



บทที่ 7

แนวทางแก้ไขปัญหาอุปสรรคในการบริหารงานพันธบัตรและข้อ เสนอแนะ

จากการศึกษาและวิเคราะห์ปัญหาต่างๆ ที่สำคัญ 6 ประการถึงสภาพและสาเหตุของ ปัญหาที่เกิดขึ้นในตลาดแรก และมีผลกระทบไปยังตลาดรอง หรือที่เป็นปัญหาโดยตรงของตลาดแรก และตลาดรองเองตามบทที่ 6 นั้น ส่วนงานของรัฐคือกระทรวงการคลังและธนาคารแห่งประเทศไทย กับสถาบันการเงินต่างๆ ก็ได้มีการปรึกษาหารือ เพื่อที่จะดำเนินการต่างๆ ในอันที่จะแก้ไข ปัญหาโดยมีจุดมุ่งหมายที่จะให้ตลาดแรกมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น ทั้งการขยายปริมาณการจำหน่ายและ การเอื้ออำนวยความสะดวกสบายให้แก่ผู้ลงทุน เกิดการคล่องตัวยิ่งขึ้นในการซื้อขายพันธบัตรใน ตลาดรองนอกตลาดหลักทรัพย์ (over the counter) โดยธนาคารพาณิชย์และสาขาของ ธนาคารพาณิชย์ เกิดการซื้อขายลงทุนในพันธบัตรระหว่างสถาบันการเงิน และการเพิ่มบทบาท สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้เป็นศูนย์กลางของตลาดรอง

อย่างไรก็ดี เพื่อจะขยายผลของการแก้ไขปัญหาและอุปสรรค ให้ชัดเจนยิ่งขึ้นจึงได้ทำ การเก็บรวบรวมข้อมูลต่างๆ จากหน่วยงานต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการวางนโยบาย คือกระทรวง การคลัง และฝ่ายวิชาการ ธนาคารแห่งประเทศไทย และส่วนงานที่เกี่ยวข้องกับการบริหารและ จัดการเกี่ยวกับพันธบัตรในตลาดแรกและตลาดซื้อคืน คือ ฝ่ายเงินฝากและพันธบัตร ฝ่ายการ ธนาคาร และฝ่ายกฎหมายของธนาคารแห่งประเทศไทย สำหรับข้อมูลต่างๆ เกี่ยวกับตลาดรองได้ จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งการศึกษาค้นคว้าย้อนหลังไปจากรวบรวมข่าวสาร ความเคลื่อนไหว การปรับปรุงเปลี่ยนแปลง เรื่องต่างๆ เกี่ยวกับพันธบัตร ตั้งแต่การดำเนิน นโยบายของทางการ การบริหารพันธบัตรในตลาดแรกและตลาดรอง จากห้องสมุดและศูนย์สาร- นิเทศของธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งมีเอกสาร ข้อมูล และข่าวสารต่างๆ อย่างสมบูรณ์ที่สุดใน เรื่องเกี่ยวกับพันธบัตรรัฐบาล และที่สำคัญที่สุดก็คือ การติดต่อสอบถามและสัมภาษณ์ด้วยตนเอง ตลอดจนการติดต่อสัมภาษณ์ทางโทรศัพท์ (focus interview sampling technique) จาก เจ้าหน้าที่ผู้รับผิดชอบในระดับต่างๆ ของกระทรวงการคลัง ธนาคารแห่งประเทศไทย ตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินที่เป็นตลาดรองพันธบัตร ตลอดจน ประชาชนผู้ลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลด้วย จึงทำให้สามารถได้แนวทางการแก้ไขปัญหาและอุปสรรค ต่างๆ ที่สามารถนำไปปฏิบัติได้ดังต่อไปนี้ คือ

1. การแก้ไขปัญห้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล

1.1 การที่ทางการมีเหตุผลและความจำเป็นที่จะต้องปรับปรุงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรให้สอดคล้องกับตลาดการเงิน ก็เพื่อให้เป็นที่นิยมแก่ประชาชนทั่วไป สามารถจะระดมเงินออมจากผู้ลงทุนรายย่อยได้ และรัฐบาลได้อาศัยเงินออมจากประชาชนนี้ในการจัดดำเนินการสร้างปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจซึ่งต้องใช้เวลา หากจะอิงประมาณรายจ่าย ที่มาจากรายได้ที่จัดเก็บจากภาษีอากรเพียงอย่างเดียว โดยไม่อาศัยเงินกู้ภายในประเทศ โดยการออกพันธบัตรเพื่อจำหน่ายกิจการงานของรัฐก็จะทำไปได้เพียงปีละเล็กน้อย ไม่ทันการเปลี่ยนแปลงของสถานะเศรษฐกิจและสังคม กลับจะเป็นภัยต่อประเทศที่จะก่อให้เกิดความล้มล้าง และประโยชน์สุขของประชาชนในประเทศอาจเสื่อมถอยลงไปด้วย การที่รัฐบาลได้ปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยให้สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์เฉลี่ยร้อยละ 0.3-0.5 ต่อปีนั้น เพื่อระดมเงินฝากจากภาคประชาชนจนเกิดความสับสนเพราะมีพันธบัตรอัตราดอกเบี้ยต่างๆ หลายรุ่น ในปีงบประมาณหนึ่งๆ จนทำให้ประชาชนเกิดความสับสนในผลตอบแทนที่ได้รับ

ก. การเร่งระดมเงินออมภายในประเทศ

ประชาชนส่วนใหญ่ของประเทศมีรายได้ไม่สูง จำเป็นต้องใช้จ่ายเพื่อการอุปโภคบริโภค นิยมถือปฏิบัติกันอย่างขาดการปลูกฝังนิสัยให้ประหยัดและรู้จักการเก็บออมทรัพย์มาตั้งแต่เยาว์วัย ดังนั้นการสะสมทุนในรูปของสินทรัพย์ทางการเงินจึงมีน้อยและไม่นิยมแพร่หลาย การแก้ไขการขาดดุลงบประมาณส่วนหนึ่งต้องอาศัยการกู้เงินจากต่างประเทศ ซึ่งในระยะหลังเป็นภาระทั้งต้นเงินกู้และอัตราดอกเบี้ยที่จะต้องส่งชำระในแต่ละปีเป็นจำนวนสูง ดังนั้นกระทรวงการคลังและธนาคารแห่งประเทศไทย จึงได้รณรงค์ให้มีการพัฒนาตลาดทุนโดยเฉพาะตลาดพันธบัตรที่ธนาคารแห่งประเทศไทย เพื่อเร่งระดมเงินออมภายในประเทศ ด้วยการให้ผลตอบแทนในอัตราที่สูงกว่าการฝากเงินประจำไว้ที่ธนาคารพาณิชย์ เนื่องจากพันธบัตรเงินกู้มีอายุ 5 ปี การจะจูงใจให้ประชาชนหันมาซื้อพันธบัตร จะต้องสร้างความมั่นใจในเรื่องผลตอบแทนซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญในการเลือกลงทุนระยะยาว จึงเป็นสาเหตุที่ทำให้ต้องมีการปรับอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรุ่นใหม่ๆ หลายครั้งในรอบปีงบประมาณหนึ่งๆ ให้สูงขึ้นตามอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงิน ในสภาวะการณ์ที่มีแนวโน้มสูงขึ้น มิฉะนั้นแล้วการเร่งระดมเงินออมภายในประเทศด้วยการจำหน่ายพันธบัตรแก่ประชาชนในตลาดแรกจะไม่บรรลุผล เพราะประชาชนจะพากันนำมาขายคืนโดยยอมเสียส่วนลด แล้วนำเงิน

จำนวนนั้นไปฝากธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงินอื่น ๆ แทน ดังนั้นจึงทำให้พันธบัตรในปีงบประมาณมีหลายรุ่น และให้ผลตอบแทนแตกต่างกัน เพื่อให้ประชาชนนำพันธบัตรรุ่นเก่าที่อัตราดอกเบี้ยต่ำกว่ามาขายคืน แล้วซื้อรุ่นใหม่ ๆ ให้ผลตอบแทนสูงกว่าแทน

บ. การเร่งพัฒนาตลาดพันธบัตร

ในช่วงปี 2512-2522 อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลไม่มีการเปลี่ยนแปลงเคลื่อนไหวมากนัก อยู่ในระดับร้อยละ 7.5-8.5 ต่อปี ปริมาณการซื้อขายอยู่ในมือของธนาคารแห่งประเทศไทยเสียเป็นส่วนใหญ่ เนื่องจากเมื่อมีพันธบัตรเหลือจากการขาย ธนาคารแห่งประเทศไทยก็ได้เข้าซื้อเพื่อพยุงฐานะเงินคงคลังในบางครั้ง หรือทางกระทรวงการคลังทำหนังสือขอให้ธนาคารรับซื้อพันธบัตรไว้ ในบางปีที่วงเงินเหลือมีจำนวนมาก ก็ได้มีการประชุมพิจารณาเพื่อยกเลิกวงเงินส่วนที่เหลือนั้น ทั้งนี้เพราะธนาคารแห่งประเทศไทยจะรับซื้อพันธบัตรรัฐบาลไว้ได้ไม่เกินวงเงินที่กำหนดไว้สำหรับแต่ละปี วงเงินรับซื้อนี้จะรวมพันธบัตรที่รับซื้อคืนกับพันธบัตรส่วนที่เหลือจากการจำหน่ายด้วย ยกเว้นในปี 2524 ที่สถาบันการเงินต่างๆ รวมทั้งธนาคารพาณิชย์มีสภาพคล่องต่ำ ยอดพันธบัตรที่เหลือจำหน่ายมีจำนวนมาก ทางกรจึงต้องมีการประชุมเพื่ออนุมัติให้ธนาคารแห่งประเทศไทยรับซื้อพันธบัตรไว้เกินเป้าหมายที่กำหนดไว้แต่เดิมตอนต้นปีทั้งหมด

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 23

ตารางพันธบัตรรัฐบาลที่ถือโดยธนาคารแห่งประเทศไทย

(หน่วย : ล้านบาท)

ปี	ยอดคงค้าง เมื่อ 31 ธันวาคม (1)	มูลค่า (2)	ถือโดยธนาคารแห่งประเทศไทย		
			+ เพิ่ม (ล้านบาท)	- ลด (ร้อยละ)	(2) เป็น % ของ (1)
2523	86,316.1	36,099.9	+5,411.8	+17.63	41.82
2524	101,632.7	48,192.4	+12,092.5	+33.50	41.42
2525	128,098.8	51,460.6	+3,268.2	+6.78	40.17
2526	146,058.5	58,951.9	+7,491.3	+14.56	40.36
2527	169,282.9	56,895.0	-2,056.9	-3.49	33.61
2528	190,289.3	61,127.9	+4,229.9	+7.43	32.12
2529	222,374.7	62,037.2	+912.3	+1.49	27.90
2530	234,802.6	58,941.4	-3,095.8	-4.99	25.10
2531	213,058.6	32,100.3	-26,841.1	-45.54	15.07

