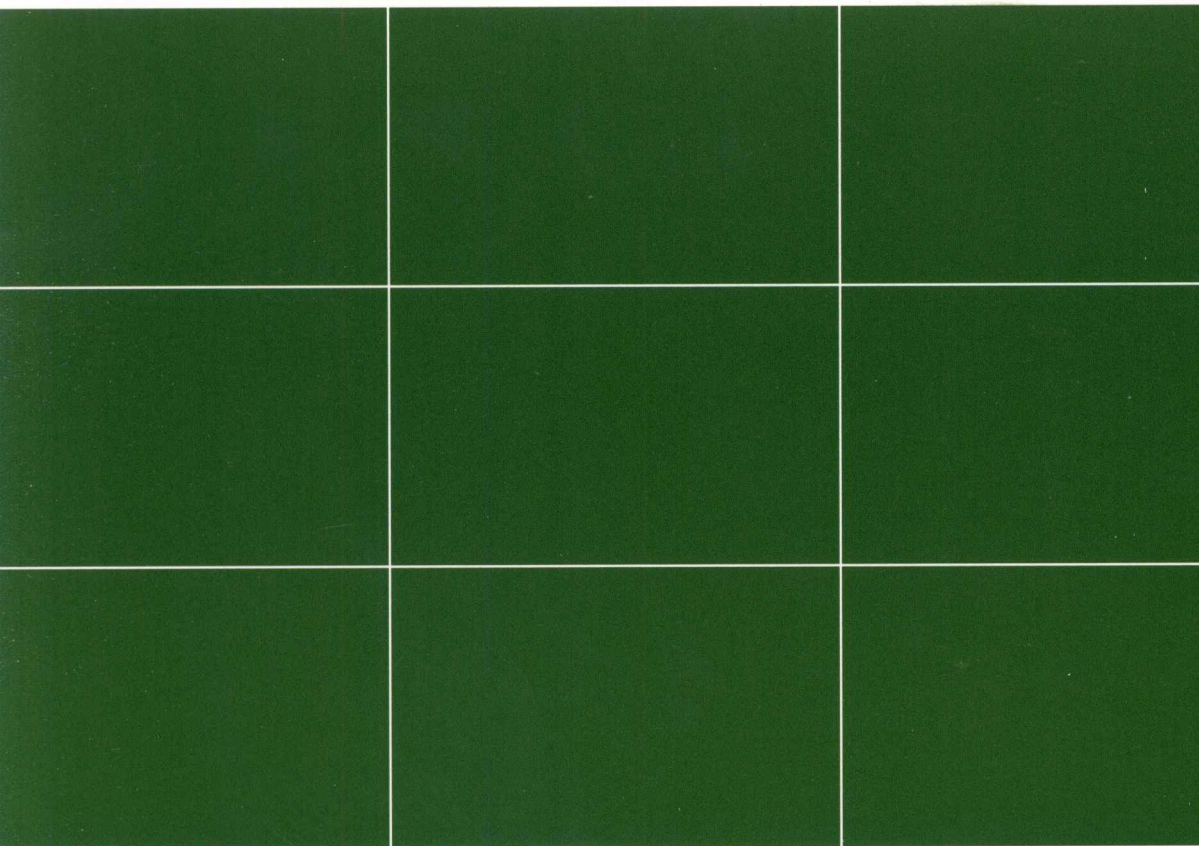


เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ และผลกระทบต่อนโยบายเศรษฐกิจ

ปกรณ์ วิชาพันธ์



สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย

Research Monograph No. 6

สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย

สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทยได้ก่อตั้งขึ้นเพื่อทำการวิจัยเชิงนโยบาย และเผยแพร่ผลงานวิจัยต่อภาครัฐบาลและเอกชน นับว่าเป็นสถาบันวิจัยเชิงนโยบายแห่งแรกของประเทศไทยที่ได้จัดตั้งขึ้นเป็นมูลนิธิที่ไม่แสวงหากำไรและได้รับความเห็นชอบจากรัฐบาล ดังนั้น สถาบันจึงเน้นการทำวิจัยเพื่อสนับสนุนการกำหนดนโยบายระยะยาว อันมีผลต่อการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมอย่างต่อเนื่อง สถาบันได้ก่อตั้งขึ้นในปี พ.ศ. 2527 โดยความริเริ่ม ของสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ โดยมี ฯพณฯ นายกรัฐมนตรี พลเอก เปรม ติณสูลานนท์ และ ฯพณฯ นายกรัฐมนตรี ปิแอร์ ทูโด แห่ง ประเทศแคนาดา เป็นประธานร่วมในพิธีลงนามในข้อตกลงให้ความช่วยเหลือเพื่อมอบทุน ดำเนินการจัดตั้งสถาบันในระยะเริ่มแรก

สถาบันมีวัตถุประสงค์สำคัญ 4 ประการคือ (1) ดำเนินการและส่งเสริมการวิจัยเชิงนโยบาย (2) จัดตั้งศูนย์สารสนเทศ ซึ่งมีข้อมูลอันทันสมัยเกี่ยวกับประเด็นทางนโยบาย (3) สร้างข่ายงานการวิจัยระหว่างสถาบันและนักวิชาการที่เกี่ยวข้องกับประเด็นวิจัยเชิงนโยบาย และ (4) เผยแพร่ผลงานวิจัยเพื่อให้เกิดประโยชน์ต่อการกำหนดนโยบาย ต่อความรู้ความเข้าใจของประชาชน

เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ดังกล่าวข้างต้น สถาบันได้จัดตั้งฝ่ายการวิจัย 6 ฝ่าย และหน่วยวิจัยที่ไม่สังกัดฝ่ายใด โดยมีผู้อำนวยการฝ่าย และโครงการเป็นผู้รับผิดชอบ และมีนักวิจัยที่มีความสามารถสูงเป็นผู้ร่วมดำเนินงานสาขาต่างๆ ที่กล่าวข้างต้น คือ (1) เศรษฐกิจรายสาขา (2) ความสัมพันธ์ทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศ (3) นโยบายเศรษฐกิจส่วนรวม (4) ทรัพยากรธรรมชาติและสิ่งแวดล้อม (5) ทรัพยากรมนุษย์และการพัฒนาสังคม และ (6) การพัฒนาวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี

สถาบันดำเนินการภายใต้การกำกับดูแลของสภาสถาบัน และคณะกรรมการ บริหารสถาบัน โดยมีประธานสถาบันเป็นผู้ดำเนินงาน

เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ และผลกระทบต่อนโยบายเศรษฐกิจ

เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ และผลกระทบต่อนโยบายเศรษฐกิจ



ฝ่ายการวิจัยนโยบายเศรษฐกิจส่วนรวม
สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย

ผลการศึกษาได้นำเข้าเสนอต่อการสัมมนาวิชาการที่ธนาคารแห่งประเทศไทย ณ วันที่ 22 ธันวาคม พ.ศ. 2532 โดยผู้เข้าร่วมสัมมนาประกอบด้วยตัวแทนจากทั้งส่วนราชการและสถาบันการเงินเอกชน ทั้งนี้ ได้นำข้อคิดเห็นบางประการจากการสัมมนาคครั้งนั้นมาทบทวนและเพิ่มเติมในการจัดพิมพ์รายงานฉบับนี้ด้วย

เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ และผลกระทบต่อนโยบายเศรษฐกิจ

ISBN 974-88646-8-5

พิมพ์ครั้งที่ 4 เดือนมกราคม พ.ศ.2548

พิมพ์ครั้งที่ 1 เดือนกรกฎาคม พ.ศ.2534

ลิขสิทธิ์ของมูลนิธิสถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย

565 ซอยรามคำแหง 39 เขตวังทองหลาง กรุงเทพฯ 10310

โทร. 027185460

โทรสาร 027185461-62

Website: <http://www.info.tdri.or.th>

เอกสารฉบับนี้ผ่านการพิจารณาและวิจารณ์จากกรรมการผู้ทรงคุณวุฒิที่เชี่ยวชาญในสาขาวิชานี้แล้ว การเผยแพร่เอกสารนี้เป็นการให้บริการทางวิชาการ ความเห็นที่ปรากฏอยู่ในเอกสารเป็นของผู้เขียน มิใช่หรือไม่จำเป็นต้องเป็นความเห็นของมูลนิธิสถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย

สารบัญ

	หน้า
สารบัญตาราง	ix
สารบัญรูป	xi
คำนำ	xiii
English Executive Summary	xvii
บทสรุป	xxvii
บทที่ 1 Currency Options	1
1. ความหมายและกลไกพื้นฐาน	1
2. ลักษณะเด่น	6
3. วิวัฒนาการ	10
4. การกำหนดราคา	12
5. ธุรกิจในประเทศไทย	14
6. ข้อสังเกต	15
ภาคผนวก ผลการสำรวจทางด้านราคาและการแปรปรวน ของอัตราแลกเปลี่ยน	19
บทที่ 2 Interest Rate Options	33
1. ความหมายและกลไกพื้นฐาน	33
2. ลักษณะเด่น	38
3. วิวัฒนาการ	40

	<u>หน้า</u>
4. การกำหนดราคา	41
5. ธุรกิจในประเทศไทย	43
6. ข้อสังเกต	44
ภาคผนวก ผลการสำรวจทางด้านราคาและการแปรปรวน ของอัตราดอกเบี้ย	48
บทที่ 3 Forward Rate Agreements	51
1. ความหมายและกลไกพื้นฐาน	51
2. ลักษณะเด่น	53
3. วิวัฒนาการ	55
4. การกำหนดราคา	56
5. ธุรกิจในประเทศไทย	57
6. ข้อสังเกต	57
ภาคผนวก ผลการสำรวจทางด้านค่าธรรมเนียมและ การแปรปรวนของอัตราดอกเบี้ย	59
บทที่ 4 Currency Swaps	63
1. ความหมายและกลไกพื้นฐาน	63
2. ลักษณะเด่น	70
3. วิวัฒนาการ	73
4. การกำหนดราคา	79
5. ธุรกิจในประเทศไทย	86
6. ข้อสังเกต	87

	หน้า
บทที่ 5 Interest Rate Swaps	89
1. ความหมายและกลไกพื้นฐาน	89
2. ลักษณะเด่น	99
3. วิวัฒนาการ	102
4. การกำหนดราคา	103
5. ธุรกิจในประเทศไทย	109
6. ข้อสังเกต	109
บทที่ 6 Floating Rate Notes	111
1. ความหมายและกลไกพื้นฐาน	111
2. ลักษณะเด่น	113
3. วิวัฒนาการ	114
4. การกำหนดราคา	116
5. ธุรกิจในประเทศไทย	117
6. ข้อสังเกต	119
บทที่ 7 Note Issuance Facilities	123
1. ความหมายและกลไกพื้นฐาน	123
2. ลักษณะเด่น	126
3. วิวัฒนาการ	128
4. การกำหนดราคา	130
5. ธุรกิจในประเทศไทย	131
6. ข้อสังเกต	133

	<u>หน้า</u>
บทที่ 8 ผลกระทบต่อเสถียรภาพทางการเงินและนโยบายเศรษฐกิจ	
ประสบการณ์และข้อคิดเห็น	137
1. เสถียรภาพทางการเงิน	137
1.1 ประเภทของความเสถียร	137
1.2 ความสัมพันธ์ระหว่างเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ และความเสถียร	138
1.3 อันตรายจากเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่	141
2. นโยบายทางการเงิน	143
2.1 การกำหนดและช่องทางการดำเนินมาตรการ	143
2.2 ผลกระทบจากเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่	145
3. นโยบายการคลัง	147
3.1 การกำหนดและช่องทางการดำเนินมาตรการ	147
3.2 ผลกระทบจากเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่	148
4. ประสบการณ์	149
5. ข้อคิดเห็น	153
References	155

สารบัญตาราง

	<u>หน้า</u>
ตารางที่ 1	Option Premiums 25
ตารางที่ 2	เปรียบเทียบค่า CV ค่าธรรมเนียมของ OTC put option และค่า MAAF 28
ตารางที่ 3	เปรียบเทียบค่า CV ค่าธรรมเนียมของ Exchange-traded put option และค่า AAF 30
ตารางที่ 4	เปรียบเทียบ Strike price ใน ET option กับ spot price ในวันเดียวกัน 31

สารบัญรูป

	<u>หน้า</u>
ภาพประกอบที่ 1	3
ภาพประกอบที่ 2	6
รูปที่ 1 Quarterly Average Exchange Rate: Deutschemark	20
รูปที่ 2 Quarterly Average Exchange Rate: Yen	20
รูปที่ 3 Quarterly Average Exchange Rate: Swiss Franc	21
รูปที่ 4 Frequency Distribution, Deutschemark, 1978-1988	22
รูปที่ 5 Frequency Distribution, Yen, 1978-1988	22
รูปที่ 6 Frequency Distribution, Swiss Franc, 1978-1988	23
รูปที่ 7 Weighted Average of Coefficient of Variation, Deutschemark, 1978-1988	23
รูปที่ 8 Weighted Average of Coefficient of Variation, Yen, 1978-1988	24
รูปที่ 9 Weighted Average of Coefficient of Variation, Swiss Franc, 1978-1988	24

คำนำ

ตั้งแต่ช่วงกลางทศวรรษที่ 1980 รัฐบาลของประเทศอุตสาหกรรมหลักหลายประเทศได้ผ่อนคลายนโยบายข้อบังคับที่ใช้ควบคุมสถาบันการเงินลงเป็นอันมาก การผ่อนคลายนี้นำมาประกอบกับความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนที่รวดเร็วและรุนแรงกว่าในอดีต ได้ช่วยกระตุ้นให้สถาบันการเงินนานาชาติคิดริเริ่มเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ขึ้นเป็นจำนวนมาก เพื่อรองรับความเสี่ยงประเภทต่างๆ เครื่องมือเหล่านี้ได้ถูกนำไปใช้ประโยชน์ได้อย่างกว้างขวางในหมู่สถาบันการเงินและผู้ที่เกี่ยวข้องกับตลาดการเงินระหว่างประเทศ ทั้งนี้เป็นที่น่าสังเกตว่าปริมาณธุรกรรมของเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ มักเพิ่มขึ้นหรือลดลงตามความรุนแรงของความผันผวนที่เกิดขึ้นในตลาดการเงินในขณะนั้นๆ ความสัมพันธ์นี้แสดงให้เห็นชัดว่าเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่เหล่านี้ถูกจัดทำขึ้นเพื่อใช้ช่วยบริหารความเสี่ยงในตลาดการเงินแทบทุกประเภท เช่น ความเสี่ยงต่อราคา ความเสี่ยงต่อการผิดสัญญา และความเสี่ยงต่อสภาพคล่อง

สภาพการณ์ในตลาดการเงินของไทยเท่าที่ผ่านมาในอดีต แตกต่างจากตลาดการเงินระหว่างประเทศบ้าง โดยเฉพาะในแง่ของความเสี่ยง กล่าวคือ ในการดำเนินนโยบายการเงินการคลังส่วนใหญ่แล้ว รัฐบาลให้ความสำคัญเป็นพิเศษแก่การรักษาไว้ซึ่งเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ ดังนั้น ในหลายช่วงเวลาในอดีตรัฐได้เลือกดำเนินมาตรการที่ช่วยปกป้องหรือคุ้มครองตลาดภายในจากความผันผวนในตลาดต่างประเทศ ตัวอย่างเช่น ในช่วงปี พ.ศ. 2524-2527 แม้ว่าค่าของเงินดอลลาร์ สรอ. จะพุ่งสูงขึ้นเป็นอันมากอย่างต่อเนื่อง แต่รัฐก็ยังได้ผูกค่าเงินบาทอยู่กับค่าเงินดอลลาร์ สรอ. ไว้โดยไม่เปลี่ยนแปลง เพื่อรักษาเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งเกี่ยวข้องกับเสถียรภาพทางราคาด้วย อย่างไรก็ตาม ความพยายามดังกล่าวทำให้ฐานะการแข่งขันของไทยในตลาดการค้าระหว่างประเทศเสื่อมถอยลงพอควร อันเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้สูญเสีย

ทุนสำรองเงินตราต่างประเทศไปเป็นอันมาก รัฐได้ดำเนินมาตรการที่ปกป้องหรือคุ้มครองประชาชนและตลาดภายในเช่นนี้บ่อยครั้ง ทั้งในแง่อัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ย จนทำให้สมาชิกและผู้ติดต่อกับตลาดการเงินของไทยส่วนใหญ่เห็นว่า ความรุนแรงของความเสี่ยงในตลาดการเงินของไทยนั้นมีไม่มากเท่ากับในตลาดโลก หรืออีกนัยหนึ่ง แทบทุกฝ่ายมักตั้งข้อสมมุติฐานในใจเสมอว่า รัฐจะเข้ามาทำหน้าที่ช่วยเป็นกันชนให้แก่ตลาดภายใน หรือรองรับผลกระทบบางส่วนจากการผันผวนในตลาดต่างประเทศ ท่ามกลางสภาพการณ์เช่นนี้จึงไม่เป็นที่น่าแปลกใจที่จะพบว่าเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ที่ยังถึงขั้นยังไม่ได้รับความนิยมในประเทศไทยเท่ากับตลาดในต่างประเทศ

อย่างไรก็ตาม รัฐจะไม่สามารถดำเนินนโยบายปกป้องหรือคุ้มครองตลาดภายในได้เสมอไป ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดคือนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน กล่าวคือ ในขณะที่ค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐ อยู่ในแนวโน้มที่ลดลง การให้น้ำหนักเป็นอันมากแก่เงินดอลลาร์สหรัฐ ในการกำหนดค่าเงินบาทจะช่วยทั้งปกป้องเสถียรภาพของราคาภายในประเทศ และสร้างเสริมข้อได้เปรียบให้แก่การแข่งขันในตลาดการค้าระหว่างประเทศ มาตรการปกป้องตลาดภายในเช่นนี้ จึงมิได้ก่อต้นทุนแก่รัฐหรือสังคมส่วนรวมมากนัก แต่ค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐ ย่อมมีโอกาสที่จะกลับปามีแนวโน้มสูงขึ้นได้ ในเวลาเช่นนั้นรัฐย่อมลี้เล็ดถอนนโยบายผูกค่าเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ เพราะในขณะที่มีมาตรการเช่นนี้ช่วยรักษาเสถียรภาพทางราคาได้มาก แต่ก็ส่งผลเสียกระทบถึงการส่งออกและปัญหาส่วนขาดดุลการค้ากับต่างประเทศ อีกตัวอย่างหนึ่งของนโยบายปกป้องหรือคุ้มครองตลาดภายใน ได้แก่ นโยบายควบคุมการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย นโยบายนี้คล้ายคลึงกับนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่กล่าวถึงข้างต้น คือ การที่รัฐเข้าเป็นกันชนต่อความแปรปรวนของอัตราดอกเบี้ยในตลาดต่างประเทศสามารถก่อให้เกิดผลดีและผลเสีย โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ในช่วงเวลาที่เอกชนมีเสถียรภาพมากขึ้นในการนำเงินทุนเข้าออกจากตลาดต่างประเทศ

ในระยะหลัง คือ ตอนปลายของทศวรรษ 1980 ทางการคงทราบถึงผลดีและผลเสียของนโยบายปกป้องหรือคุ้มครองตลาดภายใน หากมีเช่นนั้นคงไม่ประกาศใช้มาตรการที่เพิ่มเสถียรภาพให้แก่ตลาดเงินในหลายๆ แง่ แม้การเปลี่ยนแปลงเหล่านั้นจะค่อยเป็นค่อยไปก็ตาม ตัวอย่างของการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างพื้นฐานเหล่านั้นในตลาดเงินของไทย ได้แก่ มาตรการปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารพาณิชย์ที่มีอายุเกิน 12 เดือนลอยตัวตั้งแต่ต้นเดือนพฤษภาคม พ.ศ. 2532 มาตรการยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำที่มีอายุตั้งแต่ 3 เดือนขึ้นไปตั้งแต่กลางเดือนมีนาคม พ.ศ. 2533 มาตรการผ่อนคลายกฎเกณฑ์ควบคุมการบริวรรตเงินตรา ซึ่งรวมถึงการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและการลงทุนในต่างประเทศ และการประกาศยอมรับพันธะข้อที่

8 แทนข้อที่ 14 ของกองทุนการเงินระหว่างประเทศตั้งแต่กลางเดือนพฤษภาคม พ.ศ. 2533 (พันธะข้อที่ 8 ก่อข้อผูกพัน 3 ประการ ได้แก่ ประเทศต้องไม่มีข้อจำกัดเกี่ยวกับธุรกรรมในบัญชีเดินสะพัด ต้องปฏิบัติต่อคู่ค้าเท่าเทียมกันในด้านข้อตกลงทางการเงินระหว่างประเทศ และต้องไม่ใช่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนหลายอัตรา) มาตรการที่เพิ่มเสรีภาพให้แก่ตลาดเงินเช่นนี้อยู่ในทิศทางที่สอดคล้องกับแนวโน้มของตลาดการเงินระหว่างประเทศ เพราะรัฐบาลของประเทศอุตสาหกรรมหลายประเทศกำลังสนับสนุนการเคลื่อนไหวอย่างอิสระของการค้า เงินทุน ราคา สถาบัน และบุคลากร นโยบายเปิดตลาดของไทยเช่นนี้จะช่วยปรับปรุงประสิทธิภาพการทำงานของระบบการเงิน พร้อมทั้งช่วยลดความเสี่ยงมาตรการลงโทษหรือตอบโต้จากต่างประเทศได้ด้วย

อย่างไรก็ตาม นโยบายเปิดตลาดมากขึ้นนี้จะเพิ่มความเสี่ยงที่เอกชนต้องเข้ารับหรือบริหารเองควบคู่กันไปด้วย ภายใต้สภาพของตลาดที่เปิดเช่นนั้น หากความผันผวนในตลาดการเงินของต่างประเทศเกิดขึ้นมาก เอกชนคงเห็นถึงความสำคัญของเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ชัดเจนยิ่งขึ้นว่า ให้ประโยชน์ได้มากในการบริหารทรัพย์สินและหนี้สินท่ามกลางบรรยากาศที่เต็มไปด้วยการเคลื่อนไหวของทั้งราคาและสภาพคล่อง โครงการวิจัยนี้จึงแสดงถึงผลการศึกษาเกี่ยวกับเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ 7 ประเภท (ได้แก่ currency options, interest rate options, forward rate agreements, currency swaps, interest rate swaps, floating rate notes, note issuance facilities) โดยแต่ละประเภทจะครอบคลุมถึงความหมายและกลไกพื้นฐาน ลักษณะเด่น วิวัฒนาการ การกำหนดราคาและธุรกรรมในประเทศไทย

สิ่งที่ควรเน้นสองประเด็นในที่นี้คือ การวิเคราะห์จะมองสภาพตลาดเงินของไทยตามที่จะพัฒนาขึ้นในอนาคต หลังจากที่รัฐได้ให้เสรีภาพแก่ตลาดพอควรทั้งทางด้านราคา สภาพคล่อง การแข่งขัน และกฎเกณฑ์ข้อบังคับ มิใช่ตามสภาพของตลาดเท่าที่ผ่านมาในอดีต ซึ่งเต็มไปด้วยมาตรการปกป้องและคุ้มครองตลาดภายใน นอกจากนี้ การศึกษายังได้เจาะลึกลงไปอีกว่า ท่ามกลางบรรยากาศในอนาคตเช่นนั้น หากเอกชนใช้เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่อย่างแพร่หลาย ธุรกรรมเหล่านั้นจะส่งผลกระทบต่อนโยบายเศรษฐกิจ

งานวิจัยครั้งนี้เสร็จสิ้นลงได้ด้วยความร่วมมือของบุคคลหลายฝ่าย เช่น เจ้าหน้าที่ของทางการ เจ้าหน้าที่ของสถาบันการเงินเอกชน และผู้วางนโยบายเศรษฐกิจส่วนรวม อย่างไรก็ตาม ผู้เขียนยินดียอมรับในข้อบกพร่องหรือผิดพลาดที่ยังคงเหลืออยู่ในผลงานวิจัยนี้แต่ผู้เดียว

ปกรณ์ วิชยานนท์

มกราคม พ.ศ. 2534

English Executive Summary

Financial Innovations and Their Impact upon Economic Policies

Since the mid-1980s governments of various industrial countries have, to a large extent, relaxed their controls on financial institutions. Such liberalization, together with a volatility of exchange and interest rates never before experienced, generated a string of new financial instruments specially designed to handle different kinds of risks. These instruments have been widely accepted in the international financial community and it is notable that the volume of their transactions in any period of time varies directly with the degree of turbulence in money markets.

In Thailand the Monetary Authorities used to act as a buffer, in most respects, for local markets against fluctuations abroad. This conservative stance was largely due to the desire to achieve economic stability. It is therefore not surprising that the numerous economic measures adopted helped protect domestic units from external disturbance. Fixed exchange rates, restrictive exchange controls, and ceilings and floors on interest rates are examples of these measures. Later on the government realized that such protective ruling also had disadvantages. For instance, fixed exchange rates may contribute to price stability at the expense of a sustainable trade balance on the external account. Similarly, rigid regulations on interest rates may easily impede market competition and the efficiency or professionalism of local financial institutions.

As a result, the Thai Monetary Authorities recently opened up the local scenario to a considerable degree. Floating exchange rates, dismantlement of some exchange controls, and the abolition of some interest rate constraints are examples of such deregulation. In the presence of growing volatility in local as well as foreign money markets, a large number of private entrepreneurs or organizations are beginning to recognize the benefits financial innovations bring in handling their assets and liabilities. Seven new financial instruments — currency options, interest rate options, forward rate agreements, currency swaps, interest rate swaps, floating rate notes, and note issuance facilities — are described below.

CURRENCY OPTIONS

Currency options are rights to buy or sell foreign exchange at a price neither above nor below the one agreed upon in the contract within a specific period of time

or on a given date. These rights are useful in curbing exchange risks for customers or units expecting to have foreign exchange dealings in the future, for example, importers, exporters, borrowers, and contractors. Typically, financial institutions offering currency options demand that their clients present supporting evidence of possible or expected foreign exchange flows so as to minimize speculation. Ordinary maturities of currency options stay within six months. Longer maturities bring about complications to both sellers and buyers, especially with regard to appropriate fees.

Among various foreign exchange tools, currency options have the following outstanding features: They are only rights, not obligations, which can be exercised or left unused at the will of the holder. Whenever holders decide to exercise these rights, they are not bound to carry out the desired transactions with the same financial institutions which sold the currency options in the first place. Customers only need verify actual transactions, wherever they are done, before receiving or paying the difference in accordance with the option contracts. Furthermore, as long as options are not yet exercised and the contracts still remain valid, option holders can trade their rights to any party should they so desire. This allowance adds a valuable element of liquidity to currency options. Because of the flexibility mentioned above, fees charged in currency options are somewhat higher than those typically charged in outright forward contracts. Despite their higher prices, currency options have become fairly attractive, especially among those customers wishing to curtail exchange risks in possible future projects. Clear-cut examples are companies tendering to contracts which involve foreign exchange expenses. Even though there are other ways to hedge exchange risks, such as currency swaps and currency futures, they do not yield as much flexibility and customization as currency options.

Currency options are equally attractive to the financial institutions selling them, since these options are only rights and need not be reported on the sellers' balance sheets. These "off-balance-sheet" activities yield income to sellers, without necessitating the presence of adequate back-up capital funds or other conditions as in the case of typical lending activities of commercial banks.

In Thailand the first currency option, offered in 1985, was between the U.S. dollar and the local Thai baht. A year afterwards commercial banks started to market currency options between prominent Western currencies. It is notable that even though Thai commercial banks dominated the forward exchange market in Thailand, the parties which were more eager to offer currency options were foreign banks. This may be attributed to the constraint these foreign banks have in establishing branches in Thailand as well as their close connection with their headquarters abroad which provide familiarity with crucial aspects of extending services on currency options, such as risk appraisal, pricing, coverage, and trading in secondary markets. As regards pricing, empirical tests suggest that fees were based on the degree of exchange rate fluctuations in the past. And the option premium charged was, on average, more than enough to compensate for possible losses. That may be because commercial banks do not want to encounter crises similar to the one experienced in currency option markets overseas in 1984-85 arising from both underpricing and rapid fluctuations of exchange rates.

INTEREST RATE OPTIONS

The types of interest rate (IR) options studied here include “cap,” “floor,” “collar,” and “swap options.” Cap is the ceiling on interest rates and can be bought by any floating-rate debtor for a certain amount of principal, thereby restricting his interest expenses. Floor, on the other hand, represents the minimum interest rate a floating-rate depositor can purchase to attain satisfactory returns on his deposit. These services are rendered because the interest rates, which serve as a basis in floating-rate commitments, can fluctuate wildly and unpredictably, causing too much burden or too little return in money markets. Cap and floor are thus favored by some borrowers and depositors as less risky. The interest rates referred to in cap and floor are ordinarily required to be standard rates, reflecting the true liquidity status of the money markets concerned. For instance, either LIBOR or SIBOR is often selected as a reference rate for IR option contracts in U.S. dollars, while the rate on CITINOTE or CHASENOTE serves contracts in Thai baht.

Collar combines cap and floor and creates a definite boundary for customers. Whenever the reference rate exceeds the ceiling of the collar, option sellers compensate the excess to customers. On the other hand, if the reference rate falls below the floor of the collar, customers have to pay the difference. Neither party loses if the reference rate stays between ceiling and floor. Collar also helps customers restrict their interest obligations within certain ranges.

Swap options specify the maximum or minimum interest rate differential between two currencies. This service can accommodate both units that count on foreign borrowing and units that receive income from abroad. In the former case, for instance, prudent swapping of foreign funds for local cost financing has to be matched up with appropriate cover in the forward exchange market. Otherwise, gains from tapping cheaper funds abroad may disappear because of exchange rate appreciation. Usually prices of forward covers vary directly with interest rate differentials. Therefore, swap options can assure local companies of certain total cost of swapping foreign loans for local currency.

Before employing any of the aforementioned IR options, customers have to declare the desired amounts of principal concerned, the maturities of the contracts, the relevant currencies, and the interest payment periods. These factors are taken into account when upfront fees are negotiated. Since their innovation, IR options have attracted strong and continuing attention from various money markets worldwide. The primary reason for this popularity are the following advantages to both buyers and sellers. For buyers, IR options provide protection as well as flexibility. For instance, even though cap assists borrowers by restraining interest liabilities within a certain level, no matter how tight the money market has become, it also allows borrowers to enjoy a lighter burden when relevant interest rates drop. Compared to other ways to cope with interest rate volatility, such as swaps or futures, IR options allow more leeway to fit in with the differing needs of individuals. They are also tradable as long as contract maturities have not expired, so buyers are furnished with an element of liquidity.

For sellers, IR options are rights of buyers, and do not have to be reported on financial balance sheets. Consequently, financial institutions offering IR options are not bound to support these activities by putting up further capital funds, nor do they

have other obligations. Moreover, sellers of IR options are exposed to only market risks or interest rate fluctuations, but not to credit risks or creditworthiness of customers. Thus, IR options yield fees to financial institutions with less risk than typical credit extension. In short, IR options represent an income-earning channel at cheaper overall costs.

The first cap and floor were offered in Thailand during 1985 for only U.S. dollar interest rates. Later on, these services were developed for Thai baht interest rates. Branches of foreign banks in Thailand took a leading role in this context. As regards terms and fees, sellers of IR options in Thailand were fairly accurate in their interest rate projections, e.g., collars offered in the past were correct, in spite of lengthy maturities, and fees were more than enough to compensate for the interest rate exposure that IR option sellers took on behalf of buyers.

FORWARD RATE AGREEMENTS

The forward rate agreement (FRA) is a financial instrument which helps manage interest rate exposure of customers. A buyer selects a certain level of reference interest rate at any particular point in the future for one notional principal amount (which is not exchanged). The situation is similar to purchasing insurance so that the effective interest rate in the future will be at a pre-specified level. If the actual interest rate on the due date is higher (lower) than that agreed, the difference will be refunded to (from) FRA buyers. Examples of typical FRA buyers are private corporations about to borrow or invest but afraid that interest rates may rise in the future. Conversely, depositors expecting certain returns in the future worry that interest rates may decline. They therefore sell FRAs ahead of time to eliminate uncertainty.

Though FRA transactions do not require margins or collateral as in futures markets, FRAs do not leave as much room or flexibility to purchasers as do interest rate options. Once committed in an FRA contract, a buyer has to either win or lose. Nevertheless, what he gains is to know in advance the exact amount of forthcoming interest obligations. The reference rates ordinarily used in FRA contracts are the standard rates, such as LIBOR or SIBOR, which reflect true market liquidity.

The two salient features of FRAs engendering widespread popularity are as follows. FRAs allow customers to adjust their interest rate exposure without having to immediately shift the liquidity profile of their current assets and liabilities. Because of their off-balance-sheet nature, FRAs appeal to financial institutions as the institutions can sell them without having to raise additional capital or satisfy certain obligations. Moreover, FRA attracts a large number of customers, especially at times of substantial interest rate volatility, since the terms of FRAs are so customer-oriented that the agreed interest rate, maturity, and beginning date of interest calculation can be tailored to fit individual needs. This aspect of flexibility enables customers to easily adjust their profiles as desired or offset any existing interest rate mismatch.

Yet, FRAs also have drawbacks. First, there is no secondary market trading for FRAs before maturity. Nonetheless, either partner of an FRA can enter a reverse FRA contract with another party to dissolve the original obligation. Second, in contrast with interest rate options, FRAs give rise to both market and credit risks.

This can have a strong impact on financial institutions rendering FRAs to earn income or to adjust interest rate exposure.

In Thailand few banks offered FRAs and initially FRAs were only for U.S. dollar interest rates. This may have been due to the limited capability of FRA sellers to safely cover their positions via reverse FRAs. With regard to terms and pricing, FRA sellers were largely accurate in their expectations of interest rate movements and fees were adequately high, yielding profits to some extent.

CURRENCY SWAPS

A currency swap is an exchange of newly-committed or current debts denominated in different currencies between two parties according to a specific rule. After the principals have been exchanged, each party must service the corresponding interest payments attached to the received principals. On maturity dates, each party has to return the original amount of principal to its counterpart. In some cases an agreement is reached so that there is no initial exchange of principals, and in others not at maturity either.

The outstanding benefits of currency swaps are plentiful. For instance, a company can execute an arbitrage via currency swap that generates a desired currency at a cheaper all-in cost than borrowing the currency directly. Currency swap can help eliminate currency exposure by matching assets and liabilities, both in terms of currencies and maturities, or help cover long-term commitments in foreign currencies. Moreover, currency swap is utilized to gain access to both convertible and blocked currencies with respect to either party. As regards current debts, it can lock in exchange gains or mitigate exchange losses.

Development of currency swaps stemmed from several underlying factors. Greater volatility of exchange rates, particularly in the late 1970s and the early 1980s, together with market imperfection and different perceptions among participants, created abundant opportunities. New instruments or methods were sought to hedge against exchange rate risks, to reduce financing costs, to gain access to virtually most currencies, and to help circumvent foreign exchange regulations. Nowadays, a main driving force is the capability of market participants to find the best solutions to suit their needs and the market environment at any point in time.

A sizable portion of currency swap markets is dominated by consideration of accessibility to desired currencies. Compared to interest rate swap markets, there is a wide diversity of types of participants in currency swap markets, with financial institutions, especially banks, playing a smaller role than sovereigns, supranationals, or corporates. Secondary markets of currency swaps are relatively active, giving chances to both parties to speculate on both interest and exchange rates. For the most part, secondary trading is driven by profit motives, changes in market environment, and the differing perceptions of market participants.

In Thailand, genuine currency swap is yet to be developed since its so-called "swap" involves only the exchange of principals without the associated interest burden. In other words, such a swap resembles ordinary forward contracts. The major obstacles to currency swaps in Thailand were foreign exchange regulations and the lack of benchmark interest rates, especially the long-term ones. Nevertheless, given the recent rounds of foreign exchange liberalization and the attempts of

the authorities to develop market-oriented financial papers, the prospects for currency swap are better than before.

INTEREST RATE SWAPS

An interest rate swap is a transaction in which two parties agree to make to each other periodic interest payments, calculated on the basis of specified interest rates, and a notional principal amount denominated in one currency. Typically, the payment made by one party is based on a floating rate of interest, e.g., LIBOR, while the payment made by the other is determined by a fixed rate of interest or a different floating rate.

Borrowers in international money markets are attracted to interest rate swaps' distinctive features. For instance, an interest rate swap enables a participant to tailor his interest obligations to meet his needs in a given rate environment, to reduce his cost of borrowing, to hedge against future changes of interest rates, or, in some circumstances, to lock in certain profit margins. Furthermore, interest rate swaps, particularly basis swaps, can be used to rectify maturity mismatch, to diversify interest rate risks, and to unwind existing swap obligations.

Many factors accounted for the development of interest rate swaps. Imperfect information and markets, coupled with the different credit risks of the same participant as perceived by different markets, and differential risk premiums as demanded in fixed versus floating rate markets in the same currency, have created a comparative advantage between the two parties and the corresponding arbitrage opportunity to be exploited. Another major factor was the growing volatility of interest rates in the 1970s and the 1980s that prompted market participants to find ways to hedge. The combined features of risk and cost reduction render interest rate swaps a positive sum game, i.e., no losers at no cost to the system.

Participants in the primary market for interest rate swaps are normally large corporations and financial institutions. Commercial and investment banks may enter the market as both end-users and intermediaries. In a secondary market, existing swap positions are traded to match or square up the profile or speculate in expectation of interest rate movements. Before trading is carried out, a consent is often requested from the original counterparties unless the deal was arranged through intermediaries from the very beginning.

Interest rate swaps are rarely adopted in Thailand due to the absence of market clearing interest rates and sluggish domestic interest rates. But they may become popular, in light of present liberalization, especially after truly benchmark rates such as market-oriented government bond rates are established.

FLOATING RATE NOTES

A floating rate note (FRN) is a medium- to long-term bearer note which is liberally traded. Interest from FRNs is paid periodically and pegged to a standard interest rate that constantly reflects actual market liquidity, such as LIBOR in London or SIBOR in Singapore. Normally, an FRN holder receives interest income equal to the sum of a standard rate and a certain spread. Besides, minimum interest rates are often stipulated, so as to assure investors of minimum returns. Most FRNs

are listed in securities markets, thus compensating for their long maturities with some liquidity. In addition, prices of FRNs as quoted in secondary market trading are more stable than those of fixed rate securities, since interest rates are periodically adjusted in accordance with prevailing reference rates.

An FRN is often resorted to as a source of long-term funding by financial institutions, especially by commercial banks. Its maturity and floating rate nature fit well with commercial banks' syndication lending, whose interest rates are periodically reset. Furthermore, under the general terms of FRN, timing of debt commitment is viewed by borrowers as flexible, unlike fixed rate bonds where borrowers may hesitate depending upon how interest rate movements are predicted. For investors or lenders, FRNs give higher yields than short-term notes and yet have some degree of liquidity. Also, these yields are continually updated.

A number of Thai commercial banks issued FRNs in overseas markets so as to tap funds from abroad and adjust their maturity profiles. Within the local market itself, however, both borrowers and savers were still unaccustomed to the mechanisms of FRNs. That FRNs did not exist in Thailand before 1988 is therefore not surprising. Later on, some businesses did make efforts to borrow via FRNs. However, the market remained so immature that bank guarantees were needed and notes could only be sold to a restricted group of investors. The lack of secondary markets necessitated possible redemption of funds before maturity by concerned finance companies at prices artificially below par.

Obstacles to the further development of FRN markets in Thailand are the absence of a reliable rating agency and a truly market clearing interest rate. The former is indispensable as the concerned parties only care about the note-issuers' creditworthiness. The latter is required so that returns from FRNs can be arranged to reflect the actual status of prevailing market liquidity.

NOTE ISSUANCE FACILITIES

A note issuance facility (NIF) is a medium-term agreement between financial institutions and a borrower which allows the borrower to issue short-term paper in his own name, but underwriting banks are committed to purchase any notes which the borrower is unable to sell — or, in effect, to provide standby credit. An NIF commitment typically lasts five to seven years, while the paper is issued on a revolving basis, each round for maturities of three to six months. Most papers, often called Euronotes, are in U.S. dollars and issued with high face values at competitive bidding rates. They are intended for use by professional or institutional investors, rather than private individuals. The majority of NIFs settled in the past had a ceiling on borrowing costs in relation to market rates.

The NIF has been widely adopted in international markets because it has several attractive characteristics to all parties concerned. From a borrower's viewpoint, the NIF represents direct access to surplus units, while banks only function as managers or arrangers. Therefore, the overall costs of borrowing tend to be lower than other channels, even after various management fees are taken into account. In addition, NIF customers are provided with rights regarding the timing of note issuance and whether or not they are to be rolled over. Due to the underwriting commitment, borrowers are also assured of the availability of funds whenever

needed. Borrowers are also able to immediately transform the maturity profiles of their portfolios or undertake investment at will.

For banks, unless called upon, underwriting commitments remain off-balance-sheet, entailing no obligations but with various types of fees. Acting as arrangers of the NIF, banks are not subject to ordinary costs of credit extension, e.g., interest on deposits and reserve requirements. For investors, returns on NIF are usually higher than short-term deposit rates, owing to the periodical adjustment of NIF rates, while variations of deposit rates tend to be more sluggish. And most note issuers are large creditworthy corporations, thus entailing little risk to investors.

In Thailand large companies in the oil business made use of this facility, even though commercial banks were not yet permitted to legally underwrite notes. Instead, participating banks themselves bought unsold papers first and then later resold these papers at discounted prices.

IMPACT

Under normal circumstances, economic policy-makers have two primary objectives: stability and the ability to influence the pace of economic activities. The impact of the financial instruments under study here are examined in this regard.

The distinct roles of financial instruments are to segregate, disperse, and transfer financial risks so that individual units can cope well with uncertainty and attain better asset or liability management. A clear-cut example, demonstrating numerous possible benefits from financial innovations, is the case whereby a private corporation hinges upon floating-rate foreign debt. In such a case, the company, frustrated by possible interest rate rise and exchange rate appreciation, could resort to swaps, options or FRAs by remitting the relevant fees and thus lessening risk exposure to a manageable degree. However, although financial innovations can enable each separate organization to handle its position comfortably, stability of the financial system as a whole may be endangered in three aspects.

1. The risks, after being segregated and transferred, may be clustered among few banks, few exchange rates or interest rates, and few maturity dates. Such bunching could arise due to the availability of very few banks with enough expertise or widespread networks, turbulent fluctuations of exchange or interest rates during particular intervals of time, and underpricing of financial services.
2. Most financial innovations (except FRNs) are off-balance-sheet items which may not be backed up by adequate capital funds of service suppliers.
3. Caps and swaps could bring too many low-ranking debtors into credit markets, thus depressing the asset quality of the markets. Similarly, direct modes of financing such as NIF and FRN, if popular, will not only take away high-quality borrowers from, but also weaken the deposit base of, financial institutions.

Because of the possible adverse effects on overall financial stability, it is recommended that financial companies and banks be required to report these activities more often and in more detail. Customers' motives should be included in

these reports and details on whether or how much offering companies or banks hedge. In addition, the Monetary Authorities should demand that risks from the financial innovations in use be backed up by sufficient capital funds despite the fact that such activities are off-balance-sheet. The volume of these activities ought to be given some weights, though less than those given to ordinary credits, reflecting the actual degree of associated risks.

As regards the government's ability to guide momentum and direction of economic activities, new financial instruments generate repercussions via four channels:

1. Credit flows are stimulated. For instance, with interest rate options and FRAs, customers are more likely to request and commit debts. The NIFs and FRNs, which are direct financing, help reinforce the purchasing power of borrowers.
2. Financial innovations raise the extent and speed of capital mobility into and out of the country. Currency swaps, currency options, and swap options, for example, facilitate foreign borrowing. Net inflows of funds from abroad directly affect the amount of local money supply, thus the effectiveness of implemented monetary policies.
3. The popularity of the new instruments may give rise to some constraints on local banks regarding their capacity to finance fiscal deficits. Because of these constraints, fiscal policies could be hindered and inflationary sources of financing, such as central banks or external loans, may be resorted to.
4. In another possible scenario, public agencies themselves utilize new financial instruments. This enables government agencies to cover all costs of investment or maintenance projects. Hence, the direction and degree of desirable fiscal policies could vary.

Although most of the macroeconomic effects of financial innovations, as mentioned above, tend to be negative, the favorable aspects should not be overlooked. Examples of benefits are as follows:

- Once borrowers and savers have more alternatives to choose from in attempts to find credit, avert risk, or invest, banks and other financial institutions are pressured to improve their services. Financial innovations, in other words, encourage efficiency in and further development of money markets.
- These financial innovations function as automatic stabilizers within the financial system. This stability is crucial, otherwise private enterprises could experience a greater frequency of business failures because of wild fluctuations of interest rates, exchange rates, and money market liquidity.

บทสรุป

ตั้งแต่กลางทศวรรษที่ 1980 รัฐบาลของประเทศอุตสาหกรรมหลายประเทศได้ผ่อนคลายการควบคุมสถาบันการเงินลงเป็นอันมากและในหลายแห่งหลวมๆ การผ่อนคลายดังกล่าวประกอบกับความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน ได้กระตุ้นให้เกิดเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่เป็นจำนวนมากเพื่อช่วยปกป้องความเสี่ยงประเภทต่างๆ ในตลาดเงินทุนระหว่างประเทศ ส่วนในตลาดเงินของไทยทางการได้เปลี่ยนนโยบายจากที่เคยเป็นกันชนให้แก่สถาบันการเงินภายในประเทศแทบทุกแห่ง มาเป็นตลาดการเงินที่มีเสรีภาพมากขึ้น ตัวอย่างของความเป็นอิสระเช่นนั้น ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยนที่ลอยตัว การยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก และการผ่อนคลายมาตรการควบคุมปริวรรตเงินตรา ท่ามกลางบรรยากาศของตลาดการเงินที่อิสระมากขึ้นนี้ ธุรกิจเอกชนและองค์กรต่างๆ เริ่มเห็นประโยชน์ของเครื่องมือทางการเงินใหม่ๆ ซึ่งช่วยจัดการทั้งทรัพย์สินและหนี้สินได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ในที่นี้จะแสดงถึงเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ 7 ประเภท อันได้แก่ currency options, interest rate options, forward rate agreements, currency swaps, interest rate swaps, floating rate notes และ note issuance facilities

CURRENCY OPTIONS

Currency options คือ สิทธิที่จะซื้อหรือขายเงินตราต่างประเทศในราคาที่ไม่สูงหรือต่ำกว่าราคาตลาดลงกันไว้ในสัญญา สิทธิเหล่านี้เป็นเครื่องมือทางการเงินที่ช่วยป้องกันความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนให้แก่ลูกค้าหรือหน่วยงานที่มีหรือคาดว่าจะมีรายจ่ายหรือรายได้เป็นเงินตรา

ต่างประเทศในอนาคต เช่น ผู้ส่งออก ผู้นำเข้า ผู้กู้ยืม และผู้ประมวลโครงการ ลักษณะเด่นของเครื่องมือนี้คือ เป็นแต่เพียงสิทธิ์ (มีใช้ข้อผูกพัน) ซึ่งผู้ถืออาจเลือกใช้หรือไม่ก็ได้ และเมื่อผู้ถือเลือกใช้ก็ไม่จำเป็นต้องซื้อขายเงินตราต่างประเทศกับสถาบันผู้ขายสิทธิ์นั้นตั้งแต่แรก นอกจากนั้น หากผู้ถือยังไม่ได้เลือกใช้สิทธิ์และสัญญายังไม่หมดอายุ ผู้ถือก็สามารถขายสิทธิ์นั้นให้แก่ผู้ใดก็ได้ คุณสมบัตินี้จึงเพิ่มสภาพคล่องให้แก่ currency options ด้วย ส่วนทางด้านผู้ขายเครื่องมือนี้ก็มีลักษณะดึงดูดใจเช่นกัน เพราะบริการทางการเงินนี้เป็นแต่เพียงสิทธิ์ ผู้ขายจึงไม่จำเป็นต้องรายงานลงในบัญชีงบดุลของตน และไม่จำเป็นต้องมีเงินกองทุนหนุนหลังดังเช่นสินเชื่อตามปกติ

ในประเทศไทย currency options เริ่มมีมาตั้งแต่ปี 2528 ระหว่างเงินดอลลาร์ สรอ. และเงินบาท เป็นที่น่าสังเกตว่า แม้ธนาคารพาณิชย์ไทยจะครองตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า แต่สาขาของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศกลับเป็นฝ่ายที่กระตือรือร้นที่จะเสนอบริการนี้มากกว่า ทั้งนี้คงเป็นเพราะความคุ้นเคยและความใกล้ชิดกับสำนักงานใหญ่และตลาดในต่างประเทศ สำหรับราคาหรือค่าธรรมเนียมของ currency options นั้น ธนาคารพาณิชย์ได้ตั้งไว้ในระดับที่พอเพียงที่จะชดเชยส่วนขาดทุนที่อาจเกิดขึ้นได้

INTEREST RATE OPTIONS

Interest rate options ในที่นี้รวมถึง cap, floor, collar, และ swap options สำหรับ cap คือเพดานของอัตราดอกเบี้ยที่ลูกหนี้ประเภทอัตราดอกเบี้ยลอยตัวสามารถซื้อเพื่อจำกัดรายจ่ายดอกเบี้ย ส่วน floor คือ อัตราดอกเบี้ยขั้นต่ำที่ลูกค้าเงินฝากประเภทอัตราดอกเบี้ยลอยตัว สามารถซื้อเพื่อค้ำประกันผลตอบแทนจากเงินฝาก collar คือ การประกบคู่ cap และ floor เข้าด้วยกันโดยที่หากอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงตามภาวะตลาดสูงกว่า cap ของ collar สถาบันการเงินก็จะชดเชยส่วนต่างแก่ลูกค้า แต่หากอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงต่ำกว่า floor ของ collar ลูกค้ากลับเป็นฝ่ายที่จะต้องชดเชยแก่สถาบันการเงิน และเมื่ออัตราดอกเบี้ยอ้างอิงอยู่ระหว่างกลาง ทั้งสองฝ่ายก็ไม่มีส่วนได้ส่วนเสียแต่อย่างใด ส่วน swap options คือ การกำหนดระดับต่ำสุดหรือสูงสุดของส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในเงินสองสกุล ซึ่งให้ประโยชน์แก่ผู้ที่พึ่งเงินทุนจากต่างประเทศและผู้มีรายได้จากต่างประเทศ หากสัญญา interest rate options ยังไม่หมดอายุผู้ถือสัญญาก็สามารถขายสิทธิ์นั้นต่อได้ ส่วนทางฝ่ายผู้ขายก็ไม่จำเป็นต้องรายงานบริการเหล่านี้ลงในบัญชีงบดุลของตนต่อเมื่อผู้ซื้อยังมิได้เรียกใช้สิทธิ์ ดังนั้นผู้ขาย interest

rate options จึงไม่มีข้อผูกพันทางด้านเงินกองทุนหนุนหลัง สำหรับค่าธรรมเนียมสำหรับบริการการเงินนี้ สถาบันการเงินมักเรียกเก็บตั้งแต่ต้นสัญญาเช่นเดียวกับ currency options

FORWARD RATE AGREEMENTS

Forward rate agreements (FRA) เป็นเครื่องมือทางการเงินที่ช่วยบริหารความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ย โดยผู้ที่ซื้อ FRA ก็เปรียบเสมือนได้ซื้อประกันภัยทางด้านอัตราดอกเบี้ยไว้ว่า อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงในอนาคตจะไม่สูงกว่าระดับที่ตกลงในสัญญา สำหรับจำนวนเงินต้นที่อ้างอิงในสัญญานั้นไม่มีการแลกเปลี่ยนกันแต่อย่างใด เมื่อถึงกำหนดในอนาคตหากอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่แท้จริงในตลาดสูงกว่าระดับที่ตกลงในสัญญา ผู้ที่ซื้อ FRA ก็จะได้รับชดเชยส่วนต่างจากสถาบันการเงินที่ได้ขาย FRA ในทางตรงกันข้าม คือหากอัตราดอกเบี้ยในอนาคตต่ำกว่าระดับที่ตกลงในสัญญา ผู้ซื้อก็ต้องเป็นฝ่ายชดเชยส่วนต่างแก่ผู้ขาย FRA ลักษณะเด่นของ FRA คือ ลูกค้าสามารถปรับฐานะทางด้านอัตราดอกเบี้ยของตนโดยที่ไม่จำเป็นต้องเปลี่ยนฐานะทรัพย์สินหรือหนี้สินในปัจจุบัน ทางด้านผู้ขายก็ไม่จำเป็นต้องรายงานข้อตกลง FRA ลงในบัญชีงบดุลหรือหาเงินกองทุนมารองรับเพราะธุรกรรมยังไม่ได้เกิดขึ้น นอกจากนั้น FRA ยังดึงดูดใจลูกค้าเป็นอันมาก โดยเฉพาะในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยผันผวนอย่างรวดเร็ว เพราะเงื่อนไขของ FRA สามารถกำหนดขึ้นให้ตรงกับความต้องการของลูกค้าแต่ละรายได้ ความยืดหยุ่นนี้ให้ประโยชน์แก่ลูกค้า แม้ลูกค้าจะไม่สามารถซื้อขาย FRA ในตลาดรองได้ก็ตาม ในตลาดการเงินของไทย ธนาคารพาณิชย์เสนอ FRA สำหรับอัตราดอกเบี้ยของเงินดอลลาร์ สรอ. เท่านั้น ทั้งนี้คงเป็นเพราะผู้ขาย FRA มีข้อจำกัดในการคุ้มครองความเสี่ยงให้แก่ตนเองหลังจากที่ได้เสนอบริการ FRA แล้ว

CURRENCY SWAPS

Currency swaps คือ ข้อตกลงระหว่างคู่สัญญา 2 ฝ่าย ที่จะแลกเปลี่ยนเงินต้นในสกุลเงินที่ต่างกันตามเงื่อนไขที่ทั้งสองฝ่ายยินยอมซึ่งกันและกัน หลังจากที่ได้แลกเปลี่ยนเงินต้นกันแล้ว แต่ละฝ่ายก็จะชำระดอกเบี้ยที่ผูกพันกับเงินต้นที่ได้รับมา เมื่อครบกำหนดชำระคืน ต่างฝ่ายก็คืนเงินต้นแก่คู่สัญญา เครื่องมือทางการเงินนี้ก่อให้เกิดผลประโยชน์แก่ลูกค้าหลายประการ เช่น ลูกค้าสามารถได้เงินทุนในสกุลเงินที่ตนต้องการในราคาที่ถูกลงกว่าที่จะเข้าไปกู้เอง currency swaps ช่วยลดความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนและอายุการชำระคืนของหนี้สินและทรัพย์สิน นอกจากนั้น

เครื่องมือนี้ยังช่วยให้ลูกค้าเข้าถึงเงินทุนในสกุลเงินซึ่งตามปกติไม่สามารถเข้าถึงได้ ผลประโยชน์เหล่านั้นแสดงให้เห็นว่า เครื่องมือนี้ถือกำเนิดมาจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนและมาตรการควบคุมการปริวรรตเงินตราของประเทศอุตสาหกรรมต่างๆ ในอดีต ส่วนในตลาดของประเทศไทย ธุรกิจ swaps ที่ทำกันเป็นส่วนใหญ่ในอดีตยังมีใช้ currency swaps อย่างเต็มรูปแบบ เพราะเป็นแต่เพียงการแลกเปลี่ยนเงินต้น มิได้มีการแลกเปลี่ยนการดอกเบี้ยแต่อย่างใด อย่างไรก็ตาม หลังจากที่ทางการได้เปิดตลาดเงินให้เสรีมากขึ้น และผ่อนคลายนโยบายการควบคุมการปริวรรตเงินตราหลายระลอกเมื่อไม่นานมานี้ ทั้งธนาคารพาณิชย์และธุรกิจเอกชนคงทำธุรกรรม currency swaps ที่แท้จริงมากขึ้น

INTEREST RATE SWAPS

Interest rate swaps (IRS) คือ ข้อตกลงระหว่างคู่สัญญาสองฝ่ายที่จะแลกเปลี่ยนเฉพาะรายจ่ายดอกเบี้ย (ไม่รวมเงินต้น) สำหรับการกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนต่างๆ ภายในระยะเวลาและเงื่อนไขที่เป็นที่ยอมรับของทั้งสองฝ่าย ผู้ที่พึ่งเงินกู้ยืมในตลาดการเงินระหว่างประเทศสามารถใช้ประโยชน์จากบริการการเงินนี้ได้หลายประการ เช่น เปลี่ยนแปลงโครงสร้างการดอกเบี้ยของตนให้เป็นไปตามที่ต้องการ ประหยัดต้นทุนการกู้ ขจัดความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในอนาคต ลดความเสี่ยงที่เกิดจากความแตกต่างของอายุการชำระคืนของสินทรัพย์และหนี้สิน IRS ได้รับการพัฒนาขึ้นเพราะตลาดการเงินแต่ละแห่งประเมินความน่าเชื่อถือทางเครดิตของผู้กู้ไม่เหมือนกัน นอกจากนั้น ความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยใน 2 ทศวรรษที่ผ่านมา ก็เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่กระตุ้นให้เกิดความนิยมในเครื่องมือทางการเงินนี้ด้วย ตามปกติแล้ว ผู้ถือข้อผูกพัน IRS ที่ยังไม่หมดอายุอาจนำข้อผูกพันนั้นไปซื้อขายต่อในตลาดรองได้ แต่ก็ต้องขอความยินยอมจากคู่สัญญาเดิมก่อน ธุรกิจในรูปแบบของ IRS ไม่ค่อยปรากฏในตลาดการเงินของไทย เพราะตลาดยังขาดอัตราดอกเบี้ยที่แสดงถึงคุณภาพที่แท้จริงของตลาด และอัตราดอกเบี้ยที่สถาบันการเงินเสนอแก่สาธารณชนในตลาดก็เคลื่อนไหวอย่างไม่รวดเร็วนัก

FLOATING RATE NOTES

Floating rate notes (FRN) เป็นตราสารการเงินที่มีอายุตั้งแต่ปานกลางไปจนถึงยาว และให้ดอกเบี้ยซึ่งเปลี่ยนแปลงไปตามอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่ระบุไว้ในสัญญา อัตราดอกเบี้ย

อ้างอิงที่ใช้มักเป็นอัตราดอกเบี้ยที่แสดงถึงสภาพคล่องอย่างแท้จริงของตลาดการเงินอยู่เสมอ โดยทั่วไป ผู้ถือตราสาร FRN จะได้รับดอกเบี้ยเท่ากับผลรวมของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง และส่วนเพิ่มอีกจำนวนหนึ่ง ทั้งนี้มักมีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยขั้นต่ำควบคู่กันไปด้วย เพื่อยืนยันผลตอบแทนระดับหนึ่งให้แก่ผู้ถือตราสาร FRN มักได้รับการจดทะเบียนหรือใบอนุญาตในตลาดหลักทรัพย์ การซื้อขาย FRN ในตลาดหลักทรัพย์จึงช่วยเสริมสภาพคล่องให้แก่ตราสารนี้ หรือชดเชยกับอายุการชำระคืนที่ยาวได้บ้าง นอกจากนี้ ราคาของตราสารนี้ในตลาดรองไม่ค่อยผันผวนเท่ากับตราสารหรือหลักทรัพย์ที่มีอัตราดอกเบี้ยตายตัว สถาบันการเงินส่วนใหญ่มักใช้ FRN ในการระดมเงินทุนระยะยาว เพราะความยืดหยุ่นของอัตราดอกเบี้ยทำให้ทั้งผู้กู้และผู้ให้กู้มีความลังเลใจน้อยลง สำหรับธนาคารพาณิชย์ของไทยได้เคยออกตราสาร FRN ในตลาดต่างประเทศหลายครั้ง อย่างไรก็ตาม ตราสารชนิดนี้ยังไม่เป็นที่รู้จักและแพร่หลายในตลาดของไทย เพราะนอกจากขาดตลาดรองแล้ว ตลาดการเงินของไทยยังขาดสถาบันจัดอันดับเครดิตของลูกหนี้ และอัตราดอกเบี้ยที่แสดงถึงคุณภาพที่แท้จริงของตลาดอีกด้วย

NOTE ISSUANCE FACILITIES

Note issuance facilities (NIF) เป็นข้อตกลงทางการเงินระยะปานกลางประเภทหนึ่งระหว่างสถาบันการเงินและลูกค้า โดยอนุญาตให้ลูกค้าออกตราสารการเงินระยะสั้นในนามของตน และเมื่อตราสารหมดอายุลูกค้าก็อาจออกตราสารใหม่มาทดแทนตราสารเก่าได้ ทั้งนี้ สถาบันการเงินที่ค้าประกันการจำหน่ายมีการผูกพันที่จะต้องซื้อตราสารที่ผู้กู้ไม่สามารถจะขายได้ ตราสาร NIF ส่วนใหญ่มีเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ควบคุมไว้กับข้อผูกพันของสถาบันการเงิน ดังนั้น NIF จึงช่วยให้ลูกค้าสามารถระดมเงินทุนได้คล่องตัวในราคาที่ไม่สูงกว่าที่คาดภายในช่วงระยะเวลาที่นานพอควร หากมองในแง่ของสถาบันการเงินที่เป็นผู้จัดการออกตราสารประเภทนี้ NIF เป็นสินเชื่อโดยตรงจากผู้ออมถึงผู้ลงทุน โดยสถาบันการเงินจะเข้ามามีบทบาทแต่เฉพาะในกรณีที่จำเป็นเท่านั้น เช่น เมื่อขายตราสารได้ไม่หมด ธุรกรรม NIF ช่วยสร้างค่าธรรมเนียมให้แก่สถาบันการเงินโดยไม่ก่อภาระผูกพันดังเช่นสินเชื่อปกติของสถาบันการเงิน เพราะสถาบันการเงินไม่จำเป็นต้องลงบันทึกภาระผูกพันการค้าประกันการจำหน่ายในบัญชีงบดุลของตนต่อเมื่อลูกค้ายังไม่ได้ออกตราสาร บริษัทน้ำมันขนาดใหญ่ในประเทศไทยหลายบริษัทได้ใช้เครื่องมือทางการเงินนี้แล้ว แม้ธนาคารพาณิชย์จะยังไม่ได้รับอนุญาตให้ค้าประกันการจำหน่ายตราสารการเงินก็ตาม โดย

ธนาคารพาณิชย์เหล่านั้นซื้อตราสารทั้งหมดตั้งแต่ต้น และขายลดช่วงต่อตราสารเหล่านั้นในอัตราที่ตนต้องการ

ผลกระทบ

เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่สามารถแยก กระจาย และส่งต่อความเสี่ยงจนเอกชนสามารถบริหารสินทรัพย์หรือหนี้สินและความไม่แน่นอนได้อย่างมีประสิทธิภาพขึ้น แต่อย่างไรก็ตามเครื่องมือทางการเงินเหล่านั้นอาจส่งผลกระทบต่อนโยบายเศรษฐกิจได้ง่าย ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดได้แก่บริษัทเอกชนที่ดำเนินโครงการลงทุนโดยพึ่งเงินกู้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวจากต่างประเทศ และลดความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการผันผวนของอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนโดยพึ่งบริการ swaps, options หรือ FRA เอกชนแต่ละรายที่ทำธุรกรรมเช่นนี้สามารถใช้เครื่องมือทางการเงินเหล่านั้นช่วยตนเองได้ดี แต่เสถียรภาพของระบบการเงินส่วนรวมอาจได้รับผลเสียหลายประการเช่น

1. ความเสี่ยงอาจกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ไม่กี่แห่ง อัตราดอกเบี้ยหรืออัตราแลกเปลี่ยนไม่กี่อัตรา และกำหนดระยะเวลาชำระคืนไม่กี่ช่วง การเกาะกลุ่มเช่นนั้นอาจเป็นเพราะมีสถาบันการเงินน้อยแห่งที่เชี่ยวชาญพอที่จะเสนอบริการ การผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนหรืออัตราดอกเบี้ยในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งเป็นพิเศษ หรือการตั้งราคาบริการการเงินที่ต่ำเกินควร
2. บริการการเงินรุ่นใหม่เป็นการระดมทุนนอกบัญชีงบดุลของสถาบันการเงิน ซึ่งไม่มีเงินกองทุนหนุนหลัง
3. เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ (เช่น cap หรือ swap) นำลูกหนี้ระดับต่ำเข้าสู่ตลาดการเงินทำให้คุณภาพสินทรัพย์ของตลาดต่ำลง ในขณะที่ NIF และ FRN ไม่เพียงแต่จะดึงดูดลูกค้าที่มีคุณภาพที่ออกจากตลาดของสถาบันการเงิน ยังจะลดฐานเงินฝากของสถาบันการเงินลงอีกด้วย

เนื่องจากผลเสียต่อเสถียรภาพทางการเงินดังกล่าวข้างต้น ทางกรจึงควรกำหนดให้บริษัทเงินทุนและธนาคารพาณิชย์รายงานธุรกรรมที่เกี่ยวกับเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่นี้มากขึ้นและบ่อยขึ้น โดยให้ระบุถึงจุดประสงค์ของลูกค้าและรายละเอียดว่า ผู้เสนอบริการการเงินเหล่านั้นปกป้องคุ้มครองความเสี่ยงให้แก่ตนเองหรือไม่ อย่างไร และเท่าไร นอกจากนี้ ธุรกรรมทางการเงินรุ่นใหม่เหล่านั้น ควรจำเป็นต้องมีเงินกองทุนหนุนบ้าง (หลังจากที่ได้ถ่วงน้ำหนักธุรกรรมด้วยปัจจัยความเสี่ยงที่ถูกต้องแล้ว)

เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ส่งผลกระทบต่อความสามารถของทางการในการควบคุมอัตรา การขยายตัวทางเศรษฐกิจด้วย ทั้งนี้ผ่านหลายช่องทาง เช่น สินเชื่อได้รับแรงกระตุ้น (จาก FRA หรือ interest rate options) เงินทุนจากต่างประเทศมีการนำเข้าหรือส่งออกมากขึ้น (เพราะ swaps หรือ options) ความนิยมในเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่อาจทำให้ ธนาคารพาณิชย์สามารถจุนเจือส่วนขาดดุลของรัฐได้น้อยลง และหน่วยงานของรัฐอาจเป็นผู้ใช้ เครื่องมือทางการเงินเหล่านั้นเอง จนทิศทางของมาตรการการคลังอาจเปลี่ยนแปลงไปในทิศทาง ที่ไม่เหมาะสมได้

ถึงแม้ว่าเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่อาจก่อผลเสียแก่เศรษฐกิจส่วนรวมได้บ้าง ดังที่กล่าว ข้างต้น แต่ก็ไม่ควรมองข้ามผลดีบางประการ เช่น เมื่อผู้กู้และผู้ออมมีทางเลือกมากขึ้น สถาบัน การเงินก็จะถูกแรงกดดันจากตลาดให้ปรับปรุง หรือพัฒนาบริการของตนให้มีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้น นอกจากนั้น เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ยังช่วยทำหน้าที่เป็นตัวรักษาเสถียรภาพให้แก่ตลาดการเงิน ด้วยตัวของมันเอง ซึ่งนับเป็นคุณสมบัติที่สำคัญที่จะช่วยให้ตลาดการเงินและผู้ประกอบธุรกิจสามารถ ต่อสู้กับความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยน และสภาพคล่อง ในตลาดการเงินได้ อย่างทันต่อเหตุการณ์ โดยไม่ประสบภาวะวิกฤติ

Currency Options

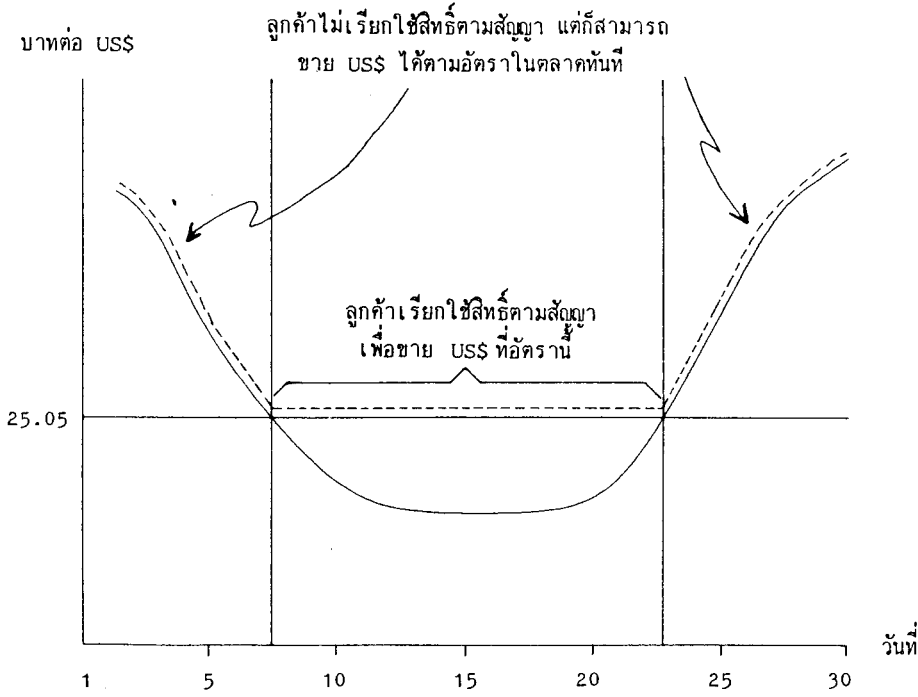
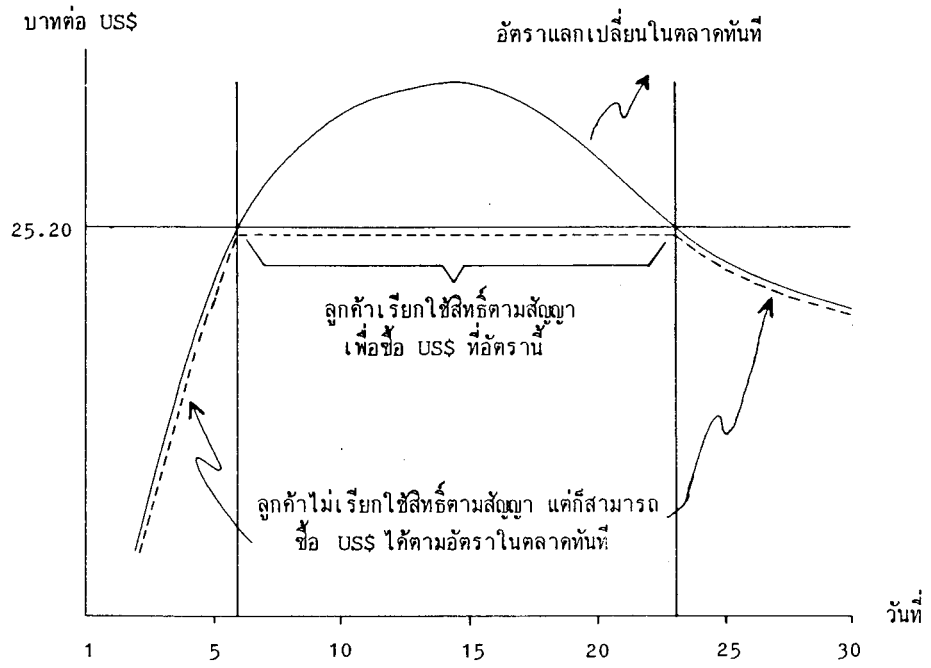
1. ความหมายและกลไกพื้นฐาน

Currency options คือ สิทธิ์ที่จะซื้อ (call) หรือขาย (put) เงินตราต่างประเทศ ในราคาที่ตกลงกันไว้ในสัญญา (strike price) ณ วันใดวันหนึ่งภายในช่วงระยะเวลาของสัญญา (American option) หรือ ณ วันครบกำหนด (European option) คุณสมบัติที่สำคัญของ currency options อยู่ที่ความหมายของคำว่า "สิทธิ์" กล่าวคือ เมื่อซื้อสิทธิ์นี้แล้วลูกค้าไม่จำเป็นต้องเรียกใช้ (exercise) สิทธิ์นั้นเสมอไป ดังเช่นในกรณีของ call option หากราคาในตลาดทันทีต่ำกว่าราคาที่ตกลงกันไว้ในสัญญา ลูกค้าก็ไม่จำเป็นต้องซื้อตามราคาในสัญญา และสามารถซื้อเงินตราต่างประเทศในอัตราของตลาดทันทีได้ ซึ่งให้ประโยชน์แก่ลูกค้ามากกว่าการเรียกใช้สิทธิ์ตามสัญญา option สิทธิ์ในการซื้อหรือขายเงินตราต่างประเทศในระดับอัตราแลกเปลี่ยนระดับใดระดับหนึ่ง (ซึ่งอาจเท่าหรือไม่เท่ากับอัตราของตลาดทันทีในขณะนั้น) นี่เป็นเครื่องมือทางการเงินที่สามารถช่วยป้องกันความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนให้แก่ลูกค้าหรือหน่วยงานที่มี หรือ คาดว่าจะมีรายจ่ายหรือรายได้เป็นเงินตราต่างประเทศในอนาคต ตัวอย่างของลูกค้าเหล่านี้ได้แก่ ผู้ส่งออก ผู้นำเข้า และผู้ที่กู้ยืมเงินทุนจากต่างประเทศ ตามปกติ สถาบันการเงินผู้ขายบริการ currency options มักต้องการหลักฐานยืนยันจากลูกค้าว่า (อาจ) จะมีรายจ่ายหรือรายได้ เป็นเงินตราต่างประเทศในอนาคตอย่างแท้จริง เช่น เอกสาร L/C สัญญาเงินกู้หรือข้อเสนอบริการโครงการ ทั้งนี้เพื่อป้องกันการไร้ currency options ไปในทางเก็งกำไร อนึ่ง อายุของ currency options ส่วนใหญ่นั้นยาวไม่เกิน 6 เดือน เพราะระยะเวลายาวกว่านั้นก่อปัญหาให้แก่ทั้งผู้ขายและผู้ซื้อในด้านค่าธรรมเนียมที่เหมาะสม

	<u>บาท/ดอลลาร์ สรอ.</u>		<u>DM/US\$</u>	
	<u>call</u>	<u>put</u>	<u>call</u>	<u>put</u>
1 เดือน				
Strike price	25.20	25.05	1.6530	1.6580
Option premium *	9 สต.	10 สต.	1.20%	1.27%

