

การพัฒนาตลาดการเงินของไทย

บรรยายโดย

นายธีระชัย ภูวนาถนรานุบาล

ผู้ช่วยผู้ว่าการ สายนโยบายการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย

ในการประชุมประจำปี 2543 ของชมรมฟอเรกซ์ สมาคมธนาคารไทย

วันที่ 18 ธันวาคม 2543

ผมมีความยินดีเป็นอย่างมากที่ได้มีโอกาสมาบรรยายให้แก่สมาชิกชมรมฟอเรกซ์ในการประชุมประจำปีนี้ หัวข้อที่ผมจะบรรยายวันนี้คือการพัฒนาตลาดการเงินของไทย

ถ้าย้อนไปช่วง 3 - 4 ปีก่อนที่จะเกิดวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 นั้น ผมจำได้ว่าในช่วงนั้นมีหลายคน ที่พูดว่ามีการเปลี่ยนแปลงในธุรกิจการเงินมากเหลือเกิน จนกระทั่งรู้สึกว่าการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในแต่ละปี มีมากกว่าที่เคยเกิดขึ้นในสมัยก่อนหลายปีรวมกัน แต่ทุกคนต้องยอมรับว่าเมื่อเกิดวิกฤตขึ้นแล้ว การเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นใน 3 ปีนี้ ยิ่งรวดเร็วกว่าเดิมเสียอีก ดังนั้น หากผู้ใดที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจการเงิน ไม่ว่าจะในภาคเอกชนหรือภาคทางการ ถ้าไม่คอยติดตามเหตุการณ์อย่างใกล้ชิดแล้ว ก็มีความเสี่ยงที่จะกลายเป็นบุคคลล้าสมัยไปได้อย่างรวดเร็ว

ในวันนี้เป็นเวลาใกล้จะก้าวสู่ศักราชใหม่ จึงเป็นโอกาสที่ดีที่จะทบทวน ในเรื่องของการพัฒนาตลาดการเงิน สิ่งที่ได้ดำเนินการไปในช่วงที่ผ่านมา และทิศทางที่จะปรับเปลี่ยนไปในอนาคต แต่ก่อนที่จะบอกได้ว่าเรามาถึงจุดไหน และเรากำลังจะเดินทางไปทิศทางใดนั้น ผมคิดว่าจะเป็นประโยชน์ที่จะทบทวนกันเสียก่อน ว่าเหตุผลความจำเป็นที่ต้องมีการพัฒนาตลาดการเงินนั้นมีอย่างไร

ในแง่ของรัฐบาล เป็นที่ทราบกันดีว่ารัฐบาลมีความจำเป็นต้องกู้เงินเป็นจำนวนมาก เนื่องจากการแก้ปัญหาในระบบสถาบันการเงิน และจากการดำเนินนโยบายการคลังเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ดังนั้น ถ้ามองความจำเป็นในแง่ของรัฐบาลก็คือต้องการให้ตลาดพันธบัตรพัฒนา เพื่อให้มีสภาพคล่องสูง เป็นที่นิยมสำหรับนักลงทุน และสามารถรองรับการกู้ยืมของรัฐบาลได้ในจำนวนมาก โดยที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำสุดเท่าที่สถานการณ์จะอำนวย

ในแง่ของสถาบันการเงิน วิกฤตที่ผ่านมาชี้ให้เห็นว่าสถาบันการเงินในไทยยังขาดเครื่องมือในการบริหารสภาพคล่องในภาวะฉุกเฉินอย่างสิ้นเชิง ท่านคงจำได้ว่าปัญหาที่เริ่มแสดงอาการนั้น เป็นอาการของปัญหาวิกฤตศรัทธา ซึ่งวิกฤตศรัทธานี้เกิดขึ้นเป็นทอด ๆ เริ่มจากธนาคาร

ในต่างประเทศขาดความมั่นใจในธนาคารพาณิชย์ไทย ต่อมาธนาคารขนาดใหญ่เริ่มไม่มั่นใจธนาคารขนาดเล็ก ธนาคารพาณิชย์ไม่มั่นใจบริษัทเงินทุน และสุดท้าย ผู้ฝากเงินทั่วไป เริ่มต้นตกใจและรุมไถ่ถอนเงินฝากจากสถาบันการเงินกันอย่างไม่หยุดหย่อน

