

## ปัญหาการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ของไทย

สุนทรพจน์โดยนายธีระชัย ภูวนาถนรานุบาล เลขาธิการ ก.ล.ต.

สัมมนาเรื่องนวัตกรรมทางการเงิน : ทางเลือกใหม่ในการระดมทุนและการลงทุน  
ในโอกาสครบรอบหนึ่งทศวรรษของศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย กรุงเทพฯ  
วันที่ 15 พฤศจิกายน 2547

ผมขอแสดงความยินดีต่อ Thai BDC ในโอกาสที่มีอายุครบ 10 ปี ตลาดตราสารหนี้ของไทยในอนาคตนี้นับวันจะมีความสำคัญมากขึ้นจะมีขนาดใหญ่มากขึ้น ดังนั้น องค์กรที่จะทำหน้าที่ดูแลธุรกิจนี้ จึงจะต้องมีความเข้มแข็ง และมี professionalism สูง ผมจึงขอให้ Thai BDC ดำรงสถานะภาพที่จะทำหน้าที่เป็นหลักให้แก่ธุรกิจนี้ อย่างจริงจังต่อไป

### ความสำคัญของตลาดตราสารหนี้

เมื่อมองย้อนไปยังวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 เราจะเห็นได้ว่าเรามีความจำเป็นต้องเร่งรัดการพัฒนาตลาดตราสารหนี้กันอย่างมาก ก่อนวิกฤตนั้นประเทศไทยนำเข้าเงินทุนประเภทเงินกู้ โดยใช้ช่องทางธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก เราพบว่าการบริหาร capital flow ผ่านระบบธนาคารพาณิชย์นั้น มีจุดอ่อนหลายประการ

ประการแรก ธนาคารต่างประเทศมักจะกังวลว่า หากเกิดปัญหาต่อระบบธนาคารพาณิชย์ของไทยสุดท้ายทางการก็จำเป็นต้องเข้ามาดูแล สุดท้ายทางการก็ต้องใช้ทรัพยากรภาครัฐเข้ามาช่วยประคับประคองระบบธนาคารพาณิชย์ ซึ่งจะมีผลช่วยคุ้มครองธนาคารต่างประเทศไปด้วย

ดังนั้น ธนาคารต่างประเทศจึงปล่อยกู้แก่ธนาคารในประเทศในจำนวนที่มากจนเกินไปมากเกินไปเมื่อเทียบกับฐานะการเงิน ตามที่ปรากฏในงบการเงินของธนาคารเหล่านั้นมากเกินไปเมื่อเทียบกับถ้าหากว่าธนาคารต่างประเทศจะต้องเป็นผู้รับความเสี่ยงเองโดยไม่มีทางการเข้ามาช่วยดูแล

นอกจากจำนวนเงินเข้ามามากเกินไปแล้วเรายังพบว่า ในการทำหน้าที่เป็นผู้กระจายเงินทุน นำเข้าไปยังโครงการต่าง ๆ ภายในประเทศนั้น ระบบธนาคารพาณิชย์ไม่มีประสิทธิภาพเท่ากับตลาดทุน โดยเฉพาะเวลาที่เงินทุนไหลเข้ารวดเร็วมาก เช่น ในช่วงเวลาที่สินเชื่อย้ายตัวสูงเกินร้อยละ 18 – 20 ต่อปี ติดต่อกันหลายปี

กรณีตลาดทุนนั้น เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะ จึงมีผู้ที่สามารถช่วยกัน วิเคราะห์ติดตามลูกหนี้หลายองค์กรไม่ว่าจะเป็นบริษัทจัดอันดับ นักวิเคราะห์ของบริษัทหลักทรัพย์ และผู้ที่ลงทุนในตราสารเอง

แต่กรณีธนาคารพาณิชย์นั้น เนื่องจากอาศัยความสัมพันธ์เฉพาะระหว่างธนาคาร กับลูกหนี้ และไม่จำเป็นต้องเปิดเผยข้อมูลแก่ผู้ใด จึงไม่มีใครสามารถเข้าไปช่วยวิเคราะห์วิจารณ์ได้ ผลจึงปรากฏว่าเงินทุนนำเข้าผ่านระบบธนาคารพาณิชย์นั้นมีจำนวนมากที่ไหลเข้าไปสู่โครงการ ที่ขยายกำลังผลิตจนเกินตลาดที่ขยายงานจนเกินตัว และที่กระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ผู้บริหารขาด ความชำนาญ และนำไปสู่ฟองสบู่ในที่สุด

