

คอบขวดที่จะเป็นอุปสรรคสำคัญต่อการเติบโต ของตลาดทุนไทยในระยะต่อไป

กุลหิดา สมใจวงษ์
อดิษฐ์ เฉลิมพงศ์
กิตติ สุทธิธรรมศิลป์

ธันวาคม 2555

www.set.or.th/setresearch

Disclaimer: รายงานนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้เขียนโดยเฉพาะ จัดทำบนพื้นฐานของข้อมูลທີ່เชื่อว่ามีคความน่าเชื่อถือ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ความรู้และแนวคิดแก่ผู้อ่านเท่านั้น มิได้สะท้อนความเห็นของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแต่อย่างใด

สารบัญ

	หน้า
บทสรุปผู้บริหาร	i
บทนำ	1
บทที่ 1 การเติบโตของตลาดทุนไทยในช่วงที่ผ่านมา	3
บทที่ 2 6 คอขวดสำคัญของตลาดทุนไทยที่ควรเร่งแก้ไข	10
คอขวดที่ 1: ผู้แนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์มีจำนวนจำกัด และไม่สามารถดูแลนักลงทุนได้อย่างทั่วถึงและมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะนักลงทุนรายใหม่	11
คอขวดที่ 2: ช่องทางการจัดจำหน่ายกองทุนรวมอยู่ในระบบธนาคารพาณิชย์ ซึ่งขาดแรงจูงใจที่จะแนะนำการซื้อขายกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมของ บลจ. ที่ไม่ได้สังกัดธนาคารพาณิชย์	17
คอขวดที่ 3: การลงทุนของกองทุนประกันสังคมนับเป็นการลงทุนของรัฐ แม้ว่าทรัพย์สินจะเป็นของแรงงานภาคประชาชน ซึ่งถ้าภาครัฐถือหุ้นรวมเกินครึ่งหนึ่ง บริษัทจดทะเบียนจะมีสถานะเป็นรัฐวิสาหกิจ	23
คอขวดที่ 4: กฎหมายและภาษีเป็นอุปสรรคต่อการรวบรวมกิจการภายในประเทศ ทำให้บริษัทจดทะเบียนไม่สามารถเติบโตได้อย่างก้าวกระโดด	26
คอขวดที่ 5: การพิจารณาแก้ไขกฎหมายและกฎเกณฑ์ใช้เวลานาน ทำให้กฎหมายและกฎเกณฑ์ด้านตลาดทุนของไทยล้าหลังและไม่สอดคล้องกับพัฒนาการในตลาดทุน	34
คอขวดที่ 6: การดำเนินคดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์มีขั้นตอนที่ใช้เวลานานและขาดมาตรการทางแพ่ง	42
บทส่งท้าย	46

สารบัญภาพ

		หน้า
ภาพที่ 1	มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด	3
ภาพที่ 2	มูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน	4
ภาพที่ 3	ปริมาณซื้อขายอนุพันธ์เฉลี่ยต่อวัน	5
ภาพที่ 4	จำนวนนักลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นในแต่ละไตรมาส	8
ภาพที่ 5	จำนวนบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ที่เปิดใหม่และเริ่มซื้อขายครั้งแรกเฉลี่ยต่อเดือน แบ่งตามจำนวนบัญชีที่เป็นลูกค้า บล. สังกัดและไม่สังกัดธนาคารพาณิชย์	9
ภาพที่ 6	มูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันแบ่งตามประเภทนักลงทุน	12
ภาพที่ 7	จำนวนบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์	13
ภาพที่ 8	สัดส่วนจำนวนบัญชีเปิดใหม่แยกตามช่องทางที่ใช้ในการส่งคำสั่งครั้งแรก	15
ภาพที่ 9	มูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนบุคคลเฉลี่ยต่อวันแบ่งตามช่องทาง ที่ซื้อขาย	16
ภาพที่ 10	สัดส่วนมูลค่าสินทรัพย์ภายใต้การบริหารจัดการ (AUM) ของกองทุนรวม	18
ภาพที่ 11	มูลค่า AUM ของกองทุนรวมแบ่งตามประเภทกองทุนรวม	19
ภาพที่ 12	ประมาณการเงินลงทุนสุทธิ (net flow) ในกองทุนรวมตราสารทุน	19
ภาพที่ 13	สัดส่วนการลงทุนในหุ้นต่อ AUM ของกองทุนรวม	20
ภาพที่ 14	ผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ในประเทศไทยระหว่างปี 2545-2554	20
ภาพที่ 15	มูลค่าเงินกองทุนประกันสังคม	24
ภาพที่ 16	จำนวนธุรกรรมรวบรวมกิจการที่ทำสำเร็จและอยู่ระหว่างรวบรวม	29
ภาพที่ 17	ปริมาณธุรกรรมรวบรวมกิจการที่ทำสำเร็จและอยู่ระหว่างรวบรวม	29
ภาพที่ 18	สาเหตุสำคัญที่ทำให้การพิจารณากฎหมายที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนใช้ ระยะเวลานาน	35
ภาพที่ 19	การปรับโครงสร้างของกฎหมายเพื่อรองรับผลิตภัณฑ์และบริการด้าน การลงทุนในเกาหลี	40

สารบัญตาราง

	หน้า	
ตารางที่ 1	สถิติเกี่ยวกับผู้แนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์	11
ตารางที่ 2	จำนวนและสัดส่วนบัญชีแยกตามปีที่ซื้อขายครั้งแรกและยังคงมีรายการซื้อขายในปีต่อมา	13
ตารางที่ 3	จำนวนบัญชีเปิดใหม่แยกตามช่องทางที่ใช้ในการส่งคำสั่งครั้งแรกและช่วงอายุนักลงทุน	15
ตารางที่ 4	ระบบค่าตอบแทนของผู้แนะนำการลงทุนในกองทุนรวมในต่างประเทศ	21
ตารางที่ 5	หลักทรัพย์ที่ภาครัฐมีสัดส่วนการถือหุ้น 25-50%	24
ตารางที่ 6	รูปแบบการจัดประเภทผลิตภัณฑ์ในตลาดทุนและการจัดกลุ่มนักลงทุน	41
ตารางที่ 7	การดำเนินคดีอาญาภายหลังการกล่าวโทษตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ปี 2535 – มี.ค. 2555	43
ตารางที่ 8	ตัวอย่างการดำเนินคดีตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ	44
ตารางที่ 9	การพิจารณาและสืบสวนคดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์ในประเทศต่างๆ	45

สารบัญกล่อง

	หน้า	
กล่องที่ 1	ตัวอย่างการแก้ไขข้อขัดสำคัญในอดีตที่นำไปสู่การเติบโตของตลาดทุนไทยในช่วงที่ผ่านมา	6
กล่องที่ 2	ตัวอย่างการรวบรวมกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยที่ได้รับประโยชน์จากการรวบรวมกิจการ	30

ดัชนีตัวย่อ

AUM	=	Asset under management
RDR	=	Retail Distribution Review
TFEX	=	Thailand Futures Exchange (บริษัท ตลาดอนุพันธ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน))
WFE	=	World Federation of Exchanges
กบข.	=	กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ
ก.ล.ต.	=	สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
ตลท.	=	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ธพ.	=	ธนาคารพาณิชย์
บล.	=	บริษัทหลักทรัพย์
บลจ.	=	บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน
พ.ร.บ.	=	พระราชบัญญัติ

บทสรุปผู้บริหาร

ตลาดทุนไทยเติบโตอย่างต่อเนื่องใน 5 ปีที่ผ่านมา ทั้งในด้านมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (market capitalization) มูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์และปริมาณซื้อขายอนุพันธ์ และจำนวนนักลงทุนบุคคลที่ซื้อขายหลักทรัพย์ สำหรับในอนาคตตลาดทุนไทยจะยังเติบโตได้ต่อไปหรือไม่ ผู้ร่วมตลาดทุนต้องเข้าใจถึงคอบขวดสำคัญของตลาดทุนในปัจจุบัน ที่ทำให้โครงสร้างของระบบตลาดทุนยังไม่สามารถตอบโจทย์ความต้องการจำนวนมากของผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ทั้งนี้ คอบขวดที่ผู้ศึกษาเห็นว่าจะเป็นอุปสรรคสำคัญต่อการเติบโตของตลาดทุนไทยในระยะต่อไป และถ้าสามารถแก้ไขข้อจำกัดได้ จะตอบโจทย์ความต้องการและขยายตลาดทุนได้อย่างรวดเร็วมี 6 ประการ คือ

คอบขวดที่ 1: ผู้แนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์มีจำนวนจำกัด และไม่สามารถดูแลนักลงทุนได้อย่างทั่วถึงและมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะนักลงทุนรายใหม่ ส่งผลให้ใน 3 ปีที่ผ่านมา มูลค่าซื้อขายของนักลงทุนบุคคลก่อนข้างทรงตัว ตลาดทุนไทยประสบภาวะนักลงทุนหยุดการซื้อขายหลักทรัพย์แม้ส่วนใหญ่จะยังถือหุ้นอยู่ และจำนวนบัญชีนักลงทุนบุคคลที่มีรายการซื้อขายหลักทรัพย์ในแต่ละปีคิดเป็นเพียง 50% ของจำนวนบัญชีทั้งหมด

ตัวอย่างแนวปฏิบัติเพื่อแก้ไขคอบขวด เช่น (1) การกำหนดตัวชี้วัดผลงานของผู้แนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์จากความสามารถในการดูแลบัญชีลูกค้าที่ไม่มีรายการซื้อขาย และ (2) การให้บริการลูกค้าผ่านช่องทาง online/automated service เพื่อสนับสนุนการทำงานและดูแลลูกค้าเดิมของผู้แนะนำการลงทุน ทำให้ผู้แนะนำการลงทุนมีเวลามากขึ้นเพื่อหาและแนะนำการลงทุนให้แก่ลูกค้าใหม่

คอบขวดที่ 2: ช่องทางการจัดจำหน่ายกองทุนรวมอยู่ในระบบธนาคารพาณิชย์ ซึ่งขาดแรงจูงใจที่จะแนะนำการซื้อขายกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมของ บลจ. ที่ไม่ได้สังกัดธนาคารพาณิชย์ ส่งผลให้สัดส่วนการลงทุนในหุ้นของกองทุนรวมไทยคิดเป็นเพียง 14% ของขนาดกองทุนทั้งหมด ขณะที่ในต่างประเทศอยู่ที่ 40-50% และเงินลงทุนสุทธิไหลออกจากกองทุนรวมตราสารทุนไทยเกือบทุกปีใน 5 ปีที่ผ่านมา

ทั้งนี้ ต่างประเทศแก้ไขคอบขวดดังกล่าวโดยเพิ่มช่องทางจัดจำหน่ายกองทุนรวมที่เป็นกลาง เช่น online fund mart ที่จำหน่ายกองทุนรวมทุกประเภทของทุก บลจ. และปรับระบบค่าตอบแทนผู้แนะนำการลงทุนในกองทุนรวมให้สัมพันธ์กับมูลค่าเงินลงทุนมากกว่ามูลค่าซื้อขายของผู้ถือหุ้นรายลงทุน และห้ามรับค่าตอบแทนจาก บลจ. หรือผู้จัดการกองทุน

ข้อควรที่ 3: การลงทุนของกองทุนประกันสังคมนับเป็นการลงทุนของรัฐ แม้ว่าทรัพย์สินจะเป็นของแรงงานภาคประชาชน ซึ่งถ้าภาครัฐถือหุ้นรวมเกินครึ่งหนึ่ง บริษัทจดทะเบียนจะมีสถานะเป็นรัฐวิสาหกิจ ส่งผลให้กองทุนประกันสังคมไม่สามารถเพิ่มการลงทุนในบางหุ้นที่พื้นฐานดีและให้ผลตอบแทนการลงทุนสูงได้

การปรับแก้ พ.ร.บ. ประกันสังคมเป็นแนวทางหนึ่งที่สามารถแก้ไขข้อขาดได้ โดยอาจ (1) แยกหน่วยงานด้านการลงทุนของกองทุนประกันสังคมให้มีสถานะเป็นนิติบุคคลอิสระที่ไม่ใช่ส่วนราชการหรือรัฐวิสาหกิจ เช่นเดียวกับแนวปฏิบัติในต่างประเทศ หรือ (2) กำหนดให้การลงทุนของกองทุนประกันสังคมไม่ถือเป็นการลงทุนโดยภาครัฐ แม้กองทุนประกันสังคมจะยังมีสถานะเป็นส่วนราชการ

ข้อควรที่ 4: กฎหมายและภาษีเป็นอุปสรรคต่อการควบรวมกิจการภายในประเทศ ทำให้บริษัทจดทะเบียนไม่สามารถเติบโตได้อย่างก้าวกระโดด เพราะแม้ว่าในปัจจุบันบริษัทจดทะเบียนสามารถควบรวมกิจการได้ตามกฎหมายและได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี แต่ยังมีประเด็นอุปสรรคที่ทำให้การควบรวมกิจการภายในประเทศมีความล่าช้า ภาระต้นทุนเพิ่ม และไม่เอื้อต่อการปฏิบัติจริง

ทั้งนี้ ต่างประเทศแก้ไขข้อขาดดังกล่าวโดย (1) ออกกฎหมายให้ภาคธุรกิจเข้ามามีส่วนร่วมปรับปรุงกฎหมาย กฎเกณฑ์ และแนวปฏิบัติที่เกี่ยวข้องกับการควบรวมกิจการ และ (2) ออกกฎหมายเฉพาะสำหรับการควบรวมกิจการเพื่อบังคับใช้เพิ่มเติมจากกฎหมายอื่น

ข้อควรที่ 5: การพิจารณาแก้ไขกฎหมายและกฎเกณฑ์ใช้เวลานาน ทำให้กฎหมายและกฎเกณฑ์ด้านตลาดทุนของไทยล้าหลังและไม่สอดคล้องกับพัฒนาการในตลาดทุน ส่งผลให้เกิดข้อจำกัดในด้านต่าง ๆ อาทิ การพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่และการรับบริษัทต่างประเทศเข้าจดทะเบียน

ตัวอย่างแนวปฏิบัติในต่างประเทศเพื่อแก้ไขข้อขาด เช่น (1) การปฏิรูปกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างตลาดทุนของประเทศทั้งระบบ และ (2) การจัดกลุ่มประเภทผลิตภัณฑ์ในตลาดทุนตามระดับความซับซ้อนและจัดกลุ่มนักลงทุนตามระดับความรู้ในการลงทุนและความเสี่ยงที่ยอมรับได้ เพื่อกำหนดกรอบของผลิตภัณฑ์ที่สามารถลงทุนได้ให้เหมาะสมกับนักลงทุน

ข้อควรที่ 6: การดำเนินคดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์มีขั้นตอนที่ใช้เวลานานและพิจารณาเฉพาะมาตรการทางอาญา ส่งผลให้การพิจารณาตีความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์มีผลสัมฤทธิ์น้อย

ตัวอย่างแนวปฏิบัติในต่างประเทศเพื่อแก้ไขข้อขาด เช่น (1) เพิ่มมาตรการทางแพ่งที่พิจารณาพยานหลักฐานด้วยหลักพยานหลักฐานที่มีน้ำหนักยิ่งกว่า (preponderance of evidence) และมีบทลงโทษที่

หลากหลายเพื่อเอาผิดผู้กระทำผิดและเยียวยาผู้เสียหาย และ (2) กำหนดให้เจ้าพนักงานที่เป็นหน่วยงานกำกับดูแลมีสิทธิสืบสวนคดีและ/หรือฟ้องคดีได้เอง

ทั้งนี้ หากผู้ร่วมตลาดทุนทุกภาคส่วนเข้าใจถึงคอบขวดสำคัญและร่วมกันแก้ไขอย่างเป็นองค์รวม จะทำให้ตลาดทุนไทยสามารถเติบโตได้อย่างแข็งแกร่งและก้าวกระโดด และท้ายที่สุดจะเป็นเครื่องมือสำคัญที่ช่วยเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศได้

อนึ่ง งานศึกษานี้เน้นชี้ประเด็นเชิงลึกเกี่ยวกับคอบขวดสำคัญที่ควรเร่งแก้ไข ขณะที่การชี้แนวทางแก้ไขโดยพิจารณาจากตัวอย่างแนวปฏิบัติในต่างประเทศ ยังเป็นเพียงข้อสังเกตเบื้องต้นเท่านั้น จำเป็นต้องศึกษาในเชิงลึกต่อไปเพื่อปรับใช้ให้เหมาะสมกับสถานการณ์ของตลาดทุนไทย

บทนำ

ตลาดทุนไทยเติบโตอย่างต่อเนื่องระหว่างปี 2551-2555 สะท้อนจากมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดที่เพิ่มเป็น 322,006 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จาก 161,043 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือเพิ่มเฉลี่ยปีละ 18% มูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันเพิ่มขึ้นเกือบเท่าตัวเป็น 906 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จาก 488 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ปริมาณซื้อขายอนุพันธ์เฉลี่ยต่อวันเพิ่มเป็น 44,177 สัญญา จาก 8,837 สัญญา หรือเพิ่มเฉลี่ยปีละ 50% และระหว่างปี 2553-2555 จำนวนนักลงทุนที่ซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มเป็น 497,551 คน จาก 370,777 คน หรือเพิ่มเฉลี่ยปีละ 12%

อย่างไรก็ดี ในอนาคตตลาดทุนไทยจะเติบโตได้อย่างก้าวกระโดดหรือไม่ั้น ปัจจัยสำคัญประการหนึ่งคือ การที่ผู้ร่วมตลาดทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งภาครัฐและหน่วยงานกำกับดูแล ต้องเข้าใจถึงคอบขวดสำคัญของตลาดทุนในปัจจุบัน ที่ทำให้โครงสร้างของระบบตลาดทุนยังไม่สามารถตอบโจทย์ความต้องการจำนวนมากได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งความต้องการของประชากรไทยที่มีศักยภาพลงทุนและต้องการผลตอบแทนการลงทุนที่สูงขึ้น และบริษัทไทยที่ต้องการแหล่งระดมทุน

งานศึกษาฉบับนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาและชี้ประเด็นคอบขวดที่สำคัญของตลาดทุนไทยที่จะเป็นอุปสรรคต่อการเติบโตของตลาดทุนไทยในระยะต่อไป รวมถึงศึกษาตัวอย่างแนวปฏิบัติในต่างประเทศเพื่อแก้ไขคอบขวดต่างๆ ซึ่งถ้าสามารถแก้ไขข้อจำกัดได้ จะช่วยให้ตอบโจทย์ความต้องการและขยายตลาดทุนได้อย่างรวดเร็ว ทั้งนี้ งานศึกษาประกอบด้วย 2 ส่วนหลัก คือ

1. การเติบโตของตลาดทุนไทยในช่วงที่ผ่านมา เพื่อเข้าใจถึงสถานะและระดับการพัฒนาของตลาดทุนไทยในปัจจุบัน

2. คอบขวดสำคัญของตลาดทุนไทย 6 ประการที่ควรเร่งแก้ไข ประกอบด้วย (1) ประสิทธิภาพและคุณภาพของผู้แนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์ (2) ช่องทางการจัดจำหน่ายกองทุนรวมทั้งฟิงพาณิชย์ (3) การลงทุนของกองทุนประกันสังคมที่นับเป็นการลงทุนของรัฐ (4) กฎหมายและภาษีที่เป็นอุปสรรคต่อการรวบรวมกิจการภายในประเทศ (5) การพิจารณาแก้ไขกฎหมายและกฎเกณฑ์ใช้เวลานาน และ (6) การดำเนินคดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์มีขั้นตอนที่ใช้เวลานานและขาดมาตรการทางแพ่ง

ทั้งนี้ หากผู้ร่วมตลาดทุนทุกภาคส่วนเข้าใจถึงคอบขวดสำคัญและร่วมกันแก้ไขอย่างเป็นองค์รวม จะทำให้ตลาดทุนไทยสามารถเติบโตได้อย่างแข็งแกร่งและก้าวกระโดด และท้ายที่สุดจะเป็นเครื่องมือสำคัญที่ช่วยเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศได้

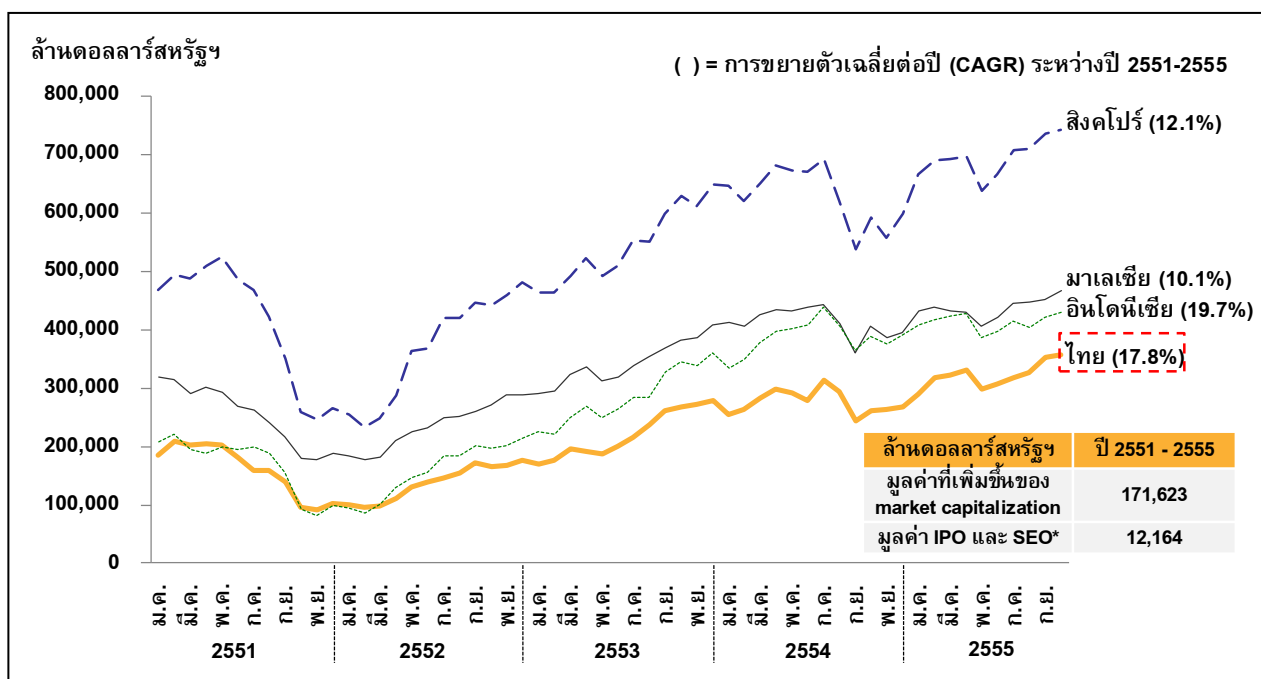
อนึ่ง งานศึกษานี้เน้นชี้ประเด็นเชิงลึกเกี่ยวกับคovidสำคัญที่ควรเร่งแก้ไข ขณะที่การชี้แนว
ทางแก้ไขโดยพิจารณาจากตัวอย่างแนวปฏิบัติในต่างประเทศ ยังเป็นเพียงข้อสังเกตเบื้องต้นเท่านั้น จำเป็นต้อง
ศึกษาในเชิงลึกต่อไปเพื่อปรับใช้ให้เหมาะสมกับสถานการณ์ของตลาดทุนไทย

