

ธุรกรรมการซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo)

โดย อภินันท์ จินศิริวานิชย์

ธุรกรรม Private Repo เป็นธุรกรรมอีกรูปแบบหนึ่งที่ช่วยบริหารสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้นแก่ภาคเอกชน โดยลักษณะของธุรกรรมนี้โดยกว้างๆแล้วจะเหมือนกับธุรกรรมซื้อคืนทั่วไปกล่าวคือ เป็นธุรกรรมที่เชื่อมโยงระหว่างผู้ที่ขาดสภาพคล่องและผู้ที่มีสภาพคล่องส่วนเกินในระยะสั้นมาพบกัน โดยผู้ที่มีสภาพคล่องหรือผู้ซื้อมักจะขายตราสารหนี้ ให้แก่ผู้ที่มีสภาพคล่องส่วนเกิน หรือผู้ให้กู้ โดยมีสัญญาว่าผู้กู้จะต้องซื้อตราสารหนี้ดังกล่าวคืนจากผู้ให้กู้ พร้อมทั้งดอกเบี้ย เมื่อถึงวันครบกำหนดสัญญา แต่ธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo) นั้น จะมีลักษณะเด่นบางประการที่นอกเหนือจากที่กล่าวข้างต้น นั่นคือระหว่างอายุของสัญญาจะต้องทำการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Mark to Market) ทุกวันทำการ และ มีการเรียก margin เพื่อให้เกิดความยุติธรรมกับทั้งผู้ซื้อและผู้ให้กู้ โดยที่ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งไม่เสียประโยชน์หรือรับความเสี่ยงมากเกินไป อีกทั้งยังมีการโอนกรรมสิทธิ์ในตราสารหนี้กันจริง ทำให้ผู้ให้กู้สามารถนำหลักประกัน ดังกล่าวไปขายทอดตลาดได้โดยไม่ต้องไปฟ้องร้องกับเจ้าหนี้รายอื่นหากผู้ซื้อเกิดการผิดนัดชำระ (Event of Default) นอกจากนี้ผู้ให้กู้ยังสามารถนำตราสารหนี้ที่เป็นหลักประกันไปทำประโยชน์จากแหล่งอื่นได้ในระหว่างอายุสัญญา ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งที่จะช่วยก่อให้เกิดสภาพคล่องในตลาดรองตราสารหนี้มากขึ้น ถ้าจะให้กล่าวถึงลักษณะเด่นของตัว Private Repo สามารถแจกแจงได้ดังนี้

1. ต้องทำภายใต้สัญญา GMRA

GMRA ย่อมาจากคำว่า Global Master Repurchase Agreement ซึ่งเป็นสัญญาซื้อคืนมาตรฐานสากลของ Public Securities Association (PSA) ในสหรัฐอเมริกา (ปัจจุบันเปลี่ยนชื่อเป็น The Bond Master Association : TBMA) ร่วมกับ International Securities Market Association (ISMA) ในยุโรป ซึ่งตามประกาศศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย ที่ บร.148/2544 กำหนดให้ผู้ที่ทำสัญญาซื้อคืนภาคเอกชนจะต้องทำภายใต้สัญญา GMRA ฉบับปี 2000 ร่วมกับ Thailand Annex (Version 2000) หลายท่านอาจจะสงสัยว่า ทำไมเราจะต้องใช้สัญญา GMRA ในการทำธุรกรรม Private Repo ด้วย ? ขอเรียนดังนี้ว่า ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยและคณะทำงานย่อยเพื่อการกำหนดแนวทางปฏิบัติสำหรับการทำธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน เห็นควรให้นำสัญญาดังกล่าวมาใช้เพื่อให้เกิดมาตรฐานเดียวกันและเพื่อรองรับกับการพัฒนาตลาดซื้อคืนไปสู่ระดับสากลในอนาคต นอกจากนี้ยังมีผลต่อการยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคล ตามที่กรมสรรพากรระบุว่า จะต้องใช้สัญญาตามที่สำนักงาน ก.ล.ต.ยอมรับ ซึ่งรวมถึงสัญญา GMRA ด้วย ทั้งนี้ ISMA ได้สนับสนุนให้ใช้สัญญาต้นฉบับเป็นภาษาอังกฤษ เพื่อป้องกันความสับสนและความคลาดเคลื่อนที่อาจเกิดขึ้นหากมีการดัดแปลงตัวสัญญาเป็นภาษาอื่น ในขณะเดียวกันเพื่อให้สัญญาดังกล่าวมาใช้ได้จริงในทางปฏิบัติภายใต้กฎหมายไทย ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยโดยความเห็นชอบจาก ISMA ได้เป็นผู้จัดทำเอกสารแนบท้ายสัญญา (Annex) เพื่อให้สอดคล้องกับการทำธุรกรรมในประเทศไทย

