

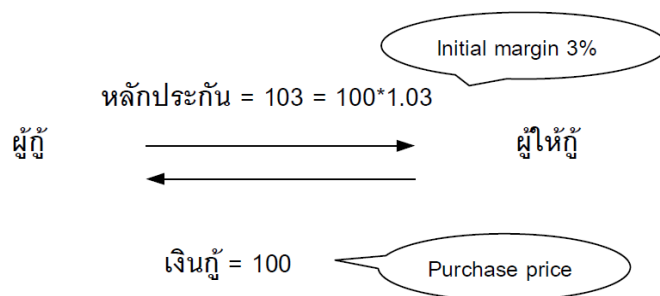
บทบาทของ ธปท. ในการพัฒนาตลาดการเงิน : ตลาดซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repurchase Market)

1. ตลาดซื้อคืนภาคเอกชนคืออะไร

ตลาดซื้อคืนภาคเอกชนเป็นการกู้ยืมเงินระหว่างภาคเอกชนด้วยกัน โดยมีตราสารหนี้เป็นหลักประกัน ซึ่งตราสารหนี้จะมีการโอนกรรมสิทธิ์จริงเหมือนการซื้อขาดขายขาด ทำให้ผู้ให้กู้ยืมเงิน (ผู้ได้รับโอนตราสารหนี้) สามารถนำหลักประกันไปทำธุรกรรมอื่นได้ โดยในระหว่างอายุสัญญาจะมีการตีมูลค่าของหลักประกันด้วยราคาตลาดทุกวัน (mark-to-market) และหากหลักประกันมีมูลค่าต่ำกว่าหรือสูงกว่าเงินกู้ยืม (รวม accrued interest) เกินระดับที่ได้ตกลงไว้ (margin threshold) จะมีการเรียกเพิ่มหรือส่งคืน margin และหากตราสารหนี้ที่ใช้เป็นหลักประกันมีการจ่าย coupon ในระหว่างอายุสัญญา ผู้ให้กู้ต้องส่งคืน coupon นั้นให้ผู้กู้ยืมเงิน ทั้งจำนวนโดยไม่หักภาษี

รายละเอียดเพิ่มเติมในการทำธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน มีดังต่อไปนี้

วันเริ่มทำสัญญา (ธุรกรรมขาแรก)



- ผู้กู้และผู้ให้กู้ตกลงเกี่ยวกับรายละเอียดของสัญญาและหลักประกันที่จะใช้ โดยมูลค่าของพันธบัตรที่จะใช้เป็นหลักประกันจะต้องมากกว่าจำนวนเงินที่จะกู้เป็นจำนวนตามอัตรา initial margin ที่ตกลงกัน เช่น ถ้าอัตรา initial margin เท่ากับร้อยละ 3 หากใช้พันธบัตรรัฐบาลเป็นประกันก็จะต้องมีมูลค่าที่คำนวณตามราคาตลาดเป็น 1.03 เท่าของจำนวนเงิน
- ส่งมอบหลักประกันโดยการโอนกรรมสิทธิ์ที่นายทะเบียน (กรณีตัวเงินคลัง ตัวเงินเพื่อปรับโครงสร้างหนี้ พันธบัตรรัฐบาล พันธบัตร ธปท. พันธบัตรกองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ และพันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่รัฐบาลค้ำประกัน นายทะเบียนคือ ธปท.)
- ชำระเงินโดยเช็คหรือผ่านระบบ BAHTNET

การส่งมอบ margin (ส่วนต่างระหว่างเงินกู้ (พร้อมดอกเบี้ย) กับมูลค่าหลักประกัน)

เนื่องจากการทำธุรกรรมซื้อคืน คือการกู้ยืมที่มีหลักประกัน เพื่อให้มีความมั่นใจว่ามูลค่าของเงินกู้ใกล้เคียงกับมูลค่าของหลักประกัน จึงต้องมีการคำนวณมูลค่าของเงินกู้และมูลค่าของหลักประกันทุกวัน หากมูลค่าของเงินกู้และมูลค่าของหลักประกันต่างกันมากก็จะต้องเพิ่มหรือส่งคืน margin (ส่วนต่างระหว่างเงินกู้

