

ตลาดตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคล (Retail bond market)

วรวิช ปลื้มโกศล

สุวิสาส์ เผ่าเหลืองทอง

ยรรยง ไทยเจริญ

มิถุนายน 2553



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
The Stock Exchange of Thailand

Disclaimer : รายงานนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้เขียน โดยเฉพาะ จัดทำบนพื้นฐานของข้อมูลที่เชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ความรู้และแนวคิดแก่ผู้อ่านเท่านั้น มิได้สะท้อนความเห็นของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแต่อย่างใด

สารบัญ

	หน้า
บทสรุปผู้บริหาร	i
บทนำ	1
บทที่ 1 ประเทศไทยมีตลาดตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคลหรือไม่	2
บทที่ 2 ตลาดตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคลในต่างประเทศเป็นอย่างไร	7
บทที่ 3 ตลาดตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคล...ประโยชน์ต่อรัฐบาลและนัก ลงทุนบุคคล	17
บทที่ 4 ตลาดตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคล...โอกาสและความเป็นไปได้	25
บทที่ 5 สรุปและข้อเสนอแนะ	28

สารบัญตาราง

		หน้า
ตารางที่ 1	ช่องทางการจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาลเพื่อนักลงทุนบุคคลในประเทศต่างๆ	12
ตารางที่ 2	วงเงินขั้นสูงในการซื้อพันธบัตรของนักลงทุนบุคคล	15
ตารางที่ 3	ช่วงเวลาการจำหน่ายพันธบัตรสำหรับนักลงทุนบุคคล	16
ตารางที่ 4	ตัวอย่างการประมูลพันธบัตรรัฐบาลในกรณีที่มี และไม่มี Retail bond market	20
ตารางที่ 5	อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในผลิตภัณฑ์การเงินประเภทต่างๆ ในสหรัฐอเมริกา ช่วงปี 2497 – 2543 และช่วงปี 2508 - 2543	23
ตารางที่ 6	ข้อเสนอแนะสำหรับรูปแบบของตลาดตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคลในประเทศไทย	29

สารบัญภาพ

	หน้า	
ภาพที่ 1	วงเงินจำหน่ายพันธบัตรออมทรัพย์ตั้งแต่ปี 2545 - 2552	2
ภาพที่ 2	สัดส่วนการถือครองตราสารหนี้ภาครัฐบาล จำแนกตามผู้ถือครอง	5
ภาพที่ 3	สัดส่วนการถือครอง Retail Saving Bonds จำแนกตามอายุของนักลงทุน	10
ภาพที่ 4	ดุลเงินงบประมาณของรัฐบาล ปีงบประมาณ 2547 - 2552	17
ภาพที่ 5	สัดส่วนหนี้สาธารณะคงค้างที่รัฐบาลกู้โดยตรง ปีงบประมาณ 2547 - 2552	17
ภาพที่ 6	มูลค่าของตราสารหนี้ภาคเอกชนที่ออกจำหน่ายแก่นักลงทุนบุคคล ในปี 2548 - 2552	18
ภาพที่ 7	มูลค่าพันธบัตรออมทรัพย์และพันธบัตรรัฐบาลที่ออกจำหน่ายผ่าน Treasury Direct ในสหรัฐอเมริกา ช่วงปี 2549 - 2552	19
ภาพที่ 8	อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมตลาดเงิน เงินฝากประจำ 1 ปี และตั๋วเงินคลังอายุ 1 ปี ช่วงปี 2546 - 2552	21
ภาพที่ 9	ปริมาณเงินฝากประจำของบัญชีที่มีเงินฝากตั้งแต่ 5 แสนบาท และมีอายุการฝาก มากกว่า 2 ปี ขึ้นไป ณ ไตรมาส 3/2552	26

สารบัญกล่อง

	หน้า	
กล่องที่ 1	กรณีศึกษาที่ 1: พันธบัตรออมทรัพย์ประเภท EE savings bonds และ I savings bonds ในสหรัฐอเมริกา	8
กล่องที่ 2	กรณีศึกษาที่ 2: Retail Savings bonds (RSA) ในแอฟริกาใต้	10
กล่องที่ 3	กรณีศึกษาที่ 3: ผลตอบแทนการลงทุนจากพันธบัตรออมทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา	23
กล่องที่ 4	กรณีศึกษาที่ 4: ปัจจัยสำคัญในการซื้อขายพันธบัตรออมทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา	27

ดัชนีตัวย่อ

ATMs	=	Automatic Teller Machines
BEX	=	Bond Electronic Exchange
CB	=	Competitive Bid
CDs	=	Credit Default Swaps
CEIC	=	CEIC Data Company Ltd.
C of I	=	Certificate of Indebtedness account
CPI	=	Consumer Price Index
CPI - U	=	The Current US Consumer Price Index – All Urban Consumers
C.V.	=	Coefficient of Variation
GDP	=	Gross Domestic Product
LSE	=	London Stock Exchange
LTF	=	Long Term Equity Fund
MMF	=	Money Market Fund
MOT	=	Mercato Telematico delle Obbligazioni
NCB	=	Non – Competitive Bid
PDs	=	Primary Dealers
PP	=	Private Placement
RMF	=	Retirement Mutual Fund
RSA	=	Retail Saving bond of Africa
S.D.	=	Standard Deviation
SET	=	The Stock Exchange of Thailand

บทสรุปผู้บริหาร

ปัจจุบันรูปแบบการออมและการลงทุนที่ได้รับความสนใจจากประชาชนส่วนใหญ่มีเพียงไม่กี่ประเภท โดยผู้ออมส่วนใหญ่ยังคงให้ความสำคัญกับการฝากเงินกับธนาคารเป็นหลัก อย่างไรก็ตาม ภายใต้โครงสร้างของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่อยู่ในระดับต่ำดังเช่นปัจจุบัน ตลอดจนการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างประชากรที่ปรับไปสู่สังคมผู้สูงอายุมากขึ้นในอนาคต เป็นแรงผลักดันสำคัญให้ประชาชนต้องเตรียมการในเรื่องการหาผลตอบแทนที่เพียงพอต่อการดูแลตนเองในอนาคต ด้วยเหตุนี้ การให้ความสำคัญต่อรูปแบบการออมและการลงทุนที่มีความสอดคล้องกับแต่ละช่วงชีวิตของบุคคลจึงเป็นสิ่งที่ต้องเร่งส่งเสริมให้เกิดขึ้น โดยในปัจจุบันการพัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่มุ่งสร้างเสริมให้เกิดการลงทุนผ่านการออมระยะยาวได้กลายเป็นนโยบายหนึ่งที่หลายประเทศให้ความสนใจและเร่งผลักดันให้เกิดขึ้น และผลิตภัณฑ์ที่ได้รับการส่งเสริมและเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็วในหลายประเทศในระยะที่ผ่านมา ได้แก่ ตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคล (retail bond)

จากการศึกษาถึงตลาดตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคลในประเทศไทย เฉพาะในส่วนของตราสารหนี้ที่ออกโดยรัฐบาลเพื่อจำหน่ายในตลาดแรกเป็นหลัก พบว่า แม้ตราสารหนี้ของรัฐบาลที่เปิดโอกาสให้นักลงทุนบุคคลสามารถซื้อขายได้โดยตรงจะเริ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2545 แต่เป็นการดำเนินการภายใต้วัตถุประสงค์เพื่อระดมทุนใช้ในโครงการต่างๆ ของรัฐบาล หรือเพื่อชดเชยการขาดดุลเพียงครั้งคราว ซึ่งส่งผลต่อเนื่องอย่างมีนัยสำคัญต่อการวางนโยบายและรูปแบบการออกจำหน่ายพันธบัตร เพราะทำให้แนวคิดและการผลักดันให้ตลาดตราสารหนี้เป็นแหล่งทางเลือกในการออมของนักลงทุนบุคคลถูกลดทอนความสำคัญลง

นอกจากนี้ โครงสร้างตลาดตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคลของไทยที่เป็นอยู่ในปัจจุบันยังมีข้อจำกัดในหลายๆ ประการที่ทำให้ไม่ได้รับความสนใจจากนักลงทุน ได้แก่

- ช่องทางการเข้าถึงตลาดตราสารหนี้ยังไม่มีประสิทธิภาพ หรือมีอุปสรรคที่ทำให้นักลงทุนไม่สามารถเข้าถึงได้โดยง่าย เช่น ช่องทางการซื้อและขายคืนพันธบัตรที่ขาดความหลากหลาย มีขั้นตอนปฏิบัติที่เป็นข้อจำกัดต่อการเข้ามาลงทุน และตลาดรองตราสารหนี้มีสภาพคล่องน้อย
- กำหนดการ/ตารางเวลาการจำหน่ายไม่ชัดเจน หรือขาดความสม่ำเสมอ ทำให้นักลงทุนมีความยากลำบากในการบริหารจัดการเงินออมและการวางแผนการลงทุน โดยเฉพาะนักลงทุนบุคคลที่มีเงินทุนจำกัด

- มูลค่าขั้นต่ำในการซื้อขายตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคลในตลาดแรกของไทยกำหนดไว้ในระดับค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับต่างประเทศ นอกจากนี้หากต้องการซื้อพันธบัตรในตลาดรองตราสารหนี้จะประสบปัญหาเรื่องเกณฑ์ขั้นต่ำของมูลค่าซื้อขายที่กำหนดไว้ในระดับสูงเช่นกัน

จากกรณีศึกษาของประเทศต่างๆ ที่ประสบความสำเร็จในการจำหน่ายตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคล พบว่ามีปัจจัยสนับสนุนที่สำคัญ ได้แก่

- การกำหนดมูลค่าขั้นต่ำในการซื้อที่ไม่สูงจนเกินไป เพื่อให้ให้นักลงทุนบุคคลที่มีเงินทุนจำกัดมีโอกาสลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลได้มากขึ้น และการกำหนดวงเงินขั้นสูงที่นักลงทุนบุคคลสามารถถือครองต่อคนที่ไม่สูงจนเกินไป ซึ่งช่วยลดการกระจุกตัวของนักลงทุนและช่วยให้รัฐบาลสามารถจำหน่ายพันธบัตรที่มีขนาดเล็กกระจายสู่นักลงทุนบุคคลได้ทั่วถึงยิ่งขึ้น

- การกำหนดอัตราผลตอบแทน กฎเกณฑ์และสิทธิประโยชน์ต่างๆ เพิ่มเติมที่จูงใจให้นักลงทุนถือครองพันธบัตรเพื่อการออมอย่างแท้จริง เช่น การกำหนดอัตราดอกเบี้ยที่สามารถปรับผลกระทบจากเงินเฟ้อเพื่อให้ให้นักลงทุนมั่นใจว่าผลตอบแทนที่ได้รับจะไม่ลดลง การรับประกันผลตอบแทนจากพันธบัตรเพิ่มเป็น 2 เท่า หากถือครองพันธบัตรได้ตามระยะเวลาที่กำหนด ตลอดจนการยกเว้นภาษีต่างๆ

- การกำหนดช่องทางการซื้อและการขายคืนพันธบัตรที่ทำให้ให้นักลงทุนบุคคลเข้าถึงได้ง่าย โดยไม่มีภาระด้านต้นทุนที่สูงขึ้น ด้วยการลดขั้นตอนการทำธุรกรรมที่ผ่านตัวกลางทางการเงิน โดยเปิดให้นักลงทุนสามารถซื้อและขายคืนพันธบัตรกับหน่วยงานภาครัฐได้โดยตรงผ่านอินเทอร์เน็ต เครื่อง ATMs หรือการจำหน่ายผ่านไปรษณีย์

การศึกษาได้ข้อสรุปว่า การพัฒนาตลาดตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคลมีความสำคัญและเป็นประโยชน์อย่างยิ่งแก่ผู้ร่วมตลาดทั้งผู้ต้องการเงินทุน(รัฐบาล) และผู้ออม(นักลงทุนบุคคล) เนื่องจากจะก่อให้เกิดประโยชน์ 3 ประการที่สำคัญ คือ

1. เป็นแหล่งเงินทุนที่มีเสถียรภาพที่ภาครัฐสามารถนำมาใช้ในการพัฒนาประเทศในระยะยาว ช่วยลดความเสี่ยงจากการผันผวนของตลาดยามที่เศรษฐกิจประสบภาวะวิกฤติ รวมทั้งลดภาระการพึ่งพิงการกู้ยืมเงินทุนจากต่างประเทศ

2. ช่วยลดต้นทุนทางการเงินของรัฐบาล อันเนื่องมาจากประสิทธิภาพที่มีมากขึ้นในขั้นตอนต่างๆ ของระบบการประมูลซื้อขายพันธบัตร

3. ส่งเสริมวัฒนธรรมการลงทุนผ่านการออมระยะยาวให้เกิดขึ้นกับประชาชน โดยเฉพาะอย่างยิ่งนักลงทุนบุคคล ที่สามารถมีทางเลือกในการออมและการลงทุนที่เหมาะสมกับฐานะเงินทุนของตนเอง โดยมีผลตอบแทนและระดับความเสี่ยงที่แต่ละบุคคลยอมรับได้

ผู้ศึกษาได้พิจารณาถึงความเป็นไปได้ในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้เพื่อให้นักลงทุนบุคคลพบว่า เพื่อให้เกิดการโอนย้ายเงินออมของประชาชนมาสู่การลงทุนในพันธบัตร เงื่อนไขประการแรกที่สำคัญ ได้แก่ การทำให้นักลงทุนมั่นใจว่าผลตอบแทนที่จะได้รับอยู่ในระดับที่ทดแทนกันได้ สมบูรณ์หรือดีกว่าผลตอบแทนจากการออมในรูปแบบเดิม โดยฐานเงินออมเป้าหมายจะได้แก่ กลุ่มเงินฝากประจำของบัญชีเงินฝากตั้งแต่ 5 แสนบาท และเงินฝากประจำตั้งแต่ 2 ปีขึ้นไป เนื่องจากมีผลตอบแทนที่ใกล้เคียงกับพันธบัตรรัฐบาลในช่วงอายุถือครองที่ใกล้เคียงกัน และเป็นฐานเงินออมที่นักลงทุนสามารถจัดสรรระหว่างการออมและการลงทุนได้โดยไม่กระทบต่อสภาพคล่องของนักลงทุนมากเกินไป

จากประโยชน์และความเป็นไปได้ข้างต้น จึงมีความเหมาะสมเป็นอย่างยิ่งที่รัฐบาลจะให้ความสำคัญและกำหนดให้การพัฒนาตลาดตราสารหนี้เพื่อให้นักลงทุนบุคคลเป็นนโยบายที่ควรเร่งดำเนินการให้เกิดขึ้นอย่างจริงจังและต่อเนื่อง ทั้งนี้ประเด็นที่ควรพิจารณาให้ความสำคัญสำหรับการออกตราสารหนี้เพื่อให้นักลงทุนบุคคล ได้แก่

1. การออกแบบตราสารหนี้เพื่อให้นักลงทุนบุคคลควรมีความสอดคล้องกับพฤติกรรมด้านความต้องการออมและการลงทุนของนักลงทุนในแต่ละกลุ่มเป้าหมาย เช่น ในแต่ละช่วงอายุของนักลงทุน ควรมีรายละเอียดของลักษณะและประเภทของผลิตภัณฑ์ที่ตอบสนองต่อความต้องการออมที่แตกต่างกันไป