2. กรรมสิทธิ์ในตราสารหนี้จะมีการโอนกันจริง

ลักษณะสำคัญอีกประการหนึ่งของธุรกรรม Private Repo นั้น ก็คือกรรมสิทธิ์ในตราสารหนี้จะมีการโอนกันจริงหลังจากที่คู่สัญญาตกลงทำสัญญาต่อกัน จากคุณลักษณะนี้เองทำให้ผู้ที่มีกรรมสิทธิ์สามารถนำตราสารหนี้ดังกล่าวไปใช้ประโยชน์ หรือทำธุรกรรมอื่นต่อไปได้



เช่น ทำธุรกรรม Private Repo ต่อ ใช้ส่งมอบธุรกรรม (Short sale) นำไปขาย (Outright) เป็นต้น นอกจากนั้นยังเป็นการลดความเสี่ยงในการลงทุนของผู้ให้กู้ด้วย เพราะผู้ให้กู้สามารถนำหลักประกันไปขายทอดตลาดได้ทันที เมื่อผู้กู้ผิดนัดชำระ (Event of Default) โดยไม่ต้องไปฟ้องร้องกับเจ้าหนี้รายอื่น

3. มีการ Mark to Market ทุกวัน

ตราสารหนี้ที่เป็นหลักประกันนั้นไม่ว่าผู้ให้กู้จะถือไว้เฉยๆ หรือไปทำประโยชน์จากแหล่งอื่นก็ตาม ตราสารหนี้ดังกล่าวจะต้องมีการประเมินมูลค่า (Mark to Market) ของตราสารหนี้ในทุกวันทำการ เนื่องจากราคาของตราสารหนี้มีการเปลี่ยนแปลงขึ้นและลงในแต่ละวัน ทำให้ต้องหาว่าราคาของหลักประกันนั้นเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใด และเท่าไร เมื่อเทียบกับมูลค่าของหลักประกันที่ต้องดำรงไว้ตามสัญญา (Required Securities Value) ส่วนต่างที่ได้นั้นก็คือ Margin ที่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งจะต้องส่งมอบกันเมื่อ Margin นั้นมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าขั้นต่ำที่ระบุไว้ในสัญญา (Thresholds) จากกระบวนการนี้เองทำให้ทั้งผู้กู้และผู้ให้กู้อย่างมั่นใจได้ว่าตนจะไม่ใช่ฝ่ายเสียเปรียบหรือมีความเสี่ยงมากอันเนื่องมาจากความผันผวนของราคาหลักประกันที่เปลี่ยนแปลง (Price Volatility)

4. ผลตอบแทนของ Cash Margin

ดังที่กล่าวไปแล้วว่าผู้ทำธุรกรรม Private Repo นั้น จะต้องมีการส่งมอบ Margin ต่อกัน ซึ่งผู้ส่งมอบสามารถเลือกที่จะส่งมอบเป็นเงินสด (Cash margin) หรือเป็นหลักทรัพย์ (Securities margin) ก็ได้ ถ้าเป็นกรณีที่มีการส่งมอบเป็นเงินสด หรือ Cash margin นั้น คู่สัญญาฝ่ายที่ได้รับเงินสด (Cash margin) มาถือไว้ จะต้องเป็นฝ่ายที่ส่งมอบ Interest on cash margin ให้กับฝ่ายที่ส่ง cash margin มาตามช่วงเวลาที่ได้ตกลงกันไว้ ส่วนเหตุที่ต้องมีการคำนวณหา Interest on cash margin ก็เพราะว่าผู้ถือ cash margin หลังจากที่ได้รับบริการส่งมอบมาจากคู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งนั้น สามารถนำ cash margin ไปหมุนเวียน หรือ ทำประโยชน์จากแหล่งอื่นได้ เพื่อเป็นการรักษาผลประโยชน์ให้กับฝ่ายที่ส่ง cash margin จึงต้องมีการหา Interest on cash margin ทุกวันตราบเท่าที่มี cash margin อยู่ในมือ และส่งมอบคืนให้กับคู่สัญญาตามช่วงเวลาที่ได้ตกลงกันไว้

