

บทที่ 1

บทนำ

ความสำคัญของปัญหา

ก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ตลาดการเงินในประเทศไทยมีการเติบโตแบบไม่สมดุล กล่าวคือมีการเติบโตเฉพาะตลาดเงิน (ระบบสถาบันการเงิน) ในขณะที่ตลาดทุนขาดความเข้มแข็งเพราะมีเพียงตลาดตราสารทุน (ตลาดหุ้น) เท่านั้นที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่องในปริมาณมาก ส่วนตลาดตราสารหนี้ขาดการพัฒนาที่ต่อเนื่อง ทำให้เมื่อเกิดปัญหาในระบบสถาบันการเงิน ตลาดทุนจึงไม่สามารถช่วยให้ตลาดการเงินทั้งระบบคงอยู่ได้ แต่หลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ ตลาดตราสารหนี้ไทยได้ขยายตัวอย่างมาก ณ สิ้นปี พ.ศ.2540 มูลค่าคงค้างของตราสารหนี้มีจำนวน 546.80 พันล้านบาท โดยแบ่งเป็นตราสารหนี้ภาครัฐ (พันธบัตรรัฐบาล พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ และพันธบัตรองค์กรภาครัฐ) จำนวน 359.20 พันล้านบาท และหุ้นกู้ภาคเอกชน จำนวน 187.60 พันล้านบาท เมื่อเทียบกับสิ้นปี พ.ศ. 2548 มูลค่าคงค้างของตราสารหนี้ในตลาดมีจำนวน 3,359.85 พันล้านบาท คิดเป็น 6.14 เท่าของมูลค่าคงค้างของตราสารหนี้ในปี พ.ศ. 2540 โดยแบ่งเป็นตราสารหนี้ภาครัฐ (พันธบัตรรัฐบาล ตั๋วเงินคลัง พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ และพันธบัตรองค์กรภาครัฐ) จำนวน 2,699.92 พันล้านบาท และหุ้นกู้ภาคเอกชน จำนวน 659.93 พันล้านบาท (ตารางที่ 1)

ตารางที่ 1 มูลค่าคงค้าง (Outstanding Value) ของตราสารหนี้ในประเทศไทย

(หน่วย : พันล้านบาท)

ประเภท	พ.ศ.	พ.ศ.	พ.ศ.	พ.ศ.	พ.ศ.	พ.ศ.	พ.ศ.	พ.ศ.	พ.ศ.	พ.ศ.
ตราสาร หนี้	2539	2540	2541	2542	2543	2544	2545	2546	2547	2548
พันธบัตร รัฐบาล	18.00	13.80	426.90	587.10	658.70	706.40	1,114.60	1,132.20	1,306.50	1,360.50
ตั๋วเงิน คลัง	-	-	-	25.00	62.00	110.00	134.00	127.00	168.04	209.00

ตารางที่ 1 (ต่อ)

(หน่วย : พันล้านบาท)

ประเภท	พ.ศ.	พ.ศ.	พ.ศ.	พ.ศ.	พ.ศ.	พ.ศ.	พ.ศ.	พ.ศ.	พ.ศ.	พ.ศ.
ตราสารหนี้	2539	2540	2541	2542	2543	2544	2545	2546	2547	2548
พันธบัตร รัฐวิสาหกิจ	278.40	293.80	300.60	356.40	408.80	416.60	395.70	412.20	405.16	489.09
พันธบัตร องค์กร ภาครัฐ	40.50	51.60	36.20	18.10	4.10	112.30	112.30	239.30	312.34	641.33
หุ้นกู้ ภาคเอกชน	182.40	187.60	177.60	402.00	501.20	538.10	543.40	607.30	548.30	659.93
รวม	519.30	546.80	941.30	1,388.60	1,634.80	1,882.90	2,300.00	2,518.00	2,740.34	3,359.85

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย(2549)