บทที่ 1: การเติบโตของตลาดทุนไทยในช่วงที่ผ่านมา

1. ด้านขนาดตลาดทุน

ขนาดตลาดทุนไทยระหว่างปี 2551-2555 เติบโตอย่างต่อเนื่อง สะท้อนจากมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดที่เติบโตเป็น 322,006 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จาก 161,043 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือเติบโตเฉลี่ยปีละ 18% (ภาพที่ 1) สูงเป็นอันดับที่ 2 ในภูมิภาค ทั้งนี้ การเติบโตส่วนใหญ่เป็นผลจากการเพิ่มของราคาหุ้นเดิมมากกว่าจำนวนหุ้นที่เข้าจดทะเบียนใหม่ กล่าวคือ มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเพิ่มขึ้น 171,623 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ใน 5 ปีที่ผ่านมา แต่เป็นส่วนเพิ่มจากบริษัทจดทะเบียนเข้าใหม่ (initial public offering: IPO) และบริษัทจดทะเบียนเดิมที่ระดมทุนเพิ่ม (secondary equity offering: SEO) เพียง 12,164 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือคิดเป็น 7% เท่านั้น

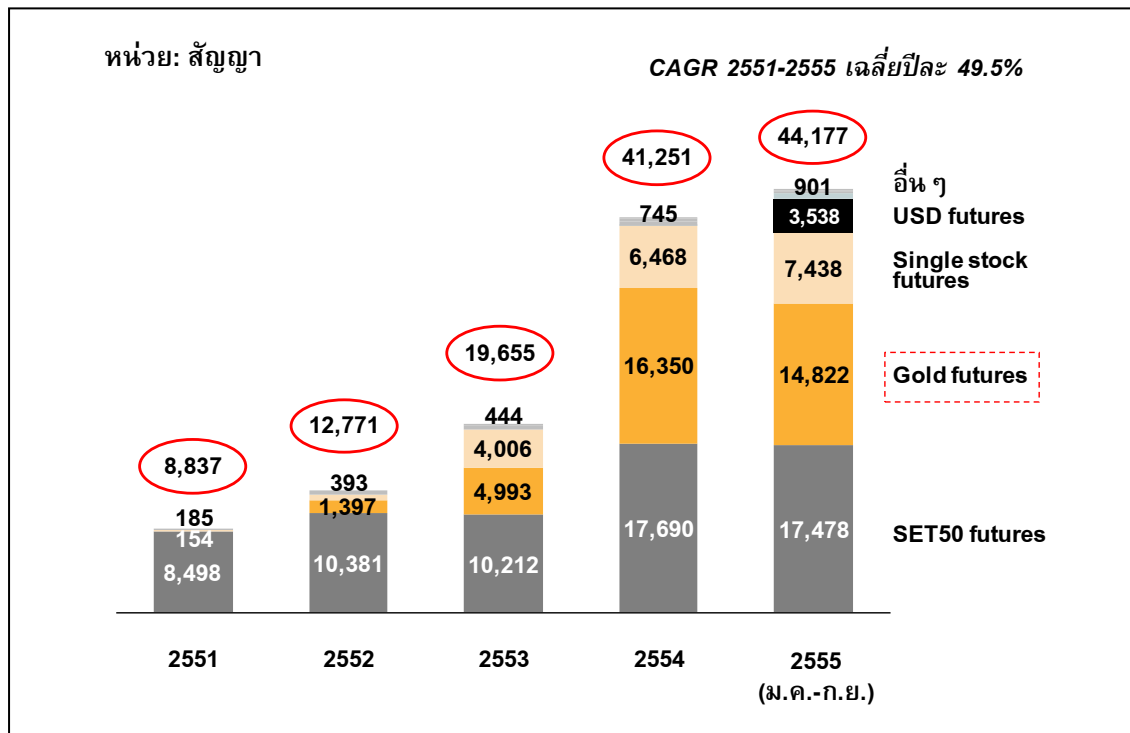
ภาพที่ 1: มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด



หมายเหตุ: ระหว่างปี 2551-2555 หลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนที่มีขนาดใหญ่และอยู่ใน SET50 มี 3 หลักทรัพย์ คือ ESSO BLA และ IVL ที่มา: WFE และ ตลท.

(2) ผลิตภัณฑ์ใหม่ที่สำคัญ: gold futures และ USD futures มีปริมาณซื้อขายเฉลี่ยวันละ 18,360 สัญญาในปี 2555 โดย บริษัท ตลาดอนุพันธ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (TFEX) เริ่มจัดให้ซื้อขาย 1) gold futures ขนาด 50 บาท เมื่อกุมภาพันธ์ 2552 2) gold futures ขนาด 10 บาท เมื่อสิงหาคม 2553 (กล่องที่ 1) และ 3) USD futures เมื่อมิถุนายน 2555 ทั้งนี้ ผลจากการพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่อย่าง gold futures ส่งผลให้ปัจจุบันปริมาณซื้อขายอนุพันธ์มากกว่า 30% มาจาก gold futures จากเดิมที่เกือบทั้งหมดมาจาก SET50 futures

ภาพที่ 3: ปริมาณซื้อขายอนุพันธ์เฉลี่ยต่อวัน



หมายเหตุ: - ปริมาณซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน นับเฉพาะจำนวนวันทำการตั้งแต่วันที่เริ่มซื้อขายผลิตภัณฑ์นั้นๆ
 - อื่นๆ คือ oil futures, SET50 index options, silver futures, interest rate futures
 ที่มา: TFEX

กล่องที่ 1: ตัวอย่างการแก้ไขคอขวดสำคัญในอดีตที่นำไปสู่การเติบโตของตลาดทุนไทยในช่วงที่

1. การเปิดเสรีค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์

1.1 คอขวดและการแก้ไข

ในอดีตระบบค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์หรือค่าคอมมิชชั่นของไทยไม่ได้เปิดเสรีเช่นในปัจจุบัน กล่าวคือ การเรียกเก็บมีอัตราขั้นต่ำที่ทุกบริษัทหลักทรัพย์ (บล.) ต้องปฏิบัติตาม โดยหากซื้อขายผ่านผู้แนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์เรียกเก็บขั้นต่ำ 0.25% ของมูลค่าซื้อขายต่อวัน หากซื้อขายผ่านอินเทอร์เน็ตเรียกเก็บขั้นต่ำ 0.20% ของมูลค่าซื้อขายต่อวัน และหากซื้อขายแบบบัญชีเงินสด (วางเงินเต็มจำนวนก่อนการซื้อขาย) เรียกเก็บขั้นต่ำ 0.15% ของมูลค่าซื้อขายต่อวัน ไม่ว่าจะผ่านผู้แนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์หรืออินเทอร์เน็ต

ระบบค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีอัตราขั้นต่ำดังกล่าว ถือเป็นคอขวดสำคัญที่กระทบต่อการพัฒนาตลาดทุนไทยในอดีต เนื่องจากการผลักภาระต้นทุนการซื้อขายให้กับนักลงทุน จึงไม่จูงใจให้เกิดการซื้อขาย ขณะที่เอื้อประโยชน์แก่ บล. ที่ประกอบธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ทำให้การแข่งขันของธุรกิจ บล. ไทยไม่เกิดขึ้นอย่างเต็มที่ ดังนั้น คณะกรรมการพัฒนาตลาดทุนไทยจึงร่วมกันผลักดันและมีมติให้เปิดเสรีค่าธรรมเนียม โดยแบ่งเป็น 2 ระยะ (1) ม.ค. 2553 - ธ.ค. 2554 กำหนดให้ค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์เป็นแบบขั้นบันได (sliding scale) โดยอัตราปรับลดลงเมื่อมูลค่าซื้อขายต่อวันสูงขึ้น และ (2) ปี 2555 เป็นต้นไป สามารถต่อรองค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ได้อย่างเสรี

1.2 พัฒนาการในตลาดทุนที่เกิดขึ้น

ภายหลังการทยอยเปิดเสรีค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ในปี 2553 สังเกตพบว่า มูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์ไทยปรับเพิ่มขึ้นมาเทียบเท่าตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ จากเดิมที่ใกล้เคียงตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียและอินโดนีเซีย โดยมีมูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน 960 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ระหว่าง ก.ค. 2553 - ก.ย. 2555 จากเดิม 530 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ระหว่าง ม.ค. 2551 - มิ.ย. 2553 (ภาพที่ 2)

อนึ่ง แม้จะกล่าวไม่ได้ว่าการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมเป็นปัจจัยเดียวที่ทำให้มูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นดังกล่าว แต่ผู้ศึกษาเชื่อว่าเป็นปัจจัยสำคัญประการหนึ่งที่ช่วยเพิ่มสภาพคล่องในตลาดทุนให้สามารถก้าวกระโดดได้ในช่วงที่ผ่านมา

¹ คณะกรรมการพัฒนาตลาดทุนไทย (2552), “แผนพัฒนาตลาดทุนไทย”

² ผู้แนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์อาจพูดคุยหรือให้คำแนะนำลูกค้ามากกว่าวันละ 6 บัญชี แต่ลูกค้าบางส่วนอาจไม่ส่งคำสั่งซื้อขาย

³ สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย (2554), “ประกาศแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้แนะนำการลงทุน ผู้จัดการสาขา และ

2. การเปิดรับสมาชิกร้านค้าทองและออกผลิตภัณฑ์ใหม่ในตลาดอนุพันธ์

2.1 คอขวดและการแก้ไข

ในอดีตธุรกิจการลงทุนในทองคำในประเทศไทยทั้งหมดเป็นการซื้อขายผ่านร้านค้าทองคำ โดยสมาคมค้าทองคำกำหนดมาตรฐานความบริสุทธิ์ของทองคำที่ 96.5% ดังนั้น เมื่อการลงทุนในสินค้าโภคภัณฑ์ผ่านตลาดทุนโลกขยายตัวสูงและ TFEX ริเริ่มที่จะจัดให้ซื้อขาย gold futures ในตลาดอนุพันธ์ของไทย จึงเกิดข้อกังวลในกลุ่มร้านค้าทองคำ ดังนั้น TFEX จึง (1)หารือร่วมกับผู้ร่วมตลาด สมาคมค้าทองคำ และหน่วยงานกำกับดูแล (2) ให้ความชัดเจนด้านโอกาสทางธุรกิจของร้านค้าทองคำที่สามารถสมัครเป็นบริษัทสมาชิกของ TFEX เพื่อเป็นตัวแทนซื้อขาย gold futures ได้ (3) ชี้แจงถึงพัฒนาการของ gold futures ในต่างประเทศ ที่ช่วยส่งเสริมให้ปริมาณซื้อขายทองคำเพิ่มขึ้นแทนที่จะเกิดการแย่งตลาดเช่นที่ร้านค้าทองคำกังวล และ (4) ตัดสินใจที่จะจัดให้ซื้อขายสัญญาขนาดน้ำหนักทองคำ 50 บาทก่อน จากเดิมที่ตั้งใจไว้ที่ขนาด 10 บาท เพื่อไม่ให้ร้านค้าทองคำซึ่งทำธุรกิจกับรายย่อยเป็นหลัก รู้สึกว่าเกิดการแข่งขันแย่งลูกค้ากลุ่มเดียวกัน

2.2 พัฒนาการในตลาดทุนที่เกิดขึ้น

ในปี 2552 ภายหลัง TFEX เริ่มจัดให้ซื้อขาย gold futures ขนาด 50 บาท ร้านค้าทองคำสมัครเป็นบริษัทสมาชิกของ TFEX 5 ราย (ปัจจุบันมีรวม 6 ราย จากสมาชิก TFEX ทั้งหมด 41 ราย) และปริมาณซื้อขายอนุพันธ์ขยายตัวอย่างก้าวกระโดดระหว่างปี 2552-2555 ซึ่งความสำเร็จดังกล่าวประกอบด้วยความเข้าใจจากร้านค้าทองคำ ส่งผลให้ TFEX ประสบความสำเร็จในการเพิ่ม gold futures ขนาด 10 บาท ในปี 2553

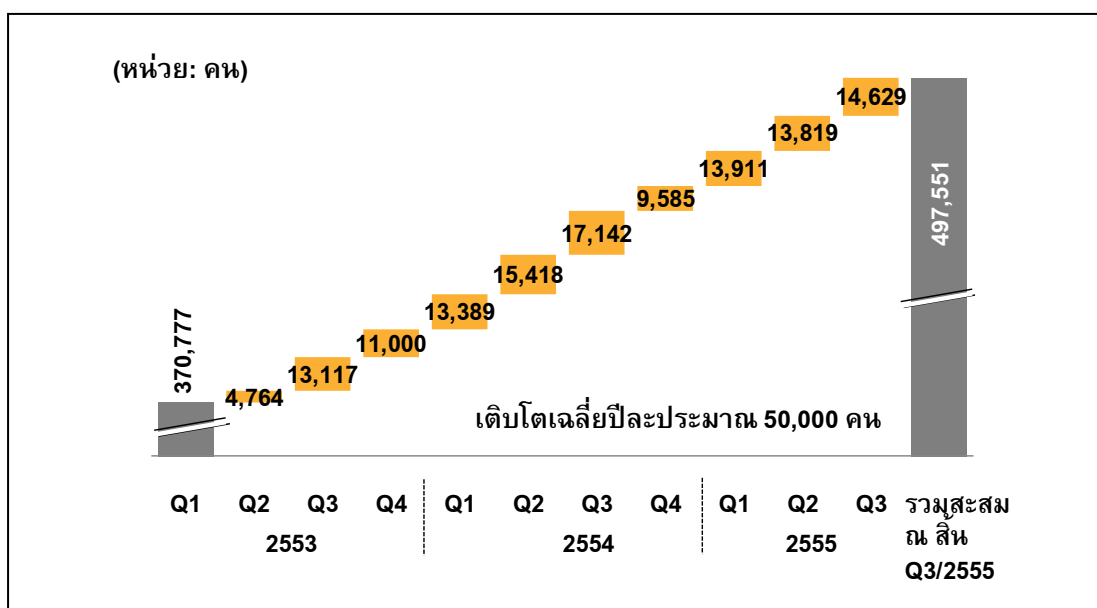
ปัจจุบันปริมาณซื้อขายอนุพันธ์มากกว่า 30% มาจาก gold futures จากเดิมที่เกือบทั้งหมดมาจาก SET50 futures (ภาพที่ 3) นอกจากนี้ gold futures ยังเป็นผลิตภัณฑ์สำคัญในตลาดอนุพันธ์ที่สามารถดึงดูดการซื้อขายจากนักลงทุนบุคคลเดิมที่เคยหยุดการซื้อขาย (inactive account) และนักลงทุนบุคคลใหม่ได้ โดยระหว่าง ก.ค. 2553 - ธ.ค. 2554 พบว่า 49% ของบัญชีนักลงทุนบุคคลที่กลับมาซื้อขายหรือที่เปิดใหม่ เริ่มซื้อขาย gold futures เป็นผลิตภัณฑ์แรก

3. ด้านฐานนักลงทุน

จำนวนนักลงทุนที่ซื้อขายหลักทรัพย์เติบโตต่อเนื่องเฉลี่ยปีละประมาณ 50,000 คน ระหว่างปี 2553-2555 หรือคิดเป็นเติบโตเฉลี่ยปีละ 12% โดย ณ สิ้นกันยายน 2555 ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีฐานนักลงทุนที่ไม่นับซ้ำ 497,551 คน ทั้งนี้ การไม่นับซ้ำ หมายถึง นาย A เปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ไว้กับ 3 บล. จะนับว่าเป็นนักลงทุนเพียง 1 คนเท่านั้น (ภาพที่ 4)

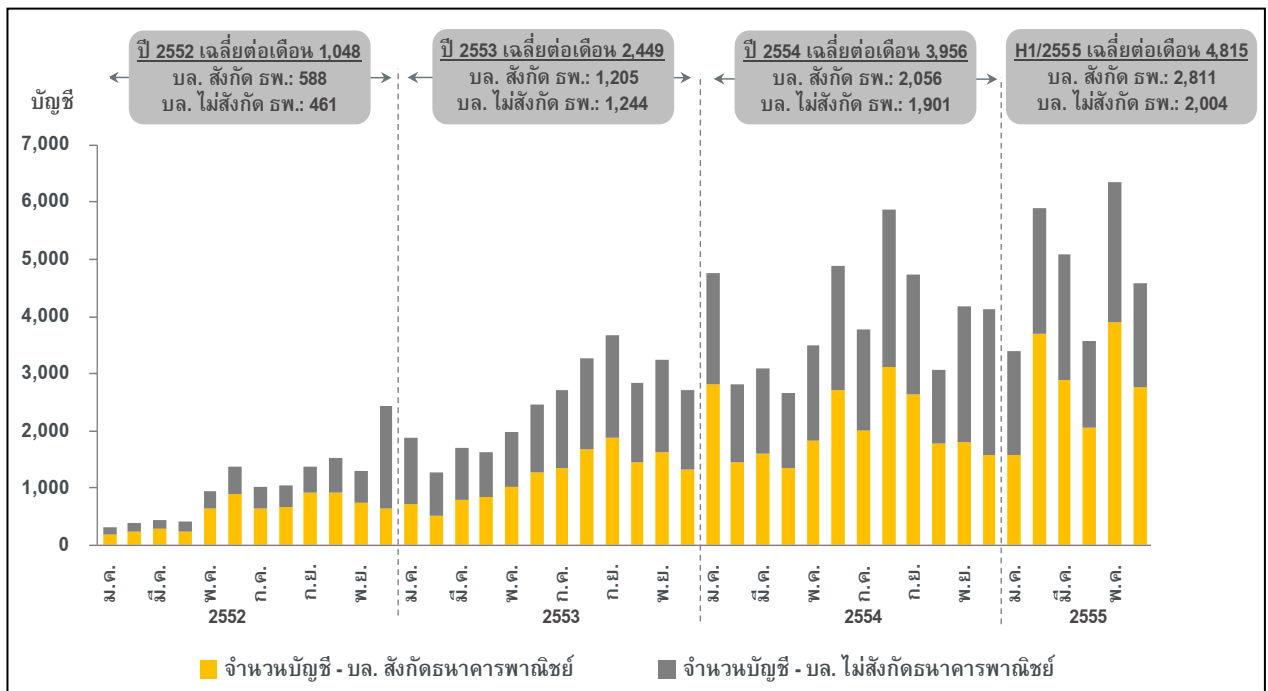
สำหรับจำนวนบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์เติบโตต่อเนื่องเช่นกัน ทั้งบัญชีที่เป็นลูกค้าของ บล. สังกัดและไม่สังกัดธนาคารพาณิชย์ โดยจำนวนบัญชีเปิดใหม่และเริ่มซื้อขายครั้งแรกเฉลี่ยต่อเดือน เพิ่มขึ้นเป็น 4,815 บัญชีในปี 2555 จาก 1,048 บัญชีในปี 2552 ทั้งนี้ มีข้อสังเกตว่า บล. ในสังกัดธนาคารพาณิชย์มีบัญชีลูกค้าที่เริ่มซื้อขายครั้งแรกเติบโตสูงกว่า บล. ที่ไม่อยู่ในสังกัดธนาคารพาณิชย์ (ภาพที่ 5)

ภาพที่ 4: จำนวนนักลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นในแต่ละไตรมาส



ที่มา: ตลท.

ภาพที่ 5: จำนวนบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ที่เปิดใหม่และเริ่มซื้อขายครั้งแรกเฉลี่ยต่อเดือน แบ่งตามจำนวนบัญชีที่เป็นลูกค้า บล. สังกัดและไม่สังกัดธนาคารพาณิชย์



ที่มา: ตลท.

