



วิทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร

เอกสารวิจัยส่วนบุคคลดีเด่น
ลักษณะวิชา การเศรษฐกิจ

เรื่อง
ความจำเป็นและแนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทย

โดย
นาย ประसार ไตรรัตน์วรกุล
เลขาธิการ
สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

นักศึกษาวิทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร
หลักสูตรการป้องกันราชอาณาจักรภาครัฐร่วมเอกชน รุ่นที่ 15
ประจำปีการศึกษา พุทธศักราช 2545-2546

ลิขสิทธิ์ของวิทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร
ISBN 974-7700-35-2



เอกสารฉบับนี้เป็นเอกสารของวิทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร การอ้างอิง การคัดลอก การคัดย่อ และการพิมพ์ขึ้นใหม่ทั้งหมดหรือบางส่วนจะต้องได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก ผู้อำนวยการวิทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร

ความคิดเห็นต่างๆ ตลอดจนบทสรุปหรือข้อยุติที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้เป็นผลจากการวิจัยของนักศึกษาเองทั้งสิ้น จะถือว่าเป็นทัศนะของวิทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร หรือของกระทรวงทบวงกรมใดๆ ไม่ได้ ทั้งนี้รวมทั้งหลักฐานอ้างอิงต่างๆ ที่ ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ด้วย

วิทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร



โดยมติสภาวิทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร
อนุมัติให้เอกสารการวิจัยส่วนบุคคล
เรื่อง ความจำเป็นและแนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทย

โดย
นาย ประसार ไตรรัตน์วรกุล
เลขาธิการ
สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

เป็นเอกสารวิจัยส่วนบุคคลดีเด่น
ตามหลักสูตรการป้องกันราชอาณาจักรภาครัฐร่วมเอกชน รุ่นที่ 15
ประจำปีการศึกษา พุทธศักราช 2545 - 2546

ความจำเป็นและแนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทย

โดย

นาย ประสาร ไตรรัตน์วรกุล

เลขาธิการ

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

นักศึกษาวិทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร

หลักสูตรการป้องกันราชอาณาจักรภาครัฐร่วมเอกชน รุ่นที่ 15

ประจำปีการศึกษา พุทธศักราช 2545 - 2546

หนังสือรับรอง

วิทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร ได้อนุมัติให้เอกสารวิจัยส่วนบุคคล เรื่อง “ความจำเป็นและ
แนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทย” ลักษณะวิชา การเศรษฐกิจ ของ นายประสาร ไตรรัตน์วรกุล
เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรการป้องกันราชอาณาจักรภาครัฐร่วมเอกชน รุ่นที่ 15 ประจำปี
การศึกษา พุทธศักราช 2545 - 2546

พลโท 

(เกษมศักดิ์ ปลุกสวัสดิ์)

ผู้อำนวยการวิทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร
สถาบันวิชาการป้องกันประเทศ

บทคัดย่อ

เรื่อง ความจำเป็นและแนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทย
ลักษณะวิชา การเศรษฐกิจ
ผู้วิจัย นาย ประसार ไตรรัตน์วรกุล นักศึกษา ปรอ. รุ่นที่ 15

ความสำคัญของปัญหา

ระบบการเงินจัดเป็นองค์ประกอบที่สำคัญอย่างหนึ่งของระบบเศรษฐกิจที่มีส่วนสำคัญในการทำให้กลไกการทำงานของระบบเศรษฐกิจดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งนี้ เนื่องจากระบบการเงินทำหน้าที่ในการเคลื่อนย้ายและจัดสรรเงินทุนจากผู้ออมสู่ผู้ลงทุนเพื่อใช้ในการลงทุนและพัฒนาของภาครัฐและเอกชน รูปแบบการระดมเงินทุนของภาครัฐจากผู้ออมสู่ผู้ลงทุนในระบบการเงินไทยในอดีตส่วนใหญ่ดำเนินการผ่านธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก ซึ่งจัดเป็นการระดมทุนทางอ้อม (indirect financing) ที่ส่งผลให้การระดมทุนที่กระทำผ่านช่องทางนี้เป็นไปอย่างจำกัด ไม่สามารถตอบสนองต่อความต้องการเงินทุนของภาคธุรกิจในระยะยาวได้ โดยเฉพาะโครงการลงทุนขนาดใหญ่ นอกจากนี้ พัฒนาการของระบบการเงินไทยในช่วงที่ผ่านมา พบว่ามีปัญหาในเชิงโครงสร้างที่นำไปสู่ปัญหาวิกฤติทางการเงินและกระทบต่อความมั่นคงของระบบเศรษฐกิจโดยรวม อาการของปัญหาที่เด่นชัด ได้แก่ การที่ภาคธุรกิจของไทยมีโครงสร้างเงินทุนที่พึ่งพิงการก่อหนี้ในระดับสูง โดยเฉพาะหนี้จากต่างประเทศ ขณะที่มีรายได้เป็นเงินบาท ทำให้เกิดปัญหาความเหลื่อมล้ำด้านสกุลเงิน (currency mismatch) นอกจากนี้ การปราศจากแหล่งเงินทุนระยะยาว ทำให้ต้องกู้เงินระยะสั้นเป็นจำนวนมาก จนทำให้เกิดปัญหาความเหลื่อมล้ำด้านเวลาของเงินทุนที่ได้มาและเงินทุนที่ต้องชำระคืน (maturity mismatch) ตลอดจนปัญหาด้านการขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดีในภาคธุรกิจอันนำไปสู่การลงทุนเกินตัว และการขาดความสามารถในการบริหารความเสี่ยง ต่างมีส่วนสำคัญที่ก่อให้เกิดปัญหาการเคลื่อนย้ายเงินทุน ปัญหาค่าเงินบาท ปัญหาระบบสถาบันการเงิน และวิกฤติเศรษฐกิจในปี 2540 ที่ผ่านมา

ตลาดทุนเป็นช่องทางการระดมทุนทางตรง (direct financing) ที่ได้รับการพัฒนาขึ้นมาเพื่อเป็นอีกทางเลือกหนึ่งสำหรับภาครัฐและเอกชนที่ใช้ในการระดมทุน และช่วยลดการพึ่งพาระบบธนาคารพาณิชย์ ทำให้ระบบการเงินโดยรวมเกิดความสมดุลมากขึ้น ซึ่งหากได้รับการพัฒนาให้มีความเหมาะสมกับสภาพเศรษฐกิจไทย ตลาดทุนจะเป็นช่องทางการระดมทุนอีกแห่งหนึ่งที่มีส่วนสำคัญในการช่วยส่งเสริมเศรษฐกิจไทยให้เติบโตอย่างยั่งยืน และเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศ

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. ศึกษาพัฒนาการ ปัญหาพื้นฐาน และอุปสรรคสำคัญของระบบการเงินไทย รวมทั้งปัจจัยที่นำไปสู่ความเสี่ยงของระบบการเงิน ระบบสถาบันการเงิน และการเกิดวิกฤติเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา
2. ศึกษาพัฒนาการของตลาดทุนในระบบการเงินไทย ตลอดจนศึกษาปัญหาและอุปสรรคของการพัฒนาตลาดทุนภายใต้สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจและการเงินที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน
3. วิเคราะห์องค์ประกอบของตลาดทุนที่ดี เพื่อชี้แนะแนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทยให้มีบทบาทสำคัญในการเสริมสร้างความมั่นคงของระบบการเงินอย่างมีประสิทธิภาพ และสนับสนุนการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจอย่างมีเสถียรภาพในระยะยาว

ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษานี้ครอบคลุมการวิเคราะห์พัฒนาการ ปัญหา และอุปสรรค ในช่วง 20 ปีที่ผ่านมาของระบบการเงินและตลาดทุนไทย

วิธีดำเนินการวิจัย

1. ศึกษาพัฒนาการระบบการเงินไทย โดยทำการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานด้านโครงสร้าง องค์ประกอบ และความเชื่อมโยง อันนำมาซึ่งปัญหาวิกฤติด้านเศรษฐกิจและการเงินในอดีต ตลอดจนทำการวิเคราะห์หาสาเหตุ และการนำตลาดทุนเข้ามาแก้ไขปัญหาและอุปสรรคที่เคยปรากฏในอดีต
2. ศึกษาพัฒนาการตลาดทุนไทย ด้วยการศึกษวิเคราะห์โครงสร้าง และองค์ประกอบด้านต่างๆ ในช่วงที่ผ่านมาว่ามีการพัฒนาในระดับใด ตลอดจนศึกษาวิเคราะห์หาสาเหตุของปัญหาที่เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาตลาดทุนไทย ทำให้ตลาดทุนไทยไม่สามารถทำหน้าที่ได้อย่างเต็มที่ในการรองรับการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ

3. ศึกษาหาแนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทยที่เหมาะสม โดยทำการศึกษาวิเคราะห์สภาพแวดล้อมและระดับความพร้อมของตลาดทุนไทย โดยอาศัยกรอบแนวคิดการวิเคราะห์ระบบการเงินตามหน้าที่ (functional approach) ที่สำคัญ 5 ด้าน ได้แก่ 1) การชำระเงินและส่งมอบทรัพย์สิน (clearing and settling payments) 2) การระดมและจัดสรรเงินทุน (pooling and transferring resources) 3) การบริหารความเสี่ยง (managing risk) 4) การให้ข้อมูลทางการเงินเพื่อการตัดสินใจ (providing information) และ 5) การกำกับดูแลกิจการที่ดี (promoting good governance)

ทั้งนี้ ในการดำเนินการวิจัยจะทำการศึกษาค้นคว้าและรวบรวมแนวคิดทางทฤษฎีด้านการเงินและด้านเศรษฐศาสตร์ เพื่อใช้ประกอบการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานที่ได้จากแหล่งต่างๆ ทั้งภาครัฐและภาคเอกชน ทั้งในและต่างประเทศ โดยทำการวิเคราะห์ทั้งในเชิงปริมาณและในเชิงคุณภาพ ตลอดจนการสังเคราะห์เพื่อให้ได้มาซึ่งแนวทางในการพัฒนาและกำกับดูแลตลาดทุนไทยให้มีประสิทธิภาพ เพื่อสนับสนุนการพัฒนาระบบการเงินและระบบเศรษฐกิจอย่างมีประสิทธิภาพ และเสริมสร้างความมั่นคงให้กับประเทศ

ผลการวิจัย

1. จากการศึกษาพบว่าประเทศไทยพึ่งพาเงินทุนหลักผ่านระบบสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งมีจุดอ่อนทางด้านความเสี่ยงที่เกิดจากความไม่สอดคล้องกันระหว่างการได้มาและใช้ไปของเงินทุน (maturity mismatch) และทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน (currency mismatch) และการจัดสรรทรัพยากรอย่างไม่มีประสิทธิภาพจากการปล่อยกู้มากเกินไปในบางภาคธุรกิจ เช่น ภาคอสังหาริมทรัพย์ รวมทั้งการขาดข้อมูลข่าวสารเพื่อการตัดสินใจ และการขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดีทั้งภาครัฐและเอกชน ต่างเป็นปัจจัยสำคัญในการนำมาซึ่งวิกฤติเศรษฐกิจในปี 2540

2. ระบบการเงินที่มีประสิทธิภาพมีความจำเป็นจะต้องสร้างความสมดุลให้เกิดขึ้นในระบบ โดยลดการพึ่งพาระบบธนาคารพาณิชย์และให้ความสำคัญกับการพัฒนาตลาดทุนมากยิ่งขึ้น ด้วยวิธีวิเคราะห์ตาม functional approach พบว่าตลาดทุนสามารถทำหน้าที่ได้ครบทั้ง 5 ด้าน ดังนี้

(1) ด้านการชำระเงินและส่งมอบทรัพย์สิน ตลาดทุนมีระบบชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ที่สอดคล้องกับมาตรฐานสากล เพื่อรองรับการทำธุรกรรมซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดทุน

(2) ด้านการระดมและจัดสรรเงินทุน ตลาดทุนมีบทบาทสำคัญในการเป็นแหล่งเงินทุนระยะยาวของภาครัฐและเอกชนด้วยการออกตราสารหนี้และตราสารทุนจำหน่ายต่อผู้ลงทุน ซึ่งสามารถช่วยแก้ไขปัญหามaturity mismatch และยังช่วยลดปัญหา currency mismatch ด้วยการลดการพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากต่างประเทศ

(3) ด้านการบริหารความเสี่ยง ตลาดทุนมีความเสี่ยงต่อความล้มเหลวของระบบการเงิน (systemic risk) น้อยกว่าระบบธนาคารพาณิชย์ เนื่องจากทรัพย์สินของลูกค้ำที่ฝากไว้กับบริษัทหลักทรัพย์ (บล.) จะถูกเก็บและจัดทำบัญชีแยกต่างหาก เมื่อบล. มีปัญหาจนต้องเลิกกิจการจะไม่กระทบต่อทรัพย์สินของลูกค้ำ นอกจากนี้ บล. ไม่ได้รับฝากเงินจากประชาชน จึงไม่ต้องกังวลเรื่องขาดสภาพคล่องจากการถูกแห่ถอนเงิน ดังนั้น เมื่อบล. มีปัญหาจึงไม่ส่งผลกระทบต่อให้เกิดความล้มเหลวของระบบ

(4) ด้านการให้ข้อมูลเพื่อการตัดสินใจ ตลาดทุนมีการกำหนดหลักเกณฑ์ให้มีการเปิดเผยข้อมูลฐานะการเงินและการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุน และเป็นส่วนสำคัญในกลไกการกำหนดราคา (price discovery process)

(5) ด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี ตลาดทุนส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ต้องมีการเปิดเผยข้อมูลให้กับผู้ลงทุนอย่างครบถ้วนตามความเป็นจริง และต้องจัดให้มีคณะกรรมการตรวจสอบหรือกรรมการอิสระ เพื่อดูแลให้มีการบริหารงานอย่างมีประสิทธิภาพ

3. จากการศึกษาพบว่าตลาดทุนไทยในปัจจุบันยังมีปัญหาที่เป็นอุปสรรคสำคัญ ได้แก่

(1) ปัญหาด้านผู้ลงทุนทั้งด้านปริมาณที่มีจำนวนน้อยซึ่งส่วนใหญ่เป็นผู้ลงทุนรายย่อยและด้านคุณภาพที่มีพฤติกรรมการลงทุนระยะสั้นเน้นที่การเก็งกำไรเป็นหลัก

(2) ปัญหาด้านสถาบันตัวกลางที่บริษัทหลักทรัพย์ต่างแข่งขันเพื่อมุ่งเน้นรายได้จากการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์เป็นหลัก ไม่มีการกระจายการทำธุรกิจ และการขาดความชำนาญในการทำธุรกิจใหม่ๆ ขณะที่ธุรกิจจัดการลงทุนยังมีบทบาทในการระดมทุนต่ำ ปัญหาการขาดความรู้ความเข้าใจของประชาชน ตลอดจนการมีทัศนคติที่ไม่ดีต่อการลงทุนผ่านกองทุนรวม

(3) ปัญหาด้านโครงสร้างพื้นฐาน ได้แก่ การขาดข้อมูลด้านงานวิจัยและวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่เพียงพอ ปัญหาด้านการทำธุรกรรมการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ (securities borrowing and lending: SBL) และธุรกรรมซื้อคืน (repurchase agreement: repo) เพื่อช่วยเสริมสร้างสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์และเพิ่มประสิทธิภาพให้กับระบบชำระราคา การขาดเครื่องมือบริหารความเสี่ยง ปัญหาด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี และปัญหาด้านการบังคับใช้กฎหมายที่ไม่มีประสิทธิภาพ

ข้อเสนอแนะ

เพื่อให้ตลาดทุนไทยสามารถทำหน้าที่เป็นแหล่งเงินทุนรองรับความต้องการเงินทุนเพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศในระยะยาว แนวทางการพัฒนาตลาดทุนไทย จึงควรให้ความสำคัญทั้งทางด้านการกำกับดูแลเพื่อป้องกันความล้มเหลวของระบบตลาด (market failure) โดยสนับสนุนให้กลไกตลาดและราคาทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ควบคู่ไปกับการพัฒนาตลาดทุน เนื่องจากตลาดทุนไทยจัดเป็นตลาดที่กำลัง

พัฒนา (emerging market) เพื่อให้ตลาดทุนไทยสามารถทำหน้าที่พื้นฐานทั้ง 5 ด้าน ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ยุติธรรม โปร่งใส และน่าเชื่อถือ ภาครัฐจึงควรให้ความสำคัญต่อประเด็นหลักที่ยังเป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาตลาดทุนใน 4 ด้าน ได้แก่ ด้านที่จัดเป็นองค์ประกอบขั้นพื้นฐานของตลาด 2 ด้าน คือ การมีกฎหมายที่มีประสิทธิภาพ โดยมุ่งเน้นให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุนเป็นหลัก และการส่งเสริมให้เกิดวินัยตลาด (market discipline) เพื่อเสริมการใช้กฎหมายให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุน และอีก 2 ด้าน ที่จัดเป็นองค์ประกอบสำคัญในการพัฒนาตลาดให้มีความก้าวหน้าและสามารถแข่งขันได้กับตลาดทุนอื่นๆ ทั่วโลก คือ การเพิ่มประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันของสถาบันการเงิน และการมีโครงสร้างพื้นฐานที่ช่วยให้สถาบันการเงินมีความคล่องตัวและช่วยลดความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ โดยจากผลการวิจัยสามารถสรุปข้อเสนอแนะแนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทย ดังนี้

1. การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้านกฎหมายด้วยการเพิ่มกลไกในการดูแลปกป้องผู้ลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพจากความเสียหายเปรียบเทียบในการเปิดเผยข้อมูลที่ไม่ครบถ้วนและการกระทำที่ไม่เป็นธรรม
2. การพัฒนาด้านผู้ลงทุน ด้วยการเสริมสร้างความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนให้กับบุคคลทั่วไป และเพิ่มบทบาทของผู้ลงทุนสถาบันเพื่อขยายฐานผู้ลงทุนและเสริมสร้างเสถียรภาพในตลาดทุน
3. การพัฒนาด้านสถาบันตัวกลางที่เป็นบริษัทหลักทรัพย์ให้มีความมั่นคง มีความสามารถในการดำเนินธุรกิจได้หลากหลาย เพื่อทำหน้าที่รองรับธุรกรรมทั้งในตลาดแรกและตลาดรองได้อย่างมีประสิทธิภาพ ขณะที่ด้านธุรกิจจัดการลงทุนต้องพยายามสร้างความรู้ความเข้าใจและปรับทัศนคติให้มีความเข้าใจที่ถูกต้องต่อการลงทุนผ่านกองทุนรวม เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้เกิดขึ้นกับผู้ลงทุน
4. การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานให้มีความพร้อมและสมบูรณ์รองรับการพัฒนาตลาดทุนในระยะยาวด้วยการส่งเสริมให้มีข้อมูลด้านงานวิจัยและวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่เพียงพอในตลาดทุน สนับสนุนให้มีการทำธุรกรรม SBL (securities borrowing and lending) และ repo (repurchase agreement) เพื่อช่วยเสริมสร้างสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ และช่วยส่งเสริมให้มีประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากรในตลาดทุน การพัฒนาให้มีตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า เพื่อให้มีเครื่องมือบริหารความเสี่ยง การส่งเสริมให้ภาคธุรกิจเห็นความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี รวมทั้งการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้านกฎหมายเพื่อเพิ่มกลไกการดูแลปกป้องสิทธิของผู้ลงทุนให้สามารถทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ

การพัฒนาตลาดทุนไทยในด้านต่างๆ ดังกล่าวข้างต้น ต้องอาศัยความร่วมมืออย่างใกล้ชิดและความมุ่งมั่นจากหลายหน่วยงานที่เกี่ยวข้องทั้งในภาครัฐและภาคเอกชน กฎเกณฑ์และมาตรการต่างๆ ที่ใช้ในการกำกับดูแลจะต้องคำนึงถึงความเหมาะสมและความสมดุลระหว่างคุณลักษณะของตลาดเกิดใหม่กับความสอดคล้องกับมาตรฐานสากลที่ใช้ในตลาดที่พัฒนาแล้ว เพื่อให้ตลาดทุนไทยสามารถทำหน้าที่สนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศให้มีการเจริญเติบโตอย่างมั่นคงและมีเสถียรภาพในระยะยาวสืบไป

Abstract

Title: The Necessity and Policy Guidelines to Develop the Thai Capital Market
Field: Economics
Name: Mr. Prasarn Trairatvorakul Course NDC (JSPS) Class 15

Background of the Problem

An efficient financial system is important to the proper functioning of an economy. It pools and transfers financial resources from savers to investment and consumption. In Thailand, such function has traditionally been carried out through the banking system. This traditional mode of intermediation alone, is proved to be inadequate to satisfy the more and more sophisticated demands as the economy grows. It also poses several structural weaknesses in the economy: excessive debt leverage of businesses, lack of long-term funds, maturity and currency mismatching of funding, lack of good corporate governance, and inappropriate quality of risk management. Some of these structural weaknesses have contributed to the latest financial crisis in 1997.

Development of an efficient capital market is expected to offer a better balance in the Thai financial system. It can lessen the over-reliance on the banking system. Moreover, it can complement the functions of the banking system and enhance the level of competitiveness of the national economy.

Objectives of Research

1. To investigate the development and the shortfalls of the Thai financial system in the past, including factors contributing to the latest financial and economic crises in 1997.
2. To assess the development of the Thai capital market in the past, including constraints under the current economic conditions.
3. To analyze and identify a set of recommendations to enable the Thai capital market to strengthen the Thai financial system and to support the economic development of Thailand in the long-run.

Scope of This Research

This research will cover the analysis of development and problems in the Thai financial system and the Thai capital market in the past 20 years.

Methodology

1. A historical investigation will be conducted on the development of the Thai financial system focusing on the structural components and their relationships, its weaknesses and contributions to the latest financial and economic crises, and the possibilities that the development of an efficient capital market can correct these weaknesses.
2. A historical investigation will also be conducted on the development of the Thai capital market focusing on its limitations in the past.
3. Both analyses on the financial system and the capital market will be based on the functional approach: 5 functions of a financial system, 1) Clearing and Settling Payments, 2) Pooling and Transferring Resources, 3) Managing Risk, 4) Providing Information, and 5) Promoting Good Governance.

This research will make use of theories in Finance and Economics. Data collection will cover both sources from public and private sector. Analysis will be both quantitative and qualitative.

Results

1. The findings show that over-reliance on the bank finance has contributed to several weaknesses in the Thai financial system: maturity and currency mismatches, inefficient allocation of financial resources, lack of market information, and lack of good governance in both government and private sectors. Such weaknesses have contributed to the latest economic crisis in 1997.

2. To have an efficient financial system, more balanced financial structure has to be improved by both reducing a reliance on the banking system and also enhancing the role of the capital market instead. According to the functional approach, it is found that the capital market can provide all 5 functions:

(1) In term of clearing and settling payments, the capital market has performed this important role in accordance to an international standard by providing clearing and settlement services for securities trading transactions to all market participants.

(2) In term of pooling and transferring resources, the capital market has played an important role in providing long-term funds for government and private sectors. It has resolved the problem of maturity mismatch by encouraging the business sector to use long-term financing via securities issuance. It has also coped with currency mismatch by transforming the corporate liabilities from foreign debts into domestic financing.

(3) In term of risk management, the capital market is less vulnerable to systemic risk than the banking system. Since securities firms have to record and keep their clients' assets separately from their own assets, there will be no damages to the clients' assets when some securities firms go bankrupt.

(4) In term of providing information, the capital market has provided the market information which will be useful for price discovery process and investors' decision making.

(5) In term of promoting good governance, the capital market can bring about the good corporate governance. Corporations in capital market are required to disclose necessary and sufficient information to the public. Check and balance by independent audit committees will give rise to transparency and integrity in the market.

3. The study finds that the Thai capital market still has a number of limitations:

(1) Investor base is narrow and mostly retail and sometimes not adequately knowledgeable.

(2) Intermediaries do not have enough diversified sources of incomes but only relying heavily on brokerage fee. And there is lack of investors' confidence and necessary expertise in securities industry.

(3) A set of infrastructure is still underprovided: lack of sufficient research and information, ineffectiveness in securities borrowing and lending (SBL) and repurchase agreement (repo) for liquidity management, lack of financial derivative market for risk management, problem of corporate disGovernance, and ineffectiveness of law enforcement.

Recommendations

To develop the Thai capital market to help support the long-term sustainable development of the country, two-pronged approach must be adopted. Attention must be given to the importance of proper regulations to help correct market failure, in conjunction with developing the capital market by strengthening the operations of market intermediaries and setting up of necessary infrastructure. The followings are recommended:

1. Improve the legal framework to provide adequate mechanism to protect investors more effectively from non-transparent information disclosure and unfairness treatments.

2. Develop the investor base by building better understanding among public investors and strengthening the roles of institutional investors.

3. Strengthen market intermediaries by fostering their operations to be more diversified and recalling the investors' confidence in the asset management industry.

4. Develop the necessary infrastructure by building up the adequate research and information provisions in the market, supporting the SBL and Repo businesses to function effectively, developing financial derivative market, promoting good governance, and improving the legal infrastructure for the purpose of more effective investor protection.

In sum, the success of the Thai capital market development needs a multi-dimension of cooperation among different agencies from government and private sectors. It also needs to assure that rules and regulations are in a proper balance: practicality, enforceability, and effectiveness, based on the awareness that the Thai capital market is still emerging. It is widely believed that if the capital market is well-developed, it can help enhance the sustainable growth of the country's economic system.

คำนำ

ตลาดทุนเป็นช่องทางการระดมทุนทางตรงที่ได้รับการพัฒนาขึ้นมาเพื่อเป็นอีกทางเลือกหนึ่งสำหรับภาครัฐและเอกชนที่ใช้ในการระดมทุน และช่วยลดการพึ่งพาระบบธนาคารพาณิชย์ การมีองค์ประกอบที่ทำหน้าที่พื้นฐานได้อย่างครบถ้วนของตลาดทุนนำมาซึ่งระบบการเงินที่มีความสมดุล และมีประสิทธิภาพ ช่วยส่งเสริมการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศ

ตลาดทุนไทยยังมีบทบาทด้านการระดมทุนในระดับต่ำ อันเนื่องมาจากปัญหาด้านอุปสงค์ที่เปราะบางจากการขาดความเข้าใจด้านการลงทุนที่ถูกต้องของประชาชน และอุปทานในตลาดที่มีอย่างจำกัดทำให้ขาดความหลากหลายในทางเลือกการลงทุน รวมทั้งความไม่สมบูรณ์ในโครงสร้างพื้นฐาน อันได้แก่ ปัญหาด้านการรับรู้ข้อมูลข่าวสาร การขาดเครื่องมือบริหารความเสี่ยงและเสริมสภาพคล่อง ปัญหาการกำกับดูแลกิจการที่ดี และปัญหาการบังคับใช้กฎหมาย ดังนั้น เพื่อให้ตลาดทุนสามารถทำหน้าที่พื้นฐานได้อย่างมีประสิทธิภาพ จำเป็นต้องมีแนวทางในการพัฒนาเพื่อแก้ไขปัญหาต่างๆ ดังกล่าว เพื่อให้ตลาดทุนสามารถทำหน้าที่ในการจัดสรรเงินทุน และสามารถรองรับความต้องการใช้เงินทุนของภาคเศรษฐกิจต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจไทย

ในการศึกษาค้นคว้าเพื่อจัดเตรียมเอกสารวิจัยนี้ ผู้วิจัยได้รับความสนับสนุนอย่างดียิ่งจากพนักงานในฝ่ายวิจัยและยุทธศาสตร์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) โดยเฉพาะอย่างยิ่ง นางทิพย์สุดา ถาวรามร นายเจริญชัย เล็งศิริวัฒน์ นายเอกพล แสงวงศ์ นายสุธีร์ เยี่ยงศุภพานนท์ นางสาวชิสมา บุรณะบุรี และนายปิยภัทร ธาระวานิช ซึ่งผู้วิจัยขอขอบคุณไว้ ณ โอกาสนี้ ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่า เอกสารวิจัยส่วนบุคคลนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจและผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาดการเงินทั้งภาครัฐและเอกชน ในการเข้าใจถึงพัฒนาการ บทบาทความสำคัญของตลาดทุน และสภาพปัญหาที่ต้องเร่งแก้ไขเพื่อพัฒนาให้ตลาดทุนสามารถทำหน้าที่เป็นแหล่งเงินทุนระยะยาวเพื่อสนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจไทยอย่างยั่งยืน

ศาสตราจารย์ ดร. ประสาร ไตรรัตน์วรกุล

(นายประสาร ไตรรัตน์วรกุล)

นักศึกษาวិทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร

หลักสูตร ปรอ. รุ่นที่ 15

ผู้ทำการวิจัย

สารบัญ

บทคัดย่อ	ก-จ
Abstract	ฉ-ญ
คำนำ	ฎ
สารบัญ	ฏ-ตม
สารบัญตาราง	ณ
สารบัญแผนภาพ	ด-ถ
บทที่ 1 บทนำ	
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย	2
ขอบเขตของการวิจัย	2
วิธีดำเนินการวิจัย	2
ข้อจำกัดของการวิจัย	3
ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย	3
บทที่ 2 บทบาทและหน้าที่ของระบบการเงิน	
ความสำคัญของระบบการเงินต่อระบบเศรษฐกิจ	4
บทบาทของระบบการเงินที่มีต่อระบบเศรษฐกิจ	6
1. ระบบเศรษฐกิจที่ไม่มีภาคการเงิน	7
2. ระบบเศรษฐกิจที่มีภาคการเงิน	10
3. ระบบเศรษฐกิจที่มีสถาบันการเงิน	13
องค์ประกอบของระบบการเงินที่ดีและมีประสิทธิภาพ	17
1. การให้บริการชำระเงินและส่งมอบหลักทรัพย์ (clearing and settling payments)	18
2. การระดมและจัดสรรเงินทุน (pooling and transferring resources)	19
3. การบริหารความเสี่ยง (managing risk)	20
4. การให้ข้อมูลทางการเงินเพื่อการตัดสินใจ (providing information)	21
5. การกำกับดูแลกิจการที่ดี (promoting good governance)	22

บทที่ 3 ระบบการเงินไทยและวิกฤตการณ์ด้านการเงิน

พัฒนาการของระบบการเงินไทย	23
โครงสร้างระบบการเงินไทย	27
โครงสร้างตลาดเงินไทย	27
โครงสร้างตลาดทุนไทย	29
บทบาทของธนาคารพาณิชย์ในระบบการเงินไทย	31
1. บทบาทของธนาคารพาณิชย์	31
2. จุดอ่อนของระบบธนาคารพาณิชย์	32
สภาพและปัญหาวิกฤตการณ์ด้านการเงินปี 2540	35
จุดอ่อนของระบบการเงินไทย	41
1. การระดมและจัดสรรเงินทุน (pooling and transferring resources)	41
2. การบริหารความเสี่ยง (managing risk)	42
3. การให้ข้อมูลทางการเงินเพื่อการตัดสินใจ (providing information)	43
4. การกำกับดูแลกิจการที่ดี (promoting good governance)	44
บทบาทของตลาดทุนต่อการแก้ไขปัญหาในช่วงที่ผ่านมา	45
1. ความแตกต่างระหว่างระบบธนาคารพาณิชย์กับตลาดทุน	48
2. แนวคิดเกี่ยวกับการลงทุนในตลาดทุน	49
3. การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรอง	50

บทที่ 4 พัฒนาการระบบการเงินต่างประเทศ

บทบาทของระบบการเงินต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ	52
1. พัฒนาการทางการเงินก่อให้เกิดการเจริญเติบโตในภาคเศรษฐกิจจริง	52
2. พัฒนาการทางการเงินก่อให้เกิดผลผลิตภาพการผลิตในภาคเศรษฐกิจจริง	53
3. พัฒนาการทางการเงินช่วยลดความผันผวนของระบบเศรษฐกิจ	57
พัฒนาการระบบการเงินในต่างประเทศ	59
1. รูปแบบของระบบการเงินในต่างประเทศ	59
2. รูปแบบของระบบการเงินที่เหมาะสม	60
ความจำเป็นในการพัฒนาตลาดทุน	62
โครงสร้างการระดมทุนและระบบการเงินในต่างประเทศ	64
1. โครงสร้างการระดมทุนในต่างประเทศ	64
2. รูปแบบระบบการเงินของประเทศในเอเชีย	65

บทที่ 5 บทบาทและสภาพปัญหาของตลาดทุนไทย

บทบาทของตลาดทุนต่อการระดมทุนเพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจ	69
1. การระดมทุนผ่านตลาดตราสารทุน	69
2. การระดมทุนผ่านตลาดตราสารหนี้	78
3. บทบาทของตราสารการเงินเอกชนต่อการระดมทุนในตลาดทุนไทย	82
การซื้อขายตราสารการเงินในตลาดรอง	84
บทบาทของธุรกิจจัดการลงทุน	88
พัฒนาการธุรกิจจัดการลงทุนในประเทศไทย	89
สภาพปัญหาของตลาดทุนไทย	92
1. ปัญหาด้านผู้ลงทุน	93
1.1 ด้านปริมาณ	93
1.2 ด้านคุณภาพ	99
2. ปัญหาด้านสถาบันตัวกลาง	105
2.1 ธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์	105
2.2 ธุรกิจจัดการลงทุน	111
3. จุดอ่อนด้านโครงสร้างพื้นฐานของตลาดทุน	116
3.1 ด้านข้อมูลงานวิจัยและวิเคราะห์หลักทรัพย์	116
3.2 ด้านเครื่องมือเสริมสร้างสภาพคล่องเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพให้กับ กระบวนการชำระราคาและส่งมอบและการทำธุรกรรมในตลาดทุน	117
3.3 ด้านเครื่องมือบริหารความเสี่ยง	118
3.4 ด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี	119
3.5 ด้านการบังคับใช้กฎหมาย	120

บทที่ 6 แนวทางการพัฒนาตลาดทุนไทย

แนวคิดในการพัฒนาตลาดทุนไทย	122
การมีกฎหมายที่มีประสิทธิภาพ	124
การส่งเสริมให้เกิดวินัยตลาด	127
1. การเพิ่มบทบาทของผู้ลงทุนสถาบัน	128
2. การเสริมสร้างความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนให้กับบุคคลทั่วไป	129
ประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันของสถาบันการเงิน	129

โครงสร้างพื้นฐานที่ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพของสถาบันการเงิน	132
1. การมีตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า	133
2. การมีเครื่องมือเสริมสร้างสภาพคล่องเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพให้กับ กระบวนการชำระราคาและส่งมอบและการทำธุรกรรมในตลาดทุน	134
แนวทางการพัฒนาตลาดทุนไทย	135
1. การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้านกฎหมาย	135
2. การพัฒนาด้านผู้ลงทุน	135
3. การพัฒนาสถาบันตัวกลาง	136
4. การพัฒนาเครื่องมือบริหารความเสี่ยงและบริหารสภาพคล่อง	136
บทที่ 7 สรุปและข้อเสนอแนะ	
สรุป	137
ข้อเสนอแนะ	141
บรรณานุกรม	148
ภาคผนวก	
ภาคผนวก ก บริษัทที่มีศักยภาพจะเป็นบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามภาคธุรกิจ	152
ภาคผนวก ข ข้อมูลเกี่ยวกับตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า	154
ภาคผนวก ค Current size of securities lending markets in Working Group members' jurisdictions	156
ประวัติย่อผู้วิจัย	161

สารบัญตาราง

ตารางที่ 1	แหล่งที่มาและแหล่งใช้ไปของเงินทุนภาคครัวเรือน	8
ตารางที่ 2	การไหลเวียนของเงินทุนในระบบเศรษฐกิจโดยไม่มีภาคการเงิน	9
ตารางที่ 3	การไหลเวียนของเงินทุนในระบบเศรษฐกิจแบบปิดที่ยังไม่มีสถาบันการเงิน	11
ตารางที่ 4	การไหลเวียนของเงินทุนในระบบเศรษฐกิจแบบปิดที่มีสถาบันการเงิน	15
ตารางที่ 5	มูลค่าเงินระดมทุนผ่านระบบตลาดทุน และสินเชื่อธนาคารพาณิชย์ส่วนเพิ่มสุทธิ	32
ตารางที่ 6	ดัชนีเศรษฐกิจด้านต่าง ๆ ในช่วงก่อนวิกฤติการณ์	36
ตารางที่ 7	บทบาทของตลาดตราสารทุนในการระดมทุน ของประเทศไทย: 2531-2543	71
ตารางที่ 8	บทบาทของตลาดตราสารทุนไทยเปรียบเทียบกับต่างประเทศ 2531-2543	72
ตารางที่ 9	สัดส่วนการจัดสรรเงินทุนของตลาดตราสารทุนเปรียบเทียบกับ สัดส่วน GDP รายภาคธุรกิจของไทยในช่วงปี 2531-2543	74
ตารางที่ 10	จำนวนบริษัทจำกัดและบริษัทมหาชนจำกัด ที่มีทุนจดทะเบียนตั้งแต่ 200 ล้านบาทขึ้นไป ณ สิ้นปี 2542	75
ตารางที่ 11	เปรียบเทียบทุนจดทะเบียนรวมของบริษัทที่มีศักยภาพ จะจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและ บริษัทจดทะเบียน ณ 31 ธันวาคม 2542	76
ตารางที่ 12	บริษัทที่มีศักยภาพจะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย ณ สิ้นปี 2542 จำแนกตามภาคธุรกิจ	77
ตารางที่ 13	มูลค่าคงค้างของตราสารหนี้ในประเทศ	79
ตารางที่ 14	มูลค่าการเสนอขายตราสารหนี้จำแนกตามขนาดสินทรัพย์ของบริษัท (ปี 2545 : ข้อมูลสะสมถึงเดือนกันยายน)	82
ตารางที่ 15	การระดมทุนจากระบบตลาดทุน ช่วงปี 2531-2543 จำแนกตามเครื่องมือระดมทุน	83
ตารางที่ 16	สัดส่วนเงินระดมทุนผ่านระบบตลาดทุน จำแนกตามประเภทตราสาร ของประเทศต่าง ๆ เฉลี่ยในช่วงปี 2531-2543	84
ตารางที่ 17	โครงสร้างธุรกิจจัดการลงทุนของไทย ณ สิ้นปี 2544	113
ตารางที่ 18	ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับมาตรการในการพัฒนาตลาดทุนไทย	143

สารบัญแผนภาพ

แผนภาพที่ 1	ความสัมพันธ์ขององค์ประกอบในระบบเศรษฐกิจ	5
แผนภาพที่ 2	ระบบการเงินในฐานะผู้เคลื่อนย้ายเงินทุนในระบบเศรษฐกิจ	6
แผนภาพที่ 3	การจัดสรรเงินออมสู่การลงทุนผ่านตลาดการเงิน	23
แผนภาพที่ 4	โครงสร้างตลาดเงินไทย	27
แผนภาพที่ 5	โครงสร้างตลาดทุนไทย	29
แผนภาพที่ 6	ยอดคงค้างสินเชื่อในระบบธนาคาร ตราสารทุนและตราสารหนี้ต่อ GDP	31
แผนภาพที่ 7	ความไม่สมดุลของการจัดสรรเงินทุนในระบบการเงินไทย	35
แผนภาพที่ 8	เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิภาคเอกชน	37
แผนภาพที่ 9	อัตราส่วนเงินให้กู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ต่อเงินฝาก	38
แผนภาพที่ 10	อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์	39
แผนภาพที่ 11	สัดส่วนหนี้ต่างประเทศภาคธุรกิจเอกชน	40
แผนภาพที่ 12	มูลค่าคงค้างตราสารหนี้ต่อ GDP	47
แผนภาพที่ 13	มูลค่าระดมทุนของภาคธุรกิจเอกชน	47
แผนภาพที่ 14	ความสัมพันธ์ระหว่างความลึกทางการเงินกับระดับรายได้ต่อคนในประเทศต่างๆ ทั่วโลก	54
แผนภาพที่ 15	ความสัมพันธ์ระหว่างระดับการพัฒนาทางการเงินกับระดับรายได้ต่อคนในประเทศต่างๆ ทั่วโลก	55
แผนภาพที่ 16	ความสัมพันธ์ระหว่างความลึกทางการเงินกับอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ	56
แผนภาพที่ 17	ประมาณการผลการพัฒนาทางการเงินที่มีต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ	56
แผนภาพที่ 18	เปรียบเทียบระดับความลึกทางการเงินกับความผันผวนของอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ	58
แผนภาพที่ 19	เปรียบเทียบต้นทุนในการแก้ไขปัญหาที่เกิดจากวิกฤติเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นกับระดับความซับซ้อนทางการเงิน	58
แผนภาพที่ 20	เปรียบเทียบยอดสินเชื่อในระบบธนาคารพาณิชย์ต่อ GDP ของประเทศในภูมิภาคเอเชีย: 1990-1999	66
แผนภาพที่ 21	เปรียบเทียบยอดสินเชื่อในระบบธนาคารพาณิชย์ต่อยอดการระดมทุนทั้งหมดของประเทศในภูมิภาคเอเชีย: 1990-1999	67

แผนภาพที่ 22	เปรียบเทียบมูลค่าการระดมทุนด้วยหุ้นกู้ต่อ GDP ของประเทศในภูมิภาคเอเชีย: 1990-1999	67
แผนภาพที่ 23	เปรียบเทียบมูลค่าการระดมทุนด้วยหุ้นกู้ต่อยอดการระดมทุนทั้งหมดของประเทศในภูมิภาคเอเชีย: 1990-1999	68
แผนภาพที่ 24	เปรียบเทียบมูลค่าการระดมทุนด้วยพันธบัตรรัฐบาลต่อยอดการระดมทุนทั้งหมดของประเทศในภูมิภาคเอเชีย: 1990-1999	68
แผนภาพที่ 25	สัดส่วนการระดมทุนจำแนกตามภาคธุรกิจเฉลี่ย 2531-2543	73
แผนภาพที่ 26	มูลค่าคงค้างตราสารหนี้ภาครัฐของประเทศในเอเชีย	80
แผนภาพที่ 27	สัดส่วนบริษัทที่มีมูลค่าการระดมทุนโดยหุ้นกู้สูงสุด 5 อันดับแรก	81
แผนภาพที่ 28	มูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันจำแนกตามประเภทตราสารการเงิน	85
แผนภาพที่ 29	อัตราการหมุนเวียนของการซื้อขายตราสารทุนและตราสารหนี้	86
แผนภาพที่ 30	อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหุ้นของประเทศแถบ Asia Pacific ปี 2544	87
แผนภาพที่ 31	มูลค่าซื้อขายหุ้นสูงสุด 10 อันดับแรกของประเทศแถบ Asia Pacific ปี 2544	87
แผนภาพที่ 32	มูลค่าคงค้างของช่องทางการลงทุนต่างๆ ของประชาชน (ปี 2535-2544)	94
แผนภาพที่ 33	สัดส่วนการถือครองตราสารทุนจำแนกตามประเภทผู้ลงทุน	95

แผนภาพที่ 34	สัดส่วนมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของผู้ลงทุนสถาบันในประเทศต่าง ๆ	97
แผนภาพที่ 35	ความสัมพันธ์ของอัตราส่วนหนี้ต่อทุนกับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ ของผู้ลงทุนสถาบัน	98
แผนภาพที่ 36	ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าราคาตลาดรวมของหลักทรัพย์ (market capitalization) ต่อ GDP กับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ ของผู้ลงทุนสถาบันต่อ GDP	99
แผนภาพที่ 37	ความเข้าใจของผู้ลงทุนรายย่อยเกี่ยวกับลักษณะตราสารการเงิน	100
แผนภาพที่ 38	ความเข้าใจของผู้ลงทุนรายย่อยเกี่ยวกับความเสี่ยงของตราสารการเงิน	101
แผนภาพที่ 39	มูลค่าซื้อขายจำแนกตามกลุ่มผู้ลงทุน	102
แผนภาพที่ 40	จำนวนบัญชีลงทุนของผู้ลงทุนรายย่อยที่เปิดบัญชีกับบริษัทหลักทรัพย์	103
แผนภาพที่ 41	สัดส่วนการถือครองตราสารทุนกับมูลค่าซื้อขายของผู้ลงทุนกลุ่มต่างๆ	104
แผนภาพที่ 42	สัดส่วนมูลค่าหักกลบค่าซื้อขายต่อมูลค่าการซื้อขายรวม	105
แผนภาพที่ 43	โครงสร้างรายได้ของบริษัทหลักทรัพย์ทั้งระบบปี 2542-2545	107
แผนภาพที่ 44	ผลการดำเนินงานของบริษัทหลักทรัพย์ทั้งระบบปี 2542-2545	107
แผนภาพที่ 45	ความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานและมูลค่าซื้อขาย ของบริษัทหลักทรัพย์ทั้งระบบในปี 2545	108
แผนภาพที่ 46	สัดส่วนรายได้ค่านายหน้าต่อมูลค่าการซื้อขายรวม ตามกลุ่มลูกค้าปี 2543-2545	109
แผนภาพที่ 47	รายได้ค่านายหน้าของบริษัทหลักทรัพย์ จำแนกตามกลุ่มลูกค้า ปี 2543-2545	109
แผนภาพที่ 48	ความสัมพันธ์ระหว่างส่วนแบ่งตลาดกับกำไร/ขาดทุนสุทธิ	114

บทที่ 1

บทนำ

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

พัฒนาการเศรษฐกิจไทยในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา ภายใต้กรอบแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ มีส่วนช่วยทำให้เกิดการขยายตัวของการลงทุนอย่างรวดเร็วและต่อเนื่อง ก่อให้เกิดความจำเป็นที่จะต้องมีแหล่งเงินทุนเพื่อรองรับกับการขยายตัวของการลงทุนในประเทศที่เพิ่มขึ้น ระบบการเงินจัดเป็นองค์ประกอบที่สำคัญอย่างหนึ่งของระบบเศรษฐกิจ โดยมีส่วนสำคัญในการทำให้กลไกการทำงานของระบบเศรษฐกิจดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งนี้ เนื่องจากระบบการเงินทำหน้าที่ในการเคลื่อนย้ายและจัดสรรเงินทุนจากผู้ออมสู่ผู้ลงทุนเพื่อใช้ในการลงทุนของภาครัฐและเอกชน ซึ่งรูปแบบการระดมเงินทุนของภาครัฐจากผู้ออมสู่ผู้ลงทุนในระบบการเงินไทยในอดีตส่วนใหญ่ดำเนินการผ่านธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก ซึ่งจัดเป็นการระดมทุนทางอ้อม (indirect financing) ที่ส่งผลให้การระดมทุนที่กระทำผ่านช่องทางนี้เป็นไปอย่างจำกัด ไม่สามารถตอบสนองต่อความต้องการเงินทุนของภาครัฐในระยะยาวได้ โดยเฉพาะโครงการลงทุนขนาดใหญ่ นอกจากนี้ พัฒนาการของระบบการเงินไทยในช่วงที่ผ่านมา พบว่ายังมีปัญหาในเชิงโครงสร้างที่อาจนำไปสู่ปัญหาวิกฤติทางการเงินและกระทบต่อความมั่นคงของระบบเศรษฐกิจโดยรวมในอนาคต อาการของปัญหาที่เด่นชัดได้แก่ การที่ภาครัฐของไทยมีโครงสร้างเงินทุนที่พึ่งพิงการก่อหนี้ในระดับสูง การปราศจากแหล่งเงินทุนระยะยาว ทำให้ต้องกู้เงินระยะสั้นเป็นจำนวนมากจนทำให้เกิดปัญหาความเหลื่อมล้ำด้านเวลาของเงินทุนที่ได้มาและเงินที่ต้องชำระคืน (maturity mismatch) ตลอดจนปัญหาด้านการปราศจากธรรมาภิบาลในภาครัฐที่อันนำไปสู่การลงทุนเกินตัวหรือในธุรกิจที่ตนเองไม่ชำนาญ การขาดความรู้ความเข้าใจ และความสามารถในการบริหารความเสี่ยง ตลอดจนความเพียงพอทางด้านข้อมูลข่าวสารที่สะท้อนให้ทราบถึงราคาที่แท้จริงในตลาด ซึ่งปัญหาดังกล่าวข้างต้นมีส่วนสำคัญที่ก่อให้เกิดปัญหาการเคลื่อนย้ายเงินทุน ปัญหาค่าเงินบาท ปัญหาระบบสถาบันการเงิน และวิกฤติเศรษฐกิจในปี 2540-2541

ระบบตลาดทุนเป็นช่องทางการระดมทุนทางตรง (direct financing) ที่ได้รับการพัฒนาขึ้นมาเพื่อเป็นอีกทางเลือกหนึ่งสำหรับภาครัฐและเอกชนที่ใช้ในการระดมทุน และช่วยลดการพึ่งพาระบบธนาคารพาณิชย์ ทำให้ระบบการเงินโดยรวมเกิดความสมดุลมากขึ้น ซึ่งหากได้รับการพัฒนาให้มีความเหมาะสมกับสภาพเศรษฐกิจไทย ตลาดทุนจะเป็นช่องทางการระดมทุนอีกแห่งหนึ่งที่มีส่วนสำคัญในการช่วยส่งเสริมเศรษฐกิจไทยให้เติบโตอย่างยั่งยืนและเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศ

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาพัฒนาการ ปัญหาพื้นฐาน และอุปสรรคสำคัญของระบบการเงินไทย รวมทั้งปัจจัยที่นำไปสู่ความเสี่ยงของระบบการเงิน ระบบสถาบันการเงิน และการเกิดวิกฤติเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา
2. เพื่อศึกษาพัฒนาการของตลาดทุนในระบบการเงินไทย ตลอดจนศึกษาปัญหาและอุปสรรคของการพัฒนาตลาดทุนภายใต้สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจและการเงินที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน
3. เพื่อศึกษาวิเคราะห์องค์ประกอบของตลาดทุนที่ดี เพื่อชี้แนะแนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทยให้มีบทบาทสำคัญในการเสริมสร้างความมั่นคงของระบบการเงินอย่างมีประสิทธิภาพ และสนับสนุนการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจอย่างมีประสิทธิภาพ

ขอบเขตของการวิจัย

ศึกษาวิเคราะห์พัฒนาการ ปัญหา และอุปสรรค ในช่วง 20 ปีที่ผ่านมาของระบบการเงินและตลาดทุนไทย

วิธีดำเนินการวิจัย

1. ศึกษาพัฒนาการระบบการเงินไทย โดยทำการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานด้านโครงสร้าง องค์ประกอบ และความเชื่อมโยง อันนำมาซึ่งปัญหาวิกฤติด้านเศรษฐกิจและการเงินในอดีต ตลอดจนทำการวิเคราะห์หาสาเหตุและการนำเอาช่องทางด้านตลาดทุนเข้ามาแก้ไขรองรับปัญหา และอุปสรรคที่เคยปรากฏในอดีต
2. ศึกษาพัฒนาการตลาดทุนไทย ด้วยการศึกษาวิเคราะห์โครงสร้าง และองค์ประกอบด้านต่างๆ ในช่วงที่ผ่านมาว่ามีการพัฒนาในระดับใด ตลอดจนศึกษาวิเคราะห์ เหตุแห่งปัญหาที่นำมาซึ่งอุปสรรคต่อการพัฒนาตลาดทุนไทยที่เหมาะสม และไม่สามารถทำหน้าที่รองรับการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศได้อย่างเต็มที่

¹ การวิเคราะห์ระบบการเงินตามหน้าที่นี้ได้พัฒนามาจากแนวคิดของ Dwight B. Crane et al.. *The Global Financial System: A Functional Perspective*. (Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press, 1995). P. 3-28.

3. ศึกษาหาแนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทยที่เหมาะสม โดยทำการศึกษาวิเคราะห์สภาพแวดล้อมและระดับความพร้อมของตลาดทุนไทย โดยอาศัยกรอบความคิดในการวิเคราะห์ระบบการเงินที่ดีตามหน้าที่ (functional approach) ที่สำคัญ สรุปได้ 5 ด้าน¹ ดังนี้

- 3.1 การชำระเงินและส่งมอบทรัพย์สิน (clearing and settling payments)
- 3.2 การระดมและจัดสรรเงินทุน (pooling and transferring resources)
- 3.3 การบริหารความเสี่ยง (managing risk)
- 3.4 การให้ข้อมูลทางการเงินเพื่อการตัดสินใจ (providing information)
- 3.5 การกำกับดูแลกิจการที่ดี (promoting good governance)

ทั้งนี้ ในการดำเนินการวิจัยจะทำการศึกษาค้นคว้า รวบรวม แนวคิดทางทฤษฎีด้านการเงินและด้านเศรษฐศาสตร์และการกำกับดูแลกิจการ เพื่อใช้ประกอบการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานด้านต่างๆ ที่ได้จากการรวบรวมข้อมูลจากแหล่งต่างๆ ทั้งภาครัฐและภาคเอกชน ทั้งในและต่างประเทศ โดยทำการวิเคราะห์ทั้งในเชิงปริมาณและในเชิงคุณภาพ ตลอดจนการสังเคราะห์เพื่อให้ได้มาซึ่งแนวทางในการพัฒนาและการกำกับดูแลตลาดทุนที่ดีและมีประสิทธิภาพ เพื่อสนับสนุนการพัฒนาระบบการเงินและระบบเศรษฐกิจอย่างมีประสิทธิภาพและมีเสถียรภาพ

ข้อจำกัดของการวิจัย

เนื่องจากการศึกษานี้ต้องใช้ข้อมูลด้านต่างๆ ในอดีตเพื่อใช้ในการวิเคราะห์ ซึ่งอาจก่อให้เกิดความจำกัดของการได้มาซึ่งข้อมูลในบางด้านและอาจส่งผลให้การศึกษาครอบคลุมการวิเคราะห์ได้เพียงบางแง่มุม

ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย

1. ทำให้ทราบถึงปัญหา อุปสรรค และจุดอ่อนของระบบการเงินและตลาดทุนของไทย
2. ทำให้ทราบถึงปัญหาและสาเหตุของความเสี่ยงในระบบการเงินไทย
3. ทำให้ได้มาซึ่งแนวทางการพัฒนาตลาดทุนที่สนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจอย่างมีประสิทธิภาพ เสถียรภาพและยั่งยืนในระยะยาว

บทที่ 2

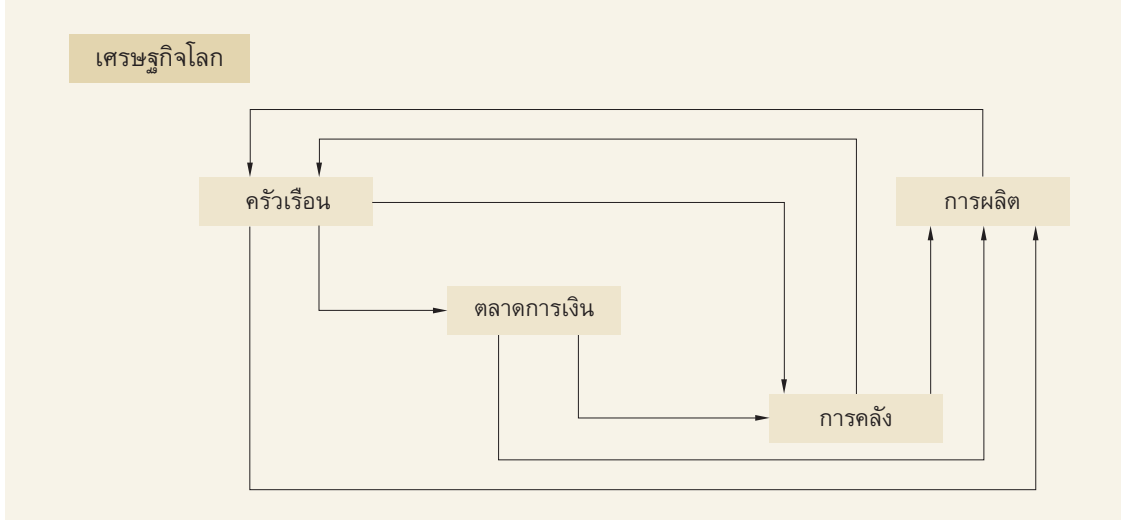
บทบาทและหน้าที่ของระบบการเงิน

ความสำคัญของระบบการเงินต่อระบบเศรษฐกิจ

ระบบเศรษฐกิจโดยทั่วไปประกอบด้วยภาคเอกชนอันได้แก่ ภาคครัวเรือน หรือผู้บริโภค (demand) และภาคการผลิตหรือผู้ผลิต (supply) ซึ่งมีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกันจะขาดฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งไม่ได้ แผนภาพที่ 1 แสดงให้เห็นว่า ภาคการผลิตจะเป็นผู้ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภคและบริการต่างๆ เพื่อตอบสนองแก่ภาคครัวเรือน ขณะที่ภาคครัวเรือนจะให้แรงงานและรับค่าจ้างแรงงานเป็นสิ่งตอบแทนจากภาคการผลิต ภาคครัวเรือนที่มีรายได้เหลือจากซื้อสินค้าและบริการจะมีเงินออมเกิดขึ้น ซึ่งถ้าหากเก็บเงินออมไว้เฉยๆ ย่อมมีต้นทุนของการเก็บเกิดขึ้นในรูปของเงินเพื่อและค่าเสียโอกาส ขณะที่ภาคการผลิตเมื่อมีรายได้จากการผลิตสินค้าและบริการย่อมมีความต้องการที่จะขยายการลงทุนสร้างโรงงานและซื้อเครื่องจักรเพิ่มขึ้น เพื่อที่จะสามารถผลิตสินค้าและบริการเพิ่มมากขึ้น และเนื่องจากการขยายการลงทุนต้องอาศัยเงินจำนวนมาก โดยทั่วไปผู้ผลิตจะใช้แหล่งเงินทุนจากภายในก่อน และถ้าหากเงินทุนที่มีอยู่ไม่เพียงพอต้องหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกด้วยการกู้ยืม ซึ่งจะเห็นได้ว่าภาคครัวเรือนมีเงินออมและภาคการผลิตมีความต้องการใช้เงินลงทุน ดังนั้น จึงได้เกิดตลาดการเงินขึ้นเพื่อทำหน้าที่เคลื่อนย้ายเงินทุนจากภาคครัวเรือนไปสู่ภาคการผลิตโดยมีผลตอบแทนแก่ภาคครัวเรือนในรูปของดอกเบี้ย เมื่อผู้ผลิตได้รับเงินก็สามารถลงทุนขยายโครงการผลิตสินค้าและบริการเพื่อก่อให้เกิดอรรถประโยชน์สูงสุดแก่เศรษฐกิจโดยรวม

นอกจากนี้ ในระบบเศรษฐกิจยังประกอบด้วยภาคการคลังจากภาครัฐที่ทำหน้าที่ดูแลให้ระบบเศรษฐกิจสามารถดำเนินได้อย่างมีประสิทธิภาพ และเติบโตไปได้อย่างมีประสิทธิภาพด้วยการให้การสนับสนุนด้านโครงสร้างพื้นฐาน (infrastructure) อาทิ ถนน เขื่อน ไฟฟ้า และประปา เป็นต้น เพื่อรองรับการพัฒนาด้านธุรกิจและความเป็นอยู่ของภาคครัวเรือน ทั้งนี้ เงินทุนเพื่อการพัฒนาได้มาจากภาษีที่เรียกเก็บและการกู้ยืมผ่านระบบการเงิน อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจภายในประเทศมีการติดต่อเชื่อมโยงกับเศรษฐกิจประเทศต่างๆ ทั่วโลก อันเนื่องจากการมีธุรกรรมด้านต่างๆ นับจากการค้าระหว่างประเทศตลอดจนการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ดังนั้นเศรษฐกิจโลกย่อมมีผลกระทบต่อการค้าเงินธุรกรรมภายในประเทศ

แผนภาพที่ 1 ความสัมพันธ์ขององค์ประกอบในระบบเศรษฐกิจ



ความสำคัญของระบบการเงินต่อเศรษฐกิจมีมากขึ้น หากองค์ประกอบทางสังคมและเศรษฐกิจ มีความซับซ้อนมากขึ้น เศรษฐกิจและสังคมที่มีครัวเรือนจำนวนมาก และภาคการผลิตที่มีความหลากหลาย ย่อมมีความจำเป็นที่ต้องอาศัยตัวกลางเพื่อทำหน้าที่รวบรวมเงินจากผู้ออมจากแหล่งต่างๆ และจัดสรรเงินดังกล่าวให้แก่ผู้ลงทุนได้อย่างเหมาะสมตามความต้องการ ระบบการเงินจึงได้รับการพัฒนาให้เป็นตัวกลาง ในการทำหน้าที่เชื่อมโยงและเคลื่อนย้ายเงินทุนดังกล่าวที่จัดสรรทรัพยากรในระบบเศรษฐกิจให้เป็นไป อย่างมีประสิทธิภาพสูงสุด (แผนภาพที่ 2)

แผนภาพที่ 2 ระบบการเงินในฐานะผู้เคลื่อนย้ายเงินทุนในระบบเศรษฐกิจ



บทบาทของระบบการเงินที่มีต่อระบบเศรษฐกิจ

ระบบการเงิน (financial system) จัดเป็นองค์ประกอบที่สำคัญอย่างหนึ่งในระบบเศรษฐกิจที่มีส่วนสำคัญในการทำให้กลไกการทำงานของระบบเศรษฐกิจดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพ หน้าที่สำคัญของระบบการเงิน คือ อำนวยความสะดวกในการจัดระเบียบ (deployment) และจัดสรร (allocation) ทรัพยากรทางเศรษฐกิจให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุด พัฒนาการทางเศรษฐกิจที่ก่อให้เกิดความซับซ้อนของธุรกรรมต่างๆ ในภาคเศรษฐกิจจริง (real sector) นำมาซึ่งความจำเป็นที่จะต้องพึ่งพาธุรกรรมทางการเงินที่อาศัยเครื่องมือทางการเงิน (financial instruments) ทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการเชื่อมโยงและแลกเปลี่ยน โดยมีสถาบันการเงิน (financial institutions) เป็นตัวกลางในการทำธุรกรรมและตลาดการเงิน (financial markets) เป็นศูนย์กลางของการดำเนินธุรกรรมทางการเงินด้านต่างๆ

บทบาทของภาคการเงิน (financial sector) ต่อภาคเศรษฐกิจ (real economy) และความมั่นคงของประเทศเป็นเรื่องที่มีความละเอียดและซับซ้อน อย่างไรก็ตาม สิ่งสำคัญที่ทำให้เศรษฐกิจมีการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน คือ การมีภาคธุรกิจที่เข้มแข็ง สามารถผลิตสินค้าและบริการตอบสนองความต้องการของประชาชนในประเทศและต่างประเทศได้อย่างมีประสิทธิภาพ และสามารถสร้างความได้เปรียบในการแข่งขันของประเทศเหนือประเทศคู่ค้าอื่นๆ

เพื่อแสดงให้เห็นบทบาทสำคัญของระบบการเงินที่มีต่อการพัฒนาเศรษฐกิจและความมั่นคงของประเทศ จะอาศัยวิธีการวิเคราะห์ลักษณะการไหลเวียนของเงินทุน (flow of funds analysis) ในการอธิบายถึงผลกระทบของระบบการเงินต่อความมีประสิทธิภาพและความมั่นคงของระบบเศรษฐกิจ วิธีการวิเคราะห์การไหลเวียนของเงินทุนจะแสดงให้เห็นถึงการได้มาและใช้ไปของเงินทุนในระบบเศรษฐกิจในช่วงระยะเวลาใดเวลาหนึ่งภายใต้ระบบเศรษฐกิจปิดที่มีแต่ภาคครัวเรือนและธุรกิจเป็นหลัก ดังต่อไปนี้

1. ระบบเศรษฐกิจที่ไม่มีภาคการเงิน

โดยเริ่มต้นจากระบบเศรษฐกิจที่ไม่มีภาคการเงินทำหน้าที่จัดสรรเงินทุนจากผู้มีเงินทุนส่วนเกินไปสู่ผู้ที่ขาดแคลนเงินทุน ทำให้บุคคลต้องพึ่งพิงแหล่งเงินทุนจากเงินที่ตนเองหาได้ทั้งหมด (self-financing) เพื่อนำไปลงทุนในทรัพย์สินที่แท้จริง มูลค่าทรัพย์สินที่แท้จริงจึงสะท้อนถึงมูลค่าการลงทุนของบุคคลหรือภาคครัวเรือนในระบบเศรษฐกิจ ซึ่งเงินลงทุนทั้งหมดได้จากการออม ดังนั้น การเพิ่มขึ้นหรือลดลงของมูลค่าทรัพย์สินที่แท้จริงในระบบเศรษฐกิจจะสะท้อนถึงการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของมูลค่าการออมหรือความมั่งคั่งของภาคครัวเรือน

การไม่มีภาคการเงินจะทำให้บุคคลไม่มีทางเลือกสำหรับการลงทุนมากนัก เพราะไม่มีทรัพย์สินทางการเงินให้ตัดสินใจเลือกลงทุน บุคคลจึงต้องลงทุนในทรัพย์สินที่แท้จริงเพียงอย่างเดียว เช่น อาจสะสมความมั่งคั่งในรูปของทรัพย์สินมีค่าต่างๆ หรือลงทุนทำธุรกิจส่วนตัว ซึ่งอาจทำให้สูญเสียโอกาสในการลงทุนอื่นที่ดีกว่า เนื่องจากความสามารถของแต่ละบุคคลในการตัดสินใจลงทุนมีความแตกต่างกัน รวมทั้งโอกาสในการลงทุนของบุคคลต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจก็แตกต่างกัน การไม่มีภาคการเงินจะทำให้คนที่มีช่องทางการลงทุนที่ดีแต่ไม่มีเงินทุนไม่สามารถลงทุนได้ตามที่ตนต้องการ ในขณะที่เดียวกัน คนที่ไม่มีช่องทางการลงทุนที่ดีแต่มีเงินออมอยู่เป็นจำนวนมากจะสูญเสียโอกาสในการลงทุน เพราะถูกจำกัดช่องทางการออมหรือลงทุน เป็นผลจากการที่ระบบเศรษฐกิจไม่มีภาคการเงินทำหน้าที่จัดสรรเงินทุน ดังนั้น ในกรณีที่ระบบเศรษฐกิจไม่มีภาคการเงินความมั่งคั่งของภาคครัวเรือนจะแสดงได้ตามตารางที่ 1 ซึ่งแสดงให้เห็นถึงการได้มาของเงินทุนของภาคครัวเรือน คือ เงินออมที่เก็บสะสมไว้ทั้งหมดและการนำเงินออมนั้นไปลงทุนในทรัพย์สินที่แท้จริง

ตารางที่ 1 แหล่งที่มาและแหล่งใช้ไปของเงินทุนภาคครัวเรือน

แหล่งใช้ไปของเงินทุน	แหล่งที่มาของเงินทุน
- ทรัพย์สินที่แท้จริง	- เงินออมหรือความมั่งคั่งของบุคคล
- ทรัพย์สินทางการเงินภาคเอกชน	
ทรัพย์สินรวม	หนี้สินรวมและความมั่งคั่งของบุคคล

หมายเหตุ : บริเวณที่แรเงา ได้แก่ ทรัพย์สินหรือภาระผูกพันอื่น ซึ่งยังไม่มีธุรกรรมเกิดขึ้นในตารางนี้

เมื่อนำแหล่งที่มาและแหล่งใช้ไปของเงินทุนของทุกหน่วยเศรษฐกิจ (economic unit) ในระบบเศรษฐกิจมาพิจารณารวมกัน จะสามารถจัดทำตารางแสดงการไหลเวียนของเงินทุนในระบบเศรษฐกิจ ณ ช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งได้ตามตารางที่ 2 ซึ่งเป็นตัวอย่างของระบบเศรษฐกิจที่ยังไม่มีภาคการเงินเพื่อให้ง่ายในการอธิบาย จึงกำหนดให้มีหน่วยเศรษฐกิจ 2 หน่วย คือ ครัวเรือน 1 กับครัวเรือน 2 ทำธุรกรรมในระบบเศรษฐกิจ โดยที่ยังไม่มีตัวกลางทางการเงินเข้ามาเชื่อมโยงหน่วยครัวเรือนเข้ากับหน่วยเศรษฐกิจอื่นๆ (เป็นส่วนที่มีการแรเงาในตารางที่ 2 ซึ่งจะทยอยปรากฏในตารางถัดไป) ข้อมูลจากตารางที่ 2 สมมติว่า ครัวเรือน 1 มีการออมจากรายได้คิดเป็น 200 หน่วย ส่วนครัวเรือน 2 สามารถออมได้ 100 หน่วย เนื่องจากไม่มีตราสารการเงินให้เลือกลงทุน ครัวเรือนทั้ง 2 แห่ง จึงนำเงินออมไปลงทุนในทรัพย์สินที่แท้จริง ซึ่งอาจถือในรูปเงินสดหรือทรัพย์สินมีค่าหรือทำธุรกิจส่วนตัวขนาดเล็ก เป็นต้น ดังนั้น มูลค่าเงินลงทุนที่ครัวเรือนทั้ง 2 แห่ง ลงทุนในทรัพย์สินที่แท้จริงจึงมีมูลค่าเท่ากับเงินออมของทั้ง 2 ครัวเรือนรวมกัน จากตัวอย่างในตารางที่ 2 มูลค่าทรัพย์สินหรือความมั่งคั่งรวมของทุกหน่วยเศรษฐกิจในระบบเศรษฐกิจจะเท่ากับ 300 หน่วย

หากการออมและการลงทุนของครัวเรือน 1 และ 2 มีความสอดคล้องตรงกันของความต้องการเงินลงทุน โอกาสในการลงทุนและเงินออมภายในครัวเรือนนั้นๆ ระบบเศรษฐกิจดังกล่าวจะสามารถเติบโตได้โดยไม่ต้องมีภาคการเงิน แต่ในความเป็นจริงโอกาสในการลงทุนและปริมาณเงินออม ภายในครัวเรือนนั้นๆ ไม่ได้สอดคล้องกันเสมอไป รวมทั้งไม่สามารถรับประกันได้ว่าเงินออมของครัวเรือนที่มีอยู่ในระดับสูง จะทำให้มีกำไรจากการลงทุนสูงตามไปด้วย เช่น ครัวเรือน 2 อาจมีความต้องการเงินลงทุนจำนวนมากกว่าเงินออมที่มีอยู่เพื่อเก็บเกี่ยวผลประโยชน์จากโอกาสทางธุรกิจ เมื่อไม่มีเงินทุนเพียงพอ ธุรกิจอาจต้องชะลอการลงทุนจนกว่าจะสามารถสะสมเงินทุนได้เพียงพอ ทั้งๆ ที่โอกาสในการลงทุนนั้นคาดว่าจะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าการลงทุนของครัวเรือน 1 ด้านครัวเรือน 1 ซึ่งพบว่าการลงทุนของตนคาดว่าจะให้ผลตอบแทนต่ำ แต่ก็จำเป็นต้องลงทุนและยอมรับผลตอบแทนนั้น เนื่องจากไม่สามารถจัดสรรเงินลงทุนไปสู่ทางเลือกอื่นได้ ส่งผลให้การจัดสรรเงินลงทุนหรือการไหลเวียนของเงินทุนในระบบเศรษฐกิจไม่มีประสิทธิภาพ ทำให้ปริมาณ

การลงทุนและการผลิตไม่มีการขยายตัว ส่งผลกระทบต่อระดับความอยู่ดีกินดีของประชาชนและความมั่นคงของประเทศในที่สุด

ตารางที่ 2 การไหลเวียนของเงินทุนในระบบเศรษฐกิจโดยไม่มีภาคการเงิน

หน่วยเศรษฐกิจ	ครัวเรือน 1		ครัวเรือน 2		บริษัททั่วไป		สถาบันการเงิน		มูลค่ารวม	
	U	S	U	S	U	S	U	S	U	S
ลงทุนในทรัพย์สินที่แท้จริง										
เงินออม		200		100						300
ทรัพย์สินที่แท้จริง	200		100						300	
ลงทุนในทรัพย์สินทางการเงิน										
ตราสารทุน										
ตราสารหนี้/เงินกู้ยืม										
เงินฝาก/หน่วยลงทุนที่ ออกโดยสถาบันการเงิน										
มูลค่ารวม	200	200	100	100					300	300

หมายเหตุ : U = แหล่งใช้ไปของเงินทุน
S = แหล่งได้มาของเงินทุน

อย่างไรก็ตาม การลงทุนและการเพิ่มผลผลิตในระบบเศรษฐกิจอาจไม่ต้องหยุดชะงักลง หากครัวเรือน 2 สามารถดำเนินการลงทุนตามที่ตนเองต้องการได้ โดยครัวเรือน 1 ทำการโยกย้ายเงินทุนส่วนเกินหรือเงินลงทุนที่คาดว่าจะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าไปให้กับครัวเรือน 2 โดยมีสัญญาหรือสิทธิเรียกร้องทางการเงิน (financial claim) ว่าครัวเรือน 2 จะคืนเงินต้นและ/หรือผลตอบแทนกลับมาในขนาดตามเงื่อนไขที่ตกลงกันกับครัวเรือน 1 สิทธิเรียกร้องทางการเงินดังกล่าวก็คือ ตราสารการเงินต่างๆ ที่จะเป็นทางเลือกในการออมหรือการลงทุนของประชาชน ซึ่งจะช่วยให้เพิ่มมูลค่าทรัพย์สินและผลตอบแทนให้กับการลงทุน และเป็นช่องทางสำหรับประชาชนในการจัดสรรเงินลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ในขณะที่เดียวกันก็ช่วยขยายโอกาสการลงทุนของภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงทำให้ผลผลิตโดยรวมของประเทศเพิ่มขึ้น และทำให้เศรษฐกิจมีการขยายตัวอย่างมีประสิทธิภาพ

2. ระบบเศรษฐกิจที่มีภาคการเงิน

ในระบบเศรษฐกิจที่มีภาคการเงินทำหน้าที่จัดสรรเงินทุนให้กับหน่วยเศรษฐกิจต่างๆ จะช่วยเพิ่มโอกาสในการลงทุนให้กับผู้ประกอบการและเพิ่มผลตอบแทนให้กับเจ้าของเงินทุน กลไกการทำงานของระบบการเงินในการจัดสรรเงินทุนจะมีตราสารการเงินและตัวกลางทางการเงินเข้ามาเกี่ยวข้อง ซึ่งผู้ออมเงินที่เป็นหน่วยเล็กๆ ในระบบเศรษฐกิจจะเป็นผู้ลงทุนในตราสารการเงินที่ออกโดยบริษัททั่วไปหรือสถาบันการเงิน ซึ่งมีทั้งตราสารหนี้และตราสารทุน ตลอดจนการฝากเงินธนาคารพาณิชย์หรือซื้อหน่วยลงทุนของกองทุนรวม ตราสารการเงินดังกล่าวถือเป็นทรัพย์สินชนิดหนึ่งของผู้ลงทุน แต่เป็นทรัพย์สินในรูปสินทรัพย์ทางการเงินโดยผู้ลงทุนคาดหวังว่าจะได้รับผลตอบแทนที่ดี (รวมทั้งได้รับเงินต้นคืนถ้าเป็นตราสารหนี้หรือเงินฝาก) ตลอดจนการถือครองตราสารหรือตลอดอายุของตราสาร ในขณะที่เดียวกัน ก็ถือเป็นภาระผูกพันของบริษัททั่วไปหรือสถาบันการเงิน ลักษณะการไหลเวียนของเงินทุนจะแสดงตามตารางที่ 3 ซึ่งมีความแตกต่างจากตารางที่ 2 โดยในตารางที่ 3 จะมีหน่วยเศรษฐกิจอีกรูปแบบหนึ่งเกิดขึ้น คือ บริษัททั่วไปที่ต้องการระดมทุนเพื่อนำไปขยายกิจการในด้านต่างๆ (เงินทุนที่ระดมได้ส่วนใหญ่จะถูกนำไปลงทุนในทรัพย์สินที่แท้จริง) ในกรณีนี้ บริษัทจะมีการออกหุ้นทุนหรือหุ้นกู้เพื่อระดมเงินจากภาคครัวเรือนหรือประชาชน ซึ่งประชาชนจะมีสิทธิตามกฎหมายในฐานะผู้ถือครองตราสารการเงินดังกล่าว เช่น ได้รับดอกเบี้ยหรือเงินปันผล เป็นต้น แทนการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในทรัพย์สินที่แท้จริง ซึ่งเท่ากับว่าตอนนี้มีบุคคลอื่นนำเงินไปลงทุนแทนแล้ว เนื่องจากบุคคลนั้นเขามีโอกาสในการลงทุนที่ดีกว่า ดังนั้น ในระบบเศรษฐกิจที่มีภาคการเงิน เงินทุนส่วนเกินที่อยู่ในมือของประชาชนจะถูกจัดสรรไปให้กับบริษัทที่ต้องการเงินทุนผ่านการลงทุนในตราสารการเงินที่ออกโดยบริษัทเหล่านั้น โดยในตารางที่ 3 จะเริ่มจากระบบเศรษฐกิจแบบปิดที่มีช่องทางการออมและการลงทุนจำกัดอยู่ภายในประเทศเท่านั้น จากตัวอย่างพบว่าภาคครัวเรือนจะมีช่องทางการลงทุนอื่นที่ให้ผลตอบแทนดีกว่าเดิม จึงนำเงินออม 300 หน่วยไปลงทุนในตราสารการเงินที่ออกโดยบริษัททั่วไป แบ่งเป็นตราสารทุน 50 หน่วยและตราสารหนี้ 250 หน่วย และเพื่อความสะดวกในการแสดงตัวเลขให้มีข้อสมมติว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในทุกทางเลือกเท่ากันเท่ากับร้อยละ 10 ดังนั้น ผลตอบแทนจากการลงทุนรวมเท่ากับ 30 หน่วย ซึ่งครัวเรือนถือไว้ในรูปเงินสดทำให้เงินออมรวมของภาคครัวเรือนเพิ่มขึ้นเป็น 330 หน่วย และบริษัททั่วไปนำเงินที่ระดมได้ไปลงทุนในทรัพย์สินที่แท้จริงทั้งหมด 300 หน่วย เมื่อพิจารณาผลรวมของความมั่งคั่งในระบบเศรษฐกิจจะเพิ่มขึ้นจากเดิม 300 หน่วย (ตารางที่ 2) เป็น 630 หน่วย

ตารางที่ 3 การไหลเวียนของเงินทุนในระบบเศรษฐกิจแบบปิดที่ยังไม่มีสถาบันการเงิน

หน่วยเศรษฐกิจ	ครัวเรือน		บริษัททั่วไป		สถาบันการเงิน		มูลค่ารวม	
	U	S	U	S	U	S	U	S
ลงทุนในทรัพย์สินที่แท้จริง								
เงินออม		330						330
ทรัพย์สินที่แท้จริง	30		300				330	
ลงทุนในทรัพย์สินทางการเงิน								
ตราสารทุน	50			50			50	50
ตราสารหนี้/เงินกู้ยืม	250			250			250	250
เงินฝาก/หน่วยลงทุนที่ออกโดยสถาบันการเงิน								
มูลค่ารวม	330	330	300	300			630	630

หมายเหตุ : U = แหล่งใช้ไปของเงินทุน

S = แหล่งได้มาของเงินทุน

เมื่อพิจารณาข้อมูลตามตารางที่ 3 พบว่ามีความแตกต่างจากตารางที่ 2 ใน 3 ด้าน คือ (1) บริษัทจะเป็นผู้ถือครองทรัพย์สินที่แท้จริงแทนภาคครัวเรือน (2) ภาคครัวเรือนจะเป็นผู้ถือครองทรัพย์สินทางการเงิน และ (3) มูลค่าเงินออมที่เพิ่มขึ้นของภาคครัวเรือนจำนวน 30 หน่วย แสดงถึงระดับรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากการจัดสรรเงินทุนไปลงทุนในโครงการที่ให้ผลตอบแทนดีกว่าการลงทุนด้วยตัวเอง โดยทั่วไป เมื่อประเทศมีรายได้ต่อจำนวนประชากรที่เพิ่มขึ้นจะทำให้อัตราส่วนมูลค่ารวมของทรัพย์สินทางการเงินต่อทรัพย์สินที่แท้จริงในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นตามไปด้วย

