



วิทยานิพนธ์

การศึกษาตลาดตราสารหนี้และปัจจัยที่มีผลต่อ
การระดมทุนในตลาดตราสารหนี้

**A STUDY OF BOND MARKET AND FACTORS AFFECTING
CAPITAL MOBILIZATION IN BOND MARKET**

นางสาวญาณิน ถาวรศีลสุระกุล

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

พ.ศ. 2551



ใบรับรองวิทยานิพนธ์
บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

ปริญญา

เศรษฐศาสตร์

สาขา

เศรษฐศาสตร์

ภาควิชา

เรื่อง การศึกษาตลาดตราสารหนี้และปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้

A Study of Bond Market and Factors Affecting Capital Mobilization in Bond Market

นามผู้วิจัย นางสาวณณิน ถาวรศีลสุระกุล

ได้พิจารณาเห็นชอบโดย

ประธานกรรมการ

วชิระ อภัยมณี

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์อภัยมณี อุตตะนันท์, ศ.ม.)

กรรมการ

วชิระ อภัยมณี

(รองศาสตราจารย์สันติยา เอกอัคร, Ph.D.)

กรรมการ

วชิระ อภัยมณี

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปนัดดา อินทร์พรหม, พ.บ.ม.)

หัวหน้าภาควิชา

วชิระ อภัยมณี

(รองศาสตราจารย์ฐิณี พิพัฒน์ศิริ, Ph.D.)

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์รับรองแล้ว

วชิระ อภัยมณี

(รองศาสตราจารย์กัญญา ชีระกุล, D.Agr.)

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

วันที่ ๒๔ เดือน พฤษภาคม พ.ศ. ๒๕๕๑

วิทยานิพนธ์

เรื่อง

การศึกษาตลาดตราสารหนี้และปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้

A Study of Bond Market and Factors Affecting Capital Mobilization in Bond Market

โดย

นางสาวณัฏฐินี ถาวรศีลสุระกุล

เสนอ

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
เพื่อความสมบูรณ์แห่งปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต
พ.ศ. 2551

ญาณิน ถาวรศีลสุระกุล 2551: การศึกษาตลาดตราสารหนี้และปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุน
ในตลาดตราสารหนี้ ปรินญาเศรษฐศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ ภาควิชา
เศรษฐศาสตร์ ประธานกรรมการที่ปรึกษา: ผู้ช่วยศาสตราจารย์วลัยภรณ์ อัดตะนันท์,
ศ.ม. 98 หน้า

การวิจัยในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงวิวัฒนาการของตลาดตราสารหนี้ ลักษณะ
ประเภท และโครงสร้างของตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ และศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลต่อการ
ระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้ โดยข้อมูลที่ใช้เป็นรายไตรมาส ตั้งแต่
ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2540 ถึง ไตรมาสที่ 3 พ.ศ. 2550 และทำการวิเคราะห์เชิงพรรณนา และเชิง
ปริมาณ โดยใช้วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สมการถดถอยเชิงซ้อน ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด

ผลการวิจัยพบว่าโครงสร้างตลาดตราสารหนี้ในปัจจุบันเป็นตราสารหนี้ภาครัฐส่วนใหญ่
ร้อยละ 81.25 และตราสารหนี้ภาคเอกชนร้อยละ 18.75 ส่วนผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการ
ระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ พบว่า ปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐในตลาดตราสารหนี้
ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ มูลค่าการลงทุน
ภาครัฐ และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐ และปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาคเอกชนในตลาด
ตราสารหนี้ ได้แก่ มูลค่าผลิตภัณฑ์ในประเทศ อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน มูลค่า
การลงทุนภาคเอกชน และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาคเอกชน

จากผลการวิจัยจึงเสนอแนะให้รัฐบาลควรมีมาตรการในการควบคุมดูแลอัตราเงินเฟ้อ
ให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมและไม่สูงจนเกินไป ทั้งนี้เพื่อให้นักลงทุนสามารถระดมทุนในตลาด
ตราสารหนี้ได้มากขึ้น นอกจากนี้หน่วยงานภาครัฐและเอกชนควรพัฒนาและออกตราสารหนี้ให้
มีความหลากหลายมากขึ้น เพื่อตอบสนองความต้องการของผู้ลงทุน

ญาณิน ถาวรศีลสุระกุล
ลายมือชื่อนิติ

วลัยภรณ์ อัดตะนันท์
ลายมือชื่อประธานกรรมการ

16 / พ.ค. / 2551

Yanin Thavonsinsurakul 2008: A Study of Bond Market and Factors Affecting Capital Mobilization in Bond Market. Master of Economics, Major Field: Economics, Department of Economics. Thesis Advisor: Assistant Professor Valaiporn Attanandana, M.A. 98 pages.

The objective of this research is to examine the development of the bond market as well as characteristics, categories and structure of the bond in bond market. It also aims to study the factors affecting capital mobilization of both public and private sectors in bond market. The quarterly data between the first quarter of Year 1997 and the third quarter of Year 2007 have been used for both descriptive and quantitative analyses. To estimate the coefficient of multiple linear regression equation, the ordinary least square method is employed.

As the research result, it has been found that the structure of bond market in present is mainly public bond for 81.25 percent and private bond for 18.75 percent. As the result of studying factors affecting capital mobilization in bond market, it has been found that the factors affecting capital mobilization of public sector in bond market are inflation rate, deposit interest rate for 12 months, minimum lending rate, public investment value and remaining public debt value. Furthermore, the factors affecting capital mobilization of private sector in bond market are gross domestic product, inflation rate, deposit interest rate for 12 months, private investment value and remaining private debt value.

According to the research result, it is suggested that the government should have measures to control and monitor the inflation rate at an appropriate level and not excessive high in order that investors can mobilize more capital in bond market. Moreover, the organization of public and private sectors should develop and offer more various bonds in order to satisfy investors' need.

YANIN THAVONSINSURAKUL

Student's signature

Valaiporn Attanandana 16 / May / 2008

Thesis Advisor's signature

กิตติกรรมประกาศ

การจัดทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ให้สำเร็จลุล่วงด้วยดี ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณคณาจารย์
หลายท่าน โดยเฉพาะอย่างยิ่งผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์อภัยสิทธิ์ อุตตะนันท์
ประธานกรรมการที่ปรึกษาเป็นอย่างสูง ที่กรุณาสละเวลาให้คำปรึกษา พร้อมทั้งชี้แนะข้อบกพร่องของ
วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มาโดยตลอด และขอกราบขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร.สันติยา เอกอัคร
กรรมการวิชาเอก และผู้ช่วยศาสตราจารย์ปนัดดา อินทร์พรหม กรรมการวิชารอง ที่กรุณาสละเวลา
ให้คำแนะนำ แนวคิด ตลอดจนข้อเสนอแนะต่างๆ ซึ่งเป็นประโยชน์สำหรับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้อย่างยิ่ง
พร้อมกันนี้ขอกราบขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์สุชิน ปลื้มจินดา ผู้แทนบัณฑิตวิทยาลัย ที่กรุณา
ให้คำแนะนำและแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ ทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงด้วยดี นอกจากนี้
ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณคณาจารย์ทุกท่าน ที่กรุณาให้ความรู้ในสาขาวิชาต่างๆ อันเป็นพื้นฐาน
สำคัญของวิทยานิพนธ์

ท้ายสุดนี้ ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ บิดา มารดา และพี่ชาย ตลอดจนเพื่อนๆ ในภาควิชา
เศรษฐศาสตร์ทุกท่าน ที่ได้เป็นกำลังใจและคอยให้ความช่วยเหลือตลอดมา ถ้าจะมีความคิดดีเกิดขึ้น
จากการทำวิทยานิพนธ์ครั้งนี้ ผู้เขียนขอมอบให้แก่ผู้มีพระคุณทุกท่าน ถ้ามีข้อผิดพลาดจากการทำ
วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้เขียนขอน้อมรับไว้แต่ผู้เดียว

ญาณิน ถาวรศีลสุระกุล
พฤษภาคม 2551

สารบัญ

หน้า

สารบัญตาราง	(3)
สารบัญภาพ	(4)
บทที่ 1 บทนำ	1
ความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย	3
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	4
ขอบเขตของการวิจัย	4
นิยามศัพท์	4
วิธีการวิจัย	5
บทที่ 2 การตรวจเอกสาร	6
ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6
แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	10
แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย	24
สมมติฐานการวิจัย	26
บทที่ 3 วิวัฒนาการและโครงสร้างของตลาดตราสารหนี้	29
วิวัฒนาการของตลาดตราสารหนี้	29
โครงสร้างของตลาดตราสารหนี้	35
บทที่ 4 ผลการวิจัยและข้อวิจารณ์	50
ผลการวิจัย	50
ข้อวิจารณ์	61
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	65
สรุปผลการวิจัย	65
ข้อเสนอแนะ	69

สารบัญ (ต่อ)

หน้า

เอกสารและสิ่งอ้างอิง	70
ภาคผนวก	72
ภาคผนวก ก ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	73
ภาคผนวก ข ตลาดแรกและตลาดรองของตราสารหนี้	80
ประวัติการศึกษา และการทำงาน	98

สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
1	อัตราภาษีของบุคคลธรรมดา ณ วันที่ 1 กุมภาพันธ์ 2549	36
2	อัตราภาษีของนิติบุคคล ณ วันที่ 1 กุมภาพันธ์ 2549	37
3	สัดส่วนปริมาณตราสารหนี้ภาครัฐออกใหม่ในปี พ.ศ. 2540 - 2550	42
4	สัดส่วนปริมาณตราสารหนี้ภาคเอกชนออกใหม่ในปี พ.ศ. 2540 - 2550	43
5	การเปรียบเทียบผลการศึกษาของปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้กับสมมติฐานการวิจัย	61
 ตารางผนวกที่		
1	ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐในตลาดตราสารหนี้	74
2	ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้	76
3	ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้	78
4	ลำดับความเป็นมาของการจัดตั้งสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย	90
5	ความแตกต่างระหว่างการซื้อขายในตลาดตราสารหนี้ (BEX) และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (ThaiBMA)	97

สารบัญภาพ

ภาพที่		หน้า
1	อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจใน ปี พ.ศ. 2538 - 2550	1
2	มูลค่าตราสารหนี้ออกใหม่ในปี พ.ศ. 2540 - 2550	2
3	ตลาดการเงินจำแนกตามเวลาครบกำหนดของตราสาร	11
4	การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างผู้มีเงินออมและผู้ต้องการเงินทุน	12
5	วงจรการเงินของธุรกิจ	13
6	ความเชื่อมโยงระหว่างเศรษฐกิจและราคาหลักทรัพย์	15
7	ความต้องการถือเงินเพื่อจับจ่ายใช้สอย	16
8	ความต้องการถือเงินไว้เพื่อเก็งกำไร	19
9	คุณภาพของตลาดตราสารหนี้และตลาดเงินกู้	20
10	ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงในอุปสงค์ตราสารหนี้	22
11	ผลกระทบของการเพิ่มขึ้นของอุปทานตราสารหนี้	23
12	มูลค่าตราสารหนี้ออกใหม่แยกตามประเภทผู้ระดมทุน ในปี พ.ศ. 2538 - 2550	40
13	สัดส่วนปริมาณตราสารหนี้ภาครัฐออกใหม่ในปี พ.ศ. 2540 - 2550	41

สารบัญภาพ (ต่อ)

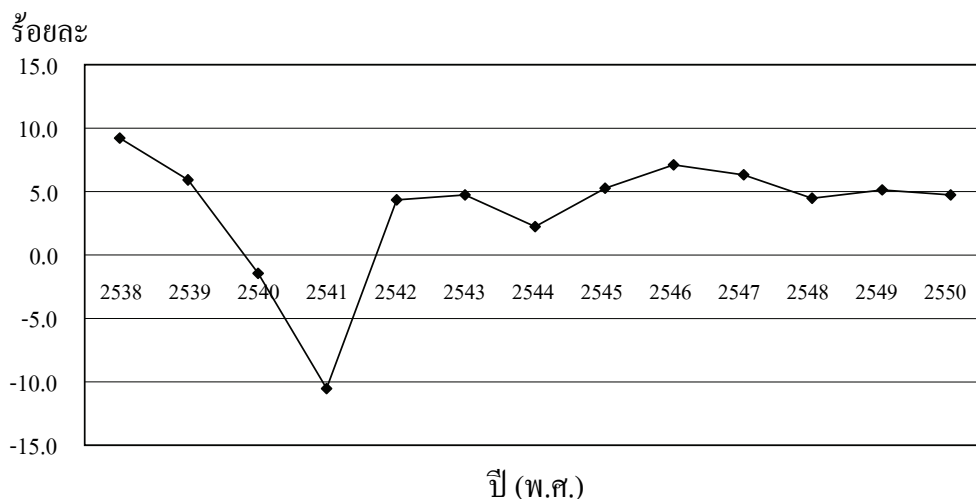
ภาพที่		หน้า
14	สัดส่วนปริมาณตราสารหนี้ภาคเอกชนออกใหม่ในปี พ.ศ. 2540 - 2550	43
15	ตราสารหนี้ออกใหม่ประเภทต่างๆในปี พ.ศ. 2550	44
16	มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศในปี พ.ศ. 2540 - 2550	45
17	อัตราเงินเฟ้อในปี พ.ศ. 2540 - 2550	46
18	อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือนในปี พ.ศ. 2540 - 2550	47
19	อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำในปี พ.ศ. 2540 - 2550	47
20	มูลค่าการลงทุนภาครัฐและเอกชนในปี พ.ศ. 2540 - 2550	48
21	มูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐและเอกชน ณ สิ้นปี พ.ศ. 2540 - 2550	49

บทที่ 1

บทนำ

ความสำคัญของปัญหา

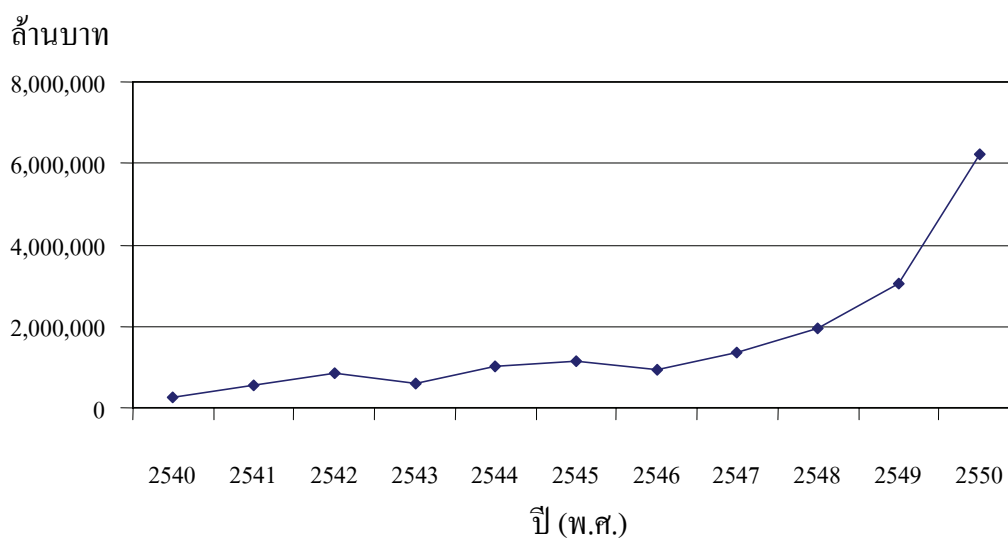
จากปัญหาความเติบโตทางเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงของประเทศไทยในช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจครั้งใหญ่ปี พ.ศ. 2540 โดยมีอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจติดลบเท่ากับร้อยละ 1.4 และร้อยละ 10.5 ในปี พ.ศ. 2541 รัฐบาลจึงต้องพยายามหาแนวทางเร่งรัดความเติบโตทางเศรษฐกิจโดยการขยายผลผลิตในภาคเศรษฐกิจต่างๆ เพื่อให้เศรษฐกิจของประเทศไทยมีการฟื้นตัวจากวิกฤตเศรษฐกิจที่เกิดขึ้น ซึ่งจากแนวทางเร่งรัดความเติบโตทางเศรษฐกิจดังกล่าวทำให้อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจตั้งแต่ปี พ.ศ. 2542 เป็นต้นมามีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นอย่างมีเสถียรภาพ คือ ในปี พ.ศ. 2542 - 2550 มีอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจเท่ากับร้อยละ 4.4 ร้อยละ 4.8 ร้อยละ 2.2 ร้อยละ 5.3 ร้อยละ 7.1 ร้อยละ 6.3 ร้อยละ 4.5 ร้อยละ 5.1 และร้อยละ 4.8 ตามลำดับ (ภาพที่ 1) โดยความเติบโตอย่างมีเสถียรภาพนี้จำเป็นต้องมีโครงสร้างพื้นฐานรองรับความเติบโตทางเศรษฐกิจที่คาดว่าจะเกิดขึ้น และการรองรับความเติบโตที่คาดว่าจะเกิดขึ้นนี้ไม่ใช่เป็นหน้าที่ของภาครัฐบาลเท่านั้น ภาคเอกชนก็ควรที่จะมีส่วนร่วมด้วยเช่นเดียวกัน เนื่องจากภาคเอกชนก็ถือเป็นส่วนหนึ่งที่จะก่อให้เกิดความเติบโตทางเศรษฐกิจได้โดยผ่านทางด้านการลงทุนนั่นเอง



ภาพที่ 1 อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจใน ปี พ.ศ. 2538 - 2550

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2551)

ภายหลังจากวิกฤตเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ประเทศไทยต้องเปลี่ยนมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวที่มีการจัดการ สถาบันการเงินและบริษัทเอกชนจำนวนมากประสบกับปัญหาความไม่มั่นคงทางการเงิน ภาครัฐบาลต้องออกพันธบัตรกู้เงินจากประชาชนและนักลงทุน เพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณและเพื่อช่วยฟื้นฟูระบบเศรษฐกิจ ในขณะที่บริษัทเอกชนเริ่มทยอยออกขายหุ้นกู้เพื่อเป็นช่องทางระดมทุนเพิ่มจากการขอสินเชื่อจากสถาบันการเงิน และจากภาวะอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศที่ลดลงตั้งแต่ปลายปี พ.ศ. 2541 เป็นต้นมา ทำให้นักลงทุนสถาบันและผู้มีเงินออมกับภาคธนาคารตระหนักถึงการกระจายเงินลงทุนไปสู่ตลาดตราสารหนี้เพิ่มมากขึ้น ซึ่งการเสนอขายตราสารหนี้ในตลาดแรกหรือตลาดหลักทรัพย์ออกใหม่จะเป็นการระดมเงินทุนไปสู่ภาคการผลิต โดยมีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยทำหน้าที่เป็นตลาดรองเพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้แก่ตราสารหนี้ดังกล่าว โดยจะเห็นได้ว่าการระดมทุนโดยการออกตราสารหนี้เป็นช่องทางที่ได้รับความนิยมเพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง นับตั้งแต่วิกฤตเศรษฐกิจครั้งใหญ่ในปี พ.ศ. 2540 เป็นต้นมามีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง คือ ในปี พ.ศ. 2540 มีมูลค่าตราสารหนี้ออกใหม่ 257,669 ล้านบาท และในปี พ.ศ. 2550 มีมูลค่าตราสารหนี้ออกใหม่เพิ่มขึ้นเป็น 6,222,787 ล้านบาท (ภาพที่ 2) ซึ่งเพิ่มสูงขึ้นถึง 24 เท่า ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา



ภาพที่ 2 มูลค่าตราสารหนี้ออกใหม่ในปี พ.ศ. 2540 - 2550

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2551)

การที่ผู้ออมมีการกระจายเงินออมไปสู่ตลาดตราสารหนี้เพิ่มมากขึ้นหลังจากเกิดวิกฤตเศรษฐกิจนับเป็นการส่งเสริมการระดมทุนระยะยาวในประเทศที่จะเป็นรากฐานในการเสริมสร้างความมั่นคงทางการเงินให้แก่การดำเนินธุรกิจของภาคเอกชน เนื่องจากสามารถกระจายแหล่งระดมเงินทุนให้มีความหลากหลายมากขึ้น โดยผ่านตลาดตราสารหนี้ในรูปการขายหุ้นกู้ให้แก่ผู้ออมทั้งภายในประเทศและต่างประเทศ อีกทั้งการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ทำให้ภาคเอกชนสามารถระดมเงินทุนได้เป็นจำนวนมาก และยังสามารถลดความเสี่ยงของการไม่สามารถชำระหนี้คืนในกรณีที่เกิดปัญหาการขาดสภาพคล่องในระยะสั้นได้อีกด้วย ทำให้บริษัทสามารถวางกลยุทธ์ด้านการจัดการบริหารต้นทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพจากเดิมที่พึ่งพาเงินทุนจากสถาบันการเงินในรูปเงินกู้โดยตรงเท่านั้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546) ซึ่งหากภาคเอกชนสามารถระดมเงินทุนได้ตามที่ต้องการและนำไปประกอบกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ก่อให้เกิดผลผลิตที่แท้จริงแล้วก็จะส่งผลให้เศรษฐกิจของประเทศมีการเติบโตเพิ่มมากขึ้น นอกเหนือไปจากที่รัฐบาลได้พยายามฟื้นฟูและพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศอยู่

จากสภาพเศรษฐกิจในปัจจุบันที่ส่งเสริมให้มีการระดมเงินทุนในตลาดตราสารหนี้เพิ่มมากขึ้นและความสำคัญของการระดมเงินทุนทั้งจากภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ซึ่งเป็นหนทางหนึ่ง ที่ภาครัฐและเอกชนจะสามารถช่วยกันฟื้นฟูและพัฒนาประเทศดังที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้น ดังนั้น เพื่อให้เกิดความเข้าใจเกี่ยวกับตลาดตราสารหนี้ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2540 มากยิ่งขึ้น ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะทำการศึกษาถึงวิวัฒนาการของตลาดตราสารหนี้ ลักษณะ ประเภท และโครงสร้างของตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ รวมทั้งปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาวิวัฒนาการของตลาดตราสารหนี้ ลักษณะ ประเภท และโครงสร้างของตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้

2. เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ผลการวิจัยเกี่ยวกับการศึกษาตลาดตราสารหนี้และปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ในครั้งนี้จะเป็นแนวทางให้ภาครัฐและเอกชนสามารถระดมเงินทุนในตลาดตราสารหนี้ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะกับภาคเอกชนที่ยังมีการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้เป็นมูลค่าที่ไม่มากนักเมื่อเปรียบเทียบกับ การระดมทุนในตลาดตราสารทุน โดยให้ตราสารหนี้เป็นอีกทางเลือกหนึ่งในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมกับแต่ละธุรกิจและสภาพเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงไป และเพื่อให้ภาครัฐและเอกชนสามารถพิจารณาสถานการณ์หรือปัจจัยต่างๆ ว่ามีสภาพเหมาะสมแก่การระดมเงินทุนหรือไม่

ขอบเขตของการวิจัย

ในการวิจัยเรื่องการศึกษาตลาดตราสารหนี้และปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ นั้นจะใช้ข้อมูลรายไตรมาสในการศึกษาตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2540 ถึง ไตรมาสที่ 3 พ.ศ. 2550 รวม 43 ไตรมาส โดยในที่นี้ตราสารหนี้ที่ออกเสนอขายเพื่อการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ครอบคลุมตราสารหนี้ที่ออกเสนอขายภายในประเทศโดยภาครัฐและเอกชนในตลาดแรกเท่านั้น

นิยามศัพท์

อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน

อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน หมายถึง อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือนเฉลี่ยในระยะเวลาแต่ละไตรมาสของ 4 ธนาคารใหญ่ ได้แก่ ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน) และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)

อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ขั้นต่ำ

อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ขั้นต่ำ หมายถึง อัตราดอกเบี้ยเงินกู้แบบมีระยะเวลาที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ขึ้นดีเฉลี่ยในระยะเวลาแต่ละไตรมาสของ 4 ธนาคารใหญ่ ได้แก่

ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน) และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)

วิธีการวิจัย

การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลรายไตรมาสที่นำมาใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2540 ถึง ไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2550 รวม 43 ไตรมาส ซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูลได้จากเอกสารที่เกี่ยวข้องจากสถาบันต่างๆ เช่น สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทย สถาบันพัฒนาบุคลากรธุรกิจหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นต้น

วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

วิธีการวิเคราะห์ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยในหัวข้อการศึกษาตลาดตราสารหนี้และปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

1. การวิเคราะห์เชิงพรรณนา การศึกษาวิวัฒนาการของตลาดตราสารหนี้ ลักษณะ ประเภท และโครงสร้างของตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้จะใช้วิธีวิเคราะห์เชิงพรรณนา โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิที่เก็บรวบรวมได้ พร้อมทั้งเสนอภาพและตารางต่างๆ ประกอบการอธิบาย

2. การวิเคราะห์เชิงปริมาณ การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้จะใช้วิธีการวิเคราะห์เชิงปริมาณ โดยใช้วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สัมพรรคถอยเชิงซ้อน ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ซึ่งในการวิเคราะห์จะแบ่งออกเป็น 3 แบบจำลอง ตามประเภทของผู้ระดมทุน ดังนี้

2.1 ปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐในตลาดตราสารหนี้

2.2 ปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้

2.3 ปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้

บทที่ 2

การตรวจเอกสาร

ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การวิจัยเรื่องการศึกษาตลาดตราสารหนี้และปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ ผู้วิจัยได้ตรวจเอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้องดังนี้

เกษม เลี้ยงพรม (2540) ได้ทำการศึกษาเรื่องการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับการจำเริญเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ศึกษาถึงความยืดหยุ่นระหว่างการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ และศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลในการศึกษาเป็นรายปีเริ่มตั้งแต่ปี พ.ศ. 2518 ถึง พ.ศ. 2538 รวม 21 ปี มาวิเคราะห์ในเชิงพรรณนาและเชิงปริมาณ โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด ซึ่งจากผลการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศกับจำนวนเงินที่ให้สินเชื่อของธนาคารและสถาบันการเงินภายในประเทศ การระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน ส่วนผลการศึกษาเกี่ยวกับความยืดหยุ่นของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ พบว่าความยืดหยุ่นของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศต่อการระดมทุนหลักทรัพย์กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มีค่าความยืดหยุ่นมากที่สุด นอกจากนี้ผลการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ดัชนีราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบในทางบวกกับการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในขณะที่ระดับราคาสินค้าภายในประเทศ ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศและต่างประเทศ เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบในทางลบกับการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ชมใจ เรืองรัตน์สุนทร (2541) ได้ทำการศึกษาเรื่องการระดมทุนด้วยการออกหุ้นกู้และการวิเคราะห์ความเสี่ยงของบริษัท: กรณีศึกษากลุ่มธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาและวิเคราะห์เปรียบเทียบวิธีการระดมทุนด้วยการออกหุ้นกู้ในประเทศและต่างประเทศ

ตลอดจนปัจจัยที่มีผลต่อการพิจารณาการออกหุ้นกู้ของบริษัทในกลุ่มธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ และวิเคราะห์ความเสี่ยงของการไม่สามารถชำระคืนภาระหนี้ของบริษัท ในการศึกษาใช้ข้อมูล รายไตรมาสเริ่มตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2538 ถึง ไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2540 รวม 10 ไตรมาส โดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน 15 อัตราส่วนมาดำเนินการทางสถิติที่เรียกว่า Multiple Discriminate Analysis: MDA และใช้วิธีวิเคราะห์แบบขั้นตอนเพื่อให้ได้เฉพาะอัตราส่วนที่สามารถแบ่งแยกกลุ่มบริษัทออกเป็นกลุ่มบริษัทที่มีความมั่นคงและกลุ่มบริษัทที่ไม่มีความมั่นคง ซึ่งจากผลการศึกษา พบว่าบริษัทในกลุ่มธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ได้มีการระดมทุนด้วยการออกหุ้นกู้เสนอขาย ทั้งในประเทศและต่างประเทศ โดยจะมีลักษณะการขายให้กับบุคคลในวงจำกัดมากกว่าขายให้แก่ ประชาชนทั่วไป และหุ้นกู้ส่วนใหญ่ที่เสนอขายนั้นจะเป็นหุ้นกู้ด้อยสิทธิ ทั้งนี้เพราะหุ้นกู้ด้อยสิทธิ สามารถนับเข้าเป็นเงินกองทุนชั้นที่ 2 ซึ่งจะมีผลต่อการขยายฐานการให้สินเชื่อต่อไป และจาก แบบจำลองที่ใช้พบว่าอัตราส่วนทางการเงินที่สามารถแบ่งแยกกลุ่มและถูกคัดเลือกเข้าไปใน แบบจำลอง ได้แก่ กำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยเงินฝากต่อเงินฝาก รายได้สุทธิต่อ สินทรัพย์รวม รายได้ดอกเบี้ยต่อเงินให้สินเชื่อ และเงินให้สินเชื่อต่อสินทรัพย์รวม

เฉลิมพงศ์ ลิ้มผาณินันทร (2542) ได้ทำการศึกษาเรื่องการออกตราสารหนี้ระยะสั้นของ ธนาคารพาณิชย์เพื่อระดมเงินออม: กรณีศึกษาการออกบัตรเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ไทย โดยมี วัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์เปรียบเทียบลักษณะรูปแบบและวิวัฒนาการของบัตรเงินฝากทั้งภายในและ ต่างประเทศ ตลอดจนพฤติกรรมการตัดสินใจของผู้ฝากเงินในการซื้อบัตรเงินฝากของธนาคาร พาณิชย์ไทย และศึกษาถึงปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ส่งผลกระทบต่อปริมาณการซื้อบัตรเงินฝากของ ประชาชน โดยใช้ข้อมูลเป็นรายไตรมาส เริ่มตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2536 ถึง ปี ไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2541 รวม 22 ไตรมาส มาวิเคราะห์ในเชิงพรรณนาและเชิงปริมาณ ซึ่งปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ใช้ ในการศึกษา 5 ปัจจัย ได้แก่ รายได้ประชาชาติ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราเงินเฟ้อ และการเปลี่ยนแปลงด้านภาษีกฎหมายอากร มาทำการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สมการถดถอยเชิงซ้อน ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ซึ่งจากผล การศึกษาพบว่าปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อการซื้อบัตรเงินฝากของลูกค้าย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มี 3 ปัจจัย คือ รายได้ประชาชาติ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ และการเปลี่ยนแปลงด้านภาษี กฎหมายอากร

ประสาร ไตรรัตน์วรกุล (2546) ได้ทำการศึกษาเรื่องความจำเป็นและแนวทางในการพัฒนา ตลาดทุนไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาพัฒนาการของตลาดทุนในระบบการเงินไทย ตลอดจน ศึกษาปัญหาและอุปสรรคของการพัฒนาตลาดทุนภายใต้สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจและการเงินที่

เป็นอยู่ในปัจจุบัน และวิเคราะห์องค์ประกอบของตลาดทุนที่ดี เพื่อชี้แนะแนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทยให้มีบทบาทสำคัญในการเสริมสร้างความมั่นคงของระบบการเงินอย่างมีประสิทธิภาพ และสนับสนุนการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจอย่างมีประสิทธิภาพในระยะยาว โดยการศึกษาครอบคลุมการวิเคราะห์พัฒนาการ ปัญหา และอุปสรรคในช่วง 20 ปีที่ผ่านมาของระบบการเงินและตลาดทุนไทย โดยทำการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานด้านโครงสร้าง องค์ประกอบ และความเชื่อมโยง ตลอดจนหาสาเหตุของปัญหาที่เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาตลาดทุนไทย รวมทั้งวิเคราะห์สภาพแวดล้อมและระดับความพร้อมของตลาดทุนไทย โดยอาศัยกรอบแนวคิดการวิเคราะห์ระบบการเงินตามหน้าที่ที่สำคัญ 5 ด้าน ได้แก่ การชำระและส่งมอบทรัพย์สิน การระดมและจัดสรรเงินทุน การบริหารความเสี่ยง การให้ข้อมูลทางการเงินเพื่อการตัดสินใจ และการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งจากผลการศึกษาพบว่าประเทศไทยพึ่งพาเงินทุนหลักผ่านระบบสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งมีจุดอ่อนทางด้านความเสี่ยงที่เกิดจากความไม่สอดคล้องกันระหว่างการได้มาและใช้ไปของเงินทุน และทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน และการจัดสรรทรัพยากรอย่างไม่มีประสิทธิภาพจากการปล่อยกู้มากเกินไปในบางภาคธุรกิจ เช่น ภาคอสังหาริมทรัพย์ รวมทั้งการขาดข้อมูลข่าวสารเพื่อการตัดสินใจ และการขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดีทั้งภาครัฐและเอกชน ต่างเป็นปัจจัยสำคัญในการนำมาซึ่งวิกฤตเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ดังนั้นระบบการเงินที่มีประสิทธิภาพจึงมีความจำเป็นที่จะต้องสร้างสมดุลให้เกิดขึ้นในระบบโดยลดการพึ่งพาระบบธนาคารพาณิชย์และให้ความสำคัญกับการพัฒนาตลาดทุนมากยิ่งขึ้น

จิรวัดน์ ลิขิตวรกุล (2548) ได้ทำการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์การจัดอันดับความน่าเชื่อถือของ TRIS และอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ภาคเอกชน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของ TRIS ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ภาคเอกชน และศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของ TRIS และอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ภาคเอกชน โดยใช้ข้อมูล ณ วันที่ 1 เมษายน พ.ศ. 2547 มาวิเคราะห์ในเชิงพรรณนาและเชิงปริมาณ โดยใช้ข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างตราสารหนี้ภาคเอกชนรวมทั้งสิ้น 48 ตราสาร และปัจจัยทางเศรษฐกิจจำนวน 6 ปัจจัย ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล อายุคงเหลือของตราสารหนี้ และอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ มาทำการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สมการถดถอยเชิงซ้อน ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ซึ่งจากผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ภาคเอกชนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติมี 3 ปัจจัย คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ อันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ และอายุคงเหลือของตราสารหนี้

ชัยฤกษ์ แก้วจันทร์ทอง (2550) ได้ทำการศึกษาเรื่องการศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อปริมาณซื้อขายตราสารหนี้ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาสภาพทั่วไปของการซื้อขายตราสารหนี้ของประเทศไทย ศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ และคาดการณ์ปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ในอนาคตตามสถานการณ์ทางเศรษฐกิจได้ โดยใช้ข้อมูลเป็นรายเดือนเริ่มตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2544 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2548 รวม 60 เดือน มาวิเคราะห์ในเชิงพรรณนาและเชิงปริมาณ ซึ่งปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ใช้ในการศึกษามี 7 ปัจจัย ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 14 วัน อัตราเงินเฟ้อ ปริมาณเงิน การชำระหนี้ระหว่างประเทศ อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ และดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มาทำการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สมการถดถอยเชิงซ้อน ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ซึ่งจากผลการศึกษาพบว่าปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติมี 3 ปัจจัย คือ อัตราเงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ และดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