ที่มา : หน่วยการคลัง ฝ่ายวิชาการ ธนาคารแห่งประเทศไทย

นับตั้งแต่ปี 2523 เป็นต้นมา ยอดพันธบัตรรัฐบาลที่ถือโดยธนาคารแห่งประเทศไทยมีแนวโน้มลดลงเหลือร้อยละ 40 ในปี 2525-2526 (ตารางที่ 23) เมื่อเทียบกับยอดพันธบัตรคงค้างสุทธิเมื่อสิ้นปี และลดต่ำลงเหลือเพียงร้อยละ 33-34 ในปี 2527 และ 2528 ทั้งนี้ เนื่องจากได้มีการปรับอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรให้สูงขึ้นสอดคล้องกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำของธนาคารพาณิชย์และการร่วมมือกันพัฒนาตลาดทุนทั้งจากภาครัฐและเอกชน เพื่อส่งเสริมให้ผู้ลงทุนซึ่งเป็นบุคคลธรรมดาหันเข้ามาซื้อพันธบัตรในตลาดพันธบัตรรัฐบาล ด้วยการให้ผลตอบแทนที่มั่นคงและเคลื่อนไหวตามภาวะตลาดเงิน จึงทำให้พันธบัตรรัฐบาลที่ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องเข้าไปถือเป็นจำนวนมาก ค่อยๆ ลดลงตามลำดับ และพันธบัตรที่จำหน่ายให้แก่บุคคลธรรมดามีมูลค่าสูงขึ้น

1.2 ผลจากการเร่งพัฒนาตลาดพันธบัตร ด้วยการปรับอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรให้สอดคล้องกับภาวะตลาดเงิน ได้เป็นเหตุจูงใจให้ประชาชน และนิติบุคคล เช่น วัด มูลนิธิ และองค์การสาธารณกุศลต่างๆ ได้สนใจซื้อพันธบัตรมากขึ้นทุกปี ยกเว้นปี 2529 ที่มีการเก็บภาษีจากดอกเบี้ยพันธบัตร ที่ทำให้อัตราการจำหน่ายลดลง แต่การที่พันธบัตรรัฐบาลมีการปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยปีละหลายครั้ง นับตั้งแต่ปี 2525 เป็นต้นมา ทำให้ประชาชนมีการระงับการถือครองติดตามการขึ้นลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินตลอดเวลา ต่างกับธนาคารพาณิชย์จะเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยให้แก่ผู้ฝากโดยอัตโนมัติ และสร้างภาพพจน์ว่าได้คอยรักษาผลประโยชน์แก่ผู้ฝากเงินไม่ต้องให้ลูกค้าต้องเสียเวลาติดต่อแจ้งความจำนง เช่น การขายคืนและซื้อพันธบัตรรุ่นใหม่ที่อัตราดอกเบี้ยสูงกว่า

การที่ผู้ลงทุนในพันธบัตรเกิดความไม่มั่นใจในอัตราดอกเบี้ยพันธบัตร ว่าระยะต่อไปพันธบัตรที่ถือไว้จะมีผลตอบแทนในอนาคตอย่างไร เพราะในปีหนึ่งๆ อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรที่ออกใหม่ได้ปรับเปลี่ยนถึง 2-3 ครั้งตลอดมา กระทรวงการคลังและธนาคารแห่งประเทศไทยก็ได้ตั้งนโนใจ ได้มีการปรึกษาหารือ และวิเคราะห์อย่างระมัดระวังถึงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรที่จะให้ผลตอบแทนที่เหมาะสม เพื่อเป็นแรงจูงใจสำหรับผู้ลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลว่าควรจะเป็นอัตราใดตลอดเวลา 5 ปี จนถึงของอายุพันธบัตรที่จะก่อให้เกิดความมั่นใจแก่ผู้ซื้อก่อให้เกิดการระดมทุนจากภาคประชาชน และไม่เกิดผลกระทบต่อภาระดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ เพราะการที่พันธบัตรรัฐบาลมีอัตราดอกเบี้ยสูงเกินไป เป็นผลให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินสูงตามไปด้วย ซึ่งไม่บังเกิดผลดีต่อระบบเศรษฐกิจการเงินโดยรวมของประเทศ

อย่างไรก็ดี เมื่ออัตราดอกเบี้ยต้องตลาดสูงขึ้น ทำให้ประชาชนต้องนำพันธบัตรรุ่นเก่าที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำมาขายคืน เพื่อซื้อพันธบัตรรุ่นใหม่ที่มีอัตราดอกเบี้ยสูงกว่า เนื่องจากระบบการรับซื้อคืนพันธบัตรที่ตลาดของธนาคารแห่งประเทศไทยมีการกำหนดราคาซื้อคืนตายตัวร้อยละ 100 ของมูลค่าที่ตราไว้ จึงเป็นภาระต่อทั้งประชาชนและผู้ดำเนินการจำหน่าย ทางการณ์น่าจะได้มีการพิจารณาปรับปรุงวิธีการรับซื้อคืนใหม่ ซึ่งขอเสนอทางเลือกดังนี้

ก. เปลี่ยนวิธีการกำหนดอัตราดอกเบี้ย แทนที่จะให้อัตราดอกเบี้ยตายตัวก็น่าจะให้ เป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัว โดยโยงกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารพาณิชย์ ด้วยการประกาศของกระทรวงการคลังเป็นคราวๆ ไป เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งจะทำให้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรขึ้นลงโดยอัตโนมัติ ตามการขึ้นลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารพาณิชย์ อย่างไรก็ตาม การโยงอัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารพาณิชย์อาจมีปัญหา เพราะอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของแต่ละธนาคารพาณิชย์อาจจะแตกต่างกัน และมีการปรับตัวที่ไม่พร้อมกัน จึงอาจจะต้องมีเกณฑ์ว่าอาศัยอัตราเฉลี่ยของทุกธนาคาร ณ วันใดวันหนึ่ง ในการปรับอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลให้ลอยตัวนี้ รัฐบาลจะได้ประโยชน์ เพราะผู้ถืออัตราดอกเบี้ยสูงซึ่งแต่เดิมจะไม่มาขายคืนก็จะได้อัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลงด้วย และในทางกลับกันผู้ถือพันธบัตรรัฐบาลก็จะได้มีหลักประกันว่า เมื่ออัตราดอกเบี้ยตลาดสูงขึ้นก็จะได้อัตราดอกเบี้ยที่สูงตาม เช่นเดียวกับการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์

ข. เปลี่ยนวิธีการกำหนดราคาซื้อคืน แทนการรับซื้อคืนในอัตราหรือราคาตายตัวจะให้ เป็นราคาที่ลอยตัว โดยเชื่อมโยงกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรุ่นใหม่ ถ้าอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรุ่นใหม่มีอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าพันธบัตรรุ่นเก่า ราคาซื้อขายของพันธบัตรรุ่นเก่าก็จะมีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่ตราไว้ หรือในทางกลับกัน ถ้าหากอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรรุ่นใหม่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรรุ่นเก่า ก็จะทำให้พันธบัตรรุ่นเก่ามีราคาสูงขึ้น วิธีนี้เป็นวิธีการที่ตลาดหลักทรัพย์ใช้ในการกำหนดราคาซื้อขายพันธบัตร ทำให้มีความแตกต่างกันระหว่างพันธบัตรและเงินฝากธนาคาร และผู้ถือพันธบัตรต้องมีส่วนได้ส่วนเสียกับการขึ้นลงของดอกเบี้ย ซึ่งจะเป็นการแก้ไขภาระยุ่งยากในการขายคืนที่เกิดขึ้น เช่นในปัจจุบัน

อนึ่ง การที่จะกำหนดให้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรลอยตัวนั้น ทางกระทรวงการคลังเองก็เคยนำเรื่องนี้ไปพิจารณา รวมทั้งการออกจำหน่ายพันธบัตรเฉพาะเรื่องดังที่ในปี 2531 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้เสนอขอให้กระทรวงการคลังพิจารณาออกพันธบัตรทบตันอายุ 15 ปี โดยกำหนดอัตราดอกเบี้ยเป็นชนิดลอยตัว ในวงเงิน 200 ล้านบาท สำหรับออกจำหน่ายให้กับ

ประชาชนเพื่อวางประกันค่ากระแสไฟฟ้า แต่กระทรวงการคลังพิจารณาแล้วเห็นว่า ยังไม่สามารถนำมาใช้ได้ เพราะติดขัดในเรื่องกฎหมายและวิธีปฏิบัติ ทั้งเรื่องภาษีและรายได้ รวมทั้งจะมีผลกระทบต่อถึงทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง โดยเฉพาะตลาดรองของพันธบัตรด้วย เรื่องนี้มีแนวคิดที่ว่า ทางการอาจจะกำหนดให้จ่ายดอกเบี้ยพันธบัตรสูงกว่าเงินฝากประจำ 1 ปีของธนาคารพาณิชย์ ร้อยละ 0.5 แล้วกำหนดคืนทุกเดือนสิงหาคมหรือกันยายน ก่อนที่จะมีการอนุมัติงบประมาณรายจ่ายประจำปี จะแตกต่างกันหรือ เกินก็เพียง เล็กน้อย โดยการออกพันธบัตรอัตราดอกเบี้ย เป็นชนิดลอยตัวนี้ สมควรจะนำมาใช้กับพันธบัตรรุ่นใหม่ ซึ่งจะช่วยให้ทางการสามารถจ่ายดอกเบี้ยได้ถูกต้องตามสภาพที่เป็นจริง

