



การพัฒนาตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ Capital Market Efficiency

งานวิจัยโครงการ “ตลาดทุนของทุกคน”

จัดทำโดยมูลนิธิสถาบันอนาคตไทยศึกษา
กันยายน 2565



สมุดปกขาว (White Paper)
การพัฒนตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ (Capital Market Efficiency)

โครงการตลาดทุนของทุกคน
(Capital Market OF All)

เสนอต่อ
กองทุนส่งเสริมการพัฒนตลาดทุน
(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

ขอขอบคุณกองทุนส่งเสริมการพัฒนาด้านตลาดทุนที่ให้ความอนุเคราะห์สนับสนุนการจัดทำวิจัยครั้งนี้

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	อัสวสุรนาท
อภิวรรณ	ดวงกมลเมศ
กานต์กมล	สินเจริญ

สารบัญ

บทสรุปผู้บริหาร	1
เอกสารข้อเสนอแนะเชิงนโยบายด้านการพัฒนาประสิทธิภาพตลาดทุน	13
1. สถานการณ์ปัจจุบันและภาพอนาคตของประเทศไทย	13
2. บทบาทและสถานการณ์ของตลาดทุนไทยต่อการพัฒนาประเทศ	15
3. สถานการณ์ตลาดทุนไทยเทียบกับต่างประเทศ.....	18
3.1 ด้านกฎระเบียบ กระบวนการยุติธรรม และกฎเกณฑ์การกำกับดูแล	18
3.2 ด้านเทคโนโลยีในการกำกับดูแล (RegTech)	26
3.3 ด้านอำนาจหน้าที่ของหน่วยงานกำกับดูแล (Regulators).....	28
3.4 ด้านความโปร่งใสของข้อมูล และการให้ข้อมูลแก่ประชาชนอย่างทั่วถึง	33
3.5 ด้านการเข้าถึงตลาดทุน	40
3.6 ด้านต้นทุนที่เกิดขึ้นภายในตลาดทุน.....	54
3.7 ด้านคุณภาพของผู้เล่น และความรู้ความเข้าใจทางการเงินและการลงทุน.....	64
4. ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายเพื่อพัฒนาประสิทธิภาพตลาดทุน	71
4.1 นโยบายพัฒนาระบบการกำกับดูแลและการบังคับใช้กฎหมายที่มีประสิทธิภาพ	71
4.2 นโยบายส่งเสริมด้านข้อมูลเกี่ยวกับตลาดทุนแก่ผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง	75
4.3 นโยบายส่งเสริมการเข้าถึงตลาดทุนของผู้ลงทุนรายย่อย ธุรกิจ SME, สตาร์ทอัพ และธุรกิจกลุ่ม อุตสาหกรรมใหม่	80
4.4 นโยบายปรับลดต้นทุนทางธุรกรรมภายในตลาดทุน.....	83
4.5 นโยบายส่งเสริมความรู้ความเข้าใจด้านการเงิน/การลงทุน/การระดมทุนแก่ประชาชน ควบคู่ไป กับปรับกฎเกณฑ์การเข้าสู่ตลาดของผู้ลงทุนให้มีความเหมาะสมมากขึ้น.....	89
บรรณานุกรม.....	97
ภาคผนวก	101
ภาคผนวก 1 การประเมินต้นทุนทางธุรกรรมในตลาดแรกและตลาดรอง	101

สารบัญภาพ

ภาพที่ 1 แสดงส่วนแบ่งการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่มีมาแบ่งตามประเภทหน่วยธุรกิจ	16
ภาพที่ 2 เปรียบเทียบขนาดของระบบการเงินประเภทต่างๆ กับขนาดผลผลิตมวลรวม	18
ภาพที่ 3 แสดงลำดับดัชนีความง่ายในการทำธุรกิจ (Ease of Doing Business Index) ของประเทศไทย	25
ภาพที่ 4 ตัวอย่างผู้ให้บริการจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทแบบอิเล็กทรอนิกส์	25
ภาพที่ 5 แสดงสาเหตุที่ประชาชนตัดสินใจไม่ลงทุนหรือเลิกลงทุนในหุ้น	34
ภาพที่ 6 แสดงความรู้เกี่ยวกับการเงินจำแนกตามประเภทของสื่อที่รับข้อมูล	35
ภาพที่ 7 แสดงผลแบบจำลองเชิงเส้นเพื่อประเมินความรู้ทางการเงิน	36
ภาพที่ 8 สรุปผลสำรวจผู้ถือหน่วยลงทุนเกี่ยวกับการใช้ข้อมูลในหนังสือชี้ชวน	38
ภาพที่ 9 แสดงสัดส่วนการมีบัญชีเงินฝากและค่ากลางเงินฝากในบัญชีต่อราย แบ่งตามช่วงอายุ	42
ภาพที่ 10 แสดงต้นทุนบริการทางการเงิน แยกตามเดชีลส์รายได้	42
ภาพที่ 11 ข้อมูลดัชนี สตาร์ทอัพ Friendliness ด้านการเงิน (ประเทศไทยคือแถบสีม่วง)	43
ภาพที่ 12 มูลค่าการจดทะเบียนใหม่ ตามปีและประเทศ	47
ภาพที่ 13 จำนวนการจดทะเบียนใหม่ ตามปีและประเทศ	47
ภาพที่ 14 ข้อมูลดัชนี สตาร์ทอัพ Friendliness ด้านทรัพยากรมนุษย์	52
ภาพที่ 15 แนวโน้มต้นทุนทางธุรกรรมในตลาดหลักทรัพย์ไทย	56
ภาพที่ 16 เปรียบเทียบต้นทุนทางธุรกรรมในตลาดหลักทรัพย์ไทยกับ Peers 8 ประเทศในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา	57
ภาพที่ 17 ค่าเฉลี่ยต้นทุนธุรกรรม ครบรอบปี ค.ศ. 2012-2020	58
ภาพที่ 18 ความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนธุรกรรมและสัดส่วนหุ้นของบริษัทขนาดใหญ่เป็น 100 อันดับแรก ที่ถือโดยผู้ลงทุนสถาบัน ปีค.ศ. 2018	59
ภาพที่ 19 แนวโน้มของต้นทุนธุรกรรม	60
ภาพที่ 20 ความต้องการของนักลงทุนในปัจจุบัน	61
ภาพที่ 21 เหตุผลที่นักลงทุนปัจจุบันเริ่มลงทุนในหุ้น	62
ภาพที่ 22 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างความรู้ทางการเงินกับความขัดสนทางการเงิน	65
ภาพที่ 23 แสดงสัดส่วนผู้ตอบแบบสอบถามเกี่ยวกับความขัดสนทางการเงิน	65
ภาพที่ 24 แสดงสัดส่วนของผู้ตอบแบบสอบถามที่หนึ่งในคำตอบเรื่องเหตุผลที่ไม่ลงทุนในตลาด หลักทรัพย์คืออุปสรรคเรื่องฐานะและรายได้ โดยเทียบภายในแต่ละระดับรายได้	66
ภาพที่ 25 แสดงความเชื่อมโยงระหว่างความขัดสน การออม และพฤติกรรมการลงทุน	67
ภาพที่ 26 แสดงความสนใจของนโยบายแก้ไขปัญหาคาตลาดเงินลงทุน	68
ภาพที่ 27 แสดงประชากรที่เคยลงทุนในตลาดหุ้น	69
ภาพที่ 28 แสดงเหตุผลที่กลุ่มที่ไม่ใช่กลุ่มลงทุนเลือกไม่ลงทุนในตลาดหุ้น	70

ภาพที่ 29 แสดงเหตุผลที่อดีตนักลงทุนเลิกลงทุนในหุ้น.....	70
---	----

สารบัญตาราง

ตารางที่ 1 แสดงเกณฑ์การจำแนกผู้ลงทุน.....	19
ตารางที่ 2 ข้อกำหนดทางกฎหมายภายใต้ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ที่เป็นอุปสรรคต่อ สตาร์ทอัพ.....	49
ตารางที่ 3 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายเกี่ยวกับตราสารหนี้และหุ้นกู้.....	78
ตารางที่ 4 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายที่เกี่ยวข้องกับการจัดตั้งบริษัทและการระดมทุนตามระยะการพัฒนาของบริษัท	83
ตารางที่ 5 สรุปข้อเสนอแนะเชิงนโยบายพัฒนาประสิทธิภาพตลาดทุน	92

บทสรุปผู้บริหาร

ตลาดทุนคือหัวใจสำคัญของการพัฒนาระบบเศรษฐกิจและสังคมของประเทศ ตลาดทุนที่ดีนั้นควรมีศักยภาพและประสิทธิภาพในการอำนวยความสะดวกให้เกิดการเคลื่อนย้ายของทุนไปสู่กลุ่มกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่สามารถสร้างผลตอบแทนสูงที่สุด ไม่ว่าจะเป็นผลตอบแทนทางการเงินหรือทางสังคม รวมถึงควรเป็นกลไกที่เปิดกว้างต่อผู้เล่นในระบบนิเวศตลาดทุนทุกระดับและทุกบทบาทภายใต้การกำกับดูแลที่เหมาะสม บนพื้นฐานของข้อมูลที่ถูกต้อง รวดเร็ว และ โปร่งใส

ตลาดทุนในอุดมคติดังกล่าว ไม่เพียงแต่จะช่วยขับเคลื่อนเศรษฐกิจและนวัตกรรมการผลิตในประเทศได้อย่างมีประสิทธิภาพและกระจายความมั่งคั่งได้มากขึ้น แต่ยังสามารถเป็นเครื่องมือเพื่อดึงดูดการลงทุนและกิจกรรมทางเศรษฐกิจจากต่างประเทศ สร้างความสามารถในการแข่งขันใหม่ให้กับประเทศ หรือแม้กระทั่งยังสามารถเป็นเครื่องมือในการช่วยกำหนดทิศทางการพัฒนาประเทศสู่ความยั่งยืนได้ด้วยเช่นกัน

ในช่วงประมาณ 20 ปีที่ผ่านมา (ค.ศ. 1997- 2020) ประเทศไทยมีพัฒนาการจากระบบเศรษฐกิจที่พึ่งพาภาคธนาคาร (Bank-Based Economy) เป็นระบบที่เริ่มพึ่งพาการระดมทุนในรูปแบบอื่นมากขึ้น สะท้อนได้จากข้อมูลสัดส่วนสินเชื่อที่ออกโดยธนาคารต่อผลผลิตมวลรวมที่มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่องจากร้อยละ 128 ในปี 1997 เป็นร้อยละ 107 ในปี 2020 ในขณะที่สัดส่วนการลงทุนประเภทอื่น ได้แก่ หุ้น หุ้นกู้ ตราสารหนี้ รวมไปถึงสินทรัพย์ดิจิทัลและสกุลเงินดิจิทัล มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง บ่งชี้ว่าบทบาทของตลาดทุนจะทวีความสำคัญมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง

หากพิจารณาในบริบทของตลาดทุนไทย การศึกษาของทีเอ็มวีจีและการสัมภาษณ์ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียภายในระหว่างการดำเนินโครงการ พบว่าตลาดทุนไทยยังคงมีช่องว่างและความท้าทายในหลายด้าน โดยสามารถจำแนกเป็น 5 ประเด็นหลักด้วยกัน ได้แก่

1) อุปสรรคด้านกฎระเบียบ กระบวนการยุติธรรม และการกำกับดูแล ที่กฎระเบียบและกระบวนการยุติธรรมที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนยังคงมีจำนวนมาก มีความไม่ชัดเจน และมีความไม่สอดคล้องกับบริบทใหม่ของตลาดทุนในโลกดิจิทัล จนก่อให้เกิดความล่าช้าในเชิงกระบวนการกำกับดูแลที่เหมาะสม ขาดสมดุลระหว่างการส่งเสริมนวัตกรรมและการเสริมสร้างเสถียรภาพและความปลอดภัย เนื่องจากกระบวนการกำกับดูแลรูปแบบเดิมขาดความคล่องตัวและทรัพยากรของผู้กำกับดูแลที่ไม่เพียงพอต่อความท้าทายของโลกการลงทุนใหม่

2) อุปสรรคด้านความโปร่งใสของข้อมูล และการให้ข้อมูลแก่ประชาชนอย่างทั่วถึง ที่ประชาชนบางกลุ่มยังคงไม่สามารถเข้าถึงข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนที่มีคุณภาพ ประเทศไทยยังคงขาดแพลตฟอร์มที่เป็นศูนย์กลางการรวบรวมข้อมูลข้อเท็จจริงเกี่ยวกับตลาดทุนให้เป็นแหล่งเดียว

(Single Source of Truth) ในรูปแบบที่เข้าใจง่ายและเหมาะสมกับผู้ลงทุน/ผู้ระดมทุนทุกระดับเพื่อปลดล็อกศักยภาพสูงสุดให้กับผู้เล่นในตลาดทุนอย่างถ้วนหน้า

3) อุปสรรคด้านการเข้าถึงตลาดทุน ที่ทั้งผู้ลงทุน และผู้ระดมทุนต้องเผชิญกับต้นทุนที่เกิดขึ้นหากต้องการเข้าสู่ตลาด กฎระเบียบที่ยังคงกีดกันไม่ให้ผู้ลงทุนเข้าถึงสินทรัพย์บางประเภท ผู้ระดมทุนต้องเผชิญกับกฎเกณฑ์ที่ยุ่งยากซับซ้อนและไม่ตัดเทียมข้อเสนองานในการเข้าถึงตลาดทุนในต่างประเทศ โดยเฉพาะกับธุรกิจกลุ่ม สตาร์ทอัพ ที่เป็นอนาคตของระบบเศรษฐกิจเทคโนโลยีในวันข้างหน้า จนทำให้ธุรกิจกลุ่มนี้ไม่สามารถระดมทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพหรืออาจเจริญเติบโตได้ช้ากว่าที่ควร

4) อุปสรรคด้านต้นทุนในตลาดแรกและตลาดรอง ที่ตลาดทุนไทยในปัจจุบันมีระดับภาระต้นทุนที่ยังสามารถปรับลดลงได้อีก ไม่ว่าจะเป็นต้นทุนที่เกิดจากกลุ่มธุรกิจตัวกลาง หรือจากนโยบายภาษี เช่น ภาษีการขายหุ้นก่อนกระบวนกร Initial Public Offering (IPO) ภาษีในการควบรวมกิจการ และการกีดกันเรื่องภาษีกำไรจากเงินลงทุน (Capital Gain Tax) เพื่อส่งเสริมให้ตลาดทุนสามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์ในตลาดได้มากที่สุด ตลอดจนลดภาระและแรงเสียดทานในกลไกการค้นหาราคา (Price Discovery) และส่งเสริมข้อได้เปรียบในการแข่งขันของตลาดทุนไทย

5) อุปสรรคด้านคุณภาพของผู้เล่น และความรู้ความเข้าใจทางการเงินและการลงทุน ที่ตลาดทุนไทยยังต้องการความหลากหลายของผู้เล่นในตลาดทุน และจำนวนของผู้เล่นที่มีเหตุผล (Rational Players) ทั้งฝั่งผู้ลงทุน ผู้ระดมทุน และผู้ประกอบการที่ล้วนเป็นตัวจักรสำคัญในการช่วยให้ตลาดทุนสามารถทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ

นอกจากข้อห่วง 5 ประเด็นข้างต้นนี้ ประเทศไทยยังต้องเผชิญกับจุดเปลี่ยนสำคัญอย่างเทรนด์แห่งโลกอนาคตที่จะยิ่งตอกย้ำถึงความเร่งด่วนในการอุดช่องว่างตลาดทุนเพื่อให้ตลาดทุนสามารถเป็นกลไกสำคัญในการช่วยให้ประเทศไทยสามารถปรับตัวและคงความสามารถในการแข่งขันได้ภายใต้โลกแห่งอนาคต โดยเทรนด์โลกอนาคตที่สำคัญต่อบริบทตลาดทุนประกอบด้วย 2 เทรนด์หลัก ต่อไปนี้

1) การก่อตัวของสินทรัพย์ดิจิทัล (Rise of Digital Assets) ที่ทำให้การลงทุน/ระดมทุนสามารถทำได้ด้วยต้นทุนต่ำ รวดเร็ว และง่ายดายอย่างไม่เคยมีมาก่อน เนื่องจากไม่จำเป็นต้องผ่านขั้นตอนที่ยุ่งยาก ยกตัวอย่างเช่น กระบวนการ Know Your Customer (KYC) เมื่อไม่มีการกำกับดูแลอย่างเป็นทางการ การบริโภคข่าวสารและการพัฒนาบริการการลงทุนมาตอบโจทย์นักลงทุนในสินทรัพย์ดิจิทัลจึงพัฒนาไปด้วยความเร็วสูงกว่าในอดีต ผู้ระดมทุนเองสามารถเข้าระดมทุนได้เต็มจำนวนมากขึ้น และในหลายกรณีสามารถระดมทุนแบบกระจายศูนย์ได้โดยไร้ตัวกลางด้วยการใช้เทคโนโลยี Blockchain ด้วยเหตุนี้ ทั้งผู้ลงทุน ผู้ระดมทุน และผู้ให้บริการในตลาดทุนในอนาคตจึงมีทางเลือกที่มีต้นทุนในการใช้ตลาดทุนที่ต่ำลง และมีโอกาสสะท้อนออกมาเป็นตลาดทุนอนาคตที่มีประสิทธิภาพสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม



การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวเกิดขึ้นอย่างรวดเร็ว และสร้างความท้าทายให้กับนโยบายและการกำกับดูแลที่จะต้องคำนึงถึงบทบาทและอัตลักษณ์ใหม่ขององค์กร รวมถึงแนวทางในการปฏิบัติหน้าที่และภารกิจ เพื่อให้เกิดความสมดุลระหว่างการแก้ไขป้องกันปัญหาจากผลกระทบภายนอกทางลบ (Negative Externalities) และการส่งเสริมตลาดทุนไทย เพื่อให้ประเทศไทยสามารถคงความสามารถในการแข่งขันและความน่าเชื่อถือได้ในภาวะนี้

2) การก่อตัวของโมเดลธุรกิจแบบดิจิทัล (Rise of Digital Business Models) ที่รูปแบบการดำเนินงานของหน่วยธุรกิจจะใช้ประโยชน์จากเทคโนโลยีดิจิทัลเพื่อเพิ่มมูลค่าของธุรกิจ อาทิเช่น การใช้แพลตฟอร์มออนไลน์ ข้อมูล Big Data รวมถึงการใช้เทคโนโลยีบล็อกเชนและกลไกเศรษฐกิจศาสตร์โทเคน (Tokenomics) เพื่อเพิ่มความร่วมมือของเจ้าของธุรกิจหรือผู้ถือหุ้นในการกำหนดทิศทางขององค์กร เป็นต้น นวัตกรรมเหล่านี้เปิดโอกาสให้เกิดโมเดลธุรกิจรูปแบบใหม่ ทั้งในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และกลุ่มบริษัทที่ยังอยู่ภายนอกตลาดทุน ซึ่งสร้างโจทย์ใหม่ในการพัฒนากระบวนการในการระดมทุนที่เหมาะสมมากขึ้น รวมถึงสร้างความท้าทายให้กับการดำเนินมาตรการกำกับดูแลเพื่อปกป้องผลประโยชน์ต่อนักลงทุนและผู้บริโภคของบริษัทจดทะเบียนดังกล่าว

กระแสแห่งโลกอนาคตดังกล่าวนำไปสู่หน้าที่ผู้ดำเนินนโยบายและผู้กำกับดูแลจำเป็นต้องคำนึงถึงใน 2 ประเด็นหลักด้วยกัน ได้แก่ **1) อัตราการเกิดใหม่ของนวัตกรรมที่รวดเร็ว** ที่สถานการณ์เปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็ว นโยบายและการกำกับดูแลที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนจึงจำเป็นต้องมีความยืดหยุ่นและคล่องตัวเพื่อให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลง และ **2) การเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างอำนาจ** ที่เทคโนโลยีและนวัตกรรมใหม่ๆ จะช่วยถ่ายโอนคุณค่าทางเศรษฐกิจไปให้กับผู้ผลิตและผู้บริโภคอย่างเต็มที่มากยิ่งขึ้น

ดังนั้น เพื่อแก้ไขอุปสรรคและช่องว่างของตลาดทุนร่วมกับเตรียมพร้อมรับเทรนด์แห่งโลกอนาคตที่ประเทศไทยจะต้องเผชิญอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้แล้ว จึงเสนอนโยบายพัฒนาประสิทธิภาพตลาดทุนใน 5 ด้านหลัก ดังต่อไปนี้

Ultimate Outcome: ระบบเศรษฐกิจไทยสามารถเจริญเติบโต สามารถแข่งขันกับต่างประเทศได้				
Goal: ตลาดทุนทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและเป็นกลไกจัดสรรทรัพยากรไปสู่กิจกรรมที่ก่อให้เกิดผลดีภาพโดยรวมที่สูงขึ้น				
Pillar 1: กฎระเบียบและการกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพ	Pillar 2: ข้อมูลที่มีคุณภาพและคำแนะนำในรูปแบบที่มีส่วนเกี่ยวข้องสามารถนำไปใช้ประโยชน์ได้	Pillar 3: การเข้าถึงตลาดทุนที่เปิดโอกาสให้กับหน่วยธุรกิจใหม่ๆ และนักลงทุนอย่างกว้างขวาง	Pillar 4: ต้นทุนทางธุรกรรมภายในตลาดทุนที่ต่ำ	Pillar 5: ประชาชนมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับตลาดทุน
Sub-goal: ประเทศไทยมีพัฒนาการด้านกฎหมาย การกำกับดูแลเกี่ยวกับตลาดทุนที่ช่วยเอื้อให้ตลาดทุนทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ	Sub-goal: ประชาชนชาวไทยทั้งผู้ลงทุน ผู้ระดมทุน ผู้ดำเนินนโยบายและผู้กำกับดูแลได้รับข้อมูลประกอบที่ถูกต้อง เป็นประโยชน์ และเป็นข้อเท็จจริงร่วมกัน	Sub-goal: ผู้เล่นที่มีความรู้ มีเหตุและผล (Rational Player) ทั้งฝั่งผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนสามารถเข้าถึงและใช้ประโยชน์จากตลาดทุนได้ เพื่อเป็นตัวขับเคลื่อนให้ตลาดทุนเกิดประสิทธิภาพ	Sub-goal: ตลาดทุนมีต้นทุนทางธุรกรรมที่ต่ำลงอย่างต่อเนื่อง เพื่อคงความสามารถในการแข่งขันกับตลาดทุนต่างประเทศ	Sub-goal: เสริมสร้างให้ประชาชนชาวไทยมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการเงินการลงทุน เพื่อให้เป็นผู้เล่นที่มีความรู้ มีเหตุและผล (Rational Player) เพื่อเป็นกลไกช่วงสร้างประสิทธิภาพตลาดทุนในระยะยาว



Ultimate Outcome: ระบบเศรษฐกิจไทยสามารถเจริญเติบโต สามารถแข่งขันกับต่างประเทศได้					
Goal: ตลาดทุนทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและเป็นกลไกจัดสรรทรัพยากรไปสู่กิจกรรมที่ก่อให้เกิดผลิตภาพโดยรวมที่สูงขึ้น					
Pillar 1: กฎระเบียบและ การกำกับดูแลที่มี ประสิทธิภาพ	Pillar 2: ข้อมูลที่มีคุณภาพ และนำเสนอในรูปแบบที่ผู้ มีส่วนเกี่ยวข้องสามารถ นำไปใช้ประโยชน์ได้	Pillar 3: การเข้าถึงตลาด ทุนที่เปิดโอกาสให้กับ หน่วยธุรกิจใหม่ๆ และนัก ลงทุนอย่างกว้างขวาง	Pillar 4: ต้นทุนทาง ธุรกรรมภายใน ตลาดทุนที่ต่ำ	Pillar 5: ประชาชนมี ความรู้ความเข้าใจ เกี่ยวกับตลาดทุน	
พัฒนากฎหมายที่เกี่ยวข้อง กับการกระทำผิดในตลาด ทุนให้สามารถลงโทษ ผู้กระทำผิดได้อย่างรวดเร็ว และมีประสิทธิภาพ ผ่าน การปรับระบบกฎหมาย ได้แก่ 1. ปรับปรุงกฎหมายให้เอา ผิดทางแพ่งอย่างรุนแรง สำหรับความผิดที่เกี่ยวข้อง กับตลาดทุน เพื่อเอื้อให้ กระบวนการยุติธรรม สามารถดำเนินการได้ รวดเร็วขึ้น	มุ่งเน้นการพัฒนา ฐานข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการ ตัดสินใจในตลาดทุน เพื่อให้ ประชาชน รวมไปถึงผู้ ดำเนินนโยบาย/ผู้กำกับดูแล สามารถตัดสินใจได้บนพื้นฐาน ข้อมูลที่เป็นจริงผ่านการ ผลักดันนโยบายได้แก่ 1. ผลักดันให้เกิด แพลตฟอร์มกลางที่รวบรวม ข้อมูลที่เป็นข้อเท็จจริง ร่วมกัน (Single Source of Truth)	ผลักดันให้ผู้สนใจในตลาด เข้าถึงผลิตภัณฑ์ทางการเงิน ที่เหมาะสมกับคุณลักษณะ ของผู้ลงทุนอย่างแท้จริง เอื้อ ให้หน่วยธุรกิจใหม่ๆ สามารถเข้าถึงเครื่องมือการ ระดมทุนได้ในต้นทุนที่ เหมาะสม โดยผ่าน ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย ได้แก่ 1. ปรับปรุงนิยามของนัก ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ให้ จำแนกประเภทหลักทรัพย์ที่ นักลงทุนแต่ละประเภท สามารถลงทุน	มุ่งเน้นการลดต้นทุนทาง ธุรกรรมที่เกิดขึ้นทั้งใน ตลาดแรกและตลาดรอง เพื่อให้ทั้งผู้ลงทุนและผู้ ระดมทุน ได้รับ ผลตอบแทนและเงินทุนที่ สอดคล้องกับความเสี่ยงและ มูลค่าพื้นฐานอย่างแท้จริง ผ่านการผลักดันนโยบาย ได้แก่ 1. พิจารณารูปแบบการ กำกับดูแลให้มีความ เฉพาะเจาะจงตามผู้ได้ กำกับดูแลมากขึ้นเพื่อ	มีเป้าหมายหลักเพื่อให้ พัฒนาทรัพยากรมนุษย์ให้ เป็นผู้ลงทุนที่มีเหตุผลใน ตลาดทุน และเป็นตัวจักร สำคัญในการทำให้กลไกการ ทำงานของตลาดทุนดำเนิน ไปได้อย่างมีประสิทธิภาพ ไม่จำเป็นต้องพึ่งพาการ คุ้มครองจากผู้กำกับดูแล มากเกินไป 1. ให้ความรู้เกี่ยวกับการเงิน การลงทุนในวงกว้างผ่านการ บรรจุหลักสูตรตั้งแต่ระดับ	

Ultimate Outcome: ระบบเศรษฐกิจไทยสามารถเจริญเติบโต สามารถแข่งขันกับต่างประเทศได้					
Goal: ตลาดทุนทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและเป็นกลไกจัดสรรทรัพยากรไปสู่กิจกรรมที่ก่อให้เกิดผลิตภาพโดยรวมที่สูงขึ้น					
Pillar 1: กฎระเบียบและ การกำกับดูแลที่มี ประสิทธิภาพ	Pillar 2: ข้อมูลที่มีคุณภาพ และนำเสนอในรูปแบบที่ผู้ มีส่วนเกี่ยวข้องสามารถ นำไปใช้ประโยชน์ได้	Pillar 3: การเข้าถึงตลาด ทุนที่เปิดโอกาสให้กับ หน่วยธุรกิจใหม่ ๆ และนัก ลงทุนอย่างกว้างขวาง	Pillar 4: ต้นทุนทาง ธุรกรรมภายใน ตลาดทุนที่ต่ำ	Pillar 5: ประชาชนมี ความรู้ความเข้าใจ เกี่ยวกับตลาดทุน	
2. ปรับปรุงกฎหมาย เกี่ยวกับการเป็นโจทก์ร่วม (Class-Action) ให้มีความ ชัดเจน และอำนวยความสะดวก สะดวกให้ผู้เสียหายจาก การกระทำผิดที่เกี่ยวข้องกับ ตลาดทุนสามารถฟ้องแบบ กลุ่มได้ง่ายขึ้น ปรับบทบาทของผู้กำกับ ดูแลให้มีขีดของโครงสร้าง อำนาจ ได้แก่ 1) เปลี่ยนจากผู้ตรวจสอบ และบังคับใช้กฎระเบียบ โดยตรงเป็นผู้ออก กฎระเบียบที่มีความ	2. ปรับปรุงกฎระเบียบที่ เกี่ยวข้องกับการให้ข้อมูลผู้ เล่นในตลาดทุนจากรูปแบบ การกำหนดรายการข้อมูล ต้องเปิดเผย (check the box) เป็นรูปแบบที่เข้าใจได้ ง่ายให้ผู้ลงทุนทุกกลุ่ม สามารถใช้ประโยชน์ได้อย่าง เท่าเทียม ไม่เกิดความ ได้เปรียบเสียเปรียบ 3. ใช้ประโยชน์จาก เทคโนโลยีเพื่อการกำกับ ดูแล (Regulatory Technology: RegTech) เพื่อให้เกิดการ	1. ให้ครอบคลุมถึงปัจจัยอื่น อาทิเช่น อาชีพ การศึกษา ฯลฯ แทนที่การนิยามโดย พิจารณาจากมูลค่าสินทรัพย์ ของผู้ลงทุนแต่เพียงอย่าง เดียว 2. ผลักดันให้เกิดตลาดการ แปลงสินทรัพย์ โดยใช้ข้อมูล ทางเลือก (Securitized Alternative Lending Market) เพื่อให้เกิด 3. พัฒนาแพลตฟอร์มช่วย จับคู่เครื่องมือการระดมทุน กับหน่วยธุรกิจในแต่ละระยะ การพัฒนา	ป้องกันต้นทุนที่เกิดขึ้นจาก การกำกับดูแลที่ไม่จำเป็น 2. ส่งเสริมการแข่งขันใน ตลาดกลุ่มผู้ให้คำปรึกษา ทางการเงินและ Broker 3. ยกเลิกภาษี Capital Gain ในตลาดที่ทำหน้าที่ เป็นช่องทางระดมทุน ใหม่ ๆ อาทิเช่น ตลาด สินทรัพย์ดิจิทัล หรือเก็บ ภาษีในอัตราที่สามารถ แข่งขันได้กับต่างประเทศ เพื่อป้องกันการไหลออก ของเงินทุน	1. ประถมศึกษา ไม่จำกัดอยู่ เพียงแต่นักศึกษาใน สาขาวิชาที่เกี่ยวข้องกับ การเงินการลงทุน รวมไปถึง การให้ทุนการศึกษาสำหรับ สาขาการเงินและการลงทุน เพื่อแผ่กระจายความรู้เป็น วงกว้างมากขึ้น 2. ปรับปรุงหลักสูตรการ เรียนการสอนที่เกี่ยวข้องกับ การระดมทุนให้มุ่งเน้นใน เรื่องการระดมทุนสำหรับ หน่วยธุรกิจ ขนาดเล็กหรือผู้	

Ultimate Outcome: ระบบเศรษฐกิจไทยสามารถเจริญเติบโต สามารถแข่งขันกับต่างประเทศได้				
Goal: ตลาดทุนทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและเป็นกลไกจัดสรรทรัพยากรไปสู่กิจกรรมที่ก่อให้เกิดผลิตภาพโดยรวมที่สูงขึ้น				
Pillar 1: กฎระเบียบและ การกำกับดูแลที่มี ประสิทธิภาพ	Pillar 2: ข้อมูลที่มีคุณภาพ และนำเสนอในรูปแบบที่ผู้ มีส่วนเกี่ยวข้องสามารถ นำไปใช้ประโยชน์ได้	Pillar 3: การเข้าถึงตลาด ทุนที่เปิดโอกาสให้กับ หน่วยธุรกิจใหม่ๆ และนัก ลงทุนอย่างกว้างขวาง	Pillar 4: ต้นทุนทาง ธุรกรรมภายใน ตลาดทุนที่ต่ำ	Pillar 5: ประชาชนมี ความรู้ความเข้าใจ เกี่ยวกับตลาดทุน
ศักดิ์สิทธิ์และผลักดันให้ภาคเอกชนทำหน้าที่กำกับดูแลผ่านองค์กรกำกับดูแลตนเอง (Self-Regulatory Organization: SRO) และเทคโนโลยีเพื่อการกำกับดูแล (Regulatory Technology: RegTech) 2) สร้างแพลตฟอร์มที่เชื่อมโยงให้เกิดการสื่อสารระหว่างผู้ดำเนินนโยบายและผู้กำกับดูแลเพื่อให้นโยบายมีความสอดคล้องไปในทิศทางเดียวกัน	กำกับดูแลที่เท่าทันกับสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงรวดเร็ว 4. ผลักดันให้เกิดระบบการจัดลำดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating System) ในตลาดตราสารหนี้เพื่อให้หน่วยธุรกิจสามารถระดมทุนผ่านช่องทางดังกล่าวได้ในต้นทุนที่สอดคล้องกับมูลค่าพื้นฐานของหน่วยธุรกิจอย่างแท้จริง			เริ่มต้นทำธุรกิจ 3. ส่งเสริมการนำความรู้ไปใช้ในการลงทุนจริงผ่านนโยบายทุนให้เปล่า (Universal Basic Capital), ทุนแบบมีเงื่อนไข (Conditional Basic Capital), ควบคู่ไปกับการประชาสัมพันธ์หลักหลายรูปแบบ อาทิเช่น สื่อโซเชียลมีเดีย การทำเป็นตัวอย่างของปราชญ์ชาวบ้าน ฯลฯ

Ultimate Outcome: ระบบเศรษฐกิจไทยสามารถเจริญเติบโต สามารถแข่งขันกับต่างประเทศได้					
Goal: ตลาดทุนทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและเป็นกลไกจัดสรรทรัพยากรไปสู่กิจกรรมที่ก่อให้เกิดผลผลิตภาพโดยรวมที่สูงขึ้น					
Pillar 1: กฎระเบียบและการกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพ	Pillar 2: ข้อมูลที่มีคุณภาพและนำเสนอในรูปแบบที่ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องสามารถนำไปใช้ประโยชน์ได้	Pillar 3: การเข้าถึงตลาดทุนที่เปิดโอกาสให้กับหน่วยธุรกิจใหม่ ๆ และนักลงทุนอย่างกว้างขวาง	Pillar 4: ต้นทุนทางธุรกรรมภายในตลาดทุนที่ต่ำ	Pillar 5: ประชาชนมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับตลาดทุน	
หน่วยงานขับเคลื่อนที่สำคัญ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, สำนักงาน ก.ล.ต., กระทรวงการคลัง, ธนาคารแห่งประเทศไทย	หน่วยงานขับเคลื่อนที่สำคัญ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ธนาคารแห่งประเทศไทย, กระทรวงการคลัง, สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ, บริษัทข้อมูลเครดิตแห่งชาติ, กระทรวงดิจิทัลเพื่อเศรษฐกิจและสังคม	หน่วยงานขับเคลื่อนที่สำคัญ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ธนาคารแห่งประเทศไทย, กระทรวงการคลัง, สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ, บริษัทข้อมูลเครดิตแห่งชาติ, กระทรวงดิจิทัลเพื่อเศรษฐกิจและสังคม	หน่วยงานขับเคลื่อนที่สำคัญ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, สำนักงาน ก.ล.ต., กระทรวงการคลัง, ธนาคารแห่งประเทศไทย	หน่วยงานขับเคลื่อน: กระทรวงศึกษาธิการ, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, กระทรวงการคลัง	



Pillar 1: นโยบายพัฒนาระบบการกำกับดูแลและการบังคับใช้กฎหมายที่มีประสิทธิภาพ

เนื่องจากปัญหาสำคัญที่ส่งผลให้ตลาดทุนขาดประสิทธิภาพคือระบบกระบวนการยุติธรรมและกระบวนการการเอาผิดผู้ไม่ทำตามเกณฑ์การกำกับดูแลที่ล่าช้า และขาดประสิทธิภาพ ไม่ว่าจะเป็นกระบวนการยุติธรรมที่กินเวลานานเนื่องจากข้อกฎหมายที่กำกวมจนเป็นภาระการพิจารณาตามดุลยพินิจของศาล โครงสร้างแรงจูงใจที่ไม่เอื้อให้เกิดการฟ้องร้องผู้กระทำผิด ฯลฯ ส่งผลให้การกำกับดูแลขาดความศักดิ์สิทธิ์ จนอาจทำการกระทำผิดในตลาดทุนสร้างผลเสียต่อการทำงานของตลาดทุนในวงกว้างได้ ซ้ำร้ายเทรนด์โลกอนาคตจะมีส่วนการกระทำผิดเหล่านี้จะมีความท้าทายในการตรวจจับและตรวจสอบมากยิ่งขึ้นเพราะธุรกรรมต่างๆจะเกิดขึ้นในโลกออนไลน์ที่มีการเปลี่ยนแปลงที่รวดเร็ว และซับซ้อน ดังนั้น กระบวนการยุติธรรมควรได้รับการปรับปรุงให้กระบวนการยุติธรรมดำเนินการได้เร็วยิ่งขึ้น หรือทำให้ขั้นตอนในส่วนนี้ลดน้อยลงเพื่อให้สามารถนำคนผิดมาลงโทษได้รวดเร็ว แม่นยำ และมีประสิทธิภาพ ตามทันสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว เพื่อให้ผู้กระทำผิดมีความยำเกรงต่อกฎหมายและผู้กำกับดูแล ซึ่งการผลักดันนโยบายดังกล่าวจะมีผลประโยชน์ทางอ้อมที่ช่วยลดภาระการติดตามของผู้กำกับดูแล เพราะผู้เล่่นจะมีแนวโน้มกระทำผิดน้อยลงเนื่องจากมีความยำเกรงต่อผู้กำกับดูแล นอกจากนี้รูปแบบการออกนโยบายและการกำกับดูแลจากทุกภาคส่วนควรต้องมีความสอดคล้องกันมากขึ้น เพื่อให้มั่นใจว่าชุดนโยบายที่บังคับใช้ผ่านการคิดรอบด้าน และคำนึงถึงความเชื่อมโยงที่ซับซ้อนที่จะเกิดขึ้นจากเทรนด์โลกอนาคต โดยนโยบายที่ควรผลักดันในประเด็นดังกล่าวประกอบด้วย 1. ปรับปรุงกฎหมายให้เอาผิดทางแพ่งที่รุนแรงสำหรับความผิดที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน เพื่อเอื้อให้กระบวนการยุติธรรมสามารถดำเนินการได้รวดเร็วขึ้น 2. ปรับปรุงกฎหมายเกี่ยวกับการเป็นโจทก์ร่วม (Class-Action) ให้มีความชัดเจน และอำนวยความสะดวกให้ผู้เสียหายจากการกระทำผิดที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนให้สามารถฟ้องแบบกลุ่มได้ง่ายขึ้น 3. เปลี่ยนจากผู้ตรวจสอบและบังคับใช้กฎระเบียบโดยตรงเป็นผู้ออกกฎระเบียบที่มีความศักดิ์สิทธิ์ และผลักดันให้ภาคเอกชนทำหน้าที่กำกับดูแล ผ่าน Self-Regulatory Organization (SRO) และ Regulatory Technology 4. สร้างแพลตฟอร์มที่เชื่อมโยงให้เกิดการสื่อสารระหว่างผู้ดำเนินนโยบายและผู้กำกับดูแลเพื่อให้นโยบายมีความสอดคล้องไปในทิศทางเดียวกัน

Pillar 2: นโยบายส่งเสริมด้านข้อมูลเกี่ยวกับตลาดทุนแก่ผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง

การให้ผู้เล่นภายในตลาดสามารถตัดสินใจได้บนพื้นฐานของข้อมูล ไม่ถูกเอารัดเอาเปรียบหรือถูกหลอกลวง ธุรกิจมีความโปร่งใสและนำเม็ดเงินที่ระดมทุนได้ไปใช้ในกิจกรรมอย่างแท้จริง และผู้ดำเนินนโยบาย/ผู้กำกับดูแลสามารถติดตามสถานการณ์ด้านตลาดทุนเพื่อแทรกแซงได้อย่างเหมาะสม ระบบนิเวศน์ของข้อมูลที่เกี่ยวข้องจึงควรได้รับการพัฒนาเพื่อรองรับตลาดทุนในอนาคตผ่านนโยบาย 1. ผลักดันให้เกิดแพลตฟอร์มกลางที่รวบรวมข้อมูลที่เป็นข้อเท็จจริงร่วมกัน (Single Source of Truth) 2. ปรับปรุงกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับการให้ข้อมูลผู้เล่นในตลาดทุนจากรูปแบบการกำหนดรายการข้อมูลที่ต้องเปิดเผย (check the box) เป็นรูปแบบที่เข้าใจได้ง่ายให้ผู้ลงทุนทุกกลุ่มสามารถใช้ประโยชน์ได้

อย่างเท่าเทียม ไม่เกิดความได้เปรียบเสียเปรียบ 3. ใช้ประโยชน์จากเทคโนโลยีเพื่อการกำกับดูแล (Regulatory Technology: RegTech) เพื่อให้เกิดการกำกับดูแลที่เท่าทันกับสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงรวดเร็ว 4. ผลักดันให้เกิดระบบการจัดลำดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating System) ในตลาดตราสารหนี้เพื่อให้หน่วยธุรกิจสามารถระดมทุนผ่านช่องทางดังกล่าวได้ในต้นทุนที่สอดคล้องกับมูลค่าพื้นฐานของหน่วยธุรกิจอย่างแท้จริง

Pillar 3: นโยบายส่งเสริมการเข้าถึงตลาดทุนของผู้ลงทุนรายย่อย ธุรกิจ SME, สตาร์ทอัพ และธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมใหม่

นโยบายในส่งเสริมการเข้าถึงตลาดทุนของหน่วยธุรกิจมีความเกี่ยวเนื่องกับการพัฒนาประสิทธิภาพของตลาดทุนอย่างใกล้ชิดเพราะจะทำให้การลงทุนมีทางเลือกและไฉฉวยมากขึ้น ไม่เกิดการผูกขาดจากบริษัทใหญ่หรือธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมเก่าที่ไม่เอื้อให้เกิดนวัตกรรมรวมถึงการเพิ่มผลิตภาพโดยรวมของประเทศ อย่างไรก็ตาม ผู้ลงทุนรายย่อย ธุรกิจ SME, สตาร์ทอัพ และธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมใหม่ ยังมีข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนผ่านทางตลาดทุน และกระบวนการระดมทุนมีอุปสรรคหลายประการที่ทำให้ไม่สามารถเข้าระดมทุนในตลาดได้อย่างสะดวก โดยเฉพาะเกณฑ์คุณสมบัติของการเข้าจดทะเบียน เช่น กำไรสุทธิ สัดส่วนของผู้ถือหุ้น ระยะเวลาในการดำเนินงาน ประกอบกับมาตรการกำกับดูแล เช่น การส่งเอกสารหรือรายงานบังคับต่างๆ ซึ่งข้อจำกัดดังกล่าวเป็นการผลักให้ผู้ลงทุนรายย่อย ธุรกิจ SME, สตาร์ทอัพ และธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมใหม่ ระดมทุนผ่านตลาดอื่นๆ ที่ไม่ได้มีการควบคุมหรือบริหารจัดการ เช่น การระดมทุนผ่าน Web 3 ในรูปแบบต่าง ๆ อาทิ ICO STO ที่ไม่มีการรวมศูนย์ หรือการกำกับดูแล ซึ่งอาจทำให้สามารถเข้าสู่ตลาดสำหรับระดมทุน และเข้าถึงนักลงทุนได้มากขึ้น แต่ก็ต้องเผชิญกับความเสี่ยงในหลายรูปแบบเช่นกัน ไม่ว่าจะเป็นการฉ้อโกงหลอกลวง รวมถึงความเสี่ยงต่อความมั่นคงและเศรษฐกิจของประเทศ จากการฟอกเงิน หรือการหลบเลี่ยงภาษี สถานะที่มีทั้งโอกาสและความเสี่ยงดังกล่าวทำให้หน่วยงานกำกับดูแลในประเทศไทยอาจยังไม่สามารถติดตามหรือรับผิดชอบกำกับดูแลการลงทุนของทุกตลาดบนโลกได้ ด้วยเหตุนี้ จึงควรมีนโยบายเพื่อส่งเสริมการเข้าถึงตลาดทุนของกลุ่มธุรกิจต่าง ๆ เหล่านี้ที่อาจมีข้อจำกัดในโอกาสในการลงทุนในตลาดทุนไทย โดยนโยบายที่สามารถตอบโจทย์การเข้าถึงเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพตลาดทุนในปัจจุบัน ประกอบด้วย 3 นโยบายหลัก ได้แก่ 1. ปรับปรุงนิยามของนักลงทุนที่ตลาดหลักทรัพย์ใช้จำแนกประเภทหลักทรัพย์ที่นักลงทุนแต่ละประเภทสามารถลงทุนได้ ให้ครอบคลุมถึงปัจจัยอื่น อาทิเช่น อาชีพ การศึกษา ฯลฯ แทนที่การนิยามโดยพิจารณาจากมูลค่าสินทรัพย์ของผู้ลงทุนแต่เพียงอย่างเดียว 2. ผลักดันให้เกิดตลาดการแปลงสินทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลทางเลือก (Securitized Alternative Lending Market) เพื่อให้เกิดการเข้าถึงเงินทุนในวงกว้างมากขึ้น 3. พัฒนาแพลตฟอร์มช่วยจับคู่เครื่องมือการระดมทุนกับหน่วยธุรกิจในแต่ละระยะการพัฒนา



Pillar 4: นโยบายปรับลดต้นทุนทางธุรกรรมภายในตลาดทุน

ต้นทุนทางธุรกรรมที่เกิดขึ้นจากกิจกรรมซื้อขายสินทรัพย์ภายในตลาดทุนทั้งในตลาดแรกและตลาดรองคือหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่ทำให้กลไกการตั้งราคาของสินทรัพย์ (Price Discovery Mechanism) ไม่สามารถทำงานได้อย่างเต็มที่และยังส่งผลให้ทั้งผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนขาดแรงจูงใจในการซื้อ/ขาย เนื่องจากผลตอบแทนที่เกิดขึ้นถูกทอนส่วนลดลงเพื่อนำไปเป็นค่าบริการของตัวกลาง ซึ่งผลการประมาณการต้นทุนการระดมทุนในตลาดแรกของตลาดทุนไทยคิดเป็น 2.7 เปอร์เซ็นต์ของราคาสินทรัพย์ แม้ว่าผลการศึกษาโดย ThailandFuture จะบ่งชี้ว่าต้นทุนทางธุรกรรมภายในตลาดรองของตลาดทุนไทยจะมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่องจากร้อยละ 4 ของราคาสินทรัพย์โดยเฉลี่ยตั้งแต่ปี 2543 ถึงปี 2552 เป็น 2 เปอร์เซ็นต์ในปี 2563 แต่ต้นทุนทางธุรกรรมในต่างประเทศมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่องเช่นเดียวกันซึ่งสะท้อนถึงความจำเป็นในการลดต้นทุนทางธุรกรรมเพื่อคงความน่าดึงดูดในการลงทุนเทียบกับต่างประเทศ นอกจากนี้การศึกษายังพบว่าผู้ลงทุนส่วนใหญ่มองว่า การลดค่าธรรมเนียมซื้อขาย และค่าธรรมเนียมการจัดการต่างๆ คืออุปสรรคสำคัญลำดับหนึ่งที่ต้องได้รับการปรับปรุง นอกจากนี้ต้นทุนทางธุรกรรมยังอาจเป็นอุปสรรคในการเข้าถึงตลาดของผู้ลงทุนบางส่วนอีกด้วย จากการศึกษาของ ThailandFuture ที่พบว่าอันดับ 2 ของสาเหตุที่ผู้ตอบแบบสอบถามถึงกว่าร้อยละ 75 ไม่เคยลงทุนในตลาดหุ้น เนื่องมาจากฐานะทางการเงินหรือมีรายได้ที่ไม่เพียงพอ ดังนั้นการที่ต้นทุนดังกล่าวมาเป็นอุปสรรคเพิ่มเติมต่อประชาชนกลุ่มนี้ ส่งผลให้ผู้เล่นในตลาดลดลงและขาดความหลากหลาย ดังนั้นจึงควรผลักดันนโยบายเพื่อลดต้นทุนทางธุรกรรม ดังนี้ 1. พิจารณารูปแบบการกำกับดูแลให้มีความเฉพาะเจาะจงตามผู้ได้กำกับดูแลมากขึ้นเพื่อป้องกันต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการกำกับดูแลที่ไม่จำเป็น 2. ส่งเสริมการแข่งขันในตลาดกลุ่มผู้ให้คำปรึกษาทางการเงินและ Broker อย่างเหมาะสม 3. ยกเลิกภาษี Capital Gain ในตลาดที่ทำหน้าที่เป็นช่องทางระดมทุนใหม่ๆ อาทิเช่น ตลาดสินทรัพย์ดิจิทัล หรือเก็บภาษีในอัตราที่สามารถแข่งขันได้กับต่างประเทศเพื่อป้องกันการไหลออกของเงินทุน

Pillar 5: นโยบายส่งเสริมความรู้ความเข้าใจด้านการเงิน/การลงทุน/การระดมทุนแก่ประชาชนควบคู่ไปกับปรับกฎเกณฑ์การเข้าสู่ตลาดของผู้ลงทุนให้มีความเหมาะสมมากขึ้น

แม้ว่าการดำเนินนโยบายเกี่ยวกับการพัฒนาองค์ความรู้ด้านการเงินและการลงทุนแก่ประชาชนจะใช้ระยะเวลานานจึงจะเห็นผลลัพธ์เป็นที่ประจักษ์ แต่เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพตลาดทุนในระยะยาวประเทศไทยจำเป็นต้องตื่นตัวและผลักดันนโยบายที่ส่งเสริมความรู้ด้านการเงิน การลงทุน และการระดมทุน อย่างเร่งด่วนควบคู่ไปกับการสร้างวัฒนธรรมและทัศนคติเกี่ยวกับการลงทุนที่เหมาะสม เพื่อให้คนไทยเป็นผู้เล่นที่มีคุณภาพและเป็นกลไกสำคัญที่ทำให้ตลาดทุนสามารถทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพโดยข้อเสนอแนะเชิงนโยบายในด้านนี้ประกอบด้วย 3 นโยบายหลัก ได้แก่ 1. ให้ความรู้เกี่ยวกับการเงินการลงทุนในวงกว้างผ่านการบรรจุหลักสูตรตั้งแต่ระดับประถมศึกษาไม่จำกัดอยู่เพียงแต่นักศึกษาในสาขาวิชาที่เกี่ยวข้องกับการเงินการลงทุน รวมไปถึงการให้ทุนการศึกษาสำหรับสาขาการเงินและการลงทุนเพื่อแผ่กระจายความรู้ไปในวงกว้างมากขึ้น 2. ปรับปรุงหลักสูตรการเรียนการสอนที่เกี่ยวข้องกับ

การระดมทุนให้มุ่งเน้นในเรื่องการระดมทุนสำหรับหน่วยธุรกิจขนาดเล็กหรือผู้เริ่มต้นทำธุรกิจ 3. ส่งเสริมการนำความรู้ไปใช้ในการลงทุนจริงผ่านนโยบายทุนให้เปล่า (Universal Basic Capital), ทุนแบบมีเงื่อนไข (Conditional Basic Capital), ควบคู่ไปกับการประชาสัมพันธ์หลากหลายรูปแบบ อาทิเช่น สื่อโซเชียลมีเดีย การทำเป็นตัวอย่างของปราชญ์ชาวบ้าน ฯลฯ

เอกสารข้อเสนอแนะเชิงนโยบายด้านการพัฒนาประสิทธิภาพตลาดทุน

1. สถานการณ์ปัจจุบันและภาพอนาคตของประเทศไทย

ประเทศไทยกำลังเผชิญปัญหาหลายด้าน ทั้งปัญหาภาวะชะลอตัวทางเศรษฐกิจอันมีสาเหตุมาจากอัตราการเติบโตของผลิตภาพในระดับต่ำคิดเป็นร้อยละ 1.6 ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาเทียบกับช่วงปี 1999-2007 ที่เติบโตได้สูงถึงร้อยละ 3.6 สะท้อนให้เห็นว่าภาวะชะลอตัวดังกล่าวมีต้นตอมาจากปัจจัยเชิงโครงสร้าง มากกว่าปัจจัยทางวัฏจักรเศรษฐกิจหรือ Negative Economic Shock ที่เกิดขึ้นชั่วคราวครั้งชั่วคราว อีกทั้งปัญหาการกระจุกตัวของธุรกิจอุตสาหกรรมดั้งเดิม (Old Economy) ได้แก่ ภาคพลังงาน ท่องเที่ยว ค้าปลีก และธนาคารอยู่ในระดับสูง สะท้อนได้จากข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่บริษัทที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด 10 อันดับแรกอยู่ในอุตสาหกรรมดั้งเดิมแทบทั้งหมด ในขณะที่หน่วยธุรกิจในภาคอุตสาหกรรมใหม่ (New Economy) โดยเฉพาะธุรกิจกลุ่มเทคโนโลยีที่มีมูลค่าคิดเป็นไม่ถึงร้อยละ 3 ของมูลค่าตลาดรวม ซึ่งการกระจุกตัวแต่ในอุตสาหกรรมดั้งเดิมจะเป็นอุปสรรคต่อการสร้างนวัตกรรมใหม่ๆ ที่จะช่วยให้ประเทศหลุดพ้นจากภาวะชะลอตัวทางเศรษฐกิจไปได้

ซ้ำร้าย ประเทศไทยยังเผชิญปัญหาความเหลื่อมล้ำที่รุนแรง คนที่ร่ำรวยที่สุดร้อยละ 20 แรกของประเทศครอบครองทรัพย์สินถึงกว่าร้อยละ 67 ของทรัพย์สินทั้งหมด ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ยังไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนประเภทสินเชื่อได้อย่างเท่าเทียมเมื่อเทียบกับบริษัทขนาดใหญ่ สะท้อนได้จากมูลค่าสินเชื่อกว่าร้อยละ 84.2 เป็นสินเชื่อที่ธนาคารพาณิชย์ให้แก่ผู้ประกอบการประมาณ 50,000 รายคิดเป็นเพียงร้อยละ 10 ของผู้ประกอบการ SMEs เท่านั้น จึงเป็นเรื่องน่ากังวลว่าการเข้าถึงเงินทุนอาจถูกผูกขาดโดยบริษัทขนาดใหญ่ จนทำให้หน่วยธุรกิจขนาดกลาง/ขนาดเล็ก รวมไปถึงธุรกิจกลุ่มสตาร์ทอัพ ที่อาจมีไอเดียหรือนวัตกรรมใหม่ๆ ที่จะยกระดับผลิตภาพโดยรวม ไม่สามารถผลักดันไอเดียหรือแผนธุรกิจให้เกิดขึ้นจริงได้

นอกจากนี้ รูปแบบผลิตภัณฑ์ทางการเงินยังคงมีจำนวนจำกัดและไม่ตอบโจทย์กับเทรนด์การลงทุนรูปแบบใหม่ที่เน้นการใช้เทคโนโลยีและมีกิจกรรมที่อยู่ในรูปดิจิทัลมากขึ้น สะท้อนได้จากช่วงการแพร่ระบาดของโควิดที่เป็นตัวเร่งให้เกิดการเปลี่ยนแปลง ยิ่งสะท้อนให้เห็นได้ชัดจาก หุ่น Tech Company ใน New York Stock Exchange อย่างเช่น Tesla Facebook และ Square ล้วนได้รับผลกระทบเชิงบวกจากการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของประชาชนมากยิ่งขึ้น รวมถึงบริษัทต่างประเทศอย่าง square ได้มีการบันทึกบัญชีการลงทุนใน bitcoin เป็นสินทรัพย์ในบัญชีงบการเงิน ยิ่งชี้ให้เห็นถึงการพัฒนาและเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วทั้ง product และ มาตรฐานการบันทึกบัญชี รวมถึงนักลงทุนรุ่นใหม่เริ่มหันไปลงทุนในกองทุนต่างประเทศมากยิ่งขึ้น เนื่องจากนักลงทุนเห็นโอกาส และการเติบโตของหุ้นเหล่านี้ เพราะตัวนักลงทุนเองมีประสบการณ์การใช้ผลิตภัณฑ์ของบริษัทเหล่านั้น ยิ่งเป็นตัวสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุน ทำให้ปัจจุบันคนรุ่นใหม่จะแสวงหาการลงทุนที่มีการคิดค้นนวัตกรรมเป็นของตนเอง มากกว่าเน้นการลงทุนในหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรมเก่า

อีกหนึ่งความกังวลสำคัญคือ ตลาดทุนไทยยังได้รับผลกระทบจากจุดเปลี่ยนสำคัญอย่างเทรนด์แห่งโลกอนาคตที่สะท้อนว่าตลาดทุนจะเป็นกลไกสำคัญที่ช่วยให้ประเทศสามารถปรับตัว และคงความสามารถในการแข่งขันได้ภายใต้โลกแห่งอนาคต โดยเทรนด์โลกอนาคตที่สำคัญในบริบทตลาดทุนประกอบด้วย 2 เทรนด์หลัก ได้แก่

1) การก่อตัวของสินทรัพย์ดิจิทัล (Rise of Digital Assets) จะทำให้การลงทุน/ระดมทุนสามารถทำได้ในต้นทุนต่ำ รวดเร็ว และง่ายอย่างที่ไม่เคยมีมาก่อนเพราะไม่จำเป็นต้องผ่านขั้นตอนที่ยุ่งยาก ยกตัวอย่างเช่น กระบวนการ Know Your Customer (KYC) การลงทุน/ระดมทุนผ่านสินทรัพย์เหล่านี้จะทำให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนที่มากขึ้น ผู้ระดมทุนสามารถระดมทุนได้เต็มจำนวนมากขึ้น เพราะการระดมทุนเกิดขึ้นโดยการซื้อขายสินทรัพย์โดยตรงกับผู้ลงทุนโดยใช้เทคโนโลยี Blockchain ที่มีลักษณะการกระจายอำนาจ (Decentralization) ไม่มีตัวกลางที่รับส่วนแบ่งจากค่าธรรมเนียมการให้บริการที่อาจตกทอดผลประโยชน์เกินควรโดยใช้ความได้เปรียบจากระบบอำนาจเดิม เช่น อำนาจผูกขาดในตลาด หรืออำนาจทางการเมือง อย่างไรก็ตาม การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวสร้างความท้าทายให้กับนโยบายและการกำกับดูแลที่ต้องคำนึงถึงความสมดุลระหว่างการคุ้มครองผู้เล่นในตลาด และการคงความสามารถในการแข่งขันและความน่าดึงดูดของตลาดทุนภายในประเทศ

2) การก่อตัวของโมเดลธุรกิจดิจิทัล (Rise of Digital Business Models) ที่รูปแบบการดำเนินงานของหน่วยธุรกิจจะใช้ประโยชน์จากเทคโนโลยีดิจิทัลเพื่อเพิ่มมูลค่าของธุรกิจ อาทิเช่น การใช้แพลตฟอร์มออนไลน์เพื่อให้เข้าถึงและอำนวยความสะดวกสบายให้กับลูกค้า/ผู้รับบริการมากขึ้น การใช้ประโยชน์ข้อมูลที่เกิดขึ้นจากธุรกรรมบนแพลตฟอร์มออนไลน์เพื่อประกอบการตัดสินใจทางธุรกิจที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น รวมไปถึงการใช้เทคโนโลยีเพื่อเพิ่มความร่วมมือร่วมของเจ้าของธุรกิจหรือผู้ถือหุ้นในการกำหนดทิศทางขององค์กร เป็นต้น นวัตกรรมเหล่านี้จะเอื้อให้ธุรกิจใหม่ๆ เกิดขึ้นหากสามารถใช้ประโยชน์จากเทคโนโลยีดิจิทัลได้อย่างเหมาะสม ในขณะที่บริษัทขนาดใหญ่จะมีแนวโน้มขยายธุรกิจไปในห่วงโซ่อุปทานที่หลากหลายมากขึ้น

ซึ่งกระแสแห่งโลกอนาคตดังกล่าวนำไปสู่แนวโน้มที่ผู้ดำเนินนโยบายและผู้กำกับดูแลเกี่ยวกับตลาดทุนจำเป็นต้องคำนึงถึงใน 2 ประเด็นหลักด้วยกัน ได้แก่ 1) นวัตกรรมที่เกิดขึ้นอย่างรวดเร็ว ที่สถานการณ์เปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็ว นโยบายและการกำกับดูแลที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนจึงจำเป็นต้องมีความยืดหยุ่นและคล่องตัวเพื่อให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลง และ 2) การเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างอำนาจ ที่เทคโนโลยีและนวัตกรรมใหม่ๆ จะช่วยถ่ายโอนคุณค่าทางเศรษฐกิจไปให้กับผู้ผลิตและผู้บริโภคอย่างเต็มที่มากยิ่งขึ้น

เมื่อพิจารณาร่วมกับความท้าทายที่ประเทศไทยต้องเผชิญไม่ว่าจะเป็น ภาวะวิกฤตโควิด-19 ความไม่แน่นอนทั้งทางด้านการเมืองและเศรษฐกิจ สังคมสูงวัย ฯลฯ จึงทำให้ประเทศไทยเผชิญกับวิกฤตที่รุนแรงอย่างไม่เคยมีมาก่อน นอกจากนี้สถานการณ์โลกที่เปลี่ยนแปลงรวดเร็ว ทำให้ประเทศไทย



จำเป็นต้องปรับตัวให้เท่าทันกับการเปลี่ยนแปลงอย่างไม่เคยเป็นมาก่อน ดังนั้นการจะนำพาประเทศก้าวข้ามอุปสรรคดังกล่าวนั้น จำเป็นต้องอาศัยความร่วมมือจากหลายภาคส่วน และจำเป็นต้องผลักดันนโยบายหลายด้านไม่ว่าจะเป็น นโยบายเศรษฐกิจ การเมือง สังคม ฯลฯ แต่ไม่อาจปฏิเสธได้ว่าตลาดทุนคือหนึ่งในกลไกสำคัญที่จะช่วยให้ประเทศก้าวผ่านวิกฤตที่รุนแรงได้ และส่งเสริมความสามารถในการแข่งขันของประเทศในระยะยาวให้ทัดเทียมต่างชาติได้

2. บทบาทและสถานการณ์ของตลาดทุนไทยต่อการพัฒนาประเทศ

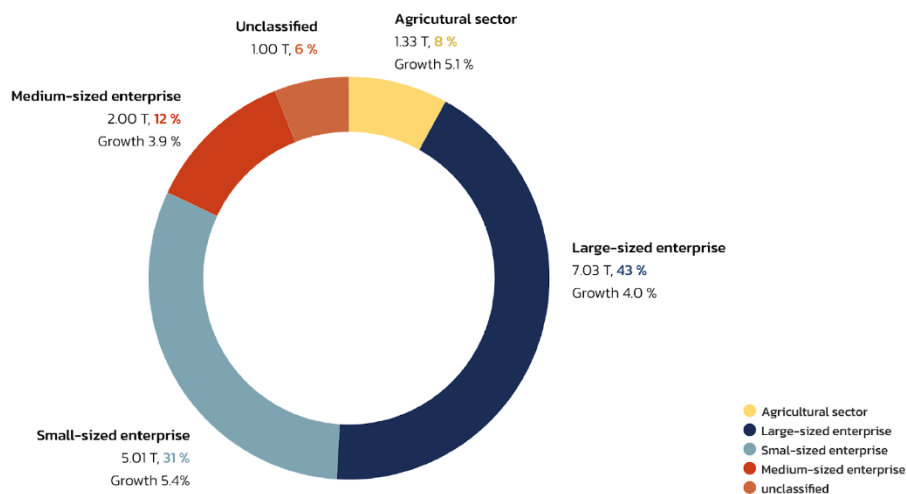
ตลาดทุนเป็นหนึ่งในโครงสร้างสำคัญที่จะช่วยให้ประเทศไทยก้าวผ่านวิกฤตที่รุนแรงได้ เพราะตลาดทุนที่ทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพจะทำหน้าที่ลำเลียงทรัพยากรเงินทุนจากผู้ลงทุนไปสู่การลงทุนที่เป็นประโยชน์ สร้างนวัตกรรมใหม่ๆ ก่อให้เกิดผลิตภาพโดยรวมที่เพิ่มสูงขึ้น จากการศึกษาโดย ThailandFuture พบว่า อุปสรรคที่เป็นคอขวดหลัก ซึ่งถ้าหากปรับเปลี่ยนได้ จะช่วยให้ตลาดทุนไทยยกระดับความสามารถในการแข่งขันให้เท่าทันกับสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงรวดเร็วได้ คือ ภาวะเบียดการกำกับดูแลที่ยังคงกำกวม ยุ่งยาก และซับซ้อน โดยผลการศึกษาจากกิจกรรมระดมความคิดเห็นผ่านห้องทดลองนโยบาย (Policy Lab) วงประสิทธิภาพ ประกอบกับการสัมภาษณ์เชิงลึกผู้มีส่วนเกี่ยวข้องพบว่ากฎเกณฑ์มีส่วนเป็นอุปสรรคที่ทำให้หน่วยธุรกิจระดมทุนได้ลำบากมากขึ้นโดยเฉพาะกลุ่มธุรกิจ SME, สตาร์ทอัพ กลุ่มธุรกิจเกิดใหม่ รวมไปถึงหน่วยธุรกิจที่มีนวัตกรรมหรือไอเดียใหม่ๆ ด้วย นอกจากนี้ระบบกระบวนการยุติธรรมและการบังคับใช้กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนยังคงใช้เวลานาน หรือไม่สามารถเอาผิดผู้ที่ละเมิดกฎระเบียบได้ ส่งผลให้ผู้กำกับดูแลและกฎระเบียบขาดความศักดิ์สิทธิ์ ทั้งผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนขาดแรงจูงใจในการทำกิจกรรมในตลาดทุนเพราะเกรงว่าจะถูกเอาผิดเอาเปรียบ จนทำให้เกิดภาวะความล้มเหลวของตลาดทุน (Market Failure) ได้

อีกหนึ่งคอขวดสำคัญที่ทำให้ตลาดทุนไทยยังไม่สามารถตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงได้อย่างทันทั่วถึง คือ ความสามารถในการส่งต่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนที่ยังขาดความโปร่งใสและความทั่วถึง ไม่ว่าจะเป็นต่อผู้ลงทุน ผู้ระดมทุน หรือแม้กระทั่งผู้ดำเนินนโยบายและผู้กำกับดูแล ซึ่งข้อมูลที่โปร่งใส ทั่วถึง และให้ข้อสรุปเกี่ยวกับข้อเท็จจริงที่ตรงกันจะเป็นกลไกสำคัญที่ช่วยให้ผู้เล่นทุกคนในตลาดตัดสินใจได้อย่างมีเหตุมีผล ผู้ลงทุนเลือกลงทุนในสินทรัพย์ที่ออกโดยหน่วยธุรกิจที่สามารถสร้างผลิตภาพให้กับประเทศได้อย่างแท้จริงแทนที่การซื้อเพื่อเก็งกำไร ผู้ระดมทุนได้รับการประเมินมูลค่าและความเสี่ยงของสินทรัพย์อย่างเหมาะสมเพื่อให้ทรัพยากรเงินทุนถูกลำเลียงไปสู่หน่วยธุรกิจที่ก่อให้เกิดผลิตภาพสูงสุด ทั้งผู้กำกับดูแลและผู้ดำเนินนโยบายสามารถติดตามสถานการณ์ภายในตลาดทุนพร้อมกับปรับนโยบายหรือกฎเกณฑ์ให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลง นำไปสู่ตลาดทุนที่ทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ

อย่างไรก็ตาม แม้ว่าตลาดทุนจะมีข้อมูลที่ไหลเวียนได้อย่างโปร่งใสและทั่วถึง แต่หากตลาดมีอุปสรรคในการเข้าถึง ย่อมจะส่งผลให้ตลาดทุนไม่สามารถตอบสนองต่อข้อมูลใหม่ๆ ได้ เพราะตลาดขาด

ผู้เล่นจำนวนมากที่จะช่วยผลักดันให้กลไกการทำงานได้อย่างเต็มประสิทธิภาพ ไม่สามารถป้องกันการผูกขาดเงินทุนที่ผลลัพธ์การระดมทุนขึ้นกับการตัดสินใจของนักลงทุนรายใหญ่ หรือหน่วยธุรกิจขนาดใหญ่ น้อยรายที่มักจะกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเก่าทำการผูกขาดเงินทุนจนทำให้หน่วยธุรกิจรายใหม่ขาดโอกาส ไม่สามารถสร้างสินค้า/บริการใหม่ที่จะช่วยเพิ่มผลิตภาพมวลรวมของประเทศได้ สอดคล้องกับตัวเลขจากการศึกษาของสถาบันธนาคารพัฒนาเอเซีย (Asian Development Bank Institute) พบว่าหน่วยธุรกิจขนาดเล็ก และขนาดกลาง (SMEs)¹ ของประเทศไทยนั้น มีส่วนเป็นอย่างมากต่อการพัฒนาการโดยรวมของเศรษฐกิจไทย กล่าวคือ มีสัดส่วนต่อ GDP อยู่ที่ร้อยละ 45 (ข้อมูลในปี 2561)² หรือประมาณ 7 ล้านล้านบาท ดังนั้น บรรดา SMEs จึงถือเป็นฟันเฟืองที่สำคัญอย่างยิ่ง และถือเป็นแกนกลาง (lifeblood) ของเศรษฐกิจของประเทศไทย ดังนั้นนโยบายส่งเสริมการเข้าถึงตลาดทุนจึงมีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับนโยบายพัฒนาประสิทธิภาพตลาดทุน

ภาพที่ 1 แสดงส่วนแบ่งการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่มีมาแบ่งตามประเภทหน่วยธุรกิจ



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

เพิ่มเติมจากอุปสรรคในการเข้าถึงตลาดทุนแล้ว ต้นทุนที่เกิดขึ้นภายในตลาดทุน ไม่ว่าจะเป็นต้นทุนตมาจากกลุ่มธุรกิจตัวกลางภายในตลาดทุนที่ก่อให้เกิดต้นทุนทางธุรกรรมต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ในแต่ละครั้ง หรือจากภาครัฐ อาทิเช่น มาตรการภาษี Capital Gain จัดได้ว่าเป็นอีกหนึ่งอุปสรรคสำคัญที่ขัดขวางไม่ให้ตลาดทุนทำงานได้อย่างเต็มประสิทธิภาพเนื่องจากผู้ลงทุนไม่ได้รับผลตอบแทนจากการ

¹ SMEs รวมถึงวิสาหกิจเริ่มต้น (สตาร์ทอัพ) ด้วย

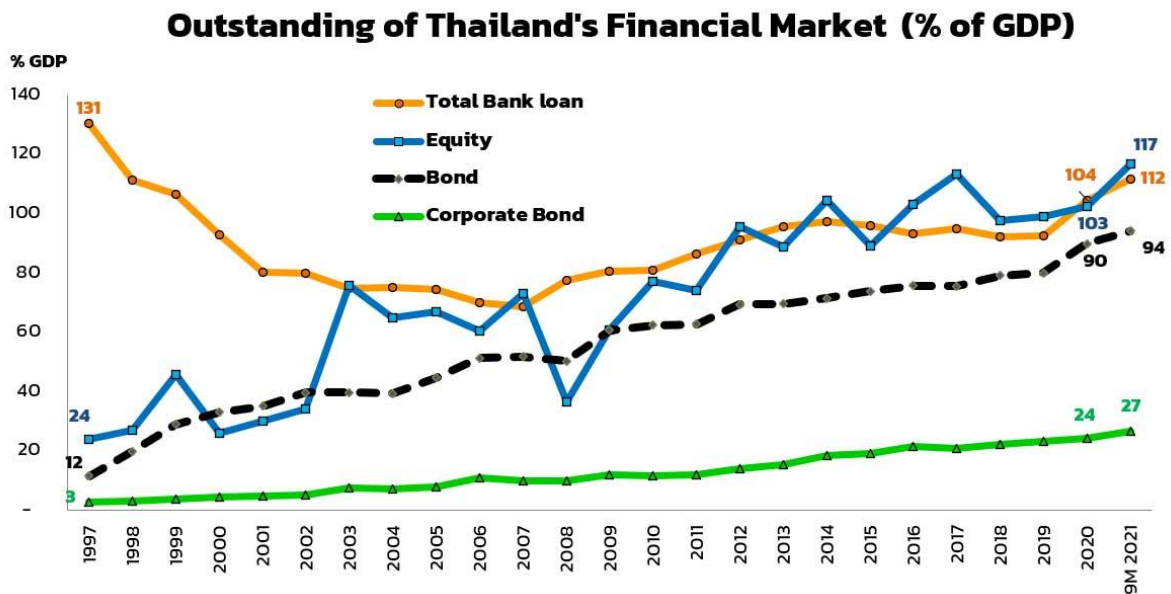
² Korwatanasaku and Warunsiri Paweenawat (2020), "TRADE, GLOBAL VALUE CHAINS, AND SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES IN THAILAND: A FIRM-LEVEL PANEL ANALYSIS",
<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/604661/adbi-wp1130.pdf> (หน้าที่ 2)

ลงทุนอย่างเต็มที่ จนส่งผลให้ขาดแรงจูงใจในการลงทุน ในขณะที่ผู้ระดมทุนไม่ได้รับเงินทุนอย่างเต็มที่จนขาดแรงจูงใจในการระดมทุนเช่นเดียวกัน

อย่างไรก็ตาม แม้ว่านโยบายต่างๆ ที่แก้ไขปัญหาข้างต้นจะช่วยยกระดับประสิทธิภาพตลาดทุนได้ในระยะสั้นถึงกลาง แต่ในระยะยาวแล้ว ผู้เล่นที่มีคุณภาพ มีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนและระดมทุนคือแกนหลักที่จะช่วยให้ไทยพัฒนาตลาดทุนที่แก้ไขปัญหาเรื่อง กฎระเบียบ ข้อมูล การเข้าถึงตลาดทุน และปัจจัยบิดเบือนตลาดทุนประสบผล เพราะ ถ้าผู้เล่นขาดเหตุผลและความรู้ความเข้าใจแล้ว นโยบายที่กล่าวมาข้างต้นย่อมขาดประสิทธิภาพในระยะยาว ผู้ลงทุนอาจยังคงเลือกลงทุนในสินทรัพย์ที่ไม่ก่อให้เกิดผลผลิตภาพอย่างแท้จริงแม้ว่าจะได้รับข้อมูลอย่างทั่วถึงและโปร่งใสเนื่องจากผู้ลงทุนไม่สามารถประมวลผลข้อมูลที่ได้รับเพื่อประกอบการตัดสินใจได้อย่างมีประสิทธิภาพ ในทำนองเดียวกัน นโยบายส่งเสริมการเข้าถึงตลาดทุนจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพตลาดทุนได้ก็ต่อเมื่อผู้เล่นที่เข้าสู่ตลาดทุนมีเหตุมีผลเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยให้กลไกราคาภายในตลาดทุนทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ดังนั้น นโยบายที่เกี่ยวข้องกับการส่งเสริมความรู้ความเข้าใจทางการเงิน (Financial Literacy) จึงควรได้รับการผลักดันควบคู่ไปกับนโยบายพัฒนาตลาดทุน

ตลาดทุนไทยเฉกเช่นเดียวกับตลาดทุนในต่างประเทศจะยิ่งทวีความสำคัญมากยิ่งขึ้นอย่างต่อเนื่องสะท้อนได้จากข้อมูลสัดส่วนสินเชื่อบริษัทต่อผลิตภัณฑ์ที่มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่องจาก 128 เปอร์เซ็นต์ในปี 1997 เป็น 107 เปอร์เซ็นต์ในปี 2020 ในขณะที่ตลาดทางเลือกในการระดมทุนอื่นๆ มีแนวโน้มขยายตัวอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะตลาดหุ้นที่เติบโตต่อเนื่องจาก 24 เปอร์เซ็นต์ในปี 1997 เป็น 86 เปอร์เซ็นต์ในปี 2020 ซึ่งตอกย้ำถึงความสำคัญของตลาดทุนมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น นโยบายพัฒนาตลาดทุนจึงมีความสำคัญและควรผลักดันอย่างเร่งด่วน

ภาพที่ 2 เปรียบเทียบขนาดของระบบการเงินประเภทต่าง ๆ กับขนาดผลผลิตมวลรวม



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

3. สถานการณ์ตลาดทุนไทยเทียบกับต่างประเทศ

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

3.1 ด้านกฎระเบียบ กระบวนการยุติธรรม และกฎเกณฑ์การกำกับดูแล

พัฒนาการทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนของต่างประเทศสะท้อนว่าประเทศไทยยังสามารถพัฒนากฎระเบียบโดยเรียนรู้จากประเทศในกลุ่มที่มีตลาดทุนที่พัฒนาในระดับสูงได้ อย่างไรก็ตาม หากพิจารณากฎเกณฑ์ในด้านต่างๆ จะเห็นถึงข้อจำกัดที่ส่งผลกระทบต่อการลงทุนของผู้ที่เกี่ยวข้อง โดย 1) กฎหมายยังคงเป็นอุปสรรคไม่ให้นักลงทุนเข้าถึงประเภทของหลักทรัพย์ได้อย่างเหมาะสม สะท้อนได้จากเกณฑ์การจัดประเภทของหลักทรัพย์ที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่ประเมินความสามารถในการรับความเสี่ยงของผู้ลงทุนจากมูลค่าสินทรัพย์แต่เพียงอย่างเดียว และ 2) กระบวนการทางกฎหมายยังไม่สามารถปกป้องหรือให้ความเป็นธรรมกับผู้เสียหายที่เกิดจากผู้กระทำผิดในตลาดทุนได้อย่างรวดเร็วและ

มีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะ กลไกการฟ้องร้องคดีแบบกลุ่ม (class action) ที่มักเกี่ยวข้องกับตลาดทุน เพราะการกระทำผิดในตลาดดังกล่าวมักสร้างความเสียหายในวงกว้างและมีผู้เสียหายหลายราย และ 3) ข้อจำกัดและความยุ่งยากซับซ้อนของการจัดตั้งบริษัทใหม่เป็นคอขวดสำคัญที่ยังคงทำให้ตลาดทุนขาดทางเลือกในการลงทุนใหม่ๆ ที่สร้างผลิตภาพให้กับประเทศ

3.1.1 กฎหมายเป็นอุปสรรคไม่ให้นักลงทุนเข้าถึงประเภทของหลักทรัพย์ได้อย่างเหมาะสม

การให้คำนิยามและการจัดประเภทหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์สะท้อนว่ากฎหมายไทยที่เกี่ยวข้องยังคงจัดประเภทของหลักทรัพย์โดยคำนึงถึงมูลค่าสินทรัพย์ที่ถือครองเป็นสำคัญแต่เพียงอย่างเดียว 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 และเงินลงทุนโดยตรงในหลักทรัพย์ มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ตารางที่ 1 แสดงเกณฑ์การจำแนกผู้ลงทุน

ผู้ลงทุนรายใหญ่พิเศษ	ผู้ลงทุนรายใหญ่
เมื่อนับรวมคู่สมรสแล้ว - มีสินทรัพย์สุทธิตั้งแต่ 70 ล้านบาทขึ้นไป (ไม่รวมอสังหาริมทรัพย์ที่เป็นที่อยู่อาศัยประจำ) - มีรายได้ต่อปีตั้งแต่ 10 ล้านบาท หรือ 7 ล้านบาทหากไม่รวมคู่สมรส - มีเงินลงทุนโดยตรงในหลักทรัพย์หรือสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตั้งแต่ 25 ล้านบาท หรือ 50 ล้านบาทหากรวมเงินฝาก	เมื่อนับรวมคู่สมรสแล้ว - มีสินทรัพย์สุทธิตั้งแต่ 50 ล้านบาทขึ้นไป (ไม่รวมอสังหาริมทรัพย์ที่เป็นที่อยู่อาศัยประจำ) - มีรายได้ต่อปีตั้งแต่ 4 ล้านบาท - มีเงินลงทุนโดยตรงในหลักทรัพย์หรือสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตั้งแต่ 10 ล้านบาท หรือ 20 ล้านบาทหากรวมเงินฝาก

หากไม่เข้าเกณฑ์ตามตารางข้างต้นให้จำแนกผู้ลงทุนเป็นผู้ลงทุนรายย่อย ส่งผลให้ไม่สามารถลงทุนในหลักทรัพย์หรือถูกจำกัดวงเงินลงทุนในหลักทรัพย์บางประเภทได้ อาทิเช่น หุ้นและหุ้นกู้ที่เสนอขายผ่านคราวด์ฟันดิง หุ้นกู้ที่เสนอขายต่อผู้ลงทุนรายใหญ่ และหุ้นกู้ที่มีอนุพันธ์แฝง

หากเปรียบเทียบเกณฑ์การจำแนกผู้ลงทุนกับประเทศอื่นๆ เกณฑ์ของประเทศไทยยังคงขาดความยืดหยุ่นเนื่องจากประเมินความสามารถในการรับความเสี่ยงจากมูลค่าสินทรัพย์ที่ถือครองแต่เพียงอย่างเดียว ซึ่งหากเทียบเคียงกับกรณีของประเทศสหรัฐอเมริกาจะพบว่านักลงทุนประเภท accredited investor ซึ่งเทียบเคียงได้กับนักลงทุนรายใหญ่ของไทยไม่ได้ถูกประเมินจากมูลค่าสินทรัพย์อย่างเดียว แต่ถือว่าอยู่ในกลุ่มดังกล่าว หากเป็นนักลงทุนที่มีใบอนุญาตประกอบวิชาชีพทางการเงิน ซึ่งเกณฑ์การจัดประเภทผู้ลงทุนที่มองมากกว่ามูลค่าสินทรัพย์จะมีส่วนช่วยให้ตลาดทุนมีประสิทธิภาพมากขึ้นเพราะสินทรัพย์ในตลาดแต่ละประเภทจะมีจำนวนผู้ลงทุนที่มีคุณภาพมาลงทุน ส่งเสริมให้กลไกราคาทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น

3.1.2 กระบวนการทางกฎหมายที่ไม่สามารถปกป้องหรือให้ความเป็นธรรมกับผู้เสียหาย

กลไกการฟ้องร้องผู้กระทำความผิดในตลาดทุนที่ใช้เวลานาน ทำให้กฎหมายขาดความศักดิ์สิทธิ์และเอื้อให้ผู้กระทำความผิดสร้างความเสียหายให้กับผู้เล่นอื่นภายในตลาดทุนเป็นวงกว้างได้เพราะโดยปกตินั้น การเอาผิดผู้กระทำความผิดเกี่ยวกับตลาดทุนจะเกิดขึ้นผ่านกระบวนการตรวจสอบของสำนักงาน ก.ล.ต. ซึ่งเมื่อสำนักงานฯ เห็นว่าการกระทำผิดดังกล่าวสมควรใช้มาตรการลงโทษทางแพ่ง ก็จะเสนอต่อคณะกรรมการพิจารณามาตรการลงโทษทางแพ่ง (ค.ม.พ.) ซึ่งประกอบด้วยอัยการสูงสุดเป็นประธาน ปลัดกระทรวงการคลัง อธิบดีกรมสอบสวนคดีพิเศษ ผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทย และเลขาธิการสำนักงาน ก.ล.ต. เป็นกรรมการ ซึ่งถ้าหาก ค.ม.พ. เห็นด้วยกับสำนักงานและผู้กระทำความผิดยอมรับโทษตามที่ ค.ม.พ. ได้กำหนดไว้ จะมีการบันทึกยินยอม และหากมีการชำระเงินค่าปรับครบถ้วน คดีจะสิ้นสุดลงทั้งในส่วนมาตรการการลงโทษ ทางแพ่ง และทางอาญา ส่วนในกรณีที่ไม่นยินยอม สำนักงาน ก.ล.ต. จะส่งฟ้องศาลต่อไป

จากกระบวนการดังกล่าวจะเห็นได้ว่ากระบวนการมีข้อขัดข้องที่การพิจารณาต้องผ่านกระบวนการตรวจสอบของสำนักงาน ก.ล.ต. และต้องผ่านความเห็นชอบจาก ค.ม.พ. ทำให้กระบวนการเอาผิดต้องใช้เวลานาน และพิจารณาคดีความได้น้อยคดี อ้างอิงจากข้อมูล ณ วันที่ 31 สิงหาคม พ.ศ.2560 พบว่ามีคดีที่ถูกพิจารณาไปแล้วเพียง 7 คดี นำเงินส่งกระทรวงการคลังเป็นรายได้แผ่นดินเพียง 50 ล้านบาท หรือ ณ วันที่ 25 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2565 สำนักงาน ก.ล.ต. ได้เปิดเผยการดำเนินคดีด้วยมาตรการลงโทษทางแพ่งกับผู้กระทำความผิด 12 ราย กรณีซื้อหุ้นบมจ. พลาสติก และหีบห่อไทย (TPAC) และใบสำคัญแสดงสิทธิซื้อหุ้นสามัญ (TPAC-W1) โดยอาศัยข้อมูลภายใน เปิดเผยข้อมูลภายในแก่บุคคลอื่น และช่วยเหลือการกระทำความผิด โดยให้ผู้กระทำความผิดชำระเงินรวม 12,810,027.82 บาท โดยเป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในวันที่ 22 กรกฎาคมถึงวันที่ 8 ตุลาคม พ.ศ. 2558 ดังนั้นหากอ้างอิงจากข้อมูลดังกล่าวทำให้เห็นอุปสรรคว่า กระบวนการในปัจจุบันมีความล่าช้าและขาดประสิทธิภาพ

นอกจากนี้ อีกหนึ่งในสาเหตุสำคัญคือระบบการฟ้องร้องคดีแบบกลุ่มในคดีเดียวกัน (class action) ที่ยังคงมีความกำกวมในนิยามและกระบวนการจนทำให้การฟ้องร้องแบบกลุ่มเกิดขึ้นได้ยาก



ยกตัวอย่างเช่น ข้อกฎหมายที่ไม่ได้ระบุถึงจำนวนผู้เสียหายขั้นต่ำสำหรับการฟ้องร้องแบบกลุ่มจนทำให้เกิดภาระกับศาลที่จะต้องใช้ดุลยพินิจพิจารณา เป็นต้น ปัจจัยเหล่านี้ทำให้คดีฟ้องร้องต่อผู้กระทำความผิดเกี่ยวกับตลาดทุนเกิดขึ้นได้ยากตามไปด้วยเพราะความผิดที่เกิดขึ้นมักมีผู้เสียหายเป็นจำนวนมาก ซึ่งเมื่อมองในบริบทของกฎหมายไทยแล้ว พบว่าอุปสรรคสำคัญที่ทำให้การฟ้องร้องแบบกลุ่มยังคงไม่สามารถเกิดขึ้นได้อย่างสะดวก ประกอบด้วย 2 อุปสรรคหลักด้วยกัน ได้แก่

นิยามของสมาชิกกลุ่มผู้เสียหายที่สามารถเป็นโจทก์ร่วมกันฟ้องคดียังคงขาดความชัดเจนอ้างอิงจากมาตราที่ 222/8 แห่งประมวลกฎหมายวิธีพิจารณาความแพ่งได้เขียนไว้ว่า “คดีที่มีสมาชิกกลุ่มจำนวนมากดังต่อไปนี้ โจทก์ซึ่งเป็นสมาชิกกลุ่มอาจร้องขอให้ดำเนินคดีแบบกลุ่มได้... คดีเรียกร้องสิทธิตามกฎหมายต่าง ๆ เช่น ... หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์...” ซึ่งจะเห็นได้ว่าข้อกฎหมายดังกล่าวไม่ได้ระบุจำนวนสมาชิกกลุ่มไว้อย่างชัดเจนว่าจะต้องมีจำนวนเท่าไรจึงจะจัดได้ว่า “มีสมาชิกกลุ่มจำนวนมาก” ความไม่ชัดเจนดังกล่าวส่งผลให้ภาระการใช้ดุลยพินิจตกอยู่ที่ศาลซึ่งทำให้กระบวนการพิจารณาต้องใช้เวลานานขึ้น นอกจากนี้ ยิ่งในคดีที่เกี่ยวกับความผิดตามกฎหมายหลักทรัพย์ ว่าจำนวนผู้เสียหายควรใช้หลักเกณฑ์ใดในการพิจารณา ควรจะใช้ความรุนแรงของพฤติกรรม หรือจำนวนเงินที่เสียหายมาเป็นประเด็นประกอบการพิจารณาของศาลด้วยหรือไม่ เพราะ ระดับของความรุนแรงและความเสียหายย่อมเป็นอีกหนึ่งปัจจัยสำคัญเพิ่มเติมจากจำนวนผู้เสียหายที่ควรคำนึงถึง ในประเด็นนี้ หากศึกษาถึงแนวทางกฎหมายต่างประเทศที่มีการใช้กระบวนการพิจารณาคดีแบบกลุ่ม เช่น ประเทศออสเตรเลีย จะเห็นได้ว่าการกำหนดเอาไว้ในกฎหมายที่เกี่ยวข้องอย่างชัดเจน ถึงจำนวนขั้นต่ำของสมาชิกกลุ่มที่จำเป็นต้องมีเพื่อให้สามารถดำเนินกระบวนการพิจารณาคดีแบบกลุ่มได้ เช่น Part IVA of the Federal Court of Australia Act 1976 (Cth)²⁴ กำหนดเอาไว้ว่าสมาชิกกลุ่มจะต้องมีอย่างน้อย 7 ราย เพื่อให้สามารถดำเนินคดีแบบกลุ่มได้

ในทำนองเดียวกัน นอกจากประเด็นจำนวนขั้นต่ำของสมาชิกกลุ่มที่ขาดความชัดเจนแล้ว กฎหมายยังปล่อยให้เกณฑ์การฟ้องแบบเป็นโจทก์ร่วมตกอยู่ในดุลยพินิจของศาลฎีกาเป็นจำนวนมาก ซึ่งหากอ้างอิงจากมาตรา 222/2 แห่งประมวลกฎหมายวิธีพิจารณาความแพ่งได้กล่าวไว้ว่า “เพื่อความเหมาะสมสำหรับคดีบางประเภท หรือเพื่อให้การดำเนินกระบวนการพิจารณาหรือการบังคับคดีเป็นไปโดยสะดวก รวดเร็ว และเที่ยงธรรม ประธานศาลฎีกามีอำนาจออกข้อกำหนดใดๆ ที่ไม่ขัดหรือแย้งกับบทบัญญัติในหมวดนี้ได้ ดังนี้ (1) กำหนดคุณสมบัติ ส่วนได้เสีย รวมตลอดทั้งการได้มาซึ่งสิทธิการเป็นสมาชิกกลุ่มของโจทก์ที่จะมีอำนาจฟ้องคดีแบบกลุ่มได้ (2) กำหนดเพิ่มเติมเกี่ยวกับหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขในการพิจารณาอนุญาตให้ดำเนินคดีแบบกลุ่ม (3) กำหนดเพิ่มเติมเกี่ยวกับหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขในการพิจารณาอนุญาตให้ดำเนินคดีแบบกลุ่ม (4) กำหนดเพิ่มเติมเกี่ยวกับวิธีการนัดพร้อม การแก้ไขคำฟ้องและคำให้การ การดำเนินกระบวนการพิจารณาและรับฟังพยานหลักฐาน ในการดำเนินคดีแบบกลุ่ม (5) กำหนดเพิ่มเติมเกี่ยวกับการบังคับคดีและเงินรางวัลของทนายความฝ่ายโจทก์ (6) ออกข้อกำหนดเกี่ยวกับเรื่องที่เป็นอื่น ๆ ในการดำเนินคดีแบบกลุ่ม” ซึ่งจากข้อความอ้างอิงดังกล่าว

จะเห็นได้ว่ากฎหมายมีการปล่อยเกณฑ์ให้อยู่ในดุลยพินิจของศาลมากกว่าเพียงแค่จำนวนชั้นต่ำของการฟ้องแบบกลุ่มจึงส่งผลให้เกิดอุปสรรคทำให้การฟ้องร้องแบบกลุ่มใช้เวลานานและทำได้ยาก

การจ่ายค่าตอบแทนการว่าจ้างแก่ทนายความในการฟ้องคดีแบบกลุ่มซึ่งจัดได้ว่าเป็นต้นทุนที่ผู้ฟ้องคดี (ผู้ลงทุน) ต้องแบกรับเพิ่มเติมจากค่าธรรมเนียมศาลและค่าฤชาธรรมเนียมอื่นๆ ซึ่งในบริบทของการฟ้องคดีแบบกลุ่มค่าใช้จ่ายย่อมสูงกว่าตามความซับซ้อนของคดีหลักทรัพย์ในลักษณะนี้ ส่งผลให้นักลงทุนรายย่อยไม่สามารถริเริ่มกระบวนการพิจารณาคดีแบบกลุ่มได้เนื่องจากขาดทุนทรัพย์

ในขณะที่ สหรัฐอเมริกา ออสเตรเลีย รวมไปถึงสิงคโปร์ที่อยู่ระหว่างกระบวนการรับฟังความคิดเห็นจากสาธารณะ อนุญาตให้ทนายความคิดค่าธรรมเนียมแบบ “ค่าทนายความตามผลของคดี” (Contingency Fee) โดยทนายความจะเรียกเก็บค่าทนายคิดเป็นร้อยละของจำนวนค่าเสียหายที่ลูกความของตนจะได้รับหากฟ้องคดีสำเร็จ (คิดเป็นร้อยละ 30-40 โดยประมาณ) แต่จะไม่มี การเก็บค่าทนายความในกรณีที่การฟ้องคดีไม่สำเร็จ ซึ่งผลของการอนุญาตในลักษณะเช่นนี้ ทำให้ผู้เสียหายที่ขาดทุนทรัพย์สามารถเข้าถึงบริการทางกฎหมายของทนายความได้ง่ายขึ้นเนื่องจากตนต้องชำระค่าทนายความก็ต่อเมื่อตนชนะคดีเท่านั้น

อย่างไรก็ตาม ประเทศไทยยังไม่อนุญาตให้มีการคิดค่าทนายความในลักษณะนี้ด้วยเหตุผลว่าเป็นการทำให้ทนายมีส่วนได้ส่วนเสียโดยตรงกับผลแห่งคดีจนอาจส่งผลกระทบต่อความเป็นกลางในการปฏิบัติหน้าที่ของทนายความได้ โปรดพิจารณาแนวคำพิพากษาศาลฎีกาชั้นล่าง ซึ่งเป็นคำวินิจฉัยของที่ประชุมใหญ่ของศาลฎีกา และเป็นบรรทัดฐานที่ศาลในคดีหลัง ๆ ต้องตัดสินตามคำตัดสินดังกล่าว

ฎีกาที่ 1260/2543 (ประชุมใหญ่) ระบุว่า วิชาชีพทนายความมีลักษณะผูกขาดที่ทนายความได้รับความคุ้มครองตามกฎหมายหลายประการ ย่อมมีพันธกรณีต่อสังคมที่ต้องปฏิบัติและดำรงตนให้ต้องกับหลักจริยธรรมทางวิชาชีพ ในส่วนการปฏิบัติหน้าที่ทนายความมีส่วนสำคัญในการประสิทธิประสาทความยุติธรรมแก่คู่ความคู่เป็นเจ้าหน้าที่ของศาล ทนายความไม่พึงทำสัญญากับลูกความในลักษณะที่ตนเองมีส่วนได้เสียโดยตรงในคดีจนกระทบกระเทือนการปฏิบัติหน้าที่ ข้อสัญญาระหว่างโจทก์และจำเลยส่วนที่ตกลงให้สินจ้างกันอีกร้อยละ 5 ของทุนทรัพย์สินสมรสที่จำเลยจะได้รับ เป็นข้อสัญญาที่ให้ทนายความเข้ามีส่วนได้เสียทางการเงินโดยตรงในผลของคดี ไม่ต้องด้วยหลักจริยธรรมทางวิชาชีพของทนายความ ถือว่าขัดต่อความสงบเรียบร้อยและศีลธรรมอันดีของประชาชน สัญญาจ้างว่าความระหว่างโจทก์จำเลยในส่วนนี้จึงเป็นโมฆะ

การตีความข้างต้นส่งผลให้ผู้เสียหายอาจไม่สามารถเข้าถึงบริการของทนายความได้เนื่องจากขาดทุนทรัพย์ โดยเฉพาะคดีที่มีความซับซ้อนอย่างคดีซื้อขายหลักทรัพย์ ที่ต้องการทนายที่มีความเชี่ยวชาญเฉพาะด้านเกี่ยวกับกฎหมายหลักทรัพย์ ซึ่งจะส่งผลเสียร้ายแรงต่อกระบวนการยุติธรรมที่จะมีบุคคลจำนวนมากไม่สามารถเข้าถึงบริการทางกฎหมายที่มีคุณภาพได้ เพราะวัตถุประสงค์ของการ



ดำเนินคดีคือเพื่อให้คู่ความได้รับความเป็นธรรม การที่ศาลตีความในลักษณะเช่นนี้ โดยไม่คำนึงถึงความเป็นจริงทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Realities) ย่อมไม่เป็นผลดีกับกระบวนการยุติธรรมโดยรวมของประเทศไทย

Box 1: กรณีศึกษาการสนับสนุนค่าใช้จ่ายในการดำเนินคดี (Litigation Funding)

แม้จะยังไม่มีกฎหมายกำหนดไว้โดยเฉพาะ แต่จากการตีความดังกล่าวของศาล น่าจะทำให้พิจารณาได้ว่า หากผู้ฟ้องคดีไม่มีทุนทรัพย์ แต่ประสงค์ที่จะรับเงินสนับสนุนจากบุคคลภายนอกเพื่อฟ้องคดี และจะชำระเงินคืนตามอัตราส่วนของค่าเสียหายที่จะได้รับหากคดีประสบความสำเร็จ การตกลงดังกล่าวก็อาจตกเป็นโมฆะเช่นกัน เนื่องจาก อาจทำให้ตีความได้ว่าเป็นการให้บุคคลนอกจากคู่ความมีส่วนได้เสียโดยตรงในผลของคดี อย่างไรก็ตาม การตีความเช่นนี้ขัดกับพัฒนาการของกฎหมายในต่างประเทศ เช่น สหรัฐอเมริกา ออสเตรเลีย และสิงคโปร์ ที่ต่างก็อนุญาตให้มีกองทุนหรือองค์กรสนับสนุนค่าใช้จ่ายในการดำเนินคดี (Litigation Funding) ซึ่งกองทุนหรือองค์กรเหล่านั้น ไม่จำเป็นต้องเป็นคู่สัญญาในคดี โดยหลักการขององค์กรเหล่านี้คือ องค์กรเหล่านี้จะช่วยออกค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการดำเนินคดีไปก่อน โดยจะได้รับเงินคืนเมื่อคดีความประสบความสำเร็จ โดยขอยกตัวอย่างกรณีของประเทศออสเตรเลียประกอบการพิจารณา

ศาลสูงในคดี Campbell's Cash & Carry Pty Ltd v Fostif Pty Ltd (2006) CLR 386 ได้พิจารณาในประเด็นว่าการมี third party litigation funder ขัดกับความสงบเรียบร้อยหรือไม่ ซึ่งศาลในคดีดังกล่าวได้กำหนดอย่างชัดเจนว่า ลำพังเพียงแต่ข้อพิจารณาว่าผู้ให้ทุน (funder) อาจใช้อำนาจควบคุมกระบวนการพิจารณา และอาจได้รับผลกำไรจากการกระทำดังกล่าว ไม่พอให้ฟังได้ว่ากรณีเป็นการขัดความสงบเรียบร้อย เนื่องจากศาลมองว่ามีกฎหมายเกี่ยวกับการดำเนินกระบวนการพิจารณาอย่างเป็นธรรมอยู่แล้ว นอกจากนี้ The Law Council of Australia และ the Federal Court of Australia ได้ออกแถลงการณ์ร่วมกันโดยมีใจความว่า “ในหลายกรณี ๆ litigation funding ได้รับการพิสูจน์ว่าเป็นแก่นสำคัญ (lifeblood) ของการดำเนินคดีแบบ representative proceedings (การดำเนินคดีแบบกลุ่ม) ... และถือว่ามีผลอย่างสำคัญต่อการดำเนินคดีเช่นนี้” อีกทั้ง ในปี 2563 กฎหมายออสเตรเลียได้กำหนดว่าผู้ที่ประสงค์จะเป็น litigation funders จะต้องได้รับใบอนุญาต Australian Financial Services License (AFSL) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้องค์กรเหล่านี้ต้องปฏิบัติตามกฎหมายที่กำกับสถาบันการเงิน เพื่อให้การดำเนินงานเป็นไปอย่างโปร่งใส

จะเห็นได้ว่าการเข้าถึงกระบวนการทางศาลเป็นองค์ประกอบที่สำคัญอย่างยิ่งในการคุ้มครองผู้ลงทุน ดังนั้น จึงเห็นควรให้กฎหมายไทยอนุญาตให้มีการใช้วิธีการคิดค่าทนายตามผลแห่งคดี และอนุญาตให้มีองค์กรภายนอกที่สามารถสนับสนุนค่าใช้จ่าย (litigation funding) ในการดำเนินคดีแก่ผู้ลงทุนได้

3.1.3 ด้านการเริ่มต้นธุรกิจและการจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทที่เป็นอุปสรรค

กฎเกณฑ์เกี่ยวกับการจัดตั้งบริษัทจะต้องเป็นไปโดยง่าย และสะดวกรวดเร็วเพื่อเป็นการอำนวยความสะดวกแก่ผู้ประกอบการธุรกิจที่อยากสร้างสรรค์ธุรกิจใหม่ ๆ การจดทะเบียนจัดตั้งบริษัท และการจดทะเบียนเปลี่ยนแปลงข้อมูลนั้น ผู้ประกอบการจะต้องจดทะเบียนจัดตั้งกับกรมพัฒนาธุรกิจการค้า สังกัดกระทรวงพาณิชย์โดยเป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนด พร้อมเอกสารที่เกี่ยวข้อง

อย่างไรก็ดี จากการสอบถามผู้ประกอบการที่ปฏิบัติงานพบว่า การจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทมีความยุ่งยากและความซับซ้อน โดยแม้ในทางทฤษฎีจะสามารถจัดตั้งได้ภายใน 1 วันทำการก็ตาม แต่ด้วยการใช้ดุลพินิจของเจ้าหน้าที่ที่ขาดความยืดหยุ่นและขาดมาตรฐานทำให้การจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทเป็นไปได้อย่างยาก ยกตัวอย่างเช่น ในการยื่นเอกสารประกอบการจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทนั้น จะต้องมีการระบุถ้อยคำที่ตรงตามตัวอย่างที่ปรากฏในแบบคำขอเท่านั้น หากมีการใช้ถ้อยคำอื่นที่แม้จะมีความหมายไม่ต่างกัน จะต้องมีการนำเอกสารเหล่านั้นไปให้ผู้ที่เกี่ยวข้องแก้ไข และลงนามในเอกสารนั้นใหม่อีกครั้งหนึ่ง ทำให้ในทางปฏิบัติมีหลายกรณีที่มีการจดทะเบียนล่าช้าออกไปและไม่อาจทำได้ในวันเดียว

นอกจากนี้ ยังมีกฎเกณฑ์บางประการที่กำหนดข้อจำกัดที่ยุ่งยากโดยไม่จำเป็น เช่น การแก้ไขหนังสือบริคณห์สนธิของบริษัท จะต้องไปยื่นขอเปลี่ยนแปลงแก้ไขข้อมูลกับสำนักงานพัฒนาธุรกิจการค้า ในจังหวัดที่สำนักงานแห่งใหญ่ของบริษัทนั้นตั้งอยู่เท่านั้น ซึ่งกรณีนี้เป็นปัญหามากเพราะมีบริษัทหลายรายที่เริ่มต้นกิจการในจังหวัดอื่นนอกกรุงเทพมหานคร และได้มีการย้ายกิจการเข้ามาในกรุงเทพมหานคร โดยไม่ได้ย้ายสำนักงานใหญ่ หากจะมีการแก้ไขหนังสือบริคณห์สนธิเพื่อปรับแก้รูปแบบการดำเนินงานของบริษัทให้ยืดหยุ่นมากขึ้น หรือต้องการจะเพิ่มทุนเป็นต้น ก็จะต้องเดินทางกลับไปจังหวัดที่มีการจดทะเบียนจัดตั้งเพื่อยื่นเรื่องแก้ไขกับสำนักงานกรมพัฒนาธุรกิจการค้าในพื้นที่จังหวัดนั้น ๆ ซึ่งทำให้เกิดความล่าช้า และค่าใช้จ่ายในการเดินทางที่ไม่จำเป็น

ความยุ่งยากเหล่านี้ถือเป็นอุปสรรคประการสำคัญในการทำให้ประเทศไทยมีขีดความสามารถในการแข่งขันทางธุรกิจที่มากขึ้น เนื่องจากผู้ประกอบการจะไม่อยากจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทในประเทศไทยทำให้ประเทศเสียโอกาสทางธุรกิจอย่างมาก นอกจากนี้ ปัจจัยเรื่องการจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่ธนาคารโลก (World Bank) ใช้ในการพิจารณาจัดอันดับ “ความง่ายในการทำธุรกิจ (Ease of Doing Business Index)” โดยในส่วนของประเทศไทย ได้รับจัดอันดับความง่ายในการจัดตั้งบริษัทอยู่ที่ลำดับ 42 โดยสิงคโปร์ และฮ่องกงถูกจัดลำดับอยู่ที่ อันดับ 4 และ อันดับ 5 ตามลำดับ



ภาพที่ 3 แสดงลำดับดัชนีความง่ายในการทำธุรกิจ (Ease of Doing Business Index) ของประเทศไทย

Rankings on Doing Business topics (1-190) - Thailand



ที่มา: <https://www.doingbusiness.org/en/data/exploreeconomies/thailand>

เมื่อพิจารณากรณีของต่างประเทศเช่น สิงคโปร์จะพบว่าการจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทนั้น ไม่จำเป็นต้องไปดำเนินการโดยตรงต่อหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง (หรือก็คือ Accounting and Corporate Regulatory Authority) แต่ผู้ประกอบการสามารถจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทกับผู้ให้บริการออนไลน์ที่จะดำเนินการรับจดทะเบียนจัดตั้งแทนได้ โดยหนึ่งในผู้บริการนั้นคือผู้ให้บริการจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทบนพื้นที่อิเล็กทรอนิกส์ชื่อ www.sleek.com/sg/incorporation

ภาพที่ 4 ตัวอย่างผู้ให้บริการจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทแบบอิเล็กทรอนิกส์

Let's start a business.

Incorporate your company in no time, with no stress

Say goodbye to painstaking interactions with traditional firms that take your money and time. We're fast, efficient, and transparent.

- Hate papers?**
File digitally from the comfort of your home or office.
- Work smarter, not harder**
Sleek has been there, done that, and lived to share the resources.

ที่มา : www.sleek.com/sg

ผู้ที่ประสงค์จดทะเบียนจัดตั้งในสิงคโปร์เพียงแค่ออกข้อมูลลงไปในระบบ จากนั้นผู้ให้บริการจะใช้ปัญญาประดิษฐ์เพื่อตรวจสอบข้อมูลที่กรอกกับฐานข้อมูลของรัฐเพื่อยืนยันตัวตน และตรวจสอบประวัติ จากนั้นระบบจะดำเนินการจดทะเบียนบริษัทต่อไป ซึ่งกระบวนการทั้งหมดใช้ระยะเวลาเพียงไม่กี่ชั่วโมงเท่านั้น นอกจากกระบวนการจดทะเบียนในลักษณะนี้จะรวดเร็วแล้ว กรณียังไม่เกิดข้อยุ่งยาก เนื่องจากไม่ต้องการเตรียมเอกสารเหมือนอย่างกรณีของประเทศไทย อีกทั้งระบบจะเป็นผู้ตรวจสอบข้อมูลกับฐานข้อมูลของรัฐ ทำให้ไม่มีปัญหาเกี่ยวกับเรื่องดุลยพินิจที่ขาดมาตรฐานของเจ้าหน้าที่ และในประการสุดท้ายการจดทะเบียนสามารถทำจากที่ใดก็ได้ เพียงแต่มีเครื่องมือสื่อสารที่เชื่อมต่อกับอินเทอร์เน็ตได้เท่านั้น ทำให้ไม่ต้องเสียเวลาและค่าใช้จ่ายไปกับการเดินทาง

เมื่อกระบวนการจดทะเบียนเป็นไปโดยสะดวก และเรียบง่าย ผู้ประกอบการสามารถจดทะเบียนได้โดยไม่ต้องว่าจ้างผู้เชี่ยวชาญ หรือผู้ให้บริการด้านกฎหมาย ซึ่งส่งผลให้ต้นทุนในการประกอบธุรกิจของผู้ประกอบการรายนั้น ๆ ลดลงไปด้วยนั่นเอง ดังนั้น เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนของประเทศไทยโดยรวม ประเทศไทยจะต้องมีการแก้ไขกฎหมายในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการจดทะเบียนจัดตั้งบริษัท เพื่อให้เอื้ออำนวยต่อการจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทมากขึ้น โดยอาจอนุญาตให้มีบริการออนไลน์แบบในกรณีของประเทศสิงคโปร์ รับทำหน้าที่คัดกรอง และพิจารณาข้อมูลคำขอแทนที่คำขอการจัดตั้งบริษัททั้งหมดจะต้องไปยื่นที่กรมพัฒนาธุรกิจการค้าโดยตรง

3.2 ด้านเทคโนโลยีในการทำบัญชี (RegTech)

เทคโนโลยีในการทำบัญชี (Regulator Technology หรือ RegTech) เป็นการใช้เทคโนโลยีเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการทำบัญชี การรายงาน หรือการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ ตลอดจนการติดตามตรวจสอบ และรายงานผลว่าได้มีการปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ของหน่วยงานกำกับดูแลที่ครบถ้วนหรือไม่ เนื่องจากการกำกับดูแลที่มากขึ้นในปัจจุบันส่งผลต่อค่าใช้จ่ายในการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่มากขึ้น ดังนั้น เพื่อให้ผู้ประกอบการสามารถเสนอผลิตภัณฑ์ในราคาที่ประชาชนสามารถเข้าถึงได้ จึงมีความจำเป็นที่ผู้ประกอบการต้องอาศัยเทคโนโลยีในการเข้ามาช่วยการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ของกฎหมาย (RegTech)

ในปัจจุบันนี้ พบว่าการกำกับดูแลของไทยในเรื่องของการใช้เทคโนโลยียังมีปัญหา เนื่องจากกฎเกณฑ์มีลักษณะกำหนดรายละเอียดที่มากเกินไป (Prescriptive) ยกตัวอย่างเช่น การกำหนดกฎเกณฑ์ในเรื่องของการใช้การทำความรู้จักลูกค้าโดยช่องทางอิเล็กทรอนิกส์ (e-KYC) ตามประกาศธนาคารแห่งประเทศไทยที่ สนช. 1/2563 เรื่อง หลักเกณฑ์การรู้จักลูกค้า (Know Your Customer: KYC) สำหรับการเปิดให้บริการเงินอิเล็กทรอนิกส์ (ประกาศ e-KYC)

ตามประกาศ e-KYC การพิสูจน์ตัวตนลูกค้าแบบไม่พบเห็นลูกค้าต่อหน้า ผู้ประกอบการจะต้องตรวจสอบความถูกต้อง ความแท้จริง และความเป็นปัจจุบันของข้อมูลและหลักฐานแสดงตนของลูกค้าจากแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ รวมถึงต้องพิสูจน์ว่าลูกค้าเป็นเจ้าของข้อมูลและหลักฐานดังกล่าวจริง



โดยกรณีที่ใช้บัตรประชาชน ผู้ประกอบธุรกิจจะต้องตรวจสอบข้อมูลจากเครื่องอ่านบัตรประจำตัวประชาชนแบบอเนกประสงค์ และตรวจสอบสถานะของบัตรประจำตัวประชาชนแบบอเนกประสงค์ผ่านการตรวจสอบทางอิเล็กทรอนิกส์ของหน่วยงานภาครัฐ รวมทั้งต้องถ่ายภาพและบันทึกภาพลูกค้า อนึ่ง หากผู้ประกอบธุรกิจประสงค์จะใช้วิธีการ หรือการดำเนินการพิสูจน์ตัวตนโดยวิธีอื่น จะต้องขออนุญาตต่อธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นรายกรณี ซึ่งในทางปฏิบัติแล้ว ธนาคารแห่งประเทศไทยพิจารณาว่าการให้บริการลูกค้าแบบไม่พบเห็นลูกค้าต่อหน้า (non face-to-face) เป็นกรณีที่มีความเสี่ยงสูง ดังนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงใช้ดุลพินิจในการอนุญาตที่ค่อนข้างเข้มงวด ทำให้ผู้ประกอบธุรกิจไม่สามารถปฏิบัติตามมาตรฐานตามดุลพินิจของธนาคารแห่งประเทศไทยได้ และกระทรูปแบบการประกอบธุรกิจที่ทำได้เป็นการทั่วไปในประเทศอื่น ๆ เช่น สิงคโปร์ สหรัฐอเมริกา และฮ่องกง แต่กลับทำได้ยากลำบากในประเทศไทย ข้อเรียกร้อง และข้อยุ่งยากของกฎเกณฑ์เหล่านี้แสดงให้เห็นถึงความไม่เข้าใจในพัฒนาการของเทคโนโลยี

➤ กรณีศึกษาเทคโนโลยีของ MAS ในการกำกับดูแล

หากพิจารณากฎเกณฑ์ของต่างประเทศ เช่น ประเทศสิงคโปร์ จะพบว่าหน่วยงานกำกับดูแลมีการใช้แนวทางในการกำกับดูแลที่แตกต่างออกไป จากการสอบถามผู้ปฏิบัติงานในประเทศสิงคโปร์หลายรายที่อยู่ใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore (MAS) นั้น พบว่า MAS มีแนวทางในการกำกับดูแลในเรื่องที่เกี่ยวกับเทคโนโลยีที่เปิดกว้าง เนื่องจาก MAS รับรู้ว่ามันไม่สามารถกำกับดูแลพัฒนาการของเทคโนโลยีได้อย่างทันทั่วทั้งที่ MAS จึงให้อิสระในระดับหนึ่งกับผู้ประกอบการในการนำเทคโนโลยีมาใช้ในการประกอบธุรกิจ ทั้งนี้ อยู่ภายใต้เงื่อนไขที่ว่า ผู้บริหารระดับสูง (Senior Managers) และผู้ที่มีอำนาจตัดสินใจในการดำเนินงานที่มีนัยสำคัญ (Material Risk Personnel—MRPs) ของผู้ประกอบธุรกิจจะต้องมีความรับผิดชอบเป็นการส่วนตัวหากการกำกับดูแลกิจการของตนเองไม่ได้มาตรฐานที่เพียงพอ ทั้งนี้ตามที่กำหนดใน Guidelines on Individual Accountability and Conduct (แนวทางฯ)

โดยแนวทางฯ ฉบับนี้ กำหนดเป้าหมาย 5 ประการที่ผู้ประกอบธุรกิจควรคำนึงถึง ได้แก่

- เป้าหมายที่ 1: จะต้องมีการกำหนดความรับผิดชอบของผู้บริหารระดับสูงในการบริหารและการจัดการหน้าที่หลัก ๆ เอาไว้อย่างชัดเจน
- เป้าหมายที่ 2: ผู้บริหารระดับสูงจะต้องมีความสามารถ และเหมาะสมกับตำแหน่ง ตลอดจน มีความรับผิดชอบในการกระทำของพนักงาน หรือกิจการภายในบริษัทที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของตน
- เป้าหมายที่ 3: โครงสร้างการกำกับดูแลของผู้ประกอบธุรกิจจะต้องสนับสนุนการปฏิบัติหน้าที่ของผู้บริหารระดับสูง และมีการกำหนดโครงสร้างการบริหาร ตลอดจนการรายงาน (reporting relationships) ที่ชัดเจน

• เป้าหมายที่ 4: MRPs มีความสามารถ และเหมาะสมกับตำแหน่งหน้าที่ และต้องปฏิบัติตาม การกำกับดูแลความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพ ตลอดจนมีกลไกชักจูง และมาตรฐานการปฏิบัติงานที่ เหมาะสม

• เป้าหมายที่ 5: ผู้ประกอบธุรกิจจะต้องมีโครงสร้างการดำเนินงานที่สนับสนุนให้พนักงาน ปฏิบัติหน้าที่โดยชอบ เช่น มีการสื่อสารภายในองค์กรที่มีประสิทธิภาพ

แนวทางฯ ฉบับนี้ เป็นการระบุนโยบาย “คาถาหมยา” ของ MAS ว่าผู้ประกอบธุรกิจควรมีการกำกับ ดูแลภายในองค์กรอย่างไร แต่ผู้ประกอบธุรกิจสามารถใช้ดุลพินิจปฏิบัติตาม หรือปรับเปลี่ยนรูปแบบการ จัดการองค์กรมาให้เหมาะสมกับขนาดและลักษณะขององค์กรของตนเองได้ แต่จะต้องสามารถอธิบายได้ ว่าการปรับเปลี่ยนนั้นเป็นผลดีต่อการกำกับดูแล และการประกอบธุรกิจของผู้ประกอบธุรกิจอย่างไร อนึ่ง แนวทางฯ ฉบับนี้ เป็นเพียงส่วนเพิ่มเติมของแนวทางการกำกับดูแลของ MAS ผู้ประกอบธุรกิจจะต้อง คำนึงถึงกฎเกณฑ์อื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องด้วย

จากการสอบถามผู้ประกอบธุรกิจ การกำกับดูแลที่ให้อิสระเช่นนี้ ทำให้ผู้ประกอบธุรกิจสามารถ นำ RegTech เข้ามาใช้ได้โดยเข้าใจถึงความคาดหวังของ MAS ว่าผู้ประกอบธุรกิจจะต้องคำนึงถึงเรื่อง ใดบ้างในการนำเทคโนโลยีเข้ามาปรับใช้ อีกทั้ง Senior managers และ MRPs จะต้องมีความรับผิดชอบ มีการดำเนินงานผิดพลาด ทำให้ลดแรงจูงใจในการนำเทคโนโลยีเข้ามาใช้เพื่อวัตถุประสงค์ที่มีชอบ

3.3 ด้านอำนาจหน้าที่ของหน่วยงานกำกับดูแล (Regulators)

อำนาจหน้าที่ของหน่วยงานกำกับดูแล (Regulators) นั้น ถือว่าเป็น “กรรมการ” (Referee) ที่ ทำหน้าที่ควบคุมกฎเกณฑ์ และปฏิบัติหน้าที่อยู่ในพื้นที่ตรงกลางที่มีการปฏิสัมพันธ์กันระหว่างหน่วยงาน ของรัฐ (Public authorities) องค์กรภาคเอกชน (Private sector) และผู้บริโภคหรือนักลงทุน (End user) อนึ่ง ในฐานะที่เป็น “กรรมการ” หน่วยงานของรัฐจะต้องชั่งน้ำหนักระหว่างผลประโยชน์และความต้องการ ของผู้มีส่วนได้เสียหลาย ๆ ฝ่าย (Various stakeholders) และในปัจจุบัน บทบาทหน้าที่ และความ รับผิดชอบของหน่วยงานกำกับดูแลมีความซับซ้อนมากยิ่งขึ้น ทั้งนี้ เป็นผลที่สืบเนื่องมาจากความ ต้องการใหม่ ๆ และซับซ้อนขึ้นของนักลงทุน ประกอบการเทคโนโลยีใหม่ ๆ ที่ผู้ประกอบธุรกิจนำมาใช้ใ นการให้บริการที่ตอบสนองต่อความต้องการของนักลงทุนมากขึ้น ดังนั้น การกำกับดูแลแบบดั้งเดิม (Traditional supervisions) ที่เน้นกำกับดูแลที่ตัวเจ้าหน้าที่ และผู้ประกอบการจึงไม่สอดคล้องกับ สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงไป

3.3.1 การขาดความยืดหยุ่นในการกำกับดูแล

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) ในฐานะที่ เป็น “กรรมการ” ในภาคตลาดทุนต้องพบเจอกับความซับซ้อนที่เกิดจากความต้องการของนักลงทุนที่มาก



ขึ้น ประกอบกับการใช้เทคโนโลยีใหม่ ๆ เช่นกัน ดังนั้น ในการกำกับดูแล และกำหนดกฎเกณฑ์ต่าง ๆ สำนักงาน ก.ล.ต. จึงต้องชั่งน้ำหนักระหว่างปัจจัยต่าง ๆ เช่น ความต้องการของนักลงทุน การคุ้มครองผู้ลงทุน ลักษณะการประกอบธุรกิจของผู้ประกอบธุรกิจ ตลอดจนรูปแบบของเทคโนโลยีใหม่ ๆ รวมถึง การสนับสนุนการเติบโตของเศรษฐกิจโดยรวมด้วยนั่นเอง ดังนั้น การกำกับดูแลจึงต้องมีลักษณะของการให้ “ความอิสระ” ในขณะที่ทำให้มั่นใจว่าผู้ประกอบธุรกิจจะดำเนินกิจการอย่างมีมาตรฐาน อย่างไรก็ดี การให้หน่วยงานกำกับดูแลทำหน้าที่ “กรรมการ” แต่เพียงผู้เดียวอาจไม่ตอบสนองต่อสภาพแวดล้อมที่มีความซับซ้อนมากขึ้นตามที่ได้กล่าวมาแล้ว เนื่องจาก หน่วยงานกำกับดูแลอาจไม่มีทรัพยากรมากพอ หรือขาดความเข้าใจที่เพียงพอในเรื่องของการประกอบธุรกิจ นอกจากนี้ ในบางครั้ง หน่วยงานกำกับดูแลอาจมีข้อติดขัดบางประการในส่วนของกฎหมาย หรือในทางปฏิบัติที่ทำให้การกำกับดูแลขาดความยืดหยุ่น

ปัญหาเหล่านี้ นอกจากจะกระทบต่อ “ความยืดหยุ่น” ในการกำกับดูแลของหน่วยงานกำกับดูแลแล้ว ยังกระทบต่อ “ศักยภาพ” ของการกำกับดูแลอีกด้วย ยกตัวอย่างเช่น หน่วยงานกำกับดูแลของประเทศไทยอยู่ภายใต้ข้อจำกัดทางกฎหมายตามพระราชบัญญัติการจัดซื้อจัดจ้างและการบริหารพัสดุภาครัฐ พ.ศ. 2560 และพระราชบัญญัติประกอบรัฐธรรมนูญว่าด้วยการตรวจเงินแผ่นดิน พ.ศ. 2561 เป็นต้น ซึ่งจากการสอบถามนิติกรปฏิบัติงานประจำสำนักงบประมาณ และผู้ประกอบการที่เคยดำเนินงานเกี่ยวกับการจัดซื้อจัดจ้างภาครัฐ พบว่าในการจัดซื้อจัดจ้างมีขั้นตอนหลายประการและต้องใช้ระยะเวลา (เช่น ต้องใช้แบบสัญญามาตรฐาน หรือต้องมีการยื่นใบเสนอราคาอย่างน้อยสามราย (ในกรณีใช้วิธีคัดเลือก) เป็นต้น) ซึ่งหากเป็นเรื่องที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีที่ต้องอาศัยความรวดเร็วแล้ว กระบวนการจัดซื้อจัดจ้างเหล่านี้อาจทำให้เทคโนโลยีนั้นหมดความสำคัญไปได้ นอกจากนี้ ในทางปฏิบัติของหน่วยงานอาจมีการเลือกใช้ผลิตภัณฑ์เฉพาะของผู้เสนอราคาที่ราคาต่ำสุดเท่านั้น (เนื่องจาก เป็นกรณีปฏิบัติภายในเพื่อให้สามารถตอบคำถามของสำนักงานการตรวจเงินแผ่นดินได้ง่าย) ซึ่งในกรณีของผลิตภัณฑ์ที่เป็นเทคโนโลยี การจัดหาอุปกรณ์หรือซอฟต์แวร์ที่ราคาถูกที่สุดอาจไม่สอดคล้องกับสภาพ และวัตถุประสงค์ของการใช้งาน ทำให้การกำกับดูแลไม่สอดคล้องกับพัฒนาการทางเทคโนโลยี รวมถึงความเสี่ยงใหม่ ๆ ที่เกิดขึ้นในตลาดทุน

➤ กรณีศึกษา Self-Regulatory Organizations หรือ SROs

ในระดับนานาชาติประเทศ ก็มีการคำนึงปัจจัยเรื่องความยืดหยุ่น และโครงสร้างการกำกับดูแลที่มีความสอดคล้องกับพัฒนาการของตลาดทุน และนำไปสู่การเสนอแนวความคิดให้การกำกับดูแลอยู่ในรูปแบบของ Self-regulation กล่าวคือ หน่วยงานกำกับดูแลให้อิสระองค์กรภาคธุรกิจกำกับดูแลกันเอง (Self-Regulatory Organizations หรือ SROs) โดยมีตัวอย่างประเทศที่มี SROs ได้แก่ สวิตเซอร์แลนด์ (AOOS, ARIF, OAD FCT) สหรัฐอเมริกา (NACHA, FINRA) อินเดีย (NBFC-MFIs) ออสเตรเลีย (AusPayNet) และแคนาดา (IIROC)

SROs เป็นองค์กรที่เกิดจากการรวมตัวกันของผู้ประกอบธุรกิจเพื่อกำกับดูแล และตรวจสอบผู้ประกอบธุรกิจด้วยกันเอง ภายใต้มาตรฐานทางอุตสาหกรรมของตน (Industry Standard) โดยกำหนดหลักเกณฑ์และแนวทางปฏิบัติงานที่ดี (Best Practices) สำหรับการประกอบธุรกิจ ตลอดจนตรวจสอบการปฏิบัติหน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจที่เป็นสมาชิกไปจนถึงการระงับข้อพิพาทต่าง ๆ ระหว่างสมาชิกกับลูกค้า หรือระหว่างสมาชิกด้วยกันเอง เป็นต้น ประโยชน์ของการจัดตั้ง SROs เช่น

- SROs จะมีความยืดหยุ่นและรวดเร็วในการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงทางธุรกิจ เนื่องจากประกอบไปด้วยบุคลากรของภาคธุรกิจเอง
- SROs สามารถสร้างวัฒนธรรมการกำกับดูแลที่เข้มแข็ง (Efficient Compliance Culture) เนื่องจาก SROs มีความรับผิดชอบในการพัฒนา Industry Practice and Standard ประกอบกับมีแรงกดดันจากสาธารณะที่ SROs จะต้องเป็นหน่วยงานที่โปร่งใส
- การกำกับดูแลโดย SROs มีต้นทุนที่ต่ำกว่าการกำกับดูแลโดยภาครัฐ เนื่องจากกฎเกณฑ์ของ SROs เกิดจากการร่วมพัฒนากันของสมาชิก จึงเป็นที่ยอมรับ เข้าใจ และปฏิบัติตามได้ง่าย อีกทั้ง การปรับปรุงแก้ไขกฎเกณฑ์ก็ทำได้ง่ายกว่าการแก้ไขกฎหมาย จึงสามารถปรับเปลี่ยนกฎเกณฑ์ให้สอดคล้องกับสภาพการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไปได้อย่างทันท่วงที

การพิจารณานำเอารูปแบบของ Self-Regulated Organizations มาใช้ในประเทศหนึ่ง ๆ จะต้องมีการพิจารณาประเด็นแวดล้อมที่เกี่ยวข้อง เช่น หากจัดตั้ง SROs แล้ว SROs จะมีระบบงานรองรับการปฏิบัติงานที่สมเหตุสมผล และป้องกันการขัดแย้งกันของผลประโยชน์ได้ นอกจากนี้ หากมีสมาชิกกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งที่มีอำนาจในทางตลาดมาก อาจสามารถใช้อำนาจนั้นกดดันการกำกับดูแลของ SROs รวมถึงชี้แนะ และกำหนดแนวทางของ SROs เพื่อประโยชน์ของกลุ่มตนเองได้ เป็นต้น

ปัจจุบันในตลาดทุนของประเทศไทย มีองค์กรภาคธุรกิจที่มีสมาชิกเป็นผู้ประกอบการในตลาดทุน ได้แก่ สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย (ASCO) สมาคมตลาดตราสารหนี้ (ThaiBMA) สมาคมบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (AIMC) เป็นต้น ซึ่งสมาคมเหล่านี้เป็นสมาคมที่จัดตั้ง และได้รับใบอนุญาตตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 (และที่แก้ไขเพิ่มเติม) แต่อย่างไรก็ตาม สมาคมเหล่านี้ไม่ได้มีสภาพเป็น Self-regulated organizations อย่างแท้จริง เนื่องจากพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ไม่ได้มีการให้อำนาจในการกำกับดูแลตนเองแก่สมาคมเหล่านี้ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์เพียงแต่กำหนดว่าบริษัทหลักทรัพย์จะรวมกันจัดตั้งสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อทำการส่งเสริมการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์อันมิใช่เป็นการหาผลกำไรหรือรายได้แบ่งปันกันก็ได้ ซึ่งไม่ใช่กฎหมายที่ให้อำนาจแก่สมาคมในการกำกับดูแลสมาชิกอย่างชัดเจน



นอกจากนี้ สมาคมเหล่านี้ไม่มีอำนาจตามกฎหมายในการชี้ขาดข้อพิพาท หากแต่ทำได้เพียงอาศัยอำนาจตามข้อบังคับ ซึ่งเป็นอำนาจตามสัญญา และอาศัยความสมัครใจระหว่างคู่พิพาทในการระงับข้อพิพาททำให้ขาดประสิทธิภาพ และในประการสุดท้าย กฎหมายจะต้องมีข้อกำหนดให้ผู้ประกอบธุรกิจที่ประสงค์จะประกอบธุรกิจในเรื่องที่ SROs กำกับดูแล จะต้องเข้าเป็นสมาชิกของ SROs นั้น ๆ เพื่อป้องกันปัญหา free-riding กล่าวคือ บริษัทที่ไม่ได้เป็นสมาชิกและไม่ต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ของ SROs อาจใช้ประโยชน์จากชื่อเสียงของ SROs หรือจากการที่หน่วยงานกำกับดูแลไม่เข้ามากำกับอย่างเข้มงวด เพราะเป็นพื้นที่การประกอบธุรกิจที่ SROs มีหน้าที่กำกับดูแล ทำให้บริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกสามารถดำเนินธุรกิจด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่า และอาศัยประโยชน์ (เช่น ชื่อเสียง) ที่ตนไม่ควรได้รับ เป็นต้น อย่างไรก็ตาม พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่ได้กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องเข้าเป็นสมาชิกของสมาคมเหล่านี้³

3.3.2 บทบาทของหน่วยงานกำกับดูแลที่ทับซ้อนกัน

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

ในประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์ (SET) ถูกจัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ไม่ได้มีสถานะเป็นหน่วยงานเอกชน ดังนั้น จึงก่อให้เกิดความทับซ้อนกันระหว่างอำนาจของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เช่นเดียวกัน ส่วนใน

³ ข้อมูลจาก: The Parliament of Malaysia, "CAPITAL MARKETS AND SERVICES ACT 2007", <https://www.sc.com.my/api/documentms/download.aspx?id=2093f82c-7929-47e8-9279-f88e3b85dbbf> และ FIMM, "Mission Statement", <https://www.fimm.com.my/home/about-us/self-regulatory-organization/>

ข้อมูลจาก: 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 KOFIA, "Self-Regulation", http://eng.kofia.or.kr/wpge/m_21/about/selfRegulation.do

ต่างประเทศ เช่น สิงคโปร์ และฮ่องกง ตลาดหลักทรัพย์ของสองประเทศนี้ ต่างมีสถานะเป็นองค์กรเอกชน

➤ กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์ของต่างประเทศ

ในกรณีของ สิงคโปร์นั้น สิงคโปร์มีตลาดหลักทรัพย์ที่เป็น Main Board ชื่อ Singapore Exchange (SGX) โดย SGX มีสถานะเป็น Self-Regulated Organizations ที่เป็นองค์กรเอกชน มีอำนาจออกกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการจดทะเบียนหลักทรัพย์ และการซื้อขายหลักทรัพย์ในกระดาน และมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็น Sovereign Wealth Fund (Temasek) ของประเทศสิงคโปร์ และการบริหารงานของ SGX อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ Monetary Authority of Singapore (MAS) โดย MAS มีอำนาจในการกำกับดูแลในภาพรวม รวมถึงการอนุมัติ listing rules ของ SGX เมื่อบริษัทประสงค์จะจดทะเบียนใน SGX ก็เพียงแค่พิจารณากฎเกณฑ์ของ SGX เท่านั้น โดยที่ MAS ก็ยังคงมีอำนาจพิจารณาแนวทาง และกลยุธิดำเนินงานของ SGX ในภาพรวมอยู่ ทำให้การจดทะเบียนเป็นไปอย่างเรียบง่ายไม่ซับซ้อน (Streamlined)

ในส่วนของฮ่องกงนั้น Hong Kong Exchanges and Clearing (HKEX) ก็มีสถานะเป็นบริษัทเอกชน โดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดเป็นรัฐบาล และรัฐบาลมีอำนาจในการตั้งกรรมการ 3 ราย จากทั้งหมด 13 ราย เพื่อเป็นคณะกรรมการของ HKEX อีกด้วย นอกจากนี้ Securities and Futures Commissions ของฮ่องกงยังมีบทบาทในการกำกับดูแล HKEX ดังนั้น จึงเห็นได้ว่าโครงสร้างขององค์กรมีความคล้ายคลึงกับ SGX ของสิงคโปร์ ทำให้การจดทะเบียนในตลาดไม่ซับซ้อน โดยที่รัฐยังสามารถควบคุมแนวทางการดำเนินงานได้

จากแนวทางของสองประเทศข้างต้นเห็นควรเสนอให้ประเทศไทยมีการเปลี่ยนแปลงรูปแบบของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้เป็นองค์กรเอกชนที่มีอำนาจกำกับดูแลตนเอง (Self-regulated organization) ซึ่งนอกจากจะทำให้การจดทะเบียนหลักทรัพย์มีความเรียบง่ายแล้ว จะยังทำให้ตลาดหลักทรัพย์ไม่ตกอยู่ภายใต้กรอบของกฎหมายต่าง ๆ ที่ใช้บังคับกับหน่วยงานของรัฐ เช่น พระราชบัญญัติจัดซื้อจัดจ้าง และทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีความยืดหยุ่น และมีศักยภาพในการแข่งขันที่มากขึ้น

3.3.3 การมุ่งเน้นที่การห้ามและการลงโทษ

จากการสัมภาษณ์ผู้ที่เกี่ยวข้องและผู้ปฏิบัติงาน ปัจจุบันนี้หน่วยงานกำกับดูแลมีการบังคับใช้กฎหมายในลักษณะที่มุ่งเน้นไปที่การ “ห้าม” และ การ “ลงโทษ” มากกว่าที่จะเน้นไปที่การสื่อสารและให้ความรู้ หรือเปิดโอกาสให้มีการนำเอารูปแบบการประกอบธุรกิจใหม่ ๆ มาใช้ โดยสาเหตุหนึ่งอาจจะมาจากการที่อำนาจตามกฎหมายของแต่ละหน่วยงานมีความไม่ชัดเจน ทำให้แต่ละหน่วยงานอาศัยกลไกของการ “บังคับใช้กฎหมาย” เพื่อตีกรอบอำนาจของตน โดยสามารถพิจารณาได้จากกรณีของ NFTs



(Non-Fungible Tokens) ดังที่แสดงใน Box 2 ที่ทำให้ทราบได้ว่าต้นตอของการใช้อำนาจเพื่อ “ห้าม” นั้นมาจากตัวบทกฎหมายที่ขาดความชัดเจน

Box 2: กรณีศึกษาเรื่องการกำกับดูแล Non-Fungible Tokens (NFTs) ของประเทศไทย

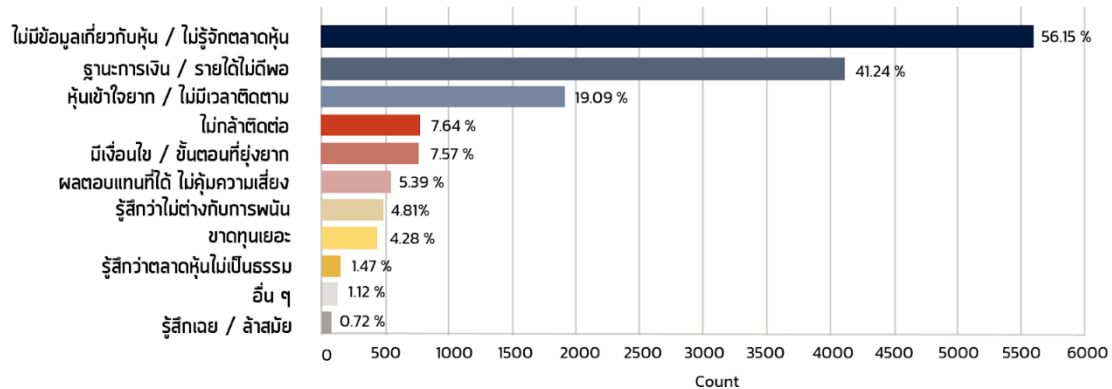
NFTs คือสินทรัพย์ดิจิทัลประเภทหนึ่งที่เป็นตัวแสดงสิทธิในทรัพย์สินที่มีลักษณะเฉพาะตัวอีกอย่างหนึ่ง กล่าวคือ เป็นการแปลงงานดิจิทัลที่มีเอกลักษณ์เฉพาะตัว และไม่สามารถแทนที่ด้วยสิ่งอื่นได้ให้เป็นสินทรัพย์ดิจิทัลบน blockchain โดยจะมีการระบุที่มาและเจ้าของที่แท้จริงได้ อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันยังมีความไม่แน่นอนทางกฎหมายอยู่ว่า “NFTs” เป็นสินทรัพย์ดิจิทัลที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์หรือไม่ เนื่องจาก Utility Tokens ที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จะต้องเป็นสินทรัพย์ดิจิทัลที่แสดงสิทธิในการ “ได้มา” ซึ่งทรัพย์สินอื่น แต่ในกรณีของ NFTs นั้น ตัวมันเองเป็นเพียงตัวแสดงสิทธิในทรัพย์สินเท่านั้น (Digital Representation) การถือ NFTs ไม่ก่อให้เกิดสิทธิในการได้มาซึ่งทรัพย์สินอื่น และด้วยความที่กฎหมายมีความไม่แน่นอนนี้เอง ทำให้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ตัดสินใจที่จะ “ห้าม” ผู้ประกอบธุรกิจไม่ให้ดำเนินการเกี่ยวกับ NFTs เช่น การเป็นศูนย์กลางแลกเปลี่ยน NFTs โดยไม่ได้รับใบอนุญาตการประกอบธุรกิจเกี่ยวกับสินทรัพย์ดิจิทัล นอกจากนี้ ผลของการที่ตัวบทกฎหมายมีความไม่ชัดเจน ยังส่งผลต่อ “ความสม่ำเสมอ (Consistency)” ของการบังคับใช้กฎหมาย เนื่องจาก ในคราวแรกสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดให้ผู้ที่เกี่ยวข้องประกอบธุรกิจเป็น NFT marketplace ต้องได้รับใบอนุญาต แต่ต่อมาได้มีการเปลี่ยนแปลงการตีความว่า NFTs ไม่ใช่สินทรัพย์ดิจิทัลที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานฯ และอนุญาตให้บริษัทสามารถประกอบธุรกิจ NFTs Marketplace ได้โดยไม่ต้องขอใบอนุญาตประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัลจากสำนักงานฯ

3.4 ด้านความโปร่งใสของข้อมูล และการให้ข้อมูลแก่ประชาชนอย่างทั่วถึง

3.4.1 การเข้าถึงข้อมูลด้านการลงทุนและตลาดทุน

อุปสรรคด้านข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนคือหนึ่งในอุปสรรคสำคัญที่ทำให้ผู้ลงทุนขาดแรงจูงใจที่จะลงทุนในตลาดทุน สะท้อนจากผลการศึกษาจากแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture ที่มีผู้ตอบแบบสอบถามจำนวนมากเป็นลำดับที่ 1 คิดเป็นกว่าร้อยละ 56 ที่ระบุว่าสาเหตุที่ทำให้ตัดสินใจไม่ลงทุนในตลาดทุนเป็นเพราะ ไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับหุ้นหรือไม่รู้จักตลาดทุน (ภาพที่ 5)

ภาพที่ 5 แสดงสาเหตุที่ประชาชนตัดสินใจไม่ลงทุนหรือเลิกลงทุนในหุ้น



ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

นอกจากนี้ข้อมูลยังบ่งชี้ว่า หนึ่งในสาเหตุที่ทำให้ประชาชนไม่มีความรู้เกี่ยวกับตลาดทุนเป็นเพราะ ได้เลือกรับข้อมูลข่าวสารจากแหล่งที่ขาดความน่าเชื่อถือหรือแหล่งข้อมูลที่ไม่เป็นทางการ ซึ่งหากพิจารณาจากข้อมูลพบทิศทางการสัมพันธในลักษณะดังกล่าว โดยภาพที่ 6 แสดงจำนวนคนที่ตอบว่า รู้จักและเข้าใจในแต่ละประเด็น โดยแบ่งตามเครื่องมือการเรียนรู้ที่ผู้ทำแบบสอบถามบอกว่าเขาใช้ในการรับข้อมูลข่าวสาร⁴ โดยขนาดของสี่เหลี่ยมแทนจำนวนคน ส่วนสีและตัวเลขแทนร้อยละของคนที่ใช้แต่ละเครื่องมือที่รู้จักแต่ละข้อ (เป็นร้อยละตามแนวดิ่ง) จากภาพนี้ สามารถตีความได้ว่า

- 1) ในภาพรวมไม่ได้มีเครื่องมือใดเครื่องมือหนึ่งที่เน้นการให้ข้อมูลประเด็นใดมากเป็นพิเศษ
- 2) มีจำนวนผู้ตอบแบบสอบถามตอบว่า “ไม่รู้จักเลย” เป็นสัดส่วนที่สูง
- 3) รายการโทรทัศน์, เพื่อน คนรู้จัก, วิทยุ และ Facebook/Instagram/Twitter/Clubhouse หรือ สื่อสังคมออนไลน์อื่น มีสัดส่วนคนที่ไม่รู้จักเลยสักข้อมากเป็นพิเศษ ในขณะที่กลุ่มคนที่อาศัย บทวิเคราะห์ของ broker หรือผู้เชี่ยวชาญ มีสัดส่วนคนที่ไม่รู้จักเลยสักข้อน้อยที่สุด

⁴ คุณค้นหาหรือได้รับข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการลงทุนผ่านช่องทางใด (เลือกได้หลายข้อ)

ภาพที่ 6 แสดงความรู้เกี่ยวกับการเงินจำแนกตามประเภทของสื่อที่รับข้อมูล

Knowledge Name	Tool Name								
	เฟซบุ๊ก/ อินสตาแกรม/ ทวิตเตอร์/ คลับเฮาส์ หรือ สื่อสังคมออนไลน์อื่น.	เว็บไซต์การลงทุน	ยูทูบ หรือ พอดแคสต์	app การลงทุน	เพื่อน คนรู้จัก	รายการโทรทัศน์	บทความของ broker/ผู้เชี่ยวชาญ	หนังสือพิมพ์	วิทยุ
ไม่รู้จักเลย	26.13%	22.28%	24.47%	22.29%	28.27%	29.32%	16.89%	24.04%	27.19%
ดกเบื้ทบตัน	10.71%	10.64%	10.71%	10.34%	11.73%	13.01%	9.01%	11.07%	9.96%
กองทุนรวม	9.65%	9.75%	9.63%	10.08%	9.61%	9.22%	9.44%	9.43%	9.66%
พันธบัตรออมทรัพย์	9.66%	9.59%	9.12%	9.65%	10.57%	9.90%	8.54%	10.40%	8.92%
มาตรการสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำ (Soft Lo..	8.50%	8.11%	7.72%	8.21%	8.53%	8.57%	7.00%	9.12%	7.88%
LTF, RMF, หรือ SSF	3.47%	4.16%	3.69%	4.13%	3.78%	2.87%	5.46%	2.97%	3.71%
โครงการคลินิกแก้หนี้	4.05%	3.52%	3.51%	3.87%	3.71%	4.44%	3.17%	3.69%	4.31%
หุ้นกู้	3.33%	3.98%	3.43%	3.73%	3.30%	2.86%	4.51%	3.64%	2.67%
ลงทุนแมน หรือ โค้ชหนุ่ม Money Coa..	2.67%	2.60%	2.97%	2.63%	2.05%	1.98%	3.37%	2.15%	2.53%
Bitkub, Satang, หรือ Zipmex	2.73%	2.71%	3.19%	2.69%	2.33%	1.30%	3.30%	1.33%	1.34%
นักลงทุนเน้นคุณค่า Value Investing..	2.30%	2.72%	2.63%	2.90%	1.96%	2.03%	3.79%	2.41%	2.67%
SETTRADE หรือ Streaming หุ้น	2.34%	2.72%	2.51%	2.89%	1.90%	1.65%	3.76%	2.41%	2.38%
การลงทุนแบบ Dollar Cost Average..	2.13%	2.31%	2.44%	2.67%	1.83%	2.09%	3.09%	2.00%	2.08%
P/E	1.82%	2.10%	2.05%	1.96%	1.47%	1.81%	2.91%	2.41%	2.23%
IPO	1.79%	2.36%	1.99%	2.20%	1.49%	1.10%	3.28%	1.44%	1.78%
SME Board	1.74%	2.11%	1.82%	1.73%	1.58%	1.83%	1.78%	2.05%	1.63%
Green Bond (ตราสารหนี้สีเขียว)	1.60%	1.78%	1.88%	1.77%	1.64%	1.94%	1.98%	2.46%	2.08%
Finnomena	1.15%	1.30%	1.19%	1.14%	0.77%	0.65%	2.00%	1.49%	1.04%
SET MEMBER	0.90%	1.30%	1.04%	1.24%	0.83%	0.74%	1.60%	1.13%	1.34%
DeFi	0.87%	0.91%	1.11%	0.88%	0.65%	0.50%	1.29%	0.82%	1.34%
LIVE Platform หรือ LIVE Exchange	0.65%	0.88%	0.73%	0.83%	0.57%	0.39%	0.88%	0.51%	0.59%
Yield Farming & Staking	0.51%	0.67%	0.63%	0.63%	0.43%	0.46%	0.94%	0.72%	0.59%
STO หรือ ICO	0.50%	0.59%	0.63%	0.55%	0.42%	0.47%	0.68%	0.87%	0.45%
OppDay	0.47%	0.54%	0.53%	0.54%	0.26%	0.43%	0.90%	0.72%	0.59%
One Baht Bond	0.32%	0.33%	0.40%	0.45%	0.32%	0.42%	0.45%	0.72%	1.04%

ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะ

อย่างไรก็ตาม การวิเคราะห์ด้วยภาพที่ 6 เป็นการดูเฉพาะแนวโน้มความสัมพันธ์ (correlation) โดยมีจุดอ่อนที่ชัดเจน คือ ไม่สามารถควบคุมคุณลักษณะอื่นของผู้ตอบแบบสอบถามที่อาจมีผลต่อระดับความรู้ความเข้าใจทางการเงินได้ เช่น ระดับการศึกษาที่สูงอาจทำให้มีความรู้ทางการเงินสูงและมีประสบการณ์ลงทุน ทำให้เข้าถึงบทวิเคราะห์ของโบรกเกอร์ หรือข่าวสารบนแอปพลิเคชันการลงทุน เป็นต้น

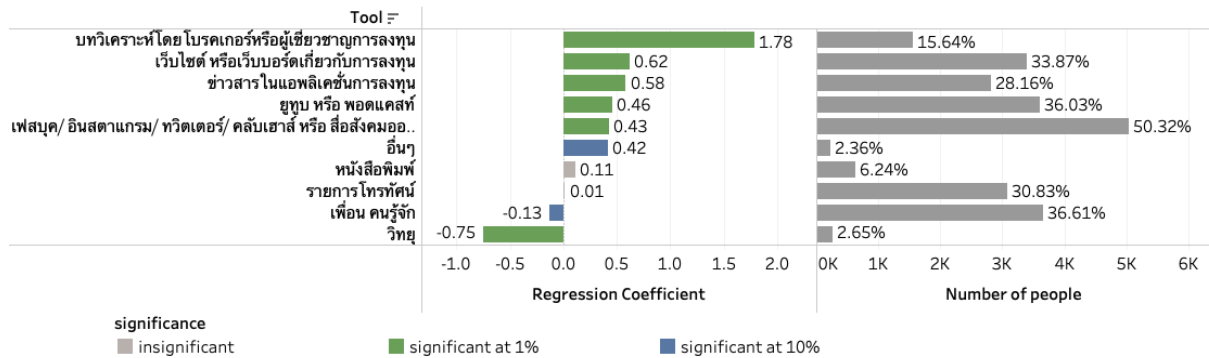
ดังนั้น เพื่อที่จะสามารถมองความสัมพันธ์ระหว่างสื่อการเรียนรู้กับระดับความรู้ โดยเปรียบเทียบระหว่างกลุ่มคนที่มีลักษณะแวดล้อมใกล้เคียงกัน คณะผู้วิจัยใช้แบบจำลองเชิงเส้น (linear regression) ที่ใช้จำนวนข้อที่ผู้ทำแบบสอบถามตอบว่ารู้จักและเข้าใจเป็นตัวแปรตาม ใช้เครื่องมือการตามข่าวสารเป็นตัวแปรต้นที่สนใจ⁵ และควบคุมตัวแปร 1) ระดับการศึกษา 2) อายุ และ 3) รายได้

การประมาณการดังกล่าวพบว่าคนที่ใช้บทวิเคราะห์โดยโบรกเกอร์หรือผู้เชี่ยวชาญในการหาข้อมูลและติดตามข่าวจะมีแนวโน้มที่จะรู้จักและเข้าใจประเด็นทางการเงินมากกว่าคนที่ไม่ได้ใช้สื่ออื่น 1.78

⁵ Regression มีค่า R-squared เท่ากับ 0.26 และทำบนข้อมูลผู้ทำแบบสอบถาม 7,000 คนที่ทำแบบสอบถามในรอบที่ 2 และ 3

ข้อโดยเฉลี่ย เมื่อเทียบระหว่างคนที่ระดับการศึกษา อายุ และช่วงรายได้เดียวกัน และมีการใช้สื่ออื่น ๆ ที่ควบคุมอยู่ในแบบจำลองนี้เหมือนกัน⁶

ภาพที่ 7 แสดงผลแบบจำลองเชิงเส้นเพื่อประเมินความรู้ทางการเงิน



ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะ

ผลการวิเคราะห์ด้วยแบบจำลองเชิงเส้นทำให้เห็นว่าเมื่อคุมตัวแปรอื่น ๆ แล้ว สื่อที่เข้าถึงได้ยากกว่า อย่างบทวิเคราะห์ของโบรกเกอร์ หรือผู้เชี่ยวชาญ เว็บไซต์เกี่ยวกับการลงทุน และข่าวสารในแอปพลิเคชันการลงทุนมีความสัมพันธ์กับระดับความรู้ทางการเงินที่สูงกว่าสื่อทั่วไป ในทางกลับกัน การติดตามข่าวสารและหาข้อมูลจากเพื่อนหรือคนรู้จัก หรือจากวิทยุมีผลลบต่อความรู้ทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญ

อย่างไรก็ตาม งานศึกษาด้วยระบบสมการเชิงเส้นดังกล่าวเป็นเพียงเป็นการระบุความสัมพันธ์ หลังจากควบคุมปัจจัยอื่นๆ (Partial Correlation) แต่ยังไม่สามารถระบุความสัมพันธ์เชิงเหตุและผล (Causation) ว่าสื่อประเภทบทวิเคราะห์โดยโบรกเกอร์หรือผู้เชี่ยวชาญการลงทุนทำให้ผู้รับสารมีความรู้ความเข้าใจทางการเงินดีขึ้น หรือผู้รับสารที่มีความรู้ดีอยู่แล้วมีแนวโน้มจะรับข้อมูลที่มีคุณภาพอยู่แล้วหรือไม่

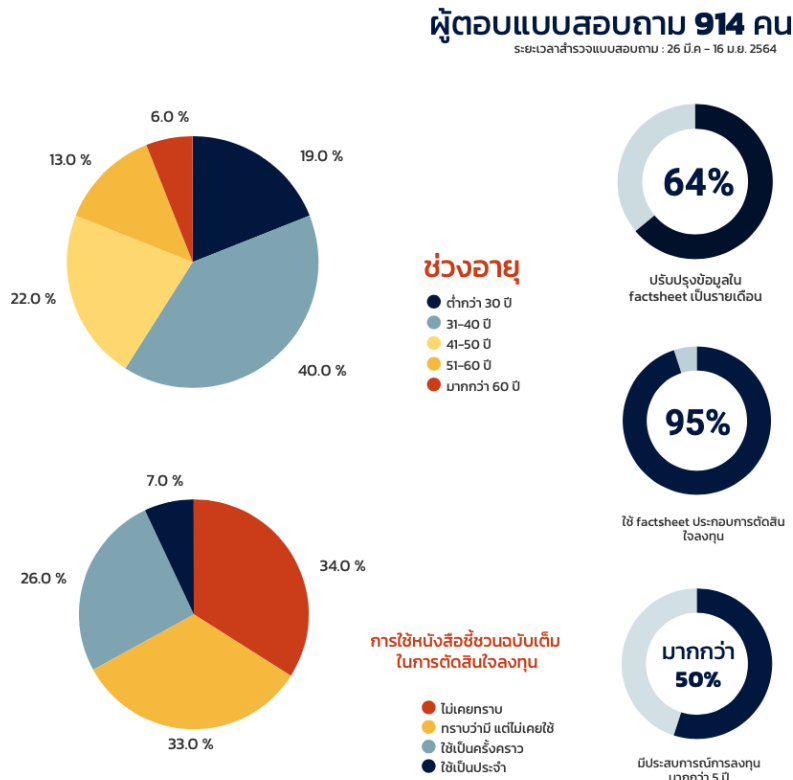
นอกจากนี้ จำนวนคนที่ใช้งานแต่ละสื่อไม่ได้มีความสัมพันธ์กับคุณภาพสื่อ ดังแสดงในภาพที่ 8 (แถบขวา) มากกว่าครึ่งของผู้ทำแบบสอบถามใช้สื่อสังคมออนไลน์ ซึ่งมีประสิทธิภาพลำดับกลาง ๆ เครื่องมือที่เป็นที่นิยมลำดับรอง ๆ ลงมา ได้แก่ เพื่อน คนรู้จัก Youtube หรือ Podcast และเว็บไซต์หรือเว็บไซต์เกี่ยวกับการลงทุน ตามลำดับความนิยม

⁶ ผลที่ได้แสดง correlation ได้ดีกว่าการดู correlation ปกติตรงที่เราเปรียบเทียบภายในกลุ่มคนที่มีลักษณะทางเศรษฐกิจและสังคม (การศึกษา อายุ และช่วงรายได้) เดียวกัน และมีการใช้สื่ออื่น ๆ เหมือนกัน เราหาค่าสัมประสิทธิ์มาวัดความแทนคุณภาพของสื่อ โดยที่ไม่ได้คำนึงถึงจำนวนชั่วโมง หรือความพยายามของผู้เสพสื่อในการทำความเข้าใจ/หาความรู้ พูดยังอีกก็คือเราตีความค่าสัมประสิทธิ์ภายใต้ข้อสันนิษฐานว่าทุกคนใช้เวลาในการเสพสื่อเท่ากันโดยเฉลี่ย หากนักวิจัยท่านอื่นต้องการศึกษาประเด็นนี้ให้สมบูรณ์ขึ้นในอนาคต ผู้วิจัยแนะนำว่าควรสอบถามประเด็นเวลาหรือความพยายามที่ผู้ทำแบบสอบถามใช้ศึกษาเรื่องเกี่ยวกับการลงทุนด้วย

โดยสรุป ผลที่ได้จากแบบสอบถามครั้งนี้เป็นข้อยืนยันว่าสื่อที่ใช้ในการหาข้อมูลและติดตามข่าวสารการลงทุนมีความสัมพันธ์กับระดับความรู้ทางการเงิน ซึ่งมีผลต่อการตัดสินใจลงทุน คนที่มีความขัดสนทางการเงินสูงจะมีแนวโน้มเลือกช่องทางที่ใช้ต้นทุนต่ำซึ่งมีคุณภาพต่ำกว่า ส่งผลให้ความรู้ในหุ้นและตัดสินใจไม่ลงทุนในที่สุด นโยบายที่จะช่วยสนับสนุนการลงทุนจึงควรลดต้นทุนในการเข้าถึงเครื่องมือการติดตามข่าวสารที่มีคุณภาพสูง และมาจากผู้เชี่ยวชาญ รวมถึงพัฒนาคุณภาพเนื้อหาที่เข้าถึงได้ง่ายอยู่แล้วบนช่องทางสื่อสังคมออนไลน์ด้วย ควบคู่ไปกับนโยบายส่งเสริมความรู้ความเข้าใจทางการเงินอย่างใกล้ชิด

นอกจากอุปสรรคในการเข้าถึงสื่อที่มีคุณภาพแล้ว การปรับปรุงเนื้อหาและรูปแบบการให้ข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนจัดได้ว่ามีความสำคัญเช่นเดียวกัน ซึ่งในประเด็นนี้ การให้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนรายสัปดาห์นั้น สำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดให้ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ต้องให้ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนผ่านหนังสือชี้ชวนลงทุน อย่างไรก็ตามจากข้อมูลการตอบแบบสอบถามระหว่างวันที่ 26 มีนาคม - 16 เมษายน 2564 ที่จัดทำโดยสำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่ามีผู้ร่วมตอบแบบสอบถามเพียงร้อยละ 7 ที่รับข้อมูลผ่านหนังสือชี้ชวนเพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุน และมีผู้ตอบแบบสอบถามกว่าร้อยละ 34 ที่ไม่ทราบว่ามีหนังสือชี้ชวนฉบับเต็ม ซึ่งต้นตอของสาเหตุพบว่าหนังสือชี้ชวนมีเนื้อหาที่ซับซ้อน เข้าใจยาก ประกอบกับผู้เสนอขายหลักทรัพย์ที่ขาดแรงจูงใจในการให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์แก่ผู้ลงทุนอย่างแท้จริง แต่มุ่งเปิดเผยข้อมูลให้เป็นไปตามกฎเกณฑ์ของผู้กำกับดูแลแทน จึงทำให้เนื้อหาในหนังสือชี้ชวนมีเนื้อหาตามรายการกฎเกณฑ์ที่กำหนด (check-the-box) แทนที่ข้อมูลที่เป็นประโยชน์และเข้าใจได้ง่าย

ภาพที่ 8 สรุปผลสำรวจผู้ถือหน่วยลงทุนเกี่ยวกับการใช้ข้อมูลในหนังสือชี้ชวน



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

3.4.2 ความพยายามแก้ปัญหาเรื่องการให้ข้อมูล

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้กำหนดเกณฑ์ที่ระบุให้ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ (ผู้ขาย) ต้องเปิดเผยข้อมูลแก่ผู้ลงทุน (ผู้ซื้อ) อย่างเพียงพอ เพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถตัดสินใจอยู่บนพื้นฐานของข้อมูลที่ครอบคลุม เข้าใจได้ง่าย และสอดคล้องกับความต้องการทางผลตอบแทนเทียบกับความเสี่ยงของผู้ลงทุน ด้วยเหตุนี้นโยบายด้านการเปิดเผยข้อมูล (Information Disclosure) จึงเป็นหนึ่งในพันธกิจสำคัญของสำนักงาน ก.ล.ต. ที่จะผลักดันให้ตลาดทุนดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพ

Box 3: ผลการศึกษาเกี่ยวกับการใช้ข้อมูลหนังสือชี้ชวนโดยสำนักงาน ก.ล.ต.

จากการศึกษารวมถึงสอบถามนักลงทุน และสถาบันตัวกลางต่าง ๆ พบว่าการเปิดเผยข้อมูลในปัจจุบันของประเทศไทยนั้น อาจจะยังไม่สอดคล้องกับลักษณะของผลิตภัณฑ์ในตลาดทุนที่ปัจจุบันมีความหลากหลายมากขึ้น และอ่านเข้าใจยากส่งผลให้ผู้ลงทุนหลายรายนิยมที่จะศึกษาผลิตภัณฑ์การลงทุนจากช่องทางที่ไม่เป็นทางการ เช่น youtube channel หรือบทสรุปในเว็บไซต์ เช่น เว็บไซต์สำนักข่าวต่าง ๆ ซึ่งไม่มีการตรวจตราเนื้อหาของการเสนอผลิตภัณฑ์ และอาจทำให้เกิดความ

เข้าใจผิดในวงกว้างได้ ยกตัวอย่างเช่น จากข้อมูลการตอบแบบสอบถามระหว่างวันที่ 26 มีนาคม – 16 เมษายน 2564 โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พบว่ามีผู้ร่วมตอบแบบสอบถามเพียงร้อยละ 7 เท่านั้น ที่ใช้หนังสือชี้ชวนกองทุนรวมฉบับเต็มเป็นประจำเพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุน โดยกว่าร้อยละ 34 ของผู้ตอบแบบสอบถามไม่ทราบว่าหนังสือชี้ชวนฉบับเต็มเสียด้วยซ้ำ ซึ่งการอ่านหนังสือชี้ชวนฉบับเต็มในการประกอบการตัดสินใจในการลงทุนนั้น เป็นสิ่งที่ยังสำคัญยิ่ง เนื่องจากจะมีข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนที่ครบถ้วนมากกว่าหนังสือชี้ชวนส่วนสรุปข้อมูลสำคัญ เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม ตลอดจนวิธีการวัดผลการดำเนินงานตามมาตรฐานที่สมาคมบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุนกำหนด ซึ่งการที่จะทำให้ผู้ลงทุนเข้าใจความเสี่ยงทั้งหมด รวมถึงสิทธิและหน้าที่ของตนได้ จะต้องทำให้การเปิดเผยข้อมูลเป็นที่เข้าใจได้ ผลประการต่อมาคือ ผู้ลงทุนเข้าลงทุนในหลักทรัพย์หรือผลิตภัณฑ์ที่ไม่ตรงต่อความต้องการของตนเอง หรือมีความเสี่ยงสูงกว่าที่ตนรับได้

จากการศึกษาโดยสำนักงาน ก.ล.ต. ข้างต้น ดอกย้ำให้เห็นได้ว่าประเด็นปัญหาสำคัญในปัจจุบัน คือ การเปิดเผยข้อมูลที่ยังมุ่งเน้นตามรายการ (check-the-box) เพื่อให้ตอบสนองต่อความต้องการของผู้กำกับดูแลที่ยังคงตรวจสอบโดยใช้เกณฑ์ว่าข้อมูลที่เปิดเผยครบตามรายการที่กฎเกณฑ์กำหนดเอาไว้หรือไม่เท่านั้น ซึ่งผลของแนวความคิด (mindset) แบบนี้ ทำให้การเปิดเผยข้อมูลไม่มีความยืดหยุ่นและอาจไม่สอดคล้องต่อความต้องการ และความจำเป็นของผู้ลงทุนซึ่งเป็นผู้ที่จำเป็นต้องใช้ข้อมูลเหล่านั้นประกอบการตัดสินใจลงทุน

➤ กรณีศึกษาด้านการเปิดเผยข้อมูลของต่างประเทศ

หากพิจารณาเปรียบเทียบกับแนวทางการดำเนินการของต่างประเทศอย่างฮ่องกงจะพบว่ารูปแบบการเปิดเผยข้อมูลจะมีลักษณะเฉพาะตามแต่คุณลักษณะของผู้ลงทุนตามความรู้ความเชี่ยวชาญของนักลงทุนแต่ละราย เช่น สถาบันตัวกลางจะทำการประเมินความรู้และประสบการณ์ของนักลงทุนเพื่อที่จะกำหนดรูปแบบการเปิดเผยข้อมูลที่มีความละเอียด ความถี่ที่เหมาะสม เช่น ในกรณีที่ผู้ลงทุนไม่มีความรู้และประสบการณ์ในการลงทุนในหลักทรัพย์ การเปิดเผยข้อมูลจะต้องมีความละเอียดมากที่สุด นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์จะต้องเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์รายตัวนั้น ๆ ในทุกครั้งที่นักลงทุนประสงค์จะลงทุน และจะต้องมีการอธิบายลักษณะของหลักทรัพย์นั้น ๆ ให้ผู้ลงทุนทราบอย่างชัดเจน ในขณะที่ผู้ลงทุนที่มีความรู้และประสบการณ์จะได้รับข้อมูลที่มีความกระชับ และมีคำศัพท์ทางเทคนิคที่เกี่ยวข้องกับการเงินการลงทุนมากกว่า การเปิดเผยข้อมูลในลักษณะนี้จะช่วยทำให้การเปิดเผยข้อมูลสอดคล้องกับความต้องการและความรู้ของนักลงทุนแต่ละรายมากขึ้น และทำให้ผู้ประกอบการธุรกิจ เช่น นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์มีต้นทุนในการดำเนินงานที่ถูกลงด้วย

นอกจากนี้ หากพิจารณากรณีศึกษาของประเทศสิงคโปร์ พบว่ามีการกำหนดข้อบังคับเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญไปที่คุณภาพของเนื้อหาที่จะต้องเปิดเผย มากกว่าการกำหนดรายการข้อมูลที่จำเป็นต้องเปิดเผย ยกตัวอย่างเช่น กรณีศึกษาของตลาดทุนประเทศสิงคโปร์ที่กำกับดูแลให้หนังสือชี้ชวนการลงทุนต้องถูกเขียนขึ้นด้วยภาษาที่เข้าใจง่าย มีคำอธิบายคำศัพท์เฉพาะทางเทคนิคที่ชัดเจนเพื่อให้ผู้ลงทุนที่มีระดับความเข้าใจในการลงทุนที่แตกต่างกันสามารถใช้ประโยชน์จากข้อมูลในหนังสือชี้ชวนได้อย่างทัดเทียมกัน ซึ่งจะแตกต่างจากกรณีศึกษาของประเทศออสเตรเลียและฮ่องกงที่มีระบบการให้ข้อมูลผ่านหนังสือชี้ชวนแบบเฉพาะกลุ่มตามระดับความรู้ด้านการลงทุน เพื่อให้ประชาชนแต่ละกลุ่มสามารถใช้ประโยชน์จากข้อมูลการลงทุนได้อย่างเต็มที่ เป็นต้น

3.5 ด้านการเข้าถึงตลาดทุน

การเข้าถึงตลาดทุนทั้งในฝั่งของผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนในปัจจุบัน มีการเปิดกว้างทางโอกาสมากขึ้น โดยสามารถเข้าไปลงทุนหรือระดมทุนผ่านตลาดต่างประเทศ และการลงทุนหรือระดมทุนรูปแบบใหม่ ๆ จากการพัฒนาของเทคโนโลยีสารสนเทศที่ก้าวกระโดด อาทิ คริปโตเคอร์เรนซี (Cryptocurrency) การเงินแบบไม่รวมศูนย์ (Decentralized Finance หรือ DeFi) ในรูปแบบของ การระดมทุนบนโทเคนดิจิทัล (Initial Coin Offering หรือ ICO) ที่ธุรกิจออกโทเคนดิจิทัลมาเสนอขายให้กับนักลงทุน โดยนักลงทุนสามารถลงทุนได้โดยไม่ต้องมีทุนตั้งต้นที่สูงมากนัก และรูปแบบของการเสนอขายหลักทรัพย์ในรูปแบบโทเคนดิจิทัล (Security Token Offering หรือ STO) ซึ่งเป็นการเสนอขายโทเคนที่เป็นตัวแทนของหลักทรัพย์จริงประเภทต่าง ๆ (มีสินทรัพย์จริงค้ำประกัน) รูปแบบเหล่านี้ ล้วนเป็นการดำเนินงานผ่านช่องทางที่สะดวก รวดเร็ว ไม่มีการกำกับดูแลที่เป็นอุปสรรค อันส่งผลให้ประชาชนสามารถเข้าถึงตลาดทุนได้ง่ายขึ้น

การระดมทุนรูปแบบใหม่เหล่านี้มีจุดแข็งหลายประการ ได้แก่ การเข้าถึงการระดมทุนและตลาดทุนที่ง่ายขึ้น เช่น กระบวนการ KYC ที่สะดวกรวดเร็ว หรือการระดมทุนได้โดยไม่ต้องเผชิญกับเงื่อนไขหรือการกำกับดูแลต่าง ๆ การมีโอกาสนำการลงทุนและระดมทุนข้ามพรมแดน การเข้าถึงข้อมูลที่มีความโปร่งใส การทำธุรกรรมที่มีค่าธรรมเนียมต่ำแต่ความโปร่งใสูง ตลอดจนการไม่ต้องเผชิญกับข้อจำกัดของการกำกับดูแลจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง ซึ่งจุดแข็งทั้งหมดนี้ล้วนเป็นโอกาสและเป็นแม่เหล็กให้กับนักลงทุนและผู้ระดมทุนจากทั่วทุกมุมโลก ในขณะเดียวกัน การลงทุนผ่านตลาดทุนหลักภายในประเทศกลับมีปัญหามากหลายประการ ซึ่งล้วนเป็นประเด็นตรงข้ามกับจุดแข็งของการระดมทุนรูปแบบใหม่ดังที่กล่าวข้างต้น ตลาดทุนไทยยังมีปัญหาในเรื่องประสิทธิภาพ อันส่งผลให้การเข้าถึงตลาดทุน ยังมีข้อจำกัดหลายประการ



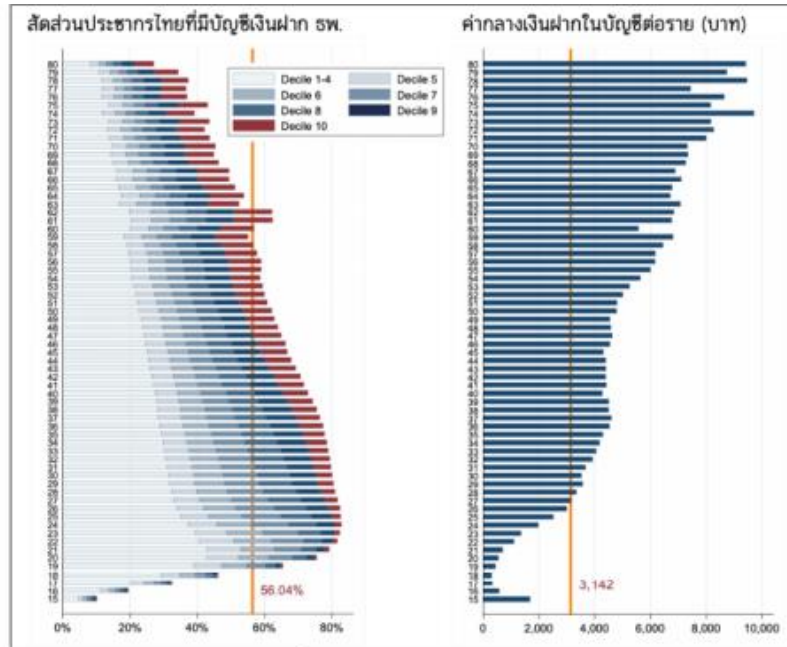
3.5.1 การไม่สามารถเข้าถึงบัญชีเงินฝาก

ผู้เล่นจำนวนมากทั้งในฝั่งผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนไม่สามารถเข้าถึงตลาดทุนได้ สะท้อนได้จากข้อมูลการเข้าถึงบัญชีเงินฝากธนาคารพาณิชย์ที่มีประชากรเพียงร้อยละ 56 ที่มีบัญชีเงินฝาก และข้อมูลจากแบบสอบถามด้านการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture ยังบ่งชี้ว่ามีผู้ตอบแบบสอบถามกว่าร้อยละ 75 ที่ไม่ลงทุนในหุ้น สะท้อนให้เห็นถึงความเหลื่อมล้ำในการเข้าถึงและการใช้ประโยชน์จากตลาดทุนของประเทศไทย

Box 4: สถานการณ์การเข้าถึงตลาดทุนจำแนกตามข้อมูลประชากร

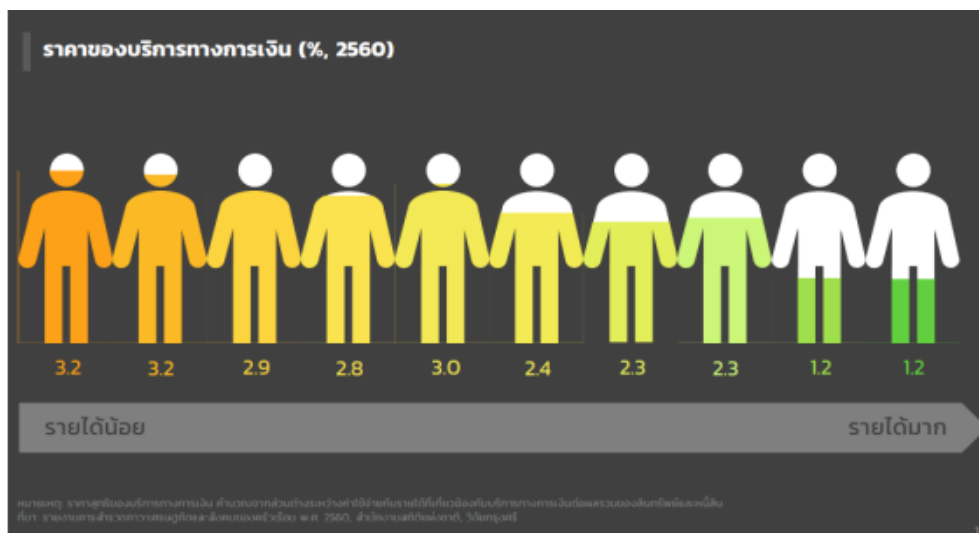
โดยในด้านการมีบัญชีเงินฝากกับธนาคารพาณิชย์ หากพิจารณาตามช่วงอายุ พบว่า กลุ่มที่มีบัญชีเงินฝากเป็นสัดส่วนมากที่สุดคือกลุ่มวัยเริ่มทำงานที่มีอายุ 23-30 ปี และมีสัดส่วนลดหลั่นตามอายุที่เพิ่มสูงขึ้น โดยเฉพาะประชากรที่มีอายุ 60 ปีขึ้นไปมีสัดส่วนร้อยละของประชาชนที่มีบัญชีเงินฝากต่ำกว่าค่าเฉลี่ย จึงทำให้กลุ่มวัยหลังเกษียณที่ต้องพึ่งพาเงินออมสะสม ในการเลี้ยงชีพ เป็นกลุ่มที่มีความเปราะบางสูง เนื่องจากไม่มีบัญชีเงินฝาก ทำให้ไม่สามารถเข้าถึงบริการ พื้นฐานทางการเงินได้ และเสียโอกาสในการทำให้เงินออมสะสมงอกเงยจากการออมกับสถาบันการเงิน นอกจากนี้ อีกกลุ่มประชากรที่ไม่สามารถเข้าถึงบริการทางการเงินสถาบันทางการเงินได้คือ กลุ่มผู้มีรายได้น้อย การวิเคราะห์ของธนาคารกรุงศรีฯ ชี้ว่าการเป็นกลุ่มผู้มีรายได้น้อยมีโอกาสกว่าร้อยละ 15 ที่จะไม่ สามารถเข้าถึงบริการทางการเงินได้ เมื่อปัจจัยอื่นๆ เช่น ที่อยู่ห่างไกลจากธนาคาร การขาดความรู้และความเข้าใจทางการเงินคงที่ โดยสาเหตุหลักของการไม่เข้าถึงบริการทางการเงินของกลุ่มประชากรนี้คือการมีต้นทุนการเข้าถึงบริการทางการเงินที่สูงเมื่อเทียบกับกลุ่มประชากรที่มีรายได้สูงกว่า ภาพที่ 9 แสดงต้นทุนของบริการทางการเงินเป็นสัดส่วนของรายได้ชี้ให้เห็นว่า ต้นทุนทางการเงินของกลุ่มที่มีรายได้น้อยที่สุดร้อยละ 10 มีต้นทุนทางการเงินร้อยละ 3.2 ในขณะที่กลุ่มที่มีรายได้สูงสุดร้อยละ 10 มีต้นทุนทางการเงินเพียงร้อยละ 1.2 เท่านั้น จึงสามารถสรุปได้ว่าต้นทุนของบริการทางการเงินของผู้มีรายได้น้อยสูงกว่าต้นทุนของผู้มีรายได้สูงถึง 3 เท่า

ภาพที่ 9 แสดงสัดส่วนการมีบัญชีเงินฝากและค่ากลางเงินฝากในบัญชีต่อราย แบ่งตามช่วงอายุ



ที่มา: Lamsam (2018)

ภาพที่ 10 แสดงต้นทุนบริการทางการเงิน แยกตามเดซิลส์รายได้



ที่มา: ศูนย์วิจัยกรุงศรี

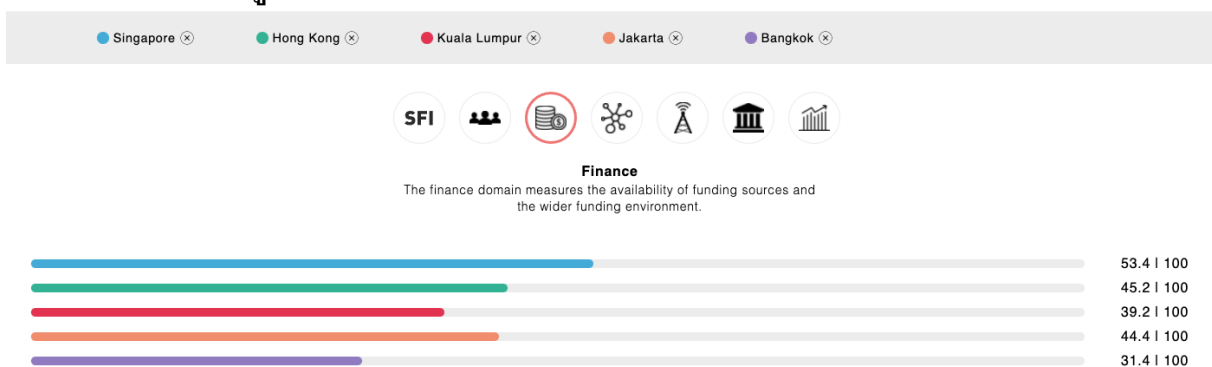
3.5.2 การระดมทุนผ่านตลาดทุนในอุตสาหกรรมเดิม

ในฝั่งของผู้ระดมทุนนั้น ข้อมูลที่น่าสนใจ คือ การระดมทุนผ่านตลาดทุนยังคงกระจุกตัวแต่ในกลุ่มอุตสาหกรรมดั้งเดิม อาทิ กลุ่มธุรกิจพลังงาน ท่องเที่ยว ค้าปลีก และธนาคาร สะท้อนให้เห็นได้จากบริษัทที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด 10 อันดับแรกในตลาดหลักทรัพย์ฯ อยู่ในอุตสาหกรรมดั้งเดิมแทบทั้งหมด ในขณะที่ธุรกิจอุตสาหกรรมใหม่ โดยเฉพาะธุรกิจกลุ่มเทคโนโลยีซึ่งมีมูลค่าตลาดไม่ถึงร้อยละ 3 ของมูลค่าตลาดรวม

สาเหตุที่เงินทุนเกิดการกระจุกตัวอยู่กับบริษัทขนาดใหญ่และมาจากอุตสาหกรรมเก่า ส่วนหนึ่งเกิดจากการระดมทุนผ่านสถาบันการเงินของธุรกิจใหม่ๆ และธุรกิจกลุ่ม SMEs ยังคงทำได้ยาก เพราะสถาบันการเงินต่าง ไม่นิยมปล่อยกู้ให้ SMEs เนื่องจาก SMEs มักมีงบดุลเป็นลบ (negative balance sheet) และไม่มีทรัพย์สินมากพอจะนำมาเป็นหลักประกันได้ โดยจากข้อมูลปรากฏว่ากว่าร้อยละ 60 ของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมยังไม่มีสินเชื่อในระบบสถาบันการเงิน⁷ ดังนั้น ในการระดมทุนเพื่อมาดำเนินธุรกิจ SMEs จึงต้องอาศัยกลไกของตลาดทุน

อย่างไรก็ตาม แม้ SMEs จะสามารถระดมทุนผ่านตลาดทุนได้ แต่ก็ยังพบข้อจำกัดทางกฎเกณฑ์หลายประการที่ทำให้การระดมทุนเป็นไปได้โดยยากลำบาก หนึ่งในข้อมูลของเว็บไซต์ enpact.org ที่จัดทำ Startup Friendliness Index พบว่าสำหรับประเทศไทยแล้ว สตาร์ทอัพ เข้าถึงแหล่งเงินทุนโดยรวมได้ยากกว่าประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาคทั้งหมด (ยกเว้นประเทศเวียดนาม)

ภาพที่ 11 ข้อมูลดัชนี Startup Friendliness ด้านการเงิน (ประเทศไทยคือแถบสีม่วง)



ที่มา : <https://enpact.org/data-research/startup-friendliness-index/data/#/compare?cities%5B0%5D=28&cities%5B1%5D=43&cities%5B2%5D=57&cities%5B3%5D=45&cities%5B4%5D=40>

ในการระดมทุนในตลาดทุนนั้น SMEs สามารถระดมทุนได้โดยการเสนอขายตราสารหนี้ และการเสนอขายตราสารทุน อย่างไรก็ตาม จากการศึกษพบว่ายังคงมีประเด็นปัญหาบางประการที่ทำให้

⁷ ดร.เศรษฐพุฒิ สุทธิวาทนฤพุฒิ, "The Future of Financial System", <https://www.bot.or.th/Thai/ConsumerInfo/Documents/Quote-Future-Financial-System.pdf>

ผู้ประกอบการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งผู้ประกอบการที่เป็น SMEs ไม่อาจเข้าถึงแหล่งเงินทุนผ่านตลาดทุนได้ โดยขอแบ่งประเด็นพิจารณาออกเป็นตลาดตราสารหนี้ และตลาดตราสารทุน

3.5.3 การระดมทุนผ่านตราสารหนี้

การระดมทุนผ่านการออกตราสารหนี้ ก็คือการที่ผู้ออก (ผู้ระดมทุน) ออกตราสารที่มีข้อกำหนดว่าเมื่อถึงระยะเวลาที่กำหนดไว้จะมีการชำระเงินค่าตราสารคืนให้แก่ผู้ลงทุน โดยตราสารหนี้ที่นิยมออกโดยผู้ประกอบการในประเทศไทยได้แก่ หุ้นกู้ ตั๋วแลกเงิน และตั๋วสัญญาใช้เงิน⁸ อื่นๆ ในระหว่างที่ตราสารยังไม่ถึงกำหนดชำระ ก็มักจะมีการกำหนดในตราสารหนี้เหล่านั้น ให้มีการชำระดอกเบี้ยให้แก่ผู้ถือด้วย ซึ่งอัตราดอกเบี้ยจะเป็นจำนวนเท่าไรนั้น ขึ้นอยู่กับหลายปัจจัย เช่น ระยะเวลาของตราสาร ลักษณะธุรกิจ ความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ของผู้ออก ตลอดจนสมภาวะการณ์เศรษฐกิจโดยรวม ซึ่งดอกเบี้ยตามตราสารหนี้ที่ต้องชำระให้แก่ผู้ลงทุนนั้น เป็นต้นทุนในการประกอบธุรกิจอย่างหนึ่ง ดังนั้น หากอัตราดอกเบี้ยต่ำ ต้นทุนในการระดมทุนของผู้ออกตราสารหนี้ย่อมต่ำลงไปด้วย

ท่ามกลางสถานการณ์เศรษฐกิจปัจจุบัน คณะกรรมการนโยบายการเงินได้มีมติคงดอกเบี้ยนโยบายที่ร้อยละ 0.5⁹ ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำเป็นประวัติการณ์ ทั้งนี้ เพื่อพยุงเศรษฐกิจของประเทศไทยและลดต้นทุนในการประกอบธุรกิจของผู้ประกอบการ ดังนั้น ในทางทฤษฎีแล้ว ต้นทุนในการระดมทุนผ่านการออกตราสารหนี้ย่อมต่ำลงไปด้วย อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาพบว่า ในกรณีของ SMEs กลับไม่เป็นเช่นนั้น ทั้งนี้ เนื่องจาก SMEs จัดเป็นบริษัทที่มีเครดิตไม่สูง และมีความเสี่ยงในการผิดนัดที่มาก ดังนั้น ตราสารหนี้ที่ออกจึงถูกจัดให้อยู่ในกลุ่มความเสี่ยงสูง (non-rated/non-investment grade bond) ดังนั้น เมื่อตราสารเหล่านั้นมีความเสี่ยงที่สูง ทำให้ดอกเบี้ยที่ต้องจ่ายให้นักลงทุนสูงตามไปด้วยนั่นเอง ทั้งนี้ หากพิจารณาอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้ที่ออกโดย SMEs ในประเทศไทยจะมีอัตราที่สูงมากตั้งแต่ ร้อยละ 6 ถึงร้อยละ 26¹⁰

ในทางทฤษฎีแล้ว ผู้ออกตราสารหนี้อาจเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารด้วยการหาหลักประกันมาค้ำประกันการชำระหนี้ตามตราสารหนี้ เพื่อส่งผลเป็นการลดดอกเบี้ยตามตราสารได้ อย่างไรก็ตาม ตามที่ได้กล่าวมาแล้ว SMEs เป็นกิจการที่ไม่ได้มีทรัพย์สินมากนัก ในขณะเดียวกัน การจะหาผู้ค้ำประกันที่มีความน่าเชื่อถือ (credit rating) ที่สูงมาค้ำประกันตราสารหนี้ของผู้ออกที่เป็น SMEs ก็เป็นไปได้ยาก เนื่องจาก ผู้ค้ำประกันที่มีความน่าเชื่อถือที่ดีส่วนมากคือสถาบันการเงิน และสถาบันการเงินมองว่า SMEs มีความเสี่ยงผิดนัดชำระหนี้ จึงปฏิเสธไม่ค้ำประกันตราสารหนี้ให้แก่ผู้ออกตราสารหนี้ที่เป็น SMEs

⁸ BOT, “ประเภทของตราสารหนี้”, <https://www.bot.or.th/Thai/DebtSecurities/IntroToGovtDebtSecurities/Pages/Type.aspx>

⁹ ผู้จัดการออนไลน์, “กนง.คงดอกเบี้ยนโยบาย 0.5% ปรับเพิ่มจีดีพีปี 65 โต 3.9% ปี 64 โต 0.7% เท่าเดิม”

<https://mgronline.com/stockmarket/detail/9640000096508>

¹⁰ <https://www.investree.co.th/invoice-financing>; <https://thestandard.co/get-to-know-crowdfunding/>

ข้อสังเกตเพิ่มเติม คือ แม้ในปัจจุบัน ประเทศไทยจะมีการจัดตั้งบริษัทประกันสินเชื่ออุตสาหกรรมขนาดย่อม (บสย.) ขึ้น ตั้งแต่เมื่อปีพ.ศ. 2534 ตามพระราชบัญญัติบริษัทประกันสินเชื่ออุตสาหกรรมขนาดย่อม พ.ศ. 2534 (และที่ได้นำไปแก้ไขเพิ่มเติมในปีพ.ศ. 2560) แต่ขอบเขตของการค้าประกันดังกล่าวไม่ครอบคลุมถึงการค้าประกันการออกหุ้นกู้ เนื่องจากพระราชบัญญัติบริษัทประกันสินเชื่ออุตสาหกรรมขนาดย่อมไม่ได้นิยามให้ตาม “หุ้นกู้” เป็นสินเชื่ออย่างหนึ่งที่บสย. อาจค้าประกันได้ (“สินเชื่อ” หมายความว่ารวมถึงธุรกรรมแฟกตอริง ธุรกรรมการให้เชาซื้อ ธุรกรรมการให้เช่าแบบสลิซซึ่ง เป็นต้น)¹¹

การออกตราสารหนี้เป็นวิธีการระดมทุนอย่างหนึ่งที่บริษัทใหญ่ ๆ นิยมใช้กัน เนื่องจากมีต้นทุนที่ต่ำ (ดอกเบี้ย) โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงนี้ดอกเบี้ยนโยบายต่ำเป็นประวัติการณ์ แต่สำหรับ SMEs ที่เครดิตไม่สูงนั้น การออกตราสารหนี้กลับมีค่าใช้จ่ายที่มาก

ด้วยเหตุที่กล่าวมาข้างต้น ทำให้ SMEs ไม่อาจใช้ประโยชน์จากดอกเบี้ยนโยบายที่ต่ำเป็นประวัติการณ์เพื่อลดต้นทุนในการออกตราสารหนี้ได้ และเป็นปราการด่านสำคัญในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนของผู้ประกอบการ นอกจากนี้ ยังทำให้ประเทศไทยต้องสูญเสียโอกาสจากการที่ SMEs รายใหม่ ๆ ของประเทศไทยจะก้าวขึ้นเป็นองค์กรทางธุรกิจที่ช่วยขับเคลื่อนเศรษฐกิจมวลรวมของประเทศ

หากพิจารณาจากเกณฑ์ของหลาย ๆ ประเทศ จะพบว่าหลาย ๆ ประเทศ เช่น มาเลเซีย และเกาหลีใต้ต่างก็รับรู้รับทราบถึงปัญหานี้ และได้สนับสนุนให้ SMEs ของประเทศตนเองสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนโดยการออกตราสารหนี้ได้ กล่าวคือ รัฐบาลในประเทศมาเลเซีย และประเทศเกาหลีใต้ได้จัดตั้งองค์กรค้ำประกันหุ้นกู้ที่ชื่อ DANA JAMIN¹² และ KODIT¹³ ตามลำดับ โดยเป็นองค์กรประเภทบริษัทที่มีหน่วยงานของรัฐเป็นผู้ถือหุ้น ดังนั้น ประเทศไทยจึงควรพิจารณาจัดให้มีองค์กรค้ำประกันหุ้นกู้ (โดยอาจจะแก้ไขพระราชบัญญัติบริษัทประกันสินเชื่ออุตสาหกรรมขนาดย่อม เพื่อให้อำนาจบสย. ในการค้ำประกันหุ้นกู้ด้วย) เพื่อช่วยลดต้นทุนในการระดมทุนของผู้ประกอบการ SMEs โดยเฉพาะอย่างยิ่งในรายที่เป็นวิสาหกิจเริ่มต้นหรือธุรกิจสตาร์ทอัพ

อย่างไรก็ดี การที่จะจัดตั้งองค์กรค้ำประกันหุ้นกู้ขึ้นมาเพื่อค้ำประกันตราสารหนี้ที่ออกโดย SMEs นั้น มีข้อควรพิจารณาที่สำคัญคือ เนื่องจาก การจัดตั้งองค์กรค้ำประกันหุ้นกู้นั้น เป็นการใช้เงินทุนจากภาครัฐ ดังนั้น กรณีจะมีความเสี่ยงที่หากการค้ำประกันทำไปโดยขาดมาตรฐานจะส่งผลเสียต่อภาษีของประชาชน นอกจากนี้ อาจทำให้เกิดปัญหา Moral Hazard กล่าวคือ ผู้ประกอบการอาจเสนอขายหุ้นกู้ให้แก่ประชาชนโดยขาดสำนึกต่อความรับผิดชอบทางการเงิน (financial responsibility) ของตนเอง เนื่องจาก ท้ายที่สุดแล้วองค์กรค้ำประกันหุ้นกู้นี้ จะเป็นผู้แบกรับหนี้สินที่เกิดขึ้นจากการไม่ชำระหนี้หุ้นกู้

¹¹ มาตรา 3 ของพระราชบัญญัติบริษัทประกันสินเชื่ออุตสาหกรรมขนาดย่อม พ.ศ. 2534 (และที่ได้นำไปแก้ไขเพิ่มเติม)

¹² <https://www.danajamin.com/>

¹³ http://www.kodit.co.kr/html/english/about_kodit/intro/object.jsp

ดังนั้น จะต้องมีมาตรการ และนโยบายการปฏิบัติงานในส่วนของการกำกับดูแลที่ จะทำให้การกำกับดูแลไม่เป็นการสนับสนุนภาวะ Moral Hazard เช่นนี้

3.5.4 การระดมทุนผ่านตราสารทุน

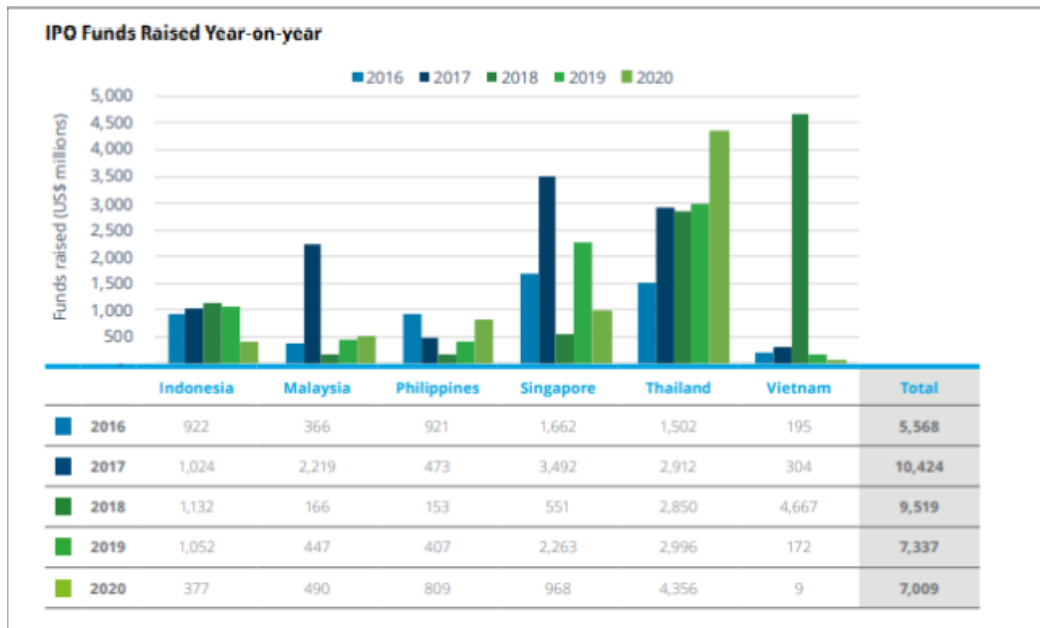
นอกเหนือจากการออก และเสนอขายตราสารหนี้เพื่อระดมทุนแล้ว บริษัทอาจพิจารณาออกตราสารทุนประเภทหุ้น เพื่อระดมทุนได้ โดยการลงทุนในหุ้นนั้น จะส่งผลให้ผู้ลงทุนมีสถานะเป็น “เจ้าของ” บริษัทผู้ที่ระดมทุน ต่างกันกับกรณีของตราสารหนี้ที่ผู้ลงทุนจะมีสถานะเป็น “เจ้าหนี้”

การลงทุนในสินทรัพย์ประเภทหุ้นนั้นผู้ถือหุ้นจะได้สิทธิประโยชน์โดยตรงจากผลประกอบการของบริษัท ดังนั้น ความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับตราสารทุนประเภทหุ้นย่อมมากกว่าความเสี่ยงในการลงทุนในตราสารหนี้ที่ผลตอบแทนอยู่ในรูปของดอกเบี้ยที่มีความแน่นอน นอกจากนี้ ในส่วนของการระดมทุนนั้น ต้นทุนสำหรับการออกและเสนอขายตราสารทุนต่ำกว่าการเสนอขายตราสารหนี้ เนื่องจาก ผู้ระดมทุน “ขาย” กิจกรรมบางส่วนของตนแลกกับเงินของผู้ลงทุน ซึ่งผู้ลงทุนจะได้ผลตอบแทนเป็นเงินปันผลหากกิจการมีกำไร ดังนั้น หากกิจการไม่มีกำไรก็ไม่ต้องมีการจ่ายเงินปันผล ด้วยเหตุนี้เอง จึงทำให้ผู้ประกอบการหลายรายสนใจที่จะระดมทุนโดยการออกตราสารทุนประเภทหุ้น

เมื่อพิจารณาในระดับภาพใหญ่แล้ว กลุ่มประเทศกำลังพัฒนารวมถึงประเทศไทยยังคงมีการเข้าถึงตลาดตราสารทุนยังอยู่ในระดับที่ต่ำ โดยรายงานของธนาคารโลกชี้ว่าจากจำนวนบริษัท 1,000,000 บริษัทในประเทศกำลังพัฒนาจะมีเพียง 5 บริษัทเท่านั้นที่จดทะเบียนในตลาดตราสารทุน ต่ำกว่าประเทศพัฒนาแล้วกว่า 5 เท่า ในส่วนของประเทศไทย ทิศทางการเติบโตของจำนวนธุรกิจที่จดทะเบียนกับตลาดทุนมีประเทศในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้แล้ว ตลาดไทยยังคงเป็นผู้นำของภูมิภาค ในมิติของมูลค่าการระดมทุนจากการทำ IPO และมูลค่าบริษัทขณะ IPO ส่วนในมิติของจำนวนการจดทะเบียน อินโดนีเซียและเวียดนามมีจำนวนบริษัทจดทะเบียนใหม่ที่สูงกว่าและใกล้เคียงกับตลาดไทยตามลำดับ แต่มูลค่าบริษัทที่จดทะเบียนมีมูลค่าน้อยกว่าเมื่อเปรียบเทียบสองมิติข้างต้นจะสะท้อนถึงการเข้าถึงตลาดตราสารทุนไทยที่มีกระจุกตัวที่ธุรกิจรายใหญ่



ภาพที่ 12 มูลค่าการจดทะเบียนใหม่ ตามปีและประเทศ



ที่มา: Deloitte (2020)

ภาพที่ 13 จำนวนการจดทะเบียนใหม่ ตามปีและประเทศ

Number of IPOs Year-on-year

	Indonesia	Malaysia	Philippines	Singapore	Thailand	Vietnam	Total
2016	16	12	4	16	27	38	113
2017	37	13	4	20	46	58	178
2018	57	22	1	15	23	33	151
2019	55	30	4	11	34	27	161
2020	51	19	4	11	28	1	114

ที่มา: Deloitte (2020)

ข้อเท็จจริงข้างต้น ชี้ให้เห็นว่า กลุ่มเป้าหมายหลักที่มักไม่ได้รับโอกาสในการเข้าถึงทุนคือกลุ่มธุรกิจ ขนาดกลางและขนาดย่อม ซึ่งยังคงมีปัญหาในการระดมทุน โดยเฉพาะการใช้สินเชื่อจากระบบธนาคารพาณิชย์ เนื่องจากธนาคารพาณิชย์มักจะให้บริการสินเชื่อกับบริษัทขนาดใหญ่มากกว่า เพราะถือเป็นลูกค้าชั้นดีและมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่า แหล่งเงินทุนทางเลือกอย่างกลุ่มธุรกิจเงินร่วมลงทุน (Venture capital) หรือหุ้นนอกตลาด (Private equity) มีขนาดเล็กมากในประเทศไทยเมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มประเทศเปรียบเทียบ นอกจากนี้ การเข้าจดทะเบียนในตลาดทุนของบริษัท SMEs มีอุปสรรคค่อนข้างมาก ตั้งแต่ค่าธรรมเนียมการจดทะเบียน (Registration and underwriting costs) โดย Ritter⁶ ได้ทำการประเมิน Gross spread สำหรับ การจดทะเบียนใหม่ในตลาดหลักทรัพย์พบว่าอยู่ที่อัตราเท่ากับร้อยละ 7 สำหรับการจดทะเบียนใหม่ที่มีมูลค่า น้อยกว่า 100 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และต่ำกว่าร้อยละ 7 ในการจดทะเบียนใหม่ที่มีมูลค่ามากกว่า 100 ล้านดอลลาร์สหรัฐ รวมถึงปัญหาการขาดสภาพคล่องของหุ้น

ขนาดเล็ก (Small cap) ดังนั้น หากตลาดทุนไทยมีระดับการพัฒนาที่สูงขึ้น กลุ่มธุรกิจเหล่านี้จะมีแนวโน้มใช้เงินทุนจากตลาดทุนมากขึ้น และผลักดันให้ธนาคารพาณิชย์ต้องปรับตัวโดยขยายบริการของธนาคารสู่ลูกค้ากลุ่มอื่นๆ เช่น SMEs มากขึ้นในที่สุด

นอกเหนือจากนี้ ประเด็นที่น่าสนใจคือกฎเกณฑ์ของประเทศไทยในส่วนของออกตราสารทุนนั้น จะมีปัญหามากในกรณีที่ผู้ระดมทุนเป็นบริษัทจำกัด โดยเฉพาะอย่างยิ่งบริษัทที่มีขนาดเล็ก หรือเพิ่งเริ่มต้นประกอบกิจการ (วิสาหกิจเริ่มต้น) การออกตราสารทุนสำหรับบรรดา SMEs โดยเฉพาะอย่างยิ่งที่เป็นวิสาหกิจเริ่มต้น มักจะทำได้ขึ้นด้วยสองวัตถุประสงค์หลัก ๆ คือ เพื่อระดมทุน และเพื่อเป็นคำตอบแทนเพื่อจูงใจให้บุคลากรที่มีความสามารถมาทำงานกับบริษัทตน อย่างไรก็ตาม กฎหมายไทยยังไม่เอื้ออำนวยเท่าที่ควรสำหรับการออกตราสารทุนเหล่านี้ โดยความต้องการทุนของ SMEs ก็แตกต่างกันออกไป ขึ้นอยู่กับว่า SMEs เหล่านั้น อยู่ในขั้นตอนไหนของวงจรชีวิตของตนเอง ดังรายละเอียดต่อไปนี้

➤ Early-stage companies

ในขั้นตอนเริ่มแรกของการดำเนินธุรกิจ SMEs โดยเฉพาะอย่างยิ่ง สตาร์ทอัพ มีความจำเป็นต้องใช้ทรัพยากร 2 อย่างหลัก ๆ คือ เงินทุน และบุคลากร โดยในทางปฏิบัติในระดับสากลแล้ว สตาร์ทอัพ จะดำเนินการดังนี้

เงินทุน – สตาร์ทอัพ จะออกหุ้นกู้แปลงสภาพ และหุ้นบุริมสิทธิเพื่อจูงใจให้นักลงทุนเข้ามาลงทุนในบริษัทของตนเอง

บุคลากร – สตาร์ทอัพ จะเสนอให้หุ้นของบริษัทตนเองเป็นแรงจูงใจให้แก่พนักงานที่มีความสามารถในการทำงานที่บริษัท สตาร์ทอัพ นั้น ๆ

อย่างไรก็ดี เมื่อพิจารณากฎหมายไทยพบว่า หากบริษัทจำกัดประสงค์จะดำเนินการเหล่านี้ จะติดข้อกำหนดทางกฎหมายภายใต้ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ทำให้การดำเนินการเป็นไปได้โดยยาก (โปรดดูตารางที่ 2 ด้านล่างประกอบความเข้าใจ)

ความยุ่งยากเหล่านี้ ยังเป็นสาเหตุสำคัญประการหนึ่งที่ทำให้ผู้ประกอบการไทยหลายรายตัดสินใจไปจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทของตนในต่างประเทศที่มีระบบกฎหมายที่เอื้ออำนวยต่อการดำเนินการเหล่านี้มากกว่า เช่น สิงคโปร์ หากประเทศไทยต้องการให้ตลาดทุนมีศักยภาพและขีดความสามารถในการแข่งขัน จะต้องมีการอำนวยความสะดวกในการดำเนินการเหล่านี้ให้แก่ผู้ประกอบการ เพื่อให้มีประเภทของ บริษัท ที่ หลาก หลาย และมีอุปทานในตลาดทุนที่มากขึ้นตามลำดับ



ตารางที่ 2 ข้อกำหนดทางกฎหมายภายใต้ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ที่เป็นอุปสรรคต่อ สตาร์ทอัพ

วิธีการ	เหตุผลและความจำเป็น	สถานะทางกฎหมาย
โครงการให้หุ้นแก่พนักงาน (ESOPs)	- บริษัทที่เป็นวิสาหกิจเริ่มต้นหรือสตาร์ทอัพมักต้องการบุคลากรที่มีความสามารถมาร่วมกันขับเคลื่อนบริษัท อย่างไรก็ตาม เนื่องจากบริษัทอยู่ในช่วงเริ่มต้นประกอบกิจการจึงอาจไม่มีเงินทุนมากพอมาจ่ายค่าตอบแทนที่ดึงดูดใจบุคลากรเหล่านี้ จึงมีความประสงค์ที่จะออกหุ้นให้แก่พนักงานเพื่อตอบแทน - หากบริษัททำ ESOP ไม่ได้ บุคลากรที่มีความสามารถจะไปทำงานให้แก่บริษัทต่างประเทศที่ระบบกฎหมายอนุญาตให้มี ESOP - บริษัทไทยจะสูญเสียความสามารถในการแข่งขันประเทศไทยจะสูญเสียโอกาสทางเศรษฐกิจ	ข้อจำกัดของบริษัทในการถือหุ้นของตนเอง ตามมาตรา 1143 ของประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ (ปพพ.) บริษัทจำกัดไม่สามารถเป็นเจ้าของหุ้นตัวเองได้ และมาตรา 1222 ของปพพ. กำหนดให้การเสนอขายหุ้นใหม่ของบริษัทจำกัด ต้องเสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมเท่านั้น หากผู้ถือหุ้นเหล่านั้นปฏิเสธ กรรมการของบริษัทอาจรับซื้อไว้เองได้ บริษัทไม่สามารถเสนอขายหุ้นของตนเองให้บุคคลอื่นที่ไม่ใช่ผู้ถือหุ้น หรือกรรมการได้ นอกจากนี้ ในเอกสารคำวินิจฉัยกฎหมายของกรมพัฒนาธุรกิจการค้าเลขที่ 0803/0589 ฉบับลงวันที่ 21 กรกฎาคม 254714 ยังระบุเอาไว้อย่างชัดเจนว่าบริษัทไม่อาจออกหุ้นใหม่ได้ หากผู้ถือหุ้นเดิมหรือกรรมการปฏิเสธไม่รับซื้อหุ้นเพิ่มทุนดังกล่าว สุดท้ายนี้ มาตรา 1119 ของปพพ. กำหนดให้หุ้นทุก ๆ หุ้นต้องชำระเงินจนเต็มค่า ดังนั้น การออกหุ้นให้แก่พนักงานเพื่อเป็นแรงจูงใจโดยไม่มีการชำระค่าหุ้นตอบแทนนั้น ย่อมกระทำไม่ได้ ข้อจำกัดทางกฎหมายเหล่านี้ทำให้การออกหุ้นโดยบริษัทจำกัดเพื่อเป็นแรงจูงใจแก่พนักงานทำได้ยากในประเทศไทย
หุ้นกู้แปลงสภาพ	การออกหุ้นกู้แปลงสภาพนั้นสำคัญต่อการจูงใจผู้ลงทุนให้มาลงทุนในบริษัทด้วยเหตุผลหลัก ๑ สองประการ การออกหุ้นกู้ทำให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนที่แน่นอน และมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่าการลงทุนในหุ้น เนื่องจาก ผู้ลงทุนอาจไม่ประสงค์ลงทุนในหุ้นของวิสาหกิจเริ่มต้นที่มีความเสี่ยงสูง อาจประสงค์ที่จะลงทุนในหุ้นก่อน	บริษัทจำกัดไม่สามารถออกหุ้นกู้แปลงสภาพได้ มาตรา 1119 ของปพพ. กำหนดห้ามไม่ให้บริษัทออกหุ้นให้แก่เจ้าหน้าที่แทนการชำระหนี้ได้ กล่าวคือ บริษัทไม่อาจหักกลบลบหนี้กับเจ้าหน้าที่ของตนโดยการออกหุ้นได้ หุ้นกู้แปลงสภาพ (convertible notes) คือตราสารหนี้ประเภทหนึ่งที่ผู้ลงทุนจะมีสถานะเป็นเจ้าหนี้ของบริษัทผู้ออก และเมื่อผู้ลงทุนใช้สิทธิในการแปลงสภาพหุ้นกู้เป็นหุ้นสามัญ ลงทุนก็จะเปลี่ยนสถานะจากการเป็นเจ้าหนี้เป็นเจ้าของบริษัทแทนแทน

¹⁴ https://www.dbd.go.th/download/PDF_law/consider1.pdf (หน้า 17)

วิธีการ	เหตุผลและความจำเป็น	สถานะทางกฎหมาย
	เพื่อแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญที่หลังเมื่อบริษัทเริ่มมีผลประกอบการที่ดี สำหรับบริษัทที่เป็นวิสาหกิจเริ่มต้นนั้น ประเมินมูลค่าของกิจการย่อมทำได้โดยยาก ดังนั้น ในช่วงแรกบริษัทอาจจะไม่สามารถเสนอขายหุ้นในราคาที่จะสะท้อนถึงมูลค่ากิจการที่แท้จริงของต้นได้ การออกหุ้นให้แก่นักลงทุนก่อน จากนั้นค่อยแปลงสภาพหุ้นเป็นหุ้นสามัญจึงเป็นทางเลือกที่ดี หุ้นแปลงสภาพเป็นหนึ่งในทางเลือกที่นิยมทำกันมากในการลงทุน จากการสอบถามผู้ประกอบการ Venture Capitals ต่างประเทศ อ้างถึงเรื่องหุ้นแปลงสภาพเป็นหนึ่งในข้อจำกัดหลักที่ทำให้ต้นไม่ยกลงทุนในบริษัท สตาร์ทอัพ ของไทย	โดยการให้สิทธิแปลงสภาพนี้ผู้ลงทุนไม่จำเป็นต้องชำระเงินค่าหุ้นสามัญเพิ่ม หากพิจารณาจากลักษณะธุรกรรมของหุ้นกู้แปลงสภาพแล้วจะพบว่า การใช้สิทธิแปลงสภาพคือการหักกลบลบหนี้โดยการออกหุ้นสามัญนั้นเอง ดังนั้น โดยสภาพแล้ว บริษัทจำกัดจึงไม่สามารถออกหุ้นกู้แปลงสภาพได้โดยตรง ด้วยสาเหตุนี้เอง หากมีความจำเป็น บริษัทก็ต้องออกหุ้นกู้ก่อน จากนั้นหากผู้ถือหุ้นกู้ต้องการจะใช้สิทธิแปลงสภาพจากเจ้าหนี้เป็นเจ้าของ บริษัทกับผู้ลงทุนรายนั้น จะต้องเข้าทำสัญญายกเลิกหนี้ (debt cancellation) เพื่อให้บริษัทออกหุ้นสามัญให้อีกครั้งหนึ่ง ซึ่งกระบวนการนี้ เป็นกระบวนการที่ซับซ้อนและต้องใช้ที่ปรึกษากฎหมาย ตลอดจนมีค่าใช้จ่ายที่มาก ทำให้เป็นต้นทุนในการดำเนินการของบริษัทด้วย อีกทั้ง เมื่อกระบวนการเหล่านี้แตกต่างกับกระบวนการที่ทำการอย่างแพร่หลายในต่างประเทศ ทำให้บรรดาผู้ลงทุนในภูมิภาคมีความลังเลที่จะลงทุนในวิสาหกิจเริ่มต้นของประเทศ ทำให้บรรดาผู้ลงทุนในภูมิภาคมีแนวโน้มที่จะลงทุนในวิสาหกิจเริ่มต้นเพื่อสนับสนุนการระดมทุนในตลาดทุน สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ด.) ได้จัดทำโครงการ SME-PP ขึ้น ซึ่งในโครงการนี้จะอนุญาตให้วิสาหกิจขนาดเล็กลง (มีพนักงานไม่เกิน 50 ราย และมีรายได้ไม่เกิน 100 ล้านบาท) และวิสาหกิจขนาดกลาง (พนักงาน 51-200 ราย และมีรายได้อยู่ที่ 100 – 500 ล้านบาท) สามารถเสนอหุ้นเป็นสวัสดิการแก่พนักงาน (ESOPs) และเสนอขายหุ้นกู้แปลงสภาพได้ โดยไม่อยู่ภายใต้ข้อจำกัดของประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์¹⁵ อย่างไรก็ดี นอกเหนือจากการที่บริษัทผู้ระดมทุนต้องมีคุณสมบัติตามที่ระบุแล้ว บริษัทจะต้องลงทะเบียนกับ (OSMEP).

¹⁵ KUDUN & partners (2020), "Legal Alert |Capital Markets", <https://www.kap.co.th/wp-content/uploads/2020/06/PP-SME-New-option-to-raise-funds-for-SMEs-and-startups-in-Thailand.pdf>.



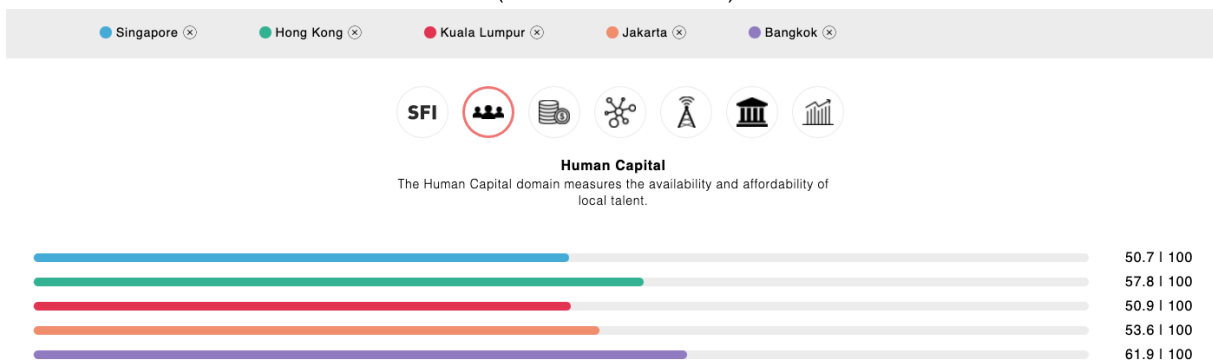
วิธีการ	เหตุผลและความจำเป็น	สถานะทางกฎหมาย
การยกเลิก บุริมสิทธิใน หุ้น	หุ้นบุริมสิทธิเป็นตราสารที่ผู้ถือหุ้นมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของกิจการเช่นเดียวกับหุ้นสามัญ แต่แตกต่างกันที่ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิไม่มีสิทธิออกเสียง (voting rights) และมีสิทธิได้รับเงินปันผลในอัตราที่คงที่ (โดยไม่คำนึงถึงขนาดกำไรของกิจการในปีนั้น ๆ) และเมื่อบริษัทเลิกกิจการจะได้รับชำระค่าหุ้นคืนก่อนผู้ถือหุ้นสามัญ ผู้ลงทุนอาจจะประสงค์ลงทุนในหุ้นบุริมสิทธิในช่วงแรกของการดำเนินกิจการของบริษัท เนื่องจากผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิมีสิทธิที่ดีกว่าในเรื่องของปันผล และอาจจะอยากกลับสถานะเป็นผู้ถือหุ้นสามัญ เพราะอาจจะอยากมีสิทธิออกเสียงในการดำเนินงานของบริษัทในภายหลัง หากยกเลิกบุริมสิทธิในหุ้นไม่ได้ สตาร์ทอัพย่อมไม่ประสงค์ออกหุ้นดังกล่าว ทำให้ขาดความยืดหยุ่น และนักลงทุนก็จะไม่อยากลงทุนในบริษัท สตาร์ทอัพ ช่วงเริ่มประกอบกิจการ	จนถึงปัจจุบัน โครงการ SME-PP มีผู้ร่วมโครงการไม่มาก ทั้งนี้ เนื่องจากข้อกำหนดเกี่ยวกับคุณสมบัติของ SMEs และการที่ SMEs ต้องลงทะเบียนตลอดจนทำเอกสารสรุปข้อมูลสำคัญสำหรับการเสนอขาย นอกจากนี้ นิยามของคำว่า SMEs ที่สามารถเข้าร่วมโครงการ SME-PP นั้น จำกัดไว้ที่บริษัทที่มีพนักงานไม่เกิน 200 คน และมีรายได้ไม่เกิน 500 ล้านบาท ซึ่งอาจทำให้วิสาหกิจเริ่มต้นมีขนาดใหญ่กว่าระดับที่ระบุไม่สามารถเข้าร่วมโครงการได้ ทั้งนี้ หน่วยงานที่เป็นบริษัทที่ได้รับประโยชน์จากโครงการ SME-PP มากที่สุด ข้อห้ามไม่ให้ยกเลิกบุริมสิทธิในหุ้น ตามมาตรา 1142 ของพ.พ. บริษัทไม่สามารถยกเลิกบุริมสิทธิในหุ้นได้ กล่าวคือ ไม่อาจแปลงสภาพหุ้นบุริมสิทธิให้เป็นหุ้นสามัญได้ อย่างไรก็ดี ในทางปฏิบัติ ก็มักจะมีการทำสัญญาระหว่างบริษัท และผู้ถือหุ้นเพื่อให้เกิดการยกเลิกบุริมสิทธิ (ไม่ใช่ยกเลิกแต่บุริมสิทธิ) แล้วออกหุ้นสามัญใหม่ให้แก่ผู้ถือหุ้นรายนั้น ๆ ได้ แต่ว่าการทำเช่นนี้ก่อให้เกิดปัญหาเรื่องการใช้อันติ-dilution provisions กล่าวคือ ในทางปฏิบัติจะซับซ้อนมากแล้ว บริษัทกับผู้ลงทุนมักจะมีการกำหนดเกี่ยวกับ “anti-dilution mechanisms”¹⁶ เพื่อทำให้แน่ใจได้ว่ามูลค่าการลงของผู้ลงทุนในบริษัทนั้น ๆ จะไม่ลดน้อยลงไปเมื่อมีการระดมทุนโดยการออกหุ้นสามัญเพิ่มเติม ที่กฎหมายไทยไม่อนุญาตให้ยกเลิกบุริมสิทธิในหุ้น แต่ต้องใช้กระบวนการทาง “สัญญา” ในการยกเลิกหุ้นบุริมสิทธิ และออกหุ้นใหม่ให้บรรดาผู้ถือหุ้น อาจจะทำให้การติดตาม และบังคับใช้ anti-dilution mechanisms เป็นไปได้โดยยาก

¹⁶ ห้องเรียนผู้ประกอบการ, “เงื่อนไขสุดโหดที่สตาร์ทอัพต้องระวังในการรับเงินทุน(ตอนที่ 1)”, https://www.set.or.th/dat/vdoArticle/attachFile/AttachFile_1584602179921.pdf

ความยุ่งยากและกฎเกณฑ์ในการระดมทุนต่าง ๆ ทำให้ผู้ประกอบการธุรกิจไทยที่มีช่องทางไปจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทที่ต่างประเทศที่ระบบกฎหมายอนุญาตให้ดำเนินการเรื่องดังกล่าวข้างต้น เช่น ประเทศสิงคโปร์ เป็นต้น นอกจากนี้ ในส่วนของผู้ลงทุนเอง ผู้ลงทุนก็จะประสงค์ลงทุนในบริษัทของประเทศไทยที่กฎหมายอนุญาตให้มีการระดมรูปแบบที่กล่าวมาข้างต้น นอกจากนี้ ในส่วนของบุคลากร (Human Capitals) ประเทศไทยมีทรัพยากรด้านบุคคลที่มาก (โปรดดูภาพด้านล่าง) แต่การที่บริษัทสตาร์ทอัพ/SMEs ไม่สามารถเสนอหุ้น ESOP เพื่อจูงใจแรงงานที่มีฝีมือให้มาทำงานด้วยได้ จึงทำให้เกิดภาวะ “สมองไหล” หรือก็คือบุคลากรผู้เชี่ยวชาญจะไปทำงานที่ต่างประเทศที่มีระบบกฎหมายที่มีความจูงใจมากกว่า ซึ่งส่งผลต่อภาวะเศรษฐกิจของประเทศชาติโดยรวม

ภาพที่ 14 ข้อมูลดัชนี Startup Friendliness ด้านทรัพยากรมนุษย์

(ประเทศไทยคือแถบสีม่วง)



ที่มา : <https://enpact.org/data-research/startup-friendliness-index/data/#/compare?cities%5B0%5D=28&cities%5B1%5D=43&cities%5B2%5D=57&cities%5B3%5D=45&cities%5B4%5D=40>

ดังนั้น ประเทศไทยจะต้องดำเนินการอย่างเร่งด่วนที่สุด เพื่อแก้ไขปัญหาในเรื่องการระดมทุน และจูงใจแรงงานที่มีฝีมือให้มาทำงานกับบริษัทที่จัดตั้งในประเทศไทย

➤ Growth-stage companies

เมื่อบริษัทได้ดำเนินกิจการมาแล้วระยะหนึ่ง บริษัทเหล่านั้นย่อมต้องอยากได้แหล่งเงินทุนเพิ่ม ซึ่งลำพังเพียงแต่การลงทุนของนักลงทุนบุคคล (เช่น angel investors) และนักลงทุนในประเทศอาจไม่เพียงพอต่อการต่อยอดธุรกิจในสภาพแวดล้อมที่มีการแข่งขันสูง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มของบริษัทสตาร์ทอัพ ดังนั้น กฎหมายมีความจำเป็นต้องอำนวยความสะดวกแก่นักลงทุนสถาบัน (Institutional Investors) ทั้งที่เป็นนักลงทุนในประเทศ และนักลงทุนต่างประเทศ ซึ่งนอกเหนือจากการทำให้บริษัทจำกัดสามารถเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน และออกหุ้นกู้แปลงสภาพได้โดยง่าย ประกอบกับให้บริษัทสามารถยกเลิกบุริมสิทธิในหุ้นที่ได้ออกมาแล้วได้นั้น จะต้องมีความจูงใจอย่างอื่นที่จะทำให้บริษัทสตาร์ทอัพสามารถดึงเงินลงทุนจากนักลงทุนรายใหญ่ทั้งในประเทศ และนอกประเทศได้ เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของ สตาร์ทอัพ สัญชาติไทย

ปัจจุบันพบว่าประเทศไทยอาจจะยังมีกลไกเพื่อจูงใจนักลงทุนระดับใหญ่ไม่มากพอ อย่างไรก็ตามการศึกษากฎหมายของประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาค เช่น สิงคโปร์ และมาเลเซีย ประเทศเหล่านี้ได้มีการใช้กลไกจูงใจต่าง ๆ มากมาย โดยเฉพาะการสมทบทุนโดยภาครัฐ (matching/parallel grants or funds)

ประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียได้มีการใช้กลไกที่เรียกว่า matching/parallel funds¹⁷ ซึ่งกล่าวโดยสรุปคือการที่ภาครัฐจะใช้จ่ายเงินสนับสนุนการลงทุนแก่บรรดาผู้ลงทุนสถาบันทั้งในประเทศ และนอกประเทศในกิจการที่รัฐมองเห็นว่ามีศักยภาพในการเติบโต และยกระดับขนาดเศรษฐกิจของประเทศ ตลอดจนมีการจ้างงานที่มากขึ้นได้ โดยรัฐอาจจะทำข้อตกลงว่าหากมีกรณีที่นักลงทุนสถาบันที่มีเงินลงทุนเป็นจำนวนมาก (เช่น venture capitals หรือ private equity ตลอดจนกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ และกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ) ลงทุนในกิจการของสตาร์ทอัพในภาคธุรกิจที่รัฐสนับสนุน เช่น เทคโนโลยี รัฐจะร่วมลงทุนด้วยในอัตราส่วนที่เท่ากันกับที่นักลงทุนสถาบันเหล่านี้ลงทุน ซึ่งในกรณีนี้จะทำให้สตาร์ทอัพเหล่านั้นได้เงินทุนที่เพียงพอโดยที่นักลงทุนสถาบันไม่ต้องลงทุนเต็มจำนวน และจะทำให้ให้นักลงทุนสถาบันมีความกล้าในการลงทุนกิจการเริ่มต้นเหล่านี้มากขึ้น

การสมทบทุนโดยภาครัฐเป็นแนวปฏิบัติที่ค่อนข้างแพร่หลายในระดับสากล หากภาครัฐไทยสามารถดำเนินนโยบายเช่นนี้ได้ จะดึงดูดเงินลงทุนจากต่างประเทศที่มีความคุ้นชินกับแนวปฏิบัติแบบนี้ ทำให้ตลาดทุนของไทยมีความสามารถในการแข่งขันที่มากขึ้นไปด้วย

หนึ่งในปัจจุบันนี้ ประเทศไทยมีหน่วยงานที่สังกัดกระทรวงต่าง ๆ ที่มีอำนาจในการให้เงินสนับสนุนโครงการเอกชนเพื่อพัฒนาขีดความสามารถด้านเทคโนโลยีของประเทศอยู่ ได้แก่ สำนักงานส่งเสริมเศรษฐกิจดิจิทัล (DEPA) สำนักงานนวัตกรรมแห่งชาติ (NIA) และ สำนักงานพัฒนาวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยีแห่งชาติ (NSTDA) แต่หน่วยงานเหล่านี้ยังไม่ได้มีการใช้มาตรการจูงใจอย่างการสมทบทุนภาครัฐเหมือนในประเทศอื่น ๆ ดังนั้น หน่วยงานของรัฐโดยเฉพาะอย่างยิ่ง DEPA (เนื่องจากมีหน้าที่โดยตรงในการสนับสนุนการเติบโตของวิสาหกิจเริ่มต้น)¹⁸ ควรจะนำมาตรการสมทบทุนภาครัฐมาปรับใช้

นอกเหนือไปจากนั้น หากภาคธุรกิจใดควรได้รับการสนับสนุนมากกว่าภาคธุรกิจอื่น ๆ เนื่องจากกรณีมีต้นทุนที่สูง และเป็นภาคธุรกิจที่จะสามารถพัฒนาคุณภาพชีวิตของประชากรโดยรวมได้

¹⁷ ในกรณีของประเทศสิงคโปร์ มีโครงการที่ชื่อว่า Early Stage Venture Funds ซึ่งภายใต้โครงการนี้ หน่วยงานรัฐของสิงคโปร์ที่ชื่อ National Research Foundation (NRF) จะลงทุนในจำนวน 10 ล้านดอลลาร์สิงคโปร์โดยจับคู่กับ venture capitals ที่ลงทุนใน technology สตาร์ทอัพ ของประเทศสิงคโปร์ (NRF, “Early Stage Venture Fund”, <https://www.nrf.gov.sg/funding-grants/early-stage-venture-fund>); ส่วนในกรณีของประเทศมาเลเซียได้แก่กองทุน Malaysia Co-Investment Fund (MyCIF) โดยจะลงทุนในอัตรา 1 ต่อ 4 โดย MyCIF จะลงทุน 1 ส่วน และภาคเอกชนลงทุนอีก 4 ส่วน (“Malaysia Co-Investment Fund (MyCIF)”, <http://belanjawan2021.treasury.gov.my/selfserviceportal/faq/mycif-en.html>)

¹⁸ DEPA, “depa-Fund เงินทุนดี ๆ เพื่อสนับสนุนทุกรูปแบบของอุตสาหกรรมดิจิทัล” <https://www.depa.or.th/th/funds>

เช่น ภาคธุรกิจพลังงานสะอาด หน่วยงานของรัฐไทยอาจพิจารณาการใช้หลักการแบ่งปันผลตอบแทนเป็นขั้นบันได (Distribution Waterfall) เพิ่มเติมจากมาตรการสมทบทุนภาครัฐได้อีกด้วย

ยกตัวอย่างกรณีศึกษาของประเทศอิสราเอล¹⁹ รัฐบาลของประเทศอิสราเอลได้จัดตั้งกองทุน Yozma Group ขึ้น เพื่อสนับสนุนการลงทุนของ Venture Capitals ในประเทศ โดยการลงทุนนั้น เงินทุนในส่วนของรัฐบาลที่ลงทุนในกิจการนั้น ๆ จะมีสิทธิที่ด้อยกว่าเงินทุนของกองทุนเอกชน (Subordinated Structure) เช่น หากการลงทุนนั้นขาดทุน รัฐบาลจะต้องแบกรับผลขาดทุนที่มากกว่ากองทุนเอกชน เป็นต้น

3.6 ด้านต้นทุนที่เกิดขึ้นภายในตลาดทุน

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

3.6.1 โครงสร้างของใบอนุญาตประกอบธุรกิจที่เป็นอุปสรรค

สถาบันตัวกลางในตลาดทุนอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ สถาบันตัวกลางในส่วนที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ ได้แก่ นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ผู้ค้าหลักทรัพย์ ผู้จัดการกองทุนหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาการลงทุน ผู้จัดการกองทุนรวม และผู้จัดการกองทุนส่วนบุคคล ซึ่งผู้ประกอบการที่ประสงค์จะให้บริการเกี่ยวกับการเป็นสถาบันตัวกลางเหล่านี้ จะต้องได้รับอนุญาตในการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์จากรัฐมนตรีกระทรวงการคลังตามข้อเสนอแนะของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

อย่างไรก็ดี โครงสร้างของใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ของไทยนั้น เน้นไปที่ “ผลิตภัณฑ์” การลงทุนที่ผู้ประกอบการสามารถดำเนินการได้ โดยไม่คำนึงถึงลักษณะองค์กรและการประกอบธุรกิจโดยเฉพาะของผู้ประกอบธุรกิจแต่ละราย ผลของการกำหนดโครงสร้างของใบอนุญาตเช่นนี้ ทำให้ผู้ประกอบการไม่ว่าจะให้บริการในลักษณะดั้งเดิมหรือแบบที่ใช้เทคโนโลยีทางการเงินเข้ามาช่วยเหลือในการประกอบธุรกิจจะต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ในภาพรวมที่เหมือนกัน ยกตัวอย่างเช่น หากผู้ประกอบการประกอบธุรกิจจัดการกองทุนส่วนบุคคลโดยใช้สัญญาประดิษฐ์ในการออกแบบการลงทุน

¹⁹ Private Equity and Venture Capital's Role in Catalyzing Sustainable Investment, Input Paper for the G-20 Sustainable Finance Study Group



ให้แก่ลูกค้า ผู้ประกอบธุรกิจนั้นจะต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดที่ใช้บังคับกับการให้บริการของผู้ประกอบธุรกิจการจัดการกองทุนส่วนบุคคลแบบดั้งเดิมด้วย เช่น จะต้องมีการคณะกรรมการลงทุน (Investment Committee) ที่เป็นคนธรรมดาในการกำหนดกรอบการลงทุน ตลอดจนจะต้องมีผู้จัดการกองทุนที่มีคุณสมบัติตามที่กำหนดเป็นผู้ตัดสินใจในการลงทุน เป็นต้น ซึ่งกฎเกณฑ์เหล่านี้ไม่เป็นผลดี และไม่เอื้ออำนวยต่อการนำเอาเทคโนโลยีมาใช้ในการประกอบธุรกิจ ซึ่งเป็นแนวโน้มการดำเนินธุรกิจที่กำลังเกิดขึ้นในโลกปัจจุบัน

โครงสร้างรูปแบบใบอนุญาตแบบนี้ ขาดความยืดหยุ่น ทำให้ในปัจจุบันประเทศไทยยังไม่มีแพลตฟอร์มการลงทุนหุ้นเหมือนอย่างในต่างประเทศ เช่น สิงคโปร์ อินโดนีเซีย และสหรัฐอเมริกา ที่มีแพลตฟอร์มให้บริการเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่เน้นใช้เทคโนโลยี ประเภท อัลกอริทึม และปัญญาประดิษฐ์ เช่น Robinhood (ของประเทศสหรัฐอเมริกา) Ajaib (ของประเทศอินโดนีเซีย) และ Rakuten Trade (ประเทศมาเลเซีย)

3.6.2 รูปแบบของสถาบันตัวกลางที่ขาดความจำเพาะและไม่ยืดหยุ่น

รูปแบบของสถาบันตัวกลาง (Intermediary Models) มีการเปลี่ยนแปลงไปสู่ลักษณะที่มีความจำเพาะมากขึ้น (specialization) เพื่อให้ตอบโจทย์ต่อความต้องการของนักลงทุน เช่น ความต้องการลงทุนที่ซับซ้อนขึ้นประกอบกับเทคโนโลยีที่เติบโตอย่างรวดเร็วทำให้มีการนำเอาปัญญาประดิษฐ์ และอัลกอริทึมมาใช้ในการตัดสินใจลงทุนให้แก่ลูกค้า และในประการสุดท้าย ความต้องการในการเข้าถึงบริการที่เรียบง่ายและมีค่าธรรมเนียมต่ำทำให้เกิดรูปแบบการประกอบธุรกิจที่ให้บริการเฉพาะแต่การส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ (execution-only broker) โดยไม่มีการให้คำแนะนำการลงทุน หรือการวิเคราะห์วิจัยการลงทุน ดังนั้น ค่าธรรมเนียมสำหรับนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ประเภทนี้จึงต่ำมาก (คิดเป็นเพียงเสี้ยวหนึ่งของค่าธรรมเนียมของนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์แบบดั้งเดิม)

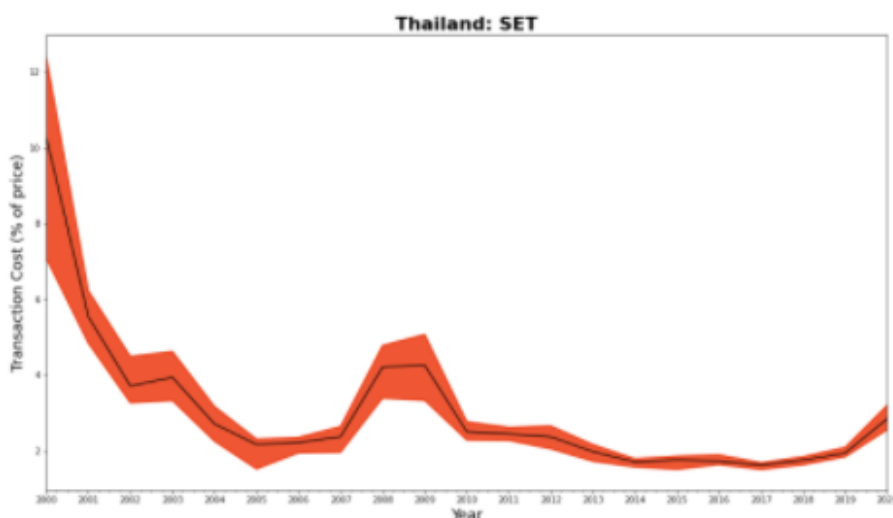
หนึ่งในตัวอย่างที่น่าสนใจของพัฒนาการที่มีความจำเพาะช่วยตอบโจทย์ผู้ลงทุนที่หลากหลายมากขึ้นนั้นคือ แนวโน้มการเปลี่ยนผ่านรูปแบบการเก็บค่าบริการของตัวกลาง/โบรกเกอร์แบบขึ้นกับมูลค่าการซื้อขายเป็นรูปแบบ Tipping Model ซึ่งหมายความว่าผู้รับบริการจากตัวกลางไม่ต้องแบกรับต้นทุนทางธุรกรรมเพราะไม่มีข้อผูกมัดที่ต้องให้ทิปแก่ตัวกลาง แต่สามารถให้ค่าตอบแทนได้ตามความสมัครใจหากตัวกลางให้คำแนะนำหรือทำหน้าที่ได้น่าพึงพอใจ นอกจากนี้รูปแบบการจัดเก็บค่าบริการแบบให้ทิปจะส่งผลให้พฤติกรรมของตัวกลาง/โบรกเกอร์เปลี่ยนจากการให้คำแนะนำที่มุ่งเน้นให้เกิดกิจกรรมการซื้อขายมาก ๆ เป็นคำแนะนำที่ตอบโจทย์ความต้องการของผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนอย่างแท้จริง ส่งผลให้สวัสดิการโดยรวมดีขึ้น

ดังนั้น เมื่อย้อนกลับมาพิจารณารูปแบบของการกำกับสถาบันตัวกลางของไทย ตามที่ได้กล่าวมาแล้วว่าความจำเพาะ (Specialization) และไม่ยืดหยุ่นซึ่งอาจเป็นอุปสรรคต่อพัฒนาการของสถาบันตัวกลางที่ตอบสนองความต้องการ และโครงสร้างของสังคมที่เปลี่ยนแปลงไป ดังนั้น เพื่อเป็นการสนับสนุนพัฒนาการดังกล่าว รูปแบบใบอนุญาตของสถาบันตัวกลางจะต้องมีการพัฒนาไปสู่รูปแบบที่มีความจำเพาะ มีประสิทธิภาพ โดยคำนึงถึงแต่ละลักษณะรูปแบบของการประกอบธุรกิจของสถาบันตัวกลาง (more streamlined and modularized licensing regime) นอกจากนี้ ในส่วนของการกำกับดูแลกฎเกณฑ์จะต้องสมเหตุสมผล และตั้งอยู่บนฐานของความเป็นไปได้ โดยคำนึงถึงรูปแบบเฉพาะของการประกอบธุรกิจแต่ละประเภทแยกต่างหากจากกันอย่างชัดเจน

3.6.3 ต้นทุนทางธุรกรรมที่ส่งผลต่อความสามารถในการแข่งขัน

หากพิจารณาในภาพกว้างของตลาด ต้นทุนที่เกิดขึ้นต่อหน่วยมูลค่าการซื้อขายภายในตลาดทุนไทยมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่องเช่นเดียวกับแนวโน้มของตลาดทุนในต่างประเทศ จากงานศึกษาของ ThailandFuture ที่ได้ทำการประมาณต้นทุนทางธุรกรรมของตลาดหลักทรัพย์ไทย (SET) ตามระเบียบวิธีการของ Lesmond et. al. (1999) พบว่าต้นทุนทางธุรกรรมของตลาดทุนไทยมีแนวโน้มลดลงจากร้อยละ 4 ของราคาสินทรัพย์โดยเฉลี่ยตั้งแต่ปี 2543 ถึงปี 2552 เป็น 2 เปอร์เซ็นต์ในปี 2563 จัดได้ว่าเป็นประเทศที่มีต้นทุนทางธุรกรรมต่ำเป็นอันดับที่ 2 รองจากญี่ปุ่นเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศเพื่อนบ้าน 8 ประเทศในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา ได้แก่ ออสเตรเลีย สิงคโปร์ อินโดนีเซีย มาเลเซีย เกาหลีใต้ นิวซีแลนด์ ไทย และญี่ปุ่น อย่างไรก็ตาม แม้ว่าประเทศไทยจะทำผลงานได้ดีในเรื่องต้นทุนทางธุรกรรมภายในตลาดทุน แต่ด้วยแนวโน้มที่หลายประเทศมีต้นทุนทางธุรกรรมที่ต่ำลงอย่างต่อเนื่อง การผลักดันนโยบายที่ช่วยลดต้นทุนทางธุรกรรมภายในตลาดทุนจึงยังคงมีความสำคัญเพื่อให้ตลาดทุนไทยยังคงความสามารถในการแข่งขันและความน่าดึงดูดเมื่อเทียบกับตลาดทุนต่างประเทศ

ภาพที่ 15 แนวโน้มต้นทุนทางธุรกรรมในตลาดหลักทรัพย์ไทย



ที่มา: คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

ภาพที่ 16 เปรียบเทียบต้นทุนทางธุรกรรมในตลาดหลักทรัพย์ไทยกับ Peers 8 ประเทศ ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา

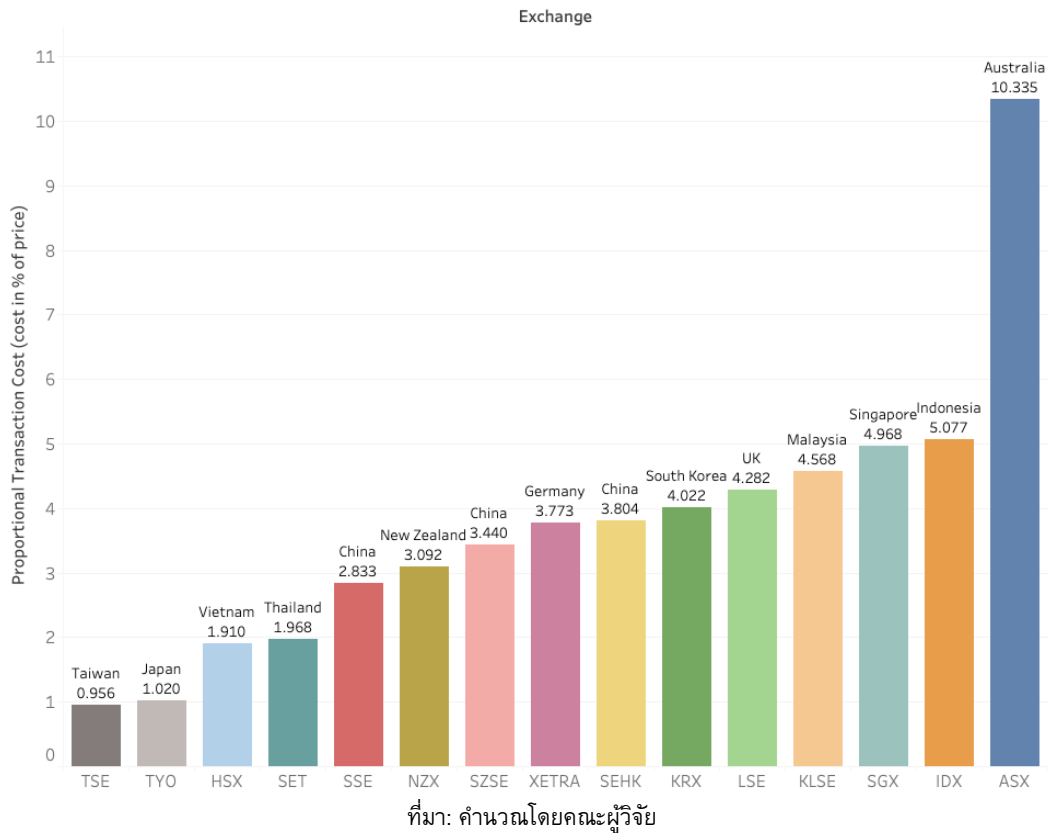


ที่มา: คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

ThailandFuture ได้คัดเลือกตลาดทุนที่นำมาศึกษาโดยมีเกณฑ์ คือ เป็นตลาดทุนที่มีลักษณะคล้ายกับประเทศไทย เช่น ตั้งในภูมิภาคเดียวกัน มีขนาดใกล้เคียงกัน หรือเป็นตลาดทุนใหญ่ที่มีอิทธิพลและควรทราบไว้เป็นบริบท โดย ภาพที่ 16 แสดงผลการวิเคราะห์โดยเรียงต้นทุนธุรกรรมเฉลี่ยจากน้อยไปมาก แม้ว่าการคำนวณต้นทุนธุรกรรมของแต่ละตลาดทุนจะครอบคลุมปี ค.ศ. 2000-2020 โดยส่วนใหญ่ แต่เนื่องจากข้อจำกัดของข้อมูล จึงมี 3 ตลาดที่เราไม่สามารถครอบคลุมทั้ง 21 ปีได้ ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์โฮจิมินห์ ตลาดหลักทรัพย์เซินเจิ้น และตลาดหลักทรัพย์เซี่ยงไฮ้ เพื่อความถูกต้องในการเปรียบเทียบ ภาพที่ 17 แสดงค่าเฉลี่ยต้นทุนธุรกรรมในช่วงปีที่แคบที่สุด คือ ค.ศ. 2012-2020 โดยพบว่าค่า effective transaction cost เฉลี่ยของตลาดทุนส่วนใหญ่เกาะกลุ่มกันอยู่ต่ำกว่าร้อยละ 5 ของราคาหลักทรัพย์²⁰ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าต้นทุนธุรกรรมค่อนข้างต่ำโดยเปรียบเทียบโดยจัดเป็นอันดับที่ 4 จากทั้งหมด 15 ตลาดทุนที่ศึกษา

²⁰ สาเหตุที่ต้นทุนธุรกรรมของตลาด ASX ของประเทศออสเตรเลียมีค่าสูงเป็นพิเศษอาจเกิดจากค่า clearing และ settlement cost ที่สูงกว่าตลาดอื่น รายงานโดยบริษัท Oxera และ Market Structure Partners ศึกษาสาเหตุของปรากฏการณ์นี้ (Market Structure Partners, 2014)

ภาพที่ 17 ค่าเฉลี่ยต้นทุนธุรกรรม ครอบคลุมปี ค.ศ. 2012-2020



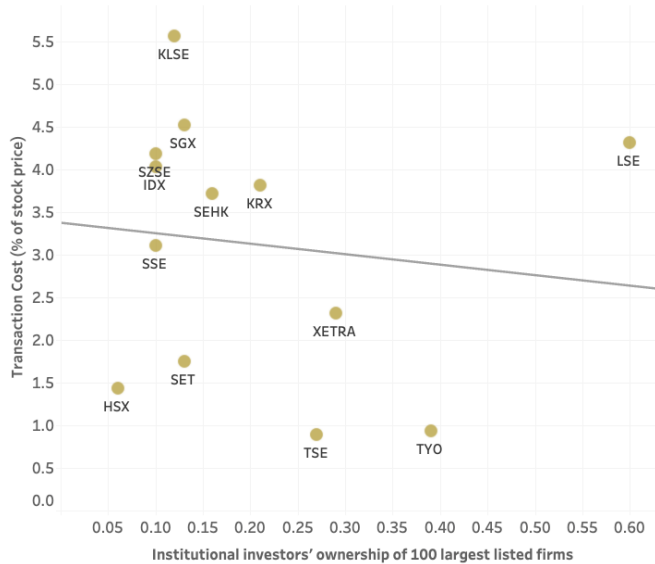
นอกจากนี้เมื่อนำผลค่าเฉลี่ยต้นทุนทางธุรกรรมที่ได้ไปเชื่อมต่อกับข้อมูลสัดส่วนสินทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบัน เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ งานวิจัยของ Busse et al. (2017) พบว่ากองทุนรวมขนาดใหญ่ มักมีต้นทุนธุรกรรมต่ำกว่ากองทุนรวมขนาดเล็ก เพราะกองทุนขนาดใหญ่นิยมซื้อขายหุ้นของบริษัทใหญ่ที่มีสภาพคล่องสูง และซื้อขายด้วยความถี่ต่ำกว่า หากยึดตามข้อค้นพบนี้ เราควรพบความสัมพันธ์เชิงลบ คือยิ่งตลาดหลักทรัพย์มีสัดส่วนสินทรัพย์ของนักลงทุนสถาบันสูง ต้นทุนธุรกรรมก็ควรจะยิ่งต่ำ

ภาพที่ 18 ทดสอบข้อสันนิษฐานนี้ แต่ละจุดบนแผนภาพแทนแต่ละตลาดหลักทรัพย์ในปีค.ศ. 2018 ข้อมูลสัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันเป็นข้อมูลการถือหุ้นของบริษัทขนาดใหญ่เป็น 100 อันดับแรกของแต่ละตลาดหลักทรัพย์ และขาดข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียและตลาดหลักทรัพย์นิวซีแลนด์ เราพบว่าสัดส่วนดังกล่าวมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนธุรกรรมจริง แต่ความสัมพันธ์ค่อนข้างเบาบาง โดยมีค่าความสัมพันธ์ (Pearson correlation) อยู่ที่ -0.124

ภาพที่ 18 ความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนธุรกรรมและสัดส่วนหุ้นของบริษัทขนาดใหญ่ เป็น 100 อันดับแรก ที่ถือโดยผู้ลงทุนสถาบัน ปีค.ศ. 2018

Transaction Cost vs Proportion of Institutional Investors, as of 2018

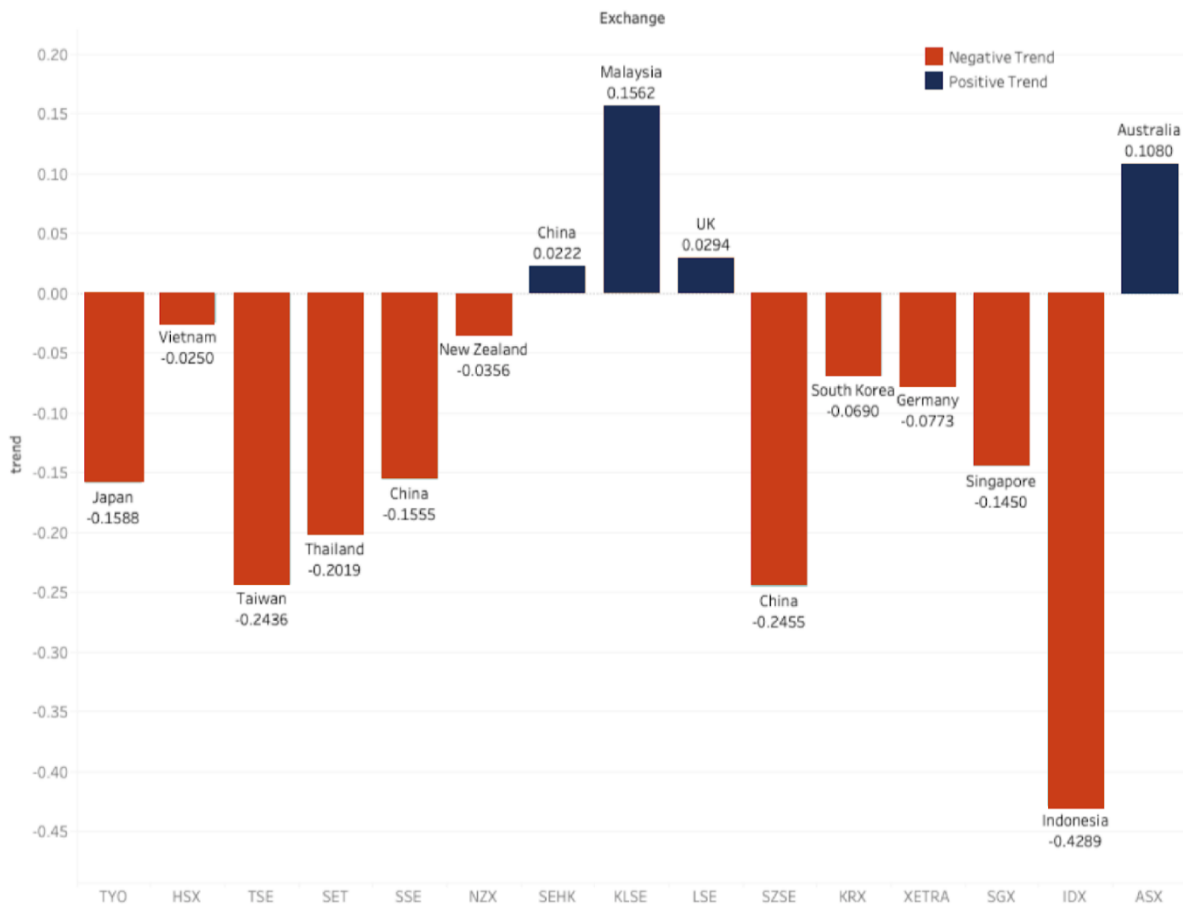
Source: OECD Equity Market Review (2019)



ที่มา : OECD Equity Market Review (2019)

ภาพที่ 19 แสดงแนวโน้มของต้นทุนธุรกรรมของแต่ละตลาดทุน ซึ่งคำนวณมาจากการ fit แบบจำลองเชิงเส้น ค่าที่แสดงเป็นค่าความชันของแต่ละเส้น ทำให้เห็นภาพแนวโน้มโดยสรุปของต้นทุนธุรกรรมของตลาดทุนนั้น ๆ ใน 21 ปีที่ผ่านมา ว่ามีแนวโน้มเพิ่มขึ้นหรือลดลง เราพบว่าต้นทุนธุรกรรมของตลาดทุนทั่วโลกส่วนใหญ่มีแนวโน้มปรับตัวลดลง โดยมีข้อยกเว้นเพียงไม่กี่ตลาดเท่านั้น

ภาพที่ 19 แนวโน้มของต้นทุนธุรกรรม



ที่มาข้อมูล: คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

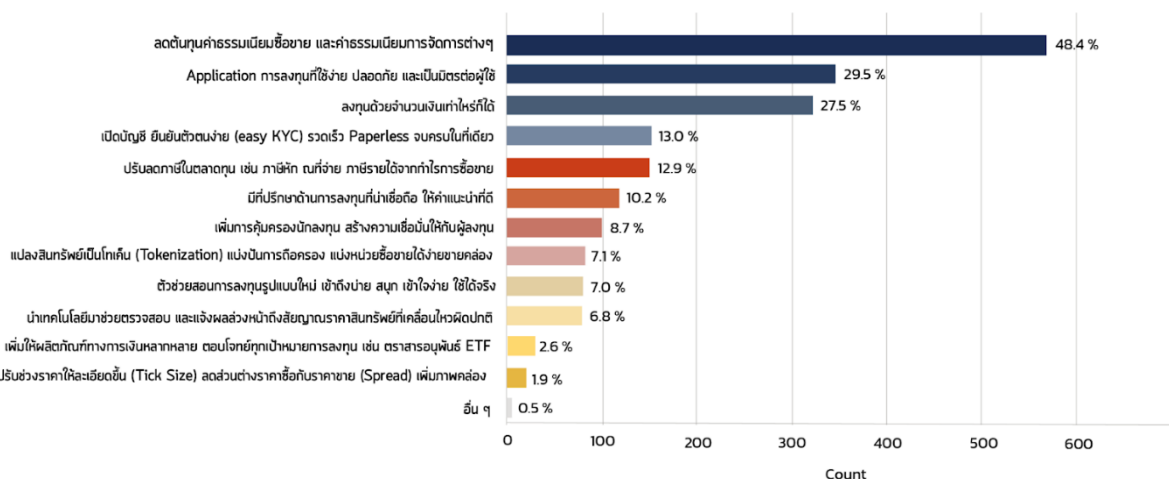
ซึ่งหากมอง ภาพที่ 19 อย่างผิวเผิน อาจเกิดข้อสงสัยว่าในเมื่อต้นทุนธุรกรรมของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็จัดอยู่ในอันดับต้น ๆ ของตลาดที่งานวิจัยชิ้นนี้เลือกมาศึกษาแล้ว ยังมีความจำเป็นที่จะต้องลดต้นทุนธุรกรรมต่อไปอีกหรือไม่

ในเชิงทฤษฎี กล่าวได้ว่าการลดต้นทุนธุรกรรมในตลาดรองก่อให้เกิดประโยชน์มากกว่าโทษ ถึงแม้จะมีงานวิจัยบางชิ้นที่กล่าวถึงข้อเสียของการลดต้นทุนธุรกรรม เช่น Gu and Hitt (2001) พบว่าต้นทุนธุรกรรมที่ต่ำลงจะเพิ่มจำนวนนักลงทุนที่ขาดความรู้หรือข้อมูลข่าวสารในตลาดขึ้นจนนำไปสู่ประสิทธิภาพของตลาดที่ลดลง วรรณกรรมในเรื่องนี้ส่วนมากมองว่าการลดต้นทุนธุรกรรมในตลาดรองมีประโยชน์ต่อภาพรวมเศรษฐกิจ Hau (2006) พบว่าต้นทุนธุรกรรมที่สูงมีผลเพิ่มความผันผวนของตลาด และ งานวิจัยหลายชิ้นชี้ว่าพัฒนาการของตลาดหลักทรัพย์มีผลต่ออัตราการเติบโตของเศรษฐกิจ (Evans, 2012 และ Levine and Zervos, 1996) ซึ่งมีผลโดยตรงต่อความมั่งมีของประชาชนทั่วไป ต้นทุนธุรกรรมเป็นหนึ่งในตัวแปรสำคัญที่ส่งผลต่อพัฒนาการของตลาดหลักทรัพย์ ผ่านกลไกการเพิ่มสภาพคล่องและการเข้าถึง ซึ่งนำไปสู่ทั้งประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันที่เพิ่มขึ้นของตลาด

นอกจากนี้ ภาพที่ 15 แสดงให้เห็นว่าต้นทุนธุรกรรมในแทบทุกตลาดมีแนวโน้มลดลงเรื่อย ๆ ภาพที่ 17 เรียงลำดับต้นทุนธุรกรรมโดยคิดเฉลี่ยจากปี ค.ศ. 2012-2020 และประเทศไทยถูกจัดอยู่ในอันดับที่ 4 จากทั้งหมด 15 ตลาด ในขณะที่หากมองภาพที่เฉพาะเจาะจงเป็นปัจจุบันขึ้น จะพบว่าอันดับของตลาดไทยเลื่อนเป็นอันดับที่ 6 เมื่อคิดค่าเฉลี่ยเพียง 3 ปีล่าสุด คือช่วง ค.ศ. 2018-2020 โดยมีตลาดหลักทรัพย์เชียงใหม่ และตลาดหลักทรัพย์เชิงเงิน ที่ปรับตัวแซงขึ้นมา ดังนั้นอาจกล่าวได้ว่านโยบายควรที่จะผลักดันให้ต้นทุนธุรกรรมลดตัวลงไป หากไม่ใช่เพื่อ “เพิ่ม” ก็เพื่อ “คง” ความสามารถในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไว้

เพิ่มเติมจากเหตุผลในเชิงมหภาคที่สนับสนุนการปรับลดต้นทุนทางธุรกรรมภายในตลาดทุน เพื่อรักษาความสามารถในการแข่งขันของประเทศแล้ว งานศึกษาของ ThailandFuture ที่ออกแบบสอบถามเกี่ยวกับตลาดทุนยังพบว่า ผู้ลงทุนส่วนใหญ่มองว่า การลดค่าธรรมเนียมซื้อขาย และค่าธรรมเนียมการจัดการต่าง ๆ คืออุปสรรคสำคัญลำดับหนึ่งที่เราควรได้รับการปรับปรุง นับเป็นข้อเสนอสนับสนุนในระดับจุลภาคที่เพิ่มความสำเร็จของการผลักดันนโยบายลดต้นทุนทางธุรกรรมภายในตลาดทุน

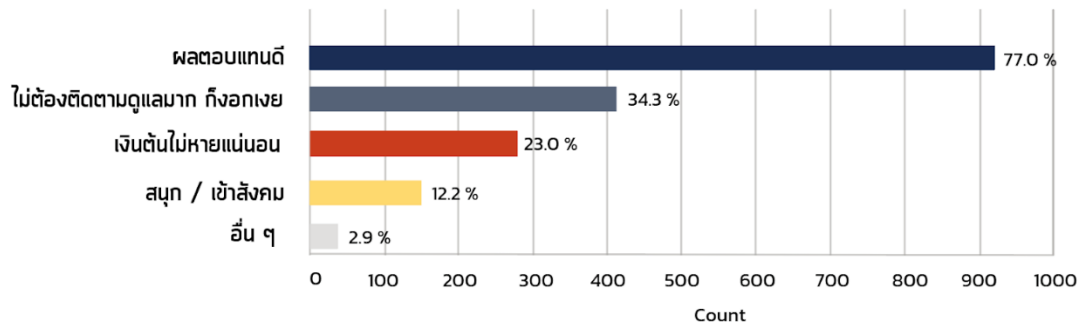
ภาพที่ 20 ความต้องการของนักลงทุนในปัจจุบัน



ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

นอกจากนี้ นโยบายช่วยลดต้นทุนทางธุรกรรมจะมีส่วนสำคัญช่วยกระตุ้นให้เม็ดเงินลงทุนเข้ามาในตลาดทุนมากขึ้นซึ่งจะช่วยให้อัตราผลตอบแทนในตลาดทุนทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น สะท้อนจากผลการศึกษาของ ThailandFuture ที่พบว่าปัจจัยสำคัญลำดับที่ 1 ที่ทำให้นักลงทุนปัจจุบันลงทุนในหุ้นคือการได้รับผลตอบแทนที่ดี โดยมีผู้ตอบแบบสอบถามระบุถึงเหตุผลดังกล่าวสูงคิดเป็นถึงร้อยละ 77 ของผู้ตอบแบบสอบถามทั้งหมด ดังนั้นการลดต้นทุนทางธุรกรรม ซึ่งอาจรวมไปถึงต้นทุนที่เกิดขึ้นจากนโยบายแทรกแซงตลาดทุนของภาครัฐอย่างภาษี Capital Gain จะช่วยให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้นได้นับเป็นการสร้างแรงจูงใจเพื่อให้ตลาดทุนมีผู้เล่นจำนวนมากขึ้น

ภาพที่ 21 เหตุผลที่นักลงทุนปัจจุบันเริ่มลงทุนในหุ้น



ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

3.6.4 ต้นทุนทางภาษี

หนึ่งในองค์ประกอบที่สำคัญของต้นทุนทางธุรกรรมคือต้นทุนทางภาษี ตามกฎหมายภาษีของประเทศไทย เงินผลได้จากการลงทุนในหุ้นของบริษัทจำกัด (Capital gain) นั้น ถือเป็นรายได้ที่ไม่ได้รับการยกเว้นภาษี และต้องถูกคำนวณเป็นส่วนหนึ่งของเงินได้ ซึ่งหากผู้ลงทุนเป็นนิติบุคคลจะต้องชำระภาษีเงินได้นิติบุคคลสูงถึงร้อยละ 20 อีกทั้ง เงินปันผลที่ได้รับจากหุ้นก็เป็นเงินได้ที่ต้องชำระภาษี หากพิจารณา ระบบกฎหมายภาษีของประเทศอื่นในภูมิภาคเช่น สิงคโปร์ ตามกฎหมายของสิงคโปร์นั้น ผู้ลงทุนไม่ต้องเสียภาษีทั้งในส่วนของเงินได้จากการลงทุนในหุ้น²¹ และเงินปันผล²² สาเหตุเรื่องภาษีนี้ก็เป็นสาเหตุที่สำคัญประการหนึ่งที่ทำให้ผู้ประกอบการไทยที่มีช่องทาง มีความประสงค์จะจดทะเบียนจัดตั้งที่สิงคโปร์ และในขณะเดียวกันก็ทำให้นักลงทุนต่างชาติ²³ ประเภท Venture Capitals หรือ Private Equity ไม่ได้ให้ความสนใจกับการลงทุนในบริษัทที่จดทะเบียนจัดตั้งในประเทศไทย ทำให้ขีดความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนโดยรวมของไทยลดลง

ในอดีต ประเทศไทยเคยมีมาตรการยกเว้นภาษีให้แก่กองทุน Venture capitals ทั้งนี้ ตามพระราชกฤษฎีกาออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร (ฉบับที่ 597) พ.ศ. 2559 ได้ยกเว้นภาษีเงินได้จากเงินปันผล และส่วนต่างกำไรในการขายหุ้น แก่กิจการเงินร่วมลงทุน (Venture capitals) ที่ลงทุนในอุตสาหกรรมเป้าหมาย เช่น อุตสาหกรรมอาหารและการเกษตร อุตสาหกรรมเพื่อการประหยัดพลังงาน พลังงานทดแทน และพลังงานสะอาด อุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์ คอมพิวเตอร์

²¹ 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/>

²² 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/>

²³ บริษัทต่างชาติที่ไม่ได้ทำธุรกิจในประเทศไทย หากมีรายได้จากการขายหุ้นของบริษัทในประเทศไทยจะต้องถูกหักภาษี withholding tax ร้อยละ 15 ของมูลค่าเงินได้จากการขายหุ้น

ซอฟต์แวร์ และบริการสารสนเทศ อุตสาหกรรมฐานการวิจัย พัฒนาและนวัตกรรม หรืออุตสาหกรรมใหม่ เป็นต้น อย่างไรก็ตาม Venture capitals ที่จะได้รับสิทธิประโยชน์จะต้องเป็นกิจการร่วมลงทุนที่จดทะเบียนจัดตั้งในประเทศไทย และจดทะเบียนการเป็นกิจการเงินร่วมลงทุนกับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ภายในวันที่ 31 ธันวาคม 2559 ดังนั้น จะเห็นได้ว่า Venture Capitals ต่างประเทศจะไม่ได้ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีในส่วนนี้ และปัจจุบัน Venture Capitals ที่จดทะเบียนกับสำนักงาน ก.ล.ต. ภายหลังจาก 31 ธันวาคม 2559 จึงไม่ได้รับสิทธิประโยชน์เช่นเดียวกัน

อีกหนึ่งประเด็นที่น่าสนใจของภาษีกำไรจากการลงทุน (Capital Gain) คือ การเก็บภาษีในตลาดสกุลเงินดิจิทัลหรือตลาดคริปโตเคอร์เรนซีซึ่งจัดว่าเป็นทางเลือกใหม่สำหรับผู้ระดมทุนโดยเฉพาะธุรกิจกลุ่ม สตาร์ทอัพ และกลุ่ม SMEs ในฐานะเครื่องมือการระดมทุนที่สามารถทำได้รวดเร็ว และในต้นทุนที่ต่ำกว่าตลาดหุ้น

ตามที่กฎหมายพระราชกำหนดแก้ไขเพิ่มเติมประมวลรัษฎากร (ฉบับที่ 19) พ.ศ. 2561 มาตรา 40 (4) (ฅ) แห่งประมวลรัษฎากร ความว่า “ (ฅ) ผลประโยชน์ที่ได้รับจากการโอนคริปโตเคอร์เรนซีหรือโทเคนดิจิทัล ทั้งนี้ เฉพาะซึ่งมีราคาเป็นเงินได้เกินกว่าที่ลงทุน” ซึ่งหมายถึงกำไรจากการโอน/ขายคริปโต ถือเป็นเงินได้พึงประเมิน และกำหนดให้มีการหักภาษี ณ ที่จ่าย อัตราร้อยละ 15 ของเงินได้ ตามมาตรา 50 (2) (ฉ) แห่งประมวลรัษฎากร และกรมสรรพากรได้ออกประกาศว่าจำมีการดำเนินการอย่างจริงจังในการกำกับดูแลการยื่นแบบภาษีที่จะต้องมีการเก็บภาษี Capital Gain ในตลาดคริปโต โดยประเด็นที่ค่อนข้างจะเป็นที่ถกเถียงกันคือการจัดเก็บภาษีที่คิดเป็นรายครั้ง มิใช่กำไรรวมรายปี จึงเกิดเป็นประเด็นว่าผู้เสียภาษีอาจมีกำไรสุทธิต่ำกว่าที่เสียภาษี ในกรณีที่การลงทุนในปีนั้น ๆ ขาดทุนมากกว่าได้กำไร

ประเด็นภาษี Capital Gain ในตลาดคริปโตยังมีความกำกวมในด้านการจัดเก็บภาษีที่ยังไม่มีกฎหมายเฉพาะที่ครอบคลุมหรือรายละเอียดที่ชัดเจน วิธีการคำนวณภาษีที่ชัดเจน เช่น หากนำเงินกำไรนั้นไปลงทุนต่อ หากถือข้ามปี หรือหากราคาขึ้นตามอัตราแลกเปลี่ยน เป็นต้น รวมถึงประเด็นวิพากษ์วิจารณ์อื่น ๆ อาทิ กรณีที่กำไรจากคริปโตนั้นมาจากการใช้คริปโตเป็นสื่อกลางในการแลกเปลี่ยนคริปโตเป็นทั้งสินค้าและสินทรัพย์หรือไม่อย่างไร

นอกจากนี้ยังมีข้อถกเถียงถึงประสิทธิภาพในการระดมทุน และความเสี่ยงของการไหลออกของเงินทุนหากมีการจัดเก็บภาษี Capital Gain ในตลาดคริปโต เพราะตลาดคริปโตจัดได้ว่าเป็นตลาดทางเลือกใหม่ที่จะมีส่วนช่วยให้ผู้ระดมทุนโดยเฉพาะกลุ่มธุรกิจเกิดใหม่สามารถระดมทุนได้ในต้นทุนที่ต่ำ ซึ่งการจัดเก็บภาษีในตลาดนี้ย่อมเป็นการปิดโอกาสการถ่ายเททรัพยากรไปสู่ธุรกิจใหม่ ๆ ที่สามารถช่วยเพิ่มผลิตภาพโดยรวมของประเทศได้ นอกจากนี้ การเก็บภาษีในตลาดคริปโตยังมีความเสี่ยงที่จะทำให้เงินลงทุนไหลออกไปสู่ประเทศที่ไม่เก็บภาษีหรือเก็บภาษีต่ำกว่า ทำให้เกิดผลกระทบต่อภาคต่างประเทศ และ ภาระในการดูแลค่าเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยได้

3.7 ด้านคุณภาพของผู้เล่น และความรู้ความเข้าใจทางการเงินและการลงทุน

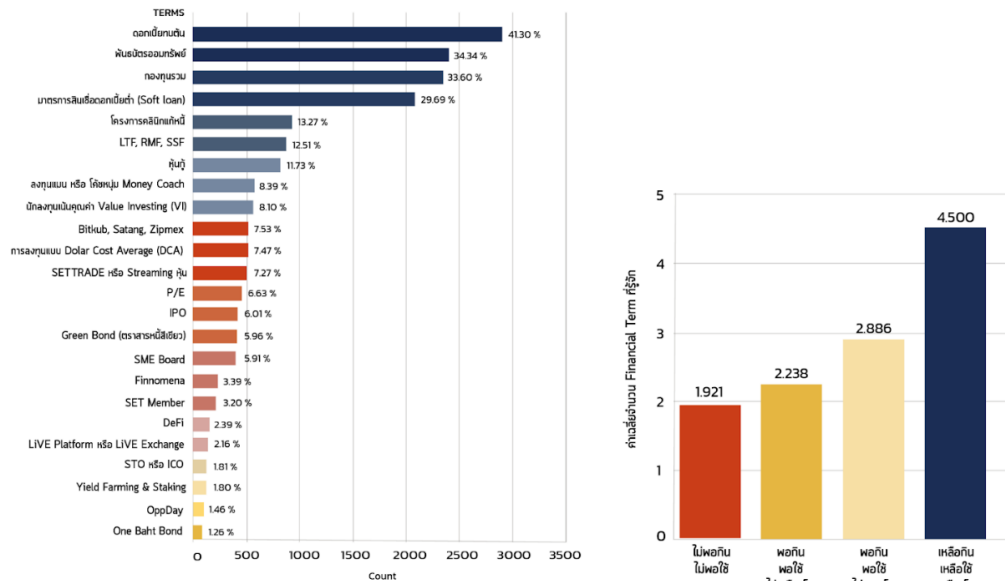
3.7.1 การขาดความรู้และความเข้าใจด้านการลงทุน

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

3.7.2 การขาดเงินทุนในการลงทุน

นอกจากปัญหาคนไทยขาดความรู้ความเข้าใจทางการเงิน งานศึกษาเชิงลึกจากข้อมูลแบบสอบถามโดย ThailandFuture ยังพบความสัมพันธ์ระหว่างระดับความรู้ความเข้าใจทางการเงินกับความขัดสนทางการเงิน ดังแสดงในภาพที่ 22 (ภาพขวา) กลุ่มผู้ตอบแบบสอบถามว่าตนมีเงิน “เหลือกินเหลือใช้” ตอบว่ารู้จักผลิตภัณฑ์ทางการเงิน/คำทรัพย์ทางการเงิน (แสดงรายการในภาพที่ 22 ภาพซ้าย) เฉลี่ย 4.5 ข้อ ในขณะที่ค่าเฉลี่ยของกลุ่มอื่น ๆ มีคะแนนค่าเฉลี่ยลดลงอย่างเห็นได้ชัด ข้อมูลดังกล่าวจึงนำมาสู่ข้อสมมติฐานสำคัญว่า การแก้ไขปัญหาการขาดความรู้ทางการเงินแต่เพียงอย่างเดียวอาจไม่สามารถแก้ไขปัญหาประสิทธิภาพตลาดทุนได้ด้วยตัวเอง หากผู้ลงทุนยังคงขาดเงินทุนในการเริ่มลงทุนซึ่งทำให้กลุ่มคนเหล่านี้ไม่สามารถเข้าทำหน้าที่ผู้เล่นที่มีเหตุมีผลในตลาดได้แม้จะมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนแล้วก็ตาม

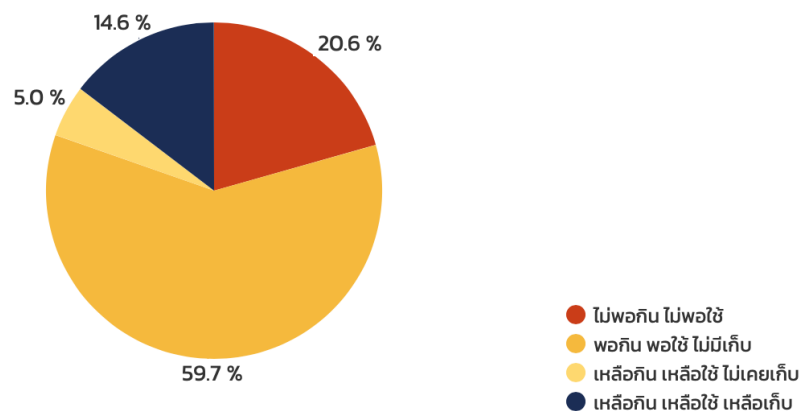
ภาพที่ 22 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างความรู้ทางการเงินกับความขัดสนทางการเงิน



ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

ภาพที่ 23 แสดงข้อมูลด้านความขัดสนทางการเงิน²⁴ พบว่าประชากรส่วนมาก (ราวร้อยละ 60) จัดว่าตนมีรายได้พอกิน พอใช้ แต่ไม่มีเก็บ ภาพที่ 24 แสดงสัดส่วนของผู้ตอบแบบสอบถามที่หนึ่งในคำตอบเรื่องเหตุผลที่ไม่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์คืออุปสรรคเรื่องฐานะและรายได้ โดยเทียบภายในแต่ละระดับรายได้ ที่ฐานะต่ำจะมองเรื่องรายได้เป็นอุปสรรคมากกว่า แต่เรายังพบอีกว่าเมื่อรายได้สูงเกิน 50,000 บาทต่อเดือนไปแล้ว ความเป็นอุปสรรคของเงินทุนต่อการลงทุนเริ่มไม่แปรผันตามรายได้อีก

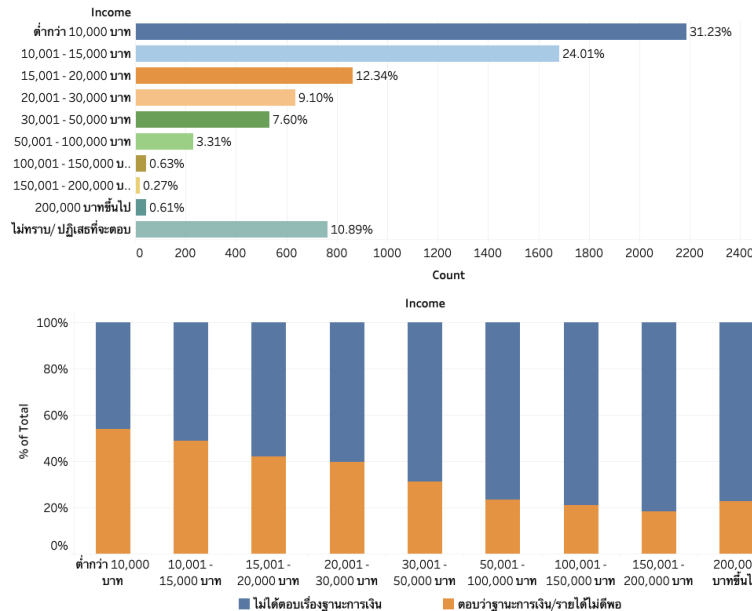
ภาพที่ 23 แสดงสัดส่วนผู้ตอบแบบสอบถามเกี่ยวกับความขัดสนทางการเงิน



ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

²⁴ คำถาม “รายได้ของคุณเพียงพอกับค่าใช้จ่ายหรือไม่”

ภาพที่ 24 แสดงสัดส่วนของผู้ตอบแบบสอบถามที่หนึ่งในคำตอบเรื่องเหตุผลที่ไม่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์คืออุปสรรคเรื่องฐานะและรายได้ โดยเทียบภายในแต่ละระดับรายได้

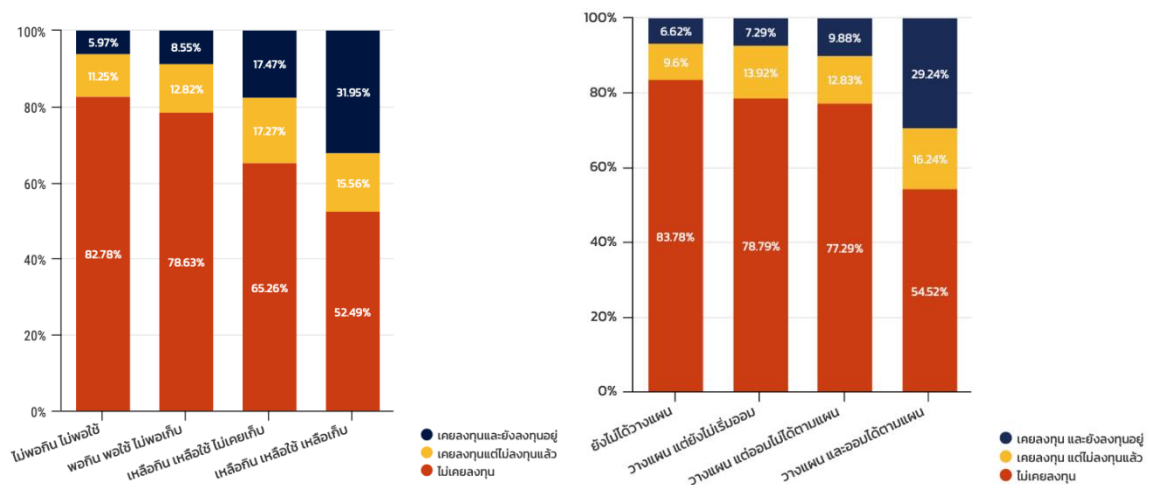


ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

ภาพที่ 23 และ 24 แสดงหลักฐานด้านรายได้และความขัดสนทางการเงินของผู้ทำแบบสอบถาม ภาพที่ 25 ภาพซ้ายเชื่อมโยงความขัดสนนี้ไปสู่พฤติกรรมการลงทุน ดังที่เห็นในแผนภาพ ความเชื่อมโยงนี้ค่อนข้างชัดเจน คนที่มีไม่พอกิน ไม่พอใช้ มีสัดส่วนถึงร้อยละ 83 ที่ไม่เคยลงทุนเลย และโอกาสที่ผู้ตอบแบบสอบถามจะเป็นนักลงทุนเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ อย่างชัดเจนเมื่อความขัดสนทางการเงินน้อยลง

นอกจากความขัดสนทางการเงิน ซึ่งเทียบรายได้กับค่าใช้จ่ายแล้ว พฤติกรรมการลงทุนยังเชื่อมโยงอย่างชัดเจนกับพฤติกรรมออมเงินอีกด้วย ภาพที่ 25 ภาพขวาแสดงให้เห็นว่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นพฤติกรรมที่กระจุกอยู่กับกลุ่มที่วางแผนและออมได้ตามแผน และค่อยลดหลั่นลงมา กลุ่มที่ไม่ได้วางแผนการออมเลยมีแนวโน้มต่ำที่จะลงทุน โดยมีเพียงร้อยละ 6.6 เท่านั้นที่ลงทุนอยู่ ความสัมพันธ์นี้อาจมาจากการที่คนที่ออมมีเงินออมมากพอที่จะนำมาลงทุน หรือจากการที่คนที่คิดออม คิดวางแผนถึงอนาคตเป็นคนที่ให้ความสำคัญกับความเป็นอยู่ในอนาคตจึงตัดสินใจสะสมเงินในปัจจุบันมาลงทุนก็ได้

ภาพที่ 25 แสดงความเชื่อมโยงระหว่างความขัดสน การออม และพฤติกรรมการลงทุน



ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

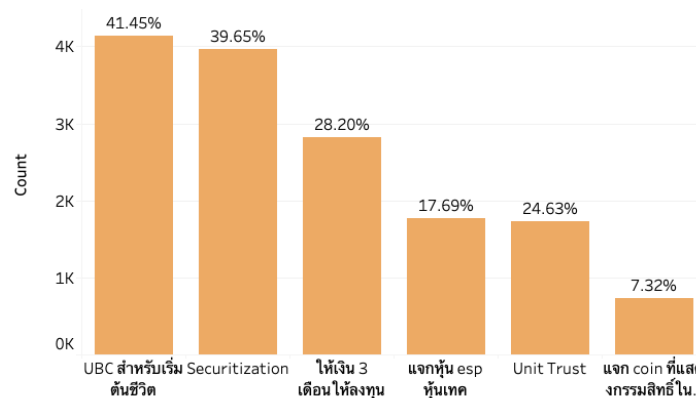
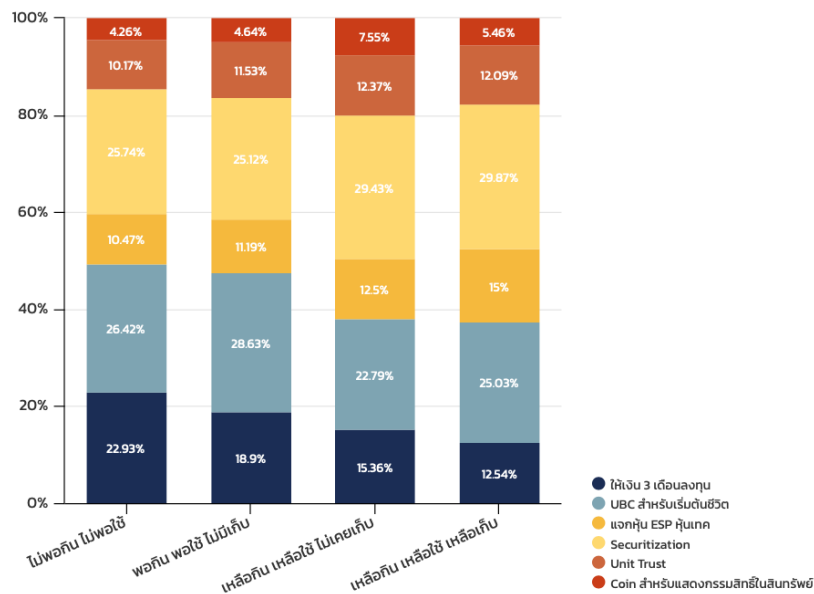
รายได้และเงินออมที่ต่ำ จนบางครั้งอาจถึงขั้นเป็นหนี้²⁵ เป็นสาเหตุให้คนจำนวนมากไม่มีเงินเหลือมาลงทุน คำถามต่อไปคือ แล้วนโยบายเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงินหรือเกี่ยวกับสวัสดิการรัฐบาลแบบไหนที่จะตอบโจทย์คนกลุ่มนี้มากที่สุด ²⁶ภาพที่ 26 ภาพบนแสดงสัดส่วนของคนในแต่ละระดับความขัดสนทางการเงินที่ตอบว่าต้องการนโยบายแต่ละข้อ โดยแต่ละคนสามารถตอบได้มากที่สุด 2 ข้อ

ผลแสดงให้เห็นว่านโยบาย “ภาครัฐให้เงินประชาชนเป็นระยะเวลา 3 เดือน เพื่อนำไปลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงิน เช่น หุ้น กองทุนรวม พันธบัตรรัฐบาล” และนโยบาย “ภาครัฐสนับสนุนทุนทรัพย์พื้นฐานถ้วนหน้า ใช้สำหรับเริ่มต้นชีวิตและเพื่อลงทุนในกิจกรรมที่มีประโยชน์” เป็นที่นิยมมากกว่าในกลุ่มที่รายได้ไม่พอกินไม่พอใช้ และกลุ่มพอกิน พอใช้ ไม่เหลือเก็บ ในขณะที่นโยบาย “ภาครัฐสนับสนุนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ อาทิ นำสินเชื่อหลากหลายรูปแบบมารวมกันให้เป็นหลักทรัพย์ประเภทใหม่ที่สามารถซื้อ ขาย ได้บนตลาด เพื่อให้ผู้กู้เข้าถึงเงินทุนและผู้ลงทุนเข้าถึงผลิตภัณฑ์ใหม่ได้มากขึ้น” (นโยบายด้าน Securitization) และนโยบาย “ภาครัฐสนับสนุนการมอบหุ้นบริษัทให้กับประชาชน โดยเฉพาะบริษัทเทคโนโลยีระดับสูง บริษัทที่มีทุนสำหรับเติบโต ประชาชนได้ปันผล และโอกาสกำไรระยะยาว” จะเป็นที่นิยมมากกว่าในกลุ่มที่รายได้เหลือกินเหลือใช้

²⁵ 37% บอกว่าเคยกู้ยืมระบบ

²⁶ คำถาม “หากรัฐมีนโยบายส่งเสริมการลงทุนและการออม นโยบายใดต่อไปนี้ตอบโจทย์ความต้องการในการลงทุนของคุณมากที่สุด (เลือกได้มากที่สุด 2 ข้อ)”

ภาพที่ 26 แสดงความสนใจของนโยบายแก้ไขปัญหาด้านตลาดการเงินลงทุน



ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

ร้อยละในแผนภาพด้านขวาคือร้อยละของคนที่เลือกนโยบายนั้น ๆ เป็นหนึ่งในนโยบายที่มองว่าตอบโจทย์ แต่ละคนเลือกได้ 2 ข้อ

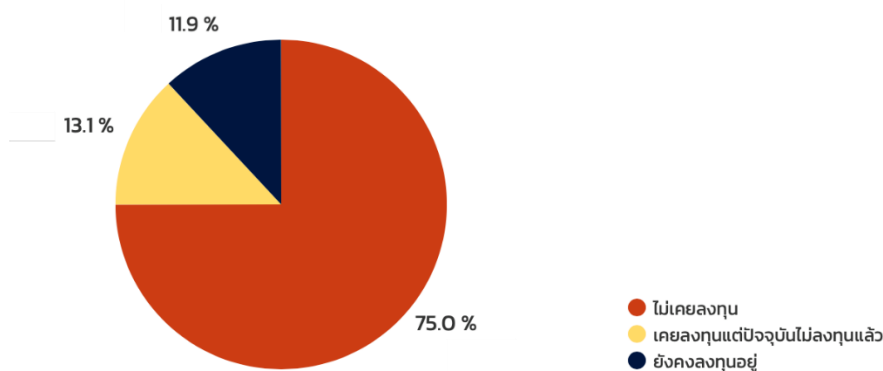
ทั้งนี้ ข้อสังเกตที่น่าสนใจจาก ภาพที่ 26 มี 3 ประการ คือ (1) กลุ่มที่ขัดสนทางการเงินจะชื่นชอบนโยบายที่จะทำให้ได้เงินก่อน อย่างค่อนข้างทันที (ภายใน 3 เดือน) ในขณะที่นโยบายที่จะช่วยเหลือในระยะยาวอย่างการแจกหุ้นที่จะทำให้ได้เงินปันผลในอนาคตกลับเป็นที่นิยมมากกว่าในกลุ่มเหลือเงินเหลือใช้ ซึ่งเป็นไปได้ว่าเกิดจากคนกลุ่มนี้ไม่ขาดสภาพคล่อง ทำให้ไม่ต้องการเงินอย่างทันที และยังมีแนวโน้มลงทุนในหุ้นอยู่ก่อนแล้ว ทำให้คุ้นชินโดยไม่ต้องมี set-up cost เพิ่มเติมก่อนที่จะใช้ประโยชน์จากนโยบายช่วยเหลืออีก ทำให้ตัวเลือกนี้เป็นที่นิยมมากกว่า (2) นโยบาย Securitization ได้รับความนิยมเป็นอันดับสองรองจาก UBC จากภาพที่ 14 ภาพขาว และได้รับความนิยมจากทุกกลุ่ม โดยเฉพาะ

กลุ่มเหลือกินเหลือใช้ ซึ่งมีแนวโน้มลงทุนอยู่แล้ว บ่งชี้ว่ามีสินทรัพย์หลายประเภทที่คนต้องการลงทุนแต่ยังเข้าถึงได้ยาก และ (3)นโยบายแจก Coin และ Unit Trust ได้รับความนิยมต่ำที่สุด โดย Unit Trust ได้รับความนิยมในกลุ่มเหลือกิน เหลือใช้มากกว่ากลุ่มชัดเจนเล็กน้อย ซึ่งอาจตีความได้ว่าจำนวนเงินขั้นต่ำในการลงทุนอาจไม่ได้เป็นประเด็นที่น่ากังวลมากนัก

3.7.3 การขาดประสบการณ์หรือมีประสบการณ์ที่ไม่ดีในการลงทุน

คณะผู้วิจัยยังพบว่าประชากรไทยส่วนใหญ่ยังขาดประสบการณ์ในการลงทุนผ่านตลาดทุน หรือมีประสบการณ์ที่ไม่ดีผ่านการลงทุนในตลาดทุนจนตัดสินใจออกจากตลาดทุนอีกด้วย สะท้อนจากข้อมูลจากแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture ที่มีผู้ตอบแบบสอบถามกว่าร้อยละ 75 ไม่เคยลงทุนในตลาดทุนเลย และมีผู้ตอบแบบสอบถามร้อยละ 13 ที่เคยลงทุนแต่ปัจจุบันไม่ได้ลงทุนแล้ว

ภาพที่ 27 แสดงประชากรที่เคยลงทุนในตลาดหุ้น



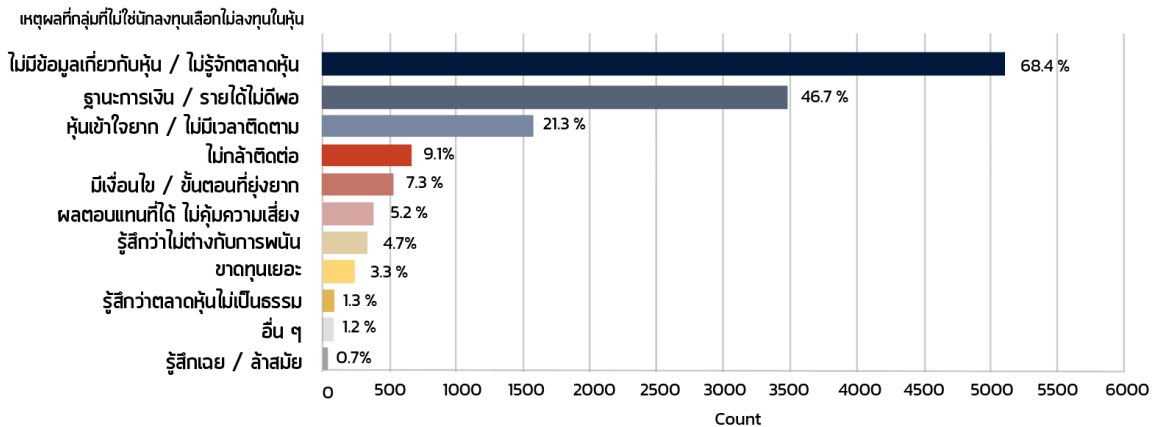
ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

ซึ่งหากพิจารณาจากข้อมูลดังกล่าวแล้ว จึงเกิดเป็นความท้าทายเชิงนโยบายว่าทำอย่างไรจึงจะสร้างแรงจูงใจให้แก่ผู้ที่ไม่เคยลงทุนในตลาดทุนนำความรู้ความเข้าใจทางด้านการเงินการลงทุนที่ตนมีมาใช้ให้เกิดประโยชน์ภายในตลาดทุนซึ่งจะก่อให้เกิดผลประโยชน์ทั้งกับตัวผู้ลงทุนเองที่ได้ผลตอบแทนที่สูงขึ้น และกับสังคมโดยรวมผ่านตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น นอกจากนี้ อีกหนึ่งความท้าทายสำคัญคือ จะทำอย่างไรให้ผู้ที่ไม่เคยลงทุนแต่ปัจจุบันไม่ได้ลงทุนแล้วกลับเข้าสู่ตลาดทุนอีกครั้งเพื่อป้องกันปัญหาแผลเป็นที่ทำให้ตลาดทุนล้มเหลวในระยะยาวได้

สำหรับทั้งประชาชนที่ไม่เคยลงทุนในตลาดหุ้น และประชาชนที่เคยลงทุนแต่เลิกลงทุนไปแล้วเมื่อเจาะลึกถึงสาเหตุว่าเพราะเหตุใดจึงมีผู้ตอบแบบสอบถามถึงกว่า 75 เปอร์เซ็นต์ที่ไม่เคยลงทุนในตลาดหุ้น พบว่าเหตุผลสำคัญ 3 ลำดับแรกคือ 1) ไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับหุ้น หรือไม่รู้จักตลาดหุ้น 2) ฐานะทางการเงิน/รายได้ไม่ดีพอ และ 3) หุ้นเข้าใจยาก/ไม่มีเวลาติดตาม ซึ่งอุปสรรคในข้อ 1) และ 3) ทำให้ผู้ดำเนินนโยบายทราบว่าการส่งเสริมการเข้าถึงข้อมูลเกี่ยวกับตลาดทุน ร่วมกับการปลูกฝังความรู้

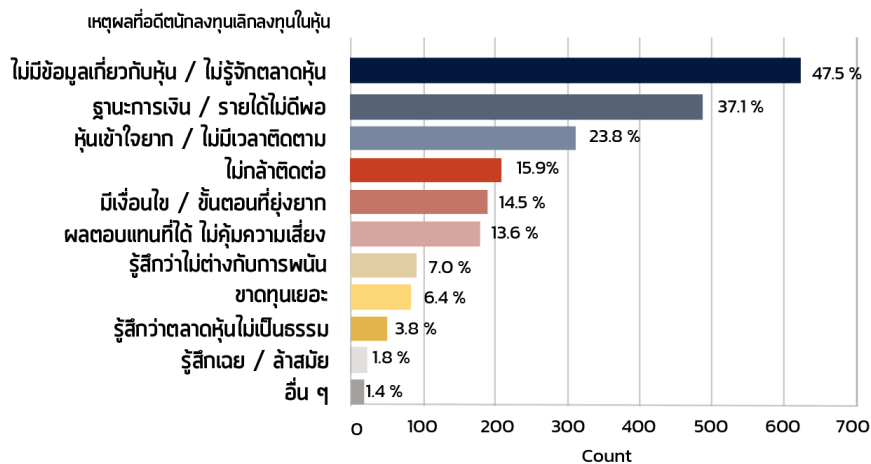
ความเข้าใจเกี่ยวกับตลาดทุนจะช่วยแก้ไขอุปสรรคดังกล่าว ในขณะที่อุปสรรคในข้อ 2) บ่งชี้ว่าการสร้างแรงจูงใจให้ผู้เล่นเข้ามาลงทุนนั้นจำเป็นต้องผลักดันให้ผู้ลงทุนมีเม็ดเงินไว้ใช้สำหรับลงทุนเสียก่อน ซึ่งความเป็นไปได้ของการจัดให้มีเงินทุนให้เปล่า (Universal Basic Capitals) สามารถช่วยแก้ไขอุปสรรคในด้านนี้ได้

ภาพที่ 28 แสดงเหตุผลที่กลุ่มที่ไม่ใช่นักลงทุนเลือกไม่ลงทุนในตลาดหุ้น



ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

ภาพที่ 29 แสดงเหตุผลที่อดีตนักลงทุนเลิกลงทุนในหุ้น



ที่มา: ข้อมูลแบบสอบถามเรื่องการเข้าถึงตลาดทุนโดย ThailandFuture และวิเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

4. ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายเพื่อพัฒนาประสิทธิภาพตลาดทุน

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

4.1 นโยบายพัฒนาระบบการกำกับดูแลและการบังคับใช้กฎหมายที่มีประสิทธิภาพ

สืบเนื่องจากปัญหาสำคัญที่ส่งผลให้ตลาดทุนขาดประสิทธิภาพคือระบบกระบวนการยุติธรรม และกระบวนการการเอาผิดผู้ไม่ทำตามเกณฑ์การกำกับดูแลที่ล่าช้า และขาดประสิทธิภาพ ส่งผลให้การกำกับดูแลขาดความศักดิ์สิทธิ์ ผู้ได้การกำกับดูแลจึงไม่ทำตามกฎเกณฑ์จนอาจทำให้เกิดผลเสียต่อการทำงานของตลาดทุนในวงกว้างได้ ดังนั้น กระบวนการยุติธรรมควรได้รับการปรับปรุงให้กระบวนการยุติธรรมดำเนินการได้เร็วยิ่งขึ้น หรือทำให้ขั้นตอนในส่วนนี้ลดน้อยลงเพื่อให้สามารถนำคนผิดมาลงโทษได้รวดเร็ว แม่นยำ และมีประสิทธิภาพ เพื่อให้ผู้กระทำผิดมีความยำเกรงต่อกฎหมายและผู้กำกับดูแล ซึ่งการผลักดันนโยบายดังกล่าวจะมีผลประโยชน์ทางอ้อมที่ช่วยลดภาระการติดตามของผู้กำกับดูแล เพราะผู้เล่นจะมีแนวโน้มกระทำผิดน้อยลงเนื่องจากมีความยำเกรงต่อผู้กำกับดูแล โดยนโยบายที่ควรผลักดันในประเด็นดังกล่าวมีดังต่อไปนี้

4.1.1 มุ่งเน้นการเอาผิดทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนในทางแพ่งมากกว่าทางอาญา

เพื่อเอื้อให้กระบวนการเอาผิดสามารถทำได้รวดเร็วยิ่งขึ้น เพราะกระบวนการทางแพ่งนั้นถึงที่สิ้นสุดได้เร็วกว่า เทียบกับการเอาผิดทางอาญาที่ต้องพิสูจน์จนสิ้นข้อสงสัย ซึ่งการผลักดันดังกล่าวนั้นหากสามารถกำหนดโทษค่าปรับทางแพ่งให้รุนแรงได้ จะช่วยลดพฤติกรรมกระทำผิด และภาระการกำกับดูแลของสำนักงาน ก.ล.ต. ได้ เพราะ ค่าปรับที่รุนแรงสามารถส่งผลกระทบต่อมูลค่าหลักทรัพย์ได้ส่งผลให้หน่วยธุรกิจที่ออกหลักทรัพย์มีแรงจูงใจที่จะทำผิดกฏน้อยลง

อย่างไรก็ตาม แม้ว่าจะมีการแก้ไขกฎหมายในบริบทของตลาดหุ้นซึ่งอ้างอิงจาก พรบ.หลักทรัพย์ 2535 ฉบับที่ 5 พ.ศ. 2559 ที่ปรับเปลี่ยนให้พฤติกรรมการปั่นหุ้นสามารถเอาผิดทางแพ่ง และไม่จำเป็นต้องรับผิดทางอาญาหากมีการเอาผิดทางแพ่งแล้ว แนวคิดยังควรได้รับการผลักดันในวงกว้างมากกว่าเพียงตลาดหุ้น เพื่อผู้กระทำผิดที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนและการระดมทุนยำเกรงต่อกฎระเบียบส่งผลให้ตลาดทุนทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ นอกจากนี้ ผู้ดำเนินนโยบายและผู้กำกับดูแลควร

คำนึงถึงการเอาผิดทั้งทางอาญาและทางแพ่งควบคู่กันไปอย่างเหมาะสม เพราะข้อเสนอแนะจะให้มุ่งเน้นการเอาผิดทางแพ่งให้มากขึ้นไม่ได้หมายถึงให้มีการปรับลดบทลงโทษทางอาญาลง ทั้งนี้เป็นไปเพื่อป้องกันความเหลื่อมล้ำของบทลงโทษที่คนรวยอาจไม่ได้รับโทษที่ไม่รุนแรงเท่ากับคนจนหากมีการมุ่งเน้นการเอาผิดแต่เพียงทางแพ่งอย่างเดียว

4.1.2 พัฒนาระบบการยุติธรรมให้มีระบบการเป็นโจทก์ร่วมที่มีประสิทธิภาพ

การกระทำผิดกฎหมายของผู้กำกับดูแลเกี่ยวกับกิจกรรมในตลาดทุนมักก่อให้เกิดผลเสียในวงกว้าง ส่งผลให้มีผู้เสียหายเป็นจำนวนมาก ซึ่งในบางกรณี ผลเสียที่เกิดขึ้นต่อผู้เสียหายรายคนอาจไม่มากพอที่จะทำให้ผู้เสียหายฟ้องผู้กระทำความผิด ทั้งๆ ที่หากคำนึงถึงมูลค่าความเสียหายโดยรวมแล้วอาจมีมูลค่าที่สูงมาก ดังนั้น เพื่อให้กระบวนการยุติธรรมเป็นกลไกที่ช่วยลดทอนแรงจูงใจการกระทำผิด ระบบยุติธรรมจึงควรมีกฎไกให้เกิดการฟ้องแบบกลุ่มหรือการเป็นโจทก์ร่วมได้ง่ายขึ้น โดยอาจทำได้ผ่านหลายช่องทาง ได้แก่ (1) กำหนดนิยามและจำนวนผู้เสียหายร่วมขั้นต่ำที่ชัดเจนสำหรับการฟ้องแบบกลุ่ม โดยพิจารณาแก้ไขประมวลกฎหมายวิธีพิจารณาความแพ่งให้สอดคล้องกับพัฒนาการของกฎหมายต่างประเทศ แก้อำตรา 222/8 ของประมวลกฎหมายวิธีพิจารณาความแพ่งให้กำหนดจำนวนสมาชิกขั้นต่ำเอาไว้ เพื่อให้สามารถเริ่มต้นฟ้องคดีแบบกลุ่มได้โดยง่าย และ (2) อนุญาตให้มีค่าตอบแทนแก่ทนายตามจำนวนผู้เสียหายที่ทนายได้สืบหาและนำมาเป็นโจทก์ สนับสนุนค่าใช้จ่ายในการฟ้องคดีโดยบุคคลที่สาม (third party litigation funding) ซึ่งจะส่งผลให้ตลาดทุนมีกลไกในการตรวจสอบตัวเองที่ดีขึ้น (correct market failure) และทำให้หน่วยงานกำกับดูแลสามารถกำกับดูแลได้อย่างมีความยืดหยุ่นที่มากขึ้น ตามลำดับ เป็นต้น

นอกจากกระบวนการการเป็นโจทก์ร่วมที่มีประสิทธิภาพในกระบวนการยุติธรรมแล้ว ผู้ดำเนินนโยบายควรปรับใช้รูปแบบการรวมกลุ่มดังกล่าวเพื่อยุติข้อพิพาทก่อนที่จะยื่นฟ้องต่อทั้งกระบวนการแพ่งและอาญา ซึ่งจากที่ได้กล่าวไปแล้วว่าการเอาผิดที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนมีปัญหาคอขวดที่สำนักงาน ก.ล.ต. เป็นผู้ที่ตั้งเรื่องก่อนที่จะให้คณะกรรมการพิจารณามาตรการลงโทษทางแพ่ง (ค.ม.พ.) ทำหน้าที่เป็นกรรมการพิจารณาว่าเรื่องที่สำนักงาน ก.ล.ต. เสนอนั้นเข้าข่ายการกระทำผิดที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนหรือไม่ กระบวนการดังกล่าวที่อนุญาตให้การตั้งเรื่องทำได้ผ่านหน่วยงานเดียวและผ่านคณะกรรมการพิจารณาได้เพียงช่องทางเดียวทำให้เกิดความล่าช้า ไม่มีประสิทธิภาพ ส่งผลให้พิจารณาคดีได้น้อยในการเอาผิด ดังนั้นจึงเสนอให้ผู้ดำเนินนโยบายผลักดันให้เกิดช่องทางที่ผู้เสียหาย ทนายเจ้าของคดี และผู้ประเมินความเสียหายที่เกิดขึ้นสามารถเรียกร้องค่าเสียหายจากผู้กระทำความผิดได้ผ่านกระบวนการยุติข้อพิพาทที่อาจดำเนินการผ่านสถาบันอนุญาโตตุลาการได้ การสนับสนุนกระบวนการดังกล่าวจะช่วยลดภาระของสำนักงาน ก.ล.ต. และ ค.ม.พ. ลงและจะทำงานสอดคล้องกับนโยบายเพิ่มความผิดทางแพ่งที่รุนแรงขึ้นเพราะผู้กระทำผิดจะมีแรงจูงใจที่จะยุติข้อพิพาทก่อนที่จะยื่นฟ้องต่อซึ่งอาจทำให้ผู้กระทำผิดต้องชดเชยค่าเสียหายที่มากขึ้นได้



4.1.3 ปรับบทบาทของหน่วยงานกำกับดูแลในมิติของโครงสร้างองค์กรและอำนาจ

ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับองค์กรการกำกับดูแลสองประการใหญ่ ๆ คือ โครงสร้างองค์กรการกำกับดูแล และอำนาจในการกำกับดูแล โดยควรมีบทบาทเป็นหน่วยงานกำกับดูแลให้อิสระองค์กรภาคธุรกิจกำกับดูแลกันเอง (Self-regulatory Organizations หรือ SROs) มากขึ้น ในลักษณะเดียวกับหลายประเทศชั้นนำด้านตลาดทุน เพื่อเพิ่มความยืดหยุ่นและความรวดเร็วในการเปลี่ยนแปลง การกำกับดูแลที่เข้มแข็งและโปร่งใส และลดต้นทุนในการกำกับดูแล

อย่างไรก็ดี ในการพิจารณานำเอารูปแบบของ Self-regulated organizations มาใช้ในประเทศหนึ่ง ๆ จะต้องมีการพิจารณาประเด็นแวดล้อมที่เกี่ยวข้อง เช่น หากจัดตั้ง SROs แล้ว SROs จะมีระบบการรองรับการปฏิบัติงานที่สมเหตุสมผล และป้องกันการขัดแย้งกันของผลประโยชน์ได้ นอกจากนี้ หากมีสมาชิกกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งที่มีอำนาจในทางตลาดมาก อาจสามารถใช้อำนาจนั้นกดดันการกำกับดูแลของ SROs รวมถึงชี้แนะ และกำหนดแนวทางของ SROs เพื่อประโยชน์ของกลุ่มตนเองได้ เป็นต้น

จากการพิจารณาแนวทางดำเนินงานของหน่วยงานกำกับดูแลในต่างประเทศ ประกอบกับสภาพแวดล้อมของตลาดทุนไทย เห็นว่ากรณีมีความสมควรที่หน่วยงานกำกับดูแลจะถ่ายโอนอำนาจในการกำกับดูแลบางส่วนไปยัง SROs ซึ่งอาจเป็นองค์กรสมาคมในประเทศไทยที่มีอยู่แล้ว เช่น สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย (ASCO) โดยที่หน่วยงานกำกับดูแลยังคงไว้ซึ่งอำนาจในการกำหนดทิศทางของ SROs หรือมีอำนาจในการทบทวนกฎเกณฑ์ของ SROs รวมถึงเข้าแทรกแซงได้หากเกิดกรณีที่ SROs ปฏิบัติหน้าที่โดยส่อให้เห็นถึงความขัดแย้งกันของผลประโยชน์หรือการไม่คำนึงถึงประโยชน์ของผู้ลงทุน เป็นต้น และเพื่อเป็นการลดภาระด้านการกำกับดูแลของสำนักงาน ก.ล.ต. เสนอให้มีการถ่ายโอนอำนาจการออกใบอนุญาตการประกอบธุรกิจในระดับบุคคลไปให้แก่ SROs เพื่อเป็นการให้อำนาจกับ SROs ในการตัดสินใจมอบใบอนุญาต ช่วยให้การกำกับดูแลโดย SROs มีประสิทธิภาพและได้รับความร่วมมือจากผู้ใต้การกำกับดูแลหาก SROs ขอข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแล

อนึ่ง อาจพิจารณาแก้ไขพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยกำหนดเพิ่มเติม และเปลี่ยนแปลงอำนาจของสำนักงาน ก.ล.ต. และองค์กรสมาคมผู้ประกอบการในประเด็นดังต่อไปนี้

- ประเด็นที่หนึ่ง: อาจพิจารณาให้อำนาจสำนักงาน ก.ล.ต. ในการกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องเป็นสมาชิกของ SROs โดยเป็นเงื่อนไขหนึ่งในการอนุญาตให้ประกอบธุรกิจ ทั้งนี้ เพื่อให้การกำกับดูแลมีความสอดคล้องกันในระหว่างผู้ประกอบการ และป้องกันปัญหา free-riding
- ประเด็นที่สอง: SROs ต้องมีการแบ่งแยกโครงสร้างองค์กรที่ชัดเจนเพื่อป้องกันความขัดแย้งกันของผลประโยชน์ระหว่างการดำเนินงานต่าง ๆ ขององค์กร และ SROs จะต้องมี

โครงสร้างที่เป็นอิสระ 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 จะต้องมีความสามารถในการกำกับดูแล และตรวจสอบบริษัทหลักทรัพย์สมาชิก เพื่อให้มีการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่ออกโดย SROs รวมถึงมีความสามารถในการลงโทษผู้ประกอบการ และระงับข้อพิพาทระหว่างผู้ลงทุนกับสมาชิก หรือระหว่างสมาชิกด้วยกันเอง นอกจากนี้ สำนักงาน ก.ล.ต. จะต้องมีการยกเลิกกฎเกณฑ์ปัจจุบันที่เป็นส่วนหนึ่งของอำนาจในการกำกับดูแลของ SROs เพื่อไม่ให้เกิดความซ้ำซ้อนในการกำกับดูแล

นอกเหนือจากการมี SROs แล้ว อีกประเด็นหนึ่งที่นำพิจารณาคือบทบาทของการกำกับดูแลที่ทับซ้อนกันระหว่างคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 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

4.1.4 พัฒนาแพลตฟอร์มที่เอื้อให้เกิดการสื่อสารระหว่างผู้ดำเนินนโยบาย ผู้กำกับดูแล และผู้มีส่วนเกี่ยวข้องได้อย่างรวดเร็ว และมีประสิทธิภาพ

เพื่อให้เกิดความสอดคล้องของนโยบายและการกำกับดูแลของหน่วยงานที่เกี่ยวข้องอย่างธนาคารแห่งประเทศไทย กระทรวงการคลัง ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ สำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อนำไปสู่ชุดนโยบายที่สามารถบรรลุเป้าหมายของทุกหน่วยงานอย่างมีประสิทธิภาพ เนื่องจากเทรนด์ของโลกอนาคตจะมีการเปลี่ยนแปลงที่รวดเร็ว และความเชื่อมโยงระหว่างสถาบันต่างๆ และตลาดจะมี



ความเชื่อมโยงกันอย่างแนบแน่นมากขึ้น นโยบายหรือเกณฑ์การกำกับดูแลที่ออกโดยหน่วยงานใดหน่วยงานหนึ่งจึงส่งผลกระทบต่อผลลัพธ์ หรือเป้าหมายของหน่วยงานกำหนดนโยบาย/กำกับดูแลอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ยกตัวอย่างเช่น กรณีศึกษาของการจัดเก็บภาษี Capital Gain ในตลาดสกุลเงินดิจิทัลที่กรมสรรพากรภายใต้กระทรวงการคลังบังคับใช้กฎหมายเพื่อจัดเก็บภาษีดังกล่าวทำให้ตลาดสกุลเงินดิจิทัลขาดความน่าดึงดูด ทั้งผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนอาจออกจากตลาดสกุลเงินดิจิทัล เกิดการย้ายออกของเงินทุนต่างประเทศ (Capital Flight) ซึ่งผลกระทบดังกล่าวย่อมทำให้ความพยายามในการออกมาตรการกำกับดูแลสินทรัพย์ดิจิทัลของสำนักงาน ก.ล.ต. สูญเปล่าเพราะตลาดสกุลเงินดิจิทัลขาดผู้เล่น จึงนับได้ว่าเป็นความสูญเสียของประเทศชาติ เพราะประชาชนขาดโอกาสในการเข้าถึงทางเลือกทางการลงทุน/ระดมทุนใหม่ๆ นอกจากนี้ ภาวะการย้ายออกของเงินทุนต่างประเทศย่อมส่งผลกระทบต่อค่าเงินซึ่งเป็นตัวแปรที่อยู่ในความดูแลของธนาคารแห่งประเทศไทย ดังนั้นนโยบายภาษี Capital Gain ในตลาดสกุลเงินดิจิทัลจึงส่งผลกระทบต่อนโยบายการบริหารจัดการค่าเงิน นโยบายบริหารจัดการทุนสำรองระหว่างประเทศ ซึ่งส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริงอย่างภาคส่งออกและนำเข้าได้

จากตัวอย่างดังกล่าว จึงทำให้สรุปได้ว่าหน่วยงานที่เกี่ยวข้องเหล่านี้ควรผลักดันให้เกิดแพลตฟอร์มเพื่อสื่อสารหรือหารือในประเด็นนโยบายร่วมกัน โดยควรทำให้ได้ในลักษณะให้เกิดการให้หารือได้บ่อยครั้ง และสามารถติดตามสถานการณ์ได้แบบเรียลไทม์ โดยการสื่อสารดังกล่าวอาจไม่จำเป็นต้องมีการผูกพันทางกฎหมายเพื่อคงสถานภาพความเป็นอิสระในการตัดสินใจซึ่งนโยบายของแต่ละหน่วยงาน แต่ควรมีแพลตฟอร์มดังกล่าวเพื่อช่วยกันระดมความเห็นเพื่อนำไปสู่ชุดนโยบายที่มีประสิทธิภาพมากกว่านโยบายที่ออกโดยหน่วยงานใดหน่วยงานหนึ่ง

4.2 นโยบายส่งเสริมด้านข้อมูลเกี่ยวกับตลาดทุนแก่ผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง

การให้ผู้เล่นภายในตลาดสามารถตัดสินใจได้บนพื้นฐานของข้อมูล ไม่ถูกเอารัดเอาเปรียบหรือถูกหลอกลวง ธุรกิจมีความโปร่งใสและนำเม็ดเงินที่ระดมทุนได้ไปใช้ในกิจกรรมอย่างแท้จริง และผู้ดำเนินนโยบาย/ผู้กำกับดูแลสามารถติดตามสถานการณ์ด้านตลาดทุนเพื่อแทรกแซงได้อย่างเหมาะสม ระบบนิเวศของข้อมูลที่เกี่ยวข้องจึงควรได้รับการพัฒนาเพื่อรองรับตลาดทุนในอนาคต ดังต่อไปนี้

4.2.1 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 เนื่องจากผู้เล่นกลุ่มนี้มี

แรงจูงใจในการค้นหาข้อมูลที่มีคุณภาพและน่าเชื่อถือเพื่อประกอบการตัดสินใจทางธุรกิจอยู่แล้ว ในขณะที่ภาครัฐ ผู้ดำเนินนโยบาย และผู้กำกับดูแลควรมีบทบาทสำคัญในการสร้างโครงสร้างพื้นฐานในการจัดเก็บข้อมูลอย่างเป็นระบบ และเผยแพร่ให้สาธารณชนได้อย่างเปิดเผยโปร่งใสในรูปแบบข้อมูล Open Data

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

ด้านการขับเคลื่อนแนวคิดดังกล่าวไปสู่นโยบายที่เป็นรูปธรรมและสามารถบังคับใช้ได้จริง เสนอให้รัฐบาลกำหนดให้การพัฒนาแพลตฟอร์มเพื่อรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนเป็นวาระแห่งชาติ เพื่อให้เกิดการผลักดันอย่างจริงจัง และเสนอให้สำนักงาน ก.ล.ต. มีหน้าที่เป็นเจ้าภาพหลักทำหน้าที่เก็บรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาตลาดทุนเนื่องจากเป็นหน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแลให้ตลาดทุนไทยทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพอย่างใกล้ชิด 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 เสนอให้มีการแก้ไขข้อกฎหมาย พระราชบัญญัติคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคลหรือ PDPA ให้มีความยืดหยุ่นเพื่อสร้างแรงจูงใจให้หน่วยงานสามารถทำหน้าที่ได้อย่างเต็มที่



4.2.2 ปรับปรุงเกณฑ์การเปิดเผยข้อมูลของตัวกลางในตลาดทุน

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

Box 5: กรณีศึกษา Notice on Information to Clients and Products Information Disclosure (ประเทศสิงคโปร์)

เอกสารฉบับนี้เป็นการกำหนดมาตรฐานขั้นต่ำของการเปิดเผยข้อมูลและให้ข้อมูลผลิตภัณฑ์แก่ลูกค้า เช่น มีการกำหนด “General Disclosure Principles” ซึ่งระบุมาตรฐานขั้นต่ำในการเปิดเผยข้อมูล เช่น

- การเปิดเผยข้อมูลต้องมีความชัดเจน
- ต้องใช้ภาษาเรียบง่าย (plain language)
- นำเสนอในรูปแบบที่เข้าใจง่าย และ
- ต้องมีการอธิบายศัพท์ทางเทคนิค (jargon or technical terms) อย่างชัดเจน
- การเปิดเผยข้อมูลต้องมีความเพียงพอ
- ต้องเป็นไปตามมาตรฐานที่ดีที่สุดในอุตสาหกรรม
- ต้องมีการแสดงคำเตือนและข้อมูลที่สำคัญ เช่น ค่าธรรมเนียม ความเสี่ยง สิทธิและหน้าที่ตามสัญญาของลูกค้า อย่างเด่นชัด และอธิบายอย่างชัดเจน

4.2.3 ผลักดันให้เกิด Regulatory Technology (RegTech) ที่มีประสิทธิภาพ

โดยหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง อาทิเช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงาน ก.ล.ต. หรือหน่วยงานเฉพาะที่จัดตั้งเพื่อดูแลเรื่องการกำกับดูแลโดยใช้เทคโนโลยี ควรทำหน้าที่สื่อสารกับภาคเอกชนถึงมาตรฐานของกฎระเบียบข้อบังคับที่เพิ่มขึ้น อาทิเช่น ความถี่ ความรวดเร็ว และปริมาณหลักฐาน/เอกสารที่ผู้อยู่ใต้การกำกับดูแลจะต้องปฏิบัติตาม ประกอบกับผู้กำกับดูแลต้องมีความน่าเชื่อถือสามารถบังคับใช้กฎหมายเพื่อลงโทษผู้ไม่ปฏิบัติตามหรือให้แรงจูงใจแก่ผู้ปฏิบัติตามได้อย่างเหมาะสม

เพื่อผลักดันให้เกิดการนำ RegTech มาใช้เพื่อตอบสนองกฎเกณฑ์ดังกล่าว ซึ่งการผลักดันให้ภาคเอกชนเป็นผู้ให้บริการจะมีประสิทธิภาพมากกว่าการให้ผู้กำกับดูแลเป็นผู้ใช้ RegTech เพื่อติดตามดูแลด้วยตนเอง เพราะจะทำให้เกิดภาระงานกับผู้กำกับดูแลเป็นอย่างมาก ไม่สอดคล้องกับทรัพยากรของผู้กำกับดูแล

นอกจากนี้ ควรเริ่มพัฒนาระบบในการส่งเสริมการกำกับดูแลอย่างมีประสิทธิภาพ เช่น ระบบ Digital Verification ที่สามารถยืนยันตัวตนบุคคล โดยใช้การตรวจสอบตัวตนทางกายภาพ (Biometric) และรวบรวมข้อมูล เครดิต การใช้โทรศัพท์ หรือข้อมูลจาก Social Media ไว้ในที่เดียวกัน ทำให้การตรวจสอบต่างๆ สามารถทำได้อย่างรวดเร็ว ง่ายขึ้น ลดเวลาทั้งของลูกค้าและของผู้ประกอบการ รวมถึง พัฒนาช่องทางการสื่อสารระหว่างหน่วยงานรัฐที่เป็นผู้กำกับดูแลกับผู้ประกอบธุรกิจหรือประชาชนที่เกี่ยวข้อง ผ่านระบบการเรียนรู้ทางอิเล็กทรอนิกส์ (e-learning) ในรูปแบบที่เข้าใจได้ง่าย ซึ่งช่วยสนับสนุนให้ผู้กำกับดูแลสามารถสื่อสาร อธิบาย หลักเกณฑ์ใหม่ๆ ได้รวดเร็วขึ้น สะดวกต่อการค้นหาทุกที่และทุกเวลา

4.2.4 พัฒนาระบบการจัดลำดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating System) ภายในตลาดตราสารหนี้

เพื่อแก้ไขปัญหาตลาดตราสารหนี้เป็นช่องทางผูกขาดการระดมทุนของบริษัทขนาดใหญ่และมีชื่อเสียง หน่วยงานที่เกี่ยวข้องได้แก่ ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงาน ก.ล.ต. ฯลฯ จึงควรร่วมกันผลักดันให้มีระบบการจัดลำดับความน่าเชื่อถือที่เป็นธรรม และประเมินหน่วยธุรกิจโดยคำนึงจากปัจจัยพื้นฐานและศักยภาพอย่างแท้จริง และเสนอให้มีการจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลกลุ่ม SMEs สามารถระดมทุนได้ในต้นทุนที่ต่ำลง โดยต้องคำนึงถึงหลักการในการกำกับดูแลองค์กรที่ดี โดยมีข้อเสนอในหลักการ²⁷ ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 3 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายเกี่ยวกับตราสารหนี้และหุ้นกู้

ลำดับ	ข้อเสนอ	ตัวอย่าง	ความคาดหวัง
1	มาตรฐานกำกับดูแลองค์กรที่ละเอียดถี่ถ้วน (prudential)	- ในการกำกับหุ้นกู้จะต้องคำนึงอัตราส่วนการกำกับต่อสัดส่วนเงินทุนขององค์กรฯ (ratio of equity to outstanding guarantees) ในระดับที่ไม่สูงเกินไป และอยู่ในระดับที่ไม่กระทบการบริหารงานโดยรวมขององค์กรฯ - มีมาตรฐานทางบัญชีที่เหมาะสม	เพื่อให้องค์กรกำกับหุ้นกู้มีการดำเนินงานที่ได้มาตรฐาน และตรวจสอบได้

²⁷ ข้อเสนอในหลักการนี้เป็นการนำเอาข้อเสนอในงานวิจัยของธนาคารโลกเกี่ยวกับองค์กรกำกับสินเชื่อภาครัฐ มาปรับใช้กับการจัดตั้งองค์กรกำกับหุ้นกู้ (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>)

ลำดับ	ข้อเสนอ	ตัวอย่าง	ความคาดหวัง
		มีการคำนึงถึง และประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตของ SMEs ผู้ออกตราสารหนี้	
2	หลักเกณฑ์การพิจารณาคัดเลือก SMEs ที่โปร่งใสและชัดเจน	- คำนึงถึงขนาดกิจการ มูลค่าของทรัพย์สินของ SMEs - คำนึงถึงประเภทรธุรกิจของ SMEs และประมาณการณรรายได้ (turn over) ของกิจการในประเภทเดียวกัน - อาจพิจารณาจัดทำรายชื่อ negative list ของ SMEs ที่มีประวัติการชำระหนี้ที่ไม่ดี ตลอดจนพฤติกรรมแวดล้อมอื่น ๆ ที่แสดงให้เห็นถึงการบริหารจัดการธุรกิจที่ไม่ได้มาตรฐาน เป็นต้น	เพื่อให้มั่นใจได้ว่าการค้ำประกันหุ้นกู้ที่ออกโดย SMEs นั้นมีหลักเกณฑ์ที่พิจารณาได้ และสมเหตุผล ผลลดจนหลักเลียงการขัดกันของผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น
3	แบ่งส่วนความรับผิดชอบเรื่องนี้กับ SMEs	- อาจพิจารณาค้ำประกันเฉพาะแต่บางส่วน โดยสัดส่วนการค้ำประกัน (coverage ratio) จะมากน้อยเพียงใด ขึ้นอยู่กับประวัติการชำระหนี้ และพฤติกรรมแวดล้อมอื่น ๆ ของ SMEs อย่างไรก็ดี สัดส่วนการค้ำประกันนั้นจะต้องสูงพอเพื่อจูงใจให้นักลงทุน ลงทุนในตราสาร และ SMEs ยังสามารถใช้ประโยชน์จาก credit rating ที่สูงขององค์กรฯ เพื่อออกตราสารที่มีดอกเบี่ยต่ำได้ - เรียกให้ SMEs จัดหาหลักประกันเพิ่มเติมเพื่อมาเป็นหลักประกันในการค้ำประกันหุ้นกู้ขององค์กรค้ำประกันหุ้นกู้ แต่การเรียกหลักประกันนั้น จะต้องไม่มากเกินไปจนทำให้ SMEs ไม่สามารถใช้บริการค้ำประกันหุ้นกู้ขององค์กรฯ ได้ - อาจพิจารณาเรียกให้ผู้ถือหุ้นหรือกรรมการของ SMEs เข้ามาเป็นผู้ค้ำประกันร่วม	- เพื่อให้ SMEs ที่มาขอให้องค์กรค้ำประกันหุ้นกู้ ค้ำประกันหุ้นกู้ของตนเองนั้น มีเจตนาที่จะนำเอาเงินนั้นไปต่อยอดประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบ - การค้ำประกันเพียงบางส่วน จะช่วยลดข้อโต้แย้งในกรณีที่มีการจัดอันดับตราสารที่ออกโดย SMEs และค้ำประกันโดยองค์กรฯ ไม่สะท้อนความเสี่ยงที่แท้จริงของตัวผู้ออก (distort actual credit risks of issuers)

นอกจากนี้ กรณีอาจต้องมีการพิจารณาเก็บค่าธรรมเนียมการค้ำประกันกับผู้ออกตราสาร โดยคำนึงถึงความเสี่ยงด้านเครดิต และความเสี่ยงอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับตราสารนั้น ๆ (risk-based fees) โดยค่าธรรมเนียมที่เป็นไปตามลำดับขั้นบันไดนี้ นอกจากจะช่วยลดแรงจูงใจของ SMEs ที่ต้องการหาประโยชน์จากการค้ำประกันโดยมิชอบแล้ว ยังจะเป็นการช่วยให้เกิดความเป็นธรรมแก่ตลาดตราสารหนี้ในภาพรวม เนื่องจาก ผู้ออกตราสารที่มีขนาดใหญ่ที่ไม่ได้รับประโยชน์จากการค้ำประกันขององค์กรฯ อาจต้องมีต้นทุนการระดมทุนโดยการออกตราสารหนี้ที่สูงกว่าผู้ออกที่เป็น SMEs ได้ ดังนั้น เพื่อสร้าง

ความเป็นธรรม จึงควรมีการเก็บค่าธรรมเนียมกับ SMEs ที่สูงตามสัดส่วนความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ของ SMEs รายนั้น ๆ

Box 6 ข้อสังเกต

การออกหุ้นกู้เป็นหนทางระดมทุนที่ดีกว่าการกู้เงิน เพราะนอกจากต้นทุนจะต่ำกว่าแล้ว ในกรณีของการกู้เงินนั้น สถาบันการเงินมักจะต้องการมีอำนาจควบคุมเหนือการประกอบกิจการ และการกำหนดกลยุทธ์ทางธุรกิจของบริษัทผู้กู้ เช่น สถาบันการเงินอาจมีการกำหนดให้ผู้กู้ต้องขออนุญาตสถาบันการเงินก่อนหากจะมีการเปลี่ยนอำนาจควบคุม (change of control) หรือต้องให้สัญญาว่าจะไม่เอาทรัพย์สินของผู้กู้ออกไปก่อภาระผูกพันเพิ่มเติม อีกทั้ง อาจมีกรณีที่ผู้กู้อาจจะอยากได้สิทธิในการส่งบุคลากรมาดำเนินงานแทนผู้กู้ (step-in right) อีกด้วย ซึ่งข้อกำหนดในสัญญาเหล่านี้ไม่สอดคล้องกับการดำเนินงานของ SMEs ที่เป็นวิสาหกิจเริ่มต้น เนื่องจากต้องการความคล่องตัว อีกทั้ง ในการระดมทุนแต่ละรอบของบรรดาวิสาหกิจเริ่มต้นอาจมีการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมบริษัท การที่กำหนดให้ผู้กู้ต้องขออนุญาตผู้ให้กู้ก่อนระดมทุนเพิ่มเติมอาจกระทบความสามารถในการเข้าถึงเงินทุนเพิ่มเติม และการประกอบธุรกิจของบริษัทเหล่านี้ได้

จึงเห็นได้ว่า การมีองค์กรกำกับดูแลหุ้นกู้ให้แก่ SMEs เพื่อลดต้นทุนในการออกและเสนอขายตราสารหนี้จึงเป็นหนทางที่เหมาะสม และเป็นการแก้ปัญหาที่ยั่งยืน อีกทั้ง ยังทำให้ SMEs ไม่สูญเสียอำนาจในการบริหารจัดการธุรกิจของตน อันเนื่องมาจากข้อกำหนดต่าง ๆ ตามสัญญาที่สถาบันการเงินกำหนด

4.3 นโยบายส่งเสริมการเข้าถึงตลาดทุนของผู้ลงทุนรายย่อย ธุรกิจ SME, สตาร์ทอัพ และธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมใหม่

นโยบายในส่งเสริมการเข้าถึงตลาดทุนของหน่วยธุรกิจมีความเกี่ยวเนื่องกับการพัฒนาประสิทธิภาพของตลาดทุนอย่างใกล้ชิดเพราะจะทำให้การลงทุนมีทางเลือกและไต่เต้าใหม่ๆ ไม่เกิดการผูกขาดจากบริษัทใหญ่หรือธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมเก่าที่ไม่เอื้อให้เกิดนวัตกรรมรวมไปถึงการเพิ่มผลิตภาพโดยรวมของประเทศ อย่างไรก็ตาม ผู้ลงทุนรายย่อย ธุรกิจ SME, สตาร์ทอัพ และธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมใหม่ ยังมีข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนผ่านทางตลาดทุน และกระบวนการระดมทุนมีอุปสรรคหลายประการที่ทำให้ไม่สามารถเข้าร่วมทุนในตลาดอย่างสะดวก โดยเฉพาะเกณฑ์คุณสมบัติของการเข้าจดทะเบียน เช่น กำไรสุทธิ สัดส่วนของผู้ถือหุ้น ระยะเวลาในการดำเนินงาน ประกอบกับมาตรการกำกับดูแล เช่น การส่งเอกสารหรือรายงานบังคับต่างๆ



ข้อจำกัดดังกล่าวเป็นการผลักดันให้ผู้ลงทุนรายย่อย ธุรกิจ SME, สตาร์ทอัพ และธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมใหม่ ระดมทุนผ่านตลาดอื่นๆ ที่ไม่ได้มีการควบคุมหรือบริหารจัดการ เช่น การระดมทุนผ่าน Web 3 ในรูปแบบต่าง ๆ อาทิ ICO STO ที่ไม่มีการรวมศูนย์ หรือการกำกับดูแล ซึ่งอาจทำให้สามารถเข้าสู่ตลาดสำหรับระดมทุน และเข้าถึงนักลงทุนได้มากขึ้น แต่ก็ต้องเผชิญกับความเสี่ยงในหลายรูปแบบเช่นกัน ไม่ว่าจะเป็นการฉ้อโกงหลอกลวง รวมถึงความเสี่ยงต่อความมั่นคงและเศรษฐกิจของประเทศจากการฟอกเงิน หรือการลบเลือนภาษี สถานะที่มีทั้งโอกาสและความเสี่ยงดังกล่าวทำให้หน่วยงานกำกับดูแลในประเทศไทยอาจยังไม่สามารถติดตามหรือรับผิดชอบกำกับดูแลการลงทุนของทุกตลาดบนโลกได้

ด้วยเหตุนี้ จึงควรมีนโยบายเพื่อส่งเสริมการเข้าถึงตลาดทุนของกลุ่มธุรกิจต่าง ๆ เหล่านี้ที่อาจมีข้อจำกัดในโอกาสในการลงทุนในตลาดทุนไทย โดยนโยบายที่สามารถตอบโจทย์การเข้าถึงเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพตลาดทุนในปัจจุบัน ประกอบด้วย 3 นโยบายหลัก ได้แก่

4.3.1 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

4.3.2 พัฒนาระบบ Securitized Alternative Lending

ดังที่ได้กล่าวไปแล้วว่า ผู้ระดมทุนโดยเฉพาะกลุ่มธุรกิจ สตาร์ทอัพ และ SMEs ยังคงมีปัญหาในการเข้าถึงเงินทุน หรือ เข้าถึงได้ในต้นทุนที่สูงกว่าหน่วยธุรกิจขนาดใหญ่ ดังนั้นการใช้ข้อมูลทางเลือก (Alternative Data) เพื่อประกอบการประเมินต้นทุนในการกู้ยืมจะช่วยให้หน่วยธุรกิจ ในทำนองเดียวกัน หากมีการนำสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจากการกู้ยืมมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ (Securitization) และสามารถซื้อ

ขายต่อได้ในตลาดรอง (Secondary Market) จะช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้กับสินทรัพย์ สร้างแรงจูงใจให้เกิดสินทรัพย์ในตลาดแรก ส่งผลให้หน่วยธุรกิจสามารถเข้าถึงตลาด Alternative Lending ได้ในวงกว้างมากขึ้น

ดังนั้นเพื่อให้เกิดตลาด Securitized Alternative Lending จึงเสนอให้หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง อาทิ เช่น ธนาคารแห่งประเทศไทย กระทรวงการคลัง รวมไปถึงการผลักดันให้เกิดขึ้นโดยธรรมชาติของภาคเอกชน ควรร่วมกันผลักดันให้เกิดตลาดดังกล่าวขึ้นผ่านการจัดตั้งองค์กรกลางที่รวบรวมข้อมูลทางเลือก ทำหน้าที่ร่วมมือกับบริษัทที่มีข้อมูลพฤติกรรมผู้บริโภคของประเทศ โดยรัฐอาจผลักดันให้เกิดบริษัทใหม่สำหรับแลกเปลี่ยนข้อมูลทางเลือกโดยเฉพาะ ซึ่งมีข้อดีคือเป็นการสร้างการแข่งขัน และกระจายความเสี่ยง เมื่อกรณีที่บริษัทที่มีอำนาจผูกขาดมีข้อผิดพลาดในการดำเนินงาน หรือจะผลักดันให้บริษัทข้อมูลเครดิตแห่งชาติเป็นผู้ดำเนินการก็ได้ โดยบริษัทข้อมูลเครดิตแห่งชาติมีข้อได้เปรียบ คือมีโครงสร้างพื้นฐานด้านการจัดการข้อมูลอย่างรัดกุมอยู่แล้ว และมีความสัมพันธ์ที่ดีเป็นทุนเดิมกับธนาคารพาณิชย์ (ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทข้อมูลเครดิตแห่งชาติ) ซึ่งยังคงเป็นผู้เล่นใหญ่ในตลาด Alternative Lending ของไทย

4.3.3 พัฒนาแพลตฟอร์มที่ช่วยจับคู่เครื่องมือการระดมทุนกับหน่วยธุรกิจให้เหมาะสมตามแต่ละระยะการพัฒนา (Development Stage)

เนื่องจากอุปสรรคสำคัญของสถานการณ์การระดมทุนของไทยคือ ยังคงขาดตลาดรองรับ หรือการแบ่งแยกตลาด (Market Segmentation) สำหรับธุรกิจที่เพิ่งเกิดใหม่ก่อนที่ธุรกิจเหล่านี้จะมีศักยภาพเพียงพอที่จะระดมทุนผ่านช่องทางที่พัฒนาแล้วของไทยอย่างสินเชื่อธนาคารพาณิชย์ หรือตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แม้ว่าสำนักงาน ก.ล.ต. จะอยู่ในช่วงศึกษาผลกระทบและประเมินความเป็นไปได้ของกระดาน SME (SME Board) ซึ่งมีบทบาทเป็นอีกหนึ่งตลาดที่ช่วยระดมทุนให้กับธุรกิจกลุ่ม SME ก่อนตลาด SET และ MAI

ดังนั้น เพื่อเอื้อให้เกิดธุรกิจและไอเดียใหม่ๆ ควบคู่ไปกับการระดมทุนได้อย่างเหมาะสม หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง อาทิ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงาน ก.ล.ต. และ กรมธุรกิจการค้า ควรร่วมกันผลักดันให้เกิดแพลตฟอร์มที่ช่วยจับคู่ธุรกิจหรือไอเดียใหม่ๆ กับรูปแบบการระดมทุนหรือที่ปรึกษาที่เหมาะสมควบคู่ไปกับการส่งเสริมทางเลือกในการระดมทุนที่หลากหลาย ยกตัวอย่างเช่น ธุรกิจกลุ่ม สตาร์ทอัพ ที่อาจมีไอเดียหรือผลิตภัณฑ์ที่มีโอกาสสร้างมูลค่าเพิ่มได้สูงควรได้รับการจับคู่กับที่ปรึกษาหรือ Mentor ที่จะสามารถช่วยแปลงไอเดียเหล่านี้เป็นแผนธุรกิจ (Business Plan) เพื่อให้สามารถระดมทุนได้ หรือจับคู่กับนักลงทุนกลุ่ม Angel Investor ที่สามารถรับความเสี่ยงที่สูงได้ ซึ่งแพลตฟอร์มเหล่านี้จะมีบทบาทสำคัญช่วยเปิดโอกาสให้ธุรกิจเหล่านี้สามารถพัฒนาและพร้อมเข้าสู่การระดมทุนผ่านกระดาน SME และตลาดหลักทรัพย์ต่อไป โดยเสนอให้มีนโยบายส่งเสริมช่องทางการระดมทุนจากแต่ละช่องทางดังต่อไปนี้



ตารางที่ 4 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายที่เกี่ยวข้องกับการจัดตั้งบริษัทและการระดมทุน ตามระยะการพัฒนาของบริษัท

ลำดับ	หัวข้อ	ข้อเสนอแนะ
1.	การจัดทะเบียนจัดตั้ง	ควรกำหนดให้มีผู้บริการที่สามารถจดทะเบียนผ่านทางออนไลน์ได้ เพื่อลดความพึงพิงในการใช้ดุลพินิจของเจ้าหน้าที่ที่เกี่ยวข้อง
2.	การออกตราสารหนี้	ควรจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลเพื่อลดต้นทุนในการระดมทุนผ่านการออกตราสารหนี้
3.	การออกตราสารทุน	- ESOP – ควรอนุญาตให้บริษัทจำกัดออกหุ้นให้แก่พนักงานได้ - Convertible Notes – ควรอนุญาตให้มีการแปลงหุ้นกู้เป็นหุ้นสามัญได้ - Preferential Shares – ควรอนุญาตให้บริษัทจำกัดยกเลิกบุริมสิทธิในหุ้น และออกหุ้นสามัญได้ง่าย
4.	การจัดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	ควรปรับปรุงกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการจดทะเบียนใน LiVE Exchange ให้สอดคล้องกับพัฒนาการของต่างประเทศ เช่น ไม่กำหนดขนาดของบริษัทที่สามารถจดทะเบียนได้ แต่ให้ที่ปรึกษาภายนอกเป็นผู้ตัดสินความเหมาะสมของบริษัทนั้น ๆ ในการจดทะเบียน เป็นต้น

4.4 นโยบายปรับลดต้นทุนทางธุรกรรมภายในตลาดทุน

เนื่องจากต้นทุนทางธุรกรรมที่เกิดขึ้นจากกิจกรรมซื้อขายสินทรัพย์ภายในตลาดทุนคือหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่ทำให้กลไกการตั้งราคาของสินทรัพย์ (Price Discovery Mechanism) ไม่สามารถทำงานได้อย่างเต็มที่และยังส่งผลให้ทั้งผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนขาดแรงจูงใจในการซื้อ/ขายเนื่องจากผลตอบแทนที่เกิดขึ้นถูกทอนส่วนลดลงเพื่อนำไปเป็นค่าบริการของตัวกลาง โดยจากการศึกษาของ ThailandFuture พบว่าผู้ลงทุนส่วนใหญ่มองว่า การลดค่าธรรมเนียมซื้อขาย และค่าธรรมเนียมการจัดการต่าง ๆ คืออุปสรรคสำคัญลำดับหนึ่งที่ต้องได้รับการปรับปรุง โดยจากการศึกษาของ ThailandFuture พบว่าผู้ลงทุนส่วนใหญ่มองว่า การลดค่าธรรมเนียมซื้อขาย และค่าธรรมเนียมการจัดการต่าง ๆ คืออุปสรรคสำคัญลำดับหนึ่งที่ต้องได้รับการปรับปรุง ดังนั้นจึงควรผลักดันนโยบายเพื่อลดต้นทุนทางธุรกรรม ดังนี้

4.4.1 พิจารณาปรับรูปแบบของการกำกับดูแลให้หลากหลาย และเฉพาะเจาะจงกว่าที่ใช้ อยู่

ในการปรับปรุงรูปแบบของการกำกับดูแล ควรมีความหลากหลายมากขึ้นให้สอดคล้องกับประเภทของหลักทรัพย์และความต้องการของผู้ลงทุน เพื่อให้ผู้ลงทุนที่มีความต้องการแตกต่างกันได้รับการบริการที่นำพึงพอใจมากขึ้นและสอดคล้องกับต้นทุนทางธุรกรรมที่เสียไป 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 เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ที่ให้บริการเฉพาะแต่การส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์เท่านั้น ก็จะมีกฎเกณฑ์ในการกำกับดูแลที่เข้มข้นน้อยกว่า และต้องปฏิบัติตาม conduct rules ที่น้อยลง เนื่องจากไม่มีการให้คำแนะนำแก่ลูกค้า เมื่อมีหน้าที่ในการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่น้อยลง ค่าใช้จ่ายในการปฏิบัติงาน (operating cost) ย่อมน้อยลงไปด้วย และทำให้ผู้ให้บริการสามารถให้บริการแก่ลูกค้าโดยเก็บค่าธรรมเนียมที่ถูกลง นอกจากนี้ การให้บริการแบบนี้อาจจะสอดคล้องกับลักษณะการใช้บริการของกลุ่มประชากรที่เปลี่ยนไป การกำหนดโครงสร้างการกำกับดูแลเช่นนี้ จะทำให้ประชาชนสามารถเข้าถึงบริการต่าง ๆ ของสถาบันตัวกลางได้มากขึ้น โดยสอดคล้องกับความเสี่ยง (risk profile) ที่ตนรับได้ และทำให้ตลาดทุนโดยรวมมีความดึงดูดมากขึ้น

ในส่วนของการกำกับดูแลที่เฉพาะเจาะจง การที่อนุญาตให้ผู้ประกอบการสามารถดำเนินธุรกิจโดยสอดคล้องกับรูปแบบการดำเนินงานของตน จะทำให้ผู้ประกอบการสามารถนำเอาต้นทุนส่วนที่ลดลง (เช่น ค่าเช่าที่สถานประกอบการ หรือจำนวนบุคลากรที่ต้องมี) ไปชดเชยในส่วนของการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์การกำกับดูแล (compliance costs) ซึ่งจะส่งผลดีต่อภาพรวมของการสร้างตลาดทุนที่ยั่งยืน

เมื่อโลกมีพัฒนาการทางเทคโนโลยีมากขึ้น การให้บริการย่อมมีความก้าวหน้ามากขึ้นเพื่ออำนวยความสะดวกแก่ตลาด เมื่อมองถึงพัฒนาการของสถาบันตัวกลางในระดับสากล จะพบว่ารูปแบบของสถาบันตัวกลาง (intermediary models) ในโลกนั้นมีการเปลี่ยนแปลงไปสู่ลักษณะที่มีความจำเพาะมากขึ้น (specialization) เพื่อให้ตอบโจทย์ต่อความต้องการของนักลงทุน ความต้องการลงทุนที่ซับซ้อน



ขึ้นประกอบกับเทคโนโลยีที่เติบโตอย่างก้าวกระโดดทำให้มีการนำเอาปัญญาประดิษฐ์ และอัลกอริทึมมาใช้ในการตัดสินใจลงทุนให้แก่ลูกค้า

จากการที่ผู้ประกอบการไม่ว่าจะให้บริการในลักษณะดั้งเดิม (traditional) หรือแบบที่ใช้เทคโนโลยีทางการเงินเข้ามาช่วยเหลือในการประกอบธุรกิจ จะต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ในภาพรวมที่เหมือนกัน ยกตัวอย่างเช่น หากผู้ประกอบการประกอบธุรกิจจัดการกองทุนส่วนบุคคลโดยใช้ปัญญาประดิษฐ์ในการออกแบบการลงทุนให้แก่ลูกค้า ผู้ประกอบการนั้นจะต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดที่ใช้บังคับกับการให้บริการของผู้ประกอบการจัดการกองทุนส่วนบุคคลแบบดั้งเดิม ได้แก่ จะต้องมีความกระตือรือร้นในการลงทุน (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 เป็นการให้อนุญาตสามารถประกอบธุรกิจเกี่ยวกับการธนาคาร รวมถึงการให้คำแนะนำการลงทุนแก่ลูกค้าได้โดยไม่จำเป็นต้องมีสถานที่ประกอบการ (physical premise) ซึ่งเป็นการเข้ามาทดแทนการธนาคารดั้งเดิมที่จะต้องมียาชา

ประเทศไทยกำลังเสียโอกาสอย่างมาก จากการที่ผู้ประกอบการประเภทสถาบันตัวกลางไม่สามารถนำเอาเทคโนโลยีเข้ามาใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพ เนื่องจากกฎเกณฑ์ที่ล้าสมัย นอกจากนี้ หากพิจารณาพัฒนาการของตลาด จะพบว่าผู้ประกอบการชาวไทยที่ต้องการนำเทคโนโลยีเข้ามาให้บริการแก่นักลงทุน ตัดสินใจไปประกอบธุรกิจอยู่ที่ต่างประเทศแทน เช่น กรณีของ Ajaib ที่เป็น สตาร์ทอัพแพลตฟอร์มเทรดหุ้นออนไลน์ 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

4.4.2 สหับสนุนการแข่งขันระหว่างธุรกิจตัวกลางในตลาดทุนผ่านการลดอุปสรรคเข้าสู่ตลาด

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

อุปสรรคและความกังวลสำคัญของนโยบายลดต้นทุนทางธุรกรรมคือ กลุ่มธุรกิจตัวกลาง/โบรกเกอร์ที่อยู่ในตลาดก่อนหน้าจะเป็นผู้เสียประโยชน์หลักจากนโยบายดังกล่าวเนื่องจากได้รับกำไรต่ำลงจากการแข่งขันภายในภาคธุรกิจที่รุนแรงมากขึ้น อย่างไรก็ตามผลเสียที่เกิดขึ้นดังกล่าวสามารถถูกทดแทนได้ด้วยปริมาณการซื้อขายที่เพิ่มขึ้นได้ เพราะต้นทุนทางธุรกรรมที่ต่ำลงจะช่วยให้ผู้ลงทุน/ผู้ระดมทุนเกิดแรงจูงใจในการซื้อขายหลักทรัพย์มากขึ้น ส่งผลให้ธุรกิจกลุ่มตัวกลางมีกำไรมากขึ้นได้หากปริมาณซื้อขายเพิ่มมากขึ้นในสัดส่วนที่มากกว่ารายได้ต่อหน่วยซื้อขายที่ลดลง นอกจากนี้ผลประโยชน์ทางอ้อมที่เกิดจากการที่ตลาดทุนมีประสิทธิภาพ ช่วยให้มีธุรกิจที่มีผลผลิตภาพมากขึ้น จะช่วยให้สวัสดิการของทุกคนในสังคมดีขึ้นด้วย โดยมีพัฒนาการที่จะสามารถเข้าเพิ่มการแข่งขันระหว่างตัวกลางในตลาดทุน ได้แก่

แนวโน้มการเปลี่ยนผ่านรูปแบบการเก็บค่าบริการของตัวกลาง/โบรกเกอร์แบบขึ้นกับมูลค่าการซื้อขายเป็นรูปแบบ Tipping Model ซึ่งหมายความว่าผู้รับบริการจากตัวกลางสามารถให้ค่าตอบแทนได้ตามความสมัครใจหากตัวกลางให้คำแนะนำหรือทำหน้าที่ได้น่าพึงพอใจ รูปแบบการจัดเก็บค่าบริการแบบให้ทิปจะส่งผลให้พฤติกรรมของตัวกลาง/โบรกเกอร์เปลี่ยนจากการให้คำแนะนำที่มุ่งเน้นให้เกิดกิจกรรมการซื้อขายมากๆ เป็นคำแนะนำที่ตอบโจทย์ความต้องการของผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนอย่างแท้จริง โดยเป็นการลดต้นทุนคงที่ (fixed cost - หากในทีนี้มีลักษณะเป็นต้นทุนผันแปร (Variable cost) มากกว่า) ที่แต่เดิมไม่ได้เกี่ยวข้องกับประสิทธิภาพของการลงทุน แต่จะเปลี่ยนเป็นต้นทุนที่ผู้ลงทุนลงทุนไปอย่างมีประสิทธิภาพ และได้รับผลตอบแทนที่ดีขึ้น

การสนับสนุนให้มีการลงทุนในช่องทางเลือกใหม่ๆ เพิ่มขึ้น เช่น การลงทุนใน Cryptocurrency จะมีส่วนช่วยในการลดอุปสรรคการเข้าสู่ตลาดตรงนี้ได้ เนื่องจากการลงทุนหรือระดมทุนผ่านตลาด Cryptocurrency ไม่จำเป็นต้องผ่านธุรกิจตัวกลางทางการเงินเสียด้วยซ้ำ ทำให้สามารถลดต้นทุนในส่วนนี้ได้ทั้งจากฝั่งผู้ลงทุนและผู้ระดมทุน โดยทางฝั่งผู้ลงทุนไม่จำเป็นต้องลงทุนผ่านตัวกลาง หรือเสียค่าบริการในการหาข้อมูล เนื่องจากข้อมูลในหลักทรัพย์ Cryptocurrency นั้นมีความโปร่งใสมากขึ้น ผู้ลงทุนสามารถหาข้อมูลได้เองเยอะขึ้นเมื่อเทียบกับการรอข้อมูลรายไตรมาสจากหลักทรัพย์ในตลาดหุ้นดั้งเดิม ซึ่งการเปลี่ยนแปลงนี้ อาจจะส่งผลให้ธุรกิจตัวกลางดั้งเดิมมีการปรับตัวแข่งขันเพื่อลดต้นทุนยิ่ง ๆ ขึ้นไป หรือทางฝั่งผู้ระดมทุน ที่ไม่จำเป็นต้องใช้บริการวาณิชธนกิจ (Investment Bank) ในการนำหุ้นเข้า



มาขายในตลาดหลักทรัพย์ (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 นโยบายลดต้นทุนทางธุรกรรมผ่านการส่งเสริมการแข่งขันของกลุ่มธุรกิจตัวกลาง ควรคำนึงถึงความสมดุลระหว่างประสิทธิภาพและการคุ้มครองผู้บริโภค เพราะหากปรับลดกฎเกณฑ์ในการประกอบธุรกิจในส่วนนี้มากเกินไปอาจส่งผลให้มีธุรกิจตัวกลางที่ขาดความรู้หรือจงใจเอาเปรียบผู้ใช้บริการตัวกลางโดยที่ไม่มีการกำกับดูแลที่เหมาะสม ดังนั้นผู้ดำเนินนโยบายจึงควรชั่งน้ำหนักให้เกิดความสมดุลระหว่างการส่งเสริมประสิทธิภาพตลาดทุนและการคุ้มครองผู้เล่นในตลาดอย่างเหมาะสม

4.4.3 การผลักดันการลดต้นทุนธุรกรรม

➤ การลดขนาดของช่วงราคา (tick size)

ขนาดของช่วงราคา (tick size) มีผลลดต้นทุนธุรกรรมผ่านการลด spread โดยผลการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยตามสมการที่ 8 ชี้ว่า เมื่อควบคุมตัวแปรอื่น ๆ ในสมการแล้ว การลดขนาดของช่วงราคาลง 1 บาท สัมพันธ์กับการลดต้นทุนธุรกรรมลงร้อยละ 0.856 ของราคาหลักทรัพย์ ทว่า เนื่องจากขนาดของช่วงราคาถูกกำหนดโดยตลาดด้วยเกณฑ์ระดับราคา การลดต้นทุนธุรกรรมด้วยขนาดของช่วงราคาจึงมีข้อจำกัดคือผู้กำหนดนโยบายจะกำหนดกลุ่มเป้าหมายของบริษัทที่ต้องการลดต้นทุนธุรกรรมได้ตามมิติของระดับราคาเท่านั้น

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

➤ การลดค่าความผันผวนของผลตอบแทนรายวัน (volatility)

ค่าความผันผวนของผลตอบแทนรายวัน (volatility) ส่งผลไปถึงต้นทุนธุรกรรมผ่านทาง adverse information cost ซึ่งส่งผลต่อค่า spread ซึ่งการลดส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนรายวันลงหนึ่งหน่วย สัมพันธ์กับการลดต้นทุนธุรกรรมลงร้อยละ 0.775 ของราคาหลักทรัพย์

แม้ว่าการจะปรับลดค่าความผันผวนโดยตรงอาจทำได้ยาก แต่นโยบายที่ช่วยลด adverse information cost สามารถลดการส่งต่อจากความผันผวนไปสู่ต้นทุนธุรกรรมได้ ผู้กำหนดนโยบายอาจสนับสนุนการเปิดเผยข้อมูลข่าวสาร หรือ สนับสนุนเงินทุนในการทำบทวิเคราะห์ โดยเฉพาะกับบริษัทขนาดเล็กที่มีคนเขียนถึงน้อยและมีช่องว่างของข้อมูลสูง หรือปรับปรุงกฎเกณฑ์เรื่องการเปิดเผยข้อมูล โดยเฉพาะกับบริษัทขนาดเล็ก เพื่อให้มั่นใจได้ว่าข้อมูลมีความถูกต้อง และเปิดเผยได้อย่างมีประสิทธิภาพและทันทั่วถึง เป็นต้น โดยความพยายามที่จะลดต้นทุนธุรกรรมด้วยวิธีนี้ แม้ว่าจะวัดผลได้ยาก แต่มีข้อดีคือสามารถเฉพาะเจาะจงกลุ่มบริษัทเป้าหมายได้ เช่น อาจกำหนดเงื่อนไขของเงินสนับสนุนเป็นสัดส่วนของบทวิเคราะห์ขั้นต่ำที่เกี่ยวกับบริษัทขนาดเล็ก หรืออาจเพิ่มการสนับสนุนขึ้นในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ เป็นต้น

4.4.4 ยกเลิกภาษี Capital Gain ในบางกรณีเพื่อสร้างแรงจูงใจให้แก่ทั้งผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนร่วมกันสนับสนุนให้กลไกราคาทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ

มาตรการภาษี Capital Gain ไม่ควรบิดเบือนให้เกิดความไม่สมมาตรระหว่างการได้รับผลตอบแทน (Gain) กับผลเสีย (Loss) โดยในบริบทของประเทศไทยนั้น แม้จะไม่มีภาษี Capital Gain ในตลาดหุ้นกรณีที่เป็นรายได้บุคคลธรรมดา แต่ยังคงมีการเก็บภาษี Capital Gain ในอัตราร้อยละ 15 ของผลตอบแทนในผู้ลงทุนสถาบัน นอกจากนี้รัฐบาลยังเก็บภาษี Capital Gain ในตลาดที่เป็นทางเลือกในการระดมทุนรูปแบบใหม่ ยกตัวอย่างเช่น ตลาดสกุลเงินดิจิทัลที่สามารถนำมาใช้เป็นเครื่องมือในการระดมทุนได้รวดเร็ว ในต้นทุนที่ต่ำกว่าตลาดหุ้นทั้งในมิติของต้นทุนทางธุรกรรม และมิติของการเข้าถึงเงินทุนที่ง่ายกว่า ทำให้การจัดเก็บภาษีในตลาดดังกล่าวจัดว่าเป็นการปิดโอกาสการระดมทุนของหน่วยธุรกิจที่มีไอเดียหรือนวัตกรรมใหม่ๆ อย่าง สตาร์ทอัพ และ SMEs เป็นอย่างมาก

ดังนั้น การยกเลิกภาษีตรงนี้จะมีส่วนช่วยให้ดึงดูดให้เกิดบริษัทเกิดใหม่ในไทย ลดการนำบริษัทออกไปจดทะเบียนในต่างประเทศที่มีเงินทุนมากกว่า และภาษีต่ำกว่า เช่น สิงคโปร์ ได้มากขึ้น เนื่องด้วยว่าบริษัทในกลุ่มนี้นั้นมักมีขนาดเล็ก โมเดลธุรกิจยังไม่เสถียรและมีความเสี่ยงสูง การเก็บภาษีที่สูงย่อมเป็นอัตราส่วนที่สูงต่อผลตอบแทนของบริษัท อาจทำให้ไม่น่าดึงดูดในการทำธุรกิจหรือเข้าลงทุนในระยะพักตัว อีกทั้งมูลค่าภาษีที่ได้ยังนับเป็นสัดส่วนที่เล็กมากในการสร้างรายได้เข้าประเทศ ไม่คุ้มที่จะเสียโอกาสให้บริษัทที่มีศักยภาพออกไปเติบโตที่ตลาดต่างประเทศ



เช่นเดียวกัน ในกรณีการเสียภาษีของ Cryptocurrency นั้น ปัจจุบัน พระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัลปี พ.ศ. 2561 กำหนดไว้ว่า ในการซื้อขายนั้นผู้ขายต้องเสียภาษี ณ ที่จ่ายที่ร้อยละ 15 ซึ่งนับว่าสูงมากโดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อเทียบกับการเสียภาษีจากการขายหลักทรัพย์ธรรมดาที่ร้อยละ 0.1 โดยผู้ลงทุนนอกจากจะต้องแบกรับภาษีที่สูงขึ้นแล้ว ยังสร้างความลำบากในการทำธุรกรรมและยื่นภาษีอย่างมาก เนื่องจากว่าการตรวจสอบต้นทุนกำไรในการลงทุนใน 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

4.5 นโยบายส่งเสริมความรู้ความเข้าใจด้านการเงิน/การลงทุน/การระดมทุนแก่ประชาชน ควบคู่ไปกับการปรับกฎเกณฑ์การเข้าสู่ตลาดของผู้ลงทุนให้มีความเหมาะสมมากขึ้น

แม้ว่าการดำเนินนโยบายเกี่ยวกับการพัฒนาองค์ความรู้ด้านการเงินและการลงทุนแก่ประชาชนจะใช้ระยะเวลานานจึงจะเห็นผลลัพธ์เป็นที่ประจักษ์ แต่เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพตลาดทุนในระยะยาว ประเทศไทยจำเป็นต้องตื่นตัวและผลักดันนโยบายที่ส่งเสริมความรู้ด้านการเงิน การลงทุน และการระดมทุน อย่างเร่งด่วนควบคู่ไปกับการสร้างวัฒนธรรมและทัศนคติเกี่ยวกับการลงทุนที่เหมาะสม เพื่อให้คนไทยเป็นผู้เล่นที่มีคุณภาพและเป็นกลไกสำคัญที่ทำให้ตลาดทุนสามารถทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยข้อเสนอแนะเชิงนโยบายในด้านนี้ประกอบด้วย 3 นโยบายหลัก ได้แก่

4.5.1 ให้ความรู้ทางการเงินและการลงทุนแก่ประชาชนตั้งแต่ระดับประถมศึกษา

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

ดังตัวอย่างในประเทศเกาหลีใต้ที่สำนักงานการศึกษาของบูกในจังหวัดยองชังเหนือได้พัฒนาสื่อการสอนใหม่สำหรับโรงเรียนประถมและมัธยมในท้องถิ่นในปีการศึกษาต่อไป ซึ่งนอกจากจะสอนเกี่ยวกับสินทรัพย์คริปโตและสินทรัพย์ดิจิทัลแล้ว ครูในเขตการศึกษาของบูกจะได้รับการอบรมเพื่อเตรียมพร้อมสำหรับการอธิบายให้นักเรียนเข้าใจแนวคิดเกี่ยวกับการหลอกลวงแบบฟิชชิงด้วยเสียงและปัญหาความเป็นส่วนตัวในระบบดิจิทัล โดยบทเรียนในหัวข้อเหล่านี้จะถูกเพิ่มลงในหลักสูตรสังคมศึกษาในรูปแบบโมดูลทางเลือกสำหรับนักเรียนเกรดหนึ่งของโรงเรียนมัธยมต้น และเป็นภาคบังคับสำหรับนักเรียนเกรดสามของโรงเรียนมัธยมต้นและเกรดหนึ่งของโรงเรียนมัธยมปลาย นอกจากนี้ ประเทศอื่น ๆ ในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้จัดให้มีการสอนหัวข้อเกี่ยวกับคริปโตและบล็อกเชน อาทิ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสารสนเทศเฉิงตู ซึ่งเป็นมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีระดับท็อปของประเทศไทย ได้เปิดหลักสูตรวิศวกรรมบล็อกเชนสำหรับนักศึกษาระดับปริญญาตรี โดยจะผลิตบัณฑิตรุ่นแรกออกมาในปี ค.ศ. 2024

ดังนั้น การให้ความสำคัญกับการให้ความรู้ทางการเงินและการลงทุนภายใต้เศรษฐกิจสมัยใหม่ที่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว และการปลูกฝังแนวคิดเศรษฐศาสตร์ที่เหมาะสมตั้งแต่ประถมศึกษาจะช่วยให้เด็กและเยาวชนตลอดจนประชาชนทั่วไปพร้อมรับมือการเปลี่ยนแปลงได้อย่างยืดหยุ่นยิ่งขึ้น



4.5.2 ให้ความรู้ด้านการบริหารจัดการ หรือสร้างธุรกิจเกิดใหม่

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

4.5.3 สร้างกลไกแรงจูงใจที่เหมาะสมเพื่อให้เกิดการนำความรู้ที่ได้ไปใช้จริง

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

นอกจากนี้กลไกสร้างแรงจูงใจอาจไม่จำเป็นต้องอยู่ในรูปตัวเงิน แต่สามารถอยู่ในรูปแบบของการให้ข้อมูล หรือแสดงให้เห็นถึงตัวอย่างที่ประสบความสำเร็จได้ เช่น การเผยแพร่กรณีศึกษาของคนที่ประสบความสำเร็จจากการใช้ประโยชน์ตลาดทุนไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนหรือผู้ระดมทุน โดยอาจเป็น Influencer หรือกลุ่มคนรุ่นใหม่ หากเป้าหมายคือ กลุ่มคนในวัย Gen Z หรืออาจเป็น ปราชญ์ชาวบ้านในกรณีของคนในพื้นที่ชนบท เนื่องจากคนในพื้นที่ชนบทไว้วางใจและให้ความเชื่อถือผู้ที่มีภูมิปัญญาในพื้นที่ของตนเองมากกว่า ซึ่งในกรณีนี้ กรมพัฒนาชุมชนอาจมีบทบาทช่วยเผยแพร่ข้อมูลในระดับชุมชนได้

ตารางที่ 5 สรุปข้อเสนอแนะเชิงนโยบายพัฒนาประสิทธิภาพตลาดทุน

Ultimate Outcome: ระบบเศรษฐกิจไทยสามารถเจริญเติบโต สามารถแข่งขันกับต่างประเทศได้				
Goal: ตลาดทุนทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและเป็นกลไกจัดสรรทรัพยากรไปสู่กิจกรรมที่ก่อให้เกิดผลิตภาพโดยรวมที่สูงขึ้น				
Pillar 1: กฎระเบียบและการกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพ	Pillar 2: ข้อมูลที่มีคุณภาพและนำเสนอในรูปแบบที่ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องสามารถนำไปใช้ประโยชน์ได้	Pillar 3: การเข้าถึงตลาดทุนที่เปิดโอกาสให้กับหน่วยธุรกิจใหม่ ๆ และนักลงทุนอย่างกว้างขวาง	Pillar 4: ต้นทุนทางธุรกรรมภายในตลาดทุนที่ต่ำ	Pillar 5: ประชาชนมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับตลาดทุน
Sub-goal: ประเทศไทยมีพัฒนาการด้านกฎหมาย การกำกับดูแลเกี่ยวกับตลาดทุนช่วยเหลือให้ตลาดทุนทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ	Sub-goal: ประชาชนชาวไทยและผู้ลงทุน ผู้ระดมทุน ผู้ดำเนินนโยบายและผู้กำกับดูแลได้รับข้อมูลประกอบที่ถูกต้อง เป็นประโยชน์ และเป็นข้อเท็จจริงร่วมกัน	Sub-goal: ผู้เล่นที่มีความรู้ มีเหตุและผล (Rational Player) ทั้งผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนสามารถเข้าถึงและใช้ประโยชน์จากตลาดทุนได้ เพื่อเป็นตัวขับเคลื่อนให้ตลาดทุนเกิดประสิทธิภาพ	Sub-goal: ตลาดทุนมีต้นทุนทางธุรกรรมที่ต่ำลงอย่างต่อเนื่องเพื่อความสามารถในการแข่งขันกับตลาดทุนต่างประเทศ	Sub-goal: เสริมสร้างให้ประชาชนชาวไทยมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการเงินการลงทุน เพื่อให้เป็นผู้เล่นที่มีความรู้ มีเหตุและผล (Rational Player) เพื่อเป็นกลไกช่วงสร้างประสิทธิภาพตลาดทุนในระยะยาว



Ultimate Outcome: ระบบเศรษฐกิจไทยสามารถเจริญเติบโต สามารถแข่งขันกับต่างประเทศได้					
Goal: ตลาดทุนทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและเป็นกลไกจัดสรรทรัพยากรไปสู่กิจกรรมที่ก่อให้เกิดผลิตภาพโดยรวมที่สูงขึ้น					
Pillar 1: กฎระเบียบและ การกำกับดูแลที่มี ประสิทธิภาพ	Pillar 2: ข้อมูลที่มีคุณภาพ และนำเสนอในรูปแบบที่ผู้ มีส่วนเกี่ยวข้องสามารถ นำไปใช้ประโยชน์ได้	Pillar 3: การเข้าถึงตลาด ทุนที่เปิดโอกาสให้กับ หน่วยธุรกิจใหม่ๆ และนัก ลงทุนอย่างกว้างขวาง	Pillar 4: ต้นทุนทาง ธุรกรรมภายใน ตลาดทุนที่ต่ำ	Pillar 5: ประชาชนมี ความรู้ความเข้าใจ เกี่ยวกับตลาดทุน	
พัฒนากฎหมายที่เกี่ยวข้อง กับการกระทำผิดในตลาด ทุนให้สามารถลงโทษ ผู้กระทำผิดได้อย่างรวดเร็ว และมีประสิทธิภาพ ผ่าน การปรับระบบกฎหมาย ได้แก่ 1. ปรับปรุงกฎหมายให้เอา ผิดทางแพ่งอย่างรุนแรง สำหรับความผิดที่เกี่ยวข้อง กับตลาดทุน เพื่อเอื้อให้ กระบวนการยุติธรรม สามารถดำเนินการได้ รวดเร็วขึ้น	มุ่งเน้นการพัฒนา ฐานข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการ ตัดสินใจในตลาดทุน เพื่อให้ ประชาชน รวมไปถึงผู้ ดำเนินนโยบาย/ผู้กำกับดูแล สามารถตัดสินใจได้บนพื้นฐาน ข้อมูลที่เป็นจริงผ่านการ ผลักดันนโยบายได้แก่ 1. ผลักดันให้เกิด แพลตฟอร์มกลางที่รวบรวม ข้อมูลที่เป็นข้อเท็จจริง ร่วมกัน (Single Source of Truth)	ผลักดันให้ผู้สนใจในตลาด เข้าถึงผลิตภัณฑ์ทางการเงิน ที่เหมาะสมกับคุณลักษณะ ของผู้ลงทุนอย่างแท้จริง เอื้อ ให้หน่วยธุรกิจใหม่ๆ สามารถเข้าถึงเครื่องมือการ ระดมทุนได้ในต้นทุนที่ เหมาะสม โดยผ่าน ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย ได้แก่ 1. ปรับปรุงนิยามของนัก ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ให้ จำแนกประเภทหลักทรัพย์ที่ นักลงทุนแต่ละประเภท สามารถลงทุน	มุ่งเน้นการลดต้นทุนทาง ธุรกรรมที่เกิดขึ้นทั้งใน ตลาดแรกและตลาดรอง เพื่อให้ทั้งผู้ลงทุนและผู้ ระดมทุน ได้รับ ผลตอบแทนและเงินทุนที่ สอดคล้องกับความเสี่ยงและ มูลค่าพื้นฐานอย่างแท้จริง ผ่านการผลักดันนโยบาย ได้แก่ 1. พิจารณารูปแบบการ กำกับดูแลให้มีความ เฉพาะเจาะจงตามผู้ได้ กำกับดูแลมากขึ้นเพื่อ	มีเป้าหมายหลักเพื่อให้ พัฒนาทรัพยากรมนุษย์ให้ เป็นผู้ลงทุนที่มีเหตุผลใน ตลาดทุน และเป็นตัวจักร สำคัญในการทำให้กลไกการ ทำงานของตลาดทุนดำเนิน ไปได้อย่างมีประสิทธิภาพ ไม่จำเป็นต้องพึ่งพาการ คุ้มครองจากผู้กำกับดูแล มากเกินไป 1. ให้ความรู้เกี่ยวกับการเงิน การลงทุนในวงกว้างผ่านการ บรรจุหลักสูตรตั้งแต่ระดับ	

Ultimate Outcome: ระบบเศรษฐกิจไทยสามารถเจริญเติบโต สามารถแข่งขันกับต่างประเทศได้				
Goal: ตลาดทุนทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและเป็นกลไกจัดสรรทรัพยากรไปสู่กิจกรรมที่ก่อให้เกิดผลิตภาพโดยรวมที่สูงขึ้น				
Pillar 1: กฎระเบียบและ การกำกับดูแลที่มี ประสิทธิภาพ	Pillar 2: ข้อมูลที่มีคุณภาพ และนำเสนอในรูปแบบที่ผู้ มีส่วนเกี่ยวข้องสามารถ นำไปใช้ประโยชน์ได้	Pillar 3: การเข้าถึงตลาด ทุนที่เปิดโอกาสให้กับ หน่วยธุรกิจใหม่ ๆ และนัก ลงทุนอย่างกว้างขวาง	Pillar 4: ต้นทุนทาง ธุรกรรมภายใน ตลาดทุนที่ต่ำ	Pillar 5: ประชาชนมี ความรู้ความเข้าใจ เกี่ยวกับตลาดทุน
2. ปรับปรุงกฎหมาย เกี่ยวกับการเป็นโจทก์ร่วม (Class-Action) ให้มีความ ชัดเจน และอำนวยความสะดวก สะดวกให้ผู้เสียหายจาก การกระทำผิดที่เกี่ยวข้องกับ ตลาดทุนสามารถฟ้องแบบ กลุ่มได้ง่ายขึ้น ปรับบทบาทของผู้กำกับ ดูแลให้มีขีดของโครงสร้าง อำนาจ ได้แก่ 1) เปลี่ยนจากผู้ตรวจสอบ และบังคับใช้กฎระเบียบ โดยตรงเป็นผู้ออก กฎระเบียบที่มีความ	2. ปรับปรุงกฎระเบียบที่ เกี่ยวข้องกับการให้ข้อมูลผู้ เล่นในตลาดทุนจากรูปแบบ การกำหนดรายการข้อมูล ต้องเปิดเผย (check the box) เป็นรูปแบบที่เข้าใจได้ ง่ายให้ผู้ลงทุนทุกกลุ่ม สามารถใช้ประโยชน์ได้อย่าง เท่าเทียม ไม่เกิดความ ได้เปรียบเสียเปรียบ 3. ใช้ประโยชน์จาก เทคโนโลยีเพื่อการกำกับ ดูแล (Regulatory Technology: RegTech) เพื่อให้เกิดการ	1. ให้ครอบคลุมถึงปัจจัยอื่น อาทิเช่น อาชีพ การศึกษา ฯลฯ แทนที่การนิยามโดย พิจารณาจากมูลค่าสินทรัพย์ ของผู้ลงทุนแต่เพียงอย่าง เดียว 2. ผลักดันให้เกิดตลาดการ แปลงสินทรัพย์ โดยใช้ข้อมูล ทางเลือก (Securitized Alternative Lending Market) เพื่อให้เกิด 3. พัฒนาแพลตฟอร์มช่วย จับคู่เครื่องมือการระดมทุน กับหน่วยธุรกิจในแต่ละระยะ การพัฒนา	ป้องกันต้นทุนที่เกิดขึ้นจาก การกำกับดูแลที่ไม่จำเป็น 2. ส่งเสริมการแข่งขันใน ตลาดกลุ่มผู้ให้คำปรึกษา ทางการเงินและ Broker 3. ยกเลิกภาษี Capital Gain ในตลาดที่ทำหน้าที่ เป็นช่องทางระดมทุน ใหม่ ๆ อาทิเช่น ตลาด สินทรัพย์ดิจิทัล หรือเก็บ ภาษีในอัตราที่สามารถ แข่งขันได้กับต่างประเทศ เพื่อป้องกันการไหลออก ของเงินทุน	ประถมศึกษา ไม่จำกัดอยู่ เพียงแต่นักศึกษาใน สาขาวิชาที่เกี่ยวข้องกับ การเงินการลงทุน รวมไปถึง การให้ทุนการศึกษาสำหรับ สาขาการเงินและการลงทุน เพื่อแผ่กระจายความรู้เป็น วงกว้างมากขึ้น 2. ปรับปรุงหลักสูตรการ เรียนการสอนที่เกี่ยวข้องกับ การระดมทุนให้มุ่งเน้นใน เรื่องการระดมทุนสำหรับ หน่วยธุรกิจ ขนาดเล็กหรือผู้

Ultimate Outcome: ระบบเศรษฐกิจไทยสามารถเจริญเติบโต สามารถแข่งขันกับต่างประเทศได้				
Goal: ตลาดทุนทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและเป็นกลไกจัดสรรทรัพยากรไปสู่กิจกรรมที่ก่อให้เกิดผลิตภาพโดยรวมที่สูงขึ้น				
Pillar 1: กฎระเบียบและ การกำกับดูแลที่มี ประสิทธิภาพ	Pillar 2: ข้อมูลที่มีคุณภาพ และนำเสนอในรูปแบบที่ผู้ มีส่วนเกี่ยวข้องสามารถ นำไปใช้ประโยชน์ได้	Pillar 3: การเข้าถึงตลาด ทุนที่เปิดโอกาสให้กับ หน่วยธุรกิจใหม่ๆ และนัก ลงทุนอย่างกว้างขวาง	Pillar 4: ต้นทุนทาง ธุรกรรมภายใน ตลาดทุนที่ต่ำ	Pillar 5: ประชาชนมี ความรู้ความเข้าใจ เกี่ยวกับตลาดทุน
ศักดิ์สิทธิ์และผลักดันให้ภาคเอกชนทำหน้าที่กำกับดูแลผ่านองค์กรกำกับดูแลตนเอง (Self-Regulatory Organization: SRO) และเทคโนโลยีเพื่อการกำกับดูแล (Regulatory Technology: RegTech) 2) สร้างแพลตฟอร์มที่เชื่อมโยงให้เกิดการสื่อสารระหว่างผู้ดำเนินนโยบายและผู้กำกับดูแลเพื่อให้นโยบายมีความสอดคล้องไปในทิศทางเดียวกัน	กำกับดูแลที่เท่าทันกับสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงรวดเร็ว 4. ผลักดันให้เกิดระบบการจัดลำดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating System) ในตลาดตราสารหนี้เพื่อให้หน่วยธุรกิจสามารถระดมทุนผ่านช่องทางดังกล่าวได้ในต้นทุนที่สอดคล้องกับมูลค่าพื้นฐานของหน่วยธุรกิจอย่างแท้จริง			เริ่มต้นทำธุรกิจ 3. ส่งเสริมการนำความรู้ไปใช้ในการลงทุนจริงผ่านนโยบายทุนให้เปล่า (Universal Basic Capital), ทุนแบบมีเงื่อนไข (Conditional Basic Capital), ควบคู่ไปกับการประชาสัมพันธ์หลากหลายรูปแบบ อาทิเช่น สื่อโซเชียลมีเดีย การทำเป็นตัวอย่างของปราชญ์ชาวบ้าน ฯลฯ

Ultimate Outcome: ระบบเศรษฐกิจไทยสามารถเจริญเติบโต สามารถแข่งขันกับต่างประเทศได้					
Goal: ตลาดทุนทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและเป็นกลไกจัดสรรทรัพยากรไปสู่กิจกรรมที่ก่อให้เกิดผลผลิตภาพโดยรวมที่สูงขึ้น					
Pillar 1: กฎระเบียบและการกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพ	Pillar 2: ข้อมูลที่มีคุณภาพและนำเสนอในรูปแบบที่ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องสามารถนำไปใช้ประโยชน์ได้	Pillar 3: การเข้าถึงตลาดทุนที่เปิดโอกาสให้กับหน่วยธุรกิจใหม่ ๆ และนักลงทุนอย่างกว้างขวาง	Pillar 4: ต้นทุนทางธุรกรรมภายในตลาดทุนที่ต่ำ	Pillar 5: ประชาชนมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับตลาดทุน	
หน่วยงานขับเคลื่อนที่สำคัญ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, สำนักงาน ก.ล.ต., กระทรวงการคลัง, ธนาคารแห่งประเทศไทย	หน่วยงานขับเคลื่อนที่สำคัญ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ธนาคารแห่งประเทศไทย, กระทรวงการคลัง, สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ, บริษัทข้อมูลเครดิตแห่งชาติ, กระทรวงดิจิทัลเพื่อเศรษฐกิจและสังคม	หน่วยงานขับเคลื่อนที่สำคัญ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ธนาคารแห่งประเทศไทย, กระทรวงการคลัง, สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ, บริษัทข้อมูลเครดิตแห่งชาติ, กระทรวง	หน่วยงานขับเคลื่อนที่สำคัญ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, สำนักงาน ก.ล.ต., กระทรวงการคลัง, ธนาคารแห่งประเทศไทย	หน่วยงานขับเคลื่อนที่สำคัญ: กระทรวงศึกษาธิการ, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, กระทรวงการคลัง	



บรรณานุกรม

- ‘ใช้’ หรือ ‘เก็บ’ คนไทยมีนิสัย-ทักษะทางการเงินอย่างไร?, <https://tdri.or.th/2020/08/thailandfinancial-literacy/>
- 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.
- 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.
- 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.
- 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>
- Evans, G. (2012). Stock market transaction costs and economic growth. (Unpublished doctoral dissertation). The University of Georgia, Georgia.

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.

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

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>
- 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.
- 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.
- 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*.
- 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*.
- Petersen, M. A., & Fialkowski, D. (1994). Posted versus Effective Spreads: Good Prices or Bad Quotes?. *Journal of Financial Economics*, 35, 269–292.

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.

Stoll, H. R., & Whaley, R. (1983). Transactions costs and the small firm effect. *Journal of Financial Economics*, 12, 57–79.

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/>

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>

ดร.เศรษฐพุฒิ 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

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

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

รายงานการประเมินเสถียรภาพระบบการเงินไทย 2563



ภาคผนวก

ภาคผนวก 1 การประเมินต้นทุนทางธุรกรรมในตลาดแรกและตลาดรอง

การประเมินต้นทุนทางธุรกรรมในตลาดแรกด้วยข้อมูลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนการออก IPOs กับมูลค่าการระดมทุนสุทธิหลังหักต้นทุนการออก IPOs

การลดต้นทุนในกระบวนการออก IPOs จะส่งผลกระทบต่อตลาดทุนใน 2 นัย คือ นัยแรก ผลกระทบทางตรง คือ ทำให้มูลค่าการระดมทุนที่ได้รับจากการระดมทุนจะเพิ่มขึ้น นัยที่สอง ผลกระทบทางอ้อม คือ ทำให้ธุรกิจมีแรงจูงใจที่จะระดมทุนเพิ่มมากขึ้น เพราะต้นทุนถูกลง ผลกระทบทางตรงเป็นผลที่สะท้อนออกมาเป็นตัวเลขทางบัญชี สามารถคำนวณได้โดยตรง โดย คณะผู้วิจัยได้รวบรวมข้อมูล IPOs ที่เกิดขึ้นในปี 2560-2562 รวม 101 กิจกรรมและทำการคำนวณต้นทุนที่เกิดขึ้นในกระบวนการ IPOs ซึ่งได้ผลลัพธ์ คือ ต้นทุนเฉลี่ยของการระดมทุน IPOs จะอยู่ที่ร้อยละ 2.734 ดังนั้นถ้าต้นทุนในส่วนนี้ลดลงก็จะทำให้ธุรกิจได้รับเงินทุนมากขึ้นในสัดส่วนเดียวกัน สำหรับผลกระทบทางอ้อม คณะผู้วิจัยได้ทำการประมาณการสมการถดถอยเพื่อคำนวณขนาดของ ผลกระทบทางอ้อม ทั้งนี้ เนื่องจากตัวแปรทั้งสองตัวต่างก็มีส่วนกำหนดซึ่งกันและกัน ทำให้ไม่สามารถที่จะประมาณการสมการในทางตรงได้ คณะผู้วิจัยจึงทำการจัดกลุ่ม IPOs ตามขนาดของการระดมทุน โดยตั้งสมมติฐานว่าหากภายในกลุ่มสะท้อนความต้องการระดมทุนในขนาดที่ใกล้เคียงกันจะสามารถควบคุมให้สามารถประมาณการค่าความสัมพันธ์ออกมาได้ผลการประมาณการมีดังนี้

มูลค่า IPOs สุทธิ = $7.42^{***} + 0.73^{***} \text{ Group1} + 1.27^{***} \text{ Group2} + 1.55^{***} \text{ Group3} + 2.04^{***} \text{ Group4} + 2.64^{***} \text{ Group5} + 0.68^{***}$

ต้นทุนการออก IPOs โดยที่การคัดเลือกตัวแปรหุ่นเพื่อจัดกลุ่มได้มีการจัดกลุ่มตัวแปรโดยอาศัยเกณฑ์จำนวนมูลค่า IPOs สุทธิเป็นหลัก และใช้ค่าเฉลี่ยและค่าความแปรปรวนของข้อมูลเป็นเกณฑ์ในการจัดกลุ่ม ซึ่งแยกออกได้เป็น 6 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มที่มีมูลค่าการระดมทุนมากกว่า 1 หมื่นล้านบาท กลุ่มที่มีมูลค่าการระดมทุนมากกว่า 2,620 ล้านบาท แต่ไม่ถึง 1 หมื่นล้านบาท กลุ่มที่มีมูลค่าการระดมทุนมากกว่า 1,091 ล้านบาท แต่ไม่ถึง 2,620 ล้านบาท กลุ่มที่มีมูลค่าการระดมทุนมากกว่า 612.7 ล้านบาท แต่ไม่ถึง 1,091 ล้านบาท กลุ่มที่มีมูลค่าการระดมทุนมากกว่า 137.5 ล้านบาท แต่ไม่ถึง 612.7 ล้านบาท และกลุ่มที่มีมูลค่าการระดมทุนน้อยกว่า 137.5 นอกจากนี้ ค่าสัมประสิทธิ์ของกลุ่มที่ 6 เป็นฐานในการคำนวณค่าสัมประสิทธิ์อื่นๆ (Numeraire) และค่า *** สะท้อนนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 1 ทั้งนี้ คณะผู้วิจัยไม่พบว่าการลดลงของต้นทุนการออก IPOs จะส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของการระดมทุน หรือก็คือการตัดสินใจระดมทุนจะขึ้นอยู่กับเป้าหมายของธุรกิจว่าต้องการเงินทุนประมาณหนึ่งตั้งแต่แรก และธุรกิจไม่ได้ให้ความสำคัญมากกับต้นทุนที่เกิดขึ้น โดยไม่ได้นำมาปรับมูลค่าการระดมทุนในการยื่นขอ

การประเมินต้นทุนทางธุรกรรมในตลาดรอง

วิธีการคำนวณต้นทุนธุรกรรมมีแนวคิดโดยสรุปดังนี้

1) ระเบียบวิธีการวิจัย

Lesmond et al. (1999) สร้างแบบจำลองในการคำนวณต้นทุนธุรกรรมจากแบบจำลองตลาด (Market Model) ซึ่งพยายามอธิบายผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์หนึ่งๆ ด้วยผลตอบแทนรายวันของภาพรวมตลาด ดังแสดงในสมการ (1) โดย R_j คือผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ j และ R_m คือผลตอบแทนรายวันของภาพรวมตลาด ผลตอบแทนรายวันคือร้อยละการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในวันนี้เทียบกับวันก่อนหน้า ซึ่งคำนวณได้จากสูตรในสมการที่ (2) โดย $Close_{jt}$ แทนราคาปิดของหลักทรัพย์ j ในวันที่ t

$$R_j = \beta R_m + \epsilon_j \quad (1)$$

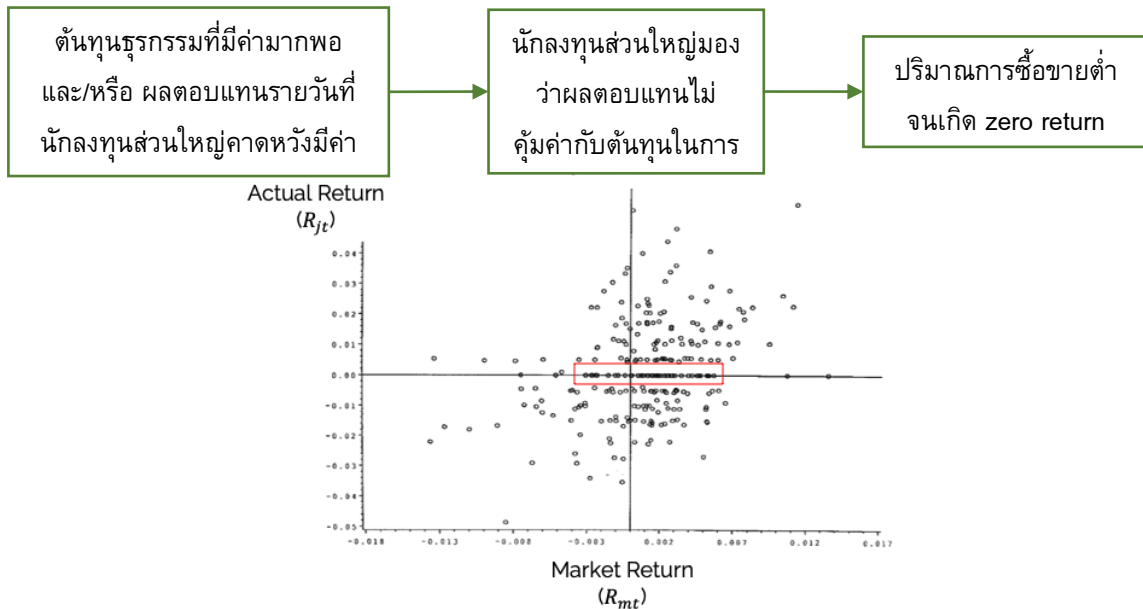
$$R_{jt} = \frac{Close_{jt} - Close_{j(t-1)}}{Close_{j(t-1)}} * 100 \quad (2)$$

แนวคิดเบื้องหลังแบบจำลองตลาด คือสมมติฐานที่ว่า นักลงทุนใช้ผลตอบแทนรายวันของภาพรวมตลาดเป็นข้อมูลชิ้นสำคัญในการประเมินผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ที่ตนสนใจ และจะปรับความเชื่อหรือคาดการณ์ไปตามผลตอบแทนของตลาดในภาพรวม โดย β จะเป็นตัวบ่งชี้ว่าราคาของหลักทรัพย์ j มีความผันผวนไปตามตลาด (หรือตรงข้ามกับตลาดถ้า β มีค่าติดลบ) มากน้อยเพียงใด

อย่างไรก็ตาม ในความเป็นจริง ถึงแม้ว่าจะมีความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์กับผลตอบแทนรายวันของตลาดได้จริง Lesmond et al. (1999) ชี้ให้เห็นว่าเมื่อผลตอบแทนรายวันของตลาดมีค่าต่ำพอ บางครั้งเราจะสังเกตเห็นเหตุการณ์ Zero Return ของหลักทรัพย์ กล่าวคือราคาปิดของวันหนึ่ง ๆ มีค่าเท่ากับราคาปิดของวันก่อนหน้า ดังแสดงในภาพที่ 1 ในกรอบสีแดง Lesmond et al. (1999) พยายามอธิบายเหตุการณ์เหล่านี้ด้วยต้นทุนธุรกรรม โดยบอกว่าต้นทุนธุรกรรมเข้ามามีบทบาทเป็นแรงเสียดทานที่ขึ้นแรงซื้อขายของตลาดไว้ เมื่อต้นทุนธุรกรรมมีค่ามากพอ หรือผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ที่นักลงทุนคาดหวังมีค่าต่ำพอ การซื้อขายจะไม่คุ้มทุนสำหรับนักลงทุนส่วนมาก เป็นเหตุให้ปริมาณการซื้อขายในวันนั้น ๆ มีค่าต่ำ และนำไปสู่เหตุการณ์ Zero Return ในที่สุด



ภาพที่ 1 ผลตอบแทนรายวันของ Avnet Corporation เทียบกับผลตอบแทนรายวันของตลาด NYSE ในปี 1989 จาก Lesmond et al. (1999)



กล่าวอีกแง่ Lesmond et al. (1999) มองว่านักลงทุนใช้ผลตอบแทนรายวันของตลาดในการคาดการณ์ผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ แต่เราไม่สามารถสังเกตเห็นผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ที่นักลงทุนคาดหวังได้อย่างเต็มที่ เพราะส่วนหนึ่งของผลตอบแทนที่คาดหวังนี้ ถูก Censor กลายเป็นศูนย์ด้วยพลังของต้นทุนธุรกรรม

Lesmond et al. (1999) เติมแนวคิดดังกล่าวนี้ เข้าไปในแบบจำลองตลาดจากสมการที่ (1) โดยมีสมมติฐานหลักคือ เหตุการณ์ **zero return** จะเกิดขึ้นโดยเฉลี่ยถ้าค่าคาดหวังของผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์มีค่าน้อยกว่าต้นทุนธุรกรรม และเนื่องจากผลตอบแทนเป็นค่าร้อยละ เทียบกับราคาหลักทรัพย์ ต้นทุนธุรกรรมที่นำมาเปรียบเทียบกับผลตอบแทนนี้จึงต้องมีหน่วยเดียวกัน คือเป็นร้อยละของต้นทุนธุรกรรมเทียบกับราคาหลักทรัพย์ แบบจำลองสุดท้ายที่ควรรวมแบบจำลองตลาดกับสมมติฐานดังกล่าว เป็นแบบจำลอง Limited Dependent Variable Model (LDV: Tobit) ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

$$R_{jt}^* = \beta_j R_{mt} + \epsilon_{jt}, \quad (3)$$

โดยที่

$$R_{jt} = R_{jt}^* - \alpha_{1j} \quad \text{ถ้า} \quad R_{jt}^* < \alpha_{1j} \quad (4)$$

$$R_{jt} = 0 \quad \text{ถ้า} \quad \alpha_{1j} < R_{jt}^* < \alpha_{2j} \quad (5)$$

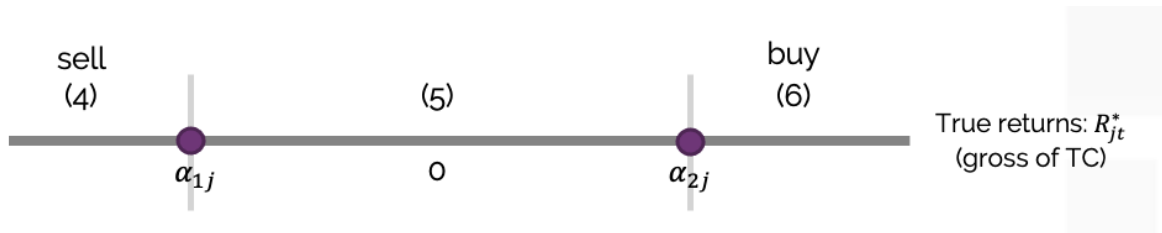
$$R_{jt} = R_{jt}^* - \alpha_{2j} \quad \text{ถ้า} \quad R_{jt}^* > \alpha_{2j} \quad (6)$$

- R_{jt}^* คือผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ j ณ วันที่ t ที่นักลงทุนคาดหวัง แต่ผู้วิเคราะห์ไม่สามารถสังเกตเห็นได้ทั้งหมด (Latent variable)
- R_{jt} คือผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ j ณ วันที่ t ที่นักลงทุนคาดหวัง ที่ผู้วิเคราะห์สังเกตเห็นได้จริง
- α_{1j} คือต้นทุนธุรกรรมในหน่วยร้อยละของราคาหลักทรัพย์ ในกรณีที่ข้อมูลทำให้เกิดผลตอบแทนติดลบ (ตอนขาย)
- α_{2j} คือต้นทุนธุรกรรมในหน่วยร้อยละของราคาหลักทรัพย์ ในกรณีที่ข้อมูลทำให้เกิดผลตอบแทนเป็นบวก (ตอนซื้อ)

สมการที่ (3) บอกว่าผลตอบแทนรายวันที่นักลงทุนคาดหวังจริง ซึ่งเรามองไม่เห็นทั้งหมด ยังคงเป็น Linear Function ของผลตอบแทนรายวันของภาพรวมตลาด ตามสมมติฐานของแบบจำลองตลาด

สมการที่ (4) ถึง (6) อธิบายกลไกการ Censor จาก R_{jt}^* ไปสู่ R_{jt} กล่าวคือ ถ้า R_{jt}^* มีค่าอยู่ระหว่างเกณฑ์ต้นทุนธุรกรรม คือมีค่าสัมบูรณ์ต่ำกว่า R_{jt} ที่ผู้วิเคราะห์เห็นจะกลายเป็นศูนย์ เพราะนักลงทุนส่วนใหญ่มองว่าไม่คุ้มซื้อขาย (พื้นที่หมายเลข 5 ในแผนภาพที่ 3) แต่ถ้า R_{jt}^* ซึ่งยังไม่ได้คิดผลของต้นทุนธุรกรรม มีค่านอกเขตต้นทุนธุรกรรมไป (หมายเลข 4 หรือ 6) R_{jt} สุดท้ายที่ผู้วิเคราะห์เห็นจะมีค่าเท่ากับ $R_{jt}^* - \alpha_{1j}$ และ $R_{jt}^* - \alpha_{2j}$ ในกรณีขายและซื้อตามลำดับ

ภาพที่ 2 กลไกการ censor ผลตอบแทนรายวันของสินทรัพย์



ในการคำนวณต้นทุนธุรกรรมด้วยแบบจำลองดังกล่าวนี้ สมการที่ (3)-(6) ถูกแปลงเป็น Likelihood Function และผู้วิจัยสามารถประมาณค่าต้นทุนธุรกรรมของแต่ละหลักทรัพย์ (α_{1j} และ α_{2j}) รายปีด้วย Likelihood Function Maximization โดยมีเพียงราคาหลักทรัพย์และตัวชี้วัดของตลาดหลักทรัพย์รายวันเป็นข้อมูลตั้งต้น

2) ข้อมูล

ในการประมาณค่าต้นทุนธุรกรรมตามระเบียบวิธีการตามที่ได้กล่าวไปแล้วนั้น ผู้วิจัยต้องใช้ข้อมูลราคาปิดของแต่ละหลักทรัพย์ที่อยู่ในแต่ละตลาดทุน ความละเอียดรายวัน มาประกอบกันกับข้อมูลดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดทุนนั้น ๆ ครอบคลุมระยะเวลา 21 ปี จากปีพ.ศ. 2543 ถึงปีพ.ศ. 2563 และครอบคลุมตลาดทุนทั้งหมด 15 ตลาด ตามที่แสดงในภาคผนวก ก ผู้วิจัยคัดเลือกตลาดทุนที่นำมาศึกษา โดยมีเกณฑ์คือ เป็นตลาดทุนที่มีลักษณะคล้ายกับประเทศไทย เช่น ตั้งในภูมิภาคเดียวกัน มีขนาดใกล้เคียงกัน หรือเป็นตลาดทุนใหญ่ที่มีอิทธิพลและควรทราบไว้เป็นบริบท

เนื่องจากการประมาณต้นทุนธุรกรรมด้วยวิธีการนี้ ใช้ประโยชน์จากข้อมูลการซื้อขาย โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากวันที่มีกิจกรรมการซื้อขายต่ำมากจนเกิดเหตุการณ์ zero return ค่าประมาณที่ได้จากวิธีการนี้จึงค่อนข้างผันผวนไปตามความถี่ของเหตุการณ์ zero return ดังนั้นวิธีการดังกล่าวจึงไม่เหมาะกับหลักทรัพย์ที่มีระดับกิจกรรมซื้อขายต่ำอยู่แล้วโดยธรรมชาติ ผู้วิจัยจึงได้คัดเลือกหลักทรัพย์ที่มีสัดส่วนวันที่มีปริมาณการซื้อขายเป็นศูนย์มากกว่าร้อยละ 70 ของวันที่ตลาดเปิดในแต่ละปีออกจากข้อมูลที่นำมาวิเคราะห์ ตัวเลขร้อยละ 70 นี้เป็นเกณฑ์ที่ตั้งขึ้นโดยอิงตาม Griffin et al. (2006)

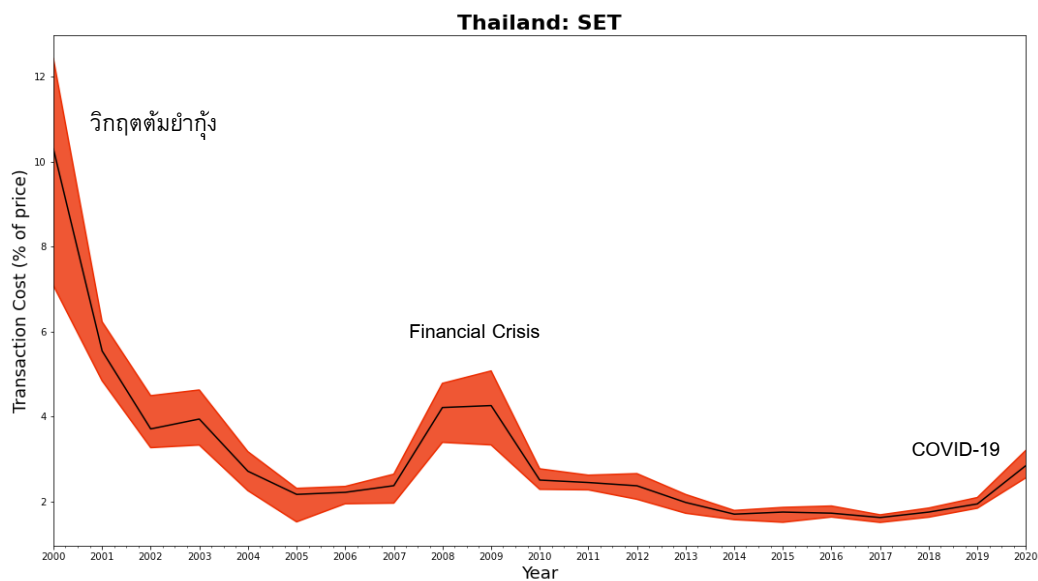
3) ผลการวิจัย

การประเมินค่าต้นทุนธุรกรรมตามระเบียบวิธีการในข้อข้างต้น ทำให้ได้ค่าประมาณต้นทุนธุรกรรมออกมาในระดับรายหลักทรัพย์รายปี ก่อนนำผลมาวิเคราะห์ต่อยอด ผู้วิจัยกรองเอาเฉพาะผลการวิเคราะห์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับร้อยละ 10

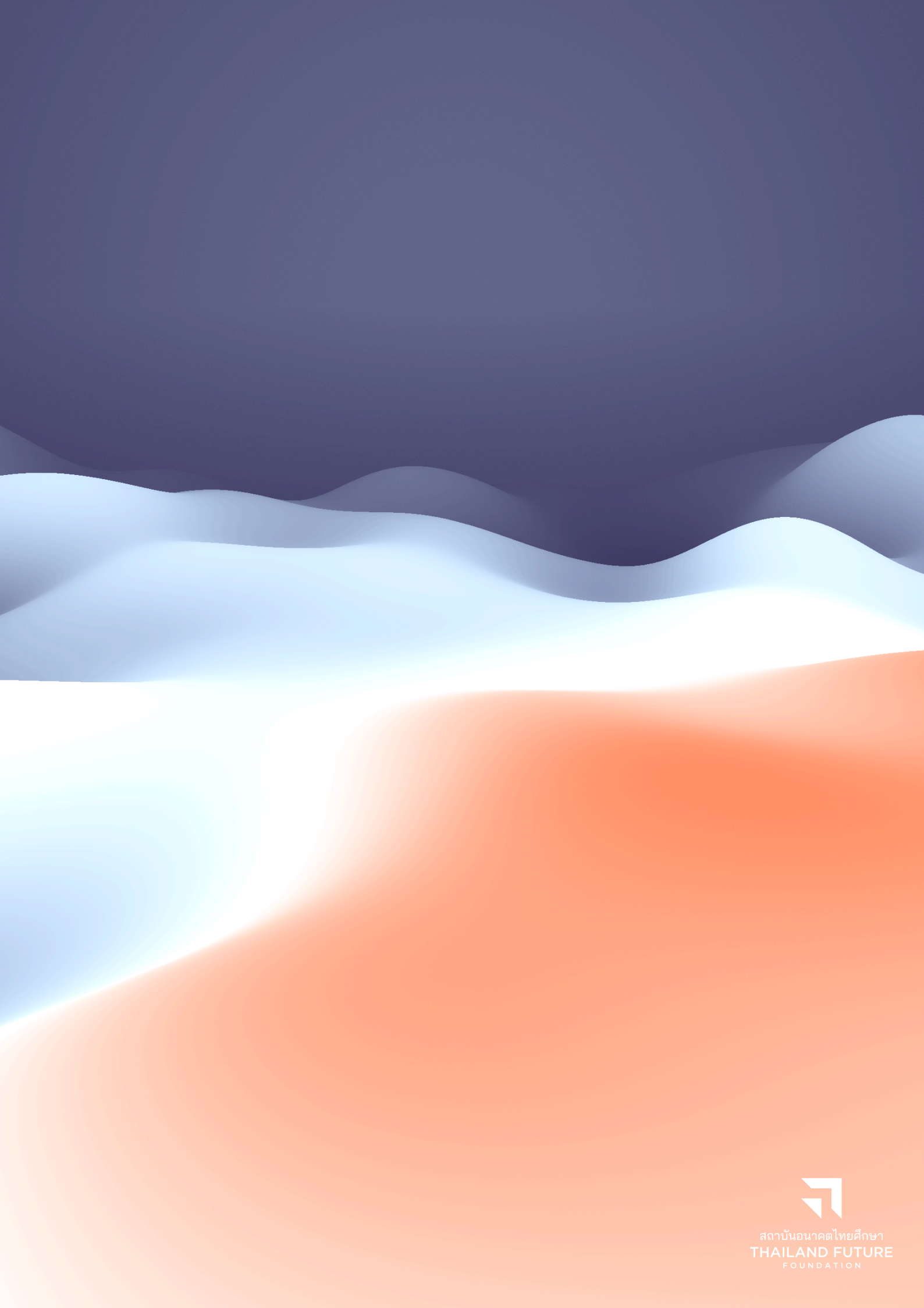
ต้นทุนธุรกรรมของตลาดทุนไทย: ผลค่าประมาณและการวิเคราะห์เชิงลึก

การประเมินค่าต้นทุนธุรกรรมตามระเบียบวิธีการในส่วนก่อนหน้า ทำให้ได้ค่าประมาณต้นทุนธุรกรรมออกมาในระดับรายหุ้นรายปี แผนภาพที่ 3 แสดงค่าประมาณต้นทุนธุรกรรมในแต่ละปีของบริษัทจดทะเบียนบนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยครอบคลุมทั้งหมด 688 บริษัท

ภาพที่ 3 ค่าประมาณต้นทุนธุรกรรมของสินทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
พื้นที่สีแดงแสดงช่วง 90% confidence interval



ต้นทุนธุรกรรมโดยรวมของประเทศไทยมีแนวโน้มลดลงในช่วง 21 ปีที่ผ่านมา ตลอดช่วงเวลา ที่ศึกษาต้นทุนธุรกรรมมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 3.05 ของราคาหลักทรัพย์ ในช่วงปีค.ศ. 2000 ถึง 2009 คือ 10 ปีแรกนั้น ต้นทุนธุรกรรมมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 4.14 ของราคาหลักทรัพย์ ค่าเฉลี่ยนี้ปรับลดลงมาอยู่ ที่ร้อยละ 2.06 ของราคาหลักทรัพย์ในช่วงปีค.ศ. 2010 ถึง 2020 นอกจากนี้เรายังพบว่าวิธีการประมาณค่า ต้นทุนธุรกรรมที่ใช้ในงานวิจัยชิ้นนี้นั้นมีความแม่นยำมากขึ้นในช่วง 10 ปีหลัง ซึ่งคาดว่าเกิดจากจำนวน บริษัทที่เพิ่มขึ้น การวิเคราะห์ต้นทุนธุรกรรมของตลาดอื่น ๆ



สถาบันอนาคตไทยศึกษา
THAILAND FUTURE
FOUNDATION