

ความท้าทายในการบริหารความเสี่ยงในอนาคต

คำบรรยายโดย นายธีระชัย ภูวนาถนรานุบาล เลขาธิการ สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด.

ในการกล่าวเปิดเสวนาเชิงวิชาการเกี่ยวกับระบบการบริหารความเสี่ยง

ในการจัดการลงทุนของบริษัทจัดการ

เมื่อวันที่ 3 กันยายน 2550 ณ ห้อง 1101 อาคารตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เรียนท่านผู้มีเกียรติที่เคารพ

เมื่อสองปีก่อนเดือนสิงหาคม พ.ศ. 2548 ในการสัมมนาทางวิชาการประจำปีของธนาคารแห่งประเทศไทย ผมได้รับเกียรติให้พูดใน panel พร้อมกับ ดร. อัมมาร สยามวาลา และ ดร. ประสาร ไตรรัตน์วรกุล

ในวันนั้นผมได้ชี้ว่าการเปิดประเทศของจีนมีผลกระทบมาก สินค้าราคาถูกจากจีนกดดันให้อัตราเงินเฟ้อในสหรัฐฯ และทั่วโลกอยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานาน ทำให้ธนาคารกลางของสหรัฐฯ ดำเนินนโยบายการเงินผิดที่กระตุ้นเศรษฐกิจมากเกินไป ในความเห็นของผม ธนาคารกลางของสหรัฐฯ ได้กดดอกเบี้ยไว้ในอัตราที่ต่ำมาก และเป็นเวลาที่นานหลายปีเกินไป จนทำให้ราคาบ้านอยู่อาศัยพุ่งขึ้นสูงเป็นประวัติการณ์ ก่อให้เกิดสภาวะฟองสบู่

ผมเล่าด้วยว่าผมได้เดินทางไปสหรัฐฯ และมีวันหนึ่งที่ผมนอนไม่หลับ เพราะเวลาที่แตกต่างกัน ผมจึงได้เปิดคู่มือ และประหลาดใจมากที่พบว่า มีรายการอยู่ถึง 2 ช่องที่เสนอขายหนังสือสอนวิธีรวยเร็ว ด้วยการซื้อๆ ขายๆ บ้านในสหรัฐฯ ผู้เขียนหนังสือได้ยืนยันว่า เป็นวิธีการรวยเร็วได้ผลอย่างแน่นอน เพียงแต่ท่านไปซื้อบ้านสักหลังหนึ่ง แล้วทำการตกแต่งปรับปรุงเล็กน้อยถือกรรมสิทธิ์ไว้สักพักแล้วค่อยขาย สภาวะตลาดขาขึ้นจะทำให้ท่านรวยอย่างไม่มีข้อสงสัย ในรายการก็จะมีบุคคลต่างๆ ที่ดูเป็นชาวบ้านธรรมดา มาพูดยืนยันความสำเร็จของตัวเอง แต่ละคนได้กำไรกันไปแล้วจำนวนมาก และยังคงดำเนินการตามสูตรรวยเร็วนี้ต่อไปอีกนานแสนนาน

ผมแจ้งในการสัมมนาในวันนั้นว่า อาการลักษณะนั้น เป็นการสื่อเคาการเก็งกำไรที่สุกงอมเต็มที สถานการณ์ใกล้จะเกิดปัญหาแล้ว ปรากฏว่าผมคาดการณ์เร็วไปสองปี และอาการปัญหาที่เพิ่งจะปะทุในวันนี้ และก็มีแนวโน้มจะส่งผลกระทบกว้างขวางกว่าที่ผมคาดไว้

ในวันนี้ท่านได้ทราบข้อมูลแล้วว่า มีธนาคารพาณิชย์ในเอเชียหลายรายที่ไปซื้อหลักทรัพย์ประเภท Collateralized Debt Obligation ที่มีหลักประกันเป็นเงินกู้ผ่อนบ้านในระดับ sub prime และจะต้องมีการสำรองผลขาดทุน ปัญหาหนี้ ธนาคารพาณิชย์ในไทยก็มีด้วยด้วย ปัญหาที่เกิดขึ้นอย่างไร

