

ก้าวใหม่ตลาดตราสารหนี้ไทย

สุนทรพจน์โดยนายธีระชัย ภูวนาถนรานุบาล เลขาธิการสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

เมื่อวันที่ 25 มีนาคม 2548 ในงาน Best Bond Awards 2004

จัดโดยศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย

ท่านผู้มีเกียรติที่เคารพ

ปีนี้และปีหน้าจะเป็นช่วงเวลาที่จะมีการเปลี่ยนแปลงในตลาดตราสารหนี้ไทย
อย่างมากที่สุดช่วงเวลานึง

ที่ผ่านมาตลาดตราสารหนี้ของไทยนั้นยังมีระดับการพัฒนาดำกว่าต่างประเทศมาก
ยอดคงค้างของตราสารหนี้ทุกประเภทคิดเป็นเพียงไม่ถึงครึ่งหนึ่งของ GDP เทียบกับตัวเลขของสหรัฐซึ่ง
สูงเป็นสองเท่าของ GDP และปริมาณซื้อขายในตลาดรองต่อปี ก็เป็นตัวเลขที่ต่ำเพียงประมาณ 1 เท่าเศษ
ของยอดคงค้าง เทียบกับตัวเลขของสหรัฐซึ่งเป็นตัวเลขกว่า 10 เท่าของยอดคงค้าง

ในตลาดสหรัฐนั้นยอดซื้อขายตราสารหนี้แต่ละปีคิดเป็น 14 - 15 เท่าของยอดซื้อขายหุ้น
ในตลาดหลักทรัพย์ แต่ของไทยยังต่ำคิดเป็นครึ่งหนึ่งเท่านั้น ดังนั้น ทางการจึงพยายามเร่งรัดการพัฒนา
ตลาดตราสารหนี้มาตลอด

การพัฒนาตลาดตราสารหนี้จะต้องทำหลายด้านด้วยกัน ผมขอแจ้งให้ทราบความ
คืบหน้าและแผนงานสำหรับแต่ละด้าน ดังนี้

ในด้านโครงสร้างพื้นฐาน ล่าสุดได้มีข้อตกลงที่จะโอนงานด้าน Electronic Trading
Platform ไปรวมศูนย์ที่ตลาดหลักทรัพย์แล้วเพื่อเร่งรัดการพัฒนาให้เร็วขึ้น เป็น ETP แห่งชาติ
ในขณะที่เดียวกันการชำระราคาและโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ต่อไปก็จะรวมศูนย์อยู่ที่บริษัทศูนย์รับฝาก
หลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ หรือ TSD เพื่อรองรับการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ในระบบ
Delivery Versus Payment สำหรับทั้งตราสารหนี้ภาครัฐและภาคเอกชน

เพื่อให้ ETP แห่งชาตินี้มีบทบาทที่สำคัญ ธนาคารแห่งประเทศไทยจะกำหนดให้
Primary Dealer ทุกรายที่ทำการค้าขายกับธนาคารแห่งประเทศไทย ต้องทำการเสนอราคาแบบสองทาง
คือเสนอทั้งราคา bid และราคา offer ที่ ETP กลางแห่งนี้สำหรับพันธบัตรรัฐบาลที่เป็นรุ่น benchmark ที่มี
สภาพคล่องสูงโดยจะต้องรับการซื้อขายได้จริงอย่างน้อย 20 ล้านบาท จึงจะขยับราคาหนีไป ซึ่งวิธีนี้
จะทำให้มีราคาในตลาดรองที่ซื้อขายกันได้จริง ๆ มิใช่การเสนอราคาเป็นข้อมูลเท่านั้น

สำหรับบริษัทศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ นอกจากจะทำหน้าที่รวมศูนย์ settlement ตามที่กล่าวแล้วยังจะต้องทำหน้าที่เป็นผู้อำนวยความสะดวกแก่ผู้เล่นในตลาดเพื่อให้สามารถยืมหลักทรัพย์ระหว่างกันได้สะดวก ซึ่งจะเปิดโอกาสให้ผู้เล่นสามารถทำ short ตราสารหนี้ได้คล่องตัวเป็นการรองรับการเปิดตลาดซื้อขายล่วงหน้าในตลาดหลักทรัพย์ฯ มีแผนจะเปิดทำการให้ได้ภายในปีนี้

ธนาคารแห่งประเทศไทยเองก็จำเป็นต้องเปิดให้ Primary Dealer ที่จำเป็นต้องขายแบบ short พันธบัตรรัฐบาลบางรุ่นที่ตนเองไม่มี Primary Dealer จะสามารถขอยืมพันธบัตรรุ่นดังกล่าวจากธนาคารแห่งประเทศไทย ได้เป็นเวลานานขึ้น

นอกจากนี้ บริษัทศูนย์รับฝากหลักทรัพย์จะต้องทำหน้าที่อำนวยความสะดวกแก่ธุรกรรมประเภท **Private repo** ประกอบกับธนาคารแห่งประเทศไทยเองได้พัฒนาอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารที่เรียกว่า Bangkok Interbank Offer Rate หรือ BIBOR ให้สามารถใช้งานได้ ต่อไปนี้ Dealer ที่ค้าขายตราสารหนี้จึงจะสามารถ finance portfolio ด้วยวิธีกู้ยืมจากตลาดเงินระยะสั้นได้โดยง่าย

ในด้านศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย หรือ ThaiBDC เองนั้น ในอนาคตจะทำหน้าที่เป็น **ผู้ติดตามภาวะตลาด** โดยจะมีระบบซอฟต์แวร์ที่จะจับคู่รายการซื้อขายที่ได้จากระบบ ETP แห่งชาติ หรือจาก dealer แต่ละราย ซึ่งเป็นข้อมูลจากโต๊ะค้าขายแบบ front room ต่อไปจะต้องส่งรายงานไปยัง TBDC เพื่อจับคู่กับข้อมูลการซื้อขายที่ฝ่ายงานด้านชำระเงินและส่งมอบหลักทรัพย์จัดทำขึ้น และส่งสำเนาไปยัง TBDC หนึ่งชุด ซึ่งเป็นรายงานจาก back room ดังนั้น การเฝ้าระวังตลาดตราสารหนี้ของไทยจะทันเหตุการณ์ต่าง ๆ อยู่เสมอ

สุดท้ายทางการได้ดำเนินมาตรการเพื่อกระตุ้นความสนใจในตลาดตราสารหนี้ในหมู่นักลงทุนต่างประเทศด้วย 2 มาตรการ หนึ่ง คือการจัดตั้งกองทุน **Asian Bond Fund 2** ระหว่างธนาคารกลางในประเทศเอเชียและแปซิฟิก 11 ประเทศ ที่เรียกว่ากลุ่ม EMEAP ซึ่งจะมาลงทุนในตลาดตราสารหนี้สกุลเอเชียต่าง ๆ รวมถึงไทยด้วย

โครงสร้างกองทุน ABF2 แบบหนึ่งจะจัดตั้งกองทุนเฉพาะแต่ละประเทศเพื่อลงทุนในตราสารหนี้สกุลท้องถิ่นของประเทศนั้น ๆ สำหรับไทยเรียกว่า Thailand Sub Fund กองทุนนี้ในช่วงแรกจะเปิดเฉพาะให้ธนาคารกลาง 11 ประเทศดังกล่าวเป็นผู้ลงทุนเท่านั้น แต่ในอนาคตกองทุน Thailand Sub Fund นี้จะเปิดให้ประชาชนทั่วไปเข้าร่วมลงทุนด้วยโดยผ่าน Exchange Traded Fund (ETF)