อย่างไรก็ตาม การจัดสรรเงินทุนในระบบเศรษฐกิจตามตารางที่ 3 ไม่ได้เกิดขึ้นได้ง่ายๆ มีประเด็นสำคัญที่ต้องคำนึงถึง คือ อะไรคือปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดการจัดสรรเงินทุน หรืออะไรเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้ภาคครัวเรือนยอมลงทุนในตราสารการเงินแทนการลงทุนในทรัพย์สินที่แท้จริง สำหรับคำตอบอาจเป็นไปได้ว่า ผู้ออมเห็นว่าการลงทุนในตราสารการเงินคาดว่าจะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าการลงทุนด้วยตัวเองในสินทรัพย์ที่แท้จริง จึงเลือกลงทุนในตราสารการเงินกันเป็นจำนวนมาก ซึ่งในความเป็นจริงคงไม่ง่ายอย่างที่คิด เนื่องจากก่อนตัดสินใจลงทุนในตราสารการเงิน ผู้ออมหรือผู้ลงทุนจะต้องพิจารณาให้รอบคอบก่อนว่าจะเลือกลงทุนในตราสารการเงินของบริษัทใด เนื่องจากมีบริษัทให้เลือกเป็นจำนวนมาก ถ้าทราบก่อนล่วงหน้า ผู้ลงทุนคงเลือกลงทุนในตราสารการเงินของบริษัทที่มีโครงการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูง

เพราะจะทำให้ผู้ถือตราสารได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนสูงตามไปด้วย แต่ในความเป็นจริงไม่มีใครทราบได้ จึงเป็นปัญหาของความไม่เท่าเทียมกันในการรับทราบข้อมูล (information asymmetry)

โดยทั่วไป ผู้ลงทุนเป็นบุคคลภายนอกบริษัทจะไม่มีทางทราบได้เลยว่าบริษัทมีโครงการลงทุน ดีจริงหรือไม่ มีผลการดำเนินงานที่แท้จริงเป็นอย่างไร หรือมีศักยภาพในการเติบโตแค่ไหน ขณะที่ผู้บริหาร คณะกรรมการบริหารหรือผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทจะทราบดี เพราะฉะนั้นปัญหาอย่างแรกของผู้ลงทุน คือ การตัดสินใจเลือกลงทุนผิดบริษัท (adverse selection problem) กล่าวคือ แทนที่จะตัดสินใจเลือกลงทุน ในบริษัทที่มีอนาคตดีกลับไปเลือกลงทุนในบริษัทที่มีโครงการลงทุนที่ไม่ดี ทำให้ได้รับผลตอบแทนต่ำกว่าที่ คาดไว้ สำหรับปัญหาที่ตามมาหลังจากที่ได้ตัดสินใจลงทุนไปแล้ว คือ ปัญหาการไม่รักษาสัญญาของบริษัท ที่ได้เงินไปแล้ว (moral hazard problem) เพื่อป้องกันปัญหาเกี่ยวกับ adverse selection และ moral hazard หรือที่นิยมเรียกรวมกันว่า agency problem ผู้ลงทุนจะต้องดำเนินการต่อไปก่อนการตัดสินใจ ลงทุนในตราสารการเงินของบริษัทใด คือ (1) ทำการรวบรวมและวิเคราะห์ข้อมูลทั้งหมดเกี่ยวกับบริษัท (2) เจรจาต่อรองเงื่อนไขในสัญญาเพื่อลดโอกาสที่บริษัทจะเอาเปรียบผู้ลงทุน (3) ติดตามผลการดำเนินงาน ของบริษัท และ (4) ดำเนินการตามกฎหมายเพื่อให้มีการปฏิบัติตามสัญญา เมื่อพิจารณาถึงกระบวนการ ลงทุนในตราสารการเงินข้างต้น พบว่าจะเป็นการระดมทุนอย่างมาก ถ้าบริษัทที่ระดมทุนเป็นบริษัท ขนาดใหญ่และเกี่ยวข้องกับผู้ลงทุนเป็นจำนวนมาก เพราะจะมีค่าใช้จ่ายในการป้องกันเกี่ยวกับ agency problem ค่อนข้างสูง (high agency cost) ได้แก่ ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการจัดหาและวิเคราะห์ข้อมูล (information cost) และค่าใช้จ่ายอื่นที่เกี่ยวข้อง (transaction cost) ซึ่งเป็นอุปสรรคสำคัญที่อาจทำให้ภาคครัวเรือนตัดสินใจ ไม่ลงทุนในตราสารการเงิน ปัญหาเหล่านี้เป็นปัญหาพื้นฐานในระบบการเงินของประเทศต่างๆ ทั่วโลก รวมทั้งประเทศไทย

เมื่อพิจารณาถึงพัฒนาการของระบบการเงินในต่างประเทศ พบว่าการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน ของตลาดการเงินในประเทศที่พัฒนาแล้ว ส่วนใหญ่มีวัตถุประสงค์เพื่อแก้ไขปัญหา information asymmetry โดยลด agency cost หรือให้ความคุ้มครองกับผู้ลงทุน โดยเฉพาะผู้ลงทุนรายย่อย ซึ่งมีพัฒนาการที่สำคัญ เช่น การมีมาตรฐานบัญชีที่ดี การมีเกณฑ์กำกับดูแลด้านการเปิดเผยข้อมูล และการมีสถาบันจัดอันดับ ความน่าเชื่อถือ เป็นต้น มาตรการดังกล่าวจะช่วยลด information cost ให้กับผู้ลงทุน ในขณะเดียวกัน การมีกฎหมายหลักทรัพย์และการมีกระบวนการพิจารณาคดีทางกฎหมายที่มีประสิทธิภาพจะช่วยลด transaction cost ที่เกี่ยวข้องกับการเจรจาต่อรองและการบังคับให้มีการปฏิบัติตามเงื่อนไขที่ระบุไว้ใน ตราสารการเงิน ซึ่งปัจจัยเหล่านี้เป็นส่วนสำคัญที่ช่วยให้ภาคครัวเรือนมีความมั่นใจและตัดสินใจลงทุนใน ตราสารการเงินต่างๆ มากขึ้น

การมีสถาบันการเงินเข้ามาทำหน้าที่เป็นตัวกลางทางการเงินก็มีส่วนสำคัญในการดึงดูดให้ภาคครัวเรือนหันมาออมเงินหรือลงทุนในตราสารการเงินมากขึ้นด้วยเช่นกัน เช่น บริษัทหลักทรัพย์ทำหน้าที่เป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (underwriter) ให้กับบริษัทที่ต้องการเสนอขายหุ้นต่อประชาชน โดยบริษัทหลักทรัพย์จะรับซื้อหุ้นจากบริษัทดังกล่าวทั้งหมดและนำมาทยอยแบ่งขายให้กับประชาชนอีกทอดหนึ่ง ช่วยให้ผู้ลงทุนรายย่อยมีโอกาสลงทุนในตราสารการเงินของบริษัททั่วไป ซึ่งสามารถลงทุนได้ไม่ว่าจะเป็นตราสารการเงินของบริษัทขนาดใหญ่หรือขนาดเล็ก และไม่ว่าจะมีเงินมากหรือเงินน้อย โดยมีโอกาสได้รับผลตอบแทนเพิ่มขึ้น

นอกจากนี้ การมีตลาดรองสำหรับซื้อขายตราสารการเงิน (secondary market) ก็มีส่วนสำคัญที่ดึงดูดให้ภาคครัวเรือนลงทุนในตราสารการเงินมากขึ้นแทนการลงทุนในทรัพย์สินที่แท้จริง เช่น ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะมีบริษัทหลักทรัพย์ทำหน้าที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (broker) ซึ่งคอยอำนวยความสะดวกในการซื้อขายหลักทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนต่างๆ ตั้งแต่การให้คำแนะนำ จัดทำรายงานบทวิเคราะห์หลักทรัพย์ รวมถึงการส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นต้น ทำให้ผู้ลงทุนได้รับความสะดวกในการลงทุนและมีการลงทุนในหลักทรัพย์เป็นจำนวนมาก จึงส่งผลให้หลักทรัพย์เกิดสภาพคล่องตามไปด้วย บทบาทที่สำคัญอีกประการหนึ่งของตลาดรองคือการให้ข้อมูลราคาตราสารการเงินแก่บุคคลทั่วไปสำหรับใช้อ้างอิงในการตัดสินใจลงทุน และสำหรับบริษัททั่วไปสำหรับใช้อ้างอิงในการระดมทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ นอกจากนี้ การมีตลาดรองที่มีสภาพคล่อง จะช่วยให้ผู้ลงทุนกล้าลงทุนในตราสารการเงินระยะยาวมากขึ้น เพราะช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ทันทีในยามที่ต้องการใช้เงิน (maturity transformation) โดยไม่จำเป็นต้องรอให้ตราสารการเงินครบกำหนด สำหรับตราสารการเงินที่ไม่มีอายุครบกำหนด เช่น หุ้น ถ้าไม่มีตลาดรองที่มีสภาพคล่องรองรับ โอกาสที่จะได้รับความสนใจจากผู้ลงทุนย่อมมีน้อยลงตามไปด้วย การเพิ่มสภาพคล่องให้กับตราสารการเงินอาจมีอีกช่องทางหนึ่งคือจัดให้มีผู้ค้าหลักทรัพย์ (dealer) ทำหน้าที่ในการรับซื้อขายหลักทรัพย์จากผู้ลงทุนทั่วไปตามราคาเสนอซื้อขายที่กำหนด

3. ระบบเศรษฐกิจที่มีสถาบันการเงิน

การมีต้นทุนในการจัดหาและวิเคราะห์ข้อมูลและต้นทุนในการทำธุรกรรมต่างๆ ที่สูงมาก (high information and transaction cost) อาจเป็นอุปสรรคสำคัญที่ทำให้ผู้ออมหรือผู้ลงทุนทั่วไปไม่ลงทุนในตราสารการเงิน เพราะต้องอาศัยทักษะในการวิเคราะห์ และความรู้ความเชี่ยวชาญทางด้านการเงินที่ดี ถ้าผู้ลงทุนขาดองค์ประกอบพื้นฐานเหล่านี้จะทำให้มีปัญหามากในการตัดสินใจลงทุน นอกจากนี้ ผู้ลงทุนทั่วไปต่างก็มีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนในตราสารการเงินที่แตกต่างกัน โดยเฉพาะผู้ลงทุนที่เป็นบุคคลธรรมดา ดังนั้น ความพยายามในการลดต้นทุนดังกล่าวทั้งในด้านผู้ลงทุนและบริษัทที่ต้องการระดมทุนจึงทำให้เกิดการทำธุรกรรมทางการเงินผ่านสถาบันการเงินแทนที่จะไปติดต่อกันเองโดยตรง ซึ่งต้องเสียเวลาและค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องค่อนข้างมาก สถาบันการเงินจะเข้ามาคั่นกลางระหว่างผู้ออมและผู้ระดมทุน

โดยสถาบันการเงินจะก่อภาระผูกพันด้วยการออกตราสาร (รวมถึงการรับฝากเงินหรือหน่วยลงทุน) ระดมเงินจากประชาชน และนำเงินที่ได้ไปปล่อยกู้หรือลงทุนในตราสารการเงินของบริษัทที่ต้องการเงินทุน การมีสถาบันการเงินเข้ามาทำหน้าที่ตรงนี้จะช่วยลดต้นทุนในการทำธุรกรรมของผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนได้เป็นอย่างมาก เนื่องจากสถาบันการเงินมีบุคลากรที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญด้านการเงินเป็นอย่างดีจึงสามารถทำการจัดหาและวิเคราะห์ข้อมูล รวมทั้งเจรจาต่อรองกับบริษัทได้มีประสิทธิภาพมากกว่า ขณะเดียวกันบริษัทที่ต้องการระดมทุนจะมีความสะดวกและประหยัดค่าใช้จ่ายมากกว่าในการติดต่อกับสถาบันการเงินแทนที่จะติดต่อกับผู้ลงทุนรายย่อยแต่ละรายซึ่งมีเป็นจำนวนมาก สถาบันการเงินจึงมีส่วนสำคัญในการเพิ่มประสิทธิภาพให้กับระบบการเงิน

ในระบบการเงินมีสถาบันการเงินอยู่หลายประเภทที่ให้บริการทางการเงินแก่ผู้ออม และผู้ระดมทุนในระบบเศรษฐกิจ เช่น ธนาคารพาณิชย์ ธนาคารออมสิน สหกรณ์ บริษัทประกัน บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม และสถาบันการเงินอื่นๆ เป็นต้น ในบางประเทศสถาบันการเงินเหล่านี้จะมีโครงสร้างการทำธุรกิจและการกำกับดูแลแยกตามลักษณะบริการทางการเงิน เช่น สถาบันการเงินที่รับฝากเงินจะถูกกำกับดูแลแยกจากบริษัทประกัน และในบางประเทศก็มีการแยกธุรกรรมรับฝากเงินออกจากธุรกรรมหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบันรูปแบบการทำธุรกิจและการกำกับดูแลสถาบันการเงินได้เปลี่ยนแปลงไปมาก ในบางกรณี สถาบันการเงินที่แตกต่างกันมีการให้บริการทางการเงินที่คล้ายคลึงกัน ซึ่งในเรื่องโครงสร้างการทำธุรกิจและการกำกับดูแลสถาบันการเงินจะกล่าวถึงรายละเอียดในลำดับต่อไป

เมื่อสถาบันการเงินเข้ามามีบทบาทสำคัญมากขึ้นในระบบการเงินจะทำให้ลักษณะการไหลเวียนเงินทุนในระบบเศรษฐกิจแตกต่างไปจากข้อมูลตามตารางที่ 3 ดังแสดงในตารางที่ 4 การไหลเวียนของเงินทุนในระบบเศรษฐกิจจะมีความซับซ้อนขึ้นตามวิธีการจัดหาเงินทุน ในส่วนของทรัพย์สินทางการเงินจะประกอบด้วยตราสารทุน ตราสารหนี้ รวมทั้งเงินฝากและหน่วยลงทุนที่จัดเป็นภาระผูกพันของสถาบันการเงินที่ใช้ในการระดมเงินจากภาคครัวเรือน (สาเหตุสำคัญเกิดจากการแก้ปัญหา information asymmetry และช่วยลด agency cost ให้กับภาคครัวเรือน) และนำเงินที่ได้ไปปล่อยกู้หรือลงทุนในตราสารการเงินของบริษัททั่วไปอีกทอดหนึ่ง

ภายใต้ระบบเศรษฐกิจที่มีสถาบันการเงินเข้ามาช่วยทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการจัดสรรเงินทุนให้ เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ ดังในตารางที่ 4 เงินออมทั้งหมดของภาคครัวเรือนจำนวน 330 หน่วยดังกล่าว จะถูกจัดสรรไปลงทุนในทรัพย์สินที่แท้จริง 30 หน่วยและลงทุนในทรัพย์สินทางการเงินที่ออกโดยบริษัททั่วไปรวม 50 หน่วย (ลงทุนในตราสารทุนและตราสารหนี้ เท่ากับ 20 และ 30 หน่วย ตามลำดับ) จะเห็นได้ว่ามูลค่าการลงทุนในตราสารการเงินโดยตรงมีจำนวนลดลงจากยอดในตารางที่ 3 ทั้งนี้ สาเหตุเนื่องจากปัญหาเรื่อง information asymmetry และ agency problem รวมทั้งการขาดความรู้ความเข้าใจในการลงทุน

ภาคครัวเรือนจึงนิยมหันมานำเงินไปฝากไว้กับธนาคารพาณิชย์หรือลงทุนผ่านกองทุนรวมแทน ซึ่งกรณีนี้มีจำนวนเท่ากับ 250 หน่วย สถาบันการเงินก็นำเงินจำนวนดังกล่าวไปลงทุนในตราสารทุนและตราสารหนี้ที่เหมาะสมแทนภาคครัวเรือน โดยลงทุนในตราสารทุนเท่ากับ 30 หน่วย และตราสารหนี้เท่ากับ 220 หน่วย ในขณะที่บริษัทสามารถระดมเงินจากครัวเรือนและสถาบันการเงินผ่านทางตราสารทุนและตราสารหนี้/การกู้ยืมเป็นจำนวน เท่ากับ 50 และ 250 หน่วย ตามลำดับ และนำเงินทุนดังกล่าวไปลงทุน ในทรัพย์สินที่แท้จริง เท่ากับ 300 หน่วย ตัวอย่างตามตารางที่ 4 เมื่อพิจารณาผลรวมของความมั่งคั่งในระบบเศรษฐกิจพบว่าจะเพิ่มขึ้นจากเดิม 630 เป็น 880 หน่วย

ตารางที่ 4 การไหลเวียนของเงินทุนในระบบเศรษฐกิจแบบปิดที่มีสถาบันการเงิน

หน่วยเศรษฐกิจ	ครัวเรือน		บริษัททั่วไป		สถาบันการเงิน		มูลค่ารวม	
	U	S	U	S	U	S	U	S
ลงทุนในทรัพย์สินที่แท้จริง								
เงินออม		330						330
ทรัพย์สินที่แท้จริง	30		300				330	
ลงทุนในทรัพย์สินทางการเงิน								
ตราสารทุน	20			50	30		50	50
ตราสารหนี้/เงินกู้ยืม	30			250	220		250	250
เงินฝาก/หน่วยลงทุนที่ออกโดยสถาบันการเงิน	250					250	250	250
มูลค่ารวม	330	330	300	300	250	250	880	880

หมายเหตุ : U = แหล่งใช้ไปของเงินทุน
S = แหล่งได้มาของเงินทุน

จากตัวอย่างตามตารางที่ 4 จะเห็นได้ว่าสถาบันการเงินมีบทบาทสำคัญในการเชื่อมโยงเงินออมของภาคครัวเรือนเข้ากับภาคธุรกิจได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้ภาคครัวเรือนมีโอกาสในการออมหรือลงทุนที่ให้ผลตอบแทนดี และทำให้ภาคธุรกิจมีเงินทุนในการดำเนินธุรกิจ ส่งผลให้เกิดความมั่นคงในระบบเศรษฐกิจของประเทศ สาเหตุที่ทำให้สถาบันการเงินมีบทบาทสำคัญมีดังนี้

3.1 สถาบันการเงินสามารถรวบรวมข้อมูลมาวิเคราะห์และประเมินความสามารถในการชำระหนี้หรือจ่ายผลตอบแทนของบริษัทที่ต้องการเงินทุนได้ โดยมีต้นทุนต่ำและมีความรู้ความเข้าใจ รวมถึงความชำนาญที่เหนือกว่าผู้ออมภาคครัวเรือน ในทางตรงกันข้ามกรณีที่บริษัทไม่ต้องการเปิดเผยข้อมูลต่อประชาชนในวงกว้าง บริษัทที่ต้องการเงินทุนมักเลือกที่จะติดต่อกับสถาบันการเงิน (เช่น กู้ยืมเงินธนาคารพาณิชย์แทนการออกหุ้นกู้ขายประชาชน) มากกว่าการเปิดเผยข้อมูลให้กับสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือหรือการเปิดเผยข้อมูลสู่คนจำนวนมากในตลาดทุน

3.2 สถาบันการเงินจะมีต้นทุนการทำธุรกรรมทางการเงินที่ต่ำ เช่น การประเมินตรวจสอบบริษัทผู้ระดมทุน การเจรจาต่อรองและการทำสัญญา เป็นต้น เนื่องจากมีความประหยัดทางขนาด (economies of scale) ในการทำธุรกรรม เพราะสถาบันการเงินมีการลงทุนในด้านบุคลากรเพื่อรองรับ เกี่ยวกับเรื่องนี้ อยู่แล้ว จึงทำให้มีความเชี่ยวชาญและพร้อมที่จะวิเคราะห์ ประเมิน หรือตรวจสอบความสามารถในการดำเนินธุรกิจของบริษัทที่ต้องการเงินทุนได้ดีกว่าผู้ออมภาคครัวเรือนที่มีอยู่เป็นจำนวนมากและมีความรู้ความสามารถในการลงทุนที่แตกต่างกัน

3.3 สถาบันการเงินสามารถทำให้เกิดความสอดคล้องกันของรูปแบบและความต้องการเงินทุนของบริษัทที่ต้องการเงินทุนและผู้ออมภาคครัวเรือน เช่น กรณีที่บริษัทต้องการระดมทุนเป็นเงินจำนวนมาก ในระยะเวลาที่ยาว ขณะที่ผู้ออมภาคครัวเรือนต้องการลงทุนในจำนวนเงินน้อยและระยะเวลาสั้น สถาบันการเงินจะทำหน้าที่ในการรวบรวมเงินทุนจากผู้ออมภาคครัวเรือนหลายๆ คน (pooling of financial resources) และจัดสรรเงินทุนเหล่านั้นให้กับบริษัทที่ต้องการเงินทุนต่อไป ทำให้เกิดความพึงพอใจด้วยกันทั้งสองฝ่าย

3.4 สถาบันการเงินมีความรู้ความสามารถในการบริหารความเสี่ยงที่ดีกว่าผู้ออมภาคครัวเรือน เนื่องจากได้ประโยชน์จากความเสี่ยงที่ลดลงหรือการประกันความเสี่ยง (hedging risk) ของมูลค่าทรัพย์สินทางการเงินที่ถือครอง (financial portfolio) โดยกระจายการให้กู้ยืมเงินหรือลงทุนในตราสารการเงินของบริษัทต่างๆ รวมทั้งการทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเพื่อป้องกันความเสี่ยง ซึ่งสถาบันการเงินสามารถทำได้หลากหลายและมีประสิทธิภาพมากกว่าผู้ออมภาคครัวเรือน

โดยสรุป สถาบันการเงินมีบทบาทสำคัญในการตอบสนองความต้องการออมเงินหรือลงทุนของภาคครัวเรือนได้เป็นอย่างดี ตัวอย่างเช่น ผู้ออมภาคครัวเรือนที่ไม่อยากลงทุนในตราสารการเงินระยะยาว เพราะกลัวเรื่องความเสี่ยงและสภาพคล่องสามารถเลือกฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์หรือลงทุนผ่านกองทุนรวมได้ เพราะทรัพย์สินทางการเงินเหล่านี้มีสภาพคล่องและมีความเสี่ยงน้อยกว่าการลงทุนในหุ้นหรือหุ้นกู้เองโดยตรง รวมทั้งสามารถออกแบบให้สอดคล้องกับความต้องการของผู้ออมเงินได้หลากหลาย นอกจากนี้ในระบบการเงินของประเทศที่พัฒนาแล้ว เช่น ในสหรัฐอเมริกาพบว่าผู้ออมภาคครัวเรือนจะลงทุนในหุ้นหรือหุ้นกู้เองน้อยมาก ส่วนใหญ่จะลงทุนผ่านสถาบันการเงิน โดยเฉพาะการลงทุนผ่านกองทุนรวม

องค์ประกอบของระบบการเงินที่ดีและมีประสิทธิภาพ

จากการที่ระบบการเงินมีความสำคัญต่อการพัฒนาระบบเศรษฐกิจของประเทศ รัฐบาลและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องจึงต้องมีแผนงานที่ชัดเจนในการพัฒนาระบบการเงินของประเทศให้ทำหน้าที่ในการระดมเงินออมและจัดสรรเงินทุนแก่หน่วยเศรษฐกิจต่างๆ อย่างมีประสิทธิภาพ อย่างไรก็ตาม การที่จะมีระบบการเงินที่มีประสิทธิภาพได้นั้นจำเป็นต้องมีแผนการพัฒนาระบบการเงินที่ชัดเจน และต้องอาศัยความร่วมมือของหน่วยงานที่เกี่ยวข้องต่างๆ เพื่อให้เกิดแนวทางการดำเนินการในระดับสากลและเป็นไปตามแผนเพื่อบรรลุเป้าหมายของการมีระบบการเงินที่ดีและมีประสิทธิภาพ

ผลการศึกษาของคณะทำงาน Working Party on Financial Stability in Emerging Market Economies¹ ซึ่งประกอบด้วยผู้แทนหน่วยงานกำกับดูแลจาก 15 ประเทศ (รวมทั้งประเทศไทย) ร่วมกับผู้แทนจาก World Bank, International Monetary Fund (IMF), International Accounting Standards Committee (IASC), International Organization of Securities Commissions (IOSCO), Bank for International Settlements (BIS), European Commission, Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) และผู้ประกอบธุรกิจที่เกี่ยวข้องเพื่อศึกษาหาข้อเสนอแนะสำหรับประเทศต่างๆ ทั่วโลกเกี่ยวกับแผนกลยุทธ์ในการพัฒนาระบบการเงินของประเทศให้มีความมั่นคงและมีประสิทธิภาพ พบว่าระบบการเงินที่มีประสิทธิภาพจะช่วยลดความเสี่ยงในการเกิดวิกฤติทางด้านการเงิน (financial crisis) ในกรณีที่ภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงเกิดชะลอตัว หรือช่วยลดผลกระทบจากวิกฤติด้านเศรษฐกิจ สาเหตุสำคัญที่ทำให้ระบบการเงินของประเทศเกิดความอ่อนแอ (structural weakness) เกิดจากปัจจัย 2 ประการคือ (1) เกิดปัญหาในภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงและการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคที่ผิดพลาด (เช่น เศรษฐกิจชะลอตัว อัตราเงินเฟ้อสูง การเปิดเสรีทางการเงิน และความผิดพลาดในการเลือกใช้เครื่องมือสำหรับดำเนินนโยบายด้านเศรษฐกิจมหภาค เป็นต้น) และ (2) ความล้มเหลวของระบบสถาบันการเงิน (เช่น มีประสิทธิภาพการบริหารงานต่ำ ขาดระบบควบคุมภายในที่ดี ขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดี และเกณฑ์การกำกับดูแลของภาครัฐไม่มีประสิทธิภาพ เป็นต้น) ซึ่งล้วนเป็นปัจจัยสำคัญที่นำไปสู่การเกิดวิกฤติทางด้านเศรษฐกิจและการเงินในอดีต การที่จะพิจารณาว่าระบบการเงินมีประสิทธิภาพหรือไม่นั้น จึงขึ้นอยู่กับว่าระบบการเงินของประเทศทำหน้าที่พื้นฐานได้ดีเพียงใด

ดังนั้น ความมีประสิทธิภาพของระบบการเงินย่อมสะท้อนออกมาจากความสามารถของระบบการเงินในการทำหน้าที่พื้นฐาน (functional approach) ซึ่งจำแนกออกเป็น 5 ด้านได้ ดังนี้

¹ ดูเพิ่มเติม “Financial Stability in Emerging Market Economies”, *Report of the Working Party on Financial Stability in Emerging Market Economies*, Bank for International Settlements. (Switzerland, April 1997.).

1. การให้บริการชำระหนี้และส่งมอบทรัพย์สิน (clearing and settling payments)

ระบบการเงินมีการทำหน้าที่ครอบคลุมถึงการบริหารระบบการชำระหนี้ ทำหน้าที่ส่งผ่านเงินจากผู้จ่ายเงินไปยังผู้รับโดยใช้ระบบการโอนและชำระหนี้ตามรูปแบบดั้งเดิมและรูปแบบที่ได้พัฒนาขึ้นมาใหม่ การดำเนินการดังกล่าวต้องอาศัยสถาบันการเงินเข้ามาทำหน้าที่เป็นตัวกลาง ตัวอย่างเช่น ธนาคารพาณิชย์มีการเสนอบริการด้านการชำระราคาหลายรูปแบบ เช่น การโอนเงินจากบัญชีหนึ่งของผู้ฝากเงินเพื่อชำระราคาค่าสินค้าหรือบริการไปเข้าบัญชีผู้ขายสินค้าหรือให้บริการด้วยวิธีการตัดยอดบัญชีรายเดือนสำหรับค่าโทรศัพท์ ค่าน้ำ ค่าไฟ หรือการชำระราคาโดยใช้บัตรเครดิต เป็นต้น ทั้งนี้ สถาบันการเงินผู้ออกบัตรจะสำรองจ่ายเงินค่าสินค้าหรือบริการที่ผู้ใช้บัตรเซ็นชื่อรับรองจำนวนเงินว่าได้ใช้จ่ายซื้อสินค้าหรือบริการแล้วต่อมาจึงค่อยเรียกเก็บเงินคืน และยังรวมถึงการบริการรูปแบบบัญชีเงินฝากกระแสรายวันให้ผู้ฝากสามารถเขียนเช็คเพื่อสั่งให้ธนาคารพาณิชย์ตัดเงินจากบัญชีเพื่อนำไปจ่ายเงินตามจำนวนที่ระบุไว้ในเช็ค การบริการดังกล่าวข้างต้นจัดเป็นการให้บริการด้านการชำระราคาจากระบบการเงินสามารถอำนวยความสะดวกให้แก่ผู้ใช้บริการได้เป็นอย่างดี นอกจากธนาคารพาณิชย์แล้ว สถาบันการเงินอื่น เช่น กองทุนรวมประเภท money market fund อาจเสนอบริการด้านการใช้เช็คในการถอนเงินได้ตามวงเงินที่กำหนด ซึ่งจะคล้ายกับบัญชีเงินฝากกระแสรายวัน บริษัทที่ไม่ได้ประกอบธุรกิจหลักทางด้านการเงินยังสามารถให้บริการด้านชำระราคาในรูปแบบบัตรเครดิตได้ เช่น บัตรเครดิตของห้างสรรพสินค้าเซ็นทรัล บริษัทผู้ค้าปลีกรายใหญ่อย่างโลตัส และอออนรณสินทรัพย์ เป็นต้น

ระบบการเงินที่มีประสิทธิภาพจะต้องมีระบบการชำระหนี้ที่มั่นคง (stability) และน่าเชื่อถือ (reliability) มีต้นทุนของระบบที่ไม่สูงและไม่เป็นภาระต่อผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง (low cost) ซึ่งจะทำให้การทำธุรกรรมในระบบเศรษฐกิจเป็นไปอย่างคล่องตัว (flexibility) มีความรวดเร็ว (timeliness) และช่วยลดความเสี่ยงของระบบ (systemic risk) นอกจากนี้ การดำเนินงานของระบบจะต้องมีความคล่องตัวและสามารถปรับตัวรองรับกับสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจและการเงินที่เปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลาได้เป็นอย่างดี โดยเฉพาะการเปลี่ยนแปลงในด้านเทคโนโลยี ตัวอย่างเช่นในตลาดทุนควมมีประสิทธิภาพและความรวดเร็วของระบบชำระราคาและส่งมอบเป็นปัจจัยสำคัญในการลดความเสี่ยงจากการซื้อขายหลักทรัพย์และช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้กับหลักทรัพย์ด้วยเช่นกัน ในปัจจุบัน ตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ ทั่วโลก มุ่งที่จะลดระยะเวลาการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ เช่น ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาตั้งเป้าให้เหลือระยะเวลาเพียง T+1 (ปัจจุบันของไทยเท่ากับ T+3) เป็นต้น

2. การระดมและจัดสรรเงินทุน (pooling and transferring resources)

ระบบการเงินจะช่วยให้การจัดสรรเงินออมของภาคครัวเรือนและเงินลงทุนของภาคธุรกิจดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพ ในกรณีที่มีบริษัทต้องการระดมทุนเป็นจำนวนมาก สถาบันการเงินจะเข้ามาทำหน้าที่รวบรวมเงินทุนจากผู้ออมภาคครัวเรือนแต่ละรายรวมกันจนได้เงินจำนวนมากและนำเงินทุนเหล่านั้นไปลงทุนหรือปล่อยกู้ต่อให้กับบริษัทที่ต้องการเงินทุน ทำให้ผู้ออมภาคครัวเรือนที่มีเงินไม่มากนักสามารถลงทุนในบริษัทที่มีขนาดใหญ่ได้ สถาบันการเงินที่ทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการระดมและจัดสรรเงินทุนจะประกอบด้วย ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกัน และกองทุนต่างๆ เป็นต้น ประโยชน์สำคัญของการมีสถาบันการเงินที่ทำหน้าที่นี้คือ โดยส่วนใหญ่ผู้ออมภาคครัวเรือนต้องการให้เงินออมของตนปลอดภัยและสามารถที่จะนำมาใช้จ่ายได้ทันทีที่มีความต้องการ ผู้ออมจึงต้องการที่จะให้เงินออมของตนมีสภาพคล่องสูงและมีความเสี่ยงต่ำ ในขณะที่บริษัทต้องการเงินทุนไปใช้ลงทุนขยายกิจการ ซึ่งการลงทุนต้องอาศัยระยะเวลาในการผลิต การขาย การเรียกเก็บเงินจากลูกค้า และต้องใช้เวลานานกว่าจะมีเงินไปชำระคืนเงินกู้ได้ เมื่อเปรียบเทียบความต้องการในการฝากเงินของผู้ออมภาคครัวเรือนที่ต้องการสภาพคล่องในระยะสั้นกับความต้องการกู้เงินของภาคธุรกิจที่ต้องการกู้ยืมเงินในระยะยาว ถ้าปล่อยให้ผู้ออมและผู้ระดมทุนติดต่อกันเอง การตกลงทำสัญญากู้ยืมเงินคงเกิดขึ้นได้ยาก อุปสรรคสำคัญคือปัญหาเกี่ยวกับ information asymmetry และ agency problem (ซึ่งได้อธิบายรายละเอียดลักษณะของปัญหาไปแล้ว) นอกจากนี้ การลงทุนผ่านกองทุนทำให้ผู้ออมภาคครัวเรือนที่มีเงินจำนวนน้อยสามารถลงทุนในบริษัทขนาดใหญ่ได้

ดังนั้น ระบบการเงินที่มีประสิทธิภาพต้องจัดให้มีตลาด (financial markets) ตราสารการเงิน (financial instruments) และสถาบันการเงิน (financial institutions) อย่างเพียงพอในการทำหน้าที่เป็นช่องทางออมเงินหรือลงทุนของภาคครัวเรือนและเป็นแหล่งเงินทุนให้กับภาคธุรกิจอย่างมีประสิทธิภาพ ในการพัฒนาระบบการเงินและตลาดทุน การดำเนินงานของตลาดจะต้องมีประสิทธิภาพในทั้งเชิงกว้าง และลึก (diversity and depth) กล่าวคือ มีจำนวนผู้มีส่วนร่วมในตลาดที่หลากหลาย ไม่พึ่งพารายได้รายหนึ่งมากเกินไปและมีสภาพคล่องในการทำธุรกรรม ด้านตราสารการเงินจะต้องมีตราสารการเงินที่หลากหลายในด้านผลตอบแทนและความเสี่ยง ซึ่งสามารถตอบสนองความต้องการของผู้ออมเงิน ผู้ลงทุน และผู้ต้องการเงินทุนได้เป็นอย่างดี สำหรับด้านสถาบันการเงินจะต้องมีความมั่นคง และมีประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (prudence and efficiency) เพื่อสร้างความได้เปรียบในการแข่งขัน (competitive advantage) มีความน่าเชื่อถือ (integrity) ต่อผู้ใช้บริการ และสร้างความมั่นคงให้กับระบบการเงินโดยรวม (systemic stability)

3. การบริหารความเสี่ยง (managing risk)

ระบบการเงินเสนอช่องทางให้ผู้มีความเสี่ยงสามารถบริหารความเสี่ยงได้หลายรูปแบบขึ้นอยู่กับลักษณะของความเสี่ยงที่เผชิญ ตัวอย่างการบริหารความเสี่ยง เช่น การบริหารความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินชีวิตประจำวันอาจอาศัยการทำประกันชีวิตกับบริษัทประกัน สำหรับการลงทุนในตราสารการเงินต้องเผชิญกับความเสี่ยงที่จะขาดทุนจากการลดลงของราคาตราสารความเสี่ยง

จากการลงทุนสามารถลดลงได้โดยการกระจายเงินไปลงทุนในตราสารหลายประเภทแตกต่างกัน ทั้งนี้ เนื่องจากหากตราสารใดเกิดประสบผลขาดทุน ผู้ลงทุนก็ยังสามารถได้รับกำไรจากตราสารอื่นมาชดเชย สำหรับการลดความเสี่ยงโดยการกระจายการลงทุนเช่นนี้ สถาบันการเงินจะทำได้ดีกว่าผู้ออมภาคครัวเรือน เพราะผู้ออมภาคครัวเรือนส่วนใหญ่มีเงินทุนที่ออมไว้ไม่มากนัก จึงมีข้อจำกัดที่ไม่สามารถนำเงินไปลงทุนในตราสารการเงินหลายประเภทพร้อมกัน ซึ่งธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนสามารถทำได้ด้วยการปล่อยสินเชื่อให้กับธุรกิจหลายประเภท หรือกองทุนรวมมีการกระจายการลงทุนในตราสารการเงินต่างๆ เป็นต้น นอกจากนี้ ระบบการเงินยังมีบริการหรือเครื่องมือที่เปิดให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถใช้บริหารความเสี่ยงได้เองโดยตรง ได้แก่ การทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้าหรือที่รู้จักกันทั่วไปว่าการทำสัญญาอนุพันธ์ ซึ่งมีทั้งสัญญาที่ผู้ลงทุนสามารถทำได้โดยตรงกับสถาบันการเงิน (Over-the-Counter Derivatives) หรือทำสัญญามานศูนย์ซื้อขายสัญญาอนุพันธ์ (Exchange-traded Derivatives)² ซึ่งจะมีกลไกการทำสัญญาคล้ายกับการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปัจจุบัน

ระบบการเงินที่มีประสิทธิภาพจะต้องมีช่องทางให้ผู้มีความเสี่ยงสามารถบริหารความเสี่ยงได้หลายรูปแบบตามลักษณะของความเสี่ยงที่เผชิญ ได้แก่ (1) การกระจายความเสี่ยง (diversification) เช่น การลงทุนในตราสารหลายประเภทหรือลงทุนผ่านกองทุนรวม (2) การทำประกันความเสี่ยง (risk insurance) เช่น ทำประกันชีวิตหรือประกันผลตอบแทนด้วยการทำสัญญาสิทธิ (option) และ (3) การกำจัดความเสี่ยง (risk elimination) เช่น การขายตราสารในตลาดปัจจุบัน ซึ่งจะทำให้ภาวะความเสี่ยงหมดไป หรือการทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (futures) ซึ่งจะมีฐานะการลงทุนที่ตรงกันข้ามกับฐานะการลงทุนในปัจจุบัน ส่งผลให้ภาวะความเสี่ยงทั้งสองตลาดสามารถหักลบกันไป เป็นต้น สถาบันการเงินนอกจากจะทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการระดมเงินจากภาคครัวเรือนและจัดสรรเงินทุนต่อให้กับภาคธุรกิจ ยังทำหน้าที่ในการบริหารความเสี่ยงการลงทุนได้ดีกว่าผู้ออมภาคครัวเรือน เพราะผู้ออมภาคครัวเรือนส่วนใหญ่มีเงินทุนที่ออมไว้ไม่มากนัก จึงมีข้อจำกัดที่ไม่สามารถนำเงินไปลงทุนในตราสารการเงินหลายประเภทพร้อมกันหรือไม่มีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยงขั้นสูง เช่น การทำสัญญาอนุพันธ์ ดังนั้น ในการพัฒนา

² พ.ร.บ. สัญญาซื้อขายล่วงหน้าจะมีผลใช้บังคับวันที่ 7 มกราคม 2547 ซึ่งปัจจุบันหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง อยู่ระหว่างจัดตั้งศูนย์ซื้อขายสัญญาอนุพันธ์

ระบบการเงินและตลาดทุน ระบบการบริหารความเสี่ยงของตัวสถาบันการเงินเองจึงเป็นสิ่งสำคัญเช่นกัน สถาบันการเงินจึงจำเป็นต้องมีระบบติดตาม ตรวจสอบ และควบคุมความเสี่ยงในการดำเนินงานประเภทต่างๆ อย่างมีประสิทธิภาพ เพราะถ้าระบบสถาบันการเงินล้มเหลวก็จะส่งผลต่อระบบการเงินโดยรวมได้เช่นเดียวกัน

4. การให้ข้อมูลทางการเงินเพื่อการตัดสินใจ (providing information)

หน้าที่สำคัญของระบบการเงินอีกด้านหนึ่งคือการผลิตข้อมูลข่าวสารทางการเงินให้กับกลุ่มบุคคลหรือหน่วยเศรษฐกิจต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจออมเงินหรือลงทุน เช่น สถาบันการเงินที่รับฝากเงินและนำเงินไปปล่อยกู้ต่อนั้น จะต้องมีการวิเคราะห์สินเชื่อ พิจารณาคุณสมบัติต่างๆ ของผู้กู้ โดยเริ่มตั้งแต่รวบรวมข้อมูลข่าวสารจากแหล่งต่างๆ ทั้งที่เปิดเผยหรือต้องร้องขอข้อมูลจากผู้กู้เอง ข้อมูลที่รวบรวมได้จะถูกนำไปวิเคราะห์และตีความ เพื่อประเมินประสิทธิภาพในการชำระหนี้เงินกู้ ในขั้นตอนสุดท้ายจะสะท้อนออกมาในอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่สถาบันการเงินคิดกับผู้กู้ ซึ่งอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ดังกล่าวจะกลายเป็นข้อมูลพื้นฐานที่บริษัททั่วไปนำมาอ้างอิงประกอบการพิจารณาระดมทุนในอนาคต นอกจากนี้ตลาดทุนก็เป็นแหล่งข้อมูลที่มีประโยชน์สำหรับการตัดสินใจลงทุนเช่นเดียวกัน เช่น ข้อมูลอัตราดอกเบี้ยระยะยาวและราคาหลักทรัพย์ที่ผู้ออมภาคครัวเรือนหรือหน่วยธุรกิจต่างๆ สามารถใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน จัดสรรเงินลงทุนและระดมทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ระบบการเงินที่มีประสิทธิภาพจะต้องมีกลไกดำเนินการให้มีข้อมูลทางการเงินเผยแพร่ต่อหน่วยเศรษฐกิจต่างๆ เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจ การเผยแพร่ข้อมูลดังกล่าวจะต้องกระจายอย่างทั่วถึง โดยมีคุณสมบัติพื้นฐาน คือ มีข้อมูลครบถ้วน (completeness) เปิดเผยออกมาทันเวลา (timeliness) เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจ (relevance) และมีความน่าเชื่อถือ (reliability) ซึ่งจะทำให้ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาดสามารถใช้ข้อมูลดังกล่าวในการตัดสินใจในการทำธุรกรรมต่างๆ ได้อย่างมีประสิทธิภาพ อย่างไรก็ตามในการพัฒนาตลาดทุนสิ่งสำคัญที่ผู้กำกับดูแลด้านตลาดทุนต้องคำนึงถึงคือ ทำอย่างไรที่จะทำให้ผู้ลงทุนรายย่อยได้รับข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทที่ระดมทุนได้ครบตามคุณสมบัติที่กล่าวถึงข้างต้นซึ่งจัดเป็นปัจจัยพื้นฐานที่สำคัญด้านหนึ่งของการพัฒนาตลาดทุน

5. การกำกับดูแลกิจการที่ดี (promoting good governance)

ปัญหาที่สำคัญในระบบการเงิน คือ ปัญหา information asymmetry ซึ่งเกิดจากการที่บุคคลอยู่ในสถานะที่มีความแตกต่างกันต่อการรับรู้ และเป็นเจ้าของข้อมูลข่าวสาร ทำให้เกิดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันในด้านการรับทราบข้อมูลข่าวสาร ส่งผลให้ผู้ลงทุนกลัวว่าจะตัดสินใจเลือกลงทุนผิดบริษัท (adverse selection problem) และกลัวว่าบริษัทที่ได้เงินไปแล้วจะไม่ทำตามสัญญาที่ให้ไว้ (moral hazard problem) ซึ่งปัญหาดังกล่าวกลายเป็นต้นทุน (agency cost) สำหรับผู้ลงทุนในการจัดหาข้อมูลเพื่อนำมาประเมินผลการดำเนินงานของบริษัท รวมถึงการดำเนินการตามกฎหมายเพื่อบังคับให้บริษัทปฏิบัติตามภาระผูกพันของสัญญา การมีระบบการเงินที่ดีจะช่วยลดปัญหา information asymmetry ได้ ทั้งนี้ ระบบการเงินที่มีประสิทธิภาพจะสามารถกระจายข้อมูลข่าวสารได้อย่างถูกต้อง รวดเร็ว และอย่างทั่วถึง เพื่อให้ผู้เกี่ยวข้องทุกฝ่ายได้มีโอกาสเท่าเทียมกันในการได้รับ และใช้ข้อมูลข่าวสารนั้นในการวิเคราะห์ทางการเงิน เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน นอกจากนี้ ระบบการเงินที่ดียังได้มีการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานที่จำเป็น เพื่อให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุน เช่น การมีมาตรฐานบัญชีที่ดี การมีเกณฑ์กำกับดูแลด้านการเปิดเผยข้อมูล การมีสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ การสนับสนุนให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี การมีกฎหมายหลักทรัพย์ และการมีกระบวนการพิจารณาคดีทางกฎหมายที่มีประสิทธิภาพ เป็นต้น นอกจากนี้ ระบบการเงินที่มีประสิทธิภาพจะต้องสร้างจิตสำนึกหรือแรงจูงใจที่ดีต่อผู้ลงทุน เจ้าหนี้ เจ้าของกิจการ และผู้บริหารกิจการที่จะไม่ยึดผลประโยชน์ส่วนตัวมากเกินไป จนทำให้เกิดปัญหาต่อระบบโดยรวมในการพัฒนาระบบการเงินและตลาดทุน การตัดสินใจทำธุรกรรมจะต้องคำนึงถึงผลตอบแทนและความเสี่ยง และปราศจากการเอาเปรียบซึ่งกันและกัน ทำให้เกิดความเป็นธรรม (fairness) และความเชื่อมั่น (confidence) ในระบบการเงิน ด้านกลไกการทำงานของตลาดจะต้องส่งเสริมให้ผู้ประกอบธุรกิจ เช่น บริษัทที่ระดมทุนและสถาบันการเงินต่างๆ มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี (good corporate governance) มีกลไกการตรวจสอบระบบการบริหารงาน (check and balance system) เพื่อสร้างความมั่นใจว่าการดำเนินงานของบริษัทสอดคล้องกับเป้าหมายที่วางไว้ รวมทั้งมีมาตรการดำเนินการทางวินัยกับผู้ที่ไม่ปฏิบัติตามกติกาของสังคม เช่น ผู้บริหารบริษัทควรได้รับรางวัลในกรณีที่มีผลการดำเนินงานเป็นไปตามที่ได้สัญญาไว้ และควรได้รับการลงโทษในกรณีที่มีการประพฤตินอกขอบจนส่งผลกระทบต่อฐานะการดำเนินงานของบริษัทที่ตนเองบริหาร หรือควรมีบทลงโทษในกรณีที่ผู้ถือหุ้นใหญ่เอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อย เป็นต้น

บทที่ 3

ระบบการเงินไทยและวิกฤติการณ์ด้านการเงิน

พัฒนาการขอระบบการเงินไทย

ระบบการเงินไทยมีการพัฒนาเรื่อยมา โดยในอดีตเริ่มต้นตั้งแต่การออมเงินเพื่อการบริโภคและเพื่อการลงทุน ต่อมาจึงขยายไปเป็นการกู้ยืมหรือชักชวนให้บุคคลใกล้ชิดเข้ามาร่วมลงทุนด้วย ความต้องการเงินทุนเริ่มมีขนาดใหญ่และเป็นระบบมากขึ้น เมื่อเศรษฐกิจของประเทศมีการเจริญเติบโต ระบบการเงินของประเทศจึงได้รับการพัฒนาตามไปด้วย เมื่อพิจารณาถึงลำดับขั้นของการพัฒนาระบบการเงินไทยพบว่าตลาดเงิน (money market) ได้รับการพัฒนาขึ้นมาก่อนตลาดทุน (capital market) โดยธนาคารพาณิชย์มีบทบาทสำคัญในการระดมและจัดสรรเงินทุนในระบบเศรษฐกิจ เมื่อระบบเศรษฐกิจของประเทศได้ขยายตัวมากขึ้น ประกอบกับนโยบายของรัฐที่พยายามส่งเสริม และสนับสนุนการออมและการลงทุนให้เป็นอย่างดีมีประสิทธิภาพ จึงเกิดการพัฒนาลตลาดทุนเพื่อเพิ่มช่องทางการระดมทุนของภาครัฐและภาคธุรกิจเอกชน และเพิ่มช่องทางการออม/การลงทุนให้กับประชาชน (แผนภาพที่ 3)



ภายใต้ระบบเศรษฐกิจของไทยที่กำลังขยายตัวอย่างต่อเนื่อง จำเป็นต้องมีแหล่งเงินทุนเพื่อช่วยให้งิจกรรมทางเศรษฐกิจสามารถดำเนินไปได้ด้วยดี ตลาดเงินและตลาดทุนจึงเป็นกลไกสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจ เนื่องจากเป็นแหล่งรวบรวมเงินออมจากประชาชน เพื่อนำไปใช้สนองตอบต่อความต้องการเงินทุนของภาครัฐและภาคธุรกิจเอกชน ดังนั้น พัฒนาการของระบบการเงินไทยจึงแยกอธิบายได้เป็น 2 ตลาด ดังนี้

ตลาดเงิน (money market)

ในปี พ.ศ. 2398 ในรัชสมัยพระบาทสมเด็จพระจอมเกล้าเจ้าอยู่หัว ซึ่งมีการทำสนธิสัญญาเบาริ่งเปิดประเทศค้าขายกับต่างประเทศ เป็นการเริ่มต้นของเศรษฐกิจยุคใหม่ของไทย สถาบันการเงินได้เกิดขึ้นมาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2403 ในรูปของบริษัทตัวแทนของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศ สำหรับธนาคารพาณิชย์ไทย เริ่มแรกเป็นเพียงการทดลองประกอบกิจการที่แอบแฝงอยู่ในรูปของสมาคมในชื่อว่า “บุคคลภักย์” เปิดดำเนินการรับฝากเงินและให้กู้ยืมเมื่อวันที่ 4 ตุลาคม 2447 ต่อมาจึงได้มีการจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทในชื่อว่า “บริษัทแบงก์สยามกัมมาจลทุนจำกัด” ประกอบธุรกิจธนาคารพาณิชย์อย่างเป็นทางการ เมื่อวันที่ 30 มกราคม 2449 ภายหลังจากการเกิดธนาคารพาณิชย์ขึ้นมาแล้ว จึงได้มีสถาบันการเงินรูปแบบอื่นเกิดขึ้นมาเป็นลำดับ

แผนการพัฒนาตลาดเงินของไทยได้เริ่มต้นตั้งแต่มีแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 1 (พ.ศ. 2504 - 2509) เป็นต้นมา โดยมีการประกาศใช้พระราชบัญญัติการธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 และมีประกาศกระทรวงการคลังเมื่อวันที่ 19 กันยายน 2515 กำหนดรายละเอียดและเงื่อนไขในการอนุญาตให้ประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจฟองซิเอร์ และมีการเริ่มออกใบอนุญาตในปี 2516 ทำให้เกิดสถาบันการเงินอื่นเพิ่มขึ้นนอกเหนือจากธนาคารพาณิชย์ อย่างไรก็ตาม นับจากอดีตจนถึงปัจจุบันธนาคารพาณิชย์มีบทบาทสำคัญที่สุดในการระดมเงินออมเพื่อปล่อยสินเชื่อสนับสนุนภาคธุรกิจและโครงการลงทุนต่างๆ เป็นหลักเมื่อเปรียบเทียบกับสถาบันการเงินอื่นๆ ในตลาดเงิน

ตลาดเงินทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางการทำธุรกรรมทางการเงินระยะสั้น (โดยทั่วไประยะเวลาไม่เกิน 1 ปี) เช่น การกู้ยืมเงินระหว่างธนาคารพาณิชย์ ตลอดจนการกู้ยืมเงินของภาคธุรกิจระยะสั้นไม่เกิน 1 ปี โดยผ่านสถาบันการเงิน ตลาดเงินที่สำคัญของไทยประกอบด้วย ตลาดซื้อคืนพันธบัตร ตลาดเงินให้กู้ยืมระหว่างสถาบันการเงิน ตลาดตราสารพาณิชย์ ตลาดตั๋วเงินคลัง และตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศ เป็นต้น สำหรับตราสารที่สำคัญในตลาดเงิน ได้แก่ ตั๋วเงินคลัง เช็ค บัตรเงินฝาก ตั๋วแลกเงิน และตั๋วสัญญาใช้เงิน เป็นต้น

การดำเนินงานของสถาบันการเงิน และการทำธุรกรรมในตลาดเงินจะถูกกำกับดูแลโดยธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ซึ่งทำหน้าที่ดำเนินนโยบายด้านการเงินเพื่อส่งเสริมให้เศรษฐกิจขยายตัวอย่างต่อเนื่องและมีเสถียรภาพ การพัฒนาระบบการเงิน การกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงิน เป็นต้น

อย่างไรก็ตาม ตลาดเงินมีข้อจำกัดด้านขนาดและระยะเวลาของทุนที่ระดมได้ ซึ่งเป็นทุนระยะสั้น ขณะที่ความต้องการของเงินทุนเพื่อการลงทุนส่วนใหญ่เป็นเงินทุนระยะยาว ส่งผลให้ตลาดเงินไม่สามารถรองรับการขยายตัวและการพัฒนาของโครงการธุรกิจขนาดใหญ่ได้เพียงพอ ดังนั้น จึงก่อให้เกิดการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทยในระยะต่อมา

ตลาดทุน (capital market)

ตลาดทุนไทยมีจุดเริ่มต้นจากการประกาศใช้แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 1 (พ.ศ. 2504 - 2509) เพื่อส่งเสริมให้เกิดการระดมทุนระยะยาวรองรับความต้องการเงินทุนของธุรกิจขนาดใหญ่ที่มีความต้องการเงินทุนจำนวนมากและระยะยาวเพื่อการพัฒนา ตลาดทุนทำหน้าที่เป็นแหล่งระดมเงินทุนระยะยาว โดยการออกตราสารหนี้หรือตราสารทุนเสนอขายต่อประชาชนในวงกว้าง ตราสารที่สำคัญในตลาดทุน ได้แก่ ตราสารหนี้ ตราสารทุน และตราสารแบบผสม ตราสารหนี้แบ่งเป็น ตราสารหนี้ภาครัฐ เช่น พันธบัตรรัฐบาลและพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ ตราสารหนี้ภาคเอกชน เช่น หุ้นกู้ไม่มีประกัน หุ้นกู้แปลงสภาพ หุ้นกู้ด้อยสิทธิ หุ้นกู้มีประกัน และหุ้นกู้อัตราดอกเบี้ยลอยตัว ส่วนตราสารทุน ประกอบด้วย หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ เป็นต้น และตราสารแบบผสม ได้แก่ ตราสารหนี้แปลงสภาพ (convertible debenture) เป็นต้น

เมื่อพิจารณาถึงพัฒนาการของตลาดทุนไทยสามารถแบ่งได้เป็น 3 ช่วง คือ ช่วงที่มี “ตลาดหุ้นกรุงเทพ” ซึ่งเป็นองค์กรเอกชน ช่วงที่มี “ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” (Securities Exchange of Thailand) ซึ่งอยู่ภายใต้การควบคุมร่วมกันของภาครัฐและเอกชน และช่วงที่มี “คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์” เกิดขึ้นตามการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งมีรายละเอียดของแต่ละช่วง สรุปได้ดังนี้

ในช่วงแรก เริ่มจากการจัดตั้ง “ตลาดหุ้นกรุงเทพ” (Bangkok Stock Exchange) ในปี 2505 เพื่อเป็นสถานที่ที่ให้ความสะดวกแก่สมาชิกในการซื้อขายหลักทรัพย์ แต่การซื้อขายไม่ได้เป็นไปอย่างกว้างขวางนัก เพราะประชาชนยังให้ความสนใจน้อย ผู้ซื้อและผู้ขายจึงมักทำการติดต่อซื้อขายกันเองเสียเป็นส่วนใหญ่และในที่สุดตลาดหุ้นกรุงเทพก็ต้องปิดกิจการลง การที่ตลาดหุ้นกรุงเทพไม่ประสบความสำเร็จนั้น เนื่องจากขาดการสนับสนุนจากภาครัฐ ประกอบกับประชาชนยังขาดความรู้ความเข้าใจที่เพียงพอในเรื่องตลาดทุน พัฒนาการตลาดทุน

ในช่วงที่สอง เป็นช่วงที่มีการประกาศใช้พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะจัดให้มีแหล่งกลางสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ และเพื่อส่งเสริมการออมเงินและการระดมเงินทุนในประเทศ และในวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 “ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” (Securities Exchange of Thailand) ได้เปิดทำการซื้อขายขึ้นอย่างเป็นทางการครั้งแรก โดยทำหน้าที่ต่างๆ

เช่น ทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียน และพัฒนาระบบต่างๆ ที่จำเป็นเพื่ออำนวยความสะดวกในการซื้อขายหลักทรัพย์และดำเนินธุรกิจใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ เช่น การทำหน้าที่เป็นสำนักหักบัญชี ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ นายทะเบียนหลักทรัพย์ หรือกิจกรรมอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง

ในช่วงที่สาม เริ่มตั้งแต่มีการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 นับเป็นพัฒนาการอีกขั้นหนึ่งของตลาดทุนไทย เนื่องจากการพัฒนาตลาดทุนของประเทศที่ผ่านมาได้มุ่งเน้นการพัฒนาตลาดรอง ซึ่งเป็นตลาดซื้อขายหลักทรัพย์เป็นหลัก แต่ยังคงขาดการพัฒนาตลาดแรกอันเป็นตลาดสำหรับหลักทรัพย์ออกใหม่ควบคู่กันไปด้วย ทำให้บทบาทที่สำคัญของตลาดรองในการเป็นตลาดที่สนับสนุนตลาดแรกไม่เกิดประสิทธิภาพอย่างเต็มที่ ด้วยเหตุนี้ จึงต้องเปิดโอกาสให้มีการพัฒนาตลาดแรกได้กว้างขวางขึ้นและให้มีตราสารประเภทต่างๆ ได้มากขึ้น เพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการระดมทุน นอกจากนี้ โดยที่การควบคุมดูแลในเรื่องที่เกี่ยวกับตลาดทุนมีกฎหมายที่เกี่ยวข้องหลายฉบับและอยู่ภายใต้ความรับผิดชอบของหลายหน่วยงาน ทำให้การกำกับและพัฒนาตลาดทุนขาดความเป็นเอกภาพทั้งยังขาดมาตรการที่จะคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ สมควรมีกฎหมายและหน่วยงานที่เป็นศูนย์รวมในการกำกับดูแลและพัฒนาตลาดทุน เพื่อให้สามารถดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น จึงทำให้มีพระราชบัญญัติฉบับนี้เกิดขึ้นโดยมีการกำหนดขอบเขตทางกฎหมายที่เป็นรูปธรรม การปรับปรุงกฎระเบียบของธุรกิจหลักทรัพย์ และมีการจัดตั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.) เพื่อเป็นองค์กรอิสระทำหน้าที่ในการกำกับดูแลและพัฒนาตลาดทุน โดยมีคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (คณะกรรมการ ก.ล.ต.) เป็นผู้กำหนดนโยบายการดำเนินงานของสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. โดยทำหน้าที่กำกับดูแลสถาบันการเงินและการทำธุรกรรมทางการเงินในตลาดทุน ซึ่งจะทำหน้าที่กำกับดูแลทั้งตลาดแรกและตลาดรอง ซึ่งมีรายละเอียดพอสังเขป ดังนี้

ในการกำกับดูแลตลาดแรก โดยบริษัทใดที่ต้องการออกหลักทรัพย์ใหม่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก (initial public offering) หรือเสนอขายหลักทรัพย์ในลักษณะอื่นแก่ประชาชนต้องได้รับอนุญาตจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. และดำเนินการตามเกณฑ์ที่กำหนด จากนั้นคณะกรรมการ ก.ล.ต. จะตรวจสอบให้มีการเปิดเผยข้อมูลอย่างเพียงพอก่อนที่จะอนุญาตให้บริษัทออกหลักทรัพย์เสนอขายแก่ประชาชน

ในการกำกับดูแลตลาดรอง หลังจากที่บริษัทเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนครั้งแรก หลักทรัพย์จะสามารถทำการซื้อขายในตลาดรองได้ก็ต่อเมื่อบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้นได้ยื่นคำขอและได้รับอนุมัติจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว ตลาดรองนี้ประกอบด้วยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นตลาดที่จัดตั้งขึ้นอย่างเป็นทางการตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 เพื่อทำหน้าที่อำนวยความสะดวกและส่งเสริมการระดมเงินทุนระยะยาวที่มีประสิทธิภาพ และเป็นศูนย์กลางในการแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ต่างๆ เช่น หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ ใบสำคัญแสดงสิทธิ เป็นต้น

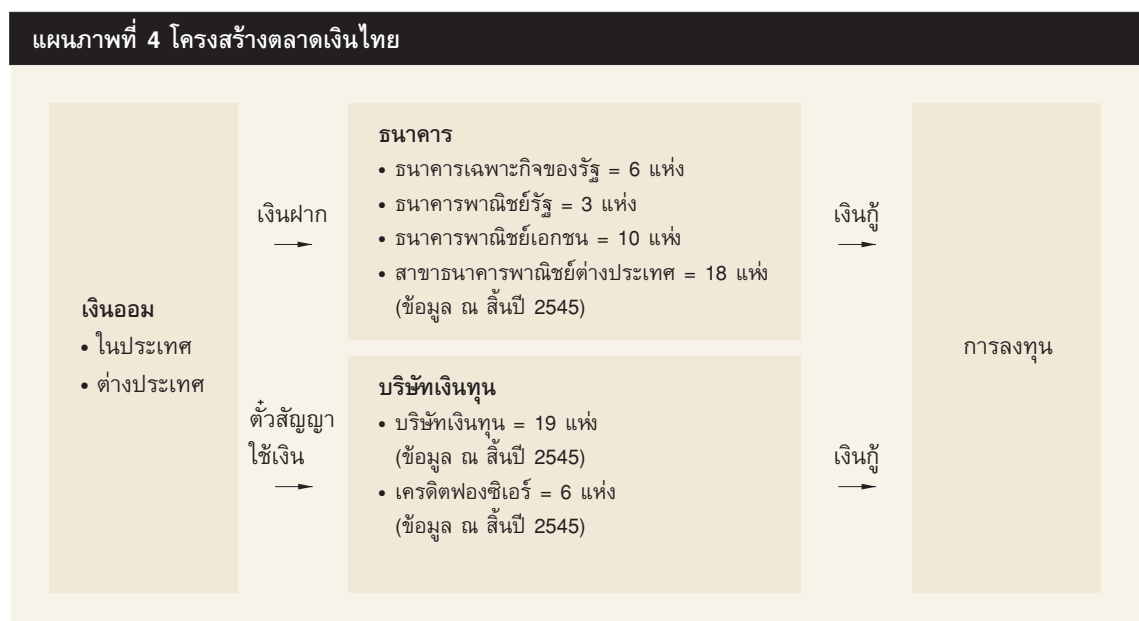
ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ เดิมเป็นชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ ได้รับการจัดตั้งขึ้นโดยสมาคมบริษัทหลักทรัพย์เมื่อวันที่ 1 พฤศจิกายน พ.ศ. 2537 และได้มีการปรับโครงสร้างองค์กรในปี 2540 โดยจัดตั้งเป็นนิติบุคคลและได้รับใบอนุญาตให้บริการเป็นศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้จากคณะกรรมการ ก.ล.ต. เมื่อวันที่ 9 ธันวาคม 2540 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นองค์กรกลางในการสร้างระบบมาตรฐานของการซื้อขายตราสารหนี้ และเพื่อให้การซื้อขายตราสารหนี้ในระบบเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ มีเสถียรภาพและมีความยุติธรรม รวมทั้งเพื่อพัฒนาไปสู่การเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง (Self Regulatory Organization: SRO) ที่สมบูรณ์ การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ และศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยจะต้องเป็นไปตามข้อกำหนดของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

โครงสร้างระบบการเงินไทย

พัฒนาการของระบบการเงินไทยในช่วง 4 ทศวรรษที่ผ่านมา เพื่อทำหน้าที่โอนถ่ายเงินออมสู่ผู้ลงทุน ก่อให้เกิดการพัฒนาสถาบันการเงินต่างๆ เพื่อเป็นตัวกลางจำนวนมาก ในปัจจุบัน โครงสร้างระบบการเงินไทย ประกอบด้วย ตลาดเงินและตลาดทุน โดยมีรายละเอียดพอสังเขป ดังนี้

โครงสร้างตลาดเงินไทย

สำหรับโครงสร้างตลาดเงินของไทยในปัจจุบัน สามารถแสดงได้ดังแผนภาพที่ 4 ดังนี้



สถาบันการเงินในตลาดเงินของไทยประกอบด้วย สถาบันการเงินที่เป็นธนาคาร อันได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ กิจการวิเทศธนกิจ และธนาคารที่ตั้งโดยกฎหมายพิเศษหรือธนาคารที่ดำเนินการเฉพาะอย่าง อาทิ ธนาคารออมสิน ธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร ธนาคารอาคารสงเคราะห์ ธนาคารเพื่อการส่งออกและนำเข้าแห่งประเทศไทย บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย และบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมขนาดย่อม เป็นต้น และสถาบันการเงินที่ไม่ใช่ธนาคาร อันได้แก่ บริษัทเงินทุน และบริษัทเครดิตฟองซิเอร์

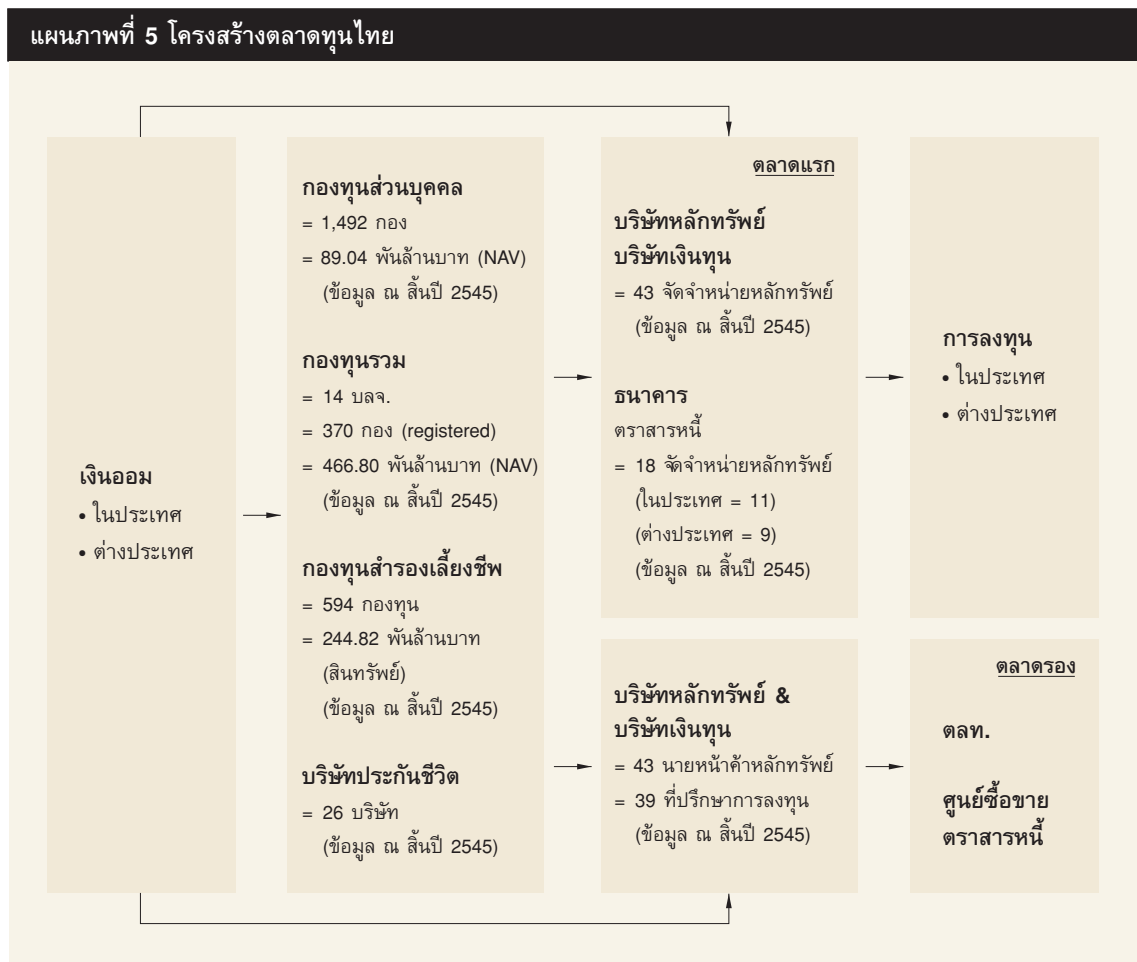
สถาบันการเงินที่มีบทบาทสำคัญในระบบการเงินไทย คือ ธนาคารพาณิชย์ ซึ่งมีธุรกิจหลัก คือ การระดมเงินออมในรูปเงินฝากประเภทต่างๆ และการปล่อยสินเชื่อแก่บุคคลหรือภาคธุรกิจต่างๆ รวมทั้ง การซื้อขายตัวแลกเปลี่ยนหรือตราสารเปลี่ยนมืออื่นใด และการซื้อขายเงินตราต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม หลังจากปี 2530 เป็นต้นมา ทางการได้ดำเนินนโยบายผ่อนคลายนโยบายจำกัดและเปิดเสรีทางการเงินด้านต่างๆ อย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะการขยายขอบเขตการทำธุรกิจของธนาคารพาณิชย์มาเป็นลำดับ ธุรกิจที่ธนาคารพาณิชย์ได้รับอนุญาตเพิ่มเติม ได้แก่ การเป็นที่ปรึกษาทางการเงิน การเป็นที่ปรึกษาในการซื้อกิจการหรือควบรวมกิจการ การจัดการจำหน่ายและค้าตราสารหนี้ การเป็นนายทะเบียนหลักทรัพย์ การดูแลและเก็บรักษาหลักทรัพย์ การเป็นตัวแทนจำหน่ายหน่วยลงทุน การจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และการจัดการกองทุนส่วนบุคคล เป็นต้น

บริษัทเงินทุนสามารถประกอบธุรกิจเงินทุนได้ 4 ประเภท คือ กิจการเงินทุนเพื่อการพาณิชย์ กิจการเงินทุนเพื่อการพัฒนา กิจการเงินทุนเพื่อการจำหน่ายและการบริโภค และกิจการเงินทุนเพื่อการเคหะและทางการได้ขยายขอบเขตการประกอบธุรกิจของบริษัทเงินทุนให้กว้างขวางขึ้นตามแนวทางการพัฒนาระบบการเงินของประเทศ โดยเฉพาะธุรกิจเงินตราต่างประเทศและการเป็นที่ปรึกษาการเงิน ทำให้การดำเนินธุรกิจของบริษัทเงินทุนกว้างขวางและคล้ายคลึงกับธนาคารพาณิชย์มากขึ้น แต่การรับฝากเงินโดยใช้สมุดเงินฝาก และการรับเงินฝากกระแสรายวันยังคงสงวนไว้ให้กิจการธนาคารพาณิชย์เท่านั้น แหล่งเงินทุนที่สำคัญของบริษัทเงินทุนมาจากการออกตั๋วสัญญาใช้เงินเพื่อระดมเงินจากประชาชน และการกู้ยืมจากตลาดเงินในประเทศและต่างประเทศ

สำหรับธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ประกอบด้วยธุรกิจ 3 ประเภท ได้แก่ กิจการเครดิตฟองซิเอร์ กิจการรับซื้อฝาก และกิจการอื่นที่ได้รับอนุญาตจากรัฐมนตรีตามเงื่อนไขที่กำหนด รวมถึงการให้สินเชื่อและบริการการเงินเกี่ยวกับอสังหาริมทรัพย์และการประกอบกิจการอื่น ได้แก่ การให้กู้ยืมเงินตามตั๋วสัญญาใช้เงินที่มีระยะเวลานับแต่วันออกตั๋วจนถึงกำหนดใช้เงินไม่ต่ำกว่า 3 ปี การให้กู้ยืมประเภทจ่ายคืนเมื่อทวงถามโดยไม่ต้องรับจำนองอสังหาริมทรัพย์เป็นประกัน การเป็นตัวแทนเรียกเก็บหนี้เงินกู้ และการให้เช่าอสังหาริมทรัพย์ที่บริษัทเครดิตฟองซิเอร์มีไว้เพื่อใช้ดำเนินธุรกิจแต่ยังมีได้ใช้ประโยชน์อย่างเต็มที่ เป็นต้น

โครงสร้างตลาดทุนไทย

สำหรับโครงสร้างตลาดทุนของไทยในปัจจุบัน สามารถแสดงได้ดังแผนภาพที่ 5 ดังนี้



สถาบันการเงินที่สำคัญในตลาดทุน ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม บริษัทประกันชีวิต เป็นต้น สถาบันการเงินเหล่านี้ทำหน้าที่ระดมทุนจากผู้ออมและจัดสรรเงินลงทุนดังกล่าวไปสู่ภาคธุรกิจผ่านตลาดทุนโดยบริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่หลัก ได้แก่ การเป็นที่ปรึกษาการเงิน การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ การเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ให้แก่บุคคลทั่วไป การค้าหลักทรัพย์ในนามของตนเอง และการเป็นที่ปรึกษาการลงทุน เป็นต้น นอกจากนี้ การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ยังขยายขอบเขตไปถึง การเป็นผู้จัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ การเป็นนายทะเบียนหลักทรัพย์ การเป็นตัวแทนสนับสนุนการจำหน่ายหลักทรัพย์ การประกอบธุรกิจการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ เป็นต้น การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์จะต้องได้รับใบอนุญาตจากรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังตามคำแนะนำของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมเป็นผู้ลงทุนสถาบันประเภทหนึ่งอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ทำหน้าที่ระดมทุนจากผู้ออมรายย่อยด้วยการเสนอขายหน่วยลงทุนต่อประชาชน และนำเงินลงทุนดังกล่าวมาบริหารการลงทุนตามนโยบายของกองทุนรวมที่ได้เปิดเผยในหนังสือชี้ชวน

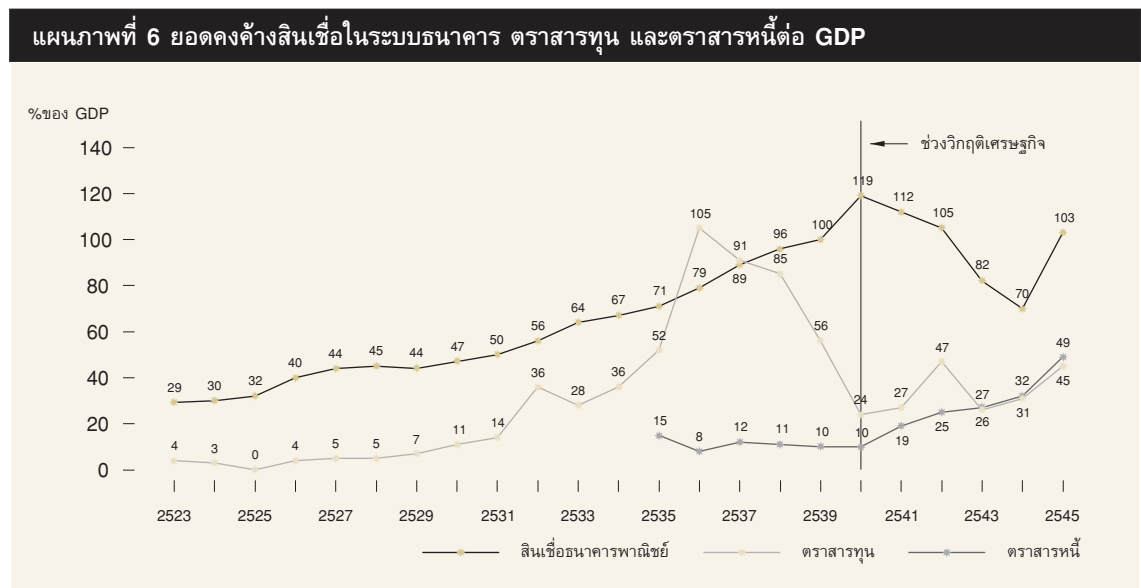
บริษัทประกันชีวิตเป็นสถาบันการเงินทำหน้าที่ระดมเงินออมระยะยาวจากประชาชนในรูปแบบเบี้ยประกันชีวิตที่ได้รับจากการออกกรมธรรม์ประกันชีวิตให้กับประชาชนผู้เอาประกัน ซึ่งกฎหมายกำหนดให้ต้องมีการจัดสรรสำรองไว้ส่วนหนึ่ง และอีกส่วนหนึ่งต้องนำมาวางไว้กับนายทะเบียนตามจำนวนที่กำหนดไว้ในกฎกระทรวง ส่วนที่เหลือสามารถนำไปลงทุนหาประโยชน์ได้ตามประกาศกระทรวงพาณิชย์ เช่น การฝากเงิน การลงทุนในหลักทรัพย์ หรือการปล่อยกู้ เป็นต้น

กองทุนสำรองเลี้ยงชีพจัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ พ.ศ. 2530 เป็นกองทุนที่นายจ้างและลูกจ้างสมัครใจร่วมกันจัดตั้ง โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นหลักประกันในการดำรงชีพหลังลูกจ้างเกษียณอายุแล้ว และเป็นกองทุนที่มีวัตถุประสงค์ในการออมระยะยาวอย่างแท้จริงจึงเป็นผู้ลงทุนสถาบันที่มีบทบาทสำคัญในตลาดทุน สำหรับการบริหารกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ทางการได้อนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทประกันชีวิต และบริษัทหลักทรัพย์สามารถประกอบธุรกิจเป็นผู้จัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพได้ตามเงื่อนไขและเกณฑ์การลงทุนซึ่งกำหนดไว้ในกฎกระทรวง และเมื่อเดือนมีนาคม 2543 สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้รับโอนงานการกำกับดูแลการจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพมาจากสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง เพื่อให้หลักเกณฑ์และแนวทางการกำกับดูแลกองทุนสำรองเลี้ยงชีพอยู่ในมาตรฐานเดียวกับการจัดการลงทุนประเภทอื่น

บทบาทของธนาคารพาณิชย์ในระบบการเงินไทย

1. บทบาทของธนาคารพาณิชย์

เมื่อพิจารณาการทำงานของระบบการเงินไทยในช่วงที่ผ่านมา พบว่าธนาคารพาณิชย์เป็นสถาบันการเงินที่ได้รับความไว้วางใจจากประชาชนในการทำหน้าที่เป็นตัวกลางทางการเงินเพื่อระดมเงินฝากจากผู้มีเงินออมมาปล่อยกู้ให้กับภาคธุรกิจหรือผู้ต้องการใช้เงินก่อให้เกิดการพัฒนาของเศรษฐกิจโดยรวม แผนภาพที่ 6 แสดงให้เห็นถึงบทบาทของธนาคารพาณิชย์ในฐานะแหล่งเงินทุนหลักสำหรับการใช้จ่ายและการลงทุนในประเทศ พบว่าสัดส่วนยอดคงค้างสินเชื่อในระบบธนาคารพาณิชย์ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) สูงกว่าสัดส่วนยอดคงค้างตราสารทุนและตราสารหนี้ต่อ GDP อย่างต่อเนื่อง ยกเว้นปี 2536 - 2537 ซึ่งสัดส่วนยอดคงค้างตราสารทุนต่อ GDP ปรากฏสูงมาก เนื่องจากสภาพพองสบู่ที่เกิดขึ้นส่งผลให้มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในตลาดสูงขึ้น เนื่องจากราคาที่สูงมากเกินไปจนเกินความเป็นจริง ภาพดังกล่าวชี้ให้เห็นว่านับจากอดีตที่ผ่านมาจนถึงปัจจุบัน ความต้องการเงินทุนในระบบเศรษฐกิจยังต้องพึ่งพิงเงินทุนผ่านระบบสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์สูงกว่าเงินทุนที่ผ่านตลาดทุนมาโดยตลอด