ตามตัวอย่างที่แสดงข้างต้น ผู้นำเข้าหรือผู้กู้เงินทุนจากต่างประเทศที่จำเป็นต้องชำระเงินตราต่างประเทศในเดือนหน้า อาจซื้อ call option จากธนาคารพาณิชย์ในอัตราที่ตกลงกันไว้ในสัญญาหรือ strike price ที่ 25.20 บาทต่อดอลลาร์ สรอ. สำหรับรายจ่ายที่เป็นเงินดอลลาร์ สรอ. หรือในอัตรา 0.605 (= 1/1.6530) ดอลลาร์ สรอ. ต่อมาร์ค สำหรับรายจ่ายที่เป็นเงินมาร์ค เมื่อมีข้อตกลงกันทางด้านราคาและจำนวนเรียบร้อยแล้ว ลูกค้าย่อมจำเป็นต้องจ่ายค่าธรรมเนียมหรือ option premium ให้แก่ธนาคารพาณิชย์ทันทีเมื่อเริ่มต้นสัญญา (upfront fee) เพื่อได้มาซึ่งสิทธิ์ตามสัญญา option ราคาค่าธรรมเนียมนี้คิดเป็นสัดส่วนของอัตราแลกเปลี่ยนและจำนวนเงินทั้งสิ้นที่ลูกค้าต้องการให้ถูกครอบคลุมในสัญญา หลังจากนั้นภายใน 1 เดือน หากค่าของเงินดอลลาร์ สรอ. ในตลาดทันทีสูงกว่า 25.20 บาทหรือมาร์คสูงกว่า 0.605 ดอลลาร์ สรอ. ลูกค้าก็มีสิทธิ์ที่จะซื้อเงินดอลลาร์ สรอ. หรือมาร์คได้ในอัตราที่ตกลงกันไว้ในสัญญาดังกล่าวข้างต้น ในขณะเดียวกัน หากค่าของเงินดอลลาร์ สรอ. หรือมาร์คในตลาดทันที มีค่าต่ำกว่าอัตราที่ตกลงกันไว้ในสัญญา เช่น เป็น 25.18 บาท และ 0.602 ดอลลาร์ สรอ. ตามลำดับ ลูกค้าก็ยังสามารถซื้อเงินดอลลาร์ สรอ. หรือมาร์คในอัตราตลาดทันทีได้เช่นกัน อีกนัยหนึ่งคือ ลูกค้าไม่จำเป็นต้องเรียกใช้สิทธิ์ตามสัญญา option (ดูภาพประกอบที่ 1) เป็นที่น่าสังเกตว่าค่าธรรมเนียมของ call option ที่ผู้ซื้อต้องเสียให้แก่ธนาคารพาณิชย์ (9 สตางค์ต่อ 1 ดอลลาร์ สรอ. ต่อ 1 เดือน) ย่อมสูงกว่า

* Option premium คือ ค่าธรรมเนียมของบริการ currency options คิดเป็นสัดส่วนของอัตราแลกเปลี่ยนที่ตกลงกันไว้ในสัญญาหรือ strike price ซึ่งจะนำไปคูณกับจำนวนเงินที่ลูกค้าจะซื้อทั้งสิ้น อัตราในวันที่ 31 มีนาคม 2531 อัตรากลาง คือ 25.15 บาท ต่อดอลลาร์ สรอ. อัตราแลกเปลี่ยนที่ธนาคารพาณิชย์ซื้อขายกับลูกค้า คือ 25.05/25.20 บาท ต่อดอลลาร์ สรอ. ในขณะที่ค่าธรรมเนียมของสัญญาซื้อขายในตลาดล่วงหน้าธรรมดา คือ 1 สตางค์ต่อ 1 ดอลลาร์ สรอ. ใน 1 เดือน อัตราปิดในตลาดทันทีของเงินมาร์ค คือ 1.6575/85 DM/\$



ภาพประกอบที่ 1

ค่าธรรมเนียมของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตามปกติ (outright forward contract) ซึ่งเท่ากับ 1 สตางค์ ต่อ 1 ดอลลาร์ สรอ. ต่อ 1 เดือน เพราะ call option ให้ทางเลือกแก่ผู้ซื้อสองทาง กล่าวคือ ลูกค้านำสามารถเลือกใช้อัตราที่ตกลงกันไว้ในสัญญา หรืออัตราตลาดทันทีในอนาคตได้ แล้วแต่ว่าทางเลือกใดจะเป็นประโยชน์แก่ลูกค้ามากที่สุด ต่างกับสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตามปกติ ซึ่งผูกมัดลูกค้าไว้กับอัตราแลกเปลี่ยนอัตราเดียวอย่างแน่นอน

ในทางตรงกันข้าม ผู้ส่งออกหรือผู้ที่จะมีรายรับเป็นเงินตราต่างประเทศในอนาคต ก็อาจซื้อ put option จากธนาคารพาณิชย์ในอัตรา 25.05 บาทต่อดอลลาร์ สรอ. หรือ 0.603 ($= 1/1.6580$) ดอลลาร์ สรอ. ต่อมาร์ค โดยผู้ที่ซื้อ put option จะต้องเสียค่าธรรมเนียม ณ จุดเริ่มต้นของสัญญาเช่นเดียวกับผู้ซื้อ call option แม้ว่าอัตราจะต่างกันเล็กน้อย เงื่อนไขของสัญญา put คือ ในระหว่างอายุของสัญญา (1 เดือน) หากค่าของดอลลาร์ สรอ. หรือมาร์คในตลาดทันทีลดลงจนต่ำกว่าอัตราที่ตกลงกันไว้ในสัญญา ลูกค้าก็มีสิทธิ์ขายเงินดอลลาร์ สรอ. หรือมาร์คได้ในอัตราที่ตกลงกันไว้ในสัญญา ขณะเดียวกัน หากค่าของเงินดอลลาร์ สรอ. หรือมาร์ค ในตลาดทันทีมีค่าเพิ่มขึ้นจนสูงกว่าอัตราที่ตกลงกันไว้ในสัญญา ลูกค้าก็ยังสามารถขายเงินดอลลาร์ สรอ. หรือมาร์ค ในอัตราตลาดทันทีได้เช่นกัน (ดูภาพประกอบที่ 1) ในกรณี put option นี้ ส่วนผลสุทธิที่ผู้ซื้อจะต้องแบ่งให้แก่ธนาคารพาณิชย์ย่อมมากกว่าส่วนผลสุทธิของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตามปกติ เพราะตามสัญญา put option ผู้ซื้อยังสามารถใช้อัตราตลาดทันทีขายเงินตราต่างประเทศได้ระหว่างอายุของสัญญา หากอัตราตลาดทันทีสูงกว่าอัตราที่ตกลงกันไว้ในสัญญา

หากพิจารณาตามลักษณะของการซื้อขายและข้อตกลงตามสัญญาแล้วอาจแยก currency options ได้เป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ ได้แก่ over-the-counter options (OTC) และ exchange traded options (ET) ทางด้าน OTC options คือ สัญญา option ที่ผู้ขายตกลงกับผู้ซื้อเป็นกรณีๆ ไป ดังนั้นจึงไม่มีเงื่อนไขมาตรฐานเกี่ยวกับจำนวนหรืออัตราที่กำหนดไว้ก่อนหน้า หรือค่าธรรมเนียม หรืออายุของสัญญา เงื่อนไขส่วนใหญ่ขึ้นอยู่กับความต้องการของผู้ซื้อเป็นหลัก ส่วน ET options เป็นสัญญา option ที่ผู้ซื้อและผู้ขายสามารถนำไปซื้อขายต่อได้ในตลาดระหว่างประเทศ เช่น Philadelphia Stock Exchange, European Options Exchange, Chicago Mercantile Exchange, Montreal Stock Exchange เนื่องจากตลาดเหล่านี้ทำหน้าที่เป็นตลาดรองที่ช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้แก่ ET options ดังนั้นสัญญาที่ซื้อขายกันในตลาดเหล่านี้จึงมีมาตรฐานที่แน่นอนเกี่ยวกับเงื่อนไขต่างๆ เช่น จำนวนเงินต่อหนึ่งสัญญาเป็นจำนวนตายตัว วันครบกำหนดอายุสัญญาจะต้องเป็นวันพุธครั้งที่ 3 ของเดือนมีนาคม

มิถุนายน กันยายน และธันวาคมของแต่ละปี ทั้งนี้เพื่ออำนวยความสะดวกในการซื้อขาย กำหนดราคาและ settlement ภายในตลาดรองของ ET options เหล่านี้

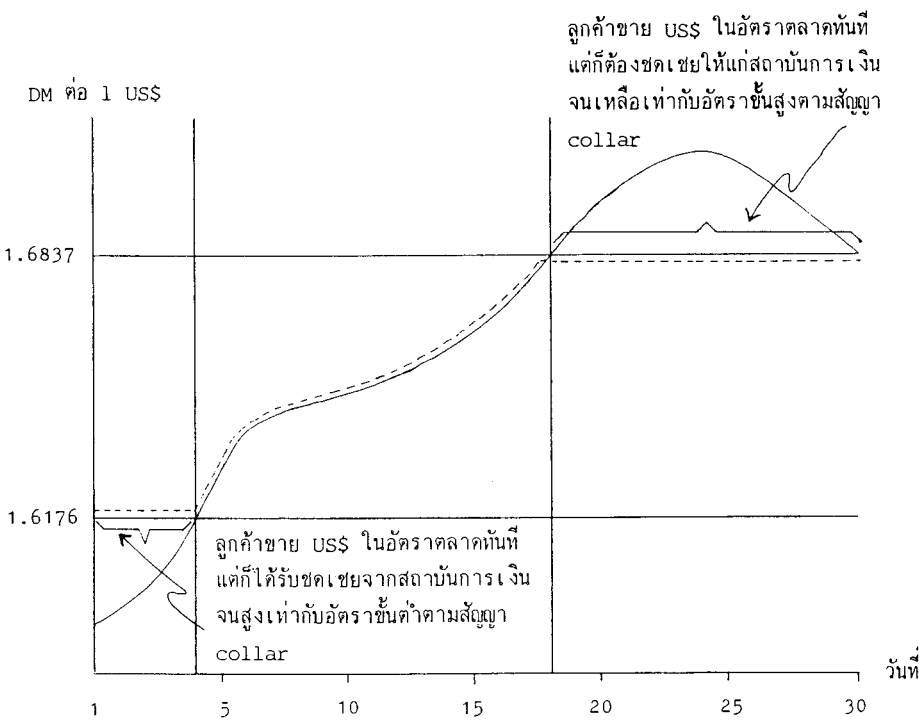
ตามที่กล่าวถึงในตัวอย่างข้างต้น ค่าธรรมเนียมของ currency options ซึ่งโดยทั่วไปอยู่ในช่วงระหว่างร้อยละ 1-5 ของอัตราแลกเปลี่ยนที่ตกลงกันในสัญญา จะสูงกว่าค่าธรรมเนียมในสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตามปกติเนื่องจากสิทธิ์ที่เพิ่มมากขึ้น ลูกค้าของสถาบันการเงินจึงมักลังเลใจที่จะใช้บริการประเภทนี้ ดังนั้นสถาบันการเงินจึงได้พัฒนาเครื่องมือทางการเงินนี้ต่อไป โดยผนวกบริการ call และ put ของ currency options เข้าด้วยกันเรียกว่า collar หรือ range forward สถาบันการเงินให้บริการประเภท collar นี้ ก็เพื่อจุดประสงค์หลายประการเช่น ความเสี่ยงสุทธิที่เกิดขึ้นกับสถาบันการเงินลดน้อยลงหรืออยู่ในระดับที่สมมูลมากขึ้น และก็ยังช่วยลูกค้าในการจำกัดความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการผันแปรของอัตราแลกเปลี่ยนได้บ้าง ในขณะที่ไม่จำเป็นต้องเรียกเก็บค่า premium ที่สูงอีกต่อไป

Collar คือบริการที่ให้คำประกันอัตราแลกเปลี่ยนแบบเป็นช่วงๆ ให้แก่ลูกค้าที่จะซื้อขายเงินตราต่างประเทศกับสถาบันการเงินภายในอนาคต ตัวอย่างเช่น ในการขายเงินดอลลาร์ สรอ. ให้เป็นเงินมาร์คภายในเวลา 1 เดือนจากปัจจุบัน สถาบันการเงินอาจเสนอบริการ collar ที่อัตรา 1.65 มาร์คต่อดอลลาร์ สรอ. $\pm 2\%$ กล่าวคือ ภายในช่วงระยะเวลาของสัญญา ลูกค้าสามารถขายเงินดอลลาร์ สรอ. ที่สถาบันการเงินได้ในอัตราระหว่างช่วง 1.6176 ถึง 1.6837 มาร์คต่อดอลลาร์ สรอ. หากในขณะที่ถูกค่านำเงินดอลลาร์ สรอ. ออกมาขาย ค่าของดอลลาร์ สรอ. ตามอัตราในตลาดทันทีต่ำหรือสูงกว่าขอบเขตของช่วงนี้ ลูกค้าจะได้รับชดเชยจากสถาบันการเงินหรือต้องชดเชยให้สถาบันการเงินตามลำดับ แต่ถ้ออัตราในตลาดทันทีตกอยู่ภายในช่วง ลูกค้าก็สามารถขายในอัตราตลาดทันทีได้ ไม่ต้องมีการชดเชยซึ่งกันและกัน collar จึงช่วยให้การยืนยันแก่ลูกค้าได้ว่าจะสามารถซื้อขายเงินตราต่างประเทศได้ภายในช่วงอัตราแลกเปลี่ยนช่วงหนึ่ง สาเหตุที่สถาบันการเงินไม่จำเป็นต้องเรียกเก็บค่าธรรมเนียมจากลูกค้าสำหรับบริการประเภท collar นี้ อาจเห็นได้ชัดเจนหากตีความหมาย collar ว่าเป็นสัญญา call และ put ผนวกเข้าด้วยกัน กล่าวคือ ตามตัวอย่างข้างต้น สภาพการณ์ก็เป็นเสมือนว่าลูกค้าซื้อ \$ put option จากสถาบันการเงินเพื่อมีสิทธิ์ที่จะขายเงินดอลลาร์ สรอ. แก่สถาบันการเงินในอัตราต่ำสุด คือ 1.6176 มาร์คต่อดอลลาร์ สรอ. ในขณะเดียวกัน สถาบันการเงินก็ซื้อ \$ call option จากลูกค้าเพื่อมีสิทธิ์ที่จะซื้อเงินดอลลาร์ สรอ. จากลูกค้าในอัตราสูงสุด คือ 1.6837 มาร์คต่อดอลลาร์ สรอ. หากค่าของเงินดอลลาร์ สรอ. ต่ำกว่า 1.6176 มาร์ค ลูกค้าก็จะใช้สิทธิ์เรียกใช้หรือ exercise สิทธิ์ของ put option เพื่อขายเงินดอลลาร์

สรอ. แก่สถาบันการเงินที่อัตรา 1.6176 มาร์คต่อดอลลาร์ สรอ. ในทางตรงกันข้าม หากค่าของเงินดอลลาร์ สรอ. สูงกว่า 1.6837 มาร์ค สถาบันการเงินก็จะเรียกใช้สิทธิ์ของ call option ซื้อเงินดอลลาร์ สรอ. จากลูกค้า ที่อัตรา 1.6837 มาร์คต่อดอลลาร์ สรอ. (ดูภาพประกอบที่ 2) ดังนั้นการซื้อขายจะเกิดขึ้นอย่างแน่นอนในระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนช่วงนั้น แม้ว่าอัตราในตลาดทันทีจะออกนอกช่วงก็ตาม และเนื่องจากลูกค้าจำเป็นต้องเสียค่าธรรมเนียมให้แก่สถาบันการเงินเพื่อให้ได้มาซึ่งสิทธิ์ตาม put option ในขณะที่สถาบันการเงินก็จำเป็นต้องเสียค่าธรรมเนียมให้แก่ลูกค้าเพื่อให้ได้มาซึ่งสิทธิ์ตาม call option โดยทั่วไปแล้ว สถาบันการเงินมักเสนอ collar ในช่วงอัตราแลกเปลี่ยนที่ทำให้ค่าธรรมเนียมนั้นหักล้างกันพอดี ดังนั้นลูกค้าจึงมักไม่ถูกเรียกเก็บค่าธรรมเนียมดังเช่นในกรณี call หรือ put ตามปกติของ currency options

2. ลักษณะเด่น

ลักษณะเด่นของ currency options ที่จะกล่าวต่อไปนี้เป็นข้อเปรียบเทียบกับลักษณะของเครื่องมือหรือบริการทางการเงินอื่นๆ ที่คล้ายคลึงหรือใช้ทดแทน currency options ได้



ภาพประกอบที่ 2

2.1 Currency options เป็นแต่เพียงสิทธิ์ของผู้ซื้อเท่านั้น มีใช้ข้อผูกพันที่บังคับให้ผู้ซื้อปฏิบัติตามอย่างตายตัวเช่นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตามปกติ และเนื่องจากความเป็นสิทธิ์ของผู้ซื้อ ผู้ซื้อจึงอาจปล่อยให้หมดอายุเมื่อครบกำหนดตามสัญญาโดยไม่ได้เรียกใช้สิทธิ์เลยก็ได้

2.2 เนื่องจากความเป็นแต่เพียงสิทธิ์ มีใช้ข้อผูกพันของผู้ซื้อดังที่กล่าวในข้อ 2.1 ผู้ขายจึงไม่จำเป็นต้องรายงานข้อตกลงตามสัญญา currency options ลงในบัญชีงบดุลของตน เพราะการซื้อขายที่แท้จริงยังไม่เกิดขึ้น เป็นแต่เพียงข้อผูกพันของผู้ขายที่จะต้องปฏิบัติตามสัญญาเมื่อผู้ซื้อเรียกใช้สิทธิ์นั้นๆ ดังนั้น การผูกพันของผู้ขายจึงมีลักษณะคล้ายกับ contingent liabilities และตามกฎหมายคุ้มครองสถาบันการเงินในหลายประเทศรวมทั้งประเทศไทย รายการนอกบัญชีงบดุลเหล่านี้ยังจำเป็นต้องมีเงินกองทุนของสถาบันการเงินเหล่านั้นมารองรับตั้งเช่นสินเชื่อ หรือสินทรัพย์เสี่ยงตามปกติ

2.3 ในกรณีที่ลูกค้าตัดสินใจเข้าซื้อขายเงินตราต่างประเทศหลังจากที่ได้ซื้อ currency options จากสถาบันการเงินแล้ว ไม่ว่าลูกค้าจะเรียกใช้สิทธิ์ตาม currency options หรือไม่ก็ตาม สถาบันการเงินที่ขาย currency options มักไม่บังคับให้ลูกค้าจำเป็นต้องมาซื้อขายเงินตราต่างประเทศกับตน ลูกค้าจะเข้าซื้อขายเงินตราต่างประเทศที่ใดก็ได้ หากจะเรียกใช้สิทธิ์ตาม currency options ของตน ก็นำแต่เพียงหลักฐานการซื้อขายเงินตราต่างประเทศที่แท้จริงมาขอรับส่วนต่างหรือค่าชดเชยจากสถาบันการเงินที่ขาย currency options แต่แรก

2.4 ลูกค้าที่ซื้อ currency options สามารถนำสิทธิ์ตาม currency options ที่ยังไม่ได้เรียกใช้และยังไม่หมดอายุไปขายต่อตามอายุที่เหลือของสัญญาได้ ส่วนราคาจะขึ้นอยู่กับสภาพของตลาดในขณะนั้น ทั้งนี้ผู้ขาย currency options ตามสัญญาแรกก็จะรักษาข้อผูกพันเดิมไว้จนกว่าจะหมดอายุสัญญา แม้ว่าจะมีการเปลี่ยนแปลงผู้ถือสัญญาไปเป็นอีกบุคคลหนึ่งก็ตาม ผู้ที่สามารถมาซื้อต่อสิทธิ์ตาม currency options นั้น นอกจากจะเป็นบุคคลใดก็ได้ในตลาดรองแล้วยังรวมถึงสถาบันการเงินที่ขาย currency options นั้นแต่แรกด้วย

2.5 เพื่อให้ได้มาซึ่งผลประโยชน์หลายประการจาก currency options ดังที่กล่าวถึงในข้อ 2.1, 2.3 และ 2.4 ลูกค้าจำเป็นต้องเสียค่าธรรมเนียมในอัตราที่แพงกว่าสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตามปกติ นอกจากนั้น ในการชำระค่าธรรมเนียมนี้ลูกค้าก็ต้องชำระตั้งแต่เริ่มต้นสัญญา currency options อีกด้วย (เพราะสถาบันการเงินที่ขาย currency options ต้องการค่าตอบแทนทันทีเพื่อนำไปใช้เตรียมตัวรับความเสี่ยงแทนลูกค้า) ต่างกับค่าธรรมเนียมของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตามปกติ ซึ่งอนุญาตให้ผู้ซื้อชำระเมื่อมีการส่งมอบเงินตราต่างประเทศในอนาคตตามสัญญา

ค่าธรรมเนียม currency options ที่ต้องชำระตั้งแต่ต้นนี้ จึงเพิ่มภาระหรือค่าใช้จ่ายให้แก่ลูกค้า currency options อีกบทหนึ่ง โดยเฉพาะในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยของสกุลเงินค่าธรรมเนียมอยู่ในระดับสูงหรือสภาพคล่องของตลาดการเงินกำลังตึงตัวอยู่

2.6 เนื่องจาก currency options เป็นแต่เพียงสิทธิ มิใช่ข้อผูกพันตามที่กล่าวข้างต้น currency options จึงเป็นที่แพร่หลายในกลุ่มลูกค้าที่ต้องการจะป้องกันความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนสำหรับรายรับหรือรายจ่ายเงินตราต่างประเทศที่อาจเกิดขึ้นได้ในอนาคต ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดได้แก่บริษัทที่สั่งซื้อเสนอราคาเข้าประมูลโครงการในต่างประเทศ (tender to contract) บริษัทดังกล่าวประสบกับความไม่แน่นอนว่าจะประมูลได้หรือไม่ จึงไม่ต้องการที่จะซื้อเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าในตลาดซื้อขายล่วงหน้าตามปกติ ซึ่งผูกมัดให้ซื้อเงินตราต่างประเทศอย่างแน่นอนในอนาคต ในขณะที่เดียวกัน บริษัทก็ต้องการเลี่ยงความเสี่ยงจากการผันแปรของอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งอาจทำให้ต้นทุนแพงขึ้นจนบริษัทไม่สามารถปฏิบัติตามราคาที่ได้อ้างอิงเข้าประมูลได้ ดังนั้น currency options จึงเป็นทางออกที่ดีที่สุดสำหรับลูกค้าเช่นนี้ เพราะในขณะที่ currency options ช่วยป้องกันความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนให้แก่ต้นทุนของโครงการ แต่ currency options ก็ไม่ผูกมัดให้เรียกใช้สิทธิหรือซื้อขายเงินตราต่างประเทศใดๆ ตัวอย่างของสถานการณ์อื่นๆ ที่ currency options จะเข้าช่วยแก้ปัญหาได้อย่างตรงจุดได้แก่

- การจ่ายเงินปันผลหรือค่าบริการเป็นเงินตราต่างประเทศในอนาคต
- การประมูลหรือขายทอดกิจการในต่างประเทศ
- แผนการตลาดรองรับการจองที่ล่วงหน้า

2.7 ส่วนสำหรับเครื่องมือทางการเงินอื่นๆ ที่ช่วยป้องกันความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนได้เช่นเดียวกับ currency options นั้น นอกเหนือจากสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตามปกติซึ่งแตกต่างจาก currency options ดังที่กล่าวข้างต้นแล้ว currency swaps และ currency futures ก็เป็นบริการการเงินที่ช่วยป้องกันความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนได้บ้าง แต่ก็ยังต่างกับ currency options ในหลายแง่มุมดังนี้

ขณะที่ currency swaps เปิดโอกาสให้ผู้ถือทรัพย์สินหรือหนี้สินที่เป็นเงินตราต่างประเทศสามารถสับเปลี่ยนสกุลเงิน เพื่อจุดประสงค์ที่จะได้รับผลตอบแทนมากขึ้นหรือลดรายจ่ายลง อันเนื่องมาจากทั้งระดับและการผันแปรของอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนของเงินต่างประเทศกัน แม้ว่าจะเป็นช่องทางหลีกเลี่ยงความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนช่องทางหนึ่งแต่ currency swaps ก็ยังให้ความยืดหยุ่นน้อยกว่า currency options กล่าวคือ หากการคาดการณ์เกี่ยวกับ

อัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตคิดตลาด currency swaps ก็ไม่อนุญาตให้ใช้อัตราตลาดของสกุลเงินเดิม ซึ่งเป็นทางเลือกที่ดื้อหนึ่งของลูกค้า อีกนัยหนึ่งคือ currency swaps ก่อภาระผูกพันกับลูกค้ามากกว่า currency options

ส่วนทางด้าน currency futures แม้จะเป็นช่องทางป้องกันความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนอีกทางหนึ่งที่มีข้อดีในแง่สภาพคล่องเพราะมีตลาดรอง ซึ่งลูกค้าสามารถนำสัญญาที่ยังไม่หมดอายุมาซื้อขายต่อได้อย่างคล่องตัว แต่ currency futures ก็มีข้อเสียในแง่ที่ว่าสัญญาที่ซื้อขายต้องมีเงื่อนไขตามมาตรฐานสากล เช่น จำนวนเงินต่อสัญญา วันครบกำหนดหรืออายุของสัญญา ในแง่นี้ต่างกับ over-the-counter (OTC) currency options อย่างชัดเจน เพราะ OTC currency options สามารถปรับเงื่อนไขให้ตรงกับความต้องการของลูกค้าได้ดีที่สุด ความสามารถที่จะปรับตัวให้ตรงตามความต้องการของลูกค้านี้จึงเป็นจุดเด่นประการหนึ่งของ OTC currency options นอกจากนั้น ตลาด currency futures ยังบังคับให้ลูกค้าต้องส่งมอบส่วนต่าง (คือส่วนขาดทุนหรือกำไรสุทธิ) เป็นรายวันอีกด้วย ซึ่งเป็นภาระเพิ่มเติมให้แก่ลูกค้าในการบริหารรายรับรายจ่ายประจำวัน

โดยสรุป currency options สามารถช่วยป้องกันความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนโดยที่มีความยืดหยุ่นให้แก่ลูกค้ามากกว่าทางเลือกอื่นๆ ได้แก่ outright forward, currency futures และ currency swaps อย่างไรก็ตาม ค่าธรรมเนียมในการซื้อบริการ currency options ก็อยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับค่าบริการของเครื่องมือทางการเงินอื่นที่สามารถใช้ทดแทนกันได้บ้าง

2.8 ตามคำอธิบายข้างต้น อาจมีบางคนเปรียบเทียบ currency options ว่าคล้ายคลึงกับธุรกิจประกันภัยในแง่ที่ว่า เมื่อสถานการณ์เอื้ออำนวยลูกค้ามีสิทธิ์ที่จะเรียกร้องขอค่าชดเชยได้ อย่างไรก็ตาม ธุรกิจทั้งสองประเภทนี้ยังแตกต่างกันอยู่อย่างชัดเจนในแง่ของขนาดความเสี่ยง กล่าวคือ ในกรณีของธุรกิจประกันภัย ตามปกติการซื้อขายจะมีการกำหนดค่าเสียหายสูงสุดที่บริษัทผู้ขายจะยอมชำระให้แก่ลูกค้า อีกนัยหนึ่งคือ ความเสี่ยงที่ลูกค้ารับเมื่อเทียบกับค่าชดเชยก็มีขนาดใกล้เคียงหรือสมดุลกับความเสี่ยงที่บริษัทประกันภัยรับเมื่อเทียบกับค่าชดเชย แต่ในกรณีของ currency options หากมองในแง่ของผู้ซื้อ กำไรสุทธิที่อาจได้จากการซื้อ options มีไม่จำกัด ขณะที่ต้นทุนค่าธรรมเนียมอยู่ในระดับที่คงที่ สภาพการณ์เป็นไปในทางตรงกันข้ามในแง่ของผู้ขาย เพราะค่าชดเชยหรือขาดทุนสุทธิจากการขาย currency options มีไม่จำกัด แต่รายได้ค่าธรรมเนียมอยู่ในระดับตายตัวแต่แรก ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับกลไกการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน ความ

ไม่สมดุลของความเสี่ยงนี้เป็นปัจจัยสำคัญที่มักทำให้สถาบันการเงินผู้ขาย currency options ต้องใช้ความระมัดระวังเป็นอย่างมากในการตั้งราคา currency options ให้คุ้มทุนในแง่ของผู้ขายและไม่สูงเกินกำลังของผู้ซื้อส่วนใหญ่ ความไม่สมดุลของความเสี่ยงนี้อาจมองในอีกรูปแบบหนึ่งได้ในแง่สุทธินว่า ขณะที่ผู้ซื้อจำเป็นต้องรับ credit risk ทั้งสิ้นว่า ผู้ขายอาจจะไม่ปฏิบัติตามสัญญาเมื่อผู้ซื้อเรียกใช้สิทธิ์ ผู้ขายก็จำเป็นต้องรับ market risk ทั้งสิ้นว่า การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนในตลาดอาจก่อให้เกิดค่าเสียหายเป็นจำนวนมากเมื่อปฏิบัติตามการเรียกใช้สิทธิ์ของผู้ซื้อ

3. วิวัฒนาการ

ปัจจัยหลัก 2 ประการที่ชักนำให้เกิดการพัฒนาบริการทางการเงินประเภท currency options ได้แก่ ความต้องการเพิ่มกำไรหรือลดต้นทุนและความผันผวนในตลาดการเงิน ปัจจัยทั้งสองประการนี้มีอิทธิพลเป็นอันมากแก่ความต้องการของทั้งสถาบันการเงินและธุรกิจเอกชนอื่นๆ หากมองจากในแง่ธุรกิจเอกชน หลังจากที่มีการปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนในตลาดเงินตราต่างประเทศลอยตัวตั้งแต่วิกฤติการณ์น้ำมันครั้งที่หนึ่งเป็นต้นมา ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนได้ทวีความรวดเร็วและรุนแรงขึ้นเป็นอันมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงเวลาหลังจากวิกฤติการณ์น้ำมันครั้งที่สอง ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนดังกล่าวมีผลต่อต้นทุนการผลิตของธุรกิจเอกชนเป็นอย่างมาก กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ กำไรสุทธิของธุรกิจเอกชนได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน จึงเกิดความต้องการใช้บริการทางการเงินที่ให้คำประกันทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน แต่ไม่ก่อภาระผูกพันมากจนเกินไป และมีเงื่อนไขยืดหยุ่นพอควร เช่น ไม่มีข้อจำกัดผลประโยชน์หากอัตราแลกเปลี่ยนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่เข้าข้างธุรกิจ

ส่วนในแง่ของสถาบันการเงิน นอกจากจะได้รับผลกระทบจากการผันแปรของอัตราแลกเปลี่ยนเช่นเดียวกันแล้ว ยังได้รับแรงกดดันมาจากการแข่งขันในตลาดการเงินอีกด้วย สาเหตุหนึ่งที่มีการแข่งขันในตลาดการเงินได้ทวีความรุนแรงขึ้นได้แก่ การผ่อนคลายกฎเกณฑ์ควบคุมกิจการของสถาบันการเงิน (deregulation) ในประเทศอุตสาหกรรมหลายประเทศ ท่ามกลางการแข่งขันเพื่ออยู่รอดหรือรักษาระดับผลกำไรของตนนั้น กฎข้อบังคับประการหนึ่งที่ไม่ได้ถูกแก้ไขและสถาบันการเงินมักคำนึงถึงอยู่เสมอเพราะเกี่ยวข้องกับต้นทุนของบริการทางการเงินที่เสนอ ได้แก่ กฎข้อบังคับเกี่ยวกับความเพียงพอของเงินกองทุน ตามปกติสถาบันการเงินจะถูกบังคับให้ดำรงเงินกองทุนขั้นต่ำเป็นสัดส่วนกับสินทรัพย์เสี่ยงอันได้แก่ สินเชื่อที่ปล่อยให้ธุรกิจเอกชน แต่กฎข้อบังคับนี้ไม่นับรวมภาระผูกพันนอกบัญชีเข้าเป็นสินทรัพย์เสี่ยงประเภทหนึ่ง แม้ธุรกรรมนอกบัญชีเหล่านี้

จะก่อความเสี่ยงให้แก่ธนาคารพาณิชย์ก็ตาม สถาบันการเงินจึงถือข้อนี้เป็นสิทธิพิเศษของธุรกรรมนอกบัญชี เพราะเมื่อไม่จำเป็นต้องมีเงินกองทุนมาหนุนหลังแล้ว ต้นทุนของบริการการเงินนั้นๆ ก็จะลดต่ำลง หรือผลตอบแทนสุทธิต่อสถาบันการเงินก็จะสูงขึ้น currency options เป็นธุรกรรมนอกบัญชีประเภทหนึ่ง สถาบันการเงินจึงสนองตอบความต้องการของลูกค้าที่ยินดีเสียค่าธรรมเนียมให้แก่สถาบันการเงิน เพื่อจะหลีกเลี่ยงความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนนอกจากธุรกิจของตน

หากกล่าวโดยย่อ currency options เป็นบริการการเงินที่เกิดจากการที่ลูกค้าต้องการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต ในขณะที่สถาบันการเงินยินดีรับความเสี่ยงนั้น เพื่อให้ได้มาซึ่งรายได้ค่าธรรมเนียมที่ปลอดภัยกว่าด้านเงินกองทุนรองรับบริการการซื้อขายความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนประเภท currency options นี้ถือได้ว่าเป็นทางเลือกเพิ่มเติมให้แก่หน่วยงาน เพื่อที่จะหลีกเลี่ยงความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนนอกเหนือจากวิธีอื่นๆ ได้แก่ outright forward contract, currency swaps และ currency futures

ตลาดของ exchange traded options ได้เริ่มต้นที่เมือง Amsterdam ในปี ค.ศ. 1978 เมือง Montreal, Philadelphia และ Chicago ในปี ค.ศ. 1982 แต่การขยายตัวของปริมาณสัญญา currency options ที่ซื้อขายกันในตลาดเหล่านี้ได้เพิ่มขึ้นอย่างชัดเจนหลังจากปี ค.ศ. 1982 เป็นเพราะเหตุผลตามที่กล่าวข้างต้น กล่าวคือ ความรวดเร็วและรุนแรงของการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนได้เพิ่มขึ้นมากหลังจากปี ค.ศ. 1982 และเป็นแรงกระตุ้นที่สำคัญที่สุดสำหรับตลาด currency options

สำหรับ OTC currency options นั้นเป็นที่น่าสังเกตว่า สถาบันการเงินที่ให้บริการประเภทนี้มักจะตั้งราคาค่าธรรมเนียมค่อนข้างสูง เมื่อเปรียบเทียบกับบริการค้าประกันหรือหลีกเลี่ยงความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนประเภทอื่นๆ จึงไม่เป็นที่น่าแปลกใจว่า ทำไมธุรกรรมประเภท OTC currency options นี้ส่วนใหญ่จึงมีอายุสั้นคือระหว่าง 2-6 เดือน ซึ่งมีราคาถูกกว่าบริการระยะยาวและลูกค้าต้องการป้องกันความเสี่ยงอย่างเต็มที่หรือให้คุ้มกับค่าธรรมเนียมที่แพง ธุรกรรม OTC currency options ส่วนใหญ่จึงมีเงื่อนไขแบบ American option (คือ ผู้ซื้อสามารถเรียกใช้สิทธิเมื่อไรก็ได้ในขณะที่สัญญายังไม่หมดอายุ)

4. การกำหนดราคา

ก่อนที่จะตั้งราคาค่าธรรมเนียม สถาบันการเงินที่เสนอบริการ currency options จำเป็นต้องคำนึงถึงปัจจัยหลายประการที่เข้ามามีอิทธิพลต่อต้นทุนของสถาบันการเงิน หรือขนาดของความเสียหายที่สถาบันการเงินจะเข้าไปปรับแทนลูกค้า หากพิจารณามูลค่าของ currency options ดังเช่นต่อไปนี้จะเห็นสาเหตุที่ปัจจัยเหล่านั้นเข้ามาเกี่ยวข้องในการกำหนดราคา โดยทั่วๆ ไปมูลค่าของ currency option ทั้งสิ้นจะประกอบด้วยมูลค่าของตัวมันเองและมูลค่าตามอายุ มูลค่าของตัวมันเองในขณะใดขณะหนึ่งเท่ากับผลต่างระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนที่ตกลงกันไว้ในสัญญา และอัตราแลกเปลี่ยนในตลาดทันทีขณะนั้น ส่วนหนึ่งของค่าการเรียก currency option ก็เกิดขึ้นจากผลต่างนี้ กล่าวคือ หากการซื้อขายตามอัตราที่ตกลงกันไว้ในสัญญาจะทำให้เจ้าของ currency option ได้เปรียบกว่าที่อัตราในตลาดทันทีที่เรียกสัญญานั้นว่า in-the-money ในทางตรงกันข้าม ก็เรียกว่า out-of-the-money หากอัตราที่ตกลงกันไว้ในสัญญาเท่ากับอัตราในตลาดทันทีก็เรียกว่า at-the-money ดังนั้นปัจจัยสองประการแรกที่มีผลต่อมูลค่าของ currency option ได้แก่ ระดับของอัตราที่ตกลงกันไว้ในสัญญา และระดับหรือการผันแปรของอัตราในตลาดทันทีเมื่อเปรียบเทียบกับระดับของอัตราที่ตกลงกันไว้ในสัญญา สำหรับมูลค่าตามอายุนั้น คงเห็นได้ชัดจากโอกาสที่เจ้าของ currency option จะได้หรือเสียจากการซื้อ currency option อันเนื่องมาจากระยะเวลา ตัวอย่างเช่น currency option ที่มีอายุยาวย่อมเปิดโอกาสให้เจ้าของสัญญาใช้ currency option นั้นป้องกันความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนหรือได้ประโยชน์มากขึ้น ส่วนผู้ขาย currency option ก็จะอยู่ในฐานะตรงกันข้าม กล่าวคือ currency option ที่มีอายุยาวย่อมเพิ่มความเสี่ยงให้แก่ผู้ขายมาก เนื่องจากอัตราแลกเปลี่ยนย่อมมีโอกาสผันแปรได้มากขึ้น ดังนั้น currency option ที่มีอายุยาวและที่ใช้กับสกุลเงินที่เคยมีค่าผันแปรมากๆ ในอดีตจึงมีราคาแพง ในทำนองเดียวกัน American option ซึ่งเปิดโอกาส (อันเนื่องมาจากระยะเวลา) ให้แก่ผู้ซื้อมากกว่า European option ก็ย่อมก่อความเสี่ยงให้แก่ผู้ขายมากขึ้น ผู้ขายจึงต้องเพิ่มราคาค่าธรรมเนียมเพื่อช่วยชดเชยความเสี่ยงนั้น

นอกเหนือจากสถิติการผันแปรของอัตราแลกเปลี่ยน ในอดีตและการคาดการณ์ผันแปรของอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตแล้ว ระดับและการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในสกุลเงินที่เกี่ยวข้องก็เป็นปัจจัยสำคัญอีกปัจจัยหนึ่งที่มีผลต่อการกำหนดค่าธรรมเนียม ตัวอย่างเช่น ในกรณีของ Thai baht option หรือ option ที่จะซื้อดอลลาร์ สรอ. ในอนาคตด้วยเงินบาท ซึ่งตามปกติอัตราดอกเบี้ยของเงินบาทจะสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยของเงินสกุลดอลลาร์ สรอ. หากอัตราดอกเบี้ย

ของเงินบาทสูงขึ้นหรืออัตราดอกเบี้ยของเงินสกุลดอลลาร์ สรอ. ลดลง ผู้ขาย option ต้องเสียผลประโยชน์มากขึ้นเท่ากับส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นเพื่อเตรียมตัวปฏิบัติตามสัญญา ในกรณีที่ผู้ซื้อ option เรียกใช้สิทธิ (เช่นผู้ขายต้องเข้าซื้อทรัพย์สินดอลลาร์ สรอ. ซึ่งให้ผลตอบแทนที่ต่ำลง) ดังนั้น จึงจำเป็นต้องเรียกเก็บค่าธรรมเนียมที่แพงขึ้นเพื่อชดเชยกับผลประโยชน์ที่เสียไปในแง่ของผู้ซื้อเช่นกัน อัตราดอกเบี้ยของเงินบาทที่สูงขึ้นก็ทำให้ต้นทุนของการกู้ยืมเงินมาซื้อ option แพงขึ้น ดังนั้น option ที่ได้มาจึงมีมูลค่าสูงขึ้น

ปัจจัยพื้นฐานที่มีผลต่อการคาดการณ์เกี่ยวกับการผันแปรของทั้งอัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยนคือ ฐานะทางเศรษฐกิจของประเทศเจ้าของสกุลเงินที่เกี่ยวข้องและการคาดคะเนแนวโน้มของฐานะทางเศรษฐกิจนั้นๆ ในอนาคตอันใกล้ ตัวอย่างของเครื่องชี้ฐานะทางเศรษฐกิจเหล่านี้ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ อัตราการว่างงาน อัตราการขยายตัวของผลผลิตประชาชาติ และส่วนขาดดุลการค้ากับต่างประเทศ รายงานสถิติเครื่องชี้ฐานะทางเศรษฐกิจเหล่านี้ก่อให้เกิดการคาดคะเนเกี่ยวกับนโยบายเศรษฐกิจที่รัฐบาลของประเทศนั้นๆ คงจะนำออกใช้ในอนาคตอันใกล้ การคาดคะเนดังกล่าวจึงมีผลต่อการตั้งราคาค่าธรรมเนียมของบริการ currency options เหตุการณ์ที่จะกล่าวต่อไปนี้แสดงถึงตัวอย่างหนึ่งของการคาดคะเนและผลกระทบที่อ้างถึงข้างต้น ในช่วงเดือนใดเดือนหนึ่งทางการของประเทศอังกฤษรายงานอัตราการว่างงานต่ำลงเป็นอันมาก ในขณะที่อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจอย่างแท้จริงภายในเดือนนั้นสูงขึ้นเป็นพิเศษพร้อมๆ กับการพุ่งขึ้นอย่างรวดเร็วของดัชนีราคา หรืออัตราเงินเฟ้อ และส่วนขาดดุลการค้ากับต่างประเทศ ท่ามกลางบรรยากาศเช่นนั้นสถาบันการเงินในตลาดเงินทุนระหว่างประเทศคงคิดว่า กระทรวงการคลังและธนาคารกลางของประเทศอังกฤษคงจะดำเนินมาตรการเข้มงวดทางเศรษฐกิจอย่างแน่นอนภายในอนาคตอันใกล้ มาตรการเหล่านี้ก็จะลดสภาพคล่องในตลาดการเงินของอังกฤษ ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยในสกุลเงินปอนด์และค่าของเงินปอนด์ก็จะอยู่ในแนวโน้มที่เพิ่มขึ้นอย่างชัดเจน สถาบันการเงินจึงจะตั้งราคาค่าธรรมเนียมของ call option on sterling สูงขึ้นเป็นพิเศษ เพื่อในกรณีที่มิใช่ลูกค้ามาซื้อ option ดังกล่าว สถาบันการเงินจะได้มีรายได้เพียงพอที่จะเตรียมหาเงินปอนด์มาขายให้แก่ลูกค้า เมื่อลูกค้าเรียกใช้สิทธิซื้อตาม call option นั้นในอนาคต

โดยสรุป ปัจจัยหลักในการกำหนดราคาของค่าธรรมเนียม ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยนที่จะตกลงกันในสัญญา อัตราแลกเปลี่ยนในตลาดทันทีและในตลาดล่วงหน้า อายุของสัญญา ประเภทของ currency options สถิติและการคาดคะเนการผันแปรของอัตราแลกเปลี่ยน การคาดการณ์ฐานะทางเศรษฐกิจของประเทศเจ้าของสกุลเงินที่เกี่ยวข้อง ระดับและการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย

ในสกุลเงินที่เกี่ยวข้อง เนื่องจากมีปัจจัยหลายประการที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาค่าธรรมเนียม เช่นนี้ วิธีการกำหนดราคาจึงมีได้หลายรูปแบบ ตัวอย่างเช่น ในกรณีของ OTC currency options บางกรณีผู้ขายอาจอนุญาตให้อัตราแลกเปลี่ยนที่ตกลงกันในสัญญาอยู่ในระดับที่ลูกค้าต้องการ แล้วผู้ขายก็จะรวมทั้งความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน และผลต่างของอัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในค่าธรรมเนียมทั้งสิ้น ค่าธรรมเนียมจึงอาจจะสูง ส่วนใน OTC กรณีอื่น ผู้ขายอาจกำหนดให้อัตราแลกเปลี่ยนที่ตกลงกันในสัญญาอยู่ในระดับของอัตราแลกเปลี่ยนในตลาดล่วงหน้าปกติที่มีอายุใกล้เคียงกับที่ลูกค้าต้องการ เนื่องจากอัตราแลกเปลี่ยนในตลาดล่วงหน้าปกตินี้ได้มีการคิดรวมส่วนลด/ส่วนเพิ่ม อันเนื่องมาจากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยอยู่แล้ว ผู้ขายจึงคงเหลือแต่เพียงมูลค่าของความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนแต่อย่างเดียวที่จะรวมอยู่ในการตั้งราคาค่าธรรมเนียม ค่าธรรมเนียมในกรณีนี้จึงอาจต่ำ ดังนั้นการเปรียบเทียบหรือวิเคราะห์ค่าธรรมเนียมที่ถูกต้อง จึงจำเป็นต้องพิจารณารวมถึงปัจจัยที่เกี่ยวข้องทุกตัว

5. ธุรกรรมในประเทศไทย

ธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทยเริ่มให้บริการ currency options เป็นครั้งแรกในช่วงกลางปี พ.ศ. 2528 เป็น currency options ระหว่างเงินดอลลาร์ สรอ. และเงินบาท หลังจากนั้นอีก 1 ปีคือตั้งแต่กลางปี พ.ศ. 2529 เป็นต้นมา สาขาของธนาคารต่างประเทศในไทยก็เริ่มให้บริการ currency options ระหว่างเงินดอลลาร์ สรอ. และเงินตราต่างประเทศสกุลอื่นๆ เช่น เงินมาร์คเยอรมันนี แยนญี่ปุ่น ฟรังก์สวิส ปอนด์อังกฤษ บริการ options ที่ธนาคารพาณิชย์เสนอนี้มีทั้งแบบ call, put และ collar นอกจากนั้นบริการเหล่านี้มีทั้งในรูปแบบ over-the-counter และ exchange traded โดยมีการตั้งราคาต่างกันแล้วแต่ว่าจะอยู่ในรูปใด และแล้วแต่ว่าธนาคารพาณิชย์ผู้ขาย currency options จะเข้าไปทำธุรกรรมเพื่อป้องกันความเสี่ยงให้แก่ตนเองอีกทอดหนึ่งหรือไม่ ส่วนใหญ่ธนาคารพาณิชย์มักจะอ้างว่าแผนการตลาดของตนสนับสนุนให้ลูกค้าใช้บริการ currency options เพื่อจุดประสงค์ที่จะช่วยป้องกันความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนมากกว่าที่จะใช้เพื่อเก็งกำไร ดังนั้นธนาคารพาณิชย์จึงมักต้องการหลักฐานจากลูกค้าก่อนขายบริการ currency options ว่าลูกค้า (อาจ) จะมีรายจ่ายหรือรายได้เป็นเงินตราต่างประเทศในอนาคตอย่างแท้จริงหรือไม่

สำหรับทางด้านปริมาณธุรกรรมนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยได้เริ่มกำหนดให้ธนาคารพาณิชย์รายงานธุรกรรมประเภท currency options ตั้งแต่มีการใช้แบบฟอร์มใหม่ในเดือน

มกราคม พ.ศ. 2531 ทั้งนี้ธุรกรรม currency options จะปรากฏอยู่ในหัวข้อการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าภายในรายการพิเศษ 1 ของแบบฟอร์ม ธ.พ.3 ดังนั้นจึงไม่อาจทราบถึงสถิติเป็นทางการได้ว่าปริมาณธุรกรรม currency options นั้นได้เพิ่มขึ้นหรือลดลงมากน้อยเพียงไรในรอบ 2-3 ปีก่อนหน้า (พ.ศ. 2528-30) ตามสถิติฐานล่วงหน้าของเงินตราต่างประเทศรวมทุกสกุลเป็นทางการในช่วงปี พ.ศ. 2531 จะเห็นได้ว่าในประเทศไทยระบบธนาคารพาณิชย์ได้เข้าไปทำธุรกรรมทางด้าน currency options ค่อนข้างน้อย กล่าวคือ โดยเฉลี่ยเพียงร้อยละ 0.25 และร้อยละ 0.36 ของภาระซื้อและขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าทั้งสิ้นเป็นการที่เกิดจาก currency options ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม เป็นที่น่าสังเกตว่า ในขณะที่ธุรกรรมการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าส่วนใหญ่ (ร้อยละ 87-88) เป็นธุรกรรมที่ถูกค้ำกระทำกับธนาคารพาณิชย์ไทย แต่ในทางตรงกันข้าม ธุรกรรม currency options ส่วนใหญ่ (ร้อยละ 79-85) กลับเป็นธุรกรรมที่ถูกค้ำกระทำกับสาขาของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศ กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ แม้ว่าธนาคารพาณิชย์ของไทยจะครองตลาดของการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าก็ตาม (ซึ่งคงเนื่องมาจากข้อได้เปรียบในแง่ที่สามารถเปิดสาขาได้ทั่วประเทศ) แต่สาขาของธนาคารพาณิชย์จากต่างประเทศกลับเป็นผู้ที่เสนอบริการ currency options เป็นส่วนใหญ่ ทั้งนี้ความกระตือรือร้นอาจจะเกิดขึ้นจากสาเหตุสำคัญ 2 ประการ ได้แก่ ความต้องการขยายธุรกิจและรายได้เพื่อชดเชยกับข้อจำกัดทางด้านสาขา และความใกล้ชิดกับสำนักงานใหญ่หรือตลาดในต่างประเทศ ซึ่งทำให้คุ้นเคยกับการประเมินความเสี่ยง การตั้งราคาค่าธรรมเนียม การซื้อขายในตลาดรอง และการป้องกันความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการเสนอบริการ currency options

ตามประสบการณ์ที่ผ่านมาของไทย สถาบันการเงินที่เสนอบริการ currency options มักตั้งราคาโดยใช้สถิติการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนในอดีตเป็นเกณฑ์ ณ อัตราแลกเปลี่ยนใดที่มีการผันผวนมาก หรือโอกาสขาดทุนสูงจากการเสนอสิทธิของ currency options สถาบันการเงินก็คิดค่าธรรมเนียมสูงขึ้นเพื่อชดเชย และหากเปรียบเทียบขนาดของค่าธรรมเนียมกับส่วนขาดทุนโดยเฉลี่ยแล้ว หลักฐานชี้ให้เห็นว่าสถาบันการเงินตั้งราคา currency options ค่อนข้างสูง (ดูภาคผนวกของบทที่ 1) ทั้งนี้คงเป็นเพราะบทเรียนจากวิกฤติการณ์ในตลาดต่างประเทศในอดีต

6. ข้อสังเกต

ในช่วงเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2528-2532 อัตราแลกเปลี่ยนในตลาดโลกได้แปรปรวนเป็นอันมาก ทั้งนี้เป็นผลจากทั้งความผันผวนของแรงกดดันทางเศรษฐกิจ ข้อตกลงระหว่างประเทศ

อุตสาหกรรม และการที่ธนาคารกลางของหลายประเทศเข้าแทรกแซงการซื้อขายในตลาดเงินตราต่างประเทศ ความแปรปรวนของอัตราแลกเปลี่ยนนี้จะเห็นได้ชัดเจนเมื่อพิจารณาค่าของเงินดอลลาร์ สรอ. ตลอดช่วงทศวรรษที่แล้ว (พ.ศ. 2521-31) เงินดอลลาร์ สรอ. มีค่าสูงสุดและต่ำสุดในรอบทศวรรษเมื่อเทียบกับเงินมาร์คเยอรมันนีและฟรังก์สวิสในช่วงระยะเวลาที่ห่างกันไม่ถึง 3 ปี และค่าทั้งสองห่างกันเกินกว่า 2 เท่าตัว กล่าวคือ ในวันที่ 5 มีนาคม พ.ศ. 2528 ค่าของเงินดอลลาร์ สรอ. พุ่งขึ้นสูงถึง 3.44 มาร์คเยอรมันนี และ 2.926 ฟรังก์สวิส ส่วนในวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2530 เงินดอลลาร์ สรอ. ได้มีค่าลดต่ำลงเหลือเพียง 1.571 มาร์คเยอรมันนี และ 1.27 ฟรังก์สวิส ความแปรปรวนของอัตราแลกเปลี่ยนในตลาดโลกที่รวดเร็วและรุนแรงเช่นนี้ได้ก่อการเป็นอันมากให้แก่สถาบันการเงิน โดยเฉพาะสถาบันการเงินที่เสนอบริการ currency options ซึ่งในขณะนั้นแม้จะเป็นบริการการเงินรุ่นใหม่ก็ตาม แต่ก็เป็นที่แพร่หลายพอควร เพราะอัตราแลกเปลี่ยนในตลาดโลกได้ผันแปรอย่างรวดเร็วและรุนแรง เป็นที่น่าสังเกตว่าธุรกรรมการขาย currency options ก่อให้เกิดภาวะขาดทุนมากเป็นพิเศษในขณะนั้น จึงควรพิจารณาถึงผลกระทบของ currency options ต่อพฤติกรรมของทั้งสถาบันการเงินและลูกค้า

ในแง่ของลูกค้า currency options ก็เพิ่มทางเลือกให้แก่ลูกค้าในการจัดการฐานะเงินตราต่างประเทศของตนนอกเหนือจากทางเลือกอื่นๆ เช่น outright forward, currency futures และ currency swaps ตามที่กล่าวข้างต้น currency options เป็นทางเลือกที่เหมาะสมเป็นพิเศษสำหรับกรณีที่ลูกค้าต้องการจะป้องกันความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนให้กับรายรับหรือรายจ่ายที่อาจจะเกิดขึ้น ได้ภายในอนาคตอันใกล้ (contingent items)

ในแง่ของสถาบันการเงินอาจแยกความเสี่ยงของการขาย currency options ออกได้เป็น 3 รูปแบบได้แก่ การผันแปรของอัตราแลกเปลี่ยนไปในทางลบแก่ผู้ขาย currency options การเกาะกลุ่มหรือกระจุกตัวของวันครบกำหนดอายุของสัญญา currency options หลายสัญญาที่ขายไป และการเกาะกลุ่มของอัตราแลกเปลี่ยนที่ตกลงกันไว้ในสัญญา currency options หลายสัญญาที่ขายไป ความเสี่ยงในรูปแบบที่สองอาจเกิดขึ้นได้เพราะการเกาะกลุ่มของวันครบกำหนดอายุสัญญาอาจมีผลให้ลูกค้าเป็นจำนวนมากมาขอเรียกใช้สิทธิ์ตามสัญญา currency options ในระยะเวลาที่ใกล้เคียงกัน ซึ่งสามารถทำให้สถาบันการเงินที่ได้ขายและจะปฏิบัติตามสัญญา currency options นั้นประสบปัญหาสภาพคล่องได้ง่าย การเกาะกลุ่มของอัตราแลกเปลี่ยนที่ตกลงกันไว้ในสัญญา currency options หลายสัญญาก็อาจก่อปัญหาในทำนองเดียวกัน กล่าวคือ หากอัตราแลกเปลี่ยนในตลาดโลกผันแปรไปถึงระดับที่อัตราแลกเปลี่ยนที่ตกลงกันไว้ในสัญญาเกาะ

กลุ่มกันอยู่ สภาพของตลาดอาจจะชักนำให้ลูกค้าเป็นจำนวนมากเรียกใช้สิทธิตามสัญญา currency options ในระยะเวลาที่ใกล้เคียงกัน ซึ่งสามารถก่อปัญหาสภาพคล่องให้แก่สถาบันการเงินได้ง่าย ในการปฏิบัติตามสัญญา currency options

หากสถาบันการเงินที่ได้ขายบริการ currency options ไปแล้วไม่ได้วางเจตต่อความเสี่ยงในการผันแปรของอัตราแลกเปลี่ยนที่ตนได้เข้าไปรับแทนลูกค้าและความเสี่ยงอีก 2 รูปแบบที่กล่าวถึงข้างต้น สถาบันการเงินมักใช้วิธีใดวิธีหนึ่งใน 3 วิธีที่จะกล่าวถึงต่อไปนี้ เพื่อป้องกันความเสี่ยงให้แก่ตนเอง

ก. สถาบันการเงินเข้าซื้อขายหรือทำสัญญา currency options ภายในตลาดระหว่างประเทศ โดยวางเงื่อนไขของสัญญาให้ใกล้เคียงหรือเหมือนกับสัญญาที่ตนได้ขายให้แก่ลูกค้าไปแล้ว เพื่อเรียกใช้สิทธิของ currency options นั้นเมื่อลูกค้าเรียกใช้สิทธิกับตน ทั้งนี้คงเป็นที่คาดได้ว่า ค่าธรรมเนียมที่สถาบันการเงินจะต้องชำระในตลาดระหว่างประเทศนั้นมักจะต่ำกว่าที่สถาบันการเงินเรียกเก็บจากลูกค้า

ข. ก่อนที่สถาบันการเงินจะให้บริการ currency options ใดๆ แก่ลูกค้า สถาบันการเงินจะพิจารณาถึงโครงสร้างภาระผูกพันทั้งสิ้นของตนและกระจายทั้งกำหนดระยะเวลา (หรือวันหมดอายุของสัญญา) และอัตราแลกเปลี่ยนที่ตกลงกันไว้ในสัญญาไม่ให้มีการเกาะกลุ่มหรือกระจุกตัวอยู่ในช่วงใดช่วงหนึ่งเป็นพิเศษ การกระจายอายุของสัญญาและอัตราแลกเปลี่ยนที่ตกลงกันไว้ในสัญญานี้จะช่วยลดโอกาสที่สถาบันการเงินจะประสบปัญหาสภาพคล่องดังที่กล่าวถึงข้างต้น

ค. Delta hedging คือวิธีที่สถาบันการเงินเข้าซื้อหรือขายเงินตราต่างประเทศในตลาดทันทีหรือตลาด futures เป็นสัดส่วนเท่ากับ delta คูณกับปริมาณเงินต้นของ currency options ที่สถาบันการเงินมีข้อผูกพันอยู่แล้ว ความหมายของ delta ในที่นี้คล้ายคลึงกับ price elasticity ในวิชาเศรษฐศาสตร์ กล่าวคือ delta ได้แก่ อัตราส่วนของการเปลี่ยนแปลงของมูลค่า currency options ทั้งสิ้น (ซึ่งเป็นผลรวมของมูลค่าของตัวเองและมูลค่าตามอายุ) ต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาของเงินสกุล currency options นั้นๆ การเปลี่ยนแปลงในที่นี้คิดเป็นร้อยละเสมอ ตัวอย่างเช่น หากค่า delta ของ DM option เท่ากับ 0.6 หมายถึงว่า ถ้าค่าของ DM เปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 1 มูลค่าของ DM option ทั้งสิ้นจะเปลี่ยนไปร้อยละ 0.6 และทฤษฎีของ delta hedging หรือ delta neutralization เสนอให้สถาบันการเงินที่ได้ขาย DM call option ไว้เป็นจำนวน 1,000,000 DM สมควรซื้อ DM ในตลาดทันทีหรือตลาด futures เป็นจำนวน 600,000 DM เพื่อป้องกันความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นได้เมื่อลูกค้าเรียกใช้สิทธิซื้อตามสัญญา

call option นั้น ค่า delta นี้จะเปลี่ยนแปลงไปในแต่ละระดับของอัตราแลกเปลี่ยน และ ยังไม่มีหลักฐานยืนยันได้แน่ชัดว่า delta hedging นี้สามารถช่วยสถาบันการเงินป้องกัน ความเสียหายจากการขาย currency options ได้มากนักเพียงไร

ข้อควรระวังประการหนึ่งเกี่ยวกับ currency options คือ ธุรกรรมนอกบัญชีบังคับ ประเภทนี้จะไม่ปรากฏบนบัญชีเงินตราต่างประเทศของธนาคารพาณิชย์ผู้ซื้อหรือขาย currency options ดังนั้นปริมาณธุรกรรม currency options จึงไม่ถูกจำกัดขอบเขตโดยกฎเกณฑ์ควบคุมฐานะ net open position ของธนาคารพาณิชย์ที่ประกาศใช้อยู่ในปัจจุบัน โดยภาคทางการ ของไทย แต่หากธนาคารพาณิชย์ก่อการผูกพันในรูป currency options นี้ไว้เป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะทางด้านการขายบริการ call และ put ธนาคารพาณิชย์อาจประสบภาวะขาดทุนได้เป็น อันมากหากอัตราแลกเปลี่ยนผันแปรไปในทางลบแก่ธนาคารพาณิชย์ เหตุการณ์เช่นนั้นได้เกิดขึ้น แล้วเป็นจำนวนมากในต่างประเทศดังที่กล่าวข้างต้น ดังนั้นเพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาดังกล่าวคงจำเป็นต้อง ทบทวนแก้ไขกฎเกณฑ์ควบคุมฐานะเงินตราต่างประเทศของธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย ให้ละเอียดรอบคอบมากขึ้น

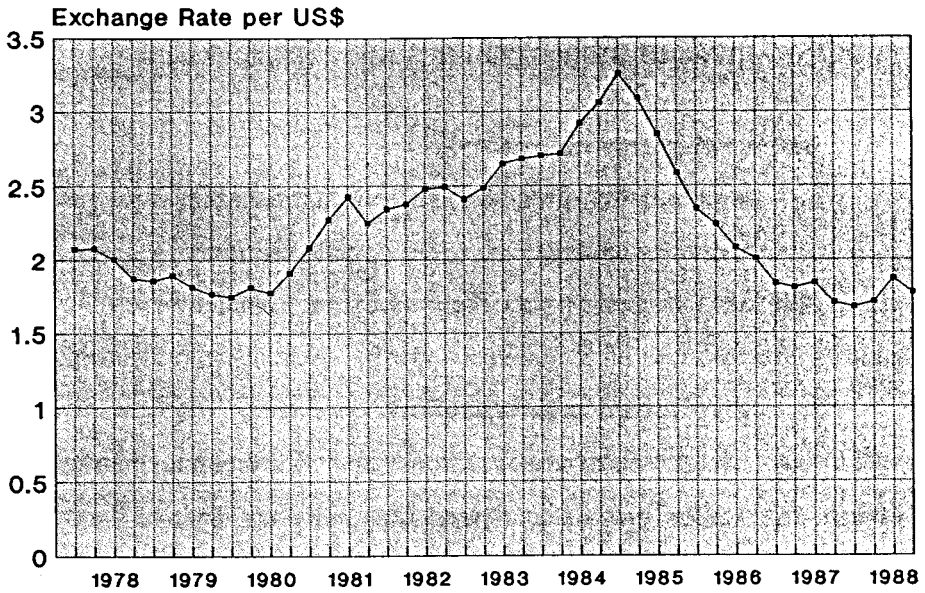
ภาคผนวกของบทที่ 1

ผลการสำรวจทางค่านราคาและการแปรปรวนของอัตราแลกเปลี่ยน

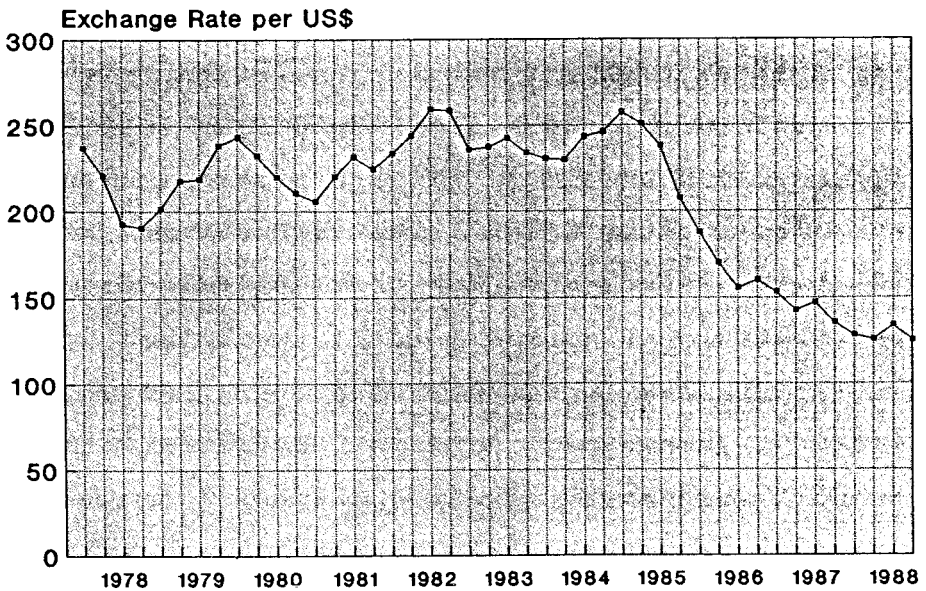
จุดประสงค์หลัก 3 ประการของการสำรวจคือ

1. จัดหาเครื่องชี้หรือดัชนีที่ช่วยวัดความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนได้อย่างถูกต้อง
2. ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาหรือค่าธรรมเนียมของบริการ currency options กับดัชนีความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนที่กล่าวถึงในข้อ 1 อีกนัยหนึ่งคือ สถาบันการเงินกำหนดราคาค่าธรรมเนียมของบริการ currency options ตรงตามหลักการหรือเหตุผลหรือไม่
3. เปรียบเทียบราคาค่าธรรมเนียมของบริการ currency options ที่สถาบันการเงินกำหนด กับโอกาสหรือขนาดของความเสี่ยงที่สถาบันการเงินจะขาดทุน เนื่องจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนในตลาดโลกและการเสนอบริการ currency options ในอัตรานั้นๆ เพื่อที่จะสรุปได้ว่า สถาบันการเงินตั้งราคา currency options ในระดับที่สูงหรือต่ำเกินไปหรือไม่ หรือพอเหมาะ กับโอกาสขาดทุนจากการเสนอบริการ currency options ในอัตราแลกเปลี่ยนที่ตกลงกันไว้ในสัญญา

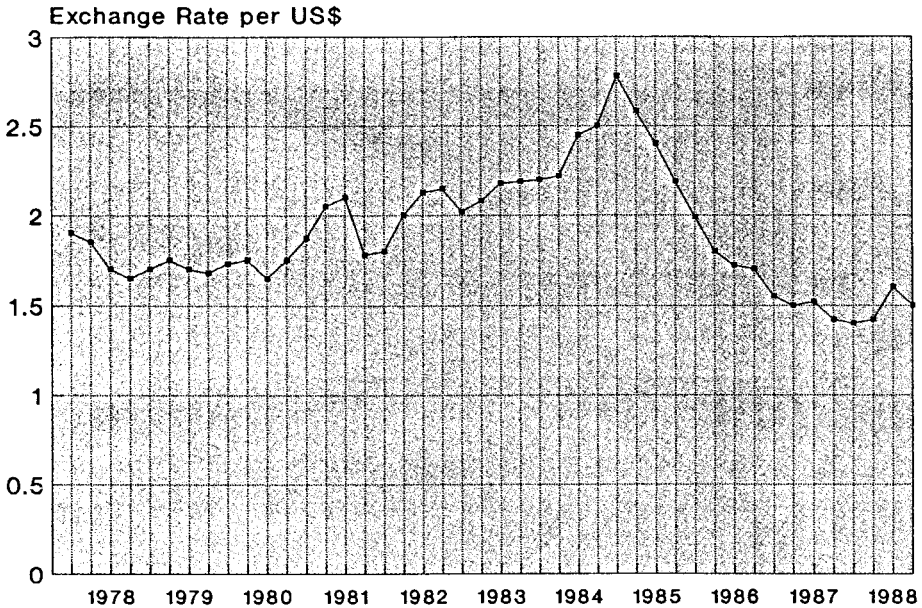
เพื่อที่จะบรรลุจุดประสงค์ดังกล่าว จึงได้นำอนุกรมของข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยนรายวันของเงิน 3 สกุลหลัก (ได้แก่ เงินมาร์คเยอรมันนี เยนญี่ปุ่น และฟรังก์สวิส) เมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์ สรอ. ในรอบ 10 ปีที่ผ่านมา (พ.ศ.2521-2531) มาพิจารณา ทั้งนี้ได้ถือเอาอัตราปิดที่ตลาดนิวยอร์ก เป็นตัวแทนของอัตราแลกเปลี่ยนในตลาดโลก ข้อมูลทั้งสิ้นตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2521 ถึงเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2531 มีจำนวน 2,578 วัน รูปที่ 1 ถึงรูปที่ 3 แสดงค่าเฉลี่ยรายไตรมาสของอัตราแลกเปลี่ยนทั้ง 3 สกุลในรอบ 10 ปีที่ผ่านมา สำหรับการวัดความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนในที่นี้จะถือเอาอัตราแลกเปลี่ยน ณ จุดเริ่มต้นเป็นหลัก และวัดขนาดของความผันผวนด้วยอัตราส่วนระหว่างส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (standard deviation) ต่อค่าเฉลี่ย (mean) ในช่วง 3 เดือนหลังจากจุดเริ่มต้นแต่ละจุด อัตราส่วนนี้หรือสัมประสิทธิ์การแปรปรวน (coefficient of variation, CV) เมื่อมีค่าสูงย่อมแสดงว่า ในระหว่างช่วง 3 เดือนนั้นอัตราแลกเปลี่ยนได้ผันแปรจากค่าเฉลี่ยไปเป็นอันมากจนต้องอาศัยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (standard deviation) ที่มีขนาดใหญ่เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ย (mean) จึงจะสามารถครอบคลุมได้ถึงร้อยละ 66 ของข้อมูลทั้งสิ้น ในช่วง 3 เดือนนั้น เมื่อหาค่า CV สำหรับช่วง 3 เดือนนั้นได้แล้ว ก็จะโยกค่า CV นั้นเข้ากับอัตราแลกเปลี่ยน ณ จุดเริ่มต้น ของช่วง 3 เดือนที่การคำนวณได้ครอบคลุมถึง หลังจากนั้นก็เลื่อนจุดเริ่มต้น



รูปที่ 1 Quarterly Average Exchange Rate: Deutschemark



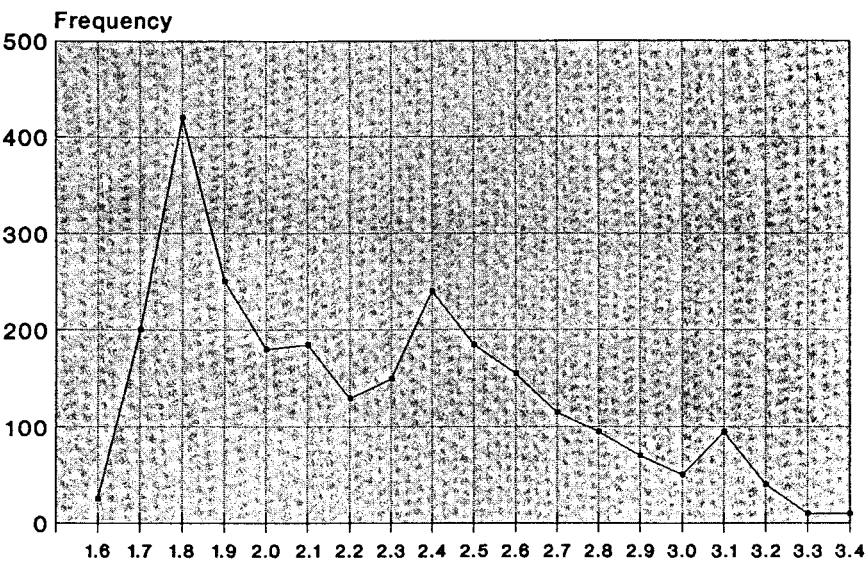
รูปที่ 2 Quarterly Average Exchange Rate: Yen



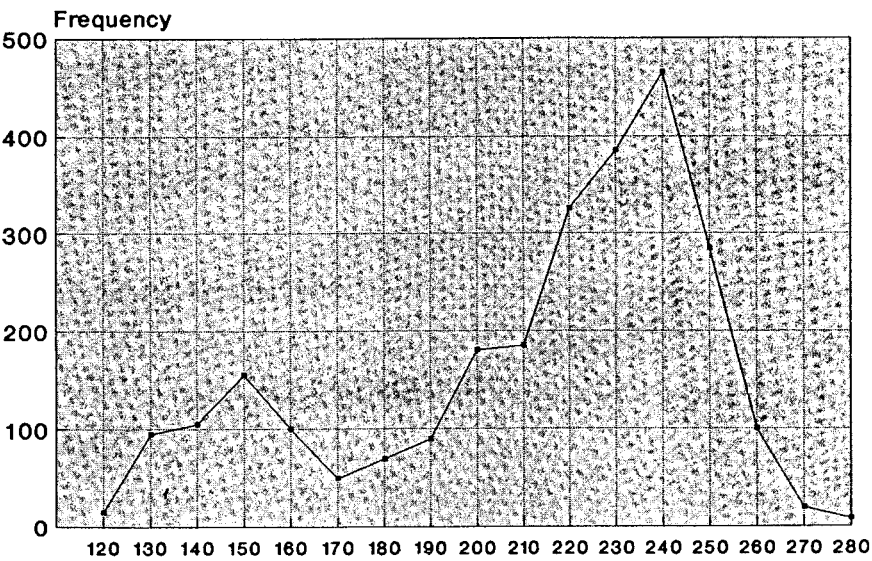
รูปที่ 3 Quarterly Average Exchange Rate: Swiss Franc

เป็นวันต่อไปและคำนวณหา CV-3 เดือนของอัตราแลกเปลี่ยน ณ จุดเริ่มต้นใหม่ด้วยวิธีเดิม อัตราแลกเปลี่ยนแต่ละระดับอาจเกิดขึ้นซ้ำกันได้หลายวัน (เช่น ซ้ำกัน J ครั้ง) ในรอบ 10 ปี รูปที่ 4 ถึงรูปที่ 6 แสดงความถี่ของอัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้นจริงในทศวรรษที่ผ่านมา ในที่นี้จึงนำค่า CV จำนวน J ครั้งของอัตราแลกเปลี่ยนนั้นๆ มาหาค่าเฉลี่ย และได้ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนแต่ละระดับกับค่าเฉลี่ย CV ของอัตราแลกเปลี่ยนนั้นๆ ตามที่แสดงในรูปที่ 7 ถึงรูปที่ 9

