราสารหนี้ในตลาด ผลตอบแทนที่ Market Maker จะได้รับคือส่วนต่างของราคาซื้อขายนั่นเอง

Broker บางรายที่ไม่ได้เป็น Market Maker อาจจะเป็น Agent หรือ Agency Broker ธรรมดา มีหน้าที่กระจายตราสารหนี้ไปยังนักลงทุนรายย่อย อย่างไรก็ตามนักลงทุนบางรายต้องการซื้อขายจาก Agency Broker มากกว่าซื้อจาก Market Maker เนื่องจากเห็นว่า Agency Broker ให้คำแนะนำที่เป็นกลางมากกว่า Market Maker

ผู้ที่เข้ามาเป็นตัวกลางระหว่าง Primary Dealer กับ Dealer/Broker อื่นๆ ก็คือ Inter Dealer Broker (IDB) ปัจจุบัน IDB จะเสนอข้อมูลของตราสารหนี้ทั้ง bid/offer และจำนวนที่เสนอซื้อขายผ่านจอคอมพิวเตอร์ เฉพาะ T-Securities นั้นมี IDB ที่เสนอบริการด้วย Screen Base 4 ราย คือ 1) Fundamental Broker Inc. (FBI) 2) Gaban 3) R.J.M. Securities และ Canton Fitzgerald ในอดีตการซื้อขายระหว่าง Dealer ด้วยกันค่อนข้างน้อย เพราะ Dealer แต่ละรายต่างก็ไม่ต้องการให้ Dealer ที่เป็นคู่แข่งของตน ทราบสถานะของตนเองว่าเป็นอย่างไร IDB จึงเข้ามาเป็นตัวกลางในกรณีนี้โดยจะทำหน้าที่ซื้อจาก Dealer หนึ่ง แล้วนำมาขายให้อีกรายหนึ่ง โดยได้รับค่าบริการในรูปแบบของ

Commission IDB จึงทำหน้าที่เป็นเสมือน Principal แต่ไม่ take position

เนื่องจาก IDB ทำหน้าที่เป็นเสมือน Principal ด้วยเหตุนี้จึงจำเป็นต้องมีเงินทุนพอสมควร เพื่อที่จะรับสถานการณ์ในกรณีที่เกิดความเข้าใจผิดกันขึ้น เช่น Dealer ไม่ยอมรับว่าตัวเองซื้อ IDB ก็ต้องรับในส่วนนั้นไปแล้วรีบขายเพื่อ Cover position โดยเร็วที่สุด IDB จึงเป็นตัวกลางที่มีบทบาทสำคัญอันหนึ่งซึ่งช่วยให้การติดต่อซื้อขายตราสารหนี้ระหว่าง Dealer เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น โดยไม่ต้อง Take position เมื่อขายไม่ออก

Dealer หรือ Broker ที่ประมูล T-Securities มาเป็นจำนวนมาก อาจจะมีปัญหาการขาดเงินทุนหมุนเวียนในระยะสั้น แหล่งเงินทุนในระยะสั้น (Money Market) ที่สำคัญก็คือ Repo Market โดยมี Money Broker เป็นตัวกลางระหว่างผู้ที่มีหลักทรัพย์แต่ขาดเงินกับผู้มีเงินแต่ขาดหลักทรัพย์ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือเป็นตัวกลางระหว่าง Net Buyer และ Net Seller นั่นเอง โดย Money Broker จะทำหน้าที่เป็น Principal ในกรณีของ Repo คือผู้ที่มีหุ้นแต่ไม่มีเงินจึงเอาหุ้นมาขายโดยมีสัญญาว่าจะรับซื้อคืน แต่ในกรณีของ Reverse ก็คือผู้ที่ต้องการหุ้นจึงขอซื้อหุ้นเพื่อ Cover Short Sale โดยมีสัญญาว่าจะขายคืนได้ Money Broker จะได้รับค่าบริการในรูปแบบของ Commission ซึ่งจะมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับสภาพคล่องของตลาดเงินในแต่ละช่วง Fed เองสามารถแทรกแซงระบบการเงินด้วย Repo Market ผ่าน Primary Dealer ได้เช่นเดียวกัน อย่างไรก็ตามทั้ง IDB และ Money Broker ต่างก็ทำหน้าที่เป็นตัวกลางระหว่าง Dealer เหมือนกันต่างกันแต่ Product ที่เป็นตัวกลางในการซื้อขาย โดย IDB จะเน้นตราสารหนี้ระยะยาว ส่วน Money Broker จะเน้นระยะสั้นในสหรัฐอเมริกา

บางครั้ง IDB จะทำหน้าที่เป็น Money Broker ด้วย ไม่แยกกันโดยเด็ดขาดเหมือนในอังกฤษ

T-Bond ของสหรัฐอเมริกา จะ list ในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กด้วย ทั้งนี้เพราะต้องการจูงใจนักลงทุนจากต่างประเทศ เพราะรัฐบาลของบางประเทศจะกำหนดให้นักลงทุนของตนซื้อได้ เฉพาะหลักทรัพย์ที่ list อยู่ในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น แต่ในทางปฏิบัติแล้วการซื้อขาย T-bond จะทำกันนอกตลาดตามขบวนการที่กล่าวมาแล้วข้างต้น แต่เนื่องจากตลาดตราสารหนี้ของสหรัฐอเมริกาคือตลาดที่ใหญ่โตมากด้วยเหตุนี้ Broker หรือ Dealer ในสหรัฐอเมริกาจึงมักจะเชี่ยวชาญเป็นด้านๆ ไป เช่น Broker ที่เน้นเฉพาะ T-Securities หรือ Federal Agency ทำให้สามารถจะดูแลหลักทรัพย์ได้อย่างใกล้ชิดมากขึ้น

Settlement ของการซื้อขายตราสารหนี้ในทางปฏิบัติแล้วจะทำกันหลังวันที่ซื้อขาย 1 วัน แต่ถ้าเป็น Odd-lot trade อาจขายเวลาได้ถึง 5 วัน ส่วนการ Clearing ใช้ระบบ Book Entry ผ่าน Fed การโอนหุ้นจะทำผ่านระบบของ Fed ที่นิวยอร์กกับธนาคารพาณิชย์ที่ทำหน้าที่เป็น Custodian

- Corporate Securities

- ตราสารหนี้ระยะสั้น เช่น Commercial Paper นั้น Brokerage House จะเป็นผู้จัดการให้ ในฐานะที่เป็นตัวแทนของกิจการที่ต้องการออกตราสารหนี้ นอกจากนั้นแล้วกฎหมายของสหรัฐอเมริกาจะยอมให้ธนาคารพาณิชย์เป็น Primary issue ให้แก่ลูกค้าได้เช่นกัน

- ปัจจุบันในสหรัฐอเมริกามี Primary Dealer ของ Commercial Paper ประมาณ 12 ราย ทั้งหมดจะเป็น Brokerage House โดย Primary Dealer เหล่านี้จะเป็นผู้ซื้อ Commercial Paper

โดยตรงจากผู้ออก และนำมาขายให้นักลงทุนรายย่อยต่อ โดยจะได้ผลตอบแทนเป็นส่วนต่างระหว่าง $1/8 - 1/4$ % และยังคงคิดดอกเบี้ยระหว่างเวลาซื้อจนกว่าจะขายให้ลูกค้าได้อีกด้วย ผู้ลงทุนใน Commercial Paper รายใหญ่มักจะได้แก่ ธนาคารพาณิชย์เป็นส่วนใหญ่

- Primary Dealer นอกจากจะดำเนินการในตลาดแรกแล้วตามปกติยังจะทำหน้าที่เป็นตลาดรองให้ด้วย อย่างไรก็ตามตลาดค่อนข้างจำกัดเมื่อเทียบกับตราสารหนี้ระยะยาวและมักจะเป็นการซื้อขายระหว่าง Dealer ด้วยกันเอง ส่วนนักลงทุนรายย่อยนั้นจะถือจนกว่าจะครบกำหนด Specialized Dealer บางแห่งนอกจากจะทำตลาดให้ Commercial Paper แล้ว ยังทำตลาดให้ตราสารหนี้ระยะสั้นอื่นๆ เช่น BA ด้วย ผลตอบแทนที่ได้จาก Commercial Paper และ BA จะสูงกว่าที่ได้จาก Repo และ Reverse

- Corporate Bond ในสหรัฐอเมริกาประมาณร้อยละ 80 ซื้อขายกันในตลาดที่ไม่เป็นทางการหรือ OTC Market ในขณะที่ Government Securities ทั้งหมดจะซื้อขายใน OTC Market ในสหรัฐอเมริกาคือตลาด OTC พัฒนาขึ้นมาได้ก็เพราะ 1) การเข้าไป list ในตลาดที่เป็นทางการ เช่น NYSE นั้น เสียค่าใช้จ่ายค่อนข้างแพง 2) ตลาดที่เป็นทางการมักจะเข้มงวด ในเรื่องคุณสมบัติของหลักทรัพย์มากกว่า ไม่ว่าจะเป็นการดำเนินงานหรือการกระจายผู้ถือหุ้น ด้วยเหตุนี้การซื้อขายตราสารหนี้จึงผ่านตลาด OTC เป็นหลัก มีเพียงการซื้อขายรายย่อยเท่านั้นที่ผ่านตลาดที่เป็นทางการ

- การซื้อขาย Corporate Bond ในตลาดรองจะผ่าน Dealer ซึ่งอาจจะได้แก่ Broker หรือ Dealer หรือธนาคารพาณิชย์ เช่นเดียวกับกรณีของ T-Securities Dealer อาจจะซื้อขายเข้า Port ของตัวเองหรือให้ลูกค้าก็ได้ ส่วนธนาคาร

พาณิชย์นั้นได้รับอนุญาตให้เป็นที่ได้เพียง Agent แต่ไม่อาจจะเป็น Principal ได้

Dealer จะต่อรองราคาผ่านโทรศัพท์ โดย Quotation ของราคา bid-offer จะพิมพ์ทาง หนังสือพิมพ์ทุกวัน ส่วนรายละเอียดนั้น National Quotation Bureau Inc. ที่นิวยอร์กจะเป็นผู้ดำเนินการ

- ตั้งแต่ปี 1971 เป็นต้นมา Dealer สามารถติดต่อกันผ่าน Video screen ในระบบ ของ NASDAQ ได้ ทำให้ตลาด OTC ได้รับการ พัฒนาขึ้นเป็นอย่างมาก จนกระทั่งปัจจุบัน NASDAQ เป็นตลาดที่ใหญ่เป็นอันดับ 2 ของ สหรัฐอเมริกา รองจากตลาดหุ้นนิวยอร์กเท่านั้น อย่างไรก็ตามหลักทรัพย์ที่ซื้อขายผ่าน NASDAQ ไม่ได้มีแค่ Debt instrument เพียงอย่างเดียว Equity ADR ก็ซื้อขายใน NASDAQ ด้วยเช่นกัน

3. ตลาดรองสำหรับตราสารหนี้ในอังกฤษ

ตราสารหนี้ในอังกฤษจะถูก dominate โดย Government Securities เป็นหลัก เช่นเดียวกับ ในสหรัฐอเมริกา ในขณะที่ Corporate Securities ไม่ค่อยจะมีบทบาทมากนัก ทั้งนี้เป็นเพราะ เอกชนสามารถกู้เงินจากธนาคารพาณิชย์ได้อย่าง สะดวกอยู่แล้ว ต่างจากสหรัฐอเมริกาที่มี McFadden Act ห้ามไม่ให้ธนาคารพาณิชย์ ประกอบธุรกิจข้ามรัฐ ทำให้บางรัฐมีเงินออม มากมายแต่บางรัฐกลับขาดแคลนเงินออม การ พัฒนาตราสารหนี้จึงเป็นทางออกของสหรัฐ-อเมริกา

ตราสารหนี้ของรัฐบาลอังกฤษหรือ Gilts/gilt-edged market เป็นตลาดที่มีความสำคัญ มากที่สุด ตลาดนี้กล่าวกันว่าเริ่มมาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1694 สมัยของพระเจ้าวิลเลียมที่ 3 ซึ่งระดมเงิน จากประชาชน 1 ล้านปอนด์สเตอร์ลิงเพื่อนำไป

ทำสงครามกับฝรั่งเศส พร้อมกันนั้น Bank of England ก็เกิดขึ้นในระยะเวลาใกล้เคียงกัน

ในปัจจุบัน Bank of England ซึ่งเป็น ธนาคารกลางของประเทศอังกฤษ จะเป็น ผู้รับผิดชอบด้านกฎระเบียบของ Gilt เช่น การ คຸ້ມครองนักลงทุน ความพอเพียงทางด้าน เงินทุนของ Market Maker เป็นต้น แต่ในด้าน ของการซื้อขาย (Dealing) แล้ว International Stock Exchange (ISE) เป็นผู้ดูแล เพื่อให้ ตลาดมีสภาพคล่องในระดับสูง และการคຸ້ມครอง นักลงทุนอย่างมีมาตรฐาน ตลอดจนจัดหาระบบ การซื้อขายที่มีประสิทธิภาพ อย่างไรก็ตาม โครงสร้างในปัจจุบันของตลาดเงินและตลาดทุน ในอังกฤษได้เปลี่ยนแปลงไปจากเดิมหลัง “Big Bang” ในเดือนตุลาคม 1986

ใน Primary Market นั้น ดังที่กล่าวมาแล้ว ว่า Bank of England เป็นผู้ดูแล Gilt เมื่อ รัฐบาลต้องการจะกู้เงิน กระทรวงการคลังก็จะ แจ้งให้ Bank of England ทราบถึงปริมาณเงิน ที่ต้องการ แต่ในรายละเอียดอื่นๆ เช่น Maturity หรือ Coupon Bank of England จะเป็น ผู้จัดการเอง การเสนอขาย Gilt ปกติ ทำได้ 2 แบบ คือ Tender และ Auction แต่ส่วนใหญ่ จะขายด้วย Tender ส่วน Auction นั้นมาเริ่ม ในช่วงปี 1987 นี้เอง

ตราสารระยะสั้นที่ซื้อขายใน Money Market เช่น T-bills, และ Commercial Bill จะดำเนินการ โดย Discount House ซึ่งเป็นสมาชิกของ London Discount House Association Discount House จะติดต่อกับ Market Maker และ Dealer อื่นๆ ผ่านทางโทรศัพท์ แต่ Confirm โดย telex Settlement จะดำเนินการใน 1 วัน หลังการ ซื้อขาย หรือ Cash Settlement

ส่วน Bond Market นั้น ไม่ได้เจาะจงให้ เฉพาะแต่ Discount House ที่มีสิทธิเสนอ

Tender แต่รวมถึงธนาคารพาณิชย์ และ Broker อื่นๆ ด้วย Gilt ที่ขายด้วยวิธี Tender ไม่หมด จะถือเป็น Tap stock เพื่อที่จะขายใน Secondary Market ต่อไป ตามปกติ Bank of England มักจะใช้ Tap stock เพื่อรักษาเสถียรภาพของตลาด Gilt

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

ในปี 1989 อังกฤษประสบกับภาวะการณ์เหมือนประเทศไทยคืองบประมาณเกินดุลอยู่มาก อังกฤษจึงต้องทำ Reverse Auctions โดยขอซื้อตราสารหนี้คืนจากผู้ลงทุนโดยเฉพาะนักลงทุนที่เป็นสถาบันการเงิน

ระบบการซื้อขาย Gilt ในตลาดรองของอังกฤษเป็นระบบที่นำมาจากสหรัฐอเมริกาหลังจาก “Big Bang” ในปี 1986 แล้ว Jobber ของอังกฤษก็เปลี่ยนมาเป็น Market Maker โดยต้องได้รับอนุญาตจากทางการก่อน เรียกว่า Gilt-Edged Market Maker (GEMM) และมีบทบาทเป็นอย่างมากในการซื้อขายตราสารหนี้โดยเฉพาะ Gilt Market โดยจะทำหน้าที่ Quote ราคาซื้อขายและจำนวนที่จะซื้อขายให้แก่ Broker/Dealer อย่างต่อเนื่อง ตัว Market Maker เองสามารถ Quote ราคาที่ SEAQ ผ่านระบบ TOPIC ได้ แต่ไม่ถือเป็นการบังคับ และต้องรายงานสถานะการซื้อขายให้ Bank of England ทุกวัน

ตัวกลางระหว่าง Broker/Dealer ยังมี 2 กลุ่มเช่นเดียวกับในสหรัฐอเมริกาคือ IDB และ Money Broker ในการติดต่อกับ Market Maker

ด้วยกันผ่าน IDB Market Maker ไม่จำเป็นต้องเปิดเผยตัวเองให้อีกฝ่ายหนึ่งรู้ (Blind Broker) IDB ไม่สามารถ Take position ได้ โดยจะมีรายได้จากค่า Commission จาก Market Maker สำหรับ IDB ที่มีบทบาทในการเสริมสภาพคล่องให้แก่ตลาดรองของตราสารหนี้ได้อย่างมีประสิทธิภาพนั้น ควรที่จะเป็นองค์กรที่อิสระและมีเพียง Market Maker เท่านั้นที่จะสามารถติดต่อกับ IDB ได้

Money Broker (MB) มีหน้าที่เสริม สภาพคล่องให้แก่ตลาดตราสารหนี้ด้วยเช่นกัน เพราะทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการกู้ยืมเงินและตราสารหนี้ในระยะสั้นแก่ Market Maker ทั้งนี้เพื่อให้สามารถซื้อตราสารหนี้เข้า Port หรือ Cover เมื่อเกิด Short Sale ขึ้นได้ ส่วนใหญ่ผู้ให้กู้ยืมจะได้แก่ Pension Fund และบริษัทประกัน ส่วนธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนเป็นผู้ขอยืมระยะสั้น และเช่นเดียวกับ IDB Money Broker ไม่ได้รับอนุญาตให้ซื้อขายเพื่อตัวเอง แต่จะต้องทำเพื่อลูกค้า หน้าที่ของ IDB และ Money Broker ในอังกฤษจะใกล้เคียงกัน และสามารถทำหน้าที่ทดแทนกันได้ เหมือนในสหรัฐอเมริกา แต่ไม่ได้รวมกันเหมือนในสหรัฐอเมริกา แต่ต่างก็ดำเนินธุรกิจของตัวเอง

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

Corporate Bond ที่ Trade ใน ISE จะมีขนาดเล็กกว่า Gilt มาก และเล็กกว่าในอีกหลายประเทศ ทั้งนี้ก็เพราะผู้ประกอบการ

ส่วนใหญ่สามารถระดมเงินผ่านบริการของธนาคารพาณิชย์ได้โดยสะดวก ต่างจากสหรัฐอเมริกาที่การกู้ยืมข้ามรัฐไม่สามารถทำได้ Market Maker ที่ซื้อขาย Corporate Bond ก็ไม่ได้ซื้อขายทุกตัว ทำให้ Corporate Bond ของอังกฤษไม่มีสภาพคล่องเท่าที่ควรเมื่อเทียบกับ Gilt หรือ Corporate Bond ในประเทศอื่นๆ

4. การซื้อขายตราสารหนี้ในประเทศไทย

ตราสารหนี้ในประเทศไทยก็เช่นเดียวกับตราสารหนี้ในต่างประเทศ กล่าวคือ ตราสารหนี้ของรัฐบาลและหน่วยงานของรัฐมีบทบาทมากกว่ากิจการของเอกชน อย่างไรก็ตามงบประมาณของรัฐบาลที่เกินดุลติดต่อกันมาหลายปี ทำให้การออกพันธบัตรรัฐบาลในระยะหลังมีแนวโน้มลดลงเป็นลำดับ จนกระทั่งไม่มีการออกพันธบัตรรัฐบาลเลยในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา

ขณะเดียวกันตราสารที่มีบทบาทมากขึ้นเป็นลำดับคือ พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ และตราสารหนี้ระยะสั้นในตลาดเงินคือตั๋วแลกเงิน (Commercial Paper B/E) ในปี 1991 มีพันธบัตรรัฐวิสาหกิจออกใหม่ถึง 33,237 ล้านบาท จนถึงสิ้นปี 1992 ออกมาทั้งสิ้น 13,723 ล้านบาท สาเหตุที่พันธบัตรรัฐวิสาหกิจออกมามากในระยะหลังเป็นเพราะการกำหนดคเพดานเงินกู้ต่างประเทศของรัฐบาลทำให้รัฐวิสาหกิจต้องหันมาระดมเงินในประเทศแทน สำหรับตั๋วแลกเงินนั้นขยายตัวมาอย่างต่อเนื่อง ในปี 1991 มีการออกตั๋วแลกเงินถึง 25,042 ล้านบาท สิ้นไตรมาส 3 ของปี 1992 มีตั๋วแลกเงินออกใหม่ทั้งสิ้น 34,033 ล้านบาท ทั้งนี้เป็นข้อมูลจากรายงานของบริษัทเงินทุนเท่านั้น ยังไม่ได้รวมตั๋วเงินที่ออกโดยบริษัทเอกชนทั่วไปซึ่งยังไม่มีกรเก็บข้อมูลที่แน่ชัด

สำหรับหุ้นกู้ซึ่งเป็นตราสารหนี้ระยะยาวของภาคเอกชนนั้น มีการออกค่อนข้างน้อย ในปี 1991 มีหุ้นกู้ออกใหม่เพียง 6,610 ล้านบาท และสิ้นปี 1992 มีจำนวน 5,850 ล้านบาท นับว่าน้อยเมื่อเทียบกับตราสารหนี้ระยะสั้นในตลาดเงิน เช่นตั๋วแลกเงิน ทั้งนี้อาจเป็นเพราะข้อจำกัดในการออกหุ้นกู้ในช่วงดังกล่าว ทำให้การออกตราสารหนี้ทำได้เฉพาะบริษัทมหาชน และบริษัทจดทะเบียน/รับอนุญาตในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น

ตราสารหนี้ในประเทศไทยไม่สู้จะได้รับความนิยมนักลงทุนมากนัก ในช่วงที่รัฐบาลมีความจำเป็นต้องใช้เงินมากจึงต้องบังคับให้สถาบันการเงินที่มีเงินออมมากเช่น ธนาคารพาณิชย์ช่วยซื้อ โดยยอมให้ใช้เป็นเงินสำรองตามกฎหมายได้ นอกจากนั้นแล้วการถือพันธบัตรรัฐบาลยังเป็นเงื่อนไขในการขออนุญาตเปิดสาขาอีกด้วย ด้วยเหตุนี้ผู้ถือพันธบัตรรายใหญ่ที่สุดก็คือ ธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงิน ณ เดือนเมษายน 2533 ถืออยู่ทั้งสิ้นร้อยละ 75 ของยอดคงค้างพันธบัตรรัฐบาลทั้งหมด รองมาได้แก่ ธนาคารแห่งประเทศไทย และธนาคารออมสินถือร้อยละ 13.5 และ 0.02 ตามลำดับ ส่วนประชาชนทั่วไปถือพันธบัตรรัฐบาลประมาณร้อยละ 11 เท่านั้น

ตลาดรองสำหรับตราสารหนี้รัฐบาลในปัจจุบันมีขนาดค่อนข้างเล็กเนื่องจากผู้ถือรายใหญ่คือ ธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงิน ต่างก็ต้องถือพันธบัตรรัฐบาลไว้เพื่อเป็นสำรองตามกฎหมายหรือไม่ก็เพื่อขออนุญาตเปิดสาขาใหม่ ทำให้พันธบัตรรัฐบาลออกซื้อขายในตลาดรองค่อนข้างน้อย ยกเว้นในกรณีที่ธนาคารหรือสถาบันการเงินขาดสภาพคล่องก็อาจจะนำพันธบัตรไปขายในตลาดซื้อคืน (Repo) ซึ่งเป็นเพียงการค้าประกันการกู้ยืมเงินระยะสั้นๆ ใน

ตลาดเงินเท่านั้น แม้ว่าพันธบัตรรัฐบาลจะซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วยก็ตาม ปริมาณการซื้อขายในระยะหลังค่อนข้างน้อย ในปี 1991 มีหลักทรัพย์รัฐบาลขายผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพียง 76.5 ล้านบาทเท่านั้น เพราะธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินไม่ยอมปล่อยพันธบัตรในมือออกมานั่นเอง

นอกจากตราสารหนี้จะซื้อขายผ่านตลาด Repo ซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยทำหน้าที่เป็นเหมือน Blind Broker ให้ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว พันธบัตรรัฐบาลและพันธบัตรรัฐวิสาหกิจยังมีการซื้อขายผ่านธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนบางแห่งด้วย เช่น ที่ธนาคารกรุงเทพ ธนาคารไทยพาณิชย์ ธนาคารไทยทุน บงล.ทิสโก้ และ บงล.ธนาชาติ เป็นต้น ในปี 2533 มีการซื้อขายในตลาดนี้ประมาณ 160 ล้านบาท แต่ในช่วงที่พันธบัตรเป็นที่ต้องการของนักลงทุน ช่วงปี 1985-1988 ปริมาณการซื้อขายผ่านตลาดนี้อยู่ในระดับที่ค่อนข้างสูง ในปี 1986 มีการซื้อขายถึง 11,109 ล้านบาท และปี 1988 มีการซื้อขายถึง 4,852 ล้านบาท เป็นต้น

สำหรับหุ้นกู้ภาคเอกชนนั้น ซื้อขายผ่านตลาดหลักทรัพย์เป็นส่วนใหญ่ ในปี 1991 มีการซื้อขายทั้งหุ้นกู้แปลงสภาพและหุ้นกู้ผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งสิ้น 131.8 ล้านบาท อย่างไรก็ตามก่อนหน้านี้มีการซื้อขายหุ้นกู้แปลงสภาพและหุ้นกู้ค่อนข้างสูงโดยในปี 1989 มีการซื้อขายถึง 698 ล้านบาท และปี 1990 599 ล้านบาทตามลำดับ

ตลาดแรกและตลาดรองสำหรับตราสารหนี้เป็นเรื่องที่แยกกันไม่ออก ตราสารหนี้ออกใหม่ถ้าหากไม่มีตลาดรองมารองรับ คนลงทุนเองก็ไม่กล้าลงทุนในตราสารหนี้ใหม่ ในทำนอง

เดียวกันถ้าหากปริมาณการออกตราสารหนี้ในตลาดแรกมีน้อย จำนวนตราสารหนี้ที่ซื้อขายในตลาดรองก็น้อยตามไปด้วย ในการพัฒนาตราสารหนี้จึงจำเป็นต้องพัฒนาไปพร้อมๆ กัน ทั้งสองตลาด

ปัญหาสำหรับตลาดแรกที่สำคัญก็คือ

- 1) ความไม่สะดวกของผู้ออกเดิมเฉพาะบริษัทมหาชน และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้นที่มีสิทธิออกตราสารหนี้ได้ กฎหมายใหม่ได้แก้ไขในส่วนนี้ไปแล้ว แต่ก็ยังมีความไม่สะดวกอยู่บ้างเมื่อเทียบกับในสหรัฐอเมริกา เช่นตราสารหนี้ต่ำกว่า 270 วัน ในสหรัฐอเมริกาสามารถออกได้โดยไม่ต้องขออนุญาตแต่ในประเทศไทยต้องขออนุญาตเข้า Shelf ตราสารหนี้อายุ 1-3 ปี ในสหรัฐอเมริกาสามารถขอครั้งเดียวเข้า Shelf ได้ แต่ในประเทศไทยต้องขออนุญาตทุกครั้งที่ยกตราสารเป็นต้น
- 2) การขาดแคลนนักลงทุนประเภทสถาบัน ในต่างประเทศผู้ลงทุนในตราสารหนี้รายใหญ่คือบริษัทประกัน Pension Fund และ Mutual Fund แต่ในประเทศไทยผู้ซื้อรายใหญ่คือธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินซึ่งต้องซื้อด้วยความจำยอมไม่ใช่ด้วยความเต็มใจ
- 3) โครงสร้างดอกเบี้ยในประเทศไม่เอื้อให้ออกตราสารหนี้ เนื่องจากผู้ที่มีคุณสมบัติครบถ้วนที่จะออกตราสารหนี้ได้มักจะเป็น Blue chip Company ซึ่งบริษัทเหล่านี้สามารถกู้ยืมได้ทั้งในประเทศและต่างประเทศในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำอยู่แล้ว บริษัทเหล่านี้จะออกตราสารหนี้ก็ต่อเมื่อต้นทุนต่ำกว่าที่เป็นอยู่แต่ถ้าหากให้ผลตอบแทนแก่นักลงทุนก็ไม่สนใจด้วยเหมือนกัน เพราะมีทางเลือกอื่นที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า
- 4) นักลงทุนไทยส่วนใหญ่ค่อนข้างจะนิยมการลงทุนในหุ้นทุนมากกว่าหุ้นกู้ อาจเป็นเพราะนักลงทุนไทยเป็น Risk Lover มากกว่า Risk Averter ก็ได้

สำหรับปัญหาที่สำคัญกรณีของตลาดรอง ได้แก่ 1) การขาดแคลนตราสารหนี้ที่ซื้อขายในตลาด เพราะดังที่กล่าวมาแล้วว่าพันธบัตรรัฐบาลมักจะถือโดยธนาคารพาณิชย์และไม่ปล่อยออกมาหมุนเวียน ยิ่งไปกว่านั้นในระยะหลังรัฐบาลมีงบประมาณเกินดุลก็ไม่นำพันธบัตรออกมาขายเลย 2) ปัญหาเรื่องภาษี เดิมรายได้จากการซื้อขายหุ้นกู้ในตลาดหลักทรัพย์ต้องเสียภาษีร้อยละ 15 หรือนำไปรวมกับรายได้อื่นเพื่อประเมินเป็นภาษีปลายปี อย่างไรก็ตามปัจจุบันได้รับการยกเว้นภาษี เช่นเดียวกับการซื้อขายนอกตลาดหลักทรัพย์ (เดิมนำไปรวมกับรายได้อื่นเพื่อประเมินภาษีปลายปี) 3) การขาดแคลนตัวกลางในการซื้อขาย ปัจจุบันมีเพียงธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนบางแห่งเท่านั้นที่เป็นตัวกลางในการซื้อขายตราสารหนี้ แต่ตลาดค่อนข้างเล็ก ไม่มีสภาพคล่อง ข้อมูลไม่แพร่หลายเท่าที่ควร

5. OTC จะเป็นทางออกสำหรับตราสารหนี้ในประเทศไทยได้จริงหรือ ?

ในต่างประเทศ ตราสารหนี้เกือบทั้งหมดซื้อขายผ่าน Dealer/Broker หรือ Unorganized OTC Market สำหรับประเทศไทยนอกจากการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แล้ว ก็มีการซื้อขายใน OTC ด้วยเหมือนกัน เช่น ธนาคารพาณิชย์ และบริษัทเงินทุนซึ่งรับซื้อลดตราสารหนี้ในลักษณะของ Discount House ในอังกฤษ เพียงแต่หน้าที่ของ Discount House ในอังกฤษมากกว่าธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนในประเทศไทย เพราะเป็นตัวกลางระหว่างธนาคารกลางของอังกฤษกับธนาคารพาณิชย์ ในการปรับสภาพคล่องในระบบการเงินของประเทศด้วย

สำหรับตลาด OTC ที่กำลังมีการเตรียมการจัดตั้งกันอยู่ในขณะนี้ จะมีส่วนช่วยให้ตราสารหนี้

มีสภาพคล่องสูงขึ้นหรือไม่ คงจะต้องพิจารณากันในหลายประเด็นเช่น 1) ตลาด OTC ที่จะตั้งขึ้นมานั้นให้ความสำคัญแก่ตราสารหนี้มากน้อยเพียงใด 2) ระบบการซื้อขายของ OTC ดังกล่าวเอื้ออำนวยต่อการซื้อขายเพียงใด ทั้งนี้เราอาจจะพิจารณาในแต่ละประเด็นได้ดังนี้

ตลาด OTC หรือศูนย์กลางซื้อขายหลักทรัพย์กรุงเทพตามที่มีข่าวว่าจะจัดตั้งขึ้นนั้น เชื่อว่าในระยะแรกคงจะให้ความสำคัญแก่หุ้นทุน (Equity) มากกว่าตราสารหนี้ ซึ่งถ้าหากเป็นเช่นนั้นแล้ว OTC ที่จะจัดตั้งขึ้นก็ไม่ได้ช่วยให้ตราสารหนี้มีสภาพคล่องสูงขึ้นแต่อย่างใด การซื้อขายตราสารหนี้อาจจะต้องผ่าน Dealer/Broker ต่อไปเช่นเดิม

แม้ว่า OTC ที่จัดตั้งขึ้นจะให้ความสำคัญต่อตราสารหนี้มากขึ้นในอนาคต แต่ระบบการซื้อขายใน OTC ที่อิงกับตลาดหลักทรัพย์ทุกอย่างนั้น คงจะไม่เอื้ออำนวยต่อการซื้อขายตราสารหนี้ได้ดี เพราะถ้าหาก OTC จัดตั้งโดยนำรูปแบบมาจากตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด OTC นั้นก็เป็นเพียงตลาดหลักทรัพย์ใหม่อีกแห่งหนึ่งเท่านั้นไม่ใช่ OTC ในรูปแบบที่ควรจะเป็นตราสารหนี้ในต่างประเทศที่ซื้อขายผ่าน OTC เป็นส่วนใหญ่ก็ไม่ใช่ OTC ในรูปแบบที่กำลังจะจัดตั้งขึ้นในประเทศไทย

