

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมา

ด้วยกระทรวงการคลังเล็งเห็นความสำคัญในการพัฒนาตลาดการเงินไทย ซึ่งรวมถึงตลาดตราสารหนี้ อันเป็นหนึ่งในสามเสาหลักของการระดมทุนนอกเหนือจากตลาดหุ้น และตลาดเงินกู้ เนื่องจากเป็นแหล่งระดมทุนหลักของรัฐบาลและทางเลือกการระดมทุนของภาคเอกชนที่มีเสถียรภาพ กระทรวงการคลังจึงมีการจัดทำแผนการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทย โดยแผนดังกล่าวกำหนดให้กระทรวงการคลังออกพันธบัตร Benchmark เพื่อใช้เป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของตลาดตราสารหนี้ในประเทศ และจากการศึกษาข้อมูลตลาดตราสารหนี้พบว่า พันธบัตร Benchmark ที่มีความน่าเชื่อถือและใช้เป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงได้ ต้องมีสภาพคล่องที่สูงเพียงพอ หรือ มีความคล่องตัวในการซื้อขายเปลี่ยนมือของพันธบัตรระหว่างนักลงทุนหรือคู่ค้าต่างๆ ในตลาดรอง เพราะการซื้อขายเปลี่ยนมือกันบ่อยครั้งจะทำให้ราคาของพันธบัตรเข้าใกล้ราคาที่เป็นจริง

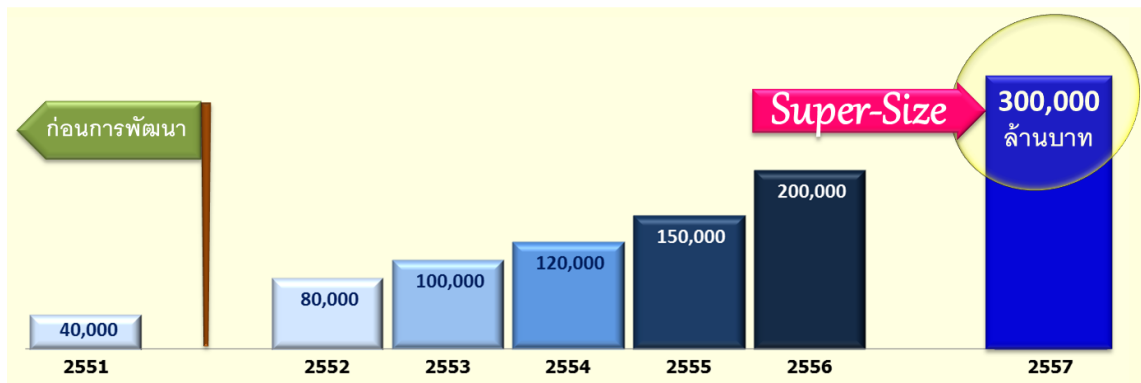
เพื่อสร้างสภาพคล่องให้กับพันธบัตร Benchmark กระทรวงการคลังได้ดำเนินการปรับกลยุทธ์ต่างๆ ซึ่งรวมถึงการปรับกลยุทธ์การประมูลพันธบัตร Benchmark ในตลาดแรกให้เอื้อต่อการสร้างสภาพคล่องของพันธบัตร Benchmark ในตลาดรองมากขึ้น ได้แก่ การปรับลดความถี่ในการประมูลพันธบัตร Benchmark และการปรับเพิ่มวงเงินในการประมูลต่อครั้งให้เพียงพอกับความต้องการ ซึ่งการปรับกลยุทธ์การประมูลทั้งสองส่งผลให้นักลงทุนและคู่ค้ามีการวางแผนและประมูลตราสารในราคาที่เหมาะสม รวมทั้งทำให้คู่ค้า (Dealer) ที่เป็นผู้ทำตลาด (Market Maker) สามารถทำหน้าที่ได้เต็มที่มากขึ้นในฐานะผู้ที่มีความใกล้ชิดตลาดมากกว่าเพราะสามารถประมูลพันธบัตรได้ในอัตราผลตอบแทนที่ใกล้เคียง จึงทำให้มีรับฝากประมูลจากนักลงทุนอื่นๆ ซึ่งเป็นการส่งเสริมให้เกิดการซื้อขายระหว่างคู่ค้ากับนักลงทุนในตลาดรองมากขึ้น

อีกหนึ่งกลยุทธ์สำคัญที่กระทรวงการคลังได้ดำเนินการเพื่อส่งเสริมสภาพคล่องในตลาดรอง คือ การปรับวงเงินคงค้างของพันธบัตร Benchmark ให้มีขนาดใหญ่ขึ้น ซึ่งเป็นที่ยอมรับว่าวงเงินคงค้างขนาดใหญ่จะช่วยส่งเสริมให้เกิดสภาพคล่องในตลาดรองได้ ที่ผ่านมากระทรวงการคลังจึงได้ปรับเพิ่มความเหมาะสมจากข้อมูลการหารือกับผู้ร่วมตลาดอย่างสม่ำเสมอและการสำรวจอุปทานของคู่ค้าหลัก โดยก่อนปี พ.ศ. 2551 พันธบัตรรัฐบาลแต่ละรุ่นมีวงเงินคงค้างเพียงรุ่นละ 40,000 ล้านบาท จนปัจจุบันวงเงินคงค้างพันธบัตร Benchmark รัฐบาลเพิ่มขึ้นอยู่ที่ระดับ 150,000 – 300,000 ล้านบาท (แผนภาพที่ 1) อย่างไรก็ตาม การออกพันธบัตรวงเงินขนาดใหญ่นั้น ส่งผลให้กระทรวงการคลังเกิดความเสี่ยงในการปรับโครงสร้างหนี้ที่อาจไม่สามารถระดมทุนในการปรับโครงสร้างหนี้วงเงิน 150,000 – 300,000 ล้านบาท ภายในวันเดียวได้ กระทรวงการคลังจึงได้มีการแก้ไขพระราชบัญญัติการบริหารหนี้สาธารณะ ฉบับที่ 1 พ.ศ. 2548 เพื่อให้กระทรวงการคลังสามารถทยอยกู้เงินเป็นการล่วงหน้าได้ไม่เกินสิบสองเดือนก่อนวันที่หนี้

ถึงกำหนดชำระในกรณีที่หนี้สาธารณะที่จะทำการปรับโครงสร้างมีจำนวนมากและกระทรวงการคลังเห็นว่าไม่สมควรกู้เงินดังกล่าวในคราวเดียวกัน

นอกจากนี้ เพื่อให้การพัฒนาตลาดตราสารหนี้มีความต่อเนื่องโดยสามารถออกพันธบัตร Benchmark ได้อย่างต่อเนื่อง กระทรวงการคลังได้เล็งเห็นว่าควรต้องพิจารณาแก้ไขกฎหมายเพิ่มเติมเพื่อรองรับความจำเป็นที่ต้องมีการกู้เงินกรณีที่รัฐบาลไม่ต้องกู้เงินภายใต้วัตถุประสงค์การกู้เงินที่กำหนดไว้ตาม พ.ร.บ. หนี้สาธารณะฯ ได้แก่ 1) ขดเซกการขาดดุลงบประมาณหรือเมื่อมีรายจ่ายสูงกว่ารายได้ 2) พัฒนาเศรษฐกิจและสังคม 3) ปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะ 4) ให้นำหน่วยงานอื่นกู้ต่อ กระทรวงการคลังจึงได้ดำเนินการแก้ไข พระราชบัญญัติการบริหารหนี้สาธารณะ ฉบับที่ 1 พ.ศ. 2548 เพื่อให้กระทรวงการคลังสามารถกู้เงินเพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศได้

แผนภาพที่ 1 ยอดคงค้างของพันธบัตร Benchmark รุ่นอายุ 5 ปี (ปีงบประมาณ พ.ศ. 2551 - 2557)



ที่มา : สำนักพัฒนาตลาดตราสารหนี้ สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ

สำหรับการบริหารเงินกู้ที่ได้รับจากการกู้เงินเพื่อปรับโครงสร้างหนี้ล่วงหน้า และเงินกู้จากการกู้เงินเพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ กระทรวงการคลังโดย สบง. ได้จัดตั้ง “กองทุนบริหารเงินกู้เพื่อการปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะและพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ” (กบพ.) เมื่อวันที่ 2 มีนาคม พ.ศ. 2551 ตามพระราชบัญญัติการบริหารหนี้สาธารณะ พ.ศ. 2549 แก้ไขเพิ่มเติม (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2551 ในหมวด 5 ว่าด้วยกองทุนบริหารเงินกู้เพื่อการปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะและพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ โดยกำหนดให้กองทุนเป็นนิติบุคคล มีฐานะเป็นหน่วยงานของรัฐที่ไม่เป็นส่วนราชการตามกฎหมายว่าด้วยระเบียบบริหารราชการแผ่นดิน หรือรัฐวิสาหกิจตามกฎหมายว่าด้วยวิธีการงบประมาณหรือกฎหมายอื่น โดยมีวัตถุประสงค์ในการดำเนินการ ดังนี้

1. เพื่อบริหารเงินที่ได้รับจากการกู้เงินเพื่อปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะตามมาตรา 24/1 และเงินกู้เพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศตามมาตรา 25/1 ของพระราชบัญญัติการบริหารหนี้สาธารณะ (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2551

2. เพื่อลดต้นทุนการกู้เงินล่วงหน้าและการกู้เพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ให้น้อยที่สุด โดยรักษาสมาดุลระหว่างความปลอดภัยของเงินต้นและผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุน
3. เพื่อให้การลงทุนของกองทุนเป็นไปตามพระราชบัญญัติการบริหารหนี้สาธารณะ (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2551 โดยคำนึงถึงการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำ มีความมั่นคงสูง และสามารถชำระหนี้คืนได้ครบถ้วนและทันตามกำหนดเวลา

1.2 การดำเนินงานของ กปพ. ที่ผ่านมา

การดำเนินงานของ กปพ. ที่ผ่านมาได้เป็นการบริหารเงินที่ได้รับจากการกู้เงินเพื่อปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะตามมาตรา 24/1 เท่านั้น เนื่องจากตั้งแต่จัดตั้ง กปพ. รัฐบาลมีความจำเป็นต้องกู้เงินเพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณอย่างต่อเนื่อง รวมทั้งมีความจำเป็นต้องบริหารปรับโครงสร้างหนี้รัฐบาลที่มีวงเงินครบกำหนดชำระเป็นวงเงินที่สูงขึ้นด้วย การดำเนินการลงทุนของ กปพ. จึงเป็นการลงทุนระยะสั้นไม่เกิน 12 เดือน โดย กปพ. มีนโยบายในการบริหารการลงทุนของกองทุนที่เน้นการคุ้มครองเงินต้นเป็นนโยบายหลัก เพราะจำเป็นต้องมีเงินต้นครบทั้งจำนวนเพื่อใช้ชำระคืนเงินกู้ในวันที่หนี้ครบกำหนด ทั้งนี้ กปพ. ได้ดำเนินการบริหารการลงทุนโดยการคัดเลือกผู้บริหารสินทรัพย์ภายนอก (Asset Manager : AM) ที่มีคุณสมบัติที่เหมาะสม จำนวน 4 ราย ได้แก่ บริษัท หลักทรัพย์การกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBAM) บริษัท หลักทรัพย์จัดการกองทุน กรุงไทย จำกัด (มหาชน) (KTAM) บริษัท หลักทรัพย์จัดการกองทุน กสิกรไทย จำกัด (KASSET) และ บริษัท หลักทรัพย์จัดการกองทุน ธนชาติ จำกัด (TFUND) โดย กปพ. จะกำหนดขอบเขตการลงทุนให้มีความสอดคล้องกับนโยบายหลักที่ต้องการคุ้มครองเงินต้น รวมทั้งมีการกำหนดกลไกการติดตามและประเมินผลให้มีความเหมาะสมและรัดกุม (แผนภาพที่ 2 และ 3) เพื่อให้ กปพ. สามารถติดตามผลการดำเนินงานของ AM ได้อย่างใกล้ชิดและมีหลักเกณฑ์ที่เป็นรูปธรรมที่สามารถนำมาใช้ในการประเมินผล AM ได้ รวมทั้งเป็นการกำหนดกรอบให้ AM บริหารจัดการการลงทุนให้ได้ผลตอบแทนการลงทุนที่เหมาะสมภายใต้กรอบความเสี่ยงที่กำหนด

สำหรับผลการดำเนินงานที่ผ่านมาตั้งแต่ปีงบประมาณ 2555 ที่มีการบริหารจัดการเงิน Pre-funding กปพ. ได้บริหารจัดการการลงทุนวงเงินประมาณ 395,760 ล้านบาท โดยสามารถสร้างผลตอบแทนกว่า 3,553 ล้านบาท หรือคิดเป็นประมาณร้อยละ 2.94 ต่อปี

แผนภาพที่ 2 ขอบเขตและสัดส่วนการลงทุนของ กปฟ.

กปฟ. มอบหมายให้ผู้บริหารหลักทรัพย์บริหาร		กปฟ. ฝากเงินเอง	
สัดส่วนการลงทุน	ประเภทของธุรกรรม	สัดส่วนการลงทุน	ประเภทของธุรกรรม
<p>≥60</p> <p>ของมูลค่าธุรกรรม ของเงินลงทุน</p>	<p><u>ลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความมั่นคงสูง</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • ตราสารหนี้ที่ออกหรือค้ำประกันโดยกระทรวงการคลัง • ตราสารหนี้ที่ออกหรือค้ำประกันโดยรัฐบาลต่างประเทศ หรือสถาบันการเงินของรัฐบาลต่างประเทศ หรือสถาบันการเงินระหว่างประเทศ ที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือสูงสุด • การทำธุรกรรม Reverse Repo 	<p>≤40</p> <p>ของเงินต้นที่ได้รับจาก กระทรวงการคลัง</p>	<p>ฝากเงินในธนาคารที่เป็น รัฐวิสาหกิจ หรือธนาคารพาณิชย์ ที่คณะกรรมการกองทุนกำหนด</p>
<p>≤40</p> <p>ของมูลค่าธุรกรรม ของเงินลงทุน</p>	<p><u>ลงทุนในหลักทรัพย์อื่น</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • ตราสารหนี้ที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือสูงสุด เช่น พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ และตราสารหนี้ภาคเอกชน 		
<p>≤10</p> <p>ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ</p>	<p><u>ฝากเงิน</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • ฝากเงินในธนาคารที่เป็นรัฐวิสาหกิจ หรือธนาคารพาณิชย์ที่คณะกรรมการกองทุนกำหนด 		

ที่มา : ระเบียบคณะกรรมการกองทุนฯ ว่าด้วย หลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขการลงทุน และการทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยง พ.ศ. 2554

แผนภาพที่ 3 กรอบการบริหารความเสี่ยงของ กปฟ.

