

รายงานฉบับสมบูรณ์

โครงการ ยกระดับประสิทธิภาพและการเพิ่มขีดความสามารถ
ในการแข่งขันของตลาดทุนไทย

เสนอต่อ

มูลนิธิสถาบันอนาคตไทยศึกษา

โดย

สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย

ตุลาคม 2564

สารบัญ

บทที่ 1: บทนำ.....	1
1.1 ที่มาและความสำคัญ	1
1.2 วัตถุประสงค์.....	1
1.3 ขอบเขตการศึกษา.....	2
1.4 กรอบแนวคิด.....	2
1.5 ระเบียบวิธีวิจัย	5
บทที่ 2: การศึกษาบทบาทของประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทย	7
2.1 การศึกษาข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับขอบเขตการเพิ่มประสิทธิภาพของตลาดทุนของประเทศไทย ผ่านการ ทบทวนวรรณกรรมและเก็บรวบรวมข้อมูลทางสถิติ	7
2.2 การศึกษาข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับขอบเขตการเพิ่มประสิทธิภาพของตลาดทุนของประเทศไทย ผ่านการ สัมภาษณ์เชิงลึก	80
2.3 บทสังเคราะห์ประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทย	82
บทที่ 3: แบบจำลองการวัดผลและจำลองผลกระทบของนโยบายที่เกี่ยวข้องกับต้นทุนและภาษีในตลาดทุนไทย ต่อประสิทธิภาพของตลาดทุน รวมถึงต่อเครื่องชี้วัดภาคเศรษฐกิจจริง.....	104
3.1 กรอบแนวคิด.....	104
3.2 มาตรการเป้าหมายในการประเมินผลกระทบ	111
3.3 ผลการประมาณการผลกระทบที่เกี่ยวข้องต่อประสิทธิภาพของตลาดทุน และต่อภาคเศรษฐกิจจริง .	114
บทที่ 4: ข้อเสนอแนะ (Policy Options) การเพิ่มประสิทธิภาพของตลาดทุน	133
เอกสารอ้างอิง.....	143
ภาคผนวก ก: รายชื่อผู้ที่ให้สัมภาษณ์	145
ภาคผนวก ข: สรุปการสัมภาษณ์ ฉบับย่อ (รายละเอียด).....	147
ภาคผนวก ค: จำนวนผู้ที่ได้รับใบอนุญาตในปัจจุบัน	183

บทที่ 1: บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญ

ตลาดทุน (Capital Market) เป็นเครื่องยนต์หลักหนึ่งในการพัฒนาประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งตลาดทุนมีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศอย่างมาก ดังจะเห็นจากประเทศที่พัฒนาแล้วส่วนใหญ่ อาทิ สหรัฐอเมริกา อังกฤษ ประเทศต่างๆในยุโรปหรือสิงคโปร์ ล้วนมีระบบเศรษฐกิจที่พึ่งพาตลาดทุนเป็นหลัก โดยมีมูลค่าตลาดทุนสูงกว่ามูลค่าของ GDP หลายเท่า สำหรับประเทศไทย ตลาดทุนไทยอยู่ในช่วงที่กำลังเติบโต และมีโอกาสในการยกระดับไปได้อีกมาก

ทั้งนี้เพื่อให้เกิดการเพิ่มประสิทธิภาพของตลาดทุนไทยอันเป็นกลไกหลักสำคัญ มูลนิธิสถาบันอนาคตไทยศึกษา (Thailand Future Foundation) จึงเห็นควรทำการศึกษาต้นตอและปัจจัยที่มีผลกระทบต่อระดับของประสิทธิภาพของตลาดทุนไทย รวมทั้งศึกษาวิจัยเชิงลึกโดยการวัดผลและจำลองผลกระทบของนโยบายที่เกี่ยวข้องกับต้นทุนและภาษีในตลาดทุนต่อประสิทธิภาพของตลาดทุน รวมถึงต่อเครื่องชี้วัดภาคเศรษฐกิจจริง เพื่อนำไปสู่ข้อเสนอแนะแนวทางในการยกระดับประสิทธิภาพและการเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน (Efficiency and Competitiveness) ของตลาดทุนไทยในประเด็นที่สำคัญ ให้สามารถก้าวสู่ตลาดทุนในระดับภูมิภาค

1.2 วัตถุประสงค์

โครงการนี้มีวัตถุประสงค์ 3 ข้อ ดังนี้

1. เพื่อศึกษาและทบทวนสถานการณ์ตลาดทุนไทยด้านประสิทธิภาพและขีดความสามารถในการแข่งขัน
2. เพื่อศึกษาวิจัยเชิงลึกโดยการวัดผลและจำลองผลกระทบของนโยบายที่เกี่ยวข้องกับต้นทุนและภาษีในตลาดทุนไทยต่อประสิทธิภาพของตลาดทุน รวมถึงต่อเครื่องชี้วัดภาคเศรษฐกิจจริง
3. เพื่อเสนอแนะแนวทางในการยกระดับประสิทธิภาพและการเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน (Efficiency and Competitiveness) ของตลาดทุนไทยในประเด็นที่สำคัญ ให้สามารถก้าวสู่ตลาดทุนในระดับภูมิภาค

1.3 ขอบเขตการศึกษา

โครงการนี้ได้มีการระบุขอบเขตการศึกษา ดังนี้

1. ศึกษานโยบาย ข้อกำหนด ระบบภาษี และข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับขอบเขตการเพิ่มประสิทธิภาพของตลาดทุนของประเทศไทย และทำการศึกษาด้านต่อและปัจจัยที่มีผลกระทบต่อระดับประสิทธิภาพของตลาดทุนไทย และเปรียบเทียบกับต้นทุนชั้นนำของโลกและตลาดทุนในภูมิภาคในทุกมิติ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มปัจจัย ที่มีผลต่อประสิทธิภาพของตลาดทุนโดยตรง
2. สัมภาษณ์เชิงลึก/จัดเวทีระดมความคิดเห็นภาคส่วนที่เกี่ยวข้องอย่างน้อย 20 ท่านเพื่อค้นหาปัจจัยสำคัญทางด้านต้นทุนและภาษีที่กระทบต่อระดับประสิทธิภาพและการเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทย
3. วิจัยเชิงลึกด้วยแบบจำลองการวัดผลและจำลองผลกระทบของนโยบายที่เกี่ยวข้องกับต้นทุนและภาษีในตลาดทุนไทยต่อประสิทธิภาพของตลาดทุน รวมถึงต่อเครื่องชี้วัดภาคเศรษฐกิจจริง โดยประเมินผลการเปลี่ยนแปลงจากปัจจัยทางด้านต้นทุนและภาษี อย่างน้อย 2 ปัจจัย
4. จัดทำรายงานสรุปข้อเสนอแนะ Policy Options การเพิ่มประสิทธิภาพตลาดทุน

1.4 กรอบแนวคิด

ตลาดทุน (Capital Market) ตามนิยามของ ธนาคารแห่งประเทศไทย จะหมายถึงแหล่งเพื่อการระดมทุนและการลงทุนระยะยาวกว่า 1 ปี ซึ่งแยกย่อยออกได้ตามประเภทของตราสารหรือสิทธิที่ผู้ลงทุนได้รับ โดยตลาดหลักทรัพย์เป็นช่องทางการระดมทุนของภาคธุรกิจผ่านการออกจำหน่ายหุ้นสามัญ โดยนักลงทุนมีฐานะเป็นเจ้าของ และตลาดตราสารหนี้ ซึ่งผู้ลงทุนมีฐานะเป็นเจ้าของนี้ โดยตราสารที่ใช้ซื้อขายแลกเปลี่ยนมีทั้งพันธบัตรรัฐบาลที่ภาครัฐเป็นผู้ออกและหุ้นกู้ระยะยาวที่ภาคเอกชนเป็นผู้ออก

สำหรับสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง ได้ให้นิยามของตลาดทุน ว่าเป็นแหล่งระดมเงินออมระยะยาวและให้สินเชื่อระยะยาวตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไป ได้แก่ เงินฝากประจำ หุ้นกู้ หุ้นสามัญ และพันธบัตรของรัฐบาลและเอกชน แบ่งเป็นตลาดสินเชื่อทั่วไปและตลาดหลักทรัพย์ ตลาดสินเชื่อทั่วไปประกอบไปด้วย ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุน ส่วนตลาดหลักทรัพย์แบ่งเป็นตลาดแรกและตลาดรอง ตลาดแรกคือตลาดที่ซื้อหลักทรัพย์ออกใหม่ เป็นการซื้อหลักทรัพย์ที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ได้รับเงินทุนจากผู้ซื้อหลักทรัพย์ใหม่ ในขณะที่ตลาดรองจะเป็นตลาดที่ซื้อขายหลักทรัพย์เก่า เป็นการเปลี่ยนมือระหว่างผู้ถือหลักทรัพย์ ตลาดรองมีบทบาทสำคัญคือ ทำหน้าที่เกื้อกูลตลาดแรกเพราะทำให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์ในตลาดแรกมีความมั่นใจว่าจะสามารถแลกเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ สถาบันของตลาดทุนที่สำคัญ คือ ธนาคารพาณิชย์ (สำหรับสินเชื่อระยะเวลา 1 ปีขึ้นไป) บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทประกันชีวิต เป็นต้น

นิยามข้างต้น สามารถนำมาวิเคราะห์เพื่อถอดออกมาเป็นกรอบแนวคิดในเรื่องของขอบเขตของตลาดทุน (รูปที่ 1-1) ซึ่งสามารถอธิบายได้ดังนี้

ตลาดทุนคือ ตัวกลางในการเชื่อมโยงระหว่างกลุ่มคนออมเงินที่มีเงินออมและต้องการลงทุนมากกว่า 1 ปี กับกลุ่มผู้ต้องการเงินทุน ซึ่งได้แก่ ภาคธุรกิจและภาครัฐที่ต้องการเงินไปใช้ในกิจกรรมทางธุรกิจหรือของภาครัฐ

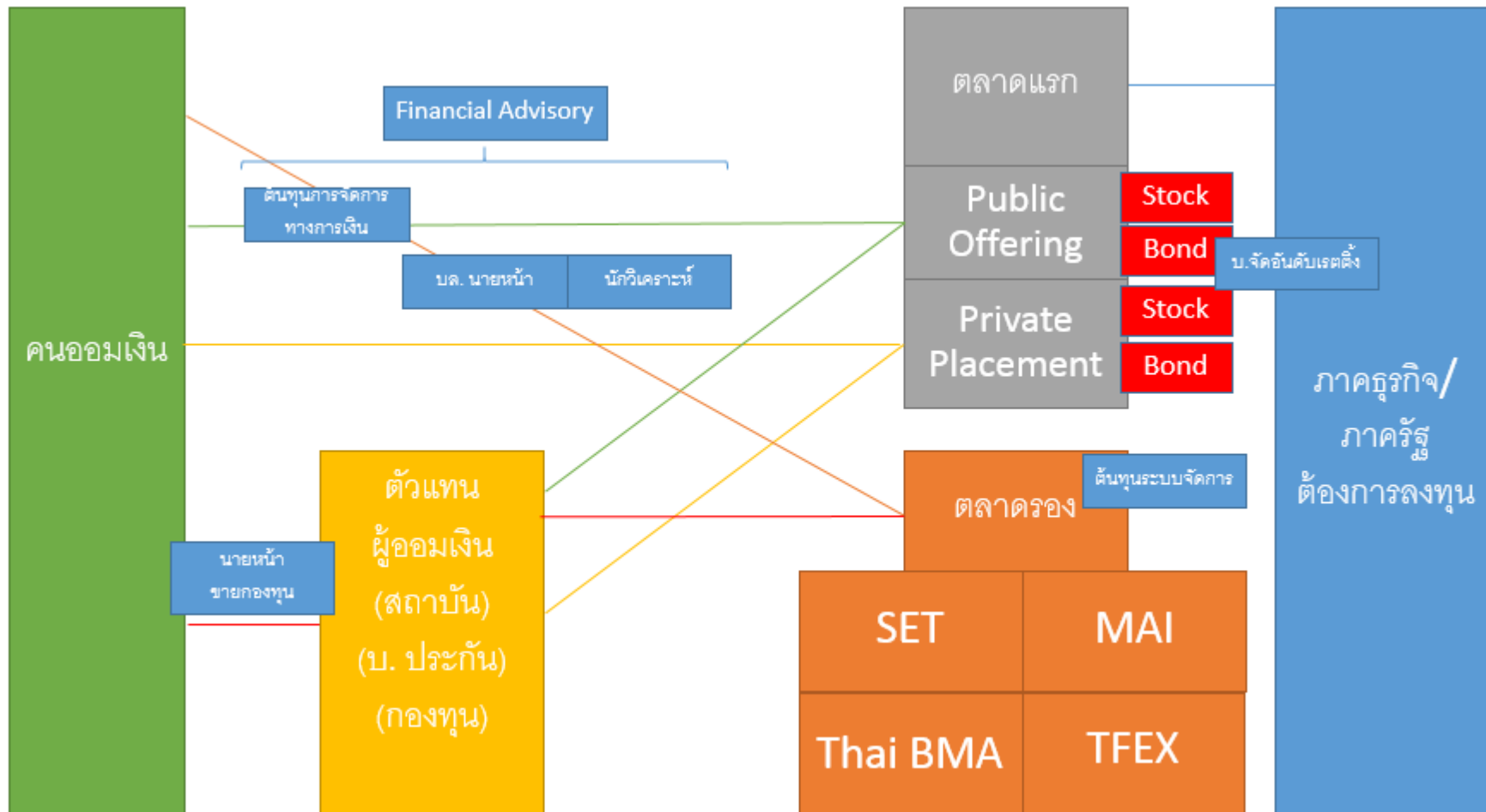
ในมุมมองของกลุ่มผู้ต้องการเงินทุน จะอาศัยตลาดทุนในการระดมทุนได้ใน 2 รูปแบบ คือ รูปแบบการร่วมทุนโดยนักลงทุนมีฐานะเป็นเจ้าของร่วม หรือ รูปแบบการกู้ยืมระยะยาวที่นักลงทุนมีฐานะเป็นเจ้าหนี้ ซึ่งในภาคปฏิบัติจะสามารถแบ่งรูปแบบการนำเสนอขายได้เป็นหลากหลายรูปแบบ เช่น การขายให้กับกลุ่มบุคคลในวงจำกัด (Private Placement) หรือการขายให้กับประชาชน (Public Offering)¹ ทั้งนี้ ไม่ว่าจะขายในรูปแบบใดก็ตาม จะมีตัวกลางที่สำคัญ คือ กลุ่มธุรกิจที่ให้คำปรึกษาทางการเงิน (Financial Advisory) ซึ่งทำหน้าที่ทั้งในการเป็นนายหน้า การวิเคราะห์ทางการเงิน และการจัดการธุรกรรมทางการเงิน และบริษัทจัดอันดับเรตติ้ง ที่ทำหน้าที่สนับสนุนข้อมูลทำให้ผู้ลงทุนสามารถประเมินความเสี่ยงและเลือกลงทุนที่เหมาะสมกับตนเองได้ดียิ่งขึ้น

ในฝั่งของกลุ่มคนออมเงิน การลงทุนสามารถที่จะดำเนินการได้ด้วยตนเองโดยตรง หรือเป็นการลงทุนผ่านตัวแทนของผู้ออมเงิน เช่น กลุ่มสถาบัน กลุ่มกองทุน หรือบริษัทประกัน โดยมีตัวกลางประเภทใหม่ที่เป็นที่นิยมในปัจจุบัน คือ กลุ่มนายหน้าขายกองทุน ที่ทำหน้าที่เป็นผู้ชำนาญในการเลือกตัวของผู้ออมเงินอีกทีหนึ่ง

นอกจากการลงทุนโดยตรงผ่านตลาดแรกแล้ว ตลาดทุนยังประกอบไปด้วยตลาดที่สำคัญ คือ ตลาดรองที่ทำหน้าที่ในการแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์และสิทธิความเป็นเจ้าหนี้ โดยมีตลาดที่สำคัญ คือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ตลาดแลกเปลี่ยนพันธบัตร (Thai BMA) และตลาดซื้อขายล่วงหน้า (TFEX) ซึ่งทั้ง 4 ตลาดต่างก็มีต้นทุนสำคัญคือ ต้นทุนของระบบการจัดการเพื่อให้เกิดการแลกเปลี่ยนดังกล่าวขึ้น

¹ https://www.set.or.th/th/regulations/simplified_regulations/increase_capital_p1.html

รูปที่ 1-1: กรอบแนวคิดเกี่ยวกับภาพรวมของตลาดทุน



ที่มา: ประมวลโดยคณะผู้วิจัย

1.5 ระเบียบวิธีวิจัย

การศึกษาในเรื่องของประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทย จะแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ขั้นตอนหลัก ดังต่อไปนี้

ขั้นตอนที่ 1: การศึกษานโยบาย ข้อกำหนด ระบบภาษี และข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับขอบเขตการเพิ่มประสิทธิภาพของตลาดทุนของประเทศไทย

ในขั้นตอนนี้จะเป็นการวิเคราะห์ถึงประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทยในปัจจุบันโดยอาศัยข้อมูลจาก 3 แหล่งที่สำคัญ ดังนี้

1.1 การประเมินประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขัน โดยอ้างอิงจากการทบทวนวรรณกรรมเป็นการศึกษาทบทวนผลการประเมินประสิทธิภาพของตลาดทุนไทยจากงานวิจัย บทความ บทวิเคราะห์ที่เกี่ยวข้อง เช่น ผลการประเมินโดย SET ผลการประเมินโดย กสท. รวมไปถึงผลการประเมินโดยองค์กรต่างประเทศ

1.2 การประเมินประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันจากการเก็บข้อมูลทางสถิติ จะเป็นการรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิที่สะท้อนถึงความสามารถทางการแข่งขันทั้งทางตรงและทางอ้อม อาทิ เช่น มูลค่าขนาดของตลาดเทียบกับ GDP (สะท้อนประสิทธิภาพทางอ้อม) ต้นทุนและภาษีที่สำคัญที่เกี่ยวข้อง (สะท้อนความสามารถในการแข่งขันโดยตรง)

1.3 การประเมินประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันจากความเห็นของผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้อง ซึ่งแยกเป็น 5 กลุ่มหลัก ได้แก่ กลุ่มผู้ออมเงิน กลุ่มธุรกิจที่ต้องการเงินทุน ตัวกลางที่เกี่ยวข้องกับการระดมทุน หน่วยงานกำกับดูแล และภาควิชาการ

ทั้ง 3 แหล่งข้อมูลจะถูกนำมาสังเคราะห์ เพื่อสรุปเป็นกรอบประเด็นว่านโยบาย ข้อกำหนด และระบบภาษีใดที่มีความสำคัญและส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทยในระดับที่สูง ซึ่งคณะผู้วิจัยจะเลือกมาทำการวิเคราะห์ไม่น้อยกว่า 2 กรอบประเด็น

ขั้นตอนที่ 2: การวิจัยเชิงลึกด้วยแบบจำลองการวัดผลและจำลองผลกระทบของนโยบายที่เกี่ยวข้องกับต้นทุนและภาษีในตลาดทุนไทยต่อประสิทธิภาพของตลาดทุน รวมถึงต่อเครื่องชี้วัดภาคเศรษฐกิจจริง

การวิจัยในส่วนนี้จะเป็นการนำเอากรอบประเด็นที่เลือกในขั้นตอนแรก มาทำการวิเคราะห์เชิงลึกโดยอาศัยแบบจำลอง ซึ่งมีขั้นตอนการดำเนินการดังนี้

2.1 การประเมินผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงนโยบาย ข้อกำหนดและระบบภาษีต่อพฤติกรรมของกลุ่มผู้ออมเงินและ กลุ่มธุรกิจที่ต้องการเงินทุน

การวิเคราะห์จะอาศัยการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนที่เกิดขึ้นจริง (implied cost) ที่เกิดขึ้นกับทั้ง 2 กลุ่ม กับพฤติกรรมการออมและการลงทุน อาทิ เช่น ต้นทุนที่ลดลงจะทำให้ผู้ออมได้รับผลตอบแทนเพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ยร้อยละ 1 ก็จะเป็น incentive ที่จะทำให้อุปทานของเงินทุนมีเพิ่มขึ้น หรือ ต้นทุนที่ลดลงทำให้ธุรกิจมีต้นทุนในการกู้ยืมลดลง ซึ่งจะทำให้ธุรกิจมีอุปสงค์ต่อการกู้ยืมเงินมากขึ้น เป็นต้น (ขึ้นกับผลการประเมินความเหมาะสมของคณะผู้วิจัย ซึ่งอาจจะเลือกวิธีการอื่นมาทดแทนที่มีความเหมาะสมมากกว่าได้)

ฐานข้อมูลที่ใช้ในการประเมิน จะอาศัยฐานข้อมูลผู้ฝากเงินในธนาคารพาณิชย์เป็น proxy เพื่อวิเคราะห์ sensitivity ของอุปทานของเงินทุนต่อผลตอบแทนในการออม ในขณะที่การประเมินในฝั่งของธุรกิจจะอาศัยการประเมินต้นทุนทางการเงิน (implied cost of capital) ต่อพฤติกรรมกู้เงิน โดยมีฐานข้อมูลที่สำคัญ คือ ฐานข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทย และฐานข้อมูลของธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์และตลาด เอ็ม เอ ไอ และ/หรือ ข้อมูลทุติยภูมิอื่นๆ

2.2 การประเมินผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริง

การเชื่อมโยงกับภาคเศรษฐกิจจริง จะมีวิธีการที่วิเคราะห์ได้หลากหลายวิธี ซึ่งแต่ละวิธีจะมีจุดแข็งและจุดอ่อนที่แตกต่างกัน ในงานวิจัยชิ้นนี้จะพิจารณา 2 แบบจำลองเป็นพื้นฐานในการประเมินผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริง ดังนี้

2.2.1 แบบจำลองการเชื่อมโยงภาคตลาดทุนกับภาคเศรษฐกิจจริงอย่างง่าย จะอาศัยการเชื่อมโยงขนาดของตลาดทุนกับตลาดของเศรษฐกิจจริง ผ่านแบบจำลองเศรษฐกิจมิติ เช่น การใช้ Econometric Growth Model โดยอาศัยขนาดของตลาดทุนเป็นหนึ่งในปัจจัยในการอธิบายอัตราเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

การพัฒนาแบบจำลองในหัวข้อ 2.2.1 จะเป็นการพัฒนาตามงานวิจัยของ Durlauf (1998)

2.2.2 แบบจำลองการเชื่อมโยงตลาดทุนกับภาคเศรษฐกิจ ผ่านการสร้างแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาค (Keynesian Macroeconometric Model) ซึ่งทำการขยายตัวแปรในสมการการลงทุน และสมการการบริโภค (การออม) ของผู้บริโภค ให้มีภาคตลาดทุนเข้าไปร่วมด้วย แล้วทำ policy simulation ผ่านการ shock ตัวแปรที่เกี่ยวข้องในแบบจำลอง ซึ่งวิเคราะห์มาจากขั้นตอนที่ 1 และขั้นตอนที่ 2.2.1

การพัฒนาแบบจำลองในหัวข้อ 2.2.2 จะเป็นการพัฒนาแบบจำลองในบริบทของประเทศไทย โดยอาศัยแบบจำลองต้นแบบของธนาคารแห่งประเทศไทย (2008)

ท้ายที่สุด คณะผู้วิจัยจะเลือกแบบจำลองที่ใช้ในการประเมินผลกระทบเพียง 1 แบบจำลองเพื่อนำเสนอในรายงาน โดยเลือกจากแบบจำลองที่สามารถสะท้อนผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริงได้ดีที่สุด

บทที่ 2: การศึกษาทบทวนประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทย

ในบทนี้จะเป็นการศึกษาข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับขอบเขตการเพิ่มประสิทธิภาพของตลาดทุนของประเทศไทย ซึ่งแยกการศึกษาออกเป็น การศึกษาผ่านการรวบรวมวรรณกรรมและการเก็บรวบรวมข้อมูลทางสถิติ และการศึกษาผ่านการสัมภาษณ์ผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้อง ซึ่งมีรายละเอียด ดังนี้

2.1 การศึกษาข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับขอบเขตการเพิ่มประสิทธิภาพของตลาดทุนของประเทศไทย ผ่านการทบทวนวรรณกรรมและเก็บรวบรวมข้อมูลทางสถิติ

คณะผู้วิจัยได้ทำการศึกษานโยบาย ข้อกำหนด ระบบภาษี และข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับขอบเขตการเพิ่มประสิทธิภาพของตลาดทุนของประเทศไทย และทำการศึกษาด้านต่อและปัจจัยที่มีผลกระทบต่อระดับประสิทธิภาพของตลาดทุนไทย และเปรียบเทียบกับต้นทุนชั้นนำของโลกและตลาดทุนในภูมิภาคในทุกมิติ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มปัจจัยที่มีผลต่อประสิทธิภาพของตลาดทุนโดยตรง ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

2.1.1 พัฒนาการตลาดการเงินและตลาดทุนไทยในภาพรวม

ข้อมูลพื้นฐานในการพิจารณาพัฒนาการของตลาดการเงิน (Financial market) และตลาดทุน (Capital market) ประกอบไปด้วย ขนาดของสินเชื่อที่ปล่อยให้กับภาคธุรกิจโดยธนาคารพาณิชย์ (คิดเป็นสัดส่วนต่อ GDP) และขนาดมูลค่าของตลาดหลักทรัพย์ (คิดเป็นสัดส่วนต่อ GDP)

ทั้ง 2 ปัจจัยดังกล่าว เป็นตัวแปรที่ถูกแนะนำโดย IMF ว่าเป็นพื้นฐานในการประเมินพัฒนาการของตลาดการเงินและตลาดทุน² และยังเป็นปัจจัยที่ถูกใช้ในการคำนวณดัชนีความสามารถในการแข่งขันของประเทศในระดับโลก หรือ World Competitiveness Index ซึ่งดำเนินการประเมินโดย World Economic Forum หรือ WEF

หากพิจารณาความสามารถในการแข่งขันของไทยในปี 2019 ผ่านดัชนีของ WEF ดังกล่าว³ จะพบว่า ใน pillar ที่ 9 ปัจจัยที่ 9.01 หรือ Domestic credit to private sector (% of GDP) ประเทศไทยได้รับคะแนนประเมินที่ 100 คะแนน และได้รับการจัดอันดับอยู่ที่ 11 จาก 141 ประเทศ ในขณะที่ปัจจัยที่ 9.04

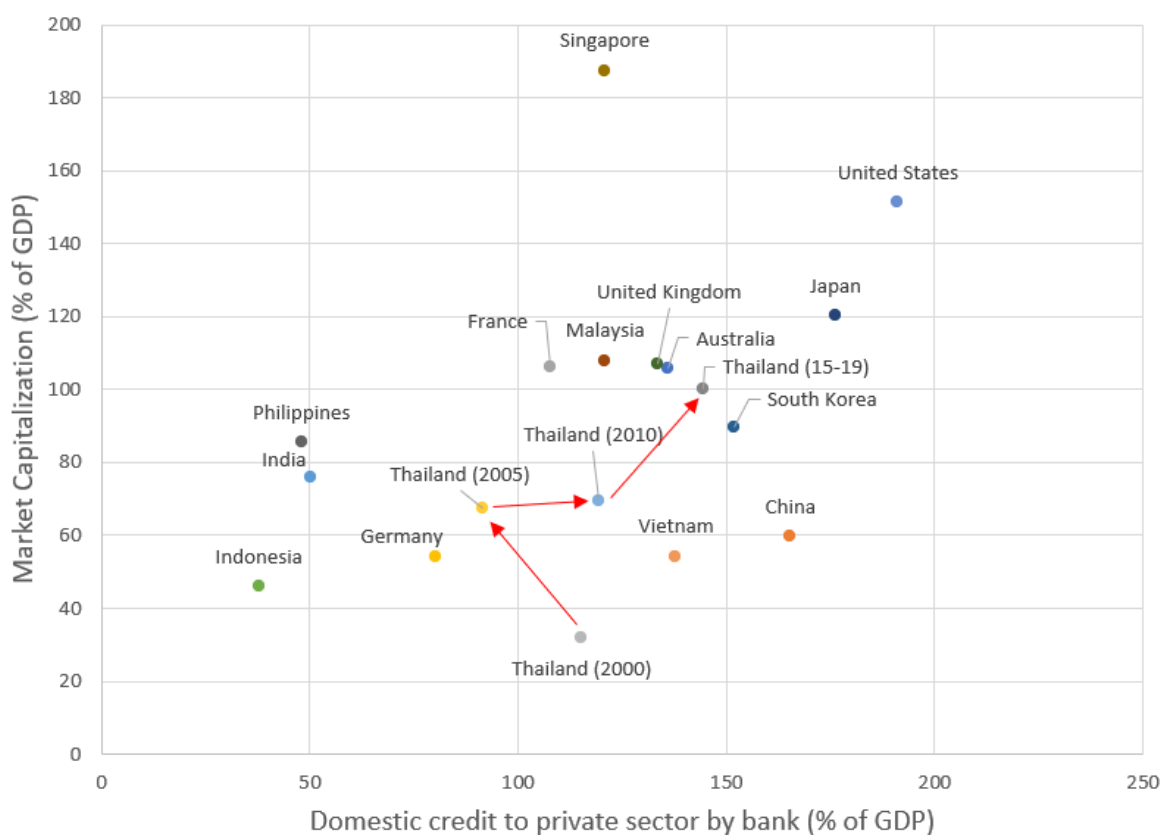
² <https://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B>

³ คณะผู้วิจัยเลือกใช้ปี 2019 เนื่องจากปี 2020 เป็นปีที่เกิดการแพร่ระบาดของโควิด-19 อาจจะทำให้ข้อมูลมีความคลาดเคลื่อนได้มากกว่า

หรือ Market Capitalization (% of GDP) ประเทศไทยได้รับคะแนนประเมินที่ 100 คะแนน และได้รับการจัดอันดับอยู่ที่ 14 จาก 141 ประเทศ

เมื่อพิจารณาในเชิงลึก โดยอาศัยฐานข้อมูล CEIC และ World Bank (รูปที่ 2-1) พบว่า ประเทศไทยมีระดับการพัฒนาทั้งตลาดการเงินและตลาดทุนในระดับที่ค่อนข้างสูง โดยเปรียบเทียบกับประเทศอื่นๆ เช่นเดียวกัน

รูปที่ 2-1: แสดงการเปรียบเทียบการพัฒนาตลาดการเงินและตลาดทุนของไทยในระดับโลก และระหว่างช่วงเวลา 2000-2019



ที่มา: ฐานข้อมูล CEIC และ World Bank⁴

ในด้านของพัฒนาการของตลาดเงิน พบว่าประเทศไทยสามารถปล่อยสินเชื่อให้กับภาคธุรกิจได้ร้อยละ 143 ของ GDP ซึ่งอยู่สูงกว่าประเทศในระดับการพัฒนาใกล้เคียงกัน คือ อินโดนีเซีย (ร้อยละ 37) ฟิลิปปินส์ (ร้อยละ 47) และอินเดีย (ร้อยละ 50) และอยู่ใกล้เคียงกันกับประเทศที่มีระดับการพัฒนาใกล้เคียงกันบาง

⁴ หมายเหตุ: ข้อมูลของประเทศ ณ ปี 2019 ยกเว้นของประเทศไทยที่มีปีกำกับ ซึ่งข้อมูลในอดีตของไทยได้ถูกทำให้ smooth ด้วย Moving Average (5)

ประเทศ ได้แก่ มาเลเซีย (ร้อยละ 120) และเวียดนาม (ร้อยละ 137) แต่อยู่ต่ำกว่าจีนที่มีสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อบริษัทสูงถึงร้อยละ 165

เมื่อเทียบกับกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว พบว่าประเทศไทยมีการปล่อยสินเชื่อบริษัทสูงกว่าประเทศเยอรมนี (ร้อยละ 80) แต่มีระดับการพัฒนาตลาดการเงินที่ใกล้เคียงกันกับประเทศฝรั่งเศส (ร้อยละ 107) สิงคโปร์ (ร้อยละ 120) สหราชอาณาจักร (ร้อยละ 133) ออสเตรเลีย (ร้อยละ 135) และเกาหลีใต้ (ร้อยละ 151) อย่างไรก็ตามระดับการพัฒนาตลาดการเงินของไทยยังอยู่ต่ำกว่าญี่ปุ่น (ร้อยละ 176) และสหรัฐอเมริกา (ร้อยละ 191)

ในส่วนของพัฒนาการตลาดทุน พบว่า หากเปรียบเทียบในกลุ่มประเทศที่พัฒนาในระดับใกล้เคียงกัน จะพบว่า ตลาดทุนของไทยมีสัดส่วนขนาดของตลาดหลักทรัพย์คิดเป็นร้อยละ 99 ของ GDP ซึ่งถือว่าสูงกว่า อินโดนีเซีย (ร้อยละ 45) เวียดนาม (ร้อยละ 54) จีน (ร้อยละ 59) อินเดีย (ร้อยละ 75) และฟิลิปปินส์ (ร้อยละ 85) และมีสัดส่วนที่ใกล้เคียงกันกับมาเลเซียที่มีสัดส่วนของตลาดหลักทรัพย์ที่ร้อยละ 107 ของ GDP

สำหรับในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว ประเทศไทยจะมีระดับการพัฒนาตลาดทุนสูงกว่า เยอรมนี (ร้อยละ 54) และเกาหลีใต้ (ร้อยละ 89) แต่จะอยู่ใกล้เคียงกับประเทศพัฒนาแล้วบางประเทศ ได้แก่ ออสเตรเลีย (ร้อยละ 105) ฝรั่งเศส (ร้อยละ 106) สหราชอาณาจักร (ร้อยละ 106) และต่ำกว่าญี่ปุ่น (ร้อยละ 120) และสหรัฐอเมริกา (ร้อยละ 151) อย่างเห็นได้ชัด

หากพิจารณาพัฒนาการของตลาดการเงินและตลาดทุนในรอบ 20 ปีที่ผ่านมา (ลูกศรสีแดงในรูปที่ 2) จะพบว่า ในช่วงปี 2000 นั้น สัดส่วนการปล่อยสินเชื่อบริษัทของไทยอยู่ในระดับที่ค่อนข้างสูง ที่ร้อยละ 115 ต่อ GDP แต่ตลาดทุนยังมีขนาดเล็กมากที่ร้อยละ 31 ของ GDP เมื่อประเทศไทยเข้าสู่ปี 2005 การปล่อยสินเชื่อบริษัทเริ่มมีแนวโน้มลดลงเหลือเพียงร้อยละ 91 ของ GDP ในขณะที่ตลาดทุนเริ่มมีบทบาทมากขึ้นเป็นร้อยละ 67 ของ GDP ระหว่างปี 2005-2010 ค่าดัชนีการพัฒนาระยะที่บอกว่าประเทศไทยเริ่มกลับมาพัฒนาตลาดการเงินอย่างก้าวกระโดดอีกครั้ง โดยสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อบริษัทเพิ่มขึ้นมาสู่ระดับร้อยละ 119 ต่อ GDP ในขณะที่ตลาดทุนคงรักษาระดับสัดส่วนต่อ GDP ที่ใกล้เคียงกับของเดิมที่ร้อยละ 69 ต่อ GDP หลังจากช่วงนี้ ตลาดการเงินและตลาดทุนของไทยก็มีการพัฒนาทั้ง 2 ส่วน ทำให้สัดส่วนของการปล่อยสินเชื่อบริษัทและขนาดของตลาดทุนต่อ GDP ในช่วงนี้จะอยู่ที่ประมาณร้อยละ 144 และร้อยละ 100 ต่อ GDP ตามลำดับ

2.1.2 พัฒนาการตลาดทุนในเชิงลึก: ฐานข้อมูล IMF⁵

องค์กรการเงินระหว่างประเทศ หรือ International Monetary Fund (IMF) ได้จัดทำดัชนีเพื่อประเมินพัฒนาการของตลาดการเงินในเชิงลึก โดยแบ่งการวิเคราะห์ตลาดการเงินออกเป็น สถาบันการเงิน (Financial Institution) และตลาดเงิน (Financial Market)

⁵ IMF's Financial Development Index.

ส่วนที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัยชิ้นนี้ก็คือ พัฒนาการของตลาดเงินของไทยมีระดับการพัฒนาอย่างไรเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่นๆ ในภูมิภาค และในระดับโลก ซึ่งคณะผู้วิจัยได้เลือกดัชนีที่สะท้อนพัฒนาการของตลาดเงินไทยใน 3 มิติ มาทำการวิเคราะห์ ได้แก่ ความลึกของตลาดเงิน (Financial Market: Depth หรือ FMD) การเข้าถึงตลาดเงิน (Financial Market: Access หรือ FMA) และประสิทธิภาพของตลาดเงิน (Financial Market: Efficiency หรือ FME)

การประเมินทั้ง 3 มิติข้างต้น ทาง IMF ได้กำหนดข้อมูลที่ใช้ในการประเมิน ดังนี้

1. การประเมินความลึก อาศัยข้อมูล Stock market capitalization to GDP, Stocks traded to GDP, International debt securities of government to GDP, Total debt securities of financial corporations to GDP และ Total debt securities of nonfinancial corporations to GDP
2. การประเมินการเข้าถึง อาศัยข้อมูล Percent of market capitalization outside top 10 largest companies และ Total number of issues of debt (domestic and external, nonfinancial and financial corporations)
3. การประเมินประสิทธิภาพ อาศัยข้อมูล Stock market turnover ratio (stock traded to capitalization)

ผลการประเมิน (ตารางที่ 2-1) พบว่า ในกลุ่มประเทศที่มีระดับการพัฒนาใกล้เคียงกับไทย และประเทศในภูมิภาค ประเทศไทยมีระดับการพัฒนาตลาดเงินในมิติของความลึกที่ดีที่สุดเป็นอันดับที่สอง โดยได้รับคะแนนประเมินที่ 0.721 รองจากมาเลเซีย (0.820) แต่เหนือกว่าจีน (0.601) ฟิลิปปินส์ (0.525) อินเดีย (0.522) เวียดนาม (0.279) และอินโดนีเซีย (0.249)

ในด้านการเข้าถึง พบว่าเป็นอันดับที่สองรองจากประเทศมาเลเซียเช่นเดียวกัน โดยได้รับคะแนนประเมินที่ 0.459 ในขณะที่ประเทศมาเลเซียได้คะแนนที่ 0.566 แต่ได้รับคะแนนสูงกว่าประเทศอื่นๆ ได้แก่ เวียดนาม (0.407) อินโดนีเซีย (0.363) ฟิลิปปินส์ (0.328) จีน (0.310) และอินเดีย (0.210)

สำหรับในมิติประสิทธิภาพ พบว่าประเทศไทยได้รับคะแนนประเมินที่ 0.923 เป็นรองจากประเทศจีนที่ได้รับคะแนน 1.00 แต่มีคะแนนเหนือกว่าประเทศเทียบเคียงอื่นๆ ได้แก่ อินเดีย (0.695) เวียดนาม (0.476) มาเลเซีย (0.407) อินโดนีเซีย (0.257) และฟิลิปปินส์ (0.135)

ตารางที่ 2-1: แสดงผลการเปรียบเทียบพัฒนาการตลาดเงินผ่านฐานข้อมูล IMF (คะแนนประเมินจากค่าน้อยที่สุด 0 ถึง 1 ค่าที่มากที่สุด)

Country	GNI per capital (2019, Atlas)	Depth	Access	Efficiency
India	2,120	0.522	0.210	0.695

Vietnam	2,590	0.279	0.407	0.476
Philippines	3,850	0.525	0.328	0.135
Indonesia	4,050	0.249	0.363	0.257
Thailand (2018)	7,260	0.721	0.459	0.923
China	10,390	0.601	0.310	1.000
Malaysia	11,230	0.820	0.566	0.407
South Korea	33,790	0.773	0.537	1.000
Japan	41,710	0.858	0.593	1.000
United Kingdom	42,220	0.886	0.703	1.000
France	42,460	0.847	0.500	0.670
Germany	48,580	0.650	0.598	1.000
Australia	55,100	0.858	0.771	0.733
Singapore	59,590	0.895	0.836	0.382
United States	65,850	0.990	0.662	1.000
Thailand (2000)	1,998	0.362	0.331	0.873
Thailand (2005)	2,826	0.537	0.371	0.876
Thailand (2010)	4,632	0.539	0.407	0.901
Thailand (2015)	5,770	0.723	0.417	0.900

ที่มา: World Bank และ IMF⁶

เมื่อพิจารณากับประเทศชั้นนำในระดับโลก พบว่าประเทศไทย (คะแนนประเมิน 0.721) ยังคงตามหลังประเทศในกลุ่มนี้ในมิติของความลึก โดยประเทศที่นำมาเทียบเคียงจะมีคะแนนประเมินในส่วนนี้อยู่ที่ประมาณ 0.773-0.990 ยกเว้นเยอรมนีที่ได้รับคะแนนประเมินที่ 0.650 ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าไทยเล็กน้อย

ในด้านการเข้าถึง พบว่า ประเทศไทย (คะแนนประเมิน 0.459) ยังคงตามหลังประเทศที่พัฒนาในระดับโลก โดยคะแนนประเมินของประเทศในกลุ่มนี้จะอยู่ระหว่าง 0.500-0.836 และในส่วนของประสิทธิภาพ พบว่าประเทศที่พัฒนาแล้วจะมีคะแนนแยกเป็น 2 กลุ่ม ประกอบไปด้วย กลุ่มที่คะแนนสูงกว่าไทยจะได้รับคะแนนประเมินที่ 1.00 ได้แก่ เกาหลีใต้ ญี่ปุ่น เยอรมนี สหราชอาณาจักร และสหรัฐอเมริกา ในขณะที่อีกกลุ่ม

⁶ หมายเหตุ: ข้อมูลของประเทศ ณ ปี 2019 ยกเว้นของประเทศไทยที่มีปีกำกับ ซึ่งข้อมูลในอดีตของไทยได้ถูกทำให้ smooth ด้วย Moving Average (5)

หนึ่งจะมีคะแนนต่ำกว่าไทย โดยมีคะแนนอยู่ในช่วง 0.382-0.733 ได้แก่ สิงคโปร์ (0.382) ฝรั่งเศส (0.670) และออสเตรเลีย (0.733)

สำหรับสถิติการพัฒนาของไทยในรอบ 20 ปีที่ผ่านมา พบว่าการพัฒนาในด้านของการเข้าถึงและประสิทธิภาพของตลาดเงิน มีการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่การพัฒนาในเรื่องของความลึกมีการพัฒนาเป็นระยะๆ โดยในปี 2000 พบว่าคะแนนประเมินของไทยในส่วนของ ความลึก การเข้าถึง และประสิทธิภาพ จะอยู่ที่ 0.362, 0.331 และ 0.873 ตามลำดับ สำหรับปี 2005 จะเห็นการเพิ่มขึ้นของคะแนนในส่วนของความลึกอย่างเห็นได้ชัด ในขณะที่อีก 2 มิติจะมีคะแนนเพิ่มขึ้นเล็กน้อย โดยได้รับคะแนนประเมินของทั้ง 3 กลุ่มที่ 0.537, 0.371 และ 0.876 ตามลำดับ

เมื่อมาถึงปี 2010 พบว่าคะแนนความลึกมีคะแนนที่เพิ่มขึ้นน้อยมาก ในขณะที่คะแนนในส่วนของ การเข้าถึงจะมีคะแนนเพิ่มขึ้นใกล้เคียงกับระดับเดิม ส่วนคะแนนในเรื่องของประสิทธิภาพมีคะแนนเพิ่มขึ้นสูงกว่าอดีต คะแนนประเมินในปี 2010 อยู่ที่ 0.539, 0.407 และ 0.901 และในปี 2015 คะแนนด้านการเข้าถึงยังคงเพิ่มขึ้นเล็กน้อย แต่คะแนนด้านความลึกเพิ่มอย่างก้าวกระโดด ส่วนคะแนนด้านประสิทธิภาพลดลงเล็กน้อย โดยมีผลการประเมินที่ 0.723, 0.417 และ 0.900 ตามลำดับ

เมื่อพิจารณาข้อมูลล่าสุด (ปี 2018) พบว่าคะแนนในหมวดการเข้าถึงและหมวดประสิทธิภาพเพิ่มขึ้นจากเดิม แต่คะแนนในเรื่องของความลึกกลับลดลงเล็กน้อย ผลการประเมินล่าสุดประเทศไทยได้รับคะแนนประเมินที่ 0.721, 0.459 และ 0.923 ตามลำดับ

จากข้อมูลในปัจจุบันทำให้เห็นถึงช่องว่างในการพัฒนาในส่วนของ การเข้าถึงที่เป็นปัญหาขนาดใหญ่ และปัญหาความลึกที่เป็นปัญหาระดับกลาง ในขณะที่ปัญหาในส่วนของประสิทธิภาพยังมีอยู่บ้าง

2.1.3 พัฒนาการตลาดทุนในเชิงลึก: ฐานข้อมูล IMD

IMD World Competitiveness Center เป็นอีกหนึ่งองค์กรที่ศึกษาในเรื่องของความสามารถในการแข่งขันของประเทศในระดับโลก และได้มีการจัดทำผลการประเมินความสามารถในการแข่งขันโดยเปรียบเทียบข้อมูลของแต่ละประเทศในเชิงโครงสร้างในหลากหลายมิติ ซึ่งข้อมูลในบางส่วนสามารถที่จะถูกนำมาใช้ในการประเมินพัฒนาการของตลาดทุนไทยได้ ดังต่อไปนี้⁷

ปัจจัยย่อยที่ 3.3.08 ความสามารถของตลาดหลักทรัพย์ในการจัดหาทุนให้กับภาคธุรกิจ

ปัจจัยย่อยที่ 3.3.15 การระดมทุนใหม่ (Initial Public Offerings) ที่เกิดขึ้น

⁷ คณะผู้วิจัยเลือกปัจจัยบางกลุ่มมาทำการวิเคราะห์ที่ไม่ซ้ำกับการวิเคราะห์ในส่วนอื่นๆ และใช้ข้อมูลปี 2019 เพื่อหลีกเลี่ยงผลกระทบของโควิด-19 ที่อาจจะเข้ามาส่งผลกระทบต่อภาวะวิเคราะห์

ปัจจัยย่อยที่ 3.3.14 การปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้น

ปัจจัยย่อยที่ 3.3.17 ความสามารถในการระดมทุนของ Venture Capital

ปัจจัยย่อยที่ 3.4.04 ความน่าเชื่อถือของผู้จัดการ

ปัจจัยย่อยที่ 3.4.05 การบริหารงานของบอร์ดผู้บริหาร

ปัจจัยย่อยที่ 3.4.06 มาตรฐานการตรวจสอบบัญชีและกลไกการดูแลความถูกต้อง

ผลการประเมินการจัดลำดับของประเทศไทยในแต่ละมิติเมื่อเทียบกับประเทศในภูมิภาคและประเทศในระดับโลก มีดังนี้

ปัจจัยย่อยที่ 3.3.08 ความสามารถของตลาดหลักทรัพย์ในการจัดหาทุนให้กับภาคธุรกิจ ประเทศไทยถูกจัดอยู่ในอันดับที่ 8 ของโลก จาก 63 ประเทศ โดยเป็นรองแค่ สหรัฐ เนเธอร์แลนด์ ฮังการี สวีเดน สวิสเซอร์แลนด์ สหราชอาณาจักร และออสเตรเลีย

ปัจจัยย่อยที่ 3.3.15 การระดมทุนใหม่ (Initial Public Offerings) ที่เกิดขึ้น ประเทศไทยถูกจัดอยู่ในอันดับที่ 13 ของโลก จาก 63 ประเทศ โดยเป็นรองประเทศ จีน ญี่ปุ่น สหรัฐอเมริกา สหราชอาณาจักร เยอรมนี อินเดีย ออสเตรเลีย เกาหลีใต้ บราซิล สวิสเซอร์แลนด์ ฮังการี และสิงคโปร์

ปัจจัยย่อยที่ 3.3.14 การปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้น ประเทศไทยถูกจัดอยู่ในอันดับ 25 โดยประเทศที่ถูกจัดอันดับสูงกว่าโดยมากเป็นประเทศที่พัฒนาแล้ว ในขณะที่ประเทศที่กำลังพัฒนาที่มีคะแนนประเมินสูงกว่าไทยในปัจจุบันนี้ คือ อินโดนีเซีย (อันดับ 21) กับแอฟริกาใต้ (อันดับ 18)

ปัจจัยย่อยที่ 3.3.17 ความสามารถในการระดมทุนของ Venture Capital ประเทศไทยถูกจัดอยู่ในอันดับ 22 โดยประเทศที่ถูกจัดอันดับสูงกว่าโดยมากเป็นประเทศที่พัฒนาแล้ว ในขณะที่ประเทศที่กำลังพัฒนาที่มีคะแนนประเมินสูงกว่าไทยในปัจจุบันนี้ คือ อินโดนีเซีย (อันดับ 13) กับมาเลเซีย (อันดับ 20)

ปัจจัยย่อยที่ 3.4.04 ความน่าเชื่อถือของผู้จัดการ พบว่า ประเทศไทยถูกจัดอยู่ในอันดับ 17 โดยตามหลังประเทศในระดับเดียวกันในภูมิภาค ได้แก่ จีน (อันดับที่ 9) อินโดนีเซีย (อันดับที่ 12) และมาเลเซีย (อันดับที่ 14)

ปัจจัยย่อยที่ 3.4.05 การบริหารงานของบอร์ดผู้บริหาร พบว่า ประเทศไทยถูกจัดอยู่ในอันดับ 20 โดยตามหลังประเทศในระดับเดียวกันในภูมิภาค ได้แก่ อินโดนีเซีย (อันดับที่ 4) จีน (อันดับที่ 5) และมาเลเซีย (อันดับที่ 11)

ปัจจัยย่อยที่ 3.4.06 มาตรฐานการตรวจสอบบัญชีและกลไกการดูแลความถูกต้อง พบว่า ประเทศไทยถูกจัดอยู่ในอันดับ 29 โดยตามหลังประเทศในระดับเดียวกันในภูมิภาค ได้แก่ อินโดนีเซีย (อันดับที่ 19) จีน (อันดับที่ 26) มาเลเซีย (อันดับที่ 27) และคาซัคสถาน (อันดับที่ 28)

ปัจจัยย่อยที่ 3.3.08 ความสามารถของตลาด
หลักทรัพย์ในการจัดหาทุนให้กับภาคธุรกิจ

Ranking		Survey [0..10]
1	USA	8.43
2	NETHERLANDS	8.15
3	HONG KONG SAR	8.11
4	SWEDEN	7.76
5	SWITZERLAND	7.65
6	UNITED KINGDOM	7.40
7	AUSTRALIA	7.31
8	THAILAND	7.30
9	NORWAY	7.27
10	FINLAND	7.21
11	GERMANY	7.20
12	FRANCE	7.11
13	UAE	7.09
14	SINGAPORE	6.99
15	DENMARK	6.88
16	CANADA	6.84
17	INDONESIA	6.77
18	JAPAN	6.71
19	TAIWAN, CHINA	6.68
20	IRELAND	6.63
21	SOUTH AFRICA	6.48
22	MALAYSIA	6.46
23	CHILE	6.46
24	SPAIN	6.40
25	SAUDI ARABIA	6.40
26	INDIA	6.39
27	QATAR	6.34
28	BELGIUM	6.27
29	LUXEMBOURG	6.11
30	POLAND	5.85
31	NEW ZEALAND	5.74
32	PHILIPPINES	5.65
33	AUSTRIA	5.64
34	KOREA REP.	5.60
35	JORDAN	5.21
36	KAZAKHSTAN	5.10
37	LITHUANIA	5.01
38	ESTONIA	4.93
39	ITALY	4.93
40	CHINA	4.91
41	MEXICO	4.88
42	PERU	4.88
43	CZECH REPUBLIC	4.84
44	ISRAEL	4.80
45	HUNGARY	4.67
46	LATVIA	4.60
47	BULGARIA	4.56
48	BRAZIL	4.47
49	COLOMBIA	4.44
50	ICELAND	4.42
51	TURKEY	4.33
52	ROMANIA	4.17
53	SLOVENIA	4.03
54	PORTUGAL	3.92
55	RUSSIA	3.65
56	MONGOLIA	3.62
57	SLOVAK REPUBLIC	3.40
58	CROATIA	3.16
59	ARGENTINA	2.47
60	CYPRUS	2.20
61	UKRAINE	2.15
62	GREECE	2.06
63	VENEZUELA	1.74

ปัจจัยย่อยที่ 3.3.15 การระดมทุนใหม่ (Initial Public Offerings) ที่เกิดขึ้น

Ranking		US\$ millions
1	CHINA	48,443.7
2	USA	26,475.0
3	JAPAN	15,220.1
4	UNITED KINGDOM	8,841.9
5	GERMANY	7,252.4
6	INDIA	6,474.2
7	AUSTRALIA	4,836.4
8	KOREA REP.	4,753.4
9	BRAZIL	3,901.6
10	SWITZERLAND	3,076.7
11	HONG KONG SAR	2,896.3
12	SINGAPORE	2,666.8
13	THAILAND	2,502.7
14	NETHERLANDS	2,474.3
15	SPAIN	2,442.9
16	MEXICO	2,293.7
17	DENMARK	2,287.4
18	ITALY	2,215.6
19	SWEDEN	2,006.4
20	CANADA	1,883.4
21	UAE	1,398.8
22	FRANCE	1,346.4
23	LUXEMBOURG	1,302.8
24	FINLAND	1,158.1
25	AUSTRIA	1,041.3
26	INDONESIA	1,006.0
27	NORWAY	1,002.2
28	SOUTH AFRICA	979.2
29	RUSSIA	920.8
30	TAIWAN, CHINA	781.2
31	SLOVENIA	758.8
32	ARGENTINA	734.4
33	MALAYSIA	697.8
34	TURKEY	578.4
35	PHILIPPINES	539.7
36	SAUDI ARABIA	523.2
37	QATAR	448.4
38	IRELAND	395.8
39	BELGIUM	380.7
40	POLAND	331.7
41	CHILE	326.7
42	ICELAND	314.0
43	ISRAEL	304.7
44	CZECH REPUBLIC	297.3
45	KAZAKHSTAN	225.6
46	NEW ZEALAND	202.0
47	GREECE	153.3
48	ESTONIA	76.6
49	ROMANIA	62.6
50	CYPRUS	49.0
51	HUNGARY	45.9
52	BULGARIA	27.4
53	LITHUANIA	15.3
54	JORDAN	10.0
55	PERU	7.7
56	CROATIA	4.2
57	LATVIA	4.0
58	PORTUGAL	1.8
-	COLOMBIA	-
-	MONGOLIA	-
-	SLOVAK REPUBLIC	-
-	UKRAINE	-
-	VENEZUELA	-

ที่มา: IMD World Competitiveness Year Book 2019

ปัจจัยย่อยที่ 3.3.14 การปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้น

Ranking		Survey [0..10]
1	FINLAND	8.71
2	NETHERLANDS	8.60
3	DENMARK	8.44
4	SWEDEN	8.24
5	SWITZERLAND	8.04
6	NORWAY	8.03
7	HONG KONG SAR	7.95
8	GERMANY	7.89
9	USA	7.89
10	SINGAPORE	7.83
11	IRELAND	7.83
12	AUSTRALIA	7.81
13	ICELAND	7.77
14	AUSTRIA	7.73
15	UNITED KINGDOM	7.63
16	CANADA	7.55
17	UAE	7.53
18	SOUTH AFRICA	7.52
19	QATAR	7.51
20	LUXEMBOURG	7.50
21	FRANCE	7.48
21	INDONESIA	7.48
23	NEW ZEALAND	7.43
24	SAUDI ARABIA	7.40
25	THAILAND	7.36
26	BELGIUM	7.25
27	SPAIN	7.11
28	LITHUANIA	7.10
29	CHILE	7.03
30	JORDAN	7.02
31	TAIWAN, CHINA	6.99
32	MALAYSIA	6.93
33	INDIA	6.61
34	PORTUGAL	6.56
35	ESTONIA	6.54
36	CZECH REPUBLIC	6.42
37	BRAZIL	6.42
38	ISRAEL	6.41
39	PHILIPPINES	6.40
40	SLOVENIA	6.36
41	KAZAKHSTAN	6.35
42	POLAND	6.27
43	ITALY	6.26
44	COLOMBIA	6.19
45	PERU	6.14
46	HUNGARY	6.12
47	LATVIA	6.08
48	TURKEY	6.07
49	MEXICO	5.98
50	CYPRUS	5.90
51	CHINA	5.87
52	ARGENTINA	5.86
53	BULGARIA	5.86
54	JAPAN	5.66
55	ROMANIA	5.56
56	SLOVAK REPUBLIC	5.32
57	GREECE	5.16
58	KOREA REP.	5.14
59	CROATIA	4.81
60	RUSSIA	4.70
61	MONGOLIA	4.48
62	UKRAINE	4.28
63	VENEZUELA	3.85

ปัจจัยย่อยที่ 3.3.17 ความสามารถในการระดมทุนของ Venture Capital

Ranking		Survey [0..10]
1	USA	8.30
2	ISRAEL	7.60
3	UAE	7.44
4	NETHERLANDS	7.27
5	SINGAPORE	7.08
6	SWEDEN	7.01
7	UNITED KINGDOM	7.00
8	FINLAND	6.81
9	DENMARK	6.66
10	NORWAY	6.65
11	HONG KONG SAR	6.57
12	IRELAND	6.42
13	INDONESIA	6.33
14	CANADA	6.29
15	SWITZERLAND	6.12
16	QATAR	6.10
17	BELGIUM	6.03
18	FRANCE	6.02
19	ESTONIA	5.97
20	MALAYSIA	5.97
21	LITHUANIA	5.86
22	THAILAND	5.76
23	POLAND	5.76
24	JORDAN	5.73
25	SAUDI ARABIA	5.72
26	GERMANY	5.71
27	TAIWAN, CHINA	5.66
28	SPAIN	5.66
29	LUXEMBOURG	5.61
30	INDIA	5.36
31	CZECH REPUBLIC	5.32
32	BULGARIA	5.32
33	LATVIA	5.29
34	AUSTRALIA	5.21
35	NEW ZEALAND	5.10
36	JAPAN	5.04
37	AUSTRIA	4.99
38	CHINA	4.96
39	ICELAND	4.72
40	HUNGARY	4.63
41	KAZAKHSTAN	4.55
42	PERU	4.43
43	PHILIPPINES	4.42
44	PORTUGAL	4.42
45	SOUTH AFRICA	4.42
46	SLOVENIA	4.41
47	CHILE	4.40
48	KOREA REP.	4.35
49	COLOMBIA	4.29
50	SLOVAK REPUBLIC	3.91
51	ROMANIA	3.85
52	ITALY	3.80
53	MEXICO	3.80
54	TURKEY	3.48
55	BRAZIL	3.34
56	RUSSIA	3.24
57	CROATIA	3.16
58	GREECE	2.81
59	CYPRUS	2.80
60	MONGOLIA	2.41
61	UKRAINE	2.41
62	ARGENTINA	2.10
63	VENEZUELA	1.43

ที่มา: IMD World Competitiveness Year Book 2019

ปัจจัยย่อยที่ 3.4.04 ความน่าเชื่อถือของผู้จัดการ

Ranking		Survey [0..10]
1	UAE	8.08
2	SINGAPORE	7.68
3	HONG KONG SAR	7.64
4	IRELAND	7.51
5	FINLAND	7.51
6	QATAR	7.45
7	DENMARK	7.32
8	TAIWAN, CHINA	7.24
9	CHINA	7.10
10	NORWAY	6.99
11	SWEDEN	6.95
12	INDONESIA	6.91
13	LUXEMBOURG	6.86
14	MALAYSIA	6.85
15	SWITZERLAND	6.81
16	USA	6.77
17	THAILAND	6.53
18	VENEZUELA	6.52
19	NETHERLANDS	6.46
20	PHILIPPINES	6.42
20	SAUDI ARABIA	6.42
22	CANADA	6.42
23	KAZAKHSTAN	6.36
24	INDIA	6.36
25	AUSTRIA	6.35
26	JORDAN	6.31
27	COLOMBIA	6.30
28	JAPAN	6.23
29	MEXICO	6.18
30	LITHUANIA	6.09
31	BELGIUM	6.06
32	ISRAEL	6.04
33	NEW ZEALAND	6.04
34	ESTONIA	6.03
35	LATVIA	5.96
36	POLAND	5.91
37	TURKEY	5.85
38	UNITED KINGDOM	5.77
39	ICELAND	5.77
40	CYPRUS	5.75
41	ITALY	5.75
42	FRANCE	5.68
43	BRAZIL	5.57
44	CHILE	5.54
45	SOUTH AFRICA	5.48
46	ROMANIA	5.39
47	GREECE	5.31
48	CZECH REPUBLIC	5.29
49	SPAIN	5.23
50	GERMANY	5.22
51	AUSTRALIA	5.19
52	ARGENTINA	5.17
53	PERU	5.06
54	BULGARIA	5.02
55	PORTUGAL	4.94
56	SLOVENIA	4.94
57	HUNGARY	4.93
58	MONGOLIA	4.91
59	KOREA REP.	4.85
60	SLOVAK REPUBLIC	4.45
61	UKRAINE	4.42
62	RUSSIA	4.32
63	CROATIA	3.62

ปัจจัยย่อยที่ 3.4.05 การบริหารงานของบอร์ดผู้บริหาร

Ranking		Survey [0..10]
1	QATAR	7.58
2	UAE	7.50
3	AUSTRIA	7.36
4	INDONESIA	7.36
5	CHINA	7.15
6	TAIWAN, CHINA	7.15
7	HONG KONG SAR	7.13
8	FINLAND	7.09
9	LUXEMBOURG	7.07
10	IRELAND	7.06
11	MALAYSIA	7.00
11	NORWAY	7.00
13	NETHERLANDS	6.82
14	CANADA	6.75
15	DENMARK	6.74
16	JORDAN	6.73
17	SINGAPORE	6.73
18	BELGIUM	6.72
19	SWITZERLAND	6.67
20	THAILAND	6.63
21	KAZAKHSTAN	6.62
22	NEW ZEALAND	6.59
23	SAUDI ARABIA	6.51
24	SWEDEN	6.46
25	LITHUANIA	6.40
26	PHILIPPINES	6.33
27	GERMANY	6.27
28	USA	6.26
29	UNITED KINGDOM	6.20
30	INDIA	6.16
31	VENEZUELA	6.15
32	SOUTH AFRICA	6.13
33	HUNGARY	6.03
34	MEXICO	6.00
35	ITALY	5.87
36	COLOMBIA	5.81
37	ICELAND	5.81
38	POLAND	5.73
39	BULGARIA	5.68
40	ESTONIA	5.63
41	SPAIN	5.59
42	BRAZIL	5.53
43	PERU	5.52
44	CZECH REPUBLIC	5.52
45	FRANCE	5.51
46	LATVIA	5.46
47	CHILE	5.42
48	TURKEY	5.37
49	PORTUGAL	5.26
50	AUSTRALIA	5.25
51	ISRAEL	5.24
52	UKRAINE	5.23
53	ROMANIA	5.16
54	JAPAN	5.14
55	GREECE	5.06
56	ARGENTINA	4.97
57	RUSSIA	4.90
58	MONGOLIA	4.85
59	SLOVENIA	4.73
60	SLOVAK REPUBLIC	4.71
61	CYPRUS	4.60
62	KOREA REP.	4.43
63	CROATIA	3.57

ที่มา: IMD World Competitiveness Year Book 2019

ปัจจัยย่อยที่ 3.4.06 มาตรฐานการตรวจสอบบัญชี
และกลไกการดูแลความถูกต้อง

Ranking	Survey [0..10]	
1	FINLAND	8.94
2	DENMARK	8.49
3	HONG KONG SAR	8.33
4	NETHERLANDS	8.24
5	AUSTRIA	8.18
6	SWITZERLAND	8.13
7	TAIWAN, CHINA	8.09
8	QATAR	8.07
9	SINGAPORE	8.05
10	SWEDEN	8.03
11	ESTONIA	8.00
12	ICELAND	7.97
13	NEW ZEALAND	7.93
14	BELGIUM	7.88
15	LITHUANIA	7.86
16	NORWAY	7.84
17	UAE	7.81
18	IRELAND	7.80
19	INDONESIA	7.78
20	GERMANY	7.74
21	CANADA	7.74
22	USA	7.72
23	LUXEMBOURG	7.67
24	FRANCE	7.60
25	SAUDI ARABIA	7.56
26	CHINA	7.54
27	MALAYSIA	7.52
28	KAZAKHSTAN	7.44
29	THAILAND	7.39
30	AUSTRALIA	7.33
31	CYPRUS	7.23
32	JORDAN	7.20
33	CZECH REPUBLIC	7.13
34	UNITED KINGDOM	7.10
35	HUNGARY	7.00
35	SPAIN	7.00
37	CHILE	6.90
38	PHILIPPINES	6.88
39	SOUTH AFRICA	6.87
40	COLOMBIA	6.83
41	SLOVENIA	6.80
42	ISRAEL	6.80
43	RUSSIA	6.78
44	POLAND	6.78
45	LATVIA	6.75
46	UKRAINE	6.67
47	ITALY	6.62
48	JAPAN	6.57
49	VENEZUELA	6.56
50	INDIA	6.55
51	ARGENTINA	6.50
52	BRAZIL	6.36
53	MEXICO	6.18
54	PORTUGAL	6.06
55	TURKEY	6.04
56	PERU	6.00
57	BULGARIA	5.93
58	MONGOLIA	5.91
59	ROMANIA	5.88
60	GREECE	5.88
61	KOREA REP.	5.73
62	SLOVAK REPUBLIC	5.64
63	CROATIA	5.09

ที่มา: IMD World Competitiveness Year Book 2019

สรุปในภาพรวม พบว่าประเทศไทยมีพัฒนาการทางด้านตลาดทุนที่ค่อนข้างดีและถูกจัดอันดับให้อยู่ในอันดับที่ค่อนข้างสูง อย่างไรก็ตามอย่างไรก็ดี พบว่ามีประเทศในภูมิภาคที่มีระดับการพัฒนาใกล้เคียงกันมีอันดับคะแนนที่สูงกว่าในหลายมิติ ดังตาราง 2-2 ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 2-2: แสดงประเทศที่ได้รับการจัดอันดับเหนือกว่าไทย ในมิติของการพัฒนาตลาดทุน ในการจัดอันดับของ IMD ปี 2019

ปัจจัย	จีน	อินโดนีเซีย	มาเลเซีย	อื่นๆ
ระดมเงินทุนตลาดหลักทรัพย์	-	-	-	-
IPO records	×			อินเดีย
Shareholder rights		×		แอฟริกาใต้
Venture Capital		×	×	
Manager	×	×	×	
Board of Directors	×	×	×	
Audit and accounting	×	×	×	คาซัคสถาน

ที่มา: ประมวลข้อมูลโดยคณะผู้วิจัย

2.1.4 พัฒนาการตลาดทุนในเชิงลึก: ผลการประเมินของ Mckinsey⁸

Mckinsey ได้ออกรายงานเพื่อเสนอแนะการพัฒนาตลาดทุนให้กับประเทศที่กำลังพัฒนาแล้ว โดยในเอกสารได้มีการประเมินระดับการพัฒนาของตลาดทุนในหลายมิติ ดังนี้

ในภาพรวม Mckinsey (2017) ได้ทำการเปรียบเทียบระดับการพัฒนาตลาดทุน โดยพิจารณาจากกลุ่ม 12 ประเทศ แยกเป็น กลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนา ได้แก่ มาเลเซีย ไทย จีน อินเดีย ฟิลิปปินส์ อินโดนีเซีย และเวียดนาม และกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว ได้แก่ ญี่ปุ่น ออสเตรเลีย เกาหลีใต้และสิงคโปร์

การประเมินอาศัยการสร้างดัชนีประเมินที่วัดใน 3 มิติ ได้แก่

1. Funding scale ประเมินความสามารถในการระดมทุนให้ได้ในจำนวนที่ต้องการในต้นทุนที่เหมาะสม

2. Investment opportunities ประเมินความสามารถของตลาดทุนในการจัดหาผลิตภัณฑ์การลงทุนที่มีความหลากหลาย น่าสนใจ และตอบสนองต่อแหล่งการออมเงินในระยะสั้นและระยะยาว

⁸ Mckinsey, (2017) “Deepening Capital Market in Emerging Economies,” Mckinsey & Company.