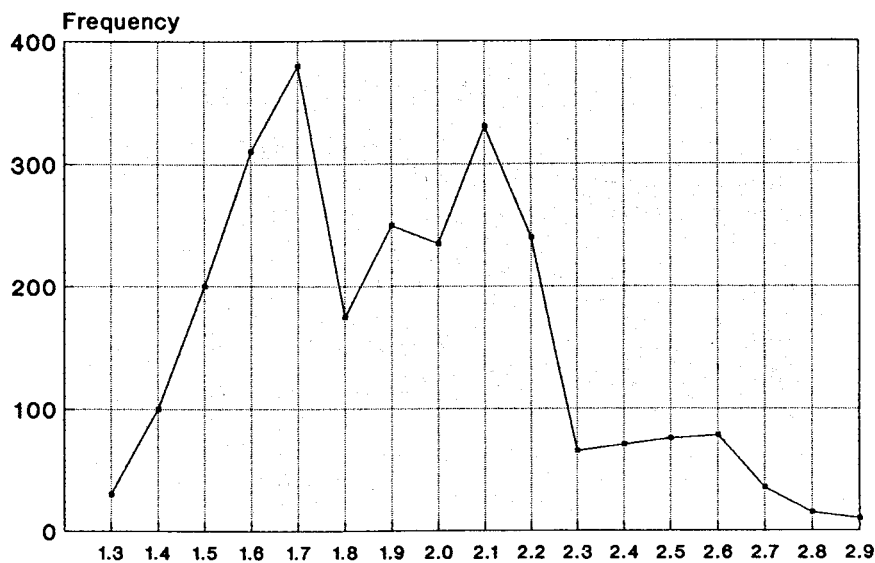
การโยงหรือ associate ดัชนีความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนหรือค่า CV ของแต่ละวงจร 3 เดือนเข้ากับจุดเริ่มต้นของวงจร แทนที่จะเป็นจุดอื่นมีเหตุผลสนับสนุนหลายประการดังเช่นจากทัศนะของผู้ค้าเงินตราในตลาดการเงินระหว่างประเทศ สถานการณ์ปัจจุบันหรือ ณ จุดเริ่มต้นจะเป็นปัจจัยที่สำคัญที่สุดในการคาดคะเนว่า ปัจจัยอื่นๆ จะผลักดันให้อัตราแลกเปลี่ยนผันแปรไปในทิศทางใดและมากน้อยเท่าใด เพราะการพิจารณาปัญหาในรูปแบบเช่นนี้ย่อมให้ข้อสรุปแก่ผู้ค้าเงินตราได้ว่า สมควรลงทุนหรือเก็งกำไรสกุลเงินใดในปัจจุบันจึงจะสามารถได้กำไรในอนาคต หรือสมควรทำกำไรจากฐานะปัจจุบันเสียในขณะนี้แทนที่จะรอไปจนถึงจุดใดจุดหนึ่งในอนาคต หรือปรับฐานะปัจจุบัน (คือ long หรือ short ในสกุลเงินใด) อย่างไร (คือให้ความสำคัญแก่สกุลนั้นๆ มากขึ้นหรือน้อยลง) จึงจะเปิดโอกาสให้สามารถตั้งดวงกำไรได้มากที่สุดในอนาคตอันใกล้



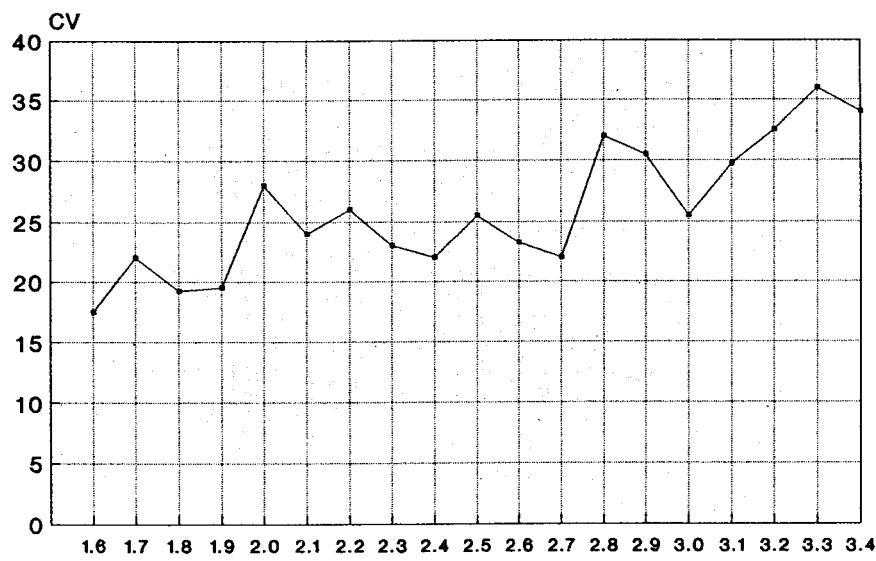
รูปที่ 4 Frequency Distribution, Deutschemark,
1978-1988



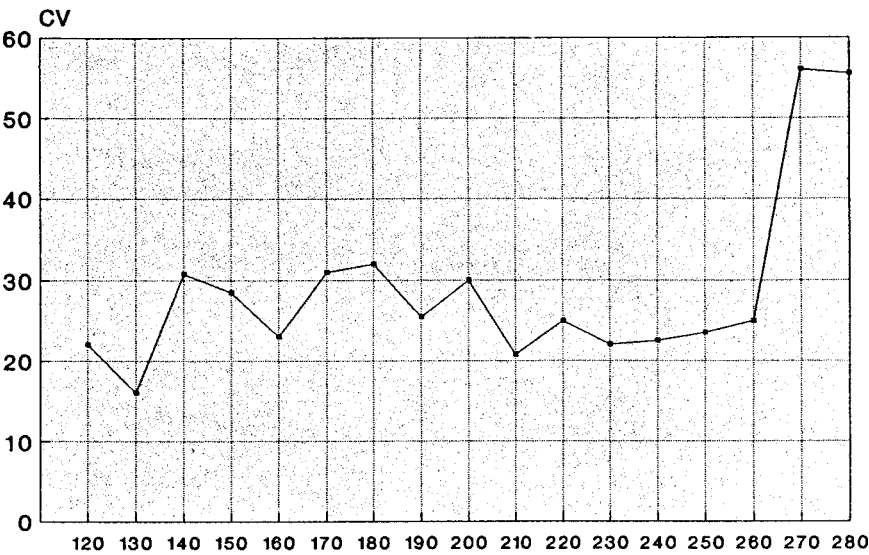
รูปที่ 5 Frequency Distribution, Yen,
1978-1988



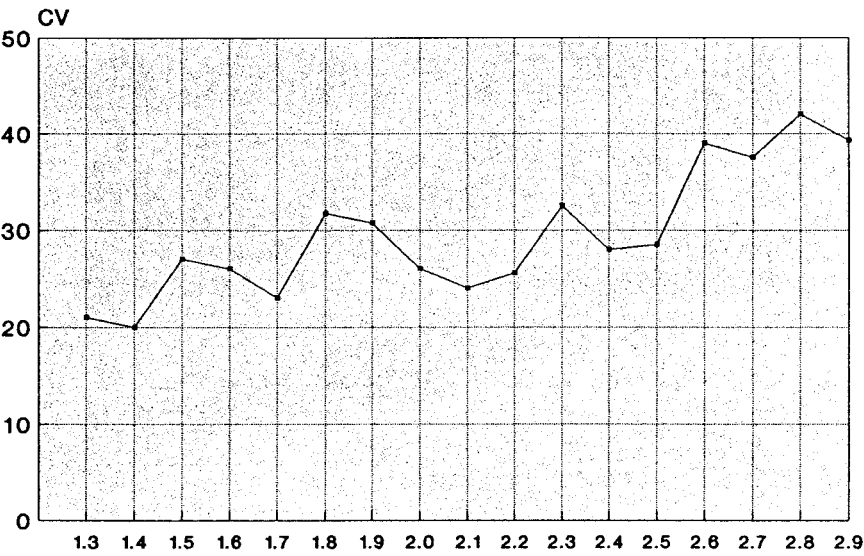
รูปที่ 6 Frequency Distribution, Swiss Franc,
1978-1988



รูปที่ 7 Weighted Average of Coefficient of Variation, Deutschemark,
1978-1988



รูปที่ 8 Weighted Average of Coefficient of Variation, Yen,
1978-1988



รูปที่ 9 Weighted Average of Coefficient of Variation, Swiss Franc,
1978-1988

จากทัศนะของธนาคารกลางของประเทศเจ้าของสกุลเงินที่สำคัญก็เช่นกัน กล่าวคือ ธนาคารกลางเหล่านั้น ก็พิจารณาให้ความสำคัญเป็นอันมากแก่ระดับอัตราแลกเปลี่ยนในปัจจุบันของ ตลาดโลก เพราะระดับปัจจุบันย่อมเป็นพื้นฐานของการค้าขายระหว่างประเทศ และระดับปัจจุบันมีความแน่นอนอยู่อย่างเต็มที่ ไม่มีความเสี่ยงใดๆ มาเกี่ยวข้องดังเช่นระดับเฉลี่ยที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในรอบ 3 เดือนข้างหน้า ในการดำเนินนโยบายการเงินหรือมาตรการเข้าแทรกแซงในตลาดเงินตรา ระหว่างประเทศใดๆ ธนาคารกลางของประเทศอุตสาหกรรมก็ย่อมถือระดับอัตราแลกเปลี่ยนในปัจจุบันเป็นหลักว่า สมควรเพิ่มหรือลดอัตราดอกเบี้ยเพียงไร หรือเข้าแทรกแซงการซื้อขายเงินตรา ต่างประเทศในทิศทางใด ดังนั้นจุดเริ่มต้นของแต่ละรอบ 3 เดือนจึงถือเป็นจุดที่สำคัญที่สุดซึ่งมีอิทธิพล เป็นอันมากต่อการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนในรอบ 3 เดือนนั้นๆ

ตารางที่ 1 แสดงถึงการกำหนดราคาของ currency options 2 ประเภท กล่าวคือ (1 ก.) กำหนดราคาของ over-the-counter options เพราะอัตราแลกเปลี่ยนที่ตกลงกันในสัญญา หรือ strike price เปลี่ยนแปลงไปตามเวลาหรือความต้องการของลูกค้า ส่วน (1 ข.) กำหนดราคาของ exchange traded options ซึ่งจำเป็นต้องมีเงื่อนไขมาตรฐาน เช่น strike price ตรงกับที่มีการซื้อขายกันในตลาด options ระหว่างประเทศ เป็นที่น่าสังเกตว่า ลูกค้าจะหาบริการ currency options แบบ OTC ตามตาราง 1 ก. ได้จากสาขาของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศ

ตารางที่ 1 Option Premiums*

ก.	DM/\$		Yen/\$		SF/\$	
	Call	Put	Call	Put	Call	Put
1 month	1.69	1.54	1.53	1.40	2.01	1.61
3 months	2.82	2.49	2.54	2.78	3.09	2.23
strike price	Fwd	Spot	Fwd	Spot	Fwd	Spot
ข.	DM/\$		Yen/\$		SF/\$	
	Call	Put	Call	Put	Call	Put
1month	1.39	1.07	1.42	1.15	1.39	0.96
3 months	2.62	1.65	2.62	1.82	2.70	1.43
strike price	Unq	1.8447	Unq	133.15	Unq	1.5585

* ค่า premium มีหน่วยเป็นร้อยละของ strike price

แทบทั้งสิ้น ทั้งนี้คงเนื่องมาจากสาเหตุที่ธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศมีเครือข่ายทั่วโลกจึงสามารถป้องกันความเสี่ยงจาก OTC options ได้ไม่ยากเท่าธนาคารพาณิชย์ไทย

เนื่องจาก put option ของ currency options แบบ OTC มักถืออัตราแลกเปลี่ยนในตลาดทันทีเป็นอัตราแลกเปลี่ยนที่ตกลงกันในสัญญา หรือ strike price (St.) ในที่นี้จึงทำการทดลองคำนวณเครื่องชี้ขนาดของส่วนขาดทุนที่สถาบันการเงินอาจต้องชำระได้เพราะความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนในตลาดโลก และข้อผูกพัน OTC put option ที่ได้ขายให้ลูกค้าไปแล้วที่อัตรา St. โดยถือ St. เป็นอัตราปิดของตลาดนิวยอร์ก ตามสัญญา put option ภายใน k เดือน ($k=1,3$) หลังจากวันที่ตกลงในอัตรา St. เมื่อใดที่อัตราแลกเปลี่ยนในตลาดหรือ Y_i มีค่าต่ำกว่า St. และลูกค้าอาจจะเรียกใช้สิทธิของ put option ขายเงินตราต่างประเทศที่อัตรา St. สถาบันการเงินที่ขาย put option ก็จะต้องขาดทุนเป็นจำนวน $St. - Y_i$ หรือร้อยละ $100 \times (St. - Y_i) / St.$ ของอัตราแลกเปลี่ยนที่ตกลงกันในสัญญา ในระหว่าง k เดือนนั้น Y_i อาจต่ำกว่า St. หลายครั้งจึงหา AAF (Average adverse fluctuations) เป็นส่วนขาดทุนโดยเฉลี่ยของสถาบันการเงินในวงจรอัตราแลกเปลี่ยนที่เริ่มต้นด้วย St. นอกจากนั้นในทศวรรตที่ผ่านมาอาจมีวงจรอัตราแลกเปลี่ยนที่เริ่มต้นด้วย St. เช่นนี้ J วงจร จึงหาค่าเฉลี่ยของ AAF เป็น MAAF (Mean of AAF) อีกครั้งหนึ่ง โดยสรุป MAAF จะแสดงถึงขนาดเฉลี่ยของความเสียหายหรือส่วนขาดทุนโดยเฉลี่ยที่สถาบันการเงินผู้ขาย OTC put option อาจต้องรับภาระ หากลูกค้าเรียกใช้สิทธิของ put option ส่วนขาดทุนโดยเฉลี่ยที่อาจเกิดขึ้นได้นี้ ประเมินการตามสถิติการแปรปรวนของอัตราแลกเปลี่ยนในรอบทศวรรตที่ผ่านมา และจัดให้มีหน่วยเช่นเดียวกับค่าธรรมเนียมของบริการ currency options กล่าวคือ มีหน่วยเป็นร้อยละของอัตราแลกเปลี่ยนที่ตกลงกันในสัญญา put option ดังนั้นจึงอาจนำไปเปรียบเทียบกับค่าธรรมเนียมของ put option ได้ว่าที่สถาบันการเงินเรียกเก็บนั้นสูงหรือต่ำกว่าความเสี่ยงหรือโอกาสขาดทุนที่สถาบันการเงินเข้าไปรับแทนลูกค้าจากการขาย put option ตามสถิติการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนที่ผ่านมาในอดีต

AAF = ค่าเฉลี่ยของ $100 \times (St. - Y_i) / St.$ โดยรวมเฉพาะกรณีที่ St. มากกว่า Y_i

Y_i = ค่าของเงินมาร์คเยอรมันนี เยนญี่ปุ่น และฟรังก์สวิสคำนวณจาก offered rate ในแต่ละวัน มีหน่วยเป็นดอลลาร์ สรอ.

St. = อัตราแลกเปลี่ยนที่ตกลงกันไว้ในสัญญา (หรือ strike price ในสัญญา put option) ในวันซึ่งถือเป็นวันเริ่มต้นของวงจร k เดือน ($k=1,3$)

MAAF = ค่าเฉลี่ยของ AAF หรือผลรวมของ AAF ในวงจร k เดือน จำนวน J วงจร แล้วหารด้วย J

ในที่นี้จะเลือกทดสอบอัตราแลกเปลี่ยนของแต่ละสกุลที่ St. สามระดับ คือ St. ที่มีค่าเฉลี่ย CV หรือสัมประสิทธิ์การแปรปรวน ต่างระดับกัน คือ CV อยู่ในระดับสูง กลาง และต่ำ (ดูรูปที่ 7 ถึงรูปที่ 9) อีกเงื่อนไขหนึ่งของการเลือก St. คือ ควรเป็นอัตราแลกเปลี่ยนที่เคยเกิดขึ้นแล้วในอดีตหลายครั้ง (หรือ J มีค่าสูง ดูรูปที่ 4 ถึงรูปที่ 6) เพื่อความน่าเชื่อถือของค่าเฉลี่ย CV และ MAAF

ตารางที่ 2 แสดงผลจากการสำรวจเกี่ยวกับการตั้งราคาค่าธรรมเนียม put option ในกรณีที่สถาบันการเงินตกลงกับลูกค้ารายต่อรายหรือ OTC เป็นต้น

1. ค่าเฉลี่ย CV ในรอบ 3 เดือนของอัตราแลกเปลี่ยนแต่ละระดับเป็นดัชนีที่ช่วยวัดความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนได้ดีพอควรทั้งนี้เป็นเพราะมี MAAF มาช่วยสนับสนุน กล่าวคือ ในระดับอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความผันผวนมากๆ ก็ควรจะก่อความเสี่ยงที่จะขาดทุนมากขึ้นให้กับผู้ขาย OTC currency options ในที่นี้เครื่องชี้ความเสี่ยงหรือ MAAF (ซึ่งแสดงถึงค่าเฉลี่ยของความเสี่ยงหรือส่วนขาดทุนโดยเฉลี่ยที่ผู้ขาย put option จะต้องรับภาระ) ก็มีค่ามากขึ้นตามระดับของ CV ถูกต้องตามเหตุผล ทั้งนี้เป็นจริงเมื่อวัดความเสี่ยงหรือส่วนขาดทุนโดยเฉลี่ยทั้งในรอบ 1 เดือนและ 3 เดือนหลังจากเริ่มสัญญา OTC put option (ตามที่แสดงโดย MAAF 1 เดือนและ MAAF 3 เดือน)

2. สถาบันการเงินได้กำหนดราคาค่าธรรมเนียม OTC put option อย่างมีเหตุผลเป็นส่วนใหญ่ ในระดับอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความผันผวนมากขึ้น ซึ่งจะเพิ่มโอกาสขาดทุนโดยเฉลี่ยมากขึ้นด้วยนั้น สถาบันการเงินก็เรียกเก็บค่าธรรมเนียมของบริการ OTC put option ที่แพงขึ้นเสมือนกับว่าทางฝ่ายสถาบันการเงินผู้ขายบริการ OTC currency options นั้น ได้ทำการสำรวจและทราบขนาดความแปรปรวนของอัตราแลกเปลี่ยนในแต่ละระดับอยู่ก่อนแล้ว จึงค่อยกำหนดราคาค่าธรรมเนียม โดยใช้ข้อสมมุติฐานว่า การผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตจะเป็นเช่นเดียวกับในอดีต

3. หากเปรียบเทียบค่าธรรมเนียมของ OTC put option และโอกาสขาดทุนโดยเฉลี่ยหรือ MAAF แล้ว จะเห็นได้ว่าสถาบันการเงินที่ขายบริการ OTC currency options เหล่านี้ตั้งราคาค่าธรรมเนียมสูงเกิน MAAF หรือความพอดีทุนอยู่เสมอ การตั้งราคา OTC currency options สูงเกินต้นทุนเช่นนี้อาจเนื่องมาจากหลายสาเหตุ เช่น สถาบันการเงินต้องการตั้งราคาไว้ในทางปลอดภัยก่อนอื่น เพราะไม่แน่ใจว่าการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตจะคล้ายคลึงกับที่เป็นมาในอดีตเสมอไป และ/หรือ สถาบันการเงินไม่กลัวที่ลูกค้าจะหนีไปพึ่งสถาบันการเงินอื่นๆ เพราะสถาบันการเงินที่เสนอบริการ OTC currency options ในปัจจุบันไม่ค่อยมีคู่แข่งขึ้นในการเสนอบริการนั้น และ/หรือ สถาบันการเงินต้องการให้ความยืดหยุ่นหรือเปิดโอกาสให้กับลูกค้าอย่าง

เต็มที่ในการเลือก strike price ตามที่ตนต้องการ ซึ่งมีโอกาสที่จะใกล้เคียงกับ spot price มาก ดังนั้นสถาบันการเงินจึงเรียกเก็บค่าธรรมเนียมสูง เพราะต้องการผลตอบแทนชดเชยกับความยืดหยุ่น ที่มีให้แก่ลูกค้าเช่นนั้น

ตารางที่ 2 เปรียบเทียบค่า CV ค่าธรรมเนียมของ OTC put option และค่า MAAF*

สกุลเงิน	อัตราแลกเปลี่ยน	ค่า CV เฉลี่ย	ค่าธรรมเนียม 1 เดือน	MAAF 1 เดือน	ค่าธรรมเนียม 3 เดือน	MAAF 3 เดือน
DM	1.8560	1.16	1.69	0.06	2.66	0.28
	(11/3/87)	(J=5)		(J=5)		(J=4)
	1.8080	2.34	1.82	0.21	2.66	0.34
	(16/4/87)	(J=6)		(J=6)		(J=5)
	2.0060	3.39	2.05	0.39	3.05	3.10
	(3/10/86)	(J=4)		(J=3)		(J=2)
Yen	128.00	1.15	1.27	0.50	2.02	0.46
	(19/3/88)	(J=4)		(J=3)		(J=2)
	153.60	2.95	1.50	0.27	2.25	0.97
	(21/2/87)	(J=5)		(J=3)		(J=2)
	153.75	3.24	1.55	0.51	2.20	1.26
	(24/2/87)	(J=4)		(J=2)		(J=2)
SF	1.6730	1.27	1.66	0.06	2.51	0.36
	(7/8/86)	(J=8)		(J=5)		(J=4)
	1.6290	2.63	1.80	0.09	2.60	0.88
	(6/1/87)	(J=10)		(J=7)		(J=5)
	1.9330	3.10	1.75	0.58	2.70	1.22
	(13/3/86)	(J=7)		(J=5)		(J=4)

* อัตราแลกเปลี่ยนในตารางนี้คือ strike price หรืออัตราแลกเปลี่ยนที่ตกลงกันไว้ในสัญญา และในกรณีของ OTC put option สถาบันการเงินอนุญาตให้ใช้อัตราในตลาดทันทีที่เป็น strike price ในที่นี้จึงถือเอาอัตราปิดในตลาดทันทีที่นิวยอร์กเป็น strike price ส่วนวัน/เดือน/ปี ในวงเล็บ คือ วันที่สถาบันการเงินประกาศราคาค่าธรรมเนียมของ currency options ในหน้าหนังสือพิมพ์ ซึ่งลงวันที่ล่าหลังจากวันที่ค่าธรรมเนียมมีผลใช้ 1 วัน

ค่า CV = สัมประสิทธิ์การแปรปรวนของอัตราแลกเปลี่ยนในรอบ 3 เดือนที่เริ่มจาก
อัตราแลกเปลี่ยนนั้น มีหน่วยเป็นร้อยละของอัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ย
ในรอบ 3 เดือนนั้น

ค่าธรรมเนียมของ put option = upfront fee มีหน่วยเป็นร้อยละของอัตรา
แลกเปลี่ยนที่ตกลงกันไว้ในสัญญาหรือ strike price ในสัญญา
OTC options

MAAF = ค่าเฉลี่ยของความเสียหายหรือส่วนขาดทุนโดยเฉลี่ยของผู้ขาย put option
มีหน่วยเป็นร้อยละของอัตราแลกเปลี่ยนที่ตกลงกันไว้ในสัญญา

J = จำนวนวงจรที่เริ่มต้นด้วยอัตราแลกเปลี่ยนที่ระบุในที่นี้

ตารางที่ 3 แสดงผลการสำรวจเกี่ยวกับการตั้งราคาค่าธรรมเนียม put option
ในกรณีที่สถาบันการเงินผู้ขายทำหน้าที่เป็นนายหน้าติดต่อกับตลาดต่างประเทศให้ผู้ซื้อ โดยสถาบัน
การเงินผู้ขายอาจนำสัญญาไปซื้อขายต่อในตลาดระหว่างประเทศหรือ exchange traded (ET)
ข้อแตกต่างที่สำคัญระหว่าง ET options และ OTC options คือ อัตราแลกเปลี่ยนที่ตกลงกัน
ในสัญญาหรือ strike price ของ ET options จะถูกระบุไว้ตายตัววันต่อวันเพื่อให้สอดคล้องกับ
strike price ที่ใช้ในตลาดระหว่างประเทศ ลูกค้าจึงไม่สามารถที่จะขอเปลี่ยนแปลงให้ตรงตาม
ความต้องการของตนได้ อย่างไรก็ตาม อัตราที่ตกลงกันในสัญญารายวันของ ET options นี้
ก็ใกล้เคียงพอควรกับอัตราปิดในตลาดทันที ดังที่ได้แสดงให้เห็นในตารางที่ 4

วิธีการคำนวณความเสี่ยงที่จะขาดทุนโดยเฉลี่ยหรือ AAF ของ ET options ในตารางที่
3 ก็คล้ายคลึงกับวิธีในกรณีของ OTC options ต่างกันแต่เพียงว่าอัตราแลกเปลี่ยน ในตลาดทันที ณ
วันเริ่มต้นของแต่ละวงจรในกรณีของ ET options นั้นไม่ถือเป็น strike price ดังเช่น
ในกรณีของ OTC options แต่ strike price ในแต่ละวงจรของ ET options จะถูก
กำหนดขึ้นต่างหากอย่างตายตัวตามที่กล่าวข้างต้น สิ่งที่เป็นตัวกำหนดวันเริ่มต้นของวงจร ได้แก่
วันที่ที่สถาบันการเงินผู้ขายประกาศใช้ค่าธรรมเนียม ET options นั้นๆ และวงจรแต่ละวงจร
ก็จะมีอายุ 1 หรือ 3 เดือนตามประกาศ อีกนัยหนึ่ง ตารางที่ 3 แสดงถึงการเปรียบเทียบค่าธรรมเนียม
ของ ET put option ที่สถาบันการเงินเรียกเก็บจริงในอดีต กับความเสี่ยงหรือส่วนขาดทุน
โดยเฉลี่ย (AAF) ที่ผู้ขาย ET put option จะต้องรับภาระจากการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน
ที่แท้จริงในอดีต

ตารางที่ 3 เปรียบเทียบค่า CV ค่าธรรมเนียมของ exchange-traded put option และค่า AAF*

สกุลเงิน	strike price	ค่า CV เฉลี่ย	ค่าธรรมเนียม 1 เดือน	AAF 1 เดือน	ค่าธรรมเนียม 3 เดือน	AAF 3 เดือน
DM	1.8585	1.11	1.88	0.09	3.10	0.79
	(11/3/87)	(J=1)				
	1.8110	1.97	1.88	0.98	3.10	0.87
	(25/3/87)	(J=7)				
	1.9805	3.28	1.92	1.50	3.22	1.50
YEN	(4/12/86)	(J=3)				
	126.99	0.79	1.18	0.05	1.90	0.78
	(23/3/88)	(J=2)				
	153.60	2.95	2.00	0.11	2.77	0.11
	(26/2/87)	(J=5)				
SF	153.47	3.29	2.01	0.20	3.34	0.20
	(5/3/87)	(J=2)				
	1.6210	2.38	2.04	0.26	3.44	0.26
	(6/1/87)	(J=1)				
	1.5590	2.76	1.96	0.68	3.20	0.68
	(7/8/87)	(J=1)				
	1.6345	3.14	2.06	1.44	3.48	2.53
	(3/9/86)	(J=2)				

* ดูคำอธิบายใต้ตารางที่ 2 ประกอบ

ตารางที่ 4 เปรียบเทียบ strike price ใน ET option กับ spot price ในวันเดียวกัน*

Deutschemark/US\$		Yen/US\$		Swiss Franc/US\$	
1.8585	(1.8560)	126.99	(127.05)	1.6210	(1.6290)
1.8110	(1.8230)	153.60	(153.40)	1.5590	(1.5760)
1.9805	(1.9700)	153.47	(153.80)	1.6345	(1.6350)

* อัตราแลกเปลี่ยนนอกวงเล็บ คือ strike price ของ ET option ในตารางที่ 3 ส่วนอัตราแลกเปลี่ยนในวงเล็บคืออัตราปิดของตลาดนิวยอร์กในวันเดียวกัน

ข้อสรุป 2 ประการจากตารางที่ 2 เป็นจริงสำหรับตารางที่ 3 เช่นกัน กล่าวคือ AAF ช่วยยืนยันว่า ค่าเฉลี่ย CV หรือสัมประสิทธิ์การแปรปรวน เป็นดัชนีที่ช่วยวัดความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนได้ดีพอควร เพราะในระดับอัตราแลกเปลี่ยนที่มีค่าเฉลี่ย CV สูงขึ้น สถาบันการเงินที่ขาย ET put option ซึ่งมีอัตราแลกเปลี่ยนนั้นๆ เป็น strike price ก็จะต้องรับความเสี่ยงหรือส่วนขาดทุนโดยเฉลี่ย (AAF) มากขึ้น ประการที่สองคือ ค่าธรรมเนียมที่สถาบันการเงินเรียกเก็บจากการขาย ET put option นั้นสูงเกินความพอเหมาะสมควร เพราะค่าธรรมเนียมเหล่านั้นสูงกว่าความเสี่ยงหรือส่วนขาดทุนโดยเฉลี่ยของสถาบันการเงินในแทบทุกกรณีเช่นเดียวกับการตั้งราคาของ OTC put option

อย่างไรก็ตาม เป็นที่น่าสังเกตว่า ราคาค่าธรรมเนียมของ ET put option ไม่ได้แปรผันตามค่าเฉลี่ย CV เป็นส่วนใหญ่อ้างอิงในกรณีของ OTC put option และค่าธรรมเนียมของ ET currency options มักจะไม่ค่อยเปลี่ยนแปลงอย่างสม่ำเสมอหรือเป็นรายวัน อีกนัยหนึ่งคือ ค่าธรรมเนียมนี้ค่อนข้างคงที่ในแต่ละ 1-2 สัปดาห์ ขณะที่เงื่อนไขหรือตัวแปรที่เปลี่ยนแปลงอยู่ทุกๆ วัน ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยนที่กำหนดไว้ก่อนหน้านี้ หรือ strike price สาเหตุที่ค่าธรรมเนียมของ ET currency options ค่อนข้างคงตัวนี้ เนื่องมาจากสถาบันการเงินที่ขายบริการจำเป็นต้องทำตามมาตรฐานสากล และการที่ค่าธรรมเนียมในมาตรฐานสากลไม่ค่อยเปลี่ยนแปลงลงเป็นเพราะผู้ควบคุมตลาดระหว่างประเทศต้องการเพิ่มประสิทธิภาพและความรวดเร็วในการประมวลคำสั่งซื้อขายให้ทันต่อเหตุการณ์ และการกำหนด strike price ให้แตกต่างจาก spot price ได้นั้นก็อาจเป็นปัจจัยสำคัญ (แทนการเปลี่ยนแปลงค่าธรรมเนียม) ที่เข้ารับหรือชดเชยความเสี่ยงอันเนื่องมาจากบริการ currency options นอกจากนั้นบริการทางการเงินรุ่นใหม่หลายประเภทในตลาด futures

และ options ก็มักมีข้อบังคับให้ลูกค้ารับจ่ายส่วนต่างหรือปรับฐานะ margin ของตนตามราคาปิดของแต่ละวันอยู่แล้ว ดังนั้นค่าธรรมเนียมของการเข้าทำสัญญาตั้งแต่ต้นจึงมีความสำคัญลดน้อยลงเมื่อเทียบกับอัตราแลกเปลี่ยนที่ผันแปรในแต่ละวัน และแนวโน้มของปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจของประเทศเจ้าของสกุลเงิน

Interest Rate Options

1. ความหมายและกลไกพื้นฐาน

Interest rate options (IR options) ที่จะกล่าวถึงในที่นี้รวมเฉพาะบริการทางการเงินที่สถาบันการเงินในประเทศไทยเสนอให้แก่ลูกค้า เพื่อช่วยในการบริหารหนี้สินและทรัพย์สิน โดยเฉพาะในแง่ดอกเบี้ย บริการเหล่านี้ ได้แก่ cap, floor, collar และ swap option ทั้งนี้ได้รวมถึงบริการทางการเงินอื่นๆ ที่เป็นข้อผูกมัดตายตัว เช่น forward rate agreement หรือบริการทางการเงินที่ยังหาไม่ได้ภายในประเทศไทย เช่น interest rate futures และ options on futures

Cap คือการกำหนดเพดานของอัตราดอกเบี้ยที่ลูกหนี้ประเภทอัตราดอกเบี้ยลอยตัวสามารถซื้อบริการเพื่อใช้จำกัดความเสี่ยง เพราะอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงในสัญญาสินเชื่ออาจเพิ่มสูงขึ้นได้อีกในอนาคต ผลประโยชน์โดยตรงจาก cap คือ การป้องกันมิให้ต้นทุนของธุรกิจที่ใช้สินเชื่อเพิ่มสูงขึ้นเกินขอบเขต ส่วน floor คือ การกำหนดอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่ลูกหนี้เงินฝากประเภทอัตราดอกเบี้ยลอยตัวสามารถซื้อบริการ เพื่อใช้รับประกันระดับผลตอบแทนที่จะได้รับจากเงินฝากของตน เพราะอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงในสัญญาเงินฝากอาจลดลงได้ในอนาคต

สินเชื่อหรือเงินฝากประเภทอัตราดอกเบี้ยลอยตัวที่อ้างอิงข้างต้น ไม่จำเป็นต้องเป็นสินเชื่อหรือเงินฝากที่ลูกค้ามีข้อผูกพันอยู่แล้วกับสถาบันการเงินที่เสนอบริการ cap และ floor นอกจากนั้นลูกค้าก็ไม่จำเป็นต้องมีวงเงินสินเชื่อกับสถาบันการเงินที่ขาย IR options ก่อนที่จะซื้อบริการ IR options เช่นกัน แต่อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่ใช้เป็นมาตรฐานในบริการประเภท cap และ floor นั้นจะต้องเป็นอัตราดอกเบี้ยที่แสดงถึงสภาพคล่องที่แท้จริงของตลาดเงินในสกุลนั้นๆ ตัวอย่างเช่น ในสกุลเงินดอลลาร์ สรอ. ได้แก่ LIBOR หรือ SIBOR สำหรับ cap และ LIBID หรือ SIBID สำหรับ

floor ส่วนในสกุลเงินบาทได้แก่ Citinote, IFCT-note หรือ Chasenote สำหรับ cap และ อัตราเหล่านี้หักด้วย $x\%$ สำหรับ floor จุดเด่นอีกประการหนึ่งของ cap และ floor คือ บริการทั้งสองประเภทนี้เป็นสิทธิ์หรือทางเลือกของผู้ซื้อ มีข้อผูกพัน กล่าวคือ เมื่ออัตราดอกเบี้ยอ้างอิงไม่สูงกว่า cap หรือไม่ต่ำกว่า floor ทั้งลูกค้าและสถาบันการเงินที่ขาย IR options ต่างก็ไม่มีส่วนได้หรือส่วนเสียแต่อย่างใด สถาบันการเงินที่ขาย IR options จะชดเชยส่วนต่างให้แก่ลูกค้าก็ต่อเมื่ออัตรานั้นๆ สูงกว่า cap หรือต่ำกว่า floor อีกนัยหนึ่งคือ ลูกค้าสินเชื่อ (เงินฝาก) ประเภทอัตราดอกเบี้ยลอยตัวจะได้รับประโยชน์ตามปกติเมื่ออัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ (สูง) หรือแนวโน้มที่ลดลง (สูงขึ้น) แต่ก็มีสิ่งค้ำประกันว่าอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อ (เงินฝาก) ของตนจะไม่สูง (ต่ำ) กว่าระดับหนึ่ง แม้ว่าอัตราดอกเบี้ยจะอยู่ในแนวโน้มที่สูงขึ้น (ต่ำลง) ก็ตาม

เพื่อให้ได้มาซึ่งสิทธิ์หรือประโยชน์ดังกล่าว ลูกค้าจำเป็นต้องจ่ายค่าธรรมเนียม (upfront fee) ให้แก่สถาบันการเงินที่เสนอบริการเมื่อเริ่มสัญญา หรือหากมองในแง่ของผู้เสนอบริการ IR options สถาบันการเงินก็ต้องการรายได้หรือผลตอบแทนทันทีจากการเข้ารับความเสี่ยงในการผันผวนของอัตราดอกเบี้ยแทนลูกค้า ส่วนหนึ่งของรายได้นั้นคงถูกสถาบันการเงินใช้ไปในการป้องกันความเสี่ยงให้แก่ตนเองอีกทอดหนึ่งเช่นการซื้อ options จากตลาดระหว่างประเทศในเงื่อนไขใกล้เคียงกับที่ได้ให้แก่ลูกค้า

ปัจจัยที่สถาบันการเงินคำนึงถึงในการกำหนด cap rate และ floor rate นอกเหนือจากความต้องการของลูกค้าแล้วมีหลายปัจจัย ได้แก่ ปริมาณของเงินต้นที่เกี่ยวข้อง อายุของสินเชื่อหรือเงินฝาก การคาดคะเนเกี่ยวกับฐานะเศรษฐกิจของประเทศ แนวโน้มของอัตราดอกเบี้ย ช่วงเวลาหรือความถี่ของการคำนวณดอกเบี้ย (เช่น รายเดือนหรือรายไตรมาส) ฐานะการเงินหรือผลการดำเนินงานและความน่าเชื่อถือทางเครดิตของลูกค้า ปัจจัยเหล่านี้รวมทั้งระดับของ cap/floor rate ต่างก็มีอิทธิพลต่อการกำหนดค่าธรรมเนียมของ IR options เช่นกัน ตัวอย่างเช่น อายุของสินเชื่อที่ยาว cap rate ที่อยู่ในระดับต่ำ ความถี่ที่สูงขึ้นของการคำนวณดอกเบี้ย และแนวโน้มของอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นมักมีผลให้สถาบันการเงินเรียกเก็บค่าธรรมเนียมของ cap สูงขึ้น เพราะกรณีดังกล่าวเพิ่มความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ยให้แก่สถาบันการเงินมากขึ้น สถาบันการเงินจึงจำเป็นต้องเรียกเก็บค่าตอบแทนที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยหรือหาแหล่งป้องกันความเสี่ยงสำหรับตนเองอีกทอดหนึ่ง

เมื่อครบกำหนดช่วงเวลาของการคำนวณดอกเบี้ย ซึ่งตามปกติมักใช้เป็นรายไตรมาส สถาบันการเงินผู้ขาย cap/floor ก็จะนำสถิติอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงมาหาค่าเฉลี่ย (เป็นรายวัน รายสัปดาห์ หรือรายเดือน ตามแต่ข้อตกลง) ในช่วงไตรมาสที่ผ่านมา เพื่อนำไปเปรียบเทียบกับ cap

rate หรือ floor rate ตามข้อตกลง หากสูงกว่าหรือต่ำกว่าตามลำดับ สถาบันการเงินก็จะจ่ายค่าชดเชยให้แก่ลูกค้าเท่ากับส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยคูณกับจำนวนเงินต้นและจำนวนวัน ตามที่ได้ตกลงกันไว้ในสัญญาสำหรับช่วงไตรมาสนั้นๆ

นอกเหนือจาก cap และ floor แล้ว สถาบันการเงินในประเทศไทยก็ยังเสนอบริการทางการเงินที่ประเภค cap และ floor เข้าด้วยกันอีกที่เรียกว่า collar หรือ minimax บริการทางการเงินประเภท collar นี้เป็นข้อตกลงระหว่างลูกค้าและสถาบันการเงินเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงว่า หากอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงตามภาวะตลาดที่แท้จริงสูงกว่า ceiling ของ collar สถาบันการเงินก็จะชดเชยแก่ลูกค้าเท่ากับส่วนต่างระหว่าง ceiling และอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงคูณกับจำนวนเงินต้นและจำนวนวันตามที่ตกลงกันไว้ในสัญญา แต่หากอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงตามภาวะตลาดที่แท้จริงต่ำกว่า floor ของ collar ลูกค้ากลับเป็นฝ่ายที่จะต้องชดเชยแก่สถาบันการเงินเท่ากับส่วนต่างระหว่าง floor และอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงคูณกับจำนวนเงินต้นและจำนวนวันตามที่ตกลงกันไว้ในสัญญา หากอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงตามภาวะตลาดอยู่ระหว่าง ceiling และ floor ของ collar ทั้งลูกค้าและสถาบันการเงินที่ขาย collar ต่างก็ไม่มีส่วนได้หรือส่วนเสียแต่อย่างใด โดยสรุป collar เป็นบริการทางการเงินที่ช่วยจำกัดการแปรผันของภาวะดอกเบี้ยของลูกค้าให้อยู่ในระหว่างขอบเขตที่กำหนดล่วงหน้าได้อย่างแน่นอน สิทธิ์หรือความสามารถที่จะจำกัดการแปรผันของภาวะดอกเบี้ยนี้ ก่อประโยชน์ให้แก่ลูกค้าสินเชื่อบริการอัตราดอกเบี้ยลอยตัว โดยเฉพาะในช่วงเวลาที่สภาพคล่องในตลาดการเงินผันผวนเป็นอันมาก เพื่อให้ได้มาซึ่งสิทธิ์หรือความสามารถนั้น ลูกค้าจำเป็นต้องจ่ายค่าธรรมเนียม (upfront fee) ให้แก่สถาบันการเงินที่เสนอบริการเมื่อเริ่มสัญญาในทำนองเดียวกับบริการทางการเงินประเภท cap และ floor

Swap option คือ การกำหนดระดับสูงสุดหรือต่ำสุดของส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในเงินสองสกุล บริการ swap option นี้จะให้ประโยชน์แก่ผู้ที่พึ่งเงินทุนจากต่างประเทศและผู้ที่มีรายได้จากต่างประเทศตั้งเช่นรายละเอียดต่อไปนี้ เอกชนบางจำพวกนิยมกู้เงินทุนจากต่างประเทศเพื่อนำมาลงทุนหรือใช้จ่ายภายในประเทศแทนที่จะกู้ยืมโดยตรงจากตลาดภายในประเทศ สาเหตุหลักของธุรกรรมประเภทนี้ (swap) คือ อัตราดอกเบี้ยในสกุลเงินตราต่างประเทศมักจะต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในสกุลเงินบาท อย่างไรก็ตาม การจัดหาเงินทุนในอัตราดอกเบี้ยต่ำด้วยวิธีนี้ก็ก่อความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนควบคู่กันไป เพราะค่าของเงินสกุลนั้น ๆ เมื่อเทียบกับเงินบาทในวันชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยในอนาคตอาจผันแปรไปได้เป็นอันมากจากระดับของอัตราแลกเปลี่ยนในวันนำเงินทุนเข้าประเทศ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับสภาวะการซื้อขายเงินตราต่างประเทศในตลาดโลกและนโยบาย

อัตราแลกเปลี่ยนของทางการ ดังนั้นหากไม่มีการค้าประกันอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตด้วยวิธีใดวิธีหนึ่ง (เช่น outright forward, currency options, currency futures) การจัดหาเงินทุนหรือเงินกู้ด้วยวิธี swap นี้ ก็อาจก่อให้เกิดส่วนขาดทุนอันเนื่องมาจากอัตราแลกเปลี่ยนได้ง่าย ซึ่งจะทำให้ต้นทุนของเงินทุนหรือเงินกู้นั้นสูงขึ้น และส่งผลเสียกระทบถึงผลประโยชน์สุทธิของโครงการลงทุน พร้อมทั้งฐานะทางการเงินของเจ้าของกิจการได้

การค้าประกันอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตแทบทุกวิธีจะขึ้นอยู่กับส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในเงินสองสกุลนั้นเป็นปัจจัยสำคัญ กล่าวคือ ค่าธรรมเนียมในการซื้อเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าจะมีค่าเกี่ยวข้องโดยตรงกับส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย ตัวอย่างเช่น ตามปกติ เงินดอลลาร์สหรัฐในตลาดล่วงหน้าจะมีค่าเป็นเงินบาทแพงกว่าในตลาดทันทีเท่ากับค่าธรรมเนียม (premium) เพราะอัตราดอกเบี้ยในสกุลเงินดอลลาร์ สหรัฐ มักจะต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในสกุลเงินบาท หากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยนี้เพิ่มสูงขึ้น ค่าธรรมเนียมก็จะสูงขึ้นตามกัน ด้วยเหตุนี้ บริการ swap option จึงสามารถให้ประโยชน์แก่ผู้ที่จัดหาเงินทุนด้วยวิธี swap เงินทุนจากต่างประเทศได้ ทั้งนี้เพราะธุรกิจเอกชนที่จัดหาเงินทุนด้วยวิธี swap มักจะซื้อเงินตราต่างประเทศในตลาดล่วงหน้าเพื่อค้าประกันอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต การที่บริการ swap option ช่วยจำกัดระดับสูงสุดของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย ก็จะเท่ากับช่วยจำกัดค่าใช้จ่ายอันเนื่องมาจากค่าธรรมเนียมในการค้าประกันอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า

ในทางปฏิบัติลูกค้าที่ต้องการซื้อ swap option จะต้องระบุถึงจำนวนเงินต้น (โดยปกติวงเงินขั้นต่ำคือ 1 ล้านดอลลาร์ สหรัฐ) อายุของสัญญา สกุลเงินกู้ และช่วงเวลาหรือความถี่ในการคำนวณดอกเบี้ย หลังจากนั้นจะเป็นการต่อรองเกี่ยวกับระดับสูงสุดของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (strike price) และค่าธรรมเนียม (upfront fee) หลังจากที่ถูกชำระค่าธรรมเนียมตั้งแต่เริ่มสัญญาแล้ว หากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยในระหว่างช่วงเวลาของการคิดดอกเบี้ยสูงกว่าระดับสูงสุดของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่ได้ตกลงไว้ในสัญญา สถาบันการเงินที่ขาย swap option ให้แก่ลูกค้าก็จะชดเชยให้แก่ลูกค้าเท่ากับส่วนเกินคูณจำนวนเงินต้นและระยะเวลา (หากไม่สูงกว่าก็ไม่มีฝ่ายใดได้หรือเสียประโยชน์แต่อย่างใด) การชดเชยดังกล่าวจึงเกือบจะเท่ากับเป็นการค้าประกันว่าต้นทุนทั้งสิ้น (เมื่อรวมค่าธรรมเนียมในการค้าประกันอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าแล้ว) ของการจัดหาเงินบาทผ่านเงินกู้จากต่างประเทศจะไม่สูงเกินระดับใดระดับหนึ่ง ทั้งนี้ลูกค้าไม่จำเป็นต้องไปซื้อเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าเพื่อค้าประกันอัตราแลกเปลี่ยนจากแหล่งใด ๆ ก่อนที่จะได้รับค่าชดเชยจากสถาบันการเงินผู้ขาย swap option แท้ที่จริงแล้ว ลูกค้าจะซื้อเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า

เพื่อปกป้องตนเองหรือไม่นั้นเป็นการตัดสินใจของลูกค้าแต่เพียงฝ่ายเดียว มิได้เกี่ยวข้องกับหรือเป็นเงื่อนไขประการหนึ่งของสัญญา swap option

ตามปกติแล้วค่าธรรมเนียมสำหรับบริการ swap option ที่สถาบันการเงินเรียกเก็บจะสูงขึ้น หากอายุของสัญญายาวนานขึ้น และ/หรือ ระดับสูงสุดของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่ระบุในสัญญาลดลง และ/หรือ ความถี่ที่สูงขึ้นของการคำนวณดอกเบี้ย และ/หรือ อัตราดอกเบี้ยในสกุลเงินที่เกี่ยวข้องมีความผันผวนมาก เพราะในกรณีดังกล่าว ความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ยที่สถาบันการเงินเข้าไปรับแทนลูกค้าจะมีความขึ้น สถาบันการเงินจึงจำเป็นต้องคิดค่าตอบแทนที่สูงขึ้น เป็นที่น่าสังเกตว่า สถาบันการเงินจะเรียกเก็บค่าตอบแทนนี้ตั้งแต่จุดเริ่มต้นของสัญญา ในทำนองเดียวกับสัญญา cap และ floor เพราะนอกจากสถาบันการเงินต้องการผลประโยชน์อย่างคุ้มทุนแล้ว สถาบันการเงินยังสามารถนำบางส่วนของรายได้นี้ไปซื้อ options จากตลาดต่างประเทศในเงื่อนไขที่ใกล้เคียงกับที่ให้แก่ลูกค้า เพื่อคุ้มครองตนเองบ้างในแง่ความเสี่ยงจากการผันแปรของอัตราดอกเบี้ย

อัตราดอกเบี้ยที่ใช้ในการคำนวณส่วนต่างเพื่อนำไปเปรียบเทียบกับระดับสูงสุดของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่ได้ตกลงกันไว้ในสัญญานั้น มักจะต้องเป็นอัตราดอกเบี้ยที่แสดงถึงสภาพคล่องอย่างแท้จริงของตลาดเงิน เช่น Citinote สำหรับเงินบาท และ SIBOR หรือ LIBOR สำหรับเงินดอลลาร์สหรัฐ. วิธีการคิดเฉลี่ยอัตราดอกเบี้ยเพื่อนำไปหาส่วนต่างก็คิดได้หลายแบบแล้วแต่ความต้องการของลูกค้า เช่น เฉลี่ยรายวัน รายสัปดาห์ รายเดือนหรือ point-to-point ช่วงเวลา (หรือความถี่) ของการคำนวณดอกเบี้ยก็เช่นกัน (แม้ว่าส่วนใหญ่จะใช้รายไตรมาส)

รายละเอียดและตัวอย่างที่กล่าวถึงข้างต้นทั้งสิ้นแสดงให้เห็นว่า swap option เป็นบริการการเงินที่สามารถให้ประโยชน์แก่ผู้ถือหนี้สินเงินตราต่างประเทศอันเนื่องมาจากธุรกรรม swap ในทางกลับกัน ผู้ถือทรัพย์สินเงินตราต่างประเทศก็สามารถใช้บริการนี้ให้เป็นประโยชน์ได้เช่นกันโดยขาย swap option ให้แก่สถาบันการเงิน ตัวอย่างของลูกค้าเช่นนี้ได้แก่ผู้ส่งออกหรือผู้ที่ได้รับอนุญาตให้ถือบัญชีเงินตราต่างประเทศนอกประเทศได้ เมื่อมีข้อตกลงเกี่ยวกับจำนวนเงินต้น สกุลเงิน ระดับสูงสุดของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย ช่วงเวลาการคำนวณดอกเบี้ย และอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงแล้ว หากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าระดับสูงสุดที่ได้ตกลงไว้ในสัญญา ผู้ขาย swap option หรือลูกค้าจะต้องชดเชยให้แก่สถาบันการเงินเท่ากับส่วนเกินคูณจำนวนเงินต้นและระยะเวลา (หากไม่สูงกว่าก็ไม่มีฝ่ายใดได้หรือเสียประโยชน์แต่อย่างใด) บริการ swap option ในกรณีนี้ช่วยค้ำประกันรายได้บางส่วนให้แก่ลูกค้าหรือผู้ส่งออกในรูปแบบค่าธรรมเนียม เพราะสถาบัน

การเงินต้องจ่ายให้แก่ลูกค้าเมื่อเริ่มต้นสัญญา สำหรับการตั้งระดับสูงสุดของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและค่าธรรมเนียม ณ จุดเริ่มต้น ก็ขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายประการดังที่กล่าวข้างต้น

2. ลักษณะเด่น

2.1 ทั้ง cap, floor, collar และ swap option เป็นแต่เพียงสิทธิของผู้ซื้อ มีใช้ข้อผูกพัน ดังนั้นผู้ซื้อจึงได้ประโยชน์จากความยืดหยุ่นที่ยังคงเหลืออยู่ ตัวอย่างเช่น ในขณะที่ cap ช่วยป้องกันไม่ให้อัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้นเกินระดับใดระดับหนึ่งแม้สภาพคล่องของตลาดจะตึงตัวเท่าใดก็ตาม แต่ก็ยังอนุญาตให้ลูกค้าชำระดอกเบี้ยในอัตราต่ำหากสภาพของตลาดเอื้ออำนวยหรืออัตราดอกเบี้ยอยู่ในแนวโน้มที่ลดลง

2.2 เนื่องจากความเป็นสิทธิมีใช้ข้อผูกพัน สถาบันการเงินที่ให้บริการ IR options แก่ลูกค้าจึงไม่จำเป็นต้องรายงานธุรกรรมเหล่านี้ลงในบัญชีงบดุลของตนตามกฎหมายในปัจจุบันของประเทศอุตสาหกรรมส่วนใหญ่ ดังนั้นสถาบันการเงินที่ให้บริการจึงไม่มีภาระที่จะต้องหาเงินกองทุนมาหนุนหลังธุรกรรมเหล่านี้ อีกนัยหนึ่ง คือ บริการ IR options เป็นธุรกรรมนอกบัญชีประเภทหนึ่งที่น่าสนใจแก่สถาบันการเงิน เพราะสามารถทำรายได้ให้แก่สถาบันการเงินโดยไม่ต้องลงทุนไม่สูงเท่าสินเชื่อและการผูกพันอื่นๆ ตามปกติ ซึ่งจำเป็นต้องมีเงินกองทุนหนุนหลัง

2.3 หากเปรียบเทียบกับเครื่องมือทางการเงินอื่นๆ ที่ช่วยให้ลูกค้าต่อสู้กับการผันผวนของอัตราดอกเบี้ยได้บ้าง (เช่น swaps หรือ interest rate futures*) IR options

* ในตลาด interest rate futures เช่น London International Financial Futures Exchanges (LIFFE) หรือ Singapore International Monetary Exchanges (SIMEX) มูลค่าของ interest rate futures ที่ซื้อขายกันส่วนใหญ่อยู่ในระดับตั้งแต่ 1 ล้านดอลลาร์ สรอ. ขึ้นไป โดยมีวันครบกำหนดทุกวันพุธครั้งที่สามของเดือนมีนาคม มิถุนายน กันยายนและธันวาคม ราคาของ futures เหล่านี้เท่ากับ 100 - อัตราดอกเบี้ย (ทศนิยม 2 ตำแหน่ง) ผู้ซื้อขาย futures ทุกรายจะต้องปรับฐานะของตนทุกวันตามราคาของวันสุดท้ายและเพิ่มหรือหักจากเงินฝาก margin ของตนตามกำไร หรือขาดทุนตามลำดับทุกวันทำการ กลยุทธ์ปกติของการทำธุรกิจในตลาด futures มีดังนี้ หากคาดว่าอัตราดอกเบี้ยในอนาคตจะลดลงหรือราคา futures จะสูงขึ้น ลูกค้าควรจะเข้าซื้อ futures ในปัจจุบันหรือถือ long position เพื่อนำไปขายในอนาคตเมื่อราคาสูงขึ้นในทางตรงข้าม หากคาดว่าอัตราดอกเบี้ยในอนาคตจะเพิ่มขึ้นหรือราคา futures จะลดลง ลูกค้าควรจะเข้าขาย futures ในปัจจุบันหรือถือ short position เพื่อที่จะซื้อมาชดเชยในอนาคตเมื่อราคาลดลง

ก็ยังให้ความยืดหยุ่นมากกว่า เพราะการ swap นั้นสินหรือสินทรัพย์จากแบบอัตราดอกเบี้ยลอยตัว เป็นตายตัว หรือตายตัวเป็นลอยตัว หรือจากสกุลเงินหนึ่งไปอีกสกุลเงินหนึ่งอาจก่ออุปสรรคแก่ลูกค้า ได้ง่ายหากสภาพของตลาดในอนาคตไม่เปลี่ยนแปลงไปตามที่คาด สำหรับตลาด interest rate futures ก็เช่นกัน นอกจากจะมีเงื่อนไขรายละเอียดที่ตายตัวและอาจไม่ตรงกับที่ลูกค้าต้องการแล้ว ยังบีบบังคับให้มีการปรับฐานะรายวันอีกด้วย ซึ่งสามารถก่อความจำเป็นให้ลูกค้าต้องเปลี่ยนแปลง ฐานะ margin ของตนบ่อยครั้งได้ง่าย

2.4 เนื่องจาก IR options มีข้อดีหลายประการเมื่อเทียบกับเครื่องมือป้องกันความเสี่ยง ทางด้านอัตราดอกเบี้ยอื่น ๆ ดังที่กล่าวในข้อ 2.3 จึงไม่น่าแปลกใจที่ค่าธรรมเนียมของบริการ IR options อยู่ในระดับสูงกว่าค่าธรรมเนียมของบริการอื่น ๆ ข้อแตกต่างในแง่ที่คล้ายคลึงกับ สถานการณ์ของ currency options

2.5 ลักษณะอีกอย่างหนึ่งที่ IR options คล้ายคลึงกับ currency options คือ ความแพร่หลายของการใช้บริการ และระดับราคาค่าธรรมเนียมขึ้นอยู่กับปัจจัยสำคัญได้แก่ ความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยในสกุลนั้น ๆ ที่ผ่านมานในอดีตและที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต นอกเหนือจากนั้น IR options ก็เหมือนกับ currency options อีกด้วยในแง่ที่ก่อความเสี่ยงแบบไม่สมดุล ให้แก่ผู้ซื้อและผู้ขาย ความไม่สมดุลของความเสี่ยงนี้จึงเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้สถาบันการเงินผู้ขาย IR options ต้องใช้ความระมัดระวังเป็นอย่างมากในการตั้งราคา IR options ให้คุ้มทุน แต่ก็ไม่สูงเกินกำลังของผู้ซื้อส่วนใหญ่

2.6 อย่างไรก็ตาม IR options ยังแตกต่างจาก currency options อย่างชัดเจน ในแง่ขอบข่ายของผู้ใช้ กล่าวคือ ในขณะที่ currency options เป็นประโยชน์โดยตรงแก่ ผู้ที่คาดว่าจะมีรายได้หรือรายจ่ายเป็นเงินตราต่างประเทศในอนาคต เช่น ผู้เข้าประมูลโครงการ หรือผู้ส่งออก แต่ IR options กลับให้ประโยชน์แก่ลูกค้าทุกประเภทที่มีความเสี่ยงจากการผันผวน ของอัตราดอกเบี้ย ดังนั้นผู้ที่ต้องการใช้บริการ IR options โดยทั่วไปรวมถึงสถาบันการเงินด้วย มีใช้ลูกค้าของสถาบันการเงินเหล่านั้นแต่เพียงฝ่ายเดียว สถาบันการเงินสามารถใช้ IR options ให้เป็นประโยชน์ได้หลายแง่หลายมุมในฐานะของตัวกลางผู้ระดมเงินออมมาเพื่อปล่อยสินเชื่อให้แก่ ลูกค้า ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดของประโยชน์นี้ได้แก่ การใช้ cap เข้าช่วยบริหารหนี้สินและทรัพย์สินที่มีอายุชำระคืนต่างกัน เพื่อป้องกันปัญหาเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยที่เคยเกิดขึ้นเสมอจากความไม่สอดคล้อง ระหว่างอายุของทรัพย์สินและหนี้สิน

2.7 เป็นที่น่าสังเกตว่าผู้ขาย cap และ floor รับแต่ความเสี่ยงจากการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยหรือ market risk แต่เพียงด้านเดียว ไม่รวมถึงความเสี่ยงที่เกี่ยวกับความน่าเชื่อถือของลูกค้าหรือ credit risk ดังนั้นธุรกรรมประเภทนี้จึงสร้างรายได้ให้แก่สถาบันการเงิน ขณะที่เพิ่ม ความเสี่ยงน้อยกว่าการปล่อยสินเชื่อตามปกติ นับเป็นข้อดีของ IR options แก่สถาบันการเงินอีกประการหนึ่งนอกเหนือจากที่ได้กล่าวถึงในข้อ 2.2

2.8 หากแยกความเสี่ยงออกเป็น market risk และ credit risk ดังที่กล่าวในข้อ 2.7 ก็จะได้เห็นว่า บริการ cap เป็นทางออกทางหนึ่งสำหรับลูกค้าสินเชื่อที่มีความน่าเชื่อถือทางเครดิตไม่สูงพอ เพราะลูกค้าเช่นนั้นคงประสบอุปสรรคในการขอสินเชื่อประเภทอัตราดอกเบี้ยตายตัวในระดับต่ำ นอกจากนั้นหลังจากที่ลูกค้าเช่นนั้นได้รับสินเชื่ออัตราดอกเบี้ยลอยตัวไปแล้ว ก็คงประสบปัญหาเช่นกันในการขอบริการ swap มาเป็นสินเชื่ออัตราดอกเบี้ยตายตัวเมื่อแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยเอื้ออำนวย ดังนั้นลูกค้าที่มีความน่าเชื่อถือทางเครดิตไม่เพียงพอเช่นนี้ จึงสามารถหาทางออกได้โดยใช้บริการ cap ควบคู่ไปกับสินเชื่ออัตราดอกเบี้ยลอยตัว การประกอบคู่ดังกล่าวจะทำให้ลูกค้าได้รับสินเชื่อโดยที่ภาระดอกเบี้ยอยู่ในขอบเขตจำกัดตามที่ต้องการ สถาบันการเงินที่ขาย cap ก็คงไม่กีดกันลูกค้าเช่นนี้นักเพราะการขายบริการ cap ไม่ก่อ credit risk ให้แก่สถาบันการเงินตามที่กล่าวในข้อ 2.7

2.9 หากพิจารณาถึง IR options ในแง่มุมที่กว้างขึ้น จะเห็นได้ว่าผู้ใช้ IR options เหล่านี้สามารถใช้บริการเพื่อให้บรรลุจุดประสงค์หลัก 2 ประการ ประการแรกคือ IR options ช่วยป้องกันความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการผันผวนของอัตราดอกเบี้ย ประการที่สองคือ IR options ช่วยให้ลูกค้ายืดเกาะกับระดับรายได้ที่สูงพอควรหรือรายจ่ายที่ต่ำพอควร ซึ่งเกิดขึ้นเมื่อบรรยากาศเศรษฐกิจเอื้ออำนวย ตัวอย่างของจุดประสงค์ประการที่สองได้แก่ เจ้าของเงินฝากแบบอัตราดอกเบี้ยลอยตัวต้องการซื้อ floor ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินได้พุ่งขึ้นไปอยู่ในระดับที่สูงมากแล้ว หรือลูกค้าสินเชื่อแบบอัตราดอกเบี้ยลอยตัวต้องการซื้อ cap ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินได้ลดลงไปอยู่ในระดับที่ต่ำมากแล้ว

3. วิวัฒนาการ

Options ได้รับการพัฒนาขึ้นในตลาดระหว่างประเทศหลังจาก swaps ประมาณ 4 ปี กล่าวคือ การใช้บริการ IR options เริ่มแพร่หลายในปี ค.ศ. 1985 ส่วน swaps ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1981 เป็นที่น่าสังเกตว่าปริมาณการซื้อขาย IR options สูงขึ้นมากหลังจาก ปี ค.ศ. 1982 และ

ความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยเป็นแรงกระตุ้นที่สำคัญ อีกปัจจัยหนึ่งที่ชักนำความต้องการบริการ options คือ ระยะเวลาทั้งช่วงระหว่างอุปสงค์ของผู้บริโภคและการผลิตสินค้าโดยผู้ผลิต โดยเฉพาะในกรณีที่อุปสงค์ของผู้บริโภคมีปฏิกิริยาฉับไวกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยดังเช่นกรณีของที่ดิน สิ่งก่อสร้าง และที่อยู่อาศัย หากเปรียบเทียบกับ currency options แล้วในช่วงเวลา 5-6 ปี ที่ผ่านมา (ค.ศ. 1985-86) IR options ได้รับการพัฒนาน้อยกว่า currency options ซึ่งมีตลาดระหว่างประเทศ ระบบสัญญาและเงื่อนไขของการซื้อขายที่เป็นมาตรฐานและแพร่หลายกว่า ตลาดของ IR options อย่างไรก็ตาม IR options เช่น cap และ floor ที่สถาบันการเงินเสนอแก่ลูกค้าก็มีทั้งสองประเภทดังเช่น currency options กล่าวคือ ทั้งแบบ over-the-counter options (OTC) ที่ผู้ขายตกลงกับผู้ซื้อเป็นกรณี ๆ ไป และแบบ exchange traded options (ET) ซึ่งเป็นสัญญาที่มีมาตรฐาน ตัวอย่างเช่น อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่ใช้เป็นส่วนใหญ่ได้แก่ 3-month LIBOR และผู้ซื้อหรือผู้ขายสามารถนำ ET options ไปซื้อขายต่อได้ในตลาดระหว่างประเทศหลายแห่ง ตลาดเหล่านี้ทำหน้าที่เป็นตลาดรองที่ช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้แก่ ET options ข้อแตกต่างระหว่าง OTC options และ ET options ที่น่าสนใจอีกบางประการมีดังนี้ ขณะที่ ET options เกือบทั้งสิ้นมีอายุไม่เกิน 1 ปี แต่ OTC options ที่บริษัทเอกชนต้องการ เช่น cap มักมีอายุยาวนานขึ้นมาก นอกเหนือจากอายุที่แตกต่างกันแล้ว strike prices อันได้แก่ cap rate หรือ floor rate และวันครบกำหนดการคำนวณดอกเบี้ยก็มักจะต่างกันอีกในสัญญา OTC options ต่างฉบับกัน ดังนั้นจึงไม่น่าแปลกใจที่มี OTC options น้อยรายเท่านั้นที่สถาบันการเงินผู้ขายสามารถทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงจากการผันผวนของอัตราดอกเบี้ยให้แก่ตนเองจนปราศจากผลกระทบใดๆ อย่างไรก็ตาม อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่ใช้ในสัญญา OTC options เช่น cap ก็มักเป็นอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานในตลาดเงินระหว่างประเทศได้แก่ LIBOR, 3-month certificate of deposit, 91-day treasury bill การใช้อัตราดอกเบี้ยมาตรฐานเหล่านี้ก็จะเปิดโอกาสให้สถาบันการเงินที่เสนอ OTC options และก่อความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นนั้นสามารถปกป้องตัวเองได้บ้างด้วยธุรกรรมปกติของสถาบันการเงิน แม้จะลำบากในการป้องกันความเสี่ยงด้วยการซื้อ IR options ในเงื่อนไขที่ใกล้เคียงกับที่ได้ขายให้แก่ลูกค้าก็ตาม

4. การกำหนดราคา

หากพิจารณาโครงสร้างและกลไกของ IR options อย่างรอบคอบแล้ว จะเห็นได้ว่าสถาบันการเงินที่เสนอบริการนี้จำเป็นจะต้องใช้ความระมัดระวังเป็นอย่างมากในการตั้งราคา หรือ

ค่าธรรมเนียมของ IR options เพราะแม้ IR options จะไม่เพิ่ม credit risk ให้แก่สถาบันการเงินที่ขายก็ตาม บริการการเงินนี้ก็เพิ่มความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ยให้แก่สถาบันการเงินที่ขายอย่างแน่นอน ดังนั้นสถาบันการเงินที่เสนอบริการคงต้องคำนึงถึงปัจจัยสำคัญ ๆ ต่อไปนี้ ก่อนที่จะตั้งราคา IR options

1. อัตราดอกเบี้ยที่ cap หรือ floor หรือระดับสูงสุดของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย
2. ระดับของอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินท้องถิ่นในขณะนั้นและแนวโน้มในอนาคต
3. ระดับของอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินต่างประเทศในขณะนั้นและแนวโน้มในอนาคต
4. การผันผวนของอัตราดอกเบี้ยในอดีต
5. อายุของสัญญา IR options
6. อัตราการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจเมื่อเปรียบเทียบกับในอดีตและต่างประเทศ
7. อัตราการเพิ่มขึ้นของระดับราคาเมื่อเปรียบเทียบกับในอดีตและต่างประเทศ
8. นโยบายการเงิน การคลัง และการควบคุมการปริวรรต
9. โครงสร้างของหนี้สินและทรัพย์สินของสถาบันการเงิน ในแง่ที่ว่ามีความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ยที่เกี่ยวข้องกับฐานะหนี้สินและทรัพย์สินอยู่แล้วเท่าใดและอย่างไร ก่อนหน้าที่จะเสนอบริการ IR options
10. ตลาดและราคาของการเข้าฝั่งแหล่งป้องกันความเสี่ยงเกี่ยวกับความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยตลาด ในที่นี้รวมถึงตลาดระหว่างประเทศด้วย

ตัวอย่างต่อไปนี้แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยสำคัญดังกล่าวข้างต้นกับการกำหนด

ราคาค่าธรรมเนียมของ IR options

ค่าธรรมเนียมจะสูงขึ้นในกรณีที่

- ลูกค้านเลือกอัตรา cap ที่ต่ำลง
- ลูกค้านเลือกอัตรา floor ที่สูงขึ้น
- ลูกค้าต้องการ IR options ที่มีอายุยาวขึ้น

เนื่องจาก collar เป็นบริการการเงินที่ผนวก cap และ floor เข้าด้วยกัน สถาบันการเงินที่ขาย collar จึงมีโอกาสทั้งได้และเสียจากการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ย (จนต่ำกว่า floor หรือสูงกว่า ceiling ตามลำดับ) ดังนั้น อัตราค่าธรรมเนียมของ collar จึงมักอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าบริการประเภท cap หรือ floor แต่อย่างเดียว นอกจากนั้น ความเสี่ยงที่น้อยลง

ใน collar นี้จึงมักช่วยให้สถาบันการเงินผู้ขายเต็มใจที่จะยืดอายุเวลาของสัญญาให้ยาวขึ้นกว่าสัญญาของ cap หรือ floor แต่อย่างเดียวนั้น อีกนัยหนึ่ง ความแตกต่างระหว่างอายุของสัญญา cap หรือ floor กับอายุของสัญญา collar จึงไม่น่าแปลกใจ กล่าวคือ ในขณะที่อายุของสัญญา cap หรือ floor ส่วนใหญ่ไม่เกิน 1 ปีเพราะสถาบันการเงินไม่สามารถคาดการณ์ความเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในระยะยาวได้แม่นยำ แต่อายุของสัญญา collar หลายสัญญายาวถึง 10 ปี และมากกว่านั้น

5. ธุรกิจในประเทศไทย

สถาบันการเงินที่เสนอบริการประเภท cap และ floor ในประเทศไทยส่วนใหญ่ ได้แก่ สาขาของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศ โดยในระยะแรกลูกค้าสามารถใช้บริการประเภท cap และ floor นี้คุ้มครองเงินกู้และเงินฝากได้เฉพาะในสกุลเงินดอลลาร์ สรอ. ตามลำดับตั้งแต่ประมาณ กลางปี พ.ศ. 2528 ต่อมาในตอนปลายปี พ.ศ. 2529 จึงเริ่มมีการพัฒนาบริการ cap และ floor ในสกุลเงินบาท ในช่วงกลางปี พ.ศ. 2529 เช่นกันสาขาของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศก็ได้เริ่มเสนอบริการประเภท swap option โดยอ้างว่าเพิ่งริเริ่มนำออกใช้ในตลาดเงินของประเทศไทย เป็นแห่งแรก

เป็นที่น่าสังเกตว่าในการเสนอบริการ IR options นี้ สาขาของธนาคารพาณิชย์ ต่างประเทศมีความกระตือรือร้นมากเป็นพิเศษเมื่อเทียบกับสถาบันการเงินอื่น ๆ ในประเทศไทย ทั้งนี้คงเป็นเพราะสาขาของธนาคารต่างประเทศประสบข้อจำกัดที่ไม่สามารถเปิดสาขาขึ้นใหม่ได้เช่นเดียวกับธนาคารพาณิชย์ไทย และยังประสบปัญหาทางด้านสินเชื่อบังคับอีกด้วย ฐานของการประกอบธุรกิจธนาคารพาณิชย์จึงถูกจำกัดให้แคบลง ดังนั้นสาขาของธนาคารพาณิชย์ ต่างประเทศจึงได้ให้ความสนใจเป็นพิเศษแก่กิจกรรมที่ช่วยสร้างรายได้ประเภทค่าธรรมเนียมเช่น IR options หลักฐาน 2 ประการจะชี้ให้เห็นชัดถึงปัญหาของสาขาธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศ ที่กล่าวถึงข้างต้นได้แก่

ก. เหตุผลเบื้องหลังประการหนึ่งของการเสนอบริการ swap option โดยสาขาของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศคงเป็นเพราะไม่สามารถระดมเงินออมภายในประเทศได้อย่างเพียงพอ เนื่องมาจากกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการเปิดสาขาและสินเชื่อบังคับ สาขาของธนาคารต่างประเทศ เหล่านี้จึงมักจำเป็นต้องเข้าพึ่งเงินกู้ระหว่างธนาคารเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญ ทางออกอีกทางหนึ่งของสาขาธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศ คือ สนับสนุนให้ลูกค้าที่ต้องการใช้เงินบาทกู้เงินทุนจาก

ต่างประเทศแทน โดยเสนอบริการ swap option เข้าช่วยค้าประกันให้แก่ลูกค้าได้ว่าต้นทุนของการกู้จากต่างประเทศทั้งสิ้น (รวมทั้งที่เนื่องมาจากการค้าประกันอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าแล้ว) จะไม่สูงเกินระดับใดระดับหนึ่ง

ข. การที่สาขาของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศปรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากอย่างรวดเร็ว และเป็นจำนวนมากเมื่อเทียบกับการปรับตัวของธนาคารพาณิชย์ไทย ย่อมแสดงถึงความต้องการระดมเงินออมที่รุนแรงกว่า นอกจากนั้นสาขาของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศ ยังได้แสดงเจตนารมณ์ที่จะเสนอบริการเงินฝากแบบใหม่ ๆ ที่เชื่อมโยงผลตอบแทนต่อเงินฝากกับดัชนีบางตัว ตัวอย่างเช่น เชื่อมโยงบางส่วนของผลตอบแทนต่อเงินฝากให้ขึ้นกับ SET index หรือค่าของเงินสกุลใดสกุลหนึ่ง เมื่อเทียบกับเงินบาทหรือดอลลาร์ สรอ. เงินฝากประเภท index-linked เช่นนี้คล้ายคลึงกับสลากออมสินของธนาคารออมสิน ซึ่งจัดทำขึ้นเพื่อดึงดูดใจผู้ฝากด้วยการออกรางวัลแบบ lottery

