



รายงานการศึกษาส่วนบุคคล
(Individual Study)

เรื่อง บทบาทของไทยในการสนับสนุน
และส่งเสริมการระดมทุนของนิติบุคคลต่างประเทศ
ผ่านตลาดตราสารหนี้ไทยและในภูมิภาค

จัดทำโดย นายพลช หุตะเจริญ
รหัส 11007

รายงานนี้เป็นส่วนหนึ่งของการฝึกอบรม
หลักสูตรนักบริหารการทูต รุ่นที่ 11 ปี 2562
สถาบันการต่างประเทศเทวะวงศ์วโรปการ กระทรวงการต่างประเทศ
ลิขสิทธิ์ของกระทรวงการต่างประเทศ



รายงานการศึกษาส่วนบุคคล
(Individual Study)

เรื่อง บทบาทของไทยในการสนับสนุน
และส่งเสริมการระดมทุนของนิติบุคคลต่างประเทศ
ผ่านตลาดตราสารหนี้ไทยและในภูมิภาค

จัดทำโดย นายพลช หุตะเจริญ
รหัส 11007

หลักสูตรนักบริหารการทูต รุ่นที่ 11 ปี 2562
สถาบันการต่างประเทศเทวะวงศ์วโรปการ กระทรวงการต่างประเทศ
รายงานนี้เป็นความคิดเห็นเฉพาะบุคคลของผู้ศึกษา



เอกสารรายงานการศึกษาส่วนบุคคลนี้ อนุมัติให้เป็นส่วนหนึ่งของการฝึกอบรม
หลักสูตรนักบริหารการทูตของกระทรวงการต่างประเทศ

ลงชื่อ.....

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ภัทเรศ ศรีโชติ)

อาจารย์ที่ปรึกษา

ลงชื่อ.....

(เอกอัครราชทูต ดร.อภิชาติ ชินวรรณ)

อาจารย์ที่ปรึกษา

ลงชื่อ.....

(รองศาสตราจารย์ ดร. กฤตินี ณัฏฐวุฒิสิทธิ์)

อาจารย์ที่ปรึกษา

บทสรุปสำหรับผู้บริหาร

ตั้งแต่วิกฤติเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ประเทศไทยได้ให้ความสำคัญกับการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศจนปัจจุบันเป็นหนึ่งใน 3 เสาหลักในการระดมทุนเทียบเท่ากับตลาดทุนและตลาดสินค้า ซึ่งเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่ทำให้ประเทศไทยสามารถระดมทุนเพื่อการพัฒนาประเทศได้อย่างยั่งยืนและสามารถรองรับความเสี่ยงและการเปลี่ยนแปลงของโลกได้ อย่างไรก็ตาม เนื่องจากตลาดตราสารหนี้สกุลเงินท้องถิ่น (Local Currency Bond Market) ของแต่ละประเทศในกลุ่มอาเซียนมีระดับการพัฒนาที่แตกต่างกัน ส่งผลให้ภาครัฐและเอกชนในประเทศที่ตลาดตราสารหนี้ยังไม่มีการพัฒนา มีข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนเพื่อการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานและการพัฒนาประเทศ เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานและเศรษฐกิจของภูมิภาค ซึ่งก็จะสนับสนุนให้เกิดความเชื่อมโยงในระดับภูมิภาค (Regional Connectivity) และการเติบโตแบบยั่งยืน (Sustainable Growth)

ที่ผ่านมาประเทศไทยได้สนับสนุนการทำงานของมาตรการริเริ่มพัฒนาตลาดพันธบัตรเอเชีย (Asian Bond Market Initiative: ABMI) ที่มุ่งเน้นการพัฒนาตลาดตราสารหนี้สกุลเงินท้องถิ่น และการพัฒนาให้เกิดโครงสร้างพื้นฐานในภูมิภาค นอกจากนี้ สำหรับผู้ระดมทุนกลุ่มประเทศ CLMV ประเทศไทยได้มีมาตรการสนับสนุนและผ่อนคลายเกณฑ์ในการขออนุญาตให้นักลงทุนต่างชาติออกพันธบัตรหรือหุ้นกู้สกุลเงินบาท (Baht Bond) รวมถึงการสร้างเครือข่ายทางการเงินให้แข็งแกร่งร่วมกับ ADB และกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) เพื่อให้ Technical Assistance แก่ประเทศที่ต้องการความช่วยเหลืออีกด้วย อย่างไรก็ตาม จากการพัฒนาอย่างต่อเนื่องของตลาดตราสารหนี้ไทยทำให้ปัจจุบันตลาดตราสารหนี้ไทยมีต้นทุนในการระดมทุนที่เหมาะสม มีสภาพคล่องค่อนข้างสูง และสามารถรองรับนักลงทุนที่หลากหลายทั้งในและต่างประเทศได้ จึงมีศักยภาพเพียงพอต่อการพัฒนาให้เป็นศูนย์กลางการระดมทุนในภูมิภาค (Funding Gateway) ดังนั้น การศึกษารังนี้จึงเป็นการศึกษาแนวทางการเพิ่มบทบาทของประเทศไทยในการสนับสนุนและส่งเสริมการระดมทุนของนักธุรกิจต่างชาติผ่านตลาดตราสารหนี้ไทยและในภูมิภาค

จากการรวบรวมวิเคราะห์ข้อมูลที่เกี่ยวข้องจากแหล่งต่างๆ รวมถึงการสัมภาษณ์ผู้เกี่ยวข้องที่มีส่วนได้เสียในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาคและการระดมทุนของนักธุรกิจต่างชาติในตลาดตราสารหนี้ไทย โดยนำแนวคิดเกี่ยวกับการรวมกลุ่มทางเศรษฐกิจ แนวคิดด้านการเงินและตลาดตราสารหนี้ และแนวคิดการพัฒนาตลาดตราสารหนี้สกุลเงินท้องถิ่น พบว่า (1) ตลาดตราสารหนี้ไทยมีศักยภาพในแข่งขันกับตลาดตราสารหนี้อื่นในภูมิภาค มีมูลค่าตราสารหนี้คงค้างในตลาดสูงที่สุดในภูมิภาคอาเซียนและมีสภาพคล่องใกล้เคียงตลาดตราสารหนี้สิงคโปร์และมาเลเซีย รวมถึงถูกยอมรับเป็นหนึ่งใน Safe Haven ของนักลงทุนต่างชาติและถูกบรรจุใน Bond Index ที่ได้รับการยอมรับ

ในระดับนานาชาติ (2) การดำเนินนโยบายอนุญาตให้นิติบุคคลต่างประเทศสามารถออก Baht Bond ได้เป็นส่วนสำคัญในการกระตุ้นให้เกิดการตื่นตัวของภาคเอกชนในประเทศในการแข่งขันเพื่อระดมทุนในประเทศไทย โดยการสนับสนุนให้เกิดโครงสร้างการพัฒนาและความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ในประเทศ นอกจากนี้ ยังมีส่วนใช้เป็นแหล่งเงินทุนสำหรับการโครงการลงทุนของนิติบุคคลจากประเทศเพื่อนบ้าน ซึ่งช่วยส่งเสริมการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจร่วมกันของภูมิภาคอาเซียน (3) หน่วยงานค้ำประกันเครดิตและการลงทุนแห่งภูมิภาคอาเซียน+3 (Credit Guarantee and Investment Facility: CGIF) สามารถช่วยสนับสนุนการพัฒนาตลาดพันธบัตรอาเซียน และการส่งเสริมให้ภาคเอกชนระดมทุนในตลาดตราสารหนี้โดยมีต้นทุนที่ต่ำและมีอันดับความน่าเชื่อถือที่น่าสนใจ และ (4) ความร่วมมือกับ ABMI ที่ผ่านมาส่งผลให้เกิดการเติบโตขึ้นอย่างก้าวกระโดดของตลาดตราสารหนี้ไทยและเกิดการตื่นตัวเพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาคอาเซียน จึงควรมีการสนับสนุนการดำเนินงานอย่างต่อเนื่องเพื่อเผชิญกับปัญหาและความท้าทายใหม่ไปพร้อมกันของทั้งภูมิภาค เช่น ช่องว่างการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ในแต่ละประเทศ ความต้องการระดมทุนที่ยั่งยืน และการสนับสนุนการลงทุนข้ามพรมแดน เป็นต้น

เมื่อพิจารณาผลการดำเนินงานที่ผ่านมาและปัจจัยต่างๆ ที่เกี่ยวข้องแล้ว ประเทศไทยได้มีบทบาทในการสร้างและขยายเครือข่ายความสัมพันธ์ระหว่างประเทศในภูมิภาคอาเซียนและประเทศเพื่อนบ้าน กลุ่ม CLMV ผ่านความร่วมมือ ผลักดัน สนับสนุน กระตุ้นการเป็นศูนย์กลางของการระดมทุนในภูมิภาค รวมถึงการพัฒนารูปแบบและเครื่องมือการระดมทุนที่สามารถรองรับความต้องการของนักลงทุนทั้งภายในประเทศและต่างประเทศซึ่งจะช่วยเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันของประเทศไทยและของภูมิภาคอาเซียนในภาพรวมในอนาคตได้ ดังนี้ (1) ส่งเสริมการรวมกลุ่ม (Inclusiveness) เพื่อการพัฒนาของตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาค ได้แก่ สนับสนุนการดำเนินงานของ CGIF ในการค้ำประกันตราสารหนี้ให้ภาคเอกชน สนับสนุนด้านข้อมูลให้แก่ ABMI เพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนต่างประเทศ สนับสนุนความร่วมมือในการใช้โครงสร้างพื้นฐานและระบบในตลาดการเงินที่เชื่อมโยงกันระหว่างประเทศ และสนับสนุนด้านการให้ความช่วยเหลือทางเทคนิคต่าง (2) พัฒนาให้ตลาดตราสารหนี้ไทยเป็นหนึ่งในศูนย์กลางการระดมทุนในภูมิภาคและสร้างความเชื่อมโยงระหว่างประเทศไทยกับกลุ่มประเทศ CLMV ให้ไทยเป็นฐานการให้บริการ ทั้งในด้านการให้บริการทางการเงิน การระดมทุน การรับประกันภัยต่อ และการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้านการเงินร่วมกัน และ (3) พัฒนาเครื่องมือการระดมทุนรูปแบบใหม่เพื่อเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันของภูมิภาคและดึงดูดทั้งผู้ออกรายใหม่และนักลงทุนกลุ่มใหม่เข้ามาในประเทศมากยิ่งขึ้น ได้แก่ Green Bond (ตราสารหนี้สีเขียว) Blue Bond (ตราสารหนี้สีฟ้า) และ Sustainability Bond (หุ้นกู้เพื่อความยั่งยืนของสังคมและสิ่งแวดล้อม) นอกจากนี้ กระทรวงการคลังควรสร้างความร่วมมือกับกระทรวงการต่างประเทศเพื่อเผยแพร่ความรู้และข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานช่วยเหลือทางการเงินกับประเทศเพื่อนบ้านเพื่อเป็นประโยชน์ต่อการดำเนินงานระหว่างประเทศของไทยต่อไป

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาส่วนบุคคลฉบับนี้สำเร็จได้อย่างราบรื่นด้วยความสนับสนุนชี้แนะและอนุเคราะห์จากหลายท่าน ผู้เขียนขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ภัทรเรก ศรโชติ อาจารย์ที่ปรึกษาหลัก ที่กรุณาให้แนวทางการศึกษาวิเคราะห์ รวมถึงข้อแนะนำในเรื่องข้อมูลและประเด็นต่างๆ เพื่อให้การศึกษามีแนวทางและประเด็นการศึกษาที่ชัดเจนยิ่งขึ้น ขอขอบพระคุณอาจารย์ที่ปรึกษาร่วมทั้ง 2 ท่าน เอกอัครราชทูต ดร. อภิชาติ ชินวรรณโณ และรองศาสตราจารย์ ดร. กฤตินี ณัฏฐวุฒิสิทธิ์ ที่กรุณาตั้งคำถามและชี้แนะมุมมองเพิ่มเติมเพื่อให้การศึกษามีความสมบูรณ์มากขึ้น

ผู้เขียนขอขอบพระคุณผู้บังคับบัญชา นายภูมิศักดิ์ อรัญญาเกษมสุข ผู้อำนวยการสำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ นายธีรชัย อุตุนวานิช ที่ปรึกษาด้านตลาดตราสารหนี้ และนางสาวอุปมา ใจหงษ์ ผู้อำนวยการสำนักพัฒนาตลาดตราสารหนี้ ที่ให้โอกาสในการศึกษาและเพิ่มพูนความรู้และทักษะในการเข้าร่วมการอบรมในหลักสูตรนักบริหารการทูตรุ่นที่ 11 และเพื่อนร่วมงานหลายท่านที่สนับสนุนการเข้ารับการอบรม รวมถึงข้อมูลด้านวิชาการและงานราชการในสำนักงานเป็นอย่างดี และขอขอบคุณ นางอรพร ฅมยา ผู้อำนวยการส่วนนโยบายตลาดตราสารหนี้ระหว่างประเทศ และนายพุทธิพงศ์ กันนา เศรษฐกรชำนาญการ สำนักพัฒนาตลาดตราสารหนี้ ซึ่งช่วยให้การจัดทำรายงานการศึกษาส่วนบุคคลเป็นไปอย่างเรียบร้อย

สุดท้ายนี้ ผู้เขียนขอขอบพระคุณผู้บริหารและเจ้าหน้าที่สถาบันทေးวงค์เวิร์ปการที่ให้โอกาสการเข้ารับการอบรม และให้ความช่วยเหลือผู้เข้ารับการอบรมอย่างเต็มใจตลอดระยะเวลาการศึกษา ขอขอบคุณเพื่อนร่วมหลักสูตรทุกท่านสำหรับความร่วมมือร่วมใจในการแลกเปลี่ยนความคิดเห็นและการดำเนินกิจกรรมต่างๆ ตั้งแต่ต้นจนจบการฝึกอบรม ซึ่งผู้เขียนหวังเป็นอย่างยิ่งว่า ความรู้ทักษะผลงานการศึกษา ตลอดจนความสัมพันธ์อันดีระหว่างเพื่อนร่วมรุ่นและสถาบันจะเพิ่มพูนและยั่งยืนตลอดไป

พลช หุตะเจริญ

กรกฎาคม 2562

สารบัญ

บทสรุปสำหรับผู้บริหาร	ง
กิตติกรรมประกาศ	ฉ
สารบัญ	ช
สารบัญตาราง	ซ
สารบัญแผนภาพ	ณ
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา	3
1.3 ขอบเขตการศึกษา	3
1.4 ระเบียบวิธีการศึกษา	4
1.5 ประโยชน์ของการศึกษา	4
บทที่ 2 แนวคิดทฤษฎีและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง	5
2.1 แนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรมที่เกี่ยวกับการรวมกลุ่มเศรษฐกิจ	5
2.2 แนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรมเกี่ยวกับการเงินและตลาดตราสารหนี้	9
2.3 แนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรมเกี่ยวกับการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ สกุลเงินท้องถิ่น	13
2.4 แนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรมอื่นที่เกี่ยวข้อง	14
2.5 สรุปกรอบแนวคิด	15
บทที่ 3 ผลการศึกษา	
3.1 ศักยภาพในการแข่งขันของตลาดตราสารหนี้ไทย	16
3.2 การอนุญาตให้นิติบุคคลต่างประเทศออกตราสารหนี้สกุลเงินบาท ในประเทศไทย	22
3.3 กลไกการกำกับตราสารหนี้ของหน่วยงานกำกับเครดิตและการลงทุน	31
3.4 ความร่วมมือระหว่างประเทศของไทยเพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาค ผ่านกลไกของ Asian Bond Market Initiative	35
บทที่ 4 บทสรุปและข้อเสนอแนะ	38
บรรณานุกรม	48
ประวัติผู้เขียน	50

สารบัญตาราง

ตารางที่ 3.1	แสดงกำหนดการเปิดให้ยื่นคำขออนุญาตออก Baht Bond	23
ตารางที่ 3.2	ข้อดีและข้อเสียของ Baht Bond	27
ตารางที่ 3.3	รายละเอียดภาคเอกชนที่ได้รับการค้ำประกันจาก CGIF	33

สารบัญแผนภาพ

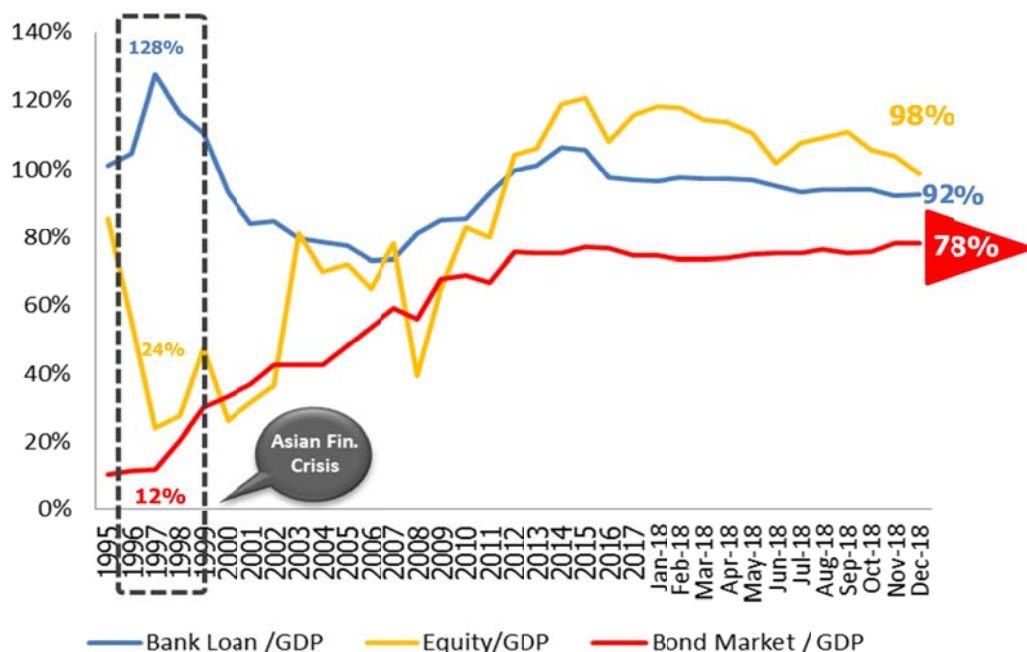
แผนภาพที่ 1.1	เปรียบเทียบสัดส่วนการเติบโตของตลาดสินเชื่อ ตลาดทุน และตลาดตราสารหนี้ของไทย	1
แผนภาพที่ 1.2	เปรียบเทียบสัดส่วนของตลาดตราสารหนี้ต่อ GDP ของประเทศในอาเซียนกับประเทศอื่น	2
แผนภาพที่ 2.1	Forms of Economic Integration	5
แผนภาพที่ 2.2	Master Plan on ASEAN Connectivity 2025	8
แผนภาพที่ 2.3	การเรียกชื่อตราสารหนี้ประเภทต่างๆ	10
แผนภาพที่ 2.4	S&P's Corporate Rating Methodology	11
แผนภาพที่ 2.5	Bond Guarantee Structure	12
แผนภาพที่ 3.1	มูลค่าตลาดตราสารหนี้ของแต่ละประเทศในภูมิภาคอาเซียน ในปี 2557 – 2561	17
แผนภาพที่ 3.2	มูลค่าซื้อขายและ Turnover Ratio ของตราสารหนี้ภาครัฐในตลาดตราสารหนี้มาเลเซีย สิงคโปร์ และไทยในปี 2557 – 2561	18
แผนภาพที่ 3.3	Bid-Ask Spread ของการซื้อขายตราสารหนี้ภาครัฐในตลาดตราสารหนี้มาเลเซีย สิงคโปร์ และไทยในปี 2557 – 2561	18
แผนภาพที่ 3.4	ข้อมูลสัดส่วนนักลงทุนต่างประเทศในตลาดตราสารหนี้ไทย	19
แผนภาพที่ 3.5	เปรียบเทียบสัดส่วนนักลงทุนต่างประเทศในตราสารหนี้รัฐบาลของแต่ละประเทศในภูมิภาค	20
แผนภาพที่ 3.6	กระบวนการพิจารณาคำขออนุญาตออก Baht Bond	24
แผนภาพที่ 3.7	แสดงพัฒนาการของการขออนุญาตออก Baht Bond ตั้งแต่ปี 2548-ปัจจุบัน	25
แผนภาพที่ 3.8	ภาพรวมการขออนุญาตและออก Baht Bond ของนิติบุคคลต่างประเทศ	26
แผนภาพที่ 3.9	โครงสร้างเงินทุนและสัดส่วนผู้บริหารของ CGIF	31
แผนภาพที่ 4.1	ขนาดของตลาดตราสารหนี้สกุลเงินท้องถิ่นแต่ละแห่ง	39
แผนภาพที่ 4.2	การเติบโตของตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชนไทย	41

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

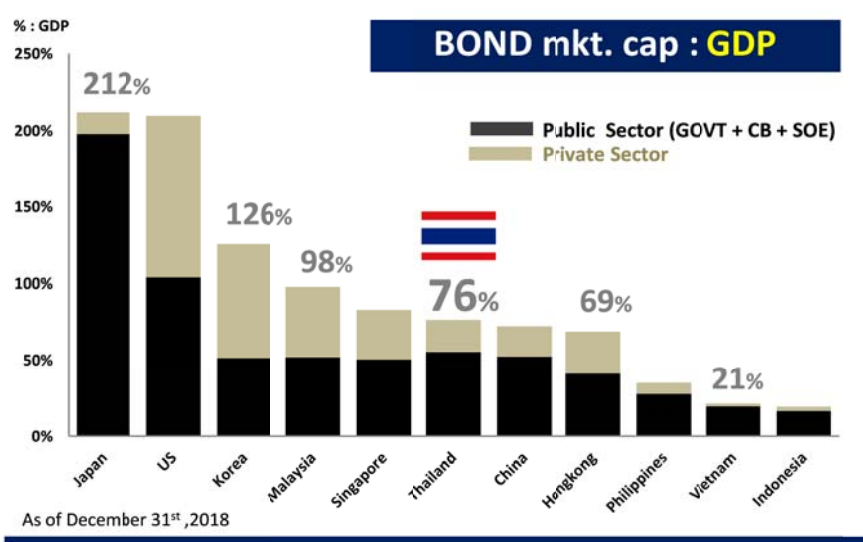
ตั้งแต่วิกฤติเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ประเทศไทยได้ให้ความสำคัญกับการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศให้เป็นหนึ่งใน 3 เสาหลักในการระดมทุน ซึ่งที่ผ่านมตลาดสินเชื่อมีบทบาทมากในการระดมทุนของภาคเอกชน เห็นได้จากสัดส่วนถึงร้อยละ 128 ของ GDP ในขณะที่ตลาดทุนและตลาดตราสารหนี้มีสัดส่วนเพียงร้อยละ 24 และ 12 ตามลำดับ การพึ่งพิงเงินทุนจากสินเชื่อธนาคารพาณิชย์เป็นหนึ่งในปัจจัยที่ทำให้เกิดวิกฤติเศรษฐกิจและนำมาสู่ความเสี่ยงหลายด้าน เช่น Currency Mismatch และ Exchange Rate Risk เป็นต้น อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันตลาดตราสารหนี้ไทยมีการขยายขนาดที่ใหญ่เทียบเท่ากับตลาดทุนและตลาดสินเชื่อ ดังที่ปรากฏตามแผนภาพที่ 1.1 สามารถเป็นแหล่งระดมทุนที่มั่นคงของทุกภาคส่วนทั้งรัฐและเอกชน ซึ่งเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่ทำให้ประเทศไทยระดมทุนเพื่อการพัฒนาประเทศได้อย่างยั่งยืนและสามารถรองรับความเสี่ยงและการเปลี่ยนแปลงของโลกได้ เช่น ความผันผวนของสถานะเศรษฐกิจและตลาดการเงินโลก Geopolitical risk และ Technological Disruption เป็นต้น



ที่มา: สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ

แผนภาพที่ 1.1 เปรียบเทียบสัดส่วนการเติบโตของตลาดสินเชื่อ ตลาดทุน และตลาดตราสารหนี้ของไทย

สำหรับ Local Currency Bond Market ของแต่ละประเทศในกลุ่มอาเซียนต่างก็มีระดับการพัฒนาที่แตกต่างกัน เช่น ประเทศสิงคโปร์ ไทย และมาเลเซีย จัดอยู่ในกลุ่มที่มีพัฒนาการในระดับเทียบเท่ากับกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วโดยสามารถวัดได้จากขนาดของตลาดตราสารหนี้และอันดับความน่าเชื่อถือในการออกตราสารหนี้ของรัฐบาลที่เป็นที่ยอมรับในระดับสากล ในขณะที่กลุ่มประเทศ CLMV (กัมพูชา ลาว เมียนมา และเวียดนาม) ตลาดตราสารหนี้กำลังอยู่ในช่วงการเริ่มต้นพัฒนา ดังที่ปรากฏตามแผนภาพที่ 1.2 ส่งผลให้ภาครัฐและเอกชนมีข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนเพื่อการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานและการพัฒนาประเทศ ประเทศกลุ่มนี้จึงเน้นพึ่งพาเงินกู้ยืมจากต่างประเทศจากสถาบันการเงินระหว่างประเทศ เช่น ธนาคารพัฒนาเอเชีย (ADB) และธนาคารโลก (WB) ส่งผลให้เกิดความเสี่ยงที่ไม่สามารถระดมทุนได้เพียงพอต่อความต้องการลงทุน และความเสี่ยงด้าน Currency Mismatch ทำให้เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานและเศรษฐกิจของภูมิภาค ซึ่งที่จะสนับสนุนให้เกิดความเชื่อมโยงในระดับภูมิภาค (Regional Connectivity) และการเติบโตแบบยั่งยืน (Sustainable Growth)