ตลาดตราสารหนี้ของไทยขยายตัวอย่างมากหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ เนื่องจากสถาบันการเงินและบริษัทเอกชนจำนวนมากประสบปัญหาความมั่นคงทางการเงิน บริษัทเอกชนต้องทยอยขายหุ้นกู้เพื่อเป็นการระดมทุนเพิ่มจากการขอสินเชื่อจากสถาบันการเงิน ในขณะที่ภาครัฐต้องออกพันธบัตรเพื่อกู้ยืมเงินจากประชาชนและนักลงทุนเพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณ และเพื่อฟื้นฟูระบบเศรษฐกิจ ประกอบกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่อยู่ในระดับต่ำจากช่วงปลายปี พ.ศ.2540 อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือนต่ำสุด-สูงสุดของ 5 ธนาคารพาณิชย์ ได้แก่ บมจ.ธนาคารกรุงเทพ บมจ.ธนาคารกรุงไทย บมจ.ธนาคารกสิกรไทย บมจ.ธนาคารไทยพาณิชย์ และ บมจ.กรุงศรีอยุธยา อยู่ที่ร้อยละ 10.00 – 13.00 ลดลงเหลือเพียงร้อยละ 6.00 – 6.25 ในปลายปี พ.ศ.2541 และลดลงเรื่อยๆ กระทั่งปลายปี พ.ศ.2548 อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน ลดเหลือเพียงร้อยละ 2.50 – 3.50 (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2549) ทำให้นักลงทุนและผู้มีเงินออมกับธนาคารพาณิชย์ตระหนักถึงการกระจายเงินทุนไปสู่ตราสารหนี้ซึ่งได้รับอัตราดอกเบี้ยเป็นจำนวนที่แน่นอน โดยมีการระบุวันชำระดอกเบี้ยและเงินต้นล่วงหน้าตั้งแต่มีการออกตราสารหนี้ และในระหว่างที่ยังไม่ครบกำหนดอายุก็ถอนก็สามารถโอนซื้อขายเปลี่ยนมือได้ นอกจากนี้รัฐบาลได้มีการส่งเสริมให้มีการพัฒนาตลาดรองสำหรับตราสารหนี้ ได้แก่ ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ (Bond Dealers Club) ที่พัฒนาเป็นศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย

(Thai Bond Dealing Centre : ThaiBDC) ซึ่งเป็นศูนย์กลางข้อมูลในตลาดตราสารหนี้ มุ่งเน้นด้านการให้บริการข้อมูลตราสารหนี้ เช่น ข้อมูลการซื้อขาย ข้อมูลพื้นฐานตราสารหนี้ การคำนวณราคา และข้อมูลข่าวสารต่างๆ ทำให้ผู้ใช้บริการทั้งที่เป็นผู้ค้าตราสารหนี้ และนักลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงข้อมูลได้อย่างเท่าเทียมกันในเวลาที่รวดเร็ว มีต้นทุนต่ำ ทำให้การซื้อขายตราสารหนี้ทำได้รวดเร็วและมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

ต่อมาในปี พ.ศ. 2548 คณะกรรมการกำกับและพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศไทยได้ให้ความเห็นชอบโครงการปรับปรุงตลาดตราสารหนี้ครั้งใหญ่ของประเทศไทย เพื่อรองรับการพัฒนาตลาดพันธบัตรเอเชีย โดยมาตรการหนึ่ง คือ การรวมระบบการซื้อขายตราสารหนี้อิเล็กทรอนิกส์ (Electronic Trading Platform : ETP) ไว้ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในขณะที่ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยยังคงเป็นศูนย์ข้อมูลตลาดตราสารหนี้ สำนักงานคณะกรรมการกำกับตลาดหลักทรัพย์จึงเห็นควรให้ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยปรับสถานะเป็นสมาคมที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับธุรกิจหลักทรัพย์ ภายใต้ชื่อ “สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย” (Thai Bond Market Association : ThaiBMA) เพื่อมุ่งเน้นและขยายบทบาทการทำหน้าที่ด้านการเป็นองค์กรกำกับดูแลสมาชิก (Self-Regulatory Organization : SRO) และการเป็นศูนย์ข้อมูลตราสารหนี้ รวมถึงการขยายไปสู่การทำหน้าที่เผยแพร่ราคามาตรฐาน (Pricing agency) ในตลาดตราสารหนี้ต่อไป (สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย, 2548)