เหตุผลอีกประการหนึ่งที่คงชักนำให้สาขาของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศเป็นผู้นำในการเสนอบริการ IR options ได้แก่ ความใกล้ชิดกับสำนักงานใหญ่และตลาดในต่างประเทศ ความใกล้ชิดนี้นอกจากจะช่วยสร้างความชำนาญหรือคุ้นเคยกับการบริหารธุรกรรมประเภทนอกบัญชีงบดุล เช่น IR options แล้ว ยังจะช่วยเป็นแหล่งป้องกันความเสี่ยงให้ได้อีกทอดหนึ่ง เมื่อสาขานาคารพาณิชย์ต่างประเทศในประเทศไทยต้องการทำธุรกรรมเพื่อป้องกันความเสี่ยงให้แก่ตนเองหรือคาดว่าจะประสบปัญหาสภาพคล่องในอนาคต เพราะตลาดระหว่างประเทศสามารถเข้าทำหน้าที่ตลาดรองได้สำหรับบริการ IR options บางประเภทที่เสนอในประเทศไทย โดยเฉพาะบริการในสกุลเงินตราต่างประเทศและเงื่อนไขมาตรฐาน

ตามประสบการณ์ที่ผ่านมา สถาบันการเงินที่ได้เสนอบริการ collar ในประเทศไทย ได้คาดการณ์ความเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยได้แม่นยำพอควร แม้จะให้ครอบคลุมช่วงเวลายาวนานถึง 1 ปีก็ตาม และราคาค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บก็เกินค้ำกับความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ยที่สถาบันการเงินรับไว้แทนลูกค้า (ดูภาคผนวกของบทที่ 2)

6. ข้อสังเกต

หากพิจารณาถึงนโยบายเศรษฐกิจในปัจจุบันแล้วจะเห็นได้ชัดว่าบริการ IR options สามารถส่งผลกระทบถึงผลการดำเนินนโยบายได้ง่าย ตัวอย่างเช่น มาตรการเข้มงวดทางด้านการเงินซึ่งมักผลักดันให้อัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มที่สูงขึ้นอาจไม่เป็นผลอีกต่อไป หรือไม่สร้างแรงจูงใจให้ธุรกิจเอกชนตัดทอนเงินลงทุนและค่าใช้จ่ายลง หรือเลื่อนโครงการลงทุนออกไปบ้างตามที่คาด

เป็นเพราะธุรกิจเอกชนได้ซื้อ cap ไว้ป้องกันความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ยให้แก่ตนเองเรียบร้อยแล้ว ทางด้าน floor ก็เช่นกัน ความนิยมของลูกค้าอาจส่งผลกระทบต่อฐานะสภาพคล่องและเสถียรภาพของสถาบันการเงินได้ง่าย ตัวอย่างเช่น ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับที่สูง อาจมีลูกค้าเข้าซื้อ floor ไว้เป็นจำนวนมาก หลังจากนั้นหากทางการดำเนินนโยบายกระตุ้นหรือฟื้นฟูเศรษฐกิจโดยชักนำให้อัตราดอกเบี้ยลดต่ำลงเป็นระยะเวลานานพอควร สถาบันการเงินที่ได้ขาย floor ไว้แล้วอาจประสบปัญหาสภาพคล่องและขาดทุนเป็นอันมากได้ ทั้งนี้ผลเสียจาก cap และ floor ที่กล่าวถึงขึ้นอยู่กับการตั้งราคาค่าธรรมเนียม ความนิยมแพร่หลายในหมู่ลูกค้า และสถาบันการเงินที่ให้บริการได้ทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงให้แก่ตนเองอีกทอดหนึ่งหรือไม่

ผลเสียจาก cap อีกประการหนึ่งที่เห็นได้ชัดคือ cap สนับสนุนให้ธุรกิจเอกชนที่มีความต้องการเงินทุนเพื่อประกอบธุรกิจหันเข้าพึ่งตลาดเงินกู้แทนที่จะเข้าพึ่งตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นเป้าหมายที่สำคัญอันหนึ่งของแผนพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคม การสนับสนุนดังกล่าวจะมีผลรุนแรงเป็นพิเศษในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำหรือแนวโน้มที่สูงขึ้น การสนับสนุนตลาดเงินกู้ด้วยวิธีนี้ นอกจากจะทำให้ฐานะลูกหนี้หรือคุณภาพของทรัพย์สินในระบบการเงินมีความมั่นคงน้อยลงแล้ว (เนื่องมาจากระดับหนี้สินต่อเงินกองทุนที่สูงขึ้น) ยังจะชักนำให้ลูกหนี้ที่มีคุณภาพต่ำเข้าพึ่งสถาบันการเงินได้มากขึ้นอีกด้วย ตัวอย่างในกรณีหลังได้แก่ ลูกหนี้ที่ตามปกติไม่สามารถกู้เงินในอัตราดอกเบี้ยคงที่และมีกำหนดชำระคืนยาวได้ เนื่องมาจากฐานะหรือความน่าเชื่อถือทางเครดิตของตนอยู่ในระดับต่ำ ลูกหนี้เช่นนี้อาจหันไปใช้ทางเลือกที่รวมสินเชื่อในอัตราดอกเบี้ยลอยตัวและบริการ cap เข้าด้วยกันก็จะได้ผลเช่นเดียวกับสินเชื่อในอัตราดอกเบี้ยคงที่ ลูกค้าสามารถใช้ทางเลือกซึ่งจะนำอัตราดอกเบี้ยเสถียรภาพทางการเงินของระบบได้ง่ายเช่นนี้เป็นเพราะบริการ cap แยกหน้าที่ของสถาบันการเงินใน 2 แง่ออกจากกัน กล่าวคือ สถาบันหนึ่งพิจารณาความเสี่ยงประเภท credit risk อีกสถาบันหนึ่งรับความเสี่ยงประเภท market risk หากเป็นสถาบันการเงินแต่เพียงแห่งเดียว คงไม่ยอมรับผิดชอบความเสี่ยงทั้งสองประเภทและลูกค้าก็จะไม่ได้รับสินเชื่อตามที่ต้องการ

เมื่อพิจารณาจากฝ่ายสถาบันการเงินที่เสนอบริการ cap และ floor แม้ IR options เหล่านี้จะให้รายได้ค่าธรรมเนียมบ้างโดยที่ไม่ก่อภาระผูกพันทางด้านเงินกองทุนรองรับหรือ credit risk ก็ตาม แต่ IR options ก็เพิ่มความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ยให้แก่สถาบันการเงินอย่างแน่นอน ความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นนี้หากไม่ได้รับการบริหารที่รอบคอบก็อาจเป็นอันตรายได้ง่ายแก่สถาบันการเงินผู้เสนอบริการ ตัวอย่างเช่น การเกาะกลุ่มของ cap rate หรือ floor rate

ในสัญญา IR options จำนวนหลายรายอาจก่อปัญหาสภาพคล่องให้กับสถาบันที่ขาย cap หรือ floor ได้เมื่ออัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นหรือลดลงอย่างรวดเร็วหรือรุนแรง โดยทั่วไป สถาบันการเงินที่เสนอ IR options มีทางเลือก 4 ทางในการป้องกันความเสี่ยงอันเนื่องมาจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย

- ก. ซื้อ IR options จากตลาดระหว่างประเทศในเงื่อนไขใกล้เคียงกับที่ได้ขายให้แก่ลูกค้าแล้ว
- ข. ซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลหรือสัญญาในตลาด securities options และ Euro-interest rate futures
- ค. กระจายอัตราดอกเบี้ยขึ้นต่ำหรือขึ้นสูงในสัญญา IR options ที่เสนอให้แก่ลูกค้าเพื่อกระจายความเสี่ยงให้แก่สถาบันการเงิน
- ง. บริหารสินเชื่อและเงินฝากในบัญชีบังคับทั้งสิ้นของตนให้อยู่ในรูปที่ไปถ่วงดุล หรือถ่วงน้ำหนักกันอย่างเหมาะสมกับภาระอันเนื่องมาจาก IR options ไม่ว่าอัตราดอกเบี้ยจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางใดก็ตาม ตัวอย่างเช่น สินเชื่อและเงินฝากควรถูกจัดสรรและวางเงื่อนไขให้สร้างรายได้สุทธิเพียงพอกับภาระที่เกิดขึ้น เนื่องจาก cap ที่ได้ขายไปและอัตราดอกเบี้ยได้อยู่ในแนวโน้มที่สูงขึ้น

แม้ว่าสถาบันการเงินไทยอาจไม่สามารถเลือกใช้ทางเลือก ก. และ ข. ได้บ้างก็ตาม เนื่องจากขาดประสบการณ์หรือสมาชิกภาพ แต่ก็ยังสามารถใช้ทางเลือก ค. และ ง. ได้อย่างเต็มที่เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย

สำหรับบริการการเงินประเภท swap option หากเป็นที่นิยมแพร่หลายในกลุ่มลูกค้าของสถาบันการเงินแล้ว สามารถส่งผลเสียได้หลายประการดังเช่นต่อไปนี้

ก. เนื่องจาก swap option อำนาจผลประโยชน์ให้แก่ลูกค้าที่เข้าพึ่งเงินกู้จากต่างประเทศแม้รายจ่ายจะอยู่ในสกุลเงินบาท ดังนั้นจึงอาจถือได้ว่า swap option เป็นบริการการเงินที่ไม่สนับสนุนการพัฒนาตลาดการเงินภายในประเทศ

ข. ผลเสียอีกประการหนึ่งของการจูงใจให้พึ่งเงินทุนจากต่างประเทศโดยไม่จำเป็น ได้แก่ ผลกระทบต่อระบบการบริหารหนี้ต่างประเทศส่วนรวม ตัวอย่างเช่น หากเอกชนก่อหนี้ต่างประเทศเป็นจำนวนมากในช่วงเวลาหนึ่งเป็นพิเศษ ก็อาจทำให้เกิดการเกาะกลุ่มของภาระหนี้และวิกฤตการณ์เงินตราต่างประเทศได้ง่าย

ค. ตามนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่ทางการใช้อยู่ในปัจจุบัน ปัจจัยสำคัญประการหนึ่งนอกเหนือจากการผันแปรของอัตราแลกเปลี่ยนของสกุลเงินที่สำคัญในตลาดโลกได้แก่ อุปสงค์และอุปทานของเงินตราต่างประเทศในตลาดระหว่างธนาคารภายในประเทศ ซึ่งจะเปลี่ยนแปลงได้มากเนื่องมาจากการที่เอกชนนำเข้าและส่งออกเงินกู้จากต่างประเทศเป็นจำนวนมากขึ้น ดังนั้นบริการ swap option ซึ่งชักนำการกู้เงินจากต่างประเทศจึงอาจส่งผลกระทบต่อการดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมได้

ง. สำหรับทางด้านนโยบายการเงิน เงินกู้จากต่างประเทศที่เพิ่มขึ้นเพราะความแพร่หลายของบริการ swap option อาจส่งผลกระทบได้ 2 แง่ดังนี้ ในแง่ของปริมาณเงินหรือสินเชื่อภายในประเทศ swap option อาจชักนำให้ปริมาณเงินภายในประเทศขยายตัวหรือหดตัวเกินความต้องการของทางการได้ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับระดับอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศและสภาวะเศรษฐกิจภายในประเทศ อีกแง่หนึ่งคือ ในแง่ของระดับอัตราดอกเบี้ย ความแพร่หลายของ swap option อาจบีบบังคับให้ทางการจำเป็นต้องดำเนินมาตรการการเงินบางมาตรการเป็นพิเศษ เพื่อให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศเกาะติดกับอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศมากยิ่งขึ้น มิเช่นนั้น อาจเกิดปัญหาขึ้นได้กับเสถียรภาพของสถาบันการเงินภายในประเทศ (โดยเฉพาะสถาบันการเงินที่ให้บริการ swap option) และตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าภายในประเทศ

จ. เป็นที่น่าสังเกตว่า ในขณะที่ swap option มีส่วนคล้ายกับ cap และ floor ในแง่ที่ว่าเป็นธุรกรรมแบบอนุสัญญาซึ่งบุคคลประเภทหนึ่งที่สามารถสร้างรายได้ค่าธรรมเนียมพร้อมกับความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ยให้แก่สถาบันการเงินที่ขาย แต่สถาบันการเงินคงจะประสบปัญหาในการป้องกันความเสี่ยงจาก swap option อย่างแน่นอนเพราะ swap option ต่างกับ cap, floor และ currency options ในแง่ที่สถาบันการเงินไม่สามารถซื้อเครื่องมือทางการเงินใดๆ จากตลาดต่างประเทศได้ เพื่อช่วยป้องกันความเสี่ยงอันเกิดจากสัญญา swap option ที่ได้ทำไว้แล้วกับลูกค้าภายในประเทศ

ภาพผนวกของบทที่ 2

ผลการสำรวจทางด้านราคาและการแปรปรวนของอัตราดอกเบี้ย

ในที่นี้จะพิจารณาการตั้งราคา collar อายุ 1 ปี ตามที่สถาบันการเงินประกาศในหน้าหนังสือพิมพ์ในช่วงปี พ.ศ. 2530 และความเคลื่อนไหวที่แท้จริงของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง 1 ปี หลังจากนั้น เป็นที่น่าสังเกตว่า สถาบันการเงินมักใช้ 3 mo.LIBOR เป็นอัตราอ้างอิงและคำนวณส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยทุกๆ สามเดือน ตารางต่อไปนี้จึงแสดงถึงวันที่สถาบันการเงินเสนอ 1 yr.collar พิสัยและค่าธรรมเนียมของ collar จากนั้นก็จะคำนวณกำไรเฉลี่ยของลูกค้าผู้ซื้อ collar (ว่าในทุกวันสิ้นสุดรอบ 3 เดือนหลังเซ็นสัญญา อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงสูงกว่า ceiling หรือต่ำกว่า floor ของ collar หรือไม่และเท่าใด) เมื่อนำกำไรเฉลี่ยของลูกค้านี้มาเปรียบเทียบกับค่าธรรมเนียมที่สถาบันการเงินเรียกเก็บก็จะพอชี้แนะถึงแนวโน้มของการตั้งราคา collar โดยสถาบันการเงินได้

วันที่ของการเสนอ 1 yr.collar	พิสัยของ collar %	ค่าธรรมเนียมของ collar (A) %	กำไรเฉลี่ยของผู้ซื้อ collar (B) %	(A) - (B) %
20.4.87	(5,7)	0.45	0.604	-0.154
27.4.87	(5,7)	0.60	0.297	0.303
4.5.87	(6,8)	0.60	-0.60	
11.5.87	(6,8)	0.60	-0.60	
18.5.87	(6,8)	0.60	-0.60	
25.5.87	(6,8)	0.60	-0.60	
1.6.87	(6,8)	0.60	-0.60	
8.6.87	(6,8)	0.60	0.031	0.569
15.6.87	(6.5,8.5)	0.60	-0.60	
22.6.87	(6.5,8.5)	0.60	-0.60	
29.6.87	(6.5,8.5)	0.60	-0.60	
6.7.87	(6.5,8.5)	0.60	-0.60	
13.7.87	(6.5,8.5)	0.60	0.094	0.506
20.7.87	(6.5,8.5)	0.60	-0.60	
27.7.87	(6.5,8.5)	0.60	-0.60	
3.8.87	(6.5,8.5)	0.60	-0.60	
17.8.87	(6.5,8.5)	0.60	0.047	0.553
เฉลี่ย		0.591	0.063	0.528

ข้อมูลในตารางประกอบแสดงให้เห็นว่า สถาบันการเงินที่เสนอบริการ collar มีความแม่นยำพอควรในการคาดการณ์เกี่ยวกับความเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยแม้จะให้ครอบคลุมช่วงเวลายาวถึง 1 ปีก็ตาม ดังนั้นพิสัยของ collar ที่สถาบันการเงินเสนอจึงเพียงพอที่จะคลุมถึงอัตราดอกเบี้ยส่วนใหญ่ในช่วง 1 ปีนั้นได้ อีกนัยหนึ่งคือ ค่าธรรมเนียมที่สถาบันการเงินเรียกเก็บสำหรับบริการ 1 yr.collar หรือประมาณ 0.5-0.6% นั้น ก็เท่ากับผลกำไรสุทธิของการให้บริการโดยสถาบันการเงิน เพราะอัตราดอกเบี้ยแทบไม่เคลื่อนไหวออกนอกพิสัยของ collar เลย ลูกค้าผู้ซื้อ collar จึงแทบไม่ได้หรือเสียอะไรจากบริการ collar นอกเหนือจากค่าธรรมเนียม

Forward Rate Agreements

1. ความหมายและกลไกพื้นฐาน

Forward rate agreement (FRA) เป็นเครื่องมือทางการเงินประเภทหนึ่งที่สถาบันการเงินเสนอให้ลูกค้าเพื่อช่วยบริหารความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ย ผู้ที่ซื้อ FRA ไว้ที่อัตราดอกเบี้ยระดับใดระดับหนึ่ง สำหรับปริมาณเงินต้นจำนวนหนึ่งที่ไม่นำมาส่งมอบหรือแลกเปลี่ยนกัน (กำหนดขึ้นเพื่อใช้เป็นแต่เพียงฐานของการคำนวณเท่านั้น) และอายุเวลาช่วงหนึ่ง นับตั้งแต่จุดใดจุดหนึ่งในอนาคต อาจเปรียบเสมือนกับได้ซื้อประกันภัยทางด้านอัตราดอกเบี้ยว่าอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงในอนาคตจะไม่สูงไปกว่านั้น เมื่อถึงกำหนดในอนาคตหากอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่แท้จริงสูงกว่าระดับนั้น ผู้ที่ซื้อ FRA ก็จะได้รับชดเชยส่วนต่างจากสถาบันการเงินที่ขาย FRA นั้น ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดสำหรับลูกค้า FRA ในกรณีนี้ได้แก่ ผู้ที่กำลังจะกู้หรือจะลงทุนแต่ก็กลัวว่าอัตราดอกเบี้ยจะเพิ่มขึ้นในอนาคต ในทางตรงข้าม ผู้ที่ขาย FRA คือผู้ที่กลัวว่าอัตราดอกเบี้ยจะลดลงในอนาคตหลังจากที่ขาย FRA ไว้ที่อัตราดอกเบี้ยระดับใดระดับหนึ่ง เมื่อถึงกำหนดในอนาคตหากอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่แท้จริงต่ำกว่าระดับนั้น ผู้ที่ขาย FRA ก็จะได้รับชดเชยส่วนต่างจากสถาบันที่ซื้อ FRA นั้น ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดสำหรับลูกค้า FRA ในกรณีนี้ได้แก่ ผู้ที่คาดว่าจะฝากเงินในอนาคต โดยสรุป FRA เป็นบริการทางการเงินที่ให้ประโยชน์มากแก่ผู้ที่คาดว่าจะมีรายได้หรือรายจ่ายที่เกี่ยวข้องกับอัตราดอกเบี้ยในอนาคต

อย่างไรก็ตาม การเปรียบเทียบ FRA กับการซื้อประกันภัยทางด้านอัตราดอกเบี้ย ยังไม่ถูกต้องในทุกแง่มุม เพราะ FRA ไม่ได้ให้ทางเลือกแก่ลูกค้าหลายทางจนลูกค้ามีแต่ช่องทางที่จะได้ประโยชน์หลังจากที่ได้ตัดสินใจซื้อบริการแล้ว ดังเช่น บริการการเงินประเภท currency options และ interest rate options ลูกค้า FRA จะต้องได้หรือเสียประโยชน์ทางใดทางหนึ่ง

อย่างแน่นอน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงในอนาคตว่า เมื่อถึงกำหนดเวลาในอนาคตแล้ว อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่แท้จริงในขณะนั้นจะสูงหรือต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยที่ตกลงกันไว้ในสัญญา FRA กล่าวคือ ถ้าอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยที่ตกลงกันไว้ในสัญญา ผู้ซื้อ FRA ก็จะได้รับชดเชยส่วนต่างจากผู้ขายดังที่กล่าวข้างต้น แต่หากอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยที่ตกลงกันไว้ในสัญญา ผู้ซื้อ FRA ก็จะต้องชดเชยส่วนต่างให้แก่ผู้ขายด้วย ตัวอย่างที่จะกล่าวถึงต่อไปนี้จะแสดงให้เห็นกลไกของ FRA อย่างชัดเจนขึ้น

ลูกค้านั้นมี credit line กับสถาบันการเงิน หรือสามารถหาแหล่งเงินกู้ได้แล้ว แต่ยังไม่ได้กำหนดอัตราดอกเบี้ยที่แน่นอน คาดการณ์ในวันที่ 1 มกราคมว่า คงจะต้องเบิกถอนสินเชื่อจำนวน 1,000,000 ดอลลาร์ สรอ. เพื่อใช้ในการของตนเป็นเวลา 3 เดือน เริ่มจากอีก 6 เดือนข้างหน้า คือเบิกในวันที่ 1 กรกฎาคม ลูกค้านั้นกลัวว่าอัตราดอกเบี้ยในระยะกลางปีจะสูงขึ้น จึงซื้อ FRA เพื่อป้องกันความเสี่ยงไว้แต่เนิ่น โดยตกลงในเงื่อนไข "six against nine months" ที่อัตราดอกเบี้ยระดับสูงสุดที่ตนพอรับภาระได้ เช่น ร้อยละ 11 สำหรับจำนวนเงินต้นที่จะเบิกถอน (คือ 1,000,000 ดอลลาร์ สรอ.) และใช้อัตรา 3 mo.LIBOR เป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง

เมื่อมีข้อตกลงทางสัญญาเรียบร้อยแล้ว 6 เดือนหลังจากนั้นคือ ในวันที่ 1 กรกฎาคม หากอัตรา 3 mo.LIBOR ณ วันนั้นสูงกว่าร้อยละ 11 เช่นเป็นร้อยละ 13 สถาบันการเงินที่ขาย FRA ก็จะต้องชดเชยลูกค้าเป็นจำนวนเท่ากับ $2\% \times 1,000,000 \times 3/12$ ดอลลาร์ สรอ. แต่การชดเชยนี้มักจะกระทำกันในวันเริ่มต้นของอายุดอกเบี้ยคือ 1 กรกฎาคม มิใช่วันสิ้นสุดหรือ 30 กันยายน ตามปกติของการชำระดอกเบี้ย ดังนั้นจำนวนข้างต้นจึงต้องถูก discount ลงด้วย อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในวันนั้นๆ (คือร้อยละ 13) จำนวนเงินที่ลูกค้าจะได้รับชดเชยจากสถาบันการเงินในวันที่ 1 กรกฎาคม จึงเป็น $(2\% \times 1,000,000 \times 3/12) / (1 + (13\% \times 3/12))$ ดอลลาร์ สรอ.

ในทางตรงกันข้าม หากอัตรา 3 mo.LIBOR ในวันที่ 1 กรกฎาคมต่ำกว่าร้อยละ 11 เช่นเป็นร้อยละ 10 ผู้ซื้อ FRA ก็จะต้องชดเชยสถาบันการเงินที่ขาย FRA ทั้งนี้การคำนวณค่าชดเชยและการ discount ก็กระทำตามวิธีที่กล่าวข้างต้น จำนวนเงินชดเชยที่ลูกค้าต้องชำระในวันที่ 1 กรกฎาคม จึงเท่ากับ $(1\% \times 1,000,000 \times 3/12) / (1 + (10\% \times 3/12))$ ดอลลาร์ สรอ.

การซื้อขาย FRA นี้ปกติกระทำกันโดยไม่มีการวาง margin หรือสินทรัพย์ค้ำประกัน ดังเช่นในตลาดหุ้นหรือตลาด futures และข้อตกลงในสัญญา FRA เกี่ยวกับจำนวนเงินต้น ราคา และระยะเวลาที่ไม่มีรูปแบบมาตรฐานดังเช่นในตลาด futures ด้วย เงื่อนไขต่างๆ ของ FRA มักจะกำหนดขึ้นให้ตรงกับความต้องการของลูกค้าเป็นราย ๆ ไป (หรือเสมือนเท่ากับ over-the-

counter financial futures) ทั้งนี้เป็นเพราะสัญญา FRA ยังไม่มีการซื้อขายต่อเนื่องในตลาดรองดังเช่น financial futures หรือ options อย่างไรก็ตาม ผู้ที่ซื้อขาย FRA ก็อาจทำ reverse FRA กับคู่ค้าอีกรายหนึ่งก็ได้ในเงื่อนไขตรงกันข้ามกับ FRA แรก เพื่อเป็นการป้องกันความเสี่ยงให้แก่ตนเองหรือเพื่อจุดประสงค์คล้ายคลึงกับการซื้อขายในตลาดรอง

ในการเสนอบริการ FRA นี้ ทางฝ่ายสถาบันการเงินไม่มีกฎเกณฑ์ตายตัวว่า ลูกค้าจะต้องมากู้หรือฝากเงินกับตนในอนาคตจึงจะมีสิทธิ์ที่จะซื้อหรือขาย FRA กับตนได้ในขณะนี้ และก็ไม่มีกฎบังคับให้ลูกค้าจำเป็นต้องมีหลักฐานมายืนยันเกี่ยวกับเงินต้นที่คาดไว้ในอนาคต หรือว่ามี underlying exposure ในรูปแบบใด สถาบันการเงินจะวัดความน่าเชื่อถือทางเครดิตของลูกค้าด้วยปัจจัยหลายประการในทำนองเดียวกับที่กระทำก่อนให้สินเชื่อตามปกติ ตัวอย่างเช่น ฐานะการเงินมั่นคงเพียงไร มียอดขายหรือรายได้หรือกำไรสม่ำเสมอหรือไม่ ส่วนทางด้านอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่ใช้ในสัญญา FRA นั้น มักเป็นอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานที่แสดงถึงสภาพคล่องของตลาดเงินอย่างแท้จริง เช่น LIBOR, SIBOR และอัตราจากตราสาร Citinote, Chasenote, IFCT-note สำหรับอายุของสัญญา FRA ส่วนใหญ่จะยาวไม่เกิน 1 ปี เพราะอายุที่ยาวกว่านั้นก่อปัญหาให้แก่ทั้งผู้ซื้อและผู้ขายที่จะประมาณการความต้องการใช้เงินทุน และแนวโน้มของอัตราดอกเบี้ยได้ถูกต้องหรือดีพอที่จะคุ้มกับค่าธรรมเนียมที่จะเสียหรือได้จากการซื้อหรือขาย FRA ตามลำดับ

2. ลักษณะเด่น

2.1 FRA เข้าช่วยป้องกันความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการผันแปรของอัตราดอกเบี้ยในอนาคต ในลักษณะที่คล้ายคลึงกับสัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าตามปกติ (outright forward contract) ที่เข้าช่วยป้องกันความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการผันแปรของอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต ดังนั้นผู้ที่สามารถใช้ FRA ให้เป็นประโยชน์ได้นั้นรวมถึงลูกค้าเงินกู้ ผู้ลงทุนลูกค้าเงินฝากและสถาบันการเงินหรือตัวกลาง

2.2 จุดประสงค์หลักของการใช้ FRA อาจแยกออกได้เป็น 3 ประการ ได้แก่ ใช้เพื่อป้องกันหรือลดความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ยที่มีอยู่ก่อนหน้าแล้ว ใช้เพื่อสร้างฐานะทางด้านอัตราดอกเบี้ยขึ้นเพิ่มเติมตามการคาดการณ์เกี่ยวกับแนวโน้มของอัตราดอกเบี้ย และใช้เพื่อสร้างรายได้จากค่าธรรมเนียม อย่างไรก็ตาม สำหรับจุดประสงค์ประการหลัง สถาบันการเงินที่เป็นคู่สัญญา FRA ก็จะก่อความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ยให้แก่ตนเองไปพร้อมๆ กับรายได้จากค่าธรรมเนียม

2.3 สาเหตุสำคัญที่ FRA ได้รับความนิยมจากสถาบันการเงินทั่วโลก คือ FRA เปิดโอกาสให้สถาบันการเงินปรับฐานะทางด้านอัตราดอกเบี้ยของตน พร้อมทั้งหารายได้จากค่าธรรมเนียม โดยที่ไม่จำเป็นต้องเปลี่ยนแปลงโครงสร้างสภาพคล่องของสินทรัพย์และหนี้สินทันที เพราะ FRA ไม่บังคับให้ผู้สัญญาเปลี่ยนฐานะของตนในปัจจุบัน คือเป็นธุรกรรมนอกบัญชีประเภทหนึ่ง ดังนั้น จึงเป็นธุรกรรมที่สร้างรายได้โดยไม่ก่อข้อผูกพันหรือภาระอื่น ๆ เช่น จะต้องมีการลงทุนมารองรับบางส่วน อีกนัยหนึ่ง FRA เป็นช่องทางให้สถาบันการเงินบริหารความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ย โดยที่ไม่มีผลกระทบกระเทือนต่อขนาด หรือก่อภาระบนงบดุลทางบัญชีเหมือนธุรกรรมอื่นๆ เช่น เงินกู้ระหว่างธนาคาร

2.4 ตามสถิติในอดีตแรงผลักดันที่สำคัญอีกแรงหนึ่งที่ทำให้ FRA ได้รับความนิยมคือ ความแปรปรวนของอัตราดอกเบี้ย จึงไม่เป็นที่น่าแปลกใจว่า ธุรกรรม FRA ในตลาดโลกมีปริมาณแปรผันตามความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย

2.5 จากทัศนะของลูกค้าของสถาบันการเงิน FRA ให้ประโยชน์เป็นอันมาก โดยเฉพาะในกรณีที่ลูกค้าคาดว่า จะมีรายได้หรือรายจ่ายเกี่ยวข้องกับอัตราดอกเบี้ยในอนาคต ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดเจนได้แก่ การทิ้งช่วงระหว่างการวางแผนและการดำเนินการโครงการลงทุน ภายในช่วงเวลานี้อัตราดอกเบี้ยอาจเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่เพิ่มต้นทุนให้แก่โครงการจนเกิดผลเสียเป็นอันมาก ในแง่นี้ FRA จึงสามารถเข้ามาช่วยเพิ่มความแน่นอนหรือลดความเสี่ยงให้แก่การลงทุนได้ แม้ FRA จะคล้ายคลึงกับ interest rate options (เช่น cap หรือ floor) และ currency options (เช่น call หรือ put) แต่ FRA ก็ไม่เปิดทางเลือกให้มากเหมือน options ดังที่กล่าวถึงในบทที่ 1 และ 2

2.6 ลักษณะที่ดูเป็นอันมากอีกประการหนึ่งของ FRA แก่ทั้งสถาบันการเงินและลูกค้า คือ เงื่อนไขของสัญญา FRA มีความยืดหยุ่น สามารถปรับให้ตรงตามความต้องการของกลุ่มสัญญาได้ในทุกแห่งทุกมุม เช่น ระดับอัตราดอกเบี้ยที่ตกลงกันในสัญญา ปริมาณเงินต้นที่เกี่ยวข้อง อายุและวันเริ่มต้นของการคำนวณดอกเบี้ย คุณสมบัติที่ยืดหยุ่นของ FRA นี้ ช่วยให้ผู้ค้าจำนวนมากสามารถใช้ FRA ปรับฐานะหรือความไม่สอดคล้องระหว่างอายุ และ/หรือ ขนาดของรายรับและรายจ่ายดอกเบี้ยของตนให้อยู่ในรูปที่สมดุลมากขึ้นได้ นอกจากนั้นการที่ FRA ไม่ผูกมัดให้ผู้สัญญาวาง margin หรือสินทรัพย์ค้ำประกันก็เพิ่มความสะดวกให้แก่ลูกค้าอีกประการหนึ่งด้วย ความสะดวกทั้งในแง่ที่เงื่อนไขยืดหยุ่น และในแง่ที่ไม่จำเป็นต้องวาง margin นี้ ช่วยเพิ่มความนิยมให้แก่ FRA

เป็นอันมากจนทำให้ FRA เป็นคู่แข่งที่สำคัญของ interest rate futures ซึ่งขาดคุณสมบัติทั้ง 2 ประการนี้

2.7 เป็นที่น่าสังเกตว่า FRA ก่อให้เกิดความเสี่ยงทั้งในแง่ market risk และ credit risk ซึ่งต่างกับ interest rate options กล่าวคือ อัตราดอกเบี้ยอาจไม่เคลื่อนไหวไปในทิศทางที่คาดเมื่อเทียบกับอัตราที่ตกลงกันไว้ในสัญญา และถึงแม้อัตราดอกเบี้ยจะเคลื่อนไหวไปตรงตามที่คาดแต่คู่สัญญาอาจไม่ยอมชำระส่วนต่างตามข้อผูกพันก็ได้ ดังนั้นธุรกรรม FRA อาจก่อผลกระทบแก่สถาบันการเงินที่เข้าทำธุรกรรม FRA ทั้งเพื่อจุดประสงค์ที่จะใช้ FRA นั้นป้องกันความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ยที่มีมาแต่เดิม และเพื่อจุดประสงค์ที่จะใช้ FRA เป็นการสร้างฐานะทางด้านอัตราดอกเบี้ยขึ้นเพิ่มเติม ตามการคาดการณ์เกี่ยวกับแนวโน้มของอัตราดอกเบี้ย ดังที่กล่าวในข้อ 2.2

3. วิวัฒนาการ

FRA ถือกำเนิดมาจากตลาด forward/forward deposit ซึ่งอนุญาตให้คู่สัญญาทำข้อตกลงที่จะฝากเงินกันอย่างแท้จริงในอนาคต โดยใช้อัตราดอกเบี้ยที่กำหนดไว้ก่อนหน้านั้น ธุรกรรม FRA ในตลาดต่างประเทศเริ่มประมาณกลางปี ค.ศ. 1984 และขยายตัวอย่างรวดเร็วเพราะจุดเด่นหลายประการดังที่กล่าวข้างต้น ส่วนใหญ่ของสัญญา FRA (ประมาณร้อยละ 90) อยู่ในสกุลเงินดอลลาร์ สรอ. ทั้งนี้คงเป็นเพราะอัตราดอกเบี้ยในสกุลเงินนี้มีความแปรปรวนสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในเงินสกุลอื่นเช่น มาร์คเยอรมันนี เยนญี่ปุ่น หรือฟรังก์สวิส

ธุรกรรมส่วนใหญ่ในตลาด FRA ระหว่างประเทศในช่วงปี ค.ศ. 1985-86 เป็นธุรกรรมระหว่างธนาคาร เป็นที่น่าสังเกตว่า คู่สัญญา FRA ที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์แทบทั้งสิ้นเป็นฝ่ายเข้าซื้อ FRA หรือเข้าทำสัญญาเพื่อป้องกันความเสี่ยงในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยจะสูงขึ้นในอนาคต อีกนัยหนึ่งคือ ลูกค้า FRA ที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์ส่วนใหญ่เป็นลูกค้าสินเชื่อ ธนาคารพาณิชย์มักใช้คุณสมบัติที่ FRA มีเงื่อนไขยืดหยุ่น และการที่ FRA ไม่บังคับให้ลูกค้าวาง margin เข้าชั่งงูใจลูกค้าให้ใช้ FRA แทนสัญญา financial futures ซึ่งมีเงื่อนไขมาตรฐานตายตัวที่อาจไม่ตรงตามความต้องการของลูกค้า และยังคงบังคับให้ลูกค้าวาง margin บางส่วนเพื่อค้ำประกันอีกด้วย

4. การกำหนดราคา

หากพิจารณาโครงสร้างและกลไกของ FRA อย่างรอบคอบแล้ว จะเห็นได้ว่าสถาบันการเงินที่เสนอบริการนี้จำเป็นต้องใช้ความระมัดระวังเป็นอย่างมากในการตั้งค่าธรรมเนียม เพราะการให้บริการ FRA จะก่อทั้งความเสี่ยงในแง่ market risk และ credit risk แก่สถาบันการเงิน อีกนัยหนึ่งคือ FRA จะเปลี่ยนแปลงฐานะทางด้านอัตราดอกเบี้ยของทั้งผู้ซื้อและผู้ขายอย่างแน่นอน ดังนั้น ก่อนที่จะตั้งค่าธรรมเนียมของ FRA สถาบันการเงินคงต้องคำนึงถึงปัจจัยที่สำคัญหลายประการ ดังเช่นต่อไปนี้

1. ระดับอัตราดอกเบี้ยที่จะตกลงกันในสัญญาเพื่อใช้เป็นเกณฑ์
2. ระดับอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินท้องถิ่นในขณะนั้นและแนวโน้มในอนาคต
3. ระดับอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินต่างประเทศในขณะนั้นและแนวโน้มในอนาคต
4. การผันผวนของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงในอดีตและแนวโน้มในอนาคต
5. การผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนของเงินสกุลท้องถิ่นในอดีตและแนวโน้มในอนาคต
6. สภาพเศรษฐกิจของประเทศท้องถิ่นในปัจจุบันและแนวโน้มในอนาคต
7. นโยบายเศรษฐกิจ (การเงิน การคลัง และการควบคุมการปริวรรต) ของรัฐบาลประเทศท้องถิ่น
8. อายุของอัตราดอกเบี้ยในสัญญา FRA และวันเริ่มต้นของอายุดอกเบี้ย
9. โครงสร้างของหนี้สินและทรัพย์สินของสถาบันการเงินในแง่ที่มีความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ยอันเนื่องมาจากข้อผูกพันของหนี้สินและทรัพย์สินอยู่แล้วอย่างไรและเท่าใดก่อนที่จะเสนอบริการ FRA
10. ตลาดและราคาของเครื่องมือทางการเงินอื่นๆ ที่ช่วยป้องกันความเสี่ยงเกี่ยวกับความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย

หากเปรียบเทียบ FRA กับ interest rate options ซึ่งคล้ายคลึงกันในบางส่วน สถาบันการเงินผู้เสนอบริการคงตั้งค่าธรรมเนียม IR options สูงกว่า FRA เพราะ IR options ให้ทางเลือกแก่ลูกค้าที่ยืดหยุ่นกว่า FRA หรือสถาบันการเงินมีโอกาสขาดทุนสุทธิในกรณีของ IR options ได้มากกว่ากรณีของ FRA

5. ธุรกิจกรมในประเทศไทย

สถาบันการเงินที่ให้บริการ FRA ในประเทศไทยมีจำนวนน้อย ได้แก่ สาขาของธนาคารพาณิชย์จากต่างประเทศบางธนาคาร และธนาคารพาณิชย์ไทยที่เคยมีความสัมพันธ์หรือติดต่อใกล้ชิดกับสาขาของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศเหล่านั้น บริการ FRA ในระยะแรก คือ ประมาณ พ.ศ. 2529 อยู่ในสกุลดอลลาร์ สรอ. เท่านั้น คงเป็นเพราะธนาคารพาณิชย์สามารถป้องกันความเสี่ยงให้แก่ตนอีกทอดหนึ่งได้อย่างปลอดภัยด้วยการทำ reverse FRA ในตลาดต่างประเทศ จำนวนขั้นต่ำของ FRA ที่ธนาคารพาณิชย์ระบุได้แก่ 1 ล้านดอลลาร์ สรอ. ต่อมาก็เริ่มมีการให้บริการ FRA ในสกุลเงินบาท ซึ่งอาจได้รับความนิยมมากขึ้นในอนาคต หลังจากที่ธุรกิจเอกชนได้เรียนรู้และเข้าใจในกลไกของ FRA อย่างละเอียดและถูกต้อง

สถาบันการเงินของไทยเองก็อาจมีความต้องการเสนอบริการ FRA เช่นกัน แต่อุปสรรคที่สำคัญคือ สถาบันเหล่านี้ขาดเครือข่ายในต่างประเทศ ซึ่งเป็นคุณสมบัติที่จำเป็นค่อนข้างมากในการบริหารโครงสร้าง FRA ให้มีประสิทธิภาพหรือสมดุลและปลอดภัยอยู่เสมอ

ตามประสบการณ์ที่ผ่านมา สถาบันการเงินที่เสนอบริการ FRA ในประเทศไทยได้ตั้งราคาค่าธรรมเนียมไว้เกินคุ้มกับความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย ทั้งนี้คงเป็นเพราะสถาบันการเงินที่เสนอบริการเห็นว่า FRA ยังเป็นบริการที่ใหม่สำหรับตลาดของไทย หากตั้งราคาค่อนข้างต่ำ อาจจะเป็นการกระตุ้นตลาดมากเกินไป จนตนเองไม่สามารถบริหารความเสี่ยงได้อย่างเหมาะสมเสมอ และเสถียรภาพของตนอาจสั่นคลอนได้ (ดูภาคผนวกของบทที่ 4)

6. ข้อสังเกต

6.1 แม้ FRA จะมีข้อดีหลายประการดังที่กล่าวข้างต้น แต่ FRA ก็อาจก่อความเสี่ยงให้แก่สถาบันการเงินได้มากเช่นกัน ความเสี่ยงที่สำคัญ 2 ประการคือ FRA เปลี่ยนฐานะทางด้านอัตราดอกเบี้ยของสถาบันการเงิน ประโยชน์ของการเปลี่ยนฐานนี้เห็นได้ง่ายในกรณีที่สถาบันการเงินใช้ FRA นั้นเพื่อปรับปรุงโครงสร้างของฐานะทางด้านอัตราดอกเบี้ยเดิมให้สมดุลมากขึ้น อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่สถาบันการเงินใช้ FRA เพื่อหารายได้ค่าธรรมเนียมเพิ่มเติม ฐานะทางด้านอัตราดอกเบี้ยที่เปลี่ยนไปนั้นเนื่องมาจาก FRA นั้น อาจก่อปัญหาแก่สถาบันการเงินได้ เพราะฐานะที่เกิดขึ้นใหม่นี้เกี่ยวโยงโดยตรงกับอัตราดอกเบี้ยในตลาดและการไม่ผิดสัญญาของลูกค้า แต่ไม่เกี่ยวโยงโดยตรงกับการแลกเปลี่ยนเงินต้น ดังนั้นสถาบันการเงินอาจประสบปัญหาในการ

หาธุรกรรมอื่นๆ ที่เหมาะสมมาถ่วงดุลให้ฐานะทางด้านอัตราดอกเบี้ยทั้งสิ้นของตนไม่เอนเอียงไปทางใดทางหนึ่งมากเกินไป ทั้งนี้เป็นเพราะธุรกรรมส่วนใหญ่ของธนาคารพาณิชย์ที่เกี่ยวข้องกับอัตราดอกเบี้ยมักเชื่อมโยงโดยตรงกับการแลกเปลี่ยนเงินต้น ความเสี่ยงประการที่สองคือการผิดสัญญาของลูกค้า โดยเฉพาะในกรณีของ FRA ที่ส่วนใหญ่ไม่มี margin requirement หรือ collateral มาเป็นเครื่องค้ำประกันบางส่วน

6.2 หากพิจารณากลไกของ FRA อย่างละเอียดถี่ถ้วน จะเห็นได้ว่า FRA ส่งผลต่อคู่สัญญาคล้ายกับ interest rate swaps ที่ช่วยเปลี่ยนแปลงหนี้สินหรือทรัพย์สินในอัตราดอกเบี้ยลอยตัวให้เป็นฐานะในอัตราดอกเบี้ยตายตัว ดังนั้นข้อดีและข้อเสียของ interest rate swaps ก็มีโอกาสที่จะเป็นจริงกับ FRA ได้เช่นกัน

6.3 ความคล้ายคลึงระหว่าง FRA และ cap กับ floor ก็สามารถส่งผลกระทบต่อ การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจและเสถียรภาพทางการเงินด้วย ตัวอย่างเช่น เอกชนบางกลุ่มอาจซื้อ FRA เพื่อป้องกันความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ยให้แก่โครงการลงทุนหลายโครงการไว้เรียบร้อยแล้ว หลังจากนั้น หากทางการจำเป็นต้องดำเนินนโยบายเข้มงวดทางการเงิน เพื่อชะลอการขยายตัวทางเศรษฐกิจโดยอาศัยแรงกดดันจากอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น มาตรการของทางการอาจมีประสิทธิผลลดน้อยลงเป็นอันมากได้เพราะธุรกิจเอกชนได้ซื้อ FRA เข้าช่วยค้ำประกันต้นทุนหรือค่าใช้จ่ายประเภทดอกเบี้ยไว้แล้ว มาตรการเข้มงวดของทางการจึงอาจไม่ชะลอโครงการลงทุนหรือรายจ่ายของเอกชนได้ตามที่ทางการต้องการ ในทางตรงกันข้าม เมื่อเศรษฐกิจตกต่ำและอัตราดอกเบี้ยสูง มาตรการที่ทางการนำออกใช้เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจมักชักนำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดลดต่ำลง หากธุรกิจเอกชนหรือครัวเรือนได้ขาย FRA ไว้เป็นจำนวนมากแก่สถาบันการเงิน ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับสูง เพื่อค้ำประกันผลตอบแทนแก่นออมของตน มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจดังกล่าวของทางการอาจทำให้เสถียรภาพของสถาบันการเงินสั่นคลอนได้ เพราะผลขาดทุนจากข้อผูกพันที่สถาบันการเงินต้องจ่ายชดเชยลูกค้า FRA เป็นจำนวนมาก ดังนั้นหาก FRA เป็นที่นิยมอย่างแพร่หลายในตลาดภายในประเทศแล้ว ทางการคงจำเป็นต้องเปลี่ยนกลยุทธ์ในการดำเนินนโยบายทางการเงินไปจากเดิม

ภาคผนวกของบทที่ 3

ผลการสำรวจทางด้านค่าธรรมเนียมและการแปรปรวนของอัตราดอกเบี้ย

ในที่นี้จะเปรียบเทียบเงื่อนไขของ FRA ที่สถาบันการเงินเสนอแก่ลูกค้าในประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2530 ตามประกาศในหน้าหนังสือพิมพ์กับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงหลังจากวันเสนอ FRA เป็นที่น่าสังเกตว่า สถาบันการเงินมักใช้ LIBOR อายุ 3 เดือน เป็นอัตราอ้างอิง หลังจากการเปรียบเทียบอัตราดอกเบี้ยที่ตกลงในสัญญา FRA และอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงแล้ว ก็จะคำนวณหาส่วนต่างเฉลี่ยระหว่างอัตราดอกเบี้ยทั้งสอง ซึ่งเท่ากับกำไรสุทธิของผู้ซื้อ FRA หลังจากนั้นก็นำกำไรสุทธิของผู้ซื้อไปเปรียบเทียบกับค่าธรรมเนียมที่ผู้ซื้อ FRA ถูกเรียกเก็บตั้งแต่เริ่มสัญญา ระหว่างช่วงเวลาที่นำสถิติดังกล่าวข้างต้นมาคำนวณเปรียบเทียบกันนี้ สถาบันการเงินที่เสนอ FRA ได้ประกาศเรียกเก็บค่าธรรมเนียมสำหรับ FRA ประมาณ .25-.50% ของยอดเงินต้น ในที่นี้จึงถือเอาค่าธรรมเนียมดังกล่าวเป็นราคาเฉลี่ยของ FRA

วันที่ของ การเสนอ FRA	อัตราดอกเบี้ย ใน 3 mo.FRA	อัตราดอกเบี้ย ที่แท้จริง*	อัตราดอกเบี้ย ใน 6 mo.FRA	อัตราดอกเบี้ย ที่แท้จริง*
20.4.87	6.8500	6.8750	6.90	8.2500
27.4.87	7.0000	7.0625	7.00	7.8750
4.5.87	7.2500	7.1875	7.25	7.5000
11.5.87	7.2500	7.0000	7.50	7.3750
18.5.87	7.2500	7.0000	7.50	7.5000
25.5.87	7.2500	7.0000	7.50	7.5625
1.6.87	7.3500	7.3125	7.50	7.8750
8.6.87	7.3500	7.6250	7.50	8.1250
15.6.87	7.3500	7.5625	7.50	8.0625
22.6.87	7.1250	7.6875	7.25	8.0000
29.6.87	7.1250	8.1250	7.25	7.4375
6.7.87	7.1250	8.3750	7.25	7.3750
13.7.87	7.0000	8.8750	7.25	7.3750
20.7.87	7.0000	8.2500	7.25	7.2500
27.7.87	7.0000	7.8750	7.25	7.0625
3.8.87	7.0000	7.6875	7.25	6.8125
17.8.87	7.0000	7.5625	7.25	6.9375

* 3 mo.LIBOR ในวันที่หมดอายุช่วงแรกของ FRA

ส่วนต่างเฉลี่ย = อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง - อัตราดอกเบี้ยใน FRA

= กำไรของผู้ซื้อ FRA

กำไรเฉลี่ยของผู้ซื้อ 3 mo.FRA = 0.458%

กำไรเฉลี่ยของผู้ซื้อ 6 mo.FRA = 0.249%

วันที่ของ การเสนอ FRA	อัตราดอกเบี้ย ใน 9 mo.FRA	อัตราดอกเบี้ย ที่แท้จริง*	อัตราดอกเบี้ย ใน 12 mo.FRA	อัตราดอกเบี้ย ที่แท้จริง*
20.4.87	6.9500	7.2500	7.0000	7.3125
27.4.87	7.1200	7.0625	7.7500	7.1875
4.5.87	7.5000	6.8750	7.7500	7.3125
11.5.87	7.7500	6.6875	8.0000	7.5625
18.5.87	7.7500	7.0000	8.0000	7.5625
25.5.87	7.7500	6.8125	8.2500	7.5625
1.6.87	7.7500	6.8125	8.2500	7.7500
8.6.87	7.7500	6.8750	8.2500	7.7500
15.6.87	7.7500	6.8125	8.2500	7.5625
22.6.87	7.5000	6.8750	8.0000	7.6875
29.6.87	7.5000	6.9375	8.0000	7.8750
6.7.87	7.5000	7.0625	8.0000	8.0000
13.7.87	7.5000	7.0625	7.7500	8.1250
20.7.87	7.5000	7.3125	7.7500	8.2500
27.7.87	7.5000	7.1875	7.7500	8.3750
3.8.87	7.5000	7.3750	7.7500	8.3125
17.8.87	7.5000	7.5625	7.7500	8.6875

* 3 mo.LIBOR ในวันที่หมดอายุช่วงแรกของ FRA

ส่วนต่างเฉลี่ย = อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง - อัตราดอกเบี้ยใน FRA

= กำไรของผู้ซื้อ FRA

กำไรเฉลี่ยของผู้ซื้อ 9 mo.FRA = -0.50%

กำไรเฉลี่ยของผู้ซื้อ 12 mo.FRA = -0.08%

ตามตารางที่แสดงข้างต้น คงจะเห็นได้ชัดเจนว่า สถาบันการเงินที่เสนอบริการ FRA นั้น มีความแม่นยำพอสมควรในการประมาณการความเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในอนาคต โดยทั่วไปแล้ว สถาบันการเงินกำหนดอัตราดอกเบี้ยในสัญญา FRA และเรียกเก็บค่าธรรมเนียมในระดับที่ตนเองไม่ขาดทุน (กรณี 3 mo.FRA และ 6 mo.FRA) หรือมีกำไรเล็กน้อย (กรณี 9 mo.FRA และ 12 mo.FRA) ข้อสรุปดังกล่าวได้จากการเปรียบเทียบกำไรเฉลี่ยของผู้ซื้อกับค่าธรรมเนียมที่ผู้ซื้อต้องชำระเมื่อเริ่มทำสัญญา FRA (ประมาณ 0.25 - 0.50% ในช่วงปี ค.ศ. 1987) สิ่งที่น่าสังเกตเกี่ยวกับการกำหนดราคาของ FRA นี้คือ มีตัวแปร 3 ตัวที่เกี่ยวข้อง ตัวแปรเหล่านี้ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยที่กำหนดใน FRA ค่าธรรมเนียม และอายุของ FRA

ตามประสบการณ์ของสถาบันการเงินที่เสนอ FRA ในอดีตที่ผ่านมา ลูกค้าส่วนใหญ่ที่ใช้บริการ FRA คือ ผู้ที่ขายซื้อ หรือต้องการป้องกันความเสี่ยงที่อัตราดอกเบี้ยจะสูงขึ้นในอนาคต ดังนั้น ทางฝ่ายสถาบันการเงินจึงอาจเรียกเก็บค่าธรรมเนียมน้อยลง แต่กำหนดอัตราดอกเบี้ยใน FRA ให้สูงขึ้น เพราะสถาบันการเงินก็จะรับความเสี่ยงน้อยลงหรือสมดุลกับค่าธรรมเนียมที่ได้รับน้อยลงสำหรับทางด้านอายุนั้น FRA ที่มีอายุยาวย่อมก่อความเสี่ยงให้แก่สถาบันการเงินมากขึ้น ดังนั้น สถาบันการเงินก็ต้องชดเชยความเสี่ยงนี้ด้วยการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มขึ้น หรือมีเช่นนั้น สถาบันการเงินที่ขาย FRA ก็คงจะต้องกำหนดอัตราดอกเบี้ยใน FRA ให้สูงขึ้น ดังจะเห็นได้ในกรณีที่แท้จริงข้างต้น กล่าวคือ ในกรณีของ FRA ที่มีอายุยาวขึ้นจาก 3-6 เดือนเป็น 9-12 เดือน สถาบันการเงินก็ได้เพิ่มระดับอัตราดอกเบี้ยในสัญญา FRA ขึ้น จนโดยเฉลี่ยสถาบันการเงินได้กำไรจากสัญญาอายุ 9-12 เดือนมากกว่าสัญญาอายุ 3-6 เดือน แม้จะเรียกเก็บค่าธรรมเนียมในระดับเดียวกัน โดยสรุป สถาบันการเงินที่เสนอบริการ FRA ในประเทศไทยมีแนวโน้มที่จะตั้งราคาไปในระดับที่เกินคุ้มแก่ความเสี่ยง คล้ายคลึงกับการตั้งราคาของ currency options ในประเทศไทย ทั้งนี้อาจเป็นเพราะสถาบันการเงินกลัววิกฤติการณ์ที่เคยเกิดขึ้นมาแล้วกับตลาด currency options ระหว่างประเทศในปี ค.ศ. 1984-85 ซึ่งได้มีการตั้งราคาค่าบริการต่ำเกินไป และการตั้งราคาเช่นนั้นเป็นสาเหตุหลักประการหนึ่งควบคู่กับการผันแปรของอัตราแลกเปลี่ยนอย่างรวดเร็ว

บทที่ 4

Currency Swaps

1. ความหมายและกลไกพื้นฐาน

Currency swaps เป็นข้อตกลงระหว่างคู่สัญญา 2 ฝ่ายที่จะนำเงินต้นในสกุลเงินที่แตกต่างกันมาแลกเปลี่ยนกัน ณ อัตราแลกเปลี่ยนหนึ่ง ซึ่งจะเป็นอัตราแลกเปลี่ยนในวันทำสัญญา หรืออัตราแลกเปลี่ยนตามที่ตกลงกันระหว่างคู่สัญญาทั้งสอง หลังจากสัญญาครบกำหนดแล้วทั้ง 2 ฝ่ายจะต้องนำเงินต้นที่ได้รับจากการแลกเปลี่ยนกันในวันทำสัญญามาคืนฝ่ายตรงข้าม เพื่อให้ต่างฝ่ายต่างได้รับเงินต้นในสกุลเงินเดิม ณ อัตราแลกเปลี่ยนที่ใช้ในวันทำสัญญา หรืออัตราแลกเปลี่ยนอื่นๆ ตามที่ตกลงกัน หากเงินต้นมีการดอกเบี้ยด้วย สัญญา currency swaps ก็จะแลกเปลี่ยนการดอกเบี้ยเช่นเดียวกับเงินต้นตลอดอายุสัญญา

Currency swaps อาจแบ่งออกได้เป็น 3 ประเภทใหญ่ๆ ดังนี้คือ

- 1) Fixed-to-floating rate swap
- 2) Fixed-to-fixed rate swap
- 3) Floating-to-floating rate swap

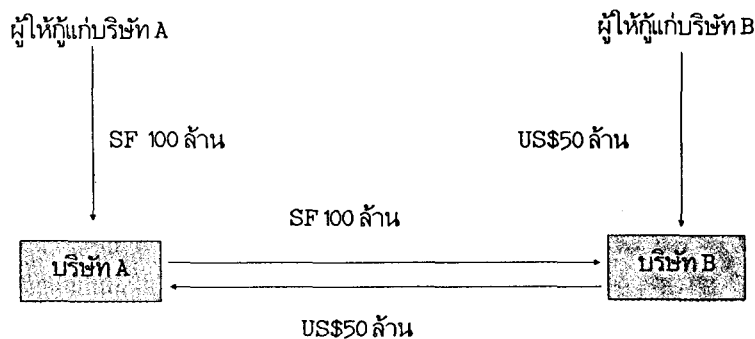
1) Fixed-to-floating rate swap

เป็นการทำ currency swap ของเงินต่างสกุลกัน โดยที่เงินต้นของสกุลหนึ่งมีการะดอกเบี้ยประเภทตายตัว ส่วนเงินต้นของอีกสกุลหนึ่งมีการะดอกเบี้ยประเภทลอยตัว ตัวอย่างเช่น

บริษัท A กู้เงินจำนวน 100 ล้านดอลลาร์สวิส (SF) อายุสัญญา 5 ปี ในอัตราดอกเบี้ยตายตัวร้อยละ 6 ต่อปี ชำระปีละครั้ง บริษัท B กู้เงินสกุลดอลลาร์ สรอ. ที่มีมูลค่าเทียบเท่ากับ SF 100 ล้านดอลลาร์

หรือเท่ากับ US\$50 ล้าน (ให้ $US\$1 = SF\ 2.00$) อายุสัญญา 5 ปีเช่นกัน ในอัตราดอกเบี้ยลอยตัว $Libor + 1/2\%$ ชำระทุกครึ่งปี

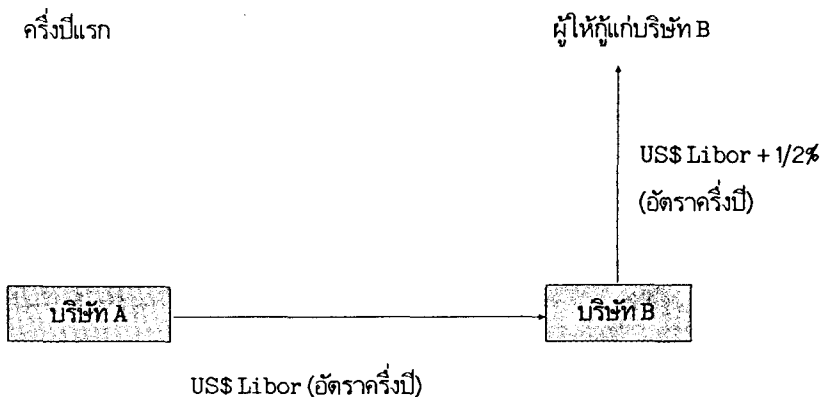
ในขั้นแรก บริษัท A จะแลกเปลี่ยนเงินต้น SF 100 ล้านกับเงินต้น US\$50 ล้านของบริษัท B

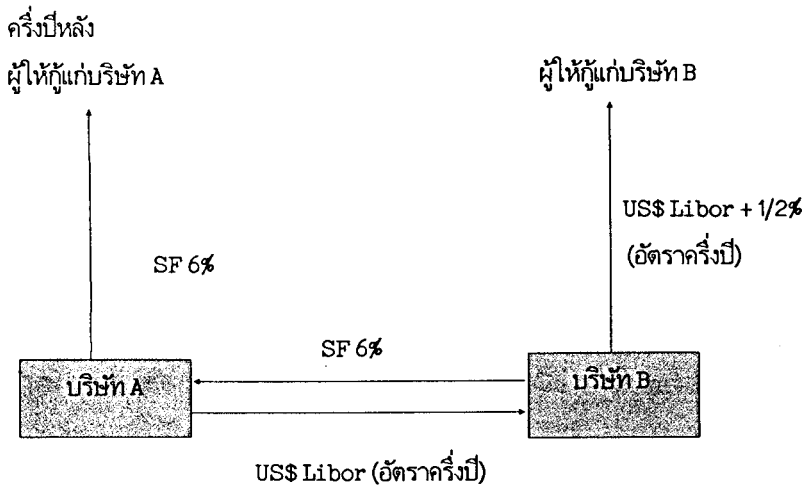


ขั้นที่สอง บริษัท A จะเป็นผู้ชำระดอกเบี้ยของเงินต้น US\$50 ล้านให้แก่บริษัท B ส่วนบริษัท B จะเป็นผู้ชำระดอกเบี้ยของเงินต้น SF 100 ล้านให้แก่บริษัท A สำหรับการชำระดอกเบี้ยให้แก่อีกกันและกันนี้ แต่ละฝ่ายไม่จำเป็นต้องชำระดอกเบี้ยเท่ากับดอกเบี้ยที่เกิดจากการกู้ยืมก่อนการทำ swap กล่าวคือ บริษัท A ไม่จำเป็นต้องชำระดอกเบี้ยเท่ากับ $US\$ Libor + 1/2\%$ ให้บริษัท B และในทางกลับกัน บริษัท B ก็ไม่จำเป็นต้องชำระดอกเบี้ยเท่ากับ $SF\ 6\%$ ให้บริษัท A ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับข้อตกลงของฝ่ายที่เกี่ยวข้อง

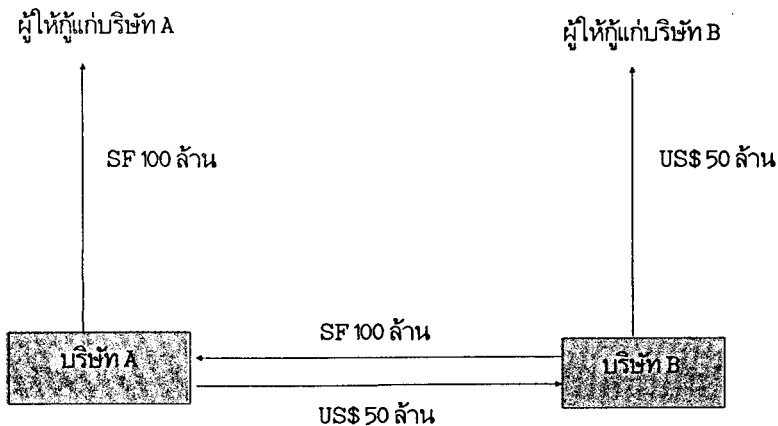
สำหรับในกรณีนี้ให้ บริษัท A จ่ายดอกเบี้ยแก่บริษัท B เท่ากับ $US\$ Libor$

" B " " A " $SF\ 6\%$





ขั้นสุดท้าย ณ วันสิ้นสุดสัญญาบริษัท A และ B จะนำเงินต้นที่ได้รับในขั้นแรกมาคืนแก่กันและกันเพื่อนำไปชำระคืนแก่ผู้ให้กู้



ต้นทุนของการทำ currency swap จากตัวอย่างข้างต้น จะมีแต่เพียงต้นทุนจากอัตราดอกเบี้ย แต่ตามความเป็นจริงแล้ว ถ้ามีสถาบันการเงินเข้ามาทำหน้าที่เป็นตัวกลาง (brokers หรือ dealers) การทำ currency swap จะต้องมิตันทุนประเภทอื่น ๆ รวมอยู่ด้วย เช่น ค่าธรรมเนียมนายหน้าและค่าใช้จ่ายในการจัดการอื่นๆ และในกรณีที่บริษัททั้งสองกู้เงินโดยใช้วิธีออกตราสารทางการเงินก็จะต้องมิตันทุนอื่นๆ มาเกี่ยวข้องอีก

2) Fixed-to-fixed rate swap

Currency swap ประเภทที่ 2 นี้มีข้อแตกต่างจากประเภทแรกเพียงประการเดียว คือ อัตราดอกเบี้ยที่เกี่ยวข้องทุกตัวเป็นอัตราดอกเบี้ยตายตัว ทั้งดอกเบี้ยที่เกิดจากการกู้ยืมเงินมาเพื่อทำ swap และดอกเบี้ยที่ต้องชำระระหว่างสัญญา swap

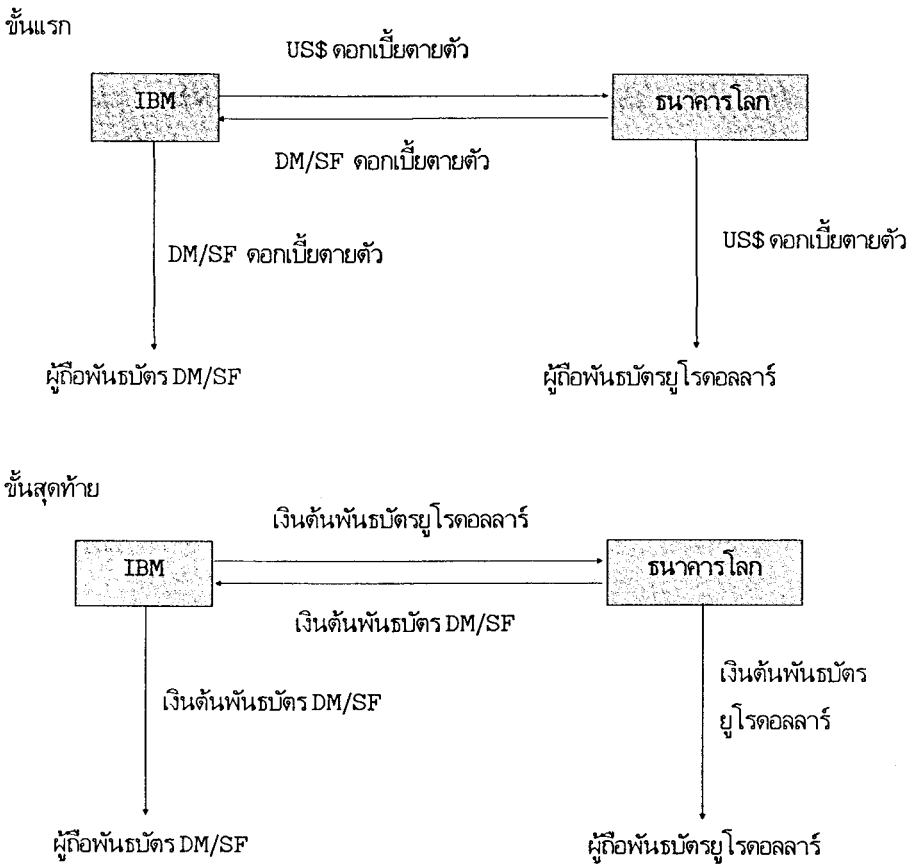
ตัวอย่างของ currency swap ประเภทนี้ที่เป็นที่รู้จักกันดีและถือว่าเป็นแบบฉบับ คือ การทำ swap ระหว่างธนาคารโลกและ IBM ในสกุลเงิน US\$, SF และมาร์คเยอรมันนี (DM)

ก่อนหน้านี้ IBM และ ธนาคารโลกจะตกลงทำ currency swap กันนั้น IBM มีความจำเป็นที่จะต้องระดมเงินทุนเป็นจำนวนมากในสกุลเงิน US\$ แต่ไม่สามารถระดมเงินทุนที่ต้องการได้ทั้งหมดจากตลาด US\$ เพียงตลาดเดียว ดังนั้น IBM จึงต้องทำการระดมเงินทุนในส่วนที่ยังขาดจากตลาด SF และ DM ด้วย และหลังจาก IBM ได้รับเงินกู้ SF และ DM แล้ว ก็ได้นำเงินต้นไปแลกเป็น US\$ เพื่อนำไปใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนยังสำนักงานใหญ่ อย่างไรก็ตามหนี้สินของ IBM ก็ยังเป็นเงินกู้ในสกุล SF และ DM เช่นเดิม

ต่อมาธนาคารโลกมีนโยบายต้องการระดมเงินทุนในเงินตราสกุลที่มีดอกเบี้ยต่ำ ซึ่งในขณะนั้น ได้แก่ SF, DM และ Y แต่ธนาคารโลกก็มีอุปสรรคที่จะระดมเงินในสกุลดังกล่าว เนื่องจากความต้องการเงินทุนดอกเบี้ยตายตัวในตลาดของสกุลเงินเหล่านี้มีสูงมาก ในขณะเดียวกันค่าเงิน US\$ ก็ได้เริ่มสูงขึ้นมากเมื่อเทียบกับ SF และ DM ภายหลังจากช่วงที่ IBM ได้กู้เงิน SF และ DM มา ด้วยเหตุผลเหล่านี้จึงทำให้ธนาคารโลกหันมากู้เงินตราสกุล US\$ ก่อนเพื่อนำไปทำ currency swap ต่อภายหลัง

IBM ได้รับเลือกจากธนาคารโลกให้เป็นคู่สัญญา เพราะมีคุณสมบัติตรงกับจุดประสงค์ในการทำ currency swap โดย IBM จะได้รับประโยชน์ทางด้านเงินต้นเนื่องจากค่าเงิน SF และ DM ได้อ่อนตัวลงดังกล่าวข้างต้น ส่วนธนาคารโลกก็จะได้รับเงินกู้ในสกุล SF และ DM ในอัตราดอกเบี้ยต่ำตามต้องการ

สำหรับกลไกของ fixed-to-fixed rate swap ระหว่าง IBM และธนาคารโลก มีดังนี้คือ ธนาคารโลกออกพันธบัตรในตลาดยุโรปสกุล US\$ 2 ชุดในอัตราดอกเบี้ยร้อยละ 16 เท่ากัน โดยอายุของพันธบัตรยูโรดอลลาร์แต่ละชุดจะเท่ากับอายุคงเหลือของเงินกู้ SF และ DM ของ IBM ตามลำดับ จากนั้น IBM และธนาคารโลกได้ทำสัญญา swap ที่มีข้อตกลงว่า IBM จะเป็นผู้ชำระทั้งดอกเบี้ยและเงินต้นสกุลดอลลาร์สำหรับพันธบัตรยูโรดอลลาร์ที่ออกโดยธนาคารโลกข้างต้น ส่วนธนาคารโลกจะเป็นผู้ชำระทั้งดอกเบี้ยและเงินต้นของเงินกู้สกุล SF และ DM แทน IBM



มีข้อสังเกตว่า การทำ currency swap ระหว่าง IBM และธนาคารโลกไม่มีขั้นตอนการแลกเปลี่ยนเงินต้น เพราะเงินต้นสกุล SF และ DM ของ IBM ได้ถูกแลกเปลี่ยนเป็นสกุล US\$ ไปก่อนหน้านี้แล้ว ดังนั้นจึงมีเพียงขั้นตอนของการชำระดอกเบี้ยแทนกันและกัน และขั้นตอนสุดท้ายที่เป็นการชำระคืนเงินต้น

แรงจูงใจที่ดึงดูดให้ทั้ง IBM และธนาคารโลกมาเป็นคู่สัญญาทำ fixed-to-fixed rate swap นั้น สามารถแยกออกได้ดังนี้

ในแง่ของ IBM การทำ currency swap เช่นนี้เท่ากับเป็นการสร้างผลกำไรที่เกิดจากการอ่อนตัวลงของค่าเงิน SF และ DM เมื่อเทียบกับ US\$ นับจากวันที่ IBM ได้แลกเปลี่ยนเงินกู้ SF และ DM เป็น US\$ ถึงวันที่ IBM ทำ swap กับธนาคารโลก เนื่องจากมูลค่าของเงินกู้ในสกุลเงิน SF และ DM เมื่อเทียบเป็น US\$ หลังจากการทำ swap แล้ว จะต่ำกว่ามูลค่าเงินกู้เดิมของ IBM

เมื่อเทียบเป็น US\$ ดังนั้นจึงนับว่าเป็นการลดหนี้ของ IBM ในสกุล US\$ ทางอ้อม นอกจากนี้รายได้ส่วนใหญ่ของ IBM อยู่ในสกุล US\$ ดังนั้นเมื่อ IBM เปลี่ยนหนี้สินให้อยู่ในสกุล US\$ แล้วจึงเป็นการลดความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนระหว่าง US\$ กับ SF และ DM

สำหรับในแง่ของธนาคารโลกนั้น เมื่อได้รับเงินกู้ US\$ จากการออกพันธบัตรยูโรดอลลาร์แล้วก็สามารถนำ US\$ ไปแลกเปลี่ยนเป็น SF และ DM ได้ตามต้องการ รวมทั้งชำระดอกเบี้ยตายตัวในสกุล SF และ DM เช่นกัน

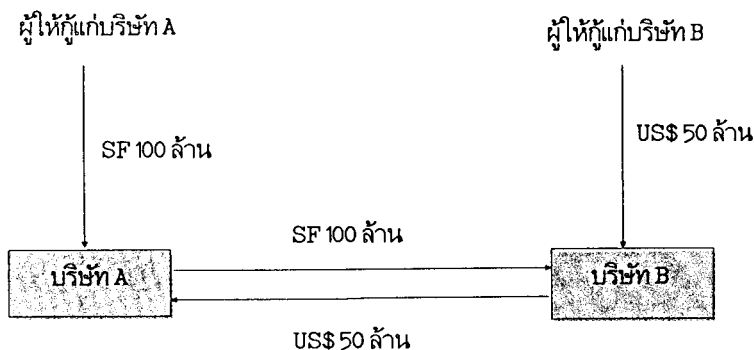
3) Floating-to-floating rate swap

Currency swap ประเภทที่ 3 นี้มีข้อแตกต่างจากประเภทแรกเพียงประการเดียว คือ อัตราดอกเบี้ยที่เกี่ยวข้องทุกตัวเป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ทั้งดอกเบี้ยที่เกิดจากการกู้ยืมก่อนการทำ currency swap และดอกเบี้ยที่ต้องชำระหลังจากการทำ currency swap

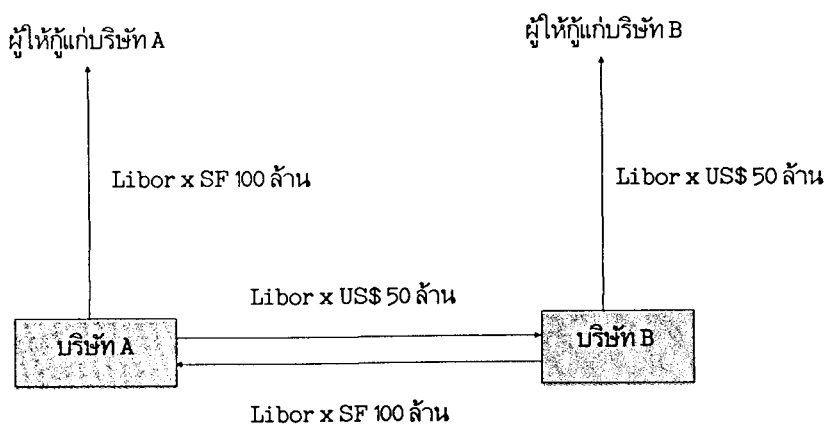
ตามทฤษฎีแล้ว การทำ floating-to-floating rate swap นั้น จะให้ผลลัพธ์เดียวกับการทำสัญญาซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าอย่างต่อเนื่องไปเรื่อยๆ จนเท่ากับอายุสัญญาของ swap ประเภทนี้ เนื่องจากต้นทุนรวมของการทำสัญญาซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าจะเท่ากับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้บวกค่าธรรมเนียมการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า ซึ่งก็คือส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยของเงินตราสกุลที่เกี่ยวข้อง 2 สกุลนั่นเอง หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็จะเท่ากับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่เกิดจากการทำ currency swap ประเภทนี้ อย่างไรก็ตาม การทำ floating-to-floating currency swap ยังมีข้อได้เปรียบเมื่อเทียบกับการทำสัญญาซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าที่กล่าวข้างต้น เพราะการทำ swap จะตัดปัญหาเรื่องส่วนต่างระหว่างอัตราซื้อและอัตราขายเงินตราต่างประเทศ และเรื่องการซื้อ/ขายเงินต้นที่จะเกิดขึ้นในทุกๆ ระยะที่มีการต่ออายุสัญญา นอกจากนี้การทำ currency swap ประเภทนี้ยังไม่จำเป็นต้องใช้วงเงินที่เป็นเงินตราต่างประเทศจากธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงินที่มีอยู่

