

### บทที่ 3

#### ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

##### วิวัฒนาการของตลาดหลักทรัพย์

ในบทนี้จะกล่าวถึงวิวัฒนาการของตลาดหลักทรัพย์และตลาดทุนในประเทศไทย ตั้งแต่ก่อนที่จะมีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงระยะเวลาของการจัดตั้ง และช่วงหลังการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ โดยแบ่งย่อยตามสถานการณ์ที่เกิดขึ้นในขณะนั้น เพื่อให้ทราบประวัติความเป็นมา และนำเหตุการณ์สำคัญในช่วงที่ผ่านมา วิเคราะห์สถานการณ์ปัจจุบันดังต่อไปนี้

##### ตลาดทุนก่อนการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตลาดทุนได้มีการจัดตั้งขึ้นเป็นครั้งแรกในประเทศไทย เมื่อปี พ.ศ. 2496 โดยบริษัทต่างประเทศ 3 แห่ง คือ Houseman & Co. Ltd., Siamerican Securities Ltd. และ Z & R Investment and Consultants ได้เริ่มดำเนินการในการเป็นคนกลางในการซื้อขายหลักทรัพย์ และมีการตั้งศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ขึ้น แต่ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในขณะนั้นมีจำนวนน้อย ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ไม่เป็นไปตามหลักอุปสงค์และอุปทาน จนกระทั่งปี พ.ศ. 2504 ได้มีการจัดตั้ง ตลาดหุ้นกรุงเทพ (Bangkok Stock Exchange) ซึ่งอยู่ในรูปห้างหุ้นส่วนจำกัด และมีการจดทะเบียนเป็นบริษัทจำกัดในปี พ.ศ. 2506

ตลาดหุ้นกรุงเทพ ทำหน้าที่เป็นสถานที่อำนวยความสะดวกในการซื้อขายหลักทรัพย์ มีการประกาศราคาหลักทรัพย์คล้ายกับการดำเนินงานในปัจจุบัน ปริมาณการซื้อขายมีจำนวนน้อยและหลักทรัพย์ไม่ค่อยมีสภาพคล่อง กล่าวคือ มีเพียง 8 หลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายกันบ่อยครั้ง จากจำนวนหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนให้ซื้อขายได้ทั้งสิ้น 35 หลักทรัพย์ ซึ่งในช่วงเวลานั้น ประชาชนยังขาดความสนใจ มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านตลาดหุ้นกรุงเทพในช่วงปี พ.ศ. 2507 ถึง 2516 เฉลี่ยประมาณปีละ 50 ล้านบาท ขณะที่ค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์จะขึ้นอยู่กับประเภทของหลักทรัพย์ โดยหุ้นสามัญเสียค่าธรรมเนียมในอัตราร้อยละ 1.25 ของมูลค่าการซื้อขาย สำหรับหุ้นบุริมสิทธิและพันธบัตรรัฐบาลอยู่ที่ร้อยละ 1.25 และ 0.75 ตามลำดับ ต่อมาเมื่อมีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขึ้นอย่างเป็นทางการ บทบาทของตลาดหุ้นกรุงเทพก็ได้สิ้นสุดลง

## ตลาดทุนช่วงการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดตั้งขึ้นจากแนวนโยบายในแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 2 (พ.ศ. 2510 ถึง 2514) ที่กำหนดให้การพัฒนาตลาดทุนเป็นส่วนสำคัญในการพัฒนาประเทศ โดยเล็งเห็นถึงความสำคัญของภาคเอกชนในการระดมทุนเพื่อการพัฒนาประเทศ และได้มีการแต่งตั้งคณะกรรมการพัฒนาเศรษฐกิจ ส่วนเอกชน สาขาสถาบันการเงิน ซึ่งมีนายสมหมาย สุนทรกุล เป็นประธาน คณะกรรมการประกอบด้วย ผู้แทนจากส่วนราชการและเอกชน จากการเสนอแนวคิดในการประชุมของคณะกรรมการดังกล่าว ได้มีผลสรุปที่สำคัญ คือ การเสนอให้มีการศึกษาถึงโครงสร้างและปัญหาการพัฒนาตลาดทุนอย่างจริงจัง เพื่อส่งเสริมการระดมเงินออมจากภาคเอกชน และเสริมสร้างปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจของประเทศ

ในปี พ.ศ. 2512 ธนาคารแห่งประเทศไทย ได้เชิญศาสตราจารย์ ชิดนีย์ เอ็ม ร็อบบินส์ จากมหาวิทยาลัยโคลัมเบีย ประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งเป็นผู้เชี่ยวชาญในด้านการก่อตั้งตลาดทุนในประเทศกำลังพัฒนา เพื่อทำการศึกษาและให้ข้อเสนอแนะแก่รัฐบาลไทย ได้มีการจัดตั้งคณะทำงานโครงการพัฒนาตลาดเงินทุนขึ้น ในเดือนพฤษภาคม พ.ศ. 2512 หลังจากนั้น ในเดือนเมษายน พ.ศ. 2513 ศาสตราจารย์ ชิดนีย์ เอ็ม ร็อบบินส์ ได้นำเสนอรายงาน เรื่อง A Capital Market in Thailand ต่อธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นผลจากการศึกษาและร่วมคิดกับผู้เกี่ยวข้อง ทั้งจากส่วนราชการและภาคเอกชน โดยรายงานฉบับนี้ได้ระบุปัญหาสำคัญของตลาดหุ้นกรุงเทพ คือ ปริมาณหลักทรัพย์มีอยู่จำกัด การขาดความสนใจจากผู้ลงทุนในการซื้อขายหลักทรัพย์ และการขาดสถาบันที่ทำหน้าที่เป็นตลาดทุนที่สมบูรณ์ พร้อมทั้งได้ให้ข้อเสนอแนะที่สำคัญ คือ

- 1) การให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีแก่บริษัทที่นำหุ้นเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะผู้ถือหุ้นรายย่อย
- 2) การแก้ไขปรับปรุงประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ให้เหมาะสมกับหลักกฎหมายที่จัดตั้งตลาดหลักทรัพย์
- 3) การเพิ่มปริมาณอุปสงค์และอุปทานให้แก่หลักทรัพย์
- 4) มาตรการกำหนดมาตรฐานการบัญชีและการสอบบัญชี เพื่อให้มีการเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญครบถ้วน ถูกต้อง แก่ผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุนทั่วไป
- 5) การปรับปรุงการดำเนินงานของสถาบันตลาดทุนให้ดีขึ้น

6) การแก้ไขเพิ่มเติมกฎหมายว่าด้วยการควบคุมกิจการ การค้าขาย อันกระทบกระเทือนถึงความปลอดภัยและความผาสุกแห่งสาธารณชน กำหนดให้สถาบันการเงินมีบทบาทสำคัญในระบบการเงิน ซึ่งในขณะนั้น ยังไม่มีการกำหนดบทบาทหน้าที่ของเจ้าหน้าที่ผู้กำกับดูแลตลาดทุน

ต่อมาในช่วงกลางปี พ.ศ. 2513 ศาสตราจารย์ ร็อบบินส์ ได้กลับมาทบทวนข้อเสนอต่าง ๆ โดยพิจารณาสถานการณ์ในขณะนั้น จนกระทั่งในปี พ.ศ. 2515 ได้มีการออกกฎหมายกำหนดให้สถาบันการเงินประเภทธุรกิจเงินทุนและธุรกิจหลักทรัพย์เข้ามาอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของธนาคารแห่งประเทศไทย

แนวคิดในการพัฒนาตลาดทุนและสถาบันการเงินยังคงมีอย่างต่อเนื่องจนถึงแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 3 (พ.ศ. 2515 ถึง 2519) โดยมีการจัดประชุมและปรึกษากับหน่วยงานต่าง ๆ ได้แก่ กระทรวงพาณิชย์ คณะกรรมการส่งเสริมการลงทุนเพื่อกิจการอุตสาหกรรม สมาชิกตลาดหุ้นกรุงเทพ ผู้แทนบริษัทค้าหลักทรัพย์ ผู้รับประกันการขายหลักทรัพย์ นายธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย ซึ่งมีผลสรุปว่าการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมดควรรวมอยู่ที่แห่งเดียว และเปิดโอกาสให้ประชาชนได้เห็นวิธีการประมูลและสามารถทราบราคาหลักทรัพย์ได้เสมอ ข้อเสนออีกประการ คือ การให้ภาครัฐบาลมีบทบาทในเชิงริเริ่มสนับสนุนการปฏิรูปตลาดหุ้นที่มีอยู่เดิม เป็นเหตุให้รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังมีการแต่งตั้งคณะกรรมการจัดตั้งตลาดหุ้นขึ้น โดยประกอบด้วยผู้แทนจาก บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย ตลาดหุ้นกรุงเทพ บริษัท Houseman & Co. Ltd. บริษัท Siamerican Securities Ltd. บริษัทค้าหลักทรัพย์และลงทุน บริษัท กรุงเทพมหานคร จำกัด บริษัท บางกอกโนมูระ จำกัด โดยมีธนาคารแห่งประเทศไทยทำหน้าที่เป็นผู้ประสานงาน เพื่อให้มีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขึ้น โดยกำหนดให้การบริหารงานของตลาดหลักทรัพย์เป็นไปตามรูปแบบธุรกิจเอกชน ส่วนภาครัฐบาลทำหน้าที่เป็นเพียงผู้กำกับดูแลให้เป็นไปตามกฎหมาย

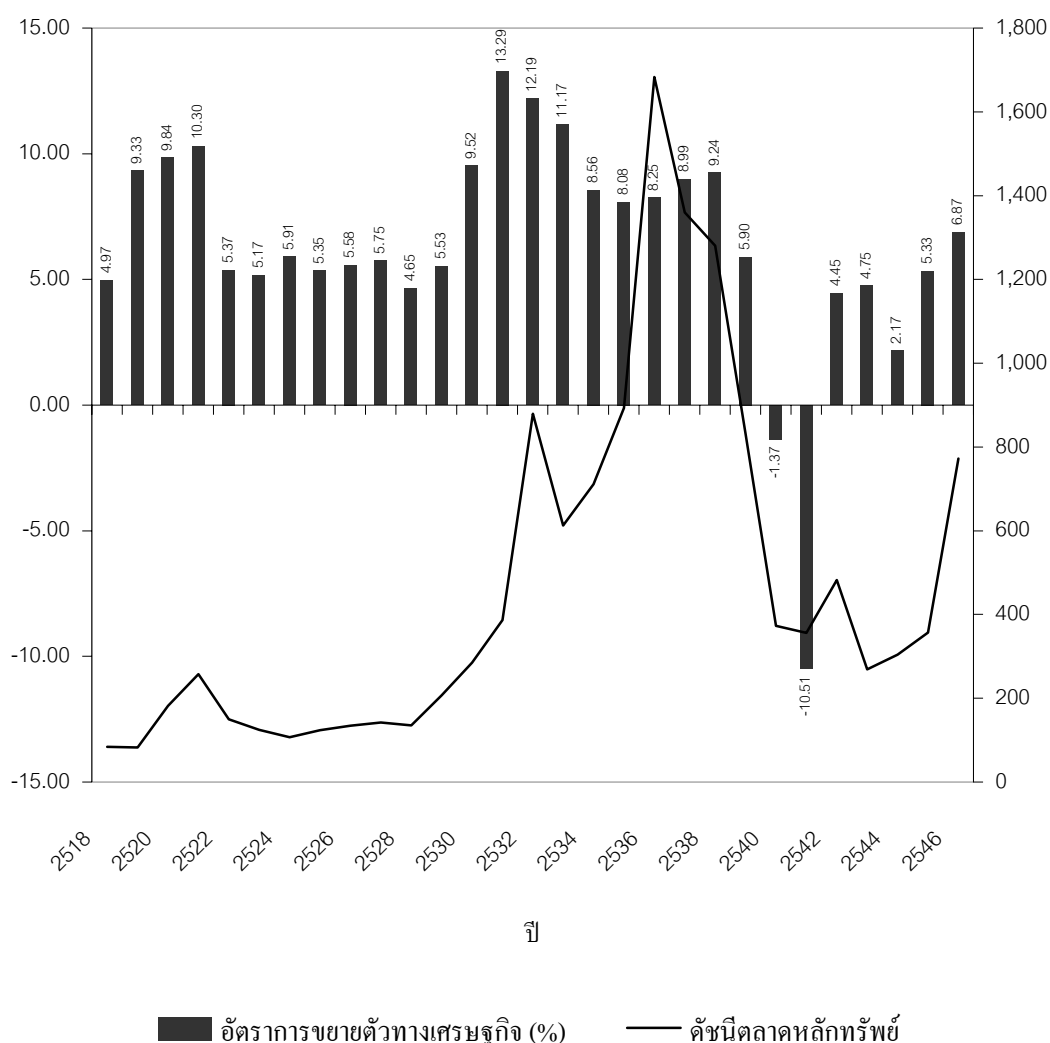
### วิวัฒนาการและลำดับเหตุการณ์สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากการพัฒนาตลาดทุนทั้งในทางทฤษฎี แนวคิด และการปฏิบัติอย่างต่อเนื่องในช่วงเวลาที่ผ่านมา จนถึงวันที่ 20 พฤษภาคม พ.ศ. 2517 ได้มีการประกาศใช้ พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 โดยมีวัตถุประสงค์สำคัญ ดังนี้

- 1) ส่งเสริมการออมทรัพย์และการระดมเงินทุนระยะยาว โดยตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่เป็นแหล่งกลางในการซื้อขายเปลี่ยนมือ เสริมสภาพคล่องให้แก่หลักทรัพย์
- 2) เป็นแหล่งกลางในการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างมีระบบ มีสภาพคล่อง ตั้งอยู่บนพื้นฐานของความยุติธรรม
- 3) ช่วยในการปรับโครงสร้างทางธุรกิจของบริษัทเอกชน รัฐวิสาหกิจ และอาจช่วยให้ธุรกิจมีโครงสร้างเงินทุนรวมถึงความเสี่ยงอยู่ในระดับที่เหมาะสม
- 4) สนับสนุนให้ประชาชนมีส่วนร่วมในความเป็นเจ้าของกิจการในธุรกิจ อุตสาหกรรมต่าง ๆ โดยตลาดหลักทรัพย์มีการเปิดเผยข้อมูล เพื่อให้ประกอบการตัดสินใจลงทุน
- 5) ให้ความคุ้มครองผลประโยชน์แก่ผู้ที่เกี่ยวข้อง โดยเฉพาะผู้ลงทุน ในเรื่องของระบบและความยุติธรรมในการซื้อขายหลักทรัพย์
- 6) การให้ตลาดหลักทรัพย์เป็นหนึ่งองค์ประกอบในดัชนีชี้การพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ

ทั้งนี้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีสภาพเป็นนิติบุคคลและเป็นสถาบันเอกชนที่ดำเนินการโดยไม่มุ่งแสวงหาผลกำไร ได้มีการประชุมคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์เป็นครั้งแรกในวันที่ 20 ธันวาคม พ.ศ. 2517 และมีมติแต่งตั้งให้ นายสุกรี เก้วเจริญ เป็นกรรมการและผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์จะซื้อขายได้เฉพาะหลักทรัพย์จดทะเบียนหรือหลักทรัพย์รับอนุญาตเท่านั้น

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้เริ่มเปิดทำการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นวันแรกที่ห้องค้าหลักทรัพย์ อาคารศูนย์การค้าสยาม เมื่อวันที่ 30 เมษายน 2518 โดยมีหลักทรัพย์จดทะเบียนเข้าซื้อขายจำนวน 16 หลักทรัพย์ เป็นหลักทรัพย์ภาคเอกชน 14 หลักทรัพย์ และหลักทรัพย์ภาครัฐบาล 2 หลักทรัพย์ โดยวิธีการซื้อขายเป็นแบบการประมูลราคาด้วยการจดแจ้งราคาเสนอซื้อเสนอขายบนกระดานซื้อขายในห้องค้าหลักทรัพย์ หรือที่เรียกว่า การซื้อขายแบบเคาะกระดาน (Post on Board) และกำหนดระยะเวลาการซื้อขายตั้งแต่เวลา 10.30 น. ถึง 12.30 น. ซึ่งการดำเนินงานในช่วงเวลาที่ผ่านมาของตลาดหลักทรัพย์ได้ผ่านเหตุการณ์สำคัญ ๆ พอสรุปได้โดยสังเขป ดังนี้



**ภาพที่ 3** ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศไทย  
ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2547)

**ช่วงเริ่มต้น (พ.ศ. 2518 ถึง 2519)** – เป็นช่วงที่การซื้อขายหลักทรัพย์ยังอยู่ในวงจำกัด กล่าวคือ มีมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์อยู่ในระดับต่ำ โดยในปี พ.ศ. 2518 และ 2519 มีมูลค่าการซื้อขายตลอดทั้งปี (รวมหลักทรัพย์จดทะเบียนภาคเอกชนและภาครัฐบาล) เพียง 1,523 ล้านบาท และ 1,681 ล้านบาท ตามลำดับ และดัชนีตลาดหลักทรัพย์อยู่ในระดับที่ต่ำมาก เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจที่ไม่เอื้ออำนวย และการเมืองภายในประเทศขาดเสถียรภาพ ประชาชนขาดความรู้ความเข้าใจในบทบาทหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์

**ช่วงรุ่งเรืองครั้งแรกของตลาดหลักทรัพย์ (พ.ศ. 2520 ถึง 2521) –** การซื้อขายหลักทรัพย์เป็นไปอย่างคึกคัก เนื่องจากการปรับปรุงกฎระเบียบบางประการ และมีการเปิดเผยข้อมูลให้แก่ประชาชน รวมถึงเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศไทยมีความเจริญเติบโต การลงทุนของผู้ลงทุนเป็นการเก็งกำไรระยะสั้น ทำให้เกิดความเล็งสูงขึ้น ตลาดหลักทรัพย์จึงได้ดำเนินการในเรื่องการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชน เพื่อสร้างความโปร่งใส และความยุติธรรมในการซื้อขายหลักทรัพย์ รวมทั้งออกมาตรการเพิ่มขึ้น เช่น มาตรการภาษี โดยกระทรวงการคลังได้ประกาศให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีแก่บริษัทจดทะเบียนให้ได้รับการลดหย่อนภาษีเงินได้นิติบุคคลจากร้อยละ 35 เหลือร้อยละ 30 ของกำไรสุทธิ

ในช่วงปี พ.ศ. 2521 มีการลงทุนอย่างต่อเนื่อง โดยเป็นผลจากภาวะเศรษฐกิจที่ขยายตัว และจากการออกพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2521 ส่งผลให้ภาคเอกชนมีความมั่นใจในการลงทุนมากขึ้น ทำให้บริษัทเอกชนเข้ามาระดมเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นตามไปด้วย มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2520 ได้ปรับเพิ่มขึ้นเป็น 26,591 ล้านบาท และในปี พ.ศ. 2521 มีมูลค่าการซื้อขายเป็น 57,272 ล้านบาท โดยดัชนีตลาดหลักทรัพย์สูงสุดอยู่ที่ระดับ 266.20 จุด (วันที่ 24 พฤศจิกายน พ.ศ. 2521) และปิด ณ สิ้นปีในระดับ 257.73 จุด

**ช่วงวิกฤตการณ์ราคาเงินทุน (พ.ศ. 2522 ถึง 2524) –** ในช่วงต้นปี พ.ศ. 2522 การซื้อขายหลักทรัพย์เริ่มมีการชะลอตัวลง ซึ่งเป็นผลจากวิกฤตการณ์ราคาน้ำมัน เกิดภาวะเงินเฟ้อ และเกิดปัญหาการขาดดุลการค้าและดุลการชำระเงินในภาคเศรษฐกิจระหว่างประเทศ นอกจากนี้ ได้เกิดปัญหาการระบบสถาบันการเงิน คือ บริษัท ราชเงินทุน จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ถูกสั่งปิดกิจการ เนื่องจากประสบปัญหาทางการเงินอย่างรุนแรง เหตุการณ์ที่เกิดขึ้นได้ทำให้ผู้ลงทุนขาดความมั่นใจต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2522 ลดลงเหลือเพียง 22,533 ล้านบาท โดยดัชนีตลาดหลักทรัพย์ลงมาถึง ณ สิ้นปีในระดับ 149.40 จุด