ETF นี้เมื่อมีการจัดตั้งขึ้นแล้วจะนำเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยมี fund manager ภายในประเทศไทยที่ได้รับการคัดเลือกเป็นผู้บริหารกองทุนดังกล่าว รวมถึงการติดตามราคาตลาดของ ETF เปรียบเทียบกับราคาตราสารหนี้ที่กองทุน ETF ลงทุนอยู่ตลอดเวลา หากเห็นว่ามีความแตกต่างระหว่างราคาดังกล่าว fund manager ก็จะทำหน้าที่ซื้อหรือขายเพื่อลดความแตกต่างของราคาดังกล่าว (arbitrage)

การ arbitrage ช่วยลด discount หรือ premium ดังนั้น เมื่อใดที่สามารถทำเช่นนี้ได้ ETF จะเป็นทางเลือกในการลงทุนที่น่าสนใจอีกทางเลือกหนึ่ง เพราะสามารถคำนวณผลตอบแทนได้ตามราคาของหลักทรัพย์แต่ละตัวใน port จริง ๆ

ผู้ลงทุนจะไม่ต้องกังวลว่า หากสภาพตลาดผันผวนผิดปกติจะทำให้ราคา ETF ดำเป็นแบบ discount ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่ไม่สามารถควบคุมได้ และเป็นความเสี่ยงที่ทำให้ผู้ลงทุนสถาบันหลายรายไม่กล้าลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้แบบปิด

อีกมาตรการหนึ่งคือ ก.ล.ต. ของประเทศในอาเซียนได้ประชุมร่วมกันและตกลงที่จะเสนอรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังของอาเซียนเพื่อเอื้ออำนวยความสะดวกหรือลดอุปสรรคให้เอกชนสามารถจัดตั้งกองทุนรวมที่มีโครงสร้างเหมือนกองทุนข้างต้นขึ้น ซึ่งจะลงทุนในตราสารหนี้ในประเทศต่าง ๆ ในเอเชียหลาย ๆ ประเทศ เรียกว่า **Asian Bond Mutual Fund** โดยได้รับสิทธิบางอย่าง เช่น การยกเว้นการหักภาษี ณ ที่จ่าย เกณฑ์การอนุญาตให้เสนอขายแก่นักลงทุนรายย่อยข้ามประเทศ เป็นต้น

ถามว่านอกจากนี้ยังมีเรื่องใดอีกบ้าง

เรื่องที่ต้องดำเนินการที่เหลือมีสองเรื่อง คือ หนึ่ง การแก้ไข**ปัญหาภาษีอากร** ซึ่งปัจจุบันยังเป็นอุปสรรคต่อธุรกรรมในตลาดเงินอยู่หลายประการ และขณะนี้ทางกรมสรรพากรกำลังเร่งปรึกษาหารือกันอยู่ แต่เรื่องนี้เป็นเรื่องที่สำคัญมากเพราะหากแก้ไขไม่ลุล่วง สิ่งที่เราดำเนินการในด้านอื่น ๆ ถึงแม้จะมีความคืบหน้าอย่างไรก็จะมีผลเลย

เรื่องที่สอง คือ การ**แก้ไขกฎหมาย**เพื่อรองรับตลาดตราสารหนี้ ในขณะที่การแก้ไขพระราชบัญญัติหลักทรัพย์เพื่ออำนวยความสะดวกแก่นักลงทุนต่างประเทศที่ซื้อพันธบัตรรัฐบาลไทยต่อไปจะสามารถโอนกรรมสิทธิ์ได้คล่องตัวมากขึ้น ฉบับนี้อยู่ที่คณะกรรมการกฤษฎีกาแล้วคาดว่าจะผ่านสภาได้ภายในปีนี้

แต่ยังมีกฎหมายที่ต้องแก้ไขอีกฉบับหนึ่ง คือ กฎหมายเกี่ยวกับ securitization สาเหตุที่ต้องแก้ไขก็เพราะปกติสินทรัพย์ที่ securitize นั้น จะเป็น cash flow ที่ได้ทำสัญญาไว้เกิดขึ้นแล้ว แต่ต่อไปจะมีความจำเป็นต้อง securitize **future** cash flow ที่ขณะนั้นยังไม่ทำสัญญากัน แต่จะมีการทำสัญญากันในอนาคต ตัวอย่างเช่น โครงการก่อสร้างอาคารที่ทำการของหน่วยราชการ เป็นต้น จึงต้องมีการแก้ไขกฎหมายเพื่อรองรับการนี้