สาเหตุแห่งปัญหา

สภาวะฟองสบู่ที่ราคาบ้านในสหรัฐฯ โน้มสูงขึ้น โดยตลอดระยะเวลา 10 ปี ทำให้สถาบันการเงินแข่งขันกันในการปล่อยสินเชื่อผู้ผ่อนบ้าน การแข่งขันจึงได้ทำให้เกิดการหย่อนยานในมาตรฐานต่างๆ รวมทั้งมีการเสนอรูปแบบการกู้ใหม่ๆ เพื่อจะพยายามจะให้ลูกค้าที่ฐานะการเงินอ่อนได้เงินกู้ง่ายขึ้น

วิธีการให้กู้แบบใหม่เพื่อจูงใจลูกหนี้แบบหนึ่งคือ interest only loan กล่าวคือให้ลูกหนี้ผ่อนแต่ละงวดโดยจ่ายเฉพาะดอกเบี้ยยังไม่ต้องจ่ายเงินต้น กรณีเช่นนี้ ยอดเงินต้นของลูกหนี้จึงไม่ลดลงเลย เงินกู้แบบนี้เมื่อราคาบ้านโน้มลดต่ำลง มูลค่าของหลักประกันก็จะต่ำกว่ายอดหนี้อย่างรวดเร็ว

วิธีการให้กู้แบบใหม่แบบที่สองเรียกว่า adjustable mortgage rate หมายความว่าเมื่อตอนเริ่มกู้จะยอมให้ลูกค้าผ่อนในอัตราดอกเบี้ยต่ำ แต่เมื่อเวลาผ่านไประยะหนึ่ง ลูกค้ายอมให้ปรับดอกเบี้ยสูงขึ้นได้ กำหนดปรับดอกเบี้ยจะทำกันทุก 3-4 ปี เงินกู้แบบนี้เมื่อดอกเบี้ยเริ่มโน้มสูงขึ้นเหมือนในปีที่ผ่านมา ก็จะมีลูกหนี้บางรายที่ไม่มีกำลังจะผ่อนชำระตามจำนวนที่สูงขึ้น

วิธีการให้กู้แบบใหม่แบบที่สามเรียกว่า stated income mortgage กล่าวคือลูกค้าจะแจ้งเงินเดือนหรือจำนวนรายได้ และสถาบันการเงินจะสอบถามยืนยันจากแหล่งที่ลูกค้าอ้างอิง ว่ามีจริงหรือไม่ แต่ที่แปลกก็คือสถาบันการเงินจะไม่ยืนยันจำนวนเงินที่ลูกค้าสำแดงว่าถูกต้องหรือไม่ วิธีการที่ลึกลับขั้นตอนอย่างนี้ ลูกค้าจะต้องยอมจ่ายดอกเบี้ยในอัตราที่สูงขึ้น แต่ผู้ให้กู้ย่อมมีความเสี่ยงมากขึ้น

วิธีการให้กู้แบบใหม่สุดท้ายเรียกว่า equity borrowing กล่าวคือลูกค้ารายใดที่ได้ผ่อนบ้านตามสัญญาปกติมาระยะหนึ่ง สัญญาปกติหมายความว่าแต่ละงวดลูกค้าจ่ายทั้งเงินต้นและดอกเบี้ย ยอดหนี้จึงได้ลดลงมาระดับหนึ่งแล้ว ลูกค้ากลุ่มนี้สถาบันการเงินก็จะติดต่อ สนับสนุนให้ยกเลิกสัญญาเดิมแล้วกู้ยืมใหม่ที่สูงขึ้น เป็นการเพิ่มหนี้เข้าไปอีก

