

โดย ฝ่ายยุทธศาสตร์และการต่างประเทศ
สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ตลาดหุ้นหลายประเทศต่างเผชิญภัยร่วมกัน ทั้งมูลค่าตลาดเติบโตต่ำกว่าศักยภาพ การระดมทุนใหม่ชะลอตัว สภาพคล่องกระจุกตัว และความท้าทายในการดึงดูดบริษัทคุณภาพและผู้ลงทุนระยะยาวกลับเข้าสู่ตลาดหุ้นอีกครั้ง ทำให้หลายประเทศเร่งออก “มาตรการกระตุ้นตลาดหุ้น” หรือ Revitalize Measures เพื่อยกระดับความน่าสนใจของตลาดหุ้น ไม่ว่าจะเป็นมิติของอุปทาน (supply) อุปสงค์ (demand) และโครงสร้างตลาดที่เอื้อต่อการเติบโตระยะยาว

เมื่อพิจารณามาตรการกระตุ้นตลาดหุ้น ญี่ปุ่น เกาหลีใต้ สิงคโปร์ และไทย เป็นประเทศในเอเชียที่ได้ดำเนินมาตรการดังกล่าวและเริ่มปรากฏผลลัพธ์อย่างเป็นรูปธรรมแล้ว แม้ว่าบริบททางเศรษฐกิจ โครงสร้างผู้ลงทุน และระดับพัฒนาการของตลาดหุ้นต่างกัน สิ่งที่มีเหมือนกันคือ แต่ละประเทศไม่ได้มองการฟื้นตลาดหุ้นเป็นเพียงดัชนีหรือสภาพคล่องระยะสั้น แต่มองไปถึงการปรับ “ระบบนิเวศตลาดหุ้น” ทั้งระบบ เพื่อให้ตลาดสามารถทำหน้าที่เป็นแหล่งระดมทุนของเศรษฐกิจจริง และเป็นช่องทางสร้างความมั่งคั่งระยะยาวให้แก่ผู้ลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น

ญี่ปุ่น: ฟื้นตลาดด้วยวินัยตลาดและการสร้างวัฒนธรรมลงทุนระยะยาว

กรณีของญี่ปุ่นสะท้อนแนวทางที่ให้น้ำหนักกับการใช้ “วินัยตลาด” เป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญในการยกระดับบริษัทจดทะเบียน โดยเฉพาะการผลักดันเรื่องการเปิดเผยแผนสร้างมูลค่าบริษัทอย่างจริงจัง ซึ่งกระตุ้นให้บริษัทหันกลับมาพิจารณาการใช้เงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพ (capital efficiency) และคำนึงถึงผลตอบแทนผู้ถือหุ้นและศักยภาพการเติบโตในระยะยาวมากขึ้น ขณะเดียวกัน ญี่ปุ่นยังเดินหน้าปรับปรุงกฎเกณฑ์ด้านบรรษัทภิบาล เพื่อลดปัญหาเชิงโครงสร้าง เช่น cross-shareholding ที่ทำให้แรงกดดันจากผู้ถือหุ้นต่อการยกระดับมูลค่าบริษัทลดลง สำหรับด้านอุปสงค์ ญี่ปุ่นใช้มาตรการจูงใจการออมและการลงทุนผ่านบัญชี NISA (Nippon Individual Savings Account) ควบคู่กับการยกระดับบทบาทของผู้ลงทุนสถาบันตามหลัก Stewardship หรือการพิทักษ์ผลประโยชน์ ของผู้ลงทุน โดยกองทุนบำนาญของรัฐบาลญี่ปุ่นได้ผลักดันให้ผู้จัดการกองทุน engage กับบริษัทจดทะเบียนมากขึ้น แนวทางดังกล่าวสะท้อนว่า ญี่ปุ่นไม่ได้มุ่งเพียง “คนเข้าตลาดมากขึ้น” แต่ต้องการสร้างระบบที่ผู้ลงทุนมีบทบาทในการยกระดับคุณภาพบริษัทไปพร้อมกัน ภาพรวมของญี่ปุ่นจึงเป็นตัวอย่างของประเทศที่ใช้กลไกตลาดและแรงจูงใจเชิงโครงสร้างควบคู่กัน นั่นคือ ฝั่งบริษัทต้องสร้างมูลค่าให้ชัดขึ้น ส่วนฝั่งผู้ลงทุนก็ต้องมีบทบาทเชิงคุณภาพมากขึ้นเช่นกัน

เกาหลีใต้: แก้ปัญหามูลค่าหุ้นต่ำกว่าศักยภาพ ด้วยแพ็คเกจปฏิรูปเชิงรุก

เกาหลีใต้เลือกใช้แนวทางที่เข้มข้นและมีตรวเป็น “แพ็คเกจปฏิรูป” ที่ชัดเจน โดยโจทย์หลัก คือ การแก้ปัญหา Korea Discount หรือราคาหุ้นเกาหลีใต้ถูกประเมินมูลค่าต่ำกว่าศักยภาพเชิงโครงสร้าง ทั้งด้านบรรษัทภิบาล โครงสร้างกลุ่มธุรกิจ และความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน มาตรการสำคัญของเกาหลีใต้จึงครอบคลุมตั้งแต่การผลักดัน Corporate Value-up Program โดยต้องกำหนด KPI ที่ชัดเจน ติดตามผลได้ สร้างแรงจูงใจแก่บริษัท ผ่านการให้

สิทธิประโยชน์ทางภาษี การสนับสนุนเครื่องมือช่วยเหลือ เช่น แนวทางปฏิบัติ (guideline), แม่แบบ (template), และการฝึกอบรม (training) ในการจัดทำและเปิดเผย Corporate Value-up Program นอกจากนี้ยังมีแพลตฟอร์มสำหรับการเปิดเผยข้อมูล เพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถเปรียบเทียบข้อมูลบริษัทได้ง่าย ตลอดจนมีการปฏิรูปกฎหมายและบรรษัทภิบาลเพื่อเพิ่มความคุ้มครองแก่ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย ขณะที่ฝั่งอุปสงค์ เกาหลีใต้ใช้บัญชี ISA (Individual Savings Accounts) เพื่อส่งเสริมการลงทุนระยะยาว พร้อมผลักดันบทบาทของผู้ลงทุนสถาบันบนหลัก Stewardship เช่นเดียวกับญี่ปุ่น แต่มีลักษณะเชิงรุกมากกว่า ในด้านการเชื่อมการลงทุนของสถาบันเข้ากับเป้าหมายการยกระดับมูลค่าของตลาดโดยตรง นอกจากนี้ เกาหลีใต้ยังเตรียมออกบัญชีลงทุนพิเศษ (Reshoring Investment Accounts: RIAs) เพื่อจูงใจให้ผู้ลงทุนรายย่อยขายหุ้นต่างประเทศ แลกเป็นเงินกลับเข้าประเทศ แล้วนำมาลงทุนระยะยาวในหุ้นเกาหลี หากถือการลงทุนตามเงื่อนไขที่กำหนด เช่น อย่างน้อย 1 ปี ก็จะได้รับสิทธิยกเว้นภาษีกำไรจากการขายหุ้นต่างประเทศภายใต้เงื่อนไขและเพดานที่กำหนด

สิ่งที่น่าสนใจของเกาหลีใต้ คือ การฟื้นของตลาดหุ้นถูกออกแบบให้ปฏิรูปหลายด้านพร้อมกัน ไม่ว่าจะเป็นการยกระดับมูลค่าบริษัท การเสริมความคุ้มครองผู้ถือหุ้น และการปรับปรุงคุณภาพของกลไกตลาดโดยรวมให้มีประสิทธิภาพและความน่าเชื่อถือ

สิงคโปร์: ฟื้นตลาดผ่านการแข่งขันเชิงโครงสร้างและการเพิ่มสภาพคล่อง

สิงคโปร์มีจุดเน้นต่างออกไป โดยให้น้ำหนักกับการเพิ่มความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนในฐานะศูนย์กลางการเงินระหว่างประเทศ มาตรการสำคัญจึงกระจายไปในส่วนการให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีเพื่อดึงดูดบริษัทเข้ามาจดทะเบียนใหม่ การปรับสู่ระบบที่เน้นการเปิดเผยข้อมูล (disclosure-based regime) การลดระยะเวลา IPO การรวมศูนย์พิจารณาอนุมัติ IPO ไว้ที่ RegCo (Singapore Exchange Regulation Company) การสนับสนุนบริษัทช่วงเติบโต และการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มากกว่าหนึ่งแห่งพร้อมกัน (dual listing) เพื่อเชื่อมตลาดสิงคโปร์กับต่างประเทศ ในด้านอุปสงค์ สิงคโปร์มีกองทุนสนับสนุนสภาพคล่องและการลงทุนในหุ้นสิงคโปร์ เช่น EQDP รวมถึงมาตรการจูงใจผู้จัดการกองทุนและ Family Office ซึ่งให้บริการการบริหารจัดการสำหรับธุรกิจครอบครัว ให้เข้ามามีบทบาทสร้างสภาพคล่องในหุ้นสิงคโปร์ ขณะเดียวกัน ยังเดินหน้าปรับปรุงโครงสร้างตลาดรอง เช่น หน่วยการซื้อขาย (Board Lot), ผู้ดูแลสภาพคล่อง และมาตรการเพิ่มสภาพคล่องอื่น ๆ เพื่อให้ตลาดน่าสนใจ ทั้งต่อผู้ออกหลักทรัพย์และผู้ลงทุน แนวทางของสิงคโปร์จึงสะท้อนการมองตลาดหุ้นเป็น “แพลตฟอร์มแข่งขันระดับภูมิภาค” ที่ต้องลดอุปสรรคให้มากที่สุด ตั้งแต่ขั้นตอนการเข้าตลาด การระดมทุน และการซื้อขายหลังเข้าจดทะเบียน

ดังนั้น เมื่อมองภาพรวมจะเห็นว่า ญี่ปุ่นเน้นวินัยตลาด เกาหลีใต้เน้นปฏิรูปความเชื่อมั่น และสิงคโปร์มุ่งทำให้ตลาด “ใช้ง่าย คล่องตัว และแข่งขันได้”

ไทย: ยกระดับทั้งคุณภาพบริษัท ความเชื่อมั่น และโครงสร้างตลาด

สำหรับไทย แนวทางที่ดำเนินการอยู่สะท้อนความพยายามยกระดับตลาดทุนในหลายมิติพร้อมกัน ทั้งการเพิ่มคุณภาพบริษัทจดทะเบียน การส่งเสริมการระดมทุนใหม่ การสร้างผู้ลงทุนระยะยาว และการปรับโครงสร้างตลาดให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยฝั่งอุปทาน มีมาตรการสำคัญ เช่น การผลักดัน Corporate Value-up และ JUMP+ การยกระดับการเปิดเผยข้อมูลผ่านเครื่องมืออย่าง Interim MD&A และการส่งเสริมให้ตลาดรองรับบริษัทขนาดเล็กหรือธุรกิจใหม่ได้ดีขึ้น รวมถึงความพยายามเชื่อมโยงนโยบายส่งเสริมการลงทุนของภาครัฐกับตลาดทุนผ่านแนวคิดอย่าง BOI to IPO หรือการดึงดูดบริษัทในอุตสาหกรรมเป้าหมาย (New Economy) เข้าสู่ตลาด ส่วนฝั่งอุปสงค์ มีการผลักดันผ่านกองทุนวายุภักษ์ กองทุนลดหย่อนภาษีและกองทุนที่เชื่อมโยงกับคุณภาพบริษัท เช่น Thai ESG และ Thai ESGX ตลอดจนการพิจารณาขยายฐานผู้ลงทุนระยะยาวผ่านการมีบัญชี TISA ขณะเดียวกัน ยังเริ่มให้นำหนักกับประเด็นสำคัญอย่าง Open Investment Data และการยกระดับความรู้ทางการเงิน ซึ่งจะเป็นโครงสร้างพื้นฐานสำคัญต่อการขยายฐานผู้ลงทุนในระยะยาว ส่วนในมิติยกระดับความเชื่อมั่น ไทยยังให้ความสำคัญกับการยกระดับผู้ประกอบการวิชาชีพในตลาดทุน (Gatekeepers) การใช้ AI และเทคโนโลยีเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการกำกับดูแล ตลอดจนการทบทวน market microstructure เช่น หน่วยการเปลี่ยนแปลงราคาขั้นต่ำ (Tick Size), Board Lot, ผู้ดูแลสภาพคล่อง และการพัฒนาตลาดทุนดิจิทัล ซึ่งทั้งหมดล้วนเชื่อมโยงกับการทำให้ตลาดทุนไทยมีความน่าเชื่อถือและความคล่องตัวมากขึ้น

บทเรียนร่วมจาก 4 ประเทศ: การฟื้นตลาดหุ้นไม่ใช่มาตรการเดียว แต่คือการออกแบบระบบนิเวศใหม่

จากประสบการณ์ทั้ง 4 ประเทศ จะเห็นได้ชัดว่า ไม่มีประเทศใดอาศัยมาตรการเดียวแล้วทำให้ตลาดหุ้นฟื้นตัวได้อย่างยั่งยืน โดยการฟื้นตลาดหุ้นต้องทำงานร่วมกัน 3 มิติ

มิติแรก ยกระดับคุณภาพของ Supply ไม่ว่าจะเป็นการผลักดันให้บริษัทใช้ทุนอย่างมีประสิทธิภาพ เปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส หรือเพิ่มแรงจูงใจให้บริษัทคุณภาพเข้าตลาด

มิติที่สอง สร้าง Demand ที่มีคุณภาพและระยะยาว ผ่านบัญชีลงทุนพิเศษ สิทธิประโยชน์ทางภาษี กองทุนระยะยาว หรือการผลักดันบาทผู้ลงทุนสถาบันให้เป็นผู้ลงทุนเชิง Stewardship มากขึ้น

มิติที่สาม ปรับโครงสร้างตลาดและกฎเกณฑ์ให้เอื้อต่อการแข่งขันและความเชื่อมั่น เช่น การลดอุปสรรค (friction) ของ IPO การเพิ่มสภาพคล่อง การคุ้มครองผู้ถือหุ้นส่วนน้อย การพัฒนาโครงสร้างตลาด (Market Microstructure) และการใช้เทคโนโลยีเพิ่มประสิทธิภาพการกำกับดูแล

สำหรับการ “ฟื้นตลาดให้ได้” ของไทยในระยะต่อไป ต้องเดินหน้าควบคู่กันทั้งการสร้างมูลค่า (Value) การเสริมความเชื่อมั่น (Trust) และการขยายการเข้าถึง (Access) พร้อมอาศัยความร่วมมือจากผู้มีส่วนเกี่ยวข้องทุกภาคส่วน (Stakeholders) เพื่อให้การปฏิรูปเกิดผลอย่างเป็นรูปธรรม โดยไทยได้จัดตั้งคณะทำงานเพื่อพิจารณามาตรการปฏิรูปตลาดทุนไทย (Taskforce) และออก “ชุดมาตรการสร้างเสน่ห์ตลาดหุ้นไทย” โดยโจทย์สำคัญคือการทำให้มาตรการต่าง ๆ ทำงานเชื่อมกันอย่างเป็นระบบมากขึ้นทั้งฝั่ง supply และ demand ที่ต้องทำให้บริษัทคุณภาพอยากเข้าตลาดและยกระดับมูลค่าตนเอง ขณะที่ต้องช่วยดึงเงินลงทุนระยะยาวเข้าสู่ตลาดอย่างต่อเนื่อง และมาตรการเชิงโครงสร้างต้องทำให้ตลาดมีความน่าเชื่อถือ โปร่งใส และมีสภาพคล่องเพียงพอ

กล่าวอีกนัยหนึ่ง การฟื้นตลาดหุ้นไทย (Revitalize) ต้องไม่ใช่การ “กระตุ้น” ในระยะสั้น แต่เป็นการ “ออกแบบตลาดหุ้นไทยรอบใหม่” ให้สามารถสร้างมูลค่า ระดมทุน และรองรับเศรษฐกิจยุคใหม่ได้พร้อมกัน หากทำได้สำเร็จ ตลาดหุ้นไทยจะไม่ได้เป็นเพียงพื้นที่ซื้อขายหลักทรัพย์ แต่จะกลับมาเป็นกลไกสำคัญของการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะยาวอย่างยั่งยืนต่อไป

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)

“ก.ล.ต. ดูแลตลาดทุน เพื่อให้คุณมั่นใจ”