บทที่ 2: 6 คอขวดสำคัญของตลาดทุนไทยที่ควรเร่งแก้ไข

ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา ตลาดทุนไทยเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง ทั้งด้านขนาดตลาดทุน ด้านสภาพคล่อง และด้านฐานนักลงทุน สำหรับในอนาคตปัจจัยสำคัญที่จะช่วยให้ตลาดทุนไทยยังเติบโตได้อย่างก้าวกระโดดต่อไป คือ ความเข้าใจและตระหนักถึงความจำเป็นในการแก้ไขปัญหาคอขวดสำคัญของตลาดทุนในปัจจุบัน เพื่อให้โครงสร้างของระบบตลาดทุนสามารถตอบโจทย์ความต้องการของผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนจำนวนมากได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ทั้งนี้ คอขวดที่ผู้ศึกษาเห็นว่าจะเป็นอุปสรรคสำคัญต่อการเติบโตของตลาดทุนไทยในระยะต่อไป และถ้าสามารถแก้ไขข้อจำกัดได้ จะสามารถตอบโจทย์ความต้องการและขยายตลาดทุนได้อย่างรวดเร็วมี 6 ประการ คือ

คอขวดที่ 1: ผู้แนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์มีจำนวนจำกัด และไม่สามารถดูแลนักลงทุนได้อย่างทั่วถึงและมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะนักลงทุนรายใหม่

คอขวดที่ 2: ช่องทางการจัดจำหน่ายกองทุนรวมอยู่ในระบบธนาคารพาณิชย์ ซึ่งขาดแรงจูงใจที่จะแนะนำการซื้อขายกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมของ บลจ. ที่ไม่ได้สังกัดธนาคารพาณิชย์

คอขวดที่ 3: การลงทุนของกองทุนประกันสังคมนับเป็นการลงทุนของรัฐ แม้ว่าทรัพย์สินจะเป็นของแรงงานภาคประชาชน ซึ่งถ้าภาครัฐถือหุ้นรวมเกินครึ่งหนึ่ง บริษัทจดทะเบียนจะมีสถานะเป็นรัฐวิสาหกิจ

คอขวดที่ 4: กฎหมายและภาษีเป็นอุปสรรคต่อการรวบรวมกิจการภายในประเทศ ทำให้บริษัทจดทะเบียนไม่สามารถเติบโตได้อย่างก้าวกระโดด

คอขวดที่ 5: การพิจารณาแก้ไขกฎหมายและกฎเกณฑ์ใช้เวลานาน ทำให้กฎหมายและกฎเกณฑ์ด้านตลาดทุนของไทยล้าหลังและไม่สอดคล้องกับพัฒนาการในตลาดทุน

คอขวดที่ 6: การดำเนินคดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์มีขั้นตอนที่ใช้เวลานานและขาดมาตรการทางแพ่ง

ทั้งนี้ ความเข้าใจถึงคอขวดที่จะเป็นอุปสรรคสำคัญต่อการเติบโตของตลาดทุนไทยในระยะต่อไปของผู้ร่วมตลาดทุกฝ่าย และการร่วมกันแก้ไขอย่างเป็นองค์รวม จะเป็นปัจจัยขับเคลื่อนสำคัญที่ทำให้ตลาดทุนไทยเติบโตได้อย่างแข็งแกร่งและก้าวกระโดด และท้ายที่สุดจะเป็นเครื่องมือสำคัญที่ช่วยเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศไทยในอนาคต

คอบวตที่ 1: ผู้แนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์มีจำนวนจำกัด และไม่สามารถดูแล นักลงทุนได้อย่างทั่วถึงและมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะนักลงทุนรายใหม่

1. คอบวต

ผู้แนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์ (investment consultant: IC) ไม่สามารถดูแลนักลงทุนได้อย่างทั่วถึง และมีประสิทธิภาพ เพราะมีจำนวนจำกัดส่วนใหญ่เน้นดูแลเฉพาะลูกค้าเดิมที่มีมูลค่าซื้อขายสูงเพียงไม่กี่บัญชี และแนะนำหุ้นที่คุ้นเคยไม่กี่หลักทรัพย์

จำนวนผู้แนะนำการลงทุนเติบโตเฉลี่ยเพียงปีละ 7% และมีจำนวน 6,762 คนในปี 2554 ขณะที่จำนวน บัญชีซื้อขายหลักทรัพย์เติบโตเฉลี่ยปีละ 12% และมีจำนวน 700,225 บัญชีในปี 2554 ส่งผลให้ผู้แนะนำ การลงทุน 1 คน ต้องรับผิดชอบลูกค้าโดยเฉลี่ยประมาณ 100 บัญชี อย่างไรก็ตามพบว่าผู้แนะนำการลงทุน 1 คน บริการส่งคำสั่งซื้อขายให้ลูกค้าเพียงวันละประมาณ 6 บัญชี² และส่งคำสั่งซื้อขายเพียงวันละประมาณ 6 หลักทรัพย์เท่านั้น (ตารางที่ 1)

ข้อสังเกตสำคัญประการหนึ่ง คือ การที่ผู้แนะนำการลงทุนได้รับผลตอบแทน (incentive) เป็นสัดส่วน ของมูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์ของลูกค้า (27.5% ของค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์³) ส่งผลให้ผู้แนะนำ การลงทุนมีแนวโน้มที่จะดูแลลูกค้ารายใหญ่เดิมเพียงไม่กี่บัญชี มากกว่าลูกค้ารายเล็กโดยเฉพาะที่เป็นรายใหม่ หลายๆ บัญชี เนื่องจากการดูแลลูกค้ารายใหญ่จะทำให้ได้รับผลตอบแทนสูงจากมูลค่าซื้อขายที่สูง

ตารางที่ 1: สถิติเกี่ยวกับผู้แนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์

สถิติเกี่ยวกับผู้แนะนำการลงทุน	2552	2553	2554
จำนวนบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ต่อจำนวนผู้แนะนำการลงทุน (บัญชีต่อคน) [B/A]	94	101	104
A: จำนวนผู้แนะนำการลงทุนที่ปฏิบัติงานอยู่ (คน)	5,940	6,225	6,762
B: จำนวนบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ (บัญชี)	561,318	626,441	700,225
จำนวนบัญชีที่ให้บริการโดยผู้แนะนำการลงทุน 1 คน ต่อวัน (บัญชี)	6.0	5.5	5.7
ปริมาณธุรกรรมผ่านผู้แนะนำการลงทุน 1 คน ต่อวัน (ล้านบาท)	1.2	1.7	1.3
จำนวนหลักทรัพย์ที่ส่งคำสั่งผ่านผู้แนะนำการลงทุน 1 คน ต่อวัน (หลักทรัพย์)	n.a.	7.5	6.2

ที่มา: ตลท.

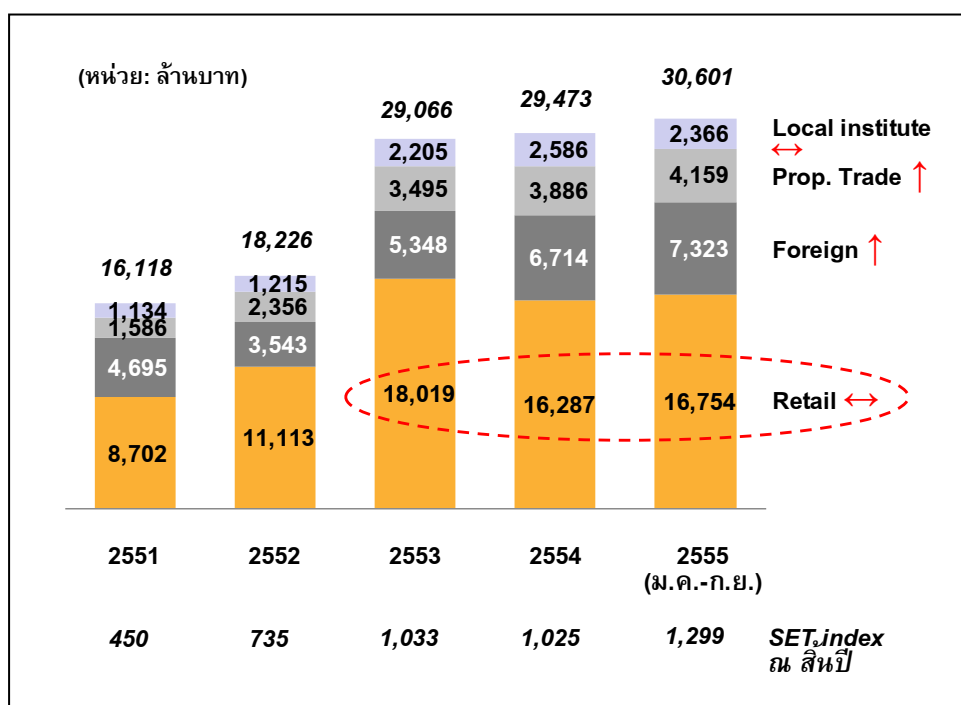
² ผู้แนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์อาจพูดคุยหรือให้คำแนะนำลูกค้ามากกว่าวันละ 6 บัญชี แต่ลูกค้าบางส่วนอาจไม่ส่งคำสั่งซื้อขาย

³ สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย (2554), "ประกาศแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้แนะนำการลงทุน ผู้จัดการสาขา และ หัวหน้าทีมการตลาดของบริษัทหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 3)"

2. ผลกระทบจากโควิด

การที่ผู้แนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์ไม่สามารถดูแลนักลงทุนได้ทั่วถึงและมีประสิทธิภาพ เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ใน 3 ปีที่ผ่านมา มูลค่าซื้อขายของนักลงทุนบุคคลค่อนข้างทรงตัว (ภาพที่ 6) และตลาดหุ้นไทย ประสบภาวะนักลงทุนหยุดการซื้อขายหลักทรัพย์ แม้ส่วนใหญ่จะยังคงถือหุ้นอยู่⁴ แต่เหลือบัญชีนักลงทุนบุคคลที่ยังซื้อขายหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่อง⁵ เพียงประมาณ 1 ใน 3 ภายใน 3 ปี (ตารางที่ 2) อีกทั้ง จำนวนบัญชีที่ซื้อขายหลักทรัพย์ในแต่ละปี โดยเฉลี่ยยังคงคิดเป็นเพียงประมาณ 50% ของจำนวนบัญชีทั้งหมด (ภาพที่ 7)

ภาพที่ 6: มูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันแบ่งตามประเภทนักลงทุน



ที่มา: ตลท.

⁴ 75% ของบัญชีที่หยุดซื้อขายยังคงมีการถือครองหุ้นอยู่

⁵ การซื้อขายอย่างต่อเนื่อง หมายถึง มีการซื้อขายอย่างน้อย 1 ครั้ง ในช่วงครึ่งแรกและครึ่งหลังของแต่ละปี ระหว่างปี 2552 - 2555

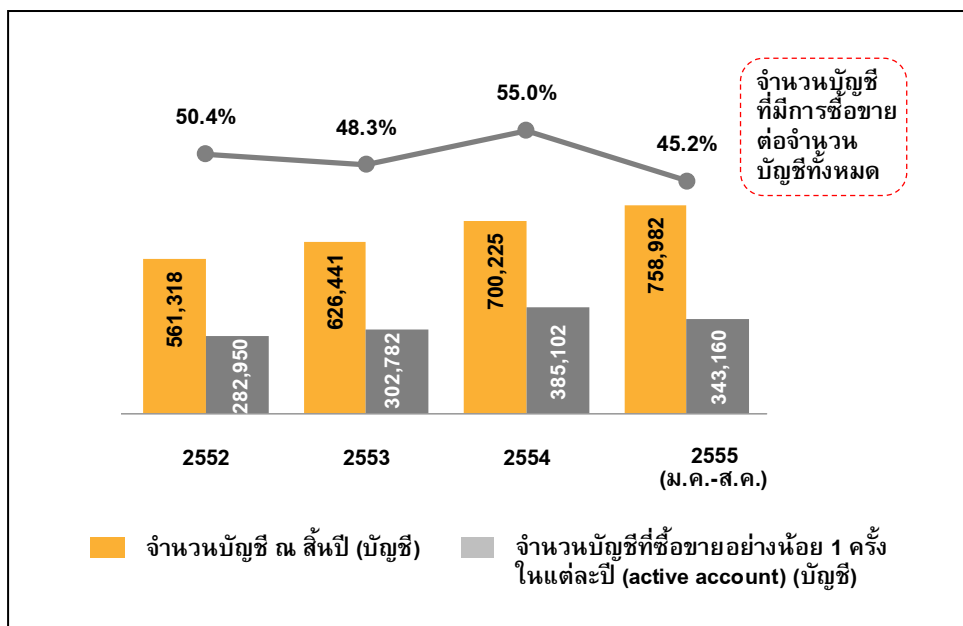
ตารางที่ 2: จำนวนและสัดส่วนบัญชีแยกตามปีที่ซื้อขายครั้งแรกและยังคงมีรายการซื้อขายในปีต่อมา

ปีที่ซื้อขาย ครั้งแรก	ปีที่มีรายการซื้อขาย						
	H1-2552	H2-2552	H1-2553	H2-2553	H1-2554	H2-2554	H1-2555
จำนวนบัญชี							
H1-2552	3,871	3,500	2,840	2,677	1,960	1,792	1,261
H2-2552		8,707	7,517	6,845	5,393	4,922	2,774
H1-2553			10,948	9,716	7,651	6,878	3,563
H2-2553				18,445	14,424	11,942	6,654
H1-2554					21,733	18,550	10,095
H2-2554						25,740	16,310
H1-2555							28,889
สัดส่วนบัญชี							
H1-2552	100%	90%	73%	69%	51%	46%	33%
H2-2552		100%	86%	79%	62%	57%	32%
H1-2553			100%	89%	70%	63%	33%
H2-2553				100%	78%	65%	36%
H1-2554					100%	85%	46%
H2-2554						100%	63%
H1-2555							100%

เหลือบัญชี
ที่ยังซื้อขาย
เพียงประมาณ
1 ใน 3 ภายใน
2-3 ปี

ที่มา: ตลท.

ภาพที่ 7: จำนวนบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์



ที่มา: ตลท.

3. ตัวอย่างแนวปฏิบัติเพื่อแก้ไขคอขวด

3.1 วิธีกระตุ้นการซื้อขายของลูกค้าเดิมและขยายฐานลูกค้าใหม่ของ บล. ไทย

ปัจจุบัน บล. ต่างๆ เริ่มใช้วิธีการเพื่อแก้ไขภาวะนักลงทุนหยุดการซื้อขายหลักทรัพย์ (inactive account) เช่น

(1) กำหนดตัวชี้วัดผลงาน (KPIs) ของผู้แนะนำการลงทุน จากการรักษาสัดส่วน inactive account ต่อจำนวนบัญชีลูกค้าทั้งหมดที่ดูแล ไม่ให้เกินกว่าระดับใดๆ ที่ บล. กำหนดไว้ หากไม่สามารถรักษาระดับได้ จะไม่ได้รับบัญชีลูกค้าใหม่จาก บล. ให้ดูแลเพิ่มเติม

(2) จัดให้มีเจ้าหน้าที่เฉพาะเพื่อแก้ปัญหา inactive account ของผู้แนะนำการลงทุนบางกลุ่ม โดยเข้ามาช่วยกระตุ้นนักลงทุนให้กลับมาซื้อขาย ซึ่งเจ้าหน้าที่เฉพาะจะได้รับค่าตอบแทนที่แบ่งสัดส่วนจาก incentive (27.5% ของค่าธรรมเนียมการซื้อขาย) ของผู้แนะนำการลงทุนที่เป็นเจ้าของบัญชีลูกค้ารายนั้น

(3) ถ้าผู้แนะนำการลงทุนสามารถลดสัดส่วน inactive account จากบัญชีทั้งหมดที่ดูแลได้ จะได้รับรางวัลพิเศษ เช่น บัตรของขวัญ (gift voucher)

นอกจากนี้ ในอนาคต สมาคม บล. ยังมีแผนงานที่จะส่งเสริมการขยายฐานนักลงทุนใหม่ในกับ บล. โดยจัดอบรมพนักงานของนิติบุคคลและบุคคลธรรมดา เพื่อขึ้นทะเบียนเป็นผู้แนะนำผู้ลงทุน (introducing agent: IA) ที่สามารถหาและแนะนำลูกค้าใหม่ให้ บล. ได้ ทั้งนี้ ผู้แนะนำผู้ลงทุนจะได้รับค่าตอบแทนเป็น upfront fee และ retention fee (ส่วนแบ่งรายได้จาก incentive 27.5% ของค่าธรรมเนียมการซื้อขาย)

3.2 การใช้ช่องทาง online/automated service ของ บล. ต่างประเทศ

ต่างประเทศมีการให้บริการลูกค้าผ่านช่องทาง online/automated service เพื่อสนับสนุนการทำงานและดูแลลูกค้าเดิมของผู้แนะนำการลงทุน ทำให้ผู้แนะนำการลงทุนมีเวลามากขึ้นเพื่อหาและแนะนำการลงทุนให้แก่ลูกค้าใหม่ ทั้งนี้ แนวทางที่ใช้มีหลายรูปแบบ เช่น

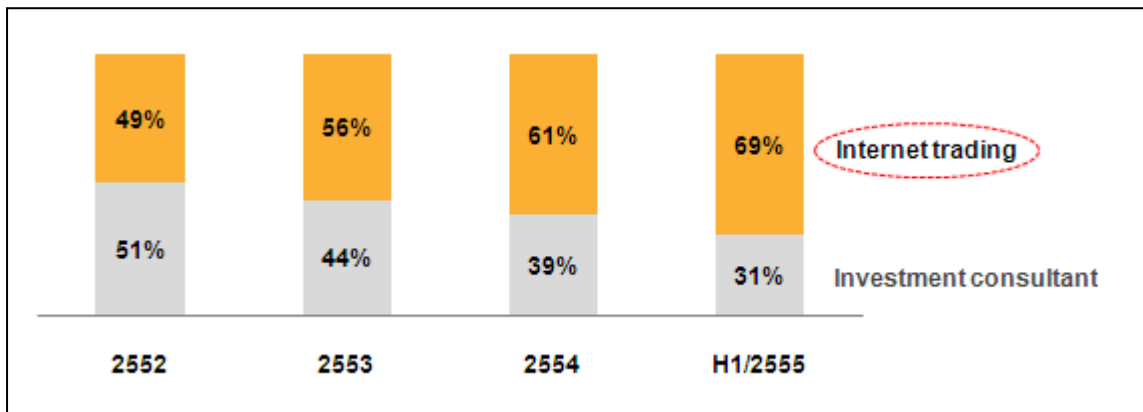
(1) Trading arcade: บริการศูนย์คอมพิวเตอร์/อุปกรณ์ต่างๆ สำหรับส่งคำสั่งซื้อขายและให้บริการข้อมูลวิจัยครบวงจร เพื่อให้ให้นักลงทุนสามารถศึกษาข้อมูลหลักทรัพย์ ตัดสินใจลงทุน และส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ได้เองผ่านระบบ internet trading (ตัวอย่างประเทศที่ให้บริการ: สหรัฐอเมริกา อังกฤษ อินเดีย ออสเตรเลีย)

(2) Online portfolio advisor: บริการแนะนำการลงทุนโดยทำระบบเลือกกลุ่ม ETF/กองทุนไว้ล่วงหน้าตามวัตถุประสงค์การลงทุนและระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้ เพื่อให้ให้นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนได้เองจากระบบ (ตัวอย่างประเทศที่ให้บริการ: สหรัฐอเมริกา)

(3) Automated phone service: บริการรับคำสั่งซื้อขาย เปลี่ยนแปลงรายการ และให้ข้อมูล real-time เกี่ยวกับหลักทรัพย์ ผ่านระบบตอบรับอัตโนมัติทางโทรศัพท์ (ตัวอย่างประเทศที่ให้บริการ: สหรัฐอเมริกา)

อนึ่ง ผู้ศึกษามีข้อสังเกตว่า บัญชีนักลงทุนไทยที่เปิดใหม่ใช้ช่องทาง internet trading มากขึ้นอย่างต่อเนื่องในทุกช่วงอายุของนักลงทุน (ภาพที่ 8 และตารางที่ 3) โดยในปี 2555 บัญชีเปิดใหม่ถึง 69% ที่ส่งคำสั่งซื้อขายแรกโดยใช้ช่องทาง internet trading อีกทั้ง มูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนบุคคลที่ผ่านช่องทาง internet trading ยังสูงกว่าที่ผ่านช่องทางผู้แนะนำการลงทุนเป็นครั้งแรกในปี 2555 ด้วย (ภาพที่ 9) ดังนั้น การใช้ประโยชน์จากการให้บริการผ่านช่องทาง online จึงเป็นแนวทางที่น่าสนใจและ บล. ไทยควรนำมาใช้เพิ่มขึ้น เพื่อสนับสนุนการดูแลลูกค้าให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น

ภาพที่ 8: สัดส่วนจำนวนบัญชีเปิดใหม่แยกตามช่องทางที่ใช้ในการส่งคำสั่งครั้งแรก



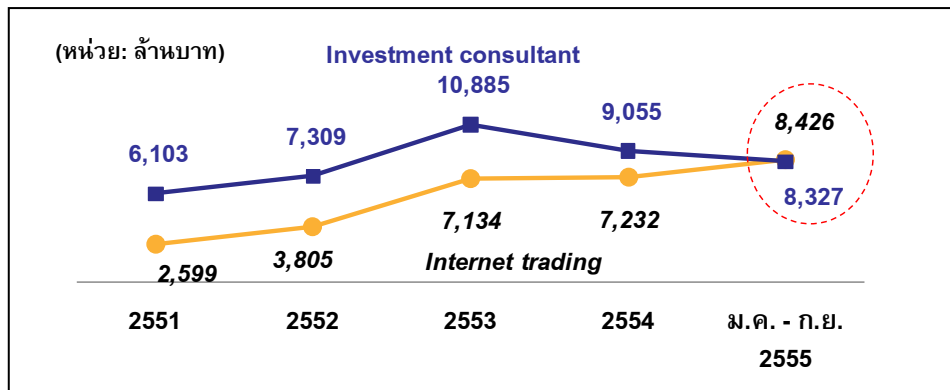
ที่มา: ตลท.

ตารางที่ 3: จำนวนบัญชีเปิดใหม่แยกตามช่องทางที่ใช้ในการส่งคำสั่งครั้งแรกและช่วงอายุนักลงทุน

		<= 30 ปี		31 – 40 ปี		41 – 50 ปี		> 50 ปี	
		Inv. consult	Internet	Inv. consult	Internet	Inv. consult	Internet	Inv. consult	Internet
ปี 2552	จำนวนบัญชี	1,739	2,752	1,741	1,905	1,239	627	1,063	321
	% ช่องทาง	39%	61%	48%	52%	66%	34%	77%	23%
ปี 2553	จำนวนบัญชี	3,739	8,008	3,812	5,065	2,564	1,570	2,097	904
	% ช่องทาง	32%	68%	43%	57%	62%	38%	70%	30%
ปี 2554	จำนวนบัญชี	5,096	13,767	5,372	9,229	3,811	2,997	3,082	1,582
	% ช่องทาง	27%	73%	37%	63%	56%	44%	66%	34%
H1/2555	จำนวนบัญชี	2,438	9,170	2,529	5,765	1,841	2,089	1,614	1,151
	% ช่องทาง	21%	79% ↑	30%	70% ↑	47%	53% ↑	58%	42% ↑

ที่มา: ตลท.

ภาพที่ 9: มูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนบุคคลเฉลี่ยต่อวันแบ่งตามช่องทางที่ซื้อขาย



ที่มา: ตลท.

คอบทที่ 2: ช่องทางการจัดจำหน่ายกองทุนรวมอยู่ในระบบธนาคารพาณิชย์ ซึ่งขาดแรงจูงใจที่จะแนะนำการซื้อขายกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมของ บลจ. ที่ไม่ได้สังกัดธนาคารพาณิชย์

1. คอบท

1.1 ช่องทางการจัดจำหน่ายอยู่ในระบบธนาคารพาณิชย์และผู้แนะนำการลงทุนในกองทุนรวมขาดแรงจูงใจที่จะแนะนำกองทุนอย่างเป็นกลาง

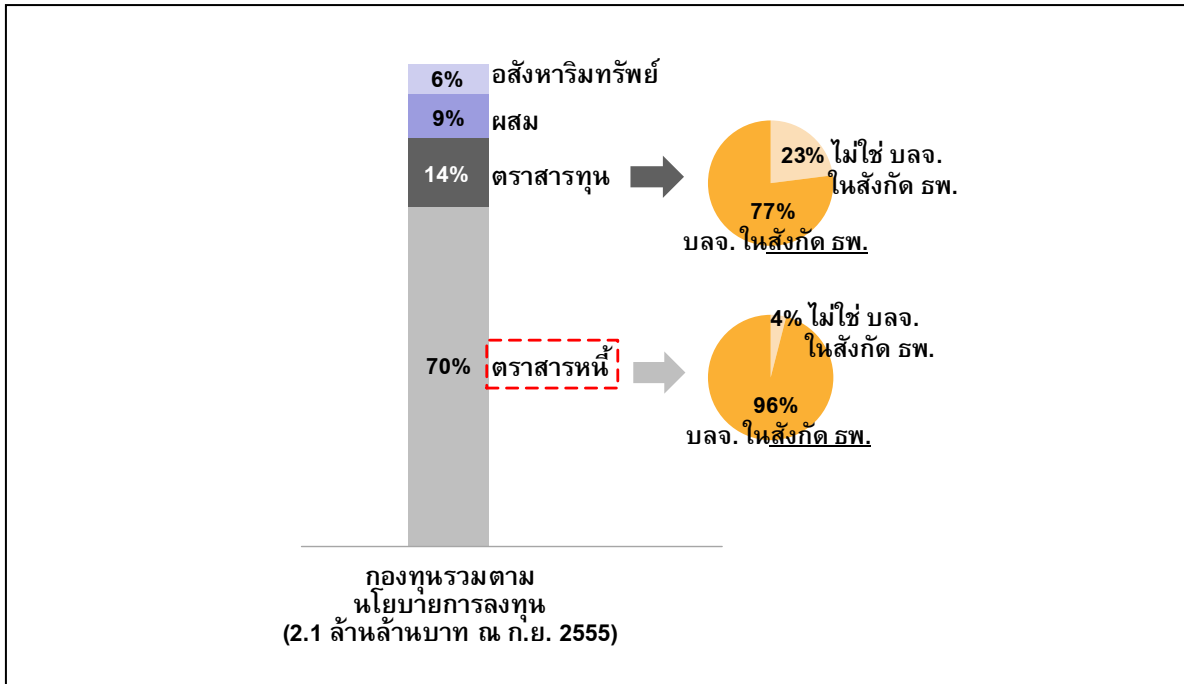
ช่องทางการจัดจำหน่ายกองทุนรวมอยู่ในระบบธนาคารพาณิชย์เป็นส่วนใหญ่และพึ่งพาผู้แนะนำการลงทุนในกองทุนรวมของธนาคารพาณิชย์ เห็นได้จากปัจจุบันมูลค่าสินทรัพย์ภายใต้การบริหารจัดการ (AUM) ของกองทุนรวมตราสารหนี้ 96% และของกองทุนรวมตราสารทุน 77% อยู่ภายใต้การบริหารจัดการของ บลจ. ในสังกัดธนาคารพาณิชย์ (ภาพที่ 10)

ประเด็นสำคัญที่ตามมา คือ ผู้แนะนำการลงทุนที่ธนาคารพาณิชย์จะเลือกแนะนำผลิตภัณฑ์ตามเป้า KPI ของธนาคารพาณิชย์เป็นสิ่งสำคัญ กล่าวคือ เน้นแนะนำผลิตภัณฑ์ทดแทนเงินฝากและผลิตภัณฑ์ภายใต้การบริหารจัดการของ บลจ. ในสังกัดธนาคารตนเอง ขณะที่ขาดแรงจูงใจที่จะแนะนำกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมของ บลจ. ที่ไม่ได้สังกัดธนาคารตนเอง เห็นได้จากมูลค่าสินทรัพย์ภายใต้การบริหารจัดการของกองทุนรวมทั้งหมด 2.1 ล้านล้านบาท ณ ก.ย. 2555 สูงถึง 70% เป็นกองทุนรวมตราสารหนี้ และมีเพียง 14% ที่เป็นกองทุนรวมตราสารทุน (ภาพที่ 10) นอกจากนี้ การที่ผู้แนะนำการลงทุนในกองทุนรวมมีรายได้จากค่าคอมมิชชั่นจากการขายหน่วยลงทุน จึงเน้นทำเป้าหมายการซื้อหน่วยลงทุนเมื่อมีกองทุนใหม่ออกมา มากกว่าความต่อเนื่องในการลงทุนและผลตอบแทนที่ผู้ซื้อหน่วยลงทุนจะได้รับ

1.2 ข้อจำกัดด้านจำนวนและคุณภาพของผู้แนะนำการลงทุนในกองทุนรวม

เจ้าหน้าที่สาขาของธนาคารพาณิชย์ที่มีใบอนุญาตแนะนำการลงทุนด้านหลักทรัพย์และสามารถจำหน่ายกองทุนรวมได้มีเพียง 2-3 คนต่อสาขาเท่านั้น อีกทั้ง การควบคุมคุณภาพของผู้แนะนำการลงทุนยังไม่เข้มข้นเท่าที่ควร เนื่องจากไม่มีกระบวนการตรวจสอบคุณภาพความรู้ของผู้ให้คำแนะนำการลงทุน และการต่ออายุใบอนุญาตกำหนดให้อบรมเพียง 15 ชั่วโมงทุก 2 ปี เวลาอบรมที่น้อยดังกล่าวอาจไม่เพียงพอให้ผู้แนะนำการลงทุนเข้าใจผลิตภัณฑ์ที่มีความเสี่ยงสูง เช่น ผลิตภัณฑ์ตราสารทุน ได้เท่าที่ควร

ภาพที่ 10: สัดส่วนมูลค่าสินทรัพย์ภายใต้การบริหารจัดการ (AUM) ของกองทุนรวม



หมายเหตุ: ไม่รวมกองทุนปิดที่มีวัตถุประสงค์เฉพาะ เช่น กองทุนรวมอายุเกษียณและกองทุนรวมเพื่อแก้ไขปัญหาในระบบสถาบันการเงินที่มา: ก.ล.ต.

2. ผลกระทบจากคอขวด

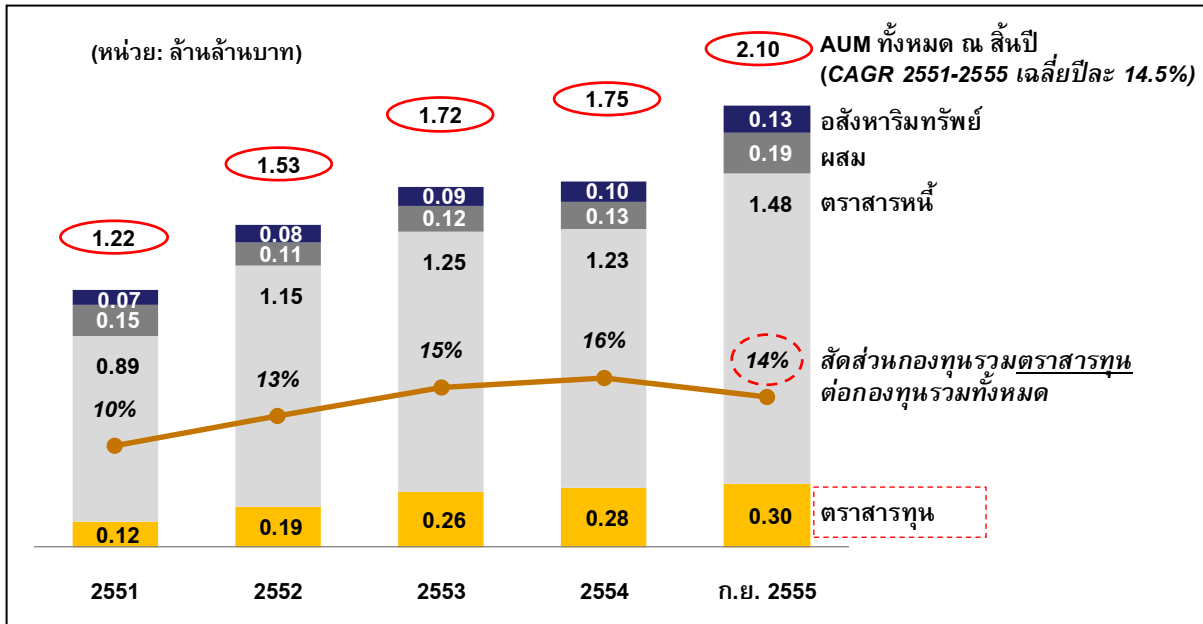
แม้ว่าขนาดอุตสาหกรรมกองทุนรวมจะเติบโตได้อย่างต่อเนื่องเฉลี่ยปีละ 15% ใน 5 ปีที่ผ่านมา แต่มูลค่ากองทุนรวมตราสารทุนคิดเป็นเพียง 14% ของกองทุนรวมทั้งหมด (ภาพที่ 11) และเงินลงทุนสุทธิไหลออกจากกองทุนรวมตราสารทุนเกือบทุกปี กล่าวคือ ดัชนีหลักทรัพย์ (SET index) เพิ่มขึ้นเฉลี่ยปีละ 30% ดังนั้น หากมูลค่ากองทุนรวมตราสารทุนเติบโตได้ตามดัชนีราคาดังกล่าว โดยสมมติให้ไม่มีเงินไหลออกหรือเข้า ประเมินการมูลค่ากองทุนควรเพิ่มจาก 118,619 ล้านบาทในปี 2551 เป็น 342,444 ล้านบาทในปี 2555 อย่างไรก็ตาม สถานะที่เกิดขึ้นจริงพบว่า มูลค่ากองทุนเพิ่มเป็นเพียง 301,609 ล้านบาทในปี 2555 สะท้อนว่าเงินลงทุนสุทธิในกองทุนรวมตราสารทุนไหลออกรวม 40,835 ล้านบาทในช่วงที่ผ่านมา (ภาพที่ 12)

นอกจากนี้ เมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนในกองทุนรวมของต่างประเทศพบว่า ฮอังกง สิงคโปร์ และมาเลเซีย ลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุน 40-50% ของมูลค่ากองทุนรวมทั้งหมด ในขณะที่ไทยลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนเพียง 14% ของมูลค่ากองทุนรวมทั้งหมด (ภาพที่ 13)

การลงทุนในกองทุนตราสารทุนน้อยดังกล่าว ส่งผลให้นักลงทุนไทยเสียโอกาสได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงขึ้น โดย 10 ปีที่ผ่านมา การลงทุนในตราสารทุนให้ผลตอบแทนสูงเป็น 4 เท่าของการลงทุนในตราสารหนี้และเงินฝากประจำ กล่าวคือ หากเริ่มลงทุนด้วยเงิน 100 บาทในปี 2545 นักลงทุนจะมีสินทรัพย์ใน

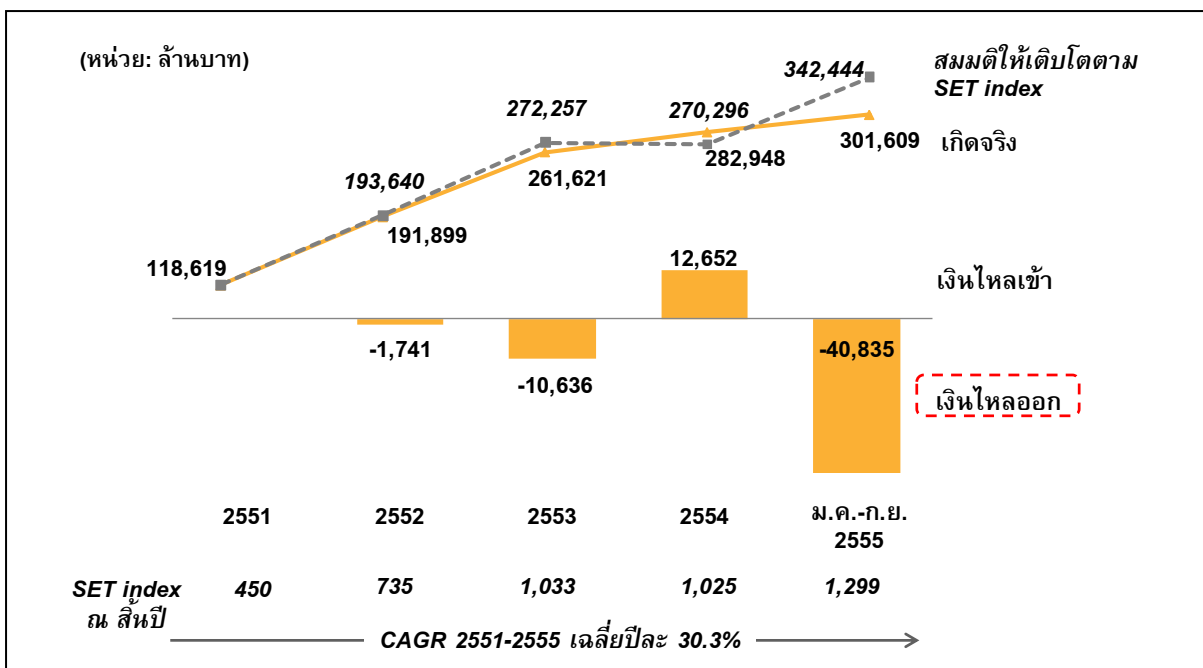
ปี 2555 เพิ่มเป็น 403 บาทหากลงทุนในหุ้น เป็น 144 บาทหากลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล และเป็น 120 บาทหากฝากประจำ 1 ปีไว้กับธนาคารพาณิชย์ (ภาพที่ 14)

ภาพที่ 11: มูลค่า AUM แบ่งตามประเภทกองทุนรวม



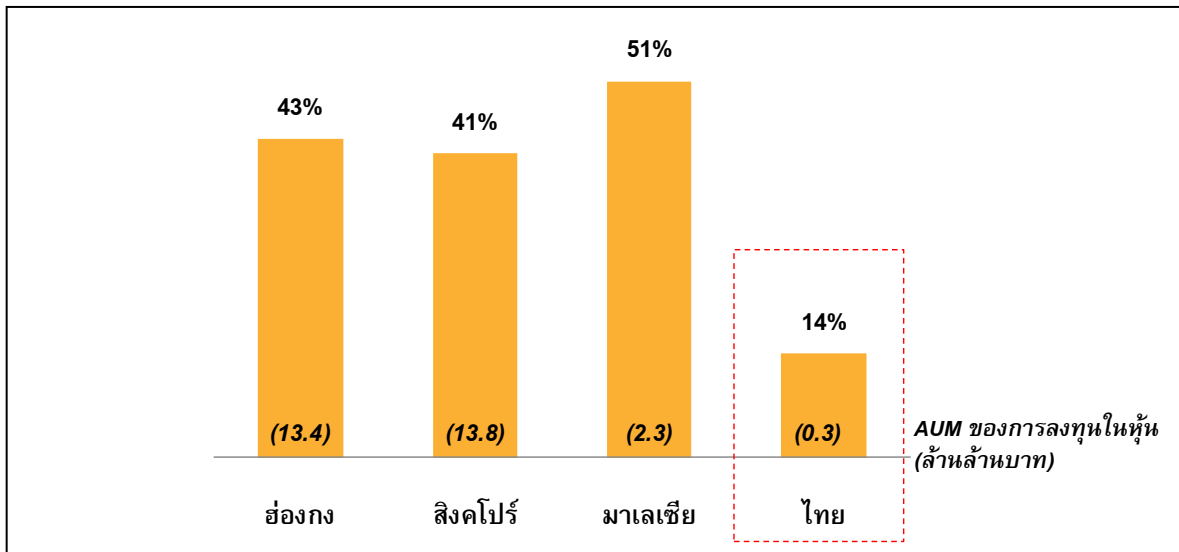
หมายเหตุ: ไม่รวมกองทุนปิดที่มีวัตถุประสงค์เฉพาะ เช่น กองทุนรวมวายุภักษ์และกองทุนรวมเพื่อแก้ไขปัญหาในระบบสถาบันการเงิน ที่มา: ก.ล.ต.

ภาพที่ 12: ประमाणการเงินลงทุนสุทธิ (net flow) ในกองทุนรวมตราสารทุน



หมายเหตุ: ไม่รวมกองทุนปิดที่มีวัตถุประสงค์เฉพาะ เช่น กองทุนรวมวายุภักษ์และกองทุนรวมเพื่อแก้ไขปัญหาในระบบสถาบันการเงิน ที่มา: ก.ล.ต.

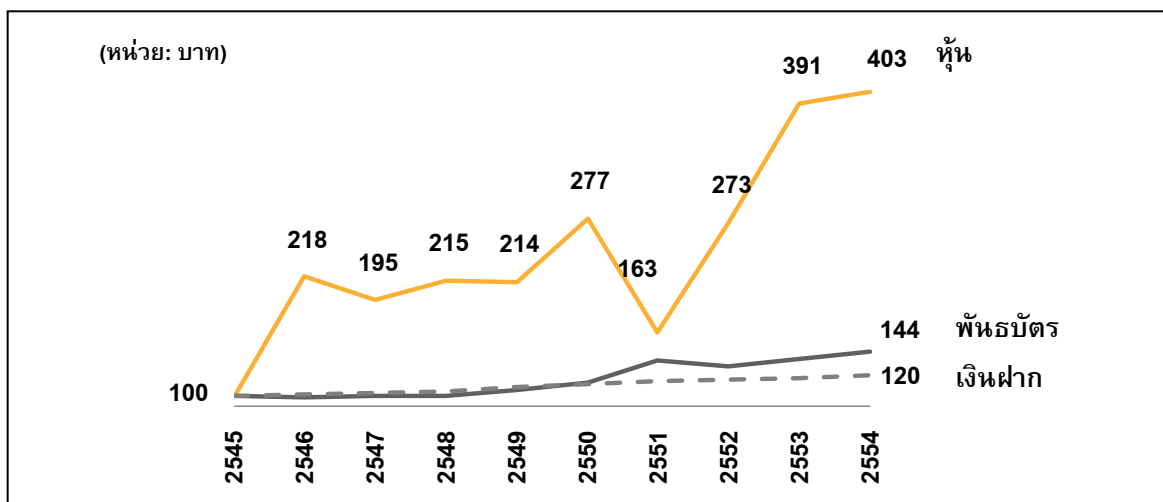
ภาพที่ 13: สัดส่วนการลงทุนในหุ้นต่อ AUM ของกองทุนรวม



หมายเหตุ: กรณีของไทยไม่รวมกองทุนปิดที่มีวัตถุประสงค์เฉพาะ เช่น กองทุนรวมอายุเกษียณและกองทุนรวมเพื่อแก้ไขปัญหาในระบบสถาบันการเงิน

ที่มา: Hong Kong Investment Funds Association (ธ.ค. 2554), Singapore Asset Management Industry Survey 2554 (ธ.ค. 2554), Securities Commission Malaysia (มิ.ย. 2555) และ ก.ล.ต. (ก.ย. 2555)

ภาพที่ 14: ผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ในประเทศไทยระหว่างปี 2545-2554 (สมมติให้เริ่มลงทุนด้วยเงิน 100 บาทในปี 2545)



ที่มา: ตลท. ThaiBMA และ ธปท.

3. ตัวอย่างแนวปฏิบัติเพื่อแก้ไขข้อขาด

3.1 การเพิ่มช่องทางจัดจำหน่ายกองทุนรวมที่เป็นกลางและปรับระบบค่าตอบแทนผู้แนะนำการลงทุนในกองทุนรวม

การเพิ่มช่องทางจัดจำหน่ายกองทุนรวมที่เป็นกลางในหลายประเทศ ทำโดยหน่วยงานกำกับดูแล กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์และที่ปรึกษาทางการเงินต้องจำหน่ายกองทุนรวมของทุก บลจ. และการจัดจำหน่ายกองทุนรวมผ่านระบบ online fund mart ที่นักลงทุนสามารถซื้อขายกองทุนของทุก บลจ. ได้ เช่น กรณีของสหรัฐอเมริกา อังกฤษ อินเดีย ฮอลแลนด์ และสิงคโปร์

นอกจากนี้ ในหลายประเทศหน่วยงานกำกับดูแลใช้การปรับระบบค่าตอบแทนของผู้แนะนำการลงทุนในกองทุนรวม เพื่อลดปัญหาการขาดแรงจูงใจและความขัดแย้งเชิงผลประโยชน์ (ตารางที่ 4) เช่นกำหนดให้

- (1) ผู้แนะนำการลงทุนในกองทุนรวมมีรายได้เป็นสัดส่วนต่อมูลค่าเงินลงทุนในกองทุนรวมของนักลงทุน (fee-based) แทนการได้รับรายได้เป็นสัดส่วนต่อมูลค่าซื้อขายของนักลงทุน (commission-based)
- (2) ผู้แนะนำการลงทุนในกองทุนรวมไม่สามารถเรียกเก็บค่าธรรมเนียม front-end load ซึ่งเป็นค่าธรรมเนียมการซื้อขาย (sale commission) ประเภทหนึ่งของผู้แนะนำการลงทุนนิยมเรียกเก็บจากนักลงทุนเมื่อซื้อกองทุน
- (3) ผู้แนะนำการลงทุนไม่สามารถรับ trail commission ซึ่งเป็นส่วนแบ่งจากค่าธรรมเนียมรายปีที่ บลจ. เรียกเก็บจากนักลงทุน และแบ่งบางส่วนต่อให้กับผู้แนะนำการลงทุนได้
- (4) ผู้แนะนำการลงทุนไม่สามารถรับผลตอบแทนใดๆ จากผู้จัดการกองทุนรวมได้

ตารางที่ 4: ระบบค่าตอบแทนของผู้แนะนำการลงทุนในกองทุนรวมในต่างประเทศ

ข้อกำหนดเกี่ยวกับค่าตอบแทนของผู้แนะนำการลงทุน	อังกฤษ	ออสเตรเลีย	อินเดีย	เนเธอร์แลนด์
ใช้ระบบ fee-based แทน commission-based	✓	✓		
ห้ามเก็บค่าธรรมเนียม front-end load		✓	✓	
ห้ามใช้ระบบ trail commission	✓	✓		
ห้ามผู้จัดการกองทุนจ่ายผลตอบแทนใดๆ ให้แก่ผู้แนะนำการลงทุน				✓

ที่มา: แนวทางการพัฒนาการจัดจำหน่ายกองทุนรวมของไทย (นรพัทธ์ อัสวาลลภ, 2555), เว็บไซต์ investment firm/fund mart/bank ในต่างประเทศ

3.2 แนวทางควบคุมคุณภาพของผู้แนะนำการลงทุนในกองทุนรวม

The Financial Services Authority (FSA) ของอังกฤษ ยกกระดับความรู้ของผู้แนะนำการลงทุนในกองทุนรวมผ่านโครงการ Retail Distribution Review (RDR) ซึ่งจัดทำขึ้นเพื่อคุ้มครองนักลงทุน โดยกำหนดให้ผู้แนะนำการลงทุนในกองทุนรวมต้องผ่านการอบรมอย่างน้อยปีละ 35 ชั่วโมง และถ้าผู้แนะนำการลงทุนมีคุณสมบัติไม่ครบตามมาตรฐานความรู้ที่ RDR กำหนด ต้องเข้าอบรมและสอบเพิ่มเติมความรู้ (qualification gap-fill) กล่าวคือ ผู้แนะนำการลงทุนที่สอบใบอนุญาตมาหลายปีแล้ว ซึ่งข้อสอบใบอนุญาตดังกล่าวอาจครอบคลุมไม่เท่ามาตรฐานใหม่ การสอบยกระดับความรู้จึงช่วยให้ผู้แนะนำการลงทุนมีความพร้อมมากขึ้น

Securities and Futures Commission (SFC) ของฮ่องกง จัดให้เจ้าหน้าที่ปลอมเป็นนักลงทุน (mystery shopper) เพื่อตรวจสอบคุณภาพการขายกองทุนรวมของผู้แนะนำการลงทุนในขณะปฏิบัติงาน

คอบวตที่ 3: การลงทุนของกองทุนประกันสังคมนับเป็นการลงทุนของรัฐ แม้ว่าทรัพย์สินจะเป็นของแรงงานภาคประชาชน ซึ่งถ้าภาครัฐถือหุ้นรวมเกินครึ่งหนึ่ง บริษัทจดทะเบียนจะมีสถานะเป็นรัฐวิสาหกิจ

1. คอบวต

ตาม พ.ร.บ. ประกันสังคมกำหนดให้กองทุนประกันสังคมเป็นส่วนราชการภายใต้กระทรวงแรงงาน และการจัดหาผลประโยชน์ของกองทุนให้เป็นไปตามระเบียบที่คณะกรรมการกองทุนกำหนด ดังนั้นการลงทุนในหุ้นของกองทุนประกันสังคมจึงถูกนับรวมเป็นการลงทุนของรัฐแม้ว่ากองทุนจะเป็นทรัพย์สินของแรงงานภาคประชาชนและไม่ใช้ทรัพย์สินของรัฐ