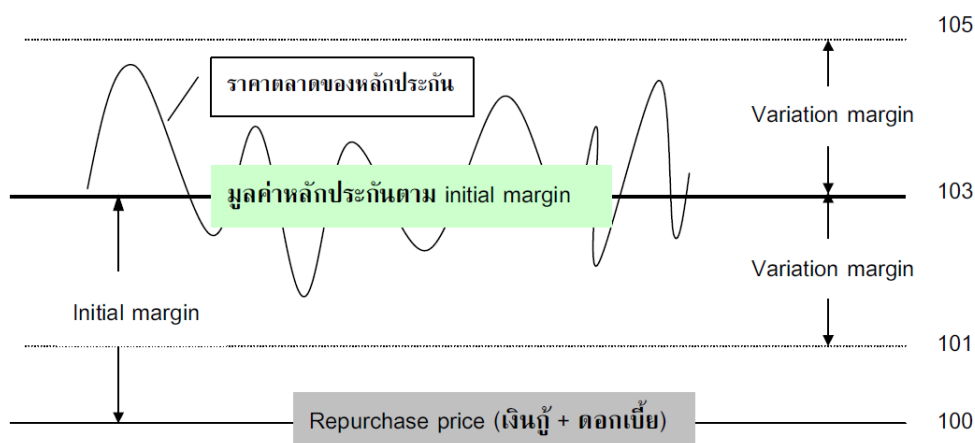
(พร้อมดอกเบี้ย) กับมูลค่าหลักประกัน) เพื่อให้ส่วนต่างระหว่างมูลค่าเงินกู้และดอกเบี้ยกับมูลค่าหลักประกัน เป็นไปตามอัตราส่วนที่ได้รับไว้ ทั้งนี้การเรียกเพิ่มหรือส่งคืน margin สามารถทำได้ 3 วิธี คือ

1. Margin Transfer – ใช้สัญญาเดิม โดย margin ที่จะส่งมอบสามารถเป็นได้ทั้งเงินสดหรือหลักทรัพย์ ในกรณีนี้มูลค่าเงินกู้จะคงเดิมเสมอ
2. Repricing – ปิดสัญญาเดิม เปิดสัญญาใหม่ โดยยึดมูลค่าตลาดของหลักประกันในจำนวนตามราคา ตราเดิมเป็นหลัก แล้วปรับจำนวนเงินกู้ให้สอดคล้อง นั่นคือมูลค่าเงินกู้ของสัญญาใหม่จะเปลี่ยนแปลง ตามมูลค่าตลาดของหลักประกัน ทำให้ต้องมีการส่งมอบเงินสด ในขณะที่จำนวนหลักประกันไม่ เปลี่ยนแปลง
3. Replacement - ปิดสัญญาเดิม เปิดสัญญาใหม่ โดยให้เงินกู้ของสัญญาใหม่มีมูลค่าเท่ากับราคาซื้อคืน (Repurchase Price) ของสัญญาเดิม แล้วปรับจำนวนหลักประกันให้สอดคล้อง ในกรณีนี้เงินกู้ของ สัญญาใหม่จะมากกว่าของสัญญาเดิมเป็นมูลค่าเท่ากับจำนวนดอกเบี้ยเงินกู้ยืม (Repo Interest) ที่ เกิดขึ้นจากสัญญาเดิม และเนื่องจากมูลค่าของเงินกู้จากสัญญาใหม่เท่ากับราคาซื้อคืน ดังนั้น จึงไม่ต้อง มีการส่งมอบเงินสด แต่จะต้องปรับจำนวนหลักประกันดังกล่าวข้างต้น

