

นโยบายว่าด้วยการกำหนดช่วงราคาของ ตลท. กับประโยชน์ที่มากกว่า “ราคา”

สมชัย จิตสุชน และสมเกียรติ ตั้งกิจวานิชย์

โดยทั่วไป ตลาดหุ้นที่ “มีประสิทธิภาพ” นั้น นอกจากจะต้องมีขนาดที่เหมาะสมกับ

พื้นฐานทางเศรษฐกิจของประเทศและเป็นตลาดที่มีความโปร่งใสในการซื้อขายแล้ว หัวใจสำคัญอีกข้อหนึ่งคือ ต้องเป็นตลาดที่มี “สภาพคล่องสูง” เพื่อให้กลไกตลาดสามารถดำเนินการอย่างเต็มประสิทธิภาพเนื่องจากตลาดหุ้นที่มีสภาพคล่องสูงย่อมทำให้กลไกการค้นพบราคาดุลยภาพ (price discovery) ทำได้ง่ายขึ้น หากหลักทรัพย์ปราศจากสภาพคล่องที่เพียงพอแล้ว ก็จะเป็นความเสี่ยงของนักลงทุนเพราะอาจทำให้นักลงทุนต้องถือหลักทรัพย์ค้างไว้ในมือ ไม่สามารถซื้อขายได้ในปริมาณและราคาที่ต้องการ ทั้งนี้ที่ต้องการ กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ การขาดสภาพคล่องจะเพิ่ม “ต้นทุนทางอ้อม” ของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั่นเอง

เป็นที่ทราบกันดีว่าตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ของโลกรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) ได้หันมาใช้ระบบการซื้อขายแบบอัตโนมัติที่ใช้คำสั่งซื้อขายเป็นตัวหลักดำเนินการของตลาด (order-driven market) แทนกลไกการซื้อขายแบบประมูลราคาอย่างเปิดเผย (open auction) ที่ผู้ซื้อและผู้ขายต้องกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่ต้องการ (ซึ่งแบบหลังนี้เป็นการซื้อขายหลักทรัพย์แบบเก่าที่เราเรียกกันว่า “แบบเคาะกระดาน”) ซึ่งภายใต้กลไกการซื้อขายแบบอัตโนมัตินี้ ตลาดหลักทรัพย์มีหน้าที่กำหนด “ช่วงราคา” (tick size) ของหลักทรัพย์ในแต่ละ “ระดับราคา” (price range) เช่น กำหนดให้ราคาหุ้นขยับทีละ 2 สตางค์ สำหรับหุ้นที่มีราคาระหว่าง 2-5 บาทต่อหุ้น ทั้งนี้ เพื่อให้การซื้อขายเป็นไปอย่างสะดวก ความเคลื่อนไหวทั้งขึ้น-ลงของราคาหลักทรัพย์บนกระดานซื้อขายที่ปรากฏทั้งบนกระดานหลักและกระดานหน่วยย่อย¹ จะอยู่ภายใต้กรอบนโยบายการกำหนดราคาตลาดหลักทรัพย์กำหนด ดังนั้นอาจกล่าวให้เข้าใจโดยสังเขปได้ว่า นโยบายการกำหนดระดับราคาและช่วงราคาของตลาดหลักทรัพย์เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบอย่างยิ่งต่อการที่กลไกตลาดจะสามารถกำหนดราคาตลาดของหุ้นแต่ละตัว ซึ่งส่งผลต่อต้นทุนทางอ้อมและสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์ในที่สุด

¹ ในปัจจุบันการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาด.ยังแบ่งกระดานซื้อขายเป็นกระดานหลัก (Main Board) และกระดานต่างประเทศ (Foreign Board) ซึ่งการซื้อขายหลักทรัพย์เดียวกันของทั้ง 2 กระดานกลับมีราคาที่แตกต่างกันเนื่องจากมีสภาพคล่องแตกต่างกัน เหตุผลสำคัญที่ต้องมีการแยกตลาดออกเป็น 2 กระดานดังกล่าวคือ กฎหมายไทยยังมีการจำกัดการถือครองหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติในบางอุตสาหกรรม แม้ในทางปฏิบัติจะมีกลไกการถือครองผ่านใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงไทย (Non-Voting Depository Receipt หรือ NVDR) ก็ตาม

เมื่อวันที่ 2 พฤษภาคม 2551 คณะกรรมการ ตลท. ได้มีมติเห็นชอบในหลักการให้มีการปรับช่วงราคาซื้อขายโดยจะปรับลดจำนวนระดับราคาจาก 10 เหลือ 8 ชั้น และจะมีการปรับลดความกว้างของแต่ละช่วงราคารอง โดยคณะกรรมการเห็นว่า การปรับทั้ง “จำนวน” และ “ช่วง” ราคาซื้อขายดังกล่าวจะช่วยลดต้นทุนซื้อขายของผู้ลงทุนและเพิ่มสภาพคล่องให้แก่ตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้ ตลท. คาดหวังว่าการปรับลดทั้งระดับและช่วงราคารองจะช่วยสร้างความน่าสนใจให้แก่ตลาดทุนไทยโดยเฉพาะในสายตาของนักลงทุนต่างประเทศ