เพราะฉะนั้นเมื่อเรากำลังจะพูดถึง OTC ควรจะต้องพิจารณาด้วยว่า OTC นั้น เป็น OTC เพียงแต่ชื่อหรือเป็น OTC โดยเนื้อหาและรูปแบบอย่างไร OTC ควรจะเป็นเหมือนเมื่อครั้งตลาดหุ้นลอนดอนเปลี่ยนไปใช้ระบบการซื้อขายตามแบบของ NASDAQ ที่เป็นระบบการซื้อขายในตลาด OTC ผู้บริหารตลาดหุ้นนิวยอร์กถึงกับกล่าวว่านั่นไม่ใช่ตลาดหุ้น หรือเป็นก็เป็นเพียงแต่ชื่อ หากแต่ขาดเลือดเนื้อและวิญญาณของตลาดหุ้น

6. OTC สำหรับตราสารหนี้ควรเป็นอย่างไร?

องค์กรที่มีบทบาทในการซื้อขายตราสารหนี้ทั้งในตลาดแรก และตลาดรองดังเช่นที่เป็นอยู่ในสหรัฐอเมริกาและอังกฤษนั้น มีอยู่หลายกลุ่มด้วยกัน แต่ละกลุ่มต่างก็มีบทบาทที่แตกต่างกันออกไป แต่ทั้งหมดล้วนมีผลต่อสภาพคล่องในตราสารหนี้ด้วยกันทั้งสิ้น องค์กรเหล่านี้ได้แก่ Primary Dealer Market Maker Inter Dealer Broker Money Broker และ Clearing House แต่ละกลุ่มต่างก็มีบทบาทต่อการซื้อขายตราสารหนี้ไปคนละด้าน แต่การนำเอาองค์กรเหล่านี้มาประยุกต์ใช้ในประเทศไทย จะเหมาะสมหรือไม่เพียงใด เป็นเรื่องที่ต้องพิจารณากันอย่างรอบคอบด้วยเช่นกัน

Primary Dealer เป็นระบบที่ใช้ในสหรัฐอเมริกา โดยธนาคารกลางของสหรัฐอเมริกา จะเป็นผู้พิจารณาคัดเลือก Dealer ที่จะมาเป็น Primary Dealer ซึ่งอย่างน้อยจะต้องมีเงินทุนพอสมควรมีชื่อเสียงและประสบการณ์เป็นอย่างดี Primary Dealer มีหน้าที่ต้องเข้าร่วมประมูลตราสารหนี้ของรัฐบาลทุกครั้ง ครั้งละไม่ต่ำกว่าร้อยละ 1 ของยอดที่ออกมาประมูล ในกรณีของตราสารหนี้เอกชนไม่จำเป็นต้องมี Primary Dealer แต่ Dealer อาจซื้อจากผู้ออกแล้วมาจำหน่ายให้นักลงทุนรายย่อย หรือเป็นผู้แทนจำหน่ายให้เลยก็ได้ 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

Market Maker ในสหรัฐอเมริกา ก็คือ Dealer ที่จะทำหน้าที่ในการดูแลหลักทรัพย์หรือตราสารหนี้ ด้วยการ Quote ราคาซื้อ/ขายอย่างต่อเนื่อง Market Maker จะต้องมีส่วนของตัวเอง ซึ่งจะเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลาแล้วแต่ว่าจะมีการซื้อขายมากน้อยเพียงใด ผลตอบแทนที่ Market Maker ได้รับก็คือ ส่วนต่างของราคาซื้อขาย หรือ Net Price ไม่ใช่ Commission เพราะฉะนั้นในบางครั้ง Market Maker จึงอาจมีตราสารใน Port มากแต่ขาดแคลนเงินสด หรือในทางตรงกันข้ามมีตราสารใน Port น้อย แต่เงินเหลือมาก ผู้ที่จะมาช่วยปรับให้สมดุลก็คือ Inter Dealer Broker และ Money Broker อย่างไรก็ตาม Concept ของ Market Maker ในประเทศไทยนั้น มักจะถูกมองไปในลักษณะของ Manipulator หรือนักปั่นหุ้น การนำมาใช้จึงต้องระมัดระวังกันเป็นพิเศษ แต่ในกรณีของตราสารหนี้ นั้น Market Maker เป็นเรื่องที่ต้องพิจารณา เนื่องจากปกติตลาดรองของตราสารหนี้ก็ไม่มีสภาพคล่องอยู่แล้ว นอกจากนั้น การปั่นราคาตราสารหนี้ เพื่อทำกำไรนั้นทำได้ค่อนข้างจะยากกว่าการปั่นหุ้น เพราะมี Bench Mark คือ อัตราดอกเบี้ยตลาดเป็นตัวกำกับอยู่ ไม่อาจจะปั่นให้ราคาบิดเบือนจากที่ควรจะเป็นอย่างมากมายเหมือนหุ้นได้

Inter Dealer Broker เป็นตัวกลางระหว่าง Broker/Dealer ในบางครั้ง Dealer ที่เป็น Market Maker อาจมีภาวะเช่นที่กล่าวมาข้างต้น แต่ก็ไม่สามารถติดต่อรายอื่นได้ เพราะจะทำให้คู่แข่งทราบสถานะของตนเอง Inter Dealer Broker จึงเข้ามาทำหน้าที่นี้แทนในอังกฤษ เมื่อนำเอาระบบ Inter Dealer Broker มาใช้

หลังปี 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 จึงมีฐานะเป็นบริษัทเอกชนธรรมดาส่วนใหญ่จะมีขนาดเล็กๆ ไม่ได้มีผลกำไรมากมายเพราะมีรายได้จาก Commission เท่านั้นไม่สามารถ Take Position ได้ สำหรับประเทศไทย กต.อาจจะต้องให้คำนิยามสำหรับการทำธุรกิจประเภทนี้ว่าเป็นอะไรกันแน่ ความจริงแล้ว IDB เป็นกลไกที่มีความสำคัญมากในตลาดรองของตราสารหนี้ทั้งในสหรัฐอเมริกาและอังกฤษ IDB ใหญ่ๆ ล้วนเสนอข้อมูลเกี่ยวกับการซื้อขายตราสารหนี้ผ่านคอมพิวเตอร์ด้วยกันทั้งสิ้น แต่อย่างไรก็ตามตลาดที่มีขนาดใหญ่อย่างสหรัฐอเมริกา ยังมี IDB เพียงไม่กี่ราย ในอังกฤษเองก็มีผู้ให้ความเห็นว่าการมีไม่เกิน 2 ราย ตลาดเล็กๆ เช่น ประเทศไทยควรมีได้ไม่เกิน 1 ราย

Money Broker ทำหน้าที่คล้ายๆ กับ Inter Dealer Broker ต่างกันตรงที่ Money Broker เป็นตัวกลางระหว่าง Dealer ที่มีเงินเหลือกับ Dealer ที่ต้องการเงินในระยะสั้น โดยในการกู้ยืมนั้นอาจจะมีตราสารหนี้เป็นหลักประกันอยู่ด้วย Money Broker จะทำหน้าที่เป็น Blind

Broker โดยไม่บอกว่ากำลังเป็นตัวแทนให้ใคร เพราะดังที่กล่าวมาแล้วว่า Dealer ต่างไม่ต้องการให้ผู้อื่นล่วงรู้ถึงสถานะของตนเองว่าเป็นอย่างไร Money Broker จะได้รับค่าตอบแทนเป็น Commission เช่นเดียวกับ Inter Dealer Broker

ในทำนองเดียวกับ IDB Money Broker จะถือเป็นธุรกิจหลักทรัพย์หรือไม่ ความเห็นในเรื่องนี้ยังไม่ชัดเจนนัก บางท่านเห็นว่า Products ที่เป็นตัวกลางในการซื้อขายคือหลักทรัพย์ก็ควรจะต้องมีใบอนุญาต บางท่านเห็นว่าเป็นตัวกลางระหว่างสถาบันการเงิน และบริษัทหลักทรัพย์ ไม่ได้เป็นนายหน้าให้แก่ประชาชนทั่วไป ไม่จำเป็นต้องมีใบอนุญาต ถ้าหากจะมีใบอนุญาตอาจต้องเป็นใบอนุญาตต่างหาก ไม่ใช่ใบอนุญาตการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ที่ออกให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ต่างๆ ในปัจจุบันอยู่แล้ว

Clearing House ในปัจจุบันมีธนาคารพาณิชย์ที่ทำหน้าที่เป็น Custodian ดูแลตราสารหนี้อยู่หลายแห่ง ในพรบ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้เปิดโอกาสให้มีการจัดตั้งสำนักหักบัญชี และผู้ดูแลหลักทรัพย์ได้อยู่แล้ว ในส่วนนี้จะเป็นเรื่องที่ทำได้ง่ายที่สุดถ้าหากจะนำมาใช้ในประเทศไทย

ที่กล่าวมาข้างต้นคือขบวนการซื้อขายในตลาดของ Dealer ในบางประเด็นก็น่าสนใจที่จะนำมาประยุกต์กับกรณีของประเทศไทยได้ เช่น Primary Dealer ธนาคารแห่งประเทศไทยเองเคยมีคำริจะให้มี Primary Dealer ด้วยเช่นกัน โดยเฉพาะในกรณีของพันธบัตรรัฐบาลไทย สำหรับ Market Maker นั้นในกรณีตราสารหนี้ น่าจะมีประโยชน์มากกว่าไทย เพราะจะช่วยในตลาดรองของตราสารหนี้มีสภาพคล่องสูงขึ้น นอกจากนี้การปั่นราคาตราสารหนี้ทำได้ในขอบเขตจำกัด จึงไม่น่าจะต้องหวาดกลัว Market Maker กันจนเกินไป

สำหรับ Money Broker ที่ทำหน้าที่เป็นตัวกลางในตลาดกู้ยืมระยะสั้น (Money Market) นั้น ปัจจุบันก็มีตลาด Inter Bank หรือ Inter Finance ที่ทำหน้าที่นี้อยู่เช่นกันแต่ตลาดค่อนข้างแคบ เพราะดังที่กล่าวมาแล้วว่าแต่ละสถาบันการเงินต่างก็ไม่ต้องการให้ใครทราบของตัวเองมีเงินเหลือหรือขาดเงิน Money Broker น่าจะเข้ามาทำหน้าที่แทน ถ้าหากเกรงปัญหาการยึดตราสารหนี้เพื่อไปทำ Short Sale ก็อาจจะกำหนดขอบเขตการทำธุรกิจของ Money Broker ให้แคบลงได้ แต่ดังที่กล่าวมาแล้วว่าตราสารหนี้ไม่ใช่เรื่องที่จะทำกำไรกันได้ง่ายนัก การทำ Reverse เพื่อ Cover Position ก็ไม่ใช่เรื่องที่เสียหายอะไร

7. สรุป

- กล่าวโดยสรุปแล้ว OTC ที่น่าจะเหมาะสมสำหรับตราสารหนี้ไม่ใช่ OTC ตามรูปแบบที่เรากำลังจะจัดตั้งกันอยู่ แต่คือการ

ซื้อขายผ่าน Dealer นั้นเอง แต่การที่จะทำให้ระบบการซื้อขายผ่าน Dealer เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพจำเป็นต้องอาศัย Facility อื่น ๆ ประกอบด้วย ที่สำคัญที่สุดเห็นจะเป็นระบบ Market Maker, Inter Dealer Broker, Money Broker และ Clearing Bank เราจำเป็นต้องทำความเข้าใจกันเสียใหม่ด้วยว่าตราสารหนี้ส่วนใหญ่แล้วเป็นการซื้อขายระหว่างสถาบัน ไม่ใช่การซื้อขายของนักลงทุนรายย่อยทั่วไป การใช้ระบบ Broker ที่มีอยู่จึงยังไม่พอเพียง เพราะขาดกลไกที่จะทำให้ Dealer/Broker ติดต่อกันได้อย่างรวดเร็ว

อย่างไรก็ตามการพัฒนาตราสารหนี้เป็นขบวนการที่ต้องอาศัยเวลาอันยาวนาน ถ้าพึ่งแต่การพัฒนาตลาดรองให้เข้มแข็งไม่ว่าจะเป็นตลาดหลักทรัพย์หรือตลาดที่ซื้อขายผ่าน Dealer เห็นจะยังไม่พอเพียง ยังจำเป็นต้องพัฒนาปัจจัยด้านอื่นๆ ประกอบไปด้วย หากไม่แล้วตลาดรองตราสารหนี้อาจต้องกลายเป็นตลาดร้างตราสารหนี้ไปได้ง่ายๆ เช่นกัน

บทบาทของ Credit Rating Agency ในการพัฒนาตลาดทุน

ณัฐพล ชวลิตชีวิน
ภราดร มหัทธนะสมบูรณ์

1. ความนำ

ในประเทศกำลังพัฒนาทั้งหลาย ซึ่งรวมถึงประเทศไทยด้วยนั้น ดูเหมือนว่า Credit Rating Agency : CRA จะยังไม่เป็นที่รู้จักกันเท่าใดนัก บางคนเข้าใจว่า CRA จะให้ Rating แก่หลักทรัพย์ที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น ในขณะที่บางคนเข้าใจว่าเป็นการจัดชั้นคุณภาพสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ น้อยคนที่จะเข้าใจว่า CRA มีหน้าที่ในการจัดชั้นคุณภาพของตราสารหนี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งหนี้ชนิดที่ไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Unsecured Bond) ความจริงการที่ CRA ยังไม่ค่อยเป็นที่รู้จักกันแพร่หลายในประเทศไทย ตลอดจนในประเทศกำลังพัฒนาอื่นๆ นั้น ไม่ใช่เรื่องแปลกประหลาดอะไรนัก เพราะที่ผ่านมา CRA มีบทบาทเฉพาะแต่ในสหรัฐอเมริกามาเป็นเวลานานหลายทศวรรษ เพิ่งเริ่มขยายบทบาทมายังประเทศอื่นๆ ไม่นาน

มานี้ แม้แต่ประเทศญี่ปุ่นซึ่งเป็นตลาดทุนที่ใหญ่เป็นอันดับสองของโลก CRA ได้เข้ามามีบทบาทในช่วงทศวรรษ 1980 นี้เอง ในส่วนของประเทศไทย เริ่มมีผู้เห็นความสำคัญของ CRA เมื่อตระหนักว่า CRA เป็นปัจจัยสำคัญประการหนึ่งที่จะช่วยเกื้อหนุน ให้ตราสารหนี้ได้รับการพัฒนา บทความนี้จึงมีวัตถุประสงค์ให้ผู้ที่เกี่ยวข้องทั้งหลายได้รู้จัก CRA ในแง่มุมต่างๆ มากขึ้น นับตั้งแต่ความหมายและประโยชน์ ความเป็นมาของ CRA ตลอดจนขั้นตอนและการวิเคราะห์ เพื่อจัดอันดับตราสารหนี้ ซึ่งจะได้อีกกล่าวถึงประเด็นเหล่านี้ตามลำดับต่อไป

2. คำจำกัดความของ Credit Rating

CRA ที่ทำหน้าที่ให้ rating ต่างก็ให้ความหมายของ Credit Rating ที่แตกต่างกันออกไป เช่น

- Credit Rating คือ การจัดชั้นตราสารหนี้ ตามคุณภาพของกิจการที่ออกตราสารหนี้
:- Moody's
- Credit Rating คือ การประเมินสถานะความน่าเชื่อถือของผู้ขอให้ประเมิน ภายใต้เงื่อนไขพิเศษต่างๆ
:- Standard & Poor's
- Credit Rating คือ การจัดเกรดอย่างง่าย ๆ และเป็นระบบที่สะท้อนถึงความสามารถของกิจการในการชำระหนี้ทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยภายในเวลาที่กำหนดไม่ว่าหนี้นั้นจะเป็นหนี้ประเภทใดก็ตาม
:- Australian Rating

กล่าวโดยสรุปแล้ว Rating คือ เครื่องมืออย่างหนึ่งที่บอกถึงความเสี่ยงของผู้ที่จะลงทุนในตราสารหนี้ (Credit Risk) ว่ามีโอกาสได้รับการชำระหนี้คืนทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยมากน้อยเพียงใด การให้ Rating ไม่ได้มีวัตถุประสงค์ที่จะประเมินตัวผู้ออกตราสาร (Issuer) โดยตรง แต่จะเป็นการประเมินตัวตราสารเอง ตลอดจนการสนับสนุนจาก Third-party มากกว่าจะเป็นการวิเคราะห์จุดอ่อนและจุดแข็งของผู้ออกตราสาร Credit Rating จึงไม่ใช่การชี้แนะโดยตรงว่าตราสารหนี้ของบริษัทไหนน่าซื้อ/ขาย หรือถือไว้นอกจากนั้นแล้ว Credit Rating ไม่ได้เป็นเครื่องมือที่ Market Risk ว่าเมื่อออกตราสารหนี้มาแล้วจะขายได้มากน้อยเพียงใด รวมทั้งไม่ใช่เครื่องมือที่จะช่วยในการคาดคะเนแนวโน้มของราคาตราสารหนี้ในอนาคตอีกด้วย

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

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

ก็มีใช่เป็นการตรวจสอบบัญชี หรือความน่าเชื่อถือของข้อมูลที่ผู้ออกตราสารจัดเตรียมไว้ให้

เมื่อ CRA ให้ Rating แก่ลูกค้านไปแล้วไม่ได้หมายความว่าภาระกิจจะหมดลงแค่นั้น เพราะ CRA มีหน้าที่ที่จะต้องติดตามการดำเนินงานของลูกค้านั้นเป็นระยะๆ เมื่อสถานการณ์ทั้งทางเศรษฐกิจและการเมืองเปลี่ยนแปลงไปจนมีผลกระทบต่อ การดำเนินงานของกิจการ CRA จำเป็นต้อง ทบทวน Rating ที่ให้ไปด้วยเช่นกัน

3. หน้าที่และประโยชน์ของ Credit Rating

ผู้ที่ได้รับประโยชน์จาก Rating มีหลายกลุ่มด้วยกัน เช่น นักลงทุน ผู้ประกอบการที่ต้องการจะออกตราสาร (Issuer) ผู้ที่จะทำหน้าที่ Underwrite ตลอดจนหน่วยงานของรัฐที่เกี่ยวข้อง หน้าที่ของ Credit Rating ต่อกลุ่มต่างๆ เหล่านี้ อาจสรุปได้ดังนี้

นักลงทุน (Investor)

- Rating เป็นเครื่องมือที่ Credit Risk ของตราสารให้แก่แก่นักลงทุน ซึ่งต่างก็มีแนวทางในการลงทุนที่แตกต่างกันออกไป นักลงทุนสามารถใช้ Credit Rating ของตราสารมากำหนด "Buy List" ของตนเองได้ กล่าวอย่างง่ายๆ ก็คือ Rating จะทำหน้าที่เสมือนเจ้าหน้าที่วิเคราะห์สินเชื่อให้แก่แก่นักลงทุนนั่นเอง

- ช่วยให้นักลงทุนประเมินผลตอบแทนที่ควรจะได้รับจากตราสารที่มีความเสี่ยงแตกต่างกัน ประโยชน์ข้อนี้ นับได้ว่ามีความสำคัญมาก เพราะช่วยให้นักลงทุนตัดสินใจว่าตราสารที่มีความเสี่ยงในระดับหนึ่งควรจะต้องจ่ายผลตอบแทนเท่าใด ซึ่งก็แน่นอนว่าตราสารที่ได้ Credit Rating ต่ำจำเป็นต้องให้ผลตอบแทนมากกว่าตราสารที่ได้ Credit Rating สูงเป็นธรรมดา ในตาราง 1 จะแสดงให้เห็นว่าตราสาร ที่ได้ Rat-

ing แตกต่างกันในสหรัฐอเมริกา¹ นั้น มีผลต่ออัตราผลตอบแทนอย่างไร

- เป็นเครื่องมือช่วยในการจัด Portfolio ให้แก่นักลงทุน ในอดีต Credit Rating จะช่วยให้นักลงทุนตัดสินใจซื้อตราสารในตลาดแรก (Primary Market) เป็นหลัก แล้วถือไปจนครบกำหนด แต่ต่อมาเมื่อตลาดรอง (Secondary Market) เริ่มมีบทบาทมากขึ้น Rating จะช่วยให้ นักลงทุนสามารถประเมินราคาตลาดของตราสาร ที่ถือไว้ใน Portfolio และตัดสินใจว่าอะไรควรจะถือต่อหรืออะไรควรจะขาย

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

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

ผู้ออกตราสาร (Issuer)

- ช่วยให้เข้าถึงแหล่งระดมเงินได้ง่ายขึ้น เพราะ Credit Rating ที่ให้จะได้รับการเผยแพร่ ออกไปอย่างกว้างขวาง สถาบันการเงินต่างๆ ที่อาจจะสนใจลงทุนในตราสารสามารถรับรู้ข้อมูลได้เป็นอย่างดี Rating จึงเป็นเหมือน “Credit Passport” ให้แกผู้ออกตราสารนั่นเอง

- นอกจากจะช่วยให้ผู้ออกตราสารเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายขึ้นแล้วยังมีเสถียรภาพอีกด้วย

เพราะข้อมูลที่ CRA เผยแพร่จะช่วยให้ นักลงทุน มีความมั่นใจในตัวผู้ออกตราสารเพิ่มขึ้น

- ประโยชน์ที่สำคัญอีกประการหนึ่งคือ ช่วยลดต้นทุนของผู้ออกตราสาร เพราะ ถ้าหากไม่มี Credit Rating นักลงทุนอาจจะต้องขอผลตอบแทนในอัตราที่สูงขึ้น เมื่อเทียบกับตราสารที่มี Rating ทั้งนี้เพราะ นักลงทุน โดยเฉพาะในสหรัฐอเมริกาจะใช้ Rating เป็น เครื่องมือในการตัดสินใจแทบทั้งสิ้น

- ผู้ออกตราสารที่ได้ Rating จาก CRA ที่มีชื่อเสียง ยังช่วยให้การระดมเงินมีความยืดหยุ่นมากขึ้น เพราะสามารถระดมเงินได้กว้างขวางมากขึ้น อีกทั้งยังมีสกุลเงิน ระยะเวลาการกู้ ให้เลือกมากขึ้นอีกด้วย

สถาบันการเงินที่เป็นตัวกลางระหว่างผู้ออกตราสารและนักลงทุน (Intermediary)

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

- ในบางประเทศรัฐบาลอาจจะออกกฎ ให้สถาบันการเงินซึ่งรวมทั้ง Investment Banker ด้วยสามารถลงทุนได้เฉพาะตราสารที่มี Credit Rating สูง (Investment Grade : BBB, A, AA และ AAA)^{1/} เท่านั้น

หน่วยงานของรัฐที่ดูแลและกำกับตลาดเงิน/ตลาดทุน (Regulator)

- ในหลายประเทศมักจะใช้ Credit Rating ให้เป็นประโยชน์ในการควบคุม เช่น ผู้ที่จะออกตราสารใหม่จำเป็นต้องได้รับการ Rating ในกรณีของประเทศไทยก็เช่นเดียวกัน ผู้ที่จะออกตราสารหนี้ประเภทที่ไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Unsecured Bond) จำเป็นจะต้องได้รับการ

1/ Rating ของ Standard & Poor's

Rating จาก CRA ที่ได้รับความเห็นชอบจาก กต. ก่อน เป็นต้น

- ดังที่กล่าวมาข้างต้นแล้ว หน่วยงานของรัฐในหลายประเทศจะใช้ Credit Rating ในการควบคุมการลงทุนในตราสารของสถาบันการเงิน เช่น รัฐนิวเซาท์เวลส์ ออสเตรเลีย Trustee ของ Investment Fund จะได้รับอนุญาตให้ ลงทุนในตราสารที่ออกเป็นออสเตรเลียคอลลาร์ เฉพาะที่ Rating^{2/} สูงกว่า Aa2 สำหรับตราสารระยะยาวและ Prime-1 สำหรับตราสารระยะสั้นเท่านั้น

4. วิวัฒนาการของ CRA ในต่างประเทศ เป็นอย่างไร?

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

อย่างไรก็ตาม Credit Rating ตามรูปแบบที่เราเห็นกันอยู่ในปัจจุบัน พัฒนาขึ้นโดย John Moody ซึ่งเป็นผู้ก่อตั้ง Moody's Investors

Service โดย Moody เริ่มให้ Rating แก่พันธบัตรรถไฟเป็นครั้งแรกในปี ค.ศ. 1909 โดยใช้สัญลักษณ์เป็นตัวแทนแสดงความเห็นของ Moody ที่มีต่อกิจการที่ออกตราสารนั้นว่ามีความสามารถที่จะนำเงินคืนให้แก่ผู้ลงทุนทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยได้มากน้อยเพียงใด ระบบการให้ Rating ของสหรัฐอเมริกา ได้รับความเชื่อถือจากทางกรเป็นอย่างมากถึงขนาดในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำอย่างมากในปี ค.ศ. 1933 U.S. Controller of the Currency ออกกฎหมายให้ธนาคารพาณิชย์ลงทุนในพันธบัตรได้เฉพาะแต่พันธบัตรที่เป็น "Investment Grade" หรือมี Rating ตั้งแต่ BBB/Baa ขึ้นไปเท่านั้น ส่วนพันธบัตรเกรดต่ำกว่า BBB/Baa ลงมา ถือเป็นพันธบัตรที่มีความเสี่ยงสูงเหมาะสำหรับผู้ที่คือนักเก็งกำไรจึงเรียกว่าเป็น "Speculative Grade" หรือศัพท์ที่ใช้กันทั่วไปอีกคำหนึ่งคือ "Junk Bond"

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

2/ Rating ของ Moody's

ในเครือของ Dun & Bradstreet บริษัทวิเคราะห์สินเชื่อที่มีชื่อเสียงแห่งหนึ่ง นอกจากนั้นแล้ว สหรัฐอเมริกา ยังมี CRA อีก 3 แห่ง ที่มีชื่อเสียงรองลงไปคือ Duff & Phelps (D&P) ที่ชิคาโก McCarthy, Crisanti & Maffei (MCM) หน่วยงานของ Xerox Corp ในนิวยอร์ก และ Fitch's Investors Service (Fitch) ที่นิวยอร์ก เช่นเดียวกัน

ส่วนประเทศอื่นๆ นอกจากสหรัฐอเมริกาแล้ว CRA ได้รับความนิยมและแพร่หลายเพิ่มขึ้นเป็นลำดับโดยเฉพาะช่วงทศวรรษ 1980 เป็นต้นมาปัจจุบันมีประเทศต่างๆ ทั่วโลกมากกว่า 10 ประเทศ ที่มี CRA นับตั้งแต่ออสเตรเลีย แคนาดา ฝรั่งเศส ญี่ปุ่น และอังกฤษ เป็นต้น ประเทศกำลังพัฒนาหลายประเทศก็มี CRA ด้วยเช่นกัน อาทิ เกาหลีใต้ อินเดีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ เป็นต้น อย่างไรก็ตาม การจัดตั้ง CRA ในประเทศกำลังพัฒนามักจะไม่ได้เกิดจากการริเริ่มของเอกชน แต่มาจากการผลักดันของหน่วยงานราชการเป็นหลัก (รายละเอียดดูได้จากตาราง 2)

5. ปัจจัยสำคัญที่สนับสนุนให้การจัดตั้ง CRA ประสบความสำเร็จ

ในตอนเริ่มจัดตั้ง CRA ขึ้นในประเทศญี่ปุ่นหรือประเทศอื่นๆ นั้น มีปัจจัยสำคัญหลายๆ ปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนให้การจัดตั้ง CRA ประสบความสำเร็จ ได้แก่

1) การยกเลิกหรือผ่อนคลายนโยบายที่ที่เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้

หน่วยงานภาครัฐบาลของประเทศที่จะจัดตั้ง CRA นั้นจะต้องปรับปรุงแก้ไขกฎระเบียบต่างๆ เพื่อเป็นการกระตุ้นทั้งด้านอุปสงค์และอุปทานของตราสารหนี้ ดังนี้

- ปรับปรุงกฎหมายหรือมาตรฐานให้คลายความเข้มงวดลง เช่น คุณสมบัติของผู้ออก

ตราสารหนี้ และขั้นตอนการอนุมัติของผู้กำกับดูแล (Regulator)

- ทบทวนมาตรการภาษีเกี่ยวกับการออกตราสารหนี้และการซื้อขายตราสาร

- กระตุ้นให้เกิดตราสารประเภทใหม่ๆ เช่น Commercial Paper และ Asset Backed Securities เป็นต้น

- แก้ไขกฎระเบียบเกี่ยวกับ Dealer ให้มีความเป็นอิสระมากยิ่งขึ้นเพื่ออำนวยความสะดวกแก่การซื้อขายในตลาดรอง

2) ความน่าเชื่อถือของ CRA

เนื่องจากผู้ลงทุนใช้ข้อมูลที่ CRA คาดคะเนเกี่ยวกับ Default Risk ของผู้ออกตราสาร ในการตัดสินใจลงทุนและกำหนดราคาตราสารที่ซื้อขาย CRA จึงจำเป็นต้องปฏิบัติตัวให้เป็นที่น่าเชื่อถือแก่ผู้ลงทุน ดังนี้

- CRA จะต้องมีความเป็นกลางและเป็นอิสระต่อกลุ่มต่างๆ เช่น ผู้ออกตราสาร ผู้ประกันการจำหน่าย และหน่วยงานของรัฐ

- CRA จะต้องเก็บรักษาข้อมูลที่สำคัญของผู้ออกตราสารให้เป็นความลับ เพื่อให้ผู้บริหารของผู้ออกเกิดความไว้วางใจใน CRA ด้วย

- CRA ต้องมีประสบการณ์และชื่อเสียงในการวิเคราะห์เครดิต รวมทั้งการเผยแพร่การจัดอันดับของ CRA ด้วย

3) การสนับสนุน Credit Rating จากหน่วยงานของรัฐ

หน่วยงานของรัฐในบางประเทศ เช่น สหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น และฝรั่งเศส สามารถจะใช้ Credit Rating เป็นเครื่องมือในการควบคุมการออกตราสารและการซื้อขายตราสารระหว่างผู้ลงทุนกับสถาบันการเงิน สำหรับในประเทศฝรั่งเศส ธนาคารที่ต้องการจะออกบัตรเงินฝาก (Certificates of Deposit) ซึ่งมีอายุเกิน 2 ปีขึ้นไปจะต้องได้รับการ Rating ส่วนในประเทศญี่ปุ่น

ผู้ออกตราสารหนี้ จะต้องได้รับการ Rating เช่นกัน นอกจากนี้กระทรวงการคลังของญี่ปุ่น ได้สนับสนุน Credit Rating โดยกำหนดให้ The Japanese Postal Saving Fund ซึ่งเป็นผู้ลงทุนประเภทสถาบันรายใหญ่ที่สุดในโลก จะต้องใช้ Rating สำหรับการตัดสินใจลงทุนในตราสารหนี้ที่ออกเป็นสกุลเงินต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม การออกกฎเกณฑ์เพื่อสนับสนุนการ Rating แต่เพียงอย่างเดียวไม่สามารถจะทำให้ผู้ออกหรือผู้ลงทุนหันมาใช้บริการ Rating ได้ ถ้าหากยังคงมีข้อจำกัดมากมายในการออกตราสารหนี้

4) การเปิดเผยข้อมูลของบริษัทและการให้ความรู้เกี่ยวกับ Credit Rating

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

6. ระบบการให้ Rating ของ CRA ต่างประเทศ

ดังที่กล่าวมาแต่ต้นแล้วว่า CRA ที่มีชื่อเสียงเป็นที่ยอมรับกันทั่วโลกนั้นมีเพียง 2 รายเท่านั้น คือ S&P และ Moody's CRA ในประเทศอื่นๆ ส่วนใหญ่ก็นำระบบการให้ Rating มาจาก 2 รายนี้ แล้วจึงนำมาประยุกต์ให้สอดคล้องกับสถานะในแต่ละประเทศ สำหรับ CRA ที่ริเริ่มโดยธนาคารแห่งประเทศไทยนั้นจะใช้ know-how ของ S&P จึงใคร่แนะนำการให้ Rating ตามระบบของ S&P พอเป็นสังเขป ดังนี้

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

S&P จะให้ Rating แก่ลูกค้ำทั้งจากการร้องขอและไม่ได้ออกขอ ตราสารประเภทที่จะ Rate ต่อเมื่อได้รับการร้องขอ ได้แก่ Commercial Paper ตลอดจนตราสารระยะสั้นอื่นๆ นอกจากนั้นตราสารที่จะทำ Private Placement ตลอดจน Mortgage-Backed ทั้งหลายต้องร้องขอ S&P จึงจะ Rate ให้ ส่วนตราสารที่ S&P จะ Rate ไม่ว่าจะได้รับการร้องขอหรือไม่ก็ตามได้แก่ Public Corporate Debt และหุ้นบุริมสิทธิที่จำนวนออกขายสูงกว่า 10 ล้านเหรียญสหรัฐขึ้นไป ไม่ว่าตราสารนั้นจะเป็น Secured Bonds (Senior Debt) หรือ Unsecured Bonds (Subordinate Debt) ก็ตาม ในกรณีของประเทศไทย กสท. จะบังคับเฉพาะ Unsecured Bonds ที่จะต้องได้รับการ Rating ส่วน Secured Bond นั้นไม่ได้บังคับ ตราสารประเภทหลังนี้ แม้จะไม่จำเป็นต้องมี Rating แต่ถ้าหากเห็นว่ากรรม

Rating จะช่วยให้เข้าถึงนักลงทุนได้กว้างขึ้นอาจ
จะขอให้ CRA Rate ให้ก็ได้

ตามปกติการให้ Rating ไม่ว่าจะ เป็น S&P
หรือ Moody's มักจะแยกออกเป็นการ Rate
สำหรับตราสารระยะสั้นและตราสารระยะยาว
ในกรณีของ S&P ตราสารระยะยาวที่มีอายุเกิน
1 ปีขึ้นไป จะมีสัญลักษณ์ที่แทน Credit Risk
ของตราสาร ตั้งแต่ AAA, AA, A BBB, BB, B
CCC, CC, และ C นอกจากนั้นยังใช้เครื่องหมาย
บวก (+) หรือลบ (-) เพื่อแสดงค่าความแตก
ต่างระหว่างตราสารที่อยู่ในระดับเดียวกันอีกด้วย
ส่วนตราสารระยะสั้นที่อายุไม่เกิน 360 วัน Rat-
ing ที่ให้จะแตกต่างกันออกไป 7 เกรด ตั้งแต่
A-1 +, A-1, A-2, A-3, B, C และ D