นอกจากนี้ การที่ประเทศไทยในขณะนั้น ไม่ได้มีการพัฒนาตลาดตราสารหนี้เท่าที่ควร รัฐบาลเองก็ออกพันธบัตรน้อย ความจำเป็นกู้เงินก็น้อย เพราะรัฐผลการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานไปให้ เอกชนเป็นผู้ดำเนินการ สภาพคล่องในตลาดพันธบัตรรัฐบาลเองก็น้อย ไม่มี bench mark yield curve เอกชนจึงไม่สามารถออกพันธบัตรของเอกชนเองได้จริงๆ

เมื่อฟองสบู่แตก จุดอ่อนเหล่านี้จึงปรากฏขึ้นอย่างรวดเร็ว เราจึงพบว่าประเทศไทยไม่มี เครื่องมือในการบริหารสภาพคล่องในสภาวะวิกฤต ดังเห็นได้ว่า พอชธนาคารต่างประเทศเริ่มเรียกหนี้ คืนจากธนาคารไทย ธนาคารไทยขนาดใหญ่ก็เริ่มเรียกหนี้คืนจากธนาคารขนาดเล็ก และจากบริษัท เงินทุน ตลาด interbank หยุดทำงาน เพราะสถาบันการเงินต่างกลัวจะไม่สามารถได้รับชำระหนี้คืน จากกันและกัน

ในช่วงเวลานั้น วิธีที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะทำหน้าที่ lender of last resort ได้ จึงต้องอาศัยวิธีให้กองทุนเพื่อการฟื้นฟูเป็นผู้หมุนเวียนเงินในตลาดโดยกองทุนเป็นตัวกลางรับ ความเสี่ยงแทนทุกฝ่าย กองทุนจึงเป็นผู้ที่กู้จากสถาบันที่มีสภาพคล่องเหลือ และนำไปให้กู้ต่อแก่สถาบัน ที่ขาดสภาพคล่องโดยอาศัยลูกหนี้ของสถาบันนั้น ๆ เป็นค้ำประกันให้แก่กองทุน

เราคงทราบกันดีภายหลังนะครับว่า ลูกหนี้ของสถาบันดังกล่าวนั้น ภายหลังเมื่อวิกฤต เศรษฐกิจหนักขึ้น กลับกลายเป็น NPL จำนวนมาก ทำให้กระทบฐานะของกองทุน และสุดท้ายก็ กลายเป็นภาระต่อส่วนรวม

ถ้าหมุนเข็มนาฬิกากลับไปได้ ในขณะนั้น ถ้าประเทศไทยมีตลาดตราสารหนี้ที่มี ประสิทธิภาพสินทรัพย์ของสถาบันการเงินจะไม่มีแต่ประเภทลูกหนี้แต่อย่างเดียว แต่จะมีตราสารหนี้

อยู่ในมือด้วยไม่ว่าจะเป็นพันธบัตรรัฐบาล หรือพันธบัตรเอกชน ดังนั้น การแก้ปัญหาสภาพคล่อง ก็จะทำให้ง่ายขึ้น

อาจจะมีบางสถาบันที่สามารถช่วยตัวเอง โดยการขายตราสารหนี้ทิ้งในตลาดรอง เพื่อสภาพคล่องถึงแม้ว่าจะมีผลขาดทุนบ้างก็ตาม และจำนวนสถาบันที่จะต้องปิดตัวเอง อาจจะน้อยลง ก็ได้

ท่านจะเห็นนะครับว่า ในวันนี้ ตลาดตราสารหนี้ยิ่งทวีความสำคัญมากขึ้นเพราะต่อกองทุนเพื่อการฟื้นฟูจะไม่สามารถให้กู้แก่สถาบันการเงินได้อีกแล้ว ธนาคารแห่งประเทศไทยก็จะไม่สามารถให้กู้ได้อีกแล้ว ยกเว้น โดยมีพันธบัตรรัฐบาลเป็นหลักประกัน