ตัวอย่างเช่น บริษัท A กู้เงินจำนวน SF 100 ล้านในอัตราดอกเบี้ยลอยตัว = Libor และบริษัท B กู้เงินจำนวน US\$ 50 ล้าน (ให้อัตราแลกเปลี่ยน US\$ 1 = SF 2) ในอัตราดอกเบี้ยลอยตัว = Libor เช่นกัน และบริษัท A และบริษัท B เข้าทำสัญญา floating-to-floating rate swap ดังต่อไปนี้

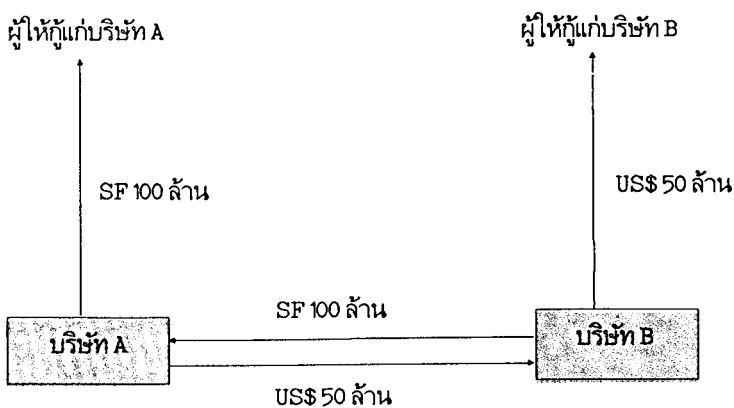
ระยะที่ 1 เป็นการแลกเปลี่ยนเงินสด



ระยะที่ 2 เป็นการแลกเปลี่ยนดอกเบี้ย



ระยะสุดท้าย เป็นการคืนเงินต้น ณ วันสิ้นสุดสัญญา



จากตัวอย่างข้างต้นจะเห็นได้ว่า บริษัท A ได้เปลี่ยนเงินกู้อัตราดอกเบี้ยลอยตัว ในสกุลเงิน SF เป็นเงินกู้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวในสกุลเงิน US\$ ส่วนบริษัท B ในทางกลับกันได้เปลี่ยนเงินกู้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวในสกุลเงิน US\$ เป็นเงินกู้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวในสกุลเงิน SF ซึ่งหมายความว่าไม่เพียงแต่คู่สัญญาจะได้รับประโยชน์ดังที่กล่าวข้างต้นแล้ว คู่สัญญายังได้ประโยชน์จากข้อได้เปรียบของอีกฝ่ายหนึ่งที่มีอยู่ทั้งในแง่ของสกุลเงินและอัตราดอกเบี้ย ตัวอย่างเช่น บริษัท A อาจคุ้นเคยหรือเป็นที่รู้จักกันอย่างดีในตลาดเงินสกุล SF จึงสามารถกู้ได้ง่ายและในเงื่อนไขที่ดีกว่าบริษัท B แต่บริษัท A ต้องการใช้เงินสกุล US\$ จึงกู้เงินในสกุล SF แล้วนำไป swap กับบริษัท B ซึ่งชำนาญในการกู้เงิน US\$

2. ลักษณะเด่น

2.1 Currency swaps เป็นรายการนอกบัญชีงบดุล เพราะเป็นการนำหนี้สิน (หรือทรัพย์สิน) ที่บันทึกอยู่ในบัญชีแล้วมาแลกเปลี่ยนให้เป็นหนี้สิน (หรือทรัพย์สิน) ที่อยู่ในเงินตราอีกสกุลหนึ่งโดยที่ฐานะความเป็นลูกหนี้ (หรือเจ้าหนี้) ยังคงเดิม เช่น บริษัท A นำเงินกู้สกุล US\$ ที่กู้มาจากสถาบันการเงิน X มาทำ currency swap กับเงินกู้สกุล SF ของบริษัท B ที่กู้มาจากสถาบันการเงิน Y ในกรณีนี้หลังจากทำสัญญา currency swap แล้ว บริษัท A ก็ยังถือว่าเป็นลูกหนี้เงินกู้ของสถาบันการเงิน X ในทำนองเดียวกัน บริษัท B ก็ยังคงเป็นลูกหนี้เงินกู้ของสถาบันการเงิน Y ดังนั้นการทำ currency swap จะไม่สามารถนำมาลงในบัญชีอีกได้ เพราะจะซ้ำกับหนี้เงินกู้เดิม

2.2 ในกรณีของบุคคลที่มีหนี้สินเดิม มีความต้องการเปลี่ยนประเภทของสกุลเงินต้นและ/หรือภาระดอกเบี้ย บุคคลนั้นไม่จำเป็นต้องไปกู้ยืมใหม่ในสกุลเงินต้นและ/หรือประเภทดอกเบี้ยที่ตนต้องการ จึงจะเป็นความสะดวกและรวดเร็วยิ่งขึ้นเมื่อสามารถใช้ currency swaps แทน เนื่องจาก currency swaps มิใช่การกู้ยืม จึงไม่จำเป็นต้องมีเอกสารประกอบเป็นจำนวนมาก ดังเช่นการกู้ยืมตามปกติ นอกจากนั้น currency swaps ยังก่อต้นทุนที่ต่ำกว่าการสร้างหนี้ใหม่เพื่อแปลงสภาพหนี้เก่า

2.3 Currency swaps สามารถใช้เป็นเครื่องมือป้องกันความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนได้เช่นเดียวกับการซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า เนื่องจากคู่สัญญา currency swaps จะทราบอัตราแลกเปลี่ยนที่แน่นอนของวันทำสัญญาและวันสิ้นสุดสัญญา และแม้ว่าอัตราแลกเปลี่ยนในตลาดเงินตราต่างประเทศจะเปลี่ยนแปลงไปจากวันทำสัญญาจนถึงวันสิ้นสุดสัญญา ก็

จะไม่ก่อให้เกิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนขึ้น เช่น บริษัท A ทำสัญญา currency swap กับ บริษัท B ระหว่างเงินตราสกุล US\$ และ DM โดยกำหนดให้อัตรา ณ วันทำสัญญาและ ณ วันสิ้นสุดเป็นอัตราเดียวกันคือ $US\$ 1 = DM 2$ ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนได้เปลี่ยนไปจากวันทำสัญญาเป็น $US\$ 1 = DM 3$ ก็จะไม่ก่อให้เกิดผลกระทบทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนต่อบริษัท A และบริษัท B เพราะเงินตราสกุลที่ได้รับไปในวันทำสัญญา ดอกเบี้ยที่ต้องชำระในระหว่างสัญญา และเงินตราสกุลที่ต้องนำมาคืนในวันสิ้นสุดสัญญาเป็นเงินตราสกุลเดียวกัน กล่าวคือ บริษัท A จะรับเงินสกุล DM ในวันทำสัญญา ชำระดอกเบี้ยในสกุล DM และคืนเงินต้นสกุล DM ในวันสิ้นสุดสัญญา ส่วนบริษัท B ก็จะเกี่ยวข้องกับเงินสกุล US\$ เท่านั้นในช่วงที่อยู่ระหว่างสัญญา currency swap

2.4 Currency swaps สามารถใช้เป็นเครื่องมือในการลดต้นทุนทางอัตราดอกเบี้ย และช่วยให้สถาบันการเงินหรือบริษัทธุรกิจ สามารถเข้าพึ่งตลาดเงินตราต่างประเทศที่ตามปกติจะไม่สามารถเข้าถึงได้หรือมีข้อเสียเปรียบ

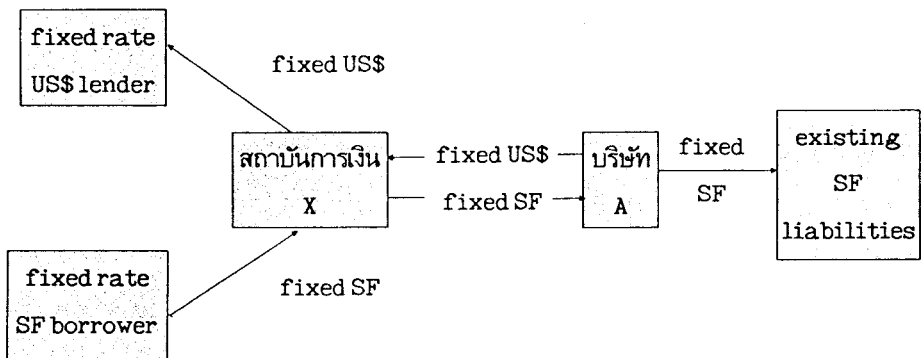
2.5 เนื่องจากสัญญา currency swaps จะถูกจัดทำขึ้นตามความต้องการของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้องซึ่งส่วนใหญ่จะไม่มีมาตรฐานเดียวกัน ดังนั้นจึงมีปัญหาหลายประการตามมา เช่น ถ้าบริษัท ก ต้องการทำ currency swap ในทิศทางตรงข้ามกับที่เคยทำมา ก็จะต้องหาคู่ค้าที่เป็นสถาบันการเงินผู้นำตลาดเท่านั้น เพราะคู่ค้าที่เป็นบริษัทธุรกิจหรือสถาบันการเงินทั่วไปอาจจะไม่ต้องการทำ currency swap ที่มีรายละเอียดเช่นเดียวกับที่บริษัท ก ต้องการก็ได้ ซึ่งก็จะเป็นปัญหาเดียวกับการนำสัญญา currency swap ออกจำหน่ายในตลาดรอง เพราะเป็นเรื่องยากที่จะหาผู้ที่มีความต้องการตรงกัน นอกจากนั้นยังมีปัญหาเรื่องความเห็นชอบจากอีกฝ่ายหนึ่งในสัญญาแรกอีกด้วย เช่น บริษัท ก ต้องการนำสัญญา currency swap ที่ได้ทำกับบริษัท ข ออกจำหน่ายในตลาดรอง บริษัท ก จะต้องขออนุญาตหรือความเห็นชอบจากบริษัท ข ก่อน เพราะถ้าผู้ซื้อสัญญาดังกล่าวมีฐานะทางการเงินที่ด้อยกว่าบริษัท ก มาก ทำให้เกิดความเสี่ยงทางเครดิตสูงกว่าบริษัท ก บริษัท ข อาจจะยินยอมก็ได้

2.6 อนึ่ง การทำ currency swaps สำหรับหนี้สินเดิมที่มีอยู่ก็สามารถกระทำได้ แม้ว่าจะไม่สามารถหาคู่สัญญาที่มีความต้องการตรงกันทั้งในแง่ของสกุลเงิน จำนวนเงินต้น ประเภท และระดับอัตราดอกเบี้ย รวมทั้งอายุสัญญา เพราะในปัจจุบันสถาบันการเงินชั้นนำที่ทำหน้าที่เป็นผู้นำตลาดสามารถเป็นคู่สัญญาให้กับผู้ที่ต้องการทำ currency swaps ของหนี้สินเดิมได้ในแทบทุกกรณี โดยสถาบันการเงินดังกล่าวจะเก็บสัญญา swap นั้นๆ ไว้ในครอบครองก่อน ในขณะเดียวกัน ก็จะหาทางป้องกันความเสี่ยง โดยอาจจะใช้วิธีการกู้ยืมเงินต้นในสกุลที่มีจำนวนและ

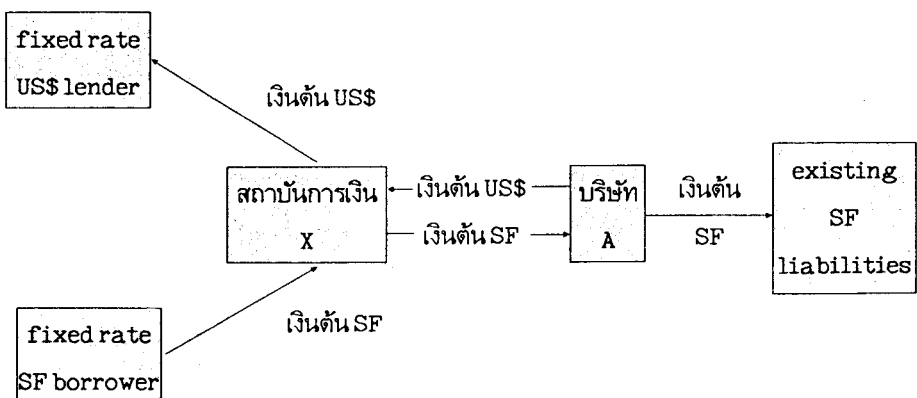
ประเภทอัตราดอกเบี้ยที่ลูกค้าต้องการ และนำเงินทุนดังกล่าวไปแลกเปลี่ยนเป็นเงินทุนในสกุลเดียวกับหนี้สินของลูกค้าและในประเภทอัตราดอกเบี้ยที่ได้รับจากลูกค้า ดังตัวอย่างต่อไปนี้

บริษัท A มียอดเงินกู้จำนวน SF 100 ล้าน อายุสัญญา 5 ปี และมีภาระดอกเบี้ยตายตัวหลังจากสัญญาผ่านไปได้ 2 ปี ค่าเงิน SF กลับสูงขึ้นจากเดิมและมีแนวโน้มที่จะแข็งขึ้นต่อไปอีกเมื่อเทียบกับ US\$ นอกจากนี้แหล่งรายได้ส่วนใหญ่ของบริษัท A อยู่ในสกุล US\$ ดังนั้น บริษัท A จะได้รับประโยชน์จากการทำ currency swap จาก SF เป็น US\$ กับสถาบันการเงิน X โดยสถาบันการเงิน X จะกู้เงินในตลาดอัตราดอกเบี้ยตายตัว สกุล US\$ ที่มีจำนวนเทียบเท่ากับ SF 100 ล้านตามอัตราแลกเปลี่ยน SF/US\$ ในขณะนั้น และนำเงินกู้ US\$ ไปแลกเปลี่ยนเป็น SF แล้วจึงนำไปลงทุนในตลาดอัตราดอกเบี้ยตายตัวในสกุล SF ไปตลอดระยะเวลา 3 ปี หรือจนกว่าจะหาคู่สัญญาที่เหมาะสมให้กับบริษัท A ได้

ระยะที่ 1 การชำระดอกเบี้ย



ระยะที่ 2 การคืนเงินต้น



3. วิวัฒนาการ

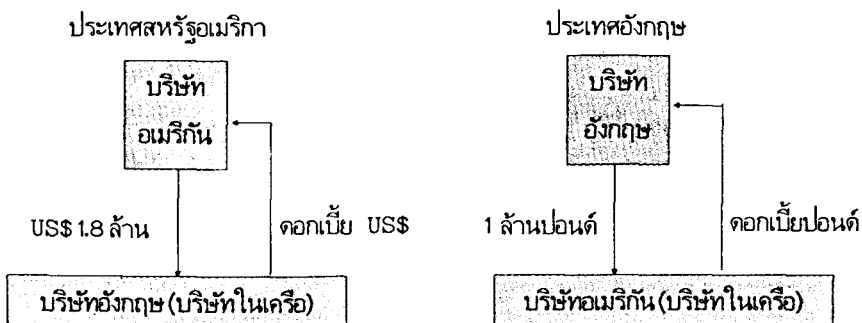
ในช่วงก่อนหน้าที่จะมีการเริ่มทำ currency swaps นั้น เราจะถือได้ว่าการทำ parallel loan และ back-to-back loan เป็นธุรกรรมที่ได้รับความนิยมอย่างสูงในช่วงทศวรรษที่ 1970 และกรรมวิธีทั้งสองนี้อาจกล่าวได้ว่าเป็นขั้นเริ่มแรกของวิวัฒนาการของ currency swaps

Parallel loan และ back-to-back loan เป็นการพัฒนาวิธีการกู้ยืมเงินตราต่างประเทศ ในอันที่จะหลีกเลี่ยงกฎเกณฑ์หรือข้อบังคับบางประการที่เกี่ยวข้องกับการปริวรรตเงินตรา หรือเพื่อเป็นการช่วยให้มีโอกาสป้องกันความเสี่ยงระยะปานกลางหรือระยะยาวสำหรับเงินตราสกุลที่ไม่เป็นที่นิยมกันอย่างแพร่หลาย ที่ตามปกติจะสามารถป้องกันความเสี่ยงได้แต่เฉพาะในระยะสั้นเท่านั้น

Parallel loan

มีต้นกำเนิดมาจากการที่บริษัทอังกฤษประสงค์จะนำเงินทุนออกนอกประเทศต้องการจะหลีกเลี่ยงการซื้อ US\$ ในอัตราที่สูงกว่าอัตราปกติ เพราะต้องเสียค่าธรรมเนียมนอกเหนือจากอัตราทันทีตามข้อบังคับที่ธนาคารกลางแห่งประเทศอังกฤษกำหนด

การทำ parallel loan จะเริ่มจากบริษัทอังกฤษในประเทศอังกฤษ และบริษัทอเมริกันในประเทศสหรัฐอเมริกา มีความต้องการเงินทุนสกุล US\$ และ ปอนด์ ตามลำดับ สำหรับบริษัทอังกฤษนั้นต้องการเงิน US\$ เพื่อส่งไปให้บริษัทในเครือของตนในประเทศสหรัฐอเมริกา ส่วนบริษัทอเมริกันอยู่ในฐานะตรงกันข้าม คือ ต้องการเงินปอนด์เพื่อส่งไปให้บริษัทในเครือของตนในประเทศอังกฤษ ดังนั้นเงื่อนไขเบื้องต้นของการทำ parallel loan จะเริ่มจาก 2 บริษัทใน 2 ประเทศที่ใช้เงินตราสกุลต่างกัน มีความต้องการเงินทุนในสกุลที่อีกบริษัทหนึ่งสามารถกู้ได้ง่ายกว่าด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่าหรือมีเงื่อนไขที่ดีกว่า เพื่อส่งไปให้แก่บริษัทในเครือของตนในต่างประเทศ



สมมุติให้อัตราแลกเปลี่ยนในวันทำสัญญาเท่ากับ US\$ 1.80 ต่อหนึ่งปอนด์ ดังนั้นถ้าบริษัท อังกฤษให้บริษัทในเครือของบริษัทอเมริกันที่อยู่ในประเทศอังกฤษ กู้เป็นจำนวน 1.0 ล้านปอนด์ บริษัทอเมริกันจะต้องให้บริษัทในเครือของบริษัทอังกฤษที่อยู่ในประเทศสหรัฐอเมริกา กู้เป็นจำนวน US\$ 1.8 ล้าน และบริษัทในเครือของบริษัททั้งสองจะต้องจ่ายดอกเบี้ยแต่ละงวดในเวลาเดียวกัน นอกจากนี้อายุของการกู้ยืมทั้งสองจะต้องเท่ากันอีกด้วย

ส่วนใหญ่แล้ว parallel loan จะเป็นการกู้ยืมที่มีการเบิกจ่ายเงินต้นและชำระคืนเพียง ครั้งเดียว และอายุของสัญญาโดยทั่วไปจะอยู่ในระหว่าง 5 ถึง 10 ปี สำหรับความเสี่ยงของ parallel loan จะสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประการหลักคือ

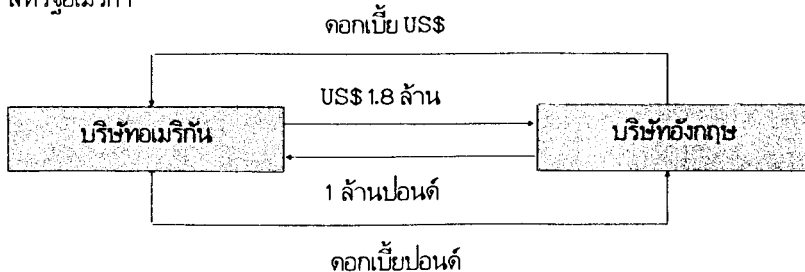
1. ความน่าเชื่อถือและความสามารถในการชำระหนี้ของผู้กู้ จะเป็นความเสี่ยงที่สำคัญในการทำ parallel loan ดังนั้นจึงมีการกำหนดไว้ในสัญญาว่าถ้าฝ่ายหนึ่งฝ่ายใดไม่ทำการชำระ ดอกเบี้ยหรือเงินต้นตามกำหนดแล้ว อีกฝ่ายหนึ่งก็สามารถนำส่วนที่ค้างชำระมาหักออกจากภาระ หนี้ของตนได้

2. ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนจะมีผลกระทบต่อต้นทุนดอกเบี้ยที่ต้องชำระในแต่ละ งวด ฉะนั้นเพื่อเป็นการลดความแปรปรวนของต้นทุนในด้านนี้จึงมีการระบ้อัตราแลกเปลี่ยนใน ลักษณะที่เป็น ceiling และ floor เช่น ถ้าอัตราแลกเปลี่ยน US\$/ปอนด์ ต่ำกว่า 1.70 บริษัท อังกฤษจะต้องให้กู้เพิ่มเติมแก่บริษัทในเครือของบริษัทอเมริกัน แต่ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนสูงกว่า 1.90 บริษัทในเครือของบริษัทอเมริกันจะต้องคืนเงินกู้บางส่วนให้แก่บริษัทอังกฤษเป็นต้น

Back-to-back loan

ความแตกต่างระหว่าง back-to-back loan กับ parallel loan มีอยู่แต่เพียงว่า back-to-back loan เป็นการให้กู้โดยตรงระหว่างคู่สัญญา ในขณะที่ parallel loan เป็นการให้กู้แก่บริษัทในเครือของอีกฝ่ายหนึ่ง

สหรัฐอเมริกา



การทำ currency swaps ได้เริ่มเป็นที่แพร่หลายขึ้นหลังจากธนาคารโลกได้ทำ currency swaps กับธนาคารกลางของประเทศต่างๆ ในปี ค.ศ. 1981 โดยปริมาณธุรกรรมได้เริ่มขยายตัวเพิ่มขึ้นเป็น US\$ 5.0 พันล้านในปี ค.ศ. 1983 และ US\$ 12.0 พันล้านในปีถัดมา และตามข้อมูลในครั้งแรกของปี ค.ศ. 1987 ปริมาณธุรกรรมของ currency swaps จากการสำรวจของ International Swap Dealers Association มีเงินตราที่เกี่ยวข้องทั้งหมด 13 สกุล มูลค่าทั้งสิ้นประมาณ US\$ 85.0 พันล้าน ซึ่งมาจากการทำ currency swaps 1,615 ราย โดยร้อยละ 40 ของจำนวนดังกล่าวเป็นการทำ currency swaps ของ end-users

การแบ่งกลุ่มของผู้มีส่วนร่วมในตลาด currency swaps ตามมูลเหตุจูงใจขั้นพื้นฐาน อาจจะแบ่งได้เป็น 2 กลุ่มใหญ่ๆ คือ

1. End-users ซึ่งเป็นกลุ่มที่ทำ currency swaps เพื่อต้องการเปลี่ยนแปลงความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนให้เหมาะสม ด้วยเหตุผลทางธุรกิจและการจัดการทรัพย์สินและหนี้สิน
2. ตัวกลาง (dealers และ brokers) เข้ามาในตลาด currency swaps เพื่อหารายได้จากค่าธรรมเนียมและหาโอกาสให้บริการทางการเงินอื่นๆ แก่ลูกค้า

1. End-users

ประกอบด้วยธนาคาร สถาบันการเงินอื่นๆ และบริษัทธุรกิจ รวมไปถึงภาครัฐบาล หน่วยงานระหว่างประเทศที่มีเป้าหมายหรือจุดประสงค์ในการทำ currency swaps ดังต่อไปนี้

- 1.1 เพื่อเข้าถึงแหล่งเงินทุนในสกุลเงินที่ต้องการด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่าการกู้ยืมตามปกติ
- 1.2 เพื่อจัดหาสินทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงขึ้นในยามที่ภาวะตลาดเอื้ออำนวย
- 1.3 เพื่อป้องกันความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดจากการประกอบธุรกิจตามปกติ
- 1.4 เพื่อกลยุทธ์ในการบริหารทรัพย์สินและหนี้สินระยะสั้น
- 1.5 เพื่อเก็งกำไร

แรงจูงใจที่สำคัญในตลาด currency swaps นั้น ส่วนใหญ่จะมีสาเหตุมาจากความต้องการเงินตราสกุลหนึ่งๆ ในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าการกู้โดยตรง หรือเพื่อป้องกันความเสี่ยงที่เกิดจากโครงสร้างทางทรัพย์สินและหนี้สินในเงินตราสกุลต่างๆ ที่มีอยู่แต่เดิมตัวอย่างเช่น

บริษัท A มีความต้องการเงินกู้สกุล SF โดยสามารถกู้จากตลาด SF ในอัตราดอกเบี้ย 7% และสามารถกู้จากตลาด US\$ ในอัตราดอกเบี้ย 11% ในขณะที่ บริษัท B มีความต้องการเงินกู้สกุล US\$ โดยสามารถกู้จาก ตลาด US\$ ในอัตราดอกเบี้ย 12% แต่สามารถกู้จากตลาด SF ได้ในอัตราดอกเบี้ย 6%

ดังนั้นถ้าบริษัท A และ B มาเป็นคู่สัญญาทำ currency swap ก็จะสามารถประหยัดต้นทุนดอกเบี้ยได้รวมเท่ากับ $(12-11) + (7-6)\% = 2\%$ และอัตราดอกเบี้ยจำนวน 2% ที่ประหยัดได้นี้ตามปกติจะถูกนำไปจัดสรรระหว่างบริษัท A และ B เช่น บริษัท A และ B ได้รับบริษัทละ 1% เป็นต้น

สรุปได้ว่า ถ้าคู่สัญญาสามารถกู้เงินตราสกุลที่ตนต้องการได้ในต้นทุนที่ต่ำลง ผลรวมของการประหยัดต้นทุนทั้งหมดจะเท่ากับผลรวมของส่วนต่างของต้นทุนที่แต่ละฝ่ายประหยัดได้ กล่าวคือ

บริษัท A สามารถกู้จากตลาด US\$ ได้ในอัตราดอกเบี้ย $x_1\%$

" " SF " " $y_1\%$

บริษัท B " " US\$ " " $x_2\%$

" " SF " " $y_2\%$

ดังนั้นถ้าบริษัท A ต้องการกู้ US\$ และบริษัท B ต้องการกู้ SF การประหยัดดอกเบี้ยจากการทำ currency swap จะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อ $(x_1 - x_2) + (y_2 - y_1) > 0$ ซึ่งแยกได้เป็น 4 กรณีคือ

$$1. (x_1 - x_2) > 0 \text{ และ } (y_2 - y_1) > 0$$

กรณีนี้หมายความว่า บริษัท A มีต้นทุนทางด้านดอกเบี้ยต่ำกว่าในตลาด SF

และ " B " " " US\$

$$2. (x_1 - x_2) < 0, (y_2 - y_1) > 0$$

กรณีนี้หมายความว่า บริษัท A มีต้นทุนทางด้านดอกเบี้ยต่ำกว่าบริษัท B ทั้งในตลาด US\$ และ SF แต่ถ้าจะให้เกิดการประหยัดดอกเบี้ย

$|y_2 - y_1|$ จะต้องมากกว่า $|x_1 - x_2|$ เพื่อให้ $(x_1 - x_2) + (y_2 - y_1) > 0$

3. ส่วนในกรณีที่ $(x_1 - x_2) > 0, (y_2 - y_1) < 0$ และ $|y_2 - y_1| < |x_1 - x_2|$ บริษัท A ซึ่งต้องการกู้ US\$ จะได้รับประโยชน์จากการทำ currency swap กับบริษัท B เช่นกัน เพราะ $(x_1 - x_2) + (y_2 - y_1) > 0$ เนื่องจาก แม้ว่าบริษัท A จะมีต้นทุนทางด้านดอกเบี้ยสูงกว่าบริษัท B ทั้งในตลาด US\$ และ SF แต่บริษัท A กลับมีความเสียเปรียบทางด้านอัตราดอกเบี้ยในเงินตราสกุลที่ต้องการกู้ (US\$) สูงกว่าหรือ $|x_1 - x_2| > |y_2 - y_1|$ ดังนั้นจึงสมควรให้บริษัท B กู้แทน

$$4. (x_1 - x_2) > 0 \text{ และ } (y_2 - y_1) = 0$$

หรือ $(x_1 - x_2) = 0$ และ $(y_2 - y_1) > 0$

กรณีนี้หมายความว่า บริษัท A มีต้นทุนทางด้านดอกเบี้ย สูงกว่า ในตลาด US\$

และ " " เท่ากับบริษัท B " SF

หรือ บริษัท A " " " " US\$

และ " " ต่ำกว่า " SF

ในทางตรงข้าม ถ้าบริษัท A ต้องการกู้ SF และบริษัท B ต้องการกู้ US\$ การประหยัดดอกเบี้ยจากการทำ currency swap จะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อ $(x_2 - x_1) + (y_1 - y_2) > 0$ ซึ่งแยกได้เป็น 4 กรณีเช่นกัน คือ

$$1. (x_2 - x_1) > 0 \quad \text{และ} \quad (y_1 - y_2) > 0$$

กรณีนี้หมายความว่าบริษัท A มีต้นทุนทางด้านดอกเบี้ยต่ำกว่าในตลาด US\$

และ " B " " " " SF

$$2. (x_2 - x_1) < 0, \quad (y_1 - y_2) > 0$$

กรณีนี้หมายความว่า บริษัท B มีต้นทุนทางด้านดอกเบี้ยต่ำกว่าบริษัท A ทั้งในตลาด US\$ และ SF แต่ถ้าจะทำให้เกิดการประหยัดดอกเบี้ย $|y_1 - y_2|$ จะต้องมียกสูงกว่า $|x_2 - x_1|$ เพื่อให้ $(x_2 - x_1) + (y_1 - y_2) > 0$

3. สำหรับในกรณีที่ $(x_2 - x_1) > 0, (y_1 - y_2) < 0$ และ $|y_1 - y_2| < |x_1 - x_2|$ บริษัท A ซึ่งต้องการกู้ SF จะได้รับประโยชน์จากการทำ currency swap กับบริษัท B เพราะในกรณีนี้บริษัท A จะมีต้นทุนทางด้านดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าบริษัท B ทั้งในตลาด US\$ และ SF แต่บริษัท A กลับมีความได้เปรียบทางด้านอัตราดอกเบี้ยในเงินตราสกุลที่ต้องการกู้ (SF) น้อยกว่า หรือ $|y_1 - y_2| < |x_1 - x_2|$ ดังนั้น บริษัท A จึงควรกู้ในตลาด US\$ ซึ่งมีความได้เปรียบทางด้านอัตราดอกเบี้ยมากกว่าแล้วจึงนำมา swap กับบริษัท B

$$4. (x_2 - x_1) > 0 \quad \text{และ} \quad (y_1 - y_2) = 0$$

$$\text{หรือ} \quad (x_2 - x_1) = 0 \quad \text{และ} \quad (y_1 - y_2) > 0$$

กรณีนี้หมายความว่า บริษัท A มีต้นทุนทางด้านดอกเบี้ย ต่ำกว่า ในตลาด US\$

และ " " เท่ากับบริษัท B " SF

หรือ บริษัท A " " " US\$

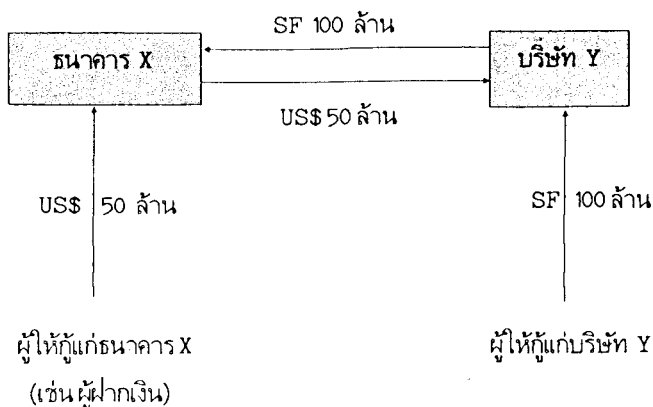
และ " " สูงกว่า " SF

2. ตัวกลาง

ในระยะแรกๆ ตัวกลางจะทำหน้าที่เป็นเพียงนายหน้า (brokers) เพื่อจับคู่ผู้ที่ต้องการทำ currency swaps เท่านั้น และบางครั้งจะออกหนังสือรับรองความสามารถในการชำระหนี้ให้แก่ลูกค้าฝ่ายที่มี credit risk สูงกว่า แต่ระยะต่อมาหลังจากที่ขนาดของตลาดและจำนวนผู้เข้าร่วมในตลาดมีมากขึ้นเรื่อยๆ ลูกค้าฝ่ายที่มีความเสี่ยงสูงก็มีจำนวนเพิ่มขึ้นเช่นกัน ทำให้ลูกค้าฝ่ายที่มีฐานะทางการเงินดีไม่ประสงค์ที่จะทำ currency swaps ด้วย สถาบันการเงิน

ซึ่งก่อนหน้านี้โดยทำหน้าที่เป็นเพียงนายหน้าจึงเริ่มมีโอกาสทำหน้าที่เป็นคู่ค้าเอง (dealers) และ คู่ค้าที่เป็นสถาบันการเงินก็เริ่มได้รับความนิยมมากขึ้น เนื่องจากส่วนใหญ่จะมีฐานะทางการเงินดี จึงเป็นที่ยอมรับแก่ทุกฝ่าย ส่วนความเสี่ยงทางด้านเครดิตของลูกค้าแต่ละรายก็จะมีสถาบันการเงิน เป็นผู้รับเท่านั้น อีกนัยหนึ่งคือ สถาบันการเงินจะเป็นผู้รับความเสี่ยงที่ลูกค้าอาจผิดสัญญา นอกจากนั้น มูลเหตุที่ทำให้การทำ currency swaps กับสถาบันการเงินแพร่หลาย อีกประการหนึ่งก็คือ ความไม่ต้องการเปิดเผยนามของผู้ร่วมกระทำการ swap ซึ่งหมายความว่า แต่ละฝ่ายก็จะไม่ทราบว่าคุณค่าที่แท้จริงของตนเป็นใคร อย่างไรก็ตาม ตัวกลางที่ทำหน้าที่เป็นคู่ค้า ด้วยนี้จะไม่จัดอยู่ในกลุ่มของ end-users เนื่องจากมีจุดประสงค์ที่แตกต่างออกไป เพราะ ตัวกลางเหล่านี้มีความต้องการที่จะหารายได้จากค่าธรรมเนียมและการให้บริการทางการเงินอื่น ๆ แก่ ลูกค้าที่มาทำ swap ด้วยเท่านั้น

เนื่องจากการทำ currency swaps มีความยุ่งยากและสัญญา currency swaps มีสภาพคล่องต่ำเมื่อเทียบกับ interest rate swaps ดังนั้นตลาดของ currency swaps ระหว่าง end-users กับตัวกลางจึงยังค่อนข้างแคบ นอกจากนี้ตัวกลางที่ทำหน้าที่เป็น dealer โดยรับทำ currency swaps ระหว่างเงินตราสกุล US\$ กับเงินตราสกุลอื่น เช่น SF หรือ DM ส่วนใหญ่ไม่สามารถป้องกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยของเงินตราสกุลอื่นๆ นอกจาก US\$ ได้มากนัก แม้ว่าจะไม่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ตัวอย่างเช่น ธนาคาร X รับทำ currency swap กับบริษัท Y โดยบริษัท Y กู้เงิน SF จำนวน SF 100 ล้าน อัตราดอกเบี้ยตายตัวร้อยละ 5 ต่อปี แล้วนำมา swap กับ US\$ 50 ล้าน (ให้อัตราแลกเปลี่ยน US\$ 1 = SF 2) อัตราดอกเบี้ยลอยตัวร้อยละ 10 ต่อปีของธนาคาร X



เมื่อธนาคาร X รับเงิน SF 100 ล้าน ก็จะไม่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ถ้าธนาคาร X นำเงิน SF 100 ล้านนี้ไปลงทุนจนครบกำหนดสัญญา currency swap กับ บริษัท Y แต่การนำเงิน SF ไปลงทุนนี้ (ส่วนใหญ่ในตลาดพันธบัตรรัฐบาล) อาจไม่สามารถหาการลงทุนในสกุล SF ที่จ่ายดอกเบี้ยตายตัวในอัตราร้อยละ 5 ต่อปีหรือสูงกว่าได้ เพราะตลาดพันธบัตรรัฐบาลอื่นๆ นอกจากตลาดพันธบัตรสกุล US\$ ไม่ค่อยมีพันธบัตรที่มีอายุใกล้เคียงหลากหลายดังเช่นในตลาดสหรัฐอเมริกา ดังนั้น ตัวกลางที่ทำ currency swap ในเงินตราที่ไม่ใช่ US\$ อาจไม่สามารถป้องกันความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ยได้อย่างสมบูรณ์ แต่กรณีนี้ อาจจะไม่ใช่วิธีที่สำคัญสำหรับเงินตราบางสกุล เช่น SF, DM หรือ Y เพราะอัตราดอกเบี้ยของเงินตราสกุลเหล่านี้จะมีระดับต่ำ รวมทั้งมีความแปรปรวนน้อยอีกด้วย แต่สำหรับเงินตราที่มีอัตราดอกเบี้ยสูงและมีความแปรปรวนมากเช่น French franc, Australia dollar หรือ New Zealand dollar ตัวกลางที่ทำหน้าที่ dealer จะรับความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ยมาก ดังนั้น ตัวกลางจึงไม่ค่อยนิยมให้บริการ currency swaps กับเงินตราสกุลเหล่านั้นมากนัก อย่างไรก็ตาม ในบางครั้งตัวกลางอาจจะยอมให้บริการก็ได้ ถ้าเห็นว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดของเงินตราสกุลเหล่านั้นจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางที่นำผลกำไรให้แก่อน และหลังจากที่ทิศทางของอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มที่จะทำให้เกิดการขาดทุน ตัวกลางก็อาจนำสัญญา currency swaps ออกขายในตลาดรองได้

สำหรับการซื้อขายสัญญา currency swaps ในตลาดรองนั้น จะต้องเป็นสัญญาที่อยู่ในระบบมาตรฐาน ซึ่งส่วนใหญ่จะกำหนดโดยธนาคารที่จัดการเกี่ยวกับการลงทุน (investment banks) โดยมีจุดประสงค์เพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้กับตลาด currency swaps นอกจากนี้ อาจจะมีการเรียกหลักทรัพย์ค้ำประกันเพื่อลดความเสี่ยงให้แก่ฝ่ายที่มีฐานะทางการเงินไม่ดี

4. การกำหนดราคา

การกำหนดราคาโดยสถาบันการเงิน ซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวกลางของการทำ currency swaps นั้นขึ้นอยู่กับฐานะของสถาบันการเงินนั้นว่าเป็นแต่เพียงนายหน้า (broker) ที่นำคู่สัญญา swaps ให้มาพบกันและทำข้อตกลงเกี่ยวกับการแลกเปลี่ยนเงินต้น ณ วันทำสัญญาและวันสิ้นสุดสัญญา รวมทั้งเรื่องการส่งมอบดอกเบี้ยของแต่ละฝ่าย หรือเป็นผู้ที่เข้ามีส่วนร่วมเป็นคู่สัญญา (dealer) กับลูกค้าที่มีจุดประสงค์ในการทำ currency swaps ด้วย

ในกรณีแรกที่สถาบันการเงินทำหน้าที่เป็นนายหน้า การกำหนดราคาจะขึ้นอยู่กับ

1) จำนวนผู้ที่ต้องการทำ currency swaps ซึ่งจะสะท้อนให้เห็นถึงอุปสงค์ของการหาสถาบันการเงินซึ่งจะทำหน้าที่เป็นนายหน้า และเป็นผู้จัดการข้อตกลงในเรื่องการจัดสรรผลประโยชน์ทางด้านดอกเบี้ย (ที่ได้กล่าวแล้วในหัวข้อความหมายและกลไกพื้นฐาน) ว่าแต่ละฝ่ายจะได้ส่วนแบ่งของการประหยัดต้นทุนดอกเบี้ยเป็นจำนวนเท่าใด นอกจากนี้ สถาบันการเงินอาจจะเป็นผู้ช่วยกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนสูงสุดและต่ำสุดที่คู่สัญญาจะยอมรับได้ กล่าวคือ ถ้าการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนยังอยู่ในพิสัยดังกล่าว คู่สัญญาจะไม่จำเป็นต้องมีการจ่ายเงินชดเชยให้กับอีกฝ่ายหนึ่ง แต่ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไหวเกินกว่าพิสัยข้างต้น (เฉพาะในช่วงที่มีการชำระดอกเบี้ย) ก็จะต้องมีการจ่ายเงินชดเชย เป็นต้น ตามปกติสถาบันการเงินจะคิดค่าธรรมเนียมนายหน้าจำนวนหนึ่ง ซึ่งคู่สัญญาที่มีฐานะทางการเงินต่ำกว่าจะต้องเป็นผู้รับภาระค่าใช้จ่ายส่วนนี้ และอาจจะต้องจ่ายค่าออกพันธบัตรหรือเครื่องมือทางการเงินอื่นๆ ให้กับคู่สัญญาที่มีฐานะทางการเงินดีกว่าอีกด้วย สำหรับจำนวนผู้ที่ต้องการทำ currency swaps นั้นจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราค่าธรรมเนียมนายหน้า

2) จำนวนสถาบันการเงิน ซึ่งทำหน้าที่เป็นนายหน้าจะสะท้อนให้เห็นถึงอุปทานในตลาด currency swaps โดยจำนวนของสถาบันการเงินเหล่านี้จะเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ตามอุปสงค์ในข้อ 1 และขนาดของตลาด สำหรับปัจจัยข้อ 2 นี้จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับค่าธรรมเนียมนายหน้า

3) มูลค่าของต้นทุนที่ประหยัดได้จากการทำ currency swaps เมื่อเทียบกับต้นทุนของการกู้เงินในสกุลที่ต้องการโดยตรงจากแหล่งเงินทุนต่างๆ ก็นับว่าเป็นปัจจัยที่สำคัญอีกประการหนึ่งในการกำหนดราคาค่าธรรมเนียมนายหน้า เพราะถ้ามูลค่าธรรมเนียมโดยใช้ปัจจัยในข้อ 1 และ 2 เป็นหลักแล้ว ทำให้ต้นทุนขั้นสุดท้าย (ต้นทุนดอกเบี้ยรวมค่าธรรมเนียม และค่าใช้จ่ายอื่นๆ ผสมกับขนาดความแปรปรวนของอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงอายุสัญญา) สูงกว่าต้นทุนของการกู้เงินโดยตรง ก็จะไม่สร้างแรงจูงใจให้มีการทำ currency swaps ขึ้น ดังนั้น ปัจจัยในข้อ 3 จึงถือได้ว่าเป็นเพดานของการกำหนดราคา

ส่วนในกรณีที่สอง ที่สถาบันการเงินทำหน้าที่เป็นคู่สัญญาให้กับลูกค้าที่ประสงค์จะทำ currency swaps ปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดราคาจะคล้ายกับในกรณีแรก กล่าวคือ

1. อุปสงค์หรือจำนวนของผู้ที่ต้องการทำ currency swaps
2. อุปทานหรือจำนวนของสถาบันการเงินที่สามารถเข้าไปทำหน้าที่เป็นคู่สัญญา ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นสถาบันการเงินประเภทที่เป็นผู้นำตลาด

3. มูลค่าของต้นทุนที่ประหยัดได้จากการทำ currency swaps เมื่อเทียบกับต้นทุนของการกู้ในสกุลเงินที่ต้องการโดยตรงจากแหล่งเงินทุนต่างๆ ในกรณีนี้ยังถือว่าเป็นแพดานของการกำหนดราคาอีกเช่นกัน
4. ความสามารถในการหาลูกค้าที่เหมาะสมเพื่อมาเป็นคู่สัญญาในทิศทางตรงข้าม ซึ่งจะขึ้นอยู่กับเครือข่ายและจำนวนสำนักงานของสถาบันการเงินนั้นๆ และยังรวมไปถึงจำนวนสัญญา currency swaps ที่ยังไม่ได้รับการจับคู่และอยู่ในครอบครองของสถาบันอีกด้วย สถาบันการเงินที่มีความได้เปรียบในเรื่องนี้ ส่วนใหญ่จะทำหน้าที่เป็นผู้นำตลาด และจะกำหนดราคาได้ต่ำกว่าสถาบันการเงินอื่นๆ
5. ความเสี่ยงประเภทต่างๆ ที่อาจเกิดขึ้นกับสถาบันการเงินจากการทำหน้าที่เป็นคู่สัญญาในการทำ currency swaps แบ่งออกเป็น
 - Credit risk เป็นความเสี่ยงจากการหยุดชำระดอกเบี้ยและเงินต้นของคู่สัญญา ซึ่งจะแสดงให้เห็นถึงฐานะทางการเงินและความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นของคู่สัญญาดังกล่าว ความเสี่ยงประเภตินี้นับว่ามีผลกระทบรุนแรงมาก และหาทางป้องกันมิให้เกิดขึ้นได้ยาก แต่โอกาสที่จะเกิดขึ้นก็น้อยกว่า market risk
 - Market risk เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอายุสัญญาของ swap และในทิศทางตรงข้ามกับสภาพคล่องของสัญญา swap นั้นๆ กล่าวคือ สัญญาที่มีอายุยาวขึ้นก็จะมีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยนมากขึ้น และสัญญา swap ประเภทนี้นำไปจับคู่ยาก (ซึ่งในที่นี้คือมีสภาพคล่องน้อย) ดังนั้นจึงทำให้สถาบันการเงินที่ยังไม่สามารถจับคู่ swap มีความเสี่ยงประเภทนี้อยู่
 - Basis risk เป็นความเสี่ยงที่ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยหลักแต่ละชนิดอาจเปลี่ยนแปลงได้ในอนาคต เช่น ส่วนต่างระหว่างอัตรา Libor 6 เดือนกับ treasury bill 6 เดือน อาจมีค่าเท่ากับในปัจจุบัน แต่ก็มีได้หมายความว่า จะมีค่าเท่านั้นในอนาคตเป็นต้น
 - Sovereign risk เป็นความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับสกุลเงินของแต่ละประเทศ ซึ่งจะเป็นผลมาจากฐานะทางการเงินของประเทศนั้นๆ อันสะท้อนให้เห็นสภาพ

ทางการเมือง เศรษฐกิจ และสังคม รวมทั้งประวัติการชำระหนี้ต่างประเทศของรัฐบาลและเอกชนว่าเคยมีการผ่อนผัน เลื่อนกำหนด หรือยกเลิกการชำระหนี้ต่างประเทศหรือไม่

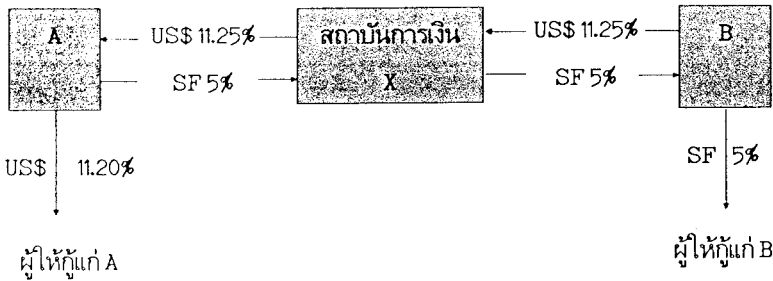
- Mismatch risk สะท้อนให้เห็นถึงความยากลำบากในการจับคู่ swap หรือ หาคู่ swap ใหม่ที่มีเงื่อนไขและรายละเอียดตรงกันทุกประการ ส่วนใหญ่ ความเสี่ยงประเภทนี้จะเป็นกรณีที่อายุสัญญาและ/หรือจำนวนเงินต้นของ คู่สัญญา swap ไม่เท่ากัน

ข้อควรสังเกตเกี่ยวกับเรื่องความเสี่ยงข้างต้น คือ ขนาดของความเสียหายอันเนื่องมาจาก ความเสี่ยง สำหรับ market risk ในกรณีของ currency swaps จะไม่มีขนาดของ ความเสียหายของตัวเอง แต่กลับจะขึ้นอยู่กับขนาดความเสียหายที่เกิดจาก credit risk เนื่องจากตราใบที่สถาบันการเงินสามารถจับคู่สัญญา swap ได้ และไม่มีภาระผูกพันชำระหนี้ ของคู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่ง สถาบันการเงินก็ยังไม่มีความเสี่ยง market risk แต่หลังจากคู่สัญญา ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งไม่ปฏิบัติตามสัญญา สถาบันการเงินนั้นก็จะมีเสี่ยงกับ market risk ทันที

สรุปได้ว่า ขนาดของ market risk ที่สถาบันการเงินจะต้องเผชิญจากการทำ currency swaps จะขึ้นอยู่กับประเภทของ currency swaps กล่าวคือ

- Fixed-to-fixed rate swap จะเผชิญกับความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของ อัตราดอกเบี้ยตายตัวในทั้ง 2 สกุลเงิน และจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน ระหว่างสกุลเงินทั้งสอง
- Fixed-to-floating rate swap จะเผชิญกับความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลง ของอัตราดอกเบี้ยตายตัวในเงินสกุลที่คู่มาด้วยอัตราดอกเบี้ยตายตัว และจากการ เปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างสกุลเงินทั้งสอง
- Floating-to-floating rate swap จะเผชิญกับความเสี่ยงจากการ เปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินสองสกุลที่นำมา swap กันเท่านั้น แต่ จะไม่มีความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ยเพราะเป็นอัตราตลาดอยู่แล้ว

เนื่องจากขนาดของความเสี่ยงสูงสุดจะเกิดในกรณี fixed-to-fixed rate swap ดังนั้นตัวอย่างต่อไปนี้จะใช้ currency swap กรณีดังกล่าวเป็นกรณีศึกษา



สมมุติฐาน เงินต้น = US\$ 100 ล้าน
 อายุสัญญา = 5 ปี
 อัตราดอกเบี้ยตายตัวสำหรับ US\$ = 11.25%
 " " SF = 5.0%
 อัตราแลกเปลี่ยนในวันทำสัญญา: US\$ 1 = SF 2
 ประมาณการพิสัยของอัตราดอกเบี้ยในช่วง 5 ปีข้างหน้า
 สำหรับ US\$ จะอยู่ระหว่าง 8% - 15%
 " SF " 4% - 7%

บริษัท A ทำสัญญา currency swap กับบริษัท B โดยมีสถาบันการเงิน X เป็นตัวกลาง แต่สำหรับในตัวอย่างนี้ สถาบันการเงิน X จะทำหน้าที่เป็นคู่สัญญาให้กับทั้งบริษัท A และบริษัท B ดังมีเงื่อนไขตามสมมุติฐานข้างต้น

ตามภาพและรายละเอียดข้างต้น จะเห็นได้ว่าในกรณีที่บริษัท A หยุดชำระภาระหนี้ สถาบันการเงิน X จะต้องกู้เงินสกุล US\$ จำนวน US\$ 100 ล้านในอัตราดอกเบี้ยตายตัวของสกุลเงิน US\$ ขณะนั้น และนำเงินกู้ US\$ มาแลกเปลี่ยนเป็นเงินสกุล SF ตามอัตราแลกเปลี่ยนในขณะนั้นเช่นกัน แล้วจึงนำไปลงทุนเพื่อให้ได้รับอัตราดอกเบี้ยตายตัวในสกุลเงิน SF ในกรณีที่บริษัท B หยุดชำระภาระหนี้ สถาบันการเงิน X จะต้องกู้เงินสกุล SF จำนวน SF 200 ล้านในอัตราดอกเบี้ยตายตัวของสกุลเงิน SF ในขณะนั้น และนำเงินกู้ SF มาแลกเปลี่ยนเป็นเงินสกุล US\$ ตามอัตราแลกเปลี่ยนในขณะนั้นเช่นกัน แล้วจึงนำไปลงทุนเพื่อให้ได้รับอัตราดอกเบี้ยตายตัวในสกุลเงิน US\$

จากสมมุติฐานและข้อมูลดังกล่าวสามารถสรุปได้ดังต่อไปนี้

	มูลค่าการรับจ่ายเงิน US\$	มูลค่าปัจจุบัน ถ้าอัตรา ดอกเบี้ย ณ ต้นปีเป็น	
		15%	8%
		(a)	(b)
ณ สิ้นปีที่ 1	11.25	87.4	113.0
" 2	11.25	89.3	110.8
" 3	11.25	91.4	108.4
" 4	11.25	93.9	105.8
" 5	11.25	96.7	103.0
		(a)	(b)
	SF	4%	7%
ณ สิ้นปีที่ 1	10.0	208.9	183.6
" 2	10.0	207.3	186.4
" 3	10.0	205.6	189.5
" 4	10.0	203.8	192.8
" 5	210.0	201.9	196.3
		(c)	(d)

ในอัตราแลกเปลี่ยน SF/US\$ ในปี 1-5 มีผลดังต่อไปนี้

	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
ณ สิ้นปีที่ 1	1.85	2.15
" 2	1.70	2.30
" 3	1.65	2.35
" 4	1.60	2.40
" 5	1.55	2.45
	(e)	(f)

ดังนั้น มูลค่าความเสี่ยงสูงสุดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้นกับสถาบันการเงิน X จะเกิดขึ้นในกรณีที่บริษัท A หยุดชำระภาระหนี้และอัตราดอกเบี้ยตายตัวสกุล US\$ เป็น 15.0% สกุล SF เป็น 4.0% รวมทั้งอัตราแลกเปลี่ยน SF/US\$ มีค่าสูงสุด กล่าวคือ หลังจากบริษัท A หยุดชำระภาระหนี้ สถาบันการเงิน X จะต้องไปกู้เงิน US\$ 160 ล้าน ในอัตราดอกเบี้ยตายตัว 15.0% และนำเงินก้อนนั้นไปแลกเปลี่ยนเป็น SF (ซึ่งในขณะนั้นมีค่าสูงสุด) แล้วนำไปลงทุนเพื่อให้ได้รับอัตราดอกเบี้ยตายตัว 4.0%

$$\text{มูลค่าความเสี่ยงสูงสุด} = \frac{(c)}{(e)} - (a)$$

ณ สิ้นปีที่ 1	25.5
" 2	32.6
" 3	33.1
" 4	33.5
" 5	33.5

แต่ถ้าในกรณีที่บริษัท B หยุดชำระภาระหนี้ โดยที่ทั้งอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนอยู่ในระดับเดียวกันกับกรณีข้างต้น มูลค่าความเสี่ยงสูงสุดที่จะเกิดขึ้นกับสถาบันการเงิน X จะกลับกลายเป็นมูลค่าของผลกำไรสูงสุดที่สถาบันการเงิน X จะได้รับ เนื่องจากมูลค่าปัจจุบันของรายจ่ายดอกเบี้ยและเงินต้นในสกุล US\$ จะกลับกลายเป็นมูลค่าปัจจุบันของรายรับ และในทางตรงข้ามมูลค่าปัจจุบันของรายได้ดอกเบี้ยและเงินต้นในสกุล SF จะกลับกลายเป็นมูลค่าปัจจุบันของรายจ่าย

หมายเหตุ มูลค่าปัจจุบันคำนวณได้จากสูตร

$$\text{Present value} = \frac{\text{Principal}}{(1+i)^n} + \frac{R/i (1 - 1)}{(1+i)^n}$$

โดย Principal = เงินต้น i = อัตราดอกเบี้ย ณ ช่วงเวลาที่เกี่ยวข้อง
R = ดอกเบี้ยของเงินต้น n = จำนวนปีที่เหลือในสัญญา

6. แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนในตลาดเงินตราต่างประเทศในอนาคต นับว่าเป็นปัจจัยสำคัญต่อการกำหนดราคา เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนจะเป็นตัวกำหนดความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้น ตามตัวอย่างใน 5. เพราะถ้าพิสัยของอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตยิ่งกว้างมากขึ้นเท่าไร ความแปรปรวนของความเสี่ยงดังกล่าวก็จะเพิ่มขึ้นตามไปด้วย นอกจากนั้นแนวโน้มของสถานการณ์ทางเศรษฐกิจซึ่งเป็นแนวทางของการกำหนดนโยบายการเงิน นโยบายอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน ก็นับว่ามีผลต่อการกำหนดราคาเช่นกัน เนื่องจากนโยบายดังกล่าวจะส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนที่จะเกิดขึ้นในอนาคต

5. ธุรกิจในประเทศไทย

การทำ currency swaps ในประเทศไทยนั้นระยะแรกเป็นธุรกรรมระหว่างธนาคารพาณิชย์ด้วยกันเอง ต่อมาประมาณปี พ.ศ. 2527-28 จึงเริ่มมีธุรกรรมระหว่างธนาคารพาณิชย์กับลูกค้า อย่างไรก็ตาม ธุรกิจเหล่านี้นักยังไม่ใช้ currency swaps อย่างเต็มรูปแบบหรือครบถ้วนตามความหมายที่กล่าวถึงในส่วนที่หนึ่งของบทนี้ เพราะเป็นแต่เพียงการแลกเปลี่ยนเงินต้นโดยมีการซื้อคืนเมื่อหมดอายุสัญญาตามอัตราแลกเปลี่ยนที่กำหนดไว้ล่วงหน้า มิได้มีการแลกเปลี่ยนการะดอกเบี้ยตามความหมายที่แท้จริงของ currency swaps แต่อย่างใด ตัวอย่างที่เกิดขึ้นบ่อยได้แก่ การที่เอกชนผู้ต้องการใช้เงินบาทแต่ไปกู้เงินตราต่างประเทศมา swap เป็นเงินบาทกับธนาคารพาณิชย์ และทำสัญญาซื้อคืนในอนาคตโดยใช้อัตราแลกเปลี่ยนที่รวมค่าบริการป้องกันความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน (ซึ่งมีมูลค่าแปรผันตามส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของเงินสองสกุลที่เกี่ยวข้อง) ไว้ด้วยแล้ว และระหว่างอายุสัญญาก็ไม่มีการแลกเปลี่ยนการะดอกเบี้ยคือ ขณะที่กำลังใช้เงินบาทอยู่นั้น เอกชนก็ชำระดอกเบี้ยเงินกู้จากต่างประเทศ สิ่งที่น่าสังเกตเกี่ยวกับการทำ swap ที่ไม่ครบถ้วนนี้คือ ธุรกิจนี้มักมีอายุสัญญาสั้น ทั้งนี้เนื่องมาจากสัญญาส่วนใหญ่ในตลาดล่วงหน้าเงินตราต่างประเทศของไทย มักมีอายุสั้นตามอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคารและอัตราดอกเบี้ยในตลาดยูโรดอลลาร์

สาเหตุที่สำคัญอีกประการหนึ่งที่ currency swaps อย่างครบถ้วนยังไม่เป็นที่แพร่หลายในไทยคือ ตลาดการเงินของไทยยังขาดอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่แสดงถึงจุดสมดุลของสภาพคล่องในตลาดอย่างแท้จริง โดยเฉพาะสำหรับเงินทุนระยะยาว เพราะอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวจำเป็นต้องใช้อ้างถึงในสัญญา currency swaps

สถาบันการเงินในประเทศไทยที่ให้บริการ currency swaps อย่างครบถ้วน โดยมากมักเป็นสาขาของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศ ซึ่งมีฐานเงินฝากแอมอื่นเนื่องมาจากข้อจำกัดในการเปิดสาขา ดังนั้นสาขาของธนาคารต่างประเทศเหล่านี้จึงให้ความสำคัญแก่การหารายได้จากค่าธรรมเนียมของบริการการเงินเช่นบริการ currency swaps

6. ข้อสังเกต

6.1 การทำ currency swaps สามารถช่วยให้บริษัทธุรกิจเอกชนและหน่วยงานของรัฐสามารถบริหารทรัพย์สินและหนี้สินได้ดีและมีประสิทธิภาพมากขึ้นดังกล่าวข้างต้น ดังนั้น ตลาด swaps ประเภทนี้ในประเทศไทยจึงมีแนวโน้มที่จะขยายตัวได้อีกมากในอนาคต อย่างไรก็ตาม สถาบันการเงินที่ทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการทำ currency swaps จากหนี้สินที่เป็นเงินตราต่างประเทศของลูกค้านำมาเป็นเงินบาท อาจจะมีปัญหาในการป้องกันความเสี่ยงที่เกิดจากทั้งอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ย โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อหนี้สินของลูกค้าเป็นหนี้สินระยะยาว เพราะในปัจจุบันการซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า (ระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์ สรอ.) ส่วนใหญ่มีอายุเพียง 1 เดือนและต้องต่ออายุไปเรื่อยๆ ดังนั้น สถาบันการเงินจึงไม่สามารถป้องกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินตราต่างประเทศได้อย่างเต็มที่ ซึ่งจะส่งผลให้สถาบันการเงินคิดค่าธรรมเนียมกับลูกค้าในอัตราที่สูง หรือไม่รับทำ currency swaps ที่เกี่ยวข้องกับจำนวนเงินมากๆ

6.2 สถาบันการเงินที่ให้บริการ currency swaps กับลูกค้า (โดยเฉพาะธนาคารของไทย) จะต้องมีการบริหารทรัพย์สินและหนี้สินที่คล่องตัว เพราะโอกาสที่จะหาผู้ค้าที่เหมาะสมเพื่อจับคู่คงกระทำได้ยาก ดังนั้น สถาบันการเงินมักจะต้องรับเป็นคู่ค้าเอง ซึ่งก็จะรับความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยจนกว่าจะจับคู่ swap นั้นๆ ได้

6.3 เมื่อธนาคารพาณิชย์ถูกจำกัดฐานะเงินตราต่างประเทศสุทธิ ให้ถือได้ไม่เกินสัดส่วนหนึ่งของเงินกองทุน ระเบียบนั้นอาจจะเป็นข้อจำกัดที่ทำให้ธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถขยายการให้บริการ swaps ได้เท่าที่ควร เพราะการป้องกันความเสี่ยงของ swaps ที่ธนาคารพาณิชย์ยังจับคู่ให้ไม่ได้ (จากเงินบาทของลูกค้าเป็นเงินตราต่างประเทศ) จะสร้างฐานะเงินตราต่างประเทศให้กับธนาคารพาณิชย์แม้ว่าการทำ swaps จะเป็นรายการนอกบัญชีงบดุลก็ตาม

6.4 เนื่องจากการทำ currency swaps เป็นการช่วยลดความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนให้กับลูกค้า ดังนั้นจะเป็นการสร้างแรงจูงใจให้มีการนำเงินทุนจาก

ต่างประเทศเข้าได้เป็นจำนวนมาก ซึ่งจะสร้างแรงกดดันให้กับอัตราแลกเปลี่ยน และสร้างปัญหาให้กับทางการในการควบคุมปริมาณเงิน อย่างไรก็ตาม ถ้าเงินทุนที่ไหลเข้าประเทศนั้นมีจุดประสงค์เพื่อทดแทนการใช้สินเชื่อในประเทศ ปัญหาเรื่องการขยายตัวของปริมาณเงินอาจจะไม่รุนแรงมากนัก

6.5 จุดประสงค์ที่สำคัญของการทำ currency swaps นั้นจะอยู่ที่การได้รับเงินต้นในสกุลเงินที่ต้องการมากกว่าในเรื่องอัตราดอกเบี้ย ดังนั้นแม้ว่าบริษัท ก ซึ่งมีความต้องการทำ currency swap จากเงินต้นสกุล US\$ อัตราดอกเบี้ยลอยตัว เป็นเงินบาทอัตราดอกเบี้ยตายตัว แต่ไม่สามารถหาคู่สัญญาที่ต้องการปล่อยเงินบาทอัตราดอกเบี้ยตายตัวได้ บริษัท ก ก็อาจจะยอมทำ currency swap เป็นเงินบาทอัตราดอกเบี้ยลอยตัวไปก่อน เนื่องจากในปัจจุบันนี้ความเสี่ยงหรือความแปรปรวนของอัตราแลกเปลี่ยนส่วนใหญ่มักจะมากกว่าของความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศและนอกประเทศ และตามความเป็นจริงแล้ว อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินของไทย เช่น อัตราดอกเบี้ยของเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารก็จะเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยในตลาดยุโรปดอลลาร์

6.6 ตามประสบการณ์ที่ผ่านมา ในตลาดเงินของไทยยังไม่สามารถหาอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานที่แท้จริงได้ โดยเฉพาะสำหรับเงินทุนระยะยาว เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลประเภทอายุ 5 ปี หรือ 10 ปีนั้น จัดว่าเป็นอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ใน captive market ซึ่งมีได้สะท้อนให้เห็นถึงความต้องการเงินและสภาพคล่องในตลาดอย่างแท้จริง การที่จะทำ currency swaps จากเงินตราต่างประเทศเป็นเงินบาท พร้อมๆ กับจากอัตราดอกเบี้ยลอยตัวเป็นอัตราดอกเบี้ยตายตัว อาจจะไม่สามารถหาคู่สัญญาได้ดังตัวอย่างที่กล่าวถึงในข้อ 6.5 เนื่องจากยังมีปัญหาเรื่องอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานระยะยาว

6.7 องค์การจัดอันดับฐานะการเงินของผู้กู้ นับว่าเป็นปัจจัยที่สำคัญต่อการพัฒนาตลาด currency swaps อีกประการหนึ่งที่ตลาดของไทยยังขาด เนื่องจากการทราบถึงฐานะการเงินของคู่สัญญานั้นจะช่วยให้การกำหนดราคาโดยสถาบันการเงินกระทำได้ง่ายขึ้น และถ้าจะมีการพัฒนาตลาดรองของ currency swaps ด้วยแล้ว องค์การจัดอันดับนี้ก็จะช่วยให้ผู้มีส่วนร่วมในตลาดรองสามารถตัดสินใจได้ง่ายขึ้นว่าสมควรที่จะซื้อหรือขายสัญญา swap นั้นๆ หรือไม่

Interest Rate Swaps

1. ความหมายและกลไกพื้นฐาน

Interest rate swaps เป็นข้อตกลงระหว่างคู่สัญญา 2 ฝ่าย ที่จะนำรายจ่ายดอกเบี้ยของการกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนที่แตกต่างกัน มาแลกเปลี่ยนกันภายใต้ระยะเวลาและเงื่อนไขที่เหมือนกันทั้ง 2 ฝ่าย การทำ interest rate swap จะครอบคลุมแต่เพียงจำนวนเงินดอกเบี้ยที่เกี่ยวข้องเท่านั้น ส่วนเงินต้นเป็นแต่เพียงตัวอย่างหรือฐานที่กำหนดไว้ในจำนวนเท่าๆ กันเพื่อใช้คำนวณดอกเบี้ย แต่ไม่นำมาแลกเปลี่ยนกัน ณ วันเริ่มต้นหรือวันหมดอายุของสัญญา

โดยทั่วไปแล้วกระบวนการของ interest rate swap มักมีฝ่ายที่สามเข้ามาทำหน้าที่เป็นตัวกลางซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นสถาบันการเงิน อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่สถาบันการเงินไม่สามารถจัดหาคู่ค้าที่เหมาะสมให้กับลูกค้าในขณะนั้นได้ สถาบันการเงินนั้นๆ ก็จะทำตัวเป็นคู่ค้าเองและจะเก็บสัญญาเหล่านี้ไว้ในครอบครองของตนก่อน และหาโอกาสจับคู่ลูกค้าเหล่านี้เข้ากับลูกค้ารายอื่นๆ ในอนาคต

Interest rate swaps สามารถจำแนกได้เป็น 2 จำพวกใหญ่ๆ ดังนี้

- 1) Coupon swap เป็นการทำ interest rate swap ระหว่างอัตราดอกเบี้ยตายตัวและลอยตัว
- 2) Basis swap เป็นการทำ interest rate swap ระหว่างอัตราดอกเบี้ยลอยตัวที่อิงกับดัชนีที่แตกต่างกัน

1) Coupon swap

เป็น interest rate swaps ระหว่างอัตราดอกเบี้ยตายตัวและลอยตัว การทำ interest rate swaps ประเภทนี้เป็นที่นิยมและมีปริมาณมากที่สุดจนถึงปัจจุบัน ส่วนใหญ่จะอยู่ในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ.

