

ผลของการซื้อขายหุ้นไทยในตลาดต่างประเทศ (stock migration) ที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ

ตลาดทุนโลกมีความเชื่อมโยงกันในรูปแบบต่างๆ โดยเฉพาะความพยายามเชื่อมโยงการซื้อขายหลักทรัพย์ข้ามตลาด พบว่าในปัจจุบันมีการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทต่างๆ ในตลาดทุนที่ไม่ใช่ตลาดทุนของประเทศแม่และมักเป็นตลาดทุนที่มีการพัฒนาสูง โดยอาจในรูปแบบที่เป็นการจดทะเบียนหรือการออกใบแทนหลักทรัพย์ (Depositary Receipt-DR) ถึงแม้ว่าการที่หลักทรัพย์ของประเทศหนึ่งจะมีการซื้อขายในตลาดต่างประเทศมีข้อดีต่อตัวบริษัทนั้นๆ ในการเพิ่มชื่อเสียงระดับสากลและลดต้นทุนการระดมทุน แต่ในทางตรงข้ามตลาดทุนของประเทศแม่กลับได้รับผลกระทบในเชิงลบ โดยมีผลทางตรงทันทีคือเสียโอกาสในการเพิ่ม market capitalization ของตลาด รายได้ค่าคอมมิชชั่นแก่บริษัทนายหน้าที่สุดว่เสียไป รวมถึงเงินลงทุนจากนักลงทุนต่างประเทศที่ต้องการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นหายไปและจะส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องของตลาดทุนภายในประเทศ (migration of trading) ซึ่งเป็นผลในขั้นแรก จากสถิติพบว่ามูลค่าหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายในรูปแบบ DR ของประเทศแถบละตินอเมริกาที่ซื้อขายในตลาดอื่น โดยเฉลี่ยมีกว่าร้อยละ 80 ของมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมดและสูงกว่ามูลค่าการซื้อขายภายในตลาดบางประเทศอย่างเวเนซุเอลาและอาร์เจนตินา เป็นต้น อย่างไรก็ตามยังมีผลกระทบสืบเนื่องในขั้นต่อมาจากการที่สภาพคล่องตลาดทุนภายในลดลงแล้วความน่าสนใจจากนักลงทุนต่างประเทศต่อตลาดทุนนั้นก็ยิ่งลดลงอีกจนเป็นสาเหตุให้มูลค่าการซื้อขายของหลักทรัพย์ตัวอื่นๆ ในตลาดทุนภายในจนส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องของตลาดทุน โดยรวมอีกเป็นรอบที่สอง (spillovers in liquidity)

ในกรณีของประเทศไทยสำรวจพบว่ามีการซื้อขายหลักทรัพย์ไทยในตลาดทุนต่างประเทศมากกว่า 90 บริษัทในตลาดทุนหลักของโลกอย่างสหรัฐอเมริกาและยุโรปในรูปแบบของ DR โดยในปี 2548 แม้ในภาพรวมปริมาณการซื้อขายอาจจะไม่มากนักแต่ DR ของบางหลักทรัพย์มีมูลค่าการซื้อขายสูงถึงร้อยละ 4 ของมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และในบางบริษัทมีมูลค่าสูงกว่า 7 เท่าของมูลค่าซื้อขายในกระดานต่างประเทศส่งผลกระทบต่อการสูญเสียสภาพคล่องจากการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดทุนไทย เพื่อแสดงผลของการที่หลักทรัพย์ไทยไปต่างประเทศในรายงานฉบับนี้ได้ใช้กรณีศึกษาถึงผลกระทบต่อตลาดทุนไทยหากบริษัทไทยเบฟเวอเรจไปจดทะเบียนยังต่างประเทศ

จัดทำโดย

จิราพัฒนา มาโนชนกุล

เมธินี สิวราภากุล

อมรรัตน์ กริตโสภณ

Email: research@set.or.th

Disclaimer

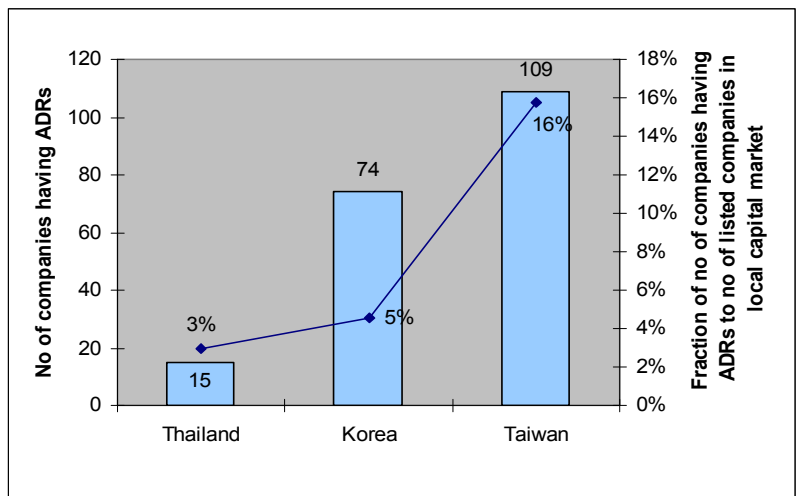
ข้อความที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้เขียนโดยเฉพาะ ซึ่งไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหน่วยงานที่ผู้เขียนสังกัดอยู่ รายงานฉบับนี้จัดทำบนพื้นฐานของข้อมูลที่เชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ความรู้และแนวคิดแก่ผู้อ่านเท่านั้น