3. Price efficiency หมายถึง ระดับราคาของหลักทรัพย์มีการสะท้อนปัจจัยพื้นฐาน ข้อมูลต่างๆที่เกี่ยวข้องอย่างมีคุณภาพมากนักน้อยเพียงใด

ผลการประเมิน (รูปที่ 2-3) พบว่า ประเทศที่กำลังพัฒนาได้ผลการประเมินที่ต่ำกว่าประเทศที่พัฒนาแล้ว และประเทศไทยถูกจัดอันดับในภาพรวมให้อยู่ในอันดับที่ 2 รองจากมาเลเซีย

ผลการประเมินแยกตามมิติย่อย พบว่าประเทศไทยได้รับการประเมินในมิติ Funding scale และ Investment opportunities ในระดับปานกลาง และได้รับการจัดอันดับในมิติ Price efficiency ในระดับต่ำ โดยการจัดอันดับจะให้คะแนนใน 5 อันดับ ได้แก่ (ต่ำมาก ต่ำ ปานกลาง สูง และสูงมาก)

เป็นที่น่าสังเกตว่าในมิติของ Funding scale ไทยจะถูกจัดอยู่ในอันดับเดียวกันกับประเทศจีน อินเดีย ฟิลิปปินส์และอินโดนีเซีย ซึ่งอยู่ต่ำกว่าประเทศมาเลเซียที่ได้รับการจัดอันดับในระดับเดียวกันกับประเทศที่พัฒนาแล้ว สำหรับมิติ Investment opportunities พบว่าประเทศไทยถูกจัดในอันดับเดียวกันกับประเทศอินเดียและฟิลิปปินส์ และอยู่ในอันดับที่ต่ำกว่ามาเลเซียที่ถูกจัดอันดับเทียบเท่ากับประเทศพัฒนาแล้ว เช่นเดียวกัน สำหรับในมิติของ Price efficiency พบว่าประเทศไทยอยู่ในอันดับที่ต่ำกว่าประเทศที่พัฒนาแล้ว 2 ระดับ โดยมีประเทศกำลังพัฒนาที่ไทยตามอยู่ 1 ระดับได้แก่ จีนและอินโดนีเซีย ในขณะที่ประเทศที่ได้คะแนนในมิตินี้เทียบเท่ากับไทยได้แก่ มาเลเซีย อินเดียและฟิลิปปินส์

รูปที่ 2-3: ดัชนีประเมินการพัฒนาตลาดทุนอาเซียนของ Mckinsey



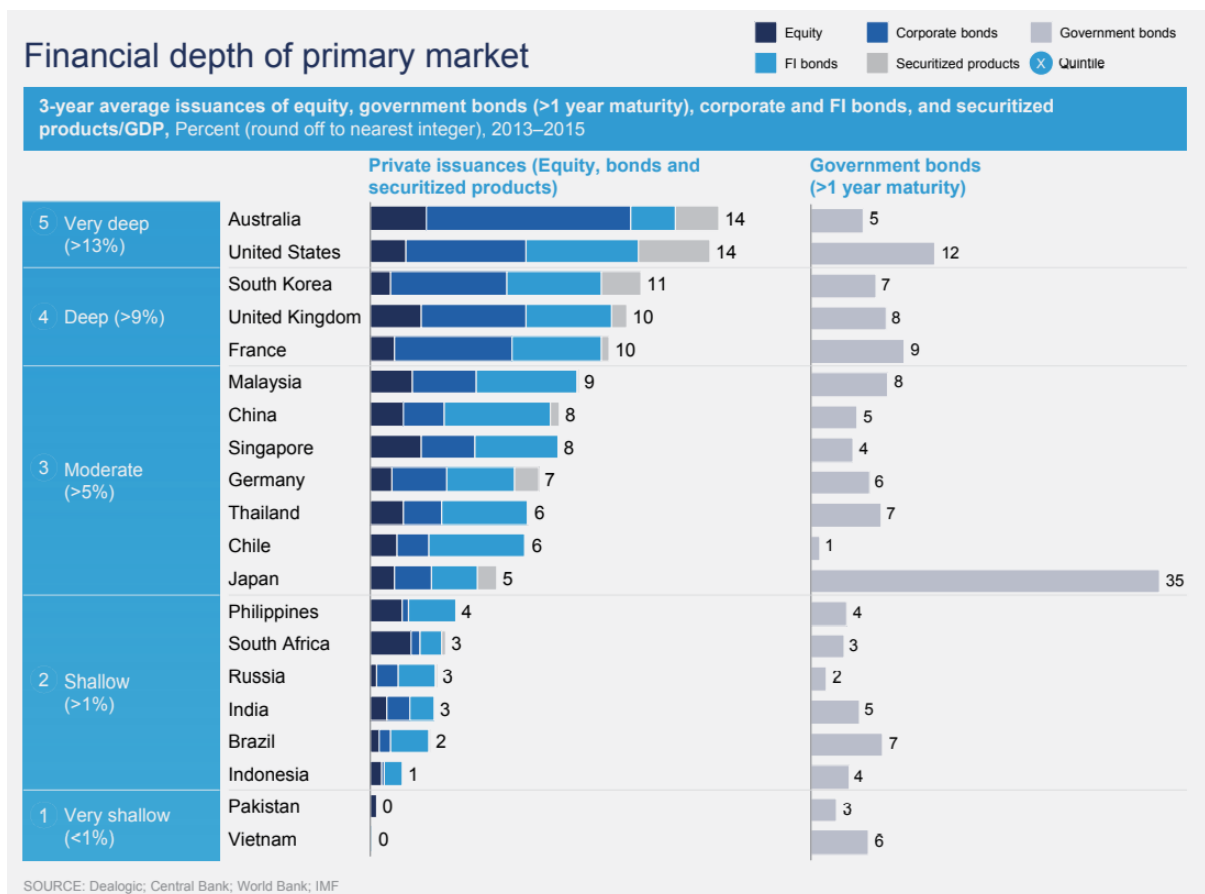
ที่มา: Mckinsey (2017)

นอกจากการประเมินในภาพรวมข้างต้นแล้ว ในรายงานยังได้มีการประเมินความลึกของตลาดแรกของไทย (รูปที่ 2-4) ซึ่งเป็นตลาดที่มีการระดมทุนในรอบแรกของทั้งภาครัฐและภาคเอกชน

การประเมินได้พิจารณาอัตราการออกผลิตภัณฑ์ต่อปีของหลักทรัพย์ หนี้กู้ และตราสาร สำหรับธุรกิจเอกชน และการออกพันธบัตรที่มีอายุมากกว่า 1 ปีของภาครัฐ โดยพิจารณาทั้งกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว และกำลังพัฒนา โดยประเทศที่พัฒนาแล้วประกอบไปด้วย ออสเตรเลีย สหรัฐอเมริกา เกาหลีใต้ สหราชอาณาจักร ฝรั่งเศส สิงคโปร์ เยอรมนี ซิลี และญี่ปุ่น ในขณะที่ประเทศที่กำลังพัฒนาประกอบไปด้วย มาเลเซีย ไทย จีน ฟิลิปปินส์ แอฟริกาใต้ รัสเซีย อินเดีย บราซิล อินโดนีเซีย ปากีสถาน และเวียดนาม และกำหนดระดับความลึกที่ 5 ระดับ ได้แก่ ตื้นมาก ตื้น ปานกลาง ลึก และ ลึกมาก

ผลการประเมินพบว่าประเทศไทย ถูกจัดอยู่ในอันดับปานกลาง ร่วมกับ มาเลเซีย จีน สิงคโปร์ เยอรมนี ซิลี และญี่ปุ่น ซึ่งถือได้ว่าเป็นรองแต่กลุ่มประเทศพัฒนาเพียง 5 ประเทศที่ผลิตภัณฑ์มีความลึกที่สูงกว่า และอยู่เหนือกว่าประเทศที่กำลังพัฒนาอีก 8 ประเทศที่ถูกจัดให้อยู่ในระดับตื้นและตื้นมาก

รูปที่ 2-4: ดัชนีประเมินความลึกของตลาดแรกของไทย



ที่มา: Mckinsey (2017)

ในรายงานยังได้มีการพิจารณาถึงความสามารถของตลาดทุนในการจัดสรรแหล่งเงินระยะยาวให้กับภาคธุรกิจ โดยประเมินว่าสัดส่วนการออกตราสารระยะยาวเทียบกับระยะสั้นของภาคเอกชนและภาครัฐมีสัดส่วนมากน้อยเพียงใด โดยตลาดทุนที่ดีควรจะสามารถระดมทุนระยะยาวให้กับการดำเนินธุรกิจได้มาก

ผลการประเมิน (รูปที่ 2-5) พบว่า หากพิจารณาเฉพาะการออกสินทรัพย์ในรูปของหุ้นกู้และพันธบัตรประเทศไทยถูกจัดอยู่ในกลุ่มประเทศที่มีความลึกลงทางผลิตภัณฑ์ในระดับต่ำ ร่วมกับจีน อินเดีย แอฟริกาใต้ ปากีสถาน ฟิลิปปินส์ รัสเซียและชิลี และตามหลังประเทศพัฒนาแล้วหลายประเทศรวมทั้ง ตามหลังประเทศที่กำลังพัฒนา ได้แก่ มาเลเซียและบราซิล

ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาในมิติของความสามารถในการหาแหล่งทุนในระยะยาว พบว่าประเทศไทยมีความสามารถในการหาแหล่งทุนในระยะยาวได้ดีมาก โดยเทียบเท่ากับประเทศกำลังพัฒนา ได้แก่ ปากีสถาน ฟิลิปปินส์ รัสเซียและชิลี และร่วมอันดับเดียวกันกับประเทศที่พัฒนาแล้ว ได้แก่ ฝรั่งเศส ญี่ปุ่น สหราชอาณาจักร และเกาหลีใต้

รูปที่ 2-5: ดัชนีประเมินความสามารถในการหาแหล่งเงินทุนระยะยาว



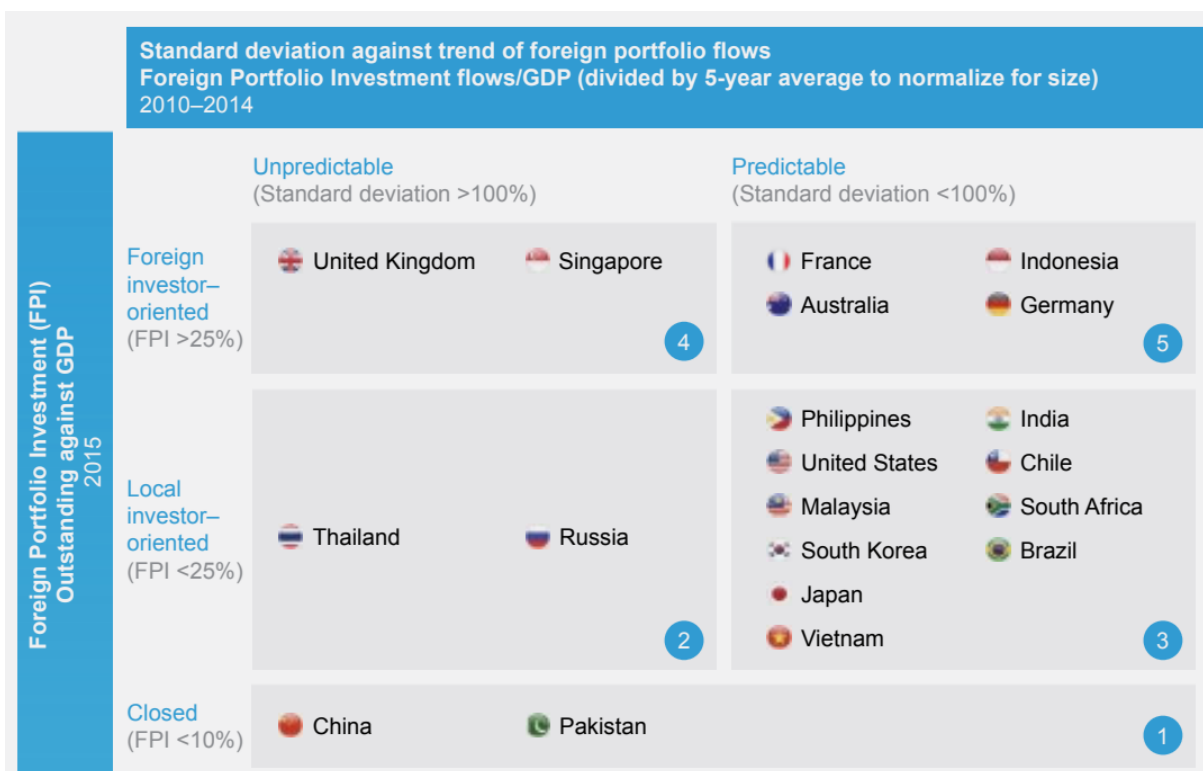
ที่มา: Mckinsey (2017)

ปัจจัยที่สำคัญอีกประการหนึ่งในการประเมินพัฒนาการของตลาดทุน ก็คือ การกระจายสินทรัพย์ (portfolio flow) ของต่างชาติเข้ามาในประเทศ และความผันผวนของกระแสการไหลของเงินทุนดังกล่าว

โดยในส่วนของน้ำหนักของการลงทุนเพื่อกระจายสินทรัพย์ของต่างชาติ จะถูกประเมินเทียบเป็นสัดส่วนต่อ GDP ของประเทศ โดยกลุ่มที่มีสัดส่วนน้อยกว่าร้อยละ 10 จะถูกจัดให้อยู่ในกลุ่มปิดรับการลงทุนจากต่างชาติ ระดับการลงทุนร้อยละ 10-25 จะถูกจัดอยู่ในกลุ่มการลงทุนที่เน้นนักลงทุนในประเทศเป็นหลัก และถ้ามากกว่าร้อยละ 25 จะประเมินว่าเป็นตลาดสำหรับนักลงทุนต่างชาติ สำหรับความผันผวนของการลงทุนจะพิจารณาความผันผวนของการลงทุนต่างชาติต่อ GDP เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปี ถ้าความผันผวนโดยรวมต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีจะถือว่าพฤติกรรมการลงทุนสามารถคาดการณ์ได้ และถ้าสูงกว่าจะเป็นกรณีที่คาดการณ์ไม่ได้

ผลการประเมิน (รูปที่ 2-6) พบว่า ประเทศไทยถูกจัดอยู่ในกลุ่มที่เน้นนักลงทุนในประเทศเป็นหลัก และมีพฤติกรรมการลงทุนจากต่างประเทศที่คาดการณ์ไม่ได้อีกด้วย ข้อสังเกตที่น่าสนใจ คือ มีเพียงไม่กี่ประเทศเท่านั้นที่พฤติกรรมนักลงทุนคาดเดาไม่ได้ ได้แก่ สหราชอาณาจักร สิงคโปร์ รัสเซีย จีน และปากีสถาน ในขณะที่มีเพียงประเทศกำลังพัฒนาประเทศเดียวที่นักลงทุนต่างชาติมีบทบาทหลัก คือ อินโดนีเซีย

รูปที่ 2-6: ดัชนีประเมินเงินลงทุนของต่างชาติ



ที่มา: Mckinsey (2017)

ท้ายที่สุด Mckinsey ยังพิจารณาต้นทุนของการออกตราสารหนี้และตราสารทุน ซึ่งจัดอันดับแยกตามต้นทุนในการออกตราสารหนี้และตราสารทุนในรูปร้อยละของมูลค่าการระดมทุนในปัจจุบัน (nominal) และแยกพิจารณาต้นทุนในรูปมูลค่าที่แท้จริงของทั้งตราสารหนี้และตราสารทุน

ผลการจัดกลุ่ม (ตารางที่ 2-7) พบว่าประเทศไทยถูกจัดอยู่ในกลุ่มที่ 3 จาก 5 กลุ่ม สะท้อนต้นทุนในระดับปานกลาง เทียบเท่ากับ ต้นทุนในการออกตราสารหนี้ที่อยู่ระหว่างร้อยละ 2-3 และต้นทุนในการออกตราสารทุนที่อยู่ระหว่างร้อยละ 8-10

หากพิจารณาในส่วนของตราสารหนี้ พบว่าประเทศไทยยังออกตราสารหนี้ในต้นทุนที่สูงกว่าประเทศที่พัฒนาแล้วหลายประเทศ และยิ่งสูงกว่าประเทศที่กำลังพัฒนา เช่น บราซิล รัสเซีย และจีน ในขณะที่การออกตราสารทุนของไทยยังมีต้นทุนที่สูงกว่าประเทศที่พัฒนาแล้วหลายประเทศเช่นเดียวกัน และอยู่สูงกว่าประเทศที่กำลังพัฒนา ได้แก่ มาเลเซีย

ทั้งนี้ ยังมีประเทศที่ไทยได้เปรียบในด้านต้นทุนทั้งการออกตราสารหนี้และตราสารทุน ได้แก่ อินเดีย เวียดนาม ฟิลิปปินส์ และปากีสถาน (สำหรับตราสารทุน) และ อินโดนีเซีย แอฟริกาใต้ ปากีสถาน และเวียดนาม (สำหรับตราสารหนี้)

รูปที่ 2-7: ต้นทุนในการออกตราสารหนี้และตราสารทุน

	Real cost of equity ¹ Percent, 2015	Real cost of debt ¹ YTM of safest corporate bond, Percent, 2015
5 Cost of equity <8% Cost of debt <1%	<ul style="list-style-type: none"> Japan Chile Malaysia 	<ul style="list-style-type: none"> Brazil Russia France Germany United Kingdom
4 Cost of equity <10% Cost of debt <2%	<ul style="list-style-type: none"> Germany China Indonesia Singapore United Kingdom Australia United States France 	<ul style="list-style-type: none"> South Korea China United States Australia
3 Cost of equity <10% Cost of debt <3%	<ul style="list-style-type: none"> South Africa Thailand Brazil South Korea Russia 	<ul style="list-style-type: none"> Philippines India Malaysia Singapore Thailand
2 Cost of equity <14% Cost of debt <4%		<ul style="list-style-type: none"> Indonesia
1 Cost of equity >14% Cost of debt >4%	<ul style="list-style-type: none"> India Philippines Pakistan Vietnam 	<ul style="list-style-type: none"> South Africa Pakistan Vietnam

ที่มา: Mckinsey (2017)

2.1.5 พัฒนาการตลาดหุ้นในเชิงลึก: มุมมองผ่าน MSCI Index

MSCI index เป็นดัชนีอ้างอิงของบริษัท Morgan Stanley Capital International ซึ่งเป็นบริษัทที่ทำดัชนีราคาตราสารทุนชั้นนำของโลก มีการทำอยู่มากมายหลายดัชนี ตั้งแต่ดัชนีระดับภูมิภาค ดัชนีระดับประเทศ และไม่ได้มีเพียงดัชนีตราสารทุนเท่านั้น แต่มีการทำดัชนีในหลายสินทรัพย์ ได้แก่ ดัชนีตราสารหนี้ ดัชนีอสังหาริมทรัพย์ และดัชนีตราสารเงิน เพื่อให้สถาบันที่ลงทุนแต่ละประเทศทั่วโลก ได้นำไปใช้เป็นมาตรฐานในการคัดเลือกตราสารในการลงทุน และเป็นเกณฑ์มาตรฐานในการวัดผลตอบแทนของการลงทุน เนื่องจากนักลงทุนต่างประเทศไม่ได้ทำความรู้จักกับตราสารทุกตัว กล่าวคือ เป็นเสมือน Benchmark ในการลงทุนของนักลงทุน

เกณฑ์ในการคัดเลือกหลักทรัพย์เข้า MSCI index สำหรับประเทศไทย

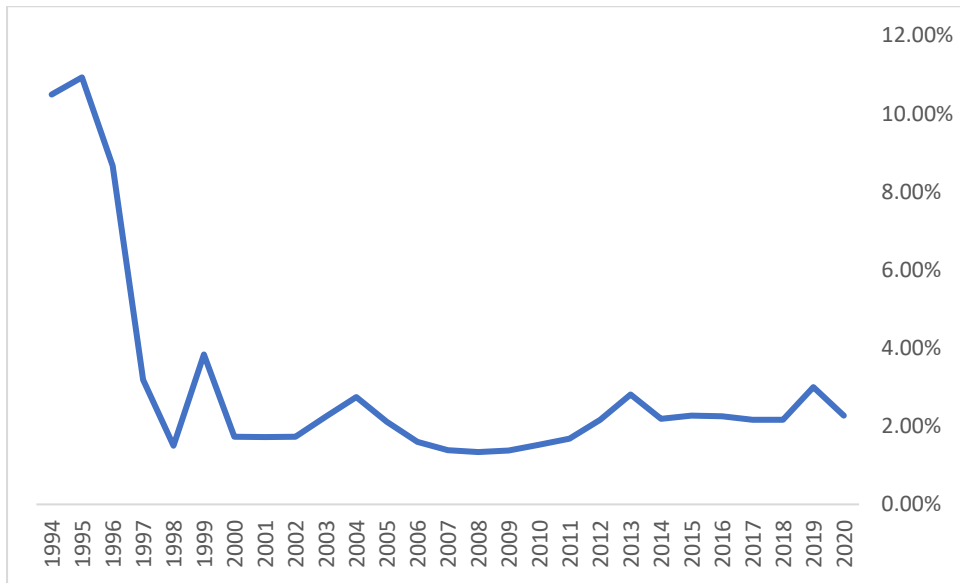
- 1) มีสภาพคล่องในการซื้อขายสูง สิ่งที่ใช้วัดสภาพคล่อง คือ Free Float⁹ กำหนดขั้นต่ำที่ร้อยละ 15
- 2) มีมูลค่าตลาดที่คู่กับ Free Float แล้ว สูงกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำที่กำหนด โดยสำหรับประเทศไทยถูกกำหนดมูลค่าตลาดขั้นต่ำอยู่ที่ 250 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

การปรับค่าน้ำหนักในดัชนี MSCI ของประเทศไทย จะมีการประกาศทุกไตรมาส ในเดือนกุมภาพันธ์ เดือนพฤษภาคม เดือนสิงหาคม และเดือนพฤศจิกายน ทั้งนี้ การปรับค่าน้ำหนักของประเทศไทยในดัชนี MSCI ได้ส่งผลกระทบต่อเงินลงทุนที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของไทย เช่น ในเดือนกุมภาพันธ์ 2564 ซึ่งมีการประกาศปรับลดค่าน้ำหนักประเทศไทยลงร้อยละ 0.01 ส่งผลให้มีเงินทุนไหลออกโดยตรง 41 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และล่าสุดในเดือนพฤษภาคม 2564 ซึ่งมีการประกาศปรับลดค่าน้ำหนักประเทศไทยลงร้อยละ 0.10 ตลาดคาดการณ์ว่า จะมีเงินทุนไหลออกมูลค่า 341 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

เมื่อพิจารณาน้ำหนักของตลาดหุ้นไทยใน MSCI Emerging Market Index (ตารางที่ 2-8) จะพบว่าหลังจากที่ประเทศไทยประสบกับวิกฤติการณ์ต้มยำกุ้งในปี 1997 น้ำหนักของหุ้นไทยก็ตกลงมาอยู่ในระดับร้อยละ 1-3 มาโดยตลอด โดยในช่วง 9 ปีที่ผ่านมา (2012-2020) พบว่าค่าน้ำหนักจะอยู่ที่ประมาณร้อยละ 2-3 และมีแนวโน้มคงที่ สะท้อนถึงความสามารถในการดึงดูดการลงทุนจากต่างประเทศที่เทียบเท่ากับประเทศกำลังพัฒนาอื่นๆ

⁹ Free Float คือ สัดส่วนของหุ้นที่นักลงทุนทั่วไปสามารถซื้อขายได้ โดยไม่รวมผู้ถือหุ้นที่มีส่วนร่วมในการบริหาร

รูปที่ 2-8: นำหนักของหุ้นไทยใน MSCI Emerging Market Index



ที่มา: www.msci.com

2.1.6 พัฒนาการตลาดทุนในเชิงลึก: ผ่านดัชนีประเมินอื่นๆ

คณะผู้วิจัยได้ทำการคัดเลือกดัชนีที่สะท้อนถึงพัฒนาการของตลาดทุนในแง่มุมต่างๆ กัน โดยรวบรวมเอาไว้จากหลายแหล่งข้อมูล โดยมีรายละเอียด ดังนี้

2.1.6.1 PE ratio

PE ratio สะท้อนระดับราคาเมื่อเทียบกับกำไรที่ทำได้ เช่น PE Ratio เท่ากับ 20 หมายถึง ราคาซื้อขายในปัจจุบันเทียบเท่ากับรายได้ที่ธุรกิจได้อีก 20 ปีข้างหน้ารวมกัน (ภายใต้ข้อสมมติว่าบริษัทสามารถสร้างกำไรได้เท่าเดิมทุกปี)

การให้น้ำหนัก PE ratio สูง จึงสะท้อนถึงคุณภาพของหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาดนั้นๆ โดยเปรียบเทียบซึ่งเมื่อคณะผู้วิจัยได้นำเอาสัดส่วน PE ratio มาเปรียบเทียบกับของไทย กับของประเทศในภูมิภาคและในประเทศในระดับโลก (ตารางที่ 2-3) จะพบว่า ค่า PE ratio ของตลาดหลักทรัพย์ของไทยอยู่ที่ 19.4 ซึ่งอยู่สูงกว่าประเทศที่พัฒนาแล้วหลายประเทศ เช่น สิงคโปร์ สหราชอาณาจักร เกาหลีใต้ และสูงกว่าประเทศที่กำลังพัฒนา เช่น จีน อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ แต่ค่า PE ratio ของไทยก็ยังคงอยู่ต่ำกว่าประเทศกำลังพัฒนาบางประเทศ ได้แก่ อินเดีย และมีระดับใกล้เคียงกันกับประเทศมาเลเซีย

ตารางที่ 2-3: เปรียบเทียบ PE ratio ระหว่างไทย ประเทศในภูมิภาคและประเทศในระดับโลก

Country	GNI per capital (2019, Atlas)	2019
India	2,120	26.0
Philippines	3,850	16.1
Indonesia	4,050	16.7
Thailand	7,260	19.4
China	10,390	14.6
Malaysia	11,230	19.4
South Korea	33,790	18.2
Japan	41,710	21.0
United Kingdom	42,220	17.6
Singapore	59,590	14.4
US: S&P500	65,850	22.8
US: NASDAQ	65,850	22.7

ที่มา: ฐานข้อมูล CEIC

2.1.6.2 Turnover ratio

Turnover ratio เป็นดัชนีที่ใช้ในการประเมินการหมุนเวียนเปลี่ยนมือของหลักทรัพย์ โดยอ้างอิงกับมูลค่าขนาดของตลาด (market capitalization) ประเทศที่มีค่า Turnover สูงจะเป็นประเทศที่ตลาดหลักทรัพย์มีสภาพคล่องสูง ซึ่งสะท้อนว่าสินทรัพย์สามารถแปลงเป็นเงินสดได้อย่างรวดเร็ว จึงสะท้อน การพัฒนาตลาดรองที่ดี

ตารางที่ 2-4 เปรียบเทียบ Turnover ratio ระหว่างไทย ประเทศในภูมิภาคและประเทศในระดับโลก พบว่า ประเทศไทยมีอัตราการหมุนเวียนสูงถึง 64.49 เท่า ถือได้ว่าเป็นการหมุนเวียนที่สูงมากเทียบเท่ากับระดับประเทศที่พัฒนาแล้ว และสูงกว่าตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคอย่างเด่นชัด

อย่างไรก็ดี มีตลาดหลักทรัพย์ของบางประเทศที่มีอัตราการหมุนเวียนที่สูงมาก ซึ่งสะท้อนว่ามีสภาพคล่องที่สูงกว่าของไทยมาก ได้แก่ จีน (223 เท่า) เกาหลีใต้ (129 เท่า) สหรัฐอเมริกา (108 เท่า) และญี่ปุ่น (82 เท่า)

ตารางที่ 2-4: เปรียบเทียบ Turnover ratio ระหว่างไทย ประเทศในภูมิภาคและประเทศในระดับโลก

Country	GNI per capital (2019, Atlas)	Turnover ratio (2019)
India	2,120	54.00
Vietnam	2,590	22.30
Philippines	3,850	10.90
Indonesia	4,050	22.53
Thailand	7,260	64.49
China	10,390	223.66
Malaysia	11,230	26.89
South Korea	33,790	129.83
Japan	41,710	82.34
Germany	48,580	64.36
Australia	55,100	56.08
Singapore	59,590	16.38
United States	65,850	108.51

ที่มา: World Bank¹⁰, ตัวเลขของสหรัฐฯ เป็นตัวเลขปี 2018

2.1.6.3 Value of listed shares outside of the top ten largest companies to total value of all listed shares

สัดส่วนมูลค่าของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่อยู่นอกเหนือจาก 10 อันดับแรก ต่อมูลค่าของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด สะท้อนการกระจายตัวของธุรกิจในประเทศที่ไม่รวมอยู่ในธุรกิจเพียงไม่กี่ราย และสะท้อนถึงความสามารถของตลาดหลักทรัพย์ในการดึงดูดบริษัทจำนวนมากเข้ามาในตลาดได้อย่างดี

ผลการเปรียบเทียบ (ตารางที่ 2-5) พบว่า ประเทศไทยมีสัดส่วนของธุรกิจนอกจาก 10 อันดับแรกคิดเป็นมูลค่าร้อยละ 63 ซึ่งเทียบได้กับประเทศที่พัฒนาแล้วและกำลังพัฒนา คณะผู้วิจัยพบว่าประเทศที่มีสัดส่วนต่ำกว่าไทยจะมีสัดส่วนอยู่ที่ประมาณร้อยละ 52-61 ในขณะที่ประเทศที่มีสัดส่วนสูงกว่าไทยจะมีสัดส่วนอยู่ประมาณร้อยละ 66-91 จึงสะท้อนได้ว่าประเทศไทยยังมีโอกาสในเรื่องของดึงให้ธุรกิจเข้ามาในตลาดหลักทรัพย์ให้มากขึ้น

¹⁰ Turnover ratio คิดคำนวณจากมูลค่าการแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ต่อขนาดของตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด

ตารางที่ 2-5: เปรียบเทียบสัดส่วนมูลค่าของธุรกิจนอกจาก 10 อันดับแรกต่อมูลค่าตลาดทั้งหมดระหว่างไทย ประเทศในภูมิภาคและประเทศในระดับโลก

Country	GNI per capital (2019, Atlas)	Share value of outside top 10 companies (%) (2017)
India	2,120	76
Philippines	3,850	56
Indonesia	4,050	52
Thailand	7,260	63
China	10,390	91
Malaysia	11,230	66
Korea, Rep.	33,790	67
Japan	41,710	86
Germany	48,580	59
Australia	55,100	61
Singapore	59,590	51
United States	65,850	76

ที่มา: World Bank, ตัวเลขของสหรัฐฯ เป็นตัวเลขปี 2016

2.1.6.4 Bond outstanding to GDP

สัดส่วน Bond outstanding to GDP สะท้อนขนาดของตลาดตราสารหนี้ที่เป็นทั้งของภาครัฐและภาคเอกชน ซึ่งเป็นตัวชี้บ่งระดับการพัฒนาในเชิงปริมาณ

ผลการเปรียบเทียบ (ตารางที่ 2-6) พบว่าตราสารหนี้ของไทยคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 22.4 เป็นตราสารหนี้ภาคเอกชน และร้อยละ 33.9 เป็นตราสารหนี้ภาครัฐ ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนที่สูงโดยเปรียบเทียบกับประเทศอื่นๆ อย่างไรก็ดี สำหรับตราสารหนี้เอกชน พบว่าจีน มาเลเซีย สิงคโปร์ และสหรัฐอเมริกามีตลาดที่พัฒนาสูงกว่าของไทย และสำหรับตราสารหนี้ภาครัฐ พบว่าจีน ญี่ปุ่น มาเลเซีย สิงคโปร์และสหรัฐอเมริกามีตลาดการพัฒนาที่สูงกว่าของไทย นั่นคือ ประเทศไทยยังคงมีช่องว่างในการขยายตัวของตราสารหนี้อีกพอสมควรเมื่อเทียบเคียงกับประเทศในภูมิภาคและประเทศในระดับโลก

ตารางที่ 2-6: เปรียบเทียบมูลค่าตราสารหนี้ต่อ GDP ระหว่างไทย ประเทศในภูมิภาคและประเทศในระดับโลก

Country	Corporate (% GDP)	Government (% GDP)
China	30.6	54.7
Indonesia	2.8	18.7
Japan	15.2	195.9
Malaysia	50.0	53.7
Philippines	7.7	26.3
Singapore	32.3	35.8
Thailand	22.4	33.9
Vietnam	1.7	18.9
United States	44.7	103.9

ที่มา: AsianBondsOnline

เมื่อพิจารณาถึงพัฒนาการในการออกตราสารหนี้ของไทย (ตารางที่ 2-7) จะพบว่า ตลาดตราสารหนี้ของเอกชนและภาครัฐของไทยมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นในระยะยาว โดยในปี 2001 ยังพบว่า สัดส่วนตราสารหนี้เอกชนและภาครัฐมีอยู่ในสัดส่วนเพียงร้อยละ 4.71 และ 22.81 ตามลำดับ เมื่อมาถึงปี 2010 หรือ 10 ปีต่อมาพบว่า สัดส่วนการออกตราสารหนี้ของเอกชนและภาครัฐเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 11.6 และ 28.57 ตามลำดับ และในปี 2019 พบว่าสัดส่วนดังกล่าวได้เพิ่มขึ้นมาเป็นร้อยละ 22.41 และ 33.93 ตามลำดับ

ตารางที่ 2-7: แสดงพัฒนาการของขนาดตลาดตราสารหนี้ของไทย

Thailand	Corporate bond (% GDP)	Government bond (% GDP)
2001	4.71	22.81
2002	4.86	28.26
2003	7.25	25.33
2004	6.84	25.97
2005	7.58	26.57
2006	10.35	26.04
2007	10.29	25.7
2008	10.32	25.02
2009	12.32	29.94
2010	11.6	28.57
2011	12.09	27.42

2012	14.23	29.45
2013	15.55	32.1
2014	17.45	31.79
2015	18.32	33.99
2016	20.01	32.91
2017	19.91	33.28
2018	21.13	33.66
2019	22.41	33.93

ที่มา: AsianBondsOnline

2.1.6.5 Bond turnover to GDP

สัดส่วน Bond turnover to GDP สะท้อนสภาพคล่องของตลาดตราสารหนี้ ซึ่งเป็นคุณลักษณะที่สำคัญต่อการพัฒนาตลาดทุน เนื่องจากสภาพคล่องที่สูงจะทำให้ตราสารสามารถไถ่ถอนคืนได้ก่อนเวลา หรือมีความสามารถในการเปลี่ยนเป็นเงินได้อย่างรวดเร็วตามต้องการ

ผลการเปรียบเทียบ (ตารางที่ 2-8) พบว่าอัตราการหมุนเวียนของตราสารหนี้เอกชนอยู่ในระดับที่ต่ำเมื่อเทียบกับประเทศในภูมิภาค (อินโดนีเซีย) และน้อยกว่าประเทศที่พัฒนาแล้ว (ญี่ปุ่น) ในขณะที่อัตราการหมุนเวียนของตราสารหนี้ภาครัฐอยู่ในระดับที่ค่อนข้างสูงมาก เมื่อเทียบกับประเทศในภูมิภาค โดยประเทศไทยมีอัตราการหมุนเวียนที่ 2.2 เท่าของปริมาณตราสารหนี้ที่ถืออยู่ ซึ่งสูงกว่าประเทศมาเลเซียและฟิลิปปินส์ แต่ต่ำกว่าจีนและอินโดนีเซีย ในขณะที่หากเทียบกับประเทศในระดับโลก คือ ญี่ปุ่นและสิงคโปร์ พบว่าตราสารหนี้ของภาครัฐของทั้งสองประเทศมีอัตราการหมุนเวียนที่ต่ำมาก

ตารางที่ 2-8: เปรียบเทียบมูลค่าการแลกเปลี่ยนตราสารหนี้ต่อ GDP ระหว่างไทย ประเทศในภูมิภาคและประเทศในระดับโลก

Country	Corporate Bonds Turnover Ratio	Govt Bonds Turnover Ratio
China	0.31	2.65
Indonesia	0.91	2.70
Japan	1.55	1.04
Malaysia	0.24	1.31
Philippines	N/A	1.06
Singapore	N/A	1.08

Thailand	0.32	2.20
----------	------	------

ที่มา: AsianBondsOnline

เมื่อพิจารณาถึงพัฒนาการของการแลกเปลี่ยนตราสารหนี้ของไทย (ตารางที่ 2-9) จะพบว่า ตลาดตราสารหนี้เอกชนของไทยเคยมีสภาพคล่องสูงในช่วงปี 2001-2003 ก่อนที่จะปรับตัวลดลงอย่างมากในช่วงปี 2005-2011 มาอยู่ที่ประมาณ 0.12-0.15 หลังจากนั้น สภาพคล่องของตราสารหนี้ไทยมีทิศทางเพิ่มสูงขึ้นจนมาถึงจุดสูงสุดที่ 0.41 ในปี 2017 ก่อนที่จะปรับตัวลงเล็กน้อยมาอยู่ที่ 0.32 ในปัจจุบัน ทำให้อาจยังคงมีความไม่แน่นอนว่าสภาพคล่องจะเพิ่มขึ้นหรือลดลง

ในขณะที่ตราสารหนี้ภาครัฐ พบว่าในอดีตตั้งแต่ปี 2001 มาจนถึงปี 2008 ตราสารหนี้ของภาครัฐไทยมีแนวโน้มหมุนเวียนเพิ่มขึ้น ก่อนที่จะมีแนวโน้มลดลงตั้งแต่ปี 2009-2019 โดยลดลงจาก 4.51 ในปี 2009 มาเป็น 2.20 ในปี 2019

ตารางที่ 2-9: แสดงพัฒนาการของสัดส่วนสภาพคล่องการหมุนเวียนของตลาดตราสารหนี้ของไทย

Thailand	Corp Bonds Turnover Ratio	Govt Bonds Turnover Ratio
2001	0.38	1.20
2002	0.33	1.24
2003	0.54	0.93
2004	0.23	0.86
2005	0.15	1.15
2006	0.13	1.46
2007	0.15	3.04
2008	0.12	4.51
2009	0.15	3.34
2010	0.15	3.22
2011	0.15	3.09
2012	0.26	3.10
2013	0.26	2.96
2014	0.27	2.62
2015	0.33	2.61
2016	0.39	2.76
2017	0.41	2.58

2018	0.34	2.12
2019	0.32	2.20

ที่มา: AsianBondsOnline

2.1.7 พัฒนาการตลาดทุนในเชิงลึก: ข้อมูลสถิติจาก กสท.¹¹

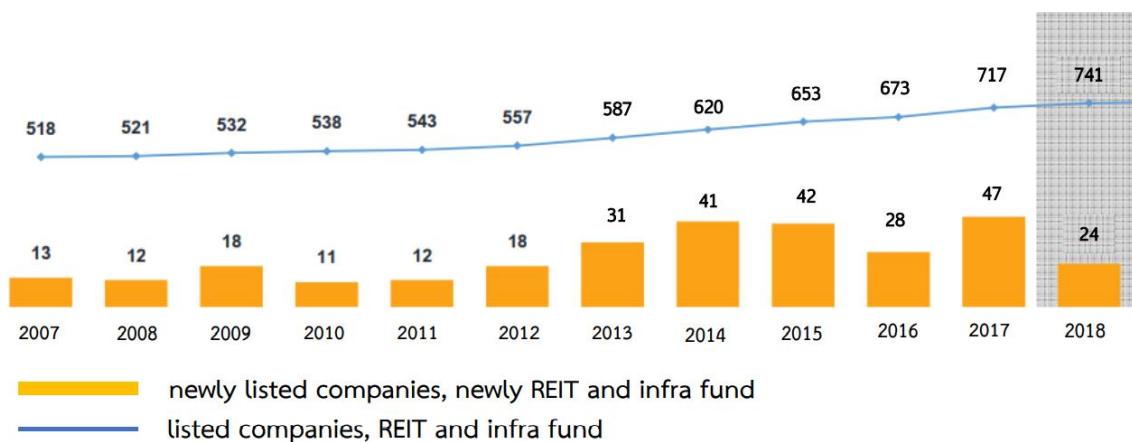
คณะผู้วิจัยได้คัดเลือกตัวเลขทางสถิติที่สะท้อนพัฒนาการของตลาดทุนในด้านต่างๆ ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

2.1.7.1 ด้านการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ผ่านกระบวนการ IPO

ในด้านการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ พบว่าในช่วงปี 2007-2017 (รูปที่ 2-9) มีบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้นจาก 518 ราย เป็น 717 ราย และทิศทางแนวโน้มในปัจจุบัน พบว่า ในช่วงระหว่างปี 2013-2018 มีจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนมากขึ้นกว่าในช่วงก่อน และมีค่าเฉลี่ยจำนวนบริษัท IPOs ในช่วงดังกล่าวที่ ประมาณ 30 รายต่อปี

เมื่อพิจารณามูลค่าของ IPOs ในช่วงหลัง (2013-2018) (รูปที่ 2-10) พบว่ามูลค่า IPOs ของไทยมีมูลค่าสูงกว่าประเทศในภูมิภาค (มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ และสูงกว่าประเทศในระดับโลก (สิงคโปร์)

รูปที่ 2-9: แสดงจำนวน IPOs ที่เกิดขึ้นในแต่ละปี



ที่มา: SETSMART, ข้อมูล ณ วันที่ 31 มีนาคม 2562

¹¹ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, (2562) “เอกสารประกอบการประชุมคณะกรรมการพัฒนาศักยภาพการแข่งขันของตลาดทุน 1/62,” ครั้งที่ 1/62.

รูปที่ 2-10: แสดงมูลค่า IPOs ที่เกิดขึ้นในระหว่างปี 2013-2018 เทียบกับประเทศภูมิภาคและประเทศในระดับโลก

Country	2013	2014	2015	2016	2017	YTD2018	2013-2018
Singapore	9,239	4,179	1,210	2,532	4,250	3,248	24,658
Thailand	7,769	4,434	5,293	1,754	4,440	4,340	28,030
Malaysia	4,699	4,669	2,918	2,868	4,076	1,354	20,584
Indonesia	4,298	3,129	1,738	1,782	1,154	2,310	14,411
Philippines	6,807	2,337	1,437	1,751	910	3,185	16,427

ที่มา: กสท. (2018)

2.1.7.2 ตัวแปรที่สะท้อนสภาพการแข่งขันและความสามารถในการเข้าถึงผู้เล่นต่างๆ

1) ในฝั่งผู้ระดมทุน จำนวนบริษัทในตลาด MAI ที่เข้าขายตามนิยามของ พ.ร.บ. ส่งเสริม SMEs (2543) (ฉบับปรับปรุง 2562) พบว่ามีเพียง 41 รายที่เป็นธุรกิจ SMEs ทำให้การเข้าถึง SMEs ยังอยู่ในระดับที่ต่ำ เนื่องจากมี SMEs ในประเทศไทยจำนวน 3 ล้านราย

2) ในฝั่งของผู้ลงทุน พบว่า จำนวนผู้ลงทุนประกอบไปด้วย ผู้ลงทุนที่เปิดบัญชีหลักทรัพย์ 2.37 ล้านราย (คิดเป็นร้อยละ 4.96 ของจำนวนประชากรที่อายุตั้งแต่ 20 ปีขึ้นไป) บัญชีกองทุนรวม 1.50 ล้านราย (คิดเป็นร้อยละ 3.02 ของจำนวนประชากรที่อายุตั้งแต่ 20 ปีขึ้นไป) สมาชิก Provident Fund 2.98 ล้านราย (คิดเป็นร้อยละ 19.06 ของแรงงานภาคเอกชน 16 ล้านราย) และกองทุน กบข. 1.07 ล้านราย ซึ่งทำให้โดยรวมแล้ว ตลาดหุ้นไทยเป็นแหล่งเงินออมสำหรับประชาชนคนไทยประมาณ 6-7 ล้านราย หรือ คิดเป็นร้อยละ 12-14 ของประชากรที่อายุตั้งแต่ 20 ปีขึ้นไป

3) โครงสร้างของตัวแทนซื้อขายหลักทรัพย์คิดตามส่วนแบ่งตลาด พบว่า เป็นบริษัทต่างชาติ 17 รายมีส่วนแบ่งตลาดร้อยละ 54 เป็นบริษัทไทยที่ทำธุรกิจธนาคารร่วมด้วย 9 ราย คิดเป็นส่วนแบ่งตลาดร้อยละ 29 และเป็นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจเฉพาะซื้อขายหลักทรัพย์ 12 ราย คิดเป็นส่วนแบ่งตลาดร้อยละ 17

4) โครงสร้างบริษัทบริหารสินทรัพย์ พบว่า เป็นบริษัทที่เชื่อมโยงกับธุรกิจธนาคาร 12 แห่ง ครองส่วนแบ่งตลาดร้อยละ 95 ในขณะที่บริษัทที่เชื่อมโยงกับบริษัทซื้อขายหลักทรัพย์ 5 แห่ง มีส่วนแบ่งตลาดร้อยละ 2 และบริษัทต่างชาติ 2 แห่งครองส่วนแบ่งตลาดร้อยละ 1 และบริษัทอื่นๆ อีก 3 บริษัท ครองส่วนแบ่งร้อยละ 2

5) โครงสร้างการลงทุนในกองทุนรวม พบว่า ร้อยละ 54 ยังเป็น fixed income fund หรือกองทุนที่ลงในตราสารหนี้ ในขณะที่ร้อยละ 22 เป็นกองทุนในตราสารทุน และมีกองทุนที่ลงผสมอีกประมาณร้อยละ 8 นอกจากนี้ยังมีการลงทุนในสินทรัพย์ประเภทอื่นๆ อีกร้อยละ 16 ซึ่งมีการลงทุนทั้งในและต่างประเทศ โดยมีส่วนที่น่าสนใจคือ สามารถแยกกลุ่ม feeder fund หรือกองทุนรวมที่ไปลงในกองทุนรวมอื่นได้ประมาณร้อยละ 11

2.1.8 การรวบรวมข้อมูลปฐมภูมิที่สะท้อนต้นทุน โดยคณะผู้วิจัย

คณะผู้วิจัยได้ทำการรวบรวมข้อมูลปฐมภูมิที่สะท้อนถึงต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนในแง่มุมต่างๆ ซึ่งแยกวิเคราะห์เป็นแต่ละกลุ่ม ดังนี้

2.1.8.1 ต้นทุนการระดมทุนด้วยหุ้นกู้

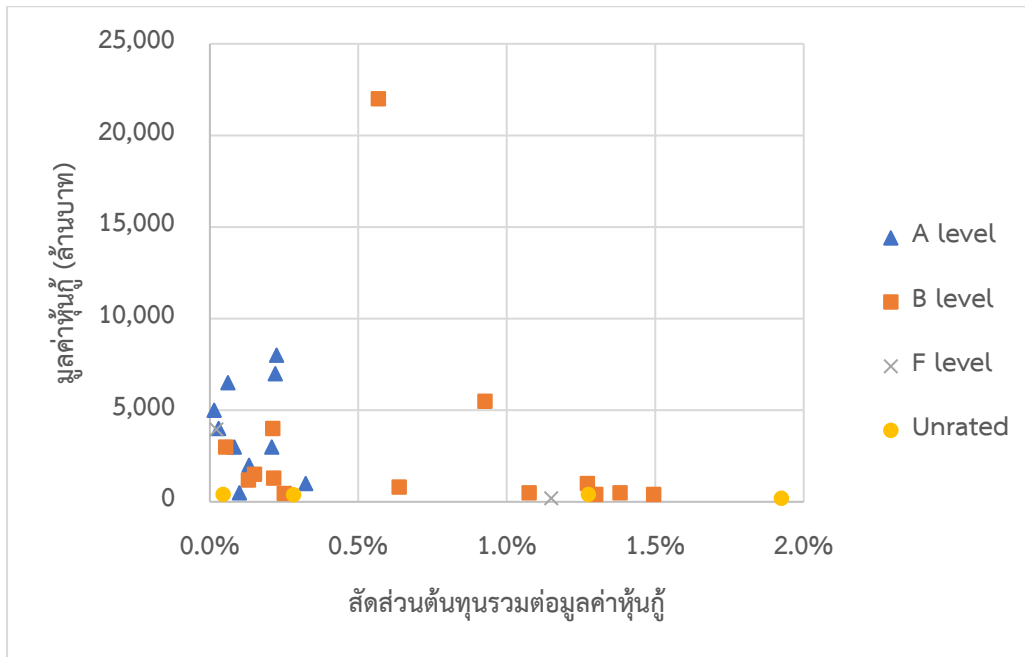
ในการศึกษาต้นทุนของการระดมทุนด้วยหุ้นกู้ จะอาศัยการสำรวจข้อมูลจากหนังสือชี้ชวน ที่มีการเผยแพร่ที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) สำหรับการศึกษาขั้นต้นนี้ ได้ใช้ข้อมูลจากหนังสือชี้ชวนในการขายหุ้นกู้ ในช่วงเดือนเมษายนถึงเดือนพฤษภาคม 2564 จำนวน 30 บริษัท ซึ่งมีหุ้นกู้จำนวน 54 ชุดที่นำเสนอขาย มูลค่ารวม 88,079 ล้านบาท

กรอบต้นทุนตามหนังสือชี้ชวน จะประกอบด้วยต้นทุน (ไม่รวมภาษีมูลค่าเพิ่ม) ได้แก่

- ค่าตอบแทนในการจำหน่ายหุ้นกู้
- ค่าธรรมเนียมการขออนุญาต
- ค่าธรรมเนียมการยื่นแบบแสดงข้อมูล
- ค่าธรรมเนียมการนำหุ้นกู้ขึ้นทะเบียนกับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย
- ค่าใช้จ่ายอื่น

จากการสำรวจข้อมูล (รูปที่ 2-11) พบว่า ในต้นทุนรวม อยู่ในช่วงร้อยละ 0.015 ถึงร้อยละ 1.925 เมื่อเทียบต่อมูลค่าการขายหุ้นกู้ โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 0.525

รูปที่ 2-11: ข้อมูลสำรวจปฐมภูมิ ต้นทุนการออกหุ้นกู้



ที่มา: รวบรวมและประมวลผลโดยคณะผู้วิจัย

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาเกี่ยวกับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสาร โดยบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด และบริษัท พิทช์ เรทติ้งส์ (ประเทศไทย) จำกัด พบว่า หุ้นกู้ที่มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในกลุ่มระดับ A ได้แก่ ระดับ A, A-, AA+, AA และ AAA จะมีอัตราส่วนต้นทุนรวมต่อมูลค่าหุ้นกู้อยู่ที่ร้อยละ 0.015 ถึงร้อยละ 0.323 ขณะที่หุ้นกู้ที่มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในกลุ่มระดับ B ได้แก่ ระดับ B+, BB+, BBB+, BBB และ BBB- จะมีอัตราส่วนต้นทุนรวมต่อมูลค่าหุ้นกู้อยู่ที่ร้อยละ 0.053 ถึงร้อยละ 1.495

สำหรับต้นทุนในรายละเอียด พบว่า ค่าธรรมเนียมการขายหุ้นกู้ เป็นต้นทุนที่มีสัดส่วนสูงที่สุด โดยขึ้นอยู่กับจำนวนหุ้นกู้ที่ขายได้ ซึ่งโดยทั่วไปจะมีการระบุในสัญญาแต่งตั้งผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้แยกไว้เป็นอีกสัญญา โดยมีอัตราส่วนต่อมูลค่าหุ้นกู้ในช่วงร้อยละ 0.070 ถึงร้อยละ 1.925 และมีค่าเฉลี่ยที่ร้อยละ 0.826 ลำดับถัดมา ค่าธรรมเนียมการขออนุญาต อยู่ในช่วง 10,000-50,000 บาท ค่าธรรมเนียมการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล อยู่ในช่วง 10,000-1,950,000 บาท โดยมี 14 บริษัทที่มีต้นทุนนี้ต่ำกว่า 100,000 บาท และอีก 12 บริษัทที่มีต้นทุนนี้ต่ำกว่าหรือเท่ากับ 300,000 บาท และมีเพียง 3 บริษัทที่มีต้นทุนนี้สูงกว่า 300,000 บาท ขณะที่ค่าธรรมเนียมการนำหุ้นกู้ขึ้นทะเบียนกับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย พบว่า อยู่ในช่วง 20,000-2,789,375 บาท ซึ่งเมื่อเทียบกับมูลค่าหุ้นกู้แล้ว พบว่า อยู่ในช่วงร้อยละ 0.001 ถึงร้อยละ 0.030

จากข้อมูลกลุ่มตัวอย่างข้างต้น พบว่า สัดส่วนต้นทุนรวมต่อมูลค่าหุ้นกู้ มีแนวโน้มที่จะมีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ โดยในกลุ่มหุ้นกู้ที่มีความน่าเชื่อถือในกลุ่มระดับ A จะมีแนวโน้มที่มีสัดส่วนต้นทุนที่ต่ำกว่า ขณะที่หุ้นกู้ที่มีความน่าเชื่อถือในกลุ่มระดับ B จะมีแนวโน้มที่มีสัดส่วนต้นทุนที่สูงกว่า และมีความผันผวนมากกว่า

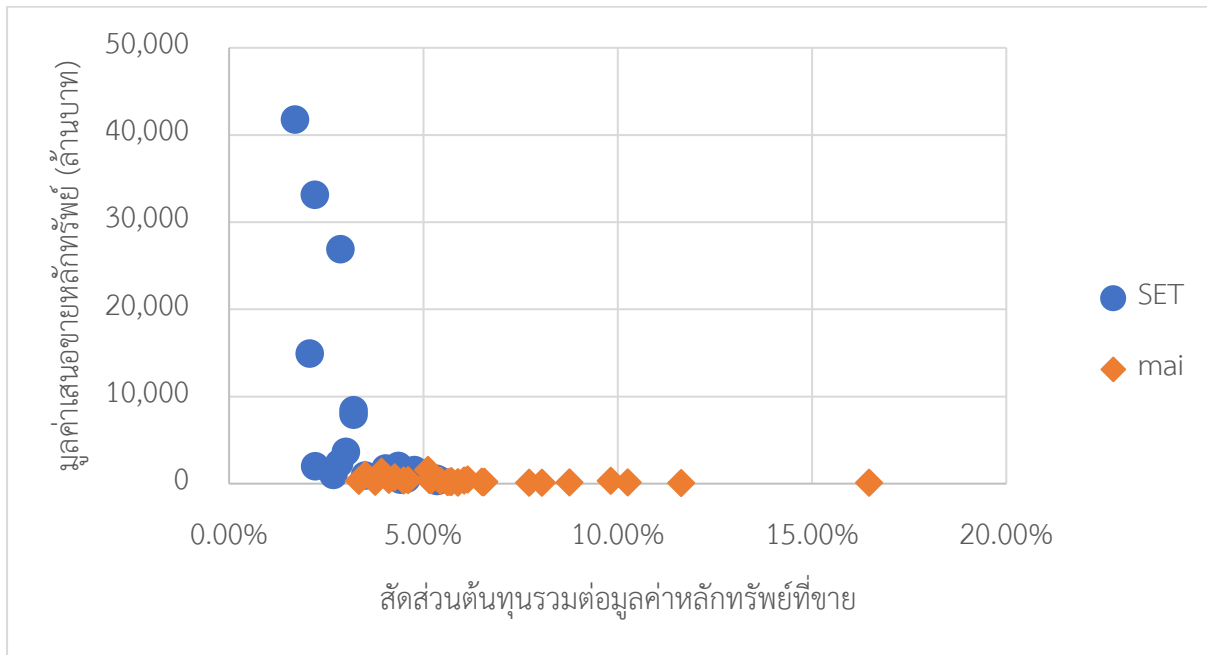
เมื่อพิจารณาในรายละเอียดต้นทุน พบว่า ค่าธรรมเนียมการขายหุ้นกู้ จะขึ้นอยู่กับอัตราการตกลงทำสัญญา ระหว่างบริษัทกับผู้จัดการการจัดจำหน่าย ค่าธรรมเนียมการขออนุญาตและค่าธรรมเนียมการยื่นแบบแสดง รายการข้อมูล มีแนวโน้มจะเป็นต้นทุนคงที่สำหรับการระดมทุนด้วยวิธีการออกหุ้นกู้ ขณะที่ค่าธรรมเนียมการ นำหุ้นกู้ขึ้นทะเบียนกับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย พบว่ามีแนวโน้มที่จะผันแปรตามมูลค่างานหุ้นกู้

2.1.8.2 ต้นทุนการระดมทุนด้วยการเสนอขายหุ้นสามัญที่ออกใหม่ต่อประชาชน (IPO)

คณะผู้วิจัยได้ศึกษาต้นทุนของบริษัทต่างๆ ในการระดมทุนด้วยการเสนอขายหุ้นสามัญที่ออกใหม่ต่อ ประชาชนครั้งแรก (IPO) ผ่านการรวบรวมข้อมูลจากหนังสือชี้ชวนที่เผยแพร่โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับ และหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) โดยในระดับเบื้องต้น คณะผู้วิจัยได้รวบรวมกลุ่มตัวอย่างจากหนังสือ ชี้ชวนเสนอขายหุ้นครั้งแรกต่อประชาชนด้วยวิธีการสุ่มในช่วงเวลาตั้งแต่เดือนกันยายนปี 2560 จนถึงเดือน ธันวาคมปี 2563 มาจำนวนทั้งหมด 50 บริษัท ซึ่งค่าใช้จ่ายสำหรับการจอง การจำหน่าย และการจัดสรรหุ้น สามัญประกอบไปด้วย 8 รายการ ดังต่อไปนี้

- (1) ค่าธรรมเนียมค่าขออนุญาตเสนอขายหุ้นสามัญที่ออกใหม่
- (2) ค่าธรรมเนียมการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์
- (3) ค่าธรรมเนียมการยื่นคำขอให้รับหุ้นสามัญเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน
- (4) ค่าธรรมเนียมในการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน (ไม่รวมค่าธรรมเนียมรายปี)
- (5) ค่าธรรมเนียมการจดทะเบียนเพิ่มทุนชำระแล้ว
- (6) ค่าธรรมเนียมการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายโดยประมาณ
- (7) ค่าพิมพ์หนังสือชี้ชวน ใบจองซื้อหุ้น และเอกสารอื่นๆ โดยประมาณ
- (8) ค่าใช้จ่ายอื่นๆ ที่รวมถึง ค่าธรรมเนียมที่ปรึกษาทางการเงิน ค่าที่ปรึกษากฎหมาย ค่าธรรมเนียมใน การจัดทำบัญชีค่าโฆษณาประชาสัมพันธ์ และค่าใช้จ่ายอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขายหลักทรัพย์ในครั้งนี้ เป็นต้น โดยประมาณ

รูปที่ 2-12 สัดส่วนต้นทุนรวมต่อมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายและมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายของแต่ละบริษัท แยกตามตลาดรอง SET และ mai



ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และการคำนวณโดยคณะผู้วิจัย

จากกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรก (รูปที่ 2-12) มีมูลค่าเสนอขายหุ้นสามัญรวม (มูลค่า IPO) ตั้งแต่ประมาณ 60 ล้านบาทจนถึงประมาณ 41,000 ล้านบาท และมีสัดส่วนต้นทุนการเสนอขายต่อมูลค่า IPO อยู่ในช่วงร้อยละ 1.70 จนถึงร้อยละ 16.47 โดยมีสัดส่วนต้นทุนเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 2.64 ทั้งนี้ เมื่อแบ่งการพิจารณาสัดส่วนของต้นทุนตามตลาดรองที่แต่ละบริษัทนำหุ้นไปเสนอขายครั้งแรกที่ SET และ mai พบว่า บริษัทที่เสนอขายใน mai จะมีมูลค่า IPO อยู่ในช่วงประมาณ 60 ล้านบาทจนถึงประมาณ 1,500 ล้านบาท และส่วนสัดส่วนต้นทุนของมูลค่า IPO จะอยู่ที่ตั้งแต่ร้อยละ 3.24 ถึงร้อยละ 16.47 ซึ่งโดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 5.27 ในขณะที่บริษัทที่ขายในตลาด SET จะมีมูลค่า IPO อยู่ที่ 285 ล้านบาท ถึง 41,000 ล้านบาท และมีสัดส่วนต้นทุนของมูลค่า IPO ตั้งแต่ร้อยละ 1.70 ถึงร้อยละ 5.36 โดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 2.45 ซึ่งมีสัดส่วนของต้นทุนที่น้อยกว่าบริษัทที่นำหุ้นไปขายในตลาด mai

ตารางที่ 2-10: สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อมูลค่า IPO และต้นทุนรวมโดยเฉลี่ยแยกตามรายการ

รายการค่าใช้จ่ายที่เป็น ต้นทุน	สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อมูลค่า IPO โดยเฉลี่ย (ในวงเล็บคือ สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อต้นทุนรวมโดยเฉลี่ย)		
	Mai	SET	เฉลี่ยโดยรวม
ค่าธรรมเนียมการ รับประกันการจำหน่าย และจัดจำหน่าย	3.096% (58.74%)	1.665% (68.38%)	1.762% (67.07%)
ค่าใช้จ่ายอื่นๆ (เช่น ค่าที่ ปรึกษาทางการเงินและ กฎหมาย)	1.894% (35.94%)	0.665% (27.30%)	0.748% (28.48%)
ค่าธรรมเนียมการยื่นแบบ แสดงรายการข้อมูลการ เสนอขายหุ้นสามัญ	0.062% (1.17%)	0.064% (2.62%)	0.064% (2.42%)
ค่าพิมพ์หนังสือชี้ชวน ใบ จองซื้อหุ้น ค่าโฆษณา และเอกสารอื่นๆ	0.121% (2.29%)	0.022% (0.89%)	0.028% (1.08%)
ค่าธรรมเนียมแรกเข้าของ การเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน	0.020% (0.38%)	0.014% (0.56%)	0.014% (0.54%)
ค่าธรรมเนียมคำขอ อนุญาตเสนอขายหุ้นเพิ่ม ทุนที่ออกใหม่	0.051% (0.97%)	0.003% (0.10%)	0.006% (0.22%)
ค่าธรรมเนียมการจดทะเบียน เพิ่มทุน	0.020% (0.38%)	0.003% (0.12%)	0.004% (0.15%)
ค่าธรรมเนียมการยื่นคำ ขอให้รับหุ้นสามัญเป็น หลักทรัพย์จดทะเบียน*	0.008% (0.15%)	0.001% (0.03%)	0.001% (0.04%)
รวมทั้งหมด	5.27% (100%)	2.45% (100%)	2.64% (100%)

ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และการคำนวณโดยคณะผู้วิจัย

เมื่อแบ่งรายการค่าใช้จ่ายเพื่อการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกของบริษัทตามกลุ่มตัวอย่าง (ตารางที่ 2-10) จะเห็นได้ว่า บริษัทโดยเฉลี่ยทั้งหมดมีสัดส่วนต้นทุนค่าธรรมเนียมการรับประกันการจำหน่ายและจัดจำหน่ายมากที่สุดอยู่ที่ร้อยละ 1.762 ของมูลค่า IPO หรือเท่ากับร้อยละ 67.07 ของต้นทุนรวมทั้งหมด โดยอันดับรองลงมาคือค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับค่าที่ปรึกษาทางการเงินและกฎหมาย ค่าจัดทำบัญชี และอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน มีสัดส่วนอยู่ที่ร้อยละ 0.748 ของมูลค่า IPO หรือเท่ากับร้อยละ 28.48 ของต้นทุนทั้งหมด ซึ่งทั้งสองอันดับแรกนี้มีมูลค่ารวมกันเท่ากับร้อยละ 96.18 ของต้นทุนทั้งหมด นอกจากนี้ บริษัทที่ขายหุ้นในตลาด mai ที่มักจะมีมูลค่า IPO ต่ำกว่าบริษัทที่ขายในตลาด SET มีสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการรับประกันการจำหน่ายและจัดจำหน่ายหุ้นต่อต้นทุนรวมทั้งหมดเท่ากับร้อยละ 58.74 ซึ่งเป็นสัดส่วนที่น้อยกว่าบริษัทที่ขายในตลาด SET อยู่ร้อยละ 4.64 โดยเฉลี่ย ในทางตรงกันข้าม สัดส่วนค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับค่าที่ปรึกษาและค่าจัดทำบัญชีต่อต้นทุนรวมของบริษัทที่ขายในตลาด mai สูงกว่าสัดส่วนของบริษัทที่ขายในตลาด SET อยู่ร้อยละ 8.64 โดยเฉลี่ย

ทั้งนี้ บริษัทที่จดทะเบียนขายหุ้นสามัญครั้งแรกในตลาด SET และ mai มีสัดส่วนค่าธรรมเนียมการรับประกันและจัดจำหน่ายต่อมูลค่ามูลค่า IPO น้อยกว่าสัดส่วนของบริษัทที่นำไปหุ้นสามัญไปขายครั้งแรกที่ตลาดหุ้นของประเทศสหรัฐอเมริกา โดยบริษัทที่ขายหุ้นในตลาดสหรัฐอเมริกาจะมีสัดส่วนค่าใช้จ่ายประเภทดังกล่าวอยู่ในช่วงสัดส่วนประมาณร้อยละ 3.5 ถึงร้อยละ 7.0 ของมูลค่า IPO ในขณะที่บริษัทที่ขายหุ้นสามัญครั้งแรกในตลาดหุ้นของประเทศไทย จากข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างดังกล่าว จะมีสัดส่วนโดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 1.6 ถึงร้อยละ 2.8 (ตารางที่ 2-11)

ตารางที่ 2-11 เปรียบเทียบสัดส่วนค่าธรรมเนียมการรับประกันและจัดจำหน่ายต่อมูลค่ามูลค่า IPO โดยเฉลี่ยของบริษัทที่ขายหุ้นในตลาดหุ้นของสหรัฐอเมริกาและไทย

ช่วงของมูลค่า IPO	สัดส่วนค่าธรรมเนียมการรับประกันและจัดจำหน่ายต่อมูลค่ามูลค่า IPO โดยเฉลี่ย	
	สหรัฐอเมริกา	ไทย
ไม่เกิน 300 ล้านบาท (ไม่เกิน 24 ล้านดอลลาร์)	-	2.8%
301 – 1,250 ล้านบาท (25 – 99 ล้านดอลลาร์)	7.0%	2.7%
1,251 – 3,150 ล้านบาท (100 – 249 ล้านดอลลาร์)	6.8%	2.7%
3,151 – 6,300 ล้านบาท (250 – 499 ล้านดอลลาร์)	6.1%	2.3%
6,301 – 12,600 ล้านบาท (500 – 1,000 ล้านดอลลาร์)	5.4%	1.7%
มากกว่า 12,600 ล้านบาท (มากกว่า 1,000 ล้านดอลลาร์)	3.5%	1.6%

ที่มา: Price Waterhouse and Coopers & Lybrand (PwC)¹² และการคำนวณโดยคณะผู้วิจัย

หมายเหตุ: คณะผู้วิจัยใช้ Purchasing power parities เพื่อคำนวณอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งเท่ากับประมาณ 12.5 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ เพื่อใช้ในการเทียบช่วงมูลค่า IPO ให้ใกล้เคียงกัน

2.1.8.3 ค่าธรรมเนียมสำหรับกองทุนรวมในประเทศไทย

ค่าธรรมเนียมกองทุนในประเทศไทยที่นักลงทุนจะต้องจ่ายนั้นประกอบไปด้วยค่าใช้จ่าย 2 ประเภทหลักโดยอ้างอิงจากข้อมูลในหนังสือชี้ชวน ได้แก่ ค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากกองทุนโดยหักจากทรัพย์สินของกองทุนรวม และค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากผู้ถือหน่วยลงทุนโดยตรง ซึ่งในการเก็บค่าธรรมเนียมที่เกิดขึ้นจริงนั้นจะต้องไม่เกินอัตราสูงสุดที่กำหนดในโครงการและหนังสือชี้ชวนเสนอขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวม

¹² อ้างอิงจาก <https://www.pwc.com/us/en/services/deals/library/cost-of-an-ipo.html>

ค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากกองทุนรวม (% ต่อปีของ NAV)



หมายเหตุ : ค่าใช้จ่ายอื่นๆ เป็นข้อมูลของรอบปีบัญชีล่าสุดของกองทุน
ค่าธรรมเนียมดังกล่าวรวมภาษีมูลค่าเพิ่ม ภาษีธุรกิจเฉพาะหรือภาษีอื่นใดแล้ว

ค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากผู้ถือหน่วย (% ของมูลค่าซื้อขาย)

รายการ	สูงสุดไม่เกิน	เก็บจริง
ค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุน (Front-end Fee)	2.00%	ยกเว้น
ค่าธรรมเนียมการรับซื้อคืนหน่วยลงทุน (Back-end Fee)	2.00%	0.10%
ค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์เข้า (Brokerage Fee - In)	0.25%	0.10%
ค่าธรรมเนียมการสับเปลี่ยนหน่วยลงทุนเข้า (Switching-in fee)	ดูหมายเหตุเพิ่มเติม	
ค่าธรรมเนียมการสับเปลี่ยนหน่วยลงทุนออก (Switching-out fee)	ดูหมายเหตุเพิ่มเติม	
ค่าธรรมเนียมการโอนหน่วยลงทุน	ตามที่นายทะเบียนเรียกเก็บ	
ค่าธรรมเนียมอื่นๆ	ตามที่จ่ายจริง	

ตัวอย่างค่าธรรมเนียมของกองทุนกองทุนเปิด เค ซีที 50 ข้อมูล ณ วันที่ 31 ธ.ค. 2563

สำหรับค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากกองทุนรวมโดยหักจากทรัพย์สินของกองทุนรวม จะเก็บค่าธรรมเนียมส่วนนี้เป็นหน่วยร้อยละของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน (NAV) เป็นต้นทุนแฝงที่ถูกหักออกจากมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน (NAV) ที่ผู้ลงทุนทุกคนต้องรับภาระทันทีไม่ว่าผลดำเนินการของกองทุนจะกำไรหรือขาดทุน ค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากกองทุนประกอบไปด้วย

- ค่าธรรมเนียมการจัดการ
- ค่าธรรมเนียมผู้ดูแลผลประโยชน์
- ค่าธรรมเนียมนายทะเบียน
- ค่าใช้จ่ายอื่นๆ เช่น ค่าที่ปรึกษาการลงทุน ค่าใช้จ่ายในการสอบบัญชี ค่าใช้จ่ายในการจัดทำรายงานและเอกสารของกองทุน เป็นต้น
- ค่าใช้จ่ายรวม

สำหรับค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากผู้ถือหน่วยลงทุนโดยตรง ค่าธรรมเนียมส่วนนี้จะเกิดขึ้นเมื่อมีการทำธุรกรรม เช่น มีการซื้อหรือการขายหน่วยลงทุน การสับเปลี่ยนหน่วยลงทุน การโอนหน่วยลงทุน เป็นต้น โดยจะเก็บค่าธรรมเนียมส่วนนี้เป็นหน่วยร้อยละของมูลค่าซื้อขาย ซึ่งค่าใช้จ่ายในส่วนนี้ผู้ลงทุนอาจถูกเรียกเก็บในอัตราที่ไม่เท่ากัน หรืออาจจะไม่มีการเรียกเก็บเลยก็ได้ขึ้นอยู่กับนโยบายของแต่ละกองทุนรวม ตัวอย่างค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากผู้ถือหน่วยลงทุนโดยตรงนี้ ได้แก่

- ค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุน (Front-end)

- ค่าธรรมเนียมการรับซื้อคืนหน่วยลงทุน (Back-end)
- ค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ (Transaction Fee)
- ค่าธรรมเนียมการสับเปลี่ยนหน่วยลงทุนเข้า (Switching-in)
- ค่าธรรมเนียมการสับเปลี่ยนหน่วยลงทุนออก (Switching-out)
- ค่าธรรมเนียมการโอนหน่วยลงทุน (Transfer Fee)
- ค่าธรรมเนียมขายออกก่อนเวลาที่กำหนด (Exit Fee)
- ค่าธรรมเนียมอื่น ๆ เช่น ส่วนต่างมูลค่าหน่วยลงทุน (Spread) ค่าธรรมเนียมการออกเอกสารแสดงสิทธิในหน่วยลงทุน เป็นต้น

อย่างไรก็ตาม สำหรับค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากผู้ถือหน่วยลงทุนโดยตรงจะไม่เรียกเก็บค่าธรรมเนียมทุกค่าตามที่กล่าวมาข้างต้น โดยทั่วไปที่พบบ่อยจะเป็นค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนและค่าธรรมเนียมการรับซื้อคืนหน่วยลงทุน ค่าธรรมเนียมการสับเปลี่ยนหน่วยลงทุนเข้า ค่าธรรมเนียมการสับเปลี่ยนหน่วยลงทุนออก และค่าธรรมเนียมการโอนหน่วยลงทุนมักจะกำหนดให้จ่ายตามอัตราที่ได้จ่ายจริงหรือมีการกำหนดที่แตกต่างกันในแต่ละกองทุนรวม เช่น กำหนดอยู่ที่ 30 บาทต่อ 10,000 หน่วย หรือเศษของ 10,000 หน่วย กำหนดอยู่ที่ 20 บาทต่อรายการ เป็นต้น

สำหรับการศึกษาขั้นต้นนี้ ได้ใช้ข้อมูลจากหนังสือชี้ชวนกองทุนรวมและรายงานกองทุนประจำปี 2562/2563 เพื่อศึกษาค่าธรรมเนียมที่เกิดขึ้นจริงในปีดังกล่าว ทั้งในด้านค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากกองทุนโดยหักจากทรัพย์สินของกองทุนรวม และค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากผู้ถือหน่วยลงทุนโดยตรง โดยคณะผู้วิจัยเก็บข้อมูลกองทุนรวมที่เสนอขายทั้งสิ้น 51 กองทุน ซึ่งแบ่งประเภทกองทุนรวมตามนโยบายการลงทุน ได้แก่ 1. กองทุนรวมที่ลงทุนในตราสารหนี้ กรณีอายุคงเหลือตราสารเฉลี่ย 1-3 ปี ซึ่งแบ่งออกเป็นตราสารหนี้ในประเทศและตราสารหนี้ต่างประเทศ¹³ 2. กองทุนรวมที่ลงทุนตราสารทุนที่ลงทุนเฉพาะภายในประเทศ ซึ่งแบ่งออกเป็นกลยุทธ์แบบ Passive ตามดัชนี SET50 และกลยุทธ์แบบ Active ที่มีนโยบายการลงทุนในหุ้นไม่น้อยกว่าร้อยละ 80 3. กองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ ประเภทกองทุนตราสารทุนซึ่งแบ่งออกเป็นกองทุนที่กระจุกตัวในประเทศพัฒนาแล้ว เช่น สหรัฐอเมริกาและประเทศกำลังพัฒนา เช่น จีน เวียดนาม เป็นต้น 4. กองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ ประเภทสินทรัพย์ทางเลือก ได้แก่ น้ำมันและทองคำ โดยในแต่ละประเภทจะเก็บข้อมูลไม่น้อยกว่า 5 กองทุน สามารถสรุปค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นได้ดังตารางที่ 2-12 และ 2-13

¹³ ตราสารหนี้แบบที่เน้นการลงทุนแบบมีความเสี่ยงต่างประเทศ ในกรณีนี้ จะเป็นการลงทุนในรูปแบบกองทุนจะลงทุนในตราสารหนี้ ที่เสนอขายในต่างประเทศหรือเงินฝากในสถาบันการเงิน ต่างประเทศครั้งเดียวและถือจนครบอายุโครงการ ผู้ลงทุนไม่สามารถไถ่ถอนออกมาก่อนกำหนด (buy-and-hold fund)

จากตารางค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากกองทุนรวม (ตารางที่ 2-12) สามารถสรุปได้ว่า

1. ค่าธรรมเนียมที่มีสัดส่วนมากที่สุด ได้แก่ ค่าธรรมเนียมการจัดการมีสัดส่วนประมาณร้อยละ 79 ของค่าใช้จ่ายรวมทั้งหมด รองลงมาเป็นค่าใช้จ่ายอื่น ๆ ค่าธรรมเนียมค่านายทะเบียน และค่าธรรมเนียมผู้ดูแลผลประโยชน์ ตามลำดับ
2. กองทุนรวมที่ลงทุนในตราสารหนี้จะมีค่าใช้จ่ายต่ำที่สุดอยู่ที่ ร้อยละ 0.39-0.54 ของ NAV
3. กองทุนรวมตราสารทุนที่มีกลยุทธ์การบริหารแบบ Active มีค่าใช้จ่ายเฉลี่ยต่อ NAV ร้อยละ 1.78 ซึ่งสูงกว่ากองทุนรวมตราสารทุนกลยุทธ์การบริหารแบบ Passive ที่มีค่าใช้จ่ายเฉลี่ยต่อ NAV ร้อยละ 0.81
4. กองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ ประเภทกองทุนตราสารทุน ที่เน้นการลงทุนแบบมีความเสี่ยงต่างประเทศ กรณีประเทศกำลังพัฒนา (Emerging) มีค่าใช้จ่ายเฉลี่ยต่อ NAV ร้อยละ 1.68 ต่ำกว่ากรณีประเทศพัฒนาแล้ว (Developed) ที่มีค่าใช้จ่ายเฉลี่ยต่อ NAV ร้อยละ 1.73

จากตารางค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากผู้ถือหน่วยลงทุนโดยตรง (ตารางที่ 13) พบว่า โดยส่วนมากกองทุนรวมที่ลงทุนในตราสารหนี้และกองทุนรวมที่ลงทุนในตราสารทุนที่ลงทุนเฉพาะภายในประเทศกลยุทธ์แบบ Passive จะได้รับการยกเว้นการเก็บค่าธรรมเนียมในการทำธุรกรรม ในขณะที่กลยุทธ์แบบ Active จะมีค่าธรรมเนียมการขาย นอกจากนี้ยังพบว่ากองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ ประเภทกองทุนตราสารทุนจะมีค่าธรรมเนียมสำหรับการซื้อและขายกองทุนที่สูงกว่า

ตารางที่ 2-12: ค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากกองทุนรวม (% ต่อปีของ NAV) : ใช้ค่าเฉลี่ย (Average)

ประเภทการลงทุน	นโยบายการลงทุนของกองทุนรวม	ค่าธรรมเนียมการจัดการเฉลี่ย	ค่าธรรมเนียมผู้ดูแลผลประโยชน์เฉลี่ย	ค่าธรรมเนียมค่านายทะเบียนเฉลี่ย	ค่าใช้จ่ายอื่น ๆ เฉลี่ย	รวมค่าใช้จ่ายทั้งหมดเฉลี่ย
ตราสารหนี้	แบบไม่มีความเสี่ยงต่างประเทศ กรณีอายุคงเหลือตราสารเฉลี่ย 1-3 ปี	0.36 (0.11-0.43)	0.03 (0.02-0.05)	0.09 (0.03-0.14)	0.04 (0.01-0.14)	0.54 (0.4-0.7)
	แบบที่เน้นการลงทุนแบบมีความเสี่ยงต่างประเทศ	0.33 (0.19-0.46)	0.03 (0.02-0.03)	0.03 (0.02-0.05)	0.01 (0-0.01)	0.39 (0.24-0.54)

	กรณีอายุ คงเหลือตราสาร เฉลี่ย 1-3 ปี					
ตราสารทุน ที่ ลงทุนเฉพาะ ภายในประเทศ	แบบไม่มีความ เสี่ยง ต่างประเทศ กลยุทธ์แบบ Passive ตาม SET50	0.55 (0.37-1.25)	0.03 (0.02-0.04)	0.10 (0.07-0.13)	0.13 (0-0.8)	0.81 (0.51- 1.39)
	แบบไม่มีความ เสี่ยง ต่างประเทศ กลยุทธ์แบบ Active ที่มี นโยบายการ ลงทุนในหุ้นไม่ น้อยกว่าร้อยละ 80	1.55 (0.52-2.14)	0.03 (0.02-0.04)	0.12 (0.07-0.21)	0.88 (0-0.44)	1.78 (0.66- 2.43)
กองทุนรวมที่ ลงทุนใน ต่างประเทศ ประเภท กองทุนตรา สารทุน	ตราสารทุน ที่เน้นการลงทุน แบบมีความ เสี่ยง ต่างประเทศ กรณีประเทศ กำลังพัฒนา (emerging) เช่น จีน เวียดนาม	1.42 (0.80-1.61)	0.03 (0.03-0.04)	0.20 (0.11-0.32)	0.03 (0.00- 0.07)	1.68 (1.01- 2.03)
	ตราสารทุน ที่เน้นการลงทุน แบบมีความ เสี่ยง	1.50 (1.07-1.61)	0.03 (0.03-0.04)	0.13 (0.06-0.17)	0.27 (0.01- 1.21)	1.73 (1.31- 1.97)

	ต่างประเทศ กรณีประเทศ พัฒนาแล้ว (developed) เช่น สหรัฐอเมริกา ยุโรป					
กองทุนรวมที่ ลงทุนใน ต่างประเทศ ประเภท สินทรัพย์ ทางเลือก	กองทุนน้ำมัน กองทุนทองคำ กรณี Fund of funds	0.82 (0.44-1.07)	0.03 (0.03-0.04)	0.13 (0.05-0.21)	0.05 (0.01- 0.17)	1.05 (0.55- 1.42)

ที่มา : คำนวณโดยคณะผู้วิจัย หมายเหตุ : 1.ตัวเลขในวงเล็บ หมายถึง ค่าต่ำสุด-ค่าสูงสุด

ตารางที่ 2-13: ค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากผู้ถือหน่วยลงทุนโดยตรง (ร้อยละของมูลค่าหน่วยลงทุน) : ใช้ค่า
กลาง (Median)

ประเภทการลงทุน	นโยบายการลงทุนของกองทุนรวม	ค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุน (Front-end)	ค่าธรรมเนียมการรับซื้อคืนหน่วยลงทุน (Back-end)	ค่าธรรมเนียมการสับเปลี่ยนหน่วยลงทุนเข้า (Switching-in)	ค่าธรรมเนียมการสับเปลี่ยนหน่วยลงทุนออก (Switching-out)
ตราสารหนี้	แบบไม่มีความเสี่ยงต่างประเทศ กรณีอายุคงเหลือตราสารเฉลี่ย 1-3 ปี	0	0	0	0
	แบบที่เน้นการลงทุนแบบมีความเสี่ยงต่างประเทศ กรณีอายุคงเหลือตราสารเฉลี่ย 1-3 ปี	0	0	0	0
ตราสารทุน ที่ลงทุนเฉพาะภายในประเทศ	แบบไม่มีความเสี่ยงต่างประเทศ กลยุทธ์แบบ Passive ตาม SET50	0	0	0	0
	แบบไม่มีความเสี่ยงต่างประเทศ กลยุทธ์แบบ Active ที่มีนโยบายการลงทุนในหุ้นไม่น้อยกว่าร้อยละ 80	1	0	1	0
กองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศประเภท	ตราสารทุนที่เน้นการลงทุนแบบมีความเสี่ยงต่างประเทศ กรณี	1.5	0	1.5	0