Interest Rate Risk	<ul style="list-style-type: none"> • Portfolio Duration เบี่ยงเบนจาก Duration ของดัชนีอ้างอิงไม่เกิน + 0.5 ปี • Absolute VaR Limit ไม่เกิน 0.5% ต่อปี (โดยวิธี Delta-normal method ที่ความเชื่อมั่น 99%) • Security Maturity ไม่เกิน 3 ปี
Foreign Exchange Rate Risk	<ul style="list-style-type: none"> • ปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนทั้งหมด (Fully Hedge)
Credit / Counterparty Risk	<ul style="list-style-type: none"> • Issuer Limit <u>ไม่เกินร้อยละ 30</u> ของ NAV • Counterparty Limit <u>ไม่เกินร้อยละ 30</u> ของ NAV • ยกเว้นตราสารหนี้ที่ออกหรือค้ำประกันโดยกระทรวงการคลัง
Liquidity Risk	<p>ลงทุนแบบ Maturity Matching เป็นหลัก</p> <p>โดยการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีอายุมากกว่าวันครบกำหนดคืนเงินจะต้องเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องระดับ 1 เท่านั้น สำหรับกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องระดับ 2 ให้ลงทุนแบบ Maturity Matching เท่านั้น ยกเว้นกรณีที่มีการจัดทำแผนบริหารสภาพคล่องเพื่อนำเงินส่งคืนให้ กปฟ.</p>

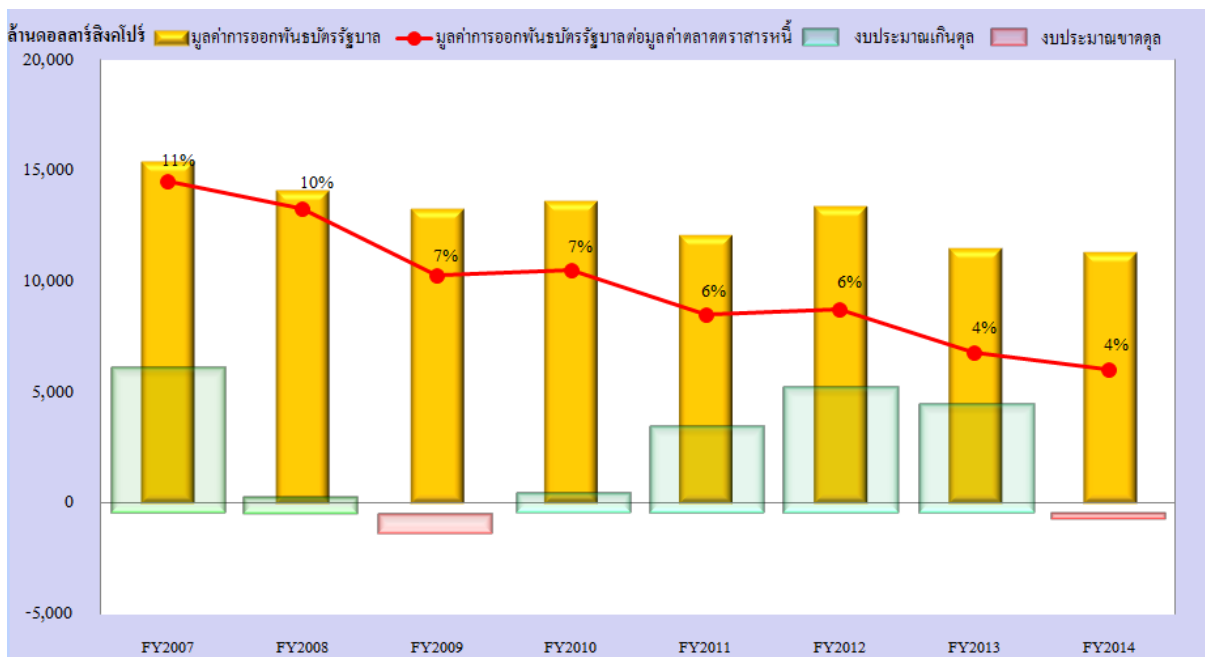
ที่มา : คณะทำงานที่ปรึกษาการลงทุน

1.3 การดำเนินงานของ กปพ. ในระยะต่อไป

ในระหว่างปีงบประมาณ 2558 – 2560 กปพ. จะต้องบริหารเงินลงทุนประมาณ 283,000 ล้านบาท จากการทำ Pre-Funding พันธบัตรรัฐบาลจำนวน 5 รุ่น ได้แก่ LB15DA วงเงิน 64,000 ล้านบาท SBST166A วงเงิน 32,000 ล้านบาท LB167A วงเงิน 10,000 ล้านบาท LB16NA วงเงิน 15,000 ล้านบาท LB176A 162,000 ล้านบาท

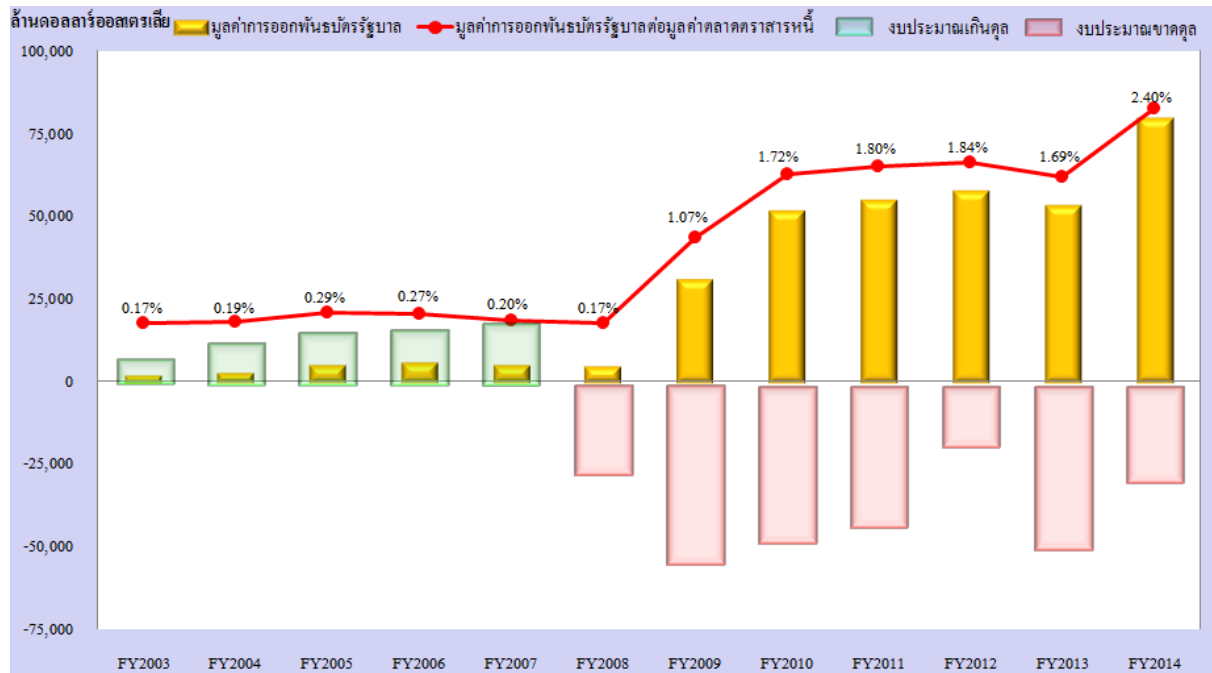
สำหรับแผนการดำเนินการกู้เงินเพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ภายใต้มาตรา 25/1 เนื่องจากรัฐบาลยังคงมีความต้องการกู้เงินเพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณต่อไประยะ 2- 3 ปีข้างหน้า ในปัจจุบันจึงยังไม่สามารถระบุได้ว่าจะเริ่มดำเนินการกู้เงินภายใต้มาตรา 25/1 ได้เมื่อใด อย่างไรก็ตาม ได้เริ่มขั้นตอนการพิจารณาร่างกฎหมายที่เกี่ยวข้องเพื่อเตรียมความพร้อมในกรณีที่ต้องการดำเนินการกู้เงินภายใต้กฎหมายดังกล่าว โดยได้มีการศึกษากรณีจากต่างประเทศซึ่งมีนโยบายการออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ ได้แก่ ประเทศสิงคโปร์ และประเทศออสเตรเลีย ซึ่งจากการศึกษาได้พบว่าทั้ง 2 ประเทศดังกล่าวพยายามคง Supply พันธบัตรรัฐบาลให้อยู่ในสัดส่วนที่เหมาะสมกับขนาดของตลาดตราสารหนี้ ถึงแม้ในบางช่วงเวลารัฐบาลจะไม่มีจำเป็นต้องใช้เงินกู้เพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณ

แผนภาพที่ 4 แนวทางการออกพันธบัตรรัฐบาลต่องบประมาณรายจ่ายประจำปีของประเทศสิงคโปร์



ที่มา : Singapore Bond Market Guide, Monetary Authority of Singapore

แผนภาพที่ 5 แนวทางการออกพันธบัตรรัฐบาลต่องบประมาณรายจ่ายประจำปีของประเทศออสเตรเลีย