ยอดหนี้ตามสัญญาเดิมนั้นมีหลักประกันมูลค่าเกินหนี้ชัดเจน แต่พอกู้ใหม่จึงกลายเป็นหนี้ที่มีหลักประกันปริ่มๆ อีกครั้ง และเมื่อราคาบ้านโน้มลดลง ก็เกิดความเสี่ยงที่จะเป็น NPL ได้เช่นเดียวกัน

นอกจากนี้ การที่สภาวะตลาดบ้านในสหรัฐฯ มีความสดใสเป็นเวลานาน บริษัทสร้างบ้านขายจึงเร่งมือเต็มที่ เมื่อสร้างบ้านขึ้นมาแล้วก็ต้องเร่งมือในการขายบ้านออกไป เพื่อไปบุกเบิกโครงการใหม่และทำกำไรกันอีกรอบหนึ่ง ในการขายบ้านดังกล่าว ระยะเวลาแทนที่ผู้ซื้อจะเป็นคนติดต่อจากสถาบันการเงินเอง บริษัทสร้างบ้านจะเป็นผู้ติดต่อสถาบันการเงินให้แก่ผู้ซื้อ หรือบางครั้งบริษัทสร้างบ้านจะอำนวยความสะดวกโดยเป็นผู้ออกเงินให้กู้เอง ไปก่อน แล้วต่อมาจึงค่อยขายลูกหนี้ดังกล่าวออกไป

บัดนี้ปรากฏข้อมูลว่า ได้มีบริษัทสร้างบ้านบางแห่งที่มุ่งเน้นที่จะขายบ้านให้ได้มากเกินไป ทำให้บางบริษัทให้ข้อมูลแก่สถาบันการเงินที่ไม่ถูกต้อง บางรายให้ข้อมูลเกี่ยวกับรายได้ของผู้ซื้อ โดยกรณีที่ผู้ซื้อเป็นนักเก็งกำไรและมีได้ซื้อบ้านเพื่ออาศัยอยู่เอง ก็ได้รวมเอารายได้จากค่าเช่าเข้าเป็นรายได้ของผู้ซื้อไปด้วย ทั้งที่บ้านที่กำลังจะซื้อยังมีได้มีการให้เช่าออกไปแต่อย่างใด และต่อมาเมื่อผู้ซื้อไม่สามารถหาคนเช่าบ้านได้ ก็กลายเป็น NPL บางรายก็ให้ข้อมูลเกี่ยวกับผู้ซื้อในลักษณะที่สามารถรับสถานการณ์ดอกเบี้ยขาขึ้นได้ดีกว่าที่เป็นจริง ซึ่งต่อมาเมื่อดอกเบี้ยได้ปรับสูงขึ้น ผู้ซื้อก็ไม่มีกำลังผ่อนชำระตามที่กำหนดไว้

แต่ความเสี่ยงที่สูงที่สุดนั้นเกิดจากการที่ลูกค้าเก็งกำไร และกู้ยืมบ้านหลายหลังพร้อมๆ กัน เมื่อ 2-3 สัปดาห์ก่อน ผมเห็นในทีวีสหรัฐฯ มีการสัมภาษณ์ผู้หญิง 2 คนที่เคยซื้อๆ ขายๆ บ้านเพื่อเก็งกำไร ทั้งสองคนแจ้งว่าเคยประสบความสำเร็จขายบ้านไปได้กำไรไม่น้อยกว่า 5 - 6 หลัง ซึ่งทำให้เกิดความขำใจ และขยายวงการเก็งกำไรออกไปเรื่อยๆ ขณะนี้สภาวะตลาดตกต่ำ ทำให้ทั้งสองคนไม่สามารถขายบ้านที่ค้างอยู่ในมือออกไปได้เลย ทั้งสองคนเริ่มมีปัญหาไม่สามารถผ่อนชำระหนี้ได้ตามงวด คนหนึ่งมีบ้านค้างอยู่ในมือ 3 หลัง อีกคนหนึ่งมีบ้านค้างอยู่ในมือ 8 หลัง ท่านลองคิดเอาเองนะครับว่าทั้งสองคนนี้จะมีความสามารถที่จะผ่อนชำระค่าบ้านไปได้อีกกี่เดือน