ในสภาวะเช่นนั้น โดยทั่วไปธนาคารกลางจะใช้วิธีอัดฉีดเงินด้วยการรับซื้อ พันธบัตรรัฐบาลจากสถาบันการเงิน ส่วนสถาบันการเงินรายใดขาดสภาพคล่อง ก็จะใช้วิธีนำเอาตราสารหนี้ต่าง ๆ ที่มีคุณภาพออกขายแก่สถาบันการเงินรายอื่น ๆ ในกรณีเช่นนี้ ระบบการเงินจึงยังสามารถหมุนเวียนสภาพคล่องกันได้ ถึงแม้สถาบันการเงินจะมีความเชื่อมั่นในเครดิตของกันและกันน้อยลงกว่าเดิมก็ตาม

แต่กรณีที่เกิดขึ้นนั้น เนื่องจากตลาดการเงินของเรามีได้มีการพัฒนาไว้มาก่อน สถาบันการเงินจึงไม่สามารถหมุนเวียนสภาพคล่องกันได้ ต้องใช้วิธีนำเอาสัญญากู้ของลูกหนี้มาเป็นประกันในการกู้ยืมจากกองทุนฟื้นฟูฯ ซึ่งผลก็ปรากฏว่าทำให้กองทุนมีความเสี่ยง เพราะ ลูกหนี้ที่เป็นหลักประกันมีคุณภาพเสื่อมลงทุกวันตามภาวะเศรษฐกิจ

สาเหตุที่ตลาดตราสารหนี้ของเรามีได้พัฒนานั้น ก็มีใช้ความผิดของผู้ใด แต่เป็นเพราะในช่วงก่อนหน้าวิกฤตกว่า 10 ปี ฐานะการคลังของรัฐบาลไม่ขาดดุล จึงไม่จำเป็นต้องกู้เงิน นอกจากนี้ นโยบายที่ให้เอกชนเป็นผู้พัฒนาโครงการต่าง ๆ แทนรัฐบาล โดยเฉพาะ โครงสร้างพื้นฐาน จึงทำให้รัฐมีความจำเป็นต้องออกพันธบัตรลดลง ๆ เป็นลำดับ พันธบัตรรัฐบาลซึ่งมียอดคงค้าง 234.8 พันล้านบาทในปี 2530 ก็ได้ทยอยครบกำหนดจนเหลือ 18.1 พันล้านบาทในปี 2539

ปัญหาอีกประการหนึ่งก็คือการออกพันธบัตรในอดีต มิได้เน้นการพัฒนาตลาดรอง แต่เน้นการประหยังบประมาณมากกว่า อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรที่ออกจึงมักจะต่ำกว่าราคาตลาด ทำให้ไม่เกิดการซื้อขายกันภายหลัง และเมื่อไม่มีการซื้อขาย ก็ไม่มีราคาตลาดที่ถูกต้องสำหรับพันธบัตรรัฐบาล ทำให้เอกชนไม่มีอัตราดอกเบี้ยที่อ้างอิงในการออกตราสารหนี้เอกชนไปด้วย

ดังนั้น ในแง่มุมมองของสถาบันการเงิน เป้าหมายสำคัญในการพัฒนาตลาดการเงินประการหนึ่ง จึงเป็นในเรื่องของการสร้างเครื่องมือเพื่อการบริหารสภาพคล่อง

ในแง่มุมมองของลูกหนี้ของสถาบันการเงิน และผู้ฝากเงิน ลูกหนี้ย่อมต้องการกู้เงินอย่างสะดวก ได้รับจำนวนเงินตามที่ต้องการ และในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำ ในแง่มุมนี้ ลูกหนี้จึงต้องการให้ตลาดตราสารหนี้ ทำหน้าที่เป็นคู่แข่งกับสถาบันการเงิน ด้วยการนำประชาชนผู้ออมกับกิจการผู้กู้มาพบกัน โดยตรงอย่างมีประสิทธิภาพ

ในแง่ของธนาคารแห่งประเทศไทย ความต้องการในเรื่องนี้น่าจะเป็นอย่างไรครับ

ผมคิดว่าทุกสิ่งที่กล่าวมาแล้ว ธปท. เห็นดีด้วยทั้งสิ้น กรณีการกู้เงินของรัฐบาลนั้น ธนาคารกลางทุกแห่งไม่ประสงค์จะถูกเหตุการณ์บังคับให้ต้องเป็นผู้ซื้อพันธบัตรรัฐบาลจากตลาดแรกเอาไว้เอง เนื่องจากจะทำให้ไม่สามารถคุมปริมาณเงินและอัตราเงินเฟ้อ ดังนั้น การที่ตลาดการเงินพัฒนาและสามารถรองรับการกู้ยืมของรัฐบาลได้สะดวก ก็จะไม่เกิดปัญหานี้