ถามต่อไปว่าถ้าดำเนินการทั้งหมดนี้ได้แล้วผลจะเป็นอย่างไร

ถ้าดำเนินการทั้งหมดนี้แล้ว ผลที่จะเกิดขึ้นคือ ตลาดตราสารหนี้จะมีสภาพคล่องสูงขึ้น การทำ short sale และ derivatives ต่าง ๆ จะสะดวกยิ่งขึ้น ระบบ settlement จะได้มาตรฐานและพร้อมที่จะเชื่อมโยงกับต่างประเทศในอนาคต และสุดท้ายระบบการติดตามตลาดจะมีความสมบูรณ์ เชื่อมั่น ได้เต็มที่

และเมื่อตลาดตราสารหนี้พัฒนาจนถึงขั้น take off แล้ว เราน่าจะเห็นความเปลี่ยนแปลงในบรรดาบริษัทโบรกเกอร์กันอย่างมากระยะนี้รายได้ของบริษัทโบรกเกอร์ต้องอาศัยรายได้คอมมิชชันจากตลาดหุ้นสูงถึงกว่าร้อยละ 80 ของรายได้ทั้งหมด ซึ่งสูงมากเกินไป

ในอนาคตรายได้ที่มาจากคอมมิชชันตลาดหุ้นควรมีเพียงไม่เกิน 1 ใน 3 หรือ 1 ใน 4 ที่เหลือควรจะมาจก portfolio trading ในตลาดตราสารหนี้และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า จากการให้บริการบริหารความเสี่ยงแก่ลูกค้าในรูปแบบต่าง ๆ จากการจัดโครงการ securitization ให้แก่ลูกค้า และจากธุรกิจ investment banking อื่น ๆ เป็นต้น

ประเด็นสุดท้ายที่ผมอยากพูดถึง คือ **แง่มุมของผู้ลงทุน** สำหรับหน่วยงานที่มีภาระหนี้ในอนาคตที่ยาวไกล ไม่ว่าจะเป็นภาระจากการรับประกันชีวิต การจ่ายบำนาญบำนาญเกษียณอายุ ตลอดจนกองทุนสำรองเลี้ยงชีพต่าง ๆ หน่วยงานเหล่านี้มีความจำเป็นต้องลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาวเพื่อรองรับภาระหนี้ในอนาคตดังกล่าว ผู้ลงทุนประเภทนี้จึงเป็น stakeholder ที่สำคัญที่สุดกลุ่มหนึ่งในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้

การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาวนั้นในช่วงที่ดอกเบี้ยมีแนวโน้มลดต่ำลงเป็นเรื่องที่ไม่อยากเพราะแค่ซื้อแล้วเก็บเอาไว้ก็มีกำไรแล้ว แต่ในช่วงที่ดอกเบี้ยมีแนวโน้มสูงขึ้นจะมีความยากลำบากอยู่พอสมควร เพราะดอกเบี้ยที่สูงขึ้นทำให้ราคาตราสารหนี้แบบ fixed rate มีมูลค่าต่ำลง

สำหรับนักลงทุนสถาบันในตลาดที่พัฒนาแล้วนั้น ในช่วงดอกเบี้ยขาขึ้นไม่ใช่ว่าเขาจะไม่ซื้อ bond เพิ่ม หรือจะเร่งขาย bond ที่มีอยู่ในมือออกไป แต่เขาจะบริหารความเสี่ยงโดยการเปลี่ยนจากถือ bond อายุยาวมาเป็น bond อายุสั้นบ้าง หรือซื้อ futures contract เพื่อป้องกันความเสี่ยงบ้าง หรือทำธุรกรรมเปลี่ยน fixed rate ไปเป็น floating rate บ้าง