พงษ์ศักดิ์ สังข์จันทร์ (2550) ได้ทำการศึกษาเรื่องการลงทุนตราสารหนี้ระยะยาวที่มีผลต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศไทย และศึกษาความสัมพันธ์ของการลงทุนของตราสารหนี้ระยะยาวต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ โดยใช้ข้อมูลเป็นรายปี เริ่มตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535 ถึง พ.ศ. 2547 รวม 13 ปี มาวิเคราะห์ในเชิงพรรณนาและเชิงปริมาณ ซึ่งปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ใช้ในการศึกษามี 4 ปัจจัย ได้แก่ การลงทุนตราสารหนี้ระยะยาว ปริมาณการลงทุนในประเทศ ปริมาณเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ มาทำการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สมการถดถอยเชิงซ้อน ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ซึ่งจากผลการศึกษาพบว่าปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติมี 3 ปัจจัย คือ ปริมาณตราสารหนี้ระยะยาว ปริมาณการลงทุนในประเทศ และปริมาณการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ

จากการตรวจสอบเอกสารข้างต้น พบว่าโดยสรุปจะเป็นการศึกษาถึงการระดมทุนในตลาดทุนไทย และวิธีการต่างๆ ของภาครัฐและเอกชนในการระดมทุนจากตลาดทุน รวมทั้งปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุนในตลาดทุน ตลอดจนวิเคราะห์ปัญหาและอุปสรรคในการพัฒนาตลาดทุนของระบบการเงินไทย โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิในการศึกษา ซึ่งตัวแปรที่ใช้ในการประมวลผลและวิธีการวิเคราะห์ข้อมูลมีความคล้ายคลึงและแตกต่างกันไป สำหรับในการวิจัยครั้งนี้ได้นำความรู้และแนวทางการศึกษาที่กล่าวมาข้างต้นมาประยุกต์ใช้ร่วมกันในการวิจัย โดยแนวทางส่วนใหญ่จะใช้การศึกษาที่ผ่านมาในเรื่องของแบบจำลองการวิจัยของจิรวุฒน์ ลิขิตวรกุล (2548) ชัยฤกษ์ แก้วจันทร์ทอง (2550) และพงษ์ศักดิ์

สังขจันทรานนท์ (2550) เป็นแนวทางในการศึกษาหลัก แต่มีการปรับตัวแปรบางตัวเพื่อให้เกิดความเหมาะสมมากยิ่งขึ้น และนำความรู้เกี่ยวกับเรื่องการออกตราสารหนี้ภาคเอกชนของเฉลิมพงศ์ ลิ้มพาณิชย์รันดร (2542) และชมใจ เรืองรัตน์สุนทร (2541) มาใช้ในการศึกษา รวมทั้งได้นำความรู้เกี่ยวกับการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับการเติบโตทางเศรษฐกิจของ เกษม เลี้ยงพรม (2540) มาใช้ในการศึกษา ตลอดจนได้นำความรู้เกี่ยวกับพัฒนาการของตลาดทุนไทย ข้อจำกัดหรืออุปสรรคในการพัฒนาตลาดทุนไทยของประสาร ไตรรัตน์วรกุล (2546) มาร่วมในการวิจัยครั้งนี้ด้วย

ซึ่งผลงานวิจัยข้างต้นเป็นการศึกษาทางด้านตราสารหนี้ภาครัฐ ตราสารหนี้ภาคเอกชน และภาพรวมของตลาดตราสารหนี้เป็นหลัก โดยไม่ได้มีการศึกษาเปรียบเทียบระหว่างปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ซึ่งการวิจัยในหัวข้อการศึกษาตลาดตราสารหนี้และปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ครั้งนี้จะทำการศึกษาแยกตามประเภทของผู้ระดมทุนในช่วงหลังจากการเกิดปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 เพื่อศึกษาว่าปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้มีความแตกต่างกันหรือไม่อย่างไร และเพื่อทราบสถานการณ์ที่เหมาะสมแก่การระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ของภาครัฐและเอกชน หรือการตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุนในตราสารหนี้แต่ละประเภท

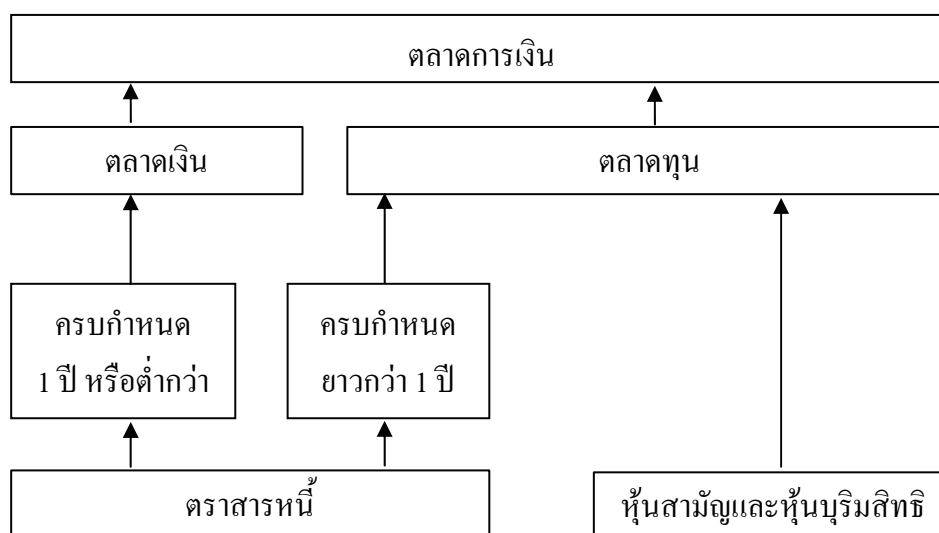
แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดและทฤษฎีที่นำมาเป็นพื้นฐานในการวิจัยครั้งนี้ คือ แนวคิดการลงทุน แนวคิดอิทธิพลของปัจจัยทางเศรษฐกิจต่อกิจการและหลักทรัพย์ทางการเงิน ทฤษฎีความต้องการถือเงินของเคนส์ และทฤษฎีอุปสงค์และอุปทานของความต้องการเงินกู้ ซึ่งมีรายละเอียดทางแนวคิดและทฤษฎี ดังนี้

แนวคิดการลงทุน

การลงทุน หมายถึง การกักเงินไว้จำนวนหนึ่งในช่วงระยะเวลาหนึ่ง เพื่อก่อให้เกิดกระแสเงินสดรับในอนาคตซึ่งจะชดเชยให้แก่ผู้กักเงิน โดยกระแสเงินสดรับนี้ควรคุ้มกับอัตราเงินเฟ้อและความไม่แน่นอนที่จะเกิดแก่กระแสเงินสดรับในอนาคต (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2542) ซึ่งการกักเงินตามที่กล่าวข้างต้น หมายถึง การที่เจ้าของหรือผู้มีเงินได้ชะลอการใช้เงินจำนวนนั้นในงวดปัจจุบัน โดยหวังว่าในช่วงเวลาหนึ่งเงินจำนวนนี้จะงอกเงยขึ้น ซึ่งหมายถึงการออมนั่นเอง การนำเงิน

จำนวนนี้ไปซื้อทรัพย์สินทางการเงิน เช่น การฝากประจำกับธนาคารพาณิชย์ การซื้อพันธบัตรรัฐบาล การซื้อหุ้นสามัญ ก็เป็นการลงทุนประเภทหนึ่ง เรียกว่า การลงทุนในทรัพย์สินทางการเงินหรือการลงทุนในตราสารทางการเงิน ซึ่งการลงทุนในตราสารทางการเงิน สามารถพิจารณาได้จากอายุของตราสารหรืออายุของสัญญาในตลาดการเงิน ดังแสดงในภาพที่ 3



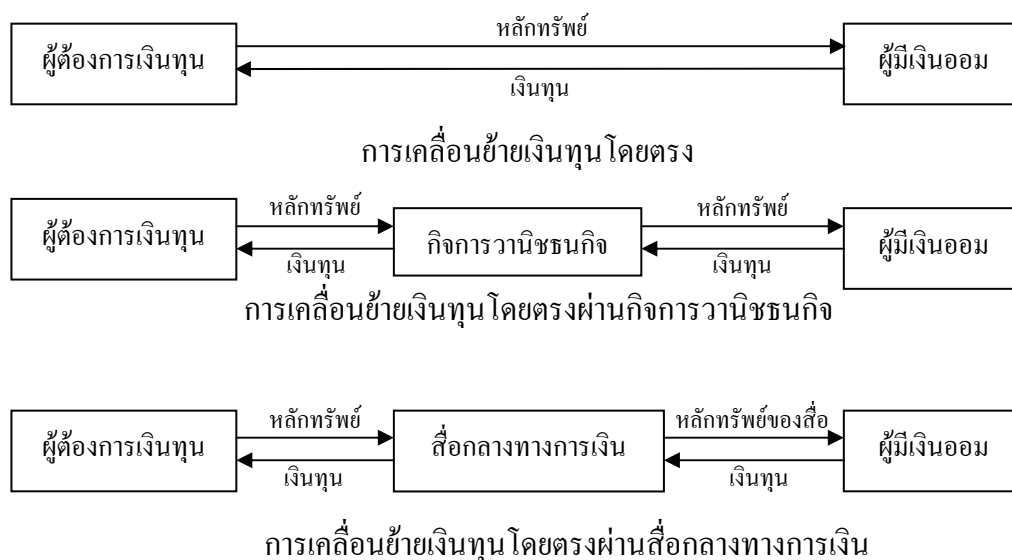
ภาพที่ 3 ตลาดการเงินจำแนกตามเวลาครบกำหนดของตราสาร

ที่มา: จิรนต์ สังข์แก้ว (2542)

ในระบบการเงินจะมีการเคลื่อนย้ายเงินออกจากผู้มีเงินออมมายังผู้ต้องการใช้เงินทุนอยู่ตลอดเวลา ผู้มีเงินออมเหล่านี้อาจเป็นได้ทั้งบุคคลทั่วไป หน่วยธุรกิจ หรือหน่วยงานรัฐบาลที่มีรายรับสูงกว่ารายจ่าย ในทางกลับกันในช่วงเวลาทั้งบุคคลทั่วไป หน่วยธุรกิจ และหน่วยงานรัฐบาลก็อาจเป็นผู้ต้องการใช้เงินทุนเช่นกัน โดยในตลาดการเงินจะมีคนกลางช่วยอำนวยความสะดวกในการเคลื่อนย้ายเงินทุนให้ โดยแบ่งได้เป็น 2 ประเภท คือ สถาบันการเงินซึ่งเป็นสื่อกลางทางการเงิน และกิจการวานิชธนกิจ ดังแสดงในภาพที่ 4

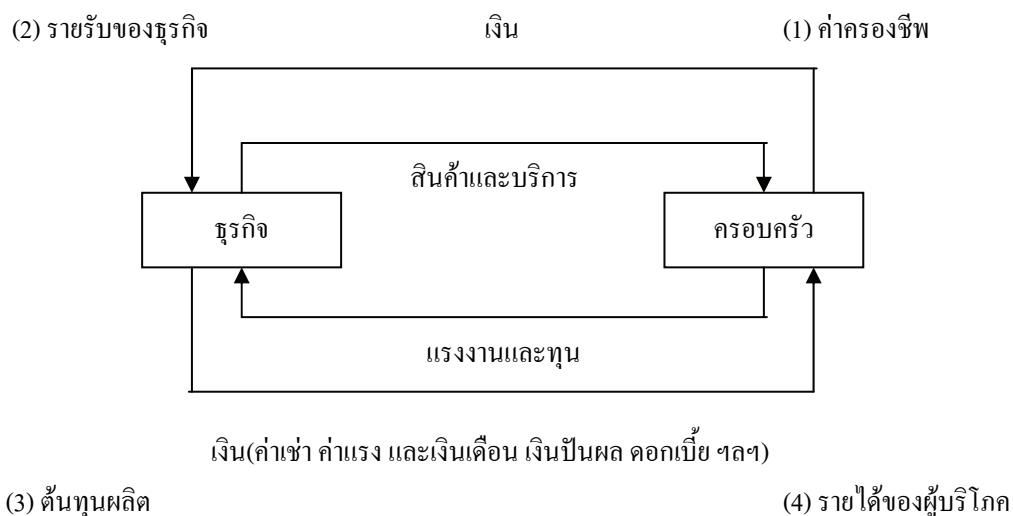
สถาบันการเงินต่างๆ ในตลาดการเงินที่ทำหน้าที่เป็นสื่อกลางทางการเงิน ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทประกันภัย เป็นต้น เมื่อสถาบันการเงินต่างๆ ได้รับเงินออมจากผู้มีเงินออม สถาบันการเงินเหล่านั้นจะออกหลักทรัพย์ซึ่งเป็นใบแสดงสิทธิในการเรียกร้องทรัพย์สิน

ในนามของสถาบันการเงินนั้นเป็นการแลกเปลี่ยน หลังจากนั้นสถาบันการเงินจะจัดสรรเงินทุนเหล่านี้ไปยังผู้ต้องการใช้เงินทุน ส่วนกิจการวานิชณกิจหรือธนาคารเพื่อการลงทุนทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และอาจช่วยรับประกันการจำหน่ายให้ด้วย ซึ่งทำให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนโดยตรงจากผู้มีเงินออมไปยังผู้ต้องการใช้เงินทุนมีประสิทธิภาพขึ้น



ภาพที่ 4 การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างผู้มีเงินออมและผู้ต้องการเงินทุน
ที่มา: จิรนต์ สังข์แก้ว (2542)

โดยตามหลักเศรษฐศาสตร์ในสังคมนิยมทุนเสรีประกอบด้วย บุคคล และครอบครัว ซึ่งเป็นผู้บริโภคฝ่ายหนึ่งและธุรกิจซึ่งเป็นผู้ผลิตอีกฝ่ายหนึ่ง บุคคลทั้งสองฝ่ายต่างมีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด (เพริ จุมทรัพย์, 2544) ดังแสดงในภาพที่ 5 จากภาพส่วนบนแสดงให้เห็นถึงสินค้าและบริการสำหรับผู้บริโภค ผู้บริโภคเป็นผู้ซื้อสินค้าและบริการ ส่วนผู้ผลิตเป็นผู้ขาย ดังนั้นสินค้าและบริการจะเคลื่อนจากผู้ผลิตไปสู่ผู้บริโภค ขณะเดียวกันผู้บริโภควินจะจ่ายเงินให้กับผู้ผลิตเป็นค่าสินค้าและบริการ ตอนล่างของภาพเป็นตลาดสำหรับทรัพยากรที่ใช้ในการผลิตสินค้าและบริการ ได้แก่ แรงงานและเงินทุน ซึ่งสิ่งเหล่านี้ได้จากผู้บริโภค ดังนั้นผู้บริโภควินจะบริการทางด้านแรงงานและเงินทุนให้ผู้ผลิต และผู้ผลิตจะจ่ายค่าแรง เงินเดือน ค่าเช่า เงินปันผล ดอกเบี้ย และอื่นๆ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับสัญญาที่ได้ตกลงกันระหว่างผู้ผลิตกับผู้บริโภค ซึ่งจะเห็นได้ว่าตัวเงินได้หมุนเวียนจากผู้บริโภคไปยังผู้ผลิต และจากผู้ผลิตกลับมาสู่ผู้บริโภคอีกครั้งหนึ่งเป็นรูปวงจร วงจรนี้แบ่งเป็น 4 ส่วน คือ ค่าครองชีพของผู้บริโภค รายรับของธุรกิจ ต้นทุนการผลิต และรายได้ของผู้บริโภค



ภาพที่ 5 วงจรการเงินของธุรกิจ

ที่มา: เพชร ชุมทรัพย์ (2544)

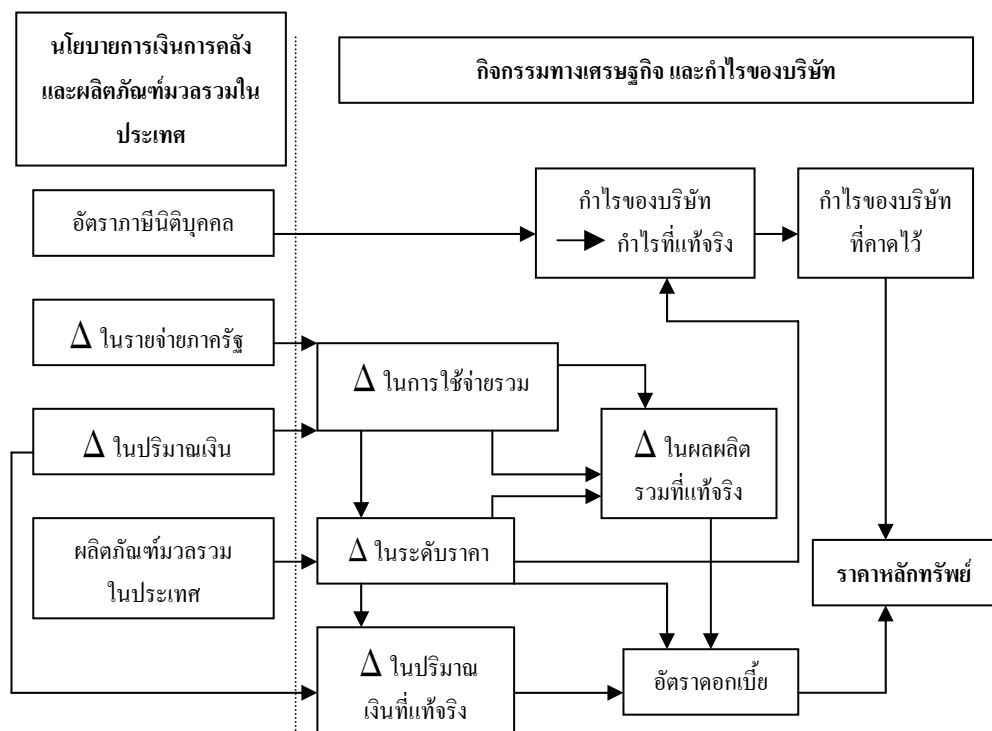
จากวงจรดังกล่าวพอสรุปได้ว่า เมื่อมีการลงทุนเพิ่มธุรกิจจะขยายตัว การผลิตก็จะเพิ่มขึ้น ทรัพยากรต่างๆ เช่น วัตถุดิบ แรงงาน เครื่องมือเครื่องใช้ ถูกนำมาใช้มากขึ้น ปัญหาคนว่างงานลดลง ประชาชนต่างมีรายได้เพิ่มขึ้น ความเป็นอยู่ของประชาชนดีขึ้น ส่วนในแง่รัฐบาลก็สามารถจัดเก็บภาษีในลักษณะต่างๆ ซึ่งเป็นรายได้ของรัฐ เป็นต้นว่า ภาษีการค้า ภาษีเงินได้ทั้งนิติบุคคลและบุคคลธรรมดาจะเก็บได้มากขึ้น นอกจากนี้ดุลการค้าที่เคยเสียเปรียบก็จะลดลง เป็นผลให้เศรษฐกิจของประเทศเจริญขึ้น ขณะเดียวกันฐานะการคลังของประเทศก็จะดีขึ้น ประเทศชาติก็จะมั่นคง ในแง่ของการลงทุนในหลักทรัพย์ ถึงแม้ว่าผู้ลงทุนจะไม่ได้เข้าไปประกอบธุรกิจด้วยตัวเอง แต่ผู้ลงทุนได้ช่วยสะสมทุนให้แก่ธุรกิจที่ต้องการเงินทุน โดยมีหลักทรัพย์เป็นสื่อกลางเชื่อมโยงระหว่างผู้ลงทุนกับธุรกิจที่ต้องการเงินทุน ทำให้ธุรกิจที่ต้องการเงินทุนจำนวนมากสามารถระดมเงินทุนจากประชาชนโดยทั่วไปได้

แนวคิดอิทธิพลของปัจจัยทางเศรษฐกิจต่อการกิจการและหลักทรัพย์ทางการเงิน

จากการศึกษาวิจัยผลดำเนินงานของกิจการของ Brown และ Ball (อ้างใน จิรตัน สังข์แก้ว, 2542) แสดงให้เห็นว่าประมาณร้อยละ 30 - 40 ของความผันแปรของกำไรรายปีของกิจการสามารถ

อธิบายได้ด้วยอิทธิพลของภาวะเศรษฐกิจ การเปลี่ยนแปลงภาวะอุตสาหกรรมส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของกำไรของกิจการประมาณร้อยละ 10 - 15 ความผันแปรที่เหลือราวครึ่งหนึ่งเป็นผลจากความผันแปรของปัจจัยภายในกิจการเอง แม้ว่าความสามารถในการหากำไรของกิจการจะเป็นปัจจัยสำคัญที่เป็นตัวกำหนดราคาหลักทรัพย์ แต่ปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อความสามารถในการหากำไรได้แก่ ภาวะเศรษฐกิจ

จากภาพที่ 6 จะเห็นได้ว่าปัจจัยกำหนดราคาหลักทรัพย์มีทั้งปัจจัยภาคการผลิตและภาคการเงิน กล่าวคือ ถ้าภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ การลงทุน การจ้างงาน การใช้จ่ายทั้งภาครัฐและภาคเอกชนต่างลดลง ย่อมทำให้ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศลดลง ส่งผลให้ยอดขายและกำไรของกิจการลดลง ในยามที่เศรษฐกิจตกต่ำกิจการต่างดำเนินงานในระดับที่ต่ำกว่ากำลังความสามารถของเครื่องจักร กิจการต่างๆ จะลดจำนวนคนงานลง ลดการสั่งซื้อวัตถุดิบ และชะลอหรือระงับค่าใช้จ่ายในการขยายหรือปรับปรุงกิจการ แต่ทางด้านเครื่องจักรหรือโรงงานซึ่งเป็นสินทรัพย์ถาวรนั้น กิจการจะไม่ลดขนาดลงโดยการขายไปในทันทีหากแต่ผลิตไม่เต็มกำลังการผลิตดังได้กล่าวแล้ว เมื่อผลผลิตลดลงในขณะที่ค่าใช้จ่ายคงที่ทำให้กำไรของกิจการลดลง ผู้ลงทุนจึงคาดว่าจะได้รับกระแสเงินสดรับจากการลงทุนน้อยลง และเห็นว่าการลงทุนมีความเสี่ยงสูงขึ้น การตกต่ำของภาวะเศรษฐกิจจึงส่งผลให้การดำเนินการของกิจการและราคาหลักทรัพย์ตกต่ำลง ในทางตรงกันข้ามในช่วงภาวะเศรษฐกิจเจริญรุ่งเรือง ธุรกิจต่างๆ จะลงทุนเพิ่มขึ้น ผลิตเต็มหรือเกือบเต็มกำลังเครื่องจักร การจ้างงานมีมากขึ้น ส่งผลให้ยอดขายและกำไรของกิจการสูงขึ้น ผู้ลงทุนคาดการณ์กระแสเงินสดรับจากการลงทุนว่าจะมีมากขึ้นจึงทำให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น ซึ่งการวิเคราะห์การลงทุนจะต้องเริ่มต้นจากการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจในขณะนั้น และภาวะเศรษฐกิจที่คาดการณ์ในอนาคต เพื่อดูว่าการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นหรือคาดว่าจะเกิดขึ้นจะมีผลต่อการลงทุนอย่างไรบ้าง โดยการพยากรณ์ภาวะเศรษฐกิจจะดูได้จากเครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจที่สำคัญ คือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ การผลิตของอุตสาหกรรม ดัชนีราคาผู้บริโภค และอัตราดอกเบี้ย เป็นต้น



ภาพที่ 6 ความเชื่อมโยงระหว่างเศรษฐกิจและราคาหลักทรัพย์
ที่มา: จิรนต์ สังข์แก้ว (2542)

ทฤษฎีความต้องการถือเงินของเคนส์

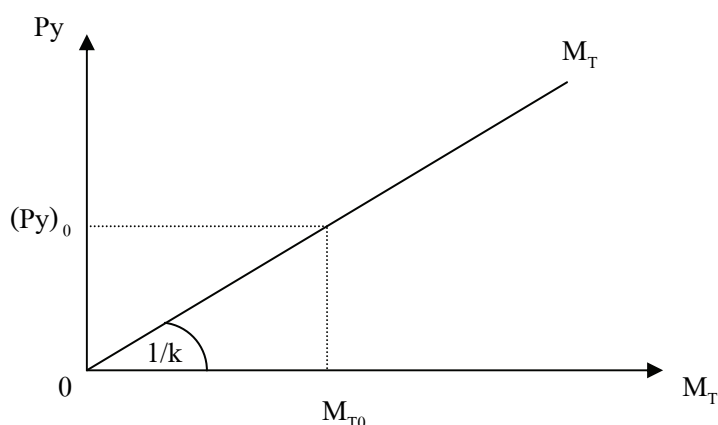
ทฤษฎีความต้องการถือเงินของเคนส์ได้แบ่งจุดหมายในการถือเงินออกเป็น 3 จุดมุ่งหมาย (ชมเพติน จันทรเรืองเพ็ญ, 2541) คือ

1. ความต้องการถือเงินเพื่อจับจ่ายใช้สอย ความต้องการถือเงินเพื่อจุดมุ่งหมายนี้เกิดขึ้นเนื่องจากในชีวิตประจำวันทั้งครัวเรือนและธุรกิจนั้น รายรับและรายจ่ายมิได้มีความสอดคล้องกันอย่างสมบูรณ์ ทำให้มีความจำเป็นต้องถือเงินจำนวนหนึ่งไว้เพื่อใช้จ่ายในกิจวัตรประจำวัน เมื่อปัจจัยทางด้านสถาบันและปัจจัยทางด้านเทคนิคถูกกำหนดมาให้ ความต้องการถือเงินเพื่อจับจ่ายใช้สอยจะผันแปรไปในทิศทางเดียวกันกับระดับรายได้ประชาชาติ กล่าวคือ ถ้าระดับรายได้ประชาชาติยิ่งสูงเท่าใดความต้องการถือเงินเพื่อจุดมุ่งหมายนี้ก็จะยิ่งสูงเท่านั้น

$$M_T = kPy$$

M_T แสดงถึงความต้องการถือเงินเพื่อจับจ่ายใช้สอย P แสดงถึงระดับราคา y แสดงถึงผลผลิตที่แท้จริง P_y แสดงถึงรายได้ประชาชาติที่เป็นตัวเงิน และ k แสดงถึงสัดส่วนของรายได้ประชาชาติที่เป็นตัวเงินที่ประชาชนต้องการถือไว้เพื่อจับจ่ายใช้สอย ค่าของ k ถูกกำหนดโดยปัจจัยทางด้านสถาบันและปัจจัยทางด้านเทคนิค

จากภาพที่ 7 เส้น M_T เป็นเส้นที่แสดงความต้องการถือเงินเพื่อจับจ่ายใช้สอย เมื่อรายได้ประชาชาติอยู่ในระดับต่างๆ เช่น เมื่อระดับรายได้ประชาชาติอยู่ในระดับ $(P_y)_0$ ความต้องการถือเงินเพื่อจับจ่ายใช้สอยจะเท่ากับ M_{T0} ความชันของเส้นความต้องการถือเงินเพื่อจับจ่ายใช้สอยจะมีค่าเท่ากับส่วนกลับของ k หรือเท่ากับ $1/k$



ภาพที่ 7 ความต้องการถือเงินเพื่อจับจ่ายใช้สอย

ที่มา: ชมเพลิน จันทรเรืองเพ็ญ (2541)

2. ความต้องการถือเงินเพื่อสำรองไว้ในเหตุฉุกเฉิน ความต้องการถือเงินเพื่อจุดมุ่งหมายนี้เกิดขึ้นเนื่องจากความไม่แน่นอนเกี่ยวกับรายรับและรายจ่ายที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ตามทัศนะของเคนส์นั้นความต้องการถือเงินเพื่อจุดมุ่งหมายนี้ก็เพื่อเอาไว้ใช้สำหรับรายจ่ายที่เกิดขึ้นโดยกะทันหันและสำหรับการซื้อบางอย่างที่ได้ผลประโยชน์เป็นพิเศษโดยที่ไม่สามารถทราบได้ล่วงหน้า รวมทั้งถือไว้เป็นสินทรัพย์ที่มีมูลค่าคงที่ในรูปของตัวเงิน เพื่อไว้ชำระหนี้สินที่มีมูลค่าคงที่ในรูปของตัวเงิน ความต้องการถือเงินเพื่อสำรองไว้ในเหตุฉุกเฉินจะผันแปรไปในทิศทางเดียวกันกับระดับรายได้ประชาชาติเช่นเดียวกันกับความต้องการถือเงินเพื่อจับจ่ายใช้สอย และเนื่องจากปริมาณเงินที่บุคคลต้องการถือเพื่อสำรองไว้ในเหตุฉุกเฉินมีปริมาณที่ไม่มากนัก จึงสามารถรวมความต้องการทั้งสองประเภทนี้

เข้าด้วยกัน และใช้สมการ $M_T = kPy$ ในความหมายที่กว้างขึ้น โดยให้ M_T หมายถึงความต้องการถือเงินเพื่อจับจ่ายใช้สอยและความต้องการถือเงินเพื่อสำรองไว้ในเหตุการณ์

3. ความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไร เคนส์มีความเห็นว่านอกจากความต้องการถือเงินเพื่อจับจ่ายใช้สอยและเพื่อสำรองไว้ในเหตุการณ์แล้ว บุคคลยังต้องการถือเงินไว้เพื่อเป็นเครื่องสะสมค่าหรือสะสมทรัพย์สินอีกด้วย เคนส์เรียกความต้องการถือเงินเพื่อจุดมุ่งหมายนี้ว่าความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไร เหตุผลในการที่บุคคลมีความต้องการที่จะถือทรัพย์สินอยู่ในรูปของเงิน ซึ่งไม่ได้รับผลตอบแทนแต่อย่างใดก็เนื่องจากความไม่แน่นอนเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยในอนาคต โดยความหมายของคำว่าความไม่แน่นอนนั้นเคนส์ไม่ได้หมายถึงความไม่แน่นอนอันเกิดจากการที่บุคคลแต่ละคนไม่รู้ว่าจะอัตราดอกเบี้ยในอนาคตจะเป็นอย่างไร แต่หมายถึงความไม่แน่นอนที่เกิดขึ้นเนื่องจากความแตกต่างในความเห็นของบุคคลต่างๆ เกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยในอนาคต

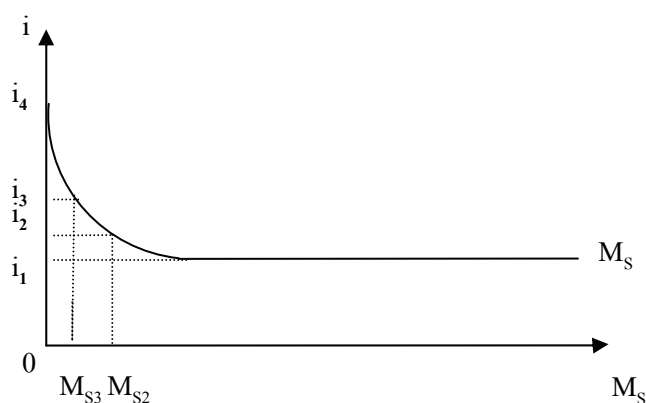
ในการวิเคราะห์เกี่ยวกับความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไรนั้น เคนส์ได้พิจารณาสินทรัพย์ทางการเงินเพียงชนิดเดียว คือ พันธบัตร ซึ่งบุคคลอาจเลือกแทนเงินในการเป็นเครื่องสะสมมูลค่า พันธบัตรเป็นสินทรัพย์ทางการเงินซึ่งจะให้ผลตอบแทนในรูปของรายได้ที่เป็นตัวเงินต่อปีที่คงที่ ซึ่งหากอัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงไปในขณะที่ผู้ถือพันธบัตรยังคงถือพันธบัตรอยู่ ราคาตลาดของพันธบัตรนั้นจะเปลี่ยนแปลงไป ราคาตลาดของพันธบัตรจะลดลงเมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น และราคาตลาดของพันธบัตรจะสูงขึ้นเมื่ออัตราดอกเบี้ยลดลง การถือพันธบัตรจึงอาจทำให้ผู้ถือมีกำไรส่วนทุนหรือขาดทุนส่วนทุนเกิดขึ้นได้ ผู้ถือพันธบัตรจะได้รับรายได้จากพันธบัตรสองทางด้วยกัน คือ รายได้จากดอกเบี้ยพันธบัตร และรายได้จากกำไรส่วนทุนหรือขาดทุนส่วนทุน บุคคลใดก็ตามที่ซื้อพันธบัตรไว้ย่อมมีการเก็งกำไรเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในอนาคต การที่ในขณะใดขณะหนึ่งบุคคลหนึ่งเปลี่ยนจากการถือเงินมาถือพันธบัตรแทนก็เนื่องจากการที่บุคคลคาดคะเนว่าอัตราดอกเบี้ยจะลดลงและราคาของพันธบัตรจะสูงขึ้น ซึ่งแสดงว่าบุคคลมีความเห็นว่าอัตราดอกเบี้ยในขณะนี้ค่อนข้างสูง ส่วนบุคคลที่เปลี่ยนจากการถือพันธบัตรมาถือเงินแทนก็ย่อมจะมีการคาดคะเนในทิศทางตรงกันข้าม บุคคลใดก็ตามที่มีความเห็นว่าอัตราดอกเบี้ยในขณะหนึ่งขณะใดสูงหรือต่ำก็ย่อมจะต้องเป็นผู้มีความคิดว่าอัตราดอกเบี้ยปกติควรอยู่ในระดับใดเพื่อที่จะได้เปรียบเทียบกับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นอยู่ในขณะนั้น แต่ละบุคคลย่อมมีความเห็นที่แตกต่างกันเกี่ยวกับระดับอัตราดอกเบี้ยปกติ

จากที่กล่าวมาข้างต้นจะเห็นได้ว่า ความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไรจะแปรผันไปในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราดอกเบี้ย ความสัมพันธ์ระหว่างความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไรกับอัตราดอกเบี้ยแสดงได้โดยสมการต่อไปนี้

$$M_s = L(i)$$

โดยกำหนดให้ M_s คือ ความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไร และ i คือ อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน

จากภาพที่ 8 เส้น M_s แสดงถึงความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไร จะเห็นได้ว่าในระดับอัตราดอกเบี้ยที่ไม่สูงจนเกินไปหรือต่ำจนเกินไปนัก ความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไรจะผันแปรไปในทางตรงกันข้ามกับอัตราดอกเบี้ย เช่น เมื่ออัตราดอกเบี้ยเท่ากับ i_2 ความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไรจะเท่ากับ M_{s2} แต่เมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นเป็น i_3 ความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไรจะลดลงเป็น M_{s3} จะเห็นได้ว่าเมื่ออัตราดอกเบี้ยยิ่งสูงขึ้นเท่าใด ความต้องการในการถือสินทรัพย์ในรูปของเงินก็จะยิ่งน้อยลงเท่านั้น และที่อัตราดอกเบี้ยสูงมากๆ เช่น ที่ i_4 ความต้องการถือสินทรัพย์ในรูปของเงินจะเท่ากับ 0 หรือกล่าวอีกอย่างหนึ่งได้ว่าไม่มีผู้ใดปรารถนาจะถือสินทรัพย์ในรูปของเงินเลย เส้นความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไรจะตัดกับแกนตั้ง ซึ่งแสดงว่าความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไรเท่ากับ 0 การที่เกิดสถานการณ์เช่นนี้แสดงว่าผู้ถือสินทรัพย์ทุกคนมีความเห็นว่าอัตราดอกเบี้ยที่เป็นอยู่ในขณะนี้สูงเกินไปและจะต้องลดลงในอนาคต ดังนั้นการถือพันธบัตรไว้ย่อมปลอดภัยมากกว่าการถือเงิน การถือเงินเพื่อเก็งกำไรจึงอยู่ในรูปของการถือพันธบัตรทั้งหมด โดยไม่ถือเป็นเงินสดเลย কেনส์มีความเห็นว่าจะมีอัตราดอกเบี้ยระดับที่ต่ำสุดระดับหนึ่ง ซึ่ง ณ ระดับอัตราดอกเบี้ยนี้ผู้ถือทรัพย์สินทุกคนต้องการที่จะถือทรัพย์สินในรูปของเงินทั้งหมด ความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไร ณ อัตราดอกเบี้ยที่ต่ำสุดระดับนี้จะมีความยืดหยุ่นอย่างสมบูรณ์ จากภาพที่ 5 ณ ระดับอัตราดอกเบี้ย i_1 มีความเห็นว่าอัตราดอกเบี้ยที่เป็นอยู่ในขณะนี้ต่ำเกินไปและจะต้องเพิ่มขึ้นในอนาคต ดังนั้นการถือทรัพย์สินในรูปของเงินย่อมมีความปลอดภัยกว่าการถือพันธบัตร การถือเงินเพื่อเก็งกำไรจึงอยู่ในรูปของการถือเงินทั้งหมดโดยไม่ถือพันธบัตรเลย เส้นความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไร ณ ระดับอัตราดอกเบี้ย i_1 จึงเป็นเส้นที่ขนานกับแกนนอนซึ่งแสดงว่ามีความยืดหยุ่นอย่างสมบูรณ์ কেনส์เรียกสถานการณ์นี้ว่ากับดักสภาพคล่อง กล่าวคือไม่ว่าปริมาณเงินที่มีอยู่เพื่อการเก็งกำไรจะมีเท่าใดก็ตามปริมาณเงินนั้นก็จะถูกกักตุนอยู่ในมือของผู้ถือทรัพย์สินทั้งหมด



ภาพที่ 8 ความต้องการถือเงินไว้เพื่อเก็งกำไร

ที่มา: ชมเพลิน จันทรเรืองเพ็ญ (2541)

เมื่อนำความต้องการถือเงินเพื่อจับจ่ายใช้สอยและเพื่อสำรองไว้ในเหตุฉุกเฉินมารวมเข้ากัน กับความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไรจะ ได้ความต้องการถือเงินรวมตามทฤษฎีของเคนส์ ซึ่งมีสมการ ดังนี้

$$M_D = M_T + M_S = kPy + L(i)$$

M_D แสดงถึงความต้องการถือเงินรวม ซึ่งประกอบด้วยความต้องการถือเงินสองประเภท คือ ความต้องการถือเงินเพื่อจับจ่ายใช้สอยและเพื่อสำรองไว้ในเหตุฉุกเฉิน (M_T) และความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไร (M_S) สมการนี้แสดงว่าความต้องการถือเงินรวมเป็นฟังก์ชันของทั้งรายได้ ประชาชาติที่เป็นตัวเงินและอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน

ความสมดุลในตลาดเงินเกิดขึ้นเมื่อความต้องการถือเงินรวมเท่ากับอุปทานของเงิน หรือเขียนได้ว่า

$$M_T + M_S = M$$

M แสดงถึงอุปทานของเงิน ซึ่งในขณะหนึ่งขณะใดมีปริมาณที่คงที่ เนื่องจากถูกกำหนด โดยนโยบายของธนาคารกลาง

ทฤษฎีอุปสงค์และอุปทานของความต้องการเงินกู้

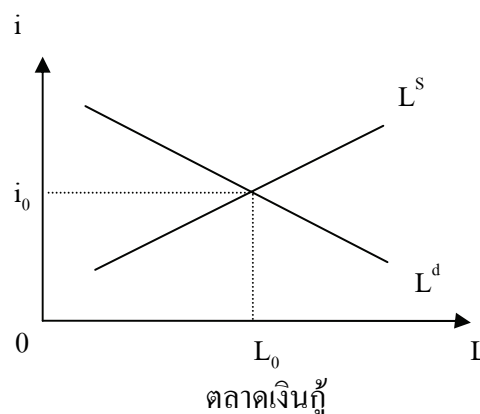
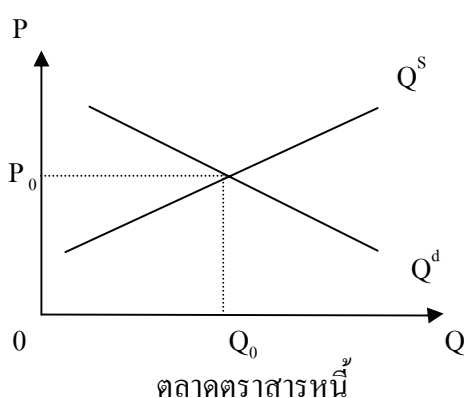
ทฤษฎีอุปสงค์และอุปทานของความต้องการเงินกู้ (Mishkin, 2003) เป็นการศึกษาจากการเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์และอุปทานตราสารหนี้ ซึ่งมีส่วนประกอบที่สำคัญ คือ

1. เส้นอุปสงค์ตราสารหนี้ เป็นเส้นที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณความต้องการในการลงทุนหรือการซื้อตราสารหนี้ และราคา โดยกำหนดให้ปัจจัยอื่นคงที่

2. เส้นอุปทานตราสารหนี้ เป็นเส้นที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณความต้องการในการออกตราสารหนี้ และราคา โดยกำหนดให้ปัจจัยอื่นคงที่

สำหรับในระบบเศรษฐกิจดุลยภาพของตลาดจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อราคาที่ผู้ซื้อมีความเต็มใจที่จะซื้อเท่ากับราคาที่ผู้ขายตั้งใจจะขาย สำหรับในตลาดตราสารหนี้ดุลยภาพในตลาดจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อความต้องการลงทุนในตราสารหนี้เท่ากับความต้องการที่จะขายตราสารหนี้ ซึ่งอุปสงค์ตราสารหนี้ก็คืออุปทานเงินกู้ ในขณะที่อุปทานตราสารหนี้ก็คืออุปสงค์เงินกู้นั่นเอง (ภาพที่ 9) กล่าวได้คือ

$$\begin{array}{lcl} Q^d & = & Q^s \\ \text{หรือ} & & \\ L^s & = & L^d \end{array}$$



ภาพที่ 9 ดุลยภาพของตลาดตราสารหนี้และตลาดเงินกู้

ที่มา: Mishkin (2003)

โดยกำหนดให้

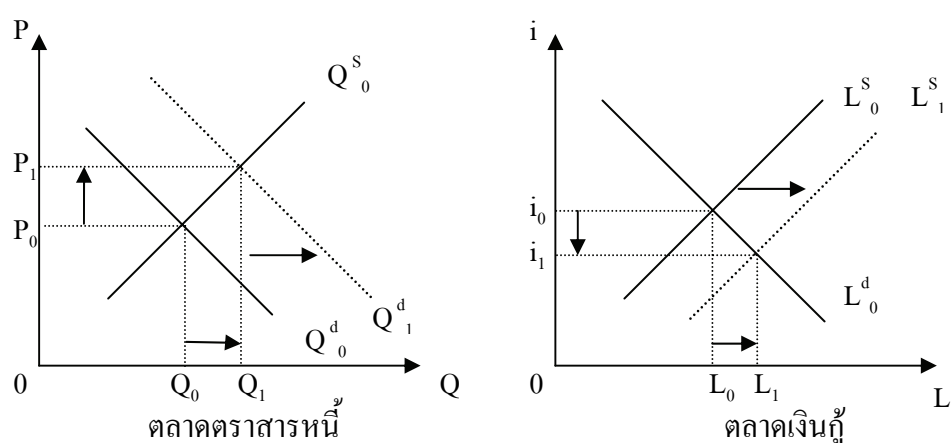
P	=	ราคาราตราสารหนี้
i	=	อัตราดอกเบี้ย
Q	=	ปริมาณตราสารหนี้
Q^d	=	อุปสงค์ตราสารหนี้
Q^s	=	อุปทานตราสารหนี้
L	=	ปริมาณเงินกู้
L^d	=	อุปสงค์เงินกู้
L^s	=	อุปทานเงินกู้

การเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์ตราสารหนี้ (ภาพที่ 10) เกิดขึ้นได้จากสาเหตุต่างๆที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

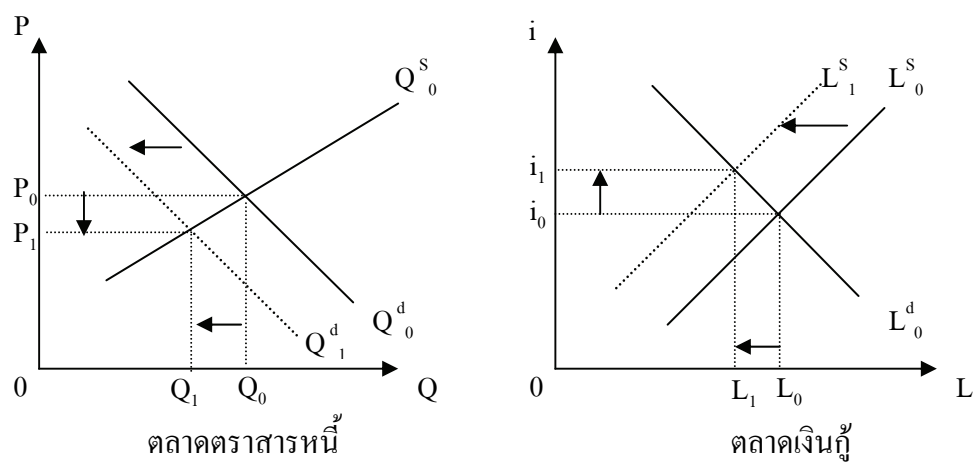
1. ความมั่งคั่ง เมื่อเศรษฐกิจเจริญเติบโตและอยู่ในภาวะของวงจรธุรกิจช่วงขยายตัวทำให้ความมั่งคั่งเพิ่มขึ้นและส่งผลกระทบต่อความต้องการในตราสารหนี้เพิ่มขึ้นตาม ดังนั้นเมื่อระดับความมั่งคั่งมีแนวโน้มสูงขึ้น ณ ระดับอัตราดอกเบี้ยคงที่ จึงส่งผลกระทบต่อปริมาณความต้องการในตราสารหนี้เพิ่มขึ้น เส้นอุปสงค์ตราสารหนี้จะเคลื่อนไปทางขวาทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลงและราคาราตราสารหนี้ปรับตัวเพิ่มขึ้น ในกรณีช่วงภาวะถดถอยรายได้และความมั่งคั่งมีแนวโน้มลดลงทำให้ปริมาณความต้องการลงทุนในตราสารหนี้ลดลงและเส้นอุปสงค์ตราสารหนี้เคลื่อนไปทางซ้ายส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้นและราคาราตราสารหนี้ปรับตัวลดลง

2. อัตราดอกเบี้ยที่คาดการณ์ในอนาคต อัตราดอกเบี้ยที่คาดการณ์ในอนาคตแบ่งได้เป็น 2 กรณี คือ กรณีการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นในอนาคตจะเป็นการลดอุปสงค์ของตราสารหนี้ เส้นอุปสงค์ตราสารหนี้จะเคลื่อนไปทางซ้ายทำให้อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นและส่งผลกระทบต่อราคาราตราสารหนี้ให้ปรับตัวลดลง และกรณีการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยลดลงในอนาคตจะเป็นการเพิ่มอุปสงค์ตราสารหนี้ เส้นอุปสงค์จะเคลื่อนไปทางขวาทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลงและส่งผลกระทบต่อราคาราตราสารหนี้ให้ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น

3. อัตราเงินเฟ้อ เนื่องจากผลตอบแทนที่แท้จริงจากการลงทุนในตราสารหนี้ คือ อัตราผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินหักอัตราเงินเฟ้อ ดังนั้น ณ ระดับอัตราดอกเบี้ยคงที่และอัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ โดยเปรียบเทียบปรับตัวลดลงทำให้ผู้ลงทุนชะลอการลงทุนในตราสารหนี้ ดังนั้นเส้นอุปสงค์เคลื่อนที่ไปทางซ้ายและอัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้นเป็นผลให้ราคาตราสารหนี้ปรับตัวลดลง



การเพิ่มขึ้นของอุปสงค์ตราสารหนี้



การลดลงของอุปสงค์ตราสารหนี้

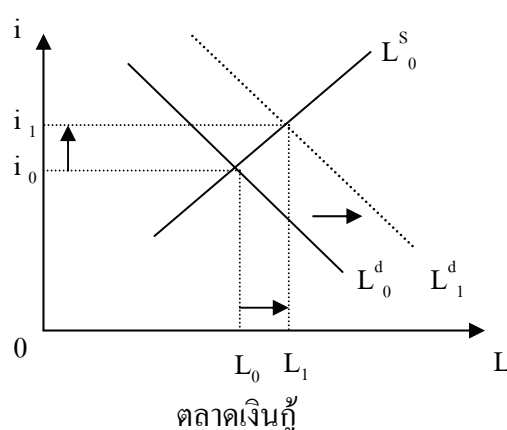
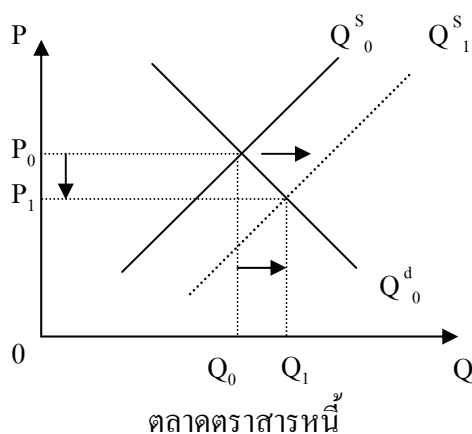
ภาพที่ 10 ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงในอุปสงค์ตราสารหนี้

ที่มา: Mishkin, 2003

การเปลี่ยนแปลงของอุปทานตราสารหนี้ (ภาพที่ 11) เกิดขึ้นได้จากสาเหตุต่างๆที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

1. อัตราเงินเฟ้อ เนื่องจากต้นทุนที่แท้จริงของผู้กู้ยืมนั้นคืออัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงหรือเท่ากับ อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินหักอัตราเงินเฟ้อ ดังนั้น ณ ระดับอัตราดอกเบี้ยที่คงที่เมื่ออัตราเงินเฟ้อ เพิ่มขึ้นต้นทุนที่แท้จริงของผู้กู้ยืมจะลดลง จึงส่งผลให้ผู้ระดมทุนด้วยการออกตราสารหนี้เพิ่มขึ้น และตราสารหนี้ในตลาดมีปริมาณเพิ่มมากขึ้น เมื่อระดับอัตราดอกเบี้ยและราคาตราสารหนี้คงที่ แต่อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นทำให้อุปทานตราสารหนี้เพิ่มขึ้นและส่งผลให้เส้นอุปทานตราสารหนี้มีการ เคลื่อนไปทางขวา อัตราดอกเบี้ยปรับตัวเพิ่มขึ้นและส่งผลต่อการลดลงของราคาตราสารหนี้

2. การขาดดุลงบประมาณของรัฐบาล เนื่องจากการขาดดุลงบประมาณของภาครัฐบาล ส่งผลต่ออุปทานตราสารหนี้ กรณีที่รัฐบาลมีงบประมาณขาดดุลซึ่งเกิดจากผลต่างระหว่างรายได้ และรายจ่ายของรัฐบาลมีค่าน้อยกว่าศูนย์ และเมื่อรัฐบาลมีงบประมาณขาดดุลเพิ่มขึ้น จึงออกพันธบัตร เพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณ ดังนั้นเส้นอุปทานจะเคลื่อนไปทางขวาส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ย ให้เพิ่มสูงขึ้นและราคาตราสารหนี้จะปรับตัวลดลง นอกจากนี้รัฐวิสาหกิจและหน่วยงานต่างๆ ของ รัฐบาลมีการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้เพื่อใช้จ่ายและลงทุนในโครงการต่างๆ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่ออุปทานตราสารหนี้เช่นเดียวกัน



ภาพที่ 11 ผลกระทบของการเพิ่มขึ้นของอุปทานตราสารหนี้

ที่มา: Mishkin (2003)

แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย

ในการวิจัยถึงปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้เป็นการวิเคราะห์ถึงปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ โดยใช้วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สมการถดถอยเชิงซ้อน ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ซึ่งมีแบบจำลองความสัมพันธ์เบื้องต้น ดังนี้

ปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้

จากการศึกษาแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องข้างต้นสามารถแบ่งแยกปัจจัยที่กำหนดปริมาณความต้องการในการลงทุนของตราสารหนี้ (TCM_D) และปัจจัยที่กำหนดปริมาณความต้องการในการออกตราสารหนี้ (TCM_S) โดยสามารถสรุปปัจจัยที่กำหนดอุปสงค์และอุปทานของตราสารหนี้ได้ดังนี้

สมการอุปสงค์ตราสารหนี้

$$TCM_D = f^d(GDP, Inf, Ei, I, DD) \quad (1)$$

สมการอุปทานตราสารหนี้

$$TCM_S = f^s(GDP, Inf, MLR, DD) \quad (2)$$

ซึ่ง ณ จุดดุลยภาพของตลาดตราสารหนี้หรือ $TCM_D = TCM_S$ จะได้ปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณตราสารหนี้ที่ดุลยภาพ ดังนี้

$$TCM = f(GDP, Inf, Ei, MLR, I, DD) \quad (3)$$

สำหรับในตลาดตราสารหนี้ดุลยภาพในตลาดจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อความต้องการลงทุนในตราสารหนี้เท่ากับความต้องการที่จะขายตราสารหนี้ กล่าวได้คือ การระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ที่ดุลยภาพ ซึ่งแทนด้วยมูลค่าการระดมทุนในตราสารหนี้ (TCM) ตามแบบจำลอง จะขึ้นอยู่กับปัจจัยที่คาดว่าจะมีผลต่อการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ได้แก่ มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) อัตราเงินเฟ้อ (Inf) อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR)

มูลค่าการลงทุน (I) และมูลค่าการกู้ยืมคงค้าง (DD) โดยจะแบ่งการศึกษาออกเป็น 3 แบบจำลองตามประเภทของผู้ระดมทุน ดังนี้

1. ปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐในตลาดตราสารหนี้

$$TCM_{p1} = f(GDP, Inf, Ei, MLR, I_{p1}, DD_{p1})$$

โดยกำหนดให้

$$\begin{aligned} TCM_{p1} &= \text{มูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐ (ล้านบาท)} \\ GDP &= \text{มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ณ ราคาตลาด (ล้านบาท)} \\ Inf &= \text{อัตราเงินเฟ้อ (ร้อยละ)} \\ Ei &= \text{อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (ร้อยละ)} \\ MLR &= \text{อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (ร้อยละ)} \\ I_{p1} &= \text{มูลค่าการลงทุนภาครัฐ (ล้านบาท)} \\ DD_{p1} &= \text{มูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐ ณ สิ้นไตรมาส (ล้านบาท)} \end{aligned}$$

2. ปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้

$$TCM_{p2} = f(GDP, Inf, Ei, MLR, I_{p2}, DD_{p2})$$

โดยกำหนดให้

$$\begin{aligned} TCM_{p2} &= \text{มูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชน (ล้านบาท)} \\ GDP &= \text{มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ณ ราคาตลาด (ล้านบาท)} \\ Inf &= \text{อัตราเงินเฟ้อ (ร้อยละ)} \\ Ei &= \text{อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (ร้อยละ)} \\ MLR &= \text{อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (ร้อยละ)} \\ I_{p2} &= \text{มูลค่าการลงทุนภาคเอกชน (ล้านบาท)} \\ DD_{p2} &= \text{มูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาคเอกชน ณ สิ้นไตรมาส (ล้านบาท)} \end{aligned}$$

3. ปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้

$$TCM_{p1+p2} = f(GDP, Inf, Ei, MLR, I_{p1+p2}, DD_{p1+p2})$$

โดยกำหนดให้

$$\begin{aligned} TCM_{p1+p2} &= \text{มูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชน (ล้านบาท)} \\ GDP &= \text{มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ณ ราคาตลาด (ล้านบาท)} \\ Inf &= \text{อัตราเงินเฟ้อ (ร้อยละ)} \\ Ei &= \text{อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (ร้อยละ)} \\ MLR &= \text{อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (ร้อยละ)} \\ I_{p1+p2} &= \text{มูลค่าการลงทุนภาครัฐและเอกชน (ล้านบาท)} \\ DD_{p1+p2} &= \text{มูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐและเอกชน ณ สิ้นไตรมาส (ล้านบาท)} \end{aligned}$$

สมมติฐานการวิจัย

สำหรับสมมติฐานของแบบจำลองปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้ คือ

1. มูลค่าตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ (TCM) จะมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) เพราะเมื่อเศรษฐกิจขยายตัวจะส่งผลให้ธุรกิจต่างๆ ลงทุนเพิ่มขึ้น ความต้องการเงินลงทุนเพิ่มมากขึ้น ทำให้ภาครัฐและภาคเอกชนระดมทุนในตลาดตราสารหนี้เพื่อนำเงินมาลงทุนเพิ่มสูงขึ้นด้วย

$$\text{ดังนั้น } \frac{\partial TCM}{\partial GDP} > 0$$

2. มูลค่าตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ (TCM) จะมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราเงินเฟ้อ (Inf) ทั้งนี้เป็นเพราะถ้าหากอัตราเงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้นจะมีผลทำให้ผลตอบแทนที่แท้จริงจากการลงทุนในตราสารหนี้ลดลง ซึ่งจะส่งผลให้ผู้ลงทุนชะลอการลงทุนในตราสารหนี้

$$\text{ดังนั้น } \frac{\partial \text{TCM}}{\partial \text{Inf}} < 0$$

3. มูลค่าตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ (TCM) จะมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) ทั้งนี้เป็นเพราะถ้าหากอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน เพิ่มขึ้นจะมีผลทำให้ผู้มีเงินออมนำเงินออมที่มีอยู่ไปลงทุนในตลาดเงินที่ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า ทำให้ภาครัฐและภาคเอกชนสามารถระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ได้ลดลง

$$\text{ดังนั้น } \frac{\partial \text{TCM}}{\partial \text{Ei}} < 0$$

4. มูลค่าตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ (TCM) จะมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) ทั้งนี้เป็นเพราะถ้าหากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำเพิ่มสูงขึ้นจะมีผลทำให้ภาครัฐและภาคเอกชนออกตราสารหนี้เพื่อระดมเงินทุนในตลาดทุนมากกว่าที่จะกู้ยืมเงินทุนในตลาดเงินที่มีต้นทุนการกู้ยืมที่เพิ่มสูงขึ้น ทำให้ภาครัฐและภาคเอกชนออกตราสารหนี้เพื่อระดมทุนในตลาดตราสารหนี้มากขึ้น

$$\text{ดังนั้น } \frac{\partial \text{TCM}}{\partial \text{MLR}} > 0$$

5. มูลค่าตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ (TCM) จะมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับการลงทุน (I) นั่นคือ เมื่อภาครัฐและภาคเอกชนมีการลงทุนเพิ่มมากขึ้นย่อมแสดงว่าภาครัฐและภาคเอกชนต้องการเงินทุนเพื่อใช้ในการลงทุนเพิ่มมากขึ้น ซึ่งจะทำให้เกิดการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้เพิ่มขึ้นด้วย

$$\text{ดังนั้น } \frac{\partial \text{TCM}}{\partial \text{I}} > 0$$

6. มูลค่าตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ (TCM) จะมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าการกู้ยืมคงค้าง (DD) นั่นคือ เมื่อภาครัฐและภาคเอกชนเกิดความต้องการกู้ยืมเพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้ภาครัฐและภาคเอกชนออกตราสารหนี้เพื่อกู้ยืมเงินจากประชาชนและนักลงทุนในตลาดตราสารหนี้เพิ่มขึ้นด้วย

$$\text{ดังนั้น } \frac{\partial \text{TCM}}{\partial \text{DD}} > 0$$

บทที่ 3

วิวัฒนาการและโครงสร้างของตลาดตราสารหนี้

วิวัฒนาการของตลาดตราสารหนี้

ตลาดตราสารหนี้มีพัฒนาการมานานกว่า 70 ปี นับจากที่กระทรวงการคลังได้ออกพันธบัตรรัฐบาลเป็นครั้งแรกเมื่อปี พ.ศ. 2476 ทั้งนี้ในช่วงแรกตราสารหนี้ส่วนใหญ่เป็นของภาครัฐ เนื่องจากรัฐบาลมีความจำเป็นต้องลงทุนในโครงการต่างๆ เป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะโครงการสาธารณูปโภคขนาดใหญ่เพื่อรองรับการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ในขณะที่ตราสารหนี้ภาคเอกชนเริ่มมีบทบาทมากขึ้นในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา นับจากมีการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งถือเป็นการลดอุปสรรคของการระดมทุนโดยผ่านตราสารหนี้ และยังเป็นส่วนช่วยในการส่งเสริมและพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทยให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น ทั้งนี้การที่ตลาดตราสารหนี้มีการขยายตัวมากขึ้นช่วยให้ผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายย่อยมีทางเลือกในการลงทุนในตราสารหนี้ประเภทต่างๆ ได้มากขึ้นอีกด้วย (สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย, 2550) ซึ่งการศึกษาวิวัฒนาการของตลาดตราสารหนี้ในครั้งนี้จะศึกษาในเรื่องความเป็นมาของตลาดตราสารหนี้ ลักษณะและประเภทของตราสารหนี้ และผลตอบแทนของตราสารหนี้ โดยมีรายละเอียดดังนี้

ความเป็นมาของตลาดตราสารหนี้

ตราสารหนี้เป็นที่รู้จักในประเทศไทยครั้งแรก ในรัชสมัยของพระบาทสมเด็จพระจุลจอมเกล้าเจ้าอยู่หัวรัชกาลที่ 5 แห่งกรุงรัตนโกสินทร์ เมื่อปี พ.ศ. 2448 โดยที่รัฐบาลในขณะนั้นได้มีการออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อระดมเงินทุนจากประเทศอังกฤษและประเทศฝรั่งเศส ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเงินทุนมาใช้ในการพัฒนาทางรถไฟ ปรับปรุงสถานะทางเศรษฐกิจ และเสริมสร้างความแข็งแกร่งทางการเงินภายในประเทศ จากจุดเริ่มต้นการออกพันธบัตรในครั้งนั้น รัฐบาลก็ได้มีการระดมเงินทุนโดยการออกพันธบัตรสกุลเงินต่างประเทศอย่างต่อเนื่อง จนกระทั่งปี พ.ศ. 2467 จึงหยุดการออกพันธบัตร

ในปี พ.ศ. 2476 กระทรวงการคลังได้มีการออกพันธบัตรรัฐบาล เพื่อเป็นการระดมทุนจากภายในประเทศเป็นครั้งแรกในประวัติศาสตร์ และนับจากนั้นเป็นต้นมา กระทรวงการคลังก็ได้เสนอขายพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวอย่างต่อเนื่อง โดยมอบหมายหน้าที่ในการกำกับดูแลให้กับธนาคารแห่งประเทศไทย การระดมเงินทุนโดยการออกพันธบัตรรัฐบาลและตั๋วเงินคลัง มีปริมาณเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องนับแต่ประเทศไทยเริ่มใช้แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติตั้งแต่ปี พ.ศ. 2504 เป็นต้นมา โดยเงินทุนที่ได้มาจากการออกพันธบัตรจะถูกนำไปใช้เพื่อมุ่งเน้นในการพัฒนาภาคอุตสาหกรรมและโครงสร้างพื้นฐานเป็นหลักทำให้ต้องมีการออกพันธบัตรรัฐบาลอย่างต่อเนื่องเกือบทุกปี นอกจากนั้นการที่งบประมาณของรัฐบาลเป็นงบประมาณขาดดุลมาโดยตลอด นับแต่ปี พ.ศ. 2523 - 2526 ทำให้เกิดความจำเป็นในการออกพันธบัตรเพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณ และนำเงินทุนที่ได้ไปใช้ในการดำเนินนโยบายภาครัฐให้เกิดผลเป็นรูปธรรมในการพัฒนาประเทศ

ต่อมารัฐบาลเริ่มมีฐานะการคลังดีขึ้นสามารถดำเนินนโยบายประมาณเกินดุลได้ นับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2533 เป็นต้นมา จึงไม่มีการออกพันธบัตรเพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณอีก ส่งผลต่อเนื่องให้สภาพคล่องของตลาดรองพันธบัตรอยู่ในระดับที่ต่ำมาก เนื่องจากขาดอุปทานที่เหมาะสม ผู้ถือครองพันธบัตรก็ไม่ต้องการที่จะนำพันธบัตรที่ตนเองมีในครอบครองนั้นออกมาทำการซื้อขายเปลี่ยนมือในตลาดรอง ประกอบกับสถาบันการเงินมีความจำเป็นต้องถือครองพันธบัตรไว้เป็นทุนสำรองตามกฎหมายซึ่งกำหนดโดยธนาคารแห่งประเทศไทย สถาบันการเงินเหล่านั้นจึงไม่นำพันธบัตรออกมาขายในตลาดรอง

ในปี พ.ศ. 2535 ได้มีการตราและประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ขึ้น ซึ่งเป็นการเปิดโอกาสให้บริษัทเอกชนต่างๆ สามารถระดมทุนได้โดยตรงจากประชาชนทั้งในการระดมเงินทุนจากส่วนของเจ้าของและการก่อหนี้ ผลที่เกิดขึ้นจากการออกพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 นั้น ทำให้เกิดบทบาทสำคัญมากขึ้นในการออกหุ้นกู้ภาคเอกชน และการออกพันธบัตรของรัฐวิสาหกิจ โดยนับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2536 เป็นต้นมา มีการระดมทุนด้วยการออกตราสารหนี้จากภาคเอกชนมูลค่าเพิ่มขึ้นถึง 36 เท่า ภายในช่วงระยะเวลา 4 ปี คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ตระหนักถึงความจำเป็นในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ จึงมอบหมายให้สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ทำหน้าที่เป็นแกนนำในการรวมกลุ่มผู้ค้าตราสารหนี้ เพื่อจัดตั้งชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ ในปี พ.ศ. 2537 โดยมีวัตถุประสงค์เบื้องต้นเพื่อร่วมกันสร้างมาตรฐานการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดรอง ซึ่งต่อมาได้ปรับเปลี่ยนสถานะเป็นศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ในปี พ.ศ. 2540 และ 2548 ตามลำดับ

ในเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2545 การประชุมกรอบความร่วมมือเอเชีย อดีตนายกรัฐมนตรี พ.ต.ท. ดร.ทักษิณ ชินวัตร ได้นำเสนอแนวคิดที่จะพัฒนาตลาดพันธบัตรในภูมิภาคเอเชีย แก่ผู้นำของประเทศในภูมิภาคเอเชีย โดยสร้างความร่วมมือระหว่างกลุ่มประเทศเอเชีย เพื่อพัฒนาตราสารหนี้แห่งเอเชียและตลาดตราสารหนี้แห่งเอเชีย ซึ่งจะสามารถช่วยลดการพึ่งพาเงินทุนต่างชาติและเป็นแหล่งเงินทุนที่รักษาเสถียรภาพของระบบการเงินและวัฏจักรของเศรษฐกิจในภูมิภาค ซึ่งได้รับความสนใจและการตอบรับเป็นอย่างดี และนับได้ว่าเป็นจุดกำเนิดของกองทุนพันธบัตร

คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีนโยบายส่งเสริมการลงทุนในตราสารหนี้ของนักลงทุนรายย่อย โดยจัดตั้งตลาดตราสารหนี้ (Bond Electronic Exchange: BEX) ขึ้น เพื่อให้เกิดความสอดคล้องกับนโยบายภาครัฐ เป็นการเพิ่มทางเลือก และสร้างประโยชน์ต่อผู้ลงทุนรายย่อยในการลงทุนในการบริหารการลงทุนของตนเองเพื่อกระจายน้ำหนักการลงทุนในตราสารการเงิน รวมทั้งการกระจายความเสี่ยงของการลงทุน ซึ่งได้เปิดให้สามารถทำการซื้อขายตราสารหนี้อย่างเป็นทางการ เมื่อวันที่ 26 พฤศจิกายน 2546 เป็นต้นมา และได้พัฒนาเพื่อให้บริการครอบคลุมผู้ลงทุนทุกประเภทและครอบคลุมตราสารหนี้ทุกชนิดในปี พ.ศ. 2547

ลักษณะและประเภทของตราสารหนี้

ตราสารหนี้ คือ สัญญาการกู้ยืมเงิน ซึ่งผู้ออกตราสารหนี้อยู่ในฐานะลูกหนี้ โดยตกลงที่จะจ่ายดอกเบี้ยเป็นงวดๆ และคืนเงินต้นให้กับผู้ซื้อตราสารหนี้ที่อยู่ในฐานะเจ้าหนี้ ซึ่งระยะเวลาครบกำหนดของตราสารหนี้จะมีทั้งที่เป็นระยะสั้น ปานกลาง และระยะยาว ลักษณะพิเศษของสัญญาการกู้ยืมเงินที่จัดเป็นตราสารหนี้จะเป็นสัญญาที่แบ่งกองหนี้ออกเป็นหน่วยย่อยมีค่าเท่ากันและมีคุณสมบัติเหมือนกัน โดยที่คุณสมบัติดังกล่าวจะมีความเป็นมาตรฐานที่กำหนดโดยบัญญัติของกฎหมาย และขึ้นอยู่กับการจัดโครงสร้างโดยผู้ออก ซึ่งลักษณะที่เป็นมาตรฐานนี้ทำให้การเปลี่ยนมือเกิดขึ้นโดยง่ายอันเป็นคุณสมบัติที่สำคัญของตราสารหนี้ ซึ่งการศึกษาลักษณะและประเภทของตราสารหนี้ในครั้งนี้จะศึกษาในเรื่องความแตกต่างระหว่างตราสารหนี้และตราสารทุน และประเภทของตราสารหนี้ โดยมีรายละเอียดดังนี้

ความแตกต่างระหว่างตราสารหนี้และตราสารทุน

สำหรับตราสารหนี้และตราสารทุนมีความแตกต่างกันในด้านต่างๆ (สันติ กิระนันท์, 2547) ดังนี้