การกระตุ้นให้ลูกค้าซื้อบ้านเกินกำลังของตนเอง การกระตุ้นให้ลูกค้าเก็งกำไร และการให้ข้อมูลเกี่ยวกับลูกค้าที่บิดเบือนเหล่านี้ จึงเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้สถาบันการเงินในสหรัฐฯ ขณะนี้ต้องมีการฟ้องคดีเพื่อยึดบ้านนำมาขายทอดตลาดเป็นจำนวนมาก แต่การขายทอดตลาดก็ทำได้ยาก เพราะบ่อยครั้งบริษัทสร้างบ้านได้สร้างเป็นโครงการใหญ่ เมื่อมีลูกค้าเก็งกำไรเป็นสัดส่วนสูงและไม่มีเงินเข้าไปอยู่อาศัยจริง ก็ทำให้หมู่บ้านรกร้าง หากจะมีผู้ซื้อที่ต้องการอยู่อาศัยจริงก็อาจไม่กล้าที่จะเข้าไปอยู่เพราะกลัวความปลอดภัย นอกจากนี้ สภาพบ้านที่รอขายทอดตลาดก็จะถูกพวกขโมยเข้าไปรื้อถอนฝาบ้านและอุปกรณ์ต่างๆ ทำให้มูลค่ามีแต่ลดลง

ปัญหาการ mark to market

คำถามที่น่าคิดต่อไปคือ ทำไมเมื่อปัญหานี้ปรากฏ จึงเกิดแรงสั่นสะเทือนไปทั่วโลก ปัจจัยที่สร้างแรงสั่นสะเทือน เกิดจากการที่สถาบันการเงินได้คิดวิธีพลิกแพลงในการนำสัญญากู้ยืมบ้านเหล่านี้มาแปลงเป็นหลักทรัพย์ แต่ครั้งนี้มีให้นำสัญญาย่อยมา securitized เป็น Collateralized Debt Obligation (CDO) แบบธรรมดา เขาได้พลิกแพลงใช้วิธีแบ่งความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้นออกเป็นชั้นๆ ที่เรียกว่า multiclass

ในกองทุนแบบ multiclass นั้น ผู้ถือหลักทรัพย์ชั้นต่ำสุด คือชั้นที่มีความเสี่ยงสูงที่สุด จะทำสัญญากับผู้ถือหลักทรัพย์ชั้นที่อยู่เหนือกว่า โดยสัญญาว่าถ้า port ลูกหนี้รายย่อยนี้เกิดเป็น

NPL ผู้ถือหลักทรัพย์ชั้นต่ำสุดจะรับความเสียหายไปก่อน ต่อเมื่อหมดเงินในชั้นนี้ไปแล้ว และหากยังมีความเสียหายอยู่อีก ก็จะลามไปกระทบผู้ถือหลักทรัพย์ชั้นที่สูงกว่า การแบ่งความเสี่ยงที่ต่างกันเช่นนี้ อาจจะแบ่งเป็น 2 ชั้น หรืออาจจะมากถึง 4-5 ชั้นก็ได้ ยิ่งแบ่งชั้นมากผู้ถือหลักทรัพย์ในชั้นสูงสุดก็ยิ่งมีความเสี่ยงน้อยลงๆ จนกระทั่งสามารถให้ rating ชั้นสูงสุดสูงเป็น AAA ก็ได้