ธนาคารกลางในฐานะผู้กำกับดูแลสถาบันการเงิน ย่อมประสงค์จะให้ระบบสถาบันการเงินมีการแข่งขันกันเต็มที่ เพื่อประโยชน์ของลูกค้าทั้งด้านลูกหนี้และผู้ฝากเงิน และย่อมต้องการให้ระบบมีเครื่องมือที่ใช้ในการบริหารสภาพคล่องที่สมบูรณ์ รวมทั้งเมื่อมีการตกลงซื้อขายหรือให้กู้ยืมกันแล้ว ธนาคารกลางในฐานะผู้ดูแลระบบการชำระเงิน ก็ต้องการให้การชำระเงินและการส่งมอบหลักทรัพย์ต่าง ๆ เกิดขึ้นอย่างปลอดภัยอีกด้วย

แต่ความต้องการของธนาคารกลางไม่หยุดอยู่เพียงแค่นั้นครับ ธนาคารกลางมีหน้าที่ในการดำเนินนโยบายการเงิน มีหน้าที่ดูแลปริมาณเงิน ซึ่งในการทำหน้าที่นี้ จำเป็นจะต้องมีตลาดเงินที่พัฒนาดีขึ้นกว่าเดิม

ด้วยเหตุผลที่กล่าวมาแล้ว ธปท. จึงให้ความสำคัญในงานนี้ในลำดับต้น ๆ และได้ทำการประสานงานกับหน่วยงานอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง โดยเฉพาะกระทรวงการคลัง สำนักงาน กสท. และหน่วยงานของตลาดหลักทรัพย์ และสิ่งที่ได้ดำเนินการไปแล้วมีดังต่อไปนี้

เรื่องที่หนึ่ง : การเพิ่มปริมาณพันธบัตรรัฐบาล

จากการที่รัฐบาลต้องเข้าไปดูแลแก้ปัญหาระบบสถาบันการเงิน รวมทั้งการดำเนินนโยบายการคลังแบบขาดดุลเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ จึงทำให้ปริมาณพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วเป็นกว่า 636 พันล้านบาทในปัจจุบัน และมีแนวโน้มจะต้องเพิ่มขึ้นอีก จึงทำให้ปัญหาการขาดแคลนพันธบัตรที่เคยมีในอดีตนั้นหมดไป

เรื่องที่สอง : การเผยแพร่ราคาตลาดที่ถูกต้อง (Yield curve)

การที่เอกชนจะกำหนดอัตราดอกเบี้ยที่จะออกตราสารหนี้ในอายุต่าง ๆ ได้นั้น จะต้องมียุทธศาสตร์ที่ถูกต้องของพันธบัตรรัฐบาลไว้เทียบเคียงเสียก่อน โดยเฉพาะพันธบัตรที่มีอายุตามจุดหลัก ๆ ที่สำคัญ ที่เอกชนมักจะสนใจ (ซึ่งเรียกว่าพันธบัตรรุ่น Benchmark) คือ 1 ปี 5 ปี 7 ปี 10 ปี และ 15 ปี พันธบัตรรัฐบาลในรุ่นอายุหลักเหล่านี้ แต่ละรุ่นจะต้องมีปริมาณที่ออกขายมากพอ เพื่อให้การซื้อขายมีความคล่องตัว และมีให้มีใครสามารถบิดเบือนราคาได้โดยง่าย

ดังนั้น ในการที่รัฐบาลจะออกพันธบัตรขายจำนวนใหม่นั้น จึงควรจะใช้วิธีเปิดขายรุ่นเดิม เพื่อเพิ่มปริมาณในรุ่นที่เป็นอายุหลัก แทนที่จะเปิดรุ่นใหม่เป็นเบี่ยหัวแตก และทำให้แต่ละรุ่นมี ปริมาณน้อยกว่าที่ควร (วิธีนี้เรียกว่าการ reopen issue)

การเปิดขายรุ่นเดิมนั้น ก่อนหน้านี้ไม่สามารถกระทำได้ เนื่องจากยังไม่มี ความชัดเจนว่าการ re-open พันธบัตรรุ่นเดิม ที่จะทำให้ต้องขายพันธบัตรไม่ตรงกับราคาที่เราได้ คืออาจมี premium หรือ discount นั้น จะขัดกับกฎหมายว่าด้วยวิธีการงบประมาณหรือไม่ แต่บัดนี้ปัญหาได้รับการ แก้ไขแล้ว จากการตีความของคณะกรรมการกฤษฎีกา ตั้งแต่ กรกฎาคม 2543