1. สิทธิในการเรียกร้อง เมื่อบริษัทมีปัญหาทางการเงินหรือถูกฟ้องล้มละลาย บริษัทจะต้องขายทอดตลาดสินทรัพย์และชำระบัญชี โดยนำเงินที่ได้จากการขายทอดตลาดชำระคืนให้แก่ผู้ถือตราสารหนี้ก่อนผู้ถือตราสารทุน โดยผู้ถือตราสารหนี้ซึ่งอยู่ในฐานะเจ้าหนี้มีสิทธิในการเรียกร้องสูงกว่าผู้ถือตราสารทุนซึ่งอยู่ในฐานะเจ้าของบริษัท
2. ความเป็นเจ้าของ ผู้ถือตราสารหนี้ไม่มีสิทธิออกเสียงในการประชุมหรือการตัดสินใจในการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากอยู่ในฐานะเจ้าหนี้ไม่ใช่เจ้าของบริษัท ในขณะที่ผู้ถือตราสารทุนมีสิทธิออกเสียงในการประชุมหรือการตัดสินใจในการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากอยู่ในฐานะเจ้าของบริษัท
3. ผลตอบแทน ตราสารหนี้ให้ผลตอบแทนที่ค่อนข้างสม่ำเสมอในรูปแบบกระแสเงินสดที่เป็นดอกเบี้ยตามระยะเวลาที่กำหนด ในขณะที่ตราสารทุนให้ผลตอบแทนที่อาจไม่สม่ำเสมอในรูปแบบกระแสเงินสดที่เป็นเงินปันผล ซึ่งขึ้นอยู่กับผลกำไรและนโยบายของบริษัท
4. อายุของตราสาร ตราสารหนี้มีระยะเวลาที่กำหนดไว้แน่นอน ในขณะที่อายุของตราสารทุนไม่จำกัดระยะเวลา
5. ประโยชน์ทางภาษีสำหรับบริษัทผู้ออกตราสารหนี้ บริษัทผู้ออกตราสารหนี้ได้รับประโยชน์ทางภาษี เนื่องจากดอกเบี้ยที่จ่ายให้กับผู้ลงทุนจะทำให้กำไรก่อนภาษีของบริษัทมีค่าน้อยลง ส่งผลให้บริษัทจ่ายภาษีน้อยลงและมีอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้นเพิ่มขึ้น ในขณะที่บริษัทผู้ออกตราสารทุนจะไม่ได้รับผลประโยชน์ทางภาษี เนื่องจากเงินปันผลไม่เป็นรายจ่ายที่กรมสรรพากรอนุญาตให้หัก จึงไม่เกิดประโยชน์ในการประหยัดการภาษี

โดยจะเห็นได้ว่าตราสารหนี้มีคุณลักษณะของการเป็นหนี้ระหว่างผู้ออกตราสารและผู้ถือตราสาร ผู้ถือตราสารหนี้จะได้รับผลประโยชน์ที่แน่นอนตามระยะเวลาที่ระบุไว้ตามเงื่อนไขการจ่ายผลประโยชน์ตอบแทนและอายุของตราสารหนี้ สำหรับตราสารทุนนั้นไม่มีการระบุอัตราผลประโยชน์และระยะเวลาของการลงทุนไว้ ผู้ลงทุนในตราสารทุนจะต้องศึกษาและคาดการณ์ในการเปลี่ยนแปลงมูลค่าของตราสารทุนเอง อัตราผลตอบแทนที่ได้รับมีความไม่แน่นอนทั้งด้านระยะเวลาและขนาดของผลตอบแทน

ประเภทของตราสารหนี้

ตราสารหนี้สามารถแบ่งแยกได้ตามประเภทของผู้ออกตราสารได้เป็น 2 ประเภท (สถาบันพัฒนาบุคลากรธุรกิจหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546) ดังนี้

1. ตราสารหนี้ภาครัฐ

ตราสารหนี้ที่ออกโดยภาครัฐ เป็นตราสารที่ออกโดยกระทรวงการคลังตามระเบียบและวิธีการที่กฎหมายกำหนด โดยเป็นการระดมเงินทุนจากนักลงทุนและประชาชนทั่วไปเพื่อใช้จ่ายในกิจการของรัฐบาลซึ่งส่วนใหญ่เป็นการอุดหนุนภาวะขาดดุลงบประมาณ ตราสารหนี้ชนิดนี้ผู้ลงทุนมีฐานะเป็นเจ้าของรัฐบาลโดยตรง รัฐบาลจะจ่ายผลตอบแทนในรูปดอกเบี้ยแก่นักลงทุนตามอัตราและระยะเวลาที่กำหนด และจ่ายเงินต้นตามราคาที่ตราไว้เมื่อครบกำหนดไถ่ถอน ตราสารหนี้ชนิดนี้ถือว่าไม่มีความเสี่ยงเรื่องการผิดนัดชำระดอกเบี้ยและเงินต้น เนื่องจากมีรัฐบาลเป็นลูกหนี้ แต่ความเสี่ยงเรื่องการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดยังคงมีอยู่ โดยตราสารหนี้ของภาครัฐสามารถแบ่งออกได้ดังนี้

1.1 ตัวเงินคลัง เป็นตราสารหนี้ระยะสั้นที่ออกโดยกระทรวงการคลัง ปกติจะมีอายุไม่เกิน 1 ปี การจัดจำหน่ายทำในลักษณะขายลด ซึ่งการซื้อขายจะทำการหักดอกเบี้ยที่ต้องจ่ายแล้วชำระราคาจริง ซึ่งคำนวณได้จากราคาที่ตราไว้คิดลดด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ต้องจ่าย

1.2 พันธบัตรรัฐบาล คือ ตราสารหนี้ที่มีอายุตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไป โดยมีชื่อเรียกแตกต่างกันตามวัตถุประสงค์ของการออก ได้แก่ พันธบัตรเพื่อการลงทุน พันธบัตรเพื่อการกู้ยืม และพันธบัตรออมทรัพย์

1.3 พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ เป็นตราสารที่ออกโดยรัฐวิสาหกิจ เพื่อนำไปใช้จ่ายในการดำเนินงาน ตลอดจนขยายกิจการของตนเอง ปัจจุบันแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท คือ พันธบัตรที่กระทรวงการคลังค้ำประกัน และพันธบัตรที่กระทรวงการคลังไม่ได้ค้ำประกัน

1.4 พันธบัตรกองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงิน ได้รับการจัดตั้งขึ้นเมื่อเดือนพฤศจิกายน พ.ศ. 2538 โดยมีวัตถุประสงค์ในการจัดตั้งเพื่อทำหน้าที่ฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงินของประเทศไทย

1.5 พันธบัตรของธนาคารแห่งประเทศไทย เริ่มออกตั้งแต่เดือนสิงหาคม พ.ศ. 2538 เพื่อเป็นเครื่องมือสำหรับบริหารนโยบายการเงิน และเป็นการสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงให้แก่ตลาดการเงินของประเทศ

1.6 พันธบัตรที่ออกโดยองค์การบริหารสินเชื่อบริษัท โดยมิวัตถุประสงค์เพื่อช่วยเหลือธุรกิจสหกรณ์ที่ประสบปัญหาทางการเงิน

2. ตราสารหนี้ภาคเอกชน หรือ หุ้นกู้ภาคเอกชน

ตราสารหนี้ภาคเอกชน หรือ หุ้นกู้ภาคเอกชน เป็นตราสารหนี้ที่ออกโดยบริษัทเอกชน เพื่อระดมเงินทุนจากนักลงทุนและประชาชนทั่วไป เพื่อใช้ในการดำเนินกิจการ หุ้นกู้เหล่านี้จะมีเงื่อนไขรายละเอียดของการออกในรูปแบบต่างๆ กัน เพื่อให้สอดคล้องกับความต้องการเงินทุนและความสามารถในการจ่ายเงินคืนของบริษัทนั้นๆ และให้ตรงตามความสนใจของผู้ลงทุน กลุ่มเป้าหมายให้มากที่สุด โดยตราสารหนี้ของภาคเอกชนสามารถแบ่งออกได้ตามรูปแบบต่างๆ ได้แก่ ลักษณะการถือกรรมสิทธิ์ สิทธิในการเรียกร้อง สินทรัพย์ที่นำมาค้ำประกัน ชนิดของอัตราดอกเบี้ย และสิทธิแปลงที่ติดมาพร้อมกับตราสารหนี้

ผลตอบแทนของตราสารหนี้

เมื่อผู้ลงทุนซื้อตราสารหนี้ทั้งจากตลาดแรกและตลาดรอง ผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารหนี้ แบ่งออกเป็น 3 ประเภทหลักๆ (อัญญา ชันชวิทย์, 2541) ได้ดังนี้

1. ดอกเบี้ยรับ อัตราดอกเบี้ยจะระบุไว้ในหุ้นกู้หรือพันธบัตรตั้งแต่วันที่ออกตราสารหนี้ โดยอัตราที่กำหนดอาจเป็นอัตราคงที่หรืออัตราลอยตัว และกำหนดวงเวลการจ่ายพร้อมทั้งวันกำหนดชำระดอกเบี้ยไว้ล่วงหน้าตลอดอายุของตราสารหนี้

2. เงินคืน เมื่อครบกำหนดอายุของตราสารหนี้ตามที่ระบุไว้เมื่อออกขายตราสารหนี้ ผู้ออกตราสารหนี้จะจ่ายชำระคืนเงินคืนให้แก่ผู้ที่ถือตราสารหนี้ ในกรณีที่ตราสารหนี้จ่ายเงินคืนครั้งเดียวเมื่อครบกำหนดจะได้รับเงินคืนคั่นต่อหน่วยเท่ากับมูลค่า ในกรณีที่ตราสารหนี้ชนิดทยอยจ่ายเงินคืนจะได้รับเงินคืนคั่นต่อหน่วยเป็นงวดๆ ตามที่กำหนดไว้ล่วงหน้าตั้งแต่เมื่อขายตราสารหนี้

3. กำไรและขาดทุนจากการขายตราสารหนี้ ผลตอบแทนรายการนี้จะไม่เกิดขึ้นในกรณีที่ผู้ลงทุนถือตราสารหนี้จนครบกำหนดไถ่ถอน แต่จะเกิดขึ้นเมื่อขายตราสารหนี้ก่อนครบกำหนดในกรณีที่ต้องขายตราสารหนี้ก่อนครบกำหนดไถ่ถอน ผู้ลงทุนอาจได้รับกำไรหรือขาดทุนจากการขายนี้ได้ขึ้นอยู่กับราคาตลาดที่จะซื้อขาย ณ ขณะนั้น

โครงสร้างของตลาดตราสารหนี้

โครงสร้างของตลาดตราสารหนี้พิจารณาโดยอาศัยประเภทของตราสารหนี้ที่หมุนเวียนในตลาดตราสารหนี้ โดยแยกเป็น 2 ประเภทหลัก คือ ตราสารหนี้ภาครัฐ และตราสารหนี้ภาคเอกชน ซึ่งตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ส่วนใหญ่เป็นของภาครัฐ เนื่องจากภาครัฐมีความจำเป็นต้องลงทุนในโครงการต่างๆ เป็นจำนวนมาก ในขณะที่ตราสารหนี้ภาคเอกชนเพิ่งเริ่มมีบทบาทมากขึ้นในระยะเวลา 10 ปีที่ผ่านมา (สันติ กิระนันท์, 2547) ซึ่งการศึกษาโครงสร้างของตลาดตราสารหนี้ในครั้งนี้จะศึกษาในเรื่องอุปสงค์ตราสารหนี้ อุปทานตราสารหนี้ สภาพการณ์ตลาดตราสารหนี้ และสภาพการณ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องกับตลาดตราสารหนี้ โดยมีรายละเอียดดังนี้

อุปสงค์ตราสารหนี้

การที่ตลาดตราสารหนี้ขยายตัวมากขึ้น ช่วยทำให้ผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายย่อยมีทางเลือกในการลงทุนมากขึ้น นอกเหนือจากการออมโดยการฝากเงินกับธนาคารหรือการลงทุนในตลาดตราสารทุน การลงทุนในตราสารหนี้ได้รับผลตอบแทนที่ค่อนข้างแน่นอนและสม่ำเสมอ อันเป็นการช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการลงทุนจากการรับความเสี่ยงที่น้อยกว่าการลงทุนในตราสารทุน นอกจากนี้ยังสามารถเปลี่ยนมือได้ง่าย และสามารถใช้เป็นส่วนหนึ่งในการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องตามกฎหมายสำหรับธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงิน (สันติ กิระนันท์, 2547) ทั้งนี้ผู้ลงทุนสามารถพิจารณาที่จะเลือกลงทุนในตราสารหนี้ประเภทต่างๆ โดยพิจารณาในด้านวัตถุประสงค์ในการลงทุน ระยะเวลาในการลงทุน ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ และระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้

สำหรับรายได้ที่เกิดจากการลงทุนในตราสารหนี้ ได้แก่ ดอกเบี้ยรับ และกำไรจากการขายตราสารหนี้ โดยอัตราและวิธีการเสียภาษีของรายได้ดังกล่าวแยกตามประเภทของผู้ที่ได้รับรายได้ว่าเป็นบุคคลธรรมดาหรือนิติบุคคล และยังแบ่งประเภทย่อยเป็นในประเทศและต่างประเทศ ดังแสดงในตารางที่ 1 และ ตารางที่ 2 โดยนักลงทุนทั่วไปที่เป็นบุคคลธรรมดาในประเทศจะถูกหักภาษี ณ ที่จ่ายในอัตราร้อยละ 15 ของรายได้ทุกประเภทและมีสิทธิเลือกนำไปรวมคำนวณภาษี ณ สิ้นปีได้ และ

นิติบุคคลในประเทศให้นำรายได้ดังกล่าวไปรวมคำนวณภาษีตามอัตราที่ตนเสียภาษี โดยอาจหักภาษี ณ ที่จ่ายในอัตราร้อยละ 1 สำหรับนิติบุคคลบางประเภท และในกรณีที่เงินเป็นสถาบันการเงินจะต้องเสียภาษีธุรกิจเฉพาะในอัตราร้อยละ 3.3 ของรายได้ดอกเบี้ย

ตารางที่ 1 อัตราภาษีของบุคคลธรรมดา ณ วันที่ 1 กุมภาพันธ์ 2549

	รายได้จากดอกเบี้ย	กำไรจากการขาย	รายได้จากส่วนลด
ในประเทศ	- หักภาษี ณ ที่จ่าย 15% และมีสิทธิเลือกที่จะไม่นำไปรวมคำนวณภาษีรายได้สิ้นปี	- หักภาษี ณ ที่จ่าย 15% และมีสิทธิเลือกที่จะไม่นำไปรวมคำนวณภาษีรายได้สิ้นปี	- หักภาษี ณ ที่จ่าย 15% เฉพาะผู้ถือคนแรก และมีสิทธิเลือกที่จะไม่นำไปรวมคำนวณภาษีรายได้สิ้นปี
		ยกเว้น ตราสารหนี้ที่ไม่มีดอกเบี้ยที่ได้หักภาษี ณ ที่จ่าย 15% ไปแล้วจากผู้ถือคนแรก	
ต่างประเทศ	- หักภาษี ณ ที่จ่าย 15% ยกเว้น 1. ดอกเบี้ยพันธบัตรหรือหุ้นกู้ของรัฐบาล องค์การของรัฐบาล หรือสถาบันการเงินที่มีกฎหมายโดยเฉพาะของประเทศไทยจัดตั้งขึ้นสำหรับให้กู้ยืมเงินเพื่อส่งเสริมเกษตรกรรม พาณิชยกรรม หรืออุตสาหกรรม	- หักภาษี ณ ที่จ่าย 15% ยกเว้น 1. กำไรจากการขายตราสารหนี้ที่ไม่มีดอกเบี้ยที่ได้หักภาษี ณ ที่จ่าย 15% ไปแล้วจากผู้ถือคนแรก 2. พันธบัตรหรือหุ้นกู้ของรัฐบาล องค์การของรัฐบาล หรือสถาบันการเงินที่มีกฎหมายโดยเฉพาะของประเทศไทยจัดตั้งขึ้นสำหรับให้กู้ยืมเงินเพื่อส่งเสริมเกษตรกรรม พาณิชยกรรม หรืออุตสาหกรรม	- หักภาษี ณ ที่จ่าย 15% ยกเว้น เงินได้จากส่วนลดของพันธบัตรหรือหุ้นกู้ของรัฐบาล องค์การของรัฐบาล หรือสถาบันการเงินที่มีกฎหมายโดยเฉพาะของประเทศไทยจัดตั้งขึ้นสำหรับให้กู้ยืมเงินเพื่อส่งเสริมเกษตรกรรม พาณิชยกรรม หรืออุตสาหกรรม

ที่มา: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (2550)

ตารางที่ 2 อัตราภาษีของนิติบุคคล ณ วันที่ 1 กุมภาพันธ์ 2549

	รายได้จากดอกเบี้ย	กำไรจากการขาย	รายได้จากส่วนลด
ในประเทศ	- หักภาษี ณ ที่จ่าย 1% และให้นำไปรวมกับการคำนวณกำไรสุทธิ - หักภาษี ณ ที่จ่าย 10 % ในกรณีที่ผู้รับเป็นมูลนิธิหรือสมาคมที่ประกอบกิจการซึ่งมีรายได้แต่ไม่รวมถึงมูลนิธิหรือสมาคมที่รัฐมนตรีประกาศกำหนด และผู้จ่ายเป็นบริษัท หรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลซึ่งประกอบกิจการในไทย หรือเป็นธนาคารพาณิชย์ บริษัทตามกฎหมายว่าด้วยธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ ธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ - ไม่หักภาษี ณ ที่จ่าย สำหรับกรณีผู้รับและผู้จ่ายเป็นธนาคารพาณิชย์ บริษัทตามกฎหมายว่าด้วยธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ ธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ (กรณีที่เป็นสถาบันการเงิน จะต้องเสียภาษีธุรกิจเฉพาะในอัตรา 3.3 % ของรายได้ในส่วนของดอกเบี้ย)	- ไม่หักหักภาษี ณ ที่จ่าย แต่ต้องนำไปรวมกับการคำนวณกำไรสุทธิด้วย	- หักภาษี ณ ที่จ่าย 1% และให้นำไปรวมกับการคำนวณกำไรสุทธิด้วย - หักภาษี ณ ที่จ่าย 10 % ในกรณีที่ผู้รับเป็นมูลนิธิหรือสมาคมที่ประกอบกิจการซึ่งมีรายได้แต่ไม่รวมถึงมูลนิธิหรือสมาคมที่รัฐมนตรีประกาศ กำหนดและ ผู้จ่ายเป็นบริษัท หรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลซึ่งประกอบกิจการในไทย หรือเป็นธนาคารพาณิชย์ บริษัทตามกฎหมายว่าด้วยธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ ธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ - ไม่หักภาษี ณ ที่จ่าย สำหรับกรณีผู้รับและผู้จ่ายเป็นธนาคารพาณิชย์ บริษัทตามกฎหมายว่าด้วยธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ ธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ (กรณีที่เป็นสถาบันการเงิน จะต้องเสียภาษีธุรกิจเฉพาะในอัตรา 3.3 % ของรายได้จากส่วนลด)

ตารางที่ 2 (ต่อ)

	รายได้จากดอกเบี้ย	กำไรจากการขาย	รายได้จากส่วนลด
ต่างประเทศ*	- หักภาษี ณ ที่จ่าย 15%	- หักภาษี ณ ที่จ่าย 15%	- หักภาษี ณ ที่จ่าย 15%
			เฉพาะผู้ถือคนแรก
	<u>ยกเว้น</u>	<u>ยกเว้น</u>	<u>ยกเว้น</u>
	1. ดอกเบี้ยของพันธบัตรหรือ ดอกเบี้ยหุ้นกู้ของรัฐบาล หรือสถาบันการเงินที่มีกฎหมายโดยเฉพาะของประเทศ ไทยจัดตั้งขึ้นสำหรับให้กู้ยืมเงิน เพื่อส่งเสริมเกษตรกรรม พาณิชยกรรม หรืออุตสาหกรรม	1. พันธบัตรหรือหุ้นกู้ที่ออกโดยรัฐบาล องค์การของรัฐบาล หรือสถาบันการเงินที่มีกฎหมายโดยเฉพาะของประเทศไทยจัดตั้งขึ้นสำหรับให้กู้ยืมเงินเพื่อส่งเสริมเกษตรกรรม พาณิชยกรรม หรืออุตสาหกรรม	1. พันธบัตรรัฐบาลหรือหุ้นกู้ที่ออกโดยรัฐบาล องค์การของรัฐบาล หรือสถาบันการเงินที่มีกฎหมายโดยเฉพาะของประเทศไทยจัดตั้งขึ้นสำหรับให้กู้ยืมเงินเพื่อส่งเสริมเกษตรกรรม พาณิชยกรรมหรืออุตสาหกรรม

หมายเหตุ: * ต้องพิจารณาอนุสัญญาภาษีซ้อนที่อาจทำให้เสียภาษีในอัตราอื่นด้วย

ที่มา: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (2550)

สำหรับความเสี่ยงที่เกิดจากการลงทุนในตราสารหนี้ ได้แก่ ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย ความเสี่ยงจากการนำดอกเบี้ยที่ได้รับไปลงทุนต่อในอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระดอกเบี้ยหรือเงินต้นของตราสารหนี้ ความเสี่ยงจากการเกิดเหตุการณ์บางอย่างกับผู้ออก ความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่องของตราสารหนี้ ความเสี่ยงจากการลดลงของอำนาจซื้อ และความเสี่ยงจากสิทธิแฝงในตราสารหนี้ ซึ่งหากการลงทุนในตราสารหนี้มีความเสี่ยงสูง ผู้ลงทุนย่อมต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงเพื่อชดเชยความเสี่ยง

อุปทานตราสารหนี้

ตราสารหนี้ของไทยเกิดขึ้นเมื่อปี พ.ศ. 2476 โดยกระทรวงการคลังเป็นผู้ออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อระดมเงินทุนจากภายในประเทศเป็นครั้งแรก แต่หลังจากมีการก่อตั้งธนาคารแห่งประเทศไทยขึ้นในปี พ.ศ. 2485 ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงได้เข้ามามีบทบาทในการกำกับดูแลแทน โดยในช่วงต้นของตลาดตราสารหนี้ไทยสัดส่วนของพันธบัตรภาครัฐมีมูลค่าสูงกว่าร้อยละ 90 ของมูลค่าตลาดรวม

การระดมของภาครัฐโดยการออกพันธบัตรรัฐบาลยังมีปริมาณเพิ่มมากขึ้นเมื่อเริ่มใช้แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติตั้งแต่ปี พ.ศ. 2504 เป็นต้นมา โดยได้มีกำหนดแนวนโยบายที่มุ่งเน้นด้านการพัฒนาภาคอุตสาหกรรมและปรับปรุงด้านโครงสร้างพื้นฐานเป็นหลัก รัฐบาลในช่วงนั้นจึงมีรายจ่ายสูงกว่าการจัดเก็บภาษีเป็นจำนวนมหาศาล ซึ่งส่งผลให้งบประมาณของรัฐบาลขาดดุลอย่างต่อเนื่อง และมีความจำเป็นต้องระดมทุนด้วยการออกพันธบัตรรัฐบาลแทบทุกปี มูลค่าพันธบัตรรัฐบาลที่ออกในช่วง ปี พ.ศ. 2523 - 2526 มีอัตราการขยายตัวที่สูงถึงร้อยละ 17 ต่อปี ทั้งนี้ผู้ลงทุนรายสำคัญที่สุด คือ กลุ่มสถาบันการเงิน ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ และบริษัทเงินทุน ซึ่งสถาบันการเงินเหล่านี้ต้องถือพันธบัตรรัฐบาลไว้เป็นสำรองตามกฎหมายและเป็นเงื่อนไขในการขอเปิดสาขาใหม่

นับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2533 เป็นต้นมา รัฐบาลเริ่มมีฐานะการคลังดีขึ้นและมีงบประมาณเกินดุลมาโดยตลอด นับจากนั้นมารัฐบาลจึงไม่มีการออกพันธบัตรรัฐบาลมาสู่ตลาดอีกเลยจนถึงปัจจุบัน ประกอบกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาที่มีอัตราที่สูงทำให้ความต้องการพันธบัตรรัฐบาลมีอัตราที่สูงตามไปด้วย อุปทานตราสารหนี้ภาครัฐจึงเริ่มหดหายไปเป็นลำดับ ทั้งนี้เพราะสถาบันการเงินมีความจำเป็นต้องถือครองพันธบัตรรัฐบาลเพื่อบังคับเป็นสำรองตามกฎหมาย สถาบันการเงินส่วนใหญ่จึงเก็บพันธบัตรรัฐบาลไว้มากกว่าที่จะนำออกมาซื้อขายในตลาดรองทำให้สภาพตลาดพันธบัตรรัฐบาลในช่วงที่ผ่านมา มีสภาพคล่องที่ต่ำมาก ในขณะที่เดียวกันพันธบัตรรัฐวิสาหกิจเริ่มมีบทบาทในตลาดตราสารหนี้มากขึ้น โดยเริ่มจากปี พ.ศ. 2536 เนื่องจากความต้องการเงินลงทุนในโครงการด้านโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่และจากการที่รัฐบาลจำกัดเพดานการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศของหน่วยงานรัฐวิสาหกิจ

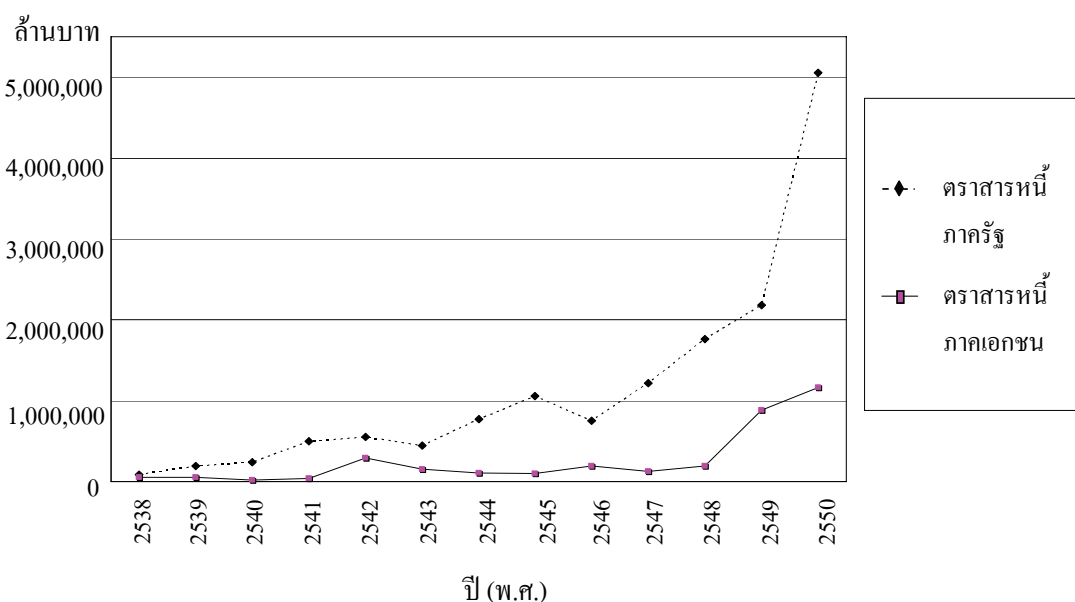
สำหรับตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชนในอดีตมีการระดมทุนโดยออกตราสารหนี้ค่อนข้างน้อย และส่วนใหญ่จะเป็นตราสารหนี้ระยะสั้น เนื่องจากปัญหาด้านกฎระเบียบของทางราชการมีความยุ่งยาก และผู้ลงทุนยังขาดความเข้าใจเกี่ยวกับตราสารหนี้ แต่มาเริ่มพัฒนากันอย่างจริงจังเมื่อมีการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เพราะเป็นการเปิดโอกาสให้บริษัทจำกัดและบริษัทมหาชนจำกัดสามารถออกตราสารหนี้เพื่อระดมทุนจากประชาชนได้โดยตรง ซึ่งต่างจากเดิมที่การออกตราสารหนี้ภาคเอกชนนั้นจำกัดอยู่แต่เฉพาะบริษัทมหาชนและบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น (สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย, 2550)

ทั้งนี้สาเหตุที่ภาครัฐและเอกชนเลือกที่จะระดมทุนในตราสารหนี้ เนื่องจากมีต้นทุนทางการเงินต่ำกว่าการระดมทุนโดยการออกตราสารทุน สามารถทราบต้นทุนทางการเงินที่ค่อนข้าง

แน่นอนและคงที่ในระยะเวลาที่กำหนดทำให้ง่ายต่อการวางแผนและบริหาร และสามารถนำดอกเบี้ยที่จ่ายให้แก่ผู้ถือตราสารหนี้มาหักเป็นค่าใช้จ่ายเพื่อประหยัดภาระภาษีลงได้

สภาพการณ์ตลาดตราสารหนี้

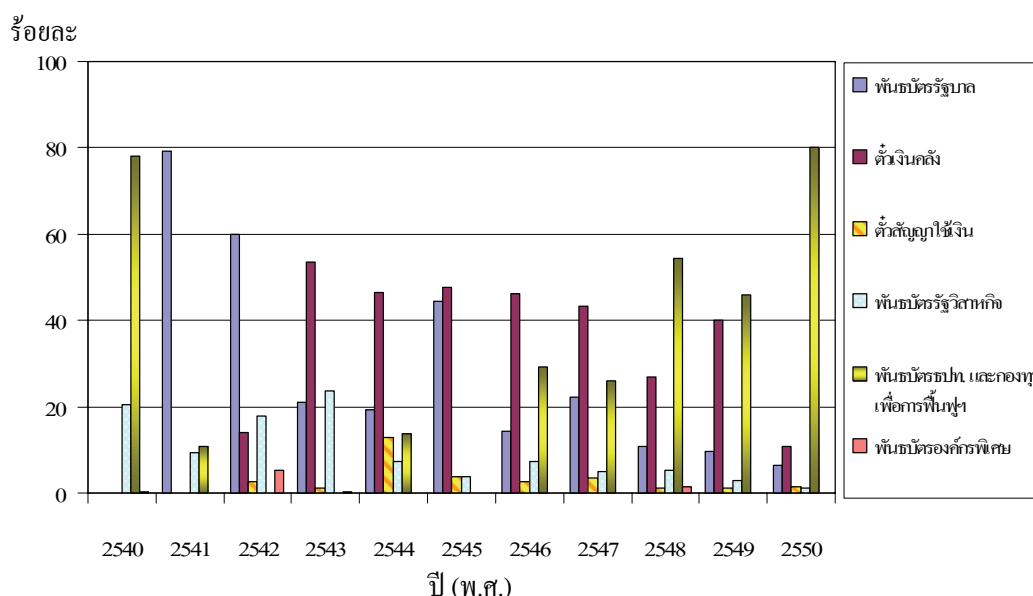
การระดมทุนโดยการออกตราสารหนี้เป็นช่องทางที่ได้รับความนิยมเพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่วิกฤตเศรษฐกิจครั้งใหญ่ในปี พ.ศ. 2540 (ภาพที่ 12) วิกฤตเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นได้ทำให้ทุกฝ่ายไม่ว่าภาครัฐหรือภาคเอกชนตระหนักถึงจุดอ่อนของการพัฒนาเศรษฐกิจที่พึ่งพาเงินจากต่างประเทศในจำนวนที่สูงเกินไป สถาบันการเงินและบริษัทเอกชนจำนวนมากประสบกับปัญหาความไม่มั่นคงทางการเงิน ภาครัฐบาลต้องออกพันธบัตรกู้เงินจากประชาชนและนักลงทุนเป็นจำนวนมากเพื่อชดเชยความเสียหายและปรับโครงสร้างแหล่งเงินทุนของกองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงิน ในขณะที่บริษัทเอกชนเริ่มทยอยออกขายหุ้นกู้เพื่อเป็นช่องทางระดมเงินทุนเพิ่มจากการขอสินเชื่อจากสถาบันการเงิน และจากการที่ตลาดตราสารหนี้ได้รับแรงส่งเสริมจากสภาวะอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศที่ตกต่ำเป็นเวลานานหลายปี อัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ของธนาคารอยู่ในระดับต่ำที่สุดในประวัติศาสตร์ทำให้นักลงทุนสถาบันและผู้มีเงินออมกับภาคธนาคารตระหนักถึงการกระจายเงินลงทุนไปสู่ตลาดตราสารหนี้



ภาพที่ 12 มูลค่าตราสารหนี้ออกใหม่แยกตามประเภทผู้ระดมทุนในปี พ.ศ. 2538 - 2550

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2551)

จากตารางที่ 3 จะเห็นได้ว่าตราสารหนี้ภาครัฐแบ่งเป็นประเภทต่างๆ ได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล ตั๋วเงินคลัง ตั๋วสัญญาใช้เงิน พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ พันธบัตรรพท.และกองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ และ พันธบัตรองค์กรพิเศษ โดยในช่วงปี พ.ศ. 2540 - 2542 รัฐบาลได้มีการออกพันธบัตรรัฐบาล และ พันธบัตรรพท.และกองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯจำนวนมาก เพื่อแก้ไขปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจที่เกิดขึ้น ทำให้ พันธบัตรรัฐบาล และพันธบัตรรพท.และกองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ มีสัดส่วนต่อปริมาณตราสารหนี้ ภาครัฐที่สูงมาก คือ ร้อยละ 78.2 ร้อยละ 90.2 และ ร้อยละ 60.0 ตามลำดับ โดยในปี พ.ศ. 2543 - 2547 รัฐบาลมีการลดปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาล และพันธบัตรรพท.และกองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ ซึ่งเป็นตราสารหนี้ระยะยาวและเพิ่มปริมาณการออกตราสารหนี้ระยะสั้น เช่น ตั๋วเงินคลัง และ ตั๋วสัญญาใช้เงิน ในสัดส่วนที่เพิ่มมากขึ้นจากก่อนหน้านี้ ทำให้ตั๋วเงินคลังและตั๋วสัญญาใช้เงินมี สัดส่วนต่อปริมาณตราสารหนี้ภาครัฐที่มากขึ้น คือ ร้อยละ 54.5 ร้อยละ 59.5 ร้อยละ 51.4 ร้อยละ 48.8 และร้อยละ 46.7 ตามลำดับ และในปี พ.ศ. 2548 - 2550 รัฐบาลได้มีการออกพันธบัตรรัฐบาล และ พันธบัตรรพท.และกองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯจำนวนมากเพื่อแก้ไขปัญหาสถาบันการเงิน ทำให้พันธบัตร รัฐบาล และพันธบัตรรพท.และกองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ มีสัดส่วนต่อปริมาณตราสารหนี้ภาครัฐที่สูงมาก อีกครั้งหนึ่ง คือ ร้อยละ 65.2 ร้อยละ 55.6 และร้อยละ 86.5 ตามลำดับ



ภาพที่ 13 สัดส่วนปริมาณตราสารหนี้ภาครัฐออกใหม่ในปี พ.ศ. 2540 - 2550

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2551)