วิธีแบ่งแบบ multiclass นี้เอง ที่ทำให้ตราสารกลุ่มนี้ได้รับความนิยมอย่างกว้างขวาง ชั้นสูงสุดก็สามารถเสนอขายแก่ผู้ลงทุนที่ conservative ส่วนชั้นต่ำๆ ก็มักจะขายให้แก่ hedge fund เพราะอัตราผลตอบแทนสูงมากเนื่องจากมีความเสี่ยงมาก ตราสารเหล่านี้ได้ขายกระจายไปทั่วโลก ผู้ซื้อมีทั้งธนาคารพาณิชย์ต่างๆ ทั้งในสหรัฐฯ ในยุโรป และในเอเชียรวมทั้งในประเทศไทย และยังมีกองทุนรวมต่างๆ อีกมาก และที่สำคัญที่สุดก็คือขายให้แก่กองทุนประเภท hedge fund

ปัจจัยที่สร้างปัญหาอย่างมากปัจจัยหนึ่ง คือการที่ rating agency ได้เข้าไปร่วมในขบวนการพิจารณากำหนดโครงสร้างการแบ่งชั้น multiclass ด้วยตนเอง ทำนองว่าให้ข้อมูลแต่เบื้องต้นว่า ถ้าจัดโครงสร้างโดยทำอย่างนั้น อย่างนี้แล้ว ทาง rating agency ก็จะยินยอมให้ rating ที่สูงขึ้นๆ

ปัจจัยที่สร้างปัญหาอีกประการหนึ่ง คือการที่ตราสารดังกล่าวแต่ละ class มีสภาพคล่องไม่มากนัก เมื่อผู้ขายระดมกันขายออกมา จึงทำให้ราคาไหลต่ำลงอย่างรวดเร็ว เป็นตลาดขาเดียว ราคาไหลลงเร็วจนกระทั่งเมื่อถึงจุดหนึ่งแทบไม่มีใครกล้าตั้งราคาเสนอซื้อ เมื่อไม่มีราคาเสนอซื้อที่ชัดเจนเช่นนี้ จึงทำให้กองทุนรวมขนาดใหญ่ในยุโรปบางกองทุนไม่สามารถขายตราสารออกไปได้ และจำเป็นต้องประกาศระงับการไถ่ถอนหน่วยลงทุนเป็นการชั่วคราว ซึ่งเป็นปรากฏการณ์ที่ไม่มีใครคาดคิดว่าจะสามารถเกิดขึ้นในตลาดที่พัฒนาแล้วเช่นนี้

นอกจากสภาพคล่องต่ำทำให้ราคาต่ำไปด้วยแล้ว เมื่อปรากฏภายหลังว่าข้อมูลเกี่ยวกับรายได้ของลูกหนี้ อาจจะมีการบิดเบือน ยิ่งทำให้การประเมินความเสี่ยงของแต่ละ class ทำยากขึ้นอีกเป็นทวีคูณ

ในอดีตนั้น สมมุติมีตราสารเพียงสองชั้น คือชั้นที่ต่ำกว่าคือ BBB sub prime ซึ่งรับความเสี่ยงเต็มที่ กับชั้นที่สูงกว่าคือ A non-sub prime กรณีเช่นนี้ ถ้าลูกหนี้รายย่อยกลายเป็น NPL ตามสัดส่วนปกติในอดีต สัดส่วนหนี้เสียอาจจะกินเฉพาะชั้น BBB และไม่น่าจะลุกลามไปถึงชั้น A แต่เมื่อปรากฏสัดส่วน NPL สูงกว่าปกติ เนื่องจากข้อมูลที่บิดเบือนดังกล่าว สัดส่วนหนี้เสียอาจจะกินเข้าไปถึงชั้น A ได้อย่างรวดเร็ว ทำให้การกำหนดราคาสำหรับชั้น A non-sub prime ทำได้ยากขึ้น ส่วนตราสารชั้น BBB sub prime นั้นไม่ต้องพูดถึง ราคาตลาดมีแต่จะลดลง เพราะปัญหา NPL จากกลุ่มเก็งกำไรมีแต่จะลุกลามมากขึ้นๆ นอกจากนี้ ในปี 2008 คือปีหน้า จะมีสัญญาแบบ adjustable rate ที่ครบกำหนดต้องปรับดอกเบี้ยสูงขึ้นเป็นจำนวนมาก และสัญญาเหล่านี้ได้ทำไว้เดิมเมื่อ 3 ปี ก่อน ในขณะที่ดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำมาก ลูกหนี้หลายรายจะไม่สามารถผ่อนชำระเงินที่เพิ่มขึ้นได้