Coupon swap ถือกำเนิดจากหลักการของส่วนต่างระหว่างความได้เปรียบหรือ comparative advantage ที่ฝ่ายหนึ่งมีสิทธิ์หรือฐานะเป็นที่ยอมรับนับถือในตลาดการเงินหนึ่งดีกว่าอีกฝ่ายหนึ่ง และความได้เปรียบในตลาดนี้สูงกว่าความได้เปรียบในอีกตลาดการเงินหนึ่ง เช่น ในตลาดอัตราดอกเบี้ยตายตัวกับตลาดอัตราดอกเบี้ยลอยตัว กล่าวคือ ฝ่ายแรกนอกจากสามารถกู้ได้อัตราดอกเบี้ยที่ดีกว่าฝ่ายหลัง ทั้งในตลาดอัตราดอกเบี้ยตายตัวและตลาดอัตราดอกเบี้ยลอยตัวแล้ว (อีกนัยหนึ่งคือมี absolute advantage) ส่วนที่ได้เปรียบกว่ากันในแต่ละตลาดยังไม่เท่ากันอีกด้วย เช่น บริษัท AAA สามารถกู้จากตลาดอัตราดอกเบี้ยตายตัวได้ในอัตรา 10% และจากตลาดอัตราดอกเบี้ยลอยตัวได้ในอัตรา Libor + 1/4% ในขณะที่บริษัท BB สามารถกู้จากตลาดอัตราดอกเบี้ยตายตัวและลอยตัวได้ในอัตรา 11.5% และ Libor + 3/4% ตามลำดับ ดังนั้นบริษัท AAA จึงกู้ได้ในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าบริษัท BB ภายในทั้งสองตลาด แต่ส่วนได้เปรียบที่บริษัท AAA มีเหนือกว่าบริษัท BB ในตลาดอัตราดอกเบี้ยตายตัวนั้น มีมากกว่าส่วนได้เปรียบในตลาดอัตราดอกเบี้ยลอยตัวถึง 100 จุด ซึ่งจะสามารถนำไปใช้ประโยชน์จากความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยในแต่ละตลาดได้

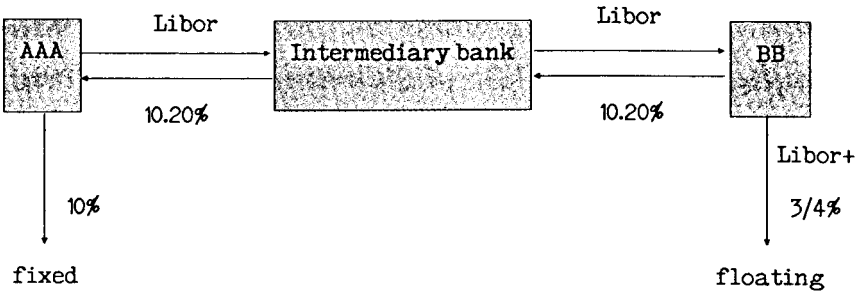
จากตัวอย่างข้างต้น เนื่องจากบริษัท AAA มีความได้เปรียบทางด้านอัตราดอกเบี้ยในตลาดอัตราดอกเบี้ยตายตัวมากกว่าในตลาดอัตราดอกเบี้ยลอยตัวอยู่ 100 จุด เมื่อเทียบกับบริษัท BB ทั้งบริษัท AAA และบริษัท BB จึงสามารถลดต้นทุนการกู้ยืมได้ภายหลังจากการทำ interest rate swap ภายใต้เงื่อนไขที่ว่า บริษัท AAA ต้องการใช้เงินทุนในตลาดที่ตนเองมีความได้เปรียบทางด้านอัตราดอกเบี้ยน้อยกว่าความได้เปรียบในอีกตลาดหนึ่ง ในที่นี้คือเงินทุนในตลาดอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ส่วนบริษัท BB ต้องการใช้เงินทุนในตลาดอัตราดอกเบี้ยตายตัวโดย

บริษัท AAA จะเป็นผู้กู้จากตลาดอัตราดอกเบี้ยตายตัวในอัตรา 10%

" BB " " " ลอยตัวในอัตรา Libor + 3/4%

และบริษัท AAA ทำสัญญากับบริษัท BB ว่าตนจะจ่ายดอกเบี้ยลอยตัวให้บริษัท BB ในอัตรา Libor ส่วนบริษัท BB จะต้องจ่ายอัตราดอกเบี้ยตายตัวให้บริษัท AAA ในอัตรา 10.20%

ดังนั้น ต้นทุนสุทธิของบริษัท AAA จะเป็น $\text{Libor} + (10.00 - 10.20) = \text{Libor} - 1/5\%$
" " BB " $10.20 + (\text{Libor} + 3/4\% - \text{Libor}) = 10.95\%$
จะเห็นได้ว่าทั้งบริษัท AAA และ BB จะสามารถลดต้นทุนดอกเบี้ยได้ โดยมีข้อสังเกตว่าต้นทุนดอกเบี้ย
ที่ทั้งสองบริษัทสามารถประหยัดไปได้รวมกันแล้ว คือ $(\text{Libor} - 1/5) - (\text{Libor} + 1/4) +$
 $(10.95) - (11.50)$ จะต้องเท่ากับส่วนต่างของความได้เปรียบที่บริษัท AAA มีเหนือกว่าบริษัท BB
ซึ่งในที่นี้จะเท่ากับ 100 จุด



	บริษัท AAA	บริษัท BB
ดอกเบี้ยจ่าย	(10.0%)	(Libor + 3/4%)
ดอกเบี้ยรับจาก swap	10.20%	Libor
ดอกเบี้ยจ่ายจาก swap	(Libor)	(10.20%)
ต้นทุนสุทธิ	(Libor - 1/5%)	(10.95%)
ต้นทุนของการกู้โดยไม่ใช้ swap	(Libor + 1/4%)	(11.50%)
ต้นทุนดอกเบี้ยลดลง	.45%	.55%

ในกรณีข้างต้นจะสรุปได้ว่า ฝ่ายหนึ่งจะสามารถใช้ประโยชน์จากส่วนต่างของความ
ได้เปรียบ โดยการกู้จากตลาดที่ตนมีความได้เปรียบทางด้านอัตราดอกเบี้ยมากกว่าเมื่อเทียบกับ
อีกฝ่ายหนึ่ง เพื่อให้ได้รับส่วนแบ่งจากการประหยัดต้นทุนดอกเบี้ยทั้ง 2 ฝ่าย ตามปกติแล้วสถาบัน
การเงินที่ทำหน้าที่เป็นตัวกลางจะเป็นผู้จัดการจัดสรรผลประโยชน์จากการประหยัดต้นทุนดอกเบี้ย
(ตามตัวอย่างข้างต้นคือ 100 จุด) ให้เป็นที่พอใจแก่ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องและสถาบันการเงินจะได้รับ
ค่าตอบแทนในรูปของค่าธรรมเนียม

นอกจากนี้ การทำ interest rate swaps อาจเกิดขึ้นจากการที่ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่ง มีความได้เปรียบทางด้านอัตราดอกเบี้ยในแต่ละตลาด แต่ก็ไม่มีฝ่ายใดมีความได้เปรียบเหนือกว่าอีกฝ่ายหนึ่งในทั้งสองตลาด และแต่ละฝ่ายมีความต้องการใช้เงินทุนจากตลาดที่ตนมีความเสียเปรียบทางด้านอัตราดอกเบี้ยเมื่อเทียบกับอีกฝ่ายหนึ่ง เช่น บริษัท ก สามารถกู้จากตลาดอัตราดอกเบี้ยตายตัว ได้ถูกกว่าบริษัท ข ในขณะที่บริษัท ข กลับกู้จากตลาดอัตราดอกเบี้ยลอยตัวได้ถูกกว่าบริษัท ก ทั้งนี้ อาจเป็นเพราะบริษัท ก ใช้แหล่งเงินทุนประเภทอัตราดอกเบี้ยตายตัวเป็นหลัก เนื่องจากรายได้ที่รับจากสินทรัพย์อยู่ในรูปของอัตราดอกเบี้ยตายตัวเช่นกัน แต่ในช่วงนี้อาจมีความต้องการปรับโครงสร้างของสินทรัพย์ให้มีรายได้ในรูปของอัตราดอกเบี้ยลอยตัวบ้าง (เช่น มีการคาดว่าอัตราดอกเบี้ยในอนาคตจะสูงขึ้นเป็นเหตุผลหนึ่ง) ดังนั้นจึงมีความจำเป็นที่จะต้องหาแหล่งเงินทุนประเภทอัตราดอกเบี้ยลอยตัวให้สอดคล้องกับสินทรัพย์ แต่บริษัท ก ไม่คุ้นเคยหรือไม่มีความชำนาญในการระดมเงินหรือกู้เงินในอัตราดอกเบี้ยลอยตัว จึงทำให้ถูกเรียกอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าเมื่อเทียบกับบริษัท ข ซึ่งใช้แหล่งเงินทุนประเภทอัตราดอกเบี้ยลอยตัวเป็นประจำ ในขณะเดียวกัน บริษัท ข ก็ประสงค์ที่จะมีสินทรัพย์ประเภทอัตราดอกเบี้ยตายตัวบ้าง แต่ก็ขาดความคุ้นเคยหรือเชี่ยวชาญในทางตรงกันข้ามกับบริษัท ก ดังนั้น การทำ interest rate swap ระหว่างบริษัท ก และบริษัท ข จะช่วยให้ทั้ง 2 บริษัท ลดต้นทุนดอกเบี้ยจากการกู้ยืมได้ ดังตัวอย่างเช่น

บริษัท ก สามารถกู้ในอัตราดอกเบี้ยตายตัวได้ 10% และในอัตราดอกเบี้ยลอยตัว Libor + 1/2%

" ข " " 10.5% " " Libor

และบริษัท ก ทำสัญญากับบริษัท ข ว่า ตนจะจ่ายดอกเบี้ยลอยตัวให้บริษัท ข ในอัตรา Libor + 1/4% ส่วนบริษัท ข จะจ่ายดอกเบี้ยตายตัวให้บริษัท ก ในอัตรา 10.25% ดังนั้น บริษัท ก และบริษัท ข จะทำการกู้จากตลาดที่ตนเองมีความได้เปรียบทางด้านอัตราดอกเบี้ยคือ

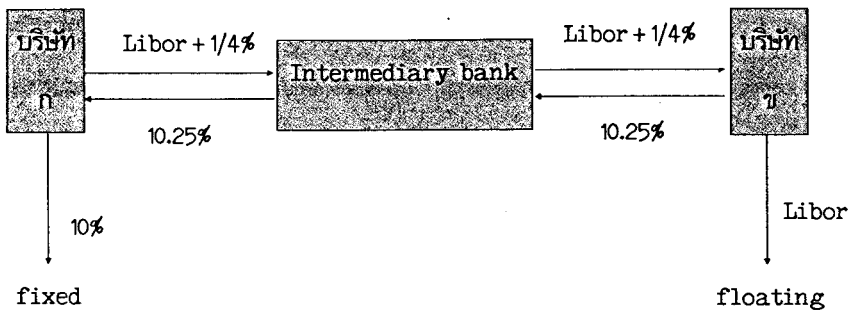
บริษัท ก จะกู้จากตลาดอัตราดอกเบี้ยตายตัวในอัตรา 10%

" ข " " ลอยตัว " Libor

ต้นทุนสุทธิของบริษัท ก จะเท่ากับ $\text{Libor} + 1/4 + (10.0 - 10.25) = \text{Libor}$

" " ข " $10.25 + (\text{Libor} - \text{Libor} - 1/4) = 10\%$

ในตัวอย่างนี้ บริษัท ก และบริษัท ข จะประหยัดต้นทุนดอกเบี้ยเป็นจำนวนรวมกันเท่ากับ ผลรวมของความได้เปรียบทางด้านอัตราดอกเบี้ยที่ทั้งสองบริษัทมีในแต่ละตลาด ในกรณีนี้คือ $(10.0 - 10.5) + (\text{Libor} - \text{Libor} - 1/2)$ เท่ากับ 100 จุด



	บริษัท ก	บริษัท ข
ดอกเบี้ยจ่าย	(10.0%)	(Libor)
ดอกเบี้ยรับจาก swap	10.25%	Libor + 1/4%
ดอกเบี้ยจ่ายจาก swap	(Libor + 1/4%)	(10.25%)
ต้นทุนสุทธิ	(Libor)	(10.0%)
ต้นทุนสุทธิของการกู้โดยไม่ใช้ swap	(Libor + 1/2%)	(10.5%)
ต้นทุนดอกเบี้ยลดลง	.50%	.50%

2) Basis swap

เป็นการนำรายได้หรือรายจ่ายดอกเบี้ยที่เป็นประเภทลอยตัวมาแลกเปลี่ยนกัน โดยเงินต้นจะเป็นแต่เพียงฐานที่มีจำนวนเท่าๆกัน basis swap สามารถแบ่งได้เป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ ดังนี้

1. การแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยลอยตัวที่ใช้ดัชนีอัตราดอกเบี้ยชนิดเดียวกัน แต่ดัชนีแต่ละตัวมีอายุที่แตกต่างกัน เช่น ฝ่าย A นำอัตราดอกเบี้ย Libor 6 เดือน มาแลกเปลี่ยนกับ Libor 1 เดือนของฝ่าย B เป็นต้น basis swap ประเภทนี้มีชื่อเรียกเฉพาะว่า periodicity swap โดยส่วนใหญ่การทำ basis swap ประเภทนี้มีจุดประสงค์ที่จะใช้แก้ไขปัญหาความไม่สอดคล้องกันระหว่างอายุของสินทรัพย์และอายุของหนี้สิน

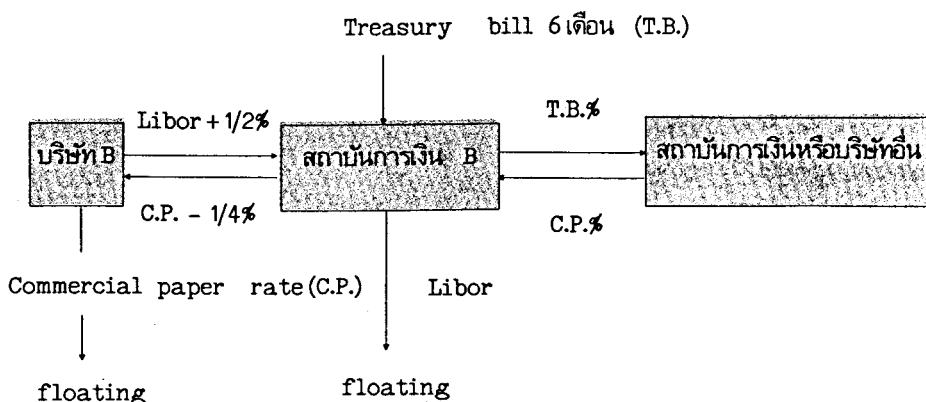
2. การแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยลอยตัวที่ใช้ดัชนีอัตราดอกเบี้ยแตกต่างกัน เช่น การแลกเปลี่ยนระหว่าง Libor 6 เดือนกับ treasury bill rates เป็นต้น

การทำ basis swap จะช่วยให้แต่ละฝ่ายมีช่องทางเข้าถึงตลาดอัตราดอกเบี้ยลอยตัวที่ตนต้องการแต่ไม่สามารถเข้าถึงได้โดยวิธีการกู้ตามปกติ ความต้องการที่จะเข้าถึงตลาดใหม่สำหรับตนเองนั้น สืบเนื่องมาจากความต้องการที่จะกระจายความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเพราะความแตกต่างของอัตรา

ดอกเบี้ยลอยตัวแต่ละประเภท (basis risk) ตัวอย่างเช่น บริษัท A มีแหล่งเงินทุนส่วนใหญ่มาจากการออก commercial paper แต่ในระยะต่อมา commercial paper rate มีความแปรปรวนมาก ดังนั้นเพื่อเป็นการลดผลกระทบจากการแปรปรวนของ commercial paper rate บริษัท A อาจจะทำ basis swap กับอัตราดอกเบี้ยลอยตัวที่อิงกับดัชนีประเภทอื่นๆ เช่น Libor หรือ treasury bill rates เพื่อให้บรรลุจุดประสงค์ดังกล่าวข้างต้น

จุดประสงค์อีกประการหนึ่งของการทำ basis swap ได้แก่ การลดความเสี่ยงจาก interest rate swap ที่ได้กระทำไปก่อนหน้านี้แล้ว ส่วนใหญ่สถานการณ์เช่นนี้จะเกิดขึ้นกับสถาบันการเงินซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวกลางให้กับลูกค้าแต่ละราย สถาบันการเงินเหล่านี้อาจมีการจ่ายดอกเบี้ยลอยตัวที่อิงกับดัชนีประเภทหนึ่งแต่ได้รับดอกเบี้ยลอยตัวที่อิงกับดัชนีอีกประเภทหนึ่ง ดังนั้นเพื่อเป็นการลดความเสี่ยงประเภท basis risk สถาบันการเงินจะทำ basis swap กับอัตราดอกเบี้ยลอยตัวประเภทใดประเภทหนึ่ง เพื่อให้ทั้งดอกเบี้ยลอยตัวที่รับและจ่ายอิงกับดัชนีประเภทเดียวกันหรือใกล้เคียงกันมาก

จากจุดประสงค์ 2 ประการข้างต้นจะสามารถนำมารวมกันดังตัวอย่างเช่น บริษัท A ทำ basis swap กับสถาบันการเงิน B โดยสถาบันการเงิน B กู้ในอัตรา Libor 6 เดือน ส่วนบริษัท A กู้ในอัตราดอกเบี้ยลอยตัวโดยการออก commercial paper หลังจากนั้นทั้งสองฝ่ายก็นำอัตราดอกเบี้ยทั้งสองมาแลกเปลี่ยนกัน เป็นผลให้สถาบันการเงิน B ซึ่งแต่เดิมมีรายได้ส่วนหนึ่งอยู่ในรูปของอัตราดอกเบี้ยลอยตัวประเภท treasury bill 6 เดือนกลับมีรายจ่ายสุทธิที่ขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ย commercial paper rate ฉะนั้นเพื่อเป็นการลดความเสี่ยงจากการทำ basis swap กับบริษัท A ข้างต้น สถาบันการเงิน B ก็จะทำ basis swap จาก treasury bill 6



เดือน มาเป็น commercial paper rate กับสถาบันการเงินหรือบริษัทอื่นที่สามารถหาได้ในขณะนั้น

ในกรณีนี้บริษัท A จะมีต้นทุนสุทธิเท่ากับ $\text{Libor} + 3/4\%$

สำหรับสถาบันการเงิน B " " $\text{C.P.} - 3/4\%$

แต่หลังจากการทำ basis swap ครั้งที่ 2 สถาบันการเงิน B จะได้ผลกำไรเท่ากับ $3/4\%$ และปราศจากความเสี่ยงในแง่ basis risk

การแบ่งกลุ่มของผู้มีส่วนร่วมในตลาด interest rate swaps ตามมูลเหตุจูงใจขึ้นพื้นฐาน อาจแบ่งได้เป็น 2 กลุ่มใหญ่ๆ คือ

1. End-users ซึ่งเป็นกลุ่มที่ทำ interest rate swaps เพื่อต้องการเปลี่ยนแปลงความเสี่ยงทางด้านดอกเบี้ยของตนให้เหมาะสมด้วยเหตุผลทางธุรกิจและ/หรือการบริหารสินทรัพย์และหนี้สิน

2. ตัวกลาง (dealers และ brokers) เข้ามาในตลาด interest rate swaps เพื่อหารายได้จากค่าธรรมเนียมและหาโอกาสให้บริการทางการเงินอื่นๆ แก่ลูกค้า

1. End-users

ประกอบด้วย ธนาคาร สถาบันการเงินอื่นๆ บริษัทธุรกิจ หน่วยงานของรัฐและองค์การระหว่างประเทศที่มีเป้าหมายหรือจุดประสงค์ในการทำ interest rate swaps ดังต่อไปนี้

- 1.1 เพื่อลดต้นทุนดอกเบี้ยจากแหล่งเงินทุนต่างๆ ตามหลักการของ absolute และ comparative advantages ที่กล่าวข้างต้น
- 1.2 เพื่อจัดหาสินทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงขึ้น ในยามที่ภาวะตลาดเอื้ออำนวย
- 1.3 เพื่อป้องกันความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ยที่เกิดจากการประกอบธุรกิจตามปกติ
- 1.4 เพื่อกลยุทธ์ในการบริหารทรัพย์สินและหนี้สินระยะสั้น
- 1.5 เพื่อเก็งกำไร

ในระยะแรกทีเดียวนั้น แรงจูงใจให้ทำ interest rate swaps เกิดจากความแตกต่างของความสามารถในการกู้ยืมจากแหล่งเงินทุนต่างๆ ที่แต่ละฝ่ายมีไม่เท่ากัน เช่น ธนาคารชั้นนำในยุโรปสามารถระดมเงินกู้ในอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าตลาดพันธบัตรในยุโรปได้ถูกกว่าบริษัทระดับกลางของสหรัฐอเมริกา ในทางกลับกัน บริษัทระดับกลางของสหรัฐอเมริกาก็สามารถกู้เงิน

ในอัตราดอกเบี้ยลอยตัวจากระบบธนาคารระหว่างประเทศได้ถูกกว่า ทั้งสองฝ่ายจึงสามารถใช้ประโยชน์จากส่วนต่างของความได้เปรียบซึ่งกันและกัน

โดยทั่วไป ธุรกิจต่างประเทศกันจะมีความสามารถกู้ยืมเงินในอัตราดอกเบี้ยตายตัวหรือลอยตัวได้ไม่เท่ากัน สาเหตุสำคัญอาจสรุปได้ดังนี้

- ก. ตลาดพันธบัตร เป็นตลาดเงินกู้ระยะยาวในอัตราดอกเบี้ยตายตัวมีความกลัวต่อความเสี่ยงมากกว่าตลาดอื่นๆ
- ข. ตลาดเงินกู้ของระบบธนาคารพาณิชย์ที่ให้กู้ในอัตราดอกเบี้ยลอยตัวมีเงินหมุนเวียนมากจนทำให้ค่าธรรมเนียมชดเชยความเสี่ยงหรือ risk premium ที่คิดจากผู้กู้ที่มีความเสี่ยงสูงอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าในตลาดอื่น
- ค. ผู้กู้ที่เป็นธนาคารพาณิชย์มีความสามารถในการบริหารหนี้ที่เสื่อมคุณภาพได้ดีกว่าผู้กู้ที่อยู่ในภาคธุรกิจอื่น
- ง. ความแตกต่างในเรื่องข้อมูลและข่าวสารในแต่ละตลาดและบทบาทของผู้กู้ยืม

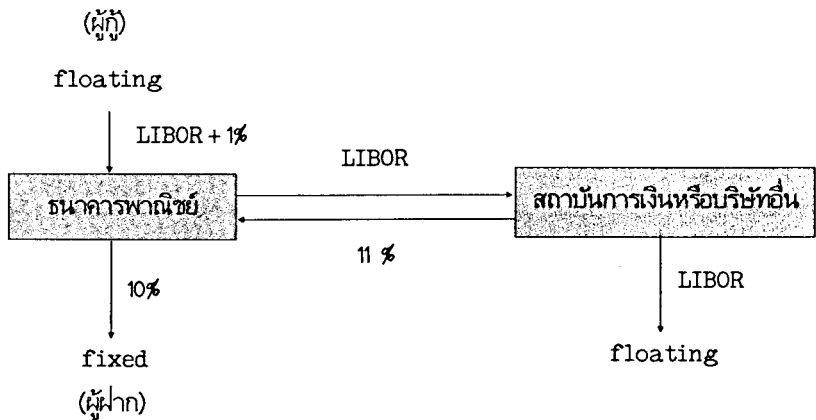
แม้ว่าสาเหตุข้างต้นบางข้ออาจจะค่อยๆ ลดความสำคัญลงไปตามกาลเวลา แต่ปัจจัยบางประการ เช่น ความแตกต่างของข้อมูลและข่าวสารรวมถึงความกลัวต่อความเสี่ยงอาจจะยังคงเหลืออยู่ไม่ว่าตลาด interest rate swaps จะพัฒนาไปไกลเพียงใด นอกจากนี้จะมีโอกาสใหม่ๆ ที่เกิดขึ้นในอนาคตและสามารถนำมาใช้ประโยชน์จากการทำ interest rate swaps ได้

แรงดึงดูดใจอีกประการหนึ่งของ interest rate swaps ที่มีต่อ end-users นอกเหนือจากที่กล่าวข้างต้นก็คือ interest rate swaps ให้ความคล่องตัวและยืดหยุ่นในการบริหารสินทรัพย์และหนี้สินในช่วงเวลาที่เหมาะสม เช่น บริษัทซันดี (ระดับ AAA) มีความจำเป็นหรือมีโอกาสดูเงินในขณะนี้ แต่อย่างไรก็ตาม ยังมีความเชื่อว่าอัตราดอกเบี้ยกำลังจะลดลง บริษัทนี้ก็จะสามารถเลือกกู้ประเภทอัตราดอกเบี้ยตายตัวก่อน แล้วนำมา swap เป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ซึ่งการทำเช่นนี้จะได้รับประโยชน์หลายประการ เช่น จะได้ต้นทุนอัตราดอกเบี้ยลอยตัวที่ต่ำกว่าการกู้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวโดยตรงตั้งแต่แรก อัตราดอกเบี้ยลอยตัวเป็นอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นตามปกติจะอยู่ในระดับต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยตายตัวซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยระยะยาว และถ้าภายหลังจากอัตราดอกเบี้ยในตลาดลดต่ำลงจนถึงระดับที่บริษัทต้องการแล้ว บริษัทนี้ก็จะสามารถทำ swap ในทิศทางตรงข้าม ย้อนกลับมายังฐานะแต่แรกเพื่อให้ได้อัตราดอกเบี้ยตายตัวที่ลดต่ำลง ซึ่งการกระทำดังกล่าวนี้ จะสามารถทำได้ด้วยต้นทุนที่ต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับการบริหารทางด้านหนี้สินประเภทอื่นๆ และยังเป็นรายการนอกบัญชีงบดุลอีกด้วย

2. ตัวกลาง

ในช่วงแรกๆ ตัวกลางจะทำหน้าที่เป็นเพียงนายหน้า เพื่อจับคู่ผู้ที่ต้องการทำ interest rate swaps เท่านั้น และบางครั้งจะเป็นผู้ออกหนังสือรับรองความสามารถในการชำระหนี้ให้แก่ลูกค้าฝ่ายที่มี credit risk สูงกว่า แต่ระยะต่อมาหลังจากที่ขนาดของตลาดและจำนวนผู้เข้าร่วมในตลาดมีมากขึ้นเรื่อยๆ ลูกค้าฝ่ายที่มีความเสี่ยงสูงก็มีจำนวนเพิ่มขึ้นเช่นกัน ทำให้ลูกค้าฝ่ายที่มีฐานะทางการเงินดีไม่ประสงค์ที่จะทำ interest rate swaps ด้วย สถาบันการเงินซึ่งก่อนหน้านี้เคยทำหน้าที่เป็นแต่เพียงตัวกลางหรือนายหน้าจึงเริ่มทำหน้าที่เป็นคู่ค้าเอง (dealers) และคู่ค้าที่เป็นสถาบันการเงินก็เริ่มได้รับความนิยมมากขึ้น เนื่องจากส่วนใหญ่จะมีฐานะทางการเงินดี จึงเป็นที่ยอมรับแก่ทุกฝ่าย ส่วนความเสี่ยงทางด้านเครดิตของลูกค้าแต่ละรายก็จะมีสถาบันการเงินเป็นผู้รับเท่านั้น อีกนัยหนึ่งคือ สถาบันการเงินจะเป็นผู้รับความเสี่ยงที่ลูกค้าอาจผิดสัญญา นอกจากนั้น เหตุผลที่ทำให้การทำ interest rate swaps กับสถาบันการเงินแพร่หลายอีกประการหนึ่งก็คือ ความไม่ต้องการเปิดเผยนามของผู้ร่วมกระทำการ swap ซึ่งหมายความว่า แต่ละฝ่ายก็จะไม่ทราบว่าคุณค่าที่แท้จริงของตนเป็นใคร อย่างไรก็ตาม ตัวกลางที่ทำหน้าที่เป็นคู่ค้าด้วยนั้นจะไม่จัดอยู่ในกลุ่มของ end-users เนื่องจากมีจุดประสงค์ที่แตกต่างออกไป เพราะตัวกลางเหล่านี้มีความต้องการที่จะหารายได้จากค่าธรรมเนียมและการให้บริการทางการเงินอื่นๆ แก่ลูกค้าที่มาทำ swap ด้วยเท่านั้น

ระหว่างสถาบันการเงินที่ทำหน้าที่ตัวกลางด้วยกันนี้ ยังมีความแตกต่างในแง่ที่ว่าจะถือ interest rate swaps เป็นธุรกิจประเภทใด สำหรับธนาคารพาณิชย์ส่วนใหญ่จะเห็นว่า การทำ swaps เป็นการขยายประเภทธุรกิจตามปกติ เช่น ธนาคารพาณิชย์จะมองว่าการให้สินเชื่อแก่ลูกค้าในอัตราดอกเบี้ยลอยตัวพร้อมทั้งการทำ interest rate swaps จากอัตราดอกเบี้ยเงินรับฝากที่เป็นอัตราดอกเบี้ยตายตัวเป็นลอยตัว จะเสมือนกับการให้สินเชื่อแก่ลูกค้าในอัตราดอกเบี้ยตายตัว เพราะธนาคารพาณิชย์จะใช้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวที่ได้รับจากลูกค้าไป finance อัตราดอกเบี้ยลอยตัวที่ต้องชำระจากการทำ swap พร้อมกันนั้นก็จะรับอัตราดอกเบี้ยตายตัวจาก swap มาชำระดอกเบี้ยเงินฝากของลูกค้า ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยตายตัวเช่นกัน ดังตัวอย่างต่อไปนี้



ตามตัวอย่างข้างบนนี้ ธนาคารพาณิชย์จะเปรียบเสมือนได้รับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ด้วยตัวในอัตรา 12% และจ่ายอัตราดอกเบี้ยเงินฝากด้วยตัวในอัตรา 10% ซึ่งการกระทำเช่นนี้จะให้ประโยชน์กับธนาคารพาณิชย์มากในยามที่อัตราดอกเบี้ยลอยตัวอยู่ในระดับสูงๆ เพราะลูกค้าสินเชื่อส่วนใหญ่จะไม่สนใจเงินกู้ในอัตราดอกเบี้ยลอยตัวแต่ละกู้ในอัตราดอกเบี้ยลอยตัวแทน ดังนั้นการผนวกสินเชื่อในอัตราดอกเบี้ยลอยตัวกับการทำ interest rate swap ดังกล่าว จึงเป็นการเหมาะสมถ้าธนาคารพาณิชย์มีต้นทุนเป็นเงินฝากอัตราดอกเบี้ยลอยตัวอยู่ในระดับสูง ยิ่งไปกว่านั้น การกระทำเช่นนี้จะช่วยให้ธนาคารพาณิชย์สามารถกำหนดราคาและอัตราดอกเบี้ยของแต่ละธุรกรรมได้อย่างมีประสิทธิภาพมากกว่าการให้สินเชื่อแบบอัตราดอกเบี้ยลอยตัวเพียงอย่างเดียว อย่างไรก็ตาม ธนาคารพาณิชย์จะต้องเผชิญกับความเสี่ยงที่เป็น credit risk เพิ่มขึ้นจากคู่ค้าของการทำ swap นอกเหนือไปจากผู้กู้ตามปกติ

สำหรับธนาคารที่จัดการเกี่ยวกับการลงทุนหรือ investment banks นั้น จะมองสัญญา interest rate swaps เหมือนกับหลักทรัพย์ที่ซื้อขายได้ประเภทหนึ่ง ธนาคารประเภทนี้พยายามออกกฎเกณฑ์และวิธีการของการทำ interest rate swaps ให้มีมาตรฐานเดียวกัน เพื่อให้สามารถซื้อขายสัญญา interest rate swaps กันได้อย่างคล่องตัวในตลาดรองคือ ช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้แก่ตลาดของ swaps และธนาคารเหล่านี้ยังพยายามตีค่าความเสี่ยงที่เกิดจากการทำ swaps เพื่อให้เป็นการง่ายที่จะเปรียบเทียบความเสี่ยงระหว่างสัญญา swap แต่ละฉบับ โดยอาจจะมีการเรียกหลักทรัพย์ค้ำประกันเพื่อป้องกันความเสี่ยงที่มีอยู่

นอกจากนั้น ในตลาด interest rate swaps ยังมีสถาบันการเงินอีกหลายแห่งที่ทำตนเป็นผู้นำตลาด โดยทำหน้าที่เป็นคู่ค้าให้กับลูกค้าทันทีไม่ว่าจะสามารถจับคู่กับลูกค้าอื่น

อีกทอดหนึ่งได้หรือไม่ เนื่องจากสถาบันการเงินเหล่านี้ เช่น Citicorp หรือ Morgan Guaranty มีเครือข่ายกว้างขวางอยู่ทั่วโลก ดังนั้นจึงมีโอกาสดังกล่าว swap ได้มาก และยังมีความชำนาญในการจัดการป้องกันความเสี่ยงได้ดี ในขณะที่ยังหาคู่ค้า swap ที่แท้จริงไม่ได้

2. ลักษณะเด่น

2.1 การทำ interest rate swaps ไม่มีการแลกเปลี่ยนเงินต้นที่อ้างถึงในสัญญา ใช้เป็นแต่เพียงฐานของการคำนวณดอกเบี้ย สำหรับการทำ interest rate swaps ไม่ว่าจะผ่านตัวกลางหรือไม่ก็ตามจะมีการชำระเฉพาะส่วนดอกเบี้ยเท่านั้น กล่าวคือ ในแต่ละงวดของการแลกเปลี่ยนดอกเบี้ย ฝ่ายที่ต้องจ่ายดอกเบี้ยเป็นจำนวนสูงกว่าจะจ่ายส่วนต่างของดอกเบี้ยที่สูงกว่านั้นให้แก่ฝ่ายที่เป็นคู่ค้า จำนวนเงินที่มีความเสี่ยงจึงมีเพียงแค่ส่วนต่างดอกเบี้ยนั้นเท่านั้น และเนื่องจากการทำ interest rate swaps มีมูลค่าของความเสี่ยงต่ำ ทำให้จำนวนผู้เข้าร่วมทำ swaps และขนาดของตลาดขยายตัวอย่างรวดเร็ว

2.2 Interest rate swaps เป็นรายการนอกบัญชีงบดุล เนื่องจากความเสี่ยงประเภท credit risk จะไม่เกิดขึ้นทั้งจำนวนเงินต้นเหมือนกับการกู้ยืมปกติ เพราะมิได้มีการนำเงินต้นทั้งจำนวนที่สถาบันการเงินกู้มาปล่อยกู้ต่อ แต่เป็นการจับคู่ระหว่างเงินต้น 2 จำนวนซึ่งในแง่ของสถาบันการเงิน ไม่มีความจำเป็นที่จะต้องจำกัดการขยายตัวของธุรกรรมประเภทนี้ให้อยู่ภายใต้ขอบเขตที่เป็นสัดส่วนของเงินกองทุน ดังเช่น สินทรัพย์อื่นๆ

2.3 ในกรณีของบุคคลที่มีหนี้สินเดิมมีความต้องการเปลี่ยนแปลงประเภทของการดอกเบี้ย บุคคลนั้นไม่จำเป็นต้องไปกู้ยืมใหม่ในประเภทดอกเบี้ยที่ตนต้องการ จึงเป็นการสะดวกและรวดเร็วยิ่งขึ้นเมื่อใช้ interest rate swaps แทน เนื่องจาก interest rate swaps มิใช่การกู้ยืม จึงไม่จำเป็นต้องมีเอกสารประกอบเป็นจำนวนมากอย่างเช่นการกู้ยืมตามปกติ และ interest rate swaps ยังก่อต้นทุนต่ำกว่าการกู้ยืมใหม่เพื่อเปลี่ยนแปลงสภาพหนี้สิน

2.4 Interest rate swaps สามารถเป็นเครื่องมือป้องกันความเสี่ยงได้เช่นเดียวกับ interest rate futures และเครื่องมือทั้งสองประเภทก็เป็นรายการนอกงบดุลบัญชีเช่นกัน แต่ interest rate futures อยู่ในรูปของสัญญาที่มีอายุตายตัว คือ มีวันครบกำหนดอายุในวันพุธครั้งที่ 3 ของเดือน มี.ค. มิ.ย. ก.ย. ธ.ค. แม้ผู้ถือสัญญา futures สามารถซื้อขายหรือปรับสภาพคล่องได้เสมอในตลาดรองก็ตาม แต่ตลาด futures ก็มีข้อผูกพันให้ผู้ถือสัญญาคำนวณ

มูลค่าปรับฐานะของตนทุกวันทำการ ในทางตรงกันข้าม ผู้ทำ interest rate swaps สามารถกำหนดได้ทั้งจำนวนเงินและอายุสัญญาให้ตรงตามความต้องการของตน

2.5 Interest rate swap ยังสามารถใช้เป็นเครื่องมือในการลดต้นทุนทางด้านอัตราดอกเบี้ย และช่วยให้สถาบันการเงินหรือบริษัทธุรกิจสามารถเข้าฝั่งตลาดที่ตนเองมีข้อเสียเปรียบได้อย่างมีประสิทธิภาพในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าวิสัยปกติ ดังที่กล่าวแล้วข้างต้น

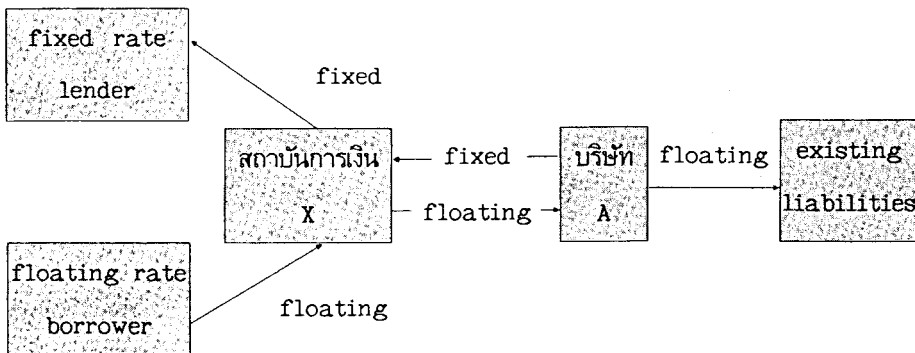
2.6 การทำ interest rate swaps ในทิศทางตรงข้าม หรือ reverse swap สามารถนำมาใช้เป็นกลยุทธ์ในการปรับตัวเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงทรัพย์สินหรือหนี้สินในแง่ของประเภทดอกเบี้ย เช่น หนี้สินได้เปลี่ยนจากประเภทอัตราดอกเบี้ยตายตัวเป็นลอยตัว กล่าวคือ ถ้าแต่เดิมสถาบันการเงินสร้างหนี้สิน (เช่น รับเงินฝาก) ที่อยู่ในอัตราดอกเบี้ยตายตัว แต่มีทรัพย์สินอยู่ในอัตราดอกเบี้ยลอยตัว สถาบันการเงินนั้นก็จะสามารถนำดอกเบี้ยลอยตัวที่ได้รับจากทรัพย์สินดังกล่าวไปแลกเปลี่ยนเป็นดอกเบี้ยตายตัว เพื่อให้สอดคล้องกับดอกเบี้ยที่จ่ายในอัตราตายตัวของเงินฝากข้างต้น ต่อมาถ้าเงินฝากนั้นถูกถอนก่อนกำหนดด้วยเหตุผลบางประการ สถาบันการเงินนั้นก็ไม่ต้องจ่ายดอกเบี้ยตายตัวส่วนนั้นอีกต่อไป จึงอาจทำ interest rate swap ในทิศทางตรงข้าม โดยนำดอกเบี้ยตายตัวที่ได้รับมาจากการทำ interest rate swap ครั้งแรกมาแลกเปลี่ยนกับดอกเบี้ยลอยตัว ซึ่งจะเท่ากับเป็นการลบล้าง interest rate swap ครั้งแรก และสถาบันการเงินจะมีดอกเบี้ยรับเป็นอัตราลอยตัวดังเดิม นอกจากนี้ interest rate swap ในทิศทางตรงข้ามสามารถถูกใช้เป็นเครื่องมือในการหำกำไรจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยได้ ดังเช่นในกรณีข้างต้น ถ้าดอกเบี้ยตายตัวที่ต้องจ่ายระหว่างขบวนการทำ interest rate swap ในทิศทางตรงข้ามต่ำกว่าดอกเบี้ยตายตัวที่รับจากการทำ interest rate swap ครั้งแรก (เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยในตลาดมีแนวโน้มลดลง) และดัชนีอัตราดอกเบี้ยลอยตัวที่เกี่ยวข้องกับ interest rate swap ทั้งสองครั้งเป็นตัวเดียวกัน สถาบันการเงินนี้ก็จะได้รับผลกำไรเท่ากับส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยตายตัวทั้งสอง

2.7 เนื่องจากสัญญา interest rate swaps ถูกจัดทำขึ้นตามความต้องการของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้องซึ่งส่วนใหญ่จะไม่มีมาตรฐานเดียวกัน จึงมักมีปัญหาหลายประการตามมา เช่น ถ้าบริษัท ก ต้องการทำ interest rate swap ในทิศทางตรงข้าม ก็จะต้องหาฝ่ายตรงข้ามที่เป็นสถาบันการเงินผู้นำตลาดเท่านั้น เพราะฝ่ายตรงข้ามที่เป็นบริษัทธุรกิจหรือสถาบันการเงินทั่วไป อาจจะไม่ต้องการทำ interest rate swap ที่มีรายละเอียดเช่นเดียวกับที่บริษัท ก ต้องการก็ได้ ซึ่งก็จะเป็นปัญหาเกี่ยวกับการนำสัญญา interest rate swap ออกจำหน่ายในตลาดรอง เพราะ

เป็นเรื่องยากที่จะหาผู้ที่มีความต้องการตรงกัน นอกจากนี้ยังมีปัญหาเรื่องความเห็นชอบจากอีกฝ่ายหนึ่งในสัญญาแรกด้วย เช่น ถ้าบริษัท ก ต้องการนำสัญญา interest rate swap ที่ได้ทำกับบริษัท ข ออกจำหน่ายในตลาดรอง บริษัท ก จะต้องขออนุญาตหรือความเห็นชอบจากบริษัท ข ก่อน เพราะถ้าผู้ซื้อสัญญาจากบริษัท ก มีฐานะทางการเงินต่ำกว่าบริษัท ก หรือมีความเสี่ยงที่จะผิดสัญญาสูงกว่าบริษัท ก บริษัท ข อาจจะไม่ยินยอมก็ได้

2.8 การทำ interest rate swaps สำหรับหนี้สินเดิมที่มีอยู่ก็สามารถกระทำได้ แม้ว่าจะไม่สามารถหาคู่สัญญาที่มีความต้องการตรงกันทั้งในแง่ของเงินต้น ประเภทและระดับอัตราดอกเบี้ย รวมทั้งอายุสัญญา เพราะในปัจจุบันสถาบันการเงินชั้นนำที่ทำหน้าที่เป็นผู้นำตลาดสามารถเป็นคู่สัญญาให้กับผู้ที่มีความต้องการทำ interest rate swaps ของหนี้สินเดิมได้ในแทบทุกกรณี โดยสถาบันการเงินดังกล่าวจะเก็บสัญญา swap นั้นๆ ไว้ในครอบครองของตนก่อน ในขณะเดียวกัน ก็จะหาทางป้องกันความเสี่ยงโดยอาจจะใช้วิธีการกู้ยืมเงินต้นในจำนวนและประเภทอัตราดอกเบี้ยที่ลูกค้าต้องการ และจะนำเงินต้นจำนวนดังกล่าวไปลงทุนในประเภทอัตราดอกเบี้ยที่ได้รับจากลูกค้า ดังตัวอย่างต่อไปนี้

บริษัท A มียอดเงินกู้จำนวน 100 ล้านบาท อายุสัญญา 5 ปี และมีภาระดอกเบี้ยลอยตัว หลังจากสัญญาผ่านไป 2 ปี อัตราดอกเบี้ยลอยตัวในตลาดเงินได้เพิ่มสูงขึ้นและมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นต่อไปอีก จึงทำให้บริษัท A ต้องการทำ interest rate swap จากอัตราดอกเบี้ยลอยตัวเป็นอัตราดอกเบี้ยตายตัว เพื่อรักษาดันทุนให้อยู่ในระดับคงที่ในระยะ 3 ปีที่เหลือ ดังนั้น บริษัท A จึงไปติดต่อสถาบันการเงิน X เพื่อทำ interest rate swap ดังกล่าว



ในกรณีนี้สถาบันการเงิน X จะต้องกู้เงินจำนวน 100 ล้านบาท ในอัตราดอกเบี้ยตายตัว และนำเงิน 100 ล้านบาทนั้นไปลงทุนในตลาดอัตราดอกเบี้ยลอยตัวไปจนตลอดระยะเวลา 3 ปี หรือไปจนกว่าจะหาคู่สัญญาที่เหมาะสมให้กับบริษัท A ได้

3. วิวัฒนาการ

ตลาดของ interest rate swaps ถือกำเนิดขึ้นในช่วงต้นทศวรรษที่ 1980 โดยมีแรงผลักดันจากการที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดโลกเริ่มสูง และมีความแปรปรวนมากขึ้นในช่วงปลายทศวรรษที่ 1970 ปัจจัยเหล่านี้จึงสร้างแรงจูงใจให้สถาบันการเงินและบริษัทธุรกิจต่างๆ หันมาหาประโยชน์จากความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยที่ตนสามารถเข้าถึงในตลาดต่างๆ นอกจากนั้น interest rate swaps ยังถูกใช้เป็นเครื่องมือป้องกันความเสี่ยงที่เกิดจากความแปรปรวนของอัตราดอกเบี้ยในช่วงนั้น

อย่างไรก็ตาม จุดเริ่มต้นของ interest rate swaps อาจกล่าวได้ว่าเป็นผลพลอยได้จากการทำ currency swaps ในช่วงปลายทศวรรษที่ 1970 โดยนักการธนาคารที่เป็นผู้จัดการจับคู่ currency swaps ให้ลูกค้าเริ่มสังเกตเห็นว่า ถ้าเลียนแบบการทำ currency swaps แต่ใช้เงินตราสกุลเดียวกัน ก็จะสามารถใช้เป็นตัวเชื่อมระหว่างเครื่องมือและตลาดการเงินได้เช่นกัน และการกระทำเช่นนี้ยังมีความยุ่งยากน้อยลง เพราะไม่จำเป็นต้องนำเงินต้นมาแลกเปลี่ยนกัน ทั้งตอนเริ่มต้นและสิ้นสุดสัญญาดังเช่นในกรณีของ currency swaps

Interest rate swaps ในระยะแรกๆ นั้น เป็นการแลกเปลี่ยนระหว่างดอกเบี้ยลอยตัว และดอกเบี้ยตายตัวในสกุลเงินดอลลาร์ สรอ. ระหว่างธนาคาร 2 แห่ง คือ Citibank และ Continental Illinois (แต่เนื่องจากเป็นสัญญาที่ไม่มีการเผยแพร่ ดังนั้นจึงไม่มีรายละเอียดอื่นๆ เช่น วันที่ทำสัญญาและอัตราดอกเบี้ยที่เกี่ยวข้อง) ต่อมา interest rate swaps ได้เริ่มเป็นที่รู้จัก และแพร่หลายมากขึ้น ตลาดจึงได้เริ่มขยายตัวทั้งในแง่ของจำนวนเงินและจำนวนผู้เข้าร่วมทำธุรกรรม โดยเริ่มต้นจากตลาดเงินในยุโรปในช่วงปี ค.ศ. 1981 จากนั้นก็เข้าไปได้รับความนิยมในประเทศสหรัฐอเมริกา

ในเรื่องขนาดและปริมาณธุรกรรมของ interest rate swaps ในตลาดนั้นจะวัดกันด้วยมูลค่าของเงินต้นที่ใช้คำนวณดอกเบี้ยเป็นเกณฑ์ อย่างไรก็ตาม ขนาดและปริมาณธุรกรรมที่แน่นอนในทุกตลาดทั่วโลกไม่สามารถประมาณได้ เนื่องจากระบบการเก็บข้อมูลและการรายงานในแต่ละประเทศยังไม่มีกฎเกณฑ์และมาตรฐานเดียวกัน แต่เท่าที่เคยมีการประมาณจากผลการสำรวจของ International Swap Dealers Association ปรากฏว่าในกลางปี ค.ศ. 1987 interest rate swaps ในเงินตรา 12 สกุลมีปริมาณธุรกรรมรวมทั้งสิ้นเป็นจำนวนประมาณ 180 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ซึ่งเกิดจากการทำ interest rate swaps 9,321 ราย โดยส่วนใหญ่หรือเกือบ 3 ใน 4 ของมูลค่ารวมอยู่ในสกุลเงินดอลลาร์ สรอ. เนื่องจากดอลลาร์ สรอ. ในปัจจุบันยังคง

เป็นสกุลเงินหลักที่ใช้ในธุรกรรมระหว่างประเทศ ทำให้การหาคู่ค้าในการทำ interest rate swaps หรือการป้องกันความเสี่ยงกระทำได้ง่ายและคล่องตัวกว่าเมื่อเทียบกับเงินสกุลอื่นๆ

4. การกำหนดราคา

การกำหนดราคาโดยสถาบันการเงินซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวกลางของการทำ interest rate swaps นั้นขึ้นอยู่กับฐานะของสถาบันการเงินนั้นว่าเป็นแต่เพียงนายหน้าที่นำคู่สัญญา swap ให้มาพบกันและทำข้อตกลงเกี่ยวกับการส่งมอบดอกเบี้ยรับและดอกเบี้ยจ่ายของแต่ละฝ่าย หรือเป็นผู้ที่มีส่วนร่วมเป็นคู่สัญญากับลูกค้าที่มีจุดประสงค์ในการทำ interest rate swaps ด้วย

ในกรณีแรกที่สถาบันการเงินทำหน้าที่เป็นนายหน้า การกำหนดราคาจะขึ้นอยู่กับ

1) จำนวนผู้ที่ต้องการทำ interest rate swaps จะสะท้อนให้เห็นถึงอุปสงค์ของการหาสถาบันการเงิน ซึ่งจะทำหน้าที่เป็นนายหน้าและเป็นผู้จัดการข้อตกลงในเรื่องการจัดสรรผลประโยชน์ทางด้านดอกเบี้ย (ที่ได้กล่าวแล้วในหัวข้อความหมายและกลไกพื้นฐาน) ว่าแต่ละฝ่ายจะได้ส่วนแบ่งของการประหยัดต้นทุนดอกเบี้ยเป็นจำนวนเท่าใด และตามปกติสถาบันการเงินก็จะคิดค่าธรรมเนียมนายหน้าจำนวนหนึ่ง โดยคู่สัญญาที่มีฐานะทางการเงินต่ำกว่าจะต้องเป็นผู้รับภาระค่าใช้จ่ายส่วนนี้และยังต้องจ่ายค่าออกพันธบัตรหรือเครื่องมือทางการเงินอื่นๆ ให้กับคู่สัญญาที่มีฐานะทางการเงินดีกว่าอีกด้วย สำหรับจำนวนผู้ที่ต้องการทำ interest rate swaps นั้น จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราค่าธรรมเนียมนายหน้า

2) จำนวนของสถาบันการเงิน ซึ่งทำหน้าที่เป็นนายหน้าจะสะท้อนให้เห็นถึงอุปทานในตลาด interest rate swaps โดยจำนวนของสถาบันการเงินเหล่านี้มักเพิ่มขึ้นตามอุปสงค์ในข้อ 1 และขนาดของตลาด สำหรับปัจจัยข้อ 2 นี้จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับค่าธรรมเนียมนายหน้า

3) มูลค่าของต้นทุนที่ประหยัดได้จากการทำ interest rate swaps เมื่อเทียบกับการกู้เงินโดยตรงจากแหล่งเงินทุนต่างๆ ก็นับว่าเป็นปัจจัยที่สำคัญอีกประการหนึ่งในการกำหนดราคาค่าธรรมเนียมนายหน้า เพราะถ้ามูลค่าธรรมเนียมนี้ตามปัจจัยในข้อ 1 และ 2 แล้ว ทำให้ต้นทุนขั้นสุดท้าย (ที่รวมต้นทุนดอกเบี้ยเข้ากับค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายอื่นๆ ทั้งสิ้น) สูงกว่าต้นทุนของการกู้เงินโดยตรงก็จะไม่สร้างแรงจูงใจให้มีการทำ interest rate swaps ขึ้น ดังนั้นปัจจัยในข้อ 3 จึงถือได้ว่าเป็นประเด็นของการกำหนดราคา

ส่วนในกรณีที่สองที่สถาบันการเงินทำหน้าที่เป็นคู่สัญญาให้กับลูกค้าที่ประสงค์จะทำ interest rate swaps ปัจจุบันที่มีผลต่อการกำหนดราคาจะคล้ายกับในกรณีแรก กล่าวคือ

- 1) จำนวนของผู้ที่ต้องการทำ interest rate swaps
- 2) จำนวนของสถาบันการเงินที่สามารถเข้าไปทำหน้าที่เป็นคู่สัญญา ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นสถาบันการเงินประเภทผู้นำตลาด

- 3) มูลค่าของต้นทุนที่ประหยัดได้จากการทำ interest rate swaps เมื่อเทียบกับการกู้โดยตรงจากแหล่งเงินทุนต่างๆ ในกรณีนี้ยังถือว่าเป็นเพดานของการกำหนดราคาอีกเช่นกัน ตัวอย่างเช่น บริษัท AA ซึ่งเป็นบริษัทที่มีฐานะทางการเงินดีได้ทำ interest rate swap กับสถาบันการเงิน X และสถาบันการเงิน X สามารถจับคู่ interest rate swap นี้กับบริษัท BB ซึ่งเป็นบริษัทที่มีฐานะทางการเงินต่ำกว่าบริษัท AA อย่างไรก็ตาม สถาบันการเงิน X ในกรณีนี้ได้เป็นคู่สัญญาของทั้งบริษัท AA และ BB แต่การที่สถาบันการเงิน X จะสามารถสร้างแรงดึงดูดใจให้บริษัท BB มาทำ interest rate swap กับตนนั้น สถาบันการเงิน X จะต้องจัดสรรผลประโยชน์ทางด้านอัตราดอกเบี้ยที่ได้รับจากการทำ swap กับบริษัท AA ให้กับบริษัท BB บางส่วน สาเหตุที่สถาบันการเงิน X มีความประสงค์จะทำ swap กับบริษัท BB และเฉลี่ยผลประโยชน์บางส่วนจากอัตราดอกเบี้ยให้กับบริษัท BB แทนที่จะเก็บผลประโยชน์ทั้งหมดไว้กับตนคือ เพื่อป้องกันความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย เพราะแม้ว่าสถาบันการเงิน X จะเป็นคู่สัญญากับบริษัท AA และ BB แต่แท้จริงแล้วจะเปรียบเสมือนกับบริษัท AA ทำ interest rate swap กับบริษัท BB นั้นเอง และถ้าอัตราดอกเบี้ยในตลาดเปลี่ยนแปลงไป สถาบันการเงิน X ก็จะไม่เป็นผู้รับภาระความเสี่ยงนั้น นอกจากนั้น สถาบันการเงิน X ยังอาจจะได้ค่าธรรมเนียมจากบริษัท BB อีกด้วย

- 4) ความสามารถในการหาลูกค้าที่เหมาะสมเพื่อมาเป็นคู่สัญญาในการทำ interest rate swaps ในทิศทางตรงข้าม สำหรับในกรณีข้างต้นก็คือ ความสามารถของสถาบันการเงิน X ที่จะหาบริษัท BB ความสามารถนี้ขึ้นอยู่กับขอบข่ายและจำนวนสำนักงานของสถาบันการเงิน X รวมไปถึงจำนวนสัญญา interest rate swaps ที่ยังไม่ได้รับการจับคู่และอยู่ในครอบครอง

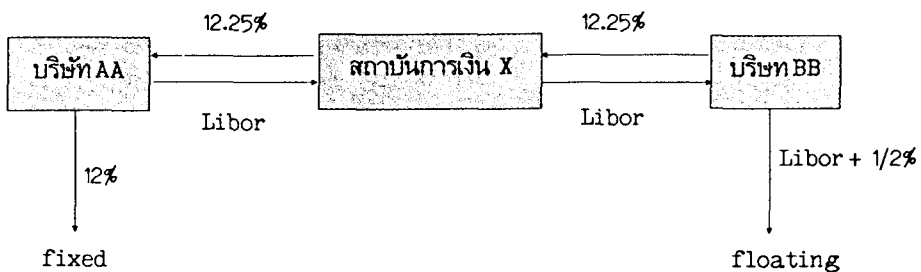
- 5) ความเสี่ยงประเภทต่างๆ ที่อาจเกิดขึ้นแก่สถาบันการเงินจากการทำหน้าที่เป็นคู่สัญญาในการทำ interest rate swaps แบ่งออกเป็น

- Credit risk ในกรณีนี้จะเป็นความเสี่ยงจากการหยุดชำระดอกเบี้ยของคู่สัญญา ซึ่งจะสะท้อนให้เห็นถึงฐานะทางการเงินและความสามารถในการ

ชำระดอกเบี้ยของคู่สัญญาดังกล่าว ความเสี่ยงประเภทนี้ถือว่าไม่มีผลกระทบรุนแรงที่สุด และหาทางป้องกันมิให้เกิดขึ้นเลยได้ยาก แต่โอกาสที่จะเกิดขึ้นก็มีน้อยกว่า market risk

- Market risk เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย ซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอายุสัญญาของ swap และในทิศทางตรงข้ามกับสภาพคล่องของสัญญา swap นั้นๆ กล่าวคือ สัญญาที่มีอายุยาวขึ้น ก็จะมีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยมากขึ้น และสัญญา swap ประเภทนี้นำไปจับคู่ยาก (ในที่นี้คือมีสภาพคล่องน้อย) ความเสี่ยงประเภทนี้จะคงอยู่กับสถาบันการเงินต่อไปหากสถาบันการเงินไม่สามารถจับคู่ swap ได้
- Basis risk เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างดัชนีดอกเบี้ยแต่ละชนิดในอนาคต เช่น ความแตกต่างระหว่างอัตรา Libor 6 เดือนกับ treasury bill 6 เดือน เป็นต้น

ข้อควรสังเกตเกี่ยวกับเรื่องความเสี่ยงข้างต้นคือ ขนาดของความเสียหายอันเนื่องมาจากความเสี่ยง สำหรับ market risk ในกรณีของ interest rate swaps จะไม่มีขนาดของความเสียหายของตัวเอง แต่กลับจะขึ้นอยู่กับขนาดความเสียหายที่เกิดจาก credit risk เนื่องจากตราใบที่สถาบันการเงินสามารถจับคู่สัญญา swap ได้ และไม่มีการหยุดชำระหนี้ของคู่สัญญาฝ่ายหนึ่งฝ่ายใด สถาบันการเงินก็ยังไม่มีความเสี่ยง แต่ในทันทีที่เกิดการหยุดชำระดอกเบี้ยขึ้น สถาบันการเงินก็จะเผชิญกับ market risk ทันที ดังตัวอย่างต่อไปนี้



เพื่อให้เป็นการง่ายต่อการเข้าใจหลักการคำนวณขนาดของความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาด ตัวอย่างข้างบนจึงกำหนดให้สถาบันการเงิน X ซึ่งเป็นคู่สัญญา interest rate

swap ของทั้งบริษัท AA และ BB ทำหน้าที่เป็นเพียงตัวผ่านของการรับ/จ่ายดอกเบี้ยเท่านั้น และมีสมมุติฐานอื่น ๆ คือ

เงินต้นจำนวน 50 ล้านดอลลาร์ สรอ.

อายุสัญญา 3 ปี อัตราดอกเบี้ยตายตัว ณ วันทำสัญญาเท่ากับร้อยละ 12.25 ต่อปี ถ้าบริษัท BB ประสบวิกฤตการณ์ทางการเงิน และหยุดชำระดอกเบี้ยตายตัวร้อยละ 12.25 ต่อปี สถาบันการเงิน X ก็จะหยุดจ่ายอัตราดอกเบี้ย Libor ที่ได้รับจากบริษัท AA ให้แก่บริษัท BB อย่างไรก็ตาม สถาบันการเงินจะต้องเผชิญกับ market risk ซึ่งในที่นี้ก็คือ ความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยตายตัวในสัญญากับอัตราดอกเบี้ยตายตัวในตลาด ณ วันที่มีการหยุดชำระดอกเบี้ยของบริษัท BB เพราะอัตราดอกเบี้ยตัวหลังนี้จะเป็ต้นทุนในการหาคู่สัญญามาแทนที่บริษัท BB หรือเป็นต้นทุนในการป้องกันความเสี่ยงโดยวิธีอื่นๆ กล่าวคือ ถ้าสถาบันการเงิน X สามารถจับคู่ swap รายใหม่ได้กับบริษัท CC อัตราดอกเบี้ยตายตัวที่บริษัท CC จะยอมชำระให้กับสถาบันการเงิน X เพื่อแลกเปลี่ยนกับการรับอัตราดอกเบี้ย Libor ก็จะเป็นอัตราดอกเบี้ยตายตัวในขณะนั้น สำหรับในส่วนของอัตราดอกเบี้ยลอยตัวจะไม่มีความเสี่ยงเพราะจะเปลี่ยนแปลงตามอัตราตลาดอยู่แล้ว

ในเรื่องพิสัยของขนาดความเสียหาย (หรือกำไร) ที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย จะขึ้นอยู่กับประมาณการอัตราดอกเบี้ยสูงสุด และต่ำสุดในระหว่างวันเริ่มต้นและวันสิ้นสุดสัญญา ซึ่งในกรณีนี้ก็คือ พิสัยของอัตราดอกเบี้ยตายตัวในตลาดระหว่างนั้น ถ้าประมาณการพิสัยของอัตราดอกเบี้ยอยู่ระหว่างร้อยละ 7-15 ต่อปี ขนาดของความเสียหายจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยจะมีดังต่อไปนี้

ณ สิ้นปีที่	รายรับดอกเบี้ย	ดอกเบี้ยรับสุทธิ		ผลที่เกิดขึ้นจาก	
	ของสถาบันการเงิน X จากบริษัท AA เพื่อจ่ายให้บริษัท BB	ในกรณีที่บริษัท BB หยุดชำระดอกเบี้ยและอัตราดอกเบี้ยในตลาดเป็น 15% 7%		การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย 15% 7%	
1	6.125	+1.375	-2.625	+3.139	-6.889
2	6.125	+1.375	-2.625	+2.235	-4.746
3	6.125	+1.375	-2.625	+1.196	-2.453

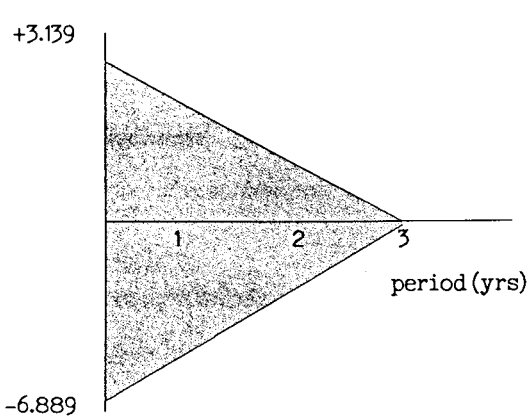
หน่วย: ล้านดอลลาร์ สรอ.

$$\text{ผลที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย} = \text{ดอกเบี้ยรับสุทธิ}/(1+r)^n$$

โดย r = อัตราดอกเบี้ยตายตัวในตลาด, n = จำนวนปีที่เหลือ

ภายหลังจากที่บริษัท BB หยุดชำระดอกเบี้ย และสถาบันการเงิน X สามารถหาบริษัท CC มาเป็นคู่สัญญาได้แทน สถาบันการเงิน X จะมีกำไรหรือขาดทุนในกรณีนี้จะขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยตายตัวในตลาดขณะนั้น ถ้าอัตราดอกเบี้ยตายตัวในตลาดสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยตายตัวที่จ่ายในสัญญา สถาบันการเงิน X ก็จะมีกำไร แต่ถ้าต่ำกว่าก็จะขาดทุน ตัวอย่างข้างบนแสดงให้เห็นว่า ผลที่เกิดจากการเปลี่ยนของอัตราดอกเบี้ยจะอยู่ระหว่าง +3.139 และ -6.889 ล้านดอลลาร์ สรอ. หรืออีกนัยหนึ่งก็คือ สถาบันการเงิน X จะมีกำไรสูงสุดเท่าที่เป็นไปได้คิดเป็นมูลค่าปัจจุบันเท่ากับ 3.139 ล้านดอลลาร์ สรอ. ถ้าบริษัท BB ยกเลิกการเป็นคู่สัญญาและอัตราดอกเบี้ยตายตัวในตลาดเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 15 ต่อปีทันทีหลังจากวันเริ่มต้นสัญญา ในทางตรงกันข้าม สถาบันการเงิน X จะขาดทุนสูงสุดเท่าที่เป็นไปได้คิดเป็นมูลค่าปัจจุบันเท่ากับ 6.889 ล้านดอลลาร์ สรอ. ในกรณีที่บริษัท BB ยกเลิกการเป็นคู่สัญญา และอัตราดอกเบี้ยตายตัวในตลาดลดลงเป็นร้อยละ 7 ต่อปีทันทีหลังจากวันเริ่มต้นสัญญา อย่างไรก็ตาม ในความเป็นจริงแล้วผลกำไรหรือขาดทุนของสถาบันการเงิน X จะเคลื่อนไหวอยู่ในช่วง -6.889 ถึง 3.139 ล้านดอลลาร์ สรอ. ถ้าอัตราดอกเบี้ยตายตัวในตลาดระหว่างอายุสัญญาอยู่ในระดับร้อยละ 7-15 ต่อปี

magnitude of market risk (US\$ million)



พื้นที่แรเงา แสดงถึงขนาดของ ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลง ของอัตราดอกเบี้ย ตามสมมติฐาน ที่ว่าดอกเบี้ยตายตัวในสัญญา swap เท่ากับร้อยละ 12.25 ต่อปี และอัตราดอกเบี้ยตายตัวในตลาด เป็นร้อยละ 7-15 ต่อปีตลอดอายุ สัญญา (3 ปี)

จากตัวอย่างข้างต้น จะเห็นได้ว่า มีปัจจัยสำคัญหลายประการที่เป็นตัวกำหนดมูลค่าความเสียหายหรือกำไรที่เกิดจาก market risk ในกรณีที่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งหยุดชำระดอกเบี้ย และสถาบันการเงินสามารถหาคู่สัญญาใหม่มาทดแทน สำหรับปัจจัยดังกล่าวสามารถสรุปได้ดังต่อไปนี้

ก. ณ ระดับอัตราดอกเบี้ยตายตัวหนึ่งๆ ซึ่งแตกต่างจากอัตราดอกเบี้ยตายตัวในสัญญา ความเสียหายหรือกำไรที่เกิดขึ้นจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอายุคงเหลือในสัญญา กล่าวคือ ระดับความเสียหายหรือกำไรจะมีมูลค่าสูงสุดในวันเริ่มต้นสัญญาและหมดไปในวันสิ้นสุดสัญญา

ข. บังคับที่กำหนดผลกระทบต่อสถาบันการเงิน ในกรณีที่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งหยุดชำระดอกเบี้ย ว่าจะจะเป็นความเสียหายหรือกำไรนั้น ได้แก่

- คู่สัญญาฝ่ายใดเป็นหนี้หยุดชำระดอกเบี้ย
- ระดับอัตราดอกเบี้ยตายตัวในตลาดขณะนั้น

เมื่อพิจารณาตามตัวอย่างข้างต้นจะพบว่า ในกรณีที่ บริษัท A ซึ่งเป็นฝ่ายที่จ่ายดอกเบี้ยตายตัวหยุดชำระดอกเบี้ย และระดับอัตราดอกเบี้ยตายตัวในตลาดสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยตายตัวในสัญญา สถาบันการเงิน X จะได้รับผลกำไรภายหลังจากการที่หาคู่สัญญาใหม่ (บริษัท C) มาทดแทนได้ แต่ถ้าอัตราดอกเบี้ยตายตัวในตลาดต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยตายตัวในสัญญา สถาบันการเงิน X จะได้รับความเสียหาย

ถ้าในกรณีที่ บริษัท B ซึ่งเป็นบริษัทที่รับอัตราดอกเบี้ยตายตัวหยุดชำระดอกเบี้ย และระดับอัตราดอกเบี้ยตายตัวในตลาดสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยตายตัวในสัญญา สถาบันการเงิน X จะได้รับความเสียหายภายหลังจากการที่หาคู่สัญญาใหม่มาทดแทนได้ แต่ถ้าอัตราดอกเบี้ยตายตัวในตลาดต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยตายตัวในสัญญา สถาบันการเงิน X ก็จะได้รับผลกำไร

ค. Interest rate swaps ที่มีอายุยาว จะมีโอกาสที่จะเผชิญกับ credit risk และ market risk สูงกว่า swaps ที่มีอายุสั้น เพราะเมื่อสัญญามีอายุยาว โอกาสที่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งจะหยุดชำระดอกเบี้ย หรืออัตราดอกเบี้ยตายตัวในตลาดจะแตกต่างจากอัตราดอกเบี้ยตายตัวในสัญญาก็จะมีมากขึ้น

6) แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินในอนาคต นับว่าเป็นปัจจัยสำคัญต่อการกำหนดราคา เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยในอนาคตจะเป็นตัวกำหนดความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ยที่จะเกิดขึ้น ตามตัวอย่างในข้อ 5 เพราะถ้าพิสัยของอัตราดอกเบี้ยในอนาคตยิ่งกว้างมากขึ้นเท่าไร ความแปรปรวนของความเสี่ยงดังกล่าวก็จะเพิ่มขึ้นตามไปด้วย นอกจากนี้แนวโน้มของสถานการณ์ทางเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นแนวทางของการกำหนดนโยบายการเงินและนโยบายอัตราดอกเบี้ย ก็นับว่ามีผลต่อการกำหนดราคาเช่นกัน เนื่องจากนโยบายดังกล่าวจะส่งผลต่อระดับอัตราดอกเบี้ยที่จะเกิดขึ้นในอนาคต

5. ธุรกิจรวมในประเทศไทย

บริการ interest rate swaps ยังไม่เป็นที่แพร่หลายในประเทศไทย เนื่องจากสถาบันการเงินภายในประเทศยังไม่สามารถหาอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่แสดงถึงจุดสมดุลของสภาพคล่องสุทธิในตลาดอย่างแท้จริงได้สำหรับทั้งเงินทุนระยะสั้นและระยะยาว ผู้ขายบริการ (คือสถาบันการเงิน) จึงมักไม่พร้อมที่จะเสนอบริการ ส่วนทางฝ่ายลูกค้ายังไม่ค่อยนิยมที่จะซื้อบริการ เพราะธุรกิจในประเทศไทยมักคุ้นเคยและเข้าพึ่งสินเชื่อประเภทเงินเบิกเกินบัญชีเป็นส่วนใหญ่ ในขณะที่สินเชื่อประเภทมีอายุชำระคืนตายตัวยังมีปริมาณน้อย

สถาบันการเงินในประเทศไทยที่ให้บริการ interest rate swaps โดยมากมักเป็นสาขาของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศ เพราะฐานเงินฝากแคบอันเนื่องมาจากข้อจำกัดในการเปิดสาขา ดังนั้นสาขาของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศเหล่านี้จึงให้ความสำคัญแก่การหารายได้จากค่าธรรมเนียมของบริการทางการเงินเช่นบริการ interest rate swaps

6. ข้อสังเกต

6.1 การทำ interest rate swaps จะสามารถช่วยให้บริษัทธุรกิจสามารถบริหารทรัพย์สินและหนี้สินได้ดีและมีประสิทธิภาพมากขึ้นดังกล่าวแล้วข้างต้น ดังนั้น ตลาดของ swap ประเภทนี้จึงมีแนวโน้มที่จะขยายตัวได้อีกมากในอนาคต อย่างไรก็ตาม ในกรณีของประเทศไทยการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยยังไม่สร้างแรงจูงใจให้มีการพัฒนาตลาดประเภทนี้อย่างรวดเร็ว เนื่องจากการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยโดยเฉพาะอัตราดอกเบี้ยเงินรับฝาก และอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมยังไม่คล่องตัวเท่าในต่างประเทศ กล่าวคือ ในปีหนึ่งๆ ทั้งอัตราดอกเบี้ยเงินรับฝากและเงินให้กู้ยืมของธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินมีการเคลื่อนไหวค่อนข้างน้อย จึงทำให้ประโยชน์ที่จะได้รับการทำ coupon swap ที่มีเงินต้นอยู่ในสกุลบาทไม่ชัดเจน

6.2 กรณีของการทำ coupon swap หรือ basis swap ของหนี้สินเดิมที่มีเงินต้นเป็นเงินตราต่างประเทศ เช่น สกุลดอลลาร์ สรอ. เยน หรือมาร์ค น่าจะได้รับความนิยมมากกว่ากรณีที่มีเงินต้นเป็นเงินบาท เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศเคลื่อนไหวหรือเปลี่ยนแปลงได้รวดเร็วกว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทย ซึ่งหมายความว่ามีความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยสูงกว่า ฉะนั้น การทำ swap ในกรณีนี้จึงก่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้ใช้บริการทางการเงินประเภทนี้มากกว่าในกรณีที่มีเงินต้นเป็นเงินบาท

6.3 การทำ coupon swap หรือ basis swap ของหนี้สินใหม่ (ที่กำลังจะเกิดขึ้น เช่น เงินกู้จากต่างประเทศ เป็นต้น) ไม่น่าจะสร้างแรงจูงใจได้มากนัก แม้ว่าจะสามารถลดต้นทุนอัตราดอกเบี้ยลงได้บ้าง (เมื่อเทียบกับการกู้ตามปกติ) และลดความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยได้ อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากอัตราแลกเปลี่ยนก็ยังมิได้อยู่เช่นเดิม ดังนั้น coupon swap และ basis swap ในกรณีนี้คงไม่สร้างแรงดึงดูดให้มีเงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้าในประเทศมากนัก

6.4 สถาบันการเงินที่ให้บริการ interest rate swaps กับลูกค้าโดยเฉพาะธนาคารของไทย จะต้องมีการบริหารทรัพย์สินและหนี้สินที่คล่องตัว เพราะโอกาสที่จะหาคู่ค้าที่เหมาะสมเพื่อจับคู่คงกระทำได้ยาก ดังนั้นสถาบันการเงินจะต้องรับเป็นคู่ค้าเอง ทำให้ต้องรับความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยจนกว่าจะจับคู่ swap นั้นๆ ได้

6.5 ในขณะที่ธนาคารพาณิชย์ถูกจำกัดให้สามารถถือฐานะเงินตราต่างประเทศสุทธิได้ไม่เกินร้อยละ 20 ของเงินกองทุน ระเบียบนี้อาจจะเป็นข้อจำกัดที่ทำให้ธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถขยายการให้บริการ swaps ได้เท่าที่ควร เพราะการป้องกันความเสี่ยงสำหรับ swaps ที่ยังจับคู่ไม่ได้จะสร้างฐานะเงินตราต่างประเทศเพิ่มเติมให้กับธนาคารพาณิชย์ แม้ว่าการทำ swaps จะเป็นรายการนอกบัญชีงบดุลก็ตาม

6.6 อุปสรรคที่สำคัญประการหนึ่งต่อการพัฒนาตลาด interest rate swaps ในประเทศไทยเกิดจากการที่ตลาดเงินของไทยยังไม่มีอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานที่เหมาะสมทั้งประเภทระยะสั้นและระยะยาว การทำ interest rate swaps มีความจำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องใช้อัตราดอกเบี้ยมาตรฐานเป็นอัตราอ้างอิง เช่น การ swap จากอัตราดอกเบี้ยตายตัวเป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัวนั้นแทบจะเกิดขึ้นไม่ได้เลยถ้าไม่มีอัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน และตามประสบการณ์ที่ผ่านมาสถาบันการเงินของไทยมักไม่ค่อยจะให้กู้แก่ลูกค้าระยะยาว (โดยเฉพาะในอัตราดอกเบี้ยตายตัว) ซึ่งก็เป็นผลสะท้อนมาจากการที่ไม่มีอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานระยะยาวเช่นกัน

6.7 องค์การจัดอันดับฐานะการเงินของผู้กู้ นับว่าเป็นปัจจัยที่สำคัญต่อการพัฒนาตลาด interest rate swaps อีกประการหนึ่งที่ตลาดของไทยยังขาด เนื่องจากการทราบถึงฐานะการเงินของผู้กู้จะช่วยให้การกำหนดราคาโดยสถาบันการเงินกระทำได้ง่ายขึ้น และถ้าจะมีการพัฒนาตลาดรองของ interest rate swaps ด้วยแล้ว องค์การจัดอันดับนี้ก็必将ช่วยให้ผู้มีส่วนร่วมในตลาดรองสามารถตัดสินใจได้ง่ายขึ้นว่าสมควรที่จะซื้อหรือขายสัญญา swap นั้นๆ หรือไม่

บทที่ 6

Floating Rate Notes

1. ความหมายและกลไกพื้นฐาน

FRN เป็นตราสารการเงินแบบผู้ถือที่สามารถโอนเปลี่ยนมือกันได้โดยอิสระ โดยทั่วไปตราสารดังกล่าวจะมีอายุตั้งแต่ปานกลางขึ้นไปจนถึงยาวแบบไม่มีกำหนด ดอกเบี้ยที่ผู้ถือ FRN ได้รับในแต่ละช่วงเวลาการจ่ายดอกเบี้ยจะเปลี่ยนแปลงไปตามอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงในตลาดการเงินตามที่ตกลงกันไว้ในสัญญา อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่ใช้กันมักเป็นอัตราดอกเบี้ยที่แสดงถึงสภาพคล่องของตลาดการเงินอยู่เสมอ ตัวอย่างเช่น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคารในตลาดลอนดอน (LIBOR) สำหรับ FRN ในตลาดระหว่างประเทศ ตราสาร FRN ระบุภาระหนี้ของลูกหนี้ต่อผู้ถือตราสารเป็นผลรวมระหว่าง spread และอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง ตัวอย่างเช่น $0.125\% + 3 \text{ mo. LIBOR}$ นอกจากนั้น FRN มักมีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยต่ำสุดที่ลูกหนี้จะต้องจ่ายเพื่อช่วยค้ำประกันผลตอบแทนขั้นต่ำให้แก่ผู้ลงทุนซึ่งคงเกรงว่าอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงอาจลดลงมากได้หลังจากที่ได้ลงทุนซื้อ FRN แล้ว

ขั้นตอนของการออกตราสาร FRN ในตลาดแรกมีดังนี้ เมื่อบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นผู้จัดการหรือ lead manager (LM) ได้รับคำขอจากผู้กู้ ก็จะจัดเตรียมเอกสารเกี่ยวกับผู้กู้ทดสอบความเห็นจากผู้ค้าประกันการจำหน่ายและผู้แทนจำหน่ายเกี่ยวกับเงื่อนไขต่างๆ ของ FRN ซึ่งรวมถึงอายุของตราสาร อัตราดอกเบี้ยอ้างอิง spread และค่าธรรมเนียมอื่นๆ จากนั้น LM ก็จะแจ้งให้ผู้กู้อำนาจสำหรับการต่อรองและตกลงในเงื่อนไข หลังจากได้มีข้อตกลงกันแล้ว LM ก็จะจัดสรรตราสารให้แก่กลุ่มผู้แทนจำหน่ายและผู้ค้าประกันการจำหน่าย เพื่อขายแก่ผู้ลงทุนต่อไป หนึ่งในหน้าที่ที่สำคัญอีกประการหนึ่งของ LM คือ การขอขึ้นทะเบียนรายชื่อของผู้กู้ในตลาดหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้อง การนำชื่อของผู้กู้เข้าลงทะเบียนนี้แม้จะมีขั้นตอนและรายละเอียดเป็นอันมาก แต่ก็เป็นเรื่อง