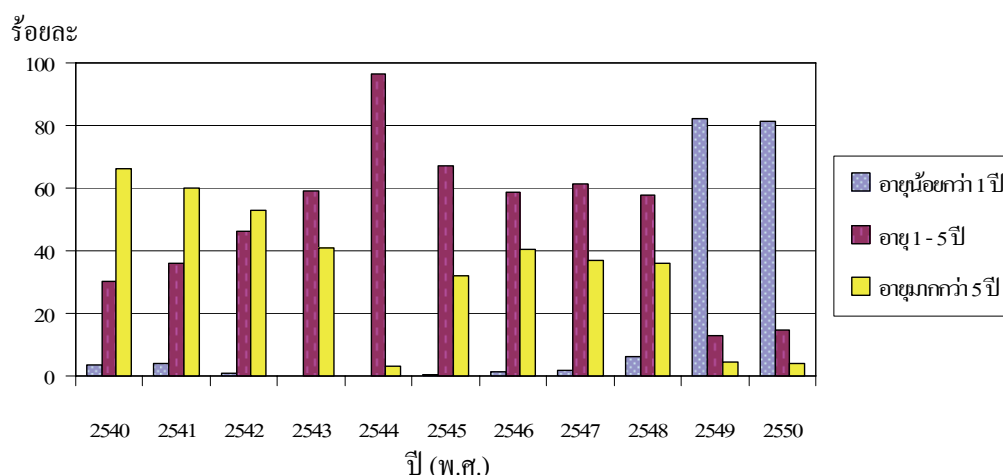
ตารางที่ 3 สัดส่วนปริมาณตราสารหนี้ภาครัฐออกใหม่ในปี พ.ศ. 2540 - 2550

(หน่วย: ร้อยละ)

	2540	2541	2542	2543	2544	2545	2546	2547	2548	2549	2550
พันธบัตรรัฐบาล	0.0	79.3	60.0	21.0	19.3	44.5	14.2	22.3	10.7	9.7	6.5
ตั๋วเงินคลัง	0.0	0.0	13.9	53.4	46.5	47.6	46.2	43.3	26.9	40.1	10.7
ตั๋วสัญญาใช้เงิน	0.0	0.0	2.7	1.1	13.0	3.8	2.6	3.4	1.1	1.1	1.4
พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ	20.4	9.3	17.7	23.7	7.4	3.8	7.4	4.9	5.2	3.0	1.3
พันธบัตรรพท.ฯ	78.2	10.9	0.0	0.0	13.6	0.0	29.1	26.0	54.5	45.9	80.0
พันธบัตรองค์กรพิเศษ	0.4	0.0	5.3	0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	1.5	0.0	0.0
รวม	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2551)

จากตารางที่ 4 จะเห็นได้ว่าตราสารหนี้ภาคเอกชน จะแบ่งเป็นประเภทต่างๆ ได้แก่ ตราสารหนี้อายุน้อยกว่า 1 ปี ตราสารหนี้อายุ 1 - 5 ปี และตราสารหนี้อายุมากกว่า 5 ปี โดยในช่วงปี พ.ศ. 2540 - 2548 ภาคเอกชนมีการระดมทุนโดยการออกตราสารหนี้ระยะยาว (ตราสารหนี้อายุ 1 ปีขึ้นไป) เป็นสัดส่วนที่สูงมากเมื่อเทียบกับตราสารหนี้ภาคเอกชนที่ออกใหม่ เนื่องจากช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2540 ระบบธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถทำหน้าที่ในการระดมและจัดสรรเงินทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ ภาคธุรกิจเอกชนจึงพากันระดมทุนด้วยการออกหุ้นกู้ขายแก่ประชาชน คือ ร้อยละ 96.5 ร้อยละ 95.9 ร้อยละ 99.2 ร้อยละ 99.8 ร้อยละ 99.9 ร้อยละ 99.4 ร้อยละ 98.8 ร้อยละ 98.2 และร้อยละ 93.7 ตามลำดับ แต่ในช่วงปี พ.ศ. 2549 - 2550 ภาคเอกชนหันมาระดมทุนโดยการออกตราสารหนี้ระยะสั้นเพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนเพิ่มมากขึ้น เนื่องจากธนาคารพาณิชย์ชะลอการปล่อยสินเชื่อจากปัญหา NPL และการดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง และการที่ ก.ล.ด. ได้มีการปรับปรุงหลักเกณฑ์และให้มีการรายงานเกี่ยวกับการออกตั๋วเงินที่เป็นหลักทรัพย์และหุ้นกู้ระยะสั้น ทำให้การออกหลักทรัพย์ดังกล่าวมีความสะดวกและคล่องตัวขึ้น ดังนั้นบริษัทเอกชนที่ต้องการเงินทุนจึงหันมาระดมทุนโดยออกตราสารหนี้ระยะสั้นด้วยตนเอง ทำให้ตราสารหนี้ระยะสั้นมีสัดส่วนต่อปริมาณตราสารหนี้ภาคเอกชนที่สูงมาก คือ ร้อยละ 82.4 และร้อยละ 81.2 ตามลำดับ



ภาพที่ 14 สัดส่วนปริมาณตราสารหนี้ภาคเอกชนออกใหม่ในปี พ.ศ. 2540 - 2550
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2551)

ตารางที่ 4 สัดส่วนปริมาณตราสารหนี้ภาคเอกชนออกใหม่ในปี พ.ศ. 2540 - 2550

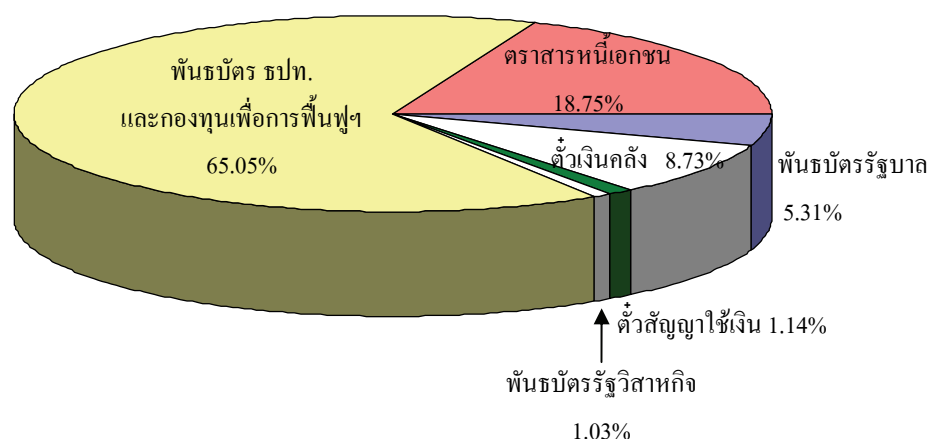
(หน่วย: ร้อยละ)

	2540	2541	2542	2543	2544	2545	2546	2547	2548	2549	2550
อายุน้อยกว่า 1 ปี	3.6	4.1	0.7	0.2	0.2	0.6	1.2	1.9	6.3	82.4	81.2
อายุ 1 - 5 ปี	30.3	35.8	46.3	59.1	96.6	67.3	58.5	61.2	57.6	13.0	14.7
อายุมากกว่า 5 ปี	66.2	60.1	52.9	40.7	3.3	32.1	40.3	37.0	36.1	4.6	4.2
รวม	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2551)

ซึ่งจากข้อมูลทางสถิติของธนาคารแห่งประเทศไทยในปี พ.ศ.2550 (ภาพที่ 15) พบว่า ณ สิ้นไตรมาสที่ 4 ของปี พ.ศ. 2550 ปริมาณตราสารหนี้ใหม่ภาครัฐ มีมูลค่า 5,055,889.29 ล้านบาท หรือคิดเป็นร้อยละ 81.25 ในขณะที่ปริมาณตราสารหนี้ภาคเอกชนหรือหุ้นกู้ใหม่มีมูลค่า 1,166,897.93 ล้านบาท หรือคิดเป็นร้อยละ 18.75 ซึ่งสามารถคิดเป็นสัดส่วนระหว่างมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐต่อมูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชนได้ประมาณ 4:1 ซึ่งเป็นผลจากการที่รัฐบาลได้มีการออกพันธบัตรรพท.และกองทุนเพื่อการฟื้นฟูจำนวนมากเพื่อแก้ไขปัญหาสถาบันการเงิน พันธบัตรรพท.และกองทุนเพื่อการฟื้นฟู จึงมีอัตราดอกเบี้ยที่สูงมาก โดยตราสารหนี้ใหม่ประเภทต่างๆ ในตลาดตราสารหนี้ปี พ.ศ.2550 มีรายละเอียดดังนี้ มูลค่าของพันธบัตรรัฐบาลมีสัดส่วนประกอบร้อยละ 5.31 ตัวเงินคลังมีสัดส่วนประกอบร้อยละ 8.73 ตัวสัญญาใช้เงินมีสัดส่วนประกอบร้อยละ 1.14 พันธบัตรรัฐวิสาหกิจมีสัดส่วนประกอบร้อยละ 1.03 พันธบัตรธนาคารแห่ง

ประเทศไทยและกองทุนเพื่อการฟื้นฟูสถาบันการเงินมีสัดส่วนประกอบร้อยละ 65.05 และหุ้นกู้ภาคเอกชนมีสัดส่วนประกอบร้อยละ 18.75 ของมูลค่าตราสารหนี้ใหม่ออกใหม่



ภาพที่ 15 ตราสารหนี้ใหม่ออกใหม่ประเภทต่างๆ ในปี พ.ศ. 2550

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2551)

จากข้อมูลข้างต้นแสดงให้เห็นว่าตราสารหนี้ภาคเอกชนมีสัดส่วนจำนวนน้อยมากเมื่อเทียบกับตราสารหนี้ภาครัฐ แต่อย่างไรก็ตามตราสารหนี้ภาคเอกชนเริ่มมีบทบาทเพิ่มขึ้นในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา ซึ่งมีสาเหตุหลักๆ เนื่องมาจาก (สันติ กิระนันท์, 2547)

1. การประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535
2. การจัดตั้งบริษัทไทยเรตติ้งเอนด์อินฟอร์เมชันเซอร์วิส จำกัด (TRIS) ในปี พ.ศ. 2536 และการจัดตั้งบริษัทฟิทช์เรตติ้ง (ประเทศไทย) จำกัด (FITCH) ในปี พ.ศ. 2544
3. การจัดตั้งชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ในปี พ.ศ. 2537 ซึ่งพัฒนาเป็นศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ในปี พ.ศ. 2540 และ พ.ศ. 2548 ตามลำดับ
4. ผู้ออกตราสารหนี้ได้ตระหนักถึงความสำคัญของการระดมทุนโดยการออกตราสารหนี้
5. ผู้ลงทุนมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนในตราสารหนี้มากขึ้น

6. ในปลายปี พ.ศ. 2545 มีการประกาศใช้วิธี Non-Competitive Bid สำหรับผู้ลงทุนรายย่อย ในการซื้อพันธบัตรรัฐบาลโดยตรง

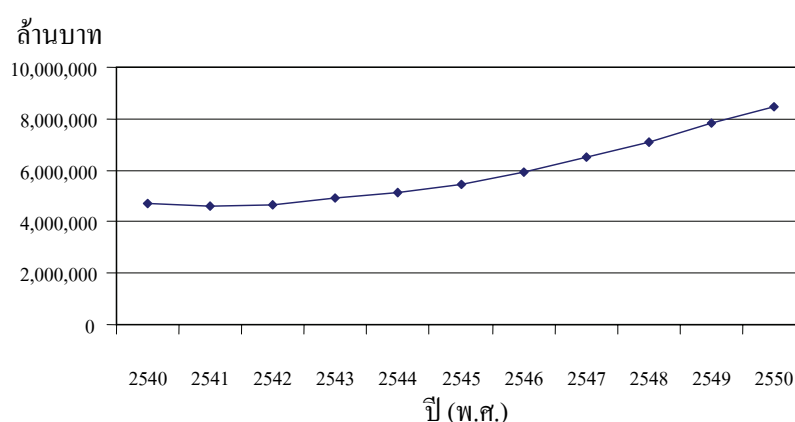
7. ในปลายปี พ.ศ. 2546 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดตั้งตลาดตราสารหนี้ (BEX) เพื่ออำนวยความสะดวกแก่ผู้ลงทุนในหุ้นกู้ และในปี พ.ศ. 2547 BEX ได้พัฒนาเพื่อให้บริการครอบคลุมผู้ลงทุนทุกประเภทและครอบคลุมตราสารหนี้ทุกชนิด

สภาพการณ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องกับตลาดตราสารหนี้

สภาพการณ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องกับตลาดตราสารหนี้ ได้แก่ มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ มูลค่าการลงทุนภาครัฐและเอกชน และมูลค่าการกู้ยืมภาครัฐและเอกชนคงค้าง ในช่วงปี พ.ศ. 2540 - 2550 มีรายละเอียดดังนี้

มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ

จากภาพที่ 16 พบว่าในช่วงปี พ.ศ. 2540 - 2550 มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากการที่ภาครัฐบาลและเอกชนพยายามหาแนวทางเร่งรัดความเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยการขยายผลผลิตในภาคเศรษฐกิจต่างๆ เพื่อให้เศรษฐกิจของประเทศมีการฟื้นตัวจากวิกฤตเศรษฐกิจที่เกิดขึ้น โดยในปี พ.ศ. 2540 มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศมีค่าเท่ากับ 4,732,610 ล้านบาท และในปี พ.ศ. 2550 มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศมีค่าเพิ่มขึ้นเป็น 8,485,200 ล้านบาท ซึ่งเพิ่มสูงขึ้น 1.8 เท่า ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา

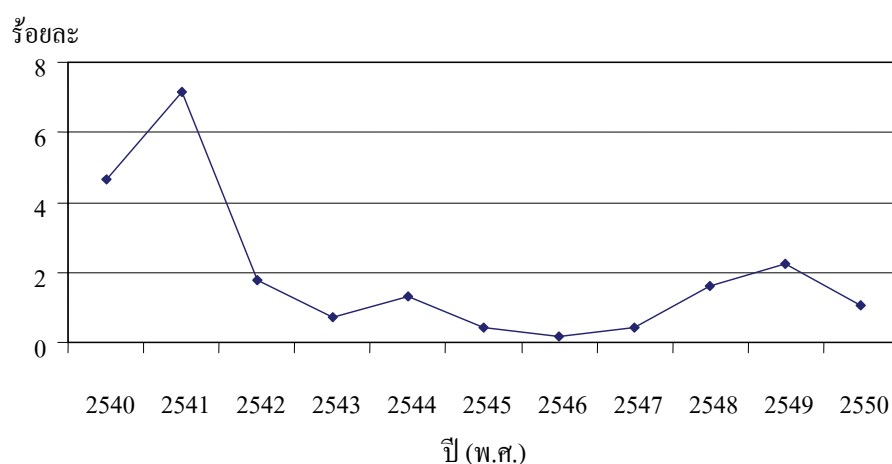


ภาพที่ 16 มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศในปี พ.ศ. 2540 - 2550

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2551)

อัตราเงินเฟ้อ

จากภาพที่ 17 พบว่าอัตราเงินเฟ้อมีความผันผวนในช่วงปี พ.ศ. 2540 - 2550 กล่าวคือ ในช่วงปี พ.ศ. 2541 - 2546 อัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากประสบปัญหา ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 และมีแนวโน้มที่จะเพิ่มสูงขึ้นในช่วงปี พ.ศ. 2547 - 2549 โดย ในปี พ.ศ. 2540 อัตราเงินเฟ้อมีค่าเท่ากับร้อยละ 4.66 และในปี พ.ศ. 2550 อัตราเงินเฟ้อมีค่าลดลง เป็นร้อยละ 1.05 ซึ่งลดลง 4.4 เท่า ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา

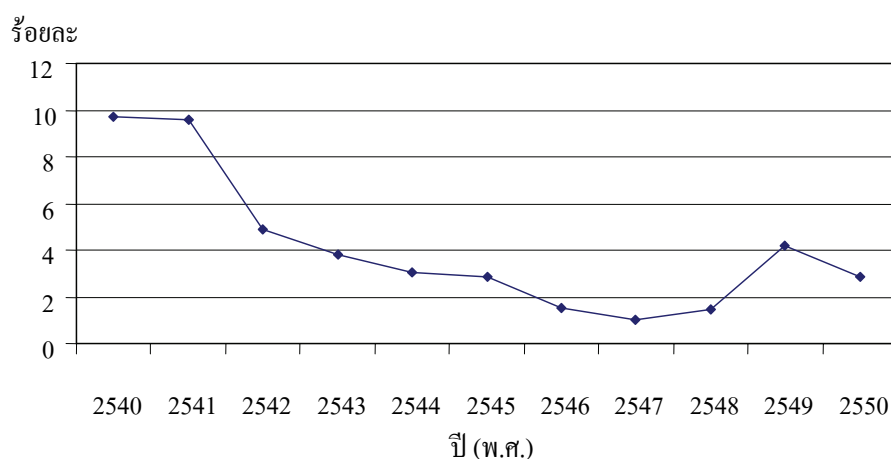


ภาพที่ 17 อัตราเงินเฟ้อในปี พ.ศ. 2540 - 2550

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2551)

อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน

จากภาพที่ 18 พบว่าในช่วงปี พ.ศ. 2540 - 2550 อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากนโยบายทางการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 โดยในปี พ.ศ. 2540 อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือนมีค่าเท่ากับร้อยละ 9.71 และในปี พ.ศ. 2550 อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือนมีค่าลดลงเป็นร้อยละ 2.84 ซึ่งลดลง 3.4 เท่า ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา

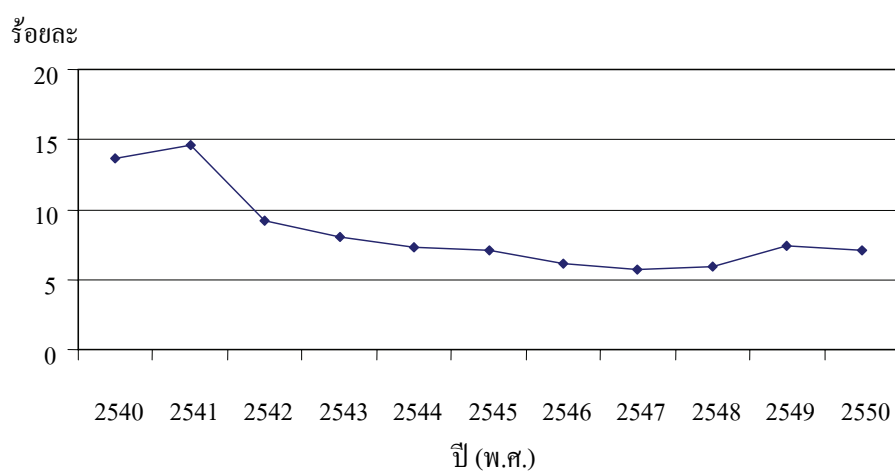


ภาพที่ 18 อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือนในปี พ.ศ. 2540 - 2550

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2551)

อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ

จากภาพที่ 19 พบว่าในช่วงปี พ.ศ. 2540 - 2550 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากนโยบายทางการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 โดยในปี พ.ศ. 2540 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำมีค่าเท่ากับร้อยละ 13.65 และในปี พ.ศ. 2550 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำมีค่าลดลงเป็นร้อยละ 7.14 ซึ่งลดลง 1.9 เท่า ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา

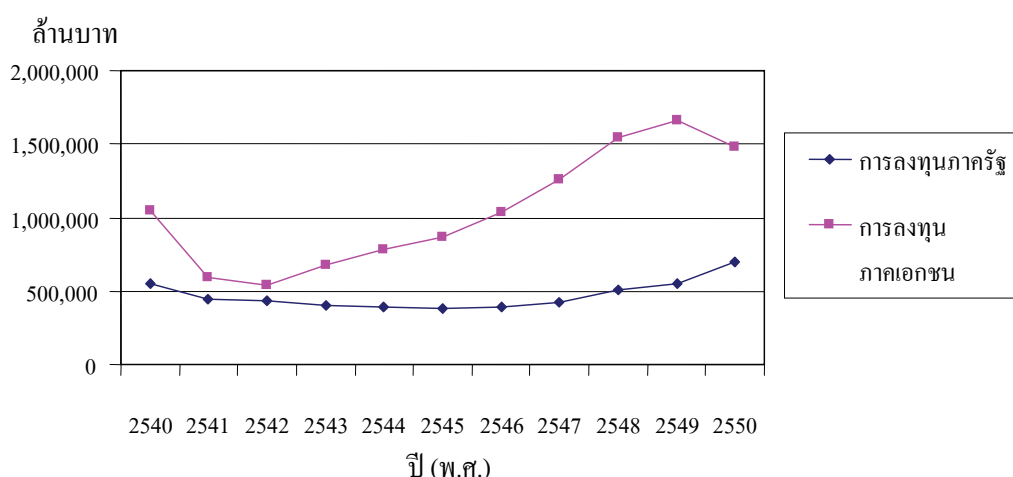


ภาพที่ 19 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำในปี พ.ศ. 2540 - 2550

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2551)

มูลค่าการลงทุนภาครัฐและเอกชน

จากภาพที่ 20 มูลค่าการลงทุนภาครัฐมีความผันผวนในช่วงปี พ.ศ. 2540 - 2550 กล่าวคือ ปี พ.ศ. 2540 - 2545 มูลค่าการลงทุนภาครัฐมีมูลค่าลดลงอย่างต่อเนื่อง และมีแนวโน้มที่จะเพิ่มสูงขึ้น ในช่วงปี พ.ศ. 2546 - 2550 โดยในปี พ.ศ. 2540 มูลค่าการลงทุนภาครัฐมีค่าเท่ากับ 550,151 ล้านบาท และในปี พ.ศ. 2550 มูลค่าการลงทุนภาครัฐมีค่าเพิ่มขึ้นเป็น 696,322 ล้านบาท ซึ่งเพิ่มขึ้น 1.27 เท่า ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา ในขณะที่มูลค่าการลงทุนภาคเอกชนก็มีความผันผวนในช่วงปี พ.ศ. 2540 - 2550 กล่าวคือ ปี พ.ศ. 2540 - 2543 มูลค่าการลงทุนภาคเอกชนมีมูลค่าลดลงอย่างต่อเนื่อง และมีแนวโน้มที่จะเพิ่มสูงขึ้นในช่วงปี พ.ศ. 2544 - 2549 โดยในปี พ.ศ. 2540 มูลค่าการลงทุนภาคเอกชนมีค่าเท่ากับ 1,048,482 ล้านบาท และในปี พ.ศ. 2550 มูลค่าการลงทุนภาคเอกชนมีค่าเพิ่มขึ้นเป็น 1,476,783 ล้านบาท ซึ่งเพิ่มขึ้น 1.41 เท่า ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา



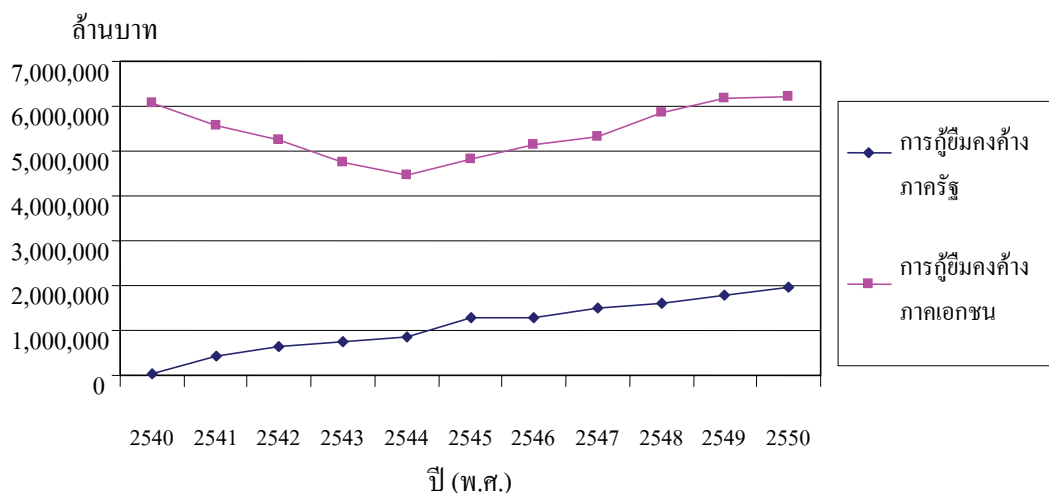
ภาพที่ 20 มูลค่าการลงทุนภาครัฐและเอกชนในปี พ.ศ. 2540 - 2550

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2551)

มูลค่าการกู้ยืมภาครัฐและเอกชนคงค้าง

จากภาพที่ 21 พบว่าในช่วงปี พ.ศ. 2540 - 2550 มูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐมีมูลค่าสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่ก็ยังมีมูลค่าไม่มากนักเมื่อเทียบกับมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาคเอกชน โดย ณ สิ้นปี พ.ศ. 2540 มูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐมีค่าเท่ากับ 31,754 ล้านบาท และ ณ สิ้นปี พ.ศ. 2550 มูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐมีค่าเพิ่มขึ้นเป็น 1,957,987 ล้านบาท ซึ่งเพิ่มสูงขึ้นถึง 61 เท่า ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา ในขณะที่มูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาคเอกชนมีความผันผวนในช่วงปี พ.ศ. 2540 - 2550 กล่าวคือ

ในช่วงปี พ.ศ. 2541 - 2544 มูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาคเอกชนมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากสถาบันการเงินชะลอการปล่อยสินเชื่อ และมีแนวโน้มที่จะเพิ่มสูงขึ้นในช่วงปี พ.ศ. 2545 - 2550 โดย ณ สิ้นปี พ.ศ. 2540 มูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาคเอกชนมีค่าเท่ากับ 6,084,068 ล้านบาท และ ณ สิ้นปี พ.ศ. 2550 มูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาคเอกชนมีค่าเพิ่มขึ้นเป็น 6,212,413 ล้านบาท ซึ่งเพิ่มขึ้นเป็น 1.02 เท่า ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา



ภาพที่ 21 มูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐและเอกชน ณ สิ้นปี พ.ศ. 2540 - 2550
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2551)

บทที่ 4

ผลการวิจัยและข้อวิจารณ์

ผลการวิจัย

การวิจัยถึงปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้เป็นการวิเคราะห์ถึงปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ จากแนวคิดและทฤษฎีสามารถสรุปปัจจัยที่กำหนดอุปสงค์และอุปทานของตราสารหนี้เพื่อนำมาใช้ในการวิเคราะห์ถึงปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้ โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2540 ถึง ไตรมาสที่ 3 พ.ศ. 2550 และวิเคราะห์โดยใช้วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สมการถดถอยเชิงซ้อน ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด เพื่อหาระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม ได้แก่ มูลค่าตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ (TCM) กับตัวแปรอิสระ ได้แก่ มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) อัตราเงินเฟ้อ (Inf) อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) มูลค่าการลงทุน (I) และมูลค่าการกู้ยืมคงค้าง (DD) ซึ่งผลการวิเคราะห์จะพิจารณาจากค่า R^2 , ค่า F-test, ค่า t-test และค่า Durbin-Watson

ปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้

การวิจัยถึงปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้ สามารถแยกการวิเคราะห์ออกเป็น 3 แบบจำลองตามประเภทของผู้ระดมทุน ซึ่งผลการวิเคราะห์มีรายละเอียดดังนี้ คือ

1. ปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐในตลาดตราสารหนี้

$$TCM_{p1} = f(GDP, Inf, Ei, MLR, I_{p1}, DD_{p1})$$

โดยกำหนดให้

$$TCM_{p1} = \text{มูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐ (ล้านบาท)}$$

GDP	=	มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ณ ราคาตลาด (ล้านบาท)
Inf	=	อัตราเงินเฟ้อ (ร้อยละ)
Ei	=	อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (ร้อยละ)
MLR	=	อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (ร้อยละ)
I_{pl}	=	มูลค่าการลงทุนภาครัฐ (ล้านบาท)
DD_{pl}	=	มูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐ ณ สิ้นไตรมาส (ล้านบาท)

การศึกษาทำให้ได้สมการที่แสดงถึง มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) อัตราเงินเฟ้อ (Inf) อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) มูลค่าการลงทุนภาครัฐ (I_{pl}) และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐ (DD_{pl}) ที่มีผลต่อมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐ (TCM_{pl}) ดังนี้

$$\begin{aligned}
 TCM_{pl} = & -1,589,598 - 0.12 GDP - 61,016.3 Inf - 59,033.8 Ei \\
 & (-3.611)*** \quad (-0.348) \quad (-1.947)* \quad (-1.333) \\
 & + 147,673.4 MLR + 5.009 I_{pl} + 0.611 DD_{pl} \\
 & (2.519)** \quad (3.17)*** \quad (2.99)***
 \end{aligned} \tag{4}$$

R	=	0.905	F	=	27.005***
R^2	=	0.818	D.W.	=	1.241
Adjusted R^2	=	0.788	SE	=	142,692.009

*** มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

** มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

* มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

จากการทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าวสามารถกล่าวได้ว่า ตัวแปรอิสระที่กำหนดไว้ในสมการ คือ มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) อัตราเงินเฟ้อ (Inf) อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) มูลค่าการลงทุนภาครัฐ (I_{pl}) และมูลค่าการกู้ยืม

คงค้างภาครัฐ (DD_{p1}) สามารถที่จะอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐ (TCM_{p1}) ได้ร้อยละ 81.8 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 18.2 เป็นการเปลี่ยนแปลงที่เกิดจากปัจจัยอื่น

ทั้งนี้จากการตรวจสอบค่านัยสำคัญทางสถิติของการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ ปรากฏว่า ตัวแปรมูลค่าการลงทุนภาครัฐ (I_{p1}) และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐ (DD_{p1}) สามารถอธิบายผลที่มีต่อมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐ (TCM_{p1}) ได้ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) สามารถอธิบายผลที่มีต่อมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐ (TCM_{p1}) ได้ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 อัตราเงินเฟ้อ (Inf) สามารถอธิบายผลที่มีต่อมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐ (TCM_{p1}) ได้ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 และมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) และอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) ไม่สามารถอธิบายผลที่มีต่อมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐ (TCM_{p1}) ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงได้ทดลองสร้างความสัมพันธ์ของตัวแปรใหม่ โดยได้ทำการทดสอบความสัมพันธ์ของมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐ (TCM_{p1}) กับตัวแปรอิสระในรูปแบบต่างๆ ทำให้ได้สมการที่ดีที่สุดคือ สมการที่แสดงถึง อัตราเงินเฟ้อ (Inf) อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) มูลค่าการลงทุนภาครัฐ (I_{p1}) และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐ (DD_{p1}) ซึ่งสามารถแสดงรูปแบบของความสัมพันธ์ได้ดังนี้

$$\begin{aligned}
 TCM_{Pub} = & -1,680,658 - 64,614.196 \text{ Inf} - 64,342.493 \text{ Ei} + 152,782.47 \text{ MLR} \\
 & (-4.805)^{***} \quad (-2.211)^{**} \quad (-1.566) \quad (2.725)^{***} \\
 & + 4.699 I_{p1} + 0.55 DD_{p1} \\
 & (3.644)^{***} \quad (5.457)^{***}
 \end{aligned} \tag{5}$$

$$\begin{array}{llll}
 R & = & 0.904 & F & = & 33.169^{***} \\
 R^2 & = & 0.818 & D.W. & = & 1.229 \\
 \text{Adjusted } R^2 & = & 0.793 & SE & = & 140,986.97
 \end{array}$$

*** มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

** มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

เมื่อพิจารณาตัวแปรอิสระที่เหลือ ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ (Inf) อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) มูลค่าการลงทุนภาครัฐ (I_{p1}) และมูลค่าการกู้ยืมคงค้าง

ภาครัฐ (DD_{p1}) สามารถที่จะอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐ (TCM_{p1}) ได้ร้อยละ 81.8 ซึ่งมีค่าเท่ากับสมการก่อนหน้านี้ แสดงให้เห็นว่ามูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐ (TCM_{p1}) โดยเมื่อพิจารณาค่า F-stat แล้วพบว่าแบบจำลองนี้มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นถึงร้อยละ 99 และจากการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ปรากฏว่าค่า Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 1.229 ซึ่งอยู่ในช่วงที่สรุปไม่ได้ว่าเกิดปัญหาสหสัมพันธ์ในตัวเองหรือไม่ ทางด้านความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระในแบบจำลองข้างต้น สามารถพิจารณาในรายละเอียดต่อไปนี้ คือ

พิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราเงินเฟ้อ พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 กล่าวคือ เมื่ออัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้มูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐลดลง 64,614.196 ล้านบาท เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่

สำหรับค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐ กล่าวคือ เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือนเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้มูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐลดลง 64,342.493 ล้านบาท เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่

สำหรับค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 กล่าวคือ เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้มูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐเพิ่มขึ้น 152,782.47 ล้านบาท เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่

สำหรับค่าสัมประสิทธิ์ของมูลค่าการลงทุนภาครัฐ พบว่ามีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 กล่าวคือ เมื่อมูลค่าการลงทุนภาครัฐเพิ่มขึ้น 1 ล้านบาท จะทำให้มูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐเพิ่มขึ้น 4.699 ล้านบาท เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่

สำหรับค่าสัมประสิทธิ์ของมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐ พบว่ามีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 กล่าวคือ เมื่อมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐเพิ่มขึ้น 1 ล้านบาท จะทำให้มูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐเพิ่มขึ้น 0.55 ล้านบาท เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่

จากผลการศึกษาข้างต้นอาจกล่าวได้ว่า การระดมทุนของภาครัฐในตลาดตราสารหนี้ถูกกำหนดด้วยปัจจัย 5 ปัจจัย ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ (Inf) อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) มูลค่าการลงทุนภาครัฐ (I_{p1}) และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐ (DD_{p1})

2. ปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้

$$TCM_{p2} = f(GDP, Inf, Ei, MLR, I_{p2}, DD_{p2})$$

โดยกำหนดให้

$$\begin{aligned} TCM_{p2} &= \text{มูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชน (ล้านบาท)} \\ GDP &= \text{มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ณ ราคาตลาด (ล้านบาท)} \\ Inf &= \text{อัตราเงินเฟ้อ (ร้อยละ)} \\ Ei &= \text{อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (ร้อยละ)} \\ MLR &= \text{อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (ร้อยละ)} \\ I_{p2} &= \text{มูลค่าการลงทุนภาคเอกชน (ล้านบาท)} \\ DD_{p2} &= \text{มูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาคเอกชน ณ สิ้นไตรมาส (ล้านบาท)} \end{aligned}$$

การศึกษาทำให้ได้สมการที่แสดงถึง มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) อัตราเงินเฟ้อ (Inf) อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) มูลค่าการลงทุนภาคเอกชน (I_{p2}) และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาคเอกชน (DD_{p2}) ที่มีผลต่อมูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชน (TCM_{p2}) ดังนี้

$$\begin{aligned} TCM_{p2} = & -662,099 + 0.354 GDP - 28,005.4 Inf + 15,891.482 Ei \\ & (-5.342)^{***} \quad (4.577)^{***} \quad (-3.336)^{***} \quad (1.275) \\ & + 4,813.281 MLR - 0.567 I_{p2} + 0.058 DD_{p2} \\ & (0.289) \quad (-3.476)^{***} \quad (2.027)^{**} \end{aligned} \quad (6)$$

R	=	0.901	F	=	25.83***
R ²	=	0.812	D.W.	=	1.527
Adjusted R ²	=	0.780	SE	=	40,542.23

*** มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

** มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

จากการทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าวสามารถกล่าวได้ว่า ตัวแปรอิสระที่กำหนดไว้ในสมการ คือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) อัตราเงินเฟ้อ (Inf) อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) มูลค่าการลงทุนภาคเอกชน (I_{p2}) และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาคเอกชน (DD_{p2}) สามารถที่จะอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชน (TCM_{p2}) ได้ร้อยละ 81.2 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 18.8 เป็นการเปลี่ยนแปลงที่เกิดจากปัจจัยอื่น