2. การเพิ่มเติมองค์ประกอบที่จูงใจอื่นๆ ใ้ครอบคลุมมิติต่างๆ อย่างทั่วถึง นับตั้งแต่ช่องทางการเข้าถึงได้โดยง่ายสำหรับนักลงทุนบุคคลทั้งในเขตกรุงเทพและต่างจังหวัด รูปแบบการขายคืนที่สามารถสร้างความมั่นใจในเรื่องสภาพคล่องและการได้รับคืนเงินต้น ตลอดจนสร้างกฎเกณฑ์และสิทธิประโยชน์อื่นๆ ที่เพิ่มแรงจูงใจ เพราะปัจจัยดังกล่าวจะเป็นแรงสนับสนุนสำคัญที่ช่วยส่งเสริมการเกิดวัฒนธรรมการลงทุนผ่านการออมระยะยาวให้เกิดขึ้นอย่างกว้างขวางในอนาคต

บทนำ

ปัจจุบันรูปแบบการออมและการลงทุนที่ได้รับความสนใจจากประชาชนส่วนใหญ่มีเพียงไม่กี่ประเภท โดยการฝากเงินกับธนาคารยังคงเป็นช่องทางที่ประชาชนเลือกใช้เป็นหลักมาโดยตลอด อย่างไรก็ตาม ด้วยโครงสร้างของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากในปัจจุบันที่อยู่ในระดับต่ำ อีกทั้งในอนาคตข้างหน้า โครงสร้างประชากรของประเทศกำลังก้าวไปสู่สังคมผู้สูงอายุมากขึ้น ผลักดันให้ประชาชนต้องเตรียมการในเรื่องรูปแบบการออมและการลงทุนที่สามารถให้ผลตอบแทนในระดับที่เพียงพอสำหรับการดูแลตนเองในอนาคต การให้ความสำคัญต่อรูปแบบการออมและการลงทุนที่มีความสอดคล้องกับแต่ละช่วงชีวิตของบุคคลภายใต้ความเสี่ยงและผลตอบแทนที่แต่ละบุคคลยอมรับได้จึงเป็นสิ่งที่ต้องเร่งส่งเสริมให้เกิดขึ้น ด้วยเหตุนี้การพัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่มุ่งสร้างเสริมให้เกิดการลงทุนผ่านการออมระยะยาวจึงเป็นอีกเป้าหมายหนึ่งที่หลายประเทศให้ความสำคัญและเร่งผลักดันให้เกิดขึ้น ปัจจุบันผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่ได้รับการส่งเสริมและมีการเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็วในหลายประเทศในระยะหลังนี้ ได้แก่ ตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคล (retail bond)

ตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคล (retail bond) หมายความว่า ตราสารหนี้ที่มีการสนับสนุนอย่างชัดเจนเพื่อให้ นักลงทุนบุคคลสามารถเข้าถึงการซื้อขายได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยครอบคลุมทั้งพันธบัตรที่ออกโดยรัฐบาลและเอกชนเพื่อจำหน่ายให้แก่ประชาชนทั่วไป มีองค์ประกอบที่เอื้อต่อการลงทุน เช่น มีช่วงเวลาการจำหน่ายสม่ำเสมอ มีสภาพคล่องในการซื้อขายอย่างเพียงพอ มีช่องทางการซื้อขายทั้งในตลาดแรก (primary market) และตลาดรอง (secondary market) ครอบคลุมทั้งการซื้อขายแบบ over-the-counter และการซื้อขายใน exchange market

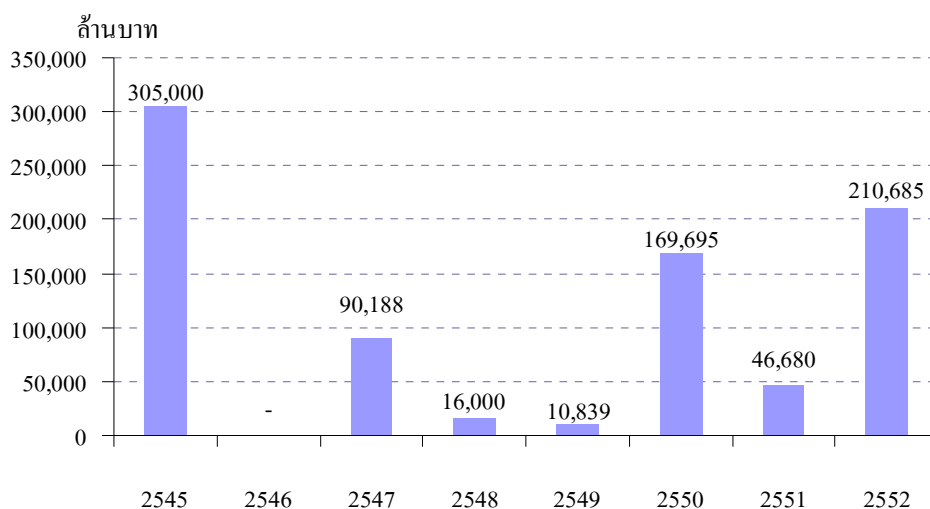
รายงานฉบับนี้ จะเน้นการศึกษาในส่วนของตลาดตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคล เฉพาะตราสารหนี้ที่ออกโดยรัฐบาลเพื่อจำหน่ายในตลาดแรกเป็นหลัก ซึ่งผู้ศึกษาเห็นว่าหากมีการสนับสนุนให้เกิดตลาดตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคลในกลุ่มของพันธบัตรรัฐบาลอย่างจริงจังแล้ว จะเป็นประโยชน์อย่างมากสำหรับนักลงทุนบุคคลในการเพิ่มทางเลือกในการออมให้มากขึ้นนอกเหนือจากการฝากเงินปกติ อีกทั้งยังมีส่วนช่วยผลักดันให้การพัฒนาตราสารหนี้กลุ่มอื่นๆ มีความเป็นไปได้มากยิ่งขึ้น และในแง่ความสำคัญต่อภาครัฐบาลแล้ว เงินออมของนักลงทุนบุคคลนี้จะช่วยลดต้นทุนการกู้ยืมเงินของรัฐบาลและถือว่าเป็นแหล่งเงินทุนขนาดใหญ่ที่มีเสถียรภาพทั้งในยามเศรษฐกิจขาขึ้นและในช่วงเวลาที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจ

บทที่ 1: ประเทศไทยมีตลาดตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคลหรือไม่

การพัฒนาตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคลของประเทศไทยเริ่มต้นอย่างจริงจังในปี 2545 โดยเป็นที่รู้จักกันดีในชื่อของพันธบัตรออมทรัพย์ หากแบ่งประเภทตามผู้ออกพันธบัตรจะมี 3 ประเภทด้วยกันคือ พันธบัตรออมทรัพย์กระทรวงการคลัง พันธบัตรออมทรัพย์ธนาคารแห่งประเทศไทย และพันธบัตรออมทรัพย์กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาสถาบันการเงิน (FIDF) ซึ่งทั้งหมดนี้จะจำกัดผู้ซื้อในตลาดแรกไว้ที่บุคคลธรรมดาและองค์กรไม่แสวงหาผลกำไร ซึ่งเป็นโอกาสให้นักลงทุนบุคคลสามารถเข้าซื้อขายในตลาดตราสารหนี้ได้โดยตรง จากปกติที่ตลาดตราสารหนี้มักจะเป็นการออกจำหน่ายให้กับสถาบันการเงินรายใหญ่หรือนักลงทุนสถาบันเท่านั้น

พันธบัตรออมทรัพย์ที่จัดว่ามีการระดมทุนจากประชาชนทั่วไปอย่างต่อเนื่อง ได้แก่ พันธบัตรออมทรัพย์ช่วยชาติที่ออกโดยกระทรวงการคลังในปี 2545 อายุของพันธบัตรมี 3 รุ่น คือ 5 7 และ 10 ปี เป็นพันธบัตรที่ได้รับความนิยมจากประชาชน โดยสามารถระดมเงินทุนในครั้งแรกได้สูงถึงกว่า 3 แสนล้านบาท จากนั้นรัฐบาลได้ดำเนินการออกพันธบัตรจำหน่ายแก่ประชาชนอย่างต่อเนื่องทุกปียกเว้นในปี 2546 สำหรับในปี 2552 สามารถระดมทุนเพิ่มขึ้นอีกประมาณ 2 แสนล้านบาท ทำให้สถานการณ์การระดมทุนด้วยพันธบัตรออมทรัพย์รัฐบาลนับตั้งแต่ปี 2545 จนถึงปี 2552 มีจำนวนทั้งสิ้น 849,087 ล้านบาท (ภาพที่ 1)

ภาพที่ 1: วงเงินจำหน่ายพันธบัตรออมทรัพย์ตั้งแต่ปี 2545 – 2552



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

หมายเหตุ: วงเงินจำหน่ายพันธบัตรออมทรัพย์รวมถึง พันธบัตรออมทรัพย์กระทรวงการคลัง พันธบัตรออมทรัพย์ธนาคารแห่งประเทศไทย และพันธบัตรออมทรัพย์กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาสถาบันการเงิน

แม้ว่ารัฐบาลจะออกจำหน่ายพันธบัตรออมทรัพย์อย่างต่อเนื่องจนถึงปี 2552 อย่างไรก็ตาม พันธบัตรออมทรัพย์ยังไม่ได้ถูกใช้เป็นมาตรการเพื่อส่งเสริมให้เกิดการออมในระยะยาวของ ประชาชน โดยส่วนใหญ่แล้วการจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาลมักดำเนินการภายใต้วัตถุประสงค์หลัก คือ การระดมทุนเพื่อใช้ในโครงการต่างๆ ของรัฐบาลหรือเพื่อชดเชยการขาดดุลเป็นครั้งคราว เท่านั้น ส่งผลต่อเนื่องอย่างมีนัยสำคัญต่อการวางแผนนโยบายและรูปแบบการออกจำหน่ายพันธบัตรที่ ไม่สามารถมีกำหนดการที่ชัดเจนในแต่ละปี เนื่องจากขึ้นอยู่กับแผนการใช้จ่ายของรัฐบาลเป็นหลัก

จากสาเหตุข้างต้นทำให้แนวคิดและการผลักดันให้ตลาดตราสารหนี้เป็นแหล่งทางเลือกใน การออมของนักลงทุนบุคคลถูกลดทอนความสำคัญลง ซึ่งหากพิจารณาถึงโครงสร้างหรือลักษณะ ของตลาดตราสารหนี้เพื่อให้นักลงทุนบุคคลในมิติต่างๆ ที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน พบว่ายังมีโครงสร้างที่ เป็นอุปสรรคและขาดการสนับสนุนอย่างเต็มที่ ในด้านต่างๆ ดังนี้

1. ช่องทางการเข้าถึงตลาดตราสารหนี้ยังไม่มีประสิทธิภาพ

ปัจจุบันช่องทางการเข้าถึงตลาดตราสารหนี้สำหรับนักลงทุนบุคคล ยังมีอุปสรรคหลาย ประการที่ทำให้ให้นักลงทุนบุคคลไม่สามารถเข้าถึงได้โดยง่าย ดังนี้

- ช่องทางการจำหน่ายพันธบัตรออมทรัพย์ในตลาดแรกยังขาดความหลากหลาย ไม่สนใจ หรือไม่สะดวกต่อนักลงทุนบุคคล ปัจจุบันนักลงทุนบุคคลสามารถซื้อพันธบัตรครั้งแรกได้จาก สาขาของธนาคารที่เป็นตัวแทนในช่วงระยะเวลาที่มีการเปิดจำหน่าย ซึ่งแม้สาขาธนาคารจะมีอยู่ เป็นจำนวนมาก แต่พบว่าระบบการจัดจำหน่ายยังไม่สามารถอำนวยความสะดวกให้เกิดความ รวดเร็วหรือสร้างแรงจูงใจในการซื้อพันธบัตร เนื่องจากผู้ซื้อพันธบัตรจะต้องเข้าคิวเพื่อรอซื้อหน้า สาขาธนาคารก่อนเปิดทำการเป็นเวลานาน ดังจะเห็นได้จากการเข้าคิวรอซื้อพันธบัตรออมทรัพย์ ไทยเข้มแข็งในปี 2552 ที่ผ่านมา

- ช่องทางการจำหน่ายตราสารหนี้ประเภทอื่นๆ มีขั้นตอนปฏิบัติที่เป็นข้อจำกัดต่อการเข้า มาลงทุน เช่น การจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาล ตัวเงินคลัง หรือหุ้นกู้เอกชน ที่มีกำหนดขั้นตอน ปฏิบัติที่เป็นข้อจำกัดสำหรับนักลงทุนบุคคล เช่น ข้อกำหนดด้านวงเงินลงทุนขั้นต่ำสำหรับการ ลงทุนไว้ในระดับค่อนข้างสูง (ราว 5 แสนบาท) หากนักลงทุนต้องการจะลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล โดยการซื้อกับ Primary Dealers (PDs) ซึ่งเป็นอุปสรรคต่อนักลงทุนบุคคลที่อาจมีเงินเริ่มต้นลงทุน ไม่มากนัก และอาจมีค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นได้ หาก PDs มีการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมการดำเนินการ ต่างๆ จากนักลงทุน นอกจากนี้ผู้ออกตราสารหนี้บางรายยังมีหลักเกณฑ์ให้มีการจำหน่ายพันธบัตร

เพียงบางรุ่นแก่นักลงทุนบุคคล หรือในกรณีของหุ้นกู้เอกชนที่ผู้ออกส่วนใหญ่นิยมออกแบบ Private Placement (PP) ซึ่งจะจำกัดผู้ซื้อเฉพาะนักลงทุนสถาบันรายใหญ่เพียงไม่กี่รายเท่านั้น

- การซื้อขายพันธบัตรในตลาดรองตราสารหนี้ (BEX) เป็นช่องทางที่ยังไม่ได้รับความนิยม เนื่องจากสภาพคล่องมีน้อย แม้ว่าตลาดรองตราสารหนี้จะเป็นช่องทางหนึ่งที่เปิดโอกาสให้นักลงทุนบุคคลซื้อขายตราสารหนี้ได้ในวิธีการที่มีความใกล้เคียงกับการซื้อขายหุ้น แต่ในปัจจุบันยังมีอุปสรรคสำคัญที่ทำให้ตลาดรองตราสารหนี้เป็นช่องทางที่ยังไม่ได้รับความนิยมจากนักลงทุน คือ มีผู้ที่ต้องการซื้อพันธบัตรแต่ไม่มีผู้ต้องการขายพันธบัตรหรือมีจำนวนน้อย เนื่องจากผู้ลงทุนส่วนใหญ่มีความประสงค์ที่จะถือตราสารหนี้จนครบกำหนด

- ช่องทางการขายคืนตราสารหนี้ต่างๆ ก่อนครบกำหนดอายุของนักลงทุนบุคคลยังมีข้อจำกัด เนื่องจากไม่มีตัวกลางสำหรับการกำหนดราคายุติธรรม (fair value) ทำให้นักลงทุนบุคคลจะต้องติดต่อกับสถาบันการเงินแต่ละแห่งด้วยตนเองเพื่อขอราคารับซื้อคืน ซึ่งเป็นขั้นตอนที่มีความยุ่งยากสำหรับนักลงทุน โดยเฉพาะนักลงทุนรายย่อย