ผลจากการสั่งปิดบริษัท ราชเงินทุน จำกัด ทำให้ภาครัฐบาลได้เข้ามาออกกฎหมายเพื่อกำกับดูแลสถาบันการเงิน คือ พระราชบัญญัติประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ พ.ศ. 2522 สำหรับในด้านของตลาดหลักทรัพย์ ได้มีการดำเนินมาตรการแทรกแซงตลาดทุนเพื่อกระตุ้นปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์หลายมาตรการ ได้แก่

- 1) การจัดตั้งกองทุนพัฒนาตลาดทุนมูลค่า 1,000 ล้านบาท เพื่อเข้าซื้อหุ้น ซึ่งต่อมาได้หยุดการซื้อขายในเดือนสิงหาคม พ.ศ. 2530 และยุบเลิกไปในเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2532
- 2) การจัดตั้งกองทุนเพื่อเพิ่มสภาพคล่องธุรกิจหลักทรัพย์มูลค่ารวม 2,000 ล้านบาท เพื่อช่วยให้บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ที่มีปัญหาสภาพคล่องได้กู้ยืม
- 3) การจัดตั้งกองทุนมูลค่า 3,000 ล้านบาท เพื่อให้ธนาคารกรุงไทย จำกัด รับฝากหุ้นจากผู้ลงทุนและบริษัทสมาชิก โดยให้สิทธิซื้อคืนในระยะเวลากำหนด 3 ปี
- 4) การขอความร่วมมือให้บริษัทสมาชิกทำการซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อเสริมสภาพคล่องเดือนละไม่ต่ำกว่า 30 ล้านบาทต่อราย
- 5) การปรับลดเพดานการขึ้นลงของราคาหลักทรัพย์ประจำวันจากเดิมร้อยละ 10 เหลือร้อยละ 5 ของราคาปิดวันก่อนหน้า

แม้จะมีการดำเนินมาตรการต่าง ๆ เพื่อแทรกแซงตลาดแล้ว แต่ภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ยังคงไม่ดีขึ้น จึงได้ขอคำแนะนำจากศาสตราจารย์ ร็อบบินส์ ซึ่งได้ข้อสรุปว่า ให้อยู่มาตรการแก้ไขที่เป็นการแทรกแซงตลาด และให้มีการวางรากฐานในด้านต่าง ๆ เพื่อเตรียมความพร้อมรับมือกับภาวะเศรษฐกิจในอนาคต

ในปี พ.ศ. 2523 บริษัทเงินทุนได้พ้นวิกฤตทางการเงินแล้ว แต่ปริมาณและมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ยังคงลดลง ซึ่งเป็นผลจากการปรับราคาน้ำมันภายในประเทศ ต้นทุนการผลิตมีแนวโน้มสูงขึ้น ราคาสินค้าปรับตัวเพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้ภาวะเงินเฟ้อทวีความรุนแรงมากขึ้น โดยดัชนีตลาดหลักทรัพย์อยู่ที่ระดับ 124.67 จุด และในปีนี้ตลาดทุนไทยได้มีเหตุการณ์สำคัญเกิดขึ้นหลายประการ ได้แก่

- 1) การจัดตั้งสมาคมสมาชิกตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งต่อมาได้เปลี่ยนชื่อเป็นสมาคมสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ (ปี พ.ศ. 2524) และเป็นสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ (ปี พ.ศ. 2535)
- 2) พัฒนาการเผยแพร่ข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ คือ การเผยแพร่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งใช้หลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญทุกตัวมาคำนวณ และถ่วงน้ำหนักด้วยจำนวนหลักทรัพย์จดทะเบียนของแต่ละหลักทรัพย์ โดยใช้วันเปิดตลาด คือ วันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 เป็นวันฐาน (ก่อนหน้านี้มีการคำนวณและเผยแพร่ดัชนี TISCO Index/ Book Club Index)

ในปี พ.ศ. 2524 ภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ยังคงซบเซา กล่าวคือ มีมูลค่าการซื้อขาย(รวมหลักทรัพย์จดทะเบียนภาคเอกชนและภาครัฐบาล) เพียง 2,898 ล้านบาท ดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีการปรับตัวอยู่ในช่วงแคบ ๆ คือ ระหว่าง 103.19 ถึง 129.03 จุด

**ช่วงทศวรรษที่ 4 เมษายน และการเริ่มฟื้นตัว (พ.ศ. 2525 ถึง 2528) – การซื้อขายหลักทรัพย์**  
ในช่วงครึ่งปีแรกของปี พ.ศ. 2525 ยังคงซบเซา อันเป็นผลสืบเนื่องมาจากปีก่อน ตลาดหลักทรัพย์เริ่มมีทิศทางดีขึ้นในไตรมาส 3 เนื่องจากสภาพคล่องของเงินทุนมีมากขึ้นและอัตราดอกเบี้ยมีการปรับตัวลดลง แต่ยังไม่ดีเท่าที่ควร มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งปีอยู่ที่ 5,966 ล้านบาท และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ สิ้นปีปิดที่ระดับ 123.50 จุด โดยนโยบายที่สำคัญของตลาดหลักทรัพย์ในช่วงนี้ คือ การประชาสัมพันธ์และให้ความรู้แก่ประชาชนทั่วไป

ในปี พ.ศ. 2526 ตลาดหลักทรัพย์ได้ย้ายที่ทำการจากอาคารศูนย์การค้าสยาม มายังอาคารสินธร ถนนวิฑู โดยมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งปีอยู่ที่ 9,324 ล้านบาท

ในปี พ.ศ. 2527 เป็นปีที่ประสบปัญหาสถาบันการเงินขึ้นอีกครั้ง มีการเพิกถอนใบอนุญาตบริษัทเงินทุนจำนวน 5 แห่ง และเกิดโครงการ 4 เมษายน พ.ศ. 2527 โดยรัฐบาลได้เข้าไปควบคุมการดำเนินงานของธนาคารเอเซียทรัสต์ จำกัด ซึ่งต่อมาได้เปลี่ยนชื่อเป็น ธนาคารสยาม จำกัด และสุดท้ายได้โอนกิจการไปรวมกับธนาคารกรุงไทย จำกัด นอกจากนี้ ยังเกิดปัญหากับตลาดเงินนอกระบบ เช่น ปัญหาแชร์ลูกโซ่ ทำให้รัฐบาลต้องมีมาตรการเข้มงวดในการกำกับดูแลปัญหาทางการเงิน และได้มีการปรับปรุงแก้ไขพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีประเด็นสำคัญ ได้แก่

- 1) การกำกับดูแลบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่ไม่ได้เป็นบริษัทสมาชิก โดยตลาดหลักทรัพย์สามารถเข้าไปตรวจสอบได้
- 2) กำหนดให้หุ้นที่ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ เป็น สังคมทรัพย์ กล่าวคือ การที่สามารถใช้หุ้นประเภทเดียวกัน ชนิดเดียวกัน ในจำนวนที่เท่ากันทดแทนกันได้
- 3) การคุ้มครองผู้ลงทุน โดยให้มีการเปิดเผยข้อมูลครบถ้วน และระวังป้องกันเรื่องการใช้อ้างอิงข้อมูลในการซื้อขายหุ้น รวมถึงการควบคุมการสร้างระดับราคาอันเป็นเท็จ
- 4) ระบบการฟ้องร้องคดี

ในปี พ.ศ. 2528 เป็นปีที่ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์สูงขึ้นถึง 16,473 ล้านบาท มาจากการซื้อขายของผู้ลงทุนต่างประเทศ และเริ่มมีแนวความคิดที่จะให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก้าวสู่ความเป็นสากล โดยในปีนี้ได้มีการจัดตั้งศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ขึ้น เพื่ออำนวยความสะดวกด้านการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่บริษัทสมาชิก

**ช่วงรุ่งเรืองครั้งที่สอง (พ.ศ. 2529 ถึง 2532) –** ในช่วงนี้เป็นช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์กลับมาคึกคักอีกครั้ง ซึ่งในปี พ.ศ. 2529 การซื้อขายหลักทรัพย์ได้มีการปรับตัวดีขึ้น เป็นผลมาจากการลดค่าเงินบาทในปี พ.ศ. 2527 ทำให้กระตุ้นการส่งออก นอกจากนี้ มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยถึง 5 ครั้ง ทำให้มีเงินทุนไหลเข้าสู่การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ โดยมูลค่าการซื้อขายในปีนี้อยู่ที่ 29,848 ล้านบาท

จนกระทั่งปี พ.ศ. 2530 เศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจไทยมีการเจริญเติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะภาคการส่งออกของไทย ทำให้มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มสูงถึง 123,421 ล้านบาท และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ได้ปรับตัวสูงขึ้นไปอยู่ที่ระดับ 472.86 จุด ในวันที่ 16 ตุลาคม พ.ศ. 2530 แต่แล้วในวันจันทร์ที่ 19 ตุลาคม ปีเดียวกัน ก็ได้เกิดเหตุการณ์ที่เรียกว่า Black Monday ซึ่งเป็นวิกฤตการณ์ทางการเงินของตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กในสหรัฐอเมริกา ทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็ว ซึ่งมีผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์ของไทยด้วย ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ก็สามารถรับมือกับปัญหานี้ได้อย่างรวดเร็ว โดยใช้มาตรการต่าง ๆ ดังนี้

- 1) การประชาสัมพันธ์ให้ผู้ลงทุนลดความตื่นตระหนก
- 2) การลดอัตราการใช้กู้ยืมเพื่อการซื้อขายหลักทรัพย์
- 3) ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ประกาศขายเงินลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ จากร้อยละ 60 เป็นร้อยละ 100
- 4) การจัดตั้งกองทุนร่วมพัฒนา โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อรักษาระดับราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์
- 5) การปรับเพดานขึ้นลงของราคาหลักทรัพย์เป็นการชั่วคราว จากไม่เกินร้อยละ 10 ของราคาปิด เป็นร้อยละ 5

นอกจากนี้ ยังมีมาตรการเพื่อเพิ่มอุปสงค์และอุปทานให้แก่ตลาด โดยเน้นที่การลงทุนจากต่างประเทศ โดยมาตรการด้านอุปสงค์ คือ การจัดให้มีกระดานต่างประเทศ (Alien Board)

กำหนดให้การซื้อขายหลักทรัพย์บนกระดานเป็นการซื้อขายแลกเปลี่ยนระหว่างผู้ลงทุนต่างประเทศ สำหรับมาตรการด้านอุปทาน คือ การจัดตั้งหุ้นกระดานที่สอง โดยมีการแก้ไขประกาศกระทรวงการคลังเกี่ยวกับคุณสมบัติของบริษัทรับอนุญาต ทำให้กิจการขนาดเล็กที่มีการดำเนินงานดี สามารถเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ นอกจากนี้ ได้มีการริเริ่มเพื่อให้มีการออกตราสารการเงินประเภทใหม่ ๆ ได้แก่ ใบสำคัญแสดงสิทธิ ฯ (Warrants) และหุ้นกู้แปลงสภาพ (Convertible Debentures) ซึ่งสามารถจะเข้ามาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ได้

ภายหลังวิกฤตการณ์ Black Monday ภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ปรับตัวอย่างรวดเร็วจนและเด่นชัด ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็วในต้นปี พ.ศ. 2531 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปิด ณ สิ้นปีในระดับ 386.73 จุด โดยมีมูลค่าการซื้อขายสูงถึง 156,649 ล้านบาท

ในปี พ.ศ. 2532 ถือเป็นปีทองของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ปัจจัยสำคัญที่สนับสนุนล้วนมีความพร้อม ไม่ว่าจะเป็นเสถียรภาพของอัตราดอกเบี้ย สภาพคล่องที่สูงในตลาดการเงิน และความมีเสถียรภาพในระบบอัตราแลกเปลี่ยน รวมถึงการค้าระหว่างประเทศ ที่ส่งผลให้มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นถึง 377,067 ล้านบาท ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปิดที่ระดับ 879.19 จุด โดยนโยบายที่สำคัญในปีนี้ คือ การเสริมสร้างให้ตลาดหลักทรัพย์เป็นแหล่งซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีความยุติธรรม เช่น การเปิดเผยแนวทางปฏิบัติสำหรับการเผยแพร่ข้อมูลในกรณีเพิ่มทุนและลดทุนของบริษัทจดทะเบียน เป็นต้น

**ช่วงแห่งความผันผวน (พ.ศ. 2533 ถึง 2538) –** ปัจจัยจากภายนอกประเทศและภายในประเทศ เป็นผลกระทบเชิงลบต่อภาวะการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ แม้ว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ได้ไต่ระดับสูงสุดเมื่อวันที่ 25 กรกฎาคม พ.ศ. 2533 ที่ระดับ 1,143.78 จุด แต่ต่อมาในวันที่ 2 สิงหาคม พ.ศ. 2533 ก็ได้เกิดวิกฤตการณ์สงครามอ่าวเปอร์เซีย ที่ส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมัน ตลาดผลผลิต และตลาดการเงินทั่วโลก ผู้ลงทุนไม่มั่นใจในการลงทุนและพยายามลดน้ำหนักการลงทุน ส่งผลให้เกิดภาวะเงินตึงตัวจนอัตราดอกเบี้ยปรับตัวสูงถึงร้อยละ 16.5 และทำให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปรับลดลงไปปิด ณ สิ้นปีในระดับ 612.86 จุด

ในปี พ.ศ. 2533 เป็นปีของการพัฒนาด้านระบบการบริหาร การดำเนินงานด้านการชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์ โดยนำระบบคอมพิวเตอร์และเทคโนโลยีเข้ามาใช้ รวมถึงมีแนวความคิดเข้าสู่การดำเนินงานในระดับสากล ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ได้เข้าเป็นสมาชิกขององค์กร

ระหว่างประเทศต่าง ๆ ได้แก่ สมาพันธ์ตลาดหลักทรัพย์นานาชาติ (Federation International des Bourses de Valuers: FIBV) ปัจจุบันได้เปลี่ยนชื่อเป็น The World federation of Exchanges: WFE) และองค์การคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นานาชาติ (International Organization of Securities Commission: IOSCO)

ในปี พ.ศ. 2534 และ 2535 แม้ว่าจะมีปัญหาการเมืองภายในประเทศที่ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนทั้งในและต่างประเทศ การเปลี่ยนแปลงทางการเมืองโดยคณะรักษาความสงบเรียบร้อยแห่งชาติ (รสช.) ได้ยึดอำนาจการปกครองในปี พ.ศ. 2534 และต่อมาในช่วงวันที่ 17 ถึง 20 พฤษภาคม พ.ศ. 2535 ได้เกิดเหตุการณ์พฤษภาทมิฬที่ส่งผลให้ภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์เกิดความผันผวนอย่างมาก ตลาดหลักทรัพย์ก็หยุดการพัฒนา โดยมีพัฒนาการที่สำคัญ 2 ประการ คือ ตลาดหลักทรัพย์ได้เปลี่ยนวิธีการซื้อขายหลักทรัพย์ จากระบบการเคาะกระดานหรือการประมูลจดแจ้งราคาบนกระดาน มาเป็นการประมูลราคาโดยอัตโนมัติผ่านระบบคอมพิวเตอร์ หรือที่เรียกว่า ASSET (Automated System for the Stock Exchange of Thailand) ซึ่งได้ช่วยทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์ไม่ต้องกระทำในห้องค้าหลักทรัพย์อีกต่อไป

อีกเหตุการณ์สำคัญ คือ การประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ในปี พ.ศ. 2535 พร้อมกับก่อตั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้ทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีระบบการกำกับดูแลและตรวจสอบที่มีความเป็นเอกภาพ ซึ่งกฎหมายนี้มีผลต่อโครงสร้างตลาดทุนและผู้ที่เกี่ยวข้องอย่างมาก

นอกจากการเปลี่ยนแปลงสำคัญที่เกิดขึ้นดังกล่าวแล้ว การนำระบบไร้ใบหุ้น (Scriptless System) มาใช้ ได้ทำให้ระบบการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น กล่าวคือมีความรวดเร็ว ถูกต้อง โปร่งใส และปลอดภัยยิ่งขึ้น ได้มีการขยายเวลาการซื้อขายหลักทรัพย์ออกเป็น 2 รอบ คือ รอบเช้าในระหว่างเวลา 10.00 ถึง 12.30 น. และรอบบ่ายในระหว่างเวลา 14.30 ถึง 16.00 น. ซึ่งต่อมาในปี พ.ศ. 2536 ได้ขยายเวลาการซื้อขายในรอบบ่ายออกไปเป็น 16.30 น.

ช่วงปลายปี พ.ศ. 2535 คณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้ลงมติกล่าวโทษบุคคลที่กระทำการเพื่อสร้างราคาหลักทรัพย์ ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ต่อมาในปี พ.ศ. 2536 บริษัทเงินทุน เฟิสท์ ซิตี้ อินเวสเมนต์ จำกัด ได้เกิดปัญหาสภาพคล่อง ทำให้ถูกสั่งปิดการดำเนินงานเป็นการชั่วคราว และปัญหาเกี่ยวกับการปั่นหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ รวมทั้งเกิดความไม่

เชื่อมั่นต่อสถานการณ์ทางการเมือง ทำให้ภาวะตลาดโดยทั่วไปอยู่ในภาวะซบเซา จนกระทั่งเดือน ตุลาคม พ.ศ. 2536 จึงเริ่มปรับตัวดีขึ้น โดยได้รับแรงกระตุ้นจากผู้ลงทุนต่างประเทศ ส่งผลให้ดัชนี ตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวสูงสุดที่ระดับ 1,682.85 จุด และมีมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งปีเท่ากับ 2,201,148 ล้านบาท

ในปี พ.ศ. 2537 การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มีความผันผวนอยู่ในช่วงแคบ ๆ โดยมี ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ลดลงจากปีก่อน อันเนื่องมาจากความไม่ แน่นนอนและความไม่มั่นคงทางการเมือง แบะปัญหาการเรียกร้องให้มีการเปลี่ยนแปลงรัฐธรรมนูญ รวมทั้งกรณีที่ดิน ส.ป.ก. 4-01 ซึ่งส่งผลให้ภาวะการลงทุนมีความชะงักงัน และในช่วงปลายปี พ.ศ. 2537 ถึง ต้นปี พ.ศ. 2538 เกิดปัญหาเกี่ยวกับการลดค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐ ฯ และเงินเปโซ ทำให้ มีข่าวลือต่าง ๆ นานา จนเกิดการชะลอตัวของการลงทุนทั่วโลกอีกครั้ง อีกทั้งยังมีปัจจัยลบภายนอก มาเป็นแรงเสริม ได้แก่ การเกิดแผ่นดินไหวอย่างรุนแรงในประเทศญี่ปุ่น การล้มละลายของธนาคาร แบริงในประเศอังกฤษ สำหรับปัจจัยลบภายใน ได้แก่ การยุบสภา และการที่อัตราดอกเบี้ยมีการ ปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง

พัฒนาการที่สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงนี้ คือ การจัดตั้ง บริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด และการจัดให้มีกองทุนเพื่อการชำระราคาและส่งมอบ หลักทรัพย์ เพื่อป้องกันความเสี่ยงของการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ นอกจากนั้น ได้มีการ จัดตั้ง ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์กรุงเทพ (Bangkok Stock Dealing Center: BSDC) เพื่อเป็นตลาดรอง สำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์อีกแห่งหนึ่ง แต่ไม่ได้รับความนิยมเท่าที่ควรจึงได้ปิดกิจการลงใน กลางปี พ.ศ. 2542

**ช่วงวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ (พ.ศ. 2539 ถึง 2543)** – ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2539 เป็นต้นมา ได้มี สัญญาณบางประการจากภาคธุรกิจ ได้แก่ ปัญหาหนี้เสีย การทุจริตของผู้บริหารสถาบันการเงินบาง แห่ง ทำให้ผู้ลงทุนขาดความเชื่อมั่น และกระทบเป็นลูกโซ่ต่อสถาบันการเงินขนาดเล็กและใหญ่ ซึ่ง ส่วนหนึ่งเกิดจากการขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดี รวมถึงการเก็งกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา ต่างประเทศของกองทุนต่างประเทศ ส่งผลให้เกิดหนี้เสียต่อสถาบันการเงินในอัตราที่สูง รัฐบาลจึง ได้ประกาศระงับการดำเนินงานของบริษัทเงินทุนจำนวน 58 แห่ง เป็นการชั่วคราว และภายหลังได้ มีการสั่งปิดเป็นการถาวรจำนวน 56 แห่ง