แหล่งที่มา : ธปท. ตลท. และศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้
 หมายเหตุ : ข้อมูลปี 2545 ณ สิ้นไตรมาส 3

เมื่อพิจารณามูลค่าการระดมทุนใหม่ผ่านระบบธนาคารพาณิชย์ในรูปแบบสินเชื่อส่วนเพิ่มสุทธิ ณ ราคาคงที่ปี 2531 สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. (2542) ได้ชี้ให้เห็นว่า ในช่วงปี 2531-2541 มีมูลค่าเท่ากับ 3,536 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 36.05 ของมูลค่าการลงทุนของประเทศในช่วงเดียวกัน ขณะที่มูลค่าการระดมทุนในตลาดทุนมีมูลค่าเพียง 1,045 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 10.65 ของมูลค่าการลงทุนของประเทศ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าระบบธนาคารพาณิชย์มีบทบาทในการระดมทุนมากกว่าตลาดทุนถึง 4 เท่าตัวในช่วงที่ผ่านมา (ตารางที่ 5)

ตารางที่ 5 มูลค่าเงินระดมทุนผ่านระบบตลาดทุน และสินเชื่อธนาคารพาณิชย์ส่วนเพิ่มสุทธิ

พันล้านบาท

	2531	2532	2533	2534	2535	2536	2537	2538	2539	2540	2541	2531-2541
มูลค่าเงินระดมทุน ราคาปัจจุบัน	18.70	39.10	61.55	86.18	77.46	122.55	250.49	225.85	242.23	90.54	232.03	1,446.68
มูลค่าเงินระดมทุน ราคาคงที่ปี 2531	18.70	36.84	54.79	72.60	62.46	95.64	185.77	158.39	163.43	58.55	137.44	1,044.62
ร้อยละต่อการลงทุนของประเทศ ^{1/}	3.91	6.08	6.98	8.26	6.97	9.78	17.27	13.16	12.79	5.74	22.57	10.65
เฉลี่ย	6.73					12.97						
สินเชื่อธนาคารพาณิชย์ส่วนเพิ่มสุทธิ ราคาปัจจุบัน	175.08	259.17	368.03	313.50	374.80	512.59	762.76	793.12	604.86	1,204.27	-821.27	4,546.90
สินเชื่อธนาคารพาณิชย์ส่วนเพิ่มสุทธิ ราคาคงที่ปี 2531	175.08	244.23	327.65	264.12	302.20	400.01	565.68	556.21	408.10	778.76	-486.49	3,535.55
ร้อยละต่อการลงทุนของประเทศ ^{1/}	36.59	40.31	41.74	30.04	33.73	40.91	52.60	46.22	31.94	76.40	-79.90	36.05
เฉลี่ย	36.03					36.06						

ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

หมายเหตุ : ^{1/} คำนวณจากราคาคงที่ปี 2531

แม้ว่าการขยายตัวทางเศรษฐกิจในทศวรรษ 2530 ในอัตราสูงได้ทำให้มีการพึ่งพาเงินทุนเป็นจำนวนมากผ่านช่องทางวิเทศธนกิจในช่วงนั้น อย่างไรก็ตาม บทบาทของระบบธนาคารพาณิชย์ยังมีความสำคัญมาโดยตลอด จากรายงานการศึกษาของศูนย์วิจัยไทยพาณิชย์ปี 2544 โดยใช้ข้อมูลธนาคารพาณิชย์ไทย 13 แห่ง เป็นตัวแทนในการศึกษา พบว่าธนาคารพาณิชย์ไทยมีการใช้แหล่งเงินทุนจากเงินฝากมากที่สุดคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 83.2 ของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น รองลงมาได้แก่ เงินกู้ยืมและส่วนของผู้ถือหุ้น คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 5.0 และ 4.4 ตามลำดับ

2. จุดอ่อนของระบบธนาคารพาณิชย์

ระบบการเงินที่มีโครงสร้างพึ่งพิงระบบธนาคารพาณิชย์เป็นหลักจะมีความเสี่ยงที่เกิดจากความไม่สอดคล้องกันระหว่างการได้มาและใช้ไปของเงินทุน (maturity mismatch) เนื่องจากรธนาคารพาณิชย์รับฝากเงินระยะสั้นและนำเงินดังกล่าวไปปล่อยกู้ต่อในระยะยาวจึงอาจทำให้เกิดปัญหาขาดสภาพคล่องได้ (bank run) ถ้าประชาชนขาดความเชื่อมั่นและพากันถอนเงินเป็นจำนวนมาก ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อ

ต่อเงินสินเชื่อที่ให้แก่ภาคธุรกิจจนทำให้ต้องเรียกเงินกู้กลับคืนหรืองดปล่อยกู้เพิ่มส่งผลกระทบต่อภาวะการลงทุนและภาวะเศรษฐกิจโดยรวม

เงินสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ จัดเป็นทรัพย์สินทางการเงินที่ธนาคารพาณิชย์มีสิทธิเรียกร้องเอาดอกผลและต้นเงินคืนจากผู้กู้แต่เพียงผู้เดียว กรณีที่ผู้กู้ผิดนัดชำระหนี้ ธนาคารพาณิชย์ก็ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายที่จะเกิดขึ้นเช่นเดียวกัน ในขณะที่ด้านแหล่งเงินทุนที่นำไปปล่อยกู้ส่วนใหญ่ได้จากเงินฝากของประชาชน ซึ่งส่วนใหญ่เป็นเงินฝากระยะสั้น ธนาคารพาณิชย์ต้องมีการบริหารเงินสำรองเป็นอย่างดีเพื่อพร้อมที่จะให้ประชาชนสามารถถอนเงินได้ตลอดเวลาตามที่ต้องการ จะเห็นได้ว่าธนาคารพาณิชย์เผชิญกับความเสี่ยงใน 2 ด้าน (1) ด้านปล่อยกู้ เกิดจากการที่ผู้กู้ผิดนัดชำระหนี้ และ (2) ด้านรับฝากเงิน เกิดจากการที่ประชาชนพากันถอนเงินเป็นจำนวนมาก ทำให้ธนาคารพาณิชย์ขาดสภาพคล่องจนไม่สามารถดำเนินธุรกิจต่อไปได้ เนื่องจากข้อมูลการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ไม่มีการเปิดเผยต่อประชาชนที่เป็นผู้ฝากเงิน ทำให้ไม่ทราบว่าธนาคารพาณิชย์นำเงินไปปล่อยกู้ให้ใคร และบุคคลที่เป็นผู้กู้นั้นมีความเสี่ยงอย่างไร ผู้ฝากเงินจึงไม่สามารถประเมินความสามารถในการคืนเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ อาศัยเพียงความเชื่อมั่นในระบบธนาคารพาณิชย์และการกำกับดูแลของทางการ อย่างไรก็ตาม เมื่อผู้ฝากเงินมีความกังวลเกี่ยวกับความสามารถในการดำเนินงานของธนาคารพาณิชย์ การแห่ถอนเงินก็จะเกิดขึ้นได้ทันทีจนนำไปสู่ปัญหาขาดสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์

โดยทั่วไป ผู้บริหารธนาคารพาณิชย์มักจะไม่อยากเปิดเผยข้อมูลที่มีความสำคัญ หรือข้อมูลที่จะมีผลกระทบต่อมูลค่าเงินสินเชื่อ เช่น ข้อมูลที่บ่งชี้ถึงโอกาสที่จะเกิดหนี้ที่ไม่เกิดรายได้หรือหนี้เสีย (non-performing loans: NPLs) หรือมีความพยายามที่จะยัดระยะเวลาออกไป เพราะคาดว่าโอกาสที่จะเกิดหนี้เสีย นั้นอาจหมดไป แทนที่จะดำเนินการอย่างใดอย่างหนึ่งเพื่อแก้ไขปัญหานั้นทันทีที่รับทราบข้อมูล ในทางตรงกันข้าม ผู้ฝากเงินมักจะกังวลในสัดส่วนการให้เงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ที่ประสบปัญหาการลดลงในมูลค่าเงินสินเชื่อเพียงเล็กน้อย (เป็นผลจากการมี NPLs เกิดขึ้น) อาจส่งผลกระทบต่อมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของธนาคารพาณิชย์ได้ การมี NPLs เกิดขึ้นอาจทำให้ผู้ฝากเงินคาดการณ์ว่ามูลค่าทรัพย์สินสุทธิของธนาคารพาณิชย์ลดลงทันที โดยไม่ได้คำนึงว่าธนาคารพาณิชย์ยังมีความสามารถในการคืนเงินฝากได้และยิ่งถ้าผู้ฝากเงินไม่สามารถถอนเงินฝากคืนได้ทันทีที่ต้องการ ความน่าเชื่อถือของธนาคารพาณิชย์นั้นจะถูกบั่นทอนในทันที ธนาคารพาณิชย์อาจจำเป็นต้องขายทรัพย์สินบางอย่างออกไป ซึ่งในสถานการณ์เช่นนี้จะเป็นการบังคับให้ธนาคารพาณิชย์ต้องรีบขายทรัพย์สินในราคาขาดทุน หรืออาจถูกบังคับให้ต้องกู้ยืมเงินในอัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่าปกติหรือทำการเรียกคืนหนี้เงินกู้ก่อนครบกำหนด

ความไม่มั่นคงของธนาคารพาณิชย์ อันเป็นผลจากการถูกแห่ถอนเงินไม่ได้เกิดในวงจำกัดเฉพาะภาคเอกชนระหว่างธนาคารพาณิชย์และลูกค้าเท่านั้น แต่จะเป็นปัญหาต่อเนื่องไปถึงระดับนโยบายของรัฐ ซึ่งจะเกิดความกังวลตามมาว่าเมื่อความเชื่อมั่นในธนาคารพาณิชย์แห่งหนึ่งถูกกระทบจะนำไปสู่การสูญเสีย

ความเชื่อมั่นในธนาคารพาณิชย์แห่งอื่นได้ จนเกิดการลุกลามของการแห่ถอนเงินและสร้างปัญหาต่อระบบการเงินโดยรวม กล่าวคือ เมื่อมีเงินไหลออกจากธนาคารพาณิชย์ที่ล้มเหลว และไม่มีเม็ดเงินกลับเข้ามาฝากในธนาคารพาณิชย์แห่งอื่น ธนาคารพาณิชย์อื่นๆ ก็จะเผชิญปัญหาสภาพคล่องตามไปด้วย ปัญหานี้สามารถแก้ไขได้ ถ้าทางการเข้าดำเนินการเพิ่มสภาพคล่องให้กับระบบธนาคารพาณิชย์ได้ทันทั่วถึง ในทางตรงกันข้าม การลุกลามอาจจะมากขึ้นได้ ถ้าธนาคารพาณิชย์อื่นๆ ทำการเรียกร้องสิทธิที่ตนเองมีต่อธนาคารพาณิชย์ที่มีปัญหา ซึ่งเกิดจากการปล่อยกู้ระหว่างธนาคารพาณิชย์ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ถ้าเป็นธนาคารพาณิชย์ที่มีขนาดใหญ่ เมื่อเทียบกับขนาดของเงินทุนของธนาคารพาณิชย์ที่ให้กู้ยืม

ในบางประเทศ พบว่าการกู้เงินระหว่างธนาคารพาณิชย์ระหว่างวันมีขนาดใหญ่ จนบางครั้งอาจมีขนาดใหญ่กว่า เมื่อเทียบกับเงินกองทุนของธนาคารพาณิชย์ที่ทำธุรกรรม ลักษณะปัญหาที่ลุกลามในตลาดเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ จึงเป็นปัญหาขนาดใหญ่ นอกจากนี้ ตลาดกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ยังขาดข้อมูลที่ทันเวลา เพราะการเคลื่อนไหวของเงินทุนระหว่างธนาคารพาณิชย์จะมีการหักกลบกันจนมองไม่เห็นภาพรวมทั้งหมด เมื่อธนาคารพาณิชย์แห่งใดแห่งหนึ่งมีปัญหา จะเกิดความยุ่งยากต่อธนาคารพาณิชย์อื่นในการประเมินความเสี่ยงโดยรวม ดังนั้น ถ้ามีธนาคารพาณิชย์หนึ่งต้องหยุดดำเนินการ ธนาคารพาณิชย์อื่นก็จะได้รับผลกระทบตามไปด้วยเช่นกัน ในที่สุด ความล้มเหลวจะแพร่กระจายไปทั้งระบบ ยิ่งถ้าธนาคารพาณิชย์นั้น มีขนาดใหญ่ระดับความเชื่อมั่นในระบบการเงินจะถูกลั่นคลอนมากขึ้นด้วยเช่นกัน

ดังนั้น เพื่อที่จะระงับการลุกลามของปัญหาที่เกิดจากสถาบันการเงินหนึ่งไปสู่สถาบันการเงินแห่งอื่นจนเป็นสาเหตุของวิกฤตการเงิน ระบบการเงินของประเทศต่างๆ ทั่วโลก รวมทั้งประเทศไทย จึงต้องมีมาตรการรองรับการรับมือปัญหาความล้มเหลวของสถาบันการเงินไว้ล่วงหน้า (financial safety net) ระบบ financial safety net เป็นกลุ่มของมาตรการที่ทางการจะนำมาใช้ในระยะเวลาต่างๆ เพื่อจัดการกับปัญหาของสถาบันการเงิน ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงผู้บริหารสถาบันการเงิน การเข้าควบคุมการบริหารงาน การสนับสนุนให้เกิดการควบรวมกิจการกับสถาบันการเงินอื่น การสนับสนุนด้านแหล่งเงินทุนเพิ่มเติม (lender of last resort) และการค้ำประกันเงินฝาก (deposit insurance)

การมีระบบ financial safety net ที่มีความหลากหลายดังกล่าว ประสบความสำเร็จมาแล้วในประเทศอุตสาหกรรม อย่างไรก็ตาม ระบบ financial safety net มีส่วนสำคัญที่ทำให้เกิดปัญหา moral hazard ของสถาบันการเงิน กล่าวคือ ทำให้ผู้บริหารสถาบันการเงินขาดความรอบคอบ จนนำไปสู่การขยายธุรกิจหรือก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อกิจการมากจนเกินไป เพราะผู้บริหารไม่ต้องรับผิดชอบต่อผลเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากการบริหารงานผิดพลาด เนื่องจากมีความเข้าใจว่าทางการคอยให้ความช่วยเหลืออยู่แล้วในยามที่เกิดปัญหาจากการดำเนินงาน นอกจากนี้ การที่ผู้ฝากเงินมีความมั่นใจว่าพวกเขาจะได้รับเงินฝากคืนเพราะทางการให้การค้ำประกัน จึงขาดแรงจูงใจที่จะควบคุมดูแลหรือตรวจสอบการดำเนินงาน หรือความมั่นคงของสถาบันการเงิน ซึ่งปัญหา moral hazard มีส่วนสำคัญที่สร้างปัญหาให้กับระบบธนาคารพาณิชย์ไทยในช่วงที่ผ่านมา

สภาพและปัญหาวิกฤติการณ์ด้านการเงินปี 2540

นอกเหนือจากการที่ระบบการเงินไทยพึ่งพิงระบบธนาคารพาณิชย์มากเกินไป ซึ่งตัวระบบธนาคารพาณิชย์เองก็มีจุดอ่อนดังได้กล่าวถึงแล้วนั้น จากการทำประเทศไทยมีการพึ่งพาเงินทุนจากต่างประเทศ จึงส่งผลกระทบต่อการดำเนินนโยบายด้านเศรษฐกิจมหภาคและด้านการเงินของประเทศ จนนำไปสู่การมีนโยบายเปิดเสรีทางการเงิน เพื่อเร่งระดมทุนเพื่อการปรับโครงสร้างอุตสาหกรรมไทยให้ก้าวไปสู่อุตสาหกรรมหนักที่ต้องใช้เทคโนโลยีระดับสูง และเงินทุนเป็นจำนวนมากก่อให้เกิดความไม่สมดุลทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนและระยะเวลา (currency and maturity mismatch) นโยบายที่สะท้อนออกมาอย่างเป็นรูปธรรม คือ การที่ประเทศไทยประกาศรับพันธะข้อ 8 ของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund: IMF) ในปี พ.ศ. 2533 ทำให้มีการยกเลิกข้อจำกัดการชำระเงิน หรือการโอนเงินเพื่อธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับดุลบัญชีเดินสะพัดทั้งหมด การยกเลิกเพดานดอกเบี้ยภายในประเทศ โดยปล่อยให้สถาบันการเงินสามารถกำหนดทั้งดอกเบี้ยเงินกู้ และเงินฝากได้โดยเสรีตั้งแต่ปี 2535 และการสนับสนุนให้สถาบันการเงินไทย และต่างประเทศจัดตั้งสำนักงานวิเทศธนกิจ (Bangkok International Banking Facility: BIBF) ซึ่งทำธุรกรรมในการนำเงินทุนต่างประเทศมาปล่อยกู้ทั้งในประเทศ และประเทศภูมิภาค โดยรัฐบาลไทยได้ให้ใบอนุญาตก่อตั้ง BIBF ถึง 45 แห่งในปี 2535 การเปิดเสรีทางการเงินนั้น ทำให้เงินทุนสามารถไหลเข้าออกได้ง่ายขึ้น ความมั่นใจในเศรษฐกิจไทย ณ ขณะนั้น ทำให้มีเงินทุนไหลเข้ามาในประเทศไทยอย่างต่อเนื่องในปริมาณที่มากขึ้นทุกปี โดยเฉพาะการกู้เงินผ่าน BIBF ซึ่งส่วนใหญ่เป็นเงินกู้ระยะสั้น จึงก่อให้เกิดปัญหา currency and maturity mismatch ขึ้นดังแผนภาพที่ 7 จนอยู่ในระดับอันตรายต่อความสามารถชำระหนี้และเป็นสาเหตุสำคัญที่นำไปสู่วิกฤติการณ์ด้านการเงินในปี 2540 ซึ่งจะกล่าวถึงรายละเอียดต่อไป



จุดเริ่มต้นของภาวะวิกฤตครั้งสำคัญเริ่มในปี 2533 เมื่อประเทศไทยตัดสินใจเปิดเสรีทางการเงิน ขณะที่ตรึงอัตราแลกเปลี่ยนไว้คงที่ ในทางเศรษฐศาสตร์พบว่าหากประเทศใดดำเนินนโยบายเปิดเสรีทางการเงินควบคู่ไปกับการใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ประเทศนั้นจะไม่สามารถใช้นโยบายการเงินควบคุมภาวะเศรษฐกิจของตนได้ ซึ่งประเทศไทยก็ประสบปัญหาในลักษณะเช่นเดียวกัน การชะลอความร้อนแรงของเศรษฐกิจด้วยการขึ้นอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ กลับส่งผลให้เงินทุนจากต่างประเทศ (ซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่า) ไหลเข้ามา ทำให้ปริมาณเงินและสินเชื่อในประเทศยังคงขยายตัวอย่างต่อเนื่อง ซึ่งเท่ากับว่านโยบายของทางการในการยับยั้งความร้อนแรงทางเศรษฐกิจไม่ประสบความสำเร็จ ตรงกันข้ามกลับเป็นการเปิดโอกาสให้เกิดการเก็งกำไรจากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย โดยบริษัทในประเทศบางบริษัทกู้เงินต่างประเทศมาฝากในประเทศ เพื่อทำกำไรจากส่วนต่างดังกล่าว

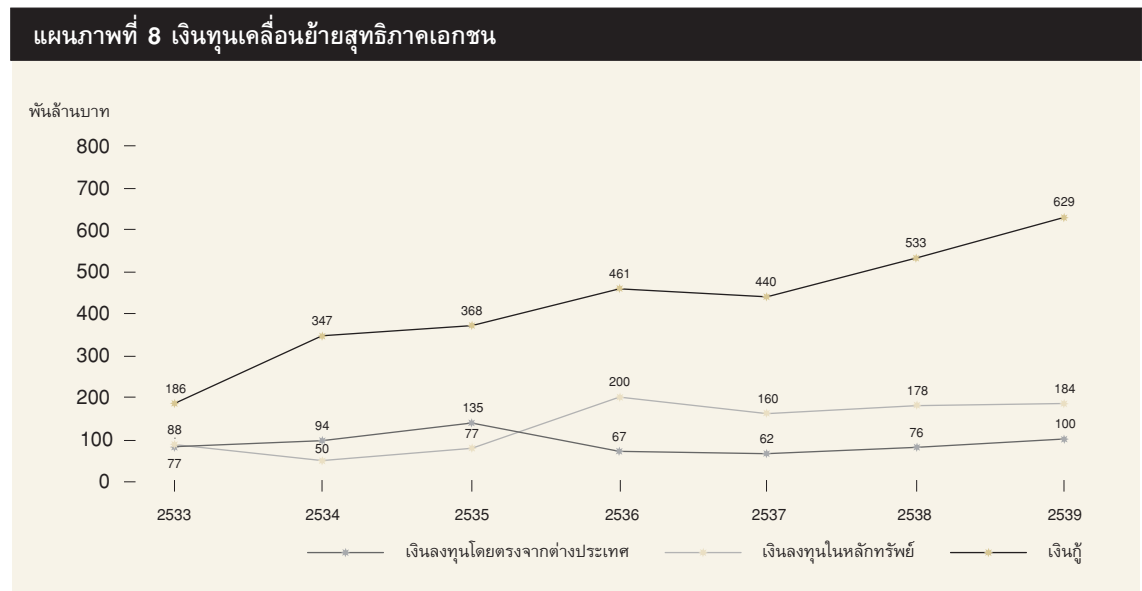
นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่ช่วยลดความเสี่ยงของผู้กู้ทางด้านความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน ส่งผลให้มีเงินทุนไหลเข้ามาจากต่างประเทศจำนวนมากตั้งแต่ปี 2533 โดยเฉพาะการกู้เงินผ่าน BIBF ในระหว่างปี 2534 - 2538 เศรษฐกิจไทยมีการขยายตัวอย่างมาก คือ ปีละมากกว่าร้อยละ 8 ดังนั้น ผู้ลงทุนทั้งในและต่างประเทศเห็นโอกาสที่จะได้ผลตอบแทนสูงจากการลงทุนในประเทศไทย การไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศ จึงมีผลให้ปริมาณเงินและการลงทุนภาคเอกชนเพิ่มขึ้น เงินทุนไหลเข้าส่วนหนึ่งถูกนำไปใช้จ่ายเพื่อการอุปโภคและบริโภคที่เป็นไปอย่างฟุ่มเฟือย ส่งผลให้เกิดการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเพิ่มขึ้น (ตารางที่ 6)

ตารางที่ 6 ดัชนีเศรษฐกิจด้านต่างๆ ในช่วงก่อนวิกฤตการณ์

ตัวเลขเศรษฐกิจ	2534	2535	2536	2537	2538	2539
อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ (%)	8.6	8.1	8.4	9.0	8.9	5.9
อัตราการขยายตัวของสินเชื่อ (%)	21.0	20.8	23.2	30.1	24.2	14.2
สินเชื่อวิเทศธนกิจ (พันล้านบาท)	-	-	197.0	456.6	686.3	807.6
เงินทุนไหลเข้าสุทธิ (พันล้านบาท)	288.2	240.7	265.9	305.9	545.1	493.5
ดุลบัญชีเดินสะพัดต่อรายได้ประชาชาติ (%)	-7.7	-5.7	-5.1	-5.6	-8.1	-8.1
อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (%)	14.0	11.5	10.5	11.75	13.75	13.19
หนี้ต่างประเทศภาคเอกชน (พันล้านเหรียญสหรัฐ)	25.1	30.6	37.9	49.2	66.2	73.7

ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ, ธนาคารแห่งประเทศไทย.

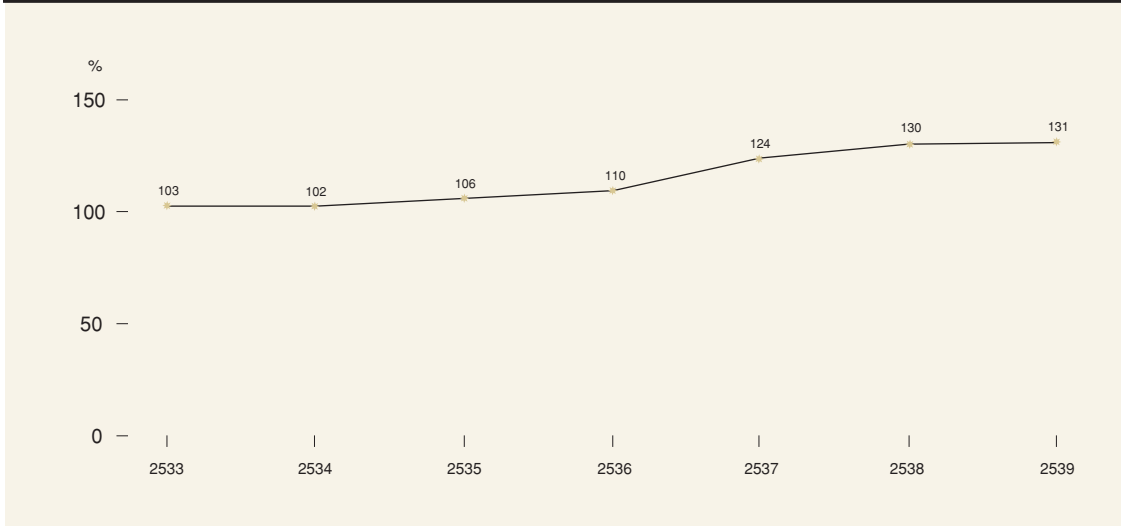
เมื่อพิจารณาในรายละเอียดของเงินทุนจากต่างประเทศพบว่า มีการนำเงินมาลงทุนโดยตรงในประเทศ (foreign direct investment) และการลงทุนในหลักทรัพย์ (portfolio investment) เพียงส่วนน้อย ส่วนใหญ่เป็นการให้สินเชื่อแก่ภาคธุรกิจเอกชนในประเทศ และกว่าครึ่งหนึ่งของสินเชื่อเหล่านี้เป็นสินเชื่อระยะสั้น (แผนภาพที่ 8) ดังนั้น ภาวะความเสี่ยงเมื่อเกิดความผันผวนขึ้นจึงตกอยู่กับบริษัทเอกชนที่เป็นผู้กู้เสียส่วนใหญ่ เงินทุนที่ภาคธุรกิจเอกชนกู้มานั้น มีการนำไปลงทุนที่เน้นตอบสนองความต้องการภายในประเทศ และอุตสาหกรรมขนาดใหญ่ที่ใช้เงินลงทุนสูง ผลจากการที่สามารถหาแหล่งเงินทุนได้อย่างง่ายดาย และมีต้นทุนต่ำ ทำให้ภาคธุรกิจเอกชนไทยมีการขยายกำลังการผลิตอย่างรวดเร็วจนมากเกินความต้องการ และมีระยะเวลาคืนทุนที่ยาวนาน



ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

การไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศยังมีผลต่อการดำเนินงานของธนาคารพาณิชย์อีกด้วย นับตั้งแต่การเปิดกิจการวิเทศธนกิจเป็นต้นมา ธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทยได้เพิ่มการปล่อยสินเชื่ออย่างรวดเร็ว ทำให้อัตราส่วนระหว่างการปล่อยสินเชื่อต่อปริมาณเงินฝากสูงขึ้นมาก (แผนภาพที่ 9)

แผนภาพที่ 9 อัตราส่วนเงินให้กู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ต่อเงินฝาก

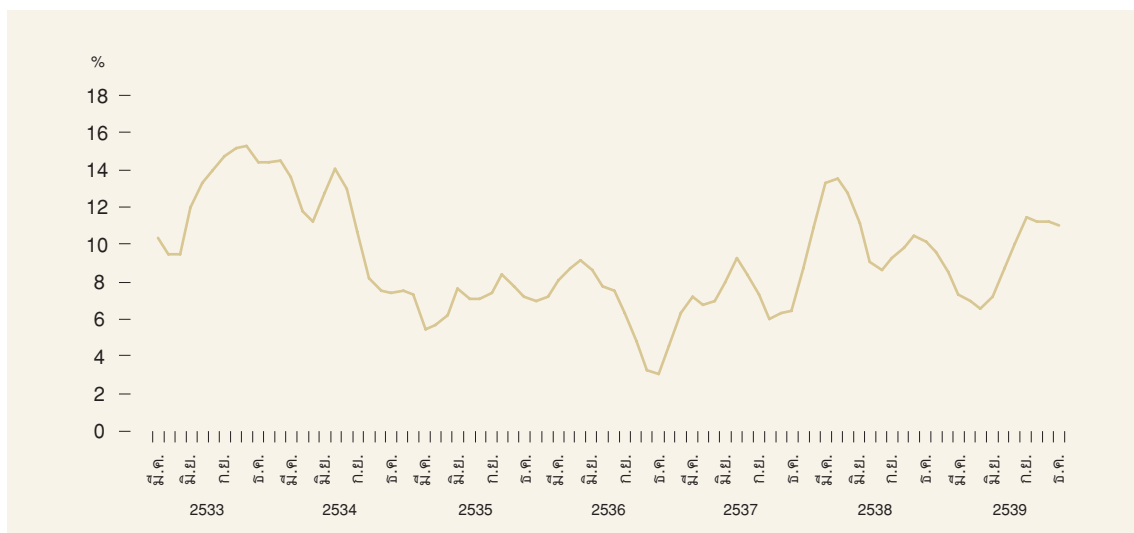


ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

นอกจากนี้ การไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ ทำให้ระบบการเงินในประเทศไทยมีสภาพคล่องสูงขึ้น ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศมีแนวโน้มต่ำลงในช่วงปี 2533-2537 (แผนภาพที่ 10) การที่สภาพคล่องในประเทศอ่อนคลาหลายมากเช่นนี้ มีส่วนทำให้ราคาทรัพย์สินต่างๆ ในประเทศ เช่น ที่ดินและหลักทรัพย์มีราคาพุ่งสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ส่วนหนึ่งเกิดจากการกู้เงิน เพื่อนำไปเก็งกำไรในทรัพย์สินดังกล่าวเป็นจำนวนมาก จนเกิดปรากฏการณ์ฟองสบู่ขึ้นในระบบเศรษฐกิจและการเงิน

แผนภาพที่ 10 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์

อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 3 เดือน

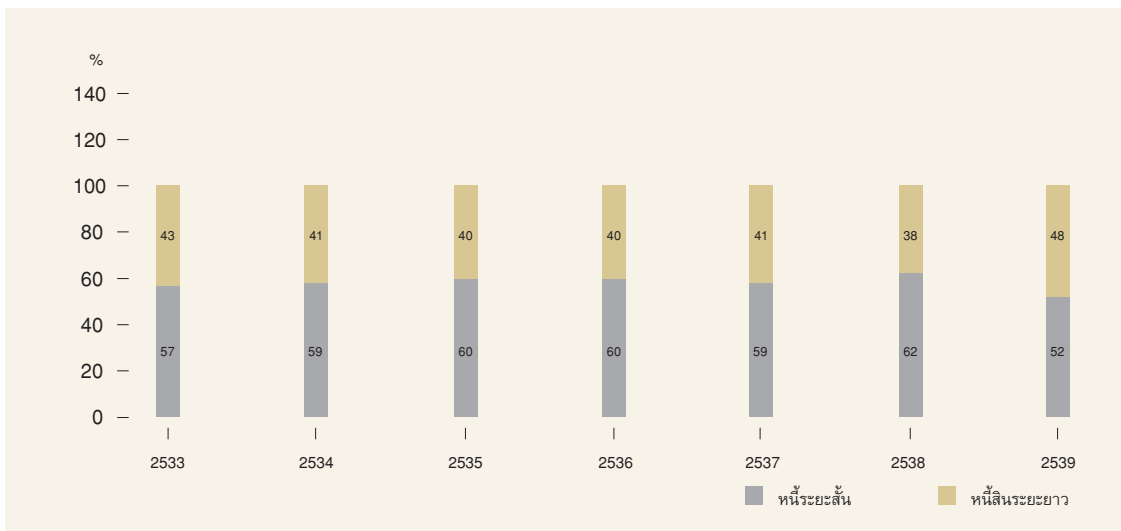


ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

การที่ภาคธุรกิจเอกชนมีการขยายโครงการลงทุนอย่างมากโดยอาศัยเงินสินเชื่อจากสถาบันการเงิน และหลายโครงการใช้เงินกู้ที่เป็นสกุลเงินต่างประเทศเพื่อประหยัดภาระดอกเบี้ยโดยไม่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนเพราะเงินบาทมีค่าคงที่เมื่อเทียบกับเงินตราต่างประเทศ (โดยเฉพาะดอลลาร์ สหรัฐ) ส่งผลให้โครงสร้างทางการเงินของภาคธุรกิจเอกชนไทยมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูงขึ้นเป็นลำดับ และมูลค่าหนี้สินที่เพิ่มขึ้นนั้นส่วนใหญ่เป็นหนี้สินระยะสั้น (แผนภาพที่ 11) และเป็นหนี้สกุลเงินต่างประเทศ ด้วยต้นทุนการลงทุนที่ต่ำและปราศจากความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนก่อให้เกิดการดำเนินนโยบายการลงทุนผิดพลาด คือ มีการลงทุนการผลิตเกินความต้องการภายในประเทศ (over supply) ในภาคธุรกิจต่างๆ มีการสร้างภาระหนี้มากเกินไปจนทำให้สัดส่วนหนี้สินต่อทุนสูงขึ้นอย่างมาก (high D/E ratio) มีการกู้ยืมเงินระยะสั้นเพื่อใช้ในโครงการที่ก่อให้เกิดผลกำไรในระยะยาว (maturity mismatch) และยืมเงินตราต่างประเทศมาใช้ในกิจการที่ให้ผลตอบแทนเป็นเงินบาท (currency mismatch) อย่างมากเกินขนาด

แผนภาพที่ 11 สัดส่วนหนี้ต่างประเทศภาคธุรกิจเอกชน

สัดส่วนหนี้ต่างประเทศภาคเอกชนระยะสั้นและระยะยาว



ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

ผลจากโครงสร้างที่ไม่เหมาะสมดังกล่าว เริ่มสะท้อนให้เห็นนับตั้งแต่กลางปี 2538 เมื่อค่าเงินดอลลาร์ สรอ. เทียบกับเงินเยนแข็งค่าขึ้น ทำให้ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นตามไปด้วย ส่งผลให้สินค้าไทยมีราคาแพงขึ้นในตลาดโลก และการส่งออกซึ่งเป็นหัวใจหลักที่ผลักดันให้เศรษฐกิจไทยขยายตัวในอัตราสูง มาโดยตลอดชะลอลง เมื่อภาคธุรกิจเอกชนประสบปัญหาไม่สามารถส่งออกสินค้าได้ตามเป้าหมาย (ซึ่งสาเหตุสำคัญอีกส่วนหนึ่งอาจมีสาเหตุมาจากการขาดความสามารถในการแข่งขันของภาคธุรกิจเอกชนไทย) จึงส่งผลกระทบต่อความต้องการในการผลิตและการลงทุน ซึ่งส่งผลกระทบต่อเนื่องต่อผลการดำเนินงานและความสามารถในการชำระคืนเงินกู้ เมื่อกลไกดังกล่าวเริ่มไม่ทำงานเศรษฐกิจเริ่มกระตุกและหยุดขยายตัว ผู้ลงทุนและสถาบันการเงินเริ่มมองเห็นปัญหาการลงทุนที่ผิดพลาด การไหลออกของเงินทุนต่างประเทศจึงเกิดขึ้นทั้งในส่วนของเงินทุนเพื่อการลงทุนในภาคเศรษฐกิจจริงและภาคการเงิน จนเป็นสาเหตุให้เกิดการโจมตีค่าเงินบาทจากนักเก็งกำไร ส่งผลต่อค่าเงินบาทและนำไปสู่การประกาศให้ค่าเงินบาทลอยตัวในวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 และในที่สุดรัฐบาลไทยจึงตัดสินใจขอรับความช่วยเหลือทางการเงินจาก IMF เพื่อป้องกันปัญหาลุกลามมากเกินไป ซึ่งจะกระทบต่อความมั่นคงของประเทศ

จุดอ่อนของระบบการเงินไทย

เมื่อพิจารณาพัฒนาการของระบบการเงินไทยในช่วงที่ผ่านมาที่พึ่งพาบรรณาการพาณิชย์เป็นหลัก สามารถวิเคราะห์จุดอ่อนของระบบการเงินไทยตามหน้าที่พื้นฐานบางด้านที่เกี่ยวข้อง สรุปได้ดังนี้

1. การระดมและจัดสรรเงินทุน (pooling and transferring resources)

ระบบการเงินที่มีประสิทธิภาพจะต้องมีจำนวนผู้มีส่วนร่วมในตลาดที่หลากหลาย ไม่พึ่งพารายใดรายหนึ่งมากเกินไปและสถาบันการเงินจะต้องมีความมั่นคง และมีประสิทธิภาพในการดำเนินงาน เพื่อสร้างความได้เปรียบในการแข่งขัน มีความน่าเชื่อถือต่อผู้ใช้บริการ และสร้างความมั่นคงให้กับระบบการเงินโดยรวม

เมื่อพิจารณาโครงสร้างระบบการเงินไทยที่ผ่านมา พบว่ามีการพึ่งพิงบรรณาการพาณิชย์เป็นอย่างมาก จึงทำให้มีความเสี่ยงเกี่ยวกับ maturity mismatch เนื่องจากบรรณาการพาณิชย์รับฝากเงินระยะสั้นและนำเงินดังกล่าวไปปล่อยกู้ต่อในระยะยาว จึงทำให้เกิดปัญหาขาดสภาพคล่องได้ ถ้าประชาชนพากันถอนเงินเป็นจำนวนมาก เมื่อพิจารณาในกลไกการทำงานของระบบการเงินไทย พบว่าเกิดการจัดสรรทรัพยากรอย่างไม่เหมาะสม หรือเกิดการลงทุนที่ผิดพลาดและใช้แหล่งเงินทุนที่ผิดพลาด กล่าวคือ มีการลงทุนจำนวนมากในสิ่งที่ไม่ก่อให้เกิดผลตอบแทนที่คุ้มค่า ได้แก่ การลงทุนในอุตสาหกรรมที่ประเทศไม่ได้เปรียบในเชิงแข่งขัน หรือลงทุนจนเกินไปกว่าความต้องการอุปโภคบริโภคที่แท้จริง ส่วนการใช้แหล่งเงินทุนที่ผิดพลาด คือ ภาคธุรกิจเอกชนพากันกู้เงินระยะสั้นและนำไปลงทุนในโครงการระยะยาว เมื่อเกิดปัญหาขึ้นจึงไม่สามารถชำระคืนหนี้เงินกู้ได้

สำหรับโครงสร้างเงินทุนของภาคธุรกิจเอกชนไทย พบว่านิยมพึ่งพิงแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้เป็นหลัก เนื่องจากโครงสร้างพื้นฐานเป็นธุรกิจของครอบครัว แม้แต่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น เมื่อเศรษฐกิจขยายตัวกิจการมีความต้องการเงินทุนเพิ่มขึ้น เจ้าของธุรกิจมักไม่ยินยอมที่จะสูญเสียอำนาจการควบคุมเหนือธุรกิจ จึงนิยมใช้การก่อหนี้มากกว่าการเพิ่มทุน ส่งผลให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ใช่สถาบันการเงินเพิ่มขึ้นจากระดับ 1.58 ในปี 2537 เป็น 1.98 ในปี 2538 นอกจากนี้ นโยบายการเปิดเสรีทางการเงิน และนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนคงที่มีส่วนสำคัญที่ส่งเสริมให้ภาคธุรกิจเอกชนไทยกู้เงินจากต่างประเทศเป็นจำนวนมาก จนนำไปสู่การจัดสรรเงินทุนที่ผิดพลาด ทำให้บริษัทไทยขยายการลงทุนมากเกินไปจนเกิดความต้องการ มีการก่อหนี้สินจำนวนมาก โดยเฉพาะหนี้สินที่เป็นสกุลเงินต่างประเทศ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นหนี้ระยะสั้น

นอกจากนี้ จากการศึกษาที่ระบบการเงินไทยพึ่งพิงระบบธนาคารพาณิชย์ค่อนข้างมาก เมื่อภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงเกิดปัญหา จึงส่งผลให้ธนาคารพาณิชย์เกิดปัญหาตามไปด้วย ความอ่อนแอของระบบสถาบันการเงินนับเป็นปัญหาที่ซ้ำเติมวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 เป็นอย่างมาก ทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยจำเป็นต้องให้ความช่วยเหลือสถาบันการเงินที่ประสบปัญหา เพื่อรักษาความเชื่อมั่นของประชาชนที่มีต่อระบบการเงินโดยรวมเอาไว้ จึงเป็นภาระของทางการอย่างมากที่ต้องแบกรับภาระหนี้เสียที่เกิดขึ้นในระบบสถาบันการเงิน

2. การบริหารความเสี่ยง (managing risk)

ระบบการเงินที่มีประสิทธิภาพจะต้องมีช่องทางให้ผู้มีความเสี่ยงสามารถบริหารความเสี่ยงได้หลายรูปแบบตามลักษณะของความเสี่ยงที่เผชิญ โดยสถาบันการเงิน นอกจากจะทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการระดมเงินจากภาคครัวเรือน และจัดสรรเงินทุนต่อให้กับภาคธุรกิจ ยังต้องทำหน้าที่ในการบริหารความเสี่ยง การลงทุนอีกด้วย อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาจากข้อเท็จจริงพบว่าภาคธุรกิจ ผู้ออมเงิน และสถาบันการเงินไทย ในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจไม่เคยรู้สึกว่าการนำเงินไปฝากกับความเสี่ยงเลย เนื่องจากมีทางเลือกอื่นที่บริหารความเสี่ยงให้ทั้งหมด จึงทำให้เกิดปัญหา moral hazard กล่าวคือ ภาคธุรกิจสามารถกู้เงินจากต่างประเทศได้โดยไม่รู้สึกรู้ว่ามีความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยน เพราะทางการได้ดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนคงที่

ส่วนสถาบันการเงินพบว่าการปล่อยกู้โดยขาดความรอบคอบ ไม่พิจารณาสถานะความเสี่ยงของผู้กู้พิจารณาแต่หลักประกันเท่านั้น ซึ่งในช่วงที่เกิดภาวะฟองสบู่ มูลค่าหลักประกัน เช่น อสังหาริมทรัพย์ มีราคาสูงเกินความเป็นจริง หลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจทำให้ราคาอสังหาริมทรัพย์ลดลงเป็นจำนวนมาก ทำให้หลักประกันไม่คุ้มมูลหนี้ เกิดหนี้เสียเป็นจำนวนมาก สถาบันการเงินบางแห่งมีการปล่อยกู้ให้กับบุคคลใกล้ชิดหรือบริษัทในเครือ เป็นต้น สำหรับด้านผู้ออมเงินที่ฝากเงินกับสถาบันการเงิน พบว่าส่วนใหญ่ไม่ต้องเผชิญกับความเสี่ยงแต่อย่างใด เนื่องจากรัฐบาลมีการค้ำประกันเงินฝาก จึงไม่ต้องสนใจว่าสถาบันการเงินที่นำเงินไปฝากนั้นมีความมั่นคงหรือไม่ หรือมีการปล่อยกู้จนเกิดหนี้เสียมากน้อยแค่ไหน ไม่ว่าจะเกิดอะไรขึ้นกับสถาบันการเงิน ผู้ฝากเงินจะได้รับเงินคืนแน่นอน ทำให้ผู้ออมเงินหรือผู้ลงทุนขาดวัฒนธรรมในการบริหารความเสี่ยง เพราะอยู่ในโลกที่ไม่มีความเสี่ยงมานาน ทำให้เกิดการปรับตัวช้าและมักไม่เรียนรู้สิ่งใหม่ โดยเฉพาะการยอมรับความเสี่ยงเพิ่มขึ้นเพื่อแลกกับผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับเพิ่มขึ้นตามไปด้วย จึงเป็นปัญหาพื้นฐานของผู้ลงทุนไทย และเป็นอุปสรรคสำคัญในการพัฒนาระบบการเงินไทยในอนาคต โดยเฉพาะการพัฒนาตลาดทุน

เมื่อพิจารณาถึงนโยบายการเปิดเสรีทางการเงิน พบว่าไม่ได้มีข้อเสียเสมอไปหากทางการปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนมีความยืดหยุ่นมากขึ้น ซึ่งจะทำให้ค่าเงินบาทมีความผันผวนตามปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจของประเทศ จะทำให้บริษัทเอกชนไทยที่ต้องการกู้เงินจากต่างประเทศต้องมีการวางแผนประกอบ การตัดสินใจให้รอบคอบมากยิ่งขึ้น โดยมีการคำนึงถึงความเสี่ยงและต้นทุนของเงินทุนอย่างแท้จริง หรือ

เรียนรู้ที่จะหาวิธีป้องกันความเสี่ยงจากความผันผวนของค่าเงิน การที่ทางการไทยใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ทำให้ต้นทุนการกู้เงินจากต่างประเทศต่ำกว่าความเป็นจริง จึงเป็นการสนับสนุนให้ภาคธุรกิจเอกชนไทยกู้เงินจากต่างประเทศมากเกินไป โดยไม่ได้คำนึงถึงการบริหารความเสี่ยง ส่วนสถาบันการเงินก็ขาดความระมัดระวังในการพิจารณาปล่อยกู้ เนื่องจากไม่ต้องกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน ส่งผลให้ภาคธุรกิจเอกชนไทยในขณะนั้นมีหนี้สินระยะสั้นที่เป็นเงินตราต่างประเทศเป็นจำนวนมาก เมื่อพิจารณาภาพรวมของกิจกรรมทางเศรษฐกิจในช่วงก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ พบว่าได้ก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบการเงินมากกว่าจะช่วยลดความเสี่ยงให้กับระบบโดยรวม

3. การให้ข้อมูลทางการเงินเพื่อการตัดสินใจ (providing information)

หน้าที่สำคัญของระบบการเงินอีกประการหนึ่ง คือ การผลิตข้อมูลข่าวสารทางการเงินให้กับหน่วยเศรษฐกิจต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน แต่ระบบการเงินไทยในช่วงที่ผ่านมาไม่สามารถทำหน้าที่นี้ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้การตัดสินใจต่างๆ อยู่บนพื้นฐานของข้อมูลที่บิดเบือนไปจากสภาพความเป็นจริง ได้แก่ นโยบายของทางการในการเปิดเสรีทางการเงิน แต่ยังคงดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ จึงเปรียบเสมือนทางการเป็นผู้รับประกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนให้กับผู้กู้ยืมเงินต่างประเทศ ส่งผลให้บริษัทเอกชนไทยตัดสินใจผิดพลาด ทำการขยายกำลังการผลิตจำนวนมากโดยอาศัยเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ เพราะเข้าใจว่าไม่มีความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนและมีดอกเบี้ยต่ำกว่าการกู้ยืมในประเทศ จนมีการพูดถึงกันทั่วไปว่า ในช่วง 2536 - 2538 การเขียนโครงการเพื่อขอกู้ธนาคารพาณิชย์ไม่ยากเย็นอะไร จะตั้งสมมติฐานให้เศรษฐกิจขยายตัวในอัตราสูงเท่าไรหรือให้อุปสงค์เพิ่มขึ้นเท่าไรนั้นจะไม่ถูกเจ้าหน้าที่หรือผู้ลงทุนหักท้วงมากนัก ทั้งนี้ เพราะทุกคนมั่นใจว่าเศรษฐกิจไทยจะขยายตัวต่อเนื่องตลอดไป ซึ่งเป็นความเข้าใจที่คลาดเคลื่อน ซึ่งเป็นการส่งสัญญาณผิดพลาดประการแรกของทางการ จากการใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ภายใต้การเปิดเสรีทางการเงิน

ประการต่อมา ผลของการที่มีเงินทุนไหลเข้าผ่าน BIBF และทำให้สภาพคล่องภายในประเทศผ่อนคลาย ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศปรับตัวลดลงในช่วงปี 2533 - 2537 (แผนภาพที่ 10) จะเห็นว่าอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารพาณิชย์ปรับลดจากร้อยละ 10 มาเป็นร้อยละ 5-7 อัตราดอกเบี้ยที่ปรับลดลงมีส่วนทำให้ราคาทรัพย์สินต่างๆ ในประเทศรวมทั้งที่ดินและหุ้นทุนพุ่งสูงขึ้น ส่วนหนึ่งเกิดจากการนำเงินกู้จากต่างประเทศที่มีต้นทุนต่ำไปเก็งกำไรในทรัพย์สินเหล่านั้น ทำให้ราคาทรัพย์สินต่างๆ สูงเกินกว่าปัจจัยพื้นฐานจนเกิดภาวะฟองสบู่ ธนาคารพาณิชย์พากันปล่อยกู้มากขึ้น เพราะเห็นว่าหลักประกันค้ำคูณสูงนี้เนื่องจากมีการใช้สังหาริมทรัพย์เป็นหลักประกันการกู้ยืมเงิน ซึ่งตามหลักการแล้วธนาคารพาณิชย์ควรจะพิจารณาสถานะความเสี่ยงของผู้กู้เป็นหลัก ผู้ที่มีความเสี่ยงสูงไม่ควรจะได้รับเงินกู้หรือถ้าได้เงินกู้ควรถูกเรียกเก็บดอกเบี้ยในอัตราที่สูง แต่สิ่งที่เกิดขึ้น คือ อัตราดอกเบี้ยต่ำ ขณะที่ราคาสังหาริมทรัพย์สูงมาก ผู้ที่มีความเสี่ยงสูงสามารถนำสังหาริมทรัพย์มาวางเป็นประกันและได้เงินกู้ไปในอัตราดอกเบี้ยต่ำ จึงเป็น

สิ่งที่ไม่ถูกต้อง เพราะเมื่อภาวะฟองสบู่แตกขึ้นมาราคาสังหาริมทรัพย์ลดลง หลักประกันจึงไม่คุ้มมูลค่าหนี้ ผู้กู้ที่มีความเสี่ยงสูงไม่สามารถชำระหนี้คืนได้ จึงทำให้เกิดหนี้เสียในระบบธนาคารพาณิชย์ขึ้นเป็นจำนวนมาก

นอกจากนี้ ในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจพบว่าบริษัทพากันออกหุ้นทุนขายประชาชนเป็นจำนวนมาก เพราะเห็นว่าขายหุ้นทุนได้ราคาดี และมีโอกาสสร้างกำไรให้กับผู้ลงทุนที่เข้ามาลงทุนได้ ซึ่งราคาหุ้นทุน ณ ขณะนั้นได้สูงเกินกว่าปัจจัยพื้นฐานมาก ส่วนหนึ่งเกิดจากความเชื่อมั่นในเศรษฐกิจมากจนเกินไปและเกิดจากการเก็งกำไรของผู้ลงทุน โดยเฉพาะผู้ลงทุนรายย่อย (ซึ่งเป็นปัญหาของตลาดหุ้นที่จะต้องหาทางแก้ไขต่อไป) ทำให้ประสิทธิภาพขาดทุนจำนวนมากหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ

อย่างไรก็ตาม ระบบการเงินไทยที่ผ่านมาได้สะท้อนข้อมูลที่มีความสำคัญต่อการตัดสินใจดำเนินนโยบายต่างๆ ออกมาบ้างเหมือนกัน แต่พบว่าปัญหาเกิดจากทางการไทยไม่ได้ใช้ข้อมูลที่มีอยู่ในขณะนั้นทำการตัดสินใจดำเนินนโยบาย เพื่อป้องกันหรือแก้ไขปัญหานั้นทันที เช่น ข้อมูลเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้นนับตั้งแต่ปี 2538 ขณะที่เงินเฟ้อในสหรัฐอเมริกาลดต่ำลง ระดับเงินเฟ้อในประเทศที่สูงกว่าต่างประเทศนี้ทำให้ความสามารถในการแข่งขันของบริษัทไทยในตลาดโลกลดลง การแข็งค่าขึ้นของเงินบาทตามการแข็งค่าของเงินดอลลาร์ สรอ. ส่งผลต่อมูลค่าการส่งออกทำให้มีมูลค่าลดลงอย่างต่อเนื่อง รวมทั้งปริมาณหนี้ภาคเอกชนเพิ่มสูงขึ้น ส่วนใหญ่เป็นหนี้ต่างประเทศและมีระยะสั้น ล้วนเป็นข้อมูลที่สำคัญที่น่าจะนำไปสู่การตัดสินใจในเชิงนโยบาย เพื่อดำเนินการก่อนที่จะเกิดปัญหาลุกลาม แต่ก็ไม่มี การดำเนินการอย่างเพียงพอจาก ทางการ จนกระทั่งการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเริ่มรุนแรงขึ้น มีการโจมตีค่าเงินบาทจนกระทบต่อระดับทุนสำรองของประเทศในที่สุด

4. การกำกับดูแลกิจการที่ดี (promoting good governance)

ระบบการเงินที่ดีจะต้องสร้างจิตสำนึกและแรงจูงใจที่ดีต่อผู้ลงทุน เจ้าหนี้ เจ้าของกิจการ ผู้บริหาร กิจการไม่ยึดผลประโยชน์ส่วนตัวมากเกินไป จนทำให้เกิดปัญหาต่อระบบโดยรวม นอกจากนี้ กลไกการทำงานของตลาดจะต้องส่งเสริมให้ผู้ประกอบธุรกิจมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีกลไกการตรวจสอบระบบ การบริหารงาน รวมทั้งมีมาตรการดำเนินการทางวินัยกับผู้ที่ไม่ปฏิบัติตามกติกาของสังคม มีการลงโทษ ในกรณีที่มีการประพฤตินิชอบ จนส่งผลกระทบต่อฐานะการดำเนินงานของบริษัทที่ตนเองบริหาร เป็นต้น

ปัญหาในระบบสถาบันการเงินเป็นตัวตัวอย่างของการขาดระบบการบริหารงาน การตรวจสอบ การกำกับดูแลกิจการที่ดี จนกลายเป็นปัญหาที่ซ้ำเติมวิกฤตการณ์ให้เลวร้ายลงไปอีก สถาบันการเงินในช่วงที่เศรษฐกิจกำลังเฟื่องฟูได้ทำการปล่อยกู้โดยขาดความรอบคอบ มีการให้สินเชื่อแบบผ่อนคลายเป็นพิเศษ โครงการต่างๆ ขยายตัวโดยใช้สัดส่วนของสินเชื่อค่อนข้างสูง หลายโครงการกู้เงินต่างประเทศเพื่อประหยัด ดอกเบี้ย โดยคิดว่าไม่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน สถาบันการเงินจำนวนไม่น้อยพร้อมจะให้กู้ระยะสั้น เพื่อให้โครงการเกิดส่งผลให้ปริมาณสินเชื่อได้เพิ่มขึ้นอย่างมาก ผู้กู้บางรายมีหนี้สินต่อทุนสูงมากก็ยังคงได้

ผู้เพิ่ม รวมทั้งมีการปล่อยกู้ให้กับบุคคลที่เกี่ยวข้อง หรือบริษัทในเครืออีกเป็นจำนวนมาก โครงสร้างทางการเงินของภาคธุรกิจเอกชนไทย จึงไม่เข้มแข็งพอที่จะรองรับแรงกระแทกจากอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นและจากโครงการที่ให้ผลตอบแทนต่ำ ดังนั้น เมื่อเศรษฐกิจชะลอตัวสถาบันการเงิน จึงต้องเผชิญกับปัญหาการปล่อยกู้ที่ผิดพลาด ทางภารกิจก็ถูกวิจารณ์อย่างมากในความผิดพลาดของการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาค และการขาดความเด็ดขาดที่จะแก้ไขปัญหาสถาบันการเงินอย่างจริงจัง จึงกระทบต่อความมั่นคงของประเทศ

บทบาทของตลาดทุนต่อการแก้ไขปัญหาในช่วงที่ผ่านมา

เป็นที่ทราบกันดีในระดับสากลว่าระบบการเงินที่มีประสิทธิภาพจะต้องไม่พึ่งพาดตลาดใดตลาดหนึ่งมากเกินไป และสถาบันการเงินจะต้องมีความมั่นคงและมีประสิทธิภาพในการดำเนินงาน เพื่อสร้างความได้เปรียบในการแข่งขัน มีความน่าเชื่อถือต่อผู้ใช้บริการ และสร้างความมั่นคงให้กับระบบการเงินโดยรวม ระบบการเงินไทยที่ผ่านมาเป็นระบบที่พึ่งพาธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก ผสมกับการดำเนินนโยบายด้านเศรษฐกิจมหภาคที่ผิดพลาดของทางการ จึงทำให้มีการก่อหนี้อย่างมากของภาคธุรกิจเอกชน ซึ่งส่วนใหญ่เป็นหนี้ระยะสั้นจากต่างประเทศ เพื่อนำไปลงทุนในโครงการระยะยาว จึงเกิดปัญหา currency and maturity mismatch รวมทั้งการขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระบบธนาคารพาณิชย์ การบริหารงานที่ขาดความระมัดระวังของผู้บริหาร จนส่งผลให้ธนาคารพาณิชย์มีปัญหา ทำให้ประชาชนขาดความเชื่อมั่น จนพากันถอนเงินออกจากระบบ และลุกลามเป็นปัญหาของประเทศซึ่งกลายเป็นปัญหาเรื้อรังจนถึงปัจจุบันที่กระทบต่อประสิทธิภาพของระบบการเงินไทยในการระดมและจัดสรรเงินทุนให้กับระบบเศรษฐกิจ ดังนั้น การพัฒนาระบบการเงินไทยในอนาคต มีความจำเป็นจะต้องสร้างความสมดุลที่เกิดขึ้นในระบบ และความมั่นคงของประเทศ โดยลดการพึ่งพาดตลาดเงินหรือระบบธนาคารพาณิชย์ และให้ความสำคัญกับการพัฒนาตลาดทุนมากยิ่งขึ้น

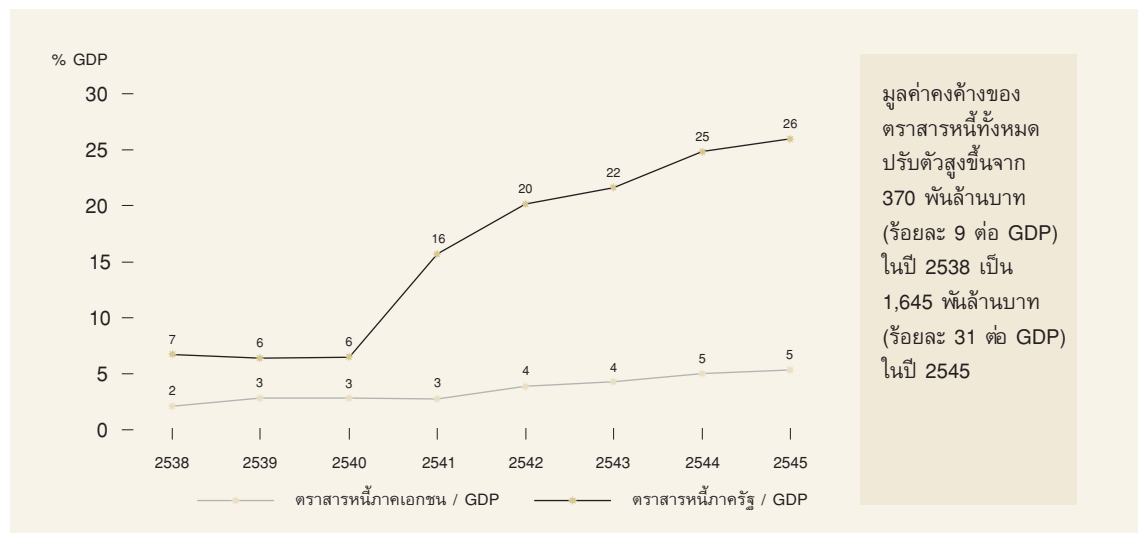
ตลาดทุนจะมีบทบาทสำคัญในการเป็นแหล่งเงินทุนระยะยาวให้กับภาครัฐและภาคธุรกิจเอกชน เพื่อเป็นแหล่งเงินทุนของภาครัฐที่จะระดมเงินไปใช้ในการลงทุนโครงการต่างๆ ที่จะเป็นประโยชน์ต่อประชาชนและสร้างความมั่นคงให้กับประเทศ รวมทั้งเพื่อปรับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทไทย โดยปรับจากการใช้หนี้ต่างประเทศเป็นหนี้ในประเทศ (ลด currency mismatch) และปรับจากการใช้หนี้ระยะสั้นเป็นหนี้ระยะยาวด้วยการออกหุ้นกู้ (ลด maturity mismatch) และการเพิ่มทุนด้วยการออกหุ้นทุนขายต่อประชาชน ซึ่งจะช่วยลดอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนให้ต่ำลง (low D/E ratio) แนวทางดังกล่าวนอกจากช่วยให้โครงสร้างระบบการเงินไทยเกิดความสมดุลแล้ว (balanced financial system) ยังทำให้โครงสร้างทางการเงินของภาคธุรกิจเอกชนไทยมีความสมดุลมากขึ้นตามไปด้วย (balanced corporate capital structure)

เมื่อพิจารณาถึงกลไกการทำงานของตลาดทุน พบว่าตลาดทุนมีความเสี่ยงต่อความล้มเหลวของระบบการเงิน (systemic risk) น้อยกว่าระบบธนาคารพาณิชย์ เนื่องจากบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นตัวกลางทางการเงินในตลาดทุนจะมีกลไกการดำเนินงานและการกำกับดูแลแตกต่างจากธนาคารพาณิชย์ คือ (1) ทรัพย์สินของลูกค้าที่ฝากไว้กับบริษัทหลักทรัพย์จะถูกเก็บและจัดทำบัญชีแยกต่างหากจากทรัพย์สินของบริษัทหลักทรัพย์ ถ้าบริษัทหลักทรัพย์ประสบปัญหาในการดำเนินงานจนต้องเลิกกิจการจะไม่ส่งผลกระทบต่อทรัพย์สินของลูกค้า (2) บริษัทหลักทรัพย์ไม่ได้มีการรับฝากเงินหรือกู้เงินจากประชาชนเหมือนกับธนาคารพาณิชย์ จึงไม่ต้องกังวลว่าจะขาดสภาพคล่องจากการถูกแห่ถอนเงิน และ (3) ทรัพย์สินส่วนใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์จะเป็นหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องที่มีการประเมินมูลค่าตามราคาตลาดทุกวัน (daily marked-to-market) และสามารถขายได้ในตลาดรองโดยไม่กระทบต่อราคามากนัก เมื่อบริษัทหลักทรัพย์มีปัญหาก็จะไม่ส่งผลกระทบต่อการทำนายทรัพย์สินของลูกค้าเพื่อชำระเงินคืนเจ้าหนี้ในกรณีที่บริษัทหลักทรัพย์ต้องเลิกกิจการ

นอกจากนี้ การแก้ไขวิกฤติการณ์ด้านการเงินที่ผ่านมา พบว่าตลาดทุนได้มีบทบาทสำคัญในการช่วยแก้ไขปัญหาในหลายด้าน เช่น การเพิ่มทุนให้กับสถาบันการเงิน การเสริมสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดี และการใช้ตลาดทุนเป็นแหล่งเงินทุนให้กับภาครัฐโดยการออกพันธบัตรทั้งระยะสั้นและยาวเพื่อนำเงินมาใช้ในการแก้ไขปัญหาในระบบสถาบันการเงิน จากข้อมูลตามแผนภาพที่ 12 และ 13 พบว่าภายหลังจากวิกฤติเศรษฐกิจ ตลาดตราสารหนี้เติบโตอย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะตราสารหนี้ภาครัฐ ทำให้กลไกการทำงานของระบบการเงินเริ่มมีเสถียรภาพ และสร้างความมั่นคงให้กับระบบเศรษฐกิจของประเทศ

แผนภาพที่ 12 มูลค่าคงค้างตราสารหนี้ต่อ GDP

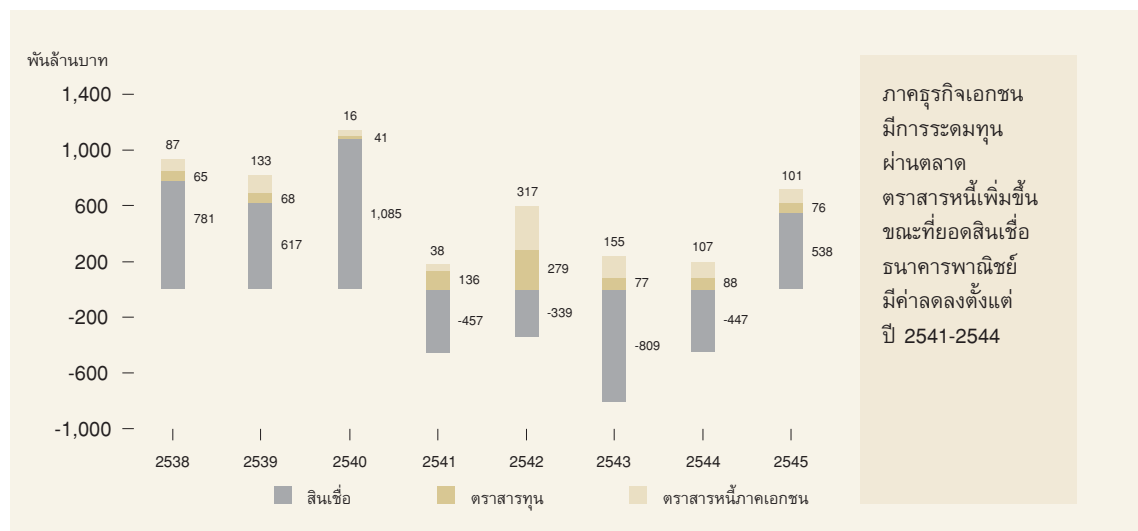
มูลค่าคงค้างตราสารหนี้ ต่อ GDP



ที่มา : ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย และธนาคารแห่งประเทศไทย

แผนภาพที่ 13 มูลค่าระดมทุนของภาครัฐกิจเอกชน

มูลค่าการเสนอขายตราสารหนี้ภาคเอกชน ตราสารทุน และสินเชื่อ



ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. และธนาคารแห่งประเทศไทย

1. ความแตกต่างระหว่างระบบธนาคารพาณิชย์กับตลาดทุน

1.1 การระดมและจัดสรรเงินทุนผ่านระบบธนาคารพาณิชย์

การระดมและจัดสรรเงินทุนผ่านระบบธนาคารพาณิชย์ ธนาคารพาณิชย์จะเข้ามาเป็นตัวกลางในการระดมเงินจากประชาชนด้วยการรับฝากเงิน เงินที่รับฝากจากประชาชนนั้นจะถือเป็นหนี้สินของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งจะต้องคืนให้กับประชาชนเมื่อครบกำหนดตามเงื่อนไข การดำเนินธุรกิจของธนาคารพาณิชย์จะเกี่ยวข้องกับประชาชนเป็นจำนวนมาก และมีมูลค่าการระดมเงินที่สูงกว่าการระดมเงินผ่านช่องทางอื่น นอกจากนี้ ธนาคารพาณิชย์ยังให้บริการทางด้านสินเชื่อชำระราคาสินค้า และบริการในระบบเศรษฐกิจอีกด้วย

ในด้านการปล่อยกู้ ธนาคารพาณิชย์จะเป็นผู้พิจารณาปล่อยกู้โดยอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากผู้กู้ ซึ่งข้อมูลเหล่านี้จะไม่มีเปิดเผยต่อสาธารณชน เพราะเป็นข้อมูลที่ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้ใช้ประโยชน์เองโดยตรงเพื่อประกอบการตัดสินใจในการปล่อยกู้ ในด้านประชาชนผู้ฝากเงินก็ไม่ต้องสนใจว่าธนาคารพาณิชย์จะปล่อยกู้ให้กับใคร เพราะถึงอย่างไรธนาคารพาณิชย์จะต้องรับผิดชอบคืนเงินฝากให้กับตนเมื่อครบกำหนดตามเงื่อนไข จะเห็นได้ว่าธนาคารพาณิชย์แบกรับความเสี่ยงไว้มาก ในกรณีที่ผู้กู้เป็นจำนวนมาก ไม่สามารถชำระดอกเบี้ยหรือเงินต้นคืนได้ จะทำให้ธนาคารพาณิชย์ขาดสภาพคล่องไม่มีเงินคืนให้กับผู้ฝากเงินตามเงื่อนไขที่กำหนด ทำให้ประชาชนขาดความเชื่อมั่น ส่งผลกระทบต่อระบบการเงินและต่อระบบเศรษฐกิจ ด้วยเหตุนี้ ทางการจึงต้องกำกับดูแลการประกอบธุรกิจธนาคารพาณิชย์ เพื่อป้องกันความเสี่ยงต่อระบบการเงิน ซึ่งจะช่วยให้ประชาชนรู้สึกปลอดภัยและมั่นใจในการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์

1.2 การระดมและจัดสรรเงินทุนผ่านตลาดทุน

การระดมและจัดสรรเงินทุนผ่านตลาดทุนเป็นกระบวนการที่ผู้มีเงินเหลือตัดสินใจเองว่าจะให้กู้เงิน หรือจะร่วมลงทุนกับผู้ต้องการเงินทุนรายใดก็ได้โดยตรง โดยไม่ต้องอาศัยธนาคารพาณิชย์เข้ามาเป็นตัวกลางเพราะมีตลาดทุนเข้ามาทำหน้าที่แทน โดยตลาดทุนจะเป็นสถานที่ที่ผู้มีเงินเหลือสามารถปล่อยกู้ หรือลงทุนได้โดยตรงด้วยการซื้อหลักทรัพย์ที่ผู้ต้องการเงินทุนเป็นผู้ออก จึงเป็นหน้าที่ของผู้ลงทุนจะต้องวิเคราะห์ความเสี่ยงเกี่ยวกับหลักทรัพย์เป็นอย่างดีก่อนที่จะตัดสินใจลงทุน ซึ่งจะต่างจากเดิมที่มีธนาคารพาณิชย์เข้ามาค้าประกันความเสี่ยงแทนด้วยการรับฝากเงินและนำเงินไปปล่อยกู้ต่อ โดยผู้ลงทุนพิจารณาถึงความมั่นคงของธนาคารพาณิชย์ที่รับฝากเงินเท่านั้น การลงทุนในหลักทรัพย์ผ่านตลาดทุนผู้ลงทุนจะต้องรับความเสี่ยงเอง ซึ่งประกอบด้วยความเสี่ยงเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ เช่น ขายหลักทรัพย์ในราคาที่ต่ำกว่าตอนซื้อทำให้เกิดผลขาดทุนหรือกรณีที่ลงทุนในหุ้นกู้เอกชนผู้ลงทุนอาจไม่ได้รับดอกเบี้ยหรือเงินต้นคืน จากกระบวนการดังกล่าวข้างต้นจะเห็นได้ว่าตลาดทุนจะทำหน้าที่เชื่อมโยงระหว่างผู้มีเงินเหลือกับผู้ต้องการเงินทุนโดยตรง โดยไม่ผ่านตัวกลางทางการเงิน เช่น

ธนาคารพาณิชย์ (disintermediation process) จะคล้ายกับการที่ผู้บริโภคสามารถสั่งซื้อสินค้าได้โดยตรงจากผู้ผลิตโดยไม่ผ่านพ่อค้าคนกลาง ซึ่งกระบวนการดังกล่าวจะก่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้ลงทุนและผู้ต้องการเงินทุน ดังนี้

1.2.1 ด้านผู้ต้องการเงินทุน

ตลาดทุนจะเพิ่มทางเลือกในการระดมทุนให้กับผู้ต้องการเงินทุน ทำให้ระดมทุนได้โดยมีต้นทุนที่ต่ำกว่าการกู้เงินจากธนาคารพาณิชย์ เพราะแต่เดิมผู้ต้องการเงินทุนไม่มีทางเลือกในการระดมทุนมากนัก ผลของการที่ธนาคารพาณิชย์เข้ามาค้าประกันความเสี่ยงแทนผู้ออมเงิน จึงจำเป็นที่ธนาคารพาณิชย์ต้องคิดส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝากที่สูง (spread) เพื่อเป็นผลตอบแทนจากการที่เข้ามาค้าประกันความเสี่ยงให้กับผู้ออมเงิน นอกจากนี้ จำนวนผู้ประกอบการธุรกิจธนาคารพาณิชย์จะมีอยู่เพียงจำกัด จึงทำให้เกิดการรวมตัวของผู้ประกอบการธุรกิจขึ้น (cartel) เพื่อกำหนดค่า spread จนทำให้ผู้ต้องการเงินทุนมีต้นทุนเงินกู้ยืมสูง แนวทางที่จะทำให้ต้นทุนของผู้ต้องการเงินทุนลดลง คือ การเพิ่มช่องทางระดมทุนให้มีมากขึ้น เช่น เปิดให้มีธนาคารพาณิชย์มากขึ้น หรือส่งเสริมการระดมทุนโดยตรงผ่านตลาดทุน ไม่ว่าจะเป็นการระดมทุนด้วยตราสารหนี้หรือตราสารทุน ซึ่งทางเลือกที่เพิ่มขึ้นนี้จะช่วยทำให้เกิดการแข่งขันในระบบการเงิน ส่งผลให้ spread หรือต้นทุนการระดมทุนของผู้ต้องการเงินทุนลดลงได้ในที่สุด

1.2.2 ด้านผู้ลงทุน

ตลาดทุนจะเพิ่มทางเลือกในการลงทุนให้กับผู้ลงทุน จากเดิมที่ผู้ลงทุนนิยมออมเงินด้วยการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์ ผลของการที่ธนาคารพาณิชย์เข้ามาค้าประกันความเสี่ยงแทนด้วยการนำเงินไปปล่อยกู้ต่อธนาคารพาณิชย์ จึงคิดค่าค้าประกันความเสี่ยงด้วยการจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้ลงทุนต่ำกว่าการที่ผู้ลงทุนเข้าไปปล่อยกู้หรือลงทุนเองโดยตรงผ่านตลาดทุน ในการลงทุนเองโดยตรงผู้ลงทุนจะต้องเข้ามารับความเสี่ยงในการวิเคราะห์และตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์เอง ทำให้ผู้ลงทุนมีโอกาสได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนสูงกว่าการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์ ซึ่งผลตอบแทนจากการลงทุนจะประกอบด้วยกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ และกระแสเงินสดที่ได้รับจากหลักทรัพย์ที่ไปลงทุน เช่น ดอกเบี้ย เงินปันผล หรือสิทธิประโยชน์ที่เกี่ยวข้อง เป็นต้น

2. แนวคิดเกี่ยวกับการลงทุนในตลาดทุน

จากการที่ผู้ลงทุนสามารถลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกโดยผู้ต้องการเงินทุนได้โดยตรง ทำให้ผู้ลงทุนต้องรับความเสี่ยงเพิ่มขึ้น เพื่อแลกกับผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต โดยไม่มีธนาคารพาณิชย์เข้ามาค้าประกันความเสี่ยงแทนเหมือนกับการฝากเงิน ผู้ลงทุนจะต้องมีทักษะในการวิเคราะห์การลงทุนอย่างมาก และรู้จักคุณลักษณะของหลักทรัพย์ที่จะเข้าไปลงทุนเป็นอย่างดี โดยทางการจะช่วยกำกับดูแลให้ผู้ออกหลักทรัพย์มีการเปิดเผยข้อมูลออกมาให้ถูกต้อง ครบถ้วน และทันเวลา อย่างไรก็ตาม เนื่องจาก

เงินลงทุนและความสามารถในการวิเคราะห์การลงทุนของผู้ลงทุนแต่ละคนมีไม่เท่ากัน ดังนั้น แนวคิดเกี่ยวกับการลงทุนในตลาดทุน จึงสามารถจำแนกได้ออกเป็น 2 แนวทาง ดังนี้

2.1 ผู้ลงทุนตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์เอง โดยได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนตามความเสี่ยง วิธีการนี้จะเหมาะกับผู้ลงทุนที่มีความรู้ความเข้าใจ และมีเวลาในการศึกษาวิเคราะห์หลักทรัพย์ เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน ที่สำคัญคือ การลงทุนในตลาดทุนจะช่วยให้ผู้ลงทุนมีโอกาสเป็นเจ้าของกิจการ เนื่องจากการดำเนินธุรกิจจะต้องใช้เงินจำนวนมาก ซึ่งเจ้าของเดิมอาจมีเงินจำกัดไม่เพียงพอต่อการขยายธุรกิจ จึงต้องหาเงินลงทุนเพิ่มเติม โดยเปิดโอกาสให้ผู้อื่นเข้ามาร่วมลงทุนในกิจการ ทำให้การดำเนินธุรกิจในแบบครอบครัวพัฒนาไปสู่การเป็นบริษัทมหาชน ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อกิจการโดยตรง

2.2 การลงทุนผ่านกองทุนรวม ทำให้ผู้ลงทุนมีโอกาสเป็นเจ้าของกิจการผ่านการถือหน่วยลงทุนของกองทุนรวม ถึงแม้จะเป็นการลงทุนไม่มากนักก็ตาม อย่างไรก็ตาม ผู้ลงทุนยังคงมีความเสี่ยงต่อการลงทุนดังกล่าว ถ้ากองทุนรวมเกิดขาดทุน มีผลการดำเนินงานไม่เป็นไปตามที่คาดหมาย จะทำให้เงินลงทุนมีมูลค่าลดลงได้เช่นเดียวกัน ข้อดีของการลงทุนผ่านกองทุนรวม คือ ช่วยให้เกิดการกระจายความเสี่ยง (diversification) เพราะมีการลงทุนในหลักทรัพย์ของหลายบริษัทแตกต่างกัน โดยกองทุนรวมจัดเป็นผู้ให้บริการทางการเงินประเภทหนึ่ง โดยการจัดหาผู้เชี่ยวชาญมืออาชีพมาทำหน้าที่ตัดสินใจลงทุนให้กับผู้ลงทุน ผู้ลงทุนจึงเพียงแต่นำเงินไปซื้อหน่วยลงทุนที่ออกโดยกองทุนรวมประเภทต่างๆ และกองทุนรวมจะนำเงินไปลงทุนในหลักทรัพย์อีกทอดหนึ่ง ทำให้ผู้ลงทุนมีโอกาสเป็นเจ้าของกิจการหลายกิจการ โดยใช้เงินลงทุนที่มีอยู่อย่างจำกัดไปรวมกับผู้ลงทุนรายอื่นผ่านกองทุนรวม

3. การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรอง

ในตลาดทุนจะมีหลักทรัพย์หลายประเภทให้ผู้ลงทุนเลือกลงทุน โดยหลักทรัพย์แต่ละประเภทจะมีระยะเวลาครบกำหนดแตกต่างกันไป เช่น หุ้นกู้มีอายุตั้งแต่ 1-10 ปี ส่วนหุ้นทุนจะไม่มีระยะเวลาครบกำหนด โดยปกติอายุครบกำหนดของหลักทรัพย์ มักจะไม่สอดคล้องกับระยะเวลาที่ผู้ลงทุนต้องการลงทุน เช่น ผู้ออกหลักทรัพย์อาจจะเลือกออกหลักทรัพย์ที่มีระยะเวลาครบกำหนดในระยะยาว หรือไม่มีระยะเวลาครบกำหนด เช่น หุ้นทุน เพราะไม่อยากถูกเรียกเงินคืนเร็ว หรือถ้าจะจ่ายเงินคืนก็เมื่อเลิกบริษัท เป็นต้น เพราะจะทำให้วางแผนการใช้เงินได้อย่างมีประสิทธิภาพมากกว่าการระดมทุนในระยะสั้น