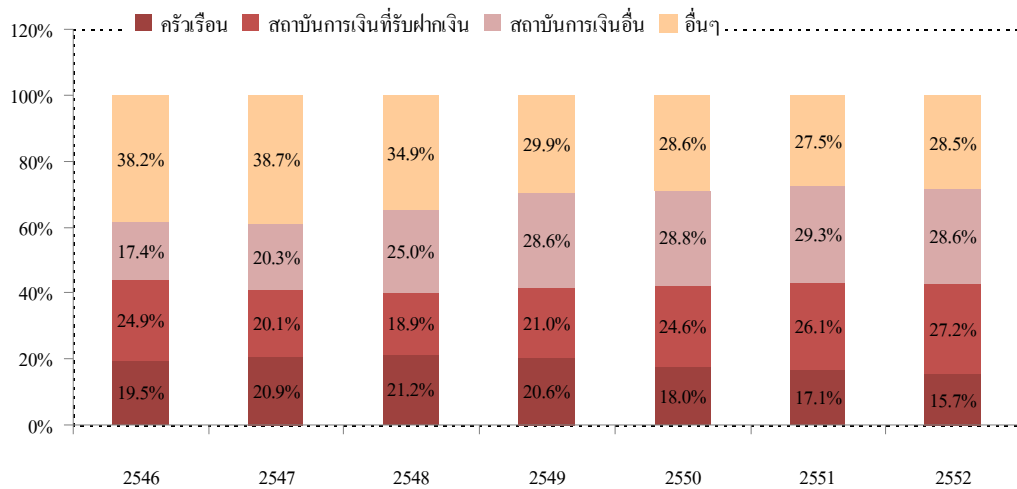
2. กำหนดการ/ตารางเวลาการจำหน่ายไม่ชัดเจน ขาดความสม่ำเสมอ

การออกจำหน่ายพันธบัตรออมทรัพย์โดยส่วนใหญ่ยังไม่มีการกำหนดหรือตารางเวลาที่แน่ชัดเป็นประจำ เช่น ทุก 3 เดือน ทุก 6 เดือน เป็นต้น เนื่องจากที่ผ่านมาการออกจำหน่ายพันธบัตรออมทรัพย์จะเป็นมาตรการที่ใช้เพื่อระดมทุนสำหรับในช่วงเวลานั้นๆ ทำให้นักลงทุนมีความยากลำบากในการบริหารจัดการเงินออมและการวางแผนการลงทุน โดยเฉพาะนักลงทุนบุคคลที่มักไม่สามารถปรับเปลี่ยนแผนการลงทุนได้ทันทีภายใต้เงินออมที่มีจำกัด อีกทั้งแผนการจำหน่ายที่ไม่มีกำหนดเวลาที่แน่ชัดนี้ทำให้นักลงทุนไม่สามารถมีข้อมูลสำหรับประกอบการตัดสินใจในการลงทุนระหว่างพันธบัตรออมทรัพย์นั้นๆ เทียบกับผลิตภัณฑ์ทางการเงินประเภทอื่นในตลาด เช่น การเปรียบเทียบในเรื่องผลตอบแทนระหว่างพันธบัตรออมทรัพย์กับอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก หรือหุ้นกู้ประเภทต่างๆ เป็นต้น

3. มูลค่าขั้นต่ำในการซื้อตราสารหนี้ที่กำหนดไว้สูงเกินไป

ลักษณะที่สำคัญอีกประการหนึ่งของตลาดตราสารหนี้ที่จะจูงใจให้นักลงทุนบุคคลสนใจลงทุน คือ การกำหนดมูลค่าขั้นต่ำในการซื้อตราสารหนี้ไว้ในระดับต่ำ เพื่อให้ นักลงทุนบุคคลสามารถตัดสินใจลงทุนได้ง่ายโดยไม่กระทบต่อการจัดสรรการออมและการลงทุนภายใต้เงินทุนที่มีอยู่จำกัด ในกรณีของประเทศไทย มูลค่าการซื้อขั้นต่ำของตราสารหนี้สำหรับนักลงทุนบุคคลยังกำหนดไว้ในระดับที่สูงหากเปรียบเทียบกับประเทศอื่น เช่น พันธบัตรออมทรัพย์ของไทย มีราคาจำหน่ายขั้นต่ำอยู่ที่ 10,000 บาท คิดเป็นร้อยละ 6.88 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศต่อหัว (GDP per capita) ในปี 2551 ที่ระดับ 145,258 บาทต่อคนต่อปี ในขณะที่ประเทศอื่นๆ มีการกำหนดราคาจำหน่ายขั้นต่ำต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศต่อหัวที่ต่ำกว่ามาก (สหรัฐอเมริการ้อยละ 0.05 แคนาดาร้อยละ 0.22 และแอฟริกาใต้ร้อยละ 2.15) นอกจากนี้หากนักลงทุนต้องการซื้อพันธบัตรในตลาดรองตราสารหนี้ ก็จะประสบปัญหาในเรื่องของเกณฑ์ขั้นต่ำของมูลค่าการซื้อขายที่กำหนดไว้ระดับสูงเช่นกัน คือ 1 หน่วยการซื้อขายเท่ากับตราสารหนี้ 100 หน่วยหรือราว 1 แสนบาท (มูลค่าหน้าตั๋ว ณ ราคาพาร์ 1,000 บาท * 100 หน่วย)

ภาพที่ 2: สัดส่วนการถือครองตราสารหนี้ภาครัฐบาล จำแนกตามผู้ถือครอง



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

- หมายเหตุ: 1. ตราสารหนี้ภาครัฐบาลรวม หนี้รัฐบาลในประเทศ ได้แก่ 1) พันธบัตรรัฐบาลเพื่อชดเชยการขาดดุล เพื่อช่วยเหลือกองทุนฟื้นฟูฯ หรือเพื่อวัตถุประสงค์อื่นๆ 2) ตัวสัญญาใช้เงินเพื่อปรับโครงสร้างหนี้และตัวเงินคดคลัง และหนี้รัฐบาลต่างประเทศ
2. ครัวเรือน หมายถึง บุคคลธรรมดา และองค์กรไม่แสวงหากำไร
3. สถาบันการเงินอื่น หมายถึง บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนรวม บริษัทประกันภัย บริษัทประกันชีวิต และสถาบันการเงินที่ไม่ได้รับฝากเงินอื่นๆ
4. อื่นๆ หมายถึง บัญชีซื้อขายได้สมาชิก TSD ธนาคารแห่งประเทศไทย รัฐบาลกลาง เป็นต้น

¹ CEIC data and SET analysis โดย GDP per capita เป็นข้อมูล ณ สิ้นปี 2551

ภายใต้ข้อจำกัดของโครงสร้างของตราสารหนี้ข้างต้น ทำให้ในระยะ 6-7 ปีที่ผ่านมา ตราสารหนี้ภาครัฐบาลมีโครงสร้างของนักลงทุนที่ค่อนข้างกระจุกตัว โดยหากพิจารณาจำแนกตามกลุ่มผู้ถือครองตราสาร จะพบการกระจุกตัวอยู่ใน 3 กลุ่มหลัก ได้แก่ ภาคครัวเรือน สถาบันการเงินที่รับฝากเงิน และสถาบันการเงินอื่น ซึ่งมีสัดส่วนรวมกันในปี 2551 คิดเป็นร้อยละ 72.47 ของตราสารหนี้ภาครัฐบาลทั้งหมด นอกจากนี้เป็นที่น่าสังเกตว่า สัดส่วนการถือครองในกลุ่มสถาบันการเงินที่รับฝากเงินและสถาบันการเงินอื่นมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็นลำดับ ในขณะที่สัดส่วนการถือครองในกลุ่มครัวเรือนเริ่มลดลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2548 สะท้อนให้เห็นถึงพฤติกรรมของนักลงทุนบุคคลที่มีแนวโน้มว่าจะปรับลดรูปแบบการเข้าถือครองพันธบัตรทางตรง (ถือครองด้วยตนเอง) ไปสู่การถือครองพันธบัตรทางอ้อม (ผ่านสถาบันตัวกลาง เช่นกองทุนรวม) มากขึ้นเป็นลำดับ

บทที่ 2 : ตลาดตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคลในต่างประเทศเป็นอย่างไร

ความเข้มงวดของระบบธนาคารทั่วโลกในการปล่อยสินเชื่อให้กับภาคธุรกิจที่มีเพิ่มขึ้นจากวิกฤติทางเศรษฐกิจและการเงินหลายครั้งในระยะเวลาที่ผ่านมา ส่งผลให้ประเทศต่างๆ หันมาให้ความสำคัญกับการระดมทุน โดยตรงผ่านตลาดทุนมากขึ้นเป็นลำดับ ปัจจุบันภาครัฐและเอกชนในต่างประเทศมีการระดมทุน โดยตรงจากกลุ่มนักลงทุนบุคคลเพิ่มมากขึ้นอย่างเห็นได้ชัด จากการเป็นแหล่งเงินทุนขนาดใหญ่ที่ค่อนข้างมีเสถียรภาพ และสำหรับรัฐบาลแล้วถือได้ว่าเป็นโอกาสอันดีที่จะสร้างเสริมให้เกิดวัฒนธรรมการออมระยะยาวขึ้นกับภาคประชาชน ปัจจุบันประเทศต่างๆ มีการออกตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคลอย่างหลากหลายและต่อเนื่อง ทำให้ตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคลในต่างประเทศมีพัฒนาการและเติบโตอย่างรวดเร็ว มีรูปแบบที่หลากหลายและมีชื่อเรียกต่างๆ กันออกไป เช่น saving bonds และ treasury securities ในสหรัฐอเมริกา หรือ retail bonds ในแอฟริกาใต้ ญี่ปุ่น และแคนาดา เป็นต้น นอกจากนี้ยังมีความแตกต่างกันในเรื่องขององค์ประกอบหรือลักษณะของผลิตภัณฑ์ นับตั้งแต่ รูปแบบของช่องทางการซื้อขาย ประเภทของพันธบัตรที่ออกจำหน่าย ตารางเวลาการจำหน่าย ข้อกำหนดในการขายคืนพันธบัตร กฎเกณฑ์ต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง และสิทธิประโยชน์อื่นๆ ที่มีลักษณะเฉพาะสอดคล้องกับสภาพเศรษฐกิจและโครงสร้างพื้นฐานของประเทศนั้นๆ โดยอาจจำแนกได้ดังนี้

1. รูปแบบของพันธบัตรรัฐบาลที่จำหน่าย

แม้ว่าพันธบัตรรัฐบาลสำหรับนักลงทุนบุคคลของประเทศต่างๆ จะมีวัตถุประสงค์หลักที่คล้ายคลึงกัน คือ เพื่อเป็นทางเลือกในการลงทุนและสนับสนุนการออมให้กับประชาชนทั่วไป อย่างไรก็ตาม รูปแบบของพันธบัตรดังกล่าวยังมีความแตกต่างกันไปในรายละเอียด โดยสามารถแบ่งออกเป็น 3 ลักษณะหลักๆ ด้วยกันดังนี้

1.1 พันธบัตรออมทรัพย์แบบได้รับดอกเบี้ยเมื่อมีการไถ่ถอน (Saving bonds)

พันธบัตรออมทรัพย์ประเภทนี้มีลักษณะที่สำคัญคือ จะมีการจ่ายดอกเบี้ยพร้อมเงินต้นให้กับนักลงทุนเมื่อมีการไถ่ถอนคืนเท่านั้น ไม่มีการจ่ายดอกเบี้ยในระหว่างการถือครอง โดยดอกเบี้ยจะสะสมทุกๆ เดือน และมีการทบต้นทุกๆ ครึ่งปี ซึ่งถ้าพิจารณาลักษณะของพันธบัตรประเภทนี้จะเห็นได้ว่า มีส่วนคล้ายคลึงกับเงินฝากประจำค่อนข้างมาก ประเทศที่มีรูปแบบพันธบัตร

ออมทรัพย์เช่นนี้ ได้แก่ สหรัฐอเมริกา ปัจจุบันสำนักงานบริหารหนี้สาธารณะของสหรัฐอเมริกา (Bureau of the Public Debt) มีการออกพันธบัตรออมทรัพย์รูปแบบนี้ใน 2 ประเภทด้วยกันคือ EE Savings Bonds และ I Savings Bonds โดยพันธบัตรทั้ง 2 ประเภทจะมีลักษณะสำคัญหลักๆ คือ มีการกำหนดมูลค่าขั้นต่ำที่สามารถซื้อได้ในระดับที่ไม่สูงมาก และมีวงเงินขั้นสูงที่นักลงทุนสามารถถือครองได้ในขนาดที่ไม่ใหญ่จนเกินไป ทำให้รัฐบาลสามารถออกจำหน่ายพันธบัตรขนาดเล็กที่สามารถกระจายสู่นักลงทุนบุคคลได้ทั่วถึงยิ่งขึ้น นอกจากนี้รัฐบาลสหรัฐอเมริกายังได้สร้างความแตกต่างในเรื่องรูปแบบการจ่ายผลตอบแทนให้กับพันธบัตรทั้ง 2 ประเภท คือ EE Saving bonds จะจ่ายดอกเบี้ยแบบคงที่ตลอดอายุของพันธบัตร (Fixed rate) ส่วน I Savings Bonds จะมีการจ่ายดอกเบี้ยแบบอิงกับอัตราเงินเฟ้อ (Inflation linked) เพื่อให้ให้นักลงทุนสามารถมีทางเลือกเกี่ยวกับผลตอบแทนที่เหมาะสมกับความต้องการได้

กรณีศึกษา 1: พันธบัตรออมทรัพย์ประเภท EE Savings bonds

และ I Savings bonds ในสหรัฐอเมริกา

ปี 2478: พันธบัตรออมทรัพย์ในสหรัฐอเมริกาเริ่มมีขึ้นครั้งแรก โดยมีวัตถุประสงค์หลักคือการขยายฐานการระดมทุนไปสู่ผู้ลงทุนบุคคลรายเล็ก โดยออกแบบผลิตภัณฑ์ที่น่าสนใจ ได้แก่ มีมูลค่าขั้นต่ำในการซื้ออยู่ในระดับต่ำ สามารถขายคืนได้ในช่วงระยะเวลาสั้น ณ ราคาหน้าตัวบวกกับดอกเบี้ย ทำให้ไม่มีความเสี่ยงของการเคลื่อนไหวของราคา (Price fluctuation)

ปี 2525: กระทรวงการคลังได้เสนอวิธีการคำนวณอัตราดอกเบี้ยของ Series EE bonds โดยขึ้นกับอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 6 เดือน

ปี 2540: ปรับปรุงวิธีคำนวณอีกครั้ง โดยให้ขึ้นกับอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 5 ปี

ปี 2541: กระทรวงการคลังได้ออกพันธบัตรออมทรัพย์รูปแบบใหม่ คือ I Savings bonds ซึ่งให้อัตราดอกเบี้ยเท่ากับอัตราคงที่บวกค่าตัวแปรหนึ่งที่คำนวณจากอัตราเงินเฟ้อสำหรับนักลงทุนที่ต้องการออมเงิน โดยป้องกันความเสี่ยงจากการสูญเสียมูลค่าของเงินจากภาวะเงินเฟ้อ

ปี 2546: เริ่มออกจำหน่ายพันธบัตรออมทรัพย์ผ่านทาง Treasury Direct จนถึงปัจจุบัน รัฐบาลสหรัฐอเมริกาได้ออกพันธบัตรออมทรัพย์ (ทั้งในรูปแบบเอกสารและอิเล็กทรอนิกส์) รวมมูลค่าทั้งสิ้น 48.7 พันล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา

	EE Savings bonds	I Savings bonds
มูลค่าขั้นต่ำ	25 ดอลลาร์ สหรัฐ.	25 ดอลลาร์ สหรัฐ.
วงเงินขั้นสูงที่สามารถถือครองได้	5,000 ดอลลาร์ สหรัฐ .ต่อคน	5,000 ดอลลาร์ สหรัฐ .ต่อคน
อัตราดอกเบี้ย	<ul style="list-style-type: none"> ■ พันธบัตรที่จำหน่ายหลังเดือนพฤษภาคม 2548 จะได้รับอัตราดอกเบี้ยคงที่ ■ พันธบัตรที่จำหน่ายในช่วงระหว่างเดือนพฤษภาคม 2540 ถึง เมษายน 2548 จะได้รับอัตราดอกเบี้ยที่ร้อยละ 90 ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือนของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 5 ปี ■ อัตราดอกเบี้ยทบต้นทุกๆ ครั้งปี รวม 30 ปี 	<ul style="list-style-type: none"> ■ อัตราดอกเบี้ยคงที่ค่าหนึ่ง บวกด้วยค่าตัวแปรที่ได้จากอัตราเงินเฟ้อ (คำนวณจาก CPI-U) ■ อัตราดอกเบี้ยทบต้นทุกๆ ครั้งปี รวม 30 ปี
การขายคืนพันธบัตร	สามารถขายคืนได้หลัง 12 เดือน	สามารถขายคืนได้หลัง 12 เดือน
บทลงโทษหากขายคืนก่อนกำหนด	หักดอกเบี้ย 3 เดือน หากขายคืนพันธบัตรในช่วง 5 ปีแรก	หักดอกเบี้ย 3 เดือน หากขายคืนพันธบัตรในช่วง 5 ปีแรก
ภาษีที่เกี่ยวข้อง	<ul style="list-style-type: none"> ■ ได้รับยกเว้นภาษีรัฐและภาษีท้องถิ่น ■ ได้รับสิทธิประโยชน์พิเศษหากใช้เพื่อการศึกษา 	<ul style="list-style-type: none"> ■ ได้รับยกเว้นภาษีรัฐและภาษีท้องถิ่น ■ ได้รับสิทธิประโยชน์พิเศษหากใช้เพื่อการศึกษา

หมายเหตุ:

- ข้อมูลในตารางสำหรับการซื้อขายแบบอิเล็กทรอนิกส์ผ่าน Treasury Direct เท่านั้น
- The Current US Consumer Price Index - All Urban Consumers (CPI-U) คือ ดัชนีราคาผู้บริโภคของผู้บริโภคในเมืองซึ่งจัดทำและเผยแพร่รายเดือนโดยสำนักงานสถิติแรงงานของอเมริกา (Bureau of Labor Statistics) มีฐานอยู่ ณ ปี 2525

1.2 พันธบัตรออมทรัพย์แบบทั่วไป (Retail bonds)

ลักษณะที่สำคัญของพันธบัตรออมทรัพย์รูปแบบนี้คือ นักลงทุนสามารถซื้อพันธบัตรกับรัฐบาลได้โดยตรงโดยไม่ต้องผ่านการประมูล และมีการจ่ายดอกเบี้ยให้กับนักลงทุนระหว่างการถือครองเช่นเดียวกับตราสารหนี้ทั่วไป ซึ่งโดยปกติจะจ่ายปีละสองครั้ง พันธบัตรรูปแบบนี้ได้รับความนิยมและออกจำหน่ายโดยรัฐบาลในหลายๆ ประเทศ เช่น แอฟริกาใต้ ญี่ปุ่น ฮองกง และแคนาดา ซึ่งจะมีความแตกต่างกันในรายละเอียดของประเภทของพันธบัตรที่ออก เช่น แอฟริกาใต้มีพันธบัตรที่จ่ายดอกเบี้ยแบบคงที่และแบบอิงกับอัตราเงินเฟ้อ หรือฮองกงที่ออกจำหน่ายพันธบัตรที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว พันธบัตรที่มีสกุลเงินต่างประเทศ เป็นต้น

กรณีศึกษา 2: Retail Savings bonds (RSA) ในแอฟริกาใต้

ปี 2547 แอฟริกาใต้ริเริ่มโครงการ RSA โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างความตื่นตัวเรื่องการลงทุนให้ประชาชนทั่วไป โดยเฉพาะกลุ่มผู้สูงอายุให้สามารถมีทางเลือกในการออมระยะยาวที่มั่นใจได้ว่าจะมีผลตอบแทนกลับสู่ผู้ลงทุนเป็นรอบระยะเวลาที่ชัดเจน โดยลักษณะสำคัญของพันธบัตร ได้แก่ การไม่อนุญาตให้มีการเปลี่ยนมือการถือครองพันธบัตร และการให้สิทธิประโยชน์สำหรับผู้สูงอายุในการเลือกรับดอกเบี้ยเป็นรายได้อีกเดือนสำหรับใช้จ่ายในวัยเกษียณหรือสามารถนำกลับมาลงทุนต่อ เป็นต้น และในด้านรัฐบาลถือได้ว่าเป็นการสร้างฐานแหล่งเงินทุนใหม่ที่มีขนาดใหญ่ให้กับรัฐบาลด้วย ปัจจุบัน RSA มี 2 ประเภท คือ

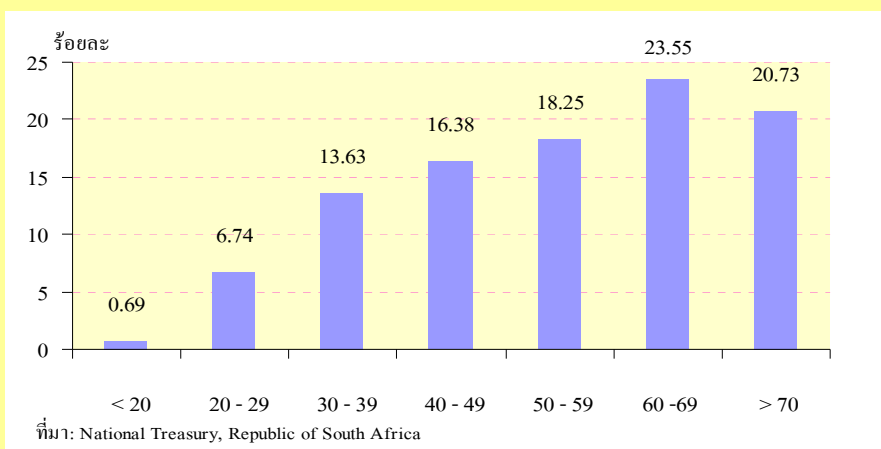
1. Fixed rate retail savings bonds:

- * ออกพันธบัตร 3 ช่วงอายุคือ 2 3 และ 5 ปี
- * นักลงทุนเลือกได้ว่าจะรับดอกเบี้ย ณ วันจ่ายดอกเบี้ยทุกๆ 6 เดือน หรือนำดอกเบี้ยนั้นลงทุนต่อเนื่อง (reinvest)
- * ให้สิทธิประโยชน์สำหรับผู้ที่มีอายุเกิน 60 ปี สามารถเลือกรับดอกเบี้ยเป็นรายเดือนได้
- * ไม่สามารถเปลี่ยนมือให้กับบุคคลที่ 3 หรือใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันได้

2. Inflation linked retail savings bonds:

- * ออกพันธบัตร 3 ช่วงอายุคือ 3 5 และ 10 ปี
- * ดอกเบี้ยที่ได้รับจะถูกปรับด้วยค่าดัชนีราคาผู้บริโภค² ตลอดช่วงอายุพันธบัตร และจ่ายทุกๆ 6 เดือน
- * ไม่สามารถนำดอกเบี้ยมาลงทุนต่อเนื่อง
- * ไม่สามารถเปลี่ยนมือให้กับบุคคลที่ 3 หรือใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันได้

ภาพที่ 3: สัดส่วนการถือครอง Retail Savings Bonds จำแนกตามอายุนักลงทุน



² ดัชนีราคาผู้บริโภคที่ใช้คือ ค่า CPI – All items for metropolitan areas

1.3 พันธบัตรรัฐบาลแบบทั่วไป (Treasury securities)

พันธบัตรรัฐบาลแบบทั่วไป คือพันธบัตรที่รัฐเปิดให้มีการประมูล ซึ่งโดยปกติผู้ที่เข้าประมูลจะเป็น PDs ที่ได้รับอนุญาตจากทางการ และสามารถส่งคำสั่งประมูลในปริมาณและผลตอบแทน (yield) ที่ต้องการ อย่างไรก็ตามเพื่อสนับสนุนการลงทุนของนักลงทุนบุคคล รัฐบาลได้เปิดช่องทางให้นักลงทุนบุคคลสามารถส่งคำสั่งเสนอซื้อเข้ามาร่วมประมูลได้โดยตรง โดยเป็นคำสั่งแบบไม่เจาะจงผลตอบแทน (Non-competitive bid³) ซึ่งนักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนเท่ากับผลตอบแทนที่ได้จากการประมูลแบบเจาะจงผลตอบแทน (Competitive bid⁴) ในครั้งนั้นๆ ประเทศที่ใช้รูปแบบดังกล่าวในการจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาลสู่นักลงทุนบุคคล เช่น สหรัฐอเมริกาและบราซิล ผ่าน Treasury Direct⁵ และลิงคโพร้ ผ่านเครื่อง ATMs ของสถาบันการเงิน เป็นต้น

2. ช่องทางการจำหน่ายพันธบัตร

โดยทั่วไปแล้วสถาบันการเงินถือเป็นช่องทางที่ประเทศส่วนใหญ่ใช้เป็นหลักในการจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาล (ตารางที่ 1) โดยเฉพาะอย่างยิ่งธนาคารที่เป็นกลไกหลักสำคัญของการเป็นตัวกลางทางการเงิน (financial intermediaries) ในแทบทุกประเทศ เนื่องจากมีความพร้อมในเรื่องเทคโนโลยี บุคลากร และโครงสร้างพื้นฐานต่างๆ อย่างไรก็ตาม ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยี รวมถึงระบบอุปกรณ์คอมพิวเตอร์และอินเทอร์เน็ต (Internet) ซึ่งแพร่หลายและมีจำนวนผู้ใช้ขยายตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว (ภาพที่ 4) ได้กลายเป็นช่องทางสำคัญอีกช่องทางหนึ่งสำหรับการซื้อขายพันธบัตรในปัจจุบัน

³ Non-competitive bid (NCB) คือ วิธีการส่งคำสั่งประมูลตราสารหนี้ซึ่งผู้ประมูลจะส่งคำสั่งเฉพาะจำนวนของตราสารหนี้ที่ต้องการ โดยยอมรับผลตอบแทนเฉลี่ย (average yield) ที่จะได้รับจากการประมูลแบบ Competitive bid

⁴ Competitive bid (CB) คือ วิธีการส่งคำสั่งประมูลตราสารหนี้ซึ่งผู้ประมูลจะส่งคำสั่งทั้งจำนวนของตราสารหนี้และผลตอบแทนที่ต้องการ (yield) ซึ่งโดยปกติวิธีนี้จะใช้สำหรับนักลงทุนสถาบันเท่านั้น (Institutional investors)

⁵ Treasury Direct คือ เว็บไซต์ซึ่งจัดทำโดยหน่วยงานด้านการคลัง มีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นช่องทางสำหรับนักลงทุนทั่วไปในการซื้อขายตราสารหนี้รัฐบาล โดยตรงผ่านอินเทอร์เน็ต โดยนักลงทุนทั่วไปที่ต้องการประมูลพันธบัตรรัฐบาล (Treasury securities) ในสหรัฐอเมริกาผ่าน Treasury Direct สามารถส่งคำสั่งได้เฉพาะแบบ NCB เท่านั้น

จากการศึกษาพบว่า ประเทศที่ให้ความสำคัญกับการซื้อขายพันธบัตรผ่านอินเทอร์เน็ต มีจำนวน 4 ประเทศ ได้แก่ สหรัฐอเมริกา บราซิล แอฟริกาใต้ และแคนาดา ซึ่งนอกจากจะมีข้อดีในการลดความกระจุกตัวของ การซื้อขายที่สถาบันการเงินแล้ว ยังช่วยลดขั้นตอนการจำหน่าย ตลอดจนค่าธรรมเนียมการซื้อขายผ่านตัวกลางสถาบันการเงิน ซึ่งส่งผลดีให้ผู้ลงทุนมีต้นทุนที่ต่ำลงด้วย

ตารางที่ 1: ช่องทางการจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาลแก่นักลงทุนบุคคลประเภทต่างๆ

	สถาบันการเงิน	อินเทอร์เน็ต	Payroll saving program ⁶	ที่ทำการไปรษณีย์
สหรัฐอเมริกา				
Saving bonds	✓	✓	✓	
Treasury securities	✓	✓		
บราซิล				
Treasury securities	✓	✓		
แอฟริกาใต้				
Retail bonds		✓		✓
สิงคโปร์				
Treasury securities*	✓			
ญี่ปุ่น				
Retail bonds	✓			✓
แคนาดา				
Retail bonds	✓	✓	✓	

ที่มา: SET Analysis

หมายเหตุ: * นักลงทุนสิงคโปร์สามารถใช้ช่องทางซื้อขายผ่านเครื่อง ATMs ของสถาบันการเงินได้

นอกจากนี้ หลายๆ ประเทศได้เพิ่มช่องทางการจำหน่ายที่หลากหลายและน่าสนใจอีกมาก เช่น การจำหน่ายผ่านที่ทำการไปรษณีย์ในแอฟริกาใต้และญี่ปุ่น โดยเฉพาะในแอฟริกาใต้⁷ ที่ทำการไปรษณีย์ ถือเป็นช่องทางหลักในการจำหน่ายพันธบัตร โดยมีสัดส่วนสูงถึงกว่าร้อยละ 74⁷ หรือในสหรัฐอเมริกาและแคนาดาที่มีทางเลือกอย่างหลากหลายให้กับนักลงทุน เช่น ช่องทาง Payroll saving program ที่เปิดโอกาสให้พนักงานบริษัทสามารถเลือกหักเงินจำนวนหนึ่งจากเงินเดือนเพื่อนำไปออมในพันธบัตรออมทรัพย์ทุกๆ เดือน หรือการเปิดโอกาสให้ประชาชนทั่วไป

⁶ Payroll saving program หมายถึง โครงการที่ให้โอกาสลูกจ้างในการออมทุกๆ เดือน โดยหักเงินจำนวนหนึ่งออกจากเงินเดือนเพื่อนำไปออมในพันธบัตรออมทรัพย์

⁷ The National Treasury Department, Republic of South Africa

สามารถซื้อพันธบัตรออมทรัพย์เพื่อเป็นของขวัญได้ โดยไม่มีเกณฑ์ขั้นต่ำของอายุผู้รับแต่อย่างใด นอกจากนี้ในสหรัฐอเมริกายังมีช่องทางพิเศษในช่วงการเสียชีวิตรายได้บุคคลธรรมดา โดยนักลงทุนสามารถออกแบบฟอร์มในการยื่นขอคืนภาษี เพื่อให้กรมสรรพากรนำส่งเงินคืนภาษีเข้าไปที่บัญชี C of I⁸ ใน Treasury Direct ของนักลงทุนได้โดยตรง จะเห็นได้ว่าประเทศต่างๆ พยายามที่จะเพิ่มทางเลือก และจนสร้างความสะดวกสบายในขั้นตอนการซื้อพันธบัตร ตลอดจนสร้างสิ่งจูงใจต่างๆ เพื่อเป็นการสนับสนุนให้เกิดวัฒนธรรมการออมแก่ประชาชนอย่างต่อเนื่อง