ทั้งนี้จากการตรวจสอบค่านัยสำคัญทางสถิติของการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ ปรากฏว่า ตัวแปรมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) อัตราเงินเฟ้อ (Inf) และมูลค่าการลงทุนภาคเอกชน (I_{p2}) สามารถอธิบายผลที่มีต่อมูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชน (TCM_{p2}) ได้ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 มูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาคเอกชน (DD_{p2}) สามารถอธิบายผลที่มีต่อมูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชน (TCM_{p2}) ได้ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) และอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) ไม่สามารถอธิบายผลที่มีต่อมูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชน (TCM_{p2}) ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงได้ทดลองสร้างความสัมพันธ์ของตัวแปรใหม่ โดยได้ทำการทดสอบความสัมพันธ์ของมูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชน (TCM_{p2}) กับตัวแปรอิสระในรูปแบบต่างๆ ทำให้ได้สมการที่ดีที่สุด คือ สมการที่แสดงถึง มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) อัตราเงินเฟ้อ (Inf) อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) มูลค่าการลงทุนภาคเอกชน (I_{p2}) และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาคเอกชน (DD_{p2}) ซึ่งสามารถแสดงรูปแบบของความสัมพันธ์ได้ดังนี้

$$\begin{aligned}
 TCM_{p2} = & -635,879 + 0.347 GDP - 26,505.5 Inf + 19,092.687 Ei \\
 & (-7.628)*** \quad (4.756)*** \quad (-4.069)*** \quad (3.386)*** \\
 & - 0.574 I_{p2} + 0.059 DD_{p2} \\
 & (-3.59)*** \quad (2.163)**
 \end{aligned} \tag{7}$$

R	=	0.901	F	=	31.767***
R ²	=	0.811	D.W.	=	1.527
Adjusted R ²	=	0.786	SE	=	40,036.951

*** มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

** มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

เมื่อพิจารณาตัวแปรอิสระที่เหลือ ได้แก่ มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) อัตราเงินเฟ้อ (Inf) อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) มูลค่าการลงทุนภาคเอกชน (I_{p2}) และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาคเอกชน (DD_{p2}) สามารถที่จะอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชน (TCM_{p2}) ได้ร้อยละ 81.1 ซึ่งมีค่าใกล้เคียงกับสมการก่อนหน้านี้ แสดงให้เห็นว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชน (TCM_{p2}) โดยเมื่อพิจารณาค่า F-stat แล้วพบว่าแบบจำลองนี้มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นถึงร้อยละ 99 และจากการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ปรากฏว่าค่า Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 1.527 ซึ่งอยู่ในช่วงที่สรุปไม่ได้ว่าเกิดปัญหาสหสัมพันธ์ในตัวหรือไม่ ทางด้านความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระในแบบจำลองข้างต้น สามารถพิจารณาในรายละเอียดต่อไปนี้ คือ

พิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ของมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชน ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 กล่าวคือ เมื่อมูลค่าผลิตภัณฑ์ในประเทศเพิ่มขึ้น 1 ล้านบาท จะทำให้มูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชนเพิ่มขึ้น 0.347 ล้านบาท เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่

สำหรับค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราเงินเฟ้อ พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชน ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 กล่าวคือ เมื่ออัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้มูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชนลดลง 26,505.5 ล้านบาท เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่

สำหรับค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชน ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 กล่าวคือ เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือนเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้มูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชนเพิ่มขึ้น 19,092.687 ล้านบาท เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่

สำหรับค่าสัมประสิทธิ์ของมูลค่าการลงทุนภาคเอกชน พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชน ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 กล่าวคือ เมื่อมูลค่าการลงทุนภาคเอกชนเพิ่มขึ้น 1 ล้านบาท จะทำให้มูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชนลดลง 0.574 ล้านบาท เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่

สำหรับค่าสัมประสิทธิ์ของมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาคเอกชน พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชน ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 กล่าวคือ เมื่อมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาคเอกชนเพิ่มขึ้น 1 ล้านบาท จะทำให้มูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชนเพิ่มขึ้น 0.059 ล้านบาท เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่

จากผลการศึกษาข้างต้นอาจกล่าวได้ว่า การระดมทุนของภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ถูกกำหนดด้วยปัจจัย 5 ปัจจัย ได้แก่ มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) อัตราเงินเฟ้อ (Inf) อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) มูลค่าการลงทุนภาคเอกชน (I_{p2}) และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาคเอกชน (DD_{p2})

3. ปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้

$$TCM_{p1+p2} = f(GDP, Inf, Ei, MLR, I_{p1+p2}, DD_{p1+p2})$$

โดยกำหนดให้

$$TCM_{p1+p2} = \text{มูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชน (ล้านบาท)}$$

$$GDP = \text{มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ณ ราคาตลาด (ล้านบาท)}$$

$$Inf = \text{อัตราเงินเฟ้อ (ร้อยละ)}$$

$$Ei = \text{อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (ร้อยละ)}$$

$$MLR = \text{อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (ร้อยละ)}$$

$$I_{p1+p2} = \text{มูลค่าการลงทุนภาครัฐและเอกชน (ล้านบาท)}$$

$$DD_{p1+p2} = \text{มูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐและเอกชน ณ สิ้นไตรมาส (ล้านบาท)}$$

การศึกษาทำให้ได้สมการที่แสดงถึง มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) อัตราเงินเฟ้อ (Inf) อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) มูลค่าการลงทุนภาครัฐและเอกชน (I_{p1+p2}) และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐและเอกชน (DD_{p1+p2}) ที่มีผลต่อมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชน (TCM_{p1+p2}) ดังนี้

$$\begin{aligned}
 TCM_{p1+p2} = & -3,128,011 + 1.506 GDP - 127,300 Inf - 56,463.4 Ei \\
 & (-5.931)*** \quad (3.068)*** \quad (-3.446)*** \quad (-1.022) \\
 & + 179,702.9 MLR - 1.244 I_{p1+p2} + 0.117 DD_{p1+p2} \quad (8) \\
 & (2.495)** \quad (-1.829)* \quad (1.041)
 \end{aligned}$$

R	=	0.900	F	=	25.605***
R ²	=	0.810	D.W.	=	1.147
Adjusted R ²	=	0.779	SE	=	179,963.387

*** มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

** มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

* มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

จากการทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าวสามารถกล่าวได้ว่า ตัวแปรอิสระที่กำหนดไว้ในสมการ คือ มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) อัตราเงินเฟ้อ (Inf) อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) มูลค่าการลงทุนภาครัฐและเอกชน (I_{p1+p2}) และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐและเอกชน (DD_{p1+p2}) สามารถที่จะอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชน (TCM_{p1+p2}) ได้ร้อยละ 81.0 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 19.0 เป็นการเปลี่ยนแปลงที่เกิดจากปัจจัยอื่น

ทั้งนี้จากการตรวจสอบค่านัยสำคัญทางสถิติของการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ ปรากฏว่า มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) และอัตราเงินเฟ้อ (Inf) สามารถอธิบายผลที่มีต่อมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชน (TCM_{p1+p2}) ได้ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) สามารถอธิบายผลที่มีต่อมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชน (TCM_{p1+p2}) ได้ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 มูลค่าการลงทุนภาครัฐและเอกชน (I_{p1+p2}) สามารถอธิบายผลที่มีต่อมูลค่า

ตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชน (TCM_{p1+p2}) ได้ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 และอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐและเอกชน (DD_{p1+p2}) ไม่สามารถอธิบายผลที่มีต่อมูลค่าตราสารหนี้ที่ออกโดยภาครัฐและเอกชน (TCM_{p1+p2}) ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงได้ทดลองสร้างความสัมพันธ์ของตัวแปรใหม่ โดยได้ทำการทดสอบความสัมพันธ์ของมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชน (TCM_{p1+p2}) กับตัวแปรอิสระในรูปแบบต่างๆ ทำให้ได้สมการที่ดีที่สุดคือ สมการที่แสดงถึง มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) อัตราเงินเฟ้อ (Inf) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) มูลค่าการลงทุนภาครัฐและเอกชน (I_{p1+p2}) และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐและเอกชน (DD_{p1+p2}) ซึ่งสามารถแสดงรูปแบบของความสัมพันธ์ได้ดังนี้

$$\begin{aligned}
 TCM_{p1+p2} = & -2,772,213 + 1.465 GDP - 116,216 Inf + 113,227.1 MLR \\
 & (-6.994)*** \quad (2.992)*** \quad (-3.289)*** \quad (3.661)*** \\
 & - 1.356 I_{p1+p2} + 0.125 DD_{p1+p2} \\
 & (-2.019)** \quad (1.114)
 \end{aligned} \tag{9}$$

R	=	0.897	F	=	30.48***
R ²	=	0.805	D.W.	=	1.11
Adjusted R ²	=	0.778	SE	=	180,070.905

*** มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

** มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

เมื่อพิจารณาตัวแปรอิสระที่เหลือ ได้แก่ มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) อัตราเงินเฟ้อ (Inf) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) มูลค่าการลงทุนภาครัฐและเอกชน (I_{p1+p2}) และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐและเอกชน (DD_{p1+p2}) สามารถที่จะอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าตราสารหนี้ที่ออกโดยภาครัฐและเอกชน (TCM_{p1+p2}) ได้ร้อยละ 80.5 ซึ่งมีค่าใกล้เคียงกับสมการก่อนหน้านี้ แสดงให้เห็นว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชน (TCM_{p1+p2}) โดยเมื่อพิจารณาค่า F-stat แล้วพบว่าแบบจำลองนี้มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นถึงร้อยละ 99 และจากการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

ปรากฏว่าค่า Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 1.11 ซึ่งอยู่ในช่วงที่สรุปไม่ได้ว่าเกิดปัญหาสหสัมพันธ์ในตัวหรือไม่ ทางด้านความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระในแบบจำลองข้างต้นสามารถพิจารณาในรายละเอียดต่อไปนี้ คือ

พิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ของมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชน ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 กล่าวคือ เมื่อมูลค่าผลิตภัณฑ์ในประเทศเพิ่มขึ้น 1 ล้านบาท จะทำให้มูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชนเพิ่มขึ้น 1.465 ล้านบาท เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่

สำหรับค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราเงินเฟ้อ พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชน ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 กล่าวคือ เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขึ้นต่ำเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้มูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชนลดลง 116,216 ล้านบาท เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่

สำหรับค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขึ้นต่ำ พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชน ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 กล่าวคือ เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขึ้นต่ำเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้มูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชนเพิ่มขึ้น 113,227.1 ล้านบาท เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่

สำหรับค่าสัมประสิทธิ์ของมูลค่าการลงทุนภาครัฐและเอกชน พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชน ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 กล่าวคือ เมื่อมูลค่าการลงทุนภาครัฐและเอกชนเพิ่มขึ้น 1 ล้านบาท จะทำให้มูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชนลดลง 1.356 ล้านบาท เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่

ค่าสัมประสิทธิ์ของมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐและเอกชน พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชน กล่าวคือ เมื่อมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐและเอกชนเพิ่มขึ้น 1 ล้านบาท จะทำให้มูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชนเพิ่มขึ้น 0.125 ล้านบาท เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่

จากผลการศึกษาข้างต้นอาจกล่าวได้ว่า การระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้ถูกกำหนดด้วยปัจจัย 5 ปัจจัย ได้แก่ มูลค่าผลิตภัณฑ์ในประเทศ (GDP) อัตราเงินเฟ้อ (Inf) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) มูลค่าการลงทุนภาครัฐและเอกชน (I_{p1+p2}) และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐและเอกชน (DD_{p1+p2})

ข้อวิจารณ์

ในการวิจัยเรื่องปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ทั้ง 3 แบบจำลอง ตามประเภทของผู้ระดมทุน คือ ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐในตลาดตราสารหนี้ ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ และผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้เปรียบเทียบกับสมมติฐานการวิจัย ดังแสดงในตารางที่ 5

ตารางที่ 5 การเปรียบเทียบผลการศึกษาของปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้กับสมมติฐานการวิจัย

ตัวแปร	สมมติฐานการวิจัย	การระดมทุน ภาครัฐ	การระดมทุน ภาคเอกชน	การระดมทุนภาครัฐ และเอกชน
GDP	+	ไม่มีความสัมพันธ์	+	+
Inf	-	-	-	-
Ei	-	-	+	ไม่มีความสัมพันธ์
MLR	+	+	ไม่มีความสัมพันธ์	+
I	+	+	-	-
DD	+	+	+	+

ที่มา: จากการคำนวณ

ซึ่งผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐในตลาดตราสารหนี้ พบว่า ปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดมูลค่าตราสารหนี้ที่ออกโดยภาครัฐในตลาดตราสารหนี้ (TCM_{p1}) มี 5 ตัวแปร ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ (Inf) และอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐในตลาดตราสารหนี้ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ทั้ง 2 ตัวแปร

อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) มูลค่าการลงทุนภาครัฐ (I_{p1}) และมูลค่าการกู้ยืมคลังภาครัฐ (DD_{p1}) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐในตลาดตราสารหนี้ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ทั้ง 3 ตัวแปร โดยที่มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ไม่มีความสัมพันธ์กับการกำหนดมูลค่าตราสารหนี้ที่ออกโดยภาครัฐในตลาดตราสารหนี้ ทั้งนี้เนื่องจากการระดมทุนของภาครัฐในตลาดตราสารหนี้ในปี พ.ศ. 2540 - 2550 มีวัตถุประสงค์ในการฟื้นฟูระบบเศรษฐกิจและสถาบันการเงินเป็นหลัก ซึ่งในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา อัตราการขยายตัวของตราสารหนี้ภาครัฐเพิ่มขึ้นเป็น 24 เท่า ในขณะที่อัตราการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศเพิ่มขึ้นเพียง 1.8 เท่า เป็นผลทำให้มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ไม่มีความสัมพันธ์กับการกำหนดมูลค่าตราสารหนี้ที่ออกโดยภาครัฐในตลาดตราสารหนี้

ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ พบว่า ปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดมูลค่าตราสารหนี้ที่ออกโดยภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ (TCM_{p2}) มี 5 ตัวแปร ได้แก่ มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) และมูลค่าการกู้ยืมคลังภาคเอกชน (DD_{p2}) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ซึ่งมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) และมูลค่าการกู้ยืมคลังภาคเอกชน (DD_{p2}) เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ทั้ง 2 ตัวแปร แต่อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) ในปี พ.ศ. 2540 - 2550 มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่องตามนโยบายทางการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย และเคลื่อนไหวในช่วงอัตราดอกเบี้ยที่ไม่สูงนัก ในขณะที่การระดมทุนของภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้มีการขยายตัวสูงมาก ทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ อัตราเงินเฟ้อ (Inf) และมูลค่าการลงทุนภาคเอกชน (I_{p2}) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ซึ่งอัตราเงินเฟ้อ (Inf) เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่มูลค่าการลงทุนภาคเอกชน (I_{p2}) ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ เนื่องจากในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 การระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ของภาคเอกชน มีวัตถุประสงค์ในการฟื้นฟูกิจการ ซึ่งแตกต่างจากภาวะปกติที่ภาคเอกชนระดมเงินทุนเพื่อนำไปลงทุนในภาคธุรกิจ ซึ่งทำให้มูลค่าการลงทุนภาคเอกชน (I_{p2}) ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) ไม่มีความสัมพันธ์กับการกำหนดมูลค่าตราสารหนี้ที่ออกโดยภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ เนื่องจากถึงแม้ว่าภาคเอกชนจะต้องการกู้ยืมเงินจากธนาคารพาณิชย์ ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) มีแนวโน้มลดลง แต่ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ธนาคารพาณิชย์มีการชะลอการปล่อยสินเชื่อ ทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) ไม่มีความสัมพันธ์กับการกำหนดมูลค่าตราสารหนี้ที่ออกโดยภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้

ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้ พบว่า ปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดมูลค่าตราสารหนี้ที่ออกโดยภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้ (TCM_{p1+p2}) มี 5 ตัวแปร ได้แก่ มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐและเอกชน (DD_{p1+p2}) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ทั้ง 3 ตัวแปร อัตราเงินเฟ้อ (Inf) และมูลค่าการลงทุนภาครัฐและเอกชน (I_{p1+p2}) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ซึ่งอัตราเงินเฟ้อ (Inf) เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่มูลค่าการลงทุนภาครัฐและเอกชน (I_{p1+p2}) ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ เนื่องจากการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ของภาครัฐและเอกชน ในปี พ.ศ. 2540 - 2550 มีวัตถุประสงค์ในการฟื้นฟูระบบเศรษฐกิจและสถาบันการเงินเป็นหลัก ซึ่งแตกต่างจากภาวะปกติที่ภาครัฐและเอกชนระดมเงินทุนเพื่อนำไปลงทุนในภาคธุรกิจ ซึ่งทำให้มูลค่าการลงทุนภาครัฐและเอกชน (I_{p1+p2}) ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ และอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) ไม่มีความสัมพันธ์กับการกำหนดมูลค่าตราสารหนี้ที่ออกโดยภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้ เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) ในปี พ.ศ. 2540 - 2550 มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่องตามนโยบายทางการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย และเคลื่อนไหวอยู่ในช่วงอัตราดอกเบี้ยที่ไม่สูงนัก ในขณะที่การระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้มีการขยายตัวสูงมาก ทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

นอกจากนี้เมื่อเปรียบเทียบผลการวิจัยครั้งนี้กับผลการวิจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง ซึ่งทำการศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ พบว่า ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ที่มีความคล้ายคลึงกับผลการวิจัยครั้งนี้ กล่าวคือ ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในส่วนของ การระดมทุนของภาคเอกชนของเฉลิมพงศ์ ลิ้มพาณิชย์รัตนคร (2542) และจิรวัดณ์ ลิขิตวรกุล (2548) พบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับความต้องการตราสารหนี้ภาคเอกชน ซึ่งแตกต่างจากงานวิจัยในครั้งใหม่ที่พบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) ไม่มีความสัมพันธ์กับการกำหนดมูลค่าตราสารหนี้ที่ออกโดยภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ทั้งนี้เนื่องจากถึงแม้ว่าภาคเอกชนจะต้องการกู้ยืมเงินจากธนาคารพาณิชย์ เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) มีแนวโน้มลดลง แต่ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ธนาคารพาณิชย์มีการชะลอการปล่อยสินเชื่อ ทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) ไม่มีความสัมพันธ์กับการกำหนดมูลค่าตราสารหนี้ที่ออกโดยภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ (Ei) มีความสัมพันธ์ใน

ทิศทางเดียวกันกับความต้องการตราสารหนี้ภาคเอกชน ซึ่งเหมือนกับผลการวิจัยในครั้งนี้ ส่วนผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในส่วนของการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนของชัยฤกษ์ แก้วจันทร์ทอง (2550) พบว่า อัตราเงินเฟ้อ (MLR) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ ซึ่งเหมือนกับผลการวิจัยในครั้งนี้

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

สรุปผลการวิจัย

จากการวิจัยเรื่องการศึกษาตลาดตราสารหนี้และปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ในครั้งนี้ ได้กำหนดวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาวิวัฒนาการของตลาดตราสารหนี้ ลักษณะ ประเภท และโครงสร้างของตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ และเพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้

การวิจัยในครั้งนี้ ผู้วิจัยได้กำหนดสมมติฐานการวิจัยไว้ กล่าวคือ มูลค่าตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้จะมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ มูลค่าตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้จะมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราเงินเฟ้อ มูลค่าตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้จะมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน มูลค่าตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้จะมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ มูลค่าตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้จะมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าการลงทุน และมูลค่าตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้จะมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าการกู้ยืมคงค้าง

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2540 ถึง ไตรมาสที่ 3 พ.ศ. 2550 รวม 43 ไตรมาส ซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูลได้จากเอกสารที่เกี่ยวข้องจากสถาบันต่างๆ เช่น สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทย สถาบันพัฒนาบุคลากรธุรกิจหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นต้น ซึ่งใช้วิธีการวิเคราะห์เชิงพรรณนา และวิธีการวิเคราะห์เชิงปริมาณ โดยใช้วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สมการถดถอยเชิงซ้อน ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ซึ่งผลการวิจัยสรุปได้ดังนี้

การศึกษาเกี่ยวกับวิวัฒนาการของตลาดตราสารหนี้ ลักษณะ ประเภท และโครงสร้างของตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ สรุปได้ว่ากระทรวงการคลังมีการออกพันธบัตรรัฐบาลเป็นครั้งแรกเมื่อปี พ.ศ. 2476 โดยในช่วงแรกตราสารหนี้ส่วนใหญ่เป็นของภาครัฐ ทั้งนี้ตลาดตราสารหนี้

ได้รับความนิยมนิยมเพิ่มมากขึ้นตั้งแต่วิกฤตเศรษฐกิจครั้งใหญ่ในปี พ.ศ. 2540 เนื่องจากตลาดตราสารหนี้ นับได้ว่าเป็นการเพิ่มทางเลือกสำหรับผู้ระดมทุน ซึ่งย่อมจะอำนวยความสะดวกแก่ผู้ระดมทุนและระบบเศรษฐกิจโดยรวม โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเวลาที่ธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงินต่างๆ ไม่สามารถปล่อยเงินกู้ได้เต็มที่ โดยตราสารหนี้สามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภทหลักๆ ได้แก่ ตราสารหนี้ภาครัฐ และตราสารหนี้ภาคเอกชน ซึ่งจากข้อมูลทางสถิติของธนาคารแห่งประเทศไทย ณ สิ้นปี พ.ศ. 2550 หุ้นกู้ภาคเอกชนมีสัดส่วนประกอบเพียงร้อยละ 18.75 ของมูลค่าตราสารหนี้ออกมาใหม่นั้น แสดงให้เห็นว่าตราสารหนี้ภาคเอกชนมีสัดส่วนจำนวนน้อยมากเมื่อเทียบกับตราสารหนี้ภาครัฐ แต่อย่างไรก็ตามตราสารหนี้ภาคเอกชนเริ่มมีบทบาทเพิ่มขึ้น นับจากมีการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เป็นต้นมา ซึ่งถือเป็นการลดอุปสรรคของการระดมทุนโดยผ่านตราสารหนี้ และยังเป็นส่วนช่วยในการส่งเสริมและพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทยให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

ทั้งนี้รัฐบาลเล็งเห็นถึงความจำเป็นและความสำคัญของการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ ซึ่งที่ผ่านมาการพัฒนาตลาดตราสารหนี้เป็นไปด้วยความล่าช้ามากเมื่อเทียบกับอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ จึงส่งผลให้เกิดความไม่สมดุลและขาดเสถียรภาพในระบบการเงินของประเทศ ซึ่งรัฐบาลก็ได้เล็งเห็นถึงความจำเป็นที่จะต้องมีการกำหนดนโยบายและแนวทางที่ชัดเจนในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ทั้งในระดับประเทศและในระดับนานาชาติ โดยในปี พ.ศ. 2548 คณะกรรมการกำกับและพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศไทยได้ให้ความเห็นชอบโครงการปรับปรุงตลาดตราสารหนี้ครั้งใหญ่ของประเทศไทยเพื่อรองรับการพัฒนาตลาดพันธบัตรเอเชีย อย่างไรก็ตาม ตลาดตราสารหนี้ไทยยังคงต้องอาศัยแรงผลักดันและความร่วมมือจากทุกฝ่ายไม่ว่าจะเป็นทั้งภาครัฐ ภาคเอกชนและผู้ลงทุน เพื่อให้ตลาดตราสารหนี้ไทยเกิดการพัฒนาดังต่อเนื่องดังเช่นประเทศที่พัฒนาแล้ว ซึ่งตลาดตราสารหนี้เป็นปัจจัยสำคัญหนึ่งต่อความมีเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ โดยขณะนี้ทางภาครัฐและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องยังคงให้ความสำคัญต่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทยอย่างต่อเนื่องและอย่างจริงจังทั้งในตลาดแรกและตลาดรองอย่างต่อเนื่อง จึงนับได้ว่าเป็นสัญญาณที่ดีต่อตลาดตราสารหนี้ไทยในอนาคตให้มีการพัฒนาเพิ่มขึ้นทั้งในด้านมูลค่าตลาด ปริมาณการซื้อขาย และนวัตกรรมทางการเงินรูปแบบใหม่ที่จะเกิดอย่างหลากหลายมากขึ้น

การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐในตลาดตราสารหนี้ โดยวิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สมการถดถอยเชิงซ้อน ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ได้ตัวแปรอิสระที่มีผลต่อการกำหนดมูลค่าตราสารหนี้ที่ออกโดยรัฐบาลในตลาดตราสารหนี้ 5 ตัวแปร ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ (Inf) อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) มูลค่าการ

ลงทุนภาครัฐ (I_{p1}) และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐ (DD_{p1}) ซึ่งตัวแปรอิสระทั้งหมดมีอิทธิพลต่อการระดมทุนของภาครัฐบาลในตลาดตราสารหนี้ร้อยละ 81.8 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 18.2 เป็นการเปลี่ยนแปลงที่เกิดจากปัจจัยอื่น

โดยอัตราเงินเฟ้อ (Inf) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐในตลาดตราสารหนี้ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐในตลาดตราสารหนี้ เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐในตลาดตราสารหนี้ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ มูลค่าการลงทุนภาครัฐ (I_{p1}) มีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐในตลาดตราสารหนี้ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐ (DD_{p1}) มีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐในตลาดตราสารหนี้ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ โดยวิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สมการถดถอยเชิงซ้อน ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ได้ตัวแปรอิสระที่มีผลต่อการกำหนดมูลค่าตราสารหนี้ที่ออกโดยภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ 5 ตัวแปร ได้แก่ มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) อัตราเงินเฟ้อ (Inf) อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) มูลค่าการลงทุนภาคเอกชน (I_{p2}) และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาคเอกชน (DD_{p2}) ซึ่งตัวแปรอิสระทั้งหมดมีอิทธิพลต่อการระดมทุนของภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ร้อยละ 81.1 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 18.9 เป็นการเปลี่ยนแปลงที่เกิดจากปัจจัยอื่น

โดยมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ อัตราเงินเฟ้อ (Inf) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือน (Ei) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ มูลค่าการลงทุนภาคเอกชน (I_{p2}) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาคเอกชน

(DD_{p2}) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้ โดยวิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สมการถดถอยเชิงซ้อน ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ได้ตัวแปรอิสระที่มีผลต่อการกำหนดมูลค่าตราสารหนี้ที่ออกโดยภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้ 5 ตัวแปร ได้แก่ มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) อัตราเงินเฟ้อ (Inf) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) มูลค่าการลงทุนภาครัฐและเอกชน (I_{p1+p2}) และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐและเอกชน (DD_{p1+p2}) ซึ่งตัวแปรอิสระทั้งหมดมีอิทธิพลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ร้อยละ 80.5 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 19.5 เป็นการเปลี่ยนแปลงที่เกิดจากปัจจัยอื่น

โดยมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ อัตราเงินเฟ้อ (Inf) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ (MLR) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ มูลค่าการลงทุนภาครัฐและเอกชน (I_{p1+p2}) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ และมูลค่าการกู้ยืมคงค้างภาครัฐและเอกชน (DD_{p1+p2}) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชนในตลาดตราสารหนี้ เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

ซึ่งผลการวิจัยในครั้งนี้ ภาครัฐและเอกชนสามารถนำปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนมาใช้เป็นเกณฑ์ในการพิจารณาประกอบการตัดสินใจในการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะกับภาคเอกชนที่ยังมีการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้เป็นมูลค่าที่ไม่มากนักเมื่อเปรียบเทียบกับ การระดมทุนในตลาดตราสารทุน โดยให้ตราสารหนี้เป็นอีกทางเลือกหนึ่งในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมกับแต่ละธุรกิจและสภาพเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงไป และเพื่อให้ภาครัฐและเอกชนสามารถพิจารณาสถานการณ์หรือปัจจัยต่างๆ ว่ามีสภาพเหมาะสมแก่การระดมเงินทุนหรือไม่

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะที่ได้จากการวิจัยครั้งนี้

1. จากผลการศึกษาพบว่า การระดมทุนในตลาดตราสารหนี้มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราเงินเฟ้อ ดังนั้นรัฐบาลควรมีมาตรการในการควบคุมดูแลอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมและไม่สูงจนเกินไป ทั้งนี้เพื่อให้นักลงทุนสามารถระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ได้มากขึ้น

2. จากผลการศึกษาพบว่า การระดมทุนในตลาดตราสารหนี้มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าการกู้ยืมคงค้าง ดังนั้นหน่วยงานภาครัฐและเอกชนควรพัฒนาและออกตราสารหนี้ให้มีความหลากหลายมากขึ้น เพื่อตอบสนองความต้องการของผู้ลงทุน

ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารังต่อไป

ในการศึกษาตลาดตราสารหนี้และปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ได้ ทำการศึกษาเฉพาะปัจจัยทางเศรษฐกิจที่เป็นข้อมูลด้านปริมาณที่มีผลต่อการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้เท่านั้น หากในอนาคตผู้สนใจศึกษาควรมีปัจจัยด้านอื่นๆ ประกอบการศึกษา เช่น การออกมาตรการเกี่ยวกับการส่งเสริมการลงทุนในตลาดตราสารหนี้ เป็นต้น เพื่อประกอบในการวิเคราะห์แบบจำลองให้เกิดความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

เอกสารและสิ่งอ้างอิง

เกษม เลียงพรม. 2540. การระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับการจำเริญเติบโตทางเศรษฐกิจ. วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

จิรวัดน์ ลิขิตวรกุล. 2548. ความสัมพันธ์การจัดอันดับความน่าเชื่อถือของ TRIS และอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ภาคเอกชน. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

จิรัตน์ สังข์แก้ว. 2542. การลงทุน. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

เฉลิมพงศ์ ลิ้มผาณินันดร. 2542. การออกตราสารหนี้ระยะสั้นของธนาคารพาณิชย์เพื่อระดมเงินออม: กรณีศึกษาการออกบัตรเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ไทย. วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

ชมใจ เรืองรัตน์สุนทร. 2541. การระดมทุนด้วยการออกหุ้นกู้และวิเคราะห์ความเสี่ยงของบริษัท: กรณีศึกษากลุ่มธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์. วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

ชมเพลิน จันทรเรืองเพ็ญ. 2541. ทฤษฎีและนโยบายการเงิน. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ชัยฤกษ์ แก้วขันทอง. 2550. การศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อปริมาณซื้อขายตราสารหนี้. รายงานการศึกษานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ, มหาวิทยาลัยขอนแก่น

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2546. กลไกของตลาดการเงินในระบบเศรษฐกิจไทย. กรุงเทพมหานคร: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.

ธนาคารแห่งประเทศไทย. 2551. สถิติเศรษฐกิจและการเงิน (Online).

<http://www.bot.or.th/bothomepage/databank/EconData>, 15 มกราคม 2551.

ประสาร ไตรรัตน์วรกุล. 2546. ความจำเป็นและแนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทย.

รายงานการวิจัย, วิทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร.

พงษ์ศักดิ์ สังข์จันทร์. 2550. การลงทุนตราสารหนี้ระยะยาวที่มีผลต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

เพชร ชุมทรัพย์. 2544. หลักการลงทุน. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย. 2549. ก้าวสู่การลงทุนในตลาดตราสารหนี้. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์อินฟอร์มีเดีย บัคส์.

_____. 2550. ความเป็นมาของ ThaiBMA (Online). <http://www.thaibma.or.th>, 15 พฤษภาคม 2550.

สันติ กิระนันท์. 2547. การลงทุนในตราสารหนี้. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์บุญศิริการพิมพ์ จำกัด.

สถาบันพัฒนาบุคลากรธุรกิจหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2546. หลักสูตรตราสารหนี้สำหรับเจ้าหน้าที่การตลาด. กรุงเทพมหานคร: บริษัทเอส แอล พลัปปลิเคชั่น จำกัด.

อัญญา ชันชวิทย์. 2541. การวิเคราะห์การลงทุนในตราสารหนี้. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

Frederic S. Mishkin. 2003. **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets** (6th ed.). Boston: Addison Wesley.