ที่มา : Department of Treasury, Australian Government

ในการนี้ เพื่อให้สอดคล้องกับแผนการดำเนินงานของ สบн. ในการเตรียมความพร้อมการดำเนินงานกู้เงินภายใต้มาตรา 25/1 กพพ. จึงเห็นควรจัดทำการศึกษาแนวทางการลงทุนภายใต้กรณีดังกล่าว เพื่อให้ได้รับทราบประเด็นพิจารณาที่สำคัญ รวมทั้งประเด็นกฎหมายที่ต้องพิจารณาปรับปรุงแก้ไข ทั้งนี้ เพื่อให้มีความพร้อมและสามารถให้ความเห็นที่เหมาะสมกับ สบн. ในการดำเนินการต่อไป

บทที่ 2

กรอบกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการกู้เงิน เพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ของประเทศไทย

พระราชบัญญัติการบริหารหนี้สาธารณะ พ.ศ. 2548 แก้ไขเพิ่มเติม (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2551 (ภาคผนวก 1) กำหนดอำนาจหน้าที่ให้กระทรวงการคลังเป็นผู้เดียวที่สามารถกู้เงินและค้ำประกันเงินกู้ในนามของรัฐบาลไทย โดยกำหนดขอบเขตการกู้เงินของกระทรวงการคลังในมาตรา 20 ของ พรบ. ดังกล่าวเป็นวัตถุประสงค์ 5 ข้อ ได้แก่ 1) ชดเชยการขาดดุลงบประมาณหรือเมื่อมีรายจ่ายสูงกว่ารายได้ 2) พัฒนาเศรษฐกิจและสังคม 3) ปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะ 4) ให้หน่วยงานอื่นกู้ต่อ และ 5) พัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ ปัจจุบันสำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ (สบน.) ในนามของกระทรวงการคลังได้ดำเนินการก่อหนี้รัฐบาลภายใต้วัตถุประสงค์ข้อ 1 ถึง 4 อย่างต่อเนื่อง เพื่อนำเงินกู้มาใช้ในการสนับสนุนการดำเนินนโยบายขาดดุลงบประมาณของรัฐบาลในวงเงินประมาณ 150,000 – 450,000 ล้านบาทต่อปี และกู้เงินเพื่อบริหารจัดการภาระหนี้โดยการ Refinance และ Rollover ซึ่งมีวงเงินรวมต่อปีประมาณ 300,000 - 600,000 ล้านบาท ตั้งแต่ปี 2550 ตลอดจนมีการให้กู้ต่อเพิ่มขึ้นจากการเร่งลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน จากความต้องการระดมทุนและปรับโครงสร้างหนี้ดังกล่าว สบน. จึงสามารถออกพันธบัตร Benchmark ได้อย่างต่อเนื่อง จนทำให้เส้นอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลในปัจจุบันสะท้อนต้นทุนการก่อหนี้ในช่วงเวลาใดๆ ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งสนับสนุนให้ผู้ออกตราสารหนี้รายอื่นๆ มีอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่ชัดเจนเพื่อประเมินต้นทุนเงินกู้ของตนเอง การกู้เงินเพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศตามวัตถุประสงค์ข้อ 5 จึงยังไม่มีผลเป็นไปในช่วงเวลาที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม สบน. ได้เริ่มเตรียมการเพื่อรองรับความจำเป็นที่ต้องมีการกู้เงินภายใต้กฎหมายดังกล่าวในอนาคต อาทิกรณีที่รัฐบาลดำเนินนโยบายสมดุลงบประมาณ หรือในปีที่รัฐบาลไม่มีความจำเป็นต้องปรับโครงสร้างพันธบัตรที่ครบกำหนด โดยพิจารณาและหารือกับหน่วยงานที่เกี่ยวข้องและผู้มีส่วนได้เสียต่างๆ เพื่อจัดทำร่างกฎหมายลูกที่เหมาะสมต่อแนวทางพัฒนาตลาดตราสารหนี้และสอดคล้องกับการดำเนินงานของผู้เกี่ยวข้องต่างๆ โดยยึดหลักของการบริหารหนี้ภายใต้กรอบความยั่งยืนทางการคลัง ซึ่งประเด็นกฎหมายดังกล่าวนี้จะอธิบายในรายละเอียดต่อไป

พรบ. หนี้สาธารณะฯ มาตรา ๒๕/๑ กำหนดเงื่อนไขการกู้เงินเพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ ดังนี้

“การกู้เงินเพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศให้กระทำโดยการออกตราสารหนี้ ตามความจำเป็นในการสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงในตลาดตราสารหนี้ ทั้งนี้ ตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่กำหนดในกฎกระทรวง และให้นับรวมในวงเงินตามมาตรา ๒๑^๑

¹ มาตรา 21 กล่าวว่า “การกู้เงินเพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณหรือเมื่อมีรายจ่ายสูงกว่ารายได้ในปีงบประมาณหนึ่ง ให้กระทรวงการคลังกู้เป็นเงินบาทไม่เกินวงเงิน (1) ร้อยละยี่สิบของงบประมาณรายจ่ายประจำปีที่ใช้บังคับอยู่ในขณะนั้นและงบประมาณรายจ่ายเพิ่มเติม และ (2) ร้อยละแปดสิบของงบประมาณรายจ่ายที่ตั้งไว้สำหรับชำระคืนเงินต้น”

กฎกระทรวงตามวรรคหนึ่งต้องรวมถึงอายุและวงเงินของตราสารหนี้ที่จะใช้ในการสร้าง อัตราดอกเบี้ยสำหรับใช้อ้างอิงในตลาดตราสารหนี้

เงินที่ได้รับจากการกู้เงินตามวรรคหนึ่ง ให้นำส่งเข้ากองทุนบริหารเงินกู้เพื่อการปรับ โครงสร้างหนี้สาธารณะและพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ”

มาตรา ๒๕/๑ จึงเป็นการกำหนด ๑) กรอบวงเงินการกู้เงินเพื่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ ๒) ให้มีการกฎ กระทรวงการคลังเพื่อกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขในรายละเอียด ซึ่งรวมถึงอายุและวงเงินตราสารหนี้ที่จะใช้ ในการกู้เงิน และ ๓) เงินกู้ที่ได้จากการกู้เงินภายใต้วัตถุประสงค์เพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้จะต้องส่งให้ กองทุนบริหารเงินกู้เพื่อการปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะและพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ (กฟพ.) เป็น ผู้บริหารเพื่อสร้างผลตอบแทนมาชดเชยต้นทุนเงินกู้ต่อไป

สบน. ในฐานะผู้กู้เงินและบริหารจัดการเงินกู้เพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ได้ดำเนินการจัดทำ หลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่เกี่ยวข้อง โดยพิจารณาแนวทางการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ ข้อมูลตลาดตราสารหนี้ที่ เกี่ยวข้อง และข้อกฎหมายที่เกี่ยวข้อง รวมทั้งหารือหน่วยงานกำกับต่างๆ และผู้มีส่วนได้เสียต่างๆ (Focus Group) เช่น สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง กรมบัญชีกลาง สำนักงานปรมาณ ธนาคารแห่งประเทศไทย และ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย เพื่อระดมความคิดเห็นสำหรับการจัดทำร่างกฎกระทรวงการคลังกำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขในการกู้เงินเพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ พ.ศ. (ภาคผนวก ๒) โดยร่างกฎกระทรวง ดังกล่าวมีสาระสำคัญในการพิจารณาแบ่งเป็น ๔ ประเด็น ได้แก่ ๑) การกำหนดรุ่นอายุของพันธบัตรที่ใช้สร้าง อัตราดอกเบี้ยอ้างอิง ๒) เงื่อนไขความจำเป็นในการสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงในตลาดตราสารหนี้ ๓) วงเงินในการออกพันธบัตรที่ใช้สร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง และ ๔) การทบทวน/เปลี่ยนแปลง รุ่นอายุและวงเงิน ของพันธบัตรที่ใช้สร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง โดยในปัจจุบันร่างกฎกระทรวงฯ โดยมีรายละเอียดและหลักการที่ เกี่ยวข้อง ดังนี้