3. ช่องทางการขายคืนพันธบัตร

รูปแบบการขายคืนพันธบัตร ถือได้ว่าเป็นปัจจัยสำคัญประการหนึ่งที่จะบ่งชี้ความสำเร็จในการออกพันธบัตรที่ไม่ยิ่งหย่อนไปกว่าปัจจัยด้านผลตอบแทนและอายุของพันธบัตร เนื่องจากเป็นเงื่อนไขสำคัญที่สร้างความมั่นใจในเรื่องสภาพคล่องภายหลังการซื้อพันธบัตรแล้วให้กับนักลงทุนบุคคล ปัจจุบันพบว่ามีหลายประเทศที่กำหนดรูปแบบของช่องทางการขายคืนพันธบัตรที่เอื้อต่อการเข้าถึงพันธบัตรรัฐบาลสำหรับนักลงทุนบุคคลได้อย่างมีประสิทธิภาพ เช่น การมีระบบการขายคืนพันธบัตรก่อนครบกำหนดอายุ แม้ว่าส่วนใหญ่จะมีการกำหนดระยะเวลาถือครองขั้นต่ำเอาไว้ก็ตาม โดยรูปแบบการขายคืนพันธบัตรในประเทศต่างๆ มีดังนี้

- การขายคืนโดยตรงกับรัฐบาล เช่น สหรัฐอเมริกาที่นักลงทุนสามารถขายคืนพันธบัตรผ่านเว็บไซต์ Treasury Direct ทั้งพันธบัตรแบบ Savings Bonds และ Treasury Securities โดยในส่วนของ Savings Bonds สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะของรัฐบาลจะเป็นหน่วยงานที่รับผิดชอบในการรับซื้อคืน แต่ในส่วน Treasury Securities คำสั่งการขายคืนพันธบัตรจะถูกส่งไปที่ Federal Reserve Bank of Chicago ซึ่งจะทำการเสนอขายต่อไปยังโบรกเกอร์หลายๆ ราย และจะตกลงขายให้กับโบรกเกอร์ที่ให้ราคาสูงที่สุด ทั้งนี้การขายคืนในรูปแบบนี้นักลงทุนจะถูกเรียกเก็บค่าใช้จ่ายสำหรับค่าดำเนินการดังกล่าว หรือในกรณีของบราซิลซึ่ง National Treasury จะเป็นหน่วยงานที่รับซื้อคืนพันธบัตรทุกๆ สัปดาห์โดยใช้ราคาตลาดเป็นเกณฑ์อ้างอิงการซื้อคืนพันธบัตร

- การขายคืนผ่านสถาบันตัวกลาง เช่น สิงคโปร์ที่ใช้ธนาคารเป็นช่องทางหลักทั้งการจำหน่ายและรับซื้อคืน หรือแคนาดาที่นักลงทุนสามารถขายคืนผ่านทางสถาบันการเงินทั่วไป

⁸ Certificate of Indebtedness (C of I) account คือ บัญชีสำหรับนักลงทุนเพื่อใช้ในการซื้อหรือขายตราสารอื่นๆ ใน Treasury Direct โดยเงินที่อยู่ในบัญชีนี้จะไม่ได้รับดอกเบี้ย

- การขายผ่านตลาดรองพันธบัตรในรูปแบบอิเล็กทรอนิกส์ เช่น Mercato Telematico delle Obbligazioni (MOT) ในประเทศอิตาลี ซึ่งเป็นตลาดรองพันธบัตรเพื่อนักลงทุนบุคคลที่ใหญ่ที่สุดในยุโรป ถือว่าเป็นอีกช่องทางสำคัญสำหรับนักลงทุนในการซื้อขายแลกเปลี่ยนสำหรับพันธบัตรรัฐบาลและหุ้นกู้เอกชนทั่วโลก มีมูลค่าการซื้อขายต่อเดือนมากถึง 16,918 ล้านยูโร⁹ นอกจากนี้ ในช่วงเดือน ก.พ. 2553 ที่ผ่านมา London Stock Exchange (LSE) ได้เปิดให้มีการซื้อขายพันธบัตรใน UK retail bond market ในลักษณะเช่นเดียวกันกับ MOT คือ เป็นการจับคู่คำสั่งที่ส่งเข้ามาเพื่อซื้อและขายผ่านระบบอิเล็กทรอนิกส์ ซึ่งถือได้ว่าเป็นการช่วยสนับสนุนให้ช่องทางการซื้อขายตลาดพันธบัตรเพื่อนักลงทุนบุคคลมีความหลากหลายมากยิ่งขึ้น

4. กฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องและสิทธิประโยชน์อื่นๆ

เนื่องจากวัตถุประสงค์ของตลาดตราสารหนี้ภาครัฐบาลเพื่อนักลงทุนบุคคลจะเน้นไปที่การสนับสนุนให้เกิดการออมเป็นหลัก ดังนั้นกฎเกณฑ์สำคัญข้อหนึ่งซึ่งหลายประเทศมักกำหนดขึ้น เพื่อสร้างเสริมให้เกิดพฤติกรรมการออมในระยะยาวของประชาชน คือ

- การกำหนดระยะเวลาขั้นต่ำในการถือครองก่อนการไถ่ถอนพันธบัตรคืน เพื่อให้การถือครองนั้นเป็นการออมอย่างแท้จริงไม่ใช่เป็นเพียงการพักเงินเพื่อรอการลงทุนในสินทรัพย์อื่นต่อไป ตัวอย่างเช่น ในสหรัฐอเมริกา แอฟริกาใต้ และญี่ปุ่น ซึ่งกำหนดอายุการถือครองพันธบัตรขั้นต่ำไว้ที่ 1 ปี ยกเว้นในกรณีที่มีความจำเป็นต้องไถ่ถอนก่อนกำหนดก็จะมีการพิจารณาเป็นรายกรณีไป นอกจากนี้พบว่าในบางประเทศได้กำหนดบทลงโทษสำหรับการขายคืนก่อนการครบกำหนดอายุของพันธบัตร เช่น ในสหรัฐอเมริกาหากถือครองพันธบัตรออมทรัพย์ไม่ถึงเกณฑ์ที่ตั้งไว้ เช่น 5 ปี ผู้ถือพันธบัตรจะต้องเสียผลประโยชน์ที่ได้รับจากดอกเบี้ยทั้งสิ้น 3 เดือน หรือในแคนาดาที่หากพันธบัตรออมทรัพย์ (Canada Savings Bonds) มีการไถ่ถอนก่อนครบ 3 เดือน นักลงทุนจะได้รับเพียงเงินต้นคืนเท่านั้น

- การกำหนดวงเงินขั้นสูงสุดต่อคนในการประมูลแต่ละครั้ง หรือการจำกัดมูลค่าของพันธบัตรออมทรัพย์ที่นักลงทุนจะซื้อได้ในแต่ละรอบปี เพื่อให้เกิดการกระจายของผู้ถือครอง และเพิ่มโอกาสในการเข้าถึงพันธบัตรออมทรัพย์สำหรับนักลงทุนบุคคลอย่างทั่วถึงมากขึ้น (ตารางที่ 2)

⁹ มูลค่าการซื้อขาย เดือนมกราคม 2553

ตารางที่ 2: เงินขั้นสูงในการซื้อขายพันธบัตรของนักลงทุนบุคคล

หน่วย: ดอลลาร์ท้องถิ่น

ประเทศ (สกุลเงิน)	เงินขั้นสูง (ต่อคน)	
	พันธบัตรออมทรัพย์	พันธบัตรรัฐบาล(ต่อครั้งการประมูล)
สหรัฐอเมริกา (ดอลลาร์ สรอ.)	5,000*	5,000,000
สิงคโปร์ (ดอลลาร์สิงคโปร์)	-	1,000,000 ¹ 2,000,000 ²
แคนาดา (ดอลลาร์แคนาดา)	5,00,000**	-
แอฟริกาใต้ (แรนด์)	5,000,000**	-

ที่มา: SET Analysis

หมายเหตุ: * เงินขั้นสูงสำหรับนักลงทุนที่สามารถซื้อได้ต่อปี

** เงินขั้นสูงที่นักลงทุนสามารถถือครองได้

1 สำหรับ T-Bills

2 สำหรับ SGS bonds

การให้สิทธิประโยชน์เพิ่มเติมนอกเหนือไปจากดอกเบี้ย ถือได้ว่าเป็นกลยุทธ์ในการจูงใจผู้ลงทุนที่ได้ผลดีในหลายๆ ประเทศ เช่น สิทธิประโยชน์ด้านภาษี โดยนักลงทุนในสหรัฐอเมริกาที่ซื้อพันธบัตรออมทรัพย์จะได้รับการยกเว้นภาษีท้องถิ่น หรือการให้สิทธิประโยชน์อื่นๆ เพิ่มเติมอีก หากเป็นการซื้อพันธบัตรเพื่อออมสำหรับการศึกษา นอกจากนี้ทางกระทรวงการคลังยังรับประกันผลตอบแทนพันธบัตรออมทรัพย์ประเภท EE savings bonds โดยพันธบัตรจะมีมูลค่าเป็น 2 เท่าเมื่อถือครองครบ 20 ปี หรือในแอฟริกาใต้ซึ่งผู้ลงทุนที่อายุเกิน 60 ปีขึ้นไปและเลือกลงทุนในพันธบัตรออมทรัพย์ที่จ่ายดอกเบี้ยแบบคงที่ (Fixed rate retail savings bonds) จะได้รับสิทธิในการเลือกรับดอกเบี้ยเป็นรายเดือนสำหรับใช้จ่ายในวัยเกษียณ เป็นต้น

5. กำหนดการ/ตารางเวลาการจำหน่ายพันธบัตร

ในประเทศที่มีการสนับสนุนตลาดตราสารหนี้สำหรับนักลงทุนบุคคลที่ชัดเจน ปัจจัยสำคัญประการหนึ่งที่จะสนับสนุนให้เกิดวัฒนธรรมการวางแผนการลงทุนและการออมระยะยาวในระดับความเสี่ยงและผลตอบแทนที่ต้องการ ได้อย่างมั่นใจยิ่งขึ้น คือ การกำหนดตารางเวลาการจำหน่ายพันธบัตรที่มีความต่อเนื่องสม่ำเสมอ (ตารางที่ 3) ซึ่งโดยทั่วไปแบ่งออกเป็น 3 ลักษณะ ดังนี้

- การเปิดจำหน่ายแบบไม่กำหนดช่วงเวลา: นักลงทุนสามารถซื้อพันธบัตรได้ตลอดโดยไม่
มีกำหนดเวลาที่เปิดจำหน่าย แต่จะมีการจำกัดวงเงินขึ้นสูงในการซื้อหรือถือครองไว้แทน เช่น
พันธบัตรออมทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาและแอฟริกาใต้

- การเปิดจำหน่ายแบบกำหนดช่วงเวลา: รัฐบาลในบางประเทศจะกำหนดช่วงเวลาในการ
เปิดจำหน่ายพันธบัตรไว้แน่นอนในแต่ละปี เช่น แคนาดาที่เปิดจำหน่ายเฉพาะช่วงเดือนตุลาคมถึง
เมษายน เป็นต้น

- การกำหนดช่วงเวลาเปิดประมูล: ประเทศที่เปิดให้นักลงทุนบุคคลเข้ามามีส่วนร่วมใน
การประมูลพันธบัตรรัฐบาลมักจะกำหนดให้เป็นช่วงเวลาเดียวกันกับการประมูลพันธบัตรรัฐบาล
ที่รัฐบาลประกาศให้มีการประมูล ซึ่งรัฐบาลจะแจ้งให้ทราบถึงรายละเอียดเกี่ยวกับกำหนดการ
ต่างๆ ได้แก่ วันที่เปิดให้มีการประมูล ประเภทและอายุสำหรับพันธบัตรนั้นๆ ให้นักลงทุนทราบ
ล่วงหน้า

ตารางที่ 3: ช่วงเวลาการจำหน่ายพันธบัตรสำหรับนักลงทุนบุคคล

	ไม่กำหนดช่วงเวลา	กำหนดช่วงเวลา	เปิดประมูล
สหรัฐอเมริกา			
Saving bonds	✓		
Treasury securities			✓
บราซิล			
Treasury securities	✓		
แอฟริกาใต้			
Retail bonds	✓		
สิงคโปร์			
Treasury securities			✓
ญี่ปุ่น			
Retail bonds		✓	
แคนาดา			
Retail bonds		✓	

ที่มา: SET Analysis

บทที่ 3: ตลาดตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคล...ประโยชน์ต่อรัฐบาลและนักลงทุนบุคคล

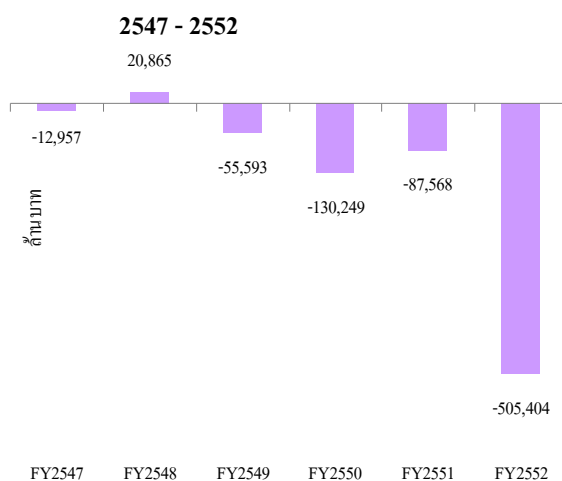
ประโยชน์ต่อรัฐบาล

รัฐบาลในฐานะผู้ออกตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคลจะได้รับประโยชน์ที่สำคัญใน 2 ประการ คือ 1) การมีแหล่งเงินทุนขนาดใหญ่ที่สำคัญสำหรับรัฐบาล และ 2) การประหยัดต้นทุนทางการเงินของรัฐบาล

1) การเป็นแหล่งเงินทุนขนาดใหญ่ที่สำคัญสำหรับรัฐบาล

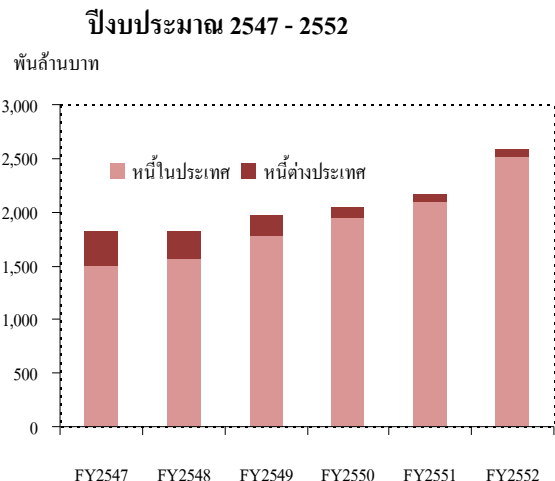
ตั้งแต่ปีงบประมาณ 2549 เป็นต้นมา รัฐบาลไทยจัดทำงบประมาณแบบขาดดุลมาโดยตลอด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในปี 2552 ซึ่งถือเป็นช่วงภาวะวิกฤติเศรษฐกิจที่ทั่วโลกต่างก็เร่งดำเนินการใช้แผนกระตุ้นเศรษฐกิจเช่นเดียวกับประเทศไทย โดยในปีงบประมาณ 2552 ประเทศไทยจัดทำงบประมาณขาดดุลสูงถึง 505,404 ล้านบาท