**ปัจจุบัน stock migration ของบริษัทไทย
ไปตลาดต่างประเทศในรูปแบบ foreign
listing, dual listing และ DR มีไม่มาก
นัก**

ที่ผ่านมา มีหลักทรัพย์ใน local market ไประดมทุนและจดทะเบียนซื้อขายใน
ต่างประเทศ (stock migration) อยู่เป็นจำนวนมาก โดยกระทำผ่าน 3 รูปแบบ
(รายละเอียดปรากฏในภาคผนวก 1) ประกอบด้วย (1) Foreign listing (2) Dual
listing และ (3) การออก Depositary Receipt (DR) แต่จำนวนหลักทรัพย์ของ
ไทยที่ไปจดทะเบียนซื้อขายในตลาดต่างประเทศยังมีไม่มากนักเมื่อเทียบกับ
ประเทศอื่น

จำนวนบริษัทไทยที่ออก ADR มีเพียง
1 ใน 5 เท่าของจำนวนบริษัทได้วันที่
ออก ADR

แผนภาพแสดง จำนวนบริษัทที่ออก ADR และอัตราส่วนของจำนวนดังกล่าวต่อจำนวนบริษัท
จดทะเบียนทั้งหมดในตลาดทุนในประเทศ เปรียบเทียบระหว่างประเทศไทยและประเทศอื่นๆ
ในเอเชีย



ที่มา: World Federation of Exchanges; Bank of New York; SET Analysis

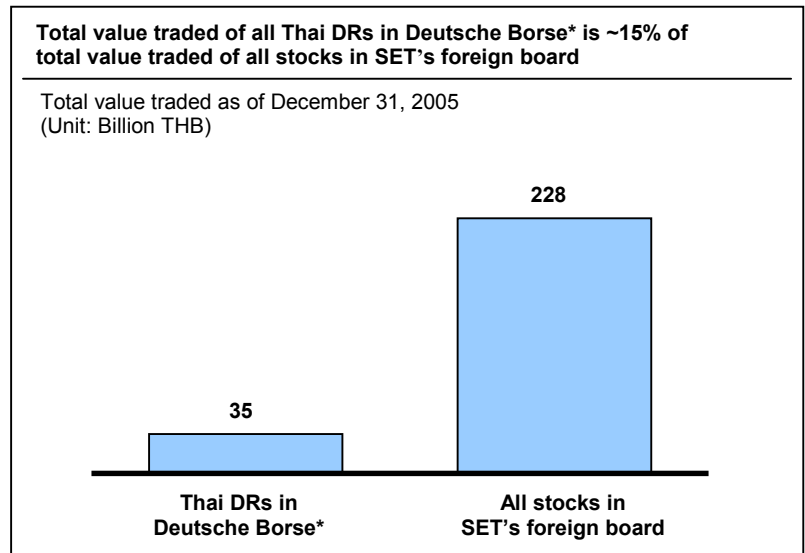
**กระแสของ stock migration ที่เพิ่มขึ้น
อย่างรวดเร็วในตลาดทุนโลก จะผลักดัน
ให้ประเทศไทยมีแนวโน้มทำ stock
migration เพิ่มมากขึ้น**

กระแส stock migration ของบริษัทในประเทศที่มีตลาดทุนขนาดเล็กสู่ตลาดทุนที่
พัฒนาแล้วโดยเฉพาะใน 5 ประเทศได้แก่ สหรัฐอเมริกา อังกฤษ ฝรั่งเศส ญี่ปุ่น
และเยอรมัน (จากการศึกษาของ Levine และ Schmukler, 2005) ในรูปแบบ
ต่างๆ เช่น dual-listing และ DR ขยายตัวอย่างมากในช่วงสองทศวรรษที่ผ่านมา
เนื่องจากตลาดที่พัฒนาแล้วเป็นตลาดที่มีต้นทุนด้าน information และ
transaction ที่ต่ำ

การที่หลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดต่างประเทศหรือที่ออก DR /ADR เริ่มมี
การซื้อขายและเป็นที่ยอมรับของนักลงทุนโดยมีมูลค่าการซื้อขายเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง
จะส่งผลให้สภาพคล่องหายไปจากตลาดทุนภายใน

ในกรณีของประเทศไทย การทำ stock migration ส่วนใหญ่กระทำผ่านรูปแบบ
DR ทั้งนี้ ในปัจจุบันมีบริษัทไทยจำนวนไม่น้อยที่ออก DR เพื่อซื้อขายในตลาด
ทุนแถบยุโรป เช่น ในประเทศเยอรมัน มีบริษัทไทยไม่ต่ำกว่า 80 บริษัทที่ออก
DR เพื่อซื้อขาย โดยมีมูลค่าการซื้อขายประมาณร้อยละ 15 ของมูลค่าการซื้อขาย

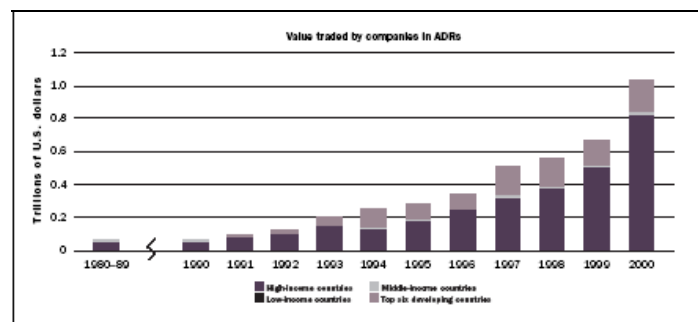
ขายทั้งหมดในกระดานต่างประเทศของตลท. นอกจากนี้มูลค่าการซื้อขาย DR ในประเทศเยอรมันของบางบริษัทมีสัดส่วนค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทดังกล่าวในประเทศไทย (ในปี 2005 มูลค่าการซื้อขาย DR ของบางบริษัทมีสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 4 ของมูลค่าการซื้อขายของบริษัทนั้นในตลาดหลักทรัพย์ และมูลค่าการซื้อขาย DR ของบางบริษัทมีมูลค่าสูงกว่า 7 เท่าของมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทนั้นในกระดานต่างประเทศ)



* 89 Thai companies in total having DRs in Deutsche Borse
ที่มา: ตลท.; Deutsche Borse; SET analysis

อย่างไรก็ตาม บทศึกษาที่มุ่งเน้นกรณีของ ADR (ปัจจุบัน มีบริษัทไทยเพียง 15 บริษัทที่ออกตราสาร ADR ซึ่งสามารถดูรายละเอียดได้ในตารางที่ 1 ในขณะที่จำนวนบริษัทของไต้หวัน เกาหลี และเม็กซิโกที่ออกตราสาร ADR มีจำนวนถึง 109 บริษัท 74 บริษัท และ 58 บริษัท ตามลำดับ)

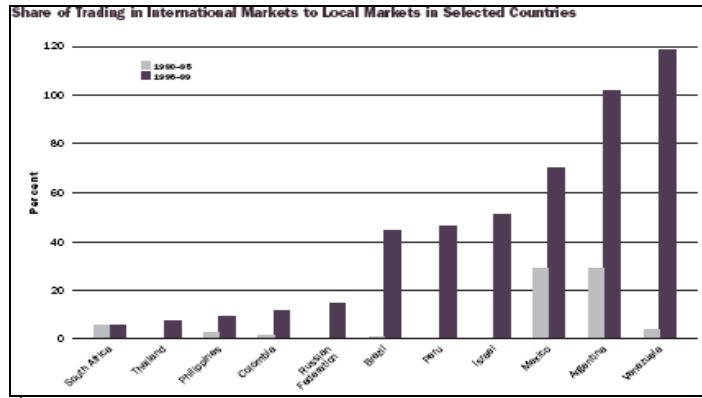
มูลค่าการซื้อขาย ADR ในช่วง 10 ปี
เพิ่มขึ้นกว่า 10 เท่าตัว



ที่มา: Schmukler (2004)

นอกจากนั้น พบว่าในบางประเทศ เช่นประเทศทางแถบละตินอเมริกา (อาร์เจนตินาและ เวเนซุเอลา) มีสัดส่วนมูลค่าการซื้อขาย ADR ต่อมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมดของตลาดภายในสูงกว่าร้อยละ 80

ในบางประเทศมูลค่าการซื้อขายของ ADR
พุ่งสูงกว่ามูลค่าการซื้อขายของหลักทรัพย์
ทั้งหมดในตลาดภายใน



ที่มา: Schmukler (2004)

ถึงแม้ว่าประเทศไทยและประเทศอื่นในแถบเอเชียจะยังมีการทำ stock migration
ไม่มากนักเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ แต่ด้วยกระแสการเปลี่ยนไปของโลกและ
ความต้องการจากตัวบริษัทเอง คงจะปฏิเสธไม่ได้ว่าในอนาคตการทำ stock
migration จากประเทศไทยมีแนวโน้มที่จะเพิ่มมากขึ้น

**Stock migration สามารถเพิ่ม profile
และลด cost of financing ของบริษัทที่
ไปจดทะเบียนในตลาดต่างประเทศ**

การทำ stock migration จะก่อให้เกิดแรงกดดันให้ผู้เกี่ยวข้องต่างๆ ในตลาดทุน
ปรับตัวทั้งในด้านของการดำเนินงานภายใน การปรับปรุงมาตรฐานของการเปิด
เผยข้อมูล การออกกฎระเบียบและกำหนดบทลงโทษที่เหมาะสมเพื่อให้เป็นไป
ตามมาตรฐานสากล และเกิดความโปร่งใสมากขึ้น เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในตลาด
ทุน ส่วนบริษัทที่ทำ stock migration จะได้ประโยชน์จากภาพลักษณ์ของบริษัท
ที่ดีขึ้น โดยเป็นการแสดงให้เห็นว่าบริษัทนั้นมีคุณภาพ จึงสามารถเข้าไปจด
ทะเบียนและ/หรือ ซื้อขายในตลาดต่างประเทศได้ ซึ่งบริษัทดังกล่าวก็จะมีสภาพ
คล่องที่สูงขึ้น รวมทั้งมีฐานผู้ถือหุ้นที่ใหญ่ขึ้น ในขณะที่มีต้นทุนการระดมทุนที่ต่ำ
ลง

**Stock migration มีผลต่อตลาดทุนภายใน
ทำให้สูญเสียโอกาสเพิ่ม market cap,
liquidity, ค่าคอมมิชชั่นจากการซื้อขาย
และเงินลงทุนจากต่างประเทศ ของหลัก
ทรัพย์นั้น**

อย่างไรก็ตาม การศึกษาผลกระทบจาก stock migration ที่เกิดขึ้นต่อตลาดทุน
ภายในเป็นสิ่งที่จำเป็น เพราะการทำ migration จะส่งผลให้ตลาดทุนภายในสูญเสีย
โอกาสในการเติบโตเนื่องจาก foregone market capitalization และยังก่อให้เกิด
ต้นทุนค่าเสียโอกาสอื่นๆ ที่สำคัญโดยเฉพาะอย่างยิ่งสภาพคล่องจากการซื้อ
ขายหลักทรัพย์เหล่านั้น ซึ่งส่งผลต่อเนื่องทำให้เกิดการสูญเสียรายได้จากค่า
ธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์นั้น อีกทั้งหากบริษัทภายในที่ระดมทุนเป็นบริษัท
ขนาดใหญ่ที่มีชื่อเสียงและขนาดของการระดมทุนมีขนาดใหญ่จะมีผลต่อนำหนัก
ดัชนีหลักทรัพย์ระหว่างประเทศแล้วอาจนำมาซึ่งการสูญเสียโอกาสในการดึงเม็ดเงิน
ลงทุนจากนักลงทุนต่างประเทศเข้าสู่ตลาดทุนภายใน

**และยังส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์
อื่นๆ ทำให้ market cap และ value
traded ของตลาดทุนภายในลดลง**

นอกจากนั้น stock migration ยังส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์อื่น ๆ ในตลาดทุน
โดยการตัดสินใจเข้าจดทะเบียนหลักทรัพย์ของบริษัทขนาดใหญ่ในตลาดหลัก
ทรัพย์ต่างประเทศแทนที่จะเข้าจดทะเบียนในประเทศมีส่วนทำให้ market
capitalization ต่อ GDP โดยรวมลดลงรวมถึงสภาพคล่องของตลาดภายในลดลง
ในการศึกษาบทบาทของ ADR ในการพัฒนาตลาดทุนนั้น Karolyi (2003) ได้ทำ
การศึกษาด้วยวิธีการทางเศรษฐมิติแบบ panel data โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี 2519-

2543 ในตลาดทุนเกิดใหม่ 12 ประเทศรวมถึงตลาดทุนไทย พบว่าหากสัดส่วนมูลค่าการซื้อขาย ADR เทียบกับมูลค่าการซื้อขายของตลาดภายในเพิ่มขึ้น 1 เท่า จะส่งผลให้ market capitalization to GDP และ turnover ของตลาดภายในประเทศลดลงร้อยละ 0.5 และร้อยละ 13 ตามลำดับ

เนื่องมาจากผลของ *migration of trading* และ *spillovers in liquidity* ต่อหุ้นอื่น ๆ ในตลาด

ทั้งนี้งานศึกษาของ Levine และ Schmukler (2005) เกี่ยวกับผลกระทบของ stock migration ต่อหลักทรัพย์อื่นๆ ในตลาดทุนภายในโดยใช้ลักษณะ firm-specific approach ซึ่งเก็บข้อมูลทางเศรษฐมิติแบบ panel database ของรายบริษัทกว่า 2,900 บริษัทใน 45 ประเทศที่มีตลาดทุนเกิดใหม่เพื่อศึกษาผลของ migration ก็ยืนยันผลกระทบของ stock migration ต่อสภาพคล่องของตลาดทุนภายใน ไปในทางเดียวกันกับ Karolyi ทั้งนี้งานศึกษาดังกล่าวได้แบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ขั้นตอนเพื่ออธิบายช่องทางของผลกระทบที่เกิดขึ้น

การที่บริษัททำ stock migration ไปยังต่างประเทศมากขึ้น ทำให้นักลงทุนต่างชาติย้ายไปซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทนั้นในตลาดต่างประเทศ แทนที่จะซื้อขายหลักทรัพย์นั้นในตลาดภายใน ส่งผลให้สภาพคล่องของหลักทรัพย์นั้นในตลาดภายในประเทศลดลง ซึ่งผลดังกล่าวเรียกว่า “migration of trading”

Migration of trading ทำให้ตลาดทุนภายในดึงดูดนักลงทุนต่างชาติได้น้อยลง และส่งผลให้สภาพคล่องของหลักทรัพย์อื่น ๆ และตลาดทุนภายในโดยรวมลดลงในที่สุด หรือเรียกว่าเกิด “spillovers in liquidity”

กรณีของประเทศไทย หากบริษัทไทยเบฟเวอเรจ (มหาชน) จำกัด เข้าจดทะเบียนในตลาดสิงคโปร์แล้ว อาจส่งผลให้ market cap และสภาพคล่องของตลาดทุนไทยลดลง และอาจมีผลต่อน้ำหนักของไทยในดัชนีระหว่างประเทศซึ่งอาจนำมาสู่การสูญเสียของเม็ดเงินลงทุนจากต่างประเทศ (รายละเอียดปรากฏในภาคผนวก 2)

References

Karolyi, A. (2003). "The Role of ADRs in the Development of Emerging Equity Markets." Working paper for *forthcoming Review of Economics and Statistics*.