ดังนั้น การลงทุนในหุ้นของกองทุนประกันสังคมจึงถูกนับรวมเป็นการลงทุนของรัฐ ทำให้บริษัทที่กองทุนเข้าไปลงทุนมีความเสี่ยงที่จะมีสถานะเป็นรัฐวิสาหกิจ หากหน่วยงานภาครัฐทั้งหมดถือหุ้นในบริษัทรวมกันถึง 50% ของมูลค่าหุ้น บริษัทดังกล่าวจะเข้าข่ายเป็นรัฐวิสาหกิจตาม พ.ร.บ. วิธีการงบประมาณ

2. ผลกระทบจากคอบวต

ข้อจำกัดในการลงทุนดังกล่าว ส่งผลให้กองทุนประกันสังคมที่มีเงินกองทุน 0.9 ล้านล้านบาท และลงทุนในหุ้น 9.1% ของเงินกองทุนทั้งหมด ณ กันยายน 2555 ไม่สามารถเพิ่มการลงทุนในบางหุ้นที่มีพื้นฐานดีและให้ผลตอบแทนการลงทุนสูงได้ อาทิ บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) (RATCH) ที่ระหว่างปี 2554-2555 จ่ายเงินปันผล (dividend yield) เฉลี่ยปีละ 3.1% และมีผลตอบแทนจากส่วนต่างราคา (capital gain) เฉลี่ยปีละ 18.7% ในขณะที่ค่าเฉลี่ยของหุ้นในกลุ่ม SET เป็นเพียง 2.3% และ 14.7% ตามลำดับ (ตารางที่ 5)

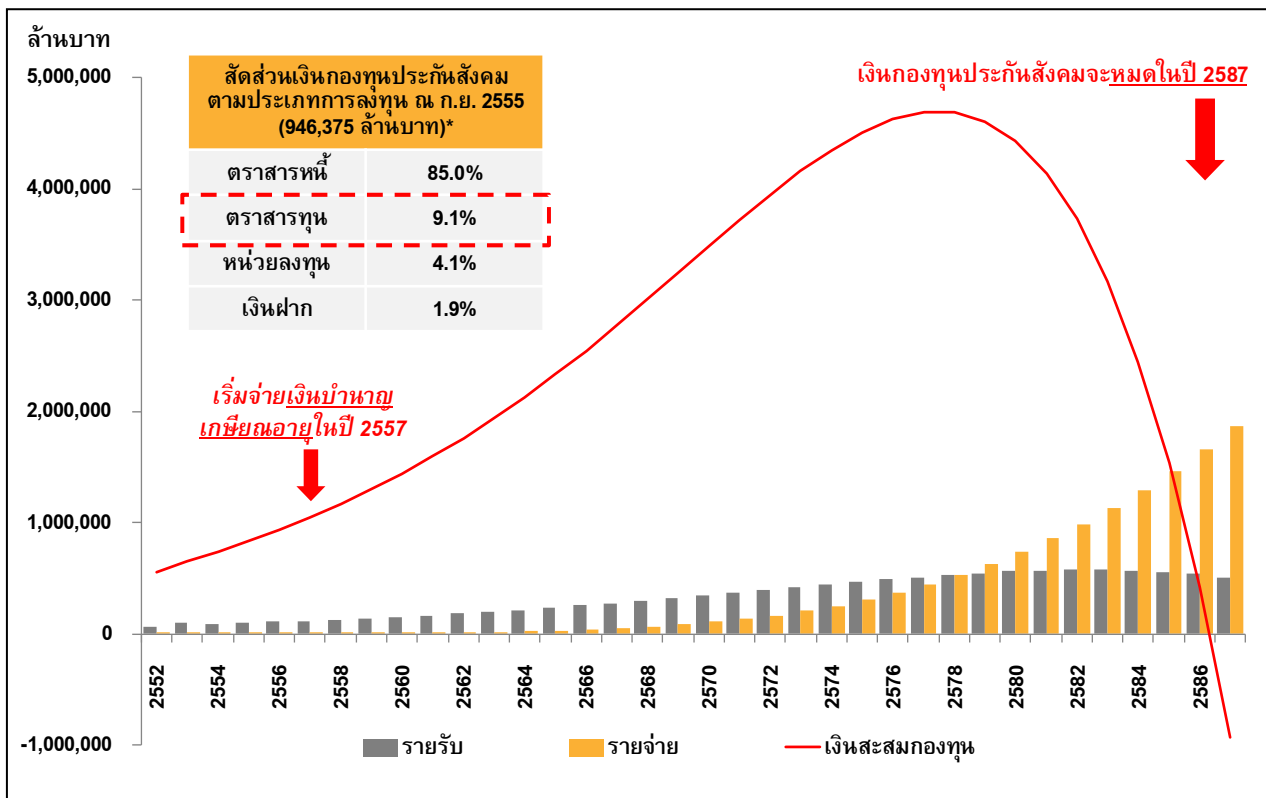
อนึ่ง ตั้งแต่ปี 2557 เป็นต้นไป กองทุนประกันสังคมจะเริ่มจ่ายเงินบำนาญเกษียณอายุให้แก่สมาชิกกองทุน ทำให้มีความเสี่ยงว่าเงินกองทุนจะไม่เพียงพอใน 30 ปีข้างหน้า (ภาพที่ 15) ทั้งนี้ แม้ว่าการลงทุนในสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงเพื่อเพิ่มเงินกองทุน อาจไม่สามารถแก้ไขปัญหาความไม่เพียงพอดังกล่าวได้ทั้งหมด แต่ถือว่ามีส่วนช่วยบรรเทาปัญหาได้บ้าง ดังนั้น การที่กองทุนประกันสังคมเลือกลงทุนในสินทรัพย์ได้จำกัดเนื่องจากคอบวตข้างต้น จึงสูญเสียโอกาสได้รับอัตราผลตอบแทนการลงทุนที่ดีขึ้นและบรรเทาปัญหาความไม่เพียงพอของเงินกองทุน ทำให้กระทบต่อผู้ประกันตนในระบบประกันสังคมในระยะยาว

ตารางที่ 5: หลักทรัพย์ที่ภาครัฐมีสัดส่วนการถือหุ้น 25-50%

	Market capitalization ณ เม.ย. 2555 (ล้านบาท)	สัดส่วนการถือหุ้นโดยภาครัฐ ณ เม.ย. 2555			ส่วนเหลือที่ประกันสังคมจะถือหุ้น เพิ่มได้ โดยที่บริษัทไม่เปลี่ยน สถานะไปเป็นรัฐวิสาหกิจ (มูลค่าเงินลงทุน: ล้านบาท)		ค่าเฉลี่ยปี 2554 - 2555	
		ประกันสังคม	ภาครัฐอื่น	รวม			Dividend yield (SET=2.3%)	Capital gain (SET=14.7%)
RATCH	60,538	4.7%	45.0%	49.7%	ไม่เกิน 0.3%	187	3.1%	18.7%
TOP	137,702	0.5%	49.2%	49.7%	ไม่เกิน 0.3%	454	2.8%	-6.1%
PTTGC	309,832	0.5%	48.9%	49.4%	ไม่เกิน 0.6%	1,841	1.9%	8.4%
IRPC	89,094	0.9%	48.1%	49.0%	ไม่เกิน 1.0%	908	2.4%	-16.0%
EASTW	13,975	0.5%	44.8%	45.3%	ไม่เกิน 4.7%	653	3.1%	49.7%
MFC	2,340	-	41.2%	41.2%	ไม่เกิน 8.8%	207	8.5%	22.4%
BCP	35,112	2.1%	34.2%	36.3%	ไม่เกิน 13.7%	4,809	3.5%	27.7%
TMB	74,035	-	27.9%	27.9%	ไม่เกิน 22.1%	16,349	0.9%	-8.8%
EGCO	52,120	1.5%	25.4%	26.9%	ไม่เกิน 23.1%	12,046	3.2%	11.5%

ที่มา: ตลท. (ข้อมูลปิดสมุดทะเบียน - เม.ย. 2555)

ภาพที่ 15: มูลค่าเงินกองทุนประกันสังคม



หมายเหตุ: ระเบียบคณะกรรมการประกันสังคมกำหนดให้ลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงได้ไม่เกิน 40% ของเงินกองทุน

ที่มา: สำนักงานประกันสังคม

3. ตัวอย่างแนวปฏิบัติเพื่อแก้ไขคอขวด

การปรับแก้ พ.ร.บ. ประกันสังคมเพื่อเพิ่มความคล่องตัวในการลงทุนให้กับกองทุนประกันสังคม โดย
อาจจะทำได้หลายแนวทาง ดังนี้

(1) แยกหน่วยงานด้านการลงทุนของกองทุนประกันสังคมจากกระทรวงแรงงาน เพื่อให้มีสถานะเป็น
นิติบุคคลอิสระที่ไม่ใช่ส่วนราชการหรือรัฐวิสาหกิจ เช่นเดียวกับสถานะของกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ
(กบข.) ในปัจจุบัน จะช่วยให้นิติบุคคลใหม่ดังกล่าวสามารถเลือกลงทุนในสินทรัพย์คุณภาพดีได้หลากหลายขึ้น

ตัวอย่างในต่างประเทศที่ใช้นโยบายข้างต้น เช่น Canadian Pension Plan Investment Board
(CPPIB) ของแคนาดา ซึ่งแต่เดิมเป็นเพียง Canadian Pension Plan (CPP) ก่อตั้งในปี 2509 และเป็นส่วน
หนึ่งของหน่วยงานรัฐ ต่อมาในปี 2540 ภาครัฐได้มีนโยบายให้แยกออกเป็นนิติบุคคลอิสระ และ ณ ก.ย. 2555
มีขนาดกองทุน 5 ล้านล้านบาท และมีสมาชิก 18 ล้านคน

(2) กำหนดให้การลงทุนของกองทุนประกันสังคม ไม่ถือเป็นการลงทุนโดยภาครัฐ แม้กองทุน
ประกันสังคมจะยังมีสถานะเป็นส่วนราชการภายใต้กระทรวงแรงงาน

คอบวตที่ 4: กฎหมายและภษีเป็นอุปสรรคต่อการควบรวมกิจการภายในประเทศ ทำให้บริษัทจดทะเบียนไม่สามารถเติบโตได้อย่างก้าวกระโดด

1. คอบวต

การควบรวมกิจการ (Mergers & Acquisitions) นับเป็นกลยุทธ์ที่สำคัญเพื่อการเติบโตทางธุรกิจและความอยู่รอดที่แพร่หลายทั้งในประเทศและต่างประเทศในช่วงที่ผ่านมาและมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในอนาคต เนื่องจากความจำเป็นด้านการเพิ่มขีดความสามารถทางการแข่งขันให้ทัดเทียมกับบริษัทขนาดใหญ่หรือบริษัทข้ามชาติได้ โดยมีวิธีการควบรวมกิจการ 3 รูปแบบคือ (1) การได้มาซึ่งหุ้น (share acquisition) (2) การได้มาซึ่งสินทรัพย์หรือกิจการ (asset/business acquisition) และ (3) การควบรวมกิจการ (amalgamation) อย่างไรก็ตามจากการศึกษาพบว่า ยังมีประเด็นกฎหมายและภษีที่เป็นอุปสรรคและข้อจำกัดการทำธุรกรรมควบรวมกิจการภายในประเทศที่ควรเร่งแก้ไข อาทิเช่น

1.1 อุปสรรคด้านกฎหมาย

แม้ว่าปัจจุบันบริษัทจดทะเบียนสามารถควบรวมกิจการได้ตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด (พ.ร.บ. บริษัทมหาชนฯ) พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ) ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และกฎหมายอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องลักษณะการทำธุรกิจ อย่างไรก็ตาม กฎหมายดังกล่าวยังมีอุปสรรคในทางปฏิบัติที่ทำให้การควบรวมเกิดความล่าช้า ภาระต้นทุนเพิ่ม และไม่ชัดเจนในการตีความเพื่อนำไปปฏิบัติตาม ตัวอย่างประเด็นอุปสรรคด้านกฎหมายที่สำคัญ เช่น

(1) การโอนลูกหนี้: บริษัทต้องทำหนังสือแจ้งโอนเป็นลายลักษณ์อักษรถึงลูกหนี้ทุกราย ในกรณีที่ควบรวมกิจการด้วยการโอนสินทรัพย์หรือกิจการทั้งหมด

(2) การโอนเจ้าหนี้: บริษัทต้องทำสัญญาแปลงหนี้ใหม่กับเจ้าหนี้ทุกราย ในกรณีที่ควบรวมกิจการโดยการโอนสินทรัพย์หรือกิจการทั้งหมด

(3) การรับโอนใบอนุญาตต่างๆ: แม้ว่า พ.ร.บ. บริษัทมหาชนฯ จะระบุให้สิทธิและความรับผิดชอบไปเป็นของบริษัทใหม่ภายหลังการควบรวมกิจการ แต่ไม่ได้ระบุชัดเจนว่าต้องขอใบอนุญาตใหม่หรือไม่ ทำให้กิจการต้องดำเนินการขอใบอนุญาตใหม่ทั้งหมด ตามกฎหมายใบอนุญาตที่เกี่ยวข้องกับการทำธุรกิจนั้นๆ เช่น พ.ร.บ. โรงงาน และ พ.ร.บ. การนิคมอุตสาหกรรม เป็นต้น

(4) การโอนสิทธิเรียกร้อง: การควบรวมกิจการด้วยการโอนสินทรัพย์หรือกิจการบางส่วนตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ไม่ได้ระบุชัดเจนว่า การโอนสิทธิเรียกร้องตามสัญญาต่างตอบแทนที่คู่สัญญามีสถานะ

เป็นทั้งเจ้าหนี้และลูกหนี้ เช่น สัญญาเช่าซื้อและกรรมกรรม นั้น กิจการต้องทำสัญญาแปลงหนี้ใหม่กับคู่สัญญา
ทุกรายหรือไม่

(5) การซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นเสียงข้างน้อย (minority shareholder): บริษัทที่เข้าซื้อกิจการไม่สามารถ
ติดต่อขอซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นเสียงข้างน้อย บริษัทยอมไม่สามารถบังคับซื้อหุ้นส่วนที่เหลือจากผู้ถือหุ้นเสียงข้าง
น้อยของบริษัทที่จะเข้าควบรวมได้ (squeeze out) ซึ่งเป็นไปตามประกาศของสำนักงานคณะกรรมการกำกับ
หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เนื่องจากมีข้อกังวลว่าอาจรอนสิทธิผู้ถือหุ้นรายย่อย

(6) การซื้อหุ้นคืนกรณีมีผู้คัดค้านการควบกิจการ: พ.ร.บ. บริษัทมหาชน ระบุว่ากรณีการควบกิจการ
บริษัทต้องซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นที่คัดค้านมติการควบรวม ซึ่งปัจจุบันประสบปัญหาการกำหนดราคาซื้อคืนที่
เป็นธรรมระหว่างบริษัทที่ซื้อคืนกับผู้คัดค้านการควบรวม

1.2 อุปสรรคด้านภาษี

ปัจจัยทางด้านภาษีนับว่าเป็นปัจจัยหนึ่งที่มีผลต่อการตัดสินใจในการควบรวมกิจการเป็นอย่างมาก
แม้ว่าปัจจุบันการควบรวมกิจการจะสามารถได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีตามพระราชกฤษฎีกาที่ออกตามความ
ในประมวลรัษฎากร อย่างไรก็ตาม เงื่อนไขที่กำหนดให้บริษัทต้องปฏิบัติตามเพื่อได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี
นั้นยังไม่เอื้อต่อการปฏิบัติจริง เช่น

(1) การยกเว้นภาษีเงินได้จากการชำระค่าตอบแทนด้วยหุ้นหรือการแลกหุ้น (share swap): พระราช
กฤษฎีกาตามมาตรา 5 สัตตรส ที่ประกาศใช้ในปี 2555 ระบุให้ยกเว้นภาษีเงินได้สำหรับนิติบุคคลเฉพาะกรณี
การทำ share swap ที่แลกกับหุ้นในบริษัทใหม่ทั้งหมดเท่านั้น ทำให้การทำ share swap เพื่อโอนกิจการ
บางส่วนจะไม่ได้รับยกเว้นภาษีและจะได้รับยกเว้นภาษีก็ต่อเมื่อยกเลิกบริษัทเดิมก่อนที่จะถูกควบรวมเท่านั้น
และการยกเว้นภาษีเงินได้ของผู้ถือหุ้นบุคคลธรรมดาตามกฎหมายกระทรวง ฉบับที่ 291 ที่ประกาศใช้ในปี 2555 ระบุ
ให้เงื่อนไขการได้รับยกเว้นภาษีเงินได้ของผู้ถือหุ้นเฉพาะกรณีที่ทำการ share swap เพื่อแลกกับหุ้นในบริษัท
ใหม่ทั้งหมดเช่นเดียวกัน นอกจากนี้ กิจการยังต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขอื่นๆ ให้ครบถ้วนเพื่อให้ได้รับสิทธิการ
ยกเว้นภาษี เช่น การโอนหุ้นที่ทำ share swap นี้ต้องกระทำในรอบระยะเวลาบัญชีเดียวกัน เป็นต้น

(2) ภาษีสำหรับการควบรวมกิจการเพื่อปรับปรุงโครงสร้างผู้ถือหุ้นในกลุ่มบริษัท: ตามประมวล
รัษฎากรไม่ได้ยกเว้นภาษีสำหรับการปรับปรุงโครงสร้างกลุ่มบริษัทเดียวกัน (qualified reorganization) ซึ่งเป็น
วิธีที่บริษัทขนาดใหญ่นิยมใช้เพื่อปรับโครงสร้างผู้ถือหุ้นเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการ

(3) การควบรวมกิจการในรูปแบบควบบริษัทไม่สามารถนำผลขาดทุนสะสมมาใช้เพื่อได้รับสิทธิ
ประโยชน์ทางภาษี ทำให้บริษัทต้องมีค่าใช้จ่ายส่วนเพิ่มภายหลังจากการควบรวมกิจการ

(4) วิธีปฏิบัติเพื่อให้ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีมีเงื่อนไขในรายละเอียดมาก เช่น 1) การควบรวมกิจการโดยการโอนสินทรัพย์หรือกิจการบางส่วน บริษัทที่รับโอนกิจการต้องดำเนินกิจการในลักษณะเดียวกันเท่านั้นและต้องทำการโอนกิจการให้แล้วเสร็จภายในรอบบัญชีที่ตกลงโอนกิจการจึงจะได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี และ 2) การควบรวมกิจการโดยการโอนสินทรัพย์หรือกิจการทั้งหมด กำหนดให้บริษัทต้องจดทะเบียนยกเลิกและชำระบัญชีในรอบที่โอนกิจการ และต้องแจ้งโอนกิจการและเลิกกิจการก่อนวันโอนไม่น้อยกว่า 15 วัน รวมถึงต้องแจ้งรับโอนกิจการก่อนวันรับโอนไม่น้อยกว่า 15 วันจึงจะได้รับยกเว้นภาษี เป็นต้น

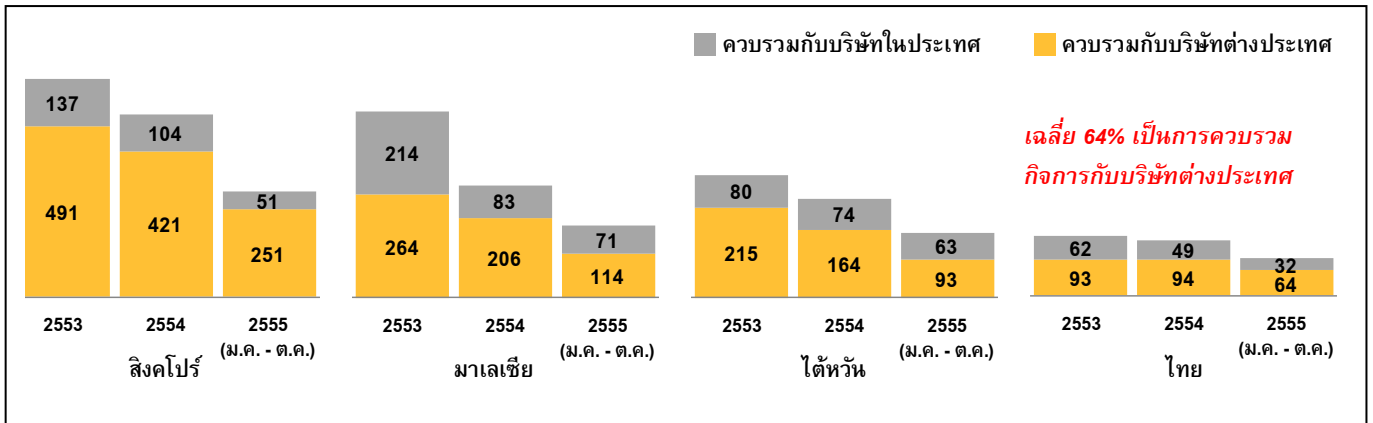
จากอุปสรรคในด้านกฎหมายและด้านภาษีที่กล่าวมาข้างต้นจึงได้มีการจัดตั้งคณะกรรมการขับเคลื่อนการควบรวมกิจการเพื่อพัฒนาธุรกิจและตลาดทุน แต่งตั้งโดย ก.ล.ต. ประกอบด้วยผู้แทนจากภาครัฐและเอกชนทำหน้าที่ส่งเสริมการควบรวมกิจการในประเทศไทยให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ มีความเหมาะสมและสอดคล้องกับแนวปฏิบัติทางธุรกิจที่เกิดขึ้นจริง รวมถึงผลักดันร่างกฎหมายส่งเสริมการควบรวมกิจการในตลาดทุน อย่างไรก็ตามเมื่อ 18 พ.ย. 2555 สำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกามีความเห็นให้สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง (สศค.) ทบทวนหลักการและความจำเป็นของการเสนอร่างกฎหมายอีกครั้ง เนื่องจากเห็นว่าการส่งเสริมการควบรวมมีทางเลือกอื่นที่ทำได้โดยแก้ไขเพิ่มเติมกฎหมายที่ใช้อยู่ในปัจจุบัน เช่น พ.ร.บ. บริษัทมหาชน และ ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

2. ผลกระทบจากคovid

แม้ว่าในปี 2553-2555 ประเทศไทยจะมีการควบรวมกิจการของบริษัทขนาดใหญ่จำนวนมาก แต่เมื่อเปรียบเทียบกับต่างประเทศแล้วพบว่า จำนวนและมูลค่าการทำธุรกรรมควบรวมของไทยยังน้อยกว่ามาก เห็นได้จากธุรกรรมควบรวมกิจการที่ทำสำเร็จและอยู่ระหว่างควบรวมระหว่าง ม.ค. – ต.ค. 2555 ของไทยมีเพียง 96 รายการ คิดเป็นมูลค่า 7,540 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ขณะที่ของสิงคโปร์มี 302 รายการ คิดเป็นมูลค่า 19,239 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ของมาเลเซียมี 185 รายการ คิดเป็นมูลค่า 15,242 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และของไต้หวันมี 156 รายการ คิดเป็นมูลค่า 10,274 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (ภาพที่ 16 และ 17)

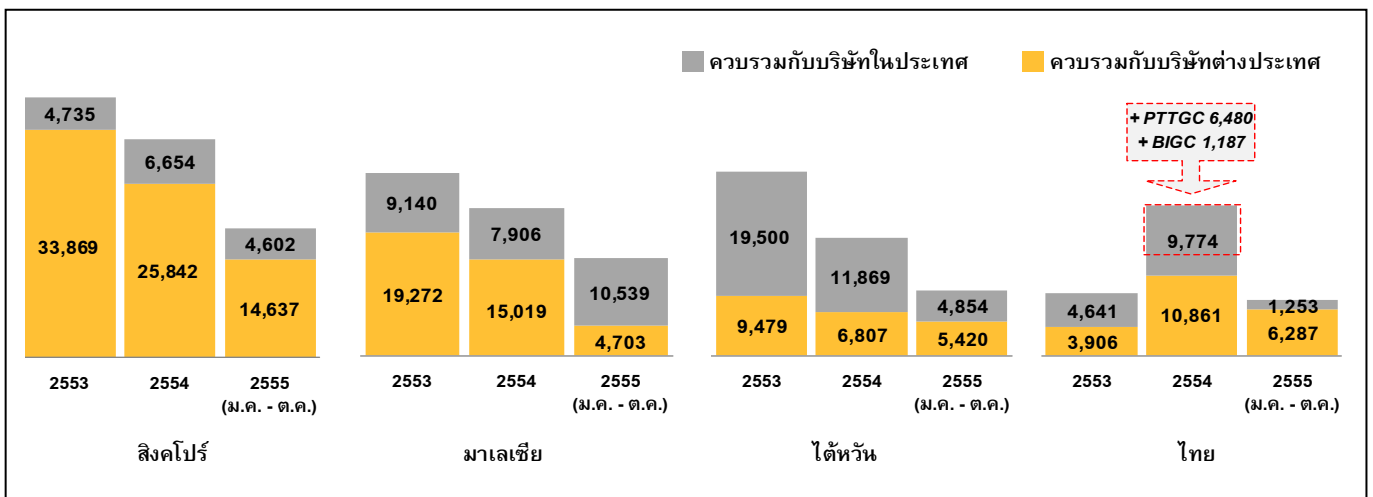
นอกจากนี้ สัดส่วนการควบรวมกิจการของบริษัทไทยส่วนใหญ่เป็นการควบรวมกิจการกับบริษัทต่างประเทศ โดยระหว่างปี 2553-2555 มีจำนวนธุรกรรมควบรวมกิจการกับต่างประเทศโดยเฉลี่ยคิดเป็น 64% ของจำนวนธุรกรรมควบรวมทั้งหมด (ภาพ 16)

ภาพที่ 16: จำนวนธุรกรรมควบรวมกิจการที่สำเร็จและอยู่ระหว่างควบรวม (รายการ)



ที่มา: Bloomberg

ภาพที่ 17: ปริมาณธุรกรรมควบรวมกิจการที่สำเร็จและอยู่ระหว่างควบรวม (ล้านดอลลาร์สหรัฐ)



หมายเหตุ: ในปี 2554 ปริมาณธุรกรรมควบรวมกิจการของไทยเพิ่มสูงขึ้นจากการควบรวมกิจการที่สำคัญคือ บมจ. พีทีที โกลบอล เคมิคอล (PTTGC) จำนวน 6,480 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และ บมจ. บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ (BIGC) จำนวน 1,187 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

ที่มา: Bloomberg

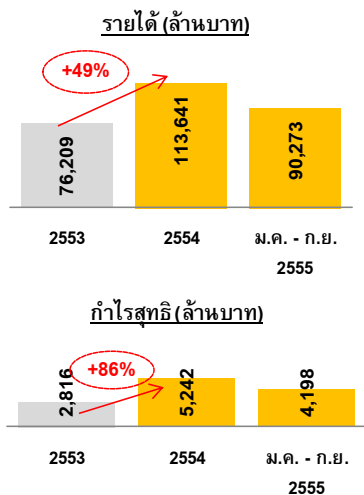
อย่างไรก็ตาม ระหว่างปี 2553-2555 มีการควบรวมกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยขนาดใหญ่บางแห่ง ซึ่งภายหลังจากการควบรวมกิจการแล้วส่งผลให้กิจการได้รับประโยชน์จากการเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการ การลดต้นทุน และการเพิ่มอำนาจการแข่งขันทั้งด้านการเจรจาต่อรองและเพิ่มส่วนแบ่งการตลาดที่ช่วยให้กิจการเติบโตอย่างก้าวกระโดด นอกจากนี้ กิจการยังได้รับประโยชน์จากนักลงทุนที่ให้ความสนใจในหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นส่งผลให้มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันของหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น (กล่องที่ 2) ดังนั้น หากอุปสรรคด้านกฎหมายและภาษีที่เกี่ยวข้องกับการควบรวมกิจการในปัจจุบัน

ได้รับการแก้ไขให้สอดคล้องกับสภาพแวดล้อมการทำธุรกิจแล้ว จะช่วยให้บริษัทไทยเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานและขยายธุรกิจให้แข่งขันทัดเทียมกับต่างประเทศ

กล่องที่ 2: ตัวอย่างการควบรวมกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยที่ได้รับประโยชน์จากการควบรวม ทั้งในด้านผลประกอบการและเพิ่มขีดความสามารถทางการแข่งขันได้อย่างก้าวกระโดด

1. ควบรวมกิจการในรูปแบบการได้มาซึ่งหุ้น (share acquisition) บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) เข้าซื้อหุ้นทั้งหมดของบริษัท เซ็นคาร์ จำกัด และบริษัท เอสเอสซีพี (ประเทศไทย) จำกัด ซึ่งเป็นผู้ดำเนินธุรกิจคาร์ฟูร์ในประเทศไทยด้วยมูลค่า 35,500 ล้านบาท ณ 13 พ.ย. 2553 ทำให้บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) มีอำนาจในการบริหารงานในธุรกิจคาร์ฟูร์ทั้งหมดแทน และเปลี่ยนชื่อสาขาจาก “คาร์ฟูร์” เป็น “บิ๊กซี เอ็กซ์ตร้า” แทน

หลังการควบรวมกิจการในปี 2553 ส่งผลให้บริษัทมีผลประกอบการดีขึ้น ณ สิ้นปี 2554 มีรายได้สุทธิเท่ากับ 113,641 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 49% จากปี 2553 และมีกำไรสุทธิเท่ากับ 5,242 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 86% จากปี 2553 นอกจากนี้ ตัวชี้วัดด้านตลาดทุนที่สำคัญในปี 2554 ยังดีขึ้นทั้งด้าน market capitalization และด้านสภาพคล่องจากมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน เป็นต้น



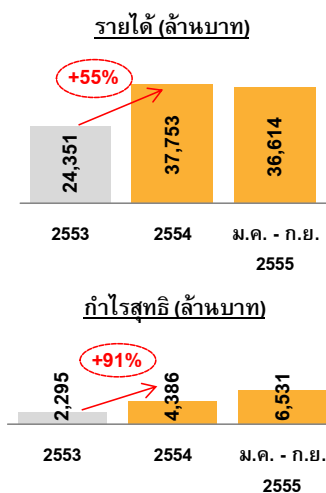
	ก่อนควบรวม		หลังควบรวม	
	2552	2553	2554	2555
market capitalization (ล้านบาท)	34,059	72,726	96,116	170,775
มูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน (ล้านบาท)	10	35	69	204
P/E (เท่า)	12.5	23.1	26.3	25.9
ROE (%)	16	15	24	26

(ม.ค. - ก.ย. 2555)

2. การควบรวมกิจการในรูปแบบการได้มาซึ่งสินทรัพย์หรือกิจการ (asset/business acquisition)

บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด (มหาชน) (BGH) ซื้อกิจการทั้งหมดและรับโอนภาระหนี้สินทั้งหมดของบริษัท เฮลท์ เน็ตเวิร์ค จำกัด (มหาชน) เจ้าของกลุ่มโรงพยาบาลพญาไทและโรงพยาบาลเปาโลเมโมเรียล เมื่อ 1 เม.ย. 2554 และทำคำเสนอซื้อหุ้นต่อผู้ถือหุ้นทั่วไป (tender offer) ของบริษัท ประสิทธิภาพ จำกัด (มหาชน) มีธุรกรรมรวม 11,868 ล้านบาท

หลังการควบรวมกิจการทำให้บริษัทเป็นกลุ่มธุรกิจโรงพยาบาลเอกชนที่เป็นอันดับหนึ่งของประเทศไทย ทั้งด้านรายได้ และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในหมวดธุรกิจการแพทย์ โดยผลประกอบการ ณ สิ้นปี 2554 มีรายได้สุทธิเท่ากับ 37,753 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 55% จากปี 2553 และมีกำไรสุทธิเท่ากับ 2,295 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 91% จากปี 2553 และมีตัวชี้วัดด้านตลาดทุน เช่น มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและด้านสภาพคล่องจาก มูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันเพิ่มสูงขึ้นกว่าเท่าตัว



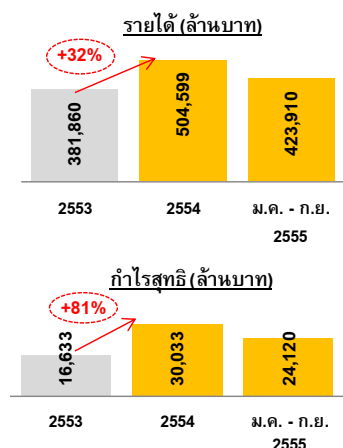
	ก่อนควบรวม		หลังควบรวม	
	2552	2553	2554	2555
มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (ล้านบาท)	30,241	57,941	125,728	175,410
มูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน (ล้านบาท)	27	77	150	410
P/E (เท่า)	19.1	25.2	31.8	23.6
ROE (%)	13	15	18	23

(ม.ค. - ก.ย. 2555)

3. การควบกิจการ (amalgamation) กลุ่มบริษัท ปตท. ได้จัดกลุ่มธุรกิจใหม่โดยควบระหว่างบริษัท ปตท. อะโรเมติกส์และการกลั่น จำกัด (มหาชน) (PTTAR) ที่ธุรกิจโรงกลั่นและอะโรเมติกส์ กับบริษัท ปตท. เคมีคอล จำกัด (มหาชน) (PTTCH) เพื่อเชื่อมโยงธุรกิจการจัดหาวัตถุดิบและการผลิตให้มีประสิทธิภาพสูงสุด โดยจัดตั้งบริษัทใหม่คือบริษัท พีทีที โกลบอล เคมีคอล จำกัด (มหาชน) (PTTGC) เมื่อ 19 ต.ค. 2554

ผลจากการควบกิจการทำให้ในปี 2555 ทำให้บริษัทกลายเป็นแกนนำด้านธุรกิจปิโตรเคมีของกลุ่ม ปตท. ที่ครบวงจรและมีขนาดใหญ่ที่สุดในประเทศไทย ในปี 2554 บริษัทมีผลประกอบการดีขึ้น มีกำไรสุทธิ

ที่เพิ่มขึ้นจากปี 2553 ถึง 81% เป็น 504,599 ล้านบาท และมีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดรวม 274,873 ล้านบาท อยู่ใน 10 อันดับแรกของตลาดหลักทรัพย์ และมีมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันเพิ่มขึ้นเป็น 2,040 ล้านบาท



	ก่อนควมรวม (ณ 19 ต.ค. 2554)		หลังควมรวม	
	PTTAR	PTTCH	2554	2555
มูลค่าหลักทรัพย์ตาม ราคาตลาด (ล้านบาท)	79,153	161,022	274,873	315,619
มูลค่าการซื้อขาย เฉลี่ยต่อวัน (ล้านบาท)	650	1,129	2,040	1,054
P/E (เท่า)	6.8	9.3	9.9	10.0
ROE (%)	18 (H1)	16 (H1)	14	15 (ม.ค. - ก.ย. 2555)

ที่มา: ตลท.

3. ตัวอย่างแนวปฏิบัติเพื่อแก้ไขข้อขาด

3.1 การออกกฎหมายให้ภาคธุรกิจเข้ามามีส่วนร่วมปรับปรุงกฎหมายและกฎเกณฑ์

การศึกษาพบว่า ในสิงคโปร์และมาเลเซียมีกฎหมายที่ระบุให้ภาคธุรกิจเข้ามามีส่วนร่วมเสนอปรับปรุงกฎหมาย กฎเกณฑ์ และแนวปฏิบัติที่เกี่ยวข้องกับการควบคุมกิจการ เพื่อให้กฎหมายและกฎเกณฑ์ที่ออกมาบังคับใช้สอดคล้องกับรูปแบบของธุรกิจที่เกิดขึ้นจริงและสอดคล้องกับสภาพแวดล้อมการแข่งขันทางธุรกิจที่เปลี่ยนแปลงไป โดยมีรูปแบบการจัดตั้งและบทบาทของภาคธุรกิจ ดังนี้

สิงคโปร์จัดตั้ง Securities Industry Council (SIC) ตาม พ.ร.บ. ธุรกิจหลักทรัพย์ (the Securities and Futures Act และ the Securities Industry Act) ในปี 2516 โดยคณะกรรมการ SIC แต่งตั้งโดยกระทรวงการคลัง ปัจจุบันคณะกรรมการ SIC มี 16 คน ประกอบด้วยผู้ทรงคุณวุฒิจากภาคเอกชน 13 คน จากกระทรวงการคลัง 2 คน และจากสถานศึกษา 1 คน โดยมีบทบาทกำกับและดูแลให้การควบคุมกิจการของบริษัทจดทะเบียนเป็นไปตามกฎหมายและกฎเกณฑ์ที่กำหนดไว้ จัดทำ guidance notes เพื่อใช้เป็นแนวปฏิบัติสำหรับการควบคุมกิจการ และจัดทำข้อเสนอปรับปรุงกฎหมายและกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการควบคุมกิจการต่อกระทรวงการคลัง

มาเลเซียจัดตั้ง Companies Commission of Malaysia หรือเรียกอีกชื่อว่า Suruhanjaya Syarikat Malaysia (SSM) ในปี 2545 ตาม Companies Commission of Malaysia Act ปี 2544 องค์กรนี้ประกอบด้วย

ผู้แทนจากหน่วยงานกำกับดูแลและผู้แทนจากภาคธุรกิจ มีบทบาทและหน้าที่สนับสนุนการเข้าจดทะเบียนของ บริษัทจำกัด ส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนปฏิบัติตามหลักธรรมาภิบาล และกำกับดูแลให้บริษัทที่เข้าจดทะเบียน ปฏิบัติตามกฎหมายและกฎเกณฑ์ รวมถึงให้คำแนะนำต่อรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังด้านกฎหมายที่ เกี่ยวข้องกับบริษัทจำกัด เช่น พ.ร.บ. บริษัทจำกัด มาตรา 125 (the Companies Act: Act 125) (2) พ.ร.บ. จดทะเบียนจัดตั้งบริษัท มาตรา 197 (the Registration of Businesses Act: Act 197) (3) พ.ร.บ. ธุรกิจทรัสต์ มาตรา 100 (the Trust Companies Act: Act 100)

3.2 การออกกฎหมายการควบรวมกิจการ

ในได้หวั่นได้ประกาศใช้ พ.ร.บ. ควบรวมกิจการ (Business Mergers and Acquisitions Act) เมื่อ 6 ก.พ. 2545 เพิ่มเติมจากกฎหมายอื่นที่บังคับใช้ ได้แก่ (1) พ.ร.บ. บริษัทจำกัด (the Company Act) (2) พ.ร.บ. ธุรกิจหลักทรัพย์ (the Securities and Exchange Act) (3) the Statute for Upgrading Industries (4) the Fair Trade Act และ (5) the Statute for Investment by Foreign Nationals โดยหลังจากนั้นได้ ปรับปรุงกฎหมายอีกครั้งเมื่อ 5 พ.ค. 2555 ซึ่งกฎหมายฉบับนี้บังคับใช้กับบริษัทที่ทำธุรกรรมควบรวมแต่ไม่ รวมถึงการควบรวมของสถาบันการเงิน ซึ่งการออกกฎหมายควบรวมกิจการนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อลดข้อจำกัด การแก้ไขกฎหมายอื่นโดยไม่จำเป็นเนื่องจากการแก้ไขกฎหมายใช้เวลานาน

คอบวตที่ 5: การพิจารณาแก้ไขกฎหมายและกฎเกณฑ์ใช้เวลานาน ทำให้กฎหมายและกฎเกณฑ์ด้านตลาดทุนของไทยล้าหลังและไม่สอดคล้องกับพัฒนาการในตลาดทุน

1. คอบวตและผลกระทบจากคอบวต

พัฒนาการตลาดทุนในต่างประเทศเปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็วและต่อเนื่อง ส่งผลให้สภาพแวดล้อมของตลาดทุนไทยเปลี่ยนแปลงตามไปด้วย เช่น การเชื่อมต่อกับตลาดต่างประเทศ การเคลื่อนย้ายเงินทุนได้อย่างเสรี และนวัตกรรมด้านผลิตภัณฑ์ทางการเงินและการระดมทุนรูปแบบใหม่ๆ ผู้ประกอบการในตลาดทุนจึงต้องปรับตัวเพื่อรับมือให้แข่งขันได้ทั้งในประเทศและต่างประเทศ แต่สิ่งที่กำลังเป็นข้อกังวลที่สำคัญและอาจกลายเป็นอุปสรรคต่อความสามารถในการแข่งขันคือ ความล่าช้าของการพิจารณาแก้ไขกฎหมายและกฎเกณฑ์ด้านตลาดทุนในประเด็นที่เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาตลาดทุน ทำให้กฎหมายและกฎเกณฑ์ด้านตลาดทุนไทยที่บังคับใช้ในปัจจุบันล้าหลังและไม่ทันกับพัฒนาการของตลาดทุน

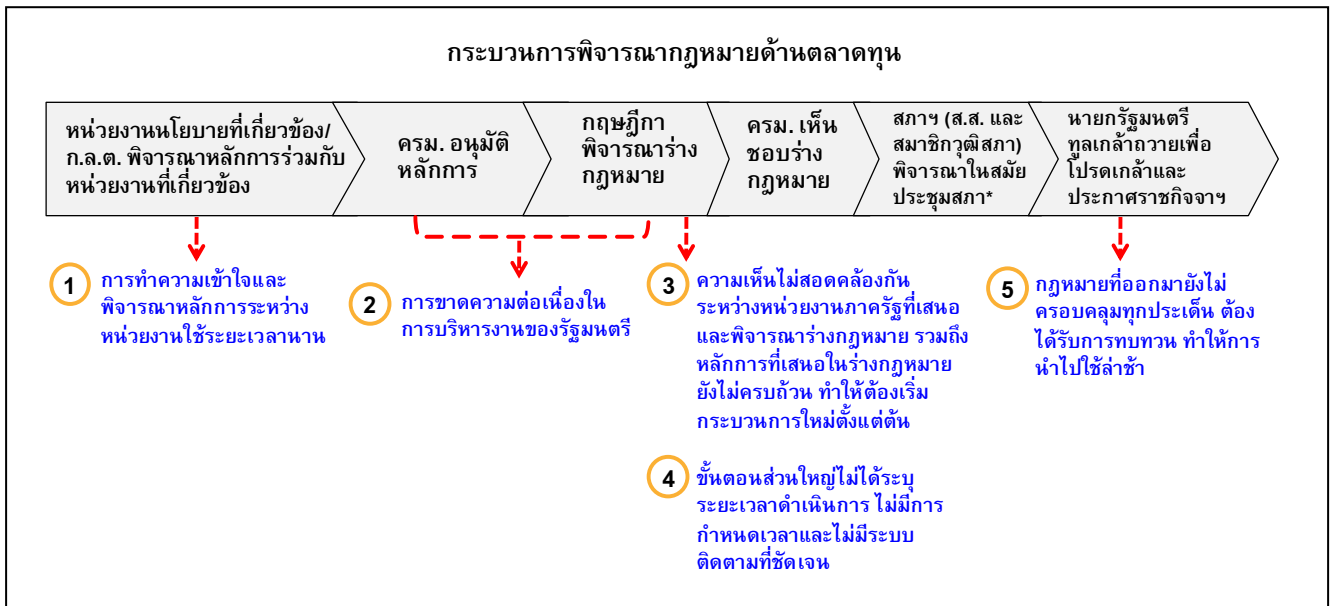
1.1 การพิจารณากฎหมาย

ปัจจุบันมีร่างกฎหมายด้านตลาดทุนหลายฉบับที่อยู่ระหว่างกระบวนการพิจารณากฎหมาย ร่างกฎหมายบางฉบับอยู่ในกระบวนการพิจารณากฎหมายเป็นระยะเวลาเวลานานกว่า 10 ปี จากการศึกษาพบว่ากฎหมายของไทยแต่ละฉบับใช้ระยะเวลาเฉลี่ยทั้งกระบวนการประมาณ 782 วันหรือนานกว่า 2 ปี (นับเฉพาะระยะเวลาที่เข้าสู่การกระบวนการนิติบัญญัติซึ่งเริ่มตั้งแต่คณะรัฐมนตรีรับหลักการ) โดยขั้นตอนที่ใช้เวลาในการพิจารณานานที่สุดคือในชั้นคณะกรรมการกฤษฎีกาที่ใช้เวลาพิจารณา 262 วัน ตามมาด้วย สภาผู้แทนราษฎร 125 วัน สมาชิกวุฒิสภา 42 วัน⁶

งานศึกษาฉบับนี้ได้ทำการศึกษากระบวนการพิจารณากฎหมายด้านตลาดทุนในขั้นตอนปกติ 6 ขั้นตอน ดังนี้ (1) หน่วยงานนโยบายที่เกี่ยวข้องและ ก.ล.ต. พิจารณาหลักการร่วมกับหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง เช่น กระทรวงพาณิชย์ กรมสรรพากร และ ตลท. (2) นำเสนอคณะรัฐมนตรีอนุมัติหลักการของร่างกฎหมายที่เสนอ (3) กฤษฎีกาพิจารณาร่างกฎหมาย (4) คณะรัฐมนตรีพิจารณาเห็นชอบร่างกฎหมาย (5) สภาผู้แทนราษฎรและสมาชิกวุฒิสภาพิจารณาร่างกฎหมายในสมัยประชุม และ (6) นายกรัฐมนตรีทูลเกล้าถวายเพื่อโปรดเกล้าและประกาศราชกิจจานุเบกษา (ภาพที่ 18)

⁶ สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย (ทีดีอาร์ไอ) (2555), “เศรษฐศาสตร์การเมืองว่าด้วยกระบวนการนิติบัญญัติไทย” เป็นการศึกษาเฉพาะกฎหมายที่เข้าสู่กระบวนการนิติบัญญัติของไทยตั้งแต่ 1 ม.ค. 2547 – 19 ก.ย. 2549

ภาพที่ 18: สาเหตุสำคัญที่ทำให้การพิจารณากฎหมายที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนใช้ระยะเวลานาน



หมายเหตุ: *สมัยประชุมสภาในแต่ละปีกำหนดปีและ 2 ช่วง ช่วงละ 4 เดือน คือ 1 ม.ค. – 20 พ.ค. และ 1 ส.ค. – 28 พ.ย. หากเสนอเรื่องเข้าสภาไม่ทันจะต้องรอสมัยประชุมต่อไป

ระหว่างกระบวนการพิจารณากฎหมายข้างต้น มักพบสาเหตุสำคัญที่ทำให้การพิจารณากฎหมายที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนเกิดความล่าช้า ดังนี้ (ภาพที่ 17)

(1) การทำความเข้าใจและพิจารณาหลักการระหว่างหน่วยงานใช้ระยะเวลานาน: อุปสรรคสำคัญที่ทำให้หน่วยงานกำกับดูแลนโยบายด้านตลาดทุนที่เกี่ยวข้องใช้ระยะเวลานานทำความเข้าใจและพิจารณาหลักการร่วมกับหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง เช่น การเปลี่ยนแปลงผู้บริหารหรือเจ้าหน้าที่ปฏิบัติงานทำให้ต้องเริ่มทำความเข้าใจและพิจารณาหลักการใหม่ รวมถึงการเปลี่ยนแปลงนโยบายและหลักการของผู้บริหารหรือคณะทำงานชุดใหม่ นอกจากนี้ ยังขาดรูปแบบกระบวนการทำความเข้าใจเพื่อหาข้อสรุประหว่างหน่วยงานในประเด็นที่ความเห็นไม่สอดคล้องกัน รวมถึงการติดตามประเด็นที่หารือโดยต่อเนื่อง ทำให้ต้องใช้เวลานานและบางครั้งไม่สามารถหาข้อสรุปร่วมกันได้

ตัวอย่างร่างกฎหมายที่ประสบปัญหาข้างต้น เช่น 1) การเสนอแก้ไข พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ในมาตรการลงโทษทางแพ่ง เพื่อกำหนดบทลงโทษทางแพ่งกับผู้กระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ เพิ่มเติมจากบทลงโทษทางอาญา โดยหน่วยงานที่เกี่ยวข้องเริ่มพิจารณาหลักการตั้งแต่ก่อนปี 2551 และ 2) การเสนอแก้ไขร่าง พ.ร.บ. บริษัทมหาชนฯ เช่น การจัดการเงินปันผลคงค้างและการมอบฉันทะทางอิเล็กทรอนิกส์ที่เริ่มพิจารณาตั้งแต่ปี 2554 ปัจจุบันร่างแก้ไขกฎหมายทั้ง 2 ฉบับยังไม่เข้าสู่กระบวนการพิจารณาของคณะกรรมการกฤษฎีกา

(2) การขาดความต่อเนื่องในการบริหารงานของรัฐมนตรี: ตั้งแต่ปี 2551 – 2555 มีการเปลี่ยน รัฐมนตรี 5 คน ทั้งกระทรวงการคลังและกระทรวงพาณิชย์ ทำให้ร่างกฎหมายส่วนใหญ่ที่เสนอแก้ไขถูกส่งกลับ มาทบทวนและเริ่มกระบวนการใหม่ตั้งแต่ต้น

ตัวอย่างร่างแก้ไขกฎหมายที่ต้องนำกลับมาทบทวนใหม่ เช่น 1) ร่างแก้ไข พ.ร.บ. การดำเนินคดีแบบ กลุ่มในการฟ้องคดีที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ (class action) เพื่อช่วยให้นักลงทุนได้รับการชดเชยค่าเสียหายจากการ ฝ่าฝืนกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์โดยไม่จำเป็นต้องฟ้องคดีเอง โดยเริ่มเสนอแก้ไขร่างมาตั้งแต่ปี 2543 และเคยเข้าสู่การพิจารณาของคณะกรรมการกฤษฎีกาแล้วเมื่อปี 2547 แต่ปัจจุบันต้องนำกลับมา พิจารณาหลักการใหม่จากการเปลี่ยนแปลงรัฐบาล และ 2) ร่างแก้ไข พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ พ.ศ. 2535 ที่เริ่ม เสนอแก้ไขร่างตั้งแต่ปี 2552 และเข้าสู่การพิจารณาของคณะกรรมการกฤษฎีกาเมื่อต้นปี 2554 โดยเมื่อ 17 เม.ย. 2555 กระทรวงการคลังได้ขออนุญาตให้หน่วยงานที่เกี่ยวข้องนำกลับมาทบทวนหลักการใหม่

(3) ความเห็นไม่สอดคล้องกันระหว่างหน่วยงานภาครัฐที่เสนอและพิจารณาร่างกฎหมาย รวมถึง หลักการที่เสนอในร่างกฎหมายยังไม่ครบถ้วนทำให้ต้องเริ่มกระบวนการใหม่ตั้งแต่ต้น: หน่วยงานที่เสนอร่าง กฎหมายต้องทำความเข้าใจในหลักการและความจำเป็นของการเสนอร่างกฎหมายต่อคณะกรรมการกฤษฎีกา และแม้ว่ากฎหมายจะผ่านความเห็นชอบจากคณะรัฐมนตรีแล้ว และหากคณะกรรมการกฤษฎีกาไม่เห็นชอบใน หลักการหน่วยงานที่เสนอร่างจะต้องนำกลับมาพิจารณาใหม่อีกครั้ง นอกจากนี้ หน่วยงานที่เสนอร่างกฎหมาย รวบรวมประเด็นและผลกระทบไม่ครบถ้วนจะต้องเริ่มกระบวนการใหม่ตั้งแต่ต้นเช่นกัน

ตัวอย่าง การเสนอร่าง พ.ร.บ. ส่งเสริมการควบรวมกิจการในตลาดทุนเริ่มเสนอร่างกฎหมายตั้งแต่ปี 2552 และผ่านความเห็นชอบของคณะรัฐมนตรีเมื่อ 4 ม.ค. 2555 แต่ต้องนำร่างกลับมาพิจารณาตั้งแต่ต้นถึง 2 ครั้ง ครั้งแรกเนื่องจากสาระสำคัญของร่างกฎหมายที่เสนอยังไม่สามารถแก้ไขปัญหาของภาคธุรกิจ ตลอดจน ไม่ครอบคลุมรูปแบบทางธุรกิจทั้งหมด โดยได้นำส่งร่างกฎหมายกลับเข้าสู่กระบวนการพิจารณาของ คณะกรรมการกฤษฎีกาพิจารณาอีกครั้งเมื่อ 7 ก.ค. 55 ครั้งที่ 2 เนื่องจากคณะกรรมการกฤษฎีกามีความเห็น ให้ทบทวนหลักการและความจำเป็นในการเสนอกฎหมายอีกครั้งเมื่อ 18 พ.ย. 55

(4) ขั้นตอนส่วนใหญ่ไม่ได้รับระยะเวลาดำเนินการ ไม่มีกำหนดเวลาและไม่มีระบบติดตามที่ชัดเจน: กระบวนการพิจารณากฎหมายส่วนใหญ่ไม่ได้รับระยะเวลาการพิจารณาที่ชัดเจน นอกจากนี้ ยังขาดระบบ การติดตามร่างกฎหมายที่อยู่ในกระบวนการพิจารณา ทำให้ไม่สามารถติดตามสถานะและความคืบหน้าของ การพิจารณากฎหมายได้ เช่น การแก้ไขกฎกระทรวงกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการว่าด้วยการซื้อหุ้นคืน การจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน และการตัดหุ้นที่ซื้อคืนของบริษัท (treasury stock) ที่กระทรวงพาณิชย์เสนอร่างแก้ไข

กฎกระทรวงในปี 2551 และเข้าสู่การพิจารณาของคณะกรรมการกฤษฎีกาพิจารณาตั้งแต่ปี 2552 ปัจจุบันยังพิจารณาไม่แล้วเสร็จ

(5) กฎหมายที่ออกมายังไม่ครอบคลุมทุกประเด็น ต้องได้รับการทบทวน ทำให้การนำไปใช้ล่าช้า: กฎหมายด้านตลาดทุนที่ประกาศใช้บางฉบับยังไม่สามารถนำไปใช้ได้ทันที เนื่องจากกฎหมายที่ออกมาไม่ครบถ้วนทุกประเด็นในหลักการหรือต้องทบทวนหลักการใหม่ ทำให้ต้องทยอยออกกฎหมายหรือกฎเกณฑ์อื่นเพิ่มเติมเพื่อแก้ไขข้อจำกัดหรือให้สิทธิประโยชน์ให้เท่าเทียมกับกฎหมายเดิม

ตัวอย่างกฎหมายที่ออกมาแล้วยังต้องมีการแก้ไขปรับปรุง เช่น 1) พ.ร.บ. ทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนที่ประกาศใช้ตั้งแต่ปี 2550 แต่ยังมีอุปสรรคภาวะภาษีจากการทำธุรกรรมที่ซับซ้อนทำให้ต้องออกพระราชกฤษฎีกาฉบับที่ 533 เพิ่มเติมเพื่อภาษีเท่าเทียมกับเครื่องมืออื่นๆ ในตลาดทุน และ 2) พ.ร.บ. กองทุนการออมแห่งชาติที่ประกาศใช้ตั้งแต่ปี 2554 แต่ปัจจุบันยังอยู่ระหว่างทบทวนหลักการและแก้ไขในสาระสำคัญ รวมถึงยกร่างกฎหมายภาษีที่เกี่ยวข้อง

1.2 การพิจารณากฎเกณฑ์

ความล่าช้าในกระบวนการพิจารณาแก้ไขและออกกฎเกณฑ์ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญที่ทำให้การออกผลิตภัณฑ์ใหม่มีความล่าช้าและไม่สอดคล้องกับการพัฒนาตลาดทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งการแก้ไขกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับหลายหน่วยงาน เช่น ก.ล.ต. ตลท. กระทรวงพาณิชย์ กรมสรรพากร ธปท. และกรมที่ดิน เป็นต้น ซึ่งสาเหตุสำคัญที่ทำให้การพิจารณากฎเกณฑ์ใช้ระยะเวลานาน ได้แก่

(1) การขาดรูปแบบการออกผลิตภัณฑ์ที่คล่องตัวและตอบโจทย์นักลงทุนที่หลากหลาย: การขออนุญาตออกผลิตภัณฑ์การลงทุนและการระดมทุนใหม่จากหน่วยงานกำกับดูแลต่างๆ ใช้เวลานาน เพราะต้องใช้ระยะทำความเข้าใจในหลักการร่วมกัน เช่น การหาความสมดุลระหว่างการออกผลิตภัณฑ์ใหม่ที่มีความซับซ้อนกับข้อกังวลเกี่ยวกับการปกป้องนักลงทุนรายย่อยขนาดเล็ก เช่น การอนุญาตให้มีการซื้อขายไปอ้างอิงหลักทรัพย์ต่างประเทศที่เปลี่ยนมือได้ (ThaiDR) รูปแบบ unsponsored DR ซึ่งต้องจัดทำเกณฑ์อนุญาตให้ บล. และ บลจ. สามารถเสนอขาย ThaiDR อ้างอิงกับหุ้นต่างประเทศและทำการซื้อขายผ่านกระดานหลักทรัพย์ในประเทศได้ โดยหน่วยงานที่เกี่ยวข้องเริ่มพิจารณาหลักการร่วมกันตั้งแต่ปี 2554 แต่ปัจจุบันยังไม่สามารถออกผลิตภัณฑ์ได้เนื่องจากมีข้อกังวลแนวทางการกำกับดูแล เรื่องการเสนอขายผลิตภัณฑ์แก่นักลงทุนรายย่อยและการเปิดเผยข้อมูล

(2) การขาดความต่อเนื่องในหลักการเมื่อเปลี่ยนแปลงผู้บริหารหรือเจ้าหน้าที่ปฏิบัติงาน: การเปลี่ยนแปลงผู้บริหารหรือเจ้าหน้าที่ปฏิบัติงานทำให้ต้องเริ่มกระบวนการทำความเข้าใจระหว่างหน่วยงานใหม่ โดยอาจ

มีประเด็นเชิงนโยบายที่เปลี่ยนแปลงไป นอกจากนี้ จำนวนเจ้าหน้าที่ปฏิบัติงานที่มีความรู้ความเข้าใจด้านตลาดทุนของหน่วยงานที่เกี่ยวข้องอาจมีจำนวนไม่เพียงพอ ซึ่งหากมีเจ้าหน้าที่ลาออกหรือไม่สามารถปฏิบัติงานได้จะทำให้การพิจารณากฎเกณฑ์หยุดชะงัก เช่น การปรับแก้ไขเกณฑ์สำหรับธุรกิจเงินร่วมลงทุนให้คล่องตัวซึ่งเริ่มพิจารณาหลักการมาตั้งแต่ปี 2553 แต่เนื่องจากการขาดความต่อเนื่องของนโยบายทำให้การปรับปรุงเกณฑ์และการพิจารณาให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีธุรกิจเงินร่วมลงทุนเกิดความล่าช้า

(3) การพิจารณาแก้ไขกฎเกณฑ์มีลักษณะทยอยดำเนินการไม่เบ็ดเสร็จในคราวเดียวกัน ทำให้บางกฎเกณฑ์ยังไม่สามารถนำไปปฏิบัติได้จริง: มีบางกฎเกณฑ์ที่ออกมาบังคับใช้แล้วแต่ปัจจุบันยังไม่สามารถนำไปใช้ได้จริง เพราะกฎเกณฑ์ที่ออกมาบังคับใช้ขาดความชัดเจนและไม่เอื้อต่อการนำไปปฏิบัติ นอกจากนี้บางกฎเกณฑ์ที่ออกมาแล้วยังต้องทยอยแก้ไขหรือออกกฎเกณฑ์อื่นเพิ่มเติม เพื่อแก้ไขข้อจำกัดหรือให้สิทธิประโยชน์เพิ่มเติม เช่น 1) เกณฑ์การรับบริษัทต่างชาติเข้าจดทะเบียนรูปแบบ secondary listing มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ธ.ค. 2552 แต่ปัจจุบันยังไม่มียุติบัตรต่างชาติเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เพราะยังมีอุปสรรคที่ต้องแก้ไข พ.ร.บ. หลักทรัพย์ หมวด 3/1 เพื่อยกเว้นให้บริษัทจดทะเบียนในต่างประเทศไม่ต้องปฏิบัติตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ หมวด 3/1 ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการและหน้าที่ของกรรมการบริษัท โดยสามารถปฏิบัติตาม พ.ร.บ. บริษัทมหาชนของประเทศนั้นๆ เพื่อลดภาระของบริษัทจดทะเบียน และการยกเว้นภาษีเงินปันผลสำหรับการจ่ายปันผลเป็นหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมตามสัดส่วน (bonus issue หรือ stock dividend) รวมถึงการปรับปรุงเกณฑ์ให้เป็นสากลเพื่อให้สอดคล้องกับต่างประเทศ และ 2) การรับกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (infrastructure fund) เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ที่เริ่มพิจารณาตั้งแต่ปี 2553 และเกณฑ์มีผลบังคับใช้ตั้งแต่เดือน ก.ย. 2555 แต่เนื่องจากยังไม่มีความชัดเจนด้านภาษี เช่น การเสียภาษีเงินได้จากการรับรัฐรายได้และการเสียภาษีมูลค่าเพิ่มจากการรับโอนผลประโยชน์ เป็นต้น ทำให้ infrastructure fund ที่สนใจเข้ามาจดทะเบียนชะลอการเข้าจดทะเบียนเพื่อรอความชัดเจนด้านภาษี

จากอุปสรรคแก้ไขกฎหมายและกฎเกณฑ์ที่กล่าวมาข้างต้น นอกจากจะส่งผลให้กฎหมายและกฎเกณฑ์ที่บังคับใช้ในปัจจุบันไม่สอดคล้องกับพัฒนาการตลาดทุนและความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทยแล้ว ยังส่งผลให้หน่วยงานที่ทำหน้าที่เสนอแก้ไขกฎหมายและกฎเกณฑ์ขาดแรงจูงใจที่จะเสนอแก้ไขกฎหมายที่ต้องใช้เวลานานหรือเกี่ยวข้องกับหลายหน่วยงาน ส่งผลให้การแก้ไขกฎหมายและกฎเกณฑ์ต่างๆ ไม่ทำเป็นองค์รวมไม่สามารถแก้ไขปัญหาได้ครบทุกชั้นตอน

2. ตัวอย่างแนวปฏิบัติเพื่อแก้ไขข้อขาด

2.1 การปฏิรูปกฎหมายตลาดทุนของเกาหลี

กระทรวงการคลังของเกาหลีดำเนินการศึกษาแนวทางการปฏิรูปกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างตลาดเงินและตลาดทุนของประเทศ และรับฟังความคิดเห็นของผู้เกี่ยวข้อง โดยในปี 2548 กระทรวงการคลังมอบหมายให้ Financial Supervisory Commission (FSC) ซึ่งเป็นหน่วยงานกำกับดูแล ทำการปฏิรูปกฎหมายด้านตลาดทุนทั้งหมด เนื่องจากพบปัญหาสำคัญด้านตลาดทุนที่สำคัญ เช่น

(1) การระดมทุนของบริษัทขนาดใหญ่ที่มีจำนวนน้อยและมีสัดส่วนการระดมทุนผ่านตลาดทุนอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์

(2) กฎหมายด้านตลาดทุนเดิมล้าหลังไม่สอดคล้องกับพัฒนาการตลาดทุนและตลาดเงิน เช่น

- กฎหมายแยกเป็นหลายฉบับเป็นอุปสรรคต่อการบังคับใช้และนำไปใช้
- กฎหมายไม่ครอบคลุมรูปแบบผลิตภัณฑ์และบริการรูปแบบใหม่ๆ
- กฎหมายเดิมมีบทลงโทษที่ขาดความยืดหยุ่นเป็นอุปสรรคต่อการแข่งขัน
- การขาดกลไกการคุ้มครองผู้ลงทุน (investor protection) ที่สอดคล้องกับผลิตภัณฑ์และบริการใหม่ๆ

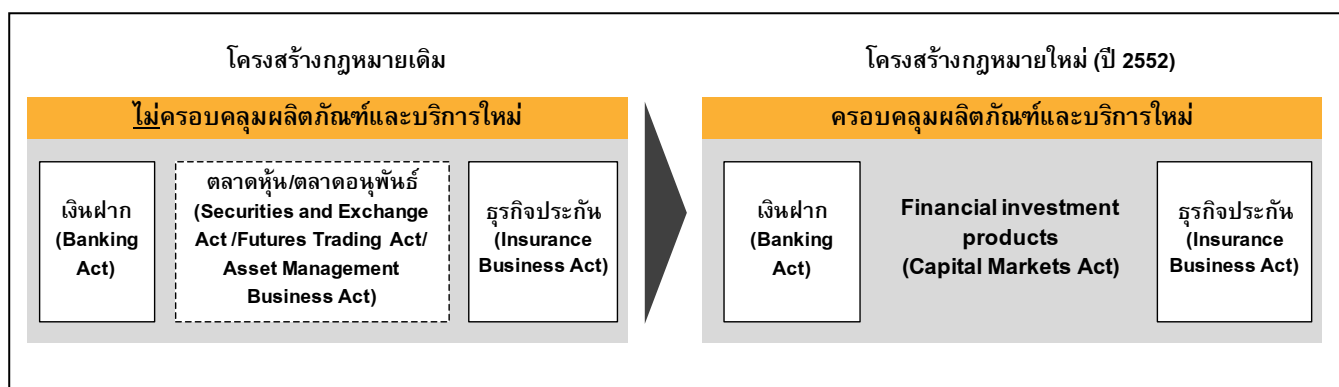
เกาหลีได้ประกาศใช้กฎหมายใหม่คือ Capital Markets Act เมื่อ 4 ก.พ. 2552 โดยได้ปรับโครงสร้างของกฎหมายเดิมให้รองรับการรูปแบบผลิตภัณฑ์และบริการด้านการลงทุนใหม่ๆ และสร้างความเชื่อมโยงในด้านผลิตภัณฑ์ การดำเนินธุรกิจ และความต้องการของลูกค้า โดยกฎหมายฉบับใหม่นี้ได้รวมกฎหมายเดิมหลายฉบับไว้ด้วยกัน ได้แก่ (1) the Securities and Exchange Act (2) the Futures trading Act (3) the Asset Management Business Act (4) the Trust Business Act (5) the Act on Merchant Bank และ (6) the Securities and Futures Exchange Act (ภาพที่ 19)

ข้อแตกต่างของกฎหมายฉบับเดิมและฉบับใหม่คือ กฎหมายด้านตลาดทุนเดิมมีหลายฉบับและไม่มี ความเชื่อมโยงของกฎหมายระหว่างกลุ่มธุรกิจ เช่น กฎหมายของธนาคาร (the Banking Act) และกฎหมายของธุรกิจประกัน (the Insurance Business Act) แต่กฎหมายฉบับใหม่นี้เปลี่ยนจากมุมมองผลิตภัณฑ์ในตลาดทุนไปเป็นผลิตภัณฑ์การลงทุนทางการเงิน (financial investment product) และเชื่อมโยงเนื้อหาของกฎหมายให้ครอบคลุมกฎหมายของธนาคารและและธุรกิจประกัน เพื่อให้ครอบคลุมผลิตภัณฑ์และบริการลงทุนที่หลากหลายยิ่งขึ้น

การปฏิรูปกฎหมายด้านตลาดทุนของเกาหลี ส่งผลให้

- มีกฎหมายและกฎเกณฑ์ที่รองรับผลิตภัณฑ์และบริการด้านการลงทุนที่ครบถ้วน (financial investment services) ครอบคลุมการทำธุรกิจตลาดทุน เช่น ธุรกิจหลักทรัพย์ ธุรกิจจัดการลงทุน ธุรกิจให้คำแนะนำการลงทุน และธุรกิจทรัสต์
- มีกฎหมายครอบคลุมการทำธุรกิจด้านการลงทุนที่ครบถ้วน (financial investment company) เช่น ขยายประเภทใบอนุญาตประกอบกิจการ และกำกับดูแลธุรกิจอย่างทั่วถึง
- มีกลไกสำหรับการคุ้มครองสิทธิของนักลงทุนรายย่อยที่ทันกับการพัฒนาสินค้าและบริการ เช่น การให้คำแนะนำนักลงทุนรูปแบบ “Know Your Customer” ซึ่งผู้แนะนำต้องแนะนำผลิตภัณฑ์ตามพื้นฐานความรู้และประสบการณ์การลงทุนของลูกค้า
- มีกฎหมายและกฎเกณฑ์ที่รองรับการทำธุรกรรมข้ามประเทศ (cross border) และธุรกรรมข้ามตลาด (cross market)

ภาพที่ 19: การปรับโครงสร้างของกฎหมายเพื่อรองรับผลิตภัณฑ์และบริการด้านการลงทุนในเกาหลี



ที่มา: Consolidation and Reform of Financial Market Regulation in Korea (Park, 2011)

2.2 รูปแบบการจัดประเภทผลิตภัณฑ์ในตลาดทุนและการจัดกลุ่มนักลงทุนของต่างประเทศ เพื่อกำหนดแนวทางปฏิบัติและดูแลให้เหมาะสม

ในสิงคโปร์ได้กำหนดโครงสร้างของการจัดประเภทผลิตภัณฑ์ในตลาดทุนและจัดกลุ่มนักลงทุน โดยแยกกลุ่มผลิตภัณฑ์ที่มีความซับซ้อน (specified investment product: SIP) เช่น ETF derivatives และ structured warrant เป็นต้น ออกจากผลิตภัณฑ์อื่นๆ (excluded investment product: EIP) เช่น หุ้น และ warrant พร้อมทั้งได้จัดกลุ่มของนักลงทุนและระบุคุณสมบัติของนักลงทุนอนุญาตให้ซื้อขายผลิตภัณฑ์ที่มีความซับซ้อนได้ เช่น หากเป็นนักลงทุนบุคคลขนาดเล็กตามเกณฑ์ฐานะทางการเงิน (ตารางที่ 6) จะต้องผ่าน

การทดสอบตามเงื่อนไขของหน่วยงานกำกับดูแล ได้แก่ customer account review กับ บล. หรือ SGX Online Education กับตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ จึงจะสามารถซื้อขายผลิตภัณฑ์ที่มีความซับซ้อนได้

รูปแบบการจัดประเภทผลิตภัณฑ์ในตลาดทุนที่เชื่อมโยงกับการจัดกลุ่มนักลงทุนช่วยให้หน่วยงานกำกับดูแลดัดข้อกังวลเรื่องการให้ความรู้แก่นักลงทุนรายย่อยและการเสนอขายผลิตภัณฑ์ ทำให้การออกผลิตภัณฑ์ที่มีความซับซ้อนและความเสี่ยงสูงทำได้ง่ายขึ้น สำหรับในไทยได้การจัดกลุ่มของนักลงทุนบุคคลที่เป็น accredit investor แล้วตามประกาศกรอบคุณสมบัติของผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนใหญ่ เมื่อ 9 ก.ค. 2555 แต่ปัจจุบันยังไม่มี การจัดประเภทผลิตภัณฑ์ที่เชื่อมโยงกับการจัดกลุ่มของนักลงทุน

ตารางที่ 6: รูปแบบการจัดประเภทผลิตภัณฑ์ในตลาดทุนและการจัดกลุ่มนักลงทุน

ประเทศ	การจัดประเภทผลิตภัณฑ์ในตลาดทุนตามความซับซ้อน		นักลงทุนที่สามารถซื้อขายผลิตภัณฑ์ที่มีความซับซ้อนได้		
	หลักทรัพย์ที่มีความซับซ้อน (specified investment product: SIP)	หลักทรัพย์อื่น ๆ (excluded investment product: EIP)	นักลงทุนบุคคลขนาดเล็ก	นักลงทุนบุคคลที่เป็น accredit investor	นักลงทุนสถาบันในประเทศและนักลงทุนต่างชาติ
สิงคโปร์	ETF, ETN, certificates, structured warrant, stapled securities, extended settlement contracts, derivatives	Common stock, warrant, REIT, ADR, collective investment schemes (investing only in EIP), business trust	✓ ถ้าผ่าน Customer Account Review หรือ ผ่าน SGX Online Education	✓ มีสินทรัพย์สุทธิ > 2 ล้านดอลลาร์สิงคโปร์ หรือมีรายได้ต่อปี > 0.3 ล้านดอลลาร์สิงคโปร์ ใน 1 ปีที่ผ่านมา	✓
ไทย	ไม่มีการจัดประเภทผลิตภัณฑ์อย่างชัดเจน		✓	✓ มีสินทรัพย์สุทธิตั้งแต่ 50 ล้านบาทขึ้นไป หรือมีรายได้ต่อปีตั้งแต่ 4 ล้านบาท หรือมีเงินลงทุนในหลักทรัพย์ตั้งแต่ 10 ล้านบาทขึ้นไป*	✓

หมายเหตุ: *ก.ล.ต. อยู่ระหว่างแก้ไขเกณฑ์แต่ละผลิตภัณฑ์ให้สอดคล้องกับประกาศกรอบคุณสมบัติของผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายใหญ่ ที่มา: MAS

คอบวตที่ 6: การดำเนินคดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์มีขั้นตอนที่ใช้เวลานานและขาดมาตรการทางแพ่ง

1. คอบวต

การพิจารณาและบังคับคดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ ถือเป็นสิ่งสำคัญมากต่อการรักษาความเป็นธรรมในตลาดทุนและสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุน อย่างไรก็ตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ที่เป็นกฎหมายหลักสำหรับกำกับดูแลคดีความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ ได้กำหนดบทลงโทษไว้เฉพาะประเภทคดีอาญาและมีกระบวนการดำเนินคดีหลายขั้นตอนซึ่งใช้เวลานาน ทำให้การพิจารณาคดีความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์มีผลสัมฤทธิ์น้อย

1.1 การพิจารณาคดีอาญา

การพิสูจน์ความผิดในคดีอาญาต้องเป็นไปตามมาตรฐานการพิสูจน์จนสิ้นสงสัย (prove beyond reasonable doubt) ขณะที่ความผิดในคดีหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ ผู้กระทำความผิดจะร่วมกันทำเป็นกลุ่ม รู้เห็นและแบ่งหน้าที่กันดำเนินการ และพยานหลักฐานส่วนใหญ่อยู่ในความครอบครองของผู้กระทำความผิด ดังนั้นการรวบรวมพยานหลักฐานเพื่อพิสูจน์ความผิดจึงทำได้ยาก

1.2 ขั้นตอนการดำเนินคดี

กระบวนการดำเนินคดีใช้ระยะเวลานาน เนื่องจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการพิจารณาคดีมีหลายหน่วยงาน โดยเฉพาะกระบวนการก่อนส่งฟ้องศาล⁷ กล่าวคือ

(1) ก.ล.ต. เป็นเจ้าพนักงานกำกับดูแล แต่มีใช้พนักงานสอบสวนตามประมวลกฎหมายวิธีพิจารณาความอาญา ดังนั้น เมื่อพบการกระทำผิดจึงมีหน้าที่เฉพาะการรวบรวมหลักฐานและส่งเรื่องต่อให้พนักงานสอบสวน (กรมสอบสวนคดีพิเศษ: DSI) เพื่อสืบสวนและรวบรวมหลักฐานซ้ำอีกครั้ง ทำให้พยานบุคคลที่ ก.ล.ต. สอบถ้อยคำไปแล้ว ต้องถูกเรียกมาให้ถ้อยคำใหม่ซึ่งใช้เวลานานและสร้างภาระซ้ำซ้อนให้กับพยานบุคคล และบางครั้งอาจนำไปสู่ปัญหาพยานเปลี่ยนคำให้การ นอกจากนี้ หลักฐานบางประเภทอาจเสื่อมไปตามเวลาหรือระยะเวลาในการจัดเก็บจำกัด เมื่อกระบวนการสืบสวนมีระยะเวลานานจึงมีความเสี่ยงที่ผู้ต้องสงสัยจะหลบหนี ยักยอกทรัพย์สิน และทำลายหลักฐาน

(2) เมื่อพนักงานสอบสวนรวบรวมหลักฐานแล้วจะส่งเรื่องต่อให้พนักงานอัยการ เพื่อพิจารณาเรื่องและส่งฟ้องศาลในฐานะโจทก์ต่อไป อย่างไรก็ตาม หากพนักงานอัยการเห็นควรสั่งไม่ฟ้องคดี จะแจ้งเรื่องกลับมา

⁷ สถาบันวิจัยและพัฒนากระบวนการยุติธรรม (2554), “เอกสารประกอบการประชุมเชิงปฏิบัติการเพื่อรับฟังความคิดเห็นเกี่ยวกับแนวทางการพัฒนาและปรับปรุงกระบวนการดำเนินคดีอาญาเกี่ยวกับกฎหมายหลักทรัพย์ในชั้นก่อนฟ้องคดี”

เฉพาะที่พนักงานสอบสวน โดย ก.ล.ต. อาจไม่ทราบเรื่องและเหตุผลที่อัยการสั่งไม่ฟ้อง จึงขาดโอกาสชี้แจงเพิ่มเติมแก่พนักงานอัยการ โดยเฉพาะในประเด็นเทคนิคเชิงลึกเกี่ยวกับตลาดทุน

2. ผลกระทบจากคอขวด

การพิสูจน์ความผิดในคดีอาญาจนสิ้นสงสัยที่ทำได้ยากและขั้นตอนการดำเนินคดีที่มีระยะเวลานาน ทำให้การพิจารณาความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์มีผลสัมฤทธิ์น้อย โดยใน 20 ปีที่ผ่านมาพบว่า การดำเนินคดีอาญาภายหลังจากการกล่าวโทษตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ทั้งหมด 287 คดี มีกรณีที่ไม่เกิดการฟ้องคดีเนื่องจากขาดอายุความและผู้ต้องหาหลบหนีหรือเสียชีวิตถึง 41 คดี หรือคิดเป็น 14% ของจำนวนคดีทั้งหมด ขณะที่คดีที่ศาลชั้นต้นพิพากษาลงโทษและคดีสิ้นสุดเพียง 21 คดี หรือคิดเป็น 7% ของจำนวนคดีทั้งหมด (ตารางที่ 7)

กระบวนการตั้งแต่ ก.ล.ต. ตั้งเรื่อง ถึงศาลชั้นต้นพิพากษาในช่วงที่ผ่านมาใช้เวลาโดยเฉลี่ยประมาณ 4 ปี และมีบางคดีที่การดำเนินคดีใช้เวลาเป็น 10 ปี เช่น คดีเกี่ยวกับการสร้างราคาของ บริษัท อุตสาหกรรมผ้าเคลือบพลาสติกไทย จำกัด (มหาชน) (TCOAT) และ บริษัท ทานตะวันอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน) (THIP) ที่ ก.ล.ต. พบการกระทำความผิดในปี 2537 และ 2538 และการพิจารณาสืบสวนคดีถึงศาลชั้นต้นพิพากษาแล้วเสร็จในปี 2548 (ตารางที่ 8)

ตารางที่ 7: การดำเนินคดีอาญาภายหลังจากการกล่าวโทษตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ปี 2535 – มี.ค. 2555

การดำเนินการ	จำนวนคดี	สัดส่วน	เวลาพิจารณาคดี
1. ไม่มีการฟ้องคดี - ขาดอายุความ - ผู้ต้องหาหลบหนี/เสียชีวิต - สั่งไม่ฟ้อง	27 14 73	9% 5% 25%	หลบหนี > 10 ปี
		14%	
2. อยู่ระหว่างการพิจารณาของพนักงานสอบสวนอัยการ และศาล	97	34%	
3. ศาลชั้นต้นพิพากษา แต่คดียังไม่ถึงที่สิ้นสุด - ศาลชั้นต้นยกฟ้อง - ศาลชั้นต้นพิพากษาลงโทษ	7 31	2% 11%	
4. ศาลชั้นต้นพิพากษาและคดีสิ้นสุด - ศาลชั้นต้นยกฟ้อง - ศาลชั้นต้นพิพากษาลงโทษ	17 21	6% 7%	เฉลี่ย 4 ปี* (ตั้งแต่ ก.ล.ต. ตั้งเรื่อง ถึงศาลชั้นต้นพิพากษา)
รวม	287	100%	

ที่มา: ก.ล.ต. (มี.ค. 2555) และ *ก.ล.ต. (ความคืบหน้าตามแผนพัฒนาตลาดทุนไทย – พ.ค. 2554)

ตารางที่ 8: ตัวอย่างการดำเนินคดีอาญาตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ

บริษัท	ความผิด	ศาลชั้นต้นพิพากษา
TCOAT	สร้างราคาในปี 2537	ปี 2548 (รวมเวลา 11 ปี)
THIP	สร้างราคาในปี 2538	ปี 2548 (รวมเวลา 10 ปี)
ROYNET	Insider trading ในปี 2546	ปี 2554 (รวมเวลา 9 ปี)
FOCUS	สร้างราคาในปี 2551	ปี 2555 (รวมเวลา 5 ปี)
IFEC		
RCI		

ที่มา: ตลท. (พ.ย. 2555)

3. ตัวอย่างแนวปฏิบัติเพื่อแก้ไขข้อขาด

ต่างประเทศมีหลายแนวทางเพื่อเพิ่มผลสัมฤทธิ์ของการพิจารณาตีความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์และประสิทธิภาพในขั้นตอนการดำเนินคดี ดังนี้

3.1 การใช้มาตรการทางแพ่ง

สำหรับการพิจารณาตีความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ ในหลายประเทศมีทั้งมาตรการทางอาญาและทางแพ่ง เพื่อเพิ่มผลสัมฤทธิ์ของการพิจารณาตีความผิด เช่น กรณีออสเตรเลีย สหรัฐอเมริกา สิงคโปร์ (ตารางที่ 9) เนื่องจากมาตรการทางแพ่งพิจารณาพยานหลักฐานด้วยหลักพยานหลักฐานที่มีน้ำหนักยิ่งกว่า (preponderance of evidence) ทำให้กระบวนการมีความรวดเร็ว ขณะที่มาตรการทางอาญาพิจารณาพยานหลักฐานด้วยหลักการพิสูจน์จนสิ้นสงสัย (beyond a reasonable doubt) และต้องจับผู้ต้องหาได้ก่อนจึงสามารถพิจารณาตีความผิดได้

นอกจากนี้ มาตรการทางแพ่งยังมีบทลงโทษที่หลากหลายเพื่อเอาผิดกับผู้กระทำความผิดและเยียวยาผู้เสียหาย เช่น เรียกค่าปรับ เรียกคืนผลประโยชน์ที่ได้จากการฝ่าฝืนกฎหมาย เรียกค่าใช้จ่ายที่สูญเสียไปในกระบวนการตรวจสอบ จ่ายค่าเสียหายให้แก่ผู้เสียหายประโยชน์ ห้ามเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นต้น

3.2 เจ้าหน้าที่ที่เป็นหน่วยงานกำกับดูแลมีสิทธิสืบสวนคดีและ/หรือฟ้องคดีได้เอง

กรณีออสเตรเลียและสหรัฐอเมริกา ได้มอบอำนาจสืบสวนและดำเนินการฟ้องคดีต่อศาลให้กับเจ้าพนักงานที่เป็นหน่วยงานกำกับดูแล กล่าวคือ เมื่อเจ้าพนักงานพบการกระทำความผิดสามารถเก็บหลักฐานและสืบสวนคดีด้วยวิธีพิเศษต่างๆ เช่น การดักฟังโทรศัพท์ การแฝงตัว ได้เอง และเมื่อพบมูลความผิดสามารถส่งฟ้องศาลได้โดยตรง

นอกจากนี้ กรณีสิงคโปร์ที่มี Commercial Affairs Department (CAD) ซึ่งเป็นหน่วยงานกำกับดูแลความผิดในภาคธุรกิจและการเงิน ได้แต่งตั้งพนักงานสอบสวนและพนักงานอัยการประจำที่ CAD เพื่อให้การสืบสวนและส่งฟ้องต่อศาลเป็นเอกภาพ

ตารางที่ 9: การพิจารณาและสืบสวนคดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์ในประเทศต่าง ๆ

หน่วยงานกำกับดูแล	ขอบเขตการกำกับดูแล	กระบวนการพิจารณาและสืบสวนคดี		
		การพิจารณาคดี	การสอบสวนไม่เข้าชั้น	หน่วยงานกำกับดูแลเป็นโจทก์ฟ้องคดีได้โดยไม่ต้องผ่านอัยการ
<u>สิงคโปร์</u> Commercial Affairs Department (CAD)	ภาคธุรกิจและการเงิน	คดีอาญาและคดีแพ่ง	✓ มีการแต่งตั้งพนักงานสอบสวนและพนักงานอัยการประจำที่ CAD เพื่อให้การสอบสวนและส่งฟ้องต่อศาลเป็นเอกภาพ	
<u>สหรัฐอเมริกา</u> Securities Exchange Commission (SEC)	ตลาดทุน		✓ มีอำนาจสอบสวนและดำเนินการฟ้องคดีต่อศาลได้เองตามกฎหมาย	✓ สำหรับคดีแพ่ง ✗ สำหรับคดีอาญาต้องส่งฟ้องโดยพนักงานอัยการ
<u>ออสเตรเลีย</u> Australian Securities and Investments Commission (ASIC)	ตลาดทุน		✓ มีอำนาจสอบสวนและดำเนินการฟ้องคดีต่อศาลได้เองตามกฎหมาย	✓ สามารถส่งฟ้องเองหรือจะส่งผ่านพนักงานอัยการก็ได้
<u>มาเลเซีย</u> Securities Commission (SC)	ตลาดทุน	คดีอาญา	✓ มีอำนาจสอบสวนและส่งสำนวนให้พนักงานอัยการพิจารณาได้โดยตรง	✓ สำหรับคดีอาญาบางประเภท SC สามารถส่งฟ้องได้เองโดยไม่ต้องผ่านอัยการ หากได้รับความเห็นชอบจากอัยการสูงสุด
<u>ไทย</u> ก.ล.ต.	ตลาดทุน		✗ ต้องส่งเรื่องให้พนักงานสอบสวน (DSI) เพื่อสอบสวนซ้ำและส่งเรื่องต่อไปยังพนักงานอัยการเพื่อให้พิจารณาส่งฟ้อง	

ที่มา: สถาบันวิจัยและพัฒนากระบวนการยุติธรรม

บทส่งท้าย

ภายใต้ภาวะตลาดทุนไทยที่มีพัฒนาการและความซับซ้อนมากขึ้นเป็นลำดับ ความต้องการของผู้ร่วมตลาดที่เกิดขึ้นจำนวนมากและหลากหลาย จำเป็นต้องได้รับการตอบสนองอย่างทันการณณ์ ในขณะที่โครงสร้างตลาดทุนไทยในปัจจุบันยังไม่สามารถทำหน้าที่ในการจัดสรร ระดมทุน และติดตามการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากคอขวดสำคัญที่ได้กล่าวมาข้างต้น

ดังนั้น การพัฒนาตลาดทุนให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุดและให้สามารถแข่งขันได้กับตลาดทุนในต่างประเทศ จำเป็นต้องได้รับการพัฒนาอย่างเป็นองค์รวมไม่สามารถละเลยภาคส่วนใดภาคส่วนหนึ่งไป ซึ่งหากผู้ร่วมตลาดทุนทุกภาคส่วนเล็งเห็นและตระหนักถึงความสำคัญของคอขวดต่างๆ และแก้ไขอย่างเป็นองค์รวม โดยอาจพิจารณาตัวอย่างแนวทางแก้ไขปัญหาคอขวดของต่างประเทศจากงานศึกษานับนี้ มาปรับใช้เพื่อวางนโยบาย ปรับกระบวนการ และปรับกรอบวิธีคิด ให้เหมาะสมกับกรณีปัญหาของตลาดทุนไทย ย่อมจะช่วยให้ตลาดทุนไทยเติบโตได้อย่างแข็งแกร่งและก้าวกระโดด รวมถึงจะเป็นเครื่องมือสำคัญที่ช่วยเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศในอนาคต

ประชากรไทยที่มีศักยภาพลงทุน/
บริษัทไทยที่ต้องการระดมทุน



คอขวดสำคัญของตลาดทุนไทย

- 1 **ผู้แนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์:** มีจำนวนจำกัดและไม่สามารถดูแลนักลงทุนได้อย่างทั่วถึงและมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะนักลงทุนรายใหม่
- 2 **ช่องทางการจัดจำหน่ายกองทุนรวม:** อยู่ในระบบธนาคารพาณิชย์ ซึ่งขาดแรงจูงใจที่จะแนะนำการซื้อขายกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมของ บลจ. ที่ไม่ได้สังกัดธนาคารพาณิชย์
- 3 **การลงทุนของกองทุนประกันสังคม:** นับเป็นการลงทุนของรัฐ แม้ว่าทรัพย์สินจะเป็นของแรงงานภาคประชาชน ซึ่งถ้าภาครัฐถือหุ้นรวมเกินครึ่งหนึ่ง บริษัทจดทะเบียนจะมีสถานะเป็นรัฐวิสาหกิจ
- 4 **การควบรวมกิจการ:** กฎหมายและภาษีเป็นอุปสรรคต่อการควบรวมกิจการภายในประเทศ ทำให้บริษัทจดทะเบียนไม่สามารถเติบโตได้อย่างก้าวกระโดด
- 5 **การพิจารณาแก้ไขกฎหมายและกฎเกณฑ์:** ใช้เวลานานทำให้กฎหมายและกฎเกณฑ์ด้านตลาดทุนของไทยล้าหลังและไม่สอดคล้องกับพัฒนาการในตลาดทุน
- 6 **การดำเนินคดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์:** มีขั้นตอนที่ใช้เวลานานและขาดมาตรการทางแพ่ง

บรรณานุกรม

Chen, James (2008). "Mergers & Acquisitions."

Monetary Authority of Singapore (2012). "2011 Singapore Asset Management Industry Survey."

Oracle Financial Services (2009). "Effective Channel Blending in Retail Brokerage."

Park, Joon (2011). "Consolidation and Reform of Financial Market Regulation in Korea."

Robinson, Simon (2010). "The Mergers & Acquisitions Review."

Securities and Futures Commission of Hong Kong (2011). "Fund Management Activities Survey 2010."

The Commissioner of Law Revision of Malaysia (2006). "Law of Malaysia Act 614: Companies Commission of Malaysia Act 2001."

กิติพงษ์ อรุณีพัฒน์พงศ์ และคณะ (2553). "การควบรวมกิจการโอกาสของธุรกิจไทย."

กิติพงษ์ อรุณีพัฒน์พงศ์ (2555). "เอกสารประกอบการสัมมนาเพื่อรับฟังความคิดเห็นเกี่ยวกับร่าง พ.ร.บ. ควบรวมกิจการและกฎหมายภาษีที่เกี่ยวข้องกับการควบรวม."

คณะกรรมการพัฒนาตลาดทุนไทย (2552). "แผนพัฒนาตลาดทุนไทย 2552-2556."

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2555). "Mergers and Acquisitions ทางเลือกสู่ความสำเร็จธุรกิจไทย."

นรพัทธ์ อัครวัลลภ (2555). "แนวทางการพัฒนาการจัดจำหน่ายกองทุนรวมของไทย."

สถาบันวิจัยและพัฒนากระบวนการยุติธรรม (2554). "เอกสารประกอบการประชุมเชิงปฏิบัติการเพื่อรับฟังความคิดเห็นเกี่ยวกับแนวทางการพัฒนาและปรับปรุงกระบวนการดำเนินคดีอาญาเกี่ยวกับกฎหมายหลักทรัพย์ในชั้นก่อนฟ้องคดี."

สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย (ทีดีอาร์ไอ) (2555). "เศรษฐกิจศาสตร์การเมืองว่าด้วยกระบวนการนิติบัญญัติไทย."

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2555). "เอกสารประกอบการสัมมนา update กฎหมายภาษีที่เกี่ยวข้องกับการควบรวมกิจการและร่าง พ.ร.บ. การควบรวมกิจการ."

หทัย โชคชัยชาญ และ ศุภวรรณ ลิ้มปกาญจน์เวช (2552). "การเปิดเสรีค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์: ความพร้อมของบริษัทหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับปี 2543."