ข้อ ๑ พันธบัตรที่ใช้สร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง หมายความว่า พันธบัตรรัฐบาลรุ่นที่ กระทรวงการคลังประกาศกำหนดให้ใช้ในการสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงในตลาดตราสารหนี้รุ่น อายุ ๓ ปี ๕ ปี ๗ ปี ๑๐ ปี ๑๕ ปี ๒๐ ปี ๓๐ ปี และ ๕๐ ปี

หลักการ ปัจจุบันการออกพันธบัตรเพื่อสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงในตลาดตราสารหนี้ หรือ Benchmark Bond รัฐบาลได้มีการดำเนินการใน ๘ รุ่นอายุ ได้แก่ รุ่นอายุ ๓ ปี ๕ ปี ๗ ปี ๑๐ ปี ๑๕ ปี ๒๐ ปี ๓๐ ปี และ ๕๐ ปี และเนื่องจากในแต่ละปีอาจมีการออกพันธบัตรในรุ่นอายุเดียวกันหลายรุ่น เช่น รัฐบาลอาจ ออกพันธบัตรรุ่นอายุ ๕ ปี จำนวน ๕ รุ่น รัฐบาลจะกำหนด ๑ รุ่นเท่านั้น ที่ใช้เป็น Benchmark Bond ดังนั้น เพื่อให้สอดคล้องกับแนวทางปฏิบัติในปัจจุบัน พันธบัตรที่ใช้ในการสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงในร่าง กฎกระทรวงข้อ ๑ จะหมายถึงพันธบัตรใน ๘ รุ่นอายุที่กระทรวงการคลังประกาศรุ่น (Bond Code) เท่านั้น

ข้อ ๒ การกู้เงินเพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศให้กระทรวงการคลังกระทำโดยการออกพันธบัตรที่ใช้สร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงเมื่อมีความจำเป็นในการสร้างอัตราดอกเบี้ยสำหรับใช้อ้างอิงในตลาดตราสารหนี้

ความจำเป็นในการสร้างอัตราดอกเบี้ยสำหรับใช้อ้างอิงในตลาดตราสารหนี้ตามวรรคหนึ่ง หมายถึง กรณีที่วงเงินการออกพันธบัตรที่ใช้สร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงภายใต้แผนการบริหารหนี้สาธารณะเพื่อวัตถุประสงค์ตามมาตรา ๒๐ (๑) (๒) (๓) และ (๔) ตามกฎหมายว่าด้วยการบริหารหนี้สาธารณะ และกฎหมายอื่นที่กำหนดให้กระทรวงการคลังกู้เงินในขณะนั้น รวมกันแล้วน้อยกว่าร้อยละห้าของมูลค่าตราสารหนี้ขึ้นทะเบียนกับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

หลักการ ความต้องการระดมทุนเพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณ และวงเงินเพื่อปรับโครงสร้างหนี้ตามกฎหมายการบริหารหนี้สาธารณะและกฎหมายพิเศษอื่นๆ ในปัจจุบันเมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดตราสารหนี้รวมโดยเฉลี่ยคิดเป็นประมาณร้อยละ ๕ ของมูลค่าตลาดตราสารหนี้รวม ซึ่งเป็นวงเงินที่สามารถสร้างอัตราดอกเบี้ยสำหรับใช้อ้างอิงในตลาดตราสารหนี้ได้ ทั้งนี้ จึงได้กำหนดให้วงเงินดังกล่าวเทียบเท่ากับสัดส่วนการออกตราสารหนี้ที่มี “ความจำเป็น” ในการสร้างอัตราดอกเบี้ยสำหรับใช้อ้างอิงในตลาดตราสารหนี้ กล่าวคือหากในปีงบประมาณหนึ่งมีวงเงินการออก Benchmark Bond ภายใต้พระราชบัญญัติการบริหารหนี้สาธารณะ มาตรา ๒๐ (๑) (๒) (๓) และ (๔) และภายใต้กฎหมายพิเศษอื่น ๆ รวมกันแล้วน้อยกว่าร้อยละ ๕ ของมูลค่าตลาดตราสารหนี้รวม ถือว่ามีปริมาณ Benchmark Bond ไม่เพียงพอในตลาด และจะเข้าเงื่อนไขมีความจำเป็นในการสร้างอัตราดอกเบี้ยสำหรับใช้อ้างอิงในตลาดตราสารหนี้

ข้อ ๓ การออกพันธบัตรที่ใช้สร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงเพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศตามข้อ ๒ เมื่อรวมกับการออกพันธบัตรที่ใช้สร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงภายใต้แผนการบริหารหนี้สาธารณะในขณะนั้น จะต้องไม่เกินร้อยละห้าของมูลค่าของตราสารหนี้ขึ้นทะเบียนกับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

หลักการ กำหนดกรอบ “วงเงิน” ของการออกตราสารหนี้ภายใต้วัตถุประสงค์เพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ โดยในปีที่วงเงินรวมของ Benchmark Bond ทั้งหมดที่ออกภายใต้พระราชบัญญัติการบริหารหนี้สาธารณะฯ มาตรา ๒๐ (๑) (๒) (๓) และ (๔) และกฎหมายพิเศษไม่เกินร้อยละ ๕ ของมูลค่าตลาดตราสารหนี้รวม ร่างข้อ ๓ กำหนดให้สามารถออก Benchmark Bond ตามมาตรา ๒๕/๑ เพิ่มเติมได้ แต่เมื่อรวมกับวงเงินการออก Benchmark Bond ตามพระราชบัญญัติการบริหารหนี้สาธารณะฯ ตามมาตรา ๒๐ (๑) (๒) (๓) (๔) และ (๕) และกฎหมายพิเศษแล้ว ต้องไม่เกินร้อยละ ๕ ของมูลค่าตราสารหนี้ขึ้นทะเบียนฯ

นอกจากนี้การออก Benchmark Bond ตามมาตรา ๒๕/๑ จะต้องอยู่ภายใต้กรอบวงเงินเพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณหรือเมื่อมีรายจ่ายสูงกว่ารายได้ ซึ่งเป็นไปตามที่กำหนดไว้ในพระราชบัญญัติการบริหารหนี้สาธารณะฯ

ข้อ ๔ ให้กระทรวงการคลังทบทวนรุ่นอายุและวงเงินของพันธบัตรที่ใช้สร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงตามข้อ ๑ ข้อ ๒ และข้อ ๓ อย่างน้อยทุกห้าปี นับแต่กฎกระทรวงนี้ใช้บังคับ

ในกรณีที่เห็นสมควรให้มีการเปลี่ยนแปลงตามวรรคหนึ่ง ให้กระทรวงการคลังเสนอคณะรัฐมนตรีพิจารณาให้ความเห็นชอบการกำหนดรุ่นอายุหรือวงเงินของพันธบัตรที่ใช้สร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงเสียใหม่

การเปลี่ยนแปลงตามวรรคสองให้กระทรวงการคลังประกาศในราชกิจจานุเบกษา และให้มีผลบังคับใช้แทนรุ่นอายุและวงเงินของพันธบัตรที่ใช้สร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่กำหนดไว้ตามกฎกระทรวงนี้ ปัจจุบันร่างกฎกระทรวงการดังกล่าว

หลักการ เนื่องจากร่างกฎกระทรวงฉบับนี้ เป็นกฎหมายที่เขียนเพื่อรองรับเหตุการณ์ในอนาคต ซึ่งเหตุการณ์ที่กระทรวงการคลังจะสามารถนำร่างกฎกระทรวงฉบับนี้มาใช้กู้เงิน อาจเป็นเหตุการณ์ในอนาคตอีก ๕ ปี หรือ ๑๐ ปี ข้างหน้าซึ่งเมื่อถึงเวลานั้นรุ่นอายุที่กำหนดไว้จำนวน ๘ รุ่น หรือวงเงินที่กำหนดไว้ที่ร้อยละ ๕ นั้น อาจไม่เหมาะสมและไม่สอดคล้องกับการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศร่างข้อ ๔ จึงกำหนดให้กระทรวงการคลังสามารถเสนอขอทบทวนและปรับเปลี่ยน “รุ่นอายุ” หรือ “วงเงิน” ดังกล่าวได้ และเมื่อคณะรัฐมนตรีให้ความเห็นชอบการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวแล้ว กระทรวงการคลังจะออกเป็นประกาศกระทรวงการคลังเพื่อกำหนดรุ่นอายุหรือวงเงินใหม่และประกาศในราชกิจจานุเบกษา ซึ่งจะมีผลบังคับใช้แทนรุ่นอายุและวงเงินของพันธบัตรเดิมที่กำหนดไว้ในร่างกฎกระทรวงฯ

ทั้งนี้ สบ. ได้นำเสนอร่างกฎกระทรวงดังกล่าวต่อกระทรวงการคลังเพื่อพิจารณานำเสนอกรม. แล้ว อย่างไรก็ตาม ภาครัฐบาลยังต้องกู้เงินเพื่อการชดเชยการขาดดุลต่อเนื่องเป็นเวลาหลายปี จึงเห็นควรให้ชะลอการพิจารณาอนุมัติกฎหมายที่เกี่ยวข้องไปก่อน เพื่อให้การพิจารณากฎหมายดังกล่าวได้รับพิจารณาอนุมัติในช่วงเวลาที่ใกล้เคียงกับช่วงที่ต้องนำกฎหมายมาใช้จริง

บทที่ 3

การศึกษารูปแบบการลงทุนของกองทุนบริหารเงินกู้เพื่อการปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะและพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ (กบพ.) สำหรับการลงทุนระยะยาว

ในส่วนของการเตรียมความพร้อมในด้านการลงทุนของ กบพ. ซึ่งมีหน้าที่บริหารจัดการเงินกู้ที่ได้มาจากการกู้เงินภายใต้มาตรา 25/1 แห่ง พ.ร.บ. หนี้สาธารณะฯ กบพ. ได้เริ่มดำเนินการศึกษาพิจารณาประเด็นที่เกี่ยวข้องในการบริหารวงเงินดังกล่าว ซึ่งจะมีรูปแบบที่แตกต่างจากการดำเนินงานในปัจจุบันที่มีระยะเวลาการลงทุนไม่เกิน 12 เดือน ทั้งนี้ เพื่อให้สามารถจัดเตรียมกรอบกฎหมายและพิจารณานโยบายการลงทุนที่เหมาะสม ตลอดจนเครื่องมือในการติดตามและประเมินผลการดำเนินงานผู้บริหารสินทรัพย์ภายนอกได้อย่างเหมาะสม จึงมีความจำเป็นต้องมีความเข้าใจในเบื้องต้นถึงแนวทางการดำเนินการลงทุนที่มีระยะยาวมากขึ้น ทั้งนี้ เพื่อให้เกิดการเรียนรู้จากผู้มีประสบการณ์และความเชี่ยวชาญโดยตรงในการดำเนินการลงทุน กบพ. ได้พิจารณาสถานการณ์จำลองในการลงทุนและจัดทำประเด็นคำถามต่างๆ ที่จะเป็นประโยชน์ต่อการพิจารณาแนวทางการดำเนินงานในส่วนของ กบพ. ที่จะต้องกำหนดกรอบนโยบายการลงทุน การติดตามและประเมินผลงานของผู้จัดการสินทรัพย์ภายนอก โดยผลการศึกษาดังกล่าวยังจะเป็นประโยชน์ให้ กบพ. สามารถต่อยอดการศึกษาที่จะต้องจัดทำเพิ่มเติมเพื่อเป็นการเตรียมความพร้อม รวมทั้งเป็นข้อมูลที่ สบง. สามารถนำไปใช้ประโยชน์ได้ในการพิจารณาวางแผนการกู้เงินภายใต้มาตรา 25/1 ในอนาคต

3.1 การมอบหมายโจทย์ในการศึกษาแนวทางการบริหารการลงทุนระยะยาวของ กบพ.

เพื่อให้เกิดความเข้าใจในแนวทางการดำเนินการลงทุนที่มีระยะยาวในเบื้องต้น กบพ. ได้มอบหมายให้ผู้บริหารสินทรัพย์ภายนอก (AM) ทั้ง 4 ราย ได้แก่ บริษัท หลักทรัพย์การกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBAM) บริษัท หลักทรัพย์จัดการกองทุน กรุงไทย จำกัด (มหาชน) (KTAM) บริษัท หลักทรัพย์จัดการกองทุน กสิกรไทย จำกัด (KASSET) และ บริษัท หลักทรัพย์จัดการกองทุน ธนชาติ จำกัด (TFUND) พิจารณาจัดทำแบบจำลองพอร์ตโฟลิโอการลงทุน ภายใต้กรอบการลงทุนในปัจจุบัน และกรอบการลงทุนที่ได้รับการขยายขอบเขตการลงทุน² โดยพิจารณาข้อสมมติในการกู้เงินภายใต้มาตรา 25/1 และประเด็นคำถาม ดังนี้

² ขยายขอบเขตการลงทุนให้สามารถลงทุนในเครื่องมือการลงทุนเพิ่มเติม ดังนี้ 1) ลงทุนในตราสารหนี้ธนาคารแห่งประเทศไทย โดยให้สามารถนำตราสารดังกล่าวไปทำ Reverse Repo ได้ 2) ลงทุนในเงินฝากต่างประเทศ 3) ลงทุนในตราสารหนี้หรือเงินฝากของธนาคารที่มี Credit Rating ไม่ต่ำกว่า A- (Issuer/Issue/Guarantor Rating)

ข้อสมมติ

- สมมติวงเงินในการลงทุน 300,000 ล้านบาท โดยแบ่งระยะเวลาการลงทุนเป็น 5 ปี 150,000 ล้านบาท 10 ปี 100,000 ล้านบาท และ 15 ปี 50,000 ล้านบาท
- นโยบายการลงทุนเน้นความสำคัญของการรักษาเงินต้นเป็นหลัก และสัดส่วนการลงทุนมั่งคั่งสูงร้อยละ 60 ต่อหลักทรัพย์อื่นร้อยละ 40

ประเด็นคำถาม

- ประเมินการผลตอบแทนการลงทุน
- อธิบายหลักการและเหตุผลของกลยุทธ์การลงทุน และ
- จัดทำข้อเสนอแนะเพื่อปรับปรุงกรอบบริหารความเสี่ยงและ Benchmark การลงทุนที่เหมาะสม

3.2 ผลการศึกษาแนวทางการลงทุนระยะยาวของ กปพ.

3.2.1 การจัดทำพอร์ตโฟลิโอจำลองของบริษัทจัดการหลักทรัพย์ภายนอก

ผลการศึกษาของ AM ในการจัดทำพอร์ตโฟลิโอจำลองพบว่า มีแนวคิดในการจัดทำพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเป็น 2 รูปแบบ ได้แก่

1) การลงทุนแบบมีการซื้อขายระหว่างทาง

รูปแบบการลงทุนดังกล่าวมีความเหมาะสมหากต้องการ Enhance Yield โดยเฉพาะในช่วงอัตราดอกเบี้ยขาขึ้นในระยะ 1-3 ปีข้างหน้า เป็นรูปแบบกองทุนแบบ Open End Fund ซึ่งมีความยืดหยุ่นในการการบริหารสินทรัพย์ จึงเป็นประโยชน์ทำให้สามารถลด Market Impact ในการบริหารจัดการเงินลงทุนของ กปพ. ซึ่งมีวงเงินลงทุนค่อนข้างมาก ทั้งนี้ ในการดำเนินการบริหารจัดการกองทุนภายใต้แนวทางการลงทุนดังกล่าวให้สอดคล้องกับโจทย์การลงทุนที่ กปพ. กำหนด โดยแบ่งการลงทุนออกเป็น 2 ส่วน คือ (1) การลงทุนในระยะสั้น (1-3 ปี) ซึ่งในการลงทุนจะใช้คาดการณ์เศรษฐกิจและข้อมูลตลาดในการพิจารณาหลักทรัพย์การลงทุน และ (2) การลงทุนในระยะยาว (มากกว่า 3 ปี ขึ้นไป) จะใช้ Strategic Asset Allocation ซึ่งเป็นการประมาณการผลตอบแทนและความเสี่ยงของตราสารหนี้ เพื่อหารูปแบบพอร์ต (Weight ในแต่ละประเภทตราสารหนี้) บน Efficient Frontier ที่ให้ผลตอบแทนสูงสุด ณ ความเสี่ยงที่ต่ำที่สุด ทั้งนี้ รูปแบบการลงทุนดังกล่าวเนื่องจากเป็นพอร์ตโฟลิโอที่มีการซื้อขายระหว่างทางได้ แนวทางการจัดทำบัญชีที่สอดคล้องกับรูปแบบการลงทุนจึงเป็นรูปแบบเผื่อขาย (Available for Sale : AFS) ซึ่งอาจมีผลขาดทุนจากการ Mark to Market ในบางปีได้

2) การลงทุนแบบ Maturity Matching

เป็นรูปแบบการลงทุนที่เหมาะสมหากต้องการลดความเสี่ยงด้านผลตอบแทน โดยเป็นรูปแบบกองทุนแบบเดียวกับ Term Fund องค์กรใดก็ตาม เนื่องจากจำนวนตราสารหนี้ระยะยาวในตลาดมีจำนวนจำกัด การลงทุนแบบ Maturity Matching จึงทำได้เพียงบางส่วนเท่านั้น โดยสัดส่วนการลงทุน 5 ปี

จะสามารถทำ Matching ได้ทั้งวงเงิน แต่ในส่วนของเงินลงทุนระยะ 10 และ 15 ปี จะสามารถทำ Matching ได้เพียงบางส่วนเท่านั้น โดยรูปแบบการจัดทำบัญชีที่สอดคล้องกับกลยุทธ์การลงทุนดังกล่าว เรียกว่ารูปแบบบัญชีแบบถือจนครบกำหนดอายุ (Hold to Maturity : HTM) ซึ่งจะไม่ปรากฏผลขาดทุน เนื่องจากเป็นการบันทึกราคาค่าตราสารหนี้ ณ ราคาทุนบวกดอกเบี้ยสะสม

3.2.2 ประเมินการผลตอบแทนและข้อเสนอแนะ Benchmark การลงทุน

ผลการศึกษาของ AM ในการจัดทำพอร์ตโฟลิโอการลงทุนและข้อเสนอแนะ Benchmark การลงทุนมีข้อสรุปที่หลากหลาย โดยรูปแบบการลงทุนของ AM แบ่งเป็น 4 กรณี ได้แก่

- 1) กรณี Base Case เป็นการลงทุนตามขอบเขตการลงทุนปัจจุบัน
- 2) กรณี Case 2 เป็นการลงทุนแบบเน้น Maturity Matching โดยใช้ขอบเขตลงทุนปัจจุบัน
- 3) กรณี Case 3 เป็นการลงทุนตามขอบเขตการลงทุนที่ได้ขยายให้ครอบคลุมตราสารหนี้ที่มี Credit Rating A- ขึ้นไป ลงทุนในตราสารหนี้ BOT และเงินฝากต่างประเทศได้
- 4) กรณี Case 4 เป็นการลงทุนแบบเน้น Maturity Matching ตามขอบเขตการลงทุนที่ได้ขยายให้ครอบคลุมตราสารหนี้ที่มี Credit Rating A- ขึ้นไป ลงทุนในตราสารหนี้ BOT และเงินฝากต่างประเทศได้

ทั้งนี้ AM ส่วนมากจะจัดทำประมาณการเป็น Case 3 เนื่องจากเห็นว่าเป็นกรณีที่มีความเป็นไปได้มากที่สุด เพราะจำนวนตราสารหนี้เพื่อการลงทุนที่มีอายุยาวมีจำนวนจำกัด จึงอาจทำให้หาตราสารหนี้ที่มีอายุเท่ากับระยะเวลาการลงทุนได้ยาก และการขยายขอบเขตการลงทุนเพื่อรองรับรูปแบบการลงทุนที่มีระยะเวลายาวมีความจำเป็นมากยิ่งขึ้น โดยในส่วนของ KASSET ได้จัดทำ Case 3 เปรียบเทียบกับ Base Case และ Case 2 ให้เห็นว่า Case 3 ยังให้ผลตอบแทนที่ดีที่สุด นอกจากนี้ SCBAM ได้เสนอให้มีการแยกกองทุนของแต่ละช่วงอายุเพื่อให้มีความชัดเจนในการติดตามและประเมินผล

สำหรับข้อเสนอแนะ Benchmark การลงทุน AM ทั้ง 4 รายมีความเห็นตรงกันว่าควรเปรียบเทียบกับตัวชี้วัดของตราสารหนี้รัฐบาลไทยเป็นหลักโดยใช้ Index ที่จัดทำโดย ThaiBMA ซึ่งมีการเสนอแนะให้ใช้ Index รวมหรือ Index เฉพาะแต่ละช่วงอายุ นอกจากนี้ ยังมีข้อเสนอให้เพิ่มเติมสัดส่วนของตัวชี้วัดของดอกเบี้ยเงินฝากประจำ ผลตอบแทนของตราสารหนี้ภาคเอกชน และการลงทุนในต่างประเทศด้วย

ตารางที่ 1 ประมาณการผลตอบแทนและข้อเสนอแนะ Benchmark การลงทุน

	KASSET	SCBAM	KTAM	TFUND
Expected Return	<p>Base Case : 3.22-3.75%</p> <p>Case 2 : กรณี Maturity Matching และกรอบการลงทุนแบบ Base Case 2.98-3.51%</p> <p>Case 3 : มีการลงทุนในตราสารหนี้ที่มี Credit Rating A- ขึ้นไป 3.87-4.75%</p>	<p>Case 3 : มีการลงทุนในตราสารหนี้ที่มี Credit Rating A- ขึ้นไป โดยแบ่งเป็น 3 กอง</p> <p>พอร์ต 5 ปี 2.0-3.5% ต่อปี</p> <p>พอร์ต 10 ปี 2.5-4.5% ต่อปี</p> <p>พอร์ต 15 ปี 3.0-5.5% ต่อปี</p>	<p>Case 3 : มีการลงทุนในตราสารหนี้ที่มี Credit Rating A- ขึ้นไป โดยแบ่งเป็น 2 กอง</p> <p>พอร์ตระยะสั้น (1-3ปี) : 1.63 - 2.76% ต่อปี</p> <p>พอร์ตระยะยาว (มากกว่า 3ปี) : 4.89% ต่อปี</p>	<p>Case 4: มีการลงทุนในตราสารหนี้ที่มี Credit Rating A- ขึ้นไป และเน้นการลงทุนแบบ Maturity Matching</p> <p>Avg. Return 2.9 – 3.0% ต่อปี</p>
Benchmark	<p>(45%) GB Index 1-3 ปี +</p> <p>(20%) GB Index 3-7 ปี +</p> <p>(20%) GB Index 7-10 ปี +</p> <p>(5%) GB Index >10 ปี +</p> <p>(10%) Fixed Deposit Rate</p>	<p>(90%) GB Index +</p> <p>(10%) Fixed Deposit Rate โดยใช้ GB Index ในช่วงอายุ 3-7 ปี สำหรับพอร์ต 5 ปี</p> <p>7-10ปี สำหรับพอร์ต 10 ปี</p> <p>>10ปี สำหรับพอร์ต 15 ปี</p> <p>หรือ</p> <p>เปรียบเทียบกับต้นทุนการกู้เงิน</p>	<p>(70%) GB Index +</p> <p>(25%) CorpB (A- ขึ้นไป) +</p> <p>(5%) Fixed Deposit โดยใช้ GB Index ในช่วงอายุ >10ปี สำหรับการลงทุนปีที่ 0-5</p> <p>3-7ปี สำหรับการลงทุนปีที่ 5-10</p> <p>1-3ปี สำหรับการลงทุนปีที่ 10-14</p> <p>ZRR Index6M สำหรับปีสุดท้าย</p> <p>ทั้งนี้ อาจคิดเป็น %Change ของ Index หรือ Rate ณ วันเริ่มลงทุน (Composite)</p>	<p>(50%) GB Index +</p> <p>(30%) CorpB Index (BBB+) +</p> <p>(20%) Barclays GblAggGovt</p> <p>- GB Index รวมของ ThaiBMA ซึ่งมี Duration เฉลี่ย 7.70</p> <p>- CorpB Index (BBB+) ของ ThaiBMA มี Duration เฉลี่ย 2.96</p> <p>- Barclays GblAggGovt มี Duration เฉลี่ย 6.56</p>