ในการคำนวณ margin นี้ จะทำโดยการเปรียบเทียบตัวเลข 2 จำนวน คือ

- 1) มูลค่าของหลักประกันตามราคาตลาด
- 2) มูลค่าของเงินต้นรวมกับดอกเบี้ย repo ที่คำนวณตั้งแต่วันที่เริ่มสัญญาจนถึงวันที่คำนวณนั้น แล้วนำ มูลค่าของเงินต้นบวกดอกเบี้ยดังกล่าวมาคูณกับ initial margin จะได้มูลค่าหลักประกันที่ควรจะมี

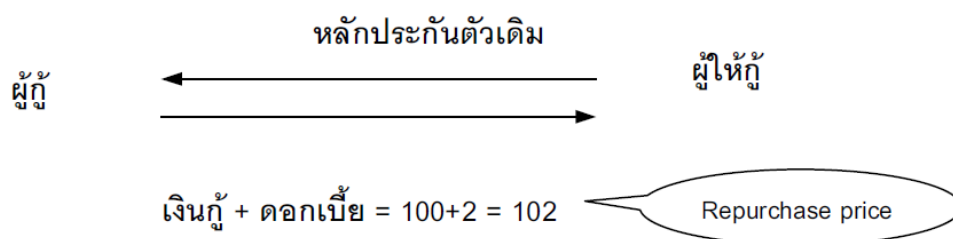
ส่วนต่างระหว่างมูลค่าตลาดของหลักประกันตามข้อ 1) และมูลค่าหลักประกันที่ควรจะเป็นตามข้อ 2) เรียกว่า “net exposure” ทั้งนี้ คู่สัญญาจะตกลงกันล่วงหน้าว่าจะให้มี net exposure ได้เป็นร้อยละเท่าใด ของมูลค่าหลักประกันที่ควรจะมี โดยไม่ต้องเรียก margin เพิ่ม ซึ่งช่วงดังกล่าวเรียกว่า variation margin หาก มูลค่าดังกล่าวเปลี่ยนแปลงขึ้นหรือลงมากกว่าช่วงที่กำหนดไว้ ผู้กู้หรือผู้ให้กู้จะต้องส่ง margin เพิ่มให้แก่ คู่สัญญาเท่ากับ net exposure ดังกล่าว เช่น หากกำหนดให้มี variation margin ได้ร้อยละ 2 ถ้าวันที่ 7 หลังจากเริ่มต้นธุรกรรม มูลค่านี้คำนวณได้เท่ากับเงินต้นและดอกเบี้ย 7 วัน เมื่อนำไปคูณกับ initial margin 1.03 แล้ว มูลค่าของพันธบัตร ณ วันนั้นจะต้องเปลี่ยนแปลงอยู่ในช่วงร้อยละ 2 ของจำนวนดังกล่าว จึงไม่ต้อง มีการเรียก margin เนื่องจากถือว่าเป็นความเสี่ยงที่ยอมรับได้



Manufactured Interest

ถึงแม้การทำธุรกรรม repo จะมีการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่ใช้เป็นหลักประกันจากผู้กู้ไปยังผู้ให้ กู้แล้วก็ตาม แต่เนื่องจากการทำธุรกรรม repo โดยนัยแล้วเป็นธุรกรรมกู้ยืม ดังนั้น ผู้ขาย (ผู้กู้หรือเจ้าของ หลักทรัพย์เดิม) จึงควรเป็นผู้ได้รับผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์นั้น ซึ่งในสัญญาที่เป็นมาตรฐานสำหรับการ ทำ repo ได้ระบุว่าในกรณีที่มีการจ่ายดอกเบี้ยพันธบัตร (coupon) ในระหว่างงวดสัญญาที่ทำธุรกรรม repo นั้น ผู้ซื้อ (ผู้ให้กู้) ซึ่งจะเป็นผู้ได้รับ coupon นั้น จะต้องโอนดอกเบี้ยพันธบัตรดังกล่าวคืนให้ผู้ขาย (ผู้กู้) ทั้งนี้ โดยไม่หักค่าใช้จ่ายใดๆ รวมทั้งภาษีหัก ณ ที่จ่าย