โดยทางทฤษฎีแล้ว อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลจะต้องสามารถสะท้อนค่าใช้จ่ายในการกู้ยืมของรัฐบาลอย่างแท้จริง เพื่อที่รัฐบาลจะได้ใช้เป็นเครื่องชี้ (indicator) เปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่จะได้จากการใช้จ่าย เพื่อให้การกู้ยืม และการใช้จ่ายของรัฐบาลให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ เนื่องจากธนาคารแห่งประเทศไทยต้องนำกำไรสุทธิส่วนที่เหลือจากหักสำรองตามกฎหมาย และสำรองอื่น ๆ ไว้แล้วส่งรัฐทั้งหมด เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยลงทุนให้รัฐบาลก็จะมีรายได้จากค่าดอกเบี้ย หลังจากหักรายจ่ายแล้วก็เป็นส่วนที่ต้องนำส่งรัฐ เท่ากับเป็นการลดภาระดอกเบี้ยของรัฐบาล เช่นเดียวกับการคิดค่าธรรมเนียมการจัดการเงินกู้ด้วยการจำหน่ายพันธบัตร ถ้าหากธนาคารแห่งประเทศไทยซื้อพันธบัตรรัฐบาลที่ออกมาทั้งหมด และรายจ่ายของธนาคารก็มีรายได้จากทางอื่นคุ้มแล้ว ธนาคารแห่งประเทศไทยก็ต้องนำรายได้ส่วนที่เป็นค่าดอกเบี้ยรับจากพันธบัตรรัฐบาลส่งรัฐทั้งหมด ก็เท่ากับว่ารัฐบาลไม่ต้องเสียดอกเบี้ยเลย แต่การกู้เงินจากธนาคารแห่งประเทศไทย ด้วยการให้ธนาคารแห่งประเทศไทยรับซื้อพันธบัตรนั้น มีผลเท่ากับเป็นการพิมพ์ธนบัตรออกใช้ ทำให้ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น กระทบกระเทือนต่อระดับราคาสินค้าและบริการในประเทศ ที่ทำให้อุปสงค์รวมต่อสินค้าและบริการเพิ่มขึ้น ระดับราคาสินค้าต้องสูงขึ้นและเกิดภาวะเงินเฟ้อ สภาพคล่องในระบบธนาคารจะเพิ่มขึ้น เพราะเงินที่จ่ายออกจากธนาคารแห่งประเทศไทย จะเป็นฐานเชิง (Monetary Base) ซึ่งจะช่วยเพิ่มเงินสดสำรองของธนาคารพาณิชย์ ทำให้ธนาคารพาณิชย์สามารถใช้จ่ายเงินสดสำรองในการให้สินเชื่อแก่เอกชน การกู้เงินด้วยการจำหน่ายพันธบัตรให้แก่ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงควรหลีกเลี่ยงให้มากที่สุด

2. การแก้ไขปัญหาการเก็บภาษีเงินได้จากพันธบัตรรัฐบาล

การพัฒนาตลาดพันธบัตรรัฐบาล เป็นมาตรการพัฒนาตลาดทุนมาตรการหนึ่ง ที่อยู่ในความรับผิดชอบร่วมกันระหว่างกระทรวงการคลัง และธนาคารแห่งประเทศไทย โดยการพัฒนาลักษณะของพันธบัตรรัฐบาลในด้านต่างๆ ตลอดจนการพัฒนาตลาดแรกและตลาดรองของพันธบัตร ทั้งนี้ เพื่อให้พันธบัตรรัฐบาล เป็น เครื่องมือระดม เงินทุนระยะยาวที่มีประสิทธิภาพ แต่การปรับปรุงภาษีจาก ดอก เบี้ยพันธบัตรแต่ละครั้ง เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาทั้งตลาดแรกและตลาดรองของพันธบัตรรัฐบาล อย่างยิ่ง เพราะผู้ซื้อพันธบัตรรัฐบาลคิดว่าการซื้อพันธบัตร เป็นการลงทุนที่ไม่มีความเสี่ยง หรือ เสี่ยงน้อยมาก เช่นเดียวกับการฝากเงินกับธนาคาร และคาดว่าจะมีผลตอบแทนอยู่ในระดับใกล้เคียง อัตราตลาดในขณะนั้น เมื่อเทียบกับการลงทุนที่มีความเสี่ยง ซึ่งมักจะให้ผลตอบแทนสูง ทั้งนี้ เพื่อชดเชยความเสี่ยงให้แก่ผู้ลงทุน ดังจะเห็นได้จากการลงทุนในตลาดหุ้น ตลาดเงินนอกระบบ เป็นต้น เมื่อมีการปรับปรุงภาษีที่เกี่ยวข้องกับพันธบัตรจะทำให้ผู้ซื้อและผู้ลงทุนเกิดความไม่มั่นใจ และไม่สู้เข้าใจนัก ทำให้เกิดความชะงักงันในการจะลงทุนในพันธบัตร ถ้าหากได้มีการชี้แจงทำความเข้าใจและแก้ไขโดยการใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ ณ วันที่ออกพันธบัตร คำนวณ ภาษีดอก เบี้ยพันธบัตร จะช่วยให้ผู้ลงทุนซื้อพันธบัตรสามารถคาดคะเนผลตอบแทนจากพันธบัตรได้ และรัฐบาลสามารถคำนวณและประมาณการรายได้และรายจ่ายได้ค่อนข้างแน่นอน เป็นประโยชน์ ต่อการทำงานประมาณของรัฐอย่างยิ่ง

ในปัจจุบันกรณีที่มีผู้ขายพันธบัตรคืนก่อนกำหนด ธนาคารแห่งประเทศไทยไม่ได้หักภาษีเงินได้จากการโอน โดยพิจารณาว่าเป็นการได้ถอนคืนก่อนกำหนด ทั้งนี้ เพื่อให้ความยุติธรรมแก่ผู้ถือพันธบัตรที่จะต้องได้ผลตอบแทนต่ำลง เนื่องจากเสียส่วนลดหักตามกำหนด

อนึ่ง หากใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ของธนาคารพาณิชย์ ณ วันออกพันธบัตร เป็นเกณฑ์การคำนวณภาษีเงินได้ จะช่วยให้ผู้ที่ตัดสินใจซื้อพันธบัตรมีความมั่นใจและตัดสินใจซื้อได้เร็วขึ้น หากเกิดความไม่แน่นอน ผู้ลงทุนจะเลือกลงทุนอย่างอื่นมากกว่า เพราะไม่มีผลตอบแทนเป็นพิเศษจากการเสี่ยงซื้อพันธบัตรนั้นแต่ประการใด ซึ่งในอดีตกรมสรรพากร เคยยกเว้นภาษีเงินได้จากการโอน TCD และการตีความเงินได้จากการซื้อขายพันธบัตรในตลาดซื้อคืนถือเป็นดอก เบี้ย เพื่อความเป็นธรรมแก่ผู้ลงทุนซื้อพันธบัตรรัฐบาล และ เป็นการสร้างความนิมิตในพันธบัตร กล่าวคือ กรมสรรพากร โดยนายเหลือ สงวนพงษ์ รองอธิบดี ปฏิบัติราชการแทนอธิบดีกรมสรรพากร ได้มี จดหมาย ที่ กค.0804/24582 ลงวันที่ 24 ธันวาคม 2524 แจ้งถึงการตีความเกี่ยวกับเงินได้ที่ ธนาคารพาณิชย์ต่างๆ ได้รับจากการขายพันธบัตรในตลาดซื้อคืนมายังธนาคารแห่งประเทศไทยดังนี้

(1) การที่ธนาคารฯ ได้ขายคืนพันธบัตรที่ได้ซื้อไว้จากธนาคารแห่งประเทศไทยคืนกลับไปให้ธนาคารแห่งประเทศไทย โดยได้ขายคืนไปในราคาที่เสนอซื้อ (ราคาที่ตราไว้ในพันธบัตร) นวกด้วยจำนวนที่คิดเป็นร้อยละต่อปีของราคาที่เสนอซื้อ ดังนั้น จำนวนที่คิดเป็นร้อยละต่อปีของราคาที่เสนอซื้อ จึงเข้าลักษณะเป็นดอกเบี้ยที่เรียกเก็บตามมาตรา 70 (3) (ก) แห่งประมวลรัษฎากร ธนาคารฯ ต้องนำมาเสียภาษีการค้ำในอัตราร้อยละ 2.5 ของรายรับ ตามประเภทการค้ำ 12 ธนาคาร ชนิด 1 แห่งบัญชีอัตราภาษีการค้ำ

(2) กรณีตามตัวอย่างที่ธนาคารได้ส่งไปเพื่อประกอบการพิจารณานั้น จำนวนที่คิดเป็นร้อยละ 8.5 ต่อปี นับแต่วันที่ 22 กรกฎาคม 2523 ถึงวันที่ 29 กรกฎาคม 2523 รวม 7 วัน เป็นเงิน 8,150.68 บาท เข้าลักษณะเป็นดอกเบี้ยที่เรียกเก็บ ธนาคารฯ ต้องนำรายรับของจำนวน 8,150.68 บาท มาเสียภาษีการค้ำ ตามนัยกล่าวในข้อ (1)

สำหรับทางเลือกของผู้ถือพันธบัตรชนิดดอกเบี้ยทบต้น ที่ให้ขายคืนก่อนกำหนด หากผู้ถือเห็นว่าจะต้องเสียภาษีในอัตราที่สูงนั้น ในทางปฏิบัติสามารถทำได้ก็จริง แต่ในการขายคืนก่อนครบกำหนด ผู้ถือจะต้องจ่ายส่วนลดหักตามที่ทางการกำหนด ซึ่งจะทำให้พันธบัตรประเภทนี้ไม่ได้รับความนิยม นอกจากนั้นในกรณีที่มีผู้ขายคืนก่อนกำหนดเป็นจำนวนมาก ผู้ที่จะต้องรับภาระมากขึ้นคือธนาคารแห่งประเทศไทย ที่จะต้องรับซื้อคืนโดยไม่มีข้อจำกัด

3. การแก้ไขปัญหาการประสานงานในตลาดรอง

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรจะทำหน้าที่ตลาดรองมากกว่าที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน เพื่อให้ไปเป็นไปตามเจตนารมณ์ของสมาชิก และเป็นไปตามข้อจำกัดบางประการ เช่น การจดทะเบียนผู้ถือครองพันธบัตรจำนวนมาก เป็นต้น ปัจจุบันมูลค่าการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลที่ผ่านตลาดหลักทรัพย์ฯ มีน้อยมาก ถึงแม้ว่าพันธบัตรรัฐบาลแต่ละรุ่นเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ก็ตาม ทั้งนี้อาจเป็นเพราะค่าธรรมเนียมในการซื้อขายผ่านตลาดหลักทรัพย์ฯ ค่อนข้างสูง และผู้ถือพันธบัตรส่วนใหญ่ประสงค์จะเก็บพันธบัตรไว้เพื่อการเก็บออมและสะสม ไม่นิยมนำมาซื้อขาย