ยิ่งไปกว่านั้น ผลของการที่ค่าเงินบาทถูกเก็งกำไรจากกองทุนต่างประเทศ ทำให้ประเทศไทยเกิดปัญหาอัตราแลกเปลี่ยน จนต้องเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบตะกร้าเงิน (Basket Currency) ที่ใช้อยู่ในขณะนั้น มาเป็นระบบลอยตัวแบบมีการจัดการ (Managed Float) ในวันที่ 2 กรกฎาคม พ.ศ. 2540 ซึ่งทำให้อัตราแลกเปลี่ยนปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว เงินบาทอ่อนค่าลงมาก ส่งผลให้ภาคธุรกิจที่มีหนี้สินต่างประเทศจำนวนมากเกิดปัญหา ธุรกิจนับพันแห่งล้มละลาย และขยายสู่ประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาค โดยมีการเรียกวิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้นครั้งนี้ว่า วิกฤตการณ์ต้มยำกุ้ง

วิกฤตการณ์ดังกล่าวได้ส่งผลกระทบต่อทุกภาคอุตสาหกรรมของประเทศไทย ซึ่งรัฐบาลได้พยายามหาทางแก้ไขโดยการจัดตั้งองค์กรปฏิรูประบบสถาบันการเงิน (ปรส.) และบรรษัทบริหารสินทรัพย์ (บส.) เพื่อทำหน้าที่ในการแก้ไขปัญหาสถาบันการเงินในด้านการรับซื้อและขายโอนสินทรัพย์จากสถาบันการเงินที่ประสบปัญหา นอกจากนี้ ประเทศไทยได้ขอคำแนะนำและทำสัญญาเพื่อขอรับความช่วยเหลือด้านการเงิน จากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund: IMF) และธนาคารโลก (World Bank)

ในช่วงปี พ.ศ. 2541 และ 2542 เศรษฐกิจของประเทศไทยได้ประสบกับภาวะถดถอยอย่างรุนแรง โดยเฉพาะปัญหาสภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจ ทำให้มีเงินไหลออกจากตลาดหลักทรัพย์เป็นจำนวนมาก และในด้านของธนาคารพาณิชย์ก็ได้เกิดปัญหาหนี้ไม่ก่อให้เกิดรายได้ ทำให้ไม่สามารถปล่อยสินเชื่อได้ และการชำระคืนหนี้ต่างประเทศก็ต้องใช้เงินเป็นจำนวนมาก เนื่องจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ปรับตัวสูงขึ้น ภาวะดังกล่าวส่งผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์อย่างรุนแรง ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ได้ปรับลดลงต่ำสุดที่ระดับ 207.31 จุด ในวันที่ 4 กันยายน พ.ศ. 2541

สภาพเศรษฐกิจของประเทศไทยซบเซาอย่างต่อเนื่องจนถึงปี พ.ศ. 2543 ผู้ลงทุนยังขาดความมั่นใจและที่เลวร้ายไปกว่านั้น ผู้ลงทุนส่วนใหญ่ยังขาดความรู้สึกละเลยต่อการเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ขณะที่ปัจจัยภายนอกยังรุนแรง เช่น การปรับลดน้ำหนักของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยสำหรับคำนวณดัชนี MSCI ของสถาบันการเงินระดับโลก ความผันผวนทางเศรษฐกิจ และราคาน้ำมันในตลาดโลกที่ผันผวน เป็นต้น

**ช่วงฟื้นตัวจากวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ (พ.ศ. 2544 ถึง 2546)** – จากเหตุการณ์โศกนาฏกรรมวันที่ 11 กันยายน พ.ศ. 2544 ในประเทศสหรัฐอเมริกา ได้ส่งผลให้การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับผลกระทบไปด้วย แต่มีปัจจัยที่ช่วยส่งเสริมประการหนึ่ง คือ

สภาพการเมืองที่รัฐบาลมีความเข้มแข็งในเชิงโครงสร้าง ประกอบกับแนวนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลที่กระตุ้นการใช้จ่ายของภาคครัวเรือน และจากการที่อัตราดอกเบี้ยลดต่ำลงเป็นเวลานาน ได้ส่งผลดีต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เพราะผู้ลงทุนจะเลือกลงทุนในแหล่งที่ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า ดังนั้น จึงทำให้ภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ดีขึ้น และปรับตัวขึ้นอย่างช้า ๆ จนกระทั่งถึงปี พ.ศ. 2546 ที่ภาวะการซื้อขายกลับมามีคึกคักอีกครั้ง แต่ก็ยังมีผู้ลงทุนบางส่วนยังระวังสถานการณ์เศรษฐกิจฟองสบู่ที่อาจเกิดจากการเก็งกำไรในหลักทรัพย์ต่าง ๆ จะซ้ารอยเดิม

วิวัฒนาการของตลาดทุนและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระยะที่ผ่านมา ทำให้ผู้ที่เกี่ยวข้องต่างก็ได้มีการเรียนรู้และแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้น รวมทั้งพัฒนาและวางรากฐานที่สำคัญ ตลอดจนมีวิสัยทัศน์ในการวางระบบระเบียบ เพื่อเป็นการเตรียมความพร้อมและป้องกันปัญหาจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่อาจจะเกิดขึ้นได้อีกในอนาคต โดยยึดแนวคิดในการสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ลงทุน ทั้งในด้านการซื้อขายหลักทรัพย์ กฎระเบียบที่ให้ความเป็นธรรม ตลอดจนการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส ตามแนวคิดการพัฒนาตลาดทุนที่ได้กล่าวไว้ในงานวิจัยนี้

### องค์ประกอบของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในเชิงกายภาพแล้ว ตลาดหลักทรัพย์ อาจหมายถึง ห้องค้าหลักทรัพย์ รวมถึงระบบที่ทำให้ผู้ซื้อและผู้ขายเข้ามาทำการตกลงซื้อขายหลักทรัพย์กัน แต่ปัจจุบัน การส่งคำสั่งเสนอซื้อและขายสามารถทำได้โดยผ่านระบบคอมพิวเตอร์และอินเทอร์เน็ต ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์ในความหมายเชิงกายภาพจึงลดบทบาทลง โดยองค์ประกอบที่สำคัญของตลาดหลักทรัพย์มีดังนี้

**ผู้ลงทุน** เป็นองค์ประกอบสำคัญที่สุดและอาจแบ่งได้ตามปริมาณของการซื้อขาย ได้แก่ ผู้ลงทุนที่เป็นบุคคลธรรมดาซึ่งถือเป็นผู้ลงทุนรายย่อย และผู้ลงทุนประเภทสถาบันทั้งที่เป็นสถาบันในประเทศและต่างประเทศ หรืออาจแบ่งตามระยะเวลาในการถือครองหลักทรัพย์ ได้แก่ ผู้ลงทุนที่เข้าซื้อเพื่อถือครองหลักทรัพย์เป็นระยะเวลายาว ๆ สำหรับการเก็งกำไร จากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ หรือลงทุนเพื่อรับผลตอบแทนในระยะยาว เมื่อราคาหลักทรัพย์ปรับสูงขึ้น หรือสิทธิในการรับเงินปันผล หากกิจการมีผลการดำเนินงานดี รวมถึงรับสิทธิประโยชน์ต่าง ๆ

ผู้ลงทุนในแต่ละประเภทจะมีรูปแบบการซื้อขายหลักทรัพย์ที่แตกต่างกันออกไป กล่าวคือ ผู้ลงทุนรายย่อยจะมีพฤติกรรมการลงทุนและซื้อขายตามผู้ลงทุนต่างประเทศ หรือผู้ลงทุนสถาบัน

และค่อนข้างอ่อนไหวต่อข่าวลือที่เกิดขึ้น รวมถึงมีความสามารถในการวิเคราะห์ข้อมูลที่แตกต่างจากผู้ลงทุนประเภทอื่น ขณะที่ผู้ลงทุนสถาบันหรือผู้ลงทุนในระยะยาวจะให้ความสำคัญกับการวิเคราะห์และเลือกหลักทรัพย์ โดยพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงเป็นหลัก

**ตัวแทนนายหน้าผู้ลงทุน** ถือเป็นตัวกลางที่ทำให้เกิดการซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างผู้ลงทุนกับ บริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตให้ประกอบธุรกิจนายหน้าค้าหลักทรัพย์ ต้องมีคุณสมบัติเหมาะสมและได้รับอนุมัติให้เข้าเป็นบริษัทสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ หรือที่เรียกกันทั่วไปว่า Broker โดยมีหน้าที่ต่าง ๆ ดังนี้

- 1) ทำหน้าที่ในการซื้อขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งของลูกค้า และตามข้อกำหนดของระบบการซื้อขาย
- 2) ดูแลเรื่องการชำระราคาของลูกค้าให้ถูกต้อง ครบถ้วน และตรงตามกำหนดเวลา
- 3) บริการรับฝากหลักทรัพย์ ดูแลบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของลูกค้า
- 4) รับผิดชอบ แก้ไขข้อผิดพลาดที่เกิดขึ้นจากการซื้อขาย
- 5) ให้ข้อมูลที่ผ่านการวิเคราะห์อย่างมีคุณภาพ และเชื่อถือได้

ตัวแทนนายหน้าจะได้รับค่าธรรมเนียมในการซื้อขาย หรือที่เรียกกันว่า ค่านายหน้า (Commission) เป็นค่าตอบแทน โดยตั้งแต่วันที่ 14 มกราคม พ.ศ. 2545 ตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้บริษัทสมาชิกเรียกเก็บค่าธรรมเนียมการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ในอัตราไม่ต่ำกว่าร้อยละ 0.25 ของมูลค่าการซื้อขาย และอัตราไม่ต่ำกว่าร้อยละ 0.20 สำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านระบบอินเทอร์เน็ต และในอนาคต ตลาดหลักทรัพย์มีนโยบายยกเลิกการกำหนดอัตราค่าธรรมเนียมขั้นต่ำ และให้บริษัทสมาชิกสามารถเรียกเก็บค่าธรรมเนียมได้อย่างเสรี ซึ่งจะทำให้ธุรกิจเกิดการแข่งขันรุนแรงมากขึ้น

นอกเหนือจากการให้บริการหลักในการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์แล้ว บริษัทสมาชิกยังสามารถให้บริการด้านอื่น ๆ ได้แก่ การให้การศึกษาลงทุน การจัดการกองทุนส่วนบุคคล การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ การยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ และการเป็นที่ปรึกษาทางการเงิน

**หลักทรัพย์จดทะเบียน** เป็นหลักทรัพย์ที่ออกโดยบริษัทจดทะเบียนที่ต้องการระดมทุน สามารถจำแนกตามประเภทได้ดังนี้

1) **หุ้นสามัญ (Common Stocks)** เป็นหลักทรัพย์ประเภทหนึ่งที่บริษัทออกจำหน่ายเพื่อระดมเงินทุนมาใช้ดำเนินกิจการ โดยผู้ถือหุ้นสามัญจะมีสิทธิร่วมเป็นเจ้าของบริษัท มีสิทธิออกเสียงลงมติในที่ประชุมผู้ถือหุ้นตามสัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือครองอยู่ และมีสิทธิได้รับเงินปันผลเมื่อบริษัทมีผลกำไร และยังมีโอกาสได้รับกำไรจากส่วนต่างของราคาเมื่อราคามีการปรับตัวสูงขึ้นตามศักยภาพของบริษัท นอกจากนี้ มีโอกาสได้รับสิทธิในการจองซื้อหุ้นออกใหม่ เมื่อบริษัทมีการเพิ่มทุนหรือจัดสรรใบสำคัญแสดงสิทธิต่าง ๆ ให้แก่ผู้ถือหุ้น และในทางกลับกัน หากกิจการประสบผลขาดทุน ผู้ถือหุ้นสามัญก็จะร่วมรับผิดชอบเฉพาะเพียงส่วนของหุ้นที่ได้ลงทุนไปเท่านั้น

2) **หุ้นบุริมสิทธิ (Preferred Stocks)** เป็นหลักทรัพย์ประเภทที่ผู้ถือครองหุ้นมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของกิจการเช่นเดียวกับหุ้นสามัญ มีสิทธิได้รับเงินปันผล ซึ่งโดยปกติ บริษัทมักจะจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิในอัตราที่คงที่ในแต่ละปี และได้สิทธิรับการจ่ายเงินปันผลก่อนผู้ถือหุ้นสามัญ และอาจสะสมเงินปันผลไปปีต่อไปได้ แต่อาจจะไม่มีสิทธิในการออกเสียงต่าง ๆ เพื่อลงมติในที่ประชุมผู้ถือหุ้นในการร่วมตัดสินใจบริหารงานกิจการ นอกจากนี้ ในกรณีที่บริษัทเลิกกิจการ ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิจะได้สิทธิในการรับชำระเงินคืนก่อนผู้ถือหุ้นสามัญ โดยสิทธิต่าง ๆ ของหุ้นบุริมสิทธิจะต้องมีการระบุไว้เป็นการล่วงหน้า

3) **หุ้นกู้ (Debentures)** เป็นหลักทรัพย์ประเภทหนึ่งที่บริษัทผู้ออกประสงค์จะกู้เงินจากผู้ลงทุน โดยในตราสารประเภทนี้จะมีกำหนดไว้แน่นอน ผู้ถือหุ้นกู้มีฐานะเป็นเจ้าหนี้ของบริษัท และจะได้รับผลตอบแทนในรูปดอกเบี้ยเป็นรายงวดตามระยะเวลาและอัตราที่กำหนด ตลอดอายุของหุ้นกู้ทั้งนี้ อัตราดอกเบี้ยที่กำหนดในหุ้นกู้จะสูงหรือต่ำขึ้นอยู่กับฐานะของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้และระดับอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน ในขณะที่บริษัทนำหุ้นกู้ออกจำหน่าย

4) **หุ้นกู้แปลงสภาพ (Conversion Debentures)** เป็นหุ้นกู้ที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นกู้ในการแปลงสภาพหุ้นกุ่มันนั้นเป็นหุ้นสามัญ สิทธิที่แฝงอยู่ในหุ้นกุดังกล่าวนี้ เป็นสิทธิที่บริษัทผู้ออกหุ้นกู้ให้แก่ผู้ถือ ในการเปลี่ยนหุ้นกู้เป็นหุ้นสามัญออกใหม่ของบริษัทได้จำนวนหนึ่งที่ได้กำหนดไว้ล่วงหน้า หากผู้ถือยังไม่แปลงสภาพ ผู้ถือก็ยังคงมีสถานะเป็นเจ้าหนี้ของบริษัทผู้ออกและมีสิทธิได้รับดอกเบี้ยตามข้อกำหนดของหุ้นกุ่มันนั้น แต่เมื่อมีการใช้สิทธิแปลงสภาพ ในงบดุลของบริษัทจะปรากฏรายการส่วนของเจ้าของเพิ่มขึ้นและส่วนของหนี้สินลดลง สิทธิที่ให้แกผู้ถือหุ้นกู้ในการแปลงสภาพเป็นลักษณะที่ให้คุณค่าเพิ่มเติมแก่ผู้ถือหุ้นกู่ว่าจะแปลงสภาพหรือไม่ ส่งผลให้บริษัทผู้ออกสามารถออกหุ้นกู้แปลงสภาพที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าหุ้นกูปกติ

5) หน่วยลงทุน (Unit Trust) เป็นหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เพื่อระดมเงินเข้ากองทุนรวมที่จัดตั้ง และจัดสรรเงินกองทุนที่ระดมได้เพื่อนำไปลงทุนในตราสารต่าง ๆ ตามนโยบายการลงทุนที่มีการนำเสนอไว้ในหนังสือชี้ชวนการลงทุน เช่น ลงทุนในหลักทรัพย์จดทะเบียน หรือลงทุนในตราสารทางการเงินประเภทต่าง ๆ หรือฝากกับสถาบันการเงิน เป็นต้น ผู้ลงทุนที่ถือหน่วยลงทุนจะมีฐานะร่วมเป็นเจ้าของกองทุนนั้น ๆ โดยจะมีสิทธิได้รับเงินปันผลจากผลกำไรที่เกิดขึ้นของกองทุน หรืออาจทำการขายหน่วยลงทุนที่ถือครองอยู่ เมื่อมูลค่าของสินทรัพย์สุทธิที่มีการหักค่าใช้จ่ายในการทำธุรกรรมมากกว่าต้นทุนที่ซื้อเข้ามา คล้ายกับส่วนต่างราคาของมูลค่าหลักทรัพย์ในกรณีของการถือครองหุ้นสามัญ และหากผู้ลงทุนถือหน่วยลงทุนไว้จนครบกำหนดอายุของการลงทุน หรือตามเงื่อนไขที่มีการระบุไว้เป็นการเฉพาะ ก็จะได้รับส่วนแบ่งคืนจากกองทุนตามจำนวนหน่วยลงทุนที่ตนถือครองอยู่

6) ใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหลักทรัพย์ (Warrants) เป็นหลักทรัพย์ประเภทที่มีการให้สิทธิแก่ผู้ถือครองในการซื้อหลักทรัพย์ที่ใบสำคัญแสดงสิทธินั้นอ้างอิงอยู่ (Underlying Asset) ตามราคาใช้สิทธิ (Exercise Price) จำนวนที่ให้ใช้สิทธิ (นิยมใช้เป็นอัตราส่วน) และภายในระยะเวลาที่กำหนดหรือช่วงเวลาที่กำหนดเป็นการล่วงหน้า ซึ่งหากพ้นกำหนดระยะเวลาแล้ว จะไม่สามารถใช้สิทธิดังกล่าวได้ และมีข้อสำคัญอีกประการหนึ่ง ก็คือ ใบสำคัญแสดงสิทธินี้จะออกโดยบริษัทจดทะเบียนที่เป็นผู้ออกหลักทรัพย์อ้างอิง จึงเรียกว่า ใบสำคัญแสดงสิทธิในการจองซื้อหุ้นสามัญ ตัวอย่างเช่น ใบสำคัญแสดงสิทธิของหลักทรัพย์ A มีราคาใช้สิทธิที่ 40 บาท มีวันกำหนดการใช้สิทธิในวันที่ 10 มกราคม พ.ศ. 2550 โดยให้ใช้สิทธิในอัตรา 4 หน่วย หมายความว่า ใบสำคัญแสดงสิทธินี้ออกโดยบริษัท A โดยมีหลักทรัพย์อ้างอิง คือ หลักทรัพย์ A โดยเมื่อถึงวันกำหนดการใช้สิทธิ ผู้ที่ถือครองใบสำคัญแสดงสิทธินี้มีสิทธิที่จะซื้อหุ้น A ในราคาหุ้นละ 40 บาทได้ เป็นจำนวนมากที่สุด คือ 4 หุ้น ต่อใบสำคัญแสดงสิทธิ 1 ใบ ดังนั้น เมื่อถึงวันครบกำหนดใช้สิทธิ หากหลักทรัพย์ A มีราคาไม่ถึง 40 บาท ต่อหุ้น ผู้ถือครองใบสำคัญแสดงสิทธินี้ก็อาจจะไม่ใช้สิทธิ และปล่อยให้ใบสำคัญแสดงสิทธินั้นหมดสภาพไป ดังนั้น จึงอาจกล่าวได้ว่า ราคาของใบสำคัญแสดงสิทธิย่อมขึ้นกับการคาดการณ์ของผู้ลงทุนว่าในอนาคตราคาของหุ้นที่เป็นหลักทรัพย์อ้างอิงเป็นเท่าไร

7) ใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants: DW) เป็นใบสำคัญแสดงสิทธิประเภทหนึ่งที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือครองในการซื้อหลักทรัพย์อื่น (หลักทรัพย์อ้างอิง) จากผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ โดยผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิประเภทนี้ได้มีการ

กันสำรองหลักทรัพย์ที่ใช้เป็นหลักทรัพย์อ้างอิงในการออกไปสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ หรือมีการวางหลักประกันในสัดส่วนที่กำหนด เพื่อบริการใช้สิทธิในอนาคตไว้แล้ว ซึ่งมีทั้งการสำรองหลักทรัพย์ไว้เพื่อบริการใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์เต็มตามจำนวนที่ออก (Fully Covered Warrant) หรือมีการสำรองหลักทรัพย์ไว้เพียงบางส่วน (Partial Covered Warrant)

8) ใบสำคัญแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงไทย (Non-Voting Depository Receipts: NVDR) เป็นตราสารประเภททุนที่ออกโดย บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของตลาดหลักทรัพย์ NVDR จะมีสถานะเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนโดยอัตโนมัติ ซึ่งมีหลักทรัพย์อ้างอิงเป็นหุ้นสามัญและหุ้นบริวารสิทธิที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนที่ถือครอง NVDR สามารถรับสิทธิประโยชน์ทางการเงินได้เสมือนการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนทุกประการ ไม่ว่าจะเป็นสิทธิในการรับเงินปันผล สิทธิในการจองซื้อหุ้นเพิ่มทุนหรือใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหุ้นสามัญ แต่จะไม่มีสิทธิในการออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัท NVDR จะช่วยอำนวยความสะดวกต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ลงทุนต่างประเทศที่ติดขัดในเรื่องเพดานการถือครองหลักทรัพย์ แต่ทั้งนี้ ก็มีได้จำกัดการซื้อขายของผู้ลงทุนไทยแต่อย่างใด

9) ใบสำคัญแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิง (Depository Receipts: DR) เป็นตราสารที่ออกและเสนอขายโดย บริษัท สยามดีอาร์ จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของตลาดหลักทรัพย์ โดยหลักทรัพย์ที่ให้สิทธิอ้างอิงอาจเป็นได้ทั้งหุ้นสามัญ หุ้นกู้ หุ้นกู้แปลงสภาพ ผู้ลงทุนที่ถือครอง DR จะได้รับสิทธิประโยชน์ต่าง ๆ เช่นเดียวกับผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนทุกประการ ไม่ว่าจะเป็นสิทธิประโยชน์ทางการเงิน หรือสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนในบริษัทจดทะเบียน ซึ่งดำเนินการโดยผ่าน บริษัท สยามดีอาร์ จำกัด เท่านั้น

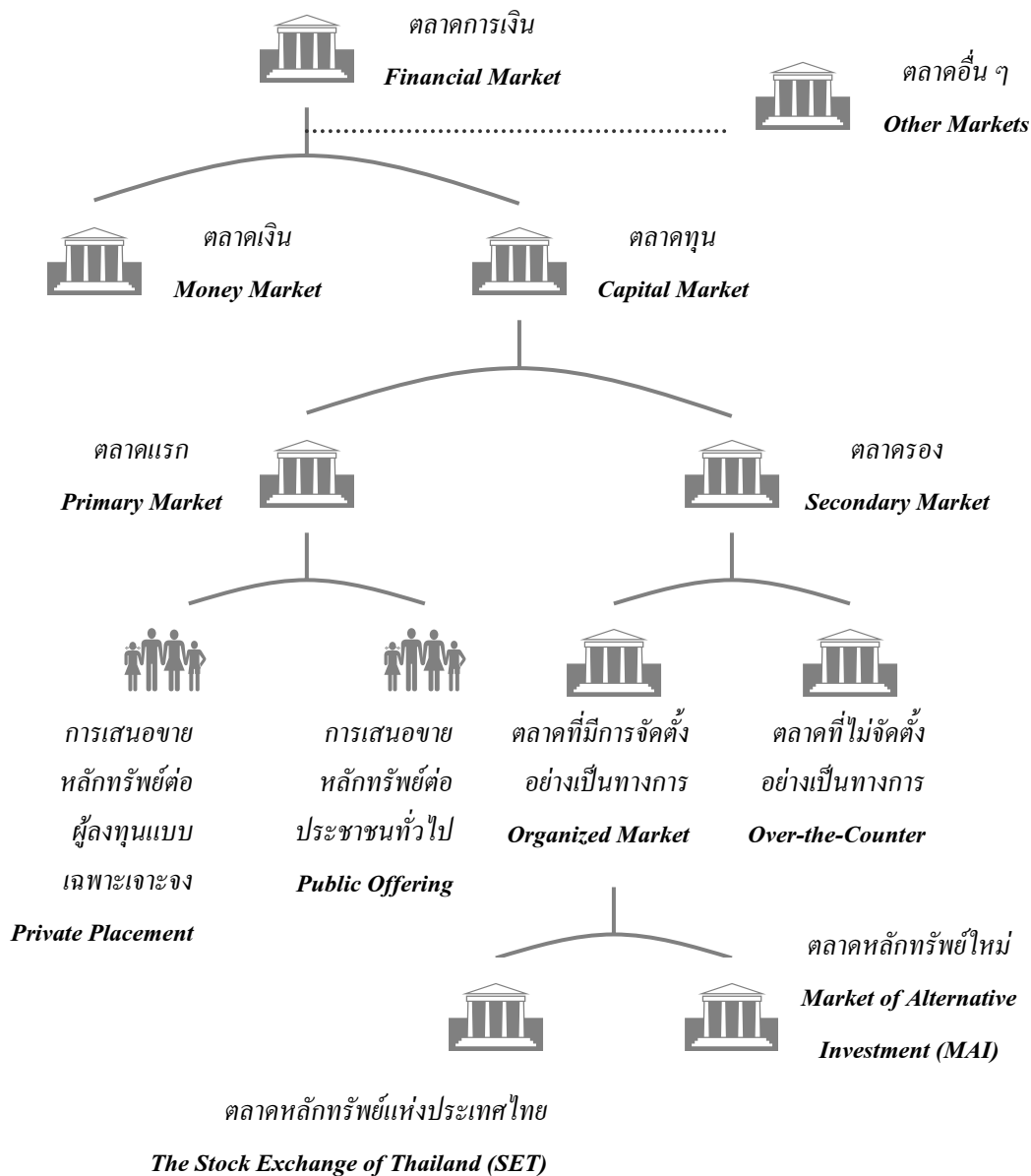
10) ใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนที่โอนสิทธิได้ (Transferable Subscription Rights: TSR) เป็นตราสารที่บริษัทจดทะเบียนออกให้แก่ผู้ถือหุ้นทุกรายตามสัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือครองอยู่เดิม เพื่อให้ผู้ถือหุ้นใช้เป็นหลักฐานในการใช้สิทธิเพื่อซื้อหุ้นเพิ่มทุนของบริษัท โดยผู้ถือหุ้นที่ไม่ประสงค์จะใช้สิทธิในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนดังกล่าว สามารถโอนสิทธิดังกล่าวให้แก่ผู้อื่นได้

กระบวนการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากหน่วยเศรษฐกิจที่มีเงินทุนส่วนเกินไปสู่หน่วยเศรษฐกิจที่ขาดแคลนเงินทุนตามที่ ศุภชัย (2547) ได้กล่าวไว้มี 3 วิธีหลัก กล่าวคือ วิธีแรก เป็นการเคลื่อนย้ายเงินทุนโดยตรง เป็นการจัดหาทุนจากภายในกิจการ (Internal Financing) ซึ่งไม่จำเป็นต้องมีสถาบันการเงินหรือตลาดการเงินใดมาเกี่ยวข้อง จัดเป็นการเคลื่อนย้ายเงินทุนนอกระบบ ดังนั้นการกำหนดระยะเวลาใช้คืนเงินทุน รวมถึงอัตราดอกเบี้ยชดเชย (ถ้ามี) จึงเป็นการตกลงกันเองระหว่างคู่สัญญา โดยอาจมีหลักฐานเพื่อใช้อ้างสิทธิในเงินทุนหากมีการผิดนัดชำระหนี้ และในอีกความหมายหนึ่งของการจัดหาเงินทุนจากภายในกิจการ ก็คือ การใช้เงินทุนจากกำไรสะสมของกิจการ เพื่อนำมาใช้ในวัตถุประสงค์ใด ๆ เป็นการเฉพาะ

วิธีที่สอง เป็นการเคลื่อนย้ายเงินทุนทางอ้อม จากหน่วยเศรษฐกิจที่มีเงินทุนส่วนเกินผ่านระบบสถาบันการเงินที่ทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการระดมเงินทุน แล้วจึงปล่อยเงินทุนให้กู้ยืมแก่หน่วยเศรษฐกิจที่ขาดแคลนเงินทุนอีกต่อหนึ่ง โดยมีแนวคิดพื้นฐานมาจากความต้องการแก้ไขปัญหาต่าง ๆ เช่น ความต้องการที่ไม่ตรงกันในการระดมเงินทุน ซึ่งสถาบันการเงินจะสามารถลดปัญหาเรื่องจำนวนเงินทุน อัตราผลตอบแทนที่ต้องการจากการลงทุนกับระยะเวลาของการลงทุน และดอกเบี้ยจ่ายคืนเงินกู้ยืมกับระยะเวลาในการหาเงินต้นพร้อมดอกเบี้ยมาใช้คืน หากไม่มีระบบสถาบันการเงินมารองรับ ต้นทุนในการจัดหาเงินทุนภายใต้ปัญหาดังกล่าวจะมีมูลค่าสูง

วิธีที่สาม เป็นการเคลื่อนย้ายเงินทุนทางตรง จากหน่วยเศรษฐกิจที่มีเงินทุนส่วนเกินไปสู่หน่วยเศรษฐกิจที่ขาดแคลนเงินทุนในตลาดการเงิน โดยไม่ผ่านระบบสถาบันการเงิน ซึ่งสิ่งสำคัญของการเคลื่อนย้ายเงินทุนผ่านตลาดการเงินตามที่ ศุภชัย (2547) ได้กล่าวไว้ คือ ทั้งสองฝ่ายต้องพึงระลึกอยู่เสมอว่าตนเปรียบเสมือนผู้ซื้อผู้ขายในตลาดสินค้าทั่วไป แต่มีข้อแตกต่างกันในประเด็นที่ว่า สินค้าในที่นี้เป็นสินค้าทางการเงินที่แลกเปลี่ยนกันในตลาดการเงิน หรือเรียกอีกนัยหนึ่งได้ว่าสินทรัพย์ทางการเงิน (Financial Asset)

ข้อดีของการเคลื่อนย้ายเงินทุนด้วยวิธีนี้ ก็คือ หน่วยเศรษฐกิจที่ขาดแคลนเงินทุนสามารถระดมเงินทุนได้ในปริมาณสูง และยังเป็นการทำธุรกรรมในระบบที่มีความโปร่งใสและสามารถตรวจสอบได้ ภายใต้การกำกับดูแลของหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง เช่น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ด.) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นต้น



ภาพที่ 4 โครงสร้างของตลาดการเงิน

ที่มา: ศุภชัย (2547)

ภายในโครงสร้างของตลาดการเงินสามารถแบ่งได้เป็นหลายรูปแบบ ขึ้นอยู่กับประเภทสินทรัพย์ทางการเงินที่มีอยู่ในตลาดการเงิน หรือรูปแบบของการระดมเงินทุน ดังแสดงให้เห็นในภาพที่ 4 กล่าวคือ ตลาดการเงินทำหน้าที่เป็นแหล่งกลางในการระดมเงินทุนจากหน่วยเศรษฐกิจที่มี

เงินทุนส่วนเกิน เพื่อจัดสรรสู่หน่วยเศรษฐกิจที่ขาดแคลนเงินทุน โดยการทำหน้าที่ดังกล่าว ตลาดการเงินต้องอาศัยสิ่งสำคัญ 2 ประการ คือ สถาบันการเงินและเครื่องมือหรือตราสารทางการเงิน

ตลาดการเงิน แบ่งได้เป็น 2 ประเภท ได้แก่ ตลาดเงิน และตลาดทุน โดยตลาดเงินเป็นแหล่งกลางในการระดมเงินออมระยะสั้น (ไม่เกิน 1 ปี) แล้วจัดสรรให้ผู้มีเงินที่ต้องการเงินทุน เป็นการชั่วคราว ผู้กู้และผู้ให้กู้ไม่จำเป็นต้องมีการติดต่อกันโดยตรง แต่สามารถกระทำผ่านตลาดเงิน โดยผู้ให้กู้มอบเงินให้ผู้กู้ก่อนและคาดหมายว่าจะได้รับคืนเงินต้นพร้อมดอกเบี้ยคืนในภายหลัง สถาบันการเงินในตลาดเงิน ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทประกันภัย และธนาคารออมสิน เป็นต้น สำหรับตราสารทางการเงินที่ใช้ในตลาดเงิน ประกอบด้วย ตั๋วสัญญาใช้เงิน ตั๋วแลกเงิน ตั๋วเงินคลัง และตั๋วเงินฝาก เป็นต้น

ตลาดทุน เป็นแหล่งระดมเงินออมระยะยาว (มากกว่า 1 ปี) เพื่อจัดสรรให้กับหน่วยเศรษฐกิจที่ต้องการเงินทุน ผู้ประกอบการสามารถแสวงหาเงินทุน เพื่อนำไปใช้ขยายกิจการ สถาบันการเงินในตลาดทุน ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทเครดิตฟองซิเอร์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับหลักทรัพย์ในตลาดทุนประกอบด้วย หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นกู้ หุ้นกู้แปลงสภาพ หน่วยลงทุน ใบสำคัญแสดงสิทธิต่าง ๆ และพันธบัตร

ตลาดทุน แบ่งได้เป็น 2 ประเภท ได้แก่ ตลาดแรก หรือตลาดหลักทรัพย์ออกใหม่ เป็นแหล่งกลางสำหรับรัฐบาลหรือธุรกิจเอกชนที่ต้องการระดมเงินทุน ด้วยการนำหลักทรัพย์ออกใหม่เสนอขายให้กับประชาชนทั่วไป หรือบุคคลแบบเฉพาะเจาะจงที่สนใจลงทุน ประเภทที่สองได้แก่ ตลาดรอง หรือตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นแหล่งกลางสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ได้ผ่านการจองซื้อในตลาดแรกมาแล้ว จึงเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อเปลี่ยนมือเท่านั้น การซื้อขายอาจกระทำผ่านตลาดที่ไม่จัดตั้งอย่างเป็นทางการ หรือตลาดหลักทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นอย่างเป็นทางการก็ได้ การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองจึงไม่ใช่การระดมทุนโดยตรงจากหน่วยเศรษฐกิจที่มีเงินออมไปสู่หน่วยเศรษฐกิจที่ต้องการเงินทุนเหมือนอย่างในตลาดแรก แต่ก็มีบทบาทสนับสนุนให้การซื้อขายหลักทรัพย์ดำเนินไปอย่างเป็นระเบียบ มีสภาพคล่อง โปร่งใส ยุติธรรม เพื่อสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ลงทุนทั้งภายในประเทศและต่างประเทศ



ในภาพที่ 5 แสดงถึง ช่องทางการระดมเงินทุนของหน่วยเศรษฐกิจที่ใช้เป็นหลักคือ การกู้ยืมผ่านระบบสถาบันการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งธนาคารพาณิชย์ที่มีบทบาทสำคัญในการระดมเงินทุนระยะสั้น ด้วยการปล่อยสินเชื่อให้แก่ภาคธุรกิจ และการระดมเงินทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมูลค่าของเงินทุนในแต่ละช่องทางการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่สอดคล้องกัน เมื่อเปรียบเทียบกับมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ แต่ก็พบว่า การระดมทุนด้วยสินเชื่อผ่านระบบธนาคารพาณิชย์ยังคงมีส่วนที่สูงกว่า เมื่อเปรียบเทียบกับมูลค่าของทุนตามราคาตลาดของตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้ โครงสร้างเงินทุนของภาคธุรกิจเอกชนไทยตามที่กล่าวถึงใน ประสาร (2546: 41) พบว่า นิยมพึ่งพิงแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้เป็นหลัก เนื่องจากโครงสร้างพื้นฐานเป็นธุรกิจของครอบครัว แม้แต่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น เมื่อเศรษฐกิจขยายตัว และกิจการมีความต้องการเงินทุนเพิ่มขึ้น เจ้าของธุรกิจมักไม่ยินยอมที่จะสูญเสียอำนาจการควบคุม จึงนิยมใช้การก่อหนี้มากกว่าการเพิ่มทุน

อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาจากการเคลื่อนไหวของมูลค่าของทุนตามราคาตลาดเมื่อเทียบกับผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศพบว่า ในช่วงเวลาที่ตลาดหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงรุนแรง อันเป็นผลมาจากความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ การเปลี่ยนแปลงดังกล่าว จะเกิดขึ้นเช่นเดียวกับผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศในอีก 6 เดือนต่อมา ความสัมพันธ์นี้แสดงถึงความสามารถในการพยากรณ์ภาวะเศรษฐกิจในอนาคตได้ของตลาดหลักทรัพย์ และแม้ว่าการซื้อขายที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์นั้น จะมีได้มีการผลิตสินค้าและบริการแต่อย่างใด ซึ่งไม่นับรวมในผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ แต่ความสามารถในการพยากรณ์ดังกล่าว ก็มาจากความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนที่มีต่อระบบเศรษฐกิจนั่นเอง เช่น สถานการณ์ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจที่เกิดขึ้น ปี พ.ศ. 2540 ซึ่งเกิดจากเศรษฐกิจฟองสบู่แตก การถูกโจมตีค่าเงินจากนักเก็งกำไร รวมถึงผู้ลงทุนขาดความเชื่อมั่นและถอนเงินทุนออกจากตลาดการเงิน จนกระทั่งนำไปสู่การประกาศให้ค่าเงินบาทลอยตัว ในวันที่ 2 กรกฎาคม พ.ศ. 2540 สถาบันการเงิน 56 แห่งถูกสั่งปิด ธนาคารพาณิชย์ของไทยถูกต่างชาติเข้ามาควบคุมกิจการ ธุรกิจนับพันแห่งล้มละลาย ได้ก่อให้เกิดผลกระทบอย่างรุนแรงต่อระบบการเงินของประเทศไทย จนรัฐบาลต้องกู้เงินและดำเนินมาตรการทางการเงินตามนโยบายของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund: IMF) สอดคล้องกับสิ่งที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ คือ มูลค่าของทุนตามราคาตลาดค่อย ๆ ปรับตัวลดลงเป็นลำดับ และการปรับตัวลงของมูลค่าของทุนตามราคาตลาดอย่างรุนแรงประกอบกับวิกฤตการณ์สถาบันการเงิน ได้ทำให้ระบบเศรษฐกิจตกต่ำลงในปีต่อมา จนกระทั่งระบบเศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวตามมูลค่าของทุนตามราคาตลาดที่กลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกครั้งหลังวิกฤตเศรษฐกิจ

นอกจากนี้ ในงานศึกษาของ กนกศักดิ์ (2543) ได้ศึกษาพบว่า ดัชนีตลาดหลักทรัพย์และผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศมีความสัมพันธ์กันในระยะยาว และตัวแปรทั้งสองมีลักษณะการกำหนดซึ่งกันและกัน และมีลักษณะความสัมพันธ์ย้อนกลับระหว่างกัน ทำให้สามารถใช้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์พยากรณ์ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศได้ล่วงหน้า 5 เดือน ขณะที่ ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ก็สามารถใช้พยากรณ์ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ได้เช่นกัน โดยพยากรณ์ล่วงหน้าได้ 1 เดือน

การระดมเงินออกมาจากประชาชนทั่วไป และจัดสรรเงินทุนไปสู่หน่วยเศรษฐกิจต่าง ๆ เป็นหน้าที่หลักของตลาดทุน หากการทำหน้าที่ดังกล่าวดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพก็จะสนับสนุนให้ระบบการเงินของประเทศไทยมีความสมบูรณ์ มั่นคง และเพิ่มช่องทางการระดมทุนที่หลากหลาย ลดการก่อหนี้ของภาครัฐกิจ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นหนี้ระยะสั้นแต่กลับนำไปลงทุนในโครงการระยะยาว จึงทำให้เกิดปัญหา Currency and Maturity Mismatch ตามมา