วันสิ้นสุดสัญญา (ธุรกรรมขาหลัง)



- ผู้กู้ (ผู้ขาย) จะซื้อคืนพันธบัตร
- ผู้ที่ถือ margin สุทธิจะต้องคืนเงินหรือคืนหลักทรัพย์ให้กับเจ้าของ (ในกรณีที่เงินสดต้องมีการจ่าย ดอกเบี้ยบน margin ด้วย)

2. วัตถุประสงค์ของการพัฒนาตลาดซื้อคืนภาคเอกชน

การพัฒนาตลาดซื้อคืนภาคเอกชนมีวัตถุประสงค์หลัก 4 ประการคือ

1. เพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ โดย
 - 1.1 เพิ่มสภาพคล่องในตลาดรองพันธบัตร เนื่องจากตราสารที่ใช่เป็นหลักประกันในการกู้ยืมได้มีการโอน กรรมสิทธิ์จริง ซึ่งทำให้ผู้รับโอนกรรมสิทธิ์ (ผู้ใหญ่) สามารถนำตราสารนั้นไปทำธุรกรรมต่อได้ (ให้ กู้ยืมต่อหรือขาย) โดยจะต้องหาตราสารดังกล่าวกลับมาก่อนการครบกำหนดของสัญญาซื้อคืน
 - 1.2 ช่วยให้สถาบันการเงินสามารถทำหน้าที่เป็น market maker ที่ดี โดยสามารถทำธุรกรรม short sale ตราสาร และกู้ยืมตราสารผ่านธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชนมาใช้ในการส่งมอบได้
 - 1.3 ช่วยให้ผู้ถือตราสารสามารถเพิ่มผลตอบแทน (enhance yield) โดยการให้ยืมตราสารได้ แทนการ ถือครองตราสารไว้เพียงอย่างเดียว
2. เพื่อปรับโครงสร้างตลาดเงินใหม่มีการกู้ยืมในลักษณะที่มีหลักประกันและในระยะเวลา (term) มากขึ้น จากปัจจุบันที่การกู้ยืมส่วนใหญ่อยู่ในลักษณะการกู้ยืมระหว่างธนาคาร (interbank) ที่ไม่มีหลักประกัน (clean loan) ซึ่งทำให้ผู้ปล่อยกู้ทำธุรกรรมส่วนใหญ่ในระยะเวลาสั้นๆ เช่น ระยะเวลาข้ามคืน (overnight) หรือ ไม่มีการกำหนดระยะเวลา (call) การกู้ยืมผ่านตลาดซื้อคืนภาคเอกชนซึ่งมีหลักประกันจะช่วยลดความเสี่ยง ในระบบการเงินและทำให้คู่สัญญากู้ยืมกันระยะยาวมากขึ้น

