

## แปรสภาพตลาดหลักทรัพย์ ถึงไม่เดินหน้า แต่มีคำถามให้ช่วยกันคิด

โดย นางทิพย์สุดา ถาวรอมร

ผู้ช่วยเลขาธิการอาวุโส สำนักงาน ก.ล.ต.

เป็นที่ชัดเจนแล้วว่าคุณกิตติรัตน์ ณ ระนอง รองนายกรัฐมนตรี และรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง ประกาศนโยบายว่าจะไม่แปรสภาพตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพราะไม่เห็นความจำเป็น เป็นอันว่าเรื่องนี้จะไม่เกิดขึ้นอีกแล้วอย่างน้อยก็ภายใต้รัฐบาลชุดนี้

เนื่องจากเรื่องนี้มีทั้งคนที่เห็นด้วยและไม่เห็นด้วยจำนวนมาก และสมาชิกของทั้ง 2 ฝ่ายก็ล้วนแต่คนในวงการที่มีเจตนาติดต่อตลาดหลักทรัพย์กันทั้งนั้น ถ้าใครกำลังเลือกอยู่ว่าจะเห็นด้วยกับฝ่ายไหนดี น่าจะมาทำความเข้าใจเบื้องหลังที่เป็นประเด็นสำคัญของร่างกฎหมายฉบับนี้ดูหน่อยก่อน เมื่อเข้าใจอย่างถ่องแท้แล้ว จะเลือกข้างไหนก็ไม่เป็นไร

ในครั้งที่ ก.ล.ต. เสนอร่างกฎหมายฉบับนี้ต่อกระทรวงการคลังตั้งแต่ปี 2551 แนวคิดหลักคือการตั้งคำถามเชิงนโยบาย 3 เรื่อง คือ (1) ยังจำเป็นต้องรักษาสถานะการผูกขาดของตลาดหลักทรัพย์ไว้ต่อไปหรือไม่ หรือควรเปิดให้มีคู่แข่งได้ (2) การส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ควรจะให้ผูกขาดอยู่ในวงของบริษัทหลักทรัพย์ในไทยเท่านั้นหรือไม่ และ (3) โครงสร้างอำนาจการตัดสินใจเพื่อบริหารกิจการของตลาดหลักทรัพย์ที่เหมาะสม ควรเป็นอย่างไร

คำถามแรก ยังจำเป็นต้องรักษาสถานะการผูกขาดของตลาดหลักทรัพย์ไว้ต่อไปหรือไม่

กฎหมายปัจจุบันไม่เปิดโอกาสให้ใครมาแข่งกับตลาดหลักทรัพย์ได้ และก็มีผู้สนับสนุนว่าไม่เห็นจำเป็นต้องให้มีตลาดหลักทรัพย์อีกแห่งในประเทศไทยในเมื่อทุกวันนี้ก็ต้องแข่งกับตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศอยู่แล้ว ในประเด็นนี้ ก.ล.ต.มองว่า แนวโน้มการแข่งขันระหว่างตลาดหลักทรัพย์ต่างๆในโลกรุนแรงขึ้นเรื่อยๆ และในเมื่อประเทศไทยยังต้องพึ่งพาเงินลงทุนจากต่างประเทศอยู่มาก ตลาดหลักทรัพย์ไทย จึงหลีกเลี่ยงไม่พ้นที่จะต้องแข่งขันกับตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศในการดึงดูดเงินทุนจากนักลงทุนทั่วโลก และจากประสบการณ์ที่เกิดขึ้นแล้วในต่างประเทศก็เห็นได้ชัดว่าการแข่งขันในรูปแบบต่างๆจะนำมาซึ่งประสิทธิภาพ ดังนั้น ในร่างกฎหมายจึงเปิดโอกาสให้มีการแข่งขันทั้งจากตลาดหลักทรัพย์อื่นหรือระบบซื้อขายหลักทรัพย์อื่นเกิดขึ้นได้เพื่อเป็นทางเลือกให้กับผู้ลงทุนและผู้ระดมทุน และการเปิดให้มีการแข่งขันนี้

จะกระตุ้นให้ตลาดหลักทรัพย์ต้องพัฒนาประสิทธิภาพและการให้บริการอย่างต่อเนื่องซึ่งจะเป็นผลดีต่อ  
ผู้ใช้บริการ ทั้งผู้ลงทุนและผู้ระดมทุน และช่วยให้แข่งขันกับต่างประเทศได้ด้วย

คำถามที่สอง การส่งคำสั่งซื้อขายควรจะให้ผูกขาดอยู่ในวงของบริษัทหลักทรัพย์ในไทยเท่านั้น  
หรือไม่

แต่ก่อนนี้ ตลาดหลักทรัพย์ทุกแห่งก็มีการออกข้อบังคับจำกัดให้ต้องส่งคำสั่งซื้อขายผ่านสมาชิกของ  
ตนเท่านั้น และมีการจำกัดจำนวนสมาชิก ทำให้ค่าความเป็นสมาชิก (หรือที่เรียกกันว่า seat) นั้นมีค่ามาก แต่  
ต่อมาเมื่อตลาดทั้งหลายมีคู่แข่งมากๆ ก็จำเป็นต้องเปิดทางให้ผู้อื่นเข้าถึงระบบซื้อขายได้กว้างขวางขึ้น จึงเป็น  
ที่มาของการแปรสภาพตลาดหลักทรัพย์จากคลับของโบรกเกอร์มาเป็นบริษัท แยกสิทธิความเป็นเจ้าของ (ที่  
ต้องการให้มีผู้เข้ามาใช้บริการมาก) ออกจากสิทธิในการเป็นผู้ใช้ระบบ (ที่ย่อมต้องการรักษาสิทธิพิเศษไว้)

สำหรับประเทศไทย ข้อจำกัดนี้ไม่ได้อยู่แค่ระดับข้อบังคับตลาด แต่ผูกไว้อย่างแน่นหนาใน  
กฎหมายว่าการส่งคำสั่งซื้อขายจะต้องทำผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกเท่านั้น หมายความว่า ผู้ลงทุนที่  
ไม่ใช่บริษัทหลักทรัพย์ หรือบริษัทหลักทรัพย์ที่ทำธุรกิจในประเทศอื่น (ซึ่งไม่ถือเป็นบริษัทหลักทรัพย์ตาม  
กฎหมายไทย) ไม่สามารถส่งคำสั่งโดยตรงได้ ซึ่งเป็นอุปสรรคในการเชื่อมโยงตลาดต่างประเทศ ยกตัวอย่าง  
เช่น หากผู้ลงทุนต่างชาติต้องการส่งคำสั่งซื้อขายหุ้นไทยผ่าน ASEAN Linkage ซึ่งเป็น โครงการเชื่อมโยง  
ระบบการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ ในอาเซียน จะต้องส่งผ่านโบรกเกอร์ในไทยอีกชั้นหนึ่ง ซึ่งแม้ดู  
เหมือนจะเป็นประโยชน์กับโบรกเกอร์ไทยแต่ก็ทำให้ผู้ลงทุนมีต้นทุนเพิ่มโดยไม่จำเป็น และทำให้การซื้อ  
ขายหุ้นในตลาดไทยน่าสนใจน้อยลงเมื่อเทียบกับตลาดที่ไม่มีข้อจำกัดนี้ ร่างกฎหมายฉบับนี้จึงยกเลิก  
ข้อจำกัดนี้ออกไป เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์สามารถเปิดช่องทางเข้าถึงระบบซื้อขายโดยตรงให้กว้างขวาง  
ขึ้นได้หากเห็นว่าควรดำเนินกลยุทธ์เช่นนั้น

คำถามที่สาม โครงสร้างอำนาจการตัดสินใจเพื่อบริหารกิจการของตลาดหลักทรัพย์ที่เหมาะสม  
ควรเป็นอย่างไร

มีผู้เห็นว่าโครงสร้างปัจจุบันของตลาดหลักทรัพย์ที่มีลักษณะเป็นนิติบุคคลเฉพาะตามกฎหมาย และ  
ไม่แสวงหากำไรนั้นคืออยู่แล้ว และโครงสร้างของคณะกรรมการตลาดที่ครั้งหนึ่งมาจากบริษัทหลักทรัพย์  
สมาชิกเป็นผู้เลือก และอีกครั้งหนึ่งมาจาก ก.ล.ต. แต่งตั้งนั้น ก็มีความสมเหตุสมผลแล้ว หากแปรสภาพเป็น  
บริษัทที่แสวงหากำไรแล้ว ก็อาจขึ้นราคาจนทำให้ผู้ใช้บริการเดือดร้อน นอกจากนี้ ยังหวังว่าตลาดไทยยังมี

ขนาดเล็ก อาจถูกรอบงำกิจการได้ง่ายจากผู้ถือหุ้นใหญ่ที่เป็นสถาบันการเงิน บริษัทหลักทรัพย์ หรือ ตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ

ในประเด็นนี้ ก.ล.ต. เห็นว่า ในเมื่อตลาดหลักทรัพย์ อยู่ในธุรกิจที่มีการแข่งขันสูงและมีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วอยู่ตลอดเวลา การมีรูปแบบการบริหารจัดการทางธุรกิจที่คล่องตัว และพร้อมจะแข่งขันกับตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศน่าจะเป็นประโยชน์มากกว่า โครงสร้างปัจจุบัน ที่มีบอร์ดครั้งหนึ่งมาจากบริษัทสมาชิกที่อาจจะคำนึงถึงผลประโยชน์ของสมาชิกด้วยกันเองก่อนและอีกครั้งหนึ่งที่มาจากการซึ่งอาจจะไม่ได้เป็นผู้เชี่ยวชาญในธุรกิจนี้โดยตรง

สำหรับข้อกังวลอื่นๆ ไม่ว่าจะเป็นการถูกรอบงำงานไม่ตอบโจทย์ผู้มีส่วนได้เสียทั่วถึง หรือปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างหน้าที่ในการกำกับดูแลสมาชิกกับวัตถุประสงค์ในเชิงพาณิชย์ นั้น ร่างกฎหมายฉบับนี้ได้ป้องกันไว้แล้วโดยการจำกัดสัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลใดๆ ในตลาดหลักทรัพย์ไว้เพียงไม่เกิน 5% เท่านั้นและยังจำกัดสัดส่วนการถือหุ้นของต่างชาติไว้ด้วย นอกจากนี้ หากในอนาคตตลาดหลักทรัพย์ต้องการที่จะนำหุ้นของตนไปจดทะเบียนซื้อขายในตลาด ก็ต้องให้ ก.ล.ต. เป็นผู้กำกับดูแล เพื่อความโปร่งใส

ส่วนข้อกังวลที่ว่าตลาดหลักทรัพย์จะมุ่งแต่แสวงหากำไรจนผู้ร่วมตลาดเดือดร้อนนั้น หากธุรกิจมีการแข่งขัน ไม่ผูกขาด กรณีดังกล่าวคงเกิดขึ้นได้ยาก

นอกจากนี้ ประเด็นที่ห่วงกันว่าฝ่ายที่คิดจะแปรสภาพตลาดเพราะต้องการนำทรัพย์สินที่มีอยู่จำนวนมากมาแบ่งกันนั้น ก็ไม่ได้เป็นความจริง เพราะร่างกฎหมายกำหนดว่า ถ้ามีการแปรสภาพตลาดแล้ว จะมีกองทุนพัฒนาตลาดทุนเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ โดยมีคณะกรรมการที่มาจากทั้งภาคเอกชนและทางการ มีหน้าที่พัฒนาองค์ความรู้ บุคลากร ตลอดจนโครงสร้างพื้นฐานที่จำเป็นต่อตลาดทุน เพื่อให้แน่ใจว่างานพัฒนาที่สำคัญๆ จะยังเกิดขึ้นได้อย่างต่อเนื่อง ซึ่งในตลาดอื่นที่มีการแปรสภาพแล้วก็มีการจัดตั้งกองทุนลักษณะนี้เช่นเดียวกัน เช่น ในมาเลเซียและสิงคโปร์

การตัดสินใจไม่แปรสภาพตลาดหลักทรัพย์และถอนร่างกฎหมายเป็นอำนาจของรัฐมนตรี ถือว่าจบไปแล้ว บทความนี้ไม่ได้มีวัตถุประสงค์จะรื้อฟื้นให้มีการตัดสินใจใหม่ในขณะนี้ เพราะเชื่อว่าผู้มีอำนาจตัดสินใจก็คงทำไปด้วยเจตนาที่ดี บทความนี้เพียงต้องการบันทึกเหตุผลและแนวคิดในเชิงนโยบายที่แท้จริงที่อยู่เบื้องหลังการผลักดันร่างกฎหมายดังกล่าวไว้ให้ชัดเจนและเป็นประโยชน์แก่ผู้ที่สนใจจะศึกษาให้ลึกซึ้งต่อไป