นอกจากการออกพันธบัตรจะต้องใช้วิธีเดิมเข้าไปในรุ่นเดิมแล้ว การขายจำเป็นต้องมีการ วางแผนที่ดีอีกด้วย โดยจะต้องมีการออกขายอย่างสม่ำเสมอเป็นประจำ มีการกำหนดวันขาย ประกาศเป็นปฏิทินล่วงหน้า และขายโดยวิธีประมูลอย่างเสรี เพื่อให้ผู้ที่เข้าประมูลสามารถ จัดเตรียมเงินไว้พอเพียง ในด้านนี้ กระทรวงการคลังได้จัดตั้งสำนักบริหารหนี้สาธารณะขึ้นตั้งแต่ กันยายน 2542 เพื่อให้ดูแลงานด้านนี้โดยเฉพาะ และขณะนี้ได้มีการประกาศปฏิทินการประมูล ประมาณ 1-2 เดือนล่วงหน้าเป็นประจำแล้ว

เรื่องที่สาม : การควบคุมเงินเฟ้อ

ในเรื่องอัตราเงินเฟ้อนั้น ถ้าผู้ออมไม่วางใจว่าทางการจะสามารถควบคุมเงินเฟ้อให้อยู่ใน ระดับต่ำได้จริงจึง ผู้ออมย่อมต้องการให้พันธบัตรมีดอกเบี้ยในอัตราที่สูงขึ้น เพื่อจะ ชดเชยความ เสี่ยงจากเงินเฟ้อดังกล่าว ในเรื่องนี้ ธปท. ได้มีการประกาศเป้าหมายเพดานที่จะ ควบคุมเงินเฟ้อ และมีวิธีดำเนินการที่ชัดเจนแล้ว ผลปรากฏว่าทำให้ผู้ออมมีความวางใจระดับหนึ่ง โดยจะเห็นได้ว่า อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรที่ซื้อขายในตลาดรอง ในช่วงปีนี้ซึ่ง ธปท. มีการประกาศเป้าหมายเงินเฟ้อ ได้ลดลงอย่างมาก และในบางช่วงอายุเช่น 5 ปี ได้ลดลงถึงกว่า 1 เปอร์เซ็นต์

เรื่องที่สี่ : การสร้างกลไกดำเนินนโยบายการเงิน

งานกลุ่มนี้เป็นงานที่สำคัญต่อ ธปท. อย่างมาก ในจุดแรกนั้น ธปท. จะต้องปรับบทบาทของ ตลาดซื้อคืนที่ ธปท. ดำเนินการอยู่โดยเร็ว เหตุผลคือในอดีตที่ผ่านมา ธปท. ทำหน้าที่ในตลาดนี้ สองอย่างพร้อมกัน คือ ธปท. ทำตัวเป็นได้โสดตลาดกลางอย่างหนึ่ง เพื่อจับให้ผู้ซื้อและผู้ขายมาพบกัน และ ธปท. ใช้ตลาดนี้เป็นแหล่งดูดหรือปล่อยเงินเข้าระบบอีกอย่างหนึ่ง

การที่ ธปท. ทำตัวเป็นตลาดกลางนั้น ทำให้ ธปท. เป็นผู้รับความเสี่ยงทั้งระบบไว้แต่ผู้เดียว เพราะผู้ค้าทุกรายเป็นคู่สัญญาซื้อหรือขายคืนกับ ธปท. ซึ่งไม่เป็นวิธีการที่ดี ดังนั้น ในอนาคต ธปท.

