



บทที่ 6

บทสรุป

ตลาดซื้อคืน เป็นตลาดเงินระยะสั้นแห่งหนึ่งที่เกิดขึ้นโดยธนาคารแห่งประเทศไทย เมื่อวันที่ 9 เมษายน 2522 เพื่อช่วยในการบริหารสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ด้วยการที่ธนาคารพาณิชย์ที่ต้องการปรับสภาพคล่องส่วนเกิน หรือส่วนขาดนำพันธบัตรรัฐบาล หรือพันธบัตรอาคารส่งเคราะห์ที่ปลอดภัยที่ธนาคารต้องดำรงไว้มาทำการขายเมื่อขาดเงิน หรือทำการซื้อพันธบัตรฯ เมื่อมีเงินเหลือโดยสัญญาว่าจะทำการซื้อคืนหรือขายคืนภายในระยะเวลา และราคา (ซึ่งรวมผลตอบแทน) ที่ตกลง การซื้อขายจะกระทำกันโดยธนาคารที่ต้องการเข้าร่วมตลาดจะโทรศัพท์มาที่ตลาดซื้อคืน เพื่อแสดงความจำนงว่าจะซื้อหรือขายโดยเสนอจำนวนที่ต้องการ ระยะเวลา และราคา ซึ่งถ้ามีผู้เสนอซื้อและเสนอขายตรงกัน ธนาคารแห่งประเทศไทยในฐานะที่เป็นตัวกลางหรือ Dealer ก็จะช่วยดำเนินการให้เกิดการซื้อขายกันขึ้น ซึ่งบ่อยครั้งที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะเข้าเป็นผู้ซื้อขายเองในตลาดซื้อคืน เพื่อควบคุมปริมาณเงินให้เป็นไปตามนโยบายการเงินที่ได้วางไว้

จากการที่ตลาดซื้อคืนเป็นตลาดเงินระยะสั้นแหล่งหนึ่งของตลาดเงินในประเทศไทย ดังนั้น อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนจึงมีความสัมพันธ์เกี่ยวข้องกับอัตราอื่น โดยเฉพาะอย่างยิ่งอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินระหว่างธนาคาร ซึ่งจากการศึกษาพบว่า อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราอื่น เช่น Interbank (At Call), LIBOR, PRIME RATE (MOR) และ FORWARD RATE ในระดับที่แตกต่างกันตามแต่ลักษณะเฉพาะของตลาด กล่าวคือ Interbank (At Call) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ $(r) = 0.9354$ PRIME RATE (MOR) ด้วยค่า $r = 0.6396$ FORWARD RATE ด้วยค่า $r = 0.4368$ และ LIBOR ด้วยค่า $r = 0.7972$ อย่างไรก็ตามเป็นที่น่าสังเกตว่านับตั้งแต่ลดค่าเงินบาทและปรับปรุงอัตราแลกเปลี่ยนเมื่อวันที่ 2 พฤศจิกายน 2527 อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมีความสัมพันธ์กับอัตรา FORWARD RATE สูง ด้วยค่า $r = 0.9404$ ซึ่งนับได้ว่า FORWARD RATE มีความสำคัญต่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินของไทยมากขึ้น และจากการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนกับอัตรา FORWARD + LIBOR หรือต้นทุนการนำเงินเข้าพบว่าทั้งสองมีความสัมพันธ์กัน ด้วยค่า $r = 0.8504$

ซึ่งสูงกว่าค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนกับอัตรา FORWARD RATE หรืออัตรา LIBOR ตัวใดตัวหนึ่ง

ทั้งนี้โดยการศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาเพื่อดูว่าอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมีความสัมพันธ์กับอัตราอื่นหรือไม่ ฉะนั้นผลการศึกษาที่ได้จึงไม่สามารถนำไปพยากรณ์การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยได้ การพยากรณ์การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวจำเป็นต้องควบคุมตัวแปรบางตัว ซึ่งอยู่นอกเหนือการศึกษาในครั้งนี้

สำหรับในด้านของบทบาทของตลาดซื้อคืนที่มีต่อระบบธนาคารพาณิชย์ จากการศึกษาพบว่าปริมาณธุรกรรมของธนาคารพาณิชย์ในตลาดซื้อคืนมีเพิ่มสูงขึ้นทุกปี ทั้งทางด้านผู้ซื้อและผู้ขาย ซึ่งส่วนใหญ่แล้วธนาคารพาณิชย์จะเข้าร่วมตลาดฯ ในฐานะผู้ขายมากกว่าผู้ซื้อ ทำให้ปริมาณการซื้อขายสุทธิของธนาคารพาณิชย์ในตลาดฯ อยู่ในลักษณะปริมาณการขายสุทธิมาโดยตลอด ทั้งนี้เนื่องจากธนาคารพาณิชย์มักจะอยู่ในฐานะผู้ขาดเงินเป็นส่วนใหญ่ เนื่องจากต้องดำรงเงินสำรองไว้ได้ตามกฎหมายในแต่ละวันประการหนึ่ง ประกอบกับลักษณะของอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนที่มักจะต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยตลาดเงินในประเทศประเภทอื่น จึงทำให้ธนาคารพาณิชย์นิยมทดแทนการขาดเงินหรือปรับสภาพคล่องส่วนขาดของตนผ่านตลาดซื้อคืน เพราะเสียต้นทุนต่ำ