นอกจากจะแบ่ง Rating เป็นระยะสั้นและ
ระยะยาวแล้ว ยังอาจแบ่งเป็น Investment Grade
และ Speculative Grade ได้ด้วย โดยตราสาร
ระยะยาวตั้งแต่ BBB และตราสารระยะสั้น
ตั้งแต่ A-3 ขึ้นไปถือเป็นตราสารประเภท
Investment Grade ส่วนตราสารที่ได้ Rating
ต่ำกว่านั้น เป็น Speculative Grade เหมาะ
สำหรับนักลงทุนที่ชอบเก็งกำไร โดยหวังผล
ตอบแทนที่สูง

ในระยะหลัง การ Takeover กิจการได้รับความ
นิยมอย่างมากในสหรัฐอเมริกา ทำให้นัก-
ลงทุนในตราสารมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นอีกอย่างหนึ่ง
เพราะเจ้าของกิจการต่างก็หามาตรการเพื่อ
ป้องกันตัวเอง ไม่ให้ถูก Takeover โดยไม่ได้
คำนึงถึงผลกระทบที่จะมีต่อผู้ที่ลงทุนในตราสาร
S&P เริ่มประเมินความเสี่ยงประเภทนี้
ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1989 นับได้ว่าเป็นบริการล่าสุด
ของ S&P โดยจะให้ Rating ตั้งแต่ E-1 - E-5 เพื่
แสดงถึงความสามารถในการคุ้มครองแก่นัก
ลงทุนในตราสารจากการ Takeover

7. Default Rate ของตราสารที่ได้รับการ Rating

จากการศึกษาของ Moody's เกี่ยวกับการ
ผิดนัดชำระหนี้ (Default) ของผู้ออกตราสารหนี้
ของเอกชน (Corporate bond) ที่ได้รับการ Rate
จาก Moody's ในช่วง 2 ทศวรรษ (1970 - 1989)
มีผลการศึกษาที่น่าสนใจ พอจะสรุปได้ดังนี้คือ

- ในช่วงที่ทำการศึกษานั้น มี Corporate
Bonds จำนวน 274 รายที่เกิด Default โดยเกือบ
ทั้งหมดได้รับการ Rate อยู่ในกลุ่ม Speculative
Grade ยกเว้นเพียงรายเดียวที่อยู่ในกลุ่ม Invest-
ment Grade (รายละเอียดดูได้จากตาราง 3)

- ในช่วงเวลาดังกล่าว มี Speculative
Grade ที่ Default ภายใน 1 ปี เฉลี่ยร้อยละ 3.6
ที่ Default ภายใน 5 ปีและ 10 ปี ได้เพิ่มขึ้นเป็น
ร้อยละ 12.8 และ 18.1 ตามลำดับ (ราย
ละเอียดดูได้จากตาราง 4)

- ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าผู้ออกตราสารที่
ได้รับการ Rate ต่ำกว่าบริษัทอื่นจะมีอัตราการ
Default สูงกว่า ยกตัวอย่างเช่น ผู้ออก Rate Baa
เกิด Default ภายใน 1 ปีเฉลี่ยร้อยละ 0.18
ขณะที่ผู้ออก Rate Ba และ B เกิด Default
สูงกว่ากลุ่ม Baa มาก คือร้อยละ 1.7 และ 7.0
หรือสูงกว่าถึง 9 เท่า และ 39 เท่า ตามลำดับ
ซึ่งลักษณะดังกล่าวจะเกิดขึ้นกับระยะเวลา
ถือครองพันธบัตรที่ยาวขึ้นเช่นเดียวกัน (ราย
ละเอียดดูได้จากตาราง 5)

- ความผันผวน (Variability) ของ Default
rate ในแต่ละปีนั้นจะมีนัยสำคัญมากกว่าสำหรับ
ผู้ที่ได้รับการ Rate ต่ำ เช่น Default ของกลุ่ม B
จะผันผวน (Volatile) มากกว่ากลุ่ม Baa ถึง 16 เท่า

- ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่ามีความแตกต่าง
อย่างมีนัยสำคัญระหว่างกลุ่ม Baa ที่เป็น Invest-
ment Grade กับกลุ่ม Ba ที่เป็น Rate สูงสุดของ
กลุ่ม Speculative Grade กล่าวคือ บริษัทที่ได้รับ

การ Rate Ba จะมีโอกาสที่ Default มากกว่าบริษัทกลุ่ม Baa ถึง 2-9 เท่า ในช่วงเวลาดังกล่าว

- กลุ่ม Speculative Grade จะแข็งแกร่งขึ้นและอาจจะไม่ Default เมื่อพ้นช่วงระยะเวลาหนึ่งไปแล้ว เช่น ผู้ออกตราสารที่ได้รับการ Rate B จะมี Default Rate สะสมในสามปีแรกสูงถึงร้อยละ 16 แต่หลังจากนั้นอีก 10 ปี Default Rate จะเพิ่มขึ้นอีกเพียงร้อยละ 12 เท่านั้น ในทางตรงข้าม กลุ่ม Investment Grade จะมี Default Rate เพิ่มขึ้นในอัตราที่คงที่ (รายละเอียดดูได้จากตาราง 4)

- โดยสรุปผลการศึกษาด้านอันดับการ Rating ที่ผ่านมามี Default Rate และอันดับการ Rating จะมีความสัมพันธ์ในเชิงผกผัน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ผู้ออกที่ได้รับการ Rating ต่ำจะมีโอกาสเกิด Default มากกว่าผู้ออกที่ได้รับการ Rating สูง

8. ความเป็นมาของการจัดตั้ง CRA ในประเทศไทย

ความคิดที่จะจัดตั้ง CRA ขึ้นในประเทศไทยนั้น เริ่มเป็นจริงเป็นจัง ในปี ค.ศ. 1990 เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยได้รับเงินช่วยเหลือจากธนาคารเพื่อการพัฒนาแห่งเอเชีย (ADB) มาทำการศึกษาความเป็นไปได้ของการจัดตั้ง CRA ในประเทศไทย ซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยได้ติดต่อให้ Standard & Poor's มาเป็นผู้ทำการศึกษาให้ ผลการศึกษาของ S&P เสร็จเรียบร้อยในปี ค.ศ. 1991 โดยมีข้อสรุปว่าการจัดตั้ง CRA ภายใต้อาณัติของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์อยู่ขณะนี้ อาจจะเร็วเกินไป ทั้งนี้เพราะตราสารหนี้ยังไม่เป็นที่ยอมรับกันมากนัก รวมทั้งทางการอาจจะต้องปรับปรุงแก้ไขกฎระเบียบ และข้อกำหนดทางภาษีให้มีความเหมาะสมมากยิ่งขึ้น เพื่อเป็นการเอื้ออำนวยต่อการออกตราสารหนี้ใน

อนาคต อันใกล้นี้

อย่างไรก็ตามในปี ค.ศ. 1991 เกิดการเปลี่ยนแปลงในทางการเมือง และได้มีการผลักดันให้ พรบ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ออกมาบังคับใช้ พรบ.ฉบับนี้ได้เปิดโอกาสให้มีการออกตราสารหนี้ได้ง่ายและสะดวกยิ่งขึ้นกว่าเดิม ทำให้คาดว่าจะมีการออกตราสารหนี้กันมากขึ้น ธนาคารแห่งประเทศไทย ในฐานะที่ดูแลเรื่องนี้มาตั้งแต่ต้น เห็นเป็นโอกาสอันดีที่จะผลักดันให้ CRA เกิดขึ้นในประเทศไทย จึงได้เชิญองค์กรต่างๆ ที่คาดว่าจะสนใจเข้าร่วมทุนใน CRA ที่จะจัดตั้งขึ้นมาร่วมหารือที่ธนาคารแห่งประเทศไทย โดยผู้ถือหุ้นต่างๆ ได้มอบหมายให้ บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย เป็นผู้ประสานงานในการจัดตั้ง จนกระทั่งได้ตั้งเป็นบริษัทไทยเรทติ้ง แอนด์ อินฟอर्मชัน เซอร์วิส จำกัด (TRIS) ในเดือนเมษายน 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 และเน้นเฉพาะการวิเคราะห์ด้านสถาบันการเงินเป็นหลักเข้าร่วม ทุนด้วย

เมื่อ CRA ทั้ง 2 รายดำเนินการจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทกับกระทรวงพาณิชย์แล้วจะต้องได้รับการเห็นชอบจากกสท.ก่อน ซึ่งกสท.จะพิจารณาความเหมาะสมของ CRA ในด้านต่างๆ ทั้งในแง่ของโครงสร้างผู้ถือหุ้น ผู้บริหารและผู้ให้ know-how ในอนาคตเมื่อ CRA รายใด รายหนึ่งหรือทั้งสองรายได้รับความเห็นชอบให้

ทำธุรกิจ Credit Rating จากกลต. แล้วก็จะสามารถให้ Rating ตราสารหนี้ได้

9. ขั้นตอนในการจัดอันดับตราสารหนี้

การจัดอันดับตราสารหนี้ นั้น CRA แต่ละแห่งจะมีขั้นตอนในการจัดอันดับคล้ายคลึงกัน กล่าวคือ ผู้ออกตราสารหรือตัวแทน เช่น Underwriter ติดต่อแสดงความจำนงที่จะขอให้ CRA จัดอันดับตราสารหนี้ให้ หลังจากนั้น CRA จะนำแบบฟอร์มมาให้กรอก เพื่อให้ผู้ขอแสดงความจำนงอย่างเป็นทางการ หลังจากนั้น CRA จะกำหนดทีมที่จะทำการวิเคราะห์ต่อไปในกรณีของบริษัทที่จัดตั้งมานานแล้ว มักจะมีทีมเชี่ยวชาญในอุตสาหกรรมแต่ละด้านไป แต่ถ้าเป็นบริษัทจัดอันดับที่ตั้งใหม่อาจจะยังไม่มีทีมงานที่เชี่ยวชาญด้านใดด้านหนึ่งโดยเฉพาะ

การวิเคราะห์ของ CRA โดยทั่วไปไม่ได้แตกต่างจากการวิเคราะห์สินเชื่อของสถาบันการเงินต่างๆ หรือการวิเคราะห์หลักทรัพย์ของ Investment Banker กล่าวคือ เริ่มต้นจากการรวบรวมข้อมูลของตนเองอยู่แล้ว หลังจากนั้นก็จะเริ่มตรวจสอบข้อมูลที่ได้รับจากลูกค้า โดยเฉพาะข้อมูลทางการเงิน ทั้งในอดีตและการคาดคะเนในอนาคต ซึ่งก็แน่นอนว่าบริษัทจัดอันดับมักจะไม่ค่อยเชื่อถือการคาดคะเนของผู้ขอเอาไว้ก่อน และตั้งข้อสังเกตในประเด็นที่น่าสงสัย เพื่อสอบถามจากผู้ออกตราสารในโอกาสต่อไป

หลังจากนั้นทีมวิเคราะห์จะนัดพบกับผู้ออกตราสาร เพื่อสอบถามในประเด็นต่างๆ ที่สงสัยอยู่หรือในบางกรณีอาจจำเป็นต้องดูโรงงานเพื่อประกอบการวิเคราะห์ด้วย เมื่อทีมวิเคราะห์ได้ข้อมูลต่างๆ เรียบร้อยแล้ว จึงเริ่มทำการวิเคราะห์ในขั้นสุดท้ายเพื่อเสนอต่อคณะกรรมการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Rating Committee)

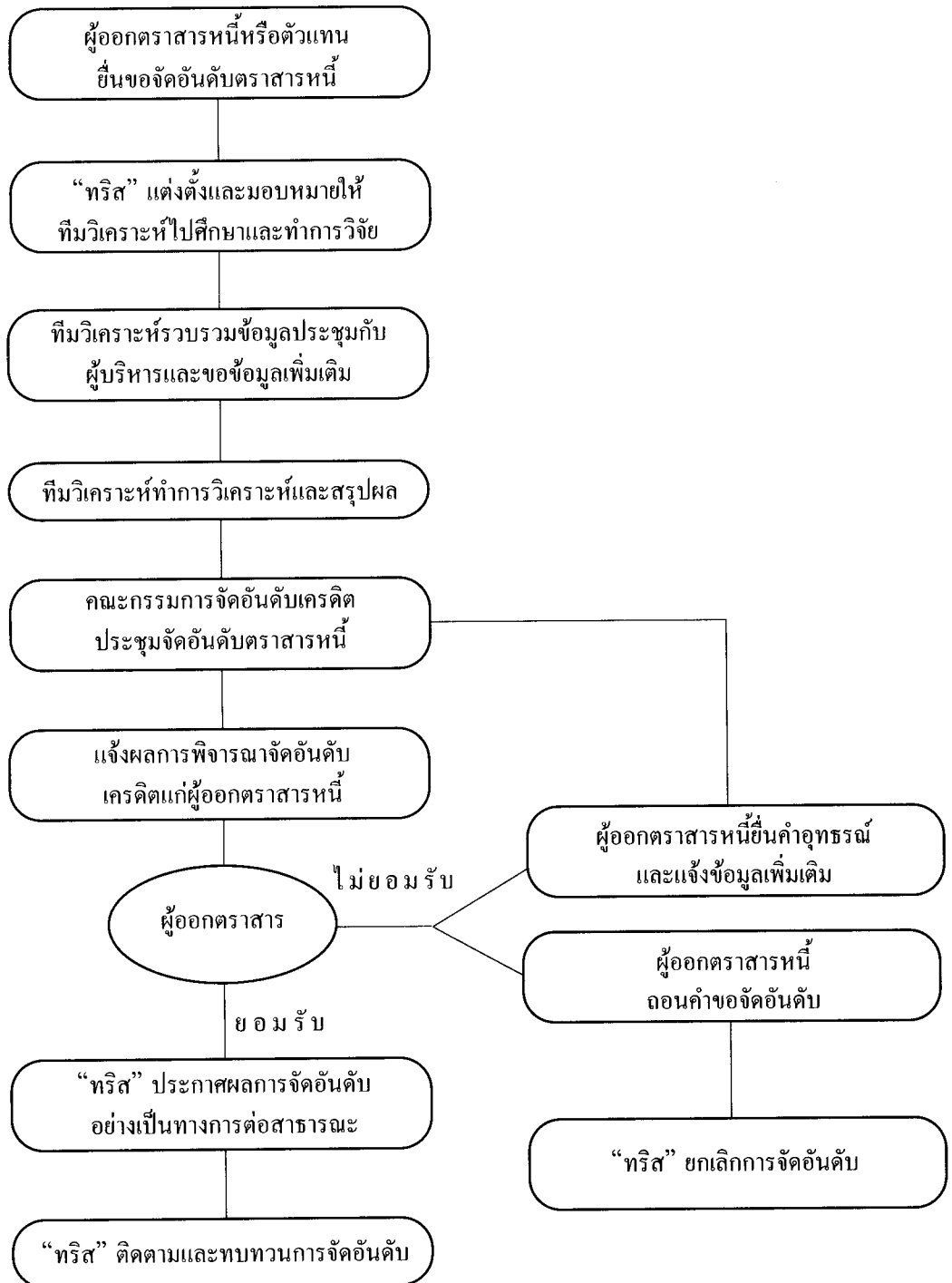
พิจารณาอันดับความน่าเชื่อถือที่เหมาะสมสำหรับผู้ขอรายนั่นต่อไป

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

ผู้ออกตราสารเมื่อได้รับทราบผลการจัดอันดับแล้ว ถ้าหากไม่พอใจในอันดับที่ได้ไปก็อาจจะขอให้พิจารณาใหม่โดยเสนอข้อมูลประกอบการพิจารณาเพิ่มเติม คณะกรรมการจัดอันดับเมื่ออภิปรายแล้วอาจจะยืนยันในอันดับที่ให้ไปแล้วหรืออาจจะเลื่อนอันดับให้สูงขึ้นถ้าหากเห็นว่าข้อมูลที่ให้เพิ่มเติมมานั้นมีเหตุผลและน่าเชื่อถือ แต่ถ้าลูกค้าพอใจในอันดับที่ได้แล้วจึงดำเนินการแจ้งผลการจัดอันดับแก่ลูกค้าอย่างเป็นทางการ ตลอดจนเผยแพร่ผลการจัดอันดับผ่านวารสารรายเดือนหรือรายไตรมาสต่อไป

ในกรณีที่ตราสารอายุยาวกว่า 1 ปี บริษัทจัดอันดับจำเป็นต้องติดตามและตรวจสอบความเคลื่อนไหวของผู้ออกตราสารอยู่เป็นระยะๆ ถ้ามีการเปลี่ยนแปลงขั้นพื้นฐานซึ่งอาจมีผลต่อความสามารถในการชำระหนี้ของผู้ออกตราสารในอนาคต บริษัทจัดอันดับจำเป็นต้องเปลี่ยนแปลงอันดับที่ให้เสียใหม่เพื่อให้สอดคล้องกับ

ขั้นตอนการจัดอันดับตราสารหนี้ของ TRIS



ที่มา : TRIS

สภาพการณ์ของผู้ออกตราสารที่เปลี่ยนแปลงไป (รายละเอียดขั้นตอนการจัดอันดับตราสารหนี้ตามรูปในหน้า 73)

10. การวิเคราะห์เพื่อจัดอันดับตราสารหนี้

โดยทั่วไปการวิเคราะห์เพื่อจัดอันดับความน่าเชื่อถือตราสารหนี้ในแง่มุมต่างๆ นั้นมักจะเน้นในประเด็นหลักๆ อยู่ 3 ประการคือ

1) โอกาสหรือความน่าจะเป็นในการผิดนัดชำระหนี้ ซึ่งหมายถึงความสามารถและความเต็มใจของผู้ออกตราสารที่จะชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยตามกำหนด

2) คุณสมบัติต่างๆ ของข้อบังคับหรือเงื่อนไขที่กำหนดไว้ในการออกตราสารหนี้

3) การปกป้องแก่นักลงทุนเมื่อเกิดกรณีล้มละลายขึ้น เป็นต้น

การวิเคราะห์ของบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือเพื่อให้สอดคล้องกับประเด็นหลักข้างต้นจะวิเคราะห์ในรูปแบบของ Deductive Approach เหมือนกับการวิเคราะห์ทั่วไป กล่าวคือ จะวิเคราะห์ลักษณะโดยรวมของอุตสาหกรรมก่อน หลังจากนั้นจึงวิเคราะห์ตัวบริษัท งบการเงิน ท้ายสุดจึงดูเงื่อนไขในสัญญาการชำระคืนและหนี้อื่นๆ เงินกู้ที่บริษัทผู้ขอรับการจัดอันดับมีอยู่ ซึ่งจะได้กล่าวตามลำดับ เพื่อประโยชน์ในการเตรียมตัวของผู้ออกตราสารที่จะขอรับการจัดอันดับต่อไป

10.1 การวิเคราะห์ภาพรวมของอุตสาหกรรมและสถานะของกิจการ

ก่อนที่จะเริ่มวิเคราะห์อุตสาหกรรมที่ผู้ขอรับการจัดอันดับประกอบธุรกิจอยู่นั้น คงจะต้องกำหนดให้ได้เสียก่อนว่าธุรกิจหลักของบริษัท ที่ขอคืออะไร บางบริษัทอาจจะทำธุรกิจมากมายหลายอย่าง แต่ก็น่าจะมีธุรกิจบางอย่างที่เป็น

ธุรกิจหลักของบริษัท เมื่อกำหนดธุรกิจหลักได้แล้วสิ่งที่จะต้องคู่ต่อไปคือสภาพที่เป็นจริงของแต่ละอุตสาหกรรมเป็นอย่างไร

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

ที่สำคัญอีกประการหนึ่งของการวิเคราะห์อุตสาหกรรมคือ สภาพการแข่งขันในอุตสาหกรรมนั้นเป็นอย่างไร เป็นการแข่งขันในระดับท้องถิ่น ระดับชาติ หรือระหว่างประเทศ เป็นการแข่งขันทางด้านราคาคุณภาพ การจัดทำนายภาพพจน์หรือแข่งขันกันด้วยปัจจัยอื่นๆ เป็นอุตสาหกรรมที่ถูกควบคุมหรือไม่ เป็นต้น

ปัจจัยทางด้านแรงงานเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่อาจมีผลกระทบต่อผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมนั้น เช่นการมีสภาพแรงงานอาจทำให้มีปัญหาด้านแรงงานมากกว่าอุตสาหกรรมที่ไม่มีการรวมตัวเป็นสหภาพแรงงาน ในทำนองเดียวกันการใช้วัตถุดิบในประเทศก็สามารถควบคุมได้ง่ายกว่าการใช้วัตถุดิบที่นำเข้าจากต่างประเทศ

วิวัฒนาการหรือการเปลี่ยนแปลงทางด้านเทคโนโลยีของแต่ละอุตสาหกรรม ก็มีผลต่ออุตสาหกรรมแตกต่างกันด้วย เช่นเดียวกับความมั่นคงของอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันไปในแต่ละอุตสาหกรรมบางอุตสาหกรรมอาจอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงในทางการเมือง บางอุตสาหกรรมอาจจะมีผลอย่างมาก ถ้าหากเกิดการเปลี่ยนแปลงทางด้านราคาพลังงาน เป็นต้น

นอกจากนั้นแล้วประสิทธิภาพในการผลิตเป็นอีกประเด็นหนึ่งที่จะต้องวิเคราะห์ เช่น

ผู้ขอรับการจัดอันดับผลิตภัณฑ์และบริการใน ต้นทุนที่ถูกกว่ารายอื่นหรือไม่ เครื่องไม้เครื่องมือ ทันสมัยกว่าอุตสาหกรรมโดยเฉลี่ยหรือไม่ ต้องลงทุนในเครื่องมือหรืออุปกรณ์บางด้าน มากกว่าผู้ผลิตรายอื่นเพียงใด เป็นต้น

ในแง่ของการวิเคราะห์ด้วยบริษัทเองโดยทั่วไปมักจะเน้นถึงโครงสร้างของกิจการ โดยเฉพาะทางด้านการผลิตและรายได้ เน้นหนัก ทางด้านไหนเป็นพิเศษ ทีมบริหารของกิจการ เป็นอย่างไรที่สำคัญคือความสามารถในการทำกำไรของทีมบริหาร การจัดการทางการเงิน รวมถึงการกระจายขอบเขตการทำธุรกิจ

10.2 การวิเคราะห์ทางการเงิน

สำหรับการวิเคราะห์ทางการเงินนั้น คงจะเหมือนการวิเคราะห์ทางด้านนี้ของฝ่าย สินเชื่อหรือวาณิชธนกิจทั่วไป เช่น พิจารณาถึง ความสามารถในการทำกำไร โครงสร้างของ เงินทุนสภาพคล่องและความยืดหยุ่นทางการเงิน การคุ้มครองทรัพย์สินในกรณีเกิดล้มละลายขึ้น เป็นต้น การวิเคราะห์ในแต่ละด้าน จะใช้อัตรา ส่วนทางการเงินต่างๆ ประกอบการวิเคราะห์ ซึ่งเป็นเรื่องในรายละเอียดคงไม่จำเป็นต้องอธิบาย ในบทความนี้

10.3 เงื่อนไขและข้อกำหนดต่างๆ

เรื่องที่ว่าวิเคราะห์ของบริษัทจัดอันดับความ น่าเชื่อถือให้ความสำคัญมากอีกเรื่องหนึ่ง คือ เงื่อนไขและข้อกำหนดต่างๆ ในการก่อกั้นระหว่าง ผู้ยืมและผู้ให้ยืม ตามปกติมักจะระบุถึงสิทธิและ หน้าที่ของแต่ละฝ่าย ซึ่งทั่วไปมักจะกล่าวถึง 3 เรื่องด้วยกัน เช่น กล่าวถึงความต้องการที่จะให้ ผู้กู้ยืมรักษาระดับของกำไรสะสม หรือ เงินทุน หมุนเวียนต่อทรัพย์สิน กรณีนี้มักจะเป็นข้อ กำหนดเมื่อผู้ขอรับการจัดอันดับมีอันดับความน่า เชื่อถือค่อนข้างต่ำ ในบางกรณีอาจจะมีข้อกำหนด

ในการก่อกั้นนี้เพิ่ม ซึ่งจะใช้เมื่อผู้ขอได้อันดับอยู่ใน กลุ่มของ Investment Grade แต่ก่อนไปทาง ท้ายๆ เช่น ได้อันดับ BBB เป็นต้น ส่วนเงื่อนไข และข้อกำหนดประการสุดท้ายเป็นข้อจำกัดในการ ขายทรัพย์สินและเช่ากลับมาใช้ (Lease back) ในระยะหลัง ผู้ออกตราสารหนี้ที่เสนอขาย ต่อประชาชน มักจะพยายามแยกทรัพย์สินที่มี สภาพคล่องสูงไว้ต่างหากเพื่อใช้เป็นหลักประกัน ในการชำระหนี้

11. การเตรียมตัวเพื่อขอรับการจัดอันดับ ตราสารหนี้

การขออันดับความน่าเชื่อถือจากบริษัทจัด อันดับความน่าเชื่อถือจำเป็นหรือไม่ที่จะต้อง เตรียมตัว คำถามนี้คงจะต้องขึ้นอยู่กับว่าผู้ขอ สนใจว่าอันดับที่ได้จะดีหรือไม่ ถ้าไม่สนใจการ เตรียมตัวอาจจะไม่จำเป็นเท่าใดนัก แต่โดยทั่วไป แล้วการขอรับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือต่างก็ หวังว่าจะได้อันดับที่ดีด้วยกันทั้งนั้น อย่างน้อย ก็อยู่ในกลุ่มของ Investment Grade หรือ AAA ถึง BBB ถ้าหากได้อันดับที่ต่ำกว่านั้นหรือตก อยู่ในขั้นของ Speculative Grade อาจจะทำให้ การออกตราสารหนี้จำหน่ายต่อประชาชนทำได้ ลำบากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะตราสารหนี้ระยะสั้น ต่ำกว่า 270 วันนั้น ในต่างประเทศจะออกได้ เฉพาะ Bluechip Company ที่อยู่ในขั้นของ Investment Grade เท่านั้น สำหรับประเทศไทย ยังไม่มีกฎหมายในเรื่องนี้ที่แน่นอน แต่ไม่น่า จะต่างจากธรรมเนียมปฏิบัติในประเทศอื่นๆ เท่าใดนัก

ผู้ออกตราสารตามปกติต้องมีที่ปรึกษาทาง การเงิน หรือ Underwriter เมื่อคิดจะขออันดับ ความน่าเชื่อถือก็ควรจะหารือกับที่ปรึกษาของตน ก่อนที่จะไปติดต่อกับบริษัทจัดอันดับความ น่าเชื่อถือส่วนจะให้ใครเป็นผู้จัดอันดับให้ นั้น

เห็นจะต้องพิจารณาว่าบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือแห่งไหนมีความน่าเชื่อถือมากกว่ากัน ในกรณีของประเทศไทยบริษัทจัดอันดับทั้งสองรายต่างยังใหม่ด้วยกันทั้งคู่เพราะฉะนั้นคงต้องพิจารณาปัจจัยอื่นประกอบ เช่น โครงสร้างบริษัท ทีมวิเคราะห์ ตลอดจนแหล่งเทคโนโลยี เป็นต้น

เมื่อเลือกบริษัทที่จะจัดอันดับและติดต่อขอรับการจัดอันดับแล้ว ผู้ออกตราสารและที่ปรึกษาควรที่จะต้องเตรียมข้อมูลให้ทีมวิเคราะห์ด้วย จากขบวนการจัดอันดับความน่าเชื่อถือและการวิเคราะห์ในรายละเอียดที่กล่าวมาข้างต้น คงทำให้พอเข้าใจว่าทีมวิเคราะห์ต้องการข้อมูลประเภทไหนบ้าง รวมทั้งอาจจะต้องเตรียมจัดเวลาให้ผู้บริหารพบกับทีมวิเคราะห์และจัดให้ไปเยี่ยมชมงานต่างๆ เป็นต้น

ที่กล่าวมานั้นเป็นการเตรียมตัวของผู้ออกตราสารเมื่อตัดสินใจขอรับการจัดอันดับแล้ว แต่ถ้าหากเราต้องการอันดับที่ดีจำเป็นต้องเตรียมตัวอีกไม่น้อย ซึ่งไม่แตกต่างจากการเตรียมตัวเข้าตลาดหลักทรัพย์เท่าใดนัก อย่างไรก็ตามก็ตามการจัดอันดับความน่าเชื่อถือไม่ได้ดูแลเพียงงบการเงินของกิจการเท่านั้น เพราะฉะนั้นการตกแต่งตัวเลขทางบัญชีเพื่อให้ดูดีจึงไม่มีผลอะไรมากนัก โดยเฉพาะการทำ Projection ที่ออกมาสวยงามโดยผู้บริหารหรือที่ปรึกษานั้น มักจะไม่ค่อยได้รับความเชื่อถือจากบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถืออยู่แล้ว ดังนั้นผู้ออกตราสารที่ต้องการได้รับอันดับความน่าเชื่อถือที่ดี ควรที่จะปรับปรุงการดำเนินงานจริงไม่ใช่เพียงแค่ปรับปรุงตัวเลขในทางบัญชีเท่านั้น

อย่างไรก็ตามถ้าหากยังไม่มั่นใจว่าอันดับความน่าเชื่อถือของตนจะออกมาดีหรือไม่ดี ผู้ออกตราสารอาจจะขอให้บริษัทจัดอันดับทดลองจัดอันดับเบื้องต้นให้ก่อนก็ได้ โดยยังไม่ต้อง

เผยแพร่ต่อสาธารณชน จนกระทั่งมั่นใจแล้วว่าจะได้อันดับที่อยู่ในกลุ่มของ Investment Grade แล้วจึงขอให้จัดอันดับอย่างเป็นทางการก็ได้

12. บทสรุป

จากที่กล่าวมาข้างต้น คงจะช่วยให้ผู้ที่สนใจทั้งหลายได้รู้จัก CRA กันเพิ่มขึ้นบ้างไม่มากก็น้อยอย่างช้าไม่เกินปี ค.ศ. 1993 ประเทศไทยก็จะมี CRA เกิดขึ้นแน่นอน เมื่อถึงเวลานั้นผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องต่างๆ จำเป็นต้องมีการปรับตัวกันพอสมควร อย่างน้อยผู้ที่จะออกตราสารจำเป็นจะต้องพิจารณาว่าจะจ่ายค่า Rating ให้ CRA ดีหรือจ่ายค่าค่าประกันให้ธนาคารพาณิชย์ดี สถาบันการเงินอาจต้องเปลี่ยนวิธีการทำงานไปบ้างจากที่เคยใช้เจ้าหน้าที่ของธนาคารเองวิเคราะห์ในการให้ลูกค้ากู้ยืม ก็สามารถใช้ข้อมูลที่เผยแพร่โดย CRA มาประกอบการพิจารณาได้หน่วยงานของรัฐที่ควบคุมสถาบันการเงินต่างๆ ในอนาคตคงจะออกระเบียบให้สถาบันการเงินลงทุนได้แต่เฉพาะตราสารที่เป็น Investment Grade เท่านั้น

CRA จะประสบความสำเร็จในประเทศไทยเหมือนในประเทศอื่นๆ หรือไม่ ยังเป็นประเด็นที่รอกาลเวลาพิสูจน์ อย่างน้อยการเกิดของ CRA ถือได้ว่าเป็นวิวัฒนาการอีกขั้นหนึ่งของตลาดทุนไทย แต่การหวังว่า CRA จะช่วยให้ตลาดตราสารในประเทศพัฒนาเหมือนประเทศอื่นๆ อาจจะเป็นการหวังที่มากเกินไป เพราะการพัฒนาตลาดตราสารยังต้องการปัจจัยเกื้อหนุนอื่นๆ อีกหลายประการ เพียงแต่ CRA เป็นสิ่งหนึ่งที่สะท้อนให้เห็นถึงความตั้งใจของหลายๆ ฝ่ายที่จะพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศไทยเท่านั้นเอง

ตาราง 1 อัตราเฉลี่ยของ Corporate Bond Yield ในสหรัฐอเมริกา
1988 - 1990

	มี.ย. 1990 (%)	1989 (%)	1988 (%)
ค่าเฉลี่ยของบริษัททั่วไป	9.67	9.66	12.18
Aaa	9.26	9.26	9.71
Aa	9.49	9.46	9.94
A	9.70	9.74	10.24
Baa	10.26	10.18	10.83
ค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม	9.64	9.66	9.91
Aaa	9.12	9.19	9.36
Aa	9.36	9.36	9.62
A	9.60	9.71	9.99
Baa	10.47	10.38	10.66
ค่าเฉลี่ยของสาธารณูปโภค	9.69	9.66	10.45
Aaa	9.38	9.32	10.65
Aa	9.60	9.56	10.26
A	9.80	9.77	10.49
Baa	9.96	9.97	11.00

ที่มา : Moody's

ตาราง 2 CRA ในประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก

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

ที่มา : Moody's

ตาราง 3 การผิคนัดชำระหนี้ (Default) ของผู้ออกพันธบัตรเอกชน (Corporate Bond) ที่ได้รับการจัดอันดับจาก Moody's

อันดับในขณะที่ Default	จำนวนรายที่ Default
<i>Investment Grade</i>	
Aaa	0
Aa	0
A	1
Baa	0
Total	1
<i>Speculative Grade</i>	
Ba	33
B	154
Caa	65
Ca	16
C	2
Total	270
NR	3