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก
ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ตารางผนวกที่ 1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐในตลาดตราสารหนี้

	TCM _{pt} (ล้านบาท)	GDP (ล้านบาท)	Inf (ร้อยละ)	Ei (ร้อยละ)	MLR (ร้อยละ)	I _{pt} (ล้านบาท)	DD _{pt} (ล้านบาท)
Q1 2540	111,350.00	1,158,084.00	3.72	8.88	13.00	156,098.68	41,265.05
Q2 2540	88,500.00	1,165,717.00	3.81	8.46	12.75	131,087.22	40,980.63
Q3 2540	18,913.19	1,182,021.00	4.65	10.75	13.92	143,046.17	35,512.42
Q4 2540	20,523.00	1,226,788.00	6.45	10.75	14.92	119,918.93	31,754.97
Q1 2541	35,865.69	1,210,828.00	7.38	11.00	15.25	100,838.72	28,106.13
Q2 2541	197,750.00	1,117,120.00	8.25	11.00	15.25	102,950.73	177,234.96
Q3 2541	55,500.00	1,112,059.00	7.68	9.71	15.00	131,332.00	227,218.38
Q4 2541	212,562.00	1,186,440.00	5.39	6.63	12.75	111,474.54	426,927.93
Q1 2542	122,414.96	1,159,803.00	4.00	5.33	10.42	94,797.36	528,869.31
Q2 2542	236,570.35	1,108,838.00	1.64	5.00	9.42	109,616.07	580,652.11
Q3 2542	64,392.77	1,152,229.00	0.85	4.92	8.58	111,318.27	598,728.36
Q4 2542	128,043.73	1,216,209.00	0.69	4.42	8.33	114,630.30	642,370.75
Q1 2543	46,706.59	1,231,245.00	0.24	4.06	8.25	91,581.04	639,294.92
Q2 2543	96,304.30	1,189,978.00	1.01	4.00	8.25	102,732.28	671,232.49
Q3 2543	156,742.00	1,212,115.00	0.84	3.76	7.98	102,112.27	718,807.81
Q4 2543	149,133.40	1,289,393.00	0.76	3.50	7.50	105,847.42	740,934.81
Q1 2544	344,905.55	1,284,700.00	1.00	3.23	7.36	89,325.19	777,868.61
Q2 2544	192,900.48	1,257,209.00	1.50	3.00	7.25	95,941.19	768,779.00
Q3 2544	166,415.80	1,270,065.00	1.50	3.00	7.25	99,127.40	814,088.64
Q4 2544	190,344.50	1,321,528.00	1.30	3.00	7.25	112,240.23	845,688.64
Q1 2545	198,139.00	1,355,115.00	0.90	3.00	7.25	102,649.32	910,292.23
Q2 2545	248,952.46	1,325,184.00	0.30	3.00	7.25	87,249.71	950,684.03
Q3 2545	437,522.69	1,343,999.00	0.30	3.00	7.25	92,609.43	1,260,980.00
Q4 2545	171,373.80	1,426,345.00	0.20	2.33	6.75	94,996.53	1,293,881.00
Q1 2546	204,454.89	1,471,707.00	0.30	2.00	6.50	80,700.28	1,258,514.00
Q2 2546	156,500.00	1,424,519.00	0.20	1.90	6.40	97,267.13	1,253,865.44
Q3 2546	203,856.00	1,457,881.00	0.00	1.25	5.75	93,613.28	1,307,357.00
Q4 2546	187,543.88	1,563,262.00	0.10	1.05	5.75	116,061.31	1,279,282.00
Q1 2547	248,824.40	1,583,692.00	0.10	1.00	5.75	96,005.22	1,286,262.00
Q2 2547	313,656.00	1,568,023.00	0.40	1.00	5.75	104,704.01	1,325,008.00

ตารางผนวกที่ 1 (ต่อ)

	TCM _{pi} (ล้านบาท)	GDP (ล้านบาท)	Inf (ร้อยละ)	Ei (ร้อยละ)	MLR (ร้อยละ)	I _{pi} (ล้านบาท)	DD _{pi} (ล้านบาท)
Q3 2547	399,608.90	1,606,091.00	0.60	1.00	5.75	109,559.81	1,506,489.00
Q4 2547	254,960.00	1,731,670.00	0.60	1.00	5.75	115,960.95	1,508,576.00
Q1 2548	382,259.70	1,715,748.00	0.70	1.00	5.75	113,784.70	1,523,745.00
Q2 2548	487,950.00	1,692,719.00	1.10	1.00	5.75	121,666.90	1,485,157.00
Q3 2548	483,663.00	1,782,519.00	2.20	1.37	5.80	127,279.86	1,576,149.00
Q4 2548	408,913.00	1,904,633.00	2.40	2.42	6.27	142,366.54	1,614,649.00
Q1 2549	523,030.17	1,943,195.00	2.60	3.41	6.83	147,989.83	1,690,195.00
Q2 2549	514,014.90	1,894,462.00	2.80	4.31	7.47	127,739.18	1,738,542.00
Q3 2549	513,044.99	1,938,267.00	1.90	4.45	7.66	151,531.92	1,775,777.00
Q4 2549	628,776.00	2,054,405.00	1.70	4.50	7.75	119,724.07	1,797,477.00
Q1 2550	1,368,025.00	2,082,688.00	1.40	4.05	7.68	186,118.90	1,915,217.00
Q2 2550	1,103,467.29	2,027,903.00	0.90	2.77	7.09	170,068.58	1,927,110.00
Q3 2550	1,350,075.98	2,068,230.00	0.80	2.28	6.90	173,974.84	1,943,437.00

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2551)

ตารางผนวกที่ 2 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาคเอกชนใน
ตลาดตราสารหนี้

	TCM _{p2} (ล้านบาท)	GDP (ล้านบาท)	Inf (ร้อยละ)	Ei (ร้อยละ)	MLR (ร้อยละ)	I _{p2} (ล้านบาท)	DD _{p2} (ล้านบาท)
Q1 2540	3,709.30	1,158,084.00	3.72	8.88	13.00	285,170.92	5,077,836.75
Q2 2540	4,496.00	1,165,717.00	3.81	8.46	12.75	267,759.84	5,177,947.67
Q3 2540	5,269.32	1,182,021.00	4.65	10.75	13.92	270,140.77	5,614,717.30
Q4 2540	4,909.09	1,226,788.00	6.45	10.75	14.92	225,410.48	6,084,068.59
Q1 2541	2,841.20	1,210,828.00	7.38	11.00	15.25	160,699.94	5,769,671.42
Q2 2541	2,427.40	1,117,120.00	8.25	11.00	15.25	144,364.86	5,823,515.20
Q3 2541	2,796.00	1,112,059.00	7.68	9.71	15.00	144,813.40	5,708,656.80
Q4 2541	29,209.30	1,186,440.00	5.39	6.63	12.75	138,972.80	5,565,420.60
Q1 2542	82,654.40	1,159,803.00	4.00	5.33	10.42	125,713.33	5,535,156.60
Q2 2542	98,682.20	1,108,838.00	1.64	5.00	9.42	131,775.38	5,432,623.70
Q3 2542	20,911.00	1,152,229.00	0.85	4.92	8.58	137,754.27	5,391,356.97
Q4 2542	87,588.00	1,216,209.00	0.69	4.42	8.33	140,294.02	5,266,999.02
Q1 2543	63,719.00	1,231,245.00	0.24	4.06	8.25	157,435.55	5,293,608.29
Q2 2543	25,772.00	1,189,978.00	1.01	4.00	8.25	164,508.41	5,003,880.40
Q3 2543	18,025.00	1,212,115.00	0.84	3.76	7.98	171,451.55	4,766,396.22
Q4 2543	43,653.00	1,289,393.00	0.76	3.50	7.50	185,751.49	4,747,731.38
Q1 2544	41,714.66	1,284,700.00	1.00	3.23	7.36	209,575.13	4,810,909.68
Q2 2544	23,039.30	1,257,209.00	1.50	3.00	7.25	199,550.28	4,737,868.89
Q3 2544	6,970.68	1,270,065.00	1.50	3.00	7.25	191,859.20	4,653,694.52
Q4 2544	34,954.95	1,321,528.00	1.30	3.00	7.25	183,696.39	4,463,065.83
Q1 2545	19,201.26	1,355,115.00	0.90	3.00	7.25	200,525.08	4,584,797.10
Q2 2545	8,208.40	1,325,184.00	0.30	3.00	7.25	217,579.50	4,688,223.85
Q3 2545	16,937.30	1,343,999.00	0.30	3.00	7.25	223,285.31	4,714,352.49
Q4 2545	54,290.06	1,426,345.00	0.20	2.33	6.75	224,293.10	4,816,048.27
Q1 2546	28,562.80	1,471,707.00	0.30	2.00	6.50	241,377.08	4,882,008.10
Q2 2546	45,059.40	1,424,519.00	0.20	1.90	6.40	252,263.91	4,844,882.75
Q3 2546	49,099.80	1,457,881.00	0.00	1.25	5.75	262,311.90	4,939,337.02
Q4 2546	73,085.50	1,563,262.00	0.10	1.05	5.75	280,599.11	5,150,205.59

ตารางผนวกที่ 2 (ต่อ)

	TCM _{p2} (ล้านบาท)	GDP (ล้านบาท)	Inf (ร้อยละ)	Ei (ร้อยละ)	MLR (ร้อยละ)	I _{p2} (ล้านบาท)	DD _{p2} (ล้านบาท)
Q1 2547	17,574.30	1,583,692.00	0.10	1.00	5.75	307,573.30	5,124,566.71
Q2 2547	43,264.30	1,568,023.00	0.40	1.00	5.75	308,253.48	5,158,686.94
Q3 2547	9,880.20	1,606,091.00	0.60	1.00	5.75	318,000.67	5,335,596.35
Q4 2547	58,312.30	1,731,670.00	0.60	1.00	5.75	321,766.56	5,329,300.59
Q1 2548	23,431.36	1,715,748.00	0.70	1.00	5.75	362,250.81	5,406,168.28
Q2 2548	70,130.00	1,692,719.00	1.10	1.00	5.75	395,308.46	5,403,787.54
Q3 2548	27,630.00	1,782,519.00	2.20	1.37	5.80	400,683.53	5,594,172.00
Q4 2548	71,418.00	1,904,633.00	2.40	2.42	6.27	384,674.19	5,865,674.11
Q1 2549	141,418.35	1,943,195.00	2.60	3.41	6.83	410,058.06	5,911,071.47
Q2 2549	206,990.05	1,894,462.00	2.80	4.31	7.47	413,447.44	5,960,564.45
Q3 2549	241,956.41	1,938,267.00	1.90	4.45	7.66	424,952.89	6,015,215.54
Q4 2549	293,623.38	2,054,405.00	1.70	4.50	7.75	412,591.61	6,162,034.35
Q1 2550	204,790.68	2,082,688.00	1.40	4.05	7.68	356,972.93	6,118,380.20
Q2 2550	324,092.74	2,027,903.00	0.90	2.77	7.09	357,089.19	6,262,652.42
Q3 2550	304,027.92	2,068,230.00	0.80	2.28	6.90	373,103.04	6,127,002.23

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2551)

**ตารางผนวกที่ 3 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการระดมทุนของภาครัฐและเอกชนใน
ตลาดตราสารหนี้**

	TCM_{p1+p2} (ล้านบาท)	GDP (ล้านบาท)	Inf (ร้อยละ)	Ei (ร้อยละ)	MLR (ร้อยละ)	I_{p1+p2} (ล้านบาท)	DD_{p1+p2} (ล้านบาท)
Q1 2540	115,059.30	1,158,084.00	3.72	8.88	13.00	441,269.60	5,119,101.79
Q2 2540	92,996.00	1,165,717.00	3.81	8.46	12.75	398,847.06	5,218,928.30
Q3 2540	24,182.51	1,182,021.00	4.65	10.75	13.92	413,186.94	5,650,229.72
Q4 2540	25,432.09	1,226,788.00	6.45	10.75	14.92	345,329.41	6,115,823.56
Q1 2541	38,706.89	1,210,828.00	7.38	11.00	15.25	261,538.66	5,797,777.55
Q2 2541	200,177.40	1,117,120.00	8.25	11.00	15.25	247,315.59	6,000,750.16
Q3 2541	58,296.00	1,112,059.00	7.68	9.71	15.00	276,145.41	5,935,875.18
Q4 2541	241,771.30	1,186,440.00	5.39	6.63	12.75	250,447.35	5,992,348.53
Q1 2542	205,069.36	1,159,803.00	4.00	5.33	10.42	220,510.69	6,064,025.91
Q2 2542	335,252.55	1,108,838.00	1.64	5.00	9.42	241,391.44	6,013,275.81
Q3 2542	85,303.77	1,152,229.00	0.85	4.92	8.58	249,072.54	5,990,085.33
Q4 2542	215,631.73	1,216,209.00	0.69	4.42	8.33	254,924.33	5,909,369.77
Q1 2543	110,425.59	1,231,245.00	0.24	4.06	8.25	249,016.59	5,932,903.21
Q2 2543	122,076.30	1,189,978.00	1.01	4.00	8.25	267,240.69	5,675,112.89
Q3 2543	174,767.00	1,212,115.00	0.84	3.76	7.98	273,563.81	5,485,204.03
Q4 2543	192,786.40	1,289,393.00	0.76	3.50	7.50	291,598.91	5,488,666.19
Q1 2544	386,620.21	1,284,700.00	1.00	3.23	7.36	298,900.32	5,588,778.29
Q2 2544	215,939.78	1,257,209.00	1.50	3.00	7.25	295,491.47	5,506,647.89
Q3 2544	173,386.48	1,270,065.00	1.50	3.00	7.25	290,986.60	5,467,783.16
Q4 2544	225,299.45	1,321,528.00	1.30	3.00	7.25	295,936.62	5,308,754.47
Q1 2545	217,340.26	1,355,115.00	0.90	3.00	7.25	303,174.41	5,495,089.33
Q2 2545	257,160.86	1,325,184.00	0.30	3.00	7.25	304,829.22	5,638,907.88
Q3 2545	454,459.99	1,343,999.00	0.30	3.00	7.25	315,894.75	5,975,332.49
Q4 2545	225,663.86	1,426,345.00	0.20	2.33	6.75	319,289.63	6,109,929.27
Q1 2546	233,017.69	1,471,707.00	0.30	2.00	6.50	322,077.37	6,140,522.10
Q2 2546	201,559.40	1,424,519.00	0.20	1.90	6.40	349,531.04	6,098,748.19
Q3 2546	252,955.80	1,457,881.00	0.00	1.25	5.75	355,925.17	6,246,694.02
Q4 2546	260,629.38	1,563,262.00	0.10	1.05	5.75	396,660.42	6,429,487.59

ตารางผนวกที่ 3 (ต่อ)

	TCM_{p1+p2} (ล้านบาท)	GDP (ล้านบาท)	Inf (ร้อยละ)	Ei (ร้อยละ)	MLR (ร้อยละ)	I_{p1+p2} (ล้านบาท)	DD_{p1+p2} (ล้านบาท)
Q1 2547	266,398.70	1,583,692.00	0.10	1.00	5.75	403,578.52	6,410,828.71
Q2 2547	356,920.30	1,568,023.00	0.40	1.00	5.75	412,957.49	6,483,694.94
Q3 2547	409,489.10	1,606,091.00	0.60	1.00	5.75	427,560.48	6,842,085.35
Q4 2547	313,272.30	1,731,670.00	0.60	1.00	5.75	437,727.51	6,837,876.59
Q1 2548	405,691.06	1,715,748.00	0.70	1.00	5.75	476,035.51	6,929,913.28
Q2 2548	558,080.00	1,692,719.00	1.10	1.00	5.75	516,975.36	6,888,944.54
Q3 2548	511,293.00	1,782,519.00	2.20	1.37	5.80	527,963.39	7,170,321.00
Q4 2548	480,331.00	1,904,633.00	2.40	2.42	6.27	527,040.73	7,480,323.11
Q1 2549	664,448.52	1,943,195.00	2.60	3.41	6.83	558,047.89	7,601,266.47
Q2 2549	721,004.95	1,894,462.00	2.80	4.31	7.47	541,186.62	7,699,106.45
Q3 2549	755,001.40	1,938,267.00	1.90	4.45	7.66	576,484.81	7,790,992.54
Q4 2549	922,399.38	2,054,405.00	1.70	4.50	7.75	532,315.68	7,959,511.35
Q1 2550	1,572,815.68	2,082,688.00	1.40	4.05	7.68	543,091.83	8,033,597.20
Q2 2550	1,427,560.03	2,027,903.00	0.90	2.77	7.09	527,157.77	8,189,762.42
Q3 2550	1,654,103.90	2,068,230.00	0.80	2.28	6.90	547,077.88	8,070,439.23

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2551)

ภาคผนวก ข

ตลาดแรกและตลาดรองของตราสารหนี้

ตลาดแรกและตลาดรองของตราสารหนี้

โดยตลาดตราสารหนี้ไทยสามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ ตลาดตราสารหนี้ที่ตราสารหนี้ นั้นถูกนำออกขายเป็นครั้งแรกโดยผู้ออกเพื่อระดมเงินทุน และตลาดตราสารหนี้ที่ผู้ลงทุนซื้อขาย เพื่อเปลี่ยนมือ ซึ่งเรียกว่า ตลาดแรก และตลาดรอง ตามลำดับ (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2542)

ตลาดแรกของตราสารหนี้

การซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดแรกจะเกิดขึ้นเมื่อผู้ออกตราสารหนี้ซึ่งต้องการระดมเงินทุน ทำการขายตราสารหนี้ให้แก่ผู้ลงทุนในตลาดเป็นครั้งแรก กระบวนการออกตราสารหนี้สามารถ แบ่งออกเป็น กระบวนการออกพันธบัตรรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ และกระบวนการออกหุ้นกู้ภาคเอกชน

กระบวนการออกพันธบัตรรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ

สำหรับพันธบัตรที่ออกโดยรัฐบาล กระบวนการออกพันธบัตรเพื่อการซื้อขายในตลาดแรก จะใช้วิธีการประมูลซึ่งจัดขึ้นโดยธนาคารแห่งประเทศไทย ในการประมูลแต่ละครั้งธนาคารแห่งประเทศไทยจะประกาศให้ผู้ลงทุนที่สนใจทราบถึงขนาดและอายุของพันธบัตรรัฐบาลที่จะทำการ ประมูลเป็นการล่วงหน้า ในปัจจุบันรูปแบบการประมูลเป็นการประมูลแบบแข่งขันราคา ภายใต้ รูปแบบการประมูลนี้ผู้ประมูลซึ่งอาจเป็นสถาบันการเงินหรือผู้ลงทุนประเภทสถาบันจะเสนออัตรา ผลตอบแทน ซึ่งใช้เป็นอัตราคิดลดเพื่อคำนวณราคาเสนอซื้อและจำนวนพันธบัตรที่ต้องการ ต่อจากนั้นเมื่อปิดการประมูลแล้วผู้ที่เสนออัตราคิดลดที่ต่ำที่สุดซึ่งก็คือผู้ที่ซื้อพันธบัตรจากการประมูล ที่ราคาสูงที่สุดจะได้รับพันธบัตรรุ่นนั้นไปตามจำนวนที่ต้องการเป็นอันดับแรก หลังจากนั้นผู้ที่ เสนออัตราคิดลดที่สูงกว่าในลำดับถัดไปจะได้รับพันธบัตรเป็นอันดับต่อไป พันธบัตรจะถูกจัดสรร ให้กับผู้เสนออัตราคิดลดสูงขึ้นในลำดับถัดไปเรื่อยๆ จนพันธบัตรที่ได้รับการจัดสรรมียอดรวมครบ ตามปริมาณของพันธบัตรที่ออกในครั้งนั้น

ระบบการประมูลแบบแข่งขันราคาซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยถือปฏิบัติอยู่ในปัจจุบันได้ มีการเริ่มใช้ตั้งแต่เดือนกันยายน พ.ศ. 2542 เป็นต้นมา ซึ่งมีความแตกต่างจากระบบเดิมที่เคยใช้ในการ ประมูลแบบราคาเดียว ตามระบบดั้งเดิมนั้นหรือระบบการประมูลแบบราคาดิวนั้นธนาคาร แห่งประเทศไทยได้มีการกำหนดให้ผู้เข้าร่วมประมูลยื่นความจำนงค์ที่จะซื้อพันธบัตร โดยเสนอ ราคาคิดลดและปริมาณที่ต้องการซื้อ เมื่อปิดการประมูลแล้วธนาคารแห่งประเทศไทยจะหาค่าเฉลี่ย

ถ่วงน้ำหนักของอัตราคิดลดโดยถ่วงน้ำหนักด้วยปริมาณของพันธบัตรที่ต้องการซื้อและกำหนดอัตราคิดลดที่ได้นี้เป็นราคากลาง ซึ่งผู้ประมูลทุกคนจะซื้อพันธบัตรนี้ในราคาที่เท่ากันทุกราย โดยธนาคารแห่งประเทศไทยจะจัดสรรพันธบัตรให้กับผู้ที่เสนออัตราคิดลดที่ต่ำที่สุดก่อน ต่อจากนั้นจึงจัดสรรให้กับผู้ที่เสนออัตราคิดลดที่สูงขึ้นเรื่อยไปจนครบจำนวน

ระบบการประมูลแบบแข่งขันราคามีข้อดีที่ผู้ออกสามารถขายพันธบัตรได้ในระบบการคัดเลือกราคาได้อย่างเต็มที่ โดยขายพันธบัตรให้กับผู้เสนอราคาที่สูงที่สุดในปริมาณที่ผู้เสนอราคานั้นต้องการ หลังจากนั้นจึงขายให้กับผู้เสนอราคาซื้อในระดับรองลงไป ซึ่งทำให้ผู้ออกพันธบัตรสามารถระดมทุนโดยมีต้นทุนที่ลดลงได้ อย่างไรก็ตามระบบนี้มีข้อเสียอยู่ที่ผู้ชนะการประมูลในระดับแรกย่อมต้องซื้อพันธบัตรรุ่นเดียวกันในราคาที่สูงกว่าผู้ประมูลได้ในอันดับอื่นๆ ส่งผลให้ผู้เข้าร่วมประมูลเกิดความลังเลในการเสนอราคาประมูลในระดับสูง ซึ่งการประมูลในระบบราคาเดียวสามารถขจัดปัญหาความลังเลในกรณีนี้ได้ แต่มีข้อเสียที่ผู้ออกพันธบัตรอาจต้องออกตราสารในต้นทุนที่สูงกว่า ดังนั้นข้อมูลราคาเบื้องต้นก่อนการประมูลจึงเป็นปัจจัยสำคัญ ตลาดตราสารหนี้ก่อนการประมูลซึ่งเป็นตลาดที่ผู้ลงทุนสามารถซื้อขายพันธบัตรได้ก่อนที่การประมูลจะเกิดขึ้นจริงจึงมีความสำคัญเพราะทำให้ผู้ที่เข้าร่วมประมูลใช้ข้อมูลราคาซื้อขายที่เกิดขึ้นในตลาดก่อนหน้านี้ การประมูลนี้เป็นข้อมูลเบื้องต้นในการประเมิน เพื่อเสนอราคาประมูลพันธบัตรในครั้งนั้นๆ โดยในปัจจุบันได้มีการเผยแพร่ข้อมูลการซื้อขายในตลาดก่อนการประมูลอย่างเป็นระบบให้แก่ผู้ที่มีแผนจะเข้าร่วมประมูลและผู้สนใจทั่วไปได้ทราบ ซึ่งการพัฒนาตลาดก่อนการประมูลนี้นับเป็นจุดเริ่มต้นที่สำคัญต่อการพัฒนาตลาดแรกของการประมูลพันธบัตรรัฐบาลไทยให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

ในกรณีของพันธบัตรรัฐวิสาหกิจนั้น การเปิดประมูลไม่มีกำหนดการที่แน่นอน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับจุดของเวลาที่รัฐวิสาหกิจแต่ละแห่งต้องการเงินทุน การประมูลพันธบัตรรัฐวิสาหกิจมีกรมบัญชีกลาง กระทรวงการคลังเป็นผู้รับผิดชอบ ซึ่งกรมบัญชีกลางจะส่งรายละเอียดการประมูลไปให้สถาบันการเงินและผู้สนใจจะลงทุนกลุ่มอื่นที่มีคุณสมบัติครบถ้วนให้พิจารณาก่อนการประมูล ในการประมูลนั้นผู้ประมูลที่เสนออัตราดอกเบี้ยที่ต่ำสุดจะเป็นผู้ชนะการประมูลและจะได้รับพันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่ออกในครั้งนั้นไป อัตราดอกเบี้ยที่ประมูลได้นี้ก็จะป็นอัตราดอกเบี้ยแบบเดียวกับที่พันธบัตรจะจ่ายให้ตลอดอายุของพันธบัตร

ในปัจจุบันกระทรวงการคลังได้จัดตั้งสำนักบริหารหนี้สาธารณะขึ้นเมื่อเดือนกันยายน พ.ศ. 2542 เพื่อเป็นศูนย์กลางในการบริหารหนี้สาธารณะของประเทศให้มีประสิทธิภาพสูงสุด โดยสำนักงาน

จะเป็นศูนย์กลางในการบริหารความต้องการเงินทุนของทั้งรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจเพื่อให้หน่วยงานเหล่านั้นทุกหน่วยมีสภาพคล่องทางการเงินที่เพียงพอและเหมาะสมตลอดเวลา ทั้งนี้ก็เพื่อลดต้นทุนการกู้เงินในระยะยาวและเพื่อลดภาระงบประมาณแผ่นดิน ตลอดจนสามารถวางแผนจัดการบริหารหนี้สินของประเทศได้อย่างมีประสิทธิภาพสูงสุด

กระบวนการออกหุ้นกู้ภาคเอกชน

กระบวนการออกตราสารหนี้ของภาคเอกชนหรือเรียกว่าการออกหุ้นกู้เริ่มต้นจากบริษัทที่ประสงค์จะออกหุ้นกู้จะแต่งตั้งทีมที่ปรึกษาทางการเงิน เพื่อให้คำปรึกษาในเรื่องประเภทและเงื่อนไขรายละเอียดต่างๆ ของหุ้นกู้ และช่วยดำเนินการจัดทำข้อมูลของหุ้นกู้เพื่อขออนุญาตเสนอขายจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.) รวมทั้งจะต้องดำเนินการให้มีการจัดอันดับเครดิตของหุ้นกู้และแต่งตั้งผู้จัดการการจัดจำหน่าย เพื่อดำเนินการเรื่องการขายให้แก่นักลงทุนหลังจากที่ได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ในบางกรณีบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์อาจดำเนินการเองโดยไม่ต้องว่าจ้างที่ปรึกษาหรือผู้จัดการจำหน่าย

โดยการออกหุ้นกู้ของภาคเอกชนในตลาดแรกสามารถทำได้ในสองลักษณะ คือ การเสนอขายแก่ประชาชนในวงกว้าง (Public Offering หรือ PO) ซึ่งผู้ออกสามารถขายตราสารหนี้ของตนให้แก่ผู้ลงทุนทั่วไปได้โดยไม่จำกัดประเภท และการเสนอขายแก่นักลงทุนในวงจำกัด (Private Placement หรือ PP) ซึ่งมีการจำกัดประเภทและจำนวนของผู้ลงทุนเอาไว้

สำหรับการเสนอขายแบบ PO นั้น ผู้ออกจะต้องยื่นขอและได้รับอนุญาตการเสนอขายหุ้นกู้ในครั้งนั้นจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. อย่างไรก็ตามสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้ยกเว้นการขออนุญาตสำหรับการเสนอขายแบบ PO ของหลักทรัพย์ 3 ประเภท ซึ่งประกอบด้วย พันธบัตรที่ออกโดยรัฐวิสาหกิจ พันธบัตรหรือหุ้นกู้ที่กระทรวงการคลังเป็นผู้ค้ำประกัน และหุ้นกู้ของบริษัทจำกัดที่มีการเสนอขายทั้งจำนวนแก่ผู้ถือหุ้นของบริษัท

เนื่องจากการเสนอขายแบบ PO นี้ไม่จำกัดประเภทและจำนวนของผู้ซื้อ ดังนั้นผู้ลงทุนจึงมีความหลากหลาย ซึ่งส่งผลให้ผู้ลงทุนอาจมีความรู้ ความสามารถในระดับที่แตกต่างกันมากในเรื่องอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง ดังนั้นเพื่อเป็นการปกป้องผู้ลงทุนบางกลุ่ม ซึ่งมีความสนใจลงทุนในหุ้นกู้ภาคเอกชนแต่ยังมีความรู้ความเข้าใจจำกัดและมีข้อมูลไม่เพียงพอ สำนักงานคณะกรรมการ

ก.ล.ต. จึงกำหนดให้หุ้นกู้ที่เสนอขายแบบ PO จำเป็นต้องได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบ ซึ่งจะเห็นได้ว่าการขายแบบ PO นี้มีขั้นตอนการออกที่ยุ่งยากและมีค่าใช้จ่ายในการออกหุ้นกู้แต่ละครั้งสูง ดังนั้นการเสนอขายแบบ PO จึงเหมาะสำหรับบริษัทหรือองค์กรที่ออกหุ้นกู้เป็นวงเงินสูงเท่านั้น

เนื่องจากหุ้นกู้ภาคเอกชนที่มีการเสนอขายแบบ PO เป็นวิธีการเสนอขายหุ้นกู้ให้นักลงทุนทุกประเภทและไม่มีข้อจำกัดการโอน ดังนั้นการซื้อขายในตลาดรองจึงเป็นไปได้ในวงกว้าง และสามารถจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อซื้อขายในตลาดรองได้อีกทางหนึ่งด้วย นอกเหนือไปจากวิธีการตกลงและต่อรองกันเอง หรือที่เรียกว่าการซื้อขายในตลาด Over the counter หรือตลาด OTC เท่านั้น

สำหรับการเสนอขายหุ้นกู้แบบ PP นั้น ผู้ออกตราสารสามารถเสนอขายได้ใน 2 รูปแบบ คือ แบบแรกเป็นการเสนอขายแก่ผู้ลงทุนโดยเฉพาะเจาะจงไม่เกิน 35 รายในระยะเวลา 12 เดือน และแบบที่สองเป็นการเสนอขายแก่ผู้ลงทุนประเภทสถาบันที่ทางสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนดไว้ ซึ่งในปัจจุบันกลุ่มผู้ลงทุนประเภทสถาบันได้รับการกำหนดไว้รวม 17 ประเภท ซึ่งประกอบด้วย

1. ธนาคารพาณิชย์
2. บริษัทเงินทุน
3. บริษัทหลักทรัพย์เพื่อเป็นทรัพย์สินของตนเอง เพื่อการบริหารกองทุนส่วนบุคคล หรือเพื่อการจัดการโครงการลงทุนที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายว่าด้วยการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์
4. บริษัทเครดิตฟองซิเออร์
5. บริษัทประกันภัย
6. นิติบุคคลที่กฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น ซึ่งมีได้เป็นนิติบุคคลตามข้อ 9
7. ธนาคารแห่งประเทศไทย
8. สถาบันการเงินระหว่างประเทศ
9. ส่วนราชการและรัฐวิสาหกิจตามกฎหมายว่าด้วยวิธีการงบประมาณ
10. กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาาระบบสถาบันการเงิน
11. กองทุนบำเหน็จบำนาญ
12. กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ

13. กองทุนรวม

14. นิติบุคคลที่มีสินทรัพย์รวมตามงบการเงินที่ผู้สอบบัญชีตรวจสอบแล้ว สำหรับระยะเวลาล่าสุด ตั้งแต่ห้าร้อยล้านบาทขึ้นไป

15. นิติบุคคลซึ่งมีผู้ถือหุ้นเป็นบุคคลตามข้อ 1 ถึง ข้อ 14 ถือหุ้นรวมกันไม่ต่ำกว่าร้อยละ 75 ของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมด

16. ผู้ลงทุนที่ไม่มีภูมิลำเนาในประเทศไทย และนำเงินลงทุนมาจากต่างประเทศ โดยมีผู้ดูแลหรือผู้จัดการลงทุนให้

17. ผู้ลงทุนที่ไม่ใช่ผู้ลงทุนตามข้อ 1 ถึง 16 ซึ่งซื้อหลักทรัพย์ตามที่ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ได้เสนอขายหลักทรัพย์นั้นในมูลค่าตั้งแต่สิบล้านบาทขึ้นไป ทั้งนี้ในการคำนวณมูลค่าดังกล่าวให้ถือเอาราคาเสนอขายหุ้นกู้เป็นเกณฑ์

โดยจะเห็นได้ว่าการเสนอขายแบบ PO นั้น เป็นการขายเฉพาะเจาะจงให้กับกลุ่มนักลงทุนสถาบันและมีข้อจำกัดการโอนซื้อขายเปลี่ยนมือในตลาดรองที่กำหนดให้โอนซื้อขายระหว่างนักลงทุน 17 ประเภทนี้เท่านั้น ดังนั้นการซื้อขายหุ้นกู้ภาคเอกชนประเภทนี้ในตลาดรองจะเป็นวิธีการตกลงและต่อรองกันเอง หรือตลาด OTC เท่านั้น

เนื่องจากการเสนอขายแบบ PO นี้เกี่ยวข้องกับผู้ลงทุนจำนวนจำกัด และผู้ลงทุนกลุ่มนี้เมื่อพิจารณาแล้วเป็นผู้ลงทุนกลุ่มที่มีความรู้ความสามารถและมีข่าวสารข้อมูลที่ดีในการลงทุน เงื่อนไขของการเสนอขายแบบ PP ที่ผู้ออกต้องเสนอต่อสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด. จึงจัดให้มันน้อยกว่าการเสนอขายแบบ PO และในอดีตหุ้นกู้ที่เสนอขายแบบ PP นี้ไม่จำเป็นต้องทำการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ จากข้อกำหนดที่เคร่งครัดน้อยกว่าของการเสนอขายแบบ PP ส่งผลให้การเสนอขายหุ้นภาคเอกชนส่วนใหญ่จึงเป็นการเสนอขายแก่บุคคลในวงจำกัด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในแบบที่สอง อย่างไรก็ตามประชาชนที่ซื้อหุ้นกู้ในมูลค่าที่เกิน 10 ล้านบาทก็จัดเป็นผู้ลงทุนสถาบันประเภทที่ 17 ซึ่งแม้จะมีเงินลงทุนมากแต่ผู้ลงทุนกลุ่มนี้ก็อาจมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับหุ้นกู้ที่จำกัดเช่นเดียวกับผู้ลงทุนรายย่อย ดังนั้นเพื่อเป็นการปกป้องผู้ลงทุนสถาบันประเภทที่ 17 จากการที่หุ้นกู้ภาคเอกชนมีความซับซ้อนและหลากหลายมากยิ่งขึ้น สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด. จึงได้กำหนดให้หุ้นกู้ที่เสนอขายแก่ผู้ลงทุนประเภทสถาบันต้องได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ โดยมีผลบังคับใช้ตั้งแต่ไตรมาสที่ 2 ของปี พ.ศ. 2543 เป็นต้นไป

โดยจะเห็นได้ว่าหุ้นกู้ที่ออกเสนอขายทั้งสองวิธีการต้องได้รับการจัดอันดับเครดิตหรือจัดอันดับความน่าเชื่อถือจากบริษัทจัดอันดับเครดิตในประเทศตามกฎหมายของสำนักงาน

คณะกรรมการ ก.ล.ต. เพื่อเป็นข้อมูลที่สำคัญให้แก่นักลงทุน โดยเป็นขั้นตอนแรกของเครื่องมือวัดความเสี่ยงด้านเครดิตของหุ้นกู้นี้ ในกรณีที่หุ้นก้นักลงทุนสถาบันที่มีบุคลากรเฉพาะด้านอาจมีหน่วยงานวิเคราะห์ด้านความเสี่ยงของฐานะทางการเงินของหุ้นก้นั้นๆ อีกชั้นหนึ่ง แต่สำหรับนักลงทุนทั่วไปสามารถใช้อันดับเครดิตนี้ในการประเมินความเสี่ยงที่ตนจะสามารถรับได้หรือไม่ ทั้งนี้ผู้ลงทุนมีหน้าที่ต้องติดตามฐานะทางการเงินของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้อย่างใกล้ชิดตลอดระยะเวลาที่ลงทุน

อันดับเครดิตเป็นค่าอ้างอิงที่แสดงว่าผู้ออกหุ้นกู้มีความเสี่ยงที่จะไม่สามารถชำระดอกเบี้ยและเงินต้นตามกำหนด โดยหุ้นก้นักลงทุนที่มีอันดับเครดิตดีหรือสูง หมายความว่ามีความเสี่ยงที่จะไม่ชำระเงินตามกำหนดในระดับต่ำและมีความมั่นคงทางการเงินในระดับสูง และหุ้นก้นักลงทุนที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำ มีความหมายในทางตรงข้ามคือมีความเสี่ยงที่จะชำระเงินตามกำหนดไม่ได้ในระดับสูง เนื่องจากความมั่นคงทางการเงินอยู่ในระดับต่ำ

อันดับเครดิตของหุ้นกู้ที่ประกาศโดยสถาบันจัดอันดับเครดิตในประเทศ 2 ราย คือ บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด และบริษัท ฟิทช์ เรตติ้ง (ประเทศไทย) จำกัด ซึ่งเรียงตามลำดับจากอันดับเครดิตที่สูงที่สุด ดังนี้

AAA	อันดับเครดิตสูงที่สุด มีความเสี่ยงต่ำที่สุดที่จะไม่สามารถชำระหนี้ได้ตามกำหนด
AA	อันดับเครดิตรองลงมา และถือว่ามีความเสี่ยงต่ำมากที่จะไม่สามารถชำระหนี้ได้ตามกำหนด
A	ความเสี่ยงอยู่ในระดับต่ำ
BBB	ถือว่ามีความเสี่ยงและความสามารถในการชำระหนี้ในระดับปานกลาง
BB	มีความเสี่ยงในระดับสูง
B	มีความเสี่ยงในระดับสูงมาก
C	ความเสี่ยงในระดับสูงที่สุด
D	อยู่ในสถานะของการผิดนัดชำระหนี้

