

## การลดข้อจำกัดด้านการเคลื่อนย้ายเงินทุนเพื่อพัฒนาตลาดทุนไทย: ข้อคิดจากการศึกษาและประสบการณ์ในต่างประเทศ

การเปิดเสรีด้านการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศมีส่วนช่วยเพิ่มการลงทุนและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ รวมถึงการพัฒนาทางด้านต่างๆ ทั้งเทคโนโลยีและการจัดการ โดยเฉพาะเงินทุนที่ไหลเข้ามาในรูปแบบการลงทุนทางตรง (foreign direct investment) ในขณะที่การเปิดเสรีทางด้านการลงทุนในตราสารระหว่างประเทศ เป็นการเปิดช่องทางในการกระจายความเสี่ยง ทำให้จัดสรรเงินทุนได้มีประสิทธิภาพมากขึ้น ส่งผลให้ตลาดทุนมีเสถียรภาพและพัฒนาเข้าสู่ระดับสากลมากขึ้น

ปัจจุบันประเทศต่างๆ ในภูมิภาคเอเชีย มีการเปิดเสรีทางด้านการลงทุนในตราสารระหว่างประเทศมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็นประเทศฮ่องกง สิงคโปร์ที่มีการเปิดเสรีทางด้านนี้อย่างเต็มที่ จนถึงประเทศมาเลเซีย อินโดนีเซียที่ทยอยการเปิดเสรีการลงทุนมากขึ้นเมื่อไม่นานมานี้ ในขณะที่หากเปรียบเทียบกับประเทศไทยแล้ว พบว่าประเทศไทยยังมีระดับการเปิดเสรีค่อนข้างน้อย เช่นเดียวกับประเทศจีนที่มีมาตรการควบคุมเงินทุนระหว่างประเทศค่อนข้างเข้มงวด สำหรับประเทศไทย ทางการโดยธนาคารแห่งประเทศไทยให้ความสำคัญกับมาตรการการลงทุนข้ามประเทศที่สามารถก่อให้เกิดการไหลออกของเงินทุนค่อนข้างมาก เนื่องจากส่งผลต่อเสถียรภาพค่าเงินบาทและเศรษฐกิจของประเทศ อย่างไรก็ตาม ทั้งตัวอย่างระดับพัฒนาการในต่างประเทศ เช่น ฮ่องกง และสิงคโปร์ รวมทั้งผลการศึกษาวิจัยแสดงให้เห็นว่าการเปิดเสรีการลงทุนระหว่างประเทศมีความจำเป็นและเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศ เนื่องจากเป็นการเพิ่มทางเลือกให้กับผู้ลงทุน เพิ่มสภาพคล่องให้กับตลาด เพิ่มธุรกรรมและความสามารถในการแข่งขันให้สถาบันตัวกลาง ซึ่งทั้งหมดนี้ส่งผลให้ตลาดทุนมีการพัฒนา ลดการพึ่งพากระบวนราชการพาณิชย์ และเป็นผลดีต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศโดยรวม

ดังนั้น เพื่อการพัฒนาตลาดทุนไทย และเศรษฐกิจของประเทศ ควรลดข้อจำกัดทางการลงทุนที่สำคัญต่างๆ ได้แก่ การเปิดโอกาสอย่างเป็นทางการเป็นขั้นเป็นตอนให้ผู้ลงทุนรายย่อยเริ่มเข้าถึงตราสารทุนต่างประเทศมากขึ้น เช่น อาจจะทำรายการออกใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์ (depository receipts: DR) ในประเทศไทยและจำกัดวงเงินลงทุน ในช่วงแรกเพื่อปกป้องผู้ลงทุนรายย่อยที่ขาดความรู้และประสบการณ์ ซึ่งจะเป็นการช่วยวางรากฐานให้ผู้ลงทุนมีความรู้ความเข้าใจและพร้อมสำหรับการเปิดเสรีอย่างเต็มที่ต่อไป นอกจากนี้ ควรอนุญาตให้บริษัทต่างชาติเข้ามาระดมทุนในตลาดทุนไทยได้ ซึ่งแม้จะทำให้มีเงินทุนไหลออกในช่วงแรก แต่จะสามารถเพิ่มสภาพคล่องและทางเลือกให้กับผู้ลงทุน

จัดทำโดย

วิธาน เจริญผล

Email: [research@set.or.th](mailto:research@set.or.th)

### Disclaimer

ข้อความที่ปรากฏในการศึกษานี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้เขียนโดยเฉพาะ ซึ่งไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหน่วยงานที่ผู้เขียนสังกัดอยู่ รายงานฉบับนี้จัดทำบนพื้นฐานของข้อมูลที่มีส่วนเชื่อถือว่ามีความน่าเชื่อถือ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ความรู้และแนวคิดแก่ผู้อ่านเท่านั้น

## โดยหลักการแล้วการเปิดเสรีให้อะไรแก่ประเทศ?

ระบบการเงินระหว่างประเทศเปิดโอกาสให้แต่ละประเทศมีสิทธิเต็มที่จะควบคุมและจำกัดกระแสเงินทุนเข้าออกระหว่างประเทศได้ ซึ่งแม้หลายประเทศยังเลือกที่จะออกนโยบายควบคุมกระแสเงินทุนระหว่างประเทศในตอนแรก แต่เมื่อเวลาผ่านไปหลายประเทศได้เล็งเห็นประโยชน์และข้อดีของการผ่อนปรนและเปิดเสรีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศมากขึ้น ทำให้มีการยกเลิกการควบคุมมากขึ้นเรื่อยๆ

การเปิดเสรีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ (capital account liberalization) มีส่วนช่วยให้กระแสเงินทุนไหลเข้าประเทศเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นเงินที่จะช่วยสร้างการลงทุนและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะเงินทุนที่เข้ามาในรูปการลงทุนทางตรง (foreign direct investment) ที่ช่วยให้มีการพัฒนาเทคโนโลยีและการจัดการ รวมถึงการมีเครือข่ายระหว่างประเทศซึ่งทั้งหมดก็ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพ (productivity) และการขยายตัวทางเศรษฐกิจ นอกจากนี้การเปิดเสรียังเป็นช่องทางเพื่อกระจายความเสี่ยง (diversification of risk) เพิ่ม market discipline และทำให้มีการจัดสรรเงินทุนที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น ด้วยประโยชน์ต่างๆ เหล่านี้ทำให้หลายประเทศทั้งกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและกำลังพัฒนาเปิดเสรีทางด้านเงินทุนมากขึ้น

อย่างไรก็ตาม หลายประเทศในเอเชียที่ใช้นโยบายเปิดเสรีทางการเงิน ได้รับผลกระทบอย่างหนักจากวิกฤติการณ์ทางการเงินในปี 2540 (1997) ทำให้หลายประเทศโดยเฉพาะประเทศกำลังพัฒนามีการทบทวนและกลับมาใช้นโยบายควบคุมกระแสเงินทุนระหว่างประเทศช่วงระยะเวลาหนึ่ง เพื่อรักษาเสถียรภาพตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศและฟื้นฟูเศรษฐกิจ ตรงกันข้ามกับ ประเทศจีนและอินเดีย ซึ่ง ณ เวลาที่เกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินยังคงเข้มงวดกับนโยบายการควบคุมการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ได้รับผลกระทบจากวิกฤติดังกล่าวน้อยมาก

ประเทศไทยเองได้เริ่มการเปิดเสรีอย่างเป็นทางการเมื่อต้นปี 2533 (1990) ด้วยการก่อตั้ง the Bangkok International Banking Facility (BIBF) ซึ่งทำให้มีเงินทุนต่างประเทศไหลเข้ามาเป็นจำนวนมากในช่วงปี 2533-2538 (1990-1995) โดยเฉพาะส่วนที่เป็นเงินทุนระยะสั้น จนกระทั่งในปี 2538 (1995) ต้องออกมาตรการต่างๆ มาสกัด แต่ก็ยังมีเงินทุนไหลเข้ามาอยู่ในรูปแบบและช่องทางต่างๆ กัน และถึงแม้มาตรการที่ทยอยออกมาจะช่วยลดปริมาณเงินทุนระยะสั้นที่ไหลเข้ายึดอายุหนี้และลดอัตราส่วนหนี้ระยะสั้น รวมถึงลดปริมาณเงินใน non-residential baht account ได้บ้างแต่ก็ซ้ำเกินไปที่จะช่วยลดผลกระทบจากการไหลออกของเงินทุนอย่างรวดเร็วในช่วงที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจในปี 2540 (1997) หลังจากเกิดการเก็งกำไรค่าเงินบาท ซึ่งการเปิดเสรี

เงินทุนไหลเข้าช่วยสร้างการลงทุนและการขยายตัวทางเศรษฐกิจ และยังช่วยให้มีการพัฒนาในเชิงเทคโนโลยีและการจัดการที่ดีขึ้น รวมทั้งทำให้การจัดสรรเงินทุนมีประสิทธิภาพมากขึ้น

แม้ว่าจะได้รับผลกระทบจากวิกฤติทางการเงินจนหลายประเทศในเอเชียต้องใช้นโยบายการควบคุมการไหลเข้าออกของเงินทุน แต่เมื่อฟื้นตัว หลายประเทศก็ยังคงเห็นหน้าเปิดเสรีทางด้านเงินทุนอีกครั้ง เพราะการพัฒนาต้องอาศัยเงินทุนจากต่างประเทศ

ด้านบัญชีเงินทุน (capital account) เป็นปัจจัยเกื้อหนุนที่สำคัญ จนกระทั่งมีการใช้มาตรการทาง capital control อย่างเป็นทางการเมื่อวันที่ 15 พฤษภาคม 2540 (1997) เพื่อรักษาเสถียรภาพในตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ

เช่นเดียวกับมาเลเซียที่การเปิดเสรีทางการเงิน ทำให้มีเงินทุนไหลเข้าในปริมาณมากในช่วง 1990-1995 แต่ก็ต้องเผชิญกับการไหลออกของเงินในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ จนกระทั่งเดือนวันที่ 1 กันยายน 1998 มาเลเซียจึงประกาศใช้มาตรการหลายมาตรการในการควบคุมดูแลการไหลออกของเงินทุนอย่างจริงจัง ตัวอย่างเช่น ห้ามใช้เงินสกุลริงกิตในการชำระค่าสินค้าระหว่างประเทศ ห้ามบริการทางด้านสินเชื่อระหว่างผู้มีถิ่นฐานในประเทศและชาวต่างชาติ (credit facilities between residents and non-residents) ซึ่งการเริ่มต้นมาตรการของมาเลเซียทำให้ capital controls กลายเป็นหัวข้อทางนโยบายที่ได้รับความสนใจมากขึ้น เป็นที่ถกเถียงและมีการศึกษาในแง่มุมต่างๆ เรื่อยมา

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากประเทศกำลังพัฒนาส่วนมากยังต้องอาศัยการลงทุนและเทคโนโลยีจากต่างชาติ เพื่อที่จะรักษาศักยภาพในการแข่งขันของภาคธุรกิจไทยในตลาดโลก ทำให้ท้ายที่สุดแล้วแต่ละประเทศจะค่อยๆ ผ่อนปรนข้อจำกัดต่างๆ ทางด้านการเคลื่อนย้ายเงินทุนมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็นทั้งมาเลเซีย หรือไทยเองที่หลังจากการปฏิรูปทางด้านนโยบายพื้นฐานต่างๆ และมีสัญญาณการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจมากขึ้นแล้วก็เริ่มคลายข้อจำกัดที่เคยใช้หลังจากช่วงวิกฤติทางการเงินมากขึ้น

## นโยบายเรื่องการเคลื่อนย้ายเงินทุนของประเทศใกล้เคียง เป็นอย่างไร?

เมื่อเทียบกับหลายประเทศในภูมิภาคเอเชียที่ทยอยเปิดเสรีการลงทุนระหว่างประเทศมากขึ้น ประเทศไทยและจีนยังมีระดับการเปิดเสรีการลงทุนระหว่างประเทศน้อย โดยประเทศจีนยังเป็นประเทศที่มีนโยบายการลงทุนข้ามชาติค่อนข้างเข้มงวด

ปัจจุบันประเทศใกล้เคียงในแถบภูมิภาคเอเชียมีการเปิดเสรีการลงทุนในสินทรัพย์ต่างๆ ระหว่างประเทศมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็นประเทศฮ่องกง สิงคโปร์ ซึ่งมีการเปิดเสรีนานแล้ว จนถึงประเทศมาเลเซีย อินโดนีเซีย ที่ทยอยเปิดเสรีการลงทุนมากขึ้นเมื่อไม่นานมานี้ โดยเมื่อเปรียบเทียบนโยบายระหว่างประเทศแล้วจะเห็นได้ว่า ประเทศไทยและจีนมีระดับการเปิดเสรีการลงทุนที่น้อยกว่าประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคเดียวกัน โดยที่ประเทศจีนยังใช้นโยบายควบคุมการลงทุนระหว่างประเทศที่ถือว่าเข้มงวดมากที่สุดโดยเปรียบเทียบ

ตารางที่ 1: การควบคุมการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนในประเทศแถบเอเชีย

|   | สิงคโปร์ | ฮ่องกง | เกาหลี              | จีน                 | มาเลเซีย            | ฟิลิปปินส์ | อินโดนีเซีย         | ไทย        |
|---|----------|--------|---------------------|---------------------|---------------------|------------|---------------------|------------|
| <b>1. ผู้ลงทุนต่างชาติ (non – resident) ลงทุนในตราสารในประเทศ</b> |          |        |                     |                     |                     |            |                     |            |
| 1.1 ตราสารทุนและผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง                            | อนุญาต   | อนุญาต | อนุญาต              | อนุญาตโดยมีเงื่อนไข | อนุญาต              | อนุญาต     | อนุญาต              | อนุญาต     |
| 1.2 ตราสารหนี้ และผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง                          | อนุญาต   | อนุญาต | อนุญาตโดยมีเงื่อนไข | อนุญาตโดยมีเงื่อนไข | อนุญาต              | อนุญาต     | อนุญาต              | อนุญาต     |
| <b>2. ผู้ลงทุนรายย่อยในประเทศลงทุนในตราสารต่างประเทศ</b>          |          |        |                     |                     |                     |            |                     |            |
| 2.1 ตราสารทุนและผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง                            | อนุญาต   | อนุญาต | อนุญาต              | ไม่อนุญาต           | อนุญาตโดยมีเงื่อนไข | อนุญาต     | อนุญาตโดยมีเงื่อนไข | ไม่อนุญาต* |
| 2.2 ตราสารหนี้และผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง                           | อนุญาต   | อนุญาต | อนุญาต              | ไม่อนุญาต           | อนุญาตโดยมีเงื่อนไข | อนุญาต     | อนุญาตโดยมีเงื่อนไข | ไม่อนุญาต  |

Source: 1. Annual report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2005 2. Atsushi Takeuchi (2005)

3. Investment Climate Statement 2006, U.S. Department of State 4. <http://www.aseansec.org>

Note: \* ผู้ลงทุนรายย่อยสามารถลงทุนผ่านกองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศได้เท่านั้น (foreign investment fund: FIF)

จากประเทศที่มีการศึกษาทั้งหมดในแถบภูมิภาคเอเชีย ประเทศสิงคโปร์ และฮ่องกง ถือว่ามีระดับการเปิดเสรีทางการลงทุนอย่างเต็มที่ ในขณะที่ประเทศอื่นๆ แม้จะมีเงื่อนไขบางประการทางด้านปริมาณเงินลงทุน แต่ก็ถือว่ามี การอนุญาตให้ผู้ลงทุนสามารถลงทุนในตราสารระหว่างประเทศได้เสรี โดยประเทศที่มีเงื่อนไขส่วนใหญ่จะเป็นประเทศที่พึ่งพอกฎระเบียบได้ไม่นาน เช่น มาเลเซีย อินโดนีเซีย เป็นต้น ซึ่งจะควบคุมปริมาณเงินลงทุน โดยเฉพาะกรณีของผู้ลงทุนรายย่อยในประเทศจะนำเงินออกไปลงทุนในตราสารต่างประเทศ ต่างกับประเทศไทยและจีน โดยนักลงทุนรายย่อยของไทยปัจจุบันไม่สามารถไปลงทุนในตราสารต่างประเทศ ได้โดยตรงแต่ต้องผ่านกองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ (foreign investment fund (FIF)) เท่านั้น ในขณะที่นักลงทุนรายย่อยชาวจีนยังไม่สามารถลงทุนในตราสารต่างประเทศได้เลย

ในด้านการลงทุนตราสารทุนในประเทศโดยผู้ลงทุนต่างประเทศ (non-residents) นั้น ส่วนใหญ่เปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนต่างชาติซื้อขายตราสารทุนในประเทศได้ เว้นแต่ประเทศจีนที่มีมาตรการควบคุมผู้ลงทุนต่างชาติที่จะมาลงทุนต้องมีคุณสมบัติที่ทางการจีนกำหนดเท่านั้น (qualified foreign institutional investors (QFII)) ในขณะที่ประเทศอื่นๆ จะเปิดโอกาสให้ลงทุนได้เสรี แต่จะปกป้องอุตสาหกรรมในประเทศบางประเภทด้วยมาตรการกำหนดเพดานการถือหุ้นของผู้ลงทุนต่างชาติ (foreign limits)

<sup>1</sup> Atsushi Takeuchi (2005), "Study of Impediments to Cross-border Investment and Issuance in Asian Countries", Discussion paper at the working group under the ASEAN+3 Asian Bond Market Initiatives.

ยกตัวอย่างเช่น ประเทศมาเลเซียที่กำหนดเพดานผู้ลงทุนต่างชาติ 61% ในธุรกิจสาขา communication 51% ในธุรกิจประกันภัย 30% ในธุรกิจธนาคาร เป็นต้น รวมถึงประเทศไทยที่กำหนดเพดานผู้ลงทุนต่างชาติ 25% ในธุรกิจธนาคาร 49% ในธุรกิจอื่นๆ แต่ผู้ลงทุนต่างชาติสามารถอาศัย non voting depositary receipts (NVDRs) เพื่อลงทุนเกินเพดานได้ ส่วนประเทศสิงคโปร์ ฮองกง และอินโดนีเซีย นั้นเปิดเสรีให้ผู้ลงทุนต่างประเทศลงทุนในตราสารทุนได้เต็มที่<sup>2</sup>

ส่วนด้านการลงทุนในตราสารต่างประเทศโดยผู้ลงทุนรายย่อยในประเทศนั้น ประเทศอื่นๆ ทั้งสิงคโปร์ ฮองกง มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ และอินโดนีเซียอนุญาตให้ผู้ลงทุนไปลงทุนได้ แม้บางประเทศจะมีการควบคุมปริมาณในช่วงแรก ในขณะที่ประเทศไทยและจีนไม่อนุญาต ซึ่งถึงแม้ว่าในกรณีประเทศไทยนั้นผู้ลงทุนรายย่อยจะสามารถไปลงทุนในต่างประเทศได้ หากได้รับอนุญาตอย่างเป็นทางการจากธนาคารแห่งประเทศไทย แต่ในทางปฏิบัติแล้วก็ยังหมายความว่าผู้ลงทุนรายย่อยไม่สามารถนำเงินไปลงทุนได้อย่างเสรี

อย่างไรก็ตาม แม้ว่าหลายประเทศจะเปิดเสรีทางด้านการไหลเข้าไหลออกของการลงทุนในตราสาร แต่หากเป็นการเข้ามาระดมทุนในรูปแบบตราสารทุนและตราสารหนี้โดยบริษัทต่างชาติแล้ว ทั้งประเทศจีน ไทย รวมไปถึงเกาหลี มาเลเซีย และฟิลิปปินส์ ยังไม่อนุญาตให้ทำได้อย่างเสรี ทั้งนี้เนื่องจากการปล่อยให้ต่างประเทศเข้ามาจดทะเบียนระดมทุนผ่านตราสารทุนหรือออกตราสารหนี้ หมายถึงการนำเงินที่ระดมทุนได้ออกไปลงทุนในกิจการของตนในต่างประเทศ หรืออีกนัยหนึ่งหมายถึงการมีเงินทุนไหลออก ซึ่งหลายประเทศดังกล่าวข้างต้นยังกังวลเรื่องเสถียรภาพของค่าเงินและเศรษฐกิจมหภาคของประเทศ จึงต้องอาศัยมาตรการควบคุมเรื่องนี้

ตารางที่ 2: การควบคุมการเข้ามาระดมทุนของบริษัทต่างชาติในประเทศแถบเอเชีย

|  | สิงคโปร์ | ฮองกง  | เกาหลี              | จีน                 | มาเลเซีย  | ฟิลิปปินส์ | อินโดนีเซีย         | ไทย       |
|--|----------|--------|---------------------|---------------------|-----------|------------|---------------------|-----------|
| <b>1. บริษัทต่างชาติ (non-resident) เข้ามาขายหรือออกหลักทรัพย์ในประเทศ</b> |          |        |                     |                     |           |            |                     |           |
| 1.1 ตราสารทุนและผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง                                     | อนุญาต   | อนุญาต | อนุญาตโดยมีเงื่อนไข | อนุญาตโดยมีเงื่อนไข | ไม่อนุญาต | ไม่อนุญาต  | อนุญาตโดยมีเงื่อนไข | ไม่อนุญาต |
| 1.2 ตราสารหนี้ และผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง                                   | อนุญาต   | อนุญาต | อนุญาตโดยมีเงื่อนไข | ไม่อนุญาต           | ไม่อนุญาต | ไม่อนุญาต  | อนุญาตโดยมีเงื่อนไข | ไม่อนุญาต |

Source: 1. Annual report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2005 2. Atsushi Takeuchi (2005)  
3. Investment Climate Statement 2006, U.S. Department of State 4. <http://www.aseansec.org>

<sup>2</sup> Source: S&P Global Stock Markets Factbook 2005

## หากเปิดเสรีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ จะเป็นผลดีต่อตลาดทุนหรือไม่?

การผ่อนปรนมาตรการที่ควบคุมการลงทุนในตราสารทุนและตราสารหนี้ข้ามประเทศ เป็นปัจจัยสำคัญหนึ่งที่จะทำให้ตลาดทุนไทยพัฒนาสู่ระดับสากล และมีมาตรฐานที่ดีขึ้น ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อผู้เกี่ยวข้องในตลาดทุน ไม่ว่าจะเป็นผู้ลงทุนหรือสถาบันตัวกลาง รวมถึงการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ตัวอย่างเช่น

การเปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนในประเทศไปลงทุนในตราสารต่างประเทศได้ จะช่วยให้ผู้ลงทุนมีทางเลือกและโอกาสมากขึ้นในการลงทุน ส่งผลให้ช่องทางที่จะกระจายความเสี่ยงได้มีประสิทธิภาพมากขึ้น ในขณะที่เดียวกัน จะช่วยให้สถาบันตัวกลางมีโอกาสสร้างรายได้มากขึ้นจากธุรกรรมที่เพิ่มขึ้นของผู้ลงทุน นอกจากนี้ยังเป็นกลไกให้เกิดการแข่งขันทำให้ผู้ลงทุนได้รับบริการที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น ส่งผลให้ท้ายที่สุดช่วยให้เกิดการพัฒนาตลาดทุนในประเทศ ปัจจุบันประเทศไทยยังไม่เปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนในประเทศลงทุนในตราสารทุนในต่างประเทศได้โดยตรง แต่ต้องทำการลงทุนผ่านกองทุนอีกทอดหนึ่ง ซึ่งทำให้มีทางเลือกในการจัดสรรเงินลงทุนที่จำกัด

นอกจากนี้การอนุญาตให้บริษัทจากต่างประเทศสามารถจดทะเบียนระดมทุนผ่านตราสารทุนหรือออกพันธบัตรในประเทศไทยได้ จะช่วยให้ตลาดทุนไทยมีการขยายตัวเพิ่มขึ้น และยังทำให้ผู้ลงทุนมีทางเลือกในการลงทุนเพิ่มขึ้น

หลักฐานทางวิชาการเช่นงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเสรีและผลกระทบต่อตลาดทุน แสดงให้เห็นประโยชน์ของการเปิดเสรีที่ช่วยให้เกิดการพัฒนาด้านตลาดทุนในประเทศ ตัวอย่างเช่น

การศึกษาด้วยวิธีการทางเศรษฐมิติโดย Levine and Zervos (1998)<sup>3</sup> ซึ่งพบว่า capital control liberalization ใน emerging markets ช่วยเพิ่มสภาพคล่องในตลาดหุ้น (stock market liquidity) ในขณะเดียวกันก็ทำให้ความผันผวน (volatility) เพิ่มขึ้นด้วย แต่การที่เปิดเสรีสู่ทุนระหว่างประเทศมากขึ้นจะเป็นการช่วยลดความผันผวนในระยะยาว นอกจากนี้การเปิดเสรีมากขึ้นส่งเสริมให้มีการขยายตัวของตลาด ทำให้มีมูลค่าหลักทรัพย์ (market capitalization) เพิ่มขึ้นด้วย

<sup>3</sup> Ross Levine and Sara Zervos (1998), "Capital Control Liberalization and Stock Market Development," World Development Vol. 26, No. 7, pp. 1169-1183.

**Table 3: Changes in stock market liquidity and volatility following liberalization of controls on international portfolio flows**

| Country     | Year of liberalization | Changes in liquidity | Changes in volatility |
|-------------|------------------------|----------------------|-----------------------|
| Argentina   | 1989                   | +                    | +                     |
| Brazil      | 1983                   |                      | +                     |
| Chile       | 1988                   | +                    |                       |
| Columbia    | 1989-91                | +                    | +                     |
| India       | 1990-92                | +                    | +                     |
| Jordan      | 1987                   | +                    |                       |
| Korea       | 1981-92                | +                    |                       |
| Malaysia    | 1986                   |                      | NA                    |
| Pakistan    | 1990                   | +                    | +                     |
| Philippines | 198                    | +                    |                       |
| Portugal    | 1988                   | +                    | NA                    |
| Thailand    | 1988                   | +                    | +                     |
| Turkey      | 1990                   | +                    | NA                    |
| Venezuela   | 1988                   | +                    | +                     |

Note: "+" indicates significant increase; blank space indicates no significant change; NA indicates data not available.

Source: Ross Levine and Sara Zervos (1998)

ผลการวิจัยในต่างประเทศพบว่า การเปิดเสรีจะ  
ช่วยพัฒนาตลาดทุนโดยช่วยเพิ่มขนาดและ  
สภาพคล่อง โดยประเทศจะต้องมีการพัฒนา  
ทางด้าน **legal and institutional** ด้วย

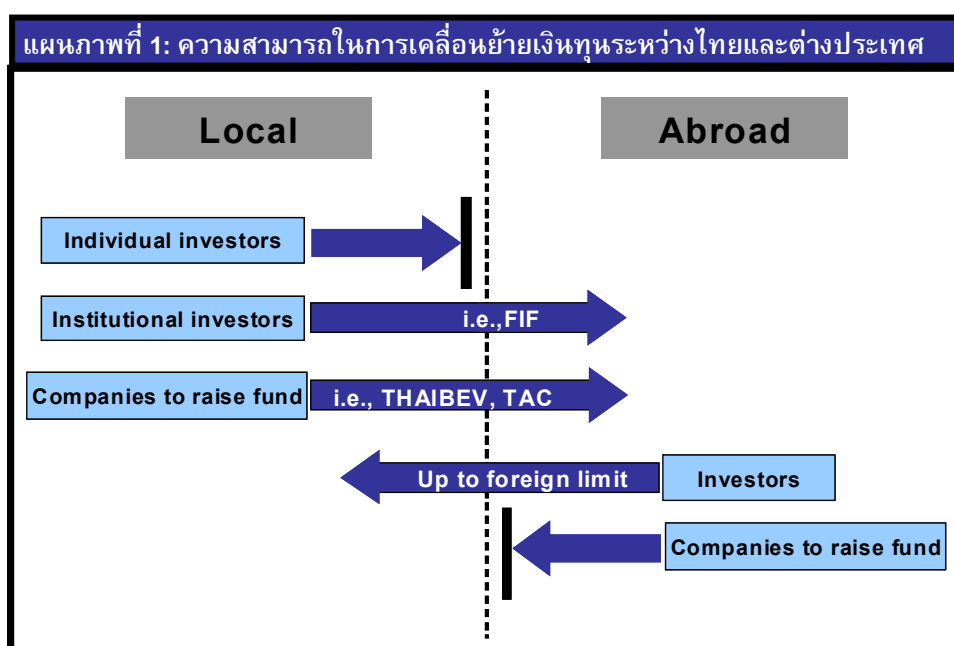
อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาเมื่อไม่นานมานี้โดย Chinn and Ito (2005)<sup>4</sup> ซึ่งเน้นเฉพาะเจาะจงศึกษาความเชื่อมโยงระหว่าง capital account liberalization และ legal and institutional development กับการพัฒนาทางการเงิน (financial development) โดยเฉพาะการพัฒนาของตลาดตราสารทุน ซึ่งวัดจาก การเพิ่มขึ้นของมูลค่าหลักทรัพย์ (market capitalization) หรือขนาดของตลาด มูลค่าซื้อขาย (total value of stocks traded) และ market turnover ratio โดยวิเคราะห์ข้อมูลแบบ panel data จาก 108 ประเทศตั้งแต่ปี 2523-2543 (1980-2000) ผลการศึกษาพบว่า การลดการควบคุมการเงินระหว่างประเทศจะช่วยให้ตลาดทุนในประเทศมีพัฒนาการสูงขึ้น โดยประเทศนั้นต้องมีพัฒนาการทางด้าน legal and institutional ในระดับหนึ่ง เช่น ใน emerging market พบว่าหากประเทศมีความเป็นระบบระเบียบสูงขึ้น (higher level of bureaucratic quality and law and order) และมีการคอร์รัปชันอยู่ในระดับต่ำแล้ว การเปิดเสรีทางการเงินจะยิ่งช่วยทำให้เกิดการพัฒนาตลาดทุนได้สูงขึ้น

ดังนั้น การที่แต่ละประเทศจะดำเนินนโยบายทางการเงินการไหลเข้าไหลออกของเงินลงทุนในตราสารต่างๆ แบบเสรีมากขึ้นหรือไม่ ควรพิจารณาทั้งผลดีและผลเสีย รวมทั้งพัฒนาความพร้อมในการแข่งขันของหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง เพื่อให้นโยบายนำไปสู่การพัฒนาตลาดทุนอย่างแท้จริง

<sup>4</sup> Menzie D. Chinn and Hiro Ito (2005), "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions," NBER Working Paper No. 11370

## เพื่อพัฒนาตลาดทุน ประเทศไทยควรลดข้อจำกัดมากกว่านี้หรือไม่?

ประเทศไทยโดยธนาคารแห่งประเทศไทยให้ความสำคัญทางด้านเงินทุนไหลออกสูง เนื่องจากเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพค่าเงินบาทและเศรษฐกิจของประเทศ จากแผนภาพที่ 1 จะเห็นได้ว่าทางด้าน portfolio investment ระหว่างประเทศนั้นมีการควบคุมหลักในสองส่วนคือ 1) ผู้ลงทุนรายย่อยไม่สามารถนำเงินไปลงทุนในหลักทรัพย์ทั้งตราสารหนี้และตราสารทุนต่างประเทศได้โดยตรง และ 2) บริษัทต่างประเทศไม่สามารถจดทะเบียนและระดมทุนในตลาดทุนไทยได้ เนื่องจากทั้งสองส่วนเกี่ยวข้องกับกาไหลออกของเงินทุนเป็นหลัก



ที่มา: สอบถามจาก กสท. และ ธปท. ณ ตุลาคม 2549

นอกจากนี้ การลงทุนของผู้ลงทุนต่างประเทศยังถูกจำกัดด้วยเพดานการลงทุนสำหรับชาวต่างชาติ เพื่อป้องกันการประกอบกิจการบางประเภทที่เกี่ยวข้องกับความมั่นคงหรือความปลอดภัยของประเทศ ศิลปวัฒนธรรมจารีตประเพณี หรือธุรกิจที่ต้องให้การคุ้มครองผู้ประกอบการในประเทศที่ยังไม่พร้อมที่จะแข่งขันกับต่างชาติ

มาตรการควบคุมที่กล่าวมาข้างต้นของประเทศไทยนั้น หากพิจารณาดูจากประเทศเพื่อนบ้านในส่วนใหญ่แล้ว จะเห็นว่าประเทศอื่นๆ มีการเปิดเสรีในส่วนดังกล่าวแล้ว ดังนั้นกฎเกณฑ์ดังกล่าวจึงควรมีการพิจารณาอีกครั้ง เนื่องจากเป็นปัจจัยสำคัญส่วนหนึ่งในการผลักดันให้ตลาดทุนไทยมีการพัฒนาเข้าสู่ระดับสากลมากขึ้นและสามารถแข่งขันกับต่างประเทศได้ โดยมีรายละเอียดและรูปแบบที่น่าจะส่งผลดีต่อตลาดทุนไทยดังนี้



ตารางที่ 4: รายละเอียดข้อกำหนดการเคลื่อนย้ายเงินลงทุน (portfolio investment) ระหว่างประเทศของประเทศในภูมิภาคเอเชีย

|  | สิงคโปร์ | ฮ่องกง | เกาหลีใต้  | จีน  | มาเลเซีย   | ฟิลิปปินส์                   | อินโดนีเซีย  | ไทย  |
|--|----------|--------|--|--|--|------------------------------|--|--|
| <b>1. ผู้ลงทุนต่างชาติ (non – resident) ลงทุนในตราสารในประเทศ</b>          |          |        |  |  |  |                              |  |  |
| 1.1 ตราสารทุนและผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง                                     | อนุญาต   | อนุญาต | อนุญาต   | เฉพาะผู้ลงทุนสถาบันที่มีคุณสมบัติตามกำหนด (Qualified foreign institutional investors (QFII))   | อนุญาต   | อนุญาต                       | อนุญาต   | อนุญาต (โดยมีเพดานการลงทุนของชาวต่างชาติ ไม่เกิน 25% ในธุรกิจการเงิน และ 49% สำหรับธุรกิจอื่น ๆ)                           |
| 1.2 ตราสารหนี้และผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง                                    | อนุญาต   | อนุญาต | ต้องได้รับ "Investment Registration Certificate (IRC)" จาก the Financial Supervisory Service (FSS)   | เฉพาะ QFII และกำหนดปริมาณ \$2,000 ล้านเหรียญ ต่อ 10 QFIIs และลงทุนได้เฉพาะตราสารหนี้รัฐ และเอกชนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น | อนุญาต   | อนุญาต                       | อนุญาต โดยกำหนดระดับปริมาณที่ต้องมีการรายงาน                               | อนุญาต (ยกเว้นการลงทุนมูลค่าเกิน 50 ล้านบาทต่อ 1 บริษัท (consolidated entity) ในตราสารหนี้ระยะสั้น ที่ออกโดยสถาบันการเงิน) |
| <b>2. บริษัทต่างชาติ (non-resident) เข้ามาขายหรือออกหลักทรัพย์ในประเทศ</b> |          |        |  |  |  |                              |  |  |
| 2.1 ตราสารทุนและผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง                                     | อนุญาต   | อนุญาต | อนุญาตเฉพาะในรูปของใบแสดงสิทธิ (depository receipts: DR)   | อนุญาตเฉพาะในกระดาน B (B shares)   | ต้องได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะ   | ต้องได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะ | อนุญาตเฉพาะในรูปของใบแสดงสิทธิ (DR) ผ่านตัวกลาง (custodian banks) ในประเทศ | ต้องได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะจาก ธปท. กระทรวงการคลัง และ กสท.   |
| 2.2 ตราสารหนี้และผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง                                    | อนุญาต   | อนุญาต | อนุญาต เฉพาะตราสารหนี้สกุลเงินวอน และต้องส่งรายงานให้แก่ Ministry of Finance and Economy (MOFE) และ the Financial Supervisory Commission (FSC) | ไม่อนุญาต  | ต้องได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะ   | ต้องได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะ | อนุญาต   | ต้องได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะจาก ธปท. กระทรวงการคลัง และ กสท.   |
| <b>3. ผู้ลงทุนรายย่อยในประเทศลงทุนในตราสารต่างประเทศ</b>                   |          |        |  |  |  |                              |  |  |
| 3.1 ตราสารทุนและผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง                                     | อนุญาต   | อนุญาต | อนุญาต   | ไม่อนุญาต  | 1. อนุญาต หากไม่เป็นการลงทุนโดยแหล่งเงินกู้ในประเทศ<br>2. หากใช้แหล่งเงินกู้ในประเทศ ให้ลงทุนได้ไม่เกิน 10 ล้านริงกิตต่อปี สำหรับบริษัท และ 100,000 ริงกิตสำหรับผู้ลงทุนรายย่อย<br>3. รวมทั้งต้องลงทะเบียนการลงทุน (register) สำหรับการลงทุนเกิน 50,000 ริงกิต | อนุญาต                       | อนุญาต โดยมีเงื่อนไข   | ต้องได้รับอนุญาตจาก ธปท. เท่านั้น  |
| 3.2 ตราสารหนี้และผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง                                    | อนุญาต   | อนุญาต | อนุญาต   | ไม่อนุญาต  | เช่นเดียวกับกรณีตราสารทุน  | อนุญาต                       | อนุญาต โดยมีเงื่อนไข   | ต้องได้รับอนุญาตจาก ธปท. เท่านั้น  |

Source: 1. Annual report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2005 2. Atsushi Takeuchi (2005)

3. Investment Climate Statement 2006, U.S. Department of State 4. <http://www.aseansec.org>

## 1) เปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนรายย่อยของไทยมีทางเลือกลงทุนในตราสารต่าง ๆ ในต่างประเทศได้มากขึ้น

นโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยตามประกาศกระทรวงการคลัง เรื่อง คำสั่งรัฐมนตรีให้ไว้แก่ตัวแทนรับอนุญาต ลงวันที่ 31 มีนาคม 2547 ข้อ 13 กำหนดให้การส่งเงินไปลงทุนในกิจการที่ต่างประเทศ หรือให้กู้ยืมในกิจการในเครื่องต่างประเทศที่ประกอบธุรกิจซื้อขายหลักทรัพย์ต่างประเทศ ต้องได้รับอนุญาตจากเจ้าพนักงาน โดยมีรายละเอียดการขออนุญาตและการยื่นเอกสารหลักฐานตาม ประกาศเจ้าพนักงานควบคุมการแลกเปลี่ยนเงิน เรื่อง การกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีปฏิบัติเกี่ยวกับการแลกเปลี่ยนเงิน ลงวันที่ 31 มีนาคม 2547 ข้อ 18 (1) ทั้งหมดที่กล่าวมาข้างต้นหมายความว่ายังไม่อนุญาตให้ผู้ลงทุนไทยนำเงินไปลงทุนในหลักทรัพย์หรือตราสารในต่างประเทศได้โดยเสรี

ปัจจุบันผู้ที่ต้องการลงทุนในตราสารในต่างประเทศ ต้องลงทุนผ่านกองทุน **foreign investment fund** ซึ่งเสียค่าธรรมเนียมสูง และมีข้อจำกัดในนโยบายการลงทุน

ปัจจุบันผู้ลงทุนรายย่อยที่สนใจลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศ มีทางเลือกก็คือลงทุนในกองทุนรวมทั้งลงทุนในต่างประเทศ (foreign investment fund (FIF)) หรือกองทุน Asian bond mutual funds เท่านั้นโดยธนาคารแห่งประเทศไทยได้พิจารณาอนุญาตให้มีการนำเงินไปลงทุนในต่างประเทศได้ในวงเงินจำกัดในแต่ละปี ต้องนำเงินไปลงทุนในต่างประเทศทั้งจำนวนวันแต่เป็นกรณีเงินฝากในประเทศ เพื่อสำรองเงินไว้สำหรับการดำเนินงานของกองทุน รอคการลงทุน หรือรักษาสภาพคล่องของกองทุน เป็นต้น นอกจากนี้ ทางด้านนโยบายการลงทุนยังกำหนดให้ FIF ต้องลงทุนในกองทุนในต่างประเทศ (feeder fund และ fund of fund) ซึ่งเป็นข้อเสียต่อผู้ลงทุนในกองทุน FIF ที่จะต้องเสียค่าธรรมเนียมสูง เนื่องจากต้องเสียค่าธรรมเนียมหลายชั้น

อย่างไรก็ตาม หากเปิดเสรีให้ผู้ลงทุนรายย่อยไปลงทุนในตราสารต่างประเทศได้โดยตรงทันที อาจส่งผลเสียต่อผู้ลงทุนรายย่อยในประเทศได้เนื่องจากลักษณะตลาดในต่างประเทศมีความซับซ้อนและผู้ลงทุนต้องอาศัยการศึกษาหาความรู้เกี่ยวกับเศรษฐกิจ และการประกอบธุรกิจของประเทศนั้นๆ ด้วย ซึ่งหากผู้ลงทุนไม่มีความรู้และประสบการณ์มากพอ การเปิดเสรีการลงทุนในส่วนนี้อาจจะให้ผลดีมากกว่าผลเสียได้

แต่การมีช่องทางให้ผู้ลงทุนรายย่อยสามารถลงทุนในตราสารทุนต่างประเทศได้ จะช่วยให้ผู้ลงทุนรายย่อยมีทางเลือกการลงทุน และสามารถจัดสรรเงินออมเพื่อกระจายความเสี่ยงได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น และยังเป็นช่องทางในการเพิ่มธุรกรรมและรายได้ให้กับสถาบันตัวกลาง ช่วยให้ความสามารถในการแข่งขันเพิ่มขึ้น และท้ายที่สุดแล้วยังเป็นปัจจัยสำคัญอย่างหนึ่งที่จะผลักดันให้ตลาดภายในประเทศมีการแข่งขันและพัฒนาทั้งด้านประสิทธิภาพการดำเนินงานการบริการและธรรมาภิบาลของบริษัทเพื่อแข่งขันกับต่างประเทศ ส่งผลให้ตลาดทุนไทยมีการพัฒนามากขึ้นในที่สุด

การเปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนรายย่อยไทยเข้าถึงการลงทุนตราสารต่างประเทศ ช่วยให้ผู้ลงทุนมีทางเลือกและโอกาสในการกระจายความเสี่ยงเพิ่มขึ้น พร้อมเป็นอีกช่องทางหนึ่งในการเพิ่มธุรกรรมให้กับสถาบันตัวกลาง และยังเป็นปัจจัยหนึ่งที่จะผลักดันให้ตลาดทุนไทยมีการพัฒนาและเปิดสู่ระดับสากลมากขึ้น

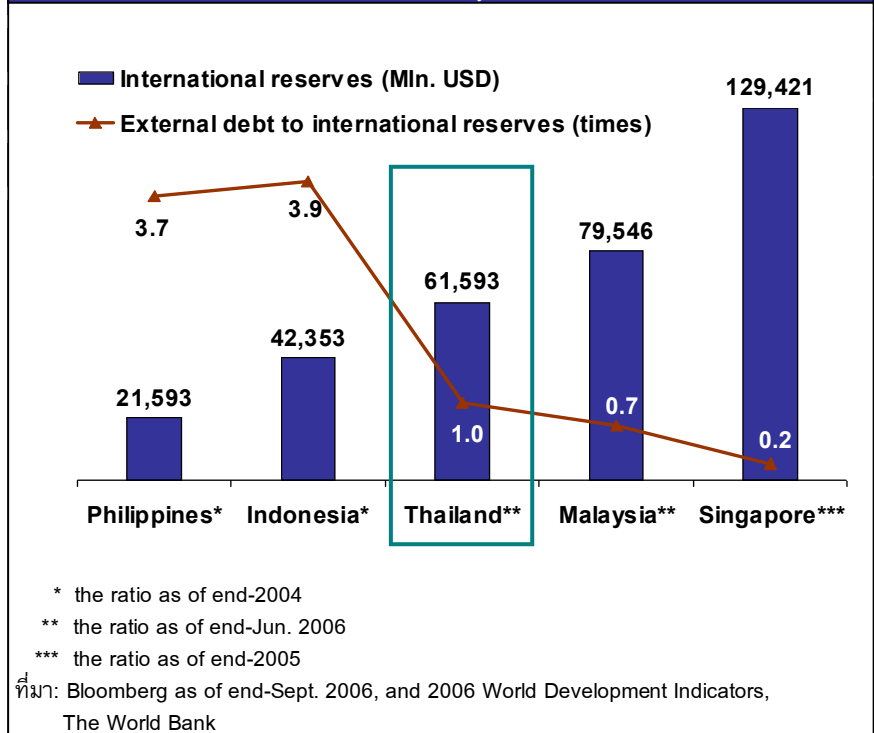
นอกจากนี้ การที่เปิดเสรีเฉพาะด้านเงินทุนไหลเข้าทางเดียว ก็หมายความว่าปล่อยให้ต่างชาติเข้ามาแสวงหาประโยชน์ ตักตวงผลตอบแทนจากการลงทุนได้อยู่ฝ่ายเดียว ในขณะที่ผู้ลงทุนในประเทศนอกจากจะต้องแบ่งผลตอบแทนในประเทศส่วนหนึ่งให้กับผู้ลงทุนต่างชาติแล้ว ยังไม่สามารถหำนำเงินออกไปลงทุนแสวงหาผลประโยชน์และผลตอบแทนจากสินทรัพย์ในต่างประเทศอีกด้วย

ปัจจุบัน มีช่องทางมากมายที่เสมือนว่าผู้ลงทุนรายย่อยลงทุนในตราสารทุนในต่างประเทศ โดยที่ไม่จำเป็นต้องไปลงทุนโดยตรงในตลาดต่างประเทศ ซึ่งสามารถปกป้องผู้ลงทุนรายย่อย พร้อมทั้งช่วยวางรากฐานและพัฒนาความรู้ความเข้าใจในตราสารทุนต่างประเทศได้มากขึ้น ยกตัวอย่างเช่น ในช่วงแรกอาจจะอาศัยการออกตราสาร Thai depository receipts (depository receipts บนตราสารทุนต่างประเทศ) และจำกัดวงเงินลงทุน ซึ่งมีข้อดีคือผู้ลงทุนรายย่อยได้ประโยชน์เสมือนกับการลงทุนตราสารนั้นในต่างประเทศโดยตรง โดยมีตัวกลางที่มีความรู้และประสบการณ์ในการพิจารณาเลือกหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่างๆ กัน เพื่อเป็นทางเลือกให้แก่ผู้ลงทุนรายย่อย พร้อมทั้งเผยแพร่ให้ความรู้ทางด้านการลงทุนแก่ผู้ลงทุนรายย่อยไปด้วย

ท้ายที่สุดแล้ว เมื่อผู้ลงทุนรายย่อยเริ่มมีความรู้ความเข้าใจและประสบการณ์ในตราสารทุนต่างประเทศมากขึ้นแล้ว ก็มีความพร้อมสำหรับการเปิดเสรีให้ผู้ลงทุนรายย่อยสามารถไปลงทุนในตราสารในต่างประเทศได้โดยตรง

ผลเสียที่อาจเกิดขึ้นจากการเปิดเสรีในส่วนนี้ นอกจากจะเป็นเรื่องของความเสี่ยงของผู้ลงทุนที่อาจจะขาดความรู้และประสบการณ์ในการลงทุนแล้ว อาจจะเกี่ยวข้องกับปริมาณเงินทุนที่ไหลออกไปลงทุนในสินทรัพย์ต่างประเทศ ซึ่งส่งผลกระทบต่อค่าเงินบาท อย่างไรก็ตามหากเปรียบเทียบความสามารถในการรองรับการเสี่ยงโดยดูจากระดับเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ (International reserve) แล้วพบว่าประเทศไทยมีเงินทุนสำรองระหว่างประเทศสูงกว่าฟิลิปปินส์และอินโดนีเซียประมาณ 176% และ 43% ตามลำดับ ซึ่งทั้งสองประเทศเปิดเสรีให้ผู้ลงทุนรายย่อยไปลงทุนในต่างประเทศได้แล้ว

แผนภาพที่ 2: เปรียบเทียบเงินทุนสำรองระหว่างประเทศและระดับหนี้ต่างประเทศของประเทศไทยในเอเชีย



## 2) อนุญาตให้บริษัทต่างชาติเข้ามาจดทะเบียนระดมทุนในตลาดทุนไทยประเทศไทยได้

ธนาคารแห่งประเทศไทยยังไม่เปิดเสรีให้บริษัทต่างชาติเข้ามาระดมทุนทั้งในรูปแบบตราสารหนี้ และตราสารทุน เนื่องจากเข้าข่ายการส่งเงินไปลงทุนกิจการในต่างประเทศตามประกาศเดียวกันในข้อที่แล้ว นั้นหมายความว่าบริษัทต่างชาติก็ไม่สามารถจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ เนื่องจากการระดมทุนของบริษัทต่างชาติในตลาดไทยหมายถึงการนำเงินที่ระดมทุนได้ออกจากประเทศเพื่อไปลงทุนทำกิจการของบริษัทนั้นในต่างประเทศ หรืออีกนัยหนึ่งก็คือเป็นเงินทุนไหลออกจากประเทศ ซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยควบคุม เนื่องจากจะส่งผลกระทบต่อค่าเงินบาทและเสถียรภาพของประเทศ

ตลาดไทยยังไม่อนุญาตให้บริษัทต่างชาติเข้ามาระดมทุน ตรงกันข้ามกับในต่างประเทศที่พยายามเชิญชวนให้บริษัทต่างชาติมาจดทะเบียน

อย่างไรก็ตามจะเห็นตัวอย่างถึงทิศทางตรงกันข้ามในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศต่างๆ ที่พัฒนาแล้ว ไม่ว่าจะเป็น London Stock Exchange, Singapore Exchange (SGX) และ Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEx) ที่แข่งขันกันเพื่อที่จะดึงบริษัทจากประเทศจีนที่กำลังมีการเติบโตอย่างก้าวกระโดดให้มาจดทะเบียน (initial public offerings (IPOs)) ในตลาดของตนเอง จากข้อมูลปี 2548 (2005) พบว่าในจำนวน 114 บริษัทจากประเทศจีนที่ระดมทุนในรูปแบบ IPO ในปี 2548 (2005) มี 64 บริษัทที่จดทะเบียนระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ของฮ่องกง ซึ่งส่วนใหญ่เป็นบริษัท

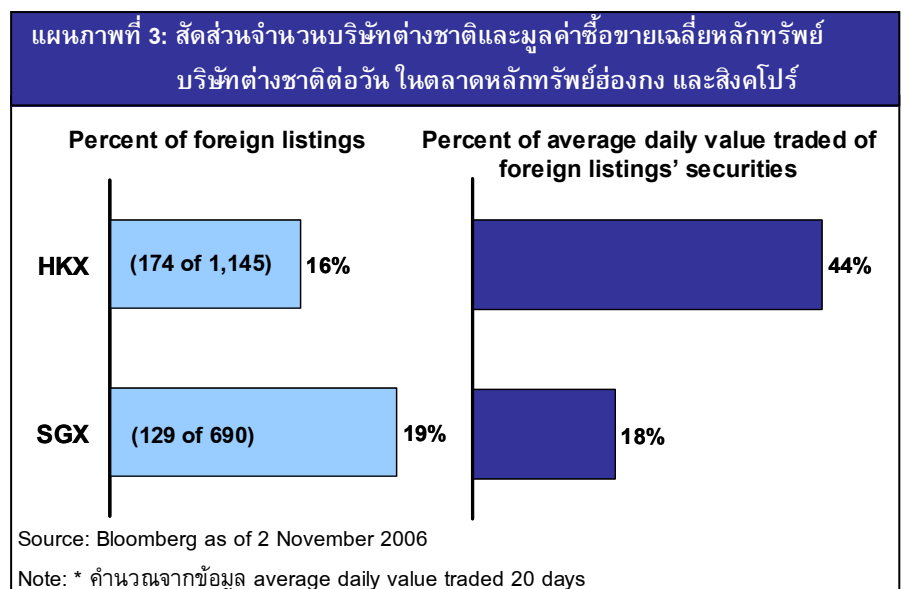
ขนาดใหญ่ มูลค่าการระดมทุนของบริษัทจากประเทศจีนทั้งสิ้นประมาณ 21.3 พันล้านหยวน (2.67 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) คิดเป็น 88% ของการระดมทุนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงในปีนั้น ในส่วนของตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน แม้จะไม่สามารถดึงดูดบริษัทขนาดใหญ่จากประเทศจีนได้ แต่ได้เปรียบในส่วนของ Alternative Investment Market (AIM) ที่ประสบความสำเร็จมากในการดึงดูดบริษัทขนาดเล็กจากจีนมาจดทะเบียนระดมทุน โดย ณ ปัจจุบัน มีบริษัทจากจีนและฮ่องกงรวม 28 บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ใน AIM ซึ่ง 12 บริษัทในจำนวนนี้เพิ่งจดทะเบียนในปี 2549 (2006)

การเปิดโอกาสให้บริษัทต่างชาติมาจดทะเบียนเพื่อระดมทุนนั้น แม้จะมีข้อเสียคือจะมีเงินทุนไหลออกจากประเทศ แต่ถ้ามองในแง่ผลดีต่อตลาดทุน จะพบว่าหากมีบริษัทต่างชาติที่มีคุณภาพเข้ามาจดทะเบียนนอกจากจะช่วยเพิ่มขนาดของตลาดแล้วยังจะเป็นปัจจัยดึงดูดเงินลงทุนจากต่างชาติที่จะเข้ามาซื้อขายลงทุนซึ่งเป็นการเพิ่มสภาพคล่องโดยรวมได้ด้วย รวมทั้งยังเปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนในประเทศได้มีทางเลือกในการลงทุนเพิ่มขึ้น

โดยจากสถิติพบว่าปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์มีจำนวนบริษัทต่างชาติจดทะเบียนอยู่ 129 บริษัท คิดเป็น 19% ของทั้งหมด และมีมูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันคิดเป็น 18% ของมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันโดยรวม ส่วนบริษัทต่างชาติที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงมีจำนวน 174 บริษัท คิดเป็น 16% ของบริษัททั้งหมดและมีมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันคิดเป็น 44% ของมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันโดยรวมทั้งตลาด<sup>5</sup>

แม้เงินที่ระดมทุนจะไหลออกจากประเทศ แต่ขนาดตลาดที่เพิ่มขึ้น และการมีบริษัทที่นำลงทุนเพิ่มขึ้นก็อาจจะช่วยดึงดูดการลงทุนและเพิ่มทางเลือกแก่ผู้ลงทุน รวมทั้งทำให้สภาพคล่องเพิ่มขึ้นได้

มูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันของบริษัทต่างชาติที่จดทะเบียนในสิงคโปร์และฮ่องกง คิดเป็น 18% และ 44% ของมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันโดยรวมตามลำดับ



<sup>5</sup> คำนวณจากข้อมูล Bloomberg ณ วันที่ 2 พฤศจิกายน 2549 โดยข้อมูล average daily value traded 20 days

### 3) พิจารณากฎเกณฑ์ทางด้าน foreign limit ในการลงทุนของผู้ลงทุนต่างชาติให้เฉพาะเจาะจงและสอดคล้องกับนโยบายเศรษฐกิจของประเทศ

หลายประเทศในเอเชียเช่น ฮองกง สิงคโปร์ ฟิลิปปินส์ อินโดนีเซีย และไต้หวันไม่มีการกำหนดเพดานการลงทุนของผู้ลงทุนต่างชาติแล้ว ในขณะที่ประเทศไทยกำหนดเพดานการลงทุนของผู้ลงทุนต่างประเทศ 49% ครอบคลุมในทุกกลุ่มธุรกิจทั่วไป และ 25% สำหรับธุรกิจในกลุ่มการเงิน

Table 5: Foreign ownership ceiling (%) of selected market in Asia

| Country     | Foreign ownership ceiling (%)   |
|-------------|---|
| Hong Kong   | 100%  |
| Korea       | 100% in general,<br>49% telecommunications,<br>33% home shopping,<br>30% for Korea gas corp,<br>49.99% for Korean air,<br>0% for Seoul broadcasting |
| Singapore   | 100%  |
| Philippines | 100% in general, with some restrictions in specific sectors.  |
| Indonesia   | 100% in general   |
| Taiwan      | 100% in general   |
| Malaysia    | 61% for telecommunication (for first 5 years,<br>49% thereafter),<br>51% for insurance,<br>30% for banking,<br>49% for stockbroking,                |
| Thailand    | 49% in general (100% via NVDRs),<br>25% for banking   |

Source: S&P Global Stock Markets Factbook, 2005

ประเทศไทยกำหนด foreign limit แบบเท่ากันในทุกกลุ่มบริษัท (ยกเว้นกลุ่มการเงิน) และหลายประเทศในภูมิภาคเอเชียมีเพดานการถือหุ้นของชาวต่างชาติโดยทั่วไปสูงกว่าประเทศไทย

การกำหนดเพดานการถือหุ้นของผู้ลงทุนต่างประเทศ<sup>6</sup> มีจุดประสงค์เพื่อจำกัดสิทธิของบริษัทต่างชาติในการเข้ามาประกอบกิจการบางประเภทที่เกี่ยวข้องกับความมั่นคงหรือความปลอดภัยของประเทศ ศิลปวัฒนธรรม จารีตประเพณี หรือธุรกิจที่ต้องให้การคุ้มครองผู้ประกอบการในประเทศที่ยังไม่พร้อมที่จะแข่งขันกับต่างชาติ ในขณะที่ปัจจุบันเพดานการถือหุ้นของชาวต่างชาติของประเทศไทยใช้ข้อจำกัดเดียวกันสำหรับทุกกลุ่มสาขาธุรกิจ

<sup>6</sup> เนื้อหาอ้างอิงจาก เตือนเด่น นิคมบริรักษ์ และสุณีพร ทวรรณกุล (สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย) (2549), “การประกอบกิจการของบริษัทต่างชาติในประเทศไทย”, เอกสารประกอบการสัมมนาวิชาการเรื่อง สู่ความชัดเจนในระเบียบธรรมภิบาล: ประเด็นสืบเนื่องจากกรณีการขายหุ้นชิน คอร์ปอเรชั่น, วันศุกร์ที่ 25 สิงหาคม 2549, กรุงเทพมหานคร

ตามพระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจของคนต่างด้าว พ.ศ. 2542<sup>7</sup> ซึ่งไม่สอดคล้องกับลักษณะเศรษฐกิจแบบเปิด (open economy) ของประเทศ ที่จะต้องพึ่งพาการลงทุนและเทคโนโลยีจากต่างประเทศ อาจทำให้ข้อจำกัดทาง foreign limit เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ

ในต่างประเทศก็มีการจำกัดสิทธิของผู้ลงทุนต่างประเทศในการลงทุนหรือประกอบธุรกิจเช่นกัน แต่จะกำหนดเฉพาะเจาะจงในกลุ่มธุรกิจที่ต้องการปกป้องเท่านั้น กล่าวคือ โดยทั่วไปแล้วประเทศที่พัฒนาแล้วจะไม่มีกฎหมายแม่บทที่จำกัดหุ้นส่วนต่างชาติ แต่จะมีกฎหมายเฉพาะในรายสาขาบริการไม่กี่สาขาที่เกี่ยวข้องกับความมั่นคงของประเทศที่มักมีบทบัญญัติเกี่ยวกับคำนิยามและข้อจำกัดการถือหุ้นของคนต่างชาติ เช่น ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการใช้ทรัพยากรธรรมชาติของประเทศที่มีจำกัด การครอบครองที่ดิน หรือธุรกิจสื่อที่มีผลกระทบต่อสังคมในวงกว้าง ยกตัวอย่างประเทศสหรัฐอเมริกาที่จำกัดหุ้นส่วนต่างชาติในกิจการโทรคมนาคม ธุรกิจการค้าอาวุธ การเดินเรือ และการบิน หรือกรณีของประเทศออสเตรเลียที่การตัดสินใจว่าจะอนุมัติการเข้าซื้อกิจการภายในประเทศหรือไม่นั้น ขึ้นอยู่กับ 1) มีความสอดคล้องกับนโยบายและกฎหมายภายในประเทศมากน้อยเพียงใด 2) มีผลกระทบต่อความมั่นคงหรือไม่ และ 3) มีผลกระทบต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศอย่างไร เป็นต้น

สำหรับประเทศไทยนั้นได้กำหนดให้บริการทุกประเภทเป็นธุรกิจที่ห้ามชาวต่างชาติประกอบกิจการเนื่องจากคนไทยไม่มีความพร้อมในการแข่งขัน โดยไม่ได้มีการพิจารณาในรายละเอียดของสาขาว่าสอดคล้องกับแนวนโยบายด้านการลงทุนและการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศหรือไม่ ทำให้การประกอบกิจการของชาวต่างชาติในประเทศไทยมีอุปสรรค และหันไปใช้นอิมินีเพื่อที่จะให้นิติบุคคลมีสภาพเป็นคนไทยเพื่อที่จะไม่ต้องมีการขออนุมัติการประกอบธุรกิจบริการและธุรกิจอื่น ๆ ที่เป็นธุรกิจต้องห้าม ซึ่งยิ่งทำให้ความต้องการที่จะสงวนอำนาจของชาวต่างชาติในธุรกิจดังกล่าวไม่บรรลุผล

<sup>7</sup> รายละเอียดในเวปไซต์ของกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์ ([http://www.dbd.go.th/thai/foreign/foreign\\_prb.phtml](http://www.dbd.go.th/thai/foreign/foreign_prb.phtml))

## บทสรุป

การเปิดเสรีทางการลงทุนระหว่างประเทศ เป็นปัจจัยสำคัญอย่างหนึ่งที่จะช่วยให้ตลาดทุนในประเทศมีการพัฒนาที่สูงขึ้น เห็นได้จากทั้งตัวอย่างในตลาดต่างประเทศที่พัฒนาแล้ว หรือจากทั้งผลงานวิจัยที่สนับสนุนความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเสรีการลงทุนและการพัฒนาของตลาดทุนของประเทศ ปัจจุบัน ประเทศต่างๆ ในแถบภูมิภาคเอเชียมีการทยอยเปิดเสรีการลงทุนในตราสารข้ามชาติมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็นมาเลเซีย และอินโดนีเซีย ในขณะที่ประเทศไทยยังถือว่าเปิดเสรีค่อนข้างน้อย โดยเฉพาะทางด้านที่สามารถก่อให้เกิดการไหลออกของเงินทุน อย่างไรก็ตาม เพื่อการพัฒนาตลาดทุนไทยให้สู่ระดับสากลมากขึ้น ทางภาครัฐจะลดข้อจำกัดทางการลงทุนข้ามชาติมากกว่านี้ โดยเปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนรายย่อยเข้าถึงการลงทุนในตราสารต่างประเทศมากขึ้น มากกว่าการลงทุนผ่าน FIF เพื่อให้ผู้ลงทุนมีทางเลือกในการกระจายความเสี่ยงมากขึ้น แต่อาจจะทยอยการเปิดเสรี เช่น ในช่วงแรกอาจจะอาศัยการออก Thai depository receipts เพื่อปกป้องและเสริมสร้างฐานความรู้แก่ผู้ลงทุนให้มีความพร้อมสำหรับการเปิดเสรีการลงทุนในตราสารโดยตรงได้ในอนาคต นอกจากนี้ ควรอนุญาตให้บริษัทต่างชาติสามารถจดทะเบียนระดมทุนผ่านตราสารต่างๆ ในประเทศไทยได้ ซึ่งแม้ว่าจะทำให้มีเงินทุนไหลออกในช่วงแรก แต่สามารถช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้กับตลาดทุนไทย เพิ่มทางเลือกให้กับผู้ลงทุน ส่งผลให้มีเสถียรภาพในตลาดทุนไทยได้มากขึ้น



## References

Atsushi Takeuchi (2005), "Study of Impediments to Cross-border Investment and Issuance in Asian Countries", Discussion paper at the working group under the ASEAN+3 Asian Bond Market Initiatives.

Ross Levine and Sara Zervos (1998), "Capital Control Liberalization and Stock Market Development," World Development Vol. 26, No. 7, pp. 1169-1183.

Menzie D. Chinn and Hiro Ito (2005), "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions," NBER Working Paper No. 11370

เดือนเด่น นิคมบริรักษ์ และสุณีพร ทวรรณกุล (สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย) (2549), "การประกอบกิจการของบริษัทต่างชาติในประเทศไทย", เอกสารประกอบการสัมมนาวิชาการเรื่อง สู่ความชัดเจนในระเบียบบรรณมาภิบาล: ประเด็นสืบเนื่องจากกรณีการขายหุ้นชิน คอร์ปอเรชั่น, วันศุกร์ที่ 25 สิงหาคม 2549, กรุงเทพมหานคร