ข้อมูลล่าสุดขณะนี้ มี investment bank ระดับใหญ่ในสหรัฐฯ รายหนึ่งประกาศว่า กองทุน hedge fund ที่ตนจัดตั้งขึ้นที่เน้นลงทุนในตราสารชั้นที่มีความเสี่ยงสูง หรือที่เรียกว่า sub prime นั้น มีสองกองทุนที่เดิมเคยมีมูลค่าสูงสุดถึง 1,500 ล้านดอลลาร์ แต่บัดนี้ กองทุนทั้งสอง เข้าขั้นล้มละลาย ราคาหลักทรัพย์ได้ตกต่ำลงจนกองทุนทั้งสองแทบไม่มีมูลค่าเหลือเสียแล้ว

ปัจจัยที่สามที่ทำให้ปัญหานี้มีผลกระทบกว้างขวาง กองทุนรวมปกตินั้นเมื่อมีปัญหา ไม่สามารถขายตราสารหนี้ได้ ก็ใช้วิธีประกาศหยุดการไถ่ถอนหน่วยลงทุนชั่วคราวได้ วิธีนี้ช่วย ระวังให้ผลกระทบแผ่กว้างได้ทางหนึ่ง

สำหรับกองทุนประเภท hedge fund นั้น โดยทั่วไปจะไม่มีปัญหาเช่นนี้ เนื่องจาก กำหนดให้ผู้ถือหน่วยที่ต้องการไถ่ถอนต้องแจ้งล่วงหน้า และมักจะเปิดให้ไถ่ถอนเพียงเดือนละ ครั้งหรือไตรมาสละครั้ง แต่กองทุนประเภท hedge fund กลับกลายเป็นตัวที่ก่อปัญหาให้กระจาย ไปทั่วโลก ปัญหาดังกล่าวเกิดจากกองทุนประเภทนี้มีการกู้ยืมจากสถาบันการเงินเพื่อ ไปลงทุน ในสัดส่วนที่สูงมาก ดังนั้น เมื่อสถานะตลาดทุนมีความผันผวน เจ้าหนี้ก็จะเรียกให้กองทุนวาง margin เพิ่มขึ้น เมื่อกองทุนถูกเรียก margin call เช่นนี้ กองทุนก็ต้องทยอยขายหลักทรัพย์ต่างๆ ในมือออกไป

hedge fund จึงทำการขายหลักทรัพย์ต่างๆ ออกไปทั่วโลก แห่งละนิดแห่งละหน่อย แต่การขายที่เกิดขึ้นพร้อมกันนั้น ทำให้ตลาดหุ้นและตลาด bond ทั่วโลกถูกระทบอย่างฉับพลัน

บทเรียนสำหรับประเทศไทย

คำถามสุดท้ายที่ต้องถามตัวเองก็คือ ปรากฏการณ์นี้มีบทเรียนสำหรับประเทศไทย อะไรบ้าง

บทเรียนที่หนึ่งในฐานะผู้ลงทุน คือสถานะด้านเครดิตของหลักทรัพย์มีโอกาสที่จะ เปลี่ยนแปลงได้มากและเร็วกว่าที่คิด กรณีนี้มีคำถามที่ rating agency ระดับสากลจะต้องตอบ เพราะการทำ rating multiclass CDO นั้นเป็นรายได้สำคัญ จึงต้องถามตัวเองให้ชัดเจนว่าขั้นตอน การพิจารณาได้มี conflict of interest หรือไม่