ที่มา : Moody's

ตาราง 4 อัตราเฉลี่ยของ Cumulative Default Rates หลังจากได้รับ Rating
ไปแล้ว 1-20 ปี

(%)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Aaa	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.6	0.7
Aa	0.0	0.1	0.1	0.3	0.5	0.7	0.9	1.1	1.2	1.3
A	0.0	0.1	0.2	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9	1.1	1.3
Baa	0.2	0.5	0.9	1.3	1.7	2.2	2.6	3.1	3.5	3.9
Ba	1.7	3.7	5.5	7.2	8.9	10.4	11.4	12.4	13.4	14.3
B	7.0	11.8	15.9	18.9	21.1	23.0	24.4	25.5	26.0	26.4
Investment Grades	0.1	0.2	0.4	0.7	0.9	1.1	1.4	1.7	2.0	2.2
Speculative Grades	3.6	6.5	9.0	11.0	12.8	14.4	15.4	16.4	17.3	18.1
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Aaa	0.8	1.0	1.2	1.4	1.7	2.1	2.6	3.3	3.3	3.3
Aa	1.4	1.5	1.6	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
A	1.6	1.9	2.1	2.2	2.4	2.6	2.8	3.0	3.2	3.2
Baa	4.3	4.7	5.1	5.6	6.1	6.7	7.3	7.8	8.1	8.3
Ba	15.2	16.0	16.8	17.5	18.0	18.6	19.2	19.3	19.5	19.9
B	26.8	27.2	28.0	28.3	28.7	29.1	29.1	29.1	29.1	29.1
Investment Grades	2.5	2.8	3.1	3.4	3.7	4.1	4.5	4.9	5.1	5.2
Speculative Grades	18.8	19.6	20.4	20.9	21.4	21.9	22.3	22.4	22.6	22.9

ที่มา : Moody's

ตาราง 5 ตราสารหนี้ที่มีปัญหาหลังจากได้รับ Rating ไปแล้ว 1 ปี

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
	(%)									
Aaa	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aa	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3
A	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Baa	0.0	0.0	0.3	0.0	0.6	0.0	1.1	0.0	0.0	0.5
Ba	0.0	0.0	2.6	1.0	0.5	2.0	1.9	2.6	1.5	2.7
B	4.4	4.1	2.2	6.0	6.5	8.7	11.6	5.3	5.7	8.4
Investment Grades	0.0	0.0	0.2	0.0	0.2	0.0	0.3	0.0	0.0	0.2
Speculative Grades	1.5	0.7	3.4	3.4	3.2	4.4	5.7	4.0	3.4	5.6
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Investment Grades	Speculative Grades		
เฉลี่ย 20 ปี	0.00	0.05	0.01	0.18	1.66	7.00	0.07	3.57		

ที่มา : Moody's

บทบาทและหน้าที่ของผู้ค้าตราสาร (Dealer)

กอบชัย ฉิมกุล

1. บทนำ

การแก้ปัญหาการขาดสภาพคล่องของตราสารหนี้ส่วนใหญ่จะมุ่งไปสู่ประเด็นภาษีการเปลี่ยนมือตราสารที่ไม่จงใจ กฎหมายหรือกฎระเบียบในการออกตราสารที่เข้มงวดเกินไปและการขาดนักลงทุนประเภทสถาบันเป็นหลัก แต่มีน้อยครั้งที่จะกล่าวถึงบทบาทและหน้าที่ของผู้ค้าตราสาร (Dealer) ในการเพิ่มสภาพคล่องให้แก่ตลาดตราสาร ทั้งๆ ที่บทบาทของผู้ค้าตราสารอาจเรียกได้ว่า เป็นผู้สร้างตลาดตราสารก็ว่าได้

บทบาทของผู้ค้าตราสารในประเทศที่มีตลาดตราสารหนี้ใหญ่จะโดดเด่นมากกว่าบทบาทของตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตลาดรองให้กับตราสารหนี้เสียด้วยซ้ำ ขนาดของมูลค่าการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศที่พัฒนาแล้วจะไม่เท่ากับตลาดซื้อขายตราสารหนี้ระหว่างผู้ค้าด้วยกัน (Interdealer Market) ที่นับวันจะขยายตัวมากยิ่งขึ้นไม่ว่าจะเป็นที่อเมริกาหรือยุโรป

บทบาทของผู้ค้าตราสารหนี้ได้ครอบคลุมทั้งการเป็นตลาดแรก (Primary Market) ให้แก่

ตราสารหนี้พร้อมกับการทำหน้าที่การเป็น ตลาดรอง (Secondary Market) ให้ด้วย บทบาทดังกล่าวของผู้ค้าได้เข้าไปบดบังการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดหลักทรัพย์ทั่วไปยกเว้นแต่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งนั้นได้นำระบบผู้ค้ามาใช้ในตลาด อย่างเช่นตลาดหลักทรัพย์ประเทศอังกฤษ (SEAQ) ที่ได้นำระบบผู้ค้าตราสารแบบผู้สร้างตลาด (Market Maker) มาใช้ในตลาด นอกจากนั้น บทบาทที่สำคัญของผู้ค้าตราสารอีกด้านหนึ่งคือ เป็นผู้ค้นคิดผลิตภัณฑ์ตราสารใหม่ๆ ด้วย

อย่างไรก็ดี การทำธุรกิจประเภทนี้คงจำเป็นต้องอาศัยรายได้เชิงพาณิชย์เป็นแรงจูงใจรวมทั้งการสร้างสภาพแวดล้อมที่เหมาะสมไม่ว่าเป็นทางกฎเกณฑ์ควบคุม หรือบรรทัดฐานที่เพียงพอจะทำให้เกิดระบบผู้ค้าที่เหมาะสมและเอื้ออำนวยแก่การพัฒนาตราสารหนี้ วัตถุประสงค์ของบทความนี้คือ ทบทวนแนวความคิดเกี่ยวกับบทบาทและหน้าที่ของผู้ค้ารวมถึงสภาพแวดล้อมที่จำเป็นในการสร้างระบบผู้ค้าขึ้นในตลาดตราสารหนี้

2. หน้าที่ของผู้ค้าตราสาร

ผู้ค้าตราสารหรือที่ภาษาอังกฤษเรียกว่า Dealer นั้นเป็นแนวความคิด (Concept) ที่ได้รับการพัฒนาขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกาจนพัฒนาไปสู่ผู้สร้างตลาด (Market Maker) ให้กับตราสารหนี้ แนวความคิดผู้สร้างตลาด (Market Maker) ไม่ได้นำไปใช้แค่ตราสารหนี้เท่านั้น มันได้ครอบคลุมไปถึงหุ้นสามัญด้วยอย่างที่ใช้ในตลาด NASDAQ ของอเมริกา และตลาด SEAQ ของอังกฤษ

สำหรับประเทศไทย คำว่าผู้ค้าตราสาร (Dealer) น่าจะใกล้เคียงกับการทำหน้าที่การเป็นสถาบันรับซื้อลดตราสาร (Discount House) ของสถาบันการเงินบางแห่งมากกว่า ซึ่งถือว่าเป็นหน้าที่ส่วนหนึ่งของผู้ค้าเท่านั้น อย่างไรก็ตามในช่วงยุคนโยบายการเงินเสรีของธนาคารแห่งประเทศไทยดูเหมือนคำนิยามคำว่าผู้ค้าตราสาร (Dealer) ได้เริ่มชัดเจนมากขึ้นจากการอนุญาตให้สถาบันการเงินทำธุรกิจด้านตราสารหนี้ จริงๆแล้วสถาบันรับซื้อลดตราสารหรือ Discount House มีต้นแบบมาจากประเทศอังกฤษเป็นหลัก ฉะนั้นจึงไม่แปลกเลยที่ประเทศอังกฤษ ฝรั่งเศส ออสเตรเลีย สิงคโปร์ และมาเลเซียมีสถาบันรับซื้อลดตราสารหรือ Discount House เป็นบริษัทแยกต่างหากไม่ได้รวมอยู่ในสถาบันการเงินอย่างธนาคารหรือบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์เหมือนประเทศไทย อย่างไรก็ตามมาประเทศอังกฤษได้นำแนวความคิดแบบผู้ค้าตราสารที่ทำหน้าที่ผู้สร้างตลาด (Market Maker) ของประเทศ สหรัฐอเมริกามาใช้ใน ตลาดหุ้น และพันธบัตร รัฐบาลของตนเมื่อ ค.ศ. 1986 หรือที่เรียกกันว่า Big Bang

ด้วยบทบาทที่สำคัญต่อการสร้างตลาดตราสารหนี้ของผู้ค้าตราสาร จึงจำเป็นต้องมีการศึกษาถึงบทบาทและหน้าที่ของผู้ค้าตราสารไว้

เป็นแนวทางการพัฒนาตราสารขึ้นในประเทศไทยดังต่อไปนี้

2.1 ผู้ค้าตราสารทำหน้าที่เป็นทั้งตัวการ (Principal) และตัวแทน (Agent)

ก่อนที่ทำความเข้าใจเกี่ยวกับหน้าที่ของผู้ค้าตราสารหนี้ส่วนนี้ เราอาจจะทำความเข้าใจเกี่ยวกับคำสองคำก่อน คือ คำว่า “ตัวการ” (Principal) และ “ตัวแทน” (Agent)

ตัวการนั้นเป็นผู้กระทำอะไรก็ตามเพื่อตนเอง ซึ่งจะทำด้วยตนเองหรือจ้างวานคนอื่นกระทำเพื่อตนเอง (Position) ก็ได้ ส่วนตัวแทนเป็นผู้กระทำอะไรเพื่อผลประโยชน์ของคนอื่น โดยรับมอบอำนาจมาในการกระทำแทนตัวการ

ผู้ค้าตราสาร (Dealer) สามารถเป็นได้ทั้งตัวการและตัวแทน ถ้าผู้ค้าตราสารทำหน้าที่เป็นตัวแทนหมายความว่า จะเป็นตัวแทนของผู้ออกตราสารหนี้ในการขายตราสารหนี้ให้แก่ นักลงทุนโดยผู้ค้าตราสารหนี้จะได้รับผลตอบแทน ในรูปของค่าบริการ (Fee) แต่ถ้าผู้ค้าตราสารหนี้ทำหน้าที่เป็นตัวการ หมายความว่า ซื้อหรือขายเพื่อตนเองเหมือนกับนักลงทุนทั่วไป แตกต่างตรงที่บ่อยครั้งผู้ค้าที่เป็นตัวการจะเสนอราคาซื้อและขายพร้อมกัน 2 ด้าน ภาพที่เราเห็นในการทำหน้าที่นี้ของผู้ค้าตราสารหนี้ส่วนใหญ่เป็นการซื้อขายกันระหว่างผู้ค้าด้วยกัน (Interdealer) การซื้อขายกับนักลงทุน การซื้อขายในตลาดซื้อคืนและขายคืน (Repo และ Reverse) และการหากำไรจากส่วนต่างดอกเบี้ย (Arbitrage) ผลตอบแทนที่ผู้ค้าตราสารได้รับในการทำหน้าที่เป็นตัวการคือผลต่างระหว่างราคาซื้อกับราคาขาย (อาจอยู่ในรูปของอัตราดอกเบี้ย) บางครั้งการทำหน้าที่เป็นตัวการของผู้ค้าก็เพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้กับตราสารใดตราสารหนึ่งที่ตนเองได้ให้ข้อตกลง

กับผู้ออกตราสารว่าจะดูแลสภาพคล่องในตลาดรองให้

2.2 ผู้ค้าตราสารทำหน้าที่เป็นผู้สร้างตลาด (Market Maker)

หน้าที่ที่สำคัญมากของผู้ค้าตราสารคือ การเป็นผู้สร้างตลาดให้กับตราสารหนี้หรือ Market Maker ที่ทำหน้าที่เป็นทั้งตลาดแรก (Primary Market) และตลาดรอง (Secondary Market) ให้กับตราสารหนี้ที่จะออก การเป็นผู้สร้างตลาดในตราสารไม่จำกัดอยู่แค่ตลาดรองอย่างที่หลายคนเข้าใจว่าเป็นการเสนอราคาซื้อขายเท่านั้น การเป็นผู้สร้างตลาดนั้นครอบคลุมทั้งสองตลาดคล้ายกับระบบผู้ค้าเกือหนุน (Dealer Sponsorship)

บทบาทของผู้สร้างตลาด (Market Maker) ในตลาดแรกคือ การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายตราสารหนี้หรือการเป็นตัวแทนการขายตราสารหนี้ ส่วนมากผู้สร้างตลาดจะเป็นผู้ซื้อตราสารที่ออกมาทั้งหมดไว้เองก่อนทั้งหมดหรือร่วมกับผู้สร้างตลาดรายอื่นเป็นลักษณะ Syndicate แล้วจึงนำตราสารเหล่านั้นมาขายให้กับนักลงทุนอีกที่ตราสารที่ผู้สร้างตลาดรับประกันจำหน่ายนั้น รวมถึงหลักทรัพย์รัฐบาลด้วย บทบาทด้านนี้จึงเท่ากับเป็นการรับประกันว่ามีตลาดแรกให้กับผู้ออกตราสารหนี้

บทบาทของผู้สร้างตลาด (Market Maker) ในตลาดรอง นอกเหนือจากการรับประกันจำหน่ายตราสารแล้วผู้สร้างตลาดยังมีหน้าที่รับผิดชอบกับการสร้างสภาพคล่องให้กับตราสารนั้น การรับผิดชอบดังกล่าวคือ การเสนอราคาซื้อและเสนอราคาขายของตราสารหนี้เป็นประจำและพร้อมที่จะรับซื้อและรับขายตามราคาที่เสนอนั้นด้วย การซื้อขายของผู้สร้างตลาดที่เกิดขึ้นในตลาดรองเป็นลักษณะผู้ลงทุนกับผู้ค้าตราสาร

หรือระหว่างผู้ค้าตราสารด้วยกัน (Interdealer Market) ซึ่งการซื้อขายส่วนใหญ่เป็นการซื้อขายผ่านระบบคอมพิวเตอร์ที่เชื่อมโยงระหว่างกัน (Institution Network)

2.3 ผู้ค้าตราสารทำหน้าที่เป็นผู้ค้าตลาดแรก (Primary Dealer)

ในบางประเทศ ผู้ได้รับอนุญาตให้เป็นผู้สร้างตลาด (Market Maker) ให้กับพันธบัตรรัฐบาลนั้นจะถูกเรียกว่า Primary Dealer หรือ “ผู้ค้าตลาดแรก” ซึ่งความหมายของผู้ค้าตลาดแรกคือ สถาบันการเงินที่ได้รับอนุญาตให้ซื้อและขายตราสารภาครัฐบาลกับธนาคารกลางของประเทศนั้นได้โดยตรงการดำเนินนโยบายการเงินที่เรียกว่า Open Market Operation ของธนาคารกลางจะกระทำผ่านผู้ค้าตลาดแรกเป็นหลักด้วยการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยตรงกับผู้ค้าตลาดแรก คุณสมบัติของผู้ค้าตลาดแรกนั้นต้องเป็นสถาบันการเงินที่เป็นที่ยอมรับและต้องมีบุคลากรและเงินทุนที่เพียงพอ ในประเทศฝรั่งเศสผู้ค้าตลาดแรกจะใกล้เคียงคำว่า SVT

หน้าที่หลักของผู้ค้าตลาดแรกจะเหมือนกับผู้สร้างตลาด คือ ทำหน้าที่ประมูลซื้อหลักทรัพย์รัฐบาลจากกระทรวงการคลัง แล้วนำหลักทรัพย์ที่ประมูลได้มาขายต่อให้ประชาชนอีกที และต้องรับผิดชอบต่อสภาพคล่องในตลาดรองด้วยการรับซื้อและขายหลักทรัพย์รัฐบาลเป็นประจำ หน้าที่ของผู้ค้าตลาดแรกของหลักทรัพย์รัฐบาลในประเทศเบลเยียมได้ระบุไว้ว่า

- มีส่วนร่วมในการจัดสรรการออกขายพันธบัตรรัฐบาลที่ออกโดยกระทรวงการคลังไม่ต่ำกว่า ร้อยละ 0.5 ของมูลค่าที่เปิดประมูล
- ทำการเสนอราคาซื้อและราคาขายพันธบัตรรัฐบาลผ่าน Reuters หรือ Telerate

- ต้องมีสัดส่วนมูลค่าการซื้อขายพันธบัตรในตลาดรองต่อปีไม่ต่ำกว่าร้อยละ 1.5 ของมูลค่าที่เปิดประมูลการขายทั้งหมด

- มีส่วนร่วมในการสนับสนุนการขายในต่างประเทศ

- ต้องรายงานข้อมูลเกี่ยวกับการซื้อขายทั้งตลาดแรกและตลาดรองให้กับธนาคารกลาง

อย่างไรก็ตามการเป็นผู้ค้าตลาดแรกนั้นจะได้รับสิทธิพิเศษดังต่อไปนี้

- มีสิทธิเข้าประมูลพันธบัตรรัฐบาลรวมถึงการประมูลที่ไม่ต้องแข่งขัน

- ได้รับวงเงินสินเชื่อพิเศษ

- การแทรกแซงในตลาดเงินจะกระทำผ่านผู้ค้าตลาดแรก

- ผู้ค้าตลาดแรกเป็นกลุ่มแรกที่ได้รับข้อมูลเกี่ยวกับความเป็นไปของตลาดและได้รับเกียรติให้เข้าประชุมรับทราบนโยบายของทางการ

นอกจากนี้ผู้ค้าตลาดแรกยังถูกใช้เป็นแนวทางการสร้างอัตราดอกเบี้ยหรือตราสารที่เป็นฐานเปรียบเทียบ (Benchmark) ให้กับตราสารอื่นๆ ด้วย อันเป็นหัวใจอย่างหนึ่งในการพัฒนาตราสารหนี้

2.4 ผู้ค้าตราสารทำหน้าที่คิดค้นผลิตภัณฑ์ตราสารใหม่ๆ

นอกจากบทบาทข้างต้นของผู้ค้าตราสารแล้ว การทำหน้าที่คิดค้นผลิตภัณฑ์ตราสารใหม่ๆ ก็เป็นบทบาทที่สำคัญ บทบาทด้านนี้ช่วยให้ตราสารที่ออกมาเป็นไปตามความต้องการของผู้ลงทุนนับว่าเป็นการทำงานทางด้านการตลาดได้อย่างครบถ้วน

ตัวอย่างของตราสารที่ผู้ค้าได้พัฒนาขึ้นมาในประเทศสหรัฐอเมริกาได้แก่ตัวเงินคลังชอยย่อย ซึ่งเป็นตัวเงินที่ผู้ค้าตราสารรายใหญ่ของรัฐ

อเมริกานำตัวเงินคลังมาชอยย่อย (Stripped) ให้มูลค่า และระยะเวลาสั้นลงเพื่อนำไปขายให้นักลงทุนรายย่อยอีกที ลักษณะการออกตัวดังกล่าวเป็นแบบ Asset-Backed Securities หรือ ABS อย่างหนึ่ง

อีกตัวอย่างหนึ่งคือ การพัฒนา Commercial Paper ให้เป็นตราสารระยะสั้นที่มีประสิทธิภาพด้วยการพ่วงระบบเกือหนุน (Sponsorship) ในการขายพร้อมกับสิ่งอำนวยความสะดวกทางด้านการหมุนหนี้ (Revolving)

3. กิจกรรมที่เกี่ยวข้องของผู้ค้าตราสาร

เพื่อให้บรรลุภารกิจในการเป็นผู้ค้าตราสาร ในฐานะผู้รับผิดชอบทั้งตลาดแรกและตลาดรอง ผู้ค้าตราสารอาจจะต้องมีกิจกรรมเสริมเพื่อให้รับความเสี่ยงมากขึ้นไปในการทำหน้าที่ดังกล่าวให้สมบูรณ์ และในขณะเดียวกันก็สามารถทำกำไรได้ด้วย กิจกรรมที่สำคัญนี้ได้แก่ การประกันความเสี่ยง (Hedging) การซื้อคืนและขายคืน (Repo และ Reverse) การทำชอร์ต (Short) การแสวงหากำไรจากส่วนต่างดอกเบี้ย (Arbitrage) และการทำธุรกิจในตลาด

1) การประกันความเสี่ยง (Hedging) การทำหน้าที่เป็นผู้สร้างตลาดหมายความว่าผู้ค้าต้องทำการเสนอซื้อและเสนอขายเป็นประจำ และพร้อมทั้งรับซื้อและรับขาย ณ ราคาที่ตัวเองเสนอ การทำหน้าที่นี้ผู้ค้าตราสารจำเป็นต้องถือตราสารสำรองไว้จำนวนหนึ่ง แต่การกระทำเช่นนั้นอาจนำมาซึ่งความเสี่ยงให้กับผู้ค้าเอง ถ้าหากเกิดความผันผวนทางอัตราดอกเบี้ยขึ้นวิธีหนึ่งที่ลดความเสี่ยงให้กับผู้ค้าได้คือการประกันความเสี่ยง (Hedging) โดยเฉพาะกับอัตราดอกเบี้ย เช่น การทำ Interest-Rate Swap ระหว่างตราสารหนี้ต่างๆ การทำ Short ของตราสารล่องหน้า การทำ Cap กับ Floor ของอัตราดอกเบี้ย เป็นต้น

ตัวอย่างของการใช้ระบบผู้ค้าตลาดแรกกับผู้สร้างตลาดในตลาด Gilt Edged ของอังกฤษ

ตลาดพันธบัตรรัฐบาลของอังกฤษหรือที่เรียกว่า Gilt Edged Market และเรียกสั้นๆ ว่ากิลท์ (Gilts) นั้นถือว่าเป็นตลาดพันธบัตรที่ใหญ่ที่สุดและมีสภาพคล่องมากที่สุดในตลาดของอังกฤษก็ว่าได้ สภาพคล่องในตลาดกิลท์ได้ขยายตัวอย่างรวดเร็วหลังจากมีการปฏิรูปตลาดทุนครั้งใหญ่ขึ้นในประเทศอังกฤษหรือที่เรียกว่า Big Bang เมื่อตุลาคม ค.ศ.1986

เดิมที่ตลาดกิลท์นั้นใช้ระบบนายหน้ารัฐ (Government Broker) รัฐจะทำหน้าที่เป็นผู้รับประกันจำหน่ายและนายหน้าในตลาดซื้อคืนขายคืนพันธบัตร ส่วนในภาคเอกชนนั้นก็ยังมีผู้ทำหน้าที่รับซื้อขายพันธบัตรอยู่พวกนี้จะถูกเรียกว่า Jobber สถาบันที่ทำหน้าที่ Jobber ส่วนใหญ่ไม่ได้ติดต่อซื้อขายกันเอง แต่จะเป็นการซื้อขายกับลูกค้าของตนแทน ทำให้ไม่เกิดตลาดระหว่าง Jobber ขึ้นมาเนื่องจากผู้ค้าบางคนกลัวที่ต้องเปิดฐานะการซื้อขายของตนทำให้ Jobber รายอื่นทราบทิศทางของตลาด สถาบันที่ลงทุนในตลาดกิลท์ขณะนั้นส่วนใหญ่เป็นธนาคารพาณิชย์ หลังจาก Big Bang เป็นต้นมา ได้มีการนำวิธีผู้ค้าตลาดแรก (Primary Dealer) มาใช้กับพันธบัตรรัฐบาลแทนระบบนายหน้ารัฐ

นอกจากนั้นเพื่อเป็นการเพิ่มสภาพคล่องในตลาดรองให้ต่อเนื่อง ตลาดหุ้นลอนดอนได้นำเอาระบบผู้สร้างตลาด (Market Maker) มาใช้ แม้ว่าไม่ได้มีข้อบังคับถึงทุนจดทะเบียนขั้นต่ำของบริษัทที่เป็นผู้สร้างราคาตลาด แต่ดูเหมือนสภาพแวดล้อมยังบังคับให้การดำเนินธุรกิจประเภทนี้จำเป็นต้องมีทุนสูงอยู่ อย่างไรก็ตามธนาคารกลางได้ควบคุมผู้สร้างตลาดโดยใช้สัดส่วนสินทรัพย์เสี่ยงต่อกองทุนโดยพิจารณาจากประเภทของหลักทรัพย์ที่ถืออยู่เพื่อป้องกันความเสี่ยง (Credit Risk) ที่อาจจะเกิดจากผู้ซื้อหรือผู้ขายไม่สามารถทำตามข้อตกลงกัน

หน้าที่หลักของผู้สร้างตลาดในตลาดคือการเสนอราคาซื้อและราคาขายพร้อมกัน 2 ด้าน และพร้อมที่จะทำการซื้อขายกัน ณ ราคาที่เสนอนั้น นอกจากนี้ธนาคารกลางของประเทศอังกฤษเองก็อยากให้เห็นหน้าที่ของผู้สร้างตลาดนั้นตอบสนองทั้งการซื้อขายแบบจำนวนมาก (Wholesale) พร้อมกับการซื้อขายทั่วไป (Retail) ด้วย แม้ว่าจะไม่ได้ออกเป็นกฎบังคับโดยตรง แต่ในทางปฏิบัติส่วนใหญ่มูลค่าของการซื้อขายทั่วไปจะอยู่ประมาณร้อยละ 1 ของมูลค่าทั้งหมด

ตารางเปรียบเทียบสภาพคล่องก่อนและหลังการนำระบบผู้สร้างราคามาใช้

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

Source : CSO

2) การซื้อคืนและขายคืน (Repo และ Reverse) การทำข้อตกลงในการซื้อหลักทรัพย์คืนหรือที่เรียกว่า Repo (Repurchase Agreement) เป็นข้อตกลงระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายซึ่งผู้ขายหลักทรัพย์ยินยอมที่จะซื้อหลักทรัพย์คืน ณ ราคาและเวลาที่ตกลงกันไว้ ตรงกันข้ามกับ ข้อตกลงในการขายคืนซึ่งเป็นข้อตกลงที่ผู้ซื้อยินยอมขายคืน วิธีซื้อคืน (Repo) เป็นการกู้เงิน วิธีหนึ่งโดยนำหลักทรัพย์ไปเป็นประกัน อัตราดอกเบี้ยที่ผู้ค้าเสียก็ไม่สูงในขณะที่วิธีขายคืน (Reverse) เป็นวิธียืมหลักทรัพย์ในตลาดซื้อคืน ผู้ค้าตราสารจะทำหน้าที่หาลูกค้าที่จะมาใช้บริการกู้เงินในลักษณะซื้อคืน (Repo) และทำหน้าที่หาลูกค้าที่ต้องการให้เป็นผู้ให้ยืมตราสาร (Reverse) ในตลาดซื้อขายคืน โดยทั่วไปผู้ค้าจะไม่เข้าไปเป็นผู้ทำการซื้อคืนและขายคืนในขณะเดียวกัน เพราะต้องเปิดบริการอีกด้านหนึ่งไว้ให้ลูกค้าเข้ามาทำการซื้อคืน หรือขายคืน

ตัวอย่างเช่น ผู้ค้าจะขอยืมเงินจากลูกค้า (Repo) ณ อัตราที่ตกลงกัน แล้วก็นำไปให้กู้ยืมแก่ลูกค้าที่ทำ (Reverse) ในอัตราที่สูงกว่าอัตราข้างต้นเล็กน้อย การทำธุรกิจลักษณะนี้คล้ายกับการทำธุรกิจธนาคารที่ระดมเงินฝากมาแล้วนำไปปล่อยกู้่อีกที หรือทำหน้าที่ในการเป็นสถาบันการเงินตัวกลาง (Financial Intermediary)

ดังนั้น เราอาจกล่าวได้ว่าผลตอบแทนของผู้ค้าในตลาดซื้อคืน คือ ส่วนต่างของดอกเบี้ยที่การขอซื้อในตลาดซื้อคืนและไปให้กู้ยืมในตลาดขายคืน และผลตอบแทนจะยิ่งสูงขึ้น เมื่อผู้ค้าทำการขอซื้อระยะสั้นและให้กู้ระยะยาว

3) การทำ Short ในที่นี้หมายถึง การขายตราสารที่ตัวเองไม่ได้เป็นเจ้าของด้วยการขอซื้อผู้อื่นอย่างเป็นทางการ ส่วน Long นั้น ตรงกันข้ามกับ Short

วิธีการทำ Short ที่ถูกต้องตามกฎหมายสามารถทำได้ 2 วิธีคือ

- การขอยืมตราสารในลักษณะทำสัญญาขายคืน (Reverse) หรือวิธีขายคืนตราสาร
- การขอยืมตราสารโดยมีหลักทรัพย์อื่นมาค้ำประกัน (Collateral) หรือวิธีกู้ตราสาร

วิธีแรกจะมีระยะเวลาการยืมที่แน่นอน ส่วนวิธีที่สองจะมีระยะเวลาไม่แน่นอนแล้วแต่ผู้ให้ยืม จะเรียกคืนซึ่งเหมือนกับ Call Loan ประเภทหนึ่ง

ผู้ค้าตราสารมีแนวโน้มที่ใช้วิธีขายคืนตราสาร (Reverse) ในตราสารหนี้ที่จะทำ Short มากกว่าการใช้วิธีขอซื้อตราสาร เนื่องจากในการกู้ตราสารผู้ค้าตราสารนั้นต้องทิ้งตราสารประเภทอื่นไว้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน และต้องจ่ายค่าธรรมเนียมการกู้ยืมอีกด้วยจึงอาจแพงกว่าการใช้วิธีขายคืนสำหรับการใช้วิธีขายคืน (Reverse) ผู้ค้าตราสารจะได้รับตราสารที่ทำ Short ด้วยการยืมจากผู้ลงทุนพร้อมกับสัญญาที่ขายให้ภายหลัง ผลที่ตามมาคือผู้ค้าสามารถกู้เงินจากเจ้าของตราสาร ซึ่งผู้ลงทุนจะได้รับกำไรในรูปของส่วนต่างของราคาขายและราคาซื้อคืนที่ตกลงกัน

ผู้ค้าที่ใช้วิธีการกู้ตราสารเพื่อทำการ Short นั้น ผู้ค้าไม่รู้ระยะเวลาแน่นอนที่จะสามารถถือตราสารนั้นไว้นานเท่าใด เพราะผู้ให้ยืมอาจเรียกคืนได้ทุกเมื่อแต่ถ้าในกรณีที่ผู้ค้าทำการขายคืน ผู้ค้าจะรู้ล่วงหน้าเกี่ยวกับระยะเวลาในการถือหลักทรัพย์นั้น

ไม่ว่าผู้ค้าจะทำวิธีใดก็ตามต้นทุนของผู้ค้าย่อมเกิดขึ้น อย่างเช่นในกรณีของการกู้ก็ต้องนำหลักทรัพย์ไปค้ำประกัน หรือกรณีทำการขายคืนก็ต้องถือว่าเป็นการกู้เงิน ฉะนั้นผลตอบแทนของการทำ Short นั้น ควรสูงกว่าและคุ้มกว่าการ

ขอยืมหรือการขายคืน แต่ในความจริงการทำ Short ในตราสารหนี้ของผู้ค้าตราสารอาจทำได้ไม่ง่ายอย่างหุ่นสามัญเนื่องจาก

ประการแรก ผู้ค้าสามารถจะกระทำ Short ได้เฉพาะกับหลักทรัพย์ที่มีลักษณะเหมือนกัน อย่างเช่น พันธบัตรรัฐบาลหรือพันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่มีชื่อ ขนาด และอายุการไถ่ถอนเหมือนกัน ส่วนตราสารหนี้อื่นที่มีลักษณะไม่เหมือนกันจะทำ Short ได้ยาก

ประการที่สอง การทำ Short อาจมีต้นทุนที่แฝงอยู่ตลอดเวลาถ้าหากเกิดการคาดคะเนตลาดผิดพลาด นอกจากนั้นการหาตราสารหนี้มาทดแทนไม่ใช่เรื่องง่ายเหมือนกับการทำ Short หุ่น

ประการสุดท้าย กฎหมายห้ามทำ Short ในหลักทรัพย์ทุกประเภทซึ่งครอบคลุมตราสารหนี้ด้วย

4) การหากำไรจากส่วนต่างดอกเบี้ย (Arbitrage)

ผลตอบแทนของผู้ค้าตราสารอีกรูปแบบหนึ่งคือการหากำไรจากส่วนต่างของดอกเบี้ย ซึ่งหมายความว่า ซื้อในราคาตลาดหนึ่งแล้วนำไปขายในอีกตลาดหนึ่งที่มีราคาสูงกว่า ขนาดของความแตกต่างส่วนใหญ่จะไม่สูงนัก ส่วนใหญ่คิดกันเป็นเพียง Basis Point เท่านั้น แต่อาศัยปริมาณมากเป็นหลัก

นอกจากความแตกต่างของดอกเบี้ยในแต่ละตลาดแล้วการหากำไรจากส่วนต่างดอกเบี้ยยังมีอีกลักษณะหนึ่ง คือ การหากำไรในกรณีที่ เกิดเหตุการณ์ไม่ปกติ (Anomaly) ไม่ว่าจะเป็นใน Yield Curve หรือความแตกต่างในอัตราดอกเบี้ยท่ามกลางตราสารต่างๆ อย่างเช่น เมื่อตราสารสองอย่างเกิดมีอัตราดอกเบี้ยที่แตกต่างกัน เช่น กว้างไปก็จะทำ Short ตราสารที่ราคาแพงแล้วจะ

ทำการ Long ในตราสารที่ราคาถูกกว่าและเมื่อมีการหากำไรจากส่วนต่างดอกเบี้ยข้างต้น ผลที่ตามมาคือ แนวโน้มของความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยเริ่มน้อยลง ตราสารที่มีราคาแพง จะเริ่มถูกลง หรือตราสารที่ราคาถูกจะเริ่มแพงขึ้น ลักษณะของการหากำไรจากส่วนต่างของดอกเบี้ยเกิดจากความแตกต่างของดอกเบี้ยอาจมีได้ 2 แบบ คือ

- ตราสารเหมือนกันแต่อายุการไถ่ถอนต่างกัน

- ตราสารที่ต่างกันแต่อายุการไถ่ถอนเหมือนกัน

ความแตกต่างของผู้ค้าตราสารที่เป็นผู้หากำไรจากส่วนต่างดอกเบี้ย (Arbitrager) กับผู้เก็งกำไร (Speculator) จะอยู่ที่ความเสี่ยง ผู้ค้าตราสารที่หากำไรจากส่วนต่างดอกเบี้ยจะไม่มีความเสี่ยงทางด้านตลาด (Market Risk) มากนัก ถ้าดอกเบี้ยสูงขึ้นการขาดทุนจากการทำ Long จะได้รับการชดเชยด้วยการทำกำไรจากการทำ Short ในทางตรงกันข้ามถ้าอัตราดอกเบี้ยลดลงผู้ค้าก็จะทำการขายคืน (Reverse) ในกรณีเช่นนี้ การหากำไรจากส่วนต่างของดอกเบี้ยจึงไม่ได้ขึ้นอยู่กับการทำนายทิศทางอัตราดอกเบี้ยเท่าใดนักจะขึ้นอยู่กับว่าการขึ้นลงของอัตราดอกเบี้ย ณ ปัจจุบัน มีผลอย่างไรกับช่วงห่างของผลตอบแทนในตราสารต่าง ๆ

แม้ว่าการหากำไรจากส่วนต่างๆ ของผู้ค้าตราสารจะไม่ได้เกี่ยวข้องกับความเสี่ยงทางด้านตลาดเท่าใดนัก ด้วยเหตุที่ว่าเป็นการซื้อและขายในขณะเดียวกัน แต่เนื่องจากผู้ค้าส่วนต่างต้องทำนายความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ย สิ่งนี้จึงเป็นความเสี่ยงของผู้ค้าส่วนต่าง ถ้าผู้ค้าคาดว่าส่วนต่างดอกเบี้ยจะเหลื่อมล้ำกันมากขึ้นแต่ที่จริงมันเหลื่อมล้ำกันน้อยลง ผู้ค้าก็อาจจะขาดทุนได้

4. ข้อบังคับของการเป็นผู้ค้าตราสาร

ผู้ค้าตราสารก่อนข้างมีบทบาทมากในตลาดตราสารหนี้ไม่ว่าจะเป็นเรื่องการขายตราสารที่ออกครั้งแรก การสร้างสภาพคล่องของตลาดรอง ตลอดจนการสร้างสรรคตราสารใหม่ๆ จึงมีผลต่อการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินหรือแม้กระทั่งการดำเนินนโยบายการเงินของรัฐบาลทางด้าน Open Market Operation จำเป็นต้องผ่านผู้ค้าตราสารเป็นหลัก เรียกได้ว่าผู้ค้าตราสารเป็นกลไกสำคัญในการสร้างตลาดตราสารขึ้น ข้อบังคับของสถาบันที่จะเป็นผู้ค้าจึงต้องถูกกำหนดขึ้น คุณสมบัติของการเป็นผู้ค้าในประเทศต่างๆ ที่กำหนดมาโดยผู้ควบคุม (Regulators) ส่วนใหญ่มีดังต่อไปนี้

- เป็นสถาบันการเงิน โดยทั่วไปประเทศต่างๆ ไม่เปิดกว้างให้บุคคลใดๆ เป็นผู้ค้าได้ เนื่องจากการทำธุรกิจประเภทนี้ต้องอาศัยความชำนาญและความต่อเนื่องของธุรกิจด้วย ทางการจึงได้เปิดกว้างเฉพาะสถาบันการเงินอย่างธนาคารพาณิชย์และบริษัทพาณิชย์ธุรกิจ ประเทศที่เป็นศูนย์กลางการเงินจะอนุญาตให้สถาบันการเงินต่างประเทศเข้ามาเป็นผู้ค้าตราสารได้ด้วย

- มีจำนวนทุนเพียงพอ ในระบบผู้ค้าเกื้อหนุน (Dealer Sponsorship) นั้นผู้ค้าตราสารบางครั้งอาจต้องเป็นผู้ลงทุนตนเอง ถ้าหากหาผู้ลงทุนไม่ได้ และต้องมีเงินทุนเพียงพอที่ทำการซื้อขายเป็นประจำ เพื่อสร้างสภาพคล่องให้แก่ตราสารนั้น โดยเฉพาะการเป็นผู้ค้าตลาดแรก (Primary Dealer) ในหลักทรัพย์รัฐบาล

จำเป็นต้องมีเงินทุนที่มากพอสมควร ในการทำหน้าที่เป็นผู้สร้างราคา(Market Maker)

- รายงานแสดงการซื้อขายให้ทางการเป็นประจำ ผู้ค้าตราสารต้องส่งรายงานการซื้อขายให้ทางการเป็นประจำ

- ปฏิบัติตามกฎหมายเกณฑ์การซื้อขาย เนื่องจากในประเทศที่พัฒนาแล้วตลาดซื้อคืนและขายคืนดำเนินการโดยเอกชนอาจจะเกิดความเสี่ยงขึ้นมาได้ ถ้าหากไม่มีกฎระเบียบมาตรฐานเป็นแนวทาง (Code of Conduct) รัฐจึงได้กำหนดแนวทางไว้สำหรับการซื้อขายของผู้ค้า โดยเฉพาะในตลาด Repo และ Reverse อาทิ ในการซื้อขาย Repo ผู้ค้าตราสารต้องส่งสัญญาไปให้ลูกค้าดูก่อน หลังจากตกลงการซื้อขายกันเรียบร้อยแล้ว ก็ต้องส่งหลักฐานการยืนยันการซื้อขายนั้นด้วย

5. แนวโน้มผู้ค้าตราสารในประเทศไทย

ก่อนที่จะเราจะพิจารณาถึงแนวโน้มของการพัฒนาการค้าตราสารขึ้นในประเทศไทย คงต้องพิจารณาโครงสร้างในปัจจุบันของผู้ค้าตราสารอันได้แก่

- นิยามของผู้ค้าตราสาร
- บุคคลใดบ้างที่เป็นผู้ค้าตราสาร และ
- ผู้ค้าตราสารที่เป็นอยู่ในปัจจุบันมีลักษณะอย่างไร

ตาม พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ถือว่า ธุรกิจการค้าหลักทรัพย์ เป็นธุรกิจภายใต้การควบคุมของทางการ และได้นิยามการค้าหลักทรัพย์ไว้ดังนี้

“การค้าหลักทรัพย์ หมายความว่า การซื้อ ขาย หรือแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ในบทบาทของตนเอง เป็นทางการค้าปกติโดยกระทำนอกตลาดหลักทรัพย์หรือศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์”

ขณะเดียวกันได้นิยามคำว่าหลักทรัพย์ว่าครอบคลุมถึงตราสารหนี้ทุกประเภทยกเว้นบัตรเงินฝาก (CDs) ไม่ว่าจะเป็นของเอกชนหรือรัฐบาลก็ตาม หมายความว่า การเป็นผู้ค้าตราสารหนี้ (Dealer) นอกตลาดหลักทรัพย์ หรือศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์จำเป็นต้องมีใบอนุญาตค้าหลักทรัพย์

ในปัจจุบัน สถาบันที่มีใบอนุญาตค้าหลักทรัพย์นั้นจะจำกัดอยู่แค่บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ หรือบริษัทหลักทรัพย์เท่านั้น ใบอนุญาตนี้เป็นผลพวงมาจากการประกอบธุรกิจด้านหุ้นเป็นหลักมากกว่า

อย่างไรก็ตาม ใบอนุญาตค้าหลักทรัพย์นี้ได้ครอบคลุมเฉพาะการทำหน้าที่เสนอซื้อและเสนอขายในตลาดรองเท่านั้น หน้าที่ในตลาดแรกของผู้ค้าตราสารนั้นยังต้องพึงใบอนุญาตการรับประกันจัดจำหน่ายในพระราชบัญญัตินี้ ดังนั้นการทำหน้าที่เป็นผู้ค้าตราสารได้ครบถ้วน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ หรือบริษัทหลักทรัพย์จำเป็นต้องมีใบอนุญาตทั้งสองอย่างคือทั้งค้าหลักทรัพย์และจัดจำหน่ายหลักทรัพย์

นอกจากนี้ธนาคารแห่งประเทศไทย ได้เปิดกว้างให้บริษัทเงินทุนสามารถทำธุรกิจด้านตราสารหนี้ได้โดยอนุญาตเป็นการทั่วไปในการทำธุรกิจเกี่ยวกับการดูแลและเก็บรักษาตราสารหนี้ และเป็นตัวแทนการจำหน่าย ส่วนธุรกิจการจัดการออกจัดจำหน่ายและค้าตราสารแห่งหนี้ต้องขออนุญาตต่อรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังและต้องมีเงินกองทุนไม่ต่ำกว่า 500 ล้านบาท สินทรัพย์ไม่ต่ำกว่า 5,000 ล้านบาท และมีผลกำไรติดต่อกันไม่ต่ำกว่า 5 ปี พร้อมด้วยการบริหารที่มีประสิทธิภาพ

การควบคุมสถาบันการเงินประเทศไทยในการทำธุรกิจทางด้านตราสารหนี้ยังเป็นลักษณะ

2 ชั้นอยู่ ธนาคารแห่งประเทศไทยนั้นจะเป็นผู้ควบคุมสถาบันการเงินอย่างธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุนและบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ แต่สำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เป็นผู้ดูแลธุรกิจตราสารหนี้ ฉะนั้นการที่สถาบันเหล่านี้จะสามารถทำธุรกิจทางด้านตราสารหนี้ได้นั้น ชั้นแรกธนาคารแห่งประเทศไทยต้องออกประกาศกฎเกณฑ์การอนุญาตก่อน และเมื่อสถาบันการเงินเหล่านั้นผ่านขบวนการเรียบร้อยแล้ว ชั้นที่สอง ถ้าหากยังไม่ได้รับอนุญาตทางด้านค้าหลักทรัพย์และจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ก็ต้องไปขอใบอนุญาตที่คณะกรรมการ กำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) อีกชั้นหนึ่ง

นอกจากบริษัทเงินทุนแล้ว ธนาคารแห่งประเทศไทย ยังอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ทำธุรกิจด้านตราสารหนี้ที่ครอบคลุม “ธุรกิจการจัดการออก (Arranging) การจัดจำหน่าย (Underwriting) และการค้าตราสารแห่งหนี้ (Market Making)” ธนาคารพาณิชย์ที่ทำธุรกิจเหล่านี้ต้องมีเงินกองทุนสุทธิไม่ต่ำกว่า 1 พันล้านบาท

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

กลุ่มแรก คือ บริษัทหลักทรัพย์และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์

กลุ่มที่สอง คือ สถาบันการเงินที่มีศักยภาพ ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน ซึ่งเป็นสถาบันที่ธนาคารแห่งประเทศไทยดูแลอยู่ สถาบันเหล่านี้ได้รับอนุญาตให้เป็นผู้ค้าได้ แต่ต้องขอใบอนุญาตการค้าหลักทรัพย์และจัดจำหน่ายหลักทรัพย์จาก ก.ล.ต. อีกที

อย่างไรก็ดีแม้ว่าทางการมีนโยบายเปิดโอกาส

ให้เกิดผู้ค้าตราสารหนี้ในประเทศ แต่การสร้างสภาพแวดล้อมที่ทำให้เกิดผู้ค้าตราสารนั้นเป็นสิ่งจำเป็นซึ่งประกอบด้วย

- การสร้างผู้ค้าตราสารรัฐบาลที่เรียกกันว่าผู้ค้าตลาดแรก (Primary Dealer) ขึ้นมาก่อน ผู้ค้าตราสารประเภทนี้ทำหน้าที่ดูแลตลาดแรกและตลาดรองให้กับหลักทรัพย์รัฐบาล ซึ่งจะเป็ปัจจัยดึงดูดให้ตราสารภาคเอกชนหันมาใช้ระบบผู้ค้าเช่นกันและที่สำคัญคือ อัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรรัฐบาลจะต้องสะท้อนถึง Competitive Bid เพื่อเป็น Benchmark ให้แก่ตราสารภาคเอกชนด้วย

- สร้างตลาดระหว่างผู้ค้า (Interdealer) ขึ้นมา หมายความว่า การซื้อขายในตลาดซื้อคืนและขายคืน (Repo และ Reverse) ต้องใช้ระบบนายหน้าระหว่างผู้ค้า (Interdealer Broker) และนายหน้าตลาดเงิน (Money Broker) ไม่ใช่รัฐเป็นผู้ทำหน้าที่นายหน้า (Government Broker) คอยจับคู่ราคาซื้อขายจากผู้ค้าให้ หน้าที่นี้ควรเป็นของภาคเอกชน รัฐควรจำกัดขอบเขตหน้าที่เฉพาะการให้ความสะดวกในการตัดบัญชีและวางกฎเกณฑ์การซื้อขายให้ภาคเอกชนแทน

- สนับสนุนให้เกิดการทำ Repo และ Reverse มากขึ้นภายใต้ความเสี่ยงทางด้าน Credit Risk น้อยที่สุด เพื่อเพิ่มสภาพคล่องในตลาดรอง การสนับสนุนให้เกิดการทำ Repo และ Reverse

มากขึ้นอาจจำเป็นต้องอาศัยสภาพแวดล้อมต่างๆ ขึ้นมา เช่น มีผู้ค้าตลาดแรก (Primary Dealer) ในพันธบัตรรัฐบาลเป็นหลักก่อน แล้วจึงมีตลาดระหว่างผู้ค้าโดยมีธนาคารทำหน้าที่ Clearing และ Custodian ให้ เป็นต้น

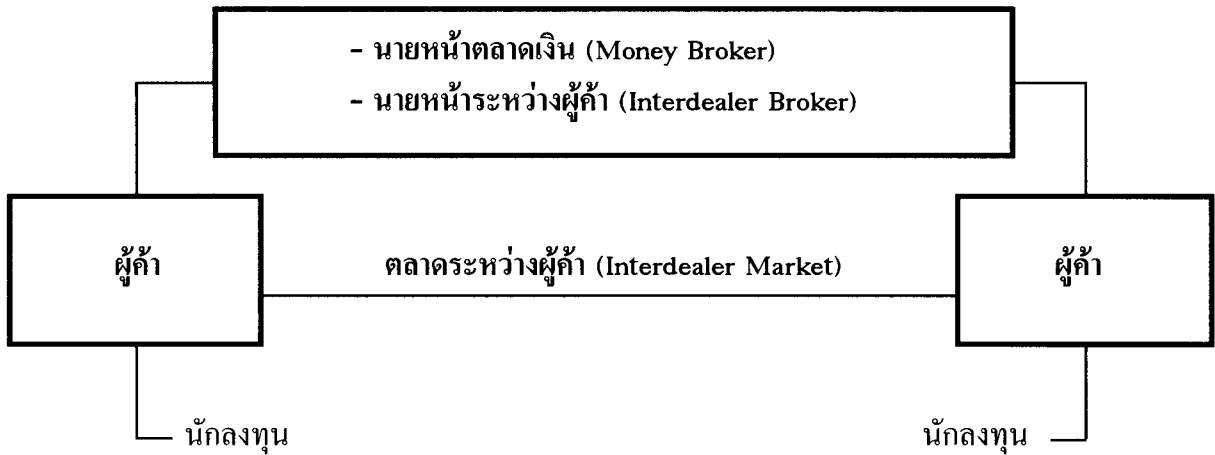
- ลดต้นทุนในการเปลี่ยนมือ (Transaction Cost) ของตราสารหนี้ โดยเฉพาะการยกเลิกเรื่องภาษี Capital Gain Tax ของตราสารประเภทหน้าตัวคิดลด ยกเลิกการใช้ระบบภาษี Withholding Tax รวมทั้งยกเลิกการใช้ระบบค่านายหน้าคงที่ (Fixed Commission) สำหรับตราสารหนี้ในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งค่านายหน้าควรผันแปรตามมูลค่าและระยะเวลาการไถ่ถอนตราสารนั้นเป็นหลัก

- ลดกฎเกณฑ์และอุปสรรคที่ให้นักการพาณิชย์เข้ามาเป็นผู้ค้าตราสารหนี้ ธนาคารพาณิชย์จะเป็นสถาบันที่สำคัญในการสร้างสิ่งอำนวยความสะดวกในการออกตราสารได้ดี เช่น NIF และ RUF เป็นต้น

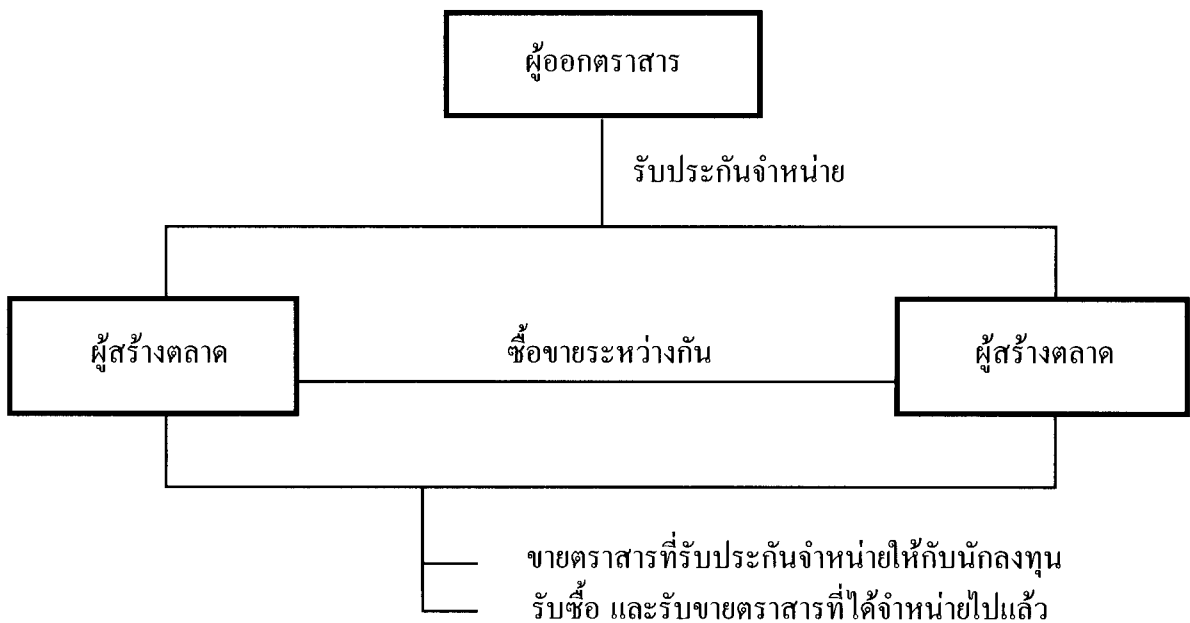
- เปิดกว้างให้สถาบันการเงินต่างประเทศเข้ามาเป็นผู้ค้าตราสารได้ เพื่อเป็นการเพิ่มสภาพคล่องให้ตลาดตราสารมากขึ้น

ทั้งหมดที่กล่าวมาข้างต้นจะเป็นการสร้างแวดล้อมเบื้องต้นที่สามารถทำให้เกิดระบบผู้ค้าที่พึงประสงค์ได้

รูปที่ 1 ตลาดของผู้ค้าตราสาร



รูปที่ 2 บทบาทของผู้สร้างตลาด (Market Maker) ในตลาดแรกและตลาดรองของตราสารหนี้



นายหน้าในตลาดเงิน (Money Market Broker) : แนวความคิด

กอบชัย ฉิมกุล

1. ความเป็นมา

ภายใต้กลไกการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจ ระบบการเงินเปรียบเสมือนน้ำมันหล่อลื่นให้ เครื่องยนต์ของเศรษฐกิจเดินเคลื่อนไปได้อย่าง สมดุล การขยายตัวทางเศรษฐกิจที่สูงแต่ขาด พื้นฐานของระบบการเงินที่ดีอาจนำไปสู่ความ ล้มเหลวทางเศรษฐกิจได้

ในระยะ 5 ปีที่ผ่านมา ประเทศไทยมีอัตรา การขยายตัวทางเศรษฐกิจโดยเฉลี่ยร้อยละ 10 ต่อปี ซึ่งนับว่าเป็นการขยายตัวในอัตราที่สูงเมื่อเทียบกับ ประเทศที่กำลังพัฒนาอื่นๆ อย่างไรก็ตาม ขณะที่เศรษฐกิจการผลิตเติบโตอย่างรวดเร็ว ใน ทางการเงินก็จำเป็นจะต้องมีการปรับตัวให้ สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นทั้งนี้เพื่อ รองรับการเปลี่ยนแปลงจากภายนอกทั้งทางด้าน การค้า การผลิต และการบริโภคภายในประเทศ ที่ขยายตัวอย่างต่อเนื่อง

องค์ประกอบที่สำคัญของระบบการเงินคือ ตลาดการเงินอันประกอบไปด้วยตลาดทุนและ

ตลาดเงินอันเป็นหัวใจของการพัฒนาระบบการเงิน ตลาดทุนของประเทศไทยในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา ได้ขยายตัวค่อนข้างสูงและได้รับการพัฒนาไป ค่อนข้างมาก ขณะที่ตลาดเงินดูเหมือนจะถูก ละเลยให้เป็นที่ไปตามกลไกที่เป็นอยู่เมื่อเทียบกับการพัฒนาตลาดทุน

ปัจจัยที่สำคัญประการหนึ่งในการทำให้ ตลาดเงินประสบความสำเร็จคือ ผู้มีบทบาท ต่างๆ (Player) ในตลาดเงินที่ทำหน้าที่ แต่ละด้านของตนให้มีประสิทธิภาพที่สุด ผู้ที่มี บทบาทสำคัญตัวหนึ่งในตลาดเงินที่พัฒนาแล้วคือ นายหน้าในตลาดเงิน (Money Market Broker) ซึ่งดูเหมือนในประเทศไทยยังไม่ได้พัฒนาไปเท่า ที่ควร ทั้งนี้เป็นผลมาจากหลายสาเหตุด้วยกัน เช่น จำนวนสถาบันการเงินในตลาดเงินมีอยู่น้อย ธุรการนี้ระยะสั้นได้รับการพัฒนาไม่มากนัก ระบบกฎหมายและภาษีอากรยังไม่เอื้ออำนวย เท่าที่ควร เป็นต้น ฉะนั้นวัตถุประสงค์ของ เอกสารนี้คือ ศึกษาถึงความหมายและบทบาท ของนายหน้าในตลาดเงิน

2. ลักษณะของตลาดเงิน (Money Market)

ก่อนที่จะกล่าวถึงความหมายและหน้าที่ของนายหน้าในตลาดเงิน (Money Market Broker) ใคร่ขอทำความเข้าใจถึงลักษณะของตลาดเงินก่อน ดังนี้

ตลาดเงิน (Money Market) คือ ตลาดสำหรับการซื้อขายเงินระยะสั้น โดยปกติระยะเวลาที่ซื้อขายจะไม่เกิน 1 ปี อย่างไรก็ตาม ลักษณะของตลาดเงินจะแตกต่างไปจากตลาดหุ้น (Stock Market) อยู่หลายประเด็น เช่น สถานที่ กฎเกณฑ์ ลักษณะการซื้อขายเงิน เป็นต้น ลักษณะของตลาดเงินที่สำคัญมี 4 ประการดังต่อไปนี้

- ตลาดเงินไม่ได้มีตลาดเดียว ตลาดเงินประกอบไปด้วยตลาดหลายประเภทแตกต่างกันไปตามเครื่องมือของตราสารที่ซื้อขายและสถานที่ ดังนั้นเมื่อกล่าวถึงตลาดเงินเราจะหมายถึงตลาดทั้งหมดโดยรวม

- ตลาดเงินเป็นการซื้อขายเงินจำนวนมาก จนอาจจะเรียกได้ว่าเป็นตลาดขายส่ง (Wholesale Market) ผู้ที่ทำการซื้อขายเงินส่วนใหญ่เป็นสถาบัน และจำเป็นต้องอาศัยความชำนาญเป็นพิเศษ จึงไม่น่าแปลกใจที่นักลงทุนทั่วไปไม่สามารถเข้าไปได้ ยกเว้นลงทุนผ่านกองทุนเปิดตลาดเงิน (Money Market Mutual Fund)

- การซื้อขายตลาดเงินอาศัยความเชื่อถือเป็นหลัก การซื้อขายส่วนใหญ่มีมูลค่าสูงแต่การติดต่อกลับใช้โทรศัพท์เป็นหลัก คำพูดที่ใช้ติดต่อกันจึงจำเป็นต้องได้รับความเชื่อถือซึ่งกันและกัน เมื่อเกิดการผิดพลาดขึ้นการแก้ไขความผิดพลาดดังกล่าว จะต้องนำความเป็นธรรมสู่ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง

- ลักษณะสุดท้ายของตลาดเงิน คือ เป็นตลาดที่ได้รับการควบคุมน้อยกว่าตลาดหุ้นโดย

อาศัยความเชื่อถือของแต่ละสถาบันเป็นหลัก อย่างไรก็ตามก็ดีตลาดเงินในบางประเทศได้พัฒนากฎเกณฑ์การปฏิบัติขึ้นเพื่อเป็นบรรทัดฐานในการซื้อขายเงินรวมทั้งกรณีที่เกิดความผิดพลาดขึ้น กฎเกณฑ์ที่ใช้ปฏิบัติเรียกว่า Code of Conduct ซึ่งส่วนใหญ่กลุ่มสถาบันการเงินจะเป็นผู้ตกลงกันเอง สำหรับตลาดเงินที่มีนายหน้าเป็นตัวกลางมีอยู่ด้วยกัน 2 ตลาดใหญ่ๆ คือ

- 1) ตลาดเงินระหว่างธนาคาร หรือที่เรียกกันว่าตลาดอินเตอร์แบงก์ (Interbank Market) ตลาดนี้เป็นลักษณะของการกู้ยืมระหว่างธนาคารส่วนใหญ่เป็นการกู้ยืมที่ไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Clean Loan) มากกว่ามีหลักทรัพย์ค้ำประกัน และมีระยะเวลาที่สั้น ตลาดเงินประเภทนี้ได้แก่ การกู้ยืมข้ามวัน (Overnight) ของธนาคารพาณิชย์ อย่างไรก็ตามในปัจจุบันอาจจำแนกออกได้เป็นตลาดเงินระหว่างธนาคารประเภทไม่มีกำหนดเวลา (Call Loan Interbank) และประเภทมีกำหนดระยะเวลา (Term Loan Interbank)

- 2) ตลาดเงินระหว่างผู้ค้า (Interdealer Market) ผู้ค้าตราสาร (Dealer) ในตลาดเงินหมายถึงผู้ซื้อลด หรือขายลดตราสารหนี้จากประชาชนทั่วไปหรือจากผู้ค้าด้วยกันเพื่อผลประโยชน์ของตัวเองหรือเป็นตัวการ (Principal) นั่นเอง โดยทั่วไปในตลาดเงินผู้ค้าตราสาร (Dealer) เป็นสถาบันการเงินที่ซื้อลดตราสารการเงิน (Discount House) เมื่อเป็นเช่นนี้ตลาดเงินระหว่างผู้ค้า คือ การซื้อขายเงินหรือตราสารระหว่างผู้ค้าหรือ Discount House ตัวอย่างของตราสารได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล ตั๋วเงินบัตรเงินฝาก เป็นต้น สาเหตุที่ทำให้เกิดการซื้อขายเงินหรือตราสารหนี้ระหว่างผู้ค้ามีอยู่ด้วยกัน 2 ประการ คือ สภาพคล่องของผู้ค้าแต่ละรายแตกต่างกันและการทำกำไรจากส่วนต่างดอกเบี้ยระหว่างผู้ค้าแต่ละราย (Arbitrage)

3. ความหมายและหน้าที่ของนายหน้าในตลาดเงิน

นายหน้าในตลาดเงิน (Money Market Broker) หมายถึง ผู้ที่ทำหน้าที่เป็นตัวกลาง (Intermediary) ระหว่างผู้ซื้อเงินกู้กับผู้ขายเงินกู้ หรือกล่าวได้อีกอย่างว่าเป็นตัวกลางในตลาดเงินนั่นเอง โดยลักษณะตลาดเงินเป็นอย่างไรนั้นได้กล่าวไปแล้ว ผลตอบแทนของนายหน้าจะอยู่ในรูปค่าคอมมิชชั่น สินค้าที่ทำการซื้อขายกันคือเงินกู้ซึ่งอาจเป็นรูปของการกู้ยืมโดยไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน หรืออาจเป็นในรูปของตราสารก็ได้

นายหน้าในตลาดเงินไม่สามารถซื้อหรือขายเงินกู้เพื่อตัวเองได้ (Take Position) เพื่อเป็นการหลีกเลี่ยงความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict Of Interests) เพราะการเป็นนายหน้าจะไม่ได้ผลประโยชน์จากส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและเสนอขาย แต่จะได้รับในรูปค่าคอมมิชชั่นซึ่งอิงกับมูลค่าเงินกู้ที่ซื้อขาย ตรงกันข้ามกับคำว่า “ผู้ค้าตราสาร (Dealer) ที่หมายถึง ผู้ทำหน้าที่เป็นตัวกลาง (Principal) ซื้อและขายเงินกู้เพื่อตัวเอง (Own Account)”

ฉะนั้นหน้าที่หลักของนายหน้าในตลาดเงินคือ นำผู้ซื้อและผู้ขายเงินกู้มาพบกัน หน้าที่ของนายหน้าแก่ลูกค้าในตลาดเงินยังครอบคลุมถึงการให้บริการข้อมูลด้านราคา หรือดอกเบี้ยในการเสนอซื้อเงินกู้และเสนอขายเงินกู้รวมทั้งข้อมูลที่เกี่ยวข้องอื่นๆ ด้วย เมื่อเป็นเช่นนี้หัวใจของบริการนายหน้าคือ ความรวดเร็วและถูกต้อง

ในการทำหน้าที่เป็นตัวกลางในตลาดเงินของนายหน้า ต้องเป็นตัวแทนในการเสนอราคาซื้อหรือขาย จึงอาจเกิดความผิดพลาดในการเสนอราคาได้ ซึ่งถ้าเกิดขึ้นจากความผิดพลาดของนายหน้าเอง นายหน้าจะต้องรับผิดชอบใน

จำนวนที่ก่อให้เกิดความเสียหาย อย่างไรก็ตามกรณีที่เกิดความผิดพลาดในการชำระหนี้เนื่องจากผู้ซื้อหรือผู้ขายเงินกู้ไม่ได้ทำตามเวลาและจำนวนเงินที่ตกลงกันไว้ กรณีเช่นนี้นายหน้าไม่ต้องรับผิดชอบ เพราะเป็นเรื่องของผู้ซื้อหรือผู้ขายเอง แม้ว่าจะเกิดจากการเรียกร้องให้นายหน้าเป็นผู้รับผิดชอบก็ตาม ตามกฎหมายนั้นถือว่านายหน้าเป็นตัวแทน (Agent) ไม่ใช่ตัวกลาง (Principal) หรือผู้ซื้อขายเงินกู้ ดังนั้นจึงเป็นสาเหตุให้ต้องมีบริษัทกลางสำหรับดูแลการชำระหนี้ และส่งมอบหลักทรัพย์

4. ประเภทของนายหน้าในตลาดเงิน

นายหน้าในตลาดเงินมีอยู่ด้วยกัน 2 ประเภทคือ

1) **นายหน้าที่เปิดเผยชื่อลูกค้า (Traditional Broker)** นายหน้าประเภทนี้จะเสนอ ราคาเสนอซื้อหรือราคาเสนอขาย พร้อมกับชื่อผู้เสนอซื้อหรือผู้เสนอขาย หรือในอีกกรณีคือให้ผู้เสนอขายบอกชื่อผู้ที่ตนยอมรับและไม่ยอมรับในการซื้อขาย นายหน้าจะได้ทราบว่ามีผู้ซื้อหรือผู้ขายชอบทำธุรกิจกับใครบ้าง และหลีกเลี่ยงที่จะทำธุรกิจกับใครอันเป็นประโยชน์ต่อนายหน้าในการติดต่อได้ถูกช่องทาง เพื่อป้องกันการไม่ยอมรับกันระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายไว้ล่วงหน้า หลังจากตกลงกันจึงค่อยเปิดเผยชื่อ นายหน้าประเภทนี้เหมาะสำหรับตลาดที่เป็นเงินกู้ไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน จำเป็นต้องอาศัยชื่อเสียงของสถาบันที่เป็นผู้ซื้อหรือผู้ขายเป็นประกันแทน เช่น การกู้ยืมระหว่างธนาคารประเภทข้ามคืน

2) **นายหน้าที่ปิดบังชื่อลูกค้า (Blind Broker)** นายหน้าประเภทนี้จะทำหน้าที่เป็นตัวแทน (Agent) ของลูกค้าที่ต้องการซื้อหรือขายเงินกู้โดยปิดบังชื่อของผู้ซื้อหรือผู้ขายการเสนอราคาซื้อหรือขายจะอยู่ในนามของนายหน้า

(Anonymity) การใช้นายหน้าประเภทนี้มีเหตุผล 2 ประการ คือ

ประการแรก การเสนอซื้อขายโดยปราศจากผู้ซื้อหรือผู้ขายอย่างกรณีของสถาบันการเงินขนาดใหญ่ การใช้ชื่อสถาบันนั้นโดยตรงอาจมีผลกระทบต่อตลาดทั้งในแง่บวกและลบได้

ประการที่สอง การรักษาชื่อเสียงของสถาบันการเงิน สถาบันการเงินส่วนใหญ่ไม่ต้องการให้สถาบันการเงินอื่นรู้ถึงฐานะของตน นอกจากนั้นสถาบันการเงินบางแห่งต้องการที่จะผ่านนายหน้าประเภทนี้เพื่อหลีกเลี่ยงการติดต่อกับสถาบันการเงินอื่นๆ ที่ตนเองไม่ต้องการติดต่อโดยตรง นายหน้าประเภทนี้ส่วนใหญ่อยู่ในตลาดเงินที่มีการซื้อขายเงินทุนโดยมีหลักทรัพย์ค้ำประกันหรือผ่านตราสาร นายหน้าที่ปิดบังชื่อลูกค้าจะเป็นไปได้มากเมื่อสถาบันหรือบริษัทอย่างเช่น The Clearing Bank และ Clearing Corporation จัดการเรื่องชำระเงินและส่งมอบหลักทรัพย์โดยวิธีลงบัญชี (Book Entry)

ในประเทศที่ตลาดเงินยังไม่พัฒนาเท่าที่ควร ธุรกิจการเป็นนายหน้าในตลาดเงินยังไม่เกิดขึ้น ตรงกันข้ามกับตลาดเงินในประเทศที่พัฒนาแล้วจะประสบความสำเร็จ ปัจจัยที่ทำให้ธุรกิจประสบความสำเร็จในตลาดเงิน ได้แก่

- จำนวนตราสารหนี้จะต้องมีปริมาณมาก และมีความหลากหลายเพียงพอ
- จำนวนสถาบันการเงินในตลาดเงินจะต้องมีมากและอาจต้องเปิดให้สถาบันการเงินต่างประเทศเข้ามามีส่วนร่วม
- ความเชี่ยวชาญในการเป็นนายหน้าตลาดเงิน
- ระบบการเงินของประเทศต้องเป็นแบบกลไกตลาดไม่ว่าจะเป็นเรื่องดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยนและเงินทุนต่างประเทศ

- โครงสร้างระบบกฎหมายและภาษีอากรที่เกี่ยวข้องจะต้องเอื้ออำนวยและไม่เป็นอุปสรรคในการพัฒนาตลาดการเงิน

5. อัตราค่าบริการของนายหน้าและวิธีชำระเงินระหว่างผู้ซื้อและผู้ขาย

5.1 อัตรานายหน้า

ความอยู่รอดของธุรกิจนายหน้าในตลาดเงินขึ้นอยู่กับจำนวนและความถี่ของมูลค่าซื้อขายแต่ละครั้ง เนื่องจากอัตราค่าบริการนายหน้าจะตั้งไว้ต่ำเมื่อเทียบกับมูลค่าซื้อขาย เพื่อจูงใจให้สถาบันการเงินมาใช้บริการโดยไม่ก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายการซื้อขาย (Transaction Cost) โดยผ่านนายหน้าสูงมากนัก การคิดอัตราค่าบริการของนายหน้าแบ่งออกเป็น 2 ลักษณะ ได้แก่

วิธีแรก คิดอัตราค่าบริการทั้งสองด้านทั้งผู้ซื้อและผู้ขาย เช่น ตลาดกัวอี้ระหว่างธนาคาร ตลาดยูโร ตลาด Fed Fund

วิธีที่สอง คิดอัตราค่าบริการจากผู้ซื้อหรือผู้ขายด้านใดด้านหนึ่ง อัตราค่าบริการจะคิดเฉพาะเมื่อผู้ซื้อหรือผู้ขายทำการเคาะหรือตกลงที่จะซื้อขาย ณ ข้อมูลราคาและปริมาณที่นายหน้าส่งให้ ถ้าทำการเสนอราคาซื้อหรือขายโดยไม่ได้เคาะซื้อหรือเคาะขายจะไม่เสียนายหน้า เพื่อจูงใจให้มีเสนอราคาซื้อขายมากขึ้น

5.2 วิธีการชำระเงินและส่งมอบหลักทรัพย์

หลังจากตกลงการซื้อขายแล้วขั้นตอนต่อมาคือ ชำระเงินและส่งมอบหลักทรัพย์ นายหน้าในตลาดเงินไม่มีหน้าที่ในการชำระเงินและส่งมอบหลักทรัพย์ ในตลาดเงินหลังจากตกลงการซื้อขายแล้ว วิธีการชำระเงินส่งมอบหลักทรัพย์กระทำได้โดยวิธีใดวิธีหนึ่งดังต่อไปนี้

1) ชำระและส่งมอบโดยผ่านธนาคารพาณิชย์ (Clearing Bank) ธนาคารที่รับชำระ

ตัวอย่างอัตราค่าบริการของนายหน้าในตลาดเงินที่สหรัฐอเมริกา

ประเภท	ระยะเวลา	อัตราค่าบริการของนายหน้าต่อมูลค่าการซื้อขายล้านดอลลาร์ (\$/1MM, MM = ล้านดอลลาร์)
กู้ยืมระหว่างธนาคารข้ามคืน (Overnight) ตัวเงินคลัง (T-bill)	1 วัน	0.5
	3 เดือน	12.5
	6 เดือน	25.0
	1 ปี	25.0

และส่งมอบหลักทรัพย์กรณีของการกู้ยืม (Clean Loan) จะต้องมีบัญชีเงินฝากของผู้ซื้อและผู้ขายเงินทุน ส่วนกรณีที่เป็นหลักทรัพย์ธนาคารจะต้องเป็นผู้รับฝากทรัพย์สิน (Custodian) ของผู้ซื้อและผู้ขายอยู่

2) การชำระและส่งมอบผ่านธนาคารกลาง ในกรณีเป็นการกู้ยืมจากเงินสำรองที่ฝากไว้กับธนาคารกลาง การชำระและการส่งมอบสามารถกระทำได้ง่ายในรูปการตัดบัญชี (Book Entry) ของผู้ซื้อและผู้ขายได้เลย

3) การชำระและส่งมอบโดยผ่านบริษัทที่ตั้งขึ้นมาโดยเฉพาะ ผู้ค้ำนายหน้าและธนาคาร (Clearing bank) ร่วมกันตั้งบริษัทกลางขึ้นรับทำหน้าที่การชำระ และส่งมอบหลักทรัพย์ขึ้นโดยเฉพาะ

4) การชำระและส่งมอบโดยผู้ซื้อและผู้ขายโดยตรง ผู้ซื้อและผู้ขายจะให้หมายเลขบัญชีแต่ละคนสำหรับโอนเงินหรือนำหลักทรัพย์ไปส่งมอบให้กันโดยตรง

6. ตราสารที่ซื้อขายในตลาดเงิน

ตราสารในตลาดเงินจะเป็นตราสารหนี้ระยะสั้น ยกเว้นพันธบัตรรัฐบาลที่เป็นตราสาร

หนี้ระยะยาว แต่เนื่องจากพันธบัตรรัฐบาลในประเทศที่พัฒนาแล้วนั้น การซื้อขายพันธบัตรจะมีสภาพคล่องมาก และบางประเทศใช้วิธีชอยเวลา (Stripping) พันธบัตรรัฐบาลให้สั้นลง ทำให้เป็นที่นิยมในตลาดเงินมาก ตราสารที่ซื้อขายในตลาดเงินของสหรัฐอเมริกาประกอบไปด้วย

1) ตัวเงินคลัง รัฐบาลจะออกตัวเงินคลังเพื่อระดมเงินจากประชาชนในระยะสั้น ส่วนมากมีอายุประมาณ 3 เดือน 6 เดือนและ 1 ปี ตัวเงินคลังเป็นตราสารหนี้ที่ไม่ได้ระบุดอกเบี้ย (Zero - Coupon Security) ไว้ แต่จะคำนวณได้จาก การคิดลดหน้าตัว ถ้าหากอายุของตัวเงินประมาณ 2-10 ปี ลักษณะของตัวเงินจะระบุดอกเบี้ย (Interest Bearing Note) ส่วนที่อายุมากกว่า 10 ปี จะเป็นลักษณะพันธบัตรระบุดอกเบี้ยและโอนเปลี่ยนมือได้ (Interest Bearing Negotiable Bond)

2) ตัวเงินคลังชอยย่อย เป็นตัวเงินที่นำตัวเงินคลังมาชอยย่อยให้มูลค่าและระยะเวลาน้อยลง เช่น ตัวเงินคลัง 100 ล้านดอลลาร์ อาจชอยเป็นใบละ 1 แส่นดอลลาร์ ทั้งหมด 1,000 ใบ เป็นต้น อันเนื่องมาจากกระทรวงการคลังในประเทศสหรัฐอเมริกาได้ออกตัวเงินคลัง มูลค่า

สูงไปเดียว จึงเกิดความคิดที่จะนำตัวเงินคลังนั้น มาชอยย่อยให้มูลค่าหน้าตัวน้อยลง เพื่อให้มีสภาพคล่องมากขึ้น โดยนำตัวเงินคลังไปใหญ่ไปฝากไว้ที่ศูนย์รับฝาก (Depository Centre) แล้วออกตัวเป็นใบย่อยไว้ในลักษณะ (Asset Backed Securities) ยิ่งไปกว่านั้นตัวเงินคลังถูกชอยย่อยตามเวลาได้อีกด้วย

3) การกู้ยืมระหว่างธนาคารผ่านบัญชีเงินสำรองของธนาคารกลาง เนื่องจากสถาบันการเงินโดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์ จำเป็นต้องดำรงเงินสำรองตามกฎหมายไว้ที่ธนาคารกลาง ในรูปของบัญชี ซึ่งเปรียบได้กับบัญชีกระแสรายวันของบุคคล ซึ่งยังสามารถโอนเงินเข้าและออกจากบัญชีได้ ด้วยเหตุนี้เอง ธนาคารที่มีเงินสำรองเกินกว่าที่กฎหมายกำหนดสามารถนำเงินดังกล่าวมาให้กู้ยืมแก่สถาบันอื่นๆ โดยชำระเงิน และส่งมอบหลักทรัพย์ในรูปของการโอนบัญชีกัน (Book Entry) และธนาคารกลางทำหน้าที่เป็นผู้รับฝาก (Depository Centre) ให้การกู้ยืมประเภทนี้ในตลาดเงินแบ่งออกเป็นกู้ยืมข้ามคืน (Overnight Loan) กับการกู้ยืมมีระยะเวลามากกว่า 1 วัน (Term Loan)

4) ตลาดซื้อคืนและตลาดซื้อกลับ The Repos and Reverses โดยทั่วไปตลาดซื้อคืนเป็นการกู้ยืมในลักษณะการขายหลักทรัพย์ และมีสัญญาว่าจะซื้อกลับคืนตามเวลาที่ตกลงกันหรือกล่าวได้อีกอย่างหนึ่งว่า การกู้ยืมประเภทนี้เป็นการกู้ยืมที่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Secured Loan) ในทางตรงกันข้ามถ้าเป็นการกู้ยืมลักษณะซื้อหลักทรัพย์หรือยืมหลักทรัพย์แล้วมีสัญญาว่าจะขายคืนให้ตามเวลาที่กำหนด ซึ่งเกิดขึ้นมากในประเทศที่อนุญาตให้สามารถทำ Short sale ได้ ทำให้ต้องมีการหาหลักทรัพย์มาชดเชยส่วนที่ขาด แต่อย่างไรก็ตาม ลักษณะตลาดซื้อคืนในประเทศไทยนั้นแตกต่างไปจาก

ลักษณะข้างต้น โดยจะมีเพียงลักษณะของ Repurchase Agreement หรือ Repos เท่านั้น

5) ตราสารอื่นๆ ได้แก่

- ตัวเงินระยะสั้น (Commercial Paper)
- บัตรเงินฝาก
- ตัวเงินระยะกลาง
- ตราสารล่วงหน้า เช่น Swaps, Options
- ตราสารที่ออกในรูปแบบเงินตราต่างประเทศ

โดยสรุปแล้วบทบาทและหน้าที่ของนายหน้าในตลาดเงิน (Money Market Broker) นั้นจำเป็นสำหรับตลาดเงิน อย่างไรก็ตาม การกำเนิดของนายหน้าในตลาดเงินคงต้องเป็นไปตามสภาพแวดล้อมทางธุรกิจและการผ่อนคลายให้การประกอบธุรกิจนายหน้าในตลาดเงินจากทางการควบคู่กันไป

นายหน้าในตลาดเงิน (Money Market Broker) : ความเป็นไปได้ในประเทศไทย

วีรยุทธ รัตนพงศ์ภิญโญ

1. 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

1.1 การซื้อขายตราสารภาครัฐบาล

ตราสารภาครัฐบาล แยกเป็นพันธบัตรรัฐบาล และพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ

พันธบัตรรัฐบาล เป็นตราสารทางการเงินภาครัฐที่กระทรวงการคลังในฐานะตัวแทนรัฐบาลเป็นผู้ออกตราสาร และมอบหมายให้ธนาคาร

แห่งประเทศไทยเป็นผู้จัดจำหน่าย ทั้งนี้เพื่อระดมทุนระยะยาวจากภายในประเทศไปชดเชยการขาดดุลงบประมาณ ด้วยการกู้ยืมจากภาคเอกชน ปัจจุบันปริมาณพันธบัตร มียอดคงค้างประมาณ 1.3 แสนล้านบาท (ไม่ถึง 10 % ของสินเชื่อทั้งระบบ) และกว่าร้อยละ 70 ของปริมาณพันธบัตรถือครองโดยสถาบันการเงินเอกชน เพื่อเป็นการสำรองตามกฎหมายเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันการกู้ยืมจากทางการ และเป็นเงื่อนไขการเปิดสาขาของธนาคารพาณิชย์ (ก่อน 17 พฤษภาคม 2536) ส่วนที่ทำการซื้อขายกันมีไม่มากนัก โดยเป็นการซื้อคืนผ่านธนาคารแห่งประเทศไทย ธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่บางแห่งที่ทำหน้าที่เป็นตลาดรอง และผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขนาดของตลาดพันธบัตรรัฐบาลในปัจจุบันถูกจำกัดด้วยการเพิ่มปริมาณพันธบัตรซึ่งแปรตามฐานะดุลการคลังสุทธิของภาครัฐบาล และมีความไม่แน่นอนในแต่ละปี สำหรับตลาดซื้อคืนพันธบัตรปัจจุบัน เปิดให้เฉพาะธนาคารพาณิชย์ไทย บริษัทเงินทุน และรัฐวิสาหกิจบางแห่งเท่านั้นเข้าทำการซื้อขาย นอกจากนี้แล้วพันธบัตรรัฐบาล (รวมทั้งพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ) ถือเป็นส่วนหนึ่งของนิยามหลักทรัพย์ ตามความหมายของพระราชบัญญัติ SEC ดังนั้นธุรกรรมที่บุคคลและนิติบุคคลทำได้คือการลงทุน แต่หากกระทำเป็นการค้าปกติจะต้องได้รับอนุญาตจากทางการ

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

พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ เป็นพันธบัตรที่ออกโดยหน่วยงานรัฐวิสาหกิจต่างๆ การออกจำหน่ายครั้งแรกเริ่มขึ้นเมื่อปี 1984 เมื่อรัฐบาลมีนโยบายให้รัฐวิสาหกิจระดมเงินกู้จากภายในประเทศ ด้วยการออกพันธบัตรแทนการกู้ยืมจากต่างประเทศ และเพื่อกระตุ้นให้เกิดการพัฒนาตลาดพันธบัตร ปัจจุบันพันธบัตรรัฐวิสาหกิจมียอดคงค้างประมาณ 2.5 พันล้านบาท

พันธบัตรรัฐวิสาหกิจแยกเป็นส่วนที่กระทรวงการคลังกำกับดูแล และส่วนที่กระทรวงการคลัง ไม่ได้กำกับดูแล เฉพาะส่วนที่มีการกำกับดูแลเท่านั้นที่ได้รับสิทธิเท่ากับพันธบัตรรัฐบาล และในอดีตพันธบัตรเกือบทั้งหมดมีการกำกับดูแล

สำหรับการซื้อขายในตลาดแรก และตลาดรองเป็นไปเช่นเดียวกันกับพันธบัตรรัฐบาล พันธบัตรบางส่วนที่เข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ปัจจุบันมีเพียงของธนาคารอาคารสงเคราะห์ และการปิโตรเลียมแห่งประเทศไทย แต่ไม่ Active เท่าที่ควร

แนวโน้มอนาคตพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ (ซึ่งเข้าข่ายเป็นหลักทรัพย์ตามนิยามในพระราชบัญญัติ SEC เช่นกัน) น่าจะเพิ่มปริมาณขึ้นตามนโยบาย Privatization และการระดมเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์

1.2 การซื้อขายตราสารภาคเอกชน

การทำธุรกิจตราสารภาคเอกชนแบ่งออกเป็น

3 ลักษณะ ได้แก่

- 1) การกู้ยืมระหว่างสถาบันการเงิน
- 2) การซื้อขายตราสารการพาณิชย์
- 3) การซื้อขายบัตรเงินฝาก (NCDs)

1. การกู้ยืมระหว่างสถาบันการเงิน เป็นการกู้ยืมระยะสั้นระหว่างสถาบัน เพื่อปรับสภาพคล่องทางการเงินในขณะหนึ่งขณะใด วิธีการกู้ยืมใช้การติดต่อโดยตรงระหว่างผู้กู้และผู้ให้กู้ เมื่อตกลงวงเงิน และอัตราดอกเบี้ยทางโทรศัพท์หรืออื่นๆ ได้แล้ว ผู้กู้จะออกตัวสัญญาใช้เงินประเภท At Call ให้แก่ผู้ให้กู้ และเมื่อผู้ให้กู้ได้รับตัวสัญญาใช้เงินแล้วก็จะออกเช็คของธนาคารแห่งประเทศไทย, แคชเชียร์เช็ค หรือนำเงินเข้าบัญชีผู้กู้โดยไม่มีหลักทรัพย์ใดๆ มาค้ำประกัน

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

ในการกู้ยืมเงินระหว่างสถาบันการเงินนี้ สถาบันผู้ให้กู้มักจะกำหนดวงเงินกู้สำหรับสถาบันการเงินแต่ละแห่งไว้ก่อนเป็นส่วนใหญ่ การอนุมัติเงินกู้อาศัยความสัมพันธ์ระหว่างสถาบัน และเครดิตในตลาดการเงินเป็นสำคัญ และเนื่องจากลักษณะการเป็นธุรกรรมที่อาศัย Credit Line นี้เองทำให้การเข้าไปทำหน้าที่คนกลางเกิดขึ้นได้ยาก แม้จะมีความต้องการอยู่มากก็ตาม

จากการเปิดเผยอย่างไม่เป็นทางการของธนาคารแห่งประเทศไทย ยอดเงินคงค้างของ

ตลาดระหว่างสถาบันการเงินนี้ อยู่ในระดับ ประมาณ 8,000 - 10,000 ล้านบาท

2. การซื้อขายตราสารการพาณิชย์ ตราสารการพาณิชย์เป็นกลุ่มของเครื่องมือทางการเงินระยะสั้น ซึ่งประกอบด้วยตั๋วแลกเงินและตั๋วสัญญาใช้เงิน เครื่องมือเหล่านี้ออกโดย

1) ธุรกิจและกิจการอุตสาหกรรม ที่มีชื่อเสียง และฐานะมั่นคง

2) สถาบันการเงินในประเทศ ได้แก่ บริษัทเงินทุน บริษัท ฯลฯ

3) สาขาของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศ เช่น กรณีของ ซิตี้โน้ต เซสโน้ต เป็นต้น

อายุการไถ่ถอนของตราสารการพาณิชย์ปกติจะมีอายุต่ำกว่า 1 ปี โดยส่วนใหญ่จะมีอายุระหว่าง 3 - 6 เดือน วิธีการจำหน่ายนั้นอาจทำผ่านสถาบันการเงินนายหน้า หรือขายโดยตรงต่อประชาชน และเนื่องจากยังไม่มีสถาบันที่ทำหน้าที่ตลาดรองโดยตรง ดังนั้นบริษัทผู้ออกตั๋วหรือสถาบันการเงินนายหน้าจึงต้องทำหน้าที่นี้ด้วยการรับซื้อคืนก่อนครบกำหนดไถ่ถอน

ณ สิ้นธันวาคม 1992 ยอดเงินคงค้างของตราสารการพาณิชย์มีอยู่ประมาณกว่า 2 พันล้านบาท ปริมาณดังกล่าวนี้มากกว่าตราสารภาคเอกชนอื่นๆ (ทั้งนี้เป็นตัวเลขที่ผ่านระบบธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนเท่านั้น ยังไม่รวมการจำหน่ายโดยตรงจากบริษัทผู้ออกตราสาร)

ปัจจุบันนอกเหนือจากบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่ทำหน้าที่ซื้อขายและประกันการจำหน่ายตราสารการพาณิชย์ ธนาคารพาณิชย์อาจยื่นขอต่อธนาคารแห่งประเทศไทยเพื่อประกอบธุรกิจการจัดออก การจัดจำหน่าย และการค้าตราสารแห่งหนึ่งซึ่งรวมถึงตราสารการพาณิชย์เหล่านี้

อย่างไรก็ดีการประกอบธุรกรรม เกี่ยวกับตราสารการพาณิชย์เหล่านี้ยังคงต้องรอคำนิยามที่ชัดเจนว่าเข้าข่ายหลักทรัพย์ตามพระราชบัญญัติ SEC หรือไม่

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

จุดกำเนิดของ NCDs พัฒนามาจาก TCDs ซึ่งเกิดขึ้นครั้งแรกในปี 1984 แต่ไม่ได้รับความนิยมเท่าที่ควร เนื่องจากอุปสรรคทางด้านภาษีและตลาดรองไม่ก่อให้เกิดความคล่องตัวในการเปลี่ยนมือ สำหรับ NCDs ในปัจจุบันเริ่มออกได้ตั้งแต่ 1 กรกฎาคม 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 ดังนั้นสถาบันการเงินที่ได้รับอนุญาตจากธนาคารแห่งประเทศไทย หรือสถาบันการเงินที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น และกฎหมายอื่นๆ เปิดโอกาสให้ทำได้ ก็สามารถเข้ามามีบทบาทเป็นคนกลางในตลาดบัตรเงินฝากดังกล่าวได้

2. โอกาสความเป็นไปได้ของธุรกิจ Money Market Broker ในประเทศไทย

เมื่อพิจารณาถึงบทบาทของ Money Market Broker หรือนายหน้าในตลาดเงินเทียบกับความจำเป็นของธุรกิจนี้ในบ้านเราโดยเฉพาะในภาวะปัจจุบัน ไม่อาจกล่าวได้ว่าจะประสบผลสำเร็จเท่าที่ควรหากนำมาใช้ทันที ทั้งนี้ เพราะมีข้อจำกัดอยู่หลายประการในตลาดเงินของไทย ได้แก่

1. สถาบันการเงินของไทย เฉพาะสถาบันการเงินหลัก เช่น ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ แม้จะมีอยู่เป็นจำนวนกว่า 100 แห่ง แต่ยังไม่มากเมื่อเทียบกับจำนวนสถาบันการเงินในสหรัฐอเมริกา (ซึ่งเป็นต้นแบบของธุรกิจ Money Market Broker ด้วยประเทศหนึ่ง) จำนวนสถาบันที่ค่อนข้างจะจำกัดดังกล่าวทำให้ปริมาณธุรกรรมอยู่ในวงแคบกลุ่มหนึ่งเป็นสถาบันที่มีสภาพคล่องส่วนเกิน ในขณะที่อีกกลุ่มหนึ่งขาดสภาพคล่อง นอกจากนี้ โอกาสที่จะเกิดคนกลางทำหน้าที่นายหน้าเพื่อแสวงหาผลตอบแทนที่ดีที่สุดแก่ทั้ง 2 ฝ่ายมีไม่มากนัก เนื่องจากขนาดของสถาบันคู่ธุรกรรมมีความแตกต่างกันสูงและเป็นต้นเหตุของความได้เปรียบเสียเปรียบในการเจรจาต่อรอง

อนึ่งการทำธุรกรรมของระบบสถาบันการเงินไทย ปัจจุบันติดต่อกันโดยอาศัยความสัมพันธ์ใกล้ชิดหรือความเชื่อถือทางเครดิตระหว่างกันเป็นส่วนใหญ่ คำว่า Credit Line จึงมีความสำคัญ และมีส่วนจำกัดขอบเขตของธุรกรรมดังกล่าวประการหนึ่งด้วย

2. เครื่องมือหรือตราสารทางการเงิน ซึ่งเป็นสินค้าในตลาดการเงินยังมิได้รับการพัฒนาอย่างเต็มที่ สภาพแวดล้อมทางการเงินที่ทางการพยายามสร้างให้เกิดขึ้นไม่ว่าจะเป็นการออก

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ การปฏิรูปกฎหมายมหาชน การปรับปรุงกฎหมายภาษีอากรที่เกี่ยวข้องกับตราสารการเงิน ฯลฯ ล้วนเป็นเพียงจุดเริ่มต้นของการพัฒนาเครื่องมือทางการเงิน นอกจากนี้สำหรับแนวโน้มการพัฒนาตราสารภาครัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ ยังจะต้องรอคำตอบจากนโยบายที่ชัดเจนของทางการในอีกหลายด้าน อาทิ การระดมเงินของรัฐวิสาหกิจตามนโยบาย Privatization การพัฒนาตลาดแรกและตลาดรอง สำหรับพันธบัตรรัฐบาล ฯลฯ ดังนั้นจึงมีประเด็นคำถามเกิดขึ้นว่าธุรกิจ Money Market Broker ในตลาดเงินจะเกิดขึ้นได้อย่างไร หากตราสารการเงินยังไม่หลากหลายเพียงพอ

3. อุปสรรคด้านกฎหมาย และภาษีอากร เป็นตัวแปรหลักของทั้งการพัฒนาตลาดตราสารและบทบาทของ Money Market Broker ในตลาดการเงิน ปัจจุบันแม้จะมีการแก้ไขปัญหาและอุปสรรคบางประการไปบ้างแล้วแต่ส่วนที่ยังคงเหลืออยู่ถือได้ว่าเป็นอุปสรรคสำคัญ และทำให้การพัฒนาเป็นไปอย่างเชื่องช้า ตัวอย่างที่สำคัญได้แก่ การจัดเก็บภาษีในลักษณะเฉพาะและลักษณะทั่วไปของตราสาร ข้อจำกัดด้านระเบียบกฎหมายในการออกตราสารหรือหลักทรัพย์ใหม่ บทบัญญัติทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องหรือครอบคลุมการดำเนินธุรกิจ Money Market Broker เป็นต้น

เมื่อประมวลข้อจำกัดหลายประการข้างต้นเข้าด้วยกัน ผนวกกับความไม่คุ้นเคยกับบทบาทของธุรกิจ Money Market Broker สำหรับวงการสถาบันการเงินของไทย อาจทำให้เรามองเห็นว่า โอกาสที่จะพัฒนาธุรกิจนี้ค่อนข้างจะเป็นไปได้ยาก และความจำเป็นดูเหมือนจะยังไม่เพียงพอ อย่างไรก็ตามก็คิดงไม่อาจปฏิเสธได้ว่าสถาบันทางการเงินขนาดกลางขึ้นไปหลายแห่งได้

ประกอบการภายใน (In - House) ในลักษณะเดียวกันกับธุรกิจ Money Market Broker มาบ้างแล้ว และรายได้จากธุรกิจนี้ก็จะมีแนวโน้มที่จะขยายตัวได้ ประเด็นของเรื่องนี้จึงอยู่ที่ว่า เมื่อไรที่จะสามารถแก้ไขหรือลดข้อจำกัดต่างๆ ลงจนธุรกิจนายหน้าค้าเงินก้าวพ้นจากการเป็นเพียงธุรกิจภายในสถาบัน รวมทั้งรูปแบบที่ควรจะต้องเกิดขึ้นจะมีหน้าตาเป็นเช่นไร

3. บทบัญญัติทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ Money Market Broker ในประเทศไทย

ธุรกิจ Money Market Broker ในประเทศไทยยังมีได้มีกฎหมายเฉพาะ เนื่องจากการทำธุรกรรมลักษณะดังกล่าวภายนอกสถาบันการเงินเป็นเรื่องใหม่ และไม่มีมีการเปิดเผยอย่างเป็นทางการ

กฎหมายที่ครอบคลุมเป็นกฎหมายที่เกี่ยวข้องเนื่องในหลายๆ ด้าน ได้แก่

1. พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

- มาตรา 4 ว่าด้วยลักษณะของตราสารที่เข้าขายนियามของ “หลักทรัพย์” และการประกอบธุรกิจที่เข้าขายนियามของ “ธุรกิจหลักทรัพย์”

- มาตรา 204 ว่าด้วยการจัดตั้งและการประกอบธุรกิจเป็น “ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์”

นอกจากนั้นก็มีส่วนที่ว่าด้วยการจัดตั้งและการออกใบอนุญาตสำหรับธุรกิจหลักทรัพย์ตามหมวด 4 เรื่องธุรกิจหลักทรัพย์ ฯลฯ โดยเนื้อหาของกฎหมายดังกล่าว มีส่วนในการควบคุมการดำเนินธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับตราสารทางการเงินบางลักษณะที่เข้าขายนियามของหลักทรัพย์ ซึ่งทำให้ธุรกิจ Money Market Broker ไม่สามารถเข้าไปร่วมได้ถ้าไม่ได้รับอนุญาตจากทางการ

2. กฎหมายประมวลรัษฎากร

เนื้อหาของกฎหมายเป็นเรื่องของการเก็บภาษีรายรับจากสถาบันการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วยภาษีเงินได้นิติบุคคลจากการประกอบการภาษีหัก ณ ที่จ่ายสำหรับรายได้จากดอกเบี้ย ส่วนลด ค่าธรรมเนียม ค่าบริการ ฯลฯ รวมทั้งภาษีการค้าและภาษีเทศบาล

การเก็บภาษีทั้ง 3 ประเภทเกี่ยวข้องกับการทำธุรกรรมซื้อขายตราสารประเภทหนี้ด้วย ซึ่งหากมีการประกอบการของ Money Market Broker เกิดขึ้น คาดว่าจะอยู่ในข่ายที่จะต้องเสียภาษีดังกล่าวเช่นกัน

นอกเหนือจากกฎหมายหลักทั้ง 2 ฉบับแล้ว ในปัจจุบันหากจะมีการประกอบธุรกิจ Money Market Broker ขึ้นในประเทศไทยอย่างเป็นทางการคงจะต้องยื่นแสดงความจำนงค์ต่อธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นผู้ดูแลธุรกรรมต่างๆ ของสถาบันการเงินในประเทศ เพื่อขอทราบแนวทางปฏิบัติหรือหลักเกณฑ์ในทางควบคุม รวมทั้งจะต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ของการค้าตัวเงินตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ (ซึ่งยังคงมีผลบังคับใช้อยู่นกว่านิยามตัวเงินของพระราชบัญญัติ SEC จะประกาศใช้)

กล่าวโดยรวมแล้ว อาจพิจารณาได้ว่า การประกอบธุรกิจ Money Market Broker ในประเทศไทยยังคงมีการควบคุมอย่างใกล้ชิดจากทางการ ส่วนการจะเปิดให้ทำธุรกิจได้อย่างเสรีมากขึ้นต่อไปเป็นเรื่องที่คงจะต้องใช้เวลา เช่นเดียวกับในอดีตที่มีการพูดถึงสถาบันซื้อลดตราสารเปลี่ยนมือเพื่อช่วยระดมเงินออมในแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 5 (2525 - 2529) จนถึงขณะนี้ยังไม่มีคำตอบที่ชัดเจนจากทางการ

แนวทางการพัฒนาตราสารหนี้ในประเทศไทย การศึกษาจากประสบการณ์ประเทศต่าง ๆ

อรรถิพย์ วลีนนท์

การศึกษาในที่นี้เป็นการศึกษาลักษณะการพัฒนาตราสารหนี้ในประเทศต่างๆ และพยายามหาปัจจัยร่วม (Common factors) ที่มีผลต่อการพัฒนาตราสารหนี้ในประเทศเหล่านั้น สำหรับเป็นแนวทางในการสร้างสภาพแวดล้อมให้ตราสารหนี้ของประเทศไทยพัฒนาไปทัดเทียมประเทศที่เจริญแล้วทั้งหลาย

1. เงื่อนไขเบื้องต้นของการพัฒนาตราสารหนี้ในประเทศต่างๆ

ในการศึกษาข้อมูลการพัฒนาตลาดทุนในต่างประเทศหลายๆ แห่งพบว่า เมื่อธุรกิจหลักทรัพย์ได้เจริญเติบโตมาถึงจุดหนึ่งการขยายตัวของหลักทรัพย์ประเภททุนจะนำหน้าในตลาดก่อน หลังจากนั้นการพัฒนาของหลักทรัพย์ประเภทหนี้จะเกิดขึ้นควบคู่กันไปกับหลักทรัพย์ประเภททุน โดยเฉพาะเมื่อเศรษฐกิจของประเทศอยู่ในช่วงที่ขยายตัวอย่างรวดเร็ว ความต้องการเงินทุนมีปริมาณสูงทั้งภาคเอกชนและภาครัฐบาลในขณะที่แหล่งเงินทุนเองนั้นมีอยู่อย่างจำกัด

ในภาวะการณ์ที่เกิดปัญหาหนี้ภาครัฐบาล การแก้ปัญหาจึงมักจะเน้นที่การระดมเงินออมในประเทศ และการดึงเงินลงทุนจากต่างประเทศผ่านกระบวนการเครื่องมือทางตราสารหนี้ แทน

รูปแบบของการกู้ยืมจากต่างประเทศระหว่างธนาคารหรือเอกชน ในขั้นตอนดังกล่าวรัฐบาลมักจะเป็นผู้มีบทบาทสำคัญในการปูทางหรือเปิดทางให้ธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทหนี้ได้มีโอกาสเติบโต โดยเฉพาะด้านนโยบายผ่อนปรนทางการเงินและการคลัง พร้อมกันนั้นยังสนับสนุนให้มีการจัดตั้งองค์กรสำคัญๆ ที่สนับสนุนธุรกิจหลักทรัพย์ เช่น ตลาดรอง (Secondary Market) ทั้งตลาดที่เป็นทางการและตลาด Over-The-Counter (OTC) และบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือหรือ Credit Rating Agency (CRA) เพื่อทำหน้าที่สร้างสภาพคล่องและความมั่นใจให้แก่นักลงทุนตราสารหนี้ เป็นต้น

ในขณะที่เดียวกันการพัฒนาประเภทของตราสารหนี้ให้เหมาะสมกับลักษณะของแต่ละตลาด นับว่ามีความจำเป็นอย่างยิ่ง ตามปกติประเภทของตราสารหากแบ่งตามผู้ออกนั้นจะแยกได้เพียง 2 ประเภทหลักคือพันธบัตรรัฐบาล (Government Bond) และพันธบัตรธุรกิจเอกชน (Corporate Bond) เท่านั้นซึ่งจะพบว่าในเกือบทุกตลาดพันธบัตรรัฐบาลจะครองตลาดส่วนใหญ่ เนื่องจากการลงทุนที่ปราศจากความเสี่ยง (Riskless) ในขณะที่พันธบัตรเอกชนซึ่งให้ผลตอบแทนที่สูงกว่ามีนักลงทุนให้ความนิยมไม่มากนัก โดยเฉพาะในประเทศที่เพิ่งเริ่มมีการพัฒนาในด้านนี้ในระยะแรกๆ

อย่างไรก็ตามนโยบายเกี่ยวกับการพัฒนาตลาดทุนของแต่ละประเทศนั้น จะต้องพิจารณาให้สอดคล้องกับนโยบายทางอุตสาหกรรมที่จะมุ่งเน้นให้การส่งเสริมด้วยการพัฒนาอุตสาหกรรมที่ใช้เทคโนโลยีสูงและเงินทุนมหาศาล ภาคเอกชนจะต้องมีแหล่งเงินทุนที่เพียงพอในการขยายตัว ซึ่งธนาคารพาณิชย์ คงจะไม่สามารถดำเนินบทบาทในการจัดสรรทุนผ่านระบบการกู้ยืมโดย (Indirect Financing) ลำพังดังที่ผ่านมาด้วยเหตุนี้บริษัทเอกชนซึ่งจำเป็นต้องปรับตัวด้วยการระดมเงินโดยตรง (Direct Financing) จากตลาดทั้งภายในและภายนอกประเทศ ในการปรับตัวเช่นนี้เครื่องมือทางการเงินประเภทต่างๆ จะถูกนำมาใช้เพื่อดึงดูดเงินทุนเข้าสู่ระบบของตนเพื่อหล่อเลี้ยงเศรษฐกิจซึ่งกำลังขยายตัวกันอย่างต่อเนื่อง

2. ประสบการณ์การพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศต่างๆ

หัวข้อต่อไปนี้จะกล่าวถึงประสบการณ์การพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในต่างประเทศเพื่อพิจารณาถึงความหลากหลายของประเภทตราสารและองค์ประกอบสำคัญที่เกี่ยวข้อง ซึ่งสนับสนุนสภาพคล่องของธุรกิจโดยแยกตามประเทศดังต่อไปนี้

2.1 สหรัฐอเมริกา

การออกพันธบัตรรัฐบาลได้ขยายตัวเพิ่มขึ้นเนื่องจากปัญหาหนี้ของรัฐบาลที่มีแนวโน้มสูงขึ้นเรื่อยๆ ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1989 ในตลาดทุนของสหรัฐอเมริกา จะพบว่าตราสารหนี้ได้รับการพัฒนาเป็นอย่างมากโดยมีเครื่องมือใหม่ๆ มากมายเพื่อให้ให้นักลงทุนได้เลือกตามความเหมาะสมในเรื่องของระยะเวลา กำหนดไถ่ถอน ระยะเวลาและเงื่อนไขของการจ่ายดอกเบี้ย ภาคเอกชนเองก็ออกตราสารธุรกิจเอกชนคือ Corporate Bond เพิ่มขึ้นเช่นกัน แม้ว่าสัดส่วนยังน้อยกว่าตราสาร

ของรัฐบาลอยู่มาก เพราะไม่เป็นที่นิยมเท่าเนื่องจากมีความเสี่ยงสูงกว่าแต่ผลตอบแทนไม่แตกต่างกันมากนัก

ประเภทของตราสารหนี้ในสหรัฐอเมริกา

1) ตราสารภาครัฐบาล (Treasury Securities)

Treasury Bills : ออกทุกๆ สัปดาห์ มีอายุ 13 และ 26 สัปดาห์

: ออกทุกๆ เดือนมีอายุ 1 ปี

Treasury Notes : ออกทุกๆ เดือน มีอายุ 2 ปี

: ออกทุกๆ 4 เดือน มีอายุ 4 ปี 5 ปี และ 7 ปี

Treasury Bond : ออกทุกไตรมาสมีอายุประมาณ 10-40 ปี

2) ตราสารของหน่วยงานรัฐบาล (U.S. Federal Agency Securities)

- Notes เช่น Medium-term Notes,

- Bond

- Debenture

- Mortgaged Related

3) ตราสารธุรกิจเอกชน (Corporate Bond)

- Secured Bond / Unsecured Bond

- Commercial Paper

- MTNs

- Bond

- Asset Backed

4) ตราสารต่างประเทศ (Foreign bond)

- Yankee Bond

องค์กร กฎระเบียบ และ ภาษี (Institution, Regulation & Tax)

องค์กร

1) Primary Market ตราสารหนี้ของรัฐจะขายผ่าน Primary Dealers ส่วนตราสารเอกชนจะขายผ่าน Dealer และ Broker ทั่วไป

2) Secondary Market : New York Securities Exchange (NYSE) และตลาด Regional อื่นๆ

Secondary Market : Over-the-Counter-Market, NASDAQ

3) Control & Supervision : Security Exchange Committee (SEC)

4) Credit Rating Agency : S&P, Moody's, etc.

5) Future Market : CBOT, CME

6) Clearing House : Clearing Bank,

7) Depositories : Federal Reserve Bank

กฎระเบียบและภาษี

1) รัฐบาลบัญญัติหลักทรัพย์ปี 1933 และ 1934 กำหนดให้การออกหลักทรัพย์จะต้องมีการจดทะเบียนกับ SEC ก่อนเสนอขายต่อสาธารณะซึ่งใช้เวลาหลายสัปดาห์หรืออาจจะเป็นเดือนทำให้มีกฎ 415 ภายใต้รัฐบาลบัญญัติหลักทรัพย์ปี 1982 ออกมาเพื่อผ่อนปรนให้การจดทะเบียนและการออกเอกสารล่วงหน้าได้ โดยเก็บไว้สำหรับเสนอขายในอนาคตซึ่งช่วยทุ่นเวลาขึ้นมาก (Shelf Registrations)

2) กฎ 144A ในปี 1990 อนุญาตให้หลักทรัพย์บางประเภทขายในสหรัฐได้โดยไม่ต้อง

จดทะเบียน แต่กำหนดให้เป็นการขายและ Resale ให้กับ Qualified Institution Buyers (QIBs) * เท่านั้น (ทั้งนี้รวมถึง Private Placement ด้วย)

3) ภาษี : ยกเว้นภาษีหัก ณ. ที่จ่ายของดอกเบี้ยให้นักลงทุนต่างชาติ

: สำหรับนักลงทุนภายในประเทศจะต้องเสียภาษีหัก ณ. ที่จ่ายสำหรับดอกเบี้ยแต่ได้รับการผ่อนปรนโดยอนุญาตให้นำไปชำระพร้อมกับภาษีรายได้ภายหลัง และมีการยกเว้นภาษี Federal Tax และ State Taxes ให้ผู้ที่อยู่ในรัฐ ซึ่งมีการออก Bond นี้

2.2 ญี่ปุ่น

ในปี 1973-1974 ญี่ปุ่นเริ่มใช้นโยบายเปิดเสรีของตลาดทุนโดยเร่งระดมเงินจากภายนอกเพื่อคลี่คลายปัญหา Budget Deficits ในช่วงนี้รัฐบาลกู้เงินโดยออกพันธบัตรเป็นจำนวนมาก ซึ่งนับว่าเป็นช่วงที่ตราสารหนี้เริ่มมีบทบาทสำคัญ และ Japanese Government Bonds (JGBs) ระยะเวลา 10 ปี เป็น Bond ที่นิยมที่สุดในตลาด OTC และเป็น Benchmark Bond ที่ใช้ในการอ้างอิง

ประเภทของตราสารหนี้ในญี่ปุ่น

1) Japanese Government Bond (JGB) มีตั้งแต่ประเภทระยะสั้น ต่ำกว่า 6 เดือน จนถึง 20 ปี ซึ่งปัจจุบันประเภทระยะยาวมีประมาณร้อยละ 70 ของยอดหนี้ประเภทพันธบัตรรัฐบาลทั้งหมด

2) Japanese Government Agencies Bond จะให้ผลตอบแทนสูงกว่า JGBs แต่มีสภาพคล่องต่ำกว่า

* สถาบันที่มีเงิน Discretionary Management มากกว่า US\$ 100 ล้าน

3) Bank Debentures : จะมีกำหนดการออกทุกเดือนเป็นแบบไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน

4) Corporate Bonds

5) Commercial Paper

6) Samurai Bond : การออกตราสารโดยต่างชาติขายในตลาดญี่ปุ่น

องค์กร กฏระเบียบและภาษี

องค์กร

1) Primary Market : การออกพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวจะมี Syndicate of Underwriters ซึ่งรับผิดชอบในตราสารที่ขายไม่หมด

Primary Market : อนุญาตให้ธนาคารญี่ปุ่นและธนาคารต่างชาติ 5 แห่ง ทำธุรกิจซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลได้โดยอิสระ

2) Control & Supervision : Ministry of Finance (MOF), The Bank of Japan

3) Secondary Market : Japanese Securities Exchange (JSE) Over-the-Counter Market (OTC), JAS DAQ

4) Credit Rating Agencies (CRA) : NIS, JCR, etc

5) Future Market : TIFFE

กฏระเบียบและภาษี

- ภาษีหัก ณ. ที่จ่ายสำหรับดอกเบี้ยอัตราปกติ ร้อยละ 10 ยกเว้น Euroyen Bonds Samurai Bonds และ Discount Bill and Bond ซึ่งส่วนใหญ่เป็นของรัฐบาลสำหรับนักลงทุนต่างชาติจะเก็บภาษีในอัตราที่มีข้อตกลงกันได้

2.3 อาร์เจนตินา

การขยายตัวของธุรกิจตราสารหนี้เริ่มต้น

จากปัญหาหนี้ของรัฐบาล เช่นเดียวกับในประเทศสหรัฐ และญี่ปุ่น โดยรัฐบาลได้ปรับนโยบายใช้เครื่องมือหนี้ในการระดมเงินเข้าสู่ระบบเพื่อแก้ไขปัญหาความต้องการเงินทุน และหนี้รัฐบาล พันธบัตรเอกชนในตลาดนี้ยังไม่โตนัก เนื่องจากนักลงทุนจะเชื่อมั่นในพันธบัตรรัฐบาลมากกว่า ประกอบกับผลตอบแทนมีอัตราใกล้เคียงกันกับ Bonos Extempnos de la Republica Argentina (BONEX) นอกจากนี้ระบบ Clearing & Settlement ยังเป็นลักษณะมาตรฐานภายในท้องถิ่นมิใช่ระดับสากล

ประเภทของตราสารในอาร์เจนตินา

1) Government Bond มีทั้งประเภทระยะยาวและประเภทระยะปานกลาง BONEX 10 ปี, Bonos de Inversiony Crecimiento (BIC) 10 ปี / Bonos Del Tesoro (BOTE) 5 ปี

2) พันธบัตรรัฐบาลและเอกชนในตลาดต่างประเทศ (Off Shore Market)

3) พันธบัตรเอกชนระยะยาวและระยะปานกลางในประเทศ (Domestic)

4) Sovereign Loan และตราสารหนี้รัฐบาลอื่นๆ ซึ่งใช้แทนเงินกู้จากธนาคารพาณิชย์ โดยมีการซื้อขายใน OTC ของอังกฤษ และอเมริกาอย่างคล่องตัว

องค์กร กฏระเบียบและภาษี

1) Primary Market : Government Bond / Banco Central de la Republic Argentina

2) Control & Supervision : Commission National de Valores (SEC)

3) Secondary Market : Argentina Securities Exchange

Secondary Market : Over-the-Coun-

ter Market (OTC)

4) Credit Rating Agency (CRA)

5) ภาษี : ยกเว้นภาษีธุรกิจตราสารโดย
Deregulation Degree No. 2284/91

2.4 เกาหลี

ตลาดตราสารของเกาหลี ปัจจุบันได้รับการพัฒนาจนเป็นแหล่งระดมทุนหลักของธุรกิจภายในประเทศ เนื่องจากรัฐบาลมีนโยบายเปิดเสรีตลาดทุนตั้งแต่ปี ค.ศ. 1981 โดยประกาศแผน 4-Steps Liberalization Plan (1981-1990) และสนับสนุนระบบ Corporate Finance โดยมีกฎหมาย และองค์กรสำคัญสนับสนุนการพัฒนาธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทนี้ ให้มีโอกาสดิบโตควบคู่ไปกับหลักทรัพย์ประเภททุน

ประเภทของตราสารในเกาหลี

1) Government Bond

- Monetary Stabilization Bond
(MSB)

2) Corporate Bond (Secured/Unsecured)

- Floating Rating Notes (FRNs)
- Collateralized Corporate Bond

องค์กร/กฎระเบียบและภาษี

1) Primary Market

2) Control & Supervision - Ministry of Finance (MOF)

Control & Supervision - SEC

Control & Supervision - Securities Supervision Bond (SSB)

3) Secondary Market : Korean Securities Exchange (KSE)

Secondary Market : Over-the-Counter Market (OTC)

4) The Korean Securities Settlement Corporation

5) Transfer Settlement Agency Companies

6) The Korea Securities Computer Corporation

7) Credit Rating Agency (CRA)

8) ยกเลิกค่าธรรมเนียม (Conversion Premium) 5% May 1992 เพื่อสนับสนุนการออก Euro-Bond

9) Broker Commission 0.6% (Maximum)

3. ปัจจัยร่วม (Common Factors) ที่มีผลต่อการพัฒนาตราสารหนี้

ในการพิจารณาขั้นตอนวิวัฒนาการของตราสารหนี้ในต่างประเทศพบว่าธุรกิจนี้ส่วนใหญ่จะเติบโตอย่างต่อเนื่องจากการขยายตัวทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะในช่วงที่เกิดภาวะขาดแคลนเงินทุน ในภาคเอกชนและภาครัฐบาล ปัญหาหนี้ภาครัฐบาลและปัญหาช่องว่างระหว่างการออมและการลงทุน สำหรับประเทศไทยในปัจจุบันแม้ว่าจะยังไม่เข้าสู่ภาวะวิกฤติดังกล่าว แต่รัฐบาลได้ให้ความสำคัญกับการวางแผนนโยบายระยะยาวเพื่อพัฒนาตลาดทุนให้รองรับกับการเติบโตของเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมของประเทศ ฉะนั้นในการเปรียบเทียบตลาดตราสารในต่างประเทศดังตัวอย่างที่ยกมากล่าวข้างต้นนั้นจะให้ข้อสังเกตได้ว่า กฎเกณฑ์และองค์กรสำคัญจะต้องได้รับการพัฒนาเพื่อเอื้ออำนวยให้เกิดการขยายการลงทุนในตราสารหนี้ได้อย่างชัดเจนโดยจะแบ่งหัวข้อพิจารณา ดังนี้

1) ระบบการออกพันธบัตรรัฐบาล : ในต่างประเทศที่ตลาดตราสารได้พัฒนาแล้วจะดำเนินการออกอย่างต่อเนื่องเป็นประจำ การออกอาจทำได้หลายวิธีเช่น การประมูลแบบ Auction Tender หรือ Tap ตามปกติ Primary Dealer จะเป็นผู้ดำเนินการ เพื่อจำหน่ายต่อไปยัง Dealers และ Brokers อื่นๆ ต่อไป การออกพันธบัตรในตลาดที่พัฒนาแล้วอย่างสหรัฐอเมริกาและญี่ปุ่นนั้น จะมีการออกอย่างสม่ำเสมอมีใช้นานๆ ครั้งอย่างในประเทศเรา สำหรับประเทศไทยการออกพันธบัตรรัฐบาล จะเป็นหน้าที่ของธนาคารแห่งประเทศไทย เป็นผู้ดำเนินการและจัดจำหน่ายโดยตัวแทนขายต่อไป ยกเว้นกรณีที่มีมุ่งเน้นขายเฉพาะกับสถาบันการเงินเท่านั้น

2) ขนาดของพันธบัตรรัฐบาลเทียบกับภาคเอกชน : ในตลาดส่วนใหญ่พันธบัตรรัฐบาลจะมีสัดส่วนสูงกว่าพันธบัตรธุรกิจเอกชน อย่างไรก็ตามนโยบายของรัฐบาลจะมีผลต่อสัดส่วนของพันธบัตรธุรกิจเอกชนอยู่มากโดยพิจารณาจากอัตราภาษีดอกเบี้ยและเงินปันผลภาษีของนักลงทุนต่างประเทศ และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศว่าจะเอื้ออำนวยให้พันธบัตรธุรกิจเอกชนขายตัวโดยมีนักลงทุนให้ความเชื่อถือในระดับใกล้เคียงกับพันธบัตรรัฐบาลหรือไม่ ในกรณีของประเทศเกาหลีจะพบว่า Corporate Bond มีบทบาทมากในระบบเศรษฐกิจของประเทศเนื่องจากการส่งเสริมตามนโยบายของรัฐบาล

3) ประเภทของตราสารหนี้ : ความหลากหลายของตราสารหนี้จะขึ้นอยู่กับสภาพลักษณะของนักลงทุนในกลุ่มเป้าหมาย ซึ่งโดยส่วนมากจะเป็นสถาบันมากกว่าบุคคล ฉะนั้นการออกตราสารจะต้องพิจารณาจากความต้องการและความนิยมของนักลงทุนสถาบันเป็นหลัก

เพื่อดึงดูดให้เกิดความสนใจและหันมาลงทุนกันมากขึ้น ซึ่งองค์ประกอบสำคัญในการพิจารณา คือ ระยะเวลาครบกำหนดไถ่ถอน อัตราดอกเบี้ย สภาพคล่อง ความเสี่ยงและภาษี

ประเภทของตราสารหนี้ในประเทศไทยในระยะเวลาที่ผ่านมาหลักๆ ดังนี้ คือ (ตาราง A)

- 1) Treasury Bills
- 2) Debenture (ระยะเวลา 5 - 11 ปี)
- 3) Commercial Paper

4) การพัฒนาตลาดรอง : ในประเทศที่ธุรกิจตราสารที่เจริญเติบโตจะต้องมีตลาดรองที่มีประสิทธิภาพในการสร้างสภาพคล่อง ดังเช่นในสหรัฐอเมริกาตลาดรองมีบทบาทสนับสนุนตลาดแรกอย่างมาก ลักษณะการซื้อขายในตลาดรองอย่างเป็นทางการและการตลาด OTC ที่ได้พัฒนาอย่างเป็นระบบมีดังต่อไปนี้

4.1 ระบบการซื้อขายในตลาดรองจะผ่าน Interdealer Broker ซึ่งสามารถติดต่อกันผ่านทางคอมพิวเตอร์ หรือโทรศัพท์

4.2 บริษัทหลักทรัพย์ที่มีใบอนุญาตค้าหลักทรัพย์สามารถเป็น Dealer ซึ่งสามารถซื้อหรือขายหลักทรัพย์เข้า Portfolio ของตัวเองได้ และจำหน่ายในตลาดเพื่อแสวงหากำไร

4.3 การมีระบบผู้รับผิดชอบเสนอราคา (Market Maker) ซึ่งจะมีหน้าที่เสนอราคาและปริมาณการซื้อ/ขายหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่อง โดยจะ Quote ราคาสูงสุดและต่ำสุดให้นักลงทุนตัดสินใจ ได้อย่างรวดเร็วและสะดวกยิ่งขึ้น ในตลาดรองของสหรัฐอเมริกาและอังกฤษนั้น ประสบความสำเร็จอย่างมาก เพราะระบบ Market Maker นอกจากนี้ในประเทศฝรั่งเศสก็คล้ายๆ กันคือ Market Maker เป็นตัวการในการสร้างความคล่องตัวให้ตลาดรองโดยทำให้มีจํา

นวนหลักทรัพย์หมุนเวียนมากกว่าตลาดแรกถึง 10 เท่าในปี 1990

4.4 Clearing & Settlement ในต่างประเทศองค์กรที่ทำหน้าที่นี้จะเป็นองค์กรอิสระซึ่งทำหน้าที่นี้โดยเฉพาะ เช่น National Security Clearing Centre (NSCC) และ DTC ในอเมริกา London Clearing House ในอังกฤษ และ Cedel / Euroclear ที่ทำหน้าที่ Clearing อยู่ในตลาด Euro Bond เป็นต้น สำหรับประเทศไทยเพิ่งเปิดโอกาสให้มีการจัดตั้งองค์กรนี้ขึ้น ในปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ยังเป็นผู้ทำหน้าที่ดังกล่าว ซึ่งการบริหารงานอาจจะไม่คล่องตัวเท่าที่ควรในกรณีที่ธุรกิจหลักทรัพย์ขยายตัวอย่างต่อเนื่อง

4.5 Credit Rating Agencies สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือซึ่งเป็นองค์กรอิสระทำหน้าที่ในการให้เกรดตราสาร โดยมีขั้นตอนการวิเคราะห์อย่างละเอียดเพื่อให้นักลงทุนมีข้อมูลที่เพียงพอในการตัดสินใจลงทุน สถาบันดังกล่าวนี้ในประเทศสหรัฐอเมริกา จะมีประมาณ 4-5 บริษัทที่มีชื่อเสียงระดับโลก คือ Standard & Poor's Corporation, Moody's Investor Services Incorporation และ Fitch Investor Services ในประเทศที่มีการเริ่มลงทุนในธุรกิจ หลักทรัพย์ประเภทหนี้เกิดขึ้น จำเป็นที่จะต้องมียุทธศาสตร์ลำดับความน่าเชื่อถือที่มีประสิทธิภาพเพื่อเพิ่มความมั่นใจให้แก่นักลงทุน ปัจจุบันในประเทศไทยมีบริษัท CRA เริ่มก่อตั้งขึ้น 2 บริษัทคือ Thai Rating and Information Services (TRIS) และ Thai Rating Agency (TRA) เนื่องจาก พ.ร.บ.ธุรกิจหลักทรัพย์ 2535 กำหนดให้ Unsecured bond จะต้องได้รับการจัดลำดับโดยองค์กรที่ ก.ล.ต. ยอมรับก่อนจะนำมาเสนอขายต่อประชาชน

5) ระเบียบและกฎเกณฑ์ในการออก

ตราสารในตลาดแรก : การออกพันธบัตรเอกชนในตลาดใหญ่ๆ อย่างสหรัฐอเมริกา การขออนุญาตจดทะเบียนสำหรับตราสารที่มีอายุต่ำกว่า 270 วัน ไม่ต้องขออนุญาตจาก SEC และตราสารระยะ 3 ปี สามารถทำ Filing ครั้งเดียวเข้า Shelf ได้ภายใต้ Rule 415 ซึ่งนับว่าเป็นการผ่อนปรนและลดขั้นตอนที่ทำให้เสียเวลาและค่าใช้จ่าย สำหรับประเทศไทยในปัจจุบัน SEC ยังกำหนดให้การออกตราสารจะต้องขออนุญาตและทำ Filing โดยใช้เวลาประมาณ 40-90 วัน ซึ่งปัญหานี้มีส่วนชะลอการขยายตัวของธุรกิจอยู่มาก ทำให้ผู้ระดมเงินนิยมใช้วิธีการกู้เงินจากธนาคารแทนการออกตราสาร ซึ่งไม่ต้องการใช้เวลาและการเตรียมข้อมูลที่ซับซ้อนมากนัก

4. แนวทางการพัฒนาตราสารหนี้ในประเทศไทย

เนื่องจากเงินออมจากประชาชนและเงินจากสถาบันต่างๆ ในประเทศยังคงมีจำกัด ดังนั้นตราสารระยะสั้นหรือระยะปานกลาง จึงเหมาะสมที่จะให้ความสนใจในช่วงนี้ อย่างไรก็ตาม ในกรณีของ Foreign Investors นั้นนับว่าเป็นกลุ่มเป้าหมายหลักในช่วงแรก ซึ่งการออกตราสารในต่างประเทศ จะต้องมีความรู้ Know-how มากพอสมควร Investment Banker ในประเทศที่จะออกตราสารเป็นผู้ทำหน้าที่ Underwrite เมื่อพิจารณาจากสภาวะการณ์ของตลาดทุนในอาเซียนเอง จะพบว่าแนวโน้มที่เอกชนเริ่มหาช่องทางระดมทุนโดยตรงในการขยายธุรกิจของตนเพื่อลดต้นทุน และมีการกำหนดระยะเวลาที่แน่นอนในการไถ่ถอนเพิ่มมากขึ้นตามลำดับ (ตาราง B) ฉะนั้นการปูทางเพื่อให้ Corporate bond มีบทบาทมากขึ้นทั้งตลาดภายในประเทศและต่างประเทศ เพื่อสร้างแหล่งเงินทุนที่เพียงพอให้กับภาคเอกชนต่อไปน่าจะเป็นทิศทาง

ที่น่าเป็นไปได้พอๆ กับการพัฒนาพันธบัตรรัฐบาลและหน่วยงานของรัฐบาล เนื่องจากการพัฒนาตลาดพันธบัตรรัฐวิสาหกิจเองก็จะช่วยลดการพึ่งพิงเงินกู้จากต่างประเทศ ซึ่งมีเพดานจำกัดอยู่ได้มาก

ประเภทของตราสารหนี้ที่น่าสนใจในสายตาของนักลงทุนภายในประเทศ

- *Commercial Paper* : ในปัจจุบันตราสารประเภท CP มีอยู่บ้างแล้วในระบบการเงินไทยโดยส่วนใหญ่มีสถาบันการเงินเป็นผู้ออกในอนาคตถ้ามีมาตรการผ่อนปรนระเบียบในการทำ Filing สำหรับ CP ที่มีอายุต่ำกว่า 270 วัน จะช่วยให้คนหันมาลงทุนในตราสารประเภทนี้เพิ่มขึ้นและเป็นแนวทางไปสู่การเกิด MTNs ได้ในระยะต่อไป เนื่องจากการลงทุนเวลาและค่าใช้จ่ายในการจัดการได้มากในสหรัฐอเมริกา การออกตราสารอายุต่ำกว่า 270 วัน ไม่ต้องขออนุญาตจาก SEC ตราสารระยะ 3 ปี สามารถทำ Filing ครั้งเดียวเข้า Shelf ไว้เพื่อนำมาเสนอขายภายหลังได้

- *Floating Rate Notes* : เป็นตราสารระยะปานกลางถึงระยะยาว ซึ่งลดความเสี่ยงเรื่องอัตราดอกเบี้ยเนื่องจากจะระบุอัตราดอกเบี้ยต่ำสุดที่ลูกหนี้จะต้องจ่ายเอาไว้ในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงอาจลดลงมากภายหลัง นอกจากนี้ในบางประเทศยังให้สิทธิพิเศษบางประการแก่ผู้ถือ FRNs และให้สิทธิในการเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยคงที่เป็นลอยตัวได้อีกด้วย

- *Asset Backed Securities* : ในประเทศไทยโอกาสที่จะใช้ทรัพย์สินที่เป็น Non-marketable มาทำประโยชน์โดยวิธีการของ Securitization น่าจะเป็นวิธีการที่เหมาะสมโดยที่สถาบันการเงินซึ่งรับจำนองบ้านและที่ดินไว้จำนวนมากๆ สามารถนำส่วนหนึ่งมาค้ำประกันออกตราสารได้ตราสารประเภทนี้จะมีส่วนไขในการไถ่ถอน

และจ่ายดอกเบี้ยที่สามารถลดปัญหาความไม่สม่ำเสมอของ Cash Flow จาก Asset ที่ Pool กันอยู่ และเป็นตราสารที่ได้รับความนิยมสูงในตลาดยุโรป และอเมริกา

5. ปัญหาและอุปสรรคในการพัฒนาตราสารหนี้ในประเทศไทย

เนื่องจากในปัจจุบันตลาดทุนของประเทศไทยยังมีขนาดจำกัดเป็นส่วนใหญ่ และการระดมทุน ยังอยู่ในรูปของการกู้ยืมเงินระหว่างธนาคารตราสารทางการเงินที่ปรากฏยังมีจำนวนน้อยทั้งด้านผู้ออกและปริมาณเงิน แม้ว่าทางรัฐบาลจะได้มีนโยบายผ่อนคลายเป็นการพัฒนาตลาดทุนโดยปรับโครงสร้างทางกฎหมายและพัฒนาองค์กรสำคัญเพื่อรองรับการขยายตัวของเศรษฐกิจ แต่ยังมีข้อจำกัดอีกหลายประการที่ทำให้ตราสารหนี้ยังไม่มีบทบาทในตลาดเงินของประเทศมากนักซึ่งพอจะสรุปประเด็นสำคัญได้ดังนี้

1) *กฎระเบียบและขั้นตอนในการออกตราสาร* : การออกตราสารธุรกิจเอกชนมีขั้นตอนที่ต้องใช้เวลา และค่าใช้จ่ายค่อนข้างมากในการขออนุญาต และยื่นแบบรายการเสนอขาย ทำให้ไม่สะดวกต่อผู้ออกตราสาร และไม่เป็นที่นิยมเท่ากับการกู้เงินจากธนาคาร

2) *ความพร้อมของผู้ออกตราสาร* : เนื่องจากลักษณะเฉพาะของบริษัทในประเทศไทยส่วนใหญ่ยังเป็นการบริหารธุรกิจแบบครอบครัว ดังนั้นระบบบัญชีและการบริหารงานยังไม่อยู่ในระดับมาตรฐาน ที่จะยื่นขออนุญาตออกตราสารกู้ยืมเงินโดยตรงจากประชาชนได้

3) *ความต้องการของนักลงทุน* : นักลงทุนในตราสารหนี้สามารถแบ่งได้ 3 ประเภท คือ บุคคลทั่วไป สถาบัน และนักลงทุนต่างชาติ โดยปกติของประเทศกำลังพัฒนานั้น ประชาชน

ทั่วไปยังมีรายได้ต่ำไม่สามารถเป็นแหล่งระดมเงินออมที่สำคัญของประเทศได้ จนกว่าจะมีรายได้ประชาชาติต่อหัวที่สูงขึ้นพร้อมกับมีการกระจายรายได้ที่ดี สำหรับเงินออมของสถาบันนั้น ยังมีกฎหมายควบคุมและจำกัดการลงทุนในตราสารหนี้อยู่มาก (ตาราง C) ดังนั้น นักลงทุนต่างชาติจึงมักจะเป็นกลุ่มเป้าหมายหลักในระยะแรก ซึ่งต้องมีแรงดึงดูดที่เพียงพอทั้งในแง่ของความมั่นคงและผลตอบแทน จึงจะสามารถดึงเงินทุนจากต่างประเทศเข้ามาโดยการขายตราสารหนี้ได้

4) *การขาดสถาบันหรือองค์กรสนับสนุน* : ประเทศไทยในปัจจุบันยังอยู่ในระยะเริ่มต้นของการพัฒนาตราสารหนี้ เนื่องจากเพิ่งมีกฎหมายธุรกิจหลักทรัพย์ 2535 ซึ่งเปิดโอกาสให้มีการจัดตั้งตลาด Over-the-Counter (OTC) และสนับสนุนการจัดตั้งสถาบันจัดลำดับความน่าเชื่อถือของตราสาร (Credit Rating Agency)

อย่างไรก็ตามขณะนี้การจัดตั้ง OTC ยังอยู่ในขั้นเตรียมการทำให้ยังมีปัญหาการขาดสภาพคล่องสำหรับผู้ซื้อตราสาร

5) *การขาดบุคลากรด้าน Investment Banking* : เนื่องจากตราสารหนี้เป็นเครื่องมือในการระดมทุนที่ใหม่ และค่อนข้างซับซ้อน ประกอบกับที่ผ่านมตลาดเงินของประเทศยังอยู่ในระบบ Bank Loan จึงทำให้บุคลากรที่มีความชำนาญทางด้านนี้ยังขาดแคลนโดยเฉพาะในภาคปฏิบัติ

6) *นโยบายการคลังและภาษี* : ที่ผ่านมานั้น อัตราภาษียังไม่เป็นที่จูงใจให้เกิดลงทุนในตราสารหนี้บางประเภท เช่น ในกรณีของปัญหาภาระภาษีการเปลี่ยนมือตัวเงิน และ NCD เป็นต้น นอกจากนี้การออกพันธบัตรรัฐบาลยังไม่สม่ำเสมอ เพราะขึ้นกับความต้องการเงินในช่วงนั้นๆ ทำให้ตลาดตราสารขาดอัตราดอกเบี้ย benchmark

ตาราง A ขนาดของตราสารหนี้ในประเทศไทย

หน่วย : ล้านบาท

ประเภท	1986	1991
ตราสารประเภทหนี้		
1 พันธบัตรรัฐบาล	40,756.6	-
2 พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ	3,947.0	33,273.8
3 ตั๋วสัญญาใช้เงินของรัฐวิสาหกิจ	-	-
4 พันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย	-	-
5 ตั๋วแลกเงิน	8,423.1	25,042.6
6 ซิตีโน้ต	325.0	650.0
7 เชสโน้ต	-	-
8 ตราสารบริษัทร	-	400.0
9 ตั๋วสัญญาใช้เงินและตั๋วแลกเงินชนิดอัตราดอกเบี้ยลอยตัว	1,400.0	6,400.0
10 บัตรเงินฝากชนิดโอนได้โดยจดทะเบียน	1,916.7	50.1
11 หุ้นกู้	200.0	6,610.0
12 หุ้นกู้แปลงสภาพ	-	-

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

ตาราง B แสดงการเปรียบเทียบขนาดพันธบัตรธุรกิจเอกชน

ประเทศ	มูลค่าการซื้อขาย ตามราคาตลาดของ พันธบัตร (1) US \$ Mil	มูลค่าการซื้อขาย ตามราคาตลาด ของหุ้น (2) US \$ Mil	สัดส่วน (1) / (2) (%)	อัตราเปลี่ยนแปลงของ พันธบัตร (%)
เกาหลี	22,654 ('89)	140,490	16.1	+33.6
ไต้หวัน	291 ('89)	237,013	0.1	- 0.7
ฮ่องกง	495 ('89)	77,564	0.6	+29.4
สิงคโปร์	98,997* ('89)	71,564	138.8	+ 6.0
มาเลเซีย	150 Feb '90	57,836	0.3	N.A
ไทย	130 ('89)	25,173	0.4	+56.3
ฟิลิปปินส์	6.5 ('89)	25,173	0.1	N.A
อินโดนีเซีย	995 Oct '90	6,638	14.9	N.A

ที่มา : IMF

* รวมพันธบัตรรัฐบาล

ตาราง C ข้อจำกัดการลงทุนในตราสารหนี้ของสถาบันการเงินต่าง ๆ

ข้อจำกัดการลงทุนในหลักทรัพย์

สถาบันการเงิน	ข้อจำกัดการลงทุน
1. ธนาคารพาณิชย์	- ซื้อหุ้นที่มีมูลค่าหุ้นรวมกันทั้งสิ้นไม่เกินร้อยละ 20 ของเงินกองทุนของธนาคารพาณิชย์นั้น
2. บริษัทเงินทุน	- ไม่กำหนดไว้
3. บริษัทหลักทรัพย์	- ไม่ได้กำหนดไว้
4. บริษัทเครดิตฟองซิเอร์	- ซื้อหุ้นของบริษัทจำกัดไม่เกินร้อยละ 10 มีมูลค่ารวมกันทั้งสิ้นไม่เกินร้อยละ 20 ของเงินกองทุนของบริษัทเครดิตฟองซิเอร์นั้น
5. บริษัทประกันชีวิต	- ซื้อหุ้นที่มีมูลค่ารวมกันทั้งสิ้นไม่เกินร้อยละ 25 ของสินทรัพย์ของบริษัท ตามบัญชีบุคคลที่มีอยู่ในวันสิ้นปีบัญชีครั้งสุดท้าย
6. กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ	- ตัวเงินหรือตัวสัญญาใช้เงินที่สลักหลัง อาวัล หรือรับรองโดยธนาคารไม่เกินร้อยละ 5 ของเงินกองทุนรวมกันไม่เกินร้อยละ 30 ของเงินกองทุน - ตัวสัญญาใช้เงินที่บริษัทเงินทุนเป็นผู้ออกไม่เกินร้อยละ 5 ของเงินกองทุน - หลักทรัพย์รัฐบาลและองค์การของรัฐไม่น้อยกว่าร้อยละ 20 ของเงินกองทุน - ตัวแลกเงินที่บรรษัทรับรองไม่เกินร้อยละ 5 ของเงินกองทุน

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

100 คำศัพท์เทคนิคตราสารหนี้

GLOSSARY

AGENCY BROKER	โบรกเกอร์ที่เป็นตัวแทนจำหน่ายหุ้น หรือตราสารหนี้อย่างเดียวโดยไม่ได้เป็น Market Maker ด้วย นักลงทุนบางกลุ่มชอบซื้อหุ้นหรือ ตราสารหนี้ จาก Agency Broker เพราะคิดว่าไม่ Bias
ARM	Adjustable Rate Mortgage เป็นข้อตกลงในการทำ Mortgage ระหว่างสถาบันการเงินและผู้ซื้ออสังหาริมทรัพย์ที่ยอมให้มีการปรับดอกเบี้ยได้ภายในช่วงเวลาที่กำหนด
ADR	American Depositary Receipt ตราสารที่แทนใบหุ้นของกิจการที่ตั้งอยู่นอกสหรัฐอเมริกา ตัวใบหุ้นจะเก็บรักษาโดยธนาคารที่ทำหน้าที่เป็น Custodian นักลงทุนที่ต้องการซื้อหุ้นของกิจการในต่างประเทศสามารถซื้อ ADR แทนได้ โดยไม่ต้องเดินทางไปซื้อถึงต่างประเทศ Custodian จะทำหน้าที่ดูแลเรื่องสิทธิประโยชน์ต่างๆ ให้
ASSET BACKED SECURITIES	หลักทรัพย์ที่ค้ำโดยสินทรัพย์ที่เฉพาะเจาะจง และผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจากสินทรัพย์นั้นอาจจะนำมาชำระหนี้เป็นเงินต้นและดอกเบี้ยในการกู้ยืมได้ Asset Backed Securities ประเภทแรกที่ออกในสหรัฐอเมริกา คือ Residential Mortgage (โปรคตุ Mortgage Backed Securities ประกอบ)
AUCTION MARKET	ระบบที่ใช้ในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ผ่าน Broker ซึ่งจะแตกต่างจากการซื้อขายในตลาด OTC ที่ซื้อขายกันด้วยการต่อรอง (Negotiate) ตัวอย่างคือ ตลาดหุ้นนิวยอร์ก ซึ่งเป็นระบบ Double Auction System โดยมีผู้ซื้อและผู้ขายหลายราย ราคาจะกำหนดจากการแข่งขันของ Broker ที่ทำหน้าที่แทนผู้ซื้อหรือผู้ขาย
BABY BOND	ตราสารหนี้ที่มีราคา par ต่ำกว่า \$10,000 ตามปกติมักจะอยู่ในช่วง \$25-500 ทั้งนี้เพื่อสนองต่อความต้องการของนักลงทุนรายย่อย
BEARER FORM	ตราสารหนี้ที่ไม่ต้องลงทะเบียนการเปลี่ยนมือใน Book ของบริษัทที่ออก ดังนั้นการจ่ายผลตอบแทนต่างๆ จะจ่ายให้แก่ผู้ที่ถือตราสารหนี้ นั้น ตามปกติตราสารหนี้ ในสหรัฐอเมริกาจะออกในรูปแบบของ Registered Form มากกว่า

BOND	ตราสารหนี้ที่ออกโดยรัฐบาลหรือเอกชนทั้งในรูปแบบที่จ่ายดอกเบี้ยหรือขายในราคา Discount โดยผู้ออกมีหน้าที่ที่จะต้องชำระดอกเบี้ยแก่ผู้ถือตามจำนวนที่กำหนดไว้ Secured Bond คือ ตราสารหนี้ที่ค้ำโดยสินทรัพย์ซึ่งผู้ถือตราสารหนี้มีสิทธินำไปขายได้ ถ้าหากผู้ออกไม่สามารถชำระเงินต้นและดอกเบี้ย Unsecured Bond หรือ Debenture คือ ตราสารหนี้ที่ออกโดยการค้ำด้วย Credit ของผู้ออกอย่างเดียว
BULL & BEAR BOND	คือตราสารหนี้ที่การชำระคืนเงินต้นถูกนำไปโยงกับดัชนีราคาหุ้นตามปกติจะแบ่งเป็นสองส่วนคือ Bull Bond และ Bear Bond โดย Bull Bond นั้นจะได้รับชำระคืนมากขึ้นถ้าหากดัชนีราคาหุ้นสูงขึ้น ส่วน Bear Bond จะได้รับชำระสูงขึ้น ถ้าหากดัชนีราคาหุ้นลดลงตามปกติ การคำนวณเงินต้นที่ชำระคืนจะคำนวณเงินต้นที่เพิ่มขึ้นซึ่งมักจะ off set กับต้นทุนที่ลดลงในอีกส่วนหนึ่ง
BULLET	ตราสารหนี้ที่ชำระคืนครั้งเดียวเมื่อครบกำหนดไถ่ถอน
BUNNY BOND	Bond ที่ยอมให้ผู้ลงทุนเอาผลตอบแทนจากดอกเบี้ยมาลงทุนใน Bond ที่มี Term และเงื่อนไขต่างๆ เหมือนกับ Bond อันแรก
CALL, CALLABLE	สิทธิที่จะขอไถ่ถอนคืนก่อนครบกำหนด
CAPPED FRNs	ตราสารหนี้อัตราดอกเบี้ยลอยตัว แต่มี Ceiling
CARDs	Certificate of Amortized Revolving Debt : ตราสารหนี้ที่ค้ำประกันโดย Credit Card Receivable ผู้ออกรายแรกคือ Bank of America
CARs	Certificate of Automobile Receivable : ตราสารหนี้ที่ค้ำประกันโดย pool ของรถยนต์ที่ลูกค้าเช่าซื้อจากบริษัทหรือบริษัทเงินทุน
CATs	Certificate of Accrual on Treasury Securities ตราสารหนี้ประเภท Strip ที่ออกโดย Salomon Brothers
CLEARING HOUSE	ผู้ที่ทำหน้าที่เปรียบเทียบรายการซื้อขายของโบรกเกอร์ก่อนที่จะมีการส่งมอบและชำระเงินค่าหุ้น
CLEOs	Certificate Lease Equipment Obligation ตราสารหนี้ที่ค้ำโดย Pool ของ Lease Receivable เช่น คอมพิวเตอร์ และเครื่องจักรกลต่างๆ
CMO	Collateralized Mortgage Obligation ตราสารหนี้ประเภท Mortgage Backed Security ประเภทหนึ่ง ที่ออกมาเพื่อแก้ไขปัญหา Cash flow จากสินทรัพย์ที่นำมาค้ำในการออกตราสารไม่สม่ำเสมออันเนื่องจากการชำระหนี้คืนก่อนกำหนด ตราสารหนี้จึงออกมาเป็นส่วนๆ (Tranche) ส่วนสุดท้ายเรียก Z-tranche เป็น ZCB ตราสารหนี้จะครบกำหนดตามลำดับจนถึง Z-tranche

COLTs	Continuously Offer Long Term Securities : เป็น MTNs ที่ออกโดยธนาคารโลก มีอายุ 3-30 ปี
COMMERCIAL PAPER	ตราสารหนี้ระยะสั้นที่ออกโดยเอกชนอายุตั้งแต่ 2-270 วัน มักจะเป็น Unsecured และขายในราคา Discount ออกโดยทั้งโดยตรงหรือผ่าน Broker บริษัทเอกชนที่นิยมออกเพราะมีความยืดหยุ่นและอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าเงินกู้ธนาคารเล็กน้อย
COUGRs	Certificates of Government Receipts เป็นตราสารประเภท Strip ที่ออกโดย A.G.Becker
COUPON	ผลตอบแทนที่ผู้ออกตราสารหนี้จ่ายให้แก่ผู้ลงทุนตลอดอายุของตราสารคำนวณเป็นเปอร์เซ็นต์ต่อปีของราคาหน้าตั๋ว
DEALER	Broker ที่ทำหน้าที่เป็น Principal ด้วย คือ ซื้อเข้า Port ของตัวเอง และรับความเสี่ยงเอง ตามปกติ Broker มักจะเป็นทั้ง Agent ให้ลูกค้าและเป็น Principal ด้วย จึงมักเรียกว่า Broker-Dealer
DEBENTURE	ตราสารหนี้ที่ไม่มีอะไรค้ำประกัน นอกจากความเชื่อถือในตัวผู้ออก Un-secured Bond คือ Debenture
DROP-LOCK FRNs	ตราสารหนี้ประเภทอัตราดอกเบี้ยลอยตัว เมื่ออัตราดอกเบี้ยลดลงต่ำกว่าอัตราที่กำหนดไว้จะ Convert เป็น Fixed Rate ทันที
DTC	Depository Trust Company บริษัทที่ทำหน้าที่ในการเก็บรักษาหลักทรัพย์เพื่อประโยชน์ในการ Clearing โดยเฉพาะกรณี Clear ด้วย Electronic DTC ของสหรัฐอเมริกา จะเป็น Member ของ Federal Reserves System ถือหุ้นโดย Brokerage House ใน Wall Street
DISCOUNT BROKER	Broker House ที่ให้บริการเพียง Execute คำสั่งซื้อ/ขายให้ลูกค้าเท่านั้น โดยไม่มีคำแนะนำให้ ค่าบริการจะถูกกว่า Full Service Broker (ดู Full Service Broker ประกอบ)
DISCOUNT HOUSE	เป็นตัวกลางระหว่างธนาคารกลางของอังกฤษกับธนาคารพาณิชย์ โดยรับซื้อลดตราสารหนี้จากธนาคารพาณิชย์ แล้วไปขายต่อให้ธนาคารกลางอังกฤษ ช่วยให้ธนาคารพาณิชย์มีสภาพคล่องในระยะสั้น (Money Market) Discount House ยังมีชื่อเรียกอีกอย่างหนึ่งว่า Bill Broker เพราะเป็น Market Maker ให้ bill หรือตราสารระยะสั้นทุกชนิด
DURATION	เครื่องมือชนิดหนึ่งในการวัด Volatility ของราคา Bond วิธีอื่นที่ใช้วัดได้แก่ Price Value of Basis Point และ Yield Value of a Price Change

DUTCH AUCTION	ระบบการซื้อขายด้วยการประมูลแบบหนึ่ง ซึ่งราคาจะลดลงไปเรื่อยๆ จนกว่าจะมีผู้สนใจซื้อไป T-bills ของสหรัฐอเมริกาขายด้วยระบบนี้
DUAL CURRENCY BOND	ตราสารหนี้ที่จ่ายดอกเบี้ยและเงินต้นเป็นคนละสกุลกัน จำนวนเงินที่จะไถ่ถอนจึงขึ้นอยู่กับ การเปลี่ยนแปลงของสกุลเงิน
EQUIVALENT BOND YIELD	Yield ที่คำนวณจากราคาที่ซื้อขายจริงไม่ใช่จากราคาที่กำหนดไว้ เช่น T-bill 90 วัน ราคา par \$10,000 Coupon 10% ขาย \$9,750 Equivalent Bond Yield = $\frac{\$ 250}{\$ 9,750} \times \frac{365}{90} = 10.40\%$
EUROBOND	Bond ที่ออกเป็นดอลลาร์สหรัฐหรือเงินตราสกุลอื่น และขายให้นักลงทุน ที่อยู่นอกประเทศที่เป็นเจ้าของเงินตราสกุลที่ใช้ในการออก Bond เช่นบริษัทของอังกฤษออก Bond เป็นดอลลาร์สหรัฐขายให้นักลงทุน นอกอังกฤษผ่าน Investment Banking House
FANNIE MAE	ชื่อเล่นของตราสารที่ค้ำประกันโดย Federation National Mortgage Association (FNMA) เป็น Mortgage Backed Security
FLIP FLOB NOTES	ตัวเงินที่เปลี่ยนแปลงกลับไปกลับมาได้ระหว่าง Fixed และ Floating Rate
FOREIGN BOND	Bond ที่ออกโดยต่างชาติ ในรูปเงินตราสกุลของประเทศที่ออกจำหน่าย เช่นต่างชาติดอก Bond ขายในสหรัฐอเมริกา เรียกว่า Yankee Bond ออกเป็นเงินปอนด์สเตอร์ลิงในอังกฤษเรียก Bull Dog Bond เป็นต้น
FOURTH MARKET	การซื้อขายหุ้นที่ list อยู่ในตลาดหลักทรัพย์โดยนักลงทุนประเภทสถาบัน เป็น lot ใหญ่ๆ เพื่อลดค่า Commission
FRNs	ตราสารหนี้อัตราดอกเบี้ยลอยตัว
FULL SERVICE BROKER	Broker ที่ให้บริการหลายด้านแก่ลูกค้า นอกจากจะ Execute การซื้อขาย แล้วยังให้คำแนะนำในการลงทุนด้วยบางแห่งอาจจะช่วยบริหารสินทรัพย์ การวางแผนทางการเงิน และภาษีด้วย ค่า Commission จะสูงกว่า Discount Broker
GILT EDGED SECURITIES	1)ตราสารหนี้ที่ออกโดยรัฐบาลอังกฤษทั้งระยะสั้นและระยะยาวเรียกสั้นๆ ว่า Gilt 2) หุ้นหรือตราสารหนี้ของกิจการที่มีผลการดำเนินงานดีมาก สามารถจ่ายปันผลและดอกเบี้ยได้อย่างไม่มีปัญหา ตามปกติมักใช้เรียก Corporate Bond มากกว่าหุ้นสามัญ
GINNIE MAE	ชื่อเล่นของตราสารที่ค้ำประกันโดย Government National Mortgage Association (GNMA) เป็น Mortgage Backed Security

GLASS-STEAGAL ACT	รัฐบัญญัติของสหรัฐอเมริกาออกในปี 1933 ห้ามไม่ให้บริษัทประกัน และธนาคารพาณิชย์เป็นเจ้าของ Brokerage House ภายใต้กฎหมายนี้ทำให้ ธนาคารพาณิชย์ของสหรัฐไม่สามารถทำธุรกิจ Investment Banking ได้ ประเทศญี่ปุ่นได้นำเอาไปใช้ด้วย ที่เรียก Article 65
GUARANTEED BOND	Bond ซึ่งทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยค่าประกันโดยผู้อื่น นอกจากผู้ออก Bond เอง
HEAVEN & HELL BOND	Bond ในรูปแบบของ Dual Currency อีกแบบหนึ่ง ซึ่งจำนวนเงินที่จะ ได้ถอนคิดจากอัตราแลกเปลี่ยน ณ วันไถ่ถอน เทียบกับ ณ วันออกตราสาร ถ้าหากค่าเงินสูงขึ้นก็จะได้รับเงินมากขึ้น เรียกอีกแบบหนึ่งว่า Indexed Currency Option Note (ICON)
INTER DEALER BROKER	Broker ที่เป็นตัวกลางระหว่าง Dealer ตามปกติ Dealer มักจะไม่ติดต่อกันเองเพราะเกรงว่าอีกฝ่ายหนึ่งจะทราบสถานะการณ์ของตน IDB จึง เข้ามาทำหน้าที่นี้ ทำให้ Dealer มีสภาพคล่องดีขึ้น การซื้อขายระหว่าง Dealer ด้วยกันเองก็มีมากขึ้น ปัจจุบัน IDB บางรายเสนอบริการให้แก่ ลูกค้าผ่านคอมพิวเตอร์
INVESTMENT GRADE	ตราสารหนี้ที่ได้ Rating ตั้งแต่ BBB ขึ้นไป (AAA, AA, A และ BBB) ถือเป็น Investment Grade สถาบันการเงินในบางประเทศกฎหมายจะ บังคับให้ลงทุน ในตราสารหนี้ได้เฉพาะแต่ Investment Grade เท่านั้น
IOPOS	Interest Only/Principal only Mortgage Backed Securities เป็นตราสาร หนี้ลูกผสมระหว่าง Asset Backed Securities กับ Stipped Treasuries และ Zero Coupon Bond Cash Flow จาก Mortgage ที่นำมา Back จะถูก แบ่งเป็นดอกเบี้ยและเงินต้น แล้วออกตราสารมาขาย
JOBBER	ทำหน้าที่คล้ายกับ Market Maker ในสหรัฐอเมริกา คือ รับซื้อหรือขายจาก Port ของตัวเอง หลังจาก Big Bang ในปี 1985 แล้ว Jobberแปรสภาพมาเป็น Market Maker ตาม รูปแบบที่เป็นอยู่ในสหรัฐอเมริกา
JUNK BOND	หรือ High Yield Bond ตราสารหนี้เกรดต่ำ (ต่ำกว่า BBB ลงมา) หรือ อีกชื่อเรียกว่า Fallen Angels Drexel Burnham Lambert เป็นรายแรกที่ นำมาใช้ ต่อมา Junk Bond ถูกนำไปใช้ในการเทคโอเวอร์กิจการ ทำให้ อัตราการ Default สูงขึ้น จึงได้รับความนิยมน้อยลง
LIONs	Lehman Investment Opportunity Notes เป็น Strip อีกแบบหนึ่งทีออกโดย Shearson Lehman Brothers

MALONEY ACT	ออกในปี 1938 เพื่อแก้ไข SEC Act ในปี 1934 ทำให้มีการจัดตั้ง National Association of Securities Dealer (NASD) ขึ้นมาดูแลตลาด OTC โดยเฉพาะ
MARKET MAKER	ผู้ที่ทำหน้าที่ดูแลหลักทรัพย์โดยการเสนอราคาซื้อ/ขายหลักทรัพย์ที่ตัวเองดูแลอยู่อย่างต่อเนื่อง และพร้อมที่จะซื้อหรือขายในราคาที่ตัวเอง Quote อยู่ตลอดเวลา ในตลาด OTC เรียกว่า Market Maker และในตลาดหุ้นนิวยอร์กเรียก Specialist หลักทรัพย์ที่เข้าไปซื้อขายใน NASDAQ จะต้องเป็น Market Maker อย่างน้อย 2 ราย
MISMATCH FRNs	Coupon กำหนดทุกเดือนตามปกติมักจะขึ้นกับ LIBOR 3 เดือนแต่จะจ่าย Coupon ทุก 3 เดือน หรือ 6 เดือน ในอัตราเฉลี่ย จะเป็นประโยชน์สำหรับนักลงทุนในกรณีที่ดอกเบี้ยระยะสั้นสูงขึ้น
MONEY BROKER	ตัวกลางในตลาดเงิน (Money Market) ระหว่างผู้ที่มีเงินเหลือและผู้ที่ต้องการแคลนเงินในระยะสั้น ตามปกติ Primary Dealer ที่ต้องไปประมูล Treasury Securities มักจะขาดแคลนเงินระยะสั้นจึงต้องกู้ยืมเงินชั่วคราวผ่านตัวกลางคือ Money Broker ซึ่งจะได้รับ Commission เป็นค่าตอบแทน
MORTGAGE BACKED BOND	ตราสารหนี้ที่ค้ำโดย Pool ของทรัพย์สินที่เป็นหลักประกันในการกู้ยืมตามปกติมักจะเป็นบ้าน (ดู Pass-Through Securities ประกอบ)
MTNs	Medium Term Notes ตราสารระยะปานกลางระหว่าง 1-5 ปี ในสหรัฐอเมริกา Rule 415 อนุญาตให้ผู้ออกตราสารหนี้ส่งรายละเอียดให้ SEC เพียงครั้งเดียวเข้า Shelf มีผลได้นานถึง 3 ปี ผู้ออกไม่ต้องให้รายละเอียดว่าจะออกตราสารประเภทไหน อายุเท่าไร ทำให้ผู้ออกได้รับความสะดวกในการออกมาก MTNs จึงได้รับความนิยมเพิ่มขึ้น
NEGOTIABLE	เปลี่ยนมือได้โดยไม่ต้องลงทะเบียนกับบริษัทผู้ออก (Bearer Form)
NIF	Notes Issuance Facility การออก Note ในตลาด Euro โดยมีข้อตกลงระหว่างผู้ออกและธนาคารแห่งใดแห่งหนึ่ง ที่ทำหน้าที่ Underwrite ให้ความว่าหาก Note ขายไม่หมด ธนาคารแห่งนั้นจะเป็นผู้ซื้อเองหรือไม่ก็ให้เป็นเงินกู้แทนผู้ออกจะมีเงินทุนหมุนเวียนอย่างต่อเนื่อง
OTC	Over-The-Counter โดยทั่วไปมีลักษณะ 2 ประการคือ 1) เป็นหลักทรัพย์ที่ไม่ได้จดทะเบียนและซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ 2) ตลาดที่ทำการซื้อขายไม่มีแห่งแน่นอน แต่ซื้อขายกันผ่านโทรศัพท์หรือคอมพิวเตอร์ ด้วยวิธีต่อรองราคา (Negotiation) ในสหรัฐอเมริกาจะซื้อขายผ่านระบบของ NASDAQ ควบคุมดูแลโดย NASD

PASS-THROUGH SECURITIES	ตราสารหนี้ที่ Cash Flow ซึ่งเกิดจากกองทรัพย์สินที่มา Back อยู่นั้นถูกส่งผ่านไปให้ผู้ลงทุนผ่านตัวกลาง ตราสารหนี้ในลักษณะนี้ที่สำคัญ คือ Mortgage Backed Securities ตามปกติหน่วยงานถึงรัฐบาล เช่น Federal House Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) Fannie Mae และ Ginnie Mae จะเป็นผู้ค้ำประกันและรับภาระในการนำเงินต้นและดอกเบี้ยที่ได้รับชำระจากผู้กู้ไปซื้อบ้านมาจ่าย ให้ผู้ลงทุนในตลาดอีกทีหนึ่ง
SAMURAI BOND	ตราสารหนี้ที่ออกโดยต่างชาติในญี่ปุ่นเป็นรูปของเงินเยน
SECURED BOND	Bond ที่ออกโดยมีทรัพย์สินค้ำประกัน ซึ่งอาจจะอยู่ในรูปของสินทรัพย์ธรรมดา หรือ Mortgage ก็ได้
SECURITIZATION	การนำเอาทรัพย์สินที่อยู่เปล่า (Non-tradable Asset) มาแปลงให้เป็นทรัพย์สินที่ซื้อขายได้ (Tradable Asset) เช่นการนำเอา Mortgage มา back ตราสารแล้วออกขายระดมเงินจากประชาชนมาหมุนเวียนต่อ มีอยู่ 2 รูปแบบ คือ Pass-Through และ Non-Pass-Through ในอังกฤษเรียกประเภทแรกว่า Unitization เรียกอีกประเภทหนึ่งว่า Securitization ในอเมริกาเรียกประเภทแรกว่า Pass-Through เรียกประเภทหลังว่า Asset Backed Bond
SENIOR DEBT	ตราสารที่มีสิทธิในการ Claim ทรัพย์สินในกรณีผู้ออกล้มละลายสูงกว่า Junior Debt และหุ้นสามัญ ตราสารหนี้ประเภทนี้ได้แก่ Notes, Bond และ Debenture
SETTLEMENT	การชำระเงินและโอนใบหุ้นหรือตราสารหนี้เมื่อมีการซื้อขายเกิดขึ้น
SINKING FUND	เงินที่สะสมไว้เพื่อไถ่ถอนตราสารหนี้ ซึ่งบางครั้งกำหนดไว้ว่าจะไถ่ถอนด้วย Sinking Fund ทำให้ผู้ลงทุนมีความมั่นใจมากขึ้นว่าผู้ออกมีความสามารถในการชำระหนี้ได้
SPECIALIST	ผู้ดูแลหลักทรัพย์โดยการเสนอราคาซื้อ/ขายอย่างต่อเนื่อง และพร้อมที่จะซื้อขายจาก Port ของตัวเอง เป็นระบบที่ใช้ในตลาดหุ้นนิวยอร์ก (ดู Market Maker ประกอบ)
SPECULATIVE GRADE	ตราสารหนี้คุณภาพต่ำ ได้ Rating ต่ำกว่า BBB ลงไป (ดู Junk Bond ประกอบ)
SPINs	Standard & Poors Indexed Notes ตราสารหนี้จำนวนเงินไถ่ถอนถูกนำไปโยงกับดัชนีราคาหุ้น S&P 500
SPS	Single Property Scheme เจ้าของ Property ขนาดใหญ่ที่ต้องการจะจูงใจผู้ลงทุนในตราสาร ด้วยการจ่ายผลตอบแทนบางส่วนจากรายได้ที่เกิดขึ้นจาก Property นั้น และอีกส่วนหนึ่งจะได้จากมูลค่า ของ Property ที่เพิ่มขึ้น SPS พัฒนาขึ้นในสหรัฐอเมริกา ในอังกฤษคือ PINC

SPV	Special Purpose Vehicle ตามปกติในการออก Asset Backed Bond Pool ของทรัพย์สินจะถูกขายให้แก่ SPV ก่อน ซึ่งมักจะเป็นบริษัทในเครือของผู้ที่เป็นเจ้าของทรัพย์สิน SPV จะเป็นผู้ออกตราสารค้ำโดยทรัพย์สินนั้น Cash Flow ที่เกิดขึ้นจะไม่ Pass-Through ไปให้ผู้ลงทุนทันที แต่จะจ่ายให้เป็น Coupon และไถ่ถอนคืนตามระยะเวลาที่กำหนดไว้
SPOTs	Single Property Ownership Trust บางทีก็เรียกว่า Single Property Unit Trust : SPUTs เป็นตราสารในรูปแบบเดียวกับ SPS และ PINC
STRAIGHT BOND	Bond ที่ไม่มี Feather อะไรเป็นพิเศษ Fixed Coupon และ Maturity Date
STRIPS	ตราสารหนี้ประเภท ZCB อย่างหนึ่ง แต่มักจะออกโดย Investment Bank แทนที่จะเป็นบริษัทที่ต้องการระดมเงินโดย Investment Bank จะซื้อ T-securities ระยะยาว แล้วแยกระหว่าง Coupon ในอนาคตกับจำนวนที่ไถ่ถอน หรือเรียกว่า CORPUS SPV มักจะถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อดำเนินการออก ZCB ที่ Back ด้วย Coupon และ Redemption ที่จะได้ในอนาคต ดู ZOOs CATs LIONs และ ZEBRA ประกอบ
SUBORDINATED	สิทธิในการ Claim ในทรัพย์สิน ค่อยกว่าตราสารหนี้ประเภทอื่น เมื่อเกิดกรณี Default ขึ้น
TAIL	ส่วนต่างระหว่าง Coupon สูงสุดกับ Coupon เหลือในการประมูล T-Securities
TAP	วิธีการขายตราสารหนี้อย่างหนึ่งที่ขายไปเรื่อยๆ จนกว่าจะหมดจำนวนที่ต้องการจะขาย
TENDER	วิธีการขายตราสารอีกแบบหนึ่ง โดยผู้ที่สนใจซื้อจะได้รับเชิญให้เสนอราคาในรูปแบบเดียวกับ Auction การจัดสรรอาจจะให้แก่ผู้ที่มีประมูลสูงสุดก่อน ถ้าหากเหลือจึงจะจัดสรรให้ผู้อื่นต่อไป หรืออาจถือเอาราคาเฉลี่ยเป็นเกณฑ์ ผู้ที่เสนอราคาสูงกว่าราคาเฉลี่ยก็จะได้รับจัดสรรไปตามสัดส่วน
THIRD MARKET	หุ้นที่ Listed ในตลาดหลักทรัพย์ถูกนำออกมาขายนอกตลาด (Over - The - Counter) Third Market มีความสำคัญมากในช่วงปี 1950 เมื่อนักลงทุนประเภทสถาบันต้องการซื้อหุ้นสามัญ เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากภาวะเงินเฟ้อ
TIGER	Strip อีกแบบหนึ่งซึ่งออกโดย Merrill Lynch
TOMBSTONE	โฆษณาของผู้ออกตราสารตามหน้าหนังสือพิมพ์เพื่อชักชวนให้คนซื้อตราสารของตน ซึ่งมักจะออกมาในรูปแบบคล้ายๆ กัน
TRANSFERABLE	เปลี่ยนมือได้ด้วยการไปลงทะเบียนเปลี่ยนเจ้าของที่ผู้ออกตราสาร

UNITIZATION	Securitization ประเภท Pass-Through ในอังกฤษเรียก Unitization (ดู Securitization ประกอบ)
WIDOW-ORPHANT STOCK	ตราสารหรือหุ้นที่มีความมั่นคงมากๆ ตามปกติมักจะใช้เรียก T-bond
YANKEE BOND	Bond ของต่างชาติที่ออกในรูปของดอลลาร์ และขายในสหรัฐอเมริกา
YIELD CURVE	กราฟที่แสดงถึงโครงสร้างดอกเบี้ยของ Bond ที่มีอายุไถ่ถอนแตกต่างกัน ซึ่งลักษณะของ Yield curve มีทั้งที่เป็น Positive, Negative และ Flat Yield Curve
YIELD TO MATURITY	ผลตอบแทนระยะยาวที่ผู้ลงทุนจะได้รับถ้าหาก Longterm Interest Bearing Bond ถูกถือจนถึงกำหนดไถ่ถอน ในการคำนวณจะคำนึงถึงราคาซื้อ มูลค่าไถ่ถอน ระยะเวลาถึงกำหนดไถ่ถอน Coupon rate และช่วงเวลาในการจ่าย Coupon
ZEBRAS	Strip อีกแบบหนึ่งที่ออกโดย S.G.Warburg
ZERO COUPON BOND	Bond ที่ไม่จ่ายดอกเบี้ยแต่จะขายในราคา Discount จาก Face Value แต่จะไถ่ถอนในราคา Face Value
ZOOs	ศัพท์ที่ใช้เรียกตราสารหนี้ประเภท Strip ที่มักจะตั้งชื่อเป็นสัตว์ต่างๆ เช่น CATs, LIONs, TIGERs, ZEBRAS เป็นต้น

พิมพ์ที่ : บริษัทอมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน)
65/16 หมู่ 4 ซอยวัดชัยพฤกษ์มาลา เขตตลิ่งชัน กรุงเทพฯ 10170
โทร. 424-2800-1, 434-1380-4 โทรสาร (662) 4332742, 4341385