จากสัดส่วนการเข้าร่วมของธนาคารพาณิชย์ในตลาดซื้อคืนที่เพิ่มสูงขึ้นทุกปี จนทำให้สัดส่วนการเข้าร่วมของธนาคารพาณิชย์ในด้านผู้ซื้อสูงขึ้นถึงร้อยละ 91 ในเดือนพฤษภาคม 2528 และทางด้านผู้ขายสูงถึงร้อยละ 97 ในระยะเวลาเดียวกัน แสดงให้เห็นว่าตลาดซื้อคืนได้มีส่วนช่วยเหลือและมีความสำคัญต่อระบบธนาคารพาณิชย์อย่างมาก ซึ่งจากการสัมภาษณ์นักการธนาคารหลายท่านต่างให้ทัศนคติในลักษณะเดียวกันว่า ตลาดซื้อคืนได้มีส่วนช่วยในการบริหารเงินระยะสั้นหรือช่วยในการปรับสภาพคล่องประจำวันของธนาคารอย่างมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งการเป็นแหล่งเงินทุนที่ธนาคารใช้ในการจัดสรรเงินให้สอดคล้องกับสภาพคล่องที่ธนาคารต้องดำรงไว้ในแต่ละวัน โดยเฉพาะเมื่อธนาคารขาดเงิน ทางทฤษฎีธนาคารควรจะต้องเข้าดำเนินการในตลาดซื้อคืนเป็นอันดับแรก เพราะอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินอื่น และเมื่อไม่สามารถเข้าตลาดฯ ได้แล้ว แต่ธนาคารยังขาดเงินอยู่ จึงค่อยทดแทนด้วยการกู้เงินจากแหล่งอื่นซึ่งมีต้นทุนสูงขึ้นรองลงมาเป็นลำดับไปจนเพียงพอ แต่ถ้าธนาคารมีเงินเหลือ ธนาคารก็จะพยายามลงทุนในตลาดเงินกระแหว่งระหว่างธนาคารก่อนเมื่อไม่ได้จึงค่อยลงทุนในตลาดซื้อคืน แต่ในทางปฏิบัติธนาคารจะเข้าตลาดพร้อม ๆ กัน และเมื่อสามารถลงทุนในตลาดอื่นได้แล้วก็สามารถยกเลิกรายการในตลาดซื้อคืน (ต้องกระทำก่อนตลาดปิด)

อย่างไรก็ตามจากการศึกษาพบว่า มีสองปัจจัยที่ทำให้ธนาคารพาณิชย์ตัดสินใจเข้าร่วมในตลาดซื้อคืน คือ สภาพคล่องของระบบธนาคารพาณิชย์และความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศกับในประเทศ ซึ่งถ้าหากอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศต่ำกว่าในประเทศ ธนาคารพาณิชย์ก็จะมีกำไรนำเงินเข้าจากต่างประเทศแทนการกู้ผ่านตลาดเงินในประเทศอย่างตลาดซื้อคืน ทำให้ปริมาณธุรกรรมในตลาดซื้อคืนด้านผู้ขายลดลงได้เช่นในปี 2525

จากความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนกับอัตราส่วนสภาพคล่องของระบบธนาคารพาณิชย์ที่สูงถึง 0.8523 (x) และความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญของปริมาณการซื้อขายสุทธิของธนาคารพาณิชย์ในตลาดซื้อคืนกับสภาพคล่องของระบบธนาคารพาณิชย์ในระดับ $x = 0.3884$ พร้อมกราฟแสดงความสัมพันธ์ (หน้า 87 และหน้า 91 เป็นการพิสูจน์เพื่อแสดงให้เห็นว่าตลาดซื้อคืนได้แสดงบทบาทในการบริหารเงินระยะสั้น หรือช่วยธนาคารพาณิชย์ในการบริหารสภาพคล่องได้จริง และสอดคล้องกับสภาพคล่องของระบบธนาคารที่ได้เกิดขึ้นในแต่ละช่วงเวลา และการที่ธนาคารพาณิชย์จะเข้าร่วมในตลาดซื้อคืนในฐานะผู้ซื้อหรือผู้ขายนั้นขึ้นกับสภาพคล่องของระบบธนาคารฯ และความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศและต่างประเทศ ซึ่งถึงแม้ว่าความสัมพันธ์ของปริมาณการซื้อขายสุทธิของธนาคารพาณิชย์ในตลาดซื้อคืนกับสภาพคล่องของระบบธนาคารพาณิชย์จะค่อนข้างต่ำ อันเนื่องมาจากตลาดซื้อคืนมิใช่เป็นตลาดเงินเพียงแหล่งเดียวของธนาคารพาณิชย์ ประกอบกับอัตราผลตอบแทนในตลาดซื้อคืนค่อนข้างต่ำเหมาะแก่การกู้ยืมมากกว่า เป็นแหล่งลงทุนหาผลประโยชน์ เมื่อเทียบกับตลาดเงินแหล่งอื่น จึงทำให้เมื่อระบบธนาคารมีสภาพคล่องสูงขึ้น ปริมาณการซื้อสุทธิจึงมิได้ลดลงตาม สำหรับความสัมพันธ์ของปริมาณการซื้อขายสุทธิของธนาคารพาณิชย์ในตลาดซื้อคืนหรือตลาดเงินแหล่งอื่นกับความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยในประเทศและต่างประเทศ เป็นเรื่องที่น่าสนใจศึกษาในลำดับต่อไป เพื่อดูว่าความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยทั้งสองมีผลมากน้อยเพียงไรต่อตลาดเงินในประเทศไทย

การศึกษาความแตกต่างของการเล่นซื้อกับซื้อได้จริง และการเล่นขายกับขายได้จริงของธนาคารในตลาดซื้อคืน เป็นการแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการตอบสนองความต้องการของตลาดซื้อคืนที่มีต่อธนาคารพาณิชย์ เพื่อดูถึงประสิทธิภาพของตลาดซื้อคืนในการบริหารเงินระยะสั้นของธนาคารพาณิชย์ไทย ซึ่งปรากฏว่า ตลาดซื้อคืนสามารถสนองความต้องการของธนาคารพาณิชย์เพียงด้านใดด้านหนึ่งเท่านั้นในแต่ละปี เช่น ในปี 2524 ตลาดฯ สามารถตอบสนองความต้องการด้านผู้ซื้ออย่างมีประสิทธิภาพ และในปี 2525-2527 ตลาดฯ สามารถตอบสนองความต้องการด้านผู้ขายอย่างมีประสิทธิภาพ นั่นคือ เมื่อพิจารณาโดยรวมแล้วอาจจะกล่าวได้ว่า ตลาด-

ซื้อคืนยังไม่สามารถสนองความต้องการฯ ของธนาคารพาณิชย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งสาเหตุสำคัญที่ทำให้ตลาดไม่สามารถตอบสนองความต้องการของธนาคารพาณิชย์ทั้งสองด้านอย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งนี้ เนื่องจากธนาคารพาณิชย์มักจะขาดเงินหรือเหลือเงินพร้อม ๆ กันในเวลาเดียวกัน และการที่ธนาคารพาณิชย์มักจะทำการเล่นซื้อเล่นขายเกินกว่าฐานะที่แท้จริง ฯลฯ จึงทำให้ตลาดซื้อคืนซึ่งมีขนาดจำกัดไม่สามารถตอบสนองความต้องการได้อย่างมีประสิทธิภาพ

