

## ตลาดตราสารหนี้ไทย ยุคก้าวไกลสู่สากล

ปาฐกถาโดยนายธีระชัย ภูวนาถนรานุบาล เลขาธิการสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.  
ในงานมอบรางวัลตราสารหนี้ยอดเยี่ยมประจำปี 2546 กรุงเทพฯ วันที่ 24 มีนาคม 2547

หน้าที่ของระบบการเงินก็คือจัดให้ผู้ที่มิโครงการใช้เงิน สามารถใช้เงินออกมาจากระบบได้อย่างมีประสิทธิภาพ ในเรื่องนี้มีช่องทางสำคัญอยู่ 3 ช่องทาง คือ ผ่านระบบธนาคาร ผ่านระบบตลาดหุ้น และผ่านระบบตลาดตราสารหนี้ สำหรับประเทศไทยนั้น ช่องทางตราสารหนี้ นับว่าเป็นช่องทางที่มีระดับการพัฒนาน้อยที่สุด

ประเทศที่ตลาดตราสารหนี้พัฒนามากที่สุดได้แก่สหรัฐฯ ณ สิ้นปี 2546 ปริมาณตราสารหนี้ทุกประเภทที่ออกมีสูงถึงร้อยละ 63 ของ GDP เทียบกับของไทยร้อยละ 16 ปริมาณการซื้อขายในตลาดรองแต่ละวันก็สูงถึงร้อยละ 4 ของมูลค่าคงค้าง เทียบกับร้อยละ 0.4 ของไทย ปริมาณการซื้อขายในตลาดรองตราสารหนี้ในสหรัฐฯ นั้นสูงคิดเป็น 12 - 13 เท่าของตลาดหุ้น เทียบกับของไทยเป็นเพียงครึ่งหนึ่ง ธุรกิจของตราสารหนี้ในต่างประเทศจะเป็นรอง ก็เพียงตลาดค้าขายเงินตราต่างประเทศเท่านั้น จึงเห็นได้ว่าระดับการพัฒนาตลาดตราสารหนี้บ้านเรายังน้อยอยู่มาก

ทำไมถึงเป็นเช่นนี้

ปัญหานี้ไม่จำกัดวงเฉพาะประเทศไทยหรอกครับ ท่านจะพบว่าเป็นปัญหาที่เกิดขึ้นแก่ประเทศกำลังพัฒนาทั่วไป สาเหตุเพราะตลาดตราสารหนี้จะพัฒนาได้นั้น จำเป็นต้องมีโครงสร้างพื้นฐานแน่นหนา กว่าสองช่องทางแรกมาก สำหรับประเทศกำลังพัฒนา ช่องทางการระดมทุนที่ง่ายที่สุดคือช่องทางผ่านธนาคาร ไม่ว่าจะโดยธนาคารท้องถิ่นหรือธนาคารต่างประเทศ เนื่องจากใช้กฎหมายแพ่งอย่างเดียว ถัดมาคือช่องทางตลาดหุ้น ช่องทางนี้ยากมากขึ้น จำเป็นต้องมีมาตรการป้องกันการฉ้อโกงโดยผู้บริหาร ป้องกันการแต่งบัญชี ป้องกันการเอาเปรียบผู้ถือหุ้น รายย่อยจากการปั่นหุ้น หรือการใช้ข้อมูลภายใน เป็นต้น

แต่เมื่อขยายไปถึงช่องทางตลาดตราสารหนี้แล้ว โครงสร้างพื้นฐานจำเป็นต้องรัดกุมมากขึ้นอีกระดับหนึ่ง เพราะผู้ลงทุนได้รับแต่ผลประโยชน์ในรูปของดอกเบี้ย ไม่ได้รับประโยชน์จากราคาหุ้นที่อาจสูงขึ้นไปหลายเท่า ด้วยเหตุนี้ จึงจำเป็นต้องมีระบบเครดิตเรตติ้ง และการเพิ่มเครดิตด้วยวิธีการต่าง ๆ เพื่อดูและผลประโยชน์ของผู้ลงทุน

นอกจากนี้ การที่ปริมาณซื้อขายเป็นตัวเลขที่สูงเช่นนี้ หากมีปัญหาด้านภาษี แม้เป็นตัวเลขที่น้อย แต่ก็จะมีผลมาก การพัฒนาตลาดตราสารหนี้จึงมีอุปสรรคต่าง ๆ นานา สำหรับประเทศไทยนั้น ทางกรมได้เล็งเห็นความสำคัญของตลาดตราสารหนี้มานานแล้ว แต่เนื่องจากเดิมมีปัญหาอยู่หลายด้าน และกระจายอยู่หลายหน่วยงานการแก้ปัญหาจึงยังดำเนินการไม่ครบทุกด้าน แต่ปัจจุบันก็นับว่ามีความคืบหน้าไปมาก