Regulatory Watch ได้พิจารณาในประเด็นดังกล่าว และขอสนับสนุนในหลักการของนโยบายการลดจำนวนระดับราคาและช่วงราคาหลักทรัพย์ของ ตลท. โดยมีเหตุผลหลักที่สนับสนุน ดังนี้

1. การปรับลดจำนวนชั้นของ “ระดับราคา” จะทำให้ ตลท. มีแนวนโยบายการกำหนดนโยบายราคาสอดคล้องตามแนวโน้มของตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศที่พยายามลดจำนวนชั้นของระดับราคารอง ซึ่งจะช่วยเพิ่มความสามารถในการลงทุนของนักลงทุนรายย่อย โดยก่อนที่จะประกาศนโยบายนี้ ตลท. ถือได้ว่ามีนโยบายช่วงราคาที่กำหนดระดับราคาและช่วงราคามากถึง 10 ชั้น² ซึ่งอาจถือได้ว่า “มากเกินไปจนจำเป็น” เพราะในการซื้อขายหลักทรัพย์ในปัจจุบันไม่มีหลักทรัพย์ใดใช้ชั้นราคาสูงสุดตามที่ ตลท. ได้กำหนดไว้ (ที่ระดับราคาหลักทรัพย์ตั้งแต่ 800 บาท) และมีหลักทรัพย์เพียง 1 บริษัท³ ที่อยู่ในระดับราคาเกิน 400 บาทแต่ไม่ถึง 800 บาท อีกทั้งนโยบายราคาดังกล่าวได้มีการประกาศใช้มานานกว่า 7 ปี (ตั้งแต่ปี 2544) ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ที่พัฒนาแล้ว อาทิ สหรัฐอเมริกา สิงคโปร์ มาเลเซีย และฮ่องกง มีการกำหนดระดับราคาเพียง 2, 5, 7, 8 ชั้นตามลำดับ นโยบายปรับลดระดับราคาจึงเป็นการลดความซับซ้อนของระดับราคาโดยเฉพาะในระดับราคาที่สูง ซึ่งบั่นทอนความสามารถในการลงทุนของนักลงทุนรายย่อยในหลักทรัพย์ของบริษัทขนาดใหญ่ที่มีคุณภาพหรือที่เรียกว่าหุ้น “บลูชิพ”

2. นอกจากการปรับลด “ระดับราคา” จะส่งผลดีแล้ว ผลของการปรับลด “ช่วงราคา” ก็มีแนวโน้มที่จะช่วยลดต้นทุนทางอ้อมของผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย เนื่องจากในปัจจุบันตลาดทุนไทยถือได้ว่าเป็นตลาดที่มีต้นทุนทางอ้อม ซึ่งวัดจากค่าเฉลี่ยส่วนต่างราคาซื้อ-ขายที่ดีที่สุดของหลักทรัพย์ทั้งตลาด (average bid-ask spread) ที่สูงโดยเปรียบเทียบอยู่ที่ประมาณ 16.4 หน่วยเบสิส (basis point – หนึ่งเบสิสเท่ากับ 1/100

² ช่วงราคาหุ้นที่ใช้อยู่ในปัจจุบันมี 10 ระดับ ได้แก่ ราคาหุ้นที่ต่ำกว่า 2 บาท ช่วงราคาซื้อขายอยู่ที่ 0.01 บาท ระหว่าง 2-5 บาท อยู่ที่ 0.02 บาท ระหว่าง 5-10 บาท อยู่ที่ 0.05 บาท ระหว่าง 10-25 บาท อยู่ที่ 0.10 บาท ระหว่าง 25-50 บาท อยู่ที่ 0.25 บาท ระหว่าง 50-100 บาท อยู่ที่ 0.50 บาท ระหว่าง 100-200 บาท อยู่ที่ 1.00 บาท ระหว่าง 200-400 บาท อยู่ที่ 2.00 บาท ระหว่าง 400-800 บาท อยู่ที่ 4.00 บาท และตั้งแต่ 800 บาทขึ้นไป ช่วงราคาซื้อขายอยู่ที่ 6.00 บาท

³ ได้แก่หลักทรัพย์ของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน), ข้อมูล ณ วันที่ 9 ก.ค. 2551

เปอร์เซ็นต์) ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ สหรัฐอเมริกา สิงคโปร์ มาเลเซียและฮ่องกง มีค่าเฉลี่ยดังกล่าวอยู่ที่ 5.1, 12.2, 9.6 และ 6.5 หน่วยเบสิสตามลำดับ ซึ่งหมายความว่า “สภาพคล่องโดยเปรียบเทียบ” ของตลาดหุ้นไทยต่ำกว่าตลาดหลักทรัพย์คู่แข่งอื่นๆ ทั้งนี้ งานวิจัยเชิงปริมาณสมัยใหม่จำนวนมากได้สนับสนุนสมมติฐานดังกล่าว โดยการศึกษาเชิงเศรษฐมิติในหลายตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกพบว่า “ช่วงราคา” ที่มีความกว้างมากเกินไปจะส่งผลให้ค่าเฉลี่ยส่วนต่างราคาซื้อ-ขายที่ดีที่สุดของหลักทรัพย์ทั้งตลาดสูงมากตามไปด้วย ซึ่งถ้าหากส่วนต่างมากเกินไป ก็แปลว่านักลงทุนมีต้นทุนทางอ้อมสูงเกินไปดังที่ได้กล่าวไปแล้วก่อนหน้านี้

นอกจากนี้ การปรับลดช่วงราคาน่าจะบรรเทาการเก็งกำไรในตลาดหุ้น โดยเฉพาะหุ้นที่มีราคาต่ำกว่า 1 บาท ซึ่งต่ำพอที่จะเก็งกำไรได้ทีละเป็นหลักแสนหรือล้านหุ้น เพราะผู้ที่ต้องการเก็งกำไรจะต้องซื้อขายหลายรอบมากขึ้น ซึ่งหมายถึงต้องเสียค่า佣หน้าเพิ่มขึ้น เพื่อให้ได้กำไรเท่าเดิม ดังนั้น นโยบายนี้จึงน่าจะช่วยลดความผันผวนของตลาดหุ้น นับเป็นการเพิ่มแรงจูงใจสำหรับนักลงทุนอีกทางหนึ่ง

3. การปรับนโยบายราคาดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า ตลท. ได้ส่งสัญญาณในฐานะผู้กำหนดนโยบายที่ให้ความสนใจใน “คุณภาพ” ของตลาดหุ้น ซึ่งหมายถึงปัจจัยต่างๆ ที่สำคัญต่อนักลงทุน เช่น สภาพคล่อง ต้นทุนในการลงทุน และความผันผวนของราคาหุ้น นอกเหนือปัจจัยเชิงปริมาณอย่างเช่นจำนวนหุ้นจดทะเบียน เนื่องจากการลดต้นทุนทางอ้อมของนักลงทุนน่าจะส่งผลในการสร้างแรงจูงใจให้นักลงทุน โดยเฉพาะนักลงทุนสถาบันจากต่างประเทศที่ให้น้ำหนักต่อปัจจัยด้านภาวะการถดถอยตลาด (market impact) เพื่อเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องเพียงพอ ซึ่งแน่นอนว่าเม็ดเงินที่เข้ามาลงทุนนั้นย่อมจะสร้าง “ผลกระทบรอบสอง” (second-round effect) ในการดึงดูดสภาพคล่องในระยะต่อไป เพราะสภาพคล่องที่สูงขึ้นจากเม็ดเงินลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ ก็จะดึงดูดให้นักลงทุนคนอื่น ๆ เข้ามาลงทุนด้วย สรุปโดยสังเขปคือ การปรับลดทั้ง “ระดับราคา” และ “ช่วงราคา” ของ ตลท. ในครั้งนี้ น่าจะส่งผลดีอย่างต่อเนื่องต่อประสิทธิภาพของตลาดหุ้นไทย

อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ว่า Regulatory Watch จะขอแสดงความสนับสนุนต่อหลักการของคณะกรรมการ ตลท. ที่ประกาศว่าจะปรับปรุงนโยบายการกำหนดราคาดังเหตุผลที่ได้กล่าวมาข้างต้น ในส่วนของรายละเอียด อันหมายรวมถึงทั้งระดับขึ้นราคาและช่วงราคาที่เหมาะสม ซึ่ง ตลท. ยังมีได้ประกาศออกมานั้น จะเป็นส่วนที่ Regulatory Watch จะติดตามต่อไป โดยเราหวังว่า นโยบายที่ ตลท. จะประกาศใช้จริงโดยเฉพาะในส่วนของรายละเอียดนั้น จะตั้งอยู่บนผลการศึกษาที่จะส่งผลประโยชน์สูงสุดต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหุ้นไทย มีหลักฐานและเหตุผลทางวิชาการรองรับชัดเจน ไม่ใช่เป็นผลของการ “ลือบปี” ของผู้มีส่วนได้เสียในตลาดหุ้น

ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่ง หรือประนีประนอมผลประโยชน์เข้าหากันโดยไร้ซึ่งเหตุผลหลักฐานทางวิชาการรองรับ ดังที่มีหลายฝ่ายตั้งข้อสงสัยเกิดว่าเป็นเช่นนั้นในบางมาตรการที่ผ่านมา.

เอกสารอ้างอิง

1. ข่าวตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย “บอร์ดตลาดหลักทรัพย์ เห็นชอบการปรับช่วงราคาหุ้น เพื่อลดต้นทุนการซื้อขายของผู้ลงทุน และผ่อนปรนเกณฑ์ซื้อขายแบบ Basket Order” วันที่ 2 พ.ค. 2551.
2. นโยบาย “ช่วงราคา” ในเว็บไซต์ ตลท.,
(http://www.set.or.th/th/regulations/supervision_market/tradingsystem_p3.html)