

# แนวทางการพัฒนาตลาดทุนไทย

- ศุภชัย ศรีสุชาติ -

ssrisuchart@econ.tu.ac.th

คอตมันน์ เศรษฐศาสตร์ ตลาตวิชาปี 2

หนังสือพิมพ์ประชาชาติธุรกิจ ฉบับวันที่ 17 พฤษภาคม 2553

ในโอกาสที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยครบรอบ 35 ปีในเดือนเมษายน 2553 ที่ผ่านมา ผู้เขียนขอเสนอเกี่ยวกับแผนพัฒนาตลาดทุนไทยฉบับล่าสุดที่มีการจัดทำในเดือนพฤศจิกายน 2552 ซึ่งจะมีความสำคัญต่ออนาคตของตลาดทุนไทย โดยเฉพาะตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

แผนนี้มีวัตถุประสงค์ที่สำคัญคือ มุ่งเน้นการสร้างความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทย เพื่อให้สามารถแข่งขันได้ในเวทีโลก และเป็นกลไกการจัดสรรเงินทุนที่มีประสิทธิภาพ นอกจากนี้แผนดังกล่าวยังกำหนดวิสัยทัศน์คือ “ตลาดทุนไทยเป็นกลไกหลักในการรวบรวม จัดสรร และติดตามดูแลการใช้ทรัพยากรทางเศรษฐกิจที่มีประสิทธิภาพ เพื่อเกิดประโยชน์สูงสุดต่อการพัฒนาศักยภาพและการแข่งขันของประเทศ” อย่างไรก็ตาม การบรรลุตามวิสัยทัศน์นี้ได้ นั้น คงต้องย้อนกลับมาพิจารณาปัญหาของตลาดหลักทรัพย์ในปัจจุบัน เพื่อพิจารณาแนวทางการดำเนินการต่อไป

ในปัจจุบัน ตลาดหลักทรัพย์มีปัญหาสำคัญเกี่ยวกับจำนวนผู้ลงทุน โดยเฉพาะผู้ลงทุนสถาบันที่ยังมีน้อย คือประมาณไม่เกินร้อยละ 20 ของมูลค่าเงินลงทุนที่ผู้ลงทุนสถาบันมีอยู่ ส่วนหนึ่งเป็นผลจากข้อกำหนดที่กำหนดอัตราส่วนของการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง เช่น การลงทุนของกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ และกองทุนประกันสังคม ในขณะที่ผู้ลงทุนรายย่อยมีประมาณ 500,000 บัญชี แต่เป็นบัญชีเคลื่อนไหวเพียง 100,000 กว่ารายเท่านั้น (ประมาณร้อยละ 21) ประเด็นนี้ทำให้พิจารณาได้ว่าตลาดทุนไทยยังมีผู้ลงทุนจำนวนน้อยอยู่ ส่วนหนึ่งอาจเป็นเพราะตลาดทุนไทยยังมีผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่ไม่ค่อยมีความหลากหลายพอที่จะดึงดูดให้ผู้ลงทุนเข้ามาลงทุนและปกป้องความเสี่ยง

ประเด็นปัญหาต่อมาคือ ต้นทุนธุรกรรมในการซื้อขาย (Trading Transaction Cost) ของตลาดทุนไทยยังสูงเมื่อเทียบกับตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว โดยมีต้นทุนต่างกันประมาณ 20 Basis Point (ประมาณ 0.2 เปอร์เซ็นต์) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ต้นทุนค่าธรรมเนียมการซื้อขายอยู่ประมาณ 0.3 เปอร์เซ็นต์ ในขณะที่ตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว ต้นทุนค่าธรรมเนียมอยู่ประมาณ 0.16 เปอร์เซ็นต์ นอกจากนี้ ความแตกต่างของราคาเสนอซื้อขายโดยเฉลี่ย (Average Bid-ask) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอยู่ที่ 0.13 เปอร์เซ็นต์ เทียบกับ 0.076 เปอร์เซ็นต์ในตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว และเมื่อพิจารณาในภาพรวมจะพบว่า ต้นทุนของตลาดทุนไทยอยู่ที่ประมาณ 0.43 เปอร์เซ็นต์ เทียบกับ 0.24 เปอร์เซ็นต์

ในตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว ดังนั้นนักลงทุนที่มีศักยภาพสูงและมีวงเงินลงทุนมาก อาจเลือกลงทุนในต่างประเทศก่อนที่จะคิดถึงตลาดทุนไทย

ปัญหาสำคัญด้านผู้ระดมทุนคือ ต้นทุนการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์สูงกว่าในระบบสินเชื่อธนาคารพาณิชย์ ต้นทุนการระดมทุนที่สูงกว่านี้ส่วนหนึ่งเนื่องจากต้นทุนแฝงหรือค่าความเสี่ยงในใจของผู้ระดมทุน ผู้ระดมทุนมีความเสี่ยงจากการกำหนดราคาในวันเปิดขายวันแรกกว่าจะเป็นเท่าไร ซึ่งอาจมีราคาต่ำหรือสูงกว่ามูลค่าที่กิจการได้ประเมินไว้ก็ได้ ปัจจัยที่นอกเหนือจากการควบคุมกิจการในช่วงเวลาดังกล่าว รวมถึงกฎเกณฑ์ต่างๆ และการเปิดเผยข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนต้องมีการดำเนินการอย่างเคร่งครัด ส่งผลให้ต้นทุนที่แท้จริงของการระดมทุนเพิ่มสูงขึ้น

นอกจากนี้ เนื่องจากการระดมทุนในตลาดทุนนี้แตกต่างจากธนาคารพาณิชย์ที่มีการตกลงอัตราดอกเบี้ยกันแบบตายตัวและมีวิธีคิดต้นทุนที่ชัดเจนแน่นอน จึงทำให้การระดมทุนส่วนใหญ่ของไทยจึงดำเนินการผ่านระบบธนาคารพาณิชย์ ยกเว้นเพียงช่วงที่ประสบวิกฤติเศรษฐกิจเมื่อปี 2541 เมื่อระบบธนาคารพาณิชย์มีปัญหาสินเชื่อที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL) ทำให้ระบบธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถปล่อยสินเชื่อได้ บริษัทจึงหันมาระดมทุนจากการออกหุ้น

ในปัจจุบัน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังมีขนาดที่เล็กเมื่อเทียบกับตลาดของประเทศเพื่อนบ้านที่เป็นคู่แข่งสำคัญ รวมถึงบางประเทศที่เริ่มพัฒนาตลาดทุนภายหลังประเทศไทย แต่กลับมีมูลค่าตลาดสูงกว่า ข้อมูลจากแผนพัฒนาตลาดทุนไทย ปี 2552 บ่งชี้ว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีมูลค่ารวมของตลาดเพียงร้อยละ 51 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) ขณะที่ฮ่องกงมีอัตราส่วนอยู่ที่ร้อยละ 845 สิงคโปร์อยู่ที่ร้อยละ 202 มาเลเซียร้อยละ 104 และเกาหลีใต้อยู่ที่ร้อยละ 66 อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นว่า การขยายตัวของมูลค่าของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังมีอัตราต่ำอยู่เมื่อเทียบกับประเทศใกล้เคียง

จากปัญหาตลาดหลักทรัพย์ไทยดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า ตลาดทุนไทยยังคงต้องปรับตัวด้านต้นทุนการแข่งขันกับต่างประเทศ พร้อมทั้งการเร่งการขยายตัวให้เพิ่มขึ้น รวมถึงการสร้างช่องทางเลือกการระดมทุนที่มีต้นทุนต่ำเมื่อเทียบกับช่องทางระดมเงินทุนอื่นๆ ภายในประเทศ

ยุทธศาสตร์ที่เป็นมาตรการสำคัญของแผนพัฒนาตลาดทุนไทยปี 2552 คือ การยกเลิกการผูกขาดและยกระดับความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทย การเปิดเสรีและเพิ่มประสิทธิภาพของสถาบันตัวกลาง การปฏิรูปกฎหมายและระบบภาษีเพื่อการพัฒนาตลาดทุน การพัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงิน และการสร้างวัฒนธรรมการออมระยะยาว เป็นต้น โดยมีมุ่งเน้นการปรับรูปแบบตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้พร้อมรองรับการแข่งขันในเวทีตลาดทุนโลก

อย่างไรก็ตาม การดำเนินการใดๆ ควรย้อนกลับไปดูว่าตลาดอื่นๆ ที่พัฒนาแล้วเป็นอย่างไร เมื่อพิจารณาตลาดที่มีการเปลี่ยนแปลงแล้ว เช่น ญี่ปุ่น (TSE) เกาหลี (KRX) อินเดีย (NSE และ BSE) ไต้หวัน (TWSE) ศรีลังกา (CSE) ออสเตรเลีย (ASX) ฮองกง (HKEx) สิงคโปร์ (SGX) มาเลเซีย (BM) ญี่ปุ่น (OSE) นิวซีแลนด์ (NZX) และฟิลิปปินส์ (PSE) จะพบว่า โดยส่วนใหญ่แล้ว ตลาดทุนมีลักษณะ ‘รูปแบบเอกชน’ มีหน่วยงานที่ดูแลด้านการพัฒนาตลาด รวมถึงหน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแลตลาด นอกจากนี้ ยังมีตลาดคู่แข่งที่ทำธุรกิจการซื้อขายหลักทรัพย์ การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวสอดคล้องกับแนวคิดการเปิดเสรีและการสร้างการแข่งขันอย่างเป็นธรรม ตามความเชื่อในทางเศรษฐศาสตร์ว่า การแข่งขันจะทำให้เกิดการจัดสรรทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ

อย่างไรก็ตาม เมื่อยังไม่มีหลักฐานเชิงประจักษ์ว่า การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวจะส่งผลในระยะยาวอย่างไร ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงรูปแบบของตลาดทุนไทยควรดำเนินการอย่างระมัดระวังและรอบคอบ เพราะเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงไปแล้วจะไม่สามารถเปลี่ยนแปลงกลับได้ (Irreversible Decision) ยกตัวอย่างเช่น การเปลี่ยนแปลงไปสู่ ‘รูปแบบเอกชน’ นี้ย่อมส่งผลต่อสิทธิประโยชน์ทางภาษีของบริษัทจดทะเบียน (ในปัจจุบันบริษัทจดทะเบียนเสียภาษีในอัตราร้อยละ 20 ของกำไรสุทธิ เทียบกับร้อยละ 30 ในกรณีที่ไม่ได้เป็นบริษัทจดทะเบียน) การได้รับยกเว้นภาษีจากส่วนต่างของราคา และระบบการแต่งตั้งหรือเลือกตั้งคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น

ประเด็นการเปลี่ยนแปลงเหล่านี้ล้วนเกี่ยวข้องกับความเชื่อมั่นของนักลงทุนทั้งไทยและต่างชาติ รวมถึงการจัดสรรทรัพยากรทางการเงินของประเทศอันจะส่งผลต่อความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในอนาคต ท้ายที่สุด ไม่ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะเปลี่ยนแปลงไปสู่รูปแบบใด ตลาดหลักทรัพย์ย่อมต้องทำหน้าที่ตามเป้าหมายการเป็นแหล่งระดมทุนและจัดสรรทรัพยากรการเงินเพื่อประโยชน์สูงสุดของประเทศและประชาชน