อย่างไรก็ตามจากการสัมภาษณ์ถึงความพึงพอใจในการตอบสนองของตลาดซื้อคืน

นักการธนาคารส่วนใหญ่มีความเห็นว่า "พอใจ" แต่อยากจะขอให้มีการขยายข้อจำกัดของการเข้าร่วมตลาดจากส่วนที่เกิน 15% ของพันธบัตรรัฐบาลที่ธนาคารต้องดำรงเพื่อขยายสาขา เพื่อที่ธนาคารพาณิชย์จะได้สามารถเข้าร่วมในตลาดซื้อคืนด้วยการ เล่นซื้อ เล่นขายได้มากกว่านี้ ซึ่งเท่ากับเป็นการขยายตลาดให้กว้างกว่านี้ พร้อมกันนั้นนักการธนาคารเหล่านี้ก็ได้เสนอแนะข้อคิดเห็นบางประการต่อการปรับปรุงตลาดซื้อคืน เช่น การพัฒนาตลาดซื้อคืนให้เป็นตลาดเงินที่มีระยะเวลาสั้นหรือเป็น term มากขึ้น มีข้อยู่แค่ 1 วัน 3 วัน 15 วันเท่านั้น ทั้ง ๆ ที่ตลาดซื้อคืนมีหลายประเภททั้ง 30 วัน 60 วัน^{1/} และบางธนาคารมีความเห็นว่าธนาคารแห่งประเทศไทยควรทำการแทรกแซงตลาดฯ ให้น้อยลง เพื่อปล่อยให้ตลาดฯ เป็นไปตามอุปสงค์และอุปทานที่แท้จริง พร้อมกับต้องการให้มีการพัฒนาตลาดซื้อคืนเพื่อให้อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนเป็นตัวชี้วัดอัตราดอกเบี้ยตลาดเงินภายในประเทศ ซึ่งในความเห็นส่วนตัว จากข้อมูลข้างต้นจะเห็นว่าข้อเสนอนี้ข้างต้นเป็นการขัดกับลักษณะของตลาดซื้อคืนพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย (รปท.) ทั้งนี้เพราะตลาดซื้อคืนจัดตั้งขึ้นเพื่อเป็นแหล่งปรับสภาพคล่องระยะสั้น ๆ ของธนาคารพาณิชย์ทางการซึ่งไม่จำเป็นต้องพัฒนาให้ตลาดมีช่วงระยะเวลาที่ยืดหรือลงทุนที่นานเกินไป นอกจากนั้นการแทรกแซงของธนาคารแห่งประเทศไทยในตลาดซื้อคืนมักเป็นเรื่องจำเป็นเพื่อให้ปริมาณการซื้อขายมีมากขึ้นพอเลี้ยงตลาดและเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายทางการเงิน เช่น เพื่อปล่อยเงินหรือดูดเงินออกจากตลาด สำหรับการดูดเงินนั้นธนาคารแห่งประเทศไทยอาจต้องการดูดเงินระยะยาวเพื่อลดความคล่องในกรณีนี้จึงจำเป็นต้องเพิ่มช่วงระยะเวลาในตลาดซื้อคืนให้มากและยาวขึ้น การเพิ่มระยะเวลาในตลาดซื้อคืนเมื่อ 15 เมษายน 2529 ให้มีระยะ 3 เดือน และ 6 เดือน จึงเข้าใจว่ามีวัตถุประสงค์เพื่อการดูดเงินตามนโยบายการเงินดังกล่าว

อย่างไรก็ตามจากการศึกษาถึงความสัมพันธ์และระดับความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนกับอัตราอื่น เช่น Interbank (At Call), LIBOR, PRIME RATE (MOR) และ

^{1/} ในภายหลัง เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยได้เพิ่มระยะเวลาในตลาดซื้อคืนขึ้นอีก 2 ช่วง คือ ช่วง 3 เดือน และ 6 เดือน เพื่อให้ตลาดมีความยืดหยุ่นขึ้น

FORWARD RATE แสดงว่าตลาดซื้อคืนมีความเกี่ยวข้องกับตลาดเงินอื่นทั้งภายในประเทศและภายนอกประเทศ ดังนั้น การพัฒนาปรับปรุงตลาดซื้อคืนในประเทศจึงต้องมีความเกี่ยวข้องกับตลาดเงินอื่น โดยเฉพาะอย่างยิ่งตลาดเงินระหว่างธนาคาร เช่น ตลาด BIBOR (BANGKOK-Interbank Offer Rate)

นอกจากนี้จากการศึกษาเปรียบเทียบการเข้าร่วมของธนาคารพาณิชย์ในตลาดซื้อคืนกับตลาดเงินระหว่างธนาคารในช่วงปี 2527-2528 (ครึ่งปีแรก) พบว่า ธนาคารพาณิชย์เข้าร่วมในตลาดซื้อคืนสูงกว่า ตลาดเงินระหว่างธนาคาร คือ เข้าร่วมในตลาดเงินระหว่างธนาคาร คิดเป็นร้อยละ 90.22 ของตลาดซื้อคืนในปี 2527 และร้อยละ 87.69 ของตลาดซื้อคืนในครึ่งปีแรกของปี 2528

โดยสรุปแล้ว ตลาดซื้อคืนมีบทบาทอย่างมากต่อการบริหารเงินระยะสั้นของธนาคารพาณิชย์ แม้ว่าตลาดซื้อคืนจะยังไม่มีประสิทธิภาพในการตอบสนองความต้องการของธนาคารพาณิชย์ทั้งทางด้านผู้ซื้อและผู้ขายได้พร้อมกันก็ตาม แต่ธนาคารพาณิชย์ไทยโดยส่วนใหญ่ที่พึงพอใจในการตอบสนองของตลาดซื้อคืน พร้อมกับต้องการให้ขยายตลาดซื้อคืนให้กว้างขึ้น โดยการลดข้อจำกัดในเรื่องของการนำพันธบัตรรัฐบาลที่ปลอดภาระในส่วนที่เกินร้อยละ 15 ของเงินฝาก ซึ่งจากข้อจำกัดดังกล่าวนี้ทำให้บางธนาคารที่มีพันธบัตรไม่เพียงพอไม่สามารถเข้าร่วมในตลาดซื้อคืนได้