ในทางตรงกันข้าม ผู้ลงทุนอาจต้องการถือหลักทรัพย์ในระยะสั้นเท่านั้น ไม่อยากผูกมัดเงินลงทุนไว้กับหลักทรัพย์นานเกินไป จึงอยากจะได้เงินคืนก่อนหลักทรัพย์ครบกำหนด แต่ผู้ลงทุนไม่สามารถนำหลักทรัพย์ไปขายคืนให้กับผู้ออกหลักทรัพย์ได้ เพราะผู้ออกหลักทรัพย์ไม่มีภาระผูกพันที่จะต้องรับซื้อหลักทรัพย์คืนก่อนครบกำหนด ด้วยเหตุนี้ ตลาดรองจึงเข้ามามีบทบาทสำคัญในการแปลงระยะเวลา

ครบกำหนดของหลักทรัพย์ ให้เหมาะสมกับความต้องการของผู้ออกหลักทรัพย์และผู้ลงทุน กล่าวคือ ผู้ออกหลักทรัพย์สามารถเลือกออกหลักทรัพย์ได้ตามระยะเวลาครบกำหนดที่ต้องการ ส่วนผู้ลงทุนก็สามารถโอนเปลี่ยนมือหลักทรัพย์จากบุคคลหนึ่งไปยังอีกบุคคลหนึ่งได้ ถ้าตนเองไม่ยากถือหลักทรัพย์นั้นอีกต่อไป ซึ่งการนำหลักทรัพย์ที่ซื้อมาครั้งแรก ไปขายเพื่อโอนเปลี่ยนมือกันในเวลาต่อมา ผู้ลงทุนสามารถทำได้ผ่านการซื้อขายในตลาดรอง ทำให้ผู้ลงทุนสามารถกำหนดระยะเวลาถือครองหลักทรัพย์ได้ตามที่ต้องการ โดยไม่จำเป็นต้องถือครองหลักทรัพย์ไปจนครบกำหนด เช่น ผู้ลงทุนซื้อหุ้นกู้อายุ 10 ปี ถือไป 1 เดือนก็สามารถเอาไปขายต่อให้บุคคลอื่นได้ หรือซื้อหุ้นทุนและถือไป 1 สัปดาห์ก็สามารถเอาไปขายต่อให้บุคคลอื่นได้ เช่นเดียวกัน เป็นต้น

การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองจะเกิดขึ้นได้ก็ต่อเมื่อมีคนมาซื้อขายเพื่อโอนเปลี่ยนมือกันเป็นจำนวนมาก เพราะจะทำให้ผู้ซื้อและผู้ขายสามารถซื้อขายหลักทรัพย์ได้ตามราคา ปริมาณ และภายในระยะเวลาที่ต้องการ ทำให้หลักทรัพย์มีสภาพคล่อง (liquidity) จึงเกิดบทบาทของผู้ลงทุนที่เข้ามาเก็งกำไรในระยะสั้น ซึ่งมีส่วนสำคัญที่ทำให้หลักทรัพย์มีการหมุนเวียนเปลี่ยนมือกันไปเรื่อยๆ ตลอดอายุของหลักทรัพย์ ดังนั้น ธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ จึงถือเป็นองค์ประกอบสำคัญของการมีตลาดรอง นอกจากนี้ การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองไม่เพียงแต่มุ่งประโยชน์ในเรื่องการโอนเปลี่ยนมือถือครองหลักทรัพย์เท่านั้น แต่ยังช่วยทำให้เกิดกลไกในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (price discovery) เพื่อเป็นข้อมูลให้กับผู้ลงทุนทุกประเภทไว้ใช้อ้างอิง ราคาหลักทรัพย์ในตลาดรองจะเป็นข้อมูลที่เกิดจากการวิเคราะห์หลักทรัพย์ของผู้ลงทุน โดยใช้ข้อมูลในปัจจุบันเพื่อวิเคราะห์เหตุการณ์ที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต และส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ซึ่งผลการวิเคราะห์ของผู้ลงทุนจะถูกสะท้อนในราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อขายกันในตลาดรอง

สำหรับบทบาทหน้าที่และพัฒนาการตลอดจนสภาพและปัญหาของตลาดหุ้นไทยจะกล่าวโดยละเอียดในบทที่ 5 ต่อไป

บทที่ 4

พัฒนาการระบบการเงินต่างประเทศ

ในบทนี้จะวิเคราะห์ระบบการเงินต่างประเทศในแง่มุมต่างๆ จากการประมวลงานวิจัยในเชิงประจักษ์ที่ผ่านมา เพื่อชี้ให้เห็นถึงบทบาทและความสำคัญของระบบการเงินต่อการพัฒนาเศรษฐกิจ โครงสร้างและรูปแบบของระบบการเงินในต่างประเทศที่ทำหน้าที่ระดมและจัดสรรเงินออมสู่ผู้ลงทุน โดยเปรียบเทียบข้อดีและข้อด้อยระหว่างการระดมทุนผ่านระบบธนาคารพาณิชย์กับระบบตลาดทุน ตลอดจนเปรียบเทียบรูปแบบการระดมทุนของภาคธุรกิจในประเทศพัฒนาและประเทศกำลังพัฒนา และชี้ให้เห็นความจำเป็นในการพัฒนาตลาดทุน เพื่อรองรับการพัฒนาทางเศรษฐกิจ

บทบาทของระบบการเงินต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

1. พัฒนาการทางการเงินก่อให้เกิดการเจริญเติบโตในภาคเศรษฐกิจจริง

พบว่าในประเทศที่พัฒนาจะมีภาคการเงินที่พัฒนาด้วยเช่นกัน Beck (2000) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการพัฒนาของเศรษฐกิจที่วัดจากรายได้ประชาชาติต่อคน (per capita income) กับระดับความลึก (financial depth) ทางการเงิน และระดับการพัฒนาด้านการเงินของประเทศต่างๆ ทั่วโลก 87 ประเทศ ในช่วงทศวรรษ 1990 พบว่าประเทศที่มีระดับรายได้ประชาชาติต่อคนที่สูงกว่าจะมีขนาดของความลึกทางการเงินที่มากกว่า แผนภาพที่ 14 แสดงให้เห็นว่าประเทศที่มีระดับรายได้ประชาชาติต่อคนที่สูงกว่าจะมีสัดส่วนยอดสินเชื่อภาคเอกชนต่อ GDP และสัดส่วนมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (market capitalization) ต่อ GDP ที่สูงตามไปด้วย ขณะที่แผนภาพที่ 15 แสดงความสัมพันธ์ให้เห็นว่าประเทศที่มีระดับรายได้ประชาชาติต่อคนที่สูงกว่า จะมีระดับการพัฒนาด้านการเงินที่สูงกว่าด้วยเช่นกัน นอกจากนี้ ธนาคารโลก (The World Bank: 2001) ยังพบว่าประเทศที่มีระดับความลึกทางการเงินที่สูงกว่าจะมีระดับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่สูงกว่าเช่นกัน (แผนภาพที่ 16)

อย่างไรก็ตาม ความสัมพันธ์ดังกล่าวข้างต้น มิได้บ่งชี้ว่าระดับการพัฒนาภาคการเงินจะนำไปสู่การเติบโตได้ เพราะว่าการเติบโตของภาคเศรษฐกิจที่เกิดขึ้น อาจเป็นตัวผลักดันและสร้างความต้องการทางการเงิน (financial needs) โดยอัตโนมัติอยู่แล้ว การเติบโตของภาคการเงินอาจเป็นเพียงการตอบสนองความต้องการจริงที่เกิดขึ้น ซึ่งแนวคิดดังกล่าวเป็นแนวคิดของนักเศรษฐศาสตร์นีโอคลาสสิก (neo-classical economists) ที่เชื่อว่าภาคการเงินไม่มีบทบาทพิเศษแต่อย่างใดต่อการพัฒนาเศรษฐกิจ และภาครัฐก็ไม่มี ความจำเป็นที่จะต้องมีนโยบายพัฒนาภาคการเงินเป็นพิเศษ

แนวคิดดังกล่าวได้ถูกโต้แย้งในระยะหลังจากนักเศรษฐศาสตร์กลุ่มอื่นๆ โดยชี้ให้เห็นว่าภาคการเงินมีความพิเศษกว่าภาคเศรษฐกิจจริงที่ทำหน้าที่เป็นช่องทางในการระดมทรัพยากร เพื่อการลงทุนซึ่งก่อให้เกิดการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ดังนั้น การพัฒนาภาคการเงินจะช่วยให้ระบบเศรษฐกิจขยายตัวมากขึ้น Levine, Loayza, and Beck (2000) ได้ทำการศึกษายาทบทวนของการพัฒนาภาคการเงินที่มีต่อการพัฒนาเศรษฐกิจด้วยวิธีทางเศรษฐมิติ (econometrics) โดยทำการทดสอบความเป็นเหตุและผล (causality test) จากข้อมูลประเทศต่างๆ ทั่วโลก 87 ประเทศ ในช่วงปี 1960 - 1995 พบว่าพัฒนาการด้านการเงินสามารถอธิบายอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจได้อย่างมีนัยสำคัญ ประเทศที่ระดับการพัฒนาด้านการเงินที่สูงจะส่งผลให้มีการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศนั้นสูงตามด้วย (แผนภาพที่ 17)

2. พัฒนาการทางการเงินก่อให้เกิดผลิตภาพการผลิตในภาคเศรษฐกิจจริง

Levine, Loayza, and Beck (2000) ได้ชี้ให้เห็นว่าพัฒนาการทางการเงิน ก่อให้เกิดการเพิ่มขึ้นของผลิตภาพในการผลิตเป็นหลัก (Total Factor Productivity¹) มากกว่าการเพิ่มขึ้นของทุนต่อแรงงาน (capital deepening = higher capital per labor) หรือการเพิ่มขึ้นของการสะสมทุน (capital accumulation) หรือการออมที่เพิ่มขึ้น (national savings) และจากงานศึกษาในเชิงประจักษ์ พบว่าการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศส่วนใหญ่ในโลก (growth of real GDP per capita) ถูกขับเคลื่อนจากปัจจัยด้านการเพิ่มขึ้นของผลิตภาพเป็นหลัก ดังนั้น พัฒนาการทางการเงินจึงเป็นปัจจัยสำคัญที่ก่อให้เกิดการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ

นอกจากนี้ การศึกษายังพบว่าพัฒนาการทางการเงินมีส่วนทำให้มีผลิตภาพการผลิตในภาคเศรษฐกิจจริงเพิ่มขึ้นด้วย Wurgler (2000) แสดงให้เห็นว่าการเพิ่มขึ้นของการลงทุนรายภาคอุตสาหกรรม (sectoral investment) จะตอบสนองมากขึ้นต่อการเติบโตของผลผลิตในภาคอุตสาหกรรมนั้น (sectoral output growth) ในระบบเศรษฐกิจที่มีภาคการเงินที่พัฒนาหรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง คือ ในระบบเศรษฐกิจที่ภาค

¹ ในทางเศรษฐศาสตร์ การขยายตัวทางเศรษฐกิจเกิดขึ้นจาก การเพิ่มขึ้นของปัจจัยการผลิต โดยเฉพาะปัจจัยด้านทุนที่สะสมทุนที่เพิ่มขึ้น และผลิตภาพของการผลิตที่เพิ่มขึ้น ดังนี้

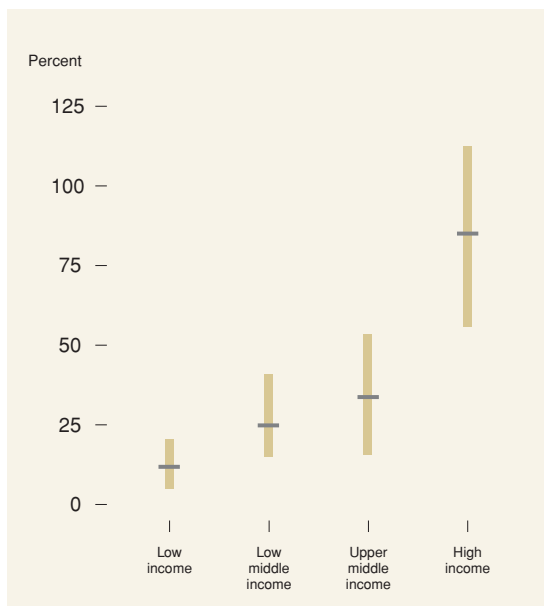
$$\text{real GDP per capita growth} = (\text{elasticity of capital}) \times \text{capital per capita growth} + \text{total factor productivity}$$

โดยที่ total factor productivity แสดงถึงผลิตภาพในการผลิตที่เพิ่มขึ้น โดยใช้ปัจจัยการผลิตอื่นคงที่

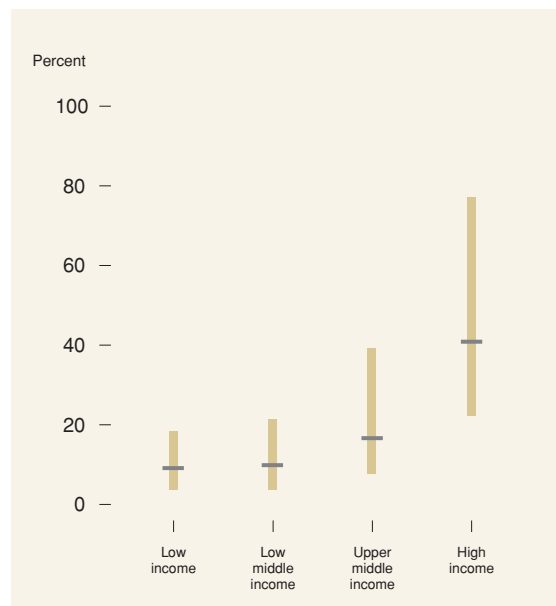
การเงินที่พัฒนา การจัดสรรการลงทุนจะทำได้ดีขึ้น เมื่อภาคอุตสาหกรรมไหนขยายตัวก็จะได้รับการลงทุนมากขึ้น ภาคอุตสาหกรรมไหนหดตัวก็จะได้รับการลงทุนลดลง ดังนั้น ประสิทธิภาพในการจัดสรรทรัพยากรจึงดีขึ้นในระบบเศรษฐกิจ

แผนภาพที่ 14 ความสัมพันธ์ระหว่างความลึกทางการเงินกับระดับรายได้ต่อคนในประเทศต่างๆ ทั่วโลก

Private credit as percent of GDP
(median and quartiles by income level)



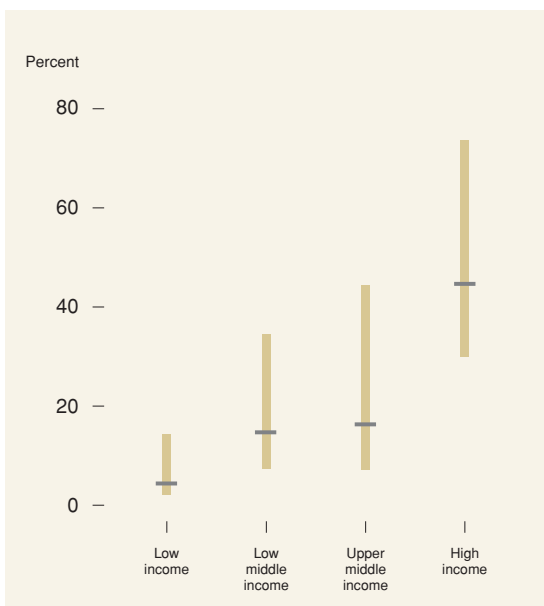
Market capitalization as percent of GDP
(median and quartiles by income level, percent)



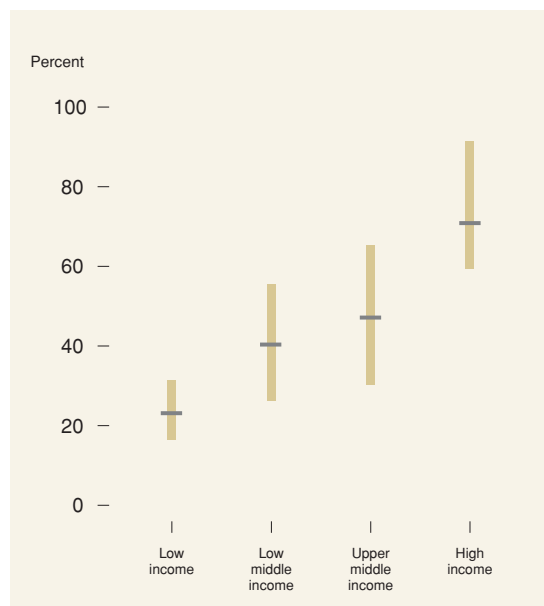
ที่มา: Beck (2000), *A New Database on Financial Development and Structure*, Policy Research Working Paper 2147. World Bank, Washington D.C., cited by World Bank (2001) *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*, Washington D.C.

แผนภาพที่ 15 ความสัมพันธ์ระหว่างระดับการพัฒนาทางการเงินกับระดับรายได้ต่อคนในประเทศต่างๆ ทั่วโลก

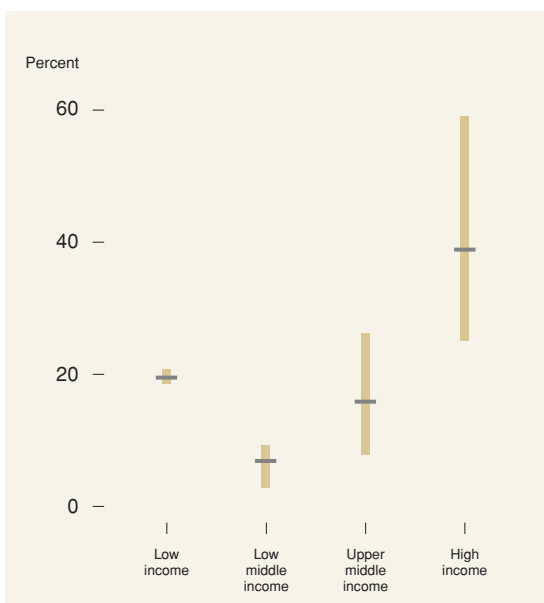
Stock market turnover



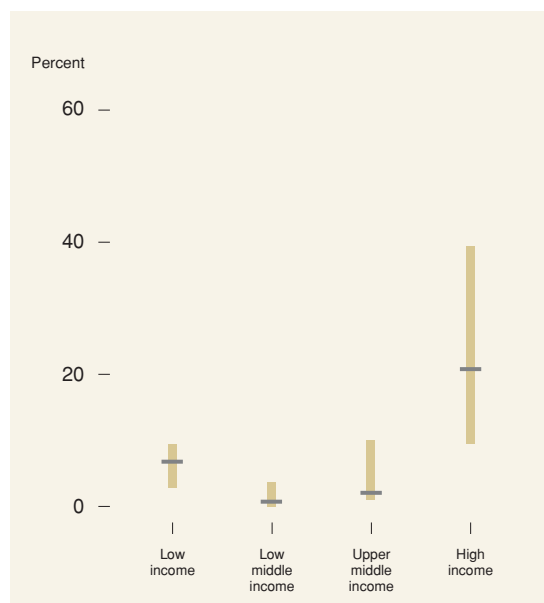
Liquid liabilities as percent of GDP



Government bond capitalization



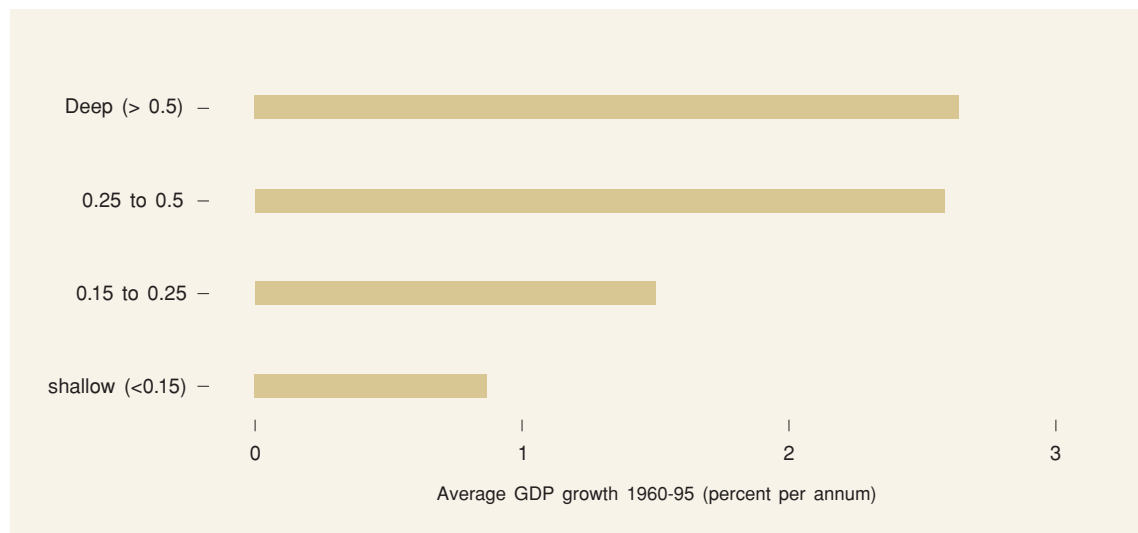
Private bond capitalization



ที่มา: Beck (2000), *A New Database on Financial Development and Structure*, Policy Research Working Paper 2147. World Bank, Washington D.C., cited by World Bank (2001) *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*, Washington D.C.

แผนภาพที่ 16 ความสัมพันธ์ระหว่างความลึกทางการเงินกับอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ

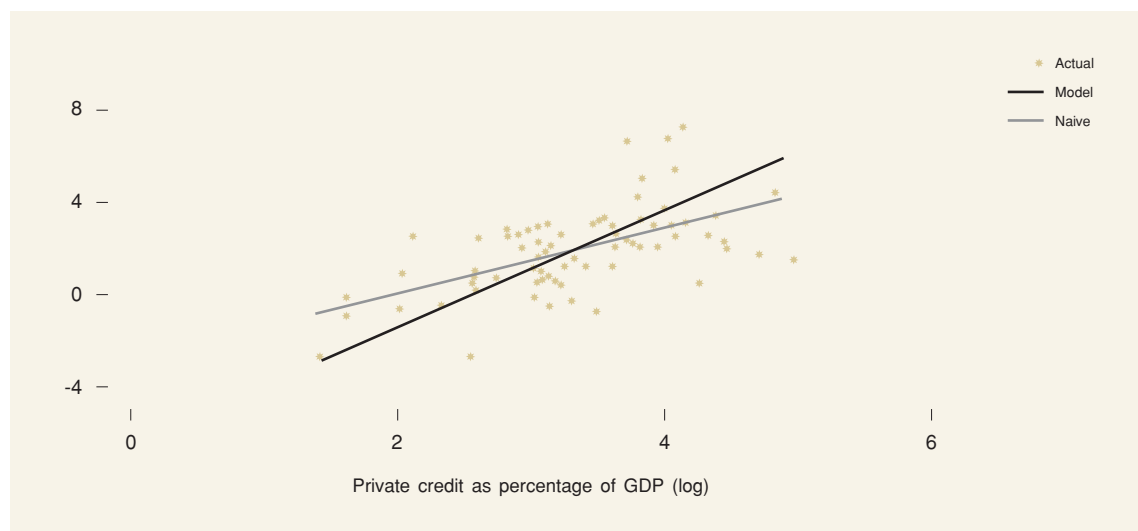
Ratio of liquid liabilities to GDP in 1960



ที่มา: World Bank (2001) *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*, Washington D.C.

แผนภาพที่ 17 ประเมินการผลการพัฒนาทางการเงินที่มีต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ

Average GDP growth 1960-95 (percent per annum)



ที่มา: Levine, Loayza and Beck (2000), "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics* 46(1): 31-77, cited by World Bank (2001) *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*, Washington D.C.

สำหรับ Rajan and Zingales (1998) พบว่าภาคเศรษฐกิจที่จำเป็นต้องพึ่งพาเงินทุนภายนอก (external finance) จะเติบโตได้เร็วมากขึ้นในประเทศที่มีพัฒนาการทางการเงิน ซึ่งสะท้อนนัยสำคัญทางนโยบาย คือ ระบบเศรษฐกิจจำเป็นต้องมีพัฒนาการทางการเงินที่สูงพอในระดับหนึ่ง เพื่อสนับสนุนการพัฒนาอุตสาหกรรมในภาคการผลิตได้ (industrial sector) โดยเฉพาะภาคอุตสาหกรรมที่ต้องใช้เงินทุนจำนวนมาก ซึ่งย่อมต้องอาศัยเงินทุนบางส่วนจากภายนอก

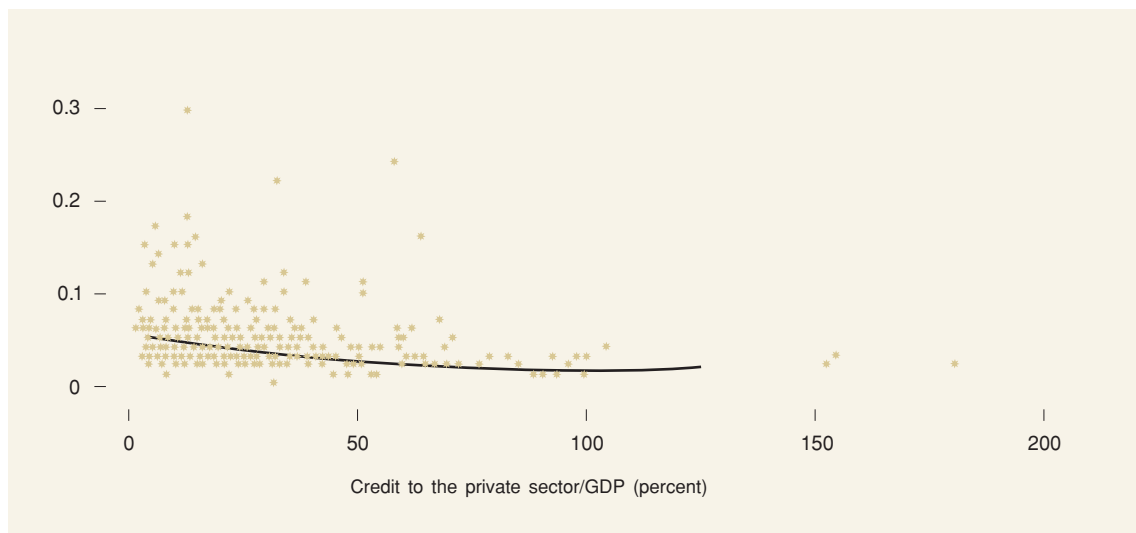
3. พัฒนาการทางการเงินช่วยลดความผันผวนของระบบเศรษฐกิจ

ระบบการเงินนอกจากหน้าที่จัดสรรทรัพยากรเพื่อการลงทุน เพื่อสร้างความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจแล้ว พัฒนาการทางการเงินยังก่อให้เกิดการพัฒนาด้านการบริหารและควบคุมความเสี่ยงในภาคธุรกิจต่างๆ นำมาซึ่งความผันผวนของระบบเศรษฐกิจที่ลดลง จากการศึกษาของธนาคารโลก (2001) พบว่าพัฒนาการทางการเงินที่มากขึ้น โดยวัดจากสินเชื่อภาคเอกชนต่อจีดีพี (credit to the private sector/GDP) จะทำให้ความผันผวนของอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจลดลง (standard deviation of growth) ดังปรากฏในแผนภาพที่ 18 นอกจากนี้ ยังมีหลักฐานบ่งชี้ว่าระดับการพัฒนาทางการเงินที่สูงขึ้น จะทำให้ประเทศได้รับผลกระทบจากวิกฤติเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นน้อยลง ในแผนภาพที่ 19 World Economic Forum and Center for International Development (2000) แสดงให้เห็นว่าต้นทุนในการแก้ไขปัญหาที่เกิดจากวิกฤติเศรษฐกิจในประเทศที่มีระดับการพัฒนาทางการเงินที่ซับซ้อนกว่าจะอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าประเทศที่ระดับการพัฒนาทางการเงินที่ซับซ้อนน้อยกว่า

สรุปนัยทางนโยบายจากงานวิจัยข้างต้นได้ว่า พัฒนาการของระบบการเงิน (financial development) มีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจเพราะทำให้ระบบเศรษฐกิจมีอัตราการเติบโตที่สูงขึ้น ผ่านทางการเพิ่มผลิตภาพในการจัดสรรทรัพยากรในการลงทุน และยังช่วยลดความผันผวนของระบบเศรษฐกิจด้วย

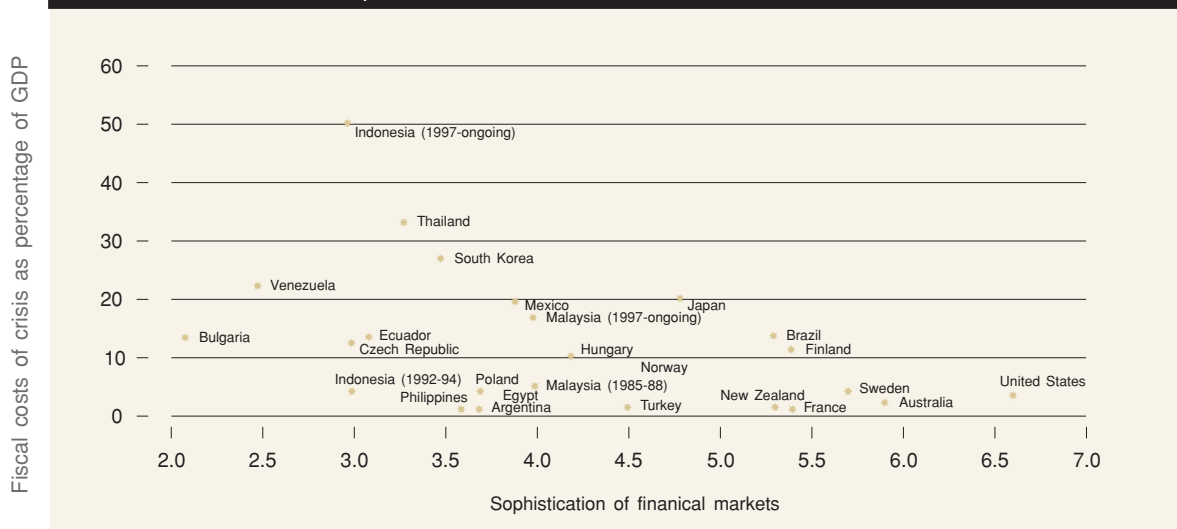
แผนภาพที่ 18 เปรียบเทียบระดับความลึกทางการเงินกับความผันผวนของอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

Standard deviation of growth (predicted)



ที่มา: World Bank (2001) *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*, Washington D.C.

แผนภาพที่ 19 เปรียบเทียบต้นทุนในการแก้ไขปัญหาที่เกิดจากวิกฤติเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นกับระดับความซับซ้อนทางการเงิน



ที่มา: World Economic Forum and Center for International Development, Harvard University (2000), cited by World Bank (2001) *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*, Washington D.C.

พัฒนาการระบบการเงินในต่างประเทศ

1. รูปแบบของระบบการเงินในต่างประเทศ

พัฒนาการของระบบการเงินนำมาซึ่งรูปแบบของระบบการเงิน (financial structure) ที่ปรากฏในปัจจุบัน 2 รูปแบบ ได้แก่

- 1.1 รูปแบบที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก (bank-based system)
- 1.2 รูปแบบที่มีตลาดทุนเป็นหลัก (market-based system)

โครงสร้างของระบบการเงินทั้งสองรูปแบบมีผลต่อการทำหน้าที่ของระบบการเงินที่แตกต่างกัน โดย Allen and Gale (2001) ได้เปรียบเทียบลักษณะและความสำคัญของระบบการเงินทั้ง 2 แบบไว้ดังนี้

1. ในระบบตลาดทุน (market-based) เช่น ในสหรัฐอเมริกา หรืออังกฤษ ความมั่งคั่ง (wealth) ของครัวเรือนจะอยู่ในรูปหลักทรัพย์เป็นส่วนใหญ่ ทำให้ได้รับผลกระทบตามมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ขึ้นลงตามภาวะตลาด ส่งผลให้ครัวเรือนรับความเสี่ยงโดยตรงจากเหตุการณ์ (shocks) ต่างๆ ที่เกิดขึ้น ในขณะที่ในญี่ปุ่นหรือเยอรมัน ครัวเรือนจะเก็บความมั่งคั่ง (wealth) ไว้กับสถาบันการเงิน โดยมีมูลค่าคงที่ (fixed face value) ดังนั้น จึงไม่ได้รับผลกระทบจากการขึ้นลงของตลาด โดยสถาบันจะเป็นผู้รับความเสี่ยงจากการขึ้นลงของมูลค่าสินทรัพย์ (intertemporal smoothing) แทนครัวเรือน

2. เนื่องจากในตลาดทุนมีลักษณะประกอบด้วยผู้ลงทุนมากมาย ดังนั้น มักเกิดปัญหาไม่มีการประมวลข้อมูลการลงทุนอย่างเพียงพอ หรือติดตามควบคุมการใช้เงินทุนของบริษัทอย่างเพียงพอ (free-rider problem) ในขณะที่ในระบบธนาคารพาณิชย์จะมีธนาคารพาณิชย์คอยติดตามสถานะลูกหนี้ และควบคุมการใช้เงินทุนอย่างใกล้ชิด ดังนั้น ระบบธนาคารพาณิชย์จึงจัดการกับปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (asymmetric information) ได้ดีกว่าโดยเฉพาะเมื่อข้อมูลของบริษัทมีลักษณะมาตรฐาน (standardized information) และมีต้นทุนในการประมวลข้อมูลสูง ในทางตรงกันข้าม ตลาดทุนจะทำงานได้ดีเมื่อต้นทุนในการรวบรวมและประมวลข้อมูลบริษัทมีน้อย มีกฎหมายคุ้มครองผู้ลงทุนหรือบริษัทนั้นอยู่ในอุตสาหกรรมที่มีความไม่แน่นอนสูง มีนวัตกรรมใหม่ เนื่องจากในตลาดทุนผู้ลงทุนสามารถเห็นแตกต่างกันได้ ผู้ลงทุนที่ชอบความเสี่ยงก็อาจลงทุนในโครงการที่เสี่ยงได้ ผู้ลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยงก็ลงทุนในโครงการที่ให้ผลตอบแทนมั่นคงได้ ตรงกันข้ามในระบบธนาคารพาณิชย์ ธนาคารพาณิชย์จะเป็นผู้ตัดสินใจจัดสรรเงินทุนซึ่งโดยปกติมักจะเน้นเฉพาะในโครงการที่มีความเสี่ยงน้อยเป็นหลัก

3. วิฤติเศรษฐกิจสามารถเกิดขึ้นได้ทั้งในระบบการเงินที่พึ่งระบบธนาคารพาณิชย์ (bank-based) หรือระบบตลาดทุน (market-based) ในระบบธนาคารพาณิชย์มักเกิดปัญหาจาก bank run หรือปัญหาหนี้เสียในระบบธนาคารพาณิชย์ ส่งผลให้ระบบการเงินโดยรวมไม่สามารถทำงานได้ ในขณะที่ในระบบตลาดทุนวิฤติที่เกิดขึ้นจะเกิดในรูปการล่มสลายลงของราคาสินทรัพย์ (collapse of asset prices) เช่น ที่เกิดในประเทศญี่ปุ่น ซึ่งจะส่งผลต่อภาคเศรษฐกิจจริงตรงที่สินทรัพย์ค้ำประกันเงินกู้มีมูลค่าต่ำลงส่งผลให้เกิดการผิดนัดชำระหนี้มากขึ้น

4. ข้อเสนอแนะระบบตลาดทุน โดยเฉพาะตลาดตราสารหนี้ที่สำคัญข้อหนึ่ง ได้แก่ การแข่งขันในการเสนอให้เงินทุนในตลาดตราสารหนี้จะทำให้ต้นทุนดอกเบี้ยของบริษัทต่ำลง เพราะว่าการขาดทุนทางการเงินไม่ได้ผูกขาดในการเสนอเงินทุนอีกต่อไป ถึงอย่างไรก็ตาม Allen and Gale ได้ชี้ว่ามีผลเสียที่เกิดขึ้นด้วย เพราะว่าการที่ธนาคารพาณิชย์รู้ว่าจะไม่สามารถเรียกดอกเบี้ยสูงกว่าตลาดได้ สำหรับบริษัทที่โตแล้ว ธนาคารพาณิชย์ก็จำเป็นต้องหารายได้เพิ่มจากบริษัทที่ยังระดมทุนในตลาดไม่ได้ ผลคือสำหรับบริษัทที่มีขนาดเล็กอาจต้องจ่ายดอกเบี้ยที่สูงขึ้น

5. เมื่อเปรียบเทียบแล้ว แม้ว่าดอกเบี้ยที่ต้องจ่ายในตลาดตราสารหนี้ อาจจะน้อยกว่าที่ต้องจ่ายให้ธนาคารพาณิชย์ แต่ข้อเสียอย่างหนึ่งของระบบตลาดก็คือ เมื่อมีความไม่แน่นอนเกิดขึ้นและบริษัทไม่อยู่ในฐานะที่จะชำระหนี้ได้ (distressed firms) จะเป็นการยากมากที่จะมีการปรับโครงสร้างทางการเงินของบริษัท เพราะว่าผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัทไม่สามารถตกลงกันได้ ในทางตรงกันข้าม ถ้าผู้ปล่อยกู้มีเพียงธนาคารพาณิชย์ รายเดียวหรือน้อยราย การปรับโครงสร้างก็จะสามารถทำได้ดีขึ้นและสะดวกขึ้น ต้นทุนการระดมทุนที่ต่ำลง จะถูกชดเชยด้วยความไม่คล่องตัว (inflexibility) ที่มากขึ้นในการปรับโครงสร้าง เมื่อไม่สามารถชำระหนี้ได้

6. ในระบบธนาคารพาณิชย์ (bank-based) นั้น ธนาคารพาณิชย์จะเป็นผู้ทำหน้าที่ควบคุมธรรมาภิบาลของบริษัท (corporate governance) เนื่องจากธนาคารพาณิชย์จะต้องคอยติดตามเงินกู้ที่ให้กับบริษัท และธนาคารพาณิชย์เองยังอาจเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทด้วย ปัญหาที่เกิดขึ้น คือ แล้วใครเป็นคนควบคุมธรรมาภิบาลของธนาคารพาณิชย์ และจากการศึกษาเชิงประจักษ์พบว่าในทางปฏิบัติธนาคารพาณิชย์ไม่ค่อยได้ทำหน้าที่นี้ ในทางตรงข้ามในระบบตลาด (market-based) ผู้ถือหุ้นมักกระจัดกระจาย ดังนั้นจึงไม่มีแรงจูงใจหรืออำนาจที่เพียงพอในการดูแลการดำเนินงานของฝ่ายบริหาร เครื่องมือที่ใช้ควบคุมฝ่ายบริหาร เช่น การควบคุมกิจการก็มักจะเกิดขึ้นน้อย ถ้าไม่ใช่บริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา ดังนั้นวิธีที่ควบคุมฝ่ายบริหารถ้าเป็นในสหรัฐอเมริกา ก็คือ การที่ผู้ลงทุนสถาบันถือหุ้นจำนวนมากพอในการควบคุมหรือการพยายามใช้ระบบแรงจูงใจ เช่น stock option แต่ผลเสียที่ตามมา คือ ฝ่ายบริหารอาจพยายามบิดเบือนข้อมูลทางการเงินแทนเพื่อให้ตัวเองได้ผลตอบแทนสูง อย่างในกรณีของ WorldCom และ Enron ส่วนในประเทศกำลังพัฒนาสิ่งที่เกิดขึ้น คือ เนื่องจากไม่มีการคุ้มครองผู้ลงทุนที่เพียงพอ ดังนั้น การควบคุมฝ่ายบริหารก็จะทำโดยผู้มีสัดส่วนการถือหุ้นที่สูงในผู้ถือหุ้นใหญ่ ทำให้ผู้ถือหุ้นใหญ่เป็นฝ่ายบริหาร ผลที่ตามมาคือ การบริหารงานอาจไม่เป็นแบบมืออาชีพ และมีการเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อย

2. รูปแบบของระบบการเงินที่เหมาะสม

บทบาทและหน้าที่ของระบบการเงินทั้งสองที่แตกต่างกัน เป็นปัญหาที่ได้รับการถกเถียงกันมาอย่างกว้างขวางและยาวนาน โดยฝ่ายที่เห็นถึงประสิทธิภาพมากกว่าของระบบตลาดทุนได้ชี้ถึงความสำเร็จของสหรัฐอเมริกาและอังกฤษ ที่อาศัยตลาดทุนเป็นหลักในการพัฒนาเศรษฐกิจ ขณะที่ฝ่ายที่เชื่อในความมีประสิทธิภาพของระบบธนาคารพาณิชย์ได้ชี้ให้เห็นถึงความสำเร็จในการพัฒนาเศรษฐกิจอย่างรวดเร็ว

ของญี่ปุ่น และเยอรมันหลังสงครามโลกครั้งที่ 2 และยังชี้ให้เห็นเพิ่มเติมว่าประเทศพัฒนาแล้วส่วนใหญ่ โดยเฉพาะในภาคพื้นยุโรปก็มิมีระบบธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก เช่น ฝรั่งเศส อิตาลี

จากงานศึกษาในเชิงประจักษ์ของ Levine (2000) โดยวิธีทางเศรษฐมิติเพื่อทดสอบสมมุติฐานว่า โครงสร้างของระบบการเงินมีผลต่ออัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (real GDP per capita growth) หรือไม่ โดยในงานศึกษาได้แบ่งแนวคิดที่อธิบายความสัมพันธ์ไว้ 4 แนวด้วยกัน คือ

2.1 เน้นระบบธนาคารพาณิชย์ (bank-based view) เห็นว่าระบบธนาคารพาณิชย์ ซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวกลางทางการเงิน (financial intermediation) มีความสำคัญอย่างมากในระดมทุนและจัดสรรการลงทุนเพราะสามารถแก้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของการรับรู้ข้อมูล (information asymmetry) ได้อย่างมีประสิทธิภาพและมีการประหยัดต่อขนาดในการทำธุรกรรม (lower transaction costs) ดังนั้น ระบบธนาคารพาณิชย์จึงมีส่วนหลักในการเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะในประเทศกำลังพัฒนา

2.2 เน้นระบบตลาดทุน (market-based view) เห็นว่าระบบตลาดมีความโปร่งใสและมีประสิทธิภาพมากกว่าในการประมวลข้อมูลการลงทุนและสร้างธรรมาภิบาลกับบริษัท ดังนั้น จึงดีกว่าระบบธนาคารพาณิชย์สำหรับการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะยาว

2.3 เน้นพัฒนาการของระบบการเงินโดยรวม (financial services view) โดยเห็นว่าหัวใจของปัญหาไม่ใช่การใช้ตลาดทุนหรือธนาคารพาณิชย์ แต่หัวใจในการพัฒนา คือ การสร้างระบบการเงินทั้งตลาดทุนและธนาคารพาณิชย์ที่สามารถให้บริการทางการเงินและทำหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ดังนั้น นโยบาย คือ ส่งเสริมให้มีระบบธนาคารพาณิชย์และตลาดทุนที่ทำงานได้ดีขึ้นทั้งคู่ ไม่ใช่การเน้นพัฒนาด้านใดด้านหนึ่งเป็นพิเศษ

2.4 เน้นระบบกฎหมาย (legal-based view of financial structure) ขยายแนวความคิดต่อจาก financial services view โดยเห็นธุรกรรมทางการเงินจะเกิดขึ้นได้ด้วยสัญญา (a set of contracts) และสัญญาทางการเงินจะทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพก็ต้องมีกฎหมายและการบังคับใช้กฎหมายรองรับระบบกฎหมายและการบังคับใช้ที่ดีจะทำให้มีการพัฒนาทางการเงิน ทั้งในรูปตลาดทุนและระบบธนาคารพาณิชย์ ดังนั้นแนวคิดนี้จึงเชื่อว่าพัฒนาการของระบบการเงินอธิบายการเติบโตทางเศรษฐกิจ และระบบกฎหมายอธิบายพัฒนาการของระบบการเงินอีกทีหนึ่ง

ผลการศึกษาพบว่าไม่สนับสนุนทั้งแนวคิดที่เน้นระบบธนาคารพาณิชย์หรือระบบตลาดทุน โดยพบว่ากรณีที่ระบบการเงินมีโครงสร้างแบบระบบธนาคารพาณิชย์หรือระบบตลาดทุนเพียงอย่างใดอย่างหนึ่ง ไม่ได้ก่อให้เกิดการเติบโตทางเศรษฐกิจ ในทางตรงข้ามผลการศึกษานี้สนับสนุนแนวความคิดที่เน้นพัฒนาการของระบบการเงินโดยรวม (financial services view) และที่เน้นระบบกฎหมาย (legal-based view of financial structure)

ความจำเป็นในการพัฒนาตลาดทุน

จากงานศึกษาในเชิงประจักษ์รูปแบบระบบการเงินที่เหมาะสมข้างต้นชี้ให้เห็นว่า รูปแบบการพัฒนาทางการเงินโดยรวมมีผลต่อการเจริญเติบโตและการพัฒนาเศรษฐกิจ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่ารูปแบบการพัฒนาทางการเงินควรมีการพัฒนาทั้งระบบธนาคารพาณิชย์ และระบบตลาดทุนควบคู่กันไปพร้อมกัน โดยเน้นความสามารถในการให้บริการทางการเงินที่เหมาะสมแก่การพัฒนาเศรษฐกิจ

หากพิจารณาความจำเป็นในการพัฒนาตลาดทุน พบว่า

1. ตลาดทุนจะสามารถเป็นระบบสำรองในการระดมทุนได้ เมื่อเกิดมีปัญหาในภาคธนาคารพาณิชย์ เช่น เกิดปัญหาหนี้เสียในธนาคารพาณิชย์จนธนาคารพาณิชย์ไม่ปล่อยกู้ หรือเมื่อเกิดปัญหา bank run ทำให้ธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถทำหน้าที่ตัวกลางทางการเงิน (financial intermediation) ได้ ตลาดทุนก็สามารถเข้ามาทำหน้าที่ดังกล่าวแทนได้ส่วนหนึ่ง เหมือนอย่างที่ว่าว่าการธนาคารกลางสหรัฐ นายอลัน กรีนสแปน กล่าวว่าตลาดทุนเปรียบเสมือนยางอะไหล่ (spare tire)

2. ตลาดทุนประเภทตราสารทุน (equity market) เป็นแหล่งระดมเงินทุนให้กับธนาคารพาณิชย์ เพื่อให้ธนาคารพาณิชย์มีเงินทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง (capital adequacy ratio) เพียงพอตามกฎหมายของ BIS (Bank for International Settlement) ตามกฎหมายธนาคารพาณิชย์ต้องมีเงินทุนของตัวเองส่วนหนึ่งเพื่อรองรับความเสียหายจากธุรกิจที่อาจเกิดขึ้น ไม่ใช่มีเฉพาะแต่เงินฝากเท่านั้น เพราะมีฉะนั้นเมื่อมีการขาดทุนเกิดขึ้นผู้ฝากเงินก็จะต้องเป็นผู้ได้รับผลกระทบ

3. การพัฒนาตลาดทุนประเภทตราสารหนี้จะทำให้มีการระดมทุนในระยะยาวได้มากขึ้น ทำให้สามารถนำไปลงทุนระยะยาวได้มากขึ้นตามไปด้วย โดยไม่มีปัญหา maturity mismatch เหมือนในกรณีธนาคารพาณิชย์ที่ระดมทุนในรูปเงินฝากซึ่งเป็นระยะสั้นแล้วไปปล่อยกู้ให้ธุรกิจในระยะยาว ทำให้เกิดปัญหา maturity mismatch หรือถ้าไม่ปล่อยระยะยาวก็จะส่งผลให้ระบบเศรษฐกิจขาดการลงทุนในระยะยาว ซึ่งเป็นสิ่งจำเป็น

4. ตลาดทุนส่งเสริมให้เกิดธรรมาภิบาลเพราะว่าในตลาดทุนบริษัทจะต้องเปิดเผยข้อมูลให้กับผู้ลงทุนทั่วไป และต้องมีคณะกรรมการตรวจสอบหรือกรรมการอิสระ เพื่อให้บริหารงานอย่างโปร่งใส สุจริต ในขณะที่ในระบบธนาคารพาณิชย์จะมีธนาคารพาณิชย์ผู้ปล่อยกู้เป็นผู้ควบคุมดูแลบริษัทผู้กู้ให้เอาเงินกู้อะไรไปลงทุนให้ถูกประเภท ตามโครงการลงทุนเพื่อนำเอาผลตอบแทนมาจ่ายดอกเบี้ยและเงินต้นคืนธนาคารพาณิชย์ แต่คำถามที่เกิดขึ้น คือ แล้วใครจะเป็นคนควบคุมให้เกิดระบบธรรมาภิบาลในธนาคารพาณิชย์ (Who controls the controller?)

5. ตลาดทุนจะให้ข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจทางเศรษฐกิจมากกว่าที่จะได้จากระบบธนาคารพาณิชย์ เช่น ข้อมูลบริษัท เพราะว่าการระดมทุนในตลาดทุน บริษัทจะต้องทำการเปิดเผยข้อมูลการทำธุรกิจของตนเอง ข้อมูลอัตราดอกเบี้ย และโครงสร้างอัตราดอกเบี้ย (interest rate and yield curve)

ซึ่งเกิดขึ้นในตลาดพันธบัตร ข้อมูลนี้จะทำให้ผู้ลงทุนและบริษัทวางแผนการลงทุนได้ดีมากขึ้น นอกจากนี้ ข้อมูลในตลาดทุนยังมีลักษณะเป็นสาธารณะ เปิดเผยทั่วไป ไม่เหมือนข้อมูลในระบบธนาคารพาณิชย์ซึ่งธนาคารพาณิชย์สามารถเก็บไว้เองได้

6. ตลาดทุนไม่ได้ทำหน้าที่แค่ระดมทุนเท่านั้น แต่ยังทำหน้าที่บริหารความเสี่ยงด้วย ดังนั้น เมื่อมีการพัฒนาตลาดทุนก็จะทำให้แต่ละบุคคล (economic agents) สามารถกระจายความเสี่ยง และควบคุมความเสี่ยงที่ตนเองต้องการรับไว้ได้มากขึ้น โดยเฉพาะในตลาดอนุพันธ์ (derivative market) ซึ่งสิ่งนี้จะเป็นไปได้ลำบากในระบบธนาคารพาณิชย์

7. Porter (2000) พบว่าระบบเศรษฐกิจที่พึ่งพาธนาคารพาณิชย์ (bank-based) มักจะเหมาะกับอุตสาหกรรมที่เติบโตแล้ว (mature industrial sector) หรืออุตสาหกรรมที่มีการผลิตแบบมาตรฐาน (traditional industry) เพราะว่าธนาคารพาณิชย์ ซึ่งมีความชำนาญในอุตสาหกรรมนั้นอยู่แล้วจะสามารถประเมินความเสี่ยงได้โดยชัดเจน และการที่ธนาคารพาณิชย์อยู่ในฐานะผู้ให้กู้ ดังนั้น จึงร่วมรับผลลบด้วยเมื่อธุรกิจไม่ดี (เช่น เกิดการเบียดหนี้ หรือต้องประนอมหนี้ ทำให้ได้รับชำระเงินไม่ครบตามสัญญา) แต่ไม่ได้รับผลบวก (down-side risk with very limited upside-gain) เพราะว่าได้มากที่สุดแค่กระแสเงินสดตามสัญญาการกู้เท่านั้น ดังนั้น ธนาคารพาณิชย์จึงมักไม่ไปร่วมเสี่ยงในธุรกิจใหม่ ในขณะที่ในระบบเศรษฐกิจที่ใช้ระบบตลาดทุน (Market-based) มักจะเหมาะกับอุตสาหกรรมที่ยังใหม่และเติบโต (growing and innovative industrial sector) ซึ่งยังไม่มีข้อมูลมากนักเกี่ยวกับอุตสาหกรรม เพราะตลาดสามารถใช้ตราสารที่มีความเหมาะสมมากกว่า เช่น หุ้น ซึ่งทำให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนมากขึ้นด้วย เมื่ออุตสาหกรรมนั้นไปได้ดี ขณะเดียวกันก็ได้ผลตอบแทนลดลงเมื่ออุตสาหกรรมนั้นแย่ ทำให้ไม่เป็นภาระกับอุตสาหกรรมที่ต้องจ่ายดอกเบี้ยเหมือนกับเงินกู้ธนาคารพาณิชย์ ดังนั้น ระบบตลาดจะเหมาะกับอุตสาหกรรมสมัยใหม่มากกว่าระบบธนาคารพาณิชย์

8. จริงอยู่ที่ว่าในงานศึกษาข้างต้นชี้ให้เห็นว่าโครงสร้างของระบบการเงิน อาจไม่มีผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจโดยรวม แต่เป็นไปได้ว่า ระบบธนาคารพาณิชย์กับระบบตลาดทุน อาจเหมาะกับภาคอุตสาหกรรมหรือลักษณะของบริษัทที่ต่างกัน Tadesse (2001) พบว่าประเทศที่มีผู้ผลิตส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดเล็กมักจะเติบโตได้เร็วกว่า เมื่อใช้ระบบธนาคารพาณิชย์ (bank-based) แต่ในประเทศที่ผู้ผลิตส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดใหญ่ จะเติบโตได้เร็วเมื่อใช้ระบบตลาดทุน (market-based) ทั้งนี้ ผลเป็นไปตาม Agency Theory ที่ว่าระบบการเงินแบบธนาคารพาณิชย์จะดีกว่าระบบตลาดในสถานการณ์ที่การรับรู้ข้อมูลไม่เท่าเทียมกันมีมาก (asymmetric information) มีต้นทุนในการติดตามดูแลข้อมูลมาก มีปัญหาในการบังคับใช้สัญญาธุรกรรมทางการเงิน ทำให้ในการลงทุนนั้นต้องมีการเฝ้าติดตาม (monitoring) ผู้ใช้ทุนหรือบริษัทอย่างใกล้ชิดจากผู้ให้เงินทุน ซึ่งในสถานการณ์นี้ระบบธนาคารพาณิชย์จะสามารถควบคุมจัดสรรการลงทุน และติดตามดูแลได้อย่างมีประสิทธิภาพมากกว่า แม้แต่ในประเทศพัฒนาที่ใช้ระบบตลาดเป็นหลัก จะมีบริษัทขนาดเล็กจำนวนมาก ซึ่งยังคงต้องพึ่งพาธนาคารพาณิชย์เป็นหลักในการระดมทุน ในทางตรงกันข้าม เมื่อบริษัทมี

ขนาดใหญ่เป็นที่รู้จักทั่วไป มีการเปิดเผยข้อมูลแก่สาธารณะ ข้อมูลง่ายต่อการประมวล มีกฎหมายคุ้มครองผู้ลงทุนจะเป็นการง่ายที่ผู้ลงทุนทั่วไปจะประเมินบริษัทนั้นแล้วตัดสินใจในการลงทุนได้ ทำให้มีการแข่งขันเกิดขึ้นต้นทุนทางการเงินจึงลดลง ดังนั้น นโยบายขยาย คือ เมื่อประเทศไทยได้พัฒนาเศรษฐกิจมาระดับหนึ่งและบริษัทในประเทศเริ่มมีขนาดใหญ่ขึ้นและเป็นที่รู้จักทั่วไป การระดมทุนโดยใช้ตลาดทุนจะมีความสำคัญมากขึ้น เพราะมีประสิทธิภาพมากกว่า

โครงสร้างการระดมทุนและระบบการเงินในต่างประเทศ

1. โครงสร้างการระดมทุนในต่างประเทศ

ดังที่ได้กล่าวข้างต้น หน้าที่สำคัญอย่างหนึ่งของระบบการเงิน (financial system) คือ การระดมทุนให้บริษัทสำหรับการลงทุน (corporate financing) ซึ่งมีหลายแนวทาง ทั้งจากหุ้น หนี้กู้ หรือจากสินเชื่อธนาคารพาณิชย์ อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาพบว่ารูปแบบในการระดมทุนของภาคเอกชนจะมีความแตกต่างกันไปตามระดับการพัฒนาของประเทศ

1.1 การระดมทุนของธุรกิจในประเทศพัฒนา

Mayer (1990) ได้ศึกษารูปแบบการระดมทุนของธุรกิจ (corporate financing) ในสหรัฐอเมริกา อังกฤษ ญี่ปุ่น เยอรมัน ฝรั่งเศส อิตาลี แคนาดาและฟินแลนด์ ระหว่างปี 1970 - 1985 โดยใช้ข้อมูลจากบัญชีเศรษฐกิจเงินทุน (flow of funds account) งานศึกษาสรุปว่า

1.1.1 กำไรสะสม (retentions) เป็นแหล่งเงินทุนหลักในการลงทุนในทุกประเทศ โดยสัดส่วนการใช้แหล่งเงินทุนภายใน (self-financing ratio) ในสหรัฐอเมริกาและอังกฤษจะสูงกว่าที่อื่น

1.1.2 ตลาดหุ้นมีบทบาทน้อยมากในการระดมทุนใหม่ เพื่อการลงทุนในทุกประเทศ แม้แต่ในสหรัฐอเมริกา

1.1.3 ในบรรดาแหล่งเงินทุนภายนอก (external finance) ธนาคารพาณิชย์เป็นแหล่งทุนหลักในทุกประเทศ โดยเฉพาะในฝรั่งเศส อิตาลีและญี่ปุ่น แต่นำแปลกใจที่มีสัดส่วนน้อยในเยอรมัน

1.1.4 ในอังกฤษนั้นการลงทุนโดยการใช้กำไรสะสมจะมากถึงร้อยละ 90 โดยเฉลี่ย ในขณะที่การระดมทุนจากธนาคารพาณิชย์มีสัดส่วนเพียงร้อยละ 3 ของการลงทุนสุทธิ

1.1.5 มีแนวโน้มว่าในประเทศที่ใช้แหล่งเงินทุนภายในมากในการลงทุน จะมีการพึ่งพาแหล่งเงินจากธนาคารพาณิชย์น้อย ในขณะที่ในประเทศที่ใช้แหล่งเงินทุนภายในน้อยจะมีการพึ่งพาแหล่งเงินจากธนาคารพาณิชย์จำนวนมาก

1.1.6 ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมจะอาศัยแหล่งเงินทุนภายนอก (external finance) มากกว่าธุรกิจขนาดใหญ่

1.2 การระดมทุนของธุรกิจในประเทศกำลังพัฒนา

Singh (1995) ได้ศึกษารูปแบบการระดมทุนของบริษัท (corporate financing) ในประเทศกำลังพัฒนา 9 ประเทศคือ อินเดีย เกาหลี จอร์แดน ปากีสถาน ไทย เม็กซิโก มาเลเซีย ตุรกี และซิมบับเว โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทภาคการผลิต (manufacturing corporations) ที่จดทะเบียนใหญ่ที่สุด 50 อันดับแรก พบว่า

1.2.1 บริษัทในประเทศกำลังพัฒนาส่วนใหญ่พึ่งพาแหล่งเงินทุนภายนอกมาก โดยเฉพาะพึ่งการระดมทุนจากการออกหุ้นใหม่

1.2.2 เมื่อเปรียบเทียบกับการระดมทุนในประเทศพัฒนาแล้ว ตามการศึกษาของ Mayer (1990) Singh พบว่าบริษัทในประเทศกำลังพัฒนาใช้แหล่งเงินทุนภายนอกโดยเฉพาะการออกหุ้นใหม่ในสัดส่วนมากกว่าในประเทศพัฒนาแล้ว

1.2.3 ในงานศึกษาพบว่ารูปแบบการระดมทุนของบริษัทมีลักษณะเกือบตรงกันข้ามกับ Pecking Order of Finance ซึ่งเป็นรูปแบบการระดมทุนที่พบในประเทศพัฒนาแล้ว คือ มักใช้เงินทุนจากกำไรสะสมเป็นหลัก ถ้าไม่พอถึงใช้เงินทุนจากธนาคารพาณิชย์ หรือหุ้นกู้ และจะใช้เงินทุนโดยหุ้นทุนเป็นแหล่งเงินทุนสุดท้ายเท่านั้น โดยในประเทศกำลังพัฒนาใช้เงินทุนจากธนาคารพาณิชย์หรือหุ้นกู้เป็นหลักแล้วจึงระดมทุนด้วยหุ้นทุน และใช้เงินทุนจากกำไรสะสมเป็นสัดส่วนเพียงเล็กน้อย

Singh ได้อธิบายถึงสาเหตุที่บริษัทในประเทศกำลังพัฒนาใช้เงินทุนจากตราสารทุนมากในช่วงทศวรรษ 1980 พบว่าเนื่องจากการที่ต้นทุนโดยเปรียบเทียบของหุ้นได้ลดลงอย่างรวดเร็ว (ค่า P/E ได้ปรับตัวสูงขึ้นในช่วงนี้) เนื่องจากการเปิดเสรีทางการเงินทำให้มีเงินลงทุนจากต่างประเทศเข้ามาลงทุนในหุ้น ประกอบกับการสูงขึ้นของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ ส่งผลให้บริษัทหันมาระดมทุนโดยการออกหุ้นทุน

2. รูปแบบระบบการเงินของประเทศในเอเชีย

จากการศึกษาของ Shirai (2001) เกี่ยวกับโครงสร้างรูปแบบของระบบการเงินในภูมิภาคเอเชีย พบว่าประเทศในแถบเอเชียจะมีระบบการเงินที่พึ่งพาระบบธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก (bank-based) โดยสามารถสังเกตได้จาก 1) สัดส่วนของสินเชื่อธนาคารพาณิชย์ต่อผลผลิตภายในประเทศ และ 2) สัดส่วนของสินเชื่อธนาคารพาณิชย์ต่อมูลค่าการระดมทุนทั้งหมด² ซึ่งปรากฏว่าระบบการเงินของประเทศในเอเชียจะมีสัดส่วนสินเชื่อธนาคารพาณิชย์ที่สูงโดยเฉพาะเมื่อเทียบกับในประเทศสหรัฐอเมริกา (แผนภาพที่ 20 และ 21)

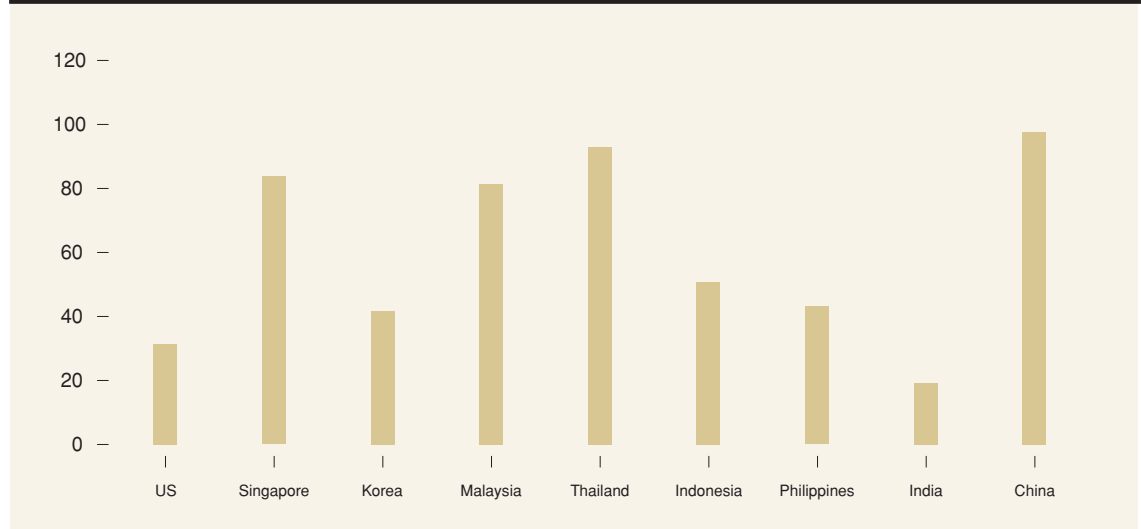
ในปี 1990 - 1999 ตลาดหุ้นกู้ส่วนใหญ่ในประเทศแถบภูมิภาคเอเชียยังคงไม่พัฒนาเท่าที่ควร และมีระดับการระดมทุนที่น้อยมาก ประเทศส่วนใหญ่มียอดคงค้างของหุ้นกู้ต่อ GDP ต่ำกว่าร้อยละ 5 ยกเว้น

² มูลค่าการระดมทุนทั้งหมดได้แก่ สินเชื่อธนาคารพาณิชย์, หุ้นกู้, และมูลค่าตลาดของหุ้นทุน

เกาหลีใต้ และมาเลเซีย (แผนภาพที่ 22) และมีสัดส่วนยอดคงค้างของหุ้นกู้ต่อยอดการระดมทุนรวมต่ำกว่าร้อยละ 10 ยกเว้นเกาหลีใต้ (แผนภาพที่ 23) ทั้งนี้ เนื่องจากขนาดและจำนวนหุ้นกู้ที่น้อย มีอายุครบกำหนดสั้น รวมถึงการขาดสภาพคล่องในตลาดรอง นอกจากนี้ ประชาชนส่วนใหญ่ยังนิยมเก็บความมั่งคั่ง (wealth) ไว้ในรูปเงินฝากเป็นหลัก ทำให้ตลาดหุ้นกู้ไม่มีขนาดใหญ่เท่าที่ควร

นอกจากนี้ ปัญหาพื้นฐานที่ทำให้ตลาดหุ้นกู้ไม่เติบโตเท่าที่ควรในแต่ละประเทศในแถบภูมิภาคเอเชีย คือ การขาดตลาดพันธบัตรรัฐบาลที่มีขนาดใหญ่และลึก ทำให้เป็นการยากที่จะคำนวณหาอัตราผลตอบแทนมาตรฐานได้ (benchmark yield curve) แผนภาพที่ 24 แสดงให้เห็นว่า ขนาดของตลาดพันธบัตรรัฐบาลของประเทศในแถบเอเชียยังมีขนาดเล็กมาก (ยกเว้นประเทศมาเลเซียที่ตลาดพันธบัตรรัฐบาลมีขนาดใหญ่ และได้รับการพัฒนาอันเนื่องมาจากพันธบัตรภาครัฐ³ ที่ออกนับแต่ทศวรรษ 1970 อย่างต่อเนื่อง เพื่อชดเชยการขาดดุลการคลังจากการเร่งการใช้จ่ายเพื่อพัฒนาประเทศ) เมื่อเทียบกับประเทศสหรัฐอเมริกาที่มีระดับการพัฒนาที่สูงกว่า นอกจากนี้ พันธบัตรรัฐบาลส่วนใหญ่ในประเทศเหล่านี้ ยังถือโดยสถาบันการเงินเพื่อเป็นการสำรองตามกฎหมาย ทำให้ไม่มีการซื้อขายเกิดขึ้นในตลาดรอง และปราศจากสภาพคล่องซึ่งส่งผลต่อการพัฒนาตลาดตราสารดังกล่าว

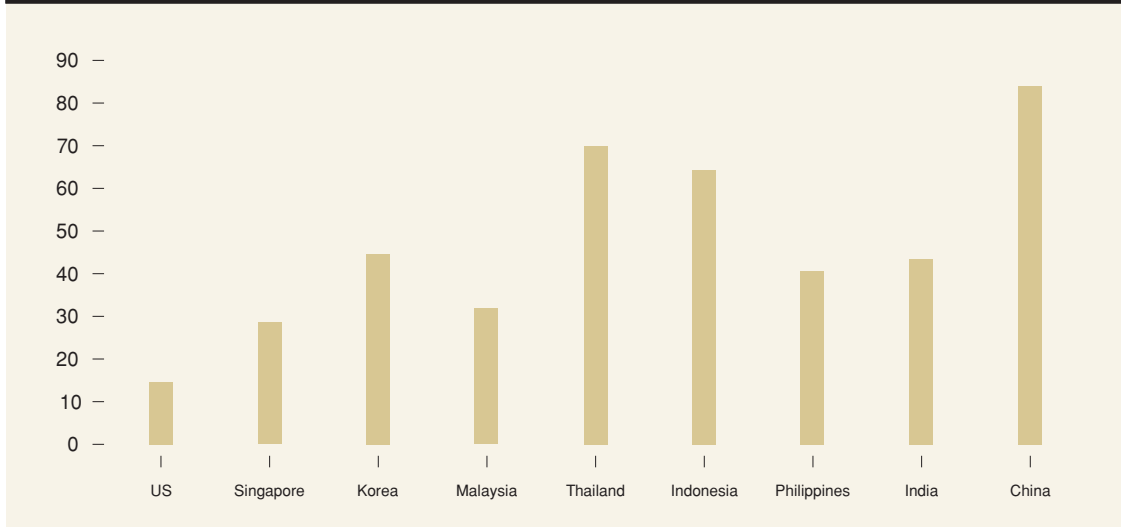
แผนภาพที่ 20 เปรียบเทียบยอดสินเชื่อในระบบธนาคารพาณิชย์ต่อ GDP ของประเทศในภูมิภาคเอเชีย: 1990-1999



ที่มา: Shirai (2001) Overview of *Financial Market Structures in Asia: Cases of the Republic of Korea, Malaysia, Thailand and Indonesia*, Asian Development Bank Institute Research Paper 25, Asian Development Bank Institute, Tokyo, Japan.

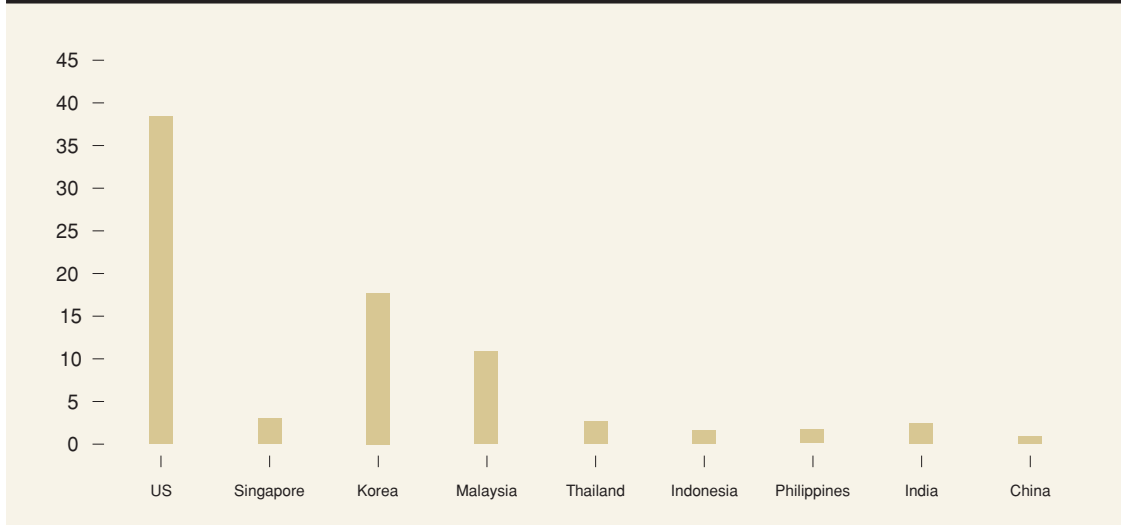
³ Malaysian Government Securities ประกอบด้วย Government Investment Issues, Khazanah Bonds, Malaysian Saving Bonds, Danaharta Bonds, และ Danamodal Bonds

แผนภาพที่ 21 เปรียบเทียบยอดสินเชื่อในระบบธนาคารพาณิชย์ต่อยอดการระดมทุนทั้งหมดของประเทศในภูมิภาคเอเชีย: 1990-1999



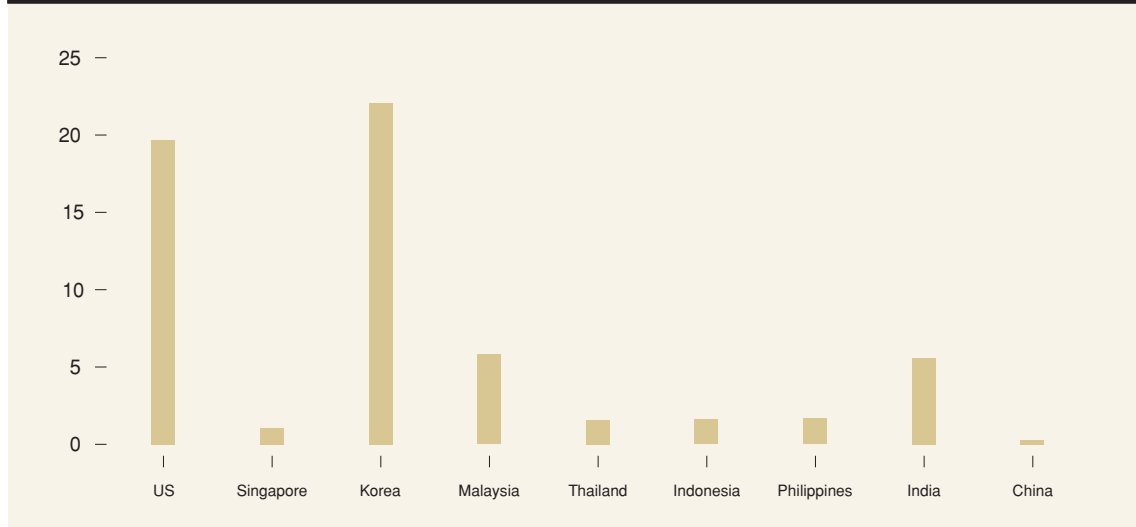
ที่มา: Shirai (2001) *Overview of Financial Market Structures in Asia: Cases of the Republic of Korea, Malaysia, Thailand and Indonesia*, Asian Development Bank Institute Research Paper 25, Asian Development Bank Institute, Tokyo, Japan.

แผนภาพที่ 22 เปรียบเทียบมูลค่าการระดมทุนด้วยหุ้นกู้ต่อ GDP ของประเทศในภูมิภาคเอเชีย: 1990-1999



ที่มา: Shirai (2001) *Overview of Financial Market Structures in Asia: Cases of the Republic of Korea, Malaysia, Thailand and Indonesia*, Asian Development Bank Institute Research Paper 25, Asian Development Bank Institute, Tokyo, Japan.

แผนภาพที่ 23 เปรียบเทียบมูลค่าการระดมทุนด้วยหุ้นกู้ต่อยอดการระดมทุนทั้งหมดของประเทศในภูมิภาคเอเชีย: 1990-1999



ที่มา: Shirai (2001) *Overview of Financial Market Structures in Asia: Cases of the Republic of Korea, Malaysia, Thailand and Indonesia*, Asian Development Bank Institute Research Paper 25, Asian Development Bank Institute, Tokyo, Japan.

แผนภาพที่ 24 เปรียบเทียบมูลค่าการระดมทุนด้วยพันธบัตรรัฐบาลต่อยอดการระดมทุนทั้งหมดของประเทศในภูมิภาคเอเชีย: 1990-1999



ที่มา: Shirai (2001) *Overview of Financial Market Structures in Asia: Cases of the Republic of Korea, Malaysia, Thailand and Indonesia*, Asian Development Bank Institute Research Paper 25, Asian Development Bank Institute, Tokyo, Japan.

บทที่ 5

บทบาทและสภาพปัญหาของตลาดทุนไทย

การระดมเงินออมจากประชาชนทั่วไป และดำเนินการจัดสรรเงินทุนไปสู่ภาคธุรกิจต่างๆ เป็นภารกิจหลักของตลาดทุน โดยทั่วไป หากการดำเนินการดังกล่าวเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพก็จะเป็นการเสริมต่อให้กับระบบธนาคารพาณิชย์ ซึ่งจะมีผลทำให้ระบบการเงินของประเทศมีความสมบูรณ์แข็งแกร่ง สามารถต้านทานต่อความผันผวนทางเศรษฐกิจได้อย่างมั่นคง เป็นผลดีต่อภาวะเศรษฐกิจโดยรวม และความอยู่ดีกินดีของประชาชนในประเทศ

ตลาดทุนของไทยได้ถือกำเนิดมานานเกินกว่า 20 ปี แต่ก็มีความสำคัญทางเศรษฐกิจไม่มากนัก เมื่อเปรียบเทียบกับระบบธนาคารพาณิชย์ ภายหลังจากวิกฤติการณ์ทางการเงินในปี 2540 ระบบธนาคารพาณิชย์ได้รับผลกระทบอย่างรุนแรง ภาครัฐและธุรกิจเอกชนต่างเริ่มตระหนักถึงความจำเป็นที่จะต้องพัฒนาตลาดทุนไทยอย่างจริงจัง โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะเพิ่มทางเลือกในการออม และการระดมทุนแก่ประชาชน และภาคธุรกิจเอกชน ซึ่งจะมีผลต่อการเสริมสร้างประสิทธิภาพของระบบการเงินไทยโดยรวม รวมทั้งคาดหวังว่าตลาดทุนจะทำหน้าที่เป็นแหล่งเงินทุนสำรอง ในยามที่ระบบธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถทำหน้าที่ได้อย่างสมบูรณ์

บทบาทของตลาดทุนต่อการระดมทุนเพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจ

ตลาดทุนได้รับการพัฒนาให้ทำหน้าที่เป็นแหล่งระดมเงินทุน เพื่อการพัฒนาธุรกิจและอุตสาหกรรมภาคต่างๆ ใน 2 ช่องทาง ได้แก่ ตลาดตราสารทุนและตลาดตราสารหนี้ ดังนี้

1. การระดมทุนผ่านตลาดตราสารทุน

บทบาทของตลาดตราสารทุนในฐานะเป็นแหล่งระดมเงินทุน เพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ สามารถแยกพิจารณาได้ในแง่มุมต่างๆ ดังนี้

1.1 ขนาดของการระดมทุน

การระดมทุนผ่านตลาดตราสารทุนของไทยในระยะแรกๆ มีธุรกรรมอยู่ในระดับที่ต่ำมาก ทั้งนี้ มีสาเหตุมาจากรูปแบบการทำธุรกิจของไทย ส่วนใหญ่เป็นธุรกิจที่มีโครงสร้างการบริหารงานแบบครอบครัว ในลักษณะที่มีเจ้าของเพียงรายเดียวหรือจำกัดอยู่เพียงไม่กี่ราย ประกอบกับผู้ประกอบธุรกิจส่วนใหญ่ยังขาดความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการทำงานของตลาดทุน รวมทั้งปัญหาด้านการกำกับดูแลที่ไม่ชัดเจนตามกฎหมายเดิม จึงทำให้รูปแบบการระดมทุนเพื่อการลงทุนหรือขยายกิจการ จึงต้องอาศัยการกู้ยืมเงินผ่านระบบสถาบันการเงิน โดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก อย่างไรก็ตาม บทบาทของตลาดตราสารทุน ในฐานะที่เป็นแหล่งระดมทุนได้เพิ่มมากขึ้นในช่วงทศวรรษ 2530 ซึ่งเป็นผลมาจากการขยายตัวด้านการลงทุนของภาคธุรกิจเอกชนต่างๆ อย่างรวดเร็ว มีการปรับตัวทางด้านโครงสร้างการทำธุรกิจจากระบบครอบครัวไปสู่องค์กรธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ และมีความซับซ้อนมากขึ้น ทำให้มีความต้องการเงินทุนจำนวนมาก ขณะที่ปริมาณเงินทุนที่สถาบันการเงินแต่ละแห่งสามารถระดมได้มีจำนวนจำกัด จึงทำให้บริษัทต่างๆ หันมาระดมทุนผ่านตลาดตราสารทุนมากขึ้น โดยในปี 2531 - 2535 มูลค่าเงินทุนที่ระดมผ่านตลาดตราสารทุนเฉลี่ยต่อปีมีมูลค่าเท่ากับ 49,080 ล้านบาท หรือคิดเป็นร้อยละ 6.73 ของมูลค่าการลงทุนรวมในประเทศ

บทบาทของตลาดตราสารทุนได้เพิ่มขึ้นอย่างเด่นชัดหลังปี 2535 ซึ่งเป็นปีที่มีการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งภายใต้กฎหมายฉบับนี้ได้กำหนดให้มีการจัดตั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.) เพื่อเป็นองค์กรอิสระ ทำหน้าที่กำกับดูแลตลาดทุนให้มีความยุติธรรม มีความโปร่งใสและมีเสถียรภาพ เพื่อสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ลงทุน ตลอดจนทำหน้าที่ในการพัฒนาตลาดทุนให้มีประสิทธิภาพ เพื่อรองรับการพัฒนาเศรษฐกิจในระยะยาว และสร้างความมั่นคงให้กับประเทศ เงินทุนที่ระดมผ่านตลาดตราสารทุนในช่วงปี 2536 - 2543 ได้เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 161,470 ล้านบาทต่อปี หรือเฉลี่ยร้อยละ 17.52 ของมูลค่าการลงทุนรวมของประเทศ (ตารางที่ 7)

ตารางที่ 7 บทบาทของตลาดตราสารทุนในการระดมทุนของประเทศไทย : 2531-2543

หน่วย : พันล้านบาท

	เฉลี่ย 2531-2535	เฉลี่ย 2536-2543	เฉลี่ย 2531-2543
มูลค่าเงินที่ระดมผ่านตลาดตราสารทุน	49.08	161.47	118.24
ร้อยละต่อการลงทุนของประเทศ	6.73	17.52	13.95
สินเชื่อธนาคารพาณิชย์	262.66	229.50	242.25
ร้อยละต่อการลงทุนของประเทศ	36.03	24.90	28.58
สัดส่วนมูลค่าเงินที่ระดมผ่านตลาดตราสารทุนต่อสินเชื่อธนาคารพาณิชย์	18.69	70.36	48.81

ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ธนาคารแห่งประเทศไทย
 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
 หมายเหตุ : คำนวณจากราคาคงที่ปี 2531

อย่างไรก็ตาม ขนาดของการระดมทุนที่ทำผ่านตลาดตราสารทุน เมื่อเปรียบเทียบกับขนาดการระดมทุนผ่านระบบธนาคารพาณิชย์ยังมีขนาดเล็ก จากตารางที่ 7 แสดงให้เห็นว่าในช่วงปี พ.ศ. 2531 - 2543 มีเงินระดมทุนผ่านตลาดตราสารทุนเฉลี่ยต่อปีเท่ากับ 118,240 ล้านบาท หรือเฉลี่ยร้อยละ 13.95 ของมูลค่าการลงทุนรวมของประเทศ ซึ่งมีขนาดประมาณครึ่งหนึ่งของเงินระดมทุนผ่านระบบธนาคารพาณิชย์ (ร้อยละ 48.81) ที่มีมูลค่าเฉลี่ยต่อปีเท่ากับ 242,250 ล้านบาท หรือเฉลี่ยร้อยละ 28.58 ของมูลค่าการลงทุนรวมของประเทศ

เมื่อเปรียบเทียบการระดมทุนผ่านตลาดตราสารทุนของไทยกับต่างประเทศในช่วงปี 2531 - 2543 (ตารางที่ 8) พบว่าประเทศสหรัฐอเมริกาอาศัยตลาดตราสารทุน เป็นช่องทางการระดมทุนถึงร้อยละ 51.74 ของเงินลงทุนทั้งหมดของประเทศ ขณะที่การระดมทุนผ่านระบบธนาคารพาณิชย์มีสัดส่วนเพียงร้อยละ 15.72 สำหรับสัดส่วนการระดมทุนผ่านตลาดตราสารทุนต่อเงินลงทุนรวมของประเทศอังกฤษ ญี่ปุ่น เกาหลีใต้ สิงคโปร์ มีค่าเท่ากับร้อยละ 43.59 14.57 25.23 และ 17.52 ตามลำดับ ซึ่งต่างก็มีสัดส่วนดังกล่าวสูงกว่าของไทยที่มีสัดส่วนเพียงร้อยละ 11.68 ขณะที่ประเทศไทยมีสัดส่วนการใช้เงินกู้ธนาคารพาณิชย์สูงเป็นอันดับสองรองจากประเทศสิงคโปร์

ตารางที่ 8 บทบาทของตลาดตราสารทุนไทยเปรียบเทียบกับต่างประเทศ 2531-2543

หน่วย : ร้อยละ

ประเทศ	เงินระดมทุนผ่านตลาดตราสารทุน		เงินกู้ธนาคารพาณิชย์	
	ต่อ GDP ^{1/}	ต่อ GFCF ^{2/}	ต่อ GDP	ต่อ GFCF
สหรัฐฯ ^{3/}	9.64	51.74	2.93	15.72
อังกฤษ ^{4/}	7.26	43.59	0.01	0.05
ญี่ปุ่น ^{5/}	4.32	14.57	3.73	12.57
เกาหลีใต้	8.80	25.23	8.41	24.10
สิงคโปร์	6.07	17.52	11.24	32.45
ไทย	3.87	11.68	8.62	26.01

ที่มา : U.S. Census Bureau, Statistical Abstract of the United States: 1998

London Stock Exchange

Tokyo Stock Exchange, Annual Securities Statistics : 1997

Financial Supervisory Board of South Korea

Monetary Authority of Singapore

สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ธนาคารแห่งประเทศไทย

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Datastream

หมายเหตุ : 1/ GDP ย่อมาจาก gross domestic product

2/ GFCF ย่อมาจาก gross fixed capital formation

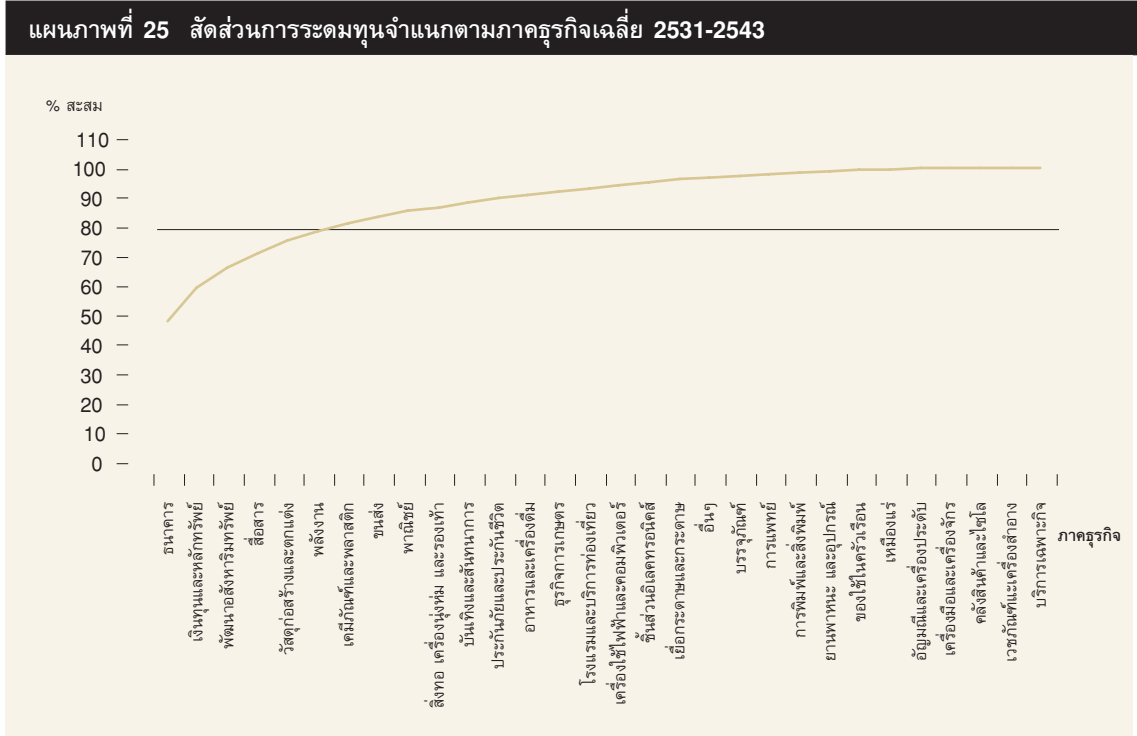
3/ ช่วงปี 2533-2542

4/ ช่วงปี 2537-2541

5/ ช่วงปี 2531-2540

1.2 บทบาทของการระดมทุนสู่ภาคธุรกิจ

แม้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะมีการจำแนกภาคธุรกิจที่ทำการระดมทุน และจัดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ออกเป็น 30 ภาคธุรกิจ แต่การระดมทุนที่เกิดขึ้นจริงมีการกระจุกตัวอยู่เพียงบางภาคธุรกิจเท่านั้น แผนภาพที่ 25 จะแสดงสัดส่วนการระดมทุนจำแนกตามภาคธุรกิจในช่วงปี พ.ศ. 2531 - 2543 พบว่าภาคธุรกิจที่ได้รับประโยชน์จากการระดมทุนผ่านตลาดตราสารทุนมากที่สุด ได้แก่ ภาคธุรกิจธนาคารพาณิชย์ที่มีสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 47.8 ของการระดมทุนทั้งหมด รองลงมาได้แก่ ภาคธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ที่มีสัดส่วนเฉลี่ยร้อยละ 11.1 ขณะที่ภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ภาคธุรกิจสื่อสาร ภาคธุรกิจวัสดุก่อสร้างและตกแต่ง ภาคธุรกิจพลังงาน และภาคธุรกิจเคมีภัณฑ์และพลาสติก มีสัดส่วนร้อยละ 7.1 4.9 4.1 3.2 และ 2.7 ตามลำดับ ซึ่งทั้ง 7 ภาคธุรกิจ ดังกล่าว มีสัดส่วนการระดมทุนรวมกันสูงเกินกว่าร้อยละ 80 ของการระดมทุนทั้งหมดผ่านตลาดตราสารทุนของไทย



ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

หากพิจารณาการจัดสรรเงินทุนที่ระดมได้ผ่านตลาดตราสารทุนเป็นรายภาคเศรษฐกิจ ตารางที่ 9 จะแสดงให้เห็นว่า ตลาดตราสารทุนของไทยมีโครงสร้างการจัดสรรเงินทุนที่ไม่สอดคล้องกับขนาดของเศรษฐกิจ (Gross Domestic Product: GDP) กล่าวคือ เงินทุนที่ระดมผ่านตลาดตราสารทุนมุ่งไปสู่ภาคสถาบันการเงิน ภาคก่อสร้าง และภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในสัดส่วนสูงถึง ร้อยละ 67.34 ของเงินทุนที่ระดมได้ทั้งหมด ซึ่งสูงกว่าสัดส่วน GDP ของภาคธุรกิจดังกล่าวที่มีเพียง ร้อยละ 12.06 ขณะที่สัดส่วนการระดมทุนของภาคอุตสาหกรรมส่งออก และการนำเข้ามีเพียงร้อยละ 16.85 ของจำนวนทั้งหมด ซึ่งน้อยกว่าสัดส่วน GDP ของภาคธุรกิจนี้ที่ร้อยละ 31.58 ของผลผลิตมวลรวมของประเทศ นอกจากนี้ยังปรากฏว่าตลาดตราสารทุนยังจัดสรรเงินทุนให้แก่ภาคบริการ อุตสาหกรรมและสาธารณูปโภค ภาคการค้าส่งค้าปลีก และภาคเกษตรกรรมเป็นจำนวนที่น้อยมาก โครงสร้างดังกล่าวมีความแตกต่างจากโครงสร้างการระดมทุน ผ่านการกู้ยืมจากระบบธนาคารพาณิชย์ ที่มีสัดส่วนการระดมเงินทุนค่อนข้างใกล้เคียงกับสัดส่วน GDP ของภาคธุรกิจต่างๆ จากข้อมูลตารางที่ 9 พบว่าระบบธนาคารพาณิชย์ไทยได้จัดสรรเงินทุนสู่ภาคอุตสาหกรรมส่งออกและนำเข้าคิดเป็นร้อยละ 36.65 ภาคบริการอุตสาหกรรมและสาธารณูปโภค คิดเป็นร้อยละ 22.42 ภาคสถาบันการเงิน การก่อสร้างและธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

คิดเป็นร้อยละ 21.09 และภาคการค้าส่งค้าปลีกคิดเป็นร้อยละ 16.71 ของเงินทุนที่ระดมได้ทั้งหมด ซึ่งส่วนใหญ่จะมีค่าใกล้เคียงกับสัดส่วน GDP ของแต่ละภาคธุรกิจ

อย่างไรก็ตาม ความไม่สอดคล้องกันระหว่างขนาดของเศรษฐกิจกับการจัดสรรเงินทุนผ่านตลาดตราสารทุนของไทย อาจเกิดจากความต้องการเงินทุนของแต่ละภาคธุรกิจมีความแตกต่างกัน เนื่องจากตลาดตราสารทุนเป็นแหล่งเงินทุนระยะยาว และบริษัทที่ระดมทุนในตลาดตราสารทุนมักเป็นบริษัทขนาดใหญ่ ซึ่งคิดเป็นส่วนน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับจำนวนบริษัททั้งหมดในแต่ละภาคธุรกิจ ในขณะที่ภาคธุรกิจส่วนใหญ่ของประเทศ ประกอบไปด้วยบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กเป็นจำนวนมาก ซึ่งบริษัทเหล่านี้ส่วนใหญ่มีการดำเนินธุรกิจแบบครอบครัว ที่อาศัยสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์เป็นแหล่งเงินทุนหลัก โดยไม่มีข้อมูลที่แสดงให้เห็นองค์ประกอบที่ชัดเจนของสัดส่วนระหว่างเงินทุนระยะสั้นและระยะยาว ดังนั้นเมื่อพิจารณาถึงสัดส่วนการระดมทุนผ่านตลาดตราสารทุนต่อ GDP ของแต่ละภาคธุรกิจ จึงอาจทำให้เกิดความไม่สมดุลดังกล่าวขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกับการระดมทุนผ่านระบบธนาคารพาณิชย์

ตารางที่ 9 สัดส่วนการจัดสรรเงินทุนของตลาดตราสารทุนเปรียบเทียบกับสัดส่วน GDP รายภาคธุรกิจของไทย ในช่วงปี 2531-2543

หน่วย : ร้อยละของทั้งหมด

ภาคธุรกิจ	GDP ^{1/}	ตราสารทุน	ธนาคาร
1. อุตสาหกรรม การส่งออก และการนำเข้า	31.58	16.85	36.65
2. การบริการ อุปโภคบริโภคของประชาชน และสาธารณูปโภค	19.96	10.38	22.42
3. การค้าส่งและค้าปลีก	16.54	1.98	16.71
4. สถาบันการเงิน การก่อสร้างและธุรกิจอสังหาริมทรัพย์	12.06	67.34	21.09
5. เกษตรกรรม	10.22	0.00	2.50
6.เหมืองแร่	4.12	3.45	0.62
7. การบริหารและป้องกันประเทศ	3.01	0.00	0.00
8. สถานที่อยู่อาศัย ^{2/}	2.51	0.00	0.00
รวมทั้งหมด	100.00	100.00	100.00

หมายเหตุ : ^{1/} สัดส่วนของ GDP รายภาครวมตั้งแต่ช่วงปี 2531-2543 ณ ราคาคงที่ ต่อ GDP ทั้งหมด ในช่วงเดียวกัน ณ ราคาคงที่

^{2/} ค่าเช่าบ้าน

1.3 ศักยภาพในการขยายฐานการระดมทุนผ่านตลาดตราสารทุน

วิกฤติเศรษฐกิจที่ผ่านมาได้มีผลกระทบต่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เป็นอันมาก โดยทำให้บริษัทจดทะเบียนหลายแห่งมีผลประกอบการลดลง หลายแห่งต้องประสบกับภาวะขาดทุน นอกจากนี้ บริษัทจดทะเบียนส่วนหนึ่งต้องมีการระดมหนี้และฟื้นฟูกิจการ และบางส่วนต้องถูกเพิกถอนไปในที่สุด ซึ่งสิ่งเหล่านี้ได้ส่งผลกระทบต่อจำนวนสินค้าในตลาดหลักทรัพย์ฯ ทั้งในด้านปริมาณสินค้าที่เป็นทางเลือกในการลงทุน และในด้านคุณภาพของสินค้า และมีผลกระทบต่อความน่าสนใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ

ในการศึกษาถึงศักยภาพในการขยายฐานการระดมทุนผ่านตลาดตราสารทุน เพื่อเพิ่มปริมาณและคุณภาพให้กับสินค้าในตลาดตราสารทุน สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. (2543) ได้อาศัยข้อมูลบริษัทที่เข้าจดทะเบียน เพื่อประกอบธุรกิจการค้าที่กรมทะเบียนการค้า กระทรวงพาณิชย์ในปี 2542 ในการวิเคราะห์ความเป็นไปได้ในการขยายบทบาทตลาดตราสารทุนในการระดมทุนสู่ภาคธุรกิจ พบว่า

ณ สิ้นปี พ.ศ. 2542 มีบริษัทมหาชนและบริษัทจำกัดที่เข้าตามเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ (ตารางที่ 10) กล่าวคือ มีทุนจดทะเบียนตั้งแต่ 200 ล้านบาทขึ้นไปจำนวนทั้งสิ้น 3,261 บริษัท คิดเป็นทุนจดทะเบียนรวมทั้งสิ้น 3,567,889 ล้านบาท และในกลุ่มบริษัทดังกล่าวมีบริษัทที่ไม่เคยจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ถึง 2,915 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 89.4 ของจำนวนบริษัททั้งหมด โดยมีทุนจดทะเบียนรวมทั้งสิ้น 2,211,418 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 62.0 ของจำนวนทุนจดทะเบียนทั้งหมด

ตารางที่ 10 จำนวนบริษัทจำกัดและบริษัทมหาชนจำกัดที่มีทุนจดทะเบียนตั้งแต่ 200 ล้านบาทขึ้นไป ณ สิ้นปี 2542

	จำนวนบริษัท (บริษัท)	ทุนจดทะเบียน (ล้านบาท)
1) บริษัทจำกัดและบริษัทมหาชนจำกัด ที่มีทุนจดทะเบียนตั้งแต่ 200 ล้านบาท	3,261	3,567,889.2
2) บริษัทในข้อ 1) ที่ยังมีเคยจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ	2,915 ^{1/}	2,211,418.4
ร้อยละต่อข้อมูลในข้อ 1)	89.4	62.0

ที่มา : กรมทะเบียนการค้า กระทรวงพาณิชย์

หมายเหตุ : ^{1/} ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2543

ดังนั้น หากนับรวมทุนจดทะเบียนของบริษัทที่มีศักยภาพทั้งหมด (พิจารณาจากขนาดเงินทุน) เข้ากับทุนจดทะเบียนทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2542) จะพบว่าตลาดหลักทรัพย์ สามารถขยายขนาดทุนจดทะเบียนรวมของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ได้สูงสุดอีกประมาณร้อยละ 167.34 หรืออีกประมาณ 1.7 เท่าของขนาดทุนจดทะเบียนรวม ณ สิ้นปี 2542 โดยจะทำให้มีขนาดทุนจดทะเบียนรวมทั้งสิ้นประมาณ 3,532,909 ล้านบาท หากบริษัทที่มีศักยภาพดังกล่าวทั้งหมดเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์¹ (ตารางที่ 11)

ตารางที่ 11

เปรียบเทียบทุนจดทะเบียนรวมของบริษัทที่มีศักยภาพจะจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และบริษัทจดทะเบียน ณ 31 ธันวาคม 2542

	ล้านบาท
บริษัทที่มีศักยภาพ	ทุนจดทะเบียนรวม
1) บริษัทในตลาดหลักทรัพย์	1,321,490.96
2) บริษัทที่มีทุนจดทะเบียนตั้งแต่ 200 ล้านบาท และไม่เคยอยู่ในตลาดหลักทรัพย์	2,211,418.44
รวม	3,532,909.40
2) คิดเป็นร้อยละของ 1)	167.34

ที่มา : กรมทะเบียนการค้า กระทรวงพาณิชย์

¹ ไม่ได้รวมทุนจดทะเบียนของรัฐวิสาหกิจซึ่งเป็นกิจการอีกประเภทหนึ่งที่มีศักยภาพในการเพิ่มขนาดทุนจดทะเบียนรวมของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์

นอกจากนี้ หากนำบริษัทที่มีศักยภาพจะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ดังกล่าวมาจัดกลุ่มตามภาคธุรกิจ จะพบว่า

ตารางที่ 12

บริษัทที่มีศักยภาพจะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ สิ้นปี 2542 จำแนกตามภาคธุรกิจ

ภาคธุรกิจ	จำนวนบริษัท		ทุนจดทะเบียน	
	บริษัท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
1. อุตสาหกรรม	668	22.9	571,482	25.8
2. ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ การก่อสร้าง การเช่า และบริการทางธุรกิจ	700	24.0	459,550	20.8
3. การค้าส่ง ค้าปลีก การซ่อมแซมรถยนต์ และจักรยานยนต์	474	16.3	372,500	16.8
4. สถาบันการเงิน	192	6.6	205,708	9.3
5. การคมนาคม การขนส่ง และการเก็บรักษาสินค้า	73	2.5	77,979	3.5
6. โรงแรมและภัตตาคาร	99	3.4	48,624	2.2
7. การนันทนาการและบริการส่วนบุคคล	49	1.7	42,914	1.9
8. พลังงาน	30	1.0	36,238	1.6
9. บริการสาธารณสุข	70	2.4	29,400	1.3
10. เกษตรกรรม	49	1.7	22,942	1.0
11. การศึกษา	18	0.6	6,916	0.3
12. กิจการซึ่งมีอาจะระบุประเภทได้	493	16.9	337,164	15.2
รวมทั้งหมด	2,915	100.0	2,211,418	100.00

ที่มา : กรมทะเบียนการค้า กระทรวงพาณิชย์

ภาคธุรกิจที่มีศักยภาพที่จะมาระดมทุนผ่านตลาดตราสารทุนมากที่สุด เมื่อพิจารณาจากปริมาณทุนจดทะเบียนเรียงตามลำดับ ได้แก่ ภาคอุตสาหกรรม (ร้อยละ 25.8 ของทุนจดทะเบียนทั้งหมด) ภาคอสังหาริมทรัพย์ การก่อสร้างและบริการทางธุรกิจ (ร้อยละ 20.8) และภาคการค้าส่ง ค้าปลีก (ร้อยละ 16.8) เป็นต้น (ตารางที่ 12) (รายละเอียดของแต่ละภาคธุรกิจ โปรดดูภาคผนวก ก)

จากโครงสร้างบริษัทที่มีศักยภาพดังกล่าวข้างต้น หากสามารถเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ทั้งหมด จะช่วยทำให้โครงสร้างการจัดสรรเงินทุนของตลาดตราสารทุนที่มีต่อภาคเศรษฐกิจจริงมีความเหมาะสมยิ่งขึ้น โดยเฉพาะภาคธุรกิจอุตสาหกรรม ภาคการค้าและบริการ ซึ่งเป็นหัวใจหลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทย

2. การระดมทุนผ่านตลาดตราสารหนี้

ตลาดตราสารหนี้ในประเทศไทยมีพัฒนาการมานานกว่า 60 ปี นับจากที่กระทรวงการคลังได้ออกพันธบัตรรัฐบาล เพื่อระดมทุนภายในประเทศเป็นครั้งแรก² หลังจากที่มีการก่อตั้งธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ขึ้นในปี 2485 ทางธปท.จึงเข้ามามีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลการออกพันธบัตรภาครัฐ การระดมทุนของภาครัฐ โดยการออกพันธบัตรรัฐบาลมีปริมาณเพิ่มมากขึ้น เมื่อประเทศไทยเริ่มใช้แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติตั้งแต่ปี 2504 เป็นต้นมา โดยได้มีการกำหนดแนวนโยบายที่มุ่งเน้นด้านการพัฒนาภาคอุตสาหกรรม และปรับปรุงด้านโครงสร้างพื้นฐานเป็นหลัก รัฐบาลในช่วงนั้น จึงมีรายจ่ายสูงกว่าการจัดเก็บภาษีเป็นจำนวนมากหลายเท่าตัว ซึ่งส่งผลให้งบประมาณของรัฐบาลขาดดุลอย่างต่อเนื่อง และมีความจำเป็นต้องระดมทุนด้วยการออกพันธบัตรรัฐบาลแทบทุกปี มูลค่าพันธบัตรที่ออกในช่วงปี 2523 - 2526 มีอัตราการขยายตัวที่สูงถึงร้อยละ 17 ต่อปี นับตั้งแต่ปี 2533 - 2539 รัฐบาลเริ่มมีฐานะการคลังดีขึ้นและมีงบประมาณเกินดุลมาโดยตลอด นับจากนั้นมารัฐบาลจึงไม่มีการออกพันธบัตรรัฐบาลมาสู่ตลาดอีกเลย

2.1 ขนาดของการระดมทุน

ภายหลังจากที่เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในปี 2540 รัฐบาลมีความจำเป็นต้องระดมเงินเป็นจำนวนมาก ด้วยการออกพันธบัตรเพื่อแก้ไขปัญหาระบบสถาบันการเงิน การที่มีพันธบัตรรัฐบาลออกมาเป็นจำนวนมากและต่อเนื่อง ส่งผลให้สภาพคล่องของพันธบัตรรัฐบาลในตลาดเพิ่มขึ้นมาก โดยมีมูลค่าคงค้าง ณ สิ้นปี 2545 เท่ากับ 1,114,640 ล้านบาท (ตารางที่ 13) และการที่มีการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลมากขึ้น ทำให้สามารถสร้างเส้นอัตราผลตอบแทนเพื่อใช้ในการอ้างอิง (benchmark yield curve) สำหรับผู้ลงทุนในการใช้อ้างอิงราคา และประกอบการตัดสินใจลงทุน เพื่อวางกลยุทธ์ทางการเงินได้อย่างเหมาะสมและมีประสิทธิภาพ ขณะเดียวกันยังเป็นประโยชน์ต่อบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ในการใช้อ้างอิงเพื่อกำหนดอัตราดอกเบี้ยของหุ้นกู้

ในขณะเดียวกันพันธบัตรรัฐวิสาหกิจก็เริ่มมีบทบาทในตลาดตราสารหนี้มากขึ้น โดยเริ่มจากปี 2536 เนื่องจากมีความต้องการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ และจากการที่รัฐบาลจำกัด

² ในอดีต พันธบัตรรัฐบาลจะสามารถออกได้เพื่อวัตถุประสงค์ในการชดเชยการขาดดุลงบประมาณเท่านั้น

เพดานการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศของหน่วยงานรัฐวิสาหกิจ ทำให้รัฐวิสาหกิจหันมาระดมทุนในประเทศกันมากขึ้น จึงทำให้มูลค่าของพันธบัตรรัฐวิสาหกิจขยายตัวอย่างมาก จากมูลค่าคงค้างเพียง 76,100 ล้านบาท ในปี 2535 เป็น 395,700 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2545

ตารางที่ 13 มูลค่าคงค้างของตราสารหนี้ในประเทศ

หน่วย : พันล้านบาท

	2535	2536	2537	2538	2539	2540	2541	2542	2543	2544	2545
พันธบัตรรัฐบาล	133.9	100.7	62.5	43.0	18.0	13.8	426.9	587.1	658.7	706.4	1,114.6
ตั๋วเงินคลัง	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	25.0	62.0	110.0	134.0
พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ											
- กระทรวงการคลังค้ำประกัน	62.9	109.7	159.8	208.7	239.7	247.3	255.7	309.1	345.3	357.3	343.7
- กระทรวงการคลังไม่ค้ำประกัน	13.2	25.3	30.6	29.6	38.7	46.5	44.9	47.3	63.5	58.8	52.0
พันธบัตร ธพท. ฟฟ. และ อบส.	n.a.	n.a.	n.a.	9.5	40.5	51.6	36.2	18.1	4.1	112.3	112.3
ตราสารหนี้ภาคเอกชน	5.1	26.3	86.1	133.6	182.4	187.6	177.6	402.0	501.2	538.1	542.6
มูลค่าคงค้างรวม	215.1	262.0	339.0	424.4	519.3	546.8	941.3	1,388.6	1,634.8	1,882.9	2,299.2

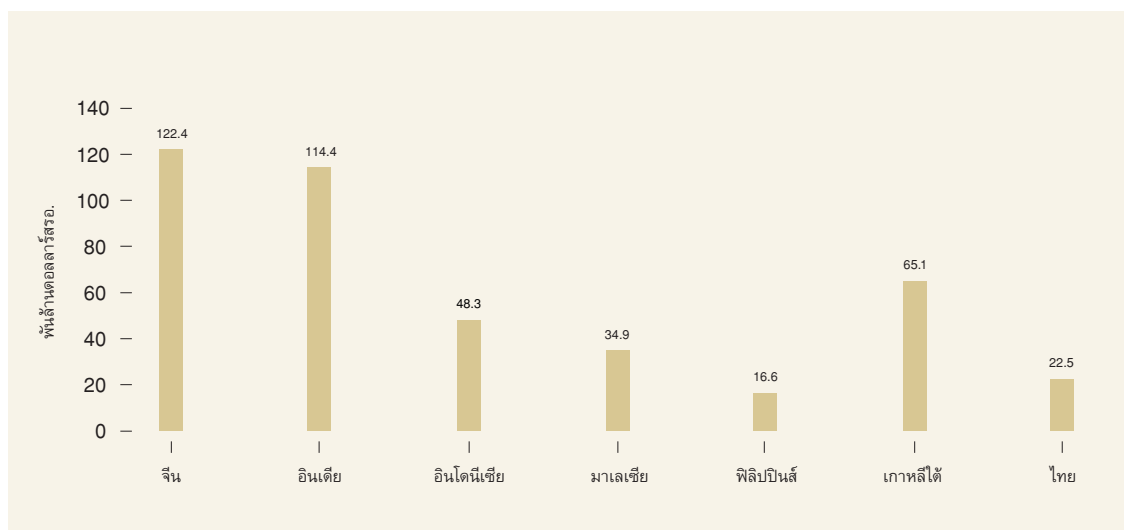
ที่มา : ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย

ทางด้านตราสารหนี้ภาคเอกชน ในอดีตบริษัทมีการระดมทุนด้วยการออกหุ้นกู้้น้อยมาก โดยส่วนใหญ่เป็นตราสารหนี้ระยะสั้น เช่น ตั๋วสัญญาใช้เงิน (promissory note) และตั๋วแลกเงิน (bill of exchange) เนื่องจากประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ห้ามบริษัทจำกัดออกหุ้นกู้ ส่วนบริษัทมหาชนจำกัดเมื่อออกหุ้นกู้ได้แต่ก็มีน้อยราย ในขณะที่ผู้ลงทุน ยังขาดความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับตราสารหนี้ แต่มาเริ่มพัฒนากันอย่างจริงจัง เมื่อมีการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งเป็นการเปิดโอกาสให้บริษัทจำกัดที่ได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. สามารถออกตราสารหนี้เพื่อระดมทุนจากประชาชนได้ ต่างจากเดิมที่การออกตราสารหนี้ภาคเอกชนนั้นจำกัดอยู่แต่เฉพาะบริษัทมหาชน และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เท่านั้น ประกอบกับช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจตั้งแต่ปี 2541 เป็นต้นมา ระบบธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถทำหน้าที่ในการระดม และจัดสรรเงินทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ ภาคธุรกิจเอกชน จึงพากันระดมทุนด้วยการออกหุ้นกู้ขายต่อประชาชน ทำให้มูลค่าคงค้างของหุ้นกู้เพิ่มขึ้นเป็นจำนวนมากจาก 5,100 ล้านบาทในปี 2535 เป็น 542,600 ล้านบาทในปี 2545 ซึ่งส่วนใหญ่เกิดจากการระดมทุนของสถาบันการเงินในช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจ (ปี 2541-2542) เพื่อนำเงินที่ได้ไปสมทบเป็นเงินกองทุน ทำให้สถาบันการเงินมีฐานะการเงินที่มั่นคง และสามารถดำเนินธุรกิจได้ต่อไป

เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบมูลค่าคงค้างตราสารหนี้ภาครัฐของไทยกับประเทศแถบเอเชีย ปี 2544 (แผนภาพที่ 26) พบว่ามูลค่าคงค้างตราสารหนี้ภาครัฐของไทยมีค่าเท่ากับ 22.5 พันล้านเหรียญสหรัฐ ซึ่งมีขนาดเล็กมากเมื่อเทียบกับทุกประเทศ ยกเว้นประเทศฟิลิปปินส์ ซึ่งมีขนาดเล็กกว่าไทยเพียงเล็กน้อย โดยมีมูลค่าเท่ากับ 16.6 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ.

แผนภาพที่ 26 มูลค่าคงค้างตราสารหนี้ภาครัฐของประเทศในเอเชีย

มูลค่าคงค้างหุ้นกู้ภาครัฐ ปี 2544



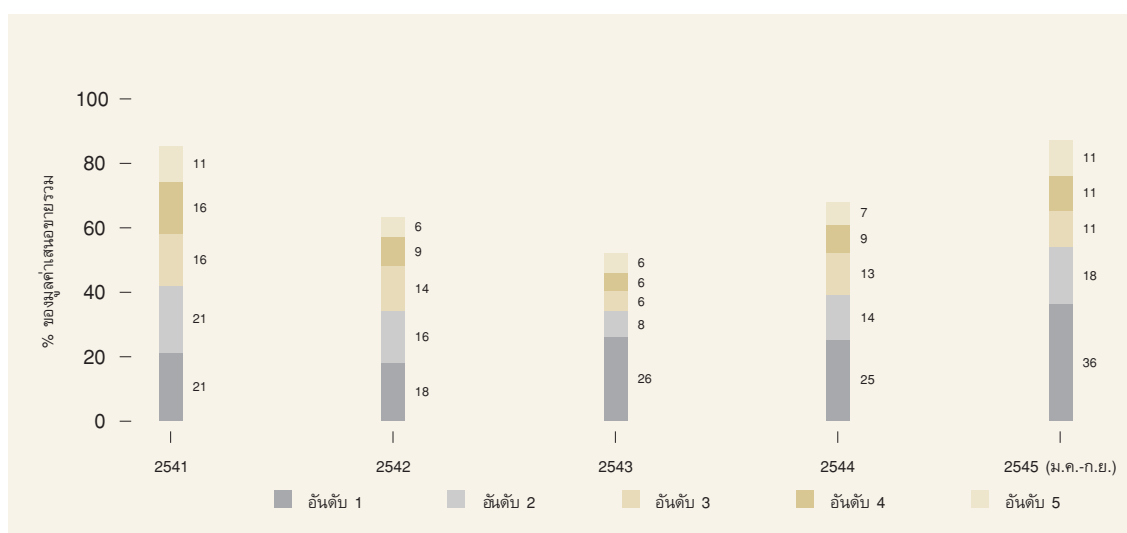
ที่มา : World Bond Market 2002, Global Securities Research & Economics Group, Merrill Lynch & Co.

2.2 บทบาทการระดมทุนสู่ภาคธุรกิจ

โครงสร้างการระดมทุนของภาคธุรกิจด้วยการออกหุ้นกู้ในช่วงปี 2541 - ก.ย. 2545 พบว่าการระดมทุนด้วยหุ้นกี่ยังมีการกระจุกตัวอยู่เพียงไม่กี่บริษัทเท่านั้น แผนภาพที่ 27 แสดงสัดส่วนการระดมทุนด้วยหุ้นกู้ของ 5 บริษัทที่มีมูลค่าการออกหุ้นกู้สูงสุด พบว่าคิดเป็นสัดส่วนเฉลี่ยเกินร้อยละ 50 โดยเฉพาะ 9 เดือนแรกของปี 2545 คิดเป็นสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 87 ซึ่งส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่มาจากภาคธุรกิจสถาบันการเงิน ภาคธุรกิจสื่อสาร ภาคธุรกิจวัสดุก่อสร้าง และภาคธุรกิจพลังงาน

แผนภาพที่ 27 สัดส่วนบริษัทที่มีมูลค่าการระดมทุนโดยหุ้นกู้สูงสุด 5 อันดับแรก

บริษัทที่มีมูลค่าการระดมทุนโดยหุ้นกู้สูงสุด 5 อันดับแรก (2542-ก.ย. 2545)



อันดับ	2541		2542		2543		2544		2545 (ม.ค. - ก.ย.)	
	บริษัท	%	บริษัท	%	บริษัท	%	บริษัท	%	บริษัท	%
1	BAY	21	SCC	18	SCC	26	AIS	25	AIS	36
2	IFCT	21	BBL	16	BCP	8	TAC	14	SCC	18
3	SCB	16	TFB	14	AIS	6	IFCT	13	IFCT	11
4	TMB	16	BAY	9	GE	6	SPP	9	GT STAR 2	11
5	AIS	11	IFCT	6	DBS	6	VNT	7	KK	11
		84		63		52		68		87

ที่มา : ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย

เมื่อพิจารณาถึงขนาดสินทรัพย์ของบริษัทที่มีการออกหุ้นกู้ในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2545 (ตารางที่ 14) พบว่าบริษัทที่มีขนาดสินทรัพย์ตั้งแต่ 10,000 ล้านบาทขึ้นไป ระดมทุนด้วยการออกหุ้นกู้คิดเป็นร้อยละ 74 ของมูลค่าการระดมทุนทั้งหมด และส่วนใหญ่ก็เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งมีแหล่งเงินทุนด้านตราสารทุนรองรับอยู่แล้ว แสดงให้เห็นว่าตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชนจะเหมาะสมกับบริษัทที่มีฐานะการเงินดี หรือมีชื่อเสียงเป็นที่รู้จักของประชาชน ทำให้บริษัทที่ระดมทุนได้ จึงเป็นบริษัทขนาดใหญ่ อย่างไรก็ตาม บริษัทขนาดใหญ่ในระดับที่มีสินทรัพย์เกินกว่า 10,000 ล้านบาทในประเทศไทยมีไม่มากนัก จึงทำให้การระดมทุนด้วยการออกหุ้นกู้เกิดการกระจุกตัว หรือหมุนเวียนอยู่เพียงไม่กี่บริษัท

ตารางที่ 14 มูลค่าการเสนอขายตราสารหนี้จำแนกตามขนาดสินทรัพย์ของบริษัท (ปี 2545: ข้อมูลสะสมถึงเดือน ก.ย.)

ขนาดสินทรัพย์ของบริษัท (พันล้านบาท)	% ของมูลค่าเสนอขายรวม				
	บริษัทจดทะเบียน SET	บริษัทจดทะเบียน MAI	บริษัทนอก ตลาดฯ	SPV	รวม
สินทรัพย์ <=1	0.04	-	0.33	-	0.37
1 < สินทรัพย์ <=5	2.38	-	-	8.64	11.02
5 < สินทรัพย์ <=10	13.89	-	-	-	13.89
10 < สินทรัพย์ <=50	28.69	-	-	-	28.69
50 < สินทรัพย์ <=100	-	-	-	-	-
สินทรัพย์ > 100	46.03	-	-	-	46.03
รวม	91.02	-	0.33	8.64	100.00

ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด.

3. บทบาทของตราสารการเงินเอกชนต่อการระดมทุนในตลาดทุนไทย

ตราสารการเงินในตลาดทุนไทยประกอบด้วย ตราสารทุน ตราสารหนี้ ตราสารกึ่งหนี้กึ่งทุน และใบสำคัญแสดงสิทธิ ในอดีตตลาดทุนไทยอาศัยเพียงตราสารทุน เป็นเครื่องมือหลักในการระดมทุน (ตารางที่ 15) โดยในช่วงปี พ.ศ. 2531 - 2535 สัดส่วนการระดมทุน โดยใช้ตราสารทุนคิดเป็นร้อยละ 90 ของเงินทุนทั้งหมดที่ระดมผ่านตลาดทุน ในขณะที่ตราสารหนี้ ตราสารกึ่งหนี้กึ่งทุน และใบสำคัญแสดงสิทธิ มีสัดส่วนเพียงร้อยละ 9.32 อย่างไรก็ตาม สัดส่วนการระดมทุนด้วยตราสารทุนได้ลดลงอย่างมากนับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2536 เป็นต้นมา โดยในช่วงปี พ.ศ. 2536 - 2540 และปี พ.ศ. 2541 - 2543 สัดส่วนดังกล่าวได้ลดลงมาที่ระดับร้อยละ 53.63 และ 48.94 ตามลำดับ ขณะที่ตราสารหนี้เริ่มมีบทบาทสำคัญมากขึ้น โดยมีสัดส่วนเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 46.37 และ 51.06 ตามลำดับ

เมื่อเปรียบเทียบรูปแบบการระดมทุนของภาคธุรกิจเอกชนไทยกับของต่างประเทศ (ตารางที่ 16) พบว่าประเทศที่พัฒนาแล้ว จะมีสัดส่วนมูลค่าการระดมทุนด้วยการออกตราสารหนี้สูงกว่าการออกตราสารทุน ซึ่งจะแตกต่างจากของประเทศไทย โดยประเทศญี่ปุ่นและสหรัฐอเมริกา มีสัดส่วนการระดมทุนด้วยตราสารหนี้และตราสารกึ่งหนี้กึ่งทุนสูงถึงร้อยละ 88.73 และ 82.28 ของเงินทุนที่ระดมผ่านตลาดทุนของแต่ละประเทศตามลำดับ ขณะที่ประเทศเกาหลีใต้และสิงคโปร์ มีสัดส่วนดังกล่าวเท่ากับร้อยละ 75.09 และ 50.81 ตามลำดับ ซึ่งสูงกว่าประเทศไทยที่มีสัดส่วนเพียงร้อยละ 43.86

ตารางที่ 15 การระดมทุนจากระบบตลาดทุน ช่วงปี 2531 - 2543 จำแนกตามเครื่องมือระดมทุน

พันล้านบาท

ประเภท	2531-2535	2536-2540	2541-2543
ตราสารทุน	51.32	99.93	168.18
สัดส่วน (ร้อยละ)	90.68	53.63	48.94
ตราสารหนี้	5.27	86.40	175.49
สัดส่วน (ร้อยละ)	9.32	46.37	51.06
รวมทั้งหมด	56.60	186.33	343.67
สัดส่วน (ร้อยละ)	100.00	100.00	100.00

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตารางที่ 16

สัดส่วนเงินระดมทุนผ่านระบบตลาดทุน จำแนกตามประเภทตราสารของประเทศต่างๆ เฉลี่ยในช่วงปี 2531 - 2543

ร้อยละของการระดมทุนทั้งหมด

ประเทศ	ตราสารทุน	ตราสารหนี้
สหรัฐฯ ^{1/}	17.72	82.28
ญี่ปุ่น ^{2/}	11.27	88.73
เกาหลีใต้	24.91	75.09
สิงคโปร์	49.19	50.81
ไทย ^{3/}	56.14	43.86

ที่มา : US Census Bureau, Statistical Abstract of the United States: 1998

Tokyo Stock Exchange, Annual Securities Statistics: 1997

Financial Supervisory Board of South Korea

Monetary Authority of Singapore

ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

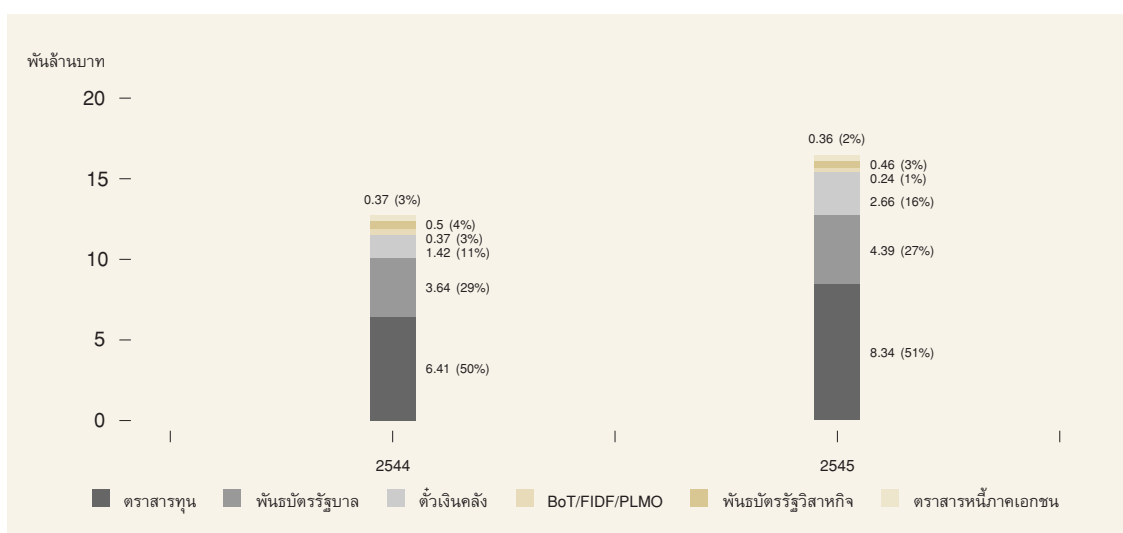
หมายเหตุ : ^{1/} ช่วงปี 2533 - 2542^{2/} ช่วงปี 2531 - 2540^{3/} ตราสารทุนประกอบด้วยหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และใบสำคัญแสดงสิทธิ และตราสารหนี้ประกอบด้วยหุ้นกู้ และหุ้นกู้แปลงสภาพ

การซื้อขายตราสารการเงินในตลาดรอง

จากการเปรียบเทียบ มูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันระหว่างตราสารทุนและตราสารหนี้ในตลาดรอง (แผนภาพที่ 28) พบว่าการซื้อขายตราสารทุน ยังคงมีมูลค่าสูงกว่าการซื้อขายตราสารหนี้ โดยตราสารทุนมีมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันเท่ากับ 6,400 ล้านบาทในปี 2544 และเพิ่มเป็น 8,300 ล้านบาทในปี 2545 ขณะที่ตราสารหนี้มีมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันรวมเท่ากับ 5,900 ล้านบาทในปี 2544 และเพิ่มเป็น 7,800 ล้านบาทในปี 2545 ซึ่งมีมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันไม่ต่างจากการซื้อขายตราสารทุนมากนัก เมื่อพิจารณาจากสัดส่วนจะเห็นได้ว่ามีสัดส่วนที่ใกล้เคียงกันทั้ง 2 ปี คือ ประมาณร้อยละ 50 อย่างไรก็ตาม มีข้อสังเกตว่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันของหุ้นกู้ภาคเอกชนมีมูลค่าต่ำมาก เช่น ในปี 2545 คิดเป็นร้อยละ 3 ของมูลค่าการซื้อขายรวมเฉลี่ยต่อวัน หรือประมาณร้อยละ 6 ของมูลค่าการซื้อขายตราสารหนี้รวมเฉลี่ยต่อวัน

แผนภาพที่ 28 มูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันจำแนกตามประเภทตราสารการเงิน

มูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันของหุ้นทุน หุ้นกู้ภาครัฐ และหุ้นกู้ภาคเอกชน

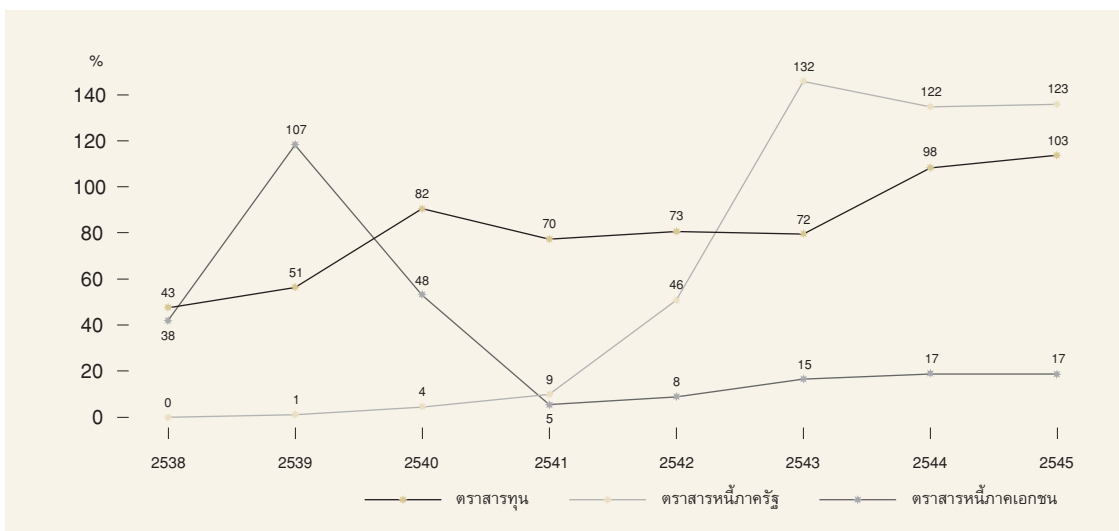


ที่มา : ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย และสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด.

เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบ อัตราการหมุนเวียนของมูลค่าซื้อขายตลอดทั้งปี ระหว่างตราสารทุน ตราสารหนี้ภาครัฐ และตราสารหนี้ภาคเอกชน เพื่อพิจารณาถึงระดับสภาพคล่องในการซื้อขายของตราสารแต่ละประเภทในตลาดรอง (แผนภาพที่ 29) พบว่าอัตราการหมุนเวียนของมูลค่าการซื้อขายตราสารทุนมีค่าเพิ่มขึ้นจากอัตราร้อยละ 43 ในปี 2538 เป็นอัตราร้อยละ 103 ในปี 2545 โดยมีค่าลดลงอย่างมากในปี 2541 ซึ่งเป็นช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจ หลังจากนั้นก็ชะลอตัวและมีค่าเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2544 เป็นต้นมา ส่วนอัตราการหมุนเวียนของมูลค่าการซื้อขายตราสารหนี้ จะมีลักษณะสวนทางกันระหว่างตราสารหนี้ภาครัฐกับตราสารหนี้ภาคเอกชน โดยในช่วงระหว่างปี 2538 - 2539 ในตลาดมีแต่ตราสารหนี้ภาคเอกชน ทำให้มีค่าอัตราการหมุนเวียนของการซื้อขายค่อนข้างสูง แต่หลังจากวิกฤติเศรษฐกิจในปี 2540 เป็นต้นมา รัฐบาลได้ออกพันธบัตรเป็นจำนวนมากสู่ตลาด ผู้ลงทุนจึงหันมาซื้อขายตราสารหนี้ภาครัฐแทน เพราะมีปริมาณตราสารเป็นจำนวนมาก และหลากหลายกว่าตราสารหนี้ภาคเอกชน ทำให้อัตราการหมุนเวียนของการซื้อขายตราสารหนี้ภาครัฐมีค่าเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2541 เป็นต้นมา จากร้อยละ 9 ในปี 2541 เป็นร้อยละ 123 ในปี 2545 ส่วนอัตราการหมุนเวียนของการซื้อขายตราสารหนี้ภาคเอกชน มีค่าลดต่ำลงเหลือร้อยละ 17 จากที่เคยขึ้นไปสูงสุดที่ร้อยละ 107 ในปี 2539

แผนภาพที่ 29 อัตราการหมุนเวียนของการซื้อขายตราสารทุนและตราสารหนี้

อัตราการหมุนเวียนของการซื้อขายตราสารทุนและตราสารหนี้



ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

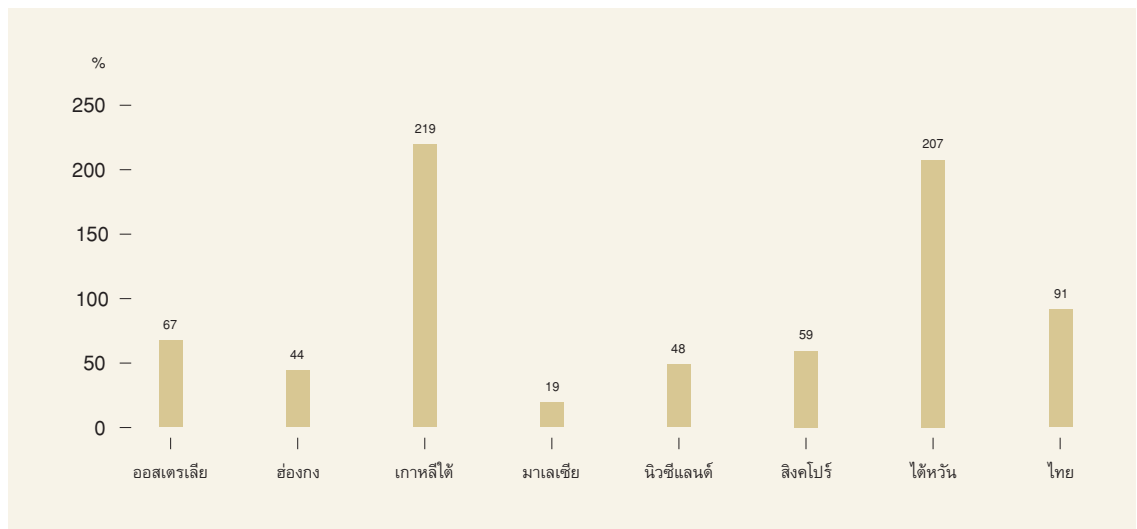
อัตราการหมุนเวียนของการซื้อขาย = มูลค่าซื้อขาย/มูลค่าคงค้าง x 100%

เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบ อัตราการหมุนเวียนของมูลค่าซื้อขาย³ ตราสารทุนของไทยกับประเทศแถบ Asia Pacific ในปี 2544 (แผนภาพที่ 30) พบว่าอัตราการหมุนเวียนของการซื้อขายหุ้นของไทย (ร้อยละ 91) มีค่าสูงเป็นอันดับสามรองจากประเทศเกาหลีใต้ (ร้อยละ 219) และไต้หวัน (ร้อยละ 207) โดยประเทศมาเลเซียจะมีค่าดังกล่าวต่ำสุด (ร้อยละ 19) และเมื่อพิจารณามูลค่าซื้อขายหุ้นสูงสุดของบริษัท 10 อันดับแรก เปรียบเทียบกับมูลค่าซื้อขายรวมทั้งหมดในปี 2544 ของกลุ่มประเทศแถบ Asia Pacific (แผนภาพที่ 31) เพื่อดูการกระจุกตัวของการซื้อขายหุ้น พบว่าสัดส่วนมูลค่าซื้อขายหุ้น 10 อันดับแรกของไทยคิดเป็นร้อยละ 21 โดยของประเทศมาเลเซียมีค่าต่ำสุด คือ ร้อยละ 12 ขณะที่ของประเทศนิวซีแลนด์และออสเตรเลีย จะมีลักษณะการซื้อขายที่กระจุกตัวกว่าประเทศอื่นๆ ในแถบนี้ คือ คิดเป็นร้อยละ 57 กับ 51 ตามลำดับ

³ อัตราการหมุนเวียนของมูลค่าซื้อขาย = มูลค่าซื้อขาย/มูลค่าคงค้าง x 100%

แผนภาพที่ 30 อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหุ้นของประเทศแถบ Asia Pacific ปี 2544

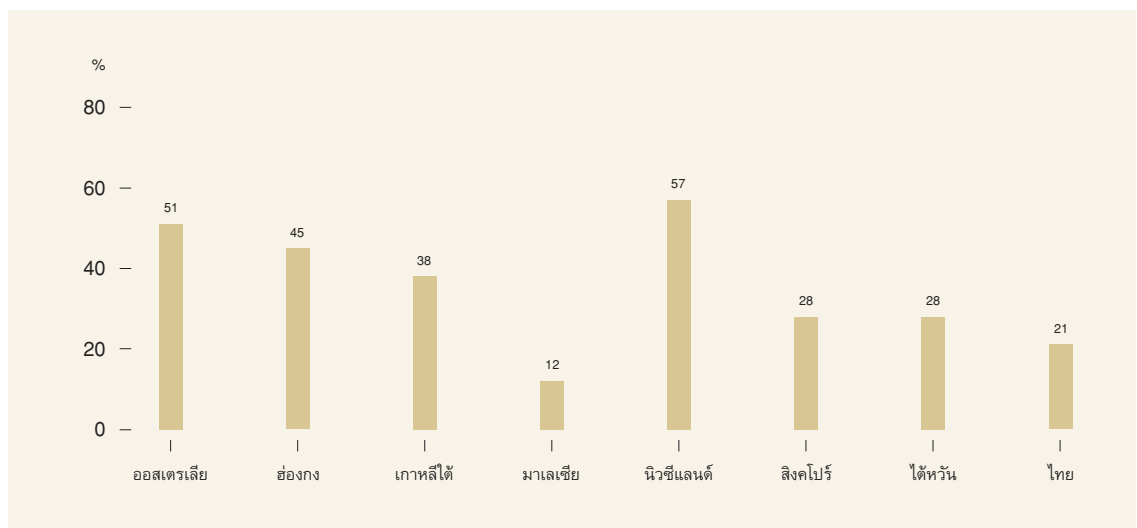
อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหุ้น



ที่มา : รายงานสถิติประจำปี 2544 ของ World Federation of Exchange

แผนภาพที่ 31 มูลค่าซื้อขายหุ้นสูงสุด 10 อันดับแรกของประเทศแถบ Asia Pacific ปี 2544

มูลค่าซื้อขายหุ้นสูงสุด 10 อันดับแรก เปรียบเทียบกับมูลค่าซื้อขายรวม



ที่มา : รายงานสถิติประจำปี 2544 ของ World Federation of Exchange

บทบาทของธุรกิจจัดการลงทุน

การจัดสรรเงินลงทุนของประชาชน เพื่อลงทุนในหลักทรัพย์ไม่ได้เกิดขึ้นง่าย ๆ เนื่องจากก่อนตัดสินใจลงทุน ผู้ออมหรือผู้ลงทุนจะต้องพิจารณาให้รอบคอบก่อนว่า จะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทใด เนื่องจากมีบริษัทให้เลือกเป็นจำนวนมาก ถ้าทราบก่อนล่วงหน้า ผู้ลงทุนคงเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีโครงการลงทุนที่ดี เพราะจะทำให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนสูงตามไปด้วย แต่ในความเป็นจริงไม่มีใครทราบได้ โดยทั่วไป ผู้ลงทุนเป็นบุคคลภายนอกบริษัทจะไม่มีทางทราบได้เลยว่าบริษัทมีโครงการลงทุนที่ดีจริงหรือไม่ มีผลการดำเนินงานที่แท้จริงเป็นอย่างไร หรือมีศักยภาพในการเติบโตแค่ไหน ขณะที่ผู้บริหาร คณะกรรมการบริหาร หรือผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทจะทราบดี จึงเป็นปัญหาของความไม่เท่าเทียมกันในการรับทราบข้อมูล (information asymmetry) ซึ่งเป็นปัญหาพื้นฐานในระบบการเงินของประเทศต่างๆ ทั่วโลก

โดยทั่วไป ผู้ลงทุนจะต้องดำเนินการต่อไปนี้ ก่อนการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทใด คือ (1) ทำการรวบรวมและวิเคราะห์ข้อมูลทั้งหมดเกี่ยวกับบริษัท (2) เปรียบเทียบราคาหุ้นในสัญญา เพื่อลดโอกาสที่บริษัทจะเอาเปรียบผู้ลงทุน (3) ติดตามผลการดำเนินงานของบริษัท และ (4) ดำเนินการตามกฎหมาย เพื่อให้มีการปฏิบัติตามสัญญา เมื่อพิจารณาถึงกระบวนการลงทุนในหลักทรัพย์ข้างต้น พบว่าจะเป็นการยากต่อผู้ลงทุนอย่างมาก ถ้าบริษัทที่ระดมทุนเป็นบริษัทขนาดใหญ่ และเกี่ยวข้องกับผู้ลงทุนเป็นจำนวนมาก เพราะจะมีค่าใช้จ่ายในการป้องกันปัญหาเกี่ยวกับ information asymmetry ค่อนข้างสูง

การมีต้นทุนสูงในการจัดหาและวิเคราะห์ข้อมูล และการบังคับสัญญาหรือดำเนินการ เพื่อปกป้องสิทธิของตนเองเป็นอุปสรรคสำคัญที่ทำให้ผู้ออมเงิน หรือประชาชนทั่วไปไม่สนใจลงทุนในหลักทรัพย์ เพราะต้องอาศัยทักษะในการวิเคราะห์ และความรู้ความเชี่ยวชาญทางด้านการเงินและกฎหมาย ถ้าผู้ลงทุนขาดองค์ประกอบพื้นฐานเหล่านี้ จะทำให้มีปัญหามากในการตัดสินใจลงทุน นอกจากนี้ ผู้ลงทุนทั่วไปต่างก็มีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน โดยเฉพาะผู้ลงทุนที่เป็นบุคคลธรรมดา ดังนั้น ธุรกิจจัดการลงทุน (asset management) ในฐานะที่เป็นผู้จัดการเงินลงทุนที่ระดม หรือสะสมมาจากประชาชนรายย่อย (เช่น กองทุนรวม กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ เป็นต้น) จึงมีบทบาทสำคัญในการลดต้นทุนที่ใช้ในการจัดการกับปัญหา information asymmetry การมีผู้ลงทุนสถาบันเข้ามาทำหน้าที่ตรงนี้ จะช่วยลดต้นทุนในการทำธุรกรรมของผู้ลงทุน และผู้ระดมทุนได้เป็นอย่างมาก เนื่องจากผู้ลงทุนสถาบันมีบุคลากรที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญด้านการเงินเป็นอย่างดี จึงสามารถทำการ

จัดหาและวิเคราะห์ข้อมูล รวมทั้งเจรจาต่อรองกับบริษัทได้มีประสิทธิภาพมากกว่า ขณะเดียวกันบริษัทที่ต้องการระดมทุนจะมีความสะดวก และประหยัดค่าใช้จ่ายมากกว่า ในการติดต่อกับผู้ลงทุนสถาบันแทนที่จะติดต่อกับผู้ลงทุนรายย่อยแต่ละราย ซึ่งมีเป็นจำนวนมาก ผู้ลงทุนสถาบันจึงมีส่วนสำคัญในการเพิ่มประสิทธิภาพให้กับตลาดทุนและระบบการเงินโดยรวม

การลงทุนผ่านผู้ลงทุนสถาบันยังมีข้อดีอีกประการหนึ่ง คือ ทำให้ผู้ลงทุนมีโอกาสเป็นเจ้าของกิจการหลายกิจการ ช่วยให้เกิดการกระจายความเสี่ยง (diversification) อย่างไรก็ตาม ผู้ลงทุนยังคงมีความเสี่ยงต่อการลงทุน ถ้ากองทุนที่ตนเองนำเงินไปลงทุนเกิดขาดทุน มีผลการดำเนินงานไม่เป็นไปตามที่คาดหวัง จะทำให้เงินลงทุนมีมูลค่าลดลงได้เช่นเดียวกัน เนื่องจากสิทธิในหน่วยลงทุนของกองทุนรวมหรือสิทธิในกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ มีใช้หนี้ของสถาบันที่บริหารสินทรัพย์เหล่านั้น

พัฒนาการของธุรกิจจัดการลงทุนในประเทศไทย

สำหรับการประกอบธุรกิจจัดการลงทุนในประเทศไทยจะแบ่งได้ออกเป็นธุรกิจต่างๆ คือ ธุรกิจจัดการกองทุนรวม ธุรกิจจัดการกองทุนส่วนบุคคล ธุรกิจจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และธุรกิจจัดการกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ ซึ่งมีรายละเอียดสำคัญสรุปได้ดังนี้

ธุรกิจจัดการกองทุนรวม

เริ่มมีมาตั้งแต่ปี 2518 เมื่อกระทรวงการคลังให้ใบอนุญาตการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทจัดการกองทุนรวมแก่บริษัทหลักทรัพย์กองทุนรวม จำกัด (มหาชน) ปัจจุบันเปลี่ยนชื่อเป็นบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน) ซึ่งในขณะนั้นเป็นการให้ใบอนุญาตแก่ผู้ประกอบการเพียงรายเดียว ต่อมาในช่วงต้นปี 2535 ก่อนที่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จะมีผลใช้บังคับ ทางกรมมีแนวคิดที่จะเพิ่มผู้ประกอบการในธุรกิจจัดการกองทุนรวม ธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นผู้กำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ในขณะนั้น จึงได้เสนอให้รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังออกใบอนุญาตแก่บริษัทจัดการเพิ่มอีก 7 บริษัท โดยการให้ใบอนุญาตในรอบนี้ มีการกำหนดเงื่อนไขสำหรับผู้ขอใบอนุญาตว่าจะต้องเป็นการรวมกลุ่มกันระหว่างสถาบันการเงิน คือ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ และบริษัทประกันภัย เนื่องจากมีวัตถุประสงค์ที่จะไม่ให้ออกใบอนุญาตนี้ ตกอยู่ในความครอบครองของบริษัทใดบริษัทเดียว รวมทั้งยังให้ความสำคัญกับความมั่นคง ความน่าเชื่อถือของกลุ่มผู้ถือหุ้นเป็นหลัก นอกจากนี้ ยังเปิดช่องให้มี asset management company จากต่างประเทศร่วมถือหุ้นด้วย เพื่อให้ช่วยถ่ายทอดความรู้ และเทคโนโลยีในการจัดการลงทุน

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้มีการปรับปรุงหลักการสำคัญ 3 ประการ ในการประกอบธุรกิจนี้ คือ การกำหนดให้กองทุนรวมเป็นนิติบุคคลสัญชาติไทยเช่นเดียวกับบริษัทจัดการ เพื่อให้เกิดความชัดเจนว่าเมื่อกองทุนรวมลงทุนในหุ้นของบริษัทใด จะถือว่ากองทุนรวมเป็นผู้ถือหุ้นสัญชาติไทย ไม่ว่าจะถือหุ้นหน่วยลงทุนส่วนใหญ่จะมีสัญชาติใดก็ตาม การกำหนดให้ทรัพย์สินของกองทุนรวมเป็นนิติบุคคลต่างหากแยกออกจากบริษัทจัดการ เพื่อไม่ให้มีปัญหากรณีบริษัทจัดการล้มละลาย เจ้าหนี้ของบริษัทจัดการจะไม่สามารถเรียกร้องสิทธิในกองทรัพย์สินของกองทุนรวมได้ การกำหนดให้มีบุคคลที่สามทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมแทนผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนทั้งหมด โดยจะเป็นผู้เก็บรักษาทรัพย์สินของกองทุนรวม และตรวจสอบการจัดการลงทุนของบริษัทจัดการ ให้เป็นไปตามที่กำหนดไว้ในโครงการ และในปี 2538 มีผู้ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจจัดการกองทุนรวมเพิ่มอีก 5 ราย ข้อมูล ณ กันยายน 2545 มีผู้ประกอบการทั้งสิ้น 14 ราย มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิรวม 397.5 พันล้านบาท ในจำนวนนี้เป็น การจัดการกองทุนรวมแบบปกติ (ลงทุนในตราสารการเงินทั่วไป) เท่ากับ 175 พันล้านบาท และเป็น กองทุนรวมแบบพิเศษ (ลงทุนในทรัพย์สินต่างๆ เช่น อสังหาริมทรัพย์) เท่ากับ 222.5 พันล้านบาท

ธุรกิจการจัดการกองทุนส่วนบุคคล

นอกจากธุรกิจจัดการกองทุนรวม ซึ่งเป็นการบริหารเงินให้กับผู้ลงทุนรายย่อยจำนวนมากแล้ว พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ยังกำหนดให้การรับบริหารเงินให้กับลูกค้ารายใหญ่ที่ ต้องการกำหนดนโยบายการลงทุนของตนเอง จัดเป็นธุรกิจหลักทรัพย์อีกประเภทหนึ่งซึ่งเรียกว่า ธุรกิจการ จัดการกองทุนส่วนบุคคล และได้เริ่มมีการให้ใบอนุญาตในปี 2540 โดยในระยะแรกได้เปิดโอกาสให้เฉพาะ สถาบันการเงิน คือ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน และบริษัทหลักทรัพย์เท่านั้น เป็นผู้ยื่นขอใบอนุญาต ต่อมาได้ขยายไปถึงบริษัทจำกัดที่จัดตั้งขึ้นใหม่ โดยมีผู้ถือหุ้นเป็นสถาบันการเงินก็สามารถยื่นขอใบอนุญาตได้ เพื่อรองรับกรณีสถาบันการเงินประสงค์จะแยกธุรกิจนี้ออกมา โดยจัดตั้งเป็นบริษัทจัดการกองทุนโดยเฉพาะ ในทำนองเดียวกับที่ปฏิบัติกันอยู่ในต่างประเทศ ข้อมูล ณ กันยายน 2545 มีผู้ประกอบการทั้งสิ้น 17 ราย มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิรวม 26.83 พันล้านบาท เป็นการจัดการลงทุนให้กับบุคคลธรรมดาและนิติบุคคล (ไม่รวมการจัดการลงทุนให้กับบข.และกองทุนประกันสังคม ซึ่งมีจำนวน 52.14 พันล้านบาท)

ธุรกิจการจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ

ก่อนปี 2527 การจัดสวัสดิการให้แก่ลูกจ้างเมื่อออกจากงาน ยังไม่เป็นที่นิยมหรือได้รับความ สนใจมากนัก ส่วนใหญ่จะกระทำกันในรูปของกองทุนบำเหน็จ คือ กองทุนที่นายจ้างจ่ายเงินเข้ากองทุน เพียงฝ่ายเดียว ซึ่งมีทั้งแบบที่นายจ้างกันเงินสำรองไว้ต่างหาก และแบบที่นายจ้างตั้งตัวเลขทางบัญชีไว้เฉยๆ ส่วนกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ซึ่งลูกจ้างและนายจ้างร่วมกันจัดตั้งขึ้นยังมีอยู่ค่อนข้างน้อย ส่วนใหญ่จึงเป็น การจัดตั้งกองทุนบำเหน็จของบริษัทใหญ่ๆ ไม่กี่ราย

ปี 2527 - 2530 เป็นช่วงที่แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 5 มีผลใช้บังคับตั้งนั้น เพื่อให้สอดคล้องกับแผนพัฒนา ฉบับดังกล่าวที่ต้องการส่งเสริมให้ห้างหุ้นส่วนหรือบริษัทจำกัดกันเงินทุนสำรองเลี้ยงชีพให้แก่พนักงาน เพื่อสร้างเงินออมระยะยาว และเป็นการสร้างสวัสดิการให้แก่พนักงาน จึงมีการตราพระราชบัญญัติกองทุนสำรองเลี้ยงชีพขึ้น และมีผลบังคับใช้ปี 2530 และในปี 2532 ได้มีการออกกฎกระทรวง เพื่อยกเลิกให้บริษัทเงินทุนหรือบริษัทหลักทรัพย์สามารถเป็นผู้จัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ต่อมาในปี 2538 ได้มีการออกกฎกระทรวงเพิ่มเติม เพื่อยกเลิกให้ธนาคารพาณิชย์ บริษัทประกันชีวิต และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมสามารถเป็นผู้จัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ซึ่งจะเป็นผลดีต่อบริษัทเอกชนที่จะสามารถเลือกใช้บริการได้มากขึ้น และสร้างการแข่งขันในการให้บริการ เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ลูกจ้างและนายจ้าง นอกจากนี้ ยังได้เพิ่มประเภทของสินทรัพย์ที่จะให้กองทุนเลือกลงทุนได้มากขึ้น เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ รวมทั้งให้ลูกจ้างกัยืมเงินในส่วนที่เป็นเงินสะสม และผลประโยชน์ไปใช้ในการจัดหาที่อยู่อาศัยของตนเอง หรือใช้ในการพัฒนาการศึกษาอบรมของตนเอง และครอบครัวได้

แต่เดิมพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้ยกเว้นธุรกิจดังกล่าวออกจากธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนส่วนบุคคล เนื่องจากเห็นว่า เป็นธุรกิจที่กระทรวงการคลังกำกับดูแลอยู่ ต่อมาในปี 2543 จึงได้มีการแก้ไขพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้การจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพเข้าข่ายเป็นธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนส่วนบุคคล และยังได้มอบหมายให้สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ทำหน้าที่เป็นผู้กำกับดูแลการจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ภายใต้พระราชบัญญัติกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ พ.ศ. 2530 จึงเป็นจุดเริ่มต้นของการปรับปรุงหลักเกณฑ์ และแนวคิดในการกำกับดูแลกองทุนสำรองเลี้ยงชีพให้อยู่ในมาตรฐานเดียวกับการจัดการลงทุนประเภทอื่น ในปี 2544 สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้พัฒนาระบบการจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ โดยเปิดโอกาสให้ลูกจ้างแต่ละรายที่เป็นสมาชิกกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ สามารถเลือกนโยบายการลงทุนที่ตนเองต้องการได้จากเดิมที่ลูกจ้างทุกคนในกองทุนเดียวกันจะมีนโยบายการลงทุนเหมือนกันหมด และยังได้กำหนดให้มีการคำนวณจำนวนหน่วย และมูลค่าต่อหน่วยของกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ เพื่อให้เกิดความเป็นธรรมแก่สมาชิกทุกคนในกองทุน ข้อมูล ณ เดือนกันยายน 2545 มีผู้ประกอบการธุรกิจทั้งสิ้น 17 ราย มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิรวม 238.3 พันล้านบาท

ธุรกิจการจัดการกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ

กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ (กบข.) เป็นกองทุนที่จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ พ.ศ. 2539 เพื่อปรับปรุงระบบบำเหน็จบำนาญข้าราชการให้เหมาะสม สอดคล้องกับสถานการณ์ทางเศรษฐกิจ และฐานะทางการคลังของรัฐบาล นอกจากนี้ เพื่อให้ประโยชน์ตอบแทนจากการรับราชการของข้าราชการเมื่อออกจากราชการ กองทุนนี้เป็นระบบผสมระหว่างบำเหน็จบำนาญกับกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ซึ่งข้าราชการที่เป็นสมาชิกจะจ่ายเงินสะสมเข้ากองทุนเป็นประจำทุกเดือน และรัฐบาลจะจ่ายเงินสมทบเข้ากองทุนเป็นประจำทุกเดือนเช่นเดียวกัน เมื่อสมาชิกกองทุนออกจากราชการจะมีสิทธิได้รับเงิน 2 ส่วน คือ เงินบำเหน็จหรือบำนาญตามสูตรใหม่จากเงินงบประมาณ และเงินก้อนอีกจำนวนหนึ่งจากกองทุน

กบข. จัดเป็นนิติบุคคลที่มีได้เป็นส่วนราชการหรือรัฐวิสาหกิจ บริหารงานโดยคณะกรรมการกองทุน ซึ่งแต่งตั้งจากตัวแทนภาครัฐบาล ตัวแทนของสมาชิกกองทุน และกรรมการผู้ทรงคุณวุฒิ ซึ่งการหาประโยชน์ของกบข. ให้เป็นไปตามนโยบายของคณะกรรมการ โดยคณะกรรมการสามารถมอบหมายให้บุคคลใดดำเนินการแทนตามความเหมาะสมก็ได้ แต่การมอบหมายให้จัดการเงินของกองทุนนั้น จะต้องมอบหมายให้สถาบันการเงินที่มีความเชี่ยวชาญในด้านการลงทุน ทั้งนี้ กบข. จะมีคณะกรรมการจัดการกองทุนทำหน้าที่ให้คำแนะนำ กำหนดหลักเกณฑ์การคัดเลือกสถาบันที่มีความเชี่ยวชาญด้านการจัดการกองทุนให้เป็นผู้นำเงินกองทุนไปหาผลประโยชน์ รวมทั้ง ติดตามดูแลให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดตามกฎหมาย ข้อมูล ณ เดือนกันยายน 2545 กบข. มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิรวม 180.9 พันล้านบาท

สภาพปัญหาของตลาดทุนไทย

ตลาดทุนที่เพิ่งเกิดใหม่หรือตลาดที่กำลังพัฒนา (emerging markets) เช่น ตลาดทุนไทย โดยทั่วไปมักประสบปัญหาเมื่อต้องเผชิญกับสภาพแวดล้อมทางการเงินของโลกที่ผันผวนและเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา ความไม่ครบถ้วนหรือการขาดประสิทธิภาพในองค์ประกอบสำคัญของตลาด ตลอดจนสถานะตลาดที่ไม่เอื้อให้เกิดการแข่งขัน รวมทั้งผลกระทบจากสภาพแวดล้อมทางด้านเศรษฐกิจทั้งในประเทศและต่างประเทศ นำมาซึ่งปัญหาทางด้านการดำเนินงานของกลไกตลาดที่ไม่สามารถดำเนินไปได้อย่างมีประสิทธิภาพ

เมื่อพิจารณาถึงพัฒนาการของตลาดทุนไทย พบว่าส่วนใหญ่มีวัตถุประสงค์เพื่อแก้ไขปัญหา information asymmetry โดยเน้นให้ความคุ้มครองกับผู้ลงทุน โดยเฉพาะผู้ลงทุนรายย่อย หลังจากที่ได้มีการจัดตั้งสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด. ในปี 2535 ซึ่งเป็นพัฒนาการที่สำคัญของตลาดทุนไทย ได้มีการกำหนดมาตรการที่สำคัญ เช่น การมีเกณฑ์กำกับดูแลด้านการเปิดเผยข้อมูลการมีมาตรฐานบัญชีที่ดี การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการมีสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ เป็นต้น มาตรการดังกล่าวจะช่วยลด information cost ให้กับผู้ลงทุน ในขณะที่เดียวกัน การมีกฎหมายหลักทรัพย์และการมีกระบวนการพิจารณาคดีทางกฎหมายที่มีประสิทธิภาพจะช่วยลด transaction cost ที่เกี่ยวข้องกับการเจรจาต่อรอง และการบังคับให้มีการปฏิบัติตามเงื่อนไขที่ระบุไว้ในตราสารการเงิน ซึ่งปัจจัยเหล่านี้เป็นส่วนสำคัญที่ช่วยให้ผู้ลงทุนมีความมั่นใจ และตัดสินใจลงทุนในตราสารการเงินต่างๆ มากขึ้น

ถึงแม้ว่าปัญหาต่างๆ ในตลาดทุนได้รับการแก้ไขให้สำเร็จลุล่วงไปได้หลายประการ อย่างไรก็ตาม ตลาดทุนไทยในปัจจุบันยังคงมีปัญหาคriticalที่เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาตลาด ทำให้กลไกการทำงานของตลาดทุนไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร ปัญหาดังกล่าว ได้แก่ ปัญหาด้านผู้ลงทุน ปัญหาด้านสถาบันตัวกลาง และปัญหาด้านโครงสร้างพื้นฐานของตลาดทุน

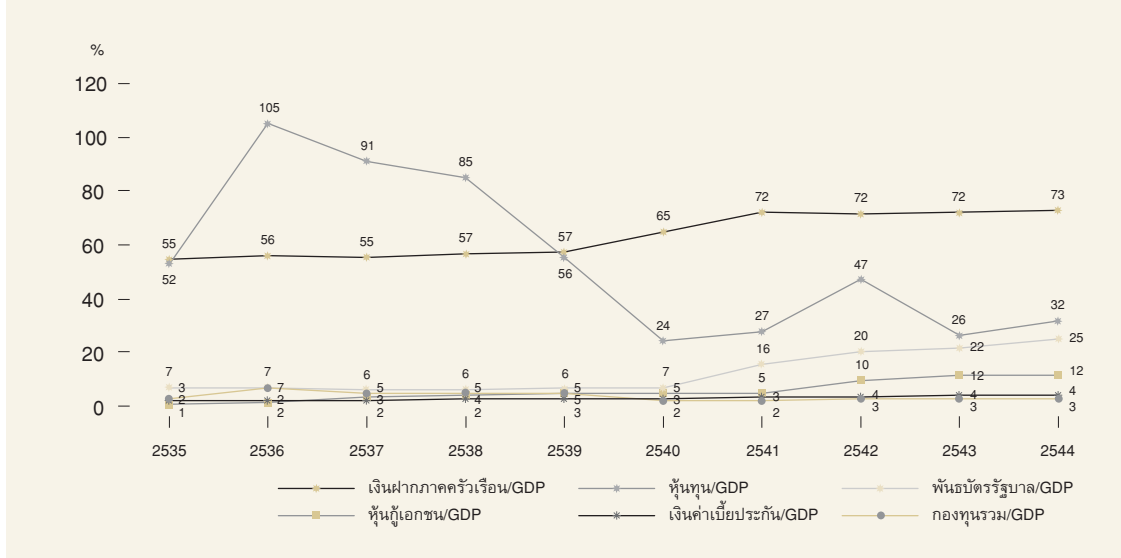
1. ปัญหาด้านผู้ลงทุน

ปัญหาด้านผู้ลงทุนสามารถแยกพิจารณาออกเป็น 2 ด้านที่สำคัญ ได้แก่

1.1 ด้านปริมาณ

ปัญหาพื้นฐานที่สำคัญประการหนึ่ง คือ หลังจากวิกฤติเศรษฐกิจปี 2540 เป็นต้นมา พบว่าสัดส่วนการลงทุนของผู้ลงทุนในตลาดทุนมีค่าลดลงค่อนข้างมาก เมื่อเปรียบเทียบกับผลการฝากเงินธนาคารพาณิชย์ โดยเฉพาะการลงทุนในตราสารทุน นอกจากนี้ ยังพบว่ากองทุนรวมมีบทบาทน้อยมากในการระดมทุนจากประชาชนเพื่อมาลงทุนในช่องทางการลงทุนต่างๆ โดยพิจารณาได้จากมูลค่าคงค้างของการลงทุนของประชาชนในช่องทางการลงทุนต่างๆ (แผนภาพที่ 32) พบว่าการลงทุนผ่านกองทุนรวมมีค่าใกล้เคียงกับการลงทุนในหุ้นกู้เอกชนและเงินค่าเบี้ยประกัน แต่มีค่าต่ำมากเมื่อเปรียบเทียบกับเงินฝากธนาคารพาณิชย์ เช่นเดียวกับการลงทุนในช่องทางอื่น ซึ่งแสดงให้เห็นว่าประชาชนส่วนใหญ่ยังนิยมฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์

แผนภาพที่ 32 มูลค่าค้างค้ำของช่องทางการลงทุนต่างๆ ของประชาชน (ปี 2535 - 2544)



ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด. ศูนย์วิจัยตราสารหนี้ไทย

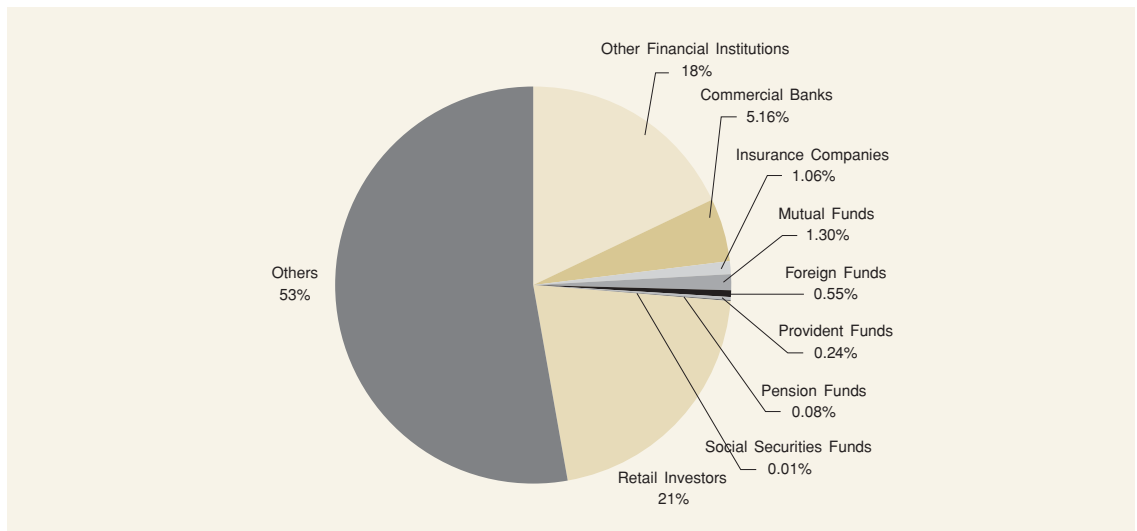
เนื่องจากประชาชนส่วนใหญ่ยังคงคุ้นเคยกับการออมเงินกับธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินอื่น มากกว่าที่จะพิจารณาทางเลือกในการลงทุนรูปแบบอื่น ซึ่งคงจะมีสาเหตุมาจากการที่ประเทศไทยมีระบบการเงินที่พึ่งพาระบบธนาคารพาณิชย์มาเป็นเวลานาน การที่รัฐบาลพยายามคุ้มครองผู้ฝากเงินไม่ให้เกิดผลกระทบทุกครั้งที่เกิดความเสียหายขึ้นในระบบสถาบันการเงิน ได้สร้างวัฒนธรรมในการออมเงินโดยไม่ต้องคำนึงถึงความเสี่ยง จึงเป็นอุปสรรคสำคัญประการหนึ่งต่อการขยายฐานผู้ลงทุนในตลาดทุนของไทยตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน

จากการที่เงินออมของประชาชนถูกจัดสรรมาลงทุนในตลาดทุนค่อนข้างน้อย จึงจำเป็นต้องมีกลุ่มผู้ลงทุนสถาบันมาช่วยดึงเงินออมของประชาชนมาลงทุนในตลาดทุน และสร้างความสมดุลให้กับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ภาวะการลงทุนในตลาดโดยรวมมีเสถียรภาพมากขึ้น เมื่อพิจารณาบทบาทของผู้ลงทุนสถาบันในตลาดหลักทรัพย์ (แผนภาพที่ 33) จากข้อมูลสัดส่วนการถือครองตราสารทุน ณ สิ้นปี 2545 พบว่าผู้ลงทุนสถาบันที่สำคัญ เช่น กองทุนรวม กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กบข. กองทุนประกันสังคม และบริษัทประกัน ต่างมีสัดส่วนการถือครองตราสารทุนที่ต่ำมาก โดยกลุ่มสถาบันการเงินอื่น (other financial institutions) ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทเงินทุน และสถาบันการเงินที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายเฉพาะ เช่น ธนาคารออมสิน บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย เป็นต้น

ถือหุ้นรวมกันเป็นสัดส่วนร้อยละ 18 ของจำนวนหุ้นทั้งหมด ซึ่งคาดว่าจะเป็นการถือหุ้นเพื่อลงทุนระยะยาวให้กับ portfolio ของบริษัท ส่วนกลุ่มผู้ลงทุนที่มีสัดส่วนการถือครองหุ้นสูงสุดคิดเป็นร้อยละ 53 ของจำนวนหุ้นทั้งหมด คือกลุ่มผู้ลงทุนอื่น (others) ได้แก่ บริษัท มูลนิธิ สหกรณ์ เป็นต้น ในจำนวนนี้ บริษัททั่วไปถือหุ้นรวมกันคิดเป็นร้อยละ 42 ของจำนวนหุ้นทั้งหมด ซึ่งคาดว่าจะป็นกลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่หรือ strategic shareholders ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

แผนภาพที่ 33 สัดส่วนการถือครองตราสารทุนจำแนกตามประเภทผู้ลงทุน

Holding in Equity as of 2002



ที่มา : บริษัทศูนย์รับฝากหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สาเหตุที่ทำให้ผู้ลงทุนสถาบันลงทุนในตราสารทุนต่ำมาก อาจเกิดจากการมีพฤติกรรมการลงทุนเชิงอนุรักษ์นิยม จึงมีแนวโน้มที่จะลงทุนในหุ้นทุนเป็นส่วนน้อย ทั้งนี้เพราะเงินทุนเป็นเงินออมระยะยาวของประชาชน เช่น กรณีของกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ กองทุนประกันสังคม กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และบริษัทประกันชีวิต ผู้บริหารเงินต้องคำนึงถึงความมั่นคงของกองทุนเป็นหลัก จึงไม่กล้าที่จะลงทุนในตราสารการเงินที่มีความเสี่ยงสูง ส่วนกรณีของเงินทุนที่ได้จากการจัดตั้งและเสนอขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวม นโยบายการลงทุนจะสะท้อนระดับความเสี่ยงที่ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนจะสามารถยอมรับได้ ซึ่งปริมาณการลงทุนผ่านกองทุนรวมในปัจจุบันยังอยู่ในระดับต่ำ

จากการศึกษาประสิทธิภาพของกองทุนรวม ในการเป็นเครื่องมือในการระดมทุน สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. (2545) พบว่าสาเหตุที่ทำให้ผู้ลงทุนไม่สนใจลงทุนผ่านกองทุนรวม มีดังนี้

1. ปัญหาเรื่องภาพพจน์ที่ไม่ดีเกี่ยวกับการลงทุนผ่านกองทุนรวมตราสารทุน เนื่องจากเป็นกองทุนรวมที่ขาดทุนจากการลงทุนเป็นจำนวนมากหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ จึงส่งผลกระทบต่อภาพพจน์การลงทุนผ่านกองทุนรวมทั้งหมด ทำให้ผู้ลงทุนรายใหม่ หรือผู้มีเงินออมไม่กล้าลงทุนผ่านกองทุนรวม เพราะยังฝังใจกับผลงานในอดีตหรือภาพพจน์เก่าๆ

2. ผู้ถือหุ้นหน่วยที่เป็นบุคคลธรรมดา ส่วนใหญ่ขาดความรู้ความเข้าใจถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนและความเสี่ยง โดยมีก้อยากได้ผลตอบแทนสูงแต่รับความเสี่ยงได้ต่ำ การแนะนำหรือชักชวนให้ลงทุนในหลักทรัพย์ผ่านกองทุนรวม โดยใช้เทคนิคการบริหารกองทุนรวมที่ซับซ้อน จึงยากต่อการทำความเข้าใจและการจำหน่ายหน่วยลงทุน

3. ผู้ถือหุ้นหน่วยที่เป็นบุคคลธรรมดาไม่มีความรู้ความเข้าใจถึงความแตกต่างระหว่างกองทุนรวมตราสารทุน และกองทุนรวมตราสารหนี้ เมื่อเคยมีประสบการณ์ที่ไม่ดีเกี่ยวกับการลงทุนผ่านกองทุนรวมตราสารทุนจึงเกิดทัศนคติที่ไม่ดีต่อการจำหน่ายกองทุนรวมทั้งหมดไม่ว่าจะเป็นประเภทใดก็ตาม

4. ผู้ลงทุนรายย่อยมีลักษณะการลงทุนที่แห่ตามกัน (herd behavior) จะลงทุนผ่านกองทุนรวมก็ต่อเมื่อมั่นใจว่าตลาดอยู่ในช่วงขาขึ้น (bullish) หรือลงทุนแล้วมีแต่ได้กำไร หรือมีกองทุนรวมใดที่แสดงให้เห็นว่ามีผลการจัดการกองทุนรวมที่มีกำไรอย่างต่อเนื่อง (โดยเฉพาะกองทุนรวมตราสารทุน) อาจมีส่วนช่วยให้ผู้ลงทุนหันมาสนใจการลงทุนผ่านกองทุนรวมมากขึ้น

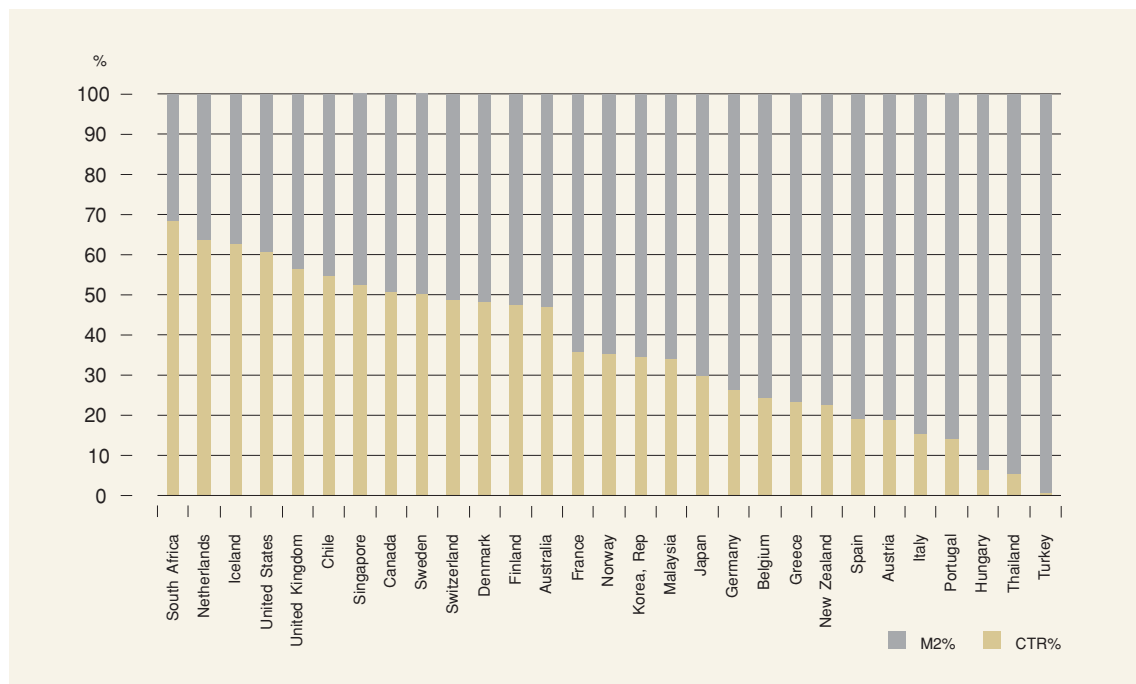
นอกจากนี้ World Bank (2000) ได้ทำการศึกษาบทบาทของผู้ลงทุนสถาบันในประเทศต่างๆ (แผนภาพที่ 34) พบว่าในปี 2539 สัดส่วนมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของผู้ลงทุนสถาบันต่อมูลค่าทรัพย์สินทางการเงินทั้งหมด⁴ (financial assets) ของประเทศไทยมีค่าต่ำมาก เมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่นๆ แสดงให้เห็นถึงบทบาทของผู้ลงทุนสถาบันต่อการระดมเงินออมในประเทศไทยอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งมีสาเหตุมาจากการที่ประชาชนส่วนใหญ่เลือกออมเงินผ่านระบบธนาคารพาณิชย์มากกว่าการออมเงินผ่าน ผู้ลงทุนสถาบันต่างๆ ดังกล่าว

⁴ มูลค่าทรัพย์สินทางการเงินทั้งหมด ประกอบด้วย มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของผู้ลงทุนสถาบัน+M2

โดยที่ มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของผู้ลงทุนสถาบันซึ่ง World Bank นิยามจาก contractual saving assets ซึ่งประกอบด้วย มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของการลงทุนในกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ/กองทุนบำเหน็จบำนาญ (pension funds) กับบริษัทประกันชีวิต (life insurance companies) สำหรับค่า M2 ได้แก่ เงินสดและเงินฝากธนาคารพาณิชย์

แผนภาพที่ 34 สัดส่วนมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของผู้ลงทุนสถาบันในประเทศต่างๆ

Contractual savings and M2 as percentage of financial assets (1996)

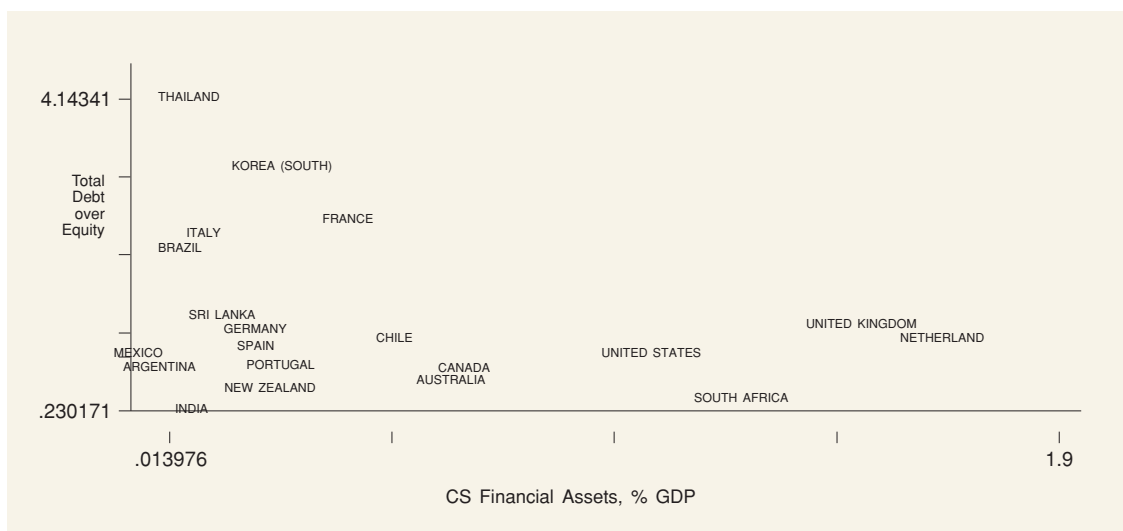


ที่มา : World Bank, August 2000

งานศึกษาได้ทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (debt to equity ratio) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กับสัดส่วนมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของผู้ลงทุนสถาบันต่อ GDP ของประเทศต่างๆ ในปี 2540 แผนภาพที่ 35 แสดงความสัมพันธ์ในเชิงผกผันระหว่าง อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนกับสัดส่วนมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของผู้ลงทุนสถาบันต่อ GDP ซึ่งแสดงให้เห็นว่าประเทศที่มีการพึ่งพิงหนี้สินส่วนที่สูงมากกว่าทุน บทบาทของผู้ลงทุนสถาบันในระบบเศรษฐกิจจะอยู่ในระดับต่ำ ทั้งนี้ จากแผนภาพพบว่าผู้ลงทุนสถาบันในประเทศไทยยังมีบทบาทอยู่ในระดับต่ำมาก โดยที่การพึ่งพิงเงินทุนยังคงอาศัยสัดส่วนจากหนี้ในอัตราที่สูงมาก

แผนภาพที่ 35 ความสัมพันธ์ของอัตราส่วนหนี้ต่อทุนกับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของผู้ลงทุนสถาบัน

Debt-equity ratios of listed companies and contractual savings assets, 1997



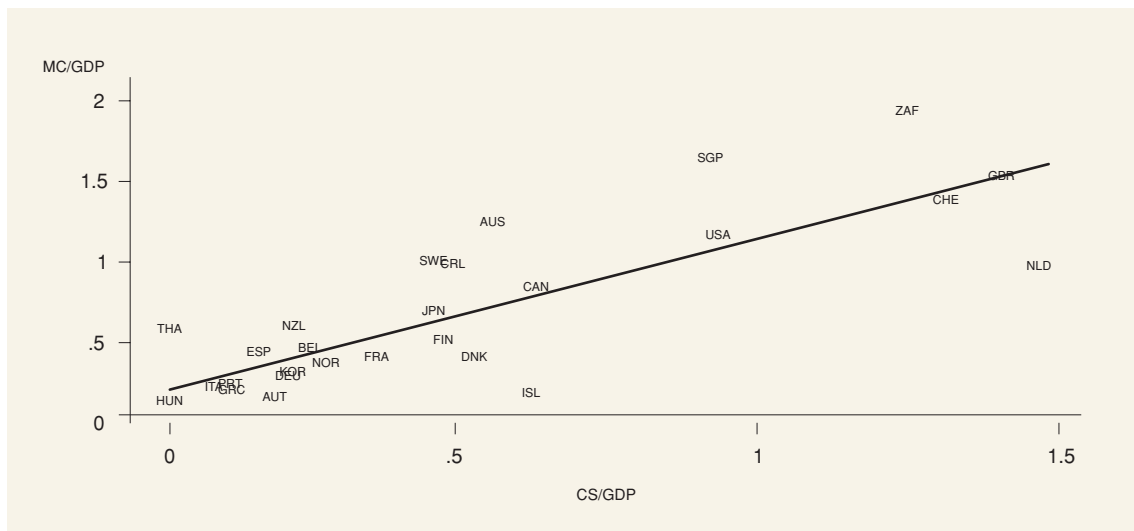
ที่มา : World Bank, August 2000

งานศึกษาข้างต้นได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าราคาตลาดรวมของหลักทรัพย์ (market capitalization) ต่อ GDP กับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของผู้ลงทุนสถาบันต่อ GDP (contractual savings assets) ในปี 2539 พบว่าประเทศที่มีขนาดทรัพย์สินของ contractual savings assets ต่ำจะมีขนาดของมูลค่า market capitalization ต่ำด้วย (แผนภาพที่ 36) ความสัมพันธ์ดังกล่าวแสดงให้เห็นถึงบทบาทของผู้ลงทุนสถาบันที่มีต่อการพัฒนาของตลาดตราสารทุน

จากการที่ผู้ลงทุนสถาบันของไทยมีบทบาทน้อยมากในตลาดตราสารทุน อาจส่งผลให้ภาคธุรกิจเอกชนที่ต้องการระดมทุนในตลาดตราสารทุน ไม่สามารถที่จะระดมทุนได้ตามมูลค่าที่ต้องการ จึงต้องอาศัยแหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมธนาคารพาณิชย์หรือจากต่างประเทศ ซึ่งการระดมทุนจากต่างประเทศ ก่อให้เกิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน และความที่เป็นบริษัทของประเทศในตลาดเกิดใหม่ (emerging markets) อาจทำให้การระดมทุนในตลาดตราสารทุนของต่างประเทศเป็นไปได้ยาก จึงต้องหันไปกู้เงินจากสถาบันการเงินต่างประเทศ ซึ่งอาจต้องเผชิญกับปัญหา currency and maturity mismatch และส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของระบบการเงิน และความมั่นคงของประเทศได้

แผนภาพที่ 36 ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าราคาตลาดรวมของหลักทรัพย์ (market capitalization) ต่อ GDP กับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของผู้ลงทุนสถาบันต่อ GDP

Market capitalization and contractual savings assets, 1996 (% GDP)



ที่มา : World Bank, August 2000

สำหรับการขยายฐานผู้ลงทุนในตลาดตราสารทุน สามารถทำได้ด้วยการเพิ่มจำนวนผู้ลงทุน ให้มีความหลากหลายมากขึ้น โดยเฉพาะการเพิ่มผู้ลงทุนสถาบัน เช่น ส่งเสริมให้ผู้ลงทุนรายย่อยลงทุน ผ่านกองทุนรวมมากขึ้น และส่งเสริมให้ภาคธุรกิจเอกชนมีการจัดตั้งกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ เป็นต้น เพื่อเป็นแหล่งเงินออมระยะยาวสำหรับประชาชน และเป็นแหล่งเงินทุนระยะยาวสำหรับภาคธุรกิจเอกชน

1.2 ด้านคุณภาพ

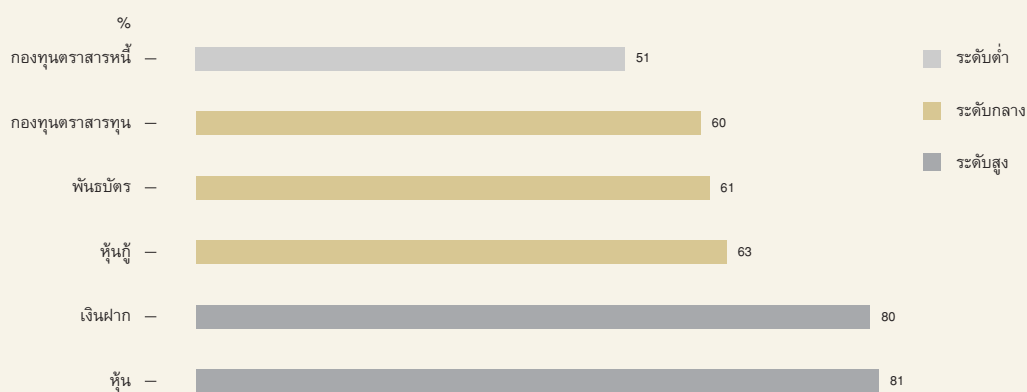
1.2.1 ความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนของผู้ลงทุนรายย่อย

ในปี 2545 สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้ทำการสำรวจพฤติกรรมความต้องการ ความรู้ความเข้าใจและทัศนคติของผู้ลงทุนเกี่ยวกับการลงทุน โดยทำการรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับประสบการณ์ พฤติกรรม ความต้องการ ความรู้ความเข้าใจในการลงทุนของผู้ลงทุน ทัศนคติในการลงทุนของผู้ลงทุน โดยเฉพาะความเสี่ยงในการลงทุน และระดับความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนจะยอมรับได้ รวมทั้งปัจจัยที่ทำให้ผู้ลงทุน ไม่สนใจในการลงทุน โดยกลุ่มเป้าหมายของการสำรวจ คือ กลุ่มผู้ลงทุนรายย่อยที่รู้จัก หรือคุ้นเคยกับการ ลงทุนในหลักทรัพย์ สำหรับในเรื่องลักษณะตราสารการเงิน พบว่าผู้ลงทุนรายย่อยโดยเฉลี่ยแล้วมีความรู้ ความเข้าใจเกี่ยวกับลักษณะของตราสารทางการเงินในระดับปานกลาง (แผนภาพที่ 37) โดยผู้ลงทุน มีความเข้าใจดีเกี่ยวกับลักษณะของเงินฝากและหุ้น และมีความเข้าใจในระดับปานกลางเกี่ยวกับหุ้นกู้

พันธบัตร และกองทุนรวมตราสารทุน ขณะที่ยังไม่ค่อยมีความเข้าใจเกี่ยวกับกองทุนรวมตราสารหนี้ ในด้านความเสี่ยง (แผนภาพที่ 38) พบว่าผู้ลงทุนรายย่อยมีความรู้เกี่ยวกับความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการ ลงทุนในหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยอยู่ในระดับต่ำ โดยผู้ลงทุนมีความเข้าใจในระดับปานกลางเกี่ยวกับความเสี่ยง จากการลงทุนในหุ้นและพันธบัตร และยังไม่ค่อยมีความเข้าใจในระดับความเสี่ยงที่เกี่ยวกับการลงทุนในหุ้น กู้และกองทุนรวมประเภทต่างๆ

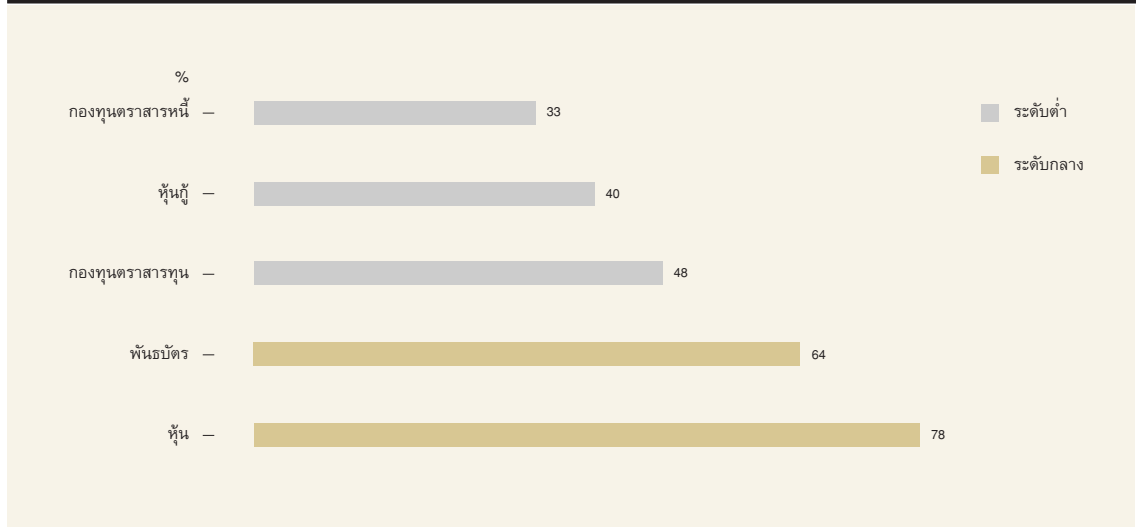
ผลจากการสำรวจสรุปได้ว่าผู้ลงทุนมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนในตราสาร ทุนในระดับปานกลาง แต่ไม่ค่อยมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับลักษณะ และความเสี่ยงเกี่ยวกับการลงทุนใน ตราสารหนี้และกองทุนรวมมากนัก ซึ่งจะเป็นอุปสรรคและปัญหาที่สำคัญต่อตลาดตราสารหนี้และกองทุนรวม

แผนภาพที่ 37 ความเข้าใจของผู้ลงทุนรายย่อยเกี่ยวกับลักษณะตราสารการเงิน



ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

แผนภาพที่ 38 ความเข้าใจของผู้ลงทุนรายย่อยเกี่ยวกับความเสี่ยงของตราสารการเงิน



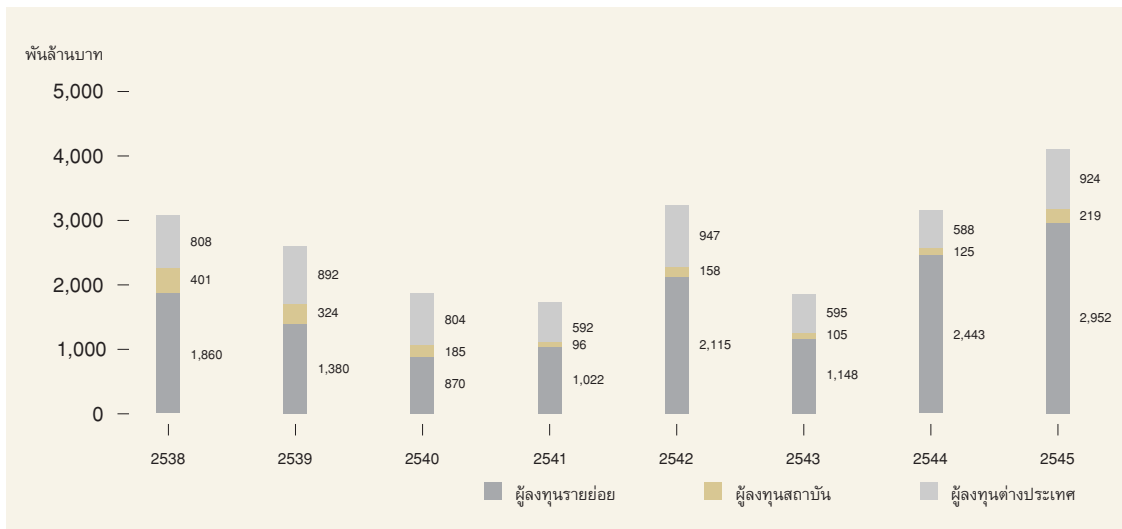
ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด.

1.2.2 โครงสร้างผู้ลงทุนในตลาดรองและพฤติกรรมการลงทุนของผู้ลงทุนรายย่อย

เมื่อพิจารณาจำนวนผู้ลงทุนตราสารทุนในตลาดหลักทรัพย์ ช่วง 2538 - 2545 (แผนภาพที่ 39) พบว่าผู้ลงทุนรายย่อยมีสัดส่วนสูงมาก โดยสิ้นปี 2545 ผู้ลงทุนรายย่อยในประเทศมีมูลค่าซื้อขายหุ้นทุนเท่ากับ 2,952 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 72 ของมูลค่าซื้อขายรวมทั้งหมด ขณะที่ผู้ลงทุนสถาบันในประเทศมีมูลค่าซื้อขายรวมเท่ากับ 219 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 5 ของมูลค่าซื้อขายรวมทั้งหมด สำหรับผู้ลงทุนต่างประเทศมีมูลค่าซื้อขายรวมเท่ากับ 924 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 23 ของมูลค่าซื้อขายรวมทั้งหมด

แผนภาพที่ 39 มูลค่าซื้อขายจำแนกตามกลุ่มผู้ลงทุน

มูลค่าซื้อขายจำแนกตามกลุ่มผู้ลงทุน

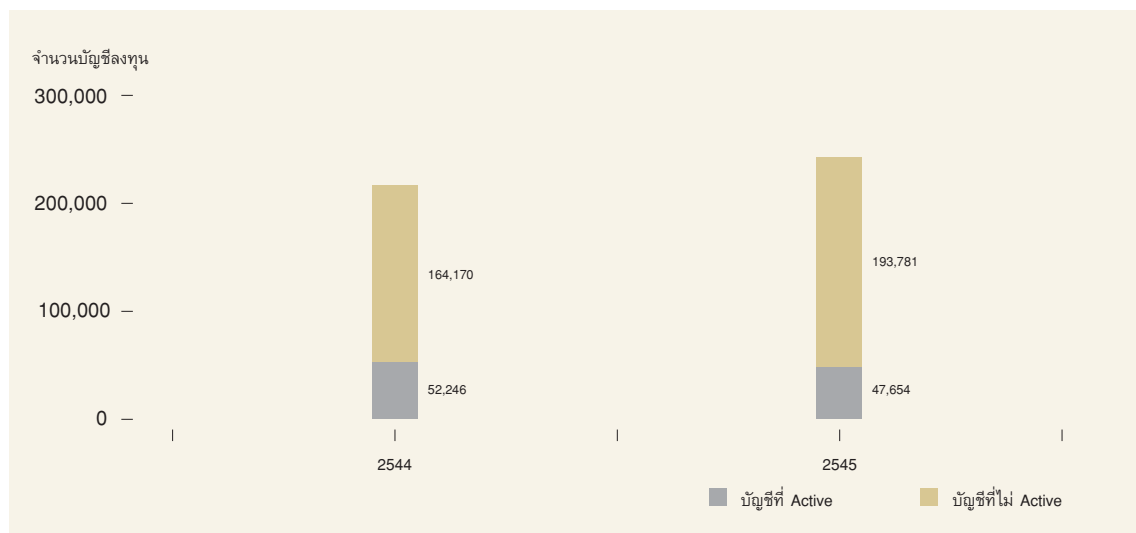


ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด.

เมื่อพิจารณาจำนวนบัญชีลงทุนของผู้ลงทุนรายย่อยเปิดบัญชีกับบริษัทหลักทรัพย์เพื่อซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ ในช่วงปี 2544-2545 (แผนภาพที่ 40) พบว่ามีจำนวนบัญชีที่มีการหมุนเวียนหรือมีการส่งคำสั่งซื้อขายตลอดทั้งปี (active account) เท่ากับ 52,246 บัญชี คิดเป็นร้อยละ 20 ของจำนวนบัญชีลงทุนทั้งหมดในปี 2544 และเท่ากับ 47,654 บัญชี คิดเป็นร้อยละ 24 ของจำนวนบัญชีลงทุนทั้งหมดในปี 2545 จะเห็นได้ว่ามูลค่าซื้อขายหุ้นส่วนใหญ่ที่เป็นของผู้ลงทุนรายย่อยเกิดจากกลุ่มผู้ลงทุนเพียงไม่กี่ราย เมื่อเปรียบเทียบกับจำนวนบัญชีลงทุนทั้งหมด หรือเปรียบเทียบกับฐานผู้ลงทุนรายย่อยที่มีอยู่ทั่วประเทศ โดยเฉพาะผู้ที่ฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์

แผนภาพที่ 40 จำนวนบัญชีลงทุนของผู้ลงทุนรายย่อยที่เปิดบัญชีกับบริษัทหลักทรัพย์

จำนวนบัญชีลงทุนของผู้ลงทุนรายย่อย

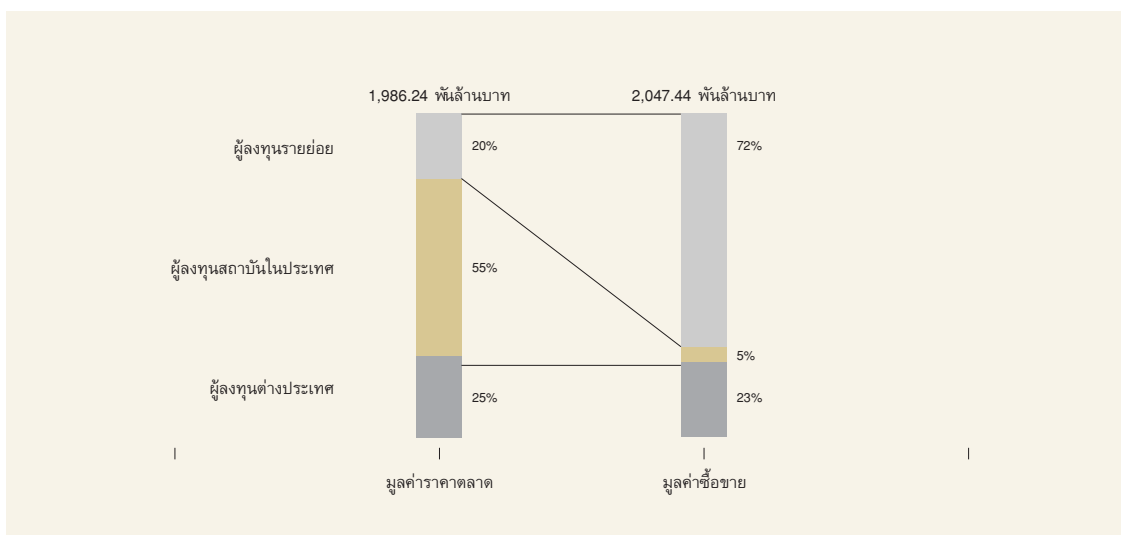


ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด.

เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบสัดส่วนการถือครองตราสารทุนของกลุ่มผู้ลงทุนต่าง ๆ ในปี 2545 (แผนภาพที่ 41) พบว่าผู้ลงทุนรายย่อยมีสัดส่วนการถือครองตราสารทุนคิดเป็นร้อยละ 20 ของมูลค่าราคาตลาดรวม แต่มีมูลค่าการซื้อขายคิดเป็นสัดส่วนถึงร้อยละ 72 ของมูลค่าการซื้อขายรวม ขณะที่ผู้ลงทุนสถาบันในประเทศจะมีลักษณะตรงกันข้าม คือ มีสัดส่วนการถือครองตราสารทุนสูงถึงร้อยละ 55 ของมูลค่าราคาตลาดรวม แต่มีสัดส่วนมูลค่าการซื้อขายเพียงร้อยละ 5 ของมูลค่าการซื้อขายรวม ส่วนผู้ลงทุนต่างประเทศจะมีสัดส่วนการถือครองกับการซื้อขายตราสารทุนไม่แตกต่างกันมากนัก

แผนภาพที่ 41 สัดส่วนการถือครองตราสารทุนกับมูลค่าซื้อขายของผู้ลงทุนกลุ่มต่างๆ

สัดส่วนการถือครองและการซื้อขายตราสารทุนปี 2545

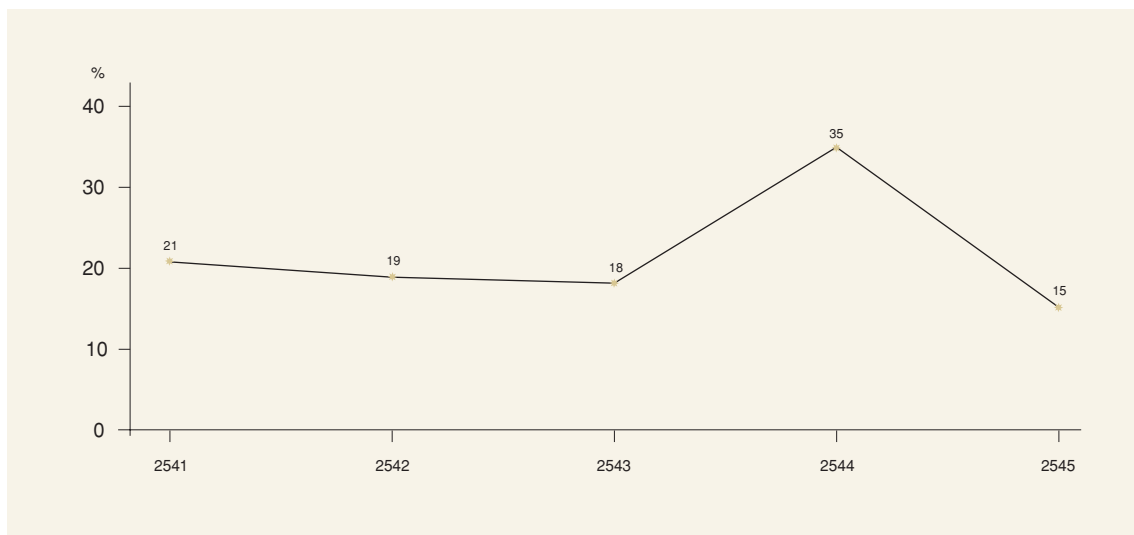


ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

ขณะที่ผู้ลงทุนสถาบันมีพฤติกรรมการลงทุนที่เน้นระยะยาว แต่ผู้ลงทุนรายย่อย ซึ่งเป็นผู้ลงทุนกลุ่มใหญ่ในตลาดตราสารทุนมีพฤติกรรมการลงทุนระยะสั้น จึงทำให้มีสัดส่วนการซื้อขายที่สูงกว่าสัดส่วนการถือครองตราสารค่อนข้างมาก และการลงทุนของผู้ลงทุนรายย่อยมักจะเน้นที่การเก็งกำไร ไม่ค่อยให้ความสำคัญกับข้อมูลพื้นฐานที่จะนำมาใช้ประกอบการตัดสินใจ จึงส่งผลให้การซื้อขายตราสารทุนมีความผันผวนค่อนข้างมาก นอกจากนี้ ลักษณะการซื้อขายส่วนใหญ่จะเป็นแบบ day trading (ซื้อและขายหุ้นภายในวันเดียวกันโดยไม่ถือครองหุ้นข้ามวัน) โดยไม่ต้องการคำแนะนำแต่ต้องการการจับคู่คำสั่งซื้อขายที่รวดเร็ว ในอดีตทางการได้มีกฎเกณฑ์กำหนดว่า ในการซื้อขายหลักทรัพย์ตัวเดียวกันวันเดียวกัน ผู้ลงทุนจะต้องชำระค่าซื้อก่อนที่จะรับค่าขาย แต่เมื่อภาวะตลาดซบเซา จึงจำเป็นต้องกระตุ้นให้ตลาดมีสภาพคล่องมากขึ้นตั้งแต่ปี 2540 เป็นต้นมา (แผนภาพที่ 42) ตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงอนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถหักลบค่าซื้อและค่าขายหลักทรัพย์ในวันเดียวกันของลูกค้าย่อยแต่ละรายได้ โดยไม่ต้องคำนึงว่าหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นหลักทรัพย์เดียวกันหรือไม่ และให้บริษัทหลักทรัพย์จ่ายเงิน หรือรับเงิน เฉพาะส่วนต่างระหว่างค่าซื้อกับค่าขายหลักทรัพย์กับผู้ลงทุนในวันครบกำหนดชำระราคา การอนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์ดำเนินการดังกล่าวได้ช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้กับการซื้อขายหลักทรัพย์ และบริษัทหลักทรัพย์สามารถหารายได้จากค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนได้หลายรอบขึ้น อย่างไรก็ตาม การซื้อขายแบบ day trading จะทำให้ลูกค้าย่อยสามารถซื้อขายหลักทรัพย์ในปริมาณที่สูง และหมุนเวียนได้หลายรอบโดย

ไม่จำเป็นต้องมีเงินจำนวนมาก จึงมีส่วนสนับสนุนให้เกิดการซื้อขายแบบเก็งกำไรในระบบมากขึ้น ถึงแม้ว่าการเก็งกำไรจะช่วยสร้างสภาพคล่องให้เกิดขึ้นกับตลาด แต่อีกด้านหนึ่งอาจก่อให้เกิดความเสียหายได้ หากมีการเก็งกำไรกันมากเกินไป

แผนภาพที่ 42 สัดส่วนมูลค่าหักกลบค่าซื้อค่าขายต่อมูลค่าการซื้อขายรวม



ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลกระทบจากการที่ผู้ลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์ มีสัดส่วนการซื้อขายสูงถึงประมาณร้อยละ 70 และมักมีพฤติกรรมการลงทุนแบบเก็งกำไร ส่งผลให้ราคาซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดมีความผันผวนค่อนข้างมาก สภาพการซื้อขายของตลาดไม่มีเสถียรภาพ การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ไม่สะท้อนปัจจัยพื้นฐาน นอกจากนี้ การที่มีกลุ่มผู้ลงทุนกระจุกตัว อาจทำให้เกิดการขึ้นนำตลาดได้ ซึ่งจะกระทบต่อความมีเสถียรภาพและความมั่นคงของตลาดหลักทรัพย์ ขณะเดียวกัน สภาพของตลาดดังกล่าวได้กลายเป็นอุปสรรคสำคัญต่อการดึงผู้ลงทุนรายใหม่ ซึ่งไม่ชอบความเสี่ยงสูงให้เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

2. ปัญหาด้านสถาบันตัวกลาง

2.1 ธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (securities brokerage firms)

นับจากวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจปี 2540 มีบริษัทหลักทรัพย์จำนวนมากต้องหยุดดำเนินการ ในปัจจุบันมีบริษัทหลักทรัพย์ที่ยังเปิดดำเนินการทั้งสิ้น 39 แห่ง แบ่งเป็นบริษัทสมาชิก

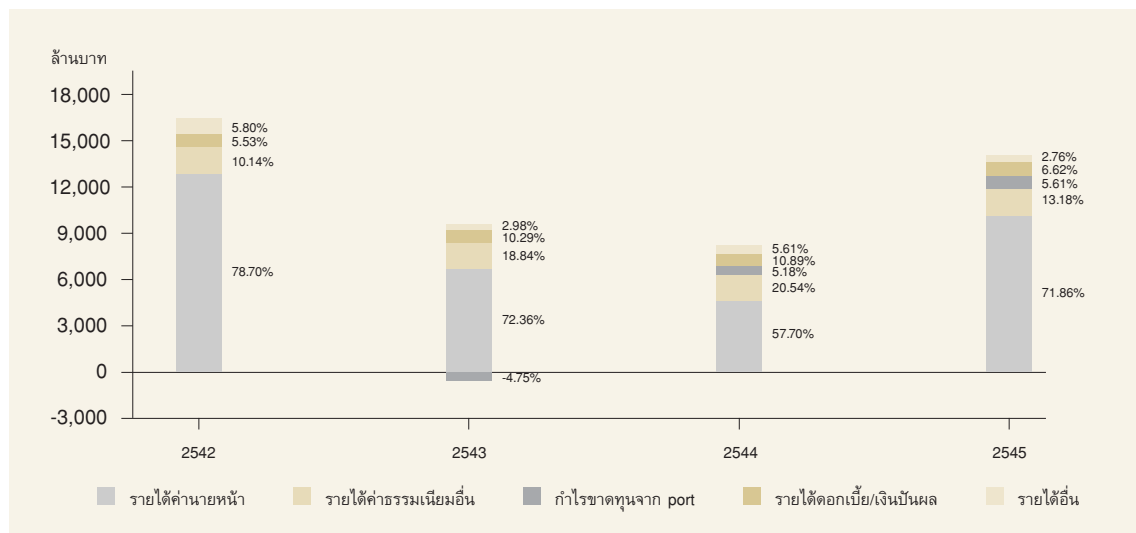
ตลาดหลักทรัพย์ (broker) จำนวน 37 แห่ง และบริษัทที่มีได้เป็นสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ (sub-broker) จำนวน 2 แห่ง เปรียบเทียบกับช่วงก่อนวิกฤติเศรษฐกิจมีบริษัทหลักทรัพย์จำนวน 77 แห่ง แบ่งเป็น broker จำนวน 50 แห่ง และบริษัทที่เป็น sub-broker จำนวน 27 แห่ง โดยในปี 2540 มีการผ่อนคลายนโยบายทางด้านราคาลง เริ่มจากการอนุญาตให้ broker คิดค่าธรรมเนียมจาก sub-broker ในอัตราที่ต่อรองกันได้เสรี ในขณะที่การคิดค่าธรรมเนียมจากบริษัทหลักทรัพย์ต่างประเทศ และลูกค้าต่างประเทศให้ต่อรองกันได้ โดยมีการกำหนดอัตราขั้นต่ำร้อยละ 0.3 ส่วนการคิดค่าธรรมเนียมจากลูกค้าทั่วไปยังเป็นอัตราคงที่ร้อยละ 0.5 เช่นเดิม

ผลของวิกฤติเศรษฐกิจทำให้สภาพเศรษฐกิจ และตลาดทุนซบเซาต่อเนื่อง และยังไม่เอื้อให้ธุรกิจหลักทรัพย์ฟื้นตัวได้มากนัก มูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงเบาบางลงไปด้วยบริษัทหลักทรัพย์ต่างๆ ซึ่งมีฐานรายได้หลักจากค่าธรรมเนียมการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (แผนภาพที่ 43) ย่อมได้รับผลกระทบอย่างหลีกเลี่ยงมิได้ ทำให้เกิดการแข่งขันกันอย่างรุนแรง เพื่อแย่งชิงส่วนแบ่งตลาด แม้ว่านโยบายอัตราค่าธรรมเนียมที่ใช้ยังเป็นแบบกำหนดอัตราค่าธรรมเนียมขั้นต่ำอยู่ก็ตาม แต่บริษัทหลักทรัพย์หลายแห่งกลับหลบเลี่ยง โดยใช้กลยุทธ์การตัดราคาทางอ้อม ผ่านระบบการให้ผลตอบแทนให้แก่เจ้าหน้าที่การตลาด เพื่อแย่งฐานลูกค้าและสร้างปริมาณธุรกรรม ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงประกาศยกเลิกการกำหนดอัตราค่าธรรมเนียมขั้นต่ำ และอนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์ สามารถเรียกเก็บอัตราค่าธรรมเนียมนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ได้อย่างเสรี ตั้งแต่ 1 ตุลาคม 2543 เป็นต้นไป เพื่อให้เกิดการแข่งขันกันอย่างเสรี โดยอัตราค่าธรรมเนียมที่บริษัทหลักทรัพย์แต่ละแห่งเรียกเก็บควรจะสะท้อนคุณภาพของการให้บริการและประสิทธิภาพการดำเนินงาน

ภายหลังจากการใช้นโยบายเปิดเสรีค่าธรรมเนียมเพื่อส่งเสริมการแข่งขัน พบว่าบริษัทหลักทรัพย์หลายแห่งเลือกที่จะแข่งขันกันด้านราคา โดยยอมแบกรับผลขาดทุนเพื่อสร้างฐานลูกค้าและกดดันให้บริษัทหลักทรัพย์ที่มีเงินทุนไม่เพียงพอที่จะแบกรับผลขาดทุนได้ต้องหาพันธมิตรทุนต่างชาติเข้ามาร่วมทุนหรือควบรวมกิจการ ตลอดจนขายธุรกิจหลักทรัพย์ในส่วนของลูกค้ารายย่อยให้กับบริษัทหลักทรัพย์อื่นเพื่อความอยู่รอด เป็นต้น การแข่งขันที่รุนแรงนี้ ทำให้บริษัทหลักทรัพย์ส่วนใหญ่มีผลการดำเนินงานขาดทุนอย่างต่อเนื่องในปี 2543 และ 2544 (แผนภาพที่ 44) ปัญหาที่เกิดขึ้นจากการแข่งขันทางด้านราคา ที่รุนแรงภายหลังการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ทำให้ทางการมีความกังวลว่าอาจจะส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของตลาดทุนโดยรวม จึงเห็นควรให้กลับไปกำหนดอัตราค่าธรรมเนียมขั้นต่ำในการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ โดยกำหนดอัตราขั้นต่ำไว้ที่ร้อยละ 0.25 ของมูลค่าการซื้อขายตั้งแต่วันที่ 14 มกราคม 2545 เป็นเวลา 3 ปี เพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์มีเวลาสำหรับเตรียมความพร้อมเพื่อรองรับกับการแข่งขันในอนาคต

แผนภาพที่ 43 โครงสร้างรายได้ของบริษัทหลักทรัพย์ทั้งระบบปี 2542-2545

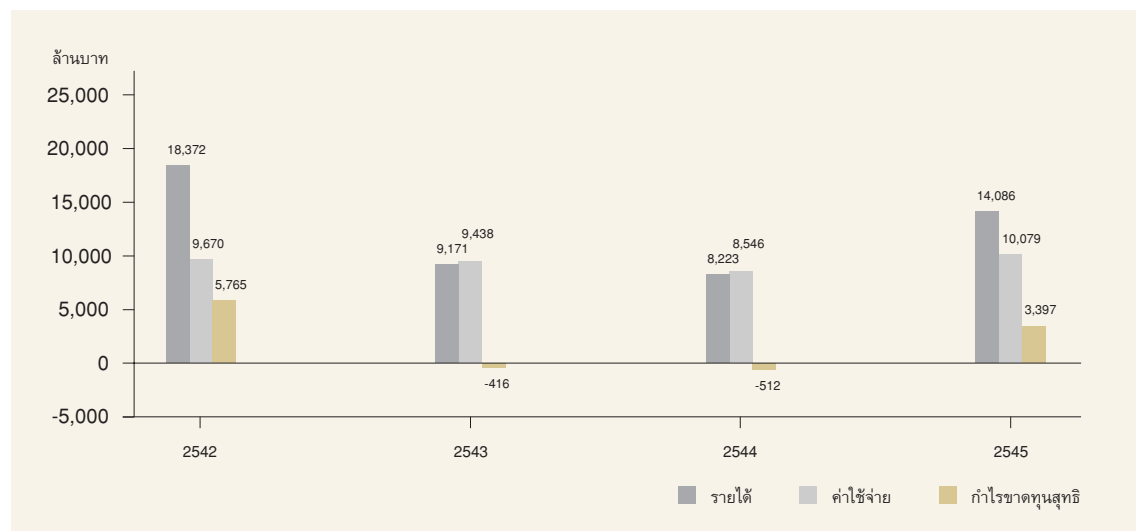
โครงสร้างรายได้ของบริษัทหลักทรัพย์ทั้งระบบ



ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

แผนภาพที่ 44 ผลการดำเนินงานของบริษัทหลักทรัพย์ทั้งระบบปี 2542-2545

ผลการดำเนินงานของบริษัทหลักทรัพย์ทั้งระบบ

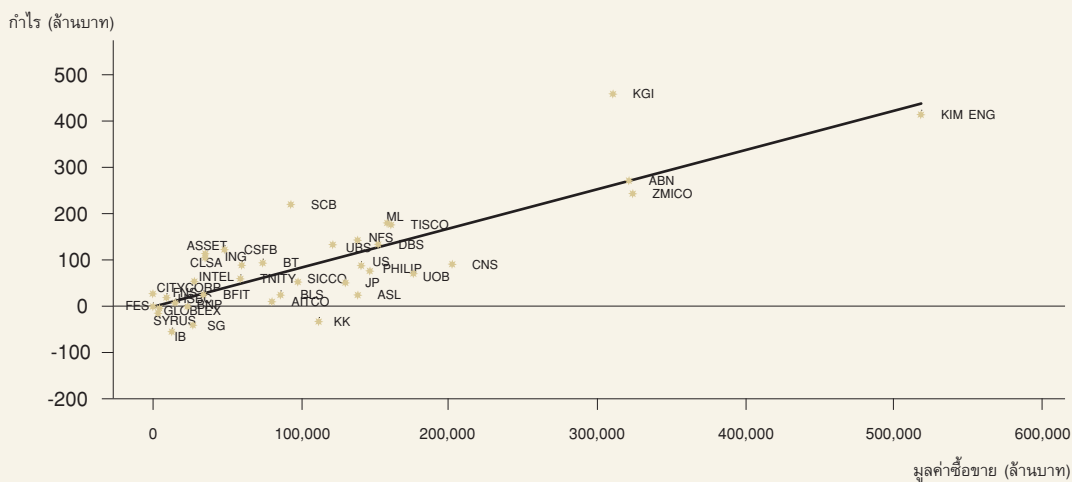


ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

สภาพปัญหาหลักของธุรกิจหลักทรัพย์สามารถสรุปได้ดังนี้

1. ช่องทางในการแสวงหารายได้ยังมีอยู่อย่างจำกัด ทำให้ไม่สามารถกระจายแหล่งรายได้จากการประกอบธุรกิจ เพื่อช่วยรองรับกับภาวะความผันผวนของตลาดได้มากนัก รายได้หลักส่วนใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ยังคงกระจุกตัวอยู่ที่ธุรกรรมการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ประเภทตราสารทุน เป็นสำคัญ เป็นผลให้ฐานะการดำเนินงานขึ้นอยู่กับภาวะการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก (แผนภาพที่ 45)

แผนภาพที่ 45 ความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานและมูลค่าซื้อขายของบริษัทหลักทรัพย์ทั้งระบบในปี 2545

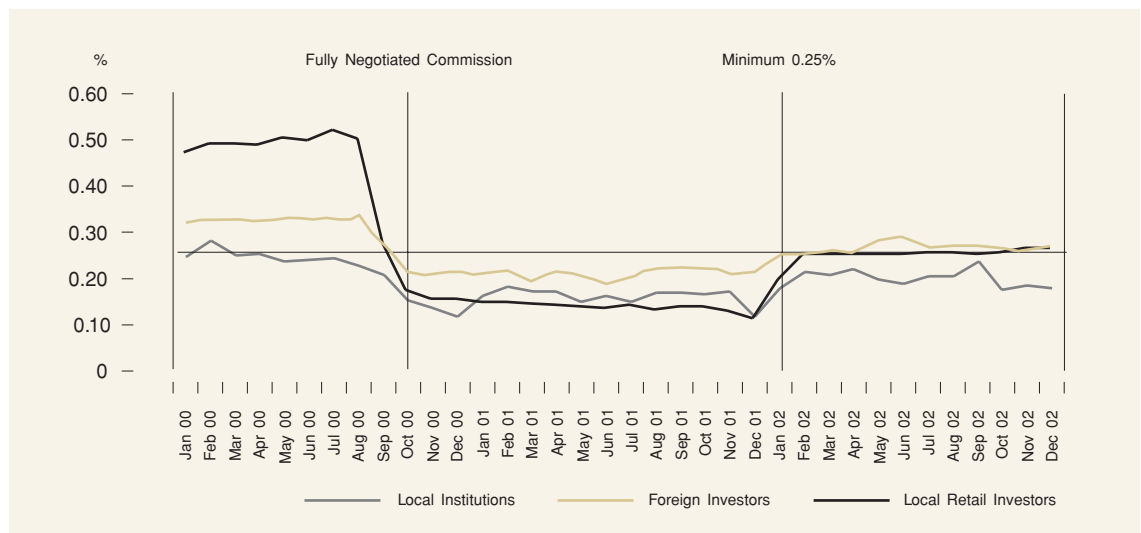


ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

2. การขาดทักษะและความชำนาญของบุคลากร (lack of expertise) เป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้บริษัทหลักทรัพย์ ไม่สามารถเสนอบริการทางการเงินที่มีคุณภาพ หรือนวัตกรรมทางการเงินในรูปแบบใหม่ๆ ที่หลากหลายสู่ตลาดทุนไทยได้เท่าที่ควร ส่งผลให้ต้องไปมุ่งเน้นแข่งขันทางด้านราคา (แผนภาพที่ 46) ผลจากการสำรวจในเรื่องการปรับตัวของการดำเนินงาน ภายหลังจากการเปิดเสรีอัตราค่าธรรมเนียม นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ พบว่าบริษัทหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ได้ตัดลดค่าใช้จ่ายทางด้านการศึกษา และการวิเคราะห์หลักทรัพย์ รวมทั้งการพัฒนาคุณภาพของพนักงานโดยทั่วไป สาเหตุสำคัญเกิดจากฐานลูกค้าของบริษัทหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ คือ ผู้ลงทุนรายย่อย (แผนภาพที่ 47) ซึ่งมีพฤติกรรมการลงทุนแบบเก็งกำไรในระยะสั้น โดยไม่ใช่ข้อมูลพื้นฐานประกอบการตัดสินใจซื้อขาย ทำให้บริษัทหลักทรัพย์ขาดแรงจูงใจในการลงทุนด้านงานวิจัยและการวิเคราะห์หลักทรัพย์ เพราะไม่ใช่สิ่งที่ลูกค้าต้องการ จึงมุ่งเน้นด้านการทำการซื้อขาย (execution) เป็นหลัก และปรับลดค่าใช้จ่ายอื่นๆ ที่ไม่เกี่ยวข้องให้หมด เพื่อทำให้สามารถแข่งขันด้านราคากับคู่แข่งรายอื่นได้

แผนภาพที่ 46 สัดส่วนรายได้ค่านายหน้าต่อมูลค่าการซื้อขายรวมตามกลุ่มลูกค้าปี 2543-2545

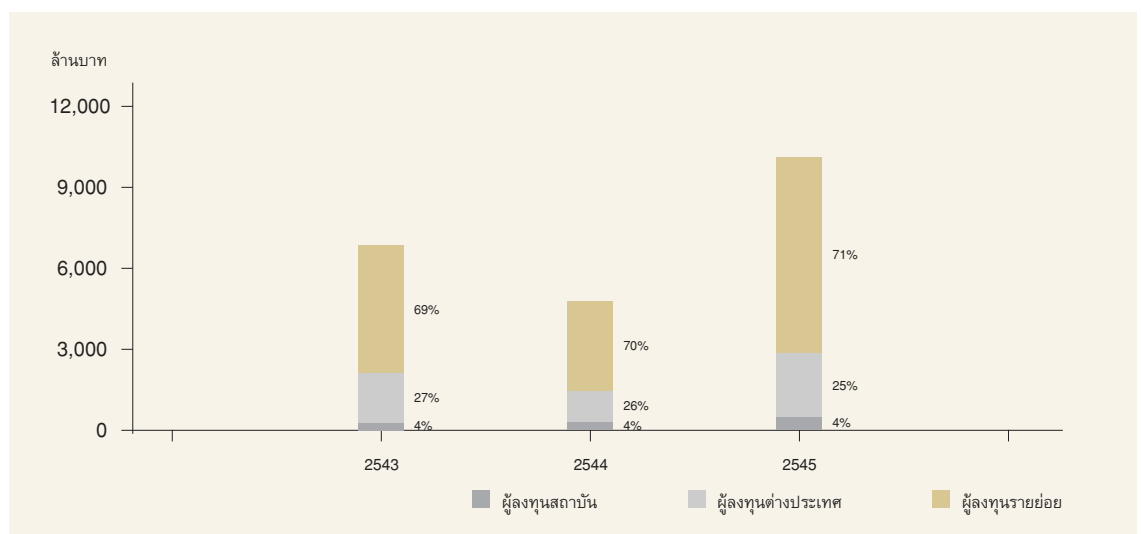
Commission Income to Total Trading Value



ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

แผนภาพที่ 47 รายได้ค่านายหน้าของบริษัทหลักทรัพย์จำแนกตามกลุ่มลูกค้า ปี 2543-2545

โครงสร้างรายได้ค่านายหน้าจำแนกตามกลุ่มผู้ลงทุน



ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

สรุปได้ว่าผลกระทบจากการที่บริษัทหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ มุ่งเน้นรายได้จากการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ไม่มีการกระจายการทำธุรกิจ โดยเฉพาะการทำธุรกิจในตลาดแรก ซึ่งเป็นตลาดที่มีความสำคัญต่อการระดมทุนของภาคธุรกิจเอกชน และสามารถสร้างรายได้ที่ดีให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ ซึ่งก็มีบริษัทหลักทรัพย์บางแห่งมีการกระจายรายได้ไปเน้นด้านค่าธรรมเนียมที่ปรึกษาการเงิน หรือบริหารเงินทุน ทำให้อยู่รอดได้ภายใต้สภาวะการแข่งขันที่แย่งชิงค่าธรรมเนียมจากการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ สำหรับการทำธุรกิจในตลาดรอง บริษัทหลักทรัพย์ส่วนใหญ่เน้นการใช้นโยบายแข่งขันด้านราคา ซึ่งก่อให้เกิดการแข่งขันสูง เพื่อแย่งชิงกลุ่มลูกค้าซึ่งส่วนใหญ่ก็เป็นผู้ลงทุนรายย่อย และมีการกระจุกตัวอยู่เพียงไม่กี่ราย (ซึ่งก็เป็นปัญหาหนักอยู่แล้วในด้านผู้ลงทุน) แทนที่จะแข่งขันกันขยายฐานลูกค้าเพื่อกระจายแหล่งรายได้ และสร้างการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนให้กับธุรกิจหลักทรัพย์ จึงกลายเป็นวงจรอันตราย (vicious cycle) ที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทหลักทรัพย์และภาวะตลาดโดยรวม การพึ่งพาธุรกิจจากตลาดรองเป็นหลัก โดยอาศัยกลยุทธ์การแข่งขันทางด้านราคาจะทำให้บริษัทหลักทรัพย์ที่ไม่แข็งแกร่งเพียงพอไม่สามารถแข่งขันและอยู่รอดได้ในระยะยาว

การที่บริษัทหลักทรัพย์ไม่มีการคิดค้น หรือพัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ๆ เพื่อตอบสนองความต้องการของบริษัทที่ต้องการระดมทุนและผู้ลงทุน มีสาเหตุสำคัญเกิดจากการขาดบุคลากรที่มีความรู้ความสามารถที่จะคิดค้น หรือพัฒนาให้เกิดนวัตกรรมทางการเงินขึ้น เพื่อเพิ่มช่องทางสร้างรายได้ทางอื่นแทนที่จะหวังพึ่งรายได้จากค่านายหน้าเพียงอย่างเดียว เมื่อบริษัทหลักทรัพย์ขาดบุคลากรที่มีความรู้ความสามารถ จึงเกิดข้อจำกัดในการปรับตัว ทำให้ไม่สามารถทำธุรกิจอื่นได้ จึงต้องมุ่งเน้นธุรกิจที่ตนเองถนัด คือ การเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ เพราะไม่จำเป็นต้องใช้บุคลากรที่มีความรู้ความสามารถมากนักในการทำธุรกิจ ซึ่งต่างจากการทำธุรกิจพาณิชย์ ธุรกิจการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ (securities borrowing and lending: SBL) หรือการทำธุรกรรมสัญญาซื้อขายล่วงหน้า เป็นต้น ซึ่งล้วนแล้วแต่ต้องใช้บุคลากรที่มีประสบการณ์ หรือมีความรู้ความสามารถสูงทั้งสิ้น และเป็นที่ยอมรับว่าบุคลากรที่มีความรู้ความสามารถในการทำธุรกิจดังกล่าวมีจำนวนน้อยมากในตลาดทุนไทย จึงเป็นเหตุผลสำคัญที่ทำให้บริษัทหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ไม่มีทางเลือก และยังคงพึ่งพิงรายได้หลักจากธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ต่อไป พร้อมทั้งยินดีที่จะแข่งขันทางด้านราคา เพื่อปกป้องส่วนแบ่งตลาดของตนไว้ให้มากที่สุด ดังนั้น ภายใต้สภาพแวดล้อมดังกล่าวจึงส่งผลให้เกิดการแข่งขันทางด้านธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ด้วยการตัดราคาค่าธรรมเนียมกันอย่างรุนแรง ทำให้ตลาดทุนไทยไม่มีธุรกรรมทางการเงินใหม่ๆ เกิดขึ้น ขาดหลักทรัพย์ที่หลากหลาย เกิดความผันผวนในการลงทุนจนขาดความน่าสนใจในการลงทุน และขาดความสามารถในการแข่งขันกับตลาดทุนต่างประเทศ

2.2 ธุรกิจจัดการลงทุน (asset management firms)

เพื่อพัฒนาตลาดทุนให้เป็นทางเลือกที่มีความสำคัญสำหรับผู้ระดมทุนและผู้ลงทุน โดยเฉพาะในส่วนของพัฒนาโครงสร้างและกฎเกณฑ์เพื่อรองรับการสร้างอุปสงค์ นโยบายที่ผ่านมามีแนวโน้มที่จะขยายฐานผู้ลงทุนสถาบัน โดยต้องการให้กองทุนรวมเป็นทางเลือกสำหรับการออม และการลงทุนในระยะยาวของประชาชนมากยิ่งขึ้น ในฐานะที่เป็นผู้ลงทุนมืออาชีพ ซึ่งมีความรู้ความสามารถและมีความชำนาญ จึงหวังว่าจะเข้ามาช่วยเหลือผู้ลงทุนรายย่อย โดยเฉพาะผู้ที่ยังไม่พร้อมที่จะลงทุนด้วยตนเอง และเพื่อสร้างความสมดุลให้เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากปัจจุบันผู้ลงทุนส่วนใหญ่เป็นผู้ลงทุนรายย่อยซึ่งไม่ตัดสินใจลงทุนโดยอาศัยปัจจัยพื้นฐาน และมักตัดสินใจลงทุนตามผู้ลงทุนต่างประเทศ ทำให้ตลาดเกิดความผันผวน การลงทุนผ่านกองทุนรวม จึงช่วยเพิ่มผู้ลงทุนมืออาชีพที่มีการจัดการลงทุนโดยอาศัยปัจจัยพื้นฐาน ภาครัฐจึงให้การสนับสนุนบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม (บลจ.) ในหลายด้าน เพื่อสร้างธุรกิจจัดการกองทุนรวมให้เป็นที่นิยมและเติบโตในตลาดทุนไทย

อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาถึงบทบาทของบลจ. ผ่านขนาดสินทรัพย์ของกองทุนรวมที่อยู่ภายใต้การจัดการ ในด้านการระดมทุนพบว่า ยังมีมูลค่าที่ต่ำมากเมื่อเปรียบเทียบกับเงินฝากธนาคารพาณิชย์ ส่วนในด้านการลงทุนพบว่า มีมูลค่าต่ำมากเช่นเดียวกันในการนำเงินไปลงทุนในตลาดทุน โดยเฉพาะตลาดตราสารทุน (ซึ่งได้กล่าวถึงรายละเอียดแล้ว) อุปสรรคสำคัญในการพัฒนาธุรกิจนี้ คือ การขาดความรู้ความเข้าใจของผู้ถือหน่วยลงทุน โดยเฉพาะผู้ถือหน่วยที่เป็นบุคคลธรรมดาจะขาดความรู้ความเข้าใจถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนและความเสี่ยง รวมทั้งไม่มีความเข้าใจที่ถูกต้องเกี่ยวกับการออมเงินผ่านกองทุนรวม โดยมีความเข้าใจผิดในสาระสำคัญของการลงทุนผ่านกองทุนรวม ซึ่งมีความแตกต่างจากการฝากเงินธนาคารพาณิชย์เป็นอย่างมาก โดยคาดหวังว่าจะได้รับผลตอบแทนสูงขึ้น แต่กลับยอมรับไม่ได้จากการสูญเสียเงินต้น ซึ่งเป็นประเด็นสำคัญที่นำไปสู่ปัญหาด้านภาพลักษณ์ของกองทุนรวม เพราะในช่วงที่ราคาหลักทรัพย์ลดลงอย่างมากเป็นผลจากวิกฤติเศรษฐกิจ ส่งผลให้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมลดลงตามไปด้วย ทำให้ผู้ถือหน่วยขาดทุนเป็นจำนวนมาก จนกระทั่งขาดความเชื่อมั่นในกองทุนรวม และไม่ต้องการลงทุนที่ลงทุนอีก ความเสียหายส่วนใหญ่เกิดขึ้นกับผู้ถือหน่วยลงทุนของกองทุนรวมตราสารทุน อย่างไรก็ตาม ผู้ถือหน่วยไม่สามารถแยกแยะที่มา หรือสาเหตุของความเสียหายได้ เนื่องจากการขาดความรู้ความเข้าใจที่ถูกต้องตั้งแต่ต้น จึงทำให้เกิดทัศนคติที่ไม่ดีต่อการลงทุนผ่านกองทุนรวมทุกประเภท

อุปสรรคที่สำคัญอีกประการคือ การขาดทักษะหรือความชำนาญในการทำธุรกิจของผู้ประกอบธุรกิจ เช่น ด้านตัวแทนขายหน่วยลงทุนพบว่า ส่วนใหญ่เป็นพนักงานของธนาคารพาณิชย์ที่มีอยู่เป็นจำนวนมากและกระจายอยู่ในต่างจังหวัด ซึ่งยังขาดความรู้ความเข้าใจที่ดีเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ ทำให้ขาดประสิทธิภาพในการให้คำแนะนำและการจำหน่ายกองทุนรวม สำหรับด้านตัวบริษัทจัดการเองพบว่าแม้ บลจ. จะได้มีการเปิดเผยความเสี่ยงของการลงทุนของโครงการไว้ในหนังสือชี้ชวนค่อนข้างมาก

แต่หลายกรณีเป็นการสื่อถึงความเสี่ยงด้วยข้อความที่กว้าง จนทำให้ผู้ถือหุ้นไม่สามารถแยกแยะความแตกต่างของคุณลักษณะ และความเสี่ยงระหว่างหน่วยลงทุนของกองทุนรวมประเภทต่างๆ ได้ชัดเจน เช่น ขาดการจัดลำดับความเสี่ยงของหน่วยลงทุนที่ตนเสนอขายอย่างชัดเจนและง่ายต่อการทำความเข้าใจ ขาดการเผยแพร่ข้อมูลในเชิงเปรียบเทียบที่สำคัญ เช่น นโยบายการลงทุน ระดับความเสี่ยง อัตราค่าใช้จ่าย และค่าธรรมเนียมต่างๆ (comparative information table) และขาดการจัดอันดับกองทุนรวมตามระดับความเสี่ยง ทำให้ผู้ถือหุ้นไม่ทราบถึงความแตกต่างในเรื่องความเสี่ยง (สาเหตุเกิดจากการขาดทักษะและความรู้ในด้านการวิเคราะห์) เพื่อช่วยให้ผู้ถือหุ้นใช้พิจารณาประกอบการตัดสินใจลงทุน และติดตามผลการดำเนินงานของกองทุนรวมได้

เมื่อวิเคราะห์ประสิทธิภาพการดำเนินงานของ บลจ. แต่ละแห่ง (ตารางที่ 17) สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้ทำการวิเคราะห์โครงสร้างธุรกิจจัดการกองทุนรวมจาก ข้อมูล ณ สิ้นปี 2544 พบว่า บลจ. แต่ละแห่งมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่แตกต่างกันมาก พิจารณาจากความสามารถในการระดมทุน โดยดูจากมูลค่าส่วนแบ่งตลาดรวม (market share) ของ บลจ. แต่ละแห่ง พบว่ามีการกระจุกตัวอยู่ใน 3 บลจ. ได้แก่ บลจ. ทหารไทย บลจ. เอเจเอฟ และ บลจ. กสิกรไทย รวมกันคิดเป็น 52% และถ้าเพิ่มเป็น 6 บลจ. โดยเพิ่ม บลจ. ธนชาติ บลจ. ไทยพาณิชย์ และ บลจ. เอ็ม เอฟ ซี จะทำให้มีส่วนแบ่งตลาดสูงถึง 78% จากจำนวน บลจ. ทั้งสิ้น 14 แห่ง ดังนี้

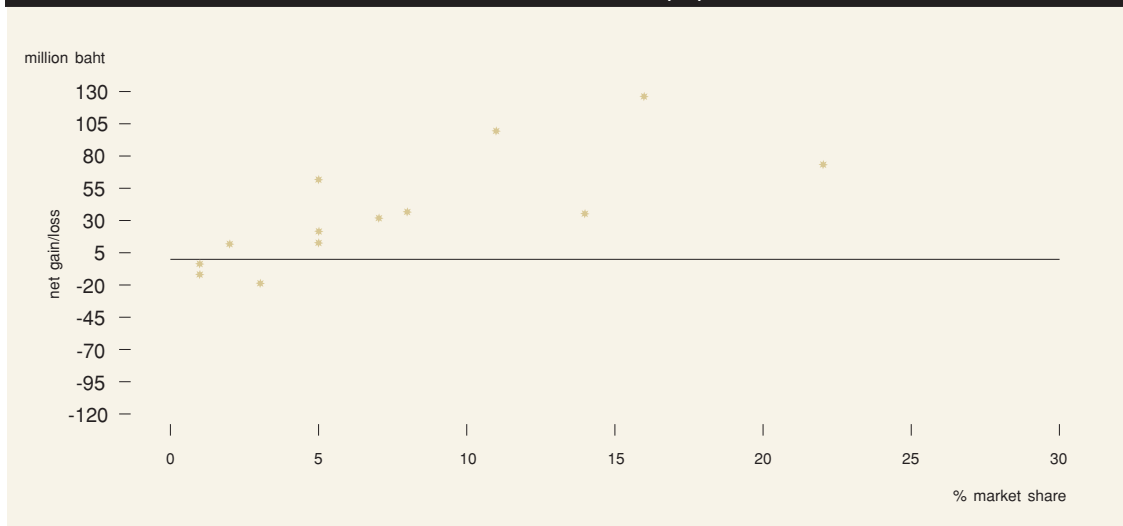
ตารางที่ 17 โครงสร้างธุรกิจจัดการลงทุนของไทย ณ สิ้นปี 2544

หน่วย : ล้านบาท

ชื่อ บลจ.	ตราสารทุน		ตราสารหนี้		ผสม		หน่วยลงทุน		ผสมแบบยืดหยุ่น		รวม	
	NAV	% mkt	NAV	% mkt	NAV	% mkt	NAV	% mkt	NAV	% mkt	NAV	% mkt
ทหารไทย	322	1	28,107	30					5,421	25	33,850	22
เอ เจ เอฟ	1,180	3	19,755	21					3,905	18	24,840	16
เอ็มเอฟซี	13,962	38	5,048	5	271	12			2,243	10	21,524	14
กลีกรไทย	4,802	13	10,738	12	630	28			1,335	6	17,505	11
ธนาชาติ	3,990	11	6,162	7	964	43			1,365	6	12,481	8
ไทยพาณิชย์	5,001	14	4,981	5					1,076	5	11,058	7
ววรรณ	3,381	9	3,381	4					838	4	7,600	5
บีไอเอ	772	2	4,355	5			756	100	1,164	5	7,047	5
อเบอร์ดีน	434	1	5,385	6					1,278	6	7,097	5
กรุงไทย			2,621	3					1,388	6	4,009	3
ทิสโก้	810	2	1,388	1					788	4	2,986	2
บัวหลวง	1,705	5			136	6					1,841	1
ไอเอ็นจี	39	0	428	0	250	11			1,163	5	1,880	1
พรีมาเวสต์			618	1								
รวม	36,398	100	92,967	100	2,251	100	756	100	21,964	100	154,336	100

ข้อมูลจากตารางที่ 17 จะเห็นว่า บลจ. แต่ละแห่งมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่แตกต่างกันอย่างมาก เพื่อวิเคราะห์ว่า บลจ. ที่มีผลประกอบการที่ดีจะต้องมีส่วนแบ่งตลาดสูงเท่านั้นหรือไม่ จึงทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างส่วนแบ่งตลาดกับผลการดำเนินงาน จากแผนภาพที่ 48 จะเห็นได้ว่า บลจ. ที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงไม่จำเป็นต้องมีผลการดำเนินงานดีตามไปด้วย ซึ่งจะแตกต่างจากธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ จึงแสดงให้เห็นว่าถึงแม้จะมีส่วนแบ่งตลาดที่ต่ำ แต่หากสามารถบริหารต้นทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยจัดสรรค่าใช้จ่ายให้เหมาะสมกับรายได้ของบริษัทจะสามารถทำกำไรได้ ซึ่งจากแผนภาพจะเห็นว่า บลจ. แต่ละแห่งมีประสิทธิภาพในการทำกำไรที่แตกต่างกันมาก

แผนภาพที่ 48 ความสัมพันธ์ระหว่างส่วนแบ่งตลาดกับกำไร/ขาดทุนสุทธิ



ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

หมายเหตุ : มี 1 บริษัทซึ่งไม่ได้ประกอบธุรกิจ การวิเคราะห์จึงมีแค่ 13 บริษัท

จากผลการศึกษาถึงสภาวะการแข่งขันของธุรกิจจัดการลงทุนของไทย ซึ่งจัดทำโดยสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ในปี 2544 ระบุว่า สภาวะการแข่งขันของธุรกิจจัดการกองทุนรวมอยู่ในระดับปานกลาง จำนวน บลจ. ที่ตลาดปัจจุบันสามารถรองรับได้พบว่ามีจำนวนมากกว่าจำนวน บลจ. ที่มีอยู่จริง ตลอดช่วงปี 2535 - 2544 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าธุรกิจการจัดการกองทุนรวม ยังมีระดับการแข่งขันที่ไม่เพียงพอ โดยจากผลการศึกษายังระบุเพิ่มเติมว่า หากธุรกิจนี้สามารถดึงดูดเงินออมส่วนที่เป็นเงินฝากธนาคารพาณิชย์ได้ร้อยละ 1 ของเงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์จะสามารถรองรับจำนวน บลจ. ได้ 22 บริษัท และหากสามารถดึงดูดเงินฝากธนาคารพาณิชย์ได้ร้อยละ 2 ของเงินฝากในระบบจะสามารถรองรับ

จำนวน บลจ. ได้ถึง 28 บริษัทตามลำดับ จากความสามารถในการระดมทุน ความสามารถในการทำกำไรซึ่งแตกต่างกันมาก และจากผลการศึกษาของสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ซึ่งให้เห็นว่าธุรกิจจัดการลงทุนยังมีการแข่งขันค่อนข้างต่ำ สามารถรองรับผู้ประกอบการรายใหม่ได้อีก เพื่อเพิ่มศักยภาพในการเป็นเครื่องมือในการดึงเงินออมมาลงทุนในตลาดทุน

อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาในด้านการแข่งขันธุรกิจการจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ เริ่มมีสัญญาณบ่งชี้ว่ามีการแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้น จากผลการศึกษาเบื้องต้นเกี่ยวกับโครงสร้างรายได้และต้นทุนของธุรกิจจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ซึ่งจัดทำโดยสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ในปี 2545 พบว่าผู้ประกอบการดำเนินธุรกิจจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ มีการแข่งขันในธุรกิจที่ค่อนข้างรุนแรง โดยเฉพาะการแข่งขันด้านราคา ผู้ประกอบการหลายรายได้คิดอัตราค่าธรรมเนียมการจัดการขั้นต่ำกับลูกค้าที่ร้อยละ 0.03 - 0.10 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ ซึ่งนับว่าต่ำมากเมื่อเทียบกับต้นทุน และพบว่าบริษัทที่ดำเนินธุรกิจจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพทุกบริษัท ประสบกับภาวะขาดทุน และเมื่อวิเคราะห์องค์ประกอบของภาวะขาดทุนหรือโครงสร้างรายได้และค่าใช้จ่าย พบว่ารายได้และค่าใช้จ่ายเฉลี่ยต่อหน่วยของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของผู้ประกอบการแต่ละรายในธุรกิจจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ มีความแตกต่างกันมาก โดยความแตกต่างที่เกิดขึ้นไม่ได้ขึ้นอยู่กับขนาดของกองทุนภายใต้การบริหาร และไม่ได้ขึ้นอยู่กับประเภทของผู้ประกอบการว่าเป็นกลุ่มบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน กลุ่มธนาคารพาณิชย์ หรือกลุ่มบริษัทประกันชีวิต และบริษัทหลักทรัพย์

ประเด็นที่น่าสนใจ คือ เหตุใดบริษัทเหล่านี้จึงยังคงดำเนินธุรกิจต่อไปเรื่อยๆ ที่ประสบกับภาวะขาดทุนนั้น ยังไม่อาจตอบได้จากข้อมูลที่มีอยู่ แต่มีข้อสมมติฐานของคำตอบที่อาจเป็นไปได้ ได้แก่ ต้นทุนของผู้ประกอบการเป็นต้นทุนที่ต้องจ่ายอยู่แล้ว (sunk cost) โดยที่ธุรกิจหลักซึ่งบริษัทเหล่านี้ดำเนินกิจการอยู่ ได้แก่ ธุรกิจจัดการกองทุนรวม ธุรกิจธนาคารพาณิชย์ ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจประกันชีวิตนั้น ต่างก็มีต้นทุนคงที่ที่ต้องจ่ายอยู่แล้ว หากบริษัทเหล่านี้ขยายกรอบธุรกิจให้สามารถประกอบธุรกิจในด้านอื่นด้วย เช่น การจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ก็จะทำให้บริษัทได้ใช้ทรัพยากรที่มีอยู่นั้นร่วมกันได้โดยไม่ทำให้มีค่าใช้จ่ายเพิ่มสูงขึ้นนักในขณะที่มีรายได้รวมเพิ่มมากขึ้น ผู้ประกอบการมีผลประโยชน์ทางอ้อมอื่น บริษัทที่ประกอบธุรกิจจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ อาจคาดหวังถึงผลประโยชน์ทางอ้อมที่บริษัทของตนจะได้รับจากการบริหารกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ เช่น ชื่อเสียงที่จะได้รับหากได้บริหารกองทุนสำรองเลี้ยงชีพขององค์กรขนาดใหญ่ โอกาสที่จะเพิ่มขึ้นของธนาคารพาณิชย์และบริษัทหลักทรัพย์ ในการที่จะได้รับเลือกเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (underwriter) ของบริษัทที่จะออกหลักทรัพย์ รวมถึงการขายผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ๆ ในอนาคต เช่น unit-linked ของบริษัทประกันชีวิต เป็นต้น

จากการศึกษาข้างต้น ขอเสนอแนวคิดเพื่อตอบคำถามว่ารัฐควรจะมีนโยบาย หรือ มาตรการแทรกแซงธุรกิจกองทุนสำรองเลี้ยงชีพประการใดหรือไม่ภายใต้กรอบแนวคิดต่างๆ ดังนี้ (1) หากพบว่าผู้บริโภครับผลกระทบ โดยได้รับบริการที่มีคุณภาพต่ำกว่าที่ควร รัฐอาจต้องหาทางแก้ไขปัญหา (2) หากพบว่าผู้บริโภคไม่ได้รับผลกระทบใดๆ จากการขาดทุน และผู้ประกอบการมีต้นทุนที่ต้องจ่ายอยู่แล้ว จากธุรกรรมอื่น (sunk cost) หรือมีผลประโยชน์ทางอ้อมอื่นๆ จากการประกอบธุรกิจกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ตามข้อสมมติดังกล่าวข้างต้น รัฐอาจไม่ต้องดำเนินการแทรกแซงใดๆ เพราะเป็นการใช้ประโยชน์จาก economy of scope ทำให้เศรษฐกิจหรือระบบธุรกิจมีประสิทธิภาพเพิ่มมากขึ้น ทั้งนี้ อาจต้องตัดสินใจว่าจะเป็นการหรือไม่ใช่ที่บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) ที่บริหารกองทุนสำรองเลี้ยงชีพเพียงอย่างเดียวอาจจะอยู่ไม่ได้ และ (3) หากพบว่าผู้บริโภครับผลกระทบใดๆ และไม่มีต้นทุนที่ต้องจ่ายอยู่แล้ว หรือไม่มีผลประโยชน์ทางอ้อมอื่นจากธุรกิจกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ แต่ผู้ประกอบการทุกรายขาดทุน รัฐอาจต้องแทรกแซง หากมีการตั้งราคาเพื่อทำลายคู่แข่ง (predatory pricing) แต่ถ้าไม่มีการตั้งราคา ในลักษณะดังกล่าว รัฐอาจต้องปล่อยให้ธุรกิจได้ปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพ โดยคอยสังเกตการณ์ไม่ให้ผู้บริโภครับต้องเสียประโยชน์ในช่วงการปรับตัว

3. จุดอ่อนด้านโครงสร้างพื้นฐานของตลาดทุน

สำหรับปัญหาด้านโครงสร้างพื้นฐานของตลาดทุนสามารถจำแนกได้แต่ละด้าน ดังนี้

3.1 ด้านข้อมูลงานวิจัยและวิเคราะห์หลักทรัพย์

การเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุนมีความสำคัญมากในตลาดทุน ผลกระทบจากความไม่เท่าเทียมกัน ในการรับทราบข้อมูลจะก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรมขึ้นในการทำธุรกรรมในตลาดทุน ผู้ที่รับรู้ข้อมูลมากกว่า เช่น ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียน หรือผู้ถือหุ้นใหญ่จะมีความได้เปรียบในการทำธุรกรรมต่างๆ เหนือกว่าผู้ลงทุนทั่วไป โดยเฉพาะผู้ลงทุนรายย่อย ซึ่งมีข้อจำกัดในการเข้าถึงข้อมูล เช่น ได้รับรู้ข้อมูลไม่ครบถ้วน ได้รับข้อมูลช้าเกินไป หรือได้รับข้อมูลที่ไม่ถูกต้อง เป็นต้น อย่างไรก็ตาม สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้ทำการปรับปรุงเงื่อนไขการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และติดตามตรวจสอบอยู่ตลอดเวลา เพื่อสร้างความมั่นใจว่าผู้ลงทุนทุกประเภทจะได้รับข้อมูลจากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์อย่างครบถ้วน ทันเวลา และเท่าเทียมกัน

แต่ปัญหาสำคัญในด้านข้อมูลที่ยังไม่ได้รับการแก้ไข คือ การขาดข้อมูลด้านงานวิจัยและวิเคราะห์หลักทรัพย์ เนื่องจากเป็นที่ทราบดีว่าผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ส่วนใหญ่เป็นผู้ลงทุนรายย่อยที่ไม่ค่อยใช้ข้อมูลปัจจัยพื้นฐาน ในการประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ สาเหตุสำคัญอาจเกิดจากไม่มีความรู้ความเข้าใจที่จะนำข้อมูลปัจจัยพื้นฐานของบริษัทจดทะเบียนต่างๆ มาทำการวิเคราะห์ ถึงแม้ว่าจะได้รับข้อมูลที่ครบถ้วนและทันเวลา เช่นเดียวกับผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนต่างประเทศก็ตาม จึงเป็น

ปัญหาอย่างมากในการพัฒนาตลาดทุน เนื่องจากโดยธรรมชาติบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์บางบริษัทมีแรงจูงใจที่จะเปิดเผยข้อมูลให้น้อยที่สุดเท่าที่จะทำได้ เพื่อประหยัดค่าใช้จ่ายหรือกลัวเรื่องความลับทางการค้า เป็นต้น ในขณะที่ผู้ลงทุนควรจะมีแรงจูงใจที่ต้องเรียกร้องให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เปิดเผยข้อมูลที่จำเป็นต้องใช้ให้มากที่สุดเท่าที่จะทำได้ เพื่อนำไปประกอบการตัดสินใจลงทุน แต่ปรากฏว่าในกรณีที่ทางการพยายามออกกฎและกำกับดูแลให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์มีการเปิดเผยข้อมูลให้ครบถ้วนและทันเวลา ผู้ลงทุนหลักในตลาดรองตราสารทุน คือ ผู้ลงทุนรายย่อยกลับไม่สนใจใช้ข้อมูลดังกล่าวในการวิเคราะห์การลงทุน จึงส่งผลให้บริษัทหลักทรัพย์ไม่ให้ความสำคัญต่อการพัฒนาคุณภาพของบริการที่ให้แก่ผู้ลงทุนตามไปด้วย โดยไม่ผลิตงานวิจัยหรืองานวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มีคุณภาพ เนื่องจากผู้ลงทุนรายย่อยไม่ต้องการ ทำให้คุณภาพของงานวิจัยลดลง จนกระทั่งบริษัทหลักทรัพย์หลายแห่งเลิกผลิตงานวิจัยหลักทรัพย์ เพราะเห็นว่ามีการค่าใช้จ่ายสูงจัดเป็นกลุ่มค่าใช้จ่ายที่จะถูกปรับลดในอันดับต้นๆ ในช่วงที่มีการแข่งขันด้านราคาอย่างรุนแรง ส่งผลให้ตลาดตราสารทุนของไทยขาดข้อมูลงานวิจัย และวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มีคุณภาพ เผยแพร่เป็นการทั่วไปให้กับผู้ลงทุนทุกประเภทใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน

3.2 ด้านเครื่องมือเสริมสร้างสภาพคล่องเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพให้กับกระบวนการชำระราคาและส่งมอบและการทำธุรกรรมในตลาดทุน

ในการพัฒนาตลาดทุนให้เติบโตอย่างมีเสถียรภาพ การซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องเป็นปัจจัยสำคัญอย่างยิ่งที่ช่วยให้ธุรกรรมในตลาดทุนดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งธุรกรรมการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ (securities borrowing and lending: SBL) และธุรกรรมซื้อคืน (repurchase agreement: Repo) เป็นโครงสร้างพื้นฐานที่สำคัญของตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว โดยช่วยเสริมสร้างสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ และช่วยส่งเสริมให้มีการใช้ทรัพยากรในตลาดทุนอย่างมีประสิทธิภาพดังนี้ คือ (1) เป็นกลไกสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้กระบวนการชำระราคา และส่งมอบเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ และมีส่วนช่วยลดความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระราคาและส่งมอบ (2) เป็นกลไกสำคัญในการพัฒนา และรองรับการบริหารสภาพคล่องของผู้เกี่ยวข้องในตลาดตราสารหนี้ เนื่องจากการทำธุรกรรมในตลาดตราสารหนี้ที่จำเป็นต้องอาศัยการทำงานของสถาบันการเงินที่ทำหน้าที่เป็นผู้ค้า (dealer) ในการ make market โดยการเสนอราคาซื้อขายอย่างต่อเนื่อง เพื่อให้เกิดสภาพคล่องในตลาด ซึ่งการทำหน้าที่ดังกล่าว dealer ก็มีความเสี่ยงเนื่องจากต้องเข้ามารับซื้อขายตราสารหนี้อย่างสม่ำเสมอในตลาด ดังนั้น การที่ dealer จะสามารถทำหน้าที่ดังกล่าวได้อย่างมีประสิทธิภาพ จึงจำเป็นต้องมีสภาพแวดล้อมที่เอื้ออำนวย และ (3) ช่วยสนับสนุนการทำธุรกรรมสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ซึ่งจะช่วยส่งเสริมปริมาณธุรกรรมในศูนย์ซื้อขายสัญญาล่วงหน้าที่จะมีขึ้นในอนาคต

อย่างไรก็ดี แม้ว่าจะมีการอนุญาตให้ทำธุรกรรม SBL/repo ได้ และมีการกำหนดหลักเกณฑ์ต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง ตลอดจนหาหรืออย่างต่อเนื่องกับผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดทุกฝ่าย แต่จนถึงปัจจุบันก็ยังไม่มีการประกอบธุรกรรมดังกล่าวอย่างแพร่หลาย ดังนั้น การศึกษาเพื่อให้ทราบถึงปัญหา และอุปสรรคที่แท้จริงของการทำธุรกรรม SBL/repo จึงมีความจำเป็นอย่างยิ่งที่ต้องรีบดำเนินการ เพื่อให้ผู้เกี่ยวข้องไม่ว่าจะเป็นภาครัฐและเอกชนจะได้หาแนวทางแก้ไข และสนับสนุนธุรกรรม SBL/repo ให้เกิดประโยชน์อย่างแท้จริงและเสริมสร้างสภาพคล่องในการซื้อขายทั้งในตลาดตราสารทุน ตลาดตราสารหนี้ และตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่มีขึ้นในอนาคต รวมทั้งการเสริมสร้างประสิทธิภาพของระบบการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ และการบริหารความเสี่ยง และที่สำคัญจะเป็นการช่วยส่งเสริมศักยภาพและความน่าเชื่อถือของตลาดทุนไทยในมุมมองของผู้ลงทุนต่างประเทศอีกด้วย

3.3 ด้านเครื่องมือบริหารความเสี่ยง

ในอดีตที่ผ่านมาได้แสดงถึงผลกระทบอันเนื่องมาจากความผันผวนในตลาดการเงินที่เกิดขึ้นบ่อยครั้งในช่วงเวลาต่างๆ กัน การเปลี่ยนแปลงค่าเงินบาทหลายครั้งในอดีต โดยเฉพาะอย่างยิ่งครั้งล่าสุดในเดือนกรกฎาคม 2540 ทำให้ธุรกิจที่ก่อหนี้เป็นเงินตราต่างประเทศ โดยเลือกที่จะไม่จัดการหรือป้องกันความเสี่ยง เกิดผลขาดทุนจำนวนมากจากอัตราแลกเปลี่ยน การคาดการณ์เกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงนโยบายอัตราดอกเบี้ยในช่วงต้นปี 2544 ทำให้เกิดความผันผวนอย่างรุนแรงของราคาตราสารหนี้ การที่ดัชนีราคาหลักทรัพย์ที่เคยปรับตัวขึ้นสูงถึง 1,700 จุด ในเดือนมกราคม 2537 ได้ปรับตัวลดลงมาสู่จุดต่ำสุดที่ 207 จุด ในเดือนกันยายน 2541 ส่งผลให้ผู้ลงทุนจำนวนมากทั้งสถาบันการเงินและผู้ลงทุนรายย่อยที่ลงทุนผ่านกองทุนรวมได้รับผลกระทบ โดยไม่มีทางเลือกที่จะป้องกันตนเองจากความผันผวนดังกล่าว ผลเสียหายที่เกิดขึ้นในแต่ละสถานการณ์ข้างต้นเกิดจากสาเหตุสำคัญส่วนหนึ่ง คือ การขาดเครื่องมือบริหารความเสี่ยง

การมีเครื่องมือบริหารความเสี่ยง เช่น สัญญาซื้อขายล่วงหน้าจะทำให้ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาดทุนทุกรายเปลี่ยนมุมมองของตนที่เคยมีในเรื่องความเสี่ยง จากเดิมที่เห็นว่าเป็นเรื่องของโชคชะตามาเป็นเรื่องที่อยู่ใต้อิทธิพลที่สามารถจะจัดการหรือควบคุมได้ และยังได้ส่งผลต่อเนื่องไปนอกตลาดทุนด้วยการมีตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่มีประสิทธิภาพจะช่วยลดผลกระทบที่จะมีต่อระบบเศรษฐกิจอันเนื่องมาจากวิกฤตการณ์ต่างๆ เพราะตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าจะทำหน้าที่ให้ข้อมูล เพื่อเป็นสัญญาณเตือนล่วงหน้าให้กับผู้มีส่วนเกี่ยวข้องทุกฝ่าย เพื่อสามารถวางแผนตั้งรับและป้องกันความเสียหายได้ทันเวลา รวมทั้งสามารถที่จะปรับปรุงกลยุทธ์ในการลงทุนหรือการวางแผนธุรกิจ เพื่อประกอบธุรกิจให้อยู่รอดและดำเนินต่อไปได้อย่างมีประสิทธิภาพ

3.4 ด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี (good corporate governance)

โดยทั่วไปจะมีการให้คำจำกัดความของ corporate governance ที่แตกต่างกันไป แต่ในบทวิจัยเรื่องการเสริมสร้าง good corporate governance ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ซึ่งจัดทำโดยสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ในปี 2542 ได้ให้คำจำกัดความของ corporate governance หมายถึงระบบการบริหารและควบคุมการดำเนินงานภายในของบริษัท เพื่อให้บริษัทสามารถบรรลุถึงเป้าหมายที่ตั้งไว้ซึ่งในหลักการแล้ว บริษัทควรจะดำเนินงานเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นในระยะยาว จากการให้ความเห็นของผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดทุนไทย ส่วนใหญ่จะเห็นว่าบริษัทจดทะเบียนของไทยมักจะมี corporate governance ไม่ดีนัก เมื่อเทียบกับบริษัทในตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว และเป็นสาเหตุสำคัญส่วนหนึ่งที่ทำให้เกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา ทั้งนี้ เนื่องจากบริษัทจำนวนมากขาดการควบคุม และขาดการเปิดเผยข้อมูลการดำเนินงานอย่างเพียงพอ ทำให้ผู้ลงทุนหรือแม้แต่ฝ่ายจัดการของบริษัทเองไม่สามารถประเมินความเสี่ยงได้อย่างถูกต้อง นอกจากนี้ การมี weak corporate governance ยังทำให้ใช้เวลาแก้ไขปัญหาทางเศรษฐกิจค่อนข้างนาน เนื่องจากผู้ลงทุนภายนอกซึ่งมีศักยภาพเพียงพอที่จะช่วยแก้ไขปัญหาของบริษัทขาดความมั่นใจที่จะเข้าลงทุน ดังนั้น การปรับปรุง corporate governance ของบริษัทไทย โดยเฉพาะบริษัทจดทะเบียนจึงมีความสำคัญอย่างยิ่งในการนำประเทศให้พ้นจากภาวะวิกฤติ และเสริมสร้างความมั่นคงให้กับประเทศ

แม้ว่าประเทศไทยจะผ่านพ้นช่วงภาวะวิกฤติมาแล้ว การสร้าง good corporate governance ก็ยังมีความจำเป็นที่จะต้องดำเนินการอย่างต่อเนื่องในระยะยาว เนื่องจากแนวโน้มของตลาดโลกมีการเปิดเสรีทำให้มีการแข่งขันในตลาดสินค้าและบริการเพิ่มขึ้น ไม่ว่าจะเป็นจากคู่แข่งในประเทศหรือต่างประเทศ บริษัทต่างๆ จึงจำเป็นต้องประเมินความเสี่ยง และลดต้นทุนในการดำเนินงาน ซึ่งปัจจัยและต้นทุนที่สำคัญประการหนึ่ง คือ ความสามารถและต้นทุนในการระดมทุน หากผู้ลงทุนไม่ว่าจะเป็นผู้ลงทุนในประเทศ หรือต่างประเทศขาดความมั่นใจในการกำกับดูแลกิจการของบริษัท โดยไม่มั่นใจว่าสิทธิและผลประโยชน์ของตน จะได้รับความคุ้มครองหรือไม่ ผู้ลงทุนก็อาจไม่เลือกลงทุน หรือหากลงทุนก็ต้องการผลตอบแทนสูง ซึ่งจะทำให้บริษัทไม่สามารถแข่งขันได้ในที่สุด

จากประสบการณ์ที่ผ่านมาพบว่าการขาด good corporate governance ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ก่อให้เกิดปัญหาด้านการจัดการ และความเข้าใจในการเปิดเผยข้อมูลในกลุ่มผู้ลงทุนเป็นอย่างมาก ส่งผลให้กลไกการทำงานของตลาดทุนขาดประสิทธิภาพ จึงต้องอาศัยความมีวินัยและจรรยาบรรณของผู้ประกอบธุรกิจที่จะต้องเปิดเผยข้อมูลอย่างเพียงพอ และทันเหตุการณ์ให้กับผู้ลงทุน ที่ผ่านมามีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หลายแห่ง ยังมีการบริหารงานในลักษณะธุรกิจครอบครัว โดยปราศจากการตรวจสอบการทำงานที่รัดกุม และมีได้มีความเข้าใจและยอมรับถึงหน้าที่ในการเปิดเผย

ข้อมูลสำคัญให้กับผู้ลงทุนอย่างทั่วถึง ทำให้สิทธิของผู้ลงทุนไม่ได้รับความคุ้มครองอย่างเต็มที่ ดังนั้น การแก้ปัญหาด้านการขาด good corporate governance ของบริษัทจดทะเบียน จึงมีส่วนสำคัญอย่างยิ่งต่อการสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน สร้างความน่าสนใจให้กับการลงทุนในตลาดทุน และสร้างเสถียรภาพให้กับระบบการเงิน

3.5 ด้านการบังคับใช้กฎหมาย

เนื่องจากสภาพแวดล้อมตลาดทุนได้เปลี่ยนแปลงไปอยู่ตลอดเวลา และปัจจัยจากภายนอกประเทศได้เข้ามาเกี่ยวข้อง และมีอิทธิพลกับตลาดทุนไทยค่อนข้างมาก รวมถึงมีธุรกรรมทางการเงินใหม่ๆ เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งส่งผลกระทบต่อความทันสมัยของกฎหมายที่นำมาใช้ในการกำกับดูแล และก่อให้เกิดอุปสรรคในการบังคับใช้กฎหมายที่เกี่ยวข้อง ซึ่งปัญหาและอุปสรรคสำคัญที่มีผลต่อประสิทธิภาพในการบังคับใช้กฎหมาย และดำเนินการกับผู้กระทำความผิดสามารถแบ่งได้เป็น 2 เรื่องหลัก ได้แก่

3.5.1 กระบวนการดำเนินคดีใช้ระยะเวลานาน

การดำเนินคดี โดยเฉพาะกรณีที่ต้องดำเนินการกล่าวโทษต่อพนักงานสอบสวน ต้องผ่านการพิจารณาของหลายหน่วยงาน ได้แก่ พนักงานสอบสวน และพนักงานอัยการ ก่อนที่จะพิจารณาในชั้นศาล โดยในแต่ละขั้นตอนต้องใช้เวลาในการดำเนินการ ทำให้การดำเนินคดีต้องใช้เวลาานประกอบกับการโยกย้าย และสับเปลี่ยนตัวบุคคลผู้รับผิดชอบบ่อยครั้ง ทำให้เป็นอุปสรรคในการพัฒนาบุคลากรให้มีความเชี่ยวชาญและมีประสบการณ์ ซึ่งเป็นสิ่งที่สำคัญอย่างยิ่ง โดยเฉพาะคดีที่เกี่ยวกับการกระทำความผิดที่ไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งมีองค์ประกอบของกฎหมายค่อนข้างซับซ้อน และต้องอาศัยความรู้ความเข้าใจพื้นฐานเกี่ยวกับตลาดทุนและเจตนารมณ์ของกฎหมาย รวมทั้งจะต้องปรับตัวให้ทันต่อการเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีที่เกี่ยวข้อง ส่งผลให้การดำเนินคดีกับผู้กระทำความผิดขาดความต่อเนื่อง และดำเนินไปด้วยความล่าช้าจนก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้อง

3.5.2 การตีความและการนำผู้กระทำความผิดมาลงโทษ

เนื่องจากกฎหมายที่บัญญัติความผิดเกี่ยวกับการกระทำความผิดอันไม่เป็นธรรมมักจะมีปัญหาในการตีความ ส่งผลให้การนำผู้กระทำความผิดมาลงโทษกระทำได้อย่างยากลำบาก อันเนื่องมาจากปัญหาดังต่อไปนี้

3.5.2.1 การสร้างราคาหลักทรัพย์หรือที่รู้จักกันทั่วไปว่า “การปั่นหุ้น” มีความจะแจ้งในการกระทำผิดน้อยกว่าอาชญากรรมประเภทอื่น นอกจากนี้ การทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นย่อมเป็นที่พึงพอใจของผู้ลงทุนที่ขอการเก็งกำไร เพราะได้กำไรถ้าตลาดยังไม่ปรับตัวลดลง ผู้ลงทุนเหล่านี้ไม่เห็นผลเสียที่ปรากฏเป็นรูปธรรมต่างกับกรณีที่สถาบันการเงินโอนเงินฝากประชาชน เพราะฉะนั้นบางครั้งผู้ลงทุนทั่วไป จึงอาจไม่เห็นว่าคุณต้องสงสัยเป็นอาชญากรที่กำลังสร้างความเสียหายให้แก่ส่วนรวม

3.5.2.2 พยานไม่อยากยุ่งด้วยหรือพยานกลับคำให้การ ในหลายโอกาสที่สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้ขอความร่วมมือจากพยานที่รู้เห็น เพื่อให้การกับพนักงานสอบสวน หรือให้การต่อศาล แต่ได้รับการปฏิเสธด้วยเหตุผลต่างๆ กัน เช่น ไม่อยากยุ่งกับกรณีที่มีข้อขัดแย้ง ผู้ต้องสงสัยเป็นผู้มีอิทธิพล หรือมีกรณีที่พยานกลับคำให้การในชั้นศาลว่าไม่รู้ไม่เห็นการกระทำความผิด

3.5.2.3 ความยากลำบากในการพิสูจน์ความสัมพันธ์ของผู้กระทำความผิด เนื่องจากคดีประเภทนี้ ผู้กระทำความผิดมักจะร่วมกันทำเป็นกลุ่ม โดยรู้เห็นและแบ่งหน้าที่กันทำ มีคนซื้อ มีคนขาย มีคนรวบรวมข้อมูลและดูแลด้านเอกสารของบุคคลในกลุ่ม ซึ่งวิธีการที่จะรวบรวมพยานหลักฐานเพื่อพิสูจน์ว่ากลุ่มบุคคลดังกล่าวรู้เห็น หรือตกลงกันในการซื้อขายหลักทรัพย์ให้อยู่ในมาตรฐานการรับฟังพยานหลักฐาน ดังเช่น คดีอาญาโดยทั่วไปเป็นสิ่งที่กระทำได้ยาก เนื่องจากลักษณะความผิดเป็นเรื่องทางเทคนิคที่มีความแตกต่างจากอาชญากรรมพื้นฐานทั่วไป จึงเป็นการยากที่จะพบสัญญาที่เป็นเอกสารแสดงถึงข้อตกลงในการร่วมกันกระทำความผิด

3.5.2.4 ปัญหาเกี่ยวกับความเข้าใจของบุคคลที่เกี่ยวข้อง ความผิดส่วนใหญ่จะเป็นเรื่องเทคนิคในการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ การที่จะพิสูจน์เจตนาของผู้กระทำ จะต้องอาศัยการพิสูจน์จากการกระทำ หรือกรรมเป็นเครื่องชี้เจตนา และการกระทำหรือกรรมของผู้ต้องสงสัยที่ใช้เป็นหลักในการพิจารณาก็อยู่ในระบบคอมพิวเตอร์ของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งบันทึกการขายซื้อขายของผู้ต้องสงสัยและผู้ลงทุนทุกคนไว้ เจ้าหน้าที่จะต้องนำข้อมูลการสั่งซื้อ การสั่งขาย และสถานการณ์แวดล้อมของตลาดในขณะที่ผู้ต้องสงสัยส่งคำสั่ง มาทำการพิจารณา และวิเคราะห์ว่าพฤติกรรมของผู้ต้องสงสัยเป็นอย่างไร เหตุใดผู้ต้องสงสัยจึงกระทำเช่นนั้น เพื่อนำไปประมวลกับพยานหลักฐานทางด้านอื่น เพื่อพิสูจน์มูลเหตุจูงใจด้วยเรื่องดังกล่าวเป็นเรื่องทางเทคนิค จึงจำเป็นอย่างยิ่งที่เจ้าหน้าที่ที่เกี่ยวข้องจะต้องมีความรู้ ความชำนาญ รวมถึงประสบการณ์ในเรื่องเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์และกฎหมายหลักทรัพย์ เนื่องจากผู้ที่เกี่ยวข้องในกระบวนการดำเนินคดีมีการเปลี่ยนแปลงอยู่เรื่อยๆ จึงเป็นการยากที่ผู้ที่ไม่ได้คลุกคลีอยู่กับเรื่องดังกล่าวเป็นประจำจะทำความเข้าใจได้อย่างถ่องแท้

บทที่ 6

แนวทางการพัฒนาตลาดทุนไทย

แนวคิดในการพัฒนาตลาดทุนไทย

ตลาดทุนไทยนับว่าได้มีการพัฒนาก้าวหน้าไปในระดับหนึ่ง และมีบทบาทสำคัญในการพัฒนาเศรษฐกิจและความมั่นคงของประเทศ โดยเป็นแหล่งเงินทุนระยะยาวที่ทำให้ภาคธุรกิจเอกชนที่ต้องการเงินทุนเพื่อใช้ในการประกอบธุรกิจสามารถระดมเงินทุนได้โดยตรงจากประชาชนโดยการเสนอขายหลักทรัพย์ ในขณะที่เดียวกันก็เป็นแหล่งลงทุนที่ทำให้ประชาชนมีโอกาสได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม บทบาทของตลาดทุนในฐานะแหล่งระดมเงินทุน เพื่อสนับสนุนการพัฒนาภาคเศรษฐกิจจริง ยังมีไม่มากนักและยังอยู่ในวงจำกัด เงินทุนที่ระดมได้จากตลาดทุนในอดีตที่ผ่านมาแล้วยังมีปริมาณน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับสินเชื่อจากสถาบันการเงิน ซึ่งส่วนหนึ่งอาจเป็นเพราะรูปแบบกิจการของคนไทยเป็นธุรกิจครอบครัวที่พึ่งพิงเงินทุนผ่านระบบธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก และยังมีความต้องการในความเป็นเจ้าของบริษัท จึงไม่ต้องการที่จะกระจายหุ้นไปสู่สาธารณชน และในขณะที่ยังมีความต้องการลงทุนยังมีความแปรปรวน อันเนื่องมาจากโครงสร้างผู้ลงทุนที่ส่วนใหญ่เป็นผู้ลงทุนรายย่อย ซึ่งขาดความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับตลาดทุน และมีพฤติกรรมการลงทุนแบบเก็งกำไร

ตลาดทุนในช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจต้องเผชิญกับปัญหาด้านความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน ซึ่งสาเหตุส่วนหนึ่งเกิดจากการประสบผลขาดทุนเป็นจำนวนมาก และสินค้าในตลาดที่มีคุณภาพมีอยู่อย่างจำกัด ปัญหาด้านประสิทธิภาพและการแข่งขันของสถาบันการเงินที่เป็นตัวกลางในระบบ ตลอดจนปัญหาด้านโครงสร้างพื้นฐานด้านต่างๆ ที่สนับสนุนการพัฒนาตลาดทุนในระยะยาว ความขาดแคลนและไม่สมบูรณ์ในปัจจัยต่างๆ ดังกล่าว อาจก่อให้เกิดความล้มเหลวของระบบตลาด (market failure) จึงเป็นอุปสรรคต่อการทำงานของกลไกตลาดและราคา ซึ่งส่งผลให้ตลาดทุนไม่สามารถทำหน้าที่พื้นฐาน 5 ด้านได้อย่างมีประสิทธิภาพ (กล่าวไว้ในบทที่ 2) โดย Carmichael and Pomerleano (2002) ชี้ให้เห็นว่าความล้มเหลวของตลาดเกิดจากสาเหตุสำคัญ 4 ประการ ดังนี้

1. พฤติกรรมการแข่งขันไม่เป็นธรรม (anticompetitive behavior) เช่น การผูกขาดการทำธุรกิจ หรือการขัดขวางการเข้ามาทำธุรกิจของผู้ประกอบการรายใหม่ในตลาด
2. พฤติกรรมที่ไม่เหมาะสมของผู้เล่นในตลาด (market misconduct) เช่น การหลอกลวง เอารัดเอาเปรียบ หรือฉ้อโกงทรัพย์สินของผู้ลงทุนในตลาด
3. ความไม่เท่าเทียมกันในการรับทราบข้อมูล (information asymmetry) เช่น ผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนจะทราบข้อมูลต่างๆ เกี่ยวกับบริษัทได้ดีกว่าผู้ลงทุน หรือมีการปกปิดหรือเปิดเผยข้อมูลเท็จต่อผู้ลงทุน
4. ความไม่มีเสถียรภาพของระบบในตลาดทุน (systemic instability) เช่น ในระบบการชำระราคา และส่งมอบหลักทรัพย์ เมื่อมีผู้ใดล้มละลายและไม่สามารถชำระราคาซื้อหลักทรัพย์ จะส่งผลให้ผู้ที่ขายหลักทรัพย์นั้น ไม่มีเงินไปชำระราคาที่ตนเองซื้ออยู่อีกทอดหนึ่ง และส่งผลกระทบต่อเนื่องเป็นลูกโซ่

ในทฤษฎีเศรษฐศาสตร์ที่ว่าด้วยความล้มเหลวของตลาดชี้ให้เห็นว่า ความล้มเหลวของตลาดที่ก่อให้เกิดความไม่มีประสิทธิภาพในการทำงานของกลไกราคาและตลาด จำเป็นต้องมีภาครัฐเข้ามาทำหน้าที่กำกับดูแล เพื่อป้องกันปัญหาดังกล่าว โดย International Organization of Securities Commission (IOSCO) ซึ่งเป็นองค์กรที่มีสมาชิก ประกอบด้วยองค์กรกำกับดูแลตลาดทุนต่างๆ ทั่วโลก ได้กำหนดวัตถุประสงค์หลักในการกำกับดูแลตลาดทุนไว้ 3 ประการ ดังนี้

1. ปกป้องนักลงทุน (protection of investors)
2. ส่งเสริมให้ตลาดมีประสิทธิภาพและโปร่งใส (ensuring that markets are fair, efficient and transparent)
3. ลดความเสี่ยงของระบบในตลาดทุน (reduction of systemic risk)

เพื่อให้ตลาดทุนไทยสามารถทำหน้าที่เป็นแหล่งระดมทุน เพื่อรองรับความต้องการเงินทุนเพื่อการพัฒนาภาคเศรษฐกิจของประเทศ การกำกับดูแลตามวัตถุประสงค์ดังกล่าวข้างต้น จึงเป็นสิ่งจำเป็นต่อการพัฒนาตลาดทุนไทย อย่างไรก็ตาม ความแตกต่างที่สำคัญอย่างหนึ่งของตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว (developed markets) เช่น ตลาดทุนของประเทศสหรัฐอเมริกา กับตลาดทุนที่กำลังพัฒนา (emerging markets) เช่น ตลาดทุนของไทย คือ ความสมบูรณ์และประสิทธิภาพในการทำงานของกลไกตลาด ซึ่งเป็นที่ทราบดีว่า ตลาดทุนที่กำลังพัฒนายังขาดองค์ประกอบต่างๆ ที่สำคัญที่สนับสนุนให้กลไกตลาดทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ เมื่อเปรียบเทียบกับตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว เช่น การมีสินค้าที่หลากหลาย และมีสภาพคล่อง การมีผู้ลงทุนเข้ามาทำธุรกรรมเป็นจำนวนมาก การมีสถาบันการเงินที่มีความสามารถในการแข่งขัน รวมถึงการมีโครงสร้างพื้นฐานที่เอื้อให้ผู้เข้ามาทำธุรกรรม สามารถบริหารความเสี่ยงที่เกี่ยวข้อง ดังนั้นในตลาดทุนที่กำลังพัฒนา ภาครัฐจำเป็นต้องมีบทบาทสำคัญในการทำหน้าที่พัฒนาตลาดทุน นอกเหนือจากการทำหน้าที่กำกับดูแล เพื่อสนับสนุนให้กลไกตลาดทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ

ดังนั้น แนวทางการพัฒนาตลาดทุนไทย จึงควรให้ความสำคัญทั้งทางด้านการกำกับดูแล และการพัฒนาตลาดทุนควบคู่กันไป โดยภาครัฐควรให้ความสำคัญต่อประเด็นหลักที่ยังเป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาตลาดทุนใน 4 ด้าน ได้แก่ ด้านที่จัดเป็นองค์ประกอบชั้นพื้นฐานของตลาด 2 ด้าน คือ (1) การมีกฎหมายที่มีประสิทธิภาพ โดยมุ่งเน้นให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุนเป็นหลัก และ (2) การส่งเสริมให้เกิดวินัยตลาด (market discipline) เพื่อเสริมการใช้กฎหมายให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุน โดยเน้นการเพิ่มบทบาทของผู้ลงทุนสถาบัน และการสร้างความรู้ความเข้าใจที่ถูกต้อง เกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ให้กับประชาชนทั่วไป และอีก 2 ด้านที่จัดเป็นองค์ประกอบสำคัญ ในการพัฒนาตลาดให้มีความก้าวหน้า และสามารถแข่งขันได้กับตลาดทุนอื่นๆ ทั่วโลก คือ (3) ประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันของสถาบันการเงิน โดยส่งเสริมให้บริษัทหลักทรัพย์มีฐานะการเงินที่เข้มแข็ง และมีความเชี่ยวชาญในการทำธุรกิจ เพื่อช่วยให้สามารถปรับตัวรองรับกับการเปลี่ยนแปลง และการแข่งขันได้อย่างมีประสิทธิภาพ และ (4) การมีโครงสร้างพื้นฐานที่ช่วยให้สถาบันการเงินมีความคล่องตัว และช่วยลดความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

การมีกฎหมายที่มีประสิทธิภาพ

ปัญหาที่สำคัญในตลาดทุน คือ ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันในการรับรู้ข้อมูลข่าวสาร (information asymmetry) ซึ่งเกิดจากการที่บุคคลอยู่ในสถานะที่มีความแตกต่างกันต่อการรับรู้ และเป็นเจ้าของข้อมูลข่าวสาร ทำให้เกิดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันในด้านการรับทราบข้อมูลข่าวสาร ส่งผลให้ผู้ลงทุนกลัวว่าจะตัดสินใจเลือกลงทุนผิดบริษัท (adverse selection problem) และกลัวว่าบริษัทที่ได้เงินไปแล้ว จะไม่ทำตามสัญญาที่ให้ไว้ (moral hazard problem) ซึ่งปัญหาดังกล่าวกลายเป็นต้นทุน (agency cost) สำหรับผู้ลงทุนในการจัดหาข้อมูล เพื่อนำมาประเมินผลการดำเนินงานของบริษัท รวมถึงการดำเนินการตามกฎหมายเพื่อบังคับให้บริษัทปฏิบัติตามภาระผูกพันของสัญญา การมีตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ จะช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันในการรับรู้ข้อมูลข่าวสาร โดยตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพจะช่วยให้ข้อมูลข่าวสารกระจายได้อย่างถูกต้อง รวดเร็ว และทั่วถึง เพื่อให้ผู้เกี่ยวข้องทุกฝ่ายมีโอกาสอย่างเท่าเทียมกัน ในการได้รับข้อมูลข่าวสารนั้น เพื่อใช้ในการวิเคราะห์ทางการเงินสำหรับประกอบการตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความมีประสิทธิภาพของตลาดทุน ที่จะช่วยลดต้นทุนในการจัดการกับปัญหาความไม่เท่าเทียมกัน ในการรับรู้ข้อมูลข่าวสารได้นั้นจะไม่สามารถเกิดขึ้นได้ โดยปราศจากการมีโครงสร้างพื้นฐานทางกฎหมายรองรับ

โดยตลาดทุนที่พัฒนาแล้วจะมีโครงสร้างพื้นฐานทางกฎหมายรองรับการทำธุรกรรมในตลาดทุน โดยเฉพาะมีกระบวนการออกและการบังคับใช้กฎหมายที่มีประสิทธิภาพ เพื่อให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุน และสร้างความมั่นใจให้กับผู้ที่เข้ามาทำธุรกรรม เช่น การมีเกณฑ์กำกับดูแลด้านการเปิดเผยข้อมูลให้มีความถูกต้อง ครบถ้วน และกระจายไปถึงผู้ลงทุนทุกประเภทอย่างเท่าเทียมกัน การสนับสนุนให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี (good corporate governance) โดยส่งเสริมให้บริษัทที่ระดมทุน และสถาบันการเงินต่างๆ มีกลไกการตรวจสอบระบบการบริหารงาน (check and balance system) เช่น กำหนดให้มีกรรมการอิสระและกำหนดหน้าที่ของกรรมการ เพื่อสร้างความมั่นใจว่าการดำเนินงานของบริษัทจะสอดคล้องกับเป้าหมายที่วางไว้ และไม่มีกรเอาเปรียบผู้ลงทุน รวมทั้งการมีกระบวนการพิจารณาคดีทางกฎหมายที่มีประสิทธิภาพ โดยในตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว จะมีระบบกฎหมายรองรับให้ผู้ลงทุนที่ได้รับความเสียหายจากการเปิดเผยข้อมูลไม่ครบถ้วน สามารถเรียกร้องค่าเสียหายจากผู้เสนอขายหลักทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ มีกฎหมายว่าด้วยวิธีทรมหาชนจำกัดที่เข้มแข็งในการรองรับสิทธิต่างๆ ของผู้ถือหลักทรัพย์ มีมาตรการที่ทำให้กรรมการและผู้บริหารต้องปฏิบัติหน้าที่ด้วยความซื่อสัตย์ระมัดระวัง เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหลักทรัพย์โดยรวม มีช่องทางให้ผู้ถือหลักทรัพย์สามารถตรวจสอบการดำเนินงานของกรรมการและผู้บริหารได้อย่างเพียงพอ และผู้ลงทุนสามารถฟ้องร้องเรียกค่าเสียหายได้ในกรณีที่ตนถูกละเมิดสิทธิ หรือกรรมการหรือผู้บริหารไม่ปฏิบัติหน้าที่ตามมาตรฐานที่กำหนด นอกจากนี้ยังมีระบบวิธีพิจารณาข้อร้องเรียนที่รวดเร็ว เป็นธรรม มีมาตรการเยียวยาที่ตรงกับความเสียหายที่ผู้ลงทุนได้รับ และสามารถยับยั้งการกระทำความผิด

เมื่อพิจารณาสภาพตลาดทุนไทย พบว่าโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ส่วนใหญ่จะเป็นบริษัทที่มีพื้นฐานมาจากบริษัทครอบครัว จึงทำให้การถือหุ้น และอำนาจการบริหารในบริษัท จะกระจุกตัวในสมาชิกของครอบครัว ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มักจะมีความผูกพันกับบริษัท และคำนึงถึงผลประโยชน์ของกลุ่มตัวเองมากกว่าผู้ลงทุนภายนอก กรรมการและฝ่ายจัดการของบริษัทส่วนใหญ่ จึงมักเป็นบุคคลในกลุ่มเดียวกันและเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โครงสร้างในลักษณะนี้ทำให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถทำหน้าที่ทั้งด้านการกำหนดนโยบาย และควบคุมการดำเนินงานของบริษัท โดยไม่มีระบบการตรวจสอบและถ่วงดุล (check and balance) เท่าที่ควร ในกรณีที่มีการแต่งตั้งกรรมการที่มี ไซตัวแทนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มักกระทำเพื่อให้เป็นไปตามข้อกำหนด แม้ว่าปัจจุบัน กฎหมายที่ควบคุมบริษัทมหาชนและบริษัทจดทะเบียน จะกำหนดให้กรรมการต้องปฏิบัติหน้าที่ด้วยความซื่อสัตย์สุจริต และคำนึงถึงผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้นทุกราย แต่ก็ไม่มีแนวทางที่ชัดเจนในการกำหนดว่า การปฏิบัติหน้าที่ด้วยความซื่อสัตย์สุจริตมีขอบเขตของการดำเนินงานมากน้อยเพียงใด นอกจากนี้ ปัจจุบันการควบคุมดูแลให้กรรมการปฏิบัติในเรื่องดังกล่าว ยังไม่เข้มงวดเพียงพอไม่ว่าจะเป็นโดยผู้ถือหุ้นเองหรือโดยทางการ และอาจจะมิบัพัญญัติของกฎหมายบางประการที่ทำให้กรรมการหรือผู้บริหารสามารถใช้เป็นช่องโหว่ เพื่อประโยชน์ของตนเอง

การผลักดันให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่เป็นรูปธรรมและยั่งยืน จนกระทั่งมีการปฏิบัติกันโดยทั่วไป เหมือนเป็นกติกาทางสังคมนั้น หน่วยงานที่เกี่ยวข้องทุกฝ่ายจะต้องช่วยกันผลักดันอย่างเต็มที่ ทั้งทางตรงและทางอ้อม โดยการผลักดันจากภาครัฐ ด้วยการปรับปรุงโครงสร้างพื้นฐานของกฎหมายให้เหมาะสมยิ่งขึ้น โดยการออกกฎหมาย หรือกำหนดกฎเกณฑ์ในเรื่องที่ผู้เกี่ยวข้องจำเป็นต้องปฏิบัติในมาตรฐานเดียวกัน โดยส่วนใหญ่เป็นเรื่องเกี่ยวกับการส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี รักษาความเป็นธรรม ป้องกันการเอาเปรียบ รวมทั้งเพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถใช้สิทธิในการตรวจสอบดูแลการดำเนินการของบริษัทและเฝ้าระวังความเสี่ยงได้สะดวกขึ้น อย่างไรก็ตาม ในระหว่างที่โครงสร้างพื้นฐานทางกฎหมายยังไม่พร้อมเต็มที่ ทางการจูงใจให้บริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์เปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้อง ครบถ้วน และเพียงพอ สำหรับการตัดสินใจลงทุนไว้ในหนังสือชี้ชวน ซึ่งเกณฑ์การอนุญาตในปัจจุบันจะเน้นให้บริษัทที่ขออนุญาตต้องมีกลไกการกำกับดูแลกิจการที่สามารถช่วยให้ผู้ถือหลักทรัพย์ได้รับการปฏิบัติอย่างเป็นธรรม โดยไม่พิจารณา ผลการดำเนินงาน ฐานะการเงิน หรือความเหมาะสมของราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขาย สำหรับทิศทางในอนาคต มีแนวโน้มว่าระบบการเสนอขายหลักทรัพย์จะต้องเปลี่ยนจากระบบการอนุญาต (merit-based) ในปัจจุบัน ไปสู่ระบบการเปิดเผยข้อมูลเพียงอย่างเดียว (disclosure-based) ซึ่งจะทำให้ผู้ลงทุนต้องใช้ความระมัดระวังในการตัดสินใจลงทุนมากขึ้น อย่างไรก็ตาม การยกเลิกระบบอนุญาตควรกระทำเมื่อโครงสร้างกฎหมายสามารถให้ความคุ้มครองแก่ประชาชนที่ได้รับความเสียหายจากการเปิดเผยข้อมูลไม่ถูกต้อง หรือไม่ครบถ้วน อย่างเพียงพอแล้ว

เนื่องจากตลาดทุนมีพัฒนาการ และมีความเปลี่ยนแปลงเกิดขึ้นตลอดเวลา พัฒนาการด้านเทคโนโลยีเป็นไปอย่างรวดเร็ว ความสะดวกในการสื่อสารผ่านระบบอินเทอร์เน็ต ได้ส่งผลให้โอกาสของการกระทำอันไม่เป็นธรรมเพิ่มสูงขึ้น และมีกลวิธีเอาเปรียบที่แปลกใหม่ และซับซ้อนเพิ่มมากขึ้นตลอดเวลา โดยเฉพาะอย่างยิ่งขอบเขตในการสร้างความเสียหายได้แผ่ขยายกว้างขึ้น และผู้ที่ได้รับความเสียหายก็ไม่ได้จำกัดขอบเขตเพียงประเทศใดประเทศหนึ่งอีกต่อไป เนื่องจากอาจมีการกระทำผิดในประเทศหนึ่ง โดยบุคคลผู้กระทำความผิดอาจอยู่ในอีกประเทศหนึ่ง และผู้ได้รับความเสียหายอาจอยู่ในประเทศอื่นๆ อีกหลายประเทศ ในขณะที่ผู้มีอำนาจดำเนินการให้ความคุ้มครองมีขอบเขตการดูแลอยู่ในประเทศเดียว ดังนั้น ทิศทาง และนโยบายในการลงทุนของผู้กระทำความผิดในด้านต่างๆ เกี่ยวกับธุรกรรมทางการเงินในอนาคต จึงต้องมีการพัฒนา และตอบสนองให้ทันต่อสภาพตลาดที่เปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา รวมทั้งมีกฎหมายที่ชัดเจนเพื่อประโยชน์ต่อการดำเนินคดี และป้องกันการกระทำอันไม่เป็นธรรมรูปแบบต่างๆ รวมถึงความร่วมมืออันดีในการทำงานร่วมกับหน่วยงานอื่นทั้งภายในและภายนอกประเทศ เพื่อป้องกันและรักษาความเป็นธรรม และปกป้องสิทธิของผู้ลงทุนในตลาดทุนไทย

การส่งเสริมให้เกิดวินัยตลาด (market discipline)

แม้ว่าทางการจะสามารถกำหนดข้อบังคับให้บริษัทปฏิบัติตามได้ แต่ก็ไม่สามารถที่จะกำหนดเรื่องของบริษัทที่พึงปฏิบัติทุกเรื่องให้อยู่ในกฎหมายหรือกฎเกณฑ์ได้ ดังนั้น จึงต้องอาศัยการส่งเสริมให้เกิดวินัยตลาดโดยผู้มีส่วนร่วมในตลาดต้องติดตามการปฏิบัติงานของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ และสถาบันการเงินที่ให้บริการอย่างต่อเนื่อง และคอยให้กำลังใจแก่บริษัทที่ปฏิบัติดี ในขณะที่เดียวกันก็ต้องติเตียนบริษัทที่ปฏิบัติไม่ดี แม้ว่าบางเรื่องจะเป็นเพียงเรื่องที่พึงปฏิบัติเท่านั้น ไม่ใช่การกระทำผิดกฎหมายหรือกฎเกณฑ์ก็ตาม ตัวอย่างพัฒนาการของตลาดทุนไทยเกี่ยวกับเรื่องนี้ เช่น การจัดตั้งองค์กรผู้ถือหุ้นรายย่อย เพื่อทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางของผู้ลงทุนในการให้คำแนะนำ เผยแพร่ความรู้ ติดตามการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และเข้าร่วมการประชุมผู้ถือหุ้น หน้าที่เหล่านี้ นอกจากจะเป็นกลไกที่ช่วยให้ผู้ลงทุนคุ้มครองตนเองได้แล้ว ยังเป็นแรงสนับสนุนจากสังคมให้ผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดทุนมีการปฏิบัติตามกฎหมาย เนื่องจากการรวมตัวของผู้ลงทุนจะทำให้มีอำนาจในการเรียกร้องให้บริษัทจดทะเบียน หรือบริษัทหลักทรัพย์ที่ให้บริการแก่ผู้ลงทุนเร่งปรับปรุงระบบการบริหารงานให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี นอกจากนี้ยังมีการจัดตั้งชมรมผู้ลงทุนสถาบัน โดยการรวมตัวกันของกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ กองทุนรวม กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนประกันสังคม และบริษัทประกันชีวิต เพื่อผลักดันให้บริษัทที่ออกหลักทรัพย์มีการเปิดเผยข้อมูลให้ครบถ้วนและช่วยส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีในตลาดทุน โดยในต่างประเทศผู้ลงทุนสถาบันเหล่านี้จะร่วมกันกำหนดแนวทางพิจารณา สำหรับการลงทุนให้รวมถึงการพิจารณาปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีด้วย และเพิ่มบทบาทในการเข้าร่วมประชุมผู้ถือหุ้น เพื่อรักษาผลประโยชน์ของผู้ลงทุน ดังนั้น การพัฒนาตลาดทุนโดยเพิ่มจำนวนผู้ลงทุนสถาบันดังกล่าวข้างต้นจะมีส่วนสำคัญในการส่งเสริมให้เกิดวินัยตลาด และสนับสนุนการบังคับใช้กฎหมายให้เกิดประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

จากการวิเคราะห์สภาพปัญหาตลาดทุนไทย พบว่าผู้ลงทุนสถาบันมีสัดส่วนการลงทุนในตลาดทุนน้อยมาก สาเหตุอาจเกิดจากการมีพฤติกรรมการลงทุนเชิงอนุรักษ์นิยม จึงมีแนวโน้มที่จะลงทุนในหุ้นทุนเป็นส่วนน้อย เพราะเงินทุนเป็นเงินออมระยะยาวของประชาชน จึงไม่กล้าที่จะลงทุนในตราสารการเงินที่มีความเสี่ยงสูง ส่วนปริมาณการลงทุนผ่านกองทุนรวม ในปัจจุบันก็ยังอยู่ในระดับต่ำเช่นกัน และผู้ลงทุนรายย่อยส่วนใหญ่ก็มีพฤติกรรมการลงทุนแบบเก็งกำไร ก่อให้เกิดความผันผวนในตลาด นอกจากนี้ประชาชนทั่วไปยังคุ้นเคยกับการฝากเงินธนาคารพาณิชย์มากกว่าที่จะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ สาเหตุสำคัญเกิดจากการขาดความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับความเสี่ยงของการลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งมีสาเหตุจากการที่ประเทศไทยมีระบบการเงินที่พึ่งพาระบบธนาคารพาณิชย์มาเป็นเวลานาน การที่รัฐบาลพยายามคุ้มครองผู้ฝากเงินไม่ให้ได้รับผลกระทบทุกครั้งที่เกิดความเสียหายขึ้นในระบบสถาบันการเงินได้สร้างวัฒนธรรมการออมเงินโดยไม่ต้องคำนึงถึงความเสี่ยง จึงเป็นอุปสรรคสำคัญประการหนึ่งต่อการขยายฐานผู้ลงทุนในตลาดทุนของไทยตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน

ดังนั้น ปัจจัยสำคัญประการถัดมาที่ต้องได้รับการพัฒนาในตลาดทุนไทย คือ การพัฒนาด้านผู้ลงทุน ทั้งในส่วนของผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายย่อย เพื่อนำมาซึ่งการสร้างวินัยตลาด (market discipline) ที่ จะช่วยผลักดันให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ และบริษัทหลักทรัพย์มีการปฏิบัติตามกฎหมายและกฎเกณฑ์ ที่เกี่ยวข้อง รวมทั้งสนับสนุนให้บริษัทเหล่านี้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อระดับ การพัฒนาตลาดทุนในระยะยาว ส่งเสริมการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจ และความมั่นคงของประเทศ

1. การเพิ่มบทบาทของผู้ลงทุนสถาบัน

ปัจจุบันตลาดทุนไทยมีสัดส่วนของผู้ลงทุนสถาบันค่อนข้างน้อย เมื่อเปรียบเทียบกับผู้ลงทุนประเภท บุคคลหรือรายย่อย ผู้ลงทุนสถาบัน เช่น กองทุนรวม กองทุนส่วนบุคคล และกองทุนสำรองเลี้ยงชีพจัดเป็น องค์ประกอบที่สำคัญ ทั้งสำหรับผู้ลงทุนและการพัฒนาตลาดทุนโดยรวม กล่าวคือ ในด้านผู้ลงทุน กองทุน ประเภทต่างๆ เป็นทางเลือกที่สำคัญแทนการลงทุนด้วยตนเองของประชาชน ซึ่งการลงทุนผ่านผู้ลงทุน สถาบันเหล่านี้จะช่วยให้ผู้ลงทุนโดยเฉพาะผู้ลงทุนรายย่อย สามารถกระจายความเสี่ยงจากการลงทุนได้ดี และมีผู้ประกอบวิชาชีพที่เป็นผู้เชี่ยวชาญช่วยติดตามดูแลการลงทุนให้ ส่วนในด้านการพัฒนาตลาดทุน โดยรวม หากโครงสร้างการลงทุนในประเทศมีการลงทุนผ่านผู้ลงทุนสถาบันในสัดส่วนสูงจะช่วยให้ตลาดทุน มีเสถียรภาพมากขึ้น เนื่องจากโดยธรรมชาติแล้ว ผู้ลงทุนสถาบันเหล่านี้จะตัดสินใจลงทุนโดยพิจารณา ปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์และเน้นการลงทุนระยะยาว ที่สำคัญผู้ลงทุนสถาบันจะมีบทบาทสำคัญในการ ลดต้นทุนที่ใช้จัดการกับปัญหา information asymmetry จึงช่วยลดต้นทุนในการทำธุรกรรมของผู้ลงทุนและผู้ ระดมทุนได้เป็นอย่างมาก เนื่องจากผู้ลงทุนสถาบันมีบุคลากรที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญด้านการเงินเป็น อย่างดี จึงสามารถจัดหาและวิเคราะห์ข้อมูล รวมทั้งเจรจาต่อรองกับบริษัทได้มีประสิทธิภาพมากกว่า ขณะเดียวกัน บริษัทที่ต้องการระดมทุนจะมีความสะดวกและประหยัดค่าใช้จ่ายมากกว่าในการติดต่อกับ ผู้ลงทุนสถาบันแทนที่จะติดต่อกับผู้ลงทุนรายย่อยแต่ละราย ซึ่งมีเป็นจำนวนมาก นอกจากนี้ การลงทุน ในหลักทรัพย์โดยตรงอาจมีอุปสรรค และข้อจำกัดสำหรับผู้ลงทุนที่มีมูลค่าการลงทุนไม่มากนัก หรือ ที่ไม่พร้อมที่จะติดตาม และวิเคราะห์การลงทุนของแต่ละหลักทรัพย์ การลงทุนผ่านกองทุนรวมซึ่งเปิดโอกาส ให้ผู้ลงทุนสามารถลงทุนได้ในมูลค่าที่ไม่สูงนัก มีผู้บริหารมืออาชีพที่คอยติดตามและวิเคราะห์สภาพ การลงทุนอยู่ตลอดเวลา จึงเป็นการแก้ไขอุปสรรคและข้อจำกัดของการลงทุนโดยตรงดังกล่าว และเท่ากับ เป็นการช่วยเพิ่มจำนวนผู้ลงทุนสถาบันให้กับตลาดทุนได้อีกทางหนึ่ง ผู้ลงทุนสถาบันจึงมีส่วนสำคัญในการ เพิ่มประสิทธิภาพให้กับตลาดทุนและระบบการเงินโดยรวม

2. การเสริมสร้างความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนให้กับบุคคลทั่วไป

เป็นที่ทราบดีว่าการจะพัฒนาตลาดทุนให้ประสบความสำเร็จอย่างยั่งยืนได้นั้น จำเป็นต้องมีฐานผู้ลงทุนที่แข็งแกร่ง และมีศักยภาพเพียงพอพร้อมที่จะลงทุนอย่างมีหลักการ ซึ่งจำนวนผู้ลงทุนในตลาดทุนไทยเมื่อเปรียบเทียบกับจำนวนประชากรในปัจจุบันแล้ว ยังมีจำนวนไม่มากเพียงพอที่จะสร้างความแข็งแกร่งให้แก่ตลาดทุนได้ เหตุผลที่สำคัญคือ บุคคลทั่วไปยังคุ้นเคยกับการฝากเงินกับสถาบันการเงิน โดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์มากกว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ เนื่องจากไม่มีความรู้ความเข้าใจและไม่มีความเชื่อมั่นพอที่จะเข้ามาลงทุน ดังนั้น การส่งเสริมความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการเงินและการลงทุนให้กับบุคคลทั่วไปเพื่อขยายฐานและเสริมความแข็งแกร่งให้แก่ผู้ลงทุน ทั้งผู้ลงทุนปัจจุบันและผู้ลงทุนใหม่ในอนาคต โดยเน้นการสร้างความรู้ความตื่นตัวเรื่องการลงทุน สร้างความรู้ความเข้าใจที่ถูกต้องเกี่ยวกับผลตอบแทนและความเสี่ยง เน้นให้ผู้ลงทุนเข้าใจสิทธิและรู้จักปกป้องสิทธิของตนเองต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนในหลักทรัพย์ รวมทั้งมีมาตรการเพื่อเพิ่มช่องทางให้ประชาชนสามารถมีส่วนร่วมในตลาดทุนมากขึ้น ทำให้โอกาสการขยายฐานผู้ลงทุนโดยมีผู้ลงทุนรายใหม่เข้ามาลงทุนย่อมเป็นไปได้ง่ายและสะดวกขึ้น ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนโดยตรงหรือลงทุนผ่านกองทุนรวม

ประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันของสถาบันการเงิน

ตลาดทุนไทยจะแข็งแกร่งเพียงใดและพัฒนาไปในทิศทางใด บริษัทหลักทรัพย์หรือสถาบันการเงินตัวกลางเป็นหนึ่งในกลไกสนับสนุนที่สำคัญ การพัฒนาตลาดทุนไทยให้ได้มาตรฐานสากลเทียบเคียงได้กับตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว จะต้องให้ความสำคัญในการเสริมสร้างความมั่นคง และความแข็งแกร่งให้แก่สถาบันการเงินที่ทำธุรกิจหลักทรัพย์ เพื่อให้มีความพร้อมทั้งศักยภาพในการแข่งขันทางธุรกิจ และความสามารถในการให้บริการแก่ลูกค้าอย่างมีประสิทธิภาพและมีความหลากหลาย โดยเน้นคุณภาพในการให้บริการ และมีความเป็นธรรมต่อลูกค้าทุกประเภท แนวทางดังกล่าวจะส่งผลให้สถาบันการเงินมีความมั่นคงในฐานการเงิน และมีความทนทานต่อสภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่เปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา มีการปรับปรุงระบบการบริหารงาน มีการกระจายรายได้จากการประกอบธุรกิจประเภทต่างๆ พร้อมทั้งสามารถดำเนินนโยบายการแข่งขันด้านราคา และกำหนดต้นทุนตามลักษณะและประเภทของบริการที่ให้แก่ลูกค้าได้อย่างเหมาะสม ซึ่งจะนำไปสู่การแข่งขันกันทำธุรกิจอย่างสร้างสรรค์ และสร้างเสถียรภาพให้กับตลาดทุนโดยรวม

การมีต้นทุนในการจัดหาและวิเคราะห์ข้อมูลและต้นทุนในการทำธุรกรรมต่างๆ (information and transaction cost) เป็นอุปสรรคสำคัญที่ทำให้ประชาชนทั่วไปไม่ลงทุนในหลักทรัพย์ เพราะต้องอาศัยทักษะในการวิเคราะห์และความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน นอกจากนี้ ประชาชนทั่วไปต่างก็มีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน ดังนั้น การมีสถาบันการเงิน เช่น บริษัทหลักทรัพย์

หรือบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมเข้ามาให้บริการจัดการลงทุน จะช่วยลดต้นทุนในการทำธุรกรรมของผู้ลงทุนได้เป็นอย่างมาก เนื่องจากสถาบันการเงินเหล่านี้มีบุคลากรที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญด้านการเงินเป็นอย่างดี จึงสามารถทำการจัดหาและวิเคราะห์ข้อมูล รวมทั้งเจรจาต่อรองกับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ได้มีประสิทธิภาพมากกว่า ขณะเดียวกัน บริษัทที่ต้องการระดมทุนจะมีความสะดวกและประหยัดค่าใช้จ่ายมากกว่าในการติดต่อกับสถาบันการเงินแทนที่จะติดต่อกับผู้ลงทุนรายย่อยแต่ละราย ซึ่งมีเป็นจำนวนมาก สถาบันการเงินตัวกลางจึงมีส่วนสำคัญในการเพิ่มประสิทธิภาพให้กับตลาดทุน

เพื่อให้กลไกการทำงานในตลาดทุนเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ ความมั่นคงในฐานะการเงินและประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทหลักทรัพย์ เป็นกลไกสำคัญที่จะช่วยลดความเสี่ยงต่อระบบโดยรวมในด้านความมั่นคง บริษัทหลักทรัพย์ทุกแห่งต้องมีเงินกองทุนเพียงพอกับการดำเนินธุรกิจ เพื่อสร้างความน่าเชื่อถือ และให้ความคุ้มครองทรัพย์สินของลูกค้าที่ฝากไว้กับบริษัท รวมทั้งป้องกันผลกระทบที่อาจเกิดกับระบบชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ ในด้านความสามารถในการแข่งขันบริษัทหลักทรัพย์ต้องปรับตัวให้พร้อมรับกับสภาพการแข่งขันที่สูงขึ้น มีการปรับเปลี่ยนรูปแบบการทำธุรกิจ โดยเฉพาะอาจมีการรวมตัวทางธุรกิจ เพื่อลดต้นทุนอันจะก่อให้เกิดการประหยัดต่อขนาด (economy of scale) นอกจากนี้พฤติกรรมและความต้องการของผู้ใช้บริการที่เปลี่ยนแปลงไป เช่น ความต้องการให้มีการขายสินค้าหรือให้บริการในลักษณะที่เบ็ดเสร็จในจุดเดียว (one-stop shopping หรือ one-stop service) มากขึ้น ทำให้บริษัทหลักทรัพย์จำเป็นต้องเตรียมสินค้าและบริการที่ครบวงจรไว้เสนอลูกค้า ไม่ว่าจะเป็นการขายสินค้าของตนเอง (ขายหุ้นที่บริษัทเป็นที่ปรึกษาการเงิน) หรือขายสินค้าให้กับผู้ประกอบการรายอื่น (ขายหุ้นที่บริษัทอื่นเป็นที่ปรึกษาการเงินหรือขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวม เป็นต้น) รวมทั้งคิดค้นเพื่อพัฒนาสินค้าประเภทใหม่เสนอขายต่อผู้ลงทุนหรือผลิตรายงานการวิจัยหลักทรัพย์ที่มีคุณภาพ แทนที่จะเน้นพึ่งพิงรายได้จากค่าธรรมเนียมการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์เพียงอย่างเดียว

เมื่อพิจารณาถึงธุรกิจหลักทรัพย์ของไทย พบว่าทางการมีส่วนสำคัญในการกำหนดทิศทางการพัฒนาของบริษัทหลักทรัพย์ค่อนข้างมาก ในประเทศที่พัฒนาแล้วส่วนมากจะไม่มีกาจำกัดจำนวนใบอนุญาต แต่จะพิจารณาให้ใบอนุญาตตามความพร้อมและความเหมาะสม โดยกลไกตลาดจะเป็นตัวกำหนดจำนวนผู้ประกอบการที่เหมาะสม หลังจากเกิดวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 จำนวนบริษัทหลักทรัพย์ได้ลดลงจาก 84 แห่ง เหลือเพียง 45 แห่ง มีการแยกธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ออกจากกัน ทำให้ไม่ต้องคำนึงถึงผลกระทบต่อบริษัทเงินทุน ปัจจุบันเป็นช่วงที่การซื้อขายหลักทรัพย์มีปริมาณค่อนข้างต่ำและที่ผ่านมาก็มีบริษัทหลักทรัพย์หลายแห่งขอระงับการประกอบธุรกิจ ซึ่งแสดงว่าจำนวนใบอนุญาตที่มีอยู่ยังเพียงพอ หากเพิ่มการแข่งขันเข้าไปในระบบอีก อาจกระทบต่อความอยู่รอดของธุรกิจโดยรวม ทางทางจึงยังไม่นำเรื่องใบอนุญาตเสรีมาใช้ในขณะนี้

นอกจากนโยบายเรื่องจำนวนบริษัทหลักทรัพย์ทั้งหมดแล้ว ทางกรวยังดูแลเรื่องนโยบายการแข่งขันระหว่างบริษัทหลักทรัพย์ด้วยกันเอง เนื่องจากบริษัทหลักทรัพย์มีการแข่งขันลดค่าธรรมเนียมหน้าชื่อขายหลักทรัพย์ให้กับลูกค้าทั้งโดยทางตรงและทางอ้อมเป็นจำนวนมาก จึงนำไปสู่การกำหนดค่าธรรมเนียมเป็นอัตราคงที่ ซึ่งทำให้ประโยชน์ตกอยู่กับบริษัทหลักทรัพย์มากกว่าผู้ลงทุน และทำให้บริษัทหลักทรัพย์ไม่มีแรงจูงใจที่จะปรับปรุงหรือพัฒนาการให้บริการ ทางกรวยังมีแนวคิดที่จะปรับเปลี่ยนการเก็บค่าธรรมเนียมให้สามารถต่อรองกันได้มากขึ้น โดยมีเป้าหมายไปสู่ระบบอัตราค่าธรรมเนียมแบบเสริในที่สุดเพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์แต่ละแห่งสามารถเลือกนโยบายการแข่งขันให้เหมาะสมกับความชำนาญของตน ทำให้ผู้ลงทุนสามารถต่อรองและเลือกบริษัทที่ให้บริการได้ตรงกับความต้องการ ทั้งนี้ ต้องขึ้นอยู่กับความพร้อมของบริษัทหลักทรัพย์ทั้งหมด เนื่องจากทางการเกรงว่าระบบอัตราค่าธรรมเนียมแบบเสริจะทำให้บริษัทหลักทรัพย์แข่งขันกันมากเกินไป จนนำไปสู่การเลิกกิจการเป็นจำนวนมากและเหลือผู้ประกอบการธุรกิจเพียงไม่กี่ราย ซึ่งจะไม่เป็นผลดีต่อระบบโดยรวมเช่นเดียวกัน

เมื่อพิจารณาการปรับตัวของบริษัทหลักทรัพย์ในช่วงที่ผ่านมา พบว่ามีการปรับตัวในทางธุรกิจพอสมควร บริษัทส่วนหนึ่งเลือกที่จะแข่งขันกันด้านราคา โดยลักษณะการให้บริการจะไม่แตกต่างกัน มีการลดค่าธรรมเนียมอย่างมากโดยมิได้คำนึงถึงต้นทุนที่แท้จริง อย่างไรก็ตาม บริษัทหลักทรัพย์อีกกลุ่มหนึ่งก็เน้นจุดขายไปในด้านการให้บริการ เช่น การให้บริการข้อมูล บทวิเคราะห์ การเป็นที่ปรึกษาการเงิน หรือการพัฒนาสินค้าหรือบริการใหม่ๆ แทนการแข่งขันด้านราคา ซึ่งลูกค้าของบริษัทหลักทรัพย์กลุ่มนี้ส่วนใหญ่เป็นลูกค้าสถาบัน นอกจากนี้ บางบริษัทก็ควมรวมกิจการกับบริษัทอื่นเพื่อขยายฐานลูกค้าและลดค่าใช้จ่ายของงานบางด้านที่ซ้ำซ้อนกัน บางแห่งก็โอนขายธุรกิจบางส่วนออกไปเพื่อมุ่งเน้นทำสิ่งที่ตนถนัดมากกว่า อย่างไรก็ตาม เมื่อวิเคราะห์ในภาพรวมของสภาพตลาดปัจจุบัน พบว่าบริษัทหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ไม่สนใจทำงานวิจัยเชิงลึก เพราะผู้ลงทุนส่วนใหญ่ในตลาดเป็นผู้ลงทุนรายย่อย และมีพฤติกรรมลงทุนแบบเก็งกำไร และคาดว่าแนวโน้มการทำธุรกิจของบริษัทหลักทรัพย์ในประเทศไทยยังคงใช้วิธีแข่งขันด้านราคาอีกนาน เนื่องจากโครงสร้างตลาดหุ้นมีฐานผู้ลงทุนส่วนใหญ่เป็นรายย่อย สภาพลูกค้าไม่ได้เรียกร้องคุณภาพแต่ต้องการราคาที่ต่ำลง ซึ่งในต่างประเทศการแข่งขันลักษณะดังกล่าวส่งผลกระทบต่อฐานะการดำเนินงานของบริษัทหลักทรัพย์อย่างมาก สาเหตุสำคัญอีกส่วนหนึ่ง อาจเกิดจากการได้รับการปกป้องจากทางการมานาน ทำให้บริษัทหลักทรัพย์ขาดพัฒนาการในด้านความรู้ความเชี่ยวชาญในการทำธุรกิจ ทำให้ปรับตัวได้ช้าไม่สามารถเสนอสินค้าหรือบริการในรูปแบบใหม่ได้ จึงมุ่งเน้นทำธุรกิจแบบเดิมๆ และใช้กลยุทธ์ราคาเป็นหลัก รวมทั้งโครงสร้างพื้นฐานบางด้านของตลาดที่ยังไม่พร้อม เช่น การไม่มีตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่จะใช้ในการบริหารความเสี่ยง และการไม่เข้าใจหรือไม่เห็นความสำคัญของธุรกรรมการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ที่สามารถใช้ประโยชน์ในการบริหารสภาพคล่องของบริษัท ดังนั้น แนวนโยบายจากทางการในการพัฒนาตลาดทุน เพื่อพัฒนาและเสริมสร้างความแข็งแกร่งให้สถาบันการเงินมีประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันในระยะยาวจึงเป็นสิ่งที่ควรให้ความสำคัญ

โครงสร้างพื้นฐานที่ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพของสถาบันการเงิน

กลไกการทำงานของตลาดทุนที่พัฒนาแล้วจะต้องมีความพร้อมในด้านโครงสร้างพื้นฐานของตลาด เช่น การมีระบบซื้อขายหลักทรัพย์ที่เป็นธรรม การมีระบบชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ การมีเครื่องมือหรือช่องทางให้ผู้มีส่วนร่วมในตลาด สามารถบริหารความเสี่ยงได้หลายรูปแบบขึ้นอยู่กับลักษณะของความเสี่ยงที่เผชิญ ซึ่งพบว่าในด้านระบบซื้อขายและระบบชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ของตลาดทุนไทยได้รับการพัฒนา และมีมาตรฐานเป็นที่ยอมรับในระดับสากลอยู่แล้ว แต่ที่เห็นว่ายังต้องได้รับการพัฒนาอีกมาก คือ อุดรกรรมสัญญาซื้อขายล่วงหน้าหรือที่รู้จักกันทั่วไปว่าการทำสัญญาอนุพันธ์ ซึ่งมีทั้งสัญญาที่ผู้ลงทุนสามารถทำได้โดยตรงกับสถาบันการเงิน (over-the-counter derivatives) หรือทำสัญญาผ่านศูนย์สัญญาซื้อขายล่วงหน้า (exchange-traded derivatives) ซึ่งจะมีกลไกการทำสัญญาคล้ายกับการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปัจจุบัน และการพัฒนาเครื่องมือบริหารสภาพคล่องทางด้านการพัฒนาให้มีธุรกรรมซื้อคืน (repurchase agreement หรือ repo) หรือธุรกรรมการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ (Securities Borrowing and Lending หรือ SBL) ในการพัฒนาตลาดทุนไทยให้มีความก้าวหน้าและแข่งขันได้กับตลาดทุนต่างประเทศ โครงสร้างพื้นฐานที่ช่วยให้สถาบันการเงินมีความคล่องตัวและช่วยลดความเสี่ยงเป็นสิ่งจำเป็นอย่างยิ่ง เพราะนอกจากจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพของสถาบันการเงินที่ทำหน้าที่ให้บริการแล้ว ยังช่วยเพิ่มช่องทางการหารายได้และสร้างความมั่นคงในฐานะการเงินให้กับสถาบันการเงินอีกด้วย ถึงแม้ว่าการขาดโครงสร้างพื้นฐานข้างต้นจะไม่เห็นผลกระทบที่เป็นรูปธรรมชัดเจนต่อตลาดทุนไทย เพราะเห็นว่าตลาดทุนไทยก็ดำเนินไปได้ดีในระดับหนึ่ง โดยไม่มีตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า หรือไม่มีการทำธุรกรรมยืมและให้ยืมหลักทรัพย์อย่างแพร่หลาย อย่างไรก็ตาม การไม่มีโครงสร้างพื้นฐานดังกล่าว ไม่ได้หมายความว่าผู้มีส่วนร่วมในตลาดไม่ต้องการทำธุรกรรมเหล่านี้ สิ่งสำคัญที่มีการกล่าวถึงกันมากในช่วงเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ คือ การขาดเครื่องมือบริหารความเสี่ยง และบริษัทหลักทรัพย์ขาดช่องทางในการหารายได้ รวมทั้งขาดความคล่องตัวในการทำธุรกิจ ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าและธุรกรรมการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ จึงเป็นโครงสร้างพื้นฐานที่สามารถเข้ามาเสริมช่องว่างตรงนี้ได้ และยังเป็นประโยชน์ต่อระบบการเงินโดยรวม

ในตลาดทุนที่กำลังพัฒนา การไม่มีโครงสร้างพื้นฐานเหล่านี้ ถือว่าเป็นเรื่องปกติเพราะต้องอาศัยความพร้อมในด้านตราสารการเงิน ผู้ลงทุน ผู้ประกอบธุรกิจ รวมทั้งผู้กำกับดูแล จึงจะสังเกตเห็นได้ว่าที่ผ่านมตลาดทุนไทยก็ไม่มีตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า และการทำธุรกรรมยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ จนอาจเข้าใจกันได้ว่าธุรกรรมดังกล่าวไม่ใช่สิ่งที่จำเป็นต่อตลาดทุนไทย เมื่อตลาดทุนได้รับการพัฒนาไปถึงระดับหนึ่งแล้ว มีความพร้อมมากขึ้นและต้องการพัฒนาการที่ก้าวหน้าต่อไป ธุรกรรมทางการเงินต่างๆ ที่มีการทำธุรกรรมกันอย่างแพร่หลายในตลาดทุนที่พัฒนาแล้วและตลาดทุนที่กำลังพัฒนา เช่น ตลาดทุนของไทยยังไม่มี จึงเป็นสิ่งจำเป็นที่ทางการต้องมีบทบาทสำคัญในการพัฒนาและผลักดันให้เกิดธุรกรรม

เหล่านี้ขึ้นในตลาดทุนไทย เพื่อยกระดับตลาดทุนของประเทศให้มีประสิทธิภาพและความน่าเชื่อถือเทียบเคียงได้กับมาตรฐานสากล

1. การมีตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า

ความเสี่ยงเป็นสิ่งที่หลีกเลี่ยงไม่ได้ สำหรับการทำธุรกรรมในตลาดทุน จุดมุ่งหมายของการพัฒนาตลาดทุนจึงไม่ใช่การจำกัดไม่ให้เกิดความเสี่ยงเลย แต่ต้องหาทางส่งเสริมให้ตลาดได้มีกลไกที่เหมาะสมในการบริหารความเสี่ยง โดยมีกลไกในการจัดการโอนความเสี่ยงจากผู้ที่มีความเสี่ยงไปให้กับผู้ที่ยอมรับความเสี่ยงนั้นแทน โดยมีต้นทุนในการทำธุรกรรมที่เหมาะสม เพื่อเปิดโอกาสให้ผู้ประกอบธุรกิจและผู้ลงทุนได้มีการบริหารความเสี่ยงและป้องกันความล้มเหลวของระบบโดยรวม การมีเครื่องมือป้องกันความเสี่ยง เช่น สัญญาซื้อขายล่วงหน้าจะมีส่วนสำคัญที่ทำให้ผู้มีส่วนร่วมในตลาดทุกรายเห็นว่าความเสี่ยงเป็นเรื่องที่สามารถจะจัดการหรือควบคุมได้ จากการศึกษาถึงประโยชน์และความคุ้มค่าของการจัดตั้งตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่มีต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศไทย ตลอดจนประเมินถึงความพร้อมของตลาดทุนไทย และสถาบันการเงินต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง ผลของการศึกษาได้ข้อสรุปว่า ภาคธุรกิจการเงินของไทยมีความสนใจและมีความต้องการใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าเพื่อป้องกันความเสี่ยง แต่ระดับความเชี่ยวชาญ ประสบการณ์ และความพร้อมของผู้มีส่วนร่วมในตลาดของไทยยังมีจำกัด นอกจากนี้การไม่พัฒนาตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า โดยยอมให้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่อ้างอิงกับสินค้าของไทยมีการซื้อขายอยู่ในต่างประเทศนั้น นอกจากจะเป็นเรื่องที่อยู่นอกอำนาจการกำกับดูแลของไทยแล้ว ยังทำให้ประเทศไทยไม่ได้รับประโยชน์ทางเศรษฐกิจเท่าที่ควรด้วย ทั้งนี้ ปัจจัยที่สนับสนุนการจัดตั้งตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าให้ประสบความสำเร็จและมีสภาพคล่อง คือ การเปิดโอกาสให้ผู้มีส่วนร่วมในตลาดมีความเป็นเจ้าของและมีส่วนร่วมในการบริหารงาน นอกจากนี้ ความหลากหลายของผู้มีส่วนร่วมในตลาดไม่ว่าจะเป็นผู้ที่เข้ามาเพื่อแสวงหาผลกำไร หรือเพื่อบริหารความเสี่ยงก็เป็นองค์ประกอบสำคัญอีกประการหนึ่ง

ถึงแม้ว่ากฎหมายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าจะประกาศบังคับใช้ในอนาคต แต่การที่กฎหมายมีผลบังคับใช้ก็ไม่ได้หมายความว่าตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าจะเกิดขึ้นได้ในทันที เพราะปัจจัยที่สำคัญอย่างยิ่งต่อความสำเร็จในการพัฒนาตลาดให้มีสภาพคล่อง และมีความหลากหลายของผู้เล่นในตลาดจะต้องมาจากความตื่นตัวและการเตรียมความพร้อมของภาคธุรกิจ ดังนั้น ความสำเร็จของการพัฒนาตลาด

สัญญาซื้อขายล่วงหน้า จึงไม่ได้อยู่ที่โครงสร้างและหลักการที่กำหนดไว้ในร่างกฎหมาย ซึ่งมีข้อที่แปลกใหม่ไปจากตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของต่างประเทศ ในการวางแผนและดำเนินการต่างๆ ให้บรรลุวัตถุประสงค์ดังกล่าวจะต้องอาศัยความร่วมมืออย่างใกล้ชิด และความมุ่งมั่นจริงจังจากหลายหน่วยงานที่เกี่ยวข้องทั้งในภาครัฐและภาคเอกชน การกำกับดูแลจะต้องคำนึงถึงดุลยภาพระหว่างคุณลักษณะของตลาดเกิดใหม่กับความสอดคล้องกับมาตรฐานสากลที่ใช้ในตลาดที่พัฒนาแล้ว โดยองค์กรที่มีหน้าที่กำกับดูแลจะต้องดำเนินการที่สำคัญ เช่น ชี้แจงให้ผู้มีอำนาจตัดสินใจหรือหน่วยงานราชการที่เกี่ยวข้องได้รับทราบถึงประโยชน์ที่ประเทศจะได้รับจากการมีตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า และเน้นให้เห็นว่าการมีตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าไม่ใช่เป็นเรื่องที่ซับซ้อน หรือใหม่เกินไปสำหรับตลาดทุนไทย ในทางตรงกันข้ามกลับถือเป็นองค์ประกอบขั้นพื้นฐานที่ตลาดทุนต่างๆ ทั่วโลกก็มีด้วยกันทั้งนั้น (ดูภาคผนวก ข) เพื่อส่งเสริมพัฒนาการของตลาดทุนโดยรวม และความมั่นคงของประเทศ

2. การมีเครื่องมือเสริมสร้างสภาพคล่องเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพให้กับกระบวนการชำระราคาและส่งมอบ และการทำธุรกรรมในตลาดทุน

ในการพัฒนาตลาดทุนให้เติบโตอย่างมีเสถียรภาพ การซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องเป็นปัจจัยสำคัญอย่างยิ่งที่ช่วยให้ธุรกรรมในตลาดทุนดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งธุรกรรมการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ (securities borrowing and lending: SBL) รวมทั้งธุรกรรมซื้อคืน (repurchase agreement: repo) เป็นโครงสร้างพื้นฐานที่สำคัญของตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว (ดูภาคผนวก ค) โดยเป็นกลไกสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้กระบวนการชำระราคาและส่งมอบเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ มีส่วนช่วยลดความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระราคาและส่งมอบ เป็นกลไกสำคัญในการพัฒนาและรองรับการบริหารสภาพคล่องของผู้เกี่ยวข้องในตลาดตราสารหนี้ และยังมีส่วนช่วยสนับสนุนการทำธุรกรรมสัญญาซื้อขายล่วงหน้า อย่างไรก็ดี ปัจจุบันยังไม่มีกรอบธุรกรรมดังกล่าวอย่างแพร่หลาย เนื่องจากผู้ประกอบการเห็นว่ามิตินทุนสูง อาจจะไม่เห็นความสำคัญเพราะขาดความรู้ความเข้าใจ รวมทั้งไม่มีความมั่นใจเกี่ยวกับกฎหมายที่รองรับซึ่งหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง จำเป็นจะต้องดำเนินการศึกษาให้ทราบถึงปัญหาและอุปสรรคที่แท้จริงของการทำธุรกรรม SBL/repo เพื่อหาแนวทางแก้ไขและสนับสนุนธุรกรรม SBL/repo ให้เกิดอย่างแพร่หลายในตลาดทุนไทยต่อไป

แนวทางการพัฒนาตลาดทุนไทย (strategic recommendations)

ตลาดทุนไทยมีความสำคัญต่อระบบการเงินของประเทศโดยรวม อันจะมีส่วนช่วยสนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศให้เติบโตอย่างมั่นคงและยั่งยืน จากการวิเคราะห์ทิศทางและสภาพปัญหาของตลาดทุนไทย ทำให้ทราบว่า การจะพัฒนาตลาดทุนให้เติบโตอย่างยั่งยืนนั้น จะขึ้นอยู่กับปัจจัยที่สำคัญหลายด้าน เช่น การออกและบังคับใช้กฎหมายที่มีประสิทธิภาพ การขยายฐานผู้ลงทุนผ่านผู้ลงทุนสถาบัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งการลงทุนผ่านกองทุนรวม ซึ่งจะเป็นการเพิ่มอุปสงค์และสร้างเสถียรภาพในตลาดทุน การมีสถาบันการเงินที่มีฐานะมั่นคง และมีประสิทธิภาพในการดำเนินงาน รวมทั้งการมีโครงสร้างพื้นฐานที่ช่วยให้กลไกตลาดมีความคล่องตัว และช่วยลดความเสี่ยงให้แก่ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาด ซึ่งจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้เกิดขึ้นกับประชาชนทั่วไปและเป็นการรองรับความต้องการในการลงทุนที่จะมีมากขึ้นในอนาคต จากผลการศึกษาในงานวิจัยชิ้นนี้ ได้นำมาซึ่งข้อเสนอแนะแนวทางการพัฒนาตลาดทุนไทย เพื่อให้ทำหน้าที่อย่างมีประสิทธิภาพ ยุติธรรม โปร่งใส น่าเชื่อถือ และสนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ ดังนี้

1. การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้านกฎหมาย

โดยเพิ่มกลไกให้ผู้ลงทุนสามารถดูแลปกป้องสิทธิของตนเองได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น และสามารถฟ้องร้องเรียกค่าเสียหายจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการเปิดเผยข้อมูลไม่ถูกต้องครบถ้วน รวมทั้งสามารถเรียกร้องค่าเสียหายจากกรรมการที่ไม่ปฏิบัติหน้าที่ด้วยความระมัดระวัง ซื่อสัตย์สุจริต เพื่อประโยชน์ของบริษัท

2. การพัฒนาด้านผู้ลงทุน

โดยเพิ่มบทบาทของผู้ลงทุนสถาบันให้มีการลงทุนในตลาดทุนมากขึ้น รวมทั้งการเสริมสร้างความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนให้กับบุคคลทั่วไป เพื่อขยายฐานและเสริมความแข็งแกร่งให้แก่ผู้ลงทุนทั้งผู้ลงทุนปัจจุบันและผู้ลงทุนใหม่ในอนาคต ทำให้โอกาสการขยายฐานผู้ลงทุน โดยมีผู้ลงทุนรายใหม่เข้ามาลงทุนย่อมเป็นไปได้ง่ายและสะดวกขึ้นทั้งการลงทุนเองโดยตรง หรือลงทุนผ่านผู้ลงทุนสถาบัน จึงมีส่วนช่วยเพิ่มบทบาทด้านผู้ลงทุนสถาบันไปด้วยพร้อมกัน

3. การพัฒนาด้านสถาบันตัวกลาง

เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและความมั่นคงให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ให้มีความสามารถดำเนินธุรกิจได้หลากหลายรองรับธุรกรรมต่างๆ ได้ทั้งในตลาดแรกและตลาดรอง ขณะที่ด้านธุรกิจจัดการลงทุนต้องสร้างความรู้ความเข้าใจที่ถูกต้อง ตลอดจนการสร้างเชื่อมั่นแก่นักลงทุนต่อการลงทุนผ่านกองทุนรวม

4. การพัฒนาเครื่องมือบริหารความเสี่ยงและบริหารสภาพคล่อง

เพื่อพัฒนาตลาดทุนของประเทศให้มีความก้าวหน้า และสามารถแข่งขันได้กับตลาดทุนต่างประเทศ ในการวางแผนและดำเนินการต่างๆ ในการพัฒนาตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ตลอดจนเครื่องมือบริหารสภาพคล่อง ซึ่งได้แก่ ธุรกรรมซื้อคืน (repurchase agreement หรือ repo) หรือธุรกรรมการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ (securities borrowing and lending หรือ SBL)

สำหรับมาตรการที่เป็นรูปธรรม เพื่อดำเนินการให้เป็นไปตามแนวทางดังกล่าวข้างต้นจะนำเสนอในบทที่ 7

บทที่ 7

สรุปและข้อเสนอแนะ

สรุป

ระบบการเงิน (financial system) จัดเป็นองค์ประกอบที่สำคัญอย่างหนึ่งในระบบเศรษฐกิจที่มีส่วนสำคัญในการทำให้กลไกการทำงานของระบบเศรษฐกิจดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพ หน้าที่สำคัญของระบบการเงิน ได้แก่ การอำนวยความสะดวกในการจัดระเบียบ (deployment) และจัดสรร (allocation) ทรัพยากรทางเศรษฐกิจให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุด โดยอาศัยเครื่องมือทางการเงิน (financial instruments) ทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการเชื่อมโยง และมีสถาบันการเงิน (financial institutions) เป็นตัวกลางในการทำธุรกรรม รวมถึงการมีตลาดการเงิน (financial markets) เป็นศูนย์กลางของการทำธุรกรรมทางการเงินต่างๆ ระบบเศรษฐกิจที่ไม่มีภาคการเงินจะทำให้บุคคลมีทางเลือกในการลงทุนไม่มากนัก เพราะไม่มีทรัพย์สินทางการเงินให้ตัดสินใจเลือกลงทุน บุคคลจึงต้องลงทุนในทรัพย์สินที่แท้จริงเพียงอย่างเดียว เช่น ต้องสะสมความมั่งคั่งในรูปของทรัพย์สินมีค่าต่างๆ หรือลงทุนทำธุรกิจส่วนตัว ซึ่งอาจทำให้สูญเสียโอกาสในการลงทุนอื่นที่ดีกว่า ขณะที่คนที่มิใช่ช่องทางการลงทุนที่ดีแต่ไม่มีเงินทุน ไม่สามารถลงทุนได้ตามที่ตนต้องการ ดังนั้น ระบบเศรษฐกิจที่ไม่มีภาคการเงินจะส่งผลให้การจัดสรรเงินทุน หรือการไหลเวียนของเงินทุนในระบบเศรษฐกิจเป็นไปอย่างไม่มีประสิทธิภาพ ทำให้ปริมาณการลงทุนและการผลิตไม่มีการขยายตัว ส่งผลกระทบต่อระดับความอยู่ดีกินดีของประชาชนและความมั่นคงของประเทศในที่สุด

ระบบการเงินที่มีประสิทธิภาพจะช่วยทำให้การกระจายข้อมูลข่าวสารเป็นไปอย่างถูกต้อง รวดเร็ว และทั่วถึง ส่งผลให้ผู้เกี่ยวข้องทุกฝ่ายมีโอกาสอย่างเท่าเทียมกันในการรับรู้ และใช้ข้อมูลข่าวสารในการวิเคราะห์เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน ระบบการเงินที่มีประสิทธิภาพจะต้องมีองค์ประกอบที่ทำหน้าที่พื้นฐาน (functional approach) 5 ด้าน ได้แก่ 1) การให้บริการชำระเงินและส่งมอบทรัพย์สิน (clearing and settling payments) ที่มีความมั่นคง (stability) และมีความน่าเชื่อถือ (reliability) มีต้นทุนของระบบที่ไม่สูง (low cost) และไม่เป็นภาระต่อผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง ซึ่งจะทำให้การทำธุรกรรมในระบบการเงินเป็นไป

อย่างคล่องตัว (flexibility) ทันต่อเหตุการณ์ (timeliness) และช่วยลดความเสี่ยงของระบบ (systemic risk) 2) การระดมและจัดสรรเงินทุน (pooling and transferring resources) โดยมีตลาดการเงิน (financial markets) ตราสารการเงิน (financial instruments) และสถาบันการเงิน (financial institutions) อย่างเพียงพอและหลากหลาย ในการทำหน้าที่เป็นช่องทางออมเงินหรือลงทุนของภาคครัวเรือน และเป็นแหล่งเงินทุนให้กับภาคธุรกิจอย่างมีประสิทธิภาพ 3) การบริหารความเสี่ยง (managing risk) ซึ่งเป็นช่องทางให้ผู้ลงทุนสามารถบริหารความเสี่ยงได้หลายรูปแบบตามลักษณะของความเสี่ยงที่เผชิญ และควบคุมความเสี่ยงในการดำเนินงานประเภทต่างๆ อย่างมีประสิทธิภาพ 4) การให้ข้อมูลทางการเงินเพื่อการตัดสินใจ (providing information) ด้วยการมีกลไกดำเนินการให้มีข้อมูลทางการเงินเผยแพร่ต่อหน่วยเศรษฐกิจต่างๆ อย่างเพียงพอและทั่วถึง เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจ และ 5) การกำกับดูแลกิจการที่ดี (promoting good governance) เพื่อช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันในการรับทราบข้อมูลข่าวสาร (asymmetric information) และให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุน

ระบบการเงินไทยในช่วงที่ผ่านมา พบว่าความต้องการเงินทุนในระบบเศรษฐกิจ เพื่อการลงทุนและพัฒนาการพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากระบบธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก อันเนื่องมาจากความคุ้นเคยในอดีตของประชาชนที่มีต่อระบบธนาคารพาณิชย์ ในการทำหน้าที่เป็นตัวกลางทางการเงิน เพื่อระดมเงินจากผู้มีเงินออมและนำไปปล่อยกู้ให้กับภาคธุรกิจ อย่างไรก็ตาม ระบบธนาคารพาณิชย์ยังมีจุดอ่อนทางด้านความเสี่ยงที่เกิดจากความไม่สอดคล้องกัน ระหว่างการได้มาและใช้ไปของเงินทุน (maturity mismatch) จากการรับฝากเงินระยะสั้นและนำเงินดังกล่าวไปปล่อยกู้ต่อในระยะยาว ซึ่งอาจทำให้เกิดปัญหาขาดสภาพคล่องได้ (bank run) หากประชาชนพากันแห่ถอนเงินในยามที่ขาดความเชื่อมั่น ส่งผลกระทบเป็นลูกโซ่ต่อเงินสินเชื่อที่ให้แก่ภาคธุรกิจ จนทำให้ต้องเรียกเงินกู้กลับคืนหรือดบปล่อยกู้เพิ่ม นำมาซึ่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นในระบบการเงินและระบบเศรษฐกิจ จนเป็นสาเหตุของวิกฤติการเงินในปี 2540 นอกจากนี้ ยังพบว่าระบบการเงินไทยมีการจัดสรรทรัพยากรอย่างไม่เหมาะสมหรือเกิดการลงทุน และใช้แหล่งเงินทุนที่ผิดพลาด กล่าวคือ มีการลงทุนจำนวนมากในโครงการที่ไม่ก่อให้เกิดผลตอบแทนที่คุ้มค่า เช่น การลงทุนในอุตสาหกรรมที่ประเทศไม่ได้มีความได้เปรียบในการแข่งขัน หรือลงทุนในบางภาคธุรกิจเกินความต้องการที่แท้จริง ส่วนการใช้แหล่งเงินทุนที่ผิดพลาด คือ การที่ภาคธุรกิจกู้เงินระยะสั้นแต่นำไปลงทุนในโครงการระยะยาว เมื่อเกิดปัญหาในการดำเนินงานขึ้นจึงไม่สามารถชำระคืนหนี้เงินกู้ได้ นอกจากนี้ปัญหาด้านการบริหารความเสี่ยง พบว่าภาคธุรกิจ ผู้ออมเงิน และสถาบันการเงินไทย โดยเฉพาะในช่วงก่อนวิกฤติเศรษฐกิจยังขาดวัฒนธรรมในการบริหารความเสี่ยง สาเหตุสำคัญเกิดจากการดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ได้ช่วยป้องกันความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนให้กับภาคธุรกิจไปโดยปริยาย ทำให้เกิดปัญหา moral hazard โดยภาคธุรกิจสามารถกู้เงินจากต่างประเทศได้โดยไม่ต้องกังวลเรื่องความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และไม่มีการเตรียมการรองรับเพื่อจัดการกับความเสี่ยงด้านนี้ ส่วนสถาบันการเงิน พบว่ามีการปล่อยกู้โดยขาดความรอบคอบไม่พิจารณาสถานะความเสี่ยงของผู้กู้ มีการปล่อยกู้ให้กับบุคคลใกล้ชิดหรือบริษัทในเครือ เป็นต้น ด้านผู้ออมเงินก็ไม่ต้องเผชิญกับความเสี่ยง เนื่องจากรัฐบาล

มีการค้าประกันเงินฝาก ปัญหาเหล่านี้เป็นปัญหาพื้นฐานของระบบการเงินไทย และเป็นอุปสรรคสำคัญในการพัฒนาระบบการเงินไทยในอนาคต โดยเฉพาะการพัฒนาตลาดทุน นอกจากนี้ ระบบการเงินไทยในช่วงที่ผ่านมา ยังไม่สามารถทำหน้าที่ในการให้ข้อมูลทางการเงิน เพื่อการตัดสินใจได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้การตัดสินใจต่าง ๆ อยู่บนพื้นฐานของข้อมูลที่บิดเบือนไปจากสภาพความเป็นจริง และยังพบว่าโครงสร้างระบบการเงินไทยยังมีจุดอ่อนด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีทั้งด้านภาครัฐและเอกชน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ปัญหาในระบบสถาบันการเงินเป็นตัวอย่างของการขาดระบบการบริหารงาน การตรวจสอบการกำกับดูแลกิจการที่ดี จนกลายเป็นปัญหาที่ซ้ำเติมวิกฤติการณ์ในช่วงที่ผ่านมา

ดังนั้น การสร้างประสิทธิภาพให้กับระบบการเงินจะต้องสร้างความสมดุลให้เกิดขึ้นในระบบ โดยลดการพึ่งพาระบบธนาคารพาณิชย์ และให้ความสำคัญกับการพัฒนาตลาดทุนมากยิ่งขึ้น ทั้งนี้ ตลาดทุนจะมีบทบาทสำคัญในการเป็นแหล่งเงินทุนระยะยาวให้กับทั้งภาครัฐและภาคธุรกิจเอกชน เพื่อไปใช้ในการลงทุนโครงการต่าง ๆ ที่จะเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาและสร้างความมั่นคงทางเศรษฐกิจให้กับประเทศ ตลอดจนเพื่อปรับโครงสร้างการพึ่งพิงเงินทุนจากการใช้หนี้ต่างประเทศเป็นหนี้ในประเทศ เพื่อลดปัญหาความไม่สอดคล้องด้านอัตราแลกเปลี่ยน (currency mismatch) และจากการใช้หนี้ระยะสั้นเป็นหนี้ระยะยาว ด้วยการออกหุ้นกู้และการเพิ่มทุนด้วยการออกหุ้นทุนขายต่อประชาชน เพื่อลดปัญหาความไม่สอดคล้องด้านระยะเวลาของเงินทุน (maturity mismatch) ซึ่งจะช่วยให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของภาคธุรกิจในประเทศลดต่ำลง สร้างความสมดุลให้แก่โครงสร้างทางการเงินของภาคธุรกิจไทย และหากพิจารณากลไกการทำงานของตลาดทุน พบว่ามีความเสี่ยงต่อความล้มเหลวของระบบการเงิน (systemic risk) น้อยกว่าระบบธนาคารพาณิชย์ เนื่องจากกลไกการดำเนินงานและการกำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นตัวกลางทางการเงินในตลาดทุนมีความแตกต่างไปจากธนาคารพาณิชย์ นอกจากนี้ ตลาดทุนได้มีบทบาทสำคัญในการช่วยแก้ไขปัญหาวิกฤติการณ์ด้านการเงินที่ผ่านมาในหลายด้าน เช่น การเพิ่มทุนให้กับสถาบันการเงิน การเสริมสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดี และการใช้ตลาดทุนเป็นแหล่งเงินทุนให้กับภาครัฐ โดยการออกพันธบัตรทั้งระยะสั้นและยาวเพื่อนำเงินมาใช้ในการแก้ไขปัญหาระบบสถาบันการเงิน นอกจากนี้บทบาทของตลาดทุนยังทำหน้าที่เชื่อมโยงระหว่างผู้มีเงินเหลือกับผู้ต้องการเงินทุนโดยตรง โดยไม่ผ่านตัวกลางทางการเงิน เช่น ธนาคารพาณิชย์ (disintermediation process) ซึ่งกระบวนการดังกล่าวจะเป็นการเพิ่มทางเลือกในการระดมทุนให้กับภาคธุรกิจ ทำให้ระดมทุนได้โดยมีต้นทุนที่ต่ำกว่าการกู้เงินจากธนาคารพาณิชย์ และเพิ่มทางเลือกในการลงทุนให้กับผู้ลงทุนทำให้ผู้ลงทุนมีโอกาสได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนสูงกว่าการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์

อย่างไรก็ตาม ตลาดทุนไทยในปัจจุบัน พบว่ายังมีบทบาทด้านการระดมเงินทุนเพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศในระดับต่ำ ปัจจุบันการระดมทุนผ่านตลาดทุนไทยกระทำผ่านช่องทางหลัก 2 ช่องทาง อันได้แก่ ตลาดตราสารทุน และตลาดตราสารหนี้ พบว่าตลาดตราสารทุนมีความสำคัญทางเศรษฐกิจไม่มากนัก เมื่อเปรียบเทียบกับระบบธนาคารพาณิชย์ มูลค่าการระดมทุนผ่านตลาดตราสารทุนยังอยู่ในระดับต่ำและมีการกระจุกตัวอยู่เพียงบางภาคธุรกิจเท่านั้น ขณะที่การระดมทุนผ่านตลาดตราสารหนี้

ทั้งตราสารหนี้ภาครัฐและภาคเอกชน เริ่มมีบทบาทมากขึ้นภายหลังจากวิกฤติเศรษฐกิจตั้งแต่ปี 2541 เป็นต้นมา แต่โครงสร้างการระดมทุนผ่านตราสารหนี้ ยังคงกระจุกตัวอยู่เพียงบางภาคธุรกิจ เช่นเดียวกับตราสารทุน ด้านผู้ลงทุนพบว่าผู้ลงทุนส่วนใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์ เป็นผู้ลงทุนรายย่อย มิได้ตัดสินใจลงทุนโดยอาศัยปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากขาดความรู้ความเข้าใจในการลงทุนที่ถูกต้อง ดังนั้น ภาครัฐจัดการลงทุนจึงได้รับการพัฒนาขึ้นมาให้มีบทบาทสำคัญในการจัดการกับปัญหาข้างต้น และยังช่วยจัดการกับปัญหาความไม่เท่าเทียมกันในการรับทราบข้อมูลข่าวสาร (information asymmetry) อีกด้วย ภาครัฐจัดการลงทุนในประเทศไทยจะประกอบด้วย ภาครัฐจัดการการกองทุนรวม ภาครัฐจัดการการกองทุนส่วนบุคคล ภาครัฐจัดการการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และภาครัฐจัดการการกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ

ตลาดทุนไทยเป็นตลาดที่เพิ่งเกิดใหม่ หรือตลาดที่กำลังพัฒนา (emerging markets) โดยทั่วไปมักประสบปัญหา เมื่อต้องเผชิญกับสภาพแวดล้อมทางการเงินของโลกที่ผันผวน และเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา ความไม่ครบถ้วนหรือการขาดประสิทธิภาพในองค์ประกอบสำคัญของตลาด ตลอดจนสถานะตลาดที่ไม่เอื้อให้เกิดการแข่งขัน รวมทั้งผลกระทบจากสภาพแวดล้อมทางด้านเศรษฐกิจทั้งในประเทศและต่างประเทศ นำมาซึ่งปัญหาทางด้านการดำเนินงานของกลไกตลาดที่ไม่สามารถดำเนินไปได้อย่างมีประสิทธิภาพ แม้ว่าปัญหาต่างๆ ในตลาดทุนได้รับการแก้ไขให้สำเร็จลุล่วงไปได้หลายประการ แต่ตลาดทุนไทยในปัจจุบันยังคงมีปัญหาคriticalที่เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาตลาด ทำให้กลไกการทำงานของตลาดทุนไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร ปัญหาดังกล่าว ได้แก่ ปัญหาด้านผู้ลงทุน ปัญหาด้านสถาบันตัวกลาง และปัญหาด้านโครงสร้างพื้นฐานของตลาดทุน

ปัญหาด้านผู้ลงทุน ซึ่งมีทั้งด้านปริมาณและด้านคุณภาพ อันเนื่องมาจากโครงสร้างผู้ลงทุนในตลาดตราสารทุน พบว่าผู้ลงทุนรายย่อยมีสัดส่วนสูงมากถึงร้อยละ 70 และมีพฤติกรรมการลงทุนระยะสั้น เน้นที่การเก็งกำไร ไม่ค่อยให้ความสำคัญกับข้อมูลพื้นฐาน ส่งผลให้เกิดความผันผวนและกระทบต่อเสถียรภาพของตลาด ซึ่งเป็นอุปสรรคสำคัญต่อการดึงดูดผู้ลงทุนรายใหม่ให้เข้ามาลงทุนในตลาดทุน

ปัญหาด้านสถาบันตัวกลาง บริษัทหลักทรัพย์ส่วนใหญ่มุ่งเน้นรายได้จากการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ไม่มีการกระจายการทำธุรกิจ โดยเน้นการทำธุรกิจในตลาดรองที่ใช้นโยบายแข่งขันด้านราคาเป็นหลัก เพื่อแย่งชิงกลุ่มลูกค้า ซึ่งส่วนใหญ่ก็เป็นผู้ลงทุนรายย่อยที่มีการกระจุกตัวอยู่เพียงไม่กี่รายแทนที่จะแข่งขันกันขยายฐานลูกค้ารายใหม่ เพื่อกระจายแหล่งรายได้และสร้างการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนให้กับธุรกิจหลักทรัพย์ ทั้งนี้ ลักษณะการประกอบธุรกิจดังกล่าว อาจมีสาเหตุสำคัญ เกิดจากการขาดทักษะและความชำนาญของบุคลากร (lack of expertise) ที่จะคิดค้นหรือพัฒนาให้เกิดนวัตกรรมทางการเงินเพื่อเพิ่มช่องทางสร้างรายได้ทางอื่น จึงกลายเป็นวงจรอันตราย (vicious cycle) ที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทหลักทรัพย์และภาวะตลาดโดยรวม ขณะที่ธุรกิจจัดการลงทุน พบว่ามีบทบาทในการระดมทุนต่ำมาก อุปสรรคสำคัญในการพัฒนาธุรกิจนี้ คือ การขาดความรู้ความเข้าใจของผู้ถือหน่วยลงทุน การมีทัศนคติที่ไม่ดีต่อการลงทุนผ่านกองทุนรวมในช่วงที่ผ่านมา และการขาดทักษะ หรือความชำนาญในการทำธุรกิจของผู้ประกอบธุรกิจ

ปัญหาด้านโครงสร้างพื้นฐานตลาดทุน ได้แก่ 1) ด้านข้อมูลด้านงานวิจัยและวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่ขาดแคลน เนื่องจากผู้ลงทุนรายย่อยไม่สนใจนำข้อมูลปัจจัยพื้นฐานมาใช้วิเคราะห์ เพื่อตัดสินใจลงทุน ทำให้บริษัทหลักทรัพย์ลดงานด้านการวิจัยหลักทรัพย์ในที่สุด 2) ด้านเครื่องมือเสริมสร้างสภาพคล่องเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพให้กับกระบวนการชำระราคาและส่งมอบ และการทำธุรกรรมในตลาดทุน แม้ว่าจะมีการอนุญาตให้ทำธุรกรรมการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ (securities borrowing and lending: SBL) และธุรกรรมซื้อคืน (repurchase agreement: repo) เพื่อช่วยเสริมสร้างสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ และช่วยส่งเสริมให้มีการใช้ทรัพยากรในตลาดทุนอย่างมีประสิทธิภาพ แต่ธุรกรรมดังกล่าวยังไม่ได้มีการใช้อย่างแพร่หลาย ดังนั้น ผู้เกี่ยวข้องทั้งภาครัฐและภาคเอกชนจึงควรให้ความสำคัญในการหาทางแก้ไข เพื่อสนับสนุนธุรกรรม SBL/repo ให้เกิดประโยชน์อย่างแท้จริง 3) ด้านเครื่องมือบริหารความเสี่ยง การมีตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่มีประสิทธิภาพ จะช่วยลดผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจอันเนื่องมาจากวิกฤติการณ์ต่างๆ เพราะตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าจะทำหน้าที่ให้ข้อมูล เพื่อเป็นสัญญาณเตือนล่วงหน้าให้กับผู้มีส่วนเกี่ยวข้องทุกฝ่าย เพื่อสามารถวางแผนตั้งรับและป้องกันความเสียหายได้ทันเวลา รวมทั้งสามารถที่จะปรับปรุงกลยุทธ์ในการลงทุนหรือการวางแผนธุรกิจ เพื่อประกอบธุรกิจให้อยู่รอดและดำเนินต่อไปได้อย่างมีประสิทธิภาพ 4) ด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี (good corporate governance) ความมีวินัยและจรรยาบรรณของผู้ประกอบธุรกิจที่จะต้องเปิดเผยข้อมูลอย่างเพียงพอ และทันต่อเหตุการณ์ให้กับผู้ลงทุนมีส่วนสำคัญอย่างยิ่งต่อการสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน สร้างความน่าสนใจให้กับการลงทุนในตลาดทุนและสร้างเสถียรภาพให้กับระบบการเงิน 5) ด้านการบังคับใช้กฎหมายที่เกิดจากกระบวนการดำเนินคดีใช้ระยะเวลานานและขาดความต่อเนื่อง จนทำให้นำผู้กระทำความผิดมาลงโทษได้ลำบาก จนก่อให้เกิดความเสียหายอย่างมากแก่ผู้ที่เกี่ยวข้อง

ข้อเสนอแนะ

เพื่อให้ตลาดทุนไทยสามารถทำหน้าที่เป็นแหล่งระดมทุนรองรับความต้องการเงินทุน เพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศอย่างยั่งยืน แนวทางการพัฒนาตลาดทุนไทยจึงควรให้ความสำคัญทั้งทางด้านกำกับดูแล เพื่อป้องกันความล้มเหลวของระบบตลาด (market failure) ทำให้กลไกตลาดและราคาสามารถทำงานได้อย่างเต็มที่ควบคู่ไปกับการพัฒนาตลาดทุน เพื่อให้ตลาดทุนไทยสามารถทำหน้าที่ทั้ง 5 ด้านตามหน้าที่พื้นฐานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ยุติธรรม โปร่งใส และน่าเชื่อถือ ผลจากการวิจัยเห็นว่า ภาครัฐควรให้ความสำคัญ ในการแก้ไขอุปสรรคของการพัฒนาตลาดทุนใน 4 ด้าน ได้แก่ ด้านที่จัดเป็นองค์ประกอบชั้นพื้นฐานของตลาด 2 ด้าน คือ (1) การมีกฎหมายที่มีประสิทธิภาพ โดยมุ่งเน้นให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุนเป็นหลัก และ (2) การส่งเสริมให้เกิดวินัยตลาด (market discipline) เพื่อเสริมการบังคับใช้กฎหมายให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุน โดยเน้นการเพิ่มบทบาทของผู้ลงทุนสถาบัน และการสร้างความรู้ความเข้าใจที่ถูกต้องเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ให้กับประชาชนทั่วไป และอีก 2 ด้านที่จัดเป็นองค์ประกอบสำคัญในการพัฒนาตลาดให้มีความก้าวหน้า และสามารถแข่งขันได้กับตลาดทุนอื่นๆ ทั่วโลก คือ (3) การเพิ่ม

ประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันของสถาบันการเงิน โดยส่งเสริมให้บริษัทหลักทรัพย์มีฐานะการเงินที่เข้มแข็งและมีความเชี่ยวชาญในการทำธุรกิจ เพื่อช่วยให้สามารถปรับตัวรองรับกับการเปลี่ยนแปลงและการแข่งขันได้อย่างมีประสิทธิภาพ และ (4) การมีโครงสร้างพื้นฐานที่ช่วยให้สถาบันการเงินมีความคล่องตัวและช่วยลดความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ โดยมีแนวทางการพัฒนาตลาดทุนไทยสรุปได้ ดังนี้

1. การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้านกฎหมาย

เพื่อเพิ่มกลไกให้ผู้ลงทุนสามารถดูแลปกป้องสิทธิของตนเองได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น และสามารถฟ้องร้องเรียกค่าเสียหายจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการเปิดเผยข้อมูลไม่ถูกต้องครบถ้วน รวมทั้งสามารถเรียกร้องค่าเสียหายจากกรรมการที่ไม่ปฏิบัติหน้าที่ด้วยความระมัดระวัง ซื่อสัตย์สุจริต เพื่อประโยชน์ของบริษัท

2. การพัฒนาด้านผู้ลงทุน

โดยดำเนินการเพิ่มบทบาทของผู้ลงทุนสถาบัน ให้มีการลงทุนในตลาดทุนมากขึ้น รวมทั้งการเสริมสร้างความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนให้กับบุคคลทั่วไป เพื่อขยายฐานและเสริมความแข็งแกร่งให้แก่ผู้ลงทุน ทั้งผู้ลงทุนปัจจุบันและผู้ลงทุนใหม่ในอนาคต ทำให้โอกาสการขยายฐานผู้ลงทุน โดยมีผู้ลงทุนรายใหม่เข้ามาลงทุน ย่อมเป็นไปได้ง่ายและสะดวกขึ้น ทั้งการลงทุนเองโดยตรงหรือลงทุนผ่านผู้ลงทุนสถาบันจึงมีส่วนช่วยเพิ่มบทบาทด้านผู้ลงทุนสถาบันไปด้วยพร้อมกัน

3. การพัฒนาด้านสถาบันตัวกลาง

เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและความมั่นคงให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ ให้มีความสามารถดำเนินธุรกิจได้หลากหลายรองรับธุรกรรมต่างๆ ได้ทั้งในตลาดแรกและตลาดรอง ขณะที่ด้านธุรกิจจัดการลงทุนต้องสร้างความรู้ความเข้าใจที่ถูกต้อง ตลอดจนการสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนต่อการลงทุนผ่านกองทุนรวม

4. การพัฒนาเครื่องมือบริหารความเสี่ยงและบริหารสภาพคล่อง

การวางแผนและดำเนินการต่างๆ ในการพัฒนาเครื่องมือบริหารความเสี่ยง ซึ่งได้แก่ ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า และเครื่องมือบริหารสภาพคล่อง ซึ่งได้แก่ ธุรกรรมซื้อคืน (repurchase agreement หรือ repo) หรือธุรกรรมการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ (securities borrowing and lending หรือ SBL) เพื่อพัฒนาตลาดทุนของประเทศให้มีความก้าวหน้า และสามารถแข่งขันได้กับตลาดทุนต่างประเทศควรได้รับการสนับสนุนให้เป็นรูปธรรมอย่างจริงจัง

เพื่อให้การดำเนินการเพื่อการพัฒนาตลาดทุนไทย สามารถบรรลุวัตถุประสงค์ตามแนวทางการพัฒนาดังกล่าวข้างต้นและเหมาะสมกับสภาพการณ์ เพื่อให้ตลาดทุนไทยทำหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพรองรับการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ มาตรการที่เป็นรูปธรรม ตลอดจนหน่วยงานที่เกี่ยวข้องที่ทำหน้าที่ดูแลรับผิดชอบ และระยะเวลาการดำเนินการของมาตรการต่างๆ ซึ่งแบ่งเป็นระยะสั้น ใช้เวลาในการดำเนินการน้อยกว่า 1 ปี ระยะปานกลางใช้เวลาระหว่าง 1 - 3 ปี และระยะยาวใช้เวลามากกว่า 3 ปีขึ้นไป ได้สรุปไว้โดยสังเขปในตารางที่ 18

ตารางที่ 18 ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับมาตรการในการพัฒนาตลาดทุนไทย

มาตรการ	หน่วยงานรับผิดชอบ	ระยะเวลา
1. การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้านกฎหมาย		
1.1 เြงรัดแก้ไขกฎหมายบริษัทมหาชน เพื่อปรับปรุงมาตรการในการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นและความรับผิดชอบของกรรมการบริษัท	กรมพัฒนาธุรกิจ สำนักงาน ก.ล.ต.	ระยะปานกลาง
1.2 เเรงรัดแก้ไขกฎหมายหลักทรัพย์ เพื่อปรับปรุงความรับผิดชอบของกรรมการบริษัท และการบังคับใช้กฎหมายของบริษัทมหาชน	สำนักงาน ก.ล.ต.	ระยะปานกลาง
1.3 เเรงรัดการออกกฎหมายการดำเนินคดีแบบกลุ่ม (class action) เพื่อเพิ่มช่องทางในการใช้สิทธิของผู้ถือหุ้น	กระทรวงการคลัง สำนักงานกฤษฎีกา สำนักงาน ก.ล.ต.	ระยะปานกลาง
1.4 เสนอให้มีกฎหมายทรัสต์ สำหรับธุรกรรมในตลาดทุน เพื่อรองรับธุรกรรมการจัดการทรัสต์สินในตลาดทุน	กระทรวงการคลัง สำนักงานกฤษฎีกา สำนักงาน ก.ล.ต.	ระยะปานกลาง
1.5 ปรับปรุงกระบวนการบังคับใช้กฎหมาย (law enforcement) ให้มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น	กระทรวงการคลัง กระทรวงยุติธรรม ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงาน ก.ล.ต.	ระยะยาว
1.6 สนับสนุนให้สถาบันตัวกลางเข้าสู่ระบบอนุญาโตตุลาการ	สำนักงาน ก.ล.ต.	ระยะสั้น
1.7 สนับสนุนการจัดตั้งกองทุน เพื่อช่วยเหลือผู้ลงทุนในการเรียกร้องค่าเสียหาย	สำนักงาน ก.ล.ต.	ระยะปานกลาง

มาตรการ	หน่วยงานรับผิดชอบ	ระยะเวลา
1.8 ส่งเสริมการออกและปฏิบัติตามมาตรฐานบัญชีของบริษัทต่างๆ ให้เป็นไปตามมาตรฐานสากล	สำนักงาน ก.ล.ต. สมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาต กรมพัฒนาธุรกิจ ตลาดหลักทรัพย์	ระยะปานกลาง
2. การพัฒนาด้านผู้ลงทุน ผู้ลงทุนสถาบัน		
2.1 สร้างความเชื่อมั่น ความรู้และความเข้าใจที่ถูกต้องให้กับประชาชนในเรื่องการลงทุนผ่านกองทุนรวม	สำนักงาน ก.ล.ต. ตลาดหลักทรัพย์ สมาคม บลจ.	ระยะปานกลาง
2.2 สร้างความคล่องตัวในการออกกองทุนให้สอดคล้องกับความต้องการของผู้ลงทุน เช่น flexible fund และ capital preservation fund เป็นต้น รวมทั้งปรับปรุงกฎเกณฑ์ไม่ให้เป็นข้อจำกัดในการทำธุรกิจของผู้ประกอบธุรกิจ	สำนักงาน ก.ล.ต. สมาคม บลจ.	ระยะสั้น
2.3 เพิ่มจำนวนบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม โดยให้สถาบันการเงินที่มีอยู่สามารถดำเนินธุรกิจดังกล่าวได้	สำนักงาน ก.ล.ต. สมาคม บลจ.	ระยะปานกลาง
2.4 ปรับปรุงกฎหมายเกี่ยวกับกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ เพื่อเพิ่มความรับผิดชอบของคณะกรรมการกองทุน และให้สมาชิกเลือกนโยบายการลงทุนได้	กระทรวงการคลัง สำนักงาน ก.ล.ต.	ระยะปานกลาง
2.5 ส่งเสริมให้ผู้ลงทุนสถาบันมีบทบาทสำคัญมากขึ้น ในการสร้างวินัยตลาด โดยคำนึงถึงการกำกับดูแลกิจการที่ดี ประกอบการตัดสินใจลงทุน	สำนักงาน ก.ล.ต. สมาคม บลจ.	ระยะสั้น

มาตรการ	หน่วยงานรับผิดชอบ	ระยะเวลา
<p>ผู้ลงทุนรายย่อย</p> <p>2.6 ให้ความรู้เกี่ยวกับการลงทุน แก่กลุ่มเป้าหมายโดย</p> <p>1) ดำเนินการร่วมกับสมาคมผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ และผู้มีส่วนเกี่ยวข้องอื่นๆ ในการให้ความรู้ความเข้าใจที่ถูกต้องเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์แก่ประชาชน</p> <p>2) ปรับปรุงคุณภาพของพนักงานบริษัทหลักทรัพย์ที่มีหน้าที่ติดต่อกับประชาชน เช่น investment advisor และ investment planner</p> <p>3) ร่วมมือกับกระทรวงศึกษาธิการ เพื่อบรรจุความรู้เกี่ยวกับการออม และการลงทุนในหลักทรัพย์ไว้ในหลักสูตรการศึกษา</p>	<p>กระทรวงศึกษาธิการ สำนักงาน ก.ล.ต. ตลาดหลักทรัพย์ สมาคม บลจ. สมาคม บล.</p>	<p>ระยะปานกลาง</p> <p>ระยะสั้น</p> <p>ระยะยาว</p>
<p>3. การพัฒนาต้นสถาบันตัวกลาง</p> <p>3.1 สนับสนุนให้การดำเนินงานและการแข่งขันของสถาบันการเงินเป็นไปอย่างมีคุณภาพ รวมทั้งศึกษาโครงสร้างการประกอบธุรกิจ และการขยายขอบเขตการประกอบธุรกิจของสถาบันการเงิน</p>	<p>ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงาน ก.ล.ต. สมาคม บล.</p>	<p>ระยะปานกลาง</p>
<p>3.2 สนับสนุนให้มีการจัดตั้งสถาบันฝึกอบรมเพื่อทำหน้าที่ให้การฝึกอบรม สัมมนา รวมทั้งการจัดทดสอบความรู้ให้แก่เจ้าหน้าที่ของสถาบันการเงิน</p>	<p>สำนักงาน ก.ล.ต. ตลาดหลักทรัพย์ สมาคม บล.</p>	<p>ระยะสั้น</p>
<p>3.3 สนับสนุนให้เกิด compliance culture ใน บล./บลจ. โดยการจัดทำคู่มือกรรมการ เพื่อให้มีความเข้าใจในบทบาทที่เหมาะสม รวมทั้งมีมาตรการเปิดเผยสิ่งการลงโทษที่มีไปถึง บล./บลจ. และผู้บริหารให้สาธารณชนทราบ</p>	<p>สำนักงาน ก.ล.ต. ตลาดหลักทรัพย์ สมาคม บล. สมาคม บลจ.</p>	<p>ระยะสั้น</p>

มาตรการ	หน่วยงานรับผิดชอบ	ระยะเวลา
3.4 พิจารณากำหนดวงเงินที่เหมาะสมตามสภาพการณ์ให้แก่กองทุนรวมที่จะนำเงินไปลงทุนในต่างประเทศ เพื่อกระจายความเสี่ยงของกองทุน และขยายโอกาสในผลตอบแทนจากการลงทุน รวมทั้งเสริมสร้างประสบการณ์ให้มีความรู้ความชำนาญในการลงทุนเพิ่มขึ้น	ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงาน ก.ล.ต. สมาคม บลจ.	ระยะปานกลาง
4. การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของตลาด		
4.1 เตรียมการจัดตั้งศูนย์สัญญาซื้อขายล่วงหน้า การกำหนดหลักเกณฑ์การออกใบอนุญาต ประกอบธุรกิจ รวมทั้งการสร้างขีดเจเนหรือแก้ไขปัญหาระดับทางด้านบัญชีและภาษีที่เกี่ยวข้อง	สำนักงาน ก.ล.ต. ตลาดหลักทรัพย์ กรมสรรพากร สมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตฯ	ระยะปานกลาง
4.2 สนับสนุนการพัฒนาเครื่องมือบริหารความเสี่ยง ด้วยการอนุญาตให้มีการออก structured products ไม่ว่าจะอยู่ในรูปตราสาร หรือกองทุนลักษณะต่างๆ	สำนักงาน ก.ล.ต.	ระยะสั้น
4.3 สนับสนุนการทำธุรกรรม SBL/Repo โดยทำการศึกษาถึงปัญหา และหาแนวทางแก้ไข เพื่อทำให้เกิดการทำธุรกรรมเหล่านี้ในตลาดทุนไทย	กระทรวงการคลัง ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงาน ก.ล.ต.	ระยะปานกลาง
4.4 พัฒนาระบบการซื้อขายที่สามารถสนองต่อความต้องการของผู้ลงทุนได้ทุกกลุ่ม เช่น ระบบซื้อขายในตลาดกลางเพื่อผู้ลงทุนทั่วไป (exchange traded) ระบบซื้อขายแบบตกลงราคา (dealing) เพื่อผู้ลงทุนสถาบัน หรือระบบผู้ดูแล (market maker) เพื่อหลักทรัพย์ที่ขาดสภาพคล่อง	ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงาน ก.ล.ต. ตลาดหลักทรัพย์ ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย	ระยะปานกลาง

มาตรการ	หน่วยงานรับผิดชอบ	ระยะเวลา
4.5 ศึกษาประโยชน์และความเป็นไปได้ของการใช้ระบบปฏิบัติการของตลาดตราสารต่างๆ ร่วมกัน ซึ่งจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพและลดต้นทุนของการทำธุรกรรม ได้แก่ การใช้ระบบส่งคำสั่งซื้อขายที่เชื่อมโยงกัน (common front-end) ระบบปฏิบัติการหลังการซื้อขายร่วมกัน (common back office) รวมทั้งการมีระบบชำระราคา และส่งมอบหลักทรัพย์ร่วมกัน (integrated clearing and settlement)	ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงาน ก.ล.ต. ตลาดหลักทรัพย์	ระยะปานกลาง
4.6 พัฒนาศูนย์รวมข้อมูลการลงทุน (investment portal) ที่เชื่อมโยงข้อมูลจากสำนักงาน ก.ล.ต. ตลาดหลักทรัพย์ และหน่วยงานอื่นจากภาครัฐและเอกชน และประชาสัมพันธ์ให้มีการใช้อย่างกว้างขวาง	ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงาน ก.ล.ต. ตลาดหลักทรัพย์	ระยะปานกลาง

การพัฒนาตลาดทุนไทยในด้านต่างๆ ดังกล่าวข้างต้น ต้องอาศัยความร่วมมืออย่างใกล้ชิดจากหลายหน่วยงานที่เกี่ยวข้องทั้งในภาครัฐและภาคเอกชน การดำเนินการต่างๆ จะต้องไปในทิศทางที่ไม่เป็นการก่อให้เกิดปัญหาใหม่ หรือสร้างอุปสรรคที่ลดศักยภาพการแข่งขันในตลาด และทำให้การพัฒนาในแต่ละด้านมีความเป็นไปได้มากขึ้น กฎเกณฑ์หรือมาตรการต่างๆ ที่ใช้ได้ดีในตลาดต่างประเทศ อาจต้องปรับใช้ให้เหมาะสมกับเงื่อนไขและตามสภาพของตลาดทุนไทย ตลอดจนการกำกับดูแลจะต้องคำนึงถึงดุลยภาพระหว่างคุณลักษณะของตลาดเกิดใหม่กับความสอดคล้องกันกับมาตรฐานสากลที่ใช้ในตลาดที่พัฒนาแล้ว เพื่อนำมาซึ่งการพัฒนาตลาดทุนไทยให้บรรลุตามวัตถุประสงค์ในการสนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ ให้มีความเจริญเติบโตอย่างมั่นคง และมีเสถียรภาพในระยะยาวสืบไป

บรรณานุกรม

ภาษาไทย

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, สำนักงาน. ธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ : ความอยู่รอดและนโยบายของรัฐ. เอกสารวิจัย, ๒๕๔๒.

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, สำนักงาน. บทบาทตลาดทุนไทยในการระดมทุนสู่ภาคธุรกิจ. เอกสารวิจัย, ๒๕๔๓.

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, สำนักงาน. การวิเคราะห์โครงสร้างธุรกิจจัดการกองทุนรวม. เอกสารวิจัย, ๒๕๔๕.

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, สำนักงาน. พฤติกรรม ความต้องการ ความรู้ ความเข้าใจ และทัศนคติของผู้ลงทุนเกี่ยวกับการลงทุน. เอกสารรายงานผลสำรวจ, ๒๕๔๕.

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, สำนักงาน. ทศวรรษแรกของ ก.ล.ต. กับตลาดทุนไทย (พ.ศ. ๒๕๓๕ - ๒๕๔๕). กรุงเทพฯ : สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, ๒๕๔๕.

จรินทร์ เทศวานิช. เงิน ตลาดการเงิน และสถาบันการเงิน. กรุงเทพฯ : ซีเอ็ดดูเคชั่น, ๒๕๔๒.

ชนินทร์ พิทยาวิวิธ. ตลาดการเงินในประเทศไทย. กรุงเทพฯ : อมรินทร์ พรินต์ติ้ง กรุ๊ป, ๒๕๓๔.

ศุภวุฒิ สายเชื้อ และถนอมศรี ฟองอรุณรุ่ง. เศรษฐกิจไทยพลาดสู่วิกฤติ. พิมพ์ครั้งที่ ๒, กรุงเทพฯ : พิฆเณศ พรินต์ติ้ง เซ็นเตอร์, ๒๕๔๓.

อัญญา ชันธวิทย์. กลไกของตลาดการเงินในระบบเศรษฐกิจไทย. กรุงเทพฯ : อมรินทร์พรินต์ติ้ง แอนด์พับลิชชิ่ง, ๒๕๔๕.

ภาษาอังกฤษ

- Alba, Pedro, Stijin Claessens and Simeon Djankov. Thailand's Corporate Financing and Governance Structures: Impact on Firms' Competitiveness. Conference on Thailand's Dynamic Economic Recovery and Competitiveness, Bangkok, 1998.
- Allen, Franklin, and Douglas Gale. Comparing Financial Systems. The MIT Press, 2000.
- Bank for International Settlement and International Monetary Fund. Financial Stability in Emerging Market Economies. Working Report, 1997.
- Bank for International Settlement and International Organization of Securities Commissions. Securities lending transactions: Market development and implications. Working Report, 1999.
- Beck, Thorsten, Asli Demirguc-Kunt and Ross Levine. Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?. World Bank Working Paper, 2002.
- Beck, Thorsten, Asli Demirguc-Kunt and Ross Levine. Law, Politics, and Finance. World Bank Working Paper, 2001.
- Beck, Thorsten, Asli Demirguc-Kunt, and Vojislav Maksimovic. Financing Patterns around the World: The Role of Institutions. World Bank Policy Research Working Paper, 2002.
- Bossone, Biagio, Patrick Honohan, and Millard Long. Policy for Small Financial Systems. Financial Sector Discussion Paper No.6, The World Bank, 2001.
- Carmichael, Jeffrey, and Michael Pomerleano. The Development and Regulation of Non-Bank Financial Institutions. World Bank Institute, 2002.
- Catalan, Mario, Gregorio Impavido, and Alberto Musalem. Contractual Savings or Stock Markets Development: Which Leads?. World Bank Policy Research Working Paper, 2000.
- Demirguc-Kunt, Asli, and Ross Levine. Bank-based and Market-based Financial Systems: Cross-Country Comparisons. World Bank Working Paper, 2000.

- Demiguc-Kunt, Asli, and Vojislav Maksimovic. Capital Structures in Developing Countries: Evidence from Ten Countries. World Bank Policy Research Working Paper, 1994.
- Demiguc-Kunt, Asli, and Vojislav Maksimovic. Stock Market Development and Firm Financing Choices. World Bank Policy Research Working Paper, 1995.
- Dwight B. Crane et al. The Global Financial System: A Functional Perspective. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press, 1995.
- Fratzscher, Oliver. Thailand Financial Sector Strategy: Current Status and Future Priorities. The World Bank, 2002.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. Law and Finance. NBER Working Paper 5661, 1996.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. Legal Determinants of External Finance. NBER Working Paper 5879, 1997.
- Levine, Ross. Bank-based and Market-based Financial Systems: Which is better?. World Bank Working Paper, 2000.
- Levine, Ross, Norman Loayza, and Thorsten Beck. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. Journal of Monetary Economics 46(1):31-77, 2000.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. Journal of Financial Economics 20, 237-265, 1998.
- Myers, Stewart C., and N. Majluf. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors Do Not Have. Journal of Financial Economics 13: 187-222, 1984.
- Porter, Michael. The Competitive Advantage of Nations with a new introduction. Harvard University Press, 2000.
- Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales. Financial Dependence and Growth. American Economic Review 88(3): 559-586, 1998.

- Sayuri Shirai. Overview of Financial Market Structures in Asia-Cases of the Republic of Korea, Malaysia, Thailand and Indonesia. ADB Institute Research Paper 25, 2001.
- Singh, Ajit. Corporate Financial Patterns in Industrializing Economies: A Comparative International Study. Technical Paper, International Finance Corporation, 1995.
- Tadesse, Solomon. Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence. Unpublished working paper from SSRN, 2001.
- Vittas, Dimitri. Institutional Investors and Securities Markets: Which Comes First?. World Bank Policy Research Working Paper, 1998.
- Vittas, Dimitri. Pension Reform and Capital Market Development: Feasibility and Impact Preconditions. World Bank Policy Research Working Paper, 1999.
- World Bank. Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World. Oxford University Press, 2001.
- Wurgler, Jeffrey. Financial Markets and the Allocation of Capital. Journal of Financial Economics 58(1-2): 187-214, 2000.

תוכן

ภาคผนวก ก

บริษัทที่มีศักยภาพจะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามภาคธุรกิจ

ภาคธุรกิจ	หมวด	จำนวนบริษัท		ทุนจดทะเบียน	
		บริษัท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
1. อุตสาหกรรม	โรงงานน้ำมันปิโตรเลียมและผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม และถ่านหิน	21	0.7	99,667	4.5
	ผลิตภัณฑ์โลหะ	89	3.1	86,724	3.9
	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ และเครื่องใช้ไฟฟ้า	105	3.6	69,947	3.2
	เยื่อกระดาษ กระดาษ และการพิมพ์	49	1.7	41,036	1.9
	ผลิตภัณฑ์ท่อโลหะ	39	1.3	37,875	1.7
	ผลิตภัณฑ์ยาง และพลาสติก	58	2.0	35,557	1.6
	เครื่องดื่มมีแอลกอฮอล์	12	0.4	35,497	1.6
	ผลิตภัณฑ์สิ่งทอ เครื่องนุ่งห่ม และรองเท้า	54	1.9	32,009	1.4
	ธุรกิจการเกษตร	70	2.4	29,201	1.3
	อุปกรณ์การขนส่ง	46	1.6	26,902	1.2
	เคมีภัณฑ์ เวชภัณฑ์ และเครื่องสำอาง	33	1.1	23,349	1.1
	เครื่องดนตรี เครื่องกีฬา และของเบ็ดเตล็ด	35	1.2	16,898	0.8
	เครื่องยนต์ เครื่องจักร เครื่องใช้สำนักงาน เครื่องใช้ในครัวเรือน	28	1.0	15,113	0.7
	เครื่องดื่มไม่มีแอลกอฮอล์	6	0.2	9,600	0.4
	เครื่องมือทางวิทยาศาสตร์	9	0.3	7,413	0.3
	ผลิตภัณฑ์ไม้	12	0.4	3,794	0.2
	อัญมณีและเครื่องประดับ	2	0.1	900	0.0
	รวม	668	22.9	571,482	25.8
2. ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ การก่อสร้าง การเช่า และบริการทางธุรกิจ	ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์	453	15.5	264,088	11.9
	บริการทางธุรกิจ	113	3.9	103,473	4.7
	รับเหมาก่อสร้าง ติดตั้งเครื่องจักร	134	4.6	91,989	4.2
	รวม	700	24.0	459,550	20.8

ภาคธุรกิจ	หมวด	จำนวนบริษัท		ทุนจดทะเบียน	
		บริษัท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
3. การค้าส่ง ค้าปลีก การซ่อมแซมรถยนต์ และจักรยานยนต์	การค้าส่งและค้าปลีก	457	15.7	361,417	16.3
	อื่นๆ	17	0.6	11,083	0.5
	รวม	474	16.3	372,500	16.8
4. สถาบันการเงิน	ธนาคาร สถาบันการเงินประเภทอื่น บริษัทลงทุน และบริการทางการเงิน	162	5.6	192,494	8.7
	ประกันภัยและประกันชีวิต	30	1.0	13,214	0.6
	รวม	192	6.6	205,708	9.3
5. การคมนาคม การขนส่ง และ การเก็บรักษาสินค้า	ขนส่งและคลังสินค้า	65	2.2	68,530	3.1
	สื่อสาร	8	0.3	9,450	0.4
	รวม	73	2.5	77,979	3.5
6. โรงแรมและภัตตาคาร		99	3.4	48,624	2.2
7. การนันทนาการและ บริการส่วนบุคคล		49	1.7	42,914	1.9
8. พลังงาน	ไฟฟ้า ประปา และก๊าซ	19	0.7	31,342	1.4
	เหมืองแร่	11	0.4	4,895	0.2
	รวม	30	1.0	36,238	1.6
9. บริการสาธารณสุข	การแพทย์	69	2.4	29,200	1.3
	บริการสุขภาพ	1	0.0	200	0.0
	รวม	70	2.4	29,400	1.3
10. เกษตรกรรม		49	1.7	22,942	1.0
11. การศึกษา		18	0.6	6,916	0.3
12. กิจการซึ่งมีอาจ ระบุประเภทได้		493	16.9	337,164	15.2
	รวมทั้งหมด	2,915	100.0	2,211,418	100.0

ภาคผนวก ข

ข้อมูลเกี่ยวกับตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า

ประเทศ	Exchange	Product
อเมริกา	Chicago Board of Trade (CBOT)	Futures : อัตราดอกเบี้ย ดัชนีทั้งในและต่างประเทศ สินค้าเกษตร Options : Futures (อัตราดอกเบี้ย ดัชนี)
	Chicago Mercantile Exchange (CME)	Futures : เงินตรา อัตราดอกเบี้ย ดัชนี ทั้งในและต่างประเทศ สินค้าเกษตร Options : Futures (เงินตรา อัตราดอกเบี้ย ดัชนี)
	Chicago Board Options Exchange (CBOE)	Options : อัตราดอกเบี้ย หุ้นทุน ดัชนี
	American Stock Exchange	Options : หุ้นทุน ดัชนีของหุ้น
	Philadelphia Stock Exchange (PHLX)	Options : เงินตรา
	Financial Instrument Exchange (FINEX)	Futures : เงินตรา
อังกฤษ	London International Financial Futures Exchange (LIFFE)	Futures : เงินตรา อัตราดอกเบี้ย ดัชนีหลักทรัพย์ (FT-SE100) Options : หุ้นทุน Futures (เงินตรา อัตราดอกเบี้ย ดัชนี) Commodity : Cocoa, Coffee, Sugar, Barley, Copper, Lead, Nickel, etc.
	London Metal Exchange	
ฝรั่งเศส	Marche a terme Internation de France (MATIF)	Futures : ดัชนี อัตราดอกเบี้ย Options : Futures (อัตราดอกเบี้ย)
อเมริกาใต้	South Africa Futures Exchange (SAFEX)	Futures & Option : Financial & Agricultural
ญี่ปุ่น	Osaka Securities Exchange (OSE)	Futures and Options ของดัชนี (Nikkei 225)
	Tokyo Stock Exchange (TSE)	Futures : ดัชนี (TOPIX) อัตราดอกเบี้ย Options : Futures (อัตราดอกเบี้ย)
	Nagoya Stock Exchange (NSE)	Options : ดัชนี (Nagoya Option 25)
	Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE)	Futures : เงินตรา (Euroyen, Eurodollar, Yen-U.S. Dollar) Options on Futures (เงินตรา)
	Tokyo Commodity Exchange	Futures (ยาง ฝ้าย ขนสัตว์ ฯลฯ)
สิงคโปร์	SGX	Futures : เงินตรา ดัชนี (Nikkei) อัตราดอกเบี้ย สินค้าเกษตร Options : Futures (อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและระยะยาว ดัชนี เงินตรา)

ประเทศ	Exchange	Product
ออสเตรเลีย	Sydney Futures Exchange	Futures : เงินตรา อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและระยะยาว ดัชนี สินค้าเกษตร Options : Futures (เงินตรา อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและ ระยะยาว ดัชนี)
ฮ่องกง	HKEx	Futures : ดัชนีหลักทรัพย์ (Hang Seng Index) อัตราดอกเบี้ย (HIBOR) Options : index
นิวซีแลนด์	New Zealand Futures and Options Exchange (NAFOE) Bank bill futures (main contract)	Futures : เงินตรา อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและระยะยาว ดัชนี Options : Futures (เงินตรา อัตราดอกเบี้ย ดัชนี) หุ้น
ฟิลิปปินส์	Manila International Futures Exchange (MIFE)	Futures : เงินตรา อัตราดอกเบี้ย สินค้าเกษตร
มาเลเซีย	Malaysia Derivatives Exchange (MDEX)	Futures : ดัชนีหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ย Options : ดัชนีหลักทรัพย์ หลักทรัพย์
อินเดีย	National Stock Exchange of India	Futures : ดัชนี (S&P CNX NIFTY) Options : ดัชนีหลักทรัพย์ หลักทรัพย์
	The Stock Exchange, Mumbai (BSE)	Futures : ดัชนีหลักทรัพย์
บราซิล	Mercado Termino de Buenos Aires S.A. (MAT/BA)	Futures and Options : สินค้าเกษตร
	Mercado a Termino de Rosario S.A./Rosario Futures Exchange (ROFEX)	Futures and Options : สินค้าเกษตร ดัชนีราคาสินค้าเกษตร

Current size of securities lending markets in Working Group members' jurisdictions

The following reflects information on the current size of securities lending markets for each of the sixteen jurisdictions represented on the CPSS/IOSCO Joint Working Group on Securities Lending. In most instances, the data and supporting information reflect estimates of the current size of the domestic market based on available official statistics and from the Working Group's informal survey of market participants. To the extent that data are maintained by central banks, securities regulators or treasuries, exchanges, securities settlement systems or by periodic surveys conducted by industry trade groups, the Working Group has attempted to capture this information. Often, the information reflects unofficial estimates made by key market participants obtained through interviews conducted by the Working Group.

Australia

Fixed income lending is dominated by the repo market in Australian government treasury bonds. There is also a large trade in state government paper. Increasingly, although for a small base, there is some trading of corporate bonds. However, the size of most corporate issues is too small to allow a deep repo market. Daily turnover in the fixed income lending market was estimated at AUD 4+ billion in 1998. Estimates of trading volume done onshore vary between 50% (general custodial market) and 90% (interbank market). The annual growth rate of this market segment was 30% between 1997 and 1998, which is the estimated annual growth rate over the next three years.

Equities lending in Australia is still relatively small, although it has received a recent increase in volume with expansion by several US securities firms into the market. Daily turnover is estimated at AUD 550+ million with estimates of onshore trading activity between 50% and 90%. Like the fixed income market, equity lending operates on the basis of a well-developed derivatives market, few specific restrictions and a relatively neutral tax regime.

Belgium

In the domestic securities lending market, repos on Belgian public debt instruments have by far the greatest share. Coming from nil in the beginning of the 1990s, the turnover rose to more than BEF 78,000 billion in 1998. The annual growth rate is now slowing (+ 13% in 1998).

Securities loans on Belgian debt instruments are estimated to be between 5 and 10% of the volume of repos. According to market sources, operations in foreign debt instruments are below 10% of the size of the BEF market, but reliable data are not available.

The use of equities in securities lending is deemed to be very low for fiscal reasons, but, here also, no reliable figures can be collected.

Canada

There is no complete compilation of quantitative information on securities lending activity. A wide variety of institutions, including securities dealers, banks and insurance companies, transact in securities lending markets on a regular basis. The vast majority of repo and securities lending transactions involve securities issued by the Government of Canada.

France

Reliable data are available on the repo market insofar as primary dealers provide the Treasury with statistics related to the volume of transactions, the outstanding amounts and the proportion of different categories of counterparties. Another source of available statistics relies on figures provided by the French CSD, Sicovam SA. The assessment of the activity on other securities lending activity is more difficult. No overall figure is available, either for securities loans or for sell-buyback transactions.

Germany

The overall repo and lending volume is estimated by market participants to be approximately DEM 300 billion (including government bonds, Pfandbriefe, corporate bonds and equities). Repo transactions are carried out mainly in government bonds. To date, corporate bonds do not play an important role, but this is likely to change in the future. After minimum reserve requirements were lifted in 1997 the repo business showed a dramatic rise. In addition to an increase in the overall volume of repo transactions the number of participating banks active on both sides of the repo market (reverse repo and repo) doubled to 30 institutions in the period from March 1996 to April 1998. The current growth rate of securities lending is 20% and market participants expect it to continue to grow at 20-30% per year in the next few years.

Hong Kong

Prior to 1994, there was very little equity lending in Hong Kong, other than the small amount of Japanese and Australian business which was transacted there. Stock Exchange rules constraining short selling combined with restrictions imposed by the Stamp Duty Ordinance undermined the demand for equity borrowing and lending services. However, since the relaxation of the stamp duty treatment for borrowers in July 1994, the Hong Kong equity lending market appears to have grown substantially. Inland Revenue's semi-annual reports show that there has been a steady increase in activity, measured by the number of participants (from 112 in 1994 to 845 as reported in June 1997) and by transactions (from 1,235 in 1994 to 12,025 in June 1997).

All fixed income securities lending is conducted by the Hong Kong Monetary Authority (HKMA) in its market-making arrangement with authorised institutions (i.e. licensed banks, restricted-licence banks or deposit-taking companies). The daily average amount of outstanding securities lent by the HKMA through securities repo was approximately HKD 70 billion (USD 9 billion) in February 1998.

Italy

Securities lending activities on Italian equities are performed mostly outside Italy by foreign banks. Italian banks are estimated to deal with ITL 7,700 billion per day, which represents 15% of the estimated global volume (about ITL 50,000 billion). Recently, the Italian market has witnessed a large increase in value of both overall stock market transactions and equity lending transactions. In 1997, the daily average value of stock market transactions was ITL 1,000 billion; in the first five months of 1998 it was ITL 4,000 billion. Similarly, the value of equity lending transactions has experienced an annual increase of over 100% and intermediaries estimate that the market will grow annually by 30% for the next three years.

Securities lending activity on Italian government bonds is carried out by a large number of banks and investment firms, mainly through buy-sellback transactions. The securities lending market on government bonds is composed of two segments, an OTC market, where counterparties trade on a

bilateral basis, and the MTS-PCT, which is a regulated screen-based market launched in December 1997. The annual growth rate of buy-sellback activity for 1997 was 30-40% and an average annual growth of approximately 5-10% is expected for the next three years. In particular, the MTS-PCT showed a large increase in the volumes of transactions, whose daily average value was equal to ITL 40 thousand billion in the first quarter of 1999.

Data collected by the Bank of Italy for supervisory purposes show that, in the first five months of 1998, the outstanding end-of-month average amount of government bonds lent (through buy-sellbacks) by Italian banks was approximately ITL 220 trillion, while government bonds borrowed by Italian banks were equal to about ITL 110 trillion. As regards the government bonds lent, non-resident counterparties account for 15% of the total amount, while as to government bonds borrowed, the same counterparties account for 70% of the total amount.

Japan

Since its reform in 1996, the Japanese government bond (JGB) lending market has grown tremendously. As of February 1999, JGB lending transactions outstanding totalled JPY 57.2 trillion, a 310% increase over February 1997 levels. The majority of these transactions, JPY 44.5 trillion, were collateralised. Japanese market participants have indicated that the offshore market can be as large as the domestic market. Recently, however, the growth is slowing as the market is maturing. Some market participants have indicated that recent market volatility due to the hedge fund crisis induced US banks to reduce their positions in the JGB market.

Due to recent changes in stock trading (large-value trading, basket trading, stock option transactions, arbitrage, etc.) and deregulation, the stock lending market is steadily growing and attracting new participants to the market. Market participants estimate the current outstanding levels at more than JPY 5 trillion, of which the domestic market accounts for 20-30%. This reflects an annual growth rate of 50% over the past two years and market participants expect the growth rate to double over the next few years.

Malaysia

Securities lending activity, which consists only of plain-vanilla securities loans, has been minimal. Given the minimal current level of development of the Malaysian securities lending markets, official market information is either not available or very limited. As of 30 June 1997, only four market participants had conducted any transactions. Total value traded amounted to around MYR 260 million (about USD 100 million at prevailing exchange rates). One respondent surveyed by the Working Group suggested that total volume up to that point might have amounted to no more than 50-100 trades.

Mexico

Almost all borrowing and lending of equities is done in an electronic system developed and operated by INDEVAL, the Mexican CSD. The system started in 1997 and the daily average is USD 5-10 million. Equity lending is primarily conducted by banks acting on behalf of clients and broker-dealers acting as principal and on behalf of clients. Broker-dealers do more than 90% of all borrowings. The average growth rate is expected to be above 100%.

Due to regulations, banks and broker-dealers are the only participants allowed to transact repos and reverse repos. The average daily aggregate amounts are USD 9 billion and up to 90% of all repos are transacted by residents. The average annual growth rate is expected to be around 15%.

Netherlands

The Dutch securities lending market may be characterised as a small, relatively open market with only a few players. While there are no official data available on the market size, it is understood that the securities lending market has shown steady growth over the past few years. This has been due to several factors. One was the introduction of a “securities lending pool” (the free delivery facility) for the stock exchange. Later, the strong growth of derivatives trading also boosted securities lending turnover. Other factors have been the introduction of a fixed settlement period on the stock exchange and the expansion of short selling transactions.

Spain

In the equity market, bilateral loans must be reported to the settlement service (SCLV). Stock markets, through the daily Bulletins, disclose information regarding the open position of bilateral loans in each listed stock. According to the last figures available (March 1999), the outstanding balance is EUR 9.4 billion, which represents 947.2% over the daily average trading on equities and 3% of the market.

In the public debt market, the Bank of Spain publishes a monthly bulletin including figures on the repo market. At the end of February 1999 the total value of government bonds on repo was EUR 42,193 million, which represents 23% of the total value of government bonds issued.

Sweden

Statistics on the turnover of the Swedish repo markets have existed since 1993. The turnover has increased from SEK 6,000 billion in 1993 to SEK 32,000 billion in 1998, which can be translated into an average annual increase of 40%. Growth has been slowing down in the two last years, with an increase in turnover of around 15%. Compared to the spot market, the turnover on the repo market is about twice as high. The underlying instruments on the market are treasury bills, government bonds and mortgage bonds. Turnover in mortgage bonds have generally constituted about 15% of the total turnover on the repo markets.

Statistics are not available for the equity lending markets. Market participants’ very rough estimates of the outstanding amount of equities on loan were on average around USD 5 billion in May 1997.

Switzerland

The Swiss National Bank has been collecting and publishing data on securities lending activities on a monthly basis since 1993. These data cover domestic and foreign operations of Swiss banks. Since mid-1998, they include securities loan transactions as well as (the securities side of) repo transactions. For 1999 it is planned, however, to provide more detailed figures. Swiss banks act as primary intermediaries, usually on a principal basis.

As of end-1998, Swiss banks had CHF 158.6 billion in total securities loans on their balance sheets; CHF 134.8 billion were to banks and CHF 23.8 billion to other customers. The majority of those loans were to foreign counterparties. As regards securities borrowing, Swiss banks had CHF 264.5 billion outstanding at the end of 1998. There is less of an imbalance between domestic and foreign operations. Corporate customers, moreover, are more common counterparties than banks in securities borrowing activities. Partly due to the introduction of a Swiss repo market in 1998, there has been a tremendous growth in these activities. Since 1995 securities lending and borrowing levels have grown by 470% and 611% respectively.

United Kingdom

Government bonds: Prior to the establishment of the open gilt repo market in January 1996, securities loans of gilts typically ran at a level of GBP 10-15 billion outstanding. Subsequently, securities loan volumes have grown to GBP 20-30 billion. Over 80% of transactions are open or next day. Meanwhile, gilt repo has developed rapidly, growing to over GBP 70 billion by end-1998.

Equities: Prior to 1997, only equity market makers were allowed to borrow stock. Moreover, borrowing had to be channelled through specialist intermediaries, which in turn could borrow stock only from lenders approved by the UK tax authorities. In October 1997, the restrictions on the borrowing and lending of UK equities were relaxed and equity repo allowed. Outstanding stock borrowing in the equities market is currently around GBP 12 billion – as measured by the range of the outstanding value of stock borrowed through CREST, the settlement system for UK and Irish equities.

London is also a major international market, with global custodian banks and securities dealers channelling substantial securities lending business from Asia and the rest of Europe through their London offices. Present data are unavailable on these values.

United States

The United States has the largest securities lending markets in the world and they have been continuing to experience significant growth. Repo agreements are widely used as a source of financing by primary dealers, securities firms, banks and institutional investors and to a lesser extent as a market trading activity.²³ Available official data suggest that the size of the US repo market is at least USD 3.2 trillion dollars. The 33 primary dealers alone averaged USD 2.5 trillion in weekly outstanding repo and reverse repo agreements in government-issued debt and US banks had USD 782 billion in total outstanding repos and reverse repos as of 30 September 1998.

In the United States, securities loan transactions are primarily relied upon to conduct trading activities revolving around specific securities. With respect to the size of the securities loan market, available data also only exist for dealers and banks, but suggest that the size of this market could be close to USD 1 trillion. Data collected by the SEC reflect that all carrying and clearing broker-dealers had USD 699 billion in securities borrowed outstanding as of September 1998 (and USD 309 billion in securities loaned). Data compiled from a recent trade group survey and from the Working Group's interviews reflect that, by end-1997, 20 of the largest US custodian banks alone had over USD 460 billion in outstanding securities loans (from a portfolio of USD 2.4 trillion in total lendable securities). These figures exclude the agent lending activity of other custodians, the activity of institutional investors lending directly in the market.

²³ There are 33 designated primary dealers authorised as market-makers in the primary US government securities market.

ประวัติย่อผู้วิจัย

ชื่อ	นายประสาร ไตรรัตน์วรกุล
วัน เดือน ปีเกิด	20 สิงหาคม 2495
การศึกษา	2524 Doctor of Business Administration, Harvard University, Massachusetts, U.S.A. 2521 Master in Business Administration, Harvard University, Massachusetts, U.S.A. 2519 Master of Engineering in Industrial Engineering and Management, Asian Institute of Technology, Bangkok, Thailand 2517 วิศวกรรมศาสตรบัณฑิต สาขาไฟฟ้า (เกียรตินิยมอันดับ 1) จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
ประวัติการทำงาน	
โดยย่อ	2535 - 2542 รองเลขาธิการ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) 2526 - 2535 ธนาคารแห่งประเทศไทย เศรษฐกร ฝ่ายวิชาการ หัวหน้าหน่วย ฝ่ายกำกับและตรวจสอบธนาคารพาณิชย์ รองผู้อำนวยการ ฝ่ายกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงิน 2524 - 2526 Research Fellow, International Food Policy Research Institute, Washington, D.C., U.S.A.
ตำแหน่งปัจจุบัน	เลขาธิการ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)



สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ชั้น 10, 13-16 อาคารดีทีแฮล์มทาวเวอร์ส บี
93/1 ถนนวิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330
โทร. 0-2252-3223 โทรสาร 0-2256-7711
e-mail : helpline@sec.or.th website : www.sec.or.th

ISBN : 974-7700-35-2