ในแง่ผู้ลงทุนนั้น สำหรับรายที่เดิมได้เลือกลงทุนเฉพาะชั้น non-sub prime ก็น่าเห็นใจ สถานะความเสี่ยงที่มีแนวโน้มจะเปลี่ยนแปลง อาจจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ในอนาคตลดลงไปบ้าง บทเรียนในกรณีนี้ก็คือ ถ้าเห็นว่าตลาดใดมีอาการฟองสบู่ อย่างที่ผมได้เตือนไปตั้งแต่เมื่อสองปีก่อน กรณีเช่นนี้ ควรจะเลี่ยงหลักทรัพย์ที่พัวพันกับฟองสบู่เสียดีกว่า แต่สำหรับผู้ลงทุนที่เน้นเฉพาะ sub prime นั้น คงเห็นใจอะไรไม่ได้ คงต้องบังคับให้ยอมรับสภาพความเป็นจริงและลงบัญชีให้ถูกต้อง เพราะจะต้องให้ความเป็นธรรมแก่ผู้ลงทุน ทั้งรายปัจจุบันและรายใหม่ที่จะเข้ามาซื้อหุ้นในอนาคตที่จะอาศัยงบดุลบัญชีของกิจการในการตัดสินใจ

บทเรียนที่สองในฐานะผู้ที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างตลาดทุน ผมจำได้ว่าก่อนที่ผมเข้ารับตำแหน่งช่วงปลายปี 2546 ได้เคยเกิดปัญหาการรุมไถ่ถอนกองทุนรวมในประเทศไทย สำหรับกองทุนที่เน้นลงทุนใน bond เกิดขึ้นในช่วงระหว่างเดือนกันยายน-ตุลาคม 2546 มีการไถ่ถอนไปถึง 72,000 ล้านบาท คิดเป็น 1 ใน 3 ของกองทุนรวมประเภทดังกล่าว เหตุผลหลักที่เกิดการรุมไถ่ถอน คือราคา bond ทั่วไปได้ลดลงอย่างรวดเร็ว แต่ในสถานการณ์ที่ราคาตกลงนั้น มีบางกองทุนที่มีได้ mark to market ให้สะท้อนราคาที่จะขาย bond นั้นได้จริงๆ คือกลัว Net Asset Value จะลดลงมากจนเกินไป จึง mark to market ตามราคาทฤษฎี ซึ่งภายหลังเมื่อจำเป็นต้องขาย bond นั้นออกไปจริงๆ ก็พบว่าได้ราคาต่ำกว่าราคาทฤษฎีที่คาดไว้ ผู้ถือหน่วยลงทุนจึงเห็นว่า หากตัวเองไถ่ถอนในวันนี้ ย่อมได้ราคาที่สูงกว่าไถ่ถอนในวันถัดๆ ไป เมื่อมีการขาย bond ออกไปจริง จึงทำให้เกิดการ run

ปัญหาการ mark to market ตราสารหนี้ขณะนี้ได้รับการแก้ไขไปแล้วระดับหนึ่ง โดยปัจจุบันนี้มี ThaiBMA ทำหน้าที่คำนวณราคาสำหรับหลักทรัพย์ที่ไม่มีการซื้อขายกันอย่าง active เพื่อให้กองทุนต่างๆ นำไปใช้ mark to market

บทเรียนที่ต้องแนะนำไปที่ ThaiBMA จึงต้องเน้นให้มีการกำหนดราคาที่ไม่ใกล้เคียงตลาดที่แท้จริงให้มากที่สุด โดยเฉพาะควรจะต้องให้มีช่วงห่างระหว่างราคาเสนอซื้อกับราคาเสนอขาย ให้สะท้อนราคาตลาดที่แท้จริงทั้งสองด้านให้มากที่สุด

การเสวนาบริหารความเสี่ยงในวันนี้ จึงเป็น โอกาสที่ดี ที่จะเรียนรู้สิ่งใหม่ๆ จากบทเรียนของประเทศอื่นๆ รวมทั้งจากบทเรียนความผิดพลาดของผู้ลงทุนไทยเอง