จากการขยายตัวของตลาดตราสารหนี้ไทยทำให้อุปสงค์ในตราสารหนี้เพิ่มขึ้น ซึ่งส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศไทย กล่าวคือ ช่วยลดช่องว่างระหว่างความต้องการเงินลงทุนและเงินออมในระบบ เป็นการลดการพึ่งพิงเงินทุนจากต่างประเทศซึ่งส่วนใหญ่เป็นเงินทุนระยะสั้นและมีความเสี่ยงต่อการไหลเข้าออกอย่างรวดเร็วของเงินทุน ซึ่งการไหลเข้าออกที่เร็วเกินไปจะก่อให้เกิดปัญหาเรื่องเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ ช่วยสร้างความสมดุลของตลาดการเงินของประเทศทั้งในแง่ของเครื่องมือทางการเงินระยะยาวกับเครื่องมือทางการเงินระยะสั้น และความสมดุลของตลาดทุนซึ่งประกอบด้วยตลาดตราสารทุนและตลาดตราสารหนี้ มีส่วนช่วยสร้างเสถียรภาพของอัตราดอกเบี้ยในประเทศเพราะการมีตลาดตราสารหนี้ที่มีประสิทธิภาพจะเป็นกลไกสำคัญในการอ้างอิงอัตราผลตอบแทนในระบบ โดยอัตราผลตอบแทนที่เกิดในตลาดตราสารหนี้ถือได้ว่าเป็นไปตามกลไกของตลาดซึ่งสามารถใช้อ้างอิงได้ นอกจากนี้ยังเป็นการลดความเสี่ยงโดยรวมของระบบเศรษฐกิจ เนื่องจากมีเครื่องมือที่ช่วยให้เกิดความสามารถในการกระจายความเสี่ยงได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น และยังเป็นการช่วยลดความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการขาดสภาพคล่องของเจ้าหนี้ เพราะตลาดตราสารหนี้ช่วยให้เจ้าหนี้เปลี่ยนตราสารหนี้ที่ถือครองในมือเป็นเงินสดได้เมื่อต้องการเงิน (สันติ กิระนันท์, 2548)

ตั้งแต่ปี พ.ศ.2547 เป็นต้นมา ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายหรืออัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 14 วัน (R/P 14 วัน) อย่างต่อเนื่อง เพื่อลดแรงกดดันด้านอัตราเงินเฟ้อที่คาดว่าจะสูงขึ้น โดยธนาคารแห่งประเทศไทยเห็นว่าเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มจะขยายตัวได้อย่างต่อเนื่อง และปัจจัยลบทางเศรษฐกิจ เช่น ราคาน้ำมัน เริ่มคลี่คลายลง แต่ความเสี่ยงที่อัตราเงินเฟ้อจะเร่งตัวมีมากขึ้น ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายจึงควรอยู่ในทิศทางขาขึ้นต่อไป เพื่อรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจและเพื่อให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในประเทศกลับเข้าสู่ระดับที่เหมาะสมต่อการดูแลเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ (การเงินธนาคาร,2548) จากการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ปรับตัวเพิ่มขึ้นค่อนข้างสูง ทำให้ผู้มีเงินออม (ผู้ซื้อตราสารหนี้) บางส่วนมีความกังวลในเรื่องการปรับขึ้นของอัตราผลตอบแทนในอนาคต (สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย,2548) เมื่อมีการคาดการณ์ว่าอัตราผลตอบแทนในอนาคตจะเพิ่มขึ้นจะทำให้ผู้มีเงินออมเลือกที่จะลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นมากขึ้นเพื่อมิให้เป็นการเสียโอกาสในภาวะดอกเบี้ยขาขึ้น การศึกษาครั้งนี้ต้องการศึกษาช่องทางการลงทุนที่มีความเสี่ยงน้อย และให้ผลตอบแทนในระยะสั้นที่มากกว่าการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์ โดยเลือกตราสารหนี้ระยะสั้นซึ่งได้แก่ ตัวเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุคงเหลือไม่เกิน 1 ปี เป็นตัวแทนในการศึกษา เนื่องจากเป็นตราสารซึ่งมีสภาพคล่องสูงมีสัดส่วนการซื้อขายมากกว่าตราสารหนี้ประเภทอื่น (ตารางที่ 2) เพื่อวิเคราะห์ว่ามีปัจจัยใดที่มีอิทธิพลต่อการซื้อขายตราสารหนี้ระยะสั้น เพื่อใช้เป็นแนวทางประกอบการตัดสินใจเลือกซื้อตราสารหนี้ระยะสั้นที่เหมาะสมต่อไป

ตารางที่ 2 ปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ (Trading Value) ของตราสารหนี้ในประเทศไทย

(หน่วย : พันล้านบาท)

ประเภท ตราสารหนี้	พ.ศ. 2540	พ.ศ. 2541	พ.ศ. 2542	พ.ศ. 2543	พ.ศ. 2544	พ.ศ. 2545	พ.ศ. 2546	พ.ศ. 2547	พ.ศ. 2548
1. พันธบัตรรัฐบาล	-	43.09	341.08	1,027.78	916.47	1,177.21	1,154.58	1,054.75	785.06
2. พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ	-	7.53	50.78	207.86	140.38	113.55	101.63	105.73	126.82
- ค่าประกัน	-	6.64	42.53	191.69	123.87	104.60	69.71	80.99	88.67
- ไม่ค่าประกัน	-	0.90	8.25	16.18	16.51	8.95	31.92	24.74	38.15
3. ตั๋วเงินคลัง	-	-	3.78	47.41	350.84	700.85	578.82	925.38	997.08
4. พันธบัตรองค์กรภาครัฐ	15.24	12.58	2.73	0.66	93.23	63.35	557.42	769.21	1,886.00
5. หุ้นกู้ภาคเอกชน	90.95	8.90	32.82	73.40	91.29	90.08	214.19	114.41	89.37
รวม	106.19	72.10	431.20	1,357.12	1,592.22	2,145.04	2,606.64	2,969.47	3,884.35

ที่มา: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย(2549)

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. ศึกษาความเป็นมาและพัฒนาการของตลาดตราสารหนี้ไทย
2. ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการซื้อขายตราสารหนี้ระยะสั้นในประเทศไทย

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

เป็นประโยชน์สำหรับผู้ออมที่มีเงินออมและต้องการถือ (ซื้อ) ตราสารหนี้ โดยการนำปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการซื้อขายตราสารหนี้ระยะสั้นมาใช้เป็นแนวทางพิจารณาประกอบการตัดสินใจในการถือสินทรัพย์ที่เหมาะสม นอกจากนั้นยังก่อให้เกิดประโยชน์กับผู้ขายตราสารหนี้ โดยการนำปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการซื้อขายตราสารหนี้ระยะสั้นมาจัดรูปแบบของตราสารหนี้ให้เหมาะสมกับความต้องการของผู้มีเงินออม

ขอบเขตของการศึกษา

ศึกษาที่มาและพัฒนาการของตลาดตราสารหนี้ไทย ตลอดจนปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการซื้อขายตราสารหนี้ระยะสั้น โดยใช้ตัวเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุคงเหลือไม่เกิน 1 ปี เป็นตัวแทนในการศึกษา เนื่องจากเป็นตราสารซึ่งมีสภาพคล่องสูงมีส่วนการซื้อขายมากกว่าตราสารหนี้ประเภทอื่น โดยใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2543 ถึงธันวาคม พ.ศ.2547 จำนวน 60 เดือน

วิธีการศึกษา

วิธีการเก็บข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลทุติยภูมิรายเดือน ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2543 ถึงธันวาคม พ.ศ. 2547 รวม 60 เดือน ประกอบด้วยข้อมูลและแหล่งที่มาดังนี้

- ข้อมูลตราสารหนี้ระยะสั้น ได้แก่ ตั๋วเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุคงเหลือไม่เกิน 1 ปี และข้อมูลทั่วไปใช้ข้อมูลจากสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยและธนาคารแห่งประเทศไทย
- ข้อมูลที่ใช้กำหนดเป็นตัวแปรอิสระต่างๆ ใช้ข้อมูลจากธนาคารแห่งประเทศไทย และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

การวิเคราะห์ข้อมูล

1. การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive Analysis) : เป็นการศึกษาความเป็นมาและพัฒนาการของตลาดตราสารหนี้ไทย
2. การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) : เป็นการวิเคราะห์เพื่อทดสอบว่าปัจจัยใดที่มีอิทธิพลต่อการซื้อขายตราสารหนี้ระยะสั้นในประเทศไทย โดยใช้วิธีการทางเศรษฐมิติในการประมาณสมการด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (Two Stage Least Squares :TSLS)

นิยามศัพท์

พันธบัตรองค์กรภาครัฐ หมายถึง พันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย(Bank of Thailand Bond : BOT Bond) พันธบัตรกองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงิน (Financial Institutions Development Fund : FIDF Bond) และ พันธบัตรองค์กรบริหารสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ (Financial loan management organization Bond : PLMO Bond) (สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย, 2549)

ตราสารหนี้ระยะสั้น ในการศึกษาครั้งนี้ หมายถึง ตราสารหนี้ที่มีอายุคงเหลือไม่เกิน 1 ปี ได้แก่ ตั๋วเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุคงเหลือไม่เกิน 1 ปี

อัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ระยะสั้น ในการศึกษาครั้งนี้ หมายถึง อัตราผลตอบแทนของตั๋วเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุคงเหลือไม่เกิน 1 ปี