ภาพที่ 4: ดุลเงินงบประมาณของรัฐบาล ปีงบประมาณ



ที่มา: สำนักนโยบายการคลัง สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

ภาพที่ 5: สัดส่วนหนี้สาธารณะคงค้างที่รัฐบาลกู้โดยตรง



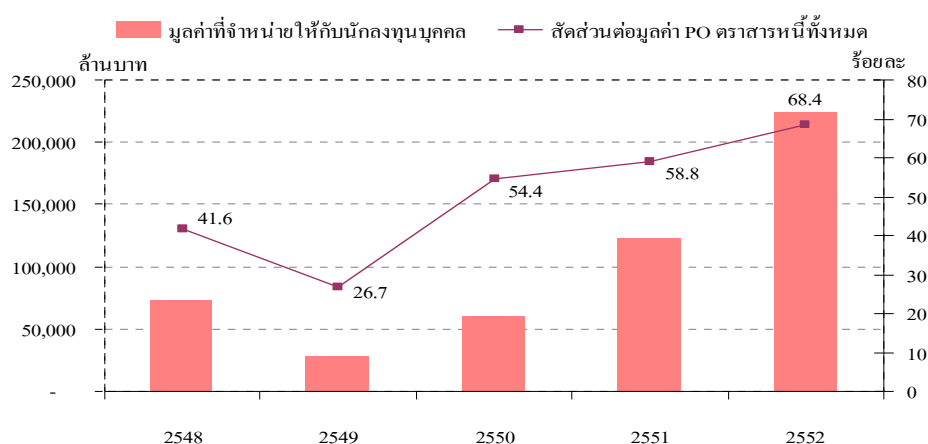
ที่มา: สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ
หมายเหตุ: ไม่นับรวมหนี้ของรัฐวิสาหกิจที่ไม่เป็นสถาบันการเงิน หนี้ของรัฐวิสาหกิจที่เป็นสถาบันการเงิน หนี้สินของกองทุนเพื่อการฟื้นฟู และหนี้หน่วยงานอื่นของรัฐ

การขาดดุลเงินงบประมาณอย่างต่อเนื่องในช่วง 4 ปีที่ผ่านมา ประกอบกับปริมาณหนี้สาธารณะคงค้างที่เกิดจากการกู้ยืมโดยตรงของรัฐบาลที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตามลำดับ (ภาพที่ 4 และภาพที่ 5) สะท้อนให้เห็นถึงความต้องการใช้เงินทุนจำนวนมากของรัฐบาลเพื่อใช้จ่ายในโครงการกระตุ้นเศรษฐกิจต่างๆ ตลอดจนเพื่อลงทุนในระบบโครงสร้างพื้นฐานสำหรับการพัฒนาประเทศในอนาคต และเป็นที่น่าสังเกตว่าการกู้ยืมเงินโดยตรงของรัฐบาลมีแนวโน้มที่พึ่งพิงแหล่งเงินทุนใน

ประเทศเป็นส่วนที่มากขึ้นเป็นลำดับ โดยในปี 2552 หนี้สาธารณะในส่วนของภาครัฐโดยตรงของรัฐบาล เป็นสัดส่วนของการกู้ยืมแหล่งเงินทุนในประเทศสูงถึงร้อยละ 98 ของการกู้ยืมโดยตรงทั้งหมด และด้วยโครงสร้างหนี้สาธารณะดังกล่าว รัฐบาลจำเป็นต้องจัดเตรียมกลยุทธ์และมาตรการรองรับการจัดหาเงินทุน ตลอดจนแนวทางในการบริหารจัดการต้นทุนการกู้ยืมเหล่านี้ให้มีประสิทธิภาพสูงสุด

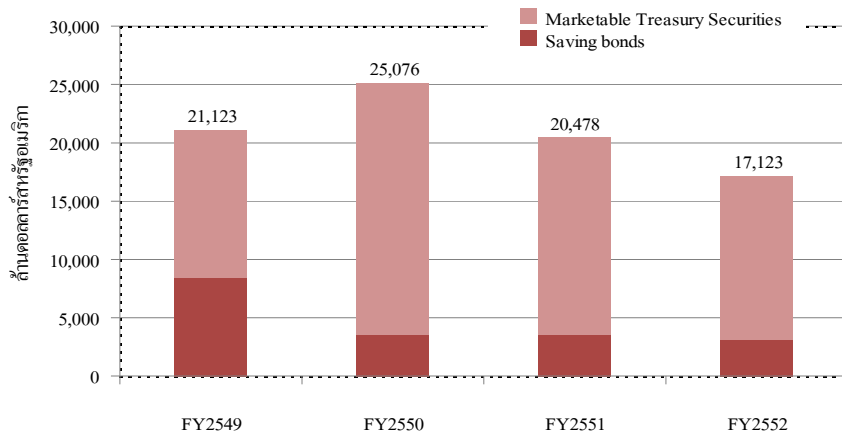
นอกจากนี้ ปัจจัยสำคัญอีกประการหนึ่งที่สนับสนุนให้การระดมทุนจากนักลงทุนบุคคลที่มีความสำคัญมากขึ้น ได้แก่สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจและการเงินของโลกที่ได้รับบทเรียนสำคัญจากภาวะตึงตัวของสินเชื่อ (credit squeeze) ในช่วงปี 2551 – 2552 ตลอดจนความพยายามที่จะหลีกเลี่ยงความเสี่ยงในระยะสั้นของนักลงทุนสถาบัน ได้เป็นแรงผลักดันสำคัญให้แหล่งเงินทุนจากนักลงทุนบุคคลได้รับความสนใจและเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็ว (ภาพที่ 6) ดังนั้นหากรัฐบาลให้ความสำคัญต่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้สำหรับนักลงทุนบุคคล ประโยชน์ที่รัฐบาลจะได้รับ นอกจากการมีฐานเงินทุนขนาดใหญ่ที่มีความแน่นอนและมีเสถียรภาพทั้งในช่วงเวลาปกติและในช่วงที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจแล้ว ยังสามารถลดภาระด้านงบประมาณและการก่อหนี้สาธารณะได้ จากการเปิดโอกาสให้ประชาชนมีส่วนร่วมลงทุนในโครงการต่างๆ เช่น โครงการสาธารณูปโภคพื้นฐานของภาครัฐผ่านการออกตราสารหนี้เพื่อให้นักลงทุนบุคคล ซึ่งนอกจากจะเป็นการขยายฐานของผู้ลงทุนให้เพิ่มสูงขึ้นแล้ว ยังนำมาซึ่งการเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศด้วย

ภาพที่ 6: มูลค่าของตราสารหนี้ภาคเอกชนที่ออกจำหน่ายแก่นักลงทุนบุคคลในปี 2548 - 2552



ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)

ภาพที่ 7: มูลค่าพันธบัตรออมทรัพย์และพันธบัตรรัฐบาลที่ออกจำหน่ายผ่าน Treasury Direct ในสหรัฐอเมริกา ช่วงปี 2549 - 2552



ที่มา: US Treasury Direct

2) การประหยัดต้นทุนทางการเงิน

ประโยชน์อีกประการหนึ่งที่รัฐบาลจะได้รับจากการระดมทุนผ่านตราสารหนี้บุคคล คือ การประหยัดต้นทุนทางการเงินจากกระบวนการออกพันธบัตรใน 2 ประการที่สำคัญ ได้แก่

1. ต้นทุนที่ลดลงจากการประหยัดดอกเบี้ยจ่าย ในกรณีที่นักลงทุนบุคคลสามารถส่งคำสั่งประมูลแบบไม่เจาะจงผลตอบแทน (NCB) ทำให้วงเงินทั้งหมดที่รัฐบาลต้องการในการประมูลแต่ละครั้งจะถูกกันไว้ส่วนหนึ่งสำหรับนักลงทุนบุคคล ซึ่งหมายถึง ปริมาณอุปทานของพันธบัตรรัฐบาลสำหรับนักลงทุนสถาบันจะถูกลดลงไปด้วย และทำให้ cut-off yield ในการประมูลลดลง ดังตัวอย่างที่แสดงในตารางที่ 4

ตารางที่ 4: ตัวอย่างการประมูลพันธบัตรรัฐบาลในกรณีที่มีและไม่มี Retail bond market

Participants	Scenario I: No retail bond market		Scenario II: Retail bond market with allow retail action	
	Bid	Yield	Bid	Yield
PD1	25,000	3.50	25,000	3.50
PD2	20,000	3.55	20,000	3.55
PD3	15,000	3.75	15,000	3.75
PD4	15,000	3.80	15,000	3.80
PD5	10,000	4.00	10,000	4.00
PD6	10,000	4.05		
PD7	5,000	4.10		
Retail investors	-	-	15,000	4.00
SUMMARY	100,000	4.10	100,000	4.00

ที่มา: SET Analysis

จากตัวอย่างในตารางที่ 4 หากรัฐบาลมีความต้องการใช้เงินทุนทั้งสิ้น 100,000 หน่วย โดยดำเนินการเปิดประมูลพันธบัตรใน 2 scenario จะพบว่าใน scenario I ซึ่งเป็นกรณีที่ไม่มี retail bond market เพื่อให้ได้เงินทุนจำนวน 100,000 หน่วย รัฐบาลจะต้องจ่ายต้นทุน ณ cut-off yield ที่ร้อยละ 4.10 แต่ใน scenario II ซึ่งจะมีการกัณวเงินส่วนหนึ่งให้กับ retail investors โดยสมมติให้เท่ากับ ร้อยละ 15 ของวงเงินทั้งหมดหรือ 15,000 หน่วย จะทำให้รัฐบาลเหลือวงเงินสำหรับเปิดประมูล เพียง 85,000 หน่วย ซึ่งทำให้ต้นทุนของรัฐบาลที่จะต้องจ่าย ณ cut-off yield เหลือเพียงร้อยละ 4.00 แต่ยังสามารถได้รับเงินทุนเท่าเดิมคือ 100,000 หน่วย โดยมาจาก PDs 85,000 หน่วยและจากนักลงทุนบุคคล 15,000 หน่วย ซึ่งในกรณีหลังนี้รัฐบาลสามารถประหยัดต้นทุนดอกเบี้ยได้ร้อยละ 0.1

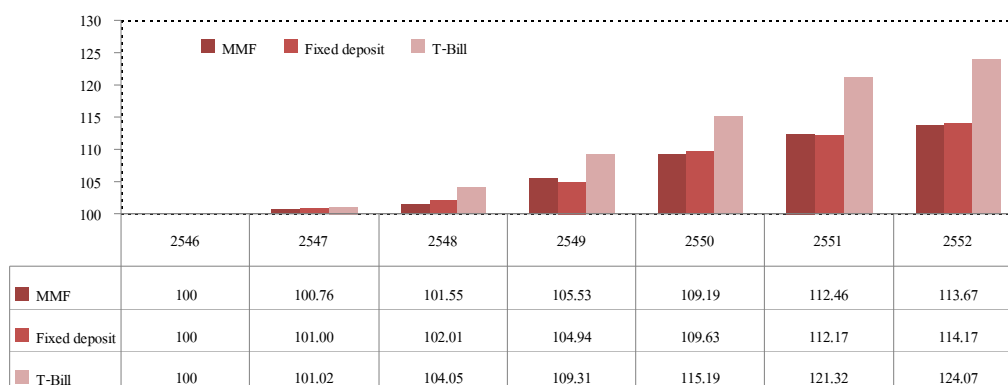
นอกจากนี้ การที่นักลงทุนบุคคลได้รับผลตอบแทน ณ cut-off yield ทำให้ PDs โดยเฉพาะที่เป็นธนาคารจะทำการประมูลด้วยระดับอัตราผลตอบแทน (yield) ที่สะท้อนกับอัตราผลตอบแทนของตลาดในขณะนั้น ซึ่งนอกจากช่วยให้รัฐบาลได้รับประโยชน์จากการประหยัดต้นทุนในเรื่องดอกเบี้ยจ่าย และยังถือได้ว่าเป็นระบบที่ช่วยควบคุมการบิดเบือนของอัตราผลตอบแทนของตลาดให้ลดลงโดยอัตโนมัติด้วย

2. ต้นทุนที่ลดลงจากรูปแบบของช่องทางการจำหน่ายที่มีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้น เพราะหาก รัฐบาลสามารถออกแบบพันธบัตรที่เปิดโอกาสให้นักลงทุนบุคคลเข้าถึงได้โดยง่าย และไม่มีภาระ ต้นทุนของการดำเนินการที่สูงจนเกินไป เช่น ในกรณีของสิงคโปร์ซึ่งเปิดโอกาสให้มีการประมูล ซื้อพันธบัตรรัฐบาลแก่นักลงทุนบุคคลผ่านเครื่อง ATMs หรือ สหรัฐอเมริกาที่มีเว็บไซต์ Treasury Direct ของสำนักงานบริหารหนี้สาธารณะทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการรับคำสั่งประมูลจากนัก ลงทุนทางอินเทอร์เน็ต ด้วยวิธีดังกล่าวนี้ นักลงทุนจะมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ต่ำ ขณะเดียวกัน รัฐบาลสามารถประหยัดต้นทุนทางการเงินจากการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพมากขึ้นด้วย

ประโยชน์ต่อนักลงทุนบุคคล

โครงสร้างประชากรในอนาคตที่จะปรับไปสู่สังคมผู้สูงอายุมากขึ้น ในขณะที่ภาครัฐมีงบประมาณจำกัดในการดูแล ทำให้มีความจำเป็นอย่างยิ่งที่ประชาชนในประเทศจะต้องเตรียมการสำหรับการออมที่ให้ผลตอบแทนอย่างเพียงพอกับการดูแลตนเอง ในกรณีนี้หากนักลงทุนบุคคลที่ต้องการได้รับอัตราผลตอบแทนที่น่าสนใจกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ และมีความเสี่ยงในระดับต่ำด้วยแล้ว พันธบัตรเพื่อนักลงทุนบุคคลที่ออกจำหน่ายโดยรัฐบาลจะสามารถตอบสนองความต้องการข้างต้นได้ เนื่องจากมีองค์ประกอบสำคัญในเรื่องผลตอบแทนและความเสี่ยงที่นักลงทุนต้องการครบถ้วน คือ มีความเสี่ยงต่ำกว่าและให้ผลตอบแทนในอัตราที่ดีกว่า

ภาพที่ 8: อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมตลาดเงิน
เงินฝากประจำ 1 ปี และตั๋วเงินคลังอายุ 1 ปี ช่วงปี 2546 - 2552



ระดับความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ย (C.V.) จากการลงทุนประเภทต่างๆ ในช่วงปี 2546-2552

	กองทุนรวมตลาดเงิน	เงินฝากประจำ	ตั๋วเงินคลัง
Mean Return	2.17	2.24	3.67
S.D.	1.45	1.32	1.84
C.V.	0.67	0.59	0.50

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย สมาคมบริษัทจัดการลงทุน ThaiBMA และ www.thaimutualfund.com

หมายเหตุ:

1. จำลองการลงทุนโดยเริ่มจากฐาน ณ สิ้นปี 2546 ที่ Index= 100 และ Roll over เงินทุนทั้งหมดทุกๆ สิ้นปี
2. อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำคำนวณจากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือนเฉลี่ย 4 ธนาคารคือ ธนาคารกรุงเทพ ธนาคารกรุงไทย ธนาคารกรุงศรี และธนาคารไทยพาณิชย์
3. กองทุนรวมตลาดเงิน จำลองการลงทุนโดยคัดเลือกกองทุนรวมตลาดเงินที่มีผลการดำเนินงานดีที่สุด 10 อันดับแรกในปี 2552 และคิดผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนทั้ง 10 ในแต่ละปีย้อนหลัง (ผลตอบแทนเฉลี่ยในแต่ละปีอาจมาจากจำนวนกองทุนที่แตกต่างกัน)
4. อัตราผลตอบแทนของตั๋วเงินคลัง คำนวณจาก ZRR Index ที่อายุ 1 ปี

หากพิจารณาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนระหว่างตราสารหนี้ภาครัฐบาลกับการลงทุนในผลิตภัณฑ์อื่นที่มีระดับความเสี่ยงและระยะเวลาเฉลี่ยใกล้เคียงแล้ว พบว่า ตราสารหนี้ภาครัฐบาลมีความเสี่ยงต่ำกว่าเนื่องจากรัฐบาลเป็นผู้รับประกัน โดยตรงและให้ผลตอบแทนในอัตราที่ดีกว่า ดังจะเห็นได้จากภาพที่ 8 อัตราผลตอบแทนซึ่งเริ่มคำนวณจากปีฐาน ณ สิ้นปี 2546 จนถึงปี 2552 รวมระยะเวลาทั้งสิ้น 6 ปี พบว่า การลงทุนในตั๋วเงินคลังได้รับอัตราผลตอบแทนสูงสุดที่ร้อยละ 24.07 ขณะที่เงินฝากประจำ 1 ปีมีอัตราผลตอบแทนรองลงมาที่ร้อยละ 14.17 และลำดับสุดท้ายคือ กองทุนรวมตลาดเงินซึ่งมีอัตราผลตอบแทนที่ 13.67 โดยระดับของความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ย (coefficient of variation หรือ CV) ของตั๋วเงินคลังยังมีค่าต่ำสุดที่ 0.50 ซึ่งหมายถึง การลงทุนในตั๋วเงินคลังมีความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราผลตอบแทน (market risk) น้อยที่สุดหากเทียบกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่เท่ากันระหว่างกองทุนรวมตลาดเงินและเงินฝากประจำที่มีค่า CV เท่ากับ 0.67 และ 0.59 ตามลำดับ

นอกจากนี้ เมื่อเปรียบเทียบรูปแบบการลงทุนระหว่างการลงทุนทางอ้อม เช่น การลงทุนผ่านกองทุนรวม กับการลงทุนโดยตรงในตราสารหนี้ พบว่านักลงทุนจะได้รับประโยชน์มากกว่าหากสามารถลงทุนในตราสารหนี้โดยตรง เนื่องจาก

1) ไม่เสียค่าธรรมเนียมการบริหารจัดการ ในขณะที่การลงทุนในกองทุนรวมจะต้องเสียค่าธรรมเนียมการบริหารจัดการกองทุนคิดเป็นร้อยละของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิตามที่กองทุนนั้นๆ กำหนดทำให้ผลตอบแทนที่ได้ลดลง

2) ไม่มีความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาตลาดตลอดอายุการถือครอง สำหรับตราสารหนี้บุคลลประเภทพันธบัตรออมทรัพย์แบบได้รับดอกเบี้ยเมื่อมีการไถ่ถอน (Saving bonds) เนื่องจากมูลค่าของพันธบัตรจะไม่ถูก mark-to-market ในขณะที่การซื้อหน่วยลงทุนของกองทุนรวมที่ลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว นักลงทุนจะต้องเผชิญกับความเสี่ยงจากการผันผวนของราคาตลาดซึ่งมีผลกระทบอย่างมากต่อ Capital gain/loss เมื่อมีการขายคืนหน่วยลงทุน

กรณีศึกษาที่ 3: ผลตอบแทนการลงทุนจากพันธบัตรออมทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา

งานวิจัยเรื่อง The Economics of Savings Bonds¹⁰ โดย Marcelle Arak และ Stuart Rosenstein ในปี 2547 ได้ศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนระหว่างผลิตภัณฑ์ทางการเงิน 4 ประเภท คือ EE Savings bonds, CDs, T-Bill, และ Intermediate-term Government bonds และได้ผลการศึกษาดังตารางที่ 5

ตารางที่ 5. อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในผลิตภัณฑ์การเงินประเภทต่างๆ ในสหรัฐอเมริกา ช่วงปี 2497–2543 และช่วงปี 2508–2543

	EE Savings bond	6-Month CDs	T-Bills	Intermediate U.S. bond
A: ปี 2497 - 2543				
Annual return	0.0604	-	0.0551	0.0663
S.D.	0.0247	-	0.0281	0.0664
CV	0.4090	-	0.5100	1.0020
B: ปี 2508 - 2543				
Annual return	0.0686	0.0735	0.0645	0.0805
S.D.	0.0212	0.0274	0.0251	0.0685
CV	0.3090	0.3730	0.3890	0.8510

หมายเหตุ:

1. ผลตอบแทนของ EE Savings bonds จำลองมาจากการคูณผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 5 ปีด้วย 0.90
2. ผลตอบแทนของ CDs มาจาก Federal Reserve Bank of St.Louis
3. ผลตอบแทนของ T-Bills และ Intermediate U.S. bond มาจาก Ibbotson (2001)¹¹

ผลการศึกษาพบว่า ในช่วงปี 2497–2543 ผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่ให้ผลตอบแทนต่อปีสูงสุดที่ร้อยละ 6.63 คือ Intermediate U.S. bond แต่ในขณะเดียวกันก็มีค่า S.D. สูงที่สุดที่ร้อยละ 6.64 ซึ่งทำให้ค่า CV¹² ของ Intermediate U.S. bond มีค่าสูงสุด ซึ่งให้เห็นว่า Intermediate U.S. bond มีความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในระดับสูง ในขณะที่ EE Savings bond จะมีค่า CV ต่ำที่สุดในผลิตภัณฑ์ทั้ง 4 ประเภททั้งในช่วงปี 2497–2543 และ 2508–2543

¹⁰ Arak, M., & Rosenstein, S. (2004) The economics of savings bonds. *Financial Services Review*, 13, 303-318.

¹¹ Ibbotson, R. G. and Associates. (2001) *Stocks, Bills, Bonds, and Inflation – Yearbook*. Chicago, IL.

¹² Coefficient of variation (CV) คำนวณจาก S.D./Annual return ใช้วัดการกระจายสัมพัทธ์ของข้อมูลเพื่อเปรียบเทียบการกระจายของข้อมูลตั้งแต่สองชุดขึ้นไป

ผลการวิจัยสรุปได้ว่า ผลกระทบทางการเงินประเภท EE Savings bond เป็นผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่มีระดับความเสี่ยงจากความผันผวนของน้อยที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับผลิตภัณฑ์ทางการเงินทั้ง 4 ประเภท

การวิจัยยังพบว่า พันธบัตรออมทรัพย์ในสหรัฐอเมริกามีลักษณะพิเศษเพิ่มเติมที่นอกจากเรื่องของผลตอบแทนจากอัตราดอกเบี้ยที่สูงนักลงทุนบุคคล คือ การมีสิทธิแฝง (Embedded option) ที่ให้แก่ผู้ลงทุนใน 3 ด้านด้วยกัน คือ

1. สิทธิในการขายคืนก่อนครบกำหนด (The early redemption option): ในกรณีที่พันธบัตรพ้นระยะเวลาขั้นต่ำในการถือครองแล้ว นักลงทุนสามารถขายพันธบัตรคืนให้กับรัฐบาลได้โดยได้รับราคาเท่ากับราคาที่ซื้อไว้บวกกับดอกเบี้ยและลบด้วยบทลงโทษหากขายคืนก่อนกำหนด ซึ่งจากสิทธินี้เองทำให้นักลงทุนไม่มีความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาตลาด และยังสามารถปรับเปลี่ยนแผนการออมและการลงทุนไปสู่สินทรัพย์อื่นที่ให้ผลตอบแทนสูงขึ้นในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งด้วย

2. การรับประกันผลตอบแทนขั้นต่ำ (The guaranteed minimum returns option): ในกรณีของ EE Savings bonds รัฐบาลรับประกันผลตอบแทนขั้นต่ำว่ามูลค่าของ EE Savings bonds จะมีมูลค่าเป็นสองเท่าภายใน 20 ปี หากภายใน 20 ปีมูลค่ายังไม่เพิ่มขึ้นถึงสองเท่าก็จะมี การปรับมูลค่าในส่วนต่างนั้นให้ ณ วันครบกำหนดอายุของพันธบัตร

3. สิทธิเรื่องการจัดภาษี (The tax-timing option): นักลงทุนจะจ่ายภาษีสำหรับ EE Savings bonds ณ วันที่ทำการขายคืนพันธบัตรเท่านั้น ทำให้สามารถตัดสินใจวางแผนการจ่ายภาษีได้ล่วงหน้าโดยขึ้นกับฐานภาษีของตนเองและ/หรืออัตราภาษีในขณะนั้น

บทที่ 4: ตลาดตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคล...โอกาสและความเป็นไปได้

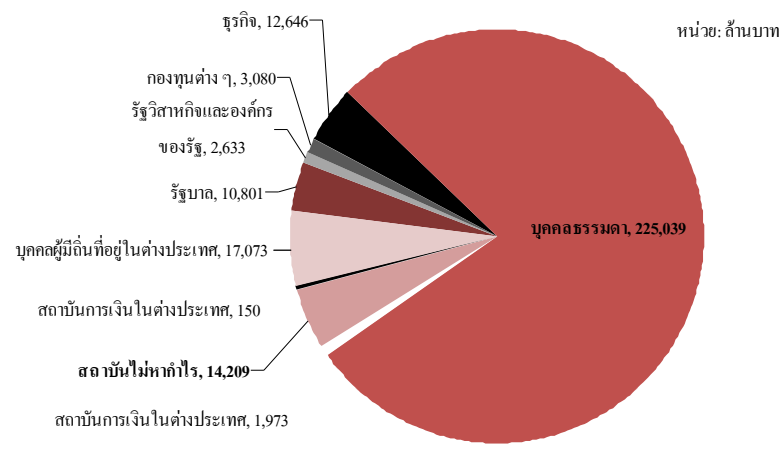
แม้จะเป็นที่ทราบดีว่าตราสารหนี้ภาครัฐบาล หรือ หุ้นกู้ภาคเอกชน เป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่น่าสนใจ ไม่ว่าจะพิจารณาในเรื่องความเสี่ยงและผลตอบแทนเมื่อเทียบกับรูปแบบการลงทุนในผลิตภัณฑ์การเงินประเภทต่างๆ เช่น มีความเสี่ยงในระดับที่ต่ำกว่าการลงทุนใน LTF ซึ่งเป็นกองทุนที่มีน้ำหนักการลงทุนในตราสารหนี้เป็นหลัก มีช่วงระยะเวลาในการออมสั้นที่สั้นกว่า RMF ตลอดจนไม่จำเป็นต้องเกษียณอายุหรือลาออกจากการทำงานก่อนจึงจะได้รับผลประโยชน์ เหมือนกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และที่สำคัญที่สุดประการหนึ่ง คือ การมีผลตอบแทนที่ดีกว่าผลิตภัณฑ์ประเภทเงินฝากก็ตาม แต่ด้วยข้อจำกัดหลายประการดังที่ได้กล่าวในบทที่ 1 ทำให้นักลงทุนบุคคลไม่สามารถเข้าถึงรูปแบบการออมประเภทตราสารหนี้ภาครัฐบาล หรือ หุ้นกู้ภาคเอกชนได้โดยง่าย โดยเฉพาะหากนักลงทุนบุคคลเป็นกลุ่มของผู้ที่อยู่ในวัยเริ่มต้นทำงานหรือผู้ที่มีรายจ่ายหมุนเวียนค่อนข้างสูง ซึ่งมักจะมียังเงินเริ่มต้นในการออมค่อนข้างน้อย ทำให้ทางเลือกในการออมถูกจำกัดอยู่เฉพาะผลิตภัณฑ์บางตัวเช่น LTF RMF กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และผลิตภัณฑ์เงินฝากของธนาคาร เช่น เงินฝากประจำ เงินฝากออมทรัพย์ หรือเงินฝากประเภทอื่นๆ แต่หากรัฐบาลมีการสนับสนุนตลาดตราสารหนี้สำหรับนักลงทุนบุคคลอย่างจริงจัง โดยแก้ไขข้อจำกัดหรือสร้างสภาวะแวดล้อมที่เอื้อต่อการเข้ามาลงทุนของนักลงทุนบุคคล ย่อมจะเป็นการสร้างโอกาสและทางเลือกใหม่ๆ ให้กับนักลงทุน ตลอดจนสามารถบรรลุเป้าหมายของรัฐบาลในการเพิ่มความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ทางการเงิน ให้เป็นช่องทางในการระดมทุนและการออมแก่นักลงทุนบุคคลได้มากขึ้นในอนาคต

ในรายงานฉบับนี้ ผู้ศึกษาได้พิจารณาถึงโอกาสและความเป็นไปได้ในการพัฒนาตลาดพันธบัตรเพื่อนักลงทุนบุคคล โดยตั้งคำถามว่าหากภาครัฐมีความต้องการพัฒนาตลาดพันธบัตรเพื่อนักลงทุนบุคคล ฐานเงินออมของประชาชนส่วนใดที่จะเป็นกลุ่มเป้าหมายที่ก่อให้เกิดอุปสงค์ในความต้องการพันธบัตร โดยสมมุติฐานที่ผู้ศึกษาตั้งไว้คือ ปริมาณเงินออมที่มีความเป็นไปได้ว่าจะสามารถปรับเปลี่ยนหรือโยกย้ายเข้ามาลงทุนในตลาดตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคลนั้น ควรจะต้องมีระดับของความเสี่ยงและมีลักษณะของผลตอบแทนอยู่ในระดับใกล้เคียงกันหรือทดแทนกันได้สมบูรณ์หรือดีกว่าผลตอบแทนจากการออมในรูปแบบเดิม

ซึ่งเมื่อพิจารณาภาพรวมของเงินออมประเภทต่างๆ ของประชาชน พบว่าผลิตภัณฑ์เงินฝากของธนาคารถือเป็นรูปแบบการออมของผู้ออมเงินส่วนใหญ่ โดยเฉพาะนักลงทุนบุคคล และเมื่อ

จำแนกกลุ่มของเงินฝากพบว่า เงินฝากประเภทเงินฝากประจำจะมีลักษณะใกล้เคียงที่สุด ทั้งในเรื่องของระดับผลตอบแทนและระดับความเสี่ยง เนื่องจากการออมเงินในช่วงระยะเวลาใดเวลาหนึ่ง โดยได้รับดอกเบี้ยพร้อมเงินต้นเมื่อถึงกำหนดสิ้นสุดอายุ และเมื่อพิจารณาต่อไปถึงประเภทของเงินฝากประจำจะพบว่า กลุ่มของเงินฝากประจำของบัญชีที่มีปริมาณเงินฝากตั้งแต่ 5 แสนบาท และกลุ่มเงินฝากในช่วงระยะเวลามากกว่า 2 ปีขึ้นไป คือกลุ่มของเงินออมที่มีความเป็นไปได้ในการโอนย้ายเงินออมเหล่านั้นมาสู่ตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคล เนื่องจากจัดได้ว่าเป็นกลุ่มของเงินออมระยะยาว (มากกว่า 2 ปีขึ้นไป) และปริมาณเงินในแต่ละบัญชีมีปริมาณที่มากเพียงพอจะจัดสรรมาซื้อตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคลได้โดยไม่กระทบต่อสภาพคล่องและการจัดสรรเพื่อนำไปลงทุนในด้านอื่นๆของผู้ออมมากจนเกินไป (ตั้งแต่ 5 แสนบาท)

ภาพที่ 9: ปริมาณเงินฝากประจำของบัญชีที่มีเงินฝากตั้งแต่ 5 แสนบาท และมีอายุการฝากมากกว่า 2 ปีขึ้นไป ณ ไตรมาส 3/2552



