



Capital Market Of All

รายงานสรุปผลวิจัยโครงการ “ตลาดทุนของทุกคน”

จัดทำโดยมูลนิธิสถาบันอนาคตไทยศึกษา
กันยายน 2565



สมุดปกขาว (White Paper)

**โครงการตลาดทุนของทุกคน
(Capital Market OF All)**

เสนอต่อ

**กองทุนส่งเสริมการพัฒนาคตลาดทุน
(Capital Market Development Fund: CMDF)**

โดย

**มูลนิธิสถาบันอนาคตไทยศึกษา
(Thailand Future Foundation)**

กันยายน 2565

กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยโครงการตลาดทุนของทุกคนสามารถดำเนินการจนประสบความสำเร็จลุล่วงไปด้วยดี เนื่องจากได้รับความอนุเคราะห์และสนับสนุนจาก คุณชนันต์ ชาญชัยณรงค์ และ ดร. ศรพล ตุลยะเสถียร ที่ได้กรุณาให้คำปรึกษา ความรู้ ข้อคิด ข้อเสนอแนะ และปรับปรุงแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ จนกระทั่งการวิจัยครั้งนี้สำเร็จเรียบร้อยด้วยดี ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ ที่นี้

ขอขอบคุณผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในตลาดทุนทุกท่านที่ได้สละเวลาอันมีค่ามาให้ความเห็น ทำกิจกรรม และออกแบบแนวทางนโยบายที่เหมาะสมในการทำวิจัยครั้งนี้

ขอขอบคุณเพื่อนร่วมงานทุกคนที่อำนวยความสะดวกและช่วยเหลือในการทำวิจัยครั้งนี้

ขอขอบคุณกองทุนส่งเสริมการพัฒนาตลาดทุนที่ให้ความอนุเคราะห์สนับสนุนการจัดทำวิจัยครั้งนี้

สุดท้ายนี้ผู้วิจัยหวังว่างานวิจัยฉบับนี้คงเป็นประโยชน์สำหรับหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในตลาดทุนไทย และผู้ที่สนใจศึกษาต่อไป

ณภัทร จาตุศรีพิทักษ์
มูลนิธิสถาบันอนาคตไทยศึกษา
(Thailand Future Foundation)

คณะวิจัยหลัก

ดร.ณภัทร	จาคตุศรีพิทักษ์ (หัวหน้าโครงการ)
ณัฐพร	จาคตุศรีพิทักษ์
ธราธร	รัตนนฤมิตร
ประกาย	ธีระวัฒนากุล
ชยธร	เต็มอริยบุตร
ไท	วัฒนา
อิธิพัทธ์	ผลเพิ่ม
วัชรศักดิ์	ตุงคะเสน
หทัยภัทร	วินัยแพทย์
ณิชาพรรณ	อัสวสุนาท
อภิวรรณ	ดวงกุ่มเมศ
กานต์กมล	สินเจริญ

สารบัญ

1. บทนำ	1
2. การยกระดับประสิทธิภาพของตลาดทุน.....	3
2.1 สถานการณ์ด้านประสิทธิภาพตลาดทุนไทย	3
2.2 ช่องว่างปัญหาด้านประสิทธิภาพของตลาดทุน	6
2.3 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายเพื่อการยกระดับประสิทธิภาพตลาดทุน	14
3. ความเป็นไปได้ของ Securitized Alternative Lending ในบริบทไทย.....	30
3.1 ความสำคัญของ Alternative Lending	30
3.2 ข้อจำกัดของ Alternative Lending ในปัจจุบัน.....	34
3.3 แนวทางการพัฒนาและส่งเสริมตลาด Securitized Alternative Lending	35
4. การส่งเสริมการเข้าถึงตลาดทุน.....	47
4.1 สถานการณ์ด้านการเข้าถึงตลาดทุน	47
4.2 ช่องว่างปัญหาด้านการเข้าถึงตลาดทุน	49
4.3 ข้อเสนอแนะนโยบายการส่งเสริมการเข้าถึงตลาดทุน	60
5. บทวิเคราะห์นโยบาย Universal Basic Capital (UBC).....	68
5.1 เหตุผลและความจำเป็นของนโยบาย UBC.....	68
5.2 รูปแบบการดำเนินนโยบาย UBC.....	70
5.3 ความเป็นไปได้และตัวอย่างแบบจำลองนโยบาย UBC.....	71
6. การส่งเสริมความยั่งยืนของตลาดทุน.....	80
6.1 สถานการณ์ด้านความยั่งยืนของตลาดทุนไทย.....	80
6.2 ช่องว่างปัญหาด้านความยั่งยืนของตลาดทุนไทย.....	82
6.3 ข้อเสนอแนะนโยบายเพื่อการส่งเสริมความยั่งยืนของตลาดทุน	85
บรรณานุกรม.....	92

สารบัญภาพ

ภาพที่ 1 แสดงส่วนแบ่งการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่มีมาแบ่งตามประเภทหน่วยธุรกิจ	4
ภาพที่ 2 เปรียบเทียบขนาดของระบบการเงินประเภทต่างๆ กับขนาดผลผลิตมวลรวม	6
ภาพที่ 3 แสดงสาเหตุที่ประชาชนตัดสินใจไม่ลงทุนหรือเลิกลงทุนในหุ้น	11
ภาพที่ 4 สรุปผลสำรวจผู้ถือหน่วยลงทุนเกี่ยวกับการใช้ข้อมูลในหนังสือชี้ชวน	12
ภาพที่ 5 แผนผังของเครื่องมือที่จะช่วยสนับสนุนนักลงทุนในการศึกษาข้อมูลของหลักทรัพย์	39
ภาพที่ 6 รูปแสดงสัดส่วนการถือครองเงินฝากของประเทศกลุ่ม OECD	48
ภาพที่ 7 สัดส่วนผู้ตอบแบบสอบถามจำแนกตามสถานะทางการเงิน	50
ภาพที่ 8 สัดส่วนผู้ตอบแบบสอบถามจำแนกตามลักษณะของรายได้	50
ภาพที่ 9 สัดส่วนผู้ตอบแบบสอบถามจำแนกตามสถานะทางการเงินและพฤติกรรมการลงทุน	51
ภาพที่ 10 สัดส่วนผู้ตอบแบบสอบถามที่ตอบว่ารู้จักคำศัพท์ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน	52
ภาพที่ 11 จำนวนผู้ตอบแบบสอบถามจำแนกตามการวางแผนทางการเงิน	52
ภาพที่ 12 สัดส่วนผู้ตอบแบบสอบถามจำแนกตามระยะเวลาคาดหวังผลตอบแทน	54
ภาพที่ 13 สัดส่วนผู้ตอบแบบสอบถามจำแนกตามระยะเวลาคาดหวังผลตอบแทนและระดับผลตอบแทน	55
ภาพที่ 14 แสดงสาเหตุที่ประชาชนตัดสินใจไม่ลงทุนหรือเลิกลงทุนในหุ้น	57
ภาพที่ 15 สรุปผลสำรวจผู้ถือหน่วยลงทุนเกี่ยวกับการใช้ข้อมูลในหนังสือชี้ชวน	58
ภาพที่ 16 คำมัญฐานต้นทุนทางธุรกรรมเรียงตามขนาดของบริษัท	59
ภาพที่ 17 สัดส่วนสิ่งที่นักลงทุนปัจจุบันต้องการให้ปรับปรุง	62
ภาพที่ 18 แผนภาพสรุป ONE-ID Ecosystem	63
ภาพที่ 19 แผนภาพแสดงระบบนิเวศตลาดทุนยุคเก่าและใหม่	65
ภาพที่ 20 เงินต้นและเงินในอนาคต (Future Value) ของนโยบายที่แจกเงินแรกเกิด 10,000 บาท ...	71
ภาพที่ 21 เงินต้นและเงินในอนาคต (Future Value) ของนโยบายที่แจกเงินแรกเกิด 15,000 บาท ...	72
ภาพที่ 22 เงินต้นและเงินในอนาคต (Future Value) ของนโยบายที่แจกเงินแรกเกิด 20,000 บาท	72
ภาพที่ 23 เงินต้นและเงินในอนาคต (Future Value) ของนโยบายที่แจกเงินแรกเกิด 25,000 บาท	73
ภาพที่ 24 เงินต้นและเงินในอนาคต (Future Value) ของนโยบายที่แจกเงินแรกเกิด 30,000 บาท	73
ภาพที่ 25 Coverage ของ Minimum Income Standard ของเบี้ยเลี้ยงรายปี (Annuity) ของรูปแบบการ จ่ายเงินประเภทต่างๆ	75
ภาพที่ 26 Coverage ของ Poverty Line ของเบี้ยเลี้ยงรายปี (Annuity) ของรูปแบบการจ่ายเงินประเภท ต่างๆ	75
ภาพที่ 27 งบประมาณเฉลี่ยรายปีของรูปแบบการจ่ายเงินต่างๆ	76
ภาพที่ 28 สัดส่วนงบประมาณต่อรายได้ภาษีเฉลี่ยต่อปี จากภาษีเงินได้นิติบุคคล	76
ภาพที่ 29 สัดส่วนงบประมาณต่อรายได้ภาษีเฉลี่ยต่อปี จากภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา	77

ภาพที่ 30 สัดส่วนงบประมาณต่อรายได้ภาษีเฉลี่ยต่อปี จากภาษีมูลค่าเพิ่ม	77
ภาพที่ 31 สัดส่วนการใช้งบประมาณเฉลี่ยรายปีเทียบกับนโยบายขึ้นภาษี ภาษีเงินได้นิติบุคคล	78
ภาพที่ 32 สัดส่วนการใช้งบประมาณเฉลี่ยรายปีเทียบกับนโยบายขึ้นภาษี ภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา ...	79
ภาพที่ 33 สัดส่วนการใช้งบประมาณเฉลี่ยรายปีเทียบกับนโยบายขึ้นภาษี ภาษีมูลค่าเพิ่ม	79

สารบัญตาราง

ตารางที่ 1 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายที่เกี่ยวข้องกับการจัดตั้งบริษัทและการระดมทุนตามระยะการพัฒนาของบริษัท	22
ตารางที่ 2 เปรียบเทียบมูลค่าเบี้ยเลี้ยงชีพรายปีจนถึงอายุ 60 ปีจากรูปแบบการแจกเงินต่างๆ	74
ตารางที่ 3 แสดงกรอบการวิเคราะห์ภาพรวมความยั่งยืนของตลาดทุนไทย	81

สมุดปกขาว โครงการตลาดทุนของทุกคน (Capital Market OF All)

1. บทนำ

ตลาดทุนเป็นหัวใจสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมของประเทศ โดยตลาดทุนเป็นกลไกที่จะช่วยให้เกิดการจัดสรรเงินทุนหรือทรัพยากรไปยังกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่สร้างผลผลิตทางเศรษฐกิจและสังคม ช่วยสร้างความมั่งคั่งให้กับประเทศ กิจกรรมธุรกิจ และประชาชน รวมถึงมีส่วนช่วยให้สังคมสิ่งแวดล้อมพัฒนาไปในแนวทางที่ดีขึ้นได้ ตลาดทุนยังมีบทบาทสำคัญในการส่งเสริมการออม และการลงทุนของผู้มีเงินออมตลอดจนสนับสนุนการระดมทุนของกิจกรรมธุรกิจ เกื้อหนุนให้เกิดการเติบโตทางเศรษฐกิจ และการพัฒนาเทคโนโลยีและนวัตกรรมของประเทศในระยะยาว ดังนั้น การยกระดับศักยภาพของตลาดทุนจึงมีความสำคัญอย่างยิ่งต่อการพัฒนาประเทศในระยะยาว

สำหรับประเทศกำลังพัฒนาส่วนใหญ่รวมทั้งไทย มีระบบเศรษฐกิจที่พึ่งพาธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก (Bank-Based Economy) ภาคธุรกิจและภาคประชาชนส่วนใหญ่ได้รับการสนับสนุนแหล่งเงินทุนจากธนาคารพาณิชย์ในฐานะที่ทำหน้าที่เป็นตัวกลางทางการเงิน (Financial Intermediaries) ทั้งการให้สินเชื่อเพื่อตอบสนองต่อความต้องการเงินทุนในการดำเนินธุรกิจ รวมทั้งเป็นแหล่งเงินออมและเงินกู้ของภาคประชาชน อย่างไรก็ตาม ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาตลาดทุนไทยได้รับการพัฒนาและเติบโตขึ้นมาอย่างต่อเนื่อง จนมีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจไทยมากขึ้นเป็นลำดับ ดังเห็นได้จากความสำคัญของมูลค่าตลาดทุนต่อมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมที่เพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง สะท้อนให้เห็นว่าตลาดทุนไทยมีพื้นฐานแข็งแกร่ง สามารถรองรับการเข้าถึงแหล่งเงินทุนของทั้งภาคธุรกิจและภาคประชาชนได้ดีในช่วงที่ผ่านมา และจากวิกฤตโควิด-19 แสดงให้เห็นว่าตลาดทุนไทยสามารถรองรับภาวะวิกฤตและยังเป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญสำหรับผู้ที่ต้องการเงินทุน

อย่างไรก็ตาม ตลาดทุนไทยยังต้องเผชิญกับจุดเปลี่ยนสำคัญ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเรื่องของนวัตกรรมทางการเงินที่มีการพัฒนาและเติบโตอย่างรวดเร็ว ไม่ว่าจะเป็นสกุลเงินดิจิทัลหรือคริปโตเคอร์เรนซี (Cryptocurrency), การเงินแบบไม่รวมศูนย์ (Decentralized Finance หรือ DeFi), Non-fungible token, Web 3.0 และสินทรัพย์เสมือนในโลก Metaverse เป็นต้น เกิดเป็นโลกการเงินยุคใหม่ที่มีผลิตภัณฑ์และรูปแบบการลงทุนที่แตกต่างไปจากเดิม นวัตกรรมเหล่านี้เป็นทั้งความท้าทายและโอกาสสำหรับตลาดทุนไทย สำหรับแนวโน้มโลกอนาคตที่สำคัญต่อตลาดทุนไทยประกอบไปด้วย 2 เทรนด์หลัก คือ

1) การก่อตัวของสินทรัพย์ดิจิทัล (Rise of Digital Assets) ที่จะทำให้การลงทุน/ระดมทุนสามารถทำได้ในต้นทุนต่ำ รวดเร็ว และง่ายอย่างที่ไม่เคยมีมาก่อน เพราะไม่จำเป็นต้องผ่านขั้นตอนที่ยุ่งยาก ยกตัวอย่างเช่น กระบวนการ Know Your Customer (KYC) การลงทุน/ระดมทุนผ่านสินทรัพย์เหล่านี้จะทำให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนที่มากขึ้น ผู้ระดมทุนสามารถระดมทุนได้เต็มจำนวนมากขึ้น

เพราะการระดมทุนเกิดขึ้นโดยการซื้อขายสินทรัพย์โดยตรงกับผู้ลงทุนโดยใช้เทคโนโลยี Blockchain ที่มีลักษณะการกระจายอำนาจ (Decentralization) ไม่มีตัวกลางที่รับส่วนแบ่งจากค่าธรรมเนียมการให้บริการที่อาจตกตวงผลประโยชน์เกินควรโดยใช้ความได้เปรียบจากระบบอำนาจเดิม เช่น อำนาจผูกขาดในตลาด หรืออำนาจทางการเมือง อย่างไรก็ตาม การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวสร้างความท้าทายให้กับนโยบายและการกำกับดูแลที่ต้องคำนึงถึงความสมดุลระหว่างการคุ้มครองผู้เล่นในตลาด และการคงความสามารถในการแข่งขันและความน่าดึงดูดของตลาดทุนภายในประเทศ

2) การก่อตัวของโมเดลธุรกิจดิจิทัล (Rise of Digital Business Models) ที่รูปแบบการดำเนินงานของหน่วยธุรกิจจะใช้ประโยชน์จากเทคโนโลยีดิจิทัลเพื่อเพิ่มมูลค่าของธุรกิจ อาทิ การใช้แพลตฟอร์มออนไลน์เพื่อให้เข้าถึงและอำนวยความสะดวกสบายให้กับลูกค้า/ผู้รับบริการมากขึ้น การใช้ประโยชน์ข้อมูลที่เกิดขึ้นจากธุรกรรมบนแพลตฟอร์มออนไลน์เพื่อประกอบการตัดสินใจทางธุรกิจที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น รวมไปถึงการใช้เทคโนโลยีเพื่อเพิ่มการมีส่วนร่วมของเจ้าของธุรกิจหรือผู้ถือหุ้นในการกำหนดทิศทางขององค์กร เป็นต้น นวัตกรรมเหล่านี้จะเอื้อให้ธุรกิจใหม่ ๆ เกิดขึ้นหากสามารถใช้ประโยชน์จากเทคโนโลยีดิจิทัลได้อย่างเหมาะสม ในขณะที่บริษัทขนาดใหญ่จะมีแนวโน้มขยายธุรกิจไปในห่วงโซ่อุปทานที่หลากหลายมากขึ้น

จากความสำคัญของตลาดทุนไทยในข้างต้นประกอบกับพลวัตการเปลี่ยนแปลงในปัจจุบันและอนาคต หากตลาดทุนไทยไม่สามารถยกระดับการพัฒนาให้เท่าทันต่อสภาพการณ์ของโลกใหม่ได้ จะยิ่งทำให้ตลาดทุนไทยมีระดับการพัฒนาที่ล้าหลังและยิ่งเพิ่มความเหลื่อมล้ำในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน ดังนั้นเพื่อลดปัญหาและอุปสรรค รวมทั้งยกระดับขีดความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทย จึงจำเป็นต้องศึกษา วิเคราะห์ และหาแนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทยให้สามารถทัดเทียมและก้าวสู่ตลาดทุนในระดับภูมิภาคได้

ตลาดทุนที่ดีนั้น จะต้องมียุทธศาสตร์สำคัญ 3 ประการด้วยกัน คือ (1) มีประสิทธิภาพสามารถอำนวยความสะดวกให้เกิดการเคลื่อนย้ายของทุนไปสู่กลุ่มกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่สร้างผลตอบแทนสูงที่สุด โดยมีต้นทุนการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่ต่ำที่สุด บนพื้นฐานของข้อมูลที่ถูกต้อง รวดเร็ว และโปร่งใส (2) เข้าถึงได้ง่าย คือต้องเป็นกลไกที่เปิดกว้างต่อผู้เล่นในระบบนิเวศตลาดทุนทุกระดับและทุกบทบาทภายใต้การกำกับดูแลที่เหมาะสม ทั้งประชาชน ภาคธุรกิจ ตัวกลาง และรัฐสามารถได้รับประโยชน์อย่างทั่วถึงและเป็นธรรม และ (3) ส่งเสริมกิจกรรมการพัฒนาอย่างยั่งยืน นั่นคือตลาดทุนที่ดีต้องจัดสรรเงินทุนไปสู่กิจกรรมที่เป็นมิตรต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม และลดการจัดสรรเงินทุนที่ส่งผลเสียหรือทำลายสังคมและสิ่งแวดล้อมด้วยเช่นกัน

โครงการตลาดทุนของทุกคน (Capital Market OF All) มุ่งศึกษาข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย เพื่อพัฒนาตลาดทุนให้ตอบโจทย์ด้านประสิทธิภาพ การเข้าถึง และความยั่งยืน ให้ตลาดทุนเป็นของทุกคนอย่างแท้จริง โดยในขั้นตอนการศึกษาได้มีการออกแบบกระบวนการห้องปฏิบัติการนโยบาย (Policy Lab) ซึ่งเป็นเวทีที่ช่วยกระตุ้นความร่วมมือ สร้างการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย มาแลกเปลี่ยนปัญหาอุปสรรคและค้นหาแนวทางการพัฒนานโยบายการพัฒนาตลาดทุนร่วมกัน รวมถึงยังมีการ



ศึกษาวิจัยเชิงลึกทั้งในประเด็นข้อกฎหมาย การวิเคราะห์ตัวแบบนโยบายตลาดทุน การวิเคราะห์ระบบภาษี การสัมภาษณ์ผู้เชี่ยวชาญ และการสำรวจข้อมูลการเข้าถึงตลาดทุนภาคประชาชน จนได้ต้นแบบนโยบายเพื่อพัฒนาตลาดทุนให้เป็นตลาดทุนของทุกคน โดยในสมุดปกขาวฉบับนี้ ได้รวบรวมผลการศึกษากการพัฒนาตลาดทุนและข้อเสนอแนะเชิงนโยบายที่เกี่ยวข้อง ซึ่งประกอบไปด้วยหัวข้อการศึกษาทั้งหมด 5 หัวข้อได้แก่

1. การยกระดับประสิทธิภาพตลาดทุน
2. ความเป็นไปได้ของ Securitized Alternative Lending ในบริบทไทย
3. การส่งเสริมการเข้าถึงตลาดทุน
4. บทวิเคราะห์นโยบาย UBC
5. การส่งเสริมความยั่งยืนของตลาดทุน

รายละเอียดในแต่ละหัวข้อจะประกอบไปด้วยผลการศึกษาเกี่ยวกับสถานการณ์ปัจจุบัน ช่องว่างปัญหาหรือโอกาส เหตุผลและความจำเป็นเชิงนโยบาย ตลอดจนข้อเสนอแนะเชิงนโยบายที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาตลาดทุน

2. การยกระดับประสิทธิภาพของตลาดทุน

2.1 สถานการณ์ด้านประสิทธิภาพตลาดทุนไทย

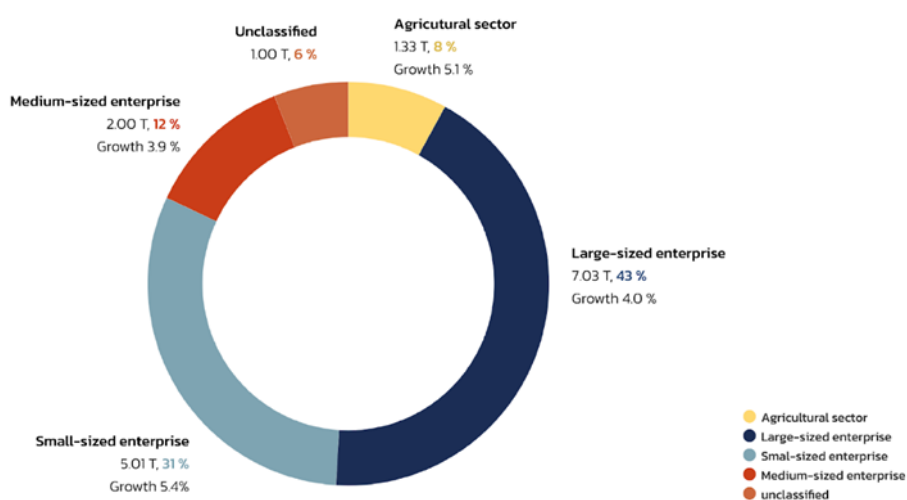
ตลาดทุนคือหนึ่งในโครงสร้างสำคัญที่จะช่วยให้ประเทศไทยก้าวผ่านวิกฤตที่รุมเร้าได้ เพราะตลาดทุนที่ทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพจะทำหน้าที่ลำเลียงทรัพยากรเงินทุนจากผู้ลงทุนไปสู่การลงทุนที่เป็นประโยชน์ สร้างนวัตกรรมใหม่ๆ ก่อให้เกิดผลิตภาพโดยรวมที่เพิ่มสูงขึ้น จากการศึกษาโดย ThailandFuture พบว่า อุปสรรคที่เป็นคอขวดหลัก ซึ่งถ้าหากปรับเปลี่ยนได้ จะช่วยให้ตลาดทุนไทยยกระดับความสามารถในการแข่งขันให้เท่าทันกับสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงรวดเร็วได้ คือ กฎระเบียบการกำกับดูแลที่ยังคงกำกวม ยุ่งยาก และซับซ้อน โดยผลการศึกษากิจการระดมความคิดเห็นผ่านห้องทดลองนโยบาย (Policy Lab) วงประสิทธิภาพ ประกอบกับการสัมภาษณ์เชิงลึกผู้มีส่วนเกี่ยวข้องพบว่ากฎเกณฑ์มีส่วนเป็นอุปสรรคที่ทำให้หน่วยธุรกิจระดมทุนได้ลำบากมากขึ้นโดยเฉพาะกลุ่มวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) Startup กลุ่มธุรกิจเกิดใหม่ รวมไปถึงหน่วยธุรกิจที่มีนวัตกรรมหรือไอเดียใหม่ ๆ ด้วย นอกจากนี้ ระบบกระบวนการยุติธรรมและการบังคับใช้กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนยังคงใช้เวลานาน หรือไม่สามารถเอาผิดผู้ที่ละเมิดกฎระเบียบได้ ส่งผลให้ผู้กำกับดูแลและกฎระเบียบขาดความศักดิ์สิทธิ์ ทั้งผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนขาดแรงจูงใจในการทำกิจกรรมในตลาดทุนเพราะเกรงว่าจะถูกเอารัดเอาเปรียบ จนทำให้เกิดภาวะความล้มเหลวของตลาดทุน (Market Failure) ได้

อีกหนึ่งคอขวดสำคัญที่ทำให้ตลาดทุนไทยยังไม่สามารถตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงได้อย่างทันทั่วทั้งที่ คือ ความสามารถในการส่งต่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนที่ยังขาดความโปร่งใสและความ

ทั่วถึง ไม่ว่าจะเป็นต่อผู้ลงทุน ผู้ระดมทุน หรือแม้กระทั่งผู้ดำเนินนโยบายและผู้กำกับดูแล ซึ่งข้อมูลที่โปร่งใส ทั่วถึง และให้ข้อสรุปเกี่ยวกับข้อเท็จจริงที่ตรงกันจะเป็นกลไกสำคัญที่ช่วยให้ผู้เล่นทุกคนในตลาดตัดสินใจได้อย่างมีเหตุมีผล ผู้ลงทุนเลือกลงทุนในสินทรัพย์ที่ออกโดยหน่วยธุรกิจที่สามารถสร้างผลิตภาพให้กับประเทศได้อย่างแท้จริงแทนที่การซื้อเพื่อเก็งกำไร ผู้ระดมทุนได้รับการประเมินมูลค่าและความเสี่ยงของสินทรัพย์อย่างเหมาะสมเพื่อให้ทรัพยากรเงินทุนถูกปล่อยไปสู่หน่วยธุรกิจที่ก่อให้เกิดผลิตภาพสูงสุด ทั้งผู้กำกับดูแลและผู้ดำเนินนโยบายสามารถติดตามสถานการณ์ภายในตลาดทุนพร้อมกับปรับนโยบายหรือกฎเกณฑ์ให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลง นำไปสู่ตลาดทุนที่ทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ

อย่างไรก็ตาม แม้ว่าตลาดทุนจะมีข้อมูลที่ไหลเวียนได้อย่างโปร่งใสและทั่วถึง แต่หากตลาดมีอุปสรรคในการเข้าถึง ย่อมจะส่งผลให้ตลาดทุนไม่สามารถตอบสนองต่อข้อมูลใหม่ ๆ ได้ เพราะตลาดขาดผู้เล่นจำนวนมากที่จะช่วยผลักดันให้กลไกราคาทำงานได้อย่างเต็มประสิทธิภาพ ไม่สามารถป้องกันการผูกขาดเงินทุนที่ผลลัพธ์การระดมทุนขึ้นกับการตัดสินใจของนักลงทุนรายใหญ่ หรือหน่วยธุรกิจขนาดใหญ่ น้อยรายที่มักกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเก่าทำการผูกขาดเงินทุนจนทำให้หน่วยธุรกิจรายใหม่ขาดโอกาส ไม่สามารถสร้างสินค้า/บริการใหม่ที่จะช่วยเพิ่มผลิตภาพมวลรวมของประเทศได้ สอดคล้องกับตัวเลขจากการศึกษาของสถาบันธนาคารพัฒนาเอเชีย (Asian Development Bank Institute) พบว่า SMEs ของประเทศไทยนั้นมีส่วนเป็นอย่างมากต่อพัฒนาการโดยรวมของเศรษฐกิจไทย กล่าวคือ มีสัดส่วนต่อ GDP อยู่ที่ร้อยละ 45 (ข้อมูลในปี 2561) หรือประมาณ 7 ล้านล้านบาท ดังนั้น บรรดา SMEs จึงถือเป็นฟันเฟืองที่สำคัญอย่างยิ่ง และถือเป็นแกนกลาง (Lifeblood) ของเศรษฐกิจของประเทศไทย ดังนั้นนโยบายส่งเสริมการเข้าถึงตลาดทุนจึงมีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับนโยบายพัฒนาประสิทธิภาพตลาดทุน

ภาพที่ 1 แสดงส่วนแบ่งการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่มีมาแบ่งตามประเภทหน่วยธุรกิจ



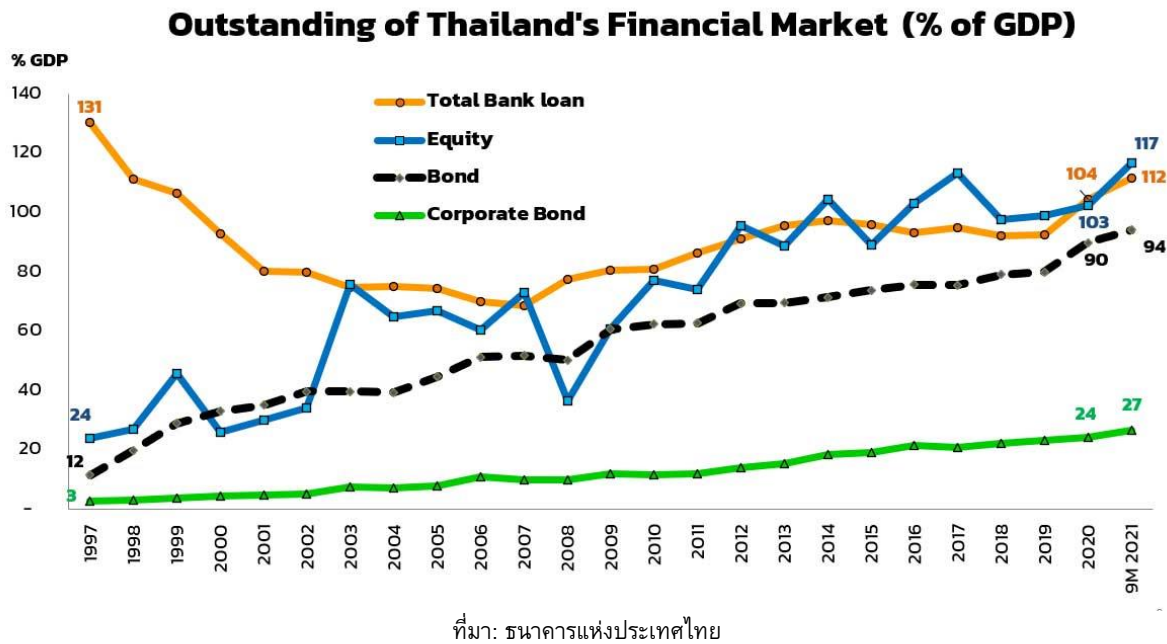
ที่มา : <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/604661/adb-wp1130.pdf>

นอกเหนือจากอุปสรรคในการเข้าถึงตลาดทุนแล้ว ต้นทุนที่เกิดขึ้นภายในตลาดทุน ไม่ว่าจะเป็นต้นทุนตอมมาจากกลุ่มธุรกิจตัวกลางภายในตลาดทุนที่ก่อให้เกิดต้นทุนทางธุรกรรมต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ในแต่ละครั้ง หรือจากภาครัฐ อาทิ มาตรการภาษีกำไรจากการลงทุน (Capital Gain Taxes) จัดได้ว่าเป็นอีกหนึ่งอุปสรรคสำคัญที่ขัดขวางไม่ให้เกิดตลาดทุนทำงานได้อย่างเต็มประสิทธิภาพ เนื่องจากผู้ลงทุนไม่ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนอย่างเต็มที่ จนส่งผลให้ขาดแรงจูงใจในการลงทุน ในขณะที่ผู้ระดมทุนไม่ได้รับเงินทุนอย่างเต็มที่จนขาดแรงจูงใจในการระดมทุนเช่นเดียวกัน

อย่างไรก็ตาม แม้ว่านโยบายต่าง ๆ ที่แก้ไขปัญหาลำต้นจะช่วยยกระดับประสิทธิภาพตลาดทุนได้ในระยะสั้นถึงกลาง แต่ในระยะยาวแล้ว ผู้เล่นที่มีคุณภาพ มีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุน และระดมทุนคือแกนหลักที่จะช่วยให้นโยบายพัฒนาตลาดทุนที่แก้ไขปัญหारे่อง ทุกระเบียบ ข้อมูล การเข้าถึงตลาดทุน และปัจจัยบิดเบือนตลาดทุนประสบผล เพราะถ้าผู้เล่นขาดเหตุผลและความรู้ความเข้าใจแล้ว นโยบายที่กล่าวมาข้างต้นย่อมขาดประสิทธิผลในระยะยาว ผู้ลงทุนอาจยังคงเลือกลงทุนในสินทรัพย์ที่ไม่ก่อให้เกิดผลิตภาพอย่างแท้จริงแม้ว่าจะได้รับข้อมูลอย่างทั่วถึงและโปร่งใส เนื่องจากผู้ลงทุนไม่สามารถประมวลข้อมูลที่ได้รับเพื่อประกอบการตัดสินใจได้อย่างมีเหตุมีผล ในทำนองเดียวกัน นโยบายส่งเสริมการเข้าถึงตลาดทุนจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพตลาดทุนได้ก็ต่อเมื่อผู้เล่นที่เข้าสู่ตลาดทุนมีเหตุมีผล เป็นตัวจักรสำคัญที่ช่วยให้กลไกราคาภายในตลาดทุนทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ดังนั้น นโยบายที่เกี่ยวข้องกับการส่งเสริมความรู้ความเข้าใจทางการเงิน (Financial Literacy) จึงควรได้รับการผลักดันควบคู่ไปกับนโยบายพัฒนาตลาดทุน

ตลาดทุนไทยเฉกเช่นเดียวกับตลาดทุนในต่างประเทศจะยิ่งทวีความสำคัญมากยิ่งขึ้นอย่างต่อเนื่องสะท้อนได้จากข้อมูลสัดส่วนสินเชื่อนานาชาติต่อผลผลิตมวลรวมที่มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่องจากร้อยละ 131 ในปี 1997 เป็นร้อยละ 112 ในปี 2021 ในขณะที่ตลาดทางเลือกในการระดมทุนอื่น ๆ มีแนวโน้มขยายตัวอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะตลาดหุ้นที่เติบโตต่อเนื่องจากร้อยละ 24 ในปี 1997 เป็นร้อยละ 117 ในปี 2021 ซึ่งตอกย้ำถึงความสำคัญของตลาดทุนมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น นโยบายพัฒนาตลาดทุนจึงมีความสำคัญและควรผลักดันอย่างเร่งด่วน

ภาพที่ 2 เปรียบเทียบขนาดของระบบการเงินประเภทต่าง ๆ กับขนาดผลผลิตมวลรวม



2.2 ช่องว่างปัญหาด้านประสิทธิภาพของตลาดทุน

ตลาดทุนส่งผลสำคัญต่อการพัฒนาประเทศ หากแต่ตลาดทุนไทยยังมีข้อจำกัดด้านประสิทธิภาพ อันส่งผลให้ไม่สามารถสร้างประโยชน์ต่อการพัฒนาประเทศเท่าที่ควร ด้วยเหตุนี้ การเข้าใจสถานการณ์ของตลาดทุนไทยจึงมีความจำเป็นอย่างยิ่งในการกำหนดนโยบายเพื่อส่งเสริมการใช้ศักยภาพของตลาดทุน ส่วนนี้จึงนำเสนอสถานการณ์ตลาดทุนไทยเทียบกับต่างประเทศ ที่จะช่วยให้ตระหนักถึงช่องว่างที่ตลาดทุนไทยควรได้รับการพัฒนาให้มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น อันเป็นข้อมูลการวิเคราะห์ที่จะนำไปสู่ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายด้านประสิทธิภาพของตลาดทุนในส่วนถัดไป โดยการวิเคราะห์สถานการณ์ตลาดทุนไทยเทียบกับต่างประเทศในส่วนนี้ แบ่งออกเป็น 7 ด้าน ดังต่อไปนี้

2.2.1 ด้านกฎระเบียบ กระบวนการยุติธรรม และกฎเกณฑ์การกำกับดูแล

พัฒนาการทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนของต่างประเทศสะท้อนว่าประเทศไทยยังสามารถพัฒนากฎระเบียบโดยเรียนรู้จากประเทศในกลุ่มที่มีตลาดทุนที่พัฒนาในระดับสูงได้ อย่างไรก็ตามหากพิจารณากฎเกณฑ์ในด้านต่าง ๆ จะเห็นถึงข้อจำกัดที่ส่งผลกระทบต่อการลงทุนของผู้ที่เกี่ยวข้อง โดย 1) กฎหมายยังคงเป็นอุปสรรคไม่ให้นักลงทุนเข้าถึงประเภทของหลักทรัพย์ได้อย่างเหมาะสม สะท้อนได้จากเกณฑ์การจัดประเภทของนักลงทุนที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่ประเมินความสามารถในการรับความเสี่ยงของผู้ลงทุนจากมูลค่าสินทรัพย์แต่เพียงอย่างเดียว และ 2) กระบวนการทางกฎหมายยังไม่สามารถปกป้องหรือให้ความเป็นธรรมกับผู้เสียหายที่เกิดจากผู้กระทำผิดในตลาดทุนได้อย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะกลไกการฟ้องร้องคดีแบบกลุ่ม (Class Action) ที่มักเกี่ยวข้องกับตลาดทุนเพราะการกระทำผิดในตลาดดังกล่าวมักสร้างความเสียหายในวงกว้างและมีผู้เสียหายหลายราย

และ 3) ข้อจำกัดและความยุ่งยากซับซ้อนของการจัดตั้งบริษัทใหม่เป็นคอขวดสำคัญที่ยังคงทำให้ตลาดทุนขาดทางเลือกในการลงทุนใหม่ ๆ ที่สร้างผลิตภาพให้กับประเทศ

การให้คำนิยามและการจัดประเภทนักลงทุนของตลาดหลักทรัพย์สะท้อนว่ากฎหมายไทยที่เกี่ยวข้องยังคงจัดประเภทของนักลงทุนโดยคำนึงถึงมูลค่าสินทรัพย์ที่ถือครองเป็นสำคัญแต่เพียงอย่างเดียว อ้างอิงจากประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กจ. 4/2560 เรื่อง การกำหนดบทนิยามผู้ลงทุนสถาบัน ผู้ลงทุนรายใหญ่พิเศษ และผู้ลงทุนรายใหญ่ ได้แบ่งผู้ลงทุนออกเป็น 4 ประเภทด้วยกัน ได้แก่ 1) ผู้ลงทุนสถาบัน (Institutional Investor) 2) ผู้ลงทุนรายใหญ่พิเศษ (Ultra-High-Net-Worth Investor) 3) ผู้ลงทุนรายใหญ่ (High-Net-Worth Investor) และ 4) ผู้ลงทุนรายย่อย (Retail Investor) โดยบุคคลธรรมดาจะไม่สามารถถูกจัดเป็นนักลงทุนสถาบันได้ และจะถูกจัดเป็นผู้ลงทุนรายย่อย ผู้ลงทุนรายใหญ่ หรือผู้ลงทุนรายใหญ่พิเศษ ขึ้นกับสินทรัพย์สุทธิ รายได้ต่อปี และเงินลงทุนโดยตรงในหลักทรัพย์เท่านั้น

ต่อมา ตามประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กจ. 39/2564 เรื่อง การกำหนดบทนิยามผู้ลงทุนสถาบัน ผู้ลงทุนรายใหญ่พิเศษ และผู้ลงทุนรายใหญ่ที่จะมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ตุลาคม 2565 เป็นต้นไป ได้มีการปรับปรุงนิยามโดยการผ่อนคลายคุณสมบัติด้านฐานะทางการเงิน และเพิ่มหลักการพิจารณาคุณสมบัติด้านความรู้หรือประสบการณ์ของผู้ลงทุนเพิ่มเติม จัดได้ว่าเป็นเกณฑ์การคัดเลือกผู้ลงทุนให้เข้าถึงสินทรัพย์แต่ละประเภทมีความเหมาะสมมากขึ้นเทียบเคียงกับกรณีของประเทศสหรัฐอเมริกาจะพบว่านักลงทุนประเภท Accredited Investor ซึ่งเทียบเคียงได้กับนักลงทุนรายใหญ่ของไทยไม่ได้ถูกประเมินจากมูลค่าสินทรัพย์อย่างเดียว แต่ถือว่าอยู่ในกลุ่มดังกล่าว หากเป็นนักลงทุนที่มีใบอนุญาตประกอบวิชาชีพทางการเงิน ซึ่งเกณฑ์การจัดประเภทผู้ลงทุนที่มองมากกว่ามูลค่าสินทรัพย์จะมีส่วนช่วยให้ตลาดทุนมีประสิทธิภาพมากขึ้น เพราะสินทรัพย์ในตลาดแต่ละประเภทจะมีจำนวนผู้ลงทุนที่มีคุณภาพมาลงทุน ส่งเสริมให้กลไกราคาทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น อย่างไรก็ตาม เกณฑ์การจำแนกผู้ลงทุนยังคงสามารถพัฒนาให้มีความละเอียดและเพิ่มตัวแปรที่ใช้พิจารณาให้มากขึ้นเพื่อการแบ่งเกณฑ์ผู้ลงทุนที่มีความเหมาะสมยิ่งขึ้นในอนาคต

กลไกการฟ้องร้องผู้กระทำความผิดในตลาดทุนที่ใช้เวลานาน ทำให้กฎเกณฑ์ขาดความศักดิ์สิทธิ์และเอื้อให้ผู้กระทำความผิดสร้างความเสียหายให้กับผู้เล่นอื่นภายในตลาดทุนเป็นวงกว้างได้ หนึ่งในสาเหตุสำคัญคือระบบการฟ้องร้องคดีแบบกลุ่มในคดีเดียวกัน (Class Action) ที่ยังคงมีความกำกวมในนิยามและกระบวนการจนทำให้การฟ้องร้องแบบกลุ่มเกิดขึ้นได้ยาก ยกตัวอย่างเช่น ข้อกฎหมายที่ไม่ได้ระบุถึงจำนวนผู้เสียหายขั้นต่ำสำหรับการฟ้องร้องแบบกลุ่มจนทำให้เกิดภาระกับศาลที่จะต้องใช้ดุลยพินิจพิจารณา เป็นต้น ปัจจัยเหล่านี้ทำให้คดีฟ้องร้องต่อผู้กระทำความผิดเกี่ยวกับตลาดทุนเกิดขึ้นได้ยากตามไปด้วยเพราะความผิดที่เกิดขึ้นมักมีผู้เสียหายเป็นจำนวนมาก

ในขณะที่ สหรัฐอเมริกา ออสเตรเลีย รวมไปถึงสิงคโปร์ที่อยู่ระหว่างกระบวนการรับฟังความคิดเห็นจากสาธารณะ อนุญาตให้ทนายความคิดค่าธรรมเนียมแบบ “ค่าทนายความตามผลของคดี” (Contingency Fee) โดยทนายความจะเรียกเก็บค่าทนายคิดเป็นร้อยละของจำนวนค่าเสียหายที่ลูกความ

ของตนจะได้รับหากฟ้องคดีสำเร็จ (คิดเป็นร้อยละ 30-40 โดยประมาณ) แต่จะไม่มี การเก็บค่าทนายความ ในกรณีที่การฟ้องคดีไม่สำเร็จ ซึ่งผลของการอนุญาตในลักษณะเช่นนี้ ทำให้ผู้เสียหายที่ขาดทุนทรัพย์ สามารถเข้าถึงบริการทางกฎหมายของทนายความได้ง่ายขึ้นเนื่องจากตนต้องชำระค่าทนายความ ก็ต่อเมื่อตนชนะคดีเท่านั้น อย่างไรก็ตาม ประเทศไทยยังไม่อนุญาตให้มีการคิดค่าทนายความในลักษณะ นี้ด้วยเหตุผลว่าเป็นการทำให้ทนายมีส่วนได้ส่วนเสียโดยตรงกับผลแห่งคดีจนอาจส่งผลกระทบต่อความ เป็นกลางในการปฏิบัติหน้าที่ของทนายความได้

กฎเกณฑ์เกี่ยวกับการจัดตั้งบริษัทจะต้องเป็นไปโดยง่าย และสะดวกรวดเร็วเพื่อเป็นการอำนวยความสะดวกแก่ผู้ประกอบการธุรกิจที่อยากสรรสร้างธุรกิจใหม่ ๆ อย่างไรก็ดี จากการสอบถามผู้ประกอบการ พบว่าการจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทมีความยุ่งยากและความซับซ้อน แม้ในทางทฤษฎีจะสามารถจัดตั้งได้ ภายใน 1 วันทำการก็ตาม แต่ด้วยการใช้ดุลพินิจของเจ้าหน้าที่ที่ขาดความยืดหยุ่นและขาดมาตรฐานทำให้การจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทเป็นไปได้อย่างยาก ยกตัวอย่างเช่น ในการยื่นเอกสารประกอบการจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทนั้น จะต้องมีการระบุถ้อยคำที่ตรงตามตัวอย่างที่ปรากฏในแบบคำขอเท่านั้น หากมีการใช้ถ้อยคำอื่นที่แม้จะมีความหมายไม่ต่างกัน จะต้องมีการนำเอกสารเหล่านั้นไปให้ผู้ที่เกี่ยวข้องแก้ไข และลงนามในเอกสารนั้นใหม่อีกครั้งหนึ่ง ทำให้ในทางปฏิบัติมีหลายกรณีที่การจดทะเบียนล่าช้าออกไป และไม่อาจทำได้ในวันเดียว

นอกจากนี้ ยังมีกฎเกณฑ์บางประการที่กำหนดข้อจำกัดที่ยุ่งยากโดยไม่จำเป็น เช่น การแก้ไข หนังสือบริคณห์สนธิของบริษัท จะต้องไปยื่นขอเปลี่ยนแปลงแก้ไขข้อมูลกับสำนักงานพัฒนาธุรกิจการค้า ในจังหวัดที่สำนักงานแห่งใหญ่ของบริษัทนั้นตั้งอยู่เท่านั้น ซึ่งกรณีนี้เป็นปัญหามาก เพราะมีบริษัทหลาย รายที่เริ่มต้นกิจการในจังหวัดอื่นนอกกรุงเทพมหานคร และได้มีการย้ายกิจการเข้ามาในกรุงเทพมหานคร โดยไม่ได้ย้ายสำนักงานใหญ่ หากจะมีการแก้ไขหนังสือบริคณห์สนธิเพื่อปรับแก้รูปแบบการดำเนินงาน ของบริษัทให้ยืดหยุ่นมากขึ้น หรือต้องการจะเพิ่มทุนเป็นต้น ก็จะต้องเดินทางกลับไปจังหวัดที่มีการจดทะเบียนจัดตั้งเพื่อยื่นเรื่องแก้ไขกับสำนักงานกรมพัฒนาธุรกิจการค้าในพื้นที่จังหวัดนั้น ๆ ซึ่งทำให้เกิด ความล่าช้า และค่าใช้จ่ายในการเดินทางที่ไม่จำเป็น เป็นต้น

2.2.2 ด้านเทคโนโลยีในการกำกับดูแล (RegTech)

เทคโนโลยีในการกำกับดูแล (Regulator Technology หรือ RegTech) เป็นการใช้เทคโนโลยี เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการกำกับดูแล การรายงาน หรือการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ ตลอดจนการติดตาม ตรวจสอบ และรายงานผลว่าได้มีการปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ของหน่วยงานกำกับดูแลที่ครบถ้วนหรือไม่ เนื่องจากการกำกับดูแลที่มากขึ้นในปัจจุบันส่งผลต่อค่าใช้จ่ายในการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่มากขึ้น ดังนั้น เพื่อให้ผู้ประกอบการสามารถเสนอผลิตภัณฑ์ในราคาที่ประชาชนสามารถเข้าถึงได้ จึงมีความจำเป็นที่ผู้ประกอบการต้องอาศัยเทคโนโลยีในการเข้ามาช่วยการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ของกฎหมาย (RegTech)

ในปัจจุบันนี้ พบว่าการกำกับดูแลของไทยในเรื่องของการใช้เทคโนโลยียังมีปัญหา เนื่องจาก กฎเกณฑ์มีลักษณะกำหนดรายละเอียดที่มากเกินไป (Prescriptive) ยกตัวอย่างเช่น การกำหนด



กฎเกณฑ์ในเรื่องของการใช้การทำความรู้จักลูกค้าโดยช่องทางอิเล็กทรอนิกส์ (e-KYC) ตามประกาศธนาคารแห่งประเทศไทยที่ สนช. 1/2563 เรื่อง หลักเกณฑ์การรู้จักลูกค้า (Know Your Customer: KYC) สำหรับการเปิดให้บริการเงินอิเล็กทรอนิกส์ (ประกาศ e-KYC)

ตามประกาศ e-KYC การพิสูจน์ตัวตนลูกค้าแบบไม่พบเห็นลูกค้าต่อหน้า ผู้ประกอบธุรกิจจะต้องตรวจสอบความถูกต้อง ความแท้จริง และความเป็นปัจจุบันของข้อมูลและหลักฐานแสดงตนของลูกค้าจากแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ รวมถึงต้องพิสูจน์ว่าลูกค้าเป็นเจ้าของข้อมูลและหลักฐานดังกล่าวจริง โดยกรณีที่ใช้บัตรประชาชน ผู้ประกอบธุรกิจจะต้องตรวจสอบข้อมูลจากเครื่องอ่านบัตรประจำตัวประชาชนแบบอเนกประสงค์ และตรวจสอบสถานะของบัตรประจำตัวประชาชนแบบอเนกประสงค์ผ่านการตรวจสอบทางอิเล็กทรอนิกส์ของหน่วยงานภาครัฐ รวมทั้งต้องถ่ายภาพและบันทึกภาพลูกค้า อนึ่ง หากผู้ประกอบธุรกิจประสงค์จะใช้วิธีการ หรือการดำเนินการพิสูจน์ตัวตนโดยวิธีอื่น จะต้องขออนุญาตต่อธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นรายกรณี ซึ่งในทางปฏิบัติแล้ว ธนาคารแห่งประเทศไทยพิจารณาว่าการให้บริการลูกค้าแบบไม่พบเห็นลูกค้าต่อหน้า (Non Face-to-Face) เป็นกรณีที่มีความเสี่ยงสูง ดังนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงใช้ดุลพินิจในการอนุญาตที่ค่อนข้างเข้มงวด ทำให้ผู้ประกอบธุรกิจไม่สามารถปฏิบัติตามมาตรฐานตามดุลพินิจของธนาคารแห่งประเทศไทยได้ และกระทบรูปแบบการประกอบธุรกิจที่ทำได้เป็นการทั่วไปในประเทศอื่น ๆ เช่น สิงคโปร์ สหรัฐอเมริกา และฮ่องกง แต่กลับทำได้ยากลำบากในประเทศไทย ข้อเรียกร้อง และข้อยุ่งยากของกฎเกณฑ์เหล่านี้แสดงให้เห็นถึงความไม่เข้าใจในพัฒนาการของเทคโนโลยี

2.2.3 ด้านอำนาจหน้าที่ของหน่วยงานกำกับดูแล (Regulators)

อำนาจหน้าที่ของหน่วยงานกำกับดูแล (Regulators) นั้น ถือว่าเป็น “กรรมการ” (Referee) ที่ทำหน้าที่ควบคุมกฎเกณฑ์ และปฏิบัติหน้าที่อยู่ในพื้นที่ตรงกลางที่มีการปฏิสัมพันธ์กันระหว่างหน่วยงานของรัฐ (Public Authorities) องค์กรภาคเอกชน (Private Sector) และผู้บริโภคหรือนักลงทุน (End User) อนึ่ง ในฐานะที่เป็น “กรรมการ” หน่วยงานของรัฐจะต้องชั่งน้ำหนักระหว่างผลประโยชน์และความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียหลาย ๆ ฝ่าย (Various Stakeholders) และในปัจจุบัน บทบาทหน้าที่ และความรับผิดชอบของหน่วยงานกำกับดูแลมีความซับซ้อนมากยิ่งขึ้น ทั้งนี้ เป็นผลที่สืบเนื่องมาจากความต้องการใหม่ ๆ และซับซ้อนขึ้นของนักลงทุน ประกอบกับเทคโนโลยีใหม่ ๆ ที่ผู้ประกอบธุรกิจนำมาใช้ในการให้บริการที่ตอบสนองต่อความต้องการของนักลงทุนมากขึ้น ดังนั้น การกำกับดูแลแบบดั้งเดิม (Traditional Supervisions) ที่เน้นกำกับดูแลที่ตัวเจ้าหน้าที่ และผู้ประกอบการจึงไม่สอดคล้องกับสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงไป

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) ในฐานะที่เป็น “กรรมการ” ในภาคตลาดทุนต้องเผชิญกับความซับซ้อนที่เกิดจากความต้องการของนักลงทุนที่มากขึ้น ประกอบกับการใช้เทคโนโลยีใหม่ ๆ เช่นกัน ดังนั้น ในการกำกับดูแล และกำหนดกฎเกณฑ์ต่าง ๆ สำนักงาน ก.ล.ต. จึงต้องชั่งน้ำหนักระหว่างปัจจัยต่าง ๆ เช่น ความต้องการของนักลงทุน การคุ้มครองผู้ลงทุน ลักษณะการประกอบธุรกิจของผู้ประกอบธุรกิจ ตลอดจนรูปแบบของเทคโนโลยีใหม่ ๆ รวมถึง การ

สนับสนุนการเติบโตของเศรษฐกิจโดยรวมด้วยนั่นเอง ดังนั้น การกำกับดูแลจึงต้องมีลักษณะของการให้ “ความอิสระ” ในขณะที่ทำให้มั่นใจว่าผู้ประกอบการจะดำเนินการอย่างมีมาตรฐาน อย่างไรก็ตาม การให้หน่วยงานกำกับดูแลทำหน้าที่ “กรรมการ” แต่เพียงผู้เดียวอาจไม่ตอบสนองต่อสภาพแวดล้อมที่มีความซับซ้อนมากขึ้นตามที่ได้กล่าวมาแล้ว เนื่องจากหน่วยงานกำกับดูแลอาจไม่มีทรัพยากรมากพอ หรือขาดความเข้าใจที่เพียงพอในเรื่องของการประกอบธุรกิจ นอกจากนี้ ในบางครั้งหน่วยงานกำกับดูแลอาจมีข้อติดขัดบางประการในส่วนของกฎหมาย หรือในทางปฏิบัติที่ทำให้การกำกับดูแลขาดความยืดหยุ่น

ปัญหาเหล่านี้ นอกจากจะกระทบต่อ “ความยืดหยุ่น” ในการกำกับดูแลของหน่วยงานกำกับดูแลแล้ว ยังกระทบต่อ “ศักยภาพ” ของการกำกับดูแลอีกด้วย ยกตัวอย่างเช่น หน่วยงานกำกับดูแลของประเทศไทยอยู่ภายใต้ข้อจำกัดทางกฎหมายตามพระราชบัญญัติการจัดซื้อจัดจ้างและการบริหารพัสดุภาครัฐ พ.ศ. 2560 และพระราชบัญญัติประกอบรัฐธรรมนูญว่าด้วยการตรวจเงินแผ่นดิน พ.ศ. 2561 เป็นต้น ซึ่งจากการสอบถามนิติกรปฏิบัติงานประจำสำนักงานประมาณ และผู้ประกอบการที่เคยดำเนินงานเกี่ยวกับการจัดซื้อจัดจ้างภาครัฐ พบว่าในการจัดซื้อจัดจ้างมีขั้นตอนหลายประการและต้องใช้ระยะเวลา (เช่น ต้องใช้แบบสัญญามาตรฐาน หรือต้องมีการยื่นใบเสนอราคาอย่างน้อยสามรายในกรณีใช้วิธีคัดเลือก เป็นต้น) ซึ่งหากเป็นเรื่องที่เกี่ยวกับเทคโนโลยีที่ต้องอาศัยความเร็วแล้ว กระบวนการจัดซื้อจัดจ้างเหล่านี้อาจทำให้เทคโนโลยีนั้นหมดความสำคัญไปได้ นอกจากนี้ ในทางปฏิบัติของหน่วยงานอาจมีการเลือกใช้ผลิตภัณฑ์เฉพาะของผู้เสนอราคาที่ราคาต่ำสุดเท่านั้น (เนื่องจากเป็นกรณีปฏิบัติภายในเพื่อให้สามารถตอบคำถามของสำนักงานการตรวจเงินแผ่นดินได้ง่าย) ซึ่งในกรณีของผลิตภัณฑ์ที่เป็นเทคโนโลยี การจัดหาอุปกรณ์หรือซอฟต์แวร์ที่ราคาถูกที่สุดอาจไม่สอดคล้องกับสภาพ และวัตถุประสงค์ของการใช้งาน ทำให้การกำกับดูแลไม่สอดคล้องกับพัฒนาการทางเทคโนโลยี รวมถึงความเสี่ยงใหม่ ๆ ที่เกิดขึ้นในตลาดทุน

อีกประเด็นหนึ่งที่น่าสนใจคือการทับซ้อนกันระหว่างคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) เมื่อบริษัทประสงค์จะระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ด้วยการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรก (IPO) และนำหุ้นจดทะเบียนไปจดทะเบียนบนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้ระดมทุนจะต้องพิจารณากฎเกณฑ์ของทั้งคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พร้อมกับพิจารณา Listing Rules ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ จากการสอบถามผู้ปฏิบัติงานพบว่ากฎเกณฑ์มีความทับซ้อนกัน เช่น กฎเกณฑ์ในเรื่องการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่อยู่ในการกำกับดูแลของทั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้การปฏิบัติตามกฎเกณฑ์มีความยุ่งยากซับซ้อนเกินควร ซึ่งหากพิจารณากฎเกณฑ์ของประเทศต่าง ๆ พบว่ามีพัฒนาการในเรื่องตลาดหลักทรัพย์ที่ไม่เหมือนประเทศไทย

ในบริบทของประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ถูกจัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ไม่ได้มีสถานะเป็นหน่วยงานเอกชน ดังนั้น จึงก่อให้เกิดความทับซ้อนกันระหว่างอำนาจของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และ