ที่จำเป็นอย่างยิ่ง เพราะการลงทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะทำให้ชื่อเสียงของผู้กู้เป็นที่รู้จักกันในตลาด และการซื้อขาย FRN นั้นๆ ในตลาดรองเป็นไปได้อย่างรวดเร็วหลังจากที่มีการออกตราสารแล้ว อีกนัยหนึ่ง การลงทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นสิ่งที่ช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้แก่ FRN สภาพคล่องนี้เป็นลักษณะเด่นของ FRN ประการหนึ่ง ซึ่งสินเชื่อยาวประเภทอื่นมีน้อยกว่ามาก กล่าวคือ แม้ FRN ส่วนใหญ่จะมีอายุยาว แต่ผู้ลงทุนหรือผู้ออกตราสารสามารถนำมาขายในตลาดรองได้เสมอเมื่อต้องการสภาพคล่อง นอกจากนี้ ราคาของ FRN ในตลาดรองก็มักมีเสถียรภาพมากกว่าหลักทรัพย์ประเภทอัตราดอกเบี้ยตายตัวอีกด้วย ทั้งนี้เป็นเพราะตามเงื่อนไขหลักของ FRN จะต้องมีการปรับอัตราดอกเบี้ยตามการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงอยู่เสมอ (เช่น ปีละ 2-4 ครั้ง) ทำให้ราคาของตราสาร FRN ไม่เปลี่ยนแปลงมาก ดังเช่นราคาของพันธบัตรประเภทอัตราดอกเบี้ยตายตัว

สำหรับการจ่ายดอกเบี้ยหรือชำระคืนเงินต้น ส่วนใหญ่จะเป็นหน้าที่ของตัวแทนจำหน่าย นอกเหนือจากกลไกปกติของ FRN ที่กล่าวแล้วข้างต้น ในบางกรณี FRN ก็มีทางเลือกอีกบางประการเป็นเงื่อนไขควบคู่กันไปด้วย เพื่อเพิ่มความยืดหยุ่นให้แก่ผู้กู้หรือผู้ลงทุน ดังเช่นตัวอย่างต่อไปนี้

- Call option คือข้อกำหนดที่ให้สิทธิ์แก่ผู้กู้ในการไถ่ถอนตราสารก่อนกำหนดได้โดยไม่ต้องเสียค่าปรับ ผู้กู้อาจต้องการใช้สิทธิ์นี้เมื่อมีฐานะการเงินดีขึ้น หรือสภาพคล่องของตลาดเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่ค่อนข้างขึ้นจนผู้กู้สามารถออกตราสารใหม่ได้ในเงื่อนไขที่ดีกว่าเดิม

- Put option คือข้อกำหนดที่ให้สิทธิ์แก่ผู้ลงทุนที่จะขายคืนตราสารก่อนครบกำหนดได้โดยไม่ต้องเสียค่าปรับ ซึ่งจะให้ประโยชน์แก่ทั้งผู้ลงทุนและผู้กู้ กล่าวคือ ในแง่ของผู้ลงทุน สิทธิ์นี้จะเพิ่มสภาพคล่องให้แก่ตราสาร ในแง่ของผู้กู้ สิทธิ์นี้จะช่วยจูงใจผู้ลงทุนและทำให้ผู้กู้สามารถออกตราสารที่มีอายุยาวมากขึ้นตามต้องการได้

- Sinking fund เป็นเงินที่ผู้กู้ใช้ไถ่ถอน FRN บางส่วนในราคา par ก่อนที่ FRN จะหมดอายุ

- Purchase fund เป็นเงินที่ผู้กู้ใช้ซื้อ FRN บางส่วนคืนจากตลาดรองเพื่อเป็นการสนับสนุนราคาของตราสาร เมื่อราคาของตราสารในตลาดรองตกต่ำมาก

- Conversion option คือสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยจากลอยตัวเป็นตายตัว สิทธิ์นี้ให้ประโยชน์แก่ผู้ลงทุนในตราสารเพราะเมื่ออัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มลดต่ำลงความสามารถที่จะเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนี้ก็จะช่วยประกันรายได้ขั้นต่ำให้แก่ผู้ลงทุน แต่ผู้ลงทุนมักถูกจำกัดให้ใช้สิทธิ์นี้ได้เฉพาะภายใน 3-5 ปีแรกตั้งแต่การออกตราสาร ในบางกรณี FRN

มีข้อกำหนดให้มีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยจากลอยตัวเป็นตายตัวทันที เมื่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดต่ำกว่าอัตราที่กำหนดใน FRN โดยที่ไม่ต้องรอให้ผู้ถือตราสารเรียกใช้สิทธิ์

- การออก FRN แบบทวีคูณ หมายถึง ข้อตกลงระหว่างผู้กู้ และสถาบันการเงินที่บริหารการออกตราสารหรือผู้ลงทุนว่า ภายในระยะเวลาที่กำหนดหลังจากการออกตราสารครั้งแรก ผู้กู้จะมีสิทธิ์ออกตราสารได้อีกรอบหนึ่งเป็นจำนวนที่ไม่สูงกว่าที่กำหนด สิทธิ์เช่นนี้ช่วยประหยัดค่าใช้จ่ายให้แก่ผู้กู้ โดยเฉพาะในเรื่องการจัดเตรียมเอกสารและการโฆษณาตลาด นอกจากนี้ อาจจะมีสิทธิ์ให้แก่ผู้ลงทุนในการออกตราสารรอบแรกควบคู่กันไปด้วยที่จะสามารถซื้อ FRN ที่จะออกในรอบต่อไปได้ในราคาพิเศษ

2. ลักษณะเด่น

หากเปรียบเทียบกับตราสารการเงินอื่นๆ แล้ว จะเห็นได้ชัดถึงลักษณะพิเศษของ FRN ดังที่จะกล่าวต่อไปนี้

2.1 ในการปล่อยสินเชื่อเพื่อหากำไรของสถาบันการเงินปัจจุบัน รูปแบบหนึ่งที่นิยมกันมากคือ syndication loan ซึ่งมีอายุชำระคืนยาว (ตั้งแต่ 5 ปีขึ้นไป) และอัตราดอกเบี้ยลอยตัว สถาบันการเงินจึงเห็นว่า FRN เป็นช่องทางหาเงินมาปล่อยสินเชื่อที่น่าสนใจมากช่องทางหนึ่งเพราะเหตุผลหลายประการเช่น FRN มีอายุชำระคืนยาวเช่นเดียวกับ syndication loan จึงช่วยให้สถาบันการเงินสามารถหลีกเลี่ยงปัญหาความไม่สอดคล้องของอายุการชำระคืนได้อัตราดอกเบี้ยของ FRN ลอยตัวและสามารถเลือกให้สอดคล้องกับอัตราดอกเบี้ยของสินเชื่อหรือรายรับของสถาบันการเงินได้ ซึ่งทำให้การบริหารหนี้สินและทรัพย์สินมีประสิทธิภาพมากขึ้น ความน่าเชื่อถือทางเครดิตของสถาบันการเงินภายในตลาดหลักทรัพย์ระหว่างประเทศก็มักอยู่ในระดับที่สูงกว่าของลูกค้านำเข้า จึงทำให้สถาบันการเงินสามารถออก FRN ได้ในเงื่อนไขที่ดี จนสามารถทำกำไรได้อย่างแน่นอนโดยการนำเงินทุนจาก FRN นั้นมาปล่อยสินเชื่อระยะยาวต่อ ดังนั้นจึงไม่น่าแปลกใจที่ผู้มีส่วนใหญ่จากตลาด FRN ระหว่างประเทศ คือประมาณร้อยละ 60-70 เป็นสถาบันการเงิน โดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์

2.2 ข้อดีประการที่สองเมื่อมองในแง่ผู้กู้คือการจัดหาเงินทุนโดยการออกตราสาร FRN นี้ผู้กู้ไม่ต้องใช้หลักทรัพย์ค้ำประกัน ผู้กู้อาศัยแต่เพียงชื่อเสียงและความมั่นคงตลอดจนความน่าเชื่อถือทางเครดิต ความสามารถในการกู้โดยไม่ต้องใช้หลักประกันนี้จะให้ความยืดหยุ่นและความสะดวก

แก่ผู้กู้เมื่อมีความต้องการใช้เงินทุน ส่วนในกรณีที่ผู้กู้ยังไม่เป็นที่รู้จักหรือได้รับความเชื่อถืออย่างดีในตลาด ก็ต้องมีผู้ค้ำประกันการกู้เงินดังกล่าว เช่น รัฐบาลหรือธนาคารพาณิชย์ที่มีชื่อเสียงพอควร

2.3 ข้อดีประการที่สามแก่ผู้กู้คือ ให้ความยืดหยุ่นเกี่ยวกับระยะเวลาของการเข้ากู้เงินทุนจากตลาด ตัวอย่างเช่น เมื่ออัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับสูงหรือแนวโน้มที่ลดลง ผู้กู้ก็จะรีรอในการออกพันธบัตรอัตราดอกเบี้ยตายตัว แต่ก็กังวลใจน้อยกว่าที่จะออก FRN นอกจากนั้นเนื่องจากผู้กู้สามารถตีความหมาย FRN พร้อมเงื่อนไขบางประการว่าเป็น subordinated debt หรืออาจเปลี่ยนเป็นเงินกองทุนได้เมื่อครบกำหนด การออก FRN จึงอาจถือได้ว่าเป็นการขยายฐานของเงินกองทุนของผู้กู้วิธีหนึ่ง

2.4 ในแง่ของผู้ลงทุน แม้ FRN จะเป็นตราสารการเงินที่มีอายุยาวผู้ลงทุนก็ได้รับผลดีที่สำคัญ 3 ประการ กล่าวคือ อัตราผลตอบแทนของ FRN ตามปกติมักจะสูงกว่าอัตราผลตอบแทนจากตราสารการเงินระยะสั้น เช่น Eurodeposits, CDs, treasury bills การลงทุนใน FRN จะช่วยลดความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ยเนื่องจากจะมีการปรับอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงตามสภาพคล่องของตลาดอยู่เสมอ ในกรณีที่ผู้ลงทุนเป็นสถาบันการเงิน FRN ก็จะช่วยสร้างความสมดุลระหว่างรายได้และรายจ่ายที่เกิดจากอัตราดอกเบี้ยลอยตัว นอกจากนั้น FRN ยังมีสภาพคล่องสูง และราคาในตลาดรองก็ยังมีเสถียรภาพมากกว่าราคาของหลักทรัพย์หรือพันธบัตรที่มีอัตราดอกเบี้ยตายตัวอีกด้วย

2.5 คุณสมบัติพิเศษของ FRN ในบางกรณีก็ให้ประโยชน์แก่ผู้ลงทุนมากกว่าการลงทุนในตราสารการเงินอื่นๆ ตัวอย่างเช่น FRN บางกรณีในยุโรปให้สิทธิผู้ถือตราสารที่จะซื้อหุ้นของบริษัทที่ออก FRN นั้นในราคาพิเศษ ทำให้ผู้ลงทุนมีโอกาสในตลาดหุ้นมากขึ้น ส่วนในกรณีที่ FRN มี conversion option ผู้ลงทุนก็อาจใช้สิทธิในการเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยลอยตัวเป็นตายตัวในเวลาที่คาดว่าอัตราดอกเบี้ยอยู่ในแนวโน้มที่ลดลง

3. วิวัฒนาการ

ในช่วงทศวรรษ 1960 แนวความคิดในการให้บริการการเงินแบบอัตราดอกเบี้ยลอยตัวจำกัดอยู่แต่เฉพาะเงินกู้เท่านั้น เพิ่งเริ่มนำมาใช้ในตลาดทุนในตอนปลายทศวรรษเมื่ออัตราดอกเบี้ย

ในตลาดการเงินเพิ่มสูงขึ้น ตลาด Eurobond เป็นตลาดแรกที่มีการออก FRN ในปี ค.ศ. 1970 หน่วยงานที่ออกตราสารได้แก่ ENEL ของประเทศอิตาลีโดยมีรัฐบาลอิตาลีเป็นผู้ค้ำประกัน FRN ของ ENEL มีมูลค่า 125 ล้านดอลลาร์ สรอ. อายุชำระคืน 10 ปี อัตราดอกเบี้ยเท่ากับ $6 \text{ mo. LIMEAN}^* + 0.75\%$ ต่อปีโดยมีอัตราดอกเบี้ยขั้นต่ำ 7.5% ต่อปี แรงกระตุ้นให้มีการออก FRN ในช่วงนั้นมีหลายประการดังนี้

- อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นได้เพิ่มขึ้นเป็นอันมาก ทำให้ผู้ลงทุนหันมาให้ความสนใจแก่การลงทุนระยะสั้น หรือตราสารการเงินที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัวแทนการถือสินทรัพย์ระยะยาวที่มีอัตราดอกเบี้ยตายตัว

- ความสนใจของผู้ลงทุนแก่ตลาดการเงินระยะสั้นดังกล่าว ทำให้ธนาคารพาณิชย์ที่จะให้กู้ยืมระยะปานกลางและระยะยาวประสบปัญหาขาดแคลนเงินทุน แม้แต่ผู้ออกตราสารการเงินแบบอัตราดอกเบี้ยตายตัวก็ได้รับผลกระทบด้วย เนื่องจากขาดสิ่งจูงใจแก่ผู้ลงทุนจึงจำเป็นต้องแสวงหาวิธีระดมทุนแบบใหม่

- วิกฤติการณ์น้ำมันได้ช่วยเพิ่มปริมาณของเงินทุนหมุนเวียนในระบบธนาคารพาณิชย์ในยุโรประหว่างระยะเวลาที่การออกตราสาร FRN เริ่มเป็นที่แพร่หลาย

หากพิจารณาวิวัฒนาการของการออกตราสาร FRN อย่างละเอียด ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1970 จะเห็นได้ชัดว่า ตลาดเริ่มมีความนิยมใน FRN เพิ่มขึ้นตลอดมา จนกระทั่งเกิดวิกฤติการณ์หนี้ต่างประเทศในกลุ่มประเทศลาตินอเมริกา กล่าวคือ ในช่วงปี ค.ศ. 1970-73 มีการออกตราสาร FRN เพียง 9 ครั้ง จำนวนการออกตราสารนี้เพิ่มขึ้นเป็น 204 ครั้งในช่วงปี ค.ศ. 1974-79 และ 524 ครั้งในช่วงปี ค.ศ. 1980-84 การกำหนดเงื่อนไขพิเศษต่างๆ ให้แก่ตราสาร FRN เช่น สิทธิของผู้ลงทุนในการไถ่ถอนตราสารก่อนครบกำหนด และการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยลอยตัวเป็นตายตัวได้ช่วยสร้างความนิยมให้แก่ FRN ในตลาดมากขึ้น ทั้งนี้ปัจจัยที่สำคัญอันหนึ่งในการกำหนดราคา คือ ความน่าเชื่อถือทางเครดิตของผู้กู้ หรือผู้กู้เป็นที่รู้จักกันในตลาดเงินทุนระหว่างประเทศมากนักเพียงไรและในแง่ใด

ตราสารการเงินอีกประเภทหนึ่งที่คล้ายคลึงกับ FRN มากได้แก่ perpetual note (perp.) ตราสารประเภท perp. นี้มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัวเช่นเดียวกับ FRN แต่ไม่มีกำหนดอายุตายตัวดังเช่น FRN ในระยะแรก perp. ได้รับความนิยมเป็นอันมากเพราะให้ผลตอบแทนสูง และ

* $\text{LIMEAN} = 0.5 (\text{LIBOR} + \text{LIBID})$

แม้ไม่มีกำหนดชำระคืนก็ตาม ผู้ถือตราสารสามารถเข้าพึงตลาดรองได้ทันทีเมื่อต้องการสภาพคล่อง นอกจากนั้น perp. ยังได้รับความนิยมในหมู่ผู้กู้เพราะเนื่องจากไม่มีกำหนดชำระคืนตายตัว จึงอาจถือเป็นส่วนหนึ่งของเงินกองทุนทางด้านหนี้สินได้ อย่างไรก็ตาม ในช่วงปี ค.ศ. 1984 ได้เกิดวิกฤติการณ์ในตลาด perp. ระหว่างประเทศเนื่องจากความสนใจของผู้ลงทุนใน perp. ลดลงเป็นอันมาก เพราะสาเหตุหลายประการ เช่น อัตราผลตอบแทนของ perp. มีแนวโน้มต่ำลง ในขณะที่มีการออกหลักทรัพย์อื่นที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า โดยมีอสังหาริมทรัพย์เป็นประกันและยังให้ option ที่จะไถ่ถอนคืนได้ตามกำหนดที่แน่นอนอีกด้วย

4. การกำหนดราคา

ต้นทุนของผู้กู้ประกอบด้วยรายจ่าย 3 ประเภทได้แก่ อัตราดอกเบี้ย ค่าบริการ และ ค่าธรรมเนียม ในที่นี้จะแสดงถึงตัวอย่างของการกำหนดราคาของตราสาร FRN ที่ออกในตลาดเงินระหว่างประเทศ

4.1 อัตราดอกเบี้ย ส่วนใหญ่มักใช้ LIBOR หรือ LIBID หรือ LIMEAN เป็นอัตราอ้างอิง และ spread เหนืออัตราอ้างอิงอยู่ระหว่าง 0.0625–0.125% ต่อปี ทั้งนี้ spread จะสูงหรือต่ำนั้นนอกจากจะขึ้นอยู่กับความน่าเชื่อถือทางเครดิตของผู้กู้แล้ว ยังขึ้นอยู่กับแนวโน้มของสภาพคล่องในตลาดการเงินอีกด้วย

4.2 ค่าบริการ ประกอบด้วย

ก. Management fee จ่ายให้แก่กลุ่มผู้ดำเนินการออกตราสาร โดยเฉพาะบริษัทการเงินหรือหลักทรัพย์ที่เป็นผู้จัดการ จะอยู่ในระหว่าง 0.25–0.5% ของมูลค่าตราสาร

ข. Underwriting fee เป็นค่าบริการที่จ่ายให้แก่ผู้รับประกันการจำหน่ายตามจำนวนที่ค้าประกัน จะอยู่ในระหว่าง 0.25–0.5% ของจำนวนที่ค้าประกันการจำหน่าย

ค. Selling concession เป็นค่าบริการอันเนื่องมาจากการขายตราสาร จ่ายให้แก่กลุ่มผู้ขายตราสาร จะอยู่ในระหว่าง 1–1.5% ของมูลค่าตราสารที่ขายได้

4.3 ค่าธรรมเนียม ประกอบด้วย

ก. ค่าธรรมเนียมในการนำตราสารเข้าขอขึ้นทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และ ค่าธรรมเนียมทางกฎหมายประมาณ 30,000 ดอลลาร์ สรอ.

ข. ค่าใช้จ่ายประจำที่จ่ายให้แก่ตัวแทนการชำระเงินต้นและดอกเบี้ย จะอยู่ในระหว่าง 0.25–0.5% ของมูลค่าการชำระเงินต่อปี

ค. ค่าใช้จ่ายต่างๆ เช่น ค่าสื่อสาร ค่าเดินทาง ค่าโฆษณา ค่าพิมพ์ตราสาร และเอกสาร ประมาณ 80,000 ดอลลาร์สหรัฐ.

5. ธุรกรรมในประเทศไทย

แม้ว่าธนาคารพาณิชย์ของไทยจะได้ติดตามวิวัฒนาการในตลาดการเงินระหว่างประเทศอย่างใกล้ชิดและทราบถึงความนิยมในตราสาร FRN ระยะยาวเป็นอย่างดี จนได้ให้สถาบันในเครือของตนออกตราสาร FRN ในตลาดต่างประเทศหลายครั้งเพื่อนำเงินทุนจากต่างประเทศมาเสริมสภาพคล่องภายในประเทศตั้งแต่ปี พ.ศ. 2522 (ตัวอย่างเช่น ธนาคารกสิกรไทย ธนาคารกรุงเทพ ธนาคารกรุงไทย และธนาคารไทยพาณิชย์) แต่ตลาดการเงินภายในประเทศของไทยเองยังไม่คุ้นเคยและยอมรับตราสาร FRN เช่นเดียวกับในต่างประเทศ นอกจากนี้ผู้ประกอบการธุรกิจในประเทศส่วนใหญ่ยังคงพึ่งพิงสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงินเป็นหลักในรูปของเงินกู้ระยะสั้น หรือให้ความสนใจน้อยมากแก่การออกตราสารการเงินระยะยาวเพื่อระดมเงินทุนโดยตรงจากผู้ออม ดังนั้นในรอบ 10 ปีที่ผ่านมาจึงแทบไม่มีธุรกรรมเกี่ยวกับตราสาร FRN ในประเทศเลย

ในปี พ.ศ. 2531 ธุรกิจหลายแห่งได้เริ่มมีบทบาทในการออกตราสาร FRN ภายในประเทศ แต่เนื่องจากตลาดยังไม่คุ้นเคยกับตราสาร FRN อัตราดอกเบี้ยที่ระบุใน FRN เหล่านี้ จึงต้องอ้างอิงกับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นที่รู้จักกันดีในตลาดได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำของธนาคารพาณิชย์ หรือ Citinote และมีการกำหนด spread 0.75-1.5% เหนืออัตราดอกเบี้ยอ้างอิงเหล่านี้ แม้กระนั้นก็ตาม สภาพของตลาดก็ยังไม่เอื้ออำนวยแก่การออกตราสาร FRN นัก จึงจำเป็นต้องพึ่งการค้ำประกันจากธนาคารพาณิชย์ และการจำหน่ายตราสารแก่เฉพาะลูกค้าที่ตกลงกันไว้แล้วเท่านั้น (อันได้แก่ สถาบันการเงิน เช่น ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน และบริษัทประกันภัย) โดยยังไม่สามารถเสนอขายแก่บุคคลทั่วไปได้ ในแง่สภาพคล่องของตราสารก็เช่นกัน เนื่องจากยังมิได้มีการพัฒนาตลาดรองขึ้นภายในประเทศ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องจึงจำเป็นต้องประกาศรับซื้อตราสารก่อนครบกำหนดชำระคืนแต่ในราคาที่ต่ำกว่า par

การที่ธุรกิจบางแห่งเหล่านี้ได้ออกตราสาร FRN แทนที่จะพึ่งพิงสินเชื่อจากสถาบันการเงินตามที่เคยปฏิบัติมานั้นอาจเป็นไปได้เพราะสาเหตุหลายประการดังเช่นต่อไปนี้

1. ธุรกิจต้องการหรือจำเป็นต้องปรับโครงสร้างหนี้สินของตนให้มีอายุยาวขึ้น ทั้งนี้เนื่องมาจากปัญหาในการต่ออายุหนี้สิน และ/หรือ ภาระหนี้สูงขึ้นจนเกินความสามารถในระยะสั้นของลูกหนี้

2. ธุรกิจต้องการปรับภาระดอกเบี้ยของตนให้เปลี่ยนไปอย่างสอดคล้องกับสภาพคล่องของตลาด

3. ธุรกิจเป็นโครงการระยะยาว ซึ่งต้องอาศัยเงินทุนระยะปานกลางขึ้นไปเป็นต้นทุนในการลงทุนและดำเนินการ

4. ธุรกิจต้องการลดค่าใช้จ่ายในการบริหารหนี้สิน เพราะการออกตราสาร FRN จะก่อค่าใช้จ่ายที่ต่ำกว่าการกู้ยืมเงินระยะสั้นจากธนาคารพาณิชย์และต่ออายุ

ตัวอย่างต่อไปนี้แสดงถึงเงื่อนไขของตราสาร FRN ที่ออกในไทย

1. บริษัทเออีวิทยาเครื่องอุปโภคบริโภค (UEC)

วงเงิน: 50 ล้านบาท

อายุตราสาร: 3 ปี

อัตราดอกเบี้ย: เงินฝากประจำ + 1%

ปรับและจ่ายดอกเบี้ย: ทุกไตรมาส

ผู้รับประกันตราสาร: ธนาคารกรุงเทพพาณิชย์การ จำกัด

ผู้จัดการจำหน่าย: บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์สหธนกิจ จำกัด

2. บริษัท Globex จำกัด

วงเงิน: 10 ล้านบาท

อายุตราสาร: 3 ปี

อัตราดอกเบี้ย: Citinote + 0.75%

ปรับและจ่ายดอกเบี้ย: ทุกไตรมาส

ผู้รับประกันตราสาร: ธนาคารเชสแมนฮัตตัน จำกัด

ผู้จัดการจำหน่าย: บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์สหธนกิจ จำกัด

3. บริษัท Thai Acrylic Fibre จำกัด

วงเงิน: 300 ล้านบาท

อายุตราสาร: 4 ปี

อัตราดอกเบี้ย: Citinote + 0.75% (ไม่เกิน 10% และไม่ต่ำกว่า 7%)

ปรับและจ่ายดอกเบี้ย: ทุกไตรมาส

ผู้รับประกันตราสาร: ธนาคารนครธน จำกัด และ Citibank

ผู้จัดการจำหน่าย: บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ซีทีคอร์ป จำกัด

นอกเหนือจากเงื่อนไขที่ระบุข้างต้น ยังมี management fee ประมาณ 0.5% ของวงเงิน placement fee ประมาณ 0.3% ของวงเงินและ advisory fee ประมาณ 0.2% ของวงเงิน อีกด้วย

6. ข้อสังเกต

แม้ว่าตราสาร FRN จะยังไม่เป็นที่นิยมในตลาดการเงินของไทยในปัจจุบัน โอกาสที่จะแพร่หลายขึ้นในอนาคตก็ยังมีอยู่ ทั้งนี้ขึ้นกับวิวัฒนาการหรือการพัฒนาตลาดเงินของไทย ในที่นี้จึงตั้งข้อสังเกตเกี่ยวกับสาเหตุหลักของการขาดความนิยมในปัจจุบัน (ข้อ 6.1, 6.2, 6.3) ผลกระทบต่อธุรกิจของธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุน (ข้อ 6.4, 6.5, 6.6) ผลกระทบต่อนโยบายการเงินและการกำกับธุรกิจสถาบันการเงินโดยภาคทางการ (ข้อ 6.7, 6.8)

6.1 ตลาดเงินทุนของไทยขาดองค์กรที่น่าเชื่อถือในการจัดอันดับฐานะการเงินหรือความน่าเชื่อถือทางเครดิตของผู้ออกตราสาร ปัจจุบันนี้เป็นปัจจัยที่สำคัญมากในการพัฒนาตราสารการเงินทุกประเภท สำหรับ FRN ก็เช่นกัน ในขั้นตอนการออกตราสารตามปกติที่กล่าวถึงข้างต้น เมื่อনাชื่อของผู้กู้เข้าลงทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องแล้ว บริษัทหลักทรัพย์ผู้จัดการออกตราสารก็จะสืบถึงความต้องการซื้อตราสารของสาธารณชนก่อน จึงจะสามารถวางข้อตกลงที่เหมาะสมเกี่ยวกับเงื่อนไขและการค้าประกันการจำหน่ายได้ ดังนั้นผู้ออกตราสารจำเป็นต้องเป็นที่ยอมรับกันในหมู่ผู้ลงทุนก่อนว่า มีฐานะทางการเงินหรือความน่าเชื่อถือทางเครดิตดีมากหรือน้อยเพียงใด การทราบถึงฐานะของผู้ออกตราสารนี้เป็นสิ่งจำเป็นในการพัฒนาตลาดรองของตราสารนั้นๆ ด้วย เพราะการตั้งราคาในตลาดรองไม่ได้ขึ้นอยู่กับความต้องการเงินและสภาพคล่องของตลาดเงินในขณะนั้นแต่เพียงเท่านั้น แต่ขึ้นอยู่กับความมั่นคงหรือนาเชื่อถือของผู้ออกตราสารด้วย ด้วยสาเหตุที่ตลาดเงินทุนของไทยยังขาดองค์กรจัดอันดับฐานะของผู้ออกตราสารนี้ ผู้ออกตราสารในตลาดไทยเท่าที่ผ่านมามีจำเป็นต้องพึ่งการรับประกันจากธนาคารพาณิชย์อยู่ แม้ตราสารเหล่านั้นจะมีการเสนอขายแต่เฉพาะลูกค้าที่ตกลงกันไว้ล่วงหน้าเท่านั้นก็ตาม

6.2 ตลาดเงินของไทยยังขาดอัตราดอกเบี้ยแท้จริงของตลาดที่แสดงถึงความสมดุลระหว่างความต้องการเงินและสภาพคล่องในตลาดเงิน อัตราดังกล่าวต้องใช้อ้างอิงตามเงื่อนไขหนึ่งของ FRN ส่วนอัตราดอกเบี้ยที่ใช้อ้างอิงใน FRN ของตลาดไทยเท่าที่ผ่านมายังไม่สะท้อนให้เห็นถึงความต้องการเงินและสภาพคล่องที่แท้จริงของตลาด ตัวอย่างเช่น อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำเคลื่อนไหวช้ามาก อัตราดอกเบี้ย Citinote หรือ IFCT-note หรือ Chasenote แม้จะเป็นผลจาก

การประมูลจริง แต่ปริมาณเงินที่เกี่ยวข้องยังมีจำนวนน้อย อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนได้รับอิทธิพลจากทั้งสถาบันการเงินและการแทรกแซงของธนาคารแห่งประเทศไทย อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคารก็ไม่อยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกันทั้งตลาดเสมอไป เพราะขึ้นอยู่กับอำนาจในการคุมส่วนแบ่งตลาดและนโยบายการตั้งราคาของธนาคารพาณิชย์ในขณะนั้น หากพิจารณาถึงต้นทุนของการขาดอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของตลาด จะเห็นได้ว่าสืบเนื่องมาจากข้อบกพร่องขั้นพื้นฐานของโครงสร้างตลาดเงินของไทย กล่าวคือ ภายในตลาดเงินยังไม่มีการแข่งขันกันอย่างสมบูรณ์แบบ เพราะจำนวนสมาชิกในตลาดยังมีจำนวนจำกัด และสาเหตุของการจำกัดจำนวนสมาชิกก็คือ ความต้องการที่จะรักษาเสถียรภาพในตลาดเงิน

6.3 การขาดตลาดรองที่แท้จริงสำหรับตราสาร FRN เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ทำให้ตราสารยังไม่แพร่หลายในไทย ในกรณีปกติตราสารการเงินระยะยาวเช่น FRN จะเป็นที่ยอมรับในหมู่ผู้ลงทุนได้ก็ต่อเมื่อมีตลาดรองมาเอื้ออำนวยสภาพคล่องบ้าง เพราะผู้ลงทุนอาจไม่สามารถถือตราสารได้จนครบกำหนดไถ่ถอน นอกจากนั้น ตลาดรองควรเป็นตลาดที่หนาแน่นและมีการแข่งขันพอสมควรจนราคาในตลาดแสดงถึงความต้องการเงินและสภาพคล่องในตลาดเงิน แต่ตลาดรองในไทยสำหรับตราสาร FRN เท่าที่ผ่านมายังไม่ใช่ตลาดรองที่แท้จริง เป็นแต่เพียงบริการรูปหนึ่งจากสถาบันการเงินในเครือของธนาคารพาณิชย์ผู้ค้าประกันตราสาร ราคาที่สถาบันการเงินเหล่านั้นรับซื้อก็มีได้เป็นไปตามภาวะตลาดการเงินหรือฐานะการเงินของผู้ออกตราสาร ดังนั้นผู้ลงทุนจึงขาดแรงจูงใจที่จะลงทุนในตราสาร FRN

6.4 เนื่องจากการขาดตลาดรองที่แท้จริง บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่ทำหน้าที่เสริมสภาพคล่องให้แก่ตราสาร FRN โดยรับซื้อคืนก่อนกำหนดไถ่ถอน อาจประสบปัญหาสภาพคล่องเองได้อย่างกระทันหัน กรณีเช่นนั้นอาจเกิดขึ้นได้หากชื่อเสียงหรือความน่าเชื่อถือทางเครดิตของผู้ออกตราสารหรือผู้ค้าประกันลดลงอย่างรวดเร็ว เนื่องมาจากวิกฤติการณ์ทางธุรกิจหรือการเงินอันใดอันหนึ่ง ซึ่งทำให้ผู้ถือตราสาร FRN เริ่มคลางแคลงใจในความสามารถในการชำระคืนหนี้สินของผู้ออกตราสารหรือผู้ค้าประกัน ดังนั้นหากมีการออกตราสาร FRN ในตลาดเป็นจำนวนมากแล้ว บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่ทำหน้าที่เสมือนตลาดรองอาจอยู่ในฐานะที่รับความเสี่ยงทางด้านสภาพคล่องมากเกินไป

6.5 หากข้อบกพร่องของตลาดที่กล่าวในข้อ 6.1, 6.2 และ 6.3 ได้รับการแก้ไขจน FRN เป็นที่ยอมรับในตลาดมากขึ้น ปริมาณเงินฝากที่ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนอาจลดลงเป็นจำนวนมากได้ เพราะผู้ออมหันเหความสนใจไปซื้อตราสาร FRN ที่ออกโดยบริษัทที่น่าเชื่อถือแทน

ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนประสบปัญหาเช่นนั้น ทางออกที่เด่นชัด 2 ทางคือ การแก้ไขกฎเกณฑ์ให้สถาบันการเงินพึงเงินทุนจากต่างประเทศได้มากขึ้น และ/หรือ ให้สถาบันการเงินสามารถระดมเงินออมด้วยการออกตราสารทางการเงินใหม่ๆ ที่ให้ทั้งผลตอบแทนและสภาพคล่องที่สูงแก่ลูกค้าที่ซื้อตราสาร

6.6 การออกตราสาร FRN นับเป็นรูปแบบหนึ่งของสินเชื่อโดยตรงจากผู้ออมไปสู่ผู้ต้องการเงินโดยไม่ต้องผ่านสถาบันการเงิน หาก FRN ได้รับการพัฒนาขึ้นเป็นอันมาก จนผู้ที่มีฐานะการเงินหรือผลประกอบการดีสามารถออกตราสารได้อย่างไม่ลำบาก เพราะได้รับการต้อนรับเป็นอย่างดีจากผู้ออมในตลาด ผู้กู้เหล่านั้นคงหันเข้าพึ่งเงินทุนจากตลาด FRN แทนสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทเงินทุน เพราะต้นทุนในการออกตราสารมักจะต่ำกว่าต้นทุนของการขอสินเชื่อ สถานการณ์เช่นนั้นย่อมส่งผลกระทบต่อคุณภาพสินทรัพย์ของธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนแน่นอน คุณภาพสินทรัพย์โดยเฉลี่ยคงลดลงแต่จะมากหรือน้อยก็ขึ้นอยู่กับว่าตลาด FRN แ่่งลูกค้าชั้นดีไปจากธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนได้มากน้อยเพียงใด

6.7 เนื่องจาก FRN เป็นตราสารการเงินระยะยาว ซึ่งสามารถทดแทน term loan จากระบบธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนได้ ทางการเงินจึงจำเป็นต้องพิจารณารวม FRN เข้าเป็นประเภทหนึ่งของสินเชื่อหรือปริมาณเงินในความหมายกว้างด้วย ทั้งนี้เพื่อให้การวางและดำเนินนโยบายการเงินไม่มีช่องโหว่ ความจำเป็นนี้จะมากขึ้นตามความแพร่หลายของการออกตราสาร FRN ในตลาดเงินทุน

6.8 ตามกฎเกณฑ์ควบคุมธุรกิจธนาคารพาณิชย์ในปัจจุบัน ธนาคารพาณิชย์ถูกจำกัดการให้สินเชื่อแก่ลูกค้าใหญ่รายใดรายหนึ่ง ไม่ให้เกินร้อยละ 25 ของเงินกองทุนธนาคารพาณิชย์ การเข้าค้าประกันตราสาร FRN ที่ลูกค้าออกอาจสื่อความหมายถึง ความพยายามที่จะหลีกเลี่ยงกฎดังกล่าว เพราะแม้ธนาคารพาณิชย์จะถูกจำกัดมิให้ก่อการผูกพันแก่บุคคลใดบุคคลหนึ่งเกินร้อยละ 50 ของเงินกองทุนธนาคารพาณิชย์ก็ตาม ข้อจำกัดเกี่ยวกับภาระผูกพันนี้ก็มิส่งผลบังคับแก่ธุรกรรมของธนาคารพาณิชย์รุนแรงเท่าข้อจำกัดเกี่ยวกับสินเชื่อแก่ลูกค้ารายใหญ่

Note Issuance Facilities

1. ความหมายและกลไกพื้นฐาน

NIF เป็นข้อตกลงทางการเงินประเภทหนึ่งที่สถาบันการเงินเสนอแก่ลูกค้าที่ต้องการเงินทุนระยะปานกลาง โดยลูกค้าออกตราสารการเงินระยะสั้นในนามของตน ส่วนใหญ่จะมีอายุตั้งแต่ 7 วันจนถึง 1 ปี และเมื่อตราสารหมดอายุอาจออกตราสารใหม่มาทดแทนตราสารเก่าอย่างต่อเนื่องจนกว่าจะหมดอายุของสัญญา NIF เป็นข้อผูกพันทางกฎหมายระยะปานกลาง ซึ่งโดยทั่วไปจะมีอายุสัญญาระหว่าง 5-7 ปี ในกรณีที่ลูกค้าไม่สามารถขายตราสารได้หมด สถาบันการเงินผู้ค้าประกันการจำหน่ายจะต้องซื้อตราสารการเงินส่วนที่เหลือ เสมือนกับว่าเป็นการให้เครดิตสำรองแก่ลูกค้า โดยทั่วไปลูกค้าที่ใช้บริการ NIF มักเป็นสถาบันหรือบริษัทขนาดใหญ่ ลูกค้าดังกล่าวออกตราสารที่มีมูลค่าตัวตั้งแต่ US\$ 500,000 ขึ้นไปที่เราเรียกว่า Euronotes ส่วนลูกค้าที่เป็นธนาคารพาณิชย์นั้นจะออกตั๋วเงินที่เป็นตราสารระยะสั้นประเภท certificate of deposit

ก. ข้อกำหนดและองค์ประกอบที่จำเป็นในการออกตราสาร

1. เงื่อนไขในการประกันการจำหน่ายตราสาร
2. มีการระบุตัวแทนในการออกตราสารและจ่ายเงินตามตราสาร รวมทั้งผู้จัดการโอนซื้อขายตราสาร
3. กำหนดการดำเนินงานของตัวแทนจำหน่ายและคณะเสนอซื้อ
4. รายละเอียดโดยย่อของตราสารสำหรับผู้ที่ต้องการซื้อตราสาร
5. รายละเอียดบางประการของข้อตกลงในสัญญาจะขึ้นอยู่กับสถานการณ์ หรือสถานภาพของผู้กู้แต่ละราย อย่างไรก็ตาม สัญญาโดยทั่วไปจะมีข้อตกลงที่มี

มาตรฐานใกล้เคียงกันและจะคล้ายคลึงกับสัญญาของ syndicated loan ให้ ความคุ้มครองต่อผู้ค้าประกันการจำหน่ายใน 2 ลักษณะดังนี้

- เกี่ยวกับผู้กู้ เช่น ผู้กู้จะต้องดำรงเงินกองทุนขั้นต่ำ หรือห้ามนำเงินที่กู้ยืม ได้ไปใช้เพื่อจุดประสงค์อื่นๆ นอกเหนือจากที่ระบุไว้ล่วงหน้า เป็นต้น นอกจากนี้ ผู้ค้าประกันการจำหน่ายอาจจะยกเลิกสัญญากับผู้กู้ได้ ถ้า สามารถพิสูจน์ได้ว่า ความสามารถในการชำระหนี้ของผู้กู้ได้ลดลงอย่าง เห็นได้ชัด เช่น มีการเปลี่ยนแปลงกิจการ รูปแบบของการดำเนินงาน สินทรัพย์หรือการถือหุ้น
- เกี่ยวกับสถานการณ์ภายนอก กล่าวคือ ถ้าสภาวะตลาดเปลี่ยนแปลงไป จนทำให้ต้นทุนการค้าประกันการจำหน่ายสูงขึ้น เช่น มีการเปลี่ยนวิธีการ อ้างอิงในแต่ละสกุลเงิน วิธีคำนวณอัตรามาตรฐาน ตลอดจนผลที่เกิดจาก การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน ผู้ค้าประกันการจำหน่ายสามารถ ผลักภาระต้นทุนที่สูงขึ้นไปให้กับผู้กู้ได้ เป็นต้น

ข. ผู้ลงทุน ประกอบด้วย

- สถาบันการเงินต่างๆ เช่น บริษัทประกันภัย กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ มักมีการ ลงทุนในตราสารประเภทนี้ค่อนข้างสม่ำเสมอและต่อเนื่องกัน เนื่องจากมีแหล่ง เงินทุนระยะยาว
- องค์กรธุรกิจ
- ธนาคารพาณิชย์และบุคคลทั่วไป

ค. วิธีการออกตราสารการเงิน สามารถแยกได้เป็น 3 วิธีดังนี้

1. การใช้ sole placing agent (SPA) ทำหน้าที่จำหน่ายตราสารการเงินจะเป็น การแบ่งแยกหน้าที่การจำหน่ายตราสารออกจากการค้าประกันการจำหน่ายอย่างชัดเจน ในกรณีนี้ SPA จะทำหน้าที่จำหน่ายตราสารแต่เพียงผู้เดียว ส่วนผู้ค้าประกันการจำหน่ายจะรับซื้อตราสาร ตามสัดส่วนที่ได้ตกลงไว้ในสัญญาเมื่อ SPA ไม่สามารถจำหน่ายตราสารได้หมด

ตามปกติ SPA จะมีเวลา 3 วันที่จะหาผู้ลงทุน ภายหลังจากที่ผู้กู้แจ้งให้แก่ SPA และ ธนาคารพาณิชย์ที่ทำหน้าที่ค้าประกันการจำหน่ายทราบ SPA สามารถเสนอขายตราสารได้ในอัตรา ดอกเบี้ยที่ไม่เกินอัตราดอกเบี้ยสูงสุดหรือ cap rate ซึ่ง SPA จะได้กำไรจากส่วนต่าง ถ้าสามารถ ขายตราสารได้ในอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่า cap rate แต่ถ้าไม่สามารถขายได้หมด ธนาคารพาณิชย์

ที่กำกับการจำหน่ายจะต้องรับซื้อหมดในอัตรา cap rate และอาจจะขายต่อไปอีกได้ในภายหลัง

NIF ที่ใช้เทคนิคนี้ในการออกตราสารจะมีชื่อเรียกอีกชื่อหนึ่งว่า RUF (revolving underwriting facility) ซึ่งเป็นบริการทางการเงินที่ได้รับการพัฒนาขึ้นในปี ค.ศ. 1982

อย่างไรก็ดี การใช้ SPA จะสร้างความไม่แน่นอนต่อธนาคารพาณิชย์ เนื่องจากไม่สามารถหักกำไรจากการจำหน่ายตราสารได้ถ้าไม่ได้รับการจัดสรร ดังนั้นจึงมีการพัฒนาคณะเสนอซื้อ หรือ tender panel (TP) ขึ้นเพื่อเปิดโอกาสให้ธนาคารพาณิชย์ที่เป็นสมาชิกใน TP เสนอซื้อตราสารในอัตราดอกเบี้ยที่ตนต้องการ โดยผู้เสนอซื้ออัตราดอกเบี้ยต่ำสุดจะได้รับการจัดสรรก่อน ซึ่งจะเป็นผลดีต่อกู้เช่นกัน

2. คณะเสนอซื้อ (TP) วิธีการนี้เริ่มใช้ในปี ค.ศ. 1982 โดยกลุ่มธนาคารพาณิชย์ในทวีปออสเตรเลียที่ชำนาญทางด้านการจำหน่ายตราสาร (ไม่ใช่ธนาคารที่กำกับการจำหน่าย) ได้รวมกลุ่มจัดตั้ง TP สมาชิก TP จะเสนอซื้อตราสารจากผู้กู้โดยวิธีประมูล อย่างไรก็ตาม สมาชิก TP อาจสนใจที่จะไม่ประมูลก็ได้ ผู้ที่เสนอซื้อในอัตราผลตอบแทนต่ำสุดจะได้รับการจัดสรรก่อน ในกรณีที่ยังมีตราสารเหลือภายหลังจากการประมูลแล้ว ธนาคารที่กำกับการจำหน่ายจะเป็นผู้รับซื้อตามส่วน สำหรับต้นทุนของผู้ออกตราสารจะขึ้นอยู่กับราคาประมูล แต่มักจะต่ำกว่า maximum offering margin

การใช้ TP ในประเทศออสเตรเลียดังกล่าวข้างต้นมีการออกตัว long-term Euronote จ่ายดอกเบี้ยทุก 3 หรือ 6 เดือน ผู้ลงทุนสามารถขายตัวคืนแก่ธนาคารที่กำกับการจำหน่ายได้ และตัวเงินที่รับซื้อจะถูกนำมาเสนอขายใน panel ต่อไป

3. Continuous tender panel (CTP) เป็นการนำวิธีของ SPA และ TP มารวมกัน เพื่อที่จะแก้ไขจุดอ่อนของทั้ง 2 วิธีและเสริมข้อดีให้ชัดเจนยิ่งขึ้น CTP manager หรือผู้จัดการจำหน่ายจะมีระยะเวลาจำหน่ายประมาณ 6-7 วัน และในระหว่างนั้น TP รวมทั้งผู้กำกับการจำหน่ายและผู้ลงทุนอื่นๆ จะเข้ามาซื้อตราสารในอัตรา SOY (striking offering yield) ซึ่งปกติจะต่ำกว่า cap rate ที่ถูกกำหนดโดย CTP manager และผู้ลงทุนทั่วไป อัตรา SOY นี้จะสามารถเปลี่ยนแปลงขึ้น/ลงได้ตามภาวะตลาดในช่วงระยะเวลาที่เสนอขาย สมาชิก CTP ที่เป็นผู้กำกับการจำหน่ายจะส่งจองได้ไม่เกินจำนวนที่ได้ทำการกำกับการจำหน่ายไว้ และจะได้รับการจัดสรรตราสารในจำนวนที่เท่ากับส่วนต่างระหว่างจำนวนที่ได้ทำการกำกับการจำหน่ายกับจำนวนที่จองไว้ และเมื่อสิ้นระยะเวลาดังกล่าว หากยังจำหน่ายตราสารได้ไม่หมด ผู้กำกับการจำหน่าย

จะต้องรับซื้อตามส่วนที่กำหนดในอัตรา cap rate ทั้งนี้สมาชิก CTP อาจจะสงวนสิทธิ์ในการเสนอซื้อตราสารก็ได้

2. ลักษณะเด่น

NIF มีลักษณะเด่นที่แตกต่างไปจากบริการทางการเงินอื่นๆ ที่เคยมีใช้ในประเทศไทย โดยเฉพาะในแง่ของจุดประสงค์และประโยชน์ที่แต่ละฝ่ายจะได้รับดังต่อไปนี้

ทางด้านผู้กู้

2.1 การใช้บริการ NIF ภายในประเทศ จะเป็นการช่วยทดแทนการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศ ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน

2.2 ผู้กู้ไม่ต้องใช้หลักทรัพย์ค้ำประกัน อาศัยแต่เพียงชื่อเสียงความมั่นคงในการดำเนินธุรกิจ และความน่าเชื่อถือทางเครดิตเป็นหลักประกันเท่านั้น การกู้ยืมโดยไม่ต้องอาศัยหลักทรัพย์ค้ำประกันเช่นนี้จะช่วยให้การขยายตัวของธุรกิจเป็นไปได้ง่ายขึ้นหากมีโครงการลงทุนที่ดี

2.3 ต้นทุนในการกู้ยืมโดยใช้ NIF จะต่ำกว่าการกู้ยืมในรูปแบบอื่น เนื่องจากการกู้ยืมโดยตรงจากผู้ลงทุน สถาบันการเงินจะทำหน้าที่เป็นแต่เพียงตัวกลางหรือผู้จัดการเท่านั้น แม้ว่าจะมีค่าธรรมเนียมต่างๆ ที่ต้องจ่ายให้สถาบันการเงินในการจัดการธุรกรรมดังกล่าว แต่เมื่อรวมกับอัตราดอกเบี้ยที่ต้องชำระ ต้นทุนรวมก็ยังต่ำกว่าการกู้ยืมแบบอื่น

2.4 วิธีการหาเงินทุนสำหรับธุรกิจโดยทั่วไป อาจทำได้หลายลักษณะ เช่น การออกหุ้นกู้หรือพันธบัตรและการกู้ยืมจากสถาบันการเงิน เป็นต้น สำหรับการออกหุ้นกู้หรือพันธบัตรนั้นมักจะมีอัตราดอกเบี้ยตายตัวและค่อนข้างสูง จึงสร้างภาระและเป็นอุปสรรคในแง่การบริหารรายจ่าย ส่วนการกู้ยืมจากสถาบันการเงินนั้นก็ยังมีต้นทุนที่สูง มีระยะเวลาการกู้ยืมสั้นถึงปานกลาง และมีจำนวนเงินที่ไม่เพียงพอสำหรับโครงการขนาดใหญ่ ดังนั้นจึงทำให้ธุรกิจเอกชนเป็นจำนวนมากที่มีโครงการการลงทุนขนาดใหญ่หันมาสนใจบริการทางการเงินประเภท NIF ที่อาจจะสนองความต้องการได้มากยิ่งขึ้น

ทางด้านธนาคารและสถาบันการเงิน

2.5 ธนาคารพาณิชย์สามารถระดมเงินทุนให้กับลูกค้าได้เป็นจำนวนมาก โดยไม่ขัดกับระเบียบหรือข้อบังคับของทางการ เนื่องจากธนาคารพาณิชย์ไม่ได้เป็นผู้ให้กู้เอง แต่เป็นเพียง

ตัวกลางระหว่างลูกค้าและผู้ซื้อตราสารเท่านั้น จึงมีอยู่ภายใต้ข้อบังคับตาม พรบ. ธนาคารพาณิชย์ มาตรา 10, 11 และ 13

2.6 สถาบันการเงินที่ทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการออกตราสาร จะมีรายได้ในรูปค่าธรรมเนียมประเภทต่างๆ จากรูกรวมดังกล่าว เช่น participation fee, underwriting fee และ utilization fee เป็นต้น

2.7 การให้บริการทางการเงินประเภท NIF ของสถาบันการเงินไม่อยู่ภายใต้กฎข้อบังคับและระเบียบบางประการของธนาคารกลาง เช่น การดำรงเงินสดสำรองต่อเงินฝาก สัดส่วนการให้สินเชื่อแก่ลูกค้ารายใหญ่ต่อเงินกองทุน หรือเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง ดังนั้นการให้บริการประเภทนี้จึงสามารถกระทำได้ด้วยต้นทุนที่ต่ำ เมื่อเทียบกับการระดมเงินฝากเพื่อปล่อยสินเชื่อตามปกติ ด้วยเหตุนี้ธนาคารพาณิชย์หลายแห่งจึงมีแนวโน้มที่จะเสนอบริการประเภทนี้มากขึ้น อันก่อให้เกิดภาวะการแข่งขันในด้านนี้สูงขึ้นตามไปด้วย เพื่อที่จะรักษาหรือดึงดูดลูกค้าให้มาใช้บริการที่มีต้นทุนต่ำประเภทนี้แทนการกู้ยืมตามที่เคยกระทำมา

2.8 สำหรับในกรณีของประเทศไทยนั้น มีข้อสังเกตว่า บริการประเภทนี้ยังขัดกับกฎข้อบังคับในเรื่องการประกอบกิจการธนาคารพาณิชย์อยู่บ้าง ดังนั้น จึงมีการดัดแปลงรูปแบบและวิธีการให้สอดคล้องกับกฎข้อบังคับที่มีอยู่ เช่น ตามความในพระราชบัญญัติการธนาคารพาณิชย์ ธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถออกตราสารกู้ยืมเงิน และประกอบกิจการที่เกี่ยวข้องกับการค้าประกันการจำหน่าย ธนาคารพาณิชย์ของไทยจึงให้บริการ NIF ในลักษณะรับซื้อตราสารไว้เองก่อน แล้วจึงขายต่อให้แก่ผู้ซื้ออื่นๆ ด้วยวิธีขายลดตัวจากราคาหน้าตัวที่มีค่าคงที่ ซึ่งก็จะสอดคล้องกับธุรกิจที่พึงกระทำได้และได้ปฏิบัติอยู่แล้ว

ทางด้านผู้ลงทุน

2.9 ผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนในระยะสั้นมากกว่าการฝากเงินในสถาบันการเงิน เนื่องจากจะมีการปรับอัตราดอกเบี้ยของตราสารให้สอดคล้องกับภาวะตลาดอยู่เสมอ ผิดกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่มีการปรับตัวช้า

2.10 ผู้ลงทุนมือแรกที่ซื้อลดตัวเงิน เช่น กรณีของบริษัทไทยอยล์ จำกัด ถ้าเป็นบุคคลธรรมดาจะต้องเสียภาษี ณ ที่จ่ายร้อยละ 15 ของดอกเบี้ยที่ได้รับเช่นเดียวกับในกรณีของเงินฝาก และถ้ามีการซื้อขายต่อไปเป็นทอดๆ ผู้ลงทุนคนถัดไป ถ้าเป็นบุคคลธรรมดาจะได้รับการยกเว้นภาษี

สำหรับนิติบุคคลจะต้องนำรายได้ดอกเบี้ยไปรวมกับรายได้ตามปกติเพื่อคำนวณภาษี ส่วนธนาคารพาณิชย์จะต้องเสียภาษีการค้ำร้อยละ 3

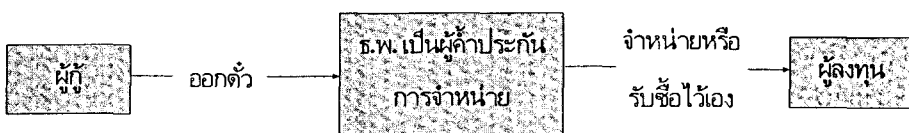
2.11 ตัวเงินที่เกิดจากการกู้ยืมประเภท NIF ภายในประเทศไทยมักมีธนาคารพาณิชย์ค้ำประกันอยู่ด้วยนอกเหนือจากชื่อเสียงทางธุรกิจของผู้ออกตั๋ว ทำให้ผู้ลงทุนมีความเสี่ยงน้อย และมีความมั่นใจเช่นเดียวกับการฝากเงินไว้กับสถาบันการเงิน

2.12 ในต่างประเทศจะมีการจัดอันดับตราสารการเงินโดยองค์กรที่มีความเชี่ยวชาญ เช่น Standard and Poor's และ Moody's Investors Service Inc ซึ่งสะท้อนให้เห็นฐานะของผู้กู้และช่วยในการตัดสินใจของผู้ลงทุนได้ดีขึ้น

3. วิวัฒนาการ

การให้บริการทางการเงินประเภท NIF เกิดขึ้นครั้งแรกในประเทศนิวซีแลนด์ ในปี ค.ศ. 1981 ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้ค้ำประกันการจำหน่ายตั๋วที่ออกโดยวิธี discount ทั้งจำนวน อัตรา discount ที่ใช้มีค่าเทียบเท่ากับ $\text{Libor} + 1/4\%$ ต่อปี ธนาคารพาณิชย์ทำหน้าที่เป็นทั้งผู้รับซื้อและจำหน่ายตั๋วให้กับผู้ลงทุน สำหรับอัตราค่าธรรมเนียมการค้ำประกันการจำหน่ายเท่ากับร้อยละ 0.25 ต่อปีจากจำนวนวงเงินที่ยังมิได้ใช้

ตัวอย่างเช่น



ในปี ค.ศ. 1982 RUF ก็ได้ถูกพัฒนาขึ้น โดยมีการแยกหน้าที่ผู้จำหน่ายตราสาร (SPA) และผู้ค้ำประกันการจำหน่ายออกจากกันอย่างชัดเจน โดยผู้ค้ำประกันการจำหน่ายจะเป็นผู้รับซื้อตราสารในกรณีที่ผู้จำหน่ายตราสารไม่สามารถจำหน่ายตราสารได้ทั้งหมด วิธีนี้จะให้ประโยชน์ต่อผู้จำหน่ายตราสาร เนื่องจากสามารถควบคุมการจำหน่ายตราสารได้ทั้งหมด และยังคงหากำไรจากการจำหน่ายได้ถ้าหากขายได้ในราคาที่สูงกว่าที่ซื้อมา

อย่างไรก็ดี ผลเสียของการใช้ SPA มีอยู่ 2 ประการคือ ผู้ค้าประกันการจำหน่ายไม่มีสิทธิ์ที่จะจำหน่ายตราสารได้ จึงไม่สามารถหากำไรจากการจำหน่าย และในบางกรณีอาจจะไม่ได้รับการจัดสรรด้วยถ้าไม่มีตราสารเหลือ นอกจากนี้เนื่องจาก spread ได้ถูกกำหนดไว้ก่อนหน้า ทำให้ผู้กู้ไม่สามารถได้ประโยชน์จากการเปลี่ยนแปลงของสภาพคล่องในตลาด

ในปี ค.ศ. 1983 คณะเสนอซื้อ หรือ tender panel (TP) ได้รับการพัฒนาขึ้น โดยสมาชิก TP จะประกอบด้วยกลุ่มธนาคารพาณิชย์ที่ชำนาญในการจำหน่ายตราสาร สมาชิก TP จะเสนอซื้อตราสารในอัตราผลตอบแทนที่ไม่เกินกว่า spread สูงสุดที่กำหนดไว้ และถ้าหากยังมีตราสารเหลือจากการจำหน่าย ผู้ค้าประกันการจำหน่ายจะต้องรับซื้อตราสารจำนวนที่เหลือนั้น การใช้ TP จะช่วยให้ผู้กู้ได้ประโยชน์จากการเปลี่ยนแปลงของภาวะตลาดดีขึ้น ส่วนใหญ่สมาชิก TP จะพยายามจำหน่ายตราสารที่ประมูลได้มาแทนที่จะถือตราสารไว้เอง

ในปี ค.ศ. 1984 TP ได้มีวิวัฒนาการไปเป็น CTP วิธีการนี้ผู้ค้าประกันการจำหน่ายจะมีสิทธิ์เข้าซื้อตราสารในอัตรา SOY จากผู้จำหน่ายระหว่างระยะเวลาที่มีการเสนอขายในตลาด

ในกลางปี ค.ศ. 1985 ประมาณ 2 ใน 3 ของ NIF ใช้วิธีการ TP ส่วนการใช้ issuer-set margin มีอยู่ประมาณร้อยละ 15-20 และก็ยังมีการปรับปรุงให้มีการใช้ SPA ร่วมกับ TP แต่ในช่วงปีที่ผ่านมา จำนวนตราสารมีมากจนทำให้มีปัญหากับประสิทธิภาพของวิธีการที่ใช้ในการจำหน่ายแก่ผู้ลงทุน อย่างไรก็ตาม จำนวนผู้แทนจำหน่ายที่สูงขึ้นจะเพิ่มการแข่งขันในด้านราคา ซึ่งทำให้ผู้กู้ได้ประโยชน์ในแง่ต้นทุนที่ต่ำลง

ปริมาณธุรกรรมของ NIF ในช่วงปี ค.ศ. 1981-1982 ยังมีไม่มาก คือ เพียงประมาณ 300 ล้านดอลลาร์ สรอ. ผู้ส่วนใหญ่จะเป็นธนาคารพาณิชย์ รัฐบาล และองค์การของรัฐ ลักษณะของ NIF ในช่วงนั้นยังแฝงอยู่ในรูปของการให้กู้ยืมเงินแบบ syndicated loans และในระยะแรกตราสารการเงินประเภท NIF ส่วนใหญ่จะมีราคาสูงถึง 100,000-500,000 ดอลลาร์ สรอ. ต่อฉบับ (ซึ่งแตกต่างกับ FRN ที่มีมูลค่าหน้าตั๋วเพียง 10,000-50,000 ดอลลาร์ สรอ.) ทำให้ผู้ลงทุนรายย่อยไม่สามารถลงทุนได้ แต่ต่อมามีมูลค่าหน้าตั๋วขั้นต่ำได้ลดลงเหลือ 10,000 ดอลลาร์ สรอ.

ในช่วงปี ค.ศ. 1983-1984 NIF ได้รับความนิยมมากยิ่งขึ้น โดยมีปริมาณธุรกรรมรวมเพิ่มขึ้นเป็นประมาณ 500 ล้านดอลลาร์ สรอ. เนื่องจาก

1. มีต้นทุนที่ต่ำกว่าการกู้ยืมแบบ syndication
2. ธุรกิจที่มีคุณภาพดีเริ่มเข้ามาเป็นผู้กู้ในตลาดมากขึ้น
3. เริ่มมีการใช้ NIF สำหรับองค์การรัฐบาลที่มีชื่อเสียงในยุโรป

การที่ผู้กู้ชั้นดีมีส่วนร่วมในตลาดและการเติบโตของตลาด ทำให้ธนาคารพาณิชย์เข้ามาค้าประกันการจำหน่ายมากขึ้น และเริ่มจัดตั้ง TP ขึ้นแทนการใช้ SPA ต่อมาในช่วงปี ค.ศ. 1985 ผู้กู้ที่เป็นบริษัทจากยุโรปและอเมริกาเริ่มมีบทบาทมากขึ้น โดยมีอัตราส่วนเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 41 เป็น 60 ของปริมาณธุรกรรมรวม การหันมาใช้ NIF ของบริษัทเหล่านี้คาดว่า เพื่อเป็นการทดแทนการออก FRN หรือ US commercial papers

ในปี ค.ศ. 1986 ตลาดของ NIF ได้เริ่มมีการพัฒนาอยู่ในรูปของ Euro-commercial papers ซึ่งเอื้ออำนวยให้ผู้กู้ชั้นดีหาเงินทุนดอกเบี้ยต่ำที่ไม่ต้องอาศัย credit backing จากธนาคารพาณิชย์ วิธีการดังกล่าวเรียกได้อีกชื่อหนึ่งว่า non-underwritten NIF

4. การกำหนดราคา

ผู้กู้ที่ใช้บริการทางการเงินประเภท NIF จะมีต้นทุนที่สำคัญอยู่ 2 ประการคือ อัตราดอกเบี้ย และค่าธรรมเนียมต่างๆ

4.1 อัตราดอกเบี้ย

อัตราดอกเบี้ยในกรณีที่ใช้ SPA จะเท่ากับอัตราสูงสุดที่กำหนดไว้ล่วงหน้า (cap rate) แต่ถ้านกรณีที่ใช้ TP, CTP หรือวิธีการอื่นๆ ที่มีลักษณะคล้ายคลึงกัน ฐานของอัตราดอกเบี้ยจะแตกต่างกันไปตามแต่ละสถานการณ์ในแต่ละครั้งที่มีการออกตราสารการเงิน และขึ้นกับฐานะหรือความน่าเชื่อถือของผู้ออกตราสารด้วย ตามปกติในตลาด Eurodollar สำหรับผู้กู้ที่มีฐานะเป็นรัฐบาลจะกู้ได้ในอัตราที่ต่ำกว่า LIBID ประมาณ 5-10 basis points ตัวอย่างเช่น Canada's Development Corporation ซึ่งเป็นธุรกิจที่มีฐานะดีนั้นสามารถกู้ได้ในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่า LIBID ถึง 50 basis points แต่ธุรกิจเอกชนส่วนใหญ่จะต้องจ่ายในอัตราที่สูงกว่า LIBOR

ธุรกิจในปัจจุบันมักจะต้องจ่ายอัตราดอกเบี้ยตามอัตราตลาดโดยมี predetermined spread ซึ่งเป็นอัตราสูงสุดที่ส่วนใหญ่จะอิงกับอัตรา LIBOR หรือ SIBOR สำหรับการจำหน่ายตราสารจะใช้วิธีหักส่วนลด เช่น ผู้กู้ส่วนใหญ่จะต้องจ่ายดอกเบี้ยในอัตราที่สูงกว่า LIBOR ประมาณ 20 basis points ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับฐานะของผู้กู้ หากผู้กู้ใช้ไม่ครบวงเงินก็จำเป็นต้องเสียค่าธรรมเนียมสำหรับส่วนที่ไม่ได้ใช้ด้วย ค่าธรรมเนียมนี้มักอยู่ในระดับ 25 basis points นอกจาก

นั้น spread อาจถูกกำหนดให้เปลี่ยนไปในแต่ละช่วงเวลาของสัญญา ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานเกี่ยวกับแนวโน้มของอัตราดอกเบี้ย

4.2 ค่าธรรมเนียมต่างๆ ประกอบด้วย

Participation หรือ front-end management fee ค่าธรรมเนียมเพื่อความร่วมมือหรือจัดการ จะจ่ายครั้งเดียวเมื่อมีข้อตกลงเกี่ยวกับ NIF เรียบร้อยแล้ว ปกติจะอยู่ในอัตรา 15 basis points ของวงเงิน และอาจจะแตกต่างกันไปตามขนาดของผู้ออกพันธบัตรในแต่ละราย

Underwriting fee เป็นค่าธรรมเนียมรายปีที่จ่ายให้แก่ผู้ค้าประกันการจำหน่าย ไม่ว่าจะมีการใช้เงินจากวงเงินหรือไม่ ตามปกติจะอยู่ระหว่าง 5-15 basis points ขึ้นอยู่กับฐานะของผู้กู้

Commitment fee เป็นค่าธรรมเนียมสำหรับวงเงินที่ผูกพันและเป็นค่าธรรมเนียมรายปีเช่นกัน ค่าธรรมเนียมประเภทนี้บางครั้งจะต้องจ่ายเต็มตามวงเงิน หรือจ่ายตามวงเงินที่ยังมิได้ใช้ ซึ่งบางครั้งผู้กู้อาจจะไม่ต้องการใช้เงินเต็มตามวงเงิน โดยปกติค่าธรรมเนียมดังกล่าวจะอยู่ระหว่าง 5-10 basis points หรือสูงกว่า ขึ้นอยู่กับอายุของสัญญา

Utilization fee เป็นค่าธรรมเนียมที่ขึ้นอยู่กับขนาดของการใช้เงินตามวงเงิน ซึ่งจะอยู่ระหว่าง 4-10 basis points

5. ธุรกิจในประเทศไทย

ในปี พ.ศ. 2525 บริษัทไทยอยล์ จำกัด ได้เริ่มโครงการเงินกู้ในวงเงิน 20,000 ล้านบาท แต่เนื่องจากเป็นวงเงินระดับสูงจึงทำให้ไม่สามารถหาแหล่งกู้ยืมภายในประเทศได้ บริษัท ไทยอยล์ จึงจำเป็นต้องหันไปกู้จากต่างประเทศ โดยอาศัยแต่เพียงชื่อเสียงของบริษัท

ต่อมาในปี พ.ศ. 2529 บริษัท ไทยอยล์ได้ทำการกู้เงินจากสถาบันการเงิน 24 แห่ง ในวงเงิน 500 ล้านดอลลาร์ สรอ. และในจำนวนสถาบันการเงิน 24 แห่งนี้เป็นสถาบันการเงินไทย 6 แห่ง คือ ธนาคารกสิกรไทย ธนาคารไทยพาณิชย์ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์บุคคลภัย บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ธนสยาม บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ธนชาติ และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์สินธุสหกรรมการกู้ยืมในครั้งนี้ไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน ใช้แต่เพียง letter of comfort ซึ่งเป็นหนังสือรับรองจากรัฐบาลไทยว่า จะไม่สร้างปัญหาหรืออุปสรรคในเรื่องสัญญาเช่าโรงกลั่นโครงการที่ 3 ของบริษัท

การให้กู้ยืมในครั้งนี้จัดได้ว่าอยู่ในประเภท NIF ซึ่งนับว่าประสบความสำเร็จพอสมควร เพราะมีการออกตราสารการเงินในอัตราดอกเบี้ยต่ำ

ในเดือนเมษายน พ.ศ. 2531 บริษัท ไทยออยล์ได้หันเข้ามาพึ่งเงินกู้ภายในประเทศเป็นหลักแทนการกู้ยืมจากต่างประเทศ โดยอาศัยวิธีการของ NIF ซึ่งเป็นการช่วยพัฒนาบริการทางการเงินให้แก่ระบบการเงินของไทย สำหรับสถาบันการเงินที่เกี่ยวข้องประกอบด้วย ธนาคารกรุงไทย ในวงเงิน 1,000 ล้านบาท ธนาคารกสิกรไทย และธนาคารไทยพาณิชย์ ในวงเงินรายละเอียด 1,500 ล้านบาท บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ภัทรธนกิจ และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ธนสยาม อีกรายละ 500 ล้านบาท และธนาคารเซสมันฮัตตันเอเชีย ในจำนวน 2,500 ล้านบาท โดยมีระยะเวลา 10 ปี

ในเดือนพฤษภาคม พ.ศ. 2531 บริษัท ไทยออยล์ได้ทำการกู้ยืมเงินเพื่อไปชำระหนี้เงินกู้ต่างประเทศโดยผ่านธนาคารกรุงเทพ จำกัด ในวงเงิน 1,000 ล้านบาท ตามเงื่อนไขต่อไปนี้

วงเงิน	1,000	ล้านบาท
ระยะเวลา	10	ปี
อายุตราสาร	6	เดือน
ราคาตราสารต่อฉบับ	500,000	บาท
ผลตอบแทน	8.775% ต่อปี สำหรับตั้งแต่ 10 ล้านบาทขึ้นไป	
	8.25% ต่อปี " ต่ำกว่า 10 ล้านบาท	
วิธีจ่ายผลตอบแทน	ใช้วิธีหักส่วนลด	
ค่าอาวัล	ร้อยละ 0.25 ต่อปี	

ในเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2531 บริษัท ไทยออยล์ได้กู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินภายในประเทศอีกในวงเงิน 5,000 ล้านบาท โดยผ่านธนาคารกสิกรไทย และธนาคารไทยพาณิชย์รายละเอียด 1,500 ล้านบาท ธนาคารกรุงไทย 1,000 ล้านบาท บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ภัทรธนกิจ และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ธนสยามอีกรายละ 500 ล้านบาท ตามเงื่อนไขต่อไปนี้

วงเงิน	5,000	ล้านบาท
ระยะเวลา	10	ปี
อายุตราสาร	1-6	เดือน
ราคาตราสารต่อฉบับ	500,000	บาท หรือจำนวนทวีคูณของ
	500,000	บาท

ผลตอบแทน	สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำเล็กน้อย
วิธีจ่ายผลตอบแทน	ใช้วิธีหักส่วนลด
ระยะเวลาปลอดหนี้	5 ปี
การเรียกเก็บหนี้	ผ่านระบบหักบัญชีได้

นอกจากนี้ ยังมีวงเงินกู้ยืมอีก 100 ล้านดอลลาร์ สรอ. ซึ่งกู้ยืมจากธนาคารเชสแมนฮัตตัน สาขาฮ่องกง โดยจ่ายผลตอบแทนสูงกว่าอัตรา LIBOR เล็กน้อย และมีระยะเวลาปลอดหนี้ 3 ปี

ในเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2531 บริษัท บางจากปิโตรเลียมได้กู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน 12 แห่งคือ ธนาคารกรุงไทย ธนาคารมหานคร ธนาคารนครหลวงไทย บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ไอทีเอฟ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์พัฒนสิน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์สินเอเชีย บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์กรุงเทพธนธร บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์นครหลวงเครดิต บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ธนสยาม บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ไทยเม็กซ์ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ภัทรธนกิจ และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์นวนกิจ ตามเงื่อนไขต่อไปนี้

วงเงิน	650	ล้านบาท
ระยะเวลา	10	ปี
อายุตัวเงิน	6	เดือน
ผลตอบแทน	5 ปีแรก อัตราดอกเบี้ยร้อยละ 8.875 ต่อปี	
	5 ปีหลัง	" เงินฝากประจำ + 1.5% ต่อปี

6. ข้อสังเกต

ความแพร่หลายหรือพัฒนาการของ NIF ในตลาดเงินของประเทศใดประเทศหนึ่ง ย่อมขึ้นกับโครงสร้างพื้นฐานของตลาดเงินในประเทศนั้นๆ ในกรณีของไทยข้อบกพร่องหลักภายใน ตลาดเงินทุน 3 ประการที่ก่อปัญหาให้แก่ตราสาร FRN ดังที่กล่าวในส่วนที่ 6 ของบทที่ 6 ก็ก่อปัญหาให้แก่ NIF เช่นกัน สิ่งสำคัญ 3 ประการที่ตลาดเงินทุนของไทยขาดนี้คือ องค์การจัดอันดับฐานะของผู้กู้ อัตราดอกเบี้ยที่สร้างจุดสมดุลระหว่างความต้องการเงินและสภาพคล่อง และตลาดรองที่หนาแน่นพอควร หากจุดอ่อนสามประการนี้ได้รับการแก้ไขจน NIF ได้รับความนิยมในตลาดมากขึ้น ความนิยมนั้นก็จะส่งผลกระทบต่อสถาบันการเงินและทางการในทำนองเดียวกับ FRN ที่ได้กล่าวแล้ว

ในส่วนที่ 6 ของบทที่ 6 เนื่องจาก NIF เป็นช่องทางการหมุนเวียนของเงินทุนจากผู้ออมไปสู่ผู้ต้องการใช้เงิน หรือเป็นสินเชื่อโดยตรง ผลกระทบเหล่านั้นกล่าวได้โดยสรุปดังนี้

ผลกระทบต่อสถาบันการเงิน

- การเข้าช่วยเสริมสภาพคล่องแก่ตราสาร สร้างความเสี่ยงทางด้านสภาพคล่อง
- อาจถูกแย่งลูกค้าเงินฝากไปเป็นจำนวนมาก
- คุณภาพสินทรัพย์อาจลดลงเพราะลูกค้าสินเชื่อชั้นดีหันไปออกตราสารเพื่อจำหน่ายในตลาดโดยตรง

ผลกระทบต่อทางการ

- จำเป็นต้องทบทวนเป้าหมาย นโยบาย และมาตรการการเงินให้รัดกุมยิ่งขึ้นและครอบคลุมถึงตราสารสินเชื่อโดยตรงด้วย
- เพิ่มความระมัดระวังในการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินมากขึ้น เพื่อรักษาเสถียรภาพในระบบการเงิน