1. ในด้านการออกพันธบัตรของรัฐบาลก็มีความสม่ำเสมอมากขึ้น มีอายุที่ยาวขึ้น และเป็นการออกโดยวิธีประมูล จึงทำให้เกิด yield curve ที่มีสภาพคล่องพอสมควร
2. ในด้านการจัดอันดับเครดิตก็มีการพัฒนาดีขึ้น รวมทั้งโครงสร้างขบวนการในการเพิ่มเครดิต เช่น securitization
3. ในด้านระบบการชำระเงินก็มีความก้าวหน้าสำหรับการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาล ส่วนตราสารหนี้เอกชนนั้น ก็มีแผนที่จะพัฒนาต่อไป
4. ในด้านภาษี เมื่อปีที่แล้ว ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ติดต่อขอให้ IMF ส่งทีมผู้เชี่ยวชาญ ซึ่งก็ได้มีข้อเสนอแนะหลายประการที่ขณะนี้กระทรวงการคลังกำลังพิจารณา
5. ในด้าน business practice ก็มีการกำหนดรูปแบบสัญญา repo รวมทั้งการสนับสนุนให้ผู้ร่วมตลาดทำธุรกรรม private repo
6. ในด้านการกำกับดูแล กระทรวงการคลัง ธนาคารแห่งประเทศไทย และสำนักงาน ก.ล.ต. ต่างตระหนักถึงความสำคัญของการมีส่วนร่วมของภาคธุรกิจ ในการออกกฎเกณฑ์ และจรรยาบรรณต่าง ๆ จึงสนับสนุนให้ ThaiBDC ทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกของตน รวมทั้งเป็นศูนย์กลางข้อมูลในตลาดตราสารหนี้

ถ้าถามว่าเรื่องที่ยังต้องดำเนินการต่อไป มีอะไรบ้าง คงมี 2 เรื่องใหญ่

เรื่องแรกคือการจัดให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงอัตราดอกเบี้ยให้สะดวกขึ้น ไม่ว่าจะเป็นการจัดตั้งตลาดอนุพันธ์ ซึ่งหมายถึงตลาดที่ขายบริการคุ้มครองความเสี่ยงในลักษณะสินค้าจางด่วน แบบ standardized product และการอำนวยความสะดวกสำหรับธุรกรรมในตลาด OTC ในหัวข้อเดียวกันนี้ สำนักงาน ก.ล.ต. ก็จะทำการศึกษาเพื่อหาวิธีจัดระบบให้ผู้เล่นในตลาดตราสารหนี้สามารถยืม และให้ยืมตราสารแก่กัน ซึ่งจะเปิดโอกาสให้มีการ short ได้สะดวกขึ้น

เรื่องที่สองคือการเชื่อมตลาดตราสารหนี้ระหว่างกันในเอเชีย เรื่องนี้เป็นเรื่องที่ทำนายกทักษิณ ให้ความสำคัญมาก และประเทศอื่น ๆ ก็เห็นด้วย

วัตถุประสงค์ก็เพื่อให้เงินออมของเอเชียสามารถไหลเวียน เพื่อสร้างงานและการลงทุนภายในเอเชียกันเองมากขึ้น และอีกด้านหนึ่ง เพื่อเปิดโอกาสสำหรับประเทศเอเชีย เดิมต้องนำเงินทุนสำรองไปลงทุนในประเทศตะวันตก ต่อไปควรจะนำมาลงทุนในเอเชียกันเองมากขึ้น นี่คือนิติของความเป็นสากล ที่เป็นอนาคตของตลาดตราสารหนี้ไทย

การทำให้ตลาดตราสารหนี้พร้อมสำหรับความเป็นสากลไม่ใช่ของง่าย วิธีการคือทุกประเทศต้องพยายามเคลื่อนไปสู่วิธีปฏิบัติที่ดีที่สุด คือ international best practice ซึ่งกว่าจะเป็นเช่นนั้นได้ จะต้องมีการปรับปรุงหลายด้าน เป้าหมายคือ ในที่สุด สินค้าที่ออกขายในประเทศหนึ่งควรจะสามารถเสนอขายในประเทศเอเชียอื่น ๆ ได้พร้อมกัน โดยไม่ต้องเสียเวลาขึ้นขออนุญาตซ้ำที่ประเทศต่าง ๆ

