

"คอลัมน์ "จากท่าพระจันทร์ถึงสนามหลวง"

ผู้จัดการรายวัน ฉบับวันศุกร์ 11 ธันวาคม 2535

ความเรียงว่าด้วยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตอนที่สอง)

รังสรรค์ ณะพรพันธุ์

ผมรู้สึกเห็นใจพนักงานสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) นับตั้งแต่การจับนายสอง วัชรศรีโรจน์ และพวกในข้อหาปั่นหุ้นเมื่อวันที่ 18 พฤศจิกายน 2535 เป็นต้นมา สำนักงาน ก.ล.ต. กลายเป็นเป้าที่นักเล่นหุ้นบางกลุ่มโจมตีว่าเป็นตัวการในการสร้างปัญหาความตกต่ำในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปัจจุบัน แม้ว่าผมจะเห็นด้วยบางส่วนกับข้อกล่าวหานี้ แต่ผมก็ตระหนักดีว่า พนักงาน ก.ล.ต. จำนวนไม่น้อยเป็นคนซื่อสัตย์สุจริตและซื่อตรงต่อหน้าที่ เพียงแต่ว่าคนเหล่านี้ถูกสั่งการให้ทำหน้าที่ในมรรควิถีที่ผมเห็นว่าไม่ถูกต้อง ความผิดมิได้อยู่ที่พนักงาน ก.ล.ต. หากแต่อยู่ที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ซึ่งกรรมการหลายนายมีผลประโยชน์ซึ่งเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์และธุรกิจหลักทรัพย์ มีหน้าซำยังยึดถือนโยบายการ "คุมเข้ม" ในการกำกับและควบคุมตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งผมเห็นว่าเป็นนโยบายที่มีปัญหาในขั้นพื้นฐาน

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ต้องการให้การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์เป็นไปด้วยความเป็นธรรม เจตนารมณ์ดังกล่าวนี้นับว่าขัดกับสัญชาตญาณของระบบทุนนิยม ทั้งนี้เพราะเหตุว่า ในโลกแห่งความเป็นจริง สังคมมนุษย์มิได้มีความเสมอภาคในการกระจายรายได้และทรัพย์สิน เมื่อจุดเริ่มต้นเป็นเช่นนี้ อำนาจต่อรองของหน่วยเศรษฐกิจต่างๆจึงมีอยู่อย่างไม่เท่าเทียมกัน ผู้ซื้อและผู้ขายไม่เพียงแต่จะมีอำนาจต่อรองแตกต่างกันเท่านั้น ในหมู่ผู้ซื้อและผู้ขายด้วยตนเองก็ยังมีอำนาจต่อรองแตกต่างกันด้วยความพยายามที่จะให้มีความเป็นธรรมในการซื้อขายจึงเป็นหมันตั้งแต่ต้น ในกรณีของตลาดหลักทรัพย์ ถึงจะพยายามทำให้สารสนเทศเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์เป็นสารสนเทศที่สมบูรณ์ (Perfect Information) ก็มิอาจก่อให้เกิดความเป็นธรรมในการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ ในเมื่อฐานะการเงินของผู้เล่นหุ้นแต่ละคนและธุรกิจหลักทรัพย์แต่ละรายแตกต่างกัน ด้วยเหตุดังนี้ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จึงตั้งอยู่บนพื้นฐานที่ขัดกับธรรมชาติของระบบทุนนิยม เพราะสัญชาตญาณของระบบทุนนิยมมีอยู่ว่า การซื้อขายสินค้าและบริการต่างๆ

ล้วนแล้วแต่ไม่เป็นธรรม ความไม่เป็นธรรมดังกล่าวนี้เห็นได้จากกำไรส่วนเกิน (Excess Profit) ที่ปรากฏในตลาดและอุตสาหกรรมต่าง ๆ