ในเรื่องนี้ผมเองต้องยอมรับว่าที่ผ่านมานักลงทุนสถาบันในไทย ยังไม่มีเครื่องมือที่จะบริหารความเสี่ยงเช่นที่กล่าวมาแล้ว ดังนั้น ทางกรจึงได้เร่งรัดการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ เพื่อจัดให้มีเครื่องมือเหล่านี้ และนักลงทุนสถาบันทุกราย จึงควรติดตามพัฒนาการอย่างใกล้ชิดและเตรียมการไว้ให้พร้อมเพื่อใช้ประโยชน์จากเครื่องมือต่าง ๆ อย่างเต็มที่

แต่ผมขอย้ำว่า แนวคิดในการแก้ปัญหาการลงทุนใน bond ช่วงดอกเบี้ยขาขึ้น ซึ่งมีบางท่านเสนอว่า ควรใช้วิธีเลิกการตีราคาตามตลาด หรือ mark to market นั้น เป็นแนวคิดที่ต้องระมัดระวังสำหรับ

กองทุนที่มีผู้เข้าใหม่ และผู้ที่ออกไปจากกองทุนอยู่ทุก ๆ ปีนั้น หากไม่ตีราคาทรัพย์สินตามราคาตลาดจะเกิดปัญหาได้ว่า หากใช้ราคาที่สูงเกินราคายุติธรรม ผู้ที่ออกไปในปีนี้จะได้เปรียบผู้ที่เหลืออยู่ และในทางกลับกันหากใช้ราคาต่ำที่ต่ำกว่าราคายุติธรรม ผู้ที่ออกไปในปีนี้จะเสียเปรียบ

นอกจากการได้เปรียบเสียเปรียบระหว่างสมาชิกที่ออกกับสมาชิกที่อยู่แล้ว การไม่ตีราคาตามตลาดยังทำให้ไม่สามารถวัดผลการดำเนินงานของผู้จัดการกองทุนได้อย่างยุติธรรมด้วย ไม่สามารถเปรียบเทียบผลงานระหว่างกองทุนต่าง ๆ และจะทำให้เกิดนิสัยซื้อแล้วเก็บไว้จนครบกำหนดได้ถอนแนวคิดเช่นนี้จะเป็นการอุปสรรคต่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ และในแง่มุมมองของผู้ลงทุนประเภทสถาบัน ต้องขอเรียนว่า เมื่อตลาดตราสารหนี้ไม่สามารถพัฒนา ก็จะกระทบกระเทือนความสะดวกและความมั่นคงของเขาโดยตรง

ท่านผู้มีเกียรติที่เคารพครับ ปีนี้ น่าจะเป็นปีหัวเลี้ยวหัวต่อของตลาดตราสารหนี้ไทย เป็นปีที่เรตติ้งความคาดหวังไว้มาก และทุกคนก็เร่งทำงานกันอย่างเต็มที่ สิ่งที่ผมอยากฝากไว้ก็คือ การพัฒนาตลาดตราสารหนี้จะเป็นการเปลี่ยนแปลงสถานะแวดล้อมในตลาดเงินตลาดทุนครั้งใหญ่ ซึ่งเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงมาก ๆ เช่นนี้ ย่อมเป็นจังหวะที่ก่อให้เกิดทั้งวิกฤตและทั้งโอกาส ดังนั้น ผู้เล่นในตลาดตราสารหนี้ผู้ใดที่ติดตามการเปลี่ยนแปลงอย่างใกล้ชิด และสามารถวางแผนล่วงหน้าได้แต่เนิ่น ๆ ย่อมอยู่ในฐานะที่จะได้เปรียบผู้อื่น

ผมหวังว่าบรรดาผู้ที่ได้รับรางวัล Best Bond Awards ในปีนี้จะเป็กลุ่มที่ทำได้เช่นนั้นครับ