สถาบันต่างๆที่ทำหน้าที่เป็นตลาดรองในการซื้อขายพันธบัตรกับประชาชน ได้แก่ ธนาคารแห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุนและบริษัทหลักทรัพย์ ที่เป็นสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์ฯ และที่ไม่ได้เป็นสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งแนวทางการพัฒนาตลาดรองอาจจะสนับสนุนให้สถาบันดังกล่าวเหล่านี้ สามารถพัฒนาปรับปรุงบทบาท

ของแต่ละสถาบันให้ดีขึ้น โดยในระยะแรกยังไม่จำเป็นต้องมารวมกัน เป็นกลไกแห่งเดียว แต่ในระยะยาวให้สามารถจะประสานบทบาทของสถาบันตลาดรองเหล่านี้ เหมือนอย่างในกรณีของตลาดหุ้นหรือตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น เพื่อเป็นการพัฒนาตลาดรองในอนาคตในลักษณะประสานประโยชน์ร่วมกันแล้ว ควรจะมีการแก้ไขปัญหาการบริหารและการพัฒนาตลาดรองดังต่อไปนี้คือ

ก. การใช้เทคโนโลยีสมัยใหม่

การประสานประโยชน์ร่วมกันด้วยการนำความรู้ทางด้านอิเล็กทรอนิกส์สมัยใหม่มาใช้กับการรวบรวมข้อมูล และข้อสนเทศที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายพันธบัตรในตลาดรอง ซึ่งในปัจจุบันได้ทำอยู่ในระดับหนึ่งแล้ว มาเพิ่มเติมและปรับปรุงให้ข้อสนเทศนั้นทันสมัยและเป็นศูนย์รวมข้อสนเทศของตลาดรองทุกแห่ง เพื่อให้ระบบการแจ้งราคาพันธบัตรเป็นมาตรฐานเดียวกัน ทั้งนี้ เพื่ออำนวยความสะดวกแก่ผู้ซื้อและผู้ขาย รวมทั้งนายหน้าในการซื้อขายให้สามารถใช้ข้อสนเทศเหล่านี้ได้อย่างรวดเร็ว แม้ว่าจะอยู่ในสถานที่ที่ห่างไกลกันก็ตาม

องค์การที่สามารถทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางข้อมูลและข้อสนเทศ ด้วยการนำระบบเทคโนโลยีทางด้านอิเล็กทรอนิกส์มาใช้ คือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือธนาคารพาณิชย์ที่ทำหน้าที่เป็นตลาดรองพันธบัตรที่สำคัญ และค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับธุรกิจข่าวสารพันธบัตรจากแหล่งศูนย์กลางข้อมูลและข้อสนเทศ จะต้องให้สามารถเรียกเก็บจากตลาดรองของพันธบัตรทุกแห่งได้ เพราะผลประโยชน์ที่จะได้รับคงจะคุ้มกับค่าใช้จ่าย

ข. การตั้งศูนย์กลางตลาดรองพันธบัตรรัฐบาล

การประสานประโยชน์ร่วมกันของตลาดรอง นอกจากการจัดทำศูนย์กลางของข้อมูลและข้อสนเทศแล้ว ในระยะยาวจะต้องมีตลาดกลางของตลาดรองในการซื้อขายพันธบัตร ซึ่งทำหน้าที่คล้ายตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตลาดหลักทรัพย์ฯ หรือตลาดรองของพันธบัตรแห่งที่สำคัญอาจได้รับการพิจารณาจากตลาดรองพันธบัตรแห่งต่างๆ ให้ทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางของตลาดรองในการซื้อขายพันธบัตร เพราะการมีศูนย์กลางหรือตลาดกลางของตลาดรองในอนาคตนั้น จะทำให้ปริมาณซื้อขายสูงขึ้น บรรยากาศในการซื้อขายจะคึกคัก จะเป็นสถานที่ให้ธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินต่างๆ สามารถปรับสภาพคล่องได้เพิ่มขึ้นอีกทางหนึ่ง เพื่อการซื้อขายพันธบัตรในตลาดรอง เป็นที่นิยมและรู้จักแพร่หลาย จะมีผลทางด้าน การประชาสัมพันธ์ เพราะ เป็นการชักชวนธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินต่างๆ ให้บังเกิดความสนใจและหันมาซื้อขายพันธบัตรมากยิ่งขึ้น

เท่ากับ เป็นการส่งเสริมการซื้อขายพันธบัตรกับประชาชนโดยทางอ้อมด้วย ดังนั้นศูนย์กลางหรือตลาดกลางของตลาดรองที่ทำหน้าที่ซื้อขายพันธบัตร จะเป็นสถานที่ประสานประโยชน์ระหว่างกระทรวงการคลัง ธนาคารแห่งประเทศไทย และประชาชน

4. การแก้ไขปัญหาสถานที่จดทะเบียน

สถานที่จดทะเบียนกรรมสิทธิ์พันธบัตรรัฐบาลปัจจุบัน มีเพียง 4 แห่งคือ ที่ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงานใหญ่ และสาขาภาคอีก 3 แห่ง ยังไม่สามารถแก้ไขปัญหาด้วยการขยายสาขาออกไปทันทีได้ในขณะนี้ ต้องรอการอนุมัติตั้งเปิดสาขาของธนาคารแห่งประเทศไทยที่มีโครงการจะตั้งแห่งใหม่อีกหลายสาขา เพื่อให้สามารถรับภาระหน้าที่ตามการขยายตัวของเศรษฐกิจและการเงิน สาขาที่จะตั้งใหม่คาดว่าจะมีที่ภาคตะวันออกเฉียงเหนือแถบจังหวัดชลบุรี ระยองหรือจันทบุรี ทางภาคใต้จะตั้งที่จังหวัดสุราษฎร์ธานี และทางภาคเหนือจะตั้งที่จังหวัดแถบภาคเหนือตอนบนและภาคเหนือตอนล่าง ส่วนภาคตะวันออกเฉียงเหนือจะมีการตั้งสาขาธนาคารแห่งประเทศไทยที่จังหวัดนครราชสีมา ซึ่งขณะนี้กำลังอยู่ในระหว่างขั้นตอนการพิจารณาเลือกสถานที่ เมื่อมีการตั้งสาขาธนาคารแห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้น ก็คงจะทำให้สถานที่จดทะเบียนกรรมสิทธิ์ การโอน การจำหน่าย รวมทั้งการเปลี่ยนแปลงกรรมสิทธิ์ในพันธบัตรรัฐบาล มีหลายแห่งมากขึ้นกว่าเดิม จะเกิดความคล่องตัวในงานทะเบียนพันธบัตรยิ่งขึ้น ปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทยทราบถึงปัญหานี้และแก้ไขปัญหา โดยการนำใช้ระบบคอมพิวเตอร์ เข้าทำงาน เรื่องทะเบียนกรรมสิทธิ์ของพันธบัตรแทนการจัดทำด้วยมือ ซึ่งคงจะช่วยทำให้จัดทำการบันทึก การแก้ไขเปลี่ยนแปลง งานด้านทะเบียนรวดเร็ว และถูกต้องยิ่งขึ้นในระยะนี้

โดยที่การขยายตัวของสาขาธนาคารแห่งประเทศไทย คงจะต้องใช้เวลา เพราะเกี่ยวข้องกับนโยบาย และการดำเนินงานต่างๆ เช่น การบรรจุพนักงาน ฯลฯ ซึ่งต้องใช้ขั้นตอนของการก่อสร้าง การตกแต่ง เวลาไม่ต่ำกว่า 2-5 ปี ดังนั้นปัญหาเรื่องสถานที่จดทะเบียนมีน้อยแห่งทำให้ความไม่คล่องตัวในการซื้อขายพันธบัตร และเกิดการเสียเวลาการรับเอกสารพันธบัตร สำหรับผู้ที่ซื้อจากตัวแทนจำหน่าย จึงขอเสนอวิธีการแก้ไขที่อาจจะทำได้คือ การเพิ่มพันธบัตรชนิดผู้ถือ (bearer) ไม่บังคับให้ต้องจดทะเบียนขึ้นอีกประเภทหนึ่ง ซึ่งการออกพันธบัตรชนิดผู้ถือ เป็นลักษณะพันธบัตรที่เคยออกจำหน่ายในระยะ เริ่มแรกตั้งแต่ปี 2476-2510 โดยผู้ถืออาจนำมาจด

ทะเบียนแสดงกรรมสิทธิ์ ไว้ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยหรือไม่ก็ได้ [แต่พอถึงปี 2511 ได้มีการปรับปรุง เป็นพันธบัตรที่ออกจำหน่ายในนามผู้ซื้อและจดทะเบียน และปัจจุบันยังคงจำหน่ายพันธบัตรชนิดจดทะเบียนกรรมสิทธิ์ เท่านั้น]

เมื่อพิจารณาคูณลักษณะของพันธบัตรชนิดจดทะเบียนกรรมสิทธิ์ซึ่งจะต้องลงทะเบียนทุกครั้ง ที่มีรายการโอนขอ เปลี่ยนมือ เจ้าของกรรมสิทธิ์ กับระบบการจำหน่ายใหม่ ที่มอบหมายให้ธนาคารพาณิชย์รับซื้อจากกระทรวงการคลัง แล้วนำไปจำหน่ายทั้งจำนวน แล้วค่อยๆ ทายอดจำหน่ายแก่ประชาชนรายย่อย ดังนั้น เพื่อจะให้เกิดความคล่องตัวทางด้านงานทะเบียนเอกสาร จึงควรเป็นพันธบัตรที่ไม่ต้องจดทะเบียน แต่ขึ้นอยู่กับความสมัครใจของผู้ถือกรรมสิทธิ์ อาจจะนำมาจดทะเบียนหรือไม่ก็ได้ คือ เป็นพันธบัตรชนิดผู้ถือ ซึ่งมีข้อดีดังนี้คือ

ก. เป็นพันธบัตรที่โอน เปลี่ยนมือได้ง่าย เช่นเดียวกับเช็ค โดยไม่ต้องมีการจดทะเบียนกรรมสิทธิ์ เป็นพันธบัตรชนิดผู้ถือพันธบัตรที่เหมาะสมกับงานซื้อขายพันธบัตรระบบใหม่ เพราะเอกสารพันธบัตรจะเป็น เอกสารทางการเงิน ที่โอนซื้อขายง่ายเหมือน เช็คของธนาคารพาณิชย์หรือตัวสัญญาใช้เงิน