ควรจะยุติบทบาทนี้ เพื่อปล่อยให้เอกชนทำธุรกรรมซื้อขายคืนกันเอง (ที่เรียกว่า R/P เอกชน) และ เป็นคู่สัญญาตนเองเป็นคู่ ๆ ซึ่งวิธีนี้เป็นแนวทางสากลมากกว่า

สำหรับบทบาทที่สอง ซึ่งเป็นบทบาทหลักในการดูแลหรือปล่อยเงินนั้น ต่อไป ธปท. ก็ยังจะทำ ธุรกรรมซื้อคืนขายคืน หรือ R/P อยู่เช่นเดิม แต่จะไม่ทำกับสถาบันการเงินทั้งระบบดังเช่นปัจจุบัน ธปท. จะทำธุรกรรมเฉพาะกับสถาบันคู่ค้าเท่านั้น และจะอาศัยสถาบันคู่ค้าเป็นผู้ไปดูแลเงินต่อ หรือ กระจายเม็ดเงินต่อ ให้แก่สถาบันการเงินรายอื่น ๆ โดยวิธีที่สถาบันคู่ค้าและสถาบันการเงินต่าง ๆ ทำธุรกรรม R/P เอกชนกันเอง และขณะนี้ ธปท. ได้แต่งตั้งสถาบัน คู่ค้า (Primary Dealer) แล้ว จำนวน 9 ราย

เพื่อเตรียมความพร้อมให้แก่สถาบันคู่ค้า ธปท. จะเริ่มซ้อมทำ R/P เฉพาะรายกับสถาบันคู่ค้า ตั้งแต่ต้นปี 2544 ส่วนการที่เอกชนจะทำ R/P กันเองนั้น ได้มีการเตรียมความพร้อมไว้แล้วเช่นกัน โดยมีการยกร่างสัญญามาตรฐานไว้แล้ว และต่อไปเมื่อเอกชนทำ R/P กันเองอย่างคล่องตัวแล้ว ธปท. ก็จะพิจารณาลดบทบาทการทำหน้าที่เป็นตลาดกลางลงตามลำดับ

ในการดูแลหรือปล่อยเงินนั้น นอกจาก ธปท. จะทำธุรกรรม R/P กับสถาบันคู่ค้าแล้ว ธปท. ยัง จะมีการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลแบบซื้อขายขาดอีกด้วย (Open market operation) ซึ่งในเรื่องนี้ ธปท. ก็ได้เตรียมพร้อมแล้วเช่นกัน โดยได้ทยอยปรับรุ่นพันธบัตรในมือ ได้ขายบางรุ่นออกไปและ ได้ซื้อบางรุ่นเข้ามา เพื่อให้ในจุดเริ่มต้นนี้ ธปท. มีพันธบัตรไม่ต่ำกว่าร้อยละ 20 ของพันธบัตรรุ่น อายุหลักแต่ละรุ่น เพื่อ ธปท. จะได้มีกระสุนที่จะเลือกใช้ในมือที่พอเพียง ไม่ว่าจะต้องการ แทรกแซงที่รุ่นใด

นอกจากการเตรียมการเพื่อให้ ธปท. สามารถเข้าไปแทรกแซงเพื่อปรับปริมาณเงินดังที่กล่าว มาแล้ว ยังมีอีกปัญหาหนึ่งในการส่งสัญญาณด้านนโยบายการเงิน

ท่านผู้มีเกียรติคงทราบดีว่าในการดำเนินนโยบายการเงินนั้น ธปท. จะส่งสัญญาณด้วยการขึ้น หรือลดดอกเบี้ยระยะสั้น และสำหรับดอกเบี้ยนโยบายที่จะใช้ในการส่งสัญญาณนั้น ได้ตกลงและ แจ้งให้ทราบกันแล้วว่าจะใช้ดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนอายุ 14 วัน สำหรับดอกเบี้ยอายุอื่น ๆ ธปท. ปล่อยให้ไปไปตามตลาด

ปัญหาจึงมีอยู่ว่า เมื่อ ธปท. ขึ้นหรือลดดอกเบี้ยนโยบายแล้ว ทำอย่างไรจึงจะมีผลต่อเนื่องไป ยังอัตราดอกเบี้ยอื่น ๆ ในตลาดการเงิน ดังนั้น ธปท. จึงจำเป็นต้องพัฒนาวิธีการที่จะติดต่อสื่อสาร กับผู้ค้าในตลาดการเงิน เพื่อให้ทราบสภาพตลาด และปฏิบัติตามแนวทางที่ ธปท. ต้องการ ในการนี้ ขอเรียนให้ทราบว่า ธปท. ได้เริ่มทำการวิเคราะห์พยากรณ์สภาพคล่องในตลาดเงินแล้วเป็นรายวัน

ในขั้นแรกเพื่อใช้กำหนดปริมาณเงินที่คาดว่าจะต้องซื้อหรือปล่อยในแต่ละวันก่อน แต่ในระยะต่อไป ธปท. ควรจะเปิดเผยข้อมูลเหล่านี้แก่ผู้ค้า เพื่อทำความเข้าใจร่วมกันได้ดีขึ้น