ดังนั้น เราจึงมีความจำเป็นที่จะต้องพัฒนาตลาดตราสารหนี้ให้มีความก้าวหน้าอย่างเร่งด่วนที่สุด เพื่อป้องกันมิให้มีสถานการณ์ฟองสบู่เกิดขึ้นได้ง่าย และเพื่อให้มีเครื่องมือในการบริหารสภาพคล่องในตลาดเงินระยะสั้นที่สามารถใช้ได้ภายในสภาวะวิกฤต

#### **อุปสรรคในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้**

ที่ผมบรรยายมานี้ ท่านคงจะคิดว่าป่านนี้ การพัฒนาตลาดตราสารหนี้คงจะใกล้สมบูรณ์แล้ว เพราะวิกฤตผ่านไปเป็นเวลาถึง 7 ปีแล้ว และกฎหมายสถาบันประกันเงินฝาก ซึ่งจะยกเลิกการค้ำประกันเต็มจำนวนขณะนี้ก็อยู่ในขบวนการรัฐสภาแล้ว

นอกจากนี้ รัฐบาลไทยเองก็เป็นผู้ผลักดันหัวข้อเรื่อง Asia Bond ในการประชุมระหว่างประเทศแทบจะทุกเวที ในเมื่อรัฐบาลให้ความสำคัญเช่นนี้ ตลาดตราสารหนี้ของไทยน่าจะคืบหน้าแบบฉูดฉาดไม่อยู่

แต่ผมขอเรียนข้อเท็จจริงว่า จนบัดนี้ การพัฒนาตลาดตราสารหนี้ยังไกลจากความสมบูรณ์อยู่มาครั้ง เหตุผลเนื่องจากงานที่เกี่ยวข้องนั้น กระจายอยู่หน่วยงานราชการหลายแห่งมาก เช่น ที่ ก.ล.ต. เอง ที่ตลาดหลักทรัพย์ ที่ ThaiBDC ที่ธนาคารแห่งประเทศไทย ที่กระทรวงการคลัง และที่กรมสรรพากร เป็นต้น

ผมขอหยิบยกปัญหาที่ยังค้างเรื่องใหญ่ ๆ เพื่อพวกท่านจะได้ช่วยกันคิดอ่านแก้ไข ดังนี้

1. **รัฐบาลจำเป็นต้องออกพันธบัตรต่อเนื่อง** เมื่อปี 2546 การออกพันธบัตรของรัฐบาล มีการสะดุดอยู่ช่วงหนึ่ง ทำให้ราคาพันธบัตรระยะยาว เช่น 10 ปี ของไทย ซึ่งปกติจะต่ำกว่าราคาพันธบัตรสหรัฐอายุเดียวกัน ในช่วงปี 2546 กลับสูงขึ้นกว่าพันธบัตรสหรัฐ เนื่องจากไม่มีการออกพันธบัตรต่อเนื่องดังที่กล่าวแล้ว แต่ต่อมารัฐบาลไทยตัดสินใจออกพันธบัตรอีกครั้ง จึงทำให้ราคาของไทยซึ่งสูงกว่าสหรัฐชั่วคราวนั้น ปรับกลับเป็นต่ำกว่าสหรัฐตามปกติ

แต่บังเอิญเป็นจังหวะที่ราคาพันธบัตรของสหรัฐ เริ่มลดต่ำลงอย่างมากด้วย ดังนั้น การปรับตัวของพันธบัตรไทยจึงรุนแรงซ้ำสอง ทั้งจากแนวโน้มที่ราคาลดต่ำลงตามตลาดสหรัฐ และยังเจอปัญหาราคาไทยซึ่งเป็น premium ชั่วคราวจากการที่พันธบัตรขาดแคลน ได้ปรับตัวกลับเป็น discount อีกด้วย จึงทำให้ราคาไทยตกต่ำมาก และรวดเร็วจนเกิดความวุ่นวายขึ้น

ในตลาดที่พัฒนาแล้ว รัฐบาลจะมีการออกพันธบัตรในอายุ bench mark yield curve อย่างต่อเนื่อง เพื่อให้พันธบัตรรุ่นที่เป็น bench mark มีสภาพคล่องสูงอยู่เสมอ และการออกพันธบัตรก็ต้องมีกำหนดเวลาล่วงหน้า ประกาศชัดเจนเพื่อผู้ประมูลจะได้เตรียมตัวพร้อม รวมทั้งจะต้องมีการออกพันธบัตรระยะยาวเต็มไว้ตลอดเวลา เพื่อให้ yield curve มีอายุยาวสูงสุดตามที่กำหนดไว้ด้วย

กรณีของไทยนั้น มีการเว้นว่างไม่ออกพันธบัตรระยะยาว 20 ปี นับแต่ปี 2545 เป็นต้นมาทำให้ bench mark yield curve ปัจจุบันมีอายุสูงสุดเพียง 18 ปี

2. **ยังมีอุปสรรคด้านภาษีในการทำ securitization** ในเรื่องนี้ รัฐบาลไทยได้เป็นประธานร่วมในการศึกษาของ ASEAN +3 และคณะทำงานก็ได้ทำข้อเสนอให้มีการแก้ไขระเบียบด้านภาษีตั้งแต่ปี 2546 ซึ่งขณะนี้ก็เป็นอุปสรรคในการทำธุรกิจด้านนี้ แต่ปัจจุบันกรมสรรพากรก็ยังไม่นุมัติ จึงทำให้ securitization เกิดขึ้นได้ยาก

3. **ยังมีอุปสรรคในการทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยง** กรณีที่ผู้ถือตราสารหนี้ ถ้ากังวลว่าอัตราดอกเบี้ยจะเปลี่ยนแปลง และต้องการจะป้องกันความเสี่ยงนั้น ปกติจะดำเนินการได้ 2 วิธี คือซื้อขายสัญญาในตลาดล่วงหน้าวิธีหนึ่ง และทำสัญญากับคู่ค้าแต่ละรายแบบ Over the counter contract อีกวิธีหนึ่ง

ในขณะนี้ ตลาดหลักทรัพย์ได้ยื่นเรื่องเพื่อขอจัดตั้งตลาดล่วงหน้าแล้ว โดยตั้งเป้าหมายจะให้เริ่มมีการซื้อขายกันได้ในช่วงกลางปี 2548 โดยสินค้าตัวแรกจะเป็น SET index futures และคาดว่าจะมี interest rate futures ในปีถัดไป ดังนั้น ด้านตลาดล่วงหน้าที่ซื้อขาย standard products

จึงมีกำหนดการที่ชัดเจนแล้ว แต่ด้าน OTC contract นั้น ยังมีอุปสรรคด้านภาษี ซึ่งยังไม่มีกำหนด  
แก้ปัญหาใด ๆ

3. ยังไม่สามารถทำธุรกรรม Private Repo ได้จริงจัง ที่ผ่านมานั้น ระบบการหมุนเวียน  
เงินระยะสั้นในตลาดเงินนั้น อาศัยตลาด Repo ที่ ธปท. ซึ่ง ธปท. ทำหน้าที่เป็น central counter party  
รับความเสี่ยงไว้แต่ผู้เดียว จึงเป็นระบบที่ก่อความเสี่ยงแก่ ธปท. สูงมาก และไม่เป็นสากล

ธปท. จึงมีนโยบายที่จะผลักดันให้ภาคเอกชนทำ private repo กันเอง ปัจจุบันเรามีร่าง  
สัญญามาตรฐานแล้ว ซึ่งมี ThaiBDC เป็นหน่วยงานสำคัญในการผลักดันการร่างดังกล่าวร่วมกับ  
ผู้เกี่ยวข้องใน industry แต่ในส่วนด้านภาษีธุรกิจเฉพาะนั้น แม้บัดนี้ ก็ยังไม่ได้รับการแก้ไข จึงทำให้  
ต้นทุนธุรกรรมด้านนี้สูงเกินเหตุ

นอกจากนี้ ในการทำธุรกรรม private repo นั้น ผู้ร่วมตลาดจำเป็นต้องบริหารหลักประกัน  
ให้เหมาะสม แต่กลไกรองรับการบริหารหลักประกันยังไม่มีประสิทธิภาพ การที่กลไกด้านนี้จะ  
ทำงานได้นั้น จะต้องมียกเว้นที่ทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการส่วนนี้ เพื่ออำนวยความสะดวกในการยืม  
หลักทรัพย์ ซึ่งในขณะนี้ยังไม่มีใครสามารถดำเนินการได้ดี

คนที่อยู่ในข่ายที่น่าจะสามารถทำได้คือ บริษัทศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (TSD) ซึ่งอยู่  
ระหว่างการเจรจาระหว่าง TSD กับ ธปท. เพื่อให้ TSD สามารถทำหน้าที่นี้ได้ แต่ก็ยังไม่มีกำหนดว่าจะ  
แล้วเสร็จได้เมื่อใด

5. นักลงทุนต่างประเทศยังมีความยุ่งยากในการโอนกรรมสิทธิ์ในตราสารหนี้ ในขณะที่  
กฎหมายกำหนดแบบของการโอนกรรมสิทธิ์ในตราสารหนี้ไว้ ทำให้นักลงทุนมีภาระในการยื่น  
หนังสือยืนยันมาที่ ธปท. ทุกธุรกรรม โดยมีเอกสารประกอบมากมาย

วิธีแก้ปัญหานี้ คือ ต้องแก้ไขกฎหมายหลักทรัพย์เพื่อให้ ธปท. และศูนย์รับฝาก  
หลักทรัพย์ที่ได้รับมอบหมายจาก ธปท. ทำการรับฝากตราสารหนี้ในระบบไร้ใบหลักทรัพย์ (scripless)  
โดยได้รับประโยชน์จากบทสันนิษฐานเกี่ยวกับการถือหลักทรัพย์แทนเจ้าของหลักทรัพย์  
และบทรองรับทางกฎหมายสำหรับการโอนและการจำหน่ายหลักทรัพย์โดยการบันทึกรายการในบัญชี  
(book entry) แต่ขบวนการแก้ไขกฎหมายดังกล่าวก็ใช้เวลา

เรื่องนี้ กรม. รับหลักการไปเมื่อปี 2545 และปัจจุบันสำนักงานกฤษฎีกาพิจารณาร่างกฎหมายเรียบร้อยแล้ว ขณะนี้อยู่ระหว่างเสนอร่างฯ เข้า กรม. ก่อนเข้าสู่การพิจารณาของสภาผู้แทนราษฎรต่อไป

6. ปัญหาไม่มี market maker สำหรับตราสารหนี้หลายกรณี ปัญหาเรื่องราคาตลาดนั้นเกิดขึ้นสองระดับ ระดับมหภาค คือสภาพตลาดโดยรวม และระดับจุลภาค คือปัญหาเฉพาะตราสารหนี้บางตัว ในระดับมหภาคนั้น ปริมาณการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลได้โน้มลดลง ปริมาณซึ่งสูงสุดปี 2545 เฉลี่ยต่อวัน 4,800 ล้านบาท ในปี 2547 เฉลี่ยต่อวันลดลงเหลือ 4,200 ล้านบาท โดยบางเดือนต่ำเพียง 3,200 ล้านบาทต่อวัน

การที่ปริมาณซื้อขายลดลง ประกอบกับในอนาคต ดอกเบี้ยมีแนวโน้มจะสูงขึ้น ซึ่งจะทำให้ราคาตราสารหนี้ลดลง จึงทำให้นักลงทุนบางกลุ่มไม่กล้าซื้อพันธบัตรเพิ่ม เพราะกลัวจะต้องขาดทุน จึงมีข้อเรียกร้องให้ยกเลิกการ mark to market การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล สำหรับผู้ลงทุนประเภทกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ

ในเรื่องนี้ ผมเองเห็นใจที่มีหลายฝ่ายเรียกร้องเช่นนี้ ในช่วงราคาสูงขึ้น ใคร ๆ ก็อยากจะทำ mark to market เพราะได้กำไร แต่ในช่วงราคาลดลง ไม่มีใครอยาก mark to market เพราะต้องลงบัญชีขาดทุน

อย่างไรก็ดี สำหรับผู้ลงทุนประเภทกองทุนสำรองเลี้ยงชีพนั้น ตามความเข้าใจของผมมาตรฐานการบัญชีสากลฉบับที่ 26 กำหนดให้ต้องคำนวณราคาทรัพย์สินตามราคายุติธรรม Fair value ผมคิดว่าเหตุผลเนื่องจาก ในช่วงเวลาที่มีสมาชิกเข้าหรือออกจากกองทุนนั้น จำเป็นต้องทำการคำนวณว่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยที่จะจ่ายแก่ผู้ที่เกษียณ หรือผู้ที่ออกจากกองทุน เป็นราคายุติธรรมเท่าใด

ถ้าคำนวณราคาสูงเกินกว่าที่ควร สมาชิกที่เกษียณหรือออกจากงานในปีนั้น ๆ ย่อมได้เงินออกไปจากกองทุนมากกว่าที่ควร และสมาชิกที่เหลืออยู่ก็จะมีสินทรัพย์เหลืออยู่น้อยกว่าที่ควรเช่นกัน ดังนั้น มาตรฐานสากลจึงบังคับให้ mark to market อยู่เสมอ เพื่อมิให้เกิดความได้เปรียบเสียเปรียบระหว่างสมาชิกที่ออก กับสมาชิกที่เหลืออยู่ภายหลัง

ขณะนี้ มีผู้เสนอแนวคิดว่า กรณีกองทุนสำรองเลี้ยงชีพที่มีขนาดใหญ่ และหากจำนวนเงินจ่ายแก่ผู้ที่เกษียณแต่ละปีนั้น เป็นส่วนน้อยเทียบกับขนาดของกองทุน ควรจะเปิดให้กองทุน

ดังกล่าวสามารถลงทุนในตราสารหนี้ โดยบางส่วนที่จะ held to maturity ไม่จำเป็นต้อง mark to market แต่ใช้วิธี amortized cost แทน

เหตุผลสำหรับแนวคิดนี้ คือข้อกังวลว่าการ mark to market อาจจะทำให้ผู้จัดการกองทุน ทำการบริหารกองทุนในลักษณะเหมือนกองทุนระยะสั้น ซึ่งไม่สอดคล้องกับนโยบายการลงทุนระยะยาวของกองทุนเหล่านี้ และผู้ที่เกษียณอายุในแต่ละปีนั้น ไม่สามารถกำหนดเวลาที่จะออกจากกองทุนตามใจชอบได้ จึงไม่ควรจะต้องรับผลขาดทุนจากการ mark to market ซึ่งอาจเป็นการปรับตัวของตลาดระยะสั้น

แต่ก็มีประเด็นที่น่าคิดว่า ถ้าหากกองทุนต่าง ๆ ลงทุนในตราสารหนี้ โดยไม่มีการ mark to market จะทำให้เกิดแนวโน้มที่ผู้จัดการกองทุนทั้งหลาย เมื่อซื้อพันธบัตรไว้แล้วก็จะเก็บไว้ตลอดไป หรือไม่ โดยไม่จำเป็นต้องบริหารด้วยการคาดการณ์เศรษฐกิจล่วงหน้า ไม่จำเป็นต้องคาดการณ์ทิศทางดอกเบี้ยล่วงหน้า ไม่จำเป็นต้องปรับเปลี่ยน duration ของ port ตามทิศทางของดอกเบี้ย

นอกจากนี้ การเปรียบเทียบผลการบริหารกองทุนต่าง ๆ ระหว่างกันจะทำได้อย่างไร เพราะเมื่อไม่มีการ mark to market มาตรฐานที่ใช้อาจจะเป็นคนละตัวกันหมด ซึ่งสภาพเช่นนี้ จะเอื้ออำนวยต่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้หรือไม่ ซึ่งเป็นปัญหาที่เราต้องช่วยกันขบคิด และช่วยกันหาคำตอบ

สำหรับปัญหาแรกที่พูดถึงไปนี้ เป็นปัญหาในระดับมหภาค เป็นกรณีที่ตั้งแม้มีราคาตลาดชัดเจน สามารถใช้คำนวณราคายุติธรรมได้ แต่กองทุนสำรองเลี้ยงชีพบางราย ได้เสนอว่าไม่อยากใช้ราคาตลาด

แต่มีปัญหาคือระดับหนึ่ง คือระดับจุลภาค โดยที่มีตราสารหนี้บางรุ่น มีปริมาณซื้อขาย น้อยมาก โดยเฉพาะตราสารหนี้เอกชน ซึ่งถึงแม้จะมี dealer บางรายที่เสนอราคา bid และ offer ไว้ แต่ก็มีปัญหาว่าเป็นราคาตลาดที่แท้จริงหรือไม่ เพราะเมื่อขายหลักทรัพย์กันจริงๆ ผู้ขายอาจจะได้ราคาที่ต่ำกว่า bid price ที่เสนอไว้ เนื่องจากตราสารรุ่นนี้ขาดสภาพคล่อง

ปัญหานี้เกิดขึ้นในปี 2546 ซึ่งปรากฏว่ามีกองทุนรวมหลายรายที่ mark to market โดยยังมีได้ค้ำถึงปัจจัยสภาพคล่อง ดังนั้น จึงใช้ราคาที่เสนอกันในตลาด โดยมีได้ลดราคาให้ต่ำลงอีกเล็กน้อย เพื่อให้ตรงกับราคาที่น่าจะขายได้จริงๆ

ผลปรากฏว่า ในขณะที่นั้น มีผู้ถือหน่วยจำนวนหนึ่งที่ตระหนักว่า กองทุนรวมดังกล่าว ได้คำนวณราคาสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วย โดยใช้ราคาที่สูงกว่าที่จะขายได้จริง

ผู้ถือหน่วยดังกล่าวจึงรีบขายหน่วยลงทุนคืนแก่กองทุน และก็ได้รับราคาไถ่ถอนที่สูง แต่ต่อมาเมื่อกองทุนจำเป็นต้องนำตราสารหนี้ดังกล่าว ออกขายจริง ๆ ก็ปรากฏว่าขายได้ราคาจริง ต่ำกว่าที่ใช้คำนวณไว้ก่อนหน้ามาก และจำเป็นต้องนำราคาที่ต่ำลงดังกล่าวมาใช้คำนวณราคาสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยในวันถัดไป จึงทำให้ราคาสินทรัพย์ต่อหน่วยลดลงไปอีก ยิ่งเร่งให้ผู้ถือหน่วยที่เหลืออยู่รับไถ่ถอนมากขึ้น นี่ก็เป็นปัญหาอีกข้อหนึ่งที่เราต้องช่วยกันหาทางแก้ไข

ท่านผู้มีเกียรติครับ การแก้ไขปัญหาเหล่านี้จำเป็นต้องแก้ไขอย่างถูกวิธี มิฉะนั้น ตลาดตราสารหนี้ก็จะไม่พัฒนา

ซึ่งในการแก้ปัญหาเรื่องที่สองนี้ คงจะต้องมีการหารือกันระหว่างสมาคมบริษัทจัดการกองทุนรวม และ dealer ต่าง ๆ กับ ธปท. Thai BCD และหน่วยงานอื่น ๆ เพื่อศึกษาหาทางที่จะเพิ่มสภาพคล่องในตลาดรอง โดยภาคเอกชนจะต้องเสนอประเด็นปัญหาอุปสรรค หรือ incentive ที่อยากได้จากทางการ เพื่อทำให้เรื่องนี้เกิดขึ้นได้จริงจัง

ปัญหาที่ผมหยิบยกขึ้นมาี้ ยังไม่ครบถ้วนทุกเรื่องด้วยซ้ำ เพราะการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ นั้น มีทั้ง domestic dimension และ international dimension ดังที่ผมเรียนท่านไปแล้วว่า ในอนาคตของเอเซียนั้น ตลาดตราสารหนี้เป็นสิ่งที่จำเป็นสำหรับการบริหารเงินทุนไหลเวียนระหว่างประเทศ

ในส่วนที่จะต้องดำเนินการให้ตลาดตราสารหนี้ของไทย มีลักษณะและคุณสมบัติ เป็นที่นิยมแก่นักลงทุนต่างชาติ ยังมีงานอีกมาก และต้องมีการประสานความคิดระหว่างหน่วยงานต่าง ๆ อย่างมีประสิทธิภาพ ดังเห็นได้ว่ากรณีประเทศสิงคโปร์นั้น คณะกรรมการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ของเขาในอดีต มีนายลี เสียน หลุง ทำหน้าที่เป็นประธาน จึงทำให้สามารถแก้ปัญหา และประสานงานระหว่างหน่วยงานได้อย่างรวดเร็ว

สำหรับประเทศไทย ถ้าสุดท้ายกระทรวงการคลังได้จัดตั้งคณะกรรมการที่จะดำเนินการตามแผนพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทยฉบับที่สองขึ้นแล้ว



เราคงต้องฝากความหวังไว้กับคณะกรรมการชุดนี้ครับ ว่าการทำงานในอนาคตต่อไปนั้น จะประสบความสำเร็จ และเป็นไปตามหลักสากลมากกว่าที่เกิดขึ้นในอดีต มิฉะนั้น วิกฤตเศรษฐกิจ เหมือนอย่างที่เกิดขึ้นก็จะกลับมาเยือนพวกเราอีกครั้งหนึ่งครับ