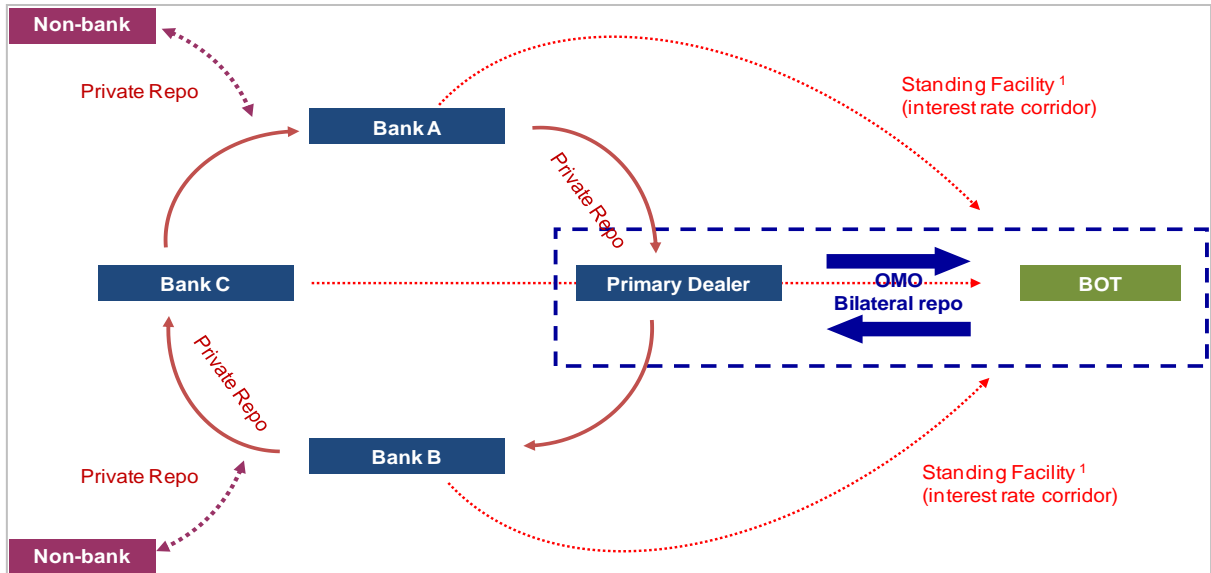
3. เพื่อรองรับการดำเนินนโยบายการเงินของ ธปท. กล่าวคือ ธปท. จะทำการดูดซับสภาพคล่องและปล่อยสภาพคล่องผ่านตลาดซื้อคืน โดยกระทำผ่านตัวกลาง ซึ่งได้แก่ Primary Dealers (PDs) ซึ่ง PDs เหล่านี้จะต้องมีหน้าที่ในการส่งต่อการกระทำดังกล่าวไปยังระบบการเงิน

3. มาตรการที่ ธปท. ดำเนินการเพื่อพัฒนาตลาดซื้อคืนภาคเอกชน

ธปท. ร่วมกับหน่วยงานภาครัฐและเอกชนที่เกี่ยวข้อง ได้ร่วมกันดำเนินการเพื่อพัฒนาตลาดซื้อคืนภาคเอกชนให้เป็นไปตามหลักมาตรฐานสากล ดังต่อไปนี้

1. ปฏิรูปโครงสร้างในการดำเนินนโยบายการเงิน โดยในเดือนกุมภาพันธ์ 2551 ธปท. ได้ปิดหน้าต่าง BOT Repo ที่ ธปท. เป็นคู่สัญญากับผู้ร่วมตลาดทุกรายมาเป็นการทำธุรกรรมกับ Primary Dealer (PD) ซึ่งเรียกว่าธุรกรรม “Bilateral Repo” (BRP)¹ และให้ PD ทำธุรกรรมกับผู้ร่วมตลาดรายอื่นๆ เรียกว่าธุรกรรม “Private Repo” (ภาพประกอบด้านล่าง) ทั้งนี้ในการทำ BRP ธปท. ได้นำวิธีการ mark-to-market ส่วนลดที่ใช้ในการคำนวณราคาหลักประกันเพื่อรองรับความผันผวนของราคาหลักประกัน (haircuts) และนำวิธีการปฏิบัติที่เป็นมาตรฐานต่างๆ เข้ามาใช้ในการทำธุรกรรมระหว่าง PDs เพื่อเป็นแนวทางสำหรับ PD ในการทำธุรกรรมต่อในตลาด Private Repo
2. สนับสนุนการขยายฐานผู้เล่นในตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชนเพื่อเพิ่มสภาพคล่อง โดยการสนับสนุนส่งเสริมให้มีการทำธุรกรรมของธนาคารพาณิชย์ที่ไม่ได้ทำหน้าที่เป็น PD สถาบันการเงินที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์ (Non-Bank) ผู้ร่วมในตลาดตราสารหนี้ต่างๆ ด้วยการเข้าไปศึกษากระบวนการและวิธีการปฏิบัติต่างๆ เพื่อลดอุปสรรคในการทำธุรกรรมในตลาด มีการจัดสัมมนาอบรมให้ความรู้เพื่อเพิ่มความเข้าใจให้แก่ผู้ร่วมตลาดเหล่านั้นในระยะแรก
3. ริเริ่มการจัดตั้งระบบการบริหารหลักประกันที่ต้องปฏิบัติในการทำธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน ให้ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์เป็นศูนย์กลางในการให้บริการบริหารหลักประกันเพื่อลดภาระในการดำเนินการ ซึ่งเป็นอุปสรรคหลักของผู้ร่วมตลาดในช่วงแรก
4. ริเริ่มและสนับสนุนการพัฒนาสัญญามาตรฐานในการทำธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชนฉบับภาษาไทย โดยในปี 2553 ได้มีการจัดตั้งคณะทำงานเพื่อจัดทำมาตรฐานในการทำธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน ซึ่งประกอบไปด้วยผู้แทนจากธนาคารแห่งประเทศไทย สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และผู้ร่วมตลาดธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน เพื่อจัดทำสัญญามาตรฐานฉบับภาษาไทยที่มีความเหมาะสมกับตลาดพันธบัตรไทยขึ้น เนื่องจากอาจช่วยลดต้นทุนด้านกฎหมายและด้านปฏิบัติการสำหรับผู้ร่วมตลาดที่เป็นสถาบันขนาดเล็ก ซึ่งจะช่วยให้เข้ามามีส่วนร่วมในการทำธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชนได้มากขึ้น ช่วยเพิ่มจำนวนผู้เล่นในตลาด และเป็นผลให้การส่งผ่านสภาพคล่องในตลาดการเงินมีความคล่องตัวมากขึ้น โดยสามารถดูรายละเอียดสัญญาต่างๆ ที่ใช้เป็นแนวปฏิบัติในการทำธุรกรรมในตลาดซื้อคืนภาคเอกชนได้ที่ [เว็บไซต์สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย](#)