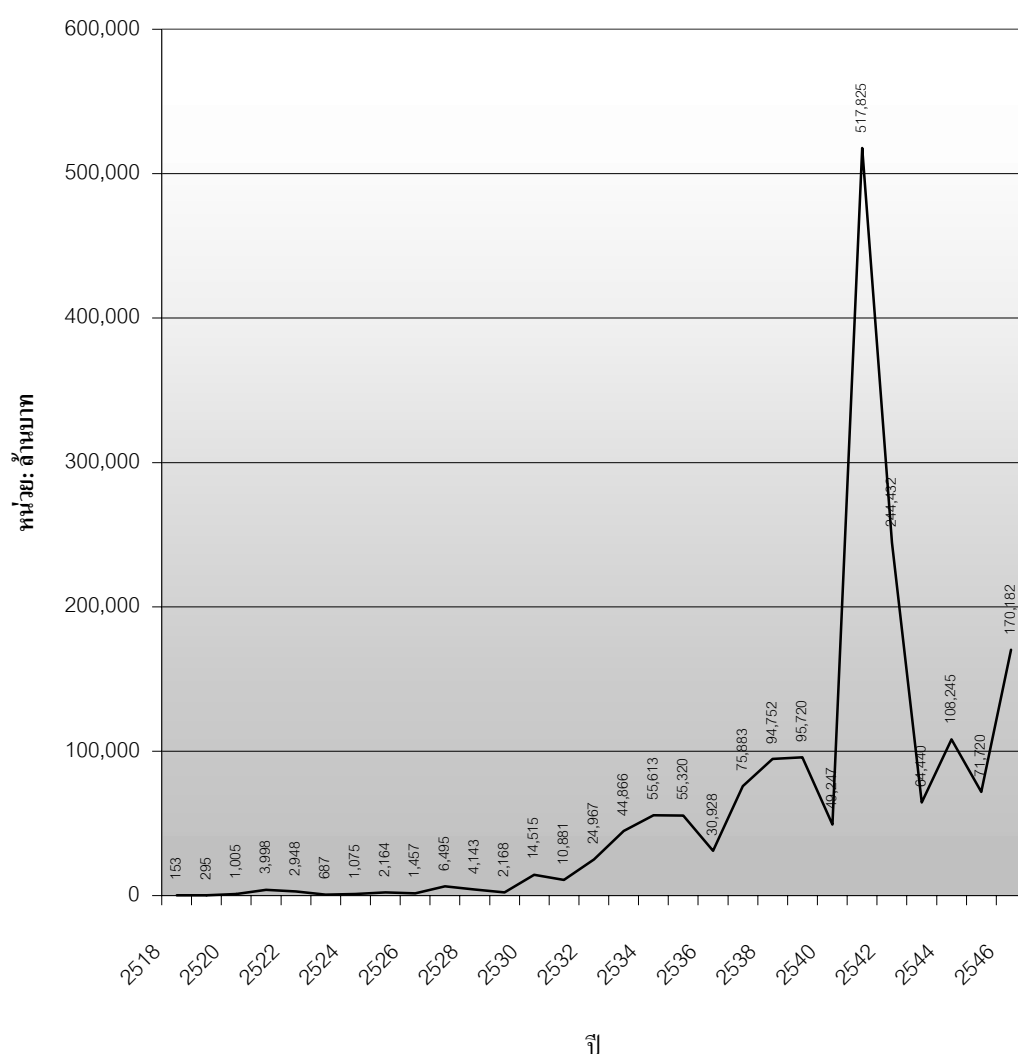
ตลาดทุนของประเทศไทยได้ก่อตั้งขึ้นมานานกว่า 20 ปี แต่ก็มีความสำคัญทางเศรษฐกิจไม่มากนัก เมื่อเปรียบเทียบกับธนาคารพาณิชย์ ภายหลังจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2540 ระบบธนาคารพาณิชย์ได้รับผลกระทบอย่างรุนแรง ภาครัฐบาลและเอกชนเริ่มตระหนักถึงความจำเป็นที่ต้องพัฒนาตลาดทุนอย่างจริงจัง เพื่อเพิ่มทางเลือกในการออม และการระดมทุนแก่ประชาชนและหน่วยเศรษฐกิจต่าง ๆ ซึ่งมีผลต่อการเสริมสร้างประสิทธิภาพให้กับระบบการเงินไทยโดยรวม ตลอดจนคาดหวังว่าตลาดทุนจะมีบทบาทเป็นแหล่งเงินทุนสำรอง ในยามที่ระบบธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถทำหน้าที่ได้อย่างสมบูรณ์

ตลาดทุนได้รับการพัฒนาให้ทำหน้าที่เป็นแหล่งระดมเงินทุน สะสมทุน เพื่อการพัฒนาธุรกิจและอุตสาหกรรมภาคต่าง ๆ ใน 2 ช่องทาง ได้แก่ ตลาดตราสารทุน และตลาดตราสารหนี้ และสำหรับงานวิจัยนี้ จะมุ่งเน้นศึกษาเฉพาะบทบาทของตลาดตราสารทุน และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นตลาดรองสำหรับการซื้อขายตราสารการเงิน กล่าวคือ

1) บทบาทของตลาดตราสารทุนในฐานะเป็นแหล่งระดมเงินทุน เพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ สามารถแยกพิจารณาได้ ดังนี้

### 1.1) ขนาดของการระดมทุน

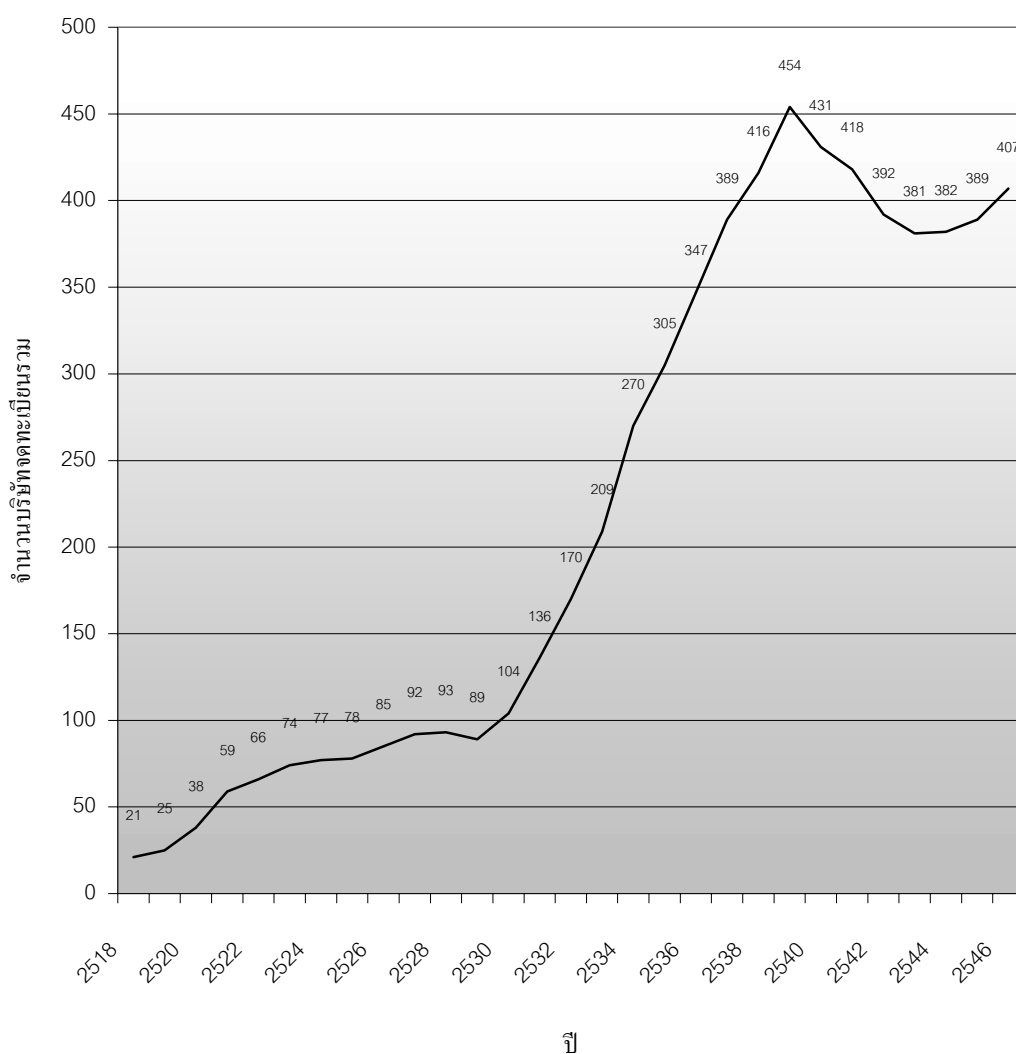
การระดมเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในระยะแรก ๆ มีธุรกรรมอยู่ในระดับที่ต่ำมาก ทั้งนี้ มีสาเหตุจากรูปแบบการทำธุรกิจของประเทศไทย เป็นธุรกิจที่มีโครงสร้างของการบริหารงานแบบครอบครัว และผู้ประกอบการส่วนใหญ่ยังขาดความรู้ความเข้าใจถึงบทบาทการทำงานของตลาดทุน รวมทั้งปัญหาด้านการกำกับดูแลที่ไม่ชัดเจนตามกฎหมายเดิม ทำให้รูปแบบการระดมเงินทุนต้องอาศัยการกู้ยืมผ่านสถาบันการเงิน โดยเฉพาะระบบธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก



ภาพที่ 6 มูลค่ารวมของการระดมทุนของบริษัทจดทะเบียนจากตราสารทุนออกใหม่  
ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2547)

อย่างไรก็ตาม บทบาทของตลาดตราสารทุนในด้านเป็นแหล่งระดมเงินทุนได้เพิ่มมากขึ้นตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2530 เห็นได้จากมูลค่าการระดมทุนของบริษัทจดทะเบียนได้เพิ่มจาก

2,168 ล้านบาท ในปี พ.ศ. 2529 เป็น 14,515 ล้านบาท ในปี พ.ศ. 2530 (ภาพที่ 6) ซึ่งเป็นผลมาจากการขยายตัวด้านการลงทุนของภาคธุรกิจต่าง ๆ อย่างรวดเร็ว มีการปรับโครงสร้างการบริหารงานจากระบบครอบครัวไปสู่องค์กรธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ และมีความซับซ้อนมากขึ้น ทำให้มีความต้องการเงินทุนจำนวนมาก ในขณะที่ปริมาณเงินทุนที่สถาบันการเงินแต่ละแห่งสามารถระดมได้มีจำนวนจำกัด จึงทำให้ภาคธุรกิจต่าง ๆ หันมาระดมเงินทุนผ่านตลาดตราสารทุนมากขึ้น (ภาพที่ 7)



ภาพที่ 7 จำนวนบริษัทจดทะเบียนรวม

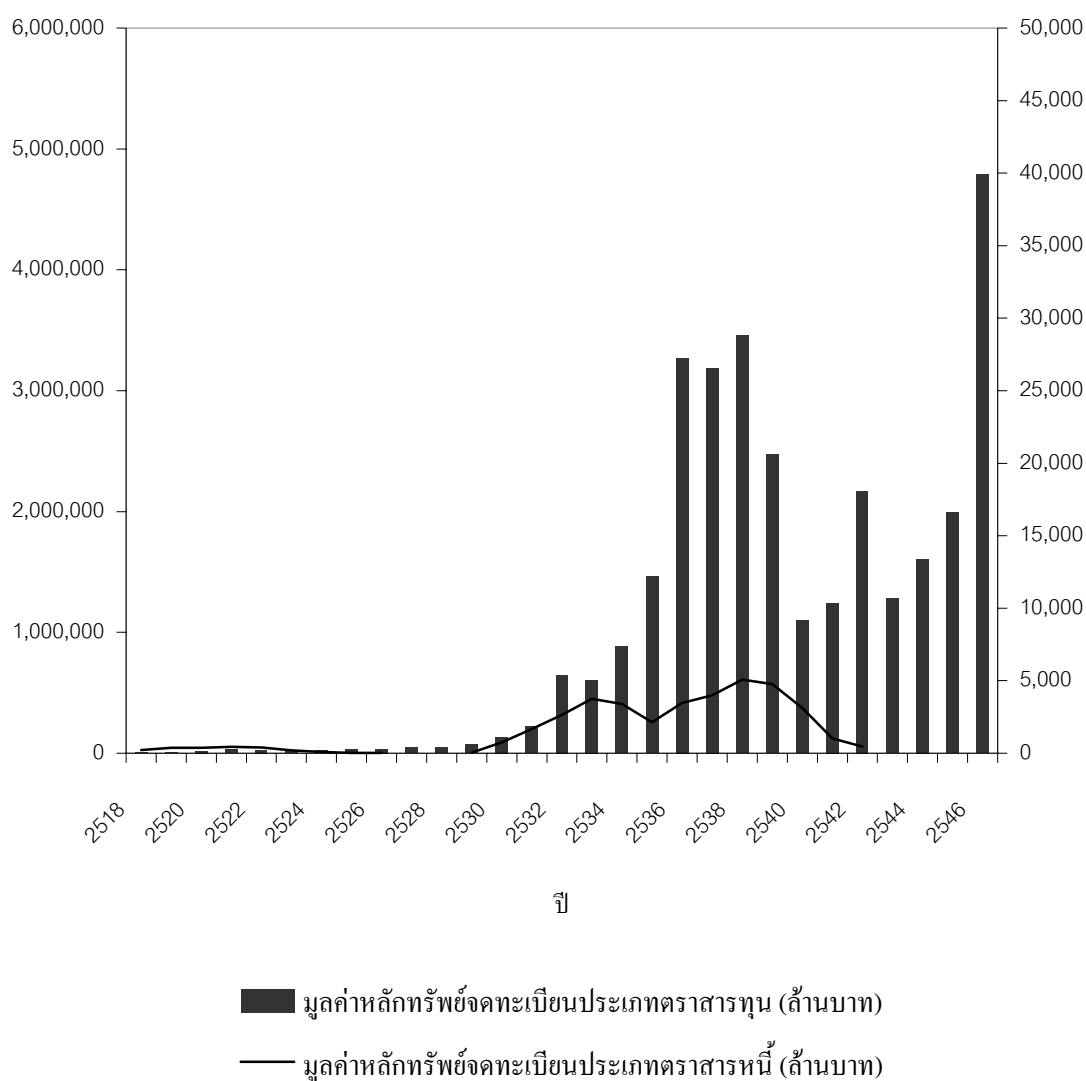
ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2547)

และบทบาทของตลาดตราสารทุนได้เพิ่มขึ้นอย่างชัดเจนหลังปี พ.ศ. 2540 ซึ่งเป็นปีที่เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ เงินทุนที่ระดมผ่านตลาดตราสารทุนของบริษัทจดทะเบียนได้

เพิ่มจาก 49,247 ล้านบาท ในปี พ.ศ. 2540 เป็น 517,825 ล้านบาท ในปี พ.ศ. 2541 (ภาพที่ 6) แม้วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่ผ่านมาได้มีผลกระทบต่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นอันมาก โดยทำให้บริษัทจดทะเบียนหลายแห่งมีผลประกอบการลดลง หลายแห่งต้องประสบกับภาวะขาดทุน นอกจากนี้ บริษัทจดทะเบียนส่วนหนึ่งต้องมีการประนอมหนี้และฟื้นฟูกิจการ บางส่วนต้องถูกเพิกถอนออกจากการเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไปในที่สุด ซึ่งสิ่งเหล่านี้ได้ส่งผลกระทบต่อจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ปริมาณและคุณภาพของบริษัทจดทะเบียนที่จะเป็นทางเลือกในการลงทุนของผู้ลงทุนลดลง และมีผลสืบเนื่องต่อความน่าสนใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ก็ตาม แต่จำนวนบริษัทจดทะเบียนก็มีจำนวนเพิ่มขึ้นมาตลอด ได้สะท้อนให้เห็นว่า หน่วยเศรษฐกิจที่ต้องการเงินทุนในภาคต่าง ๆ ได้ตระหนักถึงความสำคัญของการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อนำเงินจากหน่วยเศรษฐกิจที่มีเงินทุนส่วนเกินมาใช้ในการขยายกิจการของตน

## 1.2) หลักทรัพย์ที่ใช้ระดมทุนในตลาด

หลักทรัพย์ในตลาดทุนไทยประกอบด้วย ตราสารทุน ตราสารหนี้ ตราสารกึ่งหนี้กึ่งทุน และใบสำคัญแสดงสิทธิ ในอดีตตลาดทุนไทยได้อาศัยเพียงตราสารทุนเป็นเครื่องมือหลักที่ใช้ในการระดมทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงปี พ.ศ. 2538 มูลค่าหลักทรัพย์จดทะเบียนประเภทตราสารทุน (หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และใบสำคัญแสดงสิทธิ ฯ) อยู่ในระดับที่สูงมาก คิดเป็นร้อยละ 96 ของมูลค่าหลักทรัพย์ทั้งหมดที่ระดมผ่านตลาดทุน สอดคล้องกับภาวะเศรษฐกิจที่มีอัตราการขยายตัว และมีมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศอยู่ในระดับที่สูง แต่หลังจากนั้นมา สัดส่วนการระดมทุนด้วยตราสารทุนก็ได้ลดลงบ้าง ซึ่งเป็นผลจากหลักทรัพย์จดทะเบียนประเภทตราสารหนี้ (หุ้นกู้) และตราสารกึ่งหนี้กึ่งทุน (หุ้นกึ่งแปลงสภาพ) รวมถึงตราสารประเภทต่าง ๆ เริ่มเข้ามามีบทบาทสำคัญมากขึ้น แต่ก็ไม่ได้ทำให้บทบาทในการระดมทุนของหลักทรัพย์จดทะเบียนประเภทตราสารทุนลดความสำคัญลงอย่างใด (ภาพที่ 8)



**ภาพที่ 8** มูลค่าหลักทรัพย์จดทะเบียน และหลักทรัพย์อนุญาติ ภาคเอกชน  
 ประเภทตราสารทุน<sup>1</sup> และตราสารหนี้<sup>2</sup>  
 ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2547)

หมายเหตุ: <sup>1</sup> ตราสารทุนประกอบด้วยหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และใบสำคัญแสดงสิทธิ ฯ

<sup>2</sup> ตราสารหนี้ประกอบด้วยหุ้นกู้ และหุ้นกู้แปลงสภาพ

ประสาร (2546: 83-84) ได้เปรียบเทียบรูปแบบการระดมทุนของภาคเอกชน  
 ไทยกับต่างประเทศ (ตารางที่ 1) พบว่า ประเทศที่พัฒนาแล้วจะมีสัดส่วนมูลค่าการระดมทุนด้วย

การออกตราสารหนี้สูงกว่าตราสารทุน โดยประเทศญี่ปุ่นและสหรัฐอเมริกามีสัดส่วนการระดมทุนด้วยการออกตราสารหนี้และตราสารกึ่งหนี้กึ่งทุนสูงถึงร้อยละ 88.73 และ 82.28 ของเงินทุนที่ระดมผ่านตลาดทุนของแต่ละประเทศตามลำดับ ขณะที่ประเทศเกาหลีใต้และสิงคโปร์ มีสัดส่วนดังกล่าวเท่ากับร้อยละ 75.09 และ 50.81 ตามลำดับ ซึ่งสูงกว่าประเทศไทยที่มีสัดส่วนเพียงร้อยละ 43.86

ตารางที่ 1 สัดส่วนเงินทุนที่ระดมผ่านตลาดทุน จำแนกตามประเภทตราสารของประเทศต่าง ๆ  
เฉลี่ยในช่วงปี พ.ศ. 2531 ถึง 2543

| (หน่วย: ร้อยละของการระดมทุนทั้งหมด) |           |            |
|-------------------------------------|-----------|------------|
| ประเทศ                              | ตราสารทุน | ตราสารหนี้ |
| สหรัฐอเมริกา <sup>1</sup>           | 17.72     | 82.28      |
| ญี่ปุ่น <sup>2</sup>                | 11.27     | 88.73      |
| เกาหลีใต้                           | 24.91     | 75.09      |
| สิงคโปร์                            | 49.19     | 50.81      |
| ไทย <sup>3</sup>                    | 56.14     | 43.86      |