ที่มา: สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ

แผนภาพที่ 1.2 เปรียบเทียบสัดส่วนของตลาดตราสารหนี้ต่อ GDP ของประเทศในอาเซียนกับประเทศอื่น

จากการพัฒนาอย่างต่อเนื่องของตลาดตราสารหนี้ไทยทำให้ปัจจุบันตลาดตราสารหนี้ไทยมีต้นทุนในการระดมทุนที่เหมาะสม มีสภาพคล่องค่อนข้างสูง และสามารถรองรับนักลงทุนที่หลากหลายทั้งในและต่างประเทศได้ ผู้ศึกษาจึงเห็นว่ากระทรวงการคลังควรมีแนวทางในการเพิ่มบทบาทของประเทศไทยเพื่อส่งเสริมให้ตลาดตราสารหนี้ไทยเป็นประตูสู่การระดมทุน (Funding Gateway) ในภูมิภาคอาเซียน โดยในอาเซียนได้มีการกำหนดยุทธศาสตร์การพัฒนาตลาดตราสารหนี้ผ่านการจัดตั้งคณะทำงานของมาตรการริเริ่มพัฒนาตลาดพันธบัตรเอเชีย (Asian Bond Market Initiative: ABMI)

ที่มุ่งเน้นการพัฒนา Local Currency Bond Market การพัฒนาให้เกิดโครงการโครงสร้างพื้นฐาน และพันธบัตรสีเขียว (Green Bond) ผลงานสำคัญของ ABMI ได้แก่ การจัดทำ Single Submission Form ให้ทุกประเทศในอาเซียนมีแบบฟอร์มมาตรฐานที่ใช้ในการออกตราสารหนี้ร่วมกัน ทำให้การออกตราสารหนี้ภายในตลาดอาเซียนของภาคเอกชนเป็นไปได้สะดวก การสร้างเว็บไซต์ Asian Bond Online เพื่อรวบรวมข้อมูลของตลาดตราสารหนี้ในแต่ละประเทศในภูมิภาค และการจัดทำ ASEAN+3 Bond Market Guide เพื่อแนะนำและให้ความรู้เกี่ยวกับการเข้าถึงตลาดตราสารหนี้ในแต่ละประเทศ ให้แก่นักลงทุนต่างชาติ นอกจากนี้ สำหรับผู้ระดมทุนกลุ่มประเทศ CLMV ประเทศไทยได้มีมาตรการสนับสนุนและผ่อนคลายเกณฑ์ในการออก Baht Bond เพิ่มเติมและมีการสร้างเครือข่ายทางการเงินให้แข็งแกร่งร่วมกับ ADB และกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) เพื่อให้ Technical Assistance สำหรับการพัฒนา Local Currency Bond Market อีกด้วย

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1.2.1 เพื่อศึกษาประโยชน์ที่ไทยจะได้รับจากการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ให้เป็นแหล่งระดมทุนในภูมิภาคอาเซียน

1.2.2 เพื่อศึกษาโครงสร้างและเครือข่ายขององค์กรที่ส่งเสริมการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาคอาเซียน เช่น การสนับสนุนการออกตราสารหนี้สกุลเงินท้องถิ่น และการค้าประกันตราสารหนี้ให้แก่บริษัทเอกชน

1.2.3 เพื่อระบุประเด็นปัญหาและอุปสรรคที่เกี่ยวข้องในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาคอาเซียน

1.2.4 เพื่อกำหนดและเสนอแนวทางการเพิ่มบทบาทของตลาดตราสารหนี้ไทยในการส่งเสริมเสถียรภาพทางการเงินและการเติบโตทางเศรษฐกิจของภูมิภาคอาเซียนและกลุ่มประเทศ CLMV

1.3 ขอบเขตการศึกษา

การศึกษาจะครอบคลุมถึงข้อมูลสถานะของตลาดตราสารหนี้และข้อมูลทางเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศในภูมิภาคอาเซียน เช่น สถานะตลาดตราสารหนี้ไทยเปรียบเทียบกับในภูมิภาค การลงทุนและการระดมทุนของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดตราสารหนี้ไทย การลงทุนและการระดมทุนของภาคเอกชนในตลาดพันธบัตร ASEAN+3 เป็นต้น เพื่อนำมาใช้เป็นข้อมูลประกอบการวิเคราะห์สำหรับการกำหนดแนวทางในการเพิ่มบทบาทของรัฐบาลไทยและตลาดตราสารหนี้ไทยให้เป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญในภูมิภาคอาเซียนและกลุ่มประเทศ CLMV เพื่อสนับสนุนส่งเสริมเสถียรภาพทางการเงินและการเติบโตทางเศรษฐกิจของภูมิภาคอาเซียนและกลุ่มประเทศ CLMV โดยใช้ข้อมูลเผยแพร่จากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องด้านตลาดตราสารหนี้ทั้งในประเทศและต่างประเทศ และจากการสัมภาษณ์อย่าง

ไม่เป็นทางการกับผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาค ทั้งนี้ ข้อมูลที่ใช้ทำการศึกษาย่อยในช่วงระหว่างเดือนมกราคม 2557 – ธันวาคม 2561 (5 ปี)

1.4 ระเบียบวิธีการศึกษา

การศึกษาจะเป็นการศึกษาเชิงคุณภาพ (Qualitative Research) โดยรวบรวมข้อมูลต่างๆ ที่เผยแพร่บนเว็บไซต์และเอกสารของกระทรวงการคลัง สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และหน่วยงานต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง ซึ่งจะประกอบไปด้วย ข้อมูลด้านตลาดตราสารหนี้และข้อมูลด้านเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ ในภูมิภาคอาเซียน รวมถึงการศึกษาวเคราะห์ข้อมูลจากสื่อต่างๆ และข้อมูลจากการสัมภาษณ์แบบไม่เป็นทางการจากผู้ที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญจากหน่วยงานที่มีส่วนได้เสีย (Stakeholder) ในการร่วมพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาคอาเซียน ซึ่งจะได้นำข้อมูลทั้งหมดมาประกอบการวิเคราะห์และประมวลผลถึงแนวทางในการเพิ่มบทบาทของรัฐบาลไทยและตลาดตราสารหนี้ไทยให้เป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญในภูมิภาคอาเซียนและกลุ่มประเทศ CLMV เพื่อสนับสนุนส่งเสริมเสถียรภาพทางการเงินและการเติบโตทางเศรษฐกิจของภูมิภาคอาเซียนและกลุ่มประเทศ CLMV

1.5 ประโยชน์ของการศึกษา

การศึกษาดังกล่าวจะทำให้สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ (สบน.) มีแนวทางที่ชัดเจนในการเพิ่มบทบาทของรัฐบาลไทยและตลาดตราสารหนี้ไทยให้เป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญ (Funding Gateway) ของภูมิภาคอาเซียน โดยจะเป็นการสนับสนุนให้ภาครัฐและเอกชนในกลุ่มประเทศของภูมิภาคอาเซียนมีช่องทางในการระดมทุนมากขึ้นเพื่อไปลงทุนในระบบโครงสร้างพื้นฐานเพื่อพัฒนาประเทศ ซึ่งจะช่วยส่งเสริม Regional Connectivity และ Inclusive Growth ในภูมิภาคอาเซียน โดยเฉพาะการระดมทุนผ่านตราสารหนี้สกุลเงินบาท (Baht Bond) การใช้บริการค้าประกันตราสารหนี้ของ CGIF ที่เป็นไปตามเป้าหมายของประเทศสมาชิกในภูมิภาคที่ต้องการส่งเสริมให้เกิดการพัฒนาตลาดตราสารหนี้สกุลเงินท้องถิ่นและสร้างความเข้มแข็งพึ่งพิงตนเองได้ภายในภูมิภาค และความร่วมมือระหว่างประเทศตามมาตรการ ABMI ทั้งนี้ สถานะทางการเงินของประเทศในภูมิภาคอาเซียนจะมีเสถียรภาพมากขึ้นจากการลดการกู้เงินที่เป็นสกุลเงินตราต่างประเทศ (Currency Mismatch)

นอกจากนี้ สบน. จะสามารถมีแนวทางในการปรับปรุง แก้ไข หรือเพิ่มเติมการให้ความช่วยเหลือ (Technical Assistance) แก่ประเทศในกลุ่ม CLMV เพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้สกุลเงินท้องถิ่นอีกด้วย

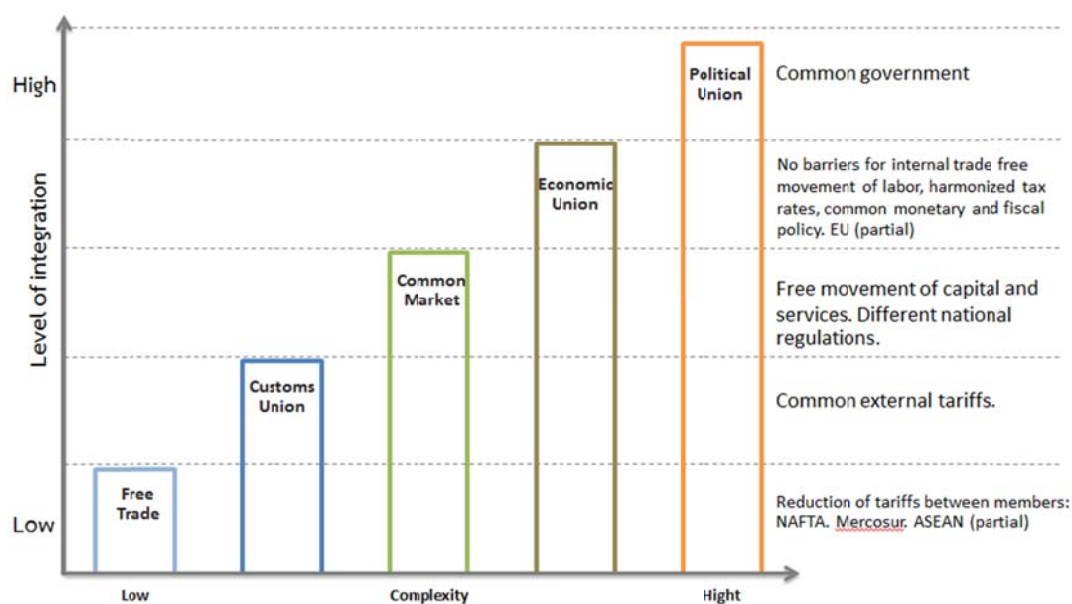
บทที่ 2

แนวคิดทฤษฎีและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรมที่เกี่ยวกับการรวมกลุ่มเศรษฐกิจ

2.1.1 ทฤษฎีการรวมกลุ่มเศรษฐกิจ (Economic Integration)

นักเศรษฐศาสตร์หลายท่าน เช่น Balassa (2510), Krugman (2533), Rodrigue (2560) ได้นิยามระดับความร่วมมือทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศไว้หลายระดับทั้งจากการให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีศุลกากรบางประเภทจนถึงความร่วมมือทางนโยบายเศรษฐกิจ การเงิน การใช้สกุลเงินร่วมกัน และการที่รัฐบาลแต่ละประเทศยอมรับการปกครองกลางร่วมกัน ซึ่งการรวมกลุ่มเศรษฐกิจประกอบด้วยระดับความร่วมมือ 5 ขั้นดังนี้



ที่มา: The Geography of Transport Systems, Jean-Paul Rodrigue (2017)

แผนภาพที่ 2.1 Forms of Economic Integration

1) เขตการค้าเสรี (Free Trade Area หรือ FTA) เป็นการจัดทำความตกลงยกเลิกการเก็บภาษี ศุลกากรและข้อจำกัดทางการค้าระหว่างประเทศสมาชิกในทุกสินค้าโดยมุ่งให้เกิดการค้าเสรีระหว่างภูมิภาค หรือระหว่างประเทศสมาชิก โดยแต่ละประเทศสมาชิกยังคงจัดเก็บภาษีนำเข้ากับประเทศนอกกลุ่มในระดับที่แตกต่างกัน

2) สหภาพศุลกากร (Customs Union) นอกจากประเทศสมาชิกจะมีการยกเลิกการจัดเก็บภาษีศุลกากรระหว่างกันหรือดำเนินการในขั้นตอนเขตการค้าเสรีแล้ว ยังมีการกำหนดอัตราภาษีนำเข้าจากประเทศนอกกลุ่มในอัตราเดียวกัน (Common External Tariff) ด้วย

3) ตลาดร่วม (Common Market) เป็นก้าวสำคัญของความร่วมมือที่จะก้าวไปสู่การรวมกลุ่ม เศรษฐกิจอย่างเต็มรูปแบบเมื่อประเทศสมาชิกเปิดให้มีการค้าเสรีในทรัพยากรทุกชนิด ไม่เพียงแต่สินค้าที่จับต้องได้เท่านั้น แต่ยังรวมถึงการยกเลิกอุปสรรคด้านการค้าบริการ ทุน แรงงาน โดยเป็นการยกเลิกทั้งอุปสรรคด้านภาษีศุลกากรและที่มีใช้ภายในศุลกากร

4) สหภาพเศรษฐกิจ (Economic Union) นอกจากดำเนินงานในระดับตลาดร่วมแล้ว ประเทศสมาชิกยังกำหนดนโยบายเศรษฐกิจอื่นๆ ร่วมกัน เช่น นโยบายด้านการเงินและการคลัง เป็นต้น

5) สหภาพการเมือง (Political Union) หมายถึง การรวมกลุ่มประเทศสมาชิกที่เป็นสหภาพเศรษฐกิจ มีนโยบายทางการเมือง เศรษฐกิจและระบบเงินตราเดียวกันทั้งหมด ตลอดจนมีรัฐบาลกลางร่วมกันหรือมีการยอมรับการปกครองกลางถือเป็นการรวมตัวในขั้นสูงสุด

2.1.2 การสร้างเครือข่ายความร่วมมือภายในภูมิภาคและการเจริญเติบโตของภูมิภาค (Regional Connectivity and Inclusive Growth)

ESCAP (2557) กล่าวถึงการสร้างเครือข่ายความร่วมมือภายในภูมิภาคและการเจริญเติบโตของภูมิภาคว่า การพัฒนาประเทศที่ผ่านมาโดยมุ่งเน้นการค้าระหว่างประเทศ หรือการลงทุนต่างๆ สามารถทำให้ประเทศเติบโตได้ในระดับหนึ่ง แต่ในอนาคตการพัฒนาจะต้องเป็นไปในรูปแบบความร่วมมือระหว่างประเทศทั้งการเชื่อมโยงโครงสร้างพื้นฐาน กฎระเบียบและมาตรการสำคัญ การเคลื่อนย้ายแรงงานเพื่อให้กลุ่มประเทศมีการบูรณาการและพัฒนาไปในทิศทางเดียวกัน ทำให้เกิดการขยายตลาดการค้าและบริการ การลงทุนข้ามประเทศ ซึ่งในที่สุดแล้วจะนำมาซึ่งการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจภายในภูมิภาคเดียวกันอย่างคุณทวี

2.1.3 การบูรณาการร่วมกันด้านการเงินและความมั่นคงทางการเงิน (Financial Integration and Stability)

Park and Claveria (2561) ทดสอบดัชนีที่เกี่ยวข้องกับ Regional integration 6 ด้าน ได้แก่ ด้าน Trade and Investment ด้าน Money and Finance ด้าน Regional Value Chains ด้าน Infrastructure and Connectivity ด้าน Movement of People และด้าน Institutional and Social Integration ซึ่งให้ผลยืนยันว่าในกลุ่มประเทศ EU ที่มีการรวมกลุ่มทางเศรษฐกิจและสังคมสูง มีค่าดัชนีทั้ง 6 ด้านอยู่ในระดับสูง ในขณะที่กลุ่มประเทศในเอเชียมีดัชนีด้านโครงสร้างพื้นฐานและความเชื่อมโยงระดับสูง และงานวิจัยเชิงประจักษ์สนับสนุนว่า การบูรณาการในภูมิภาคมีความสำคัญ

และมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ การกระจายรายได้ และการลดปัญหาความยากจน แม้แต่ในช่วงเวลาที่มีการเปิดเสรีทางการค้าและการเงินถูกควบคุม

Rillo (2561) เห็นว่า ความร่วมมือทางเศรษฐกิจของประเทศอาเซียนทำให้การเปิดเสรีทางการเงินและการลงทุนในตลาดการเงินสามารถดำเนินการได้อย่างราบรื่นยิ่งขึ้น โดยมีสถิติยืนยันว่าภายในสิ้นปี 2558 มาตรการที่กำหนดใน AEC Blueprint สามารถดำเนินการได้ถึงร้อยละ 87 ซึ่งบรรลุวัตถุประสงค์ในการเปิดเสรีภาคตลาดทุน และยังอาเซียนมีการเปิดเสรีระหว่างกันมากขึ้นยังมีผลให้เกิดประสิทธิภาพด้านคุณภาพและต้นทุนที่ต่ำลงยิ่งขึ้นเท่านั้น เนื่องจากการบูรณาการทำให้ตลาดที่ใหญ่ขึ้นมีสภาพคล่องเพียงพอต่อการรองรับความต้องการของลูกค้า การลดกฎระเบียบระหว่างกันทำให้การลงทุนระหว่างกันเป็นไปได้อย่างสะดวกยิ่งขึ้น

2.1.4 การรวมกลุ่มเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (ASEAN)

Association of Southeast Asian Nations หรือ ASEAN มีสมาชิกทั้งหมด 10 ประเทศ ได้แก่ กัมพูชา ไทย บรูไน เมียนมา ฟิลิปปินส์ มาเลเซีย ลาว เวียดนาม สิงคโปร์ และอินโดนีเซีย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อความร่วมมือในการเพิ่มอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ การพัฒนาสังคม วัฒนธรรมในกลุ่มประเทศสมาชิก และการรักษาสันติภาพและความมั่นคงในภูมิภาค สำหรับในด้านเศรษฐกิจได้มีการจัดตั้งประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (ASEAN Economic Community: AEC) เริ่มต้นขึ้นตั้งแต่ปี 2558 และมีการจัดทำแผนงานประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC Blueprint) เพื่อให้อาเซียนมีการรวมตัวและเชื่อมโยงกันทางการค้า การลงทุน และเชื่อมโยงกับประชาคมโลกที่ครอบคลุมทุกมิติและทุกหุ้นส่วนทางเศรษฐกิจ โดยมุ่งเน้นการเสริมสร้างความเข้มแข็งในการรวมตัวภาคการเงินเพื่อสนับสนุนการค้าและการลงทุนภายในภูมิภาคอาเซียน เช่น

- การส่งเสริมการเชื่อมโยงตลาดทุนในเชิงลึก โดยสนับสนุนการลงทุนในภูมิภาคและช่วยให้นักลงทุนและผู้ออกตราสารทางการเงินเข้าถึงตลาดทุนข้ามพรมแดนในอาเซียนได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของแผนงานโครงสร้างพื้นฐานตลาดทุนอาเซียน (Asian Bond Market Initiative: ABMI)

- การส่งเสริมการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ภาครัฐ ตราสารทางการเงินของภาคเอกชน ซึ่งจะกระจายความเสี่ยงจากระบบธนาคาร และช่วยให้ผู้ออมมีโอกาสดำเนินการลงทุนที่หลากหลายมากขึ้น

- การเสริมสร้างความเข้มแข็งโครงสร้างพื้นฐานทางการเงินของภูมิภาคอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในช่วงภาวะวิกฤต ระดับภูมิภาคโดยมีมาตรการสำคัญ เช่น การส่งเสริมการจัดทำความร่วมมือข้ามพรมแดนที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน ตามกรอบการรวมตัวภาคการธนาคารของอาเซียน ด้วยการมีธนาคารระดับภูมิภาค

ภายใต้แผนแม่บทฯ ฉบับที่สอง “Master Plan on ASEAN Connectivity 2025” (MPAC 2025) ฉบับปัจจุบัน (ค.ศ. 2016 - 2025) ASEAN ได้กำหนดยุทธศาสตร์การดำเนินงาน 5 ด้าน เพื่อให้เกิดความเชื่อมโยงระหว่างกันในอาเซียน (ASEAN Connectivity) ดังที่ปรากฏตามแผนภาพที่ 2.2 ได้แก่



ที่มา: Master Plan on ASEAN Connectivity 2025

แผนภาพที่ 2.2 Master Plan on ASEAN Connectivity 2025

- โครงสร้างพื้นฐานที่ยั่งยืน มีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) เพิ่มการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐและภาคเอกชนในแต่ละประเทศสมาชิก (2) ส่งเสริมการประเมินผลและการแบ่งปันแนวปฏิบัติที่เป็นเลิศด้านผลิตภาพของโครงสร้างพื้นฐานในอาเซียน และ (3) เพิ่มการใช้ต้นแบบของการพัฒนาเมืองอย่างชาญฉลาดในอาเซียน

- นวัตกรรมดิจิทัล มีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) สนับสนุนการใช้เทคโนโลยีของ MSMEs (2) สนับสนุนการเข้าถึงแหล่งเงินทุนผ่านนวัตกรรมดิจิทัล (3) พัฒนาข้อมูลแบบเปิดในประเทศสมาชิก และ (4) สนับสนุนการบริหารข้อมูลระหว่างประเทศสมาชิก

- โลจิสติกส์ไร้รอยต่อ มีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) ลดค่าใช้จ่ายของห่วงโซ่อุปทานในแต่ละประเทศสมาชิก และ (2) พัฒนาความเร็วและความน่าเชื่อถือของห่วงโซ่อุปทานในแต่ละประเทศสมาชิก

- ความเป็นเลิศด้านกฎระเบียบ มีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) สร้างความสอดคล้องหรือการยอมรับร่วมกันของมาตรฐาน และกฎระเบียบข้อบังคับทางเทคนิคสำหรับผลิตภัณฑ์ในกลุ่มหลัก และ (2) ลดมาตรการที่มีใช้ภาษีซึ่งบิดเบือนการค้าในประเทศสมาชิก

- การเคลื่อนย้ายของประชากร มีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) ส่งเสริมให้สามารถเดินทางระหว่างกันภายในอาเซียนได้ง่ายขึ้น (2) ปรับสมดุลของอุปสงค์และอุปทานของทักษะในอาเซียน และ (3) เพิ่มการเคลื่อนย้ายนักศึกษาอาเซียน

2.2 แนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรมเกี่ยวกับการเงินและตลาดตราสารหนี้

2.2.1 คำนิยามตราสารหนี้และประเภทของตราสารหนี้

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2561) ได้ให้ความหมายของตราสารหนี้ว่า ตราสารหนี้เป็นตราสารทางการเงินที่ใช้เป็นเครื่องมือในการระดมทุน โดยผู้ออกตราสารหนี้จะมีสถานะเป็น “ลูกหนี้” ที่กู้ยืมเงินจาก “ผู้ลงทุน” ในการออกตราสารหนี้จะมีการกำหนดอายุ วันชำระดอกเบี้ยและเงินต้น รวมถึงอัตราดอกเบี้ย (Coupon) ที่จะจ่ายให้ผู้ลงทุนตั้งแต่วันที่ออกตราสารหนี้ ตราสารหนี้ยังมีสภาพคล่องสามารถซื้อขายเปลี่ยนมือได้

ธนาคารแห่งประเทศไทย (2557) ได้กล่าวถึงการลงทุนในตราสารหนี้ถึงการพิจารณาของผู้ลงทุนว่า นอกจากผู้ลงทุนจะพิจารณาอัตราดอกเบี้ยและอายุของพันธบัตรว่าตรงกับความต้องการของผู้ลงทุนแล้ว ผู้ลงทุนสามารถใช้การจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit rating) เป็นการประเมินความน่าเชื่อถือของผู้ออก ตราสารหนี้ นั่นๆ ได้ ซึ่งการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ เป็นปัจจัยที่สำคัญในการพิจารณาลงทุน เพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการพิจารณาก่อนการลงทุนว่าผู้ออกตราสารมีความสามารถในการชำระหนี้มากหรือน้อยเพียงใด โดยอันดับตราสารหนี้ที่จัดว่าลงทุนได้ จะมีความเสี่ยงในการผิดชำระหนี้ต่ำถึงปานกลาง หรือระดับ Investment Grade ในขณะที่ตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงในการผิดชำระหนี้สูงจะมีอันดับที่ต่ำกว่า BBB- หรือ Baa3 ลงไป หรือที่เรียกว่า Non-investment Grade

การลงทุนในพันธบัตรที่ผู้ออกคือรัฐบาล องค์กรของรัฐ หรือรัฐวิสาหกิจที่มีรัฐบาลค้ำประกันให้ ความเสี่ยงจะค่อนข้างต่ำเนื่องจากมีความน่าเชื่อถือ และอันดับความน่าเชื่อถือที่ได้มักจะอยู่ในกลุ่ม Investment Grade

ส่วนหุ้นกู้ที่ออกโดยภาคเอกชนนั้นมีหลายประเภท ทั้งที่เป็นหุ้นกู้ระยะยาว หุ้นกู้ระยะสั้น และหุ้นกู้ด้อยสิทธิ จึงสามารถตอบสนองความต้องการของผู้ลงทุนได้มากกว่า แต่ด้วยเหตุที่ผู้ออกหุ้นกู้เป็นบริษัทเอกชน จึงมีความแตกต่างกันทั้งในเรื่องความมั่นคงของฐานะการเงินและการดำเนินธุรกิจ และย่อมมีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้สูงกว่ารัฐบาล อันเป็นสาเหตุที่หุ้นกู้มักให้ผลตอบแทนที่อยู่รูปของอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าพันธบัตรรัฐบาล

การจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่มักนิยมใช้นำมาใช้ในมี 2 แบบ คือ

- การจัดอันดับความน่าเชื่อถือของตัวองค์กร ทั้งรัฐบาล รัฐวิสาหกิจ และภาคเอกชน ซึ่งจะสะท้อนความแข็งแกร่งขององค์กร โดยดูจากฐานะขององค์กรเองร่วมกับปัจจัยทางเศรษฐกิจต่างๆ
- การจัดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้แต่ละตัว ซึ่งจะสะท้อนความสามารถในการชำระหนี้ของผู้ออกตราสาร ซึ่งหากตราสารหนี้ที่ออกโดยภาครัฐหรือรัฐวิสาหกิจ เรียกว่า "พันธบัตร" หากออกโดยภาคเอกชนเรียกว่า "หุ้นกู้" ปัจจัยส่วนใหญ่ที่ใช้ในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ คือ ปัจจัยด้านเศรษฐกิจ ซึ่งมองสภาพเศรษฐกิจและสถานการณ์ภายในประเทศเป็นหลัก และปัจจัยเฉพาะตัวที่มุ่งดูฐานะทางการเงินและความเสี่ยงขององค์กรแต่ละราย สถานะของหนี้ว่าเป็นหุ้นกู้แบบด้อยสิทธิหรือไม่ รวมถึงระดับการสนับสนุนที่คาดว่าจะได้รับจากบริษัทแม่ และทางการ (Systemic Support) ซึ่งเมื่อได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือแล้ว เอกชนนั้นจึงสามารถดำเนินการออกตราสารหนี้เพื่อระดมทุนจากนักลงทุนทั้งกลุ่มสถาบันและรายย่อย

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (ThaiBMA) (2558) ได้จัดกลุ่มผู้ออกตราสารหนี้ 2 กลุ่มใหญ่ๆ ได้แก่ 1) กระทรวงการคลัง / รัฐวิสาหกิจ 2) บริษัทเอกชน ขณะที่ผู้ออกตราสารหนี้ (ผู้ให้กู้เงิน) จะเรียกโดยรวมว่า นักลงทุน ซึ่งมีตั้งแต่บุคคลธรรมดาทั่วไปจนถึงนักลงทุนสถาบัน โดยตราสารหนี้ที่ผู้ออกเป็น ‘กระทรวงการคลัง / รัฐวิสาหกิจ’ ที่มีอายุของตราสารหนี้มากกว่า 1 ปี จะเรียกว่า ‘พันธบัตรรัฐบาล (Government Bond)’ / ‘พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ (State-Owned-Enterprise Bond หรือ SOE Bond)’ และหากอายุไม่เกิน 1 ปี จะเรียกว่า ‘ตั๋วเงินคลัง (Treasury Bill หรือ T-Bill)’ ส่วนตราสารหนี้ที่ผู้ออกเป็น ‘บริษัทเอกชน’ จะเรียกว่า ‘หุ้นกู้ (Corporate Bond)’ ซึ่งมีทั้งอายุไม่เกิน 1 ปี (Short-term Corporate Bond) และ มากกว่า 1 ปี (Long-term Corporate Bond)

สรุปการเรียกชื่อตราสารหนี้ประเภทต่างๆ					
ตราสารหนี้	พันธบัตรรัฐบาล	ตั๋วเงินคลัง	พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ	หุ้นกู้	ตั๋ว (B/E) หุ้นกู้ระยะสั้น
อายุของตราสาร	1 ปี ขึ้นไป	น้อยกว่า 1 ปี	1 ปี ขึ้นไป	1 ปี ขึ้นไป	น้อยกว่า 1 ปี
ผู้ออกตราสารหนี้	กระทรวงการคลัง	กระทรวงการคลัง	รัฐวิสาหกิจ	บริษัทเอกชน	บริษัทเอกชน

ที่มา: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (ThaiBMA)

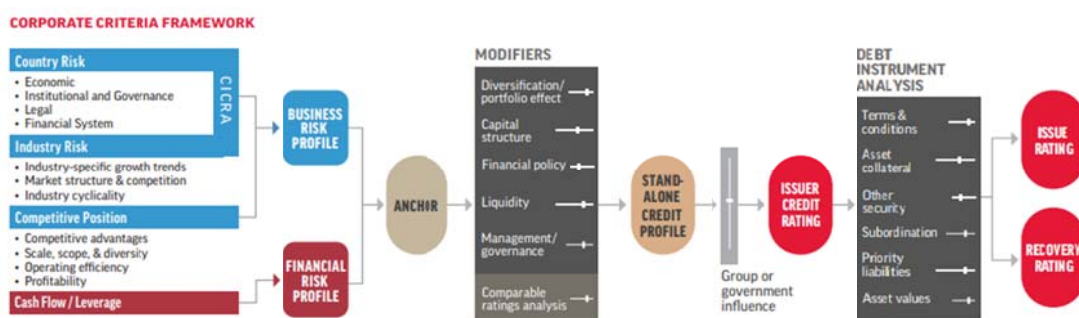
ภาพที่ 2.3 การเรียกชื่อตราสารหนี้ประเภทต่างๆ

ทั้งนี้ การตัดสินใจลงทุนในตราสารหนี้ของนักลงทุนขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายประการ เช่น วัตถุประสงค์ในการถือ รุนอายุ ประเภทของตราสารหนี้และอนุพันธ์เสริม (ถ้ามี) ผลตอบแทนโดยปัจจัยหลังที่จะทำให้ตราสารหนี้ใดๆ มีการจ่ายผลตอบแทนมาก-น้อยนั้น ขึ้นอยู่กับอันดับความน่าเชื่อถือของผู้ออกตราสารหนี้ซึ่งเป็นสิ่งที่นักลงทุนจะต้องพิจารณาเป็นปัจจัยอันดับต้นๆ

2.2.2 อันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating)

เป็นการประเมินความน่าเชื่อถือของผู้ออกตราสารหนี้ โดยอันดับความน่าเชื่อถือแสดงให้เห็นถึงความเสี่ยงด้านการผิดนัดชำระหนี้ซึ่งจะมีผลต่ออัตราผลตอบแทน (Yield) ของหุ้นกู้แต่ละรุ่น หากอันดับความน่าเชื่อถืออยู่ในระดับที่ดีจะทำให้อัตราดอกเบี้ยต่ำซึ่งหมายถึงต้นทุนการระดมเงินทุนที่ต่ำของผู้ออก ดังนั้น เพื่อให้ผู้ออกตราสารหนี้ซึ่งเป็นบริษัทเอกชนออกสามารถลดต้นทุนการระดมทุนและเพิ่มความมั่นใจให้กับนักลงทุนว่าจะได้รับดอกเบี้ยและเงินต้นคืนตามเวลาที่กำหนด ผู้ออกตราสารหนี้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำอาจขอการค้ำประกันการออกตราสารหนี้ (Guarantee Bonds) จากหน่วยงานที่มีอันดับเครดิตสูงมาค้ำประกันเพื่อให้ต้นทุนต่ำลงได้โดยจ่ายค่าธรรมเนียมการค้ำประกันให้แก่ผู้ค้ำประกัน และหากเกิดการผิดนัดชำระหนี้ ผู้ค้ำประกันจะรับผิดชอบเป็นผู้จ่ายเงินต้นและดอกเบี้ยแทน

Standard & Poor's (S&P's) (2557) อธิบายแนวคิดการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของภาคเอกชนว่า S&P's จะเริ่มจากการวิเคราะห์ลักษณะความเสี่ยงของธุรกิจนั้นๆ (ประกอบด้วยความเสี่ยงของประเทศ ความเสี่ยงของภาคธุรกิจและการแข่งขัน) และลักษณะความเสี่ยงทางการเงิน (ประกอบด้วย Cash flow และ Leverage ของหน่วยงาน) จากนั้นจึงมีการประเมินปัจจัยต่างๆ เช่น ด้านการกระจายความเสี่ยงของ Portfolio โครงสร้างเงินทุน สภาพคล่อง การบริหารจัดการของบริษัท เป็นต้น เพื่อวิเคราะห์สถานการณ์ที่เป็นไปได้ในอนาคตและสรุปอันดับความน่าเชื่อถือที่บริษัทได้



ที่มา: S&P's

ภาพที่ 2.4 S&P's Corporate Rating Methodology

2.2.3 การค้ำประกันเครดิต (Credit Guarantee)

บรรษัทประกันสินเชื่ออุตสาหกรรมรายย่อม (บสย.) (2558) ระบุว่า โดยทั่วไปการค้ำประกันเครดิตให้แก่บริษัทเอกชนมักเป็นในรูปแบบการค้ำประกันสินเชื่อเนื่องจากภาคเอกชนบางส่วนไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนในระบบได้ รัฐบาลของประเทศต่างๆ จึงจัดตั้งโครงการค้ำประกันสินเชื่อเพื่ออำนวยความสะดวกให้ผู้ประกอบการ รายย่อยสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ อย่างไรก็ตาม ในบางประเทศมีการจัดตั้งหน่วยงานค้ำประกันเครดิตที่ไม่จำกัดเฉพาะสินเชื่อ ได้แก่ สาธารณรัฐเกาหลี มีจุดเริ่มต้นจากการนำระบบเงินสำรองเพื่อการค้ำประกันสินเชื่อ (Credit Guarantee Reserve System) มาใช้ในปี ค.ศ. 1961 ก่อนจะจัดตั้งสถาบันค้ำประกันสินเชื่ออย่างเป็นทางการ (Korea Credit Guarantee Fund: KODIT) โดย KODIT ให้การค้ำประกันทั้งสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์ หุ้นกู้ของบริษัทเอกชน การค้ำประกันให้ผู้ประกอบการที่จะขอผ่อนชำระเงินภาษีให้แก่รัฐบาลเป็นรายงวด การค้ำประกันการเช่าซื้อเครื่องจักร หนังสือค้ำประกันเพื่อใช้ประมูลงานก่อสร้าง การค้ำประกันสัญญาการค้า เป็นต้น

CGIF (2562) ระบุว่า ภายใต้ความร่วมมือเพื่อการพัฒนาตลาดพันธบัตรของภูมิภาคเอเชีย (ABMI) คณะทำงาน ABMI ได้ร่วมมือกันผลักดันให้เกิดการจัดตั้งหน่วยงานเพื่อค้ำประกันเครดิตให้แก่ภาคเอกชน (Credit Guarantee and Investment Facility: CGIF) ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำกว่าระดับ Investment Grade ให้สามารถระดมทุนผ่านการออกตราสารหนี้ในตลาดภูมิภาคอาเซียน+3 ได้ด้วยต้นทุนของหน่วยงาน และ CGIF จะเรียกเก็บค่าธรรมเนียมที่ได้จากการค้ำประกันเพื่อใช้ในการดำเนินงานของหน่วยงาน ซึ่งประโยชน์ที่ประเทศสมาชิกจะได้รับร่วมกันคือ ช่วยผู้ออกลดต้นทุนในการระดมทุนและขยายขอบเขตการระดมทุนไปยังประเทศระดับภูมิภาค สร้างความน่าเชื่อถือให้แก่นักลงทุน สร้างสภาพคล่องให้ตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาค และขับเคลื่อนตลาดตราสารหนี้ไทยให้เติบโตไปพร้อมๆ กับตลาดตราสารหนี้เอเชีย



ที่มา: CGIF

ภาพที่ 2.5 Bond Guarantee Structure

2.3 แนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรมเกี่ยวกับการพัฒนาตลาดตราสารหนี้สกุลเงินท้องถิ่น

2.3.1 ตลาดตราสารหนี้สกุลเงินท้องถิ่น

Burger and Warnock (2549) ได้ทำการศึกษาวิเคราะห์การพัฒนาตลาดตราสารหนี้สกุลเงินท้องถิ่นของ 49 ประเทศ ซึ่งพบว่าปัจจัยหลักในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้สกุลเงินท้องถิ่น คือนโยบายและกฎหมายที่เกี่ยวข้องมีความชัดเจน ทั้งนี้ ประเทศที่มีอัตราเงินเฟ้อและระดับอันดับความน่าเชื่อถืออยู่ในระดับคงที่และมีแนวโน้มในการพัฒนาตลาดได้ดีกว่าและสามารถลดการพึ่งพิงการออกตราสารหนี้สกุลเงินต่างประเทศ สำหรับกลุ่มประเทศกำลังพัฒนานั้นไม่มีความจำเป็นที่จะต้องพึ่งพิงการระดมทุนจากเงินกู้ต่างประเทศหรือการออกตราสารหนี้สกุลเงินต่างประเทศ การพัฒนาด้านประสิทธิภาพเชิงนโยบายและการเสริมสร้างความแข็งแกร่งของสถาบันการเงินในประเทศจะเป็นปัจจัยสำคัญในการสนับสนุนให้เกิดการพัฒนาตลาดตราสารหนี้สกุลเงินท้องถิ่น ลดปัญหาความเสี่ยงด้าน Currency Mismatch และลดผลกระทบที่อาจได้รับจากวิกฤติเศรษฐกิจโลกในอนาคต

2.3.2 ตลาดพันธบัตรเอเชีย

Asian Development Bank (ADB) ระบุว่า มาตรการริเริ่มตลาดพันธบัตรเอเชีย (Asian Bond Markets Initiative: ABMI) ได้เริ่มดำเนินการตั้งแต่เดือนธันวาคม 2545 โดยความร่วมมือของประเทศสมาชิกอาเซียน 10 ประเทศ รวมถึงสาธารณรัฐประชาชนจีน ประเทศญี่ปุ่น และสาธารณรัฐเกาหลี ซึ่งมีชื่อเรียกรวมกันว่า ASEAN+3 ด้วยวัตถุประสงค์ในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้สกุลเงินท้องถิ่นในแต่ละประเทศในภูมิภาคและสนับสนุนความร่วมมือเพื่อสร้างเสถียรภาพทางการเงินและลดความเสี่ยงของระบบเศรษฐกิจจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ โดยในระดับประเทศ ประเทศสมาชิกได้มีการปรับปรุงแก้ไขกฎระเบียบและกระบวนการบริหารจัดการด้านเศรษฐกิจมหภาคและปรับโครงสร้างของตลาดการเงินภายในประเทศ การปฏิรูปและปรับโครงสร้างครั้งใหญ่นี้ส่งผลให้เกิดการพัฒนาด้านปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจมหภาค การเจริญเติบโตอย่างต่อเนื่อง และลดความเสี่ยงจากปัจจัยต่างประเทศ ประเทศสมาชิกสามารถดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศเข้ามาในภูมิภาค ทั้งในภาคธนาคารและตลาดเงินตลาดทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งภายหลังจากวิกฤติเศรษฐกิจที่ระดับอัตราดอกเบี้ยในตลาดของประเทศที่พัฒนาแล้วอยู่ในระดับต่ำ อย่างไรก็ตาม การไหลเข้าของเงินทุนต่างชาติอย่างต่อเนื่องส่งผลให้สัดส่วนการถือครองตราสารหนี้ภาครัฐของนักลงทุนต่างชาติเพิ่มสูงขึ้นซึ่งอาจทำให้เกิดความเสี่ยงหากตลาดมีความผันผวนและมีกระแสเงินไหลกลับไปยังกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วหากมีการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจโลก

2.4 แนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรมอื่นที่เกี่ยวข้อง

2.4.1 การอนุญาตให้นิติบุคคลต่างประเทศออกพันธบัตรหรือหุ้นกู้สกุลเงินบาท (Baht Bond)

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (2561) กล่าวว่า Baht Bond คือ ตราสารหนี้สกุลเงินบาทที่ออกโดยนิติบุคคลต่างประเทศขายให้นักลงทุนในประเทศไทย ซึ่งนิติบุคคลต่างประเทศได้รับอนุญาตให้ระดมทุนผ่านการออก Baht Bond ในประเทศไทยเป็นครั้งแรกในปี 2548 โดยในช่วงแรกผู้ออกส่วนใหญ่เป็นองค์กรและสถาบันการเงินระหว่างประเทศ เช่น ADB Citigroup โดยกว่าร้อยละ 80 มาจากประเทศในกลุ่มยุโรปและสหรัฐอเมริกา ต่อมาในช่วงปี 2553 – 2556 ผู้ออกจากสาธารณรัฐเกาหลีเข้ามามีบทบาทในการออก Baht Bond เพิ่มขึ้นอย่างมากโดยส่วนใหญ่จะเป็นสถาบันการเงิน อาทิ Korea EXIM Bank Korea Development Bank และ HANA Bank เป็นต้น อย่างไรก็ตาม ตั้งแต่ปี 2556 สาธารณรัฐประชาธิปไตยประชาชนลาวได้เริ่มเข้ามาระดมทุนผ่านการออก Baht Bond ในไทย ซึ่งมีทั้งภาครัฐคือกระทรวงการคลัง และภาคเอกชน ได้แก่ บริษัท อีดีแอล-เจนเนอเรชั่น (EDL-GEN) และบริษัทผลิตไฟฟ้าน้ำจืด 2 เป็นต้น เพื่อระดมทุนไปใช้ในการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน โดยเฉพาะการลงทุนในโครงการผลิตไฟฟ้าพลังน้ำจากเขื่อนต่างๆ ซึ่งมีการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทยเป็นผู้รับซื้อกระแสไฟฟ้ารายใหญ่

ในปัจจุบันยอดคงค้าง Baht Bond ล่าสุด ณ สิ้นเดือนตุลาคม 2561 อยู่ที่ 90,337 ล้านบาท ประกอบด้วยผู้ออกจากเอเชียเป็นหลัก ได้แก่ สปป.ลาว ร้อยละ 79 เกาหลีใต้ร้อยละ 14 ญี่ปุ่นและมาเลเซียร้อยละ 3 และประเทศนอกเอเชียอย่างสหรัฐอเมริกาอีกร้อยละ 1 ซึ่งจากแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศในระดับภูมิภาค เช่น กัมพูชา เมียนมา ซึ่งในปัจจุบันได้ให้ความสนใจในการออก Baht Bond เพื่อต้องการระดมเงินลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน ทำให้ Baht Bond มีโอกาสขยายตัวสูงขึ้น ส่งผลให้นักลงทุนในประเทศได้ประโยชน์จากทางเลือกในการลงทุนตราสารหนี้ที่มีมากขึ้น

2.4.2 กลุ่มประเทศ CLMV

Singapore Institute of International Affairs (2561) ระบุว่า จากผลการศึกษาของ the Economic Research Institute for ASEAN and East Asia (ERIA) พบว่าปัจจุบันนักลงทุนได้มีการกลับเข้ามาให้ความสนใจในการลงทุนในภูมิภาคอาเซียน โดยปัจจัยหลักที่ดึงดูดนักลงทุนคือการเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็วของเศรษฐกิจในกลุ่มประเทศกัมพูชา ลาว เมียนมา และเวียดนาม หรือเรียกกันทั่วกลุ่มประเทศ CLMV ตัวอย่างเช่น ERIA พบว่า กลุ่มบริษัทข้ามชาติของญี่ปุ่นหลายแห่งมีการขยายฐานธุรกิจในเมียนมาถึงกว่าร้อยละ 1,000 ในช่วง 6 ปีที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันภูมิภาคอาเซียนกำลังได้รับผลกระทบจากกระแสการต่อต้านเครือข่ายความร่วมมือทางการเงินระหว่างประเทศจากประเทศเศรษฐกิจหลัก เช่น Brexit ของสหราชอาณาจักร และการยกเลิกการเข้าร่วม the Trans-Pacific Partnership (TPP) ของสหรัฐอเมริกา นอกจากนี้ กลุ่มประเทศ CLMV อาจจะสูญเสียความสามารถในการแข่งขันจากแนวโน้มอัตราค่าจ้างในประเทศที่เพิ่มสูงขึ้น

ดังนั้น เพื่อรักษาความสามารถในการแข่งขันของภูมิภาค ประเทศในอาเซียนควรยกระดับการซื้อขายและลงทุนระหว่างกันภายในภูมิภาค รวมถึงการขยายความร่วมมือด้านต่างๆ ในภูมิภาคให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของการจัดตั้งประชาคมอาเซียน โดย ERIA ได้มีการเน้นถึงความสำคัญในการลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure Gap) และการมีกฎระเบียบที่ดีมากขึ้น ซึ่งปัจจัยทั้งสองจะมีสนับสนุนให้เกิดการพัฒนาอย่างรวดเร็ว ประเทศในอาเซียนควรจะต้องมีการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้านคมนาคมขนส่งร่วมกันเพื่อให้เกิดการขยายตัวในภาคก่อสร้างและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจระยะยาว รวมถึงกฎระเบียบที่ผ่อนคลายเป็นมาตรฐานมากขึ้นจะช่วยลดต้นทุนทางธุรกิจและดึงดูดนักลงทุนรายใหญ่ และจะทำให้ภูมิภาคอาเซียนมีความได้เปรียบทางเศรษฐกิจมากยิ่งขึ้น อย่างไรก็ตาม กลุ่มประเทศ CLMV จะต้องพยายามรักษาระดับความน่าสนใจเพื่อดึงดูดนักลงทุนอย่างต่อเนื่อง โดยจะต้องลดระดับความเหลื่อมล้ำทางรายได้ของประชากรในประเทศ ส่งเสริมกลุ่มธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมมีความเข้มแข็ง และสนับสนุนอุตสาหกรรมท้องถิ่น ซึ่งกลยุทธ์ไม่เพียงจะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุนแต่จะช่วยสนับสนุนการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างยั่งยืน และกระตุ้นการใช้จ่ายในประเทศโดยไม่ต้องพึ่งพิงบริษัทข้ามชาติในการสร้างงานและการลงทุนโดยตรง

2.5 สรุปกรอบแนวคิด

ในการศึกษาจะนำแนวคิดและทฤษฎีที่กล่าวในข้างต้นใช้วิเคราะห์ประกอบกับข้อมูลการศึกษาเกี่ยวกับการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาคที่ผ่านมาซึ่งจะสามารถกำหนดแนวทางที่ชัดเจนในการเพิ่มบทบาทของรัฐบาลไทยและตลาดตราสารหนี้ไทยให้เป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญของภูมิภาคอาเซียน โดยปัจจัยที่ต้องคำนึงถึง ได้แก่ รูปแบบโครงสร้างความร่วมมือทางการเงินของประเทศในภูมิภาค เครื่องมือในปัจจุบันที่จะมีส่วนช่วยในการสนับสนุนให้เกิดการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาค และกรอบนโยบายที่กำหนดร่วมกันของประเทศสมาชิกอาเซียน นอกจากนี้ การพิจารณาถึงโอกาสทางเศรษฐกิจและปัจจัยสนับสนุนอื่นในอนาคตเป็นสิ่งสำคัญที่จะทำให้แนวทางการดำเนินงานที่กำหนดมีความเป็นไปได้และสามารถทำให้ประสบผลสำเร็จได้จริงอย่างเป็นรูปธรรม

บทที่ 3

ผลการศึกษา

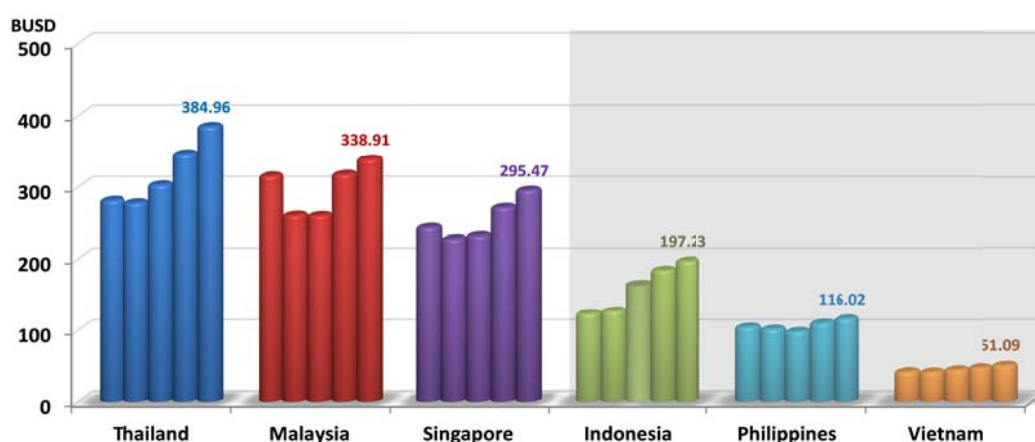
บทที่ 3 จะกล่าวถึงผลจากการศึกษาวิเคราะห์ข้อมูลที่เกี่ยวข้อง โดยจะอธิบายถึงศักยภาพของตลาดตราสารหนี้ไทยในการเป็นศูนย์กลางการระดมทุนในภูมิภาคเมื่อเปรียบเทียบกับตลาดตราสารหนี้อื่น การดำเนินนโยบาย Baht Bond กลไกการค้าประกันของ CGIF รวมถึงความร่วมมือระหว่างประเทศของไทยเพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาค

3.1 ศักยภาพในการแข่งขันของตลาดตราสารหนี้ไทย

ก่อนเผชิญวิกฤติทางการเงินในปี 2540 ประเทศไทยมีขนาดของตลาดตราสารหนี้ (Bond Market) ที่เล็กมากเมื่อเทียบกับตลาดสินเชื่อ (Loan Market) และตลาดตราสารทุน (Equity Market) โดยการระดมทุนของรัฐบาลเน้นการกู้เงินจากแหล่งเงินทุนต่างประเทศเป็นหลัก ได้แก่ แหล่งเงินทุนทางการของรัฐบาลต่างประเทศ หรือสถาบันการเงินระหว่างประเทศ และแหล่งเงินทุนภาคเอกชนผ่านสถาบันการเงินต่างประเทศ หรือการออกตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ต่างประเทศ ในขณะนั้นตลาดตราสารหนี้ไทยมีจำนวนผู้ระดมทุนและนักลงทุนจำนวนน้อย ผลิตภัณฑ์ในตลาดไม่หลากหลาย และรัฐบาลดำเนินนโยบายการคลังแบบสมดุล แต่ภายหลังจากวิกฤติเศรษฐกิจต้มยำกุ้ง หน่วยงานทั้งภาครัฐและเอกชนจำเป็นต้องหาแหล่งเงินทุนเพื่อการดำเนินงาน ลงทุนและฟื้นฟูกิจการ โดยเฉพาะรัฐบาลที่มีความต้องการระดมทุนจำนวนมากสำหรับใช้กระตุ้นเศรษฐกิจและสังคม การจัดทำนโยบายการคลังแบบขาดดุล รวมถึงการให้ความช่วยเหลือสถาบันการเงินที่ขาดสภาพคล่องและจ่ายเงินผู้ฝากเงินและเจ้าหนี้ ดังนั้น รัฐบาลโดยกระทรวงการคลังจึงมีแนวคิดที่จะพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทยเพื่อเป็นแหล่งระดมทุนที่จะเป็นเสาหลักในตลาดการเงินควบคู่กับตลาดสินเชื่อและตลาดตราสารทุน ซึ่งในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา ตลาดตราสารหนี้ไทยมีการเติบโตอย่างก้าวกระโดด การพัฒนาด้านกฎระเบียบที่เกี่ยวข้อง การจัดตั้งหน่วยงานและสร้างโครงสร้างพื้นฐานเพื่อรองรับธุรกรรมต่างๆ ในตลาดตราสารหนี้ ส่งผลให้ภาครัฐและภาคเอกชนสามารถระดมทุนผ่านการออกตราสารหนี้ รวมทั้งนักลงทุนทั้งกลุ่มนักลงทุนรายย่อย นักลงทุนที่เป็นสถาบันการเงิน กลุ่มบริษัทประกัน และนักลงทุนต่างประเทศสามารถเข้าถึงผลิตภัณฑ์ตราสารหนี้ที่หลากหลาย รวมถึงการเป็นแหล่งระดมทุนให้แก่นิติบุคคลต่างประเทศในภูมิภาคด้วย

3.1.1 เปรียบเทียบสถานะตลาดตราสารหนี้ไทยกับตลาดตราสารหนี้อื่นในภูมิภาค

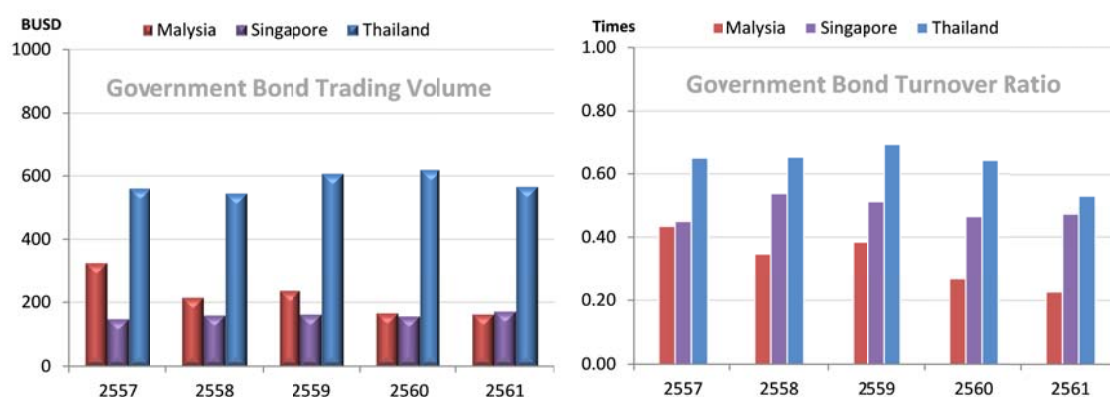
ในภูมิภาคอาเซียน ตลาดตราสารหนี้ไทยเป็นหนึ่งในตลาดที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในภูมิภาคอาเซียน ณ สิ้นปี 2561 มีมูลค่าตราสารหนี้คงค้างในตลาดสูงที่สุดในภูมิภาคอาเซียนที่ 384.96 พันล้านเหรียญสหรัฐ โดยมีตลาดตราสารหนี้สิงคโปร์ที่ 338.91 พันล้านเหรียญสหรัฐ และตลาดตราสารหนี้มาเลเซียที่ 295.47 พันล้านเหรียญสหรัฐ รองลงมาตามลำดับ ในขณะที่ตลาดตราสารหนี้อินโดนีเซียฟิลิปปินส์ และเวียดนามมีการเติบโตของตลาดตราสารหนี้อย่างรวดเร็วโดยเฉพาะตลาดตราสารหนี้อินโดนีเซียที่มีอัตราการเติบโตเฉลี่ยที่ร้อยละ 13 รายละเอียดปรากฏตามแผนภาพที่ 3.1



ที่มา: Asian Bond Online

แผนภาพที่ 3.1 มูลค่าตลาดตราสารหนี้ของแต่ละประเทศในภูมิภาคอาเซียนในปี 2557 - 2561

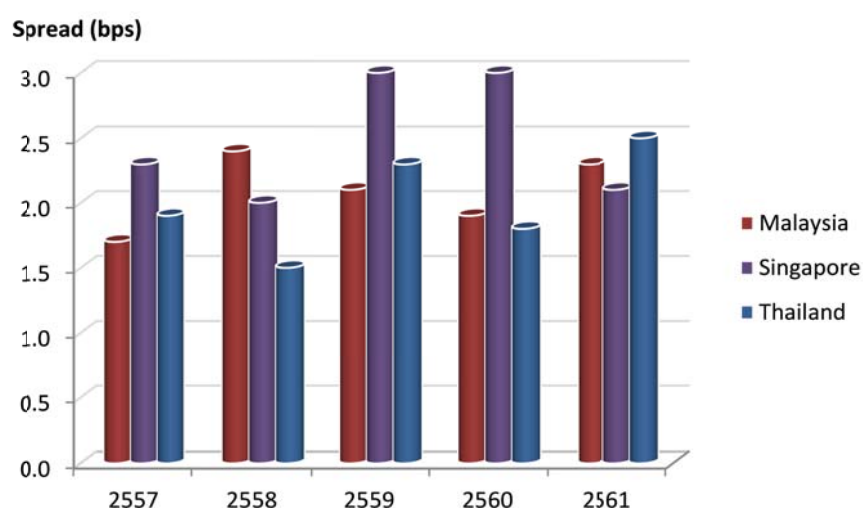
ในรายงานการศึกษาฉบับนี้ผู้ศึกษาพิจารณาเปรียบเทียบเฉพาะสถานะของตลาดตราสารหนี้ไทย ตลาดตราสารหนี้มาเลเซีย และตลาดตราสารหนี้สิงคโปร์เท่านั้น เนื่องจากเป็นตลาดตราสารหนี้ที่มีมูลค่าคงค้างสูงที่สุด 3 อันดับแรก เมื่อพิจารณาสภาพคล่องของตราสารหนี้ภาครัฐในตลาดตราสารหนี้ทั้ง 3 ตลาดระหว่างปี 2557 - 2561 จะพบว่า ตลาดตราสารหนี้ไทยมีปริมาณซื้อขายตราสารหนี้ภาครัฐสูงสุดเฉลี่ยประมาณ 600 พันล้านเหรียญสหรัฐ รวมทั้งมี Turnover Ratio หรืออัตราการหมุนเวียนเปลี่ยนมือซึ่งคำนวณจากปริมาณซื้อขายต่อยอดคงค้างของตราสารหนี้ภาครัฐทั้งหมดเฉลี่ยสูงที่สุดในภูมิภาคอาเซียนถึงประมาณ 0.6 เท่า แสดงให้เห็นถึงสภาพคล่องในการทำธุรกรรมซื้อขายตราสารหนี้ภาครัฐไทยของนักลงทุนในตลาดตราสารหนี้สูงกว่าตลาดตราสารหนี้มาเลเซียและสิงคโปร์ รายละเอียดปรากฏตามแผนภาพที่ 3.2



ที่มา: Asian Bond Online

แผนภาพที่ 3.2 มูลค่าซื้อขายและ Turnover Ratio ของตราสารหนี้ภาครัฐในตลาดตราสารหนี้ มาเลเซีย สิงคโปร์ และไทยในปี 2557 - 2561

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาถึง Bid-Ask Spread หรือส่วนต่างอัตราผลตอบแทนเสนอซื้อสูงสุดที่ผู้ค้าหลักทรัพย์ (Dealer) ยินดีซื้อจากผู้ขายตราสารหนี้และอัตราผลตอบแทนเสนอขายต่ำสุดที่ Dealer ยินดีขายให้แก่ผู้ซื้อตราสารหนี้ ซึ่งหากส่วนต่างดังกล่าวอยู่ในระดับต่ำแสดงให้เห็นสภาพคล่องของตลาดตราสารหนี้ที่มากเนื่องจากต้นทุนการทำธุรกรรมระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายที่ต่ำ โดย Bid - Ask Spread เฉลี่ยของประเทศไทยอยู่ที่ประมาณ 2 basis points (0.02%) และอยู่ในระดับใกล้เคียงกับตลาดตราสารหนี้มาเลเซีย และสิงคโปร์ รายละเอียดตามแผนภาพที่ 3.3

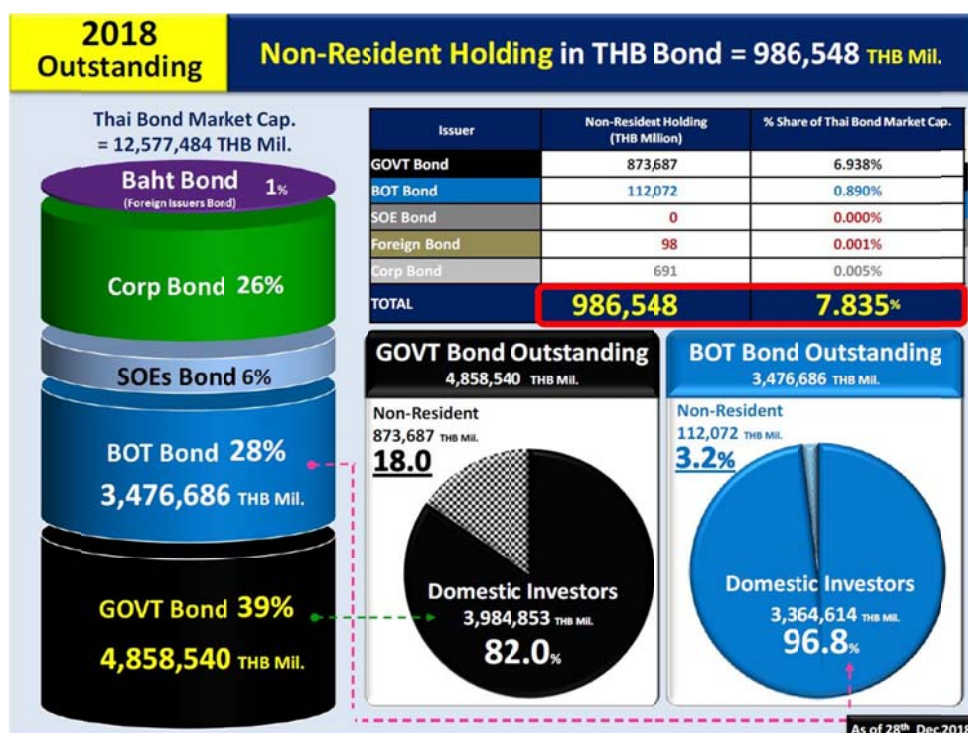


ที่มา: Asian Bond Online

แผนภาพที่ 3.3 Bid-Ask Spread ของการซื้อขายตราสารหนี้ภาครัฐในตลาดตราสารหนี้มาเลเซีย สิงคโปร์ และไทยในปี 2557 - 2561

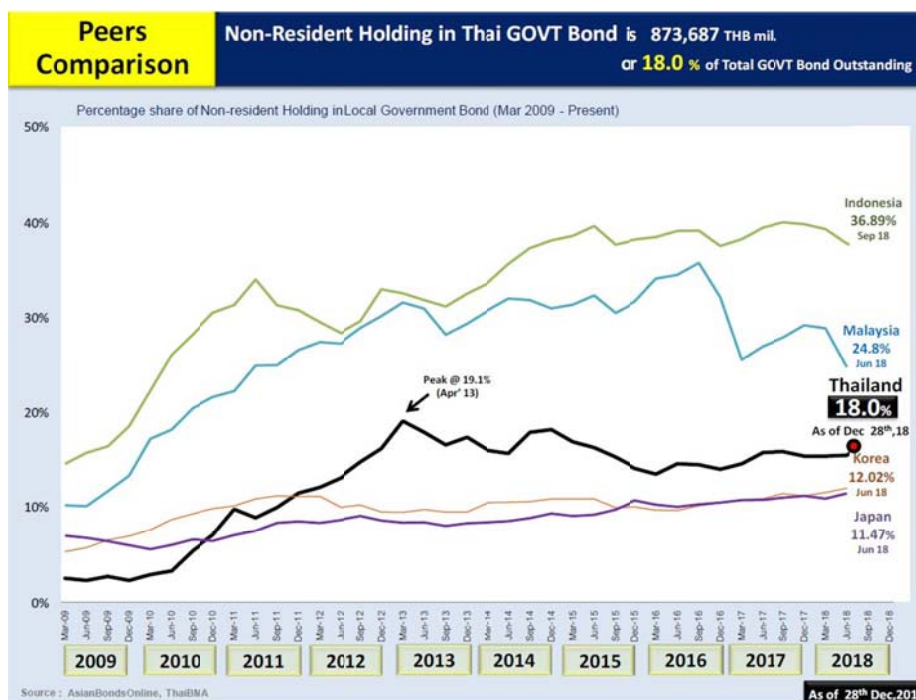
3.1.2 ภาพรวมการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศและมุมมองต่อตลาดตราสารหนี้ไทย

สำหรับการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดตราสารหนี้ไทยนั้นจะลงทุนในตราสารหนี้รัฐบาล ตราสารหนี้ของธนาคารแห่งประเทศไทย และตราสารหนี้ที่ออกโดยนิติบุคคลต่างประเทศ (Baht Bond) ณ สิ้นปี 2561 นักลงทุนต่างประเทศถือครองตราสารหนี้ในประเทศไทย รวมทั้งสิ้น 986,548 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 7.83 ของมูลค่าตลาดตราสารหนี้ไทย โดยถือครองในตราสารหนี้รัฐบาลที่ 873,687 ล้านบาท ตราสารหนี้ของ ธปท. ที่ 112,072 ล้านบาท และ Baht Bond ที่ 98 ล้านบาท รายละเอียดตามแผนภาพที่ 3.4 ทั้งนี้ เมื่อเปรียบเทียบเฉพาะการถือครองของนักลงทุนต่างประเทศในตราสารหนี้รัฐบาลในประเทศไทยกับตลาดตราสารหนี้อินโดนีเซียและมาเลเซียตามแผนภาพที่ 3.5 จะพบว่า สัดส่วนนักลงทุนต่างประเทศถือครองในตราสารหนี้รัฐบาลไทยอยู่ที่ร้อยละ 18 น้อยกว่าสัดส่วนนักลงทุนต่างประเทศที่ถือครองในตราสารหนี้รัฐบาลของอินโดนีเซียและมาเลเซียที่ร้อยละ 37 และ 25 ตามลำดับ ซึ่งสัดส่วนนักลงทุนต่างประเทศดังกล่าวทำให้ตลาดตราสารหนี้ไม่ได้รับผลกระทบมากนักเมื่อเทียบกับตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาคอื่นหากนักลงทุนต่างประเทศมีการเคลื่อนย้ายเงินทุนไหลออก



ที่มา: สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ

แผนภาพที่ 3.4 ข้อมูลสัดส่วนนักลงทุนต่างประเทศในตลาดตราสารหนี้ไทย



ที่มา: สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ

แผนภาพที่ 3.5 เปรียบเทียบสัดส่วนนักลงทุนต่างประเทศในตราสารหนี้รัฐบาลของแต่ละประเทศ
ในภูมิภาค

ในการนี้ ผู้ศึกษาได้มีการศึกษามุมมองจากต่างประเทศที่มีต่อเศรษฐกิจและตลาดตราสารหนี้ไทย โดยข้อมูลจาก Asian Bond Monitor ฉบับเดือนมิถุนายน 2562 ซึ่งจัดโดยผู้เชี่ยวชาญจากธนาคารพัฒนาเอเชีย (ADB) ได้วิเคราะห์สถานะเศรษฐกิจและตลาดตราสารหนี้ไทยในช่วงปี 2562 ดังนี้

- ช่วงที่ผ่านมาตลาดตราสารหนี้ไทยมีการปรับตัวลดลงของเส้นอัตราผลตอบแทน (Yield Curve) เนื่องจากเดิมมีการคาดการณ์ว่าประเทศไทยจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย แต่เมื่อเดือนมีนาคม 2562 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ประกาศการคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ที่ร้อยละ 1.75 ต่อปี โดยปัจจัยที่ทำให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นผลจากการชะลอตัวลงของการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในช่วงไตรมาสแรกของปี 2562 และความต้องการลงทุนจากต่างประเทศลดน้อยลง

- อัตราเงินเฟ้อในประเทศยังคงอยู่ในระดับคงที่ โดยรัฐบาลคาดการณ์ว่าราคาพืชผลทางการเกษตรและราคาอาหารอาจปรับตัวสูงขึ้นจากปัญหายแล้งระยะสั้นในปีนี้ ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาจากเงินบาทพบว่า ค่าเงินบาทแข็งค่าส่วนทางกับค่าเงินของตราสารหนี้สกุลเงินอื่นในภูมิภาคโดยเปรียบเทียบ โดยเป็นผลจากภาวะเกินดุลการค้าต่อเนื่องเป็นระยะเวลาหลายปี ซึ่งการขาดดุลการค้าอย่างต่อเนื่องนี้ทำให้ตลาดการเงินในประเทศไทยได้รับการคุ้มกันจากปัญหากระแสเงินทุนไหลออกจากภูมิภาคตลอดช่วงปีที่ผ่านมา รวมถึงคาดการณ์ได้ว่าเศรษฐกิจและตลาดการเงินไทยจะได้รับ

ผลกระทบน้อยกว่าประเทศอื่นในภูมิภาคจากปัญหาความตึงเครียดทางเศรษฐกิจระหว่างสหรัฐอเมริกาและสาธารณรัฐประชาชนจีน

- อย่างไรก็ดี ตัวเลขเศรษฐกิจของไทยชะลอตัวลงในช่วงที่ผ่านมา ทั้งในส่วนของตัวเลขการส่งออกที่ลดลงจากปริมาณความต้องการซื้อที่ลดลงของประเทศคู่ค้า การใช้จ่ายในประเทศที่ลดลง และการลงทุนของภาคเอกชนที่ลดลงเช่นเดียวกัน

- ในส่วนของอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ของไทย หน่วยงาน Rating and Investment Information (R&I) ได้คงอันดับความน่าเชื่อถือประเทศไทยที่ BBB+ (Stable) ในเดือนมกราคม 2562 โดยมีมุมมองว่าประเทศไทยยังคงมีปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งจากการเกินดุลการค้าต่อเนื่องและการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ เศรษฐกิจมีแนวโน้มที่จะเจริญเติบโตในระดับคงที่ ซึ่ง R&I วิเคราะห์ว่า แม้รัฐบาลไทยจะมีแนวโน้มดำเนินนโยบายขาดดุลงบประมาณอย่างต่อเนื่อง แต่การประกาศใช้กฎหมายเกี่ยวกับความยั่งยืนทางการคลังจะทำให้การดำเนินนโยบายการคลังมีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น รวมทั้งมีมุมมองว่าภายหลังการเลือกตั้งการเปลี่ยนถ่ายรัฐบาลจะเป็นไปอย่างเรียบร้อยและไม่มีปัญหาวิกฤติทางการเมืองและสังคมซึ่งจะกระทบต่อภาพรวมทางเศรษฐกิจ

- เมื่อพิจารณาในส่วนของตลาดตราสารหนี้ไทยจะพบว่ามีการเติบโตลดลงเล็กน้อยเมื่อเทียบกับปี 2561 ทั้งในส่วนของตราสารหนี้รัฐบาลและตราสารหนี้รัฐวิสาหกิจมีการขยายตัวน้อยกว่าปีที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม ตราสารหนี้ของ ธปท. มีปริมาณการออกเพิ่มสูงขึ้น สำหรับตราสารหนี้ภาคเอกชนยังคงมีการเติบโตอย่างต่อเนื่องโดยมีผู้ระดมทุนซึ่งเป็นบริษัทขนาดใหญ่ เช่น Thai Beverage ซึ่งมีการระดมทุนสูงถึง 53,000 ล้านบาทในไตรมาสที่ 1 ของปี 2562

สำหรับมุมมองของนักวิเคราะห์ต่างประเทศต่อตราสารหนี้รัฐบาลได้ให้ความสำคัญกับตราสารหนี้รัฐบาลของไทยเพิ่มขึ้นตามลำดับ เห็นได้จากการบรรจุตราสารหนี้รัฐบาลไทยไว้ใน Bond Index ซึ่งนักลงทุนต่างประเทศใช้เป็นเครื่องมือในการติดตามความเคลื่อนไหวของตลาดตราสารหนี้ในภาพรวมหรือตราสารหนี้ในรุ่นที่นำลงทุน (Investment Grade) โดย ณ สิ้นปี 2561 ตราสารหนี้รัฐบาลไทยได้บรรจุอยู่ใน JPMorgan Government Bond Index-Emerging Markets (GBI-EM) ที่สัดส่วนร้อยละ 8.36 ใน Markit iBoxx Asia ex-Japan Index ที่สัดส่วนร้อยละ 10.04 และใน Asian Government Bond Index – CITI ที่สัดส่วนร้อยละ 4.2 ซึ่งจากตัวอย่างใน GBI-EM มีตราสารหนี้รัฐบาลไทยถึง 4 รุ่น คือ รุ่น LB23DA (5 ปี) รุ่น LB28DA (10 ปี) รุ่น LB326A (15 ปี) และรุ่น LB466A (30 ปี) ที่อยู่ใน Index ทำให้ตราสารหนี้รุ่นดังกล่าวได้รับความนิยมจากกลุ่มนักลงทุนต่างประเทศและมีสภาพคล่องสูงในตลาดรอง รวมถึงความเชื่อมั่นในอันดับความน่าเชื่อถือที่ดีและค่าเงินบาทที่มีเสถียรภาพ ทำให้นักลงทุนต่างประเทศได้รับผลตอบแทนจากทั้งอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนและเป็นหนึ่งใน Safe Haven ของภูมิภาค

3.2 การอนุญาตให้นิติบุคคลต่างประเทศออกตราสารหนี้สกุลเงินบาทในประเทศไทย

3.2.1 ความเป็นมา

พันธบัตรหรือหุ้นกู้สกุลเงินบาทในประเทศไทย (Baht Bond) คือ ตราสารหนี้สกุลเงินบาทที่ออกโดยนิติบุคคลต่างประเทศในตลาดตราสารหนี้ไทย ได้แก่ สถาบันการเงินระหว่างประเทศ หน่วยงานหรือองค์การของรัฐบาลต่างประเทศ หรือสถาบันการเงินของรัฐบาลต่างประเทศ นิติบุคคลที่จัดตั้งตามกฎหมายของต่างประเทศและนิติบุคคลเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle: SPV) โดยผู้มีสิทธิเสนอโครงการ (Originator) เป็นหน่วยงานหรือองค์การของรัฐบาลต่างประเทศหรือนิติบุคคลตามกฎหมายของต่างประเทศ โดยมีวัตถุประสงค์ในการสนับสนุนการออก Baht Bond เพื่อพัฒนาตลาดพันธบัตรสกุลเงินท้องถิ่นของภูมิภาคอาเซียน รวมถึงญี่ปุ่น สาธารณรัฐเกาหลี และสาธารณรัฐประชาชนจีน (ASEAN+3) ให้เป็นแหล่งระดมเงินทุน และเป็นทางเลือกในการออมของภูมิภาค ภายใต้มาตรการริเริ่มพัฒนาตลาดพันธบัตรเอเชีย ตลอดจนเพื่อขยายฐานของผู้ออกพันธบัตรหรือหุ้นกู้สกุลเงินบาทในประเทศไทย

แนวคิดเกี่ยวกับการอนุญาตให้ออกพันธบัตรหรือหุ้นกู้สกุลเงินบาทในประเทศไทยเริ่มขึ้นในปี พ.ศ. 2537 เมื่อบรรษัทการเงินระหว่างประเทศ (International Finance Corporation: IFC) ได้หารืออย่างเป็นทางการกับกระทรวงการคลังเพื่อขอให้รัฐบาลไทยอนุญาตให้ IFC ออก Baht Bond ได้ หลังจากนั้น สบย. ในฐานะหน่วยงานหลักในการพัฒนาตลาดพันธบัตรตลาดแรกจึงได้ศึกษาถึงความพร้อมของเศรษฐกิจไทยที่จะอนุญาตให้สถาบันการเงินระหว่างประเทศออก Baht Bond รวมถึงการศึกษาแนวทางการกำหนดหลักเกณฑ์การอนุญาตให้สถาบันการเงินระหว่างประเทศ รัฐบาลต่างประเทศ หรือสถาบันการเงินระหว่างประเทศออก Baht Bond พร้อมกับหารือกับหน่วยงานต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง จนกระทั่งเมื่อวันที่ 21 เมษายน พ.ศ. 2547 รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังจึงได้ลงนามในประกาศกระทรวงการคลัง เรื่อง การอนุญาตให้สถาบันการเงินระหว่างประเทศออกพันธบัตรหรือหุ้นกู้สกุลเงินบาทในประเทศไทย (ซึ่งเป็นประกาศฉบับที่หนึ่ง) และได้มีการขยายขอบเขต การอนุญาตให้ครอบคลุมผู้ออก Baht Bond ในทุกกรณีและกำหนดให้มีหลักเกณฑ์การอนุญาตเป็นแบบแผน ซึ่งรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังได้ลงนามในประกาศกระทรวงการคลังฉบับใหม่เมื่อวันที่ 11 เมษายน พ.ศ. 2549 และมีการแก้ไขปรับปรุง 3 ครั้ง ทั้งนี้ ผู้ขออนุญาตจะต้องปฏิบัติตามประกาศกระทรวงการคลัง เรื่อง การอนุญาตให้ออกพันธบัตรหรือหุ้นกู้สกุลเงินบาทในประเทศไทย และที่แก้ไขเพิ่มเติม 3 ครั้ง

3.2.2 กำหนดการเปิดให้ยื่นคำขออนุญาตและกระบวนการขออนุญาต

กำหนดการเปิดให้ยื่นคำขออนุญาตได้กำหนดไว้ในแถลงข่าวกระทรวงการคลัง ฉบับที่ 115/2554 เมื่อวันที่ 6 ตุลาคม พ.ศ. 2554 เรื่อง การปรับกำหนดการยื่นคำขออนุญาตให้ออกพันธบัตรหรือหุ้นกู้สกุลเงินบาทในประเทศไทยให้นิติบุคคลต่างประเทศสามารถยื่นคำขออนุญาตออก Baht Bond ได้ปีละ 3 ครั้ง คือ ภายในเดือนมีนาคม กรกฎาคม และพฤศจิกายนของทุกปี โดยผู้ขอจะต้องยื่นคำขอให้แล้วเสร็จภายในระยะเวลาที่กำหนด และจะต้องออกพันธบัตรหรือหุ้นกู้สกุลเงินบาทภายใน 9 เดือนนับตั้งแต่วันที่ได้รับอนุญาต แสดงดังตารางที่ 3.1

รอบ	ระยะเวลาการยื่นคำขอ	การพิจารณาคำขอ	ระยะเวลาในการออก Baht Bond
1	พฤศจิกายน	ธันวาคม	1 มกราคม – 30 กันยายน
2	มีนาคม	เมษายน	1 พฤษภาคม – 31 มกราคม
3	กรกฎาคม	สิงหาคม	1 กันยายน – 31 พฤษภาคม

ที่มา : สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ

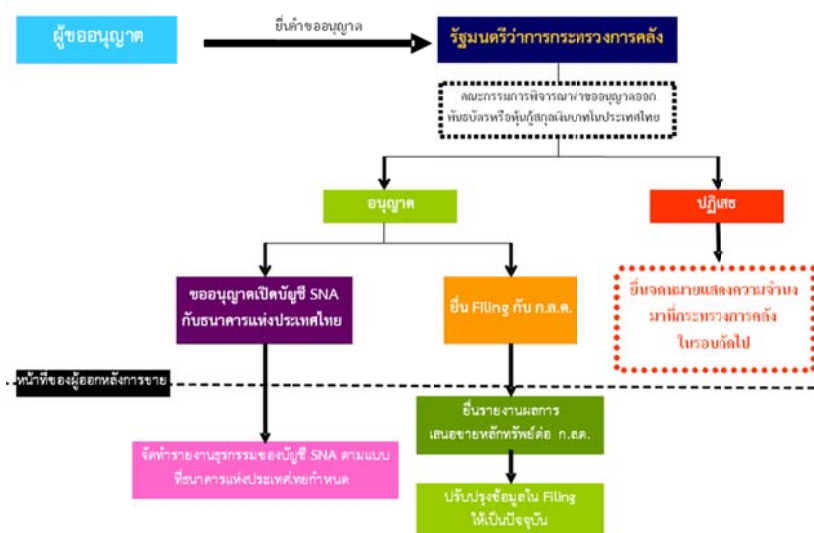
ตารางที่ 3.1 แสดงกำหนดการเปิดให้ยื่นคำขออนุญาตออก Baht Bond

การกำหนดให้ยื่นคำขออนุญาตออก Baht Bond ให้สามารถขอได้ 3 ครั้งต่อปี เนื่องจากกระทรวงการคลังและธนาคารแห่งประเทศไทยจะต้องร่วมกันพิจารณาภาพรวมของตลาดตราสารหนี้ ไม่ให้เกิดการแย่งเม็ดเงินกับภาคเอกชน

สำหรับการพิจารณาคำขออนุญาต กระทรวงการคลังได้แต่งตั้งคณะกรรมการพิจารณาคำขออนุญาตออกพันธบัตรและหุ้นกู้สกุลเงินบาทในประเทศไทย (คณะกรรมการฯ) ประกอบไปด้วยผู้อำนวยการสำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ เป็นประธานกรรมการ มีผู้แทนจากธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และ สบง. เป็นกรรมการ ซึ่งภายหลังจากที่นิติบุคคลต่างประเทศยื่นคำขออนุญาตออก Baht Bond มายังรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังแล้ว สบง. ในฐานะฝ่ายเลขานุการจะจัดประชุมคณะกรรมการฯ และพิจารณาคำขออนุญาตตามหลักเกณฑ์การให้คะแนนและภายใต้กรอบวงเงินประจำปี เพื่อเสนอความเห็นและวงเงินการออก Baht Bond ของแต่ละผู้ออกตราสารหนี้ต่างประเทศที่เหมาะสมต่อรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังเพื่อพิจารณาให้ความเห็นชอบต่อไป

หลังจากผู้ขออนุญาตได้รับหนังสืออนุญาตให้ออก Baht Bond จากกระทรวงการคลัง จะดำเนินการยื่นคำขออนุญาตเปิดบัญชีเงินบาทพิเศษสำหรับนิติบุคคลต่างประเทศ (Special Non-resident Account: SNA) กับ ธปท. และยื่นเอกสารเพื่อเสนอขาย Baht Bond กับ ก.ล.ต. ต่อไป

ทั้งนี้ ผู้ออก ตราสารหนี้ต่างประเทศจะต้องจัดทำรายงานความก้าวหน้าการออก Baht Bond ให้กับ กระทรวงการคลัง รายงานธุรกรรมของบัญชี SNA ให้กับ ธปท. และรายงานผลการเสนอขาย หลักทรัพย์ต่อ ก.ล.ต. ตามแผนภาพที่ 3.6



ที่มา: สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ

แผนภาพที่ 3.6 กระบวนการพิจารณาคำขออนุญาตออก Baht Bond

3.2.3 ภาพรวมการขออนุญาตและการออก Baht Bond ของนิติบุคคลต่างประเทศ

เมื่อพิจารณาการออก Baht Bond ประเทศไทยได้เริ่มอนุมัติคำขออนุญาตออก Baht Bond ให้แก่บริษัทการเงินระหว่างประเทศ (International Finance Corporation: IFC) แต่ในครั้งนั้น IFC มีข้อเรียกร้องด้านภาษีจึงยังไม่มี การออก Baht Bond ได้จริง โดยภายหลังวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 IFIs ได้ขอให้กระทรวงการคลังพิจารณาคำขออนุญาตออก Baht Bond และได้มีการแต่งตั้งคณะกรรมการตลอดจนอำนวยความสะดวกให้แก่นักลงทุนต่างประเทศ แสดงดังแผนภาพที่ 3.7 ตามลำดับ ดังนี้

(1) ปี พ.ศ. 2547 การเริ่มต้นอนุญาตให้นิติบุคคลออก Baht Bond โดยรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังได้ลงนามในประกาศกระทรวงการคลัง เรื่อง การอนุญาตให้สถาบันการเงินระหว่างประเทศออกพันธบัตรหรือหุ้นกู้สกุลเงินบาทในประเทศไทย โดยอนุญาตให้เฉพาะสถาบันการเงินระหว่างประเทศที่ประเทศไทยเป็นภาคีเท่านั้น

(2) ปี พ.ศ. 2549 การผ่อนคลายนโยบายหลักเกณฑ์ครั้งที่ 1 โดยขยายขอบเขตการอนุญาตให้แก่นิติบุคคลที่มีอันดับความน่าเชื่อถือสกุลเงินต่างประเทศ (International Rating) ตั้งแต่ A- ขึ้นไป โดยได้มีผู้ยื่นขออนุญาตหลายราย เช่น Central American Bank for Economic Integration (CABEI) Citigroup เป็นต้น

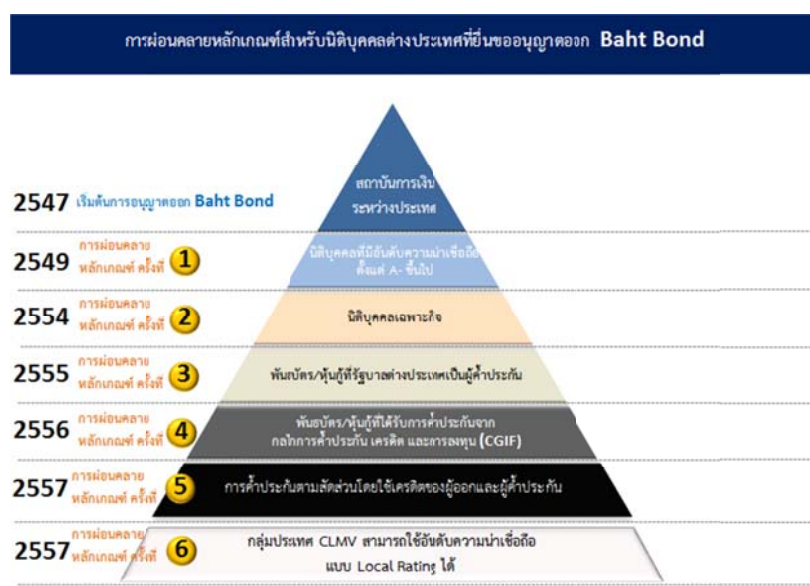
(3) ปี พ.ศ. 2554 การผ่อนคลายหลักเกณฑ์ครั้งที่ 2 โดยขยายขอบเขตของผู้ขออนุญาต ให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle: SPV) อย่างไรก็ดี ไม่มี SPV ยื่นขออนุญาต

(4) ปี พ.ศ. 2555 การผ่อนคลายหลักเกณฑ์ครั้งที่ 3 โดยขยายกรอบคุณสมบัติเพื่อให้ รัฐบาลหรือนิติบุคคลที่มีรัฐบาลค้ำประกัน ได้รับการยกเว้นเกณฑ์คุณสมบัติเกี่ยวกับอันดับความน่าเชื่อถือ โดยให้รัฐบาลหรือนิติบุคคลที่รัฐบาลค้ำประกันสามารถยื่นคำขออนุญาตออก Baht Bond ได้ โดยไม่ต้องมีอันดับความน่าเชื่อถือ เช่น การค้ำประกันพันธบัตรของ สปป. ลาว เป็นต้น

(5) ปี พ.ศ. 2554 การผ่อนคลายหลักเกณฑ์ครั้งที่ 4 โดยขยายขอบเขตการอนุญาต ให้แก่การค้ำประกันพันธบัตรหรือหุ้นกู้ที่ได้รับการค้ำประกันจากกลไกการค้ำประกันเครดิตและการลงทุน (Credit Guarantee and Investment Facility: CGIF) เช่น การขออนุญาตออก Baht Bond ของ Noble Group Ltd. ซึ่งมีสำนักงานใหญ่ที่ฮ่องกง เป็นต้น

(6) ปี พ.ศ. 2557 การผ่อนคลายหลักเกณฑ์ครั้งที่ 5 โดยขยายกรอบคุณสมบัติให้ นิติบุคคลสามารถ ยื่นคำขออนุญาตออก Baht Bond โดยรับการค้ำประกันจาก CGIF บางส่วนและใช้อันดับความน่าเชื่อถือของตนเอง บางส่วนได้ อย่างไรก็ดี ไม่มีนิติบุคคลต่างประเทศได้ออก Baht Bond ได้สำเร็จ

(7) ปี พ.ศ. 2557 การผ่อนคลายหลักเกณฑ์ครั้งที่ 6 โดยการผ่อนปรนเงื่อนไขให้แก่ ประเทศในกลุ่ม CLMV ให้สามารถใช้อันดับความน่าเชื่อถือที่จัดโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ในประเทศได้ (Local Rating) เช่น บริษัท EDL-Gen ของ สปป. ลาว ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ระดับ BBB+

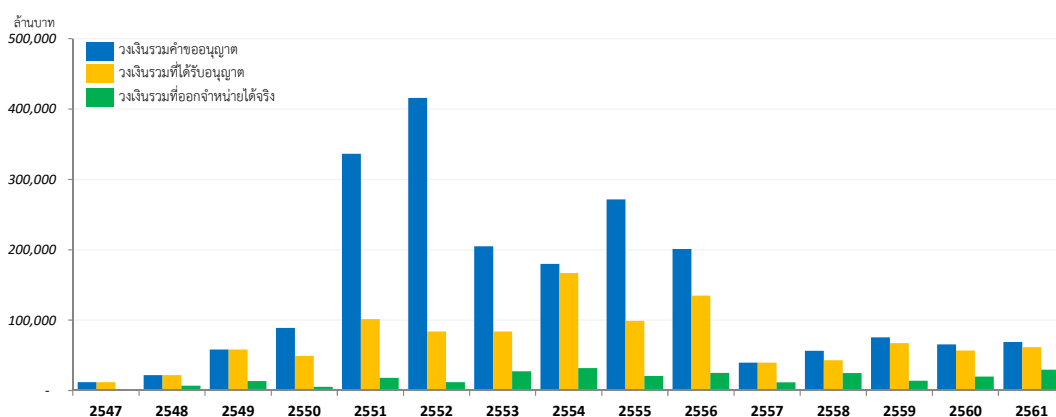


ที่มา : สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ

แผนภาพที่ 3.7 แสดงพัฒนาการของการขออนุญาตออก Baht Bond ตั้งแต่ปี 2548 - ปัจจุบัน

ผู้ศึกษามีข้อสังเกตว่า ในอดีตที่ผ่านมา IFIs เช่น ธนาคารโลก ธนาคารพัฒนาเอเชีย เป็นต้น ได้เปลี่ยนรูปแบบความสัมพันธ์กับประเทศไทยในฐานะผู้ให้ความช่วยเหลือด้านการเงินในรูปแบบเงินกู้สำหรับโครงการพัฒนาแก่ประเทศไทย การให้ความช่วยเหลือจากด้านการเงินระหว่างผู้กู้และผู้ให้กู้ เป็นการให้ความช่วยเหลือด้านวิชาการและการให้คำปรึกษาให้ประเทศไทยโดยได้เลื่อนสถานะประเทศไทยจากประเทศที่มีรายได้ปานกลางระดับล่าง เป็นประเทศที่มีรายได้ปานกลางระดับสูงตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554 เป็นต้นมา นอกจากนี้ IFIs เริ่มมองประเทศไทยในฐานะประเทศที่มีศักยภาพในการระดมทุนโดยมีการขออนุญาตออก Baht Bond ในประเทศไทยอย่างต่อเนื่อง

ตั้งแต่ปี 2547 - 2561 มีค่าขออนุญาตออก Baht Bond ทั้งสิ้น จำนวน 2,096,600 ล้านบาท คำขอที่ได้รับอนุญาต จำนวน 1,081,100 ล้านบาท และมีการออก Baht Bond จริง จำนวน 261,452 ล้านบาท หรือร้อยละ 24 ของวงเงินที่ได้รับอนุญาตทั้งหมดตามแผนภาพที่ 3.8 โดย ณ สิ้นปี 2561 มียอดคงค้างของ Baht Bond จำนวน 94,771.40 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 0.75 ของมูลค่าตลาดตราสารหนี้ไทย



ที่มา: สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ

แผนภาพที่ 3.8 ภาพรวมการขออนุญาตและออก Baht Bond ของนิติบุคคลต่างประเทศ

อย่างไรก็ดี เมื่อพิจารณาเฉพาะการขออนุญาตและออก Baht Bond ของนิติบุคคลต่างประเทศในช่วงปี 2557 - 2561 จะพบว่าปริมาณที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีสาเหตุจากการชะลอตัวการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจโลกซึ่งส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจในประเทศ และสภาวะตลาดที่ไม่เอื้อต่อการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ไทยของนิติบุคคลต่างประเทศ ประกอบกับในช่วงเวลาดังกล่าว ประเทศไทยมีแผนการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน ซึ่งจะต้องใช้เงินลงทุนเป็นจำนวนมากในอนาคต และจำเป็นต้องการรักษาระดับอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนให้เอื้ออำนวยต่อการระดมทุนภายในประเทศ และเพื่อให้การดำเนินนโยบายที่เกี่ยวข้องกับ Baht Bond สนับสนุนและสอดคล้องกับ

มาตรการและนโยบายของกระทรวงการคลังในภาพรวมในการกระตุ้นเศรษฐกิจในประเทศ รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังจึงกำหนดให้ผู้ขออนุญาตออก Baht Bond ต้องใช้เงินที่ได้รับจากการออก Baht Bond เป็นเงินบาทภายในประเทศเป็นหลัก และไม่อนุญาตให้นิติบุคคลต่างประเทศที่ได้รับอนุญาตทำธุรกรรมปิดความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน (Cross - Currency Swap) ตั้งแต่ช่วงปลายปี 2558 เป็นต้นมา

หลังการดำเนินนโยบายดังกล่าว ส่งผลให้ผู้ขออนุญาตและสามารถออก Baht Bond ได้จริงในช่วงปี 2557 - 2561 ส่วนใหญ่เป็นนิติบุคคลจากสาธารณรัฐประชาธิปไตยประชาชนลาว (สปป.ลาว) ซึ่งมีความจำเป็นใช้เงินเพื่อลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานในประเทศและปรับโครงสร้างหนี้ของเงินสินเชื่อนาการพาณิชย์ในประเทศไทย โดยเฉพาะกระทรวงการคลังของสาธารณรัฐประชาธิปไตยประชาชนลาว (MOFL) ได้ขออนุญาตออก Baht Bond แล้ว 8 ครั้ง สามารถระดมทุนเงินได้จริงจำนวน 53,590 ล้านบาท นอกจากนี้ มีนิติบุคคลจาก สปป.ลาว ได้รับอนุญาตและสามารถออก Baht Bond ได้จริงอีกจำนวน 2 ราย คือ EDL-Generation Public Company (EDL-Gen) และบริษัท โรงไฟฟ้า น้ำจืด 2 จำกัด ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ตลาดตราสารหนี้ไทยเป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญของนิติบุคคลจาก สปป.ลาว ทั้งนี้ ยังมีนิติบุคคลจากประเทศเพื่อนบ้านอื่นที่ให้ความสนใจและได้รับอนุญาตออก Baht Bond ในปี 2561 คือ Yoma Strategic Holdings จากสาธารณรัฐแห่งสหภาพเมียนมา

3.2.4 ข้อดีและข้อเสียของ Baht Bond (Pros and Cons)

ข้อดี	ข้อเสีย
● เป็นการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทยตามนโยบายของรัฐบาลในการให้ไทยเป็นศูนย์กลางการระดมทุนของภูมิภาคอาเซียน ● เป็นการขยายตลาดตราสารหนี้ไทยทั้งในด้าน - การเพิ่ม Market Cap - การเพิ่มปริมาณผู้ออกตราสารหนี้ที่มีคุณภาพ ● เป็นการพัฒนา Corporate Bond ให้ควบคู่กับ Government Bond และมีสัดส่วนที่เพิ่มขึ้น ● สัดส่วนของ Baht Bond ซึ่งคิดเป็น 1% ของ Market Cap ไม่มีผลกระทบต่อกระแสการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ หากแต่เป็น Buffer ให้ NR มีทางเลือกในการระดมทุนในภูมิภาคอาเซียน	● ในสภาวะการณ์ที่ประเทศต้องการระดมทุนโครงสร้างพื้นฐานจำนวนมาก หรือมีสภาพคล่องที่ไม่เพียงพอ การเข้ามาระดมทุนของ NR อาจทำให้เกิดคำถามว่าเป็นการแย่งทรัพยากรโดยเฉพาะอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำในประเทศหรือไม่ ● หากมีการบริหารความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนด้วยวิธี Spot อาจมีผลต่อค่าเงินบาทได้ ● การติดตามธุรกรรมการบริหารความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนจะต้องดำเนินการกับสถาบันการเงินในประเทศ จึงจะทำให้ ธปท. สามารถ Trace ธุรกรรมได้ หากมีการ Spot หรือ Swap Offshore ไม่สามารถติดตามธุรกรรมได้

ข้อดี	ข้อเสีย
● เป็นการสนับสนุนนโยบายความร่วมมือระหว่างประเทศของอาเซียน โดยเฉพาะการพัฒนาตลาดพันธบัตรอาเซียน (ABMI) ● การระดมทุนของประเทศในกลุ่ม CLMV โดยเฉพาะ สปป. ลาว มีการนำเงินบาทออกไปใช่นอกประเทศ ซึ่งเป็นการสนับสนุนนโยบายการใช้บาทในประเทศเพื่อนบ้าน ● การสนับสนุนให้ NR ในประเทศเพื่อนบ้านเข้ามาระดมทุนในตลาดไทย เป็นส่วนหนึ่งในการพัฒนาตลาดพันธบัตรของประเทศเพื่อนบ้านก่อนการระดมทุนแบบ Dollar Bond ในอนาคต ● การเติบโตของตลาดตราสารหนี้ไทยนำไปสู่การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจแบบ Multiplier Effect ได้	

ที่มา: ผู้ทำการศึกษา

ตารางที่ 3.2 ข้อดีและข้อเสียของ Baht Bond

กล่าวโดยสรุป การอนุญาตให้นิติบุคคลต่างประเทศออก Baht Bond มีประโยชน์ต่อตลาดตราสารหนี้ไทยในหลายด้านทั้งในด้านนโยบายการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ของภูมิภาคอาเซียน การสนับสนุนประเทศเพื่อนบ้าน ซึ่งท้ายที่สุดแล้วการเจริญเติบโตอย่างใกล้เคียงกันของประเทศเพื่อนบ้านและในภูมิภาคจะนำไปสู่การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจร่วมกัน นอกจากนี้ นโยบายดังกล่าวยังเป็นการสร้างทางเลือกให้ผู้ลงทุนไทยมีตราสารหนี้ที่มีคุณภาพ พัฒนา Corporate Bond ควบคู่ไปกับ Government Bond ตามแนวทางการพัฒนาของ ADB ซึ่งเห็นว่า ตลาดพันธบัตรของแต่ละประเทศจะพัฒนาเริ่มต้นจาก Government ไปสู่ Corporate แต่ในประเทศที่เจริญแล้วสัดส่วนของตราสารหนี้ทั้ง 2 ประเภทอาจไม่ต่างกันมากนัก หรือตราสารหนี้เอกชนมีสัดส่วนสูงกว่า ซึ่งตลาดตราสารหนี้ไทยก็ได้พัฒนาไปตามขั้นต่อนั้น และประการสุดท้ายแม้ว่าในช่วงระยะหลังจะมีการระดมทุนจากนิติบุคคลของ สปป. ลาวเพิ่มขึ้น ทำให้ทางเลือกของนักลงทุนไทยในการลงทุนตราสารหนี้ที่มีคุณภาพสูงไม่เป็นไปตามกลไกที่ผ่านมา แต่ในอีกมุมหนึ่งการเข้ามาของนิติบุคคลดังกล่าวสามารถสนับสนุนการใช้บาทเป็นอัตราแลกเปลี่ยนสกุลกลางระหว่างประเทศเพื่อนบ้านได้ ซึ่งเป็นการสนับสนุนการใช้เงินบาทเพิ่มเติมจากการค้าชายแดน

ผู้ศึกษาเห็นว่า การดำเนินนโยบายอนุญาตให้นิติบุคคลต่างประเทศสามารถออก Baht Bond ได้ เป็นส่วนสำคัญในการกระตุ้นให้เกิดการตื่นตัวของภาคเอกชนในประเทศเนื่องจากการแข่งขันเพื่อระดมทุนในประเทศไทย เป็นการสนับสนุนให้เกิดโครงสร้างการพัฒนาและความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ในประเทศ นอกจากนี้ ยังมีส่วนใช้เป็นแหล่งเงินทุนสำหรับการโครงการลงทุนของนิติบุคคลจากประเทศเพื่อนบ้าน ซึ่งช่วยส่งเสริมการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจร่วมกันของภูมิภาคอาเซียน

3.2.5 นโยบายการไม่อนุญาตให้ทำ Swap และผลกระทบต่อค่าเงินบาท

ภายหลังจากการที่กระทรวงการคลังมีนโยบายเรื่อง Swap เพื่อรักษาเสถียรภาพในตลาดการเงินภายในประเทศ และระดับต้นทุนการกู้เงินในประเทศสำหรับการรองรับการระดมทุนในโครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานภายในประเทศ ส่งผลให้คำขออนุญาตจากกลุ่มนิติบุคคลต่างประเทศที่มีคุณภาพในการระดมทุนผ่านตลาดตราสารหนี้ในประเทศต่างๆ เช่น นิติบุคคลจากสาธารณรัฐเกาหลี หรือสถาบันการเงินระหว่างประเทศ เป็นต้น ลดน้อยลงและไม่สามารถออก Baht Bond ได้จริงเนื่องจากประเด็นที่ไม่สามารถปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนสำหรับการจ่ายชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยให้แก่นักลงทุนในประเทศไทยได้ สัดส่วนของกลุ่มผู้ออกส่วนใหญ่ในยอดคงค้างของ Baht Bond ณ สิ้นปี 2561 จึงเปลี่ยนไปเป็นกลุ่มผู้ออกจาก สปป.ลาว และส่งผลให้เกิดการกระจุกตัวของผู้ออกเกิดความเสี่ยงต่อภาพรวมของตลาด Baht Bond ในประเทศและนักลงทุนในประเทศ

ในการนี้ สบง. จึงได้ดำเนินการศึกษาเรื่องการทำธุรกรรมซื้อขายแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศและการทำสัญญาปิดความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน (Swap) กับผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นต่อค่าเงินบาท พร้อมทั้งได้ดำเนินการหารือหน่วยงานอื่นที่เกี่ยวข้อง ประกอบไปด้วย ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และธนาคารพาณิชย์ โดยเฉพาะธนาคารที่เป็นสาขาของธนาคารต่างประเทศ โดยมีผลการศึกษาสรุปได้ว่า การซื้อขายเงินต่างประเทศแบบ USDT HB Spot ที่แลกเปลี่ยนเงินโดยทันทีจะส่งผลโดยตรงต่อค่าเงินบาท เนื่องจากก่อให้เกิดแรงขายเงินบาทและซื้อเงิน USD ทำให้ค่าเงินบาทอ่อนลงได้ ซึ่งจะขึ้นอยู่กับมูลค่าของธุรกรรมด้วย ในขณะที่การทำ Swap Onshore กับธนาคารพาณิชย์ในประเทศ หรือ Swap Offshore กับธนาคารพาณิชย์ในต่างประเทศ จากการทำ Cross Currency Swap (CCS) ของผู้ออก Baht Bond ไม่ส่งผลต่ออัตราแลกเปลี่ยน เพราะเป็นการทำสัญญาที่มีคู่สัญญา 2 ขาในขณะเดียวกัน คือธุรกรรม การซื้อ USDT HB Spot ในทันทีและธุรกรรมการขาย USDT HB Forward เพื่อใช้คืนเงินต้นและดอกเบี้ยให้แก่ลงทุนในอนาคต ซึ่งมูลค่าจะถูกหักกลบกันไปและไม่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน

ดังนั้น การทำ Swap ของผู้ออก Baht Bond ไม่กระทบต่อเสถียรภาพค่าเงินบาท เนื่องจากการทำธุรกรรม 2 ขาในเวลาเดียวกัน และที่ผ่านมาจากการไม่อนุญาตให้ทำ Swap ในประเทศ หากผู้ออกดำเนินการทำ Swap ในต่างประเทศ ธปท. จะไม่สามารถกำกับติดตามได้ ในขณะที่ประเด็นปัญหาเรื่องสภาพคล่องและผลกระทบต่อแย่งเม็ดเงินในระบบ ผู้ศึกษาเห็นว่า คณะกรรมการฯ และธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถกำหนดวงเงินอนุญาตในแต่ละช่วงเวลา เพื่อควบคุมให้ Baht Bond ไม่กระทบต่อปัจจัยทางเศรษฐกิจภายในประเทศ ทั้งสภาพคล่องในระบบ อัตราแลกเปลี่ยน และอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินไทย ดังนั้น การอนุญาตให้ผู้ออก Baht Bond สามารถทำ Swap ได้จะส่งเสริมการระดมทุนของนิติบุคคลต่างประเทศในตลาดตราสารหนี้ไทย ลดความเสี่ยงด้านการกระจุกตัวของผู้ออกในประเทศ เพิ่มสัดส่วนตราสารหนี้จากผู้ออกที่มีคุณภาพ พร้อมทั้งส่งเสริมภาพลักษณ์สำหรับการเป็นศูนย์กลางการระดมทุนในภูมิภาคของไทย

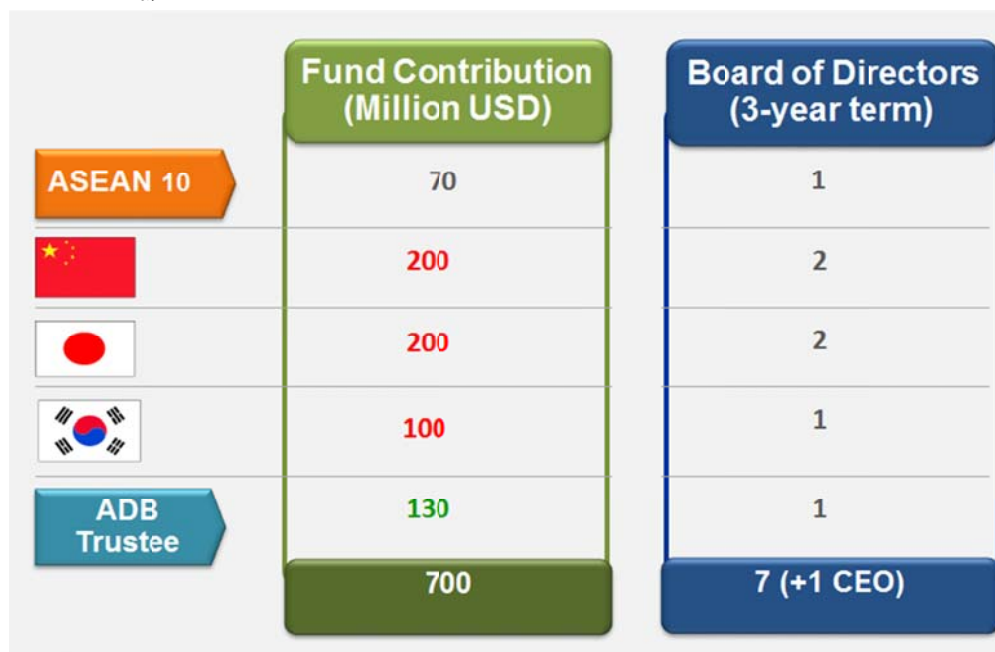
นอกจากนี้ สบร. ได้หารือกับ ก.ล.ต. และผู้ร่วมตลาดเกี่ยวกับนโยบายดังกล่าว โดย ก.ล.ต. เห็นว่า การดำเนินนโยบายของไทยในการสนับสนุนกลุ่มประเทศ CLM ควรรักษาสมดุลระหว่างความร่วมมือทางเศรษฐกิจในระดับต่างๆ และการกำกับดูแลความเสี่ยงของผู้ออกที่จะส่งผลกระทบต่อนักลงทุนในตลาดตราสารหนี้ไทย การสนับสนุน CLM ผ่านการอนุญาตให้ออก Baht Bond และความร่วมมือระดับ Greater Mekong Subregion (GMS) ควรดำเนินการผ่านกลไกตลาด ในขณะที่ความเห็นของธนาคารพาณิชย์ซึ่งทำหน้าที่ Underwriter ในการเสนอขาย Baht Bond ที่ผ่านมามีเห็นว่า ในกรณีที่นิติบุคคลต่างประเทศได้มาออกหุ้นกู้ในประเทศไทยและยังมีหุ้นกู้คงค้างที่ลงทุนโดยนักลงทุนสถาบันในประเทศนั้น การอนุญาตให้ปรับโครงสร้างหนี้ (Refinance) หุ้นกู้ที่จะครบกำหนด รวมถึงการทำธุรกรรมแลกเปลี่ยนเงินตราและปิดความเสี่ยงได้นั้นไม่ส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องในประเทศ เนื่องจากเป็นสัดส่วนเพียงร้อยละ 0.8 ของตราสารหนี้คงค้างทั้งหมด และเป็นการออกใหม่เพื่อทดแทนหุ้นกู้ที่จะครบกำหนดเท่านั้น อีกทั้งยังส่งผลให้ตลาดทุนของประเทศไทยเป็นที่ยอมรับในระดับสากล ทั้งนี้ การเปิดตลาดทุนให้ผู้ออกที่เป็นนิติบุคคลต่างประเทศมีสิทธิออกหุ้นกู้ในประเทศไทยยังส่งผลให้นักลงทุนในประเทศไทยมีตัวเลือกในการลงทุนมากขึ้น เพื่อการกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน (Diversification)

3.3 กลไกการค้ำประกันตราสารหนี้ของหน่วยงานค้ำประกันเครดิตและการลงทุน

3.3.1 ความเป็นมา

หน่วยงานค้ำประกันเครดิตและการลงทุนแห่งภูมิภาคอาเซียน+3 (Credit Guarantee and Investment Facility: CGIF) ก่อตั้งขึ้นจากการประชุมรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง ASEAN+3 เมื่อวันที่ 3 พฤษภาคม 2552 ณ เมืองบาห์ลี สาธารณรัฐอินโดนีเซีย โดยที่ประชุมได้เห็นชอบแนวทางการจัดตั้งหน่วยงานซึ่งทำหน้าที่เป็นกลไกในการค้ำประกันเครดิตและการลงทุนให้กับภาคเอกชนที่มีฐานที่ตั้งอยู่ในประเทศในภูมิภาค ASEAN+3 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสนับสนุนให้ภาคเอกชนที่มีอันดับความน่าเชื่อถืออยู่ในระดับที่นำลงทุน (Investment Grade) ออกตราสารหนี้สกุลเงินท้องถิ่นในภูมิภาค ASEAN+3 กันมากขึ้น โดยหน่วยงานดังกล่าวจะทำหน้าที่ค้ำประกันตราสารหนี้ที่ออกโดยภาคเอกชนที่จัดตั้งอยู่ในประเทศ ASEAN+3 ให้มีอันดับความน่าเชื่อถือที่เทียบเท่ากับอันดับความน่าเชื่อถือของ CGIF (AA International)

CGIF ได้จัดตั้งขึ้นในรูปแบบ Trust Fund ของธนาคารเพื่อการพัฒนาเอเชีย (Asian Development Bank: ADB) ด้วยทุนจัดตั้ง 700 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งประกอบด้วยกลุ่มประเทศอาเซียนทั้ง 10 ประเทศ ประกอบด้วย 1) อินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ และไทย ประเทศละ 12.6 ล้านดอลลาร์สหรัฐ 2) บรูไน 5.6 ล้านดอลลาร์สหรัฐ 3) เวียดนาม 1.1 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และ 4) กัมพูชา ลาว และเมียนมา ประเทศละ 100,000 เหรียญ รายละเอียดโครงสร้างเงินทุนและสัดส่วนผู้บริหารของ CGIF ปรากฏตามแผนภาพที่ 3.9 ดังนี้



ที่มา: สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ

แผนภาพที่ 3.9 โครงสร้างเงินทุนและสัดส่วนผู้บริหารของ CGIF

3.3.2 ขอบเขตการดำเนินงานของ CGIF

1) คำประกันตราสารหนี้สกุลเงินท้องถิ่นที่ออกโดยนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นในประเทศ ASEAN+3 ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือตั้งแต่ระดับที่นำลงทุนขึ้นไปและออกในตลาดตราสารหนี้ของประเทศ ASEAN+3

2) คำประกันตราสารหนี้สกุลเงินอื่นที่ออกโดยนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นในประเทศ ASEAN+3 ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือตั้งแต่ระดับที่นำลงทุนขึ้นไปและออกในตลาดตราสารหนี้ของประเทศ ASEAN+3 ทั้งนี้ ตราสารหนี้ดังกล่าวจะต้องเป็นตราสารหนี้ที่มีการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน (Natural Hedge) ในสกุลเงินนั้นๆ ด้วย เช่น หากบริษัทเอกชนรายหนึ่งต้องการระดมทุนเป็นเงินหยวนโดยการไปออกตราสารหนี้ในประเทศจีน เอกชนรายนั้นก็จะต้องมีรายได้ในรูปเงินหยวนด้วย

3) ลงทุนในธุรกิจที่สนับสนุนการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาคตามที่ที่ประชุมผู้ถือหุ้นพิจารณาแล้วเห็นสมควร ซึ่งจะทำให้เมื่อ CGIF ได้ดำเนินการด้านการให้คำปรึกษาอย่างเต็มประสิทธิภาพแล้ว และที่ประชุม ผู้ถือหุ้นเป็นผู้ตัดสินใจว่าเมื่อใดและธุรกิจใดที่ควรลงทุน และสามารถถือหุ้นในธุรกิจใดๆ ได้ไม่เกินร้อยละ 25 ของหุ้นทั้งหมด

4) ดำเนินการใดๆ เพื่อสนับสนุนการดำเนินธุรกรรมตามข้อ 1) - 3)

ทั้งนี้ CGIF ได้กำหนด Country Exposure Limit ไม่เกินร้อยละ 20 ของวงเงินจัดตั้ง และ Currency Exposure Limit ไม่เกินร้อยละ 40 ของวงเงินจัดตั้ง เพื่อเป็นการกระจายความเสี่ยงของการให้บริการคำประกันทั้งหมดและเพื่อให้ประเทศทุกประเทศมีโอกาสในการเข้าถึงบริการของ CGIF ได้เช่นเดียวกัน

3.3.3 โครงสร้างการบริหารงาน

CGIF บริหารในรูปแบบคล้ายบริษัทจำกัด คือ ที่ประชุมผู้ถือหุ้นเป็นผู้อำนาจการตัดสินใจสูงสุด คณะกรรมการอำนวยการมีอำนาจในการกำหนดนโยบายและกำกับดูแลการบริหารงานของฝ่ายบริหาร และฝ่ายบริหารจะมี Chief Executive Office เป็นหัวหน้าฝ่ายบริหาร

คณะกรรมการอำนวยการประกอบด้วยกรรมการ 8 ราย จัดสรรโควตาตำแหน่งตามจำนวนเงินที่ลงทุน ดังนั้น จึงประกอบด้วย กรรมการอำนวยการจากญี่ปุ่นและจีนประเทศละ 2 ราย จาก ADB และเกาหลีใต้แห่งละ 1 ราย ส่วนกลุ่มประเทศอาเซียนให้โควตา 1 ราย และ Chief Executive Office เป็นกรรมการโดยตำแหน่ง

ในส่วนของกรรมการอำนวยการจากอาเซียนมีวาระดำรงตำแหน่งประเทศละ 1 วาระ (3 ปี) หมุนเวียนกันระหว่าง ไทย อินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ และสิงคโปร์ เนื่องจากเป็นกลุ่มประเทศที่ลงทุนเท่าๆ กันประเทศละ 12.6 ล้านเหรียญสหรัฐ ส่วนประเทศที่เหลือ (บรูไนฯ เวียดนาม กัมพูชา ลาว และพม่า) ร่วมลงทุนน้อยกว่าจึงให้รวมกันเลือกและแต่งตั้งกรรมการอำนวยการในนามอาเซียน

ได้เพียง 1 วาระ (3ปี) และให้กลุ่มประเทศที่ลงเงินทุนมากกว่าหมุนเวียนกันให้เสร็จสิ้นก่อน โดยประเทศไทย (ผอ. สบн.) ได้เป็นกรรมการอำนวยการจากอาเซียนเป็นประเทศแรก ปัจจุบันเป็น วาระของมาเลเซีย

3.3.4 การค้ำประกันของ CGIF

CGIF มีนโยบายการดำเนินงานที่ระมัดระวังเป็นอย่างมาก โดยในช่วงแรกของการ ดำเนินการกำหนดสัดส่วนของทุนต่อวงเงินการค้ำประกัน (Leverage Ratio) ไว้ที่ 1: 1 และตั้งแต่ปี 2556 ได้มีการเพิ่ม Leverage Ratio เป็น 2.5: 1 หรือหากมีการค้ำประกันมากกว่าวงเงินดังกล่าวจะต้อง มีการรับประกันช่วง (Reinsurance) ด้วย ส่วนการลงทุนของ CGIF มีสัดส่วนผสมระหว่างตราสารหนี้ รัฐบาลสกุลเงินเหรียญสหรัฐรุ่น 1-10 ปี (ไม่เกินร้อยละ 50) และตราสารเอกชนระดับ AAA/AA/A-1

ปัจจุบัน CGIF ค้ำประกันการออกตราสารหนี้ไปแล้วทั้งสิ้น 1,638 ล้านบาทเหรียญสหรัฐ โดยโครงการแรกที่ CGIF ค้ำประกันให้ตราสารหนี้ภาคเอกชน คือ การค้ำประกันให้กับ Noble Group Limited (BBB+ International) ซึ่งเป็นบริษัทเอกชนต่างประเทศที่ตั้งอยู่ในฮ่องกงแต่จดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์มาออกพันธบัตรสกุลเงินบาทในประเทศไทย (Baht Bond) วงเงิน 2,850 ล้านบาท (ปี 2556) และยังได้ค้ำประกันการออก Baht Bond อีกครั้งให้แก่ KNM Group ซึ่งเป็น บริษัทเอกชนจากมาเลเซียออก Baht Bond วงเงิน 2,780 ล้านบาท (ปี 2559) สำหรับบริษัทเอกชนไทย ได้รับการค้ำประกันจาก CGIF จำนวน 3 ราย คือ Indorama Ventures ซึ่งออกตราสารหนี้ในตลาด สิงคโปร์ จำนวน 195 ล้านบาทเหรียญสิงคโปร์ (ปี 2558) Siamgas and Petrochemicals ออกตราสารหนี้ ในประเทศไทย จำนวน 2,000 ล้านบาท (28 กุมภาพันธ์ 2561) และล่าสุดคือ Boonthavorn Ceramic 2000 Co., Ltd.'s ออกตราสารหนี้ในประเทศไทย 1,000 ล้านบาท ทั้งนี้ รายละเอียดภาคเอกชนที่ได้รับ ค้ำประกันการออกตราสารหนี้จาก CGIF ปรากฏตามตารางที่ 3.3

บริษัท	ประเทศ	สกุลเงิน/ ตลาด	วงเงินค้ำประกัน (ล้านบาท เหรียญ สหรัฐ)	สาขา	สถานะ
Noble	CHN	THB	98	Commodity Trading	ครบกำหนด
BCAF	IND	IDR	36	Consumer Finance	ครบกำหนด
Kolao	LAO	SGD	48	Auto distribution	ครบกำหนด
ASF	IND	SGD	76	Consumer Finance	ครบกำหนด
Protelindo	IND	SGD	138	Telecom Tower Leasing	
Masan	VN	VND	98	Food Products	
IVL	THA	SGD	137	Chemicals	
Vingroup	VN	VND	134	Real Estate Management	

บริษัท	ประเทศ	สกุลเงิน/ ตลาด	วงเงินค้ำประกัน (ล้านเหรียญ สหรัฐ)	สาขา	สถานะ
& Development					
APRI	PHI	PHP	100	Renewable Energy	
MRMF	IND	IDR	23	Consumer Finance	ครบกำหนด
Fullerton	SG	SGD	74	Healthcare	
KNM	MY	THB	78	Energy Equipment & Services	
ASA	PH	PHP	30	Consumer Finance	
Mobile World	VN	VND	50	Consumer Mobile and Electronic	
Siamgas	TH	THB	97	Petrochemical	
Pan Group	VN	VND	50	Consumer Staples	
Hoan My Medical	VN	VND	100	Healthcare	
AEON	PHI	PHP	19	Financials	
Boonthavorn	TH	THB	30	Consumer Discretionary	
Yoma	MYN	THB	70	Real Estate & Development	
REEC	VN	VND	100	Industrial Conglomerates	
CJ Logistics	PHI	SGD	52	Air Freight & Logistics	
รวม			1,638		

ที่มา: สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ

ตารางที่ 3.3 รายละเอียดภาคเอกชนที่ได้รับการค้ำประกันจาก CGIF

เมื่อพิจารณาจากปริมาณภาคเอกชนที่ได้รับการสนับสนุนด้านการค้ำประกันตราสารหนี้จาก CGIF พบว่า CGIF เป็นกลไกหนึ่งที่สำคัญซึ่งช่วยเพิ่มทางเลือกในการระดมทุนให้แก่บริษัทเอกชน สร้างโอกาสให้บริษัทเอกชนสามารถมีต้นทุนการระดมทุนที่ต่ำลงได้ ทั้งนี้ มีบริษัทเอกชนไทยจำนวน 3 รายที่ได้รับการค้ำประกันจาก CGIF ส่งผลให้สามารถเริ่มต้นระดมทุนผ่านการออกตราสารหนี้เพื่อกระจายความเสี่ยงจากแหล่งระดมทุน และเสริมสร้างความเข้มแข็งทางการเงินขององค์กรได้

3.3.5 สรุปประโยชน์ของ CGIF

จากหัวข้อที่กล่าวมาจะเห็นได้ว่า การดำเนินงานของ CGIF สามารถช่วยสนับสนุนการพัฒนาตลาดพันธบัตรอาเซียน และการส่งเสริมให้ภาคเอกชนระดมทุนในตลาดตราสารหนี้โดยมีต้นทุนที่ต่ำและมีอันดับความน่าเชื่อถือที่น่าสนใจ ซึ่งส่งผลต่อการเสนอขายตราสารหนี้เอกชนต่างๆ โดยในการดำเนินงาน 10 ปีที่ผ่านมาของ CGIF มีการค้าประกันตราสารหนี้เอกชนจาก 22 บริษัท มูลค่ารวมกว่า 1,638 ล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยเมื่อพิจารณาจากจำนวนผู้ใช้บริการส่วนใหญ่จะเป็นนิติบุคคลจากเวียดนามถึง 6 ราย มีวงเงินการออกตราสารหนี้รวม 532 ล้านดอลลาร์สหรัฐ รองลงมาเป็นอินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ที่ 4 ราย และประเทศไทยที่ 3 ราย ตามลำดับ

สำหรับประเทศไทย CGIF ได้ค้าประกันตราสารหนี้ให้นิติบุคคลรวม 3 รายตามที่ได้ระบุในข้อ 3.3.4 นอกจากนี้ CGIF ยังได้ค้าประกันตราสารหนี้ของนิติบุคคลต่างประเทศที่ออก Baht Bond จำนวนทั้งสิ้น 3 ราย วงเงินรวม 246 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คือ Noble Group จากฮ่องกง KNM Group จากมาเลเซีย และ Yoma จากเมียนมา ซึ่งเป็นการสนับสนุนให้มีการออกตราสารหนี้ที่มีคุณภาพและอันดับความน่าเชื่อถือดีในประเทศไทย

3.4 ความร่วมมือระหว่างประเทศของไทยเพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาคผ่านกลไกของ Asian Bond Market Initiative

ตลาดตราสารหนี้ถือเป็นหนึ่งในโครงสร้างทางเศรษฐกิจที่สำคัญ โดยเฉพาะอย่างยิ่งบทบาทในการเป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญของภาครัฐและภาคเอกชนของกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาสำหรับการดำเนินโครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานและการขยายกิจการ รวมถึงเป็นแหล่งเงินทุนของภาครัฐในกรณีที่มีความจำเป็นเร่งด่วนต้องใช้เงินเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ประเทศไทยและประเทศอื่นในภูมิภาคต่างให้ความสำคัญในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ มีการส่งเสริมให้เกิดร่วมมือกันในการพัฒนาแบบ Inclusive Growth ให้ตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาคมีความเข้มแข็ง เพิ่มศักยภาพในการแข่งขันของภูมิภาคกับภูมิภาคอื่นของโลก รวมถึงผลกระทบที่จะเกิดขึ้นจากความผันผวนของเศรษฐกิจโลก

Asian Bond Market Initiative เป็นเครือข่ายความร่วมมือร่วมกันระหว่างหน่วยงานภาครัฐของกลุ่มประเทศอาเซียน+3 เพื่อให้เกิดการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาคอย่างเป็นรูปธรรม โดยมีการดำเนินงานตาม 4 Taskforce ประกอบด้วย Taskforce 1: ส่งเสริมการออกตราสารหนี้ที่เป็นสกุลเงินท้องถิ่นในตลาดภูมิภาค Taskforce 2: อำนวยความสะดวกเพื่อเพิ่มอุปสงค์ในตราสารหนี้สกุลเงินท้องถิ่น Taskforce 3: การปรับปรุงกฎระเบียบด้านการกำกับดูแลให้เป็นมาตรฐานสากล และ Taskforce 4: พัฒนาโครงสร้างพื้นฐานที่มีความสำคัญต่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้

โดยที่ผ่านมาประเทศไทยได้มีการดำเนินงานเพื่อสนับสนุนในแต่ละ Taskforce ดังนี้

Taskforce 1: ประเทศไทยได้เพิ่มปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาลอย่างต่อเนื่องมูลค่าคงค้างเพิ่มขึ้นโดยประมาณปีละกว่า 280,000 ล้านบาท ส่วนตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชนก็เจริญเติบโตอย่างต่อเนื่องเช่นกัน มูลค่าคงค้างเพิ่มขึ้นโดยประมาณปีละกว่า 250,000 ล้านบาท ทั้งนี้ บทบาทของ CGIF ยังได้ทำหน้าที่สนับสนุนการออกตราสารหนี้ของบริษัทเอกชนของไทยจำนวน 3 บริษัท เพื่อออกตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ไทยและตลาดตราสารหนี้สิงคโปร์

Taskforce 2: ประเทศไทยได้ให้การสนับสนุนด้านข้อมูลของตลาดตราสารหนี้ไทยใน Website ของ Asian Bond Online ซึ่งช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนในการลงทุนในตลาดตราสารหนี้ไทย

Taskforce 3: ประเทศไทยมีการจัดทำ Thailand Bond Market Guideline สำเร็จเป็นประเทศแรกๆ ในภูมิภาค ซึ่งช่วยให้กระบวนการดำเนินการออกและลงทุนในตราสารหนี้ในประเทศเป็นมาตรฐานและรับทราบทั่วไป ทั้งนี้ ประเทศไทยยังช่วยสนับสนุนการออกตราสารหนี้ภายใต้กรอบ ASEAN+3 Multi-Currency Bond Issuance Framework (AMBIF) เป็นครั้งแรกของบริษัท Mizuho Co, Ltd.

Taskforce 4: ประเทศไทยทางศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (TSD) เป็นตัวแทนหลักที่ร่วมพัฒนาโครงสร้างที่จำเป็นในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้

การเติบโตขึ้นอย่างก้าวกระโดดของตลาดตราสารหนี้ไทยเป็นหนึ่งในความสำเร็จและปัจจัยสนับสนุนให้เกิดการตื่นตัวเพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาคอาเซียน อย่างไรก็ตาม ABMI ได้วิเคราะห์ถึงปัญหาและความท้าทายที่จะต้องเผชิญเพื่อให้เกิดการเจริญเติบโตไปพร้อมกันของภูมิภาค ดังนี้

1) ความแตกต่างของระดับการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาคอาเซียน+3 โดยบางประเทศในภูมิภาคยังคงอยู่ในช่วงเริ่มต้นของการพัฒนาตลาดตราสารหนี้หรือเริ่มก่อตั้งตลาด บางประเทศจำเป็นต้องมีการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชนเพื่อสนับสนุนการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน ในขณะที่ประเทศที่เหลือจำเป็นต้องพัฒนาระบบกลไกของตลาดเพื่อให้เกิดสภาพคล่องสำหรับการเชื่อมโยงระหว่างโครงสร้างของตลาดและเครื่องในการระดมทุนและลงทุนข้ามพรมแดน ซึ่ง ABMI จำเป็นที่จะต้องดำเนินการสนับสนุนอย่างต่อเนื่องเพื่อสร้างความเท่าเทียมในระดับการพัฒนาของตลาดตราสารหนี้ในแต่ละประเทศ ซึ่งจะช่วยสร้างความแข็งแกร่งและเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของทั้งภูมิภาค

2) ช่องว่างของการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ โดยในภูมิภาคอาเซียนมีช่องว่างการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure Investment Gap) หรือการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่ไม่เพียงพอต่อระดับการพัฒนาที่ควรจะเป็นถึงประมาณ 102 พันล้านเหรียญสหรัฐต่อปี โดยร้อยละ 60 จำเป็นที่จะต้องเป็นการลงทุนภาคเอกชน อย่างไรก็ตาม ความสามารถของสถาบันการเงินภายในภูมิภาคที่พร้อมรับความเสี่ยงจากการปล่อยเงินทุนเข้าสู่โครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานยังไม่เพียงพอ ดังนั้น การสร้างกลไกที่ช่วยลดความเสี่ยงหรือการสร้างรูปแบบการระดมทุนใหม่จึงอาจมีความจำเป็น

3) ความต้องการการระดมทุนอย่างยั่งยืน โดยกลุ่มอาเซียน+3 หลายประเทศมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงภูมิอากาศ (Climate Risk) ภูมิภาคได้รับผลกระทบจากพายุขนาดใหญ่และปัญหามลพิษที่ส่งผลกระทบต่อสุขภาพ ดังนั้น ภูมิภาคนี้จึงมีความต้องการรูปแบบการระดมทุนที่จะช่วยสนับสนุนโครงการที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม อาทิ Green Bond เป็นต้น

4) ปริมาณการลงทุนข้ามพรมแดนมีไม่เพียงพอ โดยการขยายการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานในภูมิภาคจำเป็นที่จะต้องใช้ปริมาณเงินออมปริมาณมหาศาลจากทุกประเทศ อย่างไรก็ตาม ปริมาณและกลไกการลงทุนข้ามพรมแดนในภูมิภาคยังไม่เพียงพอเมื่อเทียบกับด้านการค้าที่มีการเชื่อมโยงกันอย่างเป็นรูปธรรมแล้ว ซึ่งจำเป็นต้องพิจารณาถึงมาตรการและวิธีที่จะสามารถดึงดูดความสนใจเงินทุนจากประเทศอื่นในภูมิภาคให้เกิดการลงทุนระหว่างกันได้ โดยเฉพาะการจัดอุปสรรคด้านนโยบาย ข้อกฎหมายและระเบียบต่างๆ เพื่อให้การเข้าสู่ตลาดของนักลงทุนต่างประเทศหรือการลงทุนระหว่างกันทำได้สะดวกมากยิ่งขึ้น

5) ทรัพยากรที่มีประสิทธิภาพสำหรับรองรับความร่วมมือและเชื่อมโยงของภูมิภาค โดยตั้งแต่เริ่มจัดตั้ง ABMI ขึ้นมาในปี 2545 ADB ได้ทำหน้าที่เป็นฝ่ายเลขานุการในการผลักดันนโยบายต่างๆ CGIF ได้จัดตั้งขึ้นในปี 2553 และมีการดำเนินงานในปี 2555 และสำนักงานวิจัยเศรษฐกิจมหภาคของภูมิภาคอาเซียน+3 (AMRO) ได้จัดตั้งอย่างเป็นทางการในปี 2554 และมีการปรับปรุงโครงสร้างเพื่อดำเนินการได้ในปี 2559 ซึ่งหน่วยงานเหล่านี้ต่างแสดงให้เห็นถึงกระบวนการดีขึ้นรวมถึงการส่งเสริมประสบการณ์และองค์ความรู้ อย่างไรก็ตาม เพื่อให้เกิดประสิทธิภาพในการพัฒนาความร่วมมือและเชื่อมโยงในภูมิภาค การทำงานอย่างใกล้ชิดระหว่างหน่วยงานต่างๆ ภายในภูมิภาค รวมทั้งการติดต่อสื่อสารและร่วมมือกันอย่างเป็นระบบเป็นสิ่งที่จำเป็น

สำหรับในบทต่อไป ผู้ศึกษาจะนำผลการศึกษาที่ได้จากบทที่ 3 ไปใช้ในการจัดทำข้อเสนอแนะด้านนโยบายและบทบาทของประเทศไทยในการสนับสนุนและส่งเสริมการระดมทุนของนิติบุคคลต่างประเทศผ่านตลาดตราสารหนี้ไทยและในภูมิภาค ตลอดจนวิธีดำเนินการเพื่อให้บรรลุข้อเสนอดังกล่าวในลำดับถัดไป

บทที่ 4

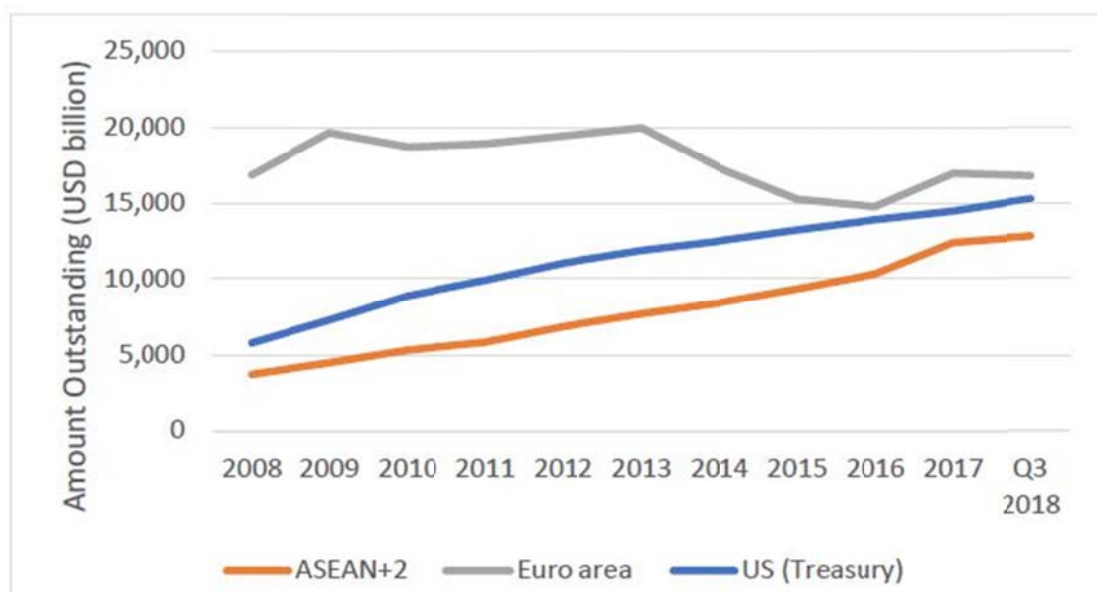
บทสรุปและข้อเสนอแนะ

ในอดีตที่ผ่านมา ประเทศไทยได้มีบทบาทในการสนับสนุนและส่งเสริมการระดมทุนของนิติบุคคลต่างประเทศผ่านตลาดตราสารหนี้ไทยและในภูมิภาคมาอย่างต่อเนื่องและยังคงมีศักยภาพในการขยายโครงข่ายความร่วมมือ ผลักดัน สนับสนุน กระตุ้นการเป็นศูนย์กลางของการระดมทุนในภูมิภาค การพัฒนารูปแบบและเครื่องมือการระดมทุนที่สามารถรองรับความต้องการของนักลงทุนทั้งภายในประเทศและต่างประเทศ รวมถึงการสร้างความร่วมมือระหว่างหน่วยงานภาครัฐในประเทศ เช่น ระหว่างกระทรวงการคลังและกระทรวงการต่างประเทศ เผยแพร่ความรู้และข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานช่วยเหลือทางการเงินกับประเทศเพื่อนบ้านเพื่อเป็นประโยชน์ต่อการดำเนินงานระหว่างประเทศของไทย ซึ่งจะช่วยเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันของประเทศไทยและของภูมิภาคอาเซียนในภาพรวมในอนาคตได้ โดยผู้ศึกษาจะขอเสนอในแต่ละประเด็นมีรายละเอียดดังนี้

4.1 การส่งเสริมการรวมกลุ่ม (Inclusiveness) เพื่อการพัฒนาของตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาค

กระทรวงการคลังให้ความสำคัญกับความร่วมมือระหว่างหน่วยงานภาครัฐจากแต่ละประเทศในภูมิภาคอาเซียนเพื่อสนับสนุนให้เกิดการกำหนดนโยบายและแนวทางการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ร่วมกันอย่างเป็นระบบและยั่งยืน ซึ่งจากการร่วมมือกันอย่างเป็นรูปธรรมของประเทศสมาชิกอาเซียนและประเทศ+3 คือ จีน ญี่ปุ่น และเกาหลีใต้ ทำให้ Asian Bond Market Initiative เริ่มจัดตั้งขึ้นในเดือนธันวาคม 2545 และได้รับเห็นชอบจากที่ประชุมคณะรัฐมนตรีอาเซียน+3 ในเดือนสิงหาคม 2546 โดยวัตถุประสงค์เริ่มแรกของ ABMI นั้นคือการสนับสนุนและกำกับการพัฒนาตลาดตราสารหนี้สกุลเงินท้องถิ่นในภูมิภาคให้เป็นทางเลือกในการระดมทุนทดแทนเงินกู้ระยะสั้นสกุลเงินต่างประเทศ เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหา Double Mismatch ซึ่งเป็นผลของทั้ง Maturity Mismatch จากการกู้เงินระยะสั้นเพื่อใช้ในโครงการลงทุนระยะยาว และ Currency Mismatch จากหนี้ที่เป็นเงินสกุลต่างประเทศในขณะที่รายได้ของโครงการลงทุนเป็นสกุลเงินท้องถิ่น ABMI ยังมีเป้าหมายเพื่อใช้ประโยชน์จากเงินออมในภูมิภาคในการสนับสนุนการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน ซึ่งการดำเนินงานเพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ที่ผ่านมา ABMI ได้ส่งเสริมความร่วมมือทางการเงินในภูมิภาค พร้อมทั้งป้องกันและลดความสูญเสียหากภูมิภาคได้รับผลกระทบจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศอย่างฉับพลัน

ตั้งแต่ ABMI เริ่มดำเนินการ ตลาดตราสารหนี้สกุลเงินท้องถิ่นในภูมิภาคอาเซียน+3 ได้เติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยในไตรมาสที่ 3 ของปี 2561 มูลค่ารวมของตลาดตราสารหนี้ ASEAN+3 สูงถึง 12 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ เข้าสู่ระดับที่ใกล้เคียงกับตลาดตราสารหนี้สกุลเงินยูโร รายละเอียดตามแผนภาพที่ 4.1



ที่มา: Asian Bond Markets Initiative Medium-Term Road Map, 2019–2022

แผนภาพที่ 4.1 ขนาดของตลาดตราสารหนี้สกุลเงินท้องถิ่นแต่ละแห่ง

อินโดนีเซียและไทยมีการพัฒนาและเติบโตของตลาดตราสารหนี้อย่างชัดเจนรวมถึงการมีศักยภาพในการบริหารจัดการหนี้สาธารณะ สำหรับเกาหลีใต้และมาเลเซียมีตลาดตราสารหนี้ที่ค่อนข้างสมดุลทั้งในส่วนของการตราสารหนี้รัฐบาลและตราสารหนี้เอกชน ในขณะที่ตลาดตราสารหนี้ของจีนมีมูลค่าเพิ่มขึ้นสูงเป็นอันดับ 2 ของโลก ทั้งนี้ รัฐบาลในหลายประเทศได้มีการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานทางตลาดการเงินที่สมเหตุสมผลและเหมาะสมกับลักษณะเฉพาะของตลาดตราสารหนี้แต่ละแห่งด้วย

ดังนั้น ในอนาคตประเทศไทยจึงควรสนับสนุนการดำเนินงานของ ABMI เพื่อให้การพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาคเป็นไปอย่างต่อเนื่อง สร้างความลึกและซับซ้อนของตลาด ขยายฐานให้ครอบคลุม และเกิดความร่วมมือกันระหว่างหน่วยงานภาครัฐทั้งหน่วยงานภายในแต่ละประเทศและหน่วยงานระหว่างประเทศ ประกอบไปด้วย

4.1.1 สนับสนุนการดำเนินงานของ CGIF เพื่อส่งเสริมการออกตราสารหนี้ของภาคเอกชนในภูมิภาค ซึ่งอาจรวมถึงการจัดตั้ง Infrastructure Investment Partnership (IIP) ของ CGIF ซึ่งเป็นรูปแบบการร่วมมือกันของภาครัฐและภาคเอกชน (Public-private Partnership) ในการขยายข้อจำกัดของเอกชนโดยการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนของสถาบันการเงินในประเทศที่พัฒนาแล้วมาดำเนินธุรกรรมในการค้าประกันสินเชื่อและตราสารหนี้สำหรับโครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน ซึ่งการสนับสนุนการดำเนินงานของ IIP จะช่วยกระตุ้นการระดมทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานจากการใช้เงินออมในระบบเศรษฐกิจ รวมถึงส่งเสริมให้ภาคเอกชนปรับโครงสร้างหนี้ที่ได้รับค้าประกันในรูปแบบสินเชื่อเป็นตราสารหนี้เพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชนในระยะต่อไป

4.1.2 สนับสนุนด้านข้อมูลให้แก่ ABMI เพื่อการเผยแพร่ข้อมูลบนฐานข้อมูลเว็บไซต์ Asian Bond Online ซึ่งปัจจุบันเป็นศูนย์รวมข้อมูลตลาดตราสารหนี้แต่ละประเทศในภูมิภาคอาเซียน+3 ซึ่งข้อมูลดังกล่าวจะเป็นประโยชน์ต่อภาครัฐในการกำกับติดตามและกำหนดนโยบาย รวมถึงประโยชน์แก่นักลงทุนต่างชาติในการใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในภูมิภาคนี้

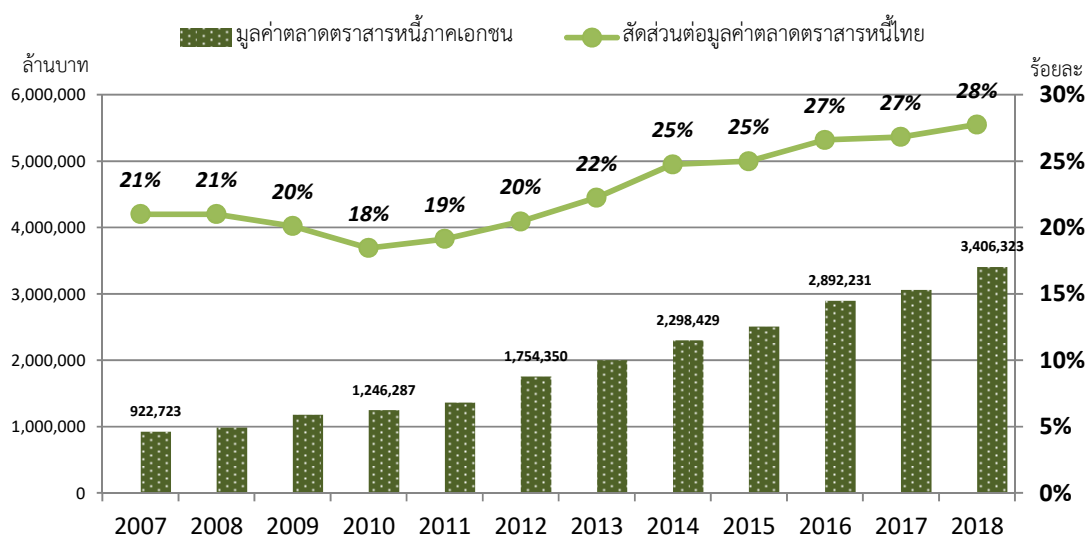
4.1.3 สนับสนุนความร่วมมือในการใช้โครงสร้างพื้นฐานและระบบในตลาดการเงินที่เชื่อมโยงกันระหว่างประเทศ โดยเฉพาะการออกตราสารหนี้ภายใต้โครงการ ASEAN+3 Multi-Currency Bond Issuance Framework (AMBIF) ที่ส่งเสริมการออกตราสารหนี้และการลงทุนข้ามพรมแดนให้ผู้ออกสามารถเสนอขายตราสารหนี้ได้ในตลาดพร้อมๆ กัน ซึ่งจะช่วยพัฒนามาตรฐานของแต่ละตลาดให้ใกล้เคียงกัน รวมถึงการประยุกต์ใช้เทคโนโลยีทางการเงินที่จะสามารถลดอุปสรรคด้านกฎระเบียบที่มีความแตกต่างกันในแต่ละตลาดลงได้

4.1.4 สนับสนุนด้านการให้ความช่วยเหลือทางเทคนิค รวมถึงการให้ความรู้และฝึกอบรมแก่บุคลากรในหน่วยงานต่างๆ ทั้งในประเทศและต่างประเทศเกี่ยวกับการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ ซึ่งประเทศไทยเป็นหนึ่งในตัวอย่างของประเทศที่ประสบผลสำเร็จในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้อย่างก้าวกระโดดในช่วงกว่า 10 ปีที่ผ่านมา รวมถึงมีระบบการบริหารจัดการหนี้สาธารณะดี สามารถรองรับความต้องการกู้เงินของรัฐบาลและปรับโครงสร้างหนี้ที่ครบกำหนดในแต่ละปีได้

4.2 การพัฒนาให้ตลาดตราสารหนี้ไทยเป็นหนึ่งในศูนย์กลางการระดมทุนในภูมิภาค

ตลาดตราสารหนี้ไทยมีการพัฒนาอย่างต่อเนื่องจนปัจจุบันเป็นหนึ่งในตลาดตราสารหนี้ที่เจริญเติบโตสูงสุดในภูมิภาค ตราสารหนี้รัฐบาลไทยถูกยอมรับและบรรจุเป็นส่วนหนึ่งใน International Bond Index ซึ่งได้รับประโยชน์จากการลงทุนของกลุ่มกองทุนรวมต่างประเทศที่ลงทุนตาม Index และมักมีการลงทุนในตราสารหนี้รัฐบาลตามสัดส่วนด้วย นอกจากการดึงดูดนักลงทุนจากต่างประเทศให้ลงทุนในตลาดตราสารหนี้ไทยแล้ว การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานและกฎระเบียบที่มีความยืดหยุ่นส่งผลให้ภาคเอกชนในประเทศหลายรายเริ่มมีการออกหุ้นกู้อย่างต่อเนื่อง มีอัตราการเติบโตของมูลค่า

คงค้างโดยเฉลี่ยตั้งแต่ปี 2550 – 2561 ประมาณร้อยละ 13 โดยข้อมูล ณ สิ้นปี 2561 ตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชนซึ่งรวมผู้ออกทั้งบริษัทเอกชนไทยและนิติบุคคลต่างประเทศ (Baht Bond) มีมูลค่าคงค้างรวมทั้งสิ้น 3,406,323 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 28 ของมูลค่าคงค้างของตลาดตราสารหนี้ไทย รายละเอียดปรากฏตามแผนภาพที่ 4.2



ที่มา: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

แผนภาพที่ 4.2 การเติบโตของตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชนไทย

ซึ่งการเพิ่มขึ้นของมูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชนไทยอย่างรวดเร็วนี้แสดงให้เห็นถึงความสำเร็จที่เป็นผลจากการร่วมมือกันระหว่างหน่วยงานภาครัฐและภาคเอกชนเพื่อช่วยสนับสนุนและพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานในตลาดตราสารหนี้ให้เอื้ออำนวยต่อการระดมทุนของภาคเอกชน และการลงทุนของนักลงทุนทั้งนักลงทุนสถาบัน บริษัทประกัน และนักลงทุนรายย่อย

นอกจากนี้ ไทยยังเปิดโอกาสให้ทั้งภาคเอกชนในประเทศและนิติบุคคลต่างประเทศสามารถออกตราสารหนี้สกุลเงินต่างประเทศ (Foreign Currency Bond) ในตลาดตราสารหนี้ไทยได้ โดยมีการกำกับดูแลจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) พิจารณายื่นแบบคำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ การยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ และร่างหนังสือชี้ชวน (Filing) และธนาคารแห่งประเทศไทยทำหน้าที่กำหนดวงเงินที่เหมาะสมในการอนุญาตในแต่ละปีไม่ให้ส่งผลกระทบต่อตลาด เช่น หุ้นกู้สกุลเงินเหรียญสหรัฐของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) วงเงิน 200 ล้านดอลลาร์สหรัฐ หุ้นกู้สกุลเงินยูโรของบริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) วงเงิน 80 ล้านยูโร และหุ้นกู้สกุลเงินเหรียญสหรัฐของกระทรวงการคลังแห่ง สปป.ลาว วงเงิน 182 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เป็นต้น

ผู้ศึกษามีความเห็นว่าการทวงถามสามารถเพิ่มบทบาทในการพัฒนาให้ตลาดตราสารหนี้ไทยเป็นศูนย์กลางการระดมทุนของนิติบุคคลต่างประเทศในภูมิภาคได้ โดยควรสนับสนุนให้นิติบุคคลต่างประเทศออก Baht Bond ในตลาดตราสารหนี้ไทยโดยอนุญาตให้สามารถใช้เงินที่ได้รับเป็นเงินบาทในประเทศหรือนำไปใช้ต่างประเทศ หรือทำธุรกรรม Swap เพื่อแลกเป็นเงินสกุลต่างประเทศได้ ซึ่งจะแสดงให้เห็นถึงโครงสร้างทางตลาดการเงินตามกลไกตลาดที่สมบูรณ์ของไทย รวมทั้งช่วยให้นักลงทุนในประเทศมีทางเลือกในการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีคุณภาพมากยิ่งขึ้น

จากการศึกษาบทวนวรรณกรรมในบทที่ 2 การพัฒนาตลาดตราสารหนี้ของภูมิภาคมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยยะสำคัญต่อความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของภูมิภาค จึงกล่าวได้ว่าความเชื่อมโยงของประเทศไทยกับกลุ่มประเทศ CLMV ได้แก่ กัมพูชา ลาว เมียนมาร์ และเวียดนาม โดยที่ผ่านมากลุ่มประเทศ CLMV จะเน้นการระดมทุนผ่านเงินกู้จากสถาบันการเงิน แต่ต่อมาเมื่อตลาดตราสารหนี้ไทยได้มีการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน ตลอดจนความหลากหลายของผลิตภัณฑ์และผู้เล่นแล้ว ควรสนับสนุนความร่วมมือระหว่างประเทศเพื่อนบ้านเพื่อให้เกิดความเชื่อมโยงระหว่างตลาดเงินตลาดทุนกับ CLMV ด้วยเพื่อให้ CLMV ใช้ไทยเป็นฐานการให้บริการ ทั้งในด้านการให้บริการทางการเงิน การระดมทุน การรับประกันภัยต่อ และการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้านการเงินร่วมกัน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อ

1. ให้ตลาดเงินตลาดทุนมีความเชื่อมโยง เอื้อต่อธุรกรรมทางการเงินของไทยกับ CLMV และช่วยขยายธุรกิจไทยใน CLMV
2. เพิ่มความสามารถของธุรกิจไทยให้ได้รับการส่งเสริมให้มีบริการที่กว้างและครอบคลุมในระดับภูมิภาค
3. สร้างฐานนักลงทุนของตลาดทุนของ CLMV ที่ครบถ้วนและเข้มแข็ง รวมถึงประชาชนสามารถลงทุนในตลาดทุนและผลิตภัณฑ์ที่สอดคล้องกับความต้องการลงทุนและการระดมทุน โดยควรมีการกำหนดมาตรการในการดำเนินงาน ดังนี้
 - 1) พัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงินของภูมิภาคโดยใช้ไทยเป็นตัวกลาง เช่น Infrastructure Trust/ Real Estate Investment Trusts (REITs) และ Cross Listing เป็นต้น เพื่อใช้ศักยภาพและความสามารถของระบบการเงินไทยที่พัฒนามากยิ่งขึ้น
 - 2) ส่งเสริม Reinsurance โดยใช้ไทยเป็นฐานทำธุรกิจ เพื่อประโยชน์ต่อธุรกิจประกันภัยไทยที่เป็นกลุ่มสถาบันการเงินที่มีความเข้มแข็งและเติบโตสูง
 - 3) ส่งเสริมให้ภาคประกันภัยไทยลงทุนใน CLMV เนื่องจากธุรกิจประกันภัยใน CLMV ยังมีไม่มากนัก เป็นช่องทางในการพัฒนาและดึงดูดนิติบุคคลจาก CLMV ให้ทำธุรกรรมในประเทศไทย
 - 4) สนับสนุนผู้ประกอบการโดยเฉพาะบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนไทยทำธุรกิจใน CLMV ซึ่งจะช่วยขยายฐานลูกค้าและนักลงทุนในตลาดตราสารหนี้ไทยมากยิ่งขึ้น

5) ส่งเสริมการใช้โครงสร้างพื้นฐานด้านตลาดทุนร่วมกัน เพื่อสร้างความเชื่อมโยงระหว่างระบบเศรษฐกิจภายในภูมิภาคเข้าด้วยกันโดยให้ไทยเป็นศูนย์กลาง

6) ส่งเสริมบริการทางการเงินเพื่อสนับสนุนการค้าการลงทุนในภูมิภาค โดยให้ระบบสถาบันการเงินของไทยมีบทบาทมากยิ่งขึ้นในการค้าการลงทุนชายแดน

7) พัฒนาบุคลากรและส่งเสริมปัจจัยด้านคุณภาพให้สามารถติดต่อสื่อสารและมีความพร้อมในการทำธุรกิจกับประเทศเพื่อนบ้านได้

8) ส่งเสริมให้บุคลากรและผู้ประกอบการทำงานข้ามพรมแดนได้อย่างคล่องตัว (Professional Mobility) ซึ่งจะช่วยสร้างรายได้ให้แก่คนไทยมากยิ่งขึ้น

ทั้งนี้ ในส่วนของ Baht Bond ผู้ศึกษาเห็นว่า กระทรวงการคลังจำเป็นต้องรักษาความสมดุลระหว่างความสัมพันธ์ระหว่างประเทศและการพิจารณาอนุญาตออก Baht Bond เนื่องจากผู้ออกตราสารหนี้จากกลุ่มประเทศ CLMV ส่วนใหญ่ยังไม่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ดีเทียบเท่าผู้ออกจากบริษัทข้ามชาติในฝั่งยุโรปและอเมริกาเหนือ ดังนั้น หากพิจารณาในแง่ความเสี่ยงของตลาดทุนไทยอาจทำให้ผู้ออกจากกลุ่มประเทศ CLMV ไม่น่าสนใจเท่าที่ควร แต่หากพิจารณาในด้านความสัมพันธ์ระหว่างประเทศและการสนับสนุนตลาดตราสารหนี้ไทยเป็นศูนย์กลางการระดมทุนภายในภูมิภาค จะเห็นได้ว่าประเทศไทยมีความได้เปรียบทางพื้นที่เพราะมีความใกล้ชิดกับกลุ่มประเทศ CLMV และยังมีความคุ้นเคยใกล้ชิดในด้านสังคมและวัฒนธรรมอีกด้วย การเปิดตลาดตราสารหนี้ของกลุ่มประเทศ CLMV โดยเริ่มต้นจากประเทศไทยจึงมีความน่าสนใจและเป็นจุดได้เปรียบเช่นกัน ส่วนในประเด็นความเสี่ยงนั้น ผู้ศึกษาเห็นว่าควรใช้กลไกตลาดเป็นเครื่องมือ เช่น มีการเปิดเผยข้อมูลด้านความเสี่ยงอย่างชัดเจน มีการเปิด Swap เพื่อให้นักลงทุนต่างชาติเข้ามาระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ไทยได้ตามกลไกตลาดเพื่อให้มีผู้ออกที่หลากหลายและไม่จำกัดเฉพาะกลุ่มประเทศ CLMV นอกจากนี้ ควรส่งเสริมความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุน (Financial Literacy) เพื่อให้ผู้ลงทุนเข้าใจเรื่องความเสี่ยงและผลตอบแทนที่จะได้รับจากการลงทุน

4.3 การพัฒนาเครื่องมือการระดมทุนรูปแบบใหม่เพื่อเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันของภูมิภาค

นอกเหนือจากการส่งเสริมการรวมกลุ่มของประเทศในภูมิภาคและการพัฒนาให้ตลาดตราสารหนี้ไทยเป็นศูนย์กลางในการระดมทุนในภูมิภาคแล้ว กระทรวงการคลังควรมีการพัฒนาเครื่องมือการระดมทุนรูปแบบใหม่ซึ่งกำลังเป็นที่จับตามองของตลาดการเงินโลกและเริ่มเป็นที่ต้องการของนักลงทุนโดยเฉพาะกลุ่มนักลงทุนต่างประเทศและนักลงทุนสถาบันในประเทศ เพื่อเพิ่มศักยภาพของตลาดตราสารหนี้ไทยให้ดึงดูดทั้งผู้ออกรายใหม่และนักลงทุนกลุ่มใหม่เข้ามาในประเทศมากยิ่งขึ้น โดยรูปแบบการระดมทุนที่ควรมีการศึกษาเพิ่มเติมและพัฒนาให้มีการออกจริงมีดังนี้

4.3.1 Green Bond

Green Bond หรือตราสารหนี้สีเขียว เริ่มเป็นที่รู้จักของนักลงทุนมากระยะหนึ่งแล้ว ในฐานะเป็นตราสารหนี้ประเภทใหม่ในการระดมทุนเพื่อใช้ลงทุนในโครงการที่ส่งผลดีต่อสิ่งแวดล้อม เช่น โครงการพลังงานสะอาด การฟื้นฟูสิ่งแวดล้อม การขนส่ง และอาคารสีเขียว เป็นต้น ซึ่งปัจจุบันเริ่มมีผู้สนใจระดมทุนด้วยการออก Green Bond รวมถึงมีนักลงทุนสนใจลงทุนกันมากขึ้นเรื่อยๆ โดยในส่วนของผลตอบแทนนั้น ADB เคยทำการศึกษาแล้วพบว่า หาก Green Bond นั้นได้รับเครื่องหมายรับประกันการเป็นตราสารหนี้สีเขียว (Greenness Indicators) ได้แก่ การประเมินจากบุคคลภายนอก (External Reviewer) หรือการรับรองตามหลักเกณฑ์ Climate Bonds Initiative (CBI) จะทำให้ค่าส่วนต่างหรือ Green Premium ลดลงหรือติดลบ ทำให้ผลตอบแทนของ Green Bond ต่ำกว่าตราสารหนี้ทั่วไป ซึ่งหมายความว่านักลงทุนยอมที่จะรับผลตอบแทนจากการลงทุนใน Green Bond ที่ต่ำกว่าตราสารหนี้ทั่วไปเล็กน้อยหากเชื่อมั่นได้ว่าผู้ออกจะนำเงินไปใช้ในโครงการที่เป็นประโยชน์ต่อสิ่งแวดล้อมอย่างแน่นอน ส่วนในแง่ของผู้ออกนั้นจะหมายถึงต้นทุนดอกเบี้ยที่จะต่ำลงจากการออก Green Bond ดังนั้น การพัฒนาให้ภาครัฐ ภาคเอกชน และนิติบุคคลต่างประเทศสามารถออก Green Bond ในประเทศไทยได้สำเร็จจะช่วยเพิ่มบทบาทของตลาดตราสารหนี้ไทยให้เป็นศูนย์กลางในการระดมทุนมากขึ้น รวมถึงเป็นการส่งเสริมและพัฒนาโครงการที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมมากยิ่งขึ้น

4.3.2 Blue Bond

Blue Bond หรือตราสารหนี้สีฟ้า คือตราสารหนี้ที่ระดมทุนเพื่อนำมาใช้กับโครงการที่เป็นประโยชน์กับสิ่งแวดล้อมและทรัพยากรทางทะเลโดยเฉพาะ เช่น การรักษาและฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางทะเลเพื่อการอนุรักษ์และส่งเสริมการท่องเที่ยว หรือการสนับสนุนการทำประมงแบบยั่งยืน โดย Blue Bond จะอาศัยหลักการการออกเช่นเดียวกับ Green Bond แต่จะระบุเจาะจงวัตถุประสงค์การใช้เงินว่าใช้กับโครงการทางทะเลหรือการประมงเพื่อให้เกิดการพัฒนาอย่างยั่งยืนเท่านั้น ซึ่ง Blue Bond ตัวแรกของโลกเกิดขึ้นเมื่อเดือนตุลาคม 2018 โดยประเทศซีเชลส์ (Seychelles) ซึ่งเป็นประเทศหมู่เกาะทางตะวันออกของทวีปแอฟริกา ผ่านการสนับสนุนจากธนาคารโลกและ Global Environment Facility (GEF) ซึ่งเป็นองค์กรไม่แสวงหาผลกำไร ให้สามารถออก Blue Bond สกุลเงินตราต่างประเทศ มูลค่า 15 ล้านดอลลาร์ อายุ 10 ปี อัตราดอกเบี้ย 6.5% ต่อปี โดยเป็นการเสนอขายแก่นักลงทุนสถาบันในสหรัฐอเมริกา สำหรับปัจจัยที่สนับสนุนให้ซีเชลส์ออก Blue Bond มาจากการที่ประเทศพึ่งพาทรัพยากรทางทะเลในการเป็นทั้งแหล่งอาหารและรายได้จากการทำประมง รวมถึงการท่องเที่ยว เมื่อเศรษฐกิจของประเทศเติบโตขึ้น ทรัพยากรทางทะเลซึ่งเป็นทรัพยากรหลักก็ถูกนำมาใช้สอยมากขึ้น จึงมีความจำเป็นต้องฟื้นฟู แต่เนื่องจากแหล่งเงินทุนในประเทศมีไม่เพียงพอต่อการแก้ปัญหาสิ่งแวดล้อมและพัฒนาอุตสาหกรรมการทำประมง แนวคิดการระดมทุนผ่าน Blue Bond จึงได้เกิดขึ้น สำหรับประเทศไทย

ทรัพยากรทางทะเลและอุตสาหกรรมประมงก็มีความสำคัญกับประเทศเช่นกัน สะท้อนผ่านมูลค่าการส่งออกสินค้าประมงในปี 2018 ที่มากถึง 60,000 ล้านบาท นอกจากนี้ การท่องเที่ยวทางทะเลก็เป็นแหล่งสร้างรายได้ที่สำคัญให้แก่เศรษฐกิจไทย ดังนั้น การระดมทุนด้วย Blue Bond ก็ถือเป็นอีกช่องทางใหม่ทางหนึ่งในการรวบรวมเงินทุนจากนักลงทุนที่ตระหนักและใส่ใจปัญหาสิ่งแวดล้อมเพื่อให้เกิดการอนุรักษ์ทรัพยากรธรรมชาติทางทะเลและส่งเสริมการทำประมงอย่างยั่งยืน กระทรวงการคลังจึงควรสนับสนุนหากมีหน่วยงานภาครัฐหรือภาคเอกชนที่ต้องการระดมทุนในรูปแบบของ Blue Bond ที่เป็นการเพิ่มผลิตภัณธ์ทางการเงินใหม่ในตลาดตลาดตราสารหนี้ไทย

4.3.3 Sustainability Bond

Sustainability Bond หรือหุ้นกู้เพื่อความยั่งยืนของสังคมและสิ่งแวดล้อม คือตราสารหนี้ที่ระดมทุนเพื่อไปใช้กับโครงการที่เป็นประโยชน์ต่อทั้งสิ่งแวดล้อมและสังคม โดยหลักเกณฑ์การออกและลักษณะของโครงการต้องเป็นไปตามมาตรฐานสากลที่จัดทำโดย International Capital Market Association (ICMA) เรียกว่า Sustainability Bond Guidelines ซึ่งเป็นแนวปฏิบัติที่เกิดจากการรวมกันของหลักเกณฑ์การออก Green Bond หรือตราสารหนี้สีเขียว กับ Social Bond หรือพันธบัตรเพื่อสังคม ซึ่งขั้นตอนการออกประกอบด้วย 4 ข้อเช่นเดียวกัน ได้แก่ Use of Proceeds, Project Evaluation and selection, Management of Proceeds และ Reporting

Sustainability Bond รุ่นแรกออกเมื่อเดือนกรกฎาคมปี 2014 โดยธนาคาร Lloyds ในสหราชอาณาจักร มูลค่า 250 ล้านปอนด์ อายุ 4 ปี กำหนดจ่ายคูปองปีละ 2 ครั้งแบบคงที่เท่ากับร้อยละ 2.75 ต่อปี โดยธนาคารนำเงินที่ระดมทุนได้ไปปล่อยกู้ให้แก่ธุรกิจ SME ธุรกิจเกษตรกรรมและธุรกิจให้บริการสาธารณสุขซึ่งล้วนมีความเชื่อมโยงกับผู้คนในท้องถิ่นและที่สำคัญตั้งอยู่ในพื้นที่ห่างไกลเพื่อให้นำเงินทุนไปพัฒนาโครงการเกี่ยวกับการดำรงชีวิตขั้นพื้นฐาน เช่น สถานบริการสุขภาพ การผลิตพลังงานทดแทน ภายหลังจากนั้น Sustainability Bond ก็ค่อยๆ ได้รับความนิยมเพิ่มขึ้นจากกระแสการลงทุนที่เน้นการใส่ใจสิ่งแวดล้อมพร้อมๆ กับการดูแลสังคม ณ สิ้นปี 2017 มูลค่าคงค้างเพิ่มขึ้นมาที่ 23 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ส่วนใน 6 เดือนแรกของปี 2018 ก็มียอดการออก Sustainability Bond แล้วกว่า 6.6 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในด้านของนักลงทุน Sustainability Bond ส่วนใหญ่จะเป็นผู้ที่ให้ความสำคัญกับสิ่งแวดล้อม (Environmental) สังคม (Social) และธรรมาภิบาล (Governance) ซึ่งรวมกลุ่มกันภายใต้ชื่อพันธมิตรการลงทุนอย่างยั่งยืนระดับสากล (The Global Sustainable Investment Alliance: GSIA) โดยมากกว่าร้อยละ 50 อาศัยอยู่ในกลุ่มประเทศยุโรป

ดังนั้น จากปัญหาการเปลี่ยนแปลงทางภูมิอากาศ ทรัพยากรธรรมชาติเสื่อมโทรม สาธารณูปโภคหรือบริการขั้นพื้นฐานที่ไม่เพียงพอกับประชาชนในหลายๆ พื้นที่ของโลก ประกอบกับการที่นักลงทุนเริ่มหันมาใส่ใจและอยากเข้าร่วมรับผิดชอบในการแก้ไขปัญหาสิ่งแวดล้อมและสังคม และยอมเป็นแรงสนับสนุนให้ Sustainability Bond ได้รับความนิยมจากนักลงทุนและถูกนำมาเป็นเครื่องมือในการระดมทุนของผู้ที่เกี่ยวข้องเพื่อนำมาซ่อมแซมทรัพยากรธรรมชาติที่ลดลงและพัฒนาสังคมให้น่าอยู่ยิ่งขึ้นในอนาคต

ในส่วนของประเทศไทย ปัจจุบันหน่วยงานภาครัฐ เช่น กรมป่าไม้ ได้มาแนวคิดในการที่จะสนับสนุนให้เกิดพันธบัตรป่าไม้ขึ้นในประเทศไทย โดยมีรูปแบบการส่งเสริมการปลูกไม้เศรษฐกิจและไม่ยืนต้นในพื้นที่รกร้างผ่านกลไกรูปแบบพันธบัตรที่ต้องมีผู้ดูแลรับผิดชอบ พร้อมทั้งสามารถแปรรูปไม้มีค่าให้เป็นผลตอบแทนแก่นักลงทุนในพันธบัตร ในขณะเดียวกันการดำเนินงานยังสามารถส่งประโยชน์ต่อการเพิ่มพื้นที่ป่าในประเทศไทยและส่งเสริมการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมในอนาคต ซึ่งแนวคิดดังกล่าวอยู่ระหว่างการพิจารณาของหน่วยงานที่เกี่ยวข้องเพื่อศึกษาความเป็นไปได้และจัดหาหน่วยงานรับผิดชอบ

ในการนี้ ประเทศไทยจึงควรนำรูปแบบของเครื่องมือการระดมทุนใหม่ๆ มาพิจารณาเพื่อพัฒนาเป็นเครื่องมือทางการเงินในโครงการที่มีลักษณะเฉพาะและสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ในการดำเนินงาน ซึ่งจะช่วยเหลือสร้างตลาดตราสารหนี้ในประเทศและดึงดูดให้นักลงทุนต่างชาติจากประเทศเพื่อนบ้านเข้ามาเป็นทั้งผู้ออกและนักลงทุนได้ และจะส่งเสริมให้ตลาดตราสารหนี้ไทยเป็นศูนย์กลางในภูมิภาคและเป็นการให้ความร่วมมือตามแนวนโยบายของมาตรการพัฒนาตลาดพันธบัตรเอเชีย

4.4 การพัฒนาความร่วมมือแบบบูรณาการระหว่างหน่วยภาครัฐเพื่อสนับสนุนการดำเนินงานของไทยในเวทีนานาชาติ

แม้ว่ากระทรวงการคลังจะมีบทบาทในการส่งเสริมให้ประเทศไทยเป็นศูนย์กลางการระดมทุนของภูมิภาคอย่างต่อเนื่องและเป็นรูปธรรม แต่กระบวนการดังกล่าวส่วนใหญ่เป็นการดำเนินงานภายในส่วนราชการและยังขาดการบูรณาการกับส่วนราชการอื่นที่เกี่ยวข้อง ส่งผลให้ทิศทางการดำเนินนโยบายต่างประเทศของไทยเป็นงานแยกส่วนตามแต่ละกระทรวงและขาดพลังในการขับเคลื่อนนโยบายในภาพรวม ดังนั้น เพื่อส่งเสริมให้การผลักดันนโยบายต่างๆ ของส่วนราชการเป็นไปอย่างราบรื่นและก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อประเทศ ผู้ศึกษาจึงขอเสนอให้มีการจัดการประชุมหารือ หรือการสัมมนาแลกเปลี่ยนความรู้/ความคิดเห็นระหว่างผู้แทนที่ปฏิบัติงานในส่วนงานที่เกี่ยวข้องกับความร่วมมือระหว่างประเทศในกระทรวงต่างๆ กับผู้แทนที่ปฏิบัติงานในส่วนของการกำหนดนโยบายระหว่างประเทศของกระทรวงการต่างประเทศเป็นประจำในรูปแบบการประชุมทุก 6 เดือน หรือทุกปีอย่าง

ต่อเนื่อง ซึ่งในการประชุมดังกล่าวผู้แทนในแต่ละส่วนราชการจะได้เผยแพร่ความรู้และรายละเอียดที่สำคัญแก่ผู้แทนจากกระทรวงการต่างประเทศ พร้อมทั้งแลกเปลี่ยนความคิดเห็นกันในการปรับปรุงนโยบายให้มีความสมบูรณ์และเป็นไปในทิศทางเดียวกันทั้งประเทศ ตัวอย่างเช่น การประชุมระหว่างผู้แทนของกระทรวงการคลังกับกระทรวงการต่างประเทศเพื่อแลกเปลี่ยนความรู้การดำเนินงานในด้านเศรษฐกิจ ตลาดการเงิน ตลาดตราสารหนี้ และภาษีในการดำเนินงานด้านการเงินระหว่างประเทศ โดยผลที่คาดว่าจะได้รับการประชุมจะทำให้ผู้แทนกระทรวงการต่างประเทศมีข้อมูลเชิงลึกในด้านต่างๆ มากขึ้น ซึ่งจะเป็ประโยชน์ในการเจรจาเพื่อต้อรองผลประโยชน์ของประเทศและแลกเปลี่ยนข้อมูลกับผู้แทนจากประเทศคู่ค้าหรือในระดับเวทีนานาชาติ สำหรับผู้แทนจากกระทรวงการคลังในแต่ละส่วนงานที่เข้าร่วมประชุมจะได้รับความเห็นในมุมมองเชิงความสัมพันธ์ระหว่างประเทศในภาพรวมและรูปแบบกระบวนการเพื่อลดความเสี่ยงด้านสัมพันธ์ระหว่างประเทศ ซึ่งสามารถนำไปปรับใช้ให้เกิดประโยชน์และเพิ่มโอกาสในการผลักดันให้นโยบายการต่างประเทศที่ดำเนินการอยู่ประสบผลสำเร็จ

ทั้งนี้ เวทีการประชุมหรือดังกล่าวจะเป็นสร้างเครือข่ายความร่วมมือและความสัมพันธ์อย่างไม่เป็นทางการระหว่างผู้แทนและเจ้าหน้าที่ผู้ปฏิบัติงานของกระทรวงการต่างประเทศกับส่วนราชการอื่น ซึ่งจะเป็นประโยชน์ในการติดต่อประสานงานและขอความร่วมมือในกรณีการเข้าร่วมประชุมของทางราชการในต่างประเทศอีกด้วย

บรรณานุกรม

- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2557). การจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) คืออะไร?, เข้าถึงจาก <https://www.bot.or.th/Thai/FinancialInstitutions/Highlights/ASEANCommunity/BankersTalk/Bankers%20Talk%20Vol%20%20Issue%2010.pdf> (30 พฤษภาคม 2562).
- บริษัทประกันสินเชื่ออุตสาหกรรมขนาดย่อม (บสย.) (2558). เปิดโลกการค้าประกันสินเชื่อ. (30 พฤษภาคม 2562).
- สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย. (2558). นิยาม “ตราสารหนี้” แบบเข้าใจง่าย, เข้าถึงจาก <http://www.thaibma.or.th/EN/Investors/Individual/Blog/Bond2015.aspx> (30 พฤษภาคม 2562).
- สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย. (2561). BAHT Bond ทางเลือกการระดมทุนในอาเซียน, เข้าถึงจาก <http://www.thaibma.or.th/EN/Investors/Individual/Blog/2018/13122018.aspx> (30 พฤษภาคม 2562).
- สำนักข่าวไทยพับลิกา (thaipublica). (2561). ตราสารหนี้ ทางเลือกในการระดมทุนและการลงทุน, เข้าถึงจาก <https://thaipublica.org/2018/04/kkp-financial-literacy-15/> (30 พฤษภาคม 2562).
- Almekinders, G. Mourmouras, A., et al. (2558). ASEAN Financial Integration, IMF working papers, Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/ASEAN-Financial-Integration-42727> (30 พฤษภาคม 2562).
- Asian Development Bank. (2560). The Asian Bond Markets Initiative: Policy Maker Achievements and Challenges. (30 พฤษภาคม 2562).
- Asian Development Bank. (2561). Asia Bond Monitor June 2019. (10 กรกฎาคม 2562).
- Balassa, B. (2510). The Theory of Economic Integration, The Johns Hopkins University, USA. Retrieved from [http://ieie.itam.mx/Alumnos2008/Theory%20of%20Economic%20Integration%20\(Belassa\).pdf](http://ieie.itam.mx/Alumnos2008/Theory%20of%20Economic%20Integration%20(Belassa).pdf). (30 พฤษภาคม 2562).
- Burger, J.D. & Warnock, F.E. (2549). IMF Econ Rev. 53(Suppl 1): 133. เข้าถึงจาก <https://doi.org/10.2307/30036026> (30 พฤษภาคม 2562)

- Credit Guarantee Investment Facility, (2562). Our business, Retrieved from <http://www.cgif-abmi.org/> (30 พฤษภาคม 2562).
- Krugman, P. (2533). Rethinking International Trade, Princeton University. USA.
- Park, C. Y. Claveria, R. (2561). Does Regional Integration Matter for Inclusive Growth? Evidence from the Multidimensional Regional Integration Index, *ADB Economics working paper series*, Retrieved from <http://dx.doi.org/10.22617/WPS189608-2> (30 พฤษภาคม 2562).
- Rillo, A. D. (2561). ASEAN Financial Integration: Opportunities, Risks, and Challenges, Policy Research Institute, Ministry of Finance, Japan, *Public Policy Review*, Vol.14, No.5, September 2018.
- Standard & Poor's. (2557). Corporate Ratings Methodology, Comparability, McGraw Hill Financial Retrieved from <https://www.spratings.com/documents/20184/774196/Corporate+Ratings+Methodology.pdf/8fd4392a-4aae-4669-bd74-a9b86e18d781>. (30 พฤษภาคม 2562).
- United Nations ESCAP. (2557). Regional Connectivity for Shared Prosperity. Retrieved from https://www.unescap.org/sites/default/files/Regional%20Connectivity%20for%20Shared%20Prosperity_fulltext.pdf. (30 พฤษภาคม 2562).

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ – สกุล

นายพลช หุตะเจริญ

ประวัติการศึกษา

- Bachelor of Science (B.Sc.) Economics,
University College London สหราชอาณาจักร
- Master of Commerce (Specialisation in Economics),
University of Melbourne ประเทศออสเตรเลีย

ประวัติการทำงาน

พ.ศ. 2548 - 2552	เศรษฐกรระดับ 4 และ 5 สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ
พ.ศ. 2552 - 2554	เศรษฐกรชำนาญการ สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ
พ.ศ. 2554 - 2557	เศรษฐกรชำนาญการ สำนักเลขาธิการนายกรัฐมนตรี
พ.ศ. 2557 - 2559	นักวิชาการคลังชำนาญการพิเศษ ผู้อำนวยการส่วนบริหารกองทุน และพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ
พ.ศ. 2559 - 2560	เศรษฐกรชำนาญการพิเศษ ผู้อำนวยการกลุ่มบริหารความเสี่ยง สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ
พ.ศ. 2561 – ปัจจุบัน	เศรษฐกรเชี่ยวชาญ ผู้เชี่ยวชาญด้านการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ

ตำแหน่งปัจจุบัน

ผู้เชี่ยวชาญด้านพัฒนาตลาดตราสารหนี้
สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ กระทรวงการคลัง