ส่วนอัตราที่จะนำมาใช้หา Interest on cash margin นั้น จะใช้อัตราปิดรอบบ้ายของอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนระยะ 1 วัน (Repo rate 1 วัน) ที่เผยแพร่โดยธนาคารแห่งประเทศไทย ส่วนในเรื่องจะมีการส่งมอบ Interest on cash margin คืนให้กับคู่สัญญาที่ส่งมอบ cash margin มานั้น จะกระทำกันเมื่อใดบ้างนั้น ตาม TBDC Guideline ได้กำหนดให้ต้องมีการส่งมอบ Interest on cash margin 3 กรณี คือ

1. ทุกวันทำการสุดท้ายของเดือน
2. วันครบกำหนดอายุของทุกสัญญาที่มีอยู่ระหว่างกันของคู่สัญญา
3. ทุกครั้งที่มีการเปลี่ยนแปลงข้างการส่งมอบ margin

5. Coupon on Collateral / Manufactured Interest

เนื่องจากตราสารหนี้ที่นำมาเป็นหลักประกันนั้นจะมีการจ่ายดอกเบี้ยหน้าตัว (Coupon) ในแต่ละงวด ระหว่างอายุของสัญญาซื้อคืน ถ้า coupon ที่ผู้ให้กู้ได้รับจากนายทะเบียนมานั้นจะต้องมีการส่งมอบคืนให้แก่ผู้กู้ (Manufactured Interest) ทันที สำหรับเรื่องภาษีผู้ให้กู้จะต้องเสียภาษี ณ.ที่จ่าย แล้วค่อยนำหนังสือรับรองการเสียภาษีไปขอเครดิตภาษีคืนปลายปี ถึงแม้ว่าการทำธุรกรรม Private Repo จะมีการ



โอนกรรมสิทธิ์ในตราสารหนี้กันจริง แต่เนื่องจากการทำธุรกรรม Private Repo โดยนัยแล้วเป็นการกู้ยืมเงินกัน ดังนั้นผู้กู้หรือเจ้าของตราสารหนี้เดิมจึงควรเป็นผู้รับประโยชน์ (Coupon) อันเกิดจากหลักทรัพย์นั้น

จากคุณลักษณะดังกล่าวข้างต้นจะเห็นได้ว่าธุรกรรม Private Repo นั้น เป็นธุรกรรมที่สามารถช่วยบริหารสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้นให้แก่ภาคเอกชนได้อย่างมีประสิทธิภาพอีกช่องทางหนึ่ง ซึ่งรูปแบบของการทำธุรกรรมจะเห็นว่าการก่อให้เกิดความยุติธรรม และเป็นธุรกรรมที่ถือว่ามีความเสี่ยงน้อยทั้งในด้านผู้กู้และผู้ให้กู้ นอกจากนี้การทำธุรกรรมยังมีส่วนช่วยก่อให้เกิดสภาพคล่องในตลาดรองตราสารหนี้มากยิ่งขึ้นอีกด้วย สำหรับท่านที่สนใจในรายละเอียดของสัญญา GMRA, Thailand Annex, ThaiBMA Guideline เพิ่มเติม สามารถ Download ได้ทาง www.thaibma.or.th ในหัวข้อ Convention > Repo Standard Agreement

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

www.thaibma.or.th

📖 เกร็ดความรู้ : มาตรฐานธุรกรรมการซื้อคืน (Repurchase Agreement)