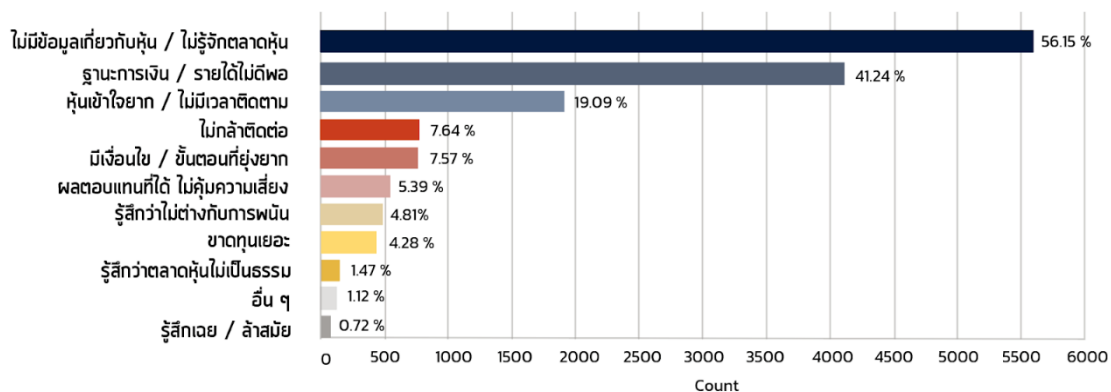
ตลาดหลักทรัพย์ที่ก่อกำเนิดขึ้นตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เช่นเดียวกัน ส่วนในต่างประเทศ เช่น สิงคโปร์ และฮ่องกง ตลาดหลักทรัพย์ของสองประเทศนี้ ต่างมีสถานะเป็นองค์กรเอกชน

จากการสัมภาษณ์ผู้ที่เกี่ยวข้องและผู้ปฏิบัติงานสะท้อนมุมมองว่าปัจจุบันนี้หน่วยงานกำกับดูแลมีการบังคับใช้กฎหมายในลักษณะที่มุ่งเน้นไปที่การ “ห้าม” และ การ “ลงโทษ” มากกว่าที่จะเน้นไปที่การสื่อสารและให้ความรู้ หรือเปิดโอกาสให้มีการนำเอารูปแบบการประกอบธุรกิจใหม่ ๆ มาใช้ โดยสาเหตุหนึ่งอาจจะมาจากการที่อำนาจตามกฎหมายของแต่ละหน่วยงานมีความไม่ชัดเจน ทำให้แต่ละหน่วยงานอาศัยกลไกของการ “บังคับใช้กฎหมาย” เพื่อตีกรอบอำนาจของตน โดยสามารถพิจารณาได้จากกรณีของ Non-Fungible Tokens (NFTs) ที่ทำให้ทราบได้ว่าต้นตอของการใช้อำนาจเพื่อ “ห้าม” นั้น มาจากตัวบทกฎหมายที่ขาดความชัดเจน

2.2.4 ด้านความโปร่งใสของข้อมูล และการให้ข้อมูลแก่ประชาชนอย่างทั่วถึง

อุปสรรคด้านข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนคือหนึ่งในอุปสรรคสำคัญที่ทำให้ผู้ลงทุนขาดแรงจูงใจที่จะลงทุนในตลาดทุน สะท้อนจากผลการศึกษาจากแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture ที่มีผู้ตอบแบบสอบถามจำนวนมากเป็นลำดับที่ 1 คิดเป็นกว่าร้อยละ 56 ที่ระบุว่าสาเหตุที่ทำให้ตัดสินใจไม่ลงทุนในตลาดทุนเป็นเพราะ ไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับหุ้นหรือไม่รู้จักตลาดทุน

ภาพที่ 3 แสดงสาเหตุที่ประชาชนตัดสินใจไม่ลงทุนหรือเลิกลงทุนในหุ้น

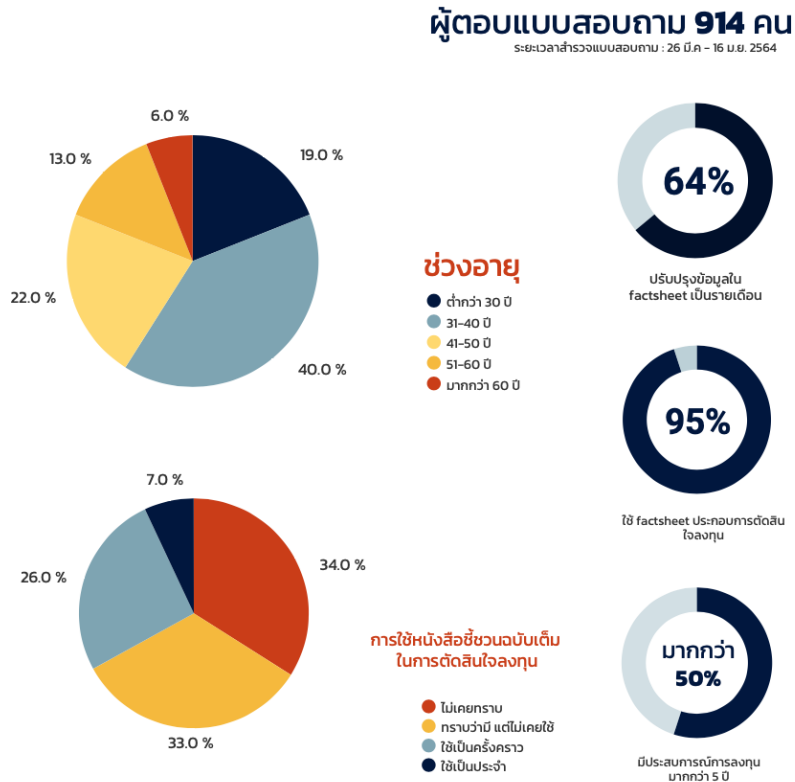


ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

นอกจากอุปสรรคในการเข้าถึงสื่อที่มีคุณภาพแล้ว การปรับปรุงเนื้อหาและรูปแบบการให้ข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนจัดได้ว่ามีความสำคัญเช่นเดียวกัน ซึ่งในประเด็นนี้ การให้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนรายสินทรัพย์นั้น สำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดให้ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ต้องให้ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนผ่านหนังสือชี้ชวนลงทุน อย่างไรก็ตาม จากข้อมูลการตอบแบบสอบถามระหว่างวันที่ 26 มีนาคม - 16 เมษายน 2564 ที่จัดทำโดยสำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่ามีผู้ร่วมตอบแบบสอบถามเพียงร้อยละ 7 ที่รับข้อมูลผ่านหนังสือชี้ชวนเพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุน และมีผู้ตอบแบบสอบถามกว่าร้อยละ 34 ที่ไม่ทราบว่ามีหนังสือชี้ชวนฉบับเต็ม ซึ่งต้นตอของสาเหตุพบว่าหนังสือชี้ชวนมีเนื้อหาที่ซับซ้อน เข้าใจยาก ประกอบกับผู้เสนอ

ขายหลักทรัพย์ที่ขาดแรงจูงใจในการให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์แก่ผู้ลงทุนอย่างแท้จริง แต่มุ่งเปิดเผยข้อมูลให้เป็นไปตามกฎเกณฑ์ของผู้กำกับดูแลแทน จึงทำให้เนื้อหาในหนังสือชี้ชวนมีเนื้อหาตามรายการกฎเกณฑ์ที่กำหนด (Check-the-Box) แทนที่ข้อมูลที่เป็นประโยชน์และเข้าใจได้ง่าย

ภาพที่ 4 สรุปผลสำรวจผู้อัฒนวยลงทุนเกี่ยวกับการใช้ข้อมูลในหนังสือชี้ชวน



ที่มา: <https://www.sec.or.th/Documents/PHS/Main/751/hearing332564.pdf>

2.2.5 ด้านการเข้าถึงตลาดทุน

การเข้าถึงตลาดทุนทั้งในฝั่งของผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนในปัจจุบัน มีการเปิดกว้างทางโอกาสมากขึ้น โดยสามารถเข้าไปลงทุนหรือระดมทุนผ่านตลาดต่างประเทศ และการลงทุนหรือระดมทุนรูปแบบใหม่ๆ จากการพัฒนาของเทคโนโลยีสารสนเทศที่ก้าวกระโดด อาทิ คริปโตเคอร์เรนซี การเงินแบบ Decentralized Finance ในรูปแบบของ การระดมทุนบนโทเคนดิจิทัล (Initial Coin Offering หรือ ICO) ที่ธุรกิจออกโทเคนดิจิทัลมาเสนอขายให้กับนักลงทุน โดยนักลงทุนสามารถลงทุนได้โดยไม่ต้องมีทุนตั้งต้นที่สูงมากนัก และรูปแบบของการเสนอขายหลักทรัพย์ในรูปแบบโทเคนดิจิทัล (Security Token Offering หรือ STO) ซึ่งเป็นการเสนอขายโทเคนที่เป็นตัวแทนของหลักทรัพย์จริงประเภทต่าง ๆ (มีสินทรัพย์จริงค้ำประกัน) รูปแบบเหล่านี้ล้วนเป็นการดำเนินงานผ่านช่องทางที่สะดวก รวดเร็ว ไม่มีการกำกับดูแลที่เป็นอุปสรรค อันส่งผลให้ประชาชนสามารถเข้าถึงตลาดทุนได้ง่ายขึ้น

การระดมทุนรูปแบบใหม่เหล่านี้มีจุดแข็งหลายประการ ได้แก่ การเข้าถึงการระดมทุนและตลาดทุนที่ง่ายขึ้น เช่น กระบวนการ KYC ที่สะดวกรวดเร็ว หรือการระดมทุนได้โดยไม่ต้องเผชิญกับเงื่อนไข

หรือการกำกับดูแลต่าง ๆ การมีโอกาสนในการลงทุนและระดมทุนข้ามพรมแดน การเข้าถึงข้อมูลที่มีความโปร่งใส การทำธุรกรรมที่มีค่าธรรมเนียมต่ำแต่ความโปร่งใสนสูง ตลอดจนการไม่ต้องเผชิญกับข้อจำกัดของการกำกับดูแลจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง ซึ่งจุดแข็งทั้งหมดนี้ล้วนเป็นโอกาสและเป็นแม่เหล็กให้กับนักลงทุนและผู้ระดมทุนจากทั่วทุกมุมโลก ในขณะเดียวกัน การลงทุนผ่านตลาดทุนหลักภายในประเทศกลับมีปัญหามากมายประการ ซึ่งล้วนเป็นประเด็นตรงข้ามกับจุดแข็งของการระดมทุนรูปแบบใหม่ดังที่กล่าวข้างต้น ตลาดทุนไทยยังมีปัญหาในเรื่องประสิทธิภาพ อันส่งผลให้การเข้าถึงตลาดทุน ยังมีข้อจำกัดหลายประการ

2.2.6 ด้านต้นทุนที่เกิดขึ้นภายในตลาดทุน

สถาบันตัวกลางในตลาดทุน (Capital Markets Intermediaries) มีความสำคัญต่อการพัฒนาความยั่งยืน และเพิ่มขีดความสามารถของตลาดทุน เนื่องจากสถาบันตัวกลางเป็นด่านแรกที่พบปะใกล้ชิดกับผู้ลงทุน (Gateway) และผู้ประกอบการวิชาชีพของสถาบันตัวกลางก็ยังเป็นช่องทางสำคัญในการเผยแพร่ความรู้การเงินการลงทุนให้แก่ผู้ลงทุนโดยตรง ดังนั้น การจะทำให้ตลาดทุนของประเทศไทยมีความสามารถในการแข่งขัน และสามารถสร้างบรรยากาศการลงทุนที่เป็นมิตรกับนักลงทุนได้ กฎเกณฑ์จะต้องมีการเอื้ออำนวยแก่การประกอบธุรกิจของสถาบันตัวกลาง เพื่อให้สถาบันตัวกลางสามารถให้บริการได้ในต้นทุนที่ต่ำ ไม่เป็นอุปสรรคต่อกิจกรรมภายในตลาดทุน

2.2.7 ด้านคุณภาพของผู้เล่น และความรู้ความเข้าใจทางการเงินและการลงทุน

คนไทยยังมีความรู้และความเข้าใจด้านการเงินการลงทุนในระดับต่ำเมื่อเทียบกับประชากรโลก สะท้อนได้จากข้อมูลผลสำรวจความรู้ทางการเงินของประชากรทั่วโลกเมื่อปี 2014 ซึ่งพบว่า ประชากรไทยมีความรู้ความเข้าใจทางการเงินต่ำ โดยได้คะแนนเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 27 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยทั่วโลกที่ร้อยละ 33 ซึ่งสอดคล้องกับข้อมูลจากแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture ที่มีผู้ตอบแบบสอบถามเพียงร้อยละ 41 เท่านั้นที่รู้จักและเข้าใจแนวคิดพื้นฐานเกี่ยวกับการเงินการลงทุนอย่างถูกต้องเบื้องต้น

นอกจากปัญหาคนไทยขาดความรู้ความเข้าใจทางการเงิน งานศึกษาเชิงลึกจากข้อมูลแบบสอบถามโดย ThailandFuture ยังพบความสัมพันธ์ระหว่างระดับความรู้ความเข้าใจทางการเงินกับความขัดสนทางการเงิน กลุ่มผู้ตอบแบบสอบถามว่าตนมีเงิน “เหลือกินเหลือใช้” ตอบว่ารู้จักผลิตภัณฑ์ทางการเงิน/คำศัพท์ทางการเงิน เฉลี่ย 4.5 ข้อ ในขณะที่ค่าเฉลี่ยของกลุ่มอื่น ๆ มีคะแนนค่าเฉลี่ยลดลงอย่างเห็นได้ชัด ข้อมูลดังกล่าวจึงนำมาสู่ข้อสมมติฐานสำคัญว่า การแก้ไขปัญหาการขาดความรู้ทางการเงินแต่เพียงอย่างเดียวอาจไม่สามารถแก้ไขปัญหาประสิทธิภาพตลาดทุนได้ด้วยตัวเอง หากผู้ลงทุนยังคงขาดเงินทุนในการเริ่มลงทุนซึ่งทำให้กลุ่มคนเหล่านี้ไม่สามารถเข้าทำหน้าที่ผู้เล่นที่มีเหตุมีผลในตลาดได้แม้จะมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนแล้วก็ตาม

นอกจากความขัดสนทางการเงิน ซึ่งเทียบรายได้กับค่าใช้จ่ายแล้ว พฤติกรรมการลงทุนยังเชื่อมโยงอย่างชัดเจนกับพฤติกรรมการออมเงินอีกด้วย ข้อมูลแสดงให้เห็นว่าการลงทุนในตลาด

หลักทรัพย์เป็นพฤติกรรมที่กระจุกอยู่กับกลุ่มที่วางแผนและออมได้ตามแผน และค่อยลดหลั่นลงมา กลุ่มที่ไม่ได้วางแผนการออมเลยมีแนวโน้มต่ำที่จะลงทุน โดยมีเพียงร้อยละ 6.6 เท่านั้นที่ลงทุนอยู่ ความสัมพันธ์นี้อาจมาจากการที่คนที่ออมมีเงินออมมากพอที่จะนำมาลงทุน หรือจากการที่คนที่คิดออมคิดวางแผนถึงอนาคตเป็นคนที่ให้ความสำคัญกับความเป็นอยู่ในอนาคตจึงตัดสินใจสะสมเงินในปัจจุบันมาลงทุนก็ได้

คณะผู้วิจัยยังพบว่าประชากรไทยส่วนใหญ่ยังขาดประสบการณ์ในการลงทุนผ่านตลาดทุน หรือมีประสบการณ์ที่ไม่ดีผ่านการลงทุนในตลาดทุนจนตัดสินใจออกจากตลาดทุนอีกด้วย สะท้อนจากข้อมูลจากแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture ที่มีผู้ตอบแบบสอบถามกว่าร้อยละ 75 ไม่เคยลงทุนในตลาดทุนเลย และมีผู้ตอบแบบสอบถามร้อยละ 13 ที่เคยลงทุนแต่ปัจจุบันไม่ได้ลงทุนแล้ว

2.3 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายเพื่อการยกระดับประสิทธิภาพตลาดทุน

การศึกษาศถานการณ์ตลาดทุนไทยที่กล่าวข้างต้น เมื่อเทียบกับต่างประเทศและการใช้ประโยชน์จากตลาดทุนในภาพรวมทำให้เห็นได้ว่าตลาดทุนไทยยังมีช่องว่างในการดำเนินงานหลาย ๆ ด้าน อย่างไรก็ตาม ผู้ที่เกี่ยวข้องสามารถเติมเต็มและจัดการกับช่องว่างหรืออุปสรรคเหล่านั้น เพื่อยกระดับประสิทธิภาพตลาดทุนไทยและเสริมศักยภาพการแข่งขันของประเทศ นโยบายพัฒนาตลาดทุนควรมุ่งเน้นตอบโจทย์สำคัญในประเด็นการพัฒนาประสิทธิภาพตลาดทุน ThailandFuture จึงได้ประมวลข้อเสนอแนะเชิงนโยบายที่ภาครัฐ ภาคเอกชน และผู้มีส่วนเกี่ยวข้องควรร่วมมือกันเพื่อผลักดันนโยบายพัฒนาประสิทธิภาพตลาดทุนตามลำดับความสำคัญ ความเป็นไปได้ และการสร้างผลกระทบ ดังต่อไปนี้

2.3.1 นโยบายพัฒนาระบบการกำกับดูแลและการบังคับใช้กฎหมายที่มีประสิทธิภาพ

สืบเนื่องจากปัญหาสำคัญที่ส่งผลให้ตลาดทุนขาดประสิทธิภาพคือระบบกระบวนการยุติธรรม และกระบวนการเอาผิดผู้ไม่ทำตามเกณฑ์การกำกับดูแลที่ล่าช้า และขาดประสิทธิภาพ ส่งผลให้การกำกับดูแลขาดความศักดิ์สิทธิ์ ผู้อยู่ภายใต้การกำกับดูแลจึงไม่ทำตามกฎเกณฑ์จนอาจทำให้เกิดผลเสียต่อการทำงานของตลาดทุนในวงกว้างได้ ดังนั้น กระบวนการยุติธรรมควรได้รับการปรับปรุงให้กระบวนการยุติธรรมดำเนินการได้เร็วยิ่งขึ้น หรือทำให้ขั้นตอนในส่วนนี้ลดน้อยลงเพื่อให้สามารถนำคนผิดมาลงโทษได้รวดเร็ว แม่นยำ และมีประสิทธิภาพ เพื่อให้ผู้กระทำผิดมีความยำเกรงต่อกฎหมายและผู้กำกับดูแล ซึ่งการผลักดันนโยบายดังกล่าวจะมีผลประโยชน์ทางอ้อมที่ช่วยลดภาระการติดตามของผู้กำกับดูแล เพราะผู้เล่นจะมีแนวโน้มกระทำผิดน้อยลงเนื่องจากมีความยำเกรงต่อผู้กำกับดูแล โดยนโยบายที่ควรผลักดันในประเด็นดังกล่าวมีดังต่อไปนี้

- มุ่งเน้นการเอาผิดทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนในทางแพ่งมากกว่าทางอาญา

เพื่อเอื้อให้กระบวนการเอาผิดสามารถทำได้รวดเร็วยิ่งขึ้น เพราะกระบวนการทางแพ่งนั้นถึงที่สิ้นสุดได้เร็วกว่า เทียบกับการเอาผิดทางอาญาที่ต้องพิสูจน์จนสิ้นข้อสงสัย ซึ่งการผลักดันดังกล่าวนี้



หากสามารถกำหนดโทษค่าปรับทางแพ่งให้รุนแรงได้ จะช่วยลดพฤติกรรมการกระทำผิด และภาระการกำกับดูแลของสำนักงาน ก.ล.ต. ได้ เพราะ ค่าปรับที่รุนแรงสามารถส่งผลกระทบต่อมูลค่าหลักทรัพย์ได้ ส่งผลให้หน่วยธุรกิจที่ออกหลักทรัพย์มีแรงจูงใจที่จะทำผิดกฏน้อยลง

อย่างไรก็ตาม แม้ว่าจะมีการแก้ไขกฎหมายในบริบทของตลาดหุ้นซึ่งอ้างอิงจาก พรบ. หลักทรัพย์ 2535 ฉบับที่ 5 พ.ศ. 2559 ที่ปรับเปลี่ยนให้พฤติกรรมการปันหุ้นสามารถเอาผิดทางแพ่ง และไม่จำเป็นต้องรับผิดทางอาญาหากมีการเอาผิดทางแพ่งแล้ว แนวคิดยังคงได้รับการผลักดันในวงกว้างมากกว่าเพียงตลาดหุ้น เพื่อผู้กระทำผิดที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนและการระดมทุนยำเกรงต่อกฎระเบียบ ส่งผลให้ตลาดทุนทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ นอกจากนี้ ผู้ดำเนินนโยบายและผู้กำกับดูแลควรคำนึงถึงการเอาผิดทั้งทางอาญาและทางแพ่งควบคู่กันไปอย่างเหมาะสม เพราะข้อเสนอแนะจะให้มุ่งเน้นการเอาผิดทางแพ่งให้มากขึ้นไม่ได้หมายถึงให้มีการปรับลดบทลงโทษทางอาญาลง ทั้งนี้เป็นไปเพื่อป้องกันความเหลื่อมล้ำของบทลงโทษที่คนรวยอาจไม่ได้รับโทษที่ไม่รุนแรงเท่ากับคนจนหากมีการมุ่งเน้นการเอาผิดแต่เพียงทางแพ่งอย่างเดียว

➤ พัฒนาระบบการยุติธรรมให้มีระบบการเป็นโจทก์ร่วมที่มีประสิทธิภาพ

การกระทำผิดกฏของผู้กำกับดูแลเกี่ยวกับกิจกรรมในตลาดทุนมักก่อให้เกิดผลเสียในวงกว้าง ส่งผลให้มีผู้เสียหายเป็นจำนวนมาก ซึ่งในบางกรณี ผลเสียที่เกิดขึ้นต่อผู้เสียหายรายคนอาจไม่มากพอที่จะทำให้ผู้เสียหายฟ้องผู้กระทำความผิด ทั้ง ๆ ที่หากคำนึงถึงมูลค่าความเสียหายโดยรวมแล้วอาจมีมูลค่าที่สูงมาก ดังนั้น เพื่อให้กระบวนการยุติธรรมเป็นกลไกที่ช่วยลดทอนแรงจูงใจการกระทำผิด ระบบยุติธรรมจึงควรมีกลไกให้เกิดการฟ้องแบบกลุ่มหรือการเป็นโจทก์ร่วมได้ง่ายขึ้น โดยอาจทำได้ผ่านหลายช่องทาง ได้แก่ (1) กำหนดนิยามและจำนวนผู้เสียหายร่วมขั้นต่ำที่ชัดเจนสำหรับการฟ้องแบบกลุ่ม โดยพิจารณาแก้ไขประมวลกฎหมายวิธีพิจารณาความแพ่งให้สอดคล้องกับพัฒนาการของกฎหมายต่างประเทศ แก้ไขมาตรา 222/8 ของประมวลกฎหมายวิธีพิจารณาความแพ่งให้กำหนดจำนวนสมาชิกขั้นต่ำเอาไว้ เพื่อให้ สามารถเริ่มต้นฟ้องคดีแบบกลุ่มได้โดยง่าย และ (2) อนุญาตให้มีค่าตอบแทนแก่ทนายตามจำนวนผู้เสียหายที่ทนายได้สืบหาและนำมาเป็นโจทก์ สนับสนุนค่าใช้จ่ายในการฟ้องคดีโดยบุคคลที่สาม (Third Party Litigation Funding) ซึ่งจะส่งผลให้ตลาดทุนมีกลไกในการตรวจสอบตัวเองที่ดีขึ้น (Correct Market Failure) และทำให้หน่วยงานกำกับดูแลสามารถกำกับดูแลได้อย่างมีความยืดหยุ่นที่มากขึ้น ตามลำดับ เป็นต้น

นอกจากกระบวนการการเป็นโจทก์ร่วมที่มีประสิทธิภาพในกระบวนการยุติธรรมแล้ว ผู้ดำเนินนโยบายควรปรับใช้รูปแบบการรวมกลุ่มดังกล่าวเพื่อยุติข้อพิพาทก่อนที่จะมีการฟ้องต่อทั้งกระบวนการแพ่งและอาญา ซึ่งจากที่ได้กล่าวไปแล้วว่าการเอาผิดที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนมีปัญหาคอขวดที่สำนักงาน ก.ล.ต. เป็นผู้ที่ตั้งเรื่องก่อนที่จะให้คณะกรรมการพิจารณามาตรการลงโทษทางแพ่ง (ค.ม.พ.) ทำหน้าที่เป็นกรรมการพิจารณาว่าเรื่องที่สำนักงาน ก.ล.ต. เสนอนั้นเข้าข่ายการกระทำผิดที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนหรือไม่ กระบวนการดังกล่าวที่อนุญาตให้การตั้งเรื่องทำได้ผ่านหน่วยงานเดียวและผ่านคณะกรรมการพิจารณาได้เพียงช่องทางเดียวทำให้เกิดความล่าช้า ไม่มีประสิทธิภาพ ส่งผลให้พิจารณา

คดีได้น้อยในการเอาผิด ดังนั้น จึงเสนอให้ผู้ดำเนินนโยบายผลักดันให้เกิดช่องทางที่ผู้เสียหาย ทนาย
เจ้าของคดี และผู้ประเมินความเสียหายที่เกิดขึ้นสามารถเรียกร้องค่าเสียหายจากผู้กระทำผิดได้
ผ่านกระบวนการยุติข้อพิพาทที่อาจดำเนินการผ่านสถาบันอนุญาโตตุลาการได้ การสนับสนุน
กระบวนการดังกล่าวจะช่วยลดภาระของสำนักงาน ก.ล.ต. และ ค.ม.พ. ลงและจะทำงานสอดคล้องกับ
นโยบายเพิ่มความผิดทางแพ่งที่รุนแรงขึ้น เพราะผู้กระทำผิดจะมีแรงจูงใจที่จะยุติข้อพิพาทก่อนที่จะยื่นการ
จะส่งฟ้องต่อ ซึ่งอาจทำให้ผู้กระทำผิดต้องชดเชยค่าเสียหายที่มากขึ้นได้

➤ ปรับบทบาทของหน่วยงานการกำกับดูแลในมิติของโครงสร้างองค์กรและอำนาจ

ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับองค์กรการกำกับดูแลสองประการใหญ่ ๆ คือ โครงสร้างองค์กรการกำกับ
ดูแล และอำนาจในการกำกับดูแล โดยควรมีบทบาทเป็นหน่วยงานกำกับดูแลให้อิสระองค์กรภาคธุรกิจ
กำกับดูแลกันเอง (Self-Regulatory Organizations หรือ SROs) มากขึ้น ในลักษณะเดียวกับหลาย
ประเทศชั้นนำด้านตลาดทุน เพื่อเพิ่มความยืดหยุ่นและความรวดเร็วในการเปลี่ยนแปลง การกำกับดูแลที่
เข้มแข็งและโปร่งใส และลดต้นทุนในการกำกับดูแล

อย่างไรก็ดี ในการพิจารณารูปแบบของ SROs มาใช้ในประเทศหนึ่ง ๆ จะต้องมีการ
พิจารณาประเด็นแวดล้อมที่เกี่ยวข้อง เช่น หากจัดตั้ง SROs แล้ว SROs จะมีระบบงานรองรับการ
ปฏิบัติงานที่สมเหตุสมผล และป้องกันการขัดแย้งกันของผลประโยชน์ได้ นอกจากนี้ หากมีสมาชิกกลุ่มใด
กลุ่มหนึ่งที่มีอำนาจในทางตลาดมาก อาจสามารถใช้อำนาจนั้นกดดันการกำกับดูแลของ SROs รวมถึง
ชี้นำ และกำหนดแนวทางของ SROs เพื่อประโยชน์ของกลุ่มตนเองได้ เป็นต้น

จากการพิจารณาแนวทางดำเนินงานของหน่วยงานกำกับดูแลในต่างประเทศ ประกอบกับ
สภาพแวดล้อมของตลาดทุนไทย เห็นว่ากรณีมีความสมควรที่หน่วยงานกำกับดูแลจะถ่ายโอนอำนาจใน
การกำกับดูแลบางส่วนไปยัง SROs ซึ่งอาจเป็นองค์กรสมาคมในประเทศไทยที่มีอยู่แล้ว เช่น สมาคม
บริษัทหลักทรัพย์ไทย (ASCO) โดยที่หน่วยงานกำกับดูแลยังคงไว้ซึ่งอำนาจในการกำหนดทิศทางของ
SROs หรือมีอำนาจในการทบทวนกฎเกณฑ์ของ SROs รวมถึงเข้าแทรกแซงได้หากเกิดกรณีที่ SROs
ปฏิบัติหน้าที่โดยส่อให้เห็นถึงความขัดแย้งกันของผลประโยชน์หรือการไม่คำนึงถึงประโยชน์ของผู้ลงทุน
 เป็นต้น และเพื่อเป็นการลดภาระด้านการกำกับดูแลของสำนักงาน ก.ล.ต. เสนอให้มีการถ่ายโอนอำนาจ
การออกใบอนุญาตการประกอบธุรกิจในระดับบุคคลไปให้แก่ SROs เพื่อเป็นการให้อำนาจกับ SROs ใน
การตัดสินใจมอบใบอนุญาต ช่วยให้การกำกับดูแลโดย SROs มีประสิทธิภาพและได้รับความร่วมมือจาก
ผู้ได้การกำกับดูแลหาก SROs ขอข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแล

อนึ่ง อาจพิจารณาแก้ไขพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดย
กำหนดเพิ่มเติม และเปลี่ยนแปลงอำนาจของสำนักงาน ก.ล.ต. และองค์กรสมาคมผู้ประกอบการธุรกิจ
ประเด็นดังต่อไปนี้

- ประเด็นที่หนึ่ง: อาจพิจารณาให้อำนาจสำนักงาน ก.ล.ต. ในการกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์
ต้องเป็นสมาชิกของ SROs โดยเป็นเงื่อนไขหนึ่งในการอนุญาตให้ประกอบธุรกิจ ทั้งนี้



เพื่อให้การกำกับดูแลมีความสอดคล้องกันในระหว่างผู้ประกอบการ และป้องกันปัญหา Free-Riding

- ประเด็นที่สอง: SROs ต้องมีการแบ่งแยกโครงสร้างองค์กรที่ชัดเจนเพื่อป้องกันความขัดแย้งกันของผลประโยชน์ระหว่างการดำเนินงานต่าง ๆ ขององค์กร และ SROs จะต้องมีการสร้างที่เป็นอิสระ มีเงินทุน และบุคลากรที่เพียงพอเพื่อให้การดำเนินงานมีประสิทธิภาพ นอกจากนี้ สำนักงาน ก.ล.ต. อาจพิจารณาแต่งตั้งบุคลากรระดับสูงของสำนักงาน ก.ล.ต. เป็นหนึ่งในคณะกรรมการของ SROs เพื่อให้มั่นใจได้ว่าการกำกับดูแลเชิง “แนวทาง” และ “นโยบาย” จะสอดคล้องกับเป้าหมายของสำนักงาน ก.ล.ต. แต่ในส่วนกฎเกณฑ์เชิงรายละเอียด จะต้องเป็นหน้าที่ของ SROs ในการกำหนด
- ประเด็นที่สาม: SROs จะต้องมีความอำนาจในการกำกับดูแล และตรวจสอบบริษัทหลักทรัพย์สมาชิก เพื่อให้มีการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่ออกโดย SROs รวมถึงมีความอำนาจในการลงโทษผู้ประกอบการ และระงับข้อพิพาทระหว่างผู้ลงทุนกับสมาชิก หรือระหว่างสมาชิกด้วยกันเอง นอกจากนี้ สำนักงาน ก.ล.ต. จะต้องมีการยกเลิกกฎเกณฑ์ปัจจุบันที่เป็นส่วนหนึ่งของอำนาจในการกำกับดูแลของ SROs เพื่อไม่ให้เกิดความซ้ำซ้อนในการกำกับดูแล

นอกเหนือจากการมี SROs แล้ว อีกประเด็นหนึ่งที่น่าสนใจคือการพิจารณาขอบเขตของการกำกับดูแลที่ทับซ้อนกันระหว่างคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เมื่อบริษัทประสงค์จะระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ด้วยการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรก (IPO) และนำหุ้นจดทะเบียนไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ผู้ระดมทุนจะต้องพิจารณากฎเกณฑ์ของทั้งคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พร้อมกับพิจารณา Listing Rules ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ จากการสอบถามผู้ปฏิบัติงานพบว่ากฎเกณฑ์มีความทับซ้อนกัน เช่น กฎเกณฑ์ในเรื่องการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่อยู่ในการกำกับดูแลของทั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้การปฏิบัติตามกฎเกณฑ์มีความยุ่งยากซับซ้อนเกินควร ซึ่งหากพิจารณาจากกฎเกณฑ์ของประเทศต่าง ๆ พบว่ามีพัฒนาการในเรื่องตลาดหลักทรัพย์ที่ไม่เหมือนประเทศไทย

และจากกรณีที่ตัวบทกฎหมายที่อาจขาดความชัดเจน กฎหมายที่ร่างขึ้นควรจะต้องมีการทบทวนเป็นระยะ ๆ เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของกฎเกณฑ์ และความสมเหตุสมผล เช่นในกรณีของประเทศเนเธอร์แลนด์ที่มีการจัดทำโครงการ Regulatory Impact Assessment และนำไปสู่การปรับปรุงกฎหมายขนาดใหญ่ เพื่อให้สอดคล้องกับสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไป

➤ **พัฒนาแพลตฟอร์มที่เอื้อให้เกิดการสื่อสารระหว่างผู้ดำเนินนโยบาย ผู้กำกับดูแล และผู้มีส่วนเกี่ยวข้องได้อย่างรวดเร็ว และมีประสิทธิภาพ**

เพื่อให้เกิดความสอดคล้องของนโยบายและการกำกับดูแลของหน่วยงานที่เกี่ยวข้องอย่าง ธนาคารแห่งประเทศไทย กระทรวงการคลัง ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ สำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อนำไปสู่ชุดนโยบายที่สามารถบรรลุเป้าหมายของทุกหน่วยงานอย่างมีประสิทธิภาพ เนื่องจากเทรนด์ของโลกอนาคตจะมีการเปลี่ยนแปลงที่รวดเร็ว และความเชื่อมโยงระหว่างสถาบันต่าง ๆ และตลาดจะมีความเชื่อมโยงกันอย่างมากขึ้น นโยบายหรือเกณฑ์การกำกับดูแลที่ออกโดยหน่วยงานใด หน่วยงานหนึ่งจึงส่งผลกระทบต่อผลลัพธ์ หรือเป้าหมายของหน่วยงานกำหนดนโยบาย/กำกับดูแลอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ยกตัวอย่างเช่น กรณีศึกษาของการจัดเก็บภาษี Capital Gain ในตลาดสกุลเงินดิจิทัลที่กรมสรรพากรภายใต้กระทรวงการคลังบังคับใช้กฎหมายเพื่อจัดเก็บภาษีดังกล่าวทำให้ตลาดสกุลเงินดิจิทัลขาดความน่าดึงดูด ทั้งผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนอาจออกจากตลาดสกุลเงินดิจิทัล เกิดการย้ายออกของเงินทุนต่างประเทศ (Capital Flight) ซึ่งผลกระทบดังกล่าวย่อมทำให้ความพยายามในการออกมาตรการกำกับดูแลสินทรัพย์ดิจิทัลของสำนักงาน ก.ล.ต. สูญเปล่าเพราะตลาดสกุลเงินดิจิทัลขาดผู้เล่น จึงนับได้ว่าเป็นความสูญเสียของประเทศชาติ เพราะประชาชนขาดโอกาสในการเข้าถึงทางเลือกทางการลงทุน/ระดมทุนใหม่ ๆ นอกจากนี้ ภาวะการย้ายออกของเงินทุนต่างประเทศย่อมส่งผลต่อค่าเงินซึ่งเป็นตัวแปรที่อยู่ในความดูแลของธนาคารแห่งประเทศไทย ดังนั้น นโยบายภาษี Capital Gain ในตลาดสกุลเงินดิจิทัลจึงส่งผลกระทบต่อนโยบายการบริหารจัดการค่าเงิน นโยบายบริหารจัดการทุนสำรองระหว่างประเทศ ซึ่งส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริงอย่างภาคส่งออกและนำเข้าได้

จากตัวอย่างดังกล่าว จึงทำให้สรุปได้ว่าหน่วยงานที่เกี่ยวข้องเหล่านี้ควรผลักดันให้เกิดแพลตฟอร์มเพื่อสื่อสารหรือหารือในประเด็นนโยบายร่วมกัน โดยควรทำให้ได้ในลักษณะให้เกิดการให้หารือได้บ่อยครั้ง และสามารถติดตามสถานการณ์ได้แบบเรียลไทม์ โดยการสื่อสารดังกล่าวอาจไม่จำเป็นต้องมีการผูกพันทางกฎหมายเพื่อคงสภาพความเป็นอิสระในการตัดสินใจเชิงนโยบายของแต่ละหน่วยงาน แต่ควรมีแพลตฟอร์มดังกล่าวเพื่อช่วยกันระดมความเห็นเพื่อนำไปสู่ชุดนโยบายที่มีประสิทธิภาพมากกว่านโยบายที่ออกโดยหน่วยงานใดหน่วยงานหนึ่ง

2.3.2 นโยบายส่งเสริมด้านข้อมูลเกี่ยวกับตลาดทุนแก่ผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง

การให้ผู้เล่นภายในตลาดสามารถตัดสินใจได้บนพื้นฐานของข้อมูล ไม่ถูกเอารัดเอาเปรียบหรือถูกหลอกลวง ธุรกิจมีความโปร่งใสและนำเม็ดเงินที่ระดมทุนได้ไปใช้ในกิจกรรมอย่างแท้จริง และผู้ดำเนินนโยบาย/ผู้กำกับดูแลสามารถติดตามสถานการณ์ด้านตลาดทุนเพื่อแทรกแซงได้อย่างเหมาะสม ระบบนิเวศของข้อมูลที่เกี่ยวข้องจึงควรได้รับการพัฒนาเพื่อรองรับตลาดทุนในอนาคต ดังต่อไปนี้



➤ สร้างระบบนิเวศของข้อมูล/ผลวิเคราะห์/การใช้ประโยชน์ของข้อมูลให้รวมเป็นฐานข้อมูลเดียว

เพื่อป้องกันการได้รับข้อมูลที่ผิดพลาดจากแหล่งที่มาที่แตกต่างกัน ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนจึงควรมีลักษณะรวมศูนย์ (Centralized Data) เพื่อให้ข้อมูลเป็นข้อเท็จจริงจากแหล่งเดียวกัน (Single Source of Truth) โดยผู้เล่นที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ภาครัฐ ตลาดหลักทรัพย์ สำนักงาน ก.ล.ต. และภาคเอกชน ควรทำงานร่วมกันอย่างใกล้ชิดเพื่อรวบรวม ประเมิน และวิเคราะห์ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนร่วมกัน โดย ภาคเอกชนควรมีบทบาทสำคัญในการค้นหาและแบ่งปันข้อมูล เนื่องจากผู้เล่นกลุ่มนี้มีแรงจูงใจในการค้นหาข้อมูลที่มีคุณภาพและน่าเชื่อถือเพื่อประกอบการตัดสินใจทางธุรกิจอยู่แล้ว ในขณะที่ภาครัฐ ผู้ดำเนินนโยบาย และผู้กำกับดูแลควรมีบทบาทสำคัญในการสร้างโครงสร้างพื้นฐานในการจัดเก็บข้อมูลอย่างเป็นระบบ และเผยแพร่ให้สาธารณชนได้อย่างเปิดเผยโปร่งใสในรูปแบบข้อมูล Open Data

ทั้งนี้ ระบบรวมศูนย์อาจอยู่ในรูปแบบของแพลตฟอร์ม (Platform) กลาง สำหรับการสื่อสารระหว่างหน่วยงานกำกับดูแลและผู้ที่เกี่ยวข้อง เพื่อให้มีการรวบรวมข้อมูลและสื่อสารร่วมกันอย่างต่อเนื่อง และแพลตฟอร์มดังกล่าวสามารถเป็นช่องทางรับฟังความเห็นของนักลงทุน และคัดกรองผู้ลงทุน โดยแนวคิดดังกล่าวได้ถูกกล่าวถึงหลายครั้งจากผู้เข้าร่วมประชุมเชิงปฏิบัติการ Policy Lab วงประสิทธิภาพ หากพิจารณาสถานการณ์ด้านข้อมูลในปัจจุบัน พบว่า เกิดแพลตฟอร์มวิเคราะห์ข้อมูลบนระบบบล็อกเชนของเอกชนเพิ่มมากขึ้น โดยสามารถรวมการวิเคราะห์ข้อมูลธุรกรรมเข้ากับฐานข้อมูลขนาดใหญ่ของสินทรัพย์ดิจิทัลซึ่งจะกลายมาเป็นแม่แบบของแพลตฟอร์มอื่น ๆ ที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคตได้

ด้านการขับเคลื่อนแนวคิดดังกล่าวไปสู่นโยบายที่เป็นรูปธรรมและสามารถบังคับใช้ได้จริง เสนอให้รัฐบาลกำหนดให้การพัฒนาแพลตฟอร์มเพื่อรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนเป็นวาระแห่งชาติ เพื่อให้เกิดการผลักดันอย่างจริงจัง และเสนอให้สำนักงาน ก.ล.ต. มีหน้าที่เป็นเจ้าภาพหลักทำหน้าที่เก็บรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาตลาดทุน เนื่องจากเป็นหน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแลให้ตลาดทุนไทยทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพอย่างใกล้ชิด ทั้งนี้หน่วยงานที่ถือและจัดเก็บข้อมูลที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กระทรวงการคลัง บริษัทข้อมูลเครดิตแห่งชาติจำกัด ฯลฯ ต้องช่วยสนับสนุนด้านข้อมูล และมีกลไกการตรวจสอบความน่าเชื่อถือของข้อมูลระหว่างผู้ให้ข้อมูลกันเองเพื่อให้เกิดฐานข้อมูลที่เป็น Single Source of Truth อย่างแท้จริง นอกจากนี้กระทรวงดิจิทัลเพื่อเศรษฐกิจและสังคมควรมีหน้าที่ช่วยพัฒนาแพลตฟอร์ม และเอื้อให้ชุดข้อมูลดังกล่าวสามารถเปิดเผยแก่สาธารณชนในรูปแบบ Open Data เพื่อให้เกิดการตรวจสอบโดยภาคเอกชนหรือระหว่างผู้เล่นภายในตลาดทุนกันเอง นับเป็นการลดภาระของการกำกับดูแลของสำนักงาน ก.ล.ต. ได้ นอกจากนี้เพื่อให้สำนักงาน ก.ล.ต. สามารถทำหน้าที่เป็นเจ้าภาพหลักในการรวบรวมและเปิดเผยข้อมูลได้อย่างมีประสิทธิภาพ เสนอให้มีการแก้ไขกฎหมายพระราชบัญญัติคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคลหรือ PDPA ให้มีความยืดหยุ่นเพื่อสร้างแรงจูงใจให้หน่วยงานสามารถทำหน้าที่ได้อย่างเต็มที่

➤ ปรับปรุงเกณฑ์การเปิดเผยข้อมูลของตัวกลางในตลาดทุน

เพื่อช่วยให้ผู้ลงทุนได้รับข้อมูลได้อย่างโปร่งใส ครบถ้วน และสามารถนำไปประมวลผลเพื่อประกอบการตัดสินใจได้อย่างเหมาะสม ลดปัญหาความล้มเหลวของตลาด (Market Failure) ที่เกิดจากความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) สำนักงาน ก.ล.ต. จึงควรปรับปรุงเกณฑ์การเปิดเผยข้อมูลของตัวกลางในตลาดทุนจากรูปแบบ Check List ที่ทำให้ตัวกลางเปลี่ยนจากการมุ่งเน้นแต่การตัดแปะข้อมูลเพื่อให้ได้ตามกฎหมายโดยไม่สนว่าผู้รับสารจะเข้าใจหรือใช้ประโยชน์จากข้อมูลดังกล่าวได้ มาเป็นรูปแบบที่เป็นมาตรฐาน เขียนในภาษาเข้าใจง่าย มีคำอธิบายศัพท์ทางเทคนิคให้ผู้อ่านทั่วไปสามารถเข้าใจได้ ซึ่งนโยบายดังกล่าวจะมีข้อดีมากกว่านโยบายให้ข้อมูลในรูปแบบที่เปลี่ยนตามคุณลักษณะของผู้รับสารที่อาจทำให้เกิดความเหลื่อมล้ำเรื่องการได้รับข้อมูลอย่างไม่เท่าเทียมกันได้

2.3.3 นโยบายส่งเสริมการเข้าถึงตลาดทุนของผู้ลงทุนรายย่อย ธุรกิจ SMEs, ธุรกิจ Startup และธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมใหม่

นโยบายในส่งเสริมการเข้าถึงตลาดทุนของหน่วยธุรกิจมีความเกี่ยวข้องเนื่องกับการพัฒนาประสิทธิภาพของตลาดทุนอย่างใกล้ชิดเพราะจะทำให้การลงทุนมีทางเลือกและไฉฉาใหม่ ๆ ไม่เกิดการผูกขาดจากบริษัทใหญ่หรือธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมเก่าที่ไม่เอื้อให้เกิดนวัตกรรมรวมไปถึงการเพิ่มผลิตภาพโดยรวมของประเทศ อย่างไรก็ตาม ผู้ลงทุนรายย่อย ธุรกิจ SMEs Startup และธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมใหม่ ยังมีข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนผ่านทางตลาดทุน และกระบวนการระดมทุนมีอุปสรรคหลายประการที่ทำให้ไม่สามารถเข้าระดมทุนในตลาดได้อย่างสะดวก โดยเฉพาะเกณฑ์คุณสมบัติของการเข้าจดทะเบียน เช่น กำไรสุทธิ สัดส่วนของผู้ถือหุ้น ระยะเวลาในการดำเนินงาน ประกอบกับมาตรการกำกับดูแล เช่น การส่งเอกสารหรือรายงานภาคบังคับต่าง ๆ

ข้อจำกัดดังกล่าวเป็นการผลักดันให้ผู้ลงทุนรายย่อย ธุรกิจ SMEs Startup และธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมใหม่ ระดมทุนผ่านตลาดอื่น ๆ ที่ไม่ได้มีการควบคุมหรือบริหารจัดการ เช่น การระดมทุนผ่าน Web3 ในรูปแบบต่าง ๆ อาทิ ICO STO ที่ไม่มีการรวมศูนย์ หรือการกำกับดูแล ซึ่งอาจทำให้สามารถเข้าสู่ตลาดสำหรับระดมทุน และเข้าถึงนักลงทุนได้มากขึ้น แต่ก็ต้องเผชิญกับความเสี่ยงในหลายรูปแบบเช่นกัน ไม่ว่าจะเป็นการฉ้อโกงหลอกลวง รวมถึงความเสี่ยงต่อความมั่นคงและเศรษฐกิจของประเทศ จากการฟอกเงิน หรือการหลบเลี่ยงภาษี สถานะที่มีทั้งโอกาสและความเสี่ยงดังกล่าวทำให้หน่วยงานกำกับดูแลในประเทศไทยอาจยังไม่สามารถติดตามหรือรับผิดชอบกำกับดูแลการลงทุนของทุกตลาดบนโลกได้

ด้วยเหตุนี้ จึงควรมีนโยบายเพื่อส่งเสริมการเข้าถึงตลาดทุนของกลุ่มธุรกิจต่าง ๆ เหล่านี้ที่อาจมีข้อจำกัดด้านโอกาสในการลงทุนในตลาดทุนไทย โดยนโยบายที่สามารถตอบโจทย์การเข้าถึงเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพตลาดทุนในปัจจุบัน ประกอบด้วย 3 นโยบายหลัก ได้แก่



➤ ปรับนิยามของผู้ลงทุนให้มีความเหมาะสมมากขึ้น

เนื่องจากในปัจจุบันนิยามและการแบ่งประเภทของผู้ลงทุนถูกนำมาใช้เพื่อกำหนดว่าผู้ลงทุนกลุ่มใดจะสามารถลงทุนในสินทรัพย์ประเภทใดได้ ซึ่งเกณฑ์การตัดสินประเภทผู้ลงทุนโดยประเมินจากมูลค่าสินทรัพย์ของผู้ลงทุนแต่เพียงอย่างเดียวจะส่งผลให้สินทรัพย์บางกลุ่มขาดผู้เล่นที่มีคุณภาพร่วมลงทุน ส่งผลให้กลไกราคาไม่สามารถทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งหากพิจารณาในบริบทของคุณภาพผู้เล่น การจำแนกประเภทผู้ลงทุนที่ไม่เหมาะสมจะทำให้การซื้อขายสินทรัพย์บางประเภทขาดผู้เล่นที่มีคุณภาพส่งผลให้การจัดสรรทรัพยากรผ่านตลาดทุนขาดประสิทธิภาพ

ดังนั้น สำนักงาน ก.ล.ต. จึงควรปรับเกณฑ์รวมไปถึงนิยามของประเภทผู้ลงทุน โดยเปลี่ยนจากการประเมินโดยดูจากมูลค่าสินทรัพย์แต่เพียงอย่างเดียว เป็นการประเมินโดยดูจากหลายปัจจัย (Multidimensional Evaluation) แทน เช่น อาชีพ การศึกษา ประสบการณ์ ฯลฯ เพื่อเปิดโอกาสให้ผู้เล่นที่มีคุณภาพได้ซื้อ/ขายหลักทรัพย์ได้อย่างครอบคลุม ซึ่งทิศทางการผลักดันของสำนักงาน ก.ล.ต. นั้นมีความพยายามเพิ่มตัวแปรด้านการศึกษาและประสบการณ์ที่หากผู้ลงทุนทำงานที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน ก็สามารถลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงขึ้นได้แม้จะมีมูลค่าสินทรัพย์ไม่ถึงตามเกณฑ์รูปแบบเก่าก็ตาม ซึ่งนับเป็นทิศทางของนโยบายที่เหมาะสมและสามารถพัฒนาต่อยอดให้เกณฑ์ดังกล่าวสามารถครอบคลุมตัวแปรได้อย่างรอบด้านและครอบคลุมมากขึ้นต่อไปในอนาคต

➤ พัฒนาระบบ Securitized Alternative Lending

ดังที่ได้กล่าวไปแล้วว่า ผู้ระดมทุนโดยเฉพาะกลุ่มธุรกิจ Startups และ SMEs ยังคงมีปัญหาในการเข้าถึงเงินทุน หรือ เข้าถึงได้ในต้นทุนที่สูงกว่าหน่วยธุรกิจขนาดใหญ่ ดังนั้น การใช้ข้อมูลทางเลือก (Alternative Data) เพื่อประกอบการประเมินต้นทุนในการกู้ยืมจะช่วยให้หน่วยธุรกิจเข้าถึงเงินทุนได้ในต้นทุนที่เหมาะสมมากขึ้น ในทำนองเดียวกัน หากมีการนำสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจากการกู้ยืมมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ (Securitization) และสามารถซื้อขายต่อได้ในตลาดรอง (Secondary Market) จะช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้กับสินทรัพย์ สร้างแรงจูงใจให้เกิดสินทรัพย์ในตลาดแรก ส่งผลให้หน่วยธุรกิจสามารถเข้าถึงตลาด Alternative Lending ได้ในวงกว้างมากขึ้น

ดังนั้น เพื่อให้เกิดตลาด Securitized Alternative Lending จึงเสนอให้หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง อาทิ ธนาคารแห่งประเทศไทย กระทรวงการคลัง รวมไปถึงการผลักดันให้เกิดขึ้นโดยธรรมชาติของภาคเอกชน ควรร่วมกันผลักดันให้เกิดตลาดดังกล่าวขึ้นผ่านการจัดตั้งองค์กรกลางที่รวบรวมข้อมูลทางเลือก ทำหน้าที่ร่วมมือกับบริษัทที่มีข้อมูลพฤติกรรมผู้บริโภคของประเทศ โดยรัฐอาจผลักดันให้เกิดบริษัทใหม่สำหรับแลกเปลี่ยนข้อมูลทางเลือกโดยเฉพาะ ซึ่งมีข้อดีคือเป็นการสร้างการแข่งขัน และกระจายความเสี่ยง เมื่อกรณีที่บริษัทที่เป็นผู้ผูกขาดมีข้อผิดพลาดในการดำเนินงาน หรือจะผลักดันให้บริษัทข้อมูลเครดิตแห่งชาติเป็นผู้ดำเนินการก็ได้ โดยบริษัทข้อมูลเครดิตแห่งชาติมีข้อได้เปรียบ คือมีโครงสร้างพื้นฐานด้านการจัดการข้อมูลอย่างรัดกุมอยู่แล้ว และมีความสัมพันธ์ที่ดีเป็นทุนเดิมกับธนาคาร

พาณิชย์ (ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทข้อมูลเครดิตแห่งชาติ) ซึ่งยังคงเป็นผู้เล่นใหญ่ในตลาด Alternative Lending ของไทย

➤ **พัฒนาแพลตฟอร์มที่ช่วยจับคู่เครื่องมือการระดมทุนกับหน่วยธุรกิจให้เหมาะสมตามแต่ละระยะการพัฒนา (Development Stage)**

เนื่องจากอุปสรรคสำคัญของสถานการณ์การระดมทุนของไทยคือ ยังคงขาดตลาดรองรับ หรือ การแบ่งแยกตลาด (Market Segmentation) สำหรับธุรกิจที่เพิ่งเกิดใหม่ก่อนที่ธุรกิจเหล่านี้จะมีศักยภาพเพียงพอที่จะระดมทุนผ่านช่องทางที่พัฒนาแล้วของไทยอย่างสินเชื่อธนาคารพาณิชย์ หรือตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สอดรับกับแนวคิดที่สำนักงาน ก.ล.ต. อยู่ในช่วงศึกษาผลกระทบและประเมินความเป็นไปได้ของกระดาน SME (SME Board) ซึ่งมีบทบาทเป็นอีกหนึ่งตลาดที่ช่วยระดมทุนให้กับธุรกิจกลุ่ม SME ก่อนตลาด SET และ MAI

ดังนั้น เพื่อเอื้อให้เกิดธุรกิจและไอเดียใหม่ ๆ ควบคู่ไปกับการระดมทุนได้อย่างเหมาะสม หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง อาทิ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงาน ก.ล.ต. และ กรมธุรกิจการค้า ควรร่วมกันผลักดันให้เกิดแพลตฟอร์มที่ช่วยจับคู่ธุรกิจหรือไอเดียใหม่ ๆ กับรูปแบบการระดมทุนหรือที่ปรึกษาที่เหมาะสมควบคู่ไปกับการส่งเสริมทางเลือกในการระดมทุนที่หลากหลาย ยกตัวอย่างเช่น ธุรกิจกลุ่ม Startup ที่อาจมีไอเดียหรือผลิตภัณฑ์ที่มีโอกาสสร้างมูลค่าเพิ่มได้สูงควรได้รับการจับคู่กับที่ปรึกษา หรือ Mentor ที่จะสามารถช่วยแปลงไอเดียเหล่านี้เป็นแผนธุรกิจ (Business Plan) เพื่อให้สามารถระดมทุนได้ หรือจับคู่กับนักลงทุนกลุ่ม Angel Investor ที่สามารถรับความเสี่ยงที่สูงได้ ซึ่งแพลตฟอร์มเหล่านี้จะมีบทบาทสำคัญช่วยเปิดโอกาสให้ธุรกิจเหล่านี้สามารถพัฒนาและพร้อมเข้าสู่การระดมทุนผ่านกระดาน SME และตลาดหลักทรัพย์ต่อไป โดยเสนอให้มีนโยบายส่งเสริมช่องทางการระดมทุนจากแต่ละช่องทางดังต่อไปนี้

ตารางที่ 1 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายที่เกี่ยวข้องกับการจัดตั้งบริษัทและการระดมทุนตามระยะการพัฒนาของบริษัท

ลำดับ	หัวข้อ	ข้อเสนอแนะ
1.	การจัดทะเบียนจัดตั้ง	ควรกำหนดให้มีผู้บริการที่สามารถจดทะเบียนผ่านทางออนไลน์ได้ เพื่อลดความพึงพิงในการใช้ดุลพินิจของเจ้าหน้าที่ที่เกี่ยวข้อง
2.	การออกตราสารหนี้	ควรจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลเพื่อลดต้นทุนในการระดมทุนผ่านการออกตราสารหนี้
3.	การออกตราสารทุน	- ESOP – ควรอนุญาตให้บริษัทจำกัดออกหุ้นให้แก่พนักงานได้ - Convertible Notes – ควรอนุญาตให้มีการแปลงหุ้นกู้เป็นหุ้นสามัญได้ - Preferential Shares – ควรอนุญาตให้บริษัทจำกัดยกเลิกบุริมสิทธิในหุ้น และออกหุ้นสามัญได้ง่าย



ลำดับ	หัวข้อ	ข้อเสนอแนะ
4.	การจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	ควรปรับปรุงกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการจดทะเบียนใน Live Exchange ให้สอดคล้องกับพัฒนาการของต่างประเทศ เช่น ไม่กำหนดขนาดของบริษัทที่สามารถจดทะเบียนได้ แต่ให้ที่ปรึกษาภายนอกเป็นผู้ตัดสินความเหมาะสมของบริษัทนั้น ๆ ในการจดทะเบียน เป็นต้น

2.3.4 นโยบายปรับลดต้นทุนทางธุรกรรมภายในตลาดทุน

เนื่องจากต้นทุนทางธุรกรรมที่เกิดขึ้นจากกิจกรรมซื้อขายสินทรัพย์ภายในตลาดทุนโดยเฉพาะตลาดหุ้น คือหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่ทำให้กลไกการตั้งราคาของสินทรัพย์ (Price Discovery Mechanism) ไม่สามารถทำงานได้อย่างเต็มที่และยังส่งผลให้ทั้งผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนขาดแรงจูงใจในการซื้อ/ขาย เนื่องจากผลตอบแทนที่เกิดขึ้นถูกทอนส่วนลดลงเพื่อนำไปเป็นค่าบริการของตัวกลาง โดยจากการศึกษาของ ThailandFuture พบว่าผู้ลงทุนส่วนใหญ่มองว่า การลดค่าธรรมเนียมซื้อขาย และค่าธรรมเนียมการจัดการต่าง ๆ คืออุปสรรคสำคัญลำดับหนึ่งที่ต้องได้รับการปรับปรุง ดังนั้นจึงควรผลักดันนโยบายเพื่อลดต้นทุนทางธุรกรรม ดังนี้

➤ พิจารณาปรับรูปแบบของการกำกับดูแลให้หลากหลาย และเฉพาะเจาะจงกว่าที่ใช้

ในการปรับปรุงรูปแบบของการกำกับดูแล ควรมีความหลากหลายมากขึ้นให้สอดคล้องกับประเภทของหลักทรัพย์และความต้องการของผู้ลงทุน เพื่อให้ผู้ลงทุนที่มีความต้องการแตกต่างกันได้รับการบริการที่น่าพึงพอใจมากขึ้นและสอดคล้องกับต้นทุนทางธุรกรรมที่เสียไป โดยในการซื้อขายที่ผู้ลงทุนต้องการการดูแลที่ครบวงจร และได้รับการที่มีความยุ่งยากมากกว่า ควรให้มีการเสียค่าบริการที่มากกว่าผู้ลงทุนที่ไม่ต้องการได้รับการดูแลเท่าใดนัก ยกตัวอย่างเช่น ในประเทศมาเลเซียขณะนี้มีการพิจารณาที่จะปรับปรุงรูปแบบของใบอนุญาตนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์และกฎเกณฑ์ในการกำกับดูแล โดยจะพิจารณาแบ่งประเภทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ออกเป็น 3 ประเภท โดยคำนึงถึงลักษณะการประกอบธุรกิจ และความต้องการของนักลงทุน ดังนี้

- นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ที่ให้บริการเฉพาะแต่การส่งคำสั่งซื้อขายโดยไม่มีการให้คำแนะนำการลงทุน (Execution-Only Broker)
- นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ที่ให้คำแนะนำการลงทุนในลักษณะทั่วไป โดยไม่คำนึงถึงลักษณะเฉพาะของลูกค้าแต่ละราย (General Advice) เพิ่มเติมจากการส่งคำสั่งซื้อขายให้ลูกค้า
- นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์แบบดั้งเดิม (Traditional Broker) ซึ่งมีการให้คำแนะนำการลงทุนลูกค้าโดยคำนึงถึงลักษณะเฉพาะของลูกค้าแต่ละราย เพิ่มเติมจากการส่งคำสั่งซื้อขายให้ลูกค้า

โดยในการกำกับดูแลผู้ประกอบการที่ได้รับใบอนุญาตในแต่ละประเภทจะแตกต่างกัน เช่น หากผู้ประกอบการ เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ที่ให้บริการเฉพาะแต่การส่งคำซื้อขายหลักทรัพย์ เท่านั้น ก็จะมีกฎเกณฑ์ในการกำกับดูแลที่เข้มข้นน้อยกว่า และต้องปฏิบัติตาม Conduct Rules ที่น้อยลง เนื่องจากไม่มีการให้คำแนะนำแก่ลูกค้า เมื่อมีหน้าที่ในการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่น้อยลง ค่าใช้จ่ายในการปฏิบัติงาน (Operating Cost) ย่อมน้อยลงไปด้วย และทำให้ผู้ให้บริการสามารถให้บริการแก่ลูกค้าโดยเก็บค่าธรรมเนียมที่ถูกลง นอกจากนี้ การให้บริการแบบนี้อาจจะสอดคล้องกับลักษณะการใช้บริการของกลุ่มประชากรที่เปลี่ยนไป การกำหนดโครงสร้างการกำกับดูแลเช่นนี้ จะทำให้ประชาชนสามารถเข้าถึงบริการต่าง ๆ ของสถาบันตัวกลางได้มากขึ้น โดยสอดคล้องกับความเสี่ยง (Risk Profile) ที่ตนรับได้ และทำให้ตลาดทุนโดยรวมมีความน่าดึงดูดมากขึ้น

ในส่วนของการกำกับดูแลที่เฉพาะเจาะจง การที่อนุญาตให้ผู้ประกอบการสามารถดำเนินธุรกิจ โดยสอดคล้องกับรูปแบบการดำเนินงานของตน จะทำให้ผู้ประกอบการสามารถนำเอาต้นทุนส่วนที่ลดลง (เช่น ค่าเช่าที่สถานประกอบการ หรือจำนวนบุคลากรที่ต้องมี) ไปชดเชยในส่วนของการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์การกำกับดูแล (Compliance Costs) ซึ่งจะส่งผลดีต่อภาพรวมของการสร้างตลาดทุนที่ยั่งยืน

เมื่อโลกมีพัฒนาการทางเทคโนโลยีมากขึ้น การให้บริการย่อมมีความก้าวหน้ามากขึ้นเพื่ออำนวยความสะดวกแก่ตลาด เมื่อมองถึงพัฒนาการของสถาบันตัวกลางในระดับสากล จะพบว่ารูปแบบของสถาบันตัวกลาง (Intermediary Models) ในโลกนั้นมีการเปลี่ยนแปลงไปสู่ลักษณะที่มีความจำเพาะมากขึ้น (Specialization) เพื่อให้ตอบโจทย์ต่อความต้องการของนักลงทุน ความต้องการลงทุนที่ซับซ้อนขึ้นประกอบกับเทคโนโลยีที่เติบโตอย่างก้าวกระโดดทำให้มีการนำเอาปัญญาประดิษฐ์ และอัลกอริทึมมาใช้ในการตัดสินใจลงทุนให้แก่ลูกค้า

จากการที่ผู้ประกอบการไม่ว่าจะให้บริการในลักษณะดั้งเดิม (Traditional) หรือแบบที่ใช้เทคโนโลยีทางการเงินเข้ามาช่วยเหลือในการประกอบธุรกิจ จะต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ในภาพรวมที่เหมือนกัน ยกตัวอย่างเช่น หากผู้ประกอบการจัดการกองทุนส่วนบุคคลโดยใช้ปัญญาประดิษฐ์ในการออกแบบการลงทุนให้แก่ลูกค้า ผู้ประกอบการนั้นจะต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดที่ใช้บังคับกับการให้บริการของผู้ประกอบการจัดการกองทุนส่วนบุคคลแบบดั้งเดิม ได้แก่ จะต้องมีการกรรมการลงทุน (Investment Committee) ที่เป็นคณะกรรมการในการกำหนดกรอบการลงทุน ตลอดจนจะต้องมีผู้จัดการกองทุนที่มีคุณสมบัติตามที่กำหนดเป็นผู้ตัดสินใจในการลงทุนด้วย ทำให้ลดความน่าดึงดูดของการนำเทคโนโลยีเข้ามาใช้ลงไป ประเทศไทยจึงอาจควรพิจารณาพัฒนาข้อบังคับกำกับดูแลเพิ่มเติม เพื่อให้เอื้ออำนวยต่อการนำเอาเทคโนโลยีที่สามารถลดต้นทุนได้มาใช้ในการประกอบธุรกิจ

อีกหนึ่งตัวอย่างได้แก่การเติบโตของ Digital Banking โดยในต่างประเทศมีพัฒนาการอย่างมาก อาทิ WeBank ของ Tencent, MyBank ของ Alibaba ในประเทศจีน หรือ Monzo และ Revolut ในประเทศสหราชอาณาจักร ซึ่งการอนุญาตให้เปิด Digital Banking นั้น เป็นการให้อนุญาตสามารถ



ประกอบธุรกิจเกี่ยวกับการธนาคาร รวมถึงการให้คำแนะนำการลงทุนแก่ลูกค้าได้โดยไม่จำเป็นต้องมีสถานที่ประกอบการ (Physical Premise) ซึ่งเป็นการเข้ามาทดแทนการธนาคารดั้งเดิมที่จะต้องมีสาขา

ประเทศไทยกำลังเสียโอกาสมากจากการที่ผู้ประกอบการประเภทสถาบันตัวกลางไม่สามารถนำเอาเทคโนโลยีเข้ามาใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพ เนื่องจากกฎเกณฑ์ที่ล้าสมัย นอกจากนี้ หากพิจารณาพัฒนาการของตลาด จะพบว่าผู้ประกอบการชาวไทยที่ต้องการนำเทคโนโลยีเข้ามาให้บริการแก่นักลงทุน ตัดสินใจไปประกอบธุรกิจอยู่ที่ต่างประเทศแทน เช่น กรณีของ Ajaib ที่เป็น Startup แพลตฟอร์มเทรดหุ้นออนไลน์ ที่มีผู้ร่วมก่อตั้งชาวไทย แต่ไปจดทะเบียนจัดตั้ง และให้บริการอยู่ที่ประเทศอินโดนีเซีย เป็นต้น

หน่วยงานที่เกี่ยวข้องจึงอาจพิจารณาออกใบอนุญาตประเภท Digital Banking License ให้แก่ผู้ประกอบการที่ประสงค์จะให้บริการในพื้นที่ออนไลน์ด้วยก็ได้ โดย การอนุญาตให้มีการประกอบการ Digital Banking นี้ จะเป็นการลดต้นทุนในการประกอบธุรกิจทางการเงิน ซึ่งจะส่งผลให้ผลิตภัณฑ์ที่เสนอขายแก่นักลงทุนมีราคาต่ำลง นักลงทุนสามารถเข้าถึงตลาดทุนได้มากขึ้น อีกทั้ง จะเป็นการเพิ่มตัวเลือกในการเข้าถึงผลิตภัณฑ์ทางการเงิน เพิ่มการแข่งขันระหว่างธนาคาร ทำให้บริการที่ผู้ใช้บริการจะต้องจ่ายยิ่งลดลง โดยในปัจจุบันนี้พบว่าประเทศในแถบภูมิภาคอาเซียนส่วนมากแล้วแล้วแต่มีใบอนุญาตประเภท Digital Banking License ให้แก่ผู้ประกอบการ เช่น มาเลเซีย ฮ่องกง และสิงคโปร์

➤ สนับสนุนการแข่งขันระหว่างธุรกิจตัวกลางในตลาดทุนผ่านการลดอุปสรรคเข้าสู่ตลาด

การสนับสนุนการแข่งขันระหว่างธุรกิจตัวกลางในตลาดทุน จะสามารถช่วยลดต้นทุนที่ส่งต่อไปยังผู้ลงทุนได้ โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) ควรปรับลดกฎเกณฑ์ในส่วนนี้เพื่อให้กลไกการแข่งขันระหว่างธุรกิจตัวกลางช่วยลดต้นทุนทางธุรกรรมที่เกิดจากค่าบริการ ซึ่งนโยบายนี้มีข้อดีมากกว่านโยบายการตั้งเพดานค่าบริการรายธุรกรรมซึ่งอาจส่งผลให้เกิดภาวะขาดแคลนอุปทานของผู้ให้บริการจนทำให้การระดมทุนชะงักงันได้

อุปสรรคและความกังวลสำคัญของนโยบายลดต้นทุนทางธุรกรรมคือ กลุ่มธุรกิจตัวกลาง/โบรกเกอร์ที่อยู่ในตลาดก่อนหน้านี้จะเป็นผู้เสียประโยชน์หลักจากนโยบายดังกล่าวเนื่องจากได้รับกำไรต่ำลงจากการแข่งขันภายในภาคธุรกิจที่รุนแรงมากขึ้น อย่างไรก็ตามผลเสียที่เกิดขึ้นดังกล่าวสามารถถูกทดแทนได้ด้วยปริมาณการซื้อขายที่เพิ่มขึ้นได้ เพราะต้นทุนทางธุรกรรมที่ต่ำลงจะช่วยให้ผู้ลงทุน/ผู้ระดมทุนเกิดแรงจูงใจในการซื้อขายหลักทรัพย์มากขึ้น ส่งผลให้ธุรกิจกลุ่มตัวกลางมีกำไรมากขึ้นได้หากปริมาณซื้อขายเพิ่มมากขึ้นในสัดส่วนที่มากกว่ารายได้ต่อหน่วยซื้อขายที่ลดลง นอกจากนี้ ผลประโยชน์ทางอ้อมที่เกิดจากการที่ตลาดทุนมีประสิทธิภาพ ช่วยให้มีธุรกิจที่มีผลผลิตภาพมากขึ้น จะช่วยให้สวัสดิการของทุกคนในสังคมดีขึ้นด้วย โดยมีพัฒนาการที่จะสามารถเข้าเพิ่มการแข่งขันระหว่างตัวกลางในตลาดทุน ได้แก่

1) แนวโน้มการเปลี่ยนผ่านรูปแบบการเก็บค่าบริการของตัวกลาง/โบรกเกอร์แบบขึ้นกับมูลค่าการซื้อขายเป็นรูปแบบ Tipping Model ซึ่งหมายความว่าผู้รับบริการจากตัวกลางสามารถให้ค่าตอบแทน

ได้ตามความสมัครใจหากตัวกลางให้คำแนะนำหรือทำหน้าที่ได้นำพึงพอใจ รูปแบบการจัดเก็บค่าบริการแบบให้ทิปจะส่งผลให้พฤติกรรมของตัวกลาง/โบรกเกอร์เปลี่ยนจากการให้คำแนะนำที่มุ่งเน้นให้เกิดกิจกรรมการซื้อขายมาก ๆ เป็นคำแนะนำที่ตอบโจทย์ความต้องการของผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนอย่าง

2) การสนับสนุนให้มีการลงทุนในช่องทางเลือกใหม่ ๆ เพิ่มขึ้น เช่น การลงทุนใน Cryptocurrency จะมีส่วนช่วยในการลดอุปสรรคการเข้าสู่ตลาดตรงนี้ได้ เนื่องจากการลงทุนหรือระดมทุนผ่านตลาด Cryptocurrency ไม่จำเป็นต้องผ่านธุรกิจตัวกลางทางการเงินเสียด้วยซ้ำ ทำให้สามารถลดต้นทุนในส่วนนี้ได้ทั้งจากฝั่งผู้ลงทุนและผู้ระดมทุน โดยทางฝั่งผู้ลงทุนไม่จำเป็นต้องลงทุนผ่านตัวกลางหรือเสียค่าบริการในการหาข้อมูล เนื่องจากข้อมูลในหลักทรัพย์ Cryptocurrency นั้นมีความโปร่งใสมากขึ้น ผู้ลงทุนสามารถหาข้อมูลได้เองเยอะขึ้นเมื่อเทียบกับการขอข้อมูลรายไตรมาสจากหลักทรัพย์ในตลาดหุ้นดั้งเดิม ซึ่งการเปลี่ยนแปลงนี้ อาจส่งผลให้ธุรกิจตัวกลางดั้งเดิมมีการปรับตัวแข่งขันเพื่อลดต้นทุนยิ่ง ๆ ขึ้นไป หรือทางฝั่งผู้ระดมทุน ที่ไม่จำเป็นต้องใช้บริการวาณิชธนกิจ (Investment Bank) ในการนำหุ้นเข้ามาขายในตลาดหลักทรัพย์ (Initial Public Offering - IPO) เท่านั้นอีกต่อไป โดยการระดมทุนผ่าน Cryptocurrency นี้จะสามารถทำได้เองโดยตรง ทำให้สามารถลดค่าใช้จ่าย Cost of Fundraising ไปได้มาก โดยผลการศึกษาห้องทดลองนโยบาย (Policy Lab) ในประเด็นการพัฒนาประสิทธิภาพตลาดทุน การที่จะเปิด IPO ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้ง SET (Stock Exchange of Thailand: หุ้นชำระแล้ว หลัง IPO ตั้งแต่ 300 ล้านบาทขึ้นไป) และ MAI (Market for Alternative Investment: หุ้นชำระแล้ว หลัง IPO ตั้งแต่ 50 ล้านบาทขึ้นไป) นั้นมีค่าใช้จ่ายที่สูง มีข้อจำกัดที่เยอะ และใช้เวลามาก การที่จะสามารถเปลี่ยนทิศทางของตลาดให้มานิยมการทำการระดมทุนผ่านแพลตฟอร์ม Decentralized Exchange หรือ Initial DEX offering (IDO) ซึ่งเป็นการระดมทุนในรูปแบบ Blockchain ที่ผู้สนใจสามารถตรวจสอบรูปแบบโครงการก่อนการลงทุนได้เอง มีความโปร่งใส และไม่ต้องมีต้นทุนที่นอกเหนือจากเวลา จะทำให้ธุรกิจขนาดเล็กใหม่ ๆ สามารถเข้าถึงเงินทุนได้ง่ายขึ้น และทำให้มีผลิตภัณฑ์ทางการเงินในตลาดที่หลากหลาย ตลาดมีประสิทธิภาพมากขึ้น

อย่างไรก็ตาม นโยบายลดต้นทุนทางธุรกรรมผ่านการส่งเสริมการแข่งขันของกลุ่มธุรกิจตัวกลางควรคำนึงถึงความสมดุลระหว่างประสิทธิภาพและการคุ้มครองผู้บริโภค เพราะหากปรับลดกฎเกณฑ์ในการประกอบธุรกิจในส่วนนี้มากเกินไปอาจส่งผลให้มีธุรกิจตัวกลางที่ขาดความรู้หรือใจเอาเปรียบผู้ใช้บริการตัวกลางโดยที่ไม่มีการกำกับดูแลที่เหมาะสม ดังนั้นผู้ดำเนินนโยบายจึงควรชั่งน้ำหนักให้เกิดความสมดุลระหว่างการส่งเสริมประสิทธิภาพตลาดทุนและการคุ้มครองผู้เล่นในตลาดอย่างเหมาะสม

➤ การลดขนาดของช่วงราคา (Tick Size)

ขนาดของช่วงราคา (Tick Size) มีผลลดต้นทุนธุรกรรมผ่านการลด Spread โดยผลการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยโดย ThailandFuture บ่งชี้ว่า เมื่อควบคุมตัวแปรอื่น ๆ ในสมการแล้ว การลดขนาดของช่วงราคาลง 1 บาท สัมพันธ์กับการลดต้นทุนธุรกรรมลงร้อยละ 0.856 ของราคาสินทรัพย์ ทว่าเนื่องจากขนาดของช่วงราคาถูกกำหนดโดยตลาดด้วยเกณฑ์ระดับราคา การลดต้นทุนธุรกรรมด้วยขนาด



ของช่วงราคาจึงมีข้อจำกัดคือผู้กำหนดนโยบายจะกำหนดกลุ่มเป้าหมายของบริษัทที่ต้องการลดต้นทุนธุรกรรมได้ตามมิติของระดับราคาเท่านั้น

อย่างไรก็ตาม ผู้ดำเนินนโยบาย/ผู้กำกับดูแลควรรักษาสมดุลด้านข้อดีและข้อเสียของการปรับลด Tick Size เพราะถึงแม้ว่าขนาด Tick Size ที่เล็กลงจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพของตลาดเนื่องจากช่วยให้ผู้ซื้อ/ผู้ขายในตลาดมีโอกาสซื้อขายในราคาที่ตนต้องการจะซื้อขายโดยที่ไม่ต้องรอให้ราคาเปลี่ยนแปลงเกินกว่า Tick Size แต่ถ้าหากตลาดทุนมีขนาด Tick Size ที่เล็กจนเกินไปจะส่งผลให้ผู้เล่นในตลาดทุนซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อเก็งกำไรระยะสั้นซึ่งนับว่าผิดจุดประสงค์ของการลงทุนในตลาดทุนที่ต้องการให้เกิดการลงทุนในระยะยาว

➤ การลดค่าความผันผวนของผลตอบแทนรายวัน (Volatility)

ค่าความผันผวนของผลตอบแทนรายวัน (Volatility) ส่งผลไปถึงต้นทุนธุรกรรมผ่านทาง Adverse Information Cost ซึ่งส่งผลต่อค่า Spread ซึ่งการลดส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนรายวันลงหนึ่งหน่วย สัมพันธ์กับการลดต้นทุนธุรกรรมลงร้อยละ 0.775 ของราคาหลักทรัพย์

แม้ว่าการจะปรับลดค่าความผันผวนโดยตรงอาจทำได้ยาก แต่่นโยบายที่ช่วยลด Adverse Information Cost สามารถลดการส่งต่อจากความผันผวนไปสู่ต้นทุนธุรกรรมได้ ผู้กำหนดนโยบายอาจสนับสนุนการเปิดเผยข้อมูลข่าวสาร หรือ สนับสนุนเงินทุนในการทำบทวิเคราะห์ โดยเฉพาะกับบริษัทขนาดเล็กที่มีคนเขียนถึงน้อยและมีช่องว่างของข้อมูลสูง หรือปรับปรุงกฎเกณฑ์เรื่องการเปิดเผยข้อมูล โดยเฉพาะกับบริษัทขนาดเล็ก เพื่อให้มั่นใจได้ว่าข้อมูลมีความถูกต้อง และเปิดเผยได้อย่างมีประสิทธิภาพและทันทั่วถึง เป็นต้น โดยความพยายามที่จะลดต้นทุนธุรกรรมด้วยวิธีนี้ แม้ว่าจะวัดผลได้ยาก แต่มีข้อดีคือสามารถเจาะจงกลุ่มบริษัทเป้าหมายได้ เช่น อาจกำหนดเงื่อนไขของเงินสนับสนุนเป็นสัดส่วนของบทวิเคราะห์ขั้นต่ำที่เกี่ยวกับบริษัทขนาดเล็ก หรืออาจเพิ่มการสนับสนุนขึ้นในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ เป็นต้น

➤ ยกเลิกภาษี Capital Gain เพื่อสร้างแรงจูงใจให้แก่ทั้งผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนร่วมกัน สนับสนุนให้กลไกราคาทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ

มาตรการภาษี Capital Gain ไม่ควรบิดเบือนให้เกิดความไม่สมมาตรระหว่างการได้รับผลตอบแทน (Gain) กับผลเสีย (Loss) โดยในบริบทของประเทศไทยนั้น แม้จะไม่มีภาษี Capital Gain ในตลาดหุ้นกรณีที่เป็นรายได้บุคคลธรรมดา แต่ยังคงมีภาษี Capital Gain ในอัตราร้อยละ 15 ของผลตอบแทนในผู้ลงทุนสถาบัน นอกจากนี้รัฐบาลยังเก็บภาษี Capital Gain ในตลาดที่เป็นทางเลือกในการระดมทุนรูปแบบใหม่ ยกตัวอย่างเช่น ตลาดสกุลเงินดิจิทัลที่สามารถนำมาใช้เป็นเครื่องมือในการระดมทุนได้รวดเร็ว ในต้นทุนที่ต่ำกว่าตลาดหุ้นทั้งในมิติของต้นทุนทางธุรกรรม และมิติของการเข้าถึงเงินทุนที่ง่ายกว่า ทำให้การจัดเก็บภาษีในตลาดดังกล่าวจัดว่าเป็นการปิดโอกาสการระดมทุนของหน่วยธุรกิจที่มีไอเดียหรือนวัตกรรมใหม่ ๆ อย่าง Startup และ SMEs เป็นอย่างมาก

การยกเลิกภาษีตรงนี้มีส่วนช่วยให้ดึงดูดให้เกิดบริษัทเกิดใหม่ หรือ Startup ในไทย ลดการนำบริษัทออกไปจดทะเบียนในต่างประเทศที่มีเงินทุนมากกว่า และภาษีต่ำกว่า เช่น สิงคโปร์ ได้มากขึ้น เนื่องด้วยว่าบริษัท Startup นั้นมักมีขนาดเล็ก ยังไม่เสถียรและมีความเสี่ยงสูง การเก็บภาษีที่สูงย่อมเป็นอัตราส่วนที่สูงต่อผลตอบแทนของบริษัท ทำให้ไม่น่าดึงดูดในการทำธุรกิจ อีกทั้งมูลค่าภาษีที่ได้ยังนับเป็นสัดส่วนที่เล็กมากในการสร้างรายได้เข้าประเทศ ไม่คุ้มที่จะเสียโอกาสให้บริษัทที่มีศักยภาพออกไปเติบโตที่ตลาดต่างประเทศ

ในทำนองเดียวกัน กรณีการเสียภาษีของ Cryptocurrency นั้น ปัจจุบัน พระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัลปี พ.ศ. 2561 กำหนดไว้ว่า ในการซื้อขายนั้นผู้ขายต้องเสียภาษี ณ ที่จ่ายที่ร้อยละ 15 ซึ่งนับว่าสูงมากโดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อเทียบกับการเสียภาษีจากการขายหลักทรัพย์ธรรมดาที่ร้อยละ 0.1 โดยผู้ลงทุนนอกจากจะต้องแบกรับภาษีที่สูงขึ้นแล้ว ยังสร้างความลำบากในการทำธุรกรรมและยื่นภาษีอย่างมาก เนื่องจากการตรวจสอบต้นทุนกำไรในการลงทุนใน Cryptocurrency นั้นตรวจเช็กยาก โดยต้นทุนส่วนใหญ่มาจากค่าเสียเวลา อุปกรณ์ การใช้ไฟฟ้า ที่ไม่สามารถหาหลักฐานชัดเจนได้ อีกทั้งในการคำนวณนั้นต้องแยกเป็นรายธุรกรรม ทำให้ไม่สามารถนับการลงทุนที่ขาดทุนเป็นต้นทุนได้ ทำให้เมื่อคำนวณภาษีเฉลี่ยแล้วผู้ลงทุนอาจจะเสียมากกว่าร้อยละ 15

ดังนั้น เพื่อสร้างแรงจูงใจในการลงทุนที่เหมาะสม ประกอบกับลดปัจจัยบิดเบือนตลาดทุน จึงควรเสนอให้มีการยกเลิกภาษี Capital Gain เพื่อให้กลไกราคาภายในตลาดทุนสามารถทำงานได้อย่างเต็มที่ และช่วยให้ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นสะท้อนมูลค่าแท้จริงของแต่ละหลักทรัพย์ได้ดียิ่งขึ้น จึงอาจมีการแก้ไขกฎหมายภาษีเพื่อยกเว้นภาษีเงินได้จากการขายหลักทรัพย์ และเงินปันผลแก่ผู้ลงทุนสถาบัน ทั้งที่จดทะเบียนจัดตั้งในไทย และในต่างประเทศ โดยอาจมีการกำหนดกลุ่มอุตสาหกรรมเป้าหมายที่ผู้ลงทุนจะได้รับสิทธิประโยชน์ตามที่กำหนดไว้ในพระราชกฤษฎีกา พ.ศ. 2559 ก็ย่อมได้ หรือในกรณีที่รัฐบาลยังคงจำเป็นต้องเก็บภาษี Capital Gain เนื่องจากเหตุผลด้านความเสมอภาค ป้องกันปัญหาการปั่นราคาหรือภาวะฟองสบู่ในตลาดสินทรัพย์ดิจิทัล เสนอให้พิจารณาปรับเปลี่ยนอัตราภาษีให้มีความเสมอภาคระหว่างตลาดแต่ละประเภทในอัตราเดียวกับหลักทรัพย์ธรรมดาเพื่อไม่ทำให้ตลาดสกุลเงินดิจิทัลขาดความสามารถในการแข่งขันกับตลาดหุ้น และจะต้องเก็บอัตราที่ไม่สูงกว่าคู่แข่งนอกประเทศ เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดการนำเงินลงทุนออกไปลงทุนนอกประเทศ (Capital Flight) ไปยังประเทศอื่นที่มีนโยบายเปิดกว้างมากกว่า

2.3.5 นโยบายส่งเสริมความรู้ความเข้าใจด้านการเงิน/การลงทุน/การระดมทุนแก่ประชาชน ควบคู่ไปกับการปรับกฎเกณฑ์การเข้าสู่ตลาดของผู้ลงทุนให้มีความเหมาะสมมากขึ้น

แม้ว่าการดำเนินนโยบายเกี่ยวกับการพัฒนาองค์ความรู้ด้านการเงินและการลงทุนแก่ประชาชนจะใช้ระยะเวลานานจึงจะเห็นผลลัพธ์เป็นที่ประจักษ์ แต่เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพตลาดทุนในระยะยาว ประเทศไทยจำเป็นต้องตื่นตัวและผลักดันนโยบายที่ส่งเสริมความรู้ด้านการเงิน การลงทุน และการระดมทุน อย่างเร่งด่วนควบคู่ไปกับการสร้างวัฒนธรรมและทัศนคติเกี่ยวกับการลงทุนที่เหมาะสม เพื่อให้คน



ไทยเป็นผู้เล่นที่มีคุณภาพและเป็นกลไกสำคัญที่ทำให้ตลาดทุนสามารถทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยข้อเสนอแนะเชิงนโยบายเพื่อพัฒนาความรู้ความเข้าใจทางการเงินของคนไทยในระยะยาว ประกอบด้วย 3 ข้อเสนอหลักได้แก่

➤ **ให้ความรู้ทางการเงินและการลงทุนแก่ประชาชนตั้งแต่ระดับประถมศึกษา**

เนื่องจากการให้ความรู้ทางการเงินอย่างจริงจังของระบบการศึกษาไทยส่วนใหญ่เริ่มต้นขึ้นในระดับอุดมศึกษา หรือเฉพาะเจาะจงเฉพาะในสาขาวิชาที่เกี่ยวข้องกับการเงินและการธนาคารเท่านั้น จึงทำให้ไม่เกิดความรู้ความเข้าใจในวงกว้าง อันเป็นสาเหตุหนึ่งของการเข้าถึงตลาดทุนและส่งผลต่อประสิทธิภาพของผู้เล่นในตลาดลงทุน ดังนั้น หน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับนโยบายและการกำกับดูแลด้านการศึกษา อาทิ กระทรวงศึกษา สำนักงานคณะกรรมการการอาชีวศึกษา และสำนักงานคณะกรรมการการศึกษาขั้นพื้นฐาน ควรให้ความสำคัญกับการปูพื้นฐานความรู้ทางการเงินแก่เด็กและเยาวชนตั้งแต่ระดับประถมศึกษาจนถึงระดับอุดมศึกษา โดยพัฒนาหลักสูตรตามความเหมาะสมในแต่ละช่วงวัยและเน้นการปฏิบัติจริงแทนการท่องจำ เช่น ระดับประถมศึกษาให้รู้จักการวางแผนรายรับ รายจ่าย และการเก็บออม ระดับมัธยมศึกษาเรียนรู้จักการลงทุนในรูปแบบที่หลากหลายผ่านช่องทางต่าง ๆ ระดับอุดมศึกษาอาจส่งเสริมให้นักศึกษาที่มีความสนใจร่วมพัฒนากลไกหรือเครื่องมือทางการเงินและการลงทุนที่มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้นผ่านแพลตฟอร์มแซนด์บ็อกซ์หรือการประกวดแข่งขันต่าง ๆ เป็นต้น ในขณะที่เดียวกันควรส่งเสริมให้บุคลากรทางการศึกษา อาทิ ครู อาจารย์ มีทักษะและความรู้ทางการเงินเพื่อเป็นตัวอย่าง และสามารถเป็นครูแนะแนวทางการเงินเบื้องต้นแก่นักเรียนนักศึกษาได้ นอกจากนี้ควรมีแพลตฟอร์มที่ส่งเสริมให้ประชาชนทั่วไปมีการพัฒนาทักษะและเพิ่มความรู้ทางการเงินและการลงทุนที่ทันสมัยอยู่เสมอ เพื่อให้เท่าทันต่อการเปลี่ยนแปลงที่รวดเร็วในอนาคตและรอบรู้กฎเกณฑ์ต่าง ๆ ของตลาดทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ

ดังตัวอย่างในประเทศเกาหลีใต้ที่สำนักงานการศึกษาของบูกในจังหวัดคยองซังเหนือได้พัฒนาสื่อการสอนใหม่สำหรับโรงเรียนประถมและมัธยมในท้องถิ่นในปีการศึกษาต่อไป ซึ่งนอกจากจะสอนเกี่ยวกับสินทรัพย์ดิจิทัลแล้ว ครูในเขตการศึกษาของบูกจะได้รับการอบรมเพื่อเตรียมพร้อมสำหรับการอธิบายให้นักเรียนเข้าใจแนวคิดเกี่ยวกับการหลอกลวงแบบฟิชชิ่งด้วยเสียงและปัญหาความเป็นส่วนตัวในระบบดิจิทัล โดยบทเรียนในหัวข้อเหล่านี้จะถูกเพิ่มลงในหลักสูตรสังคมศึกษาในรูปแบบโมดูลทางเลือกสำหรับนักเรียนเกรดหนึ่งของโรงเรียนมัธยมต้น และเป็นภาคบังคับสำหรับนักเรียนเกรดสามของโรงเรียนมัธยมต้นและเกรดหนึ่งของโรงเรียนมัธยมปลาย นอกจากนี้ ประเทศอื่น ๆ ในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ได้จัดให้มีการสอนหัวข้อเกี่ยวกับคริปโตเคอร์เรนซีและบล็อกเชน อาทิ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสารสนเทศเฉิงตู ซึ่งเป็นมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีระดับท็อปของประเทศจีน ได้เปิดหลักสูตรวิศวกรรมบล็อกเชนสำหรับนักศึกษาระดับปริญญาตรี โดยจะผลิตบัณฑิตรุ่นแรกออกมาในปี ค.ศ. 2024

ดังนั้น การให้ความสำคัญกับการให้ความรู้ทางการเงินและการลงทุนภายใต้เศรษฐกิจสมัยใหม่ที่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว และการปลูกฝังแนวคิดเศรษฐศาสตร์ที่เหมาะสมตั้งแต่ปฐมวัยจะช่วยให้เด็กและเยาวชนตลอดจนประชาชนทั่วไปพร้อมรับมือการเปลี่ยนแปลงได้อย่างยืดหยุ่นยิ่งขึ้น

➤ ให้ความรู้ด้านการบริหารจัดการ หรือสร้างธุรกิจเกิดใหม่

เนื่องจากรูปแบบการศึกษาเกี่ยวกับการบริหารจัดการธุรกิจยังคงเน้นเรื่องการบริหารหน่วยธุรกิจขนาดใหญ่ หรือหน่วยธุรกิจที่อยู่ในตลาดอยู่แล้ว จึงทำให้เกิดข้อจำกัดเนื่องจากนักเรียน/นักศึกษาส่วนใหญ่ไม่ได้เป็นเจ้าของธุรกิจด้วยตนเอง ทำให้ไม่สามารถนำความรู้เหล่านี้ไปใช้ได้ ดังนั้นสำนักงานคณะกรรมการการอุดมศึกษาควรทำงานร่วมกับมหาวิทยาลัยอย่างใกล้ชิดเพื่อปรับปรุงหลักสูตรให้มุ่งเน้นการศึกษาเกี่ยวกับ การเริ่มต้นก่อตั้งหน่วยธุรกิจ การแปลงไอเดียผ่านการเขียนแผนธุรกิจ ช่องทางการหาแหล่งเงินทุน รวมไปถึงช่องทางการระดมทุนที่เหมาะสมในแต่ละระยะการพัฒนา (Development Stage) ของธุรกิจ ดังตัวอย่างของระบบการศึกษาของประเทศเกาหลีใต้ที่ได้สังเกตเห็นความสำคัญของสินทรัพย์ดิจิทัล จึงได้จัดให้มีคริปโตเคอร์เรนซีที่ไม่ได้ลิสต์บนกระดานเทรดประเภทหนึ่งจะเป็นสกุลเงินประจำแพลตฟอร์มการศึกษาใหม่ที่ดำเนินการโดยรัฐบาล ซึ่งมีเป้าหมายเพื่อสอนเยาวชนเกี่ยวกับแนวคิดต่าง ๆ เช่น crowdfunding เป็นต้น

➤ สร้างกลไกแรงจูงใจที่เหมาะสมเพื่อให้เกิดการนำความรู้ที่ได้ไปใช้จริง

เนื่องจากความรู้ที่ปลูกฝังนั้นจะไม่เกิดประโยชน์หากไม่ได้นำความรู้ที่ได้ไปปรับประยุกต์ใช้จริง ผู้ลงทุนควรได้มีโอกาสเข้าสู่ตลาดเพื่อลงทุนจริง ในขณะที่ผู้ระดมต้องมีโอกาสได้สร้างธุรกิจ ซึ่งในฝั่งนักลงทุน หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง อาทิ กระทรวงการคลัง ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ฯลฯ ควรให้แรงจูงใจไม่ว่าจะอยู่ในรูปตัวเงิน เช่น นโยบายให้ทุนเปล่า (Universal Basic Capital) หรือนโยบายให้ทุนแบบมีเงื่อนไข (Conditional Capital Transfer) หลังจากเข้ารับการอบรมความรู้ทางการเงินการลงทุน เป็นต้น

นอกจากนี้กลไกสร้างแรงจูงใจอาจไม่จำเป็นต้องอยู่ในรูปตัวเงิน แต่สามารถอยู่ในรูปแบบของการให้ข้อมูล หรือแสดงให้เห็นถึงตัวอย่างที่ประสบความสำเร็จได้ เช่น การเผยแพร่กรณีศึกษาของคนที่ประสบความสำเร็จจากการใช้ประโยชน์ตลาดทุนไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนหรือผู้ระดมทุน โดยอาจเป็น Influencer หรือกลุ่มคนรุ่นใหม่ หากเป้าหมายคือ กลุ่มคนในวัย Gen Z หรืออาจเป็น ราษฎรชาวบ้านในกรณีของคนในพื้นที่ชนบท เนื่องจากคนในพื้นที่ชนบทไว้วางใจและให้ความเชื่อถือถึงผู้ที่มีภูมิปัญญาในพื้นที่ของตนเองมากกว่า ซึ่งในกรณีนี้ กรมพัฒนาชุมชนอาจมีบทบาทช่วยเผยแพร่ข้อมูลในระดับชุมชนได้

3. ความเป็นไปได้ของ Securitized Alternative Lending ในบริบทไทย

3.1 ความสำคัญของ Alternative Lending

ในอุตสาหกรรมการปล่อยกู้ อุปสรรคพื้นฐานที่มีมาตั้งแต่สังคมมนุษย์เริ่มมีการใช้เงินเป็นตัวกลาง คือ ปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล หรือ Information Asymmetry กล่าวคือ ผู้กู้ทราบคุณสมบัติของตนเองครบถ้วน ตั้งแต่รายได้ ความมั่นคงของอาชีพการงาน สินทรัพย์ พฤติกรรมการใช้



เงิน ไปจนถึงความตั้งใจจริงที่จะหาเงินมาจ่ายคืนหนี้ ในขณะที่ผู้ให้กู้ไม่สามารถเข้าถึงข้อมูลเหล่านี้ที่เป็นตัวบ่งชี้ว่าสินเชื่อกำลังกลายเป็นหนี้เสียหรือไม่ ทำให้ผู้ให้กู้ต้องป้องกันความเสี่ยงโดยปล่อยกู้ให้เฉพาะผู้กู้ที่ยินดีส่งสัญญาณ (Signal) ที่จะเป็นข้อยืนยันว่าผู้ให้กู้จะได้เงินคืน

สัญญาณที่ว่านี้ในระบบการเงินแบบดั้งเดิม ซึ่งรวมถึงธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ในปัจจุบัน อาจเป็นข้อมูลประวัติการชำระหนี้ที่ผ่านมาที่ถูกเก็บไว้โดยบริษัทข้อมูลเครดิตแห่งชาติ จำกัด (เครดิตบูโร) หรือหากผู้กู้ไม่เคยกู้เลย และไม่มีข้อมูลในเครดิตบูโร สัญญาณที่ผู้กู้จะส่งได้ก็มักเป็นหลักประกันที่ผู้ให้กู้อาจรับมูลค่า และสามารถนำไปเปลี่ยนเป็นเงินสดได้หากผู้กู้ไม่จ่ายคืนหนี้ ซึ่งในทางปฏิบัติหลักประกันที่สถาบันการเงินดั้งเดิมยินดีรับจะครอบคลุมเฉพาะอสังหาริมทรัพย์หรือรถยนต์เท่านั้น

ด้วยเหตุนี้ ปัญหาการเข้าถึงเงินทุนจึงยังคงเป็นอุปสรรคสำคัญของการไปสู่สังคมที่มีความเท่าเทียม ทำให้ต้นทุนและโอกาสในการเติบโตของเราไม่เท่ากัน ผู้กู้หน้าใหม่หรือผู้กู้เก่าที่มีประวัติไม่ดีหรือไม่ไม่มีหลักประกันจะไม่สามารถเข้าถึงต้นทุนที่จำเป็นในการไต่บันไดทางสังคม และอาจต้องหันไปพึ่งบริการเงินกู้นอกระบบ ซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยสูงกว่ามาก ผลการสำรวจหนี้ครัวเรือนโดยธนาคารแห่งประเทศไทยเมื่อปี พ.ศ. 2561 พบว่าผู้ถูกสำรวจร้อยละ 4.3 ต้องการกู้เงินแต่ไม่สามารถเข้าถึงได้ร้อยละ 1.6 หันไปพึ่งพาการกู้ยืมนอกระบบ และอีกร้อยละ 12.3 กู้เงินในระบบ เช่นจากบริษัทเช่าซื้อ บริษัทสินเชื่อ หรือกองทุนหมู่บ้าน

นอกจากในภาคครัวเรือนแล้ว การเข้าถึงของกลุ่มผู้ประกอบการของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ก็พบปัญหาเช่นเดียวกัน ข้อมูลสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ วิเคราะห์โดย PIER (2018) พบว่าจำนวนผู้ประกอบการ SMEs ที่มีการใช้สินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์มีเพียง 5.2 แสนราย ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 17 ของจำนวนผู้ประกอบการ SMEs ทั้งหมดเท่านั้น และสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์เหล่านี้มีการกระจุกตัวสูงมาก โดยร้อยละ 84.2 ของมูลค่าสินเชื่อทั้งหมดเป็นสินเชื่อที่ให้แก่อผู้ประกอบการเพียงร้อยละ 10 เท่านั้น ผลการศึกษายังพบอีกว่า ผู้ประกอบการที่ได้สินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์โดยมากเป็นนิติบุคคลซึ่งมักมีหลักประกันและต้องการเงินทุนเยอะกว่า

Alternative Lending คือการให้สินเชื่อผ่านช่องทางที่ไม่ใช่ช่องทางดั้งเดิมของธนาคารพาณิชย์ทั่วไป และมักอาศัยเครื่องมือออนไลน์ในการตัดสินใจให้กู้ ทั้งการตัดสินใจว่าจะให้หรือไม่ให้กู้ และการตัดสินใจเรื่องอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมกับผู้กู้แต่ละคน โดยอาศัยข้อมูลทางเลือก (Alternative Data)

ข้อมูลทางเลือกนี้อาจประกอบไปด้วย ข้อมูลธุรกรรมการใช้จ่ายบนแพลตฟอร์ม E-Commerce ข้อมูลธุรกรรมการจ่ายบิลค่าน้ำ ค่าไฟ ค่าบริการโทรศัพท์ ข้อมูลจากฝ่ายบุคคล เช่น ข้อมูลการศึกษา ประวัติการทำงาน รายได้ ข้อมูลพฤติกรรมการสั่งอาหารผ่านบริการส่งอาหาร ไปจนถึงข้อมูลการใช้โทรศัพท์ อินเทอร์เน็ต และ Social Network ซึ่งทำให้เห็นไปถึงลักษณะของเพื่อนที่คบ นี่เป็นเพียงตัวอย่างแหล่งข้อมูลใหญ่ ๆ เท่านั้น แต่ละบริษัทที่ปล่อยกู้จะเลือกใช้ข้อมูลที่มีในมือ หรือที่หาได้ด้วยต้นทุนที่คุ้มค่า ซึ่งอาจเป็นเพียงส่วนหนึ่งของตัวอย่างที่กล่าวมานี้ หรือทั้งหมดและมากกว่าก็ได้

หลักการที่เป็นเสาหลักของ Alternative Lending คือการพึ่งพาข้อมูลทางเลือก ที่ไม่ใช่ข้อมูลทั่วไปที่ธนาคารพาณิชย์ดู (รายได้-สินทรัพย์-หลักประกัน) เพื่อช่วยให้ผู้ให้กู้ “รู้จัก” ผู้กู้ได้ในหลากหลายมุมยิ่งขึ้น ค่อย ๆ ปิดช่องว่างความไม่สมมาตรของข้อมูล และทำให้ผู้ให้กู้พยากรณ์ได้อย่างแม่นยำขึ้นว่า ผู้กู้แต่ละคนมีความเสี่ยงที่จะไม่จ่ายคืนหนี้มากน้อยแค่ไหน ทั้งนี้ Jagtiani and Lemieux (2019) เรียกบริการ Alternative Lending ว่าเป็นการตามหา “The Invisible Prime” คือ กลุ่มผู้กู้ที่หากใช้การกรองด้วย Credit Score ทั่วไปจากเครดิตบูโรจะถูกจัดอยู่ในกลุ่มซบโพร้ม หรืออาจเป็นกลุ่มที่ไม่มีประวัติในเครดิตบูโรเลย ทำให้มีโอกาสสูงที่จะกู้ไม่ได้หรือได้กู้ด้วยอัตราดอกเบี้ยสูงมาก แต่หากได้ผู้จริง ๆ แล้วจะจ่ายคืนหนี้เหมือนกับคนที่มีความดีดี ข้อมูลทางเลือกเข้ามาช่วยให้การคัดกรองและแบ่งกลุ่มผู้กู้ตามระดับความเสี่ยงนี้ทำได้แม่นยำยิ่งขึ้น ทำให้ผู้กู้หลายคนที่เคยเข้าไม่ถึงกลับเข้าถึง และทำให้สามารถตั้งอัตราดอกเบี้ย ซึ่งเป็นราคาของเงินทุน ได้ตรงกับความเสี่ยงที่แท้จริงยิ่งขึ้น World Bank (2018) คาดการณ์ไว้ว่าข้อมูลทางเลือกจะช่วยเพิ่มการเข้าถึงให้คนกว่า 100 ล้านคนทั่วโลก

ผู้ให้บริการ Alternative Lending มีอยู่อย่างแพร่หลายแล้วในปัจจุบัน โดยเฉพาะในต่างประเทศ ตัวอย่างผู้เล่นในสหรัฐอเมริกา เช่น LendingClub, SoFi, Kabbage, Prosper, Avant, ELF เป็นต้น โดยปัจจัยที่จะชี้ชะตาความสำเร็จของบริษัทในธุรกิจนี้มีหลายอย่าง แต่จุดที่สำคัญที่สุดก็คือคุณภาพ ความครบครัน และความเหมาะสมของข้อมูลในการพยากรณ์คุณภาพเครดิต

- Kabbage มีกลุ่มเป้าหมายเป็นวิสาหกิจขนาดเล็ก โดยรวบรวมข้อมูลออนไลน์ตั้งแต่รีวิวลูกค้า กิจกรรมที่ทำในนามธุรกิจบน Social Media รวมถึงข้อมูลยอดขายจากแพลตฟอร์ม E-Commerce อย่าง Ebay และ Amazon อีกตัวอย่างที่น่าสนใจ คือ ELF ที่พยายามใช้ข้อมูลจิตวิทยาของผู้กู้เข้ามาร่วมในการตัดสินใจปล่อยกู้ด้วย
- SoFi เป็นบริษัทที่เน้นตลาด Student Loan หรือสินเชื่อประเภทที่เน้นลูกค้ากลุ่มการศึกษาดี อายุน้อย ซึ่งนอกจากจะใช้ข้อมูลทางเลือกในการประเมินความเสี่ยงเหมือนกับผู้ให้บริการ Alternative Lending อื่น ๆ แล้ว SoFi ยังเน้นเปลี่ยนภาพลักษณ์จากสถาบันการเงิน มาเป็นองค์กรที่จะต้องการสนับสนุนหน้าที่การงานของผู้กู้ เพื่อให้ผู้กู้มีรายได้ดีและสามารถนำเงินกลับมาชำระหนี้ เช่น ผ่านบริการ Career Coaching หรือผ่านกิจกรรม Workshop และ Networking ในปี ค.ศ. 2014 ผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่เกิดจากการ Securitize สินเชื่อของ SoFi รวมมูลค่าถึง 250 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ได้รับการจัดลำดับโดย S&P ให้หลักทรัพย์ระดับ Senior Notes อยู่ในระดับ ‘A’ ซึ่งเป็นข้อยืนยันหนึ่งถึงความเชื่อมั่นที่ Credit Rating Agency มีต่อ Alternative Lending และเป็นตัวอย่างที่ดีของความสำเร็จของ Securitized Alternative Lending
- ตัวอย่างในประเทศจีน เช่น Yongqianbao ของ Smart Finance ซึ่งให้บริการ E-Wallet บริการในลักษณะนี้ นอกจากจะทำให้ได้มีโอกาสนำเงินฝากไปหมุนเวียนหรือลงทุนเหมือนกลุ่มบริการธนาคารแล้ว ยังช่วยให้ผู้ให้บริการเห็นข้อมูลการใช้จ่ายใช้สอย รวมถึงพฤติกรรมการจ่ายเงินของลูกค้าผ่านแอป และสามารถดึงข้อมูลเหล่านี้มา



ประกอบเครดิต Credit Score เช่น พฤติกรรมการทานอาหารนอกบ้าน หรือการจ่ายบิลตรงเวลา เป็นต้น

- ตัวอย่างบริษัทเทคโนโลยีในประเทศจีนที่ก้าวเข้ามาในตลาดสินเชื่อ เช่น บริษัทลูกของยักษ์ใหญ่อย่าง Alibaba ได้แก่ Zhima Credit (แปลว่า Sesame Credit) ซึ่งให้บริการสินเชื่อขนาดเล็ก โดยคำนวณคะแนนเครดิตผู้ใช้บริการจากพฤติกรรมการใช้จ่ายบนแอป Taobao ซึ่งเป็นเหมือน Ebay แห่งประเทศจีน หนังสือชี้ชวน IPO ของ Ant กล่าวว่าปริมาณการปล่อยกู้ของบริษัทครอบคลุมส่วนแบ่งตลาดมากถึงร้อยละ 21 ของสินเชื่อระยะสั้นให้ผู้บริโภคในจีน นอกจากนี้ยังมี Baitiao และ Jintiao ของ JD.com และ WeBank ของ Tencent ซึ่งก็เข้ามาบุกตลาดสินเชื่อโดยมีข้อมูลการใช้จ่ายของผู้บริโภคเป็นสินทรัพย์ตั้งต้นเช่นเดียวกัน

ประเทศไทยเองก็มีการให้บริการ Alternative Lending ดังที่ได้กล่าวถึงบ้างแล้ว ตัวอย่างผู้เล่น เช่น

- GrabFinance ซึ่งให้บริการสินเชื่อแก่พนักงานส่งอาหารและธุรกิจร้านอาหารที่ขายของอยู่บนแพลตฟอร์ม สำหรับพนักงานส่งอาหาร GrabFinance อาศัยข้อมูลจำนวนรอบที่ขับ จำนวนเงินที่หาได้จากการขับ คะแนนจากการโหวตให้ดาวของลูกค้า และระดับของ GrabBenefits ส่วนสำหรับร้านอาหารบนแพลตฟอร์ม บริษัทก็มีข้อมูลยอดขายและระยะเวลาที่ทำธุรกิจ
- Ricult ซึ่งมีข้อมูลของเกษตรกร เช่น ข้อมูลรายได้ ผลผลิต หรือข้อมูลที่จะบ่งชี้ผลผลิตอย่างข้อมูลสภาพดินจากภาพถ่ายดาวเทียมไปจนถึงข้อมูลสภาพอากาศ โดยให้บริการสินเชื่อร่วมกับธนาคารกรุงศรีอยุธยา
- TrueMoney ซึ่งรูปแบบธุรกิจเป็น E-Wallet คล้ายกับ Yongqianbao และให้บริการกับลูกค้าบริษัท เช่น ในลักษณะสินเชื่อขนาดเล็กระยะสั้น
- AIS ซึ่งมีบริการเงินกู้ขนาดเล็ก และสามารถให้ผลการขอสินเชื่อผ่านแอปพลิเคชันได้ภายใน 1 ชั่วโมง
- Robinhood แพลตฟอร์มส่งอาหารในเครือธนาคารไทยพาณิชย์ ซึ่งมีรูปแบบธุรกิจและข้อมูลพฤติกรรมคล้ายกับ Grab ปัจจุบันบริษัทมีเป้าหมายจะปล่อยสินเชื่อในลักษณะเดียวกัน แต่ที่ต่างออกไปคือบริษัทจะสามารถประสานพลังข้อมูลจากทั้ง Robinhood และธนาคารไทยพาณิชย์
- AISCB ซึ่งเพิ่งเกิดขึ้นล่าสุดจากความร่วมมือระหว่าง AIS และธนาคารไทยพาณิชย์ (SCB) ด้วยเงินจดทะเบียน 600 ล้านบาท เพื่อการเข้าสู่ธุรกิจ Digital Lending อย่างเต็มตัว โดยอาศัยจุดแข็งด้านเทคโนโลยีของ AIS และด้านการเงินของ SCB แต่ที่ทั้งสองบริษัทนี้มีร่วมกันก็คือจุดแข็งด้านข้อมูลผู้บริโภคนั่นเอง

3.2 ข้อจำกัดของ Alternative Lending ในปัจจุบัน

ข้อจำกัดของ Alternative Lending แบ่งออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ส่วนของผลเสียที่ไม่ได้ตั้งใจให้เกิดขึ้น (Unintended Consequence) และส่วนของข้อจำกัดเชิงระบบ

3.2.1 ผลเสียที่ไม่ได้ตั้งใจให้เกิดขึ้น (Unintended Consequence)

ผลเสียที่ผู้เล่นไม่ได้ตั้งใจให้เกิดขึ้นประการแรกคือการที่แบบจำลองสร้างความไม่ยุติธรรม หรือ การเลือกปฏิบัติโดยอาจไม่ได้เป็นความต้องการของผู้พัฒนาแบบจำลองก็ได้ เช่น หากพบว่าผู้กู้ที่อยู่อาศัยในเขตหนึ่งมีแนวโน้มที่จะไม่จ่ายคืนหนี้สูง ผู้กู้คนต่อมาที่อยู่อาศัยในเขตนี้ ซึ่งอาจไม่ได้มีความเกี่ยวข้องกับผู้อื่น ๆ เลยและมีความตั้งใจและสมรรถภาพที่จะจ่ายคืนหนี้จริงก็จะถูกลดคะแนนเครดิตลง ด้วยเหตุผลด้านที่อยู่ล้วน ๆ ซึ่งการเลือกปฏิบัติโดยไม่ได้ตั้งใจเช่นนี้ นอกจากจะเกิดขึ้นตามมิติของที่อยู่อาศัยแล้ว ยังอาจเกิดขึ้นตามมิติชาติพันธุ์ เพศ อายุ ภาษา หรือมิติอื่น ๆ อีกก็ได้ Aitken (2017) กล่าวว่าถึงแม้ว่า Alternative Lending จะถูกพูดถึงในฐานะนวัตกรรมที่จะเพิ่มการเข้าถึงให้คนกลุ่มหนึ่ง แต่โครงการที่มีจุดประสงค์เรื่องการเข้าถึงส่วนมากไม่ได้นำไปสู่การทำลายลำดับทางสังคม แต่จะนำไปสู่การจัดลำดับและแบ่งกลุ่มทางสังคมแบบใหม่เท่านั้น

ประเด็นผลเสียที่ไม่ได้ตั้งใจประการที่สอง คือ การที่ความผิดพลาดทางการเงินแต่ละครั้งจะส่งผลร้ายต่อ “โอกาสกลับใจ” ของผู้คนในอนาคตมากยิ่งขึ้นกว่าเดิม แม้จะเป็นความผิดพลาดครั้งเล็ก ๆ ก็ตาม ในอดีตผู้กู้ต้องระมัดระวังเรื่องการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน เพราะการผิดชำระหนี้จะส่งผลกระทบต่อโอกาสการได้รับอนุมัติสินเชื่อครั้งต่อไปในระยะ 3 ปีข้างหน้าที่เคยติดบูโรยังเก็บข้อมูลไว้ แต่ในยุคของ Alternative Lending พฤติกรรมทางการเงิน (หรือไม่ใช่ทางการเงินก็ตาม) ทุกอย่างก้าวที่ทิ้งรอยเท้าบนโลกดิจิทัล (Digital Footprint) ว่าจะถูกจับตามอง และอาจมีผลต่อโอกาสได้รับอนุมัติเงินกู้ ถึงแม้เทคโนโลยีนี้จะช่วยลดความเสี่ยงให้ผู้ให้กู้ และแต่ผู้กู้ที่ขาดประวัติในระบบเครดิตดั้งเดิมอาจต้องเผชิญกับความเครียดในชีวิตประจำวันแบบทวีคูณ

3.2.2 ข้อจำกัดเชิงระบบ

แม้ว่าบริการ Alternative Lending ในประเทศไทยจะเริ่มแพร่หลาย และมีประวัติสัดส่วนหนี้เสีย (Non-Performing Loan: NPL) ในระดับต่ำ บริการในธุรกิจนี้ยังเผชิญกับข้อจำกัดเชิงระบบ ทั้งด้านข้อมูล และการขยายตัวเชิงปริมาณ

ในด้านข้อมูล ปัจจุบันแต่ละบริษัทที่ปล่อยกู้เป็นบริษัทที่มีบริการหลักอยู่ในอุตสาหกรรมอื่น แต่เข้ามาเติบโตในธุรกิจการเงินโดยการขยายผลจากสินทรัพย์ข้อมูลพฤติกรรมผู้บริโภคที่รวบรวมมาได้จากบริการหลัก ด้วยเหตุนี้ ลูกค้ายินเชื่อของแต่ละบริษัทจึงต้องเป็นลูกค้าเฉพาะกลุ่มที่มีความเกี่ยวข้องโดยตรงกับบริษัท และข้อมูลที่ใช้ในการประกอบการตัดสินใจให้กู้และระดับอัตราดอกเบี้ยก็ต้องมาจากข้อมูลของบริษัทเท่านั้น เช่น GrabFinance มีข้อมูลของคนขับรถและร้านอาหาร แต่จะไม่มีข้อมูลการจ่ายบิลจากธนาคาร หรือข้อมูลการใช้อินเทอร์เน็ตจาก True เป็นต้น

ในด้านการขยายตัวเชิงปริมาณ ในปัจจุบันแต่ละบริษัทที่ให้บริการ Alternative Lending มีช่องทางการระดมทุนเพื่อนำมาปล่อยสินเชื่อที่หลากหลายไปตามรูปแบบธุรกิจที่เฉพาะตัว เช่น Robinhood อาจอาศัยความเป็นธนาคารของธนาคารไทยพาณิชย์ TrueMoney อาจระดมทุนจากธุรกิจ E-Wallet และ Ricult อาจใช้การร่วมมือกับองค์กรธนาคาร แต่จุดที่เหมือนกันของทุกบริษัทคือ องค์กรต้องเป็นฝ่ายหาเงินทุนเพื่อนำมาปล่อยกู้ และการปล่อยกู้แต่ละครั้งเพิ่มความเสี่ยงในงบดุลของบริษัท เพราะในกรณีที่ผู้กู้ไม่ชำระเงินคืนหนี้ บริษัทที่เป็นผู้ปล่อยกู้จะต้องเป็นฝ่ายแบกรับความเสียหายไว้ทั้งหมด ดังนั้นด้วยข้อจำกัดทั้งด้านการระดมทุน และด้านการควบคุมความเสี่ยง บริษัทที่ให้บริการ Alternative Lending ในลักษณะนี้ จะไม่สามารถเพิ่มปริมาณการให้กู้ออกไปได้อีก

คณะผู้วิจัยเสนอแนวทาง 2 ประการ ที่จะช่วยทำลายข้อจำกัดทั้งสองข้อนี้ของธุรกิจ Alternative Lending ในประเทศไทย ได้แก่

- การสร้างองค์กรขึ้นมาใหม่ที่ทำหน้าที่คล้ายเครดิตบูโรในปัจจุบัน คือรวบรวมข้อมูลทางเลือกและกระจายออกสู่สมาชิก เพื่อให้ทุกฝ่ายสามารถใช้ข้อมูลจากทุกองค์กรและสามารถพัฒนาแบบจำลองที่มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น
- การสร้างตลาดสำหรับ Securitized Alternative Lending เพื่อเพิ่มช่องทางการระดมทุนจากนักลงทุน ให้กับบริษัทผู้ให้บริการ โดยผลพลอยได้ คือบริษัทผู้ให้บริการจะรับความเสี่ยงน้อยลง และนักลงทุนจะสามารถเข้าถึงการลงทุนใน Alternative Lending ซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าการฝากเงินในธนาคารหรือการลงทุนในพันธบัตรทั่วไป อย่างที่ไม่เคยเข้าถึงได้มาก่อน