นอกจากนั้นแล้ว แต่ละประเทศจะต้องมีตลาดที่เปิดให้นักลงทุนต่างประเทศสามารถป้องกันความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนได้ด้วย มิใช่เฉพาะด้านอัตราดอกเบี้ย รวมทั้งต้องมีความพร้อมที่จะเปิดให้ผู้ออมในประเทศออกไปลงทุนต่างประเทศได้ระดับหนึ่ง ดังนั้น วันหนึ่งเมื่อเงินทุนไหลเวียนระหว่างประเทศล่องตัวมากขึ้น ๆ ประเทศใดที่ยังมีกฎระเบียบเกี่ยวกับการค้าขายของชาวต่างชาติ ก็อาจจะต้องมีการทบทวนในลักษณะที่ค่อยเป็นค่อยไป

ในด้านภาคเอกชน มีอะไรที่ท่านช่วยพัฒนาตลาดนี้ได้บ้าง ผมมีโจทย์ที่สำคัญในเรื่องสภาพคล่องของตราสารหนี้

ในปีที่แล้วเราประสบปัญหาสภาพคล่องกองทุนรวมประเภทตราสารหนี้ ปัญหารุนแรงมาก สาเหตุหลักเกิดจาก yield ของตลาดพันธบัตรรัฐบาลไทยซึ่งปกติจะสูงกว่าสหรัฐฯ ประมาณ 1 เปอร์เซ็นต์ แต่ปีที่แล้วกลับลดต่ำกว่าสหรัฐฯ อยู่ช่วงเวลานึง ดังนั้น เมื่อ yield กลับไปเป็นปกติ คือกลับไปสูงกว่าสหรัฐฯ จึงทำให้ราคาตกแรง และ NAV ลดลงรวดเร็ว นอกจากนี้ปีที่แล้ว ธนาคารกลางสหรัฐฯ ก็มีปัญหาพิเศษในการสื่อสารแนวนโยบายการเงิน โดยมีการพูดทำนองว่า ธนาคารกลางอาจเข้าไปซื้อ long bond เพื่อป้องกันภาวะเงินฝืด จากคำพูดเช่นนี้จึงทำให้มีการเก็งกำไรไล่ซื้อ long bond กันยกใหญ่ ทำให้ yield ของสหรัฐฯ ลดลงไปต่ำเป็นประวัติการณ์ และแน่นอน ภายหลังเมื่อธนาคารกลางมิได้ทำเช่นนั้นจริง ๆ ตลาดสหรัฐฯ ก็ตกแรงเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่กดดันให้ NAV ลดลง

เมื่อ NAV ปรับตัวลดลงแรงด้วยสองปัจจัยดังกล่าว จึงทำให้ผู้ถือหุ้นที่ต้องการ lock in ผลกำไร ด้วยการไถ่ถอนหน่วย และทำให้ปัญหาการขาดสภาพคล่องของตราสารหนี้บางชนิด ซึ่งเดิมซ่อนอยู่ได้น้ำ กลับโผล่ขึ้นเหนือน้ำเป็นครั้งแรก

ผมคิดว่าเราต้องถือเหตุการณ์ดังกล่าวเป็นบทเรียน ในขณะนี้ กสศ. กำลังหารือกับสมาคมบริษัทจัดการลงทุนเพื่อกำหนดมาตรฐานการดำรงสภาพคล่องของ port ให้สอดคล้องกับระยะเวลาในการไถ่ถอน แต่ในส่วนของสถาบันการเงิน ที่ทำหน้าที่ตัวกลางนั้น หากท่านจะช่วยกันบทบาทในเรื่อง market maker ก็จะช่วยให้ปัญหานี้แก้ไขง่ายขึ้น ในด้าน กสศ. เองก็กำลังเร่งที่จะพัฒนาตลาดอนุพันธ์ และสร้างความสะดวกในการขอยืมและการให้ยืมพันธบัตร เพื่อจะเอื้ออำนวยต่อการทำหน้าที่ market maker มากขึ้น

ท่านผู้มีเกียรติคงเห็นด้วยกับผมนะครับ ว่าตลาดตราสารหนี้ไทย ยุคก้าวไกลสู่สากลนั้น เป็นยุคที่น่าตื่นเต้น เป็นการเปิดประตูเชื่อมโยงที่สำคัญ เปิดโอกาสให้ผู้ที่มีความรู้และความพร้อมได้รับประโยชน์ แต่เรายังมีงานหนักที่ต้องทำกันอีกมาก ทั้งภาคราชการและภาคเอกชน