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

ข้อมูลปริมาณเงินฝากในบัญชีบุคคลธรรมดาที่มีเงินฝากตั้งแต่ 5 แสนบาทและมีอายุการฝากมากกว่า 2 ปีขึ้นไป ณ ไตรมาส 3/2552 มีอยู่ทั้งสิ้น 225,039 ล้านบาท (ภาพที่ 9) และหากรวมปริมาณเงินฝากในบัญชีประเภทสถาบันไม่แสวงหากำไรอีก 14,209 ล้านบาท จะทำให้ฐานเงินออมส่วนนี้จะมีมูลค่าทั้งสิ้น 239,248 ล้านบาท ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 7 ของปริมาณเงินฝากประจำทั้งหมด ซึ่งปริมาณเงินจำนวนนี้มีความเป็นไปได้สูงที่จะเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญของรัฐบาลในอนาคต หากรัฐบาลมีความประสงค์ที่จะผลักดันให้เกิดตลาดตราสารหนี้สำหรับนักลงทุนบุคคลขึ้นอย่างจริงจัง

อย่างไรก็ตาม เพื่อสร้างความมั่นใจ หรือมีแรงจูงใจที่มากพอที่จะทำให้พนักงานโอนย้ายเงินออมจากรูปแบบการฝากเงิน รัฐบาลควรมีการกำหนดเกณฑ์ที่เอื้อต่อการลงทุน ตลอดจนสิทธิประโยชน์พิเศษเพิ่มเติมให้กับนักลงทุนในรูปแบบที่คล้ายคลึงกับกรณีศึกษาของประเทศต่างๆ ดังที่ได้กล่าวมาแล้ว เช่น สิทธิประโยชน์ในการซื้อพันธบัตรด้วยเงินคืนภาษี Payroll saving program สำหรับคนวัยทำงาน หรือการรับประกันผลตอบแทน เพราะปัจจัยสนับสนุนเหล่านี้จะมีส่วนสำคัญที่จะช่วยจูงใจในการลงทุนได้ดียิ่งขึ้น

สำหรับในอนาคตอันใกล้นี้ โอกาสประการหนึ่งที่น่าจะเป็นแรงสนับสนุนให้เกิดการโอนย้ายเงินออมจากฐานเงินฝากประจำ ไปยังผลิตภัณฑ์ทางการเงินอื่นๆ จะได้แก่ พ.ร.บ.สถาบันคุ้มครองเงินฝาก ที่กำหนดให้จำนวนเงินคุ้มครองเงินฝากไม่เกิน 50 ล้านบาท ตั้งแต่ช่วง 11 ส.ค. 2554 ถึง 10 ส.ค. 2555 และไม่เกิน 1 ล้านบาทตั้งแต่ 11 ส.ค. 2555 เป็นต้นไป ซึ่งหลักเกณฑ์ของ พ.ร.บ.ฯ นี้จะทำให้พนักงานบุคคลเริ่มมองเห็นความเสี่ยงจากการฝากเงินกับธนาคารมากขึ้นและมีแนวโน้มที่จะให้ความสำคัญกับการหาช่องทางออมอื่นที่มีความเสี่ยงต่ำกว่า ดังนั้นถือเป็นช่วงเวลาที่เหมาะสมที่รัฐบาลจะออกมาตรการสนับสนุนหรือ โครงการใดๆ เกี่ยวกับตราสารหนี้เพื่อให้นักลงทุนให้เกิดขึ้น

กรณีศึกษาที่ 4: ปัจจัยสำคัญในการซื้อขายพันธบัตรออมทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา

ในรายงานวิจัยเรื่อง The Economics of Savings Bonds ได้ศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนเปรียบเทียบระหว่างพันธบัตรออมทรัพย์และผลิตภัณฑ์อื่นๆ และปัจจัยที่มีนัยสำคัญต่อการซื้อขายพันธบัตรออมทรัพย์ (รุ่น EE Savings bonds) ในสหรัฐอเมริกา โดยแยกการศึกษาระหว่างปัจจัยที่มีผลต่อการซื้อและปัจจัยที่มีผลต่อการขายในช่วงระหว่างปี 2533 ถึง 2544 ได้ผลสรุป คือ ปัจจัยสำคัญที่ทำให้พันธบัตรออมทรัพย์รุ่น EE Savings bonds ในสหรัฐอเมริกามีความน่าสนใจคือ ช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำและมีอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นอยู่ในระดับต่ำ อย่างไรก็ตาม ปัจจัยที่มีผลต่อการซื้อพันธบัตรอย่างมากอีกปัจจัยหนึ่ง คือ อัตราผลตอบแทนที่รัฐบาลรับประกัน ในขณะที่ปัจจัยที่มีผลต่อการขายคืนพันธบัตรจะเน้นไปที่อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น มูลค่าคงค้างของพันธบัตร และระดับรายได้ของบุคคลธรรมดาเป็นหลัก

บทที่ 5: สรุปและข้อเสนอแนะ

ผู้ศึกษาได้ข้อสรุปจากการศึกษาในครั้งนี้ว่า การพัฒนาตลาดตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคลมีความสำคัญและเป็นประโยชน์อย่างยิ่งแก่ผู้ร่วมตลาดทั้งผู้ต้องการเงินทุน(รัฐบาล) และผู้ออม (นักลงทุนบุคคล) เนื่องจากการพัฒนาตลาดตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคลจะก่อให้เกิดประโยชน์ 3 ประการที่สำคัญ คือ

1. เป็นแหล่งเงินทุนที่มีเสถียรภาพที่สามารถนำมาใช้ในการพัฒนาประเทศในระยะยาว ช่วยลดความเสี่ยงจากการผันผวนของตลาดยามที่เศรษฐกิจประสบภาวะวิกฤติ รวมทั้งลดภาระการพึ่งพิงการระดมทุนจากการกู้ยืมแหล่งเงินทุนจากต่างประเทศ
 2. ช่วยลดต้นทุนทางการเงินของรัฐบาล อันเนื่องมาจากประสิทธิภาพที่มีมากขึ้นในขั้นตอนต่างๆ ของระบบการประมูลซื้อขายพันธบัตร อีกทั้งยังช่วยลดการบิดเบือนของตลาด จากการมีอัตราผลตอบแทนที่สามารถสะท้อนอัตราผลตอบแทนของตลาดในขณะนั้น ได้ดียิ่งขึ้น
 3. ส่งเสริมวัฒนธรรมการลงทุนผ่านการออมระยะยาวให้เกิดขึ้นกับประชาชน โดยเฉพาะอย่างยิ่งนักลงทุนบุคคล จากการมีทางเลือกในการออมและการลงทุนที่หลากหลายยิ่งขึ้น สามารถเลือกตราสารหนี้ที่มีความเหมาะสมกับฐานเงินทุนของตนเอง โดยได้รับผลตอบแทนในระดับที่สูงกว่าผลิตภัณฑ์การเงินอื่นที่มีความเสี่ยงใกล้เคียงกัน
- ด้วยเหตุนี้ จึงมีความเหมาะสมเป็นอย่างยิ่งที่รัฐบาลจะให้ความสำคัญและกำหนดนโยบายการพัฒนาตลาดตราสารหนี้เพื่อบุคคลให้ชัดเจนและจริงจังมากยิ่งขึ้นในอนาคต ซึ่งในกรณีที่รัฐบาลมีความประสงค์ที่จะพัฒนาตลาดตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคล โจทย์สำคัญที่รัฐบาลจะต้องเร่งดำเนินการคือ การออกแบบตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคลที่สอดคล้องกับพฤติกรรมด้านความต้องการออมและการลงทุนของประชาชนในประเทศ โดยรูปแบบตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคลควรต้องมีองค์ประกอบที่จูงใจอื่นๆ ไม่ใช่เพียงแค่ปัจจัยด้านอัตราผลตอบแทนและระดับความเสี่ยงเท่านั้น แต่ต้องครอบคลุมถึงมิติต่างๆ อย่างทั่วถึง นับตั้งแต่ ช่องทางการเข้าถึงได้โดยง่ายสำหรับนักลงทุนบุคคลทั้งในเขตกรุงเทพและและต่างจังหวัด ลักษณะและประเภทของผลิตภัณฑ์ที่ตอบสนองต่อความต้องการเพื่อใช้ในการออมของนักลงทุนในช่วงอายุที่แตกต่างกัน ตลอดจนการกำหนดมาตรการด้านภาษีและสิทธิประโยชน์อื่นๆ ที่ช่วยส่งเสริมให้เกิดวัฒนธรรมการลงทุนผ่านการออมระยะยาวให้เกิดขึ้นอย่างกว้างขวางในอนาคต

ในการศึกษานี้ ผู้ศึกษาได้นำเสนอแนวคิดของรูปแบบพันธบัตรเพื่อนักลงทุนบุคคลที่คิดว่าเป็นประโยชน์และเหมาะสมกับประเทศไทย โดยอิงกับรูปแบบของตลาดตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคลในต่างประเทศ ดังนี้

ตารางที่ 6: ข้อเสนอแนะสำหรับรูปแบบของตราสารหนี้เพื่อนักลงทุนบุคคลในประเทศไทย

คุณลักษณะ	ข้อเสนอแนะ	หลักการและเหตุผล
1. รูปแบบพันธบัตร	พันธบัตรออมทรัพย์แบบได้รับดอกเบี้ยเมื่อมีการไถ่ถอน (Saving bonds)	<p><u>นักลงทุน</u></p> <ul style="list-style-type: none"> เป็นรูปแบบที่เข้าใจง่าย เนื่องจากมีลักษณะใกล้เคียงกับรูปแบบการฝากเงินกับธนาคาร ทำให้ผู้ออมที่ต้องการโยกย้ายเงินออมมาสู่การลงทุนในพันธบัตรออมทรัพย์มีความมั่นใจ เนื่องจากคุ้นเคยกับรูปแบบการออมเป็นอย่างดี นอกจากนี้ยังไม่มีความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราผลตอบแทน <p><u>รัฐบาล</u></p> <ul style="list-style-type: none"> เป็นรูปแบบที่รัฐบาลมีโอกาสประสบความสำเร็จในการระดมทุนสูง เนื่องจากนักลงทุนให้ความมั่นใจที่จะลงทุนภายใต้การรับประกันจากรัฐบาลว่าจะได้รับผลตอบแทนและเงินต้นคืนครบจำนวนในกรณีที่มีการไถ่ถอนก่อนกำหนด
2. ช่องทางการจำหน่าย	อินเทอร์เน็ต	<p><u>นักลงทุน</u></p> <ul style="list-style-type: none"> เป็นช่องทางที่มีการพัฒนาและเติบโตอย่างรวดเร็ว นักลงทุนเข้าถึงได้ง่าย โดยเฉพาะนักลงทุนบุคคลในช่วงวัยเริ่มต้นทำงาน ที่นิยมความสะดวกและรวดเร็ว ทุกรูปแบบ ผู้ออกพันธบัตรควรจัดเตรียมช่องทางการจำหน่ายประเภทอื่นๆ เพื่อรองรับผู้ลงทุนที่ไม่มีความถนัดด้านอินเทอร์เน็ตด้วย เช่น ผ่านธนาคาร <p><u>รัฐบาล</u></p> <p>ระบบอินเทอร์เน็ต เป็นเทคโนโลยีสารสนเทศที่ทันสมัย ฐานผู้ใช้งานกว้าง สามารถให้บริการข้อมูลจำนวนมาก ทำให้ขั้นตอนต่างๆ ดำเนินการได้อย่างรวดเร็ว ส่งผลให้ต้นทุนต่อหน่วยการออกตราสารของรัฐบาลถูกลง</p>

คุณลักษณะ	ข้อเสนอแนะ	หลักการและเหตุผล
3. ช่องทางการขายคืน พันธบัตรก่อนครบกำหนด	รับซื้อคืนโดยตรง	<ul style="list-style-type: none"> ■ หากเป็นรูปแบบพันธบัตรออมทรัพย์ที่ได้รับดอกเบี้ยเมื่อมีการไถ่ถอน การรับซื้อคืนจะกระทำโดยรัฐบาลเท่านั้น ผู้ออมจะได้รับดอกเบี้ยรวมทั้งหมดพร้อมเงินต้นเพียงครั้งเดียว ณ วันไถ่ถอนคืน และไม่มีการขายทอดตลาดให้กับนักลงทุนรายอื่นๆ
4. กฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องและสิทธิประโยชน์อื่นๆ	<ul style="list-style-type: none"> ■ กำหนดระยะเวลาขั้นต่ำและวงเงินขั้นสูงในการถือครอง ■ ให้สิทธิประโยชน์เพิ่มเติมหากเป็นการออมเพื่อวัตถุประสงค์บางประการ 	<ul style="list-style-type: none"> ■ การกำหนดระยะเวลาขั้นต่ำของการถือครองเพื่อสร้างแรงจูงใจให้เกิดการลงทุนที่เป็นการออมระยะยาวอย่างแท้จริง ไม่ใช่เพียงแค่นั้นแหล่งพักเงินชั่วคราวของนักลงทุน ■ การกำหนดวงเงินขั้นสูงเพื่อไม่ให้เกิดการกระจุกตัวของนักลงทุนบุคคลใดบุคคลหนึ่งมากเกินไป ■ ให้สิทธิประโยชน์เพิ่มสำหรับวัตถุประสงค์บางประการ เช่น การใช้จ่ายเพื่อการศึกษา การใช้จ่ายในวัยเกษียณ นอกจากนี้จะทำให้ผู้ออมได้รับประโยชน์อย่างเต็มที่แล้ว ยังเป็นการบรรลุมูลวัตถุประสงค์ของรัฐบาลในการลดภาระด้านงบประมาณของรัฐที่ต้องจัดสรรมาดูแลเรื่องดังกล่าวลงได้
5. ช่วงเวลาการจำหน่ายพันธบัตร	เปิดจำหน่ายแบบไม่กำหนดช่วงเวลา	<ul style="list-style-type: none"> ■ เพื่อให้ให้นักลงทุนบุคคลสามารถเข้าถึงได้โดยง่าย สามารถวางแผนการออมและการใช้จ่ายที่มีความยืดหยุ่น และมีสภาพคล่องยิ่งขึ้น

บรรณานุกรม

- AfDB Temporary Relocation Agency (2009). “Summary Proceedings: Donor Workshop on Bond Market Development in Africa.”
- Arak, M., & Rosenstein, S. (2004). The economics of savings bonds. *Financial Services Review*, 13, 303-318.
- Banking & Financial Update (2008). “Retail bond offers: rising liquidity in a difficult financial market”
- Department of Finance Canada (2004). “Retail Debt Program Review Project.”
- Esmond K Y LEE (2005). “Bond Market Development: The case of Hong Kong.”
- Han-Gu Lee, Fixed Income Department. (2009). “Bond Markets in Korea and KOFIA,s Role.”
- Hong Kong Mortgage Corporation Limited (HKMC). “Retail Bond Issuance Programme”
- Ibbotson, R.G. and Associates. (2001). *Stocks, Bills, Bonds, and Inflation –Yearbook*. Chicago, IL.
- International Capital Market Association (2007). “European Financial Services Industry Standard of Good Practice on Bond Market Transparency for Retail Bond Investors.”
- Ministry of Finance Japan. “JGB for retail investors” <http://www.mof.go.jp/english/jgb-e.htm>
- Monica Ambrosi (2010). “The South African debt Market.”
- Pietro Poletto ,Head of Fixed Income London Stock Exchange (2010). “Retail bond market in UK investors.”
- Singapore Government Securities (SGS). <http://www.sgs.gov.sg/>
- The U.S. Department of the Treasury Bureau of the Public Debt. <http://www.treasurydirect.gov/>
- Treasury Direct Department of Brazil. <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/english/>
- The ninth OECD/World Bank/IMF Forum (2007). “Annual Global Bond Market.”
- The National Treasury Department (2008). Republic of South Africa. “Fixed Rate Retail savings bonds”