3.3 แนวทางการพัฒนาและส่งเสริมตลาด Securitized Alternative Lending

Securitization จะช่วยลดทอนปัญหาการระดมทุนของบริษัทเจ้าของข้อมูล คือเป็นการเปิดให้นักลงทุนทั่วไปสามารถลงทุนในสินเชื่อบุคคลทั่วไปที่ผ่านการพิจารณาอนุมัติจากข้อมูลทางเลือก การขยายวงนักลงทุนออกไปจะช่วยเพิ่มอุปทานของเม็ดเงิน ซึ่งนำไปสู่การเพิ่มจำนวนผู้ที่สามารถเข้าถึงเงินทุน และการลดอัตราดอกเบี้ย ตามกฎอุปสงค์-อุปทาน

Securitization เป็นขั้นตอนของการนำสินทรัพย์มารวมกันเพื่อสร้างเป็นหลักทรัพย์ที่เหมาะสมกับการซื้อขายโดยนักลงทุนทั่วไป โดยใช้สินทรัพย์ตั้งต้นนี้เป็นหลักประกัน สินทรัพย์ที่สามารถนำมาสร้างเป็นหลักทรัพย์ส่วนใหญ่มีลักษณะสำคัญคือ จะต้องมีการเสเงินสดที่จะไหลเข้ามาอย่างสม่ำเสมอและไม่สามารถซื้อขายได้ในตลาดปกติ เช่น สินเชื่อซื้อบ้าน (Mortgage) เป็นสินทรัพย์ซึ่งมีเงินผ่อนไหลเข้ามาอย่างสม่ำเสมอ และมีบ้านเป็นหลักประกัน หลักทรัพย์ที่ผ่านการ Securitize โดยมีสินเชื่อซื้อบ้านเป็นหลักประกันเรียกว่า Mortgage-Backed Security (MBS) ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของคำเรียกกว้าง ๆ ของการ Securitize สินทรัพย์ชนิดไหนก็ได้ที่เรียกว่า Asset-Backed Security (ABS)

การ Securitized Alternative Lending ตอบโจทย์ความต้องการของส่วนรวมเพราะเป็นการทำให้เกิดตลาด การทำให้สินทรัพย์อย่างสินเชื่อกลายเป็นหลักทรัพย์ที่ซื้อขายคล่องในกลุ่มนักลงทุนทั่วไปเป็นการจับคู่อุปสงค์กับอุปทาน ซึ่งทำให้เกิดความพึงพอใจสำหรับทั้งสองฝ่าย ในทางเศรษฐศาสตร์เรียกความพึงพอใจนี้ว่าส่วนเกินผู้บริโภค (Consumer Surplus) และส่วนเกินผู้ผลิต (Producer Surplus) โดยผู้เล่นแต่ละฝ่ายได้ประโยชน์จากกระบวนการ Securitization ดังนี้

1) ทำให้พวกเขาสามารถเข้าถึงช่องทางการลงทุนในสินเชื่อรายย่อย อย่างที่ไม่เคยเข้าถึงได้มาก่อน Alternative Lending เป็นการลงทุนระยะสั้นที่โดยทั่วไปมีผลตอบแทนสูง และด้วยคุณภาพของข้อมูลใหม่ ๆ จากบริษัทักษ์ใหญ่ ที่ทำให้เห็นพฤติกรรมของผู้กู้ ความเสี่ยงของสินเชื่อเหล่านี้จะค่อย ๆ ลดลงไปกับคุณภาพแบบจำลองที่เพิ่มขึ้น การเข้าถึงช่องทางการลงทุนใหม่นี้ผ่าน Securitization ช่วยให้นักลงทุนสามารถกระจายความเสี่ยงได้มากขึ้น (Fabozzi et al., 2006) และสามารถเลือกซื้อหลักทรัพย์ได้ตามความเสี่ยงที่แต่ละคนพอใจได้ด้วย

2) ช่วยในเรื่องการกระจายความเสี่ยงให้นักลงทุน จากเดิมหากนาย ก มีเงินเหลือ 10,000 บาท ต้องการปล่อยกู้เพื่อเอากำไร เขาอาจนำเงินจำนวนนี้ไปปล่อยกู้ให้นาย ข โดยเสี่ยงดูว่านาย ข จะคืนเงินให้หรือไม่ เพื่อป้องกันความเสี่ยง นาย ก ต้องมั่นใจมาก ๆ ว่านาย ข จะคืนเงิน เพราะไม่เช่นนั้นเขาจะสูญเสียเงิน 10,000 บาท เมื่อมี Securitization แทนที่นาย ก จะต้องเลือกปล่อยกู้ให้นาย ข คนเดียว นาย ก สามารถกระจายเงินทุนนี้ไปให้ผู้กู้ 100 คน คนละ 100 บาท หากนาย ข ไม่จ่ายคืนจริง ๆ แต่ผู้กู้ที่เหลือยังจ่ายคืน นาย ก ก็จะได้รับเงินเพียง 100 บาท เป็นต้น ซึ่งหมายความว่า ด้วย risk appetite ของนักลงทุนแบบเดียวกัน จะมีผู้กู้จำนวนมากขึ้น และอาจรวมผู้กู้ที่คุณภาพต่ำลง หรือไม่ได้มีหลักประกันมากเท่า ที่สามารถเข้าถึงแหล่งทุนได้เมื่อมี Securitization เพราะนวัตกรรมทางการเงินนี้ช่วยให้นักลงทุนสามารถกระจายความเสี่ยงได้ด้วยค่าใช้จ่ายต่ำ

3) ช่วยปลดล็อกเรื่องการระดมทุนให้ Originator หมายความว่า ด้วยระดับเงินทุนของตนเองและด้วยระดับความเสี่ยงเท่าเดิม Originator สามารถเพิ่มปริมาณการปล่อยกู้ออกไปได้ การขยายปริมาณการปล่อยกู้ย่อมหมายถึงจำนวนผู้กู้ที่เพิ่มขึ้น

4) การขายสินทรัพย์ต่อไปให้นักลงทุนทำให้ Originator มีเงินทุนไหลเวียนเข้ามาเพิ่มสภาพคล่อง และเป็นแหล่งเงินทุนทางเลือกในการปล่อยกู้ จากเดิมที่ปล่อยกู้ด้วยเงินทุนของตัวเองหรือหาเงินลงทุนจากธนาคาร หรือช่องทางดั้งเดิมอื่น ๆ Originator กลายเป็นสามารถปล่อยกู้ด้วยเงินทุนของนักลงทุนทั่วไปโดยอาศัยระบบตลาด และเก็บค่าธรรมเนียมในการดำเนินการแทน ยิ่งสินทรัพย์สามารถถ่ายโอนไปที่นักลงทุนได้เร็วเท่าไร บทบาทของบริษัทเหล่านี้ก็ยิ่งเปลี่ยน จากผู้ให้กู้ กลายเป็นตัวกลางที่เชื่อมโยงผู้กู้กับนักลงทุนแทน และด้วยรูปแบบธุรกิจใหม่นี้ Originator จะสามารถปล่อยกู้ได้ในปริมาณที่สูงขึ้นด้วยระดับความเสี่ยงที่ลดลง



3.3.1 โครงสร้างผลตอบแทน (Incentive Framework) ที่สมเหตุสมผล

เพื่อลดแรงจูงใจที่ผู้เล่นกลุ่ม Originator ทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยไม่คำนึงถึงความเสี่ยงของผู้เล่นกลุ่มอื่นที่ถือสินทรัพย์เหล่านี้อีกทอดหนึ่ง จึงมีข้อเสนอให้ปรับโครงสร้างการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยมีรายละเอียดดังนี้

ทำให้ Originator มี “Skin in the Game”

- Originator ต้องเก็บหลักทรัพย์ลำดับต่ำที่สุดไว้ (First loss position: FLP) ไม่ใช่เพื่อ Credit Enhance แต่เป็นข้อบังคับข้อหนึ่งของ Securitization
- Originator ไม่สามารถขายหลักทรัพย์ในส่วนนี้ออกไป นำไป Hedge หรือ ทำการแปรูปทางการเงินใดที่ทำให้ความเสี่ยงจากหลักทรัพย์ในส่วนนี้หายไปก่อนที่จะนำเงินต้นและดอกเบี้ยคืนจนครบ กฎเกณฑ์ลักษณะนี้จะเป็นแรงจูงใจที่จะกดดันให้ Originator รักษาคุณภาพของสินเชื่อ แต่ความปลอดภัยสำหรับนักลงทุนที่ได้จากกฎข้อนี้ต้องอาศัยความสามารถในการแข่งขันของ Originator เพราะ Originator ต้องสำรองเงินส่วนหนึ่งไว้ในหลักทรัพย์ที่เก็บไว้กับตัว ทำให้เสียโอกาสที่จะนำเงินไปลงทุนในส่วนอื่น และเมื่อเงินทุนที่ต้องนำมาเป็นหลักประกันนี้มีต้นทุน Originator ที่ทำงานภายใต้กรอบของกฎเกณฑ์นี้ก็จะมีความเสี่ยงที่สูงกว่า Originator อื่น กฎข้อนี้จึงจะกระตุ้นความสามารถในการแข่งขันของตลาดไทย เทียบกับที่อื่น ดังนั้น regulator ต้องประเมินข้อดีข้อเสียและหาจุดสมดุลระหว่างความเสี่ยงและความสามารถในการแข่งขัน
- ผู้ซื้อเสี่ยงของ Originator ไว้กับหลักทรัพย์ที่ออกมา เพราะ Frame (2017) พบว่าในกลุ่ม MBS ที่ปล่อยกู้แบบใช้เอกสารน้อย เมื่อผลการดำเนินการของหลักทรัพย์มีผลต่อชื่อเสียงของ Originator แล้ว MBS จะมีผลการดำเนินการดีกว่า
- หากมีการใช้สินทรัพย์จากต่างบริษัทมาเป็นหลักทรัพย์อ้างอิง (Underlying Asset) ในกระบวนการ Securitization ควรมีข้อบังคับขั้นต่ำของสัดส่วนสินทรัพย์ของบริษัทที่ใหญ่ที่สุด เช่น หากบริษัท A เป็นบริษัทที่มีสินทรัพย์อยู่เป็นสัดส่วนมากที่สุดสินทรัพย์หนึ่ง บริษัท A ต้องมีสินทรัพย์อยู่คิดเป็นอย่างน้อยร้อยละ 50 ของหลักทรัพย์ทั้งก้อน เพื่อผู้ซื้อเสี่ยงของบริษัท A ไว้กับความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์ เป็นต้น

ปัญหาของโครงสร้างผลตอบแทนอีกข้อ คือการที่ Originator จะมีแรงจูงใจให้ส่งสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงมา Securitize เพื่อประโยชน์ในการลดความเสี่ยงของบริษัทตนเอง คณะผู้วิจัยมองว่าการลดความเสี่ยงด้วยวิธีส่งออกมาผ่าน Securitization นั้นยังคงทำได้เพื่อเป็นแรงจูงใจให้ Originator เข้าร่วมตลาด โดยความเสี่ยงของสินทรัพย์ที่ส่งต่อไปให้นักลงทุนอาจถูกจำกัดด้วยเกณฑ์สัดส่วน NPL กล่าวคือ สินทรัพย์ที่ Originator ส่งมา Securitize จะต้องมีส่วน NPL ไม่เกินเกณฑ์ที่กำหนด หากสัดส่วน NPL ของกลุ่มสินทรัพย์หนึ่ง ๆ ของบริษัทมีค่าเกินเกณฑ์ ตลาดจะต้องถือว่ากลุ่มสินทรัพย์นั้นมี

ความเสี่ยงเกินกำหนดและจะต้องถูกห้ามไม่ให้นำมาปะปนกับสินทรัพย์อื่นเพื่อออกเป็นหลักทรัพย์ จนกว่าบริษัทจะสามารถปล่อยกู้ด้วยทุนตนเองและมีผลสัดส่วน NPL อยู่ในเกณฑ์ได้ครบ 12 เดือน กฎเกณฑ์ที่เข้มงวดจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุนและจะป้องกันปรากฏการณ์ Adverse Selection

➤ ลดละเลิกการพึ่งพา Credit Rating Agency ที่มากเกินไป

Credit Rating Agency มีหน้าที่ตรวจสอบคุณภาพของสินเชื่อ คุณภาพของผู้ออกหลักทรัพย์ ไปจนถึงโครงสร้างการชำระเงินต้นและดอกเบี้ยให้นักลงทุน และความคล่องตัวของกระแสเงินสด (Fabozzi et al, 2006) โดยมีจุดประสงค์หลัก คือเพื่อตอบคำถามว่า ผู้กู้จะสามารถจ่ายเงินคืนให้นักลงทุน ได้หรือไม่ ซึ่ง Credit Rating Agency อาศัยเครื่องมือ เช่น แบบจำลองคำนวณ Probability of Default (PD) ในกรณีของบริษัท Fitch และ S&P หรือแบบจำลองเพื่อคำนวณ Expected Loss (EL) ในกรณีของบริษัท Moody's Investor Service

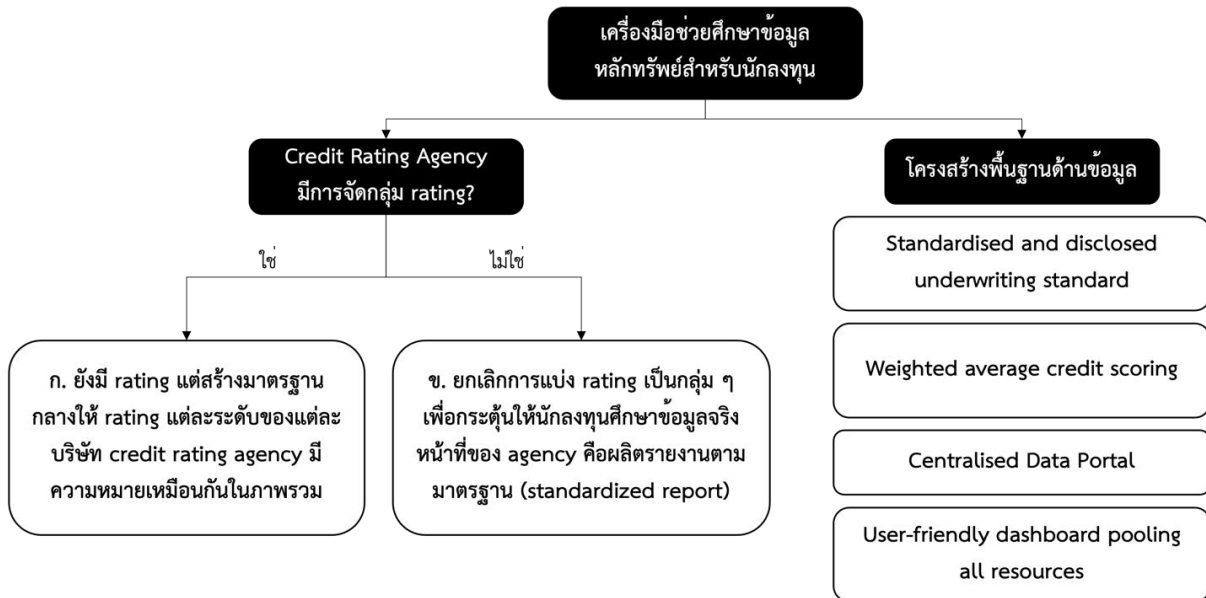
อย่างไรก็ตาม Credit Rating Agency เองก็ให้คำจำกัดความของ Rating ว่าเป็น “ความคิดเห็น” ของบริษัทต่อความสามารถในการชำระหนี้ของหลักทรัพย์โดยเปรียบเทียบ (Krebsz, 2011) ซึ่งความคิดเห็นนี้สร้างขึ้นมาจากผลลัพธ์ของแบบจำลอง ซึ่งแน่นอนว่าตั้งอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานของแบบจำลอง ประกอบกับการอภิปรายกันในคณะกรรมการของบริษัท โดยอาศัยประสบการณ์และความเชี่ยวชาญ และเนื่องจากเป็นความคิดเห็นจากหลักฐานแวดล้อม Rating ย่อมต้องมียอดประกอบของความรู้สึกและความเชื่อ ซึ่งอาจผิดพลาด (เช่นความเชื่อว่าราคาบ้านจะไม่มีวันตก) และอาจมีองค์ประกอบของผลประโยชน์ทางธุรกิจเข้ามาเกี่ยวข้องด้วย (เช่น หากให้ Rating ต่ำไป บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์อาจเปลี่ยนไปจ้าง Agency คู่แข่ง)

นอกจากนี้ การรวมองค์ประกอบแวดล้อมทั้งหมดนี้เข้ามาเหลือเป็น Rating เพียงไม่กี่กลุ่มอาจเป็นการวิเคราะห์ที่ง่ายเกินไป (Oversimplification) ที่เป็นมานับข้อมูลที่สำคัญเกี่ยวกับหลักทรัพย์ และสร้างความสบายใจจอมปลอม (False Sense of Security) ให้กับนักลงทุน จนทำลายแรงจูงใจในการศึกษาคุณภาพที่แท้จริงของหลักทรัพย์ โดยที่นักลงทุนอาจไม่ได้เข้าใจที่มา Rating จริง ๆ

ในการสร้างตลาด Securitization ใหม่ ผู้กำหนดนโยบายจึงต้องตัดสินใจว่า Credit Rating Agency ในตลาดใหม่นี้ควรมีบทบาทอย่างไร ภาพด้านล่างแสดงแผนผังของเครื่องมือที่จะช่วยสนับสนุนให้นักลงทุนในการศึกษาข้อมูลของหลักทรัพย์ ข้อมูลจากผลการประเมินโดย Credit Rating Agency เป็นหนึ่งในเครื่องมือเหล่านั้น



ภาพที่ 5 แผนผังของเครื่องมือที่จะช่วยสนับสนุนนักลงทุนในการศึกษาข้อมูลของหลักทรัพย์



ประเด็นแรกเกี่ยวกับ Credit Rating Agency ที่ต้องปรับปรุงจากโครงสร้างเก่า คือ เรื่องของโครงสร้างผลตอบแทน โดยคณะผู้วิจัยมองว่าควรมีนโยบายดังนี้

- Credit Rating Agency จะต้องรับค่าจ้างจากการระดมทุนของนักลงทุนแทนที่จะรับจากผู้ออกหลักทรัพย์ โดยอาจเก็บเป็นส่วนหนึ่งของค่าธรรมเนียมของตลาด เพื่อให้ Credit Rating Agency ทำงานเพื่อผลประโยชน์ของนักลงทุนจริง ๆ (Krall, 2016)
- แต่ละหลักทรัพย์สามารถได้รับการประเมินได้เพียงครั้งเดียว หากไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างหรือองค์ประกอบของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ เพื่อป้องกันการ “Shopping” เพื่อหา Rating ที่ดีที่สุดและบีบให้ Agency ให้ Rating ดี ๆ ผ่านการแข่งขัน
- นอกจากการปรับเปลี่ยนโครงสร้างผลตอบแทนแล้ว ผู้กำหนดนโยบายยังต้องกำหนดบทบาทของบริษัทเหล่านี้ ว่ายังคงต้องการให้มีการแบ่ง Rating เป็นกลุ่ม ๆ หรือไม่

แต่ละทางเลือกมีรายละเอียดข้อดีข้อเสียดังนี้

- **ทางเลือก ก:** ยังคงมีการจัดกลุ่ม Rating แต่สร้างมาตรฐานกลางให้ Rating แต่ละระดับของแต่ละบริษัท Credit Rating Agency มีความหมายเหมือนกันในภาพรวม เพื่อให้ง่ายต่อการเปรียบเทียบ

ในระบบดั้งเดิม แต่ละบริษัทมีสิทธิที่จะแบ่งกลุ่ม Rating สำหรับบริษัทตนเอง และแต่ละ Rating ก็มีความหมายเฉพาะตัวของแต่ละบริษัท ซึ่งนอกจากจะสร้างความเข้าใจผิดให้นักลงทุนแล้ว ยังเป็นอุปสรรคในการเปรียบเทียบ เช่น AAA ของ Fitch, AAA ของ S&P และ AAA ของ Moody's อาจดูเหมือน

Rating เดียวกัน แต่มีความหมายต่างกันด้วยสองเหตุผลหลักคือ 1) ประเมินมาจากระเบียบวิธีการและข้อมูลต่างกัน และ 2) การแบ่งกลุ่มมี scale ต่างกัน โดย Fitch และ S&P มี Rating ลำดับสุดท้ายคือกลุ่ม D ขณะที่ Moody's มีลำดับสุดท้ายอยู่ที่กลุ่ม C ซึ่งแปลว่าแต่ละกลุ่มของ Moody's จะมีความหมายต่างกับแต่ละกลุ่มของอีกสองบริษัท

การที่แต่ละบริษัทใช้วิธีการวิเคราะห์และข้อมูลที่แตกต่างกันนั้นเป็นประโยชน์ต่อส่วนรวม เพราะทำให้นักลงทุนสามารถตรวจสอบและเปรียบเทียบผลการวิเคราะห์จากหลาย ๆ แหล่ง เพื่อนำไปสู่ความเข้าใจที่ครอบคลุม และแม่นยำ ตรงกับความเป็นจริงที่สุด และลดความเสี่ยงที่เกิดจากความผิดพลาดในวิธีการวิเคราะห์ของบริษัทใดบริษัทหนึ่ง แต่การเปรียบเทียบระหว่างบริษัทด้วย Rating ที่หน้าตาเหมือนกันแต่ความหมายต่างกัน (เช่น AAA ของ Fitch กับ AAA ของ Moody's) ทำให้ยาก จนทำให้นักลงทุนมักเข้าใจผิด ดังนั้น ผู้กำหนดนโยบายควรกำหนดมาตรฐานการแบ่ง Rating ว่ามีกี่ลำดับ และให้คำจำกัดความถึงระดับความเสี่ยงของแต่ละระดับโดยคร่าว เพื่อเป็นแนวทางให้ Agency เดินตาม และเพื่อให้การเทียบ Rating ข้ามบริษัทเป็นไปได้ง่ายขึ้น และถูกต้องแม่นยำกว่าเดิม

- **ทางเลือก ข: ยกเลิกการแบ่ง Rating เป็นกลุ่ม ๆ เพื่อกระตุ้นให้นักลงทุนศึกษาข้อมูล โดยหน้าที่ของ Agency คือผลิตรายงานเกี่ยวกับคุณภาพหลักทรัพย์ (Standardized Report)**

Krebs (2011) แนะนำว่า การจะใช้ประโยชน์จากบริการของ Credit Rating Agency จริง ๆ นักลงทุนควรลดความสำคัญของกลุ่ม Rating และเปลี่ยนมาให้ความสำคัญกับรายงานเกี่ยวกับคุณภาพและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่ออกโดย Credit Rating Agency มากขึ้นแทน

Krebs (2011) ยังแนะนำอีกว่ารายงานที่ออกโดย Credit Rating Agency นี้ควรมีรูปแบบที่เป็นมาตรฐานสำหรับทุกบริษัทและทุกหลักทรัพย์ เพื่อความง่ายในการวิเคราะห์เปรียบเทียบข้อดีข้อเสียของหลักทรัพย์สำหรับนักลงทุนทั่วไป โดยข้อมูลที่บรรจุอยู่ในโครงสร้างรายงานมาตรฐานควรต้องมาจากการสำรวจความต้องการของผู้เล่นทุกฝ่าย

อย่างไรก็ตาม หากบริษัท Credit Rating Agency ออก Rating เป็นการจับกลุ่มที่ดูเหมือนจะเข้าใจและเปรียบเทียบได้ง่ายออกมาแล้ว การจูงใจให้นักลงทุนให้เข้ามาอ่านและศึกษารายงานที่มีข้อมูลที่ละเอียดขึ้นด้วยเป็นไปได้ยาก นี่จึงเป็นที่มาของแนวคิดของการยกเลิกการแบ่งกลุ่ม Rating เพราะหากรายงานเกี่ยวกับคุณภาพหลักทรัพย์จัดทำได้อย่างกระชับ สามารถเข้าถึงและเปรียบเทียบระหว่างหลักทรัพย์ได้ง่ายแล้ว การยกเลิกการจัดกลุ่ม Rating โดยสิ้นเชิงจะเป็นการบังคับให้นักลงทุนกลุ่มที่เคยดูเฉพาะการจัดกลุ่ม Rating ต้องหันมาอ่านรายงาน จนทำให้ตัดสินใจซื้อขายอย่างมีความรู้ยิ่งขึ้นแน่นอนว่าข้อเสียของนโยบายแบบนี้คือ นักลงทุนที่มีต้นทุนไม่มากพอ ไม่ว่าจะต้นทุนทางความรู้ หรือต้นทุนทางเวลา อาจตัดสินใจออกจากตลาดไป



3.3.2 โครงสร้างพื้นฐานด้านข้อมูลที่เน้นความโปร่งใสและเข้าถึงได้ที่จะช่วยอำนวยความสะดวกในขั้นตอนการวิเคราะห์ข้อมูลของนักลงทุน

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) ที่ราคาสะท้อนคุณค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์เป็นตลาดที่จะไม่ก่อให้เกิดหายนะดังเช่นวิกฤตซับไพรม์ และเป็นตลาดที่มีพื้นฐานมาจากนักลงทุนที่มีความรู้เกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ตนซื้อ คณะผู้วิจัยเสนอ 4 ประเด็นเกี่ยวกับข้อมูลที่จะช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) และเพิ่มความโปร่งใสให้กับตลาด Securitized Alternative Lending โดยหลักการในภาพรวม คือ เปิดเผยข้อมูลทั้งที่เป็นข้อมูลความละเอียดสูง (เช่น Loan-Level Data) และที่เป็นข้อมูลภาพรวม (Aggregated Data)

➤ การเปิดเผยข้อมูลเรื่อง Underwriting Standard

ในตลาด Securitization ข้อมูลเรื่อง Underwriting Standard ของสินทรัพย์เป็นตัวบ่งชี้สำคัญว่าหลักทรัพย์จะมีผลการดำเนินการที่ดีหรือไม่ และนักลงทุนจะได้เงิน ทั้งเงินต้นและดอกเบี้ย ตามเวลาที่กำหนดหรือไม่ เพราะเป็นตัวบอกว่าสินเชื่อที่ประกอบกันเป็นหลักทรัพย์นี้ผ่านขั้นตอนอะไรมาบ้าง และมีมาตรฐานที่เข้มงวดแค่ไหน ข้อมูลนี้จึงเป็นหนึ่งในข้อมูลชิ้นสำคัญที่ต้องรายงานให้นักลงทุนทราบ

ถึงแม้ว่าโดยทั่วไปหลักทรัพย์จะรายงาน Underwriting Standard อยู่แล้ว แต่การรายงานนี้มักเกิดขึ้นเพียงครั้งเดียว หรือเกิดขึ้นหลังจากที่หลักทรัพย์มีการชำระเงินให้กับนักลงทุนเรียบร้อยแล้ว ซึ่งในความเป็นจริง หลักทรัพย์ที่สินทรัพย์เป็นประเภท Revolving Pool สินทรัพย์จะเปลี่ยนหมุนเวียนไปเรื่อย ๆ พร้อม ๆ กับการซื้อขายหลักทรัพย์และการจ่ายเงินคืนนักลงทุน ดังนั้นนักลงทุนอาจซื้อหลักทรัพย์ด้วยความเข้าใจในมาตรฐานของสินเชื่อบริษัทหนึ่ง และระหว่างที่ถือหลักทรัพย์อยู่นั้น มาตรฐานของสินเชื่อที่บรรจุอยู่ในหลักทรัพย์นี้อาจเพิ่มขึ้นหรือลดลง โดยที่นักลงทุนนั้น ๆ ไม่รู้เรื่องเลยก็ได้

Krebs (2011) เสนอให้มีการเปิดเผยข้อมูลในส่วนนี้ ณ เวลาที่การ Underwrite สินเชื่อเกิดขึ้นจริง ในรูปแบบของ “Change Log” ที่จะบันทึกการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ที่จัดอยู่ภายใต้หลักทรัพย์ ทำให้นักลงทุนสามารถเข้าไปดูคุณภาพของสินทรัพย์ทั้งในปัจจุบัน และย้อนหลังไปในอดีต และอาจแสดง Underwriting Standard Percentage Breakdown เพื่อให้นักลงทุนทราบ ว่าหลักทรัพย์นั้น ๆ มีสินทรัพย์ที่จัดเข้ามาด้วยแต่ละมาตรฐานเป็นสัดส่วนเท่าไรบ้าง

การเปิดเผยข้อมูลความเสี่ยงที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ผ่านค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของ Credit Score และการเปิดเผยขั้นตอนต่าง ๆ ที่ทำให้ความเสี่ยงเหล่านี้เปลี่ยนไป เช่น Credit Enhancement หรือการแบ่ง Tranche ตัวแปรหนึ่งที่จะช่วยแสดงความน่าเชื่อถือหรือระดับความเสี่ยงที่แท้จริงของสินเชื่อปริมาณมากที่ถูกรวบรวมมาขายผ่านกระบวนการ Securitization คือค่าเฉลี่ยของ Credit Score ของผู้กู้ โดยถ่วงน้ำหนักตามขนาดของสินเชื่อ การให้นักลงทุนรับรู้ค่านี้นี้ทุกครั้งที่ตัดสินใจซื้อขาย จะช่วยให้นักลงทุนสามารถประเมินคุณค่าของหลักทรัพย์ได้อย่างตรงตามความเป็นจริงขึ้น และจะเป็นอุปสรรคของการขยายตัวของฟองสบู่ในอนาคต

➤ การสร้าง Centralized Open-Source Data Portal

วิธีการลดความไม่สมมาตรของข้อมูลที่ดีที่สุดก็คือการเปิดเผยข้อมูลให้มากที่สุดที่เป็นไปได้ ภายใต้ขอบเขตของกฎหมาย ข้อมูลในที่นี้คือข้อมูลเกี่ยวกับสินทรัพย์ในระดับสินเชื่อ (loan-level data) โดยกลุ่มคนที่ควรเข้าถึงข้อมูลเหล่านี้ได้ ได้แก่ นักลงทุนที่ลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ๆ และนักลงทุนที่ลงทุนในหลักทรัพย์ที่คล้ายคลึงกันที่ออกโดยผู้ออกหลักทรัพย์คนเดียวกัน (Krebbz, 2011) จากกรณีศึกษาของประเทศสหรัฐอเมริกา ก่อนที่จะเกิดวิกฤตซับไพร์ม SPV ส่วนใหญ่ยินดีเปิดเผยข้อมูลส่วนนี้ให้กับ Credit Rating Agency สำหรับประโยชน์ในการประเมินคุณภาพหลักทรัพย์ แต่นักลงทุนทั่วไปจะเข้าถึงข้อมูล SPV มีอยู่แล้วนี้ได้ยากมาก ส่วนมากจะได้ข้อมูลความละเอียดต่ำที่มีการรวมค่า (Aggregate) มาแล้วเท่านั้น หลังวิกฤต มีการปรับเปลี่ยนให้ข้อมูลเหล่านี้เข้าถึงได้ง่ายขึ้น เพราะยังมีคนเห็นมากขึ้น ก็ยังมีความโปร่งใส โอกาสที่ SPV หรือ Originator จะซุกซ่อนสินเชื่อคุณภาพต่ำไว้ได้ก็น้อยลง ความพยายามในการตรวจสอบคุณภาพสินเชื่อก็จะมาจากหลายฝ่ายมากขึ้น ไม่ได้ขึ้นอยู่กับ Credit Rating Agency อย่างเดียว โดยเฉพาะจากนักลงทุนที่เป็นผู้มีส่วนได้ส่วนเสียโดยตรง

นอกจากจะเปิดเผยข้อมูลแล้ว กระบวนการอัปเดตข้อมูลควรมีระบบดำเนินการโดยอัตโนมัติบนแพลตฟอร์ม data portal เพื่อให้กระจายข้อมูลได้อย่างรวดเร็ว เร็วใหม่ นอกจากนี้ Originator หรือ Servicer มีหน้าที่แจ้งเตือนให้นักลงทุนทราบ เวลาที่มีข้อมูลหรือข่าวสารใหม่ เพื่อลดภาระหน้าที่ของนักลงทุนในการตามหาข่าวสารด้วย (Krebbz, 2011) ซึ่งตัวอย่างองค์กรที่ทำหน้าที่แบบนี้อยู่แล้วได้แก่ Bloomberg

➤ การรวมข้อมูลจากทุกแหล่งที่กล่าวมาเข้ามาอยู่ในรูปแบบของ Dashboard ที่ใช้งานได้ง่าย

การเปิดเผยข้อมูลเพียงอย่างเดียวอาจเพียงพอสำหรับนักลงทุนสถาบันที่มีทรัพยากรและเวลาในการวิเคราะห์ข้อมูล แต่สำหรับนักลงทุนรายย่อย การรวบรวมข้อมูล Credit Rating ข้อมูลจากรายงานของ Credit Rating Agency ข้อมูล Credit Score เหลือ ไปจนถึงข้อมูลอื่น ๆ จาก data portal เพื่อมาเปรียบเทียบและใช้ในการตัดสินใจซื้อขายอาจใช้ทรัพยากรมากจนทำให้มีนักลงทุนยอมที่จะทำการซื้อขายโดยไม่มีข้อมูลหรือยอมไม่เข้าตลาดเพราะต้นทุนที่สูงเกินไป ตลาดจึงควรอำนวยความสะดวกให้นักลงทุนรายย่อยกลุ่มนี้ด้วยการรวบรวมทรัพยากรที่กล่าวมาให้อยู่ในรูปแบบของ Dashboard ที่ใช้งานง่าย สามารถกรองข้อมูลตามเกณฑ์ตัวแปรต่าง ๆ รวมถึงเปรียบเทียบระหว่างหลักทรัพย์

งานในส่วนนี้โดยปกติจะมีบริษัทเอกชน ไม่ว่าจะเป็นผู้ออกหลักทรัพย์ หรือองค์กรอื่น ๆ เข้ามาทำและเก็บค่าบริการอยู่แล้ว แต่เพราะเครื่องมือนี้จำเป็นต่อการดำเนินการของตลาดในส่วนรวม ต่อการเข้าถึงของนักลงทุนรายย่อยและต่อประสิทธิภาพของตลาด รัฐควรเข้ามาช่วยสนับสนุนค่าใช้จ่ายเพื่อให้ นักลงทุนสามารถเข้าถึงเครื่องมืออำนวยความสะดวกเหล่านี้ได้ด้วยค่าใช้จ่ายต่ำที่สุด



กล่าวโดยสรุป หลักการโดยรวมของประเด็นการเปิดเผยข้อมูล ก็คือเปิดเผยข้อมูลทุกส่วน (หรือมากที่สุดเท่าที่กฎหมายจะอนุญาตให้ทำได้) ที่ Credit Rating Agency ใช้ในการประเมินคุณภาพหลักทรัพย์ ให้ถึงมือนักลงทุนโดยตรง เพื่อให้มีคนจำนวนมากขึ้นที่สามารถเข้าถึงและเข้ามาวิเคราะห์ข้อมูลได้นั่นเอง

3.3.3 กฎเกณฑ์ควบคุมความซับซ้อนของหลักทรัพย์

หนึ่งในปัจจัยที่สนับสนุนให้เกิดวิกฤตซับไพร์ม คือความซับซ้อนของหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ จนแม้แต่ Credit Rating Agency เอง แม้ว่าจะต้องการตรวจสอบอย่างเข้มงวดเพื่อประโยชน์ของนักลงทุนจริง แต่ก็ไม่สามารถวิเคราะห์ได้อย่างครอบคลุม (Eggert, 2009) ซ้ำร้าย นักลงทุนที่ได้ข้อมูลไม่ครบถ้วนยังไม่สามารถวิเคราะห์สถานการณ์ได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งกลุ่มหลักทรัพย์ที่ถูกส่งต่อจาก SPV สู่ SPV หลายทอด เช่น CDO, CDO² (อ่านว่า CDO squared) และ CDO³ (อ่านว่า CDO cubed) ซึ่งถูกส่งต่อ 2, 3 และ 4 ครั้งตามลำดับ

เพื่อคงความโปร่งใสของหลักทรัพย์ คงความสามารถของผู้เล่นที่ไม่ใช่ Originator หรือ SPV ในการตรวจสอบคุณภาพ/ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ และคงความเข้าใจของนักลงทุนในหลักทรัพย์ที่วางขายในตลาด ผู้กำหนดนโยบายควรวางกฎเกณฑ์ที่ไม่อนุญาตให้สินทรัพย์ถูกส่งต่อหลาย ๆ รอบ หากสินทรัพย์ผ่านขั้นตอน Securitization ไปแล้วครั้งหนึ่งจะไม่สามารถขายต่อให้ SPV อื่นได้

3.3.4 ระบบเตือนภัยเพื่อหยุดยั้งภัยพิบัติทางการเงิน (Warning Flag)

อีกหนึ่งปัจจัยสนับสนุนของวิกฤตซับไพร์มคือการที่หนี้เสียจำนวนมากไหลเข้ามาอยู่ในระบบได้ โดยที่ไม่มีกลไกเชิงระบบรองรับ ผู้เล่นจำนวนมากทราบตระหนักถึงหนี้ซับไพร์มเกิดขึ้น แต่ผู้เล่นรายเล็กในระบบไม่สามารถหยุดปัญหานี้ไว้ก่อนที่จะกลายเป็นวิกฤตระดับโลก หน้าที่หยุดยั้งวิกฤตจึงควรเป็นของ regulator และผู้ที่สร้างระบบตลาดขึ้นมา คณะผู้วิจัยเสนอให้มีกลไกเชิงระบบที่จะทำหน้าที่เหมือนฟิวส์ที่ตัดวงจรเวลาที่วงจรไฟฟ้ามีปัญหา ทั้งเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดปัญหาลุกลาม และเพื่อแจ้งให้ทราบถึงความผิดปกติ

คณะผู้วิจัยได้กล่าวถึงกลไกแรกไปแล้ว คือ การมีเกณฑ์สัดส่วน NPL ขั้นสูงสำหรับแต่ละประเภทสินทรัพย์ ในแต่ละบริษัท Originator หากสัดส่วน NPL เกินกว่าที่เกณฑ์ กลุ่มสินทรัพย์นั้นจะต้องถูกห้ามไม่ให้นำมา Securitize เพิ่ม และปะปนไปกับสินทรัพย์กลุ่มอื่น ๆ จนกว่าบริษัทจะสามารถพิสูจน์คุณภาพของสินทรัพย์ ด้วยการปล่อยกู้ด้วยเงินทุนของตัวเอง และทำผลงานให้สัดส่วน NPL กลับมาอยู่ในเกณฑ์ได้ ซึ่งนอกจากจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุนแล้ว นโยบายนี้จะช่วยให้ regulator เห็นจุดที่มีปัญหานี้เสียในระบบได้อย่างชัดเจน ทันทีที่ ช่วยลดความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากนักลงทุนแบบอัตโนมัติ และช่วยกดดันให้บริษัท Originator รักษามาตรฐานของคุณภาพสินเชื่อที่ปล่อยออกเอง เพื่อเลี่ยงการถูกดันให้ออกจากตลาด

กลไกต่อมาเป็นกลไกที่มีไว้สำหรับกรณีเกิดผลกระทบเชิงระบบ (Systematic Shock) ขึ้น เช่น เมื่อเศรษฐกิจแย่ ผู้คนส่วนใหญ่จะลงเพราะช่องทางทำมาหากินถูกรบกวน สัดส่วน NPL จะเพิ่มสูงขึ้น

อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ถ้ากลไกทั้งหมดที่กล่าวมา ทั้งเรื่องการป้องกันหนี้เสียและการสนับสนุนความโปร่งใส และการให้นักลงทุนซื้อขายแบบมีข้อมูล ถูกวางไว้พร้อมตั้งแต่ในสถานการณ์ปกติ ความรุนแรงของกระแสการ Default ก็จะสามารถบรรเทาไปได้ในระดับหนึ่ง

สำหรับหนี้เสียส่วนที่เหลือ ผู้กำหนดนโยบายต้องดำเนินการอย่างเร่งด่วน เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดหนี้เสียในส่วนนี้กลายเป็นชนวนระเบิดที่จะส่งผลกระทบต่อเนื่องไปทั้งระบบเศรษฐกิจ โดยมีนักลงทุนเป็นผู้เสียหาย

โดยในด้านแรก คณะผู้วิจัยเสนอชุดนโยบายสำหรับ “สถานการณ์ฉุกเฉินทางการเงิน” ที่อาจต้องอาศัยธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้ให้สัญญาณ ชุดนโยบายมีองค์ประกอบหลักดังนี้

➤ **Restructure หนี้ โดยยืดระยะเวลากำหนดชำระหนี้ออกไป เพื่อลดอัตราหนี้เสียในระยะสั้น**

- 1) ระบุใช้กลไกแรกเรื่องเพดานสัดส่วน NPL ชั่วคราว เพื่อปรับกฎเกณฑ์ให้เข้ากับสถานการณ์
- 2) ลดปริมาณสินทรัพย์ที่ถูก Securitize โดยกำหนดปริมาณสินทรัพย์ขั้นสูงที่ Originator สามารถส่งออกมา Securitize โดยอาจกำหนดให้สอดคล้องกับปริมาณสินทรัพย์ที่แต่ละบริษัท Securitized ในอดีต เช่น ให้ Securitize ได้แค่ร้อยละ 50 ของปริมาณเฉลี่ยในอดีต เป็นต้น
- 3) ลดปริมาณสินทรัพย์ที่ถูก Securitize โดยกำหนดปริมาณสินทรัพย์ขั้นสูงที่ Originator สามารถส่งออกมา Securitize โดยอาจกำหนดให้สอดคล้องกับปริมาณสินทรัพย์ที่แต่ละบริษัท Securitize ในอดีต เช่น ให้ Securitize ได้แค่ร้อยละ 50 ของปริมาณเฉลี่ยในอดีต เป็นต้น

จุดประสงค์ของนโยบายที่สามนี้ แบ่งเป็นสามประเด็น

- ประเด็นแรก คือ เพื่อรองรับความเสี่ยงที่เกิดจากระยะในการ retrain แบบจำลอง หากวิกฤตเปลี่ยนแปลงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตาม สัดส่วน NPL จำเป็นต้องเพิ่มขึ้นไม่มากนักในช่วงเปลี่ยนผ่าน เพราะบริษัทเจ้าของข้อมูลจำเป็นต้องใช้ข้อมูลในช่วงนี้ในการปรับค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองให้สอดคล้องกับสถานการณ์ใหม่ แม้ว่าพลังของข้อมูลทางเลือกประกอบกับธรรมชาติของ alternative lending ที่มีระยะสั้น จะทำให้ Originator สามารถเรียนรู้และปรับตัวได้เร็วกว่าในอดีตมาก แต่ระยะการ Retrain นี้จะต้องเกิดขึ้นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ นโยบายข้อที่สามนี้ จะช่วยป้องกันไม่ให้นักลงทุนต้องเป็น “เจ้ามือ” ในปฏิบัติการ Retrain แบบจำลองโดยไม่รู้ตัว และจะเพิ่ม “Skin in the Game” ของ Originator โดยจูงใจให้ Originator ผ่านช่วงเวลานี้ไปอย่างระมัดระวังที่สุด



- ประเด็นที่สอง คือ เพื่อเข้ามาทดแทนนโยบายในข้อที่สองในการควบคุมคุณภาพสินเชื่อที่กำลังเกิดขึ้นใหม่ เมื่อสัดส่วน NPL จำเป็นต้องเพิ่มขึ้น ทำให้เกณฑ์ NPL สูญเสียความสามารถในการแยกระหว่างบริษัทหรือประเภทสินทรัพย์ที่มีแบบจำลองที่ดีกับไม่ดี เกณฑ์สัดส่วน NPL ตามนโยบายในข้อ 2 จึงจำเป็นต้องถูกระงับชั่วคราวทางออกในระยะสั้นที่จำเป็นต้องใช้ในการ Regulate คุณภาพหลักทรัพย์ไปจนกว่าสัดส่วน NPL จะกลับมาอยู่ในเกณฑ์เดิม ก็คือลดปริมาณของสินทรัพย์ที่จะไปตกอยู่ในมือของนักลงทุน เพื่อจำกัดแรงกระทบต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวม
- ประเด็นสุดท้าย ซึ่งเป็นผลพลอยได้ คือ เพื่อประคองราคาของหลักทรัพย์ในช่วงวิกฤตเมื่อนักลงทุนคาดเดาได้ว่าสัดส่วนหนี้เสียจะต้องเพิ่มสูงขึ้นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ อุปสงค์ของหลักทรัพย์ที่มาจากสินเชื่อขนาดเล็กจะปรับลดลงตาม การจำกัดปริมาณหลักทรัพย์ออกใหม่จะช่วยลดอุปทานและช่วยรักษาราคาของหลักทรัพย์ไว้ไม่ให้ตกหนักเกินไปจนสร้างความเสียหายอย่างหนักให้กับนักลงทุน

3.3.5 ทางเลือกของรูปแบบตลาดสำหรับ Securitized Alternative Lending

- อนุญาตให้บริษัท Originator แลกเปลี่ยนสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์และขายออกแก่นักลงทุนได้เองโดยไม่ต้องผ่านตลาดกลาง

ทางเลือกแรกของการปลดล็อกธุรกิจ Securitized Alternative Lending ในประเทศไทยคือการที่ regulator อนุญาตให้บริษัท Originator ที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน ส่งต่อสินเชื่อไป Securitize กับ SPV และทำการขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจาก Alternative Lending กับนักลงทุนได้โดยตรง โดยที่ไม่ต้องมีตลาดกลาง

ข้อดีของทางเลือกนี้ คือ เป็นการปลดล็อกทางกฎหมายที่ทำให้เร็วและใช้ต้นทุนต่ำ เพราะเป็นการปล่อยให้คลื่นความต้องการเข้ามาเติมเต็มช่องว่างของตลาดของภาคเอกชนไหลไปได้ตามธรรมชาติ หน้าที่ของผู้กำหนดนโยบายคือทำลายสิ่งกีดขวางเท่านั้น ข้อดีอีกประการคือ แต่ละบริษัทจะขายหลักทรัพย์ของตนเอง ที่ประกอบขึ้นมาจากสินเชื่อของบริษัทเดียวเท่านั้น ชื่อเสียงของบริษัทจึงถูกผูกอยู่กับการดำเนินงานของหลักทรัพย์ทั้งหมด ทำให้ “skin in the game” ค่อนข้างชัดเจน กล่าวคือ หากสินเชื่อที่ปล่อยโดยบริษัท A เกิดกลายเป็นหนี้เสียเยอะ นักลงทุนก็จะสูญเสียความเชื่อมั่นในแบบจำลองที่ใช้คัดกรองผู้กู้ของบริษัท A จนกระทบต่ออุปสงค์ของหลักทรัพย์ บริษัท A ก็จะระดมทุนเพื่อนำมาปล่อยกู้ได้ลำบากจนอาจถูกบีบออกจากตลาดไป ดังนั้น Originator จึงมีแรงจูงใจที่จะคัดกรองคุณภาพผู้กู้มากกว่าในกรณีที่หลักทรัพย์เกิดมาจากสินเชื่อจากหลายบริษัทมารวม ๆ กัน

อย่างไรก็ตาม ข้อเสียของทางเลือกนี้คือ การขาดตลาดกลางทำให้ขาดการจัดระเบียบจากส่วนกลาง ซึ่งจะทำให้ Regulator ควบคุมดูแลคุณภาพหลักทรัพย์ได้ยากขึ้น รวมถึงไม่สามารถเก็บค่าธรรมเนียมเพื่อไประดมทุนในสิ่งที่จะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพตลาด เช่น ระดมทุนเพื่อว่าจ้าง Credit Rating Agency

นอกจากนี้ การขาดตลาดกลาง แปลว่าปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) ระหว่างนักลงทุนและ Originator จะขยายใหญ่ขึ้น เพราะในการซื้อขาย นักลงทุนต้องซื้อจากแต่ละบริษัท Originator โดยตรง การเปรียบเทียบราคา ความเสี่ยง รวมถึงความคุ้มค่า ก็กระทำได้ยากขึ้น ด้วยเวลาและค่าใช้จ่ายที่มากขึ้น ทำให้ข้อมูลไม่สามารถส่งต่อจาก Originator หรือ SPV ไปสู่นักลงทุนได้อย่างราบรื่น ซึ่ง Information Asymmetry นี้เองที่ทำให้ราคาของหลักทรัพย์ไม่สะท้อนคุณค่าที่แท้จริง และทำให้ตลาดขาดประสิทธิภาพ

➤ สร้างตลาดกลางสำหรับ Securitized Alternative Lending โดยเฉพาะ

ทางเลือกที่สองคือการสร้างตลาดสำหรับ Securitized Alternative Lending โดยเฉพาะ เพื่อเป็นศูนย์กลางให้แต่ละบริษัทนำหลักทรัพย์มาขายให้กับนักลงทุน ทำให้นักลงทุนสามารถเข้าถึงหลักทรัพย์ทั้งหมดได้ในแหล่งเดียว ทางเลือกนี้จะช่วยให้นักลงทุนสามารถเข้าถึงและเปรียบเทียบข้อมูลของแต่ละหลักทรัพย์ได้ง่าย ทำให้ช่วยปิดจุดอ่อนเรื่องความไม่สมมาตรของข้อมูลและประสิทธิภาพของตลาดได้มากกว่าทางเลือกแรก แต่แน่นอนว่าข้อเสียที่ตามมาคือค่าใช้จ่ายในการจัดตั้งโครงสร้างพื้นฐานของตลาดย่อมสูงกว่า และใช้เวลานานกว่า

นอกจากการตัดสินใจสร้างหรือไม่สร้างตลาดกลางแล้ว ผู้กำหนดนโยบายยังต้องตัดสินใจอีกว่าจะอนุญาตให้มีการปนสินทรัพย์ระหว่างบริษัทภายในหลักทรัพย์เดียวหรือไม่ การอนุญาตให้ SPV รวบรวมสินทรัพย์จากหลากหลายบริษัทมารวมกันเป็นหลักทรัพย์จะช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นให้กระบวนการวิสาหกิจทางการเงิน ช่วยเพิ่มทางเลือกให้กับนักลงทุน และช่วยให้นักลงทุนสามารถกระจายความเสี่ยงได้ง่ายขึ้น เพราะการซื้อหลักทรัพย์เพียงหลักทรัพย์เดียวหมายถึงการซื้อสินทรัพย์จากหลากหลายบริษัท

ข้อเสียที่ตามมา คือ ข้อเสียของบริษัท Originator จะไม่ถูกผูกไว้กับหลักทรัพย์อย่างเหนียวแน่นเหมือนในกรณีที่ทั้งหลักทรัพย์มาจากบริษัทเดียว ซึ่งแปลว่า “Skin in the Game” จะน้อยลง ทำให้บริษัท Originator มีแรงจูงใจน้อยลงที่จะรักษาคุณภาพสินเชื่อให้ต่ำที่สุด

นอกจากนี้หลักทรัพย์จะมีความซับซ้อนมากขึ้น เนื่องจากตลาด Alternative Lending ในปัจจุบัน บริการของแต่ละบริษัทยังค่อนข้างมีกลุ่มเป้าหมายที่เฉพาะตัว เช่น GrabFinance เน้นกลุ่มพนักงานขับรถและร้านอาหาร หรือ Ricult เน้นกลุ่มเกษตรกร การปะปนสินทรัพย์ข้ามบริษัทย่อมทำให้ภาพคุณสมบัติของกลุ่มผู้กู้ที่เลือนรางไป นักลงทุนจะเริ่มกลับไปซื้อหลักทรัพย์โดยไม่เข้าใจว่ากำลังลงทุนกับอะไรอยู่ ทำให้ตลาดยิ่งห่างไกลจากความเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพที่ราคาของหลักทรัพย์สะท้อนคุณค่าที่แท้จริง

สุดท้าย ความซับซ้อนของหลักทรัพย์จะทำให้ทางฝั่ง Credit Rating Agency ประสบความลำบากมากขึ้นในการตรวจสอบคุณภาพของสินทรัพย์ที่ถูกรวบรวมมาจากหลากหลายแหล่ง Skreta and Veldkamp (2009) พบว่าในยุควิกฤตซับไพร์ม ความซับซ้อนของหลักทรัพย์ทำให้ Rating ของหลักทรัพย์หนึ่ง ๆ จากแต่ละ agency แตกต่างกัน เมื่อประกอบเข้ากับการที่ผู้ออกหลักทรัพย์สามารถเลือกหา



Rating ที่ดีที่สุดจากหลาย ๆ Agency ได้แล้ว จึงนำไปสู่ “Rating Inflation” หรือการที่ Rating ของหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยมีค่าดีขึ้นเรื่อย ๆ ซึ่ง Skreta and Veldkamp (2009) มองว่าเป็นส่วนประกอบที่สำคัญที่นำไปสู่วิกฤตซับไพร์ม

4. การส่งเสริมการเข้าถึงตลาดทุน

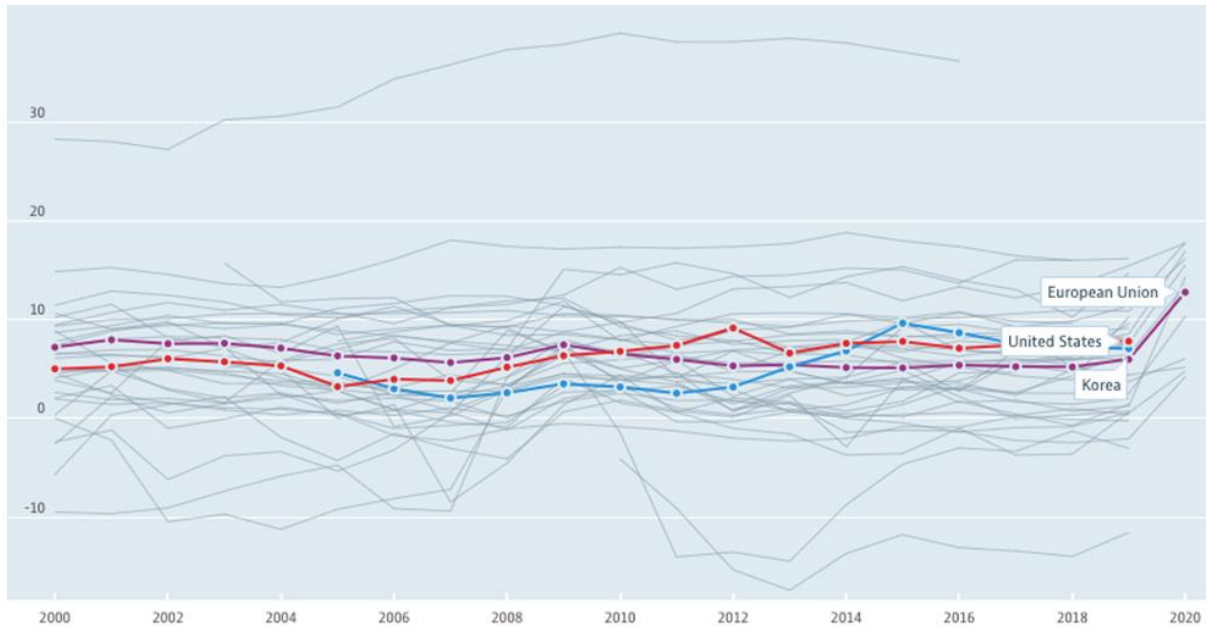
4.1 สถานการณ์ด้านการเข้าถึงตลาดทุน

สภาพเศรษฐกิจของประเทศไทยในปัจจุบันจัดว่ามีความเปราะบางสูง ท่ามกลางความไม่แน่นอนของสถานการณ์การระบาดของโควิด-19 แม้ว่าตลาดทุนไทยซึ่งเป็นกลไกสำคัญในการจัดสรรทรัพยากรทางเศรษฐกิจและสร้างความมั่งคั่งให้ประชาชน จะมีพื้นฐานและพัฒนาการที่ดีเมื่อเทียบกับประเทศในภูมิภาคเดียวกัน แต่กลับพบว่าจำนวนนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มีสัดส่วนน้อยมากเมื่อเทียบกับประชากรทั้งประเทศ โดยปลายปีพ.ศ. 2563 มีจำนวนนักลงทุนที่เป็นบัญชีกับตลาดหลักทรัพย์จำนวน 1,422,772 รายหรือไม่ถึงประมาณร้อยละ 14 ของประชากรวัยทำงานเท่านั้น เช่นเดียวกับตลาดทุนที่ยังคงเป็นแหล่งระดมทุนเฉพาะธุรกิจขนาดใหญ่ ส่วนธุรกิจขนาดเล็กยังประสบปัญหาการเข้าถึงจากกฎเกณฑ์ที่ไม่เอื้อให้เข้ามาใช้ประโยชน์จากตลาดทุนได้โดยง่าย ทำให้เกิดความเหลื่อมล้ำในการเข้าถึงตลาดทุน

นอกจากสัดส่วนนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จะมีจำนวนน้อยแล้ว ยังพบว่าภาคครัวเรือนไทยมีอัตราส่วนการถือครองเงินสด (เงินฝาก) เทียบกับสินทรัพย์ประเภทอื่นที่ค่อนข้างสูง อยู่ที่ร้อยละ 51 ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่สูงกว่าประเทศอื่น ๆ ในกลุ่มประเทศ OECD ทั้งหมด ซึ่งแม้ว่าการถือครองเงินสดจะนำมาซึ่งความมั่นคงในระดับหนึ่ง แต่ในขณะเดียวกันก็ทำให้ครัวเรือนเสียโอกาสในการได้รับผลตอบแทนของการลงทุนไป กล่าวคือ ดอกเบี้ยเงินฝากโดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 0.2 – 0.3 ต่อปี (ข้อมูล ณ วันที่ 2 พฤศจิกายน 2564) ในขณะที่ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปีของการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยอยู่ที่ร้อยละ 7.7 ต่อปี โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อแนวโน้มเศรษฐกิจโลกกำลังเผชิญกับภาวะเงินเฟ้อที่ยกกระด้นขึ้น ทำให้สินทรัพย์ประเภทเงินสดสูญค่าลงเมื่อเวลาผ่านไป

นอกจากนี้ การที่ครัวเรือนไทยส่วนมากยังคงนิยมเก็บสะสมความมั่งคั่งในรูปแบบของเงินฝาก ยังส่งผลกระทบต่อขีดความสามารถในการแข่งขันของภาคเศรษฐกิจไทยด้วย เนื่องจากมีแหล่งเงินทุนในระบบของตลาดทุนที่สามารถจัดสรรให้แก่ผู้ระดมทุนหรือผู้ประกอบการรายย่อย เพราะเงินทุนของประชากรส่วนมากอยู่ในรูปแบบของเงินฝาก ซึ่งผู้ระดมทุนหรือบริษัทเข้าถึงได้ยาก

ภาพที่ 6 รูปแสดงสัดส่วนการถือครองเงินฝากของประเทศกลุ่ม OECD



เมื่อสถานการณ์ความเหลื่อมล้ำด้านการเข้าถึงตลาดทุนและสัดส่วนการถือครองเงินสด ประกอบกับบริบทด้านแรงงานและประชากรไทย จะยิ่งทำให้เศรษฐกิจไทยมีความเปราะบางมากยิ่งขึ้นในอนาคต กล่าวคือ ปัจจุบันประเทศไทยมีจำนวนแรงงานนอกระบบอยู่ที่ 20.3 ล้านคน คิดเป็นจำนวนที่สูงกว่าแรงงานในระบบที่มีจำนวน 17.6 ล้านคน ซึ่งแรงงานนอกระบบเหล่านี้เป็นกลุ่มที่รายได้ไม่แน่นอน เข้าไม่ถึงสวัสดิการ และส่วนมากเข้าไม่ถึงตลาดทุน เมื่อเกิดเหตุการณ์ที่ไม่ได้คาดหมาย เช่น การเจ็บป่วย ว่างงาน หรือวิกฤตการณ์แพร่ระบาดของ COVID-19 แรงงานนอกระบบเหล่านี้ก็จะได้รับผลกระทบอย่างมาก และส่งผลต่อกำลังซื้อของคนในประเทศที่ลดลง หนี้ครัวเรือนสะสมเพิ่มขึ้น และส่งผลกระทบต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะยาวโดยรวม

ในส่วนบริบทด้านประชากรนั้นประเทศไทยกำลังเดินหน้าเข้าสู่การเป็นสังคมผู้สูงอายุเต็มรูปแบบ ภายในปี พ.ศ. 2571 หากผู้สูงอายุในอนาคตซึ่งเป็นแรงงานในปัจจุบัน ส่วนมากเป็นแรงงานนอกระบบ ที่รายได้ไม่แน่นอน เงินเก็บน้อย และเข้าไม่ถึงตลาดทุน จะทำให้ประเทศไทยมีผู้สูงอายุกลุ่มเปราะบางจำนวนมาก เกิดเป็นต้นทุนของประเทศในการเยียวยาและดูแลผู้สูงอายุ ส่งผลต่อขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศไทย

จากสถานการณ์ด้านการเข้าถึงตลาดทุนข้างต้น จะพบว่า ปัจจัยด้านการเข้าถึงตลาดทุนนั้นมีบทบาทสำคัญอย่างมากต่อเศรษฐกิจไทย โดยสถานการณ์ปัจจุบันที่ระดับการเข้าถึงยังคงต่ำ ในแง่ของสัดส่วนผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่ต่ำ อัตราส่วนการถือครองเงินสดของครัวเรือนที่สูง ประกอบกับสถานการณ์ด้านแรงงานไทยปัจจุบันที่มีแรงงานนอกระบบเป็นสัดส่วนที่สูงกว่าแรงงานในระบบ และการเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุเต็มรูปแบบนั้น ทำให้เศรษฐกิจและครัวเรือนไทยมีความเปราะบางและสูญเสียโอกาสทางการเงินไปมาก ดังนั้น ในรายงานฉบับนี้ จึงมุ่งศึกษาเพื่อชี้ให้เห็นถึงช่องว่างปัญหาและโอกาสของ

ประเทศไทยในด้านการเข้าถึงตลาดทุนของประชาชน รวมถึงเสนอข้อเสนอแนะเชิงนโยบายสำหรับการยกระดับการเข้าถึงตลาดทุนของประเทศไทย

4.2 ช่องว่างปัญหาด้านการเข้าถึงตลาดทุน

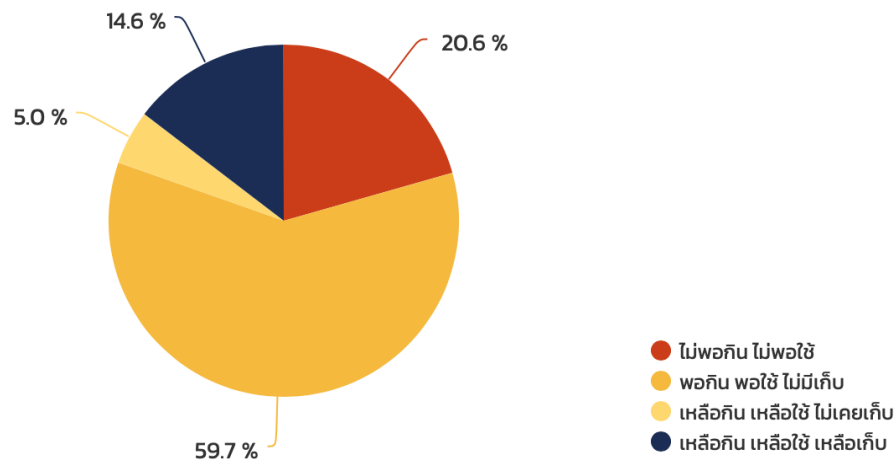
จากการศึกษาวิจัยผ่านการทบทวนวรรณกรรม การวิจัยทางกฎหมาย การสำรวจข้อมูลการเข้าถึงตลาดทุน (Survey on Capital Market Access) และการระดมสมองจากผู้เชี่ยวชาญและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในตลาดทุน จากห้องปฏิบัติการนโยบาย (Policy Lab) พบว่า สามารถแบ่งประเด็นช่องว่างปัญหาตลาดทุนออกได้เป็น 4 ประเด็นสำคัญ ประกอบด้วย 1) ปัญหาด้านการขาดรายได้ 2) ปัญหาด้านความรู้และทักษะทางการเงิน 3) ปัญหาด้านผลิตภัณฑ์ทางการเงิน และ 4) ปัญหาด้านกฎระเบียบการเข้าถึงตลาดทุน

4.2.1 นโยบายพัฒนาระบบการกำกับดูแลและการบังคับใช้กฎหมายที่มีประสิทธิภาพ

ปัญหาเรื่องรายได้เป็นปัญหาเรื้อรังที่เกิดขึ้นมาในเศรษฐกิจไทย จากการแพร่ระบาดของ Covid-19 ยิ่งสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการชำระหนี้ของคนไทยที่มีความสามารถต่ำ รวมถึงผู้ประกอบการ SMEs ที่ไม่สามารถหารายได้ได้ในช่วงเศรษฐกิจแบบนี้ ซึ่งมีบางรายต้องปิดกิจการไป ความเข้มงวดของการปล่อยกู้ของธนาคารพาณิชย์ยิ่งทำให้การเข้าถึงแหล่งเงินทุนแทบจะเป็นไปไม่ได้ แม้จะมีมาตรการช่วยเหลือจากธนาคารแห่งประเทศไทย อาทิ มาตรการ Soft Loan ที่มาช่วยธุรกิจ SMEs แต่กลับพบว่าเม็ดเงินเหล่านี้กลับเข้าไม่ถึงธุรกิจรายเล็ก ๆ ที่เผชิญกับปัญหาอย่างแท้จริง ปัญหาที่ได้กล่าวมาข้างต้นสะท้อนให้เห็นถึงสาเหตุสำคัญของประชาชนคนไทย คือ การที่รายได้ของประชาชนในการบริโภคหรือใช้จ่ายยังไม่มีเพียงพอที่จะเก็บ ซึ่งนี่เป็นปัญหาหลักที่สำคัญที่ทำให้เห็นว่าคนไทยไม่มีการวางแผนทางการเงินหรือมีการวางแผนแล้วแต่ไม่สามารถทำได้สำเร็จ

ประเด็นนี้สอดคล้องกับผลการสำรวจข้อมูลการเข้าถึงตลาดทุน ซึ่งพบว่า กว่าร้อยละ 85.35 ของกลุ่มตัวอย่างไม่มีเงินเหลือเก็บ หรือมีเงินเหลือแต่ไม่เคยเก็บ และมีกลุ่มตัวอย่างกว่าร้อยละ 20.62 ที่มีเงินไม่พอกินไม่พอใช้

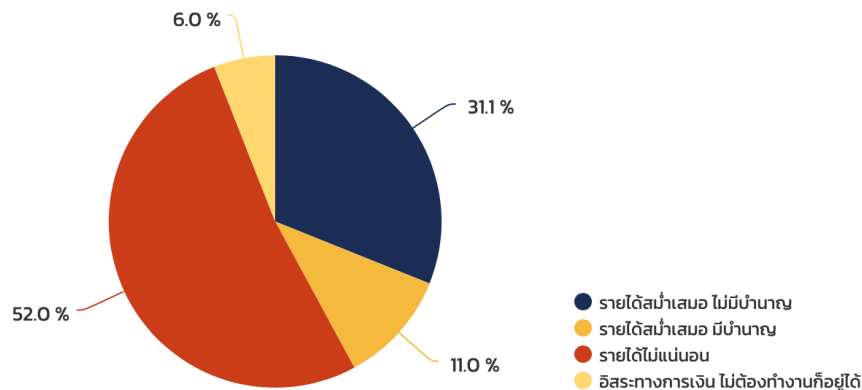
ภาพที่ 7 สัดส่วนผู้ตอบแบบสอบถามจำแนกตามสถานะทางการเงิน



ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

นอกจากนี้ยังพบว่ากว่าครึ่งหนึ่งของผู้ตอบแบบสอบถามมีรายได้ไม่แน่นอน และอีกกว่าร้อยละ 31.1 แม้จะมีรายได้ที่แน่นอนแต่ไม่มีบำนาญ ซึ่งหากกลุ่มเหล่านี้ไม่สามารถเข้าถึงตลาดทุน หรือไม่มีการวางแผนการเงิน จะทำให้กลุ่มนี้มีความเสี่ยงทางการเงินที่สูงและเป็นกลุ่มเปราะบางทางการเงินในช่วงวิกฤตและสังคมผู้สูงอายุ

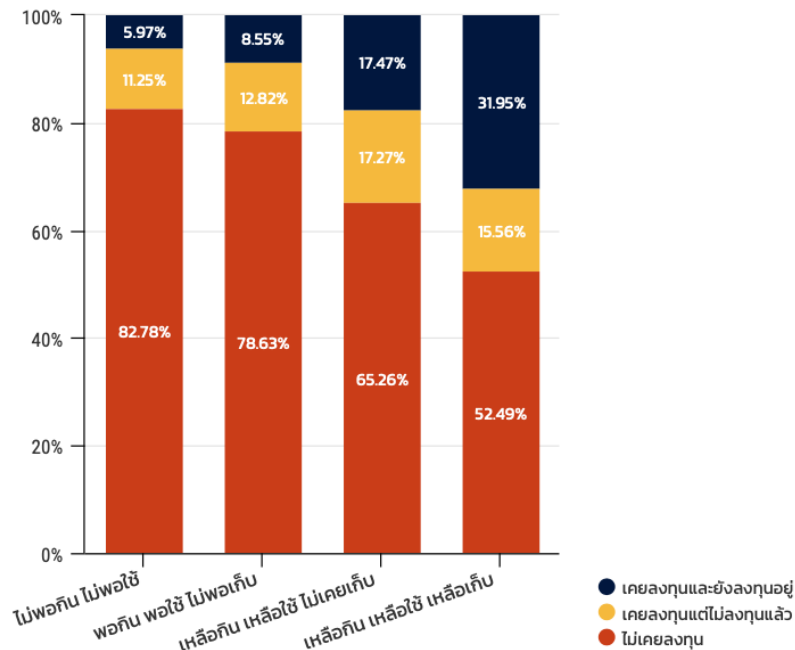
ภาพที่ 8 สัดส่วนผู้ตอบแบบสอบถามจำแนกตามลักษณะของรายได้



ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

เมื่อนำข้อมูลสถานะทางการเงินมาเทียบกับพฤติกรรมการลงทุนของกลุ่มตัวอย่างแล้ว จะพบว่า ปัจจัยด้านรายได้และความขัดสนทางการเงินของผู้ทำแบบสอบถาม มีความสัมพันธ์กับพฤติกรรมการลงทุนอย่างชัดเจน โดยคนที่มีไม่พอกิน ไม่พอใช้ มีสัดส่วนถึงร้อยละ 83 ที่ไม่เคยลงทุนเลย และโอกาสที่ผู้ตอบแบบสอบถามจะเคยลงทุนมีแนวโน้มเพิ่มมากขึ้น เมื่อความขัดสนทางการเงินน้อยลง

ภาพที่ 9 สัดส่วนผู้ตอบแบบสอบถามจำแนกตามสถานะทางการเงินและพฤติกรรมการลงทุน



ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

4.2.2 ปัญหาด้านความรู้และทักษะทางการเงิน

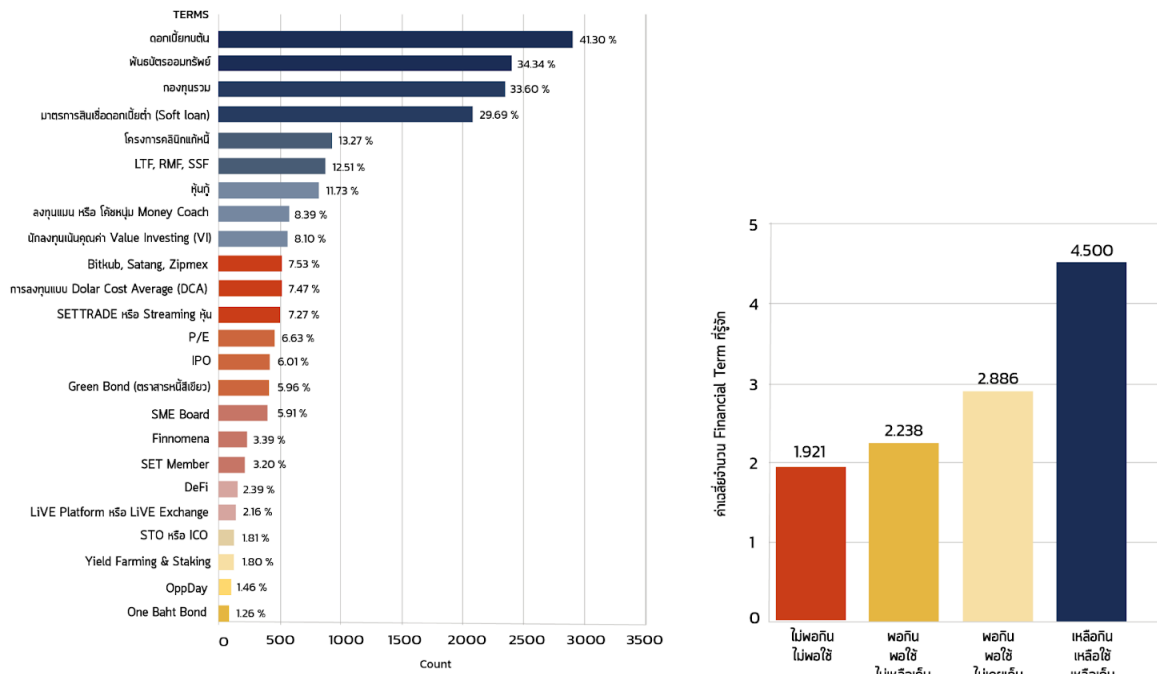
ความรู้และทักษะทางการเงินเป็นปัจจัยสำคัญอย่างยิ่งต่อประเด็นด้านการเข้าถึงตลาดทุน หากประชาชนขาดความรู้ความเข้าใจ ทักษะ และทัศนคติที่ดีทางการเงิน ก็จะทำให้ประชาชนไม่ทราบช่องทางการเข้าถึงตลาดทุน ไม่เข้าใจโอกาสหรือประโยชน์ของตลาดทุนในฐานะเครื่องมือสะสมความมั่งคั่ง หรืออาจเป็นเหยื่อการฉ้อโกงทางการเงินหรือถูกหลอกไปลงทุนได้ นอกจากนี้ หากประชาชนบางส่วนที่สามารถเข้าถึงตลาดทุนได้ แต่ขาดความรู้ทางการเงิน ก็อาจประสบปัญหาด้านการลงทุนจนเป็นเหตุให้ต้องออกจากตลาดทุนภายหลังได้

ปัญหาด้านความรู้และทักษะทางการเงินของประเทศไทย สามารถแบ่งออกมาเป็นได้ 2 ชั้น ในชั้นแรกหากมองที่ระดับนโยบายจะพบว่า หน่วยงานภาครัฐได้ให้ความสำคัญกับการเสริมสร้างความรู้ทางการเงินมาอย่างยาวนาน แต่ยังคงปัญหาสำคัญ คือ หน่วยงานรัฐดำเนินการในลักษณะแยกส่วน ขาดการบูรณาการความร่วมมือกัน ทำให้เห็นการพัฒนานั้นมุ่งเน้นในจุดที่ต่างกันและไม่มีเป้าหมายร่วม ทำให้การพัฒนาความรู้ไม่เกิดประสิทธิภาพ และนโยบายการพัฒนาคนในแต่ละช่วงวัยที่เป็นลักษณะเหมารวม (One-Size-Fit-All) มักจะไม่สอดคล้องกับทุกช่วงวัย

ขณะที่ปัญหาชั้นที่สองอยู่ในระดับประชาชนนั้น จากผลการสำรวจการเข้าถึงตลาดทุน ได้มีการถามคำถามว่าผู้ตอบรู้จักหรือเข้าใจคำศัพท์เกี่ยวกับการเงินการลงทุนใดบ้าง “คุณรู้จักและเข้าใจสิ่งใดต่อไปนี้บ้าง (เลือกทุกข้อที่รู้จัก)” โดยมีผู้ตอบคำถามดังกล่าวทั้งสิ้น 7,000 คน ผลที่ได้ทำให้เห็นว่าคนส่วนมากขาดความรู้จริง โดยผู้ทำแบบสอบถามรู้จักเฉลี่ยเพียง 2.6 ข้อ จาก 24 ข้อเท่านั้น และมีผู้ทำ

แบบสอบถามร้อยละ 28.1 ตอบว่าไม่รู้จักเลยสักข้อ แม้แต่ประเด็นพื้นฐานอย่างดอกเบี้ยทบต้น ก็มีคนเพียงร้อยละ 41.3 เท่านั้นที่ตอบว่ารู้จักและเข้าใจ

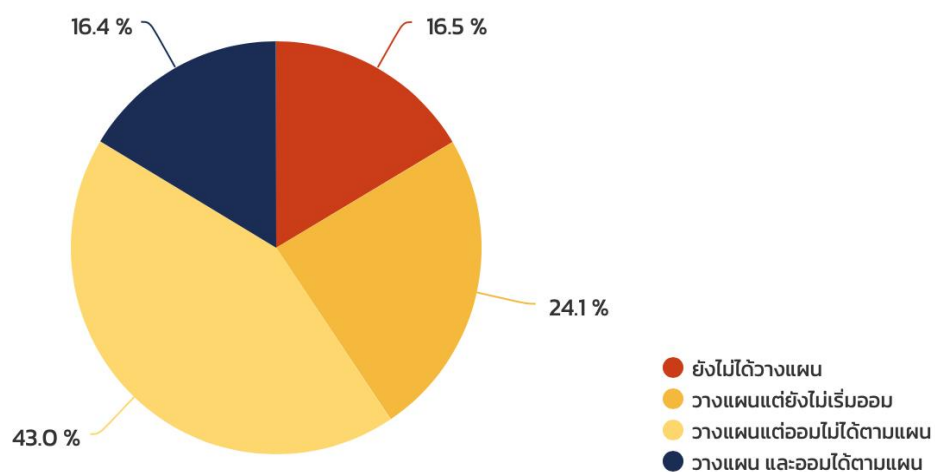
ภาพที่ 10 สัดส่วนผู้ตอบแบบสอบถามที่ตอบว่ารู้จักคำศัพท์ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน



ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

นอกจากนี้ จากผลการสำรวจการเข้าถึงตลาดทุน ยังพบว่า แม้ผู้ตอบแบบสอบถามร้อยละ 83.5 ตอบว่ามีการวางแผนทางการเงิน แต่มีเพียงร้อยละ 19.6 ของคนที่วางแผนเท่านั้นที่ระบุว่าตนเองสามารถออมเงินได้ตามแผนที่วางไว้ และกว่าร้อยละ 16 ของทั้งหมดผู้ตอบแบบสอบถามทั้งหมด ไม่มีแผนการออมเงินเลย

ภาพที่ 11 จำนวนผู้ตอบแบบสอบถามจำแนกตามการวางแผนทางการเงิน



ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

แหล่งความรู้ในปัจจุบันสามารถหาอ่านได้ง่ายตาม Facebook , YouTube , Blog ต่าง ๆ ล้วนแต่มีแหล่งความรู้จำนวนมาก แต่ข้อมูลที่มีอยู่จำนวนมากเหล่านี้ (Data Overwhelm) ทำให้เกิดปัญหาว่าจะเชื่อถือแหล่งข้อมูลจากแหล่งใดจึงจะถูกต้อง เพราะประชาชนต่างมีการรับรู้ (Perception) ต่อสื่อที่แตกต่างกัน จนอาจเกิดปัญหาเรื่อง School of thought ที่ทำให้เกิดความเชื่อและความเข้าใจที่แตกต่างกัน ดังนั้นหากสื่อส่งสารข้อมูลที่ไม่ถูกต้อง ไม่มีมาตรฐานก็จะเป็นปัญหาทำให้คนเข้าใจผิดเกี่ยวกับตลาดทุนได้

นอกจากนี้ผู้ประกอบการรายย่อย ยังมีทักษะความรู้การเงินที่ต่ำอยู่ แม้แต่การทำบัญชียังไม่สามารถทำได้ จากข้อมูลของสำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (สสว.) พบว่าผู้ประกอบการ SMEs มีกว่า 3,046,793 ราย แต่มีเพียง 675,633 ราย หรือร้อยละ 22.18 ที่เป็นนิติบุคคล และเป็นวิสาหกิจชุมชน 85,429 ราย หรือร้อยละ 2.80 เท่านั้น โดยส่วนมากเป็นบุคคลอื่น ๆ 2,285,731 ราย หรือร้อยละ 75.02 แสดงให้เห็นว่ามีผู้ประกอบการรายย่อยเพียงร้อยละ 22.18 เท่านั้นที่มีการจัดทำบัญชีของธุรกิจถูกต้องตามกฎหมาย ซึ่งการไม่จัดทำบัญชีหรือการจัดทำบัญชีที่ไม่ได้มาตรฐานนั้น จะส่งผลให้เป็นอุปสรรคในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่ตอบโจทย์กับลักษณะธุรกิจของตนเองได้ ดังนั้นจึงเป็นเหตุให้ต้องเสริมสร้างความรู้ให้กับผู้ประกอบการในทุกระดับ ให้สามารถสามารถทำบัญชีและวางแผนทางการเงินได้อย่างถูกต้อง เพื่อเพิ่มศักยภาพในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนของผู้ประกอบการรายย่อยต่อไป

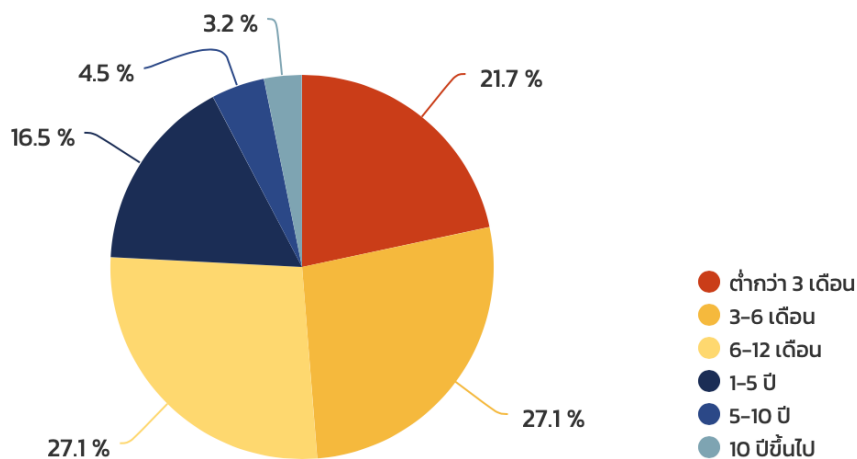
4.2.3 ปัญหาด้านผลิตภัณฑ์

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีการกระจุกตัวอยู่เพียงไม่กี่อุตสาหกรรมที่เป็นอุตสาหกรรมแบบดั้งเดิม (Old Economy) อาทิ พลังงาน ธนาคาร ท่องเที่ยว และค้าปลีก โดยบริษัทที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด 10 อันดับแรกของตลาด อยู่ในอุตสาหกรรมแบบดั้งเดิมทั้งหมด ซึ่งเป็นอุตสาหกรรมที่ขึ้นการเติบโตของเศรษฐกิจมาโดยตลอด โครงสร้างการแข่งขันของธุรกิจไทยยังขาดธุรกิจที่เป็นอุตสาหกรรมใหม่ (New Economy) โดยเฉพาะธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับทางด้านเทคโนโลยี นอกจากนี้ การกระจุกตัวดังกล่าวทำให้องค์ความรู้และการทำความเข้าใจธุรกิจรูปแบบใหม่ อาทิ ธุรกิจ Data Center จากนักวิเคราะห์ถูกจำกัดอยู่ในเฉพาะธุรกิจหลักเท่านั้น

นอกจากนี้ รูปแบบผลิตภัณฑ์มีจำกัดและไม่ตอบโจทย์กับเทรนด์การลงทุนรูปแบบใหม่ที่เน้น Technology driven โดยช่วงการแพร่ระบาดของโควิด เป็นตัวเร่งให้เกิดการเปลี่ยนแปลง ยิ่งสะท้อนให้เห็นได้ชัดจากหุ้น Tech company ใน New York Stock Exchange อย่างเช่น Tesla Facebook และ Square ล้วนได้รับผลกระทบเชิงบวกจากการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของประชาชนที่ทำงานแบบ work from home มากยิ่งขึ้น รวมถึงบริษัทต่างประเทศอย่าง square ได้มีการบันทึกบัญชีการลงทุนใน bitcoin เป็นสินทรัพย์ในบัญชีการเงิน ยิ่งชี้ให้เห็นถึงการพัฒนาและเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วทั้ง product และมาตรฐานการบันทึกบัญชี รวมถึงนักลงทุนรุ่นใหม่เริ่มหันไปลงทุนในกองทุนต่างประเทศมากยิ่งขึ้นเนื่องจากนักลงทุนเห็นโอกาส และ การเติบโตของหุ้นเหล่านี้ เพราะตัวนักลงทุนเองมีประสบการณ์การใช้ product ของบริษัทเหล่านั้น ยิ่งเป็นตัวสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุน ทำให้ปัจจุบันคนรุ่นใหม่จะแสวงหาการลงทุนที่มีการคัดค้านวัตกรรมเป็นของตนเอง มากกว่าเน้นการลงทุนในหุ้น Old economy

ผลิตภัณฑ์ทางการเงินของไทย ยังประสบปัญหาอีกประเด็นหนึ่งคือ ผลตอบแทนไม่สอดคล้องกับความคาดหวังของนักลงทุน โดยจากผลการสำรวจการเข้าถึงตลาดทุนนั้นพบว่า กลุ่มตัวอย่างกว่าร้อยละ 75.9 ต้องการผลตอบแทนในเวลาที่ต่ำกว่า 1 ปี และกว่าร้อยละ 49 ต้องการผลตอบแทนภายใน 6 เดือน ซึ่งถือเป็นระยะเวลาที่ค่อนข้างสั้น ไม่สอดคล้องกับผลตอบแทนของตลาดทุน

ภาพที่ 12 สัดส่วนผู้ตอบแบบสอบถามจำแนกตามระยะเวลาคาดหวังผลตอบแทน

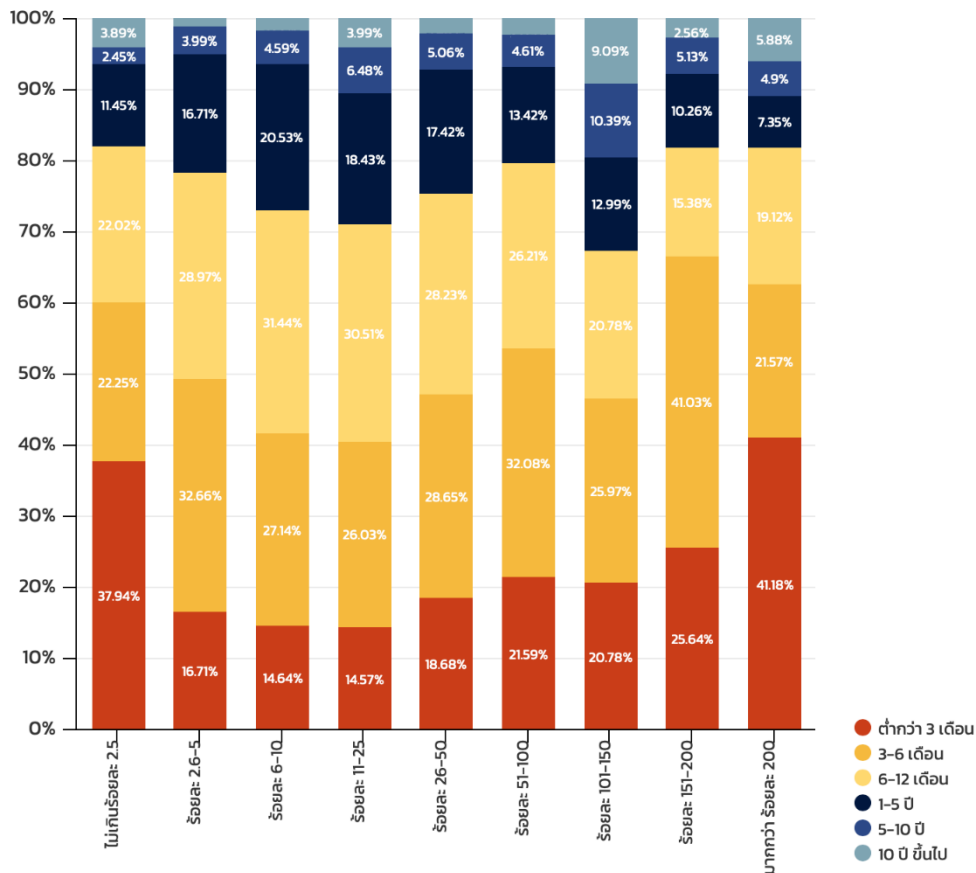


ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

เมื่อนำระยะเวลาที่คาดหวังผลตอบแทนมาเปรียบเทียบกับความเสี่ยงที่ผู้ตอบแบบสอบถามรับได้ จะพบว่าความคาดหวังในผลตอบแทนของผู้ตอบแบบสอบถามบางกลุ่มนั้นขาดความสมเหตุสมผล กล่าวคือ ยิ่งคาดหวังผลตอบแทนต่อปีสูง กลับยิ่งต้องการผลตอบแทนคืนในระยะเวลาสั้น ตัวอย่างเช่น มีกลุ่มคนที่ระบุว่าคาดหวังผลตอบแทนร้อยละ 151-200 ต่อปี ถึงร้อยละ 25.6 ที่คาดหวังผลตอบแทนจากการลงทุนภายใน 3 เดือน ซึ่งไม่สอดคล้องกับผลิตภัณฑ์ทางการเงินจริง อย่างไรก็ตาม ก็ยังมีกลุ่มตัวอย่างที่มีความคาดหวังที่สมเหตุสมผล คือ ส่วนที่คาดหวังผลตอบแทนไม่เกินร้อยละ 2.5 ต่อปี (แถวซ้ายสุด) กลุ่มนี้ส่วนมากยินดีลงทุนแค่ระยะอันสั้น โดยประมาณร้อยละ 82 ต้องการผลตอบแทนภายใน 1 ปี

ภาพที่ 13 สัดส่วนผู้ตอบแบบสอบถามจำแนกตามระยะเวลาคาดหวังผลตอบแทนและระดับ

ผลตอบแทน



ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

ปัญหาด้านผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่ขาดความหลากหลายนั้น ยังมีความเกี่ยวข้องกับปัญหาเรื่องคอขวดทางกฎหมายและกฎระเบียบทางการเงินของไทยด้วย ซึ่งจะกล่าวถึงอีกครั้งในส่วนที่ 4.2.4 ปัญหาด้านกฎระเบียบการเข้าถึงตลาดทุน

ทั้งนี้การเข้ามาของ Crypto Currency และ Web 3.0 ทำให้เกิดการระดมทุนรูปแบบใหม่ทั้ง ICO และ STO ที่เป็นการออกเหรียญแทนการออกหุ้น มีความสะดวกรวดเร็วกว่า มีความโปร่งใสของข้อมูล และต้นทุนในการออกอยู่ในระดับต่ำกว่า ทำให้ผู้ประกอบการเห็นช่องทางในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน ยิ่งเป็นตัวสะท้อนให้เห็นว่าผลิตภัณฑ์ในตลาดหุ้นไทยที่มีขายอยู่ในปัจจุบัน ไม่เพียงพอที่จะดึงดูดให้เม็ดเงินจากต่างประเทศเข้ามา นอกจากนี้ เทรนด์การลงทุนเรื่อง carbon credit นั้นมีกระแสอย่างรุนแรงในต่างประเทศ โดยเฉพาะแถบทวีปยุโรปที่มีกฎเกณฑ์การลงทุนของกองทุนต้องลงทุนในบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG อีกทั้งตลาด Carbon Market ในต่างประเทศมีการเทรดกันอย่างแพร่หลาย ซึ่งต่างกับประเทศไทยที่ตลาด carbon ยังคงเป็นตลาดสมัครเล่น และราคา carbon นั้นต่ำมากจากการขาด demand ในตลาดนี้

กล่าวสรุปโดยรวมปัญหาเรื่องผลิตภัณฑ์นั้นเป็นปัญหาใหญ่สำหรับนักลงทุน ที่ไม่สามารถหาผลิตภัณฑ์ที่ตอบโจทย์กับคนในแต่ละกลุ่มและช่วงวัยได้ ขณะที่ภาครัฐก็เองไม่สามารถใช้ศักยภาพของเทคโนโลยีในการระดมทุนให้เกิดประโยชน์สูงสุดได้ จึงเป็นช่องว่างที่สำคัญที่ตลาดทุนไทยต้องเร่งพัฒนา และรับมือกับการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว

4.2.4 ปัญหาด้านกฎระเบียบการเข้าถึงตลาดทุน

จากผลการศึกษาการวิจัยทางกฎหมาย พบว่า ปัจจุบันกฎระเบียบมีจำนวนมาก มีความล้าสมัย ไม่ทันต่อสถานการณ์ตลาดทุนปัจจุบัน กฎหมายกฎระเบียบหลายประการเป็นอุปสรรคทำให้ประชาชนเข้าถึงตลาดทุนได้ยาก หรือมีต้นทุนในการเข้าสู่ตลาดทุน รวมถึงทำให้เป็นอุปสรรคต่อการบริษัทขนาดเล็ก หรือ SMEs ในการระดมทุน และส่งผลต่อไปให้ผลิตภัณฑ์ทางการเงินของไทยนั้นขาดความหลากหลาย โดยปัญหาด้านกฎหมายนั้น ประกอบไปด้วยปัญหาสำคัญอยู่ 5 ประการด้วยกัน ประกอบด้วย

จากการศึกษาวิจัยทางกฎหมาย พบว่ากฎหมายไทยมีการจัดประเภทของนักลงทุน โดยใช้เกณฑ์เรื่องมูลค่าสินทรัพย์ที่ถือครองเป็นหลักแต่ประการเดียวซึ่งหากอ้างอิงจากประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กจ. 4/2560 เรื่อง การกำหนดบทนิยามผู้ลงทุนสถาบัน ผู้ลงทุนรายใหญ่พิเศษ และผู้ลงทุนรายใหญ่ จะสามารถแบ่งประเภทผู้ลงทุนได้เป็น 4 ประเภท คือ 1) ผู้ลงทุนสถาบัน (institutional investor) 2) ผู้ลงทุนรายใหญ่พิเศษ (ultra-high-net-worth investor) 3) ผู้ลงทุนรายใหญ่ (high-net-worth investor) และ 4) ผู้ลงทุนรายย่อย (retail investor) โดยบุคคลธรรมดาจะไม่สามารถถูกจัดเป็นนักลงทุนสถาบันได้ และจะถูกจัดเป็นผู้ลงทุนรายย่อย ผู้ลงทุนรายใหญ่ หรือผู้ลงทุนรายใหญ่พิเศษเท่านั้นขึ้นอยู่กับสินทรัพย์สุทธิ รายได้ต่อปี และเงินลงทุนโดยตรงในหลักทรัพย์

เจตนารมณ์ของกฎหมายเรื่องนิยามผู้ลงทุนนั้น คือการปกป้องนักลงทุนที่ไม่สามารถรับความเสี่ยงได้มาก ไม่ให้ไปลงทุนในผลิตภัณฑ์ที่มีความเสี่ยงสูง อย่างไรก็ตาม การที่กฎหมายไทยกำหนดคุณสมบัติของผู้ลงทุนโดยอ้างอิงเพียงมูลค่าสินทรัพย์ที่ถือครองอยู่ โดยไม่ได้มีการพิจารณาคุณลักษณะประการอื่น เช่น ความรู้ สายอาชีพ หรือประสบการณ์การลงทุนนั้น ส่งผลให้ผู้ลงทุนรายย่อยไม่สามารถเข้าถึงผลิตภัณฑ์ในตลาดทุนที่มีความหลากหลายได้อย่างเต็มที่ เช่น หุ้นและหุ้นกู้ที่เสนอขายผ่านคราวด์ฟันดิง หุ้นกู้ที่เสนอขายต่อผู้ลงทุนรายใหญ่ หรือ หุ้นกู้ที่มีอนุพันธ์แฝง เป็นต้น

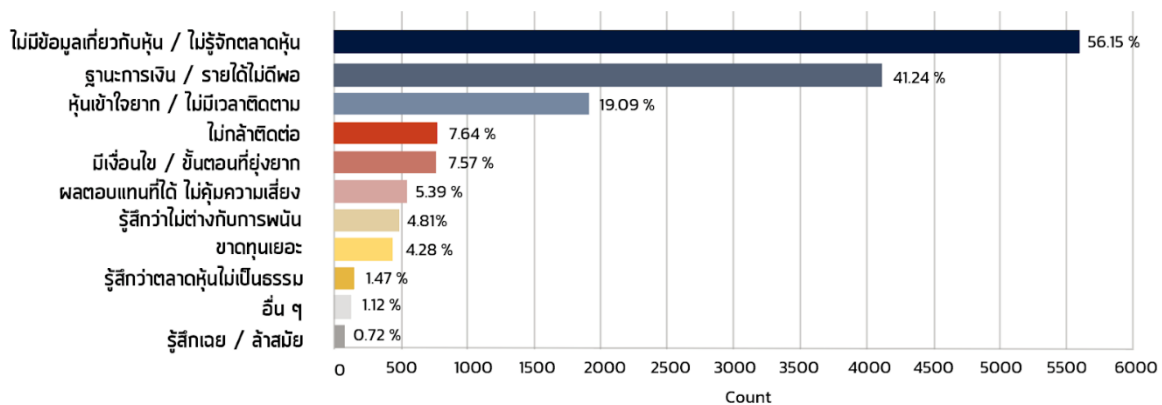
ต่อมา ตามประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กจ. 39/2564 เรื่อง การกำหนดบทนิยามผู้ลงทุนสถาบัน ผู้ลงทุนรายใหญ่พิเศษ และผู้ลงทุนรายใหญ่ที่จะมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ตุลาคม 2565 เป็นต้นไป ได้มีการปรับปรุงนิยามโดยการผ่อนคลายคุณสมบัติด้านฐานะทางการเงิน และเพิ่มหลักการพิจารณาคุณสมบัติด้านความรู้หรือประสบการณ์ของผู้ลงทุนเพิ่มเติม จัดได้ว่าเป็นเกณฑ์การคัดเลือกผู้ลงทุนให้เข้าถึงสินทรัพย์แต่ละประเภทมีความเหมาะสมมากขึ้นเทียบกับกรณีของประเทศสหรัฐอเมริกาจะพบว่านักลงทุนประเภท Accredited Investor ซึ่งเทียบเคียงได้กับนักลงทุนรายใหญ่ของไทยไม่ได้ถูกประเมินจากมูลค่าสินทรัพย์อย่างเดียว แต่ถือว่าอยู่ในกลุ่มดังกล่าว หากเป็นนักลงทุนที่มีใบอนุญาต



ประกอบวิชาชีพทางการเงิน ซึ่งเกณฑ์การจัดประเภทผู้ลงทุนที่มองมากกว่ามูลค่าสินทรัพย์จะมีส่วนช่วยให้ตลาดทุนมีประสิทธิภาพมากขึ้นเพราะสินทรัพย์ในตลาดแต่ละประเภทจะมีจำนวนผู้ลงทุนที่มีคุณภาพมาลงทุน ส่งเสริมให้กลไกราคาทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น อย่างไรก็ตามเกณฑ์การจำแนกผู้ลงทุนยังคงสามารถพัฒนาให้มีความละเอียดและเพิ่มตัวแปรที่ใช้พิจารณาให้มากขึ้นเพื่อการแบ่งเกณฑ์ผู้ลงทุนที่มีความเหมาะสมยิ่งขึ้นในอนาคต

จากผลการสำรวจการเข้าถึงตลาดทุน โดย ThailandFuture พบว่า อุปสรรคด้านข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุน เป็นหนึ่งในอุปสรรคสำคัญที่ทำให้ผู้ลงทุนตัดสินใจจะไม่ลงทุนในตลาดทุน โดยมีกลุ่มตัวอย่างกว่าร้อยละ 70 ที่ระบุว่าสาเหตุที่ทำให้ตัดสินใจไม่ลงทุนในตลาดทุนเป็นเพราะไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับหุ้นหรือไม่รู้จักตลาดทุน สะท้อนให้เห็นว่าตลาดทุนขาดเครื่องมือหรือกลไกที่จะแพร่กระจายข้อมูลผลิตภัณฑ์การลงทุนที่มีประสิทธิภาพ หรืออาจเป็นเพราะข้อมูลมีลักษณะกระจัดกระจายทำให้ยากแก่การรวบรวมวิเคราะห์ และตัดสินใจลงทุน

ภาพที่ 14 แสดงสาเหตุที่ประชาชนตัดสินใจไม่ลงทุนหรือเลิกลงทุนในหุ้น



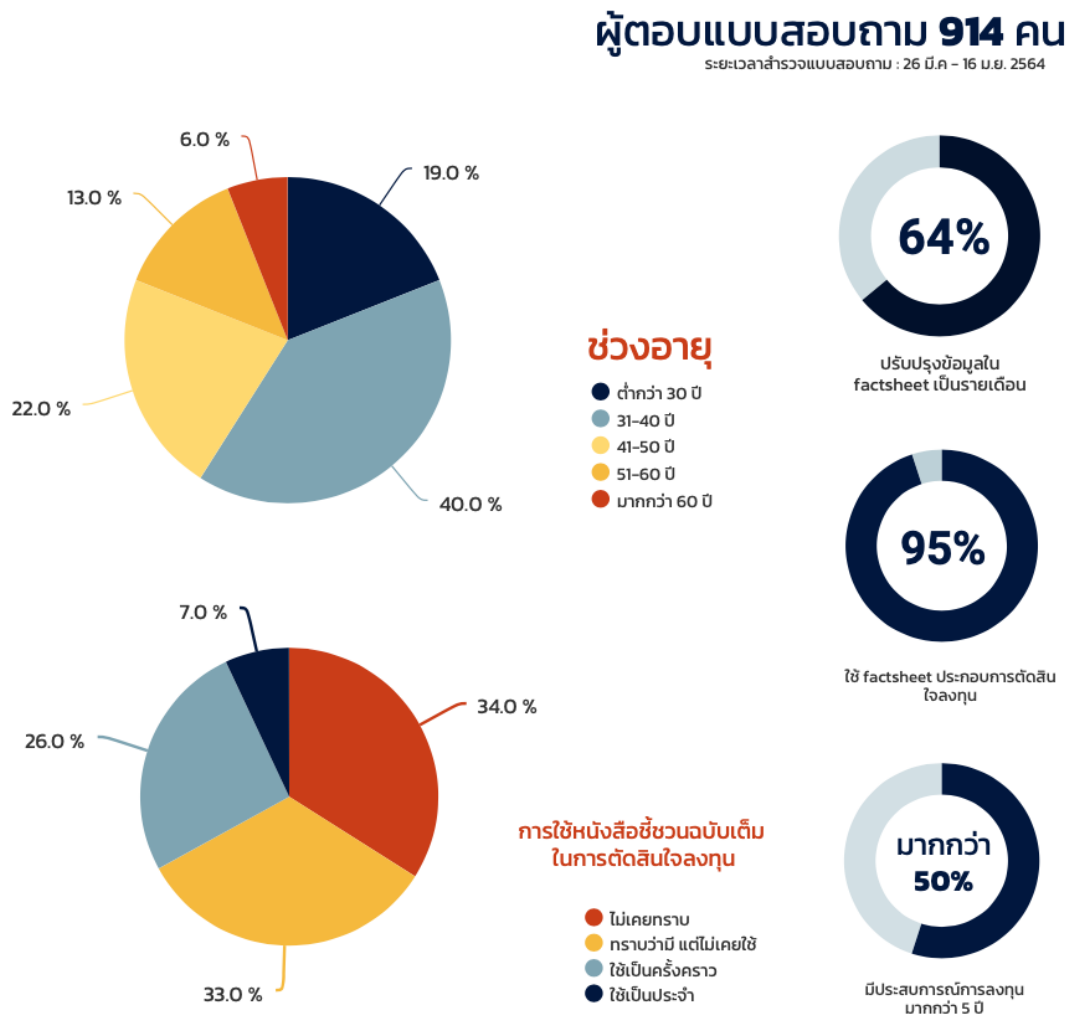
ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

ในปัจจุบันสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดกฎเกณฑ์ที่ระบุให้ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ ต้องเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ตนเสนอขาย (information disclosure) อย่างเพียงพอให้แก่ผู้ลงทุน เพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถตัดสินใจลงทุนได้สอดคล้องกับความเสี่ยงของตน โดยการเปิดเผยข้อมูลของหลักทรัพย์ในตลาดทุนนั้นจำเป็นที่จะต้องมีความครอบคลุม เข้าใจง่าย และตรงตามความเป็นจริง

อย่างก็ตาม จากการศึกษาทางกฎหมาย โดย ThailandFuture พบว่าจากการสอบถามนักลงทุนและสถาบันตัวกลาง พบว่าการเปิดเผยข้อมูลในปัจจุบันของประเทศไทยนั้น ยังไม่สอดคล้องกับลักษณะของผลิตภัณฑ์ในตลาดทุนที่ปัจจุบันมีความหลากหลายมากขึ้น และข้อมูลอ่านทำความเข้าใจได้ยาก ส่งผลให้ผู้ลงทุนหลายรายนิยมที่จะศึกษาผลิตภัณฑ์การลงทุนจากช่องทางที่ไม่เป็นทางการ เช่น Youtube channel หรือบทสรุปในเว็บไซต์ ซึ่งอาจไม่มีการตรวจตราเนื้อหาของการเสนอผลิตภัณฑ์ หรือข้อมูลอาจมีความคลาดเคลื่อนได้ ข้อมูลการตอบแบบสอบถามระหว่างวันที่ 26 มีนาคม – 16 เมษายน พ.ศ. 2564 โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พบว่ามีผู้ร่วมตอบแบบสอบถามเพียง

ร้อยละ 7 เท่านั้น ที่ใช้หนังสือชี้ชวนกองทุนรวมฉบับเต็มเป็นประจำเพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุน และกว่าร้อยละ 34 ของผู้ตอบแบบสอบถามไม่ทราบว่าหนังสือชี้ชวนฉบับเต็ม

ภาพที่ 15 สรุปผลสำรวจผู้ถือหน่วยลงทุนเกี่ยวกับการใช้ข้อมูลในหนังสือชี้ชวน



ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

ปัญหาของระเบียบด้านการเปิดเผยข้อมูลในปัจจุบันคือ การกำหนดการเปิดเผยข้อมูลของประเทศไทยจะให้ความสำคัญกับ “รายการ” ของการเปิดเผยข้อมูล โดยหน่วยงานกำกับดูแลที่มีหน้าที่ในการตรวจสอบเรื่องการเปิดเผยข้อมูล จะเน้นการตรวจว่าการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ของผู้ขายนั้น “ครบ” ตามรายการที่กฎเกณฑ์กำหนดเอาไว้หรือไม่ (check-the-box) เท่านั้น ซึ่งทำให้การเปิดเผยข้อมูลขาดความยืดหยุ่นและอาจไม่สอดคล้องต่อความต้องการ และความจำเป็นของผู้ลงทุนซึ่งเป็นผู้ที่จำเป็นต้องใช้ข้อมูลเหล่านั้นประกอบการตัดสินใจลงทุน

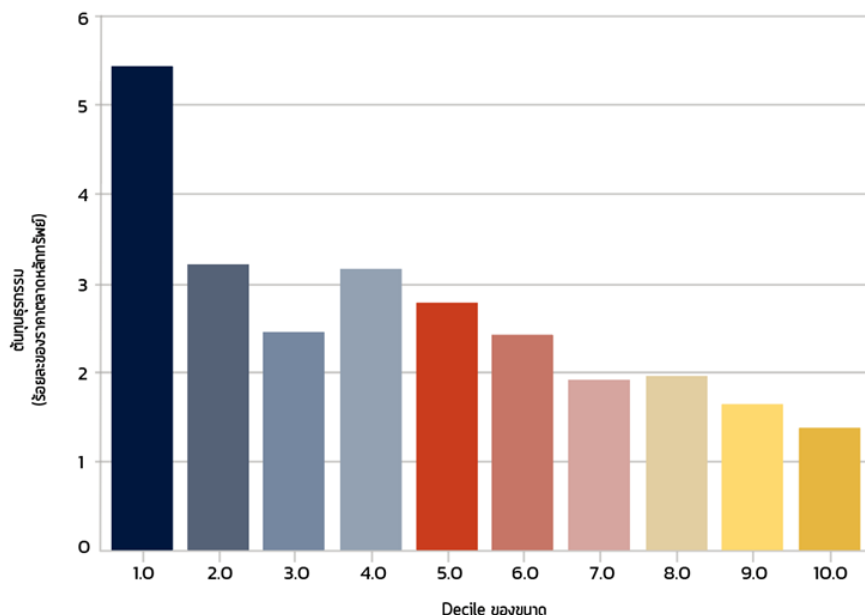
หากเปรียบเทียบแนวทางการกำกับกับการเปิดเผยข้อมูลของต่างประเทศ เช่น เขตเศรษฐกิจพิเศษฮ่องกง การเปิดเผยข้อมูลนั้นมีลักษณะ risk-based approach กล่าวคือ แนวทาง และรูปแบบการเปิดเผยข้อมูลผลิตภัณฑ์ในหลักทรัพย์ จะแตกต่างกันไปตามความรู้ความเชี่ยวชาญของนักลงทุนแต่ละราย เช่น

สถาบันตัวกลางจะต้องทำหน้าที่ตรวจสอบความรู้การลงทุนของนักลงทุนว่ามีความรู้ และประสบการณ์ หรือไม่ โดยรูปแบบการเปิดเผยข้อมูลจะมีความละเอียด และความถี่ที่แตกต่างออกไป เช่น หากผู้ลงทุน ไม่มีความรู้ และไม่เคยมีประสบการณ์ในการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทนั้น ๆ เลย การเปิดเผยข้อมูลก็ จะมีความครบถ้วนมากที่สุด และจะต้องเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์รายตัวนั้น ๆ ในทุกครั้งที่นัก ลงทุนประสงค์จะลงทุน แต่หากเป็นกรณีของนักลงทุนที่มีความรู้และประสบการณ์การลงทุนแล้ว การ เปิดเผยข้อมูลอาจจะทำได้ในรูปแบบที่กระชับขึ้น เป็นต้น การเปิดเผยข้อมูลในลักษณะนี้จะช่วยทำให้การ เปิดเผยข้อมูลสอดคล้องกับความต้องการและความรู้ของนักลงทุนแต่ละรายมากขึ้น

ในปัจจุบัน แม้ว่า SMEs จะสามารถระดมทุนผ่านตลาดทุนได้ แต่ก็ยังพบข้อจำกัดทางกฎเกณฑ์ หลายประการที่ทำให้การระดมทุนเป็นไปได้โดยยากลำบาก โดยจากข้อมูลของเว็บไซต์ enpact.org ที่ จัดทำ Startups Friendliness Index พบว่า Startup ของประเทศไทย เข้าถึงแหล่งเงินทุนโดยรวมได้ยาก กว่าประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาคทั้งหมด ยกเว้นประเทศเวียดนาม

รูปแบบการระดมทุนในตลาดทุนของ SMEs นั้น แบ่งออกได้เป็นการเสนอขายตราสารหนี้ และ การเสนอขายตราสารทุน อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาวิจัยทางกฎหมายของทาง ThailandFuture พบว่า ยังคงมีประเด็นปัญหาหลายประการที่ทำให้ผู้ประกอบการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งผู้ประกอบการที่เป็น SMEs ไม่อาจเข้าถึงแหล่งเงินทุนผ่านตลาดทุนได้ หรือหากเข้าถึงได้ก็มีต้นทุนที่สูง ซึ่งสะท้อนจากผลการศึกษา ต้นทุนทางธุรกรรมเชิงลึกของ ThailandFuture ที่พบว่า ต้นทุนทางธุรกรรมในการระดมทุนของธุรกิจ ขนาดเล็กมีแนวโน้มที่จะสูงกว่าธุรกิจขนาดใหญ่

ภาพที่ 16 ค่ามัธยฐานต้นทุนทางธุรกรรมเรียงตามขนาดของบริษัท



ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

จากแผนภาพ จะพบว่ากลุ่ม decile ที่ 1 ซึ่งมีขนาดเล็กที่สุดร้อยละ 10 แรก มีค่ามัธยฐานของ ต้นทุนธุรกรรมอยู่ที่ร้อยละ 5.24 ของราคาหลักทรัพย์ สูงกว่ากลุ่ม decile ที่ 2 เกือบ 2 เท่า กล่าวคือ

บริษัทขนาดเล็กจะระดมทุนผ่านตลาดทุนได้ลำบากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ เพราะนักลงทุนที่จะลงทุนหรือซื้อหลักทรัพย์ของบริษัทขนาดเล็กจะต้องคำนึงถึงสภาพคล่องที่ต่ำกว่าและต้นทุนที่สูงกว่าถึงสองเท่านี้ด้วย

นอกจากนี้ยังพบว่าต้นทุนธุรกรรมของบริษัทขนาดเล็กมีแนวโน้มที่จะผันผวนมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ โดยหากเปรียบเทียบต้นทุนธุรกรรมของบริษัทที่จดทะเบียนบนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กับต้นทุนธุรกรรมของบริษัทที่จะทะเบียนบนตลาดหลักทรัพย์ mai (Market for Alternative Investment) พบว่าต้นทุนธุรกรรมของบริษัทบน mai ผันผวนขึ้นสูงกว่าของบริษัทบน SET ทั้ง ในช่วงวิกฤตทางการเงินในปีค.ศ. 2008 ถึง 2009 และช่วงวิกฤตโรคระบาด COVID-19

4.3 ข้อเสนอแนะนโยบายการส่งเสริมการเข้าถึงตลาดทุน

จากช่องว่างปัญหาและโอกาสของตลาดทุนไทยดังที่ได้กล่าวมาข้างต้น ทำให้เห็นว่าตลาดทุนไทยต้องเร่งปรับตัวเองให้ประชาชนสามารถเข้าถึงตลาดทุนได้สะดวก รวดเร็ว และมีผลิตภัณฑ์ที่หลากหลายตอบโจทย์กับคนในแต่ละช่วงวัย แต่ละอาชีพมากยิ่งขึ้น เพื่อให้ตลาดทุนเป็นเครื่องมือสร้างความมั่นคงทางการเงินของครัวเรือนไทย และช่วยสร้างการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ

หัวใจหลักของชุดข้อเสนอเชิงนโยบายนี้ คือการเปลี่ยน Default Setting จากเดิมที่นโยบายมุ่งเน้นส่งเสริมสนับสนุนให้ประชาชนเข้ามาในตลาดทุน เปลี่ยนเป็นการออกแบบระบบให้ประชาชนทุกคนอยู่ในตลาดทุนตั้งแต่เริ่มต้น แล้วขับเคลื่อนนโยบายส่งเสริมให้เกิดการเรียนรู้เรื่องการลงทุนเอง ผ่านการลงทุนจริง และการส่งเสริมให้คนอยู่ในตลาดทุนต่อไป ซึ่งชุดข้อเสนอนี้จะช่วยให้ประชาชนสามารถเข้าถึงตลาดทุนได้ในวงกว้าง โดยการจะบรรลุเป้าหมายนี้ได้ นั้น จะต้องมีการดำเนินนโยบายพื้นฐานในการปรับโครงสร้างตลาดทุนใน 5 เสาหลักด้วยกันคือ 1) การปรับระบบนิเวศการเข้าถึงตลาดทุน 2) การส่งเสริมความรู้ทางการเงิน 3) การส่งเสริมผลิตภัณฑ์ทางการเงินรูปแบบใหม่ 4) การปรับกฎระเบียบด้านการเข้าถึง และ 5) การส่งเสริมเทคโนโลยีทางการเงิน

4.3.1 การปรับระบบนิเวศการเข้าถึงตลาดทุน

จากปัญหาการขาดแคลนรายได้ของคนไทย ซึ่งเป็นปัญหาและอุปสรรคสำคัญที่ทำให้คนไม่สามารถเข้าถึงตลาดทุนได้นั้น จึงมีความจำเป็นอย่างยิ่งที่ตลาดทุนและภาครัฐจะต้องดำเนินการปรับระบบนิเวศตลาดทุน ให้เอื้อกับคนกลุ่มที่ขาดแคลนรายได้ให้สามารถเข้าถึงตลาดทุน สามารถสะสมความมั่งคั่ง และสามารถเรียนรู้เรื่องการลงทุนได้จากการลงทุนจริง โดยการจะบรรลุวัตถุประสงค์ด้านการปรับระบบนิเวศนี้ได้ นั้น จะต้องมีการดำเนินนโยบาย 2 ส่วนประกอบกัน คือ Universal Basic Equity และ ONE-ID โดยมีรายละเอียดดังนี้

จากปัญหาคนไทยมีรายได้ไม่เพียงพอสำหรับการออมและการลงทุน หากประเทศไทยมีนโยบายแจกหน่วยลงทุนถ้วนหน้า (Universal Basic Equity: UBE) ก็จะช่วยลดอุปสรรคการเข้าถึงตลาดทุนของคนทั่วไปได้ โดยแนวคิดนี้คล้ายกับนโยบาย Universal Basic Capital ของประเทศอังกฤษที่แจก



เงินให้เปล่าจำนวน £10k ให้กับประชาชนอายุ 18 ทุกคน อย่างไรก็ตามนโยบาย UBE นี้ เป็นการเปิดบัญชีให้พร้อมแจกหน่วยลงทุนให้เปล่าแทน โดยนโยบายนี้จะช่วยแก้ปัญหาในเรื่องของการขาดรายได้สำหรับการลงทุนและลดความยุ่งยากในการเข้าถึงตลาดทุน เนื่องจากประชาชนไม่จำเป็นต้องเปิดบัญชีทุนด้วยตัวเอง ซึ่งนอกจากนโยบายดังกล่าวจะช่วยให้คนสามารถเข้าถึงตลาดทุนในวงกว้างแล้ว ยังมีส่วนช่วยลดความเหลื่อมล้ำด้านทรัพย์สินได้ด้วย

การขับเคลื่อนนโยบาย UBE ในระยะเริ่มต้นนั้น ยังไม่ควรเริ่มนโยบายแบบเต็มรูปแบบแต่ควรดำเนินนโยบายอย่างค่อยเป็นค่อยไป เพื่อตรวจสอบความพร้อมและเรียนรู้ปัญหาและอุปสรรคก่อนการดำเนินนโยบายแบบเต็มรูปแบบ โดยรูปแบบของนโยบายนำร่องนั้น มีได้ 4 รูปแบบดังนี้

Partial Universal Basic Equity Grants โดยเริ่มจากการขยายนโยบายเริ่มต้นที่มีอยู่ก่อนแล้ว เช่น นโยบายประกันสังคม หรือนโยบายสวัสดิการสังคมรูปแบบอื่น ๆ ให้ครอบคลุมกับทุกกลุ่มประชากร โดยไม่จำเป็นต้องดำเนินนโยบายให้ครบตามทุกมิติของ UBE ข้อควรระวังของรูปแบบการนำร่องนี้ คือ โอกาสที่กลุ่มประชากรที่ไม่ได้รับสวัสดิการที่มีอยู่แล้ว เช่น ประกันสังคม ซึ่งส่วนใหญ่แล้วเป็นกลุ่มที่มีความเปราะบาง และอาจเป็นกลุ่มสุดท้ายที่ได้รับสิทธิในการได้รับการสนับสนุน นอกจากนี้ ในกรณีที่นโยบายสนับสนุนการให้ทุนในมูลค่าไม่มากนักอาจส่งผลให้สังคมไม่ได้ให้ความสนใจในการผลักดันนโยบายให้เกิดขึ้นอย่างจริงจัง

Universal Basic Equity Grants แบบสมัครใจ (Opt-in Universal Basic Equity Grants) เพิ่มเงื่อนไขด้านความสมัครใจในการสมัครเข้าร่วมโครงการนำร่อง โดยแลกด้วยการเข้าร่วมกิจกรรมทางสังคมบางอย่าง เช่น การเข้าร่วมกำลังแรงงาน การศึกษาต่อ หรือ Civil Contribution อื่น ๆ การเริ่มต้นดำเนินนโยบายในรูปแบบนี้จะช่วยลดแรงเสียดทานในสังคมเรื่อง Conflict of interest และ Disincentive ในการอยู่ในกำลังแรงงาน ตลอดจนลด Stigmatization effect ที่สังคมมักจะมองแคลงผู้รับเงินสนับสนุน อย่างไรก็ตาม ข้อเสียของนโยบายนี้คือ ต้นทุนที่เกิดจากการตรวจสอบเงื่อนไขความสมัครใจและการตรวจสอบคุณสมบัติการเข้าร่วมกิจกรรมทางสังคมหลังจากเข้าร่วมโครงการ ตลอดจนแรงต้านที่เกิดจากการปรับเปลี่ยนเงื่อนไขการรับเงินสนับสนุนเงินในอนาคต

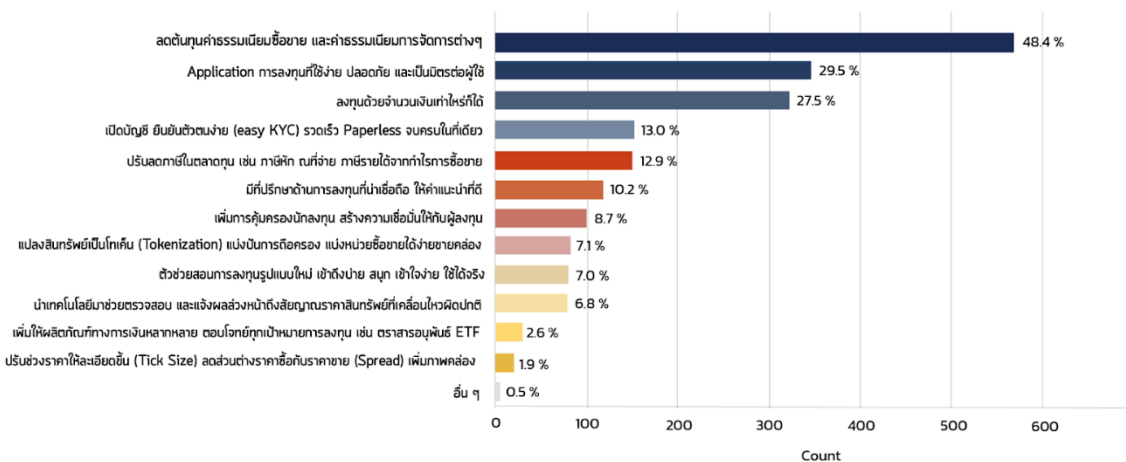
UBE sequentially for different target populations นโยบายการสนับสนุนโดยเริ่มจาก Sub-population บางกลุ่มที่รัฐสามารถเข้าถึงได้ง่ายก่อน เช่น กลุ่มเด็กแรกเกิด โดยในหลายประเทศเทศได้มีนโยบายที่นำร่องในกลุ่มเด็กก่อน เช่น โครงการ Child Trust Fund ในสหราชอาณาจักร เมื่อเวลาผ่านไปกลุ่มประชากรเหล่านี้ก็จะเติบโตไปเรื่อย ๆ และเป็นกลุ่มประชากรหลักของประเทศ อย่างไรก็ตาม ข้อควรระวังของนโยบายรูปแบบนี้คือ ด้าน Universality กล่าวคือ แม้ว่าการเริ่มจากกลุ่มประชากรเล็ก ๆ อย่างเด็กแรกเกิด เวลาที่ใช้ในการสเกลนโยบายให้ครอบคลุมทุกกลุ่มประชากรอาจต้องใช้เวลาอันยาวนาน และอาจมีบางส่วนที่ตกหล่นหรือไม่ได้รับการสนับสนุนเลย ถ้าไม่ได้รูปแบบการสนับสนุนอื่น ๆ ช่วยเติมเต็มช่องว่าง

Experiment with UBE หรือเริ่มจากการทดลองนโยบาย UBE เป็นกลุ่มการทดลองเพื่อให้เกิดการวัดผลลัพธ์อย่างจริงจังและสร้างหลักฐานเชิงประจักษ์ เพื่อยืนยันผลสัมฤทธิ์ของนโยบาย นอกจากนี้

การทดลองยังสามารถช่วยให้รัฐได้พิจารณาเครื่องมือการช่วยเหลือในหลาย ๆ มิติมากขึ้น เช่น ด้านความถี่ของการให้การสนับสนุน รูปแบบ (Mode) ของการสนับสนุน ชี้ความสามารถเชิงปฏิบัติการ เป็นต้น อย่างไรก็ตาม แม้ว่ายบายรูปแบบนี้ช่วยเปิดโอกาสให้รัฐได้ทดลองการดำเนินนโยบายได้หลายรูปแบบ แต่กรณีศึกษาในประเทศชี้ว่า การทดลองในสเกลเล็ก หลายโครงการกลับไม่ได้สร้างแรงผลักดันในการดำเนินนโยบายเต็มรูปแบบมากนัก ยกตัวอย่าง การทดลองในประเทศนามิเบีย ถึงแม้ว่าจะได้รับการสนับสนุนจากรัฐ กลับไม่ได้ขยายผลต่อเป็นนโยบายอย่างจริงจัง หรือในประเทศฟินแลนด์ การทดลองนโยบาย Universal Basic Income กลับถูกแทนที่ด้วยการปฏิรูประบบประกันสังคมแทน เป็นต้น

นโยบาย ONE-ID คือการพัฒนาระบบทะเบียนสำหรับเป็นบัญชีการเงินที่เชื่อมกับ ID บัตรประชาชน โดยตัว ONE-ID นี้ จะเป็นช่องทางหลักสำหรับประชาชนในการรับหน่วยลงทุนจากนโยบาย UBE รวมถึงจะเป็น ID ที่สามารถใช้สำหรับการเข้าไปลงทุนในตลาดทุนรูปแบบต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นตลาดหลักทรัพย์หรือตลาด Cryptocurrency เป็นต้น โดยประชาชนสามารถทำ KYC เพียงครั้งเดียวผ่าน ONE-ID และสามารถบัญชีในการเข้าถึงบริการทางการเงินอื่นได้ โดยที่ไม่ต้องทำ KYC เพิ่มอีก ซึ่ง ONE-ID จะช่วยให้เกิดความสะดวกสบายและทำให้คนมีแนวโน้มที่จะต้องการลงทุนมากขึ้น สอดคล้องกับผลการสำรวจการเข้าถึงตลาดทุนของ ThailandFuture ว่ากลุ่มตัวอย่างกว่าร้อยละ 29.5 ต้องการระบบแอปพลิเคชันที่ใช้งานง่าย และอีกร้อยละ 13 ต้องการระบบเปิดบัญชีและการยืนยันตัวตนที่ง่าย

ภาพที่ 17 สัดส่วนสิ่งที่นักลงทุนปัจจุบันต้องการให้ปรับปรุง



ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

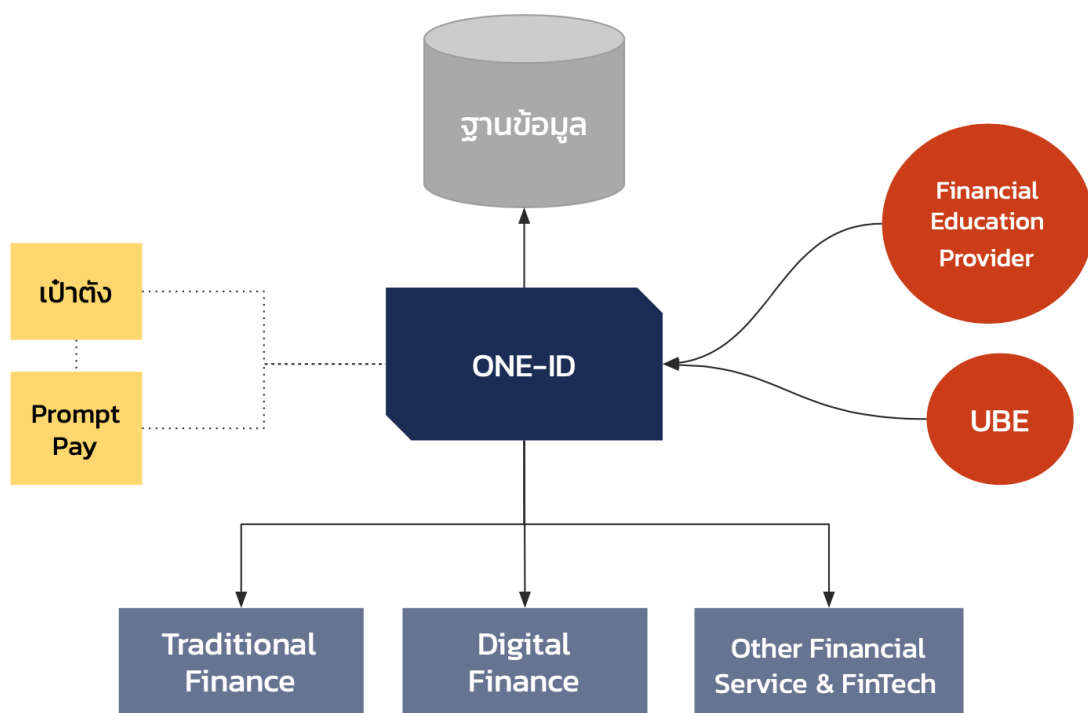
สำหรับ ONE-ID นอกจากจะทำให้เกิดความสะดวกสำหรับประชาชนในการเข้าถึงตลาดทุนแล้ว ยังช่วยให้รัฐสามารถเก็บข้อมูลเกี่ยวกับพฤติกรรมและสถานการณ์การลงทุนของประชาชนได้ผ่าน ID เดียว เชื่อมโยงกับทุกฐานข้อมูลทางการเงินได้ด้วย โดยข้อมูลเหล่านี้จะเป็นประโยชน์ต่อการติดตามประเมินผล และการดำเนินนโยบายบนข้อมูลหลักฐาน (Evidence-based policy) ต่อไป

นอกจากนี้ ตัว ONE-ID ควรเป็นระบบทะเบียนที่เชื่อมโยงกับแอปพลิเคชัน หรือข้อมูลทางการเงินอื่นของรัฐด้วย เช่น แอปเป๋าตัง พร้อมเพย์ ฯลฯ เพื่อให้ประชาชนเกิดความสะดวกในการติดตามสถานะทางการเงินของตนเอง เช่น ตรวจสอบเครดิตบูโร โดยไม่ต้องทำเรื่องขอใบรับรอง, การเดินทางไป

ต่างประเทศที่ไม่จำเป็นต้องขอ bank statement เพียงยื่นบัตรประชาชนหรือ application ONE-ID นี้ก็จะช่วยให้สามารถยืนยันได้ถึงแหล่งที่มาของรายได้ รวมถึงตรวจสอบได้ว่าการวางแผนการลงทุนเพื่อวัยเกษียณแล้วเพียงพอหรือไม่ ซึ่งตัว ONE-ID นี้จะมี feature ที่ช่วยให้ประชาชนสามารถวางแผนการเงินและการลงทุนได้ง่ายขึ้น เช่น Financial Health check หรือ Automated Investing เป็นต้น ตลอดจนเกิดความตระหนักเรื่องการวางแผนทางการเงินมากยิ่งขึ้น

ในการขับเคลื่อนนโยบาย ONE-ID นั้น กระทรวงการคลังควรเป็นเจ้าภาพหลัก ร่วมกับกระทรวงมหาดไทยในการเชื่อมต่อฐานข้อมูลทะเบียนราษฎร์ และร่วมกับ Regulator ประกอบด้วยธนาคารแห่งประเทศไทย SET กสท. และเครดิตบูโร ในการเชื่อมต่อข้อมูล รวมถึงการดำเนินและการประเมินผลนโยบายที่เกี่ยวข้อง เช่น การส่งเสริมการออมการลงทุนของประชาชน การจัด Financial Literacy Roadmap จากข้อมูลรายบุคคล การติดตาม Financial Health Check ของประชาชน โดยจะต้องทำระบบข้อมูลให้เป็น Open platform ที่ทุกคนสามารถนำข้อมูลมาใช้ได้ เพื่อให้เกิดการนำข้อมูลมาวิเคราะห์วิจัยทางการเงิน ยกเว้นข้อมูลส่วนบุคคล

ภาพที่ 18 แผนภาพสรุป ONE-ID Ecosystem



4.3.2 นโยบายส่งเสริมความรู้และทักษะทางการเงิน (Financial Education Road Map)

เพื่อแก้ไขปัญหาด้านความรู้และทักษะทางการเงินของไทย ที่ยังคงเป็นอุปสรรคสำคัญต่อการเข้าถึงตลาดทุนในวงกว้างของประชาชน หน่วยงานภาครัฐจึงจำเป็นต้องมีนโยบายส่งเสริมความรู้ทางการเงินให้กับประชาชนอย่างมีประสิทธิภาพ โดยมาตรการในการส่งเสริมความรู้ทางการเงินนั้น ควรถูกออกแบบให้เหมาะสมกับคนแต่ละกลุ่ม แต่ละช่วงวัย และเหมาะสมกับ Risk profile ของคนแต่ละกลุ่มด้วย เช่นเดียวกัน และควรจัดทำออกมาในลักษณะ Financial Education Road Map ของคนแต่ละกลุ่มที่ให้ทุกหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง ทั้งภาครัฐและเอกชน สามารถเข้าร่วมหรือและวางแผนในการพัฒนาในระยะยาว ทั้งนี้มาตรการการส่งเสริมความรู้ทางการเงินนี้ สามารถนำข้อมูลจากระบบ ONE-ID เพื่อใช้ในการวางแผนการจัดทำ Financial Education Roadmap ทั้งในระดับประเทศ ระดับกลุ่ม และระดับบุคคลให้เหมาะสมได้

นอกจากนี้ การนำนโยบาย ONE-ID มาร่วมในการส่งเสริมความรู้และทักษะทางการเงินนั้น ยังอาจช่วยให้สามารถติดตามประเมินผลของมาตรการส่งเสริมความรู้ด้วยข้อมูลได้อีกด้วย กล่าวคือ หากแหล่งความรู้ทางการเงินที่ได้มาตรฐานมีการเชื่อมต่อกับ ONE-ID ก็จะทำให้สามารถเก็บข้อมูลได้ว่าประชาชนแต่ละกลุ่มใช้เวลาหาความรู้จากแหล่งความรู้ต่าง ๆ อย่างไร และส่งผลต่อพฤติกรรมทางการเงินและการลงทุนอย่างไร ซึ่งผลการวิเคราะห์หรือ Insight ในส่วนนี้จะป้อนต่อไปยัง Financial Education provider อย่างมากในการพัฒนามาตรการส่งเสริมความรู้ทางการเงินต่อไป

ในอนาคต หากนโยบาย Financial Education provider สามารถรวมกับระบบนิเวศน์ ONE-ID และสามารถนำข้อมูลการเข้าถึงแหล่งความรู้และผลสัมฤทธิ์ทางการเรียนรู้ได้ มาวิเคราะห์เพื่อวางแผนนโยบายได้นั้น ก็จะช่วยให้มีนโยบายส่งเสริมความรู้ทางการเงินมีประสิทธิภาพ หรือตอบโจทย์คนแต่ละกลุ่มมากขึ้น โดยทาง ThailandFuture ได้ทดลองนำผลการสำรวจการเข้าถึงตลาดทุนที่มีคำถามเกี่ยวกับความรู้พื้นฐานทางการเงิน และรูปแบบสื่อการเรียนรู้ที่กลุ่มตัวอย่างมักหาความรู้ทางการเงิน มาวิเคราะห์ด้วยเทคนิคการวิเคราะห์เชิงทดถอย (Regression Analysis) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างแหล่งความรู้ และระดับความรู้ของกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งผลการวิเคราะห์พบว่าสื่อบางประเภท เช่น บทความโดยผู้เชี่ยวชาญ หรือเว็บไซต์การลงทุน มีแนวโน้มที่จะเป็นแหล่งความรู้ที่มีประสิทธิภาพในการส่งเสริมความรู้ทางการเงิน

4.3.3 การส่งเสริมผลิตภัณฑ์ทางการเงินรูปแบบใหม่

หากวิเคราะห์และผ่าโครงสร้างของตลาดทุนออกมาจะพบว่า ผลิตภัณฑ์ที่มีอยู่ในตลาดทุนนั้นค่อนข้างเป็นลักษณะ Old School ที่ขับเคลื่อนด้วยธุรกิจพลังงาน การขนส่ง และการบริการเป็นหลัก ซึ่งปัจจุบันการเข้ามาของเทคโนโลยีการเงินสมัยใหม่ทำให้เห็นถึงรูปแบบผลิตภัณฑ์ใหม่ที่มีความหลากหลาย การเข้าถึงสินทรัพย์ดิจิทัลที่ได้สะดวกสบายมากยิ่งขึ้น มีเงินจำนวนน้อยก็สามารถเทรดได้ด้วยค่าธรรมเนียมที่ต่ำ จึงเป็นสาเหตุให้ตลาดทุนต้องปรับเปลี่ยนโครงสร้างของตนเองให้สามารถรองรับการเงินยุคสมัยใหม่ ให้สามารถผสมผสานเข้ากับการเงินดั้งเดิมด้วยกันได้ จึงเป็นประเด็นท้าทายที่สำคัญ

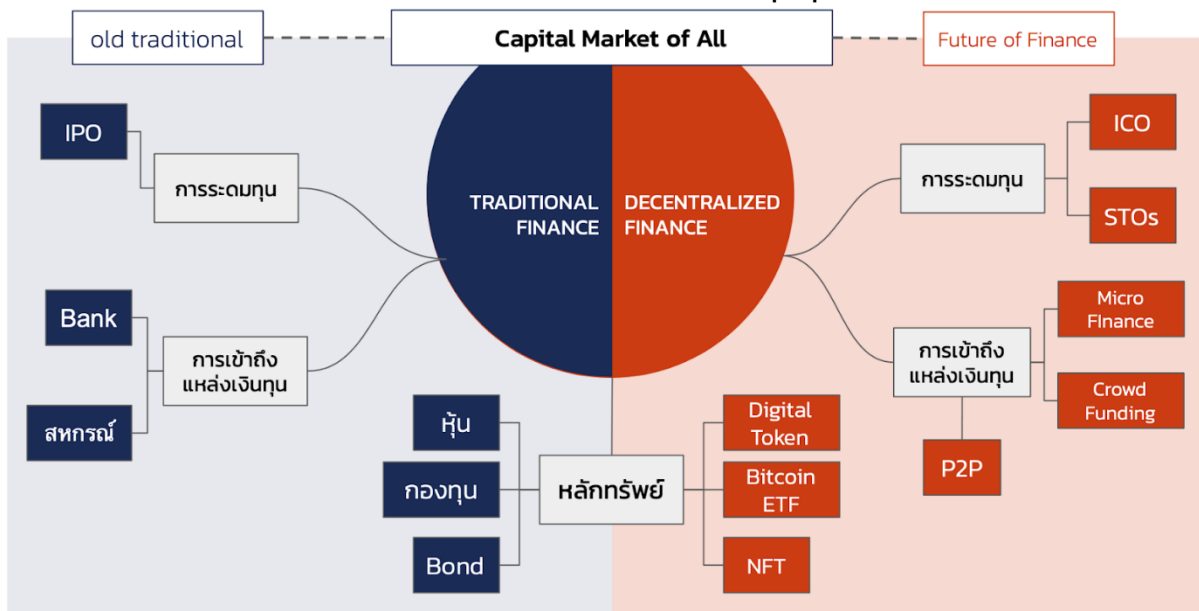


การนำเทคโนโลยีบล็อกเชนเข้ามาใช้เพื่อให้เกิดความสะดวกในการลงทุนสินทรัพย์รูปแบบใหม่และการลงทุนข้ามพรมแดน รวมถึงเพื่อให้สามารถตรวจสอบธุรกรรมให้มีความโปร่งใสมากยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ เพื่อให้รูปแบบการลงทุนมีความหลากหลายมากขึ้น และตอบโจทย์กับประชาชนในทุกช่วงวัย จึงควรเพิ่มมิติให้กับผลิตภัณฑ์ทางการเงิน ซึ่งจะช่วยให้ประชาชนทุกกลุ่มวัยสามารถเข้าถึงตลาดทุนได้มากขึ้น อาทิ การสร้างผลิตภัณฑ์ทางการเงินสำหรับวัยเกษียณ เพื่อเพิ่มช่องทางให้ผู้สูงอายุได้มีช่องทางการออมเพื่อวัยเกษียณ การนำ Cryptocurrency เข้ามาแก้ปัญหาการขายสินค้าเกษตร การออกกองทุน REITs เกี่ยวกับภาคการเกษตร เพื่อสร้างช่องทางเลือกให้กับชาวเกษตรกรที่เป็นรากฐานของเศรษฐกิจไทยและช่วยให้เกษตรกรไทยได้เข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายมากขึ้น มีตลาดรองรับสำหรับการขายสินค้าเกษตร เป็นต้น

หากมองถึงรูปแบบธุรกิจในปัจจุบันจะพบว่า ลักษณะของธุรกิจนั้นกลายมาเป็นรูปแบบของแพลตฟอร์มมากยิ่งขึ้น (Platform-Based) จากเดิมที่มีการแข่งขันเฉพาะรายใหญ่ ๆ ปัจจุบันอำนาจการแข่งขันได้ค่อย ๆ ผลักไปสู่ผู้ประกอบการรายย่อยได้มีอำนาจต่อรองมากขึ้น ทำให้ปัจจุบันจะพบว่ารูปแบบการกู้เงินนั้นมีขนาดที่เล็กลง แต่มีความถี่มากยิ่งขึ้น หรืออธิบายง่าย ๆ คือ การกู้เงินหรือการระดมทุนนั้นเป็นระดับไมโครมากยิ่งขึ้น (Micro Finance) ซึ่งปัจจุบันจะเห็นการระดมทุนของผู้ประกอบการรายเล็กผ่านการออก Token มากขึ้นซึ่งหากตลาดหลักทรัพย์ไม่มีการเตรียมพร้อมรับมือกับการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วนี้ (Paradigm Shift) ก็จะทำให้ผู้ประกอบการรายย่อยที่มีศักยภาพหันไปใช้บริการผลิตภัณฑ์ต่างประเทศที่ตอบโจทย์กับตัวผู้ประกอบการมากกว่า

ภาพที่ 19 แผนภาพแสดงระบบนิเวศน์ตลาดทุนยุคเก่าและใหม่



โดยหากเจาะลึกลงไปถึงประชาชนคนไทย จะพบว่า ช่วงวัยที่มีความมั่งคั่งในปัจจุบันนั้นจะอยู่ในช่วงของวัยใกล้เกษียณ และวัยเกษียณเป็นสัดส่วนจำนวนมาก แต่ ผลิตภัณฑ์ที่มีกลับไม่ตอบโจทย์ความต้องการและความเสี่ยงของนักลงทุนในวัยนี้ จึงเป็นเหตุให้นักลงทุนกลุ่มนี้เลือกที่จะไม่ลงทุนแต่เก็บ

ฝากเพื่อรับดอกเบี้ยแทน ซึ่งหากตลาดทุนสามารถสร้างรูปแบบผลิตภัณฑ์การลงทุนรูปแบบใหม่ที่ตอบ
โจทย์คนวัยเกษียณ อาทิ กองทุนวัยเกษียณที่มีการผสมผสานการลงทุนทั้งสินทรัพย์เสี่ยงต่ำ เช่น
พันธบัตรรัฐบาล หุ้นในหมวดการแพทย์ และ สินทรัพย์เสี่ยงสูง เช่น หุ้นสายเทคโนโลยี, Bitcoin ซึ่งจะ
ช่วยให้กลุ่มทุนกลุ่มนี้ได้รับรูปแบบการลงทุนที่เหมาะสม มีผู้เชี่ยวชาญคอยดูแลเงินทุนให้ และการลงทุน
ในสินทรัพย์เสี่ยงอย่าง Crypto currency ที่มีความเข้าใจยากนั้น ให้ผู้เชี่ยวชาญได้เข้ามาช่วยอธิบายให้
เข้าใจอย่างพอสังเขป และสิ่งสำคัญคือต้องได้รับการชำระเงินค่าธรรมเนียมที่เป็นธรรมด้วย

สำหรับคนในกลุ่มคนรุ่นใหม่ซึ่งคาดว่าจะจะเป็นคนที่มีบทบาทหลักในการขับเคลื่อนประเทศ และ
ในอนาคตก็จะมี การ transfer ความมั่งคั่งจากคนในยุคเก่า มาสู่คนยุคใหม่ในอนาคต จากธุรกิจที่มีการ
แข่งขันสูงและใครสามารถสร้างการเปลี่ยนแปลงได้ก่อนจะเป็นผู้ชนะ และเป็นผู้ชนะหนึ่งเดียวเท่านั้น
(winner takes all) และการระดมทุนที่มีเม็ดเงินอัดฉีดมหาศาลจากนักลงทุนทั่วโลก ดังนั้นตลาดทุนจะ
ค่อย ๆ ผสมผสานจนเป็นอันหนึ่งอันเดียวกันมากขึ้น ทำให้เป็นความท้าทายที่ตลาดทุนต้องเร่ง
ปรับเปลี่ยนโครงสร้างพื้นฐานให้เตรียมพร้อมรับมือ ทั้งเสริมสร้างความรู้ของบุคลากรควบคู่กันไปด้วย

4.3.4 การปรับกฎระเบียบด้านการเข้าถึง

กฎหมายและกฎระเบียบทางการเงินที่ล้าสมัย เป็นอุปสรรคสำคัญต่อการเข้าถึงตลาดทุนของ
ประชาชนและธุรกิจ ทำให้เกิดความล่าช้าและยากต่อการสร้างสรรค์ผลิตภัณฑ์รูปแบบใหม่ให้ตอบโจทย์
กับความต้องการของนักลงทุน โดยแนวทางนโยบายในการปรับแก้กฎหมายและกฎระเบียบตลาดทุน ให้
ลดอุปสรรคต่อการเข้าถึงตลาดทุนนั้น สามารถแบ่งออกได้เป็น 3 ส่วน ตามลักษณะของปัญหากฎหมาย
ด้านการเข้าถึงปัจจุบัน คือ นโยบายปรับกฎระเบียบด้านนิยามผู้ลงทุน นโยบายปรับกฎระเบียบด้านการ
เปิดเผยข้อมูล และ นโยบายปรับกฎระเบียบด้านการระดมทุนของ SMEs

กฎระเบียบด้านนิยามผู้ลงทุน: การกำหนดนิยามผู้ลงทุนปัจจุบันที่ใช้เกณฑ์มูลค่าทรัพย์สินใน
การกำหนด โดยไม่คำนึงถึงคุณลักษณะอื่น เป็นอุปสรรคสำคัญที่ทำให้ผู้ลงทุนไม่สามารถเข้าถึง
ผลิตภัณฑ์ในตลาดทุนที่มีความหลากหลายได้อย่างเต็มที่ กฎระเบียบด้านนิยามของผู้ลงทุนจึงควรถูก
ปรับเปลี่ยน ให้นำคุณลักษณะอื่นเข้ามาพิจารณาประกอบได้ด้วย เช่น สายอาชีพ ความรู้ความเชี่ยวชาญ
ประสบการณ์ ฯลฯ ซึ่งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำลังอยู่ระหว่างการ
จัดทำกฎเกณฑ์การกำหนดประเภทผู้ลงทุนให้มีความยืดหยุ่นขึ้น โดยจะมีการจัดกลุ่มผู้ลงทุนที่มีความรู้
ความเชี่ยวชาญเฉพาะที่แสดงให้เห็นถึงประสบการณ์และความรู้ในการลงทุน เช่น ผู้ที่มีใบอนุญาตบริหาร
การจัดการกองทุนรวม ผู้ที่มีใบอนุญาตนักวิเคราะห์การลงทุน angel investors และคนคุ้นเคยของ
กิจการ เป็นต้น ให้เป็น Professional Investors ซึ่งผลของการเป็น Professional Investors คือนักลงทุน
รายนั้นจะสามารถลงทุนได้ในทรัพย์สินทุกประเภท ดังนั้นสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และ
ตลาดหลักทรัพย์ จึงควรผ่านกฎเกณฑ์นี้ออกมาโดยเร็ว

กฎระเบียบด้านการเปิดเผยข้อมูล: กฎระเบียบด้านการเปิดเผยข้อมูลผลิตภัณฑ์ทางการเงินของ
ประเทศไทยมีลักษณะที่ไม่ยืดหยุ่น และหน่วยงานกำกับดูแลพิจารณาเพียงความสมบูรณ์ของรายการที่



กำหนดเท่านั้น (check-the-box) ซึ่งทำให้การเปิดเผยข้อมูลไม่สอดคล้องกับลักษณะของผลิตภัณฑ์ในตลาดทุนที่ปัจจุบันมีความหลากหลายมากขึ้น และอ่านทำความเข้าใจได้ยาก ในขณะที่ในต่างประเทศการเปิดเผยข้อมูลนั้นมีลักษณะ risk-based approach และกำหนดรูปแบบ รวมถึงเนื้อหาของข้อมูล เป็นลักษณะการเปิดเผยขั้นต่ำ ซึ่งทำให้การเปิดเผยข้อมูลมีความหลากหลาย ตอบโจทย์นักลงทุนแต่ละรูปแบบ ดังนั้นหน่วยงานที่เกี่ยวข้องจึงควรดำเนินการสองประการ เพื่อปรับกฎระเบียบเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูล ประกอบด้วย 1) การปรับรูปแบบการเปิดเผยข้อมูลให้สอดคล้องกับผู้ลงทุนแต่ละรายโดยอาศัยกลไกของสถาบันตัวกลาง และ 2) จัดทำ “มาตรฐานกลาง” สำหรับการเปิดเผยข้อมูล ทั้งนี้ เพื่อให้ให้นักลงทุนเข้าถึงเอกสารการเปิดเผยข้อมูลได้ง่ายมากขึ้น

กฎระเบียบด้านการระดมทุนของ SMEs: ด้วยข้อกำหนดด้านการระดมทุนหลายประการของ SMEs ยังมีลักษณะที่ไม่ยืดหยุ่นหรือล้าสมัย ทำให้ธุรกิจ SMEs ไม่สามารถระดมทุนผ่านตลาดทุนได้ หรือทำได้ด้วยต้นทุนที่สูง ทั้งการระดมทุนผ่านตราสารหนี้และตราสารทุน ดังนั้นหน่วยงานที่เกี่ยวข้องจึงควรดำเนินการปรับแก้กฎระเบียบทั้งในส่วนของการระดมทุนตราสารหนี้และตราสารทุน โดย 1) ควรจัดตั้งองค์กรกำกับกันหันเพื่อลดต้นทุนในการระดมทุนผ่านการออกตราสารหนี้ และ 2) ควรอนุญาตให้บริษัทจำกัดสามารถออกหุ้นให้แก่พนักงาน, แปลงหุ้นกู้เป็นหุ้นสามัญ รวมถึงอนุญาตให้บริษัทจำกัดสามารถยกเลิกบุริมสิทธิในหุ้น และออกหุ้นสามัญได้ง่าย

4.3.5 การส่งเสริมเทคโนโลยีทางการเงิน

เทคโนโลยีทางการเงินสมัยใหม่ได้ขับเคลื่อนให้เกิดตลาดทุนแห่งอนาคต ที่การเข้าสู่ตลาดทุนและการลงทุนในสินทรัพย์ดิจิทัลทำได้ง่าย ข้อมูลมีความโปร่งใส และบทบาทตัวกลาง รวมถึงหน่วยงานกำกับดูแลถูกจำกัดมากขึ้น ตลาดทุนแบบดั้งเดิมต้องนำโอกาสทางเทคโนโลยีนี้ มายกระดับตลาดทุน ให้สามารถแข่งขัน และสอดคล้องไปกับทิศทางตลาดทุนแห่งอนาคตให้ได้ ตลอดจนต้องเอื้อให้เกิดการเข้าถึงตลาดทุนในวงกว้าง เพื่อกระจายความมั่งคั่งและการเติบโตไปสู่สังคมอย่างแท้จริง โดยข้อเสนอแนะด้านการเสริมสร้างเทคโนโลยี สามารถแบ่งออกได้เป็นข้อเสนอ 3 ข้อ ดังต่อไปนี้

เทคโนโลยีการยืนยันตัวตน: หนึ่งในจุดเด่นของหรือคริปโตเคอร์เรนซีและ DeFi คือความสะดวกรวดเร็วในการยืนยันตัวตน ที่สามารถทำได้ผ่านช่องทางออนไลน์ รวมถึงข้อมูลตัวตนมีความปลอดภัยสูง ทำให้นักลงทุนสามารถเข้าถึงการลงทุนได้ง่าย และมีความมั่นใจในความปลอดภัยของข้อมูล ดังนั้นหน่วยงานภาครัฐจึงควรนำเทคโนโลยียืนยันตัวตนรูปแบบใหม่นี้เข้ามาปรับใช้กับทั้งตลาดทุนยุคดั้งเดิมและตลาดทุนยุคใหม่ เพื่อให้กระบวนการยืนยันตัวตนมีความสะดวกรวดเร็ว ปลอดภัย สร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุน และหน่วยงานกำกับดูแลสามารถตรวจสอบธุรกรรมได้ทั้งในตลาดทุนเก่าและใหม่ จากระบบข้อมูลเดียว โดยการพัฒนาระบบนี้อาจต่อยอดจากระบบที่มีอยู่แล้ว เช่น ระบบข้อมูล NDID ที่สามารถยืนยันตัวตนและส่งต่อข้อมูลเพื่อเปิดบัญชีหลักทรัพย์ออนไลน์ ต่อยอดให้สามารถเปิดบัญชีหรือคริปโตเคอร์เรนซี หรือกระเป๋าเงิน DeFi ได้ เพื่อให้รัฐสามารถกำกับติดตามการลงทุนทั้งโลกยุคเก่าและใหม่ ตลอดจนอำนวยความสะดวกในการเข้าถึงตลาดทุนของนักลงทุน

นำเทคโนโลยี Blockchain, Smart Contract มาใช้กับหลักทรัพย์ดั้งเดิม: การนำเทคโนโลยี Blockchain และ Smart Contract ช่วยให้การทำธุรกรรมเกี่ยวกับสินทรัพย์ดิจิทัลมีความปลอดภัยที่สูงและมีความโปร่งใสในการตรวจสอบ ดังนั้นหากนำเทคโนโลยี Blockchain และ Smart Contract มาประยุกต์ใช้ในการทำธุรกรรมลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ก็จะช่วยให้การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มีความโปร่งใสและมีความปลอดภัยมากขึ้น รวมถึงยังควรนำ Digital Wallet มาประยุกต์เข้ากับการลงทุนทั้งรูปแบบใหม่และเก่า เพื่อให้เกิดความสะดวกในการลงทุนข้ามผลิตภัณฑ์ และเอื้อให้เกิดการพัฒนาผลิตภัณฑ์การเงินใหม่ที่มีการผสมผสานทั้งผลิตภัณฑ์จากตลาดทุนแบบใหม่และแบบเก่า โดยทางธนาคารแห่งประเทศไทย จะมีการเปิดตัว CBDC ขึ้นเพื่อให้มีสกุลเงินดิจิทัลที่มีมาตรฐานควบคุม ซึ่งเป็นทิศทางนโยบายที่จะช่วยให้การลงทุนข้ามพรมแดนตลาดทุนใหม่และเก่าทำได้สะดวกมากขึ้น รวมถึงรัฐสามารถตรวจสอบติดตามธุรกรรมต่าง ๆ ได้ ดังนั้นธนาคารแห่งประเทศไทยและหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง จึงควรผลักดัน CBDC ให้เกิดขึ้นโดยเร็ว เพื่อให้เกิดโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัลสำหรับตลาดทุนที่โปร่งใส สะดวก รวดเร็ว และกำกับดูแลได้

ผนวก Digital Asset กับ Traditional Asset ให้สามารถซื้อขายบนกระดานเดียวกันได้: Digital Asset เช่น หรือคริปโตเคอร์เรนซี, NFT และ Traditional Asset เช่น หุ้นหรือกองทุนนั้น ต่างเป็นผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่มีรูปแบบความเสี่ยงที่แตกต่างกัน ดังนั้น เพื่อให้นักลงทุนทุกกลุ่มสามารถเข้าถึงผลิตภัณฑ์ที่เหมาะสมกับความเสี่ยงของตนเองได้มากขึ้น จึงควรผนวกให้ Digital Asset และ Traditional Asset ให้สามารถทำการซื้อขายบนกระดานเดียวกันได้ ซึ่งการผนวกรวมนอกจากจะช่วยให้เกิดความสะดวกในการเข้าถึงตลาดทุนแล้ว ยังทำให้เกิดความสะดวกในการกำกับดูแลตลาดทุนทั้งแบบเก่าและแบบใหม่ด้วย แนวทางหนึ่งที่จะช่วยให้สามารถผนวกรวม Digital Asset และ Traditional Asset เข้าด้วยกันได้นั้นคือ ต้องนำเทคโนโลยี Blockchain และ Smart Contract มาประยุกต์ในการลงทุนหลักทรัพย์รูปแบบเดิม โดยอาจใช้โครงสร้างพื้นฐาน CBDC ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยได้พัฒนาขึ้นมาอย่างต่อเนื่อง เพื่อให้หลักทรัพย์และหรือคริปโตเคอร์เรนซีอยู่บนโครงสร้างพื้นฐานทางการเงินรูปแบบเดียวกัน

5. บทวิเคราะห์นโยบาย UBC

5.1 เหตุผลและความจำเป็นของนโยบาย UBC

ก้าวแรกของการสร้างโอกาสที่เท่าเทียม ในการเข้าถึงตลาดทุนและการมีคุณภาพชีวิตที่ดีในสังคมไทยนั้น คือการสร้างคลังทุนทรัพย์ให้เพียงพอที่จะใช้เป็นทรัพยากรในการพัฒนาทักษะได้ ความมั่นคงทางเศรษฐกิจในครัวเรือนมีความเชื่อมโยงกับระดับทุนทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ในทางเศรษฐศาสตร์ ในช่วงเวลาชีวิตของคน ๆ หนึ่ง ตามทฤษฎี Life Cycle Hypothesis ผู้เลือกที่จะรักษาระดับการบริโภคที่เหมาะสม (Consumption Smoothing) จึงทำให้เกิดความแตกต่างกันของกระแสรายรับและกระแสรายจ่าย ซึ่งความต่างนี้ทำให้เกิดการกู้ยืม (Dissave) หรือการออม (Save) ตามช่วงเวลาต่าง ๆ ของชีวิต โดยในระยะแรกของชีวิต เป็นช่วงเวลาที่เกิดการ Dissave จากการลงทุนพัฒนาทักษะเพื่อสร้างโอกาสใน



อนาคต เช่น การศึกษา การกู้ยืมเพื่อเริ่มสร้างธุรกิจ เป็นต้น และเข้าสู่ระยะการออมในช่วงกลางของชีวิต และระยะ Dissave อีกครั้งในช่วงบั้นปลายชีวิต ปัจจัยหนึ่งที่จะทำให้ผู้คนสามารถเก็ยรายได้และรายจ่ายอย่างเหมาะสมผ่านการออมและการกู้ยืม คือ การเข้าถึงระบบการเงินที่ช่วยอำนวยความสะดวกในการออมและกู้ยืม ทว่า ในกรณีของครัวเรือนรายได้น้อย ครัวเรือนว่างงาน โอกาสในการเข้าถึงบริการทางการเงินเหล่านี้มีอยู่อย่างจำกัดมาก ส่งผลให้ครัวเรือนเปราะบางเหล่านี้ไม่สามารถกระจายทุนทรัพย์

ด้วยเหตุนี้ ทุนทรัพย์และสินทรัพย์ของครัวเรือนเป็นตัวชี้วัดสำคัญว่าครัวเรือนต่าง ๆ จะมีทรัพยากรในการสร้างโอกาสเพื่ออนาคต จึงถือเป็นพื้นฐานของการสร้างโอกาสที่เท่าเทียม ทั้งในวัยของปัจเจกบุคคลและในวัยของสังคมส่วนรวม ในวัยของปัจเจกบุคคล ทุนทรัพย์ถือเป็นทรัพยากรในการพัฒนาความเป็นอยู่ การลงทุนในทักษะและการสร้างโอกาสอื่น ๆ ในชีวิต ในขณะที่วัยเดียวกัน ระดับทุนทรัพย์ก็ยังส่งผลต่อผลลัพธ์ของชีวิตต่าง ๆ ในอนาคตด้วย ในขณะที่วัยทางสังคมส่วนรวม ทุนทรัพย์ยังเป็นตัวชี้วัดพื้นฐานของระดับการพัฒนาของสังคม ครัวเรือนมีทรัพยากรและทุนทรัพย์น้อยก็จะมีโอกาสในการสร้างพื้นฐานฐานะความเป็นอยู่ที่ดีน้อย ส่งผลให้เกิดช่องว่างความเหลื่อมล้ำของโอกาสต่อไป

หนึ่งในแนวทางนโยบายที่ได้รับความสนใจในช่วงที่ผ่านมา เพื่อแก้ไขปัญหาความเหลื่อมล้ำและยกระดับคุณภาพชีวิตของคนในสังคมคือ นโยบายการแจกเงินถ้วนหน้า หรือการสร้างการเข้าถึงทุนทรัพย์เพื่อให้คนในสังคมสามารถใช้ทุนทรัพย์ในการดำรงชีวิตและการพัฒนาคุณภาพชีวิต ยกตัวอย่างเช่น แนวคิดการให้เงินรายได้พื้นฐานอย่างทั่วถึง (Universal Basic Income) แนวคิดภาษีเงินได้แบบติดลบ (Negative Income Tax) แนวคิดการให้เงินโอนอย่างมีเงื่อนไข (Conditional Cash Transfer) และแนวคิดการให้หุ้นหรือทุนอย่างทั่วถึง (Universal Basic Capital) เป็นต้น

อย่างไรก็ดี หากมองในมุมมองการแจกจ่ายความมั่งคั่งและการกระจายการเข้าถึงโอกาสแล้ว นโยบาย Universal Basic Capital เปรียบเสมือนกฎเกณฑ์ที่ไขประตูสู่การสร้างโอกาสที่เท่าเทียม ปลดแอกการส่งต่อความยากจนและความเหลื่อมล้ำจากรุ่นสู่รุ่น โดยประชาชนได้รับเงินก้อนในการสร้างเนื้อสร้างตัว รวมถึงการเข้าถึงการยอมรับหน้าที่และความรับผิดชอบของประชาชนในการนำเงินไปสร้างโอกาสที่ผ่านมานโยบาย UBC ได้มีการใช้ในสหราชอาณาจักรผ่านโครงการ Child Trust Fund โครงการออมเงินสำหรับเยาวชน โดยรัฐจะสร้างบัญชีออมทรัพย์ปลอดภาษีและสนับสนุนทุนเริ่มต้นให้คนละ 250 ปอนด์ตอนแรกเกิดและอายุ 7 ปี และสามารถให้ผู้ปกครองออมเพิ่มเติมไปเรื่อย ๆ จนเด็กมีอายุครบ 18 ปีจึงจะสามารถถอนเงินออกมาได้ รัฐได้ให้ทางเลือกการลงทุน 3 ช่องทาง นั่นคือ Stakeholder account โดยสามารถนำไปลงทุนในผลิตภัณฑ์ทางการเงินได้ แต่เมื่อเด็กอายุครบ 13 ปี เงินจะถูกย้ายไปในการลงทุนที่ความเสี่ยงต่ำ เพื่อให้มีสภาพคล่องพร้อมถอนเมื่อเด็กอายุครบ 12 ปี ช่องทางที่สองคือการการออมในบัญชีออมทรัพย์ทั่วไป และ Non-stakeholder account คือลงทุนในสินทรัพย์อื่น ๆ

ดังนั้นนโยบาย UBC จึงมีความน่าสนใจอย่างยิ่ง ในฐานะเครื่องมือกำจัดความเหลื่อมล้ำ และการยกระดับการเข้าถึงตลาดทุนของประชาชน โดยจากการศึกษาวิจัยความเป็นไปได้ของนโยบาย UBC ในประเทศไทย ทำให้สามารถสรุปรูปแบบการดำเนินงานนโยบาย UBC ของไทย และตัวอย่างแบบจำลอง โดยสามารถสรุปรายละเอียดได้ดังต่อไปนี้

5.2 รูปแบบการดำเนินนโยบาย UBC

นโยบาย Universal Basic Capital Grants ถือได้ว่าเป็นนโยบายระดับชาติที่ต้องอาศัยความร่วมมือจากหลาย ๆ ส่วนตามที่นำเสนอข้างต้น ทั้งความพร้อมฝั่งอุปสงค์และฝั่งอุปทาน ความจำเป็นในการวางรากฐานนโยบายให้แข็งแกร่งเพื่อให้ในระยะยาวนโยบายสามารถสร้างประสิทธิผล (Effectiveness) เสถียรภาพ (Robustness) และความยืดหยุ่น (Resilience) ทว่า ในระยะเริ่มต้น การเริ่มนโยบายแบบเต็มรูปแบบอาจไม่ใช่ทางเลือกที่เหมาะสมเสมอไป โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศที่เผชิญปรากฏการณ์ Demand-Capacity Paradox ทำให้การค่อย ๆ แบ่งนโยบายออกเป็นระยะเริ่มต้นเพื่อทดลองและตรวจสอบความพร้อมก่อนจึงอาจเป็นทางเลือกที่นำไปสู่นโยบายที่แข็งแกร่งและสร้างประสิทธิผลได้มากกว่า

จุดเด่นของนโยบาย Universal Basic Capital Grants ที่ต่างจากนโยบายสวัสดิการรัฐอื่น ๆ คือ Universality และ Unconditionality ทั้งนี้ จุดเด่นทั้งสองทำให้นโยบายรูปแบบนี้เผชิญกับความท้าทายทั้งด้านความพร้อมด้านอุปสงค์และอุปทานที่แตกต่างกับนโยบายการสนับสนุนอื่น ๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการเตรียม Infrastructure พื้นฐานเพื่อรองรับฐานประชากรขนาดใหญ่ที่นโยบาย Universal Basic Capital Grants ตั้งเป้าหมายไว้

โดยทั่วไปแล้ว นโยบาย Universal Basic Capital Grants สามารถแบ่งออกเป็น 3 ระยะ ได้แก่ (1) Assessing (2) Decide และ (3) Implement

Assessing: ขั้นตอนแรกคือการสร้างฐานข้อมูลที่ครอบคลุมที่สุด เพื่อให้รัฐสามารถมองเห็นประชากรได้ทั่วถึง และไม่มี Sub population ตกสำรวจ โดยทั่วไปการเก็บข้อมูลเหล่านี้มักจัดเก็บควบคู่ไปกับระบบบัตรประชาชนอยู่แล้ว ในส่วนข้อมูลอื่น ๆ เช่น รายได้ รายจ่าย สถานะการทำงาน อาจต้องอาศัยแหล่งข้อมูลเพิ่มเติม อาทิ ฐานข้อมูลการจัดเก็บภาษี ฐานข้อมูลประกันสังคม เป็นต้น ส่วนถัดมาคือการสร้าง Outreach ให้ถึงกลุ่มประชากรให้ได้ง่ายและรวดเร็วที่สุด โดยใช้เครื่องมือการสื่อสารช่องทางต่าง ๆ ของรัฐ เพื่อให้ประชาชนรับทราบสิทธิที่ตนเองพึงได้ เมื่อประชาชนได้รับข่าวสารนโยบายจนสร้างการตระหนัก (Awareness) แล้ว ขั้นตอนถัดไปของรัฐ คือการเปิดรับลงทะเบียนสิทธิ ขั้นตอนนี้ยังมีความสำคัญมากในกรณีที่รัฐเลือกที่จะนำร่องโครงการผ่านความสมัครใจของกลุ่มประชากรเป้าหมาย

Decide: ขั้นตอนนี้เกี่ยวข้องกับการยืนยันสิทธิการเข้าร่วมโครงการ การจัดสนใจเกี่ยวกับการ Roll out นโยบายตามกลยุทธ์ข้างต้น ได้แก่ Partial Universal Basic Capital Grants Opt-in Universal Basic Capital Grants UBI sequentially for different target populations และการตัดสินใจว่า ระดับการสนับสนุนควรเป็นเท่าไร และมีรูปแบบอย่างไร ซึ่งต้องอาศัยความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับบริบทของท้องถิ่นต่าง ๆ เพื่อให้สามารถปรับแต่งนโยบายได้ตามเหมาะสม

Implementation: ขั้นตอนการจ่ายเงินควรอยู่ในรูปแบบการโอนเข้าบัญชี อาทิ บัญชีธนาคาร หรือบัญชีกระเป๋าสตางค์อิเล็กทรอนิกส์ จากรายงานของธนาคารโลกชี้ให้เห็นว่า กว่าร้อยละ 74 ของผู้ได้รับ



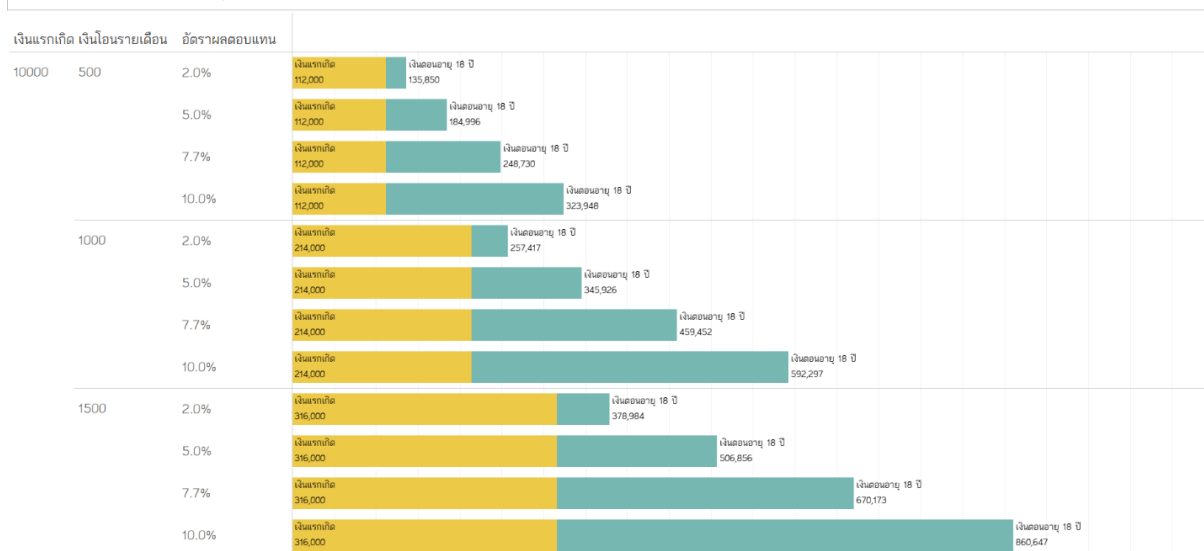
เงินสนับสนุนในประเทศพัฒนาแล้วและประเทศ Upper Middle Income รับการสนับสนุนผ่านช่องทางทางการเงินจากรัฐ ความนิยมของการใช้วิธีเงินสนับสนุนผ่านเงินโอน

5.3 ความเป็นไปได้และตัวอย่างแบบจำลองการแจกเงินถ้วนหน้า

คณะผู้วิจัยได้จำลองงบประมาณในการดำเนินนโยบาย Universal Basic Capital Grants ในประเทศไทย โดยรูปแบบนโยบายจะคล้ายคลึงกับการดำเนินนโยบาย Child Trust Fund ในสหราชอาณาจักร นั่นคือ รัฐมีการสนับสนุนเงินแรกเกิดเป็นเงินจำนวนหนึ่งก้อน จากนั้นจะทยอยโอนเงินรายเดือนเข้าบัญชีของเด็กคนนั้น ๆ จนเด็กมีอายุครบ 18 ปี โดยเงินจำนวนทั้งหมดจะถูกนำไปลงทุนผ่านกองทุน Trust Fund เพื่อสร้างผลตอบแทนและจะถอนออกมาได้ก็ต่อเมื่ออายุ 18 ปีบริบูรณ์เท่านั้น โดยภาพต่อไปนี้แสดงรูปแบบการจ่ายเงินแรกเกิดและเงินรายเดือนรูปแบบต่าง ๆ ตามสถานการณ์อัตราผลตอบแทน โดยเทียบระหว่างมูลค่าเงินลงทุนของรัฐ และผลประโยชน์ที่เด็กจะได้รับเมื่ออายุครบ 18 ปี โดยเงินแรกเกิดมีมูลค่าระหว่าง 10,000 บาทถึง 30,000 บาท และเงินรายเดือนมีมูลค่าระหว่าง 500 ถึง 1,500 บาท โดยในกรณีสูงสุด (เงินแรกเกิด 30,000 บาท เงินรายเดือน 1,500 บาท และอัตราผลตอบแทนร้อยละ 10) เด็กมีสิทธิที่จะได้รับเงินมูลค่ากว่า 944,045 บาท เมื่อเด็กคนนี้อายุ 18 ปี

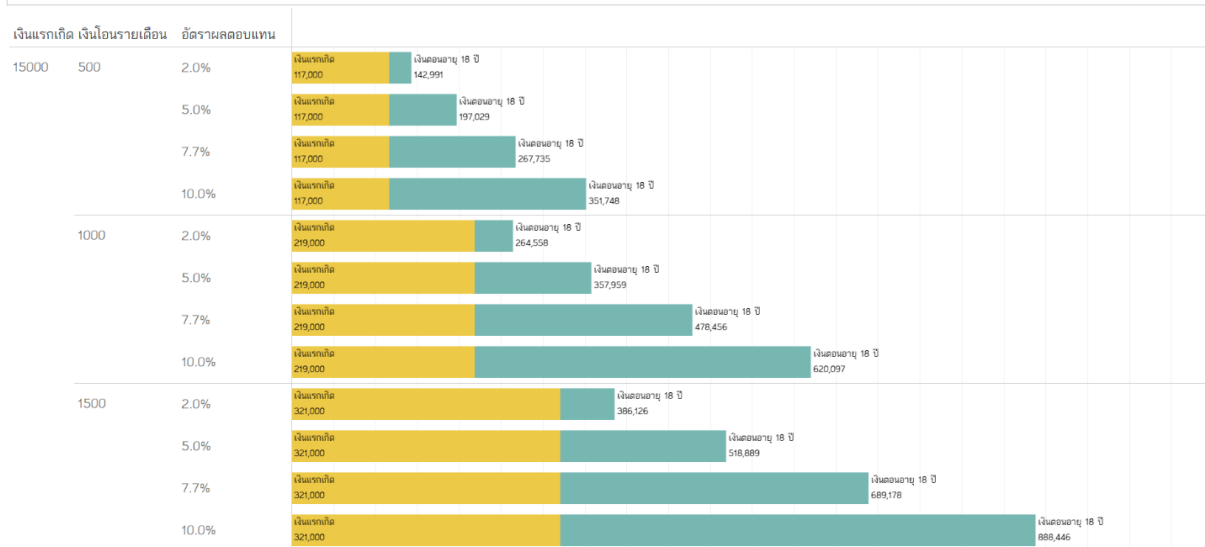
ภาพที่ 20 เงินต้นและเงินในในอนาคต (Future Value) ของนโยบายที่แจกเงินแรกเกิด 10,000 บาท

รูปแบบการจ่ายเงินแรกเกิดและเงินรายเดือน
ตามอัตราผลตอบแทนต่าง ๆ



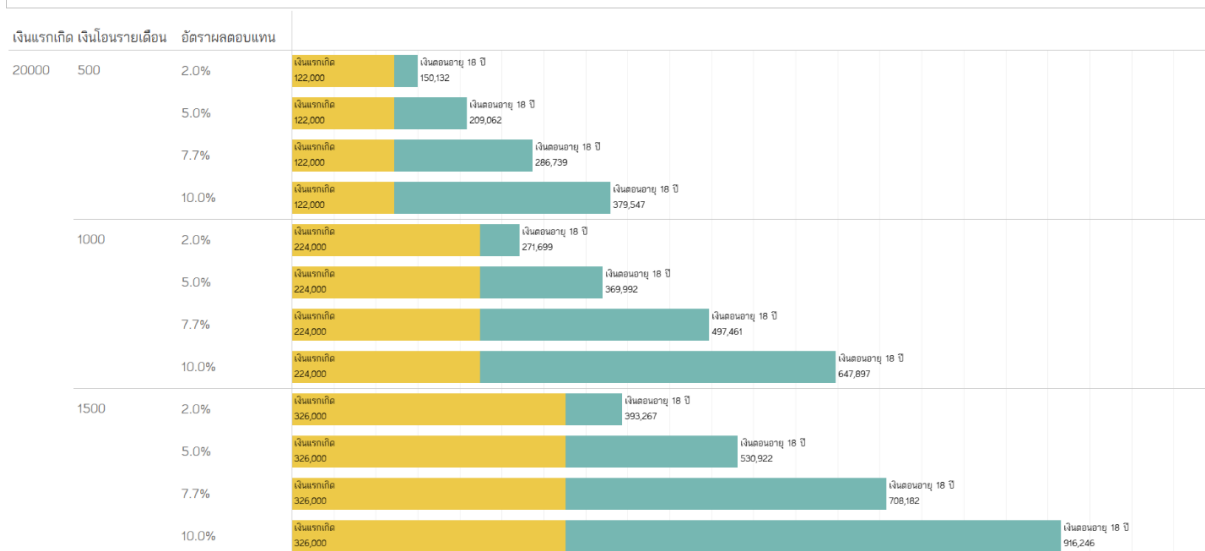
ภาพที่ 21 เงินต้นและเงินในอนาคต (Future Value) ของนโยบายที่แจกเงินแรกเกิด 15,000 บาท

รูปแบบการจ่ายเงินแรกเกิดและเงินรายเดือน
ตามอัตราผลตอบแทนต่าง ๆ



ภาพที่ 22 เงินต้นและเงินในอนาคต (Future Value) ของนโยบายที่แจกเงินแรกเกิด 20,000 บาท

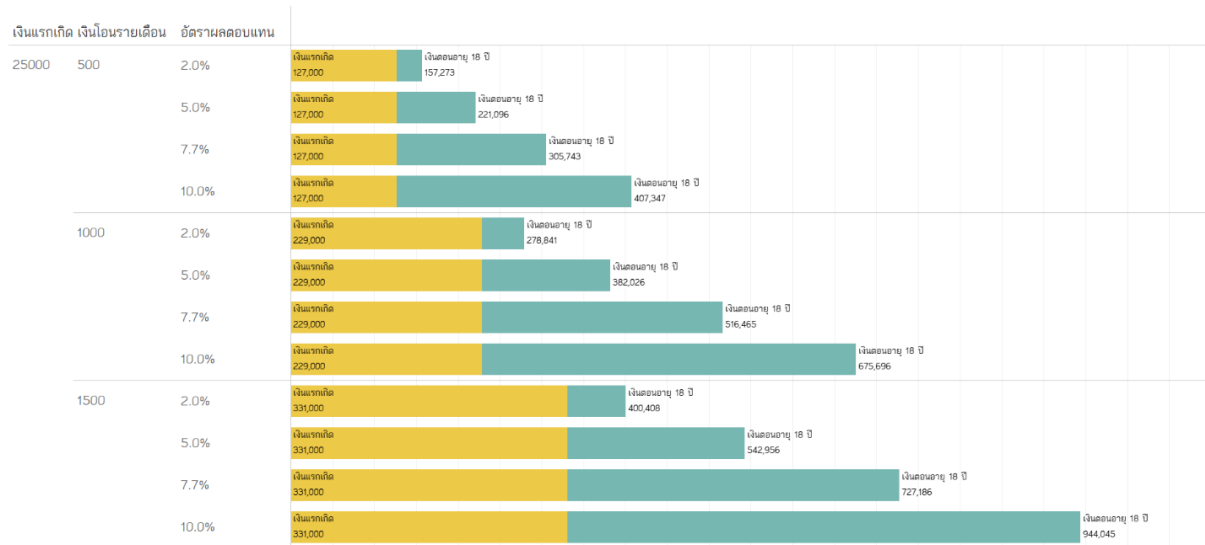
รูปแบบการจ่ายเงินแรกเกิดและเงินรายเดือน
ตามอัตราผลตอบแทนต่าง ๆ



ภาพที่ 23 เงินต้นและเงินในอนาคต (Future Value) ของนโยบายที่แจกเงินแรกเกิด 25,000 บาท

รูปแบบการจ่ายเงินแรกเกิดและเงินรายเดือน

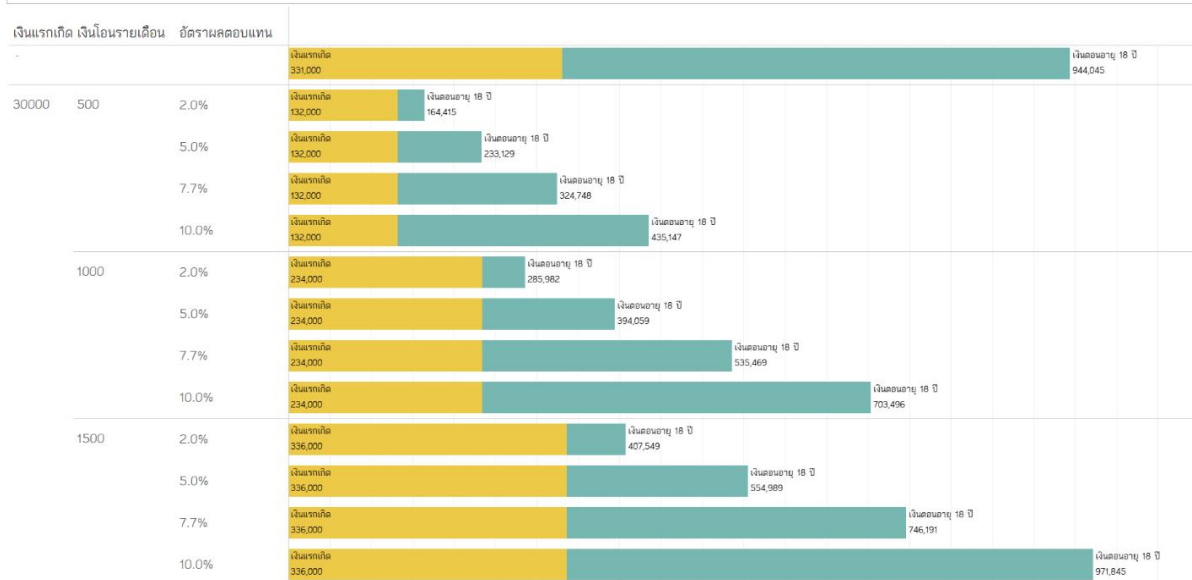
ตามอัตราผลตอบแทนต่าง ๆ



ภาพที่ 24 เงินต้นและเงินในอนาคต (Future Value) ของนโยบายที่แจกเงินแรกเกิด 30,000 บาท

รูปแบบการจ่ายเงินแรกเกิดและเงินรายเดือน

ตามอัตราผลตอบแทนต่าง ๆ



ทั้งนี้ จุดมุ่งหมายของนโยบาย Universal Basic Capital Grants คือการสร้างโอกาสในการเริ่มต้นชีวิตที่เท่ากัน ตลอดจนการสร้างอิสรภาพในการเลือกเส้นทางการใช้ชีวิตของตนเอง โดยไม่ยึดติดกับข้อจำกัดด้านการเลี้ยงชีพ เงินที่ได้จากนโยบาย Universal Basic Capital Grants จึงควรมีมูลค่าเพียงพอต่อการเลี้ยงชีพพื้นฐานของคน ๆ หนึ่งได้ คณะผู้วิจัยจึงจำลองการ Coverage ของเงินที่ได้จาก

นโยบายในการเลี้ยงชีพ โดยค่าใช้จ่ายเลี้ยงชีพรายเดือนคำนวณจากค่าใช้จ่ายรายเดือนมาตรฐาน ได้แก่ มาตรฐานรายได้ขั้นต่ำ (Minimum Income Standard) และเส้นความยากจน

หากใช้เกณฑ์ค่าใช้จ่ายมาพิจารณา โดยเด็กที่ได้รับสามารถถอนเงินออกมาใช้จ่ายได้รายปี ปีละเท่า ๆ กัน และเงินที่เหลือยังถูกนำไปลงทุนต่อในกองทุน Trust Fund ไปเรื่อย ๆ จนครบอายุ 60 ปี เงินรายปีที่เด็กสามารถถอนมาได้ในกรณีรูปแบบการจ่ายเงินนโยบายต่าง ๆ เป็นตามรูปภาพต่อไปนี้ โดยในกรณีสูงสุด (เงินแรกเกิด 30,000 บาท เงินรายเดือน 1,500 บาท และอัตราผลตอบแทนร้อยละ 10) เด็กสามารถถอนเงินได้ปีละ 89,841 บาทต่อปี หรือเดือนละ 7,486.75 บาท ซึ่งสูงกว่ามาตรฐานรายได้ขั้นต่ำ ในขณะที่ในกรณีต่ำสุด (เงินแรกเกิด 10,000 บาท เงินรายเดือน 500 บาท อัตราผลตอบแทนร้อยละ 2) เด็กสามารถถอนได้ปีละ 4,647 บาทต่อปี หรือเดือนละ 387.25 บาทเท่านั้น หรือคิดเป็นร้อยละ 14 ของเส้นความยากจน

ตารางที่ 2 เปรียบเทียบมูลค่าเบี้ยเลี้ยงชีพรายปีจนถึงอายุ 60 ปีจากรูปแบบการแจกเงินต่าง ๆ

เปรียบเทียบมูลค่าเบี้ยเลี้ยงชีพรายปีจนถึงอายุ 60 ปีจากรูปแบบการแจกเงินต่าง ๆ

ตามอัตราผลตอบแทนต่าง ๆ

เงินโอนรายเดือน เงินแรกเกิด		อัตราผลตอบแทน			
		2.00%	5.00%	7.70%	10.00%
500	10000	4,647 บาท/ปี	10,041 บาท/ปี	18,547 บาท/ปี	29,947 บาท/ปี
	15000	4,891 บาท/ปี	10,695 บาท/ปี	19,964 บาท/ปี	32,517 บาท/ปี
	20000	5,135 บาท/ปี	11,348 บาท/ปี	21,381 บาท/ปี	35,087 บาท/ปี
	25000	5,380 บาท/ปี	12,001 บาท/ปี	22,798 บาท/ปี	37,657 บาท/ปี
	30000	5,624 บาท/ปี	12,654 บาท/ปี	24,215 บาท/ปี	40,227 บาท/ปี
1000	10000	8,805 บาท/ปี	18,777 บาท/ปี	34,259 บาท/ปี	54,754 บาท/ปี
	15000	9,049 บาท/ปี	19,430 บาท/ปี	35,676 บาท/ปี	57,324 บาท/ปี
	20000	9,294 บาท/ปี	20,083 บาท/ปี	37,094 บาท/ปี	59,894 บาท/ปี
	25000	9,538 บาท/ปี	20,736 บาท/ปี	38,511 บาท/ปี	62,464 บาท/ปี
	30000	9,782 บาท/ปี	21,389 บาท/ปี	39,928 บาท/ปี	65,034 บาท/ปี
1500	10000	12,963 บาท/ปี	27,512 บาท/ปี	49,972 บาท/ปี	79,561 บาท/ปี
	15000	13,208 บาท/ปี	28,165 บาท/ปี	51,389 บาท/ปี	82,131 บาท/ปี
	20000	13,452 บาท/ปี	28,818 บาท/ปี	52,806 บาท/ปี	84,701 บาท/ปี
	25000	13,696 บาท/ปี	29,471 บาท/ปี	54,223 บาท/ปี	87,271 บาท/ปี
	30000	13,941 บาท/ปี	30,124 บาท/ปี	55,640 บาท/ปี	89,841 บาท/ปี

ภาพที่ 25 Coverage ของ Minimum Income Standard ของเบี้ยเลี้ยงรายปี (Annuity)
ของรูปแบบการจ่ายเงินประเภทต่าง ๆ

Coverage ของ Minimum Income Standard ของเบี้ยเลี้ยงรายปี (Annuity)
ของรูปแบบการจ่ายเงินประเภทต่าง ๆ

ตามอัตราผลตอบแทน

เงินแรกเกิด	เงินโอนรายเดือน	อัตราผลตอบแทน			
		2.0%	5.0%	7.7%	10.0%
10000	500	5.5%	11.8%	21.8%	35.1%
	1000	10.3%	22.0%	40.2%	64.2%
	1500	15.2%	32.3%	58.6%	93.3%
15000	500	5.7%	12.5%	23.4%	38.1%
	1000	10.6%	22.8%	41.9%	67.2%
	1500	15.5%	33.0%	60.3%	96.3%
20000	500	6.0%	13.3%	25.1%	41.2%
	1000	10.9%	23.6%	43.5%	70.3%
	1500	15.8%	33.8%	61.9%	99.4%
25000	500	6.3%	14.1%	26.7%	44.2%
	1000	11.2%	24.3%	45.2%	73.3%
	1500	16.1%	34.6%	63.6%	102.4%
30000	500	6.6%	14.8%	28.4%	47.2%
	1000	11.5%	25.1%	46.8%	76.3%
	1500	16.4%	35.3%	65.3%	105.4%

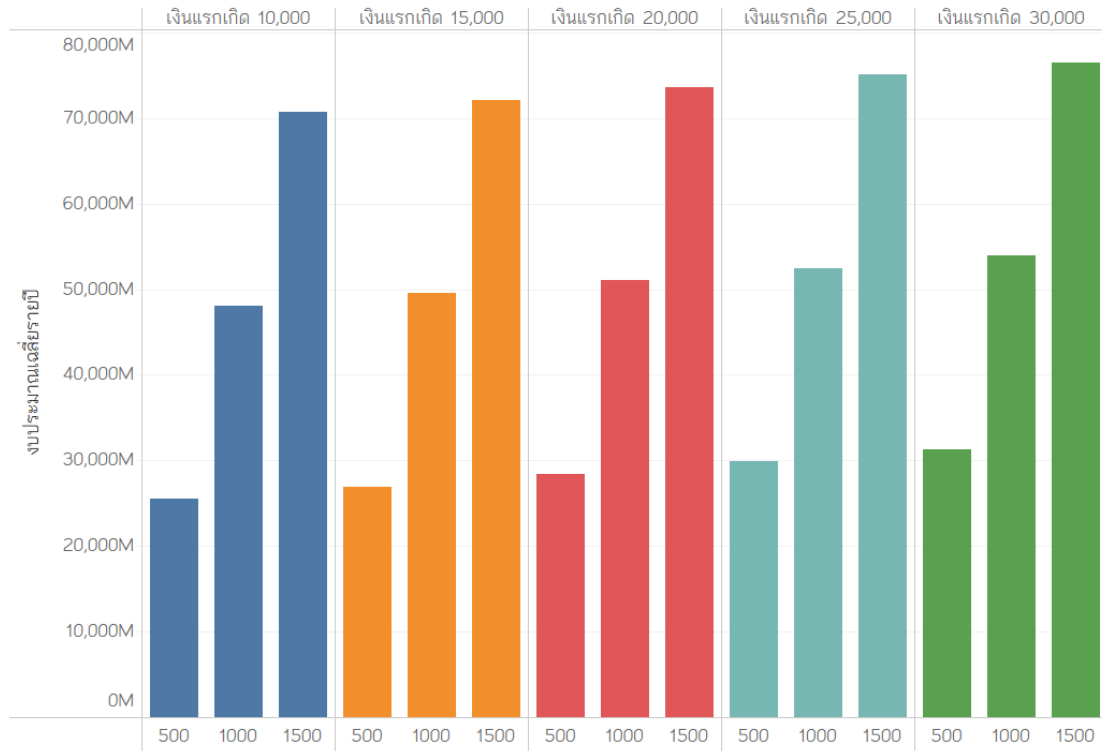
ภาพที่ 26 Coverage ของ Poverty Line ของเบี้ยเลี้ยงรายปี (Annuity)
ของรูปแบบการจ่ายเงินประเภทต่าง ๆ

Coverage ของ Poverty Line ของเบี้ยเลี้ยงรายปี (Annuity)
ของรูปแบบการจ่ายเงินประเภทต่าง ๆ

ตามอัตราผลตอบแทน

เงินแรกเกิด	เงินโอนรายเดือน	อัตราผลตอบแทน			
		2.0%	5.0%	7.7%	10.0%
10000	500	14.3%	30.9%	57.0%	92.0%
	1000	27.1%	57.7%	105.3%	168.2%
	1500	39.8%	84.5%	153.6%	244.5%
15000	500	15.0%	32.9%	61.3%	99.9%
	1000	27.8%	59.7%	109.6%	176.1%
	1500	40.6%	86.5%	157.9%	252.4%
20000	500	15.8%	34.9%	65.7%	107.8%
	1000	28.6%	61.7%	114.0%	184.0%
	1500	41.3%	88.6%	162.3%	260.3%
25000	500	16.5%	36.9%	70.1%	115.7%
	1000	29.3%	63.7%	118.3%	191.9%
	1500	42.1%	90.6%	166.6%	268.2%
30000	500	17.3%	38.9%	74.4%	123.6%
	1000	30.1%	65.7%	122.7%	199.8%
	1500	42.8%	92.6%	171.0%	276.1%

ภาพที่ 27 งบประมาณเฉลี่ยรายปีของรูปแบบการจ่ายเงินต่าง ๆ
งบประมาณเฉลี่ยรายปีของรูปแบบการจ่ายเงินต่าง ๆ



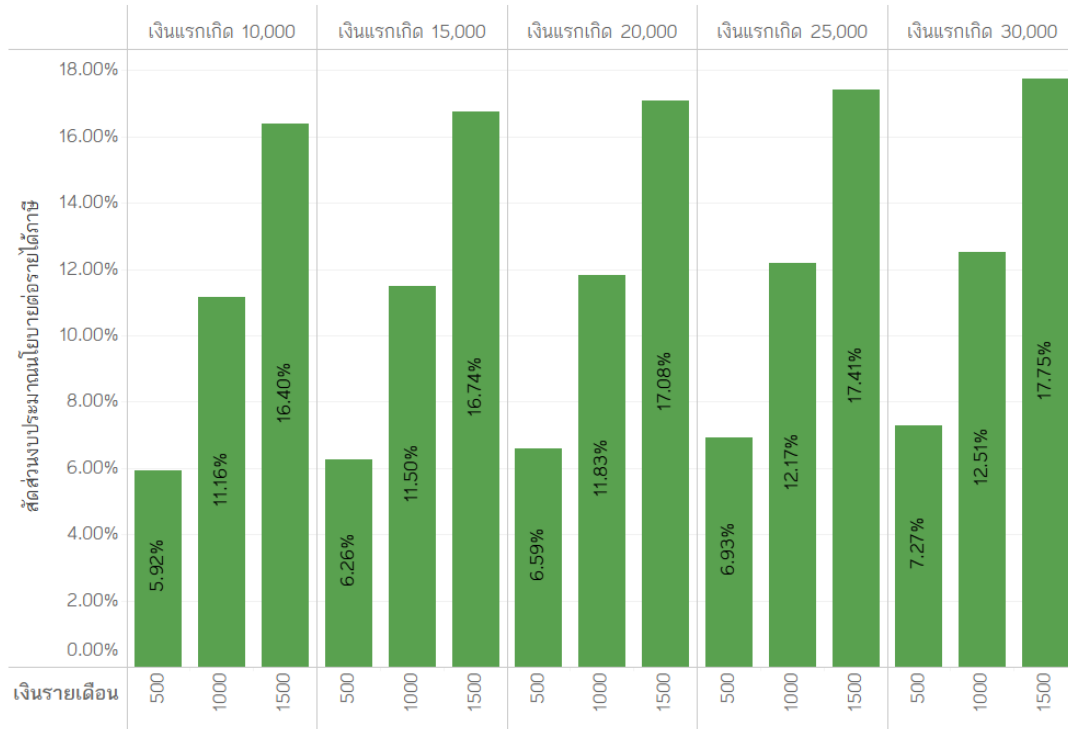
ภาพที่ 28 สัดส่วนงบประมาณต่อรายได้ภาษีเฉลี่ยต่อปี จากภาษีเงินได้นิติบุคคล

สัดส่วนงบประมาณต่อรายได้ภาษีเฉลี่ยต่อปี

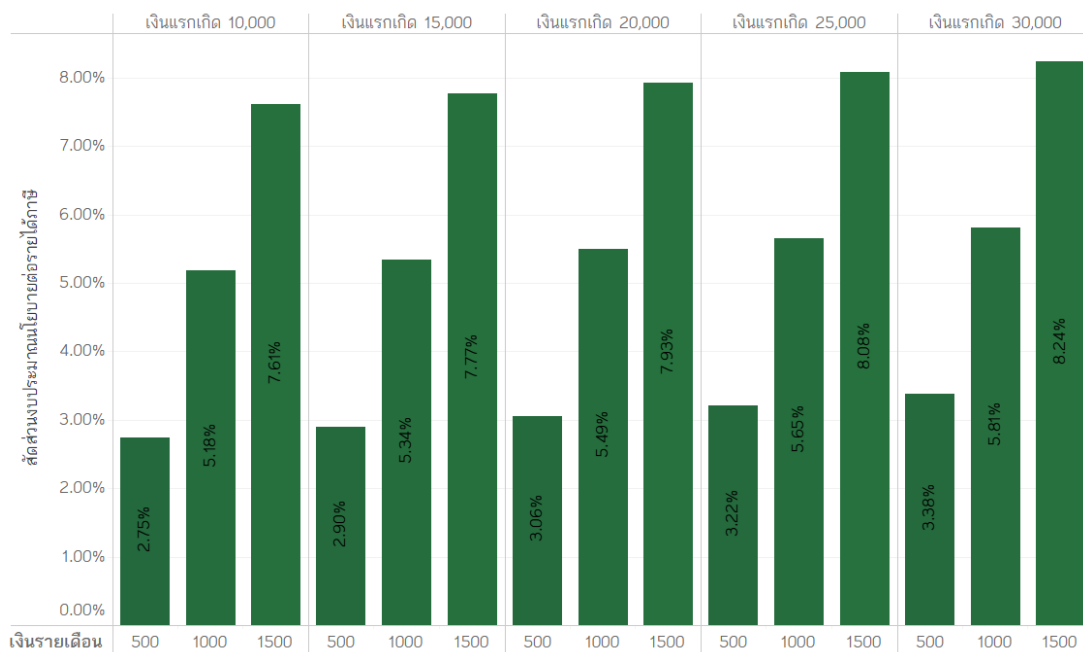
ภาษีเงินได้นิติบุคคล



ภาพที่ 29 สัดส่วนงบประมาณต่อรายได้ภาษีเฉลี่ยต่อปี จากภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา
สัดส่วนงบประมาณต่อรายได้ภาษีเฉลี่ยต่อปี
ภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา



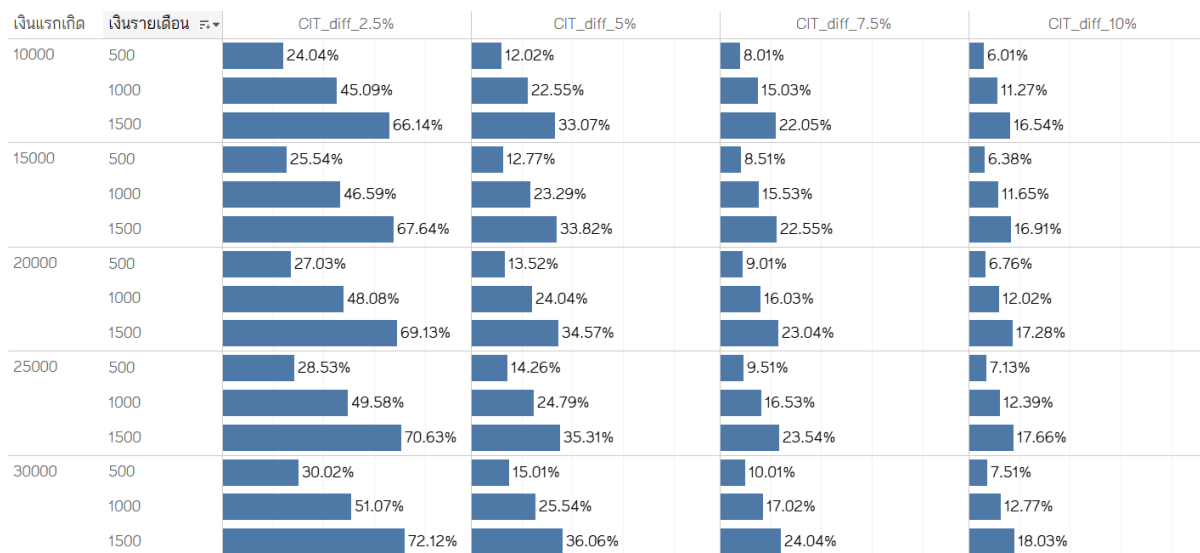
ภาพที่ 30 สัดส่วนงบประมาณต่อรายได้ภาษีเฉลี่ยต่อปี จากภาษีมูลค่าเพิ่ม
สัดส่วนงบประมาณต่อรายได้ภาษีเฉลี่ยต่อปี
ภาษีมูลค่าเพิ่ม



ในแง่งบประมาณที่จะรองรับเงินสนับสนุนนโยบาย หนึ่งใน การสร้างกระแสประมาณให้สามารถรองรับนโยบาย คือการเพิ่มการจัดเก็บภาษีต่าง ๆ คณะผู้วิจัยได้ทำการคาดการณ์งบประมาณรายได้รัฐที่เพิ่มการขึ้นอัตราการจัดเก็บภาษีต่าง ๆ เทียบกับงบประมาณที่นโยบาย Universal Basic Capital Grants ต้องใช้ ซึ่งชี้ให้เห็นว่า ในกรณีที่เพิ่มอัตราภาษีแบบน้อยที่สุด (ภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาเพิ่มระดับร้อยละ 1.25 ภาษีเงินได้นิติบุคคลเพิ่มร้อยละ 2.5 หรือภาษีมูลค่าเพิ่มเพิ่มร้อยละ 1) สามารถรองรับนโยบายระดับสูงสุดได้ (เงินแรกเกิด 30,000 บาท และเงินรายเดือน 1,500 บาท) โดยใช้งบที่เพิ่มขึ้นจากภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาไปร้อยละ 26.31 ภาษีเงินได้นิติบุคคลไปร้อยละ 72.12 และภาษีมูลค่าเพิ่มไปร้อยละ 56.59 ตามลำดับ

ภาพที่ 31 สัดส่วนการใช้งบประมาณเฉลี่ยรายปีเทียบกับนโยบายขึ้นภาษี ภาษีเงินได้นิติบุคคล สัดส่วนการใช้งบประมาณเฉลี่ยรายปีเทียบกับนโยบายขึ้นภาษี

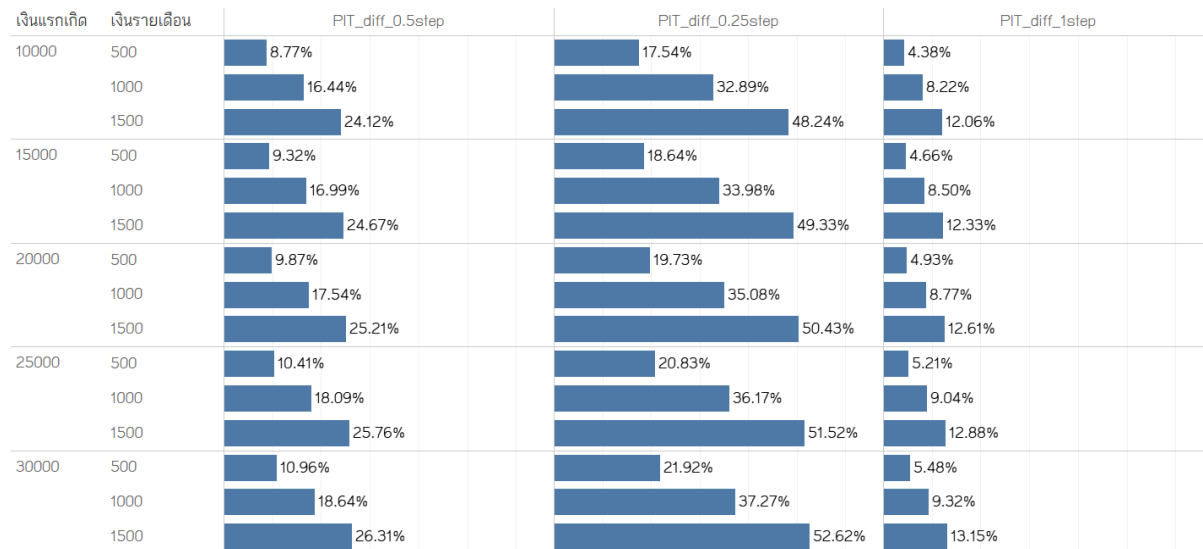
CIT



ภาพที่ 32 สัดส่วนการใช้งบประมาณเฉลี่ยรายปีเทียบกับนโยบายขึ้นภาษี ภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา

สัดส่วนการใช้งบประมาณเฉลี่ยรายปีเทียบกับนโยบายขึ้นภาษี

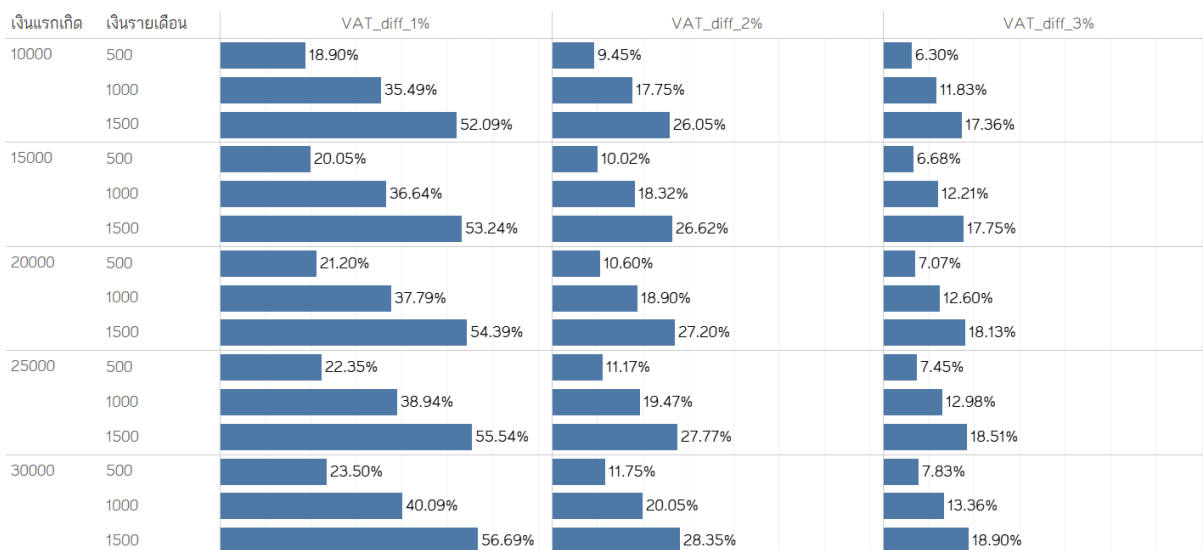
PIT



ภาพที่ 33 สัดส่วนการใช้งบประมาณเฉลี่ยรายปีเทียบกับนโยบายขึ้นภาษี ภาษีมูลค่าเพิ่ม

สัดส่วนการใช้งบประมาณเฉลี่ยรายปีเทียบกับนโยบายขึ้นภาษี

VAT



6. การส่งเสริมความยั่งยืนของตลาดทุน

6.1 สถานการณ์ด้านความยั่งยืนของตลาดทุนไทย

ประเด็นความยั่งยืนซึ่งได้รับความสนใจจากนานาชาติเพิ่มขึ้นในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ส่งผลให้เกิดพัฒนาการด้านความยั่งยืนของตลาดทุนไทยมากขึ้น โดยพัฒนาการด้านความยั่งยืนของตลาดทุนไทยเห็นได้อย่างชัดเจนในปี 2556 ซึ่ง ก.ล.ต. ได้ยกร่างแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน (Sustainability Development Roadmap) และพัฒนามาตรการเพื่อความยั่งยืนสำหรับแผนพัฒนาตลาดทุนไทยในระยะ 5 ปี โดยในแผนพัฒนาตลาดทุนไทยฉบับ 3 (ปี 2560 – 2564) เป็นต้นมา ได้เน้นเรื่องการพัฒนาอย่างยั่งยืนตาม 5 มาตรการหลัก 14 มาตรการย่อยและ 44 แผนงานสนับสนุน โดย 5 มาตรการหลักได้แก่ 1) การเป็นแหล่งทุนสำหรับ SMEs และนวัตกรรม 2) การระดมทุนสำหรับโครงสร้างพื้นฐาน 3) เพิ่มความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทย 4) พัฒนาให้ตลาดทุนไทยเป็นจุดเชื่อมโยงของภูมิภาค และ 5) พัฒนาแผนรับรองผู้สูงอายุ ต่อมาแผนพัฒนาฉบับปี 2565 – 2570 ยังคงยึดหลักการคล้ายคลึงกับแผนพัฒนาตลาดทุนฉบับปัจจุบัน โดยเพิ่มประเด็น Resilience และเป้าหมายด้านการฟื้นฟูและเพิ่มความเข้มแข็งจากการที่ได้รับผลกระทบจาก Covid-19 เพื่อเป็นการสร้างความยั่งยืนให้กับตลาดทุนซึ่งจะเป็นกลไกสำคัญในการระดมทุนในระยะยาว

นอกจากนี้ ฐานข้อมูลด้านการกำกับดูแลเพื่อความยั่งยืน (Sustainable Finance Regulation Database) ของ Principles for Responsible Investment (PRI) โดย UN Environment Programme ได้แสดงผลว่าประเทศไทยมี 3 มาตรการด้าน ESG ได้แก่ (1) มาตรฐานแรงงานไทย (มรท 8001-2010 หรือ TLS 8001-2010) ซึ่งเป็นมาตรการโดยสมัครใจที่ให้องค์กรเอกชนรับรองมาตรฐานการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างมีความรับผิดชอบ ซึ่งถือเป็นประเด็นด้านสังคมใน ESG (2) หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ (3) หลักธรรมาภิบาลการลงทุน สำหรับผู้ลงทุนสถาบัน โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

นอกเหนือจากที่ระบุในฐานข้อมูล PRI นโยบายในการส่งเสริมความยั่งยืนในตลาดทุนยังรวมถึงการกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนมีการทำรายงานด้านความยั่งยืน โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลการดำเนินงานที่ครอบคลุมประเด็นด้าน ESG ตามแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี/รายงานประจำปี (แบบ 56-1 One Report) ที่เริ่มใช้บังคับกับการยื่นรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2564 โดยให้ส่งภายใน 3 เดือนนับแต่วันสิ้นสุดรอบระยะเวลาบัญชี และใช้สำหรับแบบ Filing ที่ยื่นตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2565 เป็นต้นไป และในขณะเดียวกันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนจัดทำและเผยแพร่รายงานความยั่งยืนในรูปแบบมาตรฐานการรายงานตามความสมัครใจ

หากพิจารณานโยบายและแผนที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาตลาดทุนไทย จะเห็นได้ว่าประเด็นด้านความยั่งยืนได้ผนวกอยู่ในแผนในระยะเวลาดังกล่าว ได้แก่ แผนยุทธศาสตร์สำนักงาน ก.ล.ต. ปี 2564 – 2566 ที่มีประเด็นด้านความยั่งยืนในยุทธศาสตร์ที่ 1 การสร้างสภาพแวดล้อมตลาดทุนที่เอื้อต่อการ



พัฒนาเพื่อความยั่งยืน (Sustainable Capital Market) แผนกลยุทธ์ตลาดหลักทรัพย์ฯ ปี 2564-2566 ซึ่งมีประเด็นด้านความยั่งยืนในยุทธศาสตร์ที่ 3 ขับเคลื่อนเพื่อสิ่งแวดล้อมและสังคม อันประกอบด้วย 2 องค์ประกอบ คือ การวางรากฐานตลาดทุนสู่ความยั่งยืน (ESG Cultivation) และ การสร้างความแข็งแกร่งและร่วมแก้ไขปัญหาให้กับสังคมไทย (Social Empowerment)

ภาพรวมด้านความยั่งยืนของตลาดทุนไทยสามารถวิเคราะห์และพิจารณาตามมิติของ ESG ในประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล โดยมีกรอบการวิเคราะห์ 3 ส่วน คือ อุปสงค์ อุปทาน และนโยบายจากภาครัฐ โดยมีรายละเอียดโดยสรุปดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 3 แสดงกรอบการวิเคราะห์ภาพรวมความยั่งยืนของตลาดทุนไทย

	สิ่งแวดล้อม (E)	สังคม (S)	บรรษัทภิบาล (G)
อุปสงค์	- ผู้บริโภคตื่นตัวต่อประเด็นสิ่งแวดล้อมมากขึ้น - ความนิยมในการซื้อสินค้าที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมเพิ่มสูงขึ้น - ความต้องการบริโภคสินค้าที่อาจส่งผลเสียต่อสิ่งแวดล้อม เช่น พลาสติกใช้แล้วทิ้ง เพิ่มขึ้นจากสถานการณ์โควิด 19	- เริ่มมีความตระหนักรู้ถึงประเด็นความยั่งยืนทางสังคม นอกเหนือจากประเด็นสิ่งแวดล้อม เช่น การพยายามรักษาวิถีชีวิตดั้งเดิมและการจ้างงานในท้องถิ่นหลังมีการลงทุนจากภาครัฐกิจในพื้นที่	- มีแนวโน้มสนับสนุนหรือลงทุนในบริษัทที่มีการดำเนินการโดยคำนึงถึงการว่าจ้างที่เป็นธรรมและประเด็นความโปร่งใสมากขึ้น แต่ผลิตภัณฑ์ทางการเงินยังไม่หลากหลายเพียงพอและมีราคาสูง
อุปทาน	- มีธุรกิจขนาดเล็กที่ดำเนินการโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม หรือผลิตสินค้าที่ใส่ใจสิ่งแวดล้อมมากขึ้น	- การจ้างงานผู้สูงอายุยังเป็นเพียงโครงการนาร่องในบริษัทขนาดใหญ่ - โครงการเพื่อสังคม เช่น การสนับสนุนและส่งเสริมวิสาหกิจชุมชน	- บริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่เริ่มเปิดเผยข้อมูล ESG มากขึ้น - ในปี 2564 มีตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียนไทยที่ได้รับการประกาศรายชื่อจากองค์การสหประชาชาติว่าเป็นองค์กรผู้นำความยั่งยืนระดับโลก
ภาครัฐ	- มีการวางนโยบายตลาดทุนเพื่อตอบสนองประเด็นความยั่งยืน เช่น	- พัฒนานโยบายตลาดทุนที่ตอบรับต่อประเด็นสังคมสูงอายุ เช่น การพัฒนาความรู้	- ออกนโยบายให้ภาครัฐกิจเปิดเผยข้อมูล ESG ให้กับผู้

	สิ่งแวดล้อม (E)	สังคม (S)	บรรษัทภิบาล (G)
	การตั้งเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก	ขั้นพื้นฐานและกองทุนสำรองต่าง ๆ - มีการพัฒนากฎหมายสำหรับสินเชื่อ	ลงทุนผ่านรูปแบบการรายงานที่กำหนด - จัดทำรายชื่อบริษัทจดทะเบียนที่มีการเปิดเผยข้อมูล ESG ให้กับผู้ลงทุน - ออกแนวนโยบายและแนวปฏิบัติในเรื่องบรรษัทภิบาลสำหรับบริษัทจดทะเบียน

6.2 ช่องว่างปัญหาด้านความยั่งยืนของตลาดทุนไทย

จากการศึกษาบทเรียนของต่างประเทศเกี่ยวกับนโยบายการพัฒนาตลาดทุนเพื่อความยั่งยืนในกรณีของประเทศสหรัฐอเมริกา, สหภาพยุโรป, สหราชอาณาจักร, สาธารณรัฐประชาชนจีน และสิงคโปร์ ทำให้พบข้อสังเกตเกี่ยวกับทิศทางของนโยบายที่ประเทศไทยควรต้องพิจารณาประกอบการพัฒนาตลาดทุนเพื่อความยั่งยืนประกอบด้วยประเด็นหลักดังนี้

กระแสความตื่นตัวเกี่ยวกับประเด็น ESG ในหลายประเทศที่ทำให้มีแรงผลักดันไม่ว่าจะมาจากฝั่งผู้ดำเนินนโยบาย เช่น การออกกฎระเบียบ การกำกับดูแล เพื่อให้เงินทุนไหลไปสู่กิจกรรมที่ตอบโจทย์ ESG หรือจากฝั่งความต้องการของผู้ลงทุนเอง จึงทำให้ตลาดทุนไทยที่พึ่งพาเงินลงทุนจากต่างประเทศจำเป็นต้องพัฒนาเพื่อให้ตอบโจทย์ ESG เช่นเดียวกันเพื่อให้ตลาดทุนไทยเป็นที่ดึงดูดในสายตาของต่างชาติและป้องกันภาวะเงินทุนไหลออก (Capital Flights) ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อสภาพเศรษฐกิจของประเทศได้

เมื่อมีความต้องการสินค้าและผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่ส่งเสริมกิจกรรมที่ตอบโจทย์ด้าน ESG จากต่างประเทศมากขึ้น ย่อมมีความต้องการระบบหรือแพลตฟอร์มที่จะทำหน้าที่ส่งผ่านข้อมูลจากผู้ระดมทุนไปสู่ผู้ลงทุนเพื่อให้ผู้ลงทุนมั่นใจว่าเงินทุนที่ได้ไปจะนำไปสู่กิจกรรมที่ก่อให้เกิดการพัฒนาตาม ESG อย่างแท้จริง ไม่ใช่การระดมทุนไปสู่กิจกรรมฟอกเขียว (Greenwashing) ที่หน่วยธุรกิจจัดทวงผลประโยชน์จากการหลอกว่าตนทำกิจกรรมเพื่อตอบโจทย์ ESG

สืบเนื่องจากกฎระเบียบเกี่ยวกับ ESG ที่มีมากขึ้น จึงทำให้เกิดความกังวลว่าเงินทุนจะถูกผูกขาดอยู่กับธุรกิจขนาดใหญ่หรือธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมเก่าที่มีความได้เปรียบจากขนาดการผลิตที่ใหญ่ จนทำให้ต้นทุนของการปฏิบัติตามกฎระเบียบมีสัดส่วนต่อหน่วยการผลิตน้อยกว่าหน่วยธุรกิจขนาดเล็ก (Economy of Scale) กฎระเบียบข้อบังคับที่มากขึ้นจึงอาจส่งผลเสียต่อโครงสร้างตลาดสินค้าและบริการของประเทศในระยะยาวได้

นอกจากนี้ จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนเพื่อความยั่งยืน สัมภาษณ์เชิงลึกผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและผู้เชี่ยวชาญจากภาควิชาการ และความเห็นของผู้เข้าร่วมการประชุมเชิงปฏิบัติการห้องปฏิบัติการเชิงนโยบาย (Policy Lab) วงความยั่งยืน ทำให้สามารถสรุปช่องว่างของตลาดทุนเพื่อความยั่งยืนของไทย ดังนี้

6.2.1 ช่องว่างของอุปสงค์ของตลาดทุนด้านความยั่งยืน

ผลิตภัณฑ์ทางการเงินด้านความยั่งยืนของไทยมักมีผลตอบแทนที่ไม่สูงเท่ากับผลิตภัณฑ์ทางการเงินทั่วไป จึงไม่ดึงดูดนักลงทุนที่ยังต้องคำนึงถึงผลตอบแทนจากการลงทุน รวมถึงผลิตภัณฑ์ทางการเงินด้านความยั่งยืนของไทยยังมีอย่างจำกัด ไม่หลากหลาย จึงทำให้นักลงทุนมีทางเลือกน้อย จึงไม่ดึงดูดนักลงทุน ทั้งนักลงทุนภายในประเทศและนักลงทุนต่างชาติ โดยสาเหตุสำคัญเป็นข้อจำกัดจากโครงสร้างตลาดทุนไทยที่ไม่ค่อยมีอุตสาหกรรมที่ส่งผลกระทบในเชิงบวกต่อความยั่งยืน เช่น อุตสาหกรรมยานยนต์ไฟฟ้า (EV) พลังงานสะอาด (Renewable Energy) ทำให้นักลงทุนสถาบันต่างชาติไม่สนใจลงทุนในประเทศไทย และแม้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้จัดทำรายชื่อยั่งยืน (Thailand Sustainability Investment หรือ THSI) แต่การลงทุนในหุ้นยั่งยืนของผู้ลงทุนเป็นการลงทุนโดยสมัครใจเท่านั้น โดยไม่มีสิทธิประโยชน์หรือมาตรการจูงใจให้แก่ผู้ลงทุน ทำให้ขาดอุปสงค์การลงทุนยั่งยืน

ช่องว่างอุปสงค์ที่สำคัญอีกประการหนึ่งเกิดจากปัญหาด้านข้อมูลของผลิตภัณฑ์ทางการเงินด้าน ESG ที่มีอย่างจำกัด เช่น การขาดข้อมูลย้อนหลังเพื่อมาวิเคราะห์การลงทุน ทั้งนี้ อาจเป็นเพราะกระแสด้านความยั่งยืนในประเทศไทยนั้นเพิ่งเกิดขึ้นได้ไม่นาน จึงทำให้ไม่มีการบันทึกข้อมูลไว้อย่างเป็นสัดส่วน ซึ่งเป็นไปได้ว่าในระยะยาวอาจจะมีข้อมูลเหล่านี้มากขึ้น รวมถึงภาคธุรกิจอาจยังไม่มีการทำข้อมูลผลกระทบทางสังคมที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงินที่ชัดเจน สาเหตุหนึ่งคือต้นทุนการประเมินผลกระทบทางสังคมมักเป็นมูลค่าสูง ทำให้นักธุรกิจ โดยเฉพาะผู้ประกอบการขนาดกลางและขนาดย่อม ไม่สามารถจัดทำและเผยแพร่ข้อมูลในส่วนนี้ได้ นอกเหนือจากนี้ข้อมูลส่วนใหญ่จะเป็นข้อมูลที่อยู่ในรูปแบบที่กระจัดกระจายและมีหลายมาตรฐาน บุคลากรที่มีทักษะ ความรู้ และความเข้าใจด้านความยั่งยืนในตำแหน่งที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน เช่น นักวิเคราะห์ด้านความยั่งยืน หรือนักวิเคราะห์ที่เน้นวิเคราะห์ผลิตภัณฑ์การเงินด้าน ESG ยังมีจำกัด ทำให้นักลงทุนวิเคราะห์เปรียบเทียบหรือวิเคราะห์การลงทุนได้ยาก

นอกจากนี้ กระแสด้านการลงทุนยั่งยืนในไทยยังมีอยู่จำกัดเฉพาะในกลุ่มคนจำนวนหนึ่ง โดยเฉพาะคนรุ่นใหม่มากกว่าคนส่วนใหญ่ในสังคม กระแสการบริโภคสินค้าหรือบริการที่คำนึงถึงความยั่งยืนที่มีราคาสูงขึ้นและการลงทุนด้านความยั่งยืนที่มีผลตอบแทนน้อยลง ทำให้ไม่สามารถกระจายความนิยมไปในวงกว้างได้ ภาคธุรกิจจึงอาจไม่มีแรงจูงใจที่จะปรับแนวทางการประกอบธุรกิจที่สร้างความยั่งยืน

6.2.2 ช่องว่างของอุปทานของตลาดทุนด้านความยั่งยืน

โครงสร้างตลาดทุนไทยมีธุรกิจที่เป็น Old Economy จำนวนมาก เช่น อุตสาหกรรมพลังงาน น้ำมัน โรงไฟฟ้าถ่านหิน มากกว่าอุตสาหกรรมที่สร้างความยั่งยืน เช่น อุตสาหกรรมยานยนต์ไฟฟ้า (EV) พลังงานสะอาด (Renewable Energy) และ อุตสาหกรรมอาหารแปรรูป (Plant-Based Food) ซึ่งสะท้อนว่าอุปทานในตลาดทุนเพื่อความยั่งยืนของไทยยังอยู่จำกัด ประกอบกับการดำเนินธุรกิจที่มีความยั่งยืนมักจะมีต้นทุนที่สูงขึ้น ทำให้ราคาของสินค้าหรือบริการจากธุรกิจที่คำนึงถึงความยั่งยืนอาจสูงขึ้นกว่าธุรกิจอื่น ๆ โดยเฉพาะธุรกิจขนาดกลางหรือขนาดย่อมที่ไม่สามารถประหยัดต่อขนาดจากการผลิตสินค้าจำนวนมาก ซึ่งส่งผลต่อความสามารถในการแข่งขันของธุรกิจ และถึงแม้ว่าปัจจุบันกระแสสังคมจะให้ความสำคัญกับความยั่งยืนและตระหนักถึงความรับผิดชอบต่อผู้บริโภคมากขึ้น แต่ผู้บริโภคจำนวนหนึ่งอาจยังไม่มีความเต็มใจมากนักที่จะจ่ายสินค้าหรือบริการที่มีราคาแพงขึ้น ทำให้เป็นอุปสรรคต่อการเกิดขึ้นของอุปทานเพื่อความยั่งยืน

สำหรับภาคธุรกิจที่หน้าที่จัดทำรายงานด้านความยั่งยืน เช่น บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ส่วนหนึ่งนั้น มักจัดทำรายงานตามหน้าที่มากกว่าการต่อยอดความยั่งยืนในระยะยาวโดยสมัครใจ นอกเหนือจากนี้ บริษัทจดทะเบียนอาจจะต้องเผชิญกับบริบทความยั่งยืนภายในประเทศ เช่น บริษัทที่ต้องการจดทะเบียนเป็นสมาชิก Dow Jones Sustainability Index (DJSI) ที่จะต้องปฏิบัติตามมาตรฐานระหว่างประเทศ เนื่องจากจะต้องรายงานเปิดเผยข้อมูลตามมาตรฐานโลกที่มีมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูลที่ค่อนข้างสูง อาทิ Global Reporting Initiative หรือ GRI Standards ซึ่งเป็นประเด็นเร่งด่วนและสอดคล้องกับด้านความยั่งยืนในระดับโลก แต่อาจไม่ได้ปฏิบัติตามอย่างรับผิดชอบต่อบริบทแวดล้อมในสังคมไทย เช่น การหารือร่วมกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย การรับฟังข้อร้องเรียนของชุมชนแวดล้อม เป็นต้น

6.2.3 ช่องว่างของนโยบายของภาครัฐเรื่องตลาดทุนด้านความยั่งยืน

ช่องว่างนโยบายภาครัฐที่สำคัญคือ หน่วยงานขาดการวางแผนการดำเนินงานอย่างบูรณาการ โดยมักจะทำงานแบบแยกส่วน ตามความรับผิดชอบของแต่ละกระทรวง และขาดการมีส่วนร่วมจากทุกภาคส่วนที่เกี่ยวข้อง แม้ว่าปัจจุบันจะมีนโยบายเศรษฐกิจชีวภาพ เศรษฐกิจหมุนเวียน และเศรษฐกิจสีเขียว (Bio-Circular-Green Economy หรือ BCG Economy) และแนวโน้มของสังคมด้านการเป้าหมายการพัฒนาอย่างยั่งยืน (Sustainable Development Goal หรือ SDG) แต่นโยบายดังกล่าวไม่ได้รับความสำคัญเท่าที่ควรจนเกิดเป็นกระแสสังคม รวมถึงไม่ได้มีการเชื่อมโยงกับภาคส่วนอื่น ๆ โดยเฉพาะภาคการเงินและตลาดทุน ทำให้ไม่สามารถขยายผลของนโยบายสู่การส่งเสริมและบริหารจัดการตลาดทุนในด้านความยั่งยืนได้

ปัญหาการบูรณาการยังทำให้เกิดปัญหาเรื่องการจัดทำดัชนีด้านความยั่งยืนที่ขาดเอกภาพ ได้รับการยอมรับ และมีมาตรฐานเดียวกัน แบบดัชนีด้านความยั่งยืนของต่างประเทศ ทำให้ผู้ลงทุนยังไม่สามารถเปรียบเทียบผลการดำเนินการด้านความยั่งยืนทั้งในด้านการเปรียบเทียบระหว่างบริษัทและเปรียบเทียบระหว่างปีได้ รวมถึงทำให้การกำกับติดตามเป็นไปได้ยากลำบากและแยกส่วนงานมากยิ่งขึ้น



ในขณะที่เดียวกันมาตรการด้านความยั่งยืนของภาครัฐก็มักเป็นมาตรการโดยสมัครใจ หรือ มาตรการที่ให้ระยะเวลาในการปรับตัวในช่วงเปลี่ยนผ่าน ทั้งนี้ แนวทางดังกล่าวอาจมีเหตุผลมาจากความไม่พร้อมของภาคธุรกิจและภาคส่วนที่เกี่ยวข้อง เนื่องจากการปรับแนวทางบริหารจัดการธุรกิจให้มีความยั่งยืนนั้นจะเป็นต้นทุนที่สูงขึ้น แต่การกำหนดมาตรการโดยสมัครใจและไม่มีนโยบายส่งเสริม สนับสนุน หรือจูงใจเพิ่มเติม อาจทำให้มีองค์กรที่ปรับเปลี่ยนแนวทางการดำเนินธุรกิจให้ยั่งยืนในสัดส่วนที่น้อย ทำให้ภาคธุรกิจจึงอาจเพิกเฉยต่อการปรับเปลี่ยนแนวทางการประกอบการให้ยั่งยืนมากยิ่งขึ้น

สำหรับด้านการส่งเสริมและสนับสนุนจะอยู่ในรูปแบบของการจัดหลักสูตรเพื่อให้ความรู้แก่บริษัทจดทะเบียนในด้านการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน รวมถึงสิทธิประโยชน์ทางภาษีแก่การลงทุนที่จะปรับการดำเนินธุรกิจให้ยั่งยืนมากยิ่งขึ้น เช่น การลงทุนในเครื่องจักรเพื่อประหยัดพลังงาน การลงทุนในอุตสาหกรรมยานยนต์รถยนต์ไฟฟ้า เป็นต้น ในขณะที่ต่างประเทศจะมีนโยบายที่หลากหลายมากกว่า เช่น การให้เงินสนับสนุนเพื่อปรับการดำเนินธุรกิจให้ยั่งยืนมากยิ่งขึ้น หรือการให้ทุนสนับสนุนการวิจัยและพัฒนาเพื่อปรับการดำเนินธุรกิจให้ยั่งยืนมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้นโยบายจากภาครัฐยังไม่มีส่งเสริมการลงทุนหรือการออกผลิตภัณฑ์ทาง ESG เท่าที่ควร เช่น การ Monetize Carbon Credit ให้สามารถซื้อขายทำกำไรได้ หรือเชื่อมกองทุนรวมกับหุ้น ESG มากขึ้น เป็นต้น

สุดท้ายในส่วนของการกระเบียบ พบว่ายังมีความซ้ำซ้อนและปรับเปลี่ยนไม่ทันต่อการเปลี่ยนแปลงของธุรกิจ และกฎหมายที่มีนั้นไม่สามารถแก้ไขได้ทันและใช้เวลาในการเปลี่ยนแปลง และหน่วยงานกำกับดูแลยังเผชิญกับแรงกดดันเพิ่มจากต่างประเทศให้อยู่ในระดับมาตรฐานระหว่างประเทศ และความหลากหลายของธุรกิจที่ทำให้ยากต่อการมีมาตรฐานกลาง ทั้งนี้ แนวทางและโอกาสในการพัฒนา คือ ESG Data and Reporting ข้อมูลเปิดเผยออกมา และนำไปใช้ประโยชน์ในการวิเคราะห์ได้ดีขึ้น

6.3 ข้อเสนอแนะนโยบายเพื่อการส่งเสริมความยั่งยืนของตลาดทุน

จากสถานการณ์และช่องว่างปัญหาด้านความยั่งยืนของตลาดทุนไทยทำให้เห็นว่าตลาดทุนไทยต้องเร่งปรับตัวเองให้ตลาดทุนการพัฒนาที่ยั่งยืนมากขึ้น ทั้งในด้านสังคม สิ่งแวดล้อม และธรรมาภิบาล โดยจากการศึกษาของสถาบันอนาคตไทยศึกษา สามารถสรุปข้อเสนอแนะเชิงนโยบายการพัฒนาตลาดทุนเพื่อความยั่งยืนได้ 3 ด้านคือ (1) ข้อเสนอแนะด้านอุปสงค์ของตลาดทุนด้านความยั่งยืน (2) ข้อเสนอแนะด้านอุปทานของตลาดทุนด้านความยั่งยืน และ (3) ข้อเสนอแนะด้านนโยบายกฏระเบียบของภาครัฐของตลาดทุนด้านความยั่งยืน มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

6.3.1 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายเกี่ยวกับนโยบายของภาครัฐของตลาดทุนด้านความยั่งยืน

กระแสสังคมด้านความยั่งยืนและ ESG ในประเทศไทยยังอยู่ในระดับที่จำกัดและไม่ครอบคลุมในทุก ๆ ด้าน โดยมักเน้นหนักไปที่ประเด็นความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมมากกว่าด้านอื่น ซึ่งส่งผลให้ยังไม่สามารถเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมทั้งผู้บริโภคและนักลงทุนได้ จึงควรมีมาตรการหรือนโยบายที่ให้

ความสำคัญกับด้านความยั่งยืน โดยควรกำหนดเป็นวาระแห่งชาติ เช่น นโยบาย SG Green Plan ของสิงคโปร์หรือการออกคำสั่งประธานาธิบดีเรื่องการจัดการกับวิกฤตสภาพภูมิอากาศในสหรัฐอเมริกาและต่างประเทศ (Executive Order on Tackling the Climate Crisis at Home and Abroad) เพื่อกระตุ้นความตระหนักรู้ถึงความสำคัญของประเด็นความยั่งยืน และกำหนดให้หน่วยงานภาครัฐทั้งหมดมีมาตรการร่วมกันแทนที่การต่างคนต่างทำในแต่ละช่วงเวลา รวมถึงการสร้างความรู้ผ่านสื่อต่าง ๆ ที่เหมาะสมกับแต่ละกลุ่มและการส่งเสริมความตระหนักรู้เกี่ยวกับสิ่งแวดล้อมและความยั่งยืนในด้านอื่น ๆ ผ่านหลักสูตรการเรียนการสอนในโรงเรียน เพื่อปรับเปลี่ยนพฤติกรรมของผู้บริโภคและผู้ลงทุนในระยะยาว

นอกเหนือจากการสร้างการตระหนักรู้แล้ว ควรมีมาตรการอื่น ๆ เพื่อส่งเสริมสร้างการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมที่สามารถเข้าถึงกลุ่มผู้บริโภคได้หลากหลายมากขึ้น โดยการบังคับให้บริษัทต้องทำรายงานด้านความยั่งยืนหรือการกรอกแบบฟอร์มด้านความยั่งยืน ซึ่งอาจมีผลดีในด้านความโปร่งใสและการเปรียบเทียบข้อมูลสำหรับนักลงทุน แต่ในการตัดสินใจซื้อสินค้าหรือบริการหนึ่งนั้น อาจเป็นการตัดสินใจเฉพาะหน้าที่ผู้บริโภคไม่ได้ค้นคว้าข้อมูลด้านความยั่งยืนล่วงหน้า ควรมีมาตรการหรือข้อมูลสนับสนุนที่สามารถตระหนักได้อย่างชัดเจน เช่น ฉลากสินค้าที่มีความยั่งยืน เช่น Fair Trade หรือ Ethical Procurement เป็นต้น หรืออาจเป็นการประมวลข้อมูลอย่างง่ายเกี่ยวกับการใช้พลังงานหรือการทำลายสิ่งแวดล้อม เช่น ปริมาณ Carbon Footprint จากการท่องเที่ยว

นอกจากนี้การนำเทคโนโลยี เช่น แอปพลิเคชันหรือโปรแกรมเข้ามาช่วยเปรียบเทียบข้อมูลหรือให้ข้อเสนอแนะด้านการลงทุน หรือการนำเทคโนโลยี Personalize Impact and ESG Portfolio Recommendation System เข้ามาใช้เพื่อให้เกิดความสะดวกต่อนักลงทุนในการปรับพฤติกรรมการลงทุนสู่แนวทางที่ตอบโจทย์ ESG ได้ด้วยเช่นเดียวกัน โดยเทคโนโลยีเหล่านี้อาจสามารถช่วยวิเคราะห์ผลตอบแทนทางการเงินและผลกระทบต่อ ESG ของ Port การลงทุนปัจจุบัน เพื่อสร้างคำแนะนำในการปรับ Port ลงทุน ที่ไม่กระทบหรือกระทบต่อผลตอบแทนคาดหวังเฉลี่ยที่น้อย แต่สามารถลดผลกระทบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมได้ หรืออาจแนะนำการปรับ Port ลงทุนใหม่ที่ผลตอบแทนสูงขึ้นและผลกระทบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมต่ำลง ซึ่งจะนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมผู้บริโภคที่เห็นผลรวดเร็วและสะดวกยิ่งขึ้น

นักลงทุน เช่น Asset Manager อาจตระหนักถึงความสำคัญของความยั่งยืนและประเด็นด้าน ESG และมีความปรารถนาที่จะลงทุน แต่ขาดเงินทุนที่มากพอหรือจะต้องคำนึงถึงผลตอบแทนจากการลงทุน เพราะผลตอบแทนของผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่มีความยั่งยืนในปัจจุบันนั้นอาจอยู่ในระดับที่ไม่สามารถแข่งขันกับผลิตภัณฑ์การเงินทั่วไปได้ ฉะนั้นจึงอาจส่งเสริมต่ออุปสงค์โดยการมีนโยบายให้นักลงทุน Asset Manager ไปลงทุนในด้าน ESG มากขึ้น เพื่อส่งเสริมกระแสการลงทุนแบบคำนึงถึง ESG การให้โอกาสในการศึกษาเปรียบเทียบข้อมูลความเสี่ยงด้าน ESG ผ่านการปฏิบัติจริง และเป็นการเพิ่มทุนให้กับบริษัทที่ดำเนินธุรกิจแบบคำนึงถึงความยั่งยืน ซึ่งนโยบายดังกล่าวได้เป็นลักษณะเดียวกับนโยบายของสิงคโปร์ในโครงการการลงทุนด้านสิ่งแวดล้อม (Green Investment Programme) ในวงเงิน



มูลค่าประมาณ 2,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เพื่อให้ทุนกับผู้บริหารสินทรัพย์ (Asset Manager) ที่ส่งเสริมด้านสิ่งแวดล้อมในสิงคโปร์

ความยั่งยืนในการลงทุนด้าน ESG ควรจะมาจากประสิทธิภาพและผลประกอบการของธุรกิจที่ได้รับการอุดหนุนหรือใช้บริการจากผู้บริโภค อันเป็นการขับเคลื่อนโดยตลาด (Market-Based) อย่างไรก็ดี สินค้าและบริการที่มีความยั่งยืนในไทยมักจะมีราคาสูงกว่าสินค้าหรือบริการที่ไม่ได้คำนึงถึงความยั่งยืน จึงควรมีมาตรการสนับสนุนให้แก่ธุรกิจที่ประกอบธุรกิจโดยคำนึงถึงความยั่งยืนและ ESG เช่น สิทธิประโยชน์ทางภาษีในการลงทุนที่จะทำให้ธุรกิจมีความยั่งยืนมากขึ้น การให้ทุนในการดำเนินการ การให้ทุนการวิจัยและพัฒนา หรือมาตรการการให้เงินสนับสนุนให้ผู้ประกอบการสามารถลดราคาสินค้าที่มีความยั่งยืนและสามารถแข่งขันกับสินค้าทั่วไปได้หรือเพื่อสนับสนุนให้สามารถดำเนินนโยบายด้านความยั่งยืนโดยเฉพาะในประเด็นสิ่งแวดล้อมต่อไปได้ ซึ่งเป็นหนึ่งในแนวนโยบายที่ประเทศญี่ปุ่นเคยปรับใช้และประสบความสำเร็จ รวมถึงเพื่อให้มีอุปสงค์จากผู้บริโภคมากขึ้นเนื่องจากสินค้าและบริการที่มีความยั่งยืนมีราคาที่ไม่สูงมากนัก ส่งผลให้ธุรกิจมีผลประกอบการที่ดีขึ้น และสามารถดึงดูดนักลงทุนได้มากขึ้น

หนึ่งในข้อจำกัดที่ทำให้การลงทุนด้าน ESG ในประเทศไทยยังไม่สูงหรือไม่แพร่หลายมากนักคือการมีผลิตภัณฑ์ทางการเงินในด้านการลงทุนที่ยั่งยืนอยู่จำกัด อีกทั้งไม่มีทางเลือกที่ตอบโจทย์กับ Risk Profile และแบบแผนการลงทุน จึงควรสร้างสภาพแวดล้อมในการลงทุนเพื่อให้มีผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่หลากหลายผ่านมาตรการที่กล่าวถึงข้างต้น เช่น การสร้างการตระหนักรู้เพื่อสร้างความยั่งยืนในผู้บริโภค การออกมาตรการที่ทำให้ผู้บริโภคสามารถสนับสนุนความยั่งยืนได้ง่ายขึ้น การสนับสนุนธุรกิจให้สามารถมีราคาสินค้าหรือบริการที่ไม่สูงมากนัก เป็นต้น รวมถึงส่งเสริมอุตสาหกรรมใหม่ ๆ ในโครงสร้างเศรษฐกิจไทย ที่มีความยั่งยืนและเป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมและสังคม เช่น อุตสาหกรรมรถ EV อุตสาหกรรมอาหารหรือสิ่งทอที่ใช้แรงงานอย่างเป็นธรรม เป็นต้น เพื่อร่วมผลักดันให้มีผลิตภัณฑ์การลงทุนที่หลากหลายมากขึ้น

ทั้งนี้ อาจมีการจุดกระแสให้ความยั่งยืนและ ESG เป็นหัวใจสำคัญของโมเดลธุรกิจ และส่งเสริมการทำธุรกิจด้าน ESG เช่น การขายคาร์บอนเครดิต ที่หลายประเทศได้ดำเนินการอย่างจริงจัง เช่น ประเทศจีน ซึ่งหากมีการขยายผลไปยังอุตสาหกรรมที่เข้าถึงโดยประชาชนทั่วไป เช่น อุตสาหกรรมการท่องเที่ยว หรืออุตสาหกรรมการขนส่ง ก็อาจเป็นการเพิ่มความยั่งยืนได้ รวมถึงการส่งเสริมการพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ ๆ เช่น Cryptocurrency ดังเช่นประเทศสิงคโปร์ ที่มีการพัฒนาเหรียญ Carbon neutral token ที่คนที่เป็นเจ้าของเหรียญ 1 Token จะสามารถปล่อย Carbon Emission ได้หนึ่งตัน และสามารถขายเหรียญได้

อีกข้อจำกัดของการลงทุนด้าน ESG คือ ข้อมูล แม้ว่าปัจจุบันจะมีการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนในรูปแบบต่าง ๆ แต่นักลงทุนยังไม่มีข้อมูลที่มากพอสำหรับการวิเคราะห์ด้าน ESG เช่น ข้อมูล Historical Data ข้อมูลความเสี่ยงด้าน ESG อีกทั้งข้อมูลที่มีอยู่มีความกระจัดกระจายและไม่เป็นมาตรฐานเดียวกัน ซึ่งส่งผลให้ไม่สามารถนำข้อมูลมาเปรียบเทียบระหว่างองค์กรได้ จึงควรมีการส่งเสริม

ให้มีการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ดังเช่นข้อเสนอของ US SEC เพื่อให้มีข้อมูลที่มีมาตรฐานและสามารถวัดผลกระทบทางสังคมได้

นอกจากนี้ อีกหนึ่งมิติสำคัญของการส่งเสริมข้อมูลคือ การที่นักลงทุนรวมไปถึงผู้มีส่วนเกี่ยวข้องได้รับข้อมูลที่เกี่ยวกับ ESG อย่างรวดเร็วครบถ้วน แม่นยำ ยกตัวอย่างเช่น ข้อมูลเกี่ยวกับสายทางคาร์บอน (Carbon Footprint) ที่เกิดขึ้นจากสินค้า/บริการ ควรที่จะได้รับการรายงานอย่าง 1) รวดเร็ว เพื่อให้ผู้ลงทุนทราบและประเมินว่าการลงทุนของตนตอบโจทย์ ESG หรือไม่ พร้อมทั้งทำให้การรายงานข้อมูลโปร่งใสมากขึ้นเพราะการรายงานข้อมูลอย่างต่อเนื่องจะทำให้การตกแต่งข้อมูลทำได้ยากมากขึ้น และเป็นการป้องกันการจัดสรรทรัพยากรที่ไม่เป็นธรรมจากการซื้อขายสินทรัพย์โดยที่มีข้อมูลมากกว่าผู้ลงทุนอื่น (Insider Trade) เพราะช่วงเวลาที่ผู้ลงทุนได้ข้อมูลอย่างไม่เท่าเทียมกันจะส่งผลหากมีการส่งต่อข้อมูลที่รวดเร็ว 2) ละเอียด เพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถตัดสินใจได้อย่างรอบด้าน อาทิเช่น การรายงานสายทางคาร์บอน (Carbon Footprint) ควรจะต้องครอบคลุมไม่ใช่เพียงแค่สายทางที่เกิดขึ้นจากการผลิตสินค้า/บริการแต่เพียงอย่างเดียว แต่ควรครอบคลุมสายทางที่เกิดจากกระบวนการทั้งหมดเช่น การขนส่ง การทำลายทิ้ง การใช้เชื้อเพลิง เป็นต้น

ผู้เข้าร่วมการประชุมห้องปฏิบัติการเชิงนโยบาย (Policy Lab) ได้เสนอเงื่อนไขสำคัญของการรายงานข้อมูล ESG ที่น่าสนใจหลายประการ ไม่ว่าจะเป็นการสร้างระบบที่มีการเปิดเผยทั้งมิติ ได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล โดยข้อมูลในรายงานควรสะท้อนให้เห็นถึงการวัดผลกระทบระยะยาวและความยั่งยืนของธุรกิจ และสะท้อนถึงปฏิบัติจริงของบริษัทมากกว่าการรายงานผลตามหน้าที่ และจะต้องมีการสร้างระบบติดตามข้อมูลและเชื่อมโยงข้อมูลอย่างเป็นเอกภาพ ประเด็นสำคัญคือการมีดัชนีความยั่งยืนของไทยที่พัฒนาขึ้นตามบริบทของประเทศไทยที่มีเอกภาพและมาตรฐาน รวมถึงควรมีองค์กรกลางในการรับผิดชอบในการกำหนดและจัดอันดับ และควรเปลี่ยนจากมาตรการโดยสมัครใจเป็นมาตรการภาคบังคับตามดัชนีที่กำหนด เพื่อสร้างมาตรฐานการประกอบธุรกิจให้มีความยั่งยืนมากขึ้น และเพื่อเป็นข้อมูลให้นักลงทุนสามารถนำมาเปรียบเทียบได้

ทั้งนี้ การกำหนดมาตรการด้านข้อมูลควรคำนึงถึงอุปสรรคของธุรกิจรายเล็กที่อาจมีต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการรายงานข้อมูลด้าน ESG จึงควรมีมาตรการช่วยเหลือธุรกิจรายเล็กด้วยหากมีการบังคับให้มีการเปิดเผยข้อมูลในระดับที่เข้มข้นมากขึ้น เช่น การใช้เทคโนโลยีในการรวบรวมข้อมูล เช่น แผนที่ดาวเทียม เทคโนโลยีในการวัดการเติบโตของป่า (LIDAR) เป็นต้น

6.3.2 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายเกี่ยวกับอุปทานของตลาดทุนด้านความยั่งยืน

ภาคธุรกิจอาจไม่ตระหนักถึงความสำคัญของ ESG มากนัก จึงควรมีการรณรงค์เพื่อสร้างความตระหนักและสร้างกระแสสังคม เพื่อให้ภาคธุรกิจตระหนักมากขึ้น โดยรัฐบาลควรมีการจัดตั้งเป้าหมายทางความยั่งยืนอย่างชัดเจนและให้เป็นวาระแห่งชาติ เช่น การที่รัฐบาลอังกฤษตั้งเป้าที่จะบรรลุเป้าหมาย Net-zero ภายในปี ค.ศ. 2050 หรือเป้าหมายที่จะเป็นประเทศแรกในโลกที่มี Net-Zero Aligned



Financial Centre ซึ่งเป็นการที่สถาบันทางการเงินในสหราชอาณาจักรต้องออกแผนการเปลี่ยนผ่านที่สอดคล้องต่อเป้าหมาย Net-zero และรัฐบาลมีการตรวจสอบควบคุมอย่างเข้มข้น

นอกจากนี้ ยังเสนอแนะให้มีนโยบายที่สร้างการตระหนักรู้ ผ่านการนำเสนอข้อมูลเพื่อสร้างแรงจูงใจ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลแนวโน้มของผู้บริโภคที่ให้ความสำคัญกับการรับผิดชอบต่อสังคมมากขึ้น และอาจต่อต้านสินค้าหรือบริการที่ไม่ยั่งยืน รวมถึงข้อมูลความคาดหวังของนักลงทุนในด้าน ESG ที่เพิ่มมากขึ้น โดยประโยชน์จากการรายงานข้อมูล นอกจากจะยังสามารถสร้างความกดดันให้บริษัทมีการปรับตัวแล้ว ยังสามารถสร้างแรงจูงใจจากภายในแก่บริษัท ว่ากิจกรรมที่ทำอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคมส่งผลดีต่อทั้งสังคมและตัวองค์กรเองอย่างไรบ้าง เช่น การจัดการปล่อยก๊าซคาร์บอน ที่ช่วยทำให้ธุรกิจได้ตระหนักว่ามีการใช้พลังงานในการดำเนินธุรกิจอย่างสิ้นเปลืองหรือไม่ อย่างไร ซึ่งข้อมูลดังกล่าวจะช่วยให้สามารถวางแผนในการลดต้นทุนรายจ่ายของธุรกิจได้ เป็นต้น

สำหรับการส่งเสริมอุปทานของผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่ยั่งยืน สามารถสร้างได้จากการสร้างฐานข้อมูลและดัชนีที่สามารถเปรียบเทียบได้ มีการเปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้องชัดเจนและผ่านการตรวจสอบ และการออกนโยบายสนับสนุนการลงทุนในกลุ่มนี้โดยเฉพาะ โดยจะกระตุ้นให้บริษัทออกผลิตภัณฑ์หรือปรับเปลี่ยนกิจกรรมขององค์กรให้มีความยั่งยืนเพิ่มเติม เพื่อเข้าเป็นส่วนหนึ่งของกลุ่มผู้มีความรับผิดชอบต่อสังคม

โดยข้อเสนอแนะนั้น คือ ควรมีการจัดทำหน่วยงานตรวจสอบกลางเพื่อตรวจสอบและป้องกันการฟอกเขียว (Green Washing) โดยเฉพาะ และมีการจัดทำเกณฑ์การเผยแพร่ข้อมูลในเอกสารประกอบการลงทุน (Prospectus) หรือเอกสารรายงานประจำปีสำหรับกองทุนเพิ่มเติม เพื่อที่จะช่วยให้ผู้บริโภคสามารถแยกได้ระหว่างกองทุนที่มีความยั่งยืนและกองทุนทั่วไปอื่น ๆ โดยให้กองทุนแจ้งกลยุทธ์ที่ชัดเจนที่จะ Negatively screen-out บริษัทที่ประกอบไปด้วยคุณลักษณะบางประการที่ไม่สอดคล้องต่อหลักการ เช่น ไม่ผ่านมาตรฐานที่เกี่ยวข้องในระดับนานาชาติ หรือ Positively screen-in บริษัทหรือหลักทรัพย์ที่ตรงตามวัตถุประสงค์ ดังที่ Financial Conduct Authority ของสหราชอาณาจักรได้บังคับใช้

นอกจากนั้น ในการเพิ่มอุปทานของตลาดทุนด้านความยั่งยืน สามารถออกนโยบายเพิ่มเติมในการดำเนินงานร่วมกับการจัดทำข้อมูลและดัชนีความยั่งยืนได้ อาทิ การสนับสนุนให้กองทุนบางประเภทสามารถลงทุนได้เฉพาะในผลิตภัณฑ์ ESG หรือต้องมีการลงทุนโดยคำนึงถึงความยั่งยืนในอัตราส่วนที่กำหนด เช่นในความตกลง Net-Zero Statement Support ของสหราชอาณาจักร ที่กองทุนบำนาญขนาดใหญ่เข้าร่วมผูกมัดในเป้าหมาย Net-Zero ในลดการปล่อยมลภาวะทางการเงิน ยิ่งจะส่งผลให้จะทำให้ธุรกิจมีความตั้งใจในการเข้าเป็นส่วนหนึ่งของกลุ่ม ESG กันมากขึ้นและมีความยั่งยืนอย่างแท้จริง

ในส่วนของต้นทุนที่เพิ่มสูงขึ้นของธุรกิจยั่งยืนนั้น ควรมีมาตรการจูงใจในการปฏิบัติ โดยในปัจจุบัน ได้มีการยกเว้นค่าธรรมเนียมค่าอนุญาตเสนอขายตราสารเพื่ออนุรักษ์สิ่งแวดล้อม ตราสารเพื่อพัฒนาสังคม ตราสารเพื่อความยั่งยืน และตราสารส่งเสริมความยั่งยืนของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ล่าสุดในปี 2564 แล้ว โดยเสนอแนะมาตรการเพิ่มเติม เช่น การให้สิทธิประโยชน์

ทางภาษี การจัดสรรงบประมาณทำ Grant Scheme เพื่อสนับสนุนค่าใช้จ่ายแก่ผู้ที่จะออกหลักทรัพย์ด้าน ESG การใช้มาตรการช่วยเหลืออำนวยความสะดวกในการดำเนินงานด้านความยั่งยืน เช่น การความช่วยเหลือในการจัดทำและรายงานข้อมูลด้านความยั่งยืน เนื่องจากปัจจุบันบริษัทขนาดย่อมอาจพบปัญหาด้านงบประมาณที่ทำให้ไม่สามารถจัดเก็บและเปิดเผยข้อมูลตามมาตรฐานได้

ในส่วนของตัวผลิตภัณฑ์ สามารถสนับสนุนการให้เงินทุนสนับสนุนในการดำเนินการพัฒนาผลิตภัณฑ์หรือสนับสนุนการวิจัย (R&D) หรือ การดำเนินโครงการความร่วมมือเพื่อพัฒนาทั้งคุณภาพและรูปแบบของผลิตภัณฑ์ระหว่างภาครัฐและภาคเอกชน รวมถึง นโยบายทางพาณิชย์สามารถช่วยเพิ่มอุปทานของผลิตภัณฑ์ที่คำนึงถึงผลกระทบทางสังคมและสิ่งแวดล้อม เช่น การส่งเสริมป้ายสัญลักษณ์ที่แสดงออกถึงความสำเร็จในการดำเนินงานตามหลัก ESG จากตัวอย่างของกลุ่มสินค้าฉลาก Fairtrade หรือการสนับสนุนการนำมาใช้ของ Traceability Blockchain เพื่อช่วยตรวจสอบที่มาที่ไปห่วงโซ่อุปทาน (Supply Chain) ของผลิตภัณฑ์ว่าเป็นไปอย่างยั่งยืนหรือไม่

นอกเหนือจากมาตรการจูงใจเหล่านี้ ภาครัฐควรออกมาตรการเชิงบังคับด้านความยั่งยืนควบคู่กันไปอย่างเหมาะสมด้วย โดยเฉพาะมาตรการบังคับสำหรับบริษัทขนาดใหญ่ที่มีความพร้อมทางด้านทรัพยากรมากกว่า เช่นการบังคับบริษัทจดทะเบียนให้มีการรายงานด้านความยั่งยืนในปัจจุบัน โดยควรมีมาตรการอื่นเพื่อบังคับหรือกดดันควบคู่กันเพิ่มเติม เช่น การบังคับให้บริษัทใหญ่ใช้ทรัพยากรจาก Supplier ที่มีการประกอบธุรกิจอย่างยั่งยืน เพื่อเป็นการกดดันภาคธุรกิจรายย่อยให้ประกอบการอย่างยั่งยืน ทั้งนี้ ตัวอย่างดังกล่าวมักเป็นมาตรการโดยสมัครใจเนื่องจากการกดดันของผู้บริโภค ซึ่งมาตรการเหล่านี้อาจมีประสิทธิภาพในประเทศที่ผู้บริโภคตระหนักถึงความยั่งยืน แต่ในกรณีของประเทศไทยที่ผู้บริโภคไม่ได้ตระหนักถึงความยั่งยืนมากเทียบเท่ากับยุโรป หน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแลอาจต้องใช้มาตรการบังคับเพื่อขยายผลความยั่งยืนให้เกิดผลมากขึ้น

อย่างไรก็ตามมาตรการบังคับนั้นควรถูกออกแบบให้สอดคล้องกับตลาดทุนในแต่ละระดับ ยกตัวอย่างเช่น กฎระเบียบเกี่ยวกับ ESG ในกระดาน SME (SME Board) ควรได้รับการผ่อนปรนมากกว่าตลาด SET หรือ mai เพื่อเอื้อให้ธุรกิจเกิดใหม่สามารถเติบโตได้ เป็นต้น เพื่อให้ธุรกิจขนาดเล็กสามารถเติบโตหรือขยายธุรกิจได้อย่างเหมาะสม

สุดท้าย หน่วยงานที่มีส่วนเกี่ยวข้อง อาทิเช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงาน ก.ล.ต. ฯลฯ ควรผลักดันให้มีการนำเทคโนโลยี Blockchain เพื่อใช้ประโยชน์ใน 2 ประเด็นหลักดังต่อไปนี้

1) นักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นมีสิทธิมีเสียงต่อการตัดสินใจเกี่ยวกับทิศทางขององค์กร โดยอาจใช้ประโยชน์จากเทคโนโลยีที่ช่วยให้ผู้ถือหุ้นสามารถโหวตในประเด็นสำคัญ ๆ ได้อย่างรวดเร็วทันต่อสถานการณ์ และตอบสนองต่อความต้องการของผู้ถือหุ้นอย่างแท้จริงมากกว่าการตัดสินใจของฝ่ายบริหารแต่เพียงอย่างเดียว



2) เพื่อให้กลไกการตรวจสอบดูแลเป็นไปอย่างรวดเร็วต่อเนื่อง และเกิดจากผู้ตรวจสอบจำนวนมาก ช่วยเพิ่มความโปร่งใสในการตรวจสอบ ป้องกันการสมรู้ร่วมคิดกันระหว่างบริษัท และ ผู้ตรวจสอบ (Auditors) ซึ่งเทคโนโลยี Blockchain ประกอบกับกฎระเบียบที่บังคับให้บริษัทเปิดเผยข้อมูล จะช่วยให้เกิดผู้ตรวจสอบใหม่ ๆ ที่ช่วยกันทำหน้าที่สอดส่องดูแลแทนที่การผูกขาดของบริษัทที่ทำหน้าที่ตรวจสอบเพียงไม่กี่รายซึ่งมีความโปร่งใสน้อยกว่า

แม้ว่าจะมีความกังวลถึงคุณภาพของการตรวจสอบจากการที่มีผู้ตรวจสอบที่ไม่ได้มีความเชี่ยวชาญ แต่การที่มีผู้ตรวจสอบจำนวนมากจะช่วยคานอำนาจซึ่งกันและกัน และไม่ทำให้ผลการประเมินผิดจากสภาพความเป็นจริงจนเกินไป ซึ่งหากการผลักดันดังกล่าวทำร่วมกับนโยบายการเปิดเผยข้อมูลสร้างแพลตฟอร์มที่ให้ข้อมูลข้อเท็จจริงร่วมกันเป็นหนึ่งเดียว (Single Source of Truth) จะสามารถช่วยลดความผิดพลาดที่เกิดขึ้นจากการตรวจสอบได้เพราะผู้ตรวจสอบใช้ข้อมูลประกอบการประเมินจากแหล่งให้ข้อมูลที่มีคุณภาพ

จึงควรมีมาตรการคุ้มครองการสอดส่องดูแลความรับผิดชอบต่อสังคมของผู้ประกอบการ เช่น การสร้างความเชื่อมั่นว่า NGO ที่มีเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับการประกอบธุรกิจอย่างไม่ยั่งยืนจะไม่ถูกฟ้องปิดปาก (Strategic Lawsuit Against Public Participation หรือ SLAPP) เพื่อกดดันให้ภาคธุรกิจดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนและคำนึงถึง ESG อย่างแท้จริงและยั่งยืนยิ่งขึ้น และในปัจจุบัน มีกรณีของมาตรฐานระหว่างประเทศโดยละเอียดถึงบริบทความยั่งยืนในประเทศ หรือการปฏิบัติตามเฉพาะมาตรฐานความยั่งยืนที่กำหนดเท่านั้น จึงเป็นไปได้ว่าบริษัทหรือผู้ประกอบการบางรายยังคงมีการดำเนินงานอย่างไม่ยั่งยืน แม้ว่าจะมีการรายงานและดำเนินการอย่างถูกต้องในตัวชี้วัดที่ถูกกำหนดไว้แล้ว บทบาทของประชาชนจึงมีความสำคัญอย่างยิ่งในการกำกับดูแลความยั่งยืน

บรรณานุกรม

- ‘ใช้’ หรือ ‘เก็บ’ คนไทยมีนิสัย-ทักษะทางการเงินอย่างไร?, <https://tdri.or.th/2020/08/thailandfinancial-literacy/>
- “A quarter of UK investors plan to make ESG investments by 2025,” WealthAdvisor, June 4, <https://www.wealthadviser.co/2021/06/04/301381/quarter-uk-investors-plan-make-esg-investments-2025>
- “Foresight research finds 80 per cent of IFAs see ESG considerations as ‘important’ when building portfolios for their clients”, WealthAdvisor, October 12, <https://www.wealthadviser.co/2021/10/12/307467/foresight-research-finds-80-cent-ifas-see-esg-considerations-important-when>
- “Foresight research finds 80 per cent of IFAs see ESG considerations as ‘important’ when building portfolios for their client,” WealthAdvisor, October 12, <https://www.wealthadviser.co/2021/10/12/307467/foresight-research-finds-80-cent-ifas-see-esg-considerations-important-when>
- “Kamitkatsu เมือง Zero Waste ที่ผู้คนแยกขยะ 45 ประเภทและรีไซเคิลขยะทุกชิ้นอย่างยั่งยืน,” NgThai, 14 กุมภาพันธ์, <https://ngthai.com/sustainability/33838/kamitkatsu-zero-waste/>
- ”, <https://www.hsbc.co.uk/wealth/articles/what-is-sustainable-investing/>
- Acciona. (n.d.). Do you know when sustainability first appeared? Retrieved from
- Ahn H J, Cai J, Hamao Y, Ho R. (2005). Adverse selection, brokerage coverage, and trading activity on the Tokyo Stock Exchange. *Journal of Banking and Finance*, 29: 1483–1508.
- Aitken, R. (2017). ‘All data is credit data’: Constituting the unbanked. *Competition and Change*, 21(4), 274-300. <https://doi.org/10.1177%2F1024529417712830>
- Akin Gump Strauss Hauer & Feld LLP (2021), “Singapore’s Green Finance Drive”, JDSupra, November 2, <https://www.jdsupra.com/legalnews/singapore-s-green-finance-drive-1570856/>
- Andrieux, J.B. (2021), “UK – A good hunting ground for sustainability?,” Money Marketing, September 30, <https://www.moneymarketing.co.uk/analysis/uk-a-good-hunting-ground-for-sustainability/>
- Andrieux, J.B. (2021), “UK – A good hunting ground for sustainability?,” Money Marketing, September 30, <https://www.moneymarketing.co.uk/analysis/uk-a-good-hunting-ground-for-sustainability/>

- Andrle, M., Bluedorn, J., Eyraud, L., Kinda, T., Koeva Brooks, P., Schwartz, G., & Weber, A. (2015). Reforming Fiscal Governance in the European Union. Staff Discussion Notes, 15(9), 1. doi: 10.5089/9781498338288.006
- BAM. (2020). Green Bond การลงทุนทางเลือกที่น่าสนใจ. <https://www.bam.co.th/article/224/>
- Bank for International Settlement. (2011). Report on asset securitisation incentives. Basel Committee on Banking Supervision: The Joint Forum.
- Battersby, M. (2021), "Two thirds of HK and Singaporeans say ESG investing is 'important' post Covid," International Investment, September 2, <https://www.internationalinvestment.net/news/4036509/thirds-hk-singaporeans-esg-investing-post-covid>
- BBC Future. (2021, January 21). How the world embraced consumerism. Retrieved from <https://www.bbc.com/future/article/20210120-how-the-world-became-consumerist>
- Bhardwaj, R. K., & Brooks, L. D. (1992). The January anomaly: effects of low share price, transaction costs, and bid-ask bias. *Journal of Finance*, 47, 553–574.
- Bird, R., Yeung, D. (2012). How do investors react under uncertainty?. *Pacific-Basin Finance Journal*, 20 (2), 310-327.
- BOT, "ประเภทของตราสารหนี้", <https://www.bot.or.th/Thai/DebtSecurities/IntroToGovtDebtSecurities/Pages/Type.aspx>
- Bruno, G., & Drexler, M. (2016), 'Accelerating Capital Markets Development in Emerging Economies: Country Case Studies White Paper. Oliver Wyman, World Economic Forum.
- Busse, J, Chordia, T, Jiang, L, Tang, Y. (2017). Mutual Fund Trading Costs and Diseconomies of Scale. Research Collection Lee Kong Chian School Of Business, 1-90.
- Capital Markets Factbook. (2019), SIFMA.
- Chan, J. (2021), "Singapore must embrace global ESG movements to stay competitive: SGX sustainability head," *The Business Times*, October 6, <https://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/singapore-must-embrace-global-esg-movements-to-stay-competitive-sgx-sustainability>
- Charles, K., & Stephens, Jr., M. (2004). Job Displacement, Disability, and Divorce. *Journal Of Labor Economics*, 22(2), 489-522. doi: 10.1086/381258

- Chavalle, L., Chevez-Bedoya, L. (2019). The impact of transaction costs in portfolio optimization: A comparative analysis between the cost of trading in Peru and the United States. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 24 (48), 288-311.
- Choy, N. (2021), "80% of Singapore investors believe in ESG, but only a quarter take action: survey," *The Business Times*, April 15, <https://www.businesstimes.com.sg/banking-finance/80-of-singapore-investors-believe-in-esg-but-only-a-quarter-take-action-survey>
- Cometto, M.T. (2021), "Letter from US: SEC looks towards mandatory ESG disclosure by companies," IPE International Publishers Limited, September, <https://www.ipe.com/home/letter-from-us-sec-looks-towards-mandatory-esg-disclosure-by-companies/10054680.article>
- Corbacho, A., Philipp, J., & Ruiz-Vega, M. (2015). Crime and Erosion of Trust: Evidence for Latin America. *World Development*, 70, 400-415. doi: 10.1016/j.worlddev.2014.04.013
- CredoLab. CredoLab Privacy Policy (GDPR Privacy Policy). <https://www.credolab.com/privacy-policies/gdpr-privacy-policy>
- David Phillips & Ross Warwick & Maya Goldman & Karolina Goraus & Gabriela Inchauste & Tom Harris & Jon Jellema, 2018. "Redistribution via VAT and Cash Transfers: An Assessment in Four Low and Middle Income Countries," *Commitment to Equity (CEQ) Working Paper Series 78*, Tulane University, Department of Economics.
- de Jong, M. D. T., Huluba, G., & Beldad, A. D. (2020). Different Shades of Greenwashing: Consumers' Reactions to Environmental Lies, Half-Lies, and Organizations Taking Credit for Following Legal Obligations. *Journal of Business and Technical Communication*, 34(1), 38–76. <https://doi.org/10.1177/1050651919874105>
- De Wispelaere, J., & Stirton, L. (2004). The Many Faces of Universal Basic Income. *The Political Quarterly*, 75(3), 266-274. doi: 10.1111/j.1467-923x.2004.00611.x
- Deloitte (2019), *Embracing ESG in the Singapore Financial Services Industry*, <https://www2.deloitte.com/th/en/pages/risk/articles/sustainable-finance.html>
- Deloitte. (2018). *Securitization Structured Finance Solution*.
- Deloitte. (2020). *Southeast Asia IPO capital market*. Retrieved 5 May 2021, from <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/sg/Documents/audit/sea-aud-dea-ipo-market-report-2020.pdf>

- DiPasquale, D., & Glaeser, E. (1998). Incentives and Social Capital: Are Homeowners Better Citizens?. doi: 10.3386/w6363
- Downing, C., Jaffee, D., and Wallace, N. (2009). Is the Market for Mortgage-Backed Securities a Market for Lemons? *The Review of Financial Studies*, 22, pp. 2257-2294.
- Edie newsroom (2021), "Net-zero investment portfolios promised by 14 major UK pension funds," edie, July 15, <https://www.edie.net/news/6/Net-zero-investment-portfolios-promised-by-14-major-UK-pension-funds/>
- Edwards, B. (2021) "How new rules have sharpened the ESG focus of pension schemes", *Raconteur*, September 23, <https://www.raconteur.net/finance/how-new-rules-have-sharpened-the-esg-focus-of-pension-schemes/>
- Eggert, K. (2009). The Great Collapse: How Securitization Caused the Subprime Meltdown. *Connecticut Law Review*. 27. https://opencommons.uconn.edu/law_review/27
- Evans, G. (2012). Stock market transaction costs and economic growth. (Unpublished doctoral dissertation). The University of Georgia, Georgia.
- Fabozzi, F.J., Davis, H.A., & Choudhary, M. (2006). *Introduction to Structured Finance*. Wiley.
- Fai, M. (2021), "Bridging the ESG Gap in China," *Franklin Templeton*, April 13, <https://www.franklintempleton.com/investor/article?contentPath=html/ftthinks/common/blogs/emerging-markets/bridging-esg-gap-china.html>
- Frame, W.S. (2017). *Agency Conflicts in Residential Mortgage Securitization: What Does the Empirical Literature Tell Us?*. Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper-1.
- FTSE Russel (2021), *FTSE All-Share Indexes [Factsheet]*, November 30, <https://research.ftserussell.com/Analytics/FactSheets/temp/86915257-70c6-43b6-bc4f-6a1a97bbe2c1.pdf>
- FTSE Russel (2021), *FTSE UK 100 ESG Select Index [Factsheet]*, November 30, <https://research.ftserussell.com/Analytics/FactSheets/temp/e0d81d84-1443-45c0-b654-9abaec7100bc.pdf>
- FTSE Russel Factsheet (2021), *FTSE UK 100 ESG Select Index*, November 30, <https://research.ftserussell.com/Analytics/FactSheets/temp/e0d81d84-1443-45c0-b654-9abaec7100bc.pdf>
- Gregory, J. (2014). The search for an 'asset-effect': What do we want from asset-based welfare?. *Critical Social Policy*, 34(4), 475-494. doi: 10.1177/0261018314536134

- Griffin, J., Kelly, P., & Nardari, F. (2006). Measurement Short-Term International Stock Market Efficiency.
- Gu, B., & Hitt, L.M. (2001). Transaction Costs and Market Efficiency. Twenty-Second International Conference on Information Systems.
- Harris, L. (1990). Statistical Properties of the Roll Serial Covariance Bid/Ask Spread Estimator. *Journal of Finance*, 45, 579–590.
- Harris, L. (2003). *Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*. New York, NY: Oxford University Press.
- Hau, H. (2006). The Role of Transaction Costs for Financial Volatility: Evidence from the Paris Bourse. *Journal of the European Economic Association*, Volume 4, Issue 4, 1 June 2006, Pages 862–890.
- He, C., Lu, Z., He, X., & Chai, J. (2010). Adverse Selection Costs: A Study on the Chinese Stock Market. *Frontiers of Business Research in China*, 4(2): 209–230.
- Hirankasi, P. (2021). บทบาทของหลักประกันในการขอสินเชื่อ ในภาคการธนาคารยุคใหม่. Krungsri. <https://www.krungsri.com/th/research/research-intelligence/ri-collateral-2021?fbclid=IwAR3c9G5NLhEBkJJQuY8ryIM-GuzVbBqA5Wbyo6-kK2Hn7obwSKR5NMYuLyA>
- HM Government (2021), *Greening Finance: A Roadmap to Sustainable*, Report: October, Investing https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/1031805/CCS0821102722-006_Green_Finance_Paper_2021_v6_Web_Accessible.pdf
- HM Treasury (2021), “Chancellor: UK will be the world’s first net zero financial centre,” November 3, <https://www.gov.uk/government/news/chancellor-uk-will-be-the-worlds-first-net-zero-financial-centre>
- HM Treasury, “Guidance Fact Sheet: Net Zero-aligned Financial Centre”, November 2, <https://www.gov.uk/government/publications/fact-sheet-net-zero-aligned-financial-centre/fact-sheet-net-zero-aligned-financial-centre>
- HSBC UK, “What is sustainable investing?” https://www.activesustainability.com/sustainable-development/do-you-know-when-sustainability-first-appeared/?_adin=02021864894
- <https://www.sec.or.th/Documents/PHS/Main/751/hearing332564.pdf>

- Industrial Intelligent Unit. (n.d.). การฟอกเขียว (Greenwashing). Retrieved from https://packaging.oie.go.th/new/admin_control_new/html-demo/file/5479630128.pdf
- Inland Revenue Authority of Singapore, "Payments that are not subject to Withholding Tax", <https://www.iras.gov.sg/irashome/Other-Taxes/Withholding-tax/Non-resident-companies/Payments-That-Are-Not-Subject-to-Withholding-Tax/>
- IRAS, "Gain from Sale of Property, Shares and Financial Instruments", <https://www.iras.gov.sg/irashome/Individuals/Locals/Working-Out-Your-Taxes/What-is-Taxable-What-is-Not/Gains-from-Sale-of-Property--Shares-and-Financial-Instruments/>
- Jagtiani, J., & Lemieux, C. (2019). The Roles of Alternative Data and Machine Learning in Fintech Lending: Evidence from the LendingClub Consumer Platform. Federal Reserve Bank of Philadelphia, WP 18-15.
- Jobst, A. (2009). Islamic Securitization After the Subprime Crisis, *Journal of Structured Finance*, 14, pp. 41-57.
- Kalil, A., & Ziol-Guest, K. (2005). Single Mothers' Employment Dynamics and Adolescent Well-Being. *Child Development*, 76(1), 196-211. doi: 10.1111/j.1467-8624.2005.00839.x
- Kempson, E. and Whyley, C. (1999) Understanding and Combating Financial Exclusion. *Insurance Trends* (The Association of British Insurers), 18-22.
- Kishan, S. (2021), "'Wild West' of ESG Ripe for a Crackdown, Veteran Investor Says," *Bloomberg Green*, September 29, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-09-29/wild-west-of-esg-ripe-for-a-crackdown-veteran-investor-says>
- KLRI, "FINANCIAL INVESTMENT SERVICES AND CAPITAL MARKETS ACT Act No. 14817, Apr. 18, 2017", https://elaw.klri.re.kr/eng_service/lawView.do?hseq=43324&lang=ENG และ
- Kocinski, M. (2014). Transaction costs and market impact in investment management. *e-Finanse: Financial Internet Quarterly*, 10(4), 28-35.
- KOFIA, "Self-Regulation", http://eng.kofia.or.kr/wpge/m_21/about/selfRegulation.do
- Korwatanasaku and Warunsiri Paweenawatl (2020), "TRADE, GLOBAL VALUE CHAINS, AND SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES IN THAILAND: A FIRM-LEVEL PANEL ANALYSIS", <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/604661/adbi-wp1130.pdf>
- Krall, M. (2016). Governance and Conflicts of Interest in Financial Credit Rating Agencies. *Revue Internationale De Droit Economique*, 2, 185-195.
<https://doi.org/10.3917/ride.302.0185>

- Krebsz, M. (2011). *Securitization and Structured Finance Post Credit Crunch*. Wiley Finance.
- Kristoufek, L., & Vosvrda, M. (2014). Measuring capital market efficiency: long-term memory, fractal dimension and approximate entropy. *The European Physical Journal B*, 87(7). doi: 10.1140/epjb/e2014-50113-6
- Lee, C., & Ready, M. (1991). Inferring Trade Direction from Intraday Data. *Journal of Finance*, 46, 733–746.
- Lesmond, D., Trzcinka, C., & Ogden, J. (1999). A new estimate of transaction costs. *The Review of Financial Studies*, 12(5), 1113-1141.
- Lesmond, D., Trzcinka, C., & Ogden, J. (1999). A new estimate of transaction costs. *The Review of Financial Studies*, 12(5), 1113-1141.
- Levine, R., & Zervos, S. (1996). Stock Market Development and Long-Run Growth. *The World Bank Economic Review*, 10(2), 323-339.
- Liem, R., & Liem, J. (1988). Psychological Effects of Unemployment on Workers and Their Families. *Journal Of Social Issues*, 44(4) , 87- 105. doi: 10. 1111/ j. 1540-4560.1988.tb02093.x
- London Stock Exchange, FTSE4Good UK Index,
<https://www.londonstockexchange.com/indices/ftse4good-uk-index>
- Lumpkin, S. (2010). Consumer Protection and Financial Innovation: A Few Basic Propositions. Retrieved 5 May 2021, from <https://www.oecd.org/daf/fin/financialmarkets/46010844.pdf>
- Market Structure Partners. (2014). *International Transaction Cost Benchmarking Review*.
- Mason, J.R. & Rosner, J. (2007). Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruptions, Available at <http://ssrn.com/abstract=1027475>.
- Mayer, S., & Jencks, C. (1989). Poverty and the Distribution of Material Hardship. *The Journal Of Human Resources*, 24(1), 88. doi: 10.2307/145934
- McKinsey Global Institute, *Climate risk and response in Asia*, [Special Report]
<https://www.mckinsey.com/business-functions/sustainability/our-insights/climate-risk-and-response-in-asia>

- Michlitsch, K. (2021). An Introduction to Alternative lending. Morgan Stanley.
<https://www.morganstanley.com/im/en-us/financial-advisor/insights/investment-insights/an-introduction-to-alternative-lending.html>)
- Miller, N. (2021), “Authorised ESG & Sustainable Investment Funds: improving quality and clarity”, Financial Conduct Authority [Open Letter], July 2021
<https://www.fca.org.uk/publication/correspondence/dear-chair-letter-authorised-esg-sustainable-investment-funds.pdf>
- Muralidharan, K., Niehaus, P., & Sukhtankar, S. (2016). Building State Capacity: Evidence from Biometric Smartcards in India. American Economic Review, 106(10), 2895-2929. doi: 10.1257/aer.20141346
- NESDC. (n.d.). เกี่ยวกับ SDG. Retrieved from [https://sdgs.nesdc.go.th/เกี่ยวกับ-sdgs/SCG Chemicals](https://sdgs.nesdc.go.th/เกี่ยวกับ-sdgs/SCG-Chemicals). (2021, July 12).
- NRF, “Early Stage Venture Fund”, <https://www.nrf.gov.sg/funding-grants/early-stage-venture-fund>
- Odegaard, B. (2008). The (implicit) cost of equity trading at the Oslo Stock Exchange. What does the data tell us? UiS Working Papers in Economics and Finance.
- OECD. (2019). OECD Equity Market Review Asia 2019.
- Parolin, Z., & Siöland, L. (2019). Support for a universal basic income: A demand–capacity paradox?. Journal Of European Social Policy, 30(1) , 5- 19. doi: 10.1177/0958928719886525
- Pavabutr, P., & Sirodom, K. (2007). Market Microstructure: What can we learn from ultra-high frequency data on the SET? Capital Market and Market Microstructure Research Forum.
- PeerPower. (2019). トラサールหนี้เสียในประเทศไทย.
<https://www.peerpower.co.th/blog/investor/invest/green-bond-2/>
- Peter H. Lindert, 2017. "The Rise and Future of Progressive Redistribution," Commitment to Equity (CEQ) Working Paper Series 73, Tulane University, Department of Economics.
- Petersen, M. A., & Fialkowski, D. (1994). Posted versus Effective Spreads: Good Prices or Bad Quotes?. Journal of Financial Economics, 35, 269–292.
- Poh, J. (2021), “ESG (Environmental, Social & Governance) Investing in Singapore: How Retail Investors Can Start Investing Sustainably,” Money Smart, October 27,
<https://blog.moneysmart.sg/invest/esg-environmental-social-governance-investing-in-singapore-how-retail-investors-can-start-investing-sustainably/>

Principles for Responsible Investment, “Regulation database,”

<https://www.unpri.org/policy/regulation-database>

Reuters. (2020). Exclusive-China to push its tech giants to share consumer credit data-sources.

<https://www.reuters.com/article/uk-china-big-tech-data-exclusive-idUKKBN29G0MN>

Reuters. (2020). Exclusive-China to push its tech giants to share consumer credit data-sources.

<https://www.reuters.com/article/uk-china-big-tech-data-exclusive-idUKKBN29G0MN>

Ritchie, G. (2021), “U.K. Fund Managers Face More ESG Red Tape With New Proposal,”

Bloomberg Green, November 4, [https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-11-04/u-](https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-11-04/u-k-fund-managers-face-more-esg-labeling-rules-than-eu-peers)

[k-fund-managers-face-more-esg-labeling-rules-than-eu-peers](https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-11-04/u-k-fund-managers-face-more-esg-labeling-rules-than-eu-peers)

Roll, R. (1984). A Simple Implicit Measure of the Effective Bid-Ask Spread in an Efficient

Market, The Journal of Finance, 39 (4), 1127-1139.

Rossi, P., & Weber, E. (1996). The social benefits of homeownership: Empirical evidence from

national surveys. Housing Policy Debate, 7(1) , 1- 35. doi:

10.1080/10511482.1996.9521212

SCG Chemicals. (2021, July 12). ธุรกิจเคมีคอลส์ เอสซีจี กับแนวคิด ESG เพื่อสังคมที่ดี สิ่งแวดล้อม

ยั่งยืน และธุรกิจที่เติบโต. Retrieved from [https://www.scg.com/sustainability/circular-](https://www.scg.com/sustainability/circular-economy/interesting/scg-chemicals-with-esg/)

[economy/interesting/scg-chemicals-with-esg/](https://www.scg.com/sustainability/circular-economy/interesting/scg-chemicals-with-esg/)

SGX & KPMG & NUS CGS, Perspectives of Financial Institutions on Sustainability Disclosures,

[https://api2.sgx.com/sites/default/files/2021-](https://api2.sgx.com/sites/default/files/2021-04/Perspectives%20of%20Financial%20Institutions%20on%20Sustainability%20Disclosures.pdf)

[04/Perspectives%20of%20Financial%20Institutions%20on%20Sustainability%20Disclosures.pdf](https://api2.sgx.com/sites/default/files/2021-04/Perspectives%20of%20Financial%20Institutions%20on%20Sustainability%20Disclosures.pdf)

SGX, ESG Stock Ratings, <https://www.sgx.com/esg/stock-ratings>

Shearman & Sterling (2021), “ESG UPDATE: UK GOVERNMENT RELEASES ROADMAP TO

SUSTAINABLE INVESTING,” October 28,

[https://www.shearman.com/Perspectives/2021/10/UK-Government-Releases-Roadmap-](https://www.shearman.com/Perspectives/2021/10/UK-Government-Releases-Roadmap-to-Sustainable-Investing)
[to-Sustainable-Investing](https://www.shearman.com/Perspectives/2021/10/UK-Government-Releases-Roadmap-to-Sustainable-Investing)

Sinai, T., & Souleles, N. (2005). Owner-Occupied Housing as a Hedge Against Rent Risk. The

Quarterly Journal Of Economics, 120(2), 763-789. doi: 10.1093/qje/120.2.763

Skreta, V. & Veldkamp, L. (2009). Ratings shopping and asset complexity: A theory of ratings

inflation. Journal of Monetary Economics, 56 (5), 678-695.

- Sofi. Press Release. https://www.sofi.com/press/sofi-completes-251mm-sp-rated-Securitization-refinanced-student-loans/?_cf_chl_jschl_tk__=pmd_gG6gcISy_lpLP075N4oyWcW9q4Il.xZ7UDirGMRTnCU-1629862937-0-ggNtZGzNAnujcnBszQiR
- Sritong, N. (2020). ส่องทิศทาง ESG Bond: อนาคตการระดมทุนและการลงทุนที่ตอบโจทย์ความยั่งยืน. Krungthai Compass. https://krungthai.com/Download/economyresources/EconomyResourcesDownload_654Research_Note_10_02_64.pdf
- Stoll, H. R., & Whaley, R. (1983). Transactions costs and the small firm effect. Journal of Financial Economics, 12, 57–79.
- Stoneport Pensions, “Stoneport releases its ESG Ambitions Statement to offer smaller DB schemes an affordable way to manage ESG integration,” December 3, <https://www.stoneport.co.uk/news/stoneport-releases-its-esg-ambitions-statement-to-offer-smaller-db-schemes-an-affordable-way-to-manage-esg-integration/>
- Sunak, R. (2021), “RECOMMENDATIONS FOR THE FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY,” [Open Letter] March 23, https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/972445/CX_Letter_-_FCA_Remit_230321.pdf
- ThaiBMA. (2017). Green Bond ตราสารหนี้สีเขียว. <https://www.thaibma.or.th/EN/Investors/Individual/Blog/GreenBond.aspx>
- Thailand Sustainable Development Foundation. (n.d.). ไทยและเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน. Retrieved from <http://www.tsdf.nida.ac.th/th/blog/10560/429-ไทยและเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน>
- The Parliament of Malaysia, “CAPITAL MARKETS AND SERVICES ACT 2007”, <https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=2093f82c-7929-47e8-9279-f88e3b85dbbf> และ FIMM, “Mission Statement”, <https://www.fimm.com.my/home/about-us/self-regulatory-organization/>
- Thompson, G., Kerr-Jarrett, M., Gondin, F., Saracco, C., Schneider, C., & Dandu, R. (2021, December 21). H&M's Greenwashing: Short-Sighted and Unethical. Retrieved from <https://www.the101.world/jana-voice-from-the-sea/>
- Urjanet. (2017). The Intersection of Alternative Credit and Chinese Fintechs. <https://urjanet.com/blog/alternative-credit-chinese-fintechs/>

- US SIF Foundation (2021) , Report on US Sustainable and Impact Investing Trends,
<https://www.ussif.org/files/Trends%20Report%202020%20Executive%20Summary.pdf>
- Wasi, N., P. Bumrungruan, C. Monchaitrakul, M. Rudtanasudjatum, and K. Samphantharak.
(2018): “SME Debt in Thailand: A Perspective from Loan-Level Data” Discussion Paper,
Puey Ungphakorn Institute for Economic Research, forthcoming.
- World Bank (2020). ‘Capital Markets Development A Primer for Policymakers’
- World Bank Group, “ PRINCIPLES for Public Credit Guarantee Schemes for SMEs”,
<https://documents1.worldbank.org/curated/en/576961468197998372/pdf/101769-REVISED-ENGLISH-Principles-CGS-for-SMEs.pdf>
- World Bank. (2018). Financial Inclusion on the Rise, But Gaps Remain, Global Findex Database Shows. <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2018/04/19/financial-inclusion-on-the-rise-but-gaps-remain-global-findex-database-shows>
- Yun, J., & Yun, E. (2021). Instead of Universal Basic Income, Try Universal Basic Stakeholding - Worth. Retrieved 30 August 2021, from <https://www.worth.com/instead-of-universal-basic-income-try-universal-basic-stakeholding/>
- ดร.เศรษฐวุฒิ สุทธิวาทนฤพุฒิ, “The Future of Financial System”,
<https://www.bot.or.th/Thai/ConsumerInfo/Documents/Quote-Future-Financial-System.pdf>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ‘ภาษีอากรจากการลงทุนในตลาดทุน’,
https://www.set.or.th/th/regulations/tax/tax_p1.html
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2018). รายงานผลสำรวจการเข้าถึงบริการทางการเงินภาคครัวเรือน ปี 2561.
https://www.bot.or.th/Thai/FinancialInstitutions/Highlights/FSMP2/FinancialAccessSurveyOfThaiHouseholds_2018.pdf
- ธนาคารกรุงศรี. (2018). ระบบการเงินที่เข้าถึงได้ โอกาสใหม่ของภาคการเงินยุคดิจิทัล. Retrieved 29 April 2021, from https://www.pier.or.th/wp-content/uploads/2018/09/Perspectives-1-24-Sompravin-180922_BankingtheUnbanked-24.pdf
- ธุรกิจเคมีคอลส์ เอสซีจี กับแนวคิด ESG เพื่อสังคมที่ดี สิ่งแวดล้อมยั่งยืน และธุรกิจที่เติบโต. Retrieved from <https://www.scg.com/sustainability/circular-economy/interesting/scg-chemicals-with-esg/>
- นงา วะสี, et al. (2018). มุมมองสินเชื่อบริษัทไทยจากข้อมูลรายสัญญา ตอนที่ 1. สถาบันวิจัยเศรษฐกิจ ป๋วย อึ๊งภากรณ์ (PIER). <https://www.pier.or.th/abridged/2018/12/>



ผู้จัดการออนไลน์, “กนง.คงดอกเบี้ยนโยบาย 0.5% ปรับเพิ่มจีดีพีปี 65 โต 3.9% ปี 64 โต 0.7% เท่าเดิม”, <https://mgronline.com/stockmarket/detail/9640000096508>

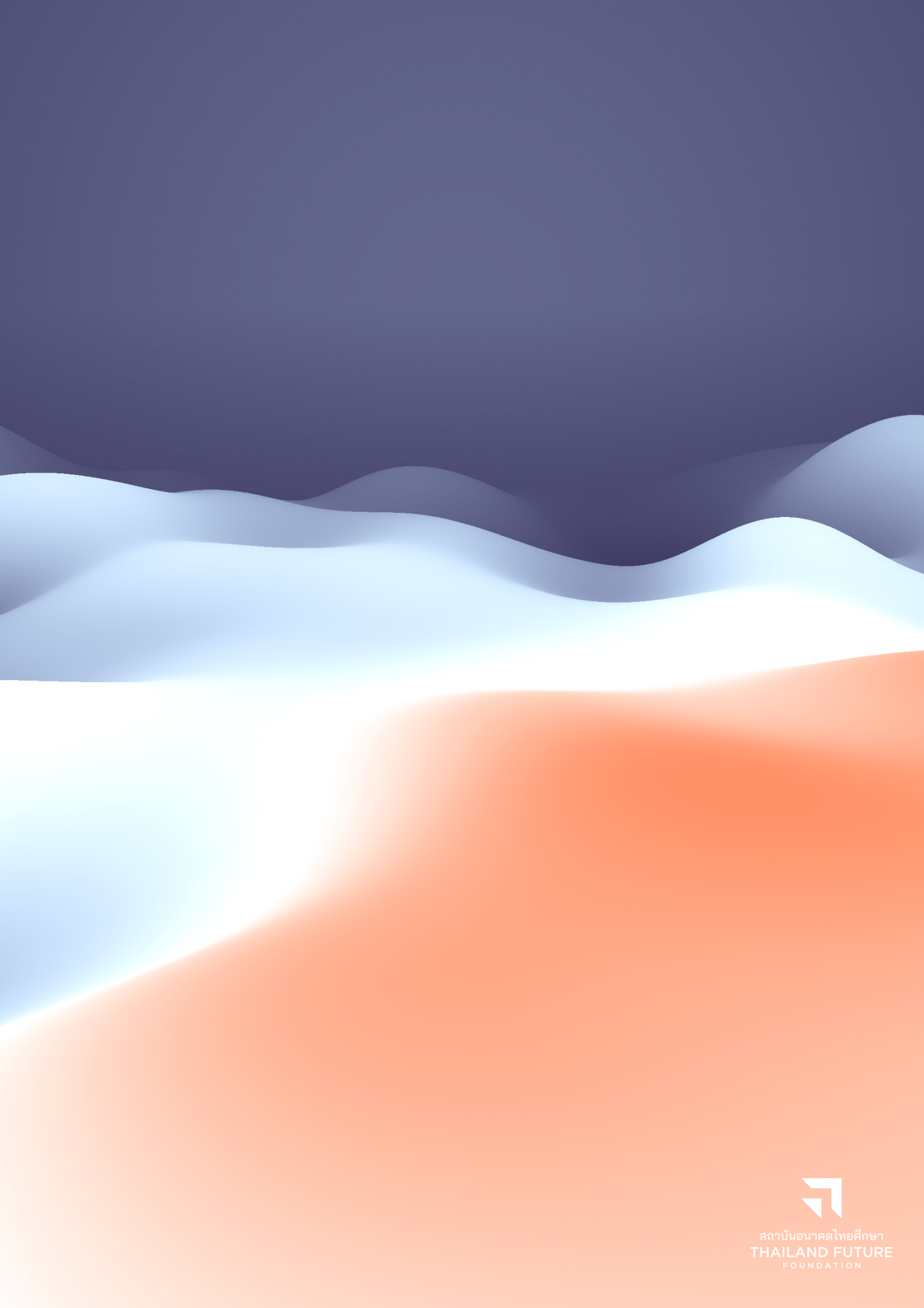
มุแกม, อ. (2021, June 01). จะนะ: เสียงร้องจากท้องทะเล. Retrieved from <https://www.the101.world/jana-voice-from-the-sea/>

รายงานการประเมินเสถียรภาพระบบการเงินไทย 2563

วิษณุชดา ภักดีสุวรรณ. (2020). ‘โรบินฮู้ด’หนุนไทยพาณิชย์ ‘บิกดาต้า’ปล่อยสินเชื่อเพื่อคนตัวเล็ก. กรุงเทพธุรกิจ. <https://www.bangkokbiznews.com/news/904604>

ศูนย์พัฒนาธุรกิจเพื่อความยั่งยืน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (n.d.). Disclosure - การเปิดเผยข้อมูลและรายงานด้านความยั่งยืน Sustainability Disclosure and Reporting. Retrieved from <https://www.setsustainability.com/page/disclosure>

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (n.d.). Retrieved from <https://www.sec.or.th/th/pages/aboutus/howweoperate.aspx#:~:text=ก.ล.ต. มี,ทุนซึ่งเป็นกลไกทาง>



สถาบันอนาคตไทยศึกษา
THAILAND FUTURE
FOUNDATION