หมายเหตุ: <sup>1</sup> ช่วงปี พ.ศ. 2533 ถึง 2542

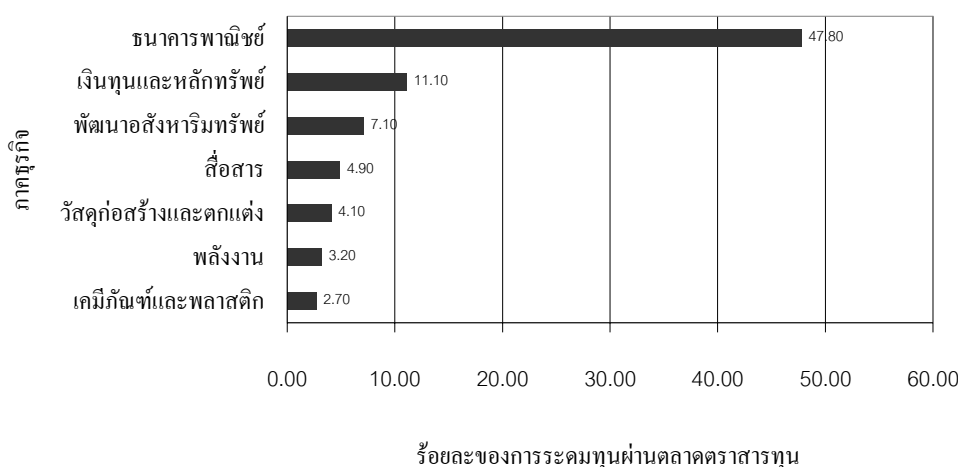
<sup>2</sup> ช่วงปี พ.ศ. 2531 ถึง 2540

<sup>3</sup> ตราสารทุนประกอบด้วยหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และใบสำคัญแสดงสิทธิ ฯ  
และตราสารหนี้ประกอบด้วยหุ้นกู้ และหุ้นกู้แปลงสภาพ

ที่มา: ประสาร (2546)

### 1.3) บทบาทของการระดมทุนสู่ภาคธุรกิจ

แม้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะมีการจำแนกภาคธุรกิจที่ทำการระดมทุนและจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ออกเป็น 30 ภาคธุรกิจ แต่การระดมทุนที่เกิดขึ้นจริงมีการกระจุกตัวอยู่เพียงบางภาคธุรกิจเท่านั้น สัดส่วนการระดมทุนจำแนกตามภาคธุรกิจในปี พ.ศ. 2531 ถึง 2543 (ภาพที่ 9) พบว่า ธุรกิจที่ได้รับประโยชน์จากการระดมทุนผ่านตลาดตราสารทุนมากที่สุด ได้แก่ ภาคธุรกิจธนาคารพาณิชย์ที่มีสัดส่วนถึงร้อยละ 47.8 ของการระดมทุนทั้งหมด รองลงมา ได้แก่ ภาคธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ที่มีสัดส่วนร้อยละ 11.1 ขณะที่ภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ สื่อสาร วัสดุก่อสร้างและตกแต่ง ธุรกิจพลังงาน และธุรกิจเคมีภัณฑ์และพลาสติก มีสัดส่วนร้อยละ 7.1, 4.9, 4.1, 3.2 และ 2.7 ตามลำดับ ซึ่งทั้ง 7 ภาคธุรกิจดังกล่าว มีสัดส่วนการระดมทุนรวมกันสูงเกินกว่าร้อยละ 80 ของการระดมทุนทั้งหมดผ่านตลาดตราสารทุนของไทย



ภาพที่ 9 สัดส่วนการระดมทุนจำแนกตามภาคธุรกิจเฉลี่ย ในช่วงปี พ.ศ. 2531 ถึง 2543  
ที่มา: ประสาร (2546)

ซึ่งหากพิจารณาการจัดสรรเงินทุนที่ระดมได้ผ่านตลาดตราสารทุนเป็นรายภาคเศรษฐกิจ (ตารางที่ 2) จะพบว่า ตลาดตราสารทุนของไทยมีโครงสร้างการจัดสรรเงินทุนที่ไม่สอดคล้องกับขนาดของเศรษฐกิจ (GDP) กล่าวคือ เงินทุนที่ระดมผ่านตลาดตราสารทุนมุ่งไปสู่ภาคสถาบันการเงิน ก่อสร้าง และพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในสัดส่วนที่สูงถึงร้อยละ 67.34 ของเงินทุนที่ระดมได้ทั้งหมด ซึ่งสูงกว่าสัดส่วนผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศของภาคธุรกิจดังกล่าวที่มีเพียงร้อยละ 12.06 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ ขณะที่เงินทุนที่ระดมผ่านตลาดตราสารทุนของภาคอุตสาหกรรมส่งออกและนำเข้า มีเพียงร้อยละ 16.85 ของเงินทุนที่ระดมได้ทั้งหมด ซึ่งน้อยกว่าสัดส่วนผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศของภาคธุรกิจนี้ที่มีถึงร้อยละ 31.58 นอกจากนี้ ยังปรากฏว่า ตลาดตราสารทุนได้จัดสรรเงินทุนให้แก่ภาคบริการ อุปโภคบริโภค และสาธารณูปโภค ภาคการค้าส่งค้าปลีก รวมถึงภาคเกษตรกรรมเป็นจำนวนที่น้อยมาก ซึ่งโครงสร้างดังกล่าวมีความแตกต่างจากโครงสร้างการระดมทุนผ่านการกู้ยืมจากระบบธนาคารพาณิชย์ ที่มีสัดส่วนการระดมทุนค่อนข้างใกล้เคียงกับสัดส่วนผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศของภาคธุรกิจต่าง ๆ โดยระบบธนาคารพาณิชย์ได้จัดสรรเงินทุนสู่ภาคอุตสาหกรรมส่งออกและนำเข้า คิดเป็นร้อยละ 36.65 และภาคบริการ อุปโภคบริโภค และสาธารณูปโภค คิดเป็นร้อยละ 22.42 ภาคสถาบันการเงิน ก่อสร้าง และพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ คิดเป็นร้อยละ 21.09 ภาคการค้าส่งค้าปลีก คิดเป็นร้อยละ 16.71 จะเห็นได้ว่าส่วนใหญ่มีสัดส่วนใกล้เคียงกับสัดส่วนผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศของแต่ละภาคธุรกิจ

**ตารางที่ 2** สัดส่วนการจัดสรรเงินทุนของตลาดตราสารทุนเปรียบเทียบกับผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศรายภาคธุรกิจ ในช่วงปี พ.ศ. 2531 ถึง 2543

(หน่วย: ร้อยละของเงินระดมทุนทั้งหมด)

| ภาคธุรกิจ                                    | GDP <sup>1</sup> | ตราสารทุน     | ธนาคารพาณิชย์ |
|----------------------------------------------|------------------|---------------|---------------|
| อุตสาหกรรม การส่งออก และการนำเข้า            | 31.58            | 16.85         | 36.65         |
| การบริการ อุปโภคบริโภค และสาธารณูปโภค        | 19.96            | 10.38         | 22.42         |
| การค้าส่ง และการค้าปลีก                      | 16.54            | 1.98          | 16.71         |
| สถาบันการเงิน การก่อสร้าง และอสังหาริมทรัพย์ | 12.06            | 67.34         | 21.09         |
| เกษตรกรรม                                    | 10.22            | 0.00          | 2.50          |
| เหมืองแร่                                    | 4.12             | 3.45          | 0.62          |
| การบริหารและป้องกันประเทศ                    | 3.01             | 0.00          | 0.00          |
| สถานที่อยู่อาศัย (ค่าเช่าบ้าน)               | 2.51             | 0.00          | 0.00          |
| <b>รวมทั้งหมด</b>                            | <b>100.00</b>    | <b>100.00</b> | <b>100.00</b> |

หมายเหตุ: <sup>1</sup> สัดส่วนของ GDP รายภาค รวมตั้งแต่ปี 2531 ถึง 2543 ณ ราคาคงที่ต่อ GDP ทั้งหมด  
ที่มา: ประสาร (2546)

ความไม่สอดคล้องกันระหว่างขนาดของเศรษฐกิจกับการจัดสรรเงินทุนผ่านตลาดตราสารทุนของไทย อาจเกิดจากความต้องการเงินทุนของแต่ละภาคธุรกิจที่มีความแตกต่างกัน เนื่องจากตลาดตราสารทุนเป็นแหล่งเงินทุนระยะยาว และธุรกิจที่ระดมทุนในตลาดตราสารทุนส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดใหญ่ ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนที่น้อยเมื่อเปรียบเทียบกับจำนวนบริษัททั้งหมดที่มีอยู่ในแต่ละภาคธุรกิจ และภาคธุรกิจส่วนใหญ่ของประเทศที่ประกอบด้วยบริษัทขนาดกลางและเล็กเป็นจำนวนมากมีการดำเนินธุรกิจแบบครบวงจร อาศัยสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์เป็นแหล่งเงินทุนหลัก ไม่มีข้อมูลที่แสดงให้เห็นองค์ประกอบที่ชัดเจนของสัดส่วนระหว่างแหล่งเงินทุนระยะสั้นและระยะยาว ดังนั้น เมื่อพิจารณาสัดส่วนของการระดมทุนผ่านตลาดตราสารทุนต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศของแต่ละภาคธุรกิจ จึงอาจทำให้เกิดความไม่สมดุลขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกับการกู้ยืมเงินทุนผ่านระบบธนาคารพาณิชย์

## 2) สภาพปัญหาของตลาดทุน สามารถแยกพิจารณาได้ ดังนี้

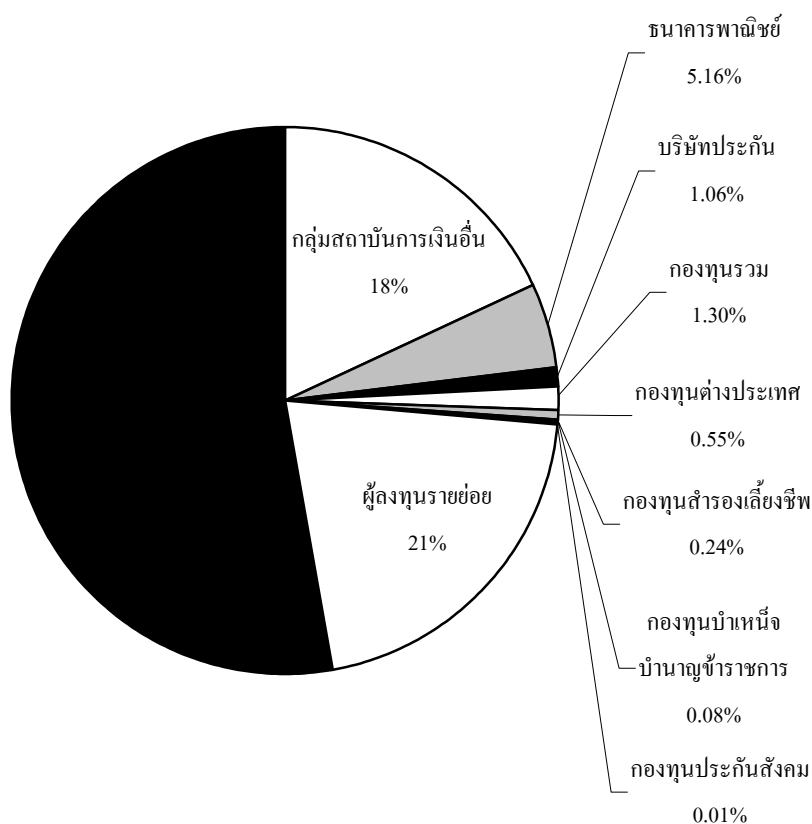
ประสาร (2546: 93) ได้กล่าวถึงพัฒนาการตลาดทุนของประเทศไทยพบว่า ส่วนใหญ่มีวัตถุประสงค์เพื่อแก้ปัญหา Information Asymmetry โดยเน้นให้ความคุ้มครองกับผู้ลงทุน

โดยเฉพาะผู้ลงทุนรายย่อย หลังจากที่ได้มีการจัดตั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ในปี พ.ศ. 2535 ซึ่งเป็นพัฒนาการที่สำคัญของตลาดทุนไทย ได้มีการกำหนดมาตรการที่สำคัญ เช่น การมีเกณฑ์กำกับดูแลด้านการเปิดเผยข้อมูล การมีมาตรฐานบัญชีที่ดี การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการมีสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ เป็นต้น มาตรการดังกล่าวได้ช่วยลด Information Cost ให้กับผู้ลงทุน ในขณะเดียวกัน การมีกฎหมายหลักทรัพย์และการมีกระบวนการพิจารณาตีทางกฎหมายที่มีประสิทธิภาพจะช่วยลด Transaction Cost ที่เกี่ยวข้องกับ การเจรจาต่อรองและการบังคับ ให้มีการปฏิบัติตามเงื่อนไขที่ระบุไว้ในตราสารทางการเงิน ซึ่งปัจจัยเหล่านี้เป็นส่วนสำคัญที่ช่วยให้ผู้ลงทุนเกิดความมั่นใจ และกล้าตัดสินใจลงทุนในตราสารทางการเงินต่างๆ มากขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบันตลาดทุนไทยยังมีปัญหาสำคัญที่เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาตลาด ทำให้กลไกการทำงานของตลาดทุนไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร ปัญหาดังกล่าว ได้แก่ ปัญหาด้านผู้ลงทุน ปัญหาด้านสถาบันตัวกลาง และปัญหาโครงสร้างพื้นฐานของตลาดทุน

## 2.1) ปัญหาด้านผู้ลงทุน สามารถแยกพิจารณาได้เป็น 2 ด้านที่สำคัญ กล่าวคือ

2.1.1) ด้านปริมาณ – ปัญหาพื้นฐานที่สำคัญประการหนึ่ง ก็คือ หลังเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 เป็นต้นมา พบว่า สัดส่วนการลงทุนของผู้ลงทุนในตลาดทุนมีปริมาณลดลงค่อนข้างมาก เมื่อเปรียบเทียบกับกรณีการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์ โดยเฉพาะการลงทุนในตราสารทุน นอกจากนี้ กองทุนรวมมีบทบาทน้อยมากในการระดมทุนจากประชาชนเพื่อมาลงทุนในช่องทางการลงทุนต่าง ๆ โดยพิจารณาได้จากมูลค่าคงค้างของการลงทุนในช่องทางการลงทุนต่าง ๆ ของประชาชนพบว่า การลงทุนผ่านกองทุนรวมมีค่าใกล้เคียงกับการลงทุนในหุ้นกู้เอกชนและเงินค่าเบี้ยประกัน และเมื่อเปรียบเทียบกับเงินฝากกับธนาคารพาณิชย์ยังมีสัดส่วนที่ต่ำกว่า ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ประชาชนส่วนใหญ่ยังนิยมฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์

เนื่องจากประชาชนส่วนใหญ่นิยมออมเงินกับธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินอื่น ๆ มากกว่าจะนำเงินลงทุนในรูปแบบอื่น นอกจากนี้ ประเทศไทยมีระบบการเงินที่พึ่งพาระบบธนาคารพาณิชย์มานาน และการที่รัฐบาลได้รับประกันเงินฝากจากความเสียหายที่อาจเกิดขึ้น ได้สร้างวัฒนธรรมในการออมเงินของประชาชนโดยไม่คำนึงถึงความเสี่ยง ทำให้เป็นอุปสรรคสำคัญประการหนึ่งต่อการขยายฐานผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์



ภาพที่ 10 สัดส่วนการถือครองตราสารทุนจำแนกตามประเภทผู้ลงทุน ปี พ.ศ. 2545  
ที่มา: ประสาร (2546)

และเมื่อพิจารณาบทบาทของผู้ลงทุนประเภทสถาบันในตลาดหลักทรัพย์ จากสัดส่วนการถือครองตราสารทุน ณ สิ้นปี 2545 (ภาพที่ 10) พบว่า ผู้ลงทุนสถาบันที่สำคัญ เช่น กองทุนรวม กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ กองทุนประกันสังคม และ บริษัทประกัน มีสัดส่วนการถือครองตราสารทุนที่ต่ำมาก โดยกลุ่มสถาบันการเงินอื่น ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทเงินทุน และสถาบันการเงินที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายเฉพาะ เช่น ธนาคารออมสิน บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย ฯลฯ ถือครองตราสารทุนเป็นสัดส่วนร้อยละ 18 ของ จำนวนตราสารทุนทั้งหมด ซึ่งคาดว่าเป็นการถือครองเพื่อการลงทุนระยะยาวให้กับ Portfolio ของ บริษัท สำหรับกลุ่มผู้ลงทุนที่มีสัดส่วนการถือครองตราสารทุนสูงมากที่สุดคิดเป็นร้อยละ 53 ของ จำนวนตราสารทุนทั้งหมด คือ กลุ่มผู้ลงทุนอื่น ได้แก่ บริษัทเอกชน มูลนิธิ สหกรณ์ เป็นต้น ซึ่งใน

จำนวนนี้ บริษัทเอกชนทั่วไปถือครองตราสารทุนรวมกันคิดเป็นร้อยละ 42 ของจำนวนตราสารทุนทั้งหมด และคาดว่าจะป็นกลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่หรือ Strategic Shareholders ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

สาเหตุที่ทำให้ผู้ลงทุนประเภทสถาบันลงทุนในตราสารทุนต่ำมาก อาจเนื่องจากการมีพฤติกรรมการลงทุนเชิงอนุรักษ์นิยม จึงมีแนวโน้มที่จะลงทุนในตราสารทุนเป็นส่วนน้อย ทั้งนี้เพราะเงินทุนเป็นเงินออมระยะยาวของประชาชน เช่น กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ กองทุนประกันสังคม รวมถึงบริษัทประกันชีวิต ผู้บริหารเงินจึงต้องคำนึงถึงความมั่นคงของกองทุนเป็นหลัก ทำให้ไม่กล้าที่จะลงทุนในตราสารการเงินที่มีความเสี่ยงสูงได้ ส่วนกรณีของเงินทุนที่ได้จากการจัดตั้งและเสนอขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวม นโยบายในการลงทุนจะสะท้อนระดับความเสี่ยงที่ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนจะสามารถยอมรับได้ ซึ่งปริมาณการลงทุนผ่านกองทุนรวมในปัจจุบันยังอยู่ในระดับที่ต่ำ

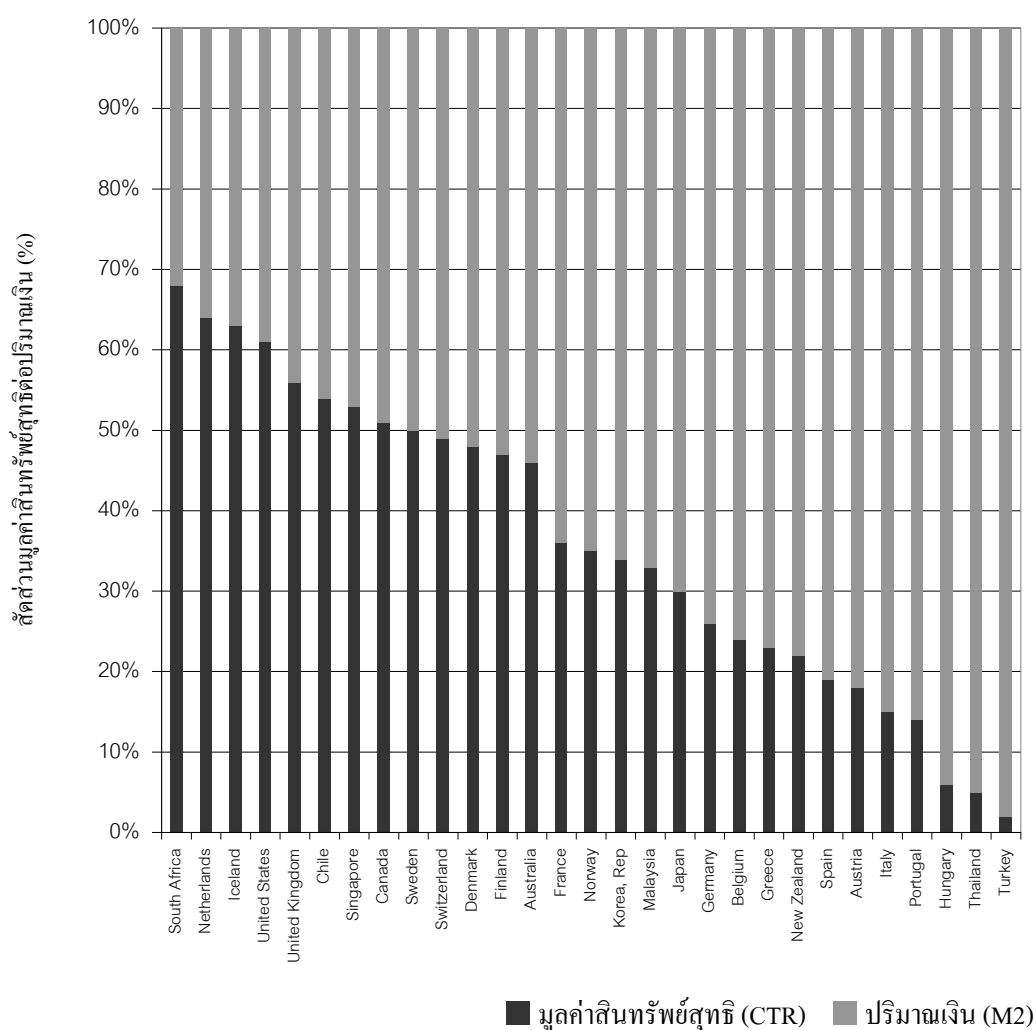
จากการศึกษาประสิทธิภาพของกองทุนรวม ในการเป็นเครื่องมือในการระดมทุน สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2545) พบสาเหตุที่ทำให้ผู้ลงทุนไม่สนใจลงทุนผ่านกองทุนรวม มีดังนี้

(1) ปัญหาผลการดำเนินงานขาดทุนเป็นจำนวนมากจากการลงทุนผ่านกองทุนรวมตราสารทุนหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นในการลงทุนผ่านกองทุนรวมของผู้ลงทุนจำนวนมาก

(2) ผู้ลงทุนประเภทรายย่อยส่วนใหญ่ขาดความรู้ความเข้าใจระหว่างความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนกับความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการลงทุน ซึ่งมักอยากได้อัตราผลตอบแทนสูง แต่รับความเสี่ยงต่ำ ทำให้การแนะนำหรือชักชวนลงทุนในหลักทรัพย์ผ่านกองทุนรวม ด้วยวิธีการบริหารกองทุนรวมที่ซับซ้อน จึงยากต่อการทำความเข้าใจและขายหน่วยลงทุน

(3) ผู้ลงทุนที่ซื้อหน่วยลงทุนไม่มีความรู้ความเข้าใจและไม่สามารถแยกความแตกต่างระหว่างกองทุนรวมตราสารทุนกับกองทุนรวมตราสารหนี้ได้ เมื่อเคยมีประสบการณ์ไม่ดีกับการลงทุนผ่านกองทุนรวมตราสารทุน จึงเกิดทัศนคติที่ไม่ดีต่อการจำหน่ายกองทุนรวมทั้งหมดไม่ว่าจะเป็นประเภทใดก็ตาม

(4) ผู้ลงทุนรายย่อยมีลักษณะการลงทุนที่แห่ตามกระแส (Herd Behavior) จะลงทุนผ่านกองทุนรวมก็ต่อเมื่อมั่นใจว่าตลาดอยู่ในช่วงขาขึ้น (Bullish) เมื่อเข้าไปลงทุนแล้วมีแต่ได้กำไร โดยไม่คำนึงถึงความเสี่ยง หรือกองทุนรวมใดที่แสดงให้เห็นว่ามีผลการดำเนินงานที่ดีได้กำไรอย่างต่อเนื่อง อาจมีส่วนทำให้ผู้ลงทุนสนใจการลงทุนผ่านกองทุนรวมมากขึ้น



ภาพที่ 11 สัดส่วนมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของผู้ลงทุนสถาบันในประเทศต่าง ๆ ปี พ.ศ. 2539  
ที่มา: ประสาร (2546)

นอกจากนี้ ธนาคารโลก (2000) ได้ทำการศึกษาบทบาทของผู้ลงทุนสถาบันในประเทศต่าง ๆ ในปี พ.ศ. 2539 พบว่า สัดส่วนมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของผู้ลงทุนสถาบันต่อมูลค่าสินทรัพย์ทางการเงินทั้งหมด (มูลค่าสินทรัพย์ทางการเงินทั้งหมด ประกอบด้วย มูลค่า

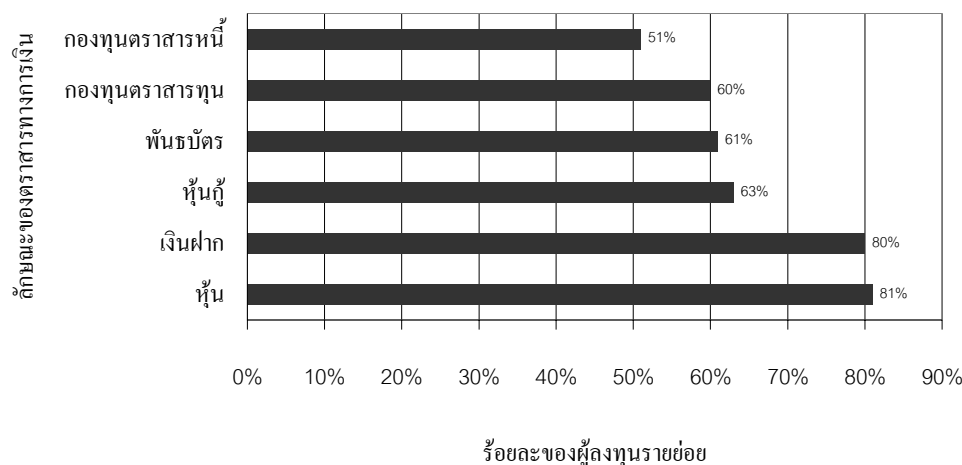
สินทรัพย์สุทธิของผู้ลงทุนสถาบัน + M2 โดยที่ มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของผู้ลงทุนสถาบัน ธนาคารโลก นิยามจาก Contractual Saving Assets ซึ่งประกอบด้วย มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของการลงทุนในกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนบำเหน็จบำนาญ ฯ และบริษัทประกันชีวิต สำหรับค่า M2 ได้แก่ เงินสดและเงินฝากธนาคารพาณิชย์) ของประเทศไทยมีค่าต่ำมาก เมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่น ๆ แสดงให้เห็นถึงบทบาทของผู้ลงทุนประเภทสถาบันต่อการระดมเงินออมในประเทศไทยอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งมีสาเหตุมาจากการที่ประชาชนส่วนใหญ่เลือกออมเงินผ่านระบบธนาคารพาณิชย์ มากกว่าออมเงินผ่านกองทุนรวมประเภทต่าง ๆ (ภาพที่ 11)

และความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าของทุนตามราคาตลาด (Market Capitalization) ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ กับมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของผู้ลงทุนสถาบันต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (Contractual Savings Assets) ในปี พ.ศ. 2539 พบว่า ประเทศที่มีขนาดสินทรัพย์ของ Contractual Savings Assets (CTR) ต่ำจะมีขนาดของมูลค่าของทุนตามราคาตลาดต่ำด้วย ความสัมพันธ์ดังกล่าวแสดงให้เห็นถึงบทบาทของผู้ลงทุนสถาบันที่มีต่อการพัฒนาตลาดตราสารทุน จากการที่ผู้ลงทุนสถาบันของไทยมีบทบาทน้อยมากในตลาดตราสารทุน อาจส่งผลให้ภาคธุรกิจเอกชนที่ต้องการระดมเงินทุนในตลาดทุน ไม่สามารถที่จะระดมทุนได้ตามมูลค่าที่ต้องการ และต้องอาศัยแหล่งเงินทุนจากธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงินต่างประเทศ ซึ่งอาจต้องเผชิญกับปัญหา Currency and Maturity Mismatch และส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของระบบการเงิน และความมั่นคงของประเทศได้

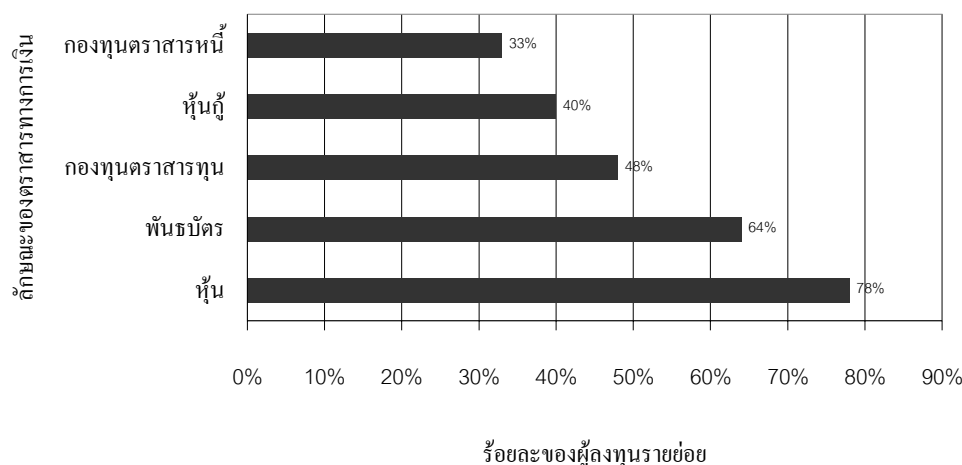
2.1.2) ด้านคุณภาพ – ในปี พ.ศ. 2545 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้ทำการสำรวจพฤติกรรมความต้องการ ความรู้ความเข้าใจ และทัศนคติในการลงทุนของผู้ลงทุน โดยเฉพาะความเสี่ยงในการลงทุน และระดับความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนยอมรับได้ รวมทั้งปัจจัยที่มีผลต่อความสนใจในการลงทุน โดยกลุ่มเป้าหมายของการสำรวจ คือ กลุ่มผู้ลงทุนรายย่อยที่รู้จักหรือคุ้นเคยกับการลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งพบว่า

ผู้ลงทุนรายย่อยโดยเฉลี่ยแล้ว มีความรู้เกี่ยวกับลักษณะของตราสารทางการเงินในระดับปานกลาง โดยผู้ลงทุนรายย่อยมีความเข้าใจดีเกี่ยวกับลักษณะของเงินฝากและหุ้น และมีความเข้าใจในระดับปานกลางเกี่ยวกับหุ้นกู้ พันธบัตร และกองทุนรวมตราสารทุน แต่ยังไม่ค่อยมีความเข้าใจเกี่ยวกับกองทุนรวมตราสารหนี้ (ภาพที่ 12) สำหรับในด้านความเสี่ยงพบว่า ผู้ลงทุนมีความรู้เกี่ยวกับความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยอยู่ในระดับต่ำ

โดยมีความเข้าใจในระดับปานกลางเกี่ยวกับความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นและพันธบัตร แต่ยังไม่เข้าใจในระดับความเสี่ยงที่เกิดจากการลงทุนในหุ้นกู้และกองทุนรวมประเภทต่าง ๆ (ภาพที่ 13)



ภาพที่ 12 ความรู้ของผู้ลงทุนรายย่อยเกี่ยวกับลักษณะตราสารการเงิน ในปี พ.ศ. 2545  
ที่มา: ประสาร (2546)

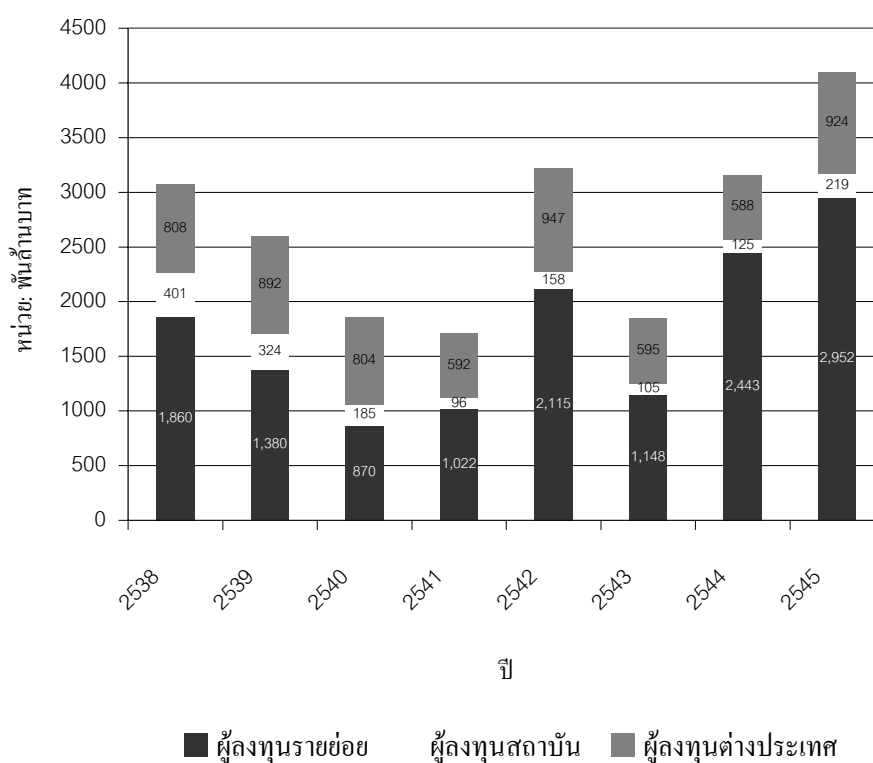


ภาพที่ 13 ความรู้ของผู้ลงทุนรายย่อยเกี่ยวกับความเสี่ยงของตราสารการเงินปี พ.ศ. 2545  
ที่มา: ประสาร (2546)

ผลการสำรวจสรุปได้ว่า ผู้ลงทุนมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนในตราสารทุนในระดับปานกลาง แต่ไม่ค่อยมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับลักษณะและความเสี่ยงจาก

การลงทุนในตราสารหนี้และกองทุนรวมมากนัก ซึ่งเป็นอุปสรรคสำคัญต่อตลาดตราสารหนี้และกองทุนรวม

เมื่อพิจารณาจำนวนผู้ลงทุนตราสารทุนในตลาดหลักทรัพย์ ช่วงปี พ.ศ. 2538 ถึง 2545 พบว่า ผู้ลงทุนรายย่อยมีสัดส่วนสูงมาก โดยสิ้นปี พ.ศ. 2545 ผู้ลงทุนรายย่อยมีมูลค่าการซื้อขายตราสารทุนเท่ากับ 2,952 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 72 ของมูลค่าการซื้อขายรวมทั้งหมด ขณะที่ผู้ลงทุนประเภทสถาบันในประเทศมีมูลค่าการซื้อขายรวมเท่ากับ 219 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 5 ของมูลค่าการซื้อขายรวมทั้งหมด สำหรับผู้ลงทุนต่างประเทศมีมูลค่าการซื้อขายรวมเท่ากับ 924 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 23 ของมูลค่าการซื้อขายรวมทั้งหมด (ภาพที่ 14)



ภาพที่ 14 มูลค่าการซื้อขายจำแนกตามกลุ่มผู้ลงทุน

ที่มา: ประสาร (2546)

และสัดส่วนการถือครองตราสารทุนของผู้ลงทุนกลุ่มต่าง ๆ ในปี พ.ศ. 2545 พบว่า ผู้ลงทุนรายย่อยมีสัดส่วนการถือครองตราสารทุนคิดเป็นร้อยละ 20 ของมูลค่าของทุนตามราคาตลาด แต่มีมูลค่าการซื้อขายคิดเป็นสัดส่วนถึงร้อยละ 72 ของมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวม ขณะที่ผู้ลงทุนสถาบันในประเทศจะมีลักษณะตรงข้าม คือ มีสัดส่วนการถือครองตราสารทุนสูงถึงร้อยละ 55 ของมูลค่าของทุนตามราคาตลาด แต่มีสัดส่วนมูลค่าการซื้อขายเพียงร้อยละ 5 ของมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวม สำหรับผู้ลงทุนต่างประเทศจะมีสัดส่วนการถือครองกับมูลค่าการซื้อขายตราสารทุนไม่แตกต่างกันมากนัก

ผู้ลงทุนสถาบันจะมีพฤติกรรมการลงทุนที่เน้นลงทุนระยะยาว แต่ผู้ลงทุนรายย่อยซึ่งเป็นผู้ลงทุนกลุ่มใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์จะมีพฤติกรรมที่เน้นลงทุนระยะสั้น จึงทำให้มีสัดส่วนมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ที่สูงกว่าสัดส่วนการถือครองหลักทรัพย์ค่อนข้างมาก และการลงทุนของผู้ลงทุนรายย่อยเป็นการลงทุนที่เน้นการเก็งกำไร ไม่ค่อยให้ความสำคัญกับข้อมูลพื้นฐานที่นำมาใช้ประกอบการตัดสินใจ ส่งผลทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์มีความผันผวนมาก นอกจากนี้ลักษณะของการซื้อขายส่วนใหญ่เป็นแบบซื้อและขายภายในวันเดียวกัน โดยไม่ถือครองข้ามวัน (Day Trading) และผู้ลงทุนไม่ต้องการคำแนะนำใด ๆ มากกว่าต้องการส่งคำสั่งซื้อขายที่รวดเร็ว ซึ่งในอดีตตลาดหลักทรัพย์ได้มีกฎเกณฑ์กำหนดว่า การซื้อขายหลักทรัพย์ตัวเดียวกันในวันเดียวกัน ผู้ลงทุนต้องชำระค่าซื้อก่อนที่จะรับค่าขาย แต่เมื่อภาวะการซื้อขายซบเซา จึงจำเป็นต้องกระตุ้นให้การซื้อขายหลักทรัพย์มีสภาพคล่องมากขึ้น ตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2540 เป็นต้นมา ตลาดหลักทรัพย์จึงอนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถทำการหักกลบค่าซื้อและค่าขายหลักทรัพย์ในวันเดียวกันของลูกค้าแต่ละรายได้ โดยไม่ต้องคำนึงว่าหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นหลักทรัพย์เดียวกันหรือไม่ และให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถจ่ายเงินหรือรับเงินเฉพาะส่วนต่างระหว่างค่าซื้อและค่าขายหลักทรัพย์ในวันครบกำหนดชำระราคา

การซื้อขายแบบ Day Trading ทำให้ผู้ลงทุนสามารถซื้อขายหลักทรัพย์ได้ในปริมาณที่สูงขึ้นและหมุนเวียนได้หลายรอบ โดยไม่จำเป็นต้องมีเงินจำนวนมาก มีส่วนสนับสนุนให้เกิดการซื้อขายแบบเก็งกำไรในระบบมากขึ้น ซึ่งแม้ว่าจะช่วยสร้างสภาพคล่องให้เกิดขึ้นกับตลาด แต่อีกด้านหนึ่งอาจก่อความเสียหายให้เกิดขึ้นได้ หากมีการเก็งกำไรมากเกินไป ผลกระทบของการที่ผู้ลงทุนรายย่อยมีสัดส่วนการซื้อขายหลักทรัพย์สูงถึงร้อยละ 70 ของมูลค่าการซื้อขายรวม และมักมีพฤติกรรมการลงทุนแบบเก็งกำไร ทำให้ราคาซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดมีความผันผวนมาก สภาพการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์ไม่มีเสถียรภาพ การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ไม่

สะท้อนปัจจัยพื้นฐาน และการมีกลุ่มผู้ลงทุนที่กระจุกตัว อาจทำให้เกิดการขึ้นราคาได้ ทั้งหมดจะส่งผลกระทบต่อความมีเสถียรภาพและความมั่นคงของตลาดหลักทรัพย์ ทำให้กลายเป็นอุปสรรคสำคัญต่อการพัฒนา และมองเห็นบทบาทของตลาดหลักทรัพย์ผิดไปจากความเป็นจริงที่ควรเป็น

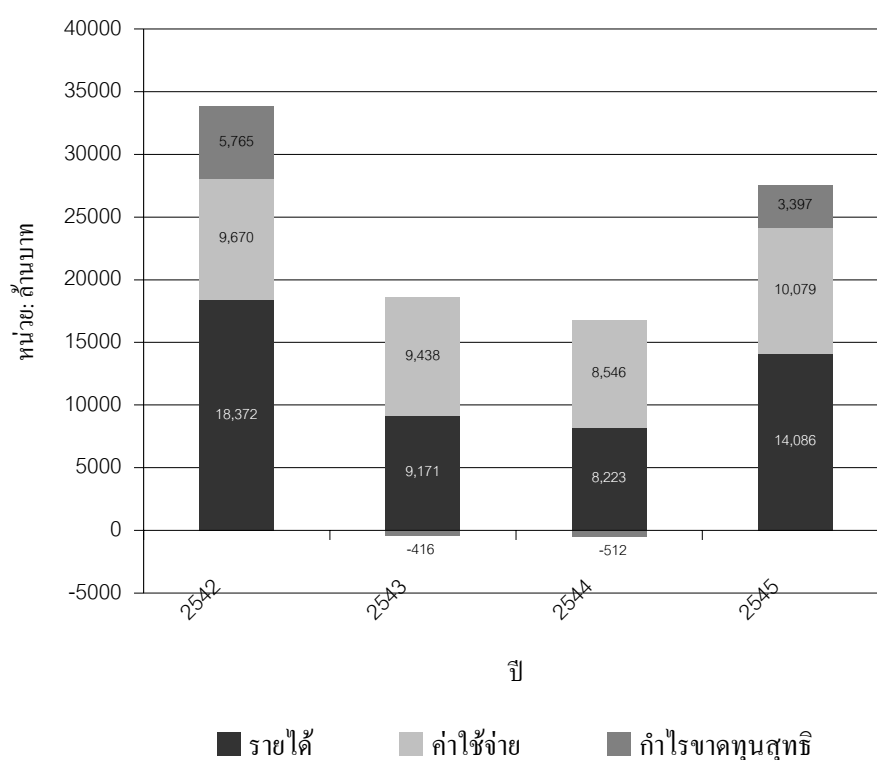
## 2.2) ปัญหาด้านสถาบันตัวกลาง

นับจากเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 มีบริษัทหลักทรัพย์จำนวนมากต้องหยุดดำเนินการ ซึ่งในปี พ.ศ. 2546 มีบริษัทหลักทรัพย์ที่เปิดดำเนินการทั้งสิ้น 39 แห่ง แบ่งเป็นบริษัทสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ (Broker) จำนวน 37 แห่ง และบริษัทที่ไม่ได้เป็นสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ (Sub Broker) จำนวน 2 แห่ง เมื่อเปรียบเทียบกับช่วงก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ มีบริษัทหลักทรัพย์เปิดดำเนินการ 77 แห่ง แบ่งเป็นบริษัทสมาชิกตลาดหลักทรัพย์จำนวน 50 แห่ง และบริษัทที่ไม่ได้เป็นสมาชิกตลาดหลักทรัพย์จำนวน 27 แห่ง

ผลกระทบจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจทำให้สภาพเศรษฐกิจ และตลาดทุนซบเซาต่อเนื่อง และไม่เอื้ออำนวยให้ธุรกิจหลักทรัพย์ฟื้นตัวได้มากนัก มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เบาบาง ทำให้บริษัทหลักทรัพย์ที่มีฐานรายได้จากค่าธรรมเนียมการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ย่อมได้รับผลกระทบ นำไปสู่การแข่งขันกันอย่างรุนแรงเพื่อแย่งชิงส่วนแบ่งตลาด แม้ว่านโยบายอัตราค่าธรรมเนียมที่ใช้เป็นแบบอัตราขั้นต่ำก็ตาม แต่บริษัทหลักทรัพย์หลายแห่งก็ยังหลบเลี่ยงด้วยการลดค่าธรรมเนียมทางอ้อม ผ่านระบบการให้ผลตอบแทนแก่เจ้าหน้าที่การตลาด เพื่อแย่งฐานลูกค้า ดังนั้น ตั้งแต่ 1 ตุลาคม พ.ศ. 2543 เป็นต้นมา ตลาดหลักทรัพย์จึงประกาศยกเลิกการกำหนดอัตราค่าธรรมเนียมขั้นต่ำ และให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถเรียกเก็บค่าธรรมเนียมได้อย่างเสรี เพื่อให้เกิดการแข่งขันกันอย่างเสรี

แต่ภายหลังจากการไต่สวนนโยบายเปิดเสรีอัตราค่าธรรมเนียมกลับพบว่า บริษัทหลักทรัพย์จำนวนมากเลือกที่จะแข่งขันกันด้านราคา โดยยอมแบกรับผลขาดทุนเพื่อสร้างฐานลูกค้า และกดดันให้บริษัทหลักทรัพย์ที่มีเงินทุนไม่เพียงพอจะแบกรับผลขาดทุนได้ ต้องหาพันธมิตรทุนต่างประเทศเข้ามาร่วมทุนหรือควบรวมกิจการ แม้กระทั่งขายธุรกิจหลักทรัพย์ในส่วนของลูกค้ารายย่อยให้กับบริษัทหลักทรัพย์อื่นที่มีฐานเงินทุนที่แข็งแกร่งกว่า เพื่อความอยู่รอด เป็นต้น การแข่งขันที่รุนแรงนี้ ทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทหลักทรัพย์ทั้งระบบขาดทุนในปี พ.ศ. 2543 และ พ.ศ. 2544 (ภาพที่ 15) บริษัทหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ได้ตัดสินใจใช้จ่ายด้านการวิจัย การพัฒนาคุณภาพของ

พนักงานลง สาเหตุสำคัญเกิดจากลูกค้าของบริษัทหลักทรัพย์เป็นผู้ลงทุนรายย่อย ซึ่งส่วนใหญ่มีพฤติกรรมการลงทุนแบบเก็งกำไรระยะสั้น และไม่ใช้ข้อมูลพื้นฐานประกอบการตัดสินใจซื้อขาย ทำให้บริษัทหลักทรัพย์ขาดแรงจูงใจในการลงทุนด้านงานวิจัยและวิเคราะห์หลักทรัพย์ เพราะไม่ใช่สิ่งที่ลูกค้าต้องการ จึงมุ่งเน้นไปที่การทำรายการซื้อขายเป็นหลัก และปรับลดค่าใช้จ่ายอื่น ๆ ที่ไม่เกี่ยวข้อง เพื่อให้สามารถแข่งขันด้านราคากับคู่แข่งรายอื่นได้



ภาพที่ 15 ผลการดำเนินงานของบริษัทหลักทรัพย์ทั้งระบบ ในปี พ.ศ. 2542 ถึง 2545  
ที่มา: ประสาร (2546)

ปัญหาที่เกิดขึ้นทำให้ผู้กำหนดนโยบายมีความกังวลว่าอาจส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของตลาดทุนโดยรวม จึงเห็นสมควรให้กลับมากำหนดอัตราค่าธรรมเนียมขั้นต่ำไว้ที่ร้อยละ 0.25 ของมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ ในวันที่ 14 มกราคม พ.ศ. 2545 เป็นเวลา 3 ปี เพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์มีเวลาสำหรับการเตรียมความพร้อมเพื่อรองรับการแข่งขันในอนาคต

ปัญหาหลักของธุรกิจหลักทรัพย์สามารถสรุปได้ คือ การที่บริษัทหลักทรัพย์ส่วนใหญ่มีรายได้จากการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ โดยไม่มีการกระจายการทำธุรกรรมด้านอื่น โดยเฉพาะการทำธุรกรรมในตลาดแรก ซึ่งเป็นตลาดที่มีความสำคัญต่อการระดมทุนของหน่วยเศรษฐกิจ ทำให้อยู่รอดได้ยากภายใต้ภาวะการแข่งขันที่แย่งชิงค่าธรรมเนียมจากการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ และการที่บริษัทหลักทรัพย์ไม่พัฒนาการวิจัย และผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ ๆ เพื่อตอบสนองความต้องการของหน่วยเศรษฐกิจที่ต้องการเงินทุนและผู้ลงทุน ทำให้ไม่สามารถทำธุรกรรมอื่นได้ และเป็นเหตุผลสำคัญที่ทำให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องพึ่งพิงรายได้หลักจากการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ต่อไป กลายเป็นวงจรอันตราย (Vicious Cycle) ทำให้ตลาดทุนไทยไม่มีธุรกรรมทางการเงินที่หลากหลาย เกิดความผันผวนในการลงทุน ไม่สะท้อนถึงปัจจัยพื้นฐาน ขาดความน่าสนใจในการลงทุน และในที่สุดขาดความสามารถในการแข่งขันกับตลาดทุนต่างประเทศ

### 2.3) ปัญหาโครงสร้างพื้นฐานของตลาดทุน สามารถจำแนกได้แต่ละด้าน ดังนี้

2.3.1) ด้านข้อมูลงานวิจัยและวิเคราะห์หลักทรัพย์ – การเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุนมีความสำคัญมากในตลาดทุน ผู้ที่มีโอกาสเข้าถึงแหล่งข้อมูลมากกว่า เช่น ผู้บริหารระดับสูง หรือผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทจดทะเบียน จะมีความได้เปรียบเหนือกว่าผู้ลงทุนทั่วไป โดยเฉพาะผู้ลงทุนรายย่อยที่มีข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งข้อมูล เช่น ได้รับข้อมูลไม่ครบถ้วน ข้อมูลไม่ถูกต้อง หรือได้รับข้อมูลช้าเกินไป เป็นต้น และปัญหาอีกประการหนึ่งที่ยังไม่ได้รับการแก้ไข ก็คือ การขาดข้อมูลด้านการวิจัยและวิเคราะห์หลักทรัพย์ ซึ่งโดยปกติบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์บางแห่งจะเปิดเผยข้อมูลให้น้อยที่สุด เพื่อประหยัดค่าใช้จ่ายหรือรักษาความลับทางธุรกิจ ซึ่งผู้กำหนดนโยบายได้พยายามออกมาตรการกำกับดูแลให้บริษัทจดทะเบียนทำการเปิดเผยข้อมูลให้ครบถ้วน ถูกต้อง และทันเวลา แต่กลับปรากฏว่าผู้ลงทุนรายย่อยไม่สนใจใช้ข้อมูลดังกล่าวประกอบการตัดสินใจในการซื้อขายหลักทรัพย์ ส่งผลทำให้บริษัทหลักทรัพย์ขาดแรงจูงใจในการพัฒนาคุณภาพงานวิจัย จนกระทั่งบริษัทหลักทรัพย์บางแห่งเลิกผลิตงานวิจัย เพราะภาระค่าใช้จ่ายที่สูง เห็นได้ในช่วงที่มีการแข่งขันอัตราค่าธรรมเนียมกันอย่างรุนแรง งานวิจัยจัดเป็นกลุ่มค่าใช้จ่ายที่จะถูกปรับลดในอันดับต้น ๆ ผู้ลงทุนจึงควรตระหนักถึงสิทธิและผลประโยชน์จากการเรียกร้องให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลที่จำเป็นให้มากที่สุดเท่าที่ทำได้ และผลักดันให้บริษัทหลักทรัพย์ผลิตงานวิจัยที่มีคุณภาพ เผยแพร่เป็นการทั่วไปให้กับผู้ลงทุนทุกประเภทอย่างเท่าเทียมกัน ซึ่งจะส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์มีเสถียรภาพ และราคาหลักทรัพย์สะท้อนปัจจัยพื้นฐานอย่างสมเหตุสมผล

2.3.2) ด้านเครื่องมือเสริมสร้างสภาพคล่องเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพให้กับกระบวนการชำระราคา การส่งมอบ และการทำธุรกรรมในตลาดทุน – การซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องเป็นปัจจัยสำคัญอย่างยิ่งที่ช่วยให้ธุรกรรมในตลาดทุนดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งธุรกรรมการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ (Securities Borrowing and Lending: SBL) ธุรกรรมซื้อคืน (Repurchase Agreement: Repo) เป็นโครงสร้างพื้นฐานที่สำคัญของตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว โดยช่วยเสริมสร้างสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ และช่วยส่งเสริมให้มีการใช้ทรัพยากรในตลาดทุนอย่างมีประสิทธิภาพ ดังนี้ (1) เป็นกลไกสำคัญที่สนับสนุนให้กระบวนการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพ และมีส่วนช่วยลดความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระราคาและส่งมอบ (2) เป็นกลไกสำคัญในการพัฒนา และรองรับการบริหารสภาพคล่องของผู้เกี่ยวข้องในตลาดตราสารหนี้ เนื่องจากการทำธุรกรรมในตลาดตราสารหนี้จำเป็นต้องอาศัยการทำงานของสถาบันการเงินที่ทำหน้าที่เป็นผู้ค้า (Dealer) ในการ Make Market โดยการเสนอราคาซื้อขายอย่างต่อเนื่อง เพื่อให้เกิดสภาพคล่องในตลาด และ (3) ช่วยสนับสนุนการทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้า และส่งเสริมปริมาณธุรกรรมในศูนย์ซื้อขายสัญญาล่วงหน้าที่จะมีขึ้นในอนาคต

แม้จะมีการอนุญาตให้ทำธุรกรรม SBL/Repo และมีการกำหนดหลักเกณฑ์ต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง ตลอดจนมีการหารือกับผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดทุนทุกฝ่ายอย่างต่อเนื่อง แต่จนถึงปัจจุบัน ยังไม่มีการประกอบธุรกรรมดังกล่าวอย่างแพร่หลาย ดังนั้น การศึกษาเพื่อให้ทราบถึงปัญหาและอุปสรรคที่แท้จริงของการทำธุรกรรม จึงมีความจำเป็นอย่างยิ่งที่ต้องรีบดำเนินการ เพื่อที่ผู้เกี่ยวข้องไม่ว่าจะเป็นภาครัฐบาลและเอกชนจะได้หาแนวทางแก้ไข และสนับสนุนให้ธุรกรรม SBL/ Repo เกิดประโยชน์อย่างแท้จริง และเสริมสร้างสภาพคล่องในการซื้อขายทั้งในตลาดตราสารทุน ตลาดตราสารหนี้ และตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่จะมีขึ้นในอนาคต รวมทั้งการเสริมสร้างประสิทธิภาพของระบบการชำระราคา ส่งมอบหลักทรัพย์ และบริหารความเสี่ยง และที่สำคัญจะเป็นการช่วยส่งเสริมศักยภาพและความน่าเชื่อถือของตลาดทุนไทยในมุมมองของผู้ลงทุนต่างประเทศอีกด้วย

2.3.3) ด้านเครื่องมือบริหารความเสี่ยง – การเปลี่ยนแปลงค่าเงินบาทในปี พ.ศ. 2540 ทำให้ธุรกิจที่ก่อภาระหนี้เป็นเงินตราต่างประเทศ เกิดผลขาดทุนจำนวนมากจากอัตราแลกเปลี่ยน การที่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่เคยปรับตัวขึ้นสูงถึง 1,682.85 จุด ในปี พ.ศ. 2536 ได้ปรับตัวลดลงมาสู่จุดต่ำสุดที่ระดับ 269.19 จุด ในปี พ.ศ. 2543 ส่งผลให้ผู้ลงทุนจำนวนมากได้รับ

ผลกระทบ โดยไม่มีทางเลือกที่จะป้องกันตนเองจากการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว ผลเสียหายที่เกิดขึ้นเกิดจากสาเหตุสำคัญส่วนหนึ่ง คือ การขาดเครื่องมือบริหารความเสี่ยง

การมีเครื่องมือบริหารความเสี่ยง เช่น สัญญาซื้อขายล่วงหน้า จะทำให้ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาดทุนทุกรายเปลี่ยนมุมมองของคนที่เคยมีในเรื่องความเสี่ยง จากเดิมที่เห็นว่าเป็นเรื่องของโชคชะตา มาเป็นเรื่องที่อยู่ในวิสัยที่สามารถจะจัดการหรือควบคุมได้ การมีตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่มีประสิทธิภาพจะช่วยลดผลกระทบที่จะมีต่อระบบเศรษฐกิจ เพราะตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าจะทำหน้าที่ให้ข้อมูล เพื่อเป็นสัญญาเตือนล่วงหน้าให้กับผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย เพื่อสามารถวางแผนตั้งรับและป้องกันความเสียหายได้ทันเวลา และสามารถปรับกลยุทธ์ในการลงทุนหรือวางแผนทางธุรกิจ เพื่อประกอบธุรกิจให้อยู่รอดและดำเนินต่อไปได้อย่างมีประสิทธิภาพ

#### 2.3.4) ด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance) –

ในงานวิจัยเรื่อง การเสริมสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ ในปี พ.ศ. 2542 ได้ให้คำจำกัดความของ Corporate Governance หมายถึง ระบบการบริหารและควบคุมการดำเนินงานภายในของบริษัท เพื่อให้บริษัทสามารถบรรลุถึงเป้าหมายที่ตั้งไว้ ซึ่งในหลักการแล้ว บริษัทควรดำเนินงานเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นในระยะยาว ซึ่งการสร้าง Good Corporate Governance มีความจำเป็นที่จะต้องดำเนินการอย่างต่อเนื่องในระยะยาว เนื่องจากแนวโน้มของการเปิดเสรีทางการค้า ทำให้ต้องมีการแข่งขันในตลาดสินค้าและบริการเพิ่มขึ้น บริษัทและธุรกิจต่าง ๆ จึงจำเป็นต้องประเมินความเสี่ยง และลดต้นทุนในการดำเนินงาน ซึ่งความสามารถและต้นทุนในการระดมทุนเป็นปัจจัยและต้นทุนที่สำคัญอย่างหนึ่ง หากผู้ลงทุนในประเทศหรือต่างประเทศขาดความมั่นใจในการกำกับดูแลกิจการของบริษัทแล้ว โดยไม่มั่นใจว่าสิทธิและผลประโยชน์ของตนจะได้รับความคุ้มครองดูแล ผู้ลงทุนก็อาจไม่เลือกลงทุนในบริษัทนั้น หรือหากลงทุนก็ต้องการผลตอบแทนที่สูงจนทำให้บริษัทขาดความสามารถแข่งขันได้ในที่สุด

การขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ก่อให้เกิดปัญหาด้านการจัดการ และความเข้าใจในการเปิดเผยข้อมูลในกลุ่มผู้ลงทุนเป็นอย่างมาก ส่งผลให้กลไกการทำงานของตลาดทุนขาดประสิทธิภาพ นอกจากนี้ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งมีการบริหารงานในลักษณะธุรกิจแบบครอบครัว โดยปราศจากการตรวจสอบการทำงานที่เป็นระบบ และไม่ตระหนักถึงความรับผิดชอบต่อการเปิดเผยข้อมูลสำคัญ

ให้ผู้ลงทุนอย่างทั่วถึง ซึ่งมีส่วนสำคัญอย่างยิ่งต่อการสร้างความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน และขาดความน่าสนใจในการลงทุน รวมถึงไม่สามารถสร้างเสถียรภาพให้กับระบบการเงินโดยรวมได้

2.3.5) ด้านการบังคับใช้กฎหมาย – เนื่องจากสภาพแวดล้อมของตลาดทุนได้เปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา และปัจจัยภายนอกประเทศได้เข้ามาเกี่ยวข้องและมีอิทธิพลกับตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยค่อนข้างมาก รวมถึงมีธุรกรรมทางการเงินใหม่ ๆ เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง จึงส่งผลต่อความทันสมัยของกฎหมายที่นำมาใช้ในการกำกับดูแล และในที่สุดกลายเป็นปัญหาและอุปสรรคสำคัญที่มีต่อประสิทธิภาพในการบังคับใช้กฎหมาย กล่าวคือ (1) การดำเนินคดีต้องผ่านการพิจารณาของหลายหน่วยงาน ได้แก่ พนักงานสอบสวน พนักงานอัยการ ก่อนที่จะพิจารณาในชั้นศาล โดยแต่ละขั้นตอนต้องใช้เวลาในการดำเนินการ ทำให้การดำเนินคดีต้องใช้เวลาาน ประกอบกับมีการโยกย้าย และสับเปลี่ยนตัวบุคคลผู้รับผิดชอบบ่อยครั้ง ทำให้ขาดบุคลากรที่มีความเชี่ยวชาญและมีประสบการณ์ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง คดีที่เกี่ยวกับการกระทำความผิดที่ไม่เป็นธรรมชาติเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งมีองค์ประกอบของกฎหมายที่ซับซ้อน ซึ่งต้องอาศัยความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับตลาดทุนและเจตนารมณ์ของกฎหมาย ที่ต้องปรับให้ทันต่อการเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีที่เกี่ยวข้อง ส่งผลให้การดำเนินคดีกับผู้กระทำความผิดขาดความต่อเนื่อง และล่าช้า (2) การไม่ให้ความร่วมมือของพยานที่รู้เห็น ความยากลำบากในการพิสูจน์ความสัมพันธ์ของผู้กระทำความผิด เนื่องจาก คดีประเภทนี้ ผู้กระทำความผิดมักร่วมมือทำกันเป็นกลุ่ม และยากที่จะพบสัญญาณที่เป็นเอกสารแสดงถึงข้อตกลงในการร่วมกันกระทำความผิด รวมถึงกฎหมายที่บัญญัติความผิดเกี่ยวกับการกระทำความผิดที่ไม่เป็นธรรมมักจะมีปัญหาในการตีความ ทำให้การนำตัวผู้กระทำความผิดมาลงโทษกระทำได้อย่างยากลำบาก