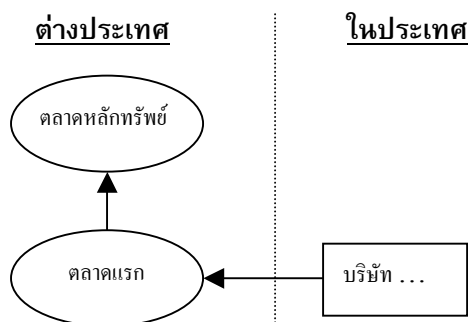
Levine R. and Schmukler S. (2005). "Internationalization and Stock Market Liquidity." Working paper 11894. *National Bureau of Economic Research*.

Schmukler, Sergio L. (2004). "Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries." *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review* (Quarter 2), 39-62.

การไประดมทุนและจดทะเบียนซื้อขายในต่างประเทศ (stock migration) สามารถกระทำผ่าน 3 รูปแบบดังนี้

- 1. Foreign listing:** บริษัทใน local market ไปจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ เป็นการระดมทุนผ่านตลาดแรก และตลาดรองในต่างประเทศ

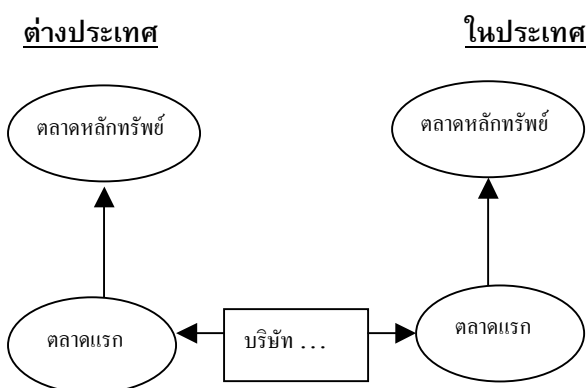
บริษัทภายในประเทศที่เข้าไปเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ จะได้ประโยชน์จากการส่งเสริมภาพลักษณ์และเป็นที่รู้จักในตลาดต่างประเทศ โดยเป็นทางเลือกหนึ่งในการลงทุนให้แก่ผู้ลงทุนในต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม การดำเนินการดังกล่าวจะส่งผลให้ local market สูญเสียโอกาสในการมีบริษัทจดทะเบียนชั้นนำ



การซื้อขาย	ตามเกณฑ์ของต่างประเทศ
การเปิดเผยข้อมูล	ตามเกณฑ์ของต่างประเทศ
การชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์	ตามเกณฑ์ของต่างประเทศ และมีการตัดยอด clearing จากหุ้นที่นำไปฝากไว้ที่ต่างประเทศ

- 2. Dual listing:** บริษัทเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ 2 แห่ง โดยการเข้าไปจดทะเบียนที่แรกจะถือเป็น primary listing ในขณะที่การเข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งที่สอง ถือเป็น secondary listing

การเป็นบริษัทจดทะเบียนทั้งใน local market และในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ เป็นการส่งเสริมภาพลักษณ์ของบริษัทจดทะเบียน และเพิ่มทางเลือกในการลงทุนให้แก่ผู้ลงทุน รวมทั้งเปิดโอกาสให้มีการทำกำไรจากส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์ที่แตกต่างกันในแต่ละตลาด (arbitrage) อย่างไรก็ตาม สภาพคล่องของหลักทรัพย์จดทะเบียนใน local market จะลดลง



การซื้อขาย	<ul style="list-style-type: none"> ซื้อขายตามเกณฑ์ของแต่ละประเทศ อาจจะมีการทำ arbitrage เนื่องจากราคาที่แตกต่างกันในแต่ละตลาด
การเปิดเผยข้อมูล	บจ. ต้องปฏิบัติตามเกณฑ์ที่เข้มกว่าโดยเปรียบเทียบในแต่ละข้อ เพื่อให้ผู้ลงทุนทั้งสองประเทศได้รับข้อมูลที่เท่าเทียมกัน และไม่ให้เกิดเกณฑ์ของอีกตลาด
การชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์	ปฏิบัติตามเกณฑ์ในแต่ละตลาด แต่หากมีการซื้อขายข้ามตลาดจะต้องมีกระบวนการในการโอนหุ้นระหว่างกัน ซึ่งจะต้องมีการเชื่อมโยงระหว่างสำนักหักบัญชีของแต่ละตลาด รวมทั้งมีการกำหนดว่านายทะเบียนหลักทรัพย์ของตลาดใดเป็นนายทะเบียนหลัก เพื่อประโยชน์ในการปิดสมุดทะเบียนหลักทรัพย์

3. การออก **Depository Receipt (DR)** ในต่างประเทศ: การออกใบแทนหลักทรัพย์ต่างประเทศ โดยผู้ออก DR จะกันหลักทรัพย์ต่างประเทศไว้เพื่อเป็นหลักทรัพย์อ้างอิงของการออก DR จึงทำให้ DR เป็น “ใบแทนใบหุ้น” ซึ่งจะมีลักษณะเหมือนใบหุ้น คือสามารถได้รับสิทธิประโยชน์ต่าง ๆ เช่น เงินปันผลในฐานะผู้ถือหุ้น

Depository Receipts (DR) ได้รับความนิยมค่อนข้างมากจากผู้ลงทุนที่ประสงค์จะกระจายความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ลงทุน (Portfolio) โดย DR เป็นทางเลือกหนึ่งให้ผู้ลงทุนได้ลงทุนเสมือนหนึ่งลงทุนในต่างประเทศโดยไม่เสียเวลาและยุ่งยากในการเข้าไปซื้อหลักทรัพย์นั้นที่ตลาดต่างประเทศ โดยตรง และไม่ต้องกังวลในเรื่องระยะเวลาและขั้นตอนในการโอนหุ้นระหว่างตลาด

DR มีอยู่หลายประเภท เช่น American Depository Receipt (ADR), Global Depository Receipt (GDR), Euro DR แต่ในส่วนของ ADR สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท คือ

- (1) **Sponsored ADR** คือ การที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ทำความตกลงกับบริษัทรับฝากหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา เพื่อให้บริษัทรับฝากหลักทรัพย์นั้นออก ADR สำหรับหลักทรัพย์ของตนเพื่อขายในสหรัฐฯ โดยบริษัทรับฝากหลักทรัพย์จะคิดค่าบริการและค่าธรรมเนียมจากการนั้น สำหรับตราสารประเภทนี้มีหลายระดับรวมถึง Rule 144A ADR โดย Rule 144A เปิดโอกาสให้บริษัทระดมทุนโดยการออก ADR ผ่านการเสนอขายผู้ลงทุนแบบเฉพาะเจาะจง (Private Placement – PP) แก่ผู้ลงทุนสถาบันที่เป็น Qualified Institutional Buyers (QIBs)
- (2) **Unsponsored ADR** คือ ADR ที่ออกโดยบริษัทรับฝากหลักทรัพย์ตามความต้องการของผู้ลงทุนในสหรัฐฯ โดยไม่ได้มีการตกลงกับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ในการออก ADR นั้น หลังจากที่ผู้ลงทุนในสหรัฐฯ ส่งคำสั่งมายังตัวแทนที่อยู่นอกประเทศสหรัฐฯ ให้ซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าวแล้ว จะมีการโอนหลักทรัพย์ดังกล่าวเข้าบริษัทรับฝากหลักทรัพย์เพื่อเป็นหลักทรัพย์อ้างอิงของ ADR นั้น อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบันตราสารประเภทนี้มีน้อย

ต่างประเทศ

ซื้อขายในตลาด
หลักทรัพย์ หรือ OTC

ออก DR

บ. รับฝากหลักทรัพย์/
custodian

ทำสัญญา

บริษัท /
ผู้ถือหุ้น
รายใหญ่

ในประเทศ

ตลาดหลักทรัพย์

ตลาดแรก

การซื้อขาย	เป็นการซื้อขาย DR ในต่างประเทศ ปฏิบัติตามเกณฑ์ของต่างประเทศ
การเปิดเผยข้อมูล	ปฏิบัติตามเกณฑ์ของต่างประเทศ
การชำระราคาและ ส่งมอบหลักทรัพย์	ตามเกณฑ์ของต่างประเทศ ในการตัดยอด clearing ของ DR

กรณีศึกษา ผลกระทบต่อตลาดหุ้นไทยหากบริษัทไทยเบฟเวอเรจ (เบียร์ช้าง) เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์

การวิเคราะห์

กรณีศึกษานี้จะเน้นแต่ผลกระทบที่สามารถประเมินมูลค่าเชิงปริมาณ เนื่องจากผลกระทบเชิงคุณภาพได้มีการวิพากษ์ในวงกว้างแล้ว จากการพิจารณาผลกระทบหากบริษัทไทยเบฟฯ เข้าจดทะเบียนในสิงคโปร์ ตามกรอบการศึกษาที่กล่าวไว้ในเบื้องต้น พบว่าจะก่อให้เกิดผลลบต่อตลาดหุ้นไทยทั้งทางตรงและทางอ้อมดังนี้

1. ผลกระทบทางตรง หากบริษัทไทยเบฟฯ เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์

- เสียมูลค่า market cap ขึ้นต่ำกว่า 200,000 ล้านบาท โดยอ้างอิงจากมูลค่า IPO ซึ่งน่าจะมียุทธศาสตร์น้อยกว่าเมื่อมีการเข้าจดทะเบียนซื้อขายจริงในตลาด.
- สภาพคล่องโดยประมาณจะหายไปอีกกว่า 260,000 ล้านบาท (โดยคำนวณจาก turnover ratio ของ SET50 ในอัตราร้อยละ 130)
- ทำให้ธุรกิจหลักทรัพย์โดยรวมสูญเสียรายได้จากการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทไทยเบฟฯ อีกกว่า 650 ล้านบาท
- เนื่องจากไทยเบฟฯ มีการระดมทุนที่มีขนาดใหญ่ซึ่งมีผลต่อการคำนวณดัชนี MSCI Far East ex-Japan¹ (โดยใช้ดัชนี MSCI เป็นตัวแทน index providers อื่น ๆ เช่น S&P, FTSE, Dow Jones เป็นต้น) หากเข้าจดทะเบียนและถูกนับรวมเป็นหลักทรัพย์ในตลาดสิงคโปร์ อาจจะทำให้น้ำหนักของไทยในดัชนีดังกล่าวเป็น 2.95 แทนที่จะเป็น 3.22 หากนำมาจดทะเบียนและถูกนับรวมเป็นหลักทรัพย์ในตลาดไทย (คำนวณโดยอ้างอิง free float ของ SET50 ซึ่งเป็นอัตราร้อยละ 48 – ที่มา: สมาคมบริษัทจดทะเบียน)
- น้ำหนักของหุ้นไทยเบฟฯ ในดัชนี MSCI สามารถส่งผลกระทบต่อเม็ดเงินไหลเข้าอย่างมีนัยสำคัญ ในกรณีที่ไทยเบฟฯ ถูกนับรวมเป็นหลักทรัพย์สิงคโปร์ในดัชนี MSCI อาจทำให้ประเทศไทยสูญเสียเม็ดเงินจากนักลงทุนต่างประเทศที่ควรนำมาลงทุนในประเทศกว่า 30,000 ล้านบาท โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าเม็ดเงินจากนักลงทุนต่างประเทศที่ลงทุนในตลาดเท่ากับ 1.65 ล้านล้านบาท (ข้อมูล ณ 12 กันยายน 2548) และร้อยละ 20 ของเม็ดเงินดังกล่าวจะลงทุนตามดัชนี MSCI

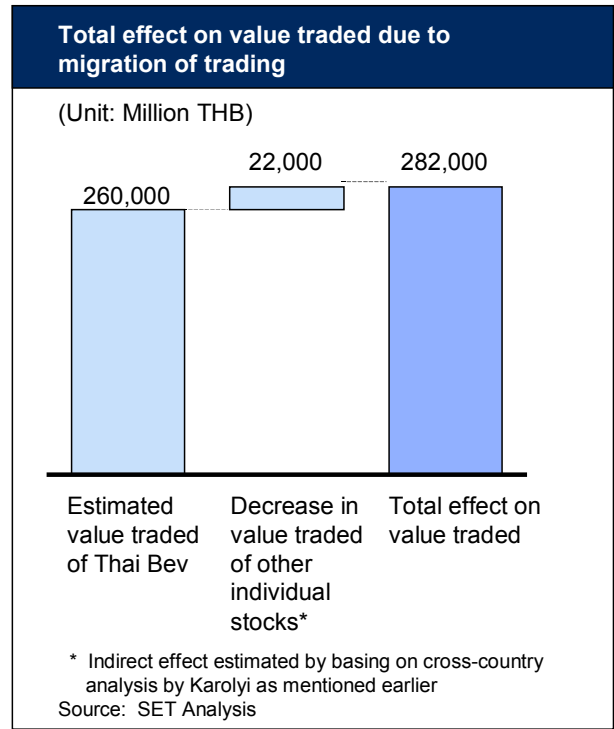
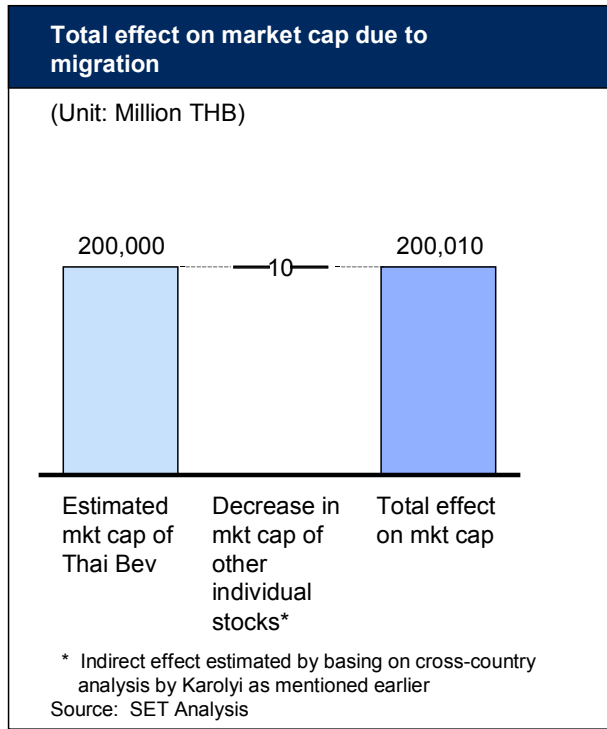
2. ผลกระทบทางอ้อม ต่อหุ้นไทยตัวอื่นและตลาดหุ้นไทยโดยรวม

ในการศึกษาผลกระทบของ stock migration ต่อตลาดหุ้นภายในประเทศด้วยวิธีทางเศรษฐมิติ ใช้ค่าสัมประสิทธิ์ที่อิงจากผลการศึกษาใน 12 ประเทศ ของ Karolyi (2003) เนื่องจากข้อมูลในประเทศไทยมีจำกัด ไม่เอื้อต่อการศึกษาในกรณีของประเทศไทยโดยเฉพาะ ทั้งนี้ในการศึกษาได้พิจารณามูลค่าของ market cap และ turnover ของหลักทรัพย์อื่น ๆ ในตลาดหุ้นไทยที่ลดลงเมื่อมูลค่าการซื้อขายของ ไทยเบฟฯ ในสิงคโปร์เพิ่มขึ้นในกรณีที่ไทยเบฟฯ เข้าจดทะเบียนในตลาดสิงคโปร์ (ผลกระทบที่เกิดขึ้นนี้คือ spillovers) ผลการศึกษาพบว่า

¹ หากบริษัทไทยเบฟฯ เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ ก็ยังไม่ทราบเป็นที่แน่ชัดว่าบริษัทไทยเบฟฯ จะถูกจัดเป็นหลักทรัพย์ของไทยหรือสิงคโปร์ ตามเกณฑ์ของ MSCI Index เนื่องจากเกณฑ์คำนวณดัชนีของ MSCI อิงตาม Country classification of securities โดยมี 4 ประเด็นหลักด้วยกัน คือ (1) ประเทศที่หลักทรัพย์มีการซื้อขายและมีฐานผู้ถือหุ้น (2) ประเทศที่บริษัทนั้นมีการดำเนินงาน (3) ประเทศที่สำนักงานใหญ่ตั้งอยู่ และ (4) ประเทศที่นักลงทุนเห็นว่าเหมาะสม

- หากมีการซื้อขายหลักทรัพย์ไทยเบฟฯ ในตลาดสิงคโปร์ (ซึ่งเป็นตลาดที่มี turnover ratio ในอัตราร้อยละ 50 – ข้อมูลจาก World Federation of Exchanges) แล้วจะส่งผลให้ market cap ของหลักทรัพย์อื่นๆในตลาดหุ้นไทยลดลงกว่า 9 ล้านบาท
- สภาพคล่องของหลักทรัพย์อื่น ๆ ลดลงส่งผลให้มูลค่าการซื้อขายลดลงกว่า 22,000 ล้านบาท

แผนภาพแสดงรายละเอียดของผลกระทบต่อตลาดหุ้นไทยหากบริษัทไทยเบฟฯ เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์



ตารางที่ 1 ADR Directory

Assumed: THB40 = USD1

No.	DR ISSUE	TYPE of DR	Eff year	INDUSTRY	RATIOADR: STOCK (A)	No. of existing DRs (B)	No. of Shares (A)x(B)	Y2005 ADR Value Traded (USD) (1)	Y2005 ADR Value Traded (THB) (1)xTHB40/USD = (2)	Y2005 Domestic Value Traded* (THB) (3)	ADR Value Traded: Domestic Value Traded (2)/(3)
1	Advanced Info Service PCL	OTC	1992	Mobile Telecom.	1	1,154,350	1,154,350	4,105,256	164,210,240	182,737,581,250	0.001
2	Asia Fiber Co., Ltd.	OTC	1991	Personal Goods	2	-	-	-	-	-	-
3	Charoen Pokphand Foods PCL	OTC	1992	Food Producers	4	37,865	51,460	10,300	412,000	40,697,209,529	0.000
4	Delta Electronics (Thailand) PCL	OTC	1998	Electron.&ElectricEq	2	-	-	-	-	-	-
5	Hana Microelectronics PCL	OTC	1994	Electron.&ElectricEq	2	119,975	239,950	51,785	2,071,400	21,650,413,760	0.000
6	Jasmine International PCL	OTC	1999	Mobile Telecom.	10	-	-	-	-	-	-
7	PAE (Thailand) PCL	OTC	1998	Construct.&Materials	10	-	-	-	-	-	-
8	PTT Exploration and Production PCL	OTC	1999	Oil & Gas Producers	2	13,000	26,000	105,740	4,229,600	478,231,183,600	0.000
9	Sahaviriya Steel Industries	OTC	1999	Industrial Metals	20	100,000	2,000,000	184,300	7,372,000	20,138,137,701	0.000
10	Shin Corporation PLC	OTC	2004	Tech.Hardware&Equip	4	67,140	268,560	2,001,000	80,040,000	140,394,267,325	0.001
11	Shin Satellite PCL	OTC	1997	Mobile Telecom.	4	-	-	-	-	-	-
12	Swedish Motors Corp. PCL	OTC	1997	General Retailers	1	-	-	-	-	-	-
13	TT&T PLC	OTC	2000	Fixed Line Telecom.	3	-	-	-	-	-	-
14	TT&T PLC - 144A**	PORTAL	1994	Fixed Line Telecom.	3	-	-	-	-	-	-
15	Wattachak PLC	OTC	1997	Media	2	-	-	-	-	-	-
16	Total Access Communication PCL	OTC	1999	Mobile	5	-	-	-	-	-	-

* รวมทั้ง Main Board และ Foreign Board ในไทย

** ออก DR ภายใต้ private placement ตาม Rule 144A

Source: Bank of New York; Bloomberg; SETSMART; SET Analysis