

ตลาดพันธบัตรเอเชีย : การสำรวจ

*อนุวัฒน์ ชลไพศาล

“...Like successful business, an economy will never succeed without proper financial instrument and management. Given the financial volatility of Asia in recent years, I have always been disheartened by the lack of proper financial instruments in Asia to utilize our own capital to create our own wealth.

Yet, we have never managed to utilize these reserves to create our own wealth. We have so far only transferred our wealth through either fixed assets or debt instruments of the west. In turn, these reserves - our own reserves - were used to create and add more wealth to the Western hemisphere.

Therefore the creation of the Asian Bond Fund and the Asian Bond Market represents the new architecture of the world of differences. It is a powerful instrument, which will enable surplus capital from one Asian country to create wealth in another. It is only a mean to an end, but not an end itself. It will greatly contribute not only to ensure the full recovery of our economies but also to promote the adoption of the best practices on Asia's capital market development. The establishment of Asian Bond will bring about benefits to every Asian country.”

Thaksin Shinawatra

Speech at the Asia Cooperation Dialogue (ACD) 2nd Meeting,

Chaing Mai, 21-22 June, 2003

ภายหลังวิกฤติการณ์การเงินเอเชียเริ่มต้นในปี 2540 กลุ่มประเทศในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ให้ความสำคัญกับข้อเสนอการออกแบบสถาปัตยกรรมการเงินภายในภูมิภาคเอเชียใหม่ (Asian Financial Architecture)¹

เหตุสำคัญประการหนึ่งที่ทำให้เกิดความต้องการออกแบบสถาปัตยกรรมการเงินภายในภูมิภาคเอเชียใหม่ เกิดจากข้อพิพาทเชิงประจักษ์ที่ว่า ธรรมชาติของวิกฤติการณ์การเงินมีแนวโน้มที่จะแพร่กระจายภายในภูมิภาค (Regional Contagion) ดังเช่น วิกฤติการณ์การเงินในภูมิภาคลาตินอเมริกาและเอเชียที่เริ่มต้นในปี 2537 และ 2540 ตามลำดับ แต่ไม่เกิดการแพร่กระจายวิกฤติการณ์การเงินทั่วโลก (Global Contagion) ผลของงานศึกษาเชิงประจักษ์ในความข้อนี้อาทิ Glick and Rose (1999) และ Kaminsky and Reinhart (1999) เป็นต้น

เมื่อพิจารณาข้อเสนอการออกแบบสถาปัตยกรรมการเงินเอเชียหลังวิกฤติการณ์ในปี 2540 ถึงปัจจุบัน เราสามารถจำแนกข้อเสนอออกเป็น 2 รุ่น คือ

ข้อเสนอรุ่นแรก ประกอบด้วย ข้อเสนอการจัดตั้งกองทุนการเงินเอเชีย (Asian Monetary Fund) โดยประเทศญี่ปุ่น และข้อเสนอการจัดตั้งธนาคารเอเชียเพื่อการบูรณะและพัฒนา (Asian Bank for Reconstruction and Development) โดยฮ่องกง

ข้อเสนอรุ่นที่สอง ประกอบด้วย ข้อเสนอการจัดระบบอัตราแลกเปลี่ยนภายในภูมิภาคเอเชีย

อันประกอบด้วยสามข้อเสนอหลักคือ ข้อเสนอเรื่อง Asian Dollar Standard, Common Currency Area และ Currency Basket Regime และ ข้อเสนอการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชีย โดยประเทศไทย

ข้อเสนอการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเกิดขึ้นครั้งแรกเมื่อ ทักษิณ ชินวัตร ในฐานะนายกรัฐมนตรีของไทย เสนอสุนทรพจน์ในที่ประชุมความร่วมมือเอเชีย (Asia Cooperation Dialogue: ACD) ครั้งที่ 1 ในเดือนมิถุนายน 2545 หลังจากนั้นข้อเสนอการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชียก็กลายเป็นวาระพิจารณาสำคัญในกรอบความร่วมมือภายในภูมิภาคเอเชียต่าง ๆ

อย่างไรก็ตามเป็นที่น่าสังเกตว่า ประเด็นสำคัญของข้อเสนอการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชียทั้งในเรื่องสาเหตุของการจัดตั้ง สาระสำคัญของข้อเสนอ เงื่อนไขจำเป็นพื้นฐาน และอุปสรรคในการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชียกลับไม่ได้รับความสำคัญจากงานศึกษาเศรษฐศาสตร์ระหว่างประเทศของไทยในปัจจุบันเท่าที่ควร

บทความนี้มีวัตถุประสงค์ในการตอบคำถาม เสนอสาระสำคัญ และสำรวจสถานะความรู้ของข้อเสนอการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชียในสามประเด็นต่อไปนี้

ส่วนแรก ตอบคำถามที่ว่า เหตุใดจึงมีความต้องการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชีย ส่วนที่สอง เสนอสาระสำคัญและพัฒนาการของข้อเสนอตลาดพันธบัตรเอเชีย และ ส่วนที่สาม สำรวจสถานะความรู้ในงานศึกษาที่ตั้งข้อสังเกตชี้ให้เห็นเงื่อนไขจำเป็นพื้นฐาน และอุปสรรคในการจัดตั้ง

¹ผู้สนใจรายละเอียดและสาระสำคัญของข้อเสนอการออกแบบสถาปัตยกรรมการเงินในภูมิภาคเอเชียหลังปี 2540 โปรดดู Bird and Rajan (2002), อนุวัฒน์ ชลไพศาล (2547ก)

เหตุใดจึงมีความต้องการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชีย

"If I (could) turn back the clock and have a wish.....high in its ranking would a well-functioning Thai baht bond market"

Chatumongol Sonakul MR., The Governor of Bank of Thailand
Speech at Asian Development Bank conference,
Manila, 28-30 March 2000

ตลาดพันธบัตรเอเชีย

เหตุพื้นฐานของความต้องการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชียเกิดจากประสบการณ์จากภาวะไร้เสถียรภาพของประเทศในภูมิภาคเอเชียภายหลังวิกฤตการณ์การเงินปี 2540 โดยต้องการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชียเพื่อเป็นเครื่องมือในการรักษาเสถียรภาพในภูมิภาคเอเชีย และป้องกันวิกฤตการณ์การเงินที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ซึ่งจากการสำรวจวรรณกรรมสามารถจำแนกความต้องการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชียออกเป็น 3 ประการคือ

หนึ่ง ใช้ตลาดพันธบัตรเอเชียเป็นแหล่งดูดซับเงินออมเพื่อสนับสนุนการลงทุนในภูมิภาคเอเชีย สอง ใช้ตลาดพันธบัตรเอเชียสนับสนุน Market-Based Financial System และลดบทบาท Bank-Based Financial System และ สาม ใช้ตลาดพันธบัตรเอเชียแก้ปัญหา Maturity และ Currency Mismatch

- ดูดซับเงินออมเพื่อสนับสนุนการลงทุนในภูมิภาคเอเชีย

สุนทรพจน์ของ Shinawatra (2002; 2003), Jaovisidha (2003) เป็นตัวแทนในความต้องการที่จะใช้ตลาดพันธบัตรเอเชียเพื่อดูดซับเงินออมภายในภูมิภาคเอเชียเพื่อสนับสนุนการลงทุนในภูมิภาค ความต้องการข้อนี้เกิดจากข้อเท็จจริงที่

ว่า ช่วงก่อนวิกฤตการณ์การเงินในปี 2540 เอเชียเป็นภูมิภาคที่มีเงินออมสูงแต่เนื่องจากการขาดการพัฒนาตลาดพันธบัตรในภูมิภาคเอเชีย ทำให้เงินออมที่ต้องการลงทุนในระยะยาวส่วนใหญ่มุ่งไปลงทุนในตลาดพันธบัตรสหรัฐอเมริกา หรือ สหภาพยุโรป

การขาดการพัฒนาตลาดพันธบัตรเอเชียทำให้นักลงทุนในเอเชียที่ต้องการเงินลงทุนต้องเสียต้นทุนธุรกรรม (Transaction cost) จากการติดต่อกู้เงินจากสถาบันการเงินในอเมริกาและยุโรป จากเหตุผลดังกล่าว ทำให้ข้อเสนอการจัดตั้งพันธบัตรเอเชียเริ่มแรกเพื่อเป็นแหล่งดูดซับเงินออมในเอเชียเพื่อการลงทุนในเอเชีย ได้รับการสนับสนุนในเบื้องต้นแรก (อาทิ วีรพงษ์ รามางกูร (2545) ศูนย์วิจัยกสิกรไทย (2545)) โดยเชื่อว่าการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชียสามารถลดต้นทุนธุรกรรมของนักลงทุนจากการเจรจากับตัวแทนสถาบันการเงินในอเมริกาและยุโรป ซึ่งอาจทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในพันธบัตรสูงกว่าและ/หรือ นักลงทุนสามารถกู้ยืมจากแหล่งเงินกู้ระยะยาวด้วยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่ต่ำกว่าและเงื่อนไขผูกพันเงินกู้ที่ผ่อนปรนมากกว่า

- สนับสนุน Market-Based Financial System และลดบทบาท Bank-Based Financial System

“ระบบการเงินมีสถาปัตยกรรมที่แตกต่างกันอยู่ 2 แบบ โดยที่แต่ละแบบอยู่คนละขั้วแบบที่หนึ่ง เป็นระบบการเงินที่พึ่งธนาคารเป็นฐาน หรือ Bank-Based Financial System แบบที่สอง เป็นระบบการเงินที่พึ่งตลาดเป็นฐาน หรือ Market-Based Financial System”

รังสรรค์ ณะพรพันธุ์ (2545)

ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตการณ์การเงิน 2540 ประเทศในเอเชียส่วนใหญ่ใช้ระบบการเงินที่พึ่งธนาคารเป็นฐาน (Bank-Based Financial System) โดยธนาคารทำหน้าที่หลักในการเป็นตัวกลางในการจัดสรรทรัพยากรการเงินสู่ภาคอุตสาหกรรมที่รัฐเห็นว่าควรส่งเสริมให้พัฒนา

รัฐใช้ระบบการเงินที่พึ่งธนาคารเป็นฐานเป็นเครื่องมือในการส่งเสริมอุตสาหกรรมภายในประเทศมีผลให้ความสัมพันธ์ระหว่างรัฐ ธนาคาร และกลุ่มผู้ประกอบการเอกชนปรากฏเด่นชัดทั้งในกรณีประเทศญี่ปุ่นและเกาหลีใต้

อย่างไรก็ตาม งานวิชาการบางส่วนในช่วงก่อน 2540 ชี้ว่า การที่ประเทศในภูมิภาคเอเชียส่วนใหญ่พึ่งพิงระบบธนาคารเป็นฐานอาจนำไปสู่ปัญหาในอนาคต กล่าวคือ ข้อเท็จจริงพบว่าประเทศส่วนใหญ่ในเอเชียเมื่อมีการจัดสรรทรัพยากรที่พึ่งพิงระบบธนาคารเป็นฐานเพียงด้านเดียว กลับมีผลให้ตลาดพันธบัตร ซึ่งสามารถเป็นแหล่งเงินทุนระยะยาวที่มีเสถียรภาพกลับไม่ได้รับการพัฒนาเท่าที่ควร และเสนอว่า ประเทศในเอเชียตะวันออกควรพัฒนาตลาดพันธบัตรควบคู่ไปกับการพึ่งพิงธนาคารในการจัดสรรทรัพยากร โดยตลาดพันธบัตรที่มีประสิทธิภาพจะช่วยให้อำนาจของประเทศเอเชียตะวันออกสามารถรักษาระดับการ

เจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในภาวะที่มีการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องของระดับการเปิดเสรีทางการเงิน (Della and Khatkhate, 1996)

เมื่อวิกฤตการณ์การเงิน 2540 เริ่มขึ้น การพึ่งพิงธนาคารในการจัดสรรทรัพยากรในกรณีเอเชียถูกแสดงให้เห็นจุดอ่อนในประเด็นที่ว่า การพึ่งพิงธนาคารก่อให้เกิดความรู้ประสิทธิภาพในการจัดสรรทรัพยากรการเงิน กล่าวคือ ระบบการเงินที่พึ่งพิงธนาคารเป็นฐาน มีส่วนทำให้ตลาดพันธบัตรในภูมิภาคขาดการพัฒนา และมีส่วนทำให้ภาคธนาคารมีขนาดใหญ่เกินไป ความได้เปรียบจากขนาดของธนาคารและตลาดพันธบัตรที่หายไป (Missing market) ทำให้ธนาคารสามารถประพาดติดตั้งผู้ผูกขาดการเป็นตัวกลางทางการเงิน อันมีผลให้อัตราดอกเบี้ยไม่สามารถสะท้อนต้นทุนค่าเสียโอกาสในการลงทุน ทำให้ระดับการลงทุนในบางกิจกรรมมากหรือน้อยเกินไป

งานศึกษาที่ชี้ให้เห็นจุดอ่อนของระบบการเงินที่พึ่งพิงธนาคารเป็นฐานและเสนอให้กลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเปลี่ยนแบบสถาปัตยกรรมจากระบบการเงินที่พึ่งพิงธนาคารเป็นฐาน (Bank-Based Financial System) สู่ระบบการเงินที่พึ่งตลาดเป็นฐาน (Market-Based Financial System) และมุ่งพัฒนาตลาดพันธบัตรภายในภูมิภาค อาทิ Herring and Chatusripitak (2000)

อย่างไรก็ตาม วิวาทะในประเด็นเรื่องความสามารถในการจัดสรรทรัพยากรของสถาปัตยกรรมการเงินทั้งสองแบบในช่วงหลังปี 2540 จนถึงปัจจุบันยังไม่สามารถหาข้อยุติได้

ในวิวาทะเริ่มแรก Boot and Thakor (1997) เสนอแบบจำลองเพื่ออธิบายพัฒนาการของตลาดการเงินในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ (Emerging

economies) โดยชี้ให้เห็นว่า ตลาดการเงินมีแนวโน้มจะเริ่มต้นการพัฒนาจาก ระบบการเงินที่พึ่งธนาคารเป็นฐาน สู่ ระบบการเงินที่พึ่งตลาดเป็นฐาน โดยการเพิ่มเครื่องมือทางการเงินใหม่ ๆ มีแนวโน้มจะทำให้การเปลี่ยนผ่านจาก ระบบเศรษฐกิจที่มีระบบการเงินที่พึ่งธนาคารเป็นฐาน สู่ ระบบการเงินที่พึ่งตลาดเป็นฐาน รวดเร็วขึ้น แต่ไม่ได้ชี้ว่าสถาปัตยกรรมการเงินรูปแบบใดมีประสิทธิภาพในการจัดสรรทรัพยากรมากน้อยกว่ากัน

ในแบบจำลองรุ่นต่อมาเช่น Chakraborty and Ray (2002) เสนอแบบจำลองให้นักลงทุนเผชิญทางเลือกระหว่าง เลือกลงทุนในระบบการเงินที่พึ่งธนาคารเป็นฐาน หรือ เลือกลงทุนในระบบการเงินที่พึ่งตลาดเป็นฐาน โดยจำลองปัญหาข้อมูลข่าวสารไม่สมมาตรระหว่างผู้ให้กู้ (Information-inferior lender) และผู้กู้ยืม (Information-superior borrower) ข้อสรุปจากแบบจำลองไม่สามารถชี้ชัดว่า ระบบการเงินที่พึ่งธนาคารเป็นฐาน หรือ ระบบการเงินที่พึ่งตลาดเป็นฐาน ทำให้อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่สูงกว่าแต่ในระยะสั้น ระบบการเงินที่พึ่งธนาคารเป็นฐานสามารถทำให้การลงทุนต่อประชากร (Investment per capita) เพิ่มสูงกว่า และการกระจายรายได้ของระบบเศรษฐกิจดีกว่า ระบบการเงินที่พึ่งตลาดเป็นฐาน

เพราะฉะนั้น ความต้องการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชียเพื่อสนับสนุน ระบบการเงินที่พึ่งตลาดเป็นฐานและลดบทบาทระบบการเงินที่พึ่งธนาคารเป็นฐาน มิใช่หลักประกันว่าจะทำให้เกิดการจัดสรรทรัพยากรที่มีประสิทธิภาพมากขึ้นหรือ

ทำให้อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นเสมอไป และประเด็นเรื่องการจัดสรรทรัพยากรที่มีประสิทธิภาพของระบบการเงินที่พึ่งตลาดเป็นฐานที่เหนือกว่าระบบการเงินที่พึ่งธนาคารเป็นฐาน ก็ยังคงสภาพเป็นวิวาทะในสาขาเศรษฐศาสตร์ระหว่างประเทศต่อไป

- แก้ปัญหา Maturity และ Currency

Mismatch

ในช่วงหลังวิกฤติการณ์การเงิน งานศึกษาเพื่ออธิบายสาเหตุของวิกฤติการณ์บางชิ้น อาทิ Mckinnon and Pill (1998) และ Radelet and Sachs (1998) เสนอสมมุติฐานว่า วิกฤติการณ์เอเชีย 2540 มีเหตุส่วนหนึ่งจาก ความไม่สัมพันธ์กันระหว่างการกู้ยืมและการลงทุน หลายโครงการกู้ยืมระยะสั้น เพื่อนำเงินมาสนับสนุนโครงการที่คืนทุนระยะยาว (Maturity Mismatch) ขณะที่หลายโครงการกู้ยืมเป็นเงินตราสกุลต่างชาติ (ดอลลาร์อเมริกัน) และต้องชำระคืนเป็นเงินบาท (Currency Mismatch) ซึ่งลักษณะการกู้ยืมเพื่อการลงทุนดังกล่าวต่างประสบปัญหาเมื่อเกิดการเคลื่อนย้ายทุนออกจากภูมิภาคเอเชีย และ/หรือ เกิดความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยน

จากสมมุติฐานว่าด้วย Maturity และ Currency Mismatch Phuvanatanarubala (2003) เห็นว่า การจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชียเป็นแนวทางในการแก้ปัญหาความรู้เสถียรภาพในเอเชีย เนื่องจากธรรมชาติของพันธบัตรเป็นแหล่งเงินทุนที่มีเสถียรภาพ และ ระยะเวลาในการไถ่ถอนก็สามารถคาดการณ์ได้ง่าย

สาระสำคัญและพัฒนาการของข้อเสนอตลาดพันธบัตรเอเชีย

Shinawatra (2002) เสนอแนวคิดการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชียครั้งแรก² ในที่ประชุมความร่วมมือเอเชีย (Asian Cooperation Dialogue: ACD) ครั้งที่ 1 ในเดือน มิถุนายน 2545 หลังจากนั้น ข้อเสนอการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชียก็กลายเป็นวาระพิจารณาสำคัญในกรอบความร่วมมือต่าง ๆ ในภูมิภาคเอเชีย อันได้แก่

กรอบความร่วมมือเอเชีย (Asia Cooperation Dialogue: ACD) มีการจัดตั้งคณะทำงานความร่วมมือทางการเงิน กรอบการประชุมรัฐมนตรีคลังเอเปค (APEC Finance Ministers Meeting: APEC FMM) ศึกษาการดำเนินการค้าประกันตราสารหนี้ และการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของพันธบัตร กรอบการประชุมผู้บริหารธนาคารกลางภูมิภาคเอเชียตะวันออกและแปซิฟิก (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks: EMEAP) จัดตั้งกองทุนพันธบัตรเอเชีย (Asian Bond Fund) เพื่อเพิ่มความต้องการซื้อพันธบัตร กรอบการประชุมความร่วมมืออาเซียน จีน ญี่ปุ่น และเกาหลีใต้ (ASEAN plus Three) ศึกษาความสัมพันธ์ และความร่วมมือด้านการเงิน และ กรอบการประชุมความร่วมมือเอเชีย-ยุโรป (Asia-Europe Meeting: ASEM) ศึกษาความสัมพันธ์และผลสานความร่วมมือระหว่าง พันธบัตรยูโร (Euro Bond) และ พันธบัตรเอเชีย (Asia Bond)

ข้อเสนอการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชียในขั้นแรกเสนอให้ ภาครัฐบาลในภูมิภาคเอเชีย สละเงินทุนสำรองระหว่างประเทศจำนวน 1 เปอร์เซ็นต์ (คาดว่าจะได้เงินทั้งสิ้น 1 หมื่น 1 พันล้านเหรียญดอลลาร์อเมริกัน) เพื่อจัดตั้งกองทุนพันธบัตรเอเชีย ใช้ในการซื้อพันธบัตรที่ออกโดยรัฐบาล และ วิสาหกิจภูมิภาคเอเชีย (ดูตารางที่ 1)

การจัดตั้งกองทุนการเงินเอเชีย มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อสร้างแหล่งเงินทุนเพิ่มความต้องการซื้อพันธบัตร (Demand Side Facilitator) โดยในระยะต้น พันธบัตรเอเชียส่วนใหญ่เป็นพันธบัตรรัฐบาลที่จะออกในรูปสกุลเงินดอลลาร์อเมริกัน อย่างไรก็ตาม พัฒนาการของข้อเสนอตลาดพันธบัตรเอเชียรุ่นต่อมา อาทิ Chaiprawat (2003) เสนอให้เพิ่มความต้องการซื้อพันธบัตรเพิ่มเติม โดยจัดตั้ง Asia Bond Cooperation เพื่อจัดซื้อพันธบัตรที่ออกโดยรัฐบาลและวิสาหกิจเอกชน และกำหนดการออกพันธบัตรเป็นสกุลเงินเอเชียหลายสกุล (Multi-currency Bond) โดยข้อเสนอจัดตั้ง Asia Bond Cooperation เบื้องแรกเสนอให้จัดซื้อพันธบัตรที่ออกเป็น เงินเยน (ญี่ปุ่น) เงินวอน (เกาหลี) และเงินบาท (ไทย) ในน้ำหนักของสกุลเงินในพันธบัตรคือ 50%, 30% และ 20 % ตามลำดับ

ข้อเสนอการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชียมีพัฒนาการเรื่อยมาจน การประชุมกลุ่มความร่วมมือเอเชียครั้งที่ 2 ในระหว่างวันที่ 21-22 มิถุนายน

² อย่างไรก็ตาม แนวความคิดเรื่องการพัฒนาตลาดพันธบัตรในภูมิภาคเอเชีย ก่อน Shinawatra (2002) ก็ปรากฏบ้างแล้ว อาทิ Della and Khatkhate (1996), Herring and Chatusritipak (2000)

ตารางที่ 1 ระดับทุนสำรองระหว่างประเทศในเอเชีย

หน่วย : พันล้านดอลลาร์อเมริกัน

ประเทศ	2543	2544
สิงคโปร์	80.4	75.4
มาเลเซีย	29.9	30.8
ไทย	32.7	33
ฟิลิปปินส์	16.9	14.6
อินโดนีเซีย	13.4	13.4
จีน	165.6	212.2
ฮ่องกง	107.6	111.2
ไต้หวัน	106.7	112.2
เกาหลีใต้	96.2	102.8
ญี่ปุ่น	361.6	402
รวม	1,011	1,118

ที่มา : ศูนย์วิจัยกสิกรไทย (2545)

2546 มีการลงนามของกลุ่มประเทศเอเชีย³ ใน ภูมิภาคเอเชียใหม่ว่าด้วยการพัฒนาตลาดพันธบัตร เอเชีย สาระสำคัญของปฏิญญาเอเชียใหม่เรียกร้อง ให้ประเทศสมาชิกกลุ่มความร่วมมือเอเชีย

“รับรู้ถึงประโยชน์และความร่วมมือด้านการคลังในระดับภูมิภาคว่าด้วยการพัฒนาตลาด พันธบัตรเอเชียเพื่อจัดตั้งระบบการเงินการคลังที่ มั่นคงในภูมิภาค” (ปฏิญญาเอเชียใหม่ ข้อ 4)

“เห็นความสำคัญของตลาดพันธบัตรที่มี ประสิทธิภาพ ซึ่งทำหน้าที่เป็นสื่อกลางระหว่าง ระดับเงินออมที่สูงและความต้องการเงินลงทุน

ระยะยาวในภูมิภาคเอเชีย” (ปฏิญญาเอเชียใหม่ ข้อ 11)

เห็นได้ว่า พัฒนาการของข้อเสนอการจัด ตั้งตลาดพันธบัตรเอเชีย มีจุดเริ่มจากกลุ่มความ ร่วมมือเอเชีย (ACD) และมีพัฒนาการเรื่อยมาถึง ปัจจุบัน มีการลงนามในปฏิญญาเอเชียใหม่ว่าด้วย การพัฒนาตลาดพันธบัตรเอเชีย และมีการจัดตั้ง กลุ่มศึกษาประเด็นความร่วมมือภายในภูมิภาคเพิ่ม เดิมทั้งในประเด็นเรื่องระบบกฎหมาย ระบบบัญชี การประเมินและจัดอันดับความน่าเชื่อถือ

³กลุ่มประเทศร่วมที่ลงนามประกอบด้วย ไทย ญี่ปุ่น บาหลีเรน อินโดนีเซีย บังคลาเทศ กัมพูชา เวียดนาม จีน อินเดีย ปากีสถาน สิงคโปร์ มาเลเซีย เกาหลีใต้ ฟิลิปปินส์ บรูไน กาตาร์ ลาว และพม่า รวม 18 ประเทศ

ตลาดพันธบัตรเอเชีย : สถานะความรู้

วรรณกรรมเรื่องตลาดพันธบัตรเอเชียสามารถจำแนกเป็น 2 กลุ่ม

กลุ่มแรกเป็นงานศึกษาว่าด้วยสาเหตุการจัดตั้ง สำระสำคัญ ความสำคัญ และความจำเป็นพื้นฐานในการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชีย

กลุ่มที่สอง เป็นงานศึกษาที่ตั้งข้อสังเกตชี้ให้เห็นเงื่อนไขจำเป็นพื้นฐาน และอุปสรรคในการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชีย

บทความส่วนนี้จะสำรวจเฉพาะสถานะความรู้จากสำระสำคัญของวรรณกรรมในกลุ่มที่สอง เนื่องจากเหตุผล 2 ประการ

ประการแรก สำระสำคัญของวรรณกรรมในกลุ่มแรก ถูกกล่าวถึงบ้างแล้วในส่วนต้นของบทความ ทำให้ไม่ควรกล่าวซ้ำอีกในส่วนนี้

ประการที่สอง ผู้สนใจรายละเอียดเพิ่มเติมของวรรณกรรมส่วนแรกที่เสนอความสำคัญและความจำเป็นพื้นฐานของตลาดพันธบัตรเอเชียสามารถติดตามจาก Web site สาธารณะ อาทิ

กระทรวงการต่างประเทศ(www.mfa.go.th)

ธนาคารเพื่อการพัฒนาเอเชีย (<http://asianbondonline.adb.org>)

หรือ www.thailandoutlook.com ซึ่งรวบรวมสุนทรพจน์ บทความ สรุปผลการสัมมนาอย่างเป็นระบบ แต่เป็นที่น่าสังเกตว่าไม่ปรากฏงานศึกษาวรรณกรรมกลุ่มที่สอง ที่ตั้งข้อสังเกต ชี้ให้เห็นเงื่อนไขจำเป็นพื้นฐาน และอุปสรรคในการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชีย ถูกรวบรวมใน Web site ดังกล่าว

- ข้อสังเกต

ตลาดพันธบัตรเอเชียจัดตั้งโดยมุ่งหวังให้รัฐและเอกชนในเอเชียเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมการ

กู้ยืมเงินระยะสั้นเพื่อรักษาเสถียรภาพการเงินในภูมิภาคเอเชีย แต่คำถามพื้นฐานคือ

เหตุใดประเทศกำลังพัฒนามีแนวโน้มที่กู้ยืมเงินในระยะสั้น

Broner, Lorenzoni and Schmukler (2004) สร้างแบบจำลองเพื่ออธิบายปรากฏการณ์การกู้ยืมเงินระยะสั้น ของภาครัฐในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา

แบบจำลองเสนอว่า ประเทศกำลังพัฒนามีแนวโน้มเลือกกู้ยืมระยะสั้น (ซึ่งอาจนำไปสู่ปัญหา Maturity mismatch หรือไม่ก็ได้) เนื่องมาจาก Risk premium ที่ถูกจัดเก็บในอัตราสูงเมื่อกู้ยืมระยะยาวในตลาดระหว่างประเทศ โครงสร้างระยะเวลาการคืนหนี้ (Debt maturity) ของประเทศเป็นผลจากการกระจายความเสี่ยงระหว่างภาครัฐและผู้ถือพันธบัตร โดยภาครัฐในประเทศกำลังพัฒนาเผชิญภาวะได้อย่างเสียอย่าง (Trade-off) ระหว่าง ความปลอดภัยจากปัญหาสภาพคล่อง แต่ต้นทุนจาก Risk premium ที่สูงเมื่อกู้ยืมระยะยาว กับ ความเสี่ยงจากปัญหาสภาพคล่อง แต่ต้นทุนจาก Risk premium ที่ต่ำกว่า เมื่อกู้ยืมเงินระยะสั้น โดยงานศึกษาชี้ว่า แบบจำลองสามารถอธิบายพฤติกรรมการกู้ยืมระยะสั้นของรัฐบาลในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา อันเป็นผลทำให้ตลาดพันธบัตรไม่ได้รับการพัฒนา

- เงื่อนไขจำเป็นพื้นฐาน

เมื่อพิจารณาจากปริมาณเงินออม (Supply side) ของกลุ่มประเทศในเอเชีย ซึ่งมีเฉลี่ยอยู่ประมาณ 30% ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ สามารถเป็นฐานเงินออมที่เพียงพอในการออกพันธบัตรและเมื่อพิจารณาด้านความต้องการซื้อพันธบัตร (Demand side) ก็พบว่า ตลาด

เอเชียยังมีความต้องการหลักทรัพย์มีคุณภาพสูงที่ให้ผลตอบแทนมั่นคงในระยะยาว สถาบันการเงินต่าง ๆ เช่น ธนาคารพาณิชย์ บริษัทประกันภัย ต่างมีความต้องการถือพันธบัตรเพื่อกระจายความเสี่ยงจากการลงทุน อย่างไรก็ตาม พันธบัตรเอเชียในปัจจุบันยังขาดผู้ออกตราสารที่มีคุณภาพ และนักลงทุนยังขาดความเชื่อมั่นในประเด็นเรื่องสภาพคล่องของพันธบัตร (Plummer and Click, 2002)

Rajan (2002) และ Rhee (2003) เสนอว่าการพัฒนาตลาดพันธบัตรเอเชียจำเป็นต้องมีเงื่อนไขที่จำเป็นอย่างน้อย 3 ประการ ซึ่งได้แก่ (1) พัฒนาตลาดพันธบัตรรัฐบาลที่มีสภาพคล่องสูงเพื่อสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง (Benchmark yield curve) แก่พันธบัตรที่ออกโดยวิสาหกิจเอกชน (2) พัฒนาโครงสร้างพื้นฐานสำหรับตลาดพันธบัตรในแง่ของกฎหมาย เพื่อสนับสนุนการค้า การส่งมอบพันธบัตร สร้างระบบป้องกันความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน การจัดตั้งสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือภายในภูมิภาค การพัฒนาการค้าพันธบัตรในตลาดรอง และตลาดซื้อคืน เป็นต้น และ (3) สนับสนุนความร่วมมือของผู้มีส่วนร่วมในตลาดพันธบัตร ซึ่งได้แก่ ตัวกลางการซื้อขาย (Intermediaries) และผู้ซื้อ (End-users) รวมทั้งสนับสนุนการมีส่วนร่วมของภาคเอกชน

อะไรคือเงื่อนไขที่จำเป็นพื้นฐานในการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชีย

Herring and Chatusripitak (2000) เป็นงานแรกๆ ที่สนับสนุนประเด็นเรื่องความสำคัญของตลาดพันธบัตรในภูมิภาคเอเชีย อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า แม้เอเชียตะวันออกจะมีระดับเงินออมที่สูงเมื่อเทียบกับภูมิภาคอื่น แต่เนื่องจากการขาดการพัฒนาคุณภาพสาธารณูปโภคพื้นฐานทางการเงิน (Financial Infrastructure) ซึ่งเป็นเงื่อนไขพื้นฐานในการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชีย ทำให้เงินออมในเอเชียมุ่งไปลงทุนในตลาดพันธบัตรภูมิภาคอื่น เช่น ตลาดพันธบัตรใน สหรัฐอเมริกา อังกฤษ และยุโรป เนื่องจากตลาดดังกล่าวมีต้นทุนธุรกรรมต่ำกว่า และ ความเสี่ยงน้อยกว่า โดยเงื่อนไขพื้นฐานในการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชียอาทิ

1. การจัดตั้งกรอบกฎหมายและการบังคับใช้กฎหมายสัญญาที่เกี่ยวข้องในธุรกรรมการเงิน
2. การพัฒนามาตรฐานระบบบัญชีและการเปิดเผยข้อมูล
3. การจัดตั้งสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือของพันธบัตร

ข้อมูลเชิงประจักษ์ชี้ว่า ดัชนีวัดคุณภาพเงื่อนไขพื้นฐานในกรณีเอเชียยังต่ำกว่ามาตรฐานมากเมื่อเทียบกับกรณี สหรัฐอเมริกา อังกฤษ และยุโรป (ดู ตารางที่ 2)

ตารางที่ 2 ดัชนีคุณภาพสาธารณูปโภคพื้นฐานทางการเงิน

ประเทศ	การบังคับใช้ สัญญา	ประสิทธิภาพ ของระบบ กฎหมาย	การฉ้อราษฎร์ บังหลวง	ประสิทธิภาพ ของระบบ ราชการ	มาตรฐาน ระบบบัญชี และการเปิดเผยข้อมูล
ฮ่องกง	ไม่ประกาศ	10.0	8.52	4.14	73
อินโดนีเซีย	1.76	2.50	2.15	1.50	ไม่ประกาศ
เกาหลีใต้	2.19	6.00	5.30	4.18	68
มาเลเซีย	2.26	9.00	7.38	3.54	79
ฟิลิปปินส์	1.75	4.75	2.29	1.46	64
สิงคโปร์	3.22	10	8.22	5.11	79
จีน	ไม่ประกาศ	6.75	6.85	ไม่ประกาศ	58
ไทย	2.23	3.25	5.18	4.39	66
ค่าเฉลี่ย	2.24	6.53	5.82	3.47	69.6
ออสเตรเลีย	3.04	10.00	8.52	6.00	80
ญี่ปุ่น	3.16	10.00	8.52	5.89	71
อังกฤษ	3.43	10.00	9.10	6.00	85
สหรัฐอเมริกา	3.55	10.00	8.63	6.00	76
ค่าเฉลี่ย	3.30	10.00	8.69	5.97	78

ที่มา : Herring and Chatusripitalk (2000)

หมายเหตุ:

การบังคับใช้สัญญามีค่าดัชนีในช่วง 0-4 โดยค่ามากหมายถึงมีประสิทธิภาพ

ประสิทธิภาพของระบบกฎหมายมีค่าดัชนีในช่วง 0-10 โดยค่ามากหมายถึงมีประสิทธิภาพ

การฉ้อราษฎร์บังหลวงมีค่าดัชนีในช่วง 0-6 โดยค่ามากหมายถึงระดับการฉ้อราษฎร์บังหลวงที่น้อย

ประสิทธิภาพประสิทธิภาพของระบบราชการมีค่าดัชนีในช่วง 0-6 โดยค่ามากหมายถึงมีประสิทธิภาพ

มาตรฐานระบบบัญชีและการเปิดเผยข้อมูลมีค่าดัชนีในช่วง 0-100 โดยค่ามากหมายถึงมีมาตรฐานที่ดี

ยิ่งไปกว่านั้น การที่ภาครัฐบาลในภูมิภาคเอเชียตะวันออก ดำเนินนโยบายการคลังเกินดุล (Budget surplus) และสมดุล (Budget balance) เป็นระยะเวลานานทำให้ภาครัฐบาลไม่มีความจำเป็นต้องพึ่งพิงการกู้ยืมจากตลาดพันธบัตร ในกรณีประเทศไทยข้อเท็จจริงพบว่ารัฐบาลไทยไม่มีการออกพันธบัตรในช่วงปี 2533 ถึง 2541 (อนุวัณนชลไพศาล, 2547ข)

- อุปสรรค

เหตุใดตลาดพันธบัตรเอเชียจึงไม่เติบโต

Eichengreen and Luengnaruemitchai (2004) เป็นงานศึกษาที่เพิ่มเติมจาก Herring and Chatusripitak (2000) โดยศึกษาปัจจัยกำหนดการเจริญเติบโตของตลาดพันธบัตรเอเชีย ผลการศึกษาพบว่า นอกจากปัจจัยทางสถาบันข้างต้นที่ด้อยคุณภาพ งานวิจัยยังชี้ให้เห็นว่าลักษณะธรรมชาติของขนาดประเทศที่เล็ก ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และการผูกขาดของภาคธนาคาร ล้วนเป็นอุปสรรคสำคัญต่อการเติบโตของพันธบัตรเอเชีย

Eichengreen and Luengnaruemitchai (2004) อธิบายสาเหตุหลักที่ตลาดพันธบัตรเอเชียในอดีตไม่สามารถพัฒนาให้เติบโต โดยมีเหตุอันเนื่องมาจาก ความสัมพันธ์เชิงเครือข่ายระหว่างภาคการธนาคารและกลุ่มธุรกิจของนักการเมือง การเติบโตใหญ่ของภาคธนาคารประกอบกับการขาดกลไกในการตรวจสอบและควบคุมกำกับมีผลทำให้ภาคธนาคารในกรณีเอเชีย “มีขนาดใหญ่และมีความสำคัญทางการเมืองเกินกว่าที่จะปล่อยให้ล้มได้” (Too big and politically important to fail) Eichengreen and Luengnaruemitchai (2004) ตั้งสมมติฐาน 5 ประการในการเสนอคำอธิบายเรื่อง

ตลาดพันธบัตรในภูมิภาคเอเชียที่ขาดการพัฒนา

ประการที่ 1 สมมติฐานว่าด้วยประวัติศาสตร์ภายในภูมิภาคเอเชีย เอเชียเป็นภูมิภาคที่ถูกภาคธนาคารผูกขาดการเป็นตัวกลางในการจัดสรรทรัพยากรการเงินมาตลอด มีผลให้ตลาดพันธบัตรในภูมิภาคไม่ได้รับการพัฒนา

ประการที่ 2 สมมติฐานว่าด้วยลักษณะโครงสร้างพื้นฐานของระบบเศรษฐกิจเอเชีย ประเทศส่วนใหญ่ในภูมิภาคเอเชียมีขนาดเล็กเกินกว่าที่จะทำให้เกิดการพัฒนาตลาดพันธบัตรมีขนาดใหญ่พอที่จะทำให้เกิดการประหยัดจากขนาด (Minimum Efficient Scale)

ประการที่ 3 สมมติฐานว่าด้วยระดับการพัฒนา (Developmental stage) ในภูมิภาค ประเทศในเอเชียบางประเทศมีระดับการพัฒนาตลาดเงินตลาดทุนที่ต่ำ โดยลักษณะอุปสรรคสำคัญคือ การขาดความสามารถในการบังคับใช้สัญญา และความไม่แน่นอนของกฎหมายในการคุ้มครองสิทธิแก่นักลงทุน

ประการที่ 4 สมมติฐานว่าด้วยโครงสร้างระบบการเงิน ประเทศส่วนใหญ่ในเอเชียมีโครงสร้างระบบการเงินที่ไม่เข้มแข็ง ขาดคุณภาพในการตรวจสอบและดูแลกำกับสถาบันการเงิน ขาดการจัดตั้งสถาบันจัดอันดับและความน่าเชื่อถือเพื่อให้ข้อมูลเรื่องการลงทุนที่ถูกต้อง

ประการที่ 5 สมมติฐานว่าด้วยแนวนโยบายเศรษฐกิจมหภาค ประเทศในเอเชียส่วนใหญ่ไม่ให้ความสำคัญกับแนวนโยบายเศรษฐกิจมหภาคเพื่อรักษาเสถียรภาพทางการเงินระหว่างประเทศ และเกิดความผันผวนในระดับอัตราแลกเปลี่ยนบ่อยครั้ง

ในส่วนท้ายของการศึกษา Eichengreen

and Luengnaruemitchai (2004) ทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitivity analysis) ของปัจจัยที่กำหนดการเจริญเติบโตของตลาดพันธบัตรเอเชีย ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีความอ่อนไหวในอันดับต้น ๆ ได้แก่ ประสิทธิภาพของระบบกฎหมาย การกระจุกตัว (Concentration) ของภาคธนาคาร และแนวนโยบายการคลังของภาครัฐ

เมื่อพิจารณาข้อเท็จจริงในตลาดพันธบัตรของประเทศไทยพบว่า รัฐบาลไทยเริ่มออกพันธบัตร (Government bond) ในช่วงหลัง

วิกฤตการณ์การเงิน 2540 เพียง 1 ปี คือ ในปี 2541 มีการออกพันธบัตรรัฐบาลจำนวน 400 ล้านบาท รัฐบาลเริ่มออกตั๋วเงินคลัง (Treasury bill) ในปี 2542 จำนวน 77 ล้านบาท ด้านพันธบัตรที่ออกโดยวิสาหกิจของรัฐ ปริมาณพันธบัตรค่อนข้างคงที่มีปริมาณเปลี่ยนแปลงอยู่ในช่วง 46.7 ถึง 95.2 ล้านบาท โดยมีเพียงปี 2543 เพียงปีเดียวที่พันธบัตรออกโดยรัฐวิสาหกิจของรัฐ มีมูลค่าเพิ่มสูงเกินกว่าแนวโน้ม โดยเพิ่มสูงถึง 111.7 ล้านบาท (ดูตารางที่ 3)

ตารางที่ 3 ตลาดพันธบัตรของไทยจำแนกตามชนิดพันธบัตรระหว่างปี 2539-2546

หน่วย : ล้านบาท

ปี ชนิดพันธบัตร	2539	2540	2541	2542	2543	2544	2545	2546
พันธบัตรรัฐบาล	-	-	400	333.7	94.1	149.2	471.5	107.5
ตั๋วเงินคลัง	-	-	-	77	240.9	441.4	519	369
พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ	57.4	49.3	46.7	95.2	111.7	57.6	47.5	56.4

ที่มา : The Thai Bond Dealing Centre (2004)

เมื่อพิจารณาเฉพาะพันธบัตรที่ออกโดยวิสาหกิจเอกชน พบว่า ตลาดพันธบัตรของไทยมีการกระจุกตัวอยู่เพียงบางภาค คือ พันธบัตรภาคธนาคาร สถาบันการเงิน และอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งการกระจุกตัวของพันธบัตรในบางภาคอาจมีผลทำให้ตลาดพันธบัตรขาดการพัฒนาอย่างก้าว

หาก Shinawatra (2002) เป็นจุดเริ่มของข้อเสนอการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชีย พัฒนาการของข้อเสนอการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชีย กินระยะเวลากว่า 2 ปี นับถึงปัจจุบัน

บทความนี้เริ่มต้นด้วยการตั้งคำถามพื้นฐานที่ว่า เหตุใดจึงมีความต้องการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชีย ผู้เขียนพบว่า ความต้องการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชียสามารถจำแนกออกเป็น 3 ประเด็น คือ หนึ่ง ใช้ตลาดพันธบัตรเอเชียเป็นแหล่งดูดซับเงินออมเพื่อสนับสนุนการลงทุนในภูมิภาคเอเชีย สอง ใช้ตลาดพันธบัตรเอเชียสนับสนุน Market-Based Financial System และลดบทบาท Bank-Based Financial System และ สาม ใช้ตลาดพันธบัตรเอเชียแก้ปัญหา Maturity และ Currency Mismatch

ตารางที่ 4 ตลาดพันธบัตรจำแนกภาควิสาหกิจเอกชน ปี 2540

ภาค	มูลค่า ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2540 (ล้านบาท)	ส่วนแบ่งจากทั้งหมด (เปอร์เซ็นต์)
ธนาคาร	33,510	25.3
สถาบันการเงิน	30,532	23.1
อสังหาริมทรัพย์	21,972	16.6
พลังงาน	11,406	8.6
บริษัทจำกัด	8,541	6.4
ก่อสร้าง	6,748	5.1
อื่นๆ	19,791	14.9
รวม	132,500	100.0

ที่มา : Werner (2004)

5. บทสรุป

“คนพวกนี้มันโง่ ตลาดไม่ทันผมหรอก ต้องเรียนอีกเยอะถึงตลาดเท่าผม”

ทักษิณ ชินวัตร

กรุงเทพมหานคร, 8 กันยายน 2547,

อ้างใน มติชนสุดสัปดาห์ ฉบับที่ 1256, 10-16 กันยายน 2547 หน้า10

ส่วนที่สอง บทความเสนอสาระสำคัญ และพัฒนาการของข้อเสนอการจัดตั้งตลาดพันธบัตร ซึ่งผู้สนใจในรายละเอียดเพิ่มเติมสามารถติดตามจาก Web site สาธารณะ อาทิ กระทรวงการต่างประเทศ (www.mfa.go.th) ธนาคารเพื่อการพัฒนาเอเชีย (<http://asianbond-online.adb.org>) หรือ www.thailandoutlook.com

ส่วนสุดท้าย บทความสำรวจสถานะความรู้ของงานศึกษาที่ตั้งข้อสังเกต ซึ่งให้เห็นเงื่อนไขจำเป็นพื้นฐาน และอุปสรรคในการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชีย ผู้เขียนพบว่า มีงานศึกษาจำนวนหนึ่ง ที่ไม่ถูกรวบรวมใน Web site สา

ธารณะ แต่ได้ตั้งข้อสังเกตเกี่ยวกับข้อเสนอการจัดตั้งตลาดพันธบัตรเอเชียที่น่าสนใจ อาทิ

เหตุใดภาครัฐบาลในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ (Emerging economics) มีแนวโน้มที่จะเลือกกู้ยืมระยะสั้นอันมีผลให้ตลาดพันธบัตรขาดการพัฒนา เงื่อนไขจำเป็นพื้นฐานและปัจจัยทางสถาบันรูปแบบใดที่เอื้ออำนวยให้เกิดการพัฒนาตลาดพันธบัตรในภูมิภาคเอเชีย ในปัจจุบัน คุณภาพของปัจจัยพื้นฐานดังกล่าวมีคุณภาพอย่างไร หรือแม้แต่คำถามที่ว่า เหตุใดตลาดพันธบัตรเอเชียจึงไม่เติบโต

พัฒนาการของตลาดพันธบัตรเอเชียในฐานะข้อเสนอการออกแบบสถาปัตยกรรมการเงินในภูมิภาคเอเชีย เป็นหัวข้อที่จะมีพัฒนาการในอนาคตอันใกล้ โดยมีประเด็นที่น่าสนใจเพิ่มเติม อาทิ ประเด็นเรื่องเงื่อนไขที่จำเป็นและเงื่อนไขที่เพียงพอในการพัฒนาตลาดพันธบัตรเอเชีย ความร่วมมือเรื่องตลาดพันธบัตรเอเชียในกลุ่มความร่วมมือเอเชียระดับต่าง ๆ ประเด็นเรื่องสกุลเงินและน้ำหนักของสกุลเงินที่เหมาะสม (Optimum weight) ในพันธบัตรเอเชีย และท้ายสุด ตลาดพันธบัตรเอเชียจะมีบทบาทในการรักษาเสถียรภาพภายในภูมิภาคเอเชียได้อย่างไร

บรรณานุกรม

- รังสรรค์ ชนะพรพันธุ์. “Financial System Architecture”, นิตยสารผู้จัดการ, สิงหาคม 2545.
- วีรพงษ์ รามางกูร. “พันธบัตรเอเชีย”, หนังสือพิมพ์ประชาชาติธุรกิจ, 25 พฤศจิกายน 2545.
- ศูนย์วิจัยกสิกรไทย. “เอเชียบอนด์: มหุมนเวียนทรัพยากรจากเอเชียเพื่อเอเชีย” (ไม่ปรากฏแหล่งตีพิมพ์), 18 ตุลาคม 2545.
- อนุวัฒน์ ชลไพศาล. (2547ก) วิฤติการณ์การเงินเอเชีย 2540 กับการจัดระเบียบการเงินเอเชีย ตะวันออก, เอกสารวิชาการหมายเลข 702, โครงการเมธีวิจัยอาวุโสสำนักงานกองทุนสนับสนุนการวิจัย, มกราคม 2547.
- อนุวัฒน์ ชลไพศาล. (2547ข) “เหตุใดตลาดพันธบัตรเอเชียจึงไม่เติบโต ? และบทบาทที่ท้านายกหน้าอ่าน”, หนังสือพิมพ์ประชาชาติธุรกิจ, วันที่ 26 สิงหาคม 2547
- Bird, Graham and Rajan, Ramkishen, S. “The Evolving Asian Financial Architecture”, Essays in International Economics No. 226, February 2002.
- Boot, Arnoud and Anjan Thakor. “Financial System Architecture”, Review of Financial Studies 10, 1997, pp. 693-733.
- Broner, Fernando, A., Lorenzoni, Guido, and Schmukler, Sergio, L. “Why do Emerging Economies Borrow Short Term ?”, World Bank Working Paper No. 3389, August 25, 2004
- Chaiprawat, Olan. “ABC of Asian Bond” Paper present at the Fiscal Policy Research Institute Conference, 2003.
- Chakraborty, Shankha and Ray, Tridip, “Bank-based Versus Market-based Financial System: A Growth-theoretic Analysis”, University of Oregon Economics Department Working Paper, 2003-6, 2003.
- Dalla Ismail and Khatkhate Deena. “The Emerging East Asian Bond Market”, Financial and Development, March 11, 1996: 11-13.
- Eichengreen, Barry and Pipat Luengnaruemitchai. “Why doesn’t Asia have Bigger Bond Market ?”, National Bureau of Economic Research Working Paper 10576, June 2004.

- Glick, R. and Rose, A. "Contagion and Trade: Why are Currency Crises Regional?" *Journal of International Money and Finance* 18, 1999: 603-617.
- Jaovisidha, Suchart. "Asian Bond Market Development" Speech at the First ACD Working Group on Financial Cooperation, Thailand, May 12, 2003.
- Kaminisky, G. and Reinhart, C. "On Crises, Contagion, and Confusion" *Journal of International Economics*, (Forthcoming), 1999.
- McKinnon, R. I. and Pill, H. "the Overborrowing Syndrome: Are East Asian Economies Different?" in R. Glick (ed.), *Managing Capital Flows and Exchange Rates: Perspectives from the Pacific Basin*. Cambridge; Cambridge University Press: 1998, 322-355
- Phuvanatanarubala, Thirachai. "The Strengthening and Development of Regional Bond Market", Speech at the APEC Business Advisory Council Meeting, Tokyo, May 16, 2003.
- Plummer, Michael, G. and Click, Reid, W. "Bond Market Development and Integration in ASEAN" Paper presented to International Center for the Study of East Asian Development, (Draft), 2002.
- Radelet, S. and J. D. Sachs. "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, prospects", *Brook- ing Papers on Economic Activity* 0 (1), 1998, 1-74.
- Rajan, Ramkishan, S. "Is There a Case for Asian Bond Fund? It Depends", mimeo, January 25, 2002.
- Rhee, Ghon, S. "the Structure and Characteristics of East Asian Bond Market", Paper prepare for presentation at the Second Annual Conference of the PECC Finance Forum, Hua Hin, Thai- land, July 8-9 2003.
- Richard J. Herring and Chatusripitak, Nathporn. "The Case of the Missing Market: The Bond Market and Why it Matter for Financial Development", ADB Institute Working Paper 11, July, 2000.
- Shinawatra, Thaksin. Speech at the Asia Cooperation Dialogue (ACD), Inaugural Meeting, Cha-Am, Thailand, 18-19 June 2002.
- Shinawatra, Thaksin. Speech at the Asia Cooperation Dialogue (ACD), the Second Meeting, Chaing Mai, Thailand, 21-22 June, 2003
- Sonakul, Chatumongol MR., "Keynote Address on the Occasion of the Asian Development Bank Conference on Government Bond Market and Financial Sector Development in Developing Asian Economies", Manila, 28-30 March 2000.
- The Thai Bond Dealing Centre, *Thai Bond Market 2004*, The Thai Bond Dealing Centre, 2004.
- Werner, Richard, A. "Capital Market in Thailand: Issues and Opportunities", mimeo, 2004