¹ หลังจากเปิดดำเนินการหน้าต่าง Bilateral Repo คู่ขนานกับ BOT Repo มาตั้งแต่ปี 2543 ซึ่งต่อมาเมื่อมีการทำธุรกรรม Private Repo ระหว่างผู้ร่วมตลาดมากขึ้น จึงสามารถปิดตลาด BOT Repo ได้ในที่สุด



4. สัญญามาตรฐาน (Master Repurchase Agreement)

โดยทั่วไปการทำธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชนในต่างประเทศจะใช้สัญญามาตรฐานที่ใช้กันทั่วไป เพื่อความสะดวกและประหยัด โดยคู่สัญญาสามารถเขียนภาคผนวก (Annex) ให้มีรายละเอียดตามความต้องการ ทั้งนี้ ในประเทศสหรัฐอเมริกาใช้สัญญาที่จัดทำโดย PSA (Public Securities Association) ซึ่งปัจจุบันเปลี่ยนชื่อเป็น TBMA (The Bond Master Association) ส่วนในยุโรปใช้สัญญาที่จัดทำโดย ISMA (International Securities Market Association)

สำหรับประเทศไทย ได้มีการหารือและตกลงกันระหว่างผู้ร่วมตลาดและผู้เชี่ยวชาญทางกฎหมายว่า สัญญาที่ใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคืน ระหว่างสถาบันการเงินจะใช้ TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement (GMRA) ซึ่งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) ให้การรับรอง เพื่อให้มีผลต่อการยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคล ทั้งนี้ เนื่องจากกรมสรรพากรได้ระบุเงื่อนไขว่าต้องใช้สัญญาที่สำนักงาน ก.ล.ต. ยอมรับ อย่างไรก็ตาม TBMA/ISMA GMRA เป็นสัญญามาตรฐานที่จัดทำขึ้นโดยอิงกับการทำธุรกรรมของประเทศในแถบยุโรป ดังนั้น เพื่อให้สัญญาดังกล่าวสอดคล้องกับการทำธุรกรรมในประเทศไทย ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย (TBDC) ซึ่งภายหลังเปลี่ยนเป็นสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (The Thai Bond Market Association/ ThaiBMA) ได้ดำเนินการให้สำนักงานกฎหมายร่าง Annex I ไว้แนบท้ายสัญญามาตรฐานดังกล่าว โดยมี 2 ส่วน คือ