อันดับเครดิตข้างต้นจะมีเครื่องหมาย + หรือ - เช่น AA - A + เพื่อแสดงความแตกต่างกันของอันดับเครดิตเพิ่มขึ้น ตามมาตรฐานสากลอันดับเครดิตตั้งแต่ BBB ขึ้นไปจนถึง AAA ถือว่าหุ้นก้นักลงทุนดังกล่าวอยู่ในระดับน่าลงทุน ส่วนอันดับเครดิตที่ต่ำกว่า BBB ลงไปมักเป็นหุ้นก้นักลงทุนในระดับที่ลงทุนเพื่อเก็งกำไร

ตลาดรองของตราสารหนี้

ตลาดรองของตราสารหนี้ หมายถึง ตลาดที่ผู้ซื้อและผู้ขายสามารถทำการซื้อขายตราสารหนี้ หลังจากที่ได้มีการซื้อขายในตลาดแรกเรียบร้อยแล้ว โดยการซื้อขายนี้ผู้ขายจะไม่ใช้บริษัทหรือองค์กรซึ่งเป็นผู้ออกตราสารหนี้เพื่อระดมทุนอีกต่อไป แต่ผู้ขายจะเป็นผู้ลงทุนซึ่งถือครองตราสารหนี้ฉบับนั้นอยู่แล้วที่ต้องการขายตราสารหนี้ฉบับนั้นออกไป เพื่อให้ได้เงินทุนจากการขายด้วยเหตุผลบางประการ ในการซื้อขายระหว่างกันนี้ผู้ซื้อและผู้ขายไม่จำเป็นต้องมาพบกันตามสถานที่นัดพบลักษณะของการซื้อขายในตลาดตราสารหนี้ในประเทศไทยจะเป็นการซื้อขายแบบ OTC โดยผู้ซื้อและผู้ขายสามารถทำการตกลงกัน โดยผ่านเครื่องมือการสื่อสารต่างๆ เช่น โทรศัพท์ หรือผ่านทางเครือข่ายคอมพิวเตอร์ที่สร้างขึ้นเพื่ออำนวยความสะดวกให้กับผู้ค้าตราสารหนี้ และเพื่อเพิ่มช่องทางการซื้อขายในตลาดรองให้กว้าง และเปิดโอกาสแก่นักลงทุนทั่วไป ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เปิดการซื้อขายหุ้นกู้ในวันที่ 26 พฤศจิกายน 2546 ซึ่งระบบการซื้อขายจะดำเนินการผ่านโบรกเกอร์ที่มีธุรกรรมในตลาดทุนอยู่แล้ว และตราสารหนี้ทุกประเภทสามารถเข้ามาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ ไม่ว่าจะเป็น ตราสารหนี้ภาครัฐ ตราสารหนี้ภาคเอกชน และ ตราสารหนี้ของสถาบันการเงินระหว่างประเทศ รวมถึงตราสารหนี้ที่ออกในโครงการ เอเชียบอนด์ โดยตราสารหนี้เหล่านี้ มีคุณสมบัติคือ มีมูลค่ารวมไม่น้อยกว่า 100 ล้านบาท และได้รับอนุญาตการออกและเสนอขายจากหน่วยงานที่กำกับดูแลการออกและเสนอขายตราสารหนี้

การตกลงทำธุรกรรมเริ่มจากผู้ซื้อและผู้ขายทำการตกลงที่จะซื้อและขายตราสารตามราคาและปริมาณของตราสารหนี้ที่ต้องการ ซึ่งขั้นตอนนี้มักมีการต่อรองราคาเพื่อให้ได้ราคาที่ดีที่สุด ราคาที่ซื้อขายอาจแตกต่างกันขึ้นกับเงื่อนไขหลายข้อ ได้แก่ ขนาดของธุรกรรม มูลค่าคงค้างของตราสารหนี้ สภาพคล่องของตราสารหนี้ ฯลฯ เช่น ถ้าธุรกรรมนั้นมีขนาดใหญ่และตราสารหนี้มีมูลค่าคงค้างในตลาดสูง ผู้ซื้ออาจสามารถต่อรองราคาได้มาก แต่ถ้าหากเป็นธุรกรรมขนาดเล็กยอมราคาที่ตกลงกันก็จะสูงขึ้น นอกจากนั้นความน่าเชื่อถือของคู่ค้าเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ทำให้ราคาซื้อขายสูงขึ้นหรือต่ำลงได้ กล่าวคือถ้าคู่ค้ารายนั้นมีฐานะทางการเงินที่ไม่น่าเชื่อถือ คู่ค้าอีกรายอาจไม่มั่นใจที่จะซื้อขายด้วย จึงต้องตั้งราคาขายที่สูงขึ้นหรือตั้งราคารับซื้อที่ลดลงเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่จะเกิดจากการที่คู่ค้าซึ่งเป็นคู่สัญญานั้นอาจไม่สามารถชำระราคาหรือส่งมอบได้ตามที่ตกลง ดังนั้นการทราบว่าคุณค่าของตนเองเป็นใคร มีฐานะทางการเงินน่าเชื่อถือหรือไม่เป็นปัจจัยสำคัญที่ผู้ซื้อขายตราสารหนี้ต้องพิจารณาประกอบการตัดสินใจด้วย

อย่างไรก็ตามการเสนอซื้อขายที่เกิดขึ้นจริงอาจมีการทำผ่านระบบ ซึ่งไม่ได้กำหนดให้ผู้ค้าต้องเปิดเผยตนเอง ระบบซื้อขายดังกล่าวเป็นระบบการซื้อขายแบบไม่เปิดเผยตัว พัฒนาการของระบบนี้เกิดขึ้นเพื่อป้องกันไม่ให้ผู้ค้าตราสารหนี้ทราบว่าผู้ค้าของตนเป็นใคร เนื่องจากการทราบว่าผู้ค้าเป็นใครอาจทำให้เกิดการวิเคราะห์กลยุทธ์และความลับเรื่องการลงทุนของผู้ค้าได้ นอกจากนี้การทราบว่าผู้ค้าอีกฝ่ายเป็นใครอาจทำให้เกิดการทำธุรกรรมเพื่อเอาเปรียบกันขึ้นได้ ระบบการซื้อขายแบบไม่เปิดเผยสามารถลดปัญหาดังกล่าวได้ แต่ทำให้ผู้ทำการซื้อขายผ่านระบบมีความเสี่ยงที่อาจจะต้องซื้อขายกับผู้ค้าที่มีฐานะทางการเงินที่ไม่ดีนักได้

ในประเทศไทยหลังจากที่ได้ทำการตกลงราคาและปริมาณธุรกรรมซื้อขายตลอดจนวันชำระราคาและส่งมอบแล้ว ผู้ซื้อจะจัดเตรียมเงินเพื่อนำไปชำระในวันส่งมอบ และผู้ขายจัดเตรียมตราสารหนี้ นั้น เพื่อส่งมอบตามปริมาณที่ตกลง หากมิได้ตกลงเป็นอย่างอื่นให้ถือว่าวันชำระราคาและวันส่งมอบเป็นวันที่ T+2 โดย “+2” ให้หมายถึงการส่งมอบให้ทำการในอีก 2 วันทำการนับจากวันที่ T ซึ่งผู้ค้าได้ตกลงซื้อขายตราสารหนี้ระหว่างกัน การชำระราคาและส่งมอบพันธบัตรรัฐบาลจะต้องไปทำกันที่ธนาคารแห่งประเทศไทย ทั้งนี้เนื่องจากธนาคารแห่งประเทศไทยทำหน้าที่ตามกฎหมายเป็นนายทะเบียนของพันธบัตรภาครัฐทุกประเภท แต่การโอนที่ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องใช้เวลามาก เพราะระบบการโอนยังเป็นระบบเดิมที่ต้องลงสมุดและสลักหลังอยู่ นอกจากนี้ผู้ซื้อขายยังต้องไปปรากฏตัวที่ธนาคารด้วยกัน ซึ่งในปัจจุบันทางธนาคารแห่งประเทศไทยกำลังดำเนินการปรับปรุงให้ระบบการชำระราคาและส่งมอบมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น ส่วนการชำระราคาและส่งมอบหุ้นกู้ภาคเอกชนนั้น ส่วนใหญ่จะทำโดยใช้บริการจากศูนย์รับฝากหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือ Thailand Securities Depository (TSD) โดยบริการที่ให้เป็นการทำผ่านระบบจัดเก็บแบบไร้ใบหุ้นทำให้ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์สามารถโอนให้แก่ผู้ค้าโดยผ่านสื่ออิเล็กทรอนิกส์อย่างสะดวกรวดเร็ว

แต่ถ้าเป็นการซื้อขายในตลาดรองโดยผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว การชำระราคาและส่งมอบของการซื้อขายหุ้นกู้ในระบบของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะดำเนินการโดยผ่าน TSD เพียงวิธีการเดียว โดยกำหนดให้ส่งมอบหุ้นกู้และชำระเงินในวันทำการที่ 2 หลังจากวันที่การซื้อขาย (T+2) ในด้านผู้ลงทุนนั้นจะได้รับความสะดวกและปราศจากความเสี่ยงในการไม่ได้รับหุ้นกู้เมื่อซื้อขายผ่านระบบการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผู้ลงทุนสามารถแน่ใจว่าจะได้รับหลักทรัพย์เมื่อทำการชำระเงินแล้วแน่นอนและไม่ต้องดำเนินการในเรื่องการส่งมอบหุ้นกู้และรับชำระเงินกันเองระหว่างผู้ขายกับผู้ซื้อ เนื่องจาก TSD จะเป็นผู้ดำเนินการในเรื่องนี้และรับประกันรายการซื้อขายอีกด้วย

ตลาดรองของตราสารหนี้ในประเทศไทยมี 2 แห่ง คือ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย และ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย หรือ ThaiBMA ได้รับใบอนุญาตจัดตั้งเป็นสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ ภายใต้มาตรา 230 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เพื่อทำหน้าที่หลักในการเป็นองค์กรกำกับดูแลสมาชิก (Self-Regulatory Organization/ SRO) และเป็นศูนย์รวมข้อมูลด้านตลาดตราสารหนี้ รวมถึงส่งเสริมและพัฒนาตลาดตราสารหนี้

แม้ว่าการดำเนินงานในนามของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย จะเริ่มขึ้นในปลายปี พ.ศ. 2548 หลังจากได้รับใบอนุญาตสมาคมจากสำนักงาน กสท. เมื่อวันที่ 8 กันยายน 2548 แต่บทบาทการทำหน้าที่ในตลาดตราสารหนี้ของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้ดำเนินการมาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2537 ภายใต้ชื่อ “ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้” ซึ่งเปิดดำเนินการเมื่อวันที่ 1 พฤศจิกายน 2537 ภายใต้โครงสร้างของสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างระบบโครงสร้างพื้นฐานของการซื้อขายตราสารหนี้ ระหว่างผู้ค้าตราสารหนี้ในตลาดรอง การจัดตั้งชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ นับเป็นก้าวสำคัญของการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทย เพราะได้ทำหน้าที่เป็นแกนนำในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทย และได้มีบทบาทสำคัญในการกระตุ้นให้ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องเข้ามาให้ความสนใจต่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทยอย่างจริงจัง

ในปี 2540 เพื่อรองรับการเติบโตอย่างรวดเร็วของตลาดตราสารหนี้และสอดคล้องกับบทบาทหน้าที่การดำเนินงาน ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ได้ปรับเปลี่ยนสถานะเป็น “ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย” โดยได้รับใบอนุญาตให้บริการเป็นศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ ตามมาตรา 204 แห่ง พรบ.หลักทรัพย์ฯ จากสำนักงานคณะกรรมการ กสท. เมื่อวันที่ 9 ธันวาคม 2540 และเปิดดำเนินงานอย่างเป็นทางการ เมื่อวันที่ 22 เมษายน 2541

ต่อมาในปี พ.ศ. 2548 คณะกรรมการกำกับการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศไทย ซึ่งมีรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังเป็นประธาน ได้ให้ความเห็นชอบโครงการปรับปรุงตลาดตราสารหนี้ครั้งใหญ่ของประเทศไทย เพื่อรองรับการพัฒนาตลาดพันธบัตรเอเชีย มาตรการหนึ่งในโครงการดังกล่าว คือให้มีการรวมระบบการซื้อขายตราสารหนี้อิเล็กทรอนิกส์ (Electronic Trading Platform/ ETP) ไว้ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยโอนขายระบบ ETP

ให้แก่ตลาดหลักทรัพย์นำไปดำเนินการต่อภายใต้ชื่อระบบ FIRST ในขณะที่ในด้านข้อมูลนั้น จะมีการรวมศูนย์ข้อมูลตลาดตราสารหนี้ของประเทศไว้ที่ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย โดยศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยยังคงทำหน้าที่ด้าน SRO อาทิ การตรวจสอบภาวะการซื้อขาย กำหนดมาตรฐานต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายตราสารหนี้ ทำหน้าที่ Bond Pricing Agency ตลอดจนการพัฒนาเครื่องมือใหม่ๆ ทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนในตราสารหนี้ นอกจากนี้ยังเป็นเวทีในการรวบรวมความคิดเห็นของผู้ร่วมตลาดเพื่อเสนอต่อทางการในการกำหนดนโยบายเพื่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้อีกด้วย

ตารางผนวกที่ 4 ลำดับความเป็นมาของการจัดตั้งสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

วัน เดือน ปี	การดำเนินงาน	ผู้ดำเนินงาน
เมษายน 2537	สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด. มอบหมายให้ ASCO ทำหน้าที่เป็น แกนนำรวมกลุ่ม dealer เพื่อพัฒนา ตลาดรองตราสารหนี้	คณะกรรมการพิจารณา แนวทางในการพัฒนา ตลาดรองตราสารหนี้และ การจัดตั้งศูนย์ซื้อขาย หลักทรัพย์ (ก.ล.ด.)
1 พฤศจิกายน 2537	ASCO จัดตั้งชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ (BDC) และเปิดดำเนินงาน	คณะทำงานพิจารณาศึกษา การพัฒนาตลาดรองตรา สารหนี้ (ASCO)
3 กรกฎาคม 2540	BDC ยื่นขอรับใบอนุญาตจัดตั้ง ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย	คณะกรรมการก่อตั้งศูนย์ ซื้อขายตราสารหนี้ไทย (BDC)
9 ธันวาคม 2540	SEC ออกใบอนุญาตจัดตั้งศูนย์ซื้อขาย ตราสารหนี้ไทย (Thai BDC)	
22 เมษายน 2541	Thai BDC เปิดดำเนินงานอย่างเป็นทางการ	
8 กันยายน 2548	SEC ออกใบอนุญาตจัดตั้งสมาคมตลาด ตราสารหนี้ไทย (ThaiBMA)	

ที่มา: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (2549)

ภายหลังจากการโอนระบบซื้อขาย สำนักงาน กสท. จึงเห็นควรให้ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยปรับสถานะจากศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย เป็นสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ ภายใต้ชื่อ “สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย” เพื่อมุ่งเน้นและขยายบทบาทการทำหน้าที่ด้านการเป็น SRO และการเป็นศูนย์กลางข้อมูลตราสารหนี้ รวมถึงขยายไปสู่การทำหน้าที่เผยแพร่ราคามาตรฐาน หรือ Pricing agency ในตลาดตราสารหนี้ ตามวัตถุประสงค์ของทางต่อไป

โดย ณ มิถุนายน 2550 สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีสมาชิกประกอบด้วยธนาคารพาณิชย์ และบริษัทหลักทรัพย์จำนวน 52 ราย โดยสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีบทบาทหน้าที่ ดังนี้

1. การเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง (SRO) สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกเพื่อให้การประกอบธุรกรรมการค้าตราสารหนี้เป็นไปอย่างโปร่งใสและเป็นธรรม และสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุน การดำเนินงานประกอบด้วย การกำหนดจรรยาบรรณ และมาตรฐานการปฏิบัติในตลาดตราสารหนี้ รวมถึงกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องในการประกอบธุรกรรม การค้าตราสารหนี้ การติดตามภาวะตลาด และตรวจสอบการซื้อขายตราสารหนี้ เพื่อไม่ให้เกิดการกระทำที่ผิดกฎหมายหรือไม่เป็นธรรมแก่ลูกค้า และการกำหนดกระบวนการพิจารณาความผิด และกำหนดบทลงโทษผู้ค้าตราสารหนี้ที่ไม่ปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้อง

2. การให้บริการและเป็นศูนย์กลางข้อมูลในตลาดตราสารหนี้ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยทำหน้าที่เป็นสื่อกลางในการรวบรวมและเผยแพร่ข้อมูลต่างๆ ในตลาดตราสารหนี้ผ่านทาง www.thaibma.or.th และ www.thaibond.com โดยประกอบด้วยข้อมูลการซื้อขายในตลาดรอง ข้อมูลพื้นฐานของตราสารหนี้ ข้อมูลราคาอ้างอิงต่างๆ ของตลาด ตลอดจนข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน

บทบาทการให้บริการด้านข้อมูลที่สำคัญอีกประการหนึ่ง คือ การ ทำหน้าที่ Bond Pricing Agency เพื่อเผยแพร่ราคาอ้างอิงสำหรับการ mark-to-market ของผู้ลงทุน โดยเฉพาะกองทุนรวมต่างๆ ทั้งนี้เพื่อกำหนดราคายุติธรรมสำหรับตราสารหนี้ที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายน้อย

3. การกำหนดวิธีปฏิบัติและมาตรฐานต่างๆ ของตลาดตราสารหนี้ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยทำหน้าที่กำหนดมาตรฐานต่างๆ ที่ใช้ในตลาดตราสารหนี้ เพื่อให้สมาชิกและทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องดำเนินธุรกรรม โดยมีมาตรฐานเดียวกัน เช่น การกำหนดสัญลักษณ์มาตรฐานของตราสารหนี้ภาครัฐและ

เอกชน การกำหนดมาตรฐานการคำนวณราคาและอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ประเภทต่างๆ และการกำหนดมาตรฐานด้านงานทะเบียนตราสารหนี้ เป็นต้น

4. การพัฒนาตลาดตราสารหนี้ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย สนับสนุนการพัฒนาอย่างต่อเนื่องของตลาดตราสารหนี้ โดยพัฒนาเครื่องมือและโครงสร้างพื้นฐานเพื่อส่งเสริมการซื้อขายและลงทุนในตราสารหนี้ เช่น การพัฒนา Benchmark ต่างๆ เช่น Yield curve Bond index การพัฒนาเพื่อรองรับนวัตกรรมทางการเงินประเภทใหม่ๆ และการจัดอบรมความรู้ด้านตราสารหนี้ เพื่อพัฒนาบุคลากรด้านตราสารหนี้ให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น รวมทั้งการให้ความรู้ความเข้าใจด้านการลงทุนในตราสารหนี้แก่นักลงทุนรายย่อย นักลงทุนสถาบันทั้งภาครัฐและเอกชน นักศึกษาประชาชนและผู้สนใจทั่วไป เป็นต้น

ระบบการซื้อขายตราสารหนี้ในสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

1. ผู้ค้า กำหนดราคา ผู้ค้ากำหนดราคาซื้อขายผ่านหนังสือและเว็บไซต์เพื่อให้ผู้ลงทุนพิจารณา
2. ผู้ลงทุนสอบถามราคา ผู้ลงทุนโทรศัพท์สอบถามราคาจากผู้ค้า โดยระบุชนิดและประเภท รวมถึงอายุของตราสารหนี้
3. ผู้ลงทุนตกลงซื้อขาย หลังจากได้ติดต่อกับผู้ค้าและได้ต่อรองราคาจนเป็นที่พอใจแล้ว เมื่อผู้ลงทุนตัดสินใจซื้อขายตราสารหนี้ ผู้ลงทุนต้องเตรียมเอกสารหลักฐานต่างๆ ให้พร้อมเพื่อกับผู้ค้า และลงบันทึกตกลงการซื้อขายตราสารหนี้
4. ผู้ลงทุนสามารถชำระเงินโดยเงินโอนและวิธีต่างๆ
 - 4.1 ชำระเงินโดยเงินสด/หักบัญชีเงินฝาก/แคชเชียร์เช็ค ของธนาคารนั้น /BAHTNET และ แคชเชียร์เช็คต่างธนาคาร (เฉพาะในเขตสำนักหักบัญชี กทม.)
 - 4.2 ลูกค้านำเงินมาชำระที่สาขาในเขต กทม. และปริมณฑล และชำระเงิน ภายใน 12.00 น. วันที่ T+2 กรณีเป็นเงินสด หรือ BAHTNET หรือหักบัญชีหรือแคชเชียร์เช็ค

4.3 ราคาที่ลูกค้าจะต้องชำระเงินใช้คำนวณจากอัตราราคาซื้อ

$$\text{จำนวนเงินที่จ่าย} = \frac{\text{จำนวนเงินหน้าตัว} * \text{ราคาซื้อ ณ วันที่ลูกค้าแจ้ง}}{100}$$

5. ผู้ค้าโอนกรรมสิทธิ์ตราสารหนี้ให้กับผู้ลงทุน โดยผู้ค้าจะทำการโอนตราสารหนี้เมื่อได้รับชำระเงิน ดังนี้

5.1 กรณีชำระเป็นเงินสด หักเงินในบัญชีเงินฝาก BAHTNET หรือ แคมเซียร์เช็คของธนาคาร ธนาคารจะทำการโอนในวันที่ธนาคารได้รับชำระเงิน (T+2)

5.2 กรณีชำระโดยแคมเซียร์เช็คต่างธนาคารจะทำการถอนในวันที่ธนาคารทราบผลการเรียกเก็บ (T+3)

5.3 ผู้รับโอนจะได้รับเอกสารเป็นใบรับตราสารหนี้เพื่อขอรับตราสารหนี้จริงหลังจากการโอน 1 เดือน

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ปัจจุบันตลาดรองสำหรับซื้อขายตราสารหนี้ในประเทศไทยยังดำเนินการในลักษณะที่ผู้ซื้อผู้ขายเจรจาต่อรองกันเองโดยตรงผ่านโทรศัพท์ หรือที่เรียกว่า OTC ซึ่งสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยเป็นเพียงศูนย์กลางในการรวบรวมข้อมูลซื้อขายและจัดทำสถิติของข้อมูลเท่านั้น

ดังนั้นเพิ่มช่องทางการซื้อขายในตลาดรองให้มีวงกว้าง และเปิดโอกาสแก่นักลงทุนทั่วไป ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงได้เปิดการซื้อขายหุ้นกู้ในวันที่ 26 พฤศจิกายน 2546 โดยพัฒนาระบบ Bond Market Exchange (BEX) เพื่อเป็นการเพิ่มศักยภาพให้แก่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดทุนไทยให้สามารถทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการระดมทุนที่ครบวงจรสำหรับบริษัทจดทะเบียนที่มีความต้องการเงินทุนเพื่อใช้ในการขยายกิจการให้สามารถระดมทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น ทั้งในรูปของตราสารทุนและตราสารหนี้ และต่อมาในปี พ.ศ. 2547 ตลาดตราสารหนี้ภายใต้การพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ขยายขอบเขต

การให้บริการครอบคลุมผู้ลงทุนทุกประเภททั้งผู้ลงทุนทั่วไปและผู้ลงทุนสถาบัน พร้อมทั้งอำนวยความสะดวกในการลงทุนในตราสารหนี้ทุกประเภททั้งที่ออกโดยภาครัฐและภาคเอกชน

โดยระบบการซื้อขายจะดำเนินการผ่านโบรกเกอร์ และโบรกเกอร์จะส่งคำสั่งผ่านเข้ามาในระบบซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หลังจากนั้นเมื่อมีความต้องการซื้อขายที่ตรงกัน ระบบก็จะจับคู่ทำการซื้อขายขึ้นมา และส่งต่อไปที่กระบวนการส่งมอบและชำระราคา ซึ่งหุ้นกู้ที่เปิดให้ซื้อขายมีคุณสมบัติเบื้องต้น ดังนี้

1. เป็นหุ้นกู้ที่ได้รับการอนุญาตเสนอขายจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด.
2. เป็นหุ้นกู้ที่ออกโดยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. ไม่มีข้อจำกัดการโอน คือสามารถซื้อขายและโอนให้กับนักลงทุนทุกประเภททั้งที่เป็นสถาบันและเป็นบุคคลธรรมดา
4. จำนวนผู้ถือหุ้นกู้ต้องมีอย่างน้อย 50 ราย ณ วันที่ขออนุญาตเป็นหุ้นกู้จดทะเบียนเพื่อเป็นปัจจัยเสริมของการมีสภาพคล่องในตลาดรอง
5. นายทะเบียนหุ้นกู้เป็นศูนย์รับฝากหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (TSD) หรือที่ตลาดหลักทรัพย์อนุญาตเพื่อความสะดวกและควบคุมความเสี่ยงเนื่องจากรายการซื้อขายหุ้นกู้ได้รับการประกันจาก TSD

ระบบการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ระบบการซื้อขายหุ้นกู้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสะดวกและดำเนินการได้โดยง่าย โดยนักลงทุนติดต่อซื้อขายผ่านโบรกเกอร์หรือที่เรียกว่าบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ โดยขั้นตอนหลักๆ ของการซื้อขายมีดังนี้

1. เปิดบัญชีซื้อขาย ผู้ลงทุนติดต่อโบรกเกอร์เพื่อเปิดบัญชีการซื้อขาย ผู้ลงทุนที่เป็นลูกค้าเดิมที่มีบัญชีการซื้อขายตราสารหนี้อยู่แล้วให้แจ้งความจำนงค์ต้องการซื้อขายตราสารหนี้เพิ่มขึ้น โดยอาจต้องให้ข้อมูลเพิ่มเติม เพื่อให้โบรกเกอร์ไปดำเนินการในรายละเอียดด้านระบบปฏิบัติงานภายใน

2. การส่งคำสั่งซื้อขายและการยืนยันการซื้อขาย เมื่อผู้ลงทุนพิจารณาความต้องการลงทุน และประเมินความเสี่ยงของหุ้นแล้วให้แจ้งคำสั่งการซื้อขายผ่านเจ้าหน้าที่การตลาดตราสารหนี้ที่ บริษัทโบรกเกอร์ เจ้าหน้าที่จะส่งคำสั่งซื้อขายเข้าสู่ระบบของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และแจ้งยืนยันผลของการซื้อขายให้ลูกค้าทราบ

3. หลักเกณฑ์และวิธีการซื้อขาย

3.1 วิธีการจับคู่อัตโนมัติ (Automatic Order Matching หรือ AOM) เป็นวิธีการเดียวกับการซื้อขายหุ้นสามัญบนกระดานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กล่าวคือคำสั่งซื้อหรือขายที่ นำส่งเข้ามาในระบบจะจับคู่กับคำสั่งที่ขายหรือซื้อที่นำส่งเข้ามาในระบบเช่นกัน โดยเรียงลำดับตาม เวลา ราคา และปริมาณของแต่ละคำสั่ง เมื่อตรงกันแล้วระบบจะจับคู่คำสั่งซื้อขายดังกล่าว ผู้ซื้อ ผู้ขายไม่ทราบซื้อคู่ค่าของตน โดยนักลงทุนสามารถรับทราบถึงผลการซื้อขายทันทีที่เมื่อรายการ ซื้อขายนั้นจับคู่แล้วจากโบรกเกอร์ของตน

โดยเกณฑ์การซื้อขายหุ้นสำหรับ AOM ได้แก่

3.1.1 ราคาซื้อขาย เป็นราคาหุ้นต่อหน่วยโดยมีทศนิยม 2 ตำแหน่ง ซึ่งเป็นราคา ของหุ้นที่รวมดอกเบี้ยค้างรับไว้ด้วยแล้ว

3.1.2 หน่วยการซื้อขาย กำหนดให้ 1 หน่วยการซื้อขายเท่ากับหุ้น 100 หน่วย มูลค่าการซื้อขายขั้นต่ำจึงเท่ากับหุ้น 100 หน่วย และจำนวนหน่วยที่ซื้อขายเป็นจำนวนทวีคูณของ หุ้น 100 หน่วย เช่น 2, 3 และ 10 หน่วย การซื้อขายเท่ากับหุ้น 200, 300 และ 1000 หน่วยเป็นต้น

3.1.3 มูลค่าการซื้อขายต่อคำสั่ง กำหนดมูลค่าสูงสุดต่อคำสั่งไม่เกิน 10,000 หน่วย หรือ 10 ล้านบาท

3.1.4 ช่วงราคา (Spread) ช่วงราคาที่ใช้ปรับเปลี่ยนในการกำหนดราคาซื้อขายคือ 0.01 บาท ดังนั้นราคาที่นักลงทุนส่งคำสั่งนั้นสามารถปรับเปลี่ยนได้ตามความต้องการ โดยปรับขึ้น หรือลงอย่างน้อยที่สุดเท่ากับ 1 สตางค์ เช่น ราคาล่าสุดที่ 1,050.25 บาทต่อหน่วย ราคาที่ตั้งใหม่อาจ เท่ากับ 1,050.26 บาทต่อหน่วย หรือ 1,050.24 บาทต่อหน่วย

3.1.5 ราคาต่ำสุดและสูงสุด การขึ้นลงของราคาในระหว่างวันไม่มีข้อกำหนดเรื่องราคาต่ำสุดและราคาเพดานขึ้นสูง

3.1.6 อัตราค่าธรรมเนียมที่โบรกเกอร์เรียกชำระจากนักลงทุนเป็นไปตามข้อตกลงระหว่างนักลงทุนและโบรกเกอร์ โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ได้มีข้อกำหนดนี้

3.2 วิธีการซื้อขาย Put through หรือการซื้อขายรายใหญ่ เป็นวิธีการซื้อขายที่เอื้อให้ผู้ซื้อขายสามารถต่อรองและตกลงรายการก่อนที่จะส่งเข้าสู่ระบบของตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น จำนวนหน่วยขั้นต่ำของหุ้นที่จะซื้อขายจึงมีมูลค่าสูง คือ 10,000 หน่วย หรือที่มูลค่าซื้อขายตั้งแต่ 10 ล้านบาท สำหรับราคาซื้อขายต่อหน่วยเป็นราคาที่รวมดอกเบี้ยค้างรับและสามารถระบุได้ถึงทศนิยมจำนวน 5 ตำแหน่ง

4. การกำหนดเครื่องหมายแสดงสิทธิประโยชน์และการกำกับดูแล ตลาดหลักทรัพย์จะขึ้นเครื่องหมายหลักๆ ดังนี้

4.1 เครื่องหมาย XI (Ex-Interest) เป็นเครื่องหมายที่แสดงว่าผู้ซื้อจะไม่มีสิทธิได้รับดอกเบี้ยที่บริษัทกำหนดจ่ายในงวดนั้น

4.2 เครื่องหมาย XP (Ex-Principal) เป็นเครื่องหมายที่แสดงว่าผู้ซื้อจะไม่มีสิทธิได้รับเงินต้นที่บริษัทผู้ออกหุ้นกำหนดจ่ายในงวดนั้น ในกรณีนี้มักเป็นหุ้นที่ทยอยจ่ายคืนเงินต้นก่อนวันที่ครบกำหนดไถ่ถอน โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะขึ้นเครื่องหมายทั้งสองล่วงหน้า 2 วันทำการก่อนวันแรกของการปิดสมุดทะเบียน

สำหรับเครื่องหมายเพื่อการกำกับดูแลนั้นจะใช้เครื่องหมายประเภทเดียวกับที่ใช้ในตราสารทุนซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ให้นักลงทุนได้รับทราบข้อมูลและความเคลื่อนไหว และเป็นการกำกับดูแลจากฝ่ายงานกำกับตลาด เครื่องหมายเหล่านี้ ได้แก่ เครื่องหมาย NP, NR, SP, H

5. การชำระราคาและส่งมอบ การชำระราคาและส่งมอบของการซื้อขายหุ้นในระบบของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะดำเนินการโดยศูนย์รับฝากหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือ TSD โดยกำหนดให้ให้ส่งมอบหุ้นและชำระเงินในวันทำการที่ 2 หลังจากวันที่การซื้อขาย (T+2) ในด้านนักลงทุนนั้นจะได้รับความสะดวกและปราศจากความเสี่ยงในการไม่ได้รับหุ้นเมื่อซื้อขาย

ผ่านระบบการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผู้ลงทุนสามารถแน่ใจได้ว่า จะได้รับหลักทรัพย์เมื่อท่านชำระเงินแน่นอน และไม่ต้องดำเนินการในเรื่องการส่งมอบหุ้นกู้และ รับชำระเงินกันเองระหว่างผู้ขายกับผู้ซื้อ เนื่องจาก TSD จะเป็นผู้ดำเนินการในเรื่องนี้และรับประกัน รายการซื้อขาย

ตารางผนวกที่ 5 ความแตกต่างระหว่างการซื้อขายในตลาดตราสารหนี้ (BEX) และสมาคม ตลาดตราสารหนี้ไทย (ThaiBMA)

ตลาดตราสารหนี้ (BEX)	สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (ThaiBMA)
1. เป็นการซื้อขายที่ผ่านระบบที่จัดตั้งขึ้นมา อย่างเป็นทางการ ซึ่งทำการซื้อขายแบบ ประมูลโดยผ่านระบบ ASSET ซึ่งกำลังพัฒนา ให้ครอบคลุมวิธีการซื้อขายทุกอย่าง รวมทั้ง ผู้ลงทุนทุกประเภท และตราสารหนี้ทุกชนิด	1. เป็นการติดต่อซื้อขายแบบผู้ค้าตกลงกันเอง โดยสามารถซื้อขายตราสารหนี้ที่ขึ้นทะเบียน ในสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย
2. สามารถจับคู่คำสั่งอัตโนมัติ รวมทั้งเจรจา ต่อรอง และรายการผลการซื้อขาย	2. เป็นการตกลงกันโดยตรงระหว่างผู้ค้าผ่าน ทางหนังสือพิมพ์ เว็บไซต์ หรือผ่านทาง โทรศัพท์ คู่ค้าสามารถเจรจาต่อรองราคา เพื่อให้ได้ราคาที่ดีที่สุด
3. มีการประกันการส่งมอบและชำระราคา เพราะตลาดหลักทรัพย์เข้ามาเป็นคู่สัญญา ฝ่ายตรงข้ามเพื่อประกันการส่งมอบและชำระ ราคาของการซื้อขายนั้นๆ	3. ไม่มีการประกันการส่งมอบและชำระราคา หากคู่สัญญาฝ่ายตรงข้ามมีฐานะทางการเงินที่ ไม่ดีอาจไม่สามารถส่งมอบและชำระราคา ตามที่ตกลงได้

ที่มา: สันติ กิระนันท์ (2547)

ประวัติการศึกษา และการทำงาน

ชื่อ - นามสกุล	นางสาวณัฏฐินี ถาวรศิลป์สุระกุล
วัน เดือน ปี ที่เกิด	22 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2523
สถานที่เกิด	จังหวัดกรุงเทพมหานคร
ประวัติการศึกษา	บริหารธุรกิจบัณฑิต (การเงิน) มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
ตำแหน่งหน้าที่การงานปัจจุบัน	เจ้าหน้าที่งานบริหารทรัพยากรบุคคล
สถานที่ทำงานปัจจุบัน	บมจ.ธนาคารกรุงไทย สำนักงานใหญ่ ชั้น 8 อาคารนานาเหนือ