ระบบทุนนิยมนั้นมิได้ต่อต้านการเก็งกำไร มีหน้าซำยังเห็นว่า การเก็งกำไรเป็นเรื่องดี แต่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 พยายามแยกแยะระหว่างการเก็งกำไรตามธรรมชาติกับการเก็งกำไรเพื่อสร้างราคา โดยถือว่า การเก็งกำไรตามธรรมชาติเป็นเรื่องปกติ ส่วนการเก็งกำไรเพื่อสร้างราคานั้นมีความผิดตามกฎหมาย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปัจจุบันมีสภาพไม่แตกต่างจากบ่อนการพนันที่ถูกกฎหมาย นับเป็นเรื่องน่าสมเพชยิ่งที่ตำรวจไล่จับบ่อนการพนันที่มีมูลค่าการพนันระดับแสนระดับล้านบาท แต่บ่อนการพนันระดับล้านล้านบาทสามารถลอยนวลอยู่บนถนนวิฑูได้ หากพิจารณาในเชิงจริยธรรมแล้วการเก็งกำไรตามธรรมชาติมิได้แตกต่างจากการเก็งกำไรเพื่อสร้างราคา เพราะการเก็งกำไรทั้งสองประเภทนี้ต่างก็เป็นการพนันเหมือนกัน ธุรกรรมที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์เป็นธุรกรรมที่ทำลายจริยธรรมในการทำงาน (Work Ethics) ผู้คนจำนวนมากที่มีความสามารถและทักษะในเชิงสร้างสรรค์กลับมาหมกมุ่นอยู่กับการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยมิได้ใช้ความสามารถและทักษะเหล่านั้นให้เป็นประโยชน์แก่สังคมเท่าที่ควร มีหน้าซำความมุ่งมั่นในการแสวงหาความร่ำรวยในตลาดหลักทรัพย์ได้สร้างค่านิยมการนับถือคนรวยขึ้นในสังคม ความรวยกลายเป็นคุณธรรมของมนุษย์ ความดี ความงาม และความบริสุทธิ์ยุติธรรมไร้สิ้นความหมาย

ในเมื่อการเก็งกำไรเพื่อสร้างราคาถูกตีตราว่าเป็นการกระทำที่ผิดกฎหมาย คณะกรรมการ ก.ล.ต. ก็ต้องไล่จับนักปั่นหุ้น แต่แนวความคิดเรื่อง "การสร้างราคา" เป็นแนวความคิดที่เลือนลอย การซื้อขายหลักทรัพย์ในปริมาณมาก ๆ ย่อมมีผลใน "การสร้างราคา" ได้ ทั้งๆที่ผู้ซื้อขายอาจมิได้มีเจตนาที่จะสร้างราคา การจับนักเล่นหุ้นในข้อหาปั่นหุ้นจึงเป็นเรื่องยากลำบาก เพราะไม่เพียงแต่จะมีปัญหาในการแยกแยะระหว่างการเก็งกำไรตามธรรมชาติกับการเก็งกำไรเพื่อสร้างราคาเท่านั้น หากยังมีต้นทุนสารสนเทศ (Information Cost) ที่ต้องเสียจำนวนมากอีกด้วย ตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่มีการเก็งกำไรและการปั่นหุ้นอยู่ตลอดเวลา หากจะบังคับใช้กฎหมายอย่างเที่ยงตรงก็ต้องสูญเสียต้นทุนในการบังคับใช้กฎหมาย (Enforcement Cost) จำนวนมาก ความยากลำบากในการบังคับใช้กฎหมายหรือการปั่นหุ้นเกิดขึ้นเมื่อไรทำให้การจัดการสร้างราคาให้หมดสิ้นไปมิอาจกระทำได้ หนทางเดียวที่จะไม่ให้มีการปั่นหุ้นก็คือการยุบตลาดหลักทรัพย์

ด้วยเหตุที่ "การสร้างราคา" เป็นแนวความคิดที่เลือนลอยและยากแก่การพิสูจน์ คณะกรรมการ ก.ล.ต. จึงต้องเลือกปฏิบัติด้วยการจับเฉพาะนักปั่นