

กฎการเพิกถอนหุ้นของไทย – ยิ่งแก้ยิ่งแย่ลง?

สมชัย จิตสุชน และคณะ

ใน ตลาดหุ้นทุกแห่ง เราสามารถแบ่งประเภทของบริษัทจดทะเบียนที่ถูกเพิกถอนออกจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนออกเป็นสองประเภทใหญ่ๆ คือบริษัทที่ขอเพิกถอนหุ้นของตัวเอง กับบริษัทที่ถูกบังคับให้ออกจากตลาดหุ้น

บริษัทที่ขอเพิกถอนหุ้นของตัวเองออกจากตลาด (voluntary delisting) มักจะต้องการออกจากตลาดด้วยเหตุผลทางธุรกิจเป็นหลัก เช่น ถูกซื้อกิจการโดยบริษัทยักษ์ใหญ่ที่ต้องการครอบครองบริษัท 100% นอกจากนี้ บริษัทผู้ซื้อซึ่งกลายเป็นบริษัทแม่แล้วนั้นก็มักจะมีค่านิยมและต้นทุนต่ำกว่าบริษัทที่ถูกซื้อในการระดมทุน ดังนั้นจึงไม่จำเป็นต้องให้บริษัทลูกดำรงอยู่ในตลาดหุ้นอีกต่อไป

ในทางกลับกัน บริษัทที่ถูกตลาดหุ้นเพิกถอนโดยไม่สมัครใจ โดยนิยามหมายถึงบริษัทที่ละเมิดกฎระเบียบของตลาดหุ้นโดยไม่ยอมแก้ไข เช่น มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (free float) ต่ำกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำติดต่อกันเป็นเวลาสามปี งบการเงินมีปัญหา (เช่น ผู้สอบบัญชีงดแสดงความเห็น) ต่อเนื่อง ประสบผลขาดทุนอย่างรุนแรงและล้มเหลวในการฟื้นฟูกิจการ ฯลฯ

เมื่อวันที่ 18 มิถุนายน 2550 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“ตลท.”) ได้ออกแถลงการณ์เกี่ยวกับการแก้ไขกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการเพิกถอนบริษัทจดทะเบียนที่มีการกระจายรายย่อยไม่ครบถ้วน มีใจความสำคัญดังนี้

“เพื่อให้หลักทรัพย์จดทะเบียนที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีสภาพคล่อง โดยมีการกระจายการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยอย่างเพียงพอและเหมาะสม ตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงได้ปรับปรุงแนวทางดำเนินการกรณีบริษัทจดทะเบียนที่มีการกระจายรายย่อยไม่ครบถ้วนให้เหมาะสมขึ้น สรุปได้ดังนี้

1. ยกเลิกมาตรการ Call Market เพื่อให้หลักทรัพย์ของบริษัทกลับมาซื้อขายในระบบปกติแทน ซึ่งจะช่วยให้สภาพคล่องในการซื้อขายและช่วยให้การกระจายหุ้นเป็นไปโดยสะดวกยิ่งขึ้น อีกทั้งการดำเนินการดังกล่าวยังไม่มีผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นรายย่อย

2. ตลาดหลักทรัพย์ฯ จะให้ระยะเวลาบริษัทจดทะเบียนในการแก้ไขการกระจายการถือหุ้นให้ครบถ้วน โดยในปีแรก ตลาดหลักทรัพย์ฯ จะแจ้งให้บริษัทจดทะเบียนได้ทราบเพื่อ

ดำเนินการแก้ไขให้บริษัทจดทะเบียนมีคุณสมบัติในด้านการกระจายการถือหุ้นตามเกณฑ์ หากบริษัทจดทะเบียนยังไม่สามารถดำเนินการแก้ไขการกระจายการถือหุ้นได้ในปีที่ 2 ตลาดหลักทรัพย์ฯ จะแจ้งการขาดคุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนให้ผู้ลงทุนได้ทราบ และเรียกเก็บค่าธรรมเนียมส่วนเพิ่มจนกว่าบริษัทจะแก้ไขเหตุดังกล่าวได้

โดยบริษัทจดทะเบียนจะรายงานความคืบหน้าการแก้ไขปัญหาทุก 6 เดือนนับจากวันครบกำหนดส่งรายงานการกระจายจนกว่าบริษัทจดทะเบียนจะมีคุณสมบัติครบถ้วน”

การเปลี่ยนแปลงเกณฑ์การเพิกถอนหุ้นในทางที่ผ่อนปรนมากขึ้นในครั้งนี้ เท่ากับว่า ตลท. อนุญาตให้หุ้นที่มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยต่ำกว่าระดับที่ ตลท. กำหนดในการดำรงสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียน (ไม่น้อยกว่าร้อยละ 10) สามารถเป็นบริษัทจดทะเบียนได้ต่อไปอย่างไม่มีที่สิ้นสุด ตราบใดที่สามารถจ่ายค่าธรรมเนียมส่วนเพิ่มได้ ซึ่งค่าธรรมเนียมส่วนนี้อย่างมากก็เป็นหลักล้านบาทเท่านั้น คิดเป็นสัดส่วนต่อค่าใช้จ่ายที่ต่ำมากสำหรับบริษัทขนาดใหญ่ ดังนั้นจึงหมายความว่าบริษัทจดทะเบียนที่มีสภาพคล่องต่ำมากๆ เช่น บมจ. ชิน คอร์ปอเรชั่น (SHIN) (ซึ่งปัจจุบันมีสัดส่วนนักลงทุนรายย่อยเหลือเพียงร้อยละ 3.76 ภายหลังการทำคำเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกองทุนเทมาเส็ก) จะสามารถดำรงสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนใน ตลท. ได้ต่อไป ทั้งๆ ที่มีจำนวนและสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยเหลืออยู่น้อยมากจนไม่สามารถจะกล่าวอ้างได้ว่าเป็น “บริษัทมหาชน” อย่างแท้จริงอีกต่อไป ต่างกับตอนที่กระจายหุ้นให้กับประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก

การผ่อนผันเกณฑ์การเพิกถอนหุ้นในครั้งนี้ทำให้เกณฑ์การเพิกถอนที่ Regulatory Watch มองว่า “อ่อน” อยู่แล้ว ยิ่ง “อ่อน” ลงไปอีก โดยเฉพาะเมื่อเปรียบเทียบกับกฎเกณฑ์เรื่องนี้ของตลาดหุ้นอื่นๆ ในภูมิภาค ยกตัวอย่างเช่น ตลาดหุ้นฮ่องกงและสิงคโปร์มีอำนาจเพิกถอนหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่ละเมิดหรือละเลยที่จะปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ และมีเกณฑ์เพิกถอนหุ้นที่มีสัดส่วนรายย่อยต่ำกว่าขั้นต่ำอย่างเคร่งครัดกว่าตลาดหุ้นไทย นอกจากนี้ ตลาดหุ้นฮ่องกงยังสามารถสั่งเพิกถอนหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่ “มีขนาดของสินทรัพย์หรือกิจการลดลงจนถึงระดับที่ไม่ควรเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้น” หรือ “ทำกิจการที่ไม่เหมาะสมต่อการเป็นบริษัทจดทะเบียนอีกต่อไป” ในขณะที่ตลาดหุ้นสิงคโปร์มีอำนาจครอบคลุมยิ่งกว่า เนื่องจากสามารถเพิกถอนหุ้นได้ทั้งที่ “ตลาดหุ้นมองว่าการเพิกถอนหุ้นดังกล่าวจำเป็นต่อการดำรงไว้ซึ่งตลาดที่เป็นธรรม มีระเบียบเรียบร้อย และโปร่งใส” หรือหุ้นที่ “ตลาดหุ้นพิจารณาแล้วว่ามีความเหมาะสมที่จะเพิกถอน”

อำนาจเพิกถอนหุ้นที่ค่อนข้างจะครอบคลุม โดยเฉพาะของตลาดหุ้นสิงคโปร์ดังกล่าวข้างต้น เป็นกลไกหนึ่งที่ตลาดหุ้นสามารถใช้ในการจัดการกับหุ้นเก็งกำไรที่ سوءพฤติกรรมชัดเจนว่ามีการ “ปั่นราคา” อย่างต่อเนื่อง แต่ตลาดหุ้นไม่สามารถรวบรวมพยานหลักฐานที่บ่งชี้ตัวผู้

ทุจริตได้อย่างชัดเจน หรือมีข้อมูลแต่ไม่เพียงพอต่อการที่ศาลจะพิพากษาลงโทษ “เจ้ามือปั่น” รายนั้นได้ การมีอำนาจนี้อยู่ในมือทำให้ตลาดหุ้นสามารถสั่งเพิกถอนหุ้นที่มั่นใจว่าเป็น “หุ้นปั่น” ได้ในทันทีโดยไม่ต้องรู้ตัวผู้ทุจริต โชคร้ายที่ ก.ล.ต. ไม่เคยพิจารณาที่จะมอบอำนาจดังกล่าวให้กับตลาดหุ้นไทย

ความ “อ่อน” ของกฎเกณฑ์ด้านการบังคับเพิกถอนของไทยเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นในภูมิภาค อาจเป็นสาเหตุหลักที่อธิบายว่าเหตุใดตลาดหุ้นไทยจึงมีสัดส่วนบริษัทที่ถูกเพิกถอนต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดในตลาดต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของเอเชียค่อนข้างมาก (ซึ่งอัตราส่วนเฉลี่ยของตลาดหุ้นเอเชียโดยรวมก็ต่ำที่สุดแล้วเมื่อเทียบกับภูมิภาคอื่นๆ) ยกตัวอย่างเช่น ในปี 2549 มีบริษัทจดทะเบียนไทยถูกเพิกถอนออกจากตลาดเพียง 4 บริษัทเท่านั้น คิดเป็นร้อยละ 0.77 ของจำนวนบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกคือร้อยละ 1.58 ถึงสองเท่า

กฎเกณฑ์การเพิกถอนที่ค่อนข้าง “อ่อน” เช่นนี้เป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้สัดส่วน free float ของประเทศไทยอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งไม่เอื้ออำนวยต่อการลงทุน โดยเฉพาะของนักลงทุนรายย่อย และเป็นการผิดเจตนารมณ์ของตลาดหลักทรัพย์ทั่วไป นอกจากนี้ เมื่อคำนึงว่าประเทศไทยแทบไม่มีบริษัทขนาดใหญ่มาก (เช่น ปตท. หรือปูนซิเมนต์ไทย) ที่ยังไม่ได้เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เหลืออีกต่อไป การเพิ่มสัดส่วน free float ในตลาดหุ้น ด้วยการบังคับให้บริษัทจดทะเบียนที่มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยต่ำกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำ กระจายหุ้นออกมาขายให้กับนักลงทุนมากขึ้น ดังกฎดั้งเดิมก่อนการประกาศแก้ไขในครั้งนี้นี้ ก็เป็นวิธีง่าย ๆ ที่จะสามารถเพิ่มสภาพคล่องและความน่าสนใจของตลาดหุ้น อีกทั้งยังเป็น “มาตรฐานสากล” ที่ตลาดหุ้นทั่วโลกใช้อย่างแพร่หลาย และสอดคล้องกับเจตนารมณ์ของตลาดหลักทรัพย์ที่ต้องการส่งเสริมให้หุ้นของบริษัทมหาชนได้อยู่ในมือนักลงทุนจำนวนมากที่สุดเท่าที่จะทำได้

Regulatory Watch ขอแสดงความผิดหวังที่ ตลท. เลือกที่จะผ่อนปรนเกณฑ์การบังคับเพิกถอนหุ้น แทนที่จะบังคับใช้กฎเกณฑ์ดั้งเดิมอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น และปรับปรุงให้มีความเคร่งครัดยิ่งกว่าเดิม เพราะบริษัทจดทะเบียนใดที่ละเมิดหรือละเลยที่จะปฏิบัติตามเกณฑ์การกระจายหุ้นขึ้นตัวอย่างต่อเนื่อง โดยไม่สามารถแก้ไขได้ภายในเวลาที่กำหนด ย่อมสมควรว่าอาจเป็นบริษัทที่ไม่มีความจริงใจในการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยอย่างเป็นธรรมและโปร่งใส และดังนั้นจึงไม่สมควรที่จะได้รับโอกาสให้อยู่ในตลาดหุ้นอย่างไร้ที่สิ้นสุด.

เอกสารอ้างอิง

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย “แนวทางดำเนินการกรณีบริษัทจดทะเบียนที่มีการกระจายรายย่อยไม่ครบถ้วน” (บจ/ร 01-11) ประกาศเมื่อวันที่ 18 มิถุนายน 2550