หากพิจารณาถึงกลไกและเหตุผลของ NIF อย่างละเอียดแล้วจะเห็นได้ว่าผลกระทบต่อสถาบันการเงินในแง่สภาพคล่องและคุณภาพของสินทรัพย์ และผลกระทบต่อทางการในการรักษาเสถียรภาพของระบบการเงินควรได้รับความสนใจเป็นพิเศษ NIF มีจุดเริ่มมาจากการที่ผู้ต้องการความคล่องตัวในการออกตราสาร และต้นทุนที่ต่ำของเงินทุน ดังนั้น NIF จึงมีกลไกเกี่ยวกับการค้าประกันการจำหน่ายและการประมูลตราสารดังที่กล่าวข้างต้น แต่สถาบันการเงินผู้เข้าให้บริการจัดการออกตราสารก็ได้รับทั้งผลดีและผลเสีย ผลดีคือข้อมูลของ NIF อยู่นอกบัญชีจึงไม่จำเป็นต้องดำรงเงินสดสำรองเหมือนเงินฝาก ไม่ต้องมีเงินกองทุนหนุนหลังเหมือนสินทรัพย์เสี่ยง ไม่ต้องมีภาระอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องเช่น สินเชื่อเกษตร พันธบัตรรัฐบาล หรือเงินอุดหนุนกองทุนฟื้นฟู และพัฒนาระบบการเงิน ในขณะที่ได้รับรายได้ค่าบริการเช่น participation fee, commitment fee, underwriting fee ผลเสียที่เด่นเป็นพิเศษของ NIF คือความเสี่ยงทางด้านสภาพคล่อง เพราะธนาคารพาณิชย์มีภาระผูกพันกับผู้กู้ในเรื่องการค้าประกันการจำหน่าย (แม้กระทั่งในกรณีของไทย ซึ่งธนาคารพาณิชย์จะไม่สามารถค้าประกันการจำหน่ายได้โดยตรง เพราะผิดความใน พรบ. ธนาคารพาณิชย์ แต่ธนาคารพาณิชย์ก็ได้ให้บริการ NIF โดยการรับซื้อ

ตราสารไว้เองก่อน แล้วจึงขายต่อให้แก่ผู้ซื้ออื่นๆ ด้วยวิธีขายลดตัวจากราคาหน้าตัวที่มีค่าคงที่ ซึ่งเป็นธุรกิจที่พึงกระทำได้และได้ปฏิบัติอยู่แล้ว) หากผู้ต้องการออกตราสารเมื่อใด ธนาคารพาณิชย์ก็อาจประสบความสำเร็จในการหาสภาพคล่องเมื่อนั้น สถานการณ์นี้คล้ายคลึงกับสินเชื่อประเภทเงินเบิกเกินบัญชี เพราะ NIF ให้ความคล่องตัวแก่ลูกค้าที่จะออกตั๋วหรือเบิกสินเชื่อ ในขณะที่ธนาคารพาณิชย์ทำหน้าที่ค้ำประกันการขายหรือยืนยันสภาพคล่องของสินเชื่อ แต่ NIF และ OD ยังต่างกันอยู่ใน 2 แง่คือ ลูกค้า NIF มักอยู่ในฐานะที่ดีกว่าลูกค้าสินเชื่อเงินเบิกเกินบัญชี และวงเงิน NIF แต่ละรายโดยทั่วไปจะสูงกว่าสินเชื่อเงินเบิกเกินบัญชี อนึ่ง ความคล้ายคลึงระหว่าง NIF และ OD ก็ชี้แนะว่า ทางการควรทบทวนแก้ไขกฎข้อบังคับที่จำกัดสินเชื่อเงินเบิกเกินบัญชี (เช่น ไม่เกิน 30 ล้านบาทต่อราย) มิเช่นนั้นอาจมีการใช้ช่องโหว่ผ่าน NIF ได้

ผลเสียที่เด่นชัดอีกประการหนึ่งของ NIF คือ กรณีที่ฐานะหรือกิจการของผู้ออกตราสารเสื่อมโทรมลงมากจนเป็นที่น่าสงสัยถึงความสามารถในการชำระหนี้ และธนาคารพาณิชย์ยังมีข้อผูกพันต้องซื้อตราสารอีกเนื่องจากอายุสัญญายังไม่หมด กรณีดังกล่าวอาจทำให้ธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถขายลดช่วงต่อตั๋วเงินอีกทอดหนึ่ง คุณภาพของสินทรัพย์จึงอาจลดลงได้ กรณีเช่นนี้แสดงให้เห็นชัดถึงความสำคัญของข้อตกลงที่คุ้มครองผู้ค้ำประกันการจำหน่ายตราสาร เมื่อฐานะของผู้ออกตราสารเปลี่ยนไป

หาก NIF ได้รับความแพร่หลายในตลาดเงินเป็นอันมาก อาจส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของระบบการเงินด้วย ทั้งนี้เนื่องมาจาก NIF ไม่เป็นรายการหนึ่งในบัญชีของสถาบันการเงิน (จะอยู่ในบัญชีก็ต่อเมื่อลูกค้าเรียกใช้สิทธิ์ในการออกตราสาร) สถาบันการเงินจึงไม่จำเป็นต้องถือเงินกองทุนหนุนหลังดังเช่นกรณีสินเชื่อตามปกติ อันตรายของการอยู่นอกบัญชีและความเสี่ยงที่ไม่มีเงินกองทุนหนุนหลังนี้ เป็นที่ทราบและถกเถียงกันอย่างกว้างขวางในกลุ่มธนาคารกลางของประเทศอุตสาหกรรม จนในปี ค.ศ. 1988 ธนาคารกลางของกลุ่มประเทศในยุโรปเห็นพ้องกันว่า ควรถ่วงน้ำหนัก NIF โดยใช้ credit conversion factor เท่ากับ 0.5 เพื่อคำนวณหาเงินกองทุนที่ธนาคารพาณิชย์จะต้องใช้หนุนหลัง NIF ตามประกาศของ BIS

บทที่ 8

ผลกระทบต่อเสถียรภาพทางการเงินและนโยบายเศรษฐกิจ ประสบการณ์และข้อคิดเห็น

1. เสถียรภาพทางการเงิน

1.1 ประเภทของความเสียง

ความเสียงที่มีอยู่ในเครื่องมือทางการเงินโดยทั่วไปมี 5 ประเภทดังนี้

ก. ความเสียงต่อราคา คือ ความเสียงที่เครื่องมือทางการเงินจะมีมูลค่าเพิ่มขึ้นหรือลดลงเมื่ออัตราแลกเปลี่ยนหรืออัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินเปลี่ยนแปลงไป

ข. ความเสียงต่อการผิดสัญญา คือ ความเสียงที่คู่สัญญาไม่ปฏิบัติตามเงื่อนไขหรือข้อตกลงตามที่ได้ลงนามไว้ก่อนหน้านี้ ก่อให้เกิดความเสียหายแก่คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่ง

ค. ความเสียงต่อสภาพคล่อง คือ ความเสียงที่เจ้าของตราสารการเงินหรือคู่สัญญาไม่สามารถเข้าถึงสภาพคล่องจากตลาดได้อย่างเต็มที่ในเวลาที่ต้องการ

ง. ความเสียงต่อการส่งมอบ คือ ความเสียงที่เกิดขึ้นเมื่อครบกำหนดสัญญาในตราสารการเงิน หลังจากที่ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งส่งมอบเงินหรือตราสารแล้ว อีกฝ่ายหนึ่งไม่ส่งมอบตราสารหรือเงินหรือบริการตรงตามสัญญา ความเสียงประเภตินั้นนอกจากจะเกี่ยวเนื่องกับฐานะของคู่สัญญาแล้วยังอาจเกิดขึ้นจากปัญหาทางเทคนิคอีกด้วยเช่น ความแตกต่างของเวลา ปฏิทินวันทำการ และกฎเกณฑ์หรือข้อกำหนดของภาคทางการ

จ. ความเสียงต่อการควบคุมปริวรรต คือ ความเสียงที่เกิดขึ้นเมื่อคู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งไม่สามารถปฏิบัติตามสัญญาได้ เพราะกฎเกณฑ์การควบคุมปริวรรตของประเทศที่เกี่ยวข้องได้มีการ

เปลี่ยนแปลงไป ความเสี่ยงนี้เกิดขึ้นได้แม้ฐานะทางการเงินของคู่สัญญาจะเอื้ออำนวยแก่การปฏิบัติตามสัญญาก็ตาม

เนื่องจากจุดประสงค์หลักของการศึกษานี้ได้แก่ ผลกระทบของการใช้เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ภายในประเทศไทยต่อมาตรการและเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ ในที่นี้จึงให้ความสำคัญแก่ความเสี่ยงเฉพาะสามประเภทแรก เพราะความเสี่ยงสองประเภทหลังมักเกี่ยวข้องกับปัญหาทางเทคนิคในธุรกรรมการเงินระหว่างประเทศ

1.2 ความสัมพันธ์ระหว่างเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่และความเสี่ยง

เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ทุกประเภทที่กล่าวถึงในบทต้นๆ ก่อให้เกิดความเสี่ยงตามที่อาจสรุปได้ดังนี้

เมื่อสถาบันการเงินให้บริการ currency swaps แก่ลูกค้า เพื่อให้ลูกค้าได้มาซึ่งเงินกู้ในสกุลที่ตนต้องการ ทั้งสองฝ่ายก็ประสบกับความเสี่ยงทั้งสามประเภท ความเสี่ยงต่อราคาเกิดขึ้นเพราะอัตราดอกเบี้ยในอนาคตอาจเปลี่ยนแปลงไปจากอัตราในวันทำสัญญาหรือวันที่แลกเปลี่ยนเงินต้นแต่แรก ในระหว่างอายุของสัญญาหากคู่ค้าฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งต้องการปลดภาระของ currency swaps เพราะสาเหตุใดสาเหตุหนึ่ง ฝ่ายนั้นก็อาจประสบอุปสรรคทางด้านสภาพคล่องทั้งนี้เป็นเพราะไม่สามารถหาคู่ค้าอื่นมาทดแทนตนได้เร็วพอ และในบางประเทศเช่นไทย ตลาด currency swaps ยังแคบอยู่มาก คู่ค้าจึงอาจไม่สามารถนำสัญญาออกจำหน่ายในตลาดรองได้ง่าย นอกจากนั้น การจำหน่ายสัญญาอาจประสบอุปสรรคอันเนื่องมาจากกฎเกณฑ์การควบคุมปริวรรตอีกด้วย สำหรับความเสี่ยงต่อการผิดสัญญานั้น นอกจากจะเกิดขึ้นตามปกติแล้ว ยังเป็นที่น่าสังเกตด้วยว่า การที่สถาบันการเงินตัวกลางจับคู่ลูกค้ารายหนึ่งเข้ากับอีกรายหนึ่งเพื่อป้องกันความเสี่ยงให้แก่ตนเองนั้น แม้จะช่วยลดความเสี่ยงต่อราคาให้แก่สถาบันการเงินตัวกลางลงได้บ้าง ก็ยังไม่ช่วยลดความเสี่ยงต่อการผิดสัญญาของคู่ค้าแต่อย่างใด

ในบริการการเงินแบบ interest rate swaps เนื่องจากคู่ค้ามิได้แลกเปลี่ยนเงินต้นตั้งแต่เริ่มสัญญา มูลค่าของความเสี่ยงที่เกิดขึ้นหลังจากนั้นอาจจะดูน้อยกว่าในกรณีของ currency swaps แต่ความเสี่ยงทั้งสามประเภทก็ยังคงเกิดขึ้นเช่นกัน แม้กระทั่งในกรณีที่คู่ค้าแลกเปลี่ยนดอกเบี้ยลอยตัวกับดอกเบี้ยลอยตัว เพราะในกรณีดังกล่าว basis risk ย่อมเกิดขึ้นได้ เมื่อส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยหลักของทั้งสองฝ่ายเริ่มเพิ่มขึ้นหรือลดลงจากระดับที่เคยเป็นมาในอดีต

สำหรับทั้ง currency options และ interest rate options ความเสี่ยงต่อราคาและความเสี่ยงต่อการผิดสัญญาเกิดขึ้นแก่คู่ค้าอย่างไม่สมดุลกัน ต่างจากกรณีของเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่อื่นๆ กล่าวคือ ผู้ขาย option รับความเสี่ยงต่อราคาอย่างไม่จำกัด เพื่อให้ได้มาซึ่งค่าธรรมเนียมที่ตายตัว แต่ผู้ขายนี้มิได้ประสพความเสี่ยงต่อการผิดสัญญาแต่อย่างใด เพราะสัญญามิได้ผูกมัดให้ผู้ซื้อเรียกใช้สิทธิ์ สถานการณ์กลับเป็นไปอย่างตรงกันข้ามสำหรับผู้ซื้อ เพราะแม้ว่าผู้ซื้อได้ป้องกันความเสี่ยงต่อราคาอย่างเต็มที่ด้วยการซื้อ option แล้วก็ตาม ผู้ซื้อก็ยังต้องประสพความเสี่ยงต่อการผิดสัญญา เนื่องจากผู้ขายอาจไม่ปฏิบัติตามสัญญาเมื่อผู้ซื้อเรียกใช้สิทธิ์

Forward Rate Agreements (FRA) ก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อราคาและความเสี่ยงต่อการผิดสัญญาแบบควบคู่กัน อีกนัยหนึ่งคือ คู่ค้าฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งเกรงว่าจะประสบปัญหาทางการเงินเมื่ออัตราดอกเบี้ยเคลื่อนไหวไปในทิศทางหนึ่งจนถึงระดับหนึ่ง จึงได้ซื้อ FRA ป้องกันความเสี่ยงเอาไว้แล้ว แต่อัตราดอกเบี้ยอาจไม่เคลื่อนไหวไปดังที่หวั่นเกรง หรือแม้ว่าเคลื่อนไหวไปดังที่หวั่นเกรง คู่ค้าอีกฝ่ายหนึ่งอาจไม่ปฏิบัติตามสัญญาก็ได้

NIF และ FRN ต่างจากเครื่องมือทางการเงินอื่นๆ ดังที่กล่าวข้างต้นในแง่ที่ว่า NIF และ FRN เป็นรูปแบบของการให้สินเชื่อโดยตรง รูปแบบเหล่านี้ทำให้ความเสี่ยงต่อการผิดสัญญาของผู้ค้าเด่นชัดขึ้น กล่าวคือ ผู้ออกตราสารต้องรับความเสี่ยงที่ผู้ค้าประกันการจำหน่ายอาจไม่ยอมซื้อตราสารส่วนที่เหลือจากการประมูล ในทางตรงกันข้าม ผู้ลงทุนในตราสารต้องรับความเสี่ยงที่ผู้ออกตราสารอาจไม่ชำระคืนเงินต้นเมื่อหมดอายุตราสาร สำหรับความเสี่ยงต่อราคาที่เกิดขึ้นแก่ผู้ลงทุนในตราสารนั้น ทั้ง NIF และ FRN กลับจะมีน้อยกว่าเครื่องมือทางการเงินอื่นๆ ที่กล่าวข้างต้น เพราะการะดอกเบี้ยใน NIF และ FRN ถูกกำหนดให้ขึ้นกับอัตราดอกเบี้ยหลักที่เป็นฐาน ซึ่งเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพคล่องของตลาดเสมอ ผู้ลงทุนในตราสารคงประสบปัญหาความเสี่ยงต่อราคาแต่เฉพาะในกรณีที่สภาพคล่องของตลาดเปลี่ยนแปลงไปเป็นอันมากจนจำเป็นต้องปรับ margin เหนืออัตราดอกเบี้ยหลัก

ส่วนความเสี่ยงต่อสภาพคล่องนั้น ในระยะแรกก่อนที่จะออกตราสาร NIF คงก่อความเสี่ยงแก่สถาบันการเงินที่รับจัดการออกตราสารสูงกว่ากรณีของ FRN เพราะ NIF จะอนุญาตให้ลูกค้าออกจำเงินเมื่อไรก็ได้ตลอดอายุของสัญญา แม้ตัวเงินจะมีอายุสั้นก็ตาม แต่หลังจากที่ออกตราสารแล้ว ผู้ลงทุนในตราสาร NIF คงไม่ประสบปัญหาในการขายลดต่อไปหากต้องการสภาพคล่อง เพราะลูกค้าที่สามารถออกตราสาร NIF ได้มักมีฐานะดีเป็นที่ยอมรับทั่วไปในตลาด เช่น ภายในตลาดของไทย แต่สำหรับ FRN สถานการณ์ในประเทศไทยไม่เป็นดังเช่น NIF คือ ผู้ออกตราสาร FRN

เท่าที่ผ่านมามีฐานะไม่ดีเท่าเทียมกับผู้ออก NIF และตลาดรองยังแคบ ผู้ที่ยื่นดีจะลงทุนในตราสาร FRN จึงมีจำนวนจำกัด และมักเป็นสถาบันเงินลงทุนระยะยาวที่ไม่ต้องการสภาพคล่องเท่าใดนัก ดังเช่น บริษัทประกันชีวิตหรือกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ

ลักษณะที่น่าสังเกตประการหนึ่งของ NIF คือ ความคล่องตัวที่ผู้กู้สามารถออกตัวได้ ทุกขณะตลอดอายุสัญญาภายในวงเงินที่ตกลง คุณสมบัตินี้คล้ายคลึงกับสินเชื่อบริษัทเงินเบิกเกินบัญชีที่ใช้กันมาอย่างกว้างขวางและยาวนานในตลาดเงินของไทย และได้สร้างปัญหาให้แก่ธนาคารพาณิชย์เป็นอันมากในการบริหารเงินหรือเตรียมสภาพคล่องไว้เพื่อรองรับความต้องการของลูกค้าอย่างถูกต้อง NIF แตกต่างจากเงินเบิกเกินบัญชีในแง่ที่ตราสารมีอายุอย่างแน่ชัด อย่างไรก็ตาม การต่ออายุตราสารก็เป็นธุรกรรมที่กระทำกันอย่างแพร่หลายสำหรับตราสารประเภท NIF ดังนั้นแม้ NIF จะเป็นเครื่องมือทางการเงินที่เหมาะสมสำหรับลูกค้าฐานะดีก็ตาม แต่ก็อาจก่อปัญหาให้แก่สถาบันการเงินได้เช่นเดียวกับเงินเบิกเกินบัญชี นอกจากนี้ เนื่องจากความคล้ายคลึงดังกล่าวข้างต้น ธุรกิจเอกชนอาจใช้ NIF เพื่อหลีกเลี่ยงกฎข้อบังคับเกี่ยวกับเงินเบิกเกินบัญชีได้ (เช่น ข้อบังคับที่จำกัดวงเงินเบิกเกินบัญชีที่ธนาคารพาณิชย์สามารถเปิดให้แก่บุคคลใดบุคคลหนึ่งได้ไม่เกิน 30 ล้านบาท) ทางการควรพิจารณาบทบาทจุดประสงค์และความรัดกุมของกฎข้อบังคับนี้ เพื่อป้องกันช่องโหว่ในการควบคุมสถาบันการเงิน

โดยสรุป บทบาทที่เด่นชัดของเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่คือ ช่วยแยก กระจาย และส่งต่อความเสี่ยงทางการเงิน เพื่อลดต้นทุนในการบริหารสินทรัพย์หรือหนี้สิน ตัวอย่างที่แสดงให้เห็นได้ชัดคือ บริษัทเอกชนที่ได้เข้าพึ่งหนี้ต่างประเทศแบบอัตราดอกเบี้ยลอยตัว บริษัทดังกล่าวย่อมถือความเสี่ยงที่อัตราดอกเบี้ยอาจเพิ่มสูงขึ้น และ/หรือ อัตราแลกเปลี่ยนอาจผันแปรไปจนภาวะหนี้สูงขึ้น เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่นี้ก็เสนอทางเลือกให้แก่บริษัทนี้หลายทางเช่น swaps, options, FRA ทางเลือกเหล่านี้ช่วยให้บริษัทสามารถลดต้นทุนความเสี่ยงประเภทต่างๆ ไปให้สถาบันการเงินรับแทนตน โดยยอมเสียค่าธรรมเนียมตายตัวแต่ต้น การแยก กระจาย และส่งต่อความเสี่ยงนี้จะช่วยเพิ่มความสะดวกและ/หรือความคล่องตัวให้แก่ลูกค้าของสถาบันการเงินเป็นอันมากในการบริหารเงิน ตัวอย่างของความสะดวกเหล่านี้จะเห็นได้จากการนำ interest rate swaps เข้าช่วยแก้ปัญหาความไม่สอดคล้องของโครงสร้างอายุทรัพย์สินและหนี้สิน แทนที่จะต้องก่อหนี้สินและความเสี่ยงเพิ่มเติม

1.3 อันตรายจากเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่

ถึงแม้ว่าเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่จะมีข้อดีในแง่ช่วยแยกหรือป้องกันความเสี่ยงประเภทต่างๆ และเพิ่มความคล่องตัวในการบริหารเงินให้แก่หน่วยงานย่อยๆ ภายในระบบการเงินก็ตาม เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ก็อาจก่ออันตรายให้แก่เสถียรภาพของระบบการเงินได้เช่นกัน อันตราย 4 ประเภทที่เห็นได้ชัดมีดังนี้

ก. การเกาะกลุ่มของความเสี่ยง เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ช่วยให้หน่วยงานสามารถแยกประเภทความเสี่ยง และอาจทำให้สถาบันการเงินเข้ารับความเสี่ยงแทนตนได้ อย่างไรก็ตาม การส่งต่อความเสี่ยงนี้ก่อให้เกิดการกระจุกตัวของความเสี่ยงได้ง่าย ซึ่งอาจทำให้ระบบการเงินสั่นคลอนได้ ตัวอย่างต่อไปนี้แสดงถึงสาเหตุของการกระจุกตัว

- มีสถาบันการเงินเป็นจำนวนน้อยที่เชี่ยวชาญในการบริหารความเสี่ยงผ่านเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ ทำให้สถาบันการเงินเหล่านั้นอาจต้องบริการลูกค้าเป็นจำนวนมาก
- การบริหารความเสี่ยงที่เหมาะสมจำเป็นต้องพึ่งการป้องกันความเสี่ยงให้แก่ตนเอง อีกทอดหนึ่งผ่านตลาดระหว่างประเทศ อีกนัยหนึ่ง สถาบันการเงินที่ได้เปรียบในแง่ก็คือ สถาบันที่มีเครือข่ายกว้างขวางทั่วโลก สำหรับประเทศที่มีสถาบันเช่นนี้อยู่จำกัด เช่น ไทย สถานการณ์อาจบีบบังคับให้ตลาดการเงินภายในประเทศรับความเสี่ยงมากจนเกินไป
- การเก็งกำไรหรือคาดการณ์เกี่ยวกับความเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนหรืออัตราดอกเบี้ยตามบรรยากาศทางเศรษฐกิจอาจกระตุ้นให้พ่อค้าและบริษัทเอกชนเข้าซื้อบริการทางการเงินรุ่นใหม่เป็นจำนวนมากในช่วงอัตราหรือระยะเวลาหนึ่งเป็นพิเศษ ทำให้เกิดการกระจุกตัวได้ในแง่อัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยน หรือวันครบกำหนดอายุของสัญญา
- การตั้งราคาค่าธรรมเนียมของบริการการเงินรุ่นใหม่ไม่เหมาะสม คือ ไม่เท่าเทียมกับมูลค่าทางการเงินของความเสี่ยงที่เกี่ยวข้อง จึงอาจชักจูงใจลูกค้ามากเกินไป

เมื่อเกิดการเกาะกลุ่มของความเสี่ยงตามสาเหตุดังเช่นข้างต้นแล้ว สถาบันและระบบการเงินอาจประสบปัญหาสภาพคล่องได้ง่ายเมื่ออัตราดอกเบี้ยหรืออัตราแลกเปลี่ยนผันแปรไปอย่างรวดเร็วกว่าที่คาดหรือตรงข้ามกับที่คาด และ/หรือ สถาบันการเงินผู้ขายบริการมิได้ทำการป้องกันความเสี่ยงให้แก่ตนเองอีกทอดหนึ่งไว้อย่างเต็มที่

ข. เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ส่วนใหญ่ (ยกเว้น FRN) เป็นรายการที่อยู่นอกบัญชีงบดุลของสถาบันการเงินที่เสนอบริการ สถาบันการเงินจึงอาจไม่ถือเงินกองทุนรองรับความเสี่ยงดังเช่นที่กระทำต่อสินเชื่อหรือสินทรัพย์เสี่ยงในกรณีปกติ หากเครื่องมือเหล่านั้นก่อผลเสียหายหรือ

ส่วนขาดทุนอย่างแท้จริง เสถียรภาพทางการเงินของสถาบันและระบบการเงินอาจสั่นคลอนได้เนื่องจากขาดเงินกองทุนรองรับส่วนขาดทุนอย่างพอเพียง

ค. การสนับสนุนตลาดสินเชื่อ เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ช่วยให้ลูกหนี้ที่มีฐานะไม่ดีสามารถเข้าถึงตลาดสินเชื่อได้มากขึ้น เพราะสามารถว่าจ้างให้สถาบันการเงินเข้ารับความเสี่ยงประเภทต่างๆ แทนตนได้ ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดได้แก่ การกู้สินเชื่อประเภทอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ประกอบกับการซื้อ cap หรือ interest rate swap การที่บริการทางการเงินรุ่นใหม่สนับสนุนการขยายตัวของตลาดสินเชื่อนี้อาจก่ออันตรายแก่ความมั่นคงของสถาบันการเงินได้ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับประสิทธิภาพของสถาบันการเงินในการบริหารสินเชื่อ และจำนวนเงินกองทุนที่สถาบันการเงินถือเพื่อรองรับความเสี่ยง

ง. เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่อาจส่งผลเสียถึงทั้งเงินฝากและคุณภาพสินทรัพย์ของสถาบันการเงินได้ในหลายขั้นตอน ตัวอย่างเช่น หากผู้กู้มีฐานะการเงินดีและออกตราสารการเงินซึ่งให้เงื่อนไขดีกว่าเงินฝาก สถาบันการเงินอาจสูญเสียลูกค้าเงินฝากของตนได้ สถาบันการเงินที่เข้าไปทำหน้าที่เสมือนค้าประกันการจำหน่ายตราสาร NIF ให้แก่ผู้กู้ อาจจำเป็นต้องชำระซื้อตราสารเองในบางขณะที่ชื่อเสียงหรือฐานะการเงินของผู้กู้เสื่อมถอยลงจนหาผู้ลงทุนได้ไม่พอเพียง การชำระซื้อตราสารนั้นอาจทำให้คุณภาพสินทรัพย์ของสถาบันการเงินผู้ซื้อตราสารลดลงในระยะแรกที่ NIF และ FRN เข้าสู่ตลาดใหม่ เช่น ในประเทศไทย เนื่องจากยังขาดตลาดรองอยู่ จึงอาจกำหนดสิทธิพิเศษข้อหนึ่งว่า ผู้ถือ NIF และ FRN อาจขายตราสารก่อนครบกำหนดได้ให้แก่เครื่องของสถาบันการเงินที่เป็นตัวกลางในการออกตราสารนั้น สิทธิพิเศษนี้ก่อความเสี่ยงต่อสภาพคล่องแก่สถาบันการเงินตัวกลางได้เช่น ในบางขณะที่ชื่อเสียงหรือฐานะการเงินของผู้ออกตราสารเสื่อมถอยลง ผู้ถือตราสารอาจหวั่นเกรงว่า ผู้ออกตราสารอาจไม่สามารถชำระคืนเงินต้นเมื่อครบกำหนดได้ จึงแย่งกันนำตราสารมาขายคืนก่อนครบกำหนดที่สถาบันการเงินตัวกลาง แม้สถาบันการเงินตัวกลางอาจสามารถหลีกเลี่ยงปัญหาสภาพคล่องได้ด้วยวิธีใดก็ตาม ตราสารที่จำเป็นต้องซื้อคืนก่อนกำหนดเป็นจำนวนมากนั้นก็ยังคงมีผลเสียต่อคุณภาพสินทรัพย์ของสถาบันการเงินตัวกลางนั้น หลังจากที่ NIF และ FRN อยู่ในตลาดนานพอควร NIF และ FRN อาจลดคุณภาพสินทรัพย์ของสถาบันการเงินได้เช่นเดียวกันตามสาเหตุดังนี้ เมื่อเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่เป็นที่ยอมรับกันอย่างกว้างขวางในหมู่ผู้ลงทุน เพราะต้นทุนของการกู้สินเชื่อโดยตรงเช่นนั้น มักถูกกว่าสินเชื่อจากสถาบันการเงิน NIF และ FRN อาจกรองเอาลูกค้าชั้นดีไปจากสถาบันการเงินเป็นจำนวนมากได้ ดังนั้นระบบสถาบันการเงินอาจประสบความเสี่ยงที่คุณภาพสินทรัพย์ของ

สถาบันการเงินอาจต่ำลงได้ ทั้งนี้เพราะลูกค้าที่ยังคงพึ่งสินเชื่อกับสถาบันการเงินต่อไป คงเป็นลูกค้าที่มีฐานะไม่ดีพอที่จะออกตราสาร NIF หรือ FRN เพื่อขายในตลาดได้โดยตรง

ประสพการณ์ภายในตลาดการเงินระหว่างประเทศเท่าที่ผ่านมาในอดีต ได้ชี้ให้เห็นชัดว่า อันตรายจากการเกาะกลุ่มของความเสียหาย และ/หรือความไม่เพียงพอของเงินกองทุน และ/หรือการสนับสนุนตลาดสินเชื่อ และ/หรือการแย่งลูกค้าเงินฝาก และ/หรือคุณภาพสินทรัพย์ของสถาบันการเงินถดถอยดังที่กล่าวถึงข้างต้น อาจรุนแรงเป็นอันมากจนก่อให้เกิดวิกฤติการณ์ในระบบการเงินได้ในบางขณะ ตัวอย่างเช่น ในช่วงปลายปี ค.ศ. 1984 และเมื่อต้นปี ค.ศ. 1985 เมื่อเริ่มมีการใช้ options กันอย่างแพร่หลายเป็นครั้งแรกในตลาดระหว่างประเทศ ค่าธรรมเนียมที่ตั้งไว้ค่อนข้างต่ำ ประกอบกับการผันผวนเป็นอันมากของอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ย ทำให้สถาบันการเงินที่ให้บริการ options เหล่านั้นประสบปัญหาสภาพคล่องอย่างรุนแรงและขาดทุนเป็นจำนวนมาก

เนื่องจากอันตรายของความเสียหายจากเครื่องมือหรือบริการทางการเงินรุ่นใหม่ที่กำลังมาถึงข้างต้น ทางกรจึงสมควรบังคับให้สถาบันการเงินที่เสนอบริการรายงานธุรกรรมเหล่านี้อย่างละเอียดถี่ถ้วนและบ่อยครั้งมากขึ้น โดยแสดงให้เห็นชัดถึงสาเหตุของการที่ลูกค้าเข้ามาใช้บริการ และสถาบันการเงินที่ให้บริการได้ทำการป้องกันความเสี่ยงให้แก่ตนเองอีกทอดหนึ่งหรือไม่เท่าใด และอย่างไร อีกประเด็นหนึ่งที่ทางการควรให้ความสำคัญได้แก่ ความเพียงพอของเงินกองทุน ในแง่นี้เพื่อความมั่นคงของสถาบันและระบบการเงิน ความเสี่ยงจากการให้บริการการเงินรุ่นใหม่ควรมีเงินกองทุนของสถาบันการเงินรองรับเช่นเดียวกับสินเชื่อกปกติ แม้ว่าบริการทางการเงินรุ่นใหม่จะอยู่นอกบัญชีงบดุลของสถาบันการเงินก็ตาม แต่น้ำหนักที่นำไปใช้ถ่วงความเสี่ยงจากธุรกรรมเหล่านี้ก็จะน้อยกว่าน้ำหนักที่ใช้กับสินเชื่อกปกติ และควรกำหนดให้น้ำหนักนั้นแปรผันหรือมากน้อยตามความเสี่ยงที่แท้จริงของบริการทางการเงินรุ่นใหม่

2. นโยบายการเงิน

2.1 การกำหนดและช่องทางการดำเนินมาตรการ

ขั้นตอนของการกำหนดเป้าหมายและนโยบายการเงินที่เป็นมาในอดีตเริ่มจากการคาดการณ์เกี่ยวกับอัตราการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจที่แท้จริงของปีถัดไป โดยแยกระบบเศรษฐกิจออกเป็น 2 ภาคใหญ่ๆ ได้แก่ ภาคเกษตรกรรมและภาคนอกเกษตรกรรม ควบคู่กับอัตราการขยายตัวของ

เศรษฐกิจนี้ ก็จะมีการคาดการณ์เกี่ยวกับอัตราเงินเฟ้อและภาวะดุลการชำระเงินของปีถัดไปด้วย เพราะข้อมูลทั้ง 3 ด้านนี้เป็นปัจจัยที่สำคัญในการกำหนดเป้าหมายทางการเงิน

เป้าหมายหลักทางการเงินมี 3 ตัวได้แก่ ปริมาณเงินตามความหมายแคบ (M1) ปริมาณเงินตามความหมายกว้าง (M2) และยอดรวมของสินเชื่อกเอกชน เป้าหมายปริมาณเงินนั้นคำนวณได้จาก การนำผลการคาดการณ์เกี่ยวกับผลผลิตมวลรวมประชาชาติที่แท้จริงและระดับราคา ที่กล่าวถึงข้างต้น มาพิจารณาประกอบกับค่าความยืดหยุ่นระยะยาวระหว่างปริมาณเงินต่อรายได้ (LR income elasticity) เพราะเมื่อระบบเศรษฐกิจได้รับการพัฒนาและใช้เงินตรามากขึ้น รายได้ที่สูงขึ้นอาจก่อความต้องการเงินในสัดส่วนที่สูงขึ้น หลังจากที่ทราบถึงเป้าหมายปริมาณเงินแล้ว ก็สามารถนำเป้าหมายนั้นแปรรูปไปเป็นเป้าหมายที่เหมาะสมกับการดำเนินนโยบาย (operational target) อันได้แก่ฐานเงิน (monetary base) ซึ่งเป็นยอดรวมทางการเงินที่ธนาคารกลางสามารถควบคุมดูแลได้ใกล้ชิดและตามที่ต้องการมากที่สุด สำหรับ คำจำกัดความของ M1, M2 และฐานเงินมีดังนี้

M1 = ปริมาณธนบัตรและเหรียญกษาปณ์ที่หมุนเวียนอยู่ในระบบเศรษฐกิจ
+ เงินฝากเผื่อเรียกของภาคเอกชนที่ธนาคารพาณิชย์

M2 = M1 + เงินฝากออมทรัพย์และประจำของภาคเอกชนที่ธนาคารพาณิชย์

ฐานเงิน = ปริมาณธนบัตรและเหรียญกษาปณ์ในมือของภาคเอกชน
+ เงินฝากของสถาบันการเงินเอกชนที่ธนาคารกลาง

ที่มาของฐานเงิน = สินทรัพย์ต่างประเทศสุทธิ + สินเชื่อสุทธิจากธนาคารกลาง
แก่รัฐบาล + สินเชื่อสุทธิจากธนาคารกลางแก่ภาคเอกชน

จากที่มาของฐานเงินดังที่แสดงข้างต้น จะเห็นได้ทันทีว่ามีปัจจัยหลายประการที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน และปัจจัยบางตัวอยู่นอกเหนือการควบคุมของธนาคารกลาง ปัจจัยที่ธนาคารกลางสามารถติดตามควบคุมได้ดีที่สุดคือสินเชื่อสุทธิที่ธนาคารกลางมีให้แก่รัฐบาลและสถาบันการเงินเอกชน สำหรับสถาบันการเงินเอกชนผ่าน 3 ช่องทางได้แก่ ตลาดซื้อคืน (repurchase market) การให้กู้ยืมในกรณีปกติ (loan window) และการรับช่วงซื้อตั๋วเงิน (refinancing facilities) ทั้งนี้ไม่รวมถึงกรณีพิเศษ เช่น สินเชื่อเงินผ่อนปรน (soft loans) สินเชื่อที่มีให้แก่ธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร และการออกพันธบัตรในนามฉุกเฉิน เพื่อดูดซับสภาพคล่องส่วนเกิน

ตามประสพการณ์ที่ผ่านมาของธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ช่องทางการดำเนินนโยบายการเงินที่คล่องตัวมากคือตลาดซื้อคืน เพราะ ธปท. สามารถเข้าแทรกแซงได้ทั้งในแง่ปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ย ส่วนอีก 2 ช่องทางหลังนั้น แม้ ธปท. จะสามารถกำหนดได้ทั้งปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ย แต่ ธปท. ก็ประสบอุปสรรคทางด้านเวลา เพราะจำเป็นที่จะต้องรอให้ธนาคารพาณิชย์มีความประสงค์ที่จะทำธุรกรรมด้วยก่อน จึงจะสามารถดำเนินมาตรการได้ นอกจากนั้นปริมาณธุรกรรมผ่าน 2 ช่องทางหลังก็นับว่าน้อยมากเมื่อเทียบกับปริมาณเงินฝากและสินเชื่อของทั้งระบบการเงินแล้ว โดยทั่วไปการดำเนินนโยบายการเงินส่วนใหญ่จะให้ความสำคัญทางด้านปริมาณเงินมากกว่าอัตราดอกเบี้ย จุดประสงค์หลักของการแทรกแซงในตลาดซื้อคืน คือ เพื่อช่วยแก้ปัญหาสภาพคล่องของระบบการเงินในระยะสั้นเท่านั้น สำหรับการปรับอัตราดอกเบี้ยผ่านทั้ง 3 ช่องทางมักจะเป็นการปรับเพื่อให้สอดคล้องกับแนวโน้มในตลาดต่างประเทศ มิใช่การปรับเพื่อชักนำอัตราดอกเบี้ยในประเทศให้เคลื่อนไหวตามขนาดและทิศทางที่ต้องการ สาเหตุสำคัญ 2 ประการที่ทางการให้ความสำคัญแก่ปริมาณเงินมากกว่าอัตราดอกเบี้ยในการดำเนินนโยบายการเงินได้แก่ เสรีภาพในการนำเงินทุนเข้าออกจากต่างประเทศ และความแคบของตลาดเงินที่ ธปท. สามารถเข้าแทรกแซงได้

2.2 ผลกระทบจากเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่

หากเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่เป็นที่รู้จักและได้รับความนิยมพอควรในตลาดเงินของไทย (คือมีการใช้อย่างแพร่หลาย) จะส่งผลกระทบต่อนโยบายการเงินผ่าน 2 ช่องทางที่สำคัญดังนี้

ก. เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่กระตุ้นการหมุนเวียนของสินเชื่อ ตัวอย่างเช่น options และ FRA ก็มีจุดประสงค์หลักเดียวกันคือ ช่วยลูกค้าป้องกันความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ย เมื่อลูกค้ามีช่องทางที่จะเลี่ยงความเสี่ยงได้เช่นนั้น ก็ย่อมพร้อมที่จะขอและรับภาระสินเชื่อจากสถาบันการเงินมากขึ้น ส่วน NIF และ FRN ซึ่งเป็นสินเชื่อโดยตรงจากผู้ถือสภาพคล่องส่วนเกินไปยังผู้ต้องการเงิน ก็จะช่วยเสริมสินเชื่อที่ผ่านสถาบันการเงิน หรือเพิ่มกำลังซื้อให้แก่ผู้ถือทางหนึ่ง การกระตุ้นการหมุนเวียนของสินเชื่อนี้อาจทำให้ปริมาณเงินขยายตัวเกินเป้าหมายและเป็นอันตรายต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจได้ รัฐจึงควรทบทวนคำจำกัดความของยอดรวมทางการเงิน (monetary aggregates) เป้าหมายทางการเงินและกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการเสนอบริการทางการเงินรุ่นใหม่

ข. เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่เพิ่มความคล่องตัวให้แก่การนำเงินทุนเข้าและออกจากประเทศ (capital mobility) ตัวอย่างเช่น currency swaps, currency options, swap option ช่วยเอื้ออำนวยแก่การกู้ยืมเงินทุนจากต่างประเทศ ตามคำจำกัดความของฐานเงินที่กล่าวข้างต้น การนำสินทรัพย์จากต่างประเทศเข้าสู่ผู้มีผลโดยตรงต่อปริมาณเงิน ดังนั้นการใช้เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่อาจส่งผลเข้าแทรกแซงการดำเนินนโยบายการเงินได้ง่าย

จากช่องทางที่กล่าวข้างต้น บางคนอาจอ้างว่าเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่จะทำให้การดำเนินนโยบายการเงินไม่ประสบความสำเร็จอย่างแน่นอน ไม่ว่านโยบายการเงินจะเน้นหนักทางด้านอัตราดอกเบี้ยหรือปริมาณเงิน ตัวอย่างเช่น หากรัฐดำเนินมาตรการเข้มงวดทางการเงิน มาตรการนั้นจะไม่ได้ผล เพราะธุรกิจเอกชนอาจคาดการณ์ไว้ล่วงหน้า จึงได้ซื้อบริการ cap หรือ FRA ไว้ป้องกันความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ย และ NIF ไว้ป้องกันความเสี่ยงทางด้านสภาพคล่องไว้ก่อนหน้าแล้ว แต่ข้ออ้างเช่นนั้นก็มองข้ามหลายประเด็นเช่น

- การคาดการณ์ของธุรกิจเอกชนอาจจะผิดทางด้านเวลา
- สถาบันการเงินมิได้เสนอบริการแก่ลูกค้าจากทุกระดับเท่าเทียมกัน
- สถาบันการเงินอาจไม่ได้ป้องกันความเสี่ยงให้แก่ตนเองอีกทอดหนึ่งหลังจากขายบริการแก่ลูกค้าแล้ว
- สถาบันการเงินที่ได้ขายบริการให้แก่ลูกค้าและต้องปกป้องลูกค้านั้นๆ อาจไล่เบี้ยแก่ลูกค้ารายอื่นได้ (เช่น ด้วยการจำกัดสินเชื่อ)

ในทำนองเดียวกัน อาจมีผู้อ้างว่า เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่สนับสนุนให้ธุรกิจเอกชนเข้าพึ่งสินเชื่อจากตลาดเงินมากกว่าการออกหลักทรัพย์ในตลาดทุน ซึ่งจะก่อผลเสียตามมาอีกมาก นอกจากที่เป็นอุปสรรคในการพัฒนาตลาดทุนภายในประเทศ ข้ออ้างเช่นนั้นก็มองข้ามหลายประเด็นเช่นกัน ตัวอย่างเช่น แม้เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่จะช่วยลดความเสี่ยงหรือต้นทุนของสินเชื่อให้แก่ลูกค้า แต่ก็ยังมีอีกสามปัจจัยที่ต้องพิจารณาควบคู่กันด้วยคือ บรรยากาศในตลาดเงินขณะนั้นมีความเสี่ยงต่อราคา หรือความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนมากน้อยเพียงไร สถาบันการเงินตั้งราคาค่าบริการทางการเงินรุ่นใหม่สูงหรือต่ำเท่าใด และบรรยากาศในตลาดหลักทรัพย์เป็นอย่างไร

3. นโยบายการคลัง

3.1 การกำหนดและช่องทางการดำเนินมาตรการ

หน่วยงานของรัฐที่ประสานงานกันเพื่อกำหนดนโยบายการคลังมี 4 หน่วยงาน ได้แก่ สำนักงานงบประมาณ สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง และธนาคารแห่งประเทศไทย รายละเอียดของค่าใช้จ่ายที่แต่ละหน่วยงานของภาคทางการขออนุมัติมาจะได้รับพิจารณาอย่างถี่ถ้วนโดย 2 หน่วยงานแรก จุดประสงค์หลักของการวางนโยบายการคลังคือ การกำหนดงบประมาณรายจ่ายรวมของปีงบประมาณถัดไป งบประมาณรายจ่ายรวมนี้ประกอบด้วยงบประมาณและงบลงทุน ในการพิจารณากำหนดงบประมาณรายจ่ายรวมนี้ ปัจจัยนอกเหนือจากความต้องการของหน่วยงานราชการ ได้แก่ ประมาณการรายได้ของรัฐในปีที่จะถึง (ซึ่งเป็นผลสืบเนื่องมาจากการคาดการณ์ขยายตัวของเศรษฐกิจและรายได้ประชาชาติ) ภาระผูกพัน เช่น ภาระหนี้คงค้าง ความจำเป็นทางการเมือง เช่น การรักษาความปลอดภัยของประเทศ และฐานะของเงินคลังเมื่อสิ้นปีก่อนหน้า ปัจจัยที่สำคัญอีกประการหนึ่งคือ แนวนโยบายของรัฐว่ารัฐต้องการที่จะมีบทบาทอย่างไรในช่วงปีงบประมาณที่จะมาถึง เป็นผู้ช่วยกระตุ้นหรือเหนี่ยวรั้งแรงผลักดันในการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจเมื่อคำนึงถึงเป้าหมายที่สำคัญหลายประการแล้ว (เช่น อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อ ส่วนขาดดุลในบัญชีเดินสะพัดกับต่างประเทศ ดุลการชำระเงิน ฐานะทุนสำรองเงินตราต่างประเทศ ฐานะและการบริหารหนี้ต่างประเทศ และการกระจายรายได้)

หลังจากที่หน่วยงานทั้งสี่ข้างต้นได้สรุปวางพิสัยอย่างคร่าวๆ เกี่ยวกับงบประมาณรายจ่ายรวมแล้ว ก็จะพิจารณาถึงแหล่งเงินทุนและจำนวนเงินที่จะสามารถเข้าพึ่งได้เมื่อต้องการกู้เงินมาจุนเจือส่วนขาดดุล แหล่งเงินทุนเหล่านี้ได้แก่ การกู้จากต่างประเทศ ธนาคารออมสิน ธนาคารพาณิชย์ และธนาคารแห่งประเทศไทย ส่วนใหญ่ในอดีตที่ผ่านมารัฐมักเข้าพึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นแหล่งเงินทุนสุดท้าย เพราะไม่ต้องการก่อให้เกิดผลเสียทางการเงินหลายด้านจากการเพิ่มปริมาณเงินหมุนเวียนในระบบ ซึ่งจะผลักดันทั้งความต้องการสินค้าและบริการ อัตราเงินเฟ้อ และส่วนขาดดุลในบัญชีเดินสะพัดกับต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม แหล่งเงินทุนอื่นๆ ก็มีข้อจำกัดของตนด้วย เช่น ขอบเขตการก่อหนี้ต่างประเทศของรัฐ ความสามารถในการปล่อยสินเชื่อของธนาคารออมสินและธนาคารพาณิชย์

ตามกำหนดการปกติ การกำหนดเป้าหมายของนโยบายการคลังหรืองบประมาณรายจ่ายรวมของแต่ละปีงบประมาณจะเริ่มกระทำกันประมาณ 1 ปีก่อนหน้าปีงบประมาณนั้นๆ ตัวอย่างเช่น สำหรับปีงบประมาณ 2533 ซึ่งเริ่มต้นในเดือนตุลาคม 2532 การพิจารณาของสำนักงานก็จะเริ่มประมาณเดือนตุลาคม 2531 เพื่อให้สามารถเสนอโครงการแก่คณะรัฐมนตรีประมาณเดือนมีนาคม 2532 และรับคำอนุมัติจากรัฐสภาได้ภายในเดือนกันยายน 2532 ในแต่ละช่วงเวลา อาจมีข้อเสนอแก้ไขเพื่อเพิ่มเติมหรือตัดทอนบางรายการออกตามแต่ความคิดเห็นของผู้ที่เข้าร่วมพิจารณา

3.2 ผลกระทบจากเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่

ผลกระทบที่บริการทางการเงินรุ่นใหม่มีต่อนโยบายการคลังนั้น ส่วนใหญ่เกิดขึ้นที่การจูงใจรายจ่ายของรัฐ กล่าวคือ บริการทางการเงินรุ่นใหม่หากได้รับความนิยมพอควรในตลาด อาจสร้างข้อจำกัดให้แก่ธนาคารพาณิชย์บ้าง ในฐานะผู้ที่จะให้กู้แก่รัฐบาลเพื่อจูงใจส่วนขาดดุลเงินสด ตัวอย่างเช่น NIF หรือ interest rate options อาจสร้างภาระให้แก่ธนาคารพาณิชย์ได้ในบางขณะที่ตลาดเงินตึงตัว และไม่สามารถพึ่งแหล่งเงินทุนจากต่างประเทศได้มากขึ้น สถานการณ์อาจเลวร้ายลงไปกว่านั้นก็ได้หากธนาคารกลางจำเป็นต้องจำกัดปริมาณเงินที่ปล่อยออกสู่ตลาด (เช่น เมื่อกำลังซื้อและระดับราคาภายในประเทศสูงขึ้นอย่างรวดเร็วเกินควร) สถานการณ์เช่นนั้นทำให้รัฐบาลประสบอุปสรรคในการกู้เงินมาชดเชยส่วนขาดดุลเงินสด จนอาจจำเป็นต้องขยายเขตแดนการก่อหนี้ต่างประเทศได้ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับฐานะหรือความสามารถในการปล่อยสินเชื่อของธนาคารออมสิน และความยืดหยุ่นในการปรับนโยบายการเงิน ความสอดคล้องระหว่างนโยบายการเงินและการคลังเป็นสิ่งที่จำเป็นอยู่แล้วหากต้องการจะดำเนินนโยบายเศรษฐกิจอย่างมีประสิทธิภาพ เพราะความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดระหว่างมาตรการการเงินและการคลัง

อนึ่ง อีกช่องทางหนึ่งที่บริการทางการเงินรุ่นใหม่อาจมีผลกระทบต่อนโยบายการคลังได้ คือ กรณีที่หน่วยงานของรัฐเป็นผู้ที่เข้าซื้อบริการทางการเงินรุ่นใหม่จากสถาบันการเงินเอง การที่หน่วยงานของรัฐเข้าไปซื้อบริการเองนี้จะช่วยลดความเสี่ยงให้แก่รัฐ และช่วยให้หน่วยงานเหล่านั้นรู้ถึงต้นทุนทั้งสิ้นของโครงการลงทุน ทำให้ผู้บริหารสามารถวางแผนรายรับรายจ่ายได้อย่างถูกต้อง และมีประสิทธิภาพขึ้น ทั้งนี้คงส่งผลต่อเนื่องถึงการตั้งราคาของกิจการสาธารณะูปโภคและงบประมาณรายจ่ายประเภทเงินอุดหนุนด้วย

4. ประสพการณ์

4.1 ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2528-29 เป็นต้นมา สถาบันการเงินในประเทศไทยได้เสนอและพัฒนาบริการทางการเงินรุ่นใหม่หลายประเภทดังที่ได้กล่าวถึงแล้วในบทก่อนหน้านี้ หากพิจารณาถึงผู้เสนอบริการแล้วจะเห็นได้ว่า ธนาคารพาณิชย์ขนาดเล็ก และสาขาของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศเป็นผู้ที่กระตือรือร้นที่สุด ต่างกับธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่และธนาคารพาณิชย์ไทยอย่างเห็นได้ชัด ทั้งนี้เนื่องจากฐานเงินฝากที่แคบและข้อจำกัดในการเปิดสาขาของธนาคารพาณิชย์ขนาดเล็กและสาขาของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศ ธนาคารพาณิชย์เหล่านี้จึงให้ความสนใจเป็นพิเศษแก่การหารายได้จากค่าธรรมเนียมในการให้บริการทางการเงินรุ่นใหม่ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อบริการดังกล่าวไม่ก่อการผูกพันดังเช่นสินเชื่อตามปกติ เพราะบริการเหล่านั้นอยู่นอกบัญชีงบดุลของธนาคารผู้ให้บริการ (ตัวอย่างของการผูกพันที่บริการเหล่านี้ช่วยเลี่ยงได้ ได้แก่ การหาเงินกองทุนเพิ่มเติมเพื่อรองรับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น สินเชื่อบังคับ และพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งแปรผันตามระดับเงินฝาก)

หากพิจารณาว่าบริการทางการเงินรุ่นใหม่ประเภทใดได้รับความนิยมมากกว่าประเภทอื่น คงไม่มีคำตอบที่แน่ชัด ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับว่าจะใช้ธุรกรรมหรือความเห็นของธนาคารใดเป็นเกณฑ์ ธนาคารพาณิชย์ไทยอ้างว่า options เป็นบริการที่ลูกค้าใช้มากที่สุดโดยเฉพาะในช่วงเวลาที่มีความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยหรืออัตราแลกเปลี่ยนอย่างรุนแรง อย่างไรก็ตาม สิ่งที่ควรพิจารณาควบคู่กับข้ออ้างนั้นคือ ธนาคารพาณิชย์ไทยมักไม่ค่อยเต็มใจที่จะร่วมเป็นคู่ค้าในบริการ swaps กับลูกค้าอยู่แล้ว ไม่ว่าจะเป็น currency swaps หรือ interest rate swaps เพราะหนี้สินส่วนใหญ่ของธนาคารพาณิชย์ไทยมีอายุสั้นไม่เกิน 1 ปี ดังนั้นการเข้าร่วมทำสัญญา swaps ระยะยาวจะทำให้เกิดความไม่สอดคล้องระหว่างอายุสินทรัพย์และอายุหนี้สิน ซึ่งอาจก่อความเสียหายได้มาก ทางฝ่ายสาขาของธนาคารต่างประเทศกลับอ้างว่า swaps ได้รับความนิยมมากที่สุดในการดาบริการทางการเงินรุ่นใหม่ แต่สิ่งที่ควรพิจารณาควบคู่กับข้ออ้างนั้นคือ สาขาของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศแทบไม่มีสาขา จึงมีธุรกรรมบริหารตราเงินตราและสินเชื่อไม่กว้างขวางเท่ากับธนาคารพาณิชย์ไทย ดังนั้นสาขาของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศคงประสบปัญหาพอควรในการป้องกันความเสี่ยงให้แก่ตนเองหากให้บริการ options ในสกุลเงินบาท สำหรับปัญหาของเครื่องมือทางการเงินประเภท NIF และ FRN จะกล่าวถึงในข้อ 4.2-4.5

4.2 ตลาดการเงินของไทยยังขาดอัตราดอกเบี้ยที่แสดงถึงความสมดุลในตลาดการเงินอย่างแท้จริง กล่าวคือ ความสมดุลระหว่างความต้องการเงินและสภาพคล่องในตลาดเงิน อัตราดอกเบี้ย

ดังกล่าวช่วยให้ธนาคารพาณิชย์และลูกค้าวัดสภาพคล่องของตลาดได้อย่างถูกต้องและใช้เป็นฐานของอัตราดอกเบี้ยลอยตัวที่ระบุใน NIF และ FRN อัตราดอกเบี้ยทุกตัวที่มีอยู่ในตลาดการเงินของไทยไม่แสดงถึงสภาพคล่องที่แท้จริงและไม่เป็นที่ยอมรับโดยทั่วไป ดังเช่นตัวอย่างต่อไปนี้ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำของธนาคารพาณิชย์ไม่เท่ากันทุกธนาคาร และมีการปรับตัวล่าช้ามาก ไม่ทันต่อการเปลี่ยนแปลงของสภาพคล่องสุทธิในตลาดการเงิน อัตราดอกเบี้ย MOR และ MLR ก็เช่นกัน ส่วนอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคารแม้จะมีการปรับตัวที่รวดเร็วขึ้น แต่ก็ยังขึ้นกับดุลยพินิจหรือพิจารณาณความคุ้นเคยหรือความลำเอียงของธนาคารผู้ให้กู้มากเกินไป เพราะเป็นตลาดของผู้ให้กู้ กล่าวคือ ตามสภาพตลาดปกติธนาคารพาณิชย์ไทยขนาดใหญ่เพียง 5 ธนาคาร ถือส่วนแบ่งตลาดเงินกู้ระหว่างธนาคารหรือสภาพคล่องเงินบาทส่วนเกินสูงถึงประมาณร้อยละ 70-80 ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคารจะไม่แสดงถึงสภาพคล่องสุทธิที่แท้จริง หรือผลจากการแข่งขันอย่างอิสระและสมบูรณ์แบบ นอกจากความลำเอียงของธนาคารผู้ให้กู้แล้ว ในบางโอกาสยังมีคำอ้างอีกด้วยว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคารมักเป็นผลจากการกำหนดราคาแบบผูกขาด อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรรัฐบาลก็ไม่แสดงถึงสภาพคล่องสุทธิที่แท้จริงเช่นกัน เพราะบางส่วนของธุรกรรมเป็นการแทรกแซงตลาดโดยธนาคารแห่งประเทศไทย สำหรับอัตราดอกเบี้ยของตัวเงินรุ่นใหม่ ๆ ที่มีอายุแน่นอน ได้แก่ Chasenote, IFCT-note, Citinote แม้จะเป็นผลจากการประมูลอย่างแท้จริงที่ปราศจากการแทรกแซง แต่ปริมาณธุรกรรมที่เกี่ยวข้องนั้นยังน้อยมากเมื่อเปรียบเทียบกับปริมาณเงินกู้ทั้งสิ้นระหว่างสถาบันการเงิน จึงมีข้อโต้แย้งได้ง่ายว่าไม่ควรใช้อัตราดอกเบี้ยของตัวเงินดังกล่าวเป็นเครื่องชี้สภาพคล่องสุทธิของตลาดเงินทั้งระบบ

4.3 ปัจจัยสำคัญประการหนึ่งที่จะช่วยเผยแพร่ความนิยมในการออกและซื้อขายตัวเงินคือ องค์การจัดอันดับฐานะทางการเงินของผู้กู้ ผลงานขององค์กรดังกล่าวจะให้ความรู้แก่ผู้ลงทุนทั่วไปว่าสมควรเชื่อถือในความมั่นคงของผู้ออกตราสารการเงินหรือไม่ และเพียงไร มิเช่นนั้นแล้ว ผู้ออมย่อมไม่ต้องการเสี่ยงที่จะไปลงทุนโดยตรงกับผู้ออกตราสารหรือผู้กู้ เพราะผู้ออกตราสารอาจไม่ใช่สถาบันการเงินที่อยู่ภายใต้การดูแลหรือการกำกับของธนาคารกลางและกระทรวงการคลัง ในแง่ของสถาบันการเงินที่ช่วยจัดการการออกตราสารก็เช่นกัน ผลงานขององค์กรจัดอันดับฐานะทางการเงินของผู้กู้ก็จะช่วยชี้แนะว่าตราสารที่ผู้กู้นั้นๆ ต้องการจะออก ควรให้ดอกเบี้ยเท่าใด ภายในระยะเวลาเท่าใด และสถาบันการเงินควรเข้าไปให้บริการกำกับการจำหน่ายตราสารหรือไม่ ในอัตราค่าธรรมเนียมเท่าใด โดยสรุป องค์การจัดอันดับฐานะทางการเงินของผู้กู้จะช่วยประสานงานให้ทั้งสามฝ่ายที่เกี่ยวข้องกับการให้สินเชื่อโดยตรง (อันได้แก่ ผู้กู้ ผู้ออมหรือเจ้าของเงินทุน และ

สถาบันการเงินผู้จัดการในการออกตราสาร) มีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิดมากขึ้น ดังนั้นการที่ตลาดการเงินในประเทศไทยยังขาดองค์กรจัดอันดับเช่นนี้เอง จึงเป็นอุปสรรคสำคัญที่ทำให้ไม่มีการใช้เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ เช่น NIF และ FRN อย่างแพร่หลายเช่นเดียวกับในศูนย์กลางการเงินของประเทศอื่นๆ

4.4 ตลาดรองที่หนาแน่น (คือมีการซื้อขายตัวเงินก่อนครบกำหนดอายุเป็นจำนวนมากในแต่ละวันทำการตามปกติ) เป็นปัจจัยที่สำคัญอีกประการหนึ่งที่ตลาดการเงินของไทยยังขาด และเป็นสาเหตุหนึ่งที่เครื่องมือทางการเงินในการให้สินเชื่อโดยตรงเช่น NIF และ FRN ยังไม่ได้รับความนิยมเท่าที่ควร ทั้งนี้เป็นเพราะตลาดรองนอกจากจะช่วยเสริมสภาพคล่องให้แก่ตัวเงินที่ไม่ได้ออกหรือค้าประกันหรืออวัลโดยสถาบันการเงินแล้ว ปริมาณการซื้อขายในตลาดรองยังจะช่วยเพิ่มความมั่นใจในความปลอดภัยของเงินออมให้แก่ผู้ออมหรือผู้ลงทุนในตัวเงินด้วยว่า หากเกิดความไม่แน่นอนขึ้นเมื่อใด ผู้ออมก็สามารถเรียกคืนเงินออมของตนได้ก่อนหมดอายุโดยเข้าพึ่งตลาดรอง ข้อที่น่าสังเกตเกี่ยวกับตลาดรองคือ ตลาดรองจะเกิดขึ้นและดำรงอยู่ได้ก็ต่อขึ้นกับปัจจัยหลัก ได้แก่ ความปลอดภัยหรือความมั่นคงของตราสารในตลาดรองนั้นๆ ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดถึงความสัมพันธ์นี้คือ ตลาดรองของพันธบัตรรัฐบาล ตลาดนี้มีการซื้อขายกันมากพอควร ต่างกับตลาดตัวเงินของธุรกิจเอกชนหรือ FRN ทั้งนี้คงเนื่องมาจากความน่าเชื่อถือของรัฐบาลในฐานะผู้กู้เป็นที่ยอมรับกันโดยทั่วไปว่าปลอดภัย ในขณะที่ฐานะของบริษัทเอกชนยังไม่เป็นที่ยอมรับ ความสัมพันธ์ระหว่างความปลอดภัยของตราสารและการอยู่รอดของตลาดรองแสดงให้เห็นถึงความสำคัญขององค์กรจัดอันดับฐานะทางการเงินของผู้กู้อีกครั้งหนึ่ง

4.5 นอกเหนือจากอุปสรรคพื้นฐาน 3 ประการต่อความนิยมหรือแพร่หลายของ NIF และ FRN ดังที่กล่าวข้างต้น ธนาการพาณิชย์ไทยขนาดใหญ่ก็มักไม่กระตือรือร้นที่จะช่วยจัดอุปสรรคเหล่านั้น เพราะการช่วยพัฒนาสินเชื่อโดยตรงเช่น NIF และ FRN นั้น หากกระทำสำเร็จก็จะทำให้ธนาการเสียลูกค้ารายใหญ่ที่มีคุณภาพดีเหล่านั้นไปจากทะเบียนลูกค้าสินเชื่อของธนาการ พร้อมทั้งลูกค้าเงินฝาก อีกนัยหนึ่งคือ คุณภาพสินเชื่อโดยเฉลี่ยของธนาการพาณิชย์คงจะลดลง หาก NIF และ FRN เป็นที่นิยมของตลาด นอกจากนั้นรายได้จากค่าบริการที่ธนาการพาณิชย์จะได้รับจากการเข้าไปช่วยจัดการออกตราสารเหล่านั้นก็อยู่ในระดับต่ำ ไม่คุ้มกับการที่จะต้องเสียลูกค้าสินเชื่อชั้นดีเหล่านั้นไปพร้อมๆ กับที่ฐานะเงินฝากแคบลง ด้วยเหตุนี้ ธนาการพาณิชย์ไทยขนาดใหญ่คงไม่ค่อยเต็มใจที่จะผลักดันให้มีการพัฒนาสินเชื่อโดยตรง แต่หากมองในมุมที่กว้างและยาวขึ้น การพัฒนาสินเชื่อโดยตรงกลับควรจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพให้แก่ธนาการพาณิชย์และระบบการเงิน

มากขึ้น เพราะธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินในระบบก็จะมีโอกาสเรียนรู้กลยุทธ์ในการบริหารสินเชื่อและเงินฝากได้มากขึ้น เนื่องมาจากการแข่งขันในตลาดและความจำเป็นที่ต้องทำธุรกรรมมากขึ้นกับลูกค้าที่มีฐานะต่ำกว่าลูกค้าชั้นดี

4.6 ภาษีอากรเป็นอีกปัญหาหนึ่งในการเสนอบริการทางการเงินรุ่นใหม่ ตามระบบเรียกเก็บภาษีในปัจจุบัน ยังมีความไม่ชัดเจนในการตีความหมายรายได้และข้อผูกพันหลายประการ ตัวอย่างเช่น ในกรณีของ swaps ระหว่างเงินทุนต่างประเทศและต่างประเทศอื่น สถาบันการเงินตัวกลางไม่ได้ทำธุรกรรมเพื่อหากำไรจากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย แต่ภาษีการค้าหรือภาษีธุรกิจไม่มีข้อยกเว้นที่ชี้ชัดว่า รายได้ประเภทใดจะต้องถูกเรียกเก็บหรือจะได้รับการยกเว้นภาษี ดังนั้นสถาบันการเงินตัวกลางมักยอมชำระภาษีโดยคิดจากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย (เพราะเกรงข้อหาหลบเลี่ยงภาษี) แต่ก็ส่งผลภาระภาษีให้แก่ลูกค้ารับต่ออีกทอดหนึ่ง การผลักภาระภาษีนี้ก็เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่หน่วยงานเฝ้าระวังความเสี่ยงของบริการทางการเงินรุ่นใหม่

4.7 ตามประสบการณ์ในอดีตที่ผ่านมา แม้ลูกค้าของสถาบันการเงินจะยังไม่ค่อยคุ้นเคยกับความหมายและกลไกของเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ก็ตาม แต่ในบางช่วงที่อัตราดอกเบี้ยหรืออัตราแลกเปลี่ยนผันผวนอย่างรวดเร็วหรือรุนแรง ก็ได้มีการกระจุกตัวของการซื้อบริการการเงินรุ่นใหม่เหมือนกันเช่น cap และ currency options อย่างไรก็ตาม สถาบันการเงินที่ขายบริการเหล่านี้ก็ได้ทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงให้แก่ตนเองอีกทอดหนึ่งเสมอไป บางครั้งก็ทำเช่น เมื่อวงเงินสูงเกินกว่าขอบเขตปกติ เมื่อ options อยู่ในสกุลเงินบาท เช่น cap แม้ว่าตลาดการเงินของไทยจะยังไม่มียุทธศาสตร์ให้สถาบันการเงินป้องกันความเสี่ยงให้แก่ตนเองได้ แต่บางสถาบันการเงินก็ใช้สมมุติฐานว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคารในไทยจะเคลื่อนไหวในรูปเกาต์ติดกับอัตราดอกเบี้ยในตลาดต่างประเทศอยู่เสมอ ดังนั้นสถาบันการเงินเหล่านั้นจึงไปซื้อบริการการเงินจากตลาดต่างประเทศเพื่อป้องกันความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ยจากการขายบริการ cap ในสกุลเงินบาท ธุรกรรมดังกล่าวบางครั้งก็ได้ผลแต่บางครั้งก็ไม่ได้ผล เพราะอัตราดอกเบี้ยเงินบาทไม่ได้เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียว และเป็นจำนวนเท่ากับอัตราดอกเบี้ยในตลาดต่างประเทศตลอดเวลา

5. ข้อคิดเห็น

สาเหตุเบื้องต้นของการคิดค้นเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ที่กำลังข้างต้นคือ ความต้องการที่จะลดความเสี่ยง (โดยการแยก กระจาย และส่งต่อ) และลดต้นทุนของสินเชื่อ พร้อมทั้งเพิ่มความคล่องตัวให้แก่การเบิกจ่ายและบริหารทรัพย์สินหนี้สิน หากพิจารณาถึงรายละเอียดปลีกย่อยของสาเหตุพื้นฐานนี้จะเห็นได้ว่า ตลาดเงินใดที่มีความคุ้นเคยกับเครื่องมือทางการเงินเหล่านี้จึงมีการใช้อย่างแพร่หลายพอควร จะได้รับประโยชน์หลายประการดังต่อไปนี้

ก. เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่เพิ่มประสิทธิภาพให้แก่ตลาดการเงินและสถาบันการเงิน เพราะเมื่อผู้กู้มีทางเลือกมากขึ้นที่จะหาสินเชื่อหรือป้องกันความเสี่ยง และเมื่อผู้ออมมีทางเลือกที่จะลงทุนนอกเหนือจากในรูปเงินฝาก ธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินอื่นๆ ก็จำเป็นต้องปรับตัวและปรับปรุงบริการจากที่เคยเสนอแต่เดิม ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดสำหรับการพัฒนาตลาดเงินได้แก่ การเสนอบริการทางการเงินรุ่นใหม่และการกระจายรายได้โดยธนาคารพาณิชย์ขนาดเล็ก

ข. เครื่องมือทางการเงินเหล่านี้จะช่วยทำหน้าที่เสมือน automatic stabilizer หรือตัวรักษาเสถียรภาพให้แก่ตลาดการเงินด้วยตัวของมันเอง ซึ่งนับเป็นคุณสมบัติที่สำคัญมากที่จะช่วยให้ทั้งตลาดเงินและผู้ประกอบการธุรกิจต่อสู้กับความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยน และความเคลื่อนไหวของเงินทุนในตลาดระหว่างประเทศได้อย่างทันต่อเหตุการณ์โดยไม่ประสพภาวะวิกฤติ

ค. เมื่อหน่วยงานและผู้ประกอบการรายย่อยแต่ละรายสามารถบริหารหรือลดความเสี่ยงให้แก่ตนเองได้สำเร็จโดยใช้เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ และเครื่องมือทางการเงินเหล่านี้ยังช่วยทำหน้าที่เป็น automatic stabilizer ให้แก่ตลาดการเงินอีกด้วย ความเสี่ยงของประเทศในส่วนรวมก็จะไม่รุนแรงเกินเหตุ อีกนัยหนึ่งคือ ตลาดการเงินช่วยรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจให้แก่ประเทศ

เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่จะไม่ได้รับการพัฒนา และผลข้างต้นจะยังไม่บังเกิด หากไม่มีการแก้ไขอุปสรรคสำคัญตามที่ได้กล่าวมาแล้ว เช่น ตลาดการเงินของไทยยังขาดการแข่งขันอย่างอิสระและสมบูรณ์แบบ ยังขาดอัตราดอกเบี้ยทั้งระยะสั้นและระยะยาวที่แสดงถึงจุดสมดุลที่แท้จริงของตลาด ยังขาดองค์กรจัดอันดับฐานะการเงินของผู้กู้ และยังขาดบทบาทของสถาบันการเงินเอกชนในการบริหารหนี้สินระยะยาว อย่างไรก็ตาม การพัฒนาเครื่องมือทางการเงินใหม่นี้ก็ควรกระทำด้วยความระมัดระวัง เพราะเครื่องมือเหล่านี้สามารถส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพการเงินและนโยบายเศรษฐกิจดังที่ได้กล่าวในตอนต้นของบทนี้

References

- Akhtar, M.A. 1986. *Financial Innovation and Monetary Policy: A Framework for Analysis*.
Bangkok Post. 26 May, 1988.
- _____. 18 March, 1988.
 _____. 21 March, 1988.
 _____. 1 April, 1988.
 _____. 8 April, 1988.
 _____. 22 April, 1988.
- Bank For International Settlements. 1986. "Recent Innovations in International Banking." Report prepared by a Study Group established by the Central Banks of the Group of Ten Countries.
- Blin, M. John. 1985. "FX Option Pricing." *Euromoney*. March: 24-32.
- Business Management Service. 1987. "Foreign Exchange Risk Management." Workshop.
- Cates, C. David, and Davis A. Henry. 1989. "Risk Management of Off-Balance-Sheet Activities." *Journal of Commercial Bank Lending* No. 5. January: 27-38.
- Chicago Board of Trade. 1990. "Financial Futures and Options: Opportunities for Managing Interest Rate Risk." Report prepared for the Second Annual Pacific Basin Finance Conference.
- Cooper, Ronald. 1987. "Image, Fiction and Fact about Swap." *Euromoney*. January: 20-28.
- The Economist*. 28 May, 1988.
- Euromoney Corporate Finance*. 1983. "Options Strategies." August: 13-22.
 _____. 1985. "Competing for Currency Options."
 April: 34-39.
 _____. 1986. "Futures & Options." February: 77-82.
 _____. 1986. "Caps and Options: The Dangerous New Protection Racket." March: 26-40.
- Euromoney Trade Finance Report*. 1985. "Exporters Give the Thumbs Down to Currency Options." August: 19-23.

- International Financing Review*. 1985. "Inside the Swap Market." London.
- Jilk, T. Lawrence. 1985. "An Innovation in GAP Management." *The Banker Magazine*. May-June: 66-71.
- Kawaller, G. IRA. 1985. "New Tools for Managing Interest Rate Risk." *The World of Banking*. July-August: 28-32.
- Neal, Kathleen, and Katerina Simon. 1988. "Interest Rate Swaps, Currency Swaps & Credit Risk." *Issues in Bank Regulations*. Spring: 26-31.
- Reidenbach, R. Eric, and Grubbs M. Ray. 1987. *Developing New Banking Products*. Prentice-Hall, New Jersey.
- Tison, S. Gerardo. 1986. *Financial Innovations: Some Countries and Reference to the SEACEN Countries*. Research report prepared for the SEACEN Seminar on Financial Innovations and Central Banking.
- Verchere, Ian. 1986. "Future Options." *Euromoney*. October.

ประวัติผู้เขียน

ปกรณ์ วิชาวนนท์

ผู้เขียนเป็นนักวิจัย ประจำฝ่ายนโยบายเศรษฐกิจส่วนรวม สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย เคยได้รับทุนเล่าเรียนหลวง ทุนธนาคารแห่งประเทศไทย และทุนมูลนิธิฟอร์ด สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรีในสาขาวิชาเศรษฐศาสตร์และ คณิตศาสตร์จาก วิลเลียมส์คอลเลจ ระดับปริญญาโทและเอกในสาขาเศรษฐศาสตร์จาก มหาวิทยาลัย ฮาร์เวิร์ด ประเทศสหรัฐอเมริกา เคยทำงานที่ธนาคารแห่งประเทศไทย ธนาคารโลก และ บริษัทที่ปรึกษาธุรกิจเอกชน

เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่และผลกระทบต่อนโยบายเศรษฐกิจ

เมื่อรัฐได้เริ่มดำเนินนโยบายเปิดตลาดเงินของไทยมากขึ้น (หรือปกป้องคุ้มครองตลาดภายในน้อยลง) ทั้งทางด้านราคา สภาพคล่อง การแข่งขัน และกฎเกณฑ์ข้อบังคับ เอกชนคงเห็นความสำคัญของเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ชัดเจน เพราะตนต้องเข้ารับหรือจัดการกับความเสี่ยงเองท่ามกลางบรรยากาศที่เต็มไปด้วยการเคลื่อนไหวของทั้งราคาและสภาพคล่อง และเครื่องมือเหล่านั้นช่วยได้มากในการบริหารทรัพย์สินและหนี้สิน โครงการวิจัยนี้จึงแสดงผลการศึกษาเครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ 7 ประเภท (ได้แก่ currency options, interest rate options, forward rate agreements, currency swaps, interest rate swaps, floating rate notes, note issuance facilities) โดยแต่ละประเภทจะครอบคลุมถึงความหมาย และกลไกพื้นฐาน ลักษณะเด่น วิวัฒนาการ การกำหนดราคา และธุรกรรมในประเทศไทย อีกประเด็นหนึ่งที่สำคัญคือ หากเอกชนใช้เครื่องมือทางการเงินรุ่นใหม่ได้อย่างแพร่หลาย ธุรกรรมเหล่านั้นจะส่งผลกระทบต่อนโยบายเศรษฐกิจ