เรื่องที่ทำ : การสร้างกลไกให้เอกชนค้าขายกันเองอย่างสะดวก

ในการที่เอกชนค้าขายตราสารหนี้กันนั้น เมื่อผู้ค้ารายหนึ่งถามราคา หากผู้ตอบคาดเดาได้ว่าผู้ถามต้องการที่จะขาย ผู้ตอบย่อมพยายามจะเสนอราคาซื้อที่ต่ำลง และในทางกลับกันกรณีผู้ถามต้องการจะซื้อ ดังนั้น ในตลาดสากล ผู้ถามจึงไม่ต้องบอกว่าประสงค์จะซื้อหรือจะขาย ส่วนผู้ตอบก็ต้องแจ้งทั้งราคาซื้อและราคาขายทั้งสองด้านไปพร้อมกัน (เรียกว่า Two-way quote) หรือมิฉะนั้นจะต้องจัดให้มีตัวกลางที่เรียกว่า Inter Dealer Broker เพื่อทำหน้าที่ปกปิดวัตถุประสงค์ของผู้ค้า

แต่การที่ผู้ค้าแต่ละรายจะเสนอราคาสองด้านสำหรับพันธบัตรทุกรุ่นนั้นก็มีปัญหาครับ เพราะผู้ค้านั้นอาจจะไม่มีพันธบัตรบางรุ่น ดังนั้น กรณีที่ผู้ค้าจำเป็นต้องขายพันธบัตรรุ่นที่ยังไม่มีไปก่อน (short sale) ก็ต้องจัดระบบให้ผู้ค้านั้นสามารถขอยืมพันธบัตรรุ่นที่เกี่ยวข้องจากผู้อื่นได้ ซึ่งวิธียืมหลักทรัพย์นั้น ผู้ยืมอาจนำหลักทรัพย์รุ่นอื่นที่มีมูลค่าไม่น้อยกว่ากันมาวางเป็นประกัน เป็นต้น

ในเรื่องนี้ สำนักงาน ก.ล.ต. ได้อนุญาตให้สถาบันการเงินต่าง ๆ ทำธุรกิจ short sale ตราสารหนี้ได้ตั้งแต่ปี 2540 และ ธปท. ก็ได้อนุญาตให้มีการทำธุรกิจให้ยืมหลักทรัพย์ ได้ ตั้งแต่ กันยายน 2543 ซึ่งจะปูพื้นให้เกิดการเสนอราคาสองด้านได้ในอนาคต

เพื่อผลักดันให้เกิดการเสนอราคาสองด้านในอนาคต ธปท. ได้กำหนดให้สถาบันลูกค้าดำเนินการเช่นนี้ แบบเป็นการทดลองไปก่อน ตั้งแต่ครึ่งหลังของปี 2543 และคาดว่าเมื่อตลาดพัฒนาไประดับหนึ่ง และมีเครื่องมือคุมความเสี่ยงใช้อย่างแพร่หลายมากขึ้นแล้ว สถาบัน ลูกค้าจะสามารถเสนอราคาสองทางได้อย่างจริงจัง ในการเสนอราคาแบบจริงจังนั้น เมื่อเสนอราคาแล้ว ต้องพร้อมจะซื้อหรือขายกันจริง ๆ ในจำนวนเงินขั้นต่ำตามที่กำหนด ซึ่งจะนำไปสู่การที่ผู้ค้าทุกรายจะเสนอราคาสองทางเป็นการทั่วไปต่อไป

นอกจากนี้ เพื่อเอื้ออำนวยให้สถาบันการเงินค้าขายกันเองได้อย่างคล่องตัว ธปท. ยังได้ดูแลด้านโครงสร้างพื้นฐาน เพื่อให้มีการชำระเงินและส่งมอบหลักทรัพย์อย่างปลอดภัยอีกด้วย เริ่มด้วยกำหนดเป็นนโยบายตั้งแต่ มีนาคม 2543 ให้สถาบันการเงินทุกรายจะต้องใช้ระบบบาทเน็ต เพื่อชำระเงินสำหรับธุรกรรมมูลค่าสูงระหว่างธนาคาร แทนที่จะใช้เช็คเหมือนเดิม ซึ่งเป็นวิธีที่ปลอดภัยกว่า และสำหรับสถาบันลูกค้าที่จะทำธุรกรรมกับ ธปท. นั้น จะต้องชำระเงินทางระบบบาทเน็ตเท่านั้น