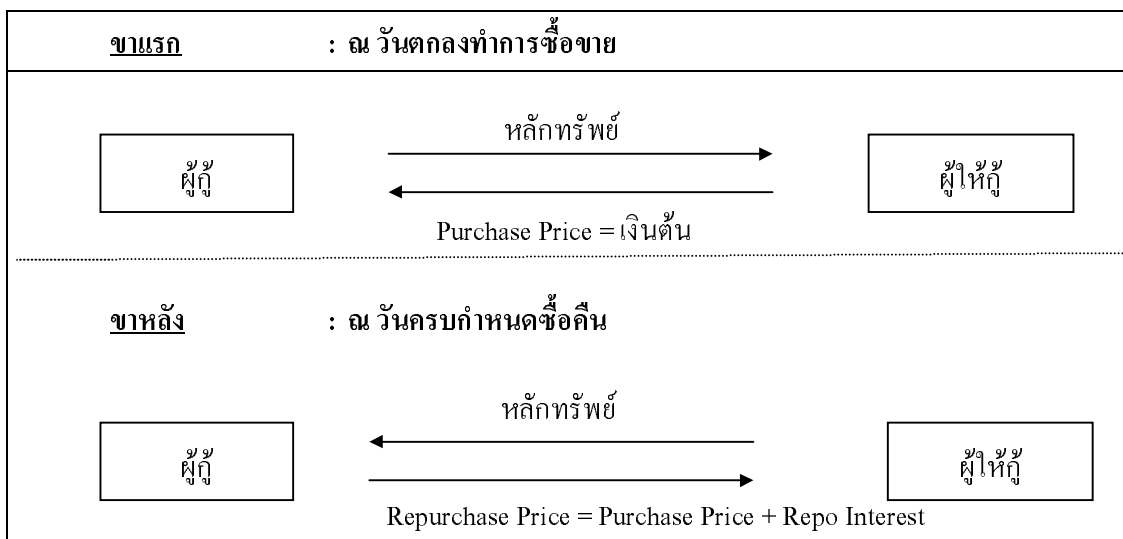
● **ความหมายของธุรกรรมซื้อคืน**

ธุรกรรมการซื้อคืน (Repo) คือการตกลงกันระหว่างผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ โดย "ผู้ขายหลักทรัพย์" ตกลงจะขายหลักทรัพย์ให้กับผู้ซื้อหลักทรัพย์โดยมีสัญญาว่าจะซื้อคืนในอนาคต ขณะเดียวกันผู้ขายหลักทรัพย์ ตกลงที่จะซื้อหลักทรัพย์จากผู้ขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาว่าจะขายคืนในอนาคตตามวันและราคาที่ตกลงกันไว้ล่วงหน้า

แม้ว่าธุรกรรมซื้อคืน จะมีกลไกเหมือนธุรกรรมการขายโดยทั่วไป แต่โดยสาระที่แท้จริงของธุรกรรมแล้ว ธุรกรรมซื้อคืนเป็นธุรกรรมของการกู้ยืมเงินระยะสั้น โดยมีหลักทรัพย์ค้ำประกันนั่นเอง โดย "ผู้ขายหลักทรัพย์" มีฐานะเป็นผู้กู้ (Cash Borrower) และ "ผู้ซื้อหลักทรัพย์" มีฐานะเป็นผู้ให้กู้ (Cash Lender) มีหลักทรัพย์ที่ตกลงกันในการทำธุรกรรมเป็นหลักประกัน (Collateral) และมีจำนวนเงินที่ชำระราคากันในขาแรก (Purchase Price) เป็นเงินต้น ราคาในขาหลัง (Repurchase Price) จะมีค่าเท่ากับเงินต้นบวกดอกเบี้ยกู้ยืม (Repo Interest)

ดังนั้นจะเห็นได้ว่าตลาดซื้อคืน (Repo Market) คือตลาดเงินระยะสั้นนั่นเอง โดยเป็นแหล่งกลางเชื่อมโยงให้ผู้มีเงินเหลือและต้องการลงทุนระยะสั้นกับผู้ต้องการเงินทุนระยะสั้นมาพบกัน

ขั้นตอนพื้นฐานของธุรกรรมซื้อคืน



จากรูปข้างต้นมีศัพท์ที่ควรรู้ที่จะเกี่ยวข้องกับเรื่อง Repo ไปตลอด ได้แก่

Purchase Price หมายถึง ราคาในขาแรก คือ เป็นราคาซื้อของผู้ให้กู้ และเป็นราคาขายของผู้กู้

Repurchase Price หมายถึง ราคาในขาหลัง คือ เป็นราคาขายคืนของผู้ให้กู้ และเป็นราคาซื้อคืนของผู้กู้

Repo Interest หมายถึง ดอกเบี้ยกู้ยืม ซึ่งสามารถคำนวณได้ ดังนี้

$$\text{ดอกเบี้ยกู้ยืม} = \text{เงินต้น} \times \text{อัตราดอกเบี้ย กู้ยืม} \times \frac{\text{ระยะเวลากู้ยืม}}{365}$$

Repo Term หมายถึง ระยะเวลาการกู้ยืม นั่นคือ ระยะเวลาระหว่างวันที่ตกลงทำการซื้อขายในขาแรกจนถึงวันที่ครบกำหนดซื้อคืนในขาหลัง

- **รูปแบบของธุรกรรมซื้อคืน**

ในตลาดสากลโดยทั่วไปสามารถแบ่งลักษณะของการทำธุรกรรมซื้อคืนได้เป็น 2 รูปแบบ คือ แบบ Repo และแบบซื้อและขายคืน (Buy/Sell Back) โดยธุรกรรมทั้งสองมีความแตกต่างกันที่สำคัญมาจากสมมติฐานพื้นฐานในด้านการทำธุรกรรมการกู้ยืม กล่าวคือการทำธุรกรรมแบบ Repo จะเป็นการกู้ยืมเงินโดยใช้ตราสารหนี้มาค้ำประกันมากกว่า โดยดอกเบี้ยของการกู้ยืมจะคิดจากอัตราดอกเบี้ยตามระยะเวลาการกู้ยืมจากวงเงินกู้ยืมทั้งหมด สิทธิของการรับดอกเบี้ยจากตราสารหนี้หากมีงวดการจ่ายอยู่ในระหว่างช่วงเวลาของการกู้ยืมเงินจะยังคงตกอยู่กับผู้กู้ ขณะที่ธุรกรรมแบบ Buy/Sell Back จะมีลักษณะเหมือนกับการซื้อขายตราสารหนี้ทั่วไป ซึ่งในกรณีนี้ดอกเบี้ยจากการกู้ยืมจะอยู่ในรูปของส่วนต่างของราคาซื้อและขายคืนที่ได้ตกลงกันไว้ (ดอกเบี้ย = ราคาขายคืน - ราคาซื้อ) และหากตราสารหนี้ที่ใช้เป็นหลักทรัพย์ในการกู้ยืมมีการจ่ายดอกเบี้ยระหว่างช่วงเวลาของการกู้ยืม ผู้ให้กู้ (ผู้ซื้อตราสารหนี้) จะเป็นผู้ได้รับดอกเบี้ยในงวดนั้น โดยทั่วไปแล้ว ธุรกรรมแบบ Repo จะทำภายใต้สัญญาซื้อคืน (Repurchase Agreement) ซึ่งจะมีการระบุรายละเอียดของการกู้ยืมเช่นการคิดอัตราดอกเบี้ย การคิดมูลค่าตราสารหนี้หรือสินทรัพย์ที่ชัดเจน ในขณะที่ธุรกรรมแบบ Buy/Sell Back จะไม่มีสัญญาซื้อคืน เพียงอาศัยใบยืนยันการซื้อขาย (Confirmation) ในการบังคับธุรกรรมเท่านั้น

- **ประโยชน์สำคัญที่ได้จากการทำธุรกรรมซื้อคืน**

ปัจจุบันแม้ว่าเครื่องมือและช่องทางในการบริหารเงินระยะสั้นของไทยจากถูกพัฒนามาแล้ว ในหลายรูปแบบแต่ก็พบว่ายังมีข้อจำกัดอยู่หลายประการไม่ว่าจะเป็น ตลาดซื้อคืนของธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ซึ่งจำกัดผู้ที่สามารถจะใช้ประโยชน์ได้จะต้องเป็นสถาบันการเงินที่ ธปท. อนุญาตให้เปิดบัญชีด้วยเท่านั้น อันได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน และ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์บางส่วน ขณะ

ที่หลักทรัพย์ค้ำประกันที่ใช้เป็นตัวกลางในการทำธุรกรรมซื้อคืนจะใช้ได้เฉพาะพันธบัตรรัฐบาลและพันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่กระทรวงการคลังค้ำประกันเงินต้นและดอกเบี้ยและมี ธปท. เป็นนายทะเบียนเท่านั้น หรือใน ตลาดกู้ยืมระหว่างธนาคาร (Inter-bank Market) และตลาดกู้ยืมระหว่างสถาบันการเงิน (Inter-finance Market) ซึ่งเป็นแหล่งบริหารสภาพคล่องระยะสั้นที่สำคัญของสถาบันการเงินนั้น และด้วยลักษณะของตลาดทั้งสองจะเป็นการกู้ยืมแบบไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Clean Loan) จึงทำให้ในบางสถานการณ์อัตราดอกเบี้ยจะอยู่ในระดับสูง โดยเฉพาะในสภาวะที่ตลาดขาดสภาพคล่องหรือผู้ฝากเงินขาดความมั่นใจในระบบสถาบันการเงินดังที่เคยเกิดขึ้นในช่วงแรกๆ ที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจ และท้ายที่สุดภาวะดอกเบี้ยที่สูงขึ้นนี้จะถูกผลักต่อไปสู่ภาคธุรกิจ อันเป็นการเพิ่มต้นทุนให้กับผู้กู้เงินและบั่นทอนขีดความสามารถในการแข่งขันลง

ดังนั้นการพัฒนาตลาดธุรกรรมซื้อคืนจึงเป็นอีกช่องทางหนึ่งที่เป็นประการหนึ่งของการพัฒนาตลาดการเงินของประเทศ ทั้งนี้เพราะธุรกรรมซื้อคืนเป็นการอาศัยกลไกของการซื้อขายหลักทรัพย์ทำให้เกิดเป็นลักษณะการกู้ยืมเงินระยะสั้นแบบมีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Secured Loan) และเป็นการเชื่อมโยงให้ผู้ต้องการเงินทุนระยะสั้นและผู้มีเงินออมและต้องการลงทุนระยะสั้นมาพบกัน โดยประโยชน์ของการทำธุรกรรมซื้อคืนอาจแบ่งออกได้เป็นสามส่วนได้แก่

สำหรับภาครัฐ

ธุรกรรมซื้อคืนเป็นเครื่องมือสำคัญอย่างหนึ่งในการดำเนินนโยบายทางการเงินของประเทศผ่านกลไก Open Market Operation ซึ่งเป็นช่องทางสำคัญที่ภาครัฐจะใช้ดูแลภาวะสภาพคล่องและ อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินให้อยู่ในภาวะสมดุลและมีเสถียรภาพ โดยใช้กลไกของการกู้

สำหรับภาคเอกชน

ธุรกรรมซื้อคืนจะเอื้ออำนวยให้การบริหารสภาพคล่องของภาคเอกชนต่างๆ เป็นไปอย่างคล่องตัวและมีศักยภาพยิ่งขึ้น โดยเป็นเครื่องมือในการบริหารสภาพคล่องระยะสั้น (Short-Term Financing) ซึ่งมีต้นทุนทางการเงินต่ำสำหรับผู้ที่ต้องการเงินสดหมุนเวียนระยะสั้น เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยกู้ยืม (Repo Rate) จะต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินทั่วไปเพราะมีลักษณะเป็นการกู้ยืมเงินโดยมีหลักประกัน ในขณะที่เดียวกันสำหรับผู้ที่ต้องการบริหารเงินส่วนเกินให้เกิดประโยชน์สูงสุด ธุรกรรมซื้อคืนจะเป็นเครื่องมือในการลงทุนระยะสั้นที่มีความเสี่ยงต่ำ (Low Risk Investment)

สำหรับระบบเศรษฐกิจโดยรวม

ตลาดซื้อคืนเป็นวิวัฒนาการทางการเงินที่จำเป็นในการพัฒนาและเสริมสร้างความมั่นคงให้กับระบบการเงินของประเทศ เนื่องจากเป็นกลไกสำคัญในการเพิ่มประสิทธิภาพของการบริหารสภาพคล่อง อันจะส่งผลให้ระบบเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศเติบโตอย่างสมดุลและมีศักยภาพมากขึ้น

จึงเห็นได้ว่าตลาดซื้อคืนจะเป็นช่องทางที่จะช่วยเสริมสภาพคล่องในตลาดเงินและตลาดทุนของประเทศ อันจะช่วยส่งผลให้พัฒนาการของระบบการเงินของประเทศเกิดความสมดุล และสามารถพัฒนาไปอย่างสอดคล้องกับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ
