

# แนวทางการสร้างความสมดุลของโครงสร้าง บริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นไทย

ศิริยศ จุฑานนท์

ธันวาคม 2555

[www.set.or.th/setresearch](http://www.set.or.th/setresearch)

*Disclaimer:* รายงานนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้เขียนโดยเฉพาะ จัดทำบนพื้นฐานของข้อมูลที่เชื่อว่าจะมีความน่าเชื่อถือ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ความรู้และแนวคิดแก่ผู้อ่านเท่านั้น มิได้สะท้อนความเห็นของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแต่อย่างใด



## สารบัญ

	หน้า	
บทสรุปผู้บริหาร	i	
บทนำ	1	
บทที่ 1	ทำไมโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นควรสมดุลและสอดคล้อง กับโครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศ	3
บทที่ 2	ตรวจสอบสถานะความสมดุลระหว่างตลาดหุ้นกับโครงสร้างเศรษฐกิจ ของไทย	8
บทที่ 3	เปรียบเทียบความสมดุลของโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นกับ โครงสร้างเศรษฐกิจของไทย มาเลเซียและสิงคโปร์	15
บทที่ 4	มาตรการสนับสนุนการสร้างสมดุลของบริษัทจดทะเบียนในตลาด หุ้น:กรณีศึกษา มาเลเซียและสิงคโปร์	24
บทที่ 5	บทส่งท้าย	43

## สารบัญภาพ

	หน้า	
ภาพที่ 1	โครงสร้างเศรษฐกิจของไทยในปี 2011	8
ภาพที่ 2	การปรับตัวเข้าสู่สมดุลของไทยรายภาคเศรษฐกิจจากปี 2007 - 2011	10
ภาพที่ 3	องค์ประกอบของการเปลี่ยนแปลงมูลค่าตลาดในตลาดหุ้นไทยตั้งแต่ปี 2007 - 2012	11
ภาพที่ 4	การเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหุ้น ดัชนีราคาน้ำมันและดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมในประเทศในช่วงปี 2008 - 2Q/2010	13
ภาพที่ 5	มูลค่าตลาดต่อ GDP ของไทย มาเลเซียและสิงคโปร์	15
ภาพที่ 6	โครงสร้างเศรษฐกิจของมาเลเซียในปี 2011	16
ภาพที่ 7	การปรับตัวเข้าสู่สมดุลของมาเลเซียรายภาคเศรษฐกิจปี 2007 - 2011	18
ภาพที่ 8	โครงสร้างเศรษฐกิจของสิงคโปร์ในปี 2011	19
ภาพที่ 9	การปรับตัวเข้าสู่สมดุลของสิงคโปร์รายภาคเศรษฐกิจปี 2007 - 2011	21
ภาพที่ 10	เปรียบเทียบความสมดุลระหว่างสัดส่วนมูลค่าตลาดและ GDP ของทั้ง 3 ประเทศ ในปี 2011	22
ภาพที่ 11	เปรียบเทียบการปรับตัวเข้าสู่สมดุลของทั้ง 3 ประเทศ ในช่วง 5 ปีย้อนหลัง (2007 - 2011)	23
ภาพที่ 12	มูลค่าหุ้น IPO ในตลาดหุ้นมาเลเซียในช่วง 2001 - 2012	25
ภาพที่ 13	มูลค่าหุ้น IPO รายภาคเศรษฐกิจในตลาดหุ้นมาเลเซียในช่วง 2001 - 2012	26
ภาพที่ 14	เปรียบเทียบมูลค่าการควมรวมกิจการของไทย มาเลเซียและสิงคโปร์ ในช่วงปี 2007 - 2011	29
ภาพที่ 15	การกระจายตัวของ IHC ในภาคเศรษฐกิจต่างๆ ของมาเลเซีย	31
ภาพที่ 16	มูลค่าหุ้น IPO ในตลาดหุ้นสิงคโปร์ในช่วง 2001 - 2012	35
ภาพที่ 17	มูลค่าหุ้น IPO รายภาคเศรษฐกิจในตลาดหุ้นสิงคโปร์ในช่วง 2001 - 2012	26
ภาพที่ 18	มูลค่าหุ้น foreign listing รายภาคเศรษฐกิจในปี 2011	41
ภาพที่ 19	เปรียบเทียบความสมดุลของตลาดหุ้นสิงคโปร์กรณีรวมและไม่รวม foreign listing	42

## สารบัญตาราง

		หน้า
ตารางที่ 1	สัดส่วนมูลค่าตลาด และ GDP รายภาคเศรษฐกิจของไทยในปี 2011	9
ตารางที่ 2	การเข้าจดทะเบียนของหุ้น IPO ในตลาดหุ้นไทยตั้งแต่ปี 2007 - 2Q/2012	12
ตารางที่ 3	จำนวนบริษัทจดทะเบียนตามภาคเศรษฐกิจและขนาดมูลค่าตลาดในปี 2012	14
ตารางที่ 4	สัดส่วนมูลค่าตลาด และ GDP รายภาคเศรษฐกิจของมาเลเซียในปี 2011	17
ตารางที่ 5	สัดส่วนมูลค่าตลาด และ GDP รายภาคเศรษฐกิจของสิงคโปร์ในปี 2011	20
ตารางที่ 6	โครงสร้างบริษัทจดทะเบียนที่รัฐบาลมาเลเซียเป็นผู้ถือหุ้นหลักและปัจจุบันจดทะเบียนในตลาดหุ้น	28
ตารางที่ 7	คุณลักษณะและจุดเด่นของ Business trust	37
ตารางที่ 8	คุณลักษณะและจุดเด่นของกองทุนอสังหาริมทรัพย์และ REIT	39

## สารบัญกล่อง

กล่องที่ 1	กรณีตัวอย่างนโยบายผลักดันภาคเศรษฐกิจหลักของประเทศเข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้น	27
กล่องที่ 2	กรณีตัวอย่างนโยบายการควบรวมกิจการของ Sime Darby Group	30
กล่องที่ 3	พัฒนาการของ BT ในสิงคโปร์	38
กล่องที่ 4	กรณีตัวอย่างนโยบาย foreign listing ในสิงคโปร์	40

## ดัชนีตัวย่อ

GDP	=	Gross domestic product
Market cap.	=	Market capitalization
REIT	=	Real estate investment trust
BT	=	Business trust
IHC	=	Investment holding company
WFE	=	World federation of exchanges
IMF	=	International monetary fund
IPO	=	Initial public offering
SEO	=	Secondary equity offering
GLC	=	Government-linked company
บจ.	=	บริษัทจดทะเบียน
สรอ.	=	สหรัฐอเมริกา

## บทสรุปผู้บริหาร

การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศมีความสัมพันธ์เกี่ยวโยงกับพัฒนาการทางด้านการเงินอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ ในประเทศที่มีระดับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่สูง มักพบว่ามีการสร้างพื้นฐานทางการเงินที่ดีควบคู่กัน หากพิจารณาบทบาทของตลาดทุนในการทำหน้าที่สนับสนุนการเติบโตของเศรษฐกิจ พบว่าในประเทศที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจสามารถใช้ประโยชน์จากเครื่องมือทางการเงินในตลาดทุนรูปแบบต่างๆ ได้หลากหลาย มักมีข้อได้เปรียบในด้านโอกาสการทำธุรกิจและได้รับความสนใจจากผู้ระดมทุนและผู้ลงทุนทั้งในและต่างประเทศ ถือได้ว่าตลาดทุนช่วยเสริมสร้างภาวะความคล่องตัวของธุรกิจและสร้างความสมดุลด้านระบบการเงินให้กับกิจกรรมทางเศรษฐกิจของประเทศ

ในส่วนของตลาดหุ้น ซึ่งถือเป็นแหล่งระดมทุนแหล่งหนึ่งที่หลายประเทศได้ให้ความสำคัญ พบว่าประเทศที่เล็งเห็นความสำคัญของตลาดหุ้นมักใช้ตลาดหุ้นเป็นกลไกสำคัญที่ช่วยจัดสรรทุน ระดมทุนและติดตามดูแลการใช้ทุนอย่างมีประสิทธิภาพ ในทางตรงกันข้ามประเทศที่ตลาดหุ้นมีความล้าหลังหรือเติบโตอย่างขาดความสมดุลและไม่สอดคล้องกับโครงสร้างทางเศรษฐกิจ มักพบความเหลื่อมล้ำระหว่างโครงสร้างดังกล่าว ซึ่งจะก่อให้เกิดปัญหาตามมาแก่ผู้ร่วมตลาดทั้งหลาย อาทิ นักลงทุนได้รับความผันผวนจากปัจจัยภายนอกทั้งที่ปัจจัยที่มีผลต่อการผลิตภายในประเทศยังคงเข้มแข็งดี หรือภาคธุรกิจซึ่งไม่สามารถเข้าถึงการระดมทุนในตลาดหุ้น อาจทำให้มีต้นทุนทางการเงินสูง ส่งผลให้ไม่สามารถขยายธุรกิจตามภาวะเศรษฐกิจได้อย่างเหมาะสม นอกจากนี้การที่ตลาดหุ้นไม่สามารถเข้ามาทำหน้าที่อันได้แก่ ระดมทุน จัดสรรทุน และ ติดตามดูแลการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพย่อมทำให้การพัฒนาการของเศรษฐกิจในภาพรวมของประเทศนั้นๆ เป็นไปอย่างเชื่องช้า

การศึกษาได้พิจารณาความสมดุลระหว่างโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นกับโครงสร้างเศรษฐกิจของไทย พบว่ามีความเหลื่อมล้ำกันมากโดยภาคเศรษฐกิจหลัก ซึ่งได้แก่ภาคอุตสาหกรรมและภาคเกษตรกรรมมีสัดส่วนรวมกันสูงถึงร้อยละ 53 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) มีสัดส่วนมูลค่าตลาดในตลาดหุ้นเพียงร้อยละ 13 ในขณะที่ภาคพลังงานและการเงินซึ่งไม่ใช่ภาคเศรษฐกิจหลักของประเทศ (ร้อยละ 9 ของ GDP) แต่มีสัดส่วนมูลค่าตลาดในตลาดหุ้นสูงถึงร้อยละ 45 อีกทั้งหากพิจารณาการปรับเข้าสู่สมดุลในช่วง 5 ปีย้อนหลัง (2007 - 2011) พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างตลาดหุ้นและโครงสร้างเศรษฐกิจไทยมีการเปลี่ยนแปลงที่ปรับออกห่างสมดุลยิ่งขึ้นในหลายๆ ภาคเศรษฐกิจ

เมื่อเปรียบเทียบความสมดุลระหว่างโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นกับโครงสร้างเศรษฐกิจของไทยกับประเทศที่นำมาเป็นกรณีศึกษาได้แก่ มาเลเซียและสิงคโปร์ พบว่าตลาดหุ้นและโครงสร้างเศรษฐกิจของไทยยังขาดความสมดุลมาก แตกต่างจากมาเลเซียและสิงคโปร์ที่มีความสมดุลมากกว่าไทย ซึ่งการศึกษาได้ทดสอบโดยคำนวณค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (correlation coefficient) ระหว่างสัดส่วนมูลค่าตลาด (Market capitalization) และสัดส่วนของ GDP ของทั้งสามประเทศในปี 2011 พบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของมาเลเซียและสิงคโปร์เท่ากับ 0.44 และ 0.45 ตามลำดับ ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ของตลาดหุ้นกับโครงสร้างเศรษฐกิจที่ค่อนข้างสูง ในขณะที่ไทยมีค่าติดลบที่ -0.04 ซึ่งแสดงถึงตลาดหุ้นกับโครงสร้างเศรษฐกิจเติบโตอย่างขาดความสมดุลและไม่สอดคล้องกัน

ผู้วิจัยได้ศึกษาถึงนโยบายและมาตรการที่มาเลเซียและสิงคโปร์ดำเนินการเพื่อสร้างความสมดุลระหว่างโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นกับโครงสร้างเศรษฐกิจของทั้ง 2 ประเทศในช่วง 5 ปีย้อนหลัง (2007 - 2011) พบว่า มาเลเซียถือเป็นประเทศที่ดำเนินนโยบายและมาตรการสนับสนุนต่างๆ อย่างเข้มแข็ง เพื่อสนับสนุนการปรับตัวเข้าหาสมดุลในช่วงเวลาดังกล่าว และมีผลสำเร็จที่เกิดขึ้นอย่างเป็นรูปธรรม อาทิ การแปรรูปรัฐวิสาหกิจขนาดใหญ่ซึ่งอยู่ในภาคเศรษฐกิจหลักให้เข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้น และการใช้เครื่องมือทางการเงินต่างๆ ที่ช่วยเพิ่มมูลค่าตลาดให้แก่บริษัทที่รัฐเข้าไปเป็นผู้ถือหุ้นหลัก และการปรับปรุงกฎระเบียบที่เอื้อต่อการสนับสนุนธุรกิจให้เติบโตผ่านตลาดทุน เป็นต้น ในส่วนของสิงคโปร์แม้ว่าความสมดุลระหว่างโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นกับโครงสร้างเศรษฐกิจมีแนวโน้มลดลงในช่วง 5 ปีย้อนหลัง แต่ด้วยนโยบายที่มุ่งเน้นการเป็นศูนย์กลางทางการเงินของภูมิภาค ทำให้มาตรการต่างๆ สะท้อนไปในแนวทางที่สร้างความน่าสนใจและการเติบโตให้กับตลาดการเงินของประเทศ ซึ่งรวมถึงตลาดหุ้นที่เป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญ โดยสนับสนุนผลิตภัณฑ์ทางการเงินแบบใหม่ที่ตอบสนองความต้องการทั้งนักลงทุนและผู้ที่ต้องการระดมทุนได้เป็นอย่างดี ส่งผลให้มูลค่าตลาดของสิงคโปร์ยังเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง โดยผู้วิจัยเห็นว่ามาตรการในหลายๆ มาตรการของสิงคโปร์อาจสามารถนำมาปรับใช้ให้เหมาะสมกับกรณีของไทยได้

ข้อสรุปจากการศึกษาพบว่า กรณีศึกษาของทั้ง 2 ประเทศมีประเด็นที่เป็นประโยชน์และสามารถปรับใช้กับโครงสร้างของภาคเศรษฐกิจหลักของประเทศไทย เช่นในกรณีของมาเลเซียที่เน้นการผลิตภาคอุตสาหกรรมและเกษตรกรรมเช่นเดียวกับกรณีของไทย ดังนั้นถ้าจะให้ตลาดหุ้นสามารถทำหน้าที่ส่งเสริมภาคเศรษฐกิจหลักของประเทศ และมีโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นที่สอดคล้องกับโครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศแล้ว ควรมีมาตรการส่งเสริมการระดมทุนของบริษัทในภาคเศรษฐกิจหลักของประเทศ ดังนี้



1. ส่งเสริมให้รัฐวิสาหกิจในภาคเศรษฐกิจหลักของประเทศเข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้น (โดยเฉพาะในภาคอุตสาหกรรมและภาคเกษตรกรรม) อาทิเช่น การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย การไฟฟ้านครหลวง การรถไฟแห่งประเทศไทย บริษัท วิทยุการบินแห่งประเทศไทย จำกัด และการประปา นครหลวง
2. ลดอุปสรรคที่เกี่ยวข้องในการขยายกิจการของบริษัทจดทะเบียนในรูปแบบการควบรวมกิจการ (M&A) และรูปแบบ holding company เพื่อผู้ประกอบการที่มีศักยภาพได้รวมตัวกันให้มีมูลค่ากิจการที่ใหญ่พอในการใช้ตลาดหุ้นในการระดมทุนอย่างมีประสิทธิภาพ
3. ส่งเสริมให้บริษัทต่างประเทศที่ทำธุรกิจในภาคธุรกิจหลักของไทย เข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้น ในรูปแบบ foreign listing และ secondary listing โดยปรับปรุงกฎเกณฑ์ด้านการลงทุน มาตรการกฎหมายและภาษีให้จูงใจและสอดคล้องกับหลักปฏิบัติของธุรกิจ
4. ปรับกฎระเบียบต่างๆ ให้เอื้อต่อการออกผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ๆ ที่ช่วยเร่งให้มูลค่าตลาดของหุ้นในภาคเศรษฐกิจหลักปรับตัวเข้าสู่สมดุลได้รวดเร็วขึ้น เช่น REIT Business trust หรือปรับเกณฑ์รับเข้าจดทะเบียนที่สอดคล้องกับลักษณะพิเศษของแต่ละอุตสาหกรรมโดยเฉพาะในอุตสาหกรรมเป้าหมาย เช่น การผ่อนปรนเรื่อง track record ในภาคพลังงานทดแทน (renewable energy)



## บทนำ

โครงสร้างเศรษฐกิจของไทยพึ่งพิงภาคการผลิตสินค้าเป็นหลักโดยมูลค่าผลผลิตมวลรวมในประเทศ (GDP) สูงสุด 2 อันดับแรกมาจากภาคอุตสาหกรรมและภาคเกษตรกรรมซึ่งคิดเป็นสัดส่วนรวมกันกว่าร้อยละ 50 ของ GDP ของประเทศในปี 2011 และเมื่อพิจารณาถึงบทบาทของภาคการเงินในส่วนของตลาดหุ้นในการเป็นกลไกสนับสนุนการเติบโตของภาคเศรษฐกิจหลัก โดยพิจารณาจากมูลค่าตลาด (Market capitalization) ของตลาดหุ้น พบว่าบริษัทในภาคเศรษฐกิจทั้ง 2 มีบริษัทที่เข้าจดทะเบียนเพื่อระดมทุนในตลาดหุ้นจำนวนไม่มากและมีมูลค่าตลาดรวมกันเพียงร้อยละ 13 ของมูลค่าตลาดหุ้นทั้งหมดเท่านั้น สะท้อนให้เห็นถึงความไม่สมดุลระหว่างโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นและโครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศ

สถานการณ์ดังกล่าวย่อมส่งผลกระทบต่อผู้ร่วมตลาดในหลายภาคส่วน อาทิ นักลงทุนจะได้รับผลกระทบจากความผันผวนของภาคเศรษฐกิจที่มีบทบาทสูงในตลาดหุ้นและจากภาวะเศรษฐกิจโลก แม้ว่าเศรษฐกิจภายในประเทศยังคงมีความเข้มแข็ง นอกจากนี้แล้วนักลงทุนยังเสียโอกาสในการหาผลตอบแทนจากการลงทุนที่ดีในภาคเศรษฐกิจที่มีการเติบโตและเป็นตัวขับเคลื่อนภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศ ในส่วนของภาคธุรกิจ ผู้ประกอบการหรือบริษัทที่ไม่สามารถใช้ตลาดหุ้นเป็นทางเลือกในการระดมทุนย่อมเสียโอกาสในการขยายธุรกิจ และอาจประสบปัญหาการระดมทุนจากแหล่งที่มีต้นทุนการระดมทุนสูง อีกทั้งบริษัทหรือธุรกิจที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหุ้นมักจะขาดแรงจูงใจในการแข่งขันเพราะผลประกอบการไม่ได้ถูกนำมาเปรียบเทียบกับคู่แข่งในอุตสาหกรรมเดียวกันที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของตลาดหุ้น ในส่วนของตลาดหุ้น การที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจของประเทศไม่สนใจระดมทุนผ่านตลาดหุ้น ย่อมทำให้ตลาดหุ้นไม่สามารถทำหน้าที่เป็นกลไกในจัดสรร ระดมทุนและติดตามดูแลการใช้ทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพสูงสุด ซึ่งสุดท้ายย่อมส่งผลกระทบต่อศักยภาพในการขยายตัวของเศรษฐกิจของประเทศโดยรวม

งานศึกษานี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นกับโครงสร้างทางเศรษฐกิจในประเทศ ตลอดจนปัญหาและผลกระทบจากความไม่สมดุลที่เกิดขึ้น โดยทำการเปรียบเทียบสถานะของไทยกับกรณีศึกษาในมาเลเซียและสิงคโปร์ ซึ่งถือได้ว่ามีระดับการพัฒนาประเทศที่สามารถเทียบเคียงเป็นแบบอย่างให้กับประเทศไทยได้ ตลอดจนศึกษาถึงแนวทางแก้ไขในแต่ละประเทศเพื่อเป็นกรณีศึกษาให้หน่วยงานที่เกี่ยวข้องตระหนักถึงความจำเป็นที่ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างตลาดหุ้นและโครงสร้างทางเศรษฐกิจของประเทศต้องได้รับการแก้ไขดูแลให้มีการเติบโตอย่างเหมาะสมและสอดคล้องสมดุลกัน พร้อมทั้งระบุข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย โดยผู้ศึกษาหวังเป็นอย่างยิ่งว่างานศึกษาจะเป็น

ประโยชน์เชิงนโยบายให้กับหน่วยงานกำกับดูแลที่เกี่ยวข้อง นำแนวทางจากผลการศึกษาไปปรับใช้เพื่อช่วยให้  
โครงสร้างบริษัทจดทะเบียนมีความสมดุลและสอดคล้องกับภาคเศรษฐกิจจริงในอนาคตอันใกล้

## บทที่ 1: ทำไมโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นควรสมดุลและสอดคล้องกับโครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศ

โครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศใดประเทศหนึ่ง ย่อมสะท้อนมาจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ดำเนินอยู่หรือเกิดขึ้นในประเทศนั้นๆ ในประเทศที่ระบบเศรษฐกิจมีอัตราการเติบโตดี และกิจกรรมทางเศรษฐกิจได้รับการจัดสรรทรัพยากรและมีการติดตามดูแลอย่างเหมาะสม กิจกรรมทางเศรษฐกิจก็มักมีความแข็งแกร่งสามารถเสริมสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับประเทศ และได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยภายนอกในระดับที่ต่ำกว่าประเทศที่ละเลยในเรื่องดังกล่าว

เป็นที่ทราบกันดีว่า การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศใดประเทศหนึ่งมีความสัมพันธ์เกี่ยวโยงกับพัฒนาการทางด้านการเงินอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ ในประเทศที่มีระดับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่สูงมักพบว่า มีระบบโครงสร้างพื้นฐานทางด้านการเงินที่ดีรองรับควบคู่กันไป ซึ่งหากพิจารณาบทบาทของตลาดทุนที่มีต่อระดับการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศแล้ว ประเทศที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจสามารถใช้ประโยชน์จากเครื่องมือทางการเงินในตลาดทุนรูปแบบต่างๆ ได้อย่างหลากหลาย มักมีข้อได้เปรียบในด้านโอกาสการทำธุรกิจและได้รับความสนใจจากผู้ระดมทุน และผู้ลงทุนทั้งในและต่างประเทศ ถือได้ว่าตลาดทุนช่วยเสริมสร้างภาวะความคล่องตัวของธุรกิจและสร้างความสมดุลด้านระบบการเงินให้กับกิจกรรมทางเศรษฐกิจของประเทศ

หากพิจารณาในส่วน of ตลาดหุ้น ซึ่งถือเป็นแหล่งระดมทุนแหล่งหนึ่งที่หลาย ๆ ประเทศได้ให้ความสำคัญ พบว่า ประเทศที่เล็งเห็นความสำคัญของตลาดหุ้นมักใช้ตลาดหุ้นเป็นกลไกสำคัญที่ช่วยจัดสรรทุนระดมทุนและติดตามดูแลการใช้ทุนอย่างมีประสิทธิภาพ ในทางตรงกันข้ามประเทศที่ตลาดหุ้นมีความล้าหลังหรือเติบโตอย่างขาดความสมดุลและสอดคล้องกับโครงสร้างทางเศรษฐกิจ เช่น บริษัทที่เข้าระดมทุนในตลาดหุ้นในสัดส่วนที่สูงไม่ใช่บริษัทที่เป็นธุรกิจหลักของประเทศ หรือ บริษัทที่เข้าระดมทุนมีความกระจุกตัวในภาคการผลิตใดการผลิตหนึ่งมากเกินไป ย่อมจะไม่สามารถทำหน้าที่ของการระดม จัดสรร และติดตามดูแลการใช้ทรัพยากรในประเทศได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลกระทบต่อ การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ และค่าเสียโอกาสของผู้ร่วมตลาดที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

## ผลกระทบต่อนักลงทุน

- นักลงทุนขาดโอกาสลงทุนในภาคธุรกิจที่มีแนวโน้มเติบโตดีและเป็นภาคธุรกิจหลักที่ขับเคลื่อนระบบเศรษฐกิจของประเทศผ่านตลาดหุ้น

ในประเทศที่ระบบเศรษฐกิจมีอัตราการเติบโตที่ดี ภาคเศรษฐกิจซึ่งมีบทบาทสำคัญในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับประเทศ ย่อมมีความต้องการใช้เงินทุนเพื่อดำเนินการและการขยายกิจการ ดังนั้นหากภาคเศรษฐกิจไม่สามารถมีแหล่งทางเลือกในการระดมทุน หรือไม่ให้ความสำคัญกับการระดมทุนรูปแบบอื่น นอกเหนือจากการกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์ ย่อมจะเป็นข้อจำกัดในการดำเนินธุรกิจอีกทั้งยังถือเป็นการปิดโอกาสสำหรับนักลงทุนที่มีความต้องการจะมีส่วนร่วมในการถือหุ้นของกิจการที่มีแนวโน้มเติบโตดีและเป็นภาคเศรษฐกิจหลักที่ขับเคลื่อนการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ ผ่านเครื่องมือทางการเงินต่างๆ และตลาดหุ้น

- ตลาดหุ้นที่มีมูลค่าตลาดของภาคเศรษฐกิจหลักของประเทศในสัดส่วนที่ต่ำมักจะทำให้ นักลงทุนได้รับผลกระทบจากความผันผวนของปัจจัยภายนอกตามภาวะเศรษฐกิจโลก แม้ว่า ภาวะธุรกิจและเศรษฐกิจในประเทศยังอยู่ในเกณฑ์ดี

ประเทศที่ตลาดหุ้นมีมูลค่าตลาดของภาคเศรษฐกิจหลักของประเทศในสัดส่วนที่ต่ำ หรือบริษัทเข้าจดทะเบียนกระจุยตัวอยู่ในภาคธุรกิจที่ไม่ใช่ภาคเศรษฐกิจหลักของประเทศในสัดส่วนที่สูง จะทำให้ภาพรวมของตลาดหุ้นแปรผันโดยตรงกับการเปลี่ยนแปลงของหุ้นที่มีมูลค่าตลาดเป็นสัดส่วนที่สูงเช่นกัน และมักได้รับผลกระทบจากความผันผวนของปัจจัยภายนอกที่เชื่อมโยงกับภาคธุรกิจที่มีบทบาทในตลาดหุ้นนั้น ตลอดจนได้ผลกระทบจากภาวะวิกฤติเศรษฐกิจโลกได้ง่ายกว่าแม้ว่าเศรษฐกิจพื้นฐานยังเติบโตอยู่ในเกณฑ์ดีก็ตาม เช่นกรณีของประเทศไทย ที่หุ้นกลุ่มพลังงานที่ไม่ได้เป็นภาคการผลิตหลักของประเทศ แต่ในตลาดหุ้นมีสัดส่วนของมูลค่าตลาดหุ้นกลุ่มพลังงานสูงถึงร้อยละ 24 ของมูลค่าตลาดรวม ซึ่งทำให้ที่ผ่านมตลาดหุ้นไทยมักได้รับผลกระทบจากความผันผวนของวิกฤติการณ์น้ำมันในช่วงต่างๆ เป็นต้น

### ผลกระทบต่อธุรกิจ

- ธุรกิจบางกลุ่มไม่สามารถระดมทุนผ่านตลาดหุ้นได้อย่างสอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของโอกาสทางธุรกิจได้อย่างเหมาะสม เป็นข้อจำกัดสำหรับการดำเนินธุรกิจ เสียโอกาสในการระดมทุนเพื่อขยายธุรกิจ

ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในหลายๆ ประเทศ ถือเป็นฐานการผลิตที่ผู้ผลิตอยู่เป็นจำนวนมาก มักไม่ค่อยให้ความสำคัญกับการระดมทุนผ่านตลาดหุ้น ซึ่งเกิดจากข้อจำกัดทั้งจากปัจจัยภายในของธุรกิจและปัจจัยด้านเงื่อนไขและกฎเกณฑ์การระดมทุนในตลาดหุ้น ซึ่งถือเป็นอุปสรรคสำคัญที่ทำให้ผู้ประกอบการขาดโอกาสและทางเลือกที่จะระดมทุนจากเครื่องมือการเงินอื่นในช่วงที่ธุรกิจอยู่ในช่วงการเติบโตและขยายกิจการ เช่น การระดมทุนผ่านตลาดหุ้น ซึ่งนอกจากเสียโอกาสในการระดมทุนเพื่อขยายธุรกิจให้เติบโตในช่วงเวลาที่เหมาะสมแล้ว ยังส่งผลถึงภาระด้านต้นทุนการระดมทุนที่อาจสูงกว่าเกณฑ์ปกติด้วย

### ผลกระทบต่อตลาดหุ้น

- ตลาดหุ้นที่มีบริษัทจดทะเบียนในภาคธุรกิจใดธุรกิจหนึ่งมากเกินไป อาจมีผลให้ตลาดหุ้นมีความผันผวนสูง

ตลาดหุ้นในประเทศที่มีบริษัทจดทะเบียนในภาคธุรกิจใดธุรกิจหนึ่งมากเกินไป ย่อมเกิดภาวะของการกระจุกตัวของปริมาณการซื้อขายและสภาพคล่องอยู่เพียงในธุรกิจเพียงบางกลุ่ม ตลอดจนขาดผู้ลงทุนที่หลากหลายที่จะช่วยกระจายความเสี่ยงต่างๆ นอกจากนี้ภาพรวมของตลาดหุ้นที่ถูกชี้นำโดยธุรกิจใดธุรกิจหนึ่งมากเกินไป ย่อมส่งผลให้ตลาดหุ้นขาดความสมดุลไม่สามารถเป็นทางเลือกในการลงทุนที่เหมาะสมให้แก่นักลงทุนได้

- ตลาดหุ้นที่ขาดความสมดุลมักจะเป็นตลาดหุ้นที่มีมูลค่าตลาดเล็กเมื่อเปรียบเทียบกับขนาดเศรษฐกิจของประเทศและตลาดหุ้นคู่แข่ง เป็นอุปสรรคต่อความสามารถในการดึงดูดเงินลงทุน มักถูกมองข้ามและไม่ได้รับความสนใจจากนักลงทุน

ตลาดหุ้นที่ขาดความสมดุล จะพบปัญหาสภาพคล่องและระดับของปริมาณการซื้อขายที่เกิดขึ้นมากเพียงบางภาคธุรกิจ ทำให้ภาพการซื้อขายโดยรวมมีไม่มากและส่งผลให้ตลาดหุ้นแห่งนั้นมีขนาดเล็ก เนื่องจากได้รับความสนใจจากนักลงทุนเพียงหุ้นในภาคธุรกิจเพียงบางกลุ่ม ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนที่มีขนาดการลงทุนขนาดใหญ่ เช่น นักลงทุนสถาบัน ซึ่งมักจะมองข้ามขนาดของตลาดหุ้นที่ไม่สามารถรองรับเงินลงทุนขนาดใหญ่และขาดสภาพคล่องที่มากพอได้ อีกทั้งภายใต้ภาวะตลาดหุ้นโลกที่เปิดเสรีมากขึ้นเป็นลำดับนี้ นักลงทุนต่างประเทศย่อมทำการเปรียบเทียบตลาดหุ้นทุกแห่งก่อนตัดสินใจลงทุน ซึ่งท้ายที่สุดแล้วตลาดหุ้นที่มีมูลค่าตลาดเล็กและมีสภาพคล่องที่ต่ำย่อมจะไม่ได้ได้รับความสนใจลงทุน เกิดค่าเสียโอกาสในการดึงดูดเงินลงทุนจากต่างประเทศเพื่อนำมาพัฒนาประเทศ

#### ผลกระทบต่อเศรษฐกิจโดยรวม

- ตลาดหุ้นที่ไม่มีบริษัทจดทะเบียนจากภาคเศรษฐกิจหลักของประเทศ หรือจากภาคธุรกิจอย่างหลากหลาย ทำให้กลไกการติดตามดูแลการใช้ทรัพยากรของประเทศซึ่งควรเป็นหน้าที่สำคัญของตลาดหุ้น ไม่สามารถทำหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพในภาคเศรษฐกิจหลักของประเทศ

บทบาทที่สำคัญประการหนึ่งของตลาดหุ้นได้แก่ การระดมทุน จัดสรรทุน และติดตามดูแลการใช้ทรัพยากรในประเทศให้เกิดประสิทธิภาพแก่ระบบเศรษฐกิจ ดังนั้นตลาดหุ้นที่ขาดบริษัทจากภาคเศรษฐกิจหลักของประเทศเข้าจดทะเบียน หรือไม่มีภาคธุรกิจเข้าจดทะเบียนอย่างหลากหลาย ย่อมจะไม่สามารถทำหน้าที่ติดตามดูแลการเคลื่อนไหวหรือส่งสัญญาณทางธุรกิจ ตลอดจนสะท้อนปัญหาต่างๆ ของธุรกิจผ่านระบบการกำกับดูแลของตลาดหุ้น ไม่สามารถให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ที่จะเอื้อต่อการแก้ปัญหาหรือการวางนโยบายของภาครัฐให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงหรือสภาพการแข่งขันที่เกิดขึ้นได้อย่างทันต่อเหตุการณ์ได้ ซึ่งท้ายที่สุดย่อมส่งผลเสียต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศโดยรวม



- ภาคธุรกิจสำคัญของประเทศ ขาดการผลักดันตนเองให้ดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น เนื่องจากยังไม่ถูกเปรียบเทียบกับบริษัทคู่แข่งในกลุ่มธุรกิจเดียวกันทั้งในและต่างประเทศ ผ่านกระบวนการติดตามและดูแลของตลาดหุ้น

ธุรกิจที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้น จะถูกกำกับดูแล และตรวจสอบการดำเนินธุรกิจทั้งจากผู้ถือหุ้นและจากเกณฑ์มาตรฐานการกำกับดูแลของตลาดหุ้นที่กำหนดไว้ ทำให้ธุรกิจต้องดำเนินธุรกิจอย่างมีประสิทธิภาพ อยู่เสมอ ในทางตรงกันข้ามภาคธุรกิจที่ยังไม่เข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้น ธุรกิจย่อมขาดการกำกับดูแลและตรวจสอบผ่านกระบวนการของตลาดหุ้น ย่อมขาดแรงจูงใจหรือแรงกดดันให้พัฒนาประสิทธิภาพในการดำเนินธุรกิจของตนเอง เนื่องจากไม่ถูกเปรียบเทียบกับคู่แข่งในอุตสาหกรรมเดียวกันทั้งในประเทศและต่างประเทศ

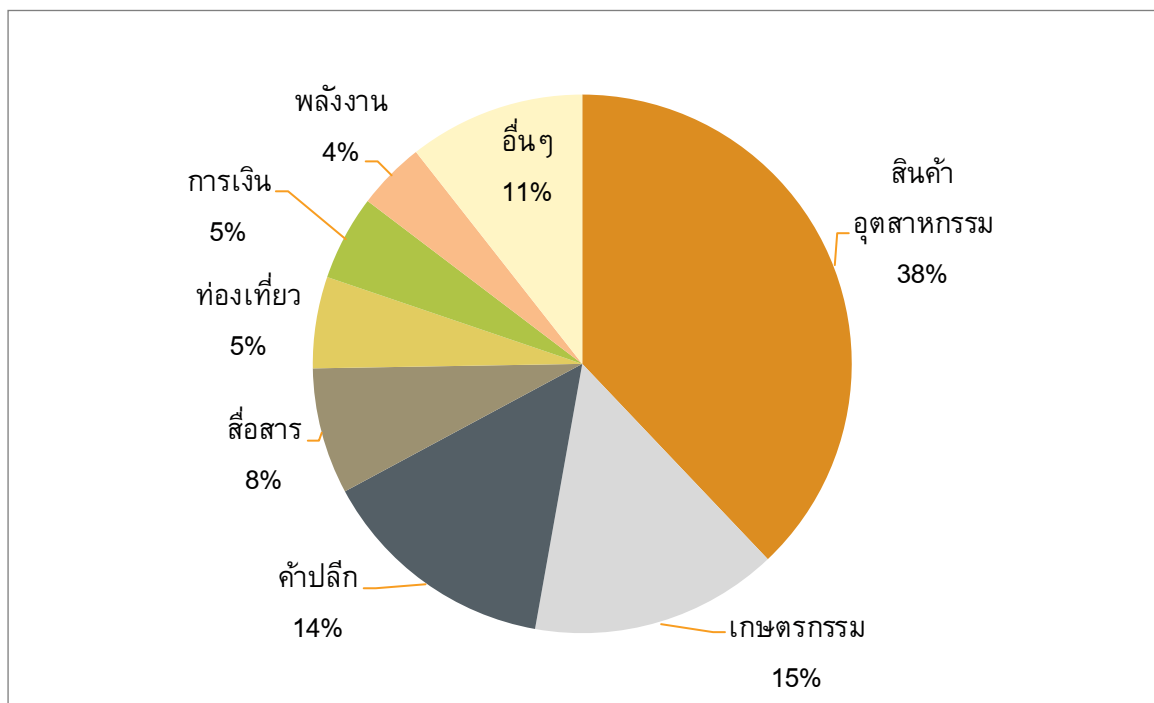
## บทที่ 2: ตรวจสอบสถานะความสมดุลระหว่างตลาดหุ้นกับโครงสร้างเศรษฐกิจของไทย

### 2.1 โครงสร้างเศรษฐกิจไทย

โครงสร้างเศรษฐกิจของไทยประกอบด้วยภาคเศรษฐกิจสำคัญได้แก่ภาคการผลิตสินค้าและภาคบริการ โดยพึ่งพิงภาคการผลิตสินค้าเป็นหลัก ในปี 2011 มูลค่าการผลิตของภาคการผลิตสินค้าคิดเป็นร้อยละ 63 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ในขณะที่มูลค่าการผลิตจากภาคบริการคิดเป็นร้อยละ 37 ของ GDP

หากพิจารณารายละเอียดภาคการผลิตสินค้า พบว่า ภาคเศรษฐกิจที่มีมูลค่าการผลิตสูงสุดสองอันดับแรกในปี 2011 ได้แก่ ภาคอุตสาหกรรมและเกษตรกรรมซึ่งมีมูลค่าการผลิตรวมกันร้อยละ 53 ของ GDP (หรือร้อยละ 38 และ 15 ตามลำดับ) มีอัตราการเติบโตโดยเฉลี่ยในช่วง 5 ปี (2007 - 2011) คิดเป็นร้อยละ 18 และ 55 ตามลำดับ ในส่วนภาคบริการ ภาคเศรษฐกิจที่มีบทบาทสำคัญได้แก่ ภาคค้าปลีก, สื่อสาร และท่องเที่ยว ซึ่งมีมูลค่าการผลิตคิดเป็นร้อยละ 14 8 และ 5 ตามลำดับ (ภาพที่ 1)

ภาพที่ 1: โครงสร้างเศรษฐกิจของไทยในปี 2011



ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (NESDB)

## 2.2 โครงสร้างตลาดหุ้น

หากพิจารณาภาคเศรษฐกิจที่มีบทบาทสำคัญในตลาดหุ้น โดยพิจารณาจากมูลค่าตลาดของหุ้นในภาคเศรษฐกิจที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้น พบว่า ภาคเศรษฐกิจที่มีสัดส่วนของมูลค่าตลาดสูงสุด 2 อันดับแรก ได้แก่ ภาคพลังงานและการเงิน โดยในปี 2011 มูลค่าตลาดของทั้ง 2 ภาคเศรษฐกิจรวมกัน คิดเป็นร้อยละ 45 ของมูลค่าตลาดหุ้นรวม โดยหากพิจารณาทบทวนด้านการสร้างมูลค่าการผลิตของประเทศของทั้ง 2 ภาคเศรษฐกิจรวมกันจะมีเพียงร้อยละ 9 ของ GDP เท่านั้น ในขณะที่ภาคเศรษฐกิจซึ่งถือเป็นตัวขับเคลื่อนหลัก ระบบเศรษฐกิจของประเทศ ได้แก่ ภาคอุตสาหกรรมและภาคเกษตรกรรมที่มีสัดส่วนของมูลค่าการผลิตรวมกัน สูงกว่าร้อยละ 50 ของ GDP แต่มีมูลค่าตลาดคิดเป็นเพียงร้อยละ 13 ของมูลค่าตลาดหุ้นทั้งหมดเท่านั้น (ตารางที่ 1)

**ตารางที่ 1: สัดส่วนมูลค่าตลาด และ GDP รายภาคเศรษฐกิจของไทยในปี 2011**

ภาคเศรษฐกิจ	%market cap.	%GDP
<b>ภาคการผลิตสินค้า</b>	<b>49%</b>	<b>63%</b>
เกษตรกรรม	5%	15%
พลังงาน	24%	4%
อุตสาหกรรม	8%	38%
สาธารณูปโภค	3%	3%
ก่อสร้าง	8%	3%
<b>ภาคบริการ</b>	<b>51%</b>	<b>37%</b>
ค้าปลีก	8%	14%
ท่องเที่ยว	2%	5%
สื่อสาร	12%	8%
การเงิน	21%	5%
อสังหาริมทรัพย์	5%	3%
โรงพยาบาล	3%	2%
ทั้งหมด	100%	100%

ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (NESDB), Bloomberg

หมายเหตุ: GDP ปี 2011 (at current market price), market cap. ณ สิ้นปี 2011

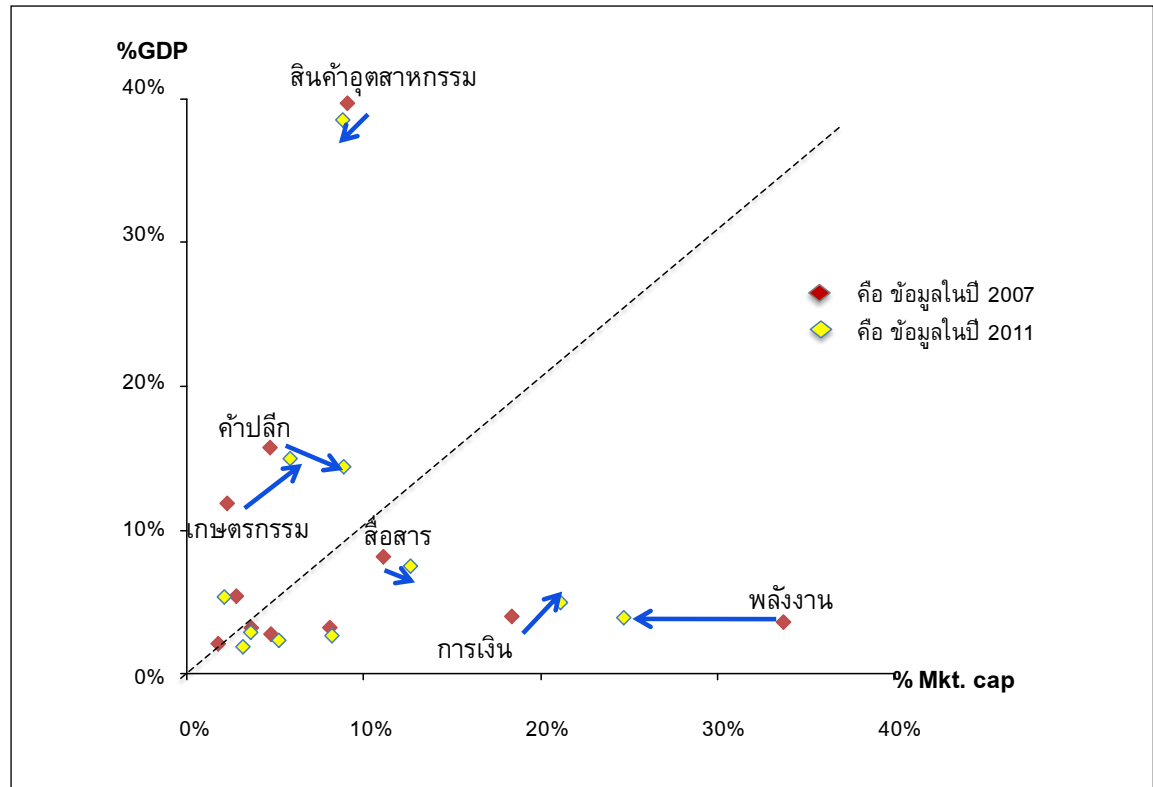
จากข้อมูลข้างต้น สะท้อนให้เห็นว่า ตลาดหุ้นของไทยมีลักษณะของการเติบโตที่ไม่สอดคล้องและสมดุลงกับกิจกรรมทางเศรษฐกิจของประเทศ โดยเฉพาะภาคเศรษฐกิจหลักที่มีบทบาทสร้างความเจริญเติบโตให้กับระบบเศรษฐกิจของประเทศ ไม่ได้ใช้ประโยชน์หรือได้รับการสนับสนุนด้านแหล่งเงินทุนจากตลาดหุ้นในการสนับสนุนการเติบโตของธุรกิจในระดับที่ต่ำอยู่

การศึกษา ได้พิจารณาถึงการปรับตัวเข้าสู่สมดุลระหว่างตลาดหุ้นกับภาคเศรษฐกิจของประเทศในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา (ตั้งแต่ปี 2007 - 2011) ซึ่งพบว่า ในปี 2011 ปัญหาความไม่สมดุลมีมากขึ้นหากเปรียบเทียบกับปี 2007 โดยพบว่าภาระหนี้ห่างจากสมดุลมีมากขึ้นทั้งในภาคการผลิตสินค้าและภาคบริการ (ภาพที่ 2) ดังนี้

ภาคการผลิตสินค้า พบว่า ในปี 2011 ซึ่งหากพิจารณาในรายละเอียดของภาคเศรษฐกิจ จะพบว่า แม้ภาคพลังงานที่มีบทบาทในตลาดหุ้นสูงมาโดยตลอด มีทิศทางที่ปรับตัวเข้าสู่สมดุลมากขึ้นก็ตาม สังเกตได้จากสัดส่วนของมูลค่าตลาดที่ปรับลดลงอย่างมีนัยสำคัญ แต่ภาคเศรษฐกิจที่ถือเป็นภาคเศรษฐกิจหลักของประเทศ เช่น ภาคอุตสาหกรรมและเกษตรกรรมมีระดับการเปลี่ยนแปลงเพื่อปรับตัวเข้าสู่สมดุลไม่มากนัก

ภาคบริการ หากพิจารณาในรายละเอียดแยกตามภาคเศรษฐกิจจะพบว่า แม้ภาคค้าปลีกปรับตัวเข้าสู่สมดุลมากขึ้น แต่ในภาคสื่อสาร และการเงินกลับมีทิศทางปรับตัวออกจากสมดุลมากกว่า ซึ่งอาจกล่าวได้ตลอดช่วง 5 ปีที่ผ่านมาความสัมพันธ์ระหว่างตลาดหุ้นกับภาคเศรษฐกิจของไทยกลับมีความเหลื่อมล้ำหนี้ห่างจากสมดุลมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง

**ภาพที่ 2: การปรับตัวเข้าสู่สมดุลของไทยรายภาคเศรษฐกิจจากปี 2007 - 2011**



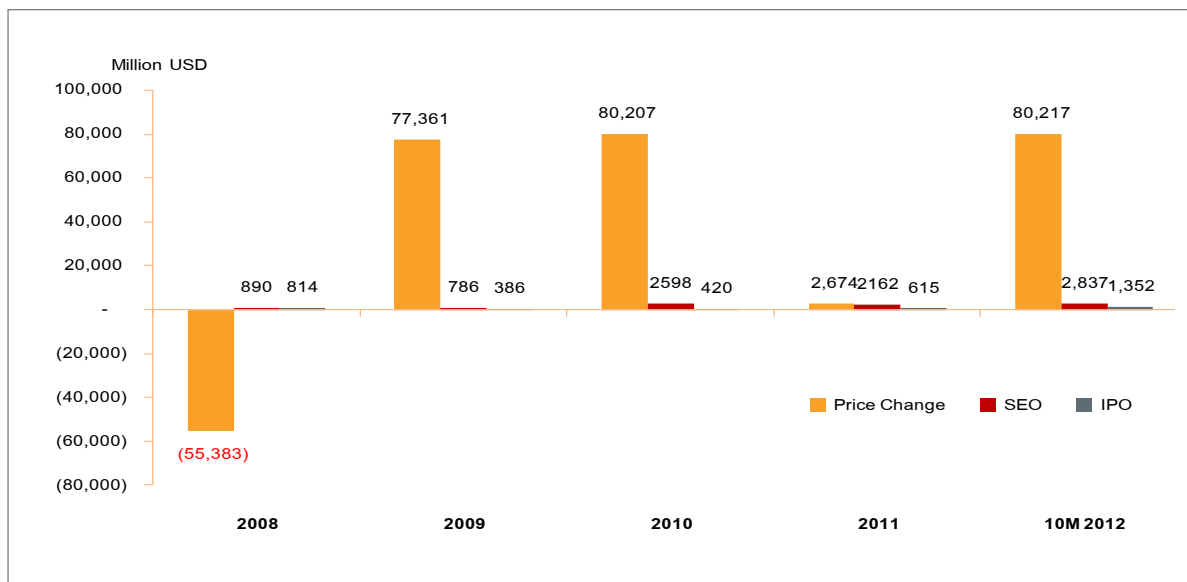
ที่มา: NESDB, Bloomberg

การศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีบทบาทต่อการปรับตัวสู่ความสมดุลสูงคือ การเปลี่ยนแปลงของมูลค่าตลาดของตลาดหุ้นมากกว่าการเปลี่ยนแปลงตัวแปรด้าน GDP เนื่องจากพบว่า GDP ของไทยมีการขยายตัวที่ค่อนข้างคงที่ในแต่ละปี ดังนั้นหากพิจารณาตัวแปรด้านมูลค่าตลาดของตลาดหุ้น การศึกษาพบว่าองค์ประกอบที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงมูลค่าตลาดในตลาดหุ้นไทยมาจาก 3 ส่วนสำคัญ ได้แก่

1. การเปลี่ยนแปลงของระดับราคาหุ้น โดยเฉพาะในหุ้นกลุ่มที่มีบทบาทในตลาดสูง
2. การระดมทุนในตลาดแรก (Initial public offering: IPO) <sup>1</sup>
3. การระดมทุนในตลาดรอง (Secondary equity offering: SEO) <sup>2</sup>

จากภาพที่ 3 จะเห็นว่าในช่วง 5 ปี (2007 - 2012) การเปลี่ยนแปลงของมูลค่าตลาดหุ้น เกิดจากองค์ประกอบสำคัญ คือ การเปลี่ยนแปลงของระดับราคาเป็นหลัก โดยจะเห็นได้ว่าการเปลี่ยนแปลงของราคามีสัดส่วนที่สูงมากในมูลค่าตลาดหุ้นโดยรวม ในขณะที่องค์ประกอบด้านการระดมทุนครั้งแรก (IPO) และการระดมทุนเพิ่มในตลาดรอง (SEO) ซึ่งเป็นองค์ประกอบที่สะท้อนถึงการให้ความสำคัญของภาคธุรกิจเพื่อระดมทุนและขยายกิจการนั้นมีในสัดส่วนที่ต่ำมาก

**ภาพที่ 3: องค์ประกอบของการเปลี่ยนแปลงมูลค่าตลาดในตลาดหุ้นไทยตั้งแต่ปี 2007 - 2012**



ที่มา: Bloomberg, SETSMART

<sup>1</sup> Initial Public Offering (IPO) หมายถึง การที่บริษัท มหาชน จำกัด นำหลักทรัพย์เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก ส่วนใหญ่มีจุดประสงค์เพื่อระดมเงินทุนไปขยายกิจการ และเพื่อกระจายการถือครองหลักทรัพย์ให้แก่ประชาชน

<sup>2</sup> Secondary Equity Offering (SEO) หมายถึง การที่บริษัท มหาชน จำกัด ระดมทุนในตลาดรอง

หากพิจารณาบทบาทด้านการระดมทุนในตลาดหุ้น ซึ่งถือว่าเป็นเครื่องมือส่งเสริมและสนับสนุนการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ (ตารางที่ 2) พบว่า ในรอบ 5 ปี (2007 - 2011) ภาคเศรษฐกิจที่ให้ความสำคัญกับตลาดหุ้นสูงสุด 3 อันดับแรก ได้แก่ ภาคอสังหาริมทรัพย์ ค้าปลีก และพลังงาน โดยมูลค่าการระดมทุนคิดเป็นร้อยละ 36 20 และ 15 ของมูลค่าการระดมทุนรวมในช่วง 5 ปีที่มีจำนวน 3.3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ. ซึ่งเป็นที่น่าสังเกตว่าภาคเศรษฐกิจทั้ง 3 ไม่ใช่ภาคเศรษฐกิจหลักของประเทศ สะท้อนให้เห็นว่าภาคเศรษฐกิจหลักของประเทศยังไม่ได้ให้ความสำคัญกับการใช้ตลาดหุ้นเป็นแหล่งทางเลือกในการระดมทุนเพื่อสร้างการเติบโตทางธุรกิจ

**ตารางที่ 2: การเข้าจดทะเบียนของหุ้น IPO ในตลาดหุ้นไทยตั้งแต่ปี 2007 - 2Q/2012**

ภาคเศรษฐกิจ	จำนวนบริษัทจดทะเบียน							Total IPO Amount (million USD)	สัดส่วนตามมูลค่าหุ้น IPO
	2007	2008	2009	2010	2011	2Q/2012	ทั้งหมด		
<b>ภาคการผลิตสินค้า</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>3</b>	<b>37</b>	<b>900.2</b>	<b>27%</b>
เกษตรกรรม	-	-	-	-	1	-	1	52.9	2%
พลังงาน	2	4	3	-	1	-	10	523.1	15%
สินค้าอุตสาหกรรม	3	2	3	4	5	2	19	235.6	7%
สาธารณูปโภค	-	-	-	-	-	-	-	-	0%
ก่อสร้าง	1	1	3	-	1	1	7	88.6	3%
<b>ภาคบริการ</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>52</b>	<b>2,479.1</b>	<b>73%</b>
ค้าปลีก	2	3	2	2	1	1	11	683.9	20%
ท่องเที่ยว	-	-	-	-	-	1	1	228.9	7%
สื่อสาร	1	1	3	4	-	-	9	56.9	2%
การเงิน	-	-	1	1	2	1	5	293.1	9%
อสังหาริมทรัพย์	5	5	6	2	6	1	25	1,210.9	36%
โรงพยาบาล	-	-	-	-	-	1	1	5.5	0%
<b>ทั้งหมด</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>21</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>8</b>	<b>89</b>	<b>3,379.3</b>	<b>100%</b>

หมายเหตุ: Tesco Lotus Retail Growth Freehold & Leasehold Property Fund (TLGF) ได้ถูกย้ายจากภาค

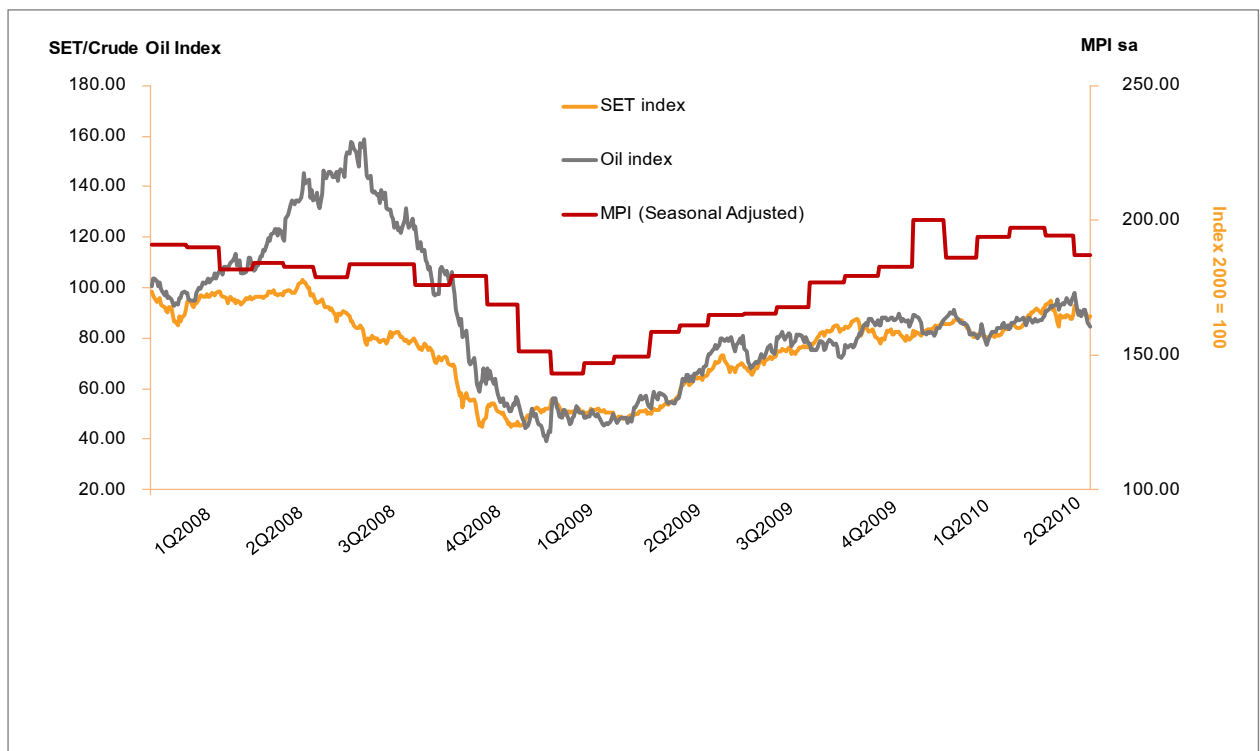
อสังหาริมทรัพย์ไปอยู่ในภาคค้าปลีก เพื่อความเหมาะสมในการวิเคราะห์ข้อมูล

ที่มา: Bloomberg, SETSMART

ด้วยโครงสร้างตลาดหุ้นที่มีลักษณะข้างต้น ตลาดหุ้นไทยจึงมีลักษณะของตลาดที่มีปัญหาและข้อจำกัด  
ดังนี้

1. นักลงทุนในตลาดหุ้นไทยได้รับความผันผวนจากปัจจัยภายนอกประเทศ แม้ว่าโครงสร้างภาคธุรกิจ และเศรษฐกิจของประเทศยังมีความแข็งแกร่ง เนื่องจากตลาดหุ้นไทยถูกชักนำด้วยหุ้นที่มีมูลค่าตลาดสูง เช่น หุ้นกลุ่มน้ำมันซึ่งมีราคาแปรปรวนตามเศรษฐกิจโลก (ภาพที่ 4)

**ภาพที่ 4: การเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหุ้น ดัชนีราคาน้ำมัน และ ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมใน  
ประเทศไทยในช่วงปี 2008 - 2Q/2010**



ที่มา: Bloomberg, SETSMART, สำนักงานเศรษฐกิจอุตสาหกรรม (สศอ.)

2. นักลงทุนทั้งในและต่างประเทศเสียโอกาสในการลงทุนในธุรกิจหลักที่เป็นตัวขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทย อย่างเช่น ภาคอุตสาหกรรมและเกษตรกรรม เนื่องจากบริษัทในกลุ่มดังกล่าวเข้ามาจดทะเบียนน้อย และบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดเล็ก ดังจะเห็นได้จากตารางที่ 3 ภาคอุตสาหกรรมและเกษตรกรรม มีจำนวนบริษัทเข้าจดทะเบียน 39 และ 119 บริษัทตามลำดับ แต่มีบริษัทขนาดใหญ่ในระดับที่มูลค่าตลาดมากกว่า 1 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ. เพียง 2 และ 4 รายตามลำดับ

โดยสรุป ตลาดหุ้นไทยยังขาดความสมดุลกับโครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศอยู่มาก โดยภาคเศรษฐกิจหลักที่เป็นตัวขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศไม่ได้ให้ความสำคัญ หรือขาดโอกาสในการใช้ตลาดหุ้นเป็นเครื่องมือการเงินในการระดมทุนเพื่อประกอบกิจการหรือขยายกิจการ อีกทั้งหากพิจารณาในส่วนของโครงสร้างตลาดหุ้น จะพบว่ามูลค่าตลาดที่เติบโตมาจากกลไกด้านราคาหุ้นเป็นหลักมากกว่าบทบาทด้านการเป็นแหล่งระดมทุนของกิจกรรมทางเศรษฐกิจ ทำให้มักได้รับความผันผวนจากปัจจัยแวดล้อมที่สัมพันธ์กับหุ้นที่มีบทบาทสูงในตลาดหุ้น

ตารางที่ 3 จำนวนบริษัทจดทะเบียนจำแนกตามภาคเศรษฐกิจและขนาดของมูลค่าตลาดในปี 2012

ภาคเศรษฐกิจ	GDP Growth 2007-2011	Market Cap. Range (USD)			ทั้งหมด
		> 1 Billion	0.1-1 Billion	< 0.1 Billion	
การเงิน	56%	9	10	54	73
เกษตรกรรม	55%	2	9	28	39
พลังงาน	38%	6	12	34	52
ท่องเที่ยว	24%	2	6	15	23
โรงพยาบาล	21%	2	1	15	18
อุตสาหกรรม	18%	4	23	92	119
สาธารณูปโภค	17%	3	3	1	7
สื่อสาร	14%	5	9	49	63
ค้าปลีก	12%	6	10	54	70
อสังหาริมทรัพย์	12%	2	14	64	80
ก่อสร้าง	8%	2	11	31	44
<b>ทั้งหมด</b>	<b>23%</b>	<b>43</b>	<b>108</b>	<b>437</b>	<b>588</b>

ที่มา: Bloomberg

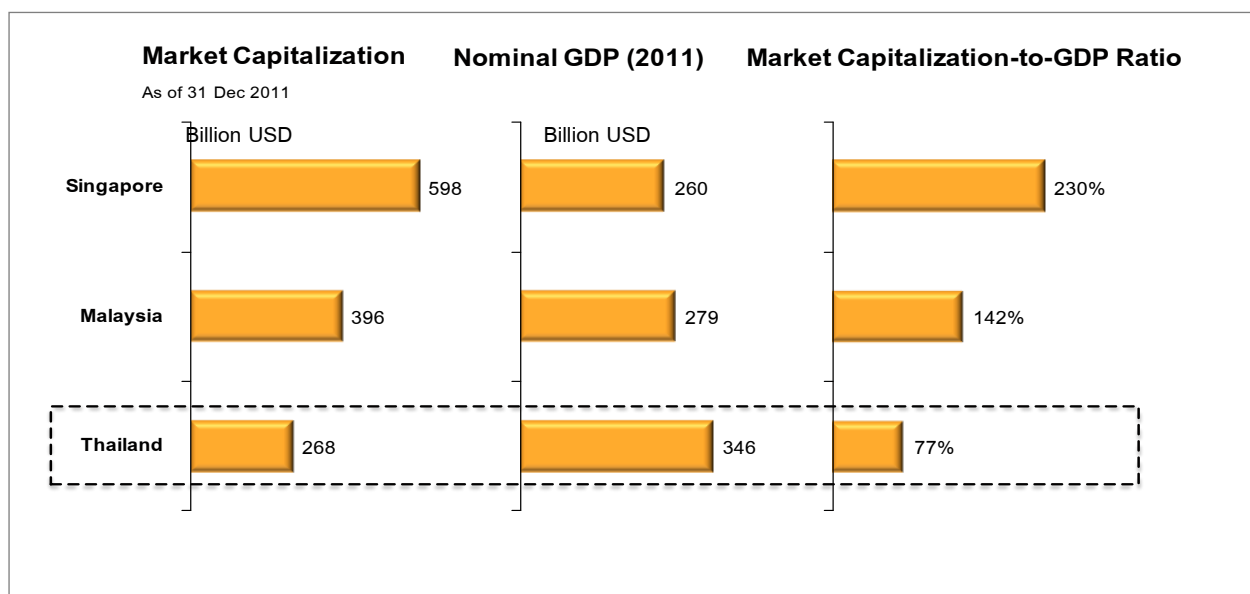


### บทที่ 3: เปรียบเทียบความสมดุลของโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นกับโครงสร้างเศรษฐกิจของไทย มาเลเซียและสิงคโปร์

งานศึกษาได้พิจารณาถึงกรณีศึกษาในมาเลเซียและสิงคโปร์ เพื่อเปรียบเทียบความสมดุลของโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นกับโครงสร้างเศรษฐกิจของทั้ง 2 ประเทศ ดังนี้

นอกจากประเทศไทยยังขาดความสมดุลระหว่างตลาดหุ้นและภาคเศรษฐกิจหลักของประเทศอยู่มากแล้ว หากพิจารณาด้าน market cap. ต่อ GDP สัดส่วนของไทยยังค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับประเทศมาเลเซียและสิงคโปร์อีกด้วย ทั้งที่ประเทศไทยมี GDP สูงที่สุดใน 3 ประเทศแต่กลับมีมูลค่าตลาดต่ำที่สุดทำให้มี market cap. ต่อ GDP ต่ำที่สุดอยู่ที่ร้อยละ 77 ในปี 2011 ในขณะที่สิงคโปร์และมาเลเซียอยู่ที่ร้อยละ 230 และ 142 ตามลำดับ (ภาพที่ 5) สาเหตุหลักมาจากบริษัทจดทะเบียนในภาคเศรษฐกิจหลักของไทย เช่น ภาคอุตสาหกรรมและเกษตรกรรมมีจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นน้อย อีกทั้งบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่มีขนาดเล็ก ดังนั้นการแก้ไขปัญหาความไม่สมดุลระหว่างโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นกับโครงสร้างเศรษฐกิจวิธีหนึ่งคือ การสนับสนุนบริษัทที่อยู่ในภาคเศรษฐกิจหลักเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหุ้นมากขึ้น ซึ่งจะทำให้มูลค่าตลาดในภาคเศรษฐกิจเหล่านั้นปรับตัวสูงขึ้นและทำให้เกิดการปรับตัวเข้าสู่สมดุลมากยิ่งขึ้น

**ภาพที่ 5: มูลค่าตลาดต่อ GDP ของไทย มาเลเซียและ สิงคโปร์**



ที่มา: WFE, IMF

งานศึกษาได้วิเคราะห์ถึงความสัมพันธ์ระหว่างตลาดหุ้นและภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศมาเลเซีย และสิงคโปร์ เพื่อเปรียบเทียบว่าประเทศใดมีความสมดุลมากกว่ากันพร้อมทั้งดูแนวโน้มการปรับตัวเข้าหาสมดุลในช่วง 5 ปีย้อนหลังในแต่ละประเทศ ดังนี้

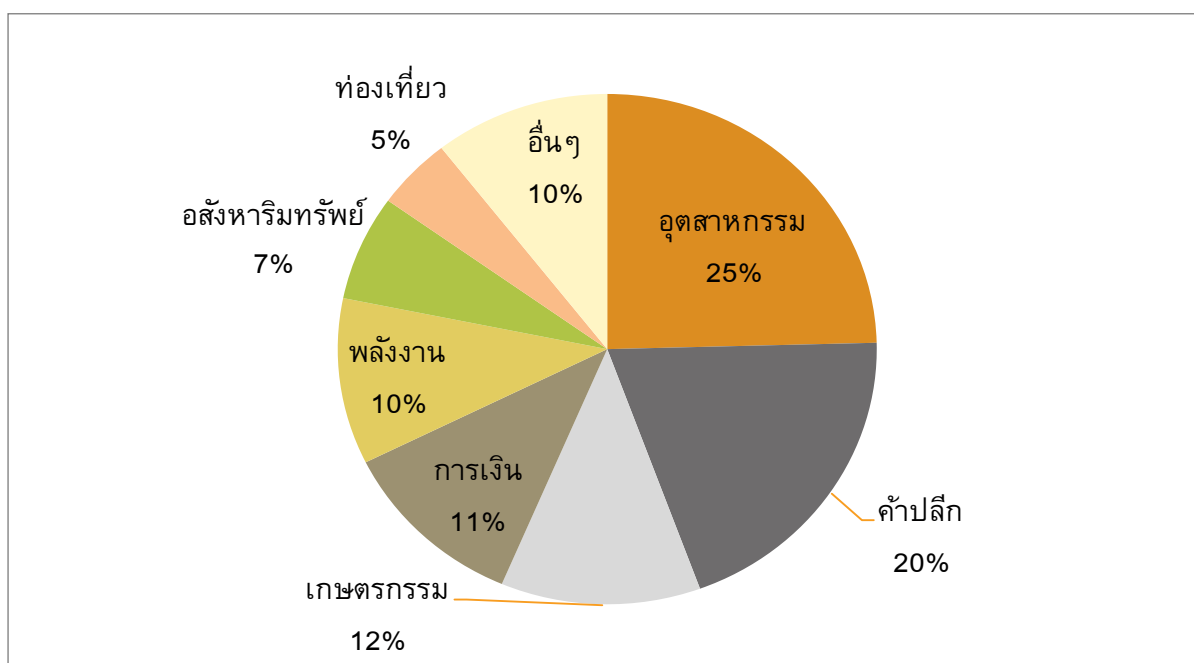
## ประเทศมาเลเซีย

### โครงสร้างเศรษฐกิจ

โครงสร้างเศรษฐกิจของมาเลเซียมีความคล้ายคลึงกับโครงสร้างเศรษฐกิจของไทยค่อนข้างมาก โดยกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เป็นตัวขับเคลื่อนการเติบโตของประเทศ ได้แก่ ภาคการผลิตสินค้าและบริการ โดยเน้นการพึ่งพิงภาคการผลิตเป็นหลัก ในปี 2011 มูลค่าการผลิตของภาคการผลิตสินค้าทั้งหมด คิดเป็นร้อยละ 53 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ในขณะที่มูลค่าการผลิตภาคบริการทั้งหมดคิดเป็นร้อยละ 47 ของ GDP (ภาพที่ 6)

ภาคเศรษฐกิจหลักที่มีมูลค่าการผลิตสูงสุดสามอันดับแรกในปี 2011 ได้แก่ ภาคอุตสาหกรรม คำปลีก และเกษตรกรรมซึ่งมีมูลค่ารวมกันร้อยละ 57 ของ GDP (หรือร้อยละ 25 20 และ 12 ตามลำดับ)

**ภาพที่ 6: โครงสร้างเศรษฐกิจของมาเลเซียในปี 2011**



ที่มา: Department of Statistic Malaysia

## โครงสร้างตลาดหุ้น

ตลาดหุ้นมาเลเซีย มีการกระจายสัดส่วนระหว่างภาคการผลิตสินค้าและภาคบริการในภาพใหญ่ที่ค่อนข้างสมดุล โดยมูลค่าตลาดของภาคเศรษฐกิจทั้งสอง คิดเป็นร้อยละ 49 และ 51 ของมูลค่าตลาดหุ้นโดยรวม ตามลำดับ นอกจากนี้ยังพบว่ามีความสมดุลของสัดส่วนของภาคการผลิตทั้ง 2 ต่อ GDP ที่คิดเป็นร้อยละ 53 และ 47 ของ GDP ตามลำดับ

หากพิจารณารายละเอียดของภาคการผลิตสินค้า พบว่าภาคเศรษฐกิจที่มีบทบาทสำคัญ ได้แก่ ภาคอุตสาหกรรมและเกษตรกรรม ซึ่งมีมูลค่าตลาดรวมกันคิดเป็นร้อยละ 32 ของมูลค่าตลาดรวมในปี 2011 และคิดเป็นร้อยละ 37 ของ GDP (ตารางที่ 4) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าโครงสร้างตลาดหุ้นและโครงสร้างเศรษฐกิจมาเลเซียมีความสัมพันธ์ที่สมดุลค่อนข้างมาก คือ ภาคเศรษฐกิจที่มีบทบาทในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศเป็นกลุ่มเดียวกันกับภาคเศรษฐกิจที่มีบทบาทในโครงสร้างตลาดหุ้นของประเทศ อย่างไรก็ตามในส่วนของภาคบริการยังมีภาคค้าปลีกที่ทำให้เกิดความเหลื่อมล้ำเนื่องจากมูลค่าตลาดที่ต่ำ (ร้อยละ 4) เมื่อเทียบกับ GDP ที่สูงมาก (ร้อยละ 20)

**ตารางที่ 4: สัดส่วนของมูลค่าตลาด และ GDP รายภาคเศรษฐกิจของมาเลเซียในปี 2011**

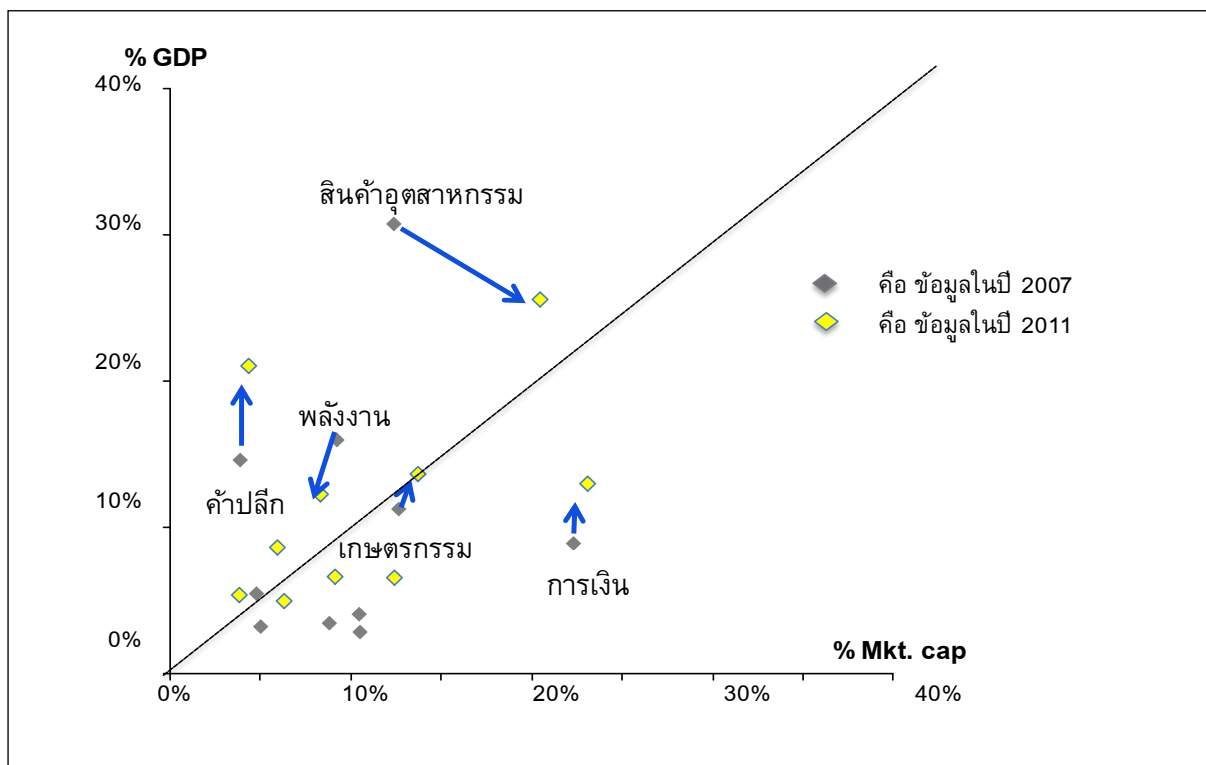
ภาคเศรษฐกิจ	%market cap	%GDP
<b>ภาคการผลิตสินค้า</b>	<b>49%</b>	<b>53%</b>
เกษตรกรรม	13%	12%
พลังงาน	8%	11%
อุตสาหกรรม	19%	25%
สาธารณูปโภค	6%	3%
ก่อสร้าง	3%	3%
<b>ภาคบริการ</b>	<b>51%</b>	<b>47%</b>
ค้าปลีก	4%	20%
ท่องเที่ยว	8%	5%
สื่อสาร	12%	4%
การเงิน	22%	11%
อสังหาริมทรัพย์	5%	7%
โรงพยาบาล	-	-
ทั้งหมด	100%	100%

หมายเหตุ: GDP ปี 2011 (at current market price), market cap. ณ สิ้นปี 2011

ที่มา: Bloomberg, Department of Statistic Malaysia

หากพิจารณาการปรับตัวเข้าสู่สมดุลระหว่างตลาดหุ้นกับภาคเศรษฐกิจของประเทศในช่วง 5 ปี ย้อนหลัง (ตั้งแต่ปี 2007 - 2011) (ภาพที่ 7) พบว่าความเหลื่อมปรับตัวลดลงทั้งในภาคการผลิตสินค้าและภาคบริการ โดยภาคการผลิตสินค้ามีความสมดุลระหว่างตลาดหุ้นกับภาคเศรษฐกิจของประเทศเพิ่มขึ้นในช่วง 5 ปี เนื่องจากภาคอุตสาหกรรมและพลังงานซึ่งเป็นภาคเศรษฐกิจหลักมีการปรับตัวเข้าหาสมดุลมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ภาคบริการนำโดยภาคการเงินปรับตัวเข้าหาสมดุลมากขึ้นเช่นกัน

**ภาพที่ 7: การปรับตัวเข้าสู่สมดุลของมาเลเซียรายภาคเศรษฐกิจจากปี 2007 - 2011**



Source: Bloomberg, Department of Statistic Malaysia

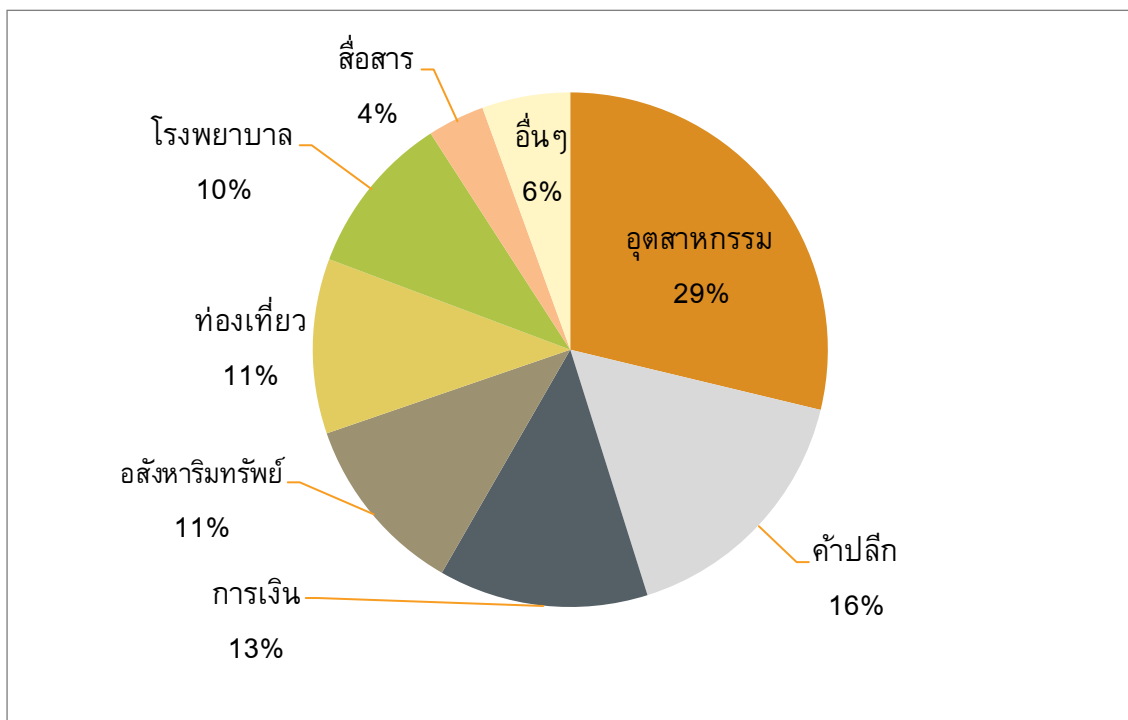
## ประเทศสิงคโปร์

### โครงสร้างเศรษฐกิจ

โครงสร้างเศรษฐกิจของสิงคโปร์มีความแตกต่างกับไทยและมาเลเซียพอสมควร จากสภาพภูมิศาสตร์ที่เป็นเกาะมีพื้นที่ขนาดเล็ก ทำให้นโยบายการพัฒนาประเทศมุ่งเน้นด้านการค้าบริการเป็นหลัก ในปี 2011 มูลค่าการผลิตภาคบริการ คิดเป็นร้อยละ 66 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ในขณะที่มูลค่าการผลิตของภาคการผลิตสินค้าทั้งหมดคิดเป็นร้อยละ 34 ของ GDP

จากภาพที่ 8 ภาคเศรษฐกิจหลักที่มีมูลค่าการผลิตสูงสุดสองอันดับแรกในปี 2011 ได้แก่ ภาคอุตสาหกรรม และค้าปลีก ซึ่งมีมูลค่ารวมกันร้อยละ 45 ของ GDP (หรือร้อยละ 29 และ 16 ตามลำดับ)

ภาพที่ 8: โครงสร้างเศรษฐกิจของสิงคโปร์ในปี 2011



ที่มา: Department of Statistic, Singapore

## โครงสร้างตลาดหุ้น

ภาคเศรษฐกิจที่มีบทบาทสูงในตลาดหุ้นของสิงคโปร์ได้แก่ ภาคการเงิน อุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์ และสื่อสาร โดยมีมูลค่าตลาดรวมกันคิดเป็นร้อยละ 74 ของมูลค่าตลาดหุ้นรวม ดังจะเห็นได้ว่าส่วนใหญ่เป็น ภาคบริการเป็นหลัก และเนื่องจากสิงคโปร์เป็นประเทศที่เปิดกว้างให้กับประเทศต่างๆ สามารถเข้ามาจดทะเบียนได้อย่างเสรี ดังนั้นหากพิจารณาความสัมพันธ์ของโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นและโครงสร้างเศรษฐกิจในประเทศ โดยจะพิจารณาเฉพาะหุ้นของบริษัทที่ประกอบธุรกิจอยู่ในสิงคโปร์ ที่สร้างความเติบโตให้เศรษฐกิจของประเทศโดยตรงเป็นหลัก

หากพิจารณาเฉพาะภาพใหญ่จะพบว่าสัดส่วนของมูลค่าตลาด และ GDP ของทั้งภาคการผลิตสินค้า และภาคบริการของสิงคโปร์มีความสมดุลกันมาก อย่างไรก็ตามหากสังเกตโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้น และโครงสร้างเศรษฐกิจของสิงคโปร์อย่างละเอียด พบว่ามีความเหลื่อมล้ำอยู่เช่นกัน (ตารางที่ 5) โดยภาคอุตสาหกรรม และค้าปลีก มีสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 45 ของ GDP แต่มีสัดส่วนมูลค่าตลาดเพียงร้อยละ 25 ในขณะที่ ภาคการสื่อสารและอสังหาริมทรัพย์ซึ่งไม่ใช่ภาคเศรษฐกิจหลักของประเทศ (ร้อยละ 15 ของ GDP) กลับมีสัดส่วนของมูลค่าตลาดสูงถึงร้อยละ 33

**ตารางที่ 5: สัดส่วนมูลค่าตลาด และ GDP รายภาคเศรษฐกิจของสิงคโปร์ในปี 2011**

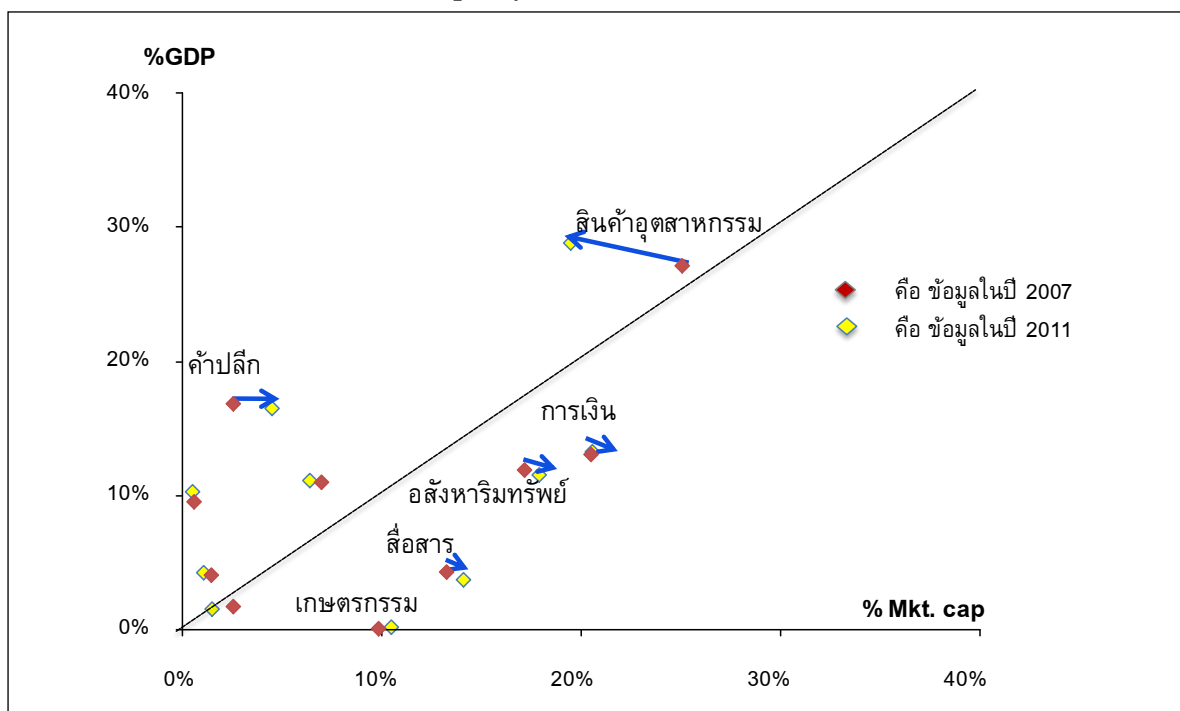
ภาคเศรษฐกิจ	%market Cap	%GDP
<b>ภาคการผลิตสินค้า</b>	<b>34%</b>	<b>34%</b>
เกษตรกรรม	11%	0%
พลังงาน	-	-
อุตสาหกรรม	20%	29%
สาธารณูปโภค	2%	1%
ก่อสร้าง	1%	4%
<b>ภาคบริการ</b>	<b>66%</b>	<b>66%</b>
ค้าปลีก	5%	16%
ท่องเที่ยว	7%	11%
สื่อสาร	15%	4%
การเงิน	21%	13%
อสังหาริมทรัพย์	18%	11%
โรงพยาบาล	1%	10%
ทั้งหมด	100%	100%

หมายเหตุ: GDP ปี 2011 (at constant price 2005), market cap. ณ สิ้นปี 2011

ที่มา: Bloomberg, Department of Statistic, Singapore

หากพิจารณาการปรับตัวเข้าสู่สมดุลระหว่างตลาดหุ้นกับภาคเศรษฐกิจของสิงคโปร์ในช่วง 5 ปี ย้อนหลัง (ตั้งแต่ปี 2007 - 2011) พบว่าความเหลื่อมปรับตัวสูงขึ้นทั้งในภาคการผลิตสินค้าและภาคบริการ โดยภาคการผลิตสินค้ามีสาเหตุหลักมาจากภาคอุตสาหกรรมและเกษตรกรรมมีการปรับตัวออกจากสมดุลมากขึ้น ในขณะที่เดียวกันภาคบริการนำโดยภาคสื่อสาร, การเงิน และอสังหาริมทรัพย์ มีมูลค่าตลาดเติบโตสูงขึ้นจากปี 2007 มากทำให้ความเหลื่อมล้ำเดิมที่อยู่ในระดับสูงอยู่แล้วปรับตัวสูงยิ่งขึ้น (ภาพที่ 9)

**ภาพที่ 9: การปรับตัวเข้าสู่สมดุลของสิงคโปร์รายภาคเศรษฐกิจปี 2007 - 2011**

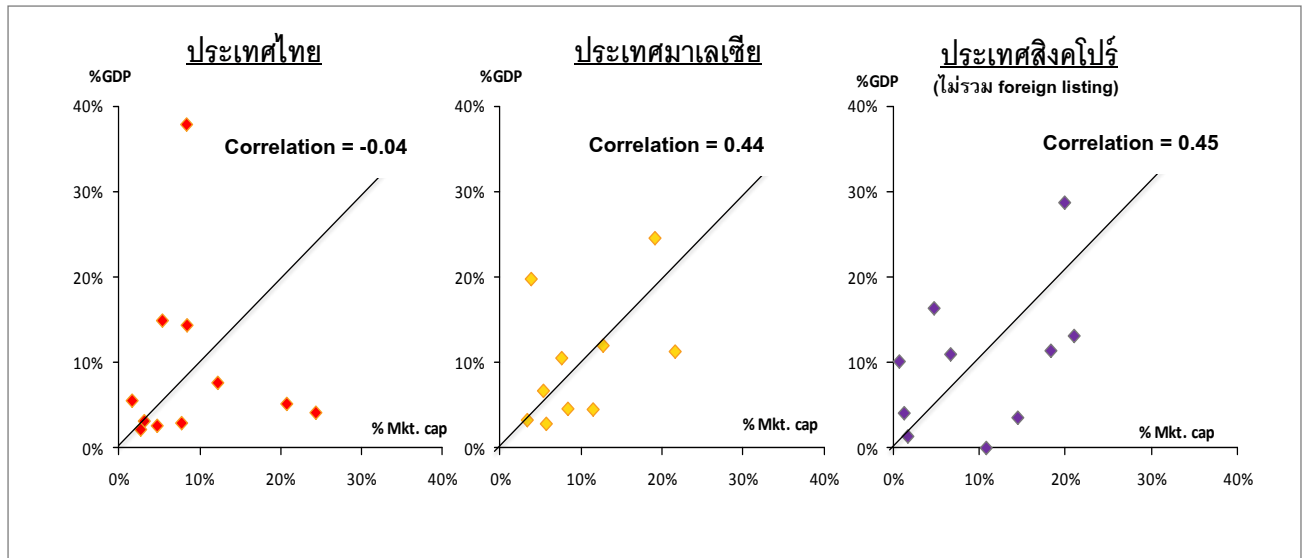


หมายเหตุ: market cap. เฉพาะ บจ. ที่ประกอบธุรกิจในสิงคโปร์เป็นหลัก (ไม่รวม foreign listing และ secondary listing)

ที่มา: Bloomberg, Department of Statistic, Singapore

งานศึกษาได้นำข้อมูลสัดส่วนของมูลค่าตลาดและสัดส่วนของ GDP ณ สิ้นปี 2011 จัดทำเป็นแผนภาพความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของมูลค่าตลาดและสัดส่วนของ GDP ในรูปแบบ scatter plot โดยจำแนกเป็นรายภาคเศรษฐกิจ เพื่อเปรียบเทียบความสมดุลของทั้งสามประเทศ ซึ่งผลจากความสัมพันธ์ของแผนภาพจะเห็นว่า ภาคเศรษฐกิจของไทยโดยส่วนใหญ่มีการกระจายตัวห่างจากเส้นสมดุล (เส้นสมมุติทำมุม 45 องศา) ในหลายภาคเศรษฐกิจมากกว่ามาเลเซียและสิงคโปร์ ซึ่งแผนภาพแสดงการกระจุกตัวอยู่ใกล้เส้นสมดุลมากกว่าไทย (ภาพที่ 10)

**ภาพที่ 10: เปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนมูลค่าตลาดและ GDP ของทั้ง 3 ประเทศในปี 2011**



ที่มา: Bloomberg, NESDB, Department of Statistic Singapore, Department of Statistic Malaysia

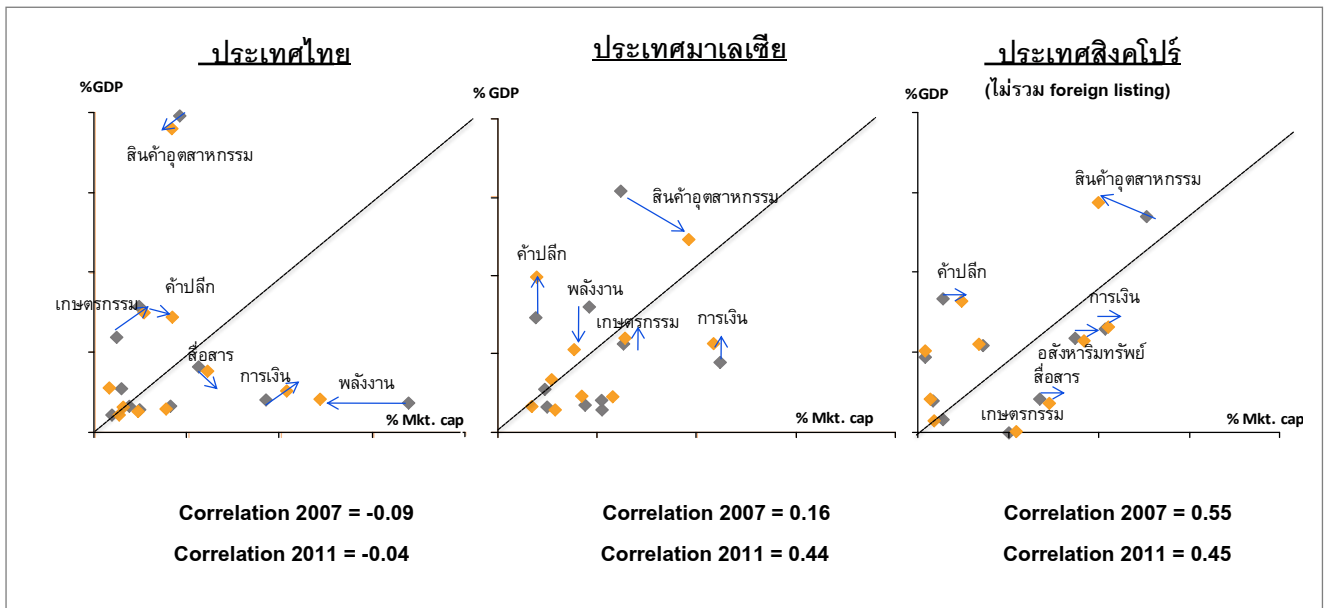
งานศึกษาได้คำนวณหา “ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์” เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของมูลค่าตลาดและสัดส่วนของ GDP ในแต่ละประเทศ โดย ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์: หมายถึง ค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร X (สัดส่วนของ market cap.) และ ตัวแปร Y (สัดส่วนของ GDP) ซึ่งสามารถอ่านค่าได้ดังนี้

- หากค่าดังกล่าวมีค่าเท่ากับ 1 หมายความว่า ตัวแปร X (สัดส่วนของ market cap.) และ ตัวแปร Y (สัดส่วนของ GDP) มีความสัมพันธ์กันมากในทิศทางเดียวกัน
- หากค่าดังกล่าวมีค่าเท่ากับ 0 หมายความว่า ตัวแปร X (สัดส่วนของ market cap.) และ ตัวแปร Y (สัดส่วนของ GDP) ไม่มีความสัมพันธ์กัน
- หากค่าดังกล่าวมีค่าเท่ากับ -1 หมายความว่า ตัวแปร X (สัดส่วนของ market cap.) และ ตัวแปร Y (สัดส่วนของ GDP) มีความสัมพันธ์กันมากในทิศทางตรงกันข้าม

ผลการคำนวณพบว่า มาเลเซียและสิงคโปร์มีความสอดคล้องระหว่างโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นและโครงสร้างเศรษฐกิจมากกว่าไทย พิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (correlation coefficient) มีค่า 0.44 0.45 ตามลำดับ ซึ่งหมายถึง สัดส่วนของมูลค่าตลาดและสัดส่วนของ GDP ของทั้ง 2 ประเทศมีความสัมพันธ์กันค่อนข้างมากในทิศทางเดียวกัน ในขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของไทยอยู่ที่ - 0.04 หรือเข้าใกล้ค่า 0 มาก ซึ่งหมายถึง สัดส่วนของมูลค่าตลาดและสัดส่วนของ GDP แทบไม่มีความสัมพันธ์กัน



**ภาพที่ 11: เปรียบเทียบการปรับตัวเข้าสู่สมดุลของทั้ง 3 ประเทศในช่วง 5 ปีย้อนหลัง (2007 - 2011)**



ที่มา: Bloomberg, NESDB, Department of Statistic Singapore, Department of Statistic Malaysia

และเมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ในช่วง 5 ปีย้อนหลัง (ภาพที่ 11) เพื่อพัฒนาการของความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นและโครงสร้างเศรษฐกิจ พบว่ามาเลเซียเป็นประเทศที่มีพัฒนาการในการสร้างสมดุลระหว่างตลาดหุ้นและโครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศมากที่สุด สังเกตจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ (จาก 0.16 ในปี 2007 ไปเป็น 0.44 ในปี 2011) ในขณะที่สิงคโปร์มีค่าดังกล่าวลดลงจาก 0.55 ในปี 2007 ไปเป็น 0.45 ในปี 2011 และไทยที่ตลอด 5 ปีมีการปรับตัวเข้าหาสมดุลที่น้อยมากโดยค่าดังกล่าวยังอยู่ใกล้ 0 ไม่เปลี่ยนแปลง

โดยสรุป หากพิจารณาความสมดุลระหว่างโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นกับโครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศที่เป็นกรณีศึกษา ทั้งไทย มาเลเซียและสิงคโปร์ พบว่า มาเลเซียและสิงคโปร์เป็นประเทศที่มีความสมดุลระหว่างโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นกับโครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศอย่างเหมาะสมกว่าไทยมาก อย่างไรก็ตามมีเพียงมาเลเซียที่ความเหลื่อมทั้งในภาคการผลิตสินค้าและบริการมีแนวโน้มลดลง ในขณะที่สิงคโปร์กลับมีความเหลื่อมที่สูงขึ้นในช่วงเวลาเดียวกัน

## บทที่ 4: มาตรการสนับสนุนการสร้างความสมดุลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้น: กรณีศึกษา มาเลเซียและสิงคโปร์

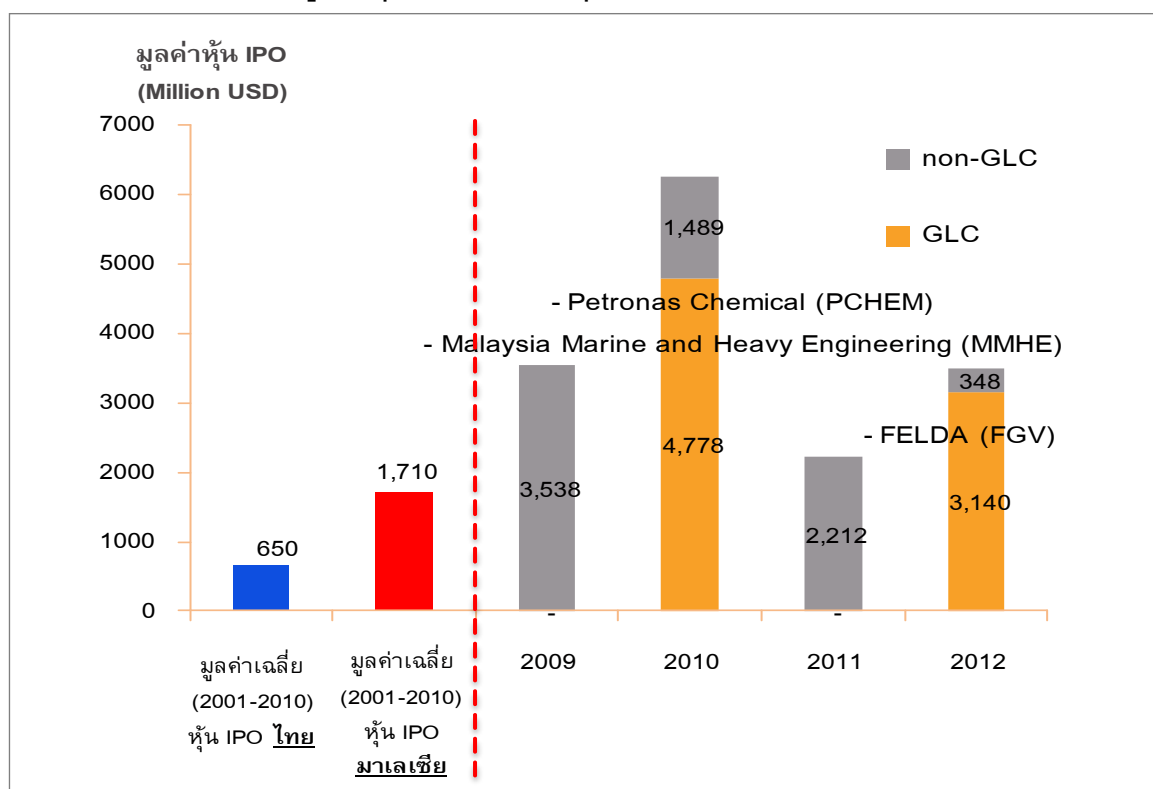
ผลการศึกษาความสมดุลระหว่างตลาดหุ้นกับโครงสร้างของเศรษฐกิจไทย มาเลเซีย และสิงคโปร์ได้ข้อสรุปว่าประเทศไทยยังขาดความสมดุลอยู่มากอีกทั้งขาดกระบวนการปรับตัวเข้าหาสมดุลซึ่งในช่วง 5 ปีที่ผ่านมาแทบไม่เคยเกิดขึ้น ในขณะที่มาเลเซียมีกระบวนการปรับตัวเข้าหาสมดุลที่มากที่สุดใน 3 ประเทศ โดยการศึกษาได้พิจารณาถึงกลไกที่มีบทบาทและผลักดันให้ตลาดหุ้นของมาเลเซียเติบโตอย่างสอดคล้องกับการเติบโตของเศรษฐกิจของประเทศ โดยเฉพาะกรณีของมาเลเซีย พบว่า มาเลเซียกำหนดนโยบายและมาตรการสนับสนุนการเติบโตของภาคเศรษฐกิจผ่านเครื่องมือทางการเงินต่างๆ และตลาดหุ้นในหลายๆ มาตรการดังนี้

1. การสนับสนุนให้รัฐวิสาหกิจขนาดใหญ่เข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้น
2. การใช้เครื่องมือทางการเงินพัฒนาธุรกิจพื้นฐานของประเทศ เพื่อยกระดับบริษัทจดทะเบียนสู่การเป็นบริษัทขนาดใหญ่
  - 2.1 การควบรวมกิจการ (M&A)
  - 2.2 การจัดตั้ง investment holding company
  - 2.3 การขยายการลงทุนไปในต่างประเทศ
3. การปรับปรุงกฎระเบียบที่เอื้อต่อการสนับสนุนธุรกิจให้เติบโตผ่านตลาดทุน
  - 3.1 การจัดตั้ง Real Estate Investment Trust
  - 3.2 การส่งเสริมให้บริษัทจากต่างประเทศเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหุ้นมาเลเซีย

## 1. การสนับสนุนให้รัฐวิสาหกิจขนาดใหญ่เข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้น

มาเลเซียเร่งดำเนินนโยบายผลักดันให้รัฐวิสาหกิจขนาดใหญ่ โดยเฉพาะอย่างยิ่งรัฐวิสาหกิจเข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้น ในช่วงปี 2010 - 2012 เป็นช่วงที่มูลค่าตลาดของมาเลเซียขยายตัวสูงมากในลักษณะก้าวกระโดด อันเนื่องมาจาก มูลค่าหุ้น IPO ขนาดใหญ่จากรัฐวิสาหกิจที่เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหุ้นมาเลเซีย (ภาพที่ 12) โดยหุ้น IPO ที่จดทะเบียนในปี 2010 มีมูลค่า 6,267 ล้านดอลลาร์ สรอ. ซึ่งสูงกว่ามูลค่าหุ้น IPO เฉลี่ยช่วง ในช่วงปี 2001 - 2010 ถึง 2.67 เท่า ทั้งนี้มูลค่าของบริษัทที่ถูกแปรรูปจากรัฐวิสาหกิจมีมูลค่าสูงถึง 4,778 ล้านดอลลาร์ สรอ. หรือคิดเป็นร้อยละ 76.24 ของมูลค่าหุ้น IPO ทั้งหมดในปี 2010

ภาพที่ 12: มูลค่าหุ้น IPO ในตลาดหุ้นมาเลเซียในช่วง 2001 - 2012

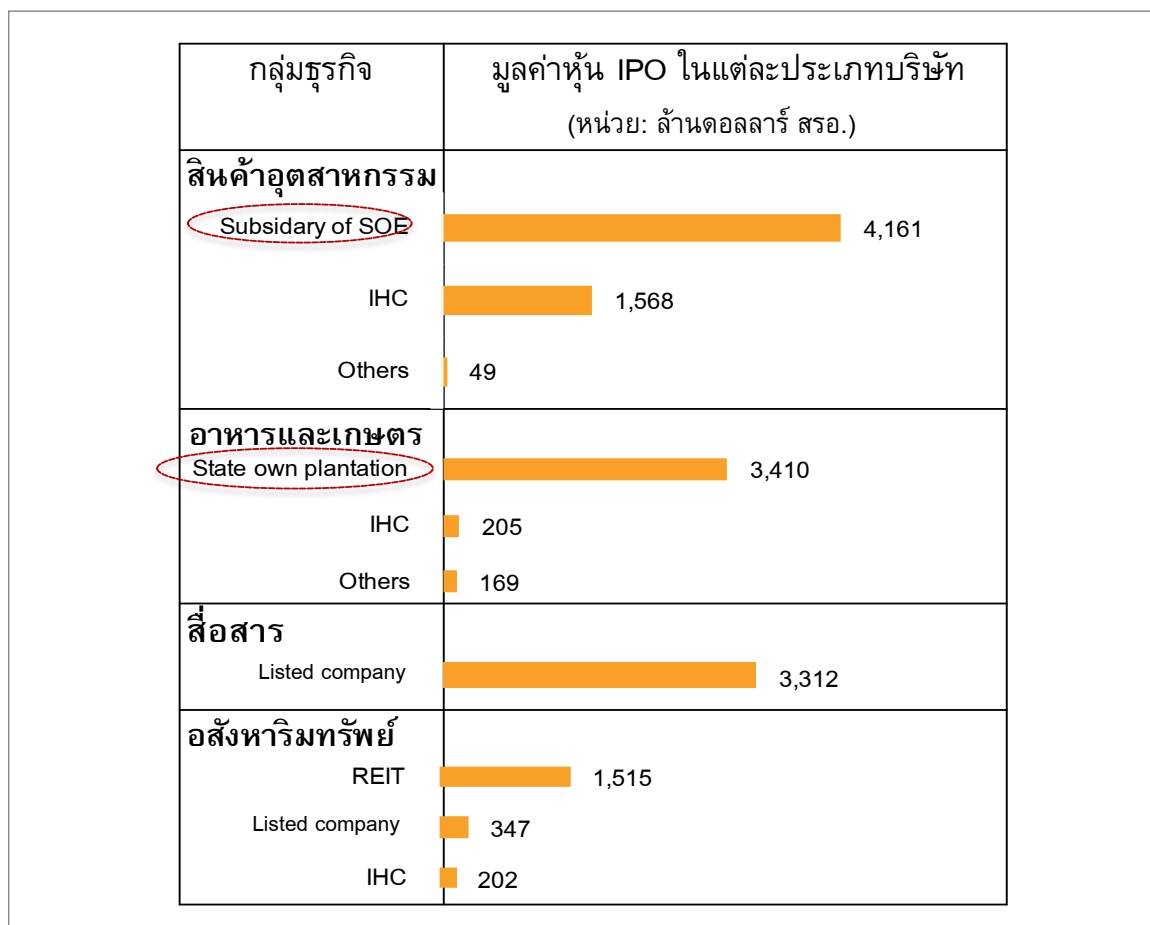


หมายเหตุ: Government-Linked Company (GLC) คือ บริษัทเอกชนที่ภาครัฐมาเลเซียเข้าไปเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่

ที่มา: Bloomberg

นอกจากนี้ หากพิจารณาหุ้น IPO ที่เข้าจดทะเบียนในปี 2010 - 2Q/2012 พบว่าหุ้น IPO ที่มีมูลค่าสูงสุด 50 อันดับแรกเป็นมูลค่าหุ้น IPO ที่อยู่ในภาคเศรษฐกิจหลักที่เป็นตัวขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศ ได้แก่ ภาคอุตสาหกรรมและเกษตรกรรม (ภาพที่ 13) ส่งผลให้ตลาดหุ้นและภาคเศรษฐกิจของมาเลเซียมีความสมดุลมากยิ่งขึ้น

**ภาพที่ 13: มูลค่าหุ้น IPO รายภาคเศรษฐกิจในตลาดหุ้นมาเลเซียในช่วง 2001 - 2012**



หมายเหตุ: มูลค่าหุ้น IPO เฉพาะ 50 อันดับแรกที่มีมูลค่าสูงสุดในช่วงปี 2001 - 2012 ในตลาดหุ้นมาเลเซีย

ที่มา: Bloomberg

ปัจจัยที่ส่งผลให้การเข้าจดทะเบียนของรัฐวิสาหกิจในตลาดหลักทรัพย์ของมาเลเซียประสบความสำเร็จ เกิดจากการผลักดันเชิงนโยบายของภาครัฐ โดยมีวัตถุประสงค์หลักเพื่อ

- แยกบริษัทย่อยออกจากบริษัทแม่ที่เป็นธุรกิจหลัก เพื่อที่จะได้ให้ความสำคัญกับธุรกิจหลักของแต่ละบริษัทและมีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้น จากนั้นจึงผลักดันให้เข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้น
- ส่งเสริมให้เกิดการแข่งขันทำให้เกิดการเพิ่มประสิทธิภาพและการเพิ่มผลผลิต
- เพิ่มแรงจูงใจในการลงทุน ซึ่งนำมาสู่การเติบโตของเศรษฐกิจของประเทศ
- ลดขนาดขององค์กรภาครัฐ และลดภาพลักษณ์ที่เป็นประเทศที่ไม่เปิดเสรีและควบคุมโดยรัฐบาล

## กล่องที่ 1: กรณีตัวอย่างนโยบายผลักดันภาคเศรษฐกิจหลักของประเทศเข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้น

ภาคอุตสาหกรรม บริษัทในเครือ Petronas ซึ่งเป็นรัฐวิสาหกิจขนาดใหญ่ที่ทำธุรกิจพลังงานของมาเลเซียได้แยกบริษัทย่อย Petronas Chemical Group (PCHEM) ซึ่งทำธุรกิจเคมีภัณฑ์ออกมาและนำเข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้นมาเลเซียในปี 2010 คิดเป็นมูลค่า 4.1 พันล้านดอลลาร์ สรอ. สูงสุดในประวัติศาสตร์ของตลาดหุ้นมาเลเซีย โดยโครงสร้างผู้ถือหุ้นใหม่นั้นรัฐบาลถือหุ้นร้อยละ 69 (จากเดิมร้อยละ 100) ส่วนที่เหลือกระจายไปยังกลุ่มภูมิบุตร (กลุ่มชนพื้นเมืองที่เป็นประชากรหลักของประเทศแต่มีฐานะค่อนข้างยากจน) ร้อยละ 11.5 และอีกร้อยละ 15.5 กระจายไปยังนักลงทุนต่างชาติ นอกจากนี้ ณ สิ้นไตรมาส 3 ปี 2012 มูลค่าตลาดของ PCHEM ได้เพิ่มขึ้นเป็น 16.8 พันล้านดอลลาร์ สรอ. หรือเติบโตขึ้น 3.1 เท่า

ภาคเกษตรกรรม รัฐบาลมาเลเซียได้แปรรูป Federal Land Development Authority หรือ Felda ซึ่งเป็นรัฐวิสาหกิจที่ถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อแก้ไขปัญหาความยากจนของชาวภูมิบุตรผ่านการโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินเพื่อการเพาะปลูกปาล์ม โดยนำเข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้นมาเลเซียปี 2012 ภายใต้ชื่อ Felda Global Venture (FGV) มีมูลค่าหุ้น IPO ทั้งหมด 3.8 พันล้านดอลลาร์ สรอ. สูงสุดเป็นอันดับ 2 ของโลกในปี 2012 รองจากหุ้น IPO ของ Facebook บริษัทเครือข่ายสังคมบนอินเทอร์เน็ตชื่อดังจากอเมริกา โดยโครงสร้างผู้ถือหุ้นใหม่นั้นรัฐบาลถือหุ้นร้อยละ 33 (จากเดิมร้อยละ 100) ส่วนที่เหลือได้กระจายไปยังกลุ่มภูมิบุตรซึ่งเป็นเกษตรกรกลุ่มเดียวกับที่อยู่ในโครงการก่อนแปรรูปร้อยละ 12 และอีกร้อยละ 33 กระจายไปยัง strategic shareholder นอกจากนี้ ณ สิ้นไตรมาส 3 ปี 2012 มูลค่าตลาดของ FGV ได้เพิ่มขึ้นเป็น 5.7 พันล้านดอลลาร์ สรอ. หรือเติบโตขึ้นร้อยละ 50

ที่มา: Bloomberg, Petronas Chemical Group และ Federal Land Development Authority

2. การใช้เครื่องมือทางการเงินพัฒนาธุรกิจพื้นฐานของประเทศ เพื่อยกระดับบริษัทจดทะเบียนสู่การเป็นบริษัทขนาดใหญ่

ปัจจุบันมีบริษัทที่ภาครัฐเข้าไปเป็นผู้ถือหุ้นหลัก หรือ Government Linked Company (GLC) ทั้งหมด 33 บริษัท โดยเป็นบริษัทจดทะเบียน 30 บริษัท และมีมูลค่าตลาดคิดเป็นประมาณร้อยละ 40 ของมูลค่าตลาดในตลาดหุ้นมาเลเซีย ซึ่ง GLC ได้กระจายตัวอยู่ในหลายภาคเศรษฐกิจ อาทิเช่น ภาคอุตสาหกรรม (Chemicals, Industrial goods, Auto parts) ภาคพลังงาน และภาคธนาคาร (ตารางที่ 6)

**ตารางที่ 6: โครงสร้างบริษัทจดทะเบียนที่รัฐบาลมาเลเซียเป็นผู้ถือหุ้นหลักและปัจจุบันจดทะเบียนในตลาดหุ้น**

	Chemicals	Oil & Gas	Industrial Goods	Auto Parts	Banks	Telecom
จำนวนบริษัท	2	3	5	2	5	2
% GLC Market cap to Total Market cap	80%	76%	73%	70%	53%	49%
รายชื่อบริษัท	<b><u>PCHEM</u></b> CHEMICAL CO.	<b><u>PETRONAS</u></b> <b><u>GAS BHD</u></b> <b><u>PETRONAS</u></b> <b><u>DAGANGA</u></b> MALAYSIA MARINE	<b><u>SIME DARBY</u></b> <b><u>MISC BHD</u></b> MALAYSIA AIRPORT BOUSTEAD HLDGS NCB HOLDINGS BHD	UMW HLDG BHD LION FOREST	<b><u>MALAYAN</u></b> <b><u>BANKING</u></b> <b><u>CIMB GROUP</u></b> <b><u>HLDS</u></b> MALAYSIA BUILDNG BIMB HLDGS BHD AFFIN HLDGS	<b><u>AXIATA GROUP</u></b> TELEKOM MALAYSIA TIME DOTCOM

หมายเหตุ: บริษัทที่ขีดเส้นใต้คือบริษัทที่ติดอันดับ Forbes Global 500

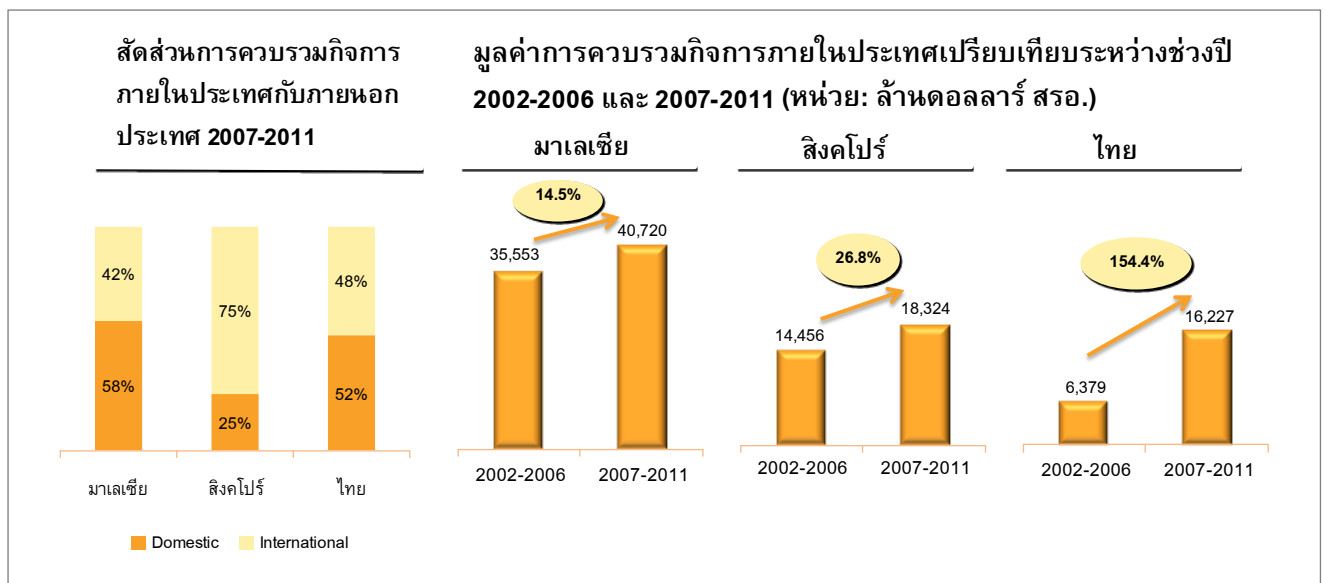
ที่มา: Bloomberg

เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนที่รัฐเป็นผู้ถือหุ้นมีขนาดใหญ่ขึ้น และก้าวเข้าสู่การแข่งขันในระดับสากล รัฐบาลได้ผลักดันแนวทางการขยายขนาดธุรกิจเพื่อให้ธุรกิจของมาเลเซียอยู่ในสายตานักลงทุนต่างชาติ ผ่านเครื่องมือทางการเงินต่างๆ ดังนี้

## 2.1 การควบรวมกิจการ (Merger & acquisition)

มาเลเซียถือได้ว่าเป็นประเทศที่ประสบความสำเร็จในการผลักดันแนวทางการควบรวมกิจการให้เกิดขึ้นกับกิจกรรมทางเศรษฐกิจของประเทศได้ค่อนข้างมาก โดยจากภาพที่ 14 จะเห็นว่ามาเลเซียมีมูลค่าการควบรวมกิจการในช่วง 5 ปีย้อนหลัง (2007 - 2011) สูงถึง 40,720 ล้านดอลลาร์ สรอ. เติบโตจากช่วง 2002 - 2006 ร้อยละ 14.5 ในขณะที่สิงคโปร์และไทยมีมูลค่าการควบรวมกิจการเพียง 18,324 และ 16,227 ล้านดอลลาร์ สรอ. ตามลำดับ มูลค่าการควบรวมกิจการภายในประเทศที่สูงนี้ส่วนใหญ่เป็นผลจากความพยายามของภาครัฐที่ต้องการสร้างบริษัทที่เป็นผู้นำในอุตสาหกรรมต่างๆ โดยใช้เครื่องมือผ่านทางกองทุนภาครัฐอย่าง Kazanah Nasional Berhad และ Pamodalan Nasional Berhad หรือผ่านทางบริษัทที่ภาครัฐเป็นผู้ถือหุ้นหลักอย่าง Malayan Bank, Federal Land Development Authority (Felda), Sime Darby และ Plus Expressway เป็นต้น

**ภาพที่ 14: เปรียบเทียบมูลค่าการควบรวมกิจการของไทย มาเลเซียและสิงคโปร์ ในช่วงปี 2007 - 2011**



ที่มา: Bloomberg

## กล่องที่ 2: กรณีตัวอย่างนโยบายการควบรวมกิจการของ Sime Darby Group

- ในปี 2007 ประกาศควบรวมกิจการของ 3 บริษัทเพาะปลูกปาล์มยักษ์ใหญ่ซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย ได้แก่ Sime Darby Berhad, Kumpulan Guthrie Berhad และ Golden Hope Plantations Berhad
- ทั้ง 3 บริษัทมีผู้ถือหุ้นใหญ่ร่วมกันคือ Permodalan Nasional Berhad (PNB) ซึ่งเป็นกองทุนของภาครัฐจัดตั้งขึ้นเพื่อดูแลผลประโยชน์ของชาวภูมิบุตร ผ่านทางการถือหุ้นบริษัทที่เป็นตัวขับเคลื่อนเศรษฐกิจมาเลเซีย
- ก่อนการควบรวมจะเกิดขึ้นหุ้นของทั้ง 3 บริษัทได้ถูกประกาศให้หยุดการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย โดยให้เหตุผลว่าจะมีการเปลี่ยนแปลงทิศทางการดำเนินงานของบริษัท ต่อมาได้เปลี่ยนชื่อเป็น Synergy Drive ซึ่งมีลักษณะเป็น Special Purpose Vehicle (SPV) โดยมีผู้ถือหุ้นหลักคือ PNB และ Employee Provident Fund (EPF)
- มีการจัดตั้ง Merger Integration Committee (MIC) ขึ้นเพื่อระบุและจัดสรรผลประโยชน์จากการควบรวมกิจการ (synergy) และควบคุมกระบวนการควบรวมและการจัดสรรผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้น
- ผลที่ได้รับคือ Sime Darby กลายเป็นบริษัทเพาะปลูกปาล์มน้ำมันซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มูลค่าตลาดใหญ่ที่สุดในโลกในปี 2007 นอกจากนี้ประโยชน์จากการควบรวมในด้าน การตลาด การวิจัย และต้นทุนที่ต่ำลงจาก economy of scale ทำให้ Sime Darby กลายเป็นบริษัทชั้นนำของโลกที่ขยายการลงทุนไปในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ชิ้นส่วนยานยนต์ และ โรงพยาบาล
- รายได้ในปี 2010 เติบโตร้อยละ 62.5 และ มูลค่าตลาดของ Sime Darby ในปี 2010 เติบโตขึ้นร้อยละ 50.0 เมื่อเทียบกับในปี 2006 ซึ่งเป็นช่วงก่อนการควบรวมกิจการ

ที่มา : Bloomberg, Sime Darby Group



## 2.2 การจัดตั้ง Investment holding company

นอกจากการควบรวมกิจการให้ธุรกิจมีขนาดใหญ่และเป็นที่น่าสนใจของนักลงทุนแล้ว รัฐบาลมาเลเซียสนับสนุนให้เกิดการขยายขนาดธุรกิจผ่านรูปแบบของ Investment holding company โดยให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีสำหรับบริษัทที่ขยายการลงทุนผ่านบริษัทลูกและบริษัทย่อยในสัดส่วนที่สูง

**Investment Holding Company (IHC)** คือ บริษัทที่ไปลงทุนในบริษัทลูกและบริษัทย่อยของตนเอง และมีรายได้หลักจากผลตอบแทนในการลงทุนในรูปแบบของเงินปันผล ดอกเบี้ย ส่วนต่างราคาสินทรัพย์และค่าเช่าจากทรัพย์สินที่อยู่ในพอร์ตการลงทุน โดยบริษัทที่เข้าข่ายว่าเป็น IHC และได้รับสิทธิประโยชน์ทางด้านภาษีต้องมีกิจกรรมหลักเป็นการลงทุนผ่านบริษัทลูกและบริษัทย่อยอย่างน้อยร้อยละ 80 ของรายได้ก่อนหักค่าใช้จ่ายต้องมาจากการลงทุนผ่านบริษัทลูกและบริษัทย่อย โดยวัตถุประสงค์หลักของการจัดตั้ง IHC คือ

- ส่งเสริมให้บริษัทแม่ขยายการลงทุนในกิจกรรมของภาคเศรษฐกิจเดิมรวมไปถึงภาคเศรษฐกิจใหม่ ซึ่งเป็นการเพิ่มมูลค่าตลาดสำหรับบริษัทจดทะเบียน
- รวบรวมบริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมหลายๆ บริษัทเข้าด้วยกันให้เกิดการประหยัดจากขนาด การผลิตและใช้ตลาดหุ้นเป็นทางเลือกในการระดมทุนอย่างมีประสิทธิภาพ

ปัจจุบันมีบริษัทที่เป็น GLC ขนาดใหญ่หลายบริษัทในภาคอุตสาหกรรมขยายการลงทุนไปยังธุรกิจอื่น เช่น ประกันภัย และวัสดุก่อสร้าง ตัวอย่างเช่น Sime Darby, Boustead Holding, UMW holding เป็นต้น

**ภาพที่ 15: การกระจายตัวของ IHC ในภาคเศรษฐกิจต่าง ๆ ของมาเลเซีย**

	 <b>สินค้าอุตสาหกรรม</b>	 <b>เกษตรกรรม</b>	 <b>ท่องเที่ยว</b>	 <b>ค้าปลีก</b>
<b>ตัวอย่าง</b>	Bumi Armada, Bintulu Port, Shin Yang Shipping, Malaysian Bulk Carrier	Fraser & Neave Hap Seng Plantations, Genting Plantation, PPB Group	Berjaya Sport Toto, Multi-purpose Holding, Berjaya Land	Parkson Holding, Berjaya Corp
<b>ประเภทของธุรกิจ</b>	ในช่วง 5 ปีมีบริษัทที่ประกอบธุรกิจขนส่งทางน้ำ ได้แก่ เจ้าของสายการบินเรือ, บริหารบริหารและซ่อมแซมท่าเรือ และท่าโกดังเก็บสินค้า	ส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่ลงทุนเพาะปลูกพืชต่างๆ เช่น ปาล์มน้ำมัน, ยางพารา, ผลไม้	อยู่ในธุรกิจที่ได้รับสัมปทานในการเปิดคาสิโนและสัมปทานในการออกสลากกินแบ่งรัฐบาล รวมไปถึงโรงแรม	อยู่ในธุรกิจห้างสรรพสินค้าและผลิตเครื่องใช้อุปโภคบริโภค
<b>วัตถุประสงค์ที่จัดเป็น IHC</b>	เพื่อขยายลงทุนไปในสายการบินเรือและท่าเรืออื่น	เพื่อขยายการลงทุนไปในพื้นที่เพาะปลูกอื่นๆ	เพื่อขยายลงทุนไปในอุตสาหกรรมเดิม	
	เพื่อขยายลงทุนไปในอุตสาหกรรมอื่น			

## 2.3 การขยายการลงทุนไปในต่างประเทศ

รัฐมีนโยบายส่งเสริมภาคธุรกิจบางประเภทที่ต้องมีการแข่งขันในระดับสากล โดยเน้นการขยายตลาดในต่างประเทศเพื่อสร้างเครื่องช่วยธุรกิจและเพิ่มมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งเห็นได้ชัดในธุรกิจการเงินและธุรกิจสื่อสาร

### ธุรกิจการเงิน

- Maybank วางแผนเป็น 1 ใน 5 สถาบันการเงินที่ดีที่สุดในภูมิภาคอาเซียนภายในปี 2015 โดยขยายการลงทุนไปในต่างประเทศผ่านการเข้าซื้อกิจการสถาบันการเงินในต่างประเทศเช่น ในปี 2008 เข้าซื้อกิจการร้อยละ 15 ของ An Binh Bank (Vietnam), ร้อยละ 20 ของ MCB Bank Ltd (Pakistan) และร้อยละ 97.5 ของ Bank Internasional Indonesia

- Bumiputra Commerce ปรับโครงสร้างภายในองค์กรในปี 2004 และได้เปลี่ยนชื่อเป็น CIMB group ประกาศวิสัยทัศน์เป็น universal bank โดยเน้นขยายการลงทุนในต่างประเทศผ่านการเข้าซื้อกิจการสถาบันการเงินในต่างประเทศ รวมถึงเร่งเสนอบริการทางการเงินที่หลากหลายมากขึ้น เช่น ในปี 2008 เข้าซื้อกิจการร้อยละ 42.1 ของ Bank Thai Public Company และร้อยละ 19.9 ของ Bank of Yingkou (China)

### ธุรกิจสื่อสาร

- Telekom Malaysia (TM) ได้เข้าซื้อกิจการของ Celcom ผู้ให้บริการมือถือเอกชนรายใหญ่ หลังจากได้แยกธุรกิจออกเป็น Telekom Malaysia International (TMI) ซึ่งภายหลังได้เปลี่ยนชื่อเป็น Axiata ซึ่งเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียในปี 2008

- Axiata หลังจากแยกออกจาก TM ได้เน้นในเรื่องธุรกิจที่แตกต่างออกจากบริษัทแม่ โดยให้บริการโครงข่ายสัญญาณมือถือโดยเจาะตลาดในต่างประเทศอีก 10 ประเทศ โดยเฉพาะในประเทศกำลังพัฒนา เช่น อินโดนีเซีย ไทย กัมพูชา อินเดีย บังกลาเทศ ศรีลังกา ปากีสถาน เป็นต้น

- Maxis เข้าซื้อกิจการของ Timedotcom mobile ซึ่งเป็นบริษัทของภาครัฐ หลังจากเข้าซื้อกิจการสำเร็จบริษัทได้ทำเรื่องออกจากตลาดหลักทรัพย์เพื่อไปลงทุนในต่างประเทศก่อนเข้ามาจดทะเบียนอีกครั้งในปี 2010 (เฉพาะกิจการในมาเลเซีย)

### 3. การปรับปรุงกฎระเบียบที่เอื้อต่อการสนับสนุนธุรกิจให้เติบโตผ่านตลาดทุน

รัฐและหน่วยงานกำกับดูแลเร่งปรับปรุงระเบียบที่เกี่ยวข้องกับเครื่องมือหรือผลิตภัณฑ์ทางการเงินต่าง ๆ ที่เอื้อให้เกิดภาวะแวดล้อมที่สนับสนุนต่อการระดมทุนในตลาดหุ้นมาเลเซีย

#### 3.1 การจัดตั้งกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust)

ปรับปรุงระเบียบต่าง ๆ เพื่อให้ REIT สามารถเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ในปี 2004 และให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีเพื่อสนับสนุน REIT เช่น

- ยกเว้นภาษีการโอนกรรมสิทธิ์
- ยกเว้นภาษีรายได้จากกำไรจากการขายอสังหาริมทรัพย์
- ยกเว้นภาษีนิติบุคคล (ร้อยละ 25) สำหรับ REIT ที่จ่ายผลตอบแทนให้ผู้ลงทุนเกินร้อยละ 90 ของรายได้

ในปี 2012 มี REIT เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียทั้งหมด 16 กองทุน โดย REIT ที่เข้าจดทะเบียนก่อนปี 2008 ทั้งหมด 12 กองทุนมีอัตราการเติบโตของมูลค่าตลาดของทั้ง 12 กองทุนในช่วงปี 2008 - 2Q/2012 สูงถึงร้อยละ 79 เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ที่ร้อยละ 45 ในขณะที่มี REIT ที่เข้าจดทะเบียนหลังปี 2008 ทั้งหมด 4 กองทุน มีมูลค่าตลาดคิดเป็นร้อยละ 54 ของหลักทรัพย์ใหม่ในหมวดอสังหาริมทรัพย์

#### 3.2 การส่งเสริมให้บริษัทจากต่างประเทศเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหุ้นมาเลเซีย

ปรับปรุงกฎระเบียบต่าง ๆ เพื่อเอื้อต่อบริษัทจดทะเบียนจากต่างประเทศเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย เช่น

- เพิ่มสัดส่วนการถือครองหุ้นโดยนักลงทุนต่างประเทศ (foreign limit)
- ยกเลิกการจัดสรรหุ้นร้อยละ 30 ให้กลุ่ม Bumiputra
- ผ่อนกฎระเบียบในการจดทะเบียนของหุ้น foreign listing

ในปี 2012 มีบริษัทจดทะเบียนที่เป็น foreign listing ในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียทั้งหมด 8 บริษัท เป็นบริษัทจากประเทศจีน 7 บริษัท ประกอบธุรกิจหมวดสินค้าอุตสาหกรรม อาทิเช่น ผู้ผลิตอุปกรณ์กีฬา และ ผู้ผลิตเครื่องเขียน เป็นต้น ซึ่งถึงแม้ว่าการเข้าจดทะเบียนของบริษัทจากต่างประเทศดังกล่าวยังไม่ก่อให้เกิดการเพิ่มขึ้นของจำนวนบริษัทหรือมูลค่าตลาดอย่างมีนัยสำคัญ แต่การปรับปรุงกฎระเบียบเหล่านี้จะทำให้มาเลเซียถูกพิจารณาว่าเป็นประเทศที่มีความพร้อมในการรองรับบริษัทจดทะเบียนจากประเทศอื่นและกลายเป็นอีกทางเลือกหนึ่งในการระดมทุนและการลงทุนที่น่าสนใจในภูมิภาคอาเซียน

## กรณีศึกษาสิงคโปร์

เนื่องจากสิงคโปร์เป็นประเทศเล็กและมีทรัพยากรจำกัดทำให้โครงสร้างเศรษฐกิจมีความแตกต่างจากไทยและมาเลเซียอย่างชัดเจน โดยนโยบายการพัฒนาประเทศจะมุ่งเน้นการเพิ่มมูลค่าการผลิตในภาคบริการเป็นหลัก นอกจากนี้หากต้องการขยายมูลค่าตลาดหุ้นภาครัฐจำเป็นต้องพึ่งการขยายตัวของบริษัทจดทะเบียนในต่างประเทศทำให้สิงคโปร์มุ่งเน้นดำเนินนโยบายเปิดเสรีในด้านต่างๆ รวมไปถึงการออกผลิตภัณฑ์ทางการเงินแบบใหม่ๆ ที่ตอบสนองนักลงทุนหลายๆ ประเภทเพื่อเป็นการดึงดูดให้ทั้งบริษัทที่ต้องการระดมทุนรวมไปถึงนักลงทุนจากต่างประเทศเข้ามาทำธุรกรรมต่างๆ ในสิงคโปร์ โดยที่ประเทศได้รับประโยชน์ในรูปแบบค่าธรรมเนียมต่างๆ ในฐานะตัวกลางที่เชื่อมโยงระบบเศรษฐกิจต่างๆ ทั้งในและนอกภูมิภาค

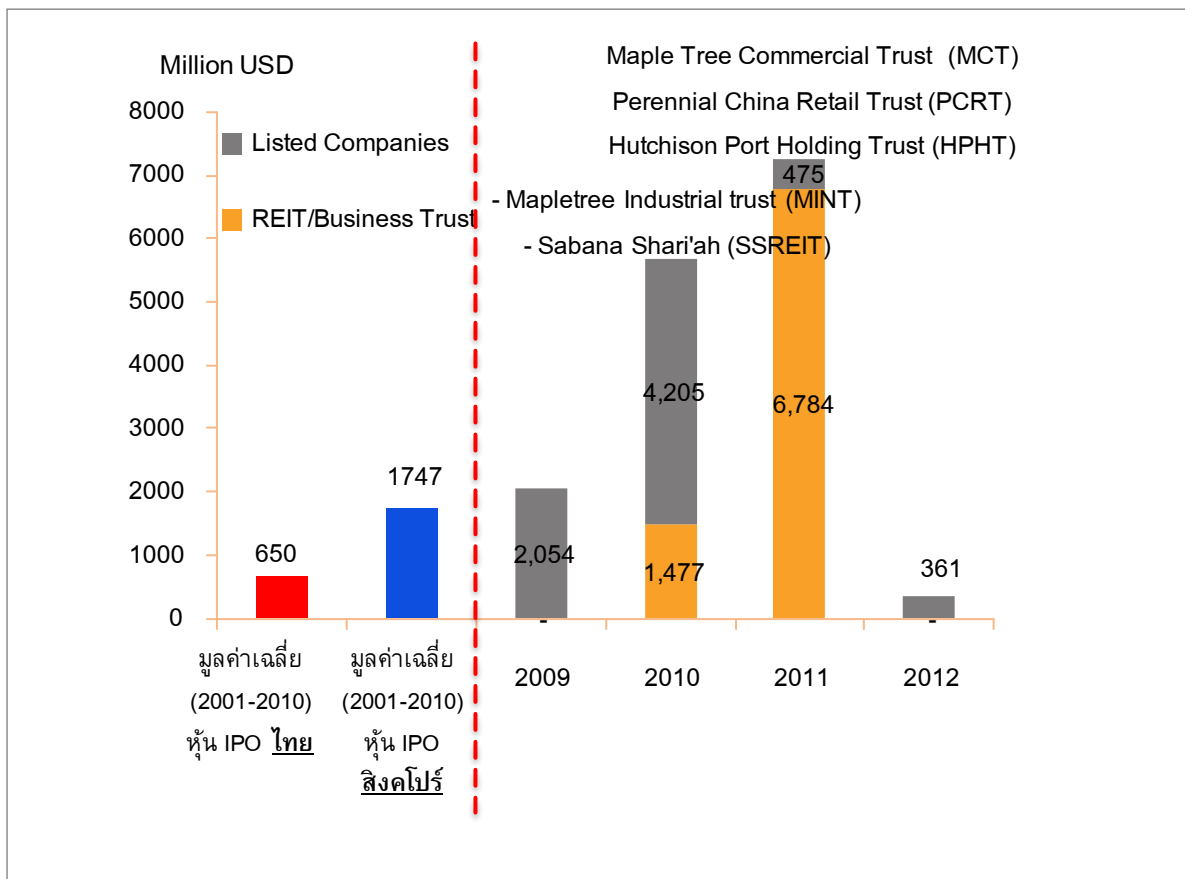
ปัจจุบันมูลค่าตลาดหุ้นในภาพรวมของสิงคโปร์ยังคงเติบโตขึ้นและมีมูลค่าตลาดสูงที่สุดในทั้ง 3 ประเทศ (แม้ว่าจะมี GDP ต่ำที่สุด) ทำให้การศึกษาด้านนโยบายที่เกี่ยวกับตลาดทุนของสิงคโปร์ยังคงน่าสนใจในแง่ของโอกาสที่จะนำข้อคิดหรือบทเรียนบางประการมาประยุกต์ใช้กับตลาดหุ้นไทย เพื่อช่วยในด้านการพัฒนาความสมดุลระหว่างโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นไทยและโครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศ หากพิจารณาในรายละเอียดมีมาตรการหลักที่สิงคโปร์นำมาใช้ในช่วง 5 ปีหลังสุดดังต่อไปนี้

1. การพัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่ตอบโจทย์ธุรกิจ และนักลงทุนแต่ละ segment เอื้อต่อการเป็นศูนย์กลางการเงินของภูมิภาค
  - 1.1 Business trust
  - 1.2 Real Estate Investment Trust (REIT)
2. นโยบายการเปิดเสรีและการเป็นศูนย์กลางทางการเงินของภูมิภาค

1. การพัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่ตอบโจทย์ธุรกิจ และนักลงทุนแต่ละ segment เอื้อต่อการเป็น ศูนย์กลางการเงินของภูมิภาค:

1.1 ภาครัฐสนับสนุนให้มีผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ๆ ที่ตอบสนองความต้องการของนักลงทุนกลุ่มต่างๆ โดยให้สิทธิประโยชน์ทางด้านภาษี เช่น กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REIT) และ Business trust ซึ่งเครื่องมือทางการเงินประเภทกองทรัสต์นี้ ได้ส่งผลให้ตลาดหุ้นสิงคโปร์ได้รับความสนใจและมีมูลค่าตลาดที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยพบว่ามูลค่าหุ้น IPO ที่เข้าจดทะเบียนในช่วง 2010 - 2011 (ภาพที่ 16) ปรับตัวสูงขึ้นมากเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยในช่วง 2001 - 2010 โดยเป็นมูลค่า IPO จากกองทรัสต์ทั้ง 2 กองมีมูลค่า 1,477 ล้านดอลลาร์ สรอ. ในปี 2010 และ 6,784 ล้านดอลลาร์ สรอ. ในปี 2011

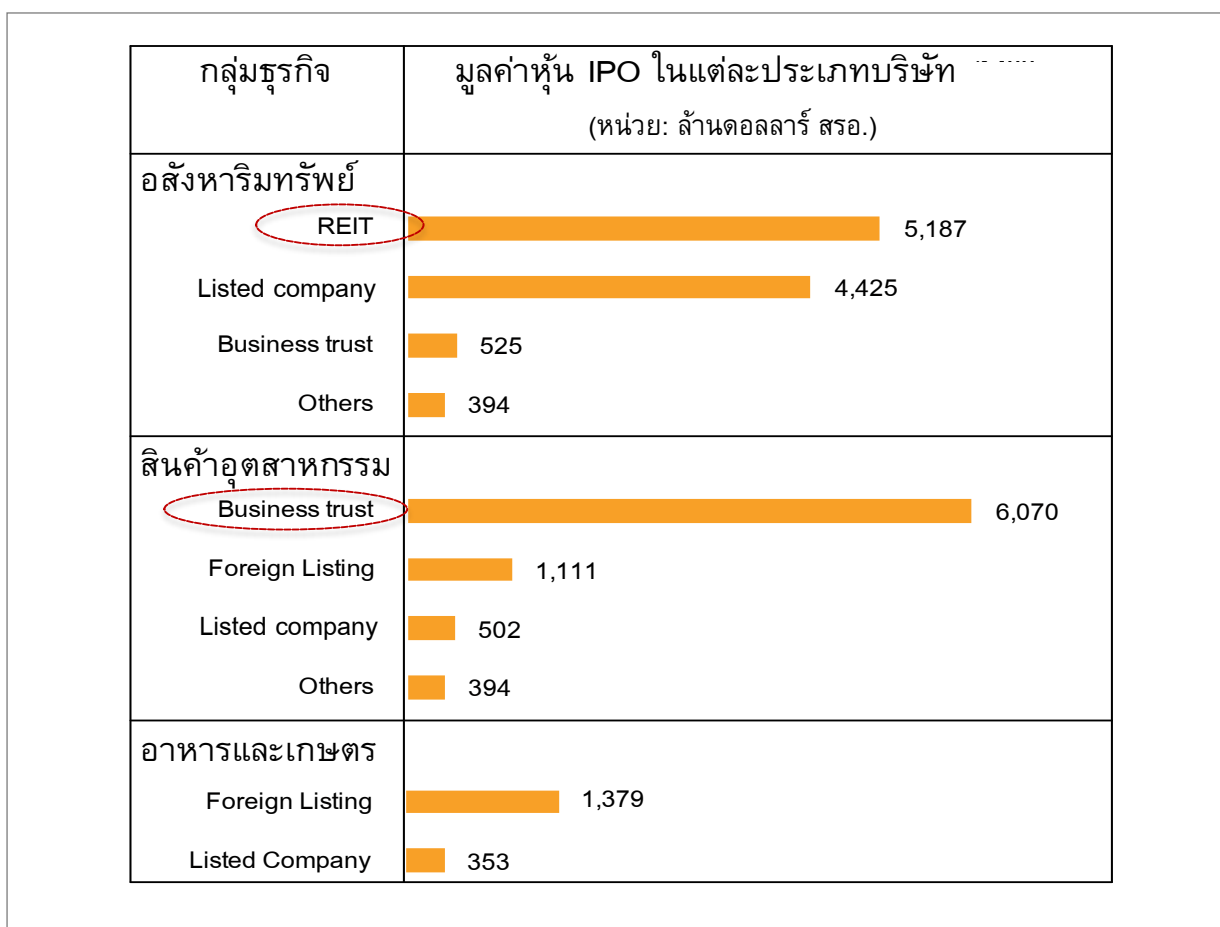
**ภาพที่ 16: มูลค่าหุ้น IPO ในตลาดหุ้นสิงคโปร์ในช่วง 2001 - 2012**



ที่มา: Bloomberg

นอกจากนี้ หากพิจารณาประเภทของหุ้น IPO ที่เข้าจดทะเบียนใน ปี 2010 - 2011 (ภาพที่ 17) พบว่าหุ้น IPO ที่มีมูลค่าสูงสุด 50 อันดับแรกในช่วง 2001 ถึง 2Q /2012 โดยมูลค่าหุ้น IPO ที่สูงที่สุดสามอันดับแรกอยู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์ อุตสาหกรรม และ เกษตรกรรม ตามลำดับ ซึ่งเป็นภาคเศรษฐกิจที่ไทยอาจจะนำไปเป็นแบบอย่างในการเพิ่มความสมดุลระหว่างโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นและโครงสร้างเศรษฐกิจได้

**ภาพที่ 17: มูลค่าหุ้น IPO รายภาคเศรษฐกิจในตลาดหุ้นสิงคโปร์ในช่วง 2001 - 2012**



หมายเหตุ: มูลค่าหุ้น IPO เฉพาะ 50 อันดับแรกที่มีมูลค่าสูงสุดในช่วงปี 2001 - 2012

ที่มา: Bloomberg

**1.1 Business trust:** สิงคโปร์มีนโยบายออกเครื่องมือทางการเงินในลักษณะกองทรัสต์ที่ตอบโจทย์ทั้งผู้ระดมทุนและผู้ลงทุนได้แก่ Business trust (BT) คือ กองทรัสต์ประเภทหนึ่งที่ถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อบริหารทรัพย์สิน ที่บริษัทของตนเป็นเจ้าของเหมือนกับบริษัทโดยทั่วไป แต่มีข้อแตกต่างในรูปแบบบริษัทและ REIT ดังนี้

**ตารางที่ 7: คุณลักษณะและจุดเด่นของ Business trust**

คุณลักษณะของ Business trust	จุดเด่นของ Business trust
ทรัพย์สินที่สามารถลงทุนได้	Business trust ก่อตั้งโดยมีรูปแบบคล้ายกับ REIT โดยผลตอบแทนของ REIT มาจากอสังหาริมทรัพย์ที่กองทรัสต์เป็นเจ้าของ ส่วนของ Business trust <u>ผลตอบแทนจะครอบคลุมจากการลงทุนในทรัพย์สินได้หลายประเภทกว่า</u> เช่น โครงสร้างพื้นฐาน ทำเรือ สายการบินเรือ และอสังหาริมทรัพย์ทั่วไป
รูปแบบการบริหารที่เอื้อต่อการตัดสินใจ	ผู้ดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นลงทุน (trustee) และผู้บริหารทรัพย์สิน (asset manager) เป็นคนเดียวกันเรียกว่า <u>“trustee-manager”</u> ซึ่งอาจไม่ใช่ผู้ถือหุ้นใหญ่ก็ได้ นอกจากนี้การถอดถอน Trustee-Manager ออกจากหน้าที่บริหารทำได้ยากกว่าเพราะต้องใช้ร้อยละ 75 ของเสียงผู้ถือหุ้นลงทุนทั้งหมด
นโยบายในการจ่ายเงินปันผล	<u>สามารถเงินจ่ายปันผลได้แม้จะมี accounting loss และมีนโยบายการจ่ายปันผลที่สูงกว่าหุ้นสามัญทั่วไป</u> (เกือบทั้งหมดของรายได้ที่ได้รับจากสินทรัพย์ต้องถูกส่งต่อไปยังผู้ถือหุ้นลงทุน)
สิทธิพิเศษทางด้านภาษี	<u>ได้รับสิทธิพิเศษทางภาษีเทียบเท่ากับบริษัทจดทะเบียนใน sector นั้นๆ</u>
ผลประโยชน์	<u>นักลงทุน:</u> มีโอกาสลงทุนในหลักทรัพย์ให้ผลตอบแทนที่ค่อนข้างสูงเมื่อเปรียบเทียบกับอัตราดอกเบี้ย และได้รับการการันตีผลตอบแทนที่คงที่ในระยะยาว <u>ผู้ระดมทุน:</u> มีรูปแบบในการระดมทุนใหม่ๆ ที่เพิ่มทางเลือกอย่างสอดคล้องกับความต้องการ คือ สามารถเพิ่มทุนโดยที่ยังคงรักษาอำนาจในการบริหารกิจการของตนเองได้

ที่มา: The Wall Street Journal (WSJ)

### กล่องที่ 3: พัฒนาการของ BT ในสิงคโปร์

- BT แรกที่เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหุ้นสิงคโปร์คือ Ascendas India Trust (AIT) เป็น BT ซึ่งมีทรัพย์สินเป็นอสังหาริมทรัพย์ในอินเดีย โดย AIT เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหุ้นสิงคโปร์ในปี 2007
- ในปี 2008 Indiabulls Properties Investment Trust (IPIT) เป็นรายที่ 2 ที่เข้ามาจดทะเบียนโดยมีลักษณะเหมือนกับ AIT ที่มีทรัพย์สินเป็นอสังหาริมทรัพย์ในอินเดีย
- ต่อมาในช่วงปี 2009 - 2011 มี BT ที่มีทรัพย์สินอยู่ในกลุ่มขนส่งทางเรือและโครงสร้างพื้นฐานเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหุ้นสิงคโปร์อีก 6 กองแต่ไม่ได้รับความนิยมจากนักลงทุนรายย่อยมากนัก เหตุเพราะเป็นสินค้าใหม่ซึ่งมีลักษณะแตกต่างจากหุ้นที่นักลงทุนคุ้นเคย
- จนกระทั่งในปี 2011 BT กลับมาอยู่ในความสนใจของนักลงทุนอีกครั้งหลังจาก Hutchison Port Holding Trust ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของธุรกิจคอนเทนเนอร์รายใหญ่ของโลก (Hutchison Whampoa) มีมูลค่าหุ้น IPO ถึง 5.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ โดย Hutchison Port Holding ถือหุ้นเพียงร้อยละ 25 และ Port of Singapore Authority ถือหุ้นอยู่อีกร้อยละ 20

ที่มา: The Wall Street Journal (WSJ)

จากจุดเด่นด้านความหลากหลายของทรัพย์สินที่ BT สามารถลงทุนได้ทำให้กองทรัสต์ประเภทนี้ รวมถึงคุณลักษณะพิเศษอีกหลายอย่างดังที่กล่าวไว้ข้างต้น ทำให้ BT ได้รับความนิยมและเข้าไปเพิ่มมูลค่าตลาดในหลายภาคเศรษฐกิจ อาทิเช่น ภาคอุตสาหกรรมและอสังหาริมทรัพย์ อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นหลัง IPO ของ BT ปรับตัวลดลงในปี 2012 ทำให้ BT รายใหม่ตัดสินใจเลื่อนแผนการจดทะเบียนในตลาดหุ้นสิงคโปร์ออกไปก่อน โดยสาเหตุที่ราคา BT ปรับลดลงเพราะนักลงทุนกลัวความเสี่ยงจากการที่ BT สามารถกู้ยืมเงินได้ไม่จำกัดและทรัพย์สินบางประเภทมีค่าเสื่อมสภาพสูง ทำให้นักลงทุนยังไม่แน่ใจในความสามารถในการจ่ายปันผล



**1.2 Real Estate Investment Trust (REIT):** สิงคโปร์พัฒนากองทรัสต์ประเภท REIT ที่มีจุดเด่นด้านความยืดหยุ่นในการการบริหารมากกว่ากองทุนอสังหาริมทรัพย์ สามารถให้ผลตอบแทนสูงเทียบเท่ากับผลิตภัณฑ์ทางการเงินอื่นๆ ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา จนได้รับความนิยมมากในสิงคโปร์ โดย REIT คือ กองทรัสต์ที่จัดตั้งขึ้น โดยมีวัตถุประสงค์ในการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และจัดหาผลประโยชน์จากอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวเพื่อประโยชน์ของผู้ถือใบริตส์ ซึ่งมีลักษณะเด่นหากเปรียบเทียบกับกองทุนอสังหาริมทรัพย์ดังนี้ (ตารางที่ 8)

**ตารางที่ 8: คุณลักษณะและจุดเด่นของกองทุนอสังหาริมทรัพย์และ REIT**

คุณลักษณะ	กองทุนอสังหาริมทรัพย์ไทย	REIT ของไทย	REIT ของสิงคโปร์
อสังหาริมทรัพย์ที่ลงทุนได้	ลงทุนได้ในอสังหาริมทรัพย์บางประเภทเท่านั้น เช่น Service Apartment, ศูนย์การค้า, โรงงานให้เช่า, โรงแรม เป็นต้น โดยต้องสร้างเสร็จแล้วไม่น้อยกว่าร้อยละ 80	ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ได้ทุกประเภท โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อจัดหาผลประโยชน์ในรูปแบบค่าเช่า แต่ต้องไม่เป็นการธุรกิจที่ไม่เหมาะสมและถูกกฎหมาย	
Leverage Limit	ไม่เกินร้อยละ 10 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ	ไม่เกินร้อยละ 35 หรือ ไม่เกินร้อยละ 60 กรณีรีทส์ได้ rating investment grade ขึ้นไป	
การลงทุนในต่างประเทศ	ไม่อนุญาตให้ไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ต่างประเทศ	สามารถลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ต่างประเทศได้	
ผู้ทำหน้าที่บริหารอสังหาริมทรัพย์	บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน	บริษัทที่เชี่ยวชาญด้านการลงทุนและบริหารอสังหาริมทรัพย์เป็นผู้จัดตั้งและบริหาร REIT	

ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)

ความสำเร็จของ REIT ในสิงคโปร์ ทำให้มูลค่าตลาดในภาคอสังหาริมทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่อง สาเหตุมาจาก REIT ให้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยร้อยละ 6.2 ต่อปี สูงกว่าพันธบัตรรัฐบาลสิงคโปร์อายุ 10 ปีที่ให้ผลตอบแทนร้อยละ 2.7 ต่อปี โดย CapitalMall Trust เป็น REIT กองแรกที่เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในสิงคโปร์ในปี 2002 - 2011 มูลค่าของ REIT ได้ขยายขนาดไปถึง 24 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ นอกจากนี้ในปี 2011 มูลค่าตลาดของ Capitalmall Trust (CT) และ Ascendas (AREIT) สูงขึ้นเป็น 4.3 และ 3.0 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ และถูกปรับลำดับชั้นไปอยู่ที่ 4 และ 6 ในกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ของประเทศสิงคโปร์

## 2. นโยบายการเปิดเสรีและการเป็นศูนย์กลางทางการเงินของภูมิภาค

สิงคโปร์ดำเนินมาตรการต่างๆ ในการสนับสนุนการเป็นศูนย์กลางการเงินในภูมิภาคโดยปลดล็อกประเด็นสำคัญต่างๆ ดังนี้

- ลดการควบคุมหรือกีดกันจากภาครัฐสำหรับการทำธุรกรรมด้านเงินอย่างต่อเนื่อง เช่น การอนุญาต secondary foreign listing การยกเลิก foreign ownership limit การผ่อนกฎเกณฑ์คุณสมบัติของบริษัทต่างชาติ การเปิดเสรีค่าคอมมิสชั่นของบริษัทหลักทรัพย์ การเปิดเสรีภาคบริการของธนาคารพาณิชย์
- เพิ่มช่องทางและปรับปรุงกระบวนการทำธุรกรรมเพื่อให้สามารถเข้าถึงตลาดได้ง่าย เช่น ระบบ trading system ที่รวดเร็วทันสมัย ลดขั้นตอนการทำงานต่างๆ ในระบบการเงินเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของการทำธุรกรรม
- การเป็นแหล่งลงทุนที่มีต้นทุนทางการเงินที่ถูกที่สุดแห่งหนึ่งในโลก เช่น ไม่มี double taxation, การให้สิทธิพิเศษด้านภาษีแก่ธุรกิจที่ต้องการส่งเสริม ต้นทุนการก่อตั้งธุรกิจที่ต่ำ มีสภาพคล่องสูง (transaction cost ต่ำ)

### กล่องที่ 4: กรณีศึกษา นโยบาย foreign listing ในประเทศสิงคโปร์

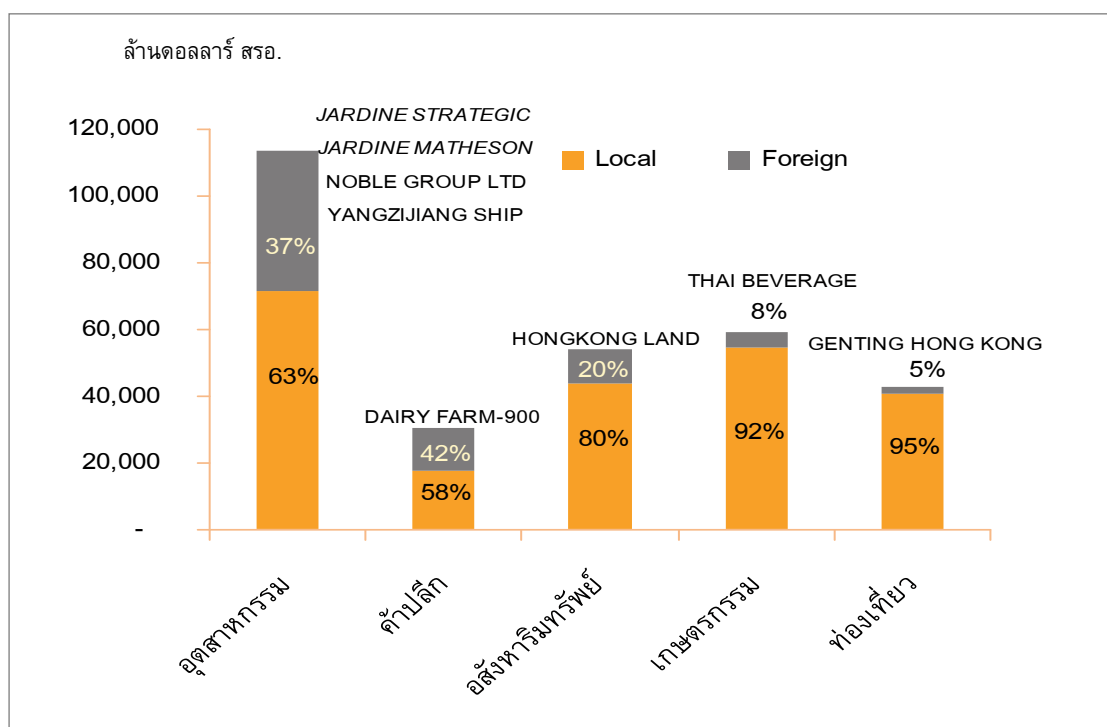
- สิงคโปร์เป็นประเทศขนาดเล็ก กิจกรรมด้านเศรษฐกิจจริงของประเทศมีน้อย ดังนั้นจึงมีนโยบายเปิดให้บริษัทต่างประเทศเข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้นเพื่อเป้าหมายการเพิ่มขนาดของตลาดหุ้นของสิงคโปร์ประสบความสำเร็จอย่างสูง หากเปรียบเทียบกับมาเลเซียและไทย

	สิงคโปร์	มาเลเซีย	ไทย
จำนวน foreign listing	166	8	0
% ต่อจำนวนบริษัททั้งหมด	22%	<1%	0%
market cap. foreign listing	145 billion USD	652 million USD	0
% ต่อ market cap.รวมในแต่ละตลาด	23%	<1%	0%

ที่มา: Bloomberg

การอนุญาตให้บริษัทต่างประเทศเข้าจดทะเบียนในรูปแบบ secondary listing ของสิงคโปร์ประสบความสำเร็จอย่างสูง ดังจะเห็นได้จากจำนวนบริษัทต่างประเทศซึ่งเข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้นสิงคโปร์ที่สูงถึง 166 บริษัท ในขณะที่มาเลเซียมี 8 บริษัท และไทยซึ่งยังไม่มีบริษัทจากต่างประเทศเลย ทั้งนี้สิงคโปร์ได้เปิดกว้างให้ต่างชาติเข้ามามีบทบาทในธุรกิจของสิงคโปร์ ตั้งแต่ทศวรรษ 1980 โดยเปิดเสรีการถือครองหุ้นของชาวต่างชาติและผ่อนปรนกฎเกณฑ์บริษัทต่างชาติที่ต้องการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์เรื่อยมา ทำให้มูลค่าตลาดจากบริษัทจดทะเบียนต่างชาติสูงขึ้นมาก และในทศวรรษ 1990 บริษัทในกลุ่ม Jardine Matheson Holding ซึ่งมี head quarter อยู่ที่ Hong Kong ก่อตั้งบริษัทใน Bermuda และจดทะเบียน premier listing ใน London Stock Exchange และ secondary listing ใน Singapore และ Bermuda ถือเป็นกลุ่มที่มีอิทธิพลมากโดยมีบริษัทลูกและบริษัทย่อยในเครือซึ่งจดทะเบียนในตลาดหุ้นสิงคโปร์ ทำให้มูลค่าตลาดในหลายภาคเศรษฐกิจมีมูลค่าสูง เช่น ภาคอุตสาหกรรม คำปลีก และอสังหาริมทรัพย์ ตามลำดับ (ภาพที่ 18)

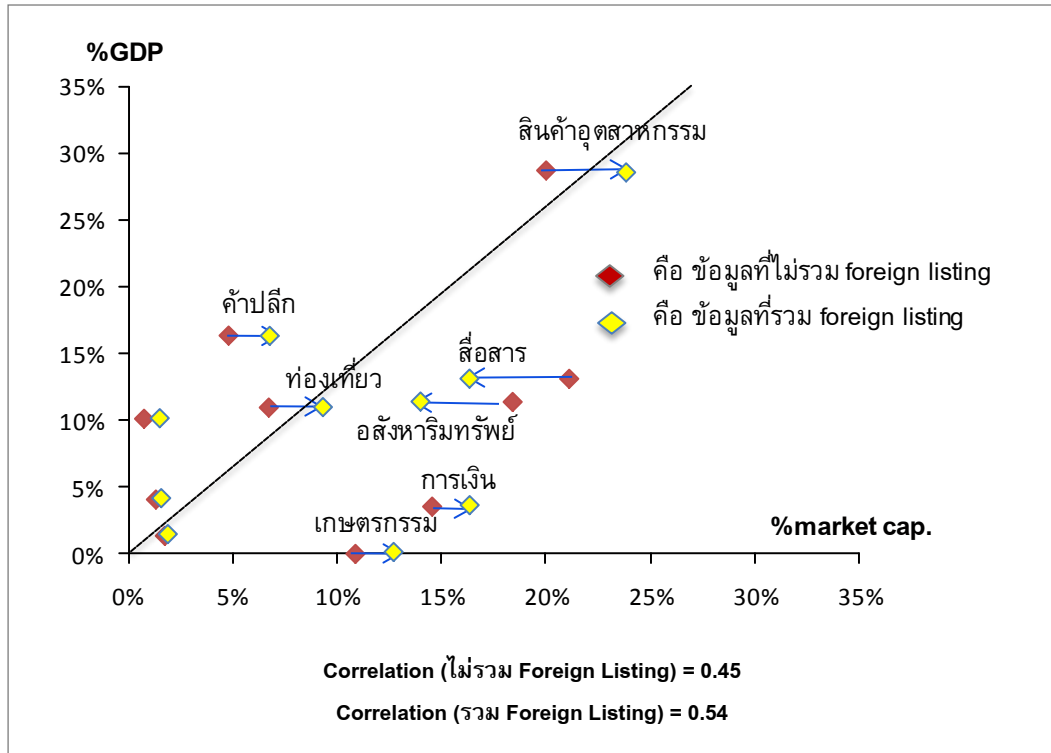
**ภาพที่ 18: มูลค่าหุ้น foreign listing รายภาคเศรษฐกิจในปี 2011**



ที่มา: Bloomberg

การมีบริษัทจดทะเบียนจากต่างประเทศได้ช่วยให้ตลาดหุ้นสิงคโปร์ขยายขนาดของมูลค่าตลาดและมีความหลากหลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นสิงคโปร์ในหลายภาคเศรษฐกิจจากเดิมที่มีมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนภายในประเทศน้อย สังเกตได้จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ปรับตัวสูงขึ้นจาก 0.45 (ไม่รวม foreign listing) ไปเป็น 0.54 (รวม foreign listing) (ภาพที่ 19)

**ภาพที่ 19: เปรียบเทียบความสมดุลของตลาดหุ้นสิงคโปร์กรณีที่รวมและไม่รวม foreign listing**



ที่มา: Bloomberg

## บทส่งท้าย

จากกรณีศึกษาของมาเลเซียและสิงคโปร์นั้นมีความน่าสนใจและอาจนำบางมาตรการมาปรับใช้เพื่อสร้างความสมดุลของโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นไทยได้ดียิ่งขึ้น ดังจะเห็นได้ว่า แม้ประเทศทั้งสองจะมีโครงสร้างเศรษฐกิจที่แตกต่างกันแต่รัฐบาลของทั้งสองประเทศล้วนใช้ตลาดหุ้นเป็นเครื่องมือที่สำคัญในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศเพื่อบรรลุตามวิสัยทัศน์ที่ได้ตั้งไว้ โดยเฉพาะมาเลเซียซึ่งในช่วง 5 ปีหลัง (2007 - 2011) โครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นมีพัฒนาการและปรับตัวสอดคล้องกับโครงสร้างเศรษฐกิจอย่างมาก โดยพบการเพิ่มขึ้นของมูลค่าตลาดในภาคเศรษฐกิจหลักของประเทศในตลาดหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ในส่วนของสิงคโปร์แม้ว่าความสมดุลระหว่างตลาดหุ้นกับภาคเศรษฐกิจจะปรับตัวลดลงในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา แต่ด้วยนโยบายที่มุ่งเน้นการเป็นศูนย์กลางทางการเงินของภูมิภาค ทำให้มาตรการต่างๆ สะท้อนไปในแนวทางที่สร้างความน่าสนใจและการเติบโตให้กับตลาดการเงินของประเทศ ซึ่งรวมถึงตลาดหุ้นที่เป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญ โดยสนับสนุนผลิตภัณฑ์ทางการเงินแบบใหม่ที่ตอบสนองความต้องการทั้งนักลงทุนและผู้ที่ต้องการระดมทุนได้เป็นอย่างดี ส่งผลให้มูลค่าตลาดของสิงคโปร์ยังเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง

ในกรณีไทย หากต้องการให้ตลาดหุ้นไทยสามารถทำหน้าที่ส่งเสริมภาคเศรษฐกิจหลักของประเทศ และมีโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นที่สอดคล้องกับโครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศแล้ว ผู้ศึกษาเห็นว่ามาตรการส่งเสริมการระดมทุนของบริษัทในภาคเศรษฐกิจหลักของประเทศที่สมควรได้รับการผลักดันอย่างเป็นรูปธรรมดังนี้

1. ส่งเสริมให้รัฐวิสาหกิจในภาคเศรษฐกิจหลักของประเทศเข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้น (โดยเฉพาะในภาคอุตสาหกรรมและภาคเกษตรกรรม) อาทิเช่น การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย การไฟฟ้านครหลวง การรถไฟแห่งประเทศไทย บริษัท วิทยุการบินแห่งประเทศไทย จำกัด และ การประปานครหลวง
2. ลดอุปสรรคที่เกี่ยวข้องในการขยายกิจการของบริษัทจดทะเบียนในรูปแบบการควบรวมกิจการ (M&A) และรูปแบบ holding company เพื่อผู้ประกอบการที่มีศักยภาพได้รวมตัวกันให้มีมูลค่ากิจการที่ใหญ่พอในการใช้ตลาดหุ้นในการระดมทุนอย่างมีประสิทธิภาพ
3. ส่งเสริมให้บริษัทต่างประเทศที่ทำธุรกิจในภาคธุรกิจหลักของไทย เข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้น ในรูปแบบ foreign listing และ secondary listing โดยปรับปรุงกฎเกณฑ์ด้านการลงทุน มาตรการกฎหมายและภาษีให้จูงใจและสอดคล้องกับหลักปฏิบัติของธุรกิจ

4. ปรับกฎระเบียบต่างๆ ให้เอื้อต่อการออกผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ๆ ที่ช่วยเร่งให้มูลค่าตลาดของหุ้นในภาคเศรษฐกิจหลักปรับตัวเข้าสู่สมดุลได้รวดเร็วขึ้น เช่น REIT Business trust หรือปรับเกณฑ์รับเข้าจดทะเบียนที่สอดคล้องกับลักษณะพิเศษของแต่ละอุตสาหกรรมโดยเฉพาะในอุตสาหกรรมเป้าหมาย เช่น การลด track record ของหุ้นที่เข้าจดทะเบียนใหม่ในภาคพลังงานทดแทน

## บรรณานุกรม

- Bekaert and Harvey (1997). "Capital Market: An Engine for Economic Growth."
- Jomo and Tan (2001). "Privatization and Re-nationalization in Malaysia: A Survey."
- Noordin, Harjito and Hazir (2006). "Political Risk Assessment of Malaysian Based Multinational Corporations."
- Ahmad, Syed Zamberi (2008). "Multinationals from Emerging Economies: Trends, Patterns and Determinants of Outward Direct Investment Made by Malaysian firms."
- Raman, Rajeswari (2008). "Impact of Multinational Corporation in Malaysia."
- Jomo K.S. (2004). "The New Economic Policy and Interethnic Relations in Malaysia."
- Pakian and Adam (2009). "Malaysia Must Expand Faster to Be Developed Nation."
- Grant, Jeremy (2012). "Felda IPO Key to Malaysia's Ambitions."
- Hew, Denis (2002). "Singapore as a Regional Financial Centre."
- Dean, Gary (2000). "The Role of FDI in the Development of Singapore."
- Brown, Raj (2006). "The Emergence and Development of Singapore as a Regional/Financial Centre."
- International Political Science Review (2004). "Governance and Bureaucracy in Singapore: Contemporary Reforms and Implications."
- Lee, Martin (2010). "Are Singapore REITs a Good Investment."
- Yeo, Calvin (2012). "Understanding Singapore REITs."
- [www.wsj.com](http://www.wsj.com)
- [www.ft.com](http://www.ft.com)
- [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)
- [www.simedarby.com](http://www.simedarby.com)
- [www.petronaschemicals.com](http://www.petronaschemicals.com)
- [www.axiata.com](http://www.axiata.com)
- [www.nesdb.go.th](http://www.nesdb.go.th)
- [www.bot.or.th](http://www.bot.or.th)