1. ข้อพิจารณาด้านกฎหมาย (Legal Term) – เนื่องจากสัญญามาตรฐาน TBMA/ISMA GMRA อยู่ภายใต้กฎหมายอังกฤษ จึงต้องมีการปรับให้สอดคล้องกับการทำธุรกรรมในประเทศไทย ดังนี้
 - กรณีที่คู่สัญญาเป็นสัญชาติไทยทั้งคู่ ให้อยู่ภายใต้บังคับใช้ของกฎหมายไทย
 - กรณีที่คู่สัญญาฝ่ายหนึ่งเป็นไทย และอีกฝ่ายหนึ่งเป็นสัญชาติอื่นที่มีใช้สัญชาติไทย (รวมถึงสาขาของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศ) ให้คู่สัญญาตกลงกันได้ว่าจะอยู่ภายใต้บังคับใช้ของกฎหมายไทย หรือกฎหมายอังกฤษ (English Law) หรือกฎหมายต่างชาติอื่น ๆ โดยการพิจารณาสัญชาติของคู่กรณีให้เป็นไปตาม พระราชบัญญัติว่าด้วยการขัดกันแห่งกฎหมายพ.ศ. 2481

ทั้งนี้สำนักงานกฎหมายได้จัดทำ Guidance Notes to the Thailand Annex เพื่อช่วยในการทำ ความเข้าใจด้วย

- ข้อพิจารณาด้านการค้า (Commercial Term) – ตามแต่คู่สัญญาจะตกลงกัน เช่น สกุลเงินพื้นฐาน ราคาที่จะใช้ในการวัดมูลค่าหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ยของ margin ฯลฯ

การกู้ยืมผ่านธุรกรรมซื้อคืนมีข้อแตกต่างจากการกู้ยืมที่มีหลักประกันอื่นๆ คือ การกู้ยืมที่มีหลักประกัน โดยทั่วไปจะกระทำโดยการจดจำนำหลักประกันให้แก่ผู้ให้กู้ และผู้กู้จะเป็นผู้ดูแลสินทรัพย์ดังกล่าว อย่างไรก็ตาม เพื่อลดความยุ่งยากที่จะเกิดขึ้นเมื่อเกิดการผิดนัดชำระหนี้ของผู้กู้ในการกู้ยืมผ่านตลาดซื้อคืน จึงมีการโอนกรรมสิทธิ์ของหลักประกันจากผู้กู้ไปยังผู้ให้กู้ หากเกิดการผิดนัดชำระหนี้ ผู้ให้กู้ไม่ต้องดำเนินการเพื่อบังคับหลักประกันจากผู้กู้ แต่สามารถยึดหลักประกันดังกล่าวไว้ได้เลย ดังนั้น ถึงแม้ว่าลักษณะของธุรกรรมซื้อคืนจะมี substance เป็นการกู้ยืมที่มีหลักประกัน แต่ข้อความในสัญญา (form) จะเป็นไปในลักษณะของการซื้อขาย โดยสามารถเปรียบเทียบกันได้ดังนี้

ลักษณะธุรกรรม (substance)	ข้อความในสัญญา (form)
ผู้กู้	ผู้ขาย (Seller)
ผู้ให้กู้	ผู้ซื้อ (Buyer)
จำนวนเงินต้น	ราคาซื้อ/ขาย (Purchase Price)
จำนวนเงินต้นรวมดอกเบี้ยนับจนถึงวันที่ทำการคำนวณ	จำนวนเงินต้น ราคาซื้อ/ขาย (Purchase Price)
อัตราดอกเบี้ยกู้ยืม	อัตราราคา (Pricing Rate)
จำนวนดอกเบี้ยนับจนถึงวันที่คำนวณ	ส่วนต่างราคา (Price Difference)