ที่มา : ผลการศึกษาของ KASSET SCBAM KTAM และ TFUND

3.3 ข้อเสนอแนะ

3.3.1 กรอบความเสี่ยง (Risk Framework)

สำหรับข้อเสนอแนะกรอบความเสี่ยงแบ่งเป็นกรอบความเสี่ยง 4 ประเภท ได้แก่ 1) Market Risk 2) Credit Risk 3) Liquidity Risk และ 4) Foreign Exchange Risk โดย AM มีข้อเสนอแนะให้ปรับปรุง Risk Framework สรุปได้ดังนี้

1) ข้อเสนอแนะตัวชี้วัด Market Risk ดังนี้

- ขยาย Portfolio Duration เบี่ยงเบนจาก Duration ของดัชนีอ้างอิงไม่เกิน 0.5 เป็นไม่เกิน 1 หรือ 2 ปี
- ขยาย Value at Risk (VAR) ให้ขยายจากไม่เกิน 0.5% ต่อปี
- SCBAM เห็นควรให้ปรับเพิ่มตัวชี้วัด TE เป็น 0.5% ต่อปี อย่างไรก็ตาม

KTAM เห็นควรไม่มี TE เพราะในช่วงคืนเงินมีแนวโน้มสูงในช่วงคืนเงินแนวโน้มจะเกิด TE สูง

2) ข้อเสนอแนะตัวชี้วัด Credit Risk ดังนี้

- เนื่องจากมีขอบเขตการลงทุนที่กว้างมากขึ้น สามารถลงในตราสารหนี้ที่มีอายุยาวมากขึ้น จึงอาจปรับ Issuer/Counter Party Limit เป็น 15 หรือ 25%

- เพื่อจำกัด Credit Risk ควรกำหนด Limit ในการลงทุนในตราสารหนี้ภาคเอกชนไม่เกิน 30 หรือ 40% รวมทั้งควรกำหนด Maximum Maturity ของตราสารประเภทดังกล่าวไม่เกิน 5 หรือ 7 ปี

3) ข้อเสนอแนะตัวชี้วัด Liquidity Risk ดังนี้

- ให้เน้นการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนมือได้ โดยหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนมือไม่ได้หรือสภาพคล่องต่ำให้ลงทุนได้ไม่เกินระยะเวลาคงเหลือของกองทุน

4) สำหรับกรอบความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน AM เสนอให้คงเดิมเป็นปิดความเสี่ยง 100%

ตารางที่ 2 ข้อเสนอแนะกรอบความเสี่ยง

Risk Framework			
Market	Credit	Liquidity	FX
1. ขยาย Duration เป็น +/- 1 หรือ 2 ปี จาก BM 2. ปรับเพิ่ม VAR เป็น น้อยกว่า 3 หรือ 5% ต่อปี 3. TE 0.5% ต่อปี (SCBAM) ทั้งนี้ KTAM เห็นว่าไม่ควรกำหนดเพราะในช่วงคืนเงินมีแนวโน้มจะเกิด TE สูง	1. ปรับ Issuer / Counter Party Limit เป็น 15 หรือ 25% 2. กำหนด Corporate Bond Limit ที่ 30 หรือ 40% 3. กำหนด Maximum Maturity สำหรับตราสารภาคเอกชน ไม่เกิน 5 หรือ 7 ปี 4. กำหนด Minimum Credit Rating เป็น A-	1. เน้นการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนมือได้ โดยหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนมือไม่ได้หรือสภาพคล่องต่ำ ให้ลงทุนได้ไม่เกินระยะเวลาคงเหลือของกองทุน	Fully Hedge

ที่มา : ผลการศึกษาของ KASSET SCBAM KTAM และ TFUND

3.3.2 ข้อเสนอแนะอื่นๆ

AM ทุกแห่งได้เสนอแนะว่า กปพ. จะต้องมีความชัดเจนในนโยบายการลงทุนว่า ต้องการให้มีการลงทุนในรูปแบบใดระหว่างการลงทุนแบบเพื่อขายระหว่างทาง หรือ การลงทุนแบบ Maturity Matching เนื่องจากกระทบต่อแนวทางการลงทุนของ AM รวมทั้งแนวทางในการจัดทำบัญชีอีกด้วย นอกจากนี้ กปพ. ควรต้องพิจารณาลดหย่อนข้อจำกัดด้านการลงทุนในช่วงเวลาเริ่มต้นลงทุน เช่น เกณฑ์ 60-40 เพื่อลดผลกระทบต่อตลาด

บทที่ 4

บทสรุป

การศึกษานี้เป็นทบทวนความเป็นมาของแนวทางการดำเนินการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทยของ สบн. รวมทั้งการปรับปรุง พ.ร.บ. หนี้สาธารณะฯ เพื่อรองรับการกู้เงินเพื่อปรับโครงสร้างหนี้ล่งหน้าและการกู้เงินเพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ โดยได้พิจารณาการร่างกฎกระทรวงการคลัง กำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขในการกู้เงินเพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ พ.ศ. ซึ่งกำหนดรุ่นอายุพันธบัตร Benchmark ที่สามารถออกเพื่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศได้ ทั้งนี้ จากร่างกฎกระทรวงดังกล่าว กปพ. จึงสามารถนำไปใช้เป็นสมมติฐานในการลงทุนได้ ซึ่งจากการมอบหมายโจทย์ให้กับ AM จัดทำพอร์ตโฟลิโอการลงทุนจำลอง พบว่า กปพ. จำเป็นต้องมีการขยายขอบเขตการลงทุนที่กว้างมากขึ้น รวมทั้งพิจารณาปรับปรุงกรอบการติดตามความเสี่ยงและประเมินผลที่เหมาะสม โดยในลำดับแรก กปพ. จะต้องประเมินระดับ Risk Appetite ของกองทุนให้เหมาะสมและสอดคล้องกับนโยบายของกองทุน เพื่อที่จะได้กำหนดรูปแบบการลงทุนที่เหมาะสมสำหรับรูปแบบการลงทุนที่มีอายุยาวมากขึ้น ซึ่งหาก กปพ. เลือกที่จะลงทุนในรูปแบบเผือขายระหว่างทาง กองทุนจะต้องยอมรับความเสี่ยงที่อาจมีการขาดทุนได้ หรือมี Unrealized Loss ทางบัญชีจากการ Mark to Market ระหว่างการลงทุน ในขณะที่การลงทุนแบบ Maturity Matching จะใช้มาตรฐานบัญชีจนครบอายุ (HTM) ซึ่งจะไม่บันทึกความผันผวนระหว่างทาง รวมทั้งยังสามารถรับทราบผลตอบแทนตั้งแต่วันแรกของการลงทุน ทั้งนี้ การกำหนดนโยบายการลงทุนดังกล่าวนี้จะเป็นตัวกำหนดแนวทางการลงทุนของ AM รวมทั้งกรอบการติดตามและประเมินความเสี่ยงที่เหมาะสมต่อไป

ในระยะต่อไป กปพ. อาจพิจารณาจัดทำรูปแบบการลงทุนเชิงลึก โดยพิจารณาผลการดำเนินงานรายปีเพื่อให้เห็นภาพการลงทุนที่ชัดเจนมากขึ้น รวมทั้งยังเป็นข้อมูลที่จะทำให้สามารถประเมินระดับความสามารถในการยอมรับความเสี่ยงของ กปพ. ได้