ข. ลดภาระงานด้านการจดทะเบียนและงานเอกสารต่างๆ ของส่วนงานที่จัดจำหน่าย สำหรับการเตรียมรายจ่ายดอกเบี้ย และการไถ่ถอนพันธบัตรก็ไม่ต้องเตรียมงานไว้ล่วงหน้าเพราะใช้ระบบคอมพิวเตอร์คำนวณได้ในเวลาอันรวดเร็ว เอกสารพันธบัตรชนิดผู้ถือนี้ ผู้เป็นเจ้าของจะต้องมีความระมัดระวังในการเก็บรักษา เพราะอาจเกิดการปลอมแปลงได้ง่าย และไม่ได้ให้ความคุ้มครองแก่เจ้าของกรรมสิทธิ์ ในกรณีที่ถูกลักขโมยหรือหายไป แต่ถ้าตัวเอกสารพิมพ์อย่างพิเศษให้ยากแก่การปลอมแปลง เช่นเดียวกับธนบัตรแล้วก็จะตัดปัญหาเรื่องการปลอมแปลงได้ และการเก็บรักษานั้นผู้เป็นเจ้าของ จะต้องระมัดระวังมิให้ถูกลักขโมยหรือหายไป สำหรับพันธบัตรผู้ถือที่มีมูลค่าสูง ผู้ทรงกรรมสิทธิ์อาจจะนำมาจดทะเบียนกรรมสิทธิ์ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยได้

5. การแก้ปัญหาค่าธรรมเนียมที่ให้แก่ตัวแทนจำหน่าย

การที่ตัวแทนของธนาคารแห่งประเทศไทย ขายพันธบัตรรัฐบาล เป็นจำนวนไม่มากนัก อาจเป็นเพราะยังขาดประสบการณ์ และขาดสิ่งจูงใจที่จะเกิดการณรงค์ให้เพิ่มยอดขายให้สูงขึ้น แต่เมื่อธนาคารพาณิชย์ ได้เข้ามามีบทบาทในตลาดแรกของพันธบัตร ด้วยการเป็นตัวแทนจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาลนั้น มูลค่าการจำหน่ายของแต่ละธนาคาร ขึ้นอยู่กับฐานะและขนาดของธนาคารพาณิชย์ และสภาพตลาดเงิน เป็นสำคัญ กล่าวคือธนาคารพาณิชย์ที่มีขนาดใหญ่และมีฐานะการเงินดี

มีบริษัทการเงินในเครือมากจะได้เปรียบ เพราะสามารถนำไปจำหน่ายให้แก่บริษัทในเครือได้ มูลค่ารวมในปี 2531. ที่ธนาคารพาณิชย์ทุกแห่งขายพันธบัตรให้แก่ธนาคารแห่งประเทศไทยและกระทรวงการคลัง เป็นเงินถึง 818.1 ล้านบาท และได้รับค่าธรรมเนียมหรือเงินรางวัลจากการจำหน่ายร้อยละ 0.10 ของยอดขาย เป็นเงิน 818,100 บาท ซึ่งนับว่าเป็นจำนวนน้อยมาก ถ้าหากธนาคารพาณิชย์ได้ค่าธรรมเนียมเท่ากับตัวแทนจำหน่ายอื่นๆ คือ ธนาคารออมสิน ธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร และการคลังจังหวัดและคลังอำเภอ ซึ่งได้รับค่าธรรมเนียมร้อยละ 0.35 ของยอดขาย ก็จะได้รับค่าธรรมเนียมหรือเงินรางวัล 2,863,350 บาท (818,100,000 X 0.35/100) การที่ธนาคารพาณิชย์ซึ่งจะช่วยพัฒนาตลาดแรกของพันธบัตรได้ดี ขาดสิ่งจูงใจในการจำหน่ายพันธบัตร อาจทำให้ยอดการขายไม่ขยายตัว และในที่สุดก็จะจำหน่ายได้น้อยลงดังเช่นสถาบันการเงินอื่นที่มียอดการขายลดลงตามลำดับ

ดังนั้น แนวทางแก้ไขและจูงใจธนาคารพาณิชย์ให้ช่วยจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาลต่อไปมากยิ่งขึ้น เพื่อเป็นการพัฒนาตลาดพันธบัตรออกใหม่ และเพื่อแก้ไขปัญหาค่าธรรมเนียมหรือเงินรางวัลที่ให้แก่ธนาคารพาณิชย์เป็นจำนวนน้อย โดยที่ยังไม่สามารถที่จะปรับปรุงให้สูงขึ้นมีดังนี้คือ

1. ในการกำหนดเงินรางวัลจ่ายแก่ธนาคารพาณิชย์ เป็นค่าธรรมเนียมหรือเงินรางวัล การจำหน่ายในอัตราร้อยละ 0.1 ของมูลค่าพันธบัตรที่จำหน่ายแก่ประชาชนได้ โดยคำนวณเกณฑ์ขายสุทธิระหว่างเดือนมกราคมถึงธันวาคม และจ่ายค่าธรรมเนียมปีละครั้งในเดือนมกราคม ซึ่งเป็นช่วงหลังจากที่ธนาคารเบิกเงินค่าธรรมเนียมจากกระทรวงการคลังแล้ว ค่าธรรมเนียมนี้ ธนาคารพาณิชย์จะนำไปจ่ายแก่พนักงานของตนก็ได้ ทั้งนี้ เพราะเงินที่ทางการจ่ายให้ มิได้จ่ายในลักษณะค่าธรรมเนียมในการจัดการหรือจำหน่ายพันธบัตร แต่จ่ายในลักษณะเงินรางวัลในการช่วยจำหน่ายพันธบัตรให้แพร่หลาย

2. ให้หน้าพันธบัตรส่วนที่จำหน่ายแก่ประชาชนไปคำนวณหักเป็นค่าลดหย่อน การดำรงหลักทรัพย์ตามเงื่อนไขเปิดสาขาร้อยละ 16 ของเงินฝากในปีถัดไปในสัดส่วนที่กำหนด เช่น 1 : 1/4

3. ให้หน้าพันธบัตรที่จำหน่ายแก่ประชาชน เป็นส่วนหนึ่งของพันธบัตร ที่ธนาคารพาณิชย์จะต้องซื้อไปจำหน่ายตามเงื่อนไขเปิดสาขาใหม่ (สาขาละ 10-25 ล้านบาท) หรือพิจารณายกเลิกมาตรการบังคับซื้อพันธบัตรในหลักเกณฑ์การอนุมัติเปิดสาขาใหม่

4. ให้ธนาคารแห่งประเทศไทยนำผลการจำหน่ายพันธบัตร ไปใช้ประกอบการจัดสรรเป้าหมายการรับช่วงซื้อลดตั๋วเงิน แก่ธนาคารพาณิชย์

5. ธนาคารพาณิชย์สามารถซื้อพันธบัตรเข้า portfolio ของตนเองก่อน แล้วจึงจำหน่ายแก่ประชาชนในเวลาและราคาที่เหมาะสมได้

นอกจากนี้ควรมีสิ่งจูงใจให้กับเจ้าหน้าที่ของธนาคารพาณิชย์ในรูปตัวเงินที่ชัดเจน (cash intensive) เพิ่มขึ้นจากสิ่งจูงใจดังกล่าวข้างต้น เพราะเงื่อนไขเหล่านี้ก่อให้เกิดการได้เปรียบเสียเปรียบระหว่างธนาคาร และเปรียบเสมือนเป็นค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งเป็นผลเสียต่อระบบการเงิน สิ่งจูงใจจูงใจในรูปตัวเงินนี้ได้แก่ การเพิ่มเงินรางวัลพิเศษในการจำหน่ายให้แก่เจ้าหน้าที่ของธนาคารพาณิชย์ ที่สามารถช่วยรณรงค์การจำหน่ายพันธบัตร จนสูงเกินเป้าหมายที่ได้รับการจัดสรรหรือที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดให้ ซึ่งในการจ่ายเงินรางวัลพิเศษจำนวนนี้ ถึงแม้ว่าจะต้องทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องจ่ายไป จากรายได้ค่าธรรมเนียมรับของธนาคารแห่งประเทศไทย ที่ได้รับจากรัฐบาลในอัตราค่อนข้างต่ำเพียงร้อยละ 0.10 ของยอดขายให้บุคคลอื่น และร้อยละ 0.02 ของยอดที่ธนาคารแห่งประเทศไทยรับซื้อเองก็ตาม ทั้งนี้ให้ถือเสมือนว่าเงินรางวัลพิเศษที่จ่ายนี้เป็นเงินค่าใช้จ่ายเพื่อการพัฒนาตลาดแรกของพันธบัตร เพื่อแก้ปัญหาค่าธรรมเนียมร้อยละ 0.10 ของยอดขายของธนาคารพาณิชย์ที่ต่ำเกินไปด้วย

6. การแก้ไขปัญหาการขาดแคลนพันธบัตรที่ออกจำหน่าย

6.1 กระทรวงการคลังมีนโยบายจะลดการออกพันธบัตรให้น้อยลงเรื่อยๆ และการที่ยังคงไม่เปลี่ยนแปลงเงื่อนไขการดำรงหลักทรัพย์เปิดสาขาร้อยละ 16 ของยอดเงินฝากเมื่อสิ้นงวด แต่จะให้ธนาคารแห่งประเทศไทยพิจารณาผ่อนผัน ให้ธนาคารพาณิชย์แต่ละแห่งดำรงพันธบัตรรัฐบาลได้ต่ำกว่าหลักเกณฑ์ที่กำหนดตามความเหมาะสม เหลือเพียงร้อยละ 14-15 ของยอดเงินฝาก

ปัจจุบันยอดเงินฝากในระบบของธนาคารพาณิชย์มีมูลค่าสูงกว่า 800,000 ล้านบาท เมื่อเทียบกับเงินฝากในปี 2522 ที่มีการตราพระราชบัญญัติธนาคารพาณิชย์ ฉบับที่ 2 มีเงินฝาก ณ สิ้นปีเพียง 175,624.8 ล้านบาท จะเห็นได้ว่ามูลค่าเงินฝากของระบบธนาคารพาณิชย์เพิ่มขึ้นทุกปี ทำให้พันธบัตรรัฐบาลที่ธนาคารพาณิชย์ต้องดำรงไว้ร้อยละ 16 ของยอดเงินฝากตามเงื่อนไขการเปิดสาขา ที่มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 17 กุมภาพันธ์ 2521 เป็นต้นมา ได้ขยายตัวสูงขึ้นตามยอดเงินฝากที่เพิ่มสูงขึ้นเฉลี่ยอยู่ในระดับร้อยละ 20 ต่อปีด้วย

และเมื่อพิจารณาการขยายตัวของเงินฝากเมื่อสิ้นเดือนธันวาคม 2531 ของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งมีจำนวน 891,481 ล้านบาท (ตารางที่ 24) เพิ่มขึ้นจากเดือนธันวาคม 2530 ซึ่งมียอดเงินฝาก 752,568 ล้านบาท หรือเพิ่มขึ้นร้อยละ 18.77 จะทำให้จำนวนพันธบัตรรัฐบาลที่ธนาคารพาณิชย์ต้องสำรองตามเงื่อนไขนั้น มีจำนวนกว่า 140,000 ล้านบาท ทำให้ธนาคารพาณิชย์ต้องสำรองเพิ่มขึ้นประมาณ 22,000 ล้านบาท จึงจะสามารถดำรงพันธบัตรตามกฎเกณฑ์ที่กำหนดไว้ เมื่อเปรียบเทียบกับดุลงบประมาณของรัฐบาลในปี 2531 48,584.1 ล้านบาทที่เกิดขึ้นครั้งแรกในรอบกว่าทศวรรษที่ผ่านมา รวมกับการออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อจำหน่ายแก่ธนาคารพาณิชย์ในต้นปีงบประมาณ 6,500 ล้านบาทแล้ว สัดส่วนการสำรองพันธบัตรรัฐบาลร้อยละ 16 ของยอดเงินฝากตามเงื่อนไขการเปิดสาขาของธนาคารพาณิชย์นั้นค่อนข้างจะเป็นสัดส่วนที่สูงเกินไปในภาวะทางเศรษฐกิจปัจจุบัน จึงเกิดปัญหาจำนวนพันธบัตรขาดแคลนไม่เพียงพอต่อความต้องการของธนาคารพาณิชย์ หากมีการเปลี่ยนแปลงเงื่อนไขการดำรงพันธบัตรให้เหลือเพียงร้อยละ 14 ของยอดเงินฝาก จำนวนพันธบัตรรัฐบาลที่ธนาคารพาณิชย์ต้องสำรองตามเงื่อนไขในปี 2532 จะมีจำนวน 124,807 ล้านบาท เพิ่มมากขึ้นจากที่ต้องดำรงไว้เมื่อปี 2531 เพียง 4,700 ล้านบาทเท่านั้น ก็จะช่วยแก้ปัญหาการขาดแคลนพันธบัตรที่ออกจำหน่ายในปี 2532 ได้

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 24

เงินฝากและสินเชื่อของระบบธนาคารพาณิชย์ 2523-2531

หน่วย : ล้านบาท

ปี	เงินฝาก	+ เพิ่ม - ลด %	สินเชื่อ	+ เพิ่ม - ลด %	สัดส่วนสินเชื่อ/เงินฝาก %
2523	214,994	23.12	224,317	13.08	104.34
2524	257,698	19.86	258,117	15.07	100.16
2525	322,357	25.09	306,788	18.86	95.17
2526	406,036	25.96	411,963	34.28	101.46
2527	497,828	22.61	481,852	16.96	96.79
2528	557,045	11.90	530,729	10.14	95.28
2529	627,684	12.68	549,024	3.45	87.47
2530	750,624	19.59	691,781	26.00	92.16
2531	891,481	18.77	878,448	26.98	98.54

ที่มา : หน่วยการเงิน ฝ่ายวิชาการ ธนาคารแห่งประเทศไทย

นอกจากนี้การใช้หลักการที่ธนาคารพาณิชย์สามารถจำหน่ายพันธบัตรสู่มือประชาชน
ได้จำนวนเท่าใด จะสามารถนำมาคำนวณเพื่อลดสัดส่วนในการดำรงหลักทรัพย์รัฐบาลในปีถัดไปได้
นอกจากจะเป็นสิ่งจูงใจที่ช่วยทำให้เกิดการกระจายการถือกรรมสิทธิ์ในพันธบัตรของธนาคารพาณิชย์
ไปสู่มือประชาชน จึงช่วยแก้ปัญหาการขาดแคลนพันธบัตรทุเลาลงด้วย

6.2 จากแผนการเตรียมการบริหารฐานะการเงินการคลังของประเทศที่ตั้งเป้าหมายว่า ในปีงบประมาณ 2533 และ 2534 รัฐบาลจะใช้นโยบายแบบสมดุลย์ โดยไม่มีการกู้เงินจากภาคเอกชน ไม่ว่าจะเป็นการออกตั๋วเงินคลังหรือพันธบัตรรัฐบาล แต่จะให้พันธบัตรรัฐวิสาหกิจเข้าไปสู่ตลาดการเงินคือ การบินไทย องค์การโทรศัพท์แห่งประเทศไทย และการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย โดยให้รัฐวิสาหกิจเหล่านี้เข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แล้วนำพันธบัตรออกจำหน่าย เพื่อใช้ขยายงานในโครงการต่างๆ เป็นการกู้ภายในประเทศจากประชาชนโดยตรง แทนการขอเงินอุดหนุนจากรัฐบาล ซึ่งจะมีผลในการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินในระบบ และเป็นการรักษาฐานะภาพของตลาดรองมิให้เกิดการขาดแคลนพันธบัตร เนื่องจากมีพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ เข้าไปจำหน่ายทดแทนพันธบัตรรัฐบาล

ในเรื่องพันธบัตรรัฐวิสาหกิจนี้ ทางกระทรวงการคลังได้ตระเตรียมแผนงานและดำเนินการมาก่อนหน้านี้หลายปีแล้ว ดังนี้คือ

การกู้เงินของรัฐวิสาหกิจโดยการออกพันธบัตรนั้นได้เริ่มมีมานานแล้ว แต่ยังไม่กว้างขวางดังเช่นในปัจจุบัน (กองธนาธิการ กรมบัญชีกลาง 2531 : 39) ทั้งนี้ เนื่องจากตลาดการเงินในประเทศในขณะนั้น ยังไม่เอื้ออำนวยเท่าที่ควรจวบจนกระทั่งประมาณปี พ.ศ. 2527 รัฐบาลประสบปัญหาในเรื่องภาระหนี้ต่างประเทศมาก อันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศประกอบกับอัตราดอกเบี้ยในประเทศลดลง กระทรวงการคลัง จึงมีนโยบายในอันที่จะควบคุมการกู้เงินต่างประเทศให้รัดกุมยิ่งขึ้น เพื่อลดความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ และในขณะเดียวกันก็มีนโยบายหันมาใช้เงินทุนในประเทศมากยิ่งขึ้น เพื่อเป็นการช่วยพัฒนาตลาดเงินทุนภายในประเทศที่มีอยู่ กระทรวงการคลังจึงได้มอบให้กรมบัญชีกลางเป็นผู้รับผิดชอบในการจัดหาเงินกู้ในประเทศทั้งหมด โดยในส่วนที่เป็นการกู้ของรัฐวิสาหกิจก็ให้ดำเนินการจัดหาให้ในรูปสัญญากู้ ตัวสัญญาใช้เงิน หรือพันธบัตร โดยมีกระทรวงการคลังกำกับหรือไม่ก็ตาม ซึ่งหากมีการจัดหาเงินกู้ให้แก่รัฐวิสาหกิจในรูปพันธบัตรแล้ว ก็จะมีหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง อันได้แก่ รัฐวิสาหกิจผู้ออกพันธบัตร ธนาकारแห่งประเทศไทย สำนักงบประมาณ สำนักงานเศรษฐกิจการคลังมาร่วมพิจารณาด้วย

การดำเนินการจัดหาเงินกู้ให้รัฐวิสาหกิจในรูปของพันธบัตรนั้น กรมบัญชีกลางได้เริ่มดำเนินการในกลางปีงบประมาณ พ.ศ. 2528 ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นการจัดหาเงินกู้ เพื่อใช้เป็นเงินบาทสมทบตามโครงการของรัฐวิสาหกิจ ที่ใช้ควบคู่กับเงินกู้ต่างประเทศ ซึ่งเดิมใช้จากเงินกู้ต่างประเทศทั้งหมด แต่การออกพันธบัตรที่ดำเนินการในระยะหลัง นอกจากจะเป็นเงินกู้ที่นำมา

เป็นเงินบาทสมทบโครงการเงินกู้ต่างประเทศแล้ว ยังเป็นเงินกู้แทนเงินงบประมาณซึ่งไม่ได้รับการจัดสรร และเป็นเงินกู้เพื่อใช้คืนหนี้เงินกู้เดิม ซึ่งในบิตหนึ่งๆ มีแผนที่ต้องจัดหาให้รวมกันเป็นจำนวนมาก เช่น ในปีงบประมาณ พ.ศ. 2528-2530 จะมีจำนวน 2,100 ล้านบาท 4,100 ล้านบาท และ 4,400 ล้านบาทตามลำดับ สำหรับวิธีปฏิบัติในการจัดหาเงินกู้โดยการออกพันธบัตรที่กรมบัญชีกลางดำเนินการจัดหาให้จะอยู่ในลักษณะเปิดการประมูล (public offered) คือ มีบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ต่างๆ เป็นผู้ระดมเงินทุนจากตลาดการเงิน เนื่องจากกระทรวงการคลังมีนโยบายที่จะให้รัฐวิสาหกิจใช้เงินกู้ภายในประเทศมากยิ่งขึ้น ประกอบกับที่แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 6 ได้กำหนดแนวนโยบายในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ไว้อย่างชัดเจน การที่ออกพันธบัตรรัฐวิสาหกิจโดยผ่านบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ต่างๆ จึงถือเป็นการส่งเสริมและพัฒนาตลาดเงินทุนให้กว้างขวางยิ่งขึ้น

6.3 มีข้อสังเกตว่า การที่พันธบัตรรัฐวิสาหกิจจะเข้าไปเป็นสินค้าในตลาดรองได้นั้น จะต้องให้การถือครองพันธบัตรมีการกระจายตัว และใช้ระบบการกำหนดราคาตามกลไกของตลาด จึงจะทำให้พันธบัตรรัฐวิสาหกิจมีสภาพคล่องในตลาดรองสูง ต้องนำระบบการประกันการจำหน่ายมาใช้ในการขายพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ โดยกำหนดระยะเวลา ปริมาณ ประเภท อัตราดอกเบี้ย และค่าธรรมเนียมในการจำหน่ายพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ ตามสภาวะการณ์ของตลาด

อย่างไรก็ดี การออกพันธบัตรรัฐวิสาหกิจเป็นส่วนหนึ่งของนโยบายการคลัง ซึ่งมีผลต่อเศรษฐกิจการเงินการคลังของประเทศ ดังนั้นแม้ว่ารัฐบาลจะได้มีการพิจารณาอย่างเข้มงวดในการตั้งงบประมาณรายจ่าย เพื่อรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจ และแก้ไขปัญหาเงินเฟ้อ แต่ขณะเดียวกันรัฐวิสาหกิจกลับได้รับอนุญาตให้มีการก่อหนี้ด้วยการออกพันธบัตรเป็นจำนวนมาก อาจจะทำให้รัฐวิสาหกิจมีการใช้จ่ายขยายงานออกไปอย่างฟุ่มเฟือย และมีผลกระทบต่อนโยบายการคลังของรัฐบาลไม่ได้ผลอย่างเต็มที่

การออกพันธบัตรรัฐวิสาหกิจเพื่อการกู้เงินมาขยายกิจการ และพัฒนารัฐวิสาหกิจ จะมาจากแหล่งเงินที่สำคัญคือ ธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินมากกว่ามาจากภาคประชาชน จึงเป็นการเพิ่มปริมาณเงินในระบบการเงิน หากไม่มีการควบคุมโดยสถาบันของทางการที่มีหน้าที่รับผิดชอบโดยตรง คือธนาคารแห่งประเทศไทย ด้วยการเข้าไปแทรกแซงและกำกับดูแลพันธบัตรของรัฐวิสาหกิจแล้ว จะก่อให้เกิดปัญหากระทบถึงระบบการเงินของประเทศ และอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงิน และมีผลกระทบต่อฐานะของรัฐวิสาหกิจนั้นๆ เอง ที่เป็นภาระต่อการชำระคืนเงินในภายหน้า และรายจ่ายค่าดอกเบี้ยที่เป็นภาระหนัก เพราะต้องคืนเงินต่อปีหรือจ่ายเมื่อครบ

กำหนดได้ดონได้ สำหรับ เป็นผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือครองพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ ดังนั้นในการออกพันธบัตรรัฐวิสาหกิจแต่ละครั้ง จึงจะต้องระมัดระวังมิให้เกิดผลกระทบต่อระบบ เศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ และต่อฐานะของรัฐวิสาหกิจนั้นๆ ด้วย

7. ข้อเสนอแนะ

จากการที่ได้ศึกษาและวิเคราะห์ เรื่องพันธบัตรรัฐบาลอย่างละเอียด เริ่มต้นตั้งแต่การออกจำหน่ายพันธบัตรในต่างประเทศ และมีวิวัฒนาการมาจนถึงปัจจุบัน โดยศึกษาโครงสร้างระบบกลไก และการบริหารงานพันธบัตร ซึ่งหน่วยงานที่มีหน้าที่และรับผิดชอบโดยตรงก็คือ ธนาคารแห่งประเทศไทย ได้ใช้พันธบัตรเป็นเครื่องมือและมาตรการที่สำคัญในการกำกับและดูแลธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงิน ให้ปฏิบัติตามนโยบายการเงินและการคลังของประเทศและตามแผนงานการพัฒนาเศรษฐกิจของชาติที่กำหนดไว้ พันธบัตรรัฐบาลจึงมีส่วนช่วยในการพัฒนาและ เสริมสร้างระบบการเงิน และระดมเงินออมของประเทศให้กว้างขวางยิ่งขึ้น สามารถเพิ่มประสิทธิภาพและพัฒนาตลาดการเงินและตลาดทุน ให้เกื้อกูลการลงทุนและรักษาฐานะความมั่นคงของสถาบันการเงินของประเทศ พันธบัตรรัฐบาล เป็นเสมือน เอกสารที่รัฐมอบให้แก่ประชาชนผู้ทรงกรรมสิทธิ์ว่ามีส่วนในการพัฒนาประเทศ จึงเป็นสินทรัพย์ที่ผู้ครอบครองมีความภาคภูมิใจ ดังนั้น เพื่อที่จะให้พันธบัตรรัฐบาลเจริญรุ่งเรือง ควบคู่ไปกับความเจริญก้าวหน้าของประเทศไทย จึงขอเสนอข้อคิดเห็น หากได้มีการนำไปปรับปรุงคงจะเป็นประโยชน์กับพันธบัตรรัฐบาล ดังต่อไปนี้คือ

7.1 การพัฒนาพันธบัตรในระยะสั้น ควรมีการเพิ่มประเภทอายุพันธบัตรต่างๆ กัน ซึ่งกระทรวงการคลังและธนาคารแห่งประเทศไทย รวมทั้งส่วนงานที่เกี่ยวข้องควรจะต้องพิจารณาและประมาณการประเภทอายุของพันธบัตร ให้สอดคล้องกับการบริหารหนี้ของรัฐบาล โดยเฉพาะภาระการไถ่ด่อนหนี้พันธบัตรในปีต่างๆ ประเภทของพันธบัตรที่มีอยู่ในขณะนี้เพียง 2-3 ชนิด น่าจะน้อยไป ควรจะเพิ่มเท่าที่จำเป็น เพราะถ้าเพิ่มมากประเภทเกินไป จะมีผลให้การจัดการยุ่งยากมาก ปัจจุบันตลาดรองของพันธบัตรที่ธนาคารพาณิชย์มีพันธบัตรชนิด อายุ แตกต่างกันตามชนิดที่ธนาคารพาณิชย์แต่ละแห่งออกจำหน่ายจาก portfolio ของตน ซึ่งดูเหมือนว่าตลาดรองมีสินค้าหลายชนิดให้เลือกซื้อได้โดยอัตโนมัติอยู่แล้ว แต่หากกระทรวงการคลังสามารถออกประเภทพันธบัตรชนิด อายุ แตกต่างกันมาก พอที่จะสนองความต้องการของผู้ซื้อพันธบัตรได้มากขึ้นก็จะอำนวยความสะดวกต่อการพัฒนาตลาดการจำหน่าย ซึ่งจะต้องพิจารณาในด้านความสามารถของการกระจายภาระหนี้พันธบัตร เงินกู้ของรัฐบาลให้สอดคล้องกับงบประมาณด้วย

7.2 ในเรื่องจำนวนรุ่นของพันธบัตรซึ่งในปัจจุบันออกจำหน่ายถึงปีละกว่า 10 รุ่น ควรจะให้เหลือเป็นปีละ 4 งวด โดยให้กำหนดวันไถ่ถอนพันธบัตรงวดเดียวกันในวันเดียวกัน คือ วันจ่ายดอกเบี้ยงวดสุดท้าย (สำหรับพันธบัตรประเภทจ่ายดอกเบี้ย) เพราะสะดวกต่อการปฏิบัติ และเป็นการเพิ่มแรงจูงใจแก่ลูกค้า ซึ่งได้รับเงินคืนจำนวนสูงในวันจ่ายดอกเบี้ยงวดสุดท้าย และควรปรับปรุงลดขั้นตอนการดำเนินการจัดการโอนพันธบัตรให้รวดเร็ว โดยการพิจารณาให้รวมหน่วยลงทุนในพันธบัตรย่อยๆ ให้เป็นหน่วยใหญ่หน่วยเดียวกัน เพื่อสามารถทำการขายโอนได้สะดวกขึ้น ให้เหมือนกับกรณีการปฏิบัติการในตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งใช้วิธีการออกเลขที่หลักทรัพย์ให้ใหม่เพื่อทดแทนหลักทรัพย์ใบเก่าที่ยกเลิกไป ส่วนขั้นตอนการแยกพันธบัตรหน่วยใหญ่เป็นหน่วยย่อยๆ นั้น สามารถกระทำได้อยู่แล้ว

7.3 ในการพัฒนาพันธบัตรระยะยาว ควรออกพันธบัตรที่มีอัตราดอกเบี้ยที่ปรับเปลี่ยนแปลงได้ เช่น อัตราดอกเบี้ยลอยตัว (floating rate bond) ที่มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งในทางปฏิบัติอาจมีปัญหาว่าจะกำหนดราคาซื้อขายในตลาดรองได้อย่างไร เพราะในต่างประเทศที่มีการออกพันธบัตรประเภทนี้ มักจะทำการซื้อขายกันระหว่างสถาบันการเงินที่มีความรู้เกี่ยวกับราคาซื้อขายพันธบัตรเป็นอย่างดีเท่านั้น ประชาชนทั่วไปยังไม่รู้เข้าใจ แต่สถาบันการเงินที่ลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลประเภทนี้ จะได้รับดอกเบี้ยพันธบัตรในอัตราที่สอดคล้องกับอัตราดอกเบี้ยที่จะต้องจ่ายให้ลูกค้าในช่วงเวลาหนึ่งๆ และในด้านต้นทุนค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับดอกเบี้ยพันธบัตรที่ลอยตัวนั้น กระทรวงการคลังและธนาคารแห่งประเทศไทยจะต้องติดตามภาวะตลาดการเงินอย่างใกล้ชิด จึงจะสามารถประมาณการล่วงหน้าได้ใกล้เคียงกับจำนวนดอกเบี้ยพันธบัตรที่จ่ายจริง และจะต้องมีการพิจารณาว่า จะให้มีการแก้ไขให้มีการนำพันธบัตรมาใช้เป็นกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงของสถาบันการเงินได้หรือไม่ เพราะสถาบันการเงินจะมีการเสี่ยงเพิ่มขึ้นในการซื้อพันธบัตร เพราะไม่สามารถคำนวณผลตอบแทนจากพันธบัตรได้แน่นอน

7.4 ในการพัฒนาตลาดรองในระดับที่เหมาะสมของการควบคุมจากกระทรวงการคลังและธนาคารแห่งประเทศไทย อันรวมถึงกฎหมายและข้อบังคับต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง เพราะการกำกับและการควบคุมของธนาคารแห่งประเทศไทยมีวัตถุประสงค์ที่สำคัญ 2 ประการคือ การอำนวยความสะดวกให้กลไกของตลาดสามารถทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ด้วยผลประโยชน์ที่พอสมควรแก่ผู้ค้าและผู้ลงทุนในตลาดรอง และขณะเดียวกันกระทรวงการคลังและธนาคารแห่งประเทศไทย

จะต้องมีมาตรการและ เครื่องมือที่ปกป้องมิให้ผู้ลงทุนถูกหลอกลวง หรือเกิดความเข้าใจผิดจนเกิดผลเสียหายได้ วัตถุประสงค์ทั้งสองประการนี้มักจะต้องอาศัยมาตรการที่สวนทางกันอยู่เสมอ ซึ่งการควบคุมกำกับดูแลจากทางการสามารถแบ่งเป็น 3 ระดับ คือ

- ก. การควบคุมอย่างเคร่งครัด
- ข. การควบคุมตนเอง
- ค. การปล่อยอิสระ

การที่จะให้ตลาดรองมีประสิทธิภาพ ประเทศต่างๆ รวมทั้งประเทศไทยด้วยต่างมีนโยบายให้มีการควบคุมตนเอง เพราะการที่ระบบการควบคุมสามารถที่จะครอบคลุมเรื่องต่างๆ ได้หมด และมีความสอดคล้องกันภายในระบบ แต่พร้อมกันนั้นก็ต้องการความคล่องตัวในการทำงานด้วย เพื่อที่จะได้อำนวยให้ตลาดรองสามารถเกิดการแข่งขันได้ ซึ่งเจ้าหน้าที่ควบคุมของทางการจะต้องเข้าใจการทำงานของตลาด ซึ่งเกิดจากการได้ทำงานและอยู่ใกล้ชิดกับตลาดรอง ดังนั้น ถ้าทางการจะยึดติดมอบอำนาจให้หน่วยงานตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทำหน้าที่ในการกำกับดูแลตลาดรอง และทางการมีอำนาจในการบังคับ (sanction) หน่วยงานนี้อีกทอดหนึ่ง ซึ่งหลักการนี้จะใช้ได้ผลก็เมื่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะต้องทำงานอย่างใกล้ชิดกับหน่วยงานของรัฐและสถาบันการเงินที่ทำหน้าที่ตลาดรอง ซึ่งแต่ละหน่วยงานทั้งภาครัฐและสถาบันการเงินต่างๆ ที่เป็นตลาดรองต้องเข้าใจหน้าที่ และความรับผิดชอบของตนเองเป็นอย่างดี และหลักสำคัญอีกประการหนึ่งก็คือ กฎหมายและข้อบังคับต่างๆ ที่กำหนดโดยทางการ ควรเป็นเพียงเครื่องมือเพื่อให้บรรลุเป้าหมายในนโยบายต่างๆ เพราะฉะนั้นการที่รัฐจะออกกฎหมายและมาตรการควบคุมต่างๆ จำเป็นจะต้องกำหนดนโยบายทางเศรษฐกิจในแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติให้ชัดเจน เพื่อเป็นแกนนำในทางปฏิบัติงาน และกฎหมายข้อบังคับต่างๆ จะต้องคำนึงถึงวัตถุประสงค์ในการควบคุมควบคู่ไปกับวัตถุประสงค์ในการพัฒนาตลาดรองด้วย

7.5 การพัฒนาตลาดรองเป็นงานที่มีความซับซ้อนพอสมควร เพราะเป็นเรื่องที่เกี่ยวข้องกับหลายอย่างทางภาครัฐและภาคเอกชน จะต้องอาศัยการพิจารณาจากผู้เชี่ยวชาญเฉพาะด้าน เช่น ผู้เชี่ยวชาญทางการธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงิน ผู้เชี่ยวชาญในธุรกิจหลักทรัพย์ นักภาษีอากร นักเศรษฐศาสตร์มหภาค ผู้วางนโยบายระดับสูง นักปฏิบัติในวงการธุรกิจ เป็นต้น ปัญหาที่เกิดขึ้นเพราะแต่ละฝ่ายมักจะมีทัศนคติเกี่ยวกับการพัฒนาตลาดรองตามประสบการณ์ และผลประโยชน์ของฝ่ายตน ในหลายโอกาสทัศนคติเหล่านี้จะขัดแย้งกันค่อนข้างรุนแรง ตัวอย่างเช่น นักธุรกิจมีความเห็นว่า การสร้างแรงจูงใจให้มีการลงทุนในตลาดรองเพิ่มขึ้น สามารถทำได้

ด้วยการให้แรงจูงใจทางภาษีอากร แต่นักภาษีอากรจะเห็นว่า การให้สิทธิประโยชน์ เป็นกรณีพิเศษ เป็นการสร้างความไม่เป็นธรรมในสังคม หรือในกรณีที่นักธุรกิจเห็นว่า ทางการณ์ไม่ควรเข้ามาควบคุมการทำงานของตลาดตรงมากเกินไป แต่เจ้าหน้าที่ของทางการมีความเห็นว่า ถ้าไม่มีมาตรการเพียงพอในการคุ้มครองผู้ลงทุน ก็อาจทำให้ประชาชนถูกหลอกลวงได้ เป็นต้น

7.6 ข้อกำหนดของธนาคารแห่งประเทศไทย ที่ให้ธนาคารพาณิชย์ดำรงหลักทรัพย์ของรัฐบาลนั้น จะค่อยๆ หมดความจำเป็นอีกต่อไปแล้ว เพราะการที่ธนาคารพาณิชย์เป็นตัวแทนในการจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาล จะทำให้ธนาคารพาณิชย์มีความคล่องตัวในการจัด portfolio ของตนเอง ซึ่งจะทำให้สามารถทำการซื้อขายพันธบัตรระหว่างกัน และทำการซื้อขายกับประชาชนทั่วไปได้โดยไม่ต้องพะวงถึงเงื่อนไขดังกล่าว ในระยะยาวแล้ว เท่ากับ เป็นการเปิดโอกาสให้ตลาดตรงสามารถซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลได้กว้างขวางขึ้น

ในการเสนอแนะวิธีการและแนวทางแก้ไขปัญหาในการบริหารงานพันธบัตรรวม

6 ข้อและการพัฒนางานพันธบัตรรัฐบาลอีก 6 ข้อดังกล่าวข้างต้นนี้ ได้ยึดนโยบายการพัฒนาเศรษฐกิจและการเงินของประเทศ ตามแผนพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 6 (ปี 2530-2534) เพื่อที่จะให้แนวทางแก้ไขปัญหาและการพัฒนามีส่วนช่วยให้วัตถุประสงค์และเป้าหมายของการพัฒนาตลาดทุนของประเทศลุล่วงไปด้วยดี และเพื่ออำนวยความสะดวกและเป้าหมายของรัฐเกี่ยวกับการบริหารงานพันธบัตรมีประสิทธิภาพ ประหยัด และมีประสิทธิผลดียิ่งขึ้นช่วยให้เจ้าหน้าที่ผู้เกี่ยวข้องทุกระดับ ทั้งด้านการกำหนดมาตรการ และระเบียบข้อบังคับ และผู้ที่ปฏิบัติงานด้านการจัดการงานพันธบัตร สามารถนำข้อเสนอนี้ไปเป็นข้อสังเกตในการวางนโยบายและมาตรการแผนงาน และการดำเนินการได้ นอกจากนี้ผู้ที่เกี่ยวข้องอื่นจะได้เข้าใจถึงขั้นตอนการทำงานของการบริหารงานพันธบัตรดียิ่งขึ้น และรับทราบถึงวัตถุประสงค์ที่แท้จริงของทางการที่กำหนดมาตรการต่างๆ ก็เพื่อที่จะกำกับและดูแลการพัฒนาพันธบัตร ให้เป็นกลไกหนึ่งในการบริหารการเงินและการคลังของประเทศ ประชาชนทั่วไปที่ได้มีโอกาสอ่านรายงานวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ จะได้รับความรู้ความเข้าใจถึงการลงทุนในตราสารของรัฐ ที่มีอายุยืนยาวมาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2476 จนถึงปัจจุบัน และได้ทราบถึงวิวัฒนาการของพันธบัตรที่ได้เริ่มมาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2446 พร้อมกันนี้ผู้ลงทุนในพันธบัตรจะได้รับความภาคภูมิใจว่า มีส่วนช่วยในการจัดสร้างเสริมการวางรากฐานความเจริญรุ่งเรืองของประเทศ นอกจากการได้รับดอกเบี้ยพันธบัตรที่เป็นผลตอบแทนจากการซื้อพันธบัตรและสิ่งที่ไม่คาดหวังว่าจะบังเกิดประโยชน์อีกประการหนึ่งก็คือ นิสิตนักศึกษาและผู้สนใจเกี่ยวกับตราสารทางการเงิน จะได้ทราบถึงเรื่องราวของพันธบัตรรัฐบาล ที่เป็นเอกสารสัญญาการกู้เงิน ซึ่ง

รัฐบาลโดยรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังได้ลงลายมือชื่อ และประทับตราตำแหน่งไว้เป็นสำคัญ เป็นที่เชื่อถือและยอมรับในระบบการเงินทั้งภายในประเทศและต่างประเทศ สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดทันทีเมื่อใดก็ได้ เพราะวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้ทำการประมวลความรู้เบื้องต้น ประวัติความเป็นมา วิวัฒนาการเปลี่ยนแปลงและการบริหารงานพันธบัตรในช่วงศตวรรษที่ผ่านมา เพื่อเป็นแนวทางที่นิสิต นักศึกษา และผู้สนใจในเรื่องพันธบัตรรัฐบาล จะได้ศึกษาวิจัยในแนวทางอื่นๆ ต่อไป เช่น การศึกษาเปรียบเทียบการบริหารงานพันธบัตรของไทยกับประเทศต่างๆ เพื่อที่จะได้นำผลจากการศึกษามาเสนอแนะแก่ผู้ที่เกี่ยวข้อง ทั้งภาครัฐบาลและภาคเอกชน อันจะยังผลให้เกิดความก้าวหน้าในการพัฒนางานบริหารพันธบัตรรัฐบาลสืบไป



ศูนย์วิทยพัชร์พยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

หน่วยละ

ร้อยบาท

เลขทะเบียน 1111

พันธบัตรที่

0001-0100



เงินกู้ในงบประมาณ พ.ศ. 2531 ชนิด.....

รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง ในนามของกระทรวงการคลังให้ค้ำประกันสัญญาว่า ผู้ทรงพันธบัตรฉบับนี้ คือ

นายสวนพันธบัตร จิตจาหน่าย

มีสิทธิที่จะได้รับชำระคืนเงินกู้ตามพันธบัตรคืน

จำนวน

-10,000- บาท

(หนึ่งหมื่นบาทถ้วน)

อายุใน 5 ปี

และในระหว่างที่พันธบัตรยังมีอายุผู้มีสิทธิจะได้รับดอกเบี้ยในอัตราร้อยละ

5 ต่อปี

ชำระในวันที

20 พฤศจิกายน

และวันที่ 20 พฤษภาคม

ทุกปี และสิทธิโอนกรรมสิทธิ์หรือจำหน่ายพันธบัตรฉบับนี้ได้

ทั้งนี้ภายใต้เงื่อนไขที่กำหนดไว้ด้านหลังแห่งพันธบัตรฉบับนี้

วันที่

19 ธันวาคม

พ.ศ. 2531



พนักงาน

รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง

