

การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างอำนาจ  
ในการจัดสรรทุนในระบบเศรษฐกิจไทย  
ภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์



โดย



สฤณี อาชวานันทกุล

นักวิชาการอิสระ

และ

อ.กิตติชัย แซ่ลี้

คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

## บทคัดย่อ

นโยบายเปิดเสรีทางการเงิน ซึ่งรัฐบาลไทยได้ดำเนินการอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ช่วง ‘เศรษฐกิจฟองสบู่’ ปี พ.ศ. 2536 เป็นต้นมา ได้ก่อให้เกิดประโยชน์อย่างมากต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศไทย โดยเฉพาะในการทำให้บริษัทเอกชนจำนวนมากมีโอกาสเข้าถึงแหล่งทุน ลดระดับการพึ่งพาระบบธนาคารพาณิชย์ และเปิดโอกาสให้ประชาชนทั่วไปมีทางเลือกในการแสวงหาผลตอบแทนจากการลงทุนนอกเหนือจากเงินฝากในระบบธนาคาร ในช่วงเลวร้ายที่สุดของวิกฤตเศรษฐกิจ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 จนถึงประมาณปี พ.ศ. 2544 ตลาดทุนได้พิสูจน์ให้เห็นว่า สามารถทำหน้าที่จัดสรรทุนแทนธนาคารพาณิชย์ที่กำลังประสบปัญหาทางการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพ อย่างน้อยก็สำหรับบริษัทขนาดใหญ่ซึ่งมีขนาด ฐานะทางการเงิน และระดับความน่าเชื่อถือสูงเพียงพอที่จะดึงดูดนักลงทุนทั้งไทยและเทศ

อย่างไรก็ตาม กระแสโลกาภิวัตน์และความก้าวหน้าของเทคโนโลยีด้านการเงินที่เชื่อมตลาดเงินตลาดทุนแทบทุกประเทศที่ดำเนินนโยบายเปิดเสรีทางการเงินเข้าด้วยกันอย่างเปรียบเทียบเสมือนเป็นตลาดเดียวกัน กำลังก่อให้เกิดความตึงเครียด และความท้าทายใหม่ๆ ต่อตลาดทุนของประเทศ

กำลังพัฒนาอย่างประเทศไทย ซึ่งมีระดับการพึ่งพิงเงินตราจากต่างประเทศสูงมาก ทั้งในด้านการส่งออก การลงทุนระยะยาว และการลงทุนในตลาดทุน ในภาวะปัจจุบันที่ระบบการเงินโลกยังมีสภาพคล่องส่วนเกิน (excess liquidity) ค่อนข้างสูง และสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐยังมีแนวโน้มที่จะอ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่อง ตลาดทุนโดยเฉพาะตลาดหุ้นของประเทศกำลังพัฒนาอย่างประเทศไทยก็มักจะเป็นที่สนใจของนักลงทุนต่างชาติมากขึ้นเรื่อยๆ ส่งผลให้ตลาดหุ้นไทยซึ่งยังมีขนาดเล็กมากเมื่อเทียบกับเม็ดเงินลงทุนของต่างชาติ และมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยต่ำ ถูก ‘ซึ้นน้ำ’ โดยพฤติกรรมกรรมการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติได้ง่าย โดยเฉพาะนักลงทุนประเภทเก็งกำไรระยะสั้นที่พร้อมจะโยกย้ายเงินลงทุนไปยังตลาดต่างๆ ตลอดเวลา ตามแต่สถานการณ์ในแต่ละประเทศจะเอื้ออำนวย

อิทธิพลของนักลงทุนต่างชาติดังกล่าวข้างต้นเป็นแรงกดดันให้นักลงทุนสถาบันในประเทศซึ่งยังมีไม่มาก และนักลงทุนรายย่อยจำนวนไม่น้อยพยายาม ‘เล่นตาม’ (herd mentality) นักลงทุนต่างชาติ เพื่อไม่ให้เสียโอกาสในการทำกำไร ปัญหาการกระจุกตัวด้านอุปสงค์ดังกล่าวส่งผลให้ตลาดหุ้นไทยมี ‘ความตื่น’ และราคาหุ้นมีความผันผวนสูงมากเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นอื่นๆ ในภูมิภาค นอกจากนี้ ตลาดหุ้นไทยยังประสบปัญหาด้านอุปทาน กล่าวคือ หุ้นที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด 20 อันดับแรกมีมูลค่าตลาดรวมกันกว่าร้อยละ 60.5 ของมูลค่าตลาดทั้งหมด และมีมูลค่าการซื้อขายกว่าร้อยละ 48.2 ของมูลค่าการซื้อขายของหุ้นทั้งตลาด การที่หุ้นขนาดใหญ่ของ 8 บริษัทเป็นหุ้นในเครือ ปตท. ซึ่งมีรัฐบาลเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ยังส่งผลให้สภาพคล่องโดยรวมของตลาดหุ้นอยู่ในระดับต่ำ และทำให้ดัชนีตลาดหุ้นไม่สามารถใช้เป็นเครื่องสะท้อนระดับความเจริญทางเศรษฐกิจหรือภาวะเศรษฐกิจได้อีกต่อไป เพราะปัจจัยที่ส่งผลในแง่บวกต่อการดำเนินงานของ ปตท. เช่น ราคาน้ำมันในตลาดโลก ซึ่งดึงดูดให้นักลงทุนสนใจซื้อหุ้น ปตท. มากขึ้น และส่งผลให้ดัชนีตลาดหุ้นปรับตัวสูงขึ้นเนื่องจากขนาดของ ปตท. อาจเป็นปัจจัยที่ส่งผลในแง่ลบต่อภาคเศรษฐกิจอื่นๆ ของประเทศ (เช่น ราคาน้ำมันสูงขึ้นทำให้บริษัทเอกชนทั่วไปต้องเผชิญกับต้นทุนที่แพงขึ้น)



นอกจากตลาดหุ้นไทยจะประสบภาวะการกระจุกตัวในด้านอุปทานและอุปสงค์แล้ว ก็ยังต้องประสบกับภาวะการกระจุกตัวด้านการกำกับดูแล กล่าวคือ การบริหารจัดการของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ('ตลท.') อยู่ภายใต้อิทธิพลของบริษัทสมาชิก ซึ่งหมายถึงบริษัทหลักทรัพย์ต่างๆ ส่งผลให้ตลาดหุ้นไทยมีพัฒนาการช้ากว่าประเทศเพื่อนบ้านและดำเนินนโยบายบางประการที่เอื้อประโยชน์ต่อบริษัทหลักทรัพย์เพียงฝ่ายเดียวแต่ไม่เป็นผลดีต่อนักลงทุน เช่น การตรึง อัตราค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ขั้นต่ำ (ค่านายหน้า) ไว้ที่ร้อยละ 0.25 ของมูลค่าการซื้อขาย ทำให้นักลงทุนในตลาดหุ้นไทยมีต้นทุนทางตรงจากค่านายหน้าในระดับสูง ในขณะที่ปัญหาสภาพคล่องในตลาดอยู่ในระดับต่ำก็ทำให้ต้นทุนทางอ้อม (ซึ่งสะท้อนในสัดส่วนต่างของราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขาย หรือ bid-ask spread) สูงตามไปด้วย นอกจากนี้ มาตรการคุ้มครองนักลงทุนรายย่อยและการปราบปรามผู้ทุจริตรายใหญ่ๆ ในตลาดหุ้น ก็ยังไม่มีความชัดเจนว่าจะบังคับใช้ได้จริง

แต่อย่างไรก็ตาม การแก้ไข พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ('พ.ร.บ. หลักทรัพย์') ซึ่งจะมีการระบุบทบัญญัติเรื่องธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียนไว้ในกฎหมายเป็นครั้งแรก ตลอดจนร่างกฎหมายอื่นๆ ที่น่าจะช่วยอำนวยความสะดวกให้กับนักลงทุนรายย่อยในการฟ้องผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นบริษัทที่ฉ้อฉล เช่น ร่างกฎหมายว่าด้วยการดำเนินคดีแบบกลุ่ม (class action law) น่าจะช่วยปกป้องผลประโยชน์ของนักลงทุนได้ดีกว่าเดิมในอนาคต

ในภาพรวมของระบบการเงิน บทเรียนของวิกฤตการณ์ทางการเงินในอดีตจนถึงช่วงของการแก้ปัญหาระบบสถาบันการเงินชี้ว่า ผลพวงของการเปิดเสรีการเงินอย่างรีบเร่งโดยไม่มีโครงสร้างทางเศรษฐกิจและการกำกับตรวจสอบภาคการเงินที่ครอบคลุม ทำให้ประโยชน์ในระยะสั้นที่ได้จากการเปิดเสรีต้องแลกมาด้วยต้นทุนมหาศาลและมีความซับซ้อนซึ่งเกี่ยวพันกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของสังคมเป็นจำนวนมากในการแก้ไขวิกฤตการณ์ทางการเงินที่ตามมา ทำให้นับแต่นั้นเป็นต้นมา หน่วยงานภาครัฐได้หันมาให้ความสนใจในการปฏิรูปภาคเศรษฐกิจและระบบการเงินเพื่อให้มีการกำกับดูแลที่เหมาะสมและมีโครงสร้างที่เอื้อต่อการเป็นระบบซึ่งมีหน้าที่อำนวยความสะดวกในการแบ่งปันความเสี่ยงระหว่างภาคส่วนต่างๆ

แนวทางสากลที่ใช้เพื่อการออกแบบระบบการกำกับดูแลตาม Basel III และการปฏิรูปเชิงโครงสร้างของระบบสถาบันการเงินในเชิงบูรณาการที่กำลังดำเนินอยู่ในปัจจุบัน ถือเป็นความพยายามอย่างจริงจังและถือเป็นจุดเริ่มต้นของการทดสอบที่คาดหวังและตั้งไว้ว่า ระบบสถาบันการเงินไทยจะมีเสถียรภาพในระยะยาวและให้ประโยชน์ตามที่ตั้งไว้หรือไม่ ถึงแม้ว่าองค์ประกอบในส่วนของ การประกันความมีเสถียรภาพที่ครบถ้วนของระบบการเงิน อันประกอบด้วยสถาบันประกันเงินฝากและเกณฑ์ในการสั่งปิดสถาบันการเงินในลักษณะ Prompt Corrective Action ยังเป็นแผนที่ต้องรอการอนุมัติ แต่โดยหลักการที่ถูกต้องและการกำกับที่รัดกุมภายใต้การอาศัยดุลยพินิจที่รอบคอบ หากสามารถสื่อสารให้สาธารณชนได้ทราบถึงผลดีของนโยบายทั้งสองประการ คงทำให้การยอมรับจากสังคมไม่ใช่เรื่องยาก ในขณะเดียวกัน การดำเนินนโยบายพัฒนาระบบสถาบันการเงินอย่างต่อเนื่องในประเด็นว่าด้วยการแข่งขันของธุรกิจเองก็มีความจำเป็นไม่แพ้กัน เพราะจะทำให้สังคมสามารถเชื่อได้ว่า ระบบการแข่งขันจะนำไปสู่ประโยชน์โดยรวมของสังคมในระยะยาว และปัญหาเรื่องเสถียรภาพระบบการเงินยังคงสามารถจัดการได้หากการกำกับดูแลของภาครัฐมีความรอบคอบและรัดกุมจริง ๆ

1.

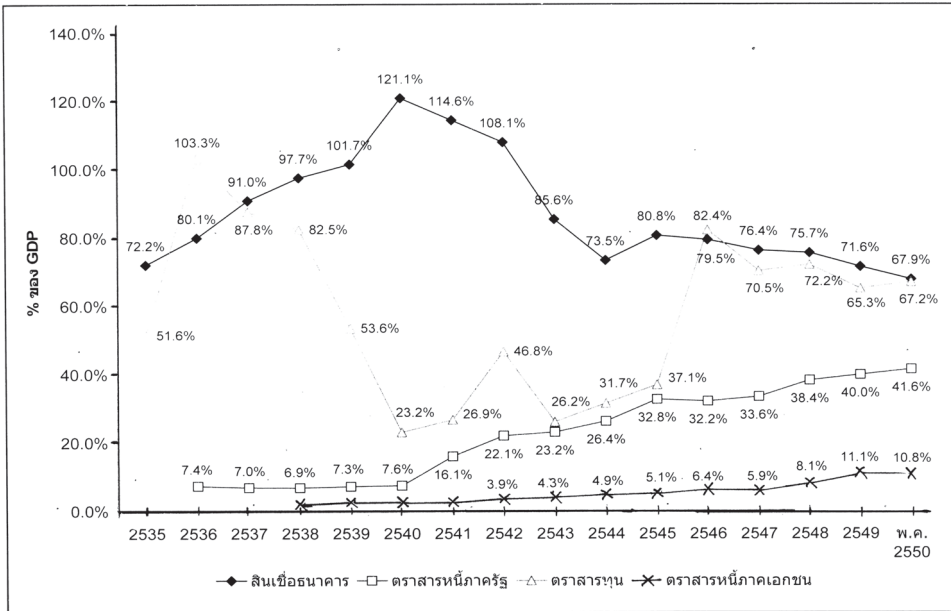


การจัดสรรทุนในประเทศไทย  
ในบริบทของโลกาภิวัตน์ภาคการเงิน

## 1.1 โครงสร้างระบบการเงินในประเทศไทย

ในระบบการเงินไทย ธนาคารพาณิชย์ยังคงเป็นแหล่งทุนหลักสำหรับการลงทุนและการใช้จ่ายในประเทศอย่างสม่ำเสมอตลอดมา ถึงแม้ว่าอัตราส่วนยอดสินเชื่อคงค้างต่อ GDP จะลดลงในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจระหว่างปี 2540 ถึง 2544 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ธนาคารพาณิชย์ทุ่มเทเวลาให้กับการบริหารจัดการหนี้เสีย ปรับโครงสร้างหนี้ของลูกค้า และเพิ่มทุนธนาคาร (recapitalization) มากกว่าการปล่อยสินเชื่อใหม่ อัตราส่วนดังกล่าวก็ยังสูงถึงร้อยละ 80.8 ณ สิ้นปี 2545 แม้ว่าจะลดลงอย่างต่อเนื่องนับจากนั้นเป็นต้นมา จนปัจจุบันยอดสินเชื่อคงค้าง ณ สิ้นเดือนพฤษภาคม 2550 อยู่ที่ประมาณร้อยละ 67.9 ของ GDP<sup>1</sup> สูงกว่ามูลค่าตลาดหุ้นต่อ GDP ซึ่งอยู่ที่ร้อยละ 67.2 เพียงเล็กน้อย แต่ถึงแม้ว่ามูลค่าตลาดหุ้นจะปรับตัวขึ้นกว่าสองเท่านับตั้งแต่ปี 2545 เป็นต้นมา ตัวเลขดังกล่าวก็ยังอยู่ต่ำกว่าจุดสูงสุดที่ร้อยละ 103.3 ของ GDP ในปี 2536 ซึ่งอาจนับเป็นจุดสูงสุดของเศรษฐกิจยุคฟองสบู่ โดยอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ (P/E ratio) เฉลี่ยทั้งตลาดในปีนั้นมีค่าสูงถึง 26.09 เท่า ซึ่งเป็นระดับ P/E ratio ที่สูงที่สุดในประวัติศาสตร์ตลาดหุ้นไทย (ค่า P/E ratio เฉลี่ยทั้งตลาด ณ วันที่ 25 กรกฎาคม 2550 อยู่ที่ประมาณ 12.6 เท่า)

แผนภาพที่ 1: ยอดคงค้างสินเชื่อในระบบธนาคาร ตราสารหนี้ และตราสารทุนต่อ GDP



ที่มา: ธปท.สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

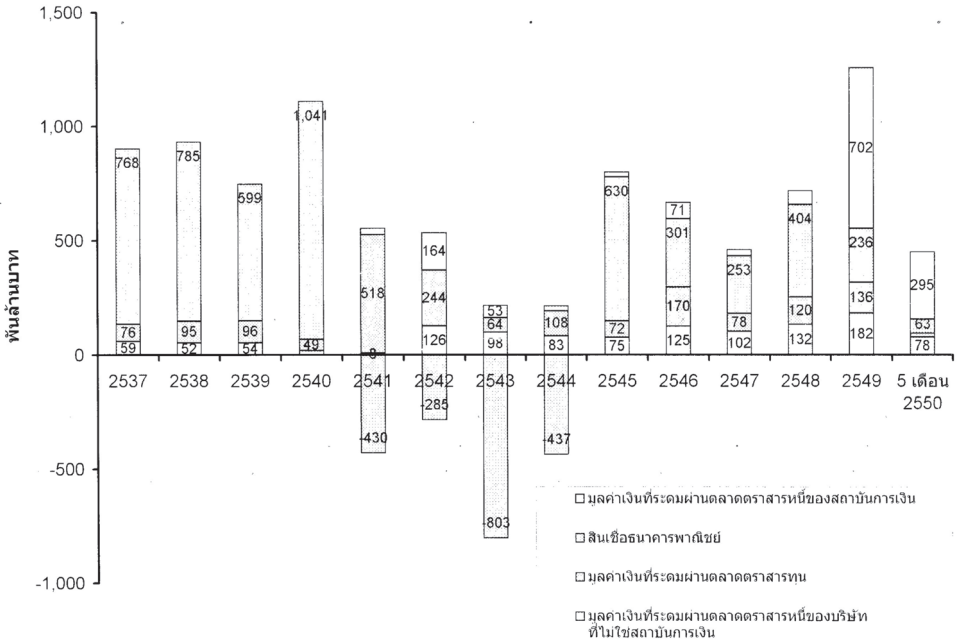
โดยมีมูลค่าเพียงร้อยละ 10.2 ของ GDP ณ สิ้นเดือนพฤษภาคม 2550 สาเหตุที่บริษัทเอกชนยังไม่นิยมออกตราสารหนี้เท่าที่ควร นอกจากเพราะความคุ้นเคยกับการกู้เงินจากธนาคารพาณิชย์และความ 'ใหม่' ของตลาดตราสารหนี้ ซึ่งยังมีขนาดเล็กและสภาพคล่องต่ำแล้ว ส่วนหนึ่งอาจมาจากการถูกเบียดบังเม็ดเงินด้านอุปสงค์ (crowding out) จากหน่วยงานภาครัฐ ซึ่งมีการออกพันธบัตรของรัฐบาล ตั๋วเงินคลัง พันธบัตรกองทุนฟื้นฟูสถาบันการเงิน พันธบัตรองค์การบริหารสินเชื่อสหกรณ์วิสาหกิจ และพันธบัตรรัฐวิสาหกิจต่างๆ อย่างสม่ำเสมอ โดยตราสารหนี้ภาครัฐเหล่านี้มีมูลค่ารวมกันถึงร้อยละ 41.6 ของ GDP หรือเกือบ 4 เท่าของตราสารหนี้ภาคเอกชน ณ สิ้นเดือนพฤษภาคม 2550

หลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ บริษัทขนาดใหญ่ที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน เริ่มให้ความสนใจต่อการระดมทุนในต่างประเทศผ่านตราสารหนี้สกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ โดยระหว่างปี 2540-2549 บริษัทเหล่านี้มีการออกตราสารหนี้สกุลเงินต่างประเทศ 22 ครั้ง คิดเป็นมูลค่ากว่า 5.5 พันล้านเหรียญสหรัฐ และมีสัดส่วนกว่าร้อยละ 10 ของมูลค่าเงินที่ระดมผ่านตลาดตราสารหนี้ทั้งหมด

เมื่อพิจารณามูลค่าการระดมทุนใหม่ของภาคเอกชนผ่านช่องทางต่าง ๆ ข้างต้น พบว่าธนาคารพาณิชย์ยังเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญที่สุดในระบบการเงินไทย ยกเว้นในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจระหว่างปี 2541 ถึง 2544 ซึ่งตัวเลขมูลค่าเงินและสัดส่วนของมูลค่านั้นต่อ Gross Fixed Capital Formation (GFCF) รวมของประเทศ (ดูแผนภาพที่ 2 และ 3 ในหน้าถัดไป) สะท้อนให้เห็นว่า บริษัทเอกชนสามารถใช้ตลาดตราสารหนี้และตลาดตราสารทุนเป็นแหล่งระดมทุนแทนสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์ ซึ่งมีมูลค่าเพิ่มปีต่อปีเป็นตัวเลขติดลบตลอดช่วง 4 ปีดังกล่าวที่ระบบธนาคารประสบปัญหาทางการเงิน โดยมูลค่าเงินที่ภาคเอกชนระดมจากการออกตราสารทุน คิดเป็นร้อยละ 50 ของ GFCF ในปี 2541 และมูลค่าเงินที่ระดมจากการออกตราสารหนี้ คิดเป็นร้อยละ 30 ของ GFCF ในปี 2542 หลังจากที่ฐานะทางการเงินของธนาคารพาณิชย์เริ่มดีขึ้นในปี 2545 ยอดสินเชื่อก็เพิ่มขึ้นเป็นครั้งแรกในปีนั้นนับตั้งแต่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจ โดยมีมูลค่าถึงร้อยละ 50.7 ของ GFCF ในปีเดียวกัน

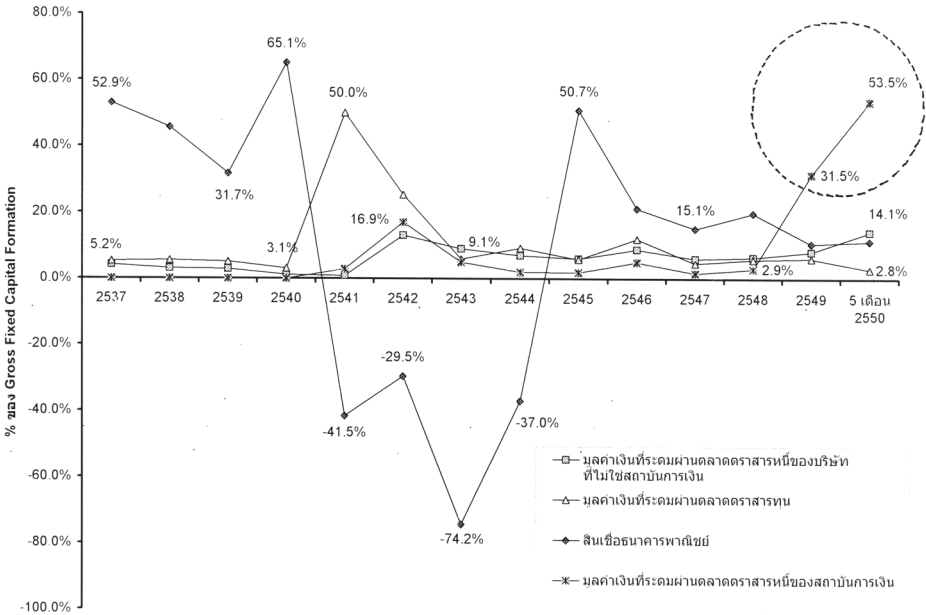
ตั้งแต่ต้นปี 2546 เป็นต้นมา บริษัทเอกชนเริ่มให้ความสนใจกับการระดมทุนผ่านตลาดตราสารหนี้มากขึ้น โดยเฉพาะตราสารหนี้ระยะสั้นอายุไม่เกิน 1-5 ปี ดังสะท้อนให้เห็นจากสัดส่วนมูลค่าเงินที่ระดมผ่านตลาดตราสารหนี้ต่อ GFCF เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 6.0 ในปี 2545 เป็น 14.1 ในช่วง 5 เดือนแรกของปี 2550 ส่งผลให้สัดส่วนสินเชื่อส่วนเพิ่มของธนาคารพาณิชย์ต่อ GFCF ลดลงจากร้อยละ 50.7 เหลือเพียงร้อยละ 11.4 ระหว่างช่วงเวลาเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนสินเชื่อของค้างต่อ GDP ซึ่งลดลงจากร้อยละ 79.5 เป็น 67.9 ระหว่างช่วงเวลาเดียวกัน

แผนภาพที่ 2: มูลค่าเงินที่ภาคเอกชนระดมผ่านตลาดตราสารหนี้  
ตลาดตราสารทุน และสินเชื่อ



ที่มา: ธปท.,สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

แผนภาพที่ 3: มูลค่าเงินที่ภาคเอกชนระดมผ่านตลาดตราสารหนี้  
ตลาดตราสารทุน และสินเชื่อ คิดเป็น % ของ Gross Fixed Capital Formation



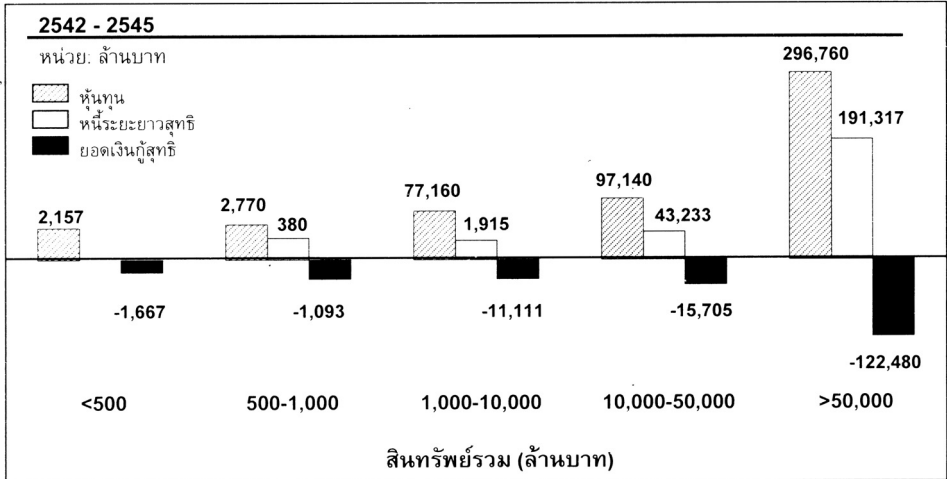
ที่มา: ธปท.,สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย



มูลค่าการระดมทุนผ่านตลาดตราสารหนี้ของสถาบันการเงินที่แสดงในแผนภาพที่ 2 และ 3 เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจาก 60,278 ล้านบาท ในปี 2548 (ร้อยละ 2.9 ของ GFCF) เป็น 702,219 ล้านบาทในปี 2549 (ร้อยละ 31.5 ของ GFCF) ส่วนหนึ่งเนื่องจากปี 2549 เป็นปีแรกที่ธนาคารแห่งประเทศไทย (ชปท.) เก็บตัวเลขมูลค่าของตราสารหนี้ระยะสั้น เช่น หุ้นกู้, commercial paper, ตั๋วแลกเงิน และตั๋วสัญญาใช้เงิน ดังนั้นอัตราการเพิ่มขึ้นของตัวเลขดังกล่าวจึงไม่มีนัยยะที่แท้จริง แต่อย่างไรก็ตามมูลค่ารวมของตราสารหนี้ที่ออกโดยสถาบันการเงินซึ่งมีอัตราส่วนสูงถึงร้อยละ 53.5 ของ GFCF ใน 5 เดือนแรกของปี 2550 สะท้อนให้เห็นความนิยมของตราสารหนี้ระยะสั้นในภาวะดอกเบี้ยขาลง และอาจชี้ให้เห็นด้วยว่าตราสารหนี้ระยะสั้นที่ออกและซื้อขายกันในตลาดเงินน่าจะถูกใช้เป็นเครื่องมือของนักลงทุนต่างชาติในการเก็งกำไรค่าเงินบาทและเก็งกำไรหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ไทยตั้งแต่ครึ่งปีหลังของปี 2549 อีกด้วย เนื่องจากสถาบันการเงินสามารถออกและเสนอขายตั๋วแลกเงิน (bills of exchange หรือ B/E) และ commercial paper ที่มีอายุไม่เกิน 210 วัน ให้กับนักลงทุนสถาบันได้โดยตรงโดยไม่ต้องขออนุญาต ก.ล.ต. ก่อน

สำหรับตัวอย่างอันดีที่ชี้ให้เห็นประโยชน์ของตลาดทุนในฐานะแหล่งทุนที่สามารถจัดสรรทุนแทนระบบธนาคารได้อย่างค่อนข้างมีประสิทธิภาพในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจอย่างน้อยก็สำหรับบริษัทที่มีศักยภาพพอที่จะสามารถระดมทุนจากตลาดทุนได้ เศรษฐวิวัฒน์ สุทธิวาหนฤพุมิ และ อมรรัตน์ กริตโสภณ (2549) ได้นำเสนอผลการวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้น ระหว่างปี 2542 ถึง 2548 ว่า บริษัทจดทะเบียนทุกขนาดสามารถระดมทุนในตลาดทุนในช่วงปี 2542-2545 เพื่อปรับโครงสร้างทางการเงินให้ลดภาระหนี้ลง โดยบริษัทจดทะเบียนสามารถลดอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนทุน (debt-to-equity ratio) จาก 5 เท่า ลงเหลือ 2 เท่าระหว่างช่วงเวลาดังกล่าว ดังแสดงในแผนภาพที่ 4

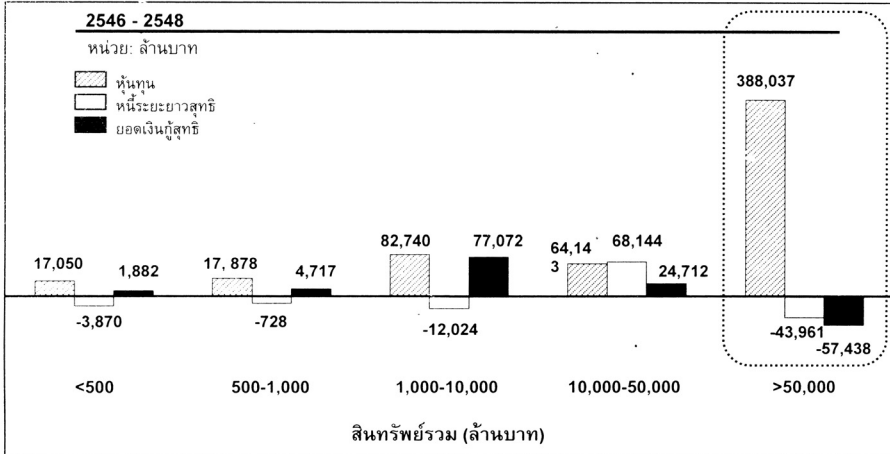
แผนภาพที่ 4: การเปลี่ยนแปลงของหุ้นทุน หนี้ระยะยาวสุทธิ และยอดเงินกู้สุทธิ  
ของบริษัทจดทะเบียน แยกตามขนาดบริษัท ปี 2542 - 2545



ที่มา: ความเปลี่ยนแปลงในภาคการเงินและการอภิบาลบริษัท, ดร.เศรษฐพุมิ สุทธิวาทนฤพุฒิ และ อมรรัตน์ กริตโสภณ 2549

หลังจากบริษัทจดทะเบียนหลายแห่งได้ปรับโครงสร้างทางการเงิน เป็นผลสำเร็จด้วยการระดมทุนผ่านตลาดหุ้นไปลดภาระหนี้สิน ในช่วงเวลา ต่อมาคือ ระหว่างปี 2546-2548 ซึ่งเป็นช่วงที่ธนาคารพาณิชย์เริ่มมี ฐานะทางการเงินดีขึ้น บริษัทจดทะเบียนก็เริ่มกู้ยืมเงินจากระบบธนาคาร พาณิชย์อีกครั้งหนึ่ง ยกเว้นกลุ่มบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ (มีสินทรัพย์ รวมมากกว่า 50,000 ล้านบาท) ที่ยังมีการคืนหนี้และระดมทุนผ่านตลาด หุ้นอย่างต่อเนื่อง ทำให้ตลอดระยะเวลา 7 ปี ตั้งแต่ปี 2542-2548 บริษัท จดทะเบียนขนาดใหญ่ชำระหนี้สุทธิเป็นมูลค่ารวมกว่า 180,000 ล้านบาท (แผนภาพที่ 5)

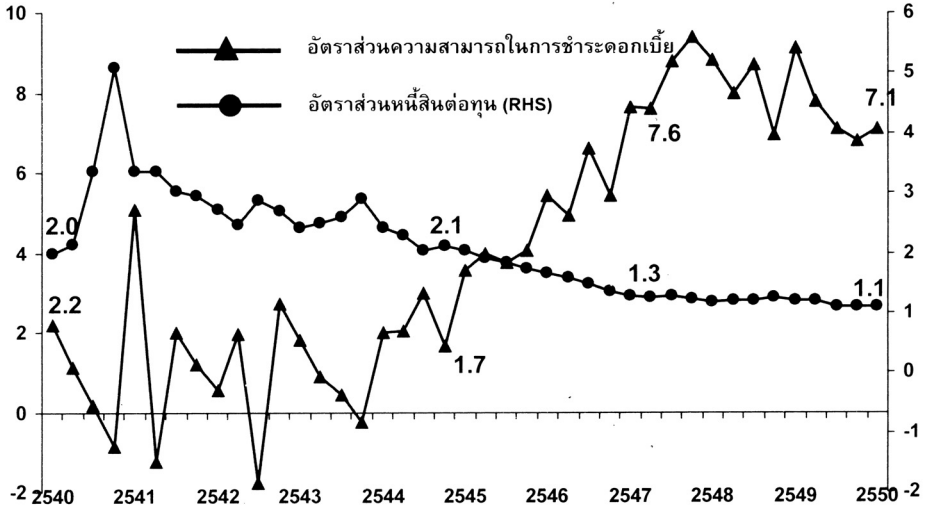
แผนภาพที่ 5: การเปลี่ยนแปลงของหุ้นทุน หนี้ระยะยาวสุทธิ และยอดเงินกู้สุทธิ  
ของบริษัทจดทะเบียน แยกตามขนาดบริษัท ปี 2546 - 2548



ที่มา: ความเปลี่ยนแปลงในภาคการเงินและการอภิบาลบริษัท, ดร.เศรษฐวุฒิ สุทธิวาทนฤพุฒิ และ อมรรัตน์ กริตโสภณ 2549

ความสำเร็จของบริษัทจดทะเบียนโดยเฉลี่ยในการปรับโครงสร้างหนี้และปรับโครงสร้างทางการเงินให้ใช้หนี้ลดลงในการดำเนินธุรกิจ ตลอดจนฐานะทางการเงินที่ดีขึ้น สะท้อนให้เห็นอัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นอย่างค่อนข้างต่อเนื่องนับตั้งแต่ปี 2545 เป็นต้นมา จาก 1.7 เท่า เป็น 7.7 เท่าในไตรมาสแรกของปี 2550 ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนทุนก็ลดลงจาก 2.1 เท่า เหลือเพียง 1.1 เท่า ระหว่างช่วงเวลาดังกล่าว (แผนภาพที่ 6)

แผนภาพที่ 6: อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย และอัตราส่วนหนี้สิน  
ต่อส่วนทุนของบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน  
ปี 2540 - ไตรมาสแรก 2550



ที่มา: ภาพรวมผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน ปรับปรุงข้อมูลล่าสุด ไตรมาส 1 2550. ดลท

อย่างไรก็ดี ในบริบทของเศรษฐกิจไทยโดยรวม ปัจจุบันตลาดหุ้นยังมีความสำคัญไม่มากนักเมื่อเทียบกับธนาคารพาณิชย์ โดยมีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นจำนวน 521 แห่ง คิดเป็นสัดส่วนเพียงร้อยละ 16 ของบริษัททั้งประเทศที่มีทุนจดทะเบียนไม่ต่ำกว่า 200 ล้านบาท ซึ่งเป็นคุณสมบัติขั้นต่ำของบริษัทมหาชนที่ต้องการเข้าเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน<sup>2</sup> และคิดเป็นสัดส่วนที่ต่ำมากเมื่อเทียบกับบริษัทจำกัด ซึ่งมีจำนวนกว่า 2 ล้านแห่งทั่วประเทศ

## 1.2 โครงสร้างการจัดสรรทุนในบริบทของเศรษฐกิจไทยโดยรวม

ในบริบทของภาคเศรษฐกิจโดยรวม เมื่อพิจารณามูลค่าการระดมทุนจากตลาดเงินและตลาดทุน แยกตามภาคธุรกิจที่ระดมทุนตามตารางที่ 1 พบว่า โครงสร้างการระดมทุนในตลาดทุนไทยยังไม่สอดคล้องกับขนาดของภาคธุรกิจต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจ หากวัดจากขนาดของธุรกิจเมื่อเทียบกับ GDP ยกตัวอย่างเช่น ระหว่างปี 2531-2543 ภาคสถาบันการเงิน ก่อสร้าง และอสังหาริมทรัพย์มีส่วนแบ่งเพียงร้อยละ 12.1 ของ GDP เท่านั้น แต่กลับมีสัดส่วนการระดมทุนถึงร้อยละ 67.3 ของมูลค่าเงินทุนทั้งหมดที่ระดมในตลาดตราสารทุนระหว่างช่วงเวลาเดียวกัน แม้ว่าสัดส่วนดังกล่าวจะลดลงเหลือร้อยละ 40 ระหว่างปี 2544 ถึงปลายเดือนพฤษภาคม 2550 (สาเหตุส่วนหนึ่งน่าจะมาจากความนิยมในการออกตราสารหนี้ระยะสั้นของสถาบันการเงิน ดังสะท้อนจากมูลค่าการระดมทุนของภาคนี้ ซึ่งเมื่อรวมกับภาคก่อสร้างและอสังหาริมทรัพย์แล้ว มีสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 72.4 ของมูลค่าตราสารหนี้ที่เสนอขายทั้งหมดระหว่างช่วงเวลาดังกล่าว) ตัวเลขนี้ก็ยิ่งนับว่าเป็นสัดส่วนที่สูงมากเมื่อเทียบกับส่วนแบ่งของภาคธุรกิจดังกล่าวใน GDP ที่อยู่ในระดับเพียงร้อยละ 9.3 ของ GDP ระหว่างช่วงเวลาเดียวกัน

**ตารางที่ 1: สัดส่วนการจัดสรรเงินทุนของตลาดตราสารทุนและตลาดตราสารหนี้เปรียบเทียบกับ GDP ราชอาณาจักรไทย ระหว่างปี 2531 - 2543 และ 2544 - 31 พฤษภาคม 2550**

หน่วย: ร้อยละของมูลค่ารวม

ภาคธุรกิจ	2531 - 2543			2544 - 31 พฤษภาคม 2550			
	GDP	ตราสารทุน	สินเชื่อ	GDP	ตราสารหนี้	ตราสารทุน	สินเชื่อ
อุตสาหกรรม การส่งออก และการนำเข้า	31.6	16.9	36.7	34.6	3.9	21.4	27.6
การบริหาร อุปโภคบริโภคของประชาชน และสาธารณูปโภค	20.0	10.4	22.4	22.8	16.7	38.0	29.7
การค้าส่งและค้าปลีก	16.5	2.0	16.7	15.1	7.1	0.4	16.2
สถาบันการเงิน ก่อสร้าง และอสังหาริมทรัพย์	12.1	67.3	21.1	9.3	72.4	40.0	24.1
เกษตรกรรม	10.2	-	2.5	10.1	-	-	2.1
เหมืองแร่	4.1	3.5	0.6	2.8	-	0.1	0.4
การบริหารและป้องกันประเทศ	3.0	-	-	4.5	-	-	-
สถานที่อยู่อาศัย	2.5	-	-	0.8	-	-	-
<b>รวมทั้งหมด</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

ที่มา: ตัวเลขปี 2531-2543 อ้างอิงจากตารางที่ 9 ในเอกสารการวิจัยส่วนบุคคล วิทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร เรื่อง ความจำเป็นและแนวทางการพัฒนาตลาดทุนไทย โดย ดร. ประสาร ไตรรัตน์วรกุล, 2545; ตัวเลขตั้งแต่ปี 2544 ประมวลจาก ธปท., ก.ล.ด. และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยโดยผู้เขียน

ในทางกลับกัน โครงสร้างสินเชื่อธนาคารพาณิชย์สะท้อนโครงสร้างของเศรษฐกิจไทยได้ดีกว่าโครงสร้างตลาดทุน เช่น ภาคอุตสาหกรรมส่งออกและนำเข้าซึ่งรวมกันมีส่วนแบ่งร้อยละ 34.6 ของ GDP มีส่วนแบ่งสินเชื่อร้อยละ 27.6 ของสินเชื่อธนาคารทั้งระบบระหว่างปี 2544 ถึงปลายเดือนพฤษภาคม 2550 ในขณะที่สัดส่วนการระดมทุนของภาคธุรกิจดังกล่าวในตลาดทุนคิดเป็นร้อยละ 3.9 ของตลาดตราสารหนี้ และร้อยละ 21.4 ของตลาดตราสารทุนเท่านั้น อย่างไรก็ตาม โครงสร้างสินเชื่อในช่วงปี 2544 ถึงปลายเดือนพฤษภาคม 2550 สะท้อนโครงสร้างเศรษฐกิจไทยได้ไม่ 'ดี' เท่ากับช่วงก่อนหน้าคือปี 2531-2543 โดยสินเชื่อที่ปล่อยให้กับภาคสถาบันการเงิน ก่อสร้าง และอสังหาริมทรัพย์ มีสัดส่วนเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 21.1 เป็นร้อยละ 24.1 สวนทางกับส่วนแบ่งของภาคธุรกิจดังกล่าวใน GDP ซึ่งลดลงจากร้อยละ 12.1 เป็นร้อยละ 9.3 ในขณะที่สินเชื่อที่ปล่อยให้กับภาค

อุตสาหกรรม การส่งออก และการนำเข้าก็ลดลงจากร้อยละ 36.7 ของสินค้าทั้งหมด เป็นร้อยละ 27.6 ส่วนทางกับส่วนแบ่งของภาคธุรกิจดังกล่าวใน GDP ซึ่งเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 31.6 เป็นร้อยละ 34.6

ข้อมูลเชิงเปรียบเทียบข้างต้นอาจจะท้อแท้ใจจริงที่ว่า ธุรกิจส่วนใหญ่ในประเทศไทย โดยเฉพาะธุรกิจค้าปลีก และธุรกิจการเกษตรที่ไม่ใช่บริษัทผู้ส่งออกขนาดใหญ่ ยังมีลักษณะเป็น ‘ธุรกิจครอบครัว’ ที่มีขนาดเล็กเกินกว่าจะสามารถระดมทุนจากตลาดเงินหรือตลาดทุนได้ โดยเอกสาร “สรุปข้อมูลเบื้องต้นสำมะโนอุตสาหกรรม 2550” ของสำนักงานสถิติแห่งชาติระบุว่า ปัจจุบันมีสถานประกอบการทั้งหมดจำนวน 1.13 ล้านแห่งในประเทศไทย ในจำนวนนี้ 1.1 ล้านแห่ง (ร้อยละ 97.9) เป็นสถานประกอบการขนาดเล็กที่มีลูกจ้างไม่ถึง 15 คน ที่เหลือประมาณ 11,300 แห่ง (ร้อยละ 1.0) มีลูกจ้างระหว่าง 16-30 คน, 10,200 แห่ง (ร้อยละ 0.9) มีลูกจ้างระหว่าง 31-200 คน และมีสถานประกอบการเพียงประมาณ 2,260 แห่ง (ร้อยละ 0.2) เท่านั้นที่มีลูกจ้างมากกว่า 200 คน

นอกจากนี้ บริษัทที่มีศักยภาพและขนาดใหญ่พอที่จะระดมทุนจากตลาดทุน อาจยังไม่ต้องการเปิดเผยฐานะทางการเงินและข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินธุรกิจให้นักลงทุนจำนวนมากรับทราบ จึงเลือกที่จะใช้สินเชื่อจากธนาคารเป็นแหล่งเงินทุนหลักในการดำเนินธุรกิจ ซึ่งธนาคารส่วนใหญ่ก็ได้เริ่ม ‘เจาะตลาด’ ผู้ประกอบการขนาดกลางและย่อม (SME) แล้วตั้งแต่ประมาณปี 2546

ท้ายที่สุด นวัตกรรมใหม่ๆ ในแวดวงการเงินของไทยที่จะช่วยเอื้อต่อการเข้าถึงตลาดเงินและตลาดทุนของบริษัทขนาดกลางและเล็ก อาทิเช่น บริษัทจัดการเงินร่วมลงทุน (venture capital) และตลาดตราสารหนี้ความเสี่ยงสูง (high-yield debt) ก็ยังเพิ่งอยู่ในระยะเริ่มแรกเท่านั้น โดยปัจจุบันมีบริษัทสัญชาติไทยเพียง 2 แห่งเท่านั้นที่ได้รับใบอนุญาตให้ทำธุรกิจ venture capital จาก ก.ล.ต. และข้อมูลของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยก็ระบุว่าปัจจุบันมีตราสารหนี้เพียงร้อยละ 6 เท่านั้นในตลาดตราสารหนี้ที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ระดับ ‘B’ (ซึ่งถือว่าเป็น high-yield เพราะเป็นชั้นที่ต่ำกว่า investment grade) และบริษัทเหล่านั้นก็ล้วนเป็นบริษัทขนาด

ใหญ่ซึ่งเป็นที่รู้จักในวงกว้างอยู่แล้ว ในขณะที่บริษัทผู้ออกตราสารหนี้กว่าร้อยละ 93 เป็นบริษัทใหญ่ที่มีฐานะทางการเงินแข็งแกร่งจนได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือระดับ 'A' (ตราสารหนี้ที่เหลือร้อยละ 1 ไม่มีการจัดอันดับ)

### 1.3 บทบาทของนักลงทุนต่างดาวในระบบการเงินไทย

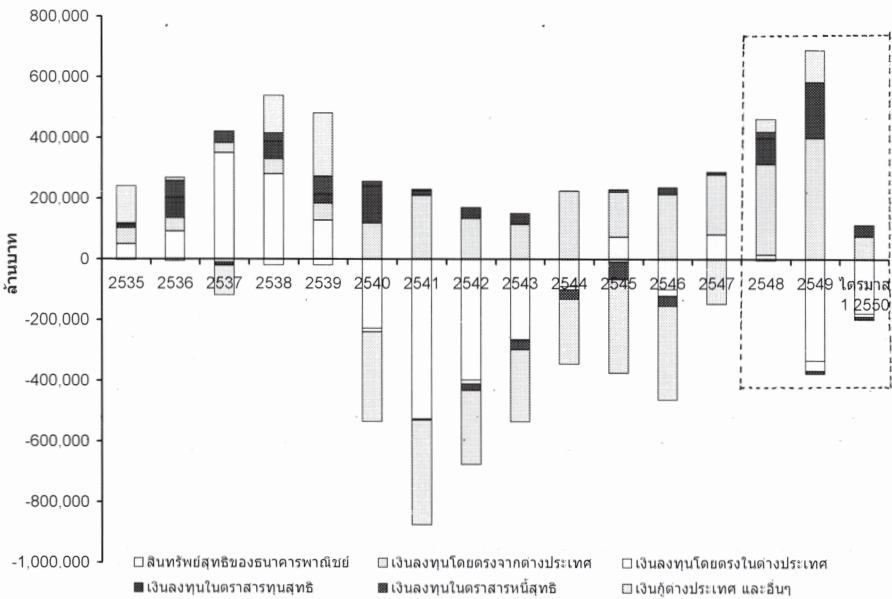
เป็นที่รับรู้กันโดยทั่วไปว่า นโยบายเปิดเสรีทางการเงินนั้นเป็นการเปิดให้เงินทุนเคลื่อนย้ายข้ามพรมแดนโดยเสรี ในยุคโลกาภิวัตน์ที่เชื่อมตลาดเงินและตลาดทุนทั่วโลกเข้าด้วยกัน นักลงทุนต่างดาว โดยเฉพาะนักลงทุนประเภทกองทุนเก็งกำไรระยะสั้น (hedge fund) มักจะมองตลาดทุนของประเทศกำลังพัฒนาที่ยังมีขนาดเล็กว่าเป็น 'บริษัท' หนึ่งบริษัทในพอร์ตการลงทุนของตัวเองที่ลงทุนทั่วโลก ยิ่งโลกาภิวัตน์ของตลาดเงินตลาดทุนแพร่ขยายและหยั่งรากลึกกลงเท่าไร ระดับการพัฒนาของประเทศที่เปิดเสรีทางการเงินก็จะยิ่งขึ้นอยู่กับปัจจัยภายนอกหลายประการที่ควบคุมไม่ได้ อาทิ เช่น ค่าเงินของประเทศอื่น อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศอื่น มาตรการสนับสนุนการลงทุนของรัฐบาลประเทศเพื่อนบ้าน ตลอดจนระดับราคา 'ถูก' หรือ 'แพง' ของตลาดหุ้นเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นของประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคเดียวกัน ในแง่นี้ การเปิดเสรีทางการเงินจึงส่งผลให้ประเทศต้องสูญเสียความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายระดับหนึ่ง

อย่างไรก็ตาม หากเงินทุนที่ไหลเข้าจากต่างชาติเป็นเงินลงทุนระยะยาว มากกว่าเงินเก็งกำไรระยะสั้น การเปิดเสรีทางการเงินก็จะส่งผลดีต่อระดับการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศในระยะยาวที่ 'คุ้มค่า' กับความเสี่ยงจากความผันผวนของตลาดทุนและอัตราแลกเปลี่ยนในระยะสั้น แต่ทั้งนี้ รัฐควรต้องวางกฎเกณฑ์ในการกำกับดูแลการลงทุนดังกล่าวและดำเนินนโยบายในหลากหลายมิติควบคู่ไปพร้อมกัน เพื่อให้มั่นใจได้ว่าผลประโยชน์ของเงินลงทุนระยะยาวจากต่างชาติจะตกมาถึงมือประชาชนคนไทย เช่น กำหนดให้บริษัทต่างชาติต้องมีการถ่ายทอดเทคโนโลยีและความรู้ให้กับพนักงานไทย และกำหนดอัตราเงินกำไรขั้นต่ำที่ต้องนำไปใช้ลงทุนต่อยอดในกิจการ (re-invested earnings) แทนที่จะโอนออกไปให้บริษัทแม่ในต่างประเทศทั้งหมด เป็นต้น



เมื่อพิจารณาองค์ประกอบของเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิภาคเอกชน (แผนภาพที่ 7) ตั้งแต่ปี 2535 จวบจนสิ้นไตรมาส 1 ของปี 2550 พบว่า เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment: FDI) ซึ่งเป็นเงินลงทุนระยะยาว มีมูลค่าสูงกว่าเงินลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตราสารหนี้และตราสารทุน (portfolio Investment) ตลอดช่วงระยะเวลาที่ผ่านมา แม้กระทั่งระหว่างปี 2548 ถึงสิ้นไตรมาส 1 ของปี 2550 (ซึ่งเป็นช่วงที่เม็ดเงินลงทุนของต่างชาติในตลาดหุ้นไทยเพิ่มขึ้นอย่างมีสาระสำคัญ) โดยเม็ดเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในแต่ละปีระหว่างช่วงเวลาดังกล่าว มีขนาดถึง 2.45-2.81 เท่าของเม็ดเงินลงทุนในตราสารหนี้และตราสารทุนรวมกัน

แผนภาพที่ 7: เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิภาคเอกชน ปี 2535 - ไตรมาสแรก ปี 2550

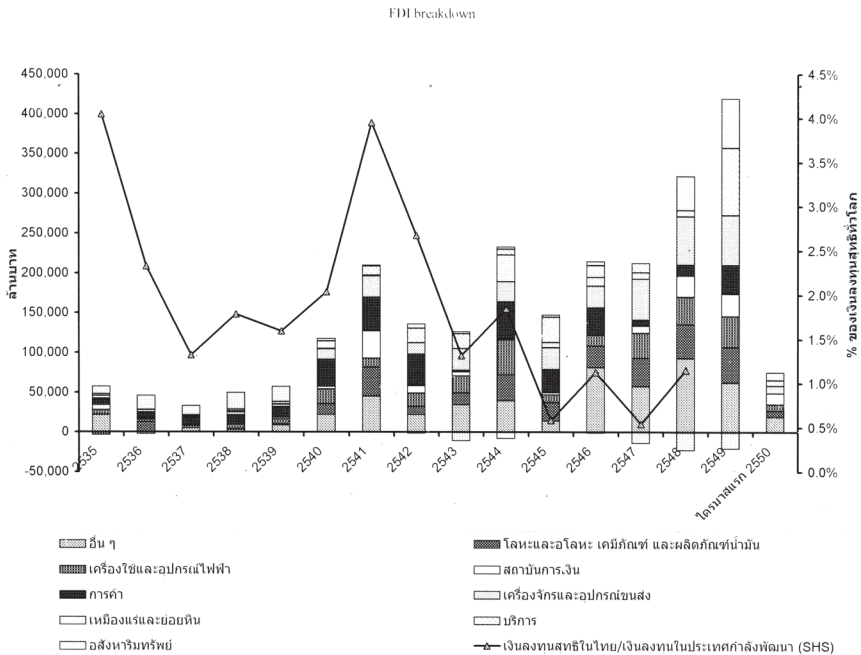


ที่มา: ธปท.

ขนาดที่ค่อนข้างใหญ่ของเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศซึ่งมีความสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจระยะยาวของประเทศจึงหมายความว่ารัฐควรใช้ความพยายามและความระมัดระวังอย่างมากในการออกมาตรการใดๆ ก็ตามที่มีเป้าหมายอยู่ที่การรักษาเสถียรภาพของค่าเงินบาท ในทางที่ช่วยบรรเทาความร้อนแรงของการเก็งกำไรระยะสั้นของนักลงทุนต่างชาติเพียงอย่างเดียว โดยควบคุมให้มาตรการนั้นๆ ส่งผลกระทบต่อเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศให้น้อยที่สุดเท่าที่จะทำได้ ยกตัวอย่างเช่น รัฐอาจพิจารณาเก็บภาษีจากเงินนักลงทุนต่างชาติ ‘ขาออก’ จากประเทศจากบัญชีผู้ฝากเงินต่างด้าว (non-resident account) ที่ไม่ใช่เงินปันผลหรือเงินกำไรที่ได้รับจากการประกอบกิจการในไทย แทนที่จะเก็บภาษีหรือหักสำรองจากเงินลงทุน ‘ขาเข้า’ เพราะมาตรการเก็บภาษีหรือหักสำรองเงิน ‘ขาเข้า’ อาจลดแรงจูงใจของนักลงทุนต่างชาติที่ตั้งใจเข้ามาลงทุนระยะยาวในไทย ไปพร้อมๆ กับลดแรงจูงใจของนักเก็งกำไรระยะสั้น ซึ่งอาจทำให้มาตรการนี้ ‘ได้ไม่คุ้มเสีย’ ในขณะที่การเก็บภาษีเงินได้ในไทย ใน ‘ขาออก’ นั้นน่าจะ สามารถแยกแยะระหว่างนักเก็งกำไร กับนักลงทุนระยะยาวได้ง่ายกว่า และดังนั้นจึงน่าจะมีประสิทธิภาพดีกว่า

เมื่อพิจารณาเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศตั้งแต่ปี 2535 จนถึงไตรมาสแรกของปี 2550 (แผนภาพที่ 8) พบว่า เงินลงทุนกว่าร้อยละ 39 เข้ามาลงทุนในกิจการที่ต้องใช้วัตถุดิบหรือเครื่องจักรนำเข้าจากต่างประเทศ (import content) สูง กล่าวคือ โลหะและอโลหะ เคมีภัณฑ์ และผลิตภัณฑ์น้ำมัน (ร้อยละ 12.7 ของเม็ดเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศทั้งหมด), เครื่องใช้และอุปกรณ์ไฟฟ้า (ร้อยละ 11.4) และเครื่องจักรและอุปกรณ์ขนส่ง (ร้อยละ 15) ดังนั้นจึงไม่ประสพผลกระทบต่อแรงจูงใจมากนักจากความผันผวนของค่าเงินบาท ต่างจากธุรกิจส่งออกสัญชาติไทยที่ใช้วัตถุดิบภายในประเทศ (local content) เป็นหลัก เช่น สินค้าเกษตรและอาหาร

แผนภาพที่ 8: เงินทุนโดยตรงจากต่างประเทศสุทธิ แยกตามประเภทธุรกิจ  
และส่วนแบ่งเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศของไทย  
ในเม็ดเงินลงทุนสุทธิในประเทศกำลังพัฒนาทั่วโลก



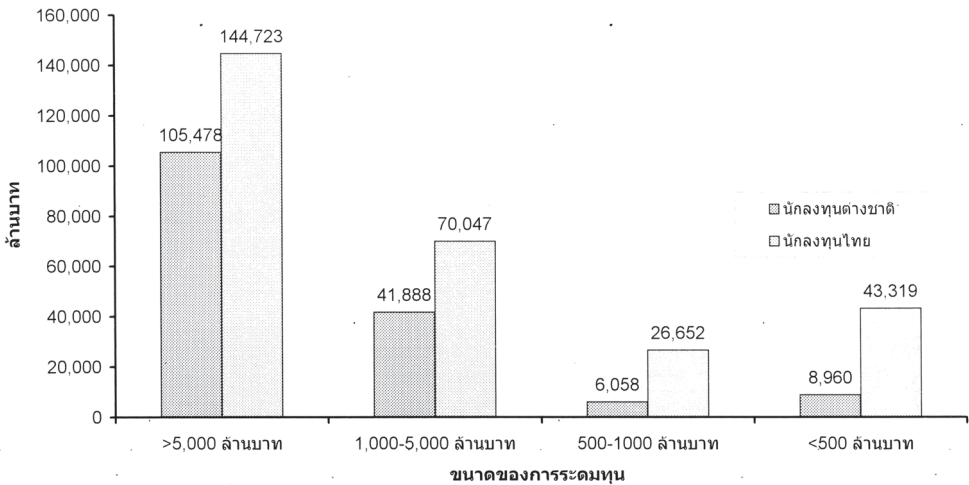
ธุรกิจที่มีอัตราการเติบโตของเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศสุทธิค่อนข้างสูงระหว่างปี 2548 และ 2549 ได้แก่ ไทคอมเนค โดยการเข้าครอบงำกิจการกลุ่มชินคอร์ปของกองทุนเทมาเส็กมีส่วนทำให้เงินลงทุนในธุรกิจนี้เพิ่มขึ้นกว่า 77,000 ล้านบาท หรือเพิ่มขึ้นร้อยละ 1,024 จากปี 2548, การค้า โดยเฉพาะธุรกิจค้าปลีกขนาดใหญ่ที่เรียกว่า hypermarket (อัตราการเติบโตร้อยละ 169 ต่อปี), อสังหาริมทรัพย์ (เติบโตร้อยละ 44.7) และโลหะและอโลหะ (เติบโตร้อยละ 42.7) เป็นที่น่าสังเกตด้วยว่าบริษัทเอกชนไทย ยกเว้นธุรกิจเหมืองแร่และอสังหาริมทรัพย์ ยังไปลงทุนในต่างประเทศน้อยมากเมื่อเทียบกับนักลงทุนต่างชาติที่มาลงทุนในไทย

เมื่อเทียบกับเม็ดเงินลงทุนโดยตรงในประเทศกำลังพัฒนาทั่วโลก ตั้งแต่ปี 2535 เป็นต้นมา ประเทศไทยมีส่วนแบ่งเม็ดเงินลงทุนลดลงมาก

นับจากยุคเศรษฐกิจฟองสบู่ โดยเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศของไทย ในปี 2548 คิดเป็นร้อยละ 1.1 ของเม็ดเงินลงทุนในประเทศกำลังพัฒนาทั่วโลกเท่านั้น ลดลงจากร้อยละ 4.0 ในปี 2535

นอกจากจะมีบทบาทโดยตรงในความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศผ่านการลงทุนระยะยาวแล้ว นักลงทุนต่างชาติยังมีบทบาทสำคัญในการระดมทุนของบริษัทไทยในตลาดหุ้น ('ตลาดแรก' หรือ primary market) โดยใช้เงินลงทุนในตลาดแรกทั้งหมดตั้งแต่ปี 2544 ถึง 30 มิถุนายน 2550 เป็นเงินกว่า 162,000 ล้านบาท เท่ากับร้อยละ 36.3 ของเม็ดเงินระดมทุนจากตลาดแรกทั้งหมด (แผนภาพที่ 9) โดยเม็ดเงินลงทุนของนักลงทุนต่างชาติคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 37.4 ของมูลค่าการระดมทุนขนาดใหญ่ (มูลค่าการเสนอขายระหว่าง 1,000-5,000 ล้านบาท) และคิดเป็นร้อยละ 42.2 ของมูลค่าการระดมทุนขนาดยักษ์ (มูลค่าการเสนอขายสูงกว่า 5,000 ล้านบาท) ซึ่งเป็นเรื่องธรรมดาเมื่อคำนึงว่า 'เงินลงทุนขั้นต่ำ' ในนโยบายการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติส่วนใหญ่อยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับขนาดของตลาดหุ้นไทย และดังนั้นจึงน่าจะซื้อได้แต่หุ้นขนาดใหญ่ แต่สิ่งที่น่าสนใจยิ่งกว่าคือ มีนักลงทุนต่างชาติให้ความสนใจกับการเสนอขายหุ้นขนาดกลาง (มูลค่าเสนอขายระหว่าง 500-1,000 ล้านบาท) และเล็ก (มูลค่าเสนอขายต่ำกว่า 500 ล้านบาท) จำนวนไม่น้อย โดยนักลงทุนต่างชาติลงทุน คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 18.5 ในการเสนอขายหุ้นขนาดกลาง และร้อยละ 17.1 ในการเสนอขายหุ้นขนาดเล็ก อย่างไรก็ตาม นักลงทุนต่างชาติบางรายในจำนวนนี้อาจเป็นนักลงทุนระยะยาวที่ต้องการซื้อหุ้นเกินร้อยละ 10 ของบริษัท (ซึ่งในกรณีนั้นจะนับเป็น "เงินลงทุนโดยตรง" หรือ Foreign Direct Investment) แต่เข้ามาซื้อหุ้นผ่านสถาบันการเงิน ซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวแทน (โนมินี) หรือนายหน้าซื้อขาย (โบรกเกอร์) ให้กับนักลงทุน ดังนั้นตัวเลขการลงทุนดังกล่าวจึงอาจมีความซ้ำซ้อนกับตัวเลขเงินลงทุนโดยตรงที่กล่าวถึงไปแล้วก่อนหน้านี้

แผนภาพที่ 9: มูลค่าการระดมทุนจากตลาดแรก แบ่งตามขนาดของการระดมทุนและประเภท  
นักลงทุน ตั้งแต่ปี 2544 - 30 มิถุนายน 2550



หมายเหตุ: รวม IPO, PO, PP

ที่มา: ก.ล.ต.

## 2.



บทบาทและการเปลี่ยนแปลง  
ของการจัดสรรทุนในตลาดเงินและตลาดทุน

บทบาทของตลาดทุนในการพัฒนาระบบการเงินและระบบเศรษฐกิจของประเทศ เป็นประเด็นสำคัญที่ผู้กำหนดนโยบายภาครัฐไม่อาจจะละเลย หรือมองข้ามไปได้ โดยเฉพาะในโลกยุคโลกาภิวัตน์ด้านการเงินที่เชื่อมตลาดเงิน ตลาดทุนทั่วโลกแทบทุกแห่งเป็นหนึ่งเดียวกัน เป็นที่รับรู้กันทั่วไปว่าระบบธนาคารไทยได้มีการพัฒนาไปมากในหลายมิติ โดยเฉพาะการปรับเปลี่ยนวิธีการดำเนินธุรกิจจากเดิมที่ปล่อยกู้โดยค้ำอิงถึงมูลค่าของหลักประกันและความสัมพันธ์ระหว่างลูกค้ำและธนาคาร (collateral- and relationship-based lending) เป็นหลัก มาเป็นการปล่อยกู้โดยค้ำอิงถึงศักยภาพในการชำระหนี้ที่ตั้งอยู่บนประมาณการกระแสเงินสดของลูกหนี้ (cashflow-based lending) เป็นหลัก ตลอดจนได้มีการเริ่มใช้ระบบบริหารและป้องกันความเสี่ยงอย่างกว้างขวางหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540

อย่างไรก็ตาม ระบบสินเชื่อในฐานะแหล่งทุนที่สำคัญมีข้อจำกัดมากมายที่สืบเนื่องมาจากลักษณะพื้นฐานของระบบธนาคาร โดยเฉพาะความเสี่ยงที่เกิดจากความไม่สอดคล้องกันระหว่างการได้มาและใช้ไปของเงินทุน (maturity mismatch) เนื่องจากแหล่งเงินทุนส่วนใหญ่ (มากกว่าร้อยละ 80) ของธนาคารพาณิชย์อยู่ในรูปเงินฝากระยะสั้น แล้วนำเงินดังกล่าวไปปล่อยกู้ต่อในระยะยาว จึงอาจเกิดปัญหาการขาดสภาพคล่องหากผู้ฝากเงินขาดความเชื่อมั่นและมาถอนเงินเป็นจำนวนมาก (bank run) ซึ่งจะกดดันให้

ธนาคารพาณิชย์ดปล่อยกู้หรือเรียกคืนเงินกู้เดิมก่อนกำหนด อันจะส่งผลกระทบต่อเนื่องเป็นลูกโซ่ไปยังภาคธุรกิจ ภาวะการลงทุน และเศรษฐกิจทั้งระบบ (ดูรายละเอียดปัญหาที่เกี่ยวกับระบบธนาคารพาณิชย์ มาตรการแก้ไข และแนวโน้มของระบบธนาคารในอนาคตได้ในส่วนที่ 3 ของรายงานฉบับนี้)

ตั้งแต่ปี 2544 เป็นต้นมา รัฐบาลพรรคไทยรักไทยได้ออกมาตรการมากมายซึ่งมีเป้าหมายอยู่ที่การเพิ่มมูลค่าของตลาดหลักทรัพย์ เช่น การลดอัตราภาษีเงินได้ในระดับบุคคลสำหรับบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จากร้อยละ 30 เป็นร้อยละ 25 การแปรรูปรัฐวิสาหกิจและนำองค์กรเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ตลอดจนออกมาตรการดึงเงินออกมาเพิ่มเม็ดเงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เช่น การเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้นของกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ และกองทุนประกันสังคม, การออกกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (Long Term Equity Fund หรือ LTF), กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (Retirement Mutual Fund หรือ RMF), และการเสนอขายกองทุนอายุเกษียณให้กับประชาชนทั่วไป มาตรการเหล่านี้ ประกอบกับภาวะเศรษฐกิจที่เริ่มฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง มีส่วนช่วยให้มูลค่าตลาดหุ้นเติบโตขึ้นมากในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา และทำให้จำนวนผู้มีส่วนได้เสียในตลาดหุ้น ทั้งทางตรงและทางอ้อม อาจมีจำนวนถึง 12.7 ล้านคน<sup>3</sup> ซึ่งในจำนวนนี้รวมผู้ประกันตนที่กองทุนประกันสังคมคุ้มครองจำนวน 7.8 ล้านคน, ข้าราชการที่เป็นสมาชิกกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการจำนวน 1.2 ล้านคน และสมาชิกกองทุนสำรองเลี้ยงชีพอีก 1.5 ล้านคน ถึงแม้ว่าจำนวนนักลงทุนรายย่อยที่ซื้อขายหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่อง (active account กล่าวคือ ส่งคำสั่งซื้อขายอย่างน้อย 1 ครั้งทุกๆ 3 เดือน) จะมีจำนวนเพียง 272,000 คน หรือคิดเป็นร้อยละ 0.5 ของประชากรทั้งประเทศเท่านั้นก็ตาม

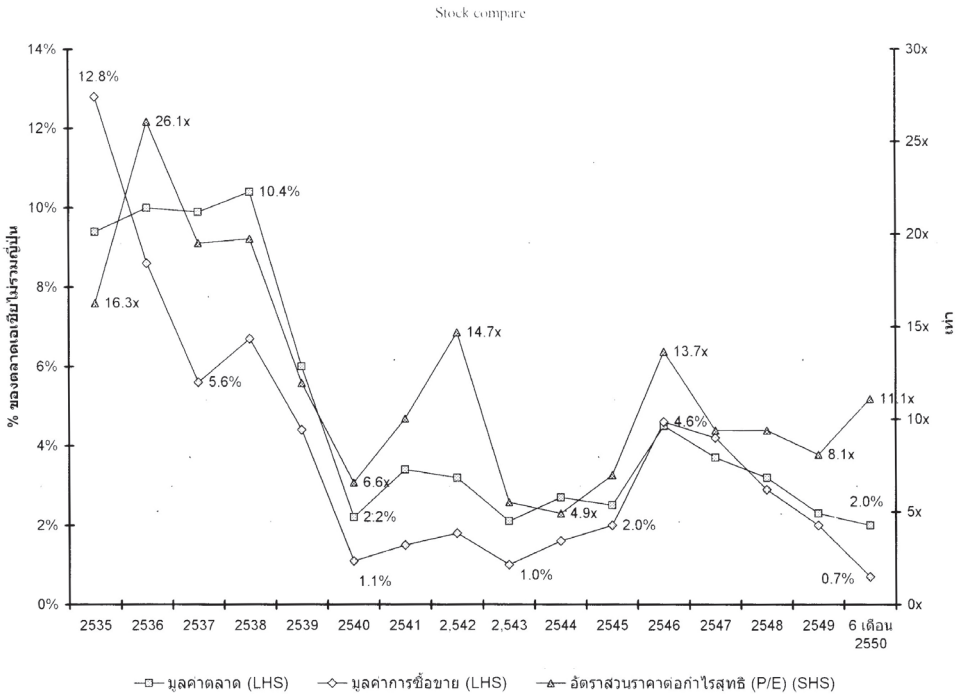
## 2.1 ตลาดหุ้นไทยในบริบทของกระแสโลกาภิวัตน์ด้านการเงิน

แม้ว่าภาวะตลาดหุ้นไทยจะฟื้นจากภาวะซบเซาอันเป็นผลพวงของวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 ได้นับตั้งแต่ประมาณปี 2544 เป็นต้นมา ปัจจุบันตลาดหุ้นไทยก็ยังเป็นตลาดที่ 'เล็ก' มากเมื่อเทียบกับตลาดอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชีย โดยมีมูลค่าตลาดคิดเป็นร้อยละ 2 และมีมูลค่าการซื้อขายเพียงร้อยละ



0.7 ของตลาดหุ้นทั้งหมดในทวีปเอเชีย (ไม่รวมญี่ปุ่น) ซึ่งเป็นสัดส่วนที่ต่ำมาก โดยเฉพาะเมื่อเทียบกับช่วง “เศรษฐกิจฟองสบู่” ที่ราคาหุ้นในตลาดพุ่งสูงขึ้นมากโดยไร้ปัจจัยพื้นฐานรองรับ จนอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ (P/E ratio) เฉลี่ยของตลาดพุ่งสูงถึง 26.1 เท่า ส่งผลให้มูลค่าซื้อขายในตลาดหุ้นไทยมีสัดส่วนสูงสุดถึงร้อยละ 12.8 ของตลาดหุ้นทั้งหมดในทวีปเอเชีย (ไม่รวมญี่ปุ่น) ในปี 2535 ในขณะที่มูลค่าตลาดในตลาดหุ้นไทยก็เพิ่มสูงขึ้นจนถึงระดับสูงสุดที่ร้อยละ 10.4 ของมูลค่าในตลาดหุ้นทั้งหมดในทวีปเอเชีย (ไม่รวมญี่ปุ่น) ในปี พ.ศ. 2538 ก่อนที่จะลดลงอย่างฮวบฮาบเมื่อเกิดปัญหาฟองสบู่แตกและวิกฤตเศรษฐกิจในปีต่อมา ปัจจุบันมูลค่าตลาดของตลาดหุ้นไทยมีขนาดเป็นอันดับที่ 36 ในโลก เล็กกว่าตลาด NYSE ของสหรัฐอเมริกา 102 เท่า เล็กกว่าตลาด HKEx ของฮ่องกง 12 เท่า และเล็กกว่าตลาด SGX ของสิงคโปร์ 3 เท่า ดังสะท้อนในแผนภาพที่ 10

แผนภาพที่ 10: มูลค่าตลาดและมูลค่าการซื้อขายในตลาดหุ้นไทยเทียบกับตลาดหุ้นอื่นๆ ในเอเชีย (ไม่รวมญี่ปุ่น) และอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิเฉลี่ยปี 2535 - 6 เดือน 2550



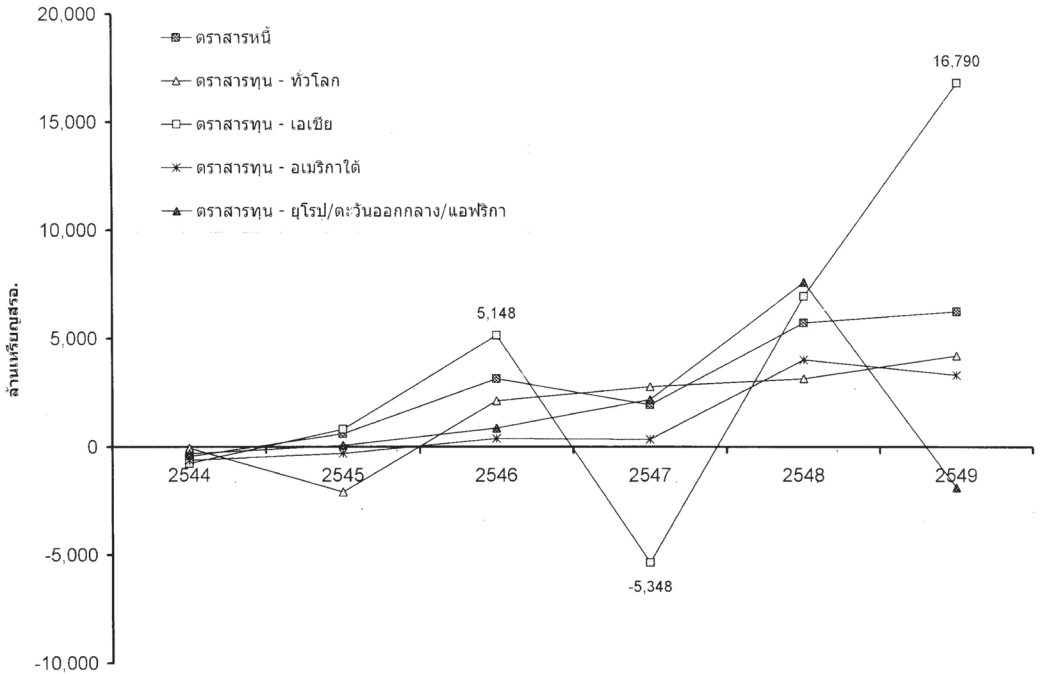
ที่มา: Bloomberg, ตลท.

ขนาดที่เล็กมากของตลาดหุ้นไทยเทียบกับเม็ดเงินลงทุนของต่างชาติ ทำให้นักลงทุนต่างชาติมีข้อจำกัดในการลงทุนในตลาดหุ้นไทย โดยเฉพาะกองทุนรวมประเภทกองทุนเก็งกำไรระยะสั้นที่ลงทุนในตลาดหุ้นทั่วโลก (global hedge fund) และกองทุนรวมที่ลงทุนในตลาดเกิดใหม่ (emerging markets fund) ซึ่งมีจำนวนและขนาดโตขึ้นทุกปี โดยล่าสุด รายงาน Global Financial Stability Report ประจำปี 2550 ของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) อ้างถึงผลการสำรวจของบริษัท Hedge Fund Research ว่า จำนวน global hedge fund เพิ่มขึ้นจากประมาณ 3,000 แห่ง ในปี 2538 เป็นกว่า 9,000 แห่งในปี 2549 และขนาดสินทรัพย์ภายใต้การบริหารจัดการ (net assets under management) ของกองทุนเหล่านี้ก็เติบโตขึ้นจาก

100,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เป็น 1.42 ล้านล้านเหรียญสหรัฐในช่วงเวลาเดียวกัน คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยกว่าร้อยละ 27.3 ต่อปีตลอดช่วงเวลา 11 ปีดังกล่าว ถ้าหาก global hedge fund เหล่านี้ตัดสินใจซื้อหุ้นทั้งหมดในบริษัทจดทะเบียนที่ใหญ่ที่สุด 20 อันดับแรกในตลาดหุ้นไทย จะใช้เงินเพียงร้อยละ 8.4 ของสินทรัพย์ 1.42 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ ที่อยู่ภายใต้การบริหารจัดการเท่านั้น

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจในกลุ่มประเทศอาเซียนหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ การเติบโตทางเศรษฐกิจของจีนและอินเดีย ซึ่งเป็นประเทศเกิดใหม่สองประเทศที่ใหญ่ที่สุดในทวีปเอเชีย ตลอดจนภาวะ ‘สภาพคล่องล้นเกิน’ (excess liquidity) ในระบบการเงินโลก และแนวโน้มที่เงินเหรียญสหรัฐจะอ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่อง ล้วนเป็นแรงผลักดันให้กองทุนรวมทั่วโลกหันมาให้ความสนใจต่อตลาดทุนในทวีปเอเชียมากขึ้น โดยเฉพาะตั้งแต่ปี 2547 เป็นต้นมา ในปี 2549 กองทุนรวมที่เน้นการลงทุนในตลาดเกิดใหม่ กลุ่มลงทุนสุทธิในตลาดตราสารทุนของตลาดเกิดใหม่ในเอเชียเป็นเงินถึง 16,790 ล้านดอลลาร์สหรัฐ มากกว่าเม็ดเงินลงทุนสุทธิในตลาดตราสารหนี้และตลาดตราสารทุนของตลาดเกิดใหม่ในภูมิภาคอื่นๆ (อาทิ อเมริกาใต้ และ ตะวันออกกลาง) ถึงเกือบ 4 เท่า ดังแสดงในแผนภาพที่ 11

แผนภาพที่ 11: มูลค่าการลงทุนสุทธิรายปีของกองทุนรวมที่เน้นลงทุนในตลาดเกิดใหม่ (emerging markets) แยกตามประเภทตลาด 2544-2549



ที่มา: Global Financial Stability Report 2007. International Monetary Fund

## 2.2 โครงสร้างตลาดหุ้นและผลกระทบต่อการจัดสรรทุน

โครงสร้างตลาดหุ้นไทยปัจจุบันมีลักษณะกระจุกตัวสูง ทั้งในด้านการกำกับดูแล (โครงสร้างการบริหารจัดการตลาดหุ้นถูกครอบงำโดยบริษัทหลักทรัพย์) ด้านอุปทาน (โครงสร้างการถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่กระจุกตัวในมือผู้ถือหุ้นรายใหญ่เพียงไม่กี่ราย) และด้านอุปสงค์ (พฤติกรรมการซื้อขายของนักลงทุนต่างชาติในตลาดรองสามารถ ‘ชี้นำ’ ตลาดได้และทำให้มูลค่าการซื้อขายหุ้นกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ไม่กี่บริษัท) การกระจุกตัวในทั้ง 3 มิติดังกล่าวเป็นเครื่องฉุดรั้งพัฒนาการของตลาดหุ้นไทยไม่ให้คืบหน้าเท่าที่ควรเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นอื่นๆ ในภูมิภาค ด้วยเหตุผลหลักๆ ดังต่อไปนี้:

1) การกระจุกตัวของอำนาจการกำกับดูแลตลาดหุ้นที่ถูกครอบงำโดยสถาบันการเงินตัวกลาง ส่งผลให้ทิศทางนโยบายการพัฒนาตลาดหุ้นเป็นไปในทางที่มุ่งรักษาผลประโยชน์ของสถาบันตัวกลาง โดยเฉพาะบริษัทหลักทรัพย์เป็นหลัก มากกว่าจะมุ่งคุ้มครองผลประโยชน์ของนักลงทุนรายย่อย ดังที่ควรจะเป็น เช่น การประวิงนโยบายเปิดเสรีค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (ค่าคอมมิชชั่น) และเร่งต่อต้านแนวทางการแปรรูป ตลท. ให้เป็นบริษัท (demutualization) ทั้งๆ ที่การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นบริษัท แล้วนำบริษัทนั้นเข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้น ได้รับการพิสูจน์จากประสบการณ์ของตลาดหลักทรัพย์หลายสิบแห่งทั่วโลกแล้วว่า สามารถช่วยปรับปรุงประสิทธิภาพในการดำเนินงานให้ทัดเทียมบริษัทเอกชนเปิดทางให้นักลงทุนรายย่อยมีส่วนร่วมในการกำหนดนโยบายของตลาดหลักทรัพย์ได้โดยตรงในฐานะ ‘เจ้าของ’ และสามารถดำรงความเป็นอิสระในฐานะหน่วยงานกำกับดูแลตนเอง (self-regulating organization) ได้

2) การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ช่วยตอกย้ำปัญหาการขาดสภาพคล่องในตลาดให้ดำรงอยู่ต่อไป และส่งผลให้ประโยชน์จากการถือหุ้น เช่น เงินปันผล กระจุกตัวอยู่ในมือผู้ถือหุ้นรายใหญ่เพียงไม่กี่รายเท่านั้น แทนที่จะอยู่ในมือนักลงทุนในวงกว้างเพื่อสร้างแรงจูงใจให้ประชาชนทั่วไปหันมาสนใจการลงทุนในตลาดหุ้นให้มากขึ้นดังที่ควรจะเป็น

3) การกระจุกตัวของอำนาจการชี้นำตลาดในมือของนักลงทุน

สถาบันต่างชาติ มีส่วนหันเหความสนใจของนักลงทุนในประเทศ ทั้งนักลงทุนรายย่อยและนักลงทุนสถาบัน ออกจากบริษัทขนาดกลางและเล็กที่มีพื้นฐานดี ไป ‘แห่เล่นตาม’ (herd mentality) นักลงทุนต่างชาติที่ซื้อแต่หุ้นขนาดใหญ่เท่านั้น เนื่องจากรู้ว่าพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติสามารถ ‘ขยับ’ ให้หุ้นขึ้นหรือลงได้อย่างค่อนข้างแน่นอน เท่ากับเป็นการลดแรงจูงใจของบริษัทขนาดกลางและเล็กในการระดมทุนจากตลาดหลักทรัพย์โดยปริยาย

4) อิทธิพลของการกระจุกตัวด้านอุปสงค์และอุปทานประกอบกัน ลิดรอนประสิทธิภาพของตลาดหุ้นในการเป็น ‘พรอกซี’ (proxy) ที่สะท้อนระดับความแข็งแกร่งของระบบเศรษฐกิจโดยรวม เนื่องจากปัจจัยต่างๆ ที่ทำให้หุ้นขนาดใหญ่มีผลประกอบการดีขึ้น (ซึ่งจะทำให้ให้นักลงทุนซื้อหุ้นดังกล่าว ทำให้ราคาและดัชนีตลาดปรับตัวสูงตามไปด้วย) อาจเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบข้ามต่อบริษัทเอกชนรายอื่นๆ อีกจำนวนมาก กล่าวคือ ทำให้บริษัทเหล่านั้นประสบความยากลำบากในการดำเนินธุรกิจ จนเศรษฐกิจโดยรวมอาจเข้าสู่ภาวะถดถอยต่างๆ ที่ดัชนีตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องก็ตาม

นอกจากนี้ อิทธิพลในหลายบทบาทและหลายมิติของภาครัฐและเจ้าหน้าที่รัฐในตลาดหุ้น ทั้งในฐานะผู้กำหนดนโยบายพัฒนาตลาดหุ้น ผู้มีอำนาจแต่งตั้งโยกย้ายหน่วยงานกำกับดูแลตลาดหุ้น ผู้มีอำนาจควบคุมบริษัทจดทะเบียนรายใหญ่ หรือกรรมการและผู้บริหารระดับสูงในบริษัทจดทะเบียนเหล่านั้น ยังก่อให้เกิดปัญหาผลประโยชน์ทับซ้อนในระดับที่ยากต่อการคลี่คลาย

ลักษณะการกระจุกตัวของตลาดหุ้นและปัญหาที่สรุปไว้ดังกล่าวข้างต้น สามารถแจกแจงในรายละเอียดได้ดังต่อไปนี้

### 2.2.1. ลักษณะการกระจุกตัวของอำนาจการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์

ถึงแม้ว่า พ.ร.บ. หลักทรัพย์ จะกำหนดให้ ก.ล.ต. มีอำนาจเต็มทีตามกฎหมายในการกำกับดูแล ตลท. ปัจจุบัน ตลท. มีสถานะเป็น “องค์กรกำกับดูแลตนเอง” (self-regulatory organization หรือ SRO) ภายใต้บันทึก

ข้อตกลงกับ ก.ล.ต. ซึ่งให้อำนาจ ตลท. ในการออกประกาศและข้อบังคับต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรอง โดยไม่ต้องขออนุมัติจาก คณะกรรมการ ก.ล.ต. ก่อน เช่น กฎเกณฑ์เกี่ยวกับการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ บริการด้านนายทะเบียนหลักทรัพย์ รวมทั้งทำหน้าที่เป็น “ด่านแรก” ในการติดตามสภาพการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อยับยั้งหรือรวบรวมหลักฐานเกี่ยวกับการกระทำทุจริต เช่น การปั่นหุ้นหรือการใช้ข้อมูลภายใน นอกจากนี้บทบาทของ SRO ที่ได้รับมอบหมายจาก ก.ล.ต. แล้ว ตลท. ยังมีอำนาจในการกำหนดนโยบายและกำกับดูแลธุรกิจบางด้านของบริษัทสมาชิก (ซึ่งหมายถึงบริษัทหลักทรัพย์) เช่น ระดับค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ และระบบการแข่งขันในตลาด

ดังนั้น ถ้าหากบริษัทหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของคณะกรรมการ ตลท. ก็จะสามารถกดดันให้ ตลท. ดำเนินนโยบายและออกกฎเกณฑ์ต่างๆ ไปในทางที่รักษามลประโยชน์ของธุรกิจตนเองเอาไว้ได้ ทั้งๆ ที่นโยบายและกฎเกณฑ์เหล่านั้นอาจขัดต่อผลประโยชน์ของนักลงทุน เช่น คณะกรรมการ ตลท. อาจตัดสินใจให้คงค่าธรรมเนียมในการซื้อขาย หลักทรัพย์ขั้นต่ำเอาไว้ แทนที่จะยกเลิกค่าธรรมเนียมขั้นต่ำเพื่อให้นักลงทุนได้รับประโยชน์อย่างเต็มที่จากการแข่งขันระหว่างบริษัทหลักทรัพย์ผู้ให้บริการ

คณะกรรมการ ตลท. 11 คน ประกอบด้วยผู้มีคุณสมบัติตามที่ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ กำหนด ดังต่อไปนี้

1. บุคคลซึ่งคณะกรรมการ ก.ล.ต. แต่งตั้ง จำนวนไม่เกิน 5 คน ซึ่งต้องเป็น “ผู้มีความรู้และประสบการณ์ในกิจการตลาดหลักทรัพย์ ธุรกิจหลักทรัพย์ หรือธุรกิจการเงินเป็นอย่างดี” อย่างน้อย 1 คนในจำนวนนี้ต้องเป็นผู้บริหารระดับสูงของบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
2. บุคคลซึ่งสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ (หมายถึงบริษัทหลักทรัพย์) แต่งตั้งจำนวนไม่เกิน 5 คน
3. กรรมการตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดลงมติแต่งตั้งผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นกรรมการตลาดหลักทรัพย์โดยตำแหน่ง

กรรมการตลาดหลักทรัพย์ทุกคนจะต้อง “ไม่เป็นข้าราชการซึ่งมีตำแหน่งหรือเงินเดือนประจำ ข้าราชการการเมือง หรือพนักงานหรือลูกจ้าง

ของหน่วยงานของรัฐหรือรัฐวิสาหกิจ หรือของราชการส่วนท้องถิ่น สมาชิกสภาท้องถิ่น หรือผู้บริหารท้องถิ่นซึ่งได้รับเลือกตั้ง”

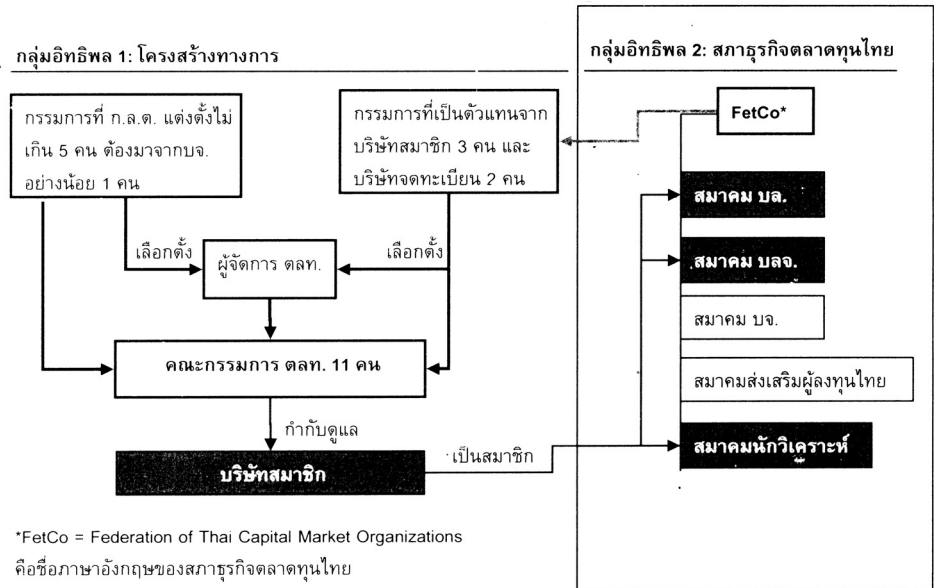
แม้ว่าคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์จะมีอำนาจในการกำหนดนโยบาย ระเบียบ ข้อบังคับ และควบคุมการดำเนินงานของตลท. ก็ตาม การกำหนดหรือการเปลี่ยนแปลงแก้ไขระเบียบต่างๆ ส่วนใหญ่ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมบริษัทสมาชิก และ/หรือได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. เสียก่อนจึงจะใช้บังคับได้

ปัจจุบันได้มีการแก้ไขกฎระเบียบให้ลดจำนวนกรรมการในคณะกรรมการ ตลท. ที่เป็นตัวแทนของบริษัทสมาชิกจาก 5 คน เหลือ 3 คน และเพิ่มกรรมการที่เป็นตัวแทนจากบริษัทจดทะเบียนแทนที่อีก 2 คน โดยอ้างว่าเพื่อเปิดโอกาสให้บริษัทจดทะเบียน ซึ่งเป็นผู้มีส่วนได้เสียในตลาดทุนที่ไม่ใช่บริษัทสมาชิก (บริษัทหลักทรัพย์) เข้ามามีส่วนร่วมในการบริหาร ตลท. มากขึ้น แต่ในความเป็นจริง บริษัทหลักทรัพย์ยังคงครอบงำคณะกรรมการ ตลท. อยู่ โดยใช้กลไกทั้งโครงสร้างทางการและการลอบบี้ผ่านสภาธุรกิจตลาดทุนไทยหรือ FetCo (ย่อมาจาก Federation of Thai Capital Market Organizations) ซึ่งข้อมูลจากเว็บไซต์ FetCo<sup>4</sup> ระบุว่า ‘จัดตั้งขึ้นโดยความร่วมมือระหว่างองค์กรที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ในปี 2547 โดยความร่วมมือของ 6 องค์กร ประกอบด้วย สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ สมาคมบริษัทจดทะเบียน สมาคมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ สมาคมบริษัทจัดการลงทุน สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย และ ตลท.’ เนื่องจากบริษัทส่วนใหญ่ที่เป็นสมาชิกของ 3 องค์กรสมาชิกของ FetCo ได้แก่ สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ สมาคมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ และสมาคมบริษัทจัดการลงทุน เป็นบริษัทสมาชิกหรือเป็นบริษัทในเครือบริษัทที่เป็นสมาชิก ตลท. ด้วย (เนื่องจากตลาดทุนไทยยังแทบไม่เคยมีสถาบันการเงินตัวกลาง เช่น สถาบันวิเคราะห์หลักทรัพย์อิสระ ที่ไม่ได้ประกอบธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์หรือเป็นบริษัทในเครือของธุรกิจนี้ด้วย) ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์จึงมีอิทธิพลชั้นนำคณะกรรมการ ตลท. ผ่านกลุ่มอิทธิพลทั้งสองกลุ่ม ดังแสดงในแผนภาพที่ 12

เมื่อพิจารณาที่มาของกรรมการในคณะกรรมการ ตลท. ชุดปัจจุบันพบว่า ประธานกรรมการเป็นอดีตนายกรัฐมนตรีแห่งประเทศไทย กรรมการ



## แผนภาพที่ 12: โครงสร้างอำนาจในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์



2 คนเป็นอาจารย์มหาวิทยาลัยผู้เชี่ยวชาญด้านการเงิน กรรมการ 4 คนเป็นผู้บริหารระดับสูงของบริษัทหลักทรัพย์ กรรมการ 2 คนเป็นผู้บริหารระดับสูงของบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ และกรรมการอีก 1 คนเป็นผู้บริหารระดับสูงของบริษัทจัดการลงทุน ดังนั้นเนื่องจากกรรมการทุกคน ยกเว้นประธานกรรมการและอาจารย์มหาวิทยาลัย 2 ท่าน ล้วนมาจากองค์กรที่เป็นสมาชิก FetCo ก็หมายความว่า หากองค์กรสมาชิกใน FetCo มีมติเห็นชอบในเรื่องใดเรื่องหนึ่งที่ต้องการไปผลักดันในระดับคณะกรรมการ ตลท. แล้ว ก็เป็นการยากที่ประธานกรรมการและผู้ไม่มีส่วนได้เสีย 2 คน จะออกเสียงคัดค้านมติดังกล่าว

ทั้งนี้ เป็นที่น่าสังเกตด้วยว่า ประเทศไทยไม่เคยมีตัวแทนของนักลงทุน ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนสถาบันหรือนักลงทุนรายย่อยในคณะกรรมการ

ตลท. เลยนอกจากนี้ สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย ซึ่งเป็นหนึ่งในองค์กรผู้ร่วมก่อตั้ง FetCo และประกาศว่า “เป็นแกนนำในการคุ้มครองปกป้องสิทธิของผู้ลงทุน” เป็นหนึ่งในวัตถุประสงค์ขององค์กร ก็ได้รับการสนับสนุนทางด้านเงินทุนจาก ตลท. และบริษัทหลักทรัพย์เพื่อธุรกิจหลักทรัพย์ ทำให้ไม่สามารถดำเนินงานอย่างเป็นอิสระจาก ตลท. ได้อย่างแท้จริง

ปัญหาการกระจุกตัวของอำนาจการบริหารจัดการ ตลท. ที่คณะกรรมการ ตลท. ถูกครอบงำโดยบริษัทหลักทรัพย์ เป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้ ตลท. มีผลการดำเนินการที่ด้อยกว่า และมีพัฒนาการที่ช้ากว่าตลาดทุนของประเทศเพื่อนบ้านหลายประเทศ เช่น ตลท. ยังไม่มีนโยบายที่ชัดเจนเกี่ยวกับกระบวนการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์เป็นบริษัทจำกัดหรือบริษัทจดทะเบียนที่มุ่งแสวงหากำไร (demutualization) และกระจายหุ้นในบริษัท ตลท. ให้กับนักลงทุน ทั้งๆ ที่การแปรรูปดังกล่าวเป็นรูปแบบการดำเนินงานที่ตลาดหุ้นทั่วโลกนิยมใช้มากขึ้นเรื่อยๆ โดย ณ สิ้นปี 2548 ตลาดหุ้นที่แปรรูปไปแล้วมีจำนวนคิดเป็นร้อยละ 58 และมีมูลค่าตลาดรวมกันคิดเป็นร้อยละ 60 ของตลาดหุ้น 48 แห่งทั่วโลกที่เป็นสมาชิกของ World Federation of Exchanges และมีแนวโน้มว่าจะเพิ่มจำนวนขึ้นเรื่อยๆ เนื่องจากการใช้รูปแบบบริษัทที่แสวงหากำไรของตลาดหุ้นได้รับการพิสูจน์แล้วว่า สามารถกระจายอำนาจการบริหารจัดการตลาดหุ้นออกจากกลุ่มบริษัทหลักทรัพย์ไปสู่ผู้มีส่วนได้เสียฝ่ายอื่นๆ ในตลาดทุนโดยเฉพาะนักลงทุน ทำให้ตลาดหุ้นมีความยืดหยุ่น มีประสิทธิภาพและความคล่องตัวมากขึ้นในการดำเนินงาน แต่ในขณะเดียวกันก็สามารถรักษาจุดสมดุลระหว่างหน้าที่ในการกำกับดูแลตลาดในฐานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง (SRO) และหน้าที่แสวงหากำไรในฐานะบริษัทเอกชนเอาไว้ได้ ด้วยการกำหนดเงื่อนไขในโครงสร้างผู้ถือหุ้นและโครงสร้างคณะกรรมการในทางที่จำกัดอำนาจครอบงำของบริษัทหลักทรัพย์ เช่น ห้ามไม่ให้ผู้ถือหุ้นรายใดรายหนึ่งถือหุ้นในบริษัทตลาดหุ้นเกินร้อยละ 5 และห้ามไม่ให้กรรมการส่วนใหญ่เป็นตัวแทนของบริษัทหลักทรัพย์ ตลาดหุ้น New York Stock Exchange (NYSE) ในอเมริกาถึงกับกำหนดให้กรรมการทุกคนในคณะกรรมการต้องเป็นกรรมการอิสระที่ไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัทสมาชิก และแยกฝ่ายกำกับดูแลทั้งหมดออกไปตั้งเป็น

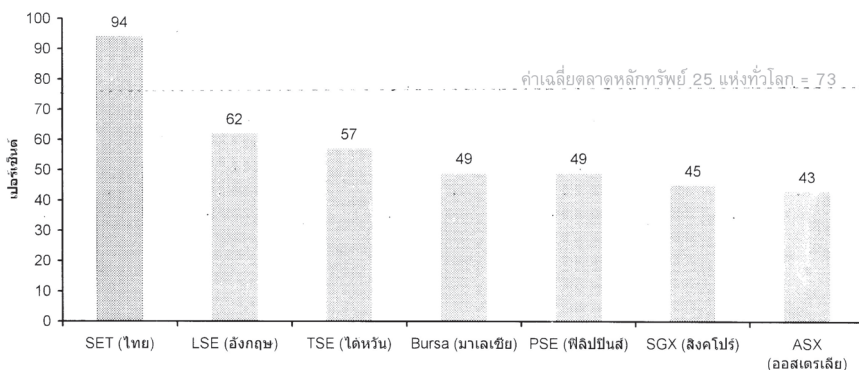
บริษัทลูกที่ผู้บริหารสูงสุดสามารถรายงานต่อคณะกรรมการได้โดยตรง โดยไม่ต้องผ่านกรรมการผู้จัดการตลาดหุ้นซึ่งเป็นบริษัทแม่ก่อน

จากเหตุผลดังกล่าวข้างต้น ข้ออ้างของผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ บางรายที่ว่า การแปรรูป ตลท. จะส่งผลเสียต่อนักลงทุนเพราะกลายเป็นองค์กรแสวงหากำไรนั้น จึงไม่น่าจะเป็นจริง ในทางตรงกันข้าม การออกแบบโครงสร้างเชิงสถาบันที่ดี ดังที่มีตัวอย่างมากมายในต่างประเทศ จะสามารถทำให้รูปแบบขององค์กรแสวงหากำไรของ ตลท. สามารถประสานผลประโยชน์ระหว่างผู้มีส่วนได้เสียฝ่ายต่างๆ ในตลาดหุ้น อันได้แก่ บริษัทจดทะเบียน นักลงทุนรายย่อย นักลงทุนสถาบัน และบริษัทหลักทรัพย์ ตลอดจนสังคมส่วนรวมได้อย่างลงตัวกว่า และเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาตลาดทุนมากกว่าโครงสร้างปัจจุบันที่ ตลท. ถูกครอบงำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ที่โดยธรรมชาติของธุรกิจน่าจะต้องการกีดกันคู่แข่งรายใหม่ไม่ให้เข้ามาแข่งขันได้โดยง่าย ไม่ต้องการให้รัฐเปิดเสรีค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ต้องการครอบงำการบริหารจัดการ ตลท. ต่อไป และต้องการผลกระทบในการพัฒนาตลาดทุน เช่น การอบรมให้ความรู้ต่อนักลงทุน ฯลฯ ให้เป็นภาระของ ตลท. เท่านั้นที่จะทำได้

ประเด็นปัญหาการ “ผลกระทบ” ของบริษัทหลักทรัพย์ไปยัง ตลท. สะท้อนให้เห็นในผลการดำเนินงานที่ผ่านมาของ ตลท. โดยจากรายงานประจำปี 2549 พบว่า อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานต่อรายได้รวม (cost-income ratio) ของ ตลท. มีมูลค่าสูงถึงร้อยละ 94 ในขณะที่ค่าเฉลี่ยดังกล่าวของตลาดหลักทรัพย์ 25 แห่งทั่วโลกในปีเดียวกันอยู่ที่ประมาณร้อยละ 73 เท่านั้น (แผนภาพที่ 13) สาเหตุหลักที่ทำให้ ตลท. มีอัตราส่วนดังกล่าวสูงมากเมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ คือการที่ ตลท. และบริษัทในเครือต้องรับภาระค่าใช้จ่ายทางการตลาดและค่าใช้จ่ายในการบริการและการผลิตสื่อค่อนข้างสูง กล่าวคือ ในปี 2549 ค่าใช้จ่ายทั้งสองรายการนี้มีมูลค่ารวม 497 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 18 ของรายได้รวม ถึงแม้ว่าค่าใช้จ่ายเหล่านี้จะนำไปในการจัดกิจกรรมด้านพัฒนาความรู้ และกิจกรรมด้านการตลาด เช่น Thai Investor’s Day, Money Expo และการออกโรดโชว์ในต่างประเทศ ซึ่งล้วนเป็นกิจกรรมที่สำคัญต่อการขยายฐานนักลงทุนและ

เสริมสร้างความรู้ความเข้าใจที่ถูกต้องเกี่ยวกับตลาดทุนก็ตาม ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอื่นๆโดยทั่วไปจะไม่ใช้ผู้รับภาระหลักของค่าใช้จ่ายในด้านนี้ แต่จะให้บริษัทหลักทรัพย์จะเป็นผู้รับภาระเองเป็นหลัก เนื่องจากบริษัทหลักทรัพย์เป็นผู้ได้รับประโยชน์โดยตรงจากกิจกรรมเหล่านี้ นอกจากนี้ ตลาด. ยังมีจำนวนพนักงานสูงมากเมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์อื่น ๆ ที่มีขนาดใหญ่กว่าและมีจำนวนบริษัทจดทะเบียนมากกว่า กล่าวคือมีพนักงานกว่า 900 คน ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์อื่น ๆ ที่เป็นสมาชิกของ World Federation of Exchanges มีพนักงานโดยเฉลี่ยเพียง 400-500 คนเท่านั้น ซึ่งพนักงานส่วนหนึ่งในจำนวนนี้ได้รับเงินเดือนประจำจาก ตลาด. แต่ต้องทำงานให้กับสมาคมบางสมาคมใน FetCo ที่ควรดำเนินงานอย่างเป็นอิสระด้วยพนักงานของตัวเองที่ไม่มีความเกี่ยวข้องกับ ตลาด. เช่น สมาคมบริษัทจดทะเบียน และสมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย ซึ่งข้อเท็จจริงดังกล่าวเป็นเครื่องชี้ให้เห็นอิทธิพลของ FetCo ที่มีต่อ ตลาด. ดังที่ได้กล่าวไปแล้วข้างต้น

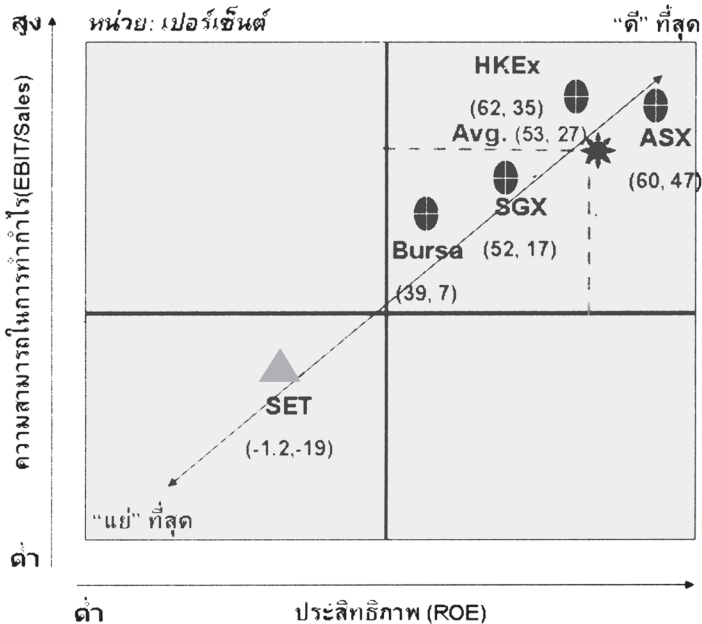
แผนภาพที่ 13: อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานต่อรายได้รวม ประจำปี 2549



ที่มา: รายงานประจำปี 2549 ของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ: ข้อมูลของ LSE 12 เดือนถึงเดือนมีนาคม 2549

ปัญหาค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สูงมาก ซึ่งส่วนหนึ่งมาจากการ “ผลักรถ” ในการทำการตลาดและการอบรมนักลงทุนดังกล่าวข้างต้น เป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้ ตลท. มีผลการดำเนินการแยกว่าและมีพัฒนาการช้ากว่าตลาดทุนของประเทศเพื่อนบ้านหลายประเทศ โดยเฉพาะเมื่อเปรียบเทียบกับมาเลเซีย เกาหลีใต้ สิงคโปร์ และฮ่องกง ยกตัวอย่างเช่น เมื่อเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของ ตลท. กับตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ ในภูมิภาคเอเชียในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (2547-2549) พบว่า ตลท. มีความสามารถในการทำกำไร ดังสะท้อนในอัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี ต่อรายได้ (EBIT/Sales) และผลตอบแทนต่อส่วนทุน (Return on Equity หรือ ROE) ต่ำกว่าตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ ก่อนข้างมาก โดยทั้งกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี และกำไรสุทธิมีค่าติดลบ ดังแสดงในแผนภาพที่ 14

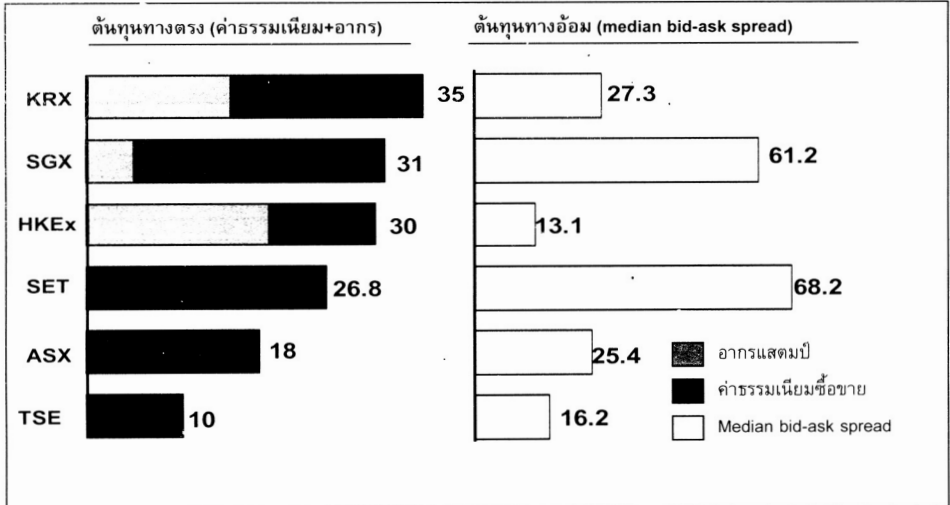
แผนภาพที่ 14: ความสามารถในการทำกำไร และประสิทธิภาพในการดำเนินงานของ ตลท. (SET) ค่าเฉลี่ย 3 ปี (2547-2549) เทียบกับตลาดหลักทรัพย์หลักในภูมิภาคเดียวกัน



ที่มา: ฝ่ายพัฒนากลยุทธ์ ตลท.

นอกจากจะทำให้ประสิทธิภาพและความสามารถในการทำกำไรของตลาด. อยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ แล้ว อำนจากรครอบงำ ตลาด. โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยังส่งผลให้ต้นทุนของนักลงทุนในตลาด. ยังอยู่ในระดับสูง โดยเฉพาะเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชีย ซึ่งส่วนใหญ่ได้มีการแปรรูปเป็นองค์กรแสวงหากำไร และมีค่าธรรมเนียมการซื้อขายซื้อขายหลักทรัพย์ขั้นต่ำ (brokerage commission) ที่ต่ำกว่า ตลาด. มาก โดยปัจจุบัน ตลาด. ยังกำหนดค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ขั้นต่ำไว้ที่ 0.25 เปอร์เซ็นต์ของมูลค่าการซื้อขาย (0.20 เปอร์เซ็นต์ในกรณีซื้อขายผ่านอินเทอร์เน็ต) ซึ่งเป็นอัตราที่สูงเมื่อเทียบกับค่าธรรมเนียมเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ ในภูมิภาค ซึ่งอยู่ที่ประมาณ 0.20 เปอร์เซ็นต์ และตลาดหลักทรัพย์เหล่านั้นส่วนใหญ่ไม่มีการกำหนดค่าธรรมเนียมขั้นต่ำตามกฎหมายแล้ว เมื่อพิจารณาประกอบกับต้นทุนทางอ้อมของนักลงทุนตั้งสะท้อนผ่านส่วนต่างราคาเสนอซื้อและเสนอขายเฉลี่ย (median bid-ask spread) ในตลาด ที่ยังอยู่ในระดับสูงมากเช่นเดียวกัน (เนื่องจากปัญหาสภาพคล่องต่ำ) ส่งผลให้ต้นทุนรวมของนักลงทุนในตลาด. อยู่ในระดับสูงกว่าตลาดหุ้นอื่นๆ ในภูมิภาค (แผนภาพที่ 15) อันเป็นเหตุผลหนึ่งที่ทำให้นักลงทุนรายใหม่ๆ ยังไม่กล้าเข้ามาลงทุนในตลาด. นอกเหนือไปจากปัญหาอื่นๆ เช่น มาตรการคุ้มครองนักลงทุนรายย่อยยังมีไม่เพียงพอ และปัญหาในการปราบปรามผู้ทุจริตในตลาดหุ้น

แผนภาพที่ 15: ต้นทุนทางตรงและต้นทุนทางอ้อมของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ตัวอย่าง (basis point หรือ 1/100 ของ 1 เปอร์เซ็นต์)

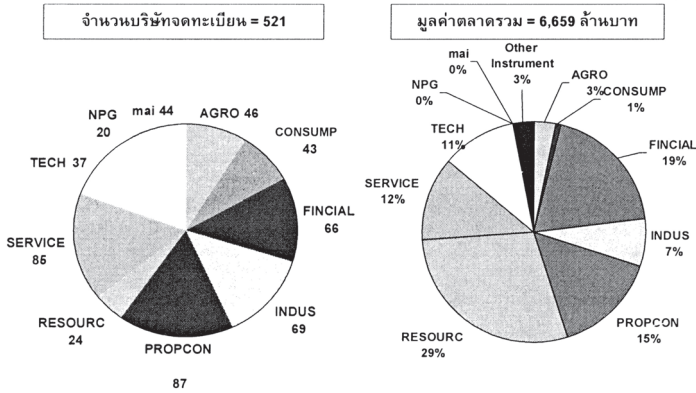


ที่มา: ฝ่ายพัฒนากลยุทธ์ ตลท.

### 2.2.2. ลักษณะการกระจุกตัวด้านอุปทาน

เมื่อวิเคราะห์ด้านอุปทานในตลาดหุ้นไทยพบว่า หุ้นในหมวดบริการ (service) และอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (propcon) เป็นอุตสาหกรรมที่นิยมจดทะเบียนใน ตลท. มากที่สุด โดยมีจำนวน 85 บริษัท (ร้อยละ 16.3) และ 87 บริษัท (ร้อยละ 16.7) ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ในแง่มูลค่าตลาด หุ้นกลุ่มพลังงาน (resourc) และสถาบันการเงิน (fincial) มีมูลค่าตลาดสูงสุด คือกว่าร้อยละ 48 ของมูลค่าตลาดรวม (ดูแผนภาพที่ 16)

แผนภาพที่ 16: จำนวนบริษัทจดทะเบียน และมูลค่าตลาด แบ่งตามหมวดอุตสาหกรรม



ที่มา: SETSMART ณ วันที่ 27 กรกฎาคม 2550

สาเหตุหลักที่ทำให้หุ้นกลุ่มพลังงานมีสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 29 ของมูลค่าตลาดรวม ทั้งๆ ที่มีบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มนี้เพียง 24 บริษัท (ร้อยละ 4.6) คือ หุ้นในกลุ่มนี้หลายบริษัทเป็นบริษัทขนาดใหญ่ที่เป็นผลพวงจากนโยบายแปรรูปรัฐวิสาหกิจเป็นบริษัท และนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งรัฐบาลไทยได้ดำเนินนโยบายดังกล่าวอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 แต่ได้เร่งรัดดำเนินการตั้งแต่ว่าปี 2544 เป็นต้นมา ในสมัย พ.ต.ท. ทักษิณ ชินวัตร เป็นนายกรัฐมนตรี นอกจากนี้หน่วยงานต่างๆ ของรัฐ อาทิเช่น กระทรวงการคลัง สำนักงานประกันสังคม ตลอดจน “องค์กรกึ่งรัฐ” เช่น กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ และกองทุนวายุภักษ์ ก็ได้เพิ่มระดับการลงทุนในตลาดหุ้นมากขึ้นเรื่อยๆ จนกลายเป็นนักลงทุนรายใหญ่ โดยเฉพาะในบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ที่เคยเป็นรัฐวิสาหกิจมาก่อน สองปัจจัยดังกล่าวทำให้ปัจจุบันหน่วยงานรัฐ บริษัทที่รัฐมีอำนาจควบคุม และองค์กรกึ่งรัฐถือหุ้นรวมกันกว่าร้อยละ 35 ในบริษัทจดทะเบียนที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด 20 อันดับแรก ซึ่งมีมูลค่าตลาดรวมกันกว่าร้อยละ 60.5 ของมูลค่าตลาดทั้งหมด และมีมูลค่าการซื้อขายกว่าร้อยละ 48.2 ของมูลค่าการซื้อขายของหุ้นทั้งตลาด โดยรายละเอียดบริษัทที่ใหญ่ที่สุด 20 แห่งเปรียบเทียบกับปี 2539 สามารถสรุปในตารางที่ 2



ตารางที่ 2: บริษัทจดทะเบียนที่ใหญ่ที่สุดใน ดลท. 20 อันดับแรก พ.ศ. 2539 เปรียบเทียบกับ 2550

20 บริษัทจดทะเบียนที่ใหญ่ที่สุด 2539		20 บริษัทจดทะเบียนที่ใหญ่ที่สุด 2550		
ชื่อ	ธุรกิจหลัก	ชื่อ	ธุรกิจหลัก	% ถือหุ้นของรัฐ และองค์กรกึ่งรัฐ
BBL	ธนาคารพาณิชย์	PTT	พลังงาน	69.24%
TRUE	โทรคมนาคม	PTTEP	พลังงาน	67.75%
PTTEP	พลังงาน	<b>SCC</b>	<b>วัสดุก่อสร้าง</b>	<b>1.61%</b>
KBANK	ธนาคารพาณิชย์	ADVANC	โทรคมนาคม	0.93%
<b>SCC</b>	<b>วัสดุก่อสร้าง</b>	SCB	ธนาคารพาณิชย์	24.02%
KTB	ธนาคารพาณิชย์	BBL	ธนาคารพาณิชย์	5.82%
SCB	ธนาคารพาณิชย์	KBANK	ธนาคารพาณิชย์	1.01%
BBC	ธนาคารพาณิชย์	PTTCH	เคมีภัณฑ์	50.03%
THAI	การบิน	TOP	พลังงาน	50.34%
ADVANC	โทรคมนาคม	BAY	ธนาคารพาณิชย์	0.00%
BEC	โทรทัศน์	IRPC (TPI)	พลังงาน	60.10%
SHIN	โทรคมนาคม	KTB	ธนาคารพาณิชย์	63.74%
TPI	ปิโตรเคมี	DTAC	โทรคมนาคม	5.70%
<b>ITD</b>	<b>รับเหมาก่อสร้าง</b>	SHIN	โทรคมนาคม	0.00%
UCOM	โทรคมนาคม	AOT	ท่าอากาศยาน	71.46%
IFCT	ธนาคารพาณิชย์	THAI	การบิน	72.00%
EGCOMP	พลังงาน	BANPU	พลังงาน	36.70%
BAY	ธนาคารพาณิชย์	ATC	ปิโตรเคมี	51.03%
<b>LH</b>	<b>พัฒนาอสังหาริมทรัพย์</b>	RRC	พลังงาน	48.75%
<b>MAKRO</b>	<b>ค้าส่ง</b>	RATCH	พลังงาน	51.76%

หมายเหตุ: ตัวหนาและเอน คือธุรกิจที่เปิดให้เอกชนแข่งขันโดยเสรี, ตัวแรง คือบริษัทจดทะเบียนที่หน่วยงานรัฐและองค์กรกึ่งรัฐ (เช่น สำนักงานประกันสังคม กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ) มีอิทธิพลต่อการดำเนินธุรกิจของบริษัทอย่างมีสาระสำคัญ

ที่มา: SETSMART, ประมาณการของผู้เขียน

จากตารางที่ 2 มีข้อสังเกตหลักๆ เกี่ยวกับบริษัทขนาดใหญ่ที่สุด 20 อันดับแรก ณ ปี 2550 ดังต่อไปนี้:

1. บริษัทกว่ากึ่งหนึ่งคือ 11 บริษัทเป็นบริษัทที่รัฐหรือองค์กรกึ่งรัฐมีอำนาจควบคุมอย่างมีสาระสำคัญ ซึ่งมีทั้งบริษัทที่เคยเป็นรัฐวิสาหกิจมาก่อน เช่น บมจ. ปตท., บมจ. การบินไทย, องค์กรที่รัฐมีอำนาจควบคุม เช่น ธนาคารกรุงไทย, และบริษัทในเครือของบริษัทประเภทแรก เช่น บมจ. ไทยออยล์, บมจ. ไออาร์พีซี
2. เป็นบริษัทที่เกี่ยวกับทรัพยากรธรรมชาติประเภทน้ำมัน ก๊าซ

ธรรมชาติ ปิโตรเคมี และโรงไฟฟ้า (ซึ่งในประเทศไทยใช้ก๊าซเป็นวัตถุดิบหลักในการผลิต) ถึง 8 บริษัท โดยรัฐบาลเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ใน 7 บริษัท และในจำนวนนี้ 6 บริษัทล้วนเป็นบริษัทในเครือ บมจ. ปตท. ซึ่งมีมูลค่าตลาดรวมกันถึงร้อยละ 30 ของมูลค่าตลาดหุ้นทั้งตลาด (จะกล่าวถึงประเด็นนี้ในรายละเอียดต่อไป)

3. นอกจากบริษัทพลังงาน รัฐบาลยังเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ในธนาคารกรุงไทย (KTB) ซึ่งที่ผ่านมา เช่น ในรัฐบาลภายใต้การนำของ พ.ต.ท. ทักษิณ ชินวัตร ใช้เป็นแหล่งเงินทุนนอกบัญชี (quasi-fiscal) ของรัฐบาลสำหรับโครงการต่างๆ ที่รัฐบาลไม่ประสงค์จะใช้เงินงบประมาณของประเทศ

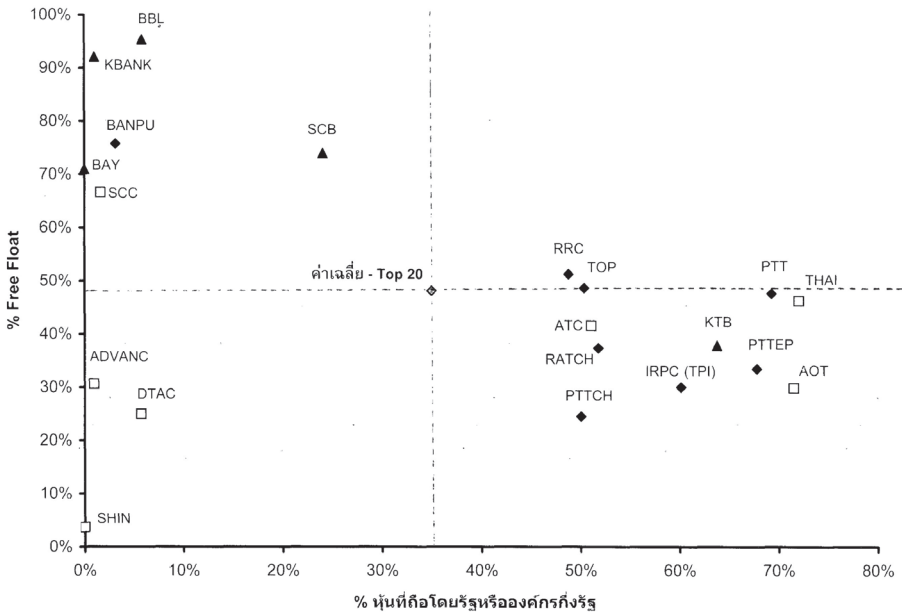
4. ในช่วง 11 ปีที่ผ่านมา มีบริษัทจดทะเบียนเพียง 4 แห่งเท่านั้นในบริษัทใหญ่ที่สุด 20 แห่งใน ตลท. ที่ประกอบธุรกิจที่แข่งขันโดยเสรี เช่น ธุรกิจก่อสร้าง และธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ไม่ใช่ธุรกิจสัมปทานหรือธุรกิจที่มีการกำกับดูแลและกีดกันผู้ผลิตรายใหม่ (barriers to entry) ในระดับสูง เช่น ธุรกิจโทรคมนาคม และธุรกิจธนาคารพาณิชย์ และปัจจุบันบริษัทลักษณะนี้ก็เหลือเพียงบริษัทเดียวในบริษัทใหญ่ที่สุด 20 แห่งเท่านั้นคือ บมจ. ปูนซิเมนต์ไทย (SCC)

5. บริษัทจำนวนกว่าครึ่งคือ 11 บริษัทในจำนวนนี้เคยติดอันดับ 20 บริษัทใหญ่ที่สุดในตลาดหุ้นเมื่อ 11 ปีที่แล้วด้วย โดยบริษัทอีก 7 แห่ง ได้แก่ TRUE, BBC, BEC, UCOM, IFCT, EGCOMP, และ MAKRO ที่เคยติดอันดับในอดีตแต่ไม่ติดอันดับในปัจจุบัน ล้วนเป็นบริษัทเอกชนซึ่งถูกแทนที่โดยบริษัทที่เคยเป็นรัฐวิสาหกิจมาก่อน

เมื่อเปรียบเทียบสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (free float) ในบริษัทจดทะเบียนใหญ่ที่สุด 20 บริษัท กับสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทเดียวกันของหน่วยงานรัฐและองค์กรกึ่งรัฐ (แผนภาพที่ 17) พบว่าหุ้นที่รัฐและองค์กรกึ่งรัฐถืออยู่นั้นมักจะถือในสัดส่วนสูงมาก จนถึงให้สัดส่วนหุ้น free float ของบริษัทเหล่านี้ต่ำตามไปด้วย การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นในบริษัทซึ่งมีมูลค่าตลาดรวมกว่าร้อยละ 60.5 ของตลาด ส่งผลให้ตลาดหุ้นไทยมีสัดส่วน free float เฉลี่ยเพียงร้อยละ 38 เท่านั้น ซึ่งสัดส่วน free float ที่ต่ำมากนี้ก็ส่งผลให้สภาพคล่องของตลาดหุ้นไทยยังอยู่ในระดับต่ำ ส่งผลให้ค่า

มีฐานของส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขาย (median bid-ask spread) อยู่ในระดับสูง เท่ากับเป็นการเพิ่มต้นทุนทางอ้อมของนักลงทุน ดังนั้นได้กล่าวโดยละเอียดในส่วนที่ 2.2.4 ของรายงานฉบับนี้ต่อไป

แผนภาพที่ 17: สัดส่วนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) และสัดส่วนหุ้นที่ถือโดยรัฐและองค์กรกึ่งรัฐ ในบริษัทจดทะเบียนใหญ่ที่สุด 20 อันดับแรก



ที่มา: SETSMART

จากแผนภาพที่ 17 จะเห็นชัดเจนว่า หุ่นในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ที่สุด 20 อันดับแรกส่วนใหญ่ เป็นหุ่นในธุรกิจพลังงาน (8 บริษัท) และธุรกิจธนาคาร (5 บริษัท) แต่หุ่นในกลุ่มธนาคารขนาดใหญ่ นั้นมี สัดส่วนการถือหุ่นของผู้ถือหุ้นรายย่อยต่ำกว่าหุ่นในกลุ่มพลังงานมาก ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลพวงจากการระดมทุนและเพิ่มทุนของธนาคารพาณิชย์หลายแห่งในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจที่ผ่านมา (อ่านรายละเอียดได้ในส่วนที่ 3 ของรายงานฉบับนี้)

การกระจุกตัวของหุ่นในบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ที่ภาครัฐเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ ซึ่งมีส่วนสำคัญที่ทำให้สภาพคล่องโดยรวมในตลาดหุ้นไทยอยู่ในระดับต่ำ แสดงให้เห็นว่าหน่วยงานรัฐ โดยเฉพาะกระทรวงการคลัง น่าจะพิจารณาขายหุ่นในบริษัทที่ประกอบธุรกิจซึ่งแข่งขันกับเอกชนได้อย่างเสรี และไม่มีเหตุผลอื่นใด เช่น กิจการ “ผูกขาดตามธรรมชาติ” ที่รัฐจะต้องดำรงอำนาจควบคุม (ถือหุ่นเกินร้อยละ 50) เอาไว้ ตัวอย่างของหุ่นประเภทนี้ เช่น ธนาคารกรุงไทย (KTB) การขายหุ่นที่รัฐเป็นเจ้าของออกมาจะเป็นการเพิ่มสภาพคล่องให้กับตลาด เปิดช่องให้ประชาชนร่วมเป็นเจ้าของบริษัทและได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน ตลอดจนลดผลประโยชน์ทับซ้อนของภาครัฐเอง ในกิจการที่ควรเปิดให้เอกชนแข่งขันโดยเสรี

### กรณีการกระจุกตัวของหุ่น บมจ. ปตท. และบริษัทในเครือ

บริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในเครือ ปตท. (‘กลุ่ม ปตท.’ หมายถึง ปตท. และบริษัทที่ ปตท. ถือหุ้นมากกว่าร้อยละ 25 ซึ่งถือว่าเป็นระดับที่มีนัยสำคัญ) ได้แก่บริษัทดังต่อไปนี้:

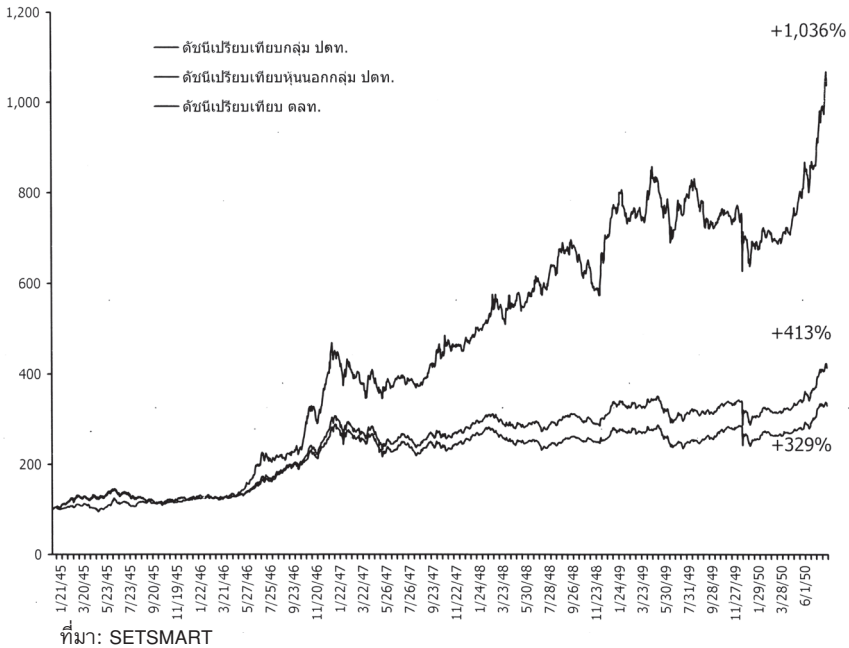
1. บมจ. ปตท. (PTT)
2. บมจ. ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม (PTTEP) ปตท. ถือหุ้นร้อยละ 66.5
3. บมจ. ไออาร์พีซี (IRPC) ปตท. ถือหุ้นร้อยละ 31.5
4. บมจ. ไทยออยล์ (TOP) ปตท. ถือหุ้นร้อยละ 49.5
5. บมจ. ปตท.เคมีคอล (PTTCH) ปตท. ถือหุ้นร้อยละ 55.2
6. บมจ. โรงกลั่นน้ำมันระยอง (RRC) ปตท. ถือหุ้นร้อยละ 48.7

7. บมจ. อะโรเมติกส์ (ประเทศไทย) (ATC) ปตท. ถือหุ้นร้อยละ 49.7

8. บมจ. บางจากปิโตรเลียม (BCP) ปตท. ถือหุ้นร้อยละ 25.1

บริษัทดังกล่าวข้างต้นมีมูลค่าตลาดรวมกันร้อยละ 30 ของมูลค่าตลาดรวมทั้งหมด และมีมูลค่าการซื้อขายรวมกันร้อยละ 24 ของมูลค่าการซื้อขายทั้งหมด (วัดจาก 7 เดือนแรกของปี 2550) หลังจากที่ บมจ. ปตท. ได้ดำเนินการแปรรูปจากรัฐวิสาหกิจเป็นบริษัท ดำเนินการกระจายหุ้นให้กับประชาชนทั่วไปและนักลงทุนสถาบันทั้งไทยและต่างประเทศ และจดทะเบียนใน ตลท. ได้สำเร็จในปี 2544 บมจ. ปตท. ก็ได้ทยอยนำหุ้นของบริษัทย่อยและบริษัทในเครือเข้าจดทะเบียนใน ตลท. ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา ระหว่างปี 2545 ถึง 27 กรกฎาคม 2550 ราคาหุ้นของกลุ่ม ปตท. ปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องและสูงกว่าหุ้นกลุ่มอื่นๆ อย่างมีนัยยะสำคัญ สาเหตุหลักมาจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นเนื่องจากราคาน้ำมันโลกที่ปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง กระตุ้นให้นักลงทุนให้ความสนใจซื้อหุ้นในกลุ่ม ปตท. อย่างสม่ำเสมอ โดยเฉพาะนักลงทุนต่างชาติซึ่งสามารถทำกำไรอีกต่อหนึ่งจากค่าเงินบาทที่แข็งขึ้นด้วย หากแบ่งหุ้นทั้งหมดในตลาดออกเป็นสองกลุ่มใหญ่คือ หุ้นในกลุ่ม ปตท. ทั้ง 8 บริษัทดังกล่าวข้างต้น กับหุ้นตัวอื่นๆ และปรับฐานโดยใช้สมมุติฐานว่าวันที่ 1 มกราคม 2545 ดัชนีหุ้นทั้งสองกลุ่มและดัชนีตลาดรวมมีค่าเท่ากันที่ 100 เพื่อเปรียบเทียบอัตราการเพิ่มขึ้นของมูลค่าตลาดจวบจนปัจจุบัน พบว่าดัชนีเปรียบเทียบหุ้นกลุ่ม ปตท. เพิ่มขึ้นสูงกว่าร้อยละ 1,036 จากต้นปี 2545 ซึ่งเป็นอัตราการเติบโตที่สูงกว่าหุ้นบริษัทอื่นๆ ที่ไม่ได้อยู่ในเครือ ปตท. กว่า 3 เท่า และสูงกว่าดัชนีตลาดหุ้นรวมกว่า 2.47 เท่า ดังแสดงในแผนภาพที่ 18

แผนภาพที่ 18: การปรับตัวของราคาหุ้นกลุ่ม ปตท.เทียบกับหุ้นกลุ่มอื่นๆ และดัชนีตลาดโดยรวม 2545-27 กรกฎาคม 2550 (โดยใช้ฐาน 1 มกราคม 2545 = 100)



อิทธิพลของหุ้นกลุ่ม ปตท. ในตลาดหุ้นไทย ทั้งในแง่มูลค่าตลาด และมูลค่าการซื้อขายทำให้ดัชนีตลาดหุ้นไทยกลายเป็นเครื่องสะท้อนแนวโน้มผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่ม ปตท. 8 บริษัท ในสายตาของนักลงทุนมากกว่าจะเป็นเครื่องสะท้อนผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนทั้ง 521 แห่งในตลาดหุ้น หรือแม้แต่สภาวะเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ อย่างที่ควรจะเป็นถ้าตลาดหลักทรัพย์มีทั้ง ‘ความลึก’ ของตลาด และ ‘ความหลากหลาย’ ของนักลงทุน

นอกจากจะทำให้ภาพของภาวะตลาดหุ้นบิดเบือนและไม่สะท้อนภาวะเศรษฐกิจที่แท้จริงของประเทศแล้ว น้ำหนักและอิทธิพลของกลุ่ม ปตท. ในตลาดหุ้นยังก่อให้เกิด “ความลึกลับ” ในระดับสูงระหว่างตลาดหุ้นกับ

ภาคเศรษฐกิจจริง (real sector) เนื่องจากปัจจัยที่ส่งผลบวกต่อฐานะการดำเนินงานของกลุ่ม ปตท. ส่วนใหญ่เป็นปัจจัยที่ส่งผลในทางตรงกันข้ามกับบริษัทที่ไม่ได้ทำธุรกิจพลังงาน ยกตัวอย่างเช่น ภาวะราคาน้ำมันในตลาดโลกปรับตัวสูงขึ้นเรื่อยๆ ซึ่งทำให้ต้นทุนของอุตสาหกรรมแทบทุกประเภทสูงขึ้น และอัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น เป็นภาระต่อประชาชนโดยรวม กลับเป็นผลดีต่อการดำเนินงานของ ปตท. ดังนั้น ภาวะที่นักลงทุนสนใจซื้อหุ้นในกลุ่ม ปตท. ส่งผลให้ราคาหุ้นในกลุ่มปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งก็จะส่งผลให้ดัชนีตลาดหุ้นปรับตัวสูงขึ้นตามไปด้วย เพราะหุ้นในกลุ่ม ปตท. มีมูลค่าตลาดรวมกันกว่าร้อยละ 30 ของมูลค่าตลาดรวม และมีมูลค่าการซื้อขายกว่าร้อยละ 24 ของมูลค่าการซื้อขายหุ้นทั้งตลาดดังที่ได้กล่าวไปแล้วข้างต้น จึงอาจไม่ได้สะท้อนภาวะเศรษฐกิจที่แท้จริงของประเทศที่บริษัทและประชาชนส่วนใหญ่กำลังประสบความเดือดร้อน โดยเฉพาะในสถานการณ์ที่ราคาน้ำมันในตลาดโลกยังปรับตัวสูงขึ้น ส่งผลให้นักลงทุนต่างชาติต้องการลงทุนในหุ้นกลุ่ม ปตท. ซึ่งได้รับอานิสงส์จากสถานการณ์ดังกล่าวอย่างต่อเนื่อง เม็ดเงินลงทุนจากต่างชาติก็จะส่งผลให้ค่าเงินบาทยิ่งแข็งขึ้นไปอีก ส่งผลกระทบในแง่ลบต่อภาคส่งออกของประเทศ ดังที่เป็นปัญหาในช่วงครึ่งปีแรกของ ปี 2550

ปัจจุบันมีแนวโน้มสูงมากที่น้ำหนักของกลุ่ม ปตท. ในตลาดหุ้นไทยจะเพิ่มขึ้นอีกในอนาคต เมื่อใดก็ตามที่การควบรวมกิจการระหว่างบริษัทลูกของ ปตท. 2 บริษัทที่อยู่ใน ตลท. คือ บมจ. โรงกลั่นน้ำมันระยอง (RRC) กับบมจ. อะโรเมติกส์ (ประเทศไทย) (ATC) เสร็จสิ้นลง และ ปตท. ก็มีแผนที่จะนำบริษัทในเครืออื่นๆ เข้าจดทะเบียนใน ตลท. เช่น บมจ. สตาร์ปิโตรเลียม รีไฟน์นิ่ง จำกัด (SPRC) ซึ่ง ปตท. ถือหุ้นร้อยละ 36 และประกาศว่าจะนำหุ้นเข้าจดทะเบียนใน ตลท. ได้ภายในไตรมาสแรกของปี 2551 นอกจากนี้ยังมีบริษัทพลังงานขนาดใหญ่ที่มีแผนการออกและเสนอขายหุ้นให้กับประชาชนทั่วไปในอนาคต เช่น บมจ. ESSO (Thailand) ซึ่งมีกระทรวงการคลังถือหุ้นร้อยละ 12.5

นอกจากการกระจุกตัวของหุ้นกลุ่ม ปตท. จะส่งผลให้ตลาดหุ้นไทยมีความลึกลงกับภาคเศรษฐกิจจริงแล้ว ข้อกังขาของสังคมไทยต่อประเด็นความไม่โปร่งใสในการกระจายหุ้นของ ปตท. ในการเสนอขายต่อประชาชน

ทั่วไปครั้งแรก (IPO) ซึ่งปรากฏว่าขายหุ้นหมดภายในเวลาเพียง 85 วินาที และมีเครือข่ายและเครือข่ายของนักการเมืองในซีกรัฐบาลพรรคไทยรักไทย ได้รับการจัดสรรหุ้น ปตท. จำนวนมาก ก็ยังไม่เคยได้รับคำอธิบายที่ชัดเจน จาก ก.ล.ต. หรือ ปตท. เอง และทุกวันนี้บุคคลเหล่านี้หลายรายก็ยังถือหุ้นอยู่<sup>5</sup> นอกจากนี้ หุ้น ปตท. ยังมีกระแสข่าวตลอดมาว่ามีผู้ถือหุ้นสัญชาติสิงคโปร์หลายรายที่น่าสงสัยว่าจะเป็นผู้มีอำนาจในรัฐบาลพรรคไทยรักไทย เป็น “ฝรั่งหัวดำ” ที่ถือหุ้น ปตท. ผ่านกองทุนที่จดทะเบียนในสิงคโปร์หรือไม่ นสพ. *กรุงเทพธุรกิจ* ได้รายงานข้อสังเกตดังกล่าวเมื่อวันที่ 7 เมษายน 2549 ว่า:

“แหล่งข่าวในวงการตลาดหุ้น เชื่อมั่นว่าผู้ถือหุ้นสัญชาติสิงคโปร์ทั้ง 68 ราย มีหลายรายที่เป็นนักลงทุนไทย แฝงตัวเข้าไปลงทุนผ่านกองทุน สัญชาติสิงคโปร์ และอีกบางส่วนลงทุนผ่านกองทุนที่ไปจดทะเบียนบนเกาะ บริติช เวอร์จิน โดยเฉพาะกลุ่มบุคคลที่ใกล้ชิดรัฐบาล ที่ถือหุ้น ปตท. มาตั้งแต่ราคาไอพีโอ 35 บาท (ปลายปี 2544) ขึ้นมาถึง 250 บาท ก็ยังไม่ขายเพราะรู้ข้อมูลภายในเป็นอย่างดี

เป็นที่น่าสังเกตว่า นับตั้งแต่รัฐบาลชุดนี้เข้ามาบริหารประเทศ จำนวนผู้ถือหุ้นสัญชาติสิงคโปร์ เข้ามาถือหุ้น ปตท. เพิ่มขึ้นอย่างผิดสังเกต จากเมื่อต้นปี 2545 มีจำนวนเพียง 23 ราย ถือหุ้นรวมกัน 43.10 ล้านหุ้น ต้นปี 2546 เพิ่มขึ้นเป็น 32 ราย ถือหุ้นรวมกัน 89.37 ล้านหุ้น ถัดมาต้นปี 2547 มีจำนวนผู้ถือหุ้นเพิ่มเป็น 47 ราย ถือหุ้น ปตท. รวมกัน 106.58 ล้านหุ้น สอดคล้องกับที่มีกระแสข่าวมาตลอดว่ามีนักการเมืองใหญ่ระดับรัฐมนตรี กระทรวงเกษตรและสหกรณ์หนึ่ง ถือหุ้น ปตท. มากถึง 10 ล้านหุ้น ผ่านกองทุนที่ไปจดทะเบียนอยู่ในต่างประเทศ”<sup>6</sup>

ในประเด็นนี้ ร่าง “พ.ร.บ. การกำหนดกิจการ หลักเกณฑ์และขั้นตอนการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ” ซึ่งกำลังอยู่ในขั้นการพิจารณาของสภานิติบัญญัติแห่งชาติ (สนช.) (ณ 31 กรกฎาคม 2550) ซึ่งกำหนดหลักเกณฑ์การกระจายหุ้นของบริษัทที่เคยเป็นรัฐวิสาหกิจอย่างชัดเจน เช่น ห้ามมีการจัดสรรหุ้นให้กับ “ผู้มีอุปการคุณ” และกำหนดให้ใช้กระบวนการสุ่มเลือกในการกระจายหุ้นให้กับนักลงทุนรายย่อยทุกราย รวมทั้งลูกค้ำปัจจุบันของ



บริษัทหลักทรัพย์ น่าจะช่วยให้การกระจายหุ้นของบริษัทที่เกิดจากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจมีความโปร่งใส เป็นธรรม และเอื้อประโยชน์ต่อประชาชนทั่วไปที่สนใจจะลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้ดียิ่งกว่าเดิมในอนาคต ถ้าหากสนช. จะผ่านและประกาศใช้กฎหมายฉบับนี้ได้จริง

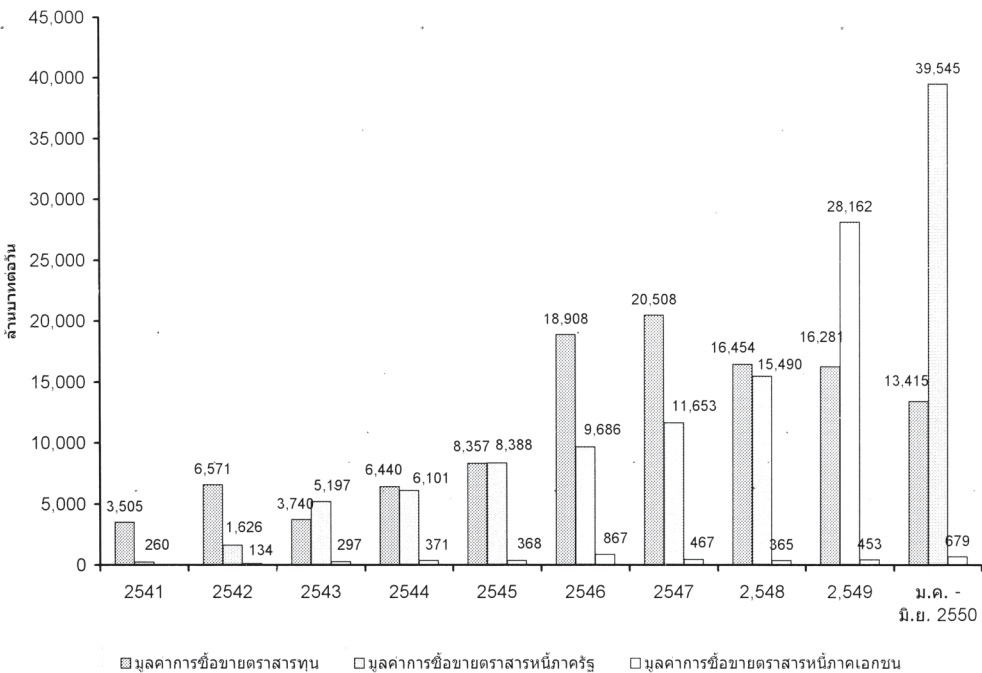
### ปัญหาการกระจุกตัวของสินค้าในตลาดทุน

นอกจากจะประสบปัญหาการกระจุกตัวด้านอุปทานในแง่ของความ เป็นเจ้าของบริษัทจดทะเบียน และน้ำหนักของหุ้นกลุ่มพลังงานในตลาดแล้ว ตลาดหุ้นไทยยังมีลักษณะกระจุกตัวด้านอุปทานในแง่ของประเภทสินค้าในตลาด โดยขาดความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ทางการเงิน เช่น ตราสารอนุพันธ์ โดยเฉพาะเมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ เช่น ในปี 2549 ตลาดหุ้นทั่วโลกที่เป็นสมาชิกของ World Federation of Exchanges มีรายได้จากการซื้อขายตราสารอนุพันธ์เฉลี่ยคิดเป็นร้อยละ 47 ของรายได้ทั้งหมด เทียบกับร้อยละ 2 เท่านั้นในประเทศไทย การกระจุกตัวของสินค้าในตลาด เป็นเหตุผลหนึ่งที่ทำให้บริษัทหลักทรัพย์ไทยมีอัตราการพึงพึงรายได้จากค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ในอัตราที่สูงมาก คือสูงกว่าร้อยละ 80 ของรายได้รวม และทำให้มีท่าทีต่อต้านนโยบายเปิดเสรีค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ และการแปรรูป ตลท. ให้เป็นองค์กรแสวงหากำไรตลอดมา อย่างไรก็ตาม ในอนาคตเมื่อตราสารอนุพันธ์เป็นที่นิยมมากขึ้นตามระดับการพัฒนาของตลาดทุน ก็จะช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้กับหุ้นในตลาดหุ้นด้วย เนื่องจากหุ้นเป็นหลักทรัพย์อ้างอิง (Underlying securities) ที่สำคัญของตราสารอนุพันธ์ นอกจากนี้ การส่งเสริมและพัฒนาเครื่องมือบริหารสภาพคล่องอื่นๆ เช่น ธุรกิจกรรมการซื้อคืน (repurchase agreement หรือ repo) และ ธุรกิจการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ (Securities Borrowing and Lending หรือ SBL) ซึ่ง ก.ล.ต. เพิ่งอนุญาตให้ทำธุรกรรมดังกล่าวได้เมื่อปี 2547 ก็ จะช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้กับตลาดหุ้นได้อีกทางหนึ่ง

### 2.2.3. ลักษณะการกระจุกตัวด้านอุปสงค์

เมื่อเปรียบเทียบมูลค่าการซื้อขายในตลาดรองของตราสารหนี้และตราสารทุนในช่วงครึ่งปีแรกของปี 2550 (แผนภาพที่ 19) พบว่า มูลค่าการซื้อขายตราสารหนี้ของภาครัฐ โดยเฉพาะพันธบัตรรัฐบาล ยังมีมูลค่าสูงสุดเมื่อเทียบกับตราสารหนี้ภาคเอกชนและตราสารทุน โดยมีมูลค่าการซื้อขายสูงถึง 39,545 ล้านบาทต่อวัน สูงกว่ามูลค่าการซื้อขาย 13,415 ล้านบาทต่อวันในตลาดหลักทรัพย์ (ตราสารทุน) กว่า 3 เท่า ส่วนการซื้อขายตราสารหนี้ภาคเอกชนนั้นยังมีมูลค่าต่ำมาก คือมีมูลค่าเพียง 679 ล้านบาทต่อวันเท่านั้น

แผนภาพที่ 19: มูลค่าการซื้อขายต่อวันในตลาดทุน 2541-6 เดือนแรก พ.ศ. 2550

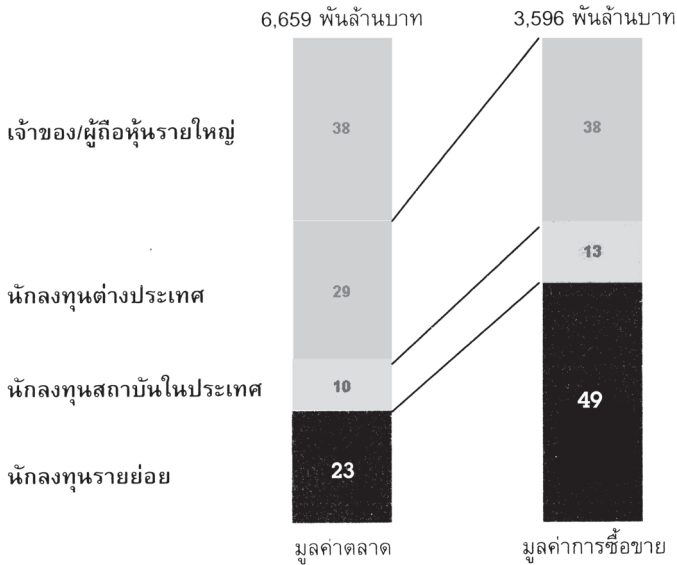


ที่มา: ธปท.,สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

เนื่องจากการซื้อขายตราสารหนี้ในประเทศไทยยังเป็นการซื้อขายระหว่างสถาบันการเงิน ในฐานะ dealer กับลูกค้าสถาบัน เช่น กองทุนรวม (ร้อยละ 41 ของมูลค่าการซื้อขาย), นักลงทุนสถาบันต่างชาติ (ร้อยละ 18), กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ และสถาบันการเงินด้วยกันเป็นหลัก การซื้อขายระหว่าง dealer กับกองทุนส่วนบุคคลและนักลงทุนรายย่อยยังมีมูลค่าเพียงร้อยละ 5 ของมูลค่าการซื้อขายทั้งหมดเท่านั้น การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้จึงจะเน้นตลาดรองของตลาดหุ้นเป็นหลัก เนื่องจากเป็นตลาดที่อยู่ในความสนใจของประชาชนทั่วไป และมีจำนวนนักลงทุนรายย่อยที่มีส่วนได้เสียทั้งทางตรง (ลงทุนเอง) และทางอ้อม (ลงทุนผ่านกองทุน เช่น กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ และสำนักงานประกันสังคม) เป็นจำนวนมากกว่า 12 ล้านคนดังที่ได้เกริ่นไปแล้วก่อนหน้านี้

แม้ว่านักลงทุนต่างชาติจะเข้ามาลงทุนใน ตลท. อย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะตั้งแต่ต้นปี 2548 เป็นต้นมา พฤติกรรมการเก็งกำไรเป็นหลักของนักลงทุนรายย่อยไทย ส่งผลให้นักลงทุนกลุ่มนี้ยังมีมูลค่าการซื้อขายสูงสุดในตลาดหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนสถาบันในประเทศ คือมีมูลค่าการซื้อขายกว่าร้อยละ 49 ของมูลค่าการซื้อขายรวมของทั้งตลาด ในช่วง 7 เดือนแรกของปี 2550 (แผนภาพที่ 20) ทั้งนี้ นักลงทุนรายย่อยถือหุ้นรวมกันเพียงร้อยละ 23 ของมูลค่าตลาดรวมเท่านั้น ในขณะที่เดียวกัน นักลงทุนสถาบันในประเทศ ซึ่งได้แก่กองทุนรวมต่างๆ และองค์กรกึ่งรัฐเช่น กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ และกองทุนประกันสังคม ก็ยังมีบทบาทน้อยมากในตลาดหลักทรัพย์ โดยถือหุ้นเป็นมูลค่าเพียงร้อยละ 10 ของมูลค่าตลาดทั้งหมด และซื้อขายคิดเป็นมูลค่าเพียงร้อยละ 13 ของมูลค่าการซื้อขายทั้งหมด ซึ่งเป็นสัดส่วนที่ต่ำกว่าในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ ซึ่งมักจะมีนักลงทุนสถาบันไม่ต่ำกว่าร้อยละ 20

แผนภาพที่ 20: มูลค่าการถือหุ้นและมูลค่าการซื้อขายใน ดลท.  
7 เดือนแรก 2550

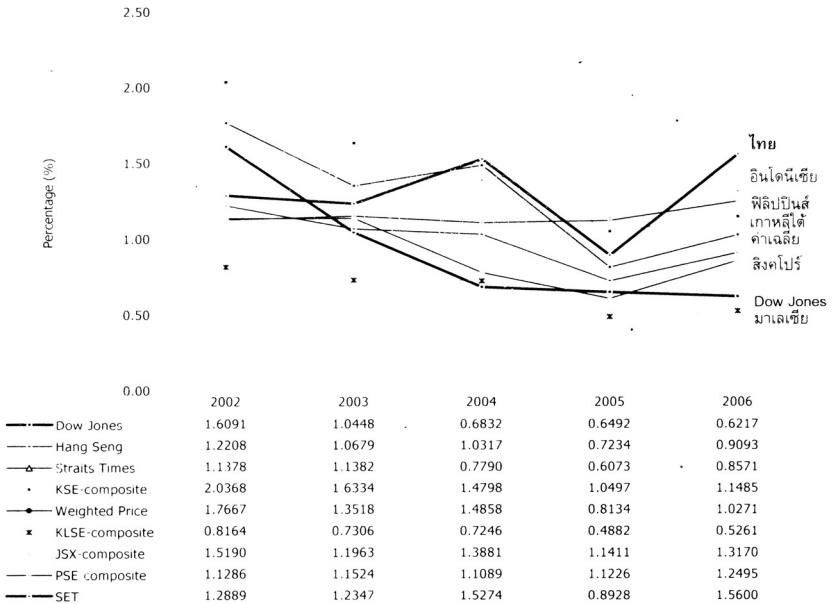


ที่มา: [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com) การประเมินของผู้เขียน

พฤติกรรมกรรมการเก็งกำไรของนักลงทุนรายย่อยส่วนหนึ่งเป็นผลจากมาตรการส่งเสริมสภาพคล่องของภาครัฐตั้งแต่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 เช่นอนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถหักกลบค่าซื้อและค่าขายหลักทรัพย์ในวันเดียวกันของลูกค้าแต่ละรายได้ (net settlement) โดยไม่ต้องคำนึงว่าหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นหลักทรัพย์ตัวเดียวกันหรือไม่ ทำให้นักลงทุนเล่นหุ้นแบบ day trading ได้ง่ายขึ้น เนื่องจากไม่ต้องใช้เงินสดมาก และบริษัทหลักทรัพย์เองก็มีแรงจูงใจที่จะโน้มน้าวให้ลูกค้าเล่นหุ้นหลาย ‘รอบ’ (churn) ในแต่ละวัน เพราะได้ค่าธรรมเนียมทุกรอบ

กล่าวโดยสรุป พฤติกรรมการแก้งกำไรของนักลงทุนรายย่อยเป็นสาเหตุหลักที่ตลาดหุ้นไทยมีความผันผวนด้านราคา (volatility) สูงกว่า Dow Jones ตลอดจนตลาดหุ้นอื่นๆ ในภูมิภาคเดียวกันมาก โดยเฉพาะในปี 2549 ดังแสดงในแผนภาพที่ 21

แผนภาพที่ 21: ค่าเฉลี่ยความผันผวนของผลตอบแทน 1 วันในตลาดหุ้น 2545-2549



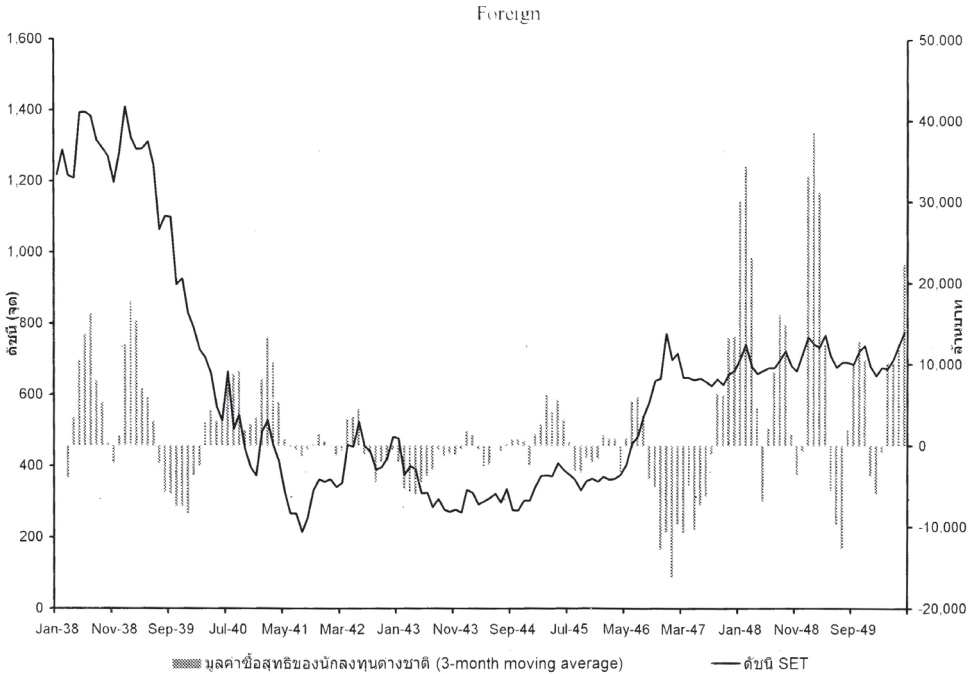
หมายเหตุ: Daily average return volatility (percent) =  $\sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n \left( \frac{R_t - R_{t-1}}{R_{t-1}} \right)^2} \times 100$

ที่มา: ตลท.

นอกจากความผันผวนของตลาดหุ้นไทยที่มีสูงกว่าตลาดหุ้นอื่นๆ ในภูมิภาคจะมีสาเหตุหลักมาจากพฤติกรรมเก็งกำไรของนักลงทุนรายย่อยแล้ว ปัจจุบันยังมีสาเหตุส่วนหนึ่งมาจาก “ความตื่น” ด้านอุปสงค์ของตลาดจากอิทธิพลและพฤติกรรมเก็งกำไรระยะสั้นของนักลงทุนต่างชาติ โดยเฉพาะนักลงทุนประเภท global hedge fund ที่มีเม็ดเงินลงทุนปริมาณมหาศาล และลงทุนในตลาดหุ้นทั่วโลกเนื่องจากการกระจายความเสี่ยงในตลาดหุ้นหลายประเทศ และถึงแม้จะ “เจียด” เม็ดเงินลงทุนไปตามประเทศต่างๆ แล้วก็ตาม เม็ดเงินมหาศาลดังอธิบายไปแล้วในส่วนที่ 2.1 ของรายงานฉบับนี้ ก็แปลว่านักลงทุนต่างชาติสามารถลงทุนเฉพาะในหุ้นที่มีมูลค่าตลาดสูงๆ ในตลาดหุ้นไทยเท่านั้น เช่น หุ้นในกลุ่ม ปตท.

“แรงซื้อ” หรือ “แรงขาย” ของนักลงทุนต่างชาติในหุ้นใหญ่ๆ ไม่กี่ตัวซึ่งมีมูลค่าตลาดและมูลค่าการซื้อขายสูงมาก (เช่น หุ้นใหญ่ที่สุด 20 อันดับแรกมีมูลค่าตลาดรวมกันกว่าร้อยละ 60.5 ของมูลค่าตลาดรวม และมีมูลค่าการซื้อขายกว่าร้อยละ 48.2 ดังที่ได้อธิบายไปแล้วในส่วนที่ 2.2.2. ของรายงานฉบับนี้ ทำให้ดัชนีตลาดหุ้นสามารถปรับตัวเพิ่มหรือลงได้ตามพฤติกรรมของนักลงทุนต่างชาติ โดยเฉพาะหลังปี 2548 ซึ่งมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติเพิ่มสูงขึ้นจากปีก่อนๆ มาก และสูงกว่าช่วง “เศรษฐกิจฟองสบู่” ที่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในปี 2538 ถึงกว่าสองเท่า ซึ่งแสดงให้เห็นอย่างชัดเจนว่าการตัดสินใจของนักลงทุนต่างชาตินั้นสามารถ “ชี้นำ” ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปัจจุบันได้อย่างง่ายดาย ดังแสดงในแผนภาพที่ 22

แผนภาพที่ 22: มูลค่าซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างชาติ (net foreign buy)  
และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปี 2538 - 30 มิ.ย. 2550



ที่มา: SETSMART

อิทธิพลของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหุ้นหมายความว่านักลงทุนต่างชาติสามารถทำกำไรได้โดยง่าย เนื่องจากสามารถคาดเดาได้ล่วงหน้าว่าเมื่อใดที่ตนขายหุ้น หุ้นตัวนั้นก็มักจะตก และเมื่อใดที่ซื้อหุ้น หุ้นตัวนั้นก็มักจะขึ้น ทำให้สามารถวางแผนการซื้อและขายหุ้นในทางที่ได้กำไรค่อนข้างแน่นอนจนแนวโน้มการทำกำไรที่ค่อนข้างง่ายดังกล่าวส่งผลให้นักลงทุนประเภทอื่นๆ เช่น นักลงทุนสถาบันในประเทศ พยายาม “เล่นตาม” นักลงทุนต่างชาติไปด้วย (herd mentality) จะได้มีโอกาสทำกำไรอย่างง่ายดาย เช่นเดียวกัน ผลที่เกิดขึ้นคือ หุ่นขนาดรองลงมาที่ไม่ใหญ่พอที่นักลงทุนต่างชาติจะให้ความสนใจ แต่มีผล

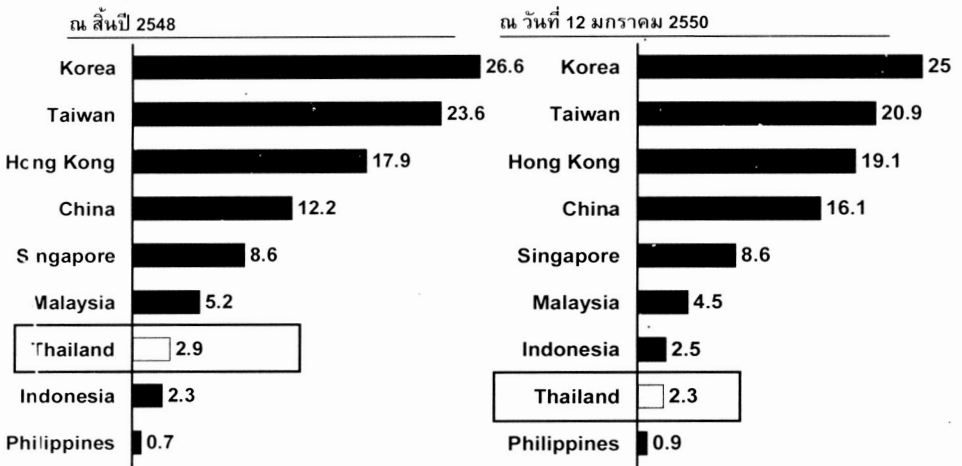
การดำเนินงานโดดเด่นและมีแนวโน้มดี กลับกลายเป็นหุ้นที่ถูกกลืนโดยนักลงทุนจำนวนมาก ทำให้มีการซื้อขายต่ำ และมีระดับราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็นเมื่อเทียบกับมูลค่าพื้นฐาน (undervalued) ซึ่งทั้งหมดนี้ส่งผลให้บริษัทจดทะเบียนขนาดกลางและเล็กที่มีแนวโน้มดีขาดแรงจูงใจที่จะดำรงอยู่ในตลาดต่อไป และบริษัทขนาดเดียวกันที่ยังไม่ได้อยู่ในตลาดก็ขาดแรงจูงใจที่จะระดมทุนจากตลาดหุ้น เพราะปัญหา undervaluation ส่งผลให้ต้นทุนในการระดมทุนสูงกว่าที่ควรจะเป็น และมูลค่าของกิจการในกรณีที่ผู้ถือหุ้นต้องการขายกิจการไปให้นักลงทุนรายใหม่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ในขณะที่บริษัทยังต้องมีค่าใช้จ่ายและภาระในการปฏิบัติตามกฎระเบียบต่างๆ ของ ตลท. และ ก.ล.ต. เป็นมูลค่าค่อนข้างสูงในแต่ละปีเมื่อเทียบกับฐานะของบริษัท ซึ่งค่าใช้จ่ายเหล่านี้มีแนวโน้มว่าจะสูงขึ้นอีกมากหลังจากรัฐประกาศใช้ร่าง พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฉบับใหม่ ซึ่งจะเป็นฉบับแรกที่หลักเกณฑ์ต่างๆ ที่เกี่ยวกับธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียนถูกระบุอยู่ในตัวบทกฎหมาย โดยที่กฎหมายยังไม่ได้แยกแยะระหว่างขนาดของบริษัทจดทะเบียน ให้บริษัทจดทะเบียนขนาดเล็กมีภาระและค่าใช้จ่ายในการรายงานและปฏิบัติตามกฎหมายต่ำกว่าบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ที่มีฐานะทางการเงินดีกว่ามาก

ลักษณะการกระจุกตัวด้านอุปสงค์ในตลาดหุ้นไทย ที่นักลงทุนต่างชาติสามารถ “ชี้นำ” ราคาหุ้นและดัชนีตลาดหุ้นได้นั้น ส่งผลให้เกิดความลักลั่นระหว่างตลาดหุ้นกับภาคเศรษฐกิจจริงอีกทางหนึ่ง กล่าวคือ เนื่องจากดัชนีได้กล่าวแล้วว่านักลงทุนต่างชาติรายใหญ่ๆ มีเม็ดเงินลงทุนปริมาณมหาศาลในตลาดเงินตลาดทุนทั่วโลก ปัจจัยหลักๆ ที่มีผลต่อการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติจึงไม่ใช่ภาวะเศรษฐกิจของประเทศไทย หรือแม้แต่ผลการดำเนินงานหรือแนวโน้มผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นไทย หากเป็นปัจจัยเชิงเปรียบเทียบ (relative factors) ต่างๆ เช่น แนวโน้มเศรษฐกิจของประเทศไทยเปรียบเทียบกับแนวโน้มเศรษฐกิจของประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชีย หรือแนวโน้มผลกำไรของบริษัทใหญ่ๆ ในตลาดหุ้นไทยเปรียบเทียบกับแนวโน้มผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นอื่นๆ ที่ดำเนินธุรกิจเดียวกัน



ปัจจัยที่สำคัญอีกประการหนึ่งที่ส่งผลอย่างมากต่อพฤติกรรมลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ ได้แก่ น้ำหนักการลงทุนของแต่ละประเทศในดัชนีการลงทุนระหว่างประเทศหลักๆ ที่นักลงทุนต่างชาตินิยมใช้ เช่น MSCI Far East Ex-Japan Index ซึ่งเป็นดัชนีการลงทุนที่สร้างขึ้นและวัดผลอย่างต่อเนื่องโดยบริษัท Morgan Stanley Capital International ของอเมริกา โดยดัชนีดังกล่าวคำนวณจากมูลค่าตลาดรวมของตลาดหุ้นในแต่ละประเทศ ถ่วงน้ำหนักด้วยปัจจัยต่างๆ เช่น สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (free float) เพดานการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ ฯลฯ ปัจจุบันตลาดหุ้นไทยมีน้ำหนักประมาณร้อยละ 2.3 ในดัชนีดังกล่าว ดังแสดงในแผนภาพที่ 23

แผนภาพที่ 23: น้ำหนักการลงทุนในแต่ละประเทศ ในดัชนี MSCI Far East Ex-Japan



ที่มา: ดลท.

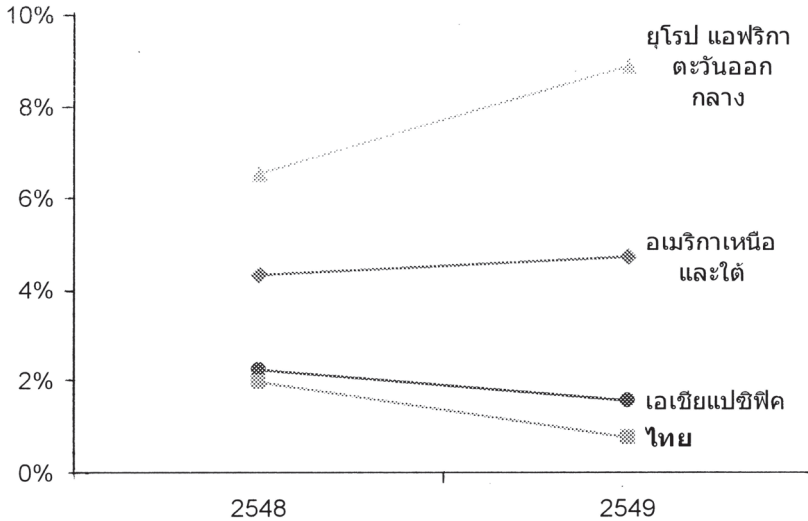
เนื่องจากดัชนี MSCI และดัชนีการลงทุนอื่นๆ ให้น้ำหนักมูลค่าตลาด และสภาพคล่องเป็นหลัก การเพิ่มน้ำหนักของตลาดหุ้นประเทศไทยใดประเทศหนึ่งใน MSCI Far East Ex-Japan Index จึงทำได้สองวิธีหลักคือ 1) เพิ่มมูลค่าตลาดอย่างมีนัยสำคัญด้วยการนำบริษัทขนาดใหญ่เข้าจดทะเบียน และ 2) เพิ่มสัดส่วน free float ในตลาดหุ้น

เมื่อคำนึงว่าประเทศไทยแทบไม่มีบริษัทขนาดใหญ่มาก (เช่น ปตท. หรือปูนซีเมนต์ไทย) ที่ยังไม่ได้เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เหลืออยู่แล้ว การเพิ่มสัดส่วน free float ในตลาดหุ้น เช่น ด้วยการให้ภาครัฐขายหุ้นในบริษัทจดทะเบียนที่แข่งขันกับเอกชนโดยเสรีได้ออกมาอีก ดังที่ได้กล่าวไปแล้วก่อนหน้านี้ หรือบังคับให้บริษัทจดทะเบียนที่มีสภาพคล่องต่ำมากกระจายหุ้นออกมาขายให้กับนักลงทุนมากขึ้น ก็น่าจะเป็นวิธีเพิ่มน้ำหนักของตลาดหุ้นไทยในดัชนี MSCI Far East Ex-Japan Index หรือดัชนีตัวอื่นๆ ที่ใกล้เคียงกัน ที่เป็นไปได้มากที่สุด แต่แนวทางดำเนินการของ ตลท. ในปัจจุบันกลับไม่สอดคล้องกับเป้าหมายดังกล่าว ยกตัวอย่างเช่น ถึงแม้ว่า ตลท. จะกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องมีนักลงทุนรายย่อยไม่ต่ำกว่า 150 ราย และมีอัตราส่วนนักลงทุนรายย่อย (free float) ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 15 เพื่อดำรงสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียน ตลท. กลับไม่มีกฎเกณฑ์ใดๆ ที่จะบังคับให้บริษัทจดทะเบียนที่มี free float ต่ำกว่าร้อยละ 15 หรือมีจำนวนนักลงทุนรายย่อยไม่ถึง 150 ราย กระจายหุ้นออกมาอีกเพื่อเพิ่ม free float ของบริษัท โดยตาม “แนวทางดำเนินการกรณีบริษัทจดทะเบียนที่มีการกระจายรายย่อยไม่ครบถ้วน” (บจ/ร 01-11) ปรับปรุงล่าสุดเมื่อวันที่ 18 มิถุนายน 2550 ตลท. เพียงแต่กำหนดว่าบริษัทจดทะเบียนที่ขาดคุณสมบัติดังกล่าวจะต้องจ่ายค่าธรรมเนียมส่วนเพิ่มเท่านั้น หมายความว่าบริษัทจดทะเบียนที่มีสภาพคล่องต่ำมากๆ เช่น บมจ. ชิน คอร์ปอเรชั่น (SHIN) ซึ่งมีสัดส่วนนักลงทุนรายย่อยเหลือเพียงร้อยละ 3.7 เท่านั้น ภายหลังจากการทำความเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกองทุนเทมาเส็ก ยังสามารถดำรงสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนใน ตลท. ได้ต่อไป ทั้งๆ ที่มีจำนวนและสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยเหลือน้อยมาก จนไม่สามารถจะกล่าวอ้างได้ว่าเป็น “บริษัทมหาชน” อย่างแท้จริง และไม่ตรงกับเจตนารมณ์ของตลาดหลักทรัพย์ที่ต้องการส่งเสริมให้ “ความเป็นเจ้าของ”

บริษัทได้กระจายไปอยู่ในมีอนักลงทุนที่หลากหลายและมีโอกาสในการลงทุนอย่างเท่าเทียมกัน

เมื่อเปรียบเทียบอัตราส่วนระหว่างบริษัทที่ถูกเพิกถอนออกจากตลาด กับจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก พบว่าอัตราส่วนของประเทศไทยในปี 2549 อยู่ในระดับต่ำมาก กล่าวคือ มีบริษัทจดทะเบียนถูกเพิกถอนออกจากตลาดเพียง 4 บริษัทเท่านั้น คิดเป็นร้อยละ 0.77 ของจำนวนบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก คือร้อยละ 1.58 ถึงสองเท่า (แผนภาพที่ 24) ทั้งๆ ที่มีบริษัทจดทะเบียนอย่างน้อย 10 แห่ง ณ สิ้นเดือนกรกฎาคม 2550 ที่มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยต่ำกว่าข้อกำหนดขั้นต่ำของตลาด. คือต่ำกว่าร้อยละ 15<sup>7</sup> ข้อมูลเปรียบเทียบนี้สะท้อนให้เห็นว่า กฎเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการเพิกถอนหลักทรัพย์ (delisting) ของไทยยังค่อนข้าง 'อ่อน' มาก เมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคนี้ ซึ่งมีอัตราส่วนต่ำที่สุดแล้วเมื่อเทียบกับภูมิภาคอื่นๆ และกฎเกณฑ์ที่อ่อนมากเช่นนี้ก็ป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้สัดส่วน free float ของประเทศไทยอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งไม่เอื้ออำนวยต่อการลงทุน โดยเฉพาะของนักลงทุนรายย่อย และเป็นการผิดเจตนารมณ์ของตลาดหลักทรัพย์ทั่วไป

แผนภาพที่ 24: อัตราส่วนระหว่างบริษัทที่ถูกเพิกถอนออกจากตลาด  
ต่อจำนวนบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก ปี 2548 - 2549

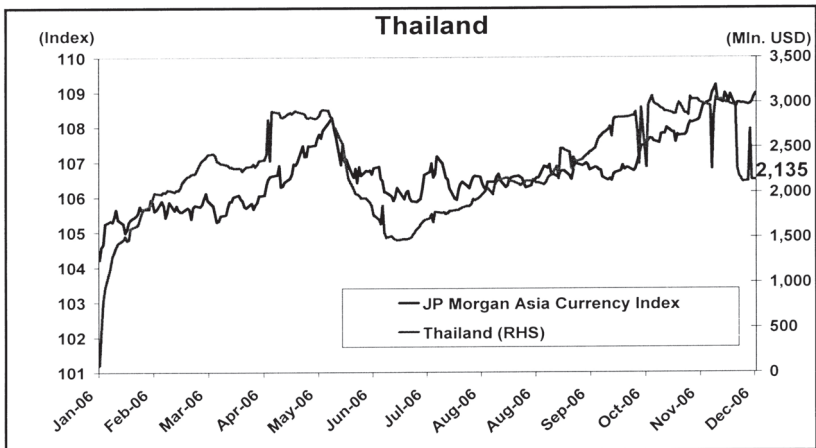


ที่มา: World Federation of Exchanges

นอกเหนือจากดัชนีการลงทุนและปัจจัยอื่นๆ ที่กล่าวถึงไปแล้วข้างต้น ปัจจัยสำคัญอีกประการหนึ่งซึ่งมีผลอย่างมากต่อการตัดสินใจลงทุนและพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ คือค่าเงินบาท โดยเฉพาะเมื่อเปรียบเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งอ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปลายปี 2548 เป็นต้นมา และมีแนวโน้มที่จะยังอ่อนค่าลงต่อไป ส่งผลให้เงินบาทแข็งค่าขึ้นและทำให้ตลาดหุ้นไทยยังคงดูเป็นตลาดที่ “น่าลงทุน” มากกว่าเดิมในสายตาของนักลงทุนต่างชาติ เพราะสามารถทำกำไรได้ “สองต่อ” คือจากค่าเงินบาทและจากกำไรส่วนต่างราคาหุ้น (ซึ่งได้อธิบายไปแล้วก่อนหน้านี้ว่าสามารถทำกำไรได้ง่าย เพราะเม็ดเงินลงทุนอันมหาศาลของนักลงทุนต่างชาติมีอิทธิพลที่จะขึ้นตลาดได้) ดังนั้น จึงไม่น่าแปลกใจที่ทิศทางการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติจะสะท้อนทิศทางอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมีนัยยะสำคัญ ดังแสดงในแผนภาพที่ 25 ซึ่งประเทศไทยไม่ได้เป็นประเทศเดียวที่ประสบ

ภาวะเช่นนี้ ถ้าเปรียบเทียบทิศทางการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหุ้นอื่นๆ เช่น อินเดีย อินโดนีเซีย และไต้หวัน ก็จะได้ภาพที่ไม่แตกต่างกันมากนัก

แผนภาพที่ 25: มูลค่าเงินลงทุนในตลาดหุ้นไทยของนักลงทุนต่างชาติ เปรียบเทียบกับดัชนี JP Morgan Asia Currency มกราคม-ธันวาคม 2549



ที่มา: มาตราการ 18 ธันวาคม, Capital Controls และเศรษฐกิจไทย, ดร. เศรษฐพันธุ์ สุทธิวิชาทนต์, 2550

แนวโน้มการได้กำไร “สองต่อ” ที่ค่อนข้างแน่นอนแบบนี้สร้างแรงจูงใจให้นักลงทุนต่างชาติจำนวนมาก แม้กระทั่งกองทุนที่โดยนโยบายปกติแล้วจะถือหุ้นระยะยาว หันมาเล่นหุ้นแบบเก็งกำไรระยะสั้นกันมากขึ้น ส่งผลให้ตลาดหุ้นไทยยังมีความผันผวนและความลึกลับกับภาคเศรษฐกิจจริงมากขึ้นไปอีก

ลักษณะการกระจุกตัวด้านอุปสงค์ที่เกิดจากอิทธิพลของนักลงทุนต่างชาติที่ลงทุนด้วยปัจจัยเชิงเปรียบเทียบเป็นหลัก ซึ่งเป็นเรื่องยากต่อการทำงานทำความเข้าใจของนักลงทุนรายย่อยและทำให้ตลาดหุ้นมีความลึกลับค่อนข้างสูงกับภาคเศรษฐกิจจริง ประกอบกับความผันผวนด้านราคาของตลาดหุ้นและข้อเท็จจริงที่ว่าประสิทธิภาพของรัฐการจัดเก็บและปราบปรามการทุจริตในตลาด เช่น การสร้างราคาหุ้น (“ปั่นหุ้น”) และการซื้อขายหุ้นโดยใช้ข้อมูลภายในยังไม่ดีเท่าที่ควร และกลไกคุ้มครองนักลงทุนรายย่อยที่ยังต้องแก้ไขปรับปรุงอีกมาก (เช่น ประเทศไทยเป็นประเทศเดียวในบรรดาประเทศที่มีระดับพัฒนาการของตลาดหุ้นใกล้เคียงกัน ที่ยังไม่มีกฎหมายว่าด้วยการดำเนินคดีแบบกลุ่ม หรือที่เรียกว่า class action law แม้ว่าปัจจุบันร่างกฎหมายดังกล่าวจะอยู่ในขั้นตอนพิจารณาของสำนักงานกฤษฎีกา) แปลว่าเป็นเรื่องยากที่นักลงทุนรายย่อยโดยทั่วไป ผู้ไม่มีความรู้ความเข้าใจในกลไกตลาดและปัจจัยพื้นฐานดีเท่ากับนักลงทุนสถาบัน จะได้กำไรจากการเล่นหุ้นในตลาดหุ้นไทย และความยากนี้เองก็ผลักดันให้นักลงทุนรายย่อยจำนวนมากมีพฤติกรรมเก็งกำไรมากกว่าเดิม โดยหันไปให้ความสนใจกับหุ้นขนาดกลางและเล็กที่นักลงทุนต่างชาติไม่สนใจหรือเล็งเกินกว่าที่จะสนใจที่มีลักษณะเป็นหุ้นเก็งกำไร ที่นักลงทุนรายย่อยเชื่อว่าตัวเองจะสามารถทำกำไรได้ก่อนที่ “เจ้ามือ” จะ “ทิ้ง”

ปัญหาคือหุ้นเก็งกำไรหลายตัวมีลักษณะเป็น “หุ้นปั่น” อย่างค่อนข้างชัดเจนและเป็นที่ยึดกันอย่างกว้างขวางในตลาด แต่ ดลท. และ ก.ล.ด. ก็ไม่สามารถรวบรวมหลักฐานเพียงพอที่จะจับ “เจ้ามือ” รายใหญ่มาลงโทษได้สาเหตุหนึ่งเนื่องจากความไร้ประสิทธิภาพของกระบวนการยุติธรรมไทยในการปราบปรามและลงโทษความผิดทางเศรษฐกิจ ซึ่งต้องใช้พยานหลักฐานแน่นหนาไม่ต่างจากคดีอาญา ในขณะที่การ “ปั่นหุ้น” ในตลาดนั้นหลายกรณีมีเพียงพยานหลักฐานแวดล้อมเท่านั้น เนื่องจากไม่มีทางที่เจ้าหน้าที่รัฐจะสามารถมองเห็นหรือหาหลักฐานเกี่ยวกับเส้นทางการเงิน ตัวตนของตัวแทนถือหุ้น (νομินี) ทุกราย และหลักฐานยืนยันความสัมพันธ์ระหว่างνομินีกับ “เจ้ามือ” ที่อยู่เบื้องหลัง ได้อย่างครบถ้วนสมบูรณ์พอที่จะนำไปสู่คำพิพากษาปรับและจำคุกในชั้นศาล

ความไร้ประสิทธิภาพของกระบวนการยุติธรรมในการวินิจฉัยคดีเหล่านี้ เป็นสาเหตุหลักที่ทำให้นักลงทุนรายย่อยจำนวนมากไม่สามารถแยกแยะระหว่าง “หุ้นปั่น” (ผิดกฎหมาย) กับ “หุ้นเก็งกำไร” (ถูกกฎหมาย) ได้ และส่งผลให้ประชาชนทั่วไปจำนวนมากที่ยังไม่เคยลงทุนในตลาดหุ้นและไม่ชอบความเสี่ยงสูง ยิ่งขาดแรงจูงใจที่จะเข้ามาลงทุน เพราะมองว่าตลาดหุ้นเป็นเพียง “บ่อน” ที่มี “หุ้นปั่น” จำนวนมาก มีความเสี่ยงสูง และมีแต่นักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนรายใหญ่ผู้มีเส้นสายกับ “เจ้ามือ” เท่านั้นจึงจะสามารถทำกำไรได้

ปัญหาทั้งหมดที่กล่าวไปแล้วข้างต้นแปลว่าภาครัฐ โดยเฉพาะ ตลท. ควรให้ความสำคัญต่อกฎการกำกับดูแลตลาดหุ้นให้มีความเป็นธรรมและคุ้มครองนักลงทุนรายย่อยได้จริง เสริมสร้างสภาพคล่อง และส่งเสริม “คุณภาพ” ของสินค้าในตลาด แทนที่จะเน้นเป้าหมายเชิง “ปริมาณ” เช่น การเพิ่มมูลค่าตลาด หรือการเพิ่มจำนวนบริษัทจดทะเบียน เป็นเป้าหมายหลักในการดำเนินการดังเช่นที่ผ่านมา ซึ่งการบรรลุเป้าหมายด้านกลไกกำกับดูแล เสริมสร้างสภาพคล่อง และส่งเสริมคุณภาพของสินค้าสามารถทำได้ด้วยวิธีการมากมายที่ ตลท. ยังไม่ให้ความสำคัญเท่าที่ควร อาทิ เช่น การบังคับเพิกถอนบริษัทสภาพคล่องต่ำออกจากตลาด หรือการลงโทษที่ปรึกษาทางการเงินที่นำลูกค้าเข้าจดทะเบียนใน ตลท. (IPO) แล้วปรากฏภายหลังว่าผู้บริหารของลูกค้านั้นหลอกลวงหรือฉ้อโกงนักลงทุน (ที่ผ่านมายังไม่มี บริษัทที่ปรึกษาทางการเงินรายใดถูก ก.ล.ต. ลงโทษในกรณีดังกล่าว ทั้งๆ ที่เป็นผู้ร่วมลงนามรับรองความถูกต้องของข้อมูลกับบริษัทลูกค้าด้วย ในการยื่นแบบแสดงรายการและคำขออนุญาตทำ IPO ต่อ ก.ล.ต.)

### 2.3 บทสรุป

แผนกลยุทธ์ 3 ปีล่าสุด (2550-2552) ของ ก.ล.ต.<sup>8</sup> ได้สรุปสภาพเหตุการณ์ที่มีผลต่อตลาดทุนทั้งที่เป็นปัจจัยภายนอกและปัจจัยภายในไว้อย่างรวบรัดและครอบคลุมดังนี้: “ปัจจัยภายนอกที่มีผลต่อตลาดทุน เช่น การไหลเวียนของเงินลงทุนจากต่างประเทศ ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน ราคาน้ำมัน และอัตราดอกเบี้ย การลงทุนขนาดใหญ่ของภาครัฐ (mega project)

การยกเลิกประกันเงินฝากแบบเต็มจำนวน การเปิดเสรีการค้าและการเงิน และการมีประชากรที่เป็นผู้สูงอายุเพิ่มขึ้น ส่วนปัจจัยภายใน ได้แก่ ตลาดหุ้นยังมีขนาดเล็กและ free float ต่ำ ผู้ลงทุนสถาบันมีสัดส่วนน้อย ผู้ลงทุนรายย่อยเน้นเก็งกำไรระยะสั้นบริษัทหลักทรัพย์พึ่งพิงรายได้ค่านายหน้าอย่างมาก ปัญหาเรื่องการปฏิบัติตามมาตรฐานสากลและด้านการกำกับดูแลกิจการที่ยังต้องผลักดันอย่างต่อเนื่อง รวมทั้งตลาดตราสารหนี้ที่ยังมีขนาดเล็ก และสภาพคล่องต่ำ

สภาพแวดล้อมข้างต้นก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อตลาดหุ้นไทย คือ ประชาชนอาจขาดความเชื่อถือในสินค้าและระบบตลาดผู้ระดมทุนไม่สามารถระดมทุนได้ตามที่ต้องการและบริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถแข่งขันได้ในระยะยาว”

ในบริบทของกระแสโลกาภิวัตน์ในภาคการเงิน ต้นทุนในการทำธุรกรรมในตลาดหุ้นที่ต่ำลงเรื่อยๆ จากความก้าวหน้าของเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร ส่งผลให้เกิดตลาดรูปแบบใหม่ๆ ต้นทุนต่ำที่ไร้สถาบันการเงินตัวกลาง เช่น Electronic Communication Network (ECN) เป็นคู่แข่งชั้นรายสำคัญของตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิมทั่วโลกที่ยังใช้บริษัทสมาชิก คือบริษัทหลักทรัพย์ เป็นตัวกลางในการส่งคำสั่งซื้อขายให้กับนักลงทุน นอกจากนี้ การเติบโตของเม็ดเงินลงทุนของนักลงทุนสถาบันระดับโลก โดยเฉพาะนักลงทุนประเภท global hedge fund และ global private equity fund ก็เป็นแรงกดดันอีกประการหนึ่งที่ผลักดันให้เกิดกระแสการควบรวมกิจการระหว่างตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก เพื่ออำนวยความสะดวกให้กับนักลงทุนขนาดใหญ่เหล่านี้ ในสถานการณ์เช่นนี้ ตลาดหลักทรัพย์เล็กๆ ที่อยู่โดดเดี่ยว (stand alone) อย่าง ตลท. ที่นับวันจะมีขนาดเล็กลงเรื่อยๆ เมื่อเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ระดับภูมิภาค ยิ่งต้องมีการปรับตัวและปรับโครงสร้างองค์กรขนานใหญ่เพื่อความอยู่รอด เนื่องจากเม็ดเงินลงทุนปริมาณมหาศาลทำให้ไม่มีตลาดหลักทรัพย์ใดในโลกสามารถละเลยนักลงทุนประเภทนี้ ซึ่งเป็นกลุ่มนักลงทุนที่สำคัญต่อการเจริญเติบโตของตลาดหุ้นในประเทศกำลังพัฒนาทุกแห่ง นั้นหมายความว่า ตลท. ควรเร่งประสานงานกับตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ ในภูมิภาค เพื่ออำนวยความสะดวกให้กับนัก



ลงทุน และการจะร่วมมือกับตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ ให้ได้ผลนั้นก็หมายความว่า ตลท. ควรพิจารณาแปรรูปองค์กรให้เป็นองค์กรแสวงหากำไร (demutualization) แล้วนำบริษัทที่เกิดขึ้นเข้าจดทะเบียนใน ตลท. เพื่อกำจัดอำนาจครอบงำของบริษัทหลักทรัพย์ กระจายอำนาจการบริหารจัดการ ตลท. ไปสู่มือนักลงทุนที่หลากหลาย และปรับปรุงประสิทธิภาพองค์กรให้ทัดเทียมกับนานาประเทศ

อย่างไรก็ดี ความสำคัญของนักลงทุนต่างชาติในตลาดทุนย่อมมิได้หมายความว่า ภาครัฐควรพุ่งเป้าไปที่การดึงดูดเม็ดเงินลงทุนจากต่างชาติเพียงอย่างเดียว เพราะดังที่ได้อธิบายก่อนหน้านี้อแล้วว่า อิทธิพลมหาศาลของนักลงทุนต่างชาติที่สามารถ “ซึ้นน้ำ” ตลาดได้ และข้อเท็จจริงที่ว่านักลงทุนประเภทนี้ลงทุนโดยอาศัยปัจจัยเชิงเปรียบเทียบต่างๆ (relative factors) ไม่ได้มองปัจจัยพื้นฐานของประเทศไทยเพียงอย่างเดียวเหมือนกับนักลงทุนในประเทศ (absolute factors) และสนใจลงทุนในหุ้นขนาดใหญ่ที่อยู่ในดัชนีระหว่างประเทศต่างๆ เท่านั้น ซึ่งในประเทศไทยก็หมายถึงหุ้นในกลุ่มปตท. เป็นหลัก ซึ่งประกอบธุรกิจซึ่งมีผลการดำเนินงานในทิศทางตรงกันข้ามกับภาคเศรษฐกิจอื่นๆ ของประเทศ ทำให้ตลาดหุ้นไทยมีลักษณะกระจุกตัวทั้งด้านอุปทานและด้านอุปสงค์ ดัชนีตลาดหุ้นมีความลึกลับกับภาคเศรษฐกิจจริงอย่างมีนัยสำคัญจนไม่สามารถใช้เป็นเครื่องสะท้อนภาวะเศรษฐกิจของประเทศได้ และส่งผลให้ราคาหุ้นในตลาดมีความผันผวนสูงกว่าตลาดหุ้นในประเทศเพื่อนบ้าน มีสภาพคล่องต่ำกว่า และขาดเสถียรภาพในระยะยาวเนื่องจากขึ้นอยู่กับพฤติกรรมของนักลงทุนต่างชาติที่มักจะเคลื่อนย้ายเงินลงทุนไปลงทุนในตลาดต่างๆ เพื่อเก็งกำไรระยะสั้น และพฤติกรรมเก็งกำไรเหล่านี้ก็มีช่องทางจำนวนมากที่ได้กำไรค่อนข้างแน่นอนในปัจจุบัน เนื่องจากปัญหาความลึกลับของระบบการเงิน เช่น พฤติกรรมการทำ carry trade สกุลเงินเยน (กู้เงินสกุลเยนดอกเบี้ยต่ำในญี่ปุ่น แล้วนำมาซื้อหุ้นในตลาดเกิดใหม่ทั่วโลก) ส่งผลให้นักลงทุนต่างชาติมีลักษณะการลงทุนใกล้เคียงกันมากขึ้น ไม่มีการกระจายความเสี่ยง (risk diversification) เท่าที่ควรในภาพรวม และทำให้ภาคการเงินโลกมีความเสี่ยงที่จะเกิดวิกฤตในอนาคต ซึ่งก็จะส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นไทยอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

ในภาวะเช่นนี้ จำเป็นอย่างยิ่งที่ภาครัฐจะดำเนินนโยบายเสริมสร้างสภาพคล่องในตลาด เช่น ด้วยการกระจายหุ้นที่รัฐถืออยู่ในบริษัทที่ไม่ใช่ธุรกิจผูกขาดโดยธรรมชาติ ปรับปรุงเงื่อนไขการเบิกถอนบริษัทจดทะเบียนออกจากตลาดหลักทรัพย์ และดึงดูดนักลงทุนรายใหม่ๆ ให้เข้ามาลงทุนในตลาดเพื่อสร้างแรงกดดันอิทธิพลของนักลงทุนต่างชาติ โดยเฉพาะนักลงทุนสถาบันในประเทศซึ่งปัจจุบันยังมีสัดส่วนต่ำมากเมื่อเทียบกับต่างประเทศ เช่น ด้วยการสนับสนุนระบบการออมทั้งโดยสมัครใจ (ให้ผู้มีเงินออมลงทุนผ่านกองทุนรวม) รวมถึงระบบการออมภาคบังคับที่ให้ผู้ออมมีสิทธิในการกำหนดทางเลือกต่างๆ ในการลงทุน ทั้งการเลือกผู้บริหารการลงทุนและประเภทตราสาร โดยภาครัฐอาจพิจารณาส่งเสริมกองทุนที่มีมูลค่าหน่วยลงทุนต่ำ (เช่น 100 บาท) ในลักษณะคล้ายกับกองทุนของประเทศมาเลเซีย เพื่อให้ผู้มีรายได้น้อยได้มีโอกาสได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนที่ดีกว่าเงินฝาก ซึ่งมาตรการดึงดูดนักลงทุนในประเทศเหล่านี้จะต้องดำเนินการควบคู่ไปกับการเสริมสร้างและปรับปรุงกลไกกำกับดูแลตลาดทุนที่เข้มงวดและเคร่งครัด สามารถจับกุมและเอาตัวผู้ทุจริตในตลาดหุ้นมาลงโทษในกระบวนการยุติธรรมได้จริง เพื่อเป็นการคุ้มครองนักลงทุนรายย่อยที่มักจะถูกเป็นเหยื่อของผู้ทุจริต และเพิ่ม ‘ต้นทุนในการทุจริต’ ของผู้บริหารบริษัท

# 3.



ระบบธนาคารพาณิชย์ไทย  
และบริบทการจัดสรรทุนภายใต้ยุคโลกาภิวัตน์

ระบบธนาคารพาณิชย์ผูกพันกับระบบเศรษฐกิจไทยโดยตรงมาอย่างยาวนาน ในฐานะการเป็นสถาบันการเงินซึ่งทำหน้าที่เก็บรักษาสะสมความมั่งคั่งของครัวเรือน และชดเชยความต้องการแหล่งเงินทุนภายนอกของหน่วยเศรษฐกิจต่าง ๆ ผ่านความเชี่ยวชาญพิเศษในการจัดการปัญหาสมมาตรทางข้อมูลที่มีการประหยัดต่อขนาดหน้าที่ดังกล่าวนี้ทำให้นักธนาคารพาณิชย์สามารถช่วยเติมเต็มความต้องการของหน่วยเศรษฐกิจในหลายประการ อาทิเช่น การปรับกระแสการใช้จ่ายที่เหมาะสมซึ่งจะยกระดับสวัสดิการของหน่วยเศรษฐกิจที่จะได้รับ และทำให้ธุรกิจสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนเพื่อการผลิตซึ่งเป็นการส่งเสริมการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจและการพัฒนาประเทศ

ด้วยความสำคัญเหล่านี้ทำให้นักธนาคารพาณิชย์เป็นโครงสร้างพื้นฐานทางการเงิน (Financial Infrastructure) ที่ถูกบัญญัติให้เป็นธุรกิจที่ต้องได้รับการกำกับดูแล ตามพระราชบัญญัติธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 โดยมีธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้รับผิดชอบในหน้าที่ดังกล่าว การเป็นธุรกิจที่ได้รับการกำกับดูแลทำให้ต้องมีกติกาในการประกอบธุรกิจและถูกตรวจสอบว่าได้ปฏิบัติตามเงื่อนไขข้อบังคับที่กำหนดไว้หรือไม่ ด้วยเหตุนี้ การออกแบบและการกำหนดกติกาของธุรกิจจึงถือเป็นกลไกและเครื่องมือสำคัญของรัฐในการออกแบบรูปลักษณะของอุตสาหกรรมธนาคารพาณิชย์เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์สำคัญที่ต้องการ

ด้วยตระหนักดีถึงประโยชน์ของเครื่องมือดังกล่าว ภาครัฐได้พยายามอย่างยิ่งในการพัฒนาระบบการเงินและธุรกิจธนาคารพาณิชย์ให้เหมาะสมเพื่อให้ระบบการเงินสามารถสร้างประโยชน์ในระยะยาวต่อระบบเศรษฐกิจไทย ในส่วนนี้เรามุ่งประเด็นหลักเพื่ออภิปรายถึงบทบาทของภาครัฐในการสร้างสภาพแวดล้อมทางการเงินแก่ธุรกิจธนาคารพาณิชย์ตลอดระยะเวลาที่หนึ่งทศวรรษที่ผ่านมาและประเมินถึงบทบาทในภาพรวม รวมทั้งแนวทางที่กำลังเป็นไปได้และกำลังจะได้รับการปฏิรูปอยู่ในปัจจุบันหรืออยู่ในระหว่างการดำเนินการ

ในส่วนแรก ผู้เขียนเริ่มด้วยการอภิปรายถึงบทเรียนของการพัฒนาระบบสถาบันการเงินไทยโดยลำดับนโยบายที่สำคัญในช่วงตั้งแต่ก่อนวิกฤตการณ์ทางการเงินจนกระทั่งถึงยุครัฐบาลทักษิณ และตั้งข้อสังเกตในประเด็นที่สำคัญเกี่ยวกับบทเรียนดังกล่าว ในส่วนที่สอง ผู้เขียนรวบรวมแนวคิดโดยคร่าวเกี่ยวกับบทบาทของภาครัฐที่เหมาะสมในการออกแบบระบบการเงินที่เหมาะสม ส่วนที่สาม ผู้เขียนพิจารณาการเปลี่ยนแปลงในบทบาทภาครัฐต่อระบบธนาคารพาณิชย์ก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางการเงินและตั้งข้อสังเกตไว้เพื่อเป็นประเด็นสำหรับการหาคำตอบ และในที่สุดท้ายเป็นบทสรุป

### 3.1 การสำรวจพัฒนาการของระบบธนาคารพาณิชย์ไทย: บทเรียนเชิงข้อเท็จจริง

เราเริ่มต้นในส่วนนี้ด้วยการทบทวนถึงบทบาทของภาครัฐในช่วงกว่าหนึ่งทศวรรษที่ผ่านมา โดยลำดับลักษณะของ Rule of The Game และสภาพแวดล้อมที่รายรอบเป็นกรอบสำหรับการตัดสินใจของระบบธนาคารพาณิชย์โดยการแบ่งลำดับของแนวทางการนำเสนอออกเป็นสามช่วงตามช่วงเวลาที่สำคัญในอดีต ได้แก่ 1) ก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน, 2) ระหว่างและหลังเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน และ 3) ช่วงภายหลังรัฐบาลทักษิณเข้ามาบริหารบ้านเมือง ตามลำดับดังนี้

### 3.1.1 ระบบธนาคารพาณิชย์ในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางการเงินไทย

ก่อนเริ่มยุคการผ่อนปรนและเปิดเสรีทางการเงินในช่วงราวปี 2532 โครงสร้างการระดมทุนของภาคเอกชนพึ่งพิงระบบสถาบันการเงินเป็นส่วนใหญ่ซึ่งในขณะนั้นประกอบด้วยกิจการสถาบันการเงินสองประเภทหลัก ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ (ธพ.) และ บริษัทเงินทุน (บง.) โดยหากพิจารณาจากโครงสร้างและสภาพแวดล้อมในขณะเวลาดังกล่าวเพิ่มเติม จะพบข้อสังเกตสามประการหลักที่น่าสนใจ ได้แก่

ประการแรก ปรากฏการณ์กำกับระบบสถาบันการเงินของผู้กำกับดูแล (Regulator) ในขณะนั้นค่อนข้างขาดความระมัดระวัง (prudential) และเป็นแบบตั้งรับ (passive) มากเกินไป การขาดความเข้มงวดที่เหมาะสมทำให้เป็นช่องทางที่ไม่เอื้อให้สถาบันการเงินมีโครงสร้างองค์กรที่แข็งแกร่งและโปร่งใส เพราะ Regulator ไม่ได้เน้นการวางโครงสร้างภายในองค์กรในทางที่เอื้อต่อการเกิดธรรมรัฐในการบริหารจัดการองค์กร (Incentive Governance) ตั้งแต่แรก ในขณะที่การกำกับดูแลระบบสถาบันการเงินเป็นไปในลักษณะของการตรวจสอบที่มีช่วงทิ้งเวลาพอสมควร อาทิเช่น เกณฑ์การรับรู้รายได้และการสำรองหนี้เสีย ของ NPL ที่ใช้เวลานานถึง 1 หรือ 2 ปี ตามลักษณะของประเภทสินเชื่อ นอกจากนี้ ด้วยข้อกำหนดเชิงนโยบายสำหรับขอยกเว้นการทำธุรกิจที่จำแนกตามความคิดด้านประเภทความเสี่ยงของธุรกรรมที่ได้รับอนุญาต และความกังวลในเรื่องเสถียรภาพของระบบสถาบันการเงิน ทำให้มีความพยายามแยกประเภทของธุรกิจออกเป็น “ธนาคารพาณิชย์” (ซึ่งมีการกระจุกตัวค่อนข้างมากในกลุ่ม 4 ธนาคารใหญ่) และ “บริษัทเงินทุน” (ที่มีจำนวนมากและค่อนข้างมีการแข่งขันกันสูง) ซึ่งทำให้ธนาคารพาณิชย์ที่มีความได้เปรียบในการเข้าหาแหล่งเงินทุนในรูปแบบเงินฝากที่มีต้นทุนต่ำกว่ามาก พยายามก้าวเข้ามาสู่ธุรกิจดังกล่าว (Risk-taking ทางอ้อม) ในลักษณะของบริษัทในเครือ (Affiliated Company) ผ่านโครงสร้างการถือครองหุ้นของกลุ่มผู้ถือหุ้นหลักในธนาคารที่มีลักษณะกระจุกตัวกับบริษัทเงินทุนเหล่านั้น<sup>9</sup>

ประการที่สอง ในยุคก่อนการผ่อนปรนและเปิดเสรีทางการเงินของ

ไทย ภาครัฐอาศัยธนาคารพาณิชย์เป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายสำคัญๆ ด้วยการออกกฎระเบียบและมาตรการแทรกแซงระบบสถาบันการเงินโดยตรงเป็นจำนวนมาก (Direct Intervention) อาทิเช่น การให้กำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยในธุรกรรมรับฝากเงินและปล่อยสินเชื่อ การกำหนดสัดส่วนหรือยกเว้นการคิดเงินกองทุนสำหรับการปล่อยสินเชื่อในอุตสาหกรรมที่ได้รับการส่งเสริมตามนโยบายสนับสนุนของรัฐ เป็นต้น มาตรการแทรกแซงภาคการเงินโดยตรงในลักษณะดังกล่าวนี้ อาจมองในแง่หนึ่งเพื่อสร้างเสถียรภาพของภาคการเงินและอาศัยอำนาจรัฐเพื่อกำกับภาคการเงินให้ทำหน้าที่เชิงนโยบายทางเศรษฐกิจที่สำคัญตามลำดับ แต่ระบบดังกล่าวถือได้ว่าเป็นการบิดเบือนกลไกการทำงานตลาดรูปแบบหนึ่ง และด้วยระบบทุนนิยมในไทยที่มีเศรษฐกิจแบบโครงสร้างอาณาจักรทางธุรกิจหรือกลุ่มทุนในระบบเครือญาติเชิงอุปถัมภ์นิยม (Cronyism) ทำให้โครงสร้างอาณาจักรดังกล่าวจะอาศัยสถาบันการเงินที่ครอบครัวยุคหนึ่งเป็นเจ้าของเป็นเครื่องมือ (Concentrated Ownership) ในการเข้าหาแหล่งเงินทุนและปล่อยถ่ายเงินทุนเหล่านั้นเพื่อสนับสนุนกิจการของตนเอง ทั้งที่ ได้รับและไม่ได้รับการสนับสนุนจากภาครัฐ

ประการที่สาม จากข้อสังเกตของงานศึกษาในอดีตพบว่า หลักการประเมินความเหมาะสมของการให้สินเชื่อธนาคารพาณิชย์ในอดีตเน้นเรื่องการประเมินหลักทรัพย์ค้ำประกันเป็นหลัก ในขณะที่การพิจารณาตามหลักการสมัยใหม่อาจเป็นเรื่องรอง ทำให้ความเสี่ยงของธนาคารพาณิชย์อิงกับวัฏจักรธุรกิจค่อนข้างมาก (Highly Procyclical) และมีความเปราะบางกับผลกระทบภายนอกค่อนข้างมาก (vulnerable to shocks) ด้วยเหตุนี้จึงสังเกตได้ว่า ภาคธุรกิจอาจสังหาริมทรัพย์และสินเชื่อที่ผูกโยงกันกับอสังหาริมทรัพย์จึงได้รับประโยชน์เป็นอย่างมากในช่วงเวลาดังกล่าว เพราะราคาอสังหาริมทรัพย์ได้ปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้สถาบันการเงินปล่อยสินเชื่อแก่ภาคดังกล่าวในสัดส่วนค่อนข้างมาก (โดยกระจุกตัวในส่วนของบริษัทเงินทุนและธนาคารขนาดเล็กเป็นหลัก)<sup>10</sup>

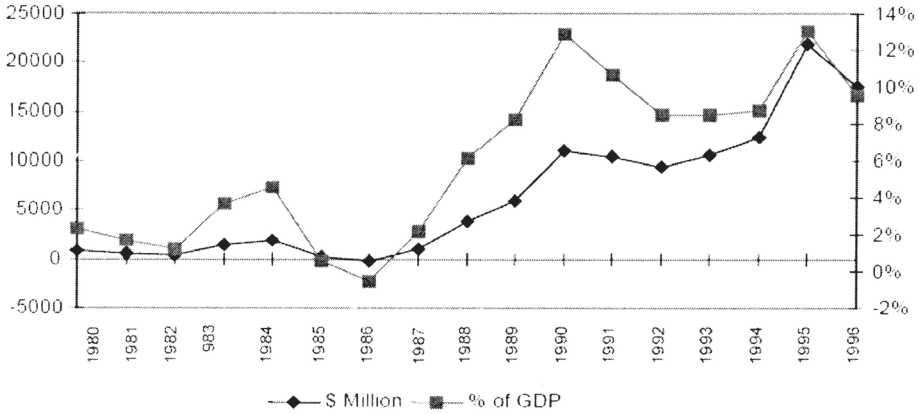
ในขณะที่ระบบธนาคารตกอยู่ภายใต้สภาพแวดล้อมทางโครงสร้างทั้งสามประการข้างต้น ภาครัฐได้ดำเนินมาตรการสนับสนุนภาคการเงินใน

ลักษณะก้าวกระโดดอย่างรวดเร็ว ด้วยเชื่อว่าจะเป็น การส่งเสริมระบบสถาบันการเงินและประเทศโดยรวมด้วยการพยายามนำภาคการเงินก้าวเข้าสู่ขั้นแรกของการพัฒนาไปสู่การเปิดเสรีทางการเงิน (Financial Liberalization) โดยในปี พ.ศ. 2532 ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ได้เริ่มยกเลิกระดับเพดานและช่วงห่างอัตราดอกเบี้ย (interest rate ceiling and spread) ในธุรกรรมรับฝากและสินเชื่อ รวมทั้งยังยกเลิกข้อกำหนดในแง่เงินกองทุนเพื่อการค้าประกันสาขาของธนาคารพาณิชย์ที่ขยายออกไปใหม่ ซึ่งมาตรการผ่อนปรนทางการเงินเหล่านี้เป็นการเตรียมการเบื้องต้นเพื่อรองรับกับการนำภาคการเงินของไทยให้เข้าสู่ “กระแสการผูกรวมของทุนนิยมการเงินโลก” (Global Financial Integration) โดยหลังจากนั้นไม่นานหน่วยงานของรัฐได้แสดงความจำนงอย่างชัดเจนต่อการเปิดเสรีภาคการเงินของไทย ด้วยการการตอบรับพันธกรณีข้อ 8 (IMF Article No.8) ซึ่งผลจากการตอบรับดังกล่าวมีส่วนทำให้เงินทุนต่างประเทศไหลเข้าอย่างมหาศาล เพราะเป็นการอนุญาตให้การแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศทำได้ง่ายขึ้น ทำให้เงินทุนต่างประเทศที่ไหลเข้ามาสามารถเคลื่อนย้ายได้สะดวกขึ้น (แผนภาพที่ 26)

เงินทุนส่วนใหญ่ไหลไปสู่ระบบสถาบันการเงินในรูปแบบของเงินกู้ระยะสั้น (แผนภาพที่ 27) ซึ่งส่งผลให้โครงสร้างหนี้สินต่างประเทศสุทธิกับการขยายตัวของเครดิตของระบบสถาบันการเงินเติบโตอย่างต่อเนื่อง (แผนภาพที่ 28 และ 29) สะท้อนให้เห็นว่าในช่วงเวลาดังกล่าว บทบาทสถาบันการเงินคือการเปลี่ยนแหล่งเงินทุนต่างประเทศให้แปลงเป็นสินเชื่อแก่ภาคเศรษฐกิจต่างๆ ซึ่งเป็นลักษณะของ Loan Intermediation ตาม Traditional banking เป็นอย่างดี



แผนภาพที่ 26: กระแสเงินทุนไหลเข้าสู่ประเทศไทยภายหลัง  
Financial Deregulation และ Capital Mobilization



Source: Bank of Thailand.

แผนภาพที่ 27: โครงสร้างการไหลเข้าของเงินทุนสู่ไทย

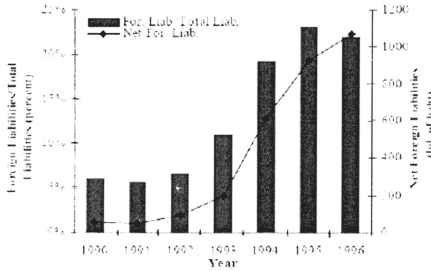
	80-85	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<i>(% of GDP)</i>												
Current account deficit	5.4	-0.6	0.7	2.7	3.5	5.3	7.7	5.6	5.0	5.6	5.0	7.9
Net private capital inflow	3.7	-1.0	2.0	6.8	9.1	11.7	12.3	9.1	9.0	8.5	13.0	9.5
Foreign direct investment	0.7	0.6	0.7	1.8	2.5	2.9	2.3	1.9	1.7	1.0	1.3	1.6
Portfolio - equity	0.0	0.1	0.2	0.8	2.0	0.5	0.0	0.0	3.0	-0.4	1.3	0.9
Portfolio - bonds	0.2	-0.3	-0.2	0.1	0.2	-0.1	-0.1	0.5	1.7	2.9	1.2	0.2
Long-term bank lending	2.2	-0.9	0.0	0.7	2.1	2.0	3.4	1.5	0.0	0.0	1.8	4.7
Short-term bank lending	0.7	-0.5	1.3	3.5	2.4	6.5	6.7	5.2	2.5	5.1	7.5	2.2
<i>(% of total inflow)</i>												
Foreign direct investment	18.8	-59.6	24.1	26.5	27.0	24.4	18.4	21.2	19.0	11.5	9.7	16.8
Portfolio - equity	0.5	-7.0	11.1	11.7	21.7	4.5	0.4	0.0	32.9	-4.5	10.1	9.3
Portfolio - bonds	4.2	27.1	-8.2	1.0	1.7	-0.9	-0.7	5.5	19.3	33.5	9.5	2.3
Long-term bank lending	58.6	87.5	-1.8	9.9	23.3	16.9	27.9	16.5	0.5	-0.2	13.6	48.9
Short-term bank lending	17.8	52.0	64.8	51.0	26.3	55.1	54.1	56.7	28.3	59.8	57.2	22.7

Source: World Bank, *Global Development Finance 1995*.

## แผนภาพที่ 28 และแผนภาพที่ 29 :

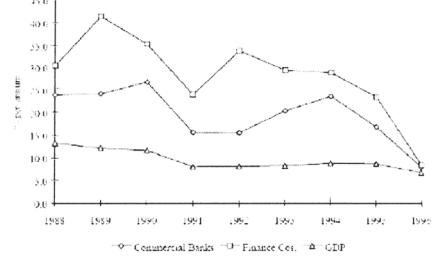
## โครงสร้างหนี้สินของระบบการเงินไทยและการขยายตัวของสินเชื่อสถาบันการเงิน

ภาพที่ 3 โครงสร้างหนี้สินของระบบสถาบันการเงินไทย



Source: Bank of Thailand Quarterly Bulletin

ภาพที่ 4 การขยายตัวของสินเชื่อของสถาบันการเงิน



Source: Bank of Thailand Bulletin

หลังจากนั้นไม่นาน ภาครัฐให้การสนับสนุนและส่งเสริมการเปิดเสรีทางการเงินเพิ่มเติมในปี 2536 ซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยอนุญาตให้สถาบันการเงินสามารถขอจัดตั้งนิติบุคคลเพื่อดำเนินธุรกิจวิเทศธนกิจ (BIBF และ PBIBF) เพื่ออำนวยความสะดวกในการรับฝาก จัดหาแหล่งเงินทุน และปล่อยสินเชื่อในรูปสกุลเงินตราต่างประเทศ ซึ่งเป็นกิจกรรมตามลักษณะของ Off-Shore Banking System โดยรพท. ให้การสนับสนุนกิจการดังกล่าวด้วยแรงจูงใจในรูปของส่วนลดภาษีนิติบุคคล นโยบายที่รพท. ยินยอมให้มีการจัดตั้ง BIBF นั้น มุ่งหวังที่จะพัฒนาให้ไทยเป็นศูนย์กลางทางการเงินในภูมิภาค ในขณะเดียวกัน ยังเป็นการส่งเสริมความแข็งแกร่งของภาคธุรกิจด้วยการเข้าหาแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำลง นโยบายดังกล่าวได้รับการตอบสนองจากภาคสถาบันการเงินและภาคธุรกิจเป็นวงกว้าง ดังเห็นได้จาก จำนวนการขอใบอนุญาตโดยสถาบันการเงินต่างๆ ซึ่งในจำนวนนี้เป็นประเภทธนาคารพาณิชย์ไทย สาขานานาชาติพาณิชย์ต่างประเทศ และ Stand Alone BIBF

ตารางที่ 3: โครงสร้างธุรกรรม BIBF จำแนกตามประเภทผู้ให้บริการ

End of Period	Millions of bahts)						
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 Q1
<b>On-In</b>							
Thai banks	197,024.4	456,043.0	680,517.2	807,633.2	1,411,362.9	767,029.4	709,042.6
Foreign banks with full branches) in Thailand	126,690.9	189,826.3	254,561.8	330,040.2	514,058.1	213,504.1	181,020.8
Other BIBF units	50,768.1	102,249.1	152,370.9	222,794.9	690,449.9	431,931.1	411,406.9
	19,565.4	164,567.6	273,584.5	254,798.1	206,854.9	121,594.2	116,614.9
<b>On-Out</b>							
Thai banks	3,789.2	100,833.2	517,044.5	482,558.5	471,081.7	148,493.7	119,266.0
Foreign banks with full branches) in Thailand	2,563.2	11,587.5	10,818.3	16,318.0	35,363.0	28,982.1	26,041.1
Other BIBF Units	348.2	1,996.3	4,847.8	9,363.3	264,348.3	89,131.7	67,818.5
	877.8	87,249.4	501,378.4	456,877.2	171,370.4	30,379.9	25,406.4
<b>Total</b>							
Thai banks	200,813.6	557,476.2	1,197,561.7	1,290,191.7	1,882,444.6	915,523.1	828,308.6
Foreign banks with full branches) in Thailand	129,254.1	201,413.8	265,380.1	346,358.2	549,421.1	242,486.2	207,961.9
Other BIBF units	51,116.3	104,245.4	157,218.7	232,158.2	954,798.2	521,062.8	479,225.4
	20,443.2	251,817.0	774,962.9	711,675.3	378,225.3	151,974.1	142,021.3

Source: Bank of Thailand.

ด้วยปัจจัยด้านส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยของเงินบาทกับเงินสกุลต่างประเทศ แรงจูงใจด้านภาษีของผู้ประกอบการ และนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ ทำให้กลไกของอุปสงค์และอุปทานในเงินลงทุนผ่าน BIBF เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในแต่ละปี ซึ่งสังเกตได้จากการส่งเสริมให้ธนาคารพาณิชย์ไทยจำนวนมากหันมาขยายสินเชื่อแก่ภาคธุรกิจต่างๆ ผ่าน BIBF ในอัตราก้าวกระโดด โดยเน้นหนักในธุรกรรมลักษณะ Out-In และเน้นไปที่ภาคอุตสาหกรรมเป็นหลัก<sup>11</sup> ในขณะเดียวกัน ธุรกรรมแบบ Out-Out ยังมีไม่มากนักโดยเปรียบเทียบ ซึ่งอาจเป็นเครื่องชี้ว่า เป้าหมายของภาครัฐที่จะพัฒนาให้ไทยเป็นแหล่งกระจายเงินทุนในภูมิภาคยังไม่ประสบความสำเร็จเท่าไรนัก (ซึ่งทั้งนี้อาจเป็นด้วยเพราะเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินเสียก่อน)

แม้ในภาพรวมธนาคารพาณิชย์จำนวนมากหันไปให้บริการ BIBF กับลูกค้ารายใหญ่ แต่ Domestic Credit ที่สร้างโดยระบบสถาบันการเงินไทยหลังจากการเปิดเสรีทางการเงินก็ยังคงเติบโตอย่างต่อเนื่อง(จากแผนภาพที่ 29) โดยภาพรวมของธนาคารพาณิชย์ค่อนข้างจะกระจายการลงทุนในสินเชื่อหลายประเภท แต่ในทางกลับกัน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์กลับเน้นหนักในสินเชื่อประเภทอสังหาริมทรัพย์และสินเชื่อเพื่อการบริโภคซึ่งถือเป็น Non-tradable Sector ที่มี Procyclicality สูงมาก อีกทั้งลักษณะการประเมินให้สินเชื่อมีลักษณะที่อิงกับมูลค่าหลักประกัน (Collateral-based) เป็นหลัก มากกว่าจะเป็นผลจากการประเมินกระแสเงินสดของลูกหนี้ ซึ่งยิ่งเป็นการเพิ่ม Procyclicality เข้าไปอีก

หากพิจารณาอย่างคร่าวๆ ในเชิงปริมาณ อาจถือได้ว่าการเปิดเสรีทางการเงินและอนุญาตให้เปิดกิจการ BIBF ถือได้ว่าเป็นจุดเปลี่ยนที่สำคัญของโครงสร้างระบบการเงินไทย เพราะเป็นการเปิดโอกาสให้ภาคธุรกิจจำนวนมากสามารถสร้างหนี้ในรูปเงินตราต่างประเทศได้โดยตรงอย่างรวดเร็วในวงกว้าง ผ่านบริการ Off-Shore Banking ของสถาบันการเงิน ซึ่งแม้มาตรการดังกล่าวจะเป็นความประสงค์ดีของภาครัฐ แต่กติกาภายใต้มาตรการดังกล่าวอาจไม่เหมาะสมเพราะสร้างภาวะ Capital Ease ขึ้นมา และทำให้หนี้ต่างประเทศสูงขึ้นอย่างมหาศาล (ตารางที่ 5) นอกจากนี้ มาตรการดังกล่าวยังได้ซ่อนปัญหาเชิงโครงสร้างที่คุกคามเสถียรภาพของระบบ

ตารางที่ 4: Loan Portfolio ของสถาบันการเงินก่อนและหลังการเปิดเสรีทางการเงิน

ประเภทชนิดของสินเชื่อ	1989		1996	
	สพ.	บง.	สพ.	บง.
เกษตรกรรม ประมง เหมือนแร่	7.10%	1.30%	3.90%	0.90%
อุตสาหกรรม	25.80%	21.80%	26.80%	15.30%
ก่อสร้าง	4.30%	3.50%	4.60%	3.70%
อสังหาริมทรัพย์	<b>6.30%</b>	<b>14.80%</b>	<b>9.10%</b>	<b>24.30%</b>
นำเข้า	5.30%	2.80%	3.20%	1.70%
ส่งออก	8.30%	1.30%	4.20%	0.80%
ค้าปลีกและค้าส่ง	18.90%	12.70%	17.80%	7.80%
บริการสาธารณะ	7.30%	7.30%	10.60%	7.60%
ธนาคารและการเงิน	6.30%	9.10%	7.50%	11.00%
<b>สินเชื่อส่วนบุคคล*</b>	<b>10.30%</b>	<b>25.50%</b>	<b>12.30%</b>	<b>27.00%</b>
<b>รวมทั้งหมด</b>	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

ตารางที่ 5: มูลค่าหนี้คงค้างในรูปสกุลเงินตราต่างประเทศของไทย

(ล้านดอลลาร์ สรอ.)

ภาคส่วน	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>1. ภาครัฐ</b>	11,514	12,810	13,068	14,171	15,714	16,402	16,805	17,166	20,290
ระยะยาว	11,257	12,105	12,513	14,171	15,534	16,317	16,751	17,146	20,140
ระยะสั้น	257	705	550	0	180	85	54	20	150
<b>2. ภาคเอกชน</b>	17,793	25,068	30,553	37,936	49,152	66,166	73,731	69,093	54,666
ระยะยาว	7,633	10,382	12,189	15,302	20,153	25,155	36,172	34,277	31,293
ระยะสั้น	10,160	14,686	18,364	22,634	28,999	41,011	37,559	34,816	23,373
<b>2.1) ธนาคารพาณิชย์</b>	4,233	4,477	6,263	5,279	9,865	14,436	10,682	9,488	7,074
ระยะยาว	286	338	731	1,263	3,451	4,443	2,314	3,824	3,753
ระยะสั้น	3,947	4,139	5,532	4,016	6,414	9,993	8,368	5,664	3,321
<b>2.2) BIBF</b>	0	0	0	7,740	18,111	27,503	31,187	30,079	21,892
ระยะยาว	0	0	0	1,385	2,969	3,799	10,697	10,317	6,946
ระยะสั้น	0	0	0	6,355	15,142	23,704	20,490	19,762	14,946
<b>(ต่อ) 2.3) Non-Bank</b>	13,560	20,591	24,290	24,917	21,176	24,227	31,862	29,526	25,700
ระยะยาว	7,347	10,044	11,458	12,654	13,733	16,913	23,161	20,136	20,594
ระยะสั้น	6,213	10,547	12,832	12,263	7,443	7,314	8,701	9,390	5,106
<b>3. Monetary Authorities</b>	1	0	0	0	0	0	0	7,157	11,204
<b>4. Use of IMF credit</b>									3,239
<b>5. Others</b>									7,965
<b>ยอดรวม</b>	<b>29,308</b>	<b>37,878</b>	<b>43,621</b>	<b>52,107</b>	<b>64,866</b>	<b>82,568</b>	<b>90,536</b>	<b>93,416</b>	<b>86,160</b>
ระยะยาว	18,891	22,487	24,707	29,473	35,687	41,472	52,923	58,580	62,637
ระยะสั้น	10,417	15,391	18,914	22,634	29,179	41,096	37,613	34,836	23,523

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

เศรษฐกิจทั้งในระดับมหภาคและจุลภาคไว้ กล่าวคือ

ในระดับมหภาค การที่ธนาคารแห่งประเทศไทยดำรงอัตราแลกเปลี่ยนคงที่กับเงินดอลลาร์ เป็นการไม่เอื้ออำนวยให้ภาคธุรกิจเรียนรู้วิธีการตัดสินใจในโลกที่มีการเปลี่ยนแปลงอยู่เสมอ นโยบายดังกล่าวทำให้เกิดปัญหา Moral Hazard ขึ้นในภาคการเงินและภาคธุรกิจ เนื่องจากภาคธุรกิจเองไม่ได้รับ “สัญญาณ” ที่ถูกต้อง จึงทำให้ประเมินความเสี่ยงจากการกู้ยืมไว้ในเฉพาะในรูปความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยเท่านั้น โดยมีได้พิจารณาความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนประกอบด้วย อีกทั้งยังไม่สามารถปรับตัวได้ทันกับการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการแข่งขันทางการค้าในตลาดโลก ด้วยเหตุนี้ต้นทุนที่ผู้ประกอบการใช้และตัดสินใจเลือกจึงไม่ได้สะท้อนต้นทุนที่แท้จริง อันเป็นปัญหาที่ย่อมนำไปสู่ปัญหาความล้มเหลวของตลาด และทำให้การจัดสรรทรัพยากรไม่เกิดประสิทธิภาพเพราะขาดการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง<sup>12</sup>

ในอีกด้านหนึ่ง ลักษณะปัญหาโครงสร้างความสัมพันธ์ทางธุรกิจที่โยงใยระหว่างกันค่อนข้างมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของ บง. และธนาคารพาณิชย์ขนาดกลางและเล็ก เมื่อรวมเข้ากับกติกาเพื่อการตรวจสอบและบังคับใช้เพื่อการกำกับดูแลสถาบันการเงินที่หลวมของภาครัฐซึ่งเป็นปัญหาที่เกิดจากโครงสร้างเชิงสถาบันที่อ่อนแอ (Weak Institution) ทำให้สถาบันการเงินจำนวนมากมีการบริหารงานไม่รัดกุม (และในบางกรณีถึงกับฉ้อฉล) อาศัยประโยชน์จากภาวะ Capital Ease ช่อนความไร้ประสิทธิภาพเหล่านั้นไว้ ดังเช่นในกรณีของธนาคารกรุงเทพพาณิชย์การที่มีปัญหาหนี้เสียอย่างต่อเนื่องตั้งแต่กลางปี 2538 เป็นต้นมา ซึ่งเป็นตัวอย่างให้เห็นชัดเจนว่า เกณฑ์การรับรู้ (และสำรอง) ความเสียหายและรายได้ที่ภาครัฐกำหนดเองนั้นค่อนข้างหย่อนเกินไป ขัดกับปรัชญา Prudential Supervision กอปรกับการตรวจสอบขาด Compliance ที่ชัดเจนจนกลายเหตุให้เกิดความล่าช้าไม่ทันท่วงที ซึ่งทำให้พบปัญหาเมื่อรุนแรงแล้วและการแก้ไขจะเป็นประเด็นสังคมมาก ทำให้ต้องเลือกการประวิงเวลา (Regulatory Forbearance) และแก้ไขด้วยวิธีการไม่เหมาะสมซึ่งมิได้เป็นการช่วยแก้ปัญหา ช้ำร้ายกลับเป็นการสร้างปัญหาด้านความน่าเชื่อถือของภาครัฐเอง

ดังนั้นจะเห็นได้ว่าในช่วงระหว่างกาเปิดเสรีทางการเงินเป็นต้นมา ภาครัฐละเลยที่จะให้ความสนใจต่อการปฏิรูปโครงสร้างที่จำเป็นของภาคเศรษฐกิจและภาคการเงินให้พร้อมต่อการเปิดเสรีจริงๆ ดังนั้น ภายใต้ Rule of the Game หรือสภาพแวดล้อมที่ภาครัฐได้วางกติกาหรือส่งสัญญาณไว้ อาจทำให้ไม่สามารถโทษภาคเอกชนได้ทั้งหมดว่าเป็น “ผู้ร้าย” แม้ว่าความฉ้อฉลในระบบสถาบันการเงินจะเกิดขึ้นและเป็นสิ่งที่ผิดโดยธรรมชาติ เพราะในทางกลับกัน หากภาครัฐเพิ่มความเข้มงวดในการกำกับเศรษฐกิจและภาคการเงินในขณะที่เศรษฐกิจกำลังอยู่ในขาขึ้นน่าจะเป็นผลดีในระยะยาวมากกว่า ด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่า อย่างไรก็ตาม ภาครัฐเลือกที่จะให้เศรษฐกิจได้ประโยชน์จากการเปิดเสรีทางการเงินมากขึ้น ในขณะที่มีโครงสร้างเชิงสถาบันที่อ่อนแอทั้งในภาคธุรกิจ สถาบันการเงิน และภาครัฐในฐานะผู้กำกับดูแลเองในระยะสั้น เพราะท้ายที่สุดแล้ว บทบาทของสถาบันการเงินไทยคงเป็นการฉวยโอกาสจากกฎและกติกาที่ไม่รัดกุมของรัฐที่สร้างขึ้นมาเป็นหลัก และแข่งขันกันบนพื้นฐานของกติกาดังกล่าวเพื่อความอยู่รอดของตนเองและประโยชน์ของตนเป็นที่ตั้ง จนกลายเป็นมูลเหตุที่ทำให้เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินขึ้นมา<sup>13</sup>

### 3.1.2 ระบบธนาคารพาณิชย์และการแก้ปัญหาในช่วงวิกฤตการณ์ทางการเงิน

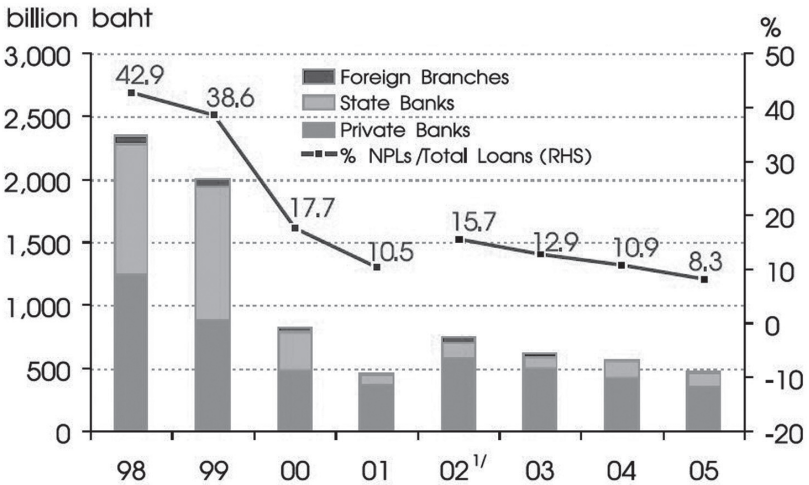
จากกระแสการเก็งกำไรในค่าเงินบาทที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งถูกกระตุ้นโดยความกังวลจากปัญหาเชิงโครงสร้างพื้นฐานภายในประเทศ โดยเฉพาะการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างน่าตกใจ จนทำให้ทุนสำรองเงินตราต่างประเทศเฉพาะส่วนที่หักภาระล่วงหน้าเหลือเพียงไม่มากนัก ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ทำการแก้ไขปัญหาอย่างจำยอมด้วยการยกเลิกการตรึงค่าเงินบาทและหันไปสู่ระบบค่าเงินในรูปแบบ Managed Float การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวได้สร้างผลกระทบในวงกว้างต่อเศรษฐกิจของประเทศ ซึ่งผลในทางตรงที่เริ่มต้นคือ ทำให้ค่าเงินบาทของไทยอ่อนค่าลงอย่างรวดเร็วตามการไหลออกของเงินทุนของนักลงทุนต่างประเทศ (Sudden Stop and Capital Flight) และดึงให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นปรับตัวสูงขึ้นตามสภาพคล่องของตลาดเงินบาทที่ลดลง



บริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ ธนาคารพาณิชย์ขนาดกลางและเล็ก เริ่มได้รับผลกระทบตามมาจากการเรียกคืนเงินกู้จากต่างประเทศที่ทำให้ฐานะทางการเงินของสถาบันการเงินเริ่มมีปัญหา ในขณะเดียวกัน ด้วยภาระหนี้ในรูปเงินตราต่างประเทศที่มีค่อนข้างสูงทำให้ฐานะทางการเงินเริ่มปรับตัวแย่ลง กอปรกับความกังวลของผู้ฝากเงินและเจ้าหน้าที่ในสถาบันการเงิน เหล่านี้ทำให้ประชาชนแห่กันไปถอนเงินฝากและแลกเปลี่ยนตัวเงิน จนเกิดปัญหาขาดสภาพคล่องอย่างต่อเนื่อง แม้กองทุนฟื้นฟูจะเข้าให้การแทรกแซงเพื่อเพิ่มสภาพคล่องแล้ว สถาบันการเงินเหล่านั้นก็ยังคงประสบปัญหาอยู่ จนในท้ายที่สุด บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์จำนวน 56 แห่งและธนาคารพาณิชย์อีก 6 ธนาคาร (ตามหลังธนาคารกรุงเทพพาณิชย์การ) จึงถูกระงับกิจการและถูกยึดเป็นเจ้าของโดยกองทุนฟื้นฟู ซึ่งทำหน้าที่จ่ายคืนภาระผูกพันของสถาบันการเงินที่ถูกยึดทั้งหมดเต็มจำนวนเพื่อป้องกันปัญหา Systemic Risk ของการ Run ในธนาคารแห่งที่เหลือ

ปัญหาที่เป็นลูกโซ่นี้ได้สร้างผลกระทบต่อเนื่องไปสู่ภาคธุรกิจ กล่าวคือ สถาบันการเงินเริ่มไม่ต่อเงินกู้จนทำให้ขาดสภาพคล่องในการดำเนินกิจการและเริ่มปิดกิจการลง ในขณะเดียวกัน สถาบันการเงินที่ถูกปิดตัวลง ยังไม่สามารถดำเนินการได้และยังไม่มีวิธีแก้ปัญหาคัดเจน ผลที่ตามมาคือภาคธุรกิจเริ่มขาดสภาพคล่องและปิดกิจการลง ทำให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะการถดถอย และทำให้นี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPLs) เพิ่มขึ้น<sup>14</sup> จนกระทบต่อฐานะทางการเงินและเงินกองทุนของสถาบันการเงินที่เหลือทั้งหลาย และยิ่งชะลอการปล่อยสินเชื่อเพิ่มขึ้นไปอีก (แผนภาพที่ 30) ผลพวงประการสำคัญนี้อาจเป็นปัจจัยที่เกิดจากการดำเนินนโยบายการคลังแบบหดตัว ตามข้อเสนอที่ IMF ได้กำหนดไว้ในหนังสือขอความช่วยเหลืออีกด้วย

แผนภาพที่ 30: NPLs ของระบบสถาบันการเงินหลังวิกฤตการณ์ทางการเงิน



ที่มา: ธปท.

จากข้อมูลในปี 2541 เพียงหนึ่งปีหลังจากการปล่อยค่าเงินบาทลอยตัว โครงสร้างของ NPLs ทั้งประเทศสูงถึงราวร้อยละ 45 ของสินเชื่อทั้งหมด ซึ่งหากไม่จัดการแก้ไขให้เรียบร้อย ระบบสถาบันการเงินจะไม่สามารถดำเนินการต่อได้ และอาจส่งผลให้ลูกหนี้ที่ดีและยังมีศักยภาพกลายเป็นหนี้เสียในที่สุด ดังนั้น เพื่อเป็นการจัดการปัญหาให้ภาคการเงินสามารถดำเนินงานได้อย่างต่อเนื่อง ธนาคารแห่งประเทศไทยและกระทรวงการคลังได้หารือในหลักการและกำหนดมาตรการเพื่อปฏิรูปสถาบันการเงินในองค์กรรวม ภายใต้ Comprehensive Plan เพื่อจัดการและกำหนดกรอบการแทรกแซงระบบสถาบันการเงินที่มีปัญหาและที่ประสงค์เข้าขอรับความช่วยเหลือในเวลาข้างหน้า รวมทั้งวางกรอบในการแก้ไขปัญหาโครงสร้างหนี้ภาคธุรกิจ (Corporate Debt Restructuring) ทำให้เป็นที่มาของมาตรการดังกล่าวเป็นที่รู้จักกันดีภายใต้ชื่อ “มาตรการ 14 สิงหาคม 2541” และกฎหมายสองฉบับที่สำคัญได้แก่ กฎหมายล้มละลาย และกฎหมายฟื้นฟูกิจการ<sup>15</sup>

มาตรการ 14 สิงหาคม 2541 สำคัญของมาตรการดังกล่าว เน้นหนักในเรื่อง (1) การจัดการและบริหารสินทรัพย์ของสถาบันการเงิน และธนาคารพาณิชย์ที่ถูกแทรกแซงและถูกระงับกิจการ และ (2) แนวทางเพื่อจัดการปัญหาหนี้เสียในระบบสถาบันการเงิน ตลอดจนกรอบในการให้ความช่วยเหลือสถาบันการเงินที่ประสงค์ความช่วยเหลือจากรัฐในภายหลัง โดยรูปแบบและวิธีการบริหารจัดการสถาบันการเงินที่กองทุนฟื้นฟูฯ เป็นเจ้าของทั้งสองประเภท (กลุ่มธนาคารพาณิชย์ และกลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์) นั้น มีลักษณะแตกต่างกันไป และเป็นไปตามความเหมาะสมที่ตอบสนองต่อวัตถุประสงค์หลักสองประการ ได้แก่ (1) สินทรัพย์ที่รัฐเข้าบริหารต้องสร้างผลตอบแทนกลับคืนและชดเชยต้นทุนของการแทรกแซงโดยกองทุนฟื้นฟูฯ ได้ และ (2) กระบวนการเพื่อการบริหารจัดการต้องมีต้นทุนค่อนข้างต่ำและเป็นประโยชน์ต่อโครงสร้างระบบสถาบันการเงินไทยในระยะยาว

กองทุนฟื้นฟูฯ ยึดแนวปฏิบัติและกระบวนการเพื่อจัดการสินทรัพย์ของกลุ่มธนาคารพาณิชย์ที่ตกเป็นของกองทุนฟื้นฟูฯ ในช่วงระหว่างวิกฤตการณ์ทางการเงินด้วย โดยดำเนินการปรับโครงสร้างสินทรัพย์ของธนาคารพาณิชย์เหล่านั้นเพื่อทำการควบรวมกิจการเข้าด้วยกันกับธนาคารพาณิชย์หรือผู้ประกอบการเอกชนรายอื่นๆ ที่ประสงค์จะเป็น “แม่ข่าย” ในการควบรวมกิจการดังกล่าว โดยธนาคารกรุงเทพพาณิชย์การและธนาคารมหานครถือเป็นธนาคารพาณิชย์รายแรกที่ถูกจัดการและบริหารภายใต้แผนฟื้นฟูตามมาตรการ 14 สิงหาคม ด้วยการควบรวมกิจการเข้ากันกับธนาคารกรุงไทย ซึ่งในขณะนั้นเป็นธนาคารในกำกับของกระทรวงการคลัง โดยในการจัดการโครงสร้างสินทรัพย์ที่ถูกควบรวมของธนาคารพาณิชย์ทั้งสามส่วนนั้น กองทุนฟื้นฟูฯ ได้จัดตั้งบริษัทบริหารสินทรัพย์ (Asset Management Company) เพื่อแยกส่วนของสินทรัพย์ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ ออกมาบริหารเป็นการเฉพาะ และควบรวมเฉพาะในส่วนของสินทรัพย์ดีเข้ากับธนาคารกรุงไทย เพื่อมิให้ปัญหาสินทรัพย์เสียสร้างผลกระทบทางการเงินต่อธนาคารกรุงไทยเอง

ถัดจากนั้นไม่นาน ธนาคารนครธนและธนาคารรัตนสิน เป็นอีกสอง

ธนาคารในภายหลังที่ได้เข้าสู่แผนฟื้นฟูตามมาตรการ 14 สิงหาคม โดยกองทุนฟื้นฟู ที่ได้เข้าเพิ่มทุนให้กับธนาคารทั้งสองภายหลังจากมีคำสั่งให้ลดทุน ได้เสนอขายธนาคารทั้งสองแห่งให้แก่ธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศที่ประสงค์จะเป็น “แม่ข่าย” ในการรับช่วงการบริหารกิจการ ซึ่งได้แก่ Standard Chartered Bank และ United Overseas Bank โดยลักษณะการควบรวมกิจการของธนาคารนครกับ Standard Chartered Bank นั้น แตกต่างจากกรณีของธนาคารรัตนสินกับ United Overseas Bank เพราะกรณีแรกมิได้มีการแยกโครงสร้างสินทรัพย์ดีและสินทรัพย์เสียออกจากกันก่อน ซึ่งทำให้เกิดเงื่อนไขในการขายกิจการ เช่น มีข้อตกลงในเรื่อง Yield Maintenance และ Profit-Loss Sharing ซึ่งเป็นกลไกการแบ่งรับความเสี่ยงที่สอดคล้องกับจุดมุ่งหมายของทั้งสองฝ่าย ในขณะที่การควบรวมในกรณีหลังนั้น มีลักษณะคล้ายกันกับการควบรวมธนาคารกรุงเทพพาณิชย์การและธนาคารมหานครเข้ากับธนาคารกรุงไทย ด้วยมีการจัดตั้ง “บริษัทบริหารสินทรัพย์รัตนสิน” ที่มีโครงสร้าง Gain-Loss Sharing จากการบริหารภายใต้ข้อตกลงในระยะเวลา 5 ปี

ในทางกลับกัน การบริหารจัดการสินทรัพย์ในส่วนของบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ (“บงล.”) มีโครงสร้างที่อาจแตกต่างในรายละเอียดจากส่วนของธนาคารพาณิชย์ กล่าวคือ ในส่วนของธนาคารพาณิชย์จะไม่อาศัยวิธีประเมินขายสินทรัพย์หรือหลักทรัพย์ค้ำประกันของสถาบันการเงินเหล่านั้นโดยตรง แต่อาศัยวิธีควบรวมกิจการเพื่อทำให้ระบบธนาคารพาณิชย์ยังสามารถดำเนินงานต่อไปได้อย่างต่อเนื่อง ในขณะที่ในส่วนของการบริหารสินทรัพย์ในส่วนของ บงล. จะพบว่าองค์กรเพื่อการปฏิรูประบบสถาบันการเงิน (“ปรส.”) ซึ่งเป็นองค์กรเฉพาะกิจที่รัฐจัดตั้งขึ้นเพื่อการบริหารสินทรัพย์ในส่วนดังกล่าว ได้ใช้วิธีการทั้งสิ้นสองรูปแบบ ได้แก่ การควบรวมกิจการของ บงล. เพื่อ “ผูก” กิจการนั้นเข้ากับกิจการของธนาคารพาณิชย์บางแห่ง และการประเมินขายสินทรัพย์โดยตรง โดยทั้งสองวิธีที่เลือกใช้ขึ้นอยู่กับเงื่อนไขความพร้อมของสถานภาพของบริษัทที่ควบรวมและคุณภาพสินทรัพย์ของสถาบันการเงินที่ถูกยึดมาการประเมินขายสินทรัพย์โดยตรงในระบบเศรษฐกิจผ่านการดำเนินงานของ ปรส. นั้น ได้กำหนดรูปแบบของสินทรัพย์ที่ขายเป็น

กลุ่มก้อนขนาดใหญ่ จึงทำให้ผู้ประมวลรายเล็ก ๆ ไม่มีโอกาสเข้าประมวลสินทรัพย์เหล่านั้นได้อีกทั้งวงเงินที่กำหนดไว้เพื่อการค้าประกันไม่สอดคล้องกับขนาดของกลุ่มสินทรัพย์ที่ ปรส. นำออกมาประมวลซึ่งมีจำนวนมาก ผลที่ตามมาคือ สินทรัพย์สามารถเรียกมูลค่ากลับคืนได้ประมาณร้อยละ 25 - 30 ของต้นทุนจริงของสินทรัพย์ขณะที่รัฐเข้าทำการแทรกแซง

จะสังเกตได้ว่า การควมรวมกิจการทำให้กองทุนฟื้นฟู มีภาวะและความเสี่ยงในการดำเนินการ เพราะโดยสาระหลักของสัญญาในการควมรวมกิจการมักมีเงื่อนไขด้าน Profit-Loss Sharing และ Yield Maintenance ในส่วนของสินทรัพย์ที่รับโอนกิจการมา ดังนั้น หากพิจารณาในแง่หลักจัดการอย่างง่าย อาจพบว่าวิธีการดังกล่าวเป็นการเพิ่มต้นทุนในการบริหารงาน อีกทั้งเสมือนเป็นการเลื่อนการรับรู้ความเสียหายไปในอนาคต (Realized Loss) อย่างไรก็ดี หากกองทุนฟื้นฟู เลือกที่จะขายสินทรัพย์โดยตรงจะทำให้โครงสร้างของระบบธนาคารพาณิชย์เปลี่ยนแปลงไป เพราะ Information ที่ธนาคารพาณิชย์ทั้งหลายเหล่านั้นได้สะสมมาจะถูกขจัดออกไป อีกทั้งระบบการชำระเงินในประเทศผ่าน Branch Networking ที่ธนาคารพาณิชย์ได้สร้างประโยชน์ภายนอกไว้จะต้องสูญเสียไปด้วย ด้วยเหตุนี้ การเลือกดำเนินการขายสินทรัพย์โดยตรงอาจไม่ใช่ทางเลือกที่สมเหตุสมผลเท่าที่ควร การเลือกขายเพื่อหาพันธมิตรร่วมในการควมรวมกิจการน่าจะเป็นทางเลือกที่ดีกว่า เพราะยังสามารถเพิ่มความแข็งแกร่งและการแข่งขันของระบบธนาคารพาณิชย์ได้จาก การเพิ่มจำนวนผู้เล่นในอุตสาหกรรมที่มีศักยภาพไม่แตกต่างกันมากนัก (Level Playing Field)

นอกจากนี้ยะทางตรงที่มีต่อโครงสร้างระบบสถาบันการเงิน จากมาตรการ 14 สิงหาคม 2541 และกฎหมายสำคัญสองฉบับ ตลอดจนการวางโครงสร้างการอัดฉีดเงินทุนสนับสนุนสำหรับสถาบันการเงินที่สามารถกันสำรองหนี้ได้ตามเกณฑ์เพื่อให้เป็นไปตามเกณฑ์ BIS Ratio แล้ว ภาครัฐยังได้ออกกฎระเบียบผ่อนคลายการถือครองความเป็นเจ้าของสถาบันการเงินโดยต่างชาติชั่วคราว กล่าวคือ ในกรณีที่ธนาคารต่างชาติรับเป็นผู้ควมรวมกิจการที่ประมวลขายโดยกองทุนฟื้นฟู ให้ธนาคารต่างชาติสามารถถือครองหุ้นได้ทั้งหมดภายในระยะเวลา 10 ปี ซึ่งต้องลดสัดส่วนลงให้เหลือ

เพียงไม่เกินร้อยละ 49 ในภายหลัง ทำให้โครงสร้างของระบบสถาบันการเงินไทยเปลี่ยนแปลงไป ดังแสดงในตารางที่ 6

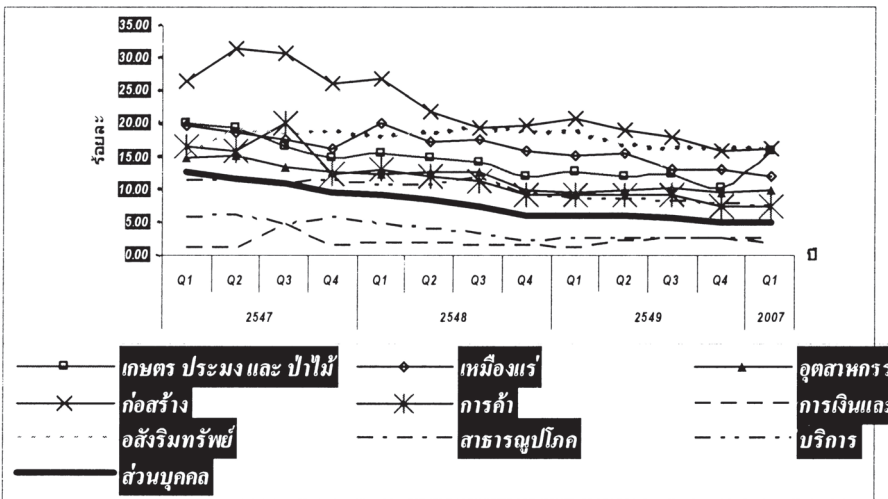
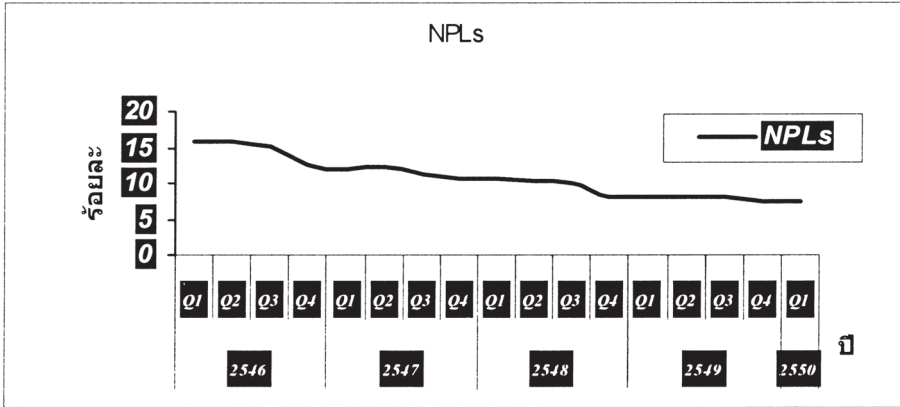
ตารางที่ 6: โครงสร้างความเป็นเจ้าของและผู้ถือหุ้นหลักของสถาบันการเงินไทย  
หลังมาตรการ 14 สิงหาคม

ประเภทสถาบันการเงิน	เอกชน				ถือหุ้นหลักโดย โดยรัฐบาล *		รวมทั้งหมด		สัดส่วนเทียบกับทั้ง ระบบสถาบันการเงิน
	ถือหุ้นหลักโดย ชาวไทย *		ถือหุ้นหลักโดย ต่างชาติ *		จำนวน	สัดส่วน ทุน **	จำนวน	สัดส่วน ทุน **	
	จำนวน	สัดส่วน ทุน **	จำนวน	สัดส่วน ทุน **					
ธนาคารพาณิชย์	5	29.74	4	16.4	4	53.86	13	100	86.71
บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์	14	79.83	6	4.2	1	15.97	21	100	13.05
เครดิตฟองซิเออร์	10	100	-	-	-	-	10	100	0.24
<b>รวม</b>	<b>29</b>	<b>36.44</b>	<b>10</b>	<b>14.77</b>	<b>5</b>	<b>48.79</b>	<b>43</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (กระทั่งปลายปี 2543). \* นับจากการถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 50. \*\* สัดส่วนเทียบกับทุนรวมในสถาบันการเงินประเภทนั้นๆ

จะสังเกตเห็นว่า ภายหลังจากมาตรการ 14 สิงหาคมได้ประกาศใช้จริงแล้วและผ่านพ้นไปสักพักหนึ่ง สัดส่วนของการเข้ามาลงทุนโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติได้เพิ่มขึ้นและกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มธนาคารขนาดเล็กที่ถูกขายกิจการทอดตลาดโดยกองทุนฟื้นฟูฯ ในขณะที่ตัวรัฐเองก็เข้ามาถือหุ้นหลักในธนาคารพาณิชย์ที่มีปัญหาจำนวนมากที่ต้องการเพิ่มทุน นอกเหนือจากธนาคารกรุงไทยที่เป็นของกระทรวงการคลังแต่เดิม นอกจากนี้ จะสังเกตเห็นได้จากภาพในส่วนที่ 2 ก่อนหน้าว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือ Free-Float ของธนาคารพาณิชย์ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์มีมูลค่าค่อนข้างสูง อีกทั้งโครงสร้างการถือหุ้นก็มีลักษณะกระจายมากกว่าก่อนวิกฤตการณ์ทางการเงินเป็นอย่างมาก

แผนภาพที่ 31: สัดส่วนของ NPLs ทั้งหมด

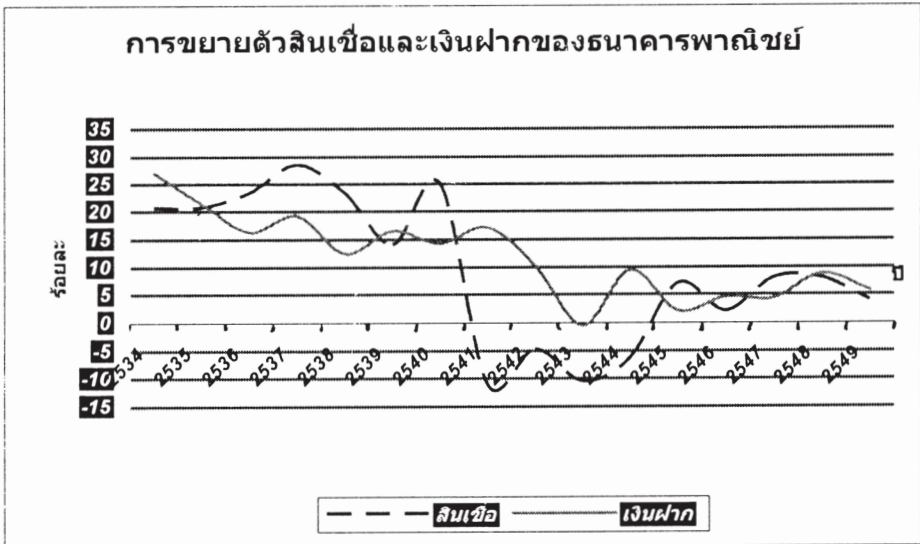


ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

### 3.1.3 พัฒนาการเปลี่ยนแปลงระบบธนาคารพาณิชย์นับตั้งแต่ปี 2544 เป็นต้นมา

ระบบธนาคารพาณิชย์ได้ปรับโครงสร้างหนี้ของสถาบันการเงินอย่างต่อเนื่องตามกรอบการแก้ปัญหาที่เน้นกลไกตลาดและกฎหมายระดมหนี้ที่รัฐบาลผลักดันให้ดำเนินการ อย่างไรก็ตาม หลังจากที่หลังจากนั้นเมื่อเข้าสู่ศักราชบาททศวรรษได้มีการจัดตั้ง “บริษัทบริหารสินทรัพย์แห่งชาติ” หรือ Thailand Asset Management Corporation มาทำการรับโอนหนี้เสียออกจากธนาคารพาณิชย์มาบริหารจัดการเอง ส่งผลให้สัดส่วน NPLs ในระบบธนาคารพาณิชย์ไทยปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง (แผนภาพที่ 30 ในส่วนก่อนหน้า และแผนภาพที่ 31 )

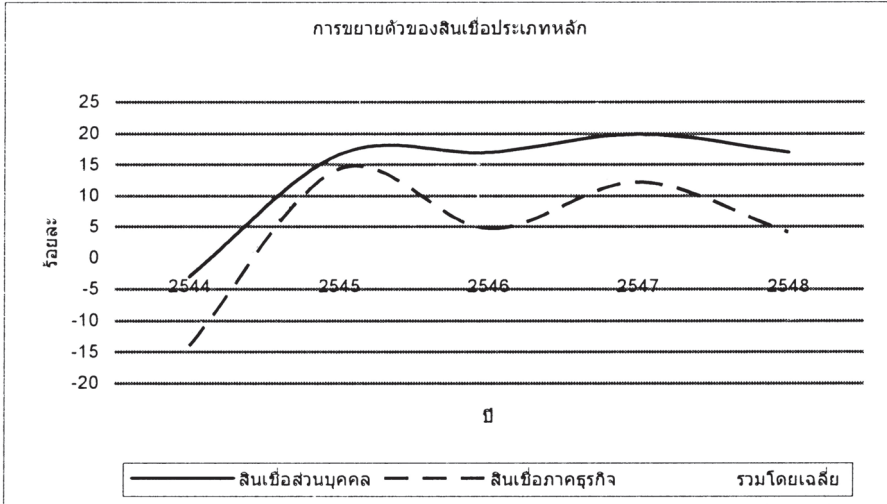
แผนภาพที่ 32: การขยายตัวของสินเชื่อและเงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย



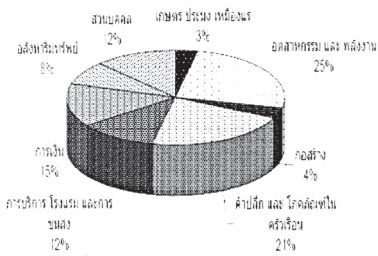
แผนภาพที่ 33: การขยายตัวของสินเชื่อประเภทหลัก



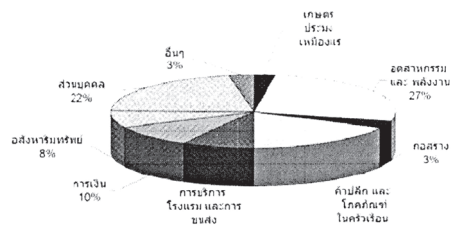
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

แผนภาพที่ 34: เปรียบเทียบสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์  
สู่ภาคเศรษฐกิจต่างๆ

ปี 2543

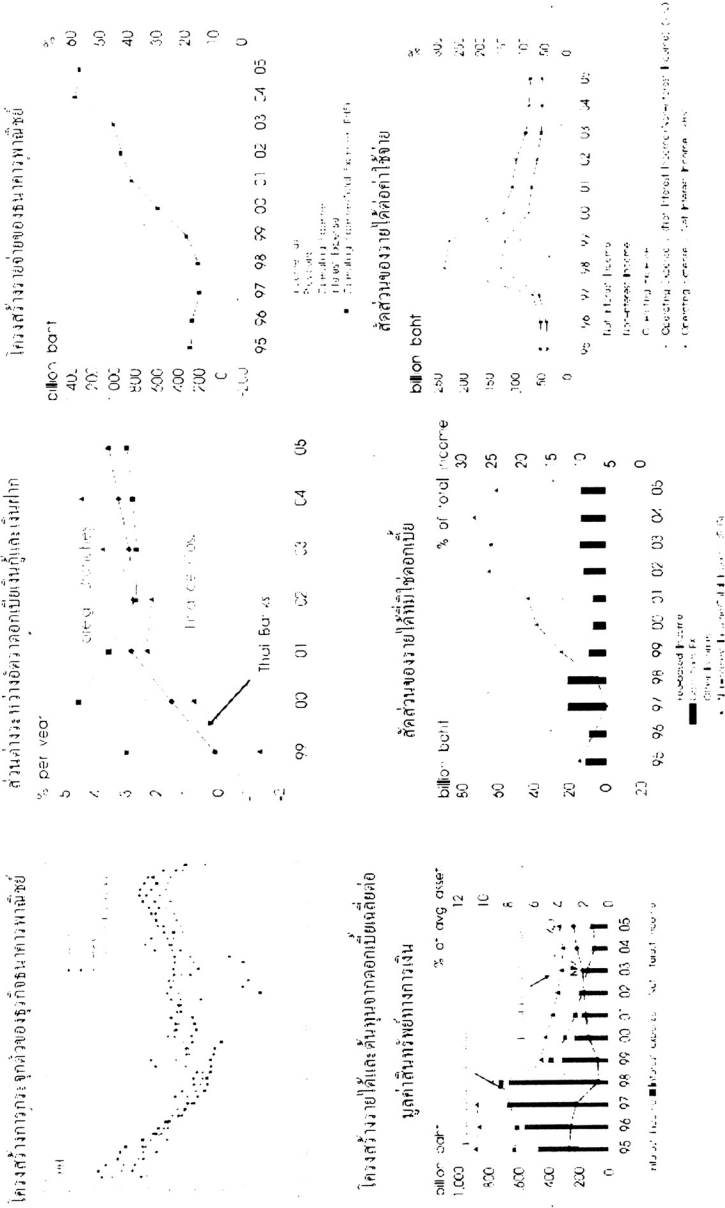


ปี 2549



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

แผนภาพที่ 35: โครงสร้างผลประกอบการและการดำเนินงานด้านธุรกิจของระบบธนาคารพาณิชย์



ที่มา: รายงานการกำกับดูแลของธนาคารแห่งประเทศไทย

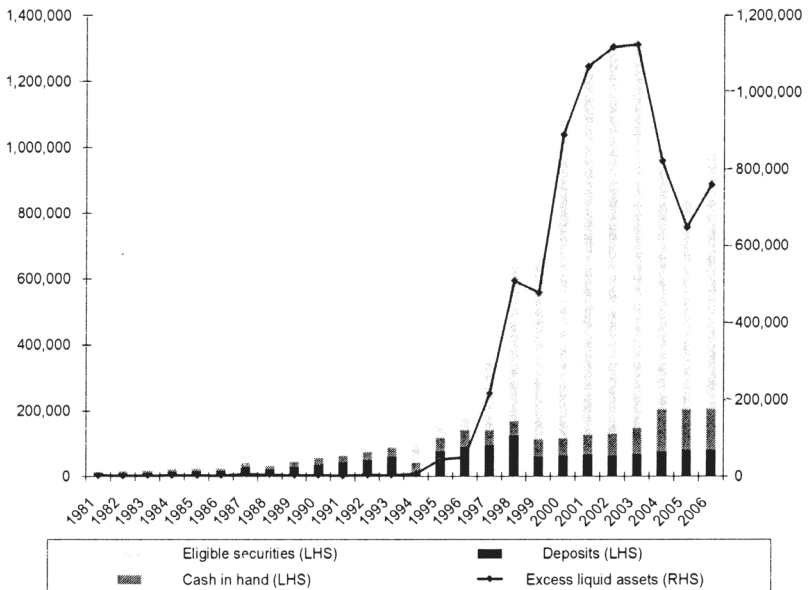
จะสังเกตเห็นได้ว่า ธนาคารพาณิชย์ส่วนใหญ่ทำการขยายสินเชื่อในระดับต่อเนื่อง (แผนภาพที่ 32) แต่ก็ยังไม่มากนักเมื่อเทียบกับช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางการเงินโดยสินเชื่อเพื่อการบริโภคมีการเติบโตอย่างต่อเนื่องและรวดเร็ว (แผนภาพที่ 33) ในขณะที่การกระจายการลงทุนของสินเชื่อในด้าน ต่างๆ ในภาพรวมค่อนข้างดี เห็นได้จากการให้น้ำหนักการลงทุนในหลายๆ ส่วนสำคัญที่น้ำหนักไม่แตกต่างกันมากนัก ถึงแม้จะเน้นการปล่อยกู้ในภาคอุตสาหกรรม ซึ่งถือได้ว่าเป็นแหล่งรายได้หลักของประเทศ (แผนภาพที่ 34) ในขณะเดียวกัน อัตราการทำกำไรในส่วนของสินทรัพย์และทุนของธนาคารพาณิชย์ส่วนใหญ่ก็อยู่ในเกณฑ์ที่น่าพอใจ นอกจากนี้ ค่าดัชนี HHI ที่คำนวณโดยธนาคารแห่งประเทศไทยเรื่อยมาจนถึงในปี 2548 ชี้ให้เห็นว่า ธนาคารพาณิชย์เริ่มมีแนวโน้มการกระจุกตัวลดลง เพราะค่า HHI มีแนวโน้มต่ำลง (แผนภาพที่ 35)

การกระจุกตัวลดลงของธนาคารพาณิชย์โดยทั่วไปน่าจะส่งผลในทางบวกต่ออุตสาหกรรม เพราะน่าจะเป็นเครื่องชี้ว่า จากจำนวนผู้เล่นที่มีอยู่สำหรับการแข่งขันในอุตสาหกรรมดังกล่าว ผู้เล่นแต่ละรายเริ่มมีบทบาทในระดับที่ใกล้เคียงกันในตลาดซึ่งลักษณะดังกล่าวนี้จะเป็นเครื่องชี้ได้ว่าระดับการแข่งขันในอุตสาหกรรมธนาคารพาณิชย์ควรจะเพิ่มมากขึ้น และการเพิ่มขึ้นนั้นต้องมาพร้อมกับประสิทธิภาพของการดำเนินงานที่สูงขึ้นแต่อย่างไรก็ดี หากสังเกตจากแผนภาพที่ 35 ซึ่งแสดงถึงองค์ประกอบของประเภทรายรับต้นทุนทางการเงิน และกำไรที่ธนาคารได้รับ จะเห็นข้อสังเกตสำคัญหลายประการคือ ธนาคารพาณิชย์เริ่มเน้นการขยายธุรกิจไปหารายได้จากธุรกรรมที่ไม่ได้เป็นกิจกรรมด้านสินเชื่อ อาทิเช่น บริการที่ให้ผลตอบแทนในรูปแบบค่าธรรมเนียม บริการบัตรเครดิต และการเป็นที่ปรึกษาทางการเงิน เป็นต้น ซึ่งจากการคำนวณค่าสัมประสิทธิ์ทางเทคนิคที่วัดประสิทธิภาพของธนาคารพาณิชย์เมื่อพิจารณาว่า ธุรกิจเสริมที่มีใช้การปล่อยสินเชื่อนั้นก็ถือเป็นหน้าที่และบริการที่สร้างผลผลิตแก่องค์กรด้วย จะพบว่าประสิทธิภาพของธนาคารแต่ละแห่งดีกว่าในกรณีที่พิจารณาว่าผลผลิตของธนาคารพาณิชย์ควรมาจากการปล่อยสินเชื่อเท่านั้น (เติมศิริ: 2549)

แม้ประสิทธิภาพของธนาคารพาณิชย์จะดีขึ้นแต่ข้อสังเกตดังกล่าว

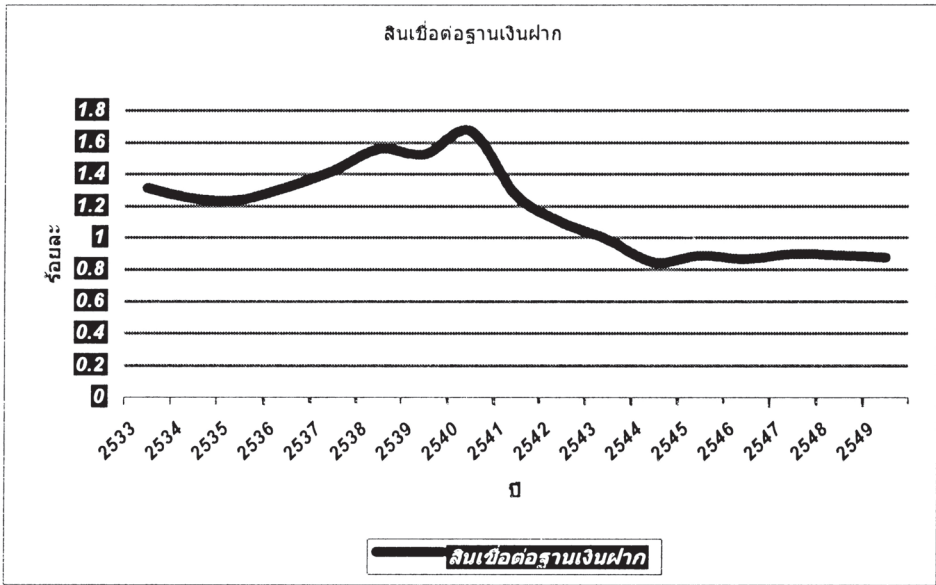
นี้ทำให้เกิดประเด็นโต้แย้งขึ้นมาได้ว่า “ประสิทธิภาพ” ของธนาคารพาณิชย์สามารถใช้เป็นเครื่องวัดประโยชน์หรือสวัสดิการที่สังคมโดยรวมได้รับจริงหรือไม่ เพราะ ในช่วงหลังที่ผ่านมา สภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจล้มเหลวเป็นอย่างมาก (แผนภาพที่ 36) และธนาคารก็หารายได้จากการปล่อยสินเชื่อได้จำกัด ดังเห็นได้จากสัดส่วนของสินเชื่อต่อเงินฝากที่มีระดับต่ำกว่าเมื่อเทียบกับก่อนวิกฤตการณ์ทางการเงิน (แผนภาพที่ 37) ซึ่งเมื่อเป็นเช่นนี้ธนาคารพาณิชย์จึงเลือกที่จะเพิ่มส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก

แผนภาพที่ 36: สภาพคล่องส่วนเกินในระบบธนาคารพาณิชย์ไทย



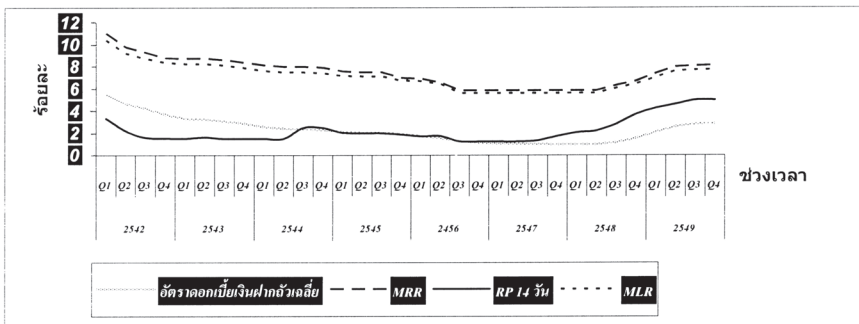
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

แผนภาพที่ 37: สัดส่วนสินเชื่อต่อฐานเงินฝาก



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

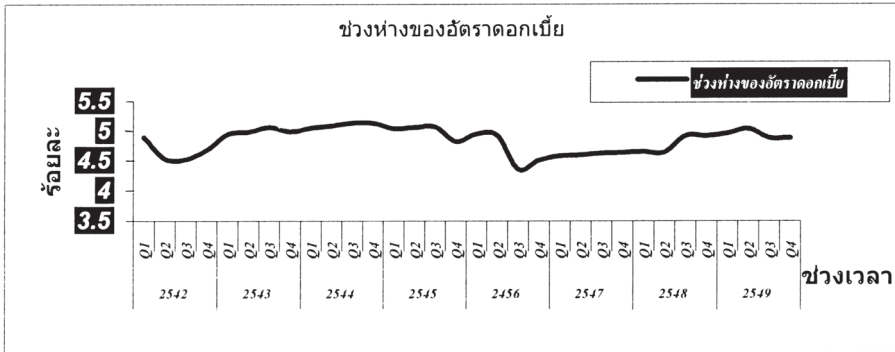
แผนภาพที่ 38.1: การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

\* อัตราดอกเบี้ยเงินฝากถ่วงน้ำหนัก คำนวณจาก ค่าเฉลี่ยของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากแต่ละประเภทถ่วงน้ำหนักด้วยสัดส่วนของเงินฝากในแต่ละประเภคนั้นต่อเงินฝากทั้งหมด (ธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้คำนวณ)

แผนภาพที่ 38.2: ช่วงห่างอัตราดอกเบี้ยในไทย



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย; ผู้เขียนคำนวณโดยใช้ส่วนต่างของข้อมูลตามภาพที่ 31.1

และเงินกู้ เมื่อแนวโน้มของอัตราดอกเบี้ยนโยบายเปลี่ยนแปลงไป (แผนภาพที่ 38.1 และ 38.2) ดังนั้นเราอาจตั้งเป็นข้อควรพิจารณาได้ว่า “Competitive Environment” ที่เป็นอยู่พอเพียงหรือไม่สำหรับการโน้มน้าวให้ธนาคารพาณิชย์ทำงานได้เต็มที่ในระดับที่ใกล้เคียงกับภาวะตลาดแข่งขันสมบูรณ์หรือภาวะทางเศรษฐกิจที่ยังไม่เติบโตเต็มที่ที่ทำให้ธนาคารพาณิชย์ทำงานได้เหมาะสมแล้ว<sup>16</sup> เพราะหากพิจารณาจากแผนภาพที่ 39 ซึ่งแสดงดัชนีภาคเศรษฐกิจจริงของไทยจะพบว่า ระดับของอัตราการใช้กำลังการผลิตของภาคเศรษฐกิจต่างๆ ยังอยู่ในระดับที่ไม่สูงมากนักเมื่อเทียบกับก่อนวิกฤตการณ์ทางการเงิน แม้ว่าการขายตัวของผลผลิตภาคอุตสาหกรรมซึ่งสามารถวัดโดยดัชนีการผลิตของสินค้าอุตสาหกรรมจะมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องหลังจากเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินก็ตาม<sup>17</sup>

### 3.2 การปฏิรูประบบสถาบันการเงินไทยหลังวิกฤตการณ์: ทิศทางการกำกับดูแลและแผนพัฒนาระบบสถาบันการเงินเชิงโครงสร้าง

หลังจากการเปลี่ยนแปลงเข้าสู่วิกฤตการณ์ ภาครัฐได้เสียเวลาและทรัพยากรจำนวนมากเพื่อจัดการแก้ไขปัญหาระบบสถาบันการเงินไทยให้กลับมาอยู่ในสภาพที่เริ่มทำงานได้ (ดังได้ลำดับเหตุการณ์ไว้ในส่วนที่ 1 ข้างต้น) ซึ่งช่วยให้ระบบธนาคารพาณิชย์กลับมาดำเนินหน้าที่ได้ต่อเนื่องและปล่อยสินเชื่อเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ แม้จะยังคงมีส่วนปัญหาหนี้เสียซึ่งมีส่วนสำคัญในการชะลอบทบาทหน้าที่ของธนาคารพาณิชย์เอง ในขณะเดียวกัน ธนาคารแห่งประเทศไทยได้เริ่มกลับมาพิจารณาบทบาทของการพัฒนาระบบธนาคารพาณิชย์ที่เน้นการปฏิรูปในหลายลักษณะ ซึ่งมีประเด็นที่น่าสนใจในหลายเรื่อง อาทิเช่น กติกาและข้อผ่อนปรนในการประกอบธุรกิจของธนาคารพาณิชย์และการวางกรอบโครงสร้างของอุตสาหกรรม รวมไปถึงประเด็นสำคัญที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลระบบธนาคารพาณิชย์ ในส่วนนี้เราจะอภิปรายเน้นหนักในประเด็นเหล่านี้ โดยเริ่มด้วยการอธิบายแนวคิดถึงความเชื่อมโยงระหว่างกันของการออกแบบระบบสถาบันการเงินและนโยบายการพัฒนาระบบธนาคารพาณิชย์ และนำเข้าสู่ประเด็นที่ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ดำเนินการอยู่ในปัจจุบัน เพื่อตั้งข้อสังเกตสำคัญในบางประการที่อาจจำเป็นต้องพิจารณาอย่างรอบคอบเพื่อการปรับปรุงระบบธนาคารพาณิชย์ต่อไปในอนาคต

#### 3.2.1 ทิศทางการกำกับดูแลระบบธนาคารพาณิชย์ไทย: การสร้างองค์ประกอบและมาตรฐานตามแนวทางสากล

ในขณะที่กรอบการดำเนินนโยบายการเงินได้วิ่งไปสู่ทิศทางที่ประเทศส่วนใหญ่นิยมใช้กัน กล่าวคือ การกำหนดเงินเฟ้อเป้าหมายแบบยืดหยุ่น และได้ถูกปรับใช้เป็นแกนในการดำเนินนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยแทนระบบการตรึงอัตราแลกเปลี่ยนที่ถูกวิจารณ์อย่างกว้างขวางว่ามีส่วนสำคัญในการเสริมให้เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในช่วงปี 2541 ระบบการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินใหม่ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยนำมาปรับใช้ก็เป็นในแนวทางสากลที่เสนอแนะโดย BIS เช่น

เดียวกัน โดยเป็นที่รู้จักกันดีภายใต้หลักการชื่อ Basel II ซึ่งเป็นแนวทางการกำกับดูแลที่ได้พัฒนาหลักการเดิมคือ Basel I ขึ้นมาใหม่ให้มีความรัดกุมและครอบคลุมมากยิ่งขึ้น

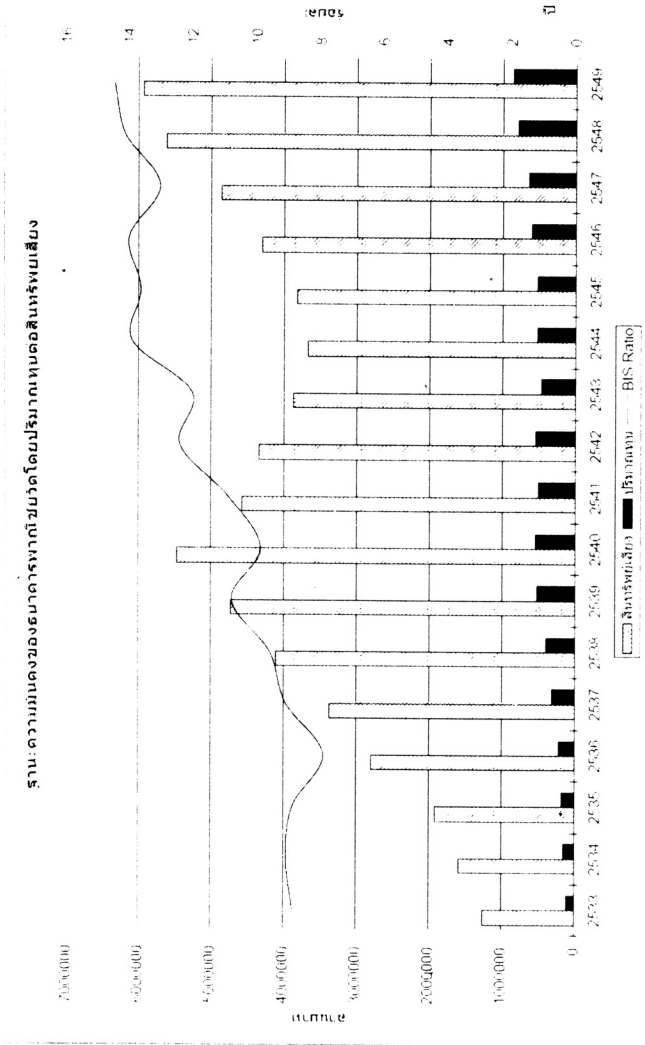
แนวทางของ Basel II มีหลักการสำคัญในสองระดับคือ ในระดับปัจจัยภายในและระดับปัจจัยภายนอก กล่าวคือ การกำกับยังคงเป็นลักษณะของการกำกับและตรวจสอบที่อิงอยู่บนพื้นฐานของความระมัดระวังเป็นหลัก (prudential regulation) โดยแนวคิดการออกแบบกติกาจะเน้นว่าสามารถสะท้อนและรองรับกับลักษณะการเปลี่ยนแปลงทางการเงินที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง (Self-Evolving) ซึ่งหมายความว่า Regulator จะส่งเสริมให้ธุรกิจธนาคารพาณิชย์ในระดับองค์กรต้องมีการจัดโครงสร้างการดำเนินงานที่เหมาะสมและมุ่งเน้นการบริหารความเสี่ยงแบบบูรณาการ (Risk Management) ด้วยการมี Internal Control System เพื่อตรวจสอบการดำเนินงานภายในว่าเป็นไปตาม Compliance ที่กำหนดไว้มากน้อยเพียงใด หรือมีอุปสรรคปัญหาใดบ้างที่อาจต้องปรับปรุงเพื่อลดโอกาสหรือระดับความเสียหายต่อธุรกิจ

ในส่วนปัจจัยภายนอก (External Environment) นั้น Regulator มีหน้าที่วางกรอบเพื่อรักษาผลประโยชน์ระหว่างธนาคารพาณิชย์และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียรายอื่นในสังคม กล่าวคือ เนื่องจากธนาคารพาณิชย์สามารถระดมเงินฝากได้โดยไม่จำกัดและสร้างสินทรัพย์ที่คล้ายเงินซึ่งก่อให้เกิดระบบการชำระเงิน ดังนั้น หากให้ธนาคารพาณิชย์ดำเนินกิจกรรมไปตามปกติ อาจเกิดพฤติกรรมในการเข้าหาธุรกิจที่มีความเสี่ยงมากเกินไปและเป็นผลเสียต่อผู้ฝากเงินรายย่อยที่ไม่สามารถตรวจสอบการดำเนินงานของธนาคารพาณิชย์ได้เอง จนในท้ายที่สุดอาจส่งผลเสียต่อเสถียรภาพโดยรวมของระบบการเงินหากธนาคารพาณิชย์ประสบปัญหาและล้มละลายจนกระทบต่อสังคมโดยรวม ดังนั้น หลักการที่ BIS ได้วางแนวทางไว้จึงอาศัยกรอบที่เน้นองค์ประกอบสามด้าน (Three Pillars Approach) อันประกอบด้วย:

การดำรงเงินกองทุนขั้นต่ำ (Minimal Capital Requirement) ถือเป็นขั้นตอนแรกๆที่จำเป็นของธนาคารพาณิชย์ โดยหลักการนี้ได้พัฒนาจากแนวทางที่ Basel I เดิมได้วางกรอบไว้ แต่เพิ่มความรัดกุมให้เงินกองทุน



แผนภาพที่ 39: แสดงระดับเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง (เฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ไทยทั้งหมด)



สามารถสะท้อนความเสี่ยง (Risk-sensitive) และพอเพียงสำหรับการรองรับ ความเสียหายที่ธนาคารพาณิชย์อาจต้องเผชิญในส่วนที่เกินกว่าที่คาดการณ์ไว้ด้วยความเชื่อมั่นระดับสูงได้ (Capital Buffer for “Unexpected Loss”) การกำหนดลักษณะนี้จะส่งผลให้อโอกาสการล้มละลายของธนาคารพาณิชย์มีน้อยลง ซึ่งเป็นการบรรเทาความเสี่ยงลงได้

สำหรับในกรณีของประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ ประกาศให้สถาบันการเงินเตรียมความพร้อม โดยให้ธนาคารพาณิชย์เริ่มคำนวณและดำรงเงินกองทุนขั้นต่ำที่จำเป็นสำหรับสินทรัพย์เสี่ยงซึ่งมีแหล่งที่มาของความเสี่ยงแตกต่างกันไปตามที่ประกาศให้ครบถ้วน เพื่อรองรับกับการใช้มาตรฐานดังกล่าวจริงภายในปลายปี 2551 โดยในขั้นแรกเริ่ม ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดให้ใช้เกณฑ์ตามวิธีมาตรฐานเป็นการประเมินก่อน (Standardized Approach) โดยหากธนาคารพาณิชย์ใดในภายหลังมีความพร้อม ก็สามารถปรับเปลี่ยนสู่รูปแบบ “วิธีภายใน” (Internal Approach) ได้ (แผนภาพที่ 39 แสดงระดับเงินกองทุนของระบบธนาคารพาณิชย์ไทยเมื่อคำนวณตาม Standardized Approach)

การอาศัยดุลยพินิจของผู้กำกับดูแล (Supervisory Power) และการเปิดเผยข้อมูลและการกำกับโดยตลาด (Information Disclosure and Market Discipline): องค์ประกอบอีกสองประการที่หลักการของ Basel II เสนอแนะ ได้พยายามชี้ให้เห็นความจำเป็นที่จะต้องมีการตรวจสอบสถาบันการเงินอย่างชัดเจนและคำนึงถึงหลักโปร่งใส ในขณะที่เดียวกัน การเปิดเผยและเผยแพร่ข้อมูลให้สาธารณะได้รับทราบจะเป็นเครื่องกำกับวินัยในการดำเนินธุรกิจของสถาบันการเงินได้เป็นอย่างดีอีกด้วย

นอกเหนือไปจากการใช้มาตรฐาน Basel II แล้ว ธนาคารแห่งประเทศไทยยังพยายามดำเนินนโยบายการกำกับสถาบันการเงินให้เป็นไปตามมาตรฐานสากลที่สำคัญอีกสองประการ อันได้แก่

มาตรฐานทางการเงินและการบัญชีให้สอดคล้องกับนานาชาติและตรงตามหลักการของ Prudential Supervision: ธนาคารแห่งประเทศไทยได้เริ่มเพิ่มขีดความเข้มงวดและความระมัดระวังของมาตรฐานการบัญชีในส่วนของ การดูแลธนาคารพาณิชย์นับตั้งแต่หลังเกิดวิกฤตการณ์เป็นต้นมา

โดยให้มีการกำหนดให้รับรู้ความเสียหายทางการเงินของสินทรัพย์ที่ธนาคารพาณิชย์ถือครองอยู่เร็วขึ้น เช่น การแบ่งชั้นของหนี้ออกเป็น 5 ชั้นที่เลื่อนเกณฑ์การเป็น NPLs ลงเหลือเพียง 3 เดือนและบังคับให้ธนาคารพาณิชย์ต้องตั้งวงเงินสำรองไว้ตามที่กำหนดในแต่ละชั้นของสินทรัพย์ประเภทหนึ่ง อย่างไรก็ตามก็ดี ธนาคารแห่งประเทศไทยได้เริ่มวางกรอบและกำหนดเกณฑ์การจัดชั้นและสำรองหนี้ของธนาคารพาณิชย์ในรูปแบบใหม่ให้เป็นไปตามแนวทาง IAS 39 เพื่อให้ข้อมูลทางบัญชีและการบันทึกความเสียหายสามารถสะท้อนมูลค่าและสถานะของธนาคารพาณิชย์ได้อย่างชัดเจน รวมทั้งยังสอดคล้องกับหลักการ Prudential Supervision ที่เป็นอยู่ กล่าวคือ สำหรับสินเชื่อต่ำกว่ามาตรฐานซึ่งมีการเริ่มค้างชำระดอกเบี้ยตั้งแต่ 3 เดือนขึ้นไป ธนาคารพาณิชย์ต้องกันสำรองส่วนเพิ่มตามมูลค่าปัจจุบันของความเสียหายสุทธิที่อาจเกิดขึ้นเมื่อหักลบด้วยหลักทรัพย์ค้ำประกันเรียบร้อยแล้ว ดังนั้นมูลค่าของทุนที่แสดงในส่วนของเงินกองทุนตามชื่อ BIS ratio จะสะท้อนให้เห็นถึงเงินทุนที่พร้อมสำหรับการรองรับความเสียหายของสินเชื่อทั่วไปในกรณีที่เกิดเหตุการณ์ไม่คาดคิด (Unexpected Loss)

ระบบควบคุมความปลอดภัยและเสถียรภาพของระบบการเงิน (Financial Safety Net Program): มาตรฐานเงินกองทุนและการกำกับตามแนวทางของ Basel III เป็นเพียงส่วนหนึ่งเท่านั้นที่ช่วยกำกับวินัยในการดำเนินกิจกรรมของธนาคารพาณิชย์ แต่องค์ประกอบของการป้องกันความไร้เสถียรภาพของระบบการเงินในภาพรวมยังจำเป็นต้องมีระบบอีกสองส่วนคือ ระบบประกันเงินฝาก (Depository Insurance) และเกณฑ์ในการสั่งปิดสถาบันการเงินโดยอาศัยเงินกองทุนเป็นเครื่องชี้วัด (Prompt Corrective Action)

การมีระบบสถาบันประกันเงินฝากและหลักเกณฑ์การปิดสถาบันการเงินที่ชัดเจนเป็นข้อเสนอที่นักวิชาการจำนวนมากได้แนะนำนับตั้งแต่เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินขึ้น เพราะบทเรียนของการปราศจากส่วนประกอบทั้งสองนั้นทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องเข้าช่วยเหลือและรับผิดชอบด้วยการค้ำประกันเจ้าหนี้และผู้ฝากเงินของสถาบันการเงินเหล่านั้นทั้งหมด เป็นผลให้รัฐต้องแบกภาระต้นทุนดังกล่าวในรูปภาษีอากรของประเทศ และอาจ

ส่งผลให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับระบบธนาคารพาณิชย์เกิดความประมาท เลินเล่อด้วย เพราะทราบแน่นอนว่ารัฐต้องเข้าช่วยเหลือแม้ตนจะไม่ได้ใส่ใจ ในการดำเนินการของธนาคารพาณิชย์อย่างจริงจัง อีกทั้งระบบดังกล่าวยังมี ประโยชน์ในการ “ตัดไฟตั้งแต่ต้นลม” ได้ และกันไม่ให้ปัญหาลุกลามและ แผลขยายออกไปในวงกว้างเพราะความวิตกจากผู้ฝากเงินที่มีต่อระบบธนาคาร พาณิชย์ทั้งหมด

ธนาคารแห่งประเทศไทยได้เริ่มพยายามผลักดันร่างพระราชบัญญัติ ประกันเงินฝากและเกณฑ์การปิดสถาบันการเงินอยู่ในขณะนี้ แต่ในขณะ ปัจจุบันยังไม่เรียบร้อย โดยในขั้นแรกของการบังคับใช้ที่วางไว้สำหรับการ ประกันเงินฝาก จะกำหนดอัตราคิดเบี้ยประกันกับธนาคารพาณิชย์ในแต่ละ แห่งด้วยอัตราเดียวกันแบบเชิงบังคับ (Flat Rate) และจะพัฒนาระบบการ ค่าเบี้ยประกันให้สอดคล้องกับแนวทางสากลมากขึ้นที่เน้นลักษณะตาม ความเสี่ยงของสถาบันการเงินที่เป็นผู้รับเอาประกัน (Risk-based)<sup>18</sup>

### 3.2.2 แผนพัฒนาระบบสถาบันการเงิน Financial Sector Master Plan

แม้การปรับเปลี่ยนตามแนวทางของ Basel II จะเพิ่มความรัดกุม มากยิ่งขึ้น แต่ทว่าบทบาทของ Regulator ในการกำกับระบบสถาบันการ เงินไทยเองอาจยังไม่สามารถหยุดยั้งเพียงแค่นั้นเพราะยังคงต้องพิจารณาถึง ลักษณะของโครงสร้างและรูปแบบในอนาคตของธนาคารพาณิชย์ที่ควรจะเป็นไป รวมทั้งการกำกับดูแลโครงสร้างธุรกิจในรูปแบบที่วางไว้ดังกล่าวให้มี Prudential Regulation อย่างต่อเนื่อง

แนวคิดและหลักการของแผนพัฒนาระบบสถาบันการเงินได้รับแรง จูงใจจากข้อเท็จจริงที่ปรากฏจากแนวโน้มอุตสาหกรรมการเงินโลก ที่มี การรวมตัวของผู้ให้บริการภายในอุตสาหกรรมมากขึ้น ผ่านกระบวนการควบรวม กิจการและสร้าง Synergy เพื่อให้เกิดประโยชน์ในการให้บริการทางการเงิน ในลักษณะ One-Stop-Service ที่ทำให้สถาบันการเงินสามารถสร้าง นวัตกรรมทางการเงินที่ครบถ้วนและตรงต่อความต้องการของผู้ใช้บริการ ได้มากที่สุด โดยมีการประหยัดต่อขนาดในการดำเนินงานและยังเป็น

ประโยชน์ในการกระจายความเสี่ยงจากรายได้ทางการเงินของกลุ่มผู้ให้บริการทางการเงิน (Financial Conglomerate) ดังกล่าวด้วย (IMF: 2001)<sup>19</sup>

การเปลี่ยนแปลงในทิศทางดังกล่าวนี้ ทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยเริ่มหันมาพิจารณาโครงสร้างของระบบการเงินไทยในสองลักษณะ อันประกอบด้วย:

Business Model สำหรับระบบธนาคารพาณิชย์ไทยและการกำกับภายใต้ Consolidated Supervision: ธนาคารแห่งประเทศไทยได้เริ่มผ่อนคลายนโยบายเพื่อเอื้อให้ระบบธนาคารพาณิชย์สามารถเปลี่ยนไปสู่การเป็น Restricted Universal Bank ด้วยการอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์สามารถให้บริการทางการเงินที่ได้รับอนุญาตอย่างเต็มที่ ผ่านทั้งรูปแบบ Affiliate และ Subsidiary ที่ธนาคารพาณิชย์บริษัทแม่มีอำนาจในการบริหารจัดการ

ความเสี่ยงที่การอนุญาตดังกล่าวอาจทำให้ธนาคารพาณิชย์มีลักษณะซับซ้อนมากขึ้นและเพิ่มความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systemic risk) ของธนาคารพาณิชย์ ทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องเสริมแนวทางการกำกับดูแลธนาคารพาณิชย์ ในลักษณะ Consolidated Supervision ของ Banking Group ที่จำเป็นต้องเข้าไปพิจารณาการดำเนินงานของบริษัทลูกเหล่านั้นด้วย ในกรณีที่ธนาคารพาณิชย์ถือหุ้นในสัดส่วนเกินกว่าร้อยละ 10 รวมทั้งต้องเฝ้าระวังเป็นพิเศษสำหรับธุรกรรมที่เกิดขึ้นระหว่างกลุ่มผู้ให้บริการทางการเงินดังกล่าว ในขณะที่เดียวกัน ธนาคารแห่งประเทศไทยยังได้อาศัยนโยบาย One Presence เพื่อบังคับให้กลุ่มการเงินของธนาคารพาณิชย์แห่งหนึ่งสามารถมีสถาบันรับเงินฝากได้เพียงแห่งเดียว ซึ่งจะเป็นการป้องกันความเสียหายที่เป็นระบบที่อาจมีมากขึ้นหากธนาคารพาณิชย์มากกว่าหนึ่งแห่งเกิดปัญหา

นโยบายการให้บริการที่ทั่วถึงและแนวโน้มการเปิดเสรีภาคการเงิน: นอกเหนือจากการเตรียมพร้อมและปรับให้ Business Model ของธนาคารพาณิชย์มีโอกาสเป็น Universal Banking ได้ แผนพัฒนาระบบการเงินยังให้ความสำคัญต่อการมีระบบการเงินที่สามารถให้บริการได้ทั่วถึง (Accessibility) ด้วยการออกมาตรการส่งเสริมให้สถาบันการเงินที่พร้อมสามารถขอยกฐานะเป็น “ธนาคารพาณิชย์เต็มรูปแบบ” และ “ธนาคารพาณิชย์เพื่อ

รายย่อย” (Retail Bank) รวมทั้งเปิดโอกาสให้เกิดการควบรวมกิจการได้เพื่อให้เป็นไปตามแนวนโยบาย One Presence ซึ่งจะทำให้ธุรกิจสามารถประหยัดต่อขนาดจากความทับซ้อนกันของการดำเนินงาน นอกจากนี้มาตรการที่สำคัญอีกประการหนึ่งที่ธนาคารแห่งประเทศไทยยังได้เริ่มพิจารณา คือ การเตรียมความพร้อมและกำหนดแนวทางของการเปิดเสรีโดยรูปแบบของแนวทางการเปิดเสรีที่เป็นไปได้และถูกเสนอแนะคือ การอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ต่างชาติสามารถจัดตั้งธนาคารพาณิชย์ในไทยในรูปแบบ Subsidiary ที่มีสาขาจำนวนจำกัด และเพิ่มช่องทางให้กลุ่มการเงินจากต่างประเทศสามารถเข้าถึงกองทุนในระบบธนาคารพาณิชย์ไทยได้ไม่เกินร้อยละ 25 ของสัดส่วนทุน (กอบศักดิ์ และคณะ 2547)

ตารางที่ 7: พัฒนาเชิงโครงสร้างและอำนาจการจัดสรรทุนในระบบสถาบันการเงินไทยช่วงหนึ่งทศวรรษที่ผ่านมา

ช่วงเวลา	Regulator ธนาคารกลาง และ ภาครัฐ	สถาบันการเงิน
ช่วงก่อนและหลังเปิดเสรีทางการเงินของไทย	<ul style="list-style-type: none"> <li>• อาทิเช่นนโยบายกับสถาบันการเงินเพื่อวัตถุประสงค์ในเชิงเศรษฐกิจด้านอื่น ๆ</li> <li>• Prudential Regulation และ Compliance ในการกำกับและตรวจสอบมี Time Lag ในการตรวจสอบมาก และไม่เชิงวัดในขณะที่มี <i>Upward Trend Business Cycle</i> จนทำให้เกิด <i>Regulatory Forbearance</i> เมื่อเริ่มพบปัญหาเริ่มส่งสัญญาณ</li> <li>• ให้เงินทุนไหลเข้าออกเสรีเพิ่มขึ้น และ สนับสนุนการตั้ง BIFB ด้วยมาตรการภาษี ในขณะที่สร้าง Moral Hazard จากนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Concentrated Ownership และเป็น Family Business ทำให้เกิด Market Discipline</li> <li>• โครงสร้างภายในขาดความโปร่งใสและใช้เพื่อจัดการอำนาจในการตรวจสอบ</li> <li>• เริ่มปัญหาโครงสร้างภายนอกธรรมาภิบาล ด้วยภาวะ Capital Ease ภายใต้ Rule of Game ที่ไม่เอื้อ</li> </ul>
ช่วงวิกฤตการณ์ทางการเงิน	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bail Out สถาบันการเงินทั้งหมด จาก Self-Fulfilling ของภาคเอกชนและนักลงทุนต่างชาติเกี่ยวกับ Implicit Blanket Guarantee ที่ต้องเกิดขึ้น</li> <li>• มาตราการ 14 สีหลวม และ กฎหมายสองฉบับสำคัญ เกี่ยวกับ NPL ด้วยการแก้ไขตลาดเป็นหลักในการสนับสนุนการปรับโครงสร้างหนี้</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ปัญหา NPLs มากทำให้ธนาคารพาณิชย์มีบทบาทค่อนข้างน้อยมากในการแก้ปัญหาทางเศรษฐกิจ</li> <li>• โครงสร้างความเป็นเจ้าของเปลี่ยนแปลงและสถาบันการเงินต่างชาติเริ่มเข้ามามีบทบาทในการถือครองสถาบันการเงินไทย เริ่มมีการถือหุ้นโดยกระจัดกระจายมากขึ้น</li> </ul>
หลังวิกฤตการณ์ทางการเงิน	<p><b>ธนาธิการแห่งประเทศไทย</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• วางกฎระเบียบใหม่ด้าน Prudential Supervision เพื่อ Sounding and Safety Financial Institution มากยิ่งขึ้น</li> <li>• เน้นเรื่อง Risk Management และ Incentive-based Regulation ทั้งภายในและภายนอกองค์กร</li> <li>• เริ่มบทบาทประเด็นการออกแบมแบบสถาบันการเงินไทย</li> <li>• เริ่มการเข้าแจ้งบริการ ด้านการแข่งขัน และ สิทธิผู้บริโภคมากขึ้น</li> <li>• เปิดกว้างในการเข้าใจรวมชาติในการทำธุรกิจของภาคเอกชน ตาม Financial Sector Master Plan และ ภายใต้กรอบ Consoliated Supervision</li> <li>• ผลักดันเรื่อง Prompt Corrective Action และ สถาบันประกันเงินฝาก</li> </ul> <p><b>รัฐบาล</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• จัดตั้ง TAMB เพื่อจับข้อหนี้เสียข้ามบริวาร</li> <li>• กระตุ้นบทบาทของ State Bank และ SFIs ในการเป็นเครื่องมือส่งเสริมนโยบายทางการเงิน และ นโยบายประชานิยม ส่งเสริมการแข่งขันของธุรกรรมทางการเงิน</li> <li>• พยายามเสนอแนะวิธีการสร้าง Single Regulator ภายนอกเพื่อตั้งอำนาจออกจากกำกับของธนาคารแห่งประเทศไทย</li> </ul>	<p><b>ธนาธิการพาณิชย์</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• ธนาธิการพาณิชย์เป็นผู้เล่นหลักในระบบสถาบันการเงิน บทบาทของ บง. เริ่มหายไปหรือต้องควมรวม และ ขยายขอบเขตการทำธุรกรรมให้ครอบคลุมมากขึ้น ตาม ทิศทางของ One-Stop-Service จะพัฒนาไปในทางดังกล่าว</li> <li>• เป็น Restricted Universal Banking ที่สามารถถือครอง Subsidiary ที่เป็นเป็น Legal Entity แยกต่างหากได้มากขึ้น</li> <li>• เริ่มพัฒนาระบบ Internet Banking มากขึ้นตาม Internet Penetration ที่เร็วและมากขึ้นตามลำดับ</li> </ul> <p><b>สถาบันการเงินเฉพาะกิจ</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Non-Bank และ การขยายตัวของหนีภาคประชาชน</li> <li>• สถาบันการเงินเฉพาะกิจเพิ่มบทบาทมากขึ้น และ การสนองต่อวัตถุประสงค์ได้บ้าง</li> <li>• ในระยะยาวอาจต้องกังวลเรื่องการแข่งขัน และ อาจต้องพิจารณาประเด็นการกำกับดูแลสถาบันการเงินเหล่านี้ไว้เป็นอีกกรณีที่น่าสนใจ ว่า Prudential Supervision การรวมถึง Stability ด้วยหรือไม่</li> </ul>

### 3.3 ประเด็นความท้าทายและคำถามที่ท้าทายสำหรับการพัฒนาระบบสถาบันการเงินไทย

ในส่วนี้ผู้เขียนทิ้งท้ายไว้ด้วยประเด็นที่สำคัญเกี่ยวกับความท้าทายของการพัฒนาระบบสถาบันการเงินในอนาคต ซึ่งส่วนใหญ่เป็นคำถามปลายเปิดที่ยังอาจยังไม่มีคำตอบที่ชัดเจนนักและทำได้เพียงอย่างมากคือเปรียบเทียบกับประสบการณ์จากต่างประเทศที่ได้มีการพัฒนาระบบไปก่อนหน้าแล้ว

#### 3.3.1 โครงสร้างการแข่งขันของสถาบันการเงิน (Competition Landscape)

ในขณะที่การป้องกันความไร้เสถียรภาพของระบบการเงินเป็นเป้าหมายที่สำคัญประการหนึ่งของการกำกับดูแลระบบสถาบันการเงินแต่การมุ่งเน้นให้ระบบการเงินมีประสิทธิภาพก็เป็นประเด็นที่สำคัญไม่แพ้กัน ซึ่งภายใต้โลกและเทคโนโลยีทางการเงินที่ทำให้สามารถพัฒนานวัตกรรมทางการเงินที่เอื้ออำนวยให้สถาบันการเงินสามารถบริหารและแบกรับความเสี่ยงระหว่างกันได้ดีขึ้นย่อมเป็นโอกาสอย่างยิ่งในการจะส่งเสริมการเข้าถึงบริการทางการเงินอย่างมีประสิทธิภาพและเป็นธรรมให้มากขึ้นซึ่งนั่นจำเป็นต้องทำควบคู่ไปกับการแข่งขันที่เหมาะสมและสภาพแวดล้อมทางการเงินในด้านกฎกติกาที่พร้อมเปิดให้มีการแข่งขัน

ประเด็นหนึ่งที่ผู้เขียนหยิบยกขึ้นมาเป็นข้อสังเกตในรายงานฉบับนี้เป็นประเด็นคำถามเกี่ยวกับลักษณะการแข่งขันของธนาคารพาณิชย์ไทยว่าเหมาะสมดีแล้วหรือไม่อย่างไรและนำไปสู่ข้อถกเถียงว่าการเปิดให้ผู้ประกอบการรายใหม่เข้าสู่อุตสาหกรรมในลักษณะที่มีการกำหนดเป้าหมายที่ชัดเจนของธุรกิจนั้นๆ ในระบบธนาคารพาณิชย์ เป็นธรรมและเอื้อต่อการแข่งขันหรือไม่ (ดังเช่นกรณีของธนาคารพาณิชย์รายย่อย)

จะสังเกตเห็นได้ว่าแบบจำลองการพัฒนาระบบการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยมีลักษณะค่อนข้าง “Conservative” ตามธรรมชาติของการเป็นผู้ดำเนินนโยบาย เพราะธนาคารแห่งประเทศไทยเปิดโอกาสให้ธนาคารพาณิชย์รายย่อยสามารถขยายธุรกิจไปเป็นธนาคารพาณิชย์เต็มรูปแบบได้แต่ต้องตอบสนององวัตถุประสงค์การเป็นธนาคารเพื่อกลุ่มคนหรือผู้ประกอบการ



รายย่อยและรายกลางเป็นหลักก่อน ดังนั้น หากธุรกิจในระดับบนที่ธนาคารพาณิชย์ดำเนินการอยู่มีการแข่งขันอย่างเต็มที่แล้ว การเข้าสู่ตลาดล่างลงไปเพื่อพัฒนาความสัมพันธ์ในระยะยาวของธนาคารพาณิชย์ได้มีรูปแบบก็จะต้องเกิดขึ้นแน่ และด้วยเงินทุนที่มากกว่าและความสามารถที่สูงกว่าในการกระจายสินทรัพย์ของธนาคารพาณิชย์ได้มีรูปแบบ รวมไปถึงความสามารถในการใช้นวัตกรรมทางการเงินในการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ได้ง่ายกว่า สิ่งที่ชวนให้สงสัยคือ ธนาคารพาณิชย์รายย่อยเหล่านี้จะอยู่ได้อย่างไร หรือจะต้องกลายเป็นธนาคารที่รอวันถูกธนาคารพาณิชย์รายใหญ่เข้าครอบครองเท่านั้น

ข้อเท็จจริงที่สำคัญประการหนึ่งจากตารางที่ 8 ซ้ำว่า การมีจำนวนธนาคารพาณิชย์มากมิได้เป็นเครื่องรับประกันว่าการกระจุกตัวของ ระบบธนาคารพาณิชย์จะลดลงและนำมาซึ่งการแข่งขันเสมอไป ในทางกลับกัน การกระจุกตัวที่ลดลงอาจมิได้หมายถึงการแข่งขันที่เพิ่มขึ้น เพราะธนาคารพาณิชย์แต่ละแห่งอาจมีความเชี่ยวชาญเฉพาะด้านในการทำธุรกิจแต่ละประเภท ทำให้มีลักษณะตลาดเฉพาะเป็นของตนเอง ซึ่งทำให้กลายเป็นว่าระดับการกระจุกตัวที่ลดลงนั้นเกิดการแบ่งแยกตลาดไปโดยปริยาย ดังเช่น Allen และ Gale (2003 และ 2004) ได้ให้เหตุผลในลักษณะเดียวกันว่าการกระจุกตัวที่ลดลงอาจมิได้หมายถึงการแข่งขันที่เพิ่มขึ้นก็เป็นได้ Beck, Demirguc-Kunt และ Levine (2005) รวมทั้ง Shacek และ คณะ (2006) ได้ศึกษาในประเด็นดังกล่าวและพบว่า การแข่งขันจะนำไปสู่โอกาสของการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินที่ลดลง ในขณะที่การกระจุกตัวกับการแข่งขันอาจมีลักษณะที่เดินตามไปด้วยกัน

ประสบการณ์ในต่างประเทศที่อาจเห็นได้ชัดเจนคือ ในกรณีของเกาหลีใต้ที่ภายหลังเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินได้พยายามควมรวมกิจการธนาคารพาณิชย์ของประเทศเข้าด้วยกันให้เหลือธนาคารพาณิชย์จำนวนไม่มากนัก ซึ่งรวมถึงเปิดโอกาสให้ธนาคารพาณิชย์ที่ต้องการควมรวมกิจการดำเนินการควมรวมได้ง่ายขึ้น ผลปรากฏว่า ทำให้ธนาคารพาณิชย์ของเกาหลีได้มีการให้บริการและส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (Interest rate Spread) และ Net Interest Rate margin ที่ปรับลดลงอย่างต่อเนื่องควบคู่ไปกับระดับ

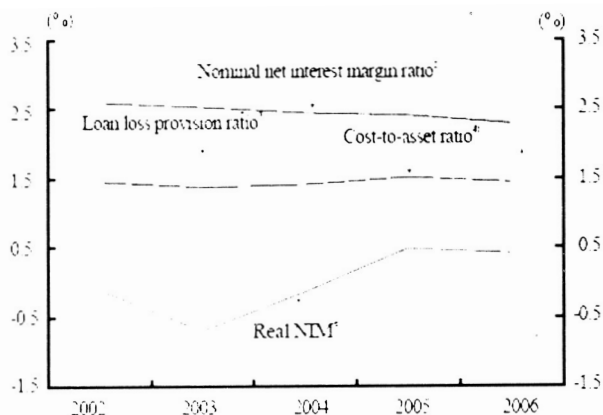
ตารางที่ 8 การกระจุกตัวของระบบธนาคารพาณิชย์ในแต่ละประเทศในอดีตและปัจจุบัน

ประเทศ	จำนวนธนาคาร พ.ศ. 2537	สัดส่วนของเงินฝาก		HH index	จำนวนธนาคาร ปี 2543	สัดส่วนของเงินฝาก		HH index
		3 แห่งแรก	10 แห่งแรก			3 แห่งแรก	10 แห่งแรก	
<b>เอเชีย</b>								
เกาหลีใต้	30	52.8	86.9	1263.6	13	43.5	77.7	899.7
มาเลเซีย	25	44.7	78.3	918.9	10	43.4	82.2	1005.1
ฟิลิปปินส์	41	39	80.3	819.7	27	39.6	73.3	789.9
<b>ไทย</b>	<b>15</b>	<b>47.5</b>	<b>83.5</b>	<b>1031.7</b>	<b>13</b>	<b>41.7</b>	<b>79.4</b>	<b>854.4</b>
<b>ละตินอเมริกา</b>								
อาร์เจนตินา	206	39.1	73.1	756.9	113	39.8	80.7	865.7
บราซิล	245	49.9	78.8	1220.9	193	55.2	85.6	1278.6
ชิลี	37	39.5	79.1	830.4	29	39.5	82	857.9
เม็กซิโก	36	48.3	80.8	1005.4	23	56.3	94.5	1360.5
เวเนซุเอลา	43	43.9	78.6	979.2	42	46.7	75.7	923.1
<b>ยุโรปกลาง</b>								
สาธารณรัฐเชด	55	72	97	2101.5	42	69.7	90.3	1757.8
ฮังการี	40	57.9	84.7	1578.8	39	51.5	80.7	1241.2
โปแลนด์	82	52.8	86.9	1263.6	77	43.5	77.7	899.7
ตุรกี	72	40.7	79.1	957.2	79	35.9	72	710.2

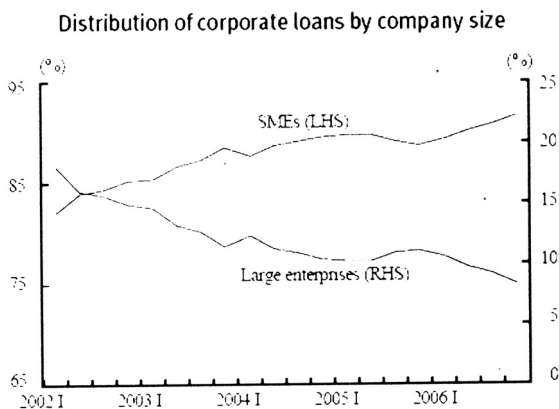
ที่มา: Gelos และ Rodos (2004) นำข้อมูลมาจากการคำนวณของ IMF

NPLs ของธนาคารพาณิชย์ที่ลดต่ำลงจนอยู่ในระดับใกล้เคียงกับธนาคารพาณิชย์ในประเทศพัฒนาแล้ว (แผนภาพที่ 40)

แผนภาพที่ 40: โครงสร้างผลการดำเนินงานธนาคารพาณิชย์เกาหลีใต้



แผนภาพที่ 41: สัดส่วนการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ในประเทศเกาหลีใต้



แผนภาพที่ 41 เป็นเครื่องชี้อีกประการหนึ่งว่า การแข่งขันในระดับที่รุนแรงของธุรกิจจะเป็นผลให้ธุรกิจในส่วนของ Large Enterprise มีลักษณะเป็นแบบ Cherry Picking ซึ่งจะส่งผลให้ Margin มีแนวโน้มต่ำลง และส่งผลให้ธุรกิจธนาคารพาณิชย์เกาหลีใต้เริ่มหันไปหาลูกค้าประเภท SME มากยิ่งขึ้น ซึ่งแม้ธนาคารพาณิชย์จะมีการเข้าหาธุรกิจที่มีความเสี่ยงมากยิ่งขึ้น แต่ในทางกลับกัน กรอบการกำกับดูแลตาม Basel II จะเป็นมาตรฐานวัดเพื่อคอยสร้างความระแวดระวังให้ธนาคารพาณิชย์ต้องมีเงินกองทุนที่พอเพียงสำหรับความเสี่ยงที่ต้องเผชิญเช่นเดียวกัน<sup>20</sup>

แม้ในทางความเป็นจริงอาจเทียบเคียงได้ลำบากว่าโมเดลที่ประยุกต์ใช้กับประเทศเกาหลีใต้จะเหมาะสมสำหรับประเทศไทยหรือไม่<sup>21</sup> เพราะลักษณะโครงสร้างการผลิตของสองประเทศนี้มีความแตกต่างกัน อีกทั้ง Financial Infrastructure ส่วนอื่นๆ ก็แตกต่างกันเพราะตลาดทุนของเกาหลีมีระดับ “ความลึก” ที่ค่อนข้างมากกว่าของเรา ซึ่งเป็นการเอื้อให้เกิดการแข่งขันระหว่างสถาบันการเงินและตลาดการเงินอย่างมาก (Disintermediation) ในขณะเดียวกัน นิยามของ SME ก็อาจแตกต่างจากของเราในระดับหนึ่ง แต่สิ่งที่ทางการควรใส่ใจคือ ไม่ปิดโอกาสทางเลือกของแนวนโยบายดังกล่าวนี้ เพราะในระยะยาว การที่สถาบันการเงินไทยจำเป็นต้องแข่งขันกับต่างประเทศที่มีแนวโน้มเข้าสู่ระบบการเงินมากขึ้นเรื่อยๆ ตามแนวโน้มการเปิดเสรีตาม WTO จำเป็นต้องมีผู้เล่นที่มีความสามารถทัดเทียมกัน ยิ่งไปกว่านั้น หากการกระจุกตัวเกิดขึ้นจนทำให้เกิดอำนาจผูกขาดขึ้นในระบบ และจำเป็นต้องมีการแก้ไขในภายหลังเมื่อมีการเปิดเสรีทางการเงินเรียบร้อยแล้ว การแก้ปัญหาอาจกระทำได้ลำบากและเป็นเรื่องละเอียดอ่อนอย่างมากต่อระบบการเงินไทยเพราะมีปัจจัยจากต่างประเทศเข้ามาเกี่ยวข้องด้วย

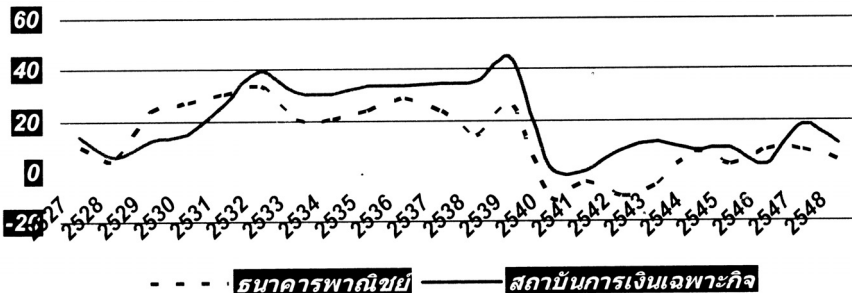
### 3.3.2 บทบาทของสถาบันการเงินเฉพาะกิจและกิจการ Non-Bank และโครงสร้างการกำกับดูแล (Regulatory Architecture)

ภายหลังจากรัฐบาลชวนได้พ้นจากอำนาจการบริหารประเทศและเปลี่ยนผ่านไปสู่ยุครัฐบาลทักษิณ รัฐบาลใหม่ได้ดำเนินนโยบายเศรษฐกิจในหลายรูปแบบที่เป็นเชิงรุก ทั้งในส่วนของนโยบายที่เกี่ยวข้องโดยตรงต่อ

ระบบสถาบันการเงิน และนโยบายเศรษฐกิจด้านอื่นๆ ที่ส่งผลย้อนกลับมาก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงบางประการในระบบสถาบันการเงิน จนเป็นผลให้เกิดกระแสวิจารณ์ทางสังคมเป็นวงกว้างในหลายแง่มุม

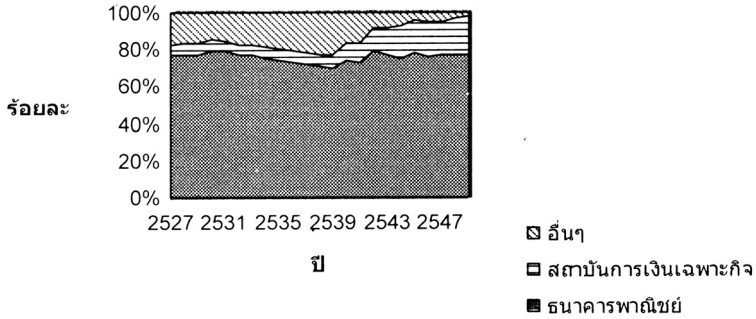
การดำเนินนโยบายประชานิยมได้สร้างให้เกิดการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างแก่ระบบการเงินในสองลักษณะหลักซึ่งอาจจำเป็นต้องมีการพิจารณาให้รอบคอบในระยะยาว กล่าวคือ งบประมาณสำหรับการใช้นโยบายประชานิยม อาทิเช่น กองทุนหมู่บ้าน, บ้านเอื้ออาทร, การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นทุน, การพักชำระหนี้เกษตรกร และการส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและย่อม ได้รับการกำหนดเป็นนโยบายโดยผ่านการสนับสนุนและอาศัยสถาบันการเงินเฉพาะกิจของรัฐเป็นเครื่องมือ<sup>22</sup> ซึ่งจะสังเกตเห็นได้ว่า ในช่วงที่ระบบธนาคารพาณิชย์ไทยไม่สามารถทำการปล่อยกู้ได้อย่างเต็มที่ สถาบันการเงินเฉพาะกิจของรัฐเหล่านี้ได้รับทำหน้าที่โดยเพิ่มส่วนแบ่งทางการตลาดสินเชื่อพร้อมกับการขยายตัวของการปล่อยสินเชื่อต่อภาคเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง (แผนภาพที่ 42 และ แผนภาพที่ 43)

แผนภาพที่ 42: การขยายตัวของสินเชื่อธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินรัฐ



แผนภาพที่ 43: ส่วนแบ่งทางการตลาดของการให้สินเชื่อ  
จำแนกตามประเภทผู้ให้บริการ

ส่วนแบ่งทางการตลาดของการให้สินเชื่อ



แม้นโยบายกึ่งการคลัง (Quasi-Fiscal Policy) ในลักษณะส่วนดังกล่าวส่วนหนึ่ง อาทิเช่นกองทุนหมู่บ้าน จะถูกกำหนดให้เป็นเงินในภาระงบประมาณแผ่นดินโดยตรง แต่กิจกรรมบางประเภทเป็นลักษณะที่กำหนดมาในเชิงนโยบายของทางราชการซึ่งย่อมมีผลผูกพันต่อระบบเศรษฐกิจในลักษณะภาระหนี้สินผูกพัน (Contingent Liability) ที่อาจเกิดขึ้นหากสถาบันการเงินเหล่านั้นประสบปัญหา เพราะสถาบันการเงินเหล่านั้นล้วนเป็นของรัฐทั้งหมด ในแง่หนึ่ง การใช้เครื่องมือของสถาบันการเงินเฉพาะกิจเป็นเครื่องมือในการช่วยเหลือปัญหาทางเศรษฐกิจอาจถือเป็นหลักการที่ดี เพราะสามารถช่วยให้แก้ปัญหาทางเศรษฐกิจในระยะสั้นได้ และถือว่าเป็นวิธีจัดการกับ Procyclicality ของระบบการเงินได้ในอีกรูปแบบหนึ่ง รวมทั้งอาจมีวินัยมากกว่าการดำเนินนโยบายผ่านนโยบายการคลังโดยตรงด้วย<sup>23</sup>

อย่างไรก็ดี ในทางกลับกัน หากรัฐขาดวินัยทางการคลังอาจเป็นผลให้ภาครัฐใช้จ่ายเกินตัวและสร้างความเสี่ยงต่อการบริหารเสถียรภาพทางเศรษฐกิจไปในตัว เพราะสถาบันการเงินเฉพาะกิจของรัฐเหล่านี้บางส่วนให้บริการรับฝากเงินจากประชาชน ยิ่งไปกว่านั้น ด้วยลักษณะของการ

กำกับดูแลระบบสถาบันการเงินเฉพาะกิจเหล่านี้ที่มีได้เป็นไปตามข้อกำหนดของธนาคารแห่งประเทศไทยโดยตรง อาจทำให้เกิดความได้เปรียบเสียเปรียบระหว่างกันระหว่างธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินเฉพาะกิจบางแห่งที่สามารถประกอบธุรกิจที่ใกล้เคียงกันกับธุรกิจที่ธนาคารพาณิชย์สามารถทำได้โดยตรง<sup>24</sup>

ในขณะที่เดียวกับที่เศรษฐกิจของประเทศขยายตัว นโยบายประชานิยมทำให้ประชาชนในระดับรากหญ้าใช้จ่ายเงินมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง สิ่งเปลี่ยนแปลงและสร้างแรงกระทบต่อธุรกิจทางการเงินในระดับดังกล่าวคือการอุบัติขึ้นของธุรกิจการให้สินเชื่อในรูปแบบที่เรียกกันว่า Non-Bank ซึ่งมีการให้บริการทั้งในส่วนของสินเชื่อส่วนบุคคลและบริการบัตรเครดิตซึ่งในอดีตธุรกิจเหล่านี้ให้บริการเฉพาะในกลุ่มลูกค้าที่มีรายได้สูงเพื่อวัตถุประสงค์เพียงอำนวยความสะดวกในการไม่ต้องพกพาเงินสดเพื่อซื้อสินค้าและบริการ แต่การขยายตัวของธุรกิจดังกล่าวนี้เติบโตอย่างรวดเร็ว ดังจะเห็นได้จากการขยายตัวของสินเชื่อในธุรกิจดังกล่าวที่เริ่มมีมากอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ปี 2544 เป็นต้นมา อีกทั้งการขยายตัวของสินเชื่อยังได้รุกเข้าไปสู่การให้สินเชื่อและบริการบัตรเครดิตแก่กลุ่มบุคคลที่มีรายได้ต่ำกว่า 10,000 บาทอีกด้วย ซึ่งเป็นการแข่งขันกันในระดับตลาดล่าง (ภายหลังธนาคารแห่งประเทศไทยได้อนุญาตให้เกณฑ์รายได้ขั้นต่ำสำหรับการใช้บริการบัตรเครดิตอยู่ที่รายได้ต่ำกว่า 10,000 บาท) โดยที่การทำธุรกิจในลักษณะดังกล่าวมิได้ถูกควบคุมโดยธนาคารแห่งประเทศไทย เพราะ ธุรกิจ Non-Bank เป็นธุรกิจที่อาศัยเพียงเงื่อนไขข้อกำหนดที่เป็นไปตามกฎหมายแพ่งและพาณิชย์เท่านั้น

ในแง่หนึ่ง ธุรกิจ Non-Bank มีบทบาทสำคัญในการช่วยให้ประชาชนผู้มีรายได้น้อยสามารถเข้าถึงและปรับกระแสการใช้จ่ายให้เหมาะสม (ตารางที่ 9 แสดงบทบาทของ Non-Bank ในการเข้าถึงบริการของประชาชนผู้มีรายได้น้อย) อย่างไรก็ตาม การขยายตัวของการให้สินเชื่ออย่างรุนแรงอาจส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพในระบบเศรษฐกิจมหภาค เพราะเมื่อภาระหนี้ของภาคครัวเรือนได้ก่อตัวสูงขึ้นในภาวะอัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนทิศทางเป็นขาขึ้น จะส่งผลให้ครัวเรือนดังกล่าวมีโอกาสมากขึ้นที่จะผิติดชำระหนี้ ซึ่ง

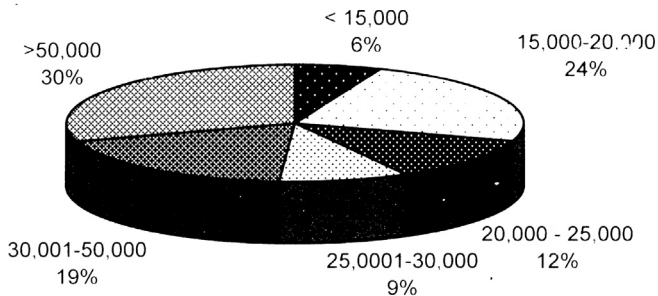
จะส่งผลกระทบต่อฐานะของผู้ให้บริการทางการเงินเหล่านั้น ทำให้อาจมีการระดมเงินทุนจากสถาบันการเงินซึ่งในท้ายที่สุดอาจส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของระบบการเงินในองค์รวม (แผนภาพที่ 44 แสดงสัดส่วนของมูลค่าสินเชื่อที่ปล่อย

ตารางที่ 9 การเข้าถึงบริการทางการเงินโดย Non-Bank

กลุ่มรายได้	ร้อยละของประชากร	สินเชื่อส่วนบุคคล		จำนวนของลูกค้ายืมสินเชื่อส่วนบุคคล		NPL rate
		มูลค่า (พันล้านบาท)	สัดส่วนโดย NBFi	จำนวน (พันคน)	สัดส่วนโดย NBFi	
<7500 บาท	75	10.4	40	840	49	6.8
7500-10,000	15	12.7	46	837	59	6
10,000-15,000		17.3	43	720	50	5
15,000-30,000	8	26.8	33	706	45	3.4
>30,000 บาท	2	108.8	9	632	38	4
รวม	100	176	21	3734	49	5.2

ที่มา: โซติซัย (2549) สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

แผนภาพที่ 44: สัดส่วนสินเชื่อของ Non-Bank จำแนกตามชั้นของรายได้





โดย Non-Bank ไปสู่กลุ่มผู้มีรายได้น้อยได้แต่ละระดับ)

การกำกับดูแลธุรกิจ Non-Bank อาจไม่จำเป็นต้องมีมาตรฐานที่ใกล้เคียงกันกับระดับการกำกับดูแลธนาคารพาณิชย์ที่ต้องเน้นย้ำเรื่อง Prudential Supervision มากนัก เพราะผู้มีส่วนได้ส่วนเสียมีจำนวนค่อนข้างจำกัด และผลกระทบอาจจำกัดอยู่ในวงแคบเนื่องจากแหล่งเงินทุนมาจากส่วนทุนของผู้ถือหุ้นซึ่งพร้อมจะแบกรับความเสียหายหากเกิดปัญหา และเงินกู้ที่ผู้ให้กู้เองซึ่งมีจำนวนไม่มากนักจะมีการกำกับวินัยของธุรกิจเหล่านั้นไปในตัว ดังนั้นประเด็นการดูแลธุรกิจเหล่านี้จึงน่าจะเป็นเรื่องของ Consumer Protection เป็นสำคัญ เพราะส่วนมากสัญญาในการใช้บริการมักได้รับการกล่าวขานว่ามีความซับซ้อนและมีเงื่อนไขที่กำกวม

ในอีกด้านหนึ่งลักษณะความคลั่งไคล้ในแง่ดังกล่าวข้างต้นได้กลายเป็นที่มาของแนวคิดในการจัดตั้งองค์กรเพื่อการกำกับดูแลระบบการเงินในองค์รวมแบบรวมศูนย์ไว้ที่แห่งเดียว ซึ่งเป็นแนวทางที่บางประเทศนำมาใช้ โดยอำนาจการจัดการและดำเนินกิจกรรมขององค์กรดังกล่าวครอบคลุมการดูแลอุตสาหกรรมการเงินทั้งระบบ ซึ่งอำนาจในการจัดการองค์กรดังกล่าวของแต่ละประเทศได้รับการดูแลโดยหน่วยงานของรัฐที่แตกต่างกันออกไป โดยบ้างให้เป็นหน้าที่ของธนาคารกลาง ในขณะที่จำนวนไม่น้อยได้กำหนดให้เป็นหน้าที่ขององค์กรอิสระจากภายนอก ดังเช่นในกรณีตัวอย่างของ Financial Supervisory Agency ของประเทศอังกฤษที่เป็นองค์กรจัดตั้งและตั้งอำนาจออกจากธนาคารกลางแห่งประเทศอังกฤษ ผนวกรวมอำนาจจากส่วนอื่นเข้าด้วยกัน และแยกการกำกับออกมาเป็นอิสระตั้งแต่ปี ค.ศ. 1997 เป็นต้นมา

การกำกับดูแลในลักษณะดังกล่าวที่พยายามแยกองค์กรออกมาให้เป็นอิสระจากธนาคารกลาง มักอ้างอิงโดยผูกโยงกันกับเรื่องของ (1) Conflict of interest ของธนาคารกลางและหน้าที่ในการกำกับสถาบันการเงินที่มักขัดแย้งกัน กล่าวคือ ธนาคารกลางเป็น Lender of Last Resort ให้แก่ธนาคารพาณิชย์ที่ตนเองกำกับ ซึ่งทำให้มีแนวโน้มจะเอื้อให้สถาบันการเงินนั้นดำเนินกิจการต่อไปได้ด้วยการประวิงเวลาซึ่งเป็นผลเสียต่อเนื่องในด้านต้นทุนทางการเงินที่จะเกิดขึ้น หากในท้ายที่สุดแล้วจะต้องปิดกิจการธนาคารพาณิชย์นั้นจริง และ (2) เพื่อต้องการเพิ่มประสิทธิภาพในการกำกับดูแล

และผลักดันโครงสร้างของอุตสาหกรรมการเงินที่ออกแบบแล้วคิดว่าเหมาะสมไปได้อย่างรวดเร็วด้วยการมี One-Stop-Service ที่การตัดสินใจสามารถทำได้รวดเร็วเพราะข้อมูลการกำกับอยู่ในองค์กรเดียวกันหมด ซึ่งผลดังกล่าวนี้จะช่วยในส่งเสริมการ M&A ซึ่งอาจถือเป็น Financial Architecture ที่อาจจะต้องเป็นไปในอนาคต

แต่อย่างไรก็ดี ประโยชน์ประการสำคัญของการมีองค์กรกำกับระบบสถาบันการเงินในธนาคารกลางจะมีส่วนช่วยอย่างยิ่งให้ธนาคารกลางสามารถรักษาสมดุลของเสถียรภาพทางเศรษฐกิจมหภาคได้ดียิ่งขึ้นด้วยการอาศัยเครื่องมือเพิ่มเติมที่กำกับระบบสถาบันการเงิน ดังเช่นในกรณีในช่วงปี 2545 ธนาคารแห่งประเทศไทยมีความกังวลเรื่องเสถียรภาพทางเศรษฐกิจโดยรวมที่เกิดจากการใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตเหล่านี้เป็นอย่างมากจะนำไปสู่หนี้ครัวเรือนที่สูงจึงได้เข้าแก้ปัญหาด้านเสถียรภาพดังกล่าวด้วยการกำหนดว่าผู้ใช้บัตรเครดิตจะต้องมีรายได้ไม่น้อยกว่า 15,000 บาทต่อเดือน เพื่อเป็นการชะลอการขยายตัวของธุรกิจ ซึ่งเป็นการอาศัย Macro-Prudential Policy เพื่อการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจโดยรวม ในทางกลับกัน หากการไหลเวียนของแหล่งเงินทุนไม่สามารถตรวจสอบและทราบได้ล่วงหน้า ในขณะที่เดียวกันกับที่องค์กรกำกับดูแลภายนอกอาจให้คำแนะนำและกังวลมากเกินไปถึงความเสี่ยงของเสถียรภาพทางเศรษฐกิจที่อาจมีไม่สูงมากนัก จะส่งผลให้การบริหารเศรษฐกิจขาดความยืดหยุ่นและไม่สามารถประสานกันได้อย่างเต็มที่

นอกจากนี้ การปรับเปลี่ยนไปสู่โมเดล Single Regulator ยังจำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องมีการให้อำนาจการตรวจสอบอย่างเหมาะสม เพราะในกรณีของหลายประเทศที่มีการปรับใช้ Independent Single Regulator ไปก่อนหน้านี้แล้ว ธนาคารกลางยังคงสามารถทำหน้าที่ On-site Inspection เกี่ยวกับธุรกรรมของสถาบันการเงินในส่วนของการให้สินเชื่อและธุรกรรมอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งทั้งสองธุรกิจเกี่ยวพันกันกับการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางเอง แต่กระนั้น คำถามสำคัญของการมี Single Regulator น่าจะเริ่มจากศักยภาพและความจำเป็นของระบบการเงินไทยที่ว่า ควรหรือไม่ที่จะต้องมียุทธศาสตร์ที่มีอำนาจมหาศาลในการดูแลระบบการเงินแบบ

องค์กรรวม เพราะการให้อำนาจและเปิดให้มีการทำงานประสานกันระหว่าง องค์กรกำกับดูแลทั้งหลายที่ควรสร้างมาตรฐานการกำกับที่ใกล้เคียงกัน (Regulatory Convergence) เองก็สามารถช่วยให้พัฒนาระบบการเงินในภาพรวมได้ ในทางกลับกัน ขณะที่มักมีผู้ตั้งคำถามถึงความจำเป็นของการมีองค์กรกำกับตรวจสอบภายนอก แต่ยังมีเคยได้มีการพิจารณาเลย ว่าองค์กรที่มีอำนาจมหาศาลดังกล่าวนี้สมควรมีอำนาจและได้รับการตรวจสอบจากใคร

### 3.4 บทสรุป

บทเรียนของวิกฤตการณ์ทางการเงินในอดีตจนกระทั่งถึงช่วงของการแก้ปัญหาในระบบสถาบันการเงินได้ชี้ให้เห็นว่า ผลพวงของการเปิดเสรีการเงินอย่างรีบเร่งโดยไม่มีโครงสร้างทางเศรษฐกิจและการกำกับตรวจสอบภาคการเงินที่ครอบคลุมนั้น ทำให้ประโยชน์ในระยะสั้นที่ได้จากการเปิดเสรีต้องแลกมาด้วยต้นทุนมหาศาลและความสลับซับซ้อนซึ่งเกี่ยวพันกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของสังคมเป็นจำนวนมากสำหรับการแก้ไขวิกฤตการณ์ทางการเงินที่ตามมา ทำให้นับตั้งแต่นั้นมา หน่วยงานภาครัฐได้หันเข้ามาให้ความใส่ใจในการปฏิรูปภาคเศรษฐกิจและระบบการเงินเพื่อให้มีการกำกับดูแลที่เหมาะสมและมีโครงสร้างที่เอื้อต่อการเป็นระบบซึ่งมีหน้าที่อำนวยความสะดวกในการแบ่งปันความเสี่ยงระหว่างกัน

แนวทางสากลที่ใช้เพื่อการออกแบบระบบการกำกับดูแลตาม Basel II และการปฏิรูปเชิงโครงสร้างของระบบสถาบันการเงินในเชิงบูรณาการที่ดำเนินอยู่นั้น ถือเป็นความพยายามอย่างจริงจังและถือเป็นจุดเริ่มต้นของการทดสอบผลที่คาดหวังและตั้งไว้ว่า ระบบสถาบันการเงินไทยจะมีเสถียรภาพในระยะยาวและให้ประโยชน์ตามที่ตั้งไว้หรือไม่ แม้นองค์ประกอบในส่วนของ การประกันความมีเสถียรภาพที่ครบถ้วนของระบบการเงินที่ประกอบด้วย สถาบันประกันเงินฝากและเกณฑ์ในการสั่งปิดสถาบันการเงินในลักษณะ Prompt Corrective Action ยังเป็นแผนที่ต้องรอการอนุมัติ แต่โดยหลักการ ที่ถูกต้องและการกำกับที่รัดกุมภายใต้การอาศัยดุลยพินิจที่รอบคอบ หากสามารถสื่อสารให้สาธารณะชนได้ทราบถึงผลดีของการมีมาตรการทั้งสอง

คงทำให้การยอมรับจากสังคมไม่ใช่เรื่องยาก ในขณะที่เดียวกัน การดำเนินนโยบายพัฒนาระบบสถาบันการเงินอย่างต่อเนื่องในประเด็นว่าด้วยการแข่งขันของธุรกิจเองก็มีความจำเป็นไม่แพ้กัน เพราะจะทำให้สังคมสามารถเชื่อได้ว่า ระบบการแข่งขันจะนำไปสู่ประโยชน์โดยรวมของสังคมในระยะยาว และปัญหาเรื่องเสถียรภาพระบบการเงินยังคงสามารถจัดการได้หากการกำกับดูแลมีความรอบคอบและรัดกุมจริงๆ

## เชิงอรรถ

<sup>1</sup> ปรับ GDP ไตรมาส 1 ปี 2550 ให้เป็นประมาณการทั้งปี (annualized)

<sup>2</sup> อ้างอิงจากตัวเลขของกรมทะเบียนการค้า กระทรวงพาณิชย์ ณ สิ้นปี 2542 ในตารางที่ 10 เอกสารการวิจัยส่วนบุคคล วิทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร เรื่อง ความจำเป็นและแนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทย โดย ดร. ประसार ไตรรัตน์วรกุล, 2545

<sup>3</sup> อาจมีการนับซ้ำ เนื่องจากสมาชิกกองทุนบำเหน็จบำนาญอาจเป็นนักลงทุนรายย่อย หรือ ผู้ถือหน่วยลงทุนในกองทุนรวม ฯลฯ ด้วย

<sup>4</sup> <http://www.fetco.or.th/about.html>

<sup>5</sup> นสพ. กรุงเทพธุรกิจ ([http://www.bangkokbizweek.com/20060401/bschool/index.php?news=column\\_20329141.html](http://www.bangkokbizweek.com/20060401/bschool/index.php?news=column_20329141.html)) รายงานผลการจัดสรรหุ้น IPO ของ ปตท. ดังต่อไปนี้ : “สำหรับผลการจัดสรรหุ้นของบริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) จำนวน 800 ล้านหุ้น ราคาหุ้นละ 35 บาท มูลค่ารวม 28,000 ล้านบาท ที่รายงานต่อสำนักงาน ก.ล.ต. เมื่อวันที่ 10 มกราคม 2545 นั้น ปรากฏว่า รายชื่อ 10 อันดับแรกที่ได้รับการจัดสรรหุ้นสูงสุดประกอบด้วย นายทวีฉัตร จุฬางกูร ได้รับการจัดสรรจำนวน 2.20 ล้านหุ้น รวมมูลค่า 77 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 0.24% ของจำนวนหุ้นที่เสนอขายทั้งหมด นายประยุทธ มหากิจศิริ 2.06 ล้านหุ้น มูลค่า 72.10 ล้านบาท สัดส่วน 0.22% นายวิชัย ชัยสถาพร 2 ล้านหุ้น มูลค่า 70 ล้านบาท สัดส่วน 0.22% นายดิษฐพล ดำรงรัตน์ 1.71 ล้านหุ้น มูลค่า 59.99 ล้านบาท สัดส่วน 0.19% นางสุวิมล มหากิจศิริ 1.55 ล้านหุ้น มูลค่า 54.11 ล้านบาท สัดส่วน 0.17% นายเฉลิมชัย มหากิจศิริ 1.50 ล้านหุ้น มูลค่า 52.50 ล้านบาท สัดส่วน 0.14% นายสาวิณี สินธุ 1.31 ล้านหุ้น มูลค่า 45.85 ล้านบาท สัดส่วน 0.14% นางกัญญารัตน์ เบญจวงษ์ 1.09 ล้านหุ้น มูลค่า 38.04 ล้านบาท สัดส่วน 0.12% และนายสมศักดิ์ ปัฐพาศิย์โชติ 1.01 ล้านหุ้น มูลค่า 35.42 ล้านบาท สัดส่วน 0.11% ส่วนอันดับสิบนางวรรณสมร วรรณเมธี จำนวน 1 ล้านหุ้น มูลค่า 35 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 0.11% ซึ่งจาก 10 อันดับแรก พบว่า มีตระกูลมหากิจศิริ ได้รับการจัดสรรรวม 3 คน จำนวนหุ้นรวม 5.11 ล้านหุ้น รวมมูลค่าทั้งสิ้น 178.71 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 0.53% ของจำนวนหุ้นที่เสนอขายทั้งหมด”

<sup>6</sup> [http://www.bangkokbizweek.com/20060401/road/index.php?news=column\\_20316505.html](http://www.bangkokbizweek.com/20060401/road/index.php?news=column_20316505.html)

<sup>7</sup> หุ้นที่มีสัดส่วน free float ต่ำกว่าร้อยละ 15 ณ สิ้นเดือนกรกฎาคม 2550 ได้แก่ SHIN, TAF, BATA, TBANK, PPC, ROH, SCNYL, SHANG, NSI, และ UFM

<sup>8</sup> <http://www.sec.or.th/th/misc/sec/achieve/secplan50.doc>

<sup>9</sup> ลักษณะดังกล่าวอาจจัดเป็น Regulatory Arbitrage อีกทางหนึ่ง เพราะความเป็นเจ้าของธนาคารพาณิชย์ในอดีตมีลักษณะกระจุกตัวและผู้ถือหุ้นใหญ่มักเป็นผู้บริหารโดยตรงทำให้สามารถมีส่วนได้ส่วนเสียในการช่วยเหลือหรือสนับสนุนบริษัทลูก ซึ่งแม้จะเป็นธุรกิจที่ภาครัฐถือว่าเสี่ยงกว่า แต่กติกากำหนดให้มีการดำรงเงินกองทุนต่ำกว่าของธนาคารพาณิชย์ ดังนั้น โครงสร้างดังกล่าวจึงจัดได้ว่าเป็นการ “ส่งผ่านความเสี่ยง” ไปสู่ธนาคารพาณิชย์ เองได้เช่นกัน

<sup>10</sup> จริงอยู่แม้ว่าหลักประกัน (Collateral) สามารถใช้เป็นที่รองรับความเสียหายได้จริง แต่หากเกิดภาวะตกต่ำทางเศรษฐกิจอย่างทันทีและรวดเร็ว มูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้เป็นหลักประกันนั้นเองจะหายไปทันทีและส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องเป็นอย่างมาก ซึ่งแปลว่า วัตรปฏิบัติที่สถาบันการเงินทำในลักษณะนี้จึงยังเป็นการ “ผูก” ให้ธนาคารพาณิชย์มีความเสี่ยงกับวัฏจักรธุรกิจค่อนข้างมาก ความจริง เหตุปัจจัยอีกประการหนึ่งที่มีผลให้สินเชื่อนี้เสี่ยงกระจุกตัว คือผลจาก Regulation เองที่ให้น้ำหนักความเสี่ยงสำหรับสินเชื่อบริษัทดังกล่าวค่อนข้างต่ำและรองรับผลขาดทุนตามมูลค่าทางบัญชี (Book Value) ได้ทันที ซึ่งถือเป็นการรับรู้ผลขาดทุน (Realize Loss) ที่ซ้ำมาก

<sup>11</sup> ให้ตั้งข้อสังเกตว่า จากข้อมูลที่เก็บรวบรวมโดยธนาคารแห่งประเทศไทยพบว่า เงินกู้ที่ผ่าน BIBF โดยสถาบันการเงิน มักจะเน้นหนักไปในส่วนของบริษัทการผลิตเป็นหลัก (ราวร้อยละ 50) ซึ่งเป็น Tradable Sector ทำให้น่าคิดว่า การปล่อยสินเชื่อผ่าน BIBF มีการบริหารจัดการความเสี่ยงดีกว่าการปล่อยผ่านสถาบันการเงินในรูปแบบพาณิชย์หรือไม่ เพราะเน้นภาคเศรษฐกิจที่อาจมีแหล่งรายได้เป็นเงินตราต่างประเทศ ซึ่งอาจลดความเสี่ยงด้านเครดิตของผู้กู้ที่ผูกโยงกันกับความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนได้บ้าง (หรืออาจเป็นเพราะธนาคารพาณิชย์และเจ้าหน้าที่ต่างชาติของ BIBF มีความกังวลเรื่องความเปราะบางในประเด็นดังกล่าวอยู่แล้ว)

<sup>12</sup> โครงสร้างทางเศรษฐกิจในขณะนั้นได้รับแรงกดดันจากความเปราะบางต่อผลกระทบจากภายนอกค่อนข้างมาก (Vulnerable to External Shocks) เพราะเมื่อเกิด Real Exchange Rate Appreciation ซึ่งเป็นปัจจัยภายนอก ทำให้เกิดภาวะตื่นตระหนกต่อตลาดทั้งหมดว่าเศรษฐกิจเริ่มเกิดปัญหาเชิงโครงสร้างที่รุนแรงกว่าเพียงแค่ปัญหาในระยะชั่วคราว (Temporary)

<sup>13</sup> ตัวอย่างอีกประการที่สำคัญคือ แม้ว่านักลงทุนต่างชาติอาจจะเข้าดีกว่าว่าความเสี่ยงของสถาบันการเงินมีมาก แต่อาจเป็นเพราะความเชื่อว่าจะมีการค้าประกันในอัตราเต็มจำนวนทำให้ไม่มีการสอบทานการทำงานของสถาบันการเงินที่ตีพอเช่นเดียวกัน ผนวกกับการได้แรงหนุนจาก Regulatory Regime ของ BIS ที่กำหนดให้ Risk Weight ของธุรกิจธนาคารพาณิชย์มีน้ำหนักต่ำกว่าการลงทุนในพันธบัตรเอกชนของประเทศที่พัฒนาแล้ว

<sup>14</sup> ก่อนวิกฤตการณ์ทางการเงิน มาตรฐานทางการบัญชีอนุญาตให้สถาบันการเงินยังสามารถรับรู้รายได้ทางการเงินได้หากลูกหนี้ค้างชำระดอกเบี้ยเป็นเวลาติดต่อกัน 12 จนเริ่มเกณฑ์ดังกล่าวปรับลดลงเหลือเพียง 6 เมื่อปี พ.ศ. 2538 และภายหลังเมื่อเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินหลังลดค่าเงินบาทได้ไม่นานได้ปรับให้เหลือเพียง 3 เดือนตามมาตรฐานสากล เพื่อสร้างความเชื่อมั่นต่อระบบเศรษฐกิจและต่างชาติ

<sup>15</sup> จะสังเกตได้ต่อไปในการอภิปรายว่า การแก้ปัญหาในระบบสถาบันการเงินของไทยพยายามสร้างปัญหา Moral Hazard ให้น้อยที่สุด โดยไม่ต้องการโอนหนี้เอกชนมาเป็นหนี้สาธารณะเพิ่มขึ้นไปจากเดิมที่เข้าทำการแทรกแซงผ่านกองทุนฟื้นฟูไปก่อนหน้า ซึ่งแตกต่างจากแนวทางที่หลายประเทศ อาทิเช่น เกาหลีเลือกใช้ในการแก้ปัญหาของประเทศตนเองโดยตรง ด้วยการจัดตั้งบริษัทบริหารสินทรัพย์แห่งชาติ หรือในกรณีของประเทศญี่ปุ่นที่รัฐบาลเข้าทำการซื้อหนี้เสียออกจากระบบและกำหนดให้เป็นภาระทางการคลังของประเทศ ทั้งนี้เหตุผลอื่นที่อยู่เบื้องหลังการออกมาตรการลักษณะดังกล่าวอาจเป็นเพราะเงื่อนไขเกี่ยวกับภาระทางการคลังที่ตกลงไว้กับ IMF ที่บังคับให้ต้องดำเนินนโยบายการคลังแบบเกินดุลก็เป็นได้

<sup>16</sup> ข้อมูลเกี่ยวกับโครงสร้างการประกอบกิจการของธนาคารพาณิชย์แสดงรวมไว้ในภาพที่ 10 ซึ่งรวบรวมมาจาก Supervision Report ในปี 2548

<sup>17</sup> ผู้เขียนได้วิเคราะห์เพิ่มเติมเกี่ยวกับลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินฝากถัวเฉลี่ย อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ และ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ด้วยวิธีการ Granger Causality และ เทคนิค Recursive-based VAR ที่นิยมใช้ทั่วไปสำหรับสำหรับวิเคราะห์ข้อมูลในลักษณะอนุกรมเวลา พบความสัมพันธ์ว่า ในช่วงตั้งแต่หลังปี 1999 เป็นต้นมา อัตราดอกเบี้ยของทั้งระบบเศรษฐกิจปรับตัวตามระดับอัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจ (Granger Caused by Inflation) และพบข้อสังเกตว่าการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยธนาคารพาณิชย์มิได้เปลี่ยนแปลงตามอัตราดอกเบี้ย นโยบาย (Not Granger Caused by policy rate) ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ระดับสภาพคล่องในระบบการเงินมีผลอย่างยิ่งต่อแนวโน้มของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ ในขณะที่เมื่อปรากฏ Inflation Shock การปรับเปลี่ยนของ Interest Rate Spread จะเพิ่มขึ้นและค่อยปรับลดลง

<sup>18</sup> การมีระบบ Limit Insurance เพื่อแบ่งรับความเสี่ยงระหว่างกันและไม่สร้างให้เกิดปัญหา Moral Hazard ที่อาจเกิดขึ้นจากการรับประกันเงินฝากเต็มจำนวน อย่างไรก็ตาม อาจมีข้อสังเกตว่าไม่เป็นธรรมกับผู้ฝากเงินรายใหญ่ แต่ทั้งนี้ต้องพิจารณาว่า ระบบดังกล่าว ออกแบบมาเพื่อให้เกิดการผลักดันทุนของแต่ละฝ่ายอย่างเหมาะสมซึ่งทำให้ผู้ฝากเงินรายใหญ่ต้องทำหน้าที่กำกับวินัยของธนาคารพาณิชย์ไปในตัวด้วย เพราะประโยชน์ที่ตนเองได้รับจะสูงกว่าในกรณีที่ไม่งำกับวินัยธนาคารพาณิชย์โดยพึงพึงเฉพาะรัฐหรือสถาบันประกันเงินฝาก

<sup>19</sup> IMF (2001) “Financial Sector Consolidation in Emerging markets”

<sup>20</sup> มีการตั้งข้อสังเกตว่าการกำหนดใช้ Basel II จะเป็นการลดโอกาสในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนของกลุ่ม SME เพราะต้องมีค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้นสำหรับการดำเนินการประเมินและจัดลำดับ Rating ของผู้กู้ SME รายดังกล่าวซึ่งอาจไม่คุ้ม อย่างไรก็ตาม ควรตั้งข้อสังเกตว่าในอดีต สมัยที่ยังใช้ระบบ Basel I ลักษณะของเงินกองทุนในส่วนของบริษัทที่ไม่ว่าประเภทใดจะถูกกำหนดให้มีน้ำหนักความเสี่ยงเท่ากับลูกค้ำที่ไม่ได้รับการจัด Rating ตาม Standardized Approach ของ Basel II ซึ่งหมายความว่า ธนาคารพาณิชย์อาจเลือกหรือไม่เลือกจัด Rating และอาจไม่ปล่อยสินเชื่อแก่ธุรกิจ SME จริง แต่ทั้งนี้ แรงจูงใจดังกล่าวจะเป็นเพราะธนาคารมีทางเลือกอื่นในการทำธุรกิจที่ดีกว่า (Cherry Picking) ดังนั้น การใช้ระบบ Basel II ไม่น่าจะเป็นเหตุผลโดยตรงที่ทำให้ SME เข้าถึงแหล่งเงินทุนลำบากขึ้น เพราะความจริงน่าจะเป็นที่โครงสร้างตลาดและการแข่งขันมากกว่าที่ทำให้ธนาคารพาณิชย์ให้ความสนใจกับลูกค้ำประเภทอื่นมากกว่า

<sup>21</sup> หากพิจารณาจากระดับจำนวนธนาคารพาณิชย์ในเกาหลีใต้จะพบว่าจำนวนมีเท่ากับกับในไทย แต่หากเทียบเคียงขนาดเศรษฐกิจจะเห็นจำนวนธนาคารพาณิชย์ที่ให้บริการจริงๆ แล้วน้อยกว่า ซึ่งสอดคล้องกันกับค่าของ Concentration Ratio ที่สูงกว่าของไทย ตามตารางที่ 8 อย่างไรก็ตาม การที่ Net Interest Margin ต่ำกว่ายังเป็นการสะท้อนว่า การมี Concentration ไม่ได้หมายความว่ามีความจะมีการผูกขาดเสมอไป แต่เป็นการยกระดับขนาดของการแข่งขันให้อยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกันและพร้อมต่อการแข่งขันได้จริง (Level Playing Field)

<sup>22</sup> สถาบันการเงินเฉพาะกิจจัดตั้งขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์สำคัญหลายประการเช่น เพื่อการส่งเสริมการออม (ธนาคารออมสิน) เพื่อการเข้าถึงที่อยู่อาศัยของประชาชน (ธอส.) เพื่อสนับสนุนเกษตรกร (ธกส.) และ เพื่อช่วยเหลือเงินทุนแก่ธุรกิจขนาดกลางและย่อม (ธพว.) และ ส่งเสริมธุรกิจการนำเข้าและส่งออก (ธสน.) เป็นต้น

<sup>23</sup> Procyclicality เป็นประเด็นหนึ่งที่ได้รับ ความสนใจและเป็นข้อกังวลของการปรับใช้มาตรฐาน Basel II สำหรับระบบสถาบันการเงิน เพราะ Basel II ได้กำหนดให้การ



ประเมินเงินกองทุนเป็นไปตามหลักการ Rating-based ซึ่งในกรณีที่ภาวะเศรษฐกิจขยายตัว Rating-based ย่อมจะปรับตัวดีขึ้น แต่ในทางกลับกัน หากภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ Rating-based ย่อมจะปรับตัวแย่ลง ทำให้ลักษณะการปล่อยสินเชื่อจะมีความอ่อนไหวต่อภาวะทางเศรษฐกิจมากยิ่งขึ้น ซึ่งทำให้ Amplification ของ Business Cycle ยิ่งมากขึ้นตามไปด้วย เป็นผลให้การบริหารเสถียรภาพเศรษฐกิจมหภาคอาจมีความยากยิ่งขึ้น ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดเจนคือ กรณีในช่วงวิกฤตการณ์ทางการเงินของไทย ที่ธนาคารพาณิชย์เลือกไม่ปล่อยเงินกู้เพราะพิจารณาว่า Credit Risk ค่อนข้างสูง โดยท่านสามารถดูกรณีตัวอย่างเพิ่มเติมที่เป็น International Evidence สำหรับปัญหาและการจัดการในเรื่องดังกล่าวได้จาก Sergeviano และ Lowe (2002), Amato และ Furfine (2003), และ Gordy และ Howells (2004)

<sup>24</sup> คำถามที่อาจเกิดตามในลำดับถัดไป เกิดจากข้อสังเกตที่ว่า ธนาคารของรัฐเหล่านี้เริ่มขยายกิจการไปสู่ลักษณะการให้สินเชื่อประเภทที่อยู่อาศัยเป็นหลัก ซึ่งการที่รัฐเป็นเจ้าของและกฎกติกาในการกำกับดูแลของสถาบันการเงินเฉพาะเหล่านี้แม้จะได้รับการประเมินโดยธนาคารแห่งประเทศไทยแต่อำนาจในการกำกับดูแลมิได้เป็นของธนาคารแห่งประเทศไทยที่จะทำการสั่งให้ดำเนินตาม Compliance และ Regulation ที่เข้มงวดซึ่งใช้เพื่อการปฏิบัติในสถาบันการเงินอื่นได้ ดังนั้น หากพิจารณาในการแข่งขันซึ่งหากมิได้มีการกำหนดให้ชัดเจนถึงขอบเขตของสถาบันการเงินเฉพาะกิจเหล่านี้ อาจทำให้เกิดความเหลื่อมล้ำกันระหว่างผู้เล่นส่วนต่างในอุตสาหกรรม ถึงแม้ว่าในระยะสั้นธนาคารพาณิชย์จะเชื่อว่าพร้อมต่อการแข่งขันจากสถาบันการเงินเฉพาะกิจเหล่านี้ก็ตาม

## คณะกรรมการจัดการสัมมนาทางวิชาการประจำปี 2550 ครั้งที่ 30



### 1. คณะกรรมการอำนวยการ

- |                              |                     |
|------------------------------|---------------------|
| 1.1 รศ.ดร.นิพนธ์ พัวพงศกร    | ประธานกรรมการ       |
| 1.2 อ.ปกป้อง จันวิทย์        | รองประธานกรรมการ    |
| 1.3 ผศ.ดร.วัชรียา โตสงวน     | กรรมการ             |
| 1.4 ผศ.ดร.นิธินันท์ วิศเวศวร | กรรมการ             |
| 1.5 รศ.ดร.นิรมล สุธรรมกิจ    | กรรมการ             |
| 1.6 รศ.ภราดร ปรีดาศักดิ์     | กรรมการ             |
| 1.7 ผศ.ดร.ภูรี สิริสุนทร     | กรรมการ             |
| 1.8 นางพยอม ครุสาตะ          | กรรมการ             |
| 1.9 นางดาราวรรณ วัชรสันติกุล | กรรมการและเลขานุการ |

### 2. คณะอนุกรรมการฝ่ายกำกับเวที(พิธีกร)

- |                              |                     |
|------------------------------|---------------------|
| 2.1 ผศ.ดร.นิธินันท์ วิศเวศวร | ประธานอนุกรรมการ    |
| 2.2 ผศ.ดร.โกวิท ซาญวิทยาพงศ์ | กรรมการ             |
| 2.3 อ.วศิน ศิวสุษะดี         | กรรมการ             |
| 2.4 นางนฤมล บุญมา            | กรรมการและเลขานุการ |

### 3. คณะอนุกรรมการฝ่ายจัดพิมพ์เอกสาร

- |                           |                     |
|---------------------------|---------------------|
| 3.1 รศ.ภราดร ปรีดาศักดิ์  | ประธานอนุกรรมการ    |
| 3.2 อ.ดร.ณศรา สุขพานิช    | กรรมการ             |
| 3.3 นางวันพร จาดเจริญ     | กรรมการ             |
| 3.4 นางฉัตรทริกา วรณประสพ | กรรมการและเลขานุการ |

### 4. คณะอนุกรรมการฝ่ายลงทะเบียน และแจกเอกสาร

- |                                  |                  |
|----------------------------------|------------------|
| 4.1 นางพยอม ครุสาตะ              | ประธานอนุกรรมการ |
| 4.2 นางสาวอมรรัตน์ อังกาทิภิมณฑ์ | กรรมการ          |

- |      |                                   |                     |
|------|-----------------------------------|---------------------|
| 4.3  | นางวันพร จาดเจริญ                 | กรรมการ             |
| 4.4  | นางกนกวรรณ เจริญผาสุข             | กรรมการ             |
| 4.5  | นางสาวจินตนา ธนะสันต์             | กรรมการ             |
| 4.6  | นางดวงใจ มาน้อย                   | กรรมการ             |
| 4.7  | นางฉัตรทริกา วรณประสพ             | กรรมการ             |
| 4.8  | นางสาววรรณะ เวชพราหมณ์            | กรรมการ             |
| 4.9  | นางสาวจันทร์เพ็ญ ตั้งประสิทธิ์ศรี | กรรมการ             |
| 4.10 | นางสาวณัฐกานต์ เกิดบำรุง          | กรรมการ             |
| 4.11 | นางพรณไพไล ดิษฐ์คำเรือง           | กรรมการและเลขานุการ |

#### 5. คณะอนุกรรมการฝ่ายสถานที่ และฝ่ายจัดเลี้ยง

- |      |                           |                  |
|------|---------------------------|------------------|
| 5.1  | รศ.ดร.นิรมล สุธรรมกิจ     | ประธานอนุกรรมการ |
| 5.2  | รศ.หงษ์ฟ้า ทรัพย์บุญเรือง | กรรมการ          |
| 5.3  | นายบุญเลิศ เถาแดง         | กรรมการ          |
| 5.4  | นายบุญสม สร้อยสิงห์       | กรรมการ          |
| 5.5  | นางเบญญาภา วิศาลเจริญยิ่ง | กรรมการ          |
| 5.6  | นายณรงค์ อภิชาติวิทยา     | กรรมการ          |
| 5.7  | นายทองดี สมสุข            | กรรมการ          |
| 5.8  | นายพิชัย แป้นขำ           | กรรมการ          |
| 5.9  | นายผล ทิมประเสริฐ         | กรรมการ          |
| 5.10 | นายชัยยุทธ ศรีสุห้        | กรรมการ          |
| 5.11 | นายสำรวย เถาแดง           | กรรมการ          |
| 5.12 | นายสมบุรณ์ มาตะโก         | กรรมการ          |
| 5.13 | นายลือศักดิ์ รักขวงษ์     | กรรมการ          |
| 5.14 | นายกำพล อมรรุฒิพิพัฒน์    | กรรมการ          |
| 5.15 | นายเสริมศักดิ์ กรุดเงิน   | กรรมการ          |
| 5.16 | นายศรชัย กรรมสิทธิ์       | กรรมการ          |
| 5.17 | นางศิริรัตน์ สุตาวงศ์     | กรรมการ          |

5.18	นางอัมพร พึ่งจันทร์	กรรมการ
5.19	นางประกอบกิจ บุญสิทธิ	กรรมการ
5.20	นางสาวบุญช่วย ทิมประเสริฐ	กรรมการ
5.21	นางเฉลิมศรี ฤงเงินโต	กรรมการ
5.22	นางสุนทรีย์ ยิ้มสำราญ	กรรมการและเลขานุการ

การสัมมนาวิชาการประจำปี 2550

symposium ครั้งที่ 3

เศรษฐกิจไทยภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์ : การปฏิรูปเชิงสถาบัน

คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

วันที่ 12 กันยายน 2550

ณ หอประชุมศรีบูรพา มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



คณะบรรณาธิการ

ภราดร ปรีดาศักดิ์

ณศร่า สุขพานิช

ปกป้อง จันวิทย์

ออกแบบปกและรูปเล่ม

นุสรา ปรักายพิสุทธิ์

พิสูจน์อักษร

สินีนาด เศรษฐพิศาล

ประสานงาน

ดาราวรรณ รัชย์สันติกุล

โรงพิมพ์

หจก.สามลดา

โทร. 0-2895-1500, 0-2895-2300