สำหรับการส่งมอบหลักทรัพย์นั้น ธปท. กำลังพัฒนาระบบบาทเนตสอง ซึ่งจะทำให้การชำระ
เงินและการส่งมอบหลักทรัพย์เกิดขึ้นได้พร้อมกัน (Delivery Versus Payment) คาดว่าจะพร้อมใน
ปลายปี 2544

อย่างไรก็ดี ถึงแม้จะดำเนินการทั้งหมดนี้แล้วก็ตาม การซื้อขายระหว่างเอกชนด้วยกันก็ยังมี
อาจจะปัญหาอีกประการหนึ่ง คืออาจมีการเข้าใจผิด และจำเป็นต้องต่อรองเพื่อ ชดเชยค่าเสียหาย
ให้แก่กันและกัน ในเรื่องนี้ ทางเราได้จัดให้มีการกำหนดหลักเกณฑ์มาตรฐาน (Codes of Conduct)
เรียบร้อยแล้ว ซึ่งจะทำการเสนอราคา เปรียบเทียบ และการแก้ปัญหาต่าง ๆ เป็นไปในรูปแบบ
เดียวกัน

เรื่องที่หก : การเพิ่มกลไกในการบริหารความเสี่ยงด้านตลาด

ท่านผู้มีเกียรติคงทราบดีว่า การลงทุนในหลักทรัพย์นั้น มีความเสี่ยงจากราคาตลาด สำหรับ
พันธบัตรที่ดอกเบี้ยตายตัวนั้น เมื่อดอกเบี้ยปรับสูงขึ้น ราคาจะลดลง และเมื่อพิจารณาว่าธนาคาร
พาณิชย์ทั้งระบบ มีพันธบัตรรัฐบาลอยู่ในมือขณะนี้สูงถึงกว่า 2 แสนล้านบาท ระบบธนาคารของ
เราจึงมีความเสี่ยงด้านตลาดอยู่มาก

ในตลาดสากลนั้น จะมีผู้ค้าบางรายสามารถเสนอธุรกรรมที่ป้องกันความเสี่ยงด้านนี้ เช่น นัก
ลงทุนประเภทกองทุนสำรองเลี้ยงชีพหรือบริษัทประกันชีวิต ที่ชอบดอกเบี้ยแบบตายตัวระยะยาว ก็
ให้แลกเปลี่ยนดอกเบี้ยกันกับนักลงทุนเช่นธนาคารพาณิชย์ ที่ชอบดอกเบี้ยแบบลอยตัวแทน เป็นต้น
แต่จะทำเช่นนี้ได้ จะต้องใช้อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงสำหรับดอกเบี้ยแบบลอยตัวเสียก่อน ดังนั้น เพื่อเปิด
โอกาสให้มีการพัฒนาธุรกิจด้านนี้ ทางเราจึงได้จัดให้มีการประมูลตัวเงินคลังอายุสั้น 1 และ 3
เดือนอย่างสม่ำเสมอ เพื่อให้ผู้ค้าใช้อัตราประมูลดังกล่าวในการกำหนดอัตราอ้างอิง (อัตรา
Bangkok Interbank Offer Rate หรือ BIBOR)

ประการสุดท้าย : การปูพื้นให้ต่างชาติมาลงทุนในตราสารหนี้เงินบาท

สาเหตุของวิกฤตเศรษฐกิจประการหนึ่ง คือกิจการเอกชนได้มีการกู้ยืมเป็นสกุลต่างประเทศ
มากเกินไป ทำให้ต้องขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน

ท่านจะสังเกตได้ว่าสำหรับประเทศที่พัฒนาแล้ว การกู้ยืมจากต่างประเทศนั้น ไม่จำเป็นต้องกู้
ในสกุลต่างประเทศ หลายประเทศก็สามารถยืมในสกุลของตนเองได้ ประเทศเหล่านี้คือประเทศที่มี
การพัฒนาตลาดตราสารหนี้เงินเป็นที่ยึดถือของต่างชาติ โดยต่างชาติจะเริ่มสนใจในพันธบัตร
รัฐบาลก่อน แล้วจะค่อย ๆ ขยายไปสู่ตราสารหนี้เอกชน

ผมเองยอมรับว่าการที่จะพัฒนาตลาดให้เป็นที่นิยมของต่างชาติ นั้น จะต้องใช้เวลามาก และจะต้องมีความพร้อมหลายด้านด้วยกัน เช่น ปริมาณตราสารหนี้แต่ละรุ่นต้องมีมากพอที่จะมีสภาพคล่อง การจัดการจะต้องเป็นสากล ทั้งด้านการเปิดเผยข้อมูล การจัดอันดับของ Rating Agency และการคุ้มครองสิทธิของเจ้าหนี้ผู้ถือตราสาร เป็นต้น

เมื่อฟังอย่างนี้แล้วบางท่านอาจจะคิดว่า ไม่เป็นการคุ้มเลยที่จะพัฒนาตลาดการเงินเพื่อดึงดูดต่างชาติ ผมเองคิดว่าเราไม่จำเป็นต้องตั้งเรื่องนี้เป็นเป้าหมาย แต่การที่เราปรับปรุงระบบเพื่อประโยชน์ของกิจกรรมภายในประเทศนั้น ถ้าทำได้สำเร็จ ก็จะมีผลพลอยได้ทำให้ตลาดตราสารหนี้เงินบาทเป็นที่สนใจของต่างชาติไปในตัว

เลขาธิการสำนักงาน ก.ล.ต. (ดร. ประสาร ไตรรัตน์วรกุล) เคยเสนอแนวคิดไว้ว่า ประเทศไทยน่าจะมีแก้มลิง เพื่อรองรับเงินทุนไหลเข้าที่บางขณะอาจจะมากเกินไป เพื่อมิให้การไหลเข้าออกของเงินทุนต่างประเทศเป็นอันตรายกับประเทศไทย ในเรื่องนี้ ถ้าเราสามารถพัฒนาตลาดตราสารหนี้เป็นที่เชื่อถือของต่างชาติได้ ตลาดนี้จะทำหน้าที่เป็นแก้มลิงได้ทางหนึ่ง

ในด้าน ธปท. ได้เริ่มการเปิดเผยข้อมูลด้านเศรษฐกิจมหภาคที่โปร่งใสแล้ว ซึ่งท่านคงจะทราบว่า ประชาชนทั่วไปและนักวิเคราะห์ทั้งหลาย ขณะนี้สามารถเข้าไปลงทะเบียนใน Homepage ของ ธปท. เพื่อให้ ธปท. ส่งข้อมูลต่าง ๆ ตามที่ต้องการให้เป็นประจำทางอินเทอร์เน็ต โดยไม่เสียค่าใช้จ่ายใด ๆ

ท่านผู้มีเกียรติครับ

ผมได้สรุปเรื่องที่ทางการได้ดำเนินการไปแล้วในการพัฒนาตลาดการเงิน ซึ่งมีมากมาย ท่านจะเห็นได้ว่า ทางการได้ปูพื้นและขจัดปัญหาอุปสรรคต่าง ๆ ไปแล้วพอสมควร แต่ก็เป็นที่ชัดเจนว่า ยังมีงานที่ต้องทำอีกมาก

ในแง่ของท่านสมาชิกชมรมพอเร็กซ์ ในฐานะผู้ที่ทำธุรกิจในตลาดการเงินโดยตรงนั้น ผมหวังว่าท่านจะติดตามและฉวยโอกาสในการปรับวิธีการทำธุรกิจของท่านอย่างเต็มที่ มิฉะนั้น หากภาคเอกชนไม่สนองตอบในด้านการทำธุรกิจ มาตรการของทางการก็จะไม่ได้ผลตามที่ตั้งเป้าหมายไว้ แต่แน่นอนครับ การทำอะไรใหม่ ๆ ย่อมก่อให้เกิดความเสี่ยง จึงเป็นหน้าที่ของท่านที่จะต้องศึกษาและหาทางบริหารความเสี่ยงเหล่านี้ไว้แต่เนิ่น ๆ

วิกฤตเศรษฐกิจครั้งนี้ต้องยอมรับว่าก่อให้เกิดความสูญเสียเป็นอันมาก แต่ในด้านการพัฒนาตลาดการเงินนั้น ผมคิดว่าต้องถือเป็นโอกาส ที่จะปรับปรุงเรื่องต่าง ๆ ให้ดีขึ้น เพื่อเป็นการ

เสริมสร้างประสิทธิภาพให้แก่ระบบสถาบันการเงิน เพื่อเป็นการเสริมสร้างความมั่นคงในยาม
ฉุกเฉิน และเพื่อเป็น โครงสร้างพื้นฐานที่จะรองรับให้ประเทศมีความก้าวหน้าต่อไป

ขอบคุณครับ