กองทุนตรา สารทุน	ประเทศกำลังพัฒนา (emerging) เช่น จีน เวียดนาม				
	ตราสารทุน ที่เน้นการลงทุนแบบ มีความเสี่ยง ต่างประเทศ กรณี ประเทศพัฒนาแล้ว (developed) เช่น สหรัฐอเมริกา ยุโรป	1.07	0	0	0
กองทุนรวมที่ ลงทุนใน ต่างประเทศ ประเภท สินทรัพย์ ทางเลือก	กองทุนน้ำมัน กองทุนทองคำ กรณี Fund of funds	0.1	0	0.05	0

ที่มา : คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

จากตารางระยะเวลาการรับเงินขายคืน (ตารางที่ 2-14) พบว่าการลงทุนในตราสารหนี้แบบไม่มีความเสี่ยงต่างประเทศและตราสารทุนที่ลงทุนเฉพาะภายในประเทศกลยุทธ์แบบ Passive มีสภาพคล่องสูงที่สุด โดยมีระยะเวลาการรับเงินขายคืนเฉลี่ยอยู่ที่ 3 วัน ส่วนกรณีแบบ Active มีระยะเวลาการรับเงินขายคืนเฉลี่ยอยู่ที่ 4 วัน ในขณะที่กองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ ประเภทกองทุนตราสารทุนและสินทรัพย์ทางเลือกมีสภาพคล่องต่ำที่สุด มีระยะเวลาการรับเงินขายคืนเฉลี่ยอยู่ที่ 5 วัน สำหรับกองทุนตราสารหนี้แบบที่เน้นการลงทุนแบบมีความเสี่ยงต่างประเทศที่คณะผู้วิจัยนำมาคำนวณไม่สามารถนำมาเปรียบเทียบได้ เนื่องจากกองทุนมีนโยบายการลงทุนแบบไม่สามารถขายคืนก่อนกำหนดได้ และเมื่อครบกำหนดจะมีการโอนเงินให้โดยอัตโนมัติ

ตารางที่ 2-14: ระยะเวลาการรับเงินขายคืน : ใช้ค่าเฉลี่ย (Average)

ประเภทการลงทุน	นโยบายการลงทุนของกองทุนรวม	ระยะเวลาการรับเงินขายคืน (T+x) เฉลี่ย
ตราสารหนี้	แบบไม่มีความเสี่ยงต่างประเทศ กรณีอายุคงเหลือตราสารเฉลี่ย 1-3 ปี	3
	แบบที่เน้นการลงทุนแบบมีความเสี่ยงต่างประเทศ กรณีอายุคงเหลือตราสารเฉลี่ย 1-3 ปี	ไม่สามารถขายคืนก่อนกำหนดได้ และเมื่อครบกำหนดจะมีการโอนเงินให้โดยอัตโนมัติ
ตราสารทุน ที่ลงทุนเฉพาะภายในประเทศ	แบบไม่มีความเสี่ยงต่างประเทศ กลยุทธ์แบบ Passive ตาม SET50	3
	แบบไม่มีความเสี่ยงต่างประเทศ กลยุทธ์แบบ Active ที่มีนโยบายการลงทุนในหุ้นไม่น้อยกว่าร้อยละ 80	4
กองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ ประเภทกองทุนตราสารทุน	ตราสารทุน ที่เน้นการลงทุนแบบมีความเสี่ยงต่างประเทศ (US)	5
	ตราสารทุน ที่เน้นการลงทุนแบบมีความเสี่ยงต่างประเทศ (CH)	5
กองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ ประเภทสินทรัพย์ทางเลือก	กองทุนน้ำมัน กองทุนทองคำ กรณี Fund of funds	5

ที่มา : คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

2.1.8.4 การนำหุ้นสามัญเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)

สำหรับบริษัทที่ต้องการจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อจะระดมทุนในรูปแบบ ตราสารทุน หรือหุ้น¹⁴ บริษัทนั้นจะต้องดำเนินการจดทะเบียน/แปรสภาพเป็น “บริษัทมหาชนจำกัด”¹⁵ ก่อน หากจะเสนอขายหลักทรัพย์¹⁶ และการที่บริษัทจะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) หรือตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ขึ้นอยู่กับสถานะของบริษัท ซึ่งสามารถจำแนกคุณสมบัติได้ตามตาราง ที่ 2-15

ตารางที่ 2-15: คุณสมบัติของบริษัทที่จะจดทะเบียนใน SET หรือ mai

	SET	Mai
ทุนชำระแล้วเฉพาะหุ้นสามัญ (เงินที่ผู้ถือหุ้นจ่ายเงินค่าหุ้นเข้ามา ในบริษัทแล้ว - หลังเสนอขายหุ้น แก่ประชาชน)	- ไม่น้อยกว่า 300 ล้านบาท	- ไม่น้อยกว่า 50 ล้านบาท
ฐานะการเงินและสภาพคล่อง	- มีส่วนของผู้ถือหุ้น ไม่น้อยกว่า 300 ล้านบาท - แสดงได้ว่ามีฐานะการเงินมั่นคง และมีเงินทุนหมุนเวียนเพียงพอ	- มีส่วนของผู้ถือหุ้น ไม่น้อยกว่า 50 ล้านบาท - แสดงได้ว่ามีฐานะการเงินมั่นคง และมีเงินทุนหมุนเวียนเพียงพอ
ผลการดำเนินงาน	<u>เกณฑ์กำไร (Profit Test)</u> - มีผลดำเนินการไม่น้อยกว่า 3 ปี โดยอยู่ภายใต้การจัดการของ กรรมการและผู้บริหารส่วนใหญ่ กลุ่มเดียวกันมาอย่างต่อเนื่องไม่ น้อยกว่า 1 ปี ก่อนยื่นคำขอ	<u>เกณฑ์กำไร (Profit Test)</u> - มีผลดำเนินการไม่น้อยกว่า 2 ปี โดยอยู่ภายใต้การจัดการของ กรรมการและผู้บริหารส่วนใหญ่ กลุ่มเดียวกันมาอย่างต่อเนื่องไม่ น้อยกว่า 1 ปี ก่อนยื่นคำขอ

¹⁴ https://www.set.or.th/th/products/listing2/listing_set_p1.html;

https://www.set.or.th/th/products/listing2/listing_mai_p1.html;

<https://www.set.or.th/education/th/enterprise/files/IPOGuideBook.pdf>

¹⁵ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 นิยามบริษัทมหาชนจำกัดว่าหมายถึง บริษัทประเภทซึ่งตั้งขึ้นด้วยประสงค์ที่จะเสนอขายหุ้นต่อประชาชน โดยผู้ถือหุ้นมีความรับผิดชอบจำกัดไม่เกินจำนวนเงินค่าหุ้นที่ต้องชำระ และบริษัทดังกล่าวได้ระบุความประสงค์เช่นนั้นไว้ในหนังสือบริคณห์สนธิ; https://www.dbd.go.th/download/PDF_law/act_2535_latest_.pdf

¹⁶ เมื่อเป็นบริษัทมหาชนจำกัดแล้วจะไม่สามารถกลับมาเป็นบริษัทจำกัดได้

	SET	Mai
	<p>- มีกำไรสุทธิใน 2 หรือ 3 ปีล่าสุด ก่อนยื่นคำขอรวมกันไม่น้อยกว่า 50 ล้านบาท และในปีล่าสุดก่อนยื่นคำขอมีกำไรสุทธิไม่น้อยกว่า 30 ล้านบาท และมีกำไรสุทธิในงวดสะสมก่อนยื่นคำขอ</p> <p><u>เกณฑ์ Market Cap</u></p> <p>- มี Market cap ไม่น้อยกว่า 7,500 ล้านบาท</p> <p>- มีผลดำเนินการไม่น้อยกว่า 3 ปี โดยอยู่ภายใต้การจัดการของ กรรมการและผู้บริหารส่วนใหญ่ กลุ่มเดียวกันมาอย่างต่อเนื่อง ไม่น้อยกว่า 1 ปี ก่อนยื่นคำขอ</p> <p>- ปีล่าสุดและงวดสะสมก่อนยื่นคำขอ ต้องมีกำไรก่อนหักต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้</p>	<p>- มีกำไรสุทธิในปีล่าสุดก่อนยื่นคำขอไม่น้อยกว่า 10 ล้านบาท และมีกำไรสุทธิในงวดสะสมก่อนยื่นคำขอ</p>
การกระจายหุ้นรายย่อย (หลังเสนอขายหุ้นแก่ประชาชน)	<p>- จำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่น้อยกว่า 1,000 ราย</p> <p>- อัตราส่วนการถือหุ้นรวมกันไม่น้อยกว่า 25% ของทุนชำระแล้ว</p> <p>- แต่ละรายต้องถือหุ้นไม่น้อยกว่า 1 หน่วยการซื้อขายที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด</p>	<p>- จำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่น้อยกว่า 300 ราย</p> <p>- อัตราส่วนการถือหุ้นรวมกันไม่น้อยกว่า 25% ของทุนชำระแล้ว</p> <p>- แต่ละรายต้องถือหุ้นไม่น้อยกว่า 1 หน่วยการซื้อขายที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด</p>
การเสนอขายหุ้นแก่ประชาชน	<p>- ได้รับอนุญาตจาก ก.ล.ต. และเสนอขายผ่านผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์</p> <p>- จำนวนหุ้นที่เสนอขายไม่น้อยกว่า 15% ของทุนชำระแล้ว (หรือไม่น้อยกว่า 10% หากทุน</p>	<p>- ได้รับอนุญาตจาก ก.ล.ต. และเสนอขายผ่านผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์</p> <p>- จำนวนหุ้นที่เสนอขายไม่น้อยกว่า 15% ของทุนชำระแล้ว</p>

	SET	Mai
	ชำระแล้วไม่น้อยกว่า 500 ล้านบาท โดยมูลค่าหุ้นสามัญตามมูลค่าที่ตราไว้ไม่น้อยกว่า 75 ล้านบาทแล้วแต่จำนวนใดจะสูงกว่า)	
อื่นๆ	<ul style="list-style-type: none"> - การบริหารงาน (โครงสร้างองค์กร) เป็นไปตามระเบียบที่กำหนดไว้ - มีการกำกับดูแลกิจการและการควบคุมภายใน - ไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนด - มีงบการเงินและผู้สอบบัญชี - มีการจัดตั้งกองทุนสำรองเลี้ยงชีพตามกฎหมาย - แต่งตั้งให้บริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด (TSD) หรือบุคคลที่ตลาดหลักทรัพย์เห็นชอบเป็นนายทะเบียนหลักทรัพย์ - มีการห้ามขายหุ้น (Silent Period) โดยผู้เข้าขาย Strategic Shareholders ห้ามนำหุ้นของตนซึ่งมีจำนวนรวมกัน 55% ของหุ้นชำระแล้วหลัง IPO ออกขายภายในกำหนดระยะเวลา 1 ปี แต่ทยอยขายหุ้นได้ 25% ของหุ้นที่ถูกห้ามขาย เมื่อครบกำหนด 6 เดือน - มีการทำ Opportunity Day จัดประชุมเพื่อนำเสนอและชี้แจงข้อมูลเกี่ยวกับธุรกิจและผลการดำเนินงานของบริษัทแก่ผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุน และบุคคลที่เกี่ยวข้อง ตามแนวทางที่กำหนดภายใน 1 ปีนับแต่วันที่หุ้นเริ่มซื้อขาย 	

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย¹⁷

เมื่อจะดำเนินการเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ บริษัทนั้นจะต้องทำการเตรียมความพร้อมสำหรับการจดทะเบียน โดยมีขั้นตอนสำคัญประกอบด้วย

1. บริษัทจะต้องมีที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial Advisor) ที่ได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อทำการดูแลบริษัทในกระบวนการเข้าตลาด ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินจะมีหน้าที่ให้คำแนะนำ ดูแลการดำเนินการ และตรวจสอบ/ประเมินคุณสมบัติของบริษัท ว่าเหมาะสมที่จะสามารถเสนอขายหลักทรัพย์กับประชาชนได้ โดยที่ปรึกษาทางการเงินนั้น จะต้องดูแลบริษัทหลังเข้าตลาดแล้วต่อไปอีก 1 ปี หลังเข้าตลาด

¹⁷ https://www.set.or.th/th/regulations/simplified_regulations/common_shares_p1.html

2. บริษัทจะต้องมีผู้ตรวจสอบบัญชี (Auditor) ที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. สำหรับตรวจสอบงบการเงิน¹⁸

3. บริษัทจะต้องมีผู้ตรวจสอบระบบงานภายใน (Internal Control Auditor) ทำหน้าที่ตรวจสอบองค์กรและประเมินความเสี่ยง

4. บริษัทจะต้องมีผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ทำหน้าที่กระจายหุ้น (ขาย IPO)

5. บริษัทจะต้องมีบริษัทประเมินมูลค่าทรัพย์สิน (Valuer) ที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. ทำหน้าที่ประเมินมูลค่า

6. บริษัทจะต้องมีที่ปรึกษาทางกฎหมาย เพื่อตรวจสอบดำเนินการทางกฎหมายต่างๆ

7. บริษัทจะต้องมีการใช้บริการนายทะเบียนหลักทรัพย์จาก บริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด (TSD) เพื่อดำเนินการในระบบ

เมื่อบริษัทที่ต้องการจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดำเนินการเตรียมความพร้อมแล้ว ขั้นตอนต่อไปจะเป็นการยื่นคำขออนุญาตและเสนอขายหุ้นต่อประชาชนทั่วไป (filing) โดยบริษัทจะทำการยื่นคำขออนุญาตกระจายหุ้นต่อสำนักงาน ก.ล.ต. ในการยื่นคำขอ บริษัทจะต้องส่งเอกสารประกอบด้วย (1) คำขออนุญาตเสนอขาย (2) แบบแสดงรายการข้อมูล และ (3) ร่างหนังสือชี้ชวน เพื่อใช้ในการพิจารณาอนุมัติ

เมื่อได้รับการอนุมัติแล้ว บริษัทจะต้องทำการยื่นคำขอจดทะเบียนต่อตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้รับหลักทรัพย์และทำการจดทะเบียนหลักทรัพย์ ซึ่งเกณฑ์พิจารณาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะประกอบด้วย (1) พิจารณาว่า บริษัทมีโครงสร้างการถือหุ้นชัดเจน กรรมการ ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีผลประโยชน์ทับซ้อน (conflict of interest) มีระบบการตรวจสอบและถ่วงดุล (check and balance) รวมถึงมีการเปิดเผยข้อมูลที่ครบถ้วนเพียงพอ (2) พิจารณาเกณฑ์เชิงตัวเลข เช่น กำไรสุทธิ ทุนชำระแล้ว การกระจายหุ้น เกณฑ์การพิจารณาห้ามขายหุ้นในเวลาที่กำหนด (silent period) เป็นต้น

เมื่อบริษัทดำเนินการครบถ้วนสมบูรณ์แล้ว จะสามารถเปิดทำการซื้อขายวันแรก (first trading day) ในตลาดหลักทรัพย์ได้

สำหรับกระบวนการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) สามารถสรุปขั้นตอนได้ดังรูปที่ 13

¹⁸ รายชื่อผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. โปรดดู

<https://market.sec.or.th/public/orap/AUDITOR01.aspx?lang=th> และสำนักงานบัญชีต่างประเทศดู

https://www.sec.or.th/TH/Documents/auditors/foreign_auditors.pdf

รูปที่ 13: กระบวนการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์



ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย¹⁹

2.1.8.5 กระบวนการขออนุญาตตราสารหนี้

นอกจากการระดมทุนในรูปของตราสารทุน หรือหุ้น ยังมีการระดมทุนในรูปแบบของตราสารหนี้²⁰ ซึ่งบริษัทสามารถใช้เป็นอีกหนึ่งทางเลือก

ตราสารหนี้ของภาคเอกชนเป็นตราสารหนี้สำหรับระดมทุนเพื่อดำเนินกิจการในรูปแบบของหุ้นกู้ ซึ่งมีลักษณะการขอกู้เงินจากนักลงทุน²¹ หุ้นกู้โดยหลักอาจแบ่งออกได้เป็น 2 รูปแบบ คือ (1) หุ้นกู้ (Debenture) หรือเครื่องมือระดมทุนที่บริษัทที่ออกจะจ่ายผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ยตามระยะเวลาและอัตราที่กำหนด

¹⁹ https://www.set.or.th/th/products/listing2/listing_set_p5.html

²⁰ ตราสารหนี้ (Bond) คือ ตราสารที่ผู้ถือมีสถานะเป็นเจ้าของ และผู้ออกมีสถานะเป็นลูกหนี้ โดยเจ้าหนี้จะได้รับผลตอบแทนในรูปของ “ดอกเบี้ย” อย่างสม่ำเสมอตามระยะเวลาที่กำหนดไว้ และจะได้รับ “เงินต้น” คืนเมื่อครบกำหนดอายุ กรณีสำหรับเอกชนคือการดำเนินการในรูปของ “หุ้นกู้”; <https://www.setinvestnow.com/th/bond>

²¹ https://www.set.or.th/education/th/begin/bond_content01.pdf

ซึ่งทำให้บริษัทผู้ออกหุ้นกู้จะมีสถานะเป็นลูกหนี้ของผู้ถือหุ้นกู้ (2) หุ้นกู้แปลงสภาพ (Convertible Debenture) หุ้นกู้ที่สามารถแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญได้²²

ในการขออนุญาตออกตราสารหนี้ นั้น บริษัทจะต้องตรวจสอบสถานะเพื่อขออนุญาต โดยมีเกณฑ์พิจารณา คือ (1) ตรวจสอบบัญชีแล้วพบว่า งบการเงินเป็นไปตามมาตรฐานทางบัญชี (2) ไม่อยู่ระหว่างค้างส่งหรือแก้ไขงบการเงิน ตามมาตรา 56 หรือมาตรา 57 ตามคำสั่ง ก.ล.ต. หรือ ตลท. (3) ไม่มีลักษณะต้องห้ามหรือเสนอขายหลักทรัพย์ผิดเงื่อนไขขออนุญาต

ตราสารหนี้ที่บริษัทจะขอจดทะเบียนต่อตลาดหลักทรัพย์ต้องมีคุณสมบัติประกอบด้วย (1) มูลค่าเสนอขายไม่น้อยกว่า 100 ล้านบาท (2) เป็นตราสารหนี้ที่ได้รับอนุญาตให้ออกและเสนอขายแล้ว และ ไม่มีข้อจำกัดในการโอน (3) บริษัทได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในแต่ละครั้งที่ออก โดยอยู่ในอันดับที่สามารถลงทุนได้ (investment grade) หรือเทียบเท่า²³ ทั้งนี้ หุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนจะต้องไม่ถูกสั่งห้ามซื้อหรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียน ภายใต้เงื่อนไข (1) อยู่ระหว่างดำเนินการแก้ไขเหตุแห่งการเพิกถอนหุ้นสามัญ (2) อยู่ระหว่างการดำเนินการตามแผนฟื้นฟูกิจการตามกฎหมายว่าด้วยล้มละลาย (3) มีการดำเนินการที่มีผลกระทบต่อสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้นอย่างร้ายแรง

ในการดำเนินการกระจายตราสารหนี้ ผู้ออกตราสารหนี้จะต้องมอบหมายให้บริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด (TSD) หรือ บุคคลภายนอกที่ตลาดหลักทรัพย์ให้ความเห็นชอบทำหน้าที่เป็นนายทะเบียนหลักทรัพย์จดทะเบียน นอกจากนี้ ยกเว้นตัวเงินและหุ้นกู้ระยะสั้น สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดให้ตราสารหนี้เอกชนที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปหรือผู้ลงทุนรายใหญ่ จะต้องขึ้นทะเบียนกับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (ThaiBMA)

กระบวนการขออนุญาตออกตราสารหนี้สามารถสรุปขั้นตอนได้ดัง รูปที่ 2-14

²² https://www.set.or.th/th/products/financial/files/Debenture_2559.pdf

²³ Credit Rating Agency ที่ได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. ได้แก่ TRIS และ FITCH Rating โดยการจัดทำ Credit rating ใช้เวลาประมาณ 3-4 เดือน การจัดทำ Review credit rating ใช้เวลาประมาณ 2-3 สัปดาห์

2.1.8.6 ค่าธรรมเนียมสำหรับธุรกิจในตลาดทุน

การยื่นขอจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และการเสนอขายหลักทรัพย์มีค่าใช้จ่ายประเภทต่างๆ ประกอบด้วย²⁵

1. ค่าธรรมเนียมการยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ต่อประชาชนประเภทหุ้นต่อสำนักงาน ก.ล.ต.

- ค่าธรรมเนียมการยื่นคำขออนุญาต 50,000 บาท
- ค่าธรรมเนียมการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทหุ้น (แบบFiling) ร้อยละ 0.05 ของมูลค่าของหุ้นทั้งหมดที่เสนอขาย
- ค่าธรรมเนียมการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี คิดตามส่วนของผู้ถือหุ้น
 - น้อยกว่า 500 ล้านบาท ค่าธรรมเนียม 50,000 บาท
 - ตั้งแต่ 500 แต่ไม่ถึง 1,000 ล้านบาท ค่าธรรมเนียม 100,000 บาท
 - ตั้งแต่ 1,000 ล้านบาทขึ้นไป ค่าธรรมเนียม 300,000 บาท

2. ค่าธรรมเนียมการยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)²⁶

- ค่ายื่นคำขอ 50,000 บาท
- ค่าแรกเข้า ร้อยละ 0.05 ของทุนชำระแล้ว ขั้นต่ำ 100,000 บาท และขั้นสูง 3,000,000 บาท
- ค่ารายปี ผันแปรตามทุนชำระแล้ว แบบอัตราถดถอย ขั้นต่ำ 50,000 บาท ขั้นสูง 3,000,000 บาท
 - ร้อยละ 0.035 ของทุนชำระแล้วในส่วนที่ไม่เกิน 200 ล้านบาท
 - ร้อยละ 0.030 ของทุนชำระแล้วในส่วนที่เกินกว่า 200 ล้านบาทแต่ไม่เกิน 1,000 ล้านบาท
 - ร้อยละ 0.025 ของทุนชำระแล้วในส่วนที่เกินกว่า 1,000 ล้านบาทแต่ไม่เกิน 5,000 ล้านบาท
 - ร้อยละ 0.020 ของทุนชำระแล้วในส่วนที่เกินกว่า 5,000 ล้านบาทแต่ไม่เกิน 10,000 ล้านบาท

²⁵ https://www.set.or.th/th/products/listing2/set_business_p3.html

²⁶ https://www.set.or.th/th/products/listing2/set_business_p3.html;

https://www.set.or.th/dat/content/rule/th/ScheduleofFeesforListingofOrdinarySharesorPreferredShares2015_TH.pdf

- ร้อยละ 0.010 ของทุนชำระแล้วในส่วนที่เกินกว่า 10,000 ล้านบาท

3. ค่าใช้จ่ายอื่นๆ (อาทิเช่น)

- ค่าธรรมเนียมที่ปรึกษาทางการเงิน
- ค่าผู้สอบบัญชี
- ค่าผู้ตรวจสอบภายใน
- ค่าจัดพิมพ์หนังสือชี้ชวนเสนอขายหุ้นสามัญ
- ค่าใช้จ่ายประชาสัมพันธ์ / การจัดกิจกรรม Road show
- ค่าธรรมเนียมรับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ คิดเป็นร้อยละของมูลค่าการระดมทุน
- ค่าที่ปรึกษากฎหมาย
- ค่าผู้ประเมินมูลค่าทรัพย์สิน

การขึ้นทะเบียนตราสารหนี้กับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (ThaiBMA) มีค่าธรรมเนียมบริการในการขอขึ้นทะเบียน ประกอบด้วย²⁷

1. ค่ายื่นคำขอ ไม่เกิน 50,000 บาท ต่อผู้ออกตราสารหนี้ 1 ราย ในรอบปีปฏิทิน คิดเป็น รุ่นที่ 1 – 20,000 บาท รุ่นที่ 2 – 20,000 บาท รุ่นที่ 3 – 10,000 บาท และรุ่นถัดไปจะไม่คิด

2. ค่าแรกเข้า คิดเป็นร้อยละ 0.01 ของมูลค่าตราสารที่ออก (ขั้นต่ำ 35,000 บาท สูงสุดไม่เกิน 350,000 บาท)

3. ค่าบริการรายปี คิดค่าบริการต่อรุ่น สูงสุดไม่เกิน 7 ปี ปีที่ 1-5 คิดปีละ 10,000 บาท + 0.001% ของมูลค่าตราสารที่ออก ปีที่ 6-7 คิดปีละ 10,000 บาท + 0.0005% ของมูลค่าตราสารที่ออก ปีหลังจากนั้นไม่คิดค่าบริการ (สูงสุดไม่เกินปีละ 100,000 บาท)

ทั้งนี้ ค่าบริการข้างต้นจะคิดไม่เกินร้อยละ 0.02 ของมูลค่าตราสารที่ออก และยังไม่รวมภาษีมูลค่าเพิ่ม ร้อยละ 7

²⁷ <https://www.thaibma.or.th/EN/Product/BondRegistration.aspx>

2.1.8.7 การเข้าลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

สำหรับประชาชนที่สนใจเข้าลงทุนในบริษัทมหาชนจำกัด²⁸ ผู้ที่จะลงทุนจะต้องเริ่มจากการ “เปิดบัญชีหุ้น” ก่อน²⁹ โดยผู้ที่จะลงทุนทำการเลือกบริษัทหลักทรัพย์ (โบรกเกอร์)³⁰ ซึ่งรับรองแล้วโดยสำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อเปิดบัญชี³¹ ในการเปิดบัญชีจะต้องใช้เอกสารโดยหลัก คือ (1) สำเนาบัตรประชาชน (2) สำเนาทะเบียนบ้าน (3) สำเนาหน้าสมุดบัญชี และอาจจะมีเอกสารอื่นๆ เช่น หลักฐานการเงินย้อนหลัง ร่วมด้วย หลังจากนั้นเอกสารทั้งสำเร็จแล้ว โบรกเกอร์จะส่ง Username และ Password สำหรับใช้ในการซื้อ-ขายหลักทรัพย์มาให้ผู้ลงทุน ซึ่งผู้ลงทุนสามารถส่งคำสั่งซื้อขายได้ใน 2 รูปแบบ คือ (1) ซื้อขายหุ้นออนไลน์ - เป็นการดำเนินการโดยตัวผู้ลงทุนเอง ผ่านโปรแกรมซื้อ-ขาย (2) ซื้อขายผ่านนายหน้า - เป็นการดำเนินการโดยให้นายหน้า/ตัวแทนของโบรกเกอร์ดำเนินการให้ ซึ่งมักปรากฏในรูปแบบของการส่งซื้อ-ขายผ่านทางโทรศัพท์ ทั้ง 2 รูปแบบจะมีค่าธรรมเนียมดำเนินการแตกต่างกันตามแต่ละโบรกเกอร์

การเปิดบัญชีหุ้นสำหรับผู้ลงทุน สามารถเลือกประเภทบัญชีหุ้นได้ตามคุณลักษณะที่ผู้ลงทุนต้องการ 3 รูปแบบ ประกอบด้วย³²

1. บัญชีวงเงินล่วงหน้า หรือ Cash Balance เป็นการฝากเงินสดไว้กับโบรกเกอร์ ซึ่งจะซื้อขายได้เท่ากับที่ฝากไว้
2. บัญชีเงินสด หรือ Cash Account เป็นการวางเงินไว้กับโบรกเกอร์ 20% ของวงเงินที่จะซื้อขาย หลังจากซื้อต้องโอนเงินชำระเต็มจำนวน ภายใน 2 วันทำการ (สั่งซื้อได้ก่อน จ่ายทีหลัง)
3. บัญชีมาร์จิน หรือ Margin Account (อีกชื่อคือ บัญชีกู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์ หรือ Credit Balance Account) เป็นการกู้ยืมเงินจากโบรกเกอร์เพื่อซื้อหุ้น โดยวางหลักประกันในอัตราส่วนที่โบรกเกอร์กำหนด (เสียดอกเบี้ย และวงเงินเพิ่มลดตามมูลค่าของหลักประกัน)

กระบวนการเข้าลงทุนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับผู้ลงทุน สามารถสรุปได้ดัง รูปที่ 2-15

²⁸ ผู้ที่จะเปิดบัญชีได้ต้องมีอายุครบ 20 ปีบริบูรณ์

²⁹ <https://www.setinvestnow.com/th/open-account-preopen-stock>

³⁰ บริษัทหลักทรัพย์ หรือ โบรกเกอร์ ทำหน้าที่เป็นคนกลางในการซื้อขายหลักทรัพย์และดูแลสินทรัพย์ของนักลงทุน ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์แต่ละแห่งจะมีบริการแยกย่อยเฉพาะต่างๆ อัตราค่าธรรมเนียม และสถานะทางการเงินที่ต่างกัน ซึ่งผู้ลงทุนจะต้องตัดสินใจเลือกใช้บริการตามแต่พิจารณา;

https://www.set.or.th/set/education/html.do?name=decode_begin_invest_5&innerMenuId=17

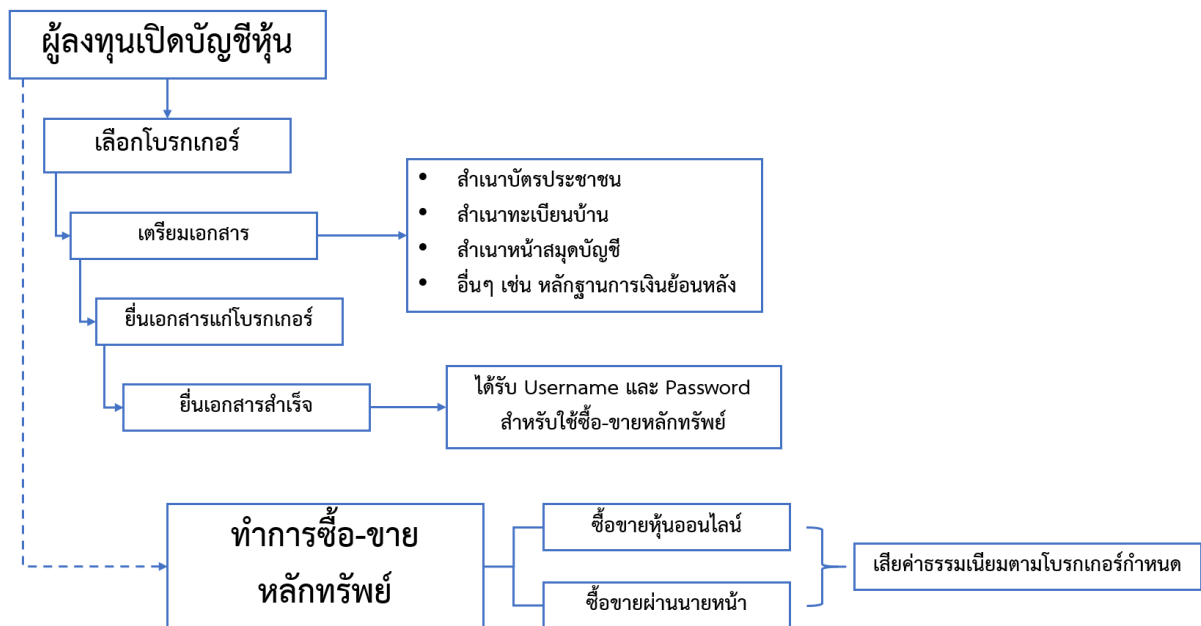
³¹ รายชื่อและรายละเอียดของบริษัทหลักทรัพย์ที่จะเปิดบัญชีด้วยปรากฏในเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย; <https://www.setinvestnow.com/th/open-account-stock-brokers>

³² <https://www.setinvestnow.com/th/open-account-preopen-stock>;

https://www.set.or.th/set/education/html.do?name=decode_begin_invest_6&innerMenuId=17;

<https://www.krungsri.com/th/plearn-plearn/known-account-stock-before-investing>

รูปที่ 2-15: กระบวนการเข้าลงทุนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับผู้ลงทุน



ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประมวลโดยคณะผู้วิจัย

2.1.8.8 ค่าธรรมเนียมสำหรับผู้ลงทุนและต้นทุนทางธุรกรรมซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรอง

ตลาดรอง คือ ตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ที่ได้ผ่านการซื้อขายในตลาดแรกแล้ว เพื่อการเปลี่ยนมือผู้ถือหุ้น³³ ในกรณีนี้ การซื้อ-ขายหลักทรัพย์ระหว่างผู้ลงทุนหรือการเปลี่ยนมือผู้ถือหุ้น จะมีค่าธรรมเนียมการใช้บริการภายในบริษัทหลักทรัพย์ ซึ่งแตกต่างออกไปตามประเภทของการดำเนินการซื้อขายหลักทรัพย์ (ผ่านระบบออนไลน์ หรือผ่านระบบนายหน้า) ทั้งประเภทบัญชีที่จะใช้ในการซื้อ-ขายยังมีผลต่ออัตราค่าธรรมเนียมซึ่งกรณีที่ใช้บัญชีประเภทบัญชีเงินสด หรือ Cash Account มักจะมีค่าธรรมเนียมสูงกว่าประเภทอื่น

จากการรวบรวมข้อมูลอัตราค่าธรรมเนียมการซื้อขายจากบริษัทหลักทรัพย์ต่างๆ พบว่า โดยทั่วไปอัตราค่าธรรมเนียมในตลาดรองจะมีอัตราเท่ากันหรือใกล้เคียงกัน โดยจะมีลักษณะทั่วไป คือ

1. จำแนกอัตราค่าธรรมเนียมตามมูลค่าการซื้อขายต่อวัน (บริษัทหลักทรัพย์บางแห่งจะมีอัตราคิดค่าธรรมเนียมขั้นต่ำ 50 บาทต่อวัน)
2. ตลาดหลักทรัพย์มีค่าธรรมเนียมตลาดหลักทรัพย์ (Trading Fee) ร้อยละ 0.005 ค่าธรรมเนียมชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ (Clearing Fee) ร้อยละ 0.001 และค่าธรรมเนียมการกำกับดูแล

³³ <https://www.krungsri.com/th/personal/mutual-fund/knowledge/glossary/s/secondary-market>

(Regulatory Fee) ร้อยละ 0.001 (รวมทั้งสิ้นร้อยละ 0.007) ซึ่งต้องตรวจสอบกับบริษัทหลักทรัพย์ว่าได้รวมค่าธรรมเนียมดังกล่าวแล้วหรือไม่

3. มีการคิดภาษีมูลค่าเพิ่ม ร้อยละ 7

อัตราค่าธรรมเนียมในตลาดรองสามารถสรุปได้ดังปรากฏในตารางที่ 2-16

ตาราง 2-16: สรุปอัตราค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรอง

มูลค่าการซื้อขายต่อวัน	ผ่านนายหน้า	ผ่านออนไลน์ (Cash Balance/ Margin Account)	ผ่านออนไลน์ (Cash Account)
ขั้นต่ำ	50 บาท (หากมี)		
ไม่เกิน 5 ล้านบาท	0.257%	0.157%	0.207%
เกิน 5 ล้านบาท แต่ไม่เกิน 10 ล้านบาท	0.227%	0.137%	0.187%
เกิน 10 ล้านบาท แต่ไม่เกิน 20 ล้านบาท	0.187%	0.117%	0.157%
เกิน 20 ล้านบาท	0.157%	0.107%	0.127%

ที่มา: ประมวลโดยคณะผู้วิจัย³⁴

การประมาณต้นทุนทางธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ (transaction cost) ในตลาดรอง เป็นหนึ่งในประเด็นสำคัญสำหรับการศึกษาประสิทธิภาพของตลาดทุน เนื่องจากตลาดรองของการซื้อขายหลักทรัพย์ (secondary market) มีความสำคัญในการสนับสนุนตลาดหลักทรัพย์แรก (primary market) ด้วยการเพิ่มสภาพคล่องให้ผู้ลงทุนหรือผู้ออมผ่านการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีการออกจำหน่ายมาแล้วในตลาดแรก ดังนั้น การพัฒนาตลาดรองให้มีต้นทุนการทำธุรกรรมที่ลดลง ก็จะช่วยให้ผลตอบแทนจากการเข้ามาระดมทุนซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองเพิ่มสูงขึ้น จนนำไปสู่การขยายตัวของตลาดและการยกระดับประสิทธิภาพของตลาดทุนในภาพรวม คณะผู้วิจัยจึงสนใจในการศึกษาต้นทุนทางธุรกรรมในตลาดรองดังกล่าว เพื่อประมาณการขนาดของผลกระทบต่อตลาดและกำหนดแนวทางเพื่อลดต้นทุนส่วนเกินของระบบให้ตลาดทุนมีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยในงานวิจัยนี้จะดำเนินการประเมินต้นทุนในตลาดรองของตราสารทุนที่ประกอบไปด้วยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) เป็นหลัก

³⁴ ตารางนี้เป็นกรสรุปภาพรวมจากอัตราค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์เท่านั้น ในการดำเนินการจริงอาจมีค่าใช้จ่ายอื่นๆ ตามเงื่อนไขของแต่ละบริษัทหลักทรัพย์

1) หลักการประมาณต้นทุนทางธุรกรรมในตลาดรองของตราสารทุน

จากการสำรวจวรรณกรรมและงานวิจัยด้านตลาดเงินจากต่างประเทศ การศึกษาด้านต้นทุนโดยส่วนใหญ่จะมุ่งเน้นการประมาณการต้นทุนทางอ้อมผ่านข้อมูลอนุกรมเวลารายวันของราคาหุ้นซึ่งเป็นการประมาณทางอ้อมและมีแนวโน้มที่จะคลาดเคลื่อนจากการประมาณการโดยตรง เนื่องจากการประมาณต้นทุนทางตรงมีความซับซ้อน ไม่มีความพร้อมของข้อมูล หรืออาจมีค่าใช้จ่ายเพื่อซื้อข้อมูลรายละเอียดของแต่ละตราสารทุนที่ค่อนข้างสูง นอกจากนี้งานวิจัยหลายชิ้นก็ไม่ได้ประเมินต้นทุนทางธุรกรรมครบทุกมิติที่ควรคำนึงซึ่งประกอบไปด้วย (ก) ต้นทุนจากส่วนต่างของราคาซื้อและราคาขาย (bid-ask spread) (ข) ต้นทุนค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ (trade cost: equity commission and trading fee) และ (ค) ต้นทุนค่าเสียโอกาส (opportunity cost) (Lesmond et al., 1999³⁵; Petersen and Fialkowski, 1994³⁶; Roll, 1984; Stoll and Whaley, 1983³⁷)

สำหรับการศึกษานี้ คณะผู้วิจัยได้ใช้วิธีการคำนวณต้นทุนด้านธุรกรรมทางตรงที่ครอบคลุมต้นทุนทั้งสามรูปแบบได้แก่ต้นทุนจากส่วนต่างของราคาซื้อและราคาขาย ต้นทุนค่าธรรมเนียม และต้นทุนค่าเสียโอกาส โดยสามารถแสดงหลักการประมาณการได้ดังรูปที่ 2.16 ซึ่งแกนนอนคือจำนวนหุ้นของตราสารทุนใดๆ และแกนตั้งคือราคาของตราสารนั้น คณะผู้วิจัยตั้งข้อสมมติของหลักการนี้ว่าแต่ละตราสารทุนจะมีราคาต่อหุ้นแท้จริง (true security price) ที่สะท้อนมาจากข้อมูลนักลงทุนทั้งหมดในตลาด แต่ราคาซื้อขายจริงที่ปรากฏอยู่ในตลาด (actual bid-ask price) จะไม่เท่ากับราคาแท้จริงเนื่องจากได้รับผลการบิดเบือนจากค่าธรรมเนียมสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์และส่วนต่างของราคาซื้อและราคาขาย โดยส่วนต่างนี้เป็นผลทางอ้อมที่เกิดจากต้นทุนของการดูแลหุ้นที่อยู่ในมือของดีลเลอร์และต้นทุนการบริหารความเสี่ยงที่ดีลเลอร์อาจจะต้องเผชิญกับเทรดเดอร์ที่คาดการณ์ราคาของตราสารทุนได้แม่นยำกว่า (Ho and Stall, 1981) ดังนั้น เมื่อราคาถูกบิดเบือนจึงทำให้ปริมาณการซื้อขายหุ้นในแต่ละวันไม่ได้สะท้อนถึงจำนวนที่จะซื้อขายกันตามราคาที่แท้จริง จึงทำให้เกิดต้นทุนค่าเสียโอกาสจากส่วนต่างของจำนวนการซื้อขายที่ขึ้นเกิดจริงตามราคาที่ปรากฏในตลาดและจำนวนการซื้อขายที่ควรที่จะเกิดขึ้นตามราคาตลาดที่แท้จริง

ทั้งนี้ หลักการการประมาณการต้นทุนทางธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์จะแบ่งออกเป็น 2 กรณี กรณีแรกคือกรณีที่ตราสารทุนใดๆ มีผลรวมราคาขายหุ้นแท้จริงกับราคาขายส่วนเพิ่มจากต้นทุนค่าธรรมเนียมต่ำกว่าราคาขายในตลาด (bid price) และส่วนต่างของราคาซื้อหุ้นแท้จริงกับราคาส่วนเพิ่มจากต้นทุน

³⁵ Lesmond, D. A., Ogden, J. P., & Trzcinka, C. A. (1999). A new estimate of transaction costs. *The review of financial studies*, 12(5), 1113-1141.

³⁶ Petersen, M. A., & Fialkowski, D. (1994). Posted versus effective spreads: Good prices or bad quotes?. *Journal of Financial Economics*, 35(3), 269-292.

³⁷ Stoll, H. R., & Whaley, R. E. (1983). Transaction costs and the small firm effect. *Journal of Financial Economics*, 12(1), 57-79.

ค่าธรรมเนียมมากกว่าราคาซื้อในตลาด (ask price) ส่วนกรณีที่สองคือตราสารทุนมีผลรวมราคาขายหุ้นแท้จริงกับราคาขายส่วนเพิ่มจากค่าธรรมเนียมมากกว่าราคาขายในตลาด และส่วนต่างของราคาซื้อหุ้นแท้จริงกับราคาส่วนเพิ่มจากค่าธรรมเนียมน้อยกว่าราคาซื้อในตลาด สำหรับกรณีนี้จะต้องประมาณการเพิ่มส่วนต่างราคาซื้อขายไปที่ระดับจนสามารถครอบคลุมต้นทุนค่าธรรมเนียมได้

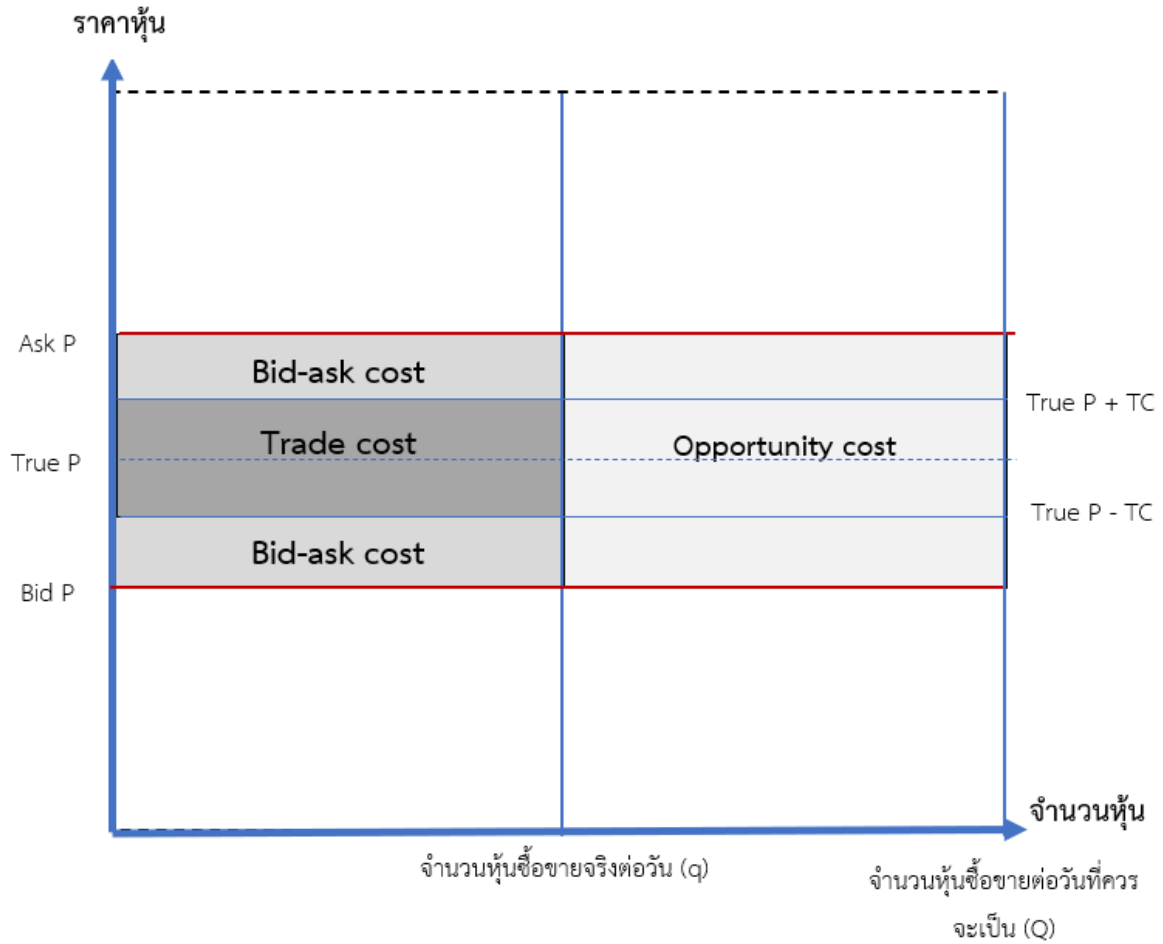
2) ข้อมูลที่ใช้และตัวแปรสำหรับการคำนวณต้นทุนทางธุรกรรม

การศึกษาเรื่องต้นทุนทางธุรกรรม (Transaction costs) ของตลาดหุ้นไทยนี้สำรวจจากข้อมูลหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ตลอดจน SET50 และ SET100 ในช่วงระหว่างวันที่ 1 มกราคม 2562 ถึง 31 ธันวาคม 2562 คิดเป็น 244 วันทำการ ทั้งนี้เนื่องจากการจัดอันดับ SET 50 และ SET 100 มีการเปลี่ยนแปลงทุกครึ่งปี ตามรายงาน SET50 & SET100 Index Constituents ดังนั้น การศึกษานี้จึงยึดถือรายชื่อบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการจัดอันดับ SET 50 และ SET 100 ทั้งในระหว่างวันที่ 1 มกราคม 2562 ถึง 30 มิถุนายน 2562 และระหว่างวันที่ 1 กรกฎาคม 2562 ถึง 31 ธันวาคม 2562 โดยสรุปทำให้มีข้อมูลตลาดหุ้นที่ทำการสำรวจทั้งหมด 6 ชุดข้อมูล ได้แก่ หลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาด SET MAI SET 50 และ SET 100 ระหว่างวันที่ 1 มกราคม 2562 ถึง 30 มิถุนายน 2562 และระหว่างวันที่ 1 กรกฎาคม 2562 ถึง 31 ธันวาคม 2562

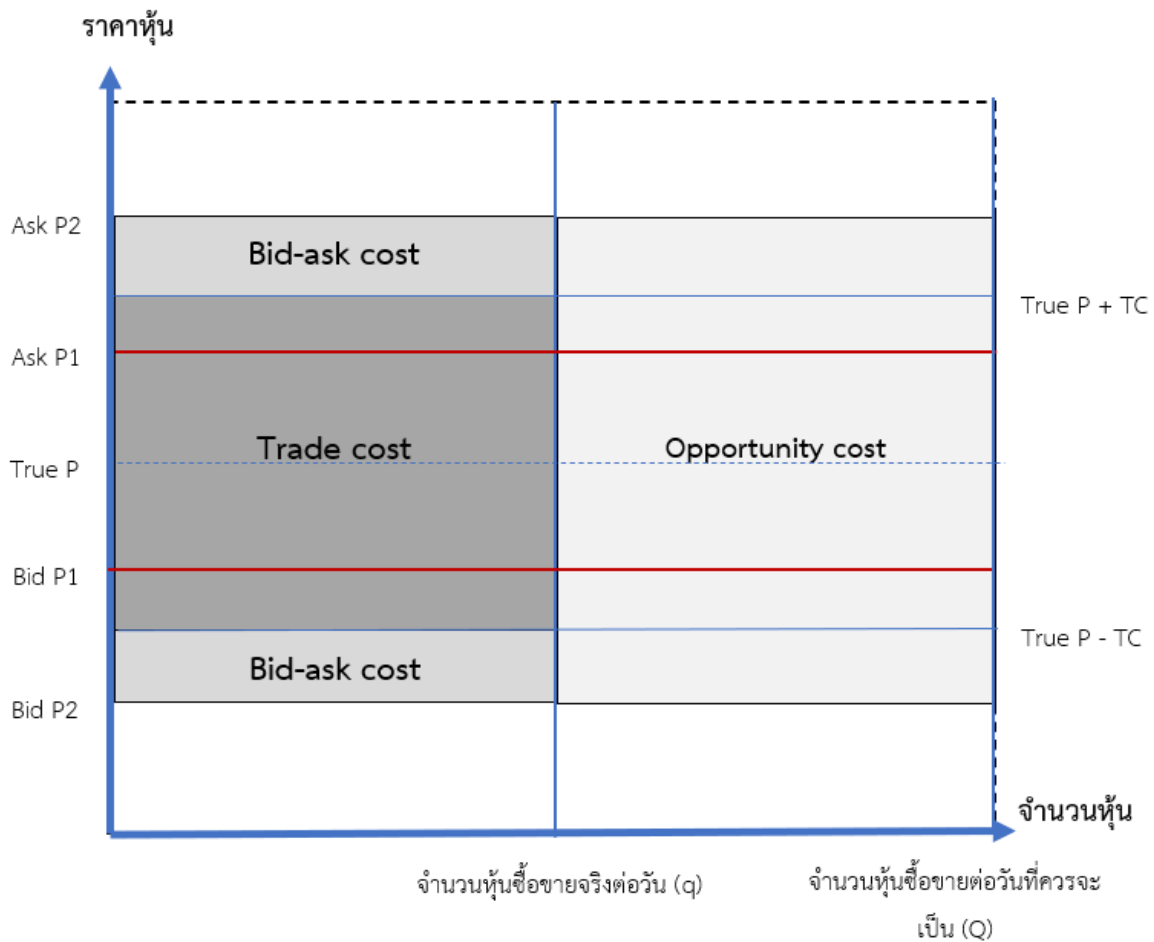
ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย มูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน (Average total value) ราคาเฉลี่ยที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ (Average price) จำนวนจากการจับคู่คำสั่งซื้อ/ขาย โดยอัตโนมัติ หรือ AOM: Automated order matching ทุนจดทะเบียน (Authorized capital) ราคาพาร์ (Par value) นอกจากนี้คณะผู้วิจัยยังคำนวณหาจำนวนหลักทรัพย์สามัญจดทะเบียน (Common stock) จากอัตราส่วนระหว่างทุนจดทะเบียน และราคาพาร์

รูปที่ 2-16 (ก)-(ข) หลักการประมาณการต้นทุนทางธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์

(ก) ต้นทุนทางธุรกรรมกรณีตราสารทุนผลรวมราคาขายหุ้นแท้จริงกับราคาขายส่วนเพิ่มจากต้นทุนค่าธรรมเนียม น้อยกว่าราคาขายในตลาด (bid price)



(ข) ต้นทุนทางธุรกรรมกรณีตราสารทุนผลรวมราคาขายหุ้นแท้จริงกับราคาขายส่วนเพิ่มจากต้นทุนค่าธรรมเนียมมากกว่าราคาขายในตลาด (bid price)



หมายเหตุ: True P คือ ราคาแท้จริงของหุ้น

Bid P คือ ราคาขายจริงในตลาด

Ask P คือ ราคาซื้อจริงในตลาด

TC คือ ราคาส่วนเพิ่มจากต้นทุนค่าธรรมเนียม

Trade cost คือ ต้นทุนค่าธรรมเนียมซึ่งเท่ากับ สองเท่าของ TC คูณกับ q

Bid-ask cost คือ ต้นทุนส่วนต่างของราคาซื้อกับราคาขายซึ่งเท่ากับค่าส่วนต่างของ Bid P กับ Ask P คูณกับ q

Opportunity cost คือ ต้นทุนค่าเสียโอกาสในการซื้อขายจำนวนหุ้นที่ควรจะเป็นซึ่งเท่ากับค่าส่วนต่างของ Bid P กับ Ask P คูณกับ Q

ข้อมูลเหล่านี้ คณะผู้วิจัยได้มาจากการเก็บรวบรวมจากฐานข้อมูล 2 แหล่ง ได้แก่ ฐานข้อมูล SETSMART ซึ่งเป็นฐานข้อมูลที่รวบรวมข้อมูลการซื้อขายทั้งในปัจจุบัน และย้อนหลัง รวมทั้งข้อมูลสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียน โดยในฐานข้อมูลดังกล่าวคณะผู้วิจัยได้นำข้อมูลอนุกรมเวลา (Time series) ของหลักทรัพย์ใน SET MAI SET50 และ SET100 มาคำนวณหามูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน และราคาเฉลี่ยของหลักทรัพย์ ในขณะเดียวกัน ฐานข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) สำหรับข้อมูลรายบริษัทหรือหลักทรัพย์ได้ถูกนำมาอ้างอิงเพื่อรวบรวมข้อมูลหุ้นจดทะเบียน ราคาพาร์ และจำนวนหลักทรัพย์ใน SET MAI SET50 และ SET100

ตัวแปรสำคัญที่จะนำมาคำนวณต้นทุนทางธุรกรรมมีทั้งหมด 5 ตัวแปร ซึ่งประกอบไปด้วย (1) ราคาที่แท้จริง (true price: True P) (2) ราคาซื้อในตลาด (ask price: Ask P) (3) ราคาส่วนเพิ่มจากค่าธรรมเนียม (trade cost pricing) (4) จำนวนหุ้นที่ซื้อขายจริงต่อวัน (q) และ (5) จำนวนหุ้นซื้อขายที่ควรจะเป็น (Q)

สำหรับตัวแปรราคาที่แท้จริงของแต่ละตราสารทุน คณะผู้วิจัยใช้ราคาหุ้นเฉลี่ยทั้งปีของตราสารทุนนั้นๆ ส่วนถัดมา เพื่อให้ง่ายต่อการคำนวณราคาซื้อและราคาขายของหุ้น คณะผู้วิจัยอ้างอิงจากช่วงราคาของการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ (tick size) ที่กำหนดโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการอ้างอิงช่วงราคาเป็นส่วนต่างของราคาซื้อและราคาขายมีที่มาจากแนวคิดในการศึกษาของ Sirodom, Kulpatra and T. Boonvorachote (2007)³⁸ ที่พบว่าตราสารทุนมากกว่าร้อยละ 90 ของตลาด SET มีส่วนต่างของราคาซื้อและราคาขายอยู่ที่ประมาณ 1 ช่วงราคา โดยช่วงราคาที่ใช้ในการคำนวณจะแปรผันตามราคาหุ้นดังที่แสดงในตารางที่ 2-17 ตัวอย่างเช่น ถ้าตราสารทุนหนึ่งมีหุ้นราคาเฉลี่ยทั้งปีอยู่ที่ 12.50 บาท ราคาขายในตลาดโดยเฉลี่ยจะเท่ากับ 12.55 บาท และราคาซื้อในตลาดโดยเฉลี่ยจะเท่ากับ 12.45 บาท

ตารางที่ 2-17 ช่วงราคาของการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์สำหรับการเสนอซื้อและเสนอขายแต่ละครั้ง

ระดับราคา	ช่วงราคา (เริ่มใช้ตั้งแต่ 30 มีนาคม 2552 เป็นต้นไป)
ต่ำกว่า 2 บาท	0.01 บาท
ตั้งแต่ 2 บาท แต่ต่ำกว่า 5 บาท	0.02 บาท
ตั้งแต่ 5 บาท แต่ต่ำกว่า 10 บาท	0.05 บาท
ตั้งแต่ 10 บาท แต่ต่ำกว่า 25 บาท	0.10 บาท

³⁸ Sirodom, K., & Boonvorachote, T. (2007). Endogenous Tick Sizes, Bid-Ask Spreads, Depth, and Trading Volumes: The Evidence on the Stock Exchange of Thailand.

ตั้งแต่ 25 บาท แต่ต่ำกว่า 100 บาท	0.25 บาท
ตั้งแต่ 100 บาท แต่ต่ำกว่า 200 บาท	0.50 บาท
ตั้งแต่ 200 บาท แต่ต่ำกว่า 400 บาท	1.00 บาท
ตั้งแต่ 400 บาทขึ้นไป	2.00 บาท

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สำหรับราคาส่วนเพิ่มจากค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ คณะผู้วิจัยใช้อัตราค่าธรรมเนียมสูงสุดเมื่อซื้อผ่านเจ้าหน้าที่ทางธนาคารซึ่งเท่ากับร้อยละ 0.25 ของมูลค่าการซื้อขายต่อวัน นอกจากนี้จะรวมถึงค่าธรรมเนียมที่จัดเก็บโดยหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ (ก) ค่าธรรมเนียมตลาดหลักทรัพย์ที่เรียกเก็บโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (trading fee) ที่อัตราร้อยละ 0.005 ของมูลค่าการซื้อขายต่อวัน (ข) ค่าธรรมเนียมการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ที่เรียกเก็บโดยบริษัทศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด (Clearing Fee) ที่อัตราร้อยละ 0.001 ของมูลค่าการซื้อขายต่อวัน และ (ค) ค่าธรรมเนียมการกำกับดูแลที่เรียกเก็บโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (Regulatory Fee) ที่อัตราร้อยละ 0.001 ของมูลค่าการซื้อขายต่อวัน ทั้งนี้ใบยืนยันการซื้อขายหลักทรัพย์ และรวมถึงภาษีมูลค่าเพิ่มอีกร้อยละ 7 ของค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ จึงทำให้อัตราค่าธรรมเนียมรวมเท่ากับ 0.257% + VAT 7% หรือเท่ากับร้อยละ 0.27499 ของมูลค่าการซื้อขายต่อวัน ดังนั้น เมื่อจะหารราคาส่วนเพิ่มจากค่าธรรมเนียม จึงต้องนำค่าธรรมเนียมที่ได้จากการนำอัตราค่าธรรมเนียมไปคูณกับมูลค่าการซื้อขายต่อวันของตราสารทุนใดๆ มาหารเฉลี่ยด้วยจำนวนหุ้นที่ซื้อขายในแต่ละวัน ตัวอย่างเช่น ตราสารทุนหนึ่งมีมูลค่าเฉลี่ยการซื้อขายหุ้นต่อวันอยู่ที่ 1 ล้านบาท และมีจำนวนหุ้นซื้อขายเฉลี่ยต่อวันเท่ากับ 5 แสนหุ้น จะทำให้มีราคาส่วนเพิ่มจากค่าธรรมเนียมต่อการซื้อหรือการขายเท่ากับประมาณ 0.005 บาทต่อหุ้น ส่วนสองตัวแปรสุดท้าย จำนวนที่ซื้อขายจริงต่อวันจะใช้ผลหารของมูลค่ารวมการซื้อขายของตราสารทุนทั้งปีกับจำนวนวันทำการซื้อขายในปีนั้น และจำนวนซื้อขายที่ควรจะเป็นจะใช้จำนวนหุ้นทั้งหมดที่ได้จากจากทุนจดทะเบียนของตราสารทุนใดๆ หารด้วยราคาพาร์ของตราสารทุนนั้นๆ

การคิดต้นทุนทั้งสามส่วนได้แก่ ต้นทุนส่วนต่างของราคาซื้อและราคาขาย ต้นทุนค่าธรรมเนียม และ ต้นทุนค่าเสียโอกาส จะอ้างอิงวิธีการคำนวณดังที่กล่าวไปในหัวข้อที่แล้ว โดยผลของการคำนวณต้นทุนต่างๆ จะอยู่ในรูปแบบอัตราส่วนเฉลี่ยร้อยละต่อมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของตราสารทุนใดๆ (market capitalization) ซึ่งเท่ากับผลคูณของราคาเฉลี่ยกับจำนวนหุ้นทั้งหมดของตราสารทุนนั้นๆ ส่วนวิธีการหาค่าเฉลี่ยของทุกตราสารทุนในตลาดจะใช้เวลาเฉลี่ยแบบถ่วงน้ำหนักโดยมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเช่นเดียวกัน

3) ผลจากการวิเคราะห์

จากการศึกษาต้นทุนทางธุรกรรม (Transaction costs) ของตลาดหุ้นไทย โดยการจำแนกมูลค่าเป็น (ก) ต้นทุนส่วนต่างระหว่างราคาซื้อและราคาขาย (Bid-ask spread) (ข) ต้นทุนค่าเสียโอกาสอันเนื่องมาจากหลักทรัพย์ที่ไม่ได้ทำการซื้อขาย (Opportunity cost) และ (ค) ต้นทุนค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ (Trade cost) คำนวณเป็นร้อยละของมูลค่าตามราคาตลาด (Market capitalization) รายหลักทรัพย์ และหาค่ากลางของตลาดโดยเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักตามมูลค่าตามราคาตลาดของตลาด SET MAI SET50 และ SET100 สรุปผลได้ดังตารางที่ 2-18

ตารางที่ 2-18 ค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของความไม่มีประสิทธิภาพอันเนื่องมาจากส่วนต่างของราคาซื้อขาย ค่าเสียโอกาส และต้นทุนธุรกรรมจำแนกตามรายตลาดหลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์	ส่วนต่างราคาซื้อ-ขาย	ค่าเสียโอกาส	ต้นทุนค่าธรรมเนียม
SET50 (1 ม.ค. - 30 มิ.ย. 62)	0.00105%	0.39936%	0.00095%
SET100 (1 ม.ค. - 30 มิ.ย. 62)	0.00126%	0.45185%	0.00113%
SET50 (1 ก.ค. - 31 ธ.ค. 62)	0.00107%	0.40406%	0.00096%
SET100 (1 ม.ค. - 31 ธ.ค. 62)	0.00128%	0.45706%	0.00114%
SET	0.00156%	0.67800%	0.00136%
MAI	0.00281%	1.68532%	0.00171%

ที่มา: จากการคำนวณโดยคณะผู้วิจัย

เมื่อพิจารณาตารางที่ 2-18 ในภาพรวม พบว่าต้นทุนค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ (Trade cost) มีแนวโน้มที่จะมีมูลค่าน้อยที่สุด แสดงว่าต้นทุนค่าธรรมเนียมมีผลค่อนข้างน้อยกว่าโดยเปรียบเทียบต่อการบิดเบือนราคาแท้จริงในตลาด ส่วนต้นทุนทางธุรกรรมที่เกิดขึ้นมากกว่าต้นทุนค่าธรรมเนียม ได้แก่ ต้นทุนส่วนต่างระหว่างราคาซื้อและราคาขาย (Bid-ask spread) แต่ต้นทุนทางธุรกรรมที่เกิดขึ้นมากที่สุด ได้แก่ ค่าเสียโอกาสอันเนื่องมาจากหุ้นคงค้างที่ไม่ได้รับการซื้อขาย (Opportunity cost) ซึ่งถอดความหมายได้ว่า ปี พ.ศ. 2562 ซึ่งเป็นช่วงก่อนเกิดการแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา-19 ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีการซื้อขายที่ต่ำกว่าศักยภาพหรือต่ำกว่าจำนวนหลักทรัพย์จดทะเบียนทั้งหมดที่อนุญาตให้มีการซื้อขายอยู่ในระดับหนึ่ง อย่างไรก็ตามข้อมูลการศึกษานี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงตามเวลา ฤดูกาล และวิกฤตการณ์ อาทิการแพร่ระบาดของโรคโควิด-19

นอกจากนี้ ตารางที่ 2-18 แสดงให้เห็นว่ามูลค่าการบิดเบือนตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับประเภทของตลาดหลักทรัพย์ โดยภาพรวมจะสังเกตเห็นว่าต้นทุนทางธุรกรรมทุกประเภท โดยเฉพาะด้านต้นทุนค่าเสียโอกาสมีแนวโน้มสูงที่สุดในตลาด MAI และน้อยที่สุดในกลุ่ม SET50 ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ (ก) Stoll and Whaley (1983) (ข) Roll (1984) และ (ค) Lesmond et al. (1999) ซึ่งทั้งหมดได้ทำการเปรียบเทียบต้นทุนธุรกรรมของตลาด NYSE และ AMEX ของสหรัฐอเมริกา โดยพบว่า ในภาพรวมเมื่อจำแนกหลักทรัพย์ตามขนาดธุรกิจเป็นเดซิล (decile) ธุรกิจขนาดเล็กมักมีต้นทุนธุรกรรมในการซื้อขายหลักทรัพย์สูง

กว่า และเมื่อจำแนกและวิเคราะห์ตามแต่ละประเภทของต้นทุนทางธุรกรรม จะสามารถอธิบายปรากฏการณ์ดังกล่าวได้ดังต่อไปนี้

ต้นทุนส่วนต่างระหว่างราคาซื้อและราคาขาย (Bid-ask spread) มีแนวโน้มเรียงลำดับจากน้อยไปมาก ได้แก่ SET50 SET100 SET และ MAI ตามลำดับ ซึ่งเป็นผลมาจาก 2 ส่วนสำคัญ ส่วนที่หนึ่งเป็นผลมาจากรูปแบบของการคำนวณซึ่งได้รับการสนับสนุนจากผลการศึกษา Petersen and Fialkowski (1993) ที่พบว่าส่วนใหญ่แล้วขนาดของส่วนต่างราคาซื้อขายมักมีค่าเฉลี่ยที่ไม่ได้แตกต่างกันในแต่ละตลาดหลักทรัพย์ แต่เมื่อแปลงข้อมูลเป็นร้อยละของมูลค่าตามราคาตลาดจะพบว่าตลาด MAI มีมูลค่าตามราคาตลาดที่เล็กกว่าทำให้ร้อยละของส่วนต่างราคาซื้อขายในภาพรวมมีค่าสูงกว่าค่าของตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ ส่วนที่สองเป็นผลมาจากปัจจัยจากตลาดหลักทรัพย์ เช่น ตลาด SET50 SET100 และ SET ที่มีจำนวนผู้ทำการซื้อขายหลักทรัพย์สูง และการแข่งขันในตลาดสูงมาก ทำให้นักลงทุนต้องบีบช่วงราคาซื้อและขายให้แคบลงมาก นอกจากนี้ปัจจัยเรื่องความเสี่ยงในการลงทุนก็เป็นอีกส่วนหนึ่งในการทำให้ส่วนต่างราคาซื้อและขายสูงสำหรับตลาด MAI (Benston & Hagerman, 1974³⁹) ถึงกระนั้น จากผลศึกษาของคณะผู้วิจัยนี้ แนวโน้มความแตกต่างระหว่างต้นทุนส่วนต่างราคาซื้อขายของแต่ละตลาดหลักทรัพย์ก็ไม่ได้แตกต่างกันมากนัก

ในทำนองเดียวกับมูลค่าส่วนต่างราคาซื้อขาย ต้นทุนค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ (Trade cost) ก็มีแนวโน้มที่จะมีค่าน้อยที่สุดสำหรับ SET50 ตามมาด้วย SET100 SET และ MAI อย่างไรก็ตามแนวคิดการคำนวณที่ตั้งข้อสมมติว่าอัตราค่าธรรมเนียมมีค่าเท่ากันในทุกตลาดหลักทรัพย์ และผลที่ได้พบว่าต้นทุนค่าธรรมเนียมของแต่ละตลาดหลักทรัพย์มีค่าแตกต่างกันไม่มากนัก จึงกล่าวได้ว่าความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนค่าธรรมเนียมกับขนาดของธุรกิจในการศึกษานี้เป็นไปอย่างไม่มีนัยสำคัญมากนัก

แต่ถึงอย่างไรก็ตาม แม้ว่าต้นทุนทางธุรกรรม 2 ส่วนข้างต้น ได้แก่ ต้นทุนค่าธรรมเนียม และต้นทุนส่วนต่างระหว่างราคาซื้อและราคาขายของหลักทรัพย์ในตลาด SET และ MAI จะไม่ได้มีความแตกต่างอย่างมีนัยยะสำคัญ แต่ก็สามารถนำมาใช้อธิบายถึงขนาดของต้นทุนค่าเสียโอกาสจากการขาดการลงทุน (Opportunity cost) ในตลาด MAI ที่มีความแตกต่างจากหลักทรัพย์ใน SET อย่างมาก ได้ดังต่อไปนี้

ประการแรก กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง และมีขนาดของบริษัทใหญ่ใกล้เคียงกับตลาดผูกขาด (oligopoly) และตลาดผู้ขายน้อยราย (oligopoly) เช่น กลุ่มหลักทรัพย์ SET50 ผู้ลงทุนจะมีความคาดหวังว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ดังกล่าวจะก่อให้เกิดกำไรจากการผูกขาด (monopoly profit) หรือการลงทุนขนาดใหญ่ที่บริษัทรายย่อยไม่มีความสามารถในการเข้าถึง นำมาซึ่งอัตราผลตอบแทนแก่บริษัท และนัก

³⁹ Benston, G. J., & Hagerman, R. L. (1974). Determinants of bid-asked spreads in the over-the-counter market. *Journal of Financial Economics*, 1(4), 353-364.

ลงทุนได้เป็นอย่างดี (Hall & Weiss, 1967⁴⁰) ดังนั้นหลักทรัพย์ในตลาดดังกล่าว หรือแม้กระทั่ง SET จึงเป็นที่นิยมของนักลงทุนในหลักทรัพย์มากกว่าตลาด MAI ซึ่งส่วนใหญ่เป็นวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs)

ประการที่สอง ปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information asymmetry) เนื่องจากหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายมากเช่น หลักทรัพย์ใน SET นักลงทุนจะสามารถเข้าถึงข้อมูล วิเคราะห์ ตลอดจนมีบทวิเคราะห์ของผู้เชี่ยวชาญอย่างชัดเจนและครอบคลุม ขณะที่ MAI ขาดความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าว ทำให้ต้นทุนทางธุรกรรมมีแนวโน้มสูงกว่าหลักทรัพย์ในตลาดอื่นๆ (Burhop & Gelman, 2010⁴¹)

ประการสุดท้าย Lesmond et al. (1999) ให้ความเห็นว่าโดยส่วนใหญ่แล้วนักลงทุนจะทำการเปรียบเทียบต้นทุนทางธุรกรรมกับอัตราผลตอบแทนคาดหวัง โดยเมื่อใดก็ตามที่อัตราผลตอบแทนคาดหวังน้อยกว่าต้นทุนทางธุรกรรม นักลงทุนจะลงทุนในหลักทรัพย์น้อยลงหรือไม่ลงทุนเนื่องจากปัญหาอัตราผลตอบแทนเป็นศูนย์หรือเรียกว่า zero return ซึ่งเมื่อพิจารณาในบริบทของตลาดหลักทรัพย์ NYSE และ AMEX แล้วกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กมักเผชิญกับสถานการณ์ zero return ได้บ่อยกว่าหลักทรัพย์ของธุรกิจขนาดใหญ่

ด้วยเหตุนี้ จึงสะท้อนให้เห็นว่าแม้ต้นทุนทางธุรกรรมที่เกี่ยวข้อง เช่น ต้นทุนค่าธรรมเนียม และต้นทุนส่วนต่างระหว่างราคาซื้อและราคาขาย จะไม่ได้แตกต่างกันมากนักระหว่างตลาด SET และ MAI แต่ด้วยอัตราผลตอบแทนคาดหวังของบริษัทขนาดเล็กที่จดทะเบียนในตลาด MAI ที่น้อยกว่าจากประเด็นเรื่องอำนาจต่อรองในตลาดและความไม่สมมาตรของข้อมูล มีแนวโน้มทำให้การลงทุนในตลาดขนาดเล็กไม่คุ้มค่าแก่การลงทุนและก่อให้เกิดค่าเสียโอกาสจากการไม่ลงทุนตามมาตามลำดับ

ดังนั้น จากเหตุผลทั้ง 3 ประการข้างต้น จึงอธิบายได้ว่าค่าเสียโอกาสจึงมีแนวโน้มต่ำที่สุดสำหรับ SET 50 รองลงมาเป็น SET100 SET และมากที่สุดสำหรับตลาด MAI ซึ่งคิดเป็นราว 5 เท่าของตลาด SET 50 และ 3 เท่าของตลาด SET

โดยสรุปแล้ว พบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยประสบปัญหาสำคัญ คือค่าเสียโอกาสที่เกิดจากหลักทรัพย์ค้างที่ไม่ได้รับการซื้อขาย (Opportunity cost) และพบว่าตลาดหลักทรัพย์ MAI เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีต้นทุนทางธุรกรรมสูงที่สุดทั้งในเชิงส่วนต่างราคาซื้อขาย ต้นทุนค่าธรรมเนียม และค่าเสียโอกาส ที่ต่างเป็นปัจจัยเกื้อหนุนซึ่งกันและกัน ทั้งนี้ แม้ว่าสถานการณ์ดังกล่าวจะมีความสอดคล้องกับตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ มาตรการที่สนับสนุนการลดต้นทุนทางธุรกรรมในไทยแม้เพียงส่วนใดส่วนหนึ่ง ย่อมช่วยลดต้นทุนในส่วนอื่นอย่างต้นทุนค่าเสียโอกาสในทางอ้อม และช่วยพัฒนาประสิทธิภาพตลาดทุนไทยในภาพรวมได้

⁴⁰ Hall, M., & Weiss, L. (1967). Firm size and profitability. *The Review of Economics and Statistics*, 319-331.

⁴¹ Burhop, C., & Gelman, S. (2010). Transaction costs, liquidity and expected returns at the Berlin stock exchange, 1892-1913. *MPI Collective Goods Preprint*, (2010/20).

2.1.8.9 การขอใบอนุญาต

คณะผู้วิจัยพบว่า การขอใบอนุญาตดำเนินธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนจะมีหลายรูปแบบ ดังนี้

การขอใบอนุญาตดำเนินธุรกิจหลักทรัพย์

การดำเนินการธุรกิจหลักทรัพย์โดยหลักสามารถจำแนกได้เป็น 2 รูปแบบ คือ (1) บริษัทหลักทรัพย์ หรือ บล. ซึ่งทำหน้าที่ตัวแทนซื้อขายหน่วยลงทุน (หรืออาจเรียกในชื่อโบรกเกอร์) (2) บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน หรือ บลจ. ซึ่งทำหน้าที่บริหารจัดการกองทุนรวม ในส่วนนี้ การที่ธุรกิจหลักทรัพย์จะเลือกดำเนินการลักษณะใดจะขึ้นกับรูปแบบของใบอนุญาตที่ทำการขอกับสำนักงาน ก.ล.ต. ใบอนุญาตแต่ละรูปแบบมีคุณสมบัติในการดำเนินธุรกิจหลักทรัพย์ที่ต่างกัน โดยมีรายละเอียด คือ⁴²

ใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ แบบ ก

- เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (นายหน้าหรือตัวแทน เพื่อซื้อ ขายหรือแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ให้แก่บุคคลอื่น)
- ค้าหลักทรัพย์ (ซื้อ ขาย หรือแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ในนามของตนเอง)
- จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (รับหลักทรัพย์ทั้งหมดหรือบางส่วนจากบริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์ไปเสนอขายต่อประชาชน)
- เป็นที่ปรึกษาการลงทุน
- จัดการกองทุนรวม
- จัดการกองทุนส่วนบุคคล
- ยืมและให้ยืมหลักทรัพย์
- จัดการเงินร่วมลงทุน (มีหุ้นในนิติบุคคลร่วมลงทุนหนึ่งๆ 1 ใน 3)

ใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ แบบ ข

- เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์อันเป็นตราสารแห่งนี้ (ตัวเงินคลัง พันธบัตร ตัวเงิน หุ้นกู้)
- ค้าหลักทรัพย์อันเป็นตราสารแห่งนี้
- จัดจำหน่ายหลักทรัพย์อันเป็นตราสารแห่งนี้
- เป็นที่ปรึกษาการลงทุน

⁴² <https://www.sec.or.th/TH/Pages/LAWANDREGULATIONS/SECURITIESBUSINESSLICENSE.aspx>;
https://data.go.th/dataset/f8a0676a-c3b4-43cb-816b-974750749e71/resource/6ff50a57-3fef-44f2-81f8-38975a7b0079/download/1_def_lcs_th.pdf

- ยืมและให้ยืมหลักทรัพย์

ใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ แบบ ค

- จัดการกองทุนรวม
- จัดการกองทุนส่วนบุคคล
- เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ที่เป็นหน่วยลงทุน
- ค่าหลักทรัพย์ที่เป็นหน่วยลงทุน
- จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่เห็นหน่วยลงทุน
- เป็นที่ปรึกษาการลงทุน
- จัดการเงินร่วมลงทุน

ใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ แบบ ง

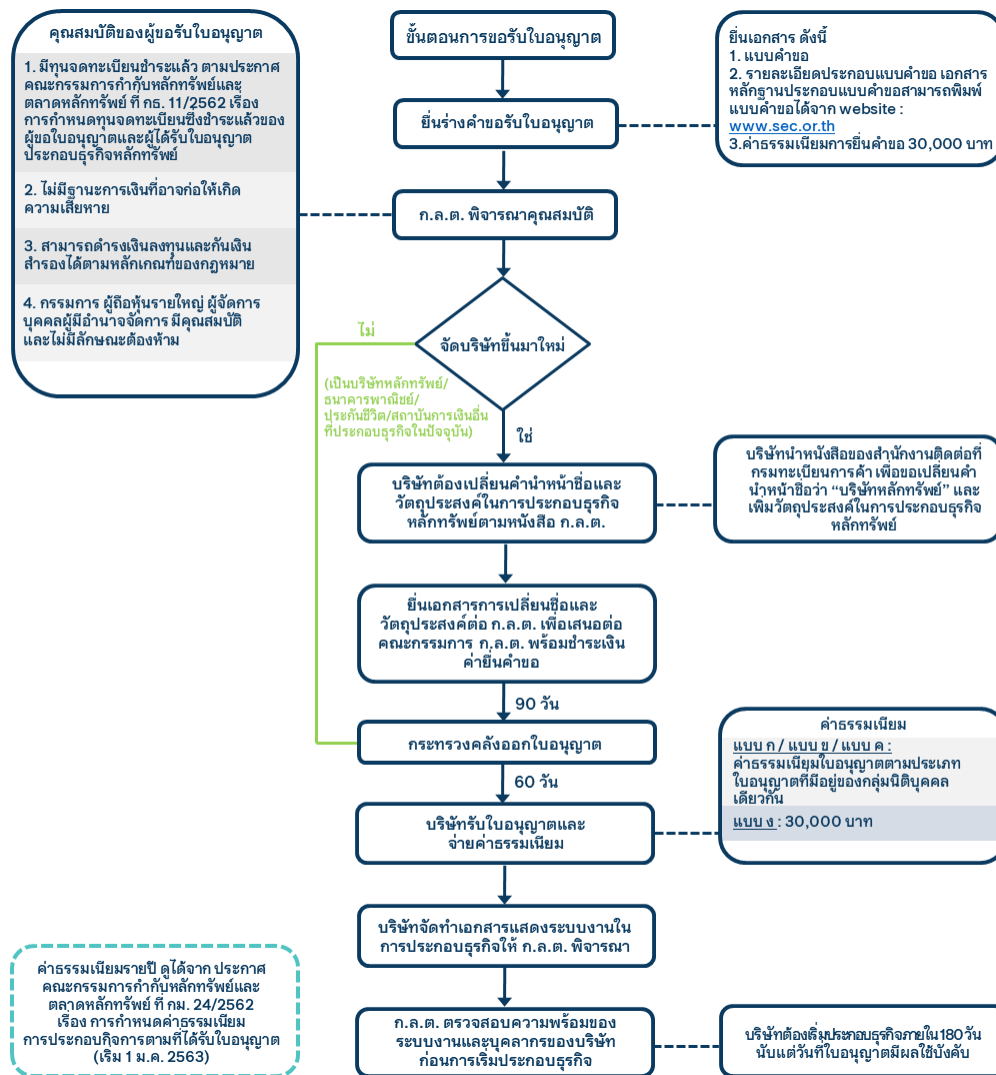
- เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ที่เป็นหน่วยลงทุน
- ค่าหลักทรัพย์ที่เป็นหน่วยลงทุน
- จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่เป็นหน่วยลงทุน
- เป็นที่ปรึกษาการลงทุน
- ยืมและให้ยืมหลักทรัพย์
- จัดการเงินร่วมลงทุน

ใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ แบบ จ

- เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์อันเป็นตราสารทุน
- ค่าหลักทรัพย์อันเป็นตราสารทุน
- จัดจำหน่ายหลักทรัพย์อันเป็นตราสารทุน
- เป็นที่ปรึกษาการลงทุน
- ยืมและให้ยืมหลักทรัพย์

สำหรับการขอใบอนุญาตนั้น ให้ผู้ประกอบการที่ต้องการดำเนินธุรกิจหลักทรัพย์ยื่นเอกสารต่อสำนักงาน ก.ล.ต. โดยมีกระบวนการตาม รูปที่ 2-16 และ 2-17

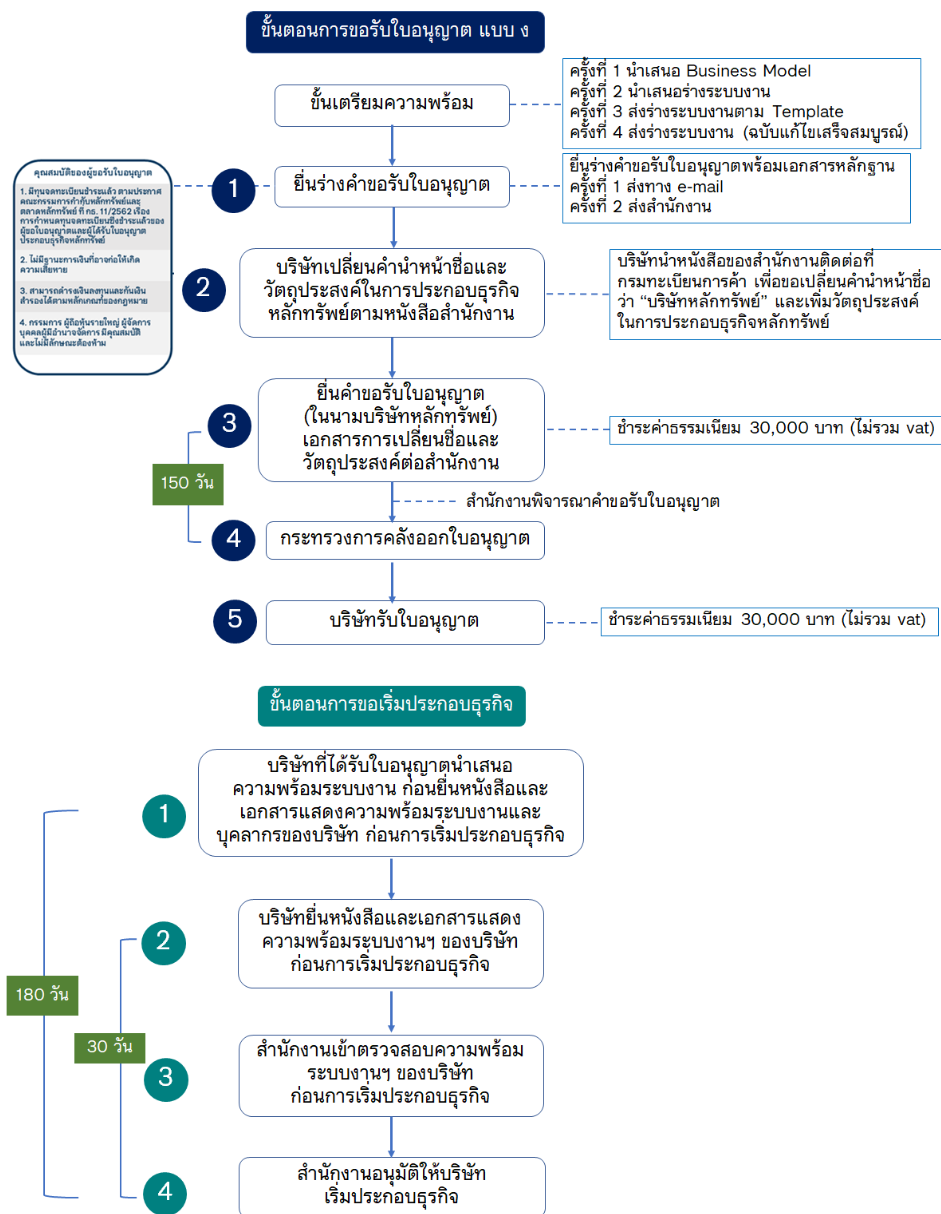
รูปที่ 2-16: กระบวนการขอใบอนุญาตธุรกิจหลักทรัพย์



ที่มา: สำนักงาน ก.ล.ต.⁴³

⁴³ <https://www.sec.or.th/TH/Pages/LawandRegulations/securitiesbusinesslicense.aspx>

รูปที่ 2-17: กระบวนการขอใบอนุญาตธุรกิจหลักทรัพย์ รูปแบบ ง



ที่มา: สำนักงาน ก.ล.ต.⁴⁴

⁴⁴ <https://www.sec.or.th/TH/Pages/LawandRegulations/securitiesbusinesslicense.aspx>

กระบวนการขอใบอนุญาตเป็นที่ปรึกษาทางการเงิน

ที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial Advisor) เป็นตำแหน่งสำคัญ เพราะการจดทะเบียนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทมหาชนจำกัดจำเป็นต้องมีที่ปรึกษาทางการเงินที่ได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. ดูแลกระบวนการเข้าตลาด รวมถึงให้คำแนะนำ ดูแลการดำเนินการ และตรวจสอบ/ประเมินคุณสมบัติของบริษัท ว่าเหมาะสมตามข้อกำหนดของตลาดทุน ทั้งยังต้องดูแลบริษัทหลังเข้าตลาดแล้วต่อไปอีก 1 ปี หลังเข้าตลาด

ที่ปรึกษาทางการเงินที่จะขอใบอนุญาตกับจะต้องมีคุณสมบัติ คือ⁴⁵

1. เป็นสถาบันการเงิน หรือนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายไทยซึ่งมีวัตถุประสงค์หลักในการประกอบธุรกิจเป็นที่ปรึกษาทางการเงิน ที่ปรึกษาทางด้านการบัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านกฎหมาย
2. มีสายงานที่รับผิดชอบการปฏิบัติหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินที่ชัดเจน
3. มีหลักเกณฑ์และแนวทางการปฏิบัติงานเป็นที่ปรึกษาทางการเงินที่ชัดเจน รัดกุมและเพียงพอตามมาตรฐานและจรรยาบรรณในการประกอบวิชาชีพ
4. ไม่มีลักษณะต้องห้ามตามที่กำหนด
5. กรรมการ ผู้จัดการ ผู้บริหารสายงานวาณิชธนกิจ ต้องมีจรรยาบรรณในการประกอบวิชาชีพ
6. ผู้ควบคุมการปฏิบัติงานที่ได้รับความเห็นชอบจาก ก.ล.ต. อย่างน้อยหนึ่งคนซึ่งปฏิบัติงานเต็มเวลา
7. เป็นสมาชิกชมรมวาณิชธนกิจ

นอกจากนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินจะต้องมีความเป็นอิสระ โดยเกณฑ์พิจารณาเกี่ยวกับความเป็นอิสระประกอบด้วย

1. ต้องถือหุ้นใน issuer ที่เป็นบริษัทจดทะเบียนไม่น้อยกว่าร้อยละ 5
2. ต้องไม่ถือหุ้นใน issuer ที่เป็นบริษัทที่ได้จดทะเบียน เว้นแต่ถือมาเกิน 2 ปี และถือไม่น้อยกว่าร้อยละ 5
3. Issuer/ผู้ถือหุ้นใหญ่/กรรมการของ issuer ต้องถือหุ้นในที่ปรึกษาทางการเงินไม่น้อยกว่าร้อยละ 5 (กรณีต่างคนต่างถือ แต่เมื่อนับรวมกันแล้วไม่น้อยกว่าร้อยละ 10)
4. กรรมการ/ผู้จัดการ/ผอฝ. วาณิชธนกิจ/ผู้ควบคุมฯ/พนักงานสายวาณิชฯ ของที่ปรึกษาทางการเงินไม่เป็นบุคคลเดียวกับกรรมการของ issuer เว้นแต่ เป็น ID /AC ของทั้ง issuer และที่ปรึกษาทางการเงิน

⁴⁵ <https://www.sec.or.th/TH/Pages/LawandRegulations/Financialadvisor.aspx>

5. ต้องไม่มีความเกี่ยวข้อง / ส่วนได้เสียที่ทำให้ขาดความเป็นอิสระ

สำหรับบุคคลที่ต้องการขอความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อเป็นที่ปรึกษาทางการเงิน ให้บุคคลยื่นเอกสารตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดไว้⁴⁶ ซึ่งมีขั้นตอนสรุปได้ดัง รูปที่ 18

รูปที่ 18: กระบวนการขอใบอนุญาตเป็นที่ปรึกษาทางการเงิน



ที่มา: สำนักงาน ก.ล.ต.⁴⁷

⁴⁶ <https://publish.sec.or.th/nrs/5488s.pdf>

⁴⁷ <https://www.sec.or.th/TH/Pages/LawandRegulations/Financialadvisor.aspx>

กระบวนการขอใบอนุญาตเป็นผู้ตรวจสอบบัญชี

ผู้ตรวจสอบบัญชี (Auditor) เป็นตำแหน่งสำคัญ เพราะการจดทะเบียนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทมหาชนจำกัดจำเป็นต้องมีผู้ตรวจสอบบัญชีที่ได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. ตรวจสอบฐานะทางการเงิน และผลการดำเนินงานของกิจการในตลาดทุน

การขอใบอนุญาตเป็นผู้ตรวจสอบบัญชี ให้บุคคลส่งแบบคำขอความเห็นชอบเป็นผู้สอบบัญชีในตลาดทุน และเอกสารตามที่กำหนด⁴⁸ เพื่อดำเนินการขอใบอนุญาต⁴⁹

กระบวนการขอใบอนุญาตเป็นบริษัทประเมินมูลค่าทรัพย์สิน

บริษัทประเมินมูลค่าทรัพย์สิน (Valuer) เป็นส่วนสำคัญ เพราะการจดทะเบียนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทมหาชนจำกัดจำเป็นต้องมีผู้ประเมินมูลค่าทรัพย์สินที่ได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. ตรวจสอบมูลค่าทรัพย์สินที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมในตลาดทุน

การขอใบอนุญาตเป็นบริษัทประเมินมูลค่าทรัพย์สิน สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดให้บริษัทประเมินมูลค่าทรัพย์สินในตลาดทุนจะต้องเป็นนิติบุคคลที่มีวัตถุประสงค์ในการประเมินมูลค่าทรัพย์สินเป็นทางการค้าปกติ และประสงค์จะให้บริการประเมินมูลค่าทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุน และผู้ประเมินหลักจะต้องเป็นบุคลากรของบริษัทประเมินมูลค่าทรัพย์สินในตลาดทุนที่ลงลายมือชื่อเป็นผู้ประเมินมูลค่าทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุน⁵⁰

คุณสมบัติของบริษัทประเมินมูลค่าทรัพย์สินตามกำหนดของสำนักงาน ก.ล.ต. ประกอบด้วยเงื่อนไขดังตารางที่ 2-17

⁴⁸ <https://publish.sec.or.th/nrs/6482s.pdf>; ทั้งนี้ สำนักงาน ก.ล.ต. มีการดำเนินการช่องทาง fast track เพื่อลดขั้นตอนการขออนุญาต โดยร่วมมือกับสำนักงานสอบบัญชี <https://www.sec.or.th/TH/Template3/Articles/2560/ac-post-25600506-accountant.pdf>

⁴⁹ รายชื่อผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. โปรดดู <https://market.sec.or.th/public/orap/AUDITOR01.aspx?lang=th> และสำนักงานบัญชีต่างประเทศดู https://www.sec.or.th/TH/Documents/auditors/foreign_auditors.pdf

⁵⁰ <https://www.sec.or.th/th/pages/lawandregulations/valuationcompany.aspx>

ตารางที่ 2-17 คุณสมบัติของบริษัทประเมินมูลค่าทรัพย์สิน

บริษัทประเมินมูลค่าทรัพย์สิน	ผู้ประเมินหลัก
มีทุนชำระแล้วไม่น้อยกว่า 2 ล้านบาท	เป็นลูกจ้างหรือพนักงานของบริษัทประเมินมูลค่าทรัพย์สินที่ยื่นคำขอความเห็นชอบ โดยปฏิบัติงานประจำให้บริษัทเต็มเวลา
มีหลักเกณฑ์และแนวทางการปฏิบัติงานในการประเมินมูลค่าทรัพย์สินที่ชัดเจน รัดกุมและเพียงพอ มีระบบงานที่ทำให้เชื่อได้ว่าจะสามารถควบคุมให้การประเมินมูลค่าทรัพย์สินเป็นไปตามมาตรฐานและจรรยาบรรณ	มีการปฏิบัติงานเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าทรัพย์สินอย่างต่อเนื่องไม่น้อยกว่า 1 ปีก่อนยื่นคำขอความเห็นชอบ และยังคงปฏิบัติงานดังกล่าวอยู่ในขณะยื่นคำขอนี้
มีประสบการณ์ในการให้บริการด้านการประเมินมูลค่าทรัพย์สินในประเทศไทยอย่างต่อเนื่องเป็นเวลาไม่น้อยกว่า 1 ปี	มีความรู้และประสบการณ์ที่เกี่ยวข้องกับการประเมินมูลค่าทรัพย์สินในประเทศไทยตามที่กำหนด
มีผู้จัดการและผู้ดำรงตำแหน่งระดับบริหารที่รับผิดชอบในสายงานที่เกี่ยวข้องกับการประเมินมูลค่าทรัพย์สินเป็นผู้ที่มีความรู้และประสบการณ์ในการทำงานเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าทรัพย์สิน	แสดงได้ว่าเป็นผู้มีความรู้ความสามารถในการประเมินมูลค่าทรัพย์สินตามที่กำหนด
มีจำนวนผู้ประเมินมูลค่าทรัพย์สินรวมกันไม่น้อยกว่า 5 คน โดยอย่างน้อย 2 คนต้องเป็นผู้ประเมินหลักซึ่งได้รับความเห็นชอบจาก ก.ล.ต.	ไม่ปรากฏข้อเท็จจริงว่ามีลักษณะต้องห้ามตามที่กำหนด
ไม่ปรากฏข้อเท็จจริงว่าบริษัทประเมินมูลค่าทรัพย์สินมีลักษณะต้องห้ามตามที่กำหนด	ไม่อยู่ระหว่างถูก ก.ล.ต. สั่งพักการให้ความเห็นชอบหรืออยู่ระหว่างระยะเวลาที่กำหนดว่าจะไม่รับพิจารณาคำขอความเห็นชอบ
ไม่ปรากฏข้อเท็จจริงว่ากรรมการ ผู้จัดการ และผู้ดำรงตำแหน่งระดับบริหารที่รับผิดชอบในสายงานมีลักษณะต้องห้ามตามที่กำหนด	ผ่านการทดสอบหรืออบรมความรู้ความสามารถตามที่ ก.ล.ต. กำหนด (ถ้ามี)
ไม่อยู่ระหว่างถูก ก.ล.ต. สั่งพักการให้ความเห็นชอบหรืออยู่ระหว่างระยะเวลาที่กำหนดว่าจะไม่รับพิจารณาคำขอความเห็นชอบ	

ที่มา: สำนักงาน ก.ล.ต.⁵¹

⁵¹ <https://www.sec.or.th/th/pages/lawandregulations/valuationcompany.aspx>

สำหรับการขอใบอนุญาตเป็นบริษัทประเมินมูลค่าทรัพย์สิน ให้บริษัทส่งแบบคำขอความเห็นชอบเป็นบริษัทประเมินมูลค่าทรัพย์สินในตลาดทุนหรือขอความเห็นชอบบุคคลากรเป็นผู้ประเมินหลัก และเอกสารที่เกี่ยวข้องตามที่กำหนดเพื่อขอใบอนุญาต⁵²

2.1.9 ข้อมูลที่เกี่ยวข้องอื่นๆ

ในส่วนนี้จะเป็นข้อมูลที่เกี่ยวข้องอื่นๆ ที่สามารถนำมาใช้ประกอบการวิเคราะห์ที่ได้ ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

2.1.9.1 กลไกคุ้มครองผู้ลงทุน

ในภาพรวมพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535⁵³ จะทำการคุ้มครองผู้ลงทุนอยู่แล้วในเชิงกฎหมาย โดยอาศัยกลไกการคัดกรองบริษัทที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และตรวจสอบการดำเนินการระดมทุนในรูปแบบต่างๆ ซึ่งจะต้องได้รับการรับรองจากสำนักงาน ก.ล.ต. ก่อน

นอกจากนี้ สำนักงาน ก.ล.ต. ยังมีมาตรการทั่วไป เพื่อใช้ในการหนุนเสริมเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุน ประกอบด้วย (1) ทำการกำกับดูแลด้านการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส เพื่อให้ผู้ลงทุนมีข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างครบถ้วน (2) มีกลไกคุ้มครองสิทธิผู้ถือหุ้นหากเกิดการควบรวมกิจการ (takeover) เกิดขึ้น⁵⁴ (3) มีการตรวจสอบสถานะของบริษัทเพื่อป้องกันการฉ้อโกง (corporate fraud) (4) มีการดำเนินการให้ความรู้และคำแนะนำด้านการลงทุน

ไม่เพียงแค่นี้ สำนักงาน ก.ล.ต. ยังมีแนวทางคุ้มครองสิทธิของผู้ลงทุน⁵⁵ อันประกอบด้วย (1) สิทธิก่อนตัดสินใจลงทุน ซึ่งหมายถึงสิทธิในการได้รับข้อมูลข่าวสารอย่างครบถ้วน (2) สิทธิเมื่อเป็นผู้ถือหุ้น ซึ่งหมายถึงสิทธิได้รับเงินปันผล ได้รับข้อมูลข่าวสาร ได้เข้าร่วมประชุมและออกเสียงลงคะแนน สิทธิในการจองซื้อหุ้นออกใหม่ สิทธิเมื่อเป็นผู้ถือหุ้นกู้ ซึ่งหมายถึงสิทธิในการได้รับชำระเงินต้นและดอกเบี้ยในเวลาที่กำหนด สิทธิเมื่อเป็นผู้ถือหุ้นวงลงทุน ซึ่งหมายถึงสิทธิในการรับข้อมูลการแก้ไขรายละเอียดที่ระบุในหนังสือชี้ชวน และสิทธิในการรับทราบผลการดำเนินงานและข้อมูลการลงทุนของกองทุนรวมเป็นรายเดือน สิทธิในฐานะลูกค้าของบริษัทหลักทรัพย์ ซึ่งหมายถึงการเข้าถึงและได้รับบริการต่างๆ จากบริษัทหลักทรัพย์ (3) สิทธิในการร้องเรียนและฟ้องร้อง ซึ่งหมายถึงสิทธิในการฟ้องเรียกค่าเสียหายและผลประโยชน์คืนหากกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัททำหน้าที่ไม่เหมาะสม

⁵² <https://publish.sec.or.th/nrs/6744s.pdf>

⁵³ <https://www.sec.or.th/TH/Documents/ActandRoyalEnactment/Act/act-sea2535-codified.pdf>

⁵⁴ <https://www.sec.or.th/TH/pages/lawandregulations/takeover.aspx>

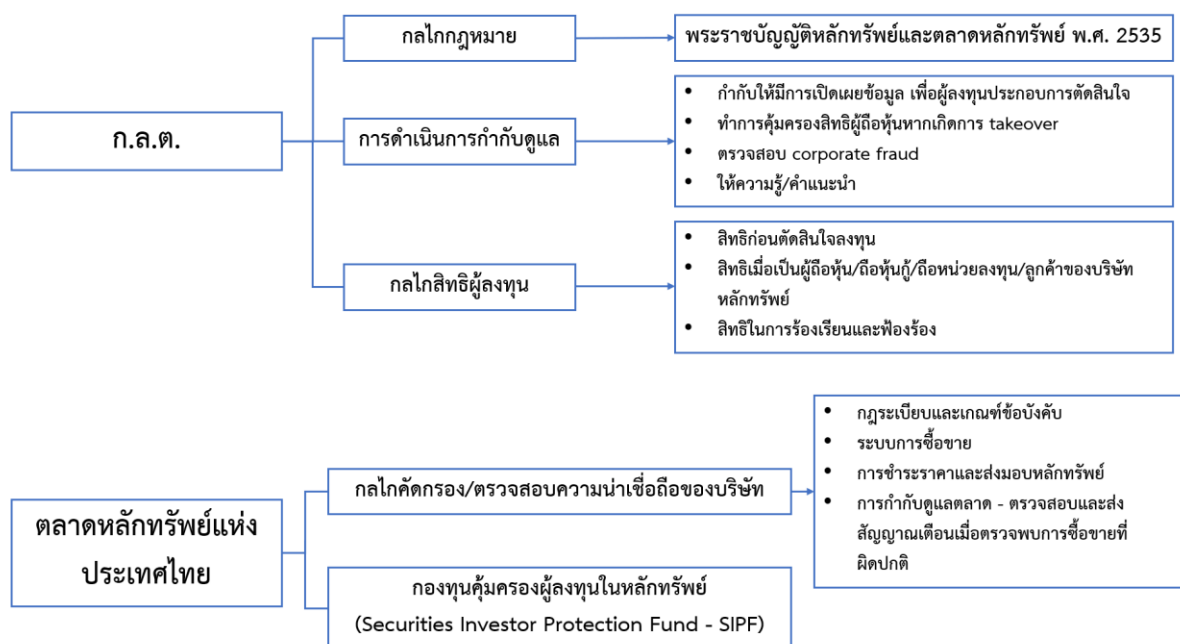
⁵⁵ <https://www.sec.or.th/TH/Pages/Investors/RightShareholder.aspx>

ในส่วนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในภาพรวมจะมีการคัดกรองและตรวจสอบความน่าเชื่อถือของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนอยู่แล้ว (ดำเนินการร่วมกับสำนักงาน ก.ล.ต. เรื่องการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)) ซึ่งประกอบด้วย (1) การบังคับใช้กฎระเบียบและเกณฑ์ (2) กำกับดูแลระบบการซื้อขาย (3) กำกับดูแลการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ (4) กำกับดูแลตลาด โดยตรวจสอบและส่งสัญญาณเตือนเมื่อตรวจพบการซื้อขายที่ผิดปกติ

อีกกลไกคุ้มครองผู้ลงทุนสำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ กองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ (Securities Investor Protection Fund หรือ SIPF)⁵⁶ ซึ่งเป็นกองทุนให้ความคุ้มครองทรัพย์สินที่โบรกเกอร์ทำการดูแล (บังคับใช้ในโบรกเกอร์ซึ่งเป็นสมาชิกกองทุนเท่านั้น) โดยมีเงื่อนไขการดูแล คือ (1) กรณีซึ่งโบรกเกอร์ถูกศาลสั่งพิทักษ์ทรัพย์เด็ดขาดตามกฎหมายล้มละลาย (2) กรณีโบรกเกอร์กับผู้ลงทุนมีข้อพิพาททางแพ่ง และศาลตัดสินให้โบรกเกอร์ต้องชดเชยแต่ไม่ปฏิบัติตาม ทั้งนี้ ความคุ้มครองไม่รวมผลขาดทุนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้น โดยกองทุนจะชดเชยค่าใช้จ่ายไม่เกินรายละ 1 ล้านบาทต่อสมาชิก กองทุน 1 แห่ง และกองทุนนี้ให้ความคุ้มครองอัตโนมัติ เมื่อผู้ลงทุนเปิดบัญชีซื้อขายกับโบรกเกอร์ที่เป็นสมาชิกกองทุน

กลไกคุ้มครองผู้ลงทุน สามารถสรุปได้ดัง รูปที่ 2-19

รูปที่ 2-19: กลไกคุ้มครองผู้ลงทุน



ที่มา: สำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประมวลโดยคณะผู้วิจัย

⁵⁶ https://www.set.or.th/th/regulations/protection/sipf_p1.html;

https://www.set.or.th/th/regulations/protection/files/SIPF_ProtectionForSecuritiesInvestors_15112556_TH.pdf

2.2 การศึกษาข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับขอบเขตการเพิ่มประสิทธิภาพของตลาดทุนของประเทศไทย ผ่านการสัมภาษณ์เชิงลึก

คณะผู้วิจัยได้ทำการสัมภาษณ์เชิงลึก/จัดเวทีระดมความคิดเห็นกับภาคส่วนที่เกี่ยวข้องอย่างน้อย 20 ท่านเพื่อค้นหาปัจจัยสำคัญทางด้านต้นทุนและภาษีที่กระทบต่อระดับประสิทธิภาพและการเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทย ซึ่งมีรายละเอียด ดังนี้

2.2.1 กรอบคำถามการสัมภาษณ์

คณะผู้วิจัยแบ่งคำถามการสัมภาษณ์ออกเป็น 2 ส่วนหลัก ได้แก่ กรอบคำถามในภาพรวม และกรอบคำถามเฉพาะที่เกี่ยวข้องกับประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขัน โดยคำถามจะเป็นคำถามปลายเปิดที่ให้ผู้ทรงคุณวุฒิสามารถแสดงมุมมองในประเด็นที่ตนเองมีความชำนาญและเห็นว่าสำคัญต่อการพัฒนาตลาดทุนไทย

นอกจากนี้ ประเด็นคำถามอาจจะมีการเปลี่ยนแปลงเพื่อลงรายละเอียดในประเด็นที่ผู้ให้สัมภาษณ์ให้ข้อมูลเจาะลึกลงไปแต่ละประเด็น

กรอบคำถามในภาพรวม ประกอบไปด้วย 6 คำถาม ได้แก่

1. ความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทยเปรียบเทียบกับต่างประเทศเป็นอย่างไร
2. ต้นทุนการดำเนินการในตลาดทุนไทยโดยเปรียบเทียบกับต่างประเทศ
3. กฎหมายหรือกฎระเบียบใดที่เป็นอุปสรรค/ต้นทุนสำคัญ
4. สภาวะแข่งขันของตลาดทุนไทยในปัจจุบันเป็นอย่างไร (เช่น มีการผูกขาด รายใหญ่มีอำนาจเหนือรายย่อย เป็นต้น)
5. ปัญหาอุปสรรค (นอกเหนือจากปัญหาทางด้านกฎหมายและกฎระเบียบ) ที่ส่งผลกระทบต่อการพัฒนาและเสถียรภาพของตลาดทุนไทย
6. การยกระดับขีดความสามารถการแข่งขันของตลาดทุนไทยให้ทัดเทียมตลาดทุนระดับภูมิภาค หรือระดับสากล มีแนวทางการพัฒนาอย่างไร และปัจจัยใดเป็นตัวสนับสนุนที่สำคัญ

กรอบคำถามในเชิงลึก จะเป็นคำถามที่เจาะลึกไปตามแต่ละกลุ่มผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง โดยผู้มีส่วนเกี่ยวข้องจะเลือกตอบคำถามที่เกี่ยวข้องกับตนเอง กรอบมีคำถาม ดังนี้

- อธิบายถึงขั้นตอนการออกหุ้นกู้พอสังเขปในแง่ของการปฏิบัติแล้ว มีขั้นตอนไหนที่ใช้เวลานาน หรือมีการดำเนินการที่ซ้ำซ้อน ควรจะปรับปรุงกระบวนการทำงานหรือไม่?

- ในการออกหุ้นกู้ 5 ครั้งหลังสุด ค่าใช้จ่ายที่ใช้ในการออกหุ้นกู้มีอะไรบ้าง และมีค่าใช้จ่ายหมวดใดในมุมมองของท่านที่เป็นอุปสรรคต่อการระดมทุน
- อธิบายถึงขั้นตอนการออกหุ้นเพิ่มทุน หรือ IPO พอสังเขปในแง่ของการปฏิบัติแล้ว มีขั้นตอนไหนที่ใช้เวลานาน หรือมีการดำเนินการที่ซ้ำซ้อน ควรจะปรับปรุงกระบวนการทำงานหรือไม่?
- ในการออกหุ้น IPO/ หุ้นเพิ่มทุน ครั้งหลังสุด ค่าใช้จ่ายที่ใช้ในการออกมีอะไรบ้าง และมีค่าใช้จ่ายหมวดใดในมุมมองของท่านที่เป็นอุปสรรคต่อการระดมทุน
- บริษัทเสียค่าแรกเข้าเป็นสมาชิก Thai BMA เท่าไหร่ และค่าใช้จ่ายในการเป็นสมาชิกเพื่อออกหุ้นกู้ในแต่ละปีเท่าไร ค่าใช้จ่ายดังกล่าวมีความเหมาะสมเพียงใดในมุมมองของท่าน
- บริษัทเสียค่าธรรมเนียมเพื่อประเมินเรตติ้งหุ้นกู้เท่าไร โดยบริษัทอะไร? และค่าใช้จ่ายดังกล่าวมีความเหมาะสมเพียงใดในมุมมองของท่าน
- บริษัทเสียค่าแรกเข้าเป็นสมาชิก ตลาดหลักทรัพย์ เท่าไร และค่าใช้จ่ายในการเป็นสมาชิกเพื่อให้หลักทรัพย์มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละปีเท่าไร ค่าใช้จ่ายดังกล่าวมีความเหมาะสมเพียงใดในมุมมองของท่าน
- การที่ตลาดหลักทรัพย์ มีผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่มีความซับซ้อน เช่น Option, Short, Long, Block Trade, Perpetual Bond มีประโยชน์หรือโทษต่อธุรกิจของท่านอย่างไร
- ในมุมมองของการกระจายความเสี่ยงสินทรัพย์ของธุรกิจ ธุรกิจของท่านได้ลงทุนในผลิตภัณฑ์ที่มีความซับซ้อนมากน้อยเพียงใด?
- ในมุมมองของท่าน ประสิทธิภาพของตลาดทุนไทยในแง่ของการเข้าถึงธุรกิจที่ต้องการระดมทุนมีมากน้อยแค่ไหน? สามารถเข้าถึงธุรกิจขนาดกลางและย่อมได้ไหม อะไรคือปัญหา
- ในมุมมองของท่าน ตลาดทุนมีประสิทธิภาพในการระดมทุนจากผู้ออมได้ดีขนาดไหน? อะไรคืออุปสรรคที่ทำให้ไม่สามารถระดมทุนจากผู้ออมได้
- ในมุมมองของท่าน ตลาดทุนไทยมีประสิทธิภาพในการเป็นหนึ่งในการกระจายการลงทุนให้กับผู้ลงทุนไทยและต่างประเทศได้ดีขนาดไหน
- ในมุมมองของท่าน ตลาดทุนไทยมีประสิทธิภาพในการเป็นแหล่งกระจายสินทรัพย์ portfolio ของธุรกิจไทยและธุรกิจต่างชาติได้ดีขนาดไหน

- ในมุมมองของการระดมทุน ผลลัพธ์ที่มีความซับซ้อนส่งผลต่อการระดมทุนของท่านมากน้อยเพียงใด เช่น ในแง่ของนักลงทุนจะสนใจผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ มากกว่าการซื้อขายหุ้นธรรมดา หรือ สามารถออกผลิตภัณฑ์ประเภทใหม่ที่ระดมทุนได้มากขึ้น หรือ เกิดปัญหาการเก็งกำไรทำให้ราคาหุ้นในตลาดรองผันผวน ทำให้ธุรกิจระดมทุนได้ยากมากขึ้น
- ในมุมมองของท่าน ผลลัพธ์ที่มีความซับซ้อนจะส่งผลต่อกลุ่มผู้ลงทุนอย่างไร?
- ในมุมมองของท่าน การคุ้มครองการลงทุนของ กสท. มีประสิทธิภาพมากน้อยเพียงใด มีประเด็นปัญหาใดที่ควรจะต้องเข้ามาดูแลเพิ่มเติมเป็นพิเศษ
- ในมุมมองของท่าน การระดมทุนผ่านตลาดทุนของไทย แยกเป็นหุ้นกู้ และการออกหลักทรัพย์ มีความสำคัญมากน้อยเพียงใดต่อธุรกิจของท่าน เมื่อเทียบกับช่องทางการระดมทุนทางอื่น เช่น การกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์ และการระดมทุนจากต่างประเทศ
- ในมุมมองของท่าน การกระจายความเสี่ยงในการลงทุนสำหรับสินทรัพย์ของธุรกิจ ผ่านตลาดทุนไทย (การถือครองหุ้นกู้ และการถือหลักทรัพย์) มีความสำคัญต่อธุรกิจท่านเพียงใด เมื่อเทียบกับการถือสินทรัพย์ในรูปแบบอื่น เช่น เงินฝาก พันธบัตรรัฐบาล และการถือครองหลักทรัพย์ในต่างประเทศ
- ข้อเสนอแนะเพื่อพัฒนาประสิทธิภาพของตลาดทุน เพื่อให้ตลาดทุน (หุ้นกู้และตลาดหลักทรัพย์) สามารถช่วยสนับสนุนให้ธุรกิจของท่านเติบโตต่อไปได้อย่างยั่งยืนในอนาคต

2.2.2 การเก็บข้อมูลด้วยวิธีการสัมภาษณ์

คณะผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูล โดยอ้างอิงจากกรอบคำถามข้างต้น ด้วยวิธีการสัมภาษณ์ โดยทำการสัมภาษณ์ผู้ทรงคุณวุฒิรวม 24 ท่าน ผ่านโปรแกรม Zoom ระหว่างเดือน เมษายน 2564 ถึง เดือน มิถุนายน 2564 โดยสรุปผลการสัมภาษณ์แยกรายประเด็นถูกนำเสนอไว้ใน ภาคผนวก ข.

2.3 บทสังเคราะห์ประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทย

ในส่วนนี้จะเป็นการวิเคราะห์ประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทย โดยอ้างอิงจากรรณกรรม ข้อมูลทางสถิติ และบทสัมภาษณ์ผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้อง เพื่อสรุปเป็นภาพรวมว่าจุดใดของตลาดทุนไทยที่มีศักยภาพในการพัฒนา ซึ่งข้อมูลที่ได้จะถูกนำไปใช้ในการคัดเลือกเจาะลึกถึงแนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทยให้มีประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันที่ดีขึ้นต่อไป รวมทั้งใช้เป็นหัวข้อใน

การศึกษาเชิงลึกโดยอาศัยแบบจำลองทางคณิตศาสตร์เพื่อประเมินขนาดและความสัมพันธ์ของผลกระทบที่คาดว่าจะเกิดขึ้นจากการพัฒนาการดังกล่าวต่อไป

2.3.1 กรอบในการประเมินประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทย

ในภาพรวม คณะผู้วิจัยได้แบ่งตลาดทุนไทยออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ ตลาดตราสารหนี้ (เน้นที่หุ้นกู้ เอกชนและพันธบัตรรัฐบาล) และตลาดตราสารทุน (เน้นที่ตลาดหลักทรัพย์) และทำการจำแนกประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขัน ออกเป็น 8 มิติ ดังนี้

1. ขนาดและการเติบโตของตลาด
2. สภาพคล่องของตลาด
3. ผลិតภัณฑ์และความซับซ้อนของผลิตภัณฑ์
4. ระดับการแข่งขันในตลาด
5. ต้นทุนทางการเงิน
6. ความสามารถในการเข้าถึงกลุ่มผู้ลงทุน และกลุ่มธุรกิจที่ต้องการระดมทุน
7. ความสามารถในการเป็นแหล่งทุนและแหล่งการออมในแง่ของ Portfolio
8. การกำกับดูแลและคุณภาพของผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาด

วิธีการประเมินจะอาศัยการเทียบเคียงใน 4 รูปแบบ คือ 1. การเปรียบเทียบกับระดับสากล (สากล) ได้แก่ การเปรียบเทียบกับประเทศในภูมิภาค และการเปรียบเทียบกับประเทศในระดับโลก (หรือก็คือมาตรฐานของประเทศที่พัฒนาแล้ว) 2. การเปรียบเทียบกับพัฒนาการในอดีต (พัฒนาการ) หมายถึง การย้อนดูสถิติการพัฒนาเพื่อสะท้อนแนวโน้มในอนาคต 3. การเปรียบเทียบข้อมูล และศักยภาพ (ข้อมูล/ศักยภาพ) โดยพิจารณาจากข้อมูล และศักยภาพช่องว่าง (gap) ที่เหลืออยู่ และ 4. การประเมินโดยผู้ทรงคุณวุฒิและผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องผ่านการสัมภาษณ์เชิงลึก (ความเห็นจากการสัมภาษณ์)

2.3.2 ผลการประเมินประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทย

คณะผู้วิจัยได้ทำการรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้อง เพื่อนำมาสรุปเป็นผลการประเมิน ซึ่งได้ผลการวิเคราะห์ ดังนี้

ตลาดตราสารหนี้

มิติการประเมิน	วิธีการประเมิน	ผลการประเมิน
1. ขนาดและการเติบโตของตลาด	สากล	<p>ขนาดของตลาดทุนไทยใหญ่ในระดับภูมิภาค แต่ยังมีช่องว่างที่สามารถเพิ่มขนาดให้เทียบเท่าระดับสากล</p> <p>ดัชนีประเมินความลึกของ IMF ระบุว่าไทยมีความลึกของผลิตภัณฑ์ในระดับภูมิภาค แต่ยังมีช่องว่างบางส่วนเมื่อเทียบกับระดับสากล</p> <p>ขนาดของตลาดตราสารหนี้ของไทย ทั้งที่เป็นหุ้นกู้ภาคเอกชน และพันธบัตรของรัฐบาล มีสัดส่วนของตลาดเทียบกับ GDP อยู่ในสัดส่วนที่ค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับระดับสากล แต่ยังคงมีช่องว่างในการพัฒนาได้อีกมาก</p>
	พัฒนาการ	<p>พัฒนาการตลาดทุนไทยมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง ในปี 2000 ขนาดของตลาดทุนอยู่ที่ร้อยละ 31 ของ GDP เพิ่มขึ้นมาเป็นประมาณร้อยละ 100 ในปี 2019</p> <p>พัฒนาการของตลาดตราสารหนี้ของไทยในรอบ 20 ปีที่ผ่านมา พบว่าตลาดตราสารหนี้ของเอกชนและภาครัฐของไทยมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นในระยะยาว</p>
2. สภาพคล่องของตลาด	สากล	<p>สถิติ Turnover rate พบว่าอัตราการหมุนเวียนของตราสารหนี้เอกชนอยู่ในระดับที่ต่ำเมื่อเทียบกับประเทศในภูมิภาค และน้อยกว่าประเทศที่พัฒนาแล้ว ในขณะที่อัตราการหมุนเวียนของตราสารหนี้ภาครัฐอยู่ในระดับที่ค่อนข้างสูงมากเทียบเท่ากับระดับสากล</p>
	พัฒนาการ	<p>สถิติ Turnover rate ในรอบ 20 ปีที่ผ่านมา พบว่า สภาพคล่องของตราสารหนี้ไทยมีทิศทางเพิ่มสูงขึ้น แต่เริ่มมีทิศทางที่ไม่เติบโตจึงมีความไม่แน่นอนสำหรับทิศทางอนาคต ในขณะที่ ตราสารหนี้ของภาครัฐไทยมีลดลงตั้งแต่ปี 2009-2019 โดยลดลงจาก 4.51 ในปี 2009 มาเป็น 2.20 ในปี 2019</p>

มิติการประเมิน	วิธีการประเมิน	ผลการประเมิน
	<p>ความเห็นจากการสัมภาษณ์</p>	<p>ควรจะพัฒนาตลาดรองสำหรับตราสารหนี้ให้มีสภาพคล่องมากขึ้น แต่ประชาชนรายย่อยไม่ควรจะเข้ามาในตลาดตราสารหนี้เอง แต่ควรลงทุนผ่านกองทุน เพราะว่าเป็นตลาดที่ต้องมีประสบการณ์และต้องการความรู้ในข้อมูลสูง</p> <p>ตลาด Corporate Bond ยังมีปัญหาสภาพคล่อง และจะเกิดขึ้นได้ต้องเน้นที่การเพิ่มผู้เล่น แต่ก็ต้องการตลาดที่มีคุณภาพ คือ อยากรู้ได้ผู้เล่นใหม่ๆ ที่มีความสามารถทางด้านความรู้ เพราะเป็นตลาดที่มีปัญหา Asymmetric Information เช่น การเพิ่มกองทุน high-yield bond หรือกลุ่ม Market maker</p> <p>ในแง่หนึ่งการคิดค่าธรรมเนียมการออกตราสารแบบแยกรายสินค้าแต่ละชิ้น อาจจะเป็นข้อจำกัดที่ทำให้สินค้าที่ออกมาไม่เยอะและออกมาไม่บ่อย ก็จะส่งผลกระทบต่อในแง่ของความเสี่ยงและสภาพคล่องของตลาด</p> <p>ตลาด High-Yield Bond เป็นตลาดที่ผลิตภัณฑ์มีขนาดใหญ่ เช่น 500-1,000 ล้านบาท และ กต. มีกฎหมายลงทุนแบบรายเดียวซื้อในสัดส่วนที่สูง ทำให้นักลงทุนสถาบันไม่ลงทุน</p>
<p>3. ผลผลิตภัณฑ์และความซับซ้อนของผลิตภัณฑ์</p>	<p>สากล</p>	<p>Mckinsey ประเมินว่าความสามารถของตลาดทุนในการจัดหาผลิตภัณฑ์การลงทุนที่มีความหลากหลาย น่าสนใจและตอบสนองต่อแหล่งการออมเงินในระยะสั้นและระยะยาว ได้ดีมากในระดับภูมิภาค แต่ยังไม่เทียบเท่ากับระดับสากล</p> <p>Mckinsey ประเมินความเสี่ยงของผลิตภัณฑ์ พบว่าประเทศไทยมีการออกตราสารหลากหลายชนิดและเด่นในระดับภูมิภาค แต่ยังไม่ถึงระดับสากล</p>
	<p>ความเห็นจากการสัมภาษณ์</p>	<p>อยากให้ผลิตภัณฑ์ที่รองรับความเสี่ยงในเรื่องของอัตราแลกเปลี่ยนให้มากขึ้น</p> <p>อยากให้พัฒนาผลิตภัณฑ์ ILS insurance link security (CAT Bond) ที่ trigger เมื่อเกิดภัยพิบัติ เพื่อช่วยลดความเสี่ยงให้กับธุรกิจ</p>

มิติการประเมิน	วิธีการประเมิน	ผลการประเมิน
		ทิศทางการลงทุนในปัจจุบันพบว่า ETF หรือพวกกองทุนที่อิงกับดัชนี หรือ product แบบ passive เป็นแนวโน้มขาขึ้น ส่วนหนึ่งเป็นเพราะว่าต้นทุนการบริหารจัดการที่ต่ำกว่า active fund paper work ในการออก product เยอะมาก และการออกแต่ละครั้งก็ต้องออก paper อีก อยากให้มีการออกแบบ program
4. ระดับการแข่งขันในตลาด	ข้อมูล/ศักยภาพ	โครงสร้างบริษัทบริหารสินทรัพย์ พบว่าเป็นบริษัทที่เชื่อมโยงกับธุรกิจธนาคาร ที่ครองส่วนแบ่งตลาดร้อยละ 95
	ความเห็นจากการสัมภาษณ์	การจะเข้ามาเป็นตัวกลาง ปัจจุบันมี License 7 กลุ่ม ซึ่งเกิดจากการกำหนดประเภทให้ละเอียดมากขึ้นแบบเฉพาะเจาะจง ทำให้ผู้ประกอบการรายเล็กสามารถที่จะเข้ามาประกอบการได้ แต่ก็ทำให้ตลาดมีสภาพ fragmented มาก บริษัทจัดอันดับเรตติ้งในปัจจุบันมี 2 รายหลัก ซึ่งไม่ใช่ผู้เล่นในระดับโลก การประเมินใช้เกณฑ์ที่ต่ำกว่ามาตรฐานสากล และมีค่าใช้จ่ายที่ต่ำกว่าบริษัทที่ประเมินธุรกิจระดับสากล ยังไม่มีการศึกษาว่าบริษัท Rating agency ในประเทศไทยมีการแข่งขันกันทางราคาหรือไม่ แต่ถ้ามีผู้เล่นไม่มากก็มีความเสี่ยงที่จะคิดราคาแพงกว่าที่ควรจะเป็น เรามีผู้ที่ได้รับคุณวุฒิ CFA ไม่เยอะ
5. ต้นทุนทางการเงิน	สากล	Mckinsey ประเมินต้นทุนการออกตราสารทุนในประเทศไทยอยู่ในกลุ่ม ต้นทุนน้อยกว่าร้อยละ 3 ซึ่งถือได้ว่าอยู่ในระดับปานกลาง และยังมีช่องว่างในการพัฒนาให้เหลือต้นทุนต่ำกว่าร้อยละ 2 และน้อยกว่าร้อยละ 1 ซึ่งเป็นเป้าหมายที่สูงขึ้นอีก 2 ระดับที่ประเทศไทยสามารถพัฒนาให้ถึงเทียบเท่ากับระดับสากล
	ข้อมูล/ศักยภาพ	ข้อมูลสำรวจปฐมภูมิของคณะผู้วิจัยพบว่า ต้นทุนการออกหุ้นกู้ในปัจจุบันสำหรับเรตติ้งระดับ A อยู่ต่ำกว่าร้อยละ 1

มิติการประเมิน	วิธีการประเมิน	ผลการประเมิน
		<p>ในขณะที่ระดับ B อาจเพิ่มไปถึงร้อยละ 1.5 และอาจสูงถึงร้อยละ 2 สำหรับ Non-rated</p> <p>ข้อมูลสำรวจปฐมภูมิของคณะผู้วิจัยพบว่า ค่าธรรมเนียมกองทุนที่ลงทุนในตราสารหนี้อยู่ที่ประมาณร้อยละ 0.39-0.54</p> <p>ข้อมูลสำรวจปฐมภูมิ พบว่าระยะเวลาในการได้รับเงินจากการขายคืนจะอยู่ที่ 3 วัน</p> <p>ผู้บริหารกองทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง PVD มีปัญหามากเพราะต้องสำรองคนเอาไว้เกินกว่าที่ใช้งานจริง อยากให้มีระบบส่วนกลางช่วยแก้ไขปัญหา</p>
	<p>ความเห็นจากการสัมภาษณ์</p>	<p>บริษัทจัดอันดับเรตติ้งในปัจจุบันมี 2 รายหลัก ซึ่งไม่ใช่ผู้เล่นในระดับโลก การประเมินใช้เกณฑ์ที่ต่ำกว่ามาตรฐานสากล และมีค่าใช้จ่ายที่ต่ำกว่าบริษัทที่ประเมินธุรกิจระดับสากล</p> <p>กองทุนรวมที่ได้รับผลประโยชน์ทางภาษีมักจะมีการแข่งขันที่น้อยกว่าจึงควรเข้าไปตรวจสอบค่าธรรมเนียมให้เป็นธรรม</p> <p>อยากให้นำเอา technology blockchain มาใช้ในการลดตัวกลาง ลดต้นทุน</p> <p>ลดการใช้กระดาษในส่วนที่เกี่ยวข้องกับเอกสาร</p> <p>ต้นทุนของกองทุนมี regulatory cost สูงมาก อยากให้ทบทวนด้วย regulatory guillotine</p> <p>พัฒนาระบบ digital infrastructure เพื่อรองรับผู้ใช้งานมากขึ้น ไม่ให้เกิดปัญหาระบบล่ม</p>
<p>6. ความสามารถในการเข้าถึงกลุ่มผู้ลงทุน และกลุ่มธุรกิจที่ต้องการระดมทุน</p>	<p>สากล</p>	<p>ดัชนีประเมินของ IMF บ่งชี้ถึงปัญหาในการเข้าถึงตลาดทุนไทย ซึ่งทำได้ดีในระดับภูมิภาค แต่ยังมีช่องว่างในระดับที่สูงเมื่อเทียบกับระดับสากล</p> <p>ดัชนีประเมินของ Mckinsey จัดให้ความสามารถในการระดมทุนในตลาดทุนของไทยมีการพัฒนาในระดับต้นๆ เมื่อเทียบกับภูมิภาค แต่ยังคงอยู่ต่ำกว่าประเทศที่พัฒนาแล้วหรือในระดับสากล</p>

มิติการประเมิน	วิธีการประเมิน	ผลการประเมิน
	ข้อมูล/ศักยภาพ	ในฝั่งของผู้ลงทุน พบว่า จำนวนผู้ลงทุนประกอบไปด้วย ผู้ลงทุนที่เปิดบัญชีหลักทรัพย์ 2.37 ล้านราย (คิดเป็นร้อยละ 4.96 ของจำนวนประชากรที่อายุตั้งแต่ 20 ปีขึ้นไป) บัญชีกองทุนรวม 1.50 ล้านราย (คิดเป็นร้อยละ 3.02 ของจำนวนประชากรที่อายุตั้งแต่ 20 ปีขึ้นไป) สมาชิก Provident Fund 2.98 ล้านราย (คิดเป็นร้อยละ 19.06 ของแรงงานภาคเอกชน 16 ล้านราย) และกองทุน กบข. 1.07 ล้านราย ซึ่งทำให้โดยรวมแล้ว ตลาดทุนไทยเป็นแหล่งเงินออมสำหรับประชาชนคนไทยประมาณ 6-7 ล้านราย หรือ คิดเป็นร้อยละ 12-14 ของประชากรที่อายุตั้งแต่ 20 ปีขึ้นไป
	ความเห็นจากการสัมภาษณ์	ทิศทางในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ที่สำคัญ คือ ตราสารหนี้ที่สนับสนุนความยั่งยืน หรือ Sustainability bond ตลาดยังมีผู้เล่นจำนวนไม่มาก โดยเป็นธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ น่าเชื่อถือ ซึ่งตอบโจทย์นักลงทุนที่หาการลงทุนที่ดีกว่าการฝากออมทรัพย์ กับตลาดที่เป็น High-yield ที่มีความเสี่ยงไปเลย แต่ขาดตรงกลางที่ตอบโจทย์ข้อจำกัดของตลาดเงินที่ธนาคารไม่ปล่อยกู้ แล้วมาออกตราสารหนี้แทน มีความเสี่ยง แต่สามารถให้ข้อมูลได้ชัดเจน และมีกลไกการรองรับ เช่น สร้างพวกธุรกิจค้าประกันเข้ามาเสริม
7. ความสามารถในการเป็นแหล่งทุนและแหล่งการออมในแง่ของ Portfolio	สากล	Mckinsey ประเมินว่าตลาดตราสารหนี้ไทยยังเน้นที่นักลงทุนในประเทศเป็นหลัก ซึ่งยังมีช่องว่างในการพัฒนาบางส่วน Mckinsey ประเมินว่าประเทศไทยมีความสามารถในการระดมทุนเพื่อเป็นแหล่งทุนระยะยาวให้กับธุรกิจได้ดีในระดับสากล
	ข้อมูล/ศักยภาพ	โครงสร้างการลงทุนในกองทุนรวม พบว่า ร้อยละ 54 ยังเป็น fixed income fund หรือกองทุนที่ลงในตราสารหนี้ ในขณะที่ร้อยละ 22 เป็นกองทุนในตราสารทุน และมีกองทุนที่ลงผสมอีกประมาณร้อยละ 8 นอกจากนี้ยังมีการลงทุนในสินทรัพย์ประเภทอื่นๆ อีกร้อยละ 16 ซึ่งมีการลงทุนทั้งในและต่างประเทศ โดยมีส่วนที่น่าสนใจคือ

มิติการประเมิน	วิธีการประเมิน	ผลการประเมิน
		<p>สามารถแยกกลุ่ม feeder fund หรือกองทุนรวมที่ไปลงในกองทุนรวมอื่นได้ประมาณร้อยละ 11</p> <p>อุปสรรคในการเข้าถึงผู้ลงทุนกลุ่มใหม่ คือ ต้นทุนในการดึงคนเหล่านั้นเข้ามาในระบบ ซึ่งอยู่ที่ประมาณ 200 บาทต่อคน อยากให้ช่วยลดต้นทุนตรงนี้เป็นพิเศษจะช่วยขยายฐานคนลงทุนได้อีกมาก</p>
	<p>ความเห็นจากการสัมภาษณ์</p>	<p>ขาดผู้เล่นที่เข้ามาลงทุนเพื่อรับความเสี่ยงได้มากขึ้นและเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่ดีขึ้น เสนอให้ทำ procedure ให้นักลงทุนต้องรับความเสี่ยงที่ชัดเจน high risk – high return</p>
<p>8. การกำกับดูแลและคุณภาพของผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาด</p>	<p>สากล</p>	<p>IMD ประเมิน ความน่าเชื่อถือของผู้จัดการบริษัท พบว่าประเทศไทยถูกจัดอยู่ในอันดับ 17 จาก 63 ประเทศ โดยตามหลังประเทศในระดับเดียวกันในภูมิภาค ได้แก่ จีน อินโดนีเซีย และมาเลเซีย</p> <p>IMD ประเมิน การบริหารงานของบอร์ดผู้บริหาร พบว่าประเทศไทยถูกจัดอยู่ในอันดับ 20 จาก 63 ประเทศ โดยตามหลังประเทศในระดับเดียวกันในภูมิภาค ได้แก่ อินโดนีเซีย จีน และมาเลเซีย</p> <p>IMD ประเมิน มาตรฐานการตรวจสอบบัญชีและกลไกการดูแลความถูกต้อง พบว่า ประเทศไทยถูกจัดอยู่ในอันดับ 29 จาก 63 ประเทศ โดยตามหลังประเทศในระดับเดียวกันในภูมิภาค ได้แก่ อินโดนีเซีย จีน มาเลเซีย และคาซัคสถาน</p>
	<p>ความเห็นจากการสัมภาษณ์</p>	<p>การตั้งกฎเกณฑ์ กวด. อ้างอิงจากหลักเกณฑ์สากลเป็นหลัก ยึด แต่ยังคงมีเกณฑ์เยอะมากที่ควรจะต้องทำ Regulatory Guillotine</p> <p>สำหรับสินทรัพย์ประเภทใหม่ เช่น สินทรัพย์ดิจิทัล กวด. ดูแลตาม พรก. สินทรัพย์ดิจิทัล ซึ่งกติกาที่ออกใช้รูปแบบ Principle-based คือ ออก License ไปแล้วก็ไม่ได้เข้าไปกำกับดูแลโดยตรง แต่ทาง กวด. ก็มีการออกกฎใหม่ๆ เพื่อแก้ไขปัญหาเพิ่มเติมหากพบปัญหา</p>

มิติการประเมิน	วิธีการประเมิน	ผลการประเมิน
		<p>การอบรมเพื่อเป็นที่ปรึกษาการลงทุนควรเปิดให้ทำโดยหลากหลายหน่วยงานและผ่านระบบ online รวมทั้งจัดให้มีการคิด learning-by-doing เข้าไปร่วมด้วย</p> <p>อยากให้มีความเฉพาะในกรณีฉุกเฉินเร่งด่วน เพื่อให้สามารถระดมทุนได้รวดเร็วมากยิ่งขึ้น</p> <p>ควรลดระยะเวลาในการพิจารณาแบบ filing สำหรับการออกหุ้นกู้</p> <p>ตลาดพันธบัตรจะมีปัญหา manipulation บางส่วน สำคัญคือ การกำกับดูแลต้องให้มีการเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาดที่มีปัญหา Asymmetric Information สูง เช่น high-yield bond</p>

ตลาดตราสารทุน

มิติการประเมิน	วิธีการประเมิน	ผลการประเมิน
1. ขนาดและการเติบโตของตลาด	สากล	<p>ขนาดของตลาดทุนไทยใหญ่ในระดับภูมิภาค แต่ยังมีช่องว่างที่สามารถเพิ่มขนาดให้เทียบเท่าระดับสากล</p> <p>ดัชนีประเมินความลึกของ IMF ระบุว่าไทยมีความลึกของผลิตภัณฑ์ในระดับภูมิภาค แต่ยังมีช่องว่างบางส่วนเมื่อเทียบกับระดับสากล</p> <p>IMD ประเมิน การระดมทุนใหม่ (Initial Public Offerings) ที่เกิดขึ้น ประเทศไทยถูกจัดอยู่ในอันดับที่ 13 ของโลก จาก 63 ประเทศ</p> <p>IMD ประเมิน ความสามารถในการระดมทุนของ Venture Capital ประเทศไทยถูกจัดอยู่ในอันดับ 22 จาก 63 ประเทศ โดยประเทศที่ถูกจัดอันดับสูงกว่าโดยมากเป็นประเทศที่พัฒนาแล้ว</p> <p>สถิติของ กลต. พบว่าพัฒนาการของการระดมทุนผ่านกระบวนการ IPO ของไทยมีการเติบโตที่ดี ระหว่างปี 2013-2018 มีจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนมากขึ้นกว่าในช่วงก่อน</p>

มิติการประเมิน	วิธีการประเมิน	ผลการประเมิน
		และมีค่าเฉลี่ยจำนวนบริษัท IPOs ในช่วงดังกล่าวที่ประมาณ 30 รายต่อปี สถิติจาก กสท. พบว่ามูลค่า IPOs ของไทยมีมูลค่าสูงกว่าประเทศในภูมิภาค และเทียบได้ในระดับโลก
	พัฒนาการ	พัฒนาการตลาดทุนไทยมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง ในปี 2000 ขนาดของตลาดทุนอยู่ที่ร้อยละ 31 ของ GDP เพิ่มขึ้นมาเป็นประมาณร้อยละ 100 ในปี 2019
2. สภาพคล่องของตลาด	สากล	ดัชนีประเมินความลึกของ IMF ระบุว่าไทยมีสภาพคล่องของตลาดทุนในระดับที่ดีมากใกล้เคียงกับระดับของสากล ค่าสถิติ Turnover Ratio ของไทย พบว่าประเทศไทยมีอัตราการหมุนเวียนสูงถึง 64.49 เท่า เป็นการหมุนเวียนที่สูงมากเทียบเท่ากับระดับประเทศที่พัฒนาแล้ว และสูงกว่าตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคอย่างเด่นชัด
	ความเห็นจากการสัมภาษณ์	ช่องว่างของ Bid-Offer บางกรณีมีช่องว่างมากไป ทำให้เกิดการเก็งกำไรแค่ซื้อขายไม่กี่ช่อง พัฒนาสภาพคล่องของตลาด MAI ETF ไทยควรจะพัฒนาให้เป็นที่นิยมมากขึ้น มีหลากหลายชนิด และมีสภาพคล่องมากขึ้น
3. ผลិតภัณฑ์และความซับซ้อนของผลิตภัณฑ์	สากล	Mckinsey ประเมินว่าความสามารถของตลาดทุนในการจัดหาผลิตภัณฑ์การลงทุนที่มีความหลากหลาย น่าสนใจและตอบสนองต่อแหล่งการออมเงินในระยะสั้นและระยะยาว ได้ดีมากในระดับภูมิภาค แต่ยังไม่เทียบเท่ากับระดับสากล Mckinsey ประเมินว่าระดับราคาสินทรัพย์ยังไม่สามารถสะท้อนข้อมูลพื้นฐานได้อย่างดี และไทยถูกจัดอันดับที่ต่ำที่สุดในกลุ่มประเทศในภูมิภาค Mckinsey ประเมินความลึกของผลิตภัณฑ์ พบว่าประเทศไทยมีการออกตราสารหลากหลายชนิดและเด่นในระดับภูมิภาค แต่ยังไม่ถึงระดับสากล
	ความเห็นจากการสัมภาษณ์	ทิศทางการลงทุนในปัจจุบันพบว่า ETF หรือพวกกองทุนที่อิงกับดัชนี หรือ product แบบ passive เป็นแนวโน้มมากขึ้น

มิติการประเมิน	วิธีการประเมิน	ผลการประเมิน
		<p>ส่วนหนึ่งเป็นเพราะว่าต้นทุนการบริหารจัดการที่ต่ำกว่า active fund</p> <p>ทิศทางกองทุนในอนาคตที่โดดเด่น คือ กองทุนที่มีผู้บริหารกองทุนที่เก่งและเน้นการลงทุนที่หลากหลาย ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ขั้นสูง และสร้างผลตอบแทนที่ชนะกองทุน index fund เช่น ARK invest</p> <p>ต้องสร้าง dedicated trust เพื่อดึงธุรกิจรายใหม่ที่มีศักยภาพเข้ามา และสร้างให้เข้าเป็นตัวโตในที่สุด</p>
4. ระดับการแข่งขันในตลาด	ข้อมูล/ศักยภาพ	<p>โครงสร้างของตัวแทนซื้อขายหลักทรัพย์คิดตามส่วนแบ่งตลาด พบว่า เป็นบริษัทต่างชาติ มีส่วนแบ่งตลาดร้อยละ 54 เป็นบริษัทไทยที่ทำธุรกิจธนาคารร่วมด้วย มีส่วนแบ่งตลาดร้อยละ 29 และเป็นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจเฉพาะซื้อขายหลักทรัพย์ มีส่วนแบ่งตลาดร้อยละ 17</p> <p>โครงสร้างบริษัทบริหารสินทรัพย์ พบว่าเป็นบริษัทที่เชื่อมโยงกับธุรกิจธนาคาร ที่ครองส่วนแบ่งตลาดร้อยละ 95</p>
	ความเห็นจากการสัมภาษณ์	<p>ในปัจจุบัน นักวิเคราะห์ในประเทศไทยมีกลุ่มที่เป็น fundamental กับ technical จำนวนมากแต่ยังขาดนักวิเคราะห์กลุ่มที่ใช้ modern tools เช่น AI/Big data ที่มาให้บริการเพียงพอ</p> <p>เรามีผู้ที่ได้รับคุณวุฒิ CFA ไม่เยอะ</p> <p>ผู้ให้คำแนะนำอาจจะมีแรงจูงใจที่จะขายผลิตภัณฑ์ที่ตนเองได้รับค่าธรรมเนียมสูง ซึ่งแปลว่าจะจะเป็นกลุ่ม active fund ในแง่นี้ ทำให้ active fund อาจจะได้ลูกค้าทุกๆ ที่ไม่มีแรงกดดันในการสร้างผลตอบแทนที่สูงแบบต่างประเทศ</p>
5. ต้นทุนทางการเงิน	สากล	<p>Mckinsey ประเมินต้นทุนการออกตราสารทุนในประเทศไทยอยู่ในกลุ่ม ต้นทุนน้อยกว่าร้อยละ 10 ซึ่งถือได้ว่าอยู่ในระดับปานกลาง และยังมีช่องว่างในการพัฒนาให้เหลือต้นทุนต่ำกว่าร้อยละ 8 ซึ่งเป็นระดับสากลที่ประเทศที่ทำได้ดีที่สุด ทำได้ในระดับนี้</p> <p>ข้อมูลสำรวจปฐมภูมิของคณะผู้วิจัยพบว่า ค่าธรรมเนียมและจัดจำหน่าย IPO ของสหรัฐอเมริกาอยู่ระหว่างร้อยละ 3.5-</p>

มิติการประเมิน	วิธีการประเมิน	ผลการประเมิน
		7.0 ในขณะที่ของไทยอยู่ระหว่างร้อยละ 1.6-2.7 (ขึ้นกับขนาดการระดมทุน)
	ข้อมูล/ศักยภาพ	<p>ข้อมูลสำรวจปฐมภูมิของคณะผู้วิจัยพบว่า ต้นทุนการออก IPOs ของไทยพบว่า บริษัทใน SET มีต้นทุนเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 1.70-5.36 ในขณะที่บริษัทใน MAI มีต้นทุนอยู่ระหว่างร้อยละ 3.50-16.47 และขนาดของการระดมทุนมีผลต่อต้นทุนเฉลี่ยเนื่องจากมีต้นทุนคงที่ (fixed cost)</p> <p>ข้อมูลสำรวจปฐมภูมิของคณะผู้วิจัยพบว่า ค่าธรรมเนียมกองทุนที่ลงทุนในตราสารทุนอยู่ที่ประมาณร้อยละ 0.59-1.39 สำหรับ passive fund และประมาณร้อยละ 0.66-2.43 สำหรับ active fund สำหรับกองทุนที่ลงทุนในต่างประเทศมีค่าธรรมเนียมประมาณร้อยละ 1.01-1.97 และหากเป็นสินทรัพย์ทางเลือกจะมีค่าธรรมเนียมประมาณร้อยละ 0.55-1.42</p> <p>ข้อมูลสำรวจปฐมภูมิ พบว่าระยะเวลาในการได้รับเงินจากการขายคืนจะอยู่ที่ 3-4 วัน สำหรับการลงทุนในตราสารทุน และ 5 วันสำหรับการลงทุนในต่างประเทศ</p>
	ความเห็นจากการสัมภาษณ์	<p>ควรเจาะลึกถึงความเหมาะสมของหลักคิดค่าธรรมเนียมของกองทุนและการออก IPO ทั้งการคิดแบบ % ของ NAV, front- and back-end และค่าธรรมเนียมต่างๆ</p> <p>กองทุนรวมที่ได้รับผลประโยชน์ทางภาษีมักจะมีการแข่งขันที่น้อยกว่าจึงควรเข้าไปตรวจสอบค่าธรรมเนียมให้เป็นธรรม</p> <p>อยากให้นำเอา technology blockchain มาใช้ในการลดตัวกลาง ลดต้นทุน</p> <p>ลดการใช้กระดาษในส่วนที่เกี่ยวข้องกับเอกสาร</p> <p>ต้นทุนของกองทุนมี regulatory cost สูงมาก อยากให้ทบทวนด้วย regulatory guillotine</p> <p>พัฒนาระบบ digital infrastructure เพื่อรองรับผู้ใช้งานมากขึ้น ไม่ให้เกิดปัญหาระบบล่ม</p>

มิติการประเมิน	วิธีการประเมิน	ผลการประเมิน
6. ความสามารถในการเข้าถึงกลุ่มผู้ลงทุน และกลุ่มธุรกิจที่ต้องการระดมทุน	สากล	<p>ดัชนีประเมินของ IMF บ่งชี้ถึงปัญหาในการเข้าถึงตลาดทุนไทย ซึ่งทำได้ดีในระดับภูมิภาค แต่ยังมีช่องว่างในระดับที่สูงเมื่อเทียบกับระดับสากล</p> <p>IMD ประเมิน ความสามารถของตลาดหลักทรัพย์ในการจัดหาทุนให้กับภาคธุรกิจ ประเทศไทยถูกจัดอยู่ในอันดับที่ 8 ของโลก จาก 63 ประเทศ</p> <p>ดัชนีประเมินของ Mckinsey จัดให้ความสามารถในการระดมทุนในตลาดทุนของไทยมีการพัฒนาในระดับต้นๆ เมื่อเทียบกับภูมิภาค แต่ยังมีอยู่ต่ำกว่าประเทศที่พัฒนาแล้วหรือในระดับสากล</p> <p>ตัวเลขสถิติ สัดส่วนมูลค่าของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่อยู่นอกเหนือจาก 10 อันดับแรก ต่อมูลค่าของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด พบว่า ประเทศไทยมีสัดส่วนของธุรกิจนอกจาก 10 อันดับแรกคิดเป็นมูลค่าร้อยละ 63 ซึ่งเทียบได้ในระดับสากล แต่ยังมีช่องว่างที่จะพัฒนาเพิ่มเติมให้มากขึ้นได้พอสมควร</p>
	ข้อมูล/ศักยภาพ	<p>ในฝั่งผู้ระดมทุน จำนวนบริษัทในตลาด MAI ที่เข้าข่ายตามนิยามของ พ.ร.บ. ส่งเสริม SMEs (2543) (ฉบับปรับปรุง 2562) พบว่ามีเพียง 41 รายที่เป็นธุรกิจ SMEs ทำให้การเข้าถึง SMEs ยังอยู่ในระดับที่ต่ำ เนื่องจากมี SMEs ในประเทศไทยจำนวน 3 ล้านราย</p> <p>ในฝั่งของผู้ลงทุน พบว่า จำนวนผู้ลงทุนประกอบไปด้วย ผู้ลงทุนที่เปิดบัญชีหลักทรัพย์ 2.37 ล้านราย (คิดเป็นร้อยละ 4.96 ของจำนวนประชากรที่อายุตั้งแต่ 20 ปีขึ้นไป) บัญชีกองทุนรวม 1.50 ล้านราย (คิดเป็นร้อยละ 3.02 ของจำนวนประชากรที่อายุตั้งแต่ 20 ปีขึ้นไป) สมาชิก Provident Fund 2.98 ล้านราย (คิดเป็นร้อยละ 19.06 ของแรงงานภาคเอกชน 16 ล้านราย) และกองทุน กบข. 1.07 ล้านราย ซึ่งทำให้โดยรวมแล้ว ตลาดทุนไทยเป็นแหล่งเงินออมสำหรับประชาชนคนไทยประมาณ 6-7 ล้านราย หรือ คิดเป็นร้อยละ 12-14 ของประชากรที่อายุตั้งแต่ 20 ปีขึ้นไป</p>

มิติการประเมิน	วิธีการประเมิน	ผลการประเมิน
	<p>ความเห็นจากการสัมภาษณ์</p>	<p>เกณฑ์ในการเข้ามาเป็นบริษัทจดทะเบียนควรจะปรับปรุงเพื่อสนับสนุนให้ธุรกิจที่สร้างความยั่งยืนสามารถเข้ามาในตลาดได้ง่ายขึ้น</p> <p>ธุรกิจขนาดกลาง (รายได้ 300-500 ล้านบาท) มีประมาณ 4 หมื่นราย และธุรกิจขนาดเล็กที่มีศักยภาพจะเติบโตอีก 4 แสนรายที่มีศักยภาพในการเข้ามาในตลาดทุนไทย</p> <p>ปัจจุบัน นักลงทุนไทยยังมีปัญหาด้านความรู้ และต้องการการพัฒนาในด้านนี้เพื่อให้เกิดนักลงทุนที่มีคุณภาพมากขึ้น</p> <p>ดึงกลุ่มนักลงทุนระยะยาวเพื่อเตรียมความพร้อมที่จะเกษียณ ลงทุน 20-30 ปี</p> <p>ควรจะพัฒนากลุ่มผู้ให้คำปรึกษาด้านการลงทุนให้เพิ่มมากขึ้น</p> <p>ควรสนับสนุนการทำ M&A กับบริษัทต่างชาติเพื่อขยายกิจการและทำให้บริษัทมีความน่าสนใจที่จะมีเม็ดเงินเข้ามาลงทุน</p>
<p>7. ความสามารถในการเป็นแหล่งทุนและแหล่งการออมในแง่'ของ Portfolio</p>	<p>สากล</p>	<p>Mckinsey ประเมินว่าตลาดตราสารทุนไทยยังเน้นที่นักลงทุนในประเทศเป็นหลัก ซึ่งยังมีช่องว่างในการพัฒนาบางส่วน</p> <p>Mckinsey ประเมินว่ากระแสการไหลเข้าของเงินลงทุนประเภท Portfolio ที่เข้ามายังประเทศไทยยังมีความผันผวนสูงมากและไม่อาจจะคาดเดาได้ และปัญหาต่อเสถียรภาพของตลาด</p> <p>ดัชนี MSCI Index ในช่วง 9 ปีที่ผ่านมาสะท้อนน้ำหนักของหุ้นไทยที่ร้อยละ 2-3 ของเม็ดเงินลงทุนทั้งหมด หรือก็คือความน่าสนใจในการลงทุนในมุมมองของต่างชาติยังคงจำกัด</p> <p>สนับสนุนการทำ dual listing กับต่างประเทศ ทำให้ต่างชาติเข้าถึงได้ง่ายขึ้น</p>
	<p>ข้อมูล/ศักยภาพ</p>	<p>โครงสร้างการลงทุนในกองทุนรวม พบว่า ร้อยละ 54 ยังเป็น fixed income fund หรือกองทุนที่ลงในตราสารหนี้ ในขณะที่ร้อยละ 22 เป็นกองทุนในตราสารทุน และมีกองทุนที่ลงผสมอีกประมาณร้อยละ 8 นอกจากนี้ยังมีการ</p>

มิติการประเมิน	วิธีการประเมิน	ผลการประเมิน
		<p>ลงทุนในสินทรัพย์ประเภทอื่นๆ อีกร้อยละ 16 ซึ่งมีการลงทุนทั้งในและต่างประเทศ โดยมีส่วนที่น่าสนใจคือสามารถแยกกลุ่ม feeder fund หรือกองทุนรวมที่ไปลงในกองทุนรวมอื่นได้ประมาณร้อยละ 11</p>
	<p>ความเห็นจากการสัมภาษณ์</p>	<p>กฎเกณฑ์การสำรอง Reserve ทำให้ธุรกิจประกันภัยไม่สามารถลงทุนในตลาดทุนได้มาก</p> <p>อยากให้ตั้งธุรกิจที่มีศักยภาพใหม่ๆ เข้ามาในตลาด เช่น Tech economy, New economy และกลุ่มเกิดใหม่พวก Start-up เช่น อาจจะเชื่อมโยงกับการพัฒนา EEC ของไทย</p> <p>อยากให้ตั้งธุรกิจ REITs ให้มีความหลากหลายมากขึ้น</p> <p>อยากให้ตั้งธุรกิจ ESG เข้ามาในตลาด</p> <p>พัฒนาการจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ให้มีความสามารถในการกระจายความเสี่ยงและสร้างผลตอบแทนให้ดีขึ้น</p> <p>ยิ่งขึ้น และเป็นเสาหลักในการเตรียมเงินออมในวัยเกษียณให้กับแรงงานไทยอย่างแท้จริง</p> <p>เมื่อประเทศจีนเปิดตลาดทุนมากขึ้น ทำให้น้ำหนักของตลาดหุ้นไทย และใน ASEAN ที่แยกตลาดกันมีน้ำหนักลดลงมาก</p> <p>และทำให้การจัดสรรทรัพยากรในการศึกษาข้อมูลเพื่อลงทุนของต่างประเทศจะจัดสรรคนดูแลน้อยลง หันไปเน้นประเทศจีนมากขึ้น ทางออกคือ การรวมตลาด ASEAN ให้เป็นอีกหนึ่งกลุ่มจะทำให้น้ำหนักมีมากขึ้นและได้รับโควตาผู้ดูแลกองทุนของทั้งตลาดเข้ามาช่วยสนับสนุนให้เกิดการลงทุนจากต่างชาติเข้ามาในตลาดหุ้นของทั้ง ASEAN มากขึ้น</p> <p>ปัจจุบัน ต่างชาติที่มาลงทุนในไทยมีแนวโน้มเป็นกลุ่ม Passive มากขึ้น คือ ไม่สนใจข้อมูลแต่ลงทุนตามน้ำหนักของดัชนีต่างๆ ข้อยเสียประการหนึ่งก็คือ การลงทุนในลักษณะนี้จะไม่ค่อยสนใจข้อมูลบริษัท ซึ่งทำให้การแข่งขันในเรื่องของการใช้ข้อมูลเพื่อลงทุนมีน้อยลง ทำให้ราคาของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์อาจจะเป็นราคาที่ไม่มีประสิทธิภาพ</p>

มิติการประเมิน	วิธีการประเมิน	ผลการประเมิน
		<p>เทรนด์ ESG กำลังมาแรง ควรสร้างมาตรฐาน ESG ทำให้เป็นตัวอ้างอิงให้ต่างชาติสามารถเข้ามาลงทุนใน ESG index ได้</p> <p>อุปสรรคในการเข้าถึงผู้ลงทุนกลุ่มใหม่ คือ ต้นทุนในการดึงคนเหล่านั้นเข้ามาในระบบ ซึ่งอยู่ที่ประมาณ 200 บาทต่อคน อยากให้ช่วยลดต้นทุนตรงนี้เป็นพิเศษจะช่วยขยายฐานคนลงทุนได้อีกมาก</p> <p>มีกลุ่มนักลงทุนที่ยังคง unserved คือกลุ่มนักลงทุนที่ไม่ได้มีฐานะร่ำรวย แต่มีจำนวนมาก ซึ่งบางส่วนจะเข้ามาลงทุนเองในตลาด บางส่วนจะลงทุนผ่านตัวกลาง ซึ่งควรจะพัฒนาให้มี Menu choice ที่ตอบโจทย์ชีวิตของเขาได้แบบกว้างๆ</p> <p>ปัญหาการกระจุกตัวของธุรกิจขนาดใหญ่ในไม่กี่ sector ทำให้ไม่สามารถจัดการ diversify portfolio ได้ดี</p>
8. การกำกับดูแลและคุณภาพของผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาด	สากล	<p>IMD ประเมิน การปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้น ประเทศไทยถูกจัดอยู่ในอันดับ 25 จาก 63 ประเทศ โดยประเทศที่ถูกจัดอันดับสูงกว่าโดยมากเป็นประเทศที่พัฒนาแล้ว</p> <p>IMD ประเมิน ความน่าเชื่อถือของผู้จัดการบริษัท พบว่าประเทศไทยถูกจัดอยู่ในอันดับ 17 จาก 63 ประเทศ โดยตามหลังประเทศในระดับเดียวกันในภูมิภาค ได้แก่ จีน อินโดนีเซีย และมาเลเซีย</p> <p>IMD ประเมิน การบริหารงานของบอร์ดผู้บริหาร พบว่าประเทศไทยถูกจัดอยู่ในอันดับ 20 จาก 63 ประเทศ โดยตามหลังประเทศในระดับเดียวกันในภูมิภาค ได้แก่ อินโดนีเซีย จีน และมาเลเซีย</p> <p>IMD ประเมิน มาตรฐานการตรวจสอบบัญชีและกลไกการดูแลความถูกต้อง พบว่า ประเทศไทยถูกจัดอยู่ในอันดับ 29 จาก 63 ประเทศ โดยตามหลังประเทศในระดับเดียวกันในภูมิภาค ได้แก่ อินโดนีเซีย จีน มาเลเซีย และคาซัคสถาน</p>
	ความเห็นจากการสัมภาษณ์	การตั้งกฎเกณฑ์ กวด. อ้างอิงจากหลักเกณฑ์สากลเป็นหลัก ยึด แต่ยังคงมีเกณฑ์เยอะมากที่ควรจะต้องทำ Regulatory Guillotine

มิติการประเมิน	วิธีการประเมิน	ผลการประเมิน
		<p>กฎระเบียบที่เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาตลาดทุน มีมากกว่ากฎระเบียบของ กสท. แต่อาจจะเกี่ยวข้องกับหน่วยงานรัฐอื่นๆ ด้วย</p> <p>การอบรมเพื่อเป็นที่ปรึกษาการลงทุนควรเปิดให้ทำโดยหลากหลายหน่วยงานและผ่านระบบ online รวมทั้งจัดให้มีการคิด learning-by-doing เข้าไปร่วมด้วย</p> <p>การปรับลดเกณฑ์ Capital requirement เพื่อให้ธุรกิจสามารถจดทะเบียนได้ง่ายขึ้น</p> <p>การตั้งศูนย์ helpdesk เพื่อให้คำแนะนำทางด้านกฎระเบียบ จะช่วยลดต้นทุนสำหรับธุรกิจรายใหม่ๆ ที่อยากจะเข้าตลาด อยากให้สร้างกลุ่มตัวแทนนักลงทุน เพื่อช่วยดูแลและรักษาผลประโยชน์ให้กับนักลงทุน</p> <p>-ตลาดทุนไทยจะพัฒนามากขึ้น ต้องอนุญาตให้ใช้ leverage ได้สูงขึ้น แต่ต้องคุมให้ได้แบบต่างประเทศ จะทำให้ตลาดหุ้นไทยน่าสนใจมากขึ้น</p> <p>คุณภาพของผู้จัดการกองทุนในประเทศไทยยังควรจะต้องพัฒนาให้มากขึ้น</p> <p>คนต้องใช้สิทธิตัวเอง คนต้อง voice concern ถึงจะเปลี่ยนพฤติกรรมของทั้ง supply chain ได้</p> <p>ไม่ควรจะเพิ่มภาษี transaction cost/ capital gain tax จะส่งผลกับ liquidity, size</p> <p>ปัญหาสำคัญคือ ธุรกิจ SOE ซึ่งผู้บริหารใส่หมวกดูแลผลประโยชน์ของ Shareholder แต่ก็มีหมวกตอบสนองต่อนโยบายรัฐ การปกป้องผู้บริหารที่ตัดสินใจดำเนินธุรกิจที่ทำให้นักลงทุนเสียประโยชน์จะทำอย่างไรได้บ้าง fund manager ได้ปกป้องนักลงทุนได้ขนาดไหน นักลงทุนต้องสามารถ trust ตัวแทนของตนเองได้ ถึงจะลงทุน</p> <p>การให้ความรู้แก่นักลงทุน ที่สำคัญคือ ตลาดหุ้นเป็นตลาดสำหรับการสะสมโภคทรัพย์เพื่อเกษียณอายุ และการลงทุนมีความเสี่ยง ตัวที่เป็นความล้มเหลวทางธุรกิจ คือ ต้นทุนที่ผู้ลงทุนต้องแบกรับ ในขณะที่การดำเนินการที่ผิดพลาดแบบ</p>

มิติการประเมิน	วิธีการประเมิน	ผลการประเมิน
		<p>จใจปกปิดข้อมูล ไม่ตรงไปตรงมาจะเป็นส่วนที่ภาครัฐต้องเข้ามาช่วยดูแล</p> <p>แนวทางการกำกับดูแลที่ดี คือ การรับรู้ปัญหาอย่างรวดเร็ว และหาทางแก้ไขปัญหาได้ทันที่</p> <p>การปรับผู้กระทำผิด บางกรณีก็ฟ้องได้ ฟ้องไม่ได้ ต้องทำให้เกิดความชัดเจน และควรสร้างระบบที่ทำให้เชื่อมั่นว่าคนที่กระทำผิดต้องได้รับบทลงโทษ และผู้ที่เสียหายได้รับการชดเชยที่เหมาะสม</p>

คณะผู้วิจัยได้สรุปประเด็นข้อจำกัดของตลาดทุนไทยในปัจจุบันได้ 8 ประการ รวมทั้งแนวทางในการพัฒนา ดังนี้

1. ขนาดของตลาดที่ยังสามารถเติบโตได้ในสัดส่วนที่สูงขึ้นต่อ GDP ทั้งในตลาดตราสารหนี้และตลาดหลักทรัพย์
2. สภาพคล่องของตลาดตราสารหนี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง หุ้นกู้ภาคเอกชน และตลาดหลักทรัพย์ที่มีสภาพเป็น speculative market
 - ควรจะพัฒนาตลาดรองสำหรับตราสารหนี้ให้มีสภาพคล่องมากขึ้น แต่ประชาชนรายย่อยไม่ควรจะเข้ามาในตลาดตราสารหนี้เอง แต่ควรจะลงทุนผ่านกองทุน เพราะว่าเป็นตลาดที่ต้องมีประสบการณ์และต้องการความรู้ในข้อมูลสูง
 - ควรสนับสนุนให้มีผู้เล่นมากขึ้นในตลาด corporate bond (เช่น Market maker และนักลงทุนที่มีคุณภาพ เช่น high yield bond fund)
 - ควรพิจารณาลดต้นทุนการออกตราสารหนี้ เพื่อสนับสนุนให้มีสินค้าจำนวนมากขึ้นทั้งในแง่ของจำนวนและความถี่ของการออกตราสาร
 - ควรพัฒนาตลาด High-yield bond ให้มีผู้เล่นมากขึ้น จูงใจให้นักลงทุนสถาบันสามารถเข้ามาได้ด้วย
 - ควรปรับปรุง ช่องว่างของ Bid-offer ให้แคบมากขึ้น ทำให้การเข้ามา speculative กินส่วนต่างในช่องที่กว้างเกิดขึ้นน้อยลง
 - พัฒนาสภาพคล่องของตลาด MAI ได้แก่ 1. ธุรกิจต้องมีเจตนาดี คือ ลงทุนสร้างกำไรในระยะยาว 2. ธุรกิจต้องเปิดเผยข้อมูลอย่างแท้จริง 3. ต้องปิด gap ที่ PE ratio อยู่สูงกว่าราคาพื้นฐานมาก

- ETF ไทยควรจะพัฒนาให้เป็นที่นิยมมากขึ้น มีหลากหลายชนิด และมีสภาพคล่องมากขึ้น

3. ผลกระทบที่ในการลงทุนต้องการให้มีความหลากหลายและมีความซับซ้อนมากขึ้น

- พัฒนาตราสารหนี้ที่สนับสนุนความยั่งยืน หรือ Sustainability bond
- พัฒนาผลิตภัณฑ์ที่รองรับความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนให้มากขึ้น (เช่น กรณีการ unwind การซื้อประกัน ความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน ถ้าก่อนก่อนหมดอายุจะมีค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมที่อาจจะสูง)
- พัฒนาผลิตภัณฑ์ ILS insurance link security (CAT Bond) ที่ trigger เมื่อเกิดภัยพิบัติ เพื่อช่วยลดความเสี่ยงให้กับธุรกิจ
- สนับสนุนการออก ETF ทั้งในเชิงปริมาณ และในเชิงความหลากหลายของการลงทุน
- สนับสนุนกองทุนที่เก่งในการลงทุนเฉพาะด้าน สามารถสร้างผลตอบแทนได้อย่างสูง ซึ่งบางส่วนอาจจะมีการใช้เทคโนโลยีสมัยใหม่เข้ามาประยุกต์ใช้ เช่น ARK Invest
- paper work ในการออก product เยอะมาก และการออกแต่ละครั้งก็ต้องออก paper อีก อยากให้มีการออกแบบ program
- ต้องสร้าง dedicated trust เพื่อตั้งธุรกิจรายใหม่ที่มีศักยภาพเข้ามา และสร้างให้เข้าเป็นตัวโตในที่สุด

4. พัฒนาสถานะแวดล้อมของตัวกลาง (FA, Rating agency, นักวิเคราะห์, ตัวแทนซื้อขาย, กองทุน)

- ในปัจจุบัน นักวิเคราะห์ในประเทศไทยมีกลุ่มที่เป็น fundamental กับ technical จำนวนมากแต่ยังขาดนักวิเคราะห์กลุ่มที่ใช้ modern tools เช่น AI/Big data ที่มาให้บริการเพียงพอ
- ยังไม่มีการศึกษาว่าบริษัท Rating agency ในประเทศไทยมีการแข่งขันกันทางราคาหรือไม่ แต่ถ้ามีผู้เล่นไม่มากก็มีความเสี่ยงที่จะคิดราคาแพงกว่าที่ควรจะเป็น
- สนับสนุนให้ไทยมีผู้ที่ได้รับคุณวุฒิ CFA เพิ่มขึ้น
- คุณภาพของผู้จัดการกองทุนในประเทศไทยยังควรจะต้องพัฒนาให้มากขึ้น
- พัฒนากลุ่มผู้ให้คำปรึกษาด้านการลงทุนให้เพิ่มมากขึ้น
- ศึกษาแรงจูงใจของที่ปรึกษาทางการเงินว่ามีความโน้มเอียง เน้นการขายผลิตภัณฑ์ที่ให้ค่าธรรมเนียมสูงหรือไม่ ซึ่งอาจจะเป็นอุปสรรคต่อการลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพ
- ผู้บริหารกองทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง PVD มีปัญหาเยอะเพราะต้องสำรองคนเอาไว้เกินกว่าที่ใช้งานจริง อยากให้มีระบบส่วนกลางช่วยแก้ไขปัญหานี้

5. ต้นทุนของกองทุน การออกตราสารทุน (IPOs) โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับธุรกิจขนาดกลางและย่อม และการระดมทุนขนาดเล็กและกลาง รวมทั้งต้นทุนการทำธุรกรรมในภาพรวม

- เจาะลึกถึงความเหมาะสมของหลักคิดค่าธรรมเนียมของกองทุนและการออก IPO ทั้งการคิดแบบ % ของ NAV, front- and back-end และค่าธรรมเนียมต่างๆ
- กองทุนรวมที่ได้รับผลประโยชน์ทางภาษีมักจะมีการแข่งขันที่น้อยกว่าจึงควรเข้าไปตรวจสอบค่าธรรมเนียมให้เป็นธรรม
- อยากให้นำเอา technology blockchain มาใช้ในการลดตัวกลาง ลดต้นทุน
- ลดการใช้กระดาษในส่วนที่เกี่ยวข้องกับเอกสาร
- ต้นทุนของกองทุนมี regulatory cost สูงมาก อยากให้ทบทวนด้วย regulatory guillotine

6. ความสามารถในการเข้าถึงผู้ลงทุนที่มีคุณภาพเป็นแหล่งเงินออมในการทำ Portfolio Investment

- กฎเกณฑ์การสำรอง Reserve ทำให้ธุรกิจประกันภัยไม่สามารถลงทุนในตลาดทุนได้มาก
- การให้ความรู้กับนักลงทุนปัจจุบันผ่านช่องทางที่หลากหลายมากขึ้น
- ดึงธุรกิจที่มีศักยภาพใหม่ๆ เข้ามาในตลาด อาจจะเชื่อมโยงกับการพัฒนา EEC ของไทย
- ดึงธุรกิจ REITs ให้ความหลากหลายมากขึ้น
- ดึงธุรกิจ ESG เข้ามาในตลาด
- ดึงกลุ่มนักลงทุนระยะยาวเพื่อเตรียมความพร้อมที่จะเกษียณ ลงทุน 20-30 ปี
- พัฒนาการจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ให้มีความสามารถในการกระจายความเสี่ยงและสร้างผลตอบแทนให้ดียิ่งขึ้น และเป็นเสาหลักในการเตรียมเงินออมในวัยเกษียณให้กับแรงงานไทยอย่างแท้จริง
- เชื่อมโยงตลาด ASEAN เข้าด้วยกัน ทำให้เกิดขนาดและทำให้นักของการลงทุนในโลกมีมากขึ้น เป็นเครื่องมือที่ช่วยให้ต่างประเทศหันมาสนใจและหาข้อมูลเพื่อลงทุนมากขึ้น
- โจทย์สำคัญ คือ การพยายามดึงดูดผู้ลงทุนต่างชาติที่เป็น active fund เพราะเป็นกลุ่มที่ต้องการความรู้ในการลงทุน จึงเป็นการช่วยพัฒนานักวิเคราะห์ของไทยไปในตัว
- เทรนด์ ESG กำลังมาแรง ควรสร้างมาตรฐาน ESG ทำให้เป็นตัวอ้างอิงให้ต่างชาติสามารถเข้ามาลงทุนใน ESG index ได้
- อุปสรรคในการเข้าถึงผู้ลงทุนกลุ่มใหม่ คือ ต้นทุนในการดึงคนเหล่านั้นเข้ามาในระบบ ซึ่งอยู่ที่ประมาณ 200 บาทต่อคน อยากให้ช่วยลดต้นทุนตรงนี้เป็นพิเศษจะช่วยขยายฐานคนลงทุนได้อีกมาก

- มีกลุ่มนักลงทุนที่ยังคง unserved คือกลุ่มนักลงทุนที่ไม่ได้มีฐานะร่ำรวย แต่มีจำนวนมาก ซึ่งบางส่วนจะเข้ามาลงทุนเองในตลาด บางส่วนจะลงทุนผ่านตัวกลาง ซึ่งควรจะพัฒนาให้มี Menu choice ที่ตอบโจทย์ชีวิตของเขาได้แบบกว้างๆ
- การให้ความรู้แก่นักลงทุน ที่สำคัญคือ ตลาดหุ้นเป็นตลาดสำหรับการสะสมโภคทรัพย์เพื่อเกษียณอายุ และการลงทุนมีความเสี่ยง ตัวที่เป็นความล้มเหลวทางธุรกิจ คือ ต้นทุนที่ผู้ลงทุนต้องแบกรับ ในขณะที่การดำเนินการที่ผิดพลาดแบบจงใจปกปิดข้อมูล ไม่ตรงไปตรงมาจะเป็นส่วนที่ภาครัฐต้องเข้ามาช่วยดูแล
- สนับสนุนการทำ dual listing กับต่างประเทศ ทำให้ต่างชาติเข้าถึงได้ง่ายขึ้น
- เสนอให้ทำ procedure ให้นักลงทุนต้องรับความเสี่ยงที่ชัดเจน high risk – high return

7. ความสามารถในการระดมทุนให้กับธุรกิจที่ต้องการระดมทุน

- ปรับปรุงเพื่อสนับสนุนให้ธุรกิจที่สร้างความยั่งยืนสามารถเข้ามาในตลาดได้ง่ายขึ้น
- วางแผนในการพัฒนาเพื่อดึงธุรกิจขนาดกลาง (รายได้ 300-500 ล้านบาท) มีประมาณ 4 หมื่นราย และธุรกิจขนาดเล็กที่มีศักยภาพจะเติบโตอีก 4 แสนรายที่มีศักยภาพในการเข้ามาในตลาดทุนไทย กลด. อาจจะต้องวางกลยุทธ์ให้เกิดความเหมาะสมระหว่างต้นทุนการปรับปรุงธุรกิจให้ได้มาตรฐาน ต้นทุนการเปิดเผยข้อมูล กับความสามารถในการเข้าถึงกลุ่ม SMEs ได้มากขึ้น อาจจะทำให้นักลงทุนมืออาชีพเข้ามาเล่นในตลาดนี้มากกว่านักลงทุนทั่วไป
- ตลาดยังมีผู้เล่นจำนวนไม่มาก โดยเป็นธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ น่าเชื่อถือ ซึ่งตอบโจทย์นักลงทุนที่หาการลงทุนที่ดีกว่าการฝากออมทรัพย์ กับตลาดที่เป็น High-yield ที่มีความเสี่ยงไปเลย แต่ขาดตรงกลางที่ตอบโจทย์ข้อจำกัดของตลาดเงินที่ธนาคารไม่ปล่อยกู้ แล้วมาออกตราสารหนี้แทน มีความเสี่ยงแต่สามารถให้ข้อมูลได้ชัดเจน และมีกลไกการรองรับ เช่น สร้างพวกธุรกิจค้ำประกันเข้ามาเสริม (กลด. ต้องปรับกฎระเบียบเพิ่มเติมด้วย เช่น การจัดกลุ่มสินทรัพย์เสี่ยง ต้องเพิ่มตราสารหนี้บางส่วนให้มีความเสี่ยงในระดับที่สูงขึ้นได้)
- ควรสนับสนุนการทำ M&A กับบริษัทต่างชาติเพื่อขยายกิจการและทำให้บริษัทมีความน่าสนใจที่จะมีเม็ดเงินเข้ามาลงทุน

8. คุณภาพของการกำกับดูแลและผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาด

- การอบรมเพื่อเป็นที่ปรึกษาการลงทุนควรเปิดให้ทำโดยหลากหลายหน่วยงานและผ่านระบบ online รวมทั้งจัดให้มีการคิด learning-by-doing เข้าไปร่วมด้วย
- การปรับลดเกณฑ์ Capital requirement เพื่อให้ธุรกิจสามารถจดทะเบียนได้ง่ายขึ้น
- การตั้งศูนย์ helpdesk เพื่อให้คำแนะนำทางด้านกฎระเบียบจะช่วยลดต้นทุนสำหรับธุรกิจรายใหม่ๆ ที่อยากจะทำตลาด

- อยากให้มีเกณฑ์เฉพาะในกรณีฉุกเฉินเร่งด่วน เพื่อให้สามารถระดมทุนได้รวดเร็วมากยิ่งขึ้น
- สร้างกลุ่มตัวแทนนักลงทุน เพื่อช่วยดูแลและรักษาผลประโยชน์ให้กับนักลงทุน
- ตลาดหุ้นไทยจะพัฒนามากขึ้น ต้องอนุญาตให้ใช้ leverage ได้สูงขึ้น แต่ต้องคุมให้ได้แบบต่างประเทศ จะทำให้ตลาดหุ้นไทยน่าสนใจมากขึ้น
- ลดระยะเวลาในการพิจารณาแบบ filing สำหรับการออกหุ้นกู้
- สนับสนุนให้ประชาชนสามารถเรียกร้องถึงปัญหา การขอข้อมูลผ่านทาง กสท. หรือองค์กรอื่นๆ มากขึ้น และทำการเปิดเผยข้อมูลเพื่อให้เกิดการแข่งขัน
- การกำกับดูแลตลาดตราสารหนี้ต้องให้มีการเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาดที่มีปัญหา Asymmetric Information สูง เช่น high-yield bon
- เน้นพัฒนากลไกการคุ้มครอง shareholder ผ่านตัวแทน เช่น บอร์ดผู้บริหารของบริษัท ผู้บริหารกองทุน ให้รักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นอย่างเต็มที่
- แนวทางการกำกับดูแลที่ดี คือ การรับรู้ปัญหาอย่างรวดเร็วและหาทางแก้ไขปัญหาได้ทัน่วงที
- การปรับผู้กระทำผิด บางกรณีก็ฟ้องได้ ฟ้องไม่ได้ ต้องทำให้เกิดความชัดเจน
- การสร้างความเชื่อมั่นในการกำกับดูแลจะต้องทำให้เห็นว่า กฎระเบียบบังคับใช้ได้จริง ในเวลาที่เหมาะสม และผู้ที่ได้รับผลกระทบได้รับการเยียวยา

บทที่ 3: แบบจำลองการวัดผลและจำลองผลกระทบของนโยบายที่เกี่ยวข้องกับต้นทุนและภาษีในตลาดทุนไทยต่อประสิทธิภาพของตลาดทุน รวมถึงต่อเครื่องชี้วัดภาคเศรษฐกิจจริง

3.1 กรอบแนวคิด

แบบจำลองเพื่อการวัดผลและจำลองผลกระทบของนโยบายที่เกี่ยวข้องกับต้นทุนและภาษีในตลาดทุนไทยต่อประสิทธิภาพของตลาดทุน รวมถึงต่อเครื่องชี้วัดภาคเศรษฐกิจจริงจะอาศัยการประยุกต์แบบจำลองพื้นฐานทางเศรษฐศาสตร์ มาปรับปรุงเพื่อใช้ในการประเมินผลกระทบของนโยบายที่เกี่ยวข้องกับต้นทุนและภาษีที่เกี่ยวข้อง ซึ่งแบ่งออกได้เป็น 2 รูปแบบที่สำคัญ คือ แบบจำลองเศรษฐกิจในระยะยาวตามแนวคิดของ Solow หรือ Solow growth model และแบบจำลองโครงสร้างเศรษฐกิจมหภาค หรือ Macroeconomic model

3.1.1 แบบจำลองอัตราเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของ Solow

แบบจำลองของ Solow (Mankiw, Romer and Weil, 1992) ตั้งข้อสมมติให้ อัตราการออม (saving rate) อัตราการเจริญเติบโตของประชากร (population growth) และ อัตราการเจริญเติบโตของเทคโนโลยี (technological progress) ถูกกำหนดจากภายนอกแบบจำลองทั้งหมด (exogenous)

ในแบบจำลอง ภาคเศรษฐกิจจริงถูกสะท้อนออกมาในรูปแบบของผลผลิตมวลรวมที่แท้จริงต่อหัวประชากร (real GDP per capita) ซึ่งถูกขับเคลื่อนจากสมการหลักคือ สมการทางด้านอุปทาน (หรือก็คือ สมการผลผลิต) เป็นหลัก ดังนี้

$$Y(t) = K(t)^\alpha (A(t)L(t))^{1-\alpha}, \alpha \in (0,1)$$

โดยที่ Y , K , A , L แสดงถึง ปริมาณผลผลิต ปริมาณสินค้าทุน ระดับประสิทธิภาพแฝงในแรงงาน และ ปริมาณแรงงานตามลำดับ โดย (t) แสดงถึงว่าตัวแปรทั้งหมดมีสถานะพลวัตที่ขึ้นกับระยะเวลา

อัตราการเจริญเติบโตของประชากรและของเทคโนโลยี ถูกกำหนดจากภายนอกและแทนค่าด้วยตัวแปรเดียวคือ n และ g ตามลำดับ ซึ่งจะส่งผลต่อสถานะพลวัตของตัวแปรในสมการผลผลิต ดังนี้

$$L(t) = L(0)e^{nt}$$

$$A(t) = A(0)e^{gt}$$

อัตราการออมถูกสมมติให้เท่ากับการลงทุน ซึ่งจะส่งผลกับสถานะพลวัตของปัจจัยทุน ตามแบบจำลองจะสมมติให้เกี่ยวข้องกับตัวแปร $k \equiv K/AL$ และ $y \equiv Y/AL$ ซึ่งถูกนิยามขึ้นเพื่อแทน ปริมาณสินค้าทุนเมื่อเทียบกับหนึ่งประสิทธิภาพแรงงาน (effective labor) และปริมาณผลผลิตต่อหนึ่งประสิทธิภาพแรงงานตามลำดับ ดังนี้

$$\dot{k}(t) = sy(t) - (n + g + \delta)k(t)$$

ซึ่งสัญลักษณ์ $\dot{\cdot}$ แสดงถึงอัตราการเปลี่ยนแปลงในระยะเวลาที่ต่อเนื่อง (continuous time) และ ค่า δ แสดงถึงอัตราเสื่อมของสินทรัพย์ ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงส่วนที่ใช้จริงของสินทรัพย์ ณ เวลาหนึ่งๆ

ณ จุดที่มีความนิ่งของปัจจัยทุน (steady state) หรือที่ $\dot{k}(t) = 0$ เราจะได้ว่า

$$k^* = \left(\frac{s}{n + g + \delta} \right)^{1/(1-\alpha)}$$

ณ จุดที่มีความนิ่งดังกล่าว เมื่อนำไปแทนในสมการผลผลิต จะได้ว่า

$$Y^* = K^{*\alpha} (A^* L^*)^{1-\alpha}$$

$$\left(\frac{Y^*}{L^*} \right) = A^* \left(\frac{K^*}{A^* L^*} \right)^\alpha = A^* k^{*\alpha}$$

ซึ่งเมื่อใส่ค่า logs ทั้งสองข้างจะได้ว่า

$$\ln \left(\frac{Y^*(t)}{L^*(t)} \right) = \ln A(0) + gt + \frac{\alpha}{1-\alpha} \ln(s) - \frac{\alpha}{1-\alpha} \ln(n + g + \delta)$$

หรือก็คือ อัตราเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจต่อหัวประชากรจะขึ้นกับปัจจัยที่สำคัญ ก็คือ การออม อัตราเจริญเติบโตของประชากร ระดับการพัฒนาเทคโนโลยี รวมทั้งจุดเริ่มของเศรษฐกิจ

เมื่อนำเอาสมการข้างต้นมาประมาณการในภาคปฏิบัติ (Durlauf and Quah, 1998) พบว่าในวรรณกรรมจะมีการเพิ่มตัวแปรในระดับมหภาค ซึ่งเป็นตัวแปรที่ถูกอ้างถึงในภาคทฤษฎีว่าส่งผลกระทบต่ออัตราเจริญเติบโตของเศรษฐกิจต่อหัวประชากรเช่นเดียวกัน

โดยในสมการหลักที่นำมาประมาณการนั้น จะแบ่งตัวแปรออกเป็น 2 กลุ่มหลัก ได้แก่

กลุ่มตัวแปรที่เป็นตัวแปรหลักที่ทุกงานวิจัยเห็นพ้องต้องกันว่าเป็นตัวแปรหลักที่ใช้ในการอธิบายอัตราเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะยาว ได้แก่ อัตราการออม อัตราเจริญเติบโตของประชากร และการพัฒนาคุณภาพของทุนมนุษย์ ซึ่งสะท้อนถึงมิติการพัฒนาเชิงคุณภาพของประชากร

กลุ่มตัวแปรที่สองจะเป็นกลุ่มตัวแปรที่งานวิจัยต่างๆ ให้ความสนใจ ซึ่งจะแยกกันไปในแต่ละสาขา เช่น ภาคการคลัง อาจจะมีตัวแปรทางการคลัง เช่น ประเภทของรายจ่ายภาครัฐ ภาคการเงิน อาจจะมีตัวแปรทางการเงิน เช่น สัดส่วนการปล่อยสินเชื่อต่อขนาดเศรษฐกิจ ภาคต่างประเทศ อาจจะมีตัวแปรทางด้านภาคต่างประเทศ เช่น อัตราการเปิดประเทศที่ประเมินจากมูลค่านำเข้ารวมกับส่งออกต่อขนาดของเศรษฐกิจ ภาคสถาบัน อาจจะมีปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาเชิงสถาบัน เช่น ดัชนีวัดคุณภาพของกฎหมาย (Rule of law) จำนวนครั้งที่เกิดการปฏิวัติ เป็นต้น

ในการศึกษาครั้งนี้ จะมุ่งเน้นที่การพัฒนาตลาดทุนเป็นหลัก จึงเพิ่มตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนที่สำคัญ คือ ขนาดของตลาดทุน และสภาพคล่องของตลาดทุน ซึ่งถูกกำหนดให้เป็นตัวแปรเชิงนโยบายที่เราสนใจจะปฏิรูป

สำหรับตัวแปรอื่นๆ จะแยกเป็นตัวแปรหลักของสมการ Solow ที่เป็นที่ยอมรับ ได้แก่ อัตราการออม อัตราเจริญเติบโตของประชากร และการพัฒนาคุณภาพของทุนมนุษย์ และกลุ่มตัวแปรในมิติอื่นๆ ที่ในวรรณกรรมใช้ในการเป็นตัวแปรควบคุมที่สำคัญ (Levine and Zervos, 1996 และ Naceur and Ghazouani, 2007) ได้แก่ อัตราการเกิดปฏิวัติ ระดับการเปิดประเทศ และอัตราการปล่อยสินเชื่อต่อขนาดเศรษฐกิจ

3.1.2 แบบจำลองโครงสร้างเศรษฐกิจมหภาค

โดยพื้นฐานแล้ว แบบจำลองโครงสร้างเศรษฐกิจมหภาค สร้างสมการเชื่อมโยงพื้นฐานผ่านการเชื่อมโยงปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่สำคัญเข้าด้วยกัน ทั้งนี้ แม้ว่าแบบจำลองที่ใช้กันอยู่ในภาควิชาการจะมีความหลากหลาย อาทิ เช่น ธนาकरแห่งประเทศไทย (2008) มีการใช้แบบจำลองถึง 3 รูปแบบที่แตกต่างกัน แต่โดยทั่วไปแล้ว ทุกแบบจำลองจะมีโครงสร้างพื้นฐานหลักที่มีความคล้ายคลึงกันอยู่ ซึ่งประกอบไปด้วย การจำลองภาคเศรษฐกิจ ออกเป็น ภาคครัวเรือน ภาคการเงิน และภาคการผลิต หรือที่เรียกกันว่า IS/LM-AD/AS Model

การสร้างแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคในงานวิจัยชิ้นนี้ ก็เช่นเดียวกัน ที่จะตั้งต้นจาก โครงสร้างพื้นฐานหลักดังกล่าว ซึ่งสรุปได้ดังนี้

1. ภาคครัวเรือนจะประกอบไปด้วยสมการอธิบาย 3 สมการ แบ่งออกเป็น

1.1 สมการอัตลักษณ์ ที่แสดงสมดุลระหว่างรายรับ-รายจ่าย-ผลผลิต

$$Y = C + I + G_0 + X_0 - M$$

1.2 สมการการบริโภค ที่อธิบายพฤติกรรมการใช้จ่าย (และการออม) ของครัวเรือน

$$C = C(Y, r)$$

1.3 สมการการนำเข้า สะท้อนการบริโภคสินค้าต่างประเทศของครัวเรือน

$$M = M(Y)$$

2. ภาคธุรกิจ จะประกอบไปด้วยสมการอธิบาย 1 สมการ ที่สะท้อนพฤติกรรมของธุรกิจที่ตัดสินใจสร้างเครื่องจักรและโรงงาน เรียกว่า สมการการลงทุน ได้แก่

$$I = I(r)$$

3. ภาคการเงิน ประกอบไปด้วยสมการ 2 สมการ แยกออกเป็น

3.1 สมการอัตลักษณ์ ที่ใช้ในการคำนวณอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง

$$r = i_0 - \pi$$

3.2 สมการพฤติกรรมของเงินเฟ้อ หรือที่เรียกกันว่า Phillip's Curve ที่กำหนดพลวัตของราคา ขึ้นกับความต้องการของสินค้า และตัวแปรนโยบายทางการเงิน

$$\pi = \pi(i_0, Y)$$

4. ภาคการผลิต แยกสมการแบ่งเป็น สมการอธิบายด้านอุปทาน 3 สมการ ได้แก่

4.1 สมการการผลิต เชื่อมโยงปัจจัยการผลิตสู่ผลผลิต

$$Y = f(K, L)$$

4.2 สมการค่าตอบแทนจากการจ้างงาน สะท้อนการเชื่อมโยงของการทำหน้าที่ของครัวเรือนในฐานะแรงงานเพื่อสร้างผลผลิต และการได้รับรายได้เพื่อนำมาใช้เป็นรายจ่ายเพื่อการบริโภค

$$RW = \frac{\partial f(K, L)}{\partial L}$$

4.3 สมการพลวัตของปัจจัยทุน สะท้อนการเชื่อมโยงระหว่างการสะสมทุนของครัวเรือน การลงทุนของภาคธุรกิจเพื่อนำไปใช้ในการผลิต ซึ่งได้มีการเสื่อมลงไปตามกาลเวลา

$$K = K_{-1} - \delta + I$$

โดยคำอธิบายตัวย่อต่างๆ ในสมการพื้นฐาน สามารถสรุปได้ดังนี้

Y = รายได้, C = รายจ่ายเพื่อการบริโภค, I = รายจ่ายเพื่อการลงทุน, G = รายจ่ายของภาครัฐ, X = มูลค่าสินค้าส่งออก และ M = มูลค่าสินค้านำเข้า, r = อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง, i = อัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลาง, π = อัตราเงินเฟ้อ, K = ปริมาณสินค้าทุน, L = จำนวนแรงงาน, RW = อัตราค่าแรงที่แท้จริง, $\frac{\partial f(K, L)}{\partial L}$ = ผลิตภาพแรงงานหน่วยสุดท้าย และ δ = อัตราเสื่อมของสินค้าทุน

หมายเหตุ: ตัวแปรที่มีตัวย่อ 0 กำกับหมายถึงเป็นตัวแปรภายนอก (exogenous variable) และตัวแปรที่มีตัวย่อ -1 กำกับ หมายถึงตัวแปรในอดีต ใน 1 ช่วงเวลาที่ผ่านมา

แบบจำลองที่ใช้ในงานวิจัยชิ้นนี้จะเป็นการพัฒนาปรับปรุงแบบจำลองพื้นฐานในส่วนที่ผ่านมา เพื่อมุ่งเน้นที่จะพัฒนาแบบจำลองที่ขยายความเชื่อมโยงในปัจจัยที่สำคัญที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

แบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคที่คณะผู้วิจัยได้พัฒนาขึ้นมา ภายใต้แนวคิดและทฤษฎีทางด้านเศรษฐศาสตร์ และได้ทำการพัฒนาเพื่อให้เข้ากับเป้าหมายการศึกษาตลาดทุนไทย เพื่อให้สามารถวิเคราะห์ถึงผลกระทบต่อเศรษฐกิจมหภาคของประเทศไทยได้ ดังนั้น แบบจำลองจึงประกอบไปด้วย

- ภาคความต้องการในประเทศ 3 สมการ

- สมการการบริโภคภาคเอกชน หรือภาคครัวเรือน โดยในหลักทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์แล้ว ขึ้นกับปัจจัยที่กระทบต่อความต้องการโดยตรง ที่สำคัญได้แก่ ปัจจัยด้านรายได้ ปัจจัยด้านราคา ปัจจัยด้านค่าเสียโอกาส และในปัจจุบันที่ภาคการเงินมีความสำคัญเพิ่มมากขึ้น ซึ่งการมีสินทรัพย์ยังได้ส่งผลต่อการตัดสินใจในการบริโภคเพิ่มขึ้นอีกทางหนึ่ง ดังนั้น ในสมการการบริโภคภาคเอกชน จึงมีปัจจัยที่สำคัญ ได้แก่ รายได้ ระดับราคา ค่าเสียโอกาสของการบริโภคสินทรัพย์ทางการเงิน และสภาพคล่องของสินทรัพย์ทางการเงิน
- สมการการลงทุนภาคเอกชน โดยลักษณะของเศรษฐกิจประเทศไทย ซึ่งเป็นประเทศขนาดเล็กที่มีการเปิดกว้างทางเศรษฐกิจสูง ทำให้ภาคเอกชนไทย หากจะลงทุนเพิ่ม จำเป็นต้องพึ่งพาวัตถุดิบ ปัจจัยการผลิต รวมถึงสินค้าทุนจากต่างประเทศเป็นจำนวนมาก ขณะเดียวกันตลาดเงินในประเทศที่ขยายตัวอย่างรวดเร็วช่วยให้ธุรกิจมีแหล่งเงินทุนที่มากขึ้น โดยมีต้นทุนคืออัตราดอกเบี้ยเป็นต้นทุนสำคัญในการลงทุน นอกจากนี้ ราคาเป็นปัจจัยสำคัญที่จะกำหนดรายได้ของธุรกิจ กล่าวคือ หากระดับราคาขายเพิ่มสูงขึ้น จะส่งผลให้ความต้องการลงทุนเพิ่มขึ้นเช่นกัน ดังนั้น การลงทุนภาคเอกชนจึงขึ้นอยู่กับการนำเข้า สินเชื่อภาคเอกชน ต้นทุนทางการเงิน และระดับราคา เป็นสำคัญ
- สมการการใช้จ่ายภาครัฐ ตามลักษณะการจัดทำงบประมาณแผ่นดินของประเทศไทย ซึ่งยึดมั่นในกรอบวินัยการเงินการคลัง ทำให้ในภาวะปกติ การใช้จ่ายภาครัฐจำเป็นต้องขึ้นอยู่กับรายได้ทางเศรษฐกิจเป็นสำคัญ นอกจากนี้ ด้วยสถานการณ์ด้านการคลังที่มีรายจ่ายที่ลดทอนไม่ได้เป็นจำนวนมาก ส่งผลให้รายจ่ายภาครัฐในอดีตส่งผลต่อเนื่องมาจากปัจจุบันด้วย ดังนั้น การใช้จ่ายภาครัฐจึงขึ้นอยู่กับภาวะเศรษฐกิจไทย และการใช้จ่ายภาครัฐในอดีต เป็นสำคัญ

- ภาคความต้องการต่างประเทศ 2 สมการ

- สมการการส่งออก ดังที่กล่าวมาแล้วก่อนหน้า ประเทศไทยเป็นประเทศที่มีขนาดเศรษฐกิจเล็ก ที่มีเศรษฐกิจเป็นแบบเปิด การส่งออกของไทยจึงขึ้นกับภาวะเศรษฐกิจของโลกเป็นสำคัญ ขณะเดียวกัน การส่งออกของไทยมุ่งเน้นที่สินค้าและบริการที่มีราคาถูก ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนส่งผลสำคัญต่อปริมาณการส่งออกของไทย ดังนั้น การส่งออกของไทยจึงขึ้นอยู่กับภาวะเศรษฐกิจโลก และอัตราแลกเปลี่ยนเป็นสำคัญ
- สมการการนำเข้า ความต้องการการนำเข้าของไทยขึ้นอยู่กับอุปสงค์ในประเทศ ขณะเดียวกัน การส่งออกของไทยที่ยังคงพึ่งพาการนำเข้าวัตถุดิบและปัจจัยการผลิตจากต่างประเทศ ความต้องการการส่งออกที่เพิ่มขึ้นย่อมส่งผลให้มีการนำเข้าเพิ่มขึ้นด้วย นอกจากนี้ ปัจจัยด้านราคา

การนำเข้าและอัตราแลกเปลี่ยนได้ส่งผลกระทบต่อความต้องการนำเข้าเช่นกัน ดังนั้น ปัจจัยที่ส่งผลต่อการนำเข้า ได้แก่ อุปสงค์ในประเทศ การส่งออก และระดับราคาการนำเข้า

- ภาคระดับราคา 3 สมการ

- สมการราคาในประเทศ ในแบบจำลองนี้ ได้ใช้ดัชนีราคาผู้บริโภคเป็นตัวแทนระดับราคาในประเทศ ซึ่งการพิจารณาดัชนีราคาผู้บริโภคนี้ ได้พิจารณาทั้งผลทางด้านอุปสงค์ (Demand-pull inflation) และผลทางด้านอุปทาน (Cost-push inflation) ควบคู่กันไป โดยผลทางด้านอุปสงค์จะมีความสัมพันธ์ในทางเดียวกับระดับราคา ซึ่งปัจจัยสำคัญได้แก่ ภาวะเศรษฐกิจของประเทศ และปริมาณเงินหมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจ ขณะที่ผลทางด้านอุปทานจะมีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันกับระดับราคาเช่นกัน โดยปัจจัยสำคัญได้แก่ ค่าจ้างแรงงาน และราคาน้ำมัน ซึ่งเป็นต้นทุนสำคัญในการผลิตสินค้าและบริการของเศรษฐกิจไทย
- สมการราคาการส่งออก เนื่องจากประเทศไทยเป็นประเทศเปิดที่มีขนาดเศรษฐกิจเล็ก อีกทั้งการส่งออกของไทยมุ่งเน้นที่สินค้าและบริการที่มีราคาถูก ทำให้ปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อระดับราคาการส่งออกคือภาวะเศรษฐกิจโลก อีกทั้งภายใต้ภาวะอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวของประเทศไทย ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนส่งผลสำคัญต่อระดับราคาการส่งออกเช่นกัน นอกจากนี้ด้วยการส่งออกที่ต้องพึ่งพิงวัตถุดิบและปัจจัยการผลิตจากต่างประเทศ ย่อมส่งผลให้ราคาการนำเข้า ส่งผลกระทบต่อราคาการส่งออกอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้
- สมการราคาการนำเข้า ด้วยการพึ่งพาวัตถุดิบและปัจจัยการผลิตจากต่างประเทศ ส่งผลให้ราคาการนำเข้าย่อมได้รับผลจากราคาวัตถุดิบและปัจจัยการผลิตจากต่างประเทศเป็นสำคัญ ขณะเดียวกัน วัตถุดิบและปัจจัยการผลิตที่ประเทศไทยจำเป็นต้องใช้ที่สำคัญคือพลังงาน ทำให้ราคาน้ำมันดิบจึงส่งผลกระทบต่อราคาการนำเข้าเป็นสำคัญ

- ภาคการเงิน 8 สมการ

- สมการขนาดตลาดหลักทรัพย์ ด้วยประเทศไทยเป็นประเทศที่มีขนาดเศรษฐกิจเล็ก ทำให้เงินทุนจากต่างประเทศเป็นปัจจัยสำคัญในการขับเคลื่อนตลาดหลักทรัพย์ไทย ขณะเดียวกัน ภาวะเศรษฐกิจของไทยเองก็เป็นตัวบ่งชี้ถึงผลประกอบการทางธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์เช่นกัน ในอีกทางหนึ่ง ด้วยธุรกิจยังคงพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากตลาดเงินเป็นสำคัญ ทำให้อัตราดอกเบี้ยมีผลกระทบต่อบัญชีต้นทุนในการประกอบกิจการของธุรกิจ นอกจากนี้ ด้วยตัวของตลาดหลักทรัพย์เองแม้จะมีความน่าสนใจ แต่สิ่งสำคัญไม่แพ้กันคือสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์เอง ยิ่งสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์มีสูง ยิ่งจูงใจให้นักลงทุนเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้ง่ายขึ้น
- สมการปริมาณเงินหมุนเวียน ในที่นี้หมายถึงปริมาณเงินในความหมายกว้าง อันประกอบไปด้วยเงินสด เงินฝากกระแสรายวัน รวมไปถึงเงินรับฝากที่มีสภาพคล่องสูงถึงเงินสดต่างๆ โดยปัจจัยที่ส่งผลสำคัญต่อการหมุนเวียนของเงินคือภาวะเศรษฐกิจ กล่าวคือ หากภาวะเศรษฐกิจ

ดี จะมีการหมุนเวียนของเงินมาก ขณะเดียวกันหากเศรษฐกิจซบเซา การหมุนเวียนของเงินก็จะลดน้อยลง ขณะเดียวกัน อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ซึ่งเป็นผลตอบแทนของเงินรับฝากที่มีสภาพคล่องสูง หากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากเพิ่มสูงขึ้น จะช่วยให้ปริมาณเงินในส่วนของเงินรับฝากที่มีสภาพคล่องสูงถึงเงินสดมีเพิ่มขึ้นเช่นกัน

- สมการอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ ซึ่งเป็นต้นทุนสำคัญในการระดมทุนของธุรกิจ จะขึ้นอยู่กับทิศทางของอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นสำคัญ
- สมการอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก จะมีทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ โดยธนาคารพาณิชย์จะพยายามคงส่วนต่างให้สอดคล้องกับอุปสงค์และอุปทานของเงินทุนในขณะนั้น ขณะเดียวกันอัตราเงินเพื่อสามารถสร้างแรงกดดันต่ออัตราดอกเบี้ยเงินฝากด้วยเช่นกัน
- สมการอัตราแลกเปลี่ยน ในที่นี้จะพิจารณาในรูปของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (Real Effective Exchange Rate: REER) โดยปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อสำคัญคือ ภาวะเศรษฐกิจโลก โดยการขยายตัวของเศรษฐกิจโลก จะส่งผลให้ REER มีค่าเพิ่มสูงขึ้น ขณะเดียวกันดุลยภาพในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนเอง ได้ส่งผลต่อ REER ในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ หากค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้น จะส่งผลให้ REER เพิ่มสูงขึ้น
- สมการสินเชื่อภาคเอกชน ปัจจัยที่ส่งผลต่อการให้สินเชื่อภาคเอกชนที่สำคัญคือ ภาวะเศรษฐกิจของไทย กล่าวคือ หากเศรษฐกิจไทยอยู่ภาวะขยายตัว จะส่งผลให้การให้สินเชื่อภาคเอกชนมีมากยิ่งขึ้น ในทางตรงกันข้าม อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ อันเป็นต้นทุนของสินเชื่อ จะส่งผลในทางตรงกันข้ามต่อการให้สินเชื่อภาคเอกชน นอกจากนี้แล้ว สถานะหนี้ไม่ก่อให้เกิดรายได้ จะส่งผลในทางตรงข้ามต่อการให้สินเชื่อภาคเอกชนเช่นกัน
- สมการดุลบัญชีระหว่างประเทศ หรือการไหลเข้าออกของเงินทุนจากต่างประเทศ ปัจจัยสำคัญที่ส่งผล คือภาวะเศรษฐกิจของประเทศไทย โดยหากเศรษฐกิจไทยขยายตัวดี จะช่วยสร้างแรงจูงใจให้นักลงทุนจากต่างประเทศนำเงินทุนเข้ามาลงทุนในประเทศไทยมากขึ้น ขณะเดียวกัน ผลตอบแทนของเงินทุน โดยเปรียบเทียบระหว่างอัตราดอกเบี้ยของไทยและต่างประเทศ หากผลตอบแทนในประเทศไทยมีสูงกว่าในต่างประเทศ จะส่งผลให้เงินทุนไหลเข้ามาในประเทศมากเช่นกัน
- สมการหนี้ไม่ก่อให้เกิดรายได้ ปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อคือ ภาวะเศรษฐกิจไทย โดยหากเศรษฐกิจไทยขยายตัวได้ดี จะส่งผลให้หนี้ไม่ก่อให้เกิดรายได้ลดลง ในทางตรงกันข้าม หากเศรษฐกิจไทยหดตัวลง จะส่งผลให้หนี้ไม่ก่อให้เกิดรายได้เพิ่มสูงขึ้น

กล่าวโดยสรุป ช่องที่พัฒนาขึ้นมาเป็นพิเศษ จากแบบจำลองในงานวิจัยอื่นๆ คือ การสร้างช่องส่งผ่านของผลกระทบต่อตลาดทุนไปยังภาคเศรษฐกิจจริง ผ่านทั้งภาคครัวเรือน และภาคธุรกิจ

สำหรับภาคครัวเรือน ตลาดทุนเป็นแหล่งสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าการถือเงินสดและการฝากเงินออมผ่านสถาบันการเงิน ทำให้ผู้บริโภคมีรายได้เพิ่มสูงขึ้น ผ่านช่องทางที่เรียกว่า Wealth effect channel

สำหรับภาคธุรกิจ ตลาดทุนจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการจัดสรรเงินออมไปสู่การลงทุน ทำให้ภาคธุรกิจได้รับประโยชน์ในรูปแบบของปริมาณการลงทุนที่จะเพิ่มสูงขึ้น (Quantity effect)

3.2 มาตรการเป้าหมายในการประเมินผลกระทบ

การวิเคราะห์ในบทที่ 2 ได้สะท้อนว่า มาตรการที่นำไปสู่การพัฒนาประสิทธิภาพ และความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุน จะสามารถแบ่งออกได้เป็น 4 กลุ่มหลัก ได้แก่

1. มาตรการที่ทำให้ตลาดทุนสามารถเพิ่มผู้ออมเข้าไปในระบบมากขึ้น ทั้งผู้ออมที่เป็นคนไทย และที่เป็นคนต่างชาติ
2. มาตรการที่ทำให้ตลาดทุนไทยสามารถทำให้ออมสามารถเข้าถึงแหล่งทุนได้มากขึ้น
3. มาตรการที่เพิ่มประสิทธิภาพในการแข่งขันของตัวกลาง ช่วยลดต้นทุนการดำเนินธุรกรรม เชื่อมโยงระหว่างผู้ออมที่ต้องการออม กับธุรกิจที่ต้องการแหล่งทุน
4. มาตรการที่สนับสนุนการกำกับดูแล ทำให้เกิดการเพิ่มประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุน

คณะผู้วิจัยได้ทำการสังเคราะห์กลุ่มมาตรการ และทำการประเมินผลกระทบในมิติของความสามารถในการแข่งขัน และในมิติของประสิทธิภาพ รวมทั้งทำการประเมินผลกระทบที่เกิดขึ้น ดังที่แสดงในตารางที่ 3-1

ตารางที่ 3-1 การสังเคราะห์กลุ่มมาตรการ และประเมินผลกระทบที่เกิดขึ้น

กลุ่มมาตรการ	มิติความสามารถในการแข่งขัน	มิติประสิทธิภาพ	ผลกระทบ
1. มาตรการเพิ่มผู้ออม			
- ผู้ออมเงิน (ไทย) เช่น กลุ่มรายย่อย กลุ่มการออมระยะยาว สำหรับคนรุ่นใหม่ กลุ่มกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ	เพิ่มขนาดของตลาด	ต้นทุนในการระดมทุนลดลง และจำนวนผู้ออมมากขึ้น	อัตราผลตอบแทนของตลาดลดลง (ต้นทุนทางการเงินสำหรับธุรกิจลดลง) และสินทรัพย์ของภาคครัวเรือนเพิ่มขึ้น
- ตัวแทนผู้ออมเงิน (ไทย) เช่น ธุรกิจประกัน	เพิ่มขนาดของตลาด	ต้นทุนในการระดมทุนลดลง และจำนวนผู้ออมมากขึ้น	อัตราผลตอบแทนของตลาดลดลง (ต้นทุนทางการเงินสำหรับธุรกิจลดลง) และสินทรัพย์

			ของอุตสาหกรรม ประกันภัยเพิ่มขึ้น
- กลุ่มนักลงทุนเก็งกำไร	เพิ่มสภาพคล่องให้กับ ตลาด	ลด Transaction cost ในตลาดรอง	สภาพคล่องในตลาดรอง ช่วยทำให้อัตรา ผลตอบแทนของตลาด ลดลง
- ผู้ออมเงิน (ต่างชาติ)	เพิ่มขนาดของตลาด	ต้นทุนในการระดมทุน ลดลง	อัตราผลตอบแทนของ ตลาดลดลง (ต้นทุนทาง การเงินสำหรับธุรกิจ ลดลง) และสินทรัพย์ ของภาคครัวเรือนลดลง
2. มาตรการเพิ่มจำนวนผู้ระดมทุนในตลาดทุน			
- สนับสนุนให้ธุรกิจเดิมมี การพัฒนามากขึ้น เช่น การทำ M&A การปรับใช้ technology ในธุรกิจ	เพิ่มขนาดของตลาด	ไม่ได้เป็นเป้าประสงค์ หลัก	ธุรกิจมีความสามารถใน การระดมทุนสูงขึ้น
- การตั้งธุรกิจรายใหม่ เข้ามาในตลาดทุน เช่น ธุรกิจในอุตสาหกรรม อนาคต (New S-Curve, EEC, Start-up Unicorn, Micro SME, Risky bond)	เพิ่มขนาดของตลาด	ไม่ได้เป็นเป้าประสงค์ หลัก	ธุรกิจมีความสามารถใน การระดมทุนสูงขึ้น
- การสร้างผลิตภัณฑ์ ใหม่ ๆ เช่น Disaster fund, exchange rate product, ETFs)	เพิ่มขนาดของตลาด	ไม่ได้เป็นเป้าประสงค์ หลัก	ธุรกิจมีความสามารถใน การระดมทุนสูงขึ้น
3. มาตรการที่สนับสนุนการเพิ่มประสิทธิภาพของตัวกลาง			
- ลดต้นทุนการออกหุ้นกู้	เพิ่มขนาดของตลาด	ลด Transaction cost ในตลาดแรก	ธุรกิจมีความสามารถใน การระดมทุนสูงขึ้น
- ลดต้นทุนการออก หลักทรัพย์ IPOs	เพิ่มขนาดของตลาด	ลด Transaction cost ในตลาดแรก	ธุรกิจมีความสามารถใน การระดมทุนสูงขึ้น

- การลดค่าธรรมเนียม กองทุน	เพิ่มขนาดของตลาด	ลด Transaction cost ในตลาดรอง	สินทรัพย์ของภาค ครัวเรือนเพิ่มขึ้น
- การพัฒนาบุคลากร (Superstar fund manager, นักวิเคราะห์ high-tech)	เพิ่มขนาดของตลาด	เพิ่มผลตอบแทนของ ตลาดทุน	สินทรัพย์ของภาค ครัวเรือนเพิ่มขึ้น
- การพัฒนาเทคโนโลยี เพื่อลดต้นทุน	เพิ่มขนาดของตลาด	ลด Transaction cost ในตลาดแรกและตลาด รอง	ธุรกิจมีความสามารถในการ ระดมทุนสูงขึ้น และ สินทรัพย์ของภาค ครัวเรือนเพิ่มขึ้น
4. มาตรการที่สนับสนุนการกำกับดูแล ทำให้เกิดการเพิ่มประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันของ ตลาดทุน			
- การปรับปรุงกฎ ระเบียบที่ทำให้เกิด ต้นทุน	เพิ่มขนาด และ/หรือ สภาพคล่องของตลาด	ลด Transaction cost ในตลาดแรกและตลาด รอง	ธุรกิจมีความสามารถในการ ระดมทุนสูงขึ้น และ/หรือ สินทรัพย์ของ ภาคครัวเรือนเพิ่มขึ้น
- การปรับปรุง กฎระเบียบด้าน Governance	เพิ่มขนาดและสภาพ คล่องของตลาด	ลด Fraud ในระบบ	ทำให้เกิดความเชื่อมั่นใน การลงทุน

ที่มา: สังเคราะห์โดยคณะผู้วิจัย

ผลการประเมิน พบว่ามาตรการทั้ง 4 กลุ่มจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันใน 2 นัยยะที่สำคัญ คือ การเพิ่มขนาดของตลาด และการเพิ่มสภาพคล่องของตลาด ในขณะที่ในเรื่องของประสิทธิภาพ จะเกิดขึ้นใน 4 รูปแบบ คือ การลด Transaction ในตลาดแรก การลด Transaction ในตลาดรอง การลดต้นทุนในการระดมทุนของภาคธุรกิจ การเพิ่มผลตอบแทนของตลาดทุน และการลด Fraud ที่เกิดขึ้นในระบบ

ท้ายที่สุด ผลกระทบที่เกิดขึ้นในภาคเศรษฐกิจจริง จะเกิดขึ้นกับผู้บริโภค ผ่านผลตอบแทนของสินทรัพย์ และส่งผลกระทบต่อภาคธุรกิจ ผ่านต้นทุนของการระดมทุนที่ถูกกด (price effect) และปริมาณการลงทุนที่จะเพิ่มสูงขึ้น (quantity effect) ซึ่งสอดคล้องกับแบบจำลองที่พัฒนาขึ้นมา

เมื่อทราบถึงกลุ่มมาตรการ ผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขัน ประสิทธิภาพ และผลกระทบต่อผู้ออมและภาคธุรกิจข้างต้นแล้ว คณะผู้วิจัยได้ทำการคัดเลือกกลุ่มมาตรการที่จะใช้ในการศึกษาในงานวิจัยชิ้นนี้ โดยพิจารณาจากความสามารถในการเข้าถึงข้อมูล ความสามารถในการวิเคราะห์ให้เกิดความชัดเจนที่เชื่อมโยงกับแบบจำลองที่พัฒนาขึ้น และเนื่องด้วยงานวิจัยชิ้นนี้เป็นงานวิจัยชิ้นแรกๆ ที่ดำเนินการพัฒนา

แบบจำลองจากกลุ่มมาตรการที่สร้างขึ้นจากฐานข้อมูลในระดับจุลภาค ทำให้ชุดมาตรการควรจะต้องสามารถสร้างผลกระทบให้เกิดการพัฒนาในระดับมหภาคได้ด้วย

คณะผู้วิจัยจึงเลือกมาตรการที่ช่วยลดต้นทุนในการออกหุ้นกู้ ซึ่งจะมีนัยสำคัญ ทำให้เกิดการลด Transaction cost ในตลาดแรก และทำให้ธุรกิจสามารถระดมทุนผ่านตลาดพันธบัตรได้ในต้นทุนที่ถูกลง เป็นปัจจัยที่ 1 ที่ส่งผลกระทบต่อความสามารถทางการแข่งขันและประสิทธิภาพของตลาดทุน และเลือกมาตรการที่ช่วยลดต้นทุนในการออกหุ้น IPOs ซึ่งจะมีนัยสำคัญ คือ ทำให้เกิดการลด Transaction cost ในตลาดแรก และทำให้ธุรกิจสามารถระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ได้ในต้นทุนที่ถูกลง เป็นปัจจัยที่ 2 ที่ส่งผลกระทบต่อความสามารถทางการแข่งขันและประสิทธิภาพของตลาดทุน

การเลือกปัจจัยทั้ง 2 เป็นไปโดยอาศัยหลักการทางตรรกศาสตร์ เนื่องจากตลาดทุนมีหน้าที่ในการเชื่อมโยงธุรกิจที่ต้องการระดมทุนเข้ากับผู้ออม ทำให้ต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการระดมทุน จึงเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญที่สุด และควรจะต้องพิจารณาเป็นอันดับแรกในการศึกษาเรื่องความสามารถในการแข่งขันและประสิทธิภาพของตลาดทุน

3.3 ผลการประมาณการผลกระทบที่เกี่ยวข้องต่อประสิทธิภาพของตลาดทุน และต่อภาคเศรษฐกิจจริง

ในส่วนนี้จะเป็นการสรุปผลการประมาณการทางสถิติของแบบจำลองที่ใช้ในการประเมินผลกระทบที่เกี่ยวข้องต่อประสิทธิภาพของตลาดทุน และต่อภาคเศรษฐกิจจริง ซึ่งมีรายละเอียด ดังนี้

3.3.1 ผลการประมาณการแบบจำลอง Solow

สมการที่ใช้ในการพยากรณ์แบบจำลอง Solow มีรายละเอียด ดังนี้

$$\log(\text{Real GDP per capita}) = f(\text{Core vars}, \text{Target vars}, \text{Controls})$$

โดยที่

Core variables ประกอบไปด้วย สัดส่วนการลงทุนต่อ GDP, จำนวนประชากร และสัดส่วนประชากรที่ได้รับการศึกษาสูงกว่า Secondary Level

Target variables ประกอบไปด้วย สัดส่วนมูลค่าของตลาดทุน (Market Cap.) ต่อ GDP และสัดส่วนมูลค่าของหุ้นที่ทำการซื้อขาย ต่อ GDP

Controls ประกอบไปด้วย จำนวนครั้งที่มีการปฏิวัติ สัดส่วนมูลค่านำเข้าและส่งออกต่อ GDP และ สัดส่วนมูลค่าการปล่อยสินเชื่อต่อ GDP

สมการอธิบายทั้งหมดยกเว้นจำนวนครั้งที่มีการปฏิวัติจะแปลงให้อยู่ในรูปของ log เพื่อให้สอดคล้องกับตัวแปรหลัก และสะท้อนแบบจำลองที่อธิบายอัตราเจริญเติบโต

คณะผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลจาก Penn World Table (version 10), World Bank, CEIC และนำมาสร้างฐานข้อมูลแบบ Panel Data ที่ประกอบไปด้วย ภาคตัดขวาง 70 ประเทศ อนุกรมเวลา 44 ปี (ฐานข้อมูลระหว่างปี 1977 ถึง 2018) และมีจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการประมาณการรวม 1,038 ชุดข้อมูล

การประมาณการความสัมพันธ์จะใช้เทคนิค 3 เทคนิค ได้แก่ Panel data regression แบบ fixed effect หรือ กำหนดให้แต่ละประเทศมีปัจจัยคงที่พื้นฐานที่แตกต่างกัน Panel data regression แบบ random effect หรือ กำหนดให้แต่ละประเทศมีค่าปัจจัยคงที่ที่เปลี่ยนแปลงไปได้ตามกาลเวลาแบบสุ่มโดยมีค่ากลางคงที่อยู่ที่ค่าเฉลี่ย และ Panel data regression using General Method of Moment ในการประมาณการ ซึ่งในทางทฤษฎีจะให้ผลลัพธ์ที่น่าเชื่อถือกว่าเพราะแก้ไขปัญหาความลำเอียงที่เกิดจาก Dynamic Panel Regression และลดปัญหา Endogeneity problem เนื่องจากสมการอธิบายบางส่วนอาจจะมีความสัมพันธ์ในลักษณะของการเป็นปัจจัยกำหนดตัวแปรตามในสมการ อย่างไรก็ตาม หากตัวแปรเครื่องมือ (Instrument variables) ที่นำมาใช้มีพลังในการอธิบายได้ไม่ดี ก็จะทำให้เกิดปัญหาอีกประการหนึ่งเช่นเดียวกัน ก็คือ ปัญหา Weak instrument ซึ่งจะทำให้ได้ผลการทดสอบและช่วงการประมาณการที่ผิดไปเช่นเดียวกัน

ตัวแปรเครื่องมือที่ใช้ในการพยากรณ์โดยวิธี GMM ประกอบไปด้วย ค่าตัวแปรของแต่ละประเทศ ณ จุดเริ่มต้น ค่าตัวแปรในช่วงเวลาที่ผ่านไป และจำนวนครั้งที่เกิดการปฏิวัติในประเทศ

เนื่องจากเครื่องมือแต่ละชนิดต่างก็มีข้อดีและข้อจำกัด ทำให้คณะผู้วิจัยเลือกประมาณการทั้ง 3 วิธี และรายงานผลการประมาณการในรูปแบบของช่วง เพื่อให้ได้ผลลัพธ์ที่มีความน่าเชื่อถือมากที่สุด

สมมติฐานในการวิเคราะห์ มี 2 สมมติฐาน ได้แก่

1. ขนาดตลาดทุนมีผลต่ออัตราเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ
2. สภาพคล่องของตลาดทุนมีผลต่ออัตราเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

ผลการประมาณการ (ตารางที่ 3-2) พบว่า

สมการที่ใช้ในการอธิบายมีความ Robust พอสมควร โดยเฉพาะอย่างยิ่งตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนจะมีค่าสัมประสิทธิ์ที่ค่อนข้างนิ่ง และมีเครื่องหมายที่สอดคล้องกับทฤษฎี โดยขนาดและสภาพคล่องของตลาดทุนจะส่งผลกระทบต่ออัตราเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในทิศทางเดียวกัน โดยการเพิ่มขึ้นของขนาดของตลาดทุนต่อ GDP ร้อยละ 1 จะช่วยทำให้เกิดเพิ่มขึ้นของอัตราเจริญเติบโตของเศรษฐกิจต่อหัวประชากรร้อยละ 0.0470-0.0764 และการเพิ่มขึ้นของสภาพคล่องของตลาดทุนต่อ GDP จะทำให้เกิดเพิ่มขึ้นของอัตราเจริญเติบโตของเศรษฐกิจต่อหัวประชากรร้อยละ 0.0113-0.0196

ตารางที่ 3-2 แสดงผลการประมาณการด้วย 3 วิธีการประมาณการ

ตัวแปรอธิบาย	Panel fixed effect estimators	Panel random effect estimators	GMM estimators
ค่าคงที่	-1.772***	3.475***	-1.530*
สัดส่วนการลงทุน	0.022	0.023	0.013
การเติบโตของประชากร	0.487***	0.101**	0.475***
สัดส่วนการพัฒนาทุนมนุษย์	0.427***	0.630***	0.326***
ขนาดของตลาดทุน	0.0470***	0.0537***	0.0764***
สภาพคล่องของตลาดทุน	0.0196***	0.0128*	0.0113
จำนวนครั้งที่ปฏิวัติ	-0.092***	-0.081	-0.042
ระดับการเปิดประเทศ	0.113***	0.122***	0.150***
สัดส่วนการปล่อยสินเชื่อ	0.108***	0.133***	0.161***

ที่มา: คำนวณโดยคณะผู้วิจัย, * สะท้อนนัยสำคัญทางสถิติที่ 10% ** สะท้อนนัยสำคัญทางสถิติที่ 5% *** สะท้อนนัยสำคัญทางสถิติที่ 1%

ในบทที่ 2 และ 3 ได้มีการทบทวนและสร้างฐานข้อมูลถึงช่องว่างระหว่างประเทศไทยกับระดับโลก ซึ่งหากนำมาพิจารณาช่องว่างที่เกิดขึ้นในการพัฒนาขนาดของตลาดและสภาพคล่องของตลาดจะพบโอกาสในการพัฒนาอัตราเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (ตารางที่ 3-3) ดังนี้

เศรษฐกิจไทยมีขนาดของตลาดหลักทรัพย์ในระดับที่ค่อนข้างสูงโดยคิดเป็นร้อยละ 99 เมื่อเทียบกับมูลค่า GDP ทั้งนี้ เป้าหมายในระดับโลกมี 3 เป้าหมายที่สำคัญ คือ ออสเตรเลีย ฝรั่งเศสและสหราชอาณาจักร ที่มีขนาดของตลาดที่ร้อยละ 105 ญี่ปุ่นที่มีขนาดตลาดที่ร้อยละ 120 และสหรัฐอเมริกาที่ร้อยละ 150 ถ้าประเทศไทยสามารถลดช่องว่างดังกล่าวได้ (ตารางที่ 3-3 (ก)) จะทำให้สัดส่วน GDP per capita เพิ่มขึ้นประมาณร้อยละ 0.3-0.5 สำหรับกลุ่มแรก เพิ่มขึ้นร้อยละ 1.0-1.6 สำหรับกลุ่มที่สองและ 2.4-3.9 สำหรับกลุ่มที่สาม

ในขณะเดียวกัน สภาพคล่องของตลาดหุ้นของไทยจะอยู่ที่ประมาณร้อยละ 67.4 ของ GDP ซึ่งยังตามหลังกลุ่มประเทศในระดับโลกที่สำคัญ คือ ญี่ปุ่น (ร้อยละ 100) สหรัฐอเมริกา (ร้อยละ 108) จีน (ร้อยละ 127) และสวีเดน (ร้อยละ 132) การปิดช่องว่างจะทำให้ประเทศไทยมีอัตราเจริญเติบโตของ GDP per capita สูงเพิ่มขึ้นต่อปีร้อยละ 0.65, 0.80, 1.18 และ 1.26 ตามลำดับ

ตาราง 3-3 แสดงการวิเคราะห์ผลได้จากการพัฒนาตลาดให้มีประสิทธิภาพสูงขึ้นเทียบกับระดับโลก

(ก) ขนาดของตลาด

ต้นแบบ	สัดส่วน Market cap. ต่อ GDP (% of GDP)	ผลกระทบของการเพิ่มขึ้นของ Market cap. ต่อ GDP ในกรณีที่เพิ่มขึ้นเท่ากับประเทศเป้าหมาย (ร้อยละของ GDP per capita ต่อปี)	สัดส่วน GDP per capita ที่เพิ่มขึ้น (ร้อยละต่อปี)
สหรัฐอเมริกา	150%	7.1-11.5	2.4-3.9
ญี่ปุ่น	120%	5.6-9.2	1.0-1.6
ออสเตรเลีย ฝรั่งเศส และสหราชอาณาจักร	105%	4.9-8.0	0.3-0.5
ประเทศไทย (ปัจจุบัน)	99%	4.7-7.6	

ที่มา: คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

(ข) สภาพคล่องของตลาด

ต้นแบบ	การหมุนเวียนของมูลค่าหุ้น ต่อ GDP (% of GDP)	ผลกระทบของการเพิ่มขึ้นของอัตราการหมุนเวียนในกรณีที่เพิ่มขึ้นเท่ากับประเทศเป้าหมาย (ร้อยละของ GDP per capita ต่อปี)	สัดส่วน GDP per capita ที่เพิ่มขึ้น (ร้อยละต่อปี)
สวิตเซอร์แลนด์	132.0	1.49-2.59	0.73-1.27
จีน	127.8	1.44-2.50	0.68-1.18
สหรัฐ	108.2	1.22-2.12	0.46-0.80
ญี่ปุ่น	100.6	1.13-1.97	0.38-0.65
ประเทศไทย (ปัจจุบัน)	67.4	0.76-1.32	-

3.3.2 ผลการประมาณการแบบจำลองโครงสร้างเศรษฐกิจมหภาค

ผลการประมาณการแบบจำลอง

จากกรอบแนวคิดและการพัฒนาแบบจำลองให้มีความเหมาะสมดังที่ได้กล่าวไปแล้ว ผลการประมาณการแบบจำลองให้ผลออกมาดังนี้

- ภาคความต้องการในประเทศ 3 สมการ
 - สมการการบริโภคภาคเอกชน

$$\begin{aligned} \log(CPR_t) = & 1.359 + 0.735^{***} \log(Yd_t) - 0.250 \log(CPI_t) \\ & + 0.088 \log((MarketCap_t + MBroad_t + TotalBond_t)/GDP_t) \\ & - 0.019^{**} \log(MLR_t - inflation_t) \\ & + 0.003 \log(CorpBond_Turnover_t) + 0.217 \log(CPR_{t-1}) \end{aligned}$$

โดย	CPR	คือ การบริโภคราคาเอกชน ณ ราคาคงที่
	Yd	คือ รายได้หลังหักภาษี
	CPI	คือ ดัชนีราคาผู้บริโภค
	MarketCap	คือ มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ไทย
	MBroad	คือ ปริมาณเงินในความหมายกว้าง
	TotalBond	คือ มูลค่าพันธบัตรในตลาด
	GDP	คือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ
	MLR	คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้
	Inflation	คือ อัตราเงินเฟ้อ
	CorpBond_TurnOver	คือ อัตราการหมุนเวียนพันธบัตรในตลาด

ค่า *, **, *** สะท้อนนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

○ สมการการลงทุนภาคเอกชน

$$\begin{aligned} \log(IPR_t) = & 1.808 - 0.031 \log(MLR_t) + 0.493^{***} \log(IMR_t) \\ & + 0.207^{***} \log(PrivateCredit_t/GDP_Deflator_t) \\ & + 1.546^{**} inflation_t + 0.179^{**} \log(IPR_{t-1}) \end{aligned}$$

โดย	IPR	คือ การลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่
	MLR	คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้
	IMR	คือ การนำเข้า ณ ราคาคงที่
	PrivateCredit	คือ การให้สินเชื่อภาคเอกชน
	GDP_deflator	คือ ดัชนีราคาผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ
	Inflation	คือ อัตราเงินเฟ้อ

ค่า *, **, *** สะท้อนนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

○ สมการการใช้จ่ายภาครัฐ

$$\log(GR_t) = -0.084 + 0.370^{***} \log(GDPR_t) + 0.597^{***} \log(GR_{t-1})$$

โดย	GR	คือ การใช้จ่ายภาครัฐ ณ ราคาคงที่
-----	----	----------------------------------

GDPR คือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ณ ราคาคงที่
 ค่า *, **, *** สะท้อนนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

- ภาคความต้องการต่างประเทศ 2 สมการ

○ สมการการส่งออก

$$\log(EXR_t) = -15.683^{**} + 0.706^{**} \log(WORLD_GDP_t) - 0.236 \log(REER_t) + 0.636^{***} \log(EXR_{t-1})$$

โดย EXR คือ การส่งออก ณ ราคาคงที่
 WORLD_GDPR คือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมโลก ณ ราคาคงที่
 REER คือ ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง
 ค่า *, **, *** สะท้อนนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

○ สมการการนำเข้า

$$\log(IMR_t) = -3.751^{**} + 0.660^{***} \log(CPR_t + IPR_t) + 0.598^{***} \log(EXR_t) - 0.042 \log(IM_PI_t \times ER_t)$$

โดย IMR คือ การนำเข้า ณ ราคาคงที่
 CPR คือ การบริโภคภาคเอกชน ณ ราคาคงที่
 IPR คือ การลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่
 EXR คือ การส่งออก ณ ราคาคงที่
 IM_PI คือ ดัชนีราคาการนำเข้า
 ER คือ อัตราแลกเปลี่ยนค่าเงินบาท
 ค่า *, **, *** สะท้อนนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

- ภาคระดับราคา 3 สมการ

○ สมการราคาในประเทศ

$$\log(CPI_t) = -0.532 + 0.102 \log(GDPR_{t-1}) + 0.047 \log(MBroad_t) + 0.023 \log(MinWage_t) + 0.031^{***} \log(OilPrice_Dubai_t) + 0.532^{***} \log(CPR_{t-1})$$

โดย CPI คือ ดัชนีราคาผู้บริโภค
 GDPR คือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ณ ราคาคงที่
 MBroad คือ ปริมาณเงินในความหมายกว้าง

MlnWage คือ อัตราค่าแรงขั้นต่ำรายวัน
OilPrice_Dubai คือ ราคาน้ำมันดิบดูไบ
ค่า *, **, *** สะท้อนนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

○ สมการราคาการส่งออก

$$\begin{aligned} \log(EX_PI_t) &= -1.707 + 0.067 \log(WORLD_GDPR_t) \\ &+ 0.552^{***} \log(IM_PI_t) + 0.107 \log(REER_t) \\ &+ 0.260 \log(EX_PI_{t-1}) \end{aligned}$$

โดย EX_PI คือ ดัชนีราคาการส่งออก
WORLD_GDPR คือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมโลก ณ ราคาคงที่
IM_PI คือ ดัชนีราคาการนำเข้า
REER คือ ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง
ค่า *, **, *** สะท้อนนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

○ สมการราคาการนำเข้า

$$\begin{aligned} \log(IM_PI_t) &= 0.489^{**} + 0.017 \log(OilPrice_Dubai_t) \\ &+ 0.885^{***} \log(IM_PI_{t-1}) \end{aligned}$$

โดย IM_PI คือ ดัชนีราคาการนำเข้า
OilPrice_Dubai คือ ราคาน้ำมันดิบดูไบ
ค่า *, **, *** สะท้อนนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

- ภาคการเงิน 8 สมการ

○ สมการขนาดตลาดหลักทรัพย์

$$\begin{aligned} \log(MarketCap_t) &= 1.123 + 1.989e^{-7**} KA_t + 0.139 \log(GDPR_t) \\ &- 0.339 \log(MLR_t - SD_R_t) \\ &+ 0.009^{***} StockTrade_GDP_t \\ &+ 0.802^{***} \log(MarketCap_{t-1}) \end{aligned}$$

โดย MarketCap คือ มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ไทย
KA คือ ดุลบัญชีทุนระหว่างประเทศ

GDP	คือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ณ ราคาคงที่
MLR	คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้
SD_R	คือ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก
StockTrade_GDP	คือ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ต่อ GDP

ค่า *, **, *** สะท้อนนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

○ สมการปริมาณเงินหมุนเวียน

$$\log(MBroad_t) = -2.326^* + 0.268^{**} \log(GDP_t) + 0.022 \log(SD_R_t) + 0.884^{***} \log(MBroad_{t-1})$$

โดย	MBroad	คือ ปริมาณเงินในความหมายกว้าง
	GDP	คือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ณ ราคาคงที่
	SD_R	คือ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก

ค่า *, **, *** สะท้อนนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

○ สมการอัตราดอกเบี้ยเงินกู้

$$\log(MLR_t) = 0.631^{***} + 0.178^{***} \log(RP1_t) + 0.601^{***} \log(MLR_{t-1})$$

โดย	MLR	คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้
	RP1	คือ อัตราดอกเบี้ยนโยบายไทย

ค่า *, **, *** สะท้อนนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

○ สมการอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก

$$\log(SD_R_t) = -1.983^{***} + 0.955^{***} \log(MLR_t) + 1.719 \text{inflation}_t + 0.674^{***} \log(SD_R_{t-1})$$

โดย	SD_R	คือ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก
	MLR	คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้
	Inflation	คือ อัตราเงินเฟ้อ

ค่า *, **, *** สะท้อนนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

○ สมการอัตราแลกเปลี่ยน

$$\begin{aligned} \log(REER_t) &= -0.244 + 0.150^{***} \log(WORLD_GDPR_t) \\ &\quad - 0.388^{***} \log(ER_t) + 0.313^{***} \log(REER_{t-1}) \end{aligned}$$

โดย REER คือ ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง
 WORLD_GDPR คือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมโลก ณ ราคาคงที่
 ER คือ อัตราแลกเปลี่ยนค่าเงินบาท
 ค่า *, **, *** สะท้อนนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

○ สมการสินเชื่อภาคเอกชน

$$\begin{aligned} \log(PrivateCredit_t) &= -12.232^{**} - 0.230 \log(MLR_t) + 1.794^{***} \log(GDPR_t) \\ &\quad - 0.073 \log(NPL_Credit_t) \end{aligned}$$

โดย PrivateCredit คือ การให้สินเชื่อภาคเอกชน
 MLR คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้
 GDPR คือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ณ ราคาคงที่
 NPL_Credit คือ สัดส่วนหนี้ไม่ก่อให้เกิดรายได้
 ค่า *, **, *** สะท้อนนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

○ สมการดุลบัญชีทุนระหว่างประเทศ

$$\begin{aligned} KA_t &= -338,565.576^{***} + 7,042,881.518^{***} GDP_growth_{t-1} \\ &\quad + 33,205.546 (RP1_t - FED_FUND_RATE_t) \\ &\quad + 0.463^{***} KA_{t-1} \end{aligned}$$

โดย KA คือ ดุลบัญชีทุนระหว่างประเทศ
 GDP_growth คือ อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ
 RP1 คือ อัตราดอกเบี้ยนโยบายไทย
 FED_FUND_RATE คือ อัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐ
 ค่า *, **, *** สะท้อนนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

○ สมการหนี้ไม่ก่อให้เกิดรายได้

$$\begin{aligned} \log(NPL_Credit_t) &= 4.155 - 0.253 \log(GDPR_t) \\ &+ 0.874^{***} \log(NPL_Credit_{t-1}) \end{aligned}$$

โดย NPL_Credit คือ สัดส่วนหนี้ไม่ก่อให้เกิดรายได้
 GDPR คือ ผลผลิตมวลรวมภายในประเทศ ณ ราคาคงที่
 ค่า *, **, *** สะท้อนนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

ผลการเทียบระดับโลก

(ก) ขนาดของตลาด

ภายใต้กรอบแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาค (ตารางที่ 3-3) หากพิจารณาจากสถานการณ์ปกติ ที่ประเทศไทยในปัจจุบันมีสัดส่วน Corporate bond ต่อ GDP ที่ระดับร้อยละ 22.4 แล้ว หากประเทศไทยสามารถพัฒนาสัดส่วนนี้ให้เพิ่มสูงขึ้นเทียบเท่าประเทศจีน ซึ่งอยู่ที่ระดับร้อยละ 30.6 แล้ว อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทยจะเพิ่มขึ้นได้อีกร้อยละ 0.04 หรือหากสามารถพัฒนาได้ถึงระดับเดียวกับประเทศสิงคโปร์ที่ระดับร้อยละ 32.3 แล้ว อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทยจะเพิ่มขึ้นได้อีกร้อยละ 0.05 และหากสามารถพัฒนาได้ถึงระดับเดียวกับประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งอยู่ที่ระดับร้อยละ 44.7 แล้ว อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทยจะเพิ่มขึ้นได้อีกร้อยละ 0.12 ทั้งนี้ โดยผ่านผลของ wealth effect ในส่วนของการบริโภคภาคเอกชน และการระดมทุนในส่วนการลงทุนภาคเอกชนเป็นสำคัญ

ตาราง 3-3 ผลจากการขยายตัวของ Corporate Bond ที่มีต่อการขยายตัวของ RGDP

ต้นแบบ	สัดส่วน Corporate bond to GDP (% GDP)	ผลต่อ RGDP จากอัตราการขยายตัวตามปกติ
ประเทศไทย (ปัจจุบัน)	22.4	-
China	30.6	0.04%
Singapore	32.3	0.05%
United States	44.7	0.12%

ที่มา: คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

(ข) สภาพคล่องของตลาด

ในทำนองเดียวกัน หากพิจารณาจากสถานการณ์ปกติ ที่ประเทศไทยในปัจจุบัน มีสัดส่วน Corporate bond turnover ต่อ GDP ที่ระดับร้อยละ 0.32 แล้ว (ตารางที่ 3-4) หากตลาดพันธบัตรไทยมีสัดส่วน Corporate bond turnover ต่อ GDP เพิ่มขึ้นเทียบเท่ากับระดับของประเทศอินโดนีเซียที่ร้อยละ 0.91 จะ

ส่งผลให้อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทยจะเพิ่มขึ้นได้อีกร้อยละ 0.06 และหากสัดส่วน Corporate bond turnover ต่อ GDP เพิ่มขึ้นเทียบกับระดับของประเทศญี่ปุ่นที่ร้อยละ 1.55 จะส่งผลให้อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทยจะเพิ่มขึ้นได้อีกร้อยละ 0.09 ทั้งนี้ โดยผ่านผลของ wealth effect ในส่วนของการบริโภคภาคเอกชน และการระดมทุนในส่วนการลงทุนภาคเอกชนเป็นสำคัญ

ตาราง 3-4 ผลจากการเพิ่มขึ้นของ Corporate bond turnover ที่มีต่อการขยายตัวของ RGDP

ต้นแบบ	สัดส่วน Corporate bond turnover to GDP (% GDP)	ผลต่อ RGDP จากอัตราการขยายตัวตามปกติ
ประเทศไทย (ปัจจุบัน)	0.32	-
Indonesia	0.91	0.06%
Japan	1.55	0.09%

ที่มา: คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

3.3.3 การวิเคราะห์ผลกระทบของการปรับเปลี่ยนมาตรการที่มีผลต่อความสามารถในการแข่งขันและต่อภาคเศรษฐกิจจริง

3.3.3.1 มาตรการที่ช่วยลดต้นทุนในการออก IPOs

การประเมินผลประโยชน์จากการลดต้นทุนในกระบวนการ IPOs ต้องอาศัยข้อมูล 4 กลุ่ม ดังนี้

1. ข้อมูลสถิติย้อนหลังมูลค่าการระดมทุนผ่านวิธีการ IPOs ในตลาดแรกของไทย แยกเป็นการออกในตลาด SET และในตลาด MAI (ตารางที่ 3-5) ซึ่งพบว่ามูลค่าการระดมทุนในระยะยาวมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น โดยมีมูลค่าการระดมทุนในระดับ 1 แสนล้านบาทในช่วง 3 ปีหลังสุด แต่มีความผันผวนในอัตราการเจริญเติบโตในแต่ละปี การระดมทุนดังกล่าวมาจากตลาด SET ในสัดส่วนที่สูง โดยมีส่วนของการระดมทุนในตลาด MAI ประมาณ 5,000-9,000 ล้านบาทในช่วง 3 ปีล่าสุดเท่านั้น

ตารางที่ 3-5 มูลค่าการระดมทุนผ่านวิธีการ IPOs ในตลาดแรกของไทย

	SET	Growth	MAI	Growth	มูลค่า IPO (ล้านบาท)	Growth
2009	10,271		1,316		11,587	
2010	11,899	15.8%	689	-47.7%	12,588	8.6%
2011	17,606	48.0%	1,160	68.4%	18,767	49.1%
2012	17,182	-2.4%	2,482	113.9%	19,664	4.8%
2013	189,040	1000.2%	8,017	223.0%	197,057	902.1%

2014	111,049	-41.3%	11,318	41.2%	122,367	-37.9%
2015	139,136	25.3%	14,856	31.3%	153,992	25.8%
2016	47,469	-65.9%	5,789	-61.0%	53,258	-65.4%
2017	109,454	130.6%	9,382	62.1%	118,836	123.1%
2018	79,007	-27.8%	5,223	-44.3%	84,230	-29.1%
2019	118,610	50.1%	5,121	-1.9%	123,732	46.9%
อัตรา เจริญเติบโต เฉลี่ย 3 ปี	51.0%		5.3%		47.0%	
อัตรา เจริญเติบโต เฉลี่ย 5 ปี	22.5%		-2.8%		20.3%	
อัตรา เจริญเติบโต เฉลี่ย 10 ปี	113.3%		38.5%		102.8%	

ที่มา: <https://www.set.or.th/set/ipo.do>

2. ข้อมูลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนการออก IPOs กับมูลค่าการระดมทุนสุทธิหลังหักต้นทุนการออก IPOs

การลดต้นทุนในกระบวนการออก IPOs จะส่งผลกระทบต่อตลาดทุนใน 2 นัยยะ คือ นัยยะแรก ผลกระทบทางตรง คือ ทำให้มูลค่าการระดมทุนที่ได้รับจากการระดมทุนจะเพิ่มขึ้น นัยยะที่สอง ผลกระทบทางอ้อม คือ ทำให้ธุรกิจมีแรงจูงใจที่จะระดมทุนเพิ่มมากขึ้น เพราะต้นทุนถูกลง

ผลกระทบทางตรงเป็นผลที่สะท้อนออกมาเป็นตัวเลขทางบัญชี สามารถคำนวณได้โดยตรง โดยคณะผู้วิจัยได้รวบรวมข้อมูล IPOs ที่เกิดขึ้นในปี 2560-2562 รวม 101 กิจกรรรมและทำการคำนวณต้นทุนที่เกิดขึ้นในกระบวนการ IPOs ซึ่งได้ผลลัพธ์ คือ ต้นทุนเฉลี่ยของการระดมทุน IPOs จะอยู่ที่ร้อยละ 2.734 ดังนั้นถ้าต้นทุนในส่วนนี้ลดลงก็จะทำให้ธุรกิจได้รับเงินทุนมากขึ้นในสัดส่วนเดียวกัน

สำหรับผลกระทบทางอ้อม คณะผู้วิจัยได้ทำการประมาณการสมการถดถอยเพื่อคำนวณขนาดของผลกระทบทางอ้อม ทั้งนี้ เนื่องจากตัวแปรทั้งสองตัวต่างก็มีส่วนกำหนดซึ่งกันและกัน ทำให้ไม่สามารถที่จะประมาณการสมการในทางตรงได้ คณะผู้วิจัยจึงทำการจัดกลุ่ม IPOs ตามขนาดของการระดมทุน โดยตั้งสมมติฐานว่าหากภายในกลุ่มสะท้อนความต้องการระดมทุนในขนาดที่ใกล้เคียงกันจะสามารถควบคุมให้สามารถประมาณการค่าความสัมพันธ์ออกมาได้

ผลการประมาณการมีดังนี้

$$\text{มูลค่า IPOs สุทธิ} = 7.42^{***} + 0.73^{***} \text{ Group1} + 1.27^{***} \text{ Group2} + 1.55^{***} \text{ Group3} \\ + 2.04^{***} \text{ Group4} + 2.64^{***} \text{ Group5} + 0.68^{***} \text{ ต้นทุนการออก IPOs}$$

โดยที่การคัดเลือกตัวแปรหุ่นเพื่อจัดกลุ่มได้มีการจัดกลุ่มตัวแปรโดยอาศัยเกณฑ์จำนวนมูลค่า IPOs สุทธิเป็นหลัก และใช้ค่าเฉลี่ยและความแปรปรวนของข้อมูลเป็นเกณฑ์ในการจัดกลุ่ม ซึ่งแยกออกได้เป็น 6 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มที่มีมูลค่าการระดมทุนมากกว่า 1 หมื่นล้านบาท กลุ่มที่มีมูลค่าการระดมทุนมากกว่า 2,620 ล้านบาท แต่ไม่ถึง 1 หมื่นล้านบาท กลุ่มที่มีมูลค่าการระดมทุนมากกว่า 1,091 ล้านบาท แต่ไม่ถึง 2,620 ล้านบาท กลุ่มที่มีมูลค่าการระดมทุนมากกว่า 612.7 ล้านบาท แต่ไม่ถึง 1,091 ล้านบาท กลุ่มที่มีมูลค่าการระดมทุนมากกว่า 137.5 ล้านบาท แต่ไม่ถึง 612.7 ล้านบาท และกลุ่มที่มีมูลค่าการระดมทุนน้อยกว่า 137.5 นอกจากนี้ ค่าสัมประสิทธิ์ของกลุ่มที่ 6 เป็นฐานในการคำนวณค่าสัมประสิทธิ์อื่นๆ (numeraire) และค่า *** สะท้อนนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 1

ทั้งนี้ คณะผู้วิจัยไม่พบว่าการลดลงของต้นทุนการออก IPOs จะส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของการระดมทุน หรือก็คือ การตัดสินใจระดมทุนจะขึ้นอยู่กับเป้าหมายของธุรกิจว่าต้องการเงินทุนประมาณหนึ่งตั้งแต่แรก และธุรกิจไม่ได้ให้ความสำคัญมากกับต้นทุนที่เกิดขึ้น โดยไม่ได้นำมาปรับมูลค่าการระดมทุนในการยื่นขอ

3. ต้นทุนในการออก IPOs แยกเป็นตลาด SET และ ตลาดใหม่

คณะผู้วิจัยได้ทำการรวบรวมข้อมูลต้นทุนการออก IPOs เกิดขึ้นในปี 2560-2562 รวม 101 กิจกรรม แยกคิดหาต้นทุนรวมเฉลี่ยของธุรกิจที่ระดมทุนในตลาด SET และตลาด MAI พบว่าต้นทุนที่เกิดขึ้นสำหรับการระดมทุนใน SET จะเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 2.55 และสำหรับตลาด MAI จะอยู่ที่ร้อยละ 5.10

4. กรอบการประเมินประสิทธิภาพในการแข่งขัน (Mckinsey, 2017)

Mckinsey (2017) ได้วางกรอบการประเมินความสามารถในการแข่งขันของการออก IPOs โดยจัดกลุ่มตามต้นทุนในการออก IPOs ดังนี้

กลุ่มที่ 1 ต้นทุนในการออก IPOs ต่ำกว่าร้อยละ 8 ของมูลค่าที่ระดมทุน

กลุ่มที่ 2 ต้นทุนในการออก IPOs อยู่ระหว่างร้อยละ 8-10 ของมูลค่าที่ระดมทุน

กลุ่มที่ 3 ต้นทุนในการออก IPOs อยู่ระหว่างร้อยละ 10-14 ของมูลค่าที่ระดมทุน

กลุ่มที่ 4 ต้นทุนในการออก IPOs มากกว่าร้อยละ 14 ของมูลค่าที่ระดมทุน

เมื่อนำข้อมูลทั้ง 4 ส่วนมาวิเคราะห์รวมกันจะได้ผลการประเมินผลประโยชน์จากการลดต้นทุนในกระบวนการ IPOs ดังนี้

ผลประโยชน์ต่อความสามารถในการแข่งขัน พบว่า หากใช้กรอบ Mckinsey (2017) ในการวิเคราะห์ จะพบว่าในภาพรวมแล้ว ค่าเฉลี่ยต้นทุนของการระดมทุน IPOs ผ่านตลาด SET และตลาด MAI จะอยู่น้อยกว่าร้อยละ 8 ทำให้ประเทศไทยถูกจัดว่าเป็นประเทศที่มีต้นทุนในการระดมทุนที่ต่ำที่สุดในระดับโลกอยู่แล้ว ทำให้การลดต้นทุนเพิ่มเติมจะไม่ช่วยให้ผลการจัดอันดับกลุ่มประเทศจะพัฒนาได้มากขึ้นไปกว่านี้

ผลประโยชน์ต่อภาคเศรษฐกิจจริง คณะผู้วิจัยพบปัญหาความเหลื่อมล้ำระหว่างการระดมทุนในตลาด SET และ ตลาด MAI โดยธุรกิจในตลาด MAI จะต้องเสียต้นทุนในการระดมทุนมากกว่าธุรกิจในตลาด SET มากถึงร้อยละ 2.55 (หรือมากกว่ากัน 1 เท่า)

หากภาครัฐสามารถลดความเหลื่อมล้ำดังกล่าวให้การระดมทุนมีต้นทุนที่เท่ากันที่ร้อยละ 2.55 จะเกิดผลประโยชน์ ดังนี้

ประการแรก การลดลงของต้นทุนหากมีการพัฒนามาตรการลดต้นทุนการออก IPOs จากตลาด MAI จะทำให้เกิดผลประโยชน์ต่อตัวธุรกิจประมาณ 100-300 ล้านบาทต่อปี โดยมีอัตราเจริญเติบโตเฉลี่ยที่ประมาณร้อยละ 5.3 หากใช้ค่าเฉลี่ย 3 ปีย้อนหลังเป็นเกณฑ์ และส่งผลดีต่อเศรษฐกิจในระดับ 400-2,000 ล้านบาทในภาพรวมซึ่งแตกต่างกันไปในแต่ละปี โดยมีอัตราเฉลี่ยเพิ่มขึ้นของผลดีต่อเศรษฐกิจประมาณร้อยละ 3.7 หากใช้ค่าเฉลี่ย 3 ปีย้อนหลังเป็นเกณฑ์

ตารางที่ 3-6: ประเมินผลกระทบต่อเศรษฐกิจ

ปี ค.ศ.	มูลค่าการระดม ทุนในตลาด MAI (ล้านบาท)	Cost reduction (ล้านบาท)	อัตรา เจริญเติบโต ของต้นทุน ที่ลดลง	Solow model ช่วง ประมาณ การล่าง	Solow model ช่วงประมาณ การบน	อัตรา เจริญเติบโต ของผลต่อ เศรษฐกิจ
2009	1,316.22	34		125	203	
2010	688.96	18	-47.7%	63	102	-49.7%
2011	1,160.24	30	68.4%	102	166	62.3%
2012	2,482.2	63	113.9%	214	348	109.9%
2013	8,017.24	204	223.0%	680	1,106	217.3%
2014	11,318.08	289	41.2%	947	1,539	39.2%
2015	14,855.55	379	31.3%	1,233	2,005	30.3%
2016	5,788.94	148	-61.0%	468	761	-62.0%
2017	9,382.16	239	62.1%	745	1,211	59.0%
2018	5,223.02	133	-44.3%	409	665	-45.1%
2019	5,121.3	131	-1.9%	397	645	-2.9%

อัตรา เจริญเติบโต เฉลี่ย 3 ปี	5.3%		5.3%			3.7%
อัตรา เจริญเติบโต เฉลี่ย 5 ปี	-2.8%		-2.8%			-4.1%
อัตรา เจริญเติบโต เฉลี่ย 10 ปี	38.5%		38.5%			35.8%

ที่มา: คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

3.3.3.2 มาตรการที่ช่วยลดต้นทุนในการออกหุ้นกู้ภาคเอกชน

การประเมินผลประโยชน์จากการลดต้นทุนในการออกหุ้นกู้ภาคเอกชน ต้องอาศัยข้อมูล 4 กลุ่ม ดังนี้

1. ข้อมูลสถิติย้อนหลังมูลค่าการระดมทุนผ่านตลาดพันธบัตร พบว่ามูลค่าการออกหุ้นกู้เอกชนมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น โดยใน 3 ปีหลังมีการเพิ่มขึ้นจาก 7.8 แสนล้านบาทในปี 2017 ขึ้นมาเป็น 1 ล้านล้านบาทในปี 2019 โดยมีอัตราเจริญเติบโตเฉลี่ยสูงกว่าร้อยละ 10 ในกรอบ 3 ปี 5 ปี และ 10 ปี

ปี ค.ศ.	มูลค่าตราสารหนี้ระยะยาวที่ขึ้นทะเบียนกับ ThaiBMA (ล้านบาท)	อัตราเจริญเติบโต
2009	388,213.00	
2010	264,468.60	-31.9%
2011	211,499.60	-20.0%
2012	509,372.72	140.8%
2013	418,958.00	-17.8%
2014	565,784.00	35.0%
2015	547,092.00	-3.3%
2016	772,300.00	41.2%
2017	780,661.40	1.1%
2018	808,889.16	3.6%
2019	1,019,013.20	26.0%
อัตราเจริญเติบโต เฉลี่ย 3 ปี	10.2%	

อัตราเจริญเติบโต เฉลี่ย 5 ปี	13.7%	
อัตราเจริญเติบโต เฉลี่ย 10 ปี	17.5%	

ที่มา: Thai BMA

2. ข้อมูลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนการออกหุ้นกู้ กับมูลค่าการระดมทุนสุทธิหลังหักต้นทุนการออกหุ้นกู้

คณะผู้วิจัยทำการประมาณการความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนการออกหุ้นกู้ กับมูลค่าการระดมทุนสุทธิหลังหักต้นทุนการออกหุ้นกู้ โดยควบคุมอายุตราสาร และเรตติ้งของบริษัท และพบว่า การลดต้นทุนการออกหุ้นกู้จะส่งผลทางอ้อมทำให้การออกหุ้นกู้เพิ่มมากขึ้นด้วย (ผลกระทบทางอ้อม) ดังนี้

$$\ln(\text{มูลค่าการระดมทุนสุทธิ}) = 21.45^{***} - 23.85^{**} \ln(\text{ต้นทุนการเสนอขาย}) + 0.04^{***} \text{อายุตราสาร} - 0.34^{***} A - 0.81^{***} BBB - 0.97^{***} BB - 2.08^{***} B1/F1 - 1.40^{***} \text{unrated}$$

โดยที่ตัวแปร A, BBB, BB, B/F และ Unrated เป็นตัวแปรหุ่นที่ใช้สำหรับการออกตราสารในเรตติ้งในคลาสนั้นๆ โดยที่ตราสารที่เป็นเรตติ้ง AAA/AA เป็นค่าฐานในการวิเคราะห์ ค่า *, **, *** สะท้อนนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

3. ต้นทุนในการออกหุ้นกู้แยกตามเครดิต

คณะผู้วิจัยได้รวบรวมและสุ่มตัวอย่างหุ้นกู้ที่ออกระหว่างปี 2560-2562 รวม 572 กลุ่มตัวอย่างเพื่อนำมาวิเคราะห์ต้นทุน ซึ่งพบว่าหุ้นกู้ที่เรตติ้งดีกว่าโดยเฉลี่ยแล้วจะมีต้นทุนการออกหุ้นกู้ที่ต่ำกว่า โดยหุ้นกู้ในระดับ AAA/AA จะมีต้นทุนการออกเพียงร้อยละ 0.1066 หุ้นกู้ในระดับ A จะมีต้นทุนเฉลี่ยที่ร้อยละ 0.1239 หุ้นกู้ในระดับ BBB จะมีต้นทุนเฉลี่ยที่ร้อยละ 0.2549 หุ้นกู้ในระดับ BB จะมีต้นทุนเฉลี่ยที่ร้อยละ 0.46 หุ้นกู้ในระดับ B1/F1 จะมีต้นทุนเฉลี่ยที่ร้อยละ 0.5287 และหุ้นกู้ที่เป็น Non-rated จะมีต้นทุนเฉลี่ยที่ร้อยละ 0.6247

เมื่อพิจารณาค่าสูงที่สุดที่ธุรกิจในแต่ละระดับต้องจ่ายต้นทุนในการออกหุ้นกู้จะพบว่าตัวเลขที่สูงที่สุดจะสูงมากกว่าร้อยละ 1 ในทุกระดับ บางระดับสูงมากกว่า 2 และ มากกว่าร้อยละ 4 อีกด้วย

	AAA/AA level	A level	BBB level	BB level	B1/F1 level	Non-rated
ต้นทุนการออกหุ้นกู้	0.1066%	0.1239%	0.2549%	0.4600%	0.5287%	0.6247%
ค่าต่ำสุด	0.0025%	0.0003%	0.0007%	0.0346%	0.0218%	0.0153%

ค่าสูงสุด	1.4069%	2.8070%	2.0800%	4.4060%	1.2999%	2.7309%
-----------	---------	---------	---------	---------	---------	---------

ที่มา: คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนการออกหุ้นกู้ (คิดเป็นสัดส่วนของมูลค่าการออกหุ้นกู้) ต่อเรตติ้งของภาคธุรกิจ คณะผู้วิจัยได้ประมาณการความสัมพันธ์ข้างต้นโดยใช้เครื่องมือสมการถดถอย และใช้อายุของตราสารเป็นตัวควบคุม ซึ่งพบค่าความสัมพันธ์ดังนี้

$$\ln(\text{สัดส่วนต้นทุน}) = -7.41^{***} + 0.03 \text{ อายุตราสาร}^{***} + 0.15 A + 0.27 BBB + 0.95 BB^{***} + 1.75 B/F^{**} + 1.25 \text{ Unrated}^{***}$$

โดยที่ตัวแปร A, BBB, BB, B/F และ Unrated เป็นตัวแปรหุ่นที่ใช้สำหรับการออกตราสารในเรตติ้งในคลาสนั้นๆ โดยที่ตราสารที่เป็นเรตติ้ง AAA/AA เป็นค่าฐานในการวิเคราะห์ ค่า *, **, *** สะท้อนนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

4. กรอบการประเมินประสิทธิภาพในการแข่งขัน (Mckinsey, 2017)

Mckinsey (2017) ได้วางกรอบการประเมินความสามารถในการแข่งขันของการออกหุ้นกู้ โดยจัดกลุ่มตามต้นทุนในการออกหุ้นกู้ ดังนี้

กลุ่มที่ 1 ต้นทุนในการออกหุ้นกู้ ต่ำกว่าร้อยละ 1 ของมูลค่าที่ระดมทุน

กลุ่มที่ 2 ต้นทุนในการออกหุ้นกู้ อยู่ระหว่างร้อยละ 1-2 ของมูลค่าที่ระดมทุน

กลุ่มที่ 3 ต้นทุนในการออกหุ้นกู้ อยู่ระหว่างร้อยละ 2-3 ของมูลค่าที่ระดมทุน

กลุ่มที่ 4 ต้นทุนในการออกหุ้นกู้ มากกว่าร้อยละ 3-4 ของมูลค่าที่ระดมทุน

เมื่อนำข้อมูลทั้ง 4 ส่วนมาวิเคราะห์รวมกันจะได้ผลการประเมินผลประโยชน์จากการลดต้นทุนในกระบวนการออกหุ้นกู้ ดังนี้

ผลประโยชน์ต่อความสามารถในการแข่งขัน พบว่า หากใช้กรอบ Mckinsey (2017) ในการวิเคราะห์ จะพบว่าในภาพรวมแล้ว ค่าเฉลี่ยต้นทุนของการระดมทุนผ่านหุ้นกู้ จะอยู่น้อยกว่าร้อยละ 1 ทำให้ประเทศไทยถูกจัดว่าเป็นประเทศที่มีต้นทุนในการระดมทุนที่ต่ำที่สุดในระดับโลกอยู่แล้ว ทำให้การลดต้นทุนเพิ่มเติมจะไม่ช่วยให้ผลการจัดอันดับกลุ่มประเทศจะพัฒนาได้มากขึ้นไปกว่านี้

ผลประโยชน์ต่อภาคเศรษฐกิจจริง คณะผู้วิจัยทำการประมาณการต้นทุนการออกหุ้นกู้ภาคเอกชนที่จะเป็นไปได้ โดยอาศัยการสุ่มข้อมูลการออกหุ้นกู้ระหว่างปี 2560-2562 รวม 560 ตัวอย่าง แล้วนำมาคำนวณต้นทุนที่ลดลงโดยเทียบระดับการออกหุ้นกู้ที่เกิดขึ้นจริง กับต้นทุนการออกหุ้นกู้ที่ถูกลงเทียบเท่าระดับ BBB, A และ AA ซึ่งจะพบว่า การลดต้นทุนการออกหุ้นกู้จะทำให้ Bond market cap. เพิ่มสูงขึ้น และส่งผลดีต่อเศรษฐกิจตามผลการประมาณการแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาค

การวิเคราะห์พบว่า (ตารางที่ 3-7) การลดต้นทุนการออกหุ้นกู้ภาคเอกชนให้เทียบเท่ากับต้นทุนการออกตราสารในระดับ BBB, A และ AA/AAA ตามลำดับ จะช่วยลดต้นทุนการออกหุ้นกู้จากปัจจุบันได้ร้อยละ 11.1 ร้อยละ 18.8 และร้อยละ 24.7 ตามลำดับ และจะส่งผลให้ขนาดของตลาดพันธบัตรเอกชนเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.0113 ร้อยละ 0.0191 และร้อยละ 0.0251 ตามลำดับ นอกจากนี้ เนื่องจากการลดลงของต้นทุนการออกหุ้น กู้อย่างส่งผลทางอ้อมทำให้ธุรกิจอื่นๆ ออกหุ้นกู้มากขึ้น คณะผู้วิจัยพบว่าผลรวมที่เกิดขึ้นจากการทำให้การออกหุ้นกู้ เพิ่มขึ้นมากถึงร้อยละ 0.68 ร้อยละ 1.15 และร้อยละ 1.51 ตามลำดับ และเมื่อคิดคำนวณการเพิ่มขึ้น ดังกล่าวเป็นมูลค่าทางเศรษฐกิจ จะพบว่าขนาดของมูลค่าเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้นในปีแรกจะเท่ากับ 10,637 ล้านบาท 18,013 ล้านบาท และ 23,767 ล้านบาท ตามลำดับ และมูลค่าทางเศรษฐกิจที่เพิ่มสูงขึ้นในระยะยาวช่วง 20 ปีถัดมา จะเพิ่มขึ้นเฉลี่ยเท่ากับ 5,849 ล้านบาทต่อปี 9,918 ล้านบาทต่อปี และ 13,049 ล้านบาทต่อปี ตามลำดับ

ตาราง 3-7 ประมาณการมูลค่าทางเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้นจากการลดลงของต้นทุนการออกหุ้นกู้ภาคเอกชน

ต้นทุนการออกหุ้นกู้	การลดลงของต้นทุน (ร้อยละ)	การเพิ่มขึ้นของ Bond market cap. (ผลทางตรง)	การเพิ่มขึ้นของ Bond market cap. (ผลรวม)	มูลค่าทางเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้นในปีแรก (ล้านบาท)	มูลค่าทางเศรษฐกิจที่เพิ่มสูงขึ้นใน 20 ปี (เฉลี่ย ล้านบาทต่อปี)
ปัจจุบัน	-	-	-	-	-
BBB	-11.1%	0.0113%	0.68%	10,637	5,849
A	-18.8%	0.0191%	1.15%	18,013	9,918
AA/AAA	-24.7%	0.0251%	1.51%	23,767	13,049

ที่มา: ประมวลผลโดยคณะผู้วิจัย

3.3.4 การประยุกต์ใช้แบบจำลองในการประมาณการผลกระทบของมาตรการภาครัฐเพื่อพัฒนาตลาดทุนต่อเศรษฐกิจในภาพรวม

เป้าประสงค์ของการประเมินผลกระทบของมาตรการภาครัฐเพื่อพัฒนาตลาดทุน แบ่งออกเป็น 2 เป้าประสงค์หลัก ได้แก่ การพัฒนาความสามารถในการแข่งขัน (Competitiveness) และผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจในภาพรวม (Economic benefits)

ในส่วนของความสามารถในการแข่งขัน แบบจำลองจะไม่สามารถที่จะตอบโจทย์ความสามารถในการแข่งขันได้โดยตรง แต่สามารถที่จะใช้เป็นแนวทางในการประเมินความสามารถทางการแข่งขันได้

แนวทางในการประเมินความสามารถในการแข่งขัน สามารถที่จะดำเนินการได้ใน 2 รูปแบบ ได้แก่

1. การอ้างอิงจากดัชนีสะท้อนความสามารถในการแข่งขันที่เปรียบเทียบในระดับโลก เช่น ในงานวิจัยชิ้นนี้ อาศัยเกณฑ์การประเมินความสามารถในการแข่งขันของบริษัท McKinsey ที่ทำการจัดกลุ่มต้นทุนการระดมทุนสำหรับหุ้นกู้ภาคเอกชน และการออกหุ้น IPOs เป็นลำดับขั้น ทำให้ผู้ประเมินสามารถที่จะใช้กรอบการประเมินดังกล่าวเป็นเป้าหมายในการพัฒนาความสามารถในการแข่งขันได้ เช่น ต้องการยกระดับจากกลุ่มประเทศที่ต้นทุนการออกหุ้น IPOs สูง ไปเป็นต้นทุนการออกหุ้น IPOs ปานกลาง เป็นต้น

2. การอ้างอิงจากค่าสถิติเชิงเปรียบเทียบระหว่างประเทศ อาทิ เช่น หากเปรียบเทียบสัดส่วนการหมุนเวียนของมูลค่าหุ้นต่อ GDP จะพบว่าประเทศไทยในปัจจุบันจะอยู่ที่ประมาณร้อยละ 67.4 ของ GDP ในขณะที่ประเทศที่พัฒนาแล้วจะอยู่สูงกว่า จึงสามารถใช้ยึดเป็นเป้าหมายได้ว่าจะขยับไปสู่ประเทศเป้าหมายหรือ กลุ่มประเทศเป้าหมาย (ใช้ค่าเฉลี่ยของประเทศที่พัฒนาแล้ว) เป็นเกณฑ์ได้

ในส่วนของผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจในภาครวม แบบจำลองจะสามารถประยุกต์ใช้ได้ ใน 2 นัยยะได้แก่

1. การประเมินการพัฒนาตลาดทุนผ่าน 4 ตัวแปรหลัก ได้แก่ ขนาดของตลาดหลักทรัพย์ ขนาดของตลาดหุ้นกู้เอกชน สัดส่วนสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์ และสัดส่วนสภาพคล่องของตลาดหุ้นกู้เอกชน โดยทั้ง 4 ตัวแปรได้ถูกเชื่อมเอาไว้กับโมเดลที่อธิบายภาพรวมทางเศรษฐกิจแล้ว โดยแบบจำลอง Solow จะเชื่อมโยงไปสู่อัตราเจริญเติบโตของ GDP per capita ในขณะที่แบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคจะเชื่อมโยงไปสู่ตัวแปรมหภาคที่สำคัญในภาคการเงินและขนาดของเศรษฐกิจในภาพรวม

แนวทางในการประยุกต์ใช้จะเป็นการตั้งข้อสมมติว่า นโยบายพัฒนาตลาดทุนที่ต้องการศึกษามีความเชื่อมโยงทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงทั้ง 4 ปัจจัยขั้นต้นอย่างไร แล้วจึงนำเอาค่าที่เปลี่ยนแปลงของตัวแปรทั้ง 4 ไปเปรียบเทียบกับก่อนที่จะมีนโยบาย ทำให้ได้ว่าส่วนต่างของการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรเศรษฐกิจเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นจากนโยบายพัฒนาตลาดทุนดังกล่าว

2. การประเมินการพัฒนาตลาดทุนผ่านการปรับเปลี่ยนแบบจำลองเพื่อวัตถุประสงค์โดยเฉพาะ โดยการประเมินในลักษณะนี้จะต้องการการเก็บข้อมูลตัวแปรนโยบายที่เหมาะสมกับการประมาณการแบบจำลองที่ใช้ เช่น สำหรับแบบจำลอง Solow จะต้องการเก็บตัวแปรของทุกประเทศที่เกี่ยวข้อง และสำหรับแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคจะต้องการเก็บข้อมูลตัวแปรย้อนหลังในอดีต

แนวทางในการประยุกต์ใช้จะเป็นการปรับเปลี่ยนสมการในแบบจำลองเพื่อสะท้อนช่องทางการส่งผ่านของตัวแปรที่สนใจไปยังตัวแปรมหภาค และทำการประมาณการสมการใหม่ จากนั้นใช้ผลการประมาณการในการวิเคราะห์ผลกระทบต่อตัวแปรที่สนใจต่อเศรษฐกิจต่อไป

บทที่ 4: ข้อเสนอแนะ (Policy Options) การเพิ่มประสิทธิภาพของตลาดทุน

งานวิจัยขั้นศึกษาแนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทย โดยอาศัยการรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิที่เกี่ยวข้องร่วมกับข้อมูลปฐมภูมิผ่านการสัมภาษณ์ ซึ่งนำไปสู่ชุดกลุ่มข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย (Policy Options) ที่นำไปสู่การพัฒนาความสามารถในการแข่งขันที่สำคัญรวม 4 มิติ ได้แก่ ขนาดของตลาดหลักทรัพย์ ขนาดของตลาดหุ้นกู้เอกชน สัดส่วนสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์ และสัดส่วนสภาพคล่องของตลาดหุ้นกู้เอกชน

ข้อเสนอแนะกลุ่มมาตรการที่เป็นไปได้ในการเพิ่มความสามารถในการแข่งขันมีดังนี้

ตารางที่ 4-1: ข้อเสนอแนะกลุ่มมาตรการที่เป็นไปได้ในการเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน

กลุ่ม มาตรการ	กลุ่ม/นโยบาย เป้าหมาย	แนวทางการพัฒนา	ความมุ่งหวังของมาตรการ		
			เพิ่มขนาด ของตลาด	เพิ่มสภาพ คล่องของ ตลาด	เพิ่มประสิทธิภาพ ของตลาด
มาตรการ เพิ่มผู้ออม เงินในตลาด ทุน	ผู้ออมเงินราย ย่อย	1. เพิ่ม technology ลดต้นทุน ในการดึงผู้ออมเข้าสู่ตลาดทุน 2. ให้ความรู้ความเข้าใจ (Financial Literacy)	√		ลด cost of fund
	ผู้ออมระยะ ยาว (SSF/RMF)	1. ให้สิทธิลดหย่อนทางภาษีที่ เหมาะสม 2. ประเมินการทำงานของ กองทุนว่าสร้างผลตอบแทน อย่างเหมาะสม	√		ลด cost of fund
	ผู้ออมราย ใหม่	ให้ความรู้ความเข้าใจผ่าน สถาบันการศึกษา (Financial Literacy)	√		ลด cost of fund
	ตัวแทนผู้ออม เงิน (ธุรกิจ ประกัน)	ปรับกฎเกณฑ์ยึดหยุ่นให้ สามารถลงทุนที่หลากหลายมาก ขึ้น	√		ลด cost of fund
	ตัวแทนผู้ออม เงิน (กองทุน)	เพิ่มข้อมูลเปรียบเทียบ ค่าธรรมเนียม และให้ข้อมูลผล การดำเนินงานย้อนหลังที่	√	√	ลด cost of fund

		ครอบคลุมต้นทุนและผลได้ต่างๆที่เกี่ยวข้องทั้งหมด			
	นักลงทุนเก็งกำไร	ลดต้นทุน Transaction cost ในตลาดรอง		√	ลด liquidity cost
	นักลงทุนต่างชาติ	1. พัฒนาเครื่องมือใหม่ เช่น Depository Rights ทำให้สามารถนำหุ้นไทยไป list ในต่างประเทศได้ 2. สนับสนุนการ Duo listing หรือการเอาหลักทรัพย์ไป list ที่ต่างประเทศ	√	√	ลด cost of fund
มาตรการเพิ่มจำนวนผู้ระดมทุน	ธุรกิจเดิมทำ M&A เพื่อขยายกิจกรรม	ลดต้นทุนการทำ M&A	√		เพิ่ม product variety
	ธุรกิจ New Economy เช่น EEC หรือ New S-Curve	สนับสนุนการจดทะเบียนของธุรกิจที่ลงทุนใน New Economy โดยลดต้นทุนการจดทะเบียน ลดขั้นตอนการดำเนินงาน และยืดหยุ่นกฎระเบียบ	√		เพิ่ม product variety
	ธุรกิจ Start-up, Unicorn	สนับสนุนการเข้าตลาดด้วยกฎระเบียบที่ยืดหยุ่นมากกว่าปกติ และจำกัดผู้เข้าร่วมเพื่อคุ้มครองนักลงทุน	√		เพิ่ม product variety
	ธุรกิจ Micro SMEs และ ตลาด Risky Bond	พัฒนาตลาดสำหรับธุรกิจรายเล็กโดยกำหนดกฎระเบียบที่ยืดหยุ่นมากกว่าปกติ และจำกัดผู้เข้าร่วมเพื่อคุ้มครองนักลงทุน	√	√	เพิ่ม product variety
	ผลิตภัณฑ์ใหม่ที่ น่าสนใจ เช่น	ลดต้นทุน Transaction cost ในการจดทะเบียนและออกผลิตภัณฑ์ใหม่	√	√	เพิ่ม product variety

	Disaster Fund, Exchange rate product, ETFs				
มาตรการ เพิ่ม ประสิทธิภาพ ของตัวกลาง	ลดต้นทุนการออกหุ้นกู้	ลดค่าธรรมเนียมและสร้างระบบเปรียบเทียบต้นทุนการออกผลิตภัณฑ์	√		ลด Transaction cost
	ลดต้นทุนการออก IPOs	ลดค่าธรรมเนียมและสร้างระบบเปรียบเทียบต้นทุนการออกผลิตภัณฑ์	√		ลด Transaction cost
	ลดค่าธรรมเนียมกองทุน	สนับสนุนการทำข้อมูลเปรียบเทียบค่าธรรมเนียมของผลิตภัณฑ์เพื่อสร้างการแข่งขัน	√		ลด Transaction cost
	พัฒนาบุคลากรที่ผู้จัดการกองทุน Superstar และนักวิเคราะห์ที่ใช้ technology ขั้นสูง	1. สนับสนุนการประเมินผลผู้จัดการลงทุนแบบรายบุคคล 2. ใช้เงินกองทุนพัฒนาตลาดทุนเพื่อสนับสนุนการออกบทวิเคราะห์โดยใช้ technology ระดับสูง	√		ลด cost of fund
	พัฒนาเทคโนโลยีเพื่อลด Transaction cost	นำเทคโนโลยีเข้ามาทดแทนกระบวนการดำเนินงานแบบเดิม เช่น การลดเวลา settlement ลงจาก T+2 ถึง T+0 เป็นต้น	√		ลด Transaction cost

มาตรการ ส่งเสริมการ กำกับดูแล	ปรับปรุง กฎระเบียบที่ ก่อให้เกิด ต้นทุน	1. นำเทคโนโลยีเข้ามาทดแทน กระบวนการดำเนินงาน แบบเดิม 2. ลดการใช้กระดาษ 3. ลดกระบวนการ (Regulatory Guillotine)	√	√	ลด Transaction cost
	ปรับปรุง กฎระเบียบ ด้านธรรมา ภิบาล	1. มุ่งเน้นการแก้ไขปัญหาการ จงใจปิดข้อมูล การปั่นราคา การใช้ข้อมูลภายใน 2. การสร้างกลไกการรับรู้ ปัญหาที่รวดเร็วและเข้ามาแก้ไข หรือจำกัดขนาดของปัญหาได้ อย่างรวดเร็ว 3. การทำให้กระบวนการ ยุติธรรมมีความน่าเชื่อถือและ เกรงกลัว	√	√	ลด fraud

นอกจากนี้ ในส่วนของการลดต้นทุนการออกหุ้นกู้ ต้นทุนการออกหุ้นสามัญ และต้นทุนทางธุรกรรม
ซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรอง คณะผู้วิจัยมีข้อสังเกต ดังนี้

1. การลดต้นทุนการออกหุ้นกู้

จากที่คณะผู้วิจัยได้รวบรวมข้อมูลต้นทุนการระดมทุนด้วยการเสนอขายหุ้นกู้ที่ออกใหม่ต่อประชาชน
ครั้งแรกจากหนังสือชี้ชวนที่เผยแพร่โดย กลต. ซึ่งได้รวบรวมด้วยวิธีการสุ่มจำนวน 30 บริษัท เฉพาะหุ้นกู้ที่ได้
Rating ระดับ A และระดับ B ตั้งแต่เดือนเมษายน ถึงเดือนมิถุนายน 2564 พบรายละเอียดสัดส่วนต้นทุนต่อ
มูลค่าหุ้นกู้ ได้ตารางที่ 4-2

ตารางที่ 4-2 สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อมูลค่าหุ้นกู้ และต้นทุนรวมโดยเฉลี่ยแยกตามรายการ

รายการค่าใช้จ่ายที่เป็น ต้นทุน	สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อมูลค่าหุ้นกู้โดยเฉลี่ย (ในวงเล็บคือ สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อต้นทุนรวมโดยเฉลี่ย)		
	Rating A	Rating B	เฉลี่ยโดยรวม
ค่าธรรมเนียมคำขอ อนุญาต	0.00009% (0.05655%)	0.00025% (0.04811%)	0.00016% (0.04968%)
ค่าธรรมเนียมการยื่นแบบ แสดงรายการข้อมูล	0.00380% (2.78918%)	0.00975% (1.76673%)	0.00689% (1.95719%)
ค่าธรรมเนียมการนำหุ้นกู้ ขึ้นทะเบียนกับสมาคม ตลาดตราสารหนี้ไทย	0.01756% (12.89531%)	0.01454% (2.63263%)	0.01599% (4.54434%)
ค่าใช้จ่ายอื่นๆ	0.10721% (79.00671%)	0.20506% (37.14017%)	0.15764% (44.99788%)
ต้นทุนรวม	0.13570% (100%)	0.55211% (100%)	0.35034% (100%)
ค่าตอบแทนในการจัด จำหน่าย	0.11514%	0.56867%	0.40228%

หมายเหตุ รายละเอียดต้นทุนในหนังสือชี้ชวนบางรายการจะถูกรวมในรายการอื่น หรือไม่แสดง ในการคำนวณ จึงคำนวณเฉพาะรายการที่มีแสดงเผยแพร่เท่านั้น และค่าตอบแทนในการจัดจำหน่ายในแต่ละหุ้นกู้อาจแยก เป็นสัญญาอีกชุดซึ่งจะไม่ถูกคำนวณในที่นี้เช่นกัน

จากที่ตารางที่ 4-2 คณะผู้วิจัยมีข้อสังเกตและข้อเสนอแนะ ดังนี้

- การออกหุ้นกู้โดยเฉลี่ยโดยรวม อยู่ที่ร้อยละ 0.35034 ของมูลค่าหุ้นกู้ โดยมีรายละเอียดดังนี้ สัดส่วนต้นทุนค่าธรรมเนียมการขออนุญาตที่ร้อยละ 0.00016 ของมูลค่าหุ้นกู้ หรือเท่ากับร้อยละ 0.04968 ของต้นทุนรวมทั้งหมด ซึ่งจากข้อมูลพบว่า จะเป็นต้นทุนคงที่ อยู่ในช่วง 10,000 – 50,000 บาท ถัดมา คือค่าธรรมเนียมการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล มีสัดส่วนอยู่ที่ร้อยละ 0.00689 ของมูลค่าหุ้นกู้ หรือเท่ากับร้อยละ 1.95719 ของต้นทุนทั้งหมด ถัดมาคือ ค่าธรรมเนียม การนำหุ้นกู้ขึ้นทะเบียนกับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย มีสัดส่วนอยู่ที่ร้อยละ 0.01599 ของมูลค่าหุ้นกู้ หรือเท่ากับร้อยละ 4.54434 ของต้นทุนทั้งหมด และค่าใช้จ่ายอื่นๆ มีสัดส่วนอยู่ที่ร้อยละ 0.15764 ของมูลค่าหุ้นกู้ หรือเท่ากับร้อยละ 44.99788 ของต้นทุนทั้งหมด ขณะที่ ค่าตอบแทนในการจัดจำหน่ายจะอยู่ที่ร้อยละ 0.35034 ของมูลค่าหุ้นกู้

- เมื่อพิจารณาแยกหุ้นกู้ตาม Rating พบว่า ต้นทุนโดยรวมของหุ้นกู้ Rating A จะอยู่ที่ร้อยละ 0.13570 ของมูลค่าหุ้นกู้ ขณะที่หุ้นกู้ Rating B จะอยู่ที่ร้อยละ 0.55211 ค่าธรรมเนียมค่าขออนุญาต ของหุ้นกู้ Rating A จะอยู่ที่ร้อยละ 0.00009 ของมูลค่าหุ้นกู้ ขณะที่หุ้นกู้ Rating B จะอยู่ที่ร้อยละ 0.00025 ถัดมา ค่าธรรมเนียมการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล ของหุ้นกู้ Rating A จะอยู่ที่ร้อยละ 0.00380 ของมูลค่าหุ้นกู้ ขณะที่หุ้นกู้ Rating B จะอยู่ที่ร้อยละ 0.00975 ถัดมา ค่าธรรมเนียมการนำหุ้นกู้ขึ้นทะเบียนกับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ของหุ้นกู้ Rating A จะอยู่ที่ร้อยละ 0.01756 ของมูลค่าหุ้นกู้ ขณะที่หุ้นกู้ Rating B จะอยู่ที่ร้อยละ 0.01454 และค่าใช้จ่ายอื่นๆ ของหุ้นกู้ Rating A จะอยู่ที่ร้อยละ 0.10721 ของมูลค่าหุ้นกู้ ขณะที่หุ้นกู้ Rating B จะอยู่ที่ร้อยละ 0.20506 ขณะที่ค่าตอบแทนในการจัดจำหน่าย ของหุ้นกู้ Rating A จะอยู่ที่ร้อยละ 0.11514 ของมูลค่าหุ้นกู้ ขณะที่หุ้นกู้ Rating B จะอยู่ที่ร้อยละ 0.56867
- จะเห็นได้ว่า เมื่อแยกประเภทหุ้นกู้ตาม Rating แล้ว ในภาพรวม สัดส่วนต้นทุนรวมต่อมูลค่าหุ้นกู้ มีแนวโน้มที่จะมีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ซึ่งในกลุ่มหุ้นกู้ที่มีความน่าเชื่อถือในกลุ่มระดับ A จะมีแนวโน้มที่มีสัดส่วนต้นทุนที่ต่ำกว่า ขณะที่หุ้นกู้ที่มีความน่าเชื่อถือในกลุ่มระดับ B จะมีแนวโน้มที่มีสัดส่วนต้นทุนที่สูงกว่า และมีความผันผวนมากกว่า เมื่อพิจารณาในรายละเอียดต้นทุน พบว่า ค่าธรรมเนียมการขายหุ้นกู้ จะขึ้นอยู่การตกลงทำสัญญาระหว่างบริษัท กับผู้จัดการการจัดจำหน่าย ค่าธรรมเนียมการขออนุญาตและค่าธรรมเนียมการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล มีแนวโน้มจะเป็นต้นทุนคงที่สำหรับการระดมทุนด้วยวิธีการออกหุ้นกู้ ขณะที่ ค่าธรรมเนียมการนำหุ้นกู้ขึ้นทะเบียนกับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย พบว่ามีแนวโน้มที่จะผันแปรตามมูลค่าหุ้นกู้
- ทั้งนี้ ในส่วนต้นทุนที่มีสัดส่วนสูง คือ ค่าใช้จ่ายอื่นๆ เช่น ค่าธรรมเนียมในการแต่งตั้งนายทะเบียนหุ้นกู้ตลอดอายุหุ้นกู้ ค่าธรรมเนียมของบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ ค่าที่ปรึกษา กฎหมาย ค่าสื่อโฆษณา ค่าพิมพ์หนังสือชี้ชวนและเอกสารอื่นๆ เป็นต้น ซึ่งมีสัดส่วนสูงถึงประมาณครึ่งหนึ่งของต้นทุนทั้งหมด จำเป็นต้องเข้าพิจารณาด้านต้นทุนในกลุ่มนี้ ถึงแนวทางในการลดต้นทุนค่าใช้จ่ายดังกล่าว

2. การลดต้นทุนการออกหุ้นสามัญใหม่ต่อประชาชนครั้งแรก (IPO)

ในด้านข้อมูลต้นทุนการระดมทุนด้วยการเสนอขายหุ้นสามัญที่ออกใหม่ต่อประชาชนครั้งแรกจากหนังสือชี้ชวนที่เผยแพร่โดย กลต. ซึ่งได้รวบรวมด้วยวิธีการสุ่มจำนวน 50 บริษัทที่ IPO จากทั้งตลาด SET และ mai ตั้งแต่เดือนกันยายนปี 2560 จนถึงเดือนธันวาคม 2563 พบรายละเอียดสัดส่วนของต้นทุนต่อมูลค่าการออก IPO และต่อทุนโดยรวมตามรายการที่แบ่งตามตลาดรอง ได้ดังตารางที่ 4-3

ตารางที่ 4-3: สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อมูลค่า IPO และต้นทุนรวมโดยเฉลี่ยแยกตามรายการ

รายการค่าใช้จ่ายที่เป็น ต้นทุน	สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อมูลค่า IPO โดยเฉลี่ย (ในวงเล็บคือ สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อต้นทุนรวมโดยเฉลี่ย)		
	Mai	SET	เฉลี่ยโดยรวม
ค่าธรรมเนียมการ รับประกันการจำหน่าย และจัดจำหน่าย	3.096% (58.74%)	1.665% (68.38%)	1.762% (67.07%)
ค่าใช้จ่ายอื่นๆ (เช่น ค่าที่ ปรึกษาทางการเงินและ กฎหมาย)	1.894% (35.94%)	0.665% (27.30%)	0.748% (28.48%)
ค่าธรรมเนียมการยื่นแบบ แสดงรายการข้อมูลการ เสนอขายหุ้นสามัญ	0.062% (1.17%)	0.064% (2.62%)	0.064% (2.42%)
ค่าพิมพ์หนังสือชี้ชวน ใบ จองซื้อหุ้น ค่าโฆษณา และเอกสารอื่นๆ	0.121% (2.29%)	0.022% (0.89%)	0.028% (1.08%)
ค่าธรรมเนียมแรกเข้าของ การเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน	0.020% (0.38%)	0.014% (0.56%)	0.014% (0.54%)
ค่าธรรมเนียมคำขอ อนุญาตเสนอขายหุ้นเพิ่ม ทุนที่ออกใหม่	0.051% (0.97%)	0.003% (0.10%)	0.006% (0.22%)
ค่าธรรมเนียมการจดทะเบียน เพิ่มทุน	0.020% (0.38%)	0.003% (0.12%)	0.004% (0.15%)
ค่าธรรมเนียมการยื่นคำ ขอให้รับหุ้นสามัญเป็น หลักทรัพย์จดทะเบียน*	0.008% (0.15%)	0.001% (0.03%)	0.001% (0.04%)
รวมทั้งหมด	5.27% (100%)	2.45% (100%)	2.64% (100%)

*ที่มา: จากการคำนวณโดยคณะผู้วิจัย

จากที่ตารางที่ 4-3 คณะผู้วิจัยมีข้อสังเกตและข้อเสนอแนะ ดังนี้

- บริษัทโดยเฉลี่ยทั้งหมดมีสัดส่วนต้นทุนค่าธรรมเนียมการรับประกันการจำหน่ายและจัดจำหน่ายมากที่สุดอยู่ที่ร้อยละ 1.762 ของมูลค่า IPO หรือเท่ากับร้อยละ 67.07 ของต้นทุนรวมทั้งหมด โดยอันดับรองลงมา คือค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับค่าที่ปรึกษาทางการเงินและกฎหมาย ค่าจัดทำบัญชี และอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน มีสัดส่วนอยู่ที่ร้อยละ 0.748 ของมูลค่า IPO หรือเท่ากับร้อยละ 28.48 ของต้นทุนทั้งหมด ซึ่งทั้งสองอันดับแรกนี้มีมูลค่ารวมกันเท่ากับร้อยละ 2.51 ของมูลค่า IPO หรือร้อยละ 95.55 ของต้นทุนทั้งหมด ดังนั้น ต้นทุนการรับประกันการจัดจำหน่ายและต้นทุนอื่นเช่น ค่าปรึกษาทางการเงินและกฎหมาย มีช่องว่างเชิงปริมาณที่กว้างกว่าค่าธรรมเนียมที่เก็บโดยตลาดอยู่มาก การออกแบบนโยบายเพื่อมุ่งเป้าลดต้นทุนสองรายการดังกล่าวจึงมีแนวโน้มที่จะให้เกิดความคุ้มค่ามากกว่า
- ต้นทุนโดยเฉลี่ยรวมทั้งหมดของทั้งสองตลาดจะอยู่ที่ร้อยละ 2.64 ของมูลค่า IPO แต่เมื่อแบ่งออกเป็นตามบริษัทที่นำหุ้นไปเสนอขายที่ตลาด SET ที่จัดตั้งขึ้นเพื่อเป็นแหล่งระดมทุนของบริษัทขนาดใหญ่ซึ่งมีต้นทุนที่ชำระแล้วหลัง IPO ตั้งแต่ 300 ล้านบาทขึ้นไป และ mai ที่จัดตั้งเพื่อบริษัทที่มีขนาดเล็กกว่าซึ่งมีหุ้นชำระแล้วหลัง IPO ตั้งแต่ 50 ล้านบาทขึ้นไป พบว่า ต้นทุนรวมการ IPO ของบริษัทที่นำหุ้นไปเสนอขายใน mai เท่ากับร้อยละ 5.27 ของมูลค่า IPO ซึ่งมากกว่าบริษัทที่นำไปขายใน SET อยู่ที่ร้อยละ 2.82 ของมูลค่า IPO หรือต่างกันประมาณ 2 เท่า และโดยเฉพาะในด้านสัดส่วนต้นทุนค่าใช้จ่ายทางด้านค่าปรึกษาทางการเงินและกฎหมายต่อมูลค่า IPO บริษัทที่นำหุ้นไปเสนอขายใน mai จะมีสัดส่วนค่าใช้จ่ายด้านนี้สูงกว่าบริษัทที่นำไปขายใน SET ประมาณ 2.8 เท่า ดังนั้น การดำเนินนโยบายพัฒนาตลาดทุนจึงอาจพิจารณาดำเนินการให้สัดส่วนของต้นทุนของทั้งสองตลาดใกล้เคียงกันเพื่อความเป็นธรรมและเอื้อต่อการระดมทุนของบริษัทรายเล็ก ทั้งนี้ อาจเริ่มที่การมุ่งเป้าไปที่การหาแนวทางลดค่าใช้จ่ายทางด้านที่ปรึกษาทางการเงินและกฎหมายของกลุ่มบริษัทใน mai ที่สัดส่วนต้นทุนที่สูงมากเมื่อเทียบกับบริษัทที่อยู่ใน SET

3. การลดต้นทุนทางธุรกรรมซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรอง

คณะผู้จัดทำได้ประมาณการต้นทุนทางธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ (transaction cost) ในตลาดรองซึ่งจะมีผลต่อการเพิ่มสภาพคล่องให้กับผู้ลงทุนในตลาดแรกและนำไปสู่การเพิ่มโอกาสในการพัฒนาตลาดทุนในภาพรวม โดยแยกต้นทุนดังกล่าวออกเป็นสามส่วนได้แก่ (1) ต้นทุนจากส่วนต่างของราคาซื้อและราคาขาย (bid-ask spread) (2) ต้นทุนค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ (trade cost: equity commission and trading fee) และ (3) ต้นทุนค่าเสียโอกาส (opportunity cost) ทั้งนี้ คณะผู้วิจัยได้ใช้วิธีการคำนวณแบบทางตรงโดยใช้ข้อมูลจากหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาด SET และตลาด mai ในช่วงเวลาวันที่ 1 มกราคม 2562 ถึง 31 ธันวาคม 2562 ซึ่งได้ผลวิเคราะห์ตามตารางที่ 4-4

ตารางที่ 4-4 ค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของความเสี่ยงที่ไม่มีประสิทธิภาพ (ร้อยละต่อมูลค่าการซื้อขาย) อันเนื่องมาจาก ส่วนต่างของราคาซื้อขาย ค่าเสียโอกาส และต้นทุนธุรกรรมจำแนกตามรายตลาดหลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์	ส่วนต่างราคาซื้อ-ขาย	ค่าเสียโอกาส	ต้นทุนค่าธรรมเนียม	รวม
SET50 (1 ม.ค. - 30 มิ.ย. 62)	0.00105% (0.2616%)	0.39936% (99.5017%)	0.00095% (0.2367%)	0.401360% (100%)
SET100 (1 ม.ค. - 30 มิ.ย. 62)	0.00126% (0.2774%)	0.45185% (99.4738%)	0.00113% (0.2488%)	0.454240% (100%)
SET50 (1 ก.ค. - 31 ธ.ค. 62)	0.00107% (0.2635%)	0.40406% (99.5001%)	0.00096% (0.2364%)	0.406090% (100%)
SET100 (1 ม.ค. - 31 ธ.ค. 62)	0.00128% (0.2291%)	0.45706% (99.4733%)	0.00114% (0.2481%)	0.459480% (100%)
SET	0.00156% (0.2291%)	0.67800% (99.5717%)	0.00136% (0.1997%)	0.680920% (100%)
MAI	0.00281% (0.1663%)	1.68532% (99.7325%)	0.00171% (0.1012%)	1.689840% (100%)
รวม	0.00158% (0.2264%)	0.69485% (99.5787%)	0.00136% (0.1949%)	0.697790% (100%)

ที่มา: จากการคำนวณโดยคณะผู้วิจัย

จากตารางที่ 4-4 คณะผู้วิจัยมีข้อสังเกตและข้อเสนอแนะ ดังนี้

- ต้นทุนทางธุรกรรมซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองจะเท่ากับประมาณร้อยละ 0.6978 ของมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยในองค์ประกอบของต้นทุน ค่าธรรมเนียมการซื้อขายรวมกับต้นทุนที่เกิดจากส่วนต่างของราคาซื้อและราคาขายรวมกันมีสัดส่วนเพียงไม่ถึงร้อยละ 1 ของต้นทุนธุรกรรมรวม หรือเท่ากับประมาณร้อยละ 0.00294 ของมูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์ ในขณะที่ต้นทุนค่าเสียโอกาสอันเกิดจากหลักทรัพย์ค้างค้างที่ไม่ได้รับการซื้อขายในแต่ละวันมีสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 99.5 ของต้นทุนรวม หรือเท่ากับประมาณร้อยละ 0.6949 ของมูลค่าซื้อขาย ดังนั้น ประเด็นสำคัญของนโยบายเพื่อลดต้นทุนการทำธุรกรรมในตลาดรองจึงต้องมุ่งเน้นการลดต้นทุนค่าเสียโอกาสด้วยการหาทางเพิ่มปริมาณการซื้อขายต่อวันให้มากขึ้น ทั้งนี้ การพิจารณาการลดต้นทุนค่าธรรมเนียมและส่วนต่างราคาซื้อกับราคาขายถึงแม้ว่าจะมีช่องว่างให้ลดค่อนข้างต่ำ แต่ก็มีผลช่วยลดต้นทุนค่าเสียโอกาสผ่านการลดต้นทุนการซื้อขายอื่นเพื่อให้เกิดความคุ้มค่าต่อการซื้อขายต่อวันสูงขึ้น
- ต้นทุนทางธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองมีแนวโน้มลดลงตามขนาดของบริษัทตามที่ขายในแต่ละตลาด โดยต้นทุนธุรกรรมมีแนวโน้มสูงที่สุดสำหรับบริษัทที่เสนอขายหุ้นในตลาด mai ซึ่งเท่ากับร้อยละ 1.69 และสำหรับบริษัทที่เสนอขายใน SET โดยเฉพาะกลุ่ม SET50 ที่มีต้นทุนต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 0.40 ซึ่งน้อยกว่าตลาด mai อยู่ประมาณ 4 เท่าตัว โดยสาเหตุที่เป็นไปได้ว่าทำ

ให้ตลาด mai มีต้นทุนทางธุรกรรมซื้อขายที่สูงมากโดยเฉพาะต้นทุนค่าเสียโอกาสที่เสียหลักทรัพย์คงค้างจำนวนมากประกอบไปด้วย (ก) ปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลที่ตลาดของบริษัทขนาดเล็กมักมีข้อมูลและบทวิเคราะห์ค่อนข้างน้อยกว่า และ (ข) กำไรคาดหวังของบริษัทขนาดเล็กในตลาด mai ค่อนข้างต่ำกว่า จึงขาดความนิยมในการซื้อขายในแต่ละวันและยังมีแนวโน้มที่จะเกิดความไม่คุ้มค่าในการซื้อขายหลักทรัพย์ในบางวันเมื่อเทียบกับต้นทุนที่ต้องเสียในการซื้อขายแต่ละครั้ง ดังนั้น การมุ่งเน้นการลดต้นทุนที่เกิดจากค่าธรรมเนียมและส่วนต่างของราคาซื้อกับราคาขายในตลาด mai ก็จะมีแนวโน้มที่จะช่วยลดต้นทุนค่าเสียโอกาสให้กับตลาด รวมถึงการนโยบายอื่นเพื่อลดต้นทุนหรือเพิ่มผลตอบแทนทางอ้อมเช่น การเพิ่มบทวิเคราะห์สถานการณ์ตลาด mai ก็จะมีส่วนช่วยให้ต้นทุนทางธุรกรรมในตลาด mai ลดลง

เอกสารอ้างอิง

Durlauf, Steven and Quah, Danny. (1998) “The New Empirics of Economic Growth.” Center for Economic Performance Discussion Paper No. 384.

Levine, R. and Zervos, S., (1996) “Stock Market Development and Long-Run Growth,” The World Bank Economic Review, Vol. 10, No. 2.

Mankiw, G., Romer, D., and Weil, D., (1992) “A Contribution to the Empirics of Economic Growth,” The Quarterly Journal of Economics, May.

Naceur, S.B., and Ghazouani, S., (2007) “Stock Markets, Banks, and Economic Growth: Empirical Evidence from the MENA Region,” Research in International Business and Finance, 21(2).

ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2008) “Economic Models at the Bank of Thailand.”

<https://www.bot.or.th/English/MonetaryPolicy/MonetPolicyKnowledge/Pages/MacroModel.aspx>

ธนาคารแห่งประเทศไทย.

<https://www.bot.or.th/Thai/FinancialMarkets/FinancialMarketDevelopment/ThaiFinancialMarketStructure/Pages/default.aspx>

สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง.

<http://www2.fpo.go.th/S->
[I/Source/word/Word.php?Language=Thai&BeginRec=1321&NumRecShow=8&sort=1&search=](http://www2.fpo.go.th/S-)

คณะผู้วิจัย

ดร. นณริฎ พิศลยบุตร	หัวหน้าโครงการ
นาย วัชรินทร์ ตันตีสันต์	ผู้ร่วมวิจัย
นางสาว สุนันท์ พุ่มคำ	ผู้ร่วมวิจัย
นาย ธรรมรัตน์ บุญเจริญพรสุข	ผู้ร่วมวิจัย
นาย พนธกร วรภมร	ผู้ร่วมวิจัย
นางสาว สรัลชญา ธิติสุวรรณค์	ผู้ร่วมวิจัย
นาย ฐิตสิทธิ์ ลิขิตขจร	ผู้ร่วมวิจัย (นักศึกษาฝึกงาน)
นาย วราวิชญ์ โปตระนนันท์	ผู้ร่วมวิจัย (นักศึกษาฝึกงาน)

หน่วยงานสังกัด: สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย

สถานที่ติดต่อ: 565 รามคำแหง 39 (เทพลีลา) วังทองกลาง กรุงเทพมหานคร 10310

เบอร์โทรศัพท์: 02-718-5460

E-mail: bisonyabut@tdri.or.th

ภาคผนวก ก: รายชื่อผู้ที่ให้สัมภาษณ์

ลำดับ	รายชื่อ	หน่วยงาน	วัน	เดือน	ปี
1	คุณรีนวดี สุวรรณมงคล	เลขาธิการ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)	26	เม.ย.	2564
2	คุณพรภาพร เสนาณรงค์	ผู้ช่วยเลขาธิการ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)	26	เม.ย.	2564
3	คุณจอมขวัญ คงสกุล	ผู้ช่วยเลขาธิการ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)	26	เม.ย.	2564
4	คุณอานนท์ ว่างสุ	นายกสมาคมประกันวินาศภัยไทย	5	พ.ค.	2564
5	คุณโอฬาร วงศ์สุรพิเชษฐ์	เลขาธิการสมาคมประกันวินาศภัยไทย	5	พ.ค.	2564
6	คุณแสงชัย ธีรกุลวานิช	ประธานสมาพันธ์ SME ไทย	6	พ.ค.	2564
7	คุณอนุชา หล่อทองคำ	บลจ. ทิสโก้ จำกัด	10	พ.ค.	2564
8	คุณศักดิ์ดา พงศ์เจริญยง	บริษัท ทริส เรทติ้ง จำกัด	11	พ.ค.	2564
9	คุณศกุนพัฒนา จิรวุฒิตานันท์	บริษัทหลักทรัพย์ที่ปรึกษาการลงทุน เทรเซอร์ริสต์ จำกัด	11	พ.ค.	2564
10	คุณบงกช บวรฤกษ์	สมาคมตัวแทนประกันชีวิตและที่ปรึกษาการเงิน	11	พ.ค.	2564
11	ดร.รุ่งเกียรติ รัตนบานชื่น	จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย	14	พ.ค.	2564
12	คุณชนันต์ ชาญชัยณรงค์	กองทุนส่งเสริมการพัฒนาตลาดทุน (CMDP)	21	พ.ค.	2564
13	ดร.ประสาร ไตรรัตน์วรกุล	ประธานกรรมการ บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)	26	พ.ค.	2564
14	คุณชนมาศ ศาสสนนันท์	ปตท.ผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการใหญ่กลยุทธ์และบริหารการเงินองค์กร	27	พ.ค.	2564
15	คุณธฤชวรรณ เทียนสวัสดิ์	ปตท.ผู้จัดการฝ่ายจัดหาเงินและบริหารโครงสร้างเงินทุน	27	พ.ค.	2564

16	คุณรพี สุจริตกุล	อดีตเลขาธิการสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)	27	พ.ค.	2564
17	ดร. พิพัฒน์ เหลืองนฤมิตชัย	ผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการ บริษัทหลักทรัพย์ ภัทร จำกัด (มหาชน)	28	พ.ค.	2564
18	คุณ วศิน วนิชย์วรรณันต์	ประธานกรรมการบริหารบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน กสิกรไทย จำกัด	28	พ.ค.	2564
19	คุณ ดวงมล พิศาล	เลขาธิการ สมาคมบริษัทจัดการลงทุน (AIMC)	28	พ.ค.	2564
20	รศ. ดร. สรศาสตร์ สุขเจริญสิน	อาจารย์ คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์	28	พ.ค.	2564
21	คุณธิตี ตันติกุลานันท์	ประธานกรรมการบริหาร บริษัทหลักทรัพย์	2	มิ.ย.	2564
22	ดร. ศรพล ตูลยะเสถียร	รองผู้จัดการ หัวหน้าสายงานวางแผนกลยุทธ์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	14	มิ.ย.	2564
23	ดร. ณรงค์ชัย อัครเศรณี	ประธานกรรมการบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน MFC จำกัด	15	มิ.ย.	2564
24	คุณธาดา พงศ์ธาดา	กรรมการผู้จัดการ สมาคมตราสารหนี้ไทย	17	มิ.ย.	2564

ภาคผนวก ข: สรุปการสัมภาษณ์ ฉบับย่อ (รายประเด็น)

ข1) สรุปสัมภาษณ์ ตัวแทน กสท.

- ในมุมมองของ กสท. บทบาทของ กสท. มี 4 บทบาท คือ
 1. ระดมเงิน เอาไว้ให้ธุรกิจดำเนินการ ด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่า
 2. สร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน
 3. ติดตามกำกับดูแล
 4. พิจารณา Systematic Risk ของตลาดทุน (high-yield bond, กองทุนรวม)
- เมื่อเปรียบเทียบกับตลาดทุนในระดับโลก ประเทศไทยไม่เป็นรองใคร โดยในแง่ของตลาดเราใหญ่เป็นอันดับที่ 2 รองแต่สิงคโปร์ในภูมิภาคนี้ เช่นเดียวกัน ในแง่ของประสิทธิภาพ หรือ economies of scale เรามีมาตรฐานกำกับดูแลที่ได้มาตรฐานสากล ถ้าพิจารณาในเรื่องของ Turnover เราก็ไม่เป็นรองใครในระดับภูมิภาค และขนาดของ IPO ของเราที่ผ่านมาก็ใหญ่มากในระดับ Asia ได้เลย
- ทิศทางการแข่งขันในระดับโลก ไทยเราเน้นไปในแนวทางการยั่งยืน ในส่วนของ Product อาจจะแข่งขันได้ยากเพราะขึ้นกับความสามารถในการทำธุรกิจของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ กสท. ไปเช่น Sustainable bond กับ Luxembourg แต่บางบริษัทก็ไปได้ถึงระดับโลก ในดัชนี Dow Jones เราก็มีหุ้นไปในนั้นเยอะ
- อย่างไรก็ตามก็ดี ตลาดทุนในปัจจุบันธุรกิจขนาดเล็กยังไม่สามารถเข้าถึง ในขณะที่ผู้ลงทุนรุ่นใหม่ก็มีตลาดดิจิทัลเข้ามาแข่งขัน ปัจจุบันคนมีบัญชีหุ้นและกองทุนมีประมาณ 3 ล้านบัญชี และ PVD อีก 3 ล้านบัญชี
- ธุรกิจที่เข้ามาในตลาดหลักทรัพย์จะมีเกณฑ์ Market Cap. หรือ Track Record กำไร 3 ปี เป็นเกณฑ์พื้นฐานในการเป็นบริษัทจดทะเบียน อาจจะมีปัญหาและควรจะมีข้อยกเว้น บริษัทอสังหาฯ ใช้เกณฑ์แรก แต่ดัชนีขาดทุน เลยจะยกเลิก แต่ถ้าเป็นธุรกิจที่ตอบแผนชาติ (ผ่าน BOI) อาจจะใช้เกณฑ์ Market Cap. ได้
- สำหรับผลิตภัณฑ์ที่มีความซับซ้อน หรือ Product กลุ่มใหม่ คือ พวกริษัทหลักทรัพย์ดิจิทัล ธปท. ให้ กสท. ดูแลตาม พรก. สิทธิประโยชน์ดิจิทัล ซึ่งกติกาที่ออกใช้รูปแบบ Principle-based คือ ออก License ไปแล้วก็ไม่ได้เข้าไปกำกับดูแลโดยตรง แต่ทาง กสท. ก็มีการออกกฎใหม่ๆ เพื่อแก้ไขปัญหาเพิ่มเติมหากพบปัญหา เช่น กรณีที่มีข่าวว่าผู้ดูแลบัญชีดิจิทัลของธุรกิจบิโชนี้ออกนอกประเทศพร้อมเงินของนักลงทุน ไทยก็เตรียมป้องกันปัญหาด้วยการออกข้อกำหนด Third Party Key คือ เจ้าของต้องให้คนที่ เป็น Third party เป็นคนถือ key ทำให้ลดความเสี่ยงในการเอาเงินวิ่งหนีไปต่างประเทศ
- สำหรับการจะเข้ามาเป็นตัวกลาง ปัจจุบันมี License 7 กลุ่ม ซึ่งเกิดจากการกำหนดประเภทให้ละเอียดมากขึ้นแบบเฉพาะเจาะจง ทำให้ผู้ประกอบการรายเล็กสามารถที่จะเข้ามาประกอบการได้ แต่ก็ทำให้ตลาดมีสภาพ fragmented มาก

- ในส่วนของการกำกับดูแลกองทุน กองทุนรวมในปัจจุบันมีมาตรฐานกองทุนที่กำหนดให้สามารถวิเคราะห์ Mark to Market ได้
- โดยสรุปในภาพรวม กลต. ถูกประเมินโดย World Bank ประเมิน ทำให้ต้องปรับปรุงกฎระเบียบให้เป็นสากล การตั้งกฎเกณฑ์ กลต. ก็อ้างอิงจากหลักเกณฑ์สากล ใช้เป็นหลักยึด แต่ยังคงมีเกณฑ์เยอะมากที่ควรจะต้องทำ Regulatory Guillotine
- สำหรับกฎระเบียบที่เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาตลาดทุน มีมากกว่ากฎระเบียบของ กลต. แต่อาจจะเกี่ยวข้องกับหน่วยงานรัฐอื่นๆ ด้วย เช่น กรณีบริษัท Kerry ติดกฎระเบียบขนส่ง รถวิ่งต้องเป็นป้ายเหลือง ขึ้นทะเบียนได้จำกัดต่อวัน รถที่จะเข้าระบบใหม่เลยมีปัญหา

ข2) สรุปสัมภาษณ์ ผู้จัดการกองทุน TISCO

- ประเภทตราสารการเงินในปัจจุบันมีความซับซ้อนมากขึ้น เช่น Perpetual Bond มีสภาพเป็นกึ่ง Bond กึ่ง Equity แต่ถ้าจะพิจารณาแบบภาพรวม ควรแบ่งเป็นแค่ 2 กลุ่มหลัก คือ Bond และ Equity
- Private Placement เป็นช่องทางที่ระดมทุนไม่เยอะ มีกฎระเบียบน้อยกว่าเพราะว่าผู้เล่นมักจะเป็นรายใหญ่ หรือมีความชำนาญในการลงทุนสูง มักจะใช้ในกรณีที่ต้องการเงินอย่างรวดเร็ว แต่ก็แลกมาด้วยค่าส่วนลดเยอะ ถ้าจะศึกษาอาจจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจภาพรวมที่จำกัด
- ธุรกิจรายใหญ่ต้นทุนในการกู้ธนาคารจะถูกมาก เช่น Gulf พยายามจะซื้อหุ้น Intouch เสียดอกเบี้ยแค่ร้อยละ 2
- การกระจายช่องทางหาเงินนอกจากการกู้ธนาคาร มาเป็นการออกหุ้นกู้ เกิดขึ้นเพราะว่าธนาคารไม่สามารถปล่อยได้ตลอดเวลา แต่การเข้าไปออกหุ้นกู้ก็จะมีต้นทุนแรกเข้าที่สูงมากกว่าปกติ และในช่วงแรกจะมีสภาพคล่องไม่เยอะทำให้คนซื้อต้องถอยๆ เช่น Cpall ออกหุ้นกู้มาซื้อ Makro เสียดอกเบี้ยสูงมาก
- IPO เป็นการระดมทุนเพื่อมาขยายกิจการ เช่น EA เอาเงินไปสร้างโรงไฟฟ้า
- ค่าธรรมเนียมการออก IPO สามารถหาข้อมูลได้จากรายงานทางการเงินที่เปิดเผยกับ กลต. ตอนเพิ่มทุน จะมีหมายเหตุงบการเงินว่าค่าใช้จ่ายในการออก IPO ประกอบด้วยอะไรบ้าง และเท่าไรบ้าง
- สำหรับการออกหุ้นกู้จะมีต้นทุนที่สำคัญคือ บริษัทจัดเรตติ้งที่คิดค่าธรรมเนียมอยู่
- ปัญหาเกี่ยวกับการออก IPO ควรจะไปถามต่อกับ K-security กับ KKP เพราะว่าทั้ง 2 เจ้าเป็นผู้นำตลาดอยู่
- กฎระเบียบ IPO ที่สำคัญ เช่น บริษัทต้องมี Provident fund และบริษัทต้องมีผู้ตรวจสอบ

- การแยกตลาดแรกกับตลาดรอง ให้ดูว่าเงินที่เกิดจากกระบวนการแลกเปลี่ยน (transaction) เข้าไปที่บริษัทหรือไม่ ถ้าเงินเข้าที่บริษัทจะเป็นตลาดแรก เช่น การเพิ่มทุน การออก Warrant ถ้าเงินที่ได้จากการออกผลิตภัณฑ์เข้าไปยังบริษัทจะเป็นตลาดแรก แต่ถ้าเป็นการแลกเปลี่ยนกันเองจะเป็นตลาดรอง
- ตลาด BEX เป็นตลาดตราสารหนี้ที่ไม่เป็นที่นิยม เข้าใจว่าการแลกเปลี่ยนไม่เยอะ ให้เน้นที่ Thai BMA จะดีกว่า ส่วนตลาด TFEX ยังมีบทบาทจำกัด และไม่เกี่ยวข้องกับบริษัทโดยตรง
- การขยายตลาดจาก SET ไปเป็น MAI เป็นการช่วยลดหย่อนกฎเกณฑ์ทำให้เข้าถึงได้ง่าย แต่นักลงทุนสถาบันก็จะไม่สนใจตลาดนี้
- ในฝั่งนักลงทุน กับ ตัวแทนลงทุน ควรจะแยกโดยดูว่ากำไรและขาดทุนมีการกระจายอย่างไร นักลงทุนเป็นคนที่รับความเสี่ยง ในขณะที่บริษัทที่แนะนำจะได้ค่าแนะนำ
- กองทุน มีการคิดค่าธรรมเนียมเป็น % ของ NAV โดยค่าธรรมเนียมจะขึ้นกับ Asset Class ด้วย สามารถเข้าไปเก็บข้อมูล Factsheet ได้ใน Website ขายกองทุนเลย
- ค่าธรรมเนียมมักจะคิดเป็น % ของกอง ไม่แน่ใจว่าเหมาะสมหรือไม่
- การคิดค่าธรรมเนียมยังมี front and back end ต้องดูความเหมาะสมด้วย
- การจำแนก Asset Class มีกฎระเบียบ กสท. กำหนดไว้อยู่แล้ว
- เงื่อนไขตรงนึ่งที่ส่งผลต่อต้นทุนเยอะ คือ ความเสี่ยงในเรื่องของอัตราแลกเปลี่ยน และกรณี unwind hedging คือ ตอนคนถอนทุนออกไปต้องปรับระบบ hedging ให้สะท้อนสัดส่วนใหม่
- ตัวกลางขายกองทุน เช่น fenomena ก็เป็นกลุ่มคนที่หาค่าปรึกษาเพิ่มเติมจากการวิเคราะห์กองทุนอีกที

ข3) สรุปสัมภาษณ์ ตัวแทนสมาคม SME ไทย

- SMEs จำนวนมากยังไม่เข้าใจว่าตลาดทุนตอบโจทย์อะไรได้
- ตอนนี้ กสท. กับสมาคมกำลังจะสร้างตลาด PP SME ซึ่งเป็นตลาดที่เล็กกว่า MAI มีกฎระเบียบที่หย่อนกว่าเพื่อให้กลุ่มธุรกิจระดับกลางเข้าถึงได้ กลุ่มที่จะเข้าตลาดได้ น่าจะเป็นกลุ่มกลาง (รายได้ 300-500 ล้านบาท มีอยู่ 4 หมื่นราย) และรายเล็กที่มีศักยภาพในการเติบโตได้ดี (ประมาณ 4 แสนราย)
- MAI&SET ยังไกลตัวเกินไป มาตรฐานบัญชี การเงิน ความคุ้มค่ายังไม่ดี ค่า FA ยังแพง
- หุ้นกู้ SMEs ออกหุ้นกู้เองไม่ได้

- ข้อเสนอ อยากรู้ว่ามีกองทุนพัฒนา SMEs ไทย แยกจากกระทรวงอุตสาหกรรม (พรบ. กองทุนพัฒนาวิสาหกิจ พ.ศ.) เพื่อเสริมสภาพคล่อง รักษาการจ้างงาน ดำเนินธุรกิจต่อเนื่อง (เป็นงานวิจัย TDR1)
 - ในเชิงเปรียบเทียบ SMEs A: ธนาคารพาณิชย์ SMEsB : ธนาคารรัฐ SMEs C: เงินกู้ยืมในระบบ (ต้องเปลี่ยนเป็นกองทุน) การแบ่ง Class สามารถใช้เกณฑ์ความสามารถในการชำระหนี้ของ ธปท. เป็นเกณฑ์พิจารณาหลายๆ ได้
 - ต้นทุนการประเมินความเสี่ยงของธุรกิจจะทำให้รายใหญ่ได้เปรียบเพราะมี economies of scale
 - ปัญหาที่สำคัญ กลไกการจัดการ NPL (ธนาคารขาดทอดตลาดราคาถูก แล้วคิดหนี้ส่วนต่างเป็นหนี้คงเหลือ) การพัฒนาที่ดี คือ ควรบริหารสินทรัพย์ให้ได้มูลค่าสูงและช่วยลูกหนี้มากกว่า
 - กองทุนนวัตกรรม เข้าไม่ถึงผู้ประกอบการ SMEs
- กองทุนนวัตกรรม TED Fund, BOI พบว่าธุรกิจขนาดใหญ่ได้เยอะ, สวทช. มีเงินร่วมลงทุนเทคโนโลยี NIA มีทุนเศรษฐกิจและสังคม แต่การจะเข้าถึงเงินยังมีข้อจำกัด คือ ให้น้อยไป
- การประเมินพิจารณาอย่างไม่มีส่วนร่วม ทำให้รายใหญ่จะได้เปรียบกว่า (เช่น ตัวแทน SME ควรจะอยู่ในอนุกรรมการ กรรมการ)

ข4) สรุปสัมภาษณ์ตัวแทนนายหน้าประกันภัย

- ตัวแทนประกันชีวิตในปัจจุบัน ทำหน้าที่ปรึกษาทางการลงทุนด้วย เช่น คนที่มีเงินเกินกว่าจะทำประกันชีวิตก็สามารถไปลงทุนในกองทุนเพิ่มเติมได้
- ปัจจุบัน การเป็นนายหน้าประกันภัย ต้องมีใบอนุญาต (แยกเป็นใบอนุญาตประกันชีวิต และประกันวินาศภัย)
- การขายกองทุนต้องมีใบอนุญาต กสท. หลายใบ
- ตอนนี้ กองทุนที่มาแรงคือ กองทุน unit link: คือ ลงทุนไม่ถนัดในเรื่องผลตอบแทน และสามารถลดทุนเพิ่มทุนในแต่ละปี แตกต่างจากประกันชีวิต ที่คงที่ ในภาพรวมบริษัทประกันต้องหา Product ที่เป็นเทรนด์อยู่แล้ว
- ต่างประเทศ อ้างอิงจากสมาคมที่ปรึกษาทางการเงินภาคพื้นเอเชียและสิงคโปร์ ผู้ขายประกันสามารถขายกองทุนได้ด้วย อยากรู้ให้กระบวนการสะดวกขึ้น
- ปัญหาหนึ่งคือ การอบรมเพื่อขอรับและต่อใบอนุญาต ทางคปภ. ให้สมาคมตัวแทนฯ สามารถดำเนินการได้เอง และมีระบบออนไลน์ อยากรู้ให้ กสท. ช่วยสนับสนุนด้วย (สมาคมมีตัวแทน 3 แสนคน)

- อีกประการหนึ่ง คือ อยากให้การให้คำปรึกษาในภาคปฏิบัติของตัวแทน สามารถนับเป็นชั่วโมงการอบรมได้ด้วย
- ค่าใช้จ่ายในการอบรม ถ้าเป็นตัวแทนประกันภัยอยู่ที่ 200 บาท บางที่ก็กำหนดที่ 1,000-1,700 บาทซึ่งถือว่ายอมรับได้ ส่วนกองทุนยังไม่ได้ยินเสียงร้องว่ามีราคาแพง

ข5) สรุปสัมภาษณ์บริษัทเรตติ้ง

- บริษัท Rating serves ตลาดทุนในแง่ของการจัดอันดับความเสี่ยงของบริษัท ทำให้ผู้ลงทุนสามารถเลือกลงทุนได้ตามความชอบเสี่ยงของแต่ละบุคคล ทำหน้าที่ให้ตลาดกำหนด pricing ให้อัตราดอกเบี้ยสอดคล้องกับความเสี่ยง
- กลต มีกฎระเบียบในเรื่อง Rating กรณีเดียว คือ กรณี Public Offering ที่กำหนดให้ต้องทำก่อนจะเสนอ PO แต่กรณี Private Placement ไม่ต้องมีการทำ Rating แต่เป็น requirement ของ Investor มากกว่า เช่น นักลงทุนสถาบัน (กองทุนก็จะมี internal guideline ว่าต้องลงความเสี่ยงขนาดไหน, บ. ประกัน คปภ. เป็นคนกำหนดให้ต้องมี Rating)
- การทำ Rating เกิดขึ้นกับหุ้นกู้อย่างเดียว ใช่ไหม? Yes
- ในปัจจุบันตลาดการแข่งขันของบริษัท Rating มีเจ้าใหญ่ๆ 2 เจ้าคือ Fitch และ Tris ต้องได้ใบอนุญาตจากกลต. ถือว่ามีความทัดเทียมในระดับเอเชีย ประเทศทั่วไปจะมี 2 ราย เช่น มาเลเซีย 2 สิงคโปร์ 0 อินโด 2 ฟิลิปปินส์ 1-2 ราย เหมาะสม
- ผู้จัดอันดับรายใหญ่ S&P, Moody เป็นตัวใหญ่แต่ไม่ใช้ในบ้านเรา เพราะต้นทุนสูง และการวิเคราะห์ต้องเทียบกับ Product ในต่างประเทศ และเพราะว่าเราไม่ใช่ global firms จะทำให้ Rating ของเรต่ำ ตลาดเราที่ใช้แค่ 2 เจ้าจึงเหมาะสมในแง่ของขนาดตลาดไม่ใหญ่
- การใช้บริษัทประเมินไทย ทำให้หุ้นกู้เอกชนอาจจะไม่ดึงดูดใจนักลงทุนต่างชาติ แต่เพราะว่าเงินออมไทยเราล้นเกินอยู่แล้ว เราอาจจะไม่ต้องไปดึงเงินจากต่างประเทศมากก็ได้ เงินต่างประเทศดึงเข้ามามาก็มีความเสี่ยงแบบต่อนวัตกรรม 40
- การจัดอันดับเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องในตลาดรอง ธุรกิจต้องมีค่าใช้จ่ายแรกเข้า และค่าใช้จ่ายในการประเมินเท่าไร? ค่าใช้จ่ายในการประเมิน เป็นมาตรฐาน initial rating cost แพงกว่า ค่าบริการในปีถัดๆไป (research vs monitor)

- ค่าใช้จ่ายในการจัดอันดับ คิดอย่างไร? บริษัทใหญ่และเล็กเก็บเท่ากันไหม? หรือเก็บเป็นสัดส่วนของขนาดสินทรัพย์ (fee structure ขึ้นกับขนาดของบริษัท? ขอไม่เปิดเผยข้อมูลเป็นตัวเลขแต่เก็บไม่เท่ากันระหว่างรายใหญ่และรายเล็ก มีการเก็บแบบขั้นบันไดอยู่

- จัดอันดับ มีความถี่ขนาดไหน? Rating เปลี่ยนโดยขึ้นกับฐานะการเงินก็จะเปลี่ยน rating เช่น ตามงบการเงิน แต่ถ้าไม่มีอะไรเปลี่ยนก็จะปีละครั้ง

- ค่าใช้จ่ายในการจัดอันดับเป็นแบบสากลไหม? เทียบกับ S&P และ Moody แล้ว ถูกกว่ามาก เพราะทีมวิเคราะห์ของแต่ละประเทศจะแพงกว่า overhead จะแพงกว่า และ requirement จะต่างกันตามกฎระเบียบของ international ค่าเดินทางก็สูงกว่า

- บริษัทในไทยทำไมถึงเลือกใช้หุ้นกู้เป็นแนวทางในการระดมทุน ทำไม SMEs ไม่นิยมออกหุ้นกู้

Rating อาจจะไม่ดี ต้นทุนก็จะแพง investment grade BBB- ขึ้นไปจะสูง BB ลงมาจะสูง

ปัญหาตลาด BE เกิดผิดชำระหนี้ของตราสารหนี้ ทำให้ตลาดเกิดปัญหาและนักลงทุนไม่ลงทุนต่อในตลาด BE

ต้องธุรกิจที่ดี ถึงจะยินดีเข้ามาใช้ช่องทางนี้

- กฎระเบียบในปัจจุบัน มีกฎระเบียบอะไรที่ส่งผลต่อประสิทธิภาพในการทำงานในฐานะเป็นผู้ออก Rating เช่น ต้องมีค่าใช้จ่ายที่ไม่จำเป็น ต้องมีกระบวนการที่ซ้ำซ้อน ใช้เวลานาน เกิดค่าเสียโอกาสทางเวลา?

กฎระเบียบของ กลต. มีความเป็นสากลอยู่แล้ว ใช้กันทั่วโลก (Professional Standard) และถ้าเทียบกับ S&P แล้วเราก็มีกฎระเบียบที่ทัดเทียมกัน

- ข้อเสนอเพื่อให้ตลาดทุนไทยสามารถไปได้ไกลมากขึ้น

สมาคม Rating Agency ของประเทศเอเชียด้วยกัน พบว่า ประเทศไทยมีตลาดตราสารหนี้ที่มีการพัฒนามากคู่ได้จาก Size (Total Market ที่ออกโดยรัฐและเอกชน) เราใหญ่สุดในอาเซียน แต่ถ้านับเฉพาะเอกชน เราเป็นรองแค่ประเทศมาเลเซีย แต่เราเป็นรองเพราะว่าเรามีขนาดกองทุนใหญ่กว่า เรามีแค่กองทุนของภาครัฐ (รัฐวิสาหกิจ ข้าราชการ กบข.) แต่ของมาเลเซียแล้ว เรามีเอกชนที่ต้องเข้า ทำให้ใหญ่กว่าเรามาก

แต่ถ้าพูดถึงความกว้างของตลาด ประเทศไทยเรา dynamic มาก คือ ลงทุนในหลาย rating เทียบกับมาเลเซียที่มักจะลงในพวก AA สูงๆ เป็นหลัก นักลงทุนของมาเลเซียต้องลงผ่านกองทุน ส่วนเราลงทุนได้เอง (คิดเป็น 30% ของทั้งหมด) เราเป็นประเทศเดียวที่ไม่มีกฎหมายห้ามไม่ให้ลงด้วยตนเอง

1. ข้อกังวลเรื่อง บุคคลทั่วไปอาจจะไม่ควรลงทุนในตราสารหนี้ด้วยตนเอง กองทุนจะสามารถ diversify ได้ดีกว่า

2. ตลาดรอง ควรจะพัฒนาให้มากกว่านี้ (คุยกับ Thai BMA ต่อว่ายังไง) ควรจะให้ liquid มากกว่านี้ (เทียบกับต่างประเทศ)

ข6) บทสัมภาษณ์ตัวแทนบริษัทที่ปรึกษาการลงทุน (บลป.)

- บลป ทำหน้าที่ให้คำปรึกษากับผู้ลงทุน (บุคคลธรรมดาและนิติบุคคล) ได้คำตอบแทนเป็นคำปรึกษา
- คำตอบแทนตามกฎระเบียบจะเก็บกับผู้ลงทุนเองไม่ได้ ต้องให้คำปรึกษาฟรี แต่จะได้คำปรึกษาจากส่วนแบ่งการขาย product จากกองทุน ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บกับผู้ลงทุนแล้ว
- คำตอบแทนของ บลป. ไม่มี regulation ไม่มี Standard แต่ crosscheck กันเอง ค่าส่วนนี้ hidden อยู่ใน cost ที่เรียกเก็บตอนขายกองทุน
- ในแง่ของการแข่งขัน ปัจจุบันมีสูงมากเพราะว่าตัวแทนขายประกันเข้ามาเป็นที่ปรึกษาการลงทุนมากขึ้นด้วย และสภาพตลาดที่สั่นไหวก่อน บลจ. มักจะให้ขายสินค้าเฉพาะตัวเอง ก็เริ่มเปิดให้ขายได้ทุกกองทุน
- บริษัทหลักทรัพย์ (บล) เป็น financial intermediary ทำหน้าที่ ตัวแทนซื้อขายหุ้น
- ขอบเขตของตัวกลาง...

บล – นายหน้า หุ้น ตราสารหนี้ หุ้นกู้ กองทุนรวม private fund (แต่จะขายเพิ่มต้องขอประเภทเพิ่มเติมกับ กต.)

บลน – นายหน้าซื้อขายหน่วยลงทุน (จำกัดได้เฉพาะ product หน่วยลงทุน)

บลป – ให้คำแนะนำอย่างเดียว

บลจ. – คนทำ product กองทุนรวมออกมา

บล/บลน/บลป ไม่มี product แต่นำเสนอ product ที่มีใน market

- กระบวนการขอใบอนุญาต บล (มีความยากพื้นฐาน) ถ้าทุนเยอะก็ต้องมีเงื่อนไขตามมา บุคลากร ทุน กฎเกณฑ์ไม่เปิดเผย ไม่มี manual ต้องเข้าไปศึกษา (เสียค่าที่ปรึกษาหลักแสน)

- ต้นทุนการขอใบอนุญาต (บลป หลักหมื่นบาท ทั้งแรกเข้าและรายปี) บล ต่างๆ อาจจะถึงหลักล้าน และอิงรายปีตามปริมาณธุรกรรม

- ขั้นตอนการขอใบอนุญาต pre submit (3-4 เดือน) เตรียมยื่นเอกสารและรอได้ผล (6-8 เดือน) รวมแล้ว 10-12 เดือน

- กฎระเบียบในปัจจุบัน มีกฎระเบียบอะไรที่ส่งผลต่อประสิทธิภาพในการทำงานในฐานะเป็นที่ปรึกษาการลงทุน เช่น ต้องมีค่าใช้จ่ายที่ไม่จำเป็น ต้องมีกระบวนการที่ซับซ้อน ใช้เวลานาน เกิดค่าเสียโอกาสทางเวลา

เกณฑ์ของ กสท. น้อยกว่าคนอื่นอยู่แล้ว เพราะเป็น บลป. ที่เยอะคือ บล. เช่น ต้นทุน PDPA

ปบง กฎหมายฟอกเงิน มีมิติต้นทุน เช่น ต้องตรวจสอบรายชื่อว่าเป็นกลุ่มฟอกเงินของ ปบง. หรือไม่ ระบบยังไม่ online เป็น pdf UN Sanction list นักการเมือง อาจจะใช้บริการข้อมูลอีกต่อหนึ่งเกิดเป็นต้นทุน

- จากประสบการณ์ของท่านขอเสนอเพื่อให้ตลาดทุนไทยสามารถพัฒนาไปได้ไกลมากขึ้น

1. Capital requirement ในการขอยื่นธุรกิจ (ทุนจดทะเบียน และการสำรองกองทุนต่างๆ) ถ้าวัดได้จะเปิดโอกาสให้ธุรกิจรายเล็ก รายกลางจะเข้ามาได้ง่ายขึ้น

2. Regulation ถ้ามี help desk จะช่วยลดต้นทุนในการจ้างที่ปรึกษา

3. บล บลจ (100 ล้าน) ต้องมี ทุนจดทะเบียน 1 ล้านบาท (บลป) และเกณฑ์ดำรงเงินกองทุน (ก็เท่าของค่าใช้จ่ายรายเดือน) แต่ถ้าใหญ่กว่านี้ ก็จะมีใหญ่กว่านี้ บลจ (จต 25 ดำรง 15 ล้าน) Digital market exchange ทุน 50 ล้าน อธิบายเพิ่มเติมคือ ทุนจดทะเบียน คือ เงินที่ลงรอบแรก แต่ห้ามต่ำกว่า ส่วนเกณฑ์ดำรงเงินกองทุนต้องมีทุนสำรอง

ข7) สัมภาษณ์ ตัวแทนบริษัทวินาศภัย

- ในฝั่งของการระดมทุน ธุรกิจประกันภัยเป็นธุรกิจที่มีสภาพคล่องสูงอยู่แล้ว มักจะไม่ใช้บริการทั้งในช่องทางธนาคารพาณิชย์ และหุ้นกู้ สำหรับการออก IPO เพื่อระดมทุน หรือการเพิ่มทุน ก็เกิดขึ้นมากในอดีต 10-15 ปีมาแล้วที่รายได้โตแบบ 2 หลัก แต่ตอนนี้โตแค่ 4-5% ก็จะไม่ต้องการระดมทุนมากนัก

- การตัดสินใจจดทะเบียน มีผลประโยชน์อื่นนอกจากการได้รับเงินทุน คือ ประโยชน์ในแง่ของความเชื่อมั่นของผู้บริโภค ทั้งนี้ กฎระเบียบของบริษัทประกันจะเข้มงวดแบบเป็นบริษัทมหาชนอยู่แล้ว ซึ่งใกล้เคียงกับกฎเกณฑ์ของ กสท. ทำให้สามารถเข้ามาเป็นบริษัทในตลาดได้ไม่ยาก แต่ธุรกิจต้องขนาดใหญ่ถึงจะคุ้มที่จะเข้ามา

- ค่าธรรมเนียมสำหรับ IPO และการรักษาสถานะการซื้อขายในตลาดรองไม่เยอะ และไม่มีผลกระทบต่อรายสำคัญ

- ในฝั่งของการสร้างผลตอบแทน

ปัจจุบันมีเงินสะสม 230,000 ล้านบาท สัดส่วนการลงทุนแบ่งเป็น

สัดส่วนที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ 60,000 ล้านบาท หรือ 19% ของทั้งหมด

พันธบัตรรัฐบาลและ SOE 23%

เงินฝากสถาบันการเงิน 30%

หน่วยลงทุน 7%

บริษัทจำกัด 13%

ทั้งนี้ บ. วิทยาศาสตร์จะมีสภาพคล่องที่ระยะสั้นมากกว่า บ. ประกันชีวิต ทำให้ต้องกระจายความเสี่ยงให้มี liquidity มากกว่า บ. ประกัน

- OIC อนุญาตให้ถือหุ้นได้ 30% แต่ลงจริงแค่ 19% เหลืออีก 11% หรือ 25,300 ล้านบาท

- กฎระเบียบที่จำกัดการลงทุนจะมาจากทางคปภ. ที่กำหนดเกณฑ์ Reserve (Cast available & Capital requirement) เช่น ถ้าลงทุนในตลาดทุน 100 จะต้องมีเงิน reserve ไว้ 16 (Risk Charge = 16%)

- ปัญหาคือ หุ้นในเมืองไทยมี product ที่ช่วย hedge ความเสี่ยงที่ต่ำ อยากให้มีเครื่องมือทางการเงินเป็นที่แพร่หลายมากขึ้น เช่น Options เพื่อให้ราคาอยู่ใน scope ที่ธุรกิจรับได้ และสามารถเข้ามาลงทุนได้มากขึ้น

- การลงทุนต่างประเทศมีเกณฑ์เพิ่มเติมคือ Currency charge ที่ต้องมีเงิน reserve มากขึ้นไปอีก ดังนั้นต้องเป็นธุรกิจใหญ่ๆ มีที่ปรึกษาที่ดีๆ ถึงจะจูงใจให้เงินออกไปลงทุนต่างประเทศได้

- ปัจจุบันไม่มีกฎหมาย สามารถลงทุนได้ในสินทรัพย์ทุกประเภท แต่มีเกณฑ์เรื่องการสำรอง Reserve ที่เป็นต้นทุนแฝงทำให้ผลตอบแทนรวมไม่คุ้ม และยังมีข้อจำกัดเรื่อง Liquidity ในการ Operate Business ทั่วไปด้วย

- กฎระเบียบในปัจจุบัน มีกฎระเบียบอะไรที่ส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพในการดำเนินธุรกิจของท่าน เช่น ต้องมีค่าใช้จ่ายที่ไม่จำเป็น ต้องมีกระบวนการที่ซับซ้อน ใช้เวลานาน เกิดค่าเสียโอกาสทางเวลา

มีกรณีความจำเป็นต้องระดมฉุกเฉิน กฎระเบียบทำให้การระดมทุนล่าช้า เช่น การเพิ่มทุน ต้องรอหนังสือเชิญประชุมล่วงหน้า 2 อาทิตย์ ทำให้ไม่สามารถแก้ไขในสถานการณ์วิกฤติ

- ข้อเสนอเพื่อให้ตลาดทุนไทยสามารถพัฒนาได้ดียิ่งขึ้น

1. ธุรกิจประกันภัย ILS insurance link security (CAT Bond) เป็น bond ที่ trigger ที่เกิดวิกฤติ เช่น น้ำท่วม แผ่นดินไหว เงิน Bond จะเอามาช่วยให้บริษัทประกันภัย ทำให้เราเก็บเบี้ยประกันภัยต่อได้มากขึ้น ทำให้ investor จะเป็นคนถือ ไม่เป็นไปกับสภาพเศรษฐกิจ

2. อยากให้รัฐบาลตั้ง funding สำหรับรับประกันภัยต่อ พวกร CAT เพราะธุรกิจในประเทศไม่พอ ทำให้ไม่สามารถรับความเสี่ยงได้

ข8) สรุปสัมภาษณ์ อ. คณะบัญชา จุฬา

ความเห็นเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์

- มูลค่าตลาด จำนวนหุ้นเพิ่มขึ้นมีนัยสำคัญ ใน 5-10 ปีที่ผ่านมา เมื่อเทียบกับอดีต
- การพัฒนาตลาด MAI ยิ่งช่วยให้รายเล็กเพิ่มได้มากขึ้น
- กังวลใจในเรื่องของการระดมเข้ามาได้ง่ายและหลากหลาย ซึ่งเป็นข้อดี แต่ก็ทำให้ธุรกิจที่ไม่มีความพร้อม ไม่มีความเข้าใจโลกของตลาดทุน เช่น ระดมทุนครั้งเดียวแล้วจบ ไม่ได้มองในเรื่องของการอยู่ในตลาดทุนอย่างต่อเนื่อง ต้องพัฒนาตลอดเวลา นักลงทุนคือคนที่เท่ากับเจ้าของบริษัท
- การแข่งขันของ Banker ในการเป็น FA มีความรุนแรง มีหลายเจ้าเพียงพอ แต่ Pricing ขึ้นกับฐานนักลงทุนด้วย ถ้าออกแล้วสำเร็จได้จะ Quote ราคาได้มาก ธุรกิจก็ยินดีจ่ายแพงในบางกรณี
- กองทุน ไม่ได้เป็น free market เพราะว่ามีนักลงทุนรายย่อยลงทุนในกองทุนรวมจากการได้ผลประโยชน์ทางภาษี ทำให้ไม่ได้สนใจมากในเรื่องของค่าธรรมเนียม (ผลประโยชน์ทางภาษีมักพอทำให้ไม่ต้องแคร์ค่าธรรมเนียม) กองต่างประเทศมีการคิดค่าธรรมเนียมซ้อน หลายทอด
เช่น กองทุนประเภทเดียวกัน RMF กับที่ไม่ใช่ RMF ถ้าไม่ใช่จะถูกกว่า RMF (หรือ SSF)
- ค่าธรรมเนียมการค้าขาย (Broker) ค่าธรรมเนียมลดลงเยอะมาก แข่งขันกันรุนแรง มีหลายเจ้าที่เน้นการแข่งขันด้านราคา แต่บริการด้าน information หายไป ทำให้เกิดความหลากหลาย เพราะมีคนขายแพงแต่มีบทวิเคราะห์ที่ด้วย หรือ เสนอขาย IPO เฉพาะลูกค้า
- ระยะเวลาในการดำเนินการ เราอยู่ใน international standard สั้นกว่านี้จะได้ประโยชน์ซักเท่าไร เพราะต้องมีเวลามาตรฐานในการทำกิจกรรมทั่วไปอยู่แล้ว
- ความซับซ้อน TFEX มีผลิตภัณฑ์พวก Option บน Future และมี underwriting ที่หลากหลาย มี commodity ทำให้นักลงทุนอาจจะต้องเลือกเฉพาะที่ตนเองชำนาญและสนใจ แต่สิ่งที่น่ากังวลใจ คือ pricing เพราะตลาดกว้าง liquidity น้อย ทำให้เกิดปัญหา และอาจจะเจอปัญหา Market Maker เข้ามาคุมตลาดเอาเปรียบผู้เล่นได้ (TFEX พวก single stock เห็นได้จาก bid-ask spread ค่อนข้างห่าง)
- การควบคุมปัญหา กลต. เขียนเสียให้วุ่นวายเยอะมาก เช่น การลงโทษคนนั้นคนนี้ ทำให้โอกาสเกิดปัญหาแบบต่างประเทศจะยากมาก แต่ก็มีช่องโหว่บางตัว เช่น ตลาด Block Trade มีลูกค้ามากกว่า TFEX เพราะมี pricing ที่ชัดเจนกว่า ปัญหา order ปลอม พุดกันยาก น่าจะเป็นปัญหานักลงทุนที่นิสัยไม่ดี ซึ่งแก้ได้ยาก อาจจะต้องใช้การเปิดเผยข้อมูลเข้ามาช่วย
- การคุ้มครองนักลงทุน: การคุ้มครองนักลงทุน จะต้องเข้าใจว่า ปัญหาอยู่ที่ใด การห้ามซื้อขาย Product อาจจะไม่ถูกต้อง แต่ต้องหาทางทำให้ตลาดมี liquidity มากขึ้น เพื่อไม่ให้ผลของ Block Trade มีผลมาก ใน

เชิงกฎหมายต้องหาหลักฐานให้แน่น บางทีจะต้องใช้เวลาในการประกาศ แม้ว่าจะอาจจะนานไปจากเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นมาก เช่น 2 ปี

- ตลาดทุนไทยยังไม่เข้าถึงผู้ออมเงิน เช่น AIMC ไปดูเงินไหลเข้ากองทุน ส่วนตลาดหุ้น ตลาดบอนด์ ยังไม่ได้ดูการออมเงิน ถ้าเทียบกับ GDP เรายังสู้ต่างประเทศไม่ได้ (Pension/GDP)
- ในแง่ของธุรกิจ ก็มีการให้ข้อมูลเยอะดีอยู่แล้ว ความยากลำบากส่วนหนึ่งอยู่กับ SMEs ที่เล็กกว่าระดับ MAI เข้าถึงยาก (การเปิดตลาดใหม่ PP SME มีความเสี่ยงเกิดกับนักลงทุน ต้องระวัง)
- สร้างตลาดให้ Professional (Institutional & HNW) เข้าไปลงทุน มากกว่าเปิดให้ PO

ความเห็นเกี่ยวกับตลาดหุ้นกู้

- สถิติเติบโตเยอะมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่ง Non-rated เกิดจาก search for yield กลด. มีกฎเกณฑ์คุ้มครองประเภทผู้ลงทุนช่วยคุ้มครองให้คนที่รับเสี่ยงได้ ถึงจะซื้อได้
- ค่าธรรมเนียม Rating Agency แทบจะไม่มีการแข่งขัน มีแนวโน้มจะ overcharge และเป็นที่มาทำให้ไม่ rate
- ค่าธรรมเนียมซื้อขาย Bond (ตลาด Dealer ที่ broker ของ Thai BMA quote ราคา) ซึ่งอยู่ในระดับที่โอเค เพราะคนซื้อเป็นกองทุนรวม (อาจจะต้องไปคุยกับกองทุนเพิ่มเติม)
- ความซับซ้อนเพิ่มขึ้น เช่น หุ้นกุนิรันดร์ หุ้น Option embedded bond, converted bond และเป็นฝั่งผู้ลงทุนจะต้องระวังมากขึ้น หุ้นกุนิรันดร์ บางตัวเป็น redeemable bond คือ เจ้าของสามารถซื้อคืนได้ แต่การให้ความรู้แก่นักลงทุนก็เป็นสิ่งที่จำเป็น
- เสนอ Checklist sell sheet ตั้งคำถามสั้นๆ ว่านักลงทุนเข้าใจจริงๆรึเปล่า และให้คำตอบเพื่อให้นักลงทุนเข้าใจจริงๆ
- การเข้าถึงผู้ออมไม่ดี: เพราะว่าคนที่เข้าตลาดแรกได้ ต้องเป็น HNW เป็นหลัก หรือต้องมี Broker ที่เปิดสำหรับนักลงทุนรายย่อย ของที่เหลือค่อยลงมาขายที่ธนาคารให้กับนักลงทุนทั่วไป
- การเข้าถึงสำหรับธุรกิจขนาดกลางและเล็ก: หุ้นกู้สำหรับบริษัท SMEs จะไม่น่าสนใจสำหรับนักลงทุน เพราะว่าเงินต้นมีความเสี่ยงที่จะหาย
- ตลาดรองสำหรับหุ้นกู้พัฒนายาก เพราะฉะนั้นนักลงทุนมีทัศนคติอยากจะถือจน Maturity เพราะอยากได้ดอกเบี้ยตั้งแต่แรก วางแผนสภาพคล่องเอาไว้แล้วถึงจะลงทุน มีแค่ Dealer ที่ซื้อขายกันบ้างผ่าน Thai BMA ซึ่งซื้อขายกันโดยกองทุนรวมเป็นหลัก

- สำหรับนักลงทุนอาจจะไม่คุ้มที่จะสร้างตลาดรองไปรองรับ

- ข้อเสนอ

1. Market force เป็นตัวถ่วงดุลอำนาจ ควรจะสร้างองค์กรที่เป็นตัวแทนของนักลงทุน องค์กรที่เป็นตัวแทนของธุรกิจ หรือ เป็นกลุ่ม community ทำหน้าที่กดดันเวลาอีกฝ่ายทำผิดพลาด เช่น ถ้าธุรกิจทำอะไรผิด ก็อยากให้กดดันให้แก้ไขปัญหา ไม่ใช่แค่ขายหุ้นทิ้ง แต่ปัญหาไม่ได้ถูกแก้ไข ต่างประเทศมีเรื่องของ proxy voting ที่ควรจะไปศึกษาดู การมีตัวแทนในการถามคำถาม โหวตค้ำในการประชุมผู้ถือหุ้น

2. Education เป็นสิ่งสำคัญ ณ ตอนนี้ balance ความซับซ้อนของ product สูงและต้องการนักลงทุนที่มีความรู้มาก หรือ พัฒนาให้นักลงทุนไปลงทุนในมืออาชีพให้มากขึ้น แนวทางหนึ่งคือ การหาคนที่เข้าไปให้ความรู้ผ่าน community ที่หลากหลาย

ข9) สรุปสัมภาษณ์ตัวแทนกองทุนส่งเสริมการพัฒนาตลาดทุน

- กองทุนส่งเสริมการพัฒนาตลาดทุน เปิด 2019 ได้ 4-5 เดือน

- ในการแข่งขัน ตลาดทุนต้องการ liquidity หมายถึง ตลาดแรกและตลาดรองของทั้ง bond และ stock

- การวัด liquidity มองแค่ turnover อาจจะพอ แต่ไม่ reflect ตลาดที่ efficient

- liquidity อาจจะดูจาก bid-offer ที่แคบ แต่นิยามนี้อาจจะไม่เหมาะสม

- ตลาดทุนเจอปัญหาวิกฤติการเงิน ทำให้เน้นเรื่อง Transparency มากขึ้น

- ธนาคารเคยเป็นเจ้าของมือถือหุ้นกู้เยอะ กลายเป็นเน้นเป็น broker ต่อรองราคาให้กับลูกค้า

- ปัญหา Market Maker (Manipulator) ทำให้หุ้น Delta ทำให้ SET Index เปลี่ยนได้เยอะ การคุมก็ยังสามารถ เรียกว่าปัญหา Free float ต่ำ ตัวนี้จะส่งปัญหากับ Passive Fund Index ที่สะท้อน Index (คณะผู้วิจัยเสนอให้มี Index ละเอียดยิ่งขึ้น)

- เทียบกับประเทศอะไร? ประเทศไทยมี retail investors (30%) เยอะ แต่ institutional investors น้อย มาเลเซียใช้ระบบอังกฤษ คนเชื่อใน regulator & legal infrastructure ทำให้คนลงทุนผ่านตัวกลาง พวก institutional investors เยอะ ซึ่งทำให้มาเลเซียมีปัญหาไม่ลงทุนเล็กที่ low liquidity

- ตลาดหุ้นกู้ภาคเอกชน retail investors เราก็ลงทุนเยอะ (อยากให้เป็นนักลงทุนสถาบันเยอะ)

- ปัญหาพวก TFEX, Block Trade ทุก tool เป็นเครื่องมือที่ดี แต่อยู่ที่คนใช้ และระบบการจัดการภายใน ปัญหาที่เกิดกับกองทุนเกาหลี เป็นเพราะว่าความโลภ เป็นปัญหา risk management มากกว่าปัญหาที่ตัว product

- Prime broker เป็นธุรกิจที่รับแต่งงานบริษัทและรับ outsource ทุกอย่าง ยกเว้น manage fund ที่อยู่ fund manager ซึ่ง Prime Broker หากำไรจาก Leverage ในตราสารทุกประเภท
- ประเทศไทยมี Prime broker ในลักษณะนี้ แต่ถ้าอยากมีเงินเยอะ ต้องให้มี speculator เข้ามาด้วย ซึ่งก็คือพวกจับเสือมือเปล่า
- ในตลาดหุ้นกู้ สัดส่วนต่างชาติ น้อยกว่าตลาดหุ้นเยอะ เพราะดอกเบี้ยไม่จูงใจ และ regulator มีทัศนคติที่ปิด BOT สั่งให้ export proceed ให้ convert เป็น baht ทำให้คนไม่เคยเก็บเงินเมืองนอก ค่าเงินบาทถึงแข็ง
- สำหรับตลาดหุ้น ให้ดู global allocation index เรามีสัดส่วนแต่ไม่โดดเด่น เพราะ ตลาดไทยถูก brand ว่า เป็น Safe and Old industry ไม่มีพวก Tech industry
- Portfolio choice สำหรับการลงทุนของต่างชาติ จะแบ่งเงินดังนี้ Products (Stock/Bond) -> Location -> Country
- เราอยู่ในกลุ่ม emerging (Brazil Russia Turkey Poland มีปัญหา เงินจะกระจายมายังไทยเยอะแบบในสมัยก่อน)
- Vision ของภาครัฐจะเป็นตัวกำหนดว่าทิศทางในอนาคตจะเป็นอย่างไร เช่น Aim ของเราไม่ได้อยากจะเป็น Financial Center แปลว่าเราต้องเปิดทุกอย่าง ไม่ควบคุม เช่น ให้สามารถออก Baht Bond ได้ แต่ต้องขอกระทรวงการคลัง ซึ่งไม่ได้เปิดให้ทุกปี และกลไกพวก Swap ค่าเงินก็ต้องเปิดให้เกิดขึ้น
- Regulator ไทยยังเน้นที่ Stability เป็นหลัก คือ ควบคุมได้ และค่อยๆ เปิด เช่น BIS เคยออกกฎ Tier 1&Tier 2 เพื่อ Coco bond ธปท. ก็เลือก choice ที่ยากที่สุดเพื่อป้องกันนักลงทุนไทย เช่น ถ้าบริษัทขาดทุน จะไม่สามารถจ่ายดอกเบี้ยให้พวก Perpetual Bond (แต่ต่างประเทศจะดูแลถ้ามีกำไรสะสมจะจ่ายได้) ต่างชาติจึงไม่อยากจะถือ Coco bond ของไทยเพราะว่าได้สิทธิน้อยกว่า ซึ่ง BOT ได้ปรับกฎระเบียบโดยตรงนี้แล้ว เพื่อให้ต้นทุนทางการเงินเท่าๆกัน
- ปีที่แล้วมีปัญหา Fund ปิดตัวลง (Fund run) เช่น TMB เรามี instrument อะไรในการช่วยเหลือบ้าง? เราเป็นประเทศแรกที่เปิดให้มี fund of fund business ก่อนประเทศอื่นใน Southeast Asia ซึ่ง จริงๆ ต่างประเทศมีเครื่องมือในการช่วยเหลืออยู่แล้ว แต่เราไม่เคยอ่านใน fund ที่ fund เราไปลงทุน
- กฎระเบียบต้องไม่คิดในมุมมองของไทยอย่างเดียว แต่ต้องไปดูเรื่องความสามารถในการแข่งขันระดับทุนด้วย เช่น มุมพวกภาษี
- นักลงทุนถ้าฉลาด จะทำให้เกิดต้นทุนเท่ากัน แต่ราคาที่แตกต่างกันเป็นเพราะว่านักลงทุนไม่ฉลาดพอ (3-4% premium) เช่น หุ้นกู้ 3-4% ของ baht thai แต่ของต่างประเทศจะได้ดอกเบี้ยสูงกว่าใน rating country ที่เท่ากัน และถ้า swap กลับมาน่าจะเสียไปซัก 1-2% ก็ยังได้กำไรมากกว่า

- ปัญหานี้ อาจเกิดจาก คนไม่ฉลาด คนไม่รู้ ไม่เสียเวลาศึกษา หรือ home bias หรือขายของเมืองไทยได้รับกำไรดีอยู่แล้ว ส่วนภาครัฐก็ถ้าทำ ดอกเบี้ยไทยอาจจะสูงขึ้น กลายเป็นต้นทุนภาครัฐกิจและภาครัฐอีก
- ต่างประเทศไม่ลงทุนใน corporate bond ไทยเลย
- ต่างชาติไม่ลงทุนในหุ้น SMEs ไทย (ดู NVDR ใน MAI) ปัญหาข้อหนึ่งคือ passive และลงที่เยอะ ทำให้ลงทุนตัวเล็กไม่ได้
- นักลงทุนต่างชาติ ที่ลงทุนในตลาดหุ้นก็ สนใจแต่ภาครัฐ หากำไรจากดอกเบี้ย ไม่ใช่ Trade ความเสี่ยงที่ต่างกัน เขาเน้นที่ดอกเบี้ยเป็นหลัก (credit risk free)
- นักลงทุนต่างชาติ เล่นหุ้นมีทั้ง passive และ active ตัว passive ก็แยกตาม SET
- fee เป็น market driven ถ้ามีการแข่งขันก็จะลดลง การซื้อขายหุ้น ต้นทุนวิ่งลงไปศูนย์ได้เยอะ สำหรับกองทุน ปัญหาอยู่ที่ fee สูงมาจาก ease of doing
- ทำไมกองทุนไทยถึงพัฒนาแตกต่างจากกองทุนอื่นอย่างชัดเจน: กองทุนรวมจะเห็นชื่อบริษัทใหญ่ๆ เช่น Aberdeen Blackrock เรามีแต่ชื่อที่ผูกติดกับธนาคาร ไม่มี global name มาขายในเมืองไทย หรือเข้ามาขายในเมืองไทยและแจ้ง การมีอำนาจผูกขาดทำให้เราได้เปรียบค่า fee แต่ตอนหลังเราก็ลดค่าธรรมเนียมลงมาเยอะแล้ว กองทุนไทยโตจากวิกฤติ 97 ไม่ได้โตมาแบบต่างประเทศที่ค่อยๆ โตขึ้นมา เช่นเดียวกันกับ ตลาดบาทบอนด์ไทยถึงขึ้นมาเยอะ และทำไมผู้เล่นต้นๆ ถึงหายไป และกลายเป็นปัจจุบัน ทำไมกฎระเบียบถึงเป็นแบบไทยๆ ไม่เป็น international
- ไทยควรจะมีเพิ่มให้ได้ เช่น พวก leverage เรามี capability ที่จะทำได้หรือไม่?
- compliance cost ทุกปี เพราะว่าเราเพิ่มกฎระเบียบเพื่อป้องกันปัญหา threat ต่างๆ การพัฒนาเทคโนโลยี
- หน้าที่ของกองทุน อยากให้มีครบ 3 ขา คือ fundamental, technical และ quantitative ขาที่ 1 ดู cashflow ขาที่ 2 ดู chart ขาที่ 3 ใช้เครื่องมือวิเคราะห์เก่ามาพยากรณ์อนาคต รวมไปถึงพวก AI
- ขาที่ 3 ยังมีในไทยไม่เยอะ และฝรั่งเข้ามาใช้ AI เข้ามาจัดการทำ Arbitrage อันที่ 1 ต้นทุนแพงต้องทำ forecasting model ดู potential growth ให้ได้ด้วย อันที่ 3 ต้องลงทุนในความรู้เครื่องมือเยอะ
- ต้นทุน financial cost ของไทยเทียบกับ Asia ให้ไปถามต่อที่ Phatra

ข10) สรุปสัมภาษณ์ อดีตผู้บริหาร กลต. และผู้บริหารธนาคารแห่งประเทศไทย

ความเห็นเกี่ยวกับตลาดพันธบัตรและหุ้นกู้

- ชีงที่ใหญ่คือ พันธบัตรรัฐบาล แต่ถ้าเป็นเอกชนจะไม่ใหญ่

- ตลาดนี้เป็นตลาดของ Institution มากกว่า Individual และเป็นตลาดที่เข้าใจยากกว่า Stock
- เราจะหากำไรจากตลาดนี้ ต้องพิจารณา ดอกเบี้ยตลาดเงิน ณ ขณะนั้น (Trading)
- ดอกเบี้ยเปลี่ยนเป็นจุดทศนิยม ทำให้ต้องมี volume เยอะมาก
- Corporate เริ่มเอามาใช้ประโยชน์ได้มาก ถ้า Asset เป็น long-term ได้มาก ต้อง match maturity ดีๆ เช่น ธุรกิจในอสังหา หรือ SCG (ลงทุนแล้วจะได้ cash มายาว เลยต้องทำเรื่อง maturity matching ระหว่าง รายจ่ายลงทุนกับรายได้)
- interest rate margin กว้าง (regulation + credit risk ทำให้ spread กว้าง จึงเป็นโอกาสให้ corporate bond เกิดขึ้น) และ credit risk pass through ไปที่คนลงทุนได้
- loan origination + loan enforcement (ปัญหามากเพราะว่าใช้เวลานาน) ทำให้เกิด premium สูง
- Credit rating ดี จะได้ประโยชน์ (ดอกเบี้ยของ SCG 2.63 ส่วนพวกษา 1. กว่า)
- ตลาดหุ้นกู้ขยายดีเพราะว่าดอกเบี้ยเงินฝากต่ำ
- credit premium + credit information (มีปัญหาข้อมูล) ณ ปัจจุบันก็ยังต้องหาบริษัท credit rating
- มุมมองต่อนโยบาย จะมี 2 มุมมอง คือ Market-based (ใครอยากได้สูงก็เสี่ยงไป) และ Merit-based (คุ้มครองนักลงทุนหน่อยๆ)
- ในช่วงหลังมีผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ เช่น Credit Default tool เข้ามาช่วยทำให้นักลงทุนสามารถซื้อผลิตภัณฑ์พวกนี้เพื่อป้องกันความเสี่ยงได้
- Govt bond หรือ State-organization bond จะใหญ่ และ information มีมากตามองค์กรในระดับโลก volume เยอะซื้อขายได้ดี
- Supply: continuous supply เป็นสิ่งที่ตลาดต้องการ แต่คลังเน้นออกที่จำเป็นและหลากหลายตาม need เลย mismatch กัน ตัวเงินคลัง 58 วัน คนไม่ชอบ (เพราะไม่ uniform หรือ roll over บ่อยจนไม่มีความลึก size เล็ก)
- ธปท. เคยมีข้อเสนอให้ออกแบบ Uniform แล้วรัฐก็ทำหน้าที่เป็น Treasurer ให้กับ SOE ไปกู่ไปจะดีกว่า
- ฝั่ง Demand: เน้นพวก Tax ทำหน้าที่เป็น friction ทำให้ตลาด secondary market ฝืด เช่น transaction tax ต้องคำนวณผลได้ยาก จึงอยากให้ rationalize ให้ภาษีมัน smooth ซึ่งหน่วยงานรัฐก็คลี่คลายในระดับหนึ่ง

- บ. เรตติ้ง สมัยก่อนมีตัวเดียว แต่ปัจจุบันเพิ่มมาเป็น 2 หน่วยงานแล้ว แต่ market mechanism ไม่ work เจ้าใหญ่พวก Moody กับ S&P ไม่ค่อยสนใจ ในเชิง Business Liability ยังไม่มี volume พอทำให้เพียงพอที่จะกำไรให้มีเจ้าที่ 3 ดังนั้น ณ ปัจจุบัน 2 แห่ง ได้ดีแล้ว
- ปล่อยกัและ sell-off คือ ธ. พาณิชย์ปล่อยกั CP ไปลงทุนต่างประเทศ แล้วปีหน้าค่อยขายให้ออกหุ้นกู้
- Merit-based มั่นขาด learning ต้องใช้ Market-based มากๆ
- Financial market มั่นมี product ที่เป็น secondary + tertiary products ทำให้มันน่าสนใจมากขึ้นเรื่อยๆ เช่น REIT (debt+equity), property fund, perpetual bond (เอาเงินไปแล้วไม่ได้เงินต้นคืน แต่ได้ดอกเบีย) แต่คนออกดีเพราะว่าในบัญชีเป็น equity แต่จ่ายดอกเบียสูง
- ตอนนี้มี crypto, ICO เริ่มเข้ามาเยอะแล้ว
- กลต. BOT SET ของไทยทำงานได้ดีในระดับสากล ไม่มีนอกมีใน มีได้คนที่เก่ง เข้าใจงานมาทำงาน อาจจะ over regulate ไปบ้าง แต่ในระยะยาวเป็นสิ่งที่พัฒนาขึ้นมาดีมากๆ

ความเห็นเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์

- เห็นพัฒนาการของตลาดหลักทรัพย์ในระยะยาว
- ในอาเซียน เด่นด้วย indicator ต่างๆ (ข้อมูลตลาดหลักทรัพย์) เช่น liquidity (turnover), IPO (volume), Complex ของ investor (composition – foreign (hold 30%), domestic institution, individual, portfolio (บล)) good balanced ของทุกกลุ่ม institution เรามีเยอะ เช่น กบข)
- เราอยากได้ product ที่อยู่ในความสนใจของ investor เช่น พวกกิจการ tech, new economy เรามีสัดส่วนน้อยมาก เมื่อเทียบกับต่างประเทศ เช่น indonesia (Start up to listed companies)
- อยากได้ product พวก REIT มี variety เยอะขึ้น (เรามีแค่ศูนย์การค้า แต่สิงคโปร์มี warehouse, office, infra etc. malaysia มี product พวก Islam finance)
- ESG: ไทยโดดเด่น เรามีบริษัทเด่นๆในพวกนี้ DJSI (12 บริษัท)
- REIT ของโลก เรายัง account แค่ 1.7-1.8% ของ MSCI ทำให้ global fund เราอยู่ใน rank 59 ใน 100 ของ Financial hub ()
- ในเชิงนโยบาย เราทำงานได้ดีมาก เรา liberalize เยอะ เช่น มี product ของเราที่ link กับ product ต่างประเทศ เช่น DR (Deposit receipt) Derivative warrant ลงทุนใน product ไทย แต่กำไรต่างประเทศ

FIF ลงทุนใน fund ที่ลงทุนในต่างประเทศได้ และ ลงทุนโดยตรงในต่างประเทศได้

ธุรกิจคนไทยลงทุนในต่างประเทศแล้วมา listed ในไทย ก็ลงทุนได้

- เหตุผลทางธุรกิจ ที่ คนไทยลงทุนน้อยมาก ทำให้กองทุนต่างชาติไม่อยากจะขายในไทย เราเลยไปจอยผ่านกองทุนไทยแทน
- Quality ของ FA สำคัญ เป็นตัวกำหนดค่า fee (1%) แต่ถ้าดู fund ต่างประเทศจะเก็บสูงกว่าเยอะ แต่เทียบตรงๆไม่ได้เพราะว่าคุณภาพการวิเคราะห์เป็นปัจจัยสำคัญ
- Advisory Fee เราเก็บถูก เพราะที่บ้านเราไม่ชิน
- กลไกการ FIF จะแก้ได้ด้วยการแข่งขัน ถ้าหลาย product ไปลงทุนที่เดียวกัน (แข่งขันกันผ่านการลดต้นทุน)
- สมัยก่อนมี floor ในเรื่องของค่า fee แต่ตอนหลังเปิดแล้วเจอรมีลดลง ทำให้หลายๆที่อาจจะไม่รอด ถ้าทำแค่ brokerage อย่างเดียว (อาจารย์มองว่ามีตลาดเฉพาะของแต่ละอัน อันหนึ่งคือ เน้นค่า fee แล้วไปสร้างรายได้ทางอื่น อีกทางคือ ยังเสนอบทวิเคราะห์แต่เก็บหน่อย) แต่ท้ายที่สุดเห็นว่าค่า fee ลดลงมาเยอะมากๆ
- การกำหนด floor ก็อาจจะถูกแก้ด้วยการ rebate คืนในรูปแบบอื่นๆ และมุมมองของ กลต. ไม่อยาก intervene บาง house ก็พยายามสู้ที่จะออก advise ก็พออยู่ได้
- CMDP: จะสร้างบทวิเคราะห์พื้นฐานสำหรับหลักทรัพย์ และ service to all (ระบุปัญหาจากฝั่ง demand)
- การเปรียบเทียบ Index: จะพบว่าดัชนีมันขึ้นกับ real economy ถ้ามันดี index ก็จะได้ (เทียบกับ GDP ใน 20-30 ปีดู)
- ต้องเทียบกับ PE ดูก็จะพอเห็นว่าเรา OK
- Delta เจอปัญหา price ต่อ market cap. (free float น้อย ทำให้ปั่น set ได้ง่าย) กระทบกับ passive fund ต้องแก้ไขปัญหานี้
- ปัญหา Arithmetic Effect ที่ทำให้ดัชนีไทยมีปัญหา
- Complexity: พวก TFEX มองว่า ok แล้ว กฎหมาย TFEX จะไม่มีคำว่า “แห่งประเทศไทย” เป็นแค่ศูนย์การซื้อขาย คือ อาจจะมีหลายๆ exchange ก็ได้ ทำให้เกิดการแข่งขัน (จริงๆ พวกสินค้าเกษตรก็มี) ในแง่กฎหมาย TFEX ใช้กฎหมายมหาชน จึงมีกฎระเบียบที่ต่างกัน
- TFEX ที่เป็นที่นิยม คือ US-Baht มี liquidity Single stock future และ Rubber นิดหน่อย อ้างอิงกับ ญี่ปุ่น และ SET index

TFEX มีการศึกษาว่ากระทบกับตลาดหลักไหม ซึ่งไม่พบว่ามีปัญหากระทบกับเสถียรภาพตลาดหลักทรัพย์ไม่
มาก เน้นดูที่ volume of trade and price swing พบว่า 90% ของ TFEX block trade ไม่ได้กระทบ
main market (กระทบแค่ 9%)

- Block trade:

Block Trade มีการศึกษาพบว่ามี simple abusive และสามารถแก้ได้ด้วยการปรับ good governance เช่น
broker จริงๆ ควรห้ามติดต่อกัน และพบว่ามีกรอการค้ากัน (pop trade กับ การ trade ของลูกค้า)

- กรอบการมองทิศทางในอนาคต ต้องมองแยกเป็น Demand, Supply, Infra, Rule and regulation,
Policy, and Real Economy

Infra: Digital infra. (DIF project) พัฒนา Digital platform ให้ stakeholder plug-in

Supply: หา New economy product (Digital/ IT/ Life Science/ Circular/ ESG) ต้องมองเป็น value
chain คือ ตลาดหลักทรัพย์เป็นปลายแล้ว ตอนออกตลาด ต้องพัฒนาตรง upstream ด้วย เช่น ไปสร้าง
ความรู้ว่ามีช่องทางการระดมทุนแบบนี้ เช่น พวก VC สามารถใช้ในการ test product + scale up ได้

Demand: financial lit. ต่างกันเยอะ ทั้งในกลุ่มคนในงานนี้ด้วย เช่น advisory service/ analyst และกลุ่ม
นักลงทุน เช่น นักลงทุนฉลาด ก็จะมี demand ความฉลาดของผู้แนะนำไปด้วย เช่น ไป intervention ที่ มหา
ลัย ที่นักลงทุน

เรามี CFA ในไทยไม่เยอะ

Financial lit. ในบริบทของไทย ไม่ใช่แค่ yield seeking แต่ต้องมองในเรื่องการวางแผนการเงิน

เรามี pool พวก provident fund เยอะ แต่ผู้บริหารกองทุนยังมีคุณภาพไม่ดี (ขาดกลไกการพัฒนา)

Digital product ก็โจทย์ทางด้าน balance ว่าจะเปิดแค่ไหน ปิดแค่ไหน (market vs. merit)

การเชื่อมกับต่างประเทศ (foreign investor concerns ในเรื่องอะไร เช่น foreign limits ก็มีกลไก NVDR มา
ช่วย free float ของไทยมีต่างประเทศช้อนอยู่ 30% อยากจะหา VI มาลงทุนในหุ้นไทย มากกว่า passive
investor เช่น ETF)

ขาออก เราก้าวหน้าไปพอสมควร ธปท. เปิดเสรีมากขึ้น Individual ออกไปลงทุนได้ DR/DW เอา product
ต่างประเทศเข้ามาในประเทศได้

Strategic market เราอยากจะเชื่อมกับจีน: เราจะเชื่อมกับจีนได้หรือไม่? หรือกับ ASEAN ทำมากขึ้น มี
ข้อตกลง Singapore-Malaysia-Thailand อาจจะทำให้เกิด free flow มากขึ้น

Regulation; กต. ออกกฎเยอะ และเป็นการเพิ่มต้นทุนและเป็น friction ในตลาด

ปัญหาคือ มี concern มากในตลาดทำให้มีกฎระเบียบมากขึ้น อาจจะต้องทำ guillotine กฎหมาย simplify + ลดลง แต่ถ้าดูเทียบกับปัญหาความน่ากังวลใจต่างๆ อาจจะต้องมีกฎระเบียบบางอย่างมากขึ้น คิดรวมๆ อาจจะต้องเพิ่มกฎระเบียบด้วยก็เป็นได้

Policy: Capital market ต้องอิงกับ Real economy ถึงจะยืนอย่างมั่นคง ต้องพัฒนาทั้ง value chain ถึงจะไปไต่ยาว ต้องแก้ปมเรื่อง Tax

- เสนอให้ผู้วิจัยไปสัมภาษณ์ต่อ

1. ดร. ศรพล (ดร. แแดง) น่าจะให้ข้อมูล SET ได้ดี

2. CFO คุณธรรมศักดิ์ น่าจะให้ข้อมูลด้านการเงินได้ลึก

ข11) สรุปสัมภาษณ์ ผู้แทนจากบริษัทขนาดใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์

มุมมองต่อตลาดหุ้นกู้

1. ช่วงเตรียมหา

- FA: ที่ปรึกษากฎหมาย: มีตัวเลือกเยอะ การแข่งขันสูง

- Rating agency: มีแค่ 2 เจ้า อาจจะน้อยกว่าเมืองนอกที่มี 3 เจ้า

- ความยากอยู่ที่ตัวบริษัท องค์กรใหญ่ทำให้ข้อมูลซับซ้อน ไม่ใช่ปัญหาที่กฎระเบียบ (เตรียมตัว 2 เดือน)

2. ช่วงเสนอขาย

- ทำ Due diligent, filing ไม่เป็นอุปสรรค เป็นมาตรฐานเลยไม่ยาก ถ้าออกครั้งแรกจะยาก

- ขาย 1 เดือนจบ

3. รายงานผลการขายและยื่นจดทะเบียนกัน Thai BMA

- 1-2 วันสำหรับสถาบัน 5 วันถ้าเป็นรายย่อย ซึ่งกลต. ให้เยอะกว่านั้น

4. ต้นทุน

- ต้นทุนในตลาดหุ้นกู้ของไทย competitive กว่า ธนาคาร

- บริษัทสามารถออกทีละเป็นหมื่นล้านบาท จึงได้ scale และบริษัทน่าเชื่อถือ ราคาจึงไม่แพง

- ต้นทุนมี fixed cost ทำให้ต้นทุนเฉลี่ยต่ำ

- ออกขายแล้วหมด ขึ้นกับความน่าเชื่อถือของบริษัท
- ต่างประเทศ จะทำ roadshow สั้นกว่า จะเร็วกว่าไทย ของไทยเราต้อง roadshow investor ให้บริษัทไปพิจารณา ก่อน 1 เดือน
- Covid ทำให้กระบวนการทำบน online ได้ และเร็วขึ้น
- หุ้นกู้ของบริษัท ไม่ค่อยเปลี่ยนมือ: liquidity ตลาดรองยังไม่พบว่าเป็นผลต่อการขาย แต่ถ้ามีจะช่วยให้สามารถรู้ได้ว่าตลาด value หุ้นกู้ปตท. ที่ไหน
- Complex product เป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุน และบริษัท พวก perpetual bond เป็น option เพิ่มเพราะธุรกิจอาจจะมีข้อจำกัดไม่สามารถออก product ปกติ ตอนที่ yield curve ต่ำก็ทำให้ user สามารถเข้ามาเสี่ยงได้ ปตท. ยังไม่มีความจำเป็นที่จะออก perpetual bond แต่เคยออกหุ้นกู้ที่มีสิทธิขายคืน หุ้นกู้ 100 ปี แต่คนไม่ค่อยใช้ส่วนเพิ่ม มักจะถ้อยยาว

ข้อเสนอแนะ

1. การพัฒนานำเอา technology Blockchain เข้ามาใช้ จะตัดตัวกลางออกไปได้ และลดต้นทุน
2. อยากให้ลดการใช้กระดาษเวลาติดต่อกับ กสท.
3. อยากให้มี product พวก sustainability bond ตัว sustainability linked bond ยังมีข้อจำกัดแค่ standalone filing คือยื่นแบบใหม่ที่ละอัน อยากให้มี MPN program คือ ทำภาพใหญ่ไว้แล้วค่อยเอาข้อมูลมาเพิ่ม
4. อยากให้เพิ่มสภาพคล่องในตลาดรองของหุ้นกู้

มุมมองต่อตลาดหุ้น

- Process ในการทำเหมือนกับออกหุ้นกู้
- ส่วนที่ต่างคือ บริษัทหลักทรัพย์เข้ามาขาย
- ต้นทุนจะสูงกว่า เพราะมีความยาก เนื่องจากความเสี่ยงที่สูงกว่า เพราะนักลงทุนมีความเสี่ยงที่สูงกว่า
- บริษัทที่เพิ่มทุนครั้งแรกจะไม่มีฐานข้อมูล จะมีต้นทุนสูงโดยเฉพาะอย่างยิ่ง ค่าปรึกษากฎหมาย
- หุ้นกู้จะมี pattern ต่างจากตราสารทุน ในแง่ของกฎหมาย
- ต่างประเทศต้นทุนการออก IPO จะสูงกว่าไทย

- TFEX/ Blocktrade ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์ แต่มีผลกับการซื้อขายถ้ามี activity ใหญ่ๆ จะส่งผลกระทบต่อราคาในระยะสั้น ตลาดทุนไทยคุ้นชินกับ product พวกนี้พอสมควรแล้ว
- Objective ในการทำในแต่ละกิจกรรมต่างกันบ้าง เช่น ถ้าต้องการเงินต่างประเทศ และต้องการเงินจากนักลงทุนต่างประเทศ ต้นทุนก็จะเยอะมากกว่าปกติ
- portfolio ยังเน้นที่ product พวก เงินฝาก corporate bond, govt. bond โดยดูที่ระยะเวลา ผลตอบแทนและความเสี่ยง แต่ไม่ได้ลงในตราสารที่ซับซ้อน และไม่ได้ลงที่ตลาดทุนเลย
- การกำกับดูแล ยังอยู่ในระดับที่ปดท. จัดการได้
- ข้อเสนอแนะ

1. อยากให้ กสท. ลดระยะเวลาในการพิจารณาแบบ filing ให้สั้นลง (ปัจจุบันอยู่ที่ 30+14 วัน สำหรับหุ้นกู้)
2. อยากให้ภาครัฐ (กรมสรรพากร) ต่างประเทศจะให้สิทธิพิเศษ เช่น green bond หรือ product ที่เป็นประโยชน์กับส่วนรวม อยากให้ลดทั้งภาษีของนักลงทุน และค่าธรรมเนียมของผู้ออกตราสาร เพราะการออก green bond จะมีต้นทุนเพิ่มคือ certified body ที่จะมาให้คำแนะนำว่ามีประโยชน์ต่อสังคมจริงๆ
3. green bond บางตัวไม่สามารถเอาดอกเบี้ยจ่ายมาเป็นค่าใช้จ่ายของบริษัท จึงเสียประโยชน์ทางภาษี จึงควรจะต้องปรับนิยามให้สามารถนำมาใช้ได้
4. Formosa เป็นกรณีศึกษาที่ออกตราสารไปก่อนและค่อย filing (ลองดู product พวกนี้)

ข12) สรุปสัมภาษณ์ ผู้ทรงคุณวุฒิที่มีประสบการณ์เกี่ยวกับตลาดทุน

- การพัฒนาตลาด (market) ขึ้นกับผู้ใช้งานเป็นตัวผลักดัน ด้านหนึ่งคือผู้ถือเงิน ที่จะต้องตีความตีให้ตัวกลางค้นหาของที่ดี ของที่ไม่ดีก็จะขายไม่ได้
- ผู้ถือเงินในกลุ่มประชาชนทั่วไป ยังมี financial literacy ต่ำ คุ้นชินและเชื่อถือกับธนาคารมาก กลุ่มหนึ่งที่น่าสนใจ คือ การดึงคนที่ต้องลงทุนทุกเดือนและเก็บไปตลอดยาวๆ 20-30 ปีข้างหน้า
- กองทุนมีขนาด 5.2 ล้านๆ ซึ่งในนั้น 30-40% เป็น equity ส่วนที่เหลือ 60-70% เป็น fixed income (10% จะวิ่งไปมาระหว่าง 2 ส่วนนี้)
- กองทุนตราสารหนี้ในไทย เป็นไปตามพฤติกรรม คือ เอามาแทรกแทนเงินออมที่ดอกเบี้ยต่ำ จึงเน้นระยะสั้น liquidity สูง แทนการออมทรัพย์
- term-fund ที่ไปลงทุนในต่างประเทศ ซึ่งก็จะเข้ามาแทนเงินออมระยะกลาง เช่น 2-3 ปี

- ส่วนมากของกองทุนพวกนี้ จึงไม่ได้เป็นแบบ tradable
- การซื้อขายจะเป็นกลไกสำคัญทำให้ตลาดตราสารหนี้สามารถสะท้อนความเสี่ยงได้ละเอียดมากขึ้น
- กองทุนสำรองเลี้ยงชีพก็มีปัญหา เพราะไปเน้นลงที่ตราสารหนี้ ลงทุนตราสารทุนน้อยมาก 10-20% ในต่างประเทศ (สหรัฐอเมริกา) คณะกรรมการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพจะเลือก employee choice ให้ลูกจ้างเลือกว่าจะลงทุนอย่างไร อีกช่องทางหนึ่ง คือ ต้องเพิ่มการออมภาคบังคับ แล้วนำมาลงทุนที่หลากหลาย
- กบข. มีคณะกรรมการลงทุนที่เข้มแข็งกว่า และ diversify สินทรัพย์ได้ดีมากกว่า และมีการลงทุนในต่างประเทศด้วย (กฎหมาย limit ลงทุนใน equity ที่ 30-35%)
- บ.ประกัน ถูก capital charge (risk charge) เวลาลงทุนหุ้น จึงต้องถึง bond เยอะ
- อีกด้านที่สำคัญ คือ ผู้ระดมทุน บริษัทเรายังโตมากที่ SOE, Concession และ Energy และหุ้นที่สนใจจริงๆ มีแค่ 70 ตัวเท่านั้น ที่ trade กัน 90% ของมูลค่าทั้งหมด บริษัทโดยมากเป็นบริษัทโลกเก่า ทำให้ไม่น่าสนใจ (กลต. ต้องเพิ่มคุณภาพสินค้ามากขึ้น)
- นักลงทุนสถาบัน มีปัญหาเพราะว่าหุ้นที่ดีมีจำกัด และหุ้นก๊วที่มีจำกัด จึงไม่มีทางเลือกที่ดีพอให้เกิดการแข่งขัน
- เราไม่มี private equity ที่ไปสนับสนุนธุรกิจ Start-up ตั้งแต่ต้น เช่น Softbank, Lombard
- ไทยเริ่มสร้าง volatility สูง เพื่อให้เกิด speculative investment เข้ามา ซึ่งบางส่วนก็ดึงนักลงทุนบางส่วนเข้ามาได้ แต่ก็ทำให้นักลงทุนที่ risk averse กลับกลัว และต่างประเทศที่มี technology มากกว่า ยิ่งเข้ามาใช้ algorithm trading มาทำกำไร
- กองทุนรวมถูก dominate ด้วยธนาคาร และขายผ่านสาขาธนาคาร ซึ่งยังต้องการคนให้คำปรึกษาการลงทุนอีกเยอะ
- MSCI: foreign inclusion factor เป็นปัจจัยสำคัญ ข้อกำหนดว่าต่างชาติเข้าถือครองได้เท่าไร? ถ้าเพิ่มเกณฑ์ตัวนี้ก็จะสามารถทำให้นักลงทุนต่างชาติมาลงทุนได้ NVDR เป็นเครื่องมือที่เข้ามาทดแทน ทำให้นักลงทุนต่างชาติเข้ามาซื้อได้และไม่นับว่าเกินเกณฑ์ แต่กลุ่มนี้มีปัญหากับเงินลงทุนที่เป็นกองทุนต่างชาติบางส่วนที่กำหนดว่าต้องลงในหุ้นที่มี voting right
- ค่าธรรมเนียมที่กองทุนรวมเก็บ อยู่ในระดับปานกลางเมื่อเทียบกับต่างประเทศ แต่สิ่งสำคัญคือ ต้องย้อนไปคิดว่าด้วยต้นทุนที่จ่ายไปแล้ว นักลงทุนได้ผลตอบแทนที่ดีพอหรือไม่? ค่า fee คือ advise
- นักแนะนำการลงทุนที่ดี ควรจะต้องให้คำแนะนำที่ tailor-made ให้แก่แต่ละบุคคลได้ ตอนนี้มีเยอะมากขึ้น ทั้งกลุ่มนักลงทุนที่มีฐานะ และกลุ่มคนที่ใช้ robotech เข้ามาช่วย

- ดัชนีตราสารหนี้ของไทยในปัจจุบันต่ำมากแล้ว
- ดัชนีตราสารทุนยังเป็นอุปสรรคสำหรับรายเล็ก
- Regulator มีหน้าที่ให้ข้อมูล และสั่งให้มีกลไกการเพิ่มข้อมูลและการตรวจสอบ แต่ท้ายที่สุด นักลงทุนจะมีหน้าที่ในการจัดการข้อมูลดังกล่าวให้ได้ดีที่สุด ดังนั้น กลต. ต้องมีช่องทางในการให้ feedback จาก demand ของฝั่งนักลงทุนเมื่อต้องการข้อมูล
- ต่างประเทศ สำหรับ High-yield fund จะไม่ลงทุนโดยตรง แต่ลงผ่านกองทุน และมีการกระจาย portfolio ดี แต่ของไทยเอาเงินตัวเองไปลง ไม่มีกองทุนไปลง และคนลงก็ไม่กระจาย portfolio
- คумสทอร์น เพราะเป็นแหล่งลงทุนที่เยอะ ให้ผลตอบแทนสูง และไม่ยอมรับความเสี่ยง (รัฐบาลอุ้ม) หลายคนเป็นเงินออมเพื่อเกษียณ
- Capital gain tax ของนักลงทุนโดยตรง Tax neutral เราไม่เก็บค่าธรรมเนียมเวลาลงทุนไปลงในหุ้นแล้วได้กำไร เราควรสร้าง tax incentive ที่จะดึงคนเข้าตลาดทุน เช่น LTF/RMF เป็นเหมือน first mover ให้คนมาลงทุนต่อเพราะว่าได้กำไรดีกว่าในระยะยาว (ลงทุน 10 ปี)
- ตลาดทุนสะท้อนเศรษฐกิจของประเทศ หุ้นที่อยู่ในตลาดเป็นตัว GDP มากน้อยแค่ไหน? และ weight ใน sector ก็มีส่วนสำคัญในการกำหนด SET index
- ท้ายที่สุด คนต้องใช้สิทธิตัวเอง คนต้อง voice concern ถึงจะเปลี่ยนพฤติกรรมของทั้ง supply chain ได้
- กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ได้รับการยกเว้นภาษีเยอะ ทั้งตอนจ่าย กองทุนก็ไม่ต้องเสียภาษี ตอนขายก็ไม่ต้องเสียภาษี

ข13) สัมภาษณ์ผู้แทนจากตัวกลางทางการเงิน

- ก่อนเกิดวิกฤติปี 97 เราไม่มีตลาดบอนด์เลย และตลาดหุ้นทำได้ดีมาก
- Equity raising ในช่วงหลังๆ ทำได้ดีแต่ยังไม่เท่ากับในอดีต
- ตลาดพันธบัตรเพิ่งเติบโตในช่วงหลังปี 97 และพัฒนามาทีหลัง
- Financial disintermediary คือ ลูกค้านำเงินออกมาออกหุ้นกู้มากขึ้นและแย่งส่วนแบ่งตลาดการปล่อยของธนาคาร
- ตลาดหุ้นไทยมี market cap. to GDP ดีมากๆ และ trading volume เมืองไทยชนะขาด

- ตลาดตราสารหนี้มักจะ go to maturity เป็นปัญหา เพราะเป็น cost of liquidity สูง หนี้จะมีปัญหา liquidity ในหุ้นตัวเล็ก

- นักลงทุนมีหลายประเภท market maker, derivative, short-long selling:

1. ต้องการ Investors based ที่หลากหลาย: bot&govt. bond มีผู้เล่นหลากหลาย

2. สินค้าจริงๆ มันไม่ homogeneous (หลากหลาย) ทำให้ liquidity จะเกิดขึ้นกับเฉพาะบางจุด แต่บางตัวมันอาจจะผิดธรรมชาติ คือ ควรจะใช้ bank loan แทน แต่มาออกหุ้นกู้ ก็เลยมีปัญหา

3. Market maker คือ provide liquidity เข้าไปในตลาด ใน exchange market จะเห็น bid-offer แต่ OTC จะไม่มี transparency มันจะไม่มี order booked เลยทำให้ราคาไม่รู้ Market maker คือคนที่ซื้อขายก่อนไม่ต้องการไปรอคนที่ซื้อขายจริงๆ เป็นตัวกลางแบบพ่อค้า

- ถ้าสินค้ามีหลากหลาย exchange market จะเกิดขึ้นได้ยาก แต่ถ้ามีตัวกลางก็จะมีคนที่เข้ามา provide liquidity

- Corporate bond: มีนักลงทุนน้อยมาก และต้องไปดูว่ามีข้อจำกัดอะไรไหมที่ทำให้ให้นักลงทุนไม่ function

สินค้าพวก high-yield bond fund ทำให้สินค้ามีความน่าสนใจ การนำ product พวกนี้เข้ามาทำให้ตลาดใหญ่ น่าสนใจ และเกิดกระบวนการเรียนรู้ ทำให้นักลงทุนมีทางเลือกด้วย ตัวนี้จะไม่ใช้ให้คนไปลงทุนเอง แต่ให้บลจ. ไม่สร้าง product แล้วไปขายให้นักลงทุนเพื่อ diversification benefits

Derivative บน exchange rate บน interest rate มีกองทุนดูอยู่แล้ว

ETF ในหลายๆ asset เป็นแนวโน้มที่ควรจะทำให้มากขึ้น (passive + low cost of management)

Ark invest เป็น active fund ที่ไปลงใน passive fund! หรือ กองทุนพวก robotic/AI/high tech fund

ผู้แนะนำก็สำคัญ บางคนได้ค่าธรรมเนียมจากการขาย เลยเน้นขายที่ได้กำไรเยอะ ต้องพัฒนาให้ความรู้ให้นักลงทุน

- Government bond: มีนักลงทุนกลางๆ แต่พวก transaction มันต่ำอยู่แล้วจึงไม่น่ากังวลใจ

- ตลาดหุ้นมีนักลงทุนหลากหลายแล้ว แต่สินค้าเรายังมีปัญหา ไม่มีสินค้าที่ดีพอ ต้องการของที่น่าสนใจมากขาย

ตลาดไทย ความน่าสนใจเริ่มแย่งลงเรื่อยๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อเทียบกับจีน ถ้าจะอยู่รอด ASEAN ต้องร่วมตัวกันเป็นตลาดหุ้น ASEAN เพื่อให้มี ASEAN fund

- ต้นทุน:

1. ตลาดพันธบัตร ต้นทุนมี 2-3 เรื่อง คือ regulatory cost (filing, disclosure ข้อมูล) ซึ่งควรจะมีเพื่อให้สินค้ามีคุณภาพ (ของรัฐไม่เป็นประเด็นด้านต้นทุนอยู่แล้ว size ใหญ่ ประสิทธิภาพนาน) ถ้าอยากลดต้นทุนข้อมูล ก็ต้องขายแบบ PP เน้นที่นักลงทุน หรือกองทุนที่มีข้อมูล แต่มีบางต้นทุนที่อาจแพง (ECM/DCM) คือ ค่าตัวแทน ค่า FA ค่า Rating ค่า filing cost

- คนบ่นในอดีตว่าผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ จะต้องเอาเงินไปวาง ถ้าออกของเยอะต้องวางเงินค่อนข้างเยอะ ณ ปัจจุบัน technology มาเยอะแล้วควรจะมีต้นทุน filing cost ถูกมากๆ เพื่อให้วางผลิตภัณฑ์เยอะๆ และถี่ๆ

2. ตลาดหลักทรัพย์: ต้นทุนของการออก IPOs และต้นทุนอื่นๆ บล. ควรถูกควบคุมในระดับหนึ่ง (สมาคมตลาดหลักทรัพย์ช่วยกันพิจารณา) และ รวมตัวกันกำหนดต้นทุนทุกอย่างจนถึง marketing ต้นทุนถูกลงได้เพราะการแข่งขัน คือ การมาของ internet trading, high-frequency trading ซึ่งเข้ามาเพิ่ม liquidity และเข้ามา arbitrage ตลาด future กับตลาด spot ให้สอดคล้องกัน รวมทั้งตลาด derivative warrant ด้วย

- ต้นทุน Direct market access ปัจจุบันเริ่มลดลงและทำให้ปัญหาต้นทุนมีน้อยลง มี volume การซื้อขายมากขึ้น

- ต้นทุนที่นักลงทุนต่างประเทศจ่าย คือ execution cost (คำสั่งตามคำสั่งหรือทำให้ดีกว่า) research service (ข้อมูล คำแนะนำ) corporate access (นักลงทุนต่างประเทศสามารถเข้ามาคุยกับ CEO ได้)

- ตอนนี้ ต่างชาติลดการลงทุน และยังคงไม่สนใจพวก execution cost เพราะมีโปรแกรมทำได้แล้ว และ แนวโน้ม active fund แปะ passive fund ทำให้ไม่สนใจข้อมูลอะไรเลย ก็จะไม่เหลือแค้ไบผ่านทาง เลย demand cost ลดลงเรื่อยๆ (license เป็นแค่ market barrier แล้ว)

- ไม่ควรจะไปเพิ่มภาษี transaction cost/ capital gain tax จะส่งผลกับ liquidity, size

- Integrity: ราคาถูก manipulate ได้มากน้อยแค่ไหน

1. ตลาดพันธบัตรมีปัญหาบ้าง เช่น มีนักลงทุนที่ต้องการได้เงิน 4% เลยไปสร้าง product ที่เก็บเงินแพงกับบริษัทแต่หักหัวคิวแพงๆ (เกิดในตลาด high yield bond ที่ธุรกิจอาจจะเสียเปรียบ) หรือ เอาสินค้ามาล้อมแมวขาย ปัญหาพวกนี้เป็น information asymmetry คือ แค้มีการเปิดเผยข้อมูลไม่พอก็จะ protect ได้

2. ตลาดหลักทรัพย์: ประเด็นปันหุ้น ใช้ข้อมูลภายใน มีปัญหาอยู่เรื่อยๆ และเริ่มมีปัญหา free float ที่ทำให้สามารถ manipulate ราคาหุ้นได้ง่าย และทำให้ passive fund ต้องไปลงตามน้ำหนักเลยเกิดเป็นกลไกการดันราคาเพื่อให้ได้กำไรตอนกองทุน passive เข้ามาซื้อ

- ไม่ควรจะให้ทำ naked short เพราะจะเกิด fail commitment เพราะไม่มีหุ้นพอ

- คุณภาพของการกำกับดูแล: ตลาดหลักทรัพย์มาตรฐาน กลต. ดีอยู่แล้ว เช่น ในเรื่องของ disclosure ควรให้สะท้อนสถานการณ์ที่แท้จริง เช่น เปิดเผยข้อมูลไม่ครบ ข้อมูลผิด

สิ่งที่ควรจะไปดูคือ corporate market เพราะข้อมูลมีปัญหา asymmetry เยอะ อาจจะต้องเพิ่มการกำกับดูแลตรงนี้ให้มากขึ้น เช่น บล ไปลงใน PP มีความเหมาะสมขนาดไหน

SOE: ใส่หมวกดูแลผลประโยชน์ของ Shareholder แต่ก็ใส่หมวกตอบสนองต่อนโยบายรัฐ การที่ AOT ออกไปยกประโยชน์ให้กับคู่สัญญาทำให้นักลงทุนเสียประโยชน์ Board ตอบสนองได้ดีไหมในการ protect shareholder protection เช่นเดียวกัน fund manager ได้ปกป้องนักลงทุนได้ขนาดไหน นักลงทุนต้องสามารถ trust ตัวแทนของตนเองได้ ถึงจะลงทุน

- ให้ไปสัมภาษณ์ต่อโต๊ะ ECM/DCM: พี่กบอนุวัฒน์ KKP (ดูเรื่องต้นทุนการออกพันธบัตร กระบวนการออกพันธบัตร)

ข14) สรุปสัมภาษณ์ ตัวแทน บลจ. และ ตัวแทน AIMC

1. ตลาดตราสารหนี้

- ขนาดของตลาดเมื่อเทียบกับโลกแล้ว ตลาดยังเล็ก และจริงๆ ควรจะใหญ่กว่าตลาดหลักทรัพย์ 1-2 เท่า
- ตลาดของเราแบ่งเป็น 2 layers คือ investment grade กับ non-investment grade ตัวแรกเป็นตลาดของนักลงทุนสถาบัน ตัวหลังกลายเป็นตลาดของนักลงทุนรายย่อย (แต่เป็นกลุ่ม HNW) ตัวหลังจะมีปัญหาหากเพราะนักลงทุนไม่ค่อยมีข้อมูลและไม่มีการลงทุนรายใหญ่ที่เข้ามาจ้เอาข้อมูล และยังทำให้ขาดสภาพคล่อง
- สภาพตลาด high yield bond มักจะเล็ก ทำให้สถาบันที่ต้องการลงทุนมากลงทุนไม่ได้ และกฎระเบียบที่ห้ามซื้อแบบก้อน ทำให้นักลงทุนสถาบันไปลงไม่ได้เลย
- กองทุนบางทีก็มีมุมมองว่าห้าม default ซึ่งเป็นมุมมองที่ผิด ต้องสร้างทัศนคติว่ากองทุนตราสารหนี้มีความเสี่ยงต่ำ แต่ให้มีตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงได้ และให้นักลงทุนเลือก
- ตราสาร investment grade มี classification ว่ามีความเสี่ยงระดับ 4 จึงเทียบกองทุนที่เสี่ยงระดับ 4 เท่ากัน แต่จริงๆ เนื้อในความเสี่ยงต่างกัน และทำให้เวลาเลือกผลตอบแทนก็จะผิดพลาด
- Bank dominate idea คือ ธุรกิจเสี่ยงไม่ปล่อยกู้ ก็ไปหาตลาดทุนไม่ได้จริงๆ ควรจะแยกกันให้เป็น alternative funding ได้
- High yield ในประเทศไทยไม่เป็นที่น่าสนใจ มีเงินทุนไทยไปลงทุนที่ต่างประเทศใน high-yield bond แทน จึงเป็นปัญหา
- ปัญหา unwind exchange rate risk coverage เวลาคนไถ่ถอนกองทุนที่ลงในต่างประเทศเร็วๆ จะเกิดต้นทุนส่วนเพิ่มเยอะ

2. ตลาดตราสารทุน

- Bid-ask spread ถ้าห่างเกินไปจะมีปัญหา ทำให้เกิดการหมุนรอบ frequency trading เข้ามากินกำไร
- ตลาดหุ้นไทยจะมีแรงกดดันจากภาวะเศรษฐกิจ ฝรั่งไม่สนใจไทยเท่าไร
- เราขาด product ที่น่าสนใจ
- เราเป็น emerging ที่ขาด growth เราโดน China กดในอนาคตเพราะว่าเขาโตเร็วและกินน้ำหนักมากขึ้นเรื่อยๆ
- ต้องการพัฒนา Benchmarking สำหรับ sustainability หรือ หุ้นที่มี ESG เพื่อให้เอาไปใช้ในการสร้าง passive fund
- ผลผลิตของตลาดทุน จะเป็นสินค้าหรือ หุ้นที่เป็น old economy แต่ต่างประเทศจะเอาพวกสินค้า digital มากขึ้น สินค้าที่มีการประยุกต์ใช้ technology มากขึ้น พัฒนา ESG มากขึ้น
- หุ้น ESG เรายัง underperform มากสุดใน ASEAN อาจจะต้องไปดูว่าทำไมไม่มีต่างชาติให้ valuation
- Reit ของไทยไม่เหมือนกับสิงคโปร์ คือมีสินทรัพย์มากขึ้นเรื่อยๆ แต่ของไทยมันกลายเป็น monetization แค่ว่าบาง sector ไม่ได้เป็น active Reit จริงๆ จึงเหมือนกับเอาเงินในอนาคตมาก่อน มีแต่ downside
- กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานก็คล้ายกันกับ Reit คือ เอา discounted future money เป็นแค่การแปลงร่างของ asset ลูกค้ายังเดิมนๆ ไม่ใช่สามารถต่อราคาอะไรได้
- ต้องเพิ่มนักลงทุนให้มากขึ้น ทำไมคนมาใช้ capital market แค่ 3 ล้านคน กองทุนรวมควรจะมีขนาด 100% หรือมากกว่าของ GDP และควรจะมีคนทำงานในระบบเข้าเกือบทุกคน
- สัดส่วนกลุ่มนักลงทุนสถาบันกับรายย่อยที่เหมาะสมคืออะไร? สถาบันเยอะก็จะเป็นความรู้ รายย่อยก็ต้องมี เพราะว่าเป็นสภาพคล่อง และการเก็งกำไร
- การปกป้องนักลงทุนรายย่อยในบางตลาดมากไป ทำให้ไม่เกิดกระบวนการเรียนรู้
- ต้นทุนที่แพงมาก คือ การขยายฐานเข้าไปหาลูกค้าใหม่ๆ มาจากกฎระเบียบ เช่น ปปง. Know-your-customer ทำให้ cost per head แพงมาก ถ้าเอา NDID เป็นที่ตั้ง ต้นทุนการเข้าถึงประมาณ 200 บาทต่อคน และคน 10 คนจะลงทุนจริง 1-2 คน จึงไม่คุ้ม
- กองทุนรวมเป็นอุตสาหกรรมในครวัเร็วคือ ขยายมาจากธนาคารที่สร้างธุรกิจขึ้นมา เอาฐานลูกค้ามาจากธนาคารตัวเอง การสร้างลูกค้าข้ามฝ่ายจึงกีดกันกันไม่ได้และแพง

- ต้นทุนของผู้จัดการกองทุนมีปัญหาพอสมควร เราไล่คนออกไม่ได้ เช่น ผู้บริหาร PVD fund ทำให้ต้องจ้างคนไว้ต่อเนื่อง ควรจะมี centralized infrastructure ที่ตอบโจทย์ให้สามารถจัดการได้ง่ายขึ้นเวลาเพิ่มหรือลด PVD fund
- Trading fee มีการแข่งขันพอสมควรแล้ว มีการจัดการให้ unit ต่างๆ ที่ค่อนข้าง fair แต่มีปัญหาตรง researcher/analyst ลดลง ทำให้ไม่สามารถไปลงทุนในหุ้นเล็กๆ ที่มีข้อมูลน้อยได้ยาก
- กฎระเบียบที่เป็นอุปสรรค คือ นักลงทุนได้รับความคุ้มครองมากเมื่อลงทุนในกองทุน ทำให้ compliance cost ของกลต. เยอะมาก รายงานที่ต้องรายงานให้ กลต. มีถึง 400 ฉบับ ถ้าเอากองทุนต่างประเทศมาขายก็ต้องเอามาจดทะเบียน (ทาง AIMC กำไร initiate การพัฒนากับ กลต. แล้ว)
- นักลงทุนสถาบันไทยมีแนวโน้มจะลดการลงทุน ตามขนาดของกองทุน ทำอย่างไรถึงจะพัฒนากองทุนให้ serve นักลงทุนได้อย่างเหมาะสม ในขณะเดียวกัน ตลาดหุ้นไทยมีน้ำหนักในการลงทุนน้อยลงเมื่อมองการ diversify ในระดับ global
- ESG จะช่วยแก้ไขปัญหา SOE ที่สวมหมวกหลายใบได้ เพราะจะมีข้อกำหนดพวก number of independent directors
- การเพิ่มนักลงทุน: คนรวยมีคณาห้อมล้อมรองรับอยู่แล้ว แต่คนที่ยังไม่รวยยังมี gap อีกเยอะ อาจจะต้องพัฒนาหากกลุ่มร่วมเพื่อพัฒนาร่วมกัน (เช่น กลุ่มนักลงทุน Game shop)
- แยก protect ให้ออก ระหว่าง investment risk ที่ กลต. ไม่ควรแตะ กับ ปัญหาโกงที่ต้องแกะ
- ปัญหาการลงทุนในตลาดหุ้นเป็นปัญหาที่ใหญ่ เป็นวาระระดับชาติที่ต้องวางแผนรองรับคนอายุยืน คนจะอายุ 100 ปี ทำอย่างไรเราจะมีตลาดหุ้นที่รองรับตรงนี้ได้ เช่น ต้องเพิ่ม contribution to PVD
- การพัฒนาการรู้ด้านการลงทุน unlearn/relearn เพื่ออนาคตสำหรับคนที่อายุมากขึ้น
- Capital Market ไม่ควรจะเป็นตลาดคนรวย แต่เป็นตลาดเตรียมความพร้อมเกษียณอายุ

ข15) สรุปสัมภาษณ์ นักวิชาการจากสถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

- ปัจจัยที่เป็นอุปสรรคที่ต้องทำให้ได้มากกว่าแค่ กลต.
1. นักการเมือง/รัฐประหาร
 2. Old economy
 3. ปัญหาการกระจุกตัวของธุรกิจบาง sector ทำให้ต่างชาติไม่สามารถ diversify portfolio ได้อย่างเต็มที่

4. Market cap. เราใหญ่ทางเทคนิค คือ เอาบริษัทลูกมาเข้าตลาด ทำให้เกิดมูลค่าตลาดที่เพื่อ

5. สังคมสูงวัย ทำให้เราขาด demand ขาด แรงงาน

- ความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทยในปัจจุบันยังสามารถแข่งขันได้ เพราะว่าเรามีธุรกิจที่ยังพอมีศักยภาพในการสร้างรายได้ แต่ในอนาคตเรายังขาดธุรกิจในอนาคต เราต้องการบริษัทที่ไม่ใช่ cash cow เราต้องการธุรกิจที่เข้ามาแล้วยังคงมี growth คือ ระดมทุนเพื่อการสร้างรายได้ในอนาคต ซึ่งก็คือ ตัวที่มี tech มาจับด้วย เช่น agritech, foodtech, etc.

- กระแส sustainable มีความนิยม เราสามารถที่จะเอาบริษัทเข้าไปจับกับมาตรฐานเหล่านี้ ทำให้มีโอกาสเติบโตได้เป็นอีกช่องทางหนึ่ง (ผูกกับการเอาธุรกิจไทยไปอยู่ในดัชนีระดับโลก เพื่อให้ได้สัดส่วนการลงทุนจากต่างประเทศ)

- ปัญหาโครงสร้างของประเทศไทย เราต้องการอุตสาหกรรม New S-curve ซึ่งถ้าเข้ามาในตลาดทุนก็จะทำให้ตลาดเราเติบโตสูงในอนาคต

- ต่างชาติเริ่มสนใจประเทศไทยน้อยลง แม้ว่าเราได้พยายามดึงเม็ดเงินจากต่างชาติแล้ว

- ธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์ ถ้าสามารถ M&A บริษัทในต่างประเทศได้ จะช่วยขยายตลาดได้ดี เพราะอุปสงค์ภายในจำกัด

- ตลาดหลักทรัพย์ควรจะพัฒนาการเข้าถึงธุรกิจขนาดกลางและเล็กที่เก่งและมีศักยภาพ ซึ่งแปลว่าต้องมีการพิจารณาการกำกับดูแลอย่างเหมาะสม ให้ข้อมูลที่เหมาะสม แต่ต้นทุนในการเข้าตลาดไม่เยอะ

- literacy ของนักลงทุนยังมีช่องว่าง

- การทำ dual listing กับต่างประเทศ ทำให้เรามีโอกาสได้รับการลงทุนจากต่างประเทศเพิ่มขึ้น

- ต้นทุนค่า commisison ไม่น่าจะมีปัญหาเพราะว่ามีการแข่งขันสูง และมีการค้าขายผ่าน internet ถ้าจะดูเรื่องต้นทุนอาจจะต้องไปดูความเหลื่อมล้ำ คือ คนรวยจ่ายถูกกว่าทั้งที่ใช้ technology น่าจะไม่ต่างกันมาก แต่ต้นทุนจะแพงกว่า

- ต้นทุนทางอ้อมของการเข้าตลาดที่สูง คือ การปรับระบบธุรกิจให้มีมาตรฐาน เช่น ระบบบัญชี การดูแลแรงงาน ฯลฯ ซึ่งจะเป็นปัญหาในการดึง SMEs เข้ามาในตลาด

- ปัญหาตลาดไม่ liquid โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ตลาด MAI -> อาจจะต้องไปเน้นที่ 1. ธุรกิจต้องมีเจตนาดี คือ ลงทุนสร้างกำไรในระยะยาว 2. ธุรกิจต้องเปิดเผยข้อมูลอย่างแท้จริง 3. ต้องปิด gap ที่ PE ratio อยู่สูงกว่าราคาพื้นฐานมาก

- ETF ต่างประเทศมีเยอะมาก และซื้อขายคล่อง จริงๆ ควรจะมีจำนวน ETF มากกว่านี้ และ liquid กว่านี้ จะช่วยให้ passive fund ในไทยสามารถโตขึ้นได้มาก
- ผลการดำเนิน active fund ของไทย แย่กว่าตลาด หรือ ETF อื่น (งานวิจัยของ NIDA)
- ตลาดบอนด์ ทำได้ดีในแง่ของจังหวะที่ดี คือ แนวโน้มดอกเบี้ยเป็นขาลง จึงเป็น alternative choice จึงเกิดการเติบโตมาก
- ตลาดบอนด์ควรจะเป็น alternative ให้บริษัทหลายๆขนาดสามารถที่จะออกได้ เป็นตลาดความเสี่ยงที่แลกมากับดอกเบี้ยที่สูงขึ้น สำหรับนักลงทุน หรือ กองทุนที่จะเข้ามาทำ diversify
- องค์กรช่วยคุมความเสี่ยงของตราสารหนี้ เช่น แนว บสย. เป็นอีกหนึ่งตัวช่วยทำให้ลดความเสี่ยงลงได้ บางส่วนและช่วย fill in the gap ของ interest rate gap ของไทย
- ควรจะพัฒนาตัวกลางให้มีมากขึ้น แต่ยังไม่สามารถสร้างคุณภาพได้ เราต้องการคนที่มีคุณภาพ หรือ มีประสบการณ์จากต่างประเทศมาพัฒนาตัวกลางของไทยให้มีคุณภาพมากขึ้นในทุกจุด
- ต้องพัฒนา digital infrastructure เราไม่อยากจะเกิดปัญหาเซิร์ฟเวอร์ล่ม
- กลต. ต้องเข้าใจการเข้ามาของ Defi, crypto currency ต้องพัฒนาบุคลากรเพื่อที่จะเข้าใจให้ลึกซึ้ง
- การกำกับดูแลที่ดี คือ การ response กับปัญหาอย่าง timely ไม่ใช่การป้องกัน แต่เข้าไปดูแลเมื่อเกิดปัญหา
- สิ่งที่สำคัญที่สุด คือ “คน” บางครั้งแบบประเมินความเสี่ยงก็ช่วยอะไรไม่ได้ ก็แค่แก้ไขคำตอบ นักลงทุนจึงต้องมีความรู้จริง หรือ ต้องเลือกผู้แทนที่เหมาะสมมาดูแลแทน (ผ่านกองทุน)

ข16) สัมภาษณ์ตัวแทนบริษัทหลักทรัพย์

- บทบาท คือ ดูแลหลักทรัพย์ และดูแลห้องค้าของธนาคารกสิกรไทยดูแลเรื่องอัตราแลกเปลี่ยน ดอกเบี้ย และการออกพันธบัตรและหุ้นกู้
- ตราสารเอกชน ไม่เห็นการซื้อขายในตลาดรอง เพราะว่าเป็นเพราะอัตราดอกเบี้ยต่ำและมีแนวโน้มต่ำตลอด 10 ปีที่ผ่านมา ทำให้การถือหุ้นกู้ไปจนจบเวลาจะคุ้มทุน และกระบวนการขายในตลาดรอง มีต้นทุนสูง ต้องไปติดต่อธนาคาร ต้องเปลี่ยนชื่อจากผู้ถือหุ้นกู้มาเป็นธนาคาร ต้องใช้เวลาในการซื้อขาย ถ้าสามารถเปลี่ยนเป็นระบบ Blockchain จะทำให้การซื้อขายได้รวดเร็วมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ ธนาคารมี product ในการขายเยอะอยู่แล้ว หุ้นกู้เป็นสินค้าที่ไม่นิยม ทำให้ธนาคารสาขาไม่ค่อยมีข้อมูล ความรู้ ทำให้เสียเวลามากขึ้นไปอีก
- ผลผลิตหุ้นกู้ที่มี (AAA-BBB) กระบวนการดีอยู่แล้ว การขายผลผลิตที่ต่ำกว่า BBB ธนาคารจะระวังกว่าปกติ เพราะว่ามีผู้ซื้อที่ยังคิดอยู่เสมอว่าตนเองต้องได้เงินคืนครบ ไม่ Default มีแค่บาง บล. ที่ขายสินทรัพย์ที่มี

ความเสี่ยงสูง เช่น offshore ซึ่งตรงนี้มี reputation risk ตรงนี้ต้องให้ความรู้กับนักลงทุน ไม่เช่นนั้นจะไม่สามารถพัฒนาตลาดพันธบัตรที่มีความเสี่ยงมากขึ้นได้

- เสนอให้ทำ procedure ให้นักลงทุนต้องรับความเสี่ยงที่ชัดเจน high risk – high return

- underwriting fee ในอดีต 15 ปีที่แล้วอยู่ที่ 75 bp แต่ตอนนี้จะอยู่ที่ 10-20 bp ถือได้ว่าไม่เยอะ

- fee ที่ถูกบ่นจะมีบ้างคือ rating fee ซึ่งเกิดเฉพาะคนที่ออกไม่บ่อย คนที่ออกบ่อยจะไม่บ่นเท่าไร อาจจะ เป็นปัญหาที่ไม่เป็น frequent issuer

- ภาษีเป็นอุปสรรค ทำให้ต่างชาติไม่สนใจลงทุนใน corporate bond ถ้าเป็น government bond ไม่เสีย ภาษีจะน่าสนใจ

- ตลาดพันธบัตร/หุ้นกู้ของไทย ควรจะพัฒนาให้บริษัทขนาดกลางเข้ามาได้มากขึ้น แต่ต้องสร้างตลาดอีกกลุ่ม ขึ้นมาเลย ไม่ใช่ no risk – better than saving return เป็น high risk – high return, low risk – low return

- target group ของ ธ. กสิกรไทย คือ HNW ถ้ารับเสี่ยงได้ก็จะขาย product เสี่ยงให้กับพวกนี้ แต่คนธรรมดา ก็จะขายสินทรัพย์ที่ safe ให้กับเขา

- Regulation ตลาดพันธบัตร:

1. paper work ในการออก product เยอะมาก และการออกแต่ละครั้งก็ต้องออก paper อีก อยากให้มีการ ออกแบบ program

2. การปรับผู้กระทําผิด บางกรณีก็ฟ้องได้ ฟ้องไม่ได้ ต้องทำให้เกิดความชัดเจน

- ตลาดหลักทรัพย์ได้ benefit ของ QE และ fiscal stimulation ของ US ทำให้เกิด volume ในตลาด หลักทรัพย์ทั่วโลก แต่ fundamental ของตลาดหุ้นไทยน่าเป็นห่วง

- หลักทรัพย์ compete on pricing คือ ค่าธรรมเนียมถูก ไม่ได้พัฒนาด้านคุณภาพ

- asset management และ บล. เป็น second tier ในการทำธุรกิจ คือ หากคนมาทำงานยาก ซึ่งกลุ่ม first tier จะไปทำงานพวกธนาคารได้ค่าตอบแทนเต็มๆ ทำให้การให้คำแนะนำการลงทุนยังเป็นตลาดที่คุณภาพไม่ดี

- ที่ญี่ปุ่นเป็นแนว low fee และให้นักลงทุนลงทุนเอง เพราะว่าข้อมูลหาเองง่าย อนาคตไทยอาจจะเป็นอย่างนี้ ทำให้ human broker หายไป

- ETF: passive fund กำลังเข้ามา ซึ่งจะมีปัญหา liquidity และ size เช่น หุ้น size เล็กทำ passive fund ยาก และ low liquidity ก็ถูก influence ราคาได้ง่าย

- เราต้องการสินค้าที่มี sustainable income
- สินค้าในส่วนหลังที่เข้ามาเป็นแค่การเล่นแร่แปรธาตุ
- ต้องสร้าง dedicated trust เพื่อดึงธุรกิจรายใหม่ที่มีศักยภาพเข้ามา และสร้างให้เข้าเป็นตัวโตในที่สุด
- น้ำหนักของ MSCI เกิดจากต่างประเทศน่าสนใจมากกว่า เขามี technology ทำให้เขาได้น้ำหนักมากขึ้น
- Regulation ตลาดหลักทรัพย์:

ตลาดเป็น frontline เป็นผู้เฝ้าประตู ทำหน้าที่ตรวจสอบเก็บข้อมูลให้ กลด. ตลาดส่งเรื่องให้กับทาง กลด. 100 เรื่อง ฟ้องได้กี่เรื่อง และจบนานแค่ไหน? การสร้างความเชื่อมั่นต้องทำให้เห็นว่า กฎระเบียบบังคับใช้ได้จริง ในเวลาที่เหมาะสม และผู้ที่ได้รับผลกระทบได้รับการเยียวยา

ข17) สรุปสัมภาษณ์ ผู้เชี่ยวชาญที่มีประสบการณ์เป็นผู้ดำเนินการ ผู้วางกฎระเบียบ และตัวแทนธุรกิจเพื่อสังคม

- Ultimate objective คือ เพื่อให้เกิดการจัดสรรทรัพยากรทางการเงินที่ดีที่สุด เพื่อการพัฒนาประเทศ (Optimal resource allocation) ถ้าเน้นไปทางความสามารถในการแข่งขันไป อาจจะทำให้ distort market ก็ได้
- เป้าหมาย คือ cost of financial intermediation จากธนาคารมันสูงไป อยากจะเชื่อมโยงผู้ออมกับธุรกิจ โดยไม่ต้องผ่านตัวกลาง ทำให้มีความสัมพันธ์ และต้นทุนที่ลดลง
- ตลาดที่ดีต้องมีผู้ซื้อ ผู้ขายเยอะ ของต้องหลากหลาย (เช่น ตลาด อดก. ค่าเช่า การจัดการ ที่จอดรถ การเข้าออก)
- เราจะแข่งขันกับสิงคโปร์ ฮองกงยากมาก เผลออๆ เราไปดึงมามันจะไม่ optimal resource allocation
- ตลาดเงินและตลาดทุนไทย พัฒนาการมาจากธนาคาร (bank-based) คือ คนต้องการเงินลงทุนจะต้องวิ่งไปธนาคาร จะคล้ายๆ กับยุโรป ตลาดทุนไทยเป็นของใหม่ มาจริงๆ หลังปี 2000
- ตลาดทุนไทย เกิดตั้งแต่ปี 1975 (วันไชง่อนแตก) แต่พัฒนาการช้า

4 เหตุการณ์ที่ทำให้ตลาดทุนไทยพัฒนาอย่างก้าวกระโดด

1. เกิดการเปลี่ยนแปลงมากตั้งแต่รัฐบาลอานันท์ เปิด Chapter 8 or 9 ทำให้เงินต่างชาติเข้ามาได้ และมีการตั้ง กลด. (อ. ณรงค์ชัยเป็น กลด. คนแรก)
2. ตั้งแต่ปี 1975 ตั้ง บลจ. และก็มีเปิดเสรี บลจ. ในเวลาต่อมา MFC เป็นบลจ. ทำหน้าที่เป็นตัวแทนในการสร้าง product ที่คนเชื่อถือ ช่วยเชื่อมตลาดทุน

3. ปี 1997 เกิดการล้มของสถาบันการเงินเยอะมาก ธนาคารล้มทำให้เกิด demand สูง เป็นช่องว่าง
4. CA surplus ทำให้เรามี excess saving ทำให้ดอกเบี้ยธนาคารลดลง ต้องหนีไปตลาดทุน
 - ตลาดพันธบัตรเกิดขึ้น เพราะคนต้องการปิดความเสี่ยงแต่ต้องการ return สูงกว่าดอกเบี้ยธนาคาร
 - สมัยก่อนรัฐบาลไม่ค่อยกู้เงิน จึงไม่เกิดตลาดพันธบัตร (สมัย รัฐบาลเปรม รัฐบาลกำไร) รัฐบาลเริ่มกู้ตั้งแต่สมัยรัฐบาลทักษิณ ที่ออกพันธบัตรระยะยาว 30 ปี (ซึ่งเชื่อมโยงกับธุรกิจประกันที่ต้องการออมระยะยาว)
 - ญี่ปุ่นใช้ระบบนี้ ทำให้ก่อหนี้ได้มาก รัฐบาลไม่ต้องจ่ายดอกเบี้ย คนซื้อก็เป็นคนซื้อประกัน บางส่วนก็บอกว่าดอกเบี้ยที่หายก็คือ ภาษีให้กับรัฐ ก็ ok
 - พอรัฐบาลสร้างพันธบัตร ถึงสามารถเทียบเคียงราคาได้ ถึงสร้าง corporate bond ออกมาได้
 - ณ ปัจจุบัน ขนาดของเราถือว่า ok และมีคนเข้ามาลงทุนอีกมาก
 - volume ในปัจจุบันมีเยอะมาก ในตลาดหุ้น ส่วนตลาดพันธบัตร ก็ renew ปีละ 4 แสนล้านบาท
 - จุดเรื่องขนาดจึงอาจจะเป็นประเด็นรอง ประเด็นหลักคือ ยังไม่สามารถตอบสนองต่อ ultimate objective
 - พอเราไปดูธนาคาร จะพบว่าเงินออมยังล้นเกินธนาคารพาณิชย์ (ดูได้จากพันธบัตรรพท. ที่ร. พาณิชย์เอาไปฝาก) ซึ่งแปลว่าตลาดทุนที่สร้างขึ้นมายังไม่สามารถตอบสนองตรงนี้ได้
 - ปัญหาตอนนี้คือ เฉพาะธุรกิจกลุ่มใหญ่ที่เข้าถึง ต้นทุนถูก หรือ ออก IPO ได้ PE สูง แต่เงินไม่ยอมไหลลงไปธุรกิจขนาดเล็ก
 - Bloomberg article เรียกตลาดทุนไทยว่าเป็น first world capital market คือ มีต้นทุนการระดมทุนต่ำมากๆ และมีตลาดทุนที่คึกคักมาก แต่เศรษฐกิจเป็นโลกที่สาม
 - ตัวเล็กจะเข้าได้ มันมีเรื่องของความเสี่ยงของกฎระเบียบ และเราจะจัดการอย่างไร?
 1. ในแง่ของ Banking ธนาคารจะเข้ามาช่วย relocate ได้ไหม? กฎระเบียบของธนาคารพวก NPL การปล่อยกู้จะบังคับให้ไม่สามารถอยู่กับตัวเล็กได้ (BOT เน้นเสถียรภาพของธนาคาร คือ ไม่ให้ล้ม ต้องไม่เสี่ยง)
 2. รายเล็กมีช่องทาง คือ บสย. กับ สหกรณ์ (สหกรณ์มี asset 4 ล้านๆ ทั้งๆ ที่ถูกตั้งมาเพื่อการเกษตร แต่กลายเป็นรายเล็กเข้าไปได้ เลยเป็นช่องโหว่) บางคนก็ไปลงลือตเตอร์เลย ยิ่งหายไปหมด
 3. ต้องปฏิรูปให้เป็นตลาดที่หลากหลาย segment คือ SET, MAI, หรือสร้าง MAI+ ขึ้นมาเพิ่มเติม เพื่อเพิ่มโอกาสสำหรับตัวเล็กและลดต้นทุนตัวกลางออกให้มากที่สุด (ต้นแบบคือ อังกฤษ)
 4. DEFI เป็นแนวโน้มใหม่ที่เข้ามา อาจจะทำให้ตลาดมีประสิทธิภาพมากขึ้น แต่ก็ต้องระวังพวกเงินผิดกฎหมาย บ่อน ยาเสพติด เป็นปัญหาการฟอกเงิน ท้ายที่สุด เราก็ควรจะต้องให้มันเกิด (ช่องทางใหม่ในกา

ระดมเงิน) โยงตัวนี้ไปกับ crypto currency ที่เป็นแนวโน้มที่ต้องมา เราต้องพัฒนาว่ายังไงถึงจะรับมือให้ดีที่สุด

5. Bond market เราทำอะไรได้บ้าง... อ. มองว่าต้นทุน บ. Rating เป็นทางเลือกที่ไม่จำเป็นก็ได้ จึงพัฒนาการได้ไม่เยอะ

6. ให้กองทุนเข้ามามีบทบาทได้มากขึ้น อ. ณรงค์ชัยมองว่ากองทุนควรจะเปิดเงื่อนไขมากกว่านี้ ใช้การรวม product หลากหลาย แล้วให้นักลงทุนเข้ามาไม่ต้องเยอะ (35 คน)

7. ประกันชีวิต เป็นเงินออมระยะยาวที่ยั่งยืนที่สุดในโลก ถ้าต้องการให้คนมีการประกันชีวิตเยอะและช่วยดูแลระบบสวัสดิการของสังคม (ไม่ต้องพึ่งพารัฐ) บ. ประกันชีวิตมีข้อกำหนดไม่ให้ลงทุนเกิน 50% ทำให้ไม่ค่อยมีบริษัทต่างชาติเข้ามาในไทย และไม่ลงทุนเยอะ เราต้องเปิดเสรีประกันชีวิตจะทำให้เม็ดเงินลงทุนจากบ. ประกันชีวิตมากขึ้น

นอกจากนี้ บ. ประกันชีวิต ถ้าลงทุนที่อื่นต้องเสีย risk charge ทำให้ไม่สามารถลงทุนที่อื่นได้

8. กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และกองทุนประกันสังคม (กองทุนพวกนี้อยู่กับ regular employee ก็ต้องเพิ่มขนาดการออม) ต้องเพิ่มตัว irregular employee ที่เปลี่ยนงานไปมาๆ (พวกนี้มีขนาดเยอะ)

9. สร้าง Buffet เมืองไทย จะสามารถจูงใจให้เกิดการลงทุนได้มากขึ้น

10. Startup & Unicorn: ควรจะหาทางสร้างตลาดสำหรับสินค้ากลุ่มนี้ (Venture Cap. ไม่เกิดในเมืองไทย) Flash express น่าจะเกิดเป็นตัวแรก ปัญหาสำคัญ คือ ภาษี ถ้า success แล้วต้องเสียภาษีเยอะ เราจึงแพ้สิงคโปร์ Professional ควรจะทำงานได้ทุกที่แล้วในโลก ถ้าอยากจะทำให้ประเทศเจริญ (international work permi

11. สินค้าพวก robotic, AI ต้องมี ecosystem ที่ต้องเอื้ออำนวยให้เกิด

12. Bus lane policy คือ ยกเลิกกฎระเบียบเพราะกฎยุ่งยาก และรอแก้ไขไม่ไหว

ข18) สรุปสัมภาษณ์ Thai BMA

- ตลาดตราสารหนี้ พันธบัตรกับหุ้นกู้จะต่างกัน
- พันธบัตร เล่นโดยสถาบัน เล่นส่วนต่างดอกเบี้ยด้วย ทำให้เกิดตลาดรอง และเพราะว่าไม่แกว่งจึงเป็นตลาดที่ต้องมี scale ถึงจะทำกำไร
- ส่วนหุ้นกู้ภาคเอกชน เล่นโดยกองทุนและนักลงทุน

- ในภาพรวม ขนาดรวมประมาณ 4 ล้านๆ มี 1.3 ล้านๆ เป็น individual investors ที่ไม่ trade จึงทำให้ไม่เกิดการหมุน
- เรามี individual มาถือเยอะจนเกินไป และระบบกฎหมายไม่รองรับ
- Thai BMA อยากให้เอา individual ไปลงทุนในกองทุนแทน
- กระบวนการบังคับคดีมีปัญหา เช่น กรณีการบินไทย
- Intermediaries

➤ ข้อเสนอแนะการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชนไทย

❖ ตัวกลางการลงทุนที่เหมาะสม (Proper Investment Vehicle) : INTERMEDIARIES

- นักลงทุนบุคคลถือครองหุ้นกู้โดยตรง กว่า 1 ใน 3 ของหุ้นกู้ทั้งหมด และมีสัดส่วนสูงขึ้นในหุ้นกู้อันดับเครดิตต่ำลง
- มีความสามารถจำกัดในการกระจายความเสี่ยง และติดตามหนี้คืน
- กองทุนรวมตราสารหนี้มี risk spectrum ไม่สอดคล้องกับความต้องการของนักลงทุน

❖ กลไกการบริหารจัดการหุ้นกู้มีปัญหา : INTERMEDIARIES

- ปัจจุบันไม่มีหน่วยงานบริหารจัดการหุ้นกู้ด้วยคุณภาพ
- นักลงทุนบุคคลมีข้อจำกัดในการติดตามเรียกร้องการชำระหนี้คืน
- นักลงทุนสถาบันไม่มี exit strategy เมื่อหุ้นกู้ผิดนัดชำระ

- ความเสี่ยงเป็นสิ่งที่บริหารจัดการได้ด้วยมืออาชีพ ตอนนี้อย่างไม่เกิด เพราะ...

1. ตลาดไม่มี product ที่เสี่ยงขึ้น
2. ผู้ขายกองทุน (บลจ.) ผูกติด reputation ของธนาคาร และต้องมีมืออาชีพที่ยินดีลงทุนเป็นตัวกลาง
3. นักลงทุนต้องเข้าใจ high-risk-high-return
4. กระบวนการออก ต้นทุนสูงหรือไม่?
5. ME Bond ใช้ในการบริหารพอร์ตหุ้นกู้ของตัวเอง
6. Credit spread แคบไปในประเทศไทย (สำหรับ Rating BBB, BBB+ ดีขึ้น แต่ Rating ดีๆจะลดลง)
7. กฎหมายทำไว้เพื่อเอื้อลูกหนี้ เพราะว่าเจ้าหนี้เป็นแบงค์ จึงบังคับคดียาก แต่พอเรามีตลาดหุ้นกู้มันกลับกัน ทำให้บุคคลธรรมดาบังคับคดียาก (เช่น หุ้นกู้ที่ผิดชำระต้องโหวตที่ละรุ่น ต้องรวมคนเยอะ) ทางออกคือ Distress asset fund คือ ชื้อหนี้ราคาต่ำแล้วไปบริหารจัดการต่อเอง อาจจะแก้กฎหมายให้ BAM เข้ามาจัดการ (กฎหมายให้แค่ซื้อสินเชื่อกจากสถาบันการเงินเท่านั้น)

8. องค์กรค้ำประกันหุ้นกู้ ทำให้ตัวเล็กสามารถออกหุ้นกู้ครั้งแรกได้ (Kodit เกาหลีใต้ Danajamin Nasional Berhad ของมาเลเซีย) เชี่ยวชาญในการประเมินความเสี่ยง มีอาชีพในการศึกษาข้อมูล เป็นความมั่นคง เชื่อมโยงให้ธุรกิจสามารถเติบโต (บสย. Style: หุ้นกู้ แต่ บสย. เป็น portfolio ส่วนข้อเสนอ Thai BMA เสนอ ให้เป็นองค์กรความรู้ที่เจาะรายตัว)

9. Missing Link ของไทยคือ บริษัทที่มีศักยภาพ โดมาระดับหนึ่งแล้วควรมีคนมาช่วยดันให้มีทุนในรูปแบบ ต่างๆ (Credit Guarantee and Investment Facility (CGIF) ได้ช่วยค้ำประกันให้กับบริษัท ไทยฟู้ดส์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) หรือ TFG ในการออกหุ้นกู้ มูลค่ารวม 2,000 ล้านบาท อายุ 5 ปี และจ่ายอัตราดอกเบี้ยที่ 2.48% ต่อปี เมื่อวันที่ 8 ม.ค. ที่ผ่านมา

ซึ่งการเข้ามาค้ำประกันของ CGIF ช่วยทำให้อันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ที่จัดโดยทริสเรทตั้งอยู่ที่ระดับ AAA มีส่วนช่วยให้ทางบริษัท TFG สามารถลดต้นทุนทางการเงินได้ ขณะที่อันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทอยู่ที่ BBB-

- ต้นทุนหุ้นกู้ไม่น่าจะแพง เพราะว่าตลาดเราโตได้มากขึ้น อาจจะไม่ใช่ key target ในการ improvement

- สำหรับหุ้นกู้เกรด BBB ของนักลงทุนยังลงทุนเป็น BBB-, BBB ส่วนกองทุนยังเป็น BBB+

- ถ้ากองทุนไม่ทำก็ควรจะออก Trust มาแข่ง เช่น เป็น Trust ที่ลงไปในตลาดหลักทรัพย์

- ญีปุ่น มีอาชีพนักบัญชีที่ทำหน้าที่วิเคราะห์ให้ เครดิตสกอร์กับบริษัท SMEs เพื่อให้ SMEs ไปเสนอธนาคาร ของเงินกู้ (ตลาด SMEs อาจจะต้องเข้า Bank)

ภาคผนวก ค: จำนวนผู้ที่ได้รับใบอนุญาตในปัจจุบัน

คณะผู้วิจัยได้รวบรวมรายชื่อบริษัทที่เกี่ยวข้องในฐานะที่เป็นตัวกลางระหว่างผู้ลงทุนและธุรกิจที่ระดมทุน ซึ่งประกอบไปด้วย บริษัทหลักทรัพย์ 61 บริษัท บริษัทหลักทรัพย์และจัดการกองทุน 30 บริษัท บริษัทที่ปรึกษาทางการเงิน 70 บริษัท และบริษัทประเมิน/ประเมินมูลค่าทรัพย์สิน 79 บริษัท โดยมีรายละเอียดดังที่แสดงในตารางที่ ค1

ตารางที่ ค1: รายชื่อบริษัทที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ โดยสำนักงาน ก.ล.ต.

ลำดับ ที่	บริษัทหลักทรัพย์ (61 บริษัท)	บริษัทหลักทรัพย์ จัดการกองทุน (30 บริษัท)	บริษัทที่ปรึกษา ทางการเงิน (70 บริษัท)	ผู้ประเมิน/บริษัท ประเมินมูลค่าทรัพย์สิน (79 บริษัท)
1	บล. กรุงไทย ซีมิโก้ จำกัด	บมจ. บลจ. กรุงไทย	ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)	บริษัท กรุงเทพประเมิน ราคา จำกัด
2	บมจ. บล. กรุงศรี	บลจ. กรุงศรี จำกัด	บริษัท ปียอนด์แอดไว เซอร์ จำกัด	บริษัท กรุงสยาม ประเมินค่าทรัพย์สิน จำกัด
3	บมจ. บล. กสิกรไทย	บลจ. กสิกรไทย จำกัด	บริษัท เอส 14 แอดไว เซอร์ จำกัด	บริษัท แกรนด์ แอสเซท แอดไวเซอร์ จำกัด
4	บมจ. บล. เกียรตินาคิน ภัทร	บลจ. เกียรตินาคิน ภัทร จำกัด	บริษัท แอดไวเซอร์ อัลไลแอนซ์ แอนด์ พาร์ทเนอร์ส จำกัด	บริษัท โกร เอสทีเมชั่น จำกัด
5	บล. โกลเบล็ก จำกัด	บลจ. จิตตะ เบลธ์ จำกัด	ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)	บริษัท โกลบอล แอส เซท แวลูเออร์ จำกัด
6	บมจ. บล. คันทรี กรุ๊ป	บลจ. เดนาลี เพรสทิจ จำกัด	ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)	บริษัท โกลเด็น แลนด์ แอฟเพรชัล จำกัด
7	บมจ. บล. คิงส์ฟอร์ด	บลจ. ทหารไทย จำกัด	บริษัท หลักทรัพย์ไอ ร่า จำกัด (มหาชน)	บริษัท กราฟฟิค เอ แอ ฟไพร์ซอล จำกัด
8	บมจ. บล. เคจีไอ (ประเทศไทย)	บลจ. ทาลิส จำกัด	ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	บริษัท กวิน แอฟเพรชัล จำกัด
9	บมจ. บล. เคทีพีเอสที	บลจ. ทิสโก้ จำกัด	บริษัท หลักทรัพย์ดีบี เอส วิคเคอร์ส (ประเทศไทย) จำกัด	บริษัท ควอลิตี้ แอฟไพร์ ชัล จำกัด

ลำดับ ที่	บริษัทหลักทรัพย์ (61 บริษัท)	บริษัทหลักทรัพย์ จัดการกองทุน (30 บริษัท)	บริษัทที่ปรึกษา ทางการเงิน (70 บริษัท)	ผู้ประเมิน/บริษัท ประเมินมูลค่าทรัพย์สิน (79 บริษัท)
10	บล. เคพีเอ็ม จำกัด	บลจ. ไทยพาณิชย์ จำกัด	ธนาคารซีไอเอ็มบี ไทย จำกัด (มหาชน)	บริษัท เคแทค แอปเพร ซัล แอนด์ เซอร์วิส จำกัด
11	บล. เครดิต สวิส (ประเทศไทย) จำกัด	บลจ. ธนชาต จำกัด	บริษัท เดอะ ควอนท์ กรุ๊ป จำกัด	บริษัท เค.ที.แอฟไพร์ซัล จำกัด
12	บล. จีเอ็มโอ-แซด คอม (ประเทศไทย) จำกัด	บลจ. บัวหลวง จำกัด	บริษัท หลักทรัพย์ไอ วิ โกลบอล จำกัด (มหาชน)	บริษัท เค.เค.แวลูเอชัน จำกัด
13	บล. เจพีมอร์แกน (ประเทศไทย) จำกัด	บลจ. บางกอก แคปปิตอล จำกัด	บริษัท หลักทรัพย์ทิส โก้ จำกัด	บริษัท โคมายด์ อัล ลายน์ เอนซ์ เรียล เอสเตท จำกัด
14	บล. ซี ดี ค อ ร ์ ป (ประเทศไทย)	บลจ. พรินซิเพิล จำกัด	ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)	บริษัท จี.พี.วี.โกลบอล พรีอเพอร์ตี แวลูเอชัน จำกัด
15	บล. ซี แอล เอส เอ (ประเทศไทย) จำกัด	บลจ. เพื่อผู้ลงทุนต่าง ด้าว จำกัด	บริษัท พี เจ เค แคปปิตอล จำกัด	บริษัท โจนส์ แลง ลา ซาลล์ (ประเทศไทย) จำกัด
16	บล. ซีจีเอส-ซีไอเอ็มบี (ประเทศไทย) จำกัด	บลจ. ฟิลลิป จำกัด	ธนาคารทหารไทยธน ชาต จำกัด (มหาชน)	บริษัท พาวเวอร์แลนด์ พลัส แอฟไพร์ซัล จำกัด
17	บลน. เซ็นทรัล เวิลด์ โซลูชัน	บลจ. เมอร์ซัน พาร์ท เนอร์ จำกัด	บริษัท หลักทรัพย์เคจี ไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	บริษัท ซาเตอร์ แวลู เอชัน แอนด์ คอนซัล แตนท์ จำกัด
18	บล. โซซิเอเต้ เจเนเรล (ประเทศไทย) จำกัด	บลจ. แมนูไลฟ์ (ประเทศไทย) จำกัด	บริษัท หลักทรัพย์ ฟินันซ่า จำกัด	บริษัท โซนิส ไทย แอ ฟไพร์ซอล จำกัด
19	บล. ดีบีเอส วิกเคอร์ส (ประเทศไทย) จำกัด	บลจ. ยูโอบี (ประเทศ ไทย) จำกัด	บริษัท หลักทรัพย์ เกียรตินาคินภัทร จำกัด (มหาชน)	บริษัท ซาลแมนน์ (พาร์ อิตาลี) จำกัด
20	บล. ทรินิตี้ จำกัด	บลจ. เรนเนสซานซ์ จำกัด	บริษัท เจวีเอส ที่ ปรึกษาการเงิน จำกัด	บริษัท ไชมอน ลิม และ หุ้นส่วน จำกัด

ลำดับ ที่	บริษัทหลักทรัพย์ (61 บริษัท)	บริษัทหลักทรัพย์ จัดการกองทุน (30 บริษัท)	บริษัทที่ปรึกษา ทางการเงิน (70 บริษัท)	ผู้ประเมิน/บริษัท ประเมินมูลค่าทรัพย์สิน (79 บริษัท)
21	บล. ทิสโก้ จำกัด	บลจ. แลนด์ แอนด์ เฮาส์ จำกัด	บริษัท ดีลรอยท์ ทัช โรมัทสு ไชยยศ ที่ ปรึกษา จำกัด	บริษัท ซิมส์ พร็อพเพอร์ตี้ คองซัลแทนท์ จำกัด
22	บล. ไทยพาณิชย์ จำกัด	บลจ. วรรณ จำกัด	บริษัท หลักทรัพย์ธน ชาติ จำกัด (มหาชน)	บริษัท ซีบีอาร์อี (ประเทศไทย) จำกัด
23	บล. ไทยพาณิชย์ จู เลียส แบร์ จำกัด	บลจ. วี จำกัด	บริษัท หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด	บริษัท ซี.ไอ.ที.แอฟเพร เชียล จำกัด
24	บมจ. บล. ธนชาติ	บลจ. อเบอรั ดิน สแตนดาร์ด (ประเทศ ไทย) จำกัด	บริษัท หลักทรัพย์ กรุงไทย ซีมิโก้ จำกัด	บริษัท ซีพีเอ็ม แคปปิตอล จำกัด
25	บมจ. บล. โนมูระ พัฒนสิน	บลจ. อินโนเทค จำกัด	บริษัท หลักทรัพย์ โนมู ระ พัฒนสิน จำกัด (มหาชน)	บริษัท เซ้าท์อีส เอเชีย อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด
26	บมจ. บล. บัวหลวง	บลจ. เอเชีย เวลท์ จำกัด	บริษัท คันทรี กรุ๊ป แอดไวเซอร์ จำกัด	บริษัท เดอะแวลูเอชัน แอนด์ คองซัลแทนท์ส จำกัด
27	บมจ. บล. เพื่อธุรกิจ หลักทรัพย์	บมจ. บลจ. เอ็มเอฟซี	บริษัท หลักทรัพย์ กลสิกรไทย จำกัด (มหาชน)	บริษัท เอ็ดมันด์ ไต แอนด์ คอมพานี (ประเทศไทย) จำกัด
28	บลน. ฟินโนมินา	บลจ. เอไอเอ (ประเทศ ไทย)	บริษัท แคปปิตอล ลิงค์ แอดไวเซอร์ จำกัด	บริษัท ไทยประเมิน ราคา ลินน์ ฟิลลิปส์ จำกัด
29	บล. ฟินันซ่า จำกัด	บลจ. แอสเซท พลัส จำกัด	บริษัท ไอร่า แอดไว เซอร์ จำกัด	บริษัท ไทยเซอร์เวย์อร์ แอนด์ แอดไวท์เซอร์รี จำกัด
30	บมจ. บล. ฟินันเซีย ไซรัส	บลจ. ไอร่า จำกัด	บริษัท เวลท์ พลัส แอดไวเซอร์ จำกัด	บริษัท ที.เอ.มานาเจ เมนต์ คอร์โปเรชั่น (1999) จำกัด

ลำดับ ที่	บริษัทหลักทรัพย์ (61 บริษัท)	บริษัทหลักทรัพย์ จัดการกองทุน (30 บริษัท)	บริษัทที่ปรึกษา ทางการเงิน (70 บริษัท)	ผู้ประเมิน/บริษัท ประเมินมูลค่าทรัพย์สิน (79 บริษัท)
31	บมจ. บล. ฟิลลิป (ประเทศไทย)		บริษัท หลักทรัพย์ เมอร์ซัน พาร์ทเนอร์ จำกัด (มหาชน)	บริษัท ทีเอพี แวลูเอชัน จำกัด
32	บลน. ไฟแนนเชียล ลิงค์		บริษัท ไฟโอเนีย แอด ไวเซอร์ จำกัด	บริษัท ที่ปรึกษา เฟิร์สส ตาร์ จำกัด
33	บมจ. บล. เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย)		บริษัท เบเคอร์ ทิลลี คอร์ปอเรท แอ็ดไวเซอร์ รี เซอร์ วิส เซส (ประเทศไทย) จำกัด	บริษัท ทูริ แวลูเอชัน จำกัด
34	บมจ. บล. เมอร์ซัน พาร์ทเนอร์		บริษัท หลักทรัพย์ยูโอ บี เคย์เฮียน (ประเทศ ไทย) จำกัด (มหาชน)	บริษัท โนเบิล พร็อพ เพอร์ตี้ แวลูเอชัน จำกัด
35	บล. เมอร์ริล ลินช์ (ประเทศไทย) จำกัด		บริษัท สीलม แอ็ดไว เซอร์ จำกัด	บริษัท เน็กซ์ส พร็อพ เพอร์ตี้ คอนซัลแทนท์ จำกัด
36	บล. แมคควอรี (ประเทศไทย) จำกัด		บริษัท แคปปิตอล วัน พาร์ทเนอร์ จำกัด	บริษัท ไนท์แฟรงค์ ชาร์ เตอร์ (ประเทศไทย) จำกัด
37	บลน. ยูเนียน เวิร์ล		บริษัท หลักทรัพย์ยูบี เอส (ประเทศไทย) จำกัด	บริษัท นวมินทร์ แอพ ไพร์ซัล แอนด์ คอนซัล แตนท์ จำกัด
38	บล. ยูบีเอส (ประเทศ ไทย) จำกัด		บริษัท เวลแคป แอด ไวเซอร์ จำกัด	บริษัท เบล เซอร์เวย์ จำกัด
39	บมจ. บล. ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย)		บริษัท ดิสคัฟเวอร์ แมนเนจเม้นท์ จำกัด	บริษัท เบรนท์โจ โค เซนส์ คอนซัลติ้ง จำกัด
40	บลน. โรโบเวลล์		บริษัท หลักทรัพย์คิงส์ ฟอร์ด จำกัด (มหาชน)	บริษัท พรีเมียร์ แอพไพร์ ซัล และกฎหมาย จำกัด

ลำดับ ที่	บริษัทหลักทรัพย์ (61 บริษัท)	บริษัทหลักทรัพย์ จัดการกองทุน (30 บริษัท)	บริษัทที่ปรึกษา ทางการเงิน (70 บริษัท)	ผู้ประเมิน/บริษัท ประเมินมูลค่าทรัพย์สิน (79 บริษัท)
41	บมจ. บล. แลนด์ แอนด์ เฮ้าส์		บริษัท แอดไวเซอรี พลัส จำกัด	บริษัท บางกอก แวกู เอชเอ็น แอนด์ คอนซัล แตนท์ จำกัด
42	บล. วอลล์สตรีท ทิลเลทท์ พรีเมียม จำกัด		บริษัท หลักทรัพย์ เอเชีย เวลท์ จำกัด	บริษัท โปรสเปค แอป เพรชัล จำกัด
43	บลน. เวลท์ รีพับลิก		บริษัท แอ็ดวานซ์ แคปปิตอล เซอร์วิส เซส จำกัด	บริษัท แพลน แอปไฟร ซัล จำกัด
44	บลน. เว็ลธ เมจิก		บริษัท หลักทรัพย์กรุง ศรี จำกัด (มหาชน)	บริษัท พรสยามคอนซัล แตนท์ แอนด์ เซอร์วิส จำกัด
45	บล. สยามเวลธ์ จำกัด		บริษัท หลักทรัพย์ หยวนต้า (ประเทศ ไทย) จำกัด	บริษัท พรีเมอ แอปไฟร ซัล จำกัด
46	บล. หยวนต้า (ประเทศไทย) จำกัด		บริษัท ฟินเน็กซ์ แอ็ด ไวเซอรี จำกัด	บริษัท ไพร์ม แอสเซท แอปไฟรซัล จำกัด
47	บลน. อมุนติ (ประเทศ ไทย)		บริษัท สยาม อัลฟา แคปปิตอล จำกัด	บริษัท แพนซ์ อินทิเกรต เต็ด พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด
48	บมจ. บล. อาร์เอชบี (ประเทศไทย)		บริษัท แคปปิตอล พลัส แอดไวเซอรี จำกัด	บริษัท พี วาย เอ็น ตรวจสอบอาคารและ ประเมินราคา จำกัด
49	บล. อีลิท จำกัด		บริษัท ออพท์เอเชีย แคปปิตอล จำกัด	บริษัท ฟาสท์ แอนด์ แพร์ แวกูเอชเอ็น จำกัด
50	บลป. เอกการลงทุน		บริษัท หลักทรัพย์ เค ที บี เอส ที จำกัด (มหาชน)	บริษัท ฟิวเจอร์ แอปไฟร ซัล จำกัด

ลำดับ ที่	บริษัทหลักทรัพย์ (61 บริษัท)	บริษัทหลักทรัพย์ จัดการกองทุน (30 บริษัท)	บริษัทที่ปรึกษา ทางการเงิน (70 บริษัท)	ผู้ประเมิน/บริษัท ประเมินมูลค่าทรัพย์สิน (79 บริษัท)
51	บล. เอเชีย เวิลด์ จำกัด		บริษัท ที่ปรึกษา เอเชีย พลัส จำกัด	บริษัท โมเดิร์น พร็อพ เพอร์ตี้ คอนซัลแตนท์ จำกัด
52	บล. เอเชีย พลัส จำกัด		บริษัท เซจแคปปิตอล จำกัด	บริษัท ยูเค แวลูเอชัน แอนด์ เอเจนซี จำกัด
53	บล. เอสบีไอ ไทย ออนไลน์ จำกัด		บริษัท เพลินิจิต แคปปิตอล จำกัด	บริษัท ยูไนเต็ด แวลู เออร์ส แอนด์ คอนซัล แตนท์ จำกัด
54	บมจ. บล. เออีซี		บริษัท เจย์ แคปปิตอล แอดไวเซอร์ จำกัด	บริษัท เฮียร์ แอฟไฟรซัล จำกัด
55	บล. เอเอฟเอส (ประเทศไทย) จำกัด		บริษัท พรีเมียม พลัส แอดไวเซอร์ เซอร์วิส เชส จำกัด	บริษัท เยนเนอร์ล แวลู เอชัน แอนด์ คอนซัล แตนท์ จำกัด
56	บล. เอเอสแอล จำกัด		บริษัท หลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)	บริษัท ริช แอฟไฟรซัล จำกัด
57	บล. แอลจีที (ประเทศ ไทย) จำกัด		บริษัท แคปปิตอล แอดแวนเทจ จำกัด	บริษัท เรียล เอสเตท แอฟไฟรซัล จำกัด
58	บลน. แอสเซนด เวลธ์		ธนาคารฮ่องกงและ เซี่ยงไฮ้แบงกิงคอร์ ปอเรชั่น จำกัด	บริษัท แลนด์มาร์ค คอนซัลแทนส์ จำกัด
59	บมจ. บล. ไอ วี โกล บอล		บริษัท หลักทรัพย์ท รีนิตี้ จำกัด	บริษัท ลีดดิ้ง แอฟไฟร ซัล แอนด์ เซอร์วิส จำกัด
60	บล. ไอซีเอพี จำกัด		บริษัท อวานการ์ด แคปปิตอล จำกัด	บริษัท เวิลด์ แวลูเอชัน จำกัด
61	บมจ. บล. ौर่า		บริษัท หลักทรัพย์อาร์ เอชบี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	บริษัท เวิลด์ แอฟไฟร ซัล จำกัด

ลำดับ ที่	บริษัทหลักทรัพย์ (61 บริษัท)	บริษัทหลักทรัพย์ จัดการกองทุน (30 บริษัท)	บริษัทที่ปรึกษา ทางการเงิน (70 บริษัท)	ผู้ประเมิน/บริษัท ประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ (79 บริษัท)
62			บริษัท หลักทรัพย์บัว หลวง จำกัด (มหาชน)	บริษัท แวลู แอสเซ็ท จำกัด
63			ธนาคารยูโอบี จำกัด (มหาชน)	บริษัท สยามแอฟเพรชัล แอนด์ เซอร์วิส จำกัด
64			บริษัท หลักทรัพย์ฟิล ลิป (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	บริษัท สยามอิมพีเรียล แอฟเพรชัล จำกัด
65			บริษัท แกรนท์ ธอน ตัน เซอร์วิสเชส จำกัด	บริษัท ศศิรัชดา จำกัด
66			บริษัท อีวาย คอร์ ปอเรท เซอร์วิสเชส จำกัด	บริษัท ศศิกักดิ์ จำกัด
67			บริษัท หลักทรัพย์คันท รี กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	บริษัท อเมริกัน แอ็พ เพรชัล (ประเทศไทย) จำกัด
68			ธนาคารทีสโก้ จำกัด (มหาชน)	บริษัท อัลทิมา แอปไฟร ชัล จำกัด
69			บริษัท หลักทรัพย์เมย์ แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศ ไทย) จำกัด (มหาชน)	บริษัท เอเจนซี ฟอร์ เรียลเอสเตท แอปแฟร์ส จำกัด
70			บริษัท แอสเซท โพร แมนเนจเม้นท์ จำกัด	บริษัท เอ็น แอนด์ เอ แอปไฟรชัล จำกัด
71				บริษัท เอเซีย แอสเซ็ท แอฟเพรชัล จำกัด
72				บริษัท เอส. แอล. สแตนดาร์ด แอปไฟรชัล จำกัด
73				บริษัท เอเชียน เอ็นจิ เนียริง แวลูเอชัน จำกัด

ลำดับ ที่	บริษัทหลักทรัพย์ (61 บริษัท)	บริษัทหลักทรัพย์ จัดการกองทุน (30 บริษัท)	บริษัทที่ปรึกษา ทางการเงิน (70 บริษัท)	ผู้ประเมิน/บริษัท ประเมินมูลค่าทรัพย์สิน (79 บริษัท)
74				บริษัท แอดวานซ์ แอป ไพร์ซัล จำกัด
75				บริษัท แอสเซ็ทเอเชีย คอร์ปอเรชั่น จำกัด
76				บริษัท แอดวานซ์ พร็อพ เพอร์ตี้ แอนด์ คอนซัล แทนท์ จำกัด
77				บริษัท แอควิวเรท แอด ไวเซอร์ จำกัด
78				บริษัท 15 ที่ปรึกษา ธุรกิจ จำกัด
79				บริษัท 1989 คอนซัล แทนส์ จำกัด

ที่มา: สำนักงาน ก.ล.ต.⁵⁷

⁵⁷ รายชื่อบริษัทหลักทรัพย์ และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ปรับปรุงล่าสุด 25 พฤษภาคม 2564

<https://market.sec.or.th/public/orap/companyprofile01.aspx?lang=th>; รายชื่อที่ปรึกษาทางการเงิน <https://web-fa.sec.or.th/Home/FaList/?showAll=Y#!#!%23company>; รายชื่อผู้ประเมิน/บริษัทประเมินมูลค่าทรัพย์สิน ปรับปรุงล่าสุด 1 มีนาคม 2564 <https://www.sec.or.th/TH/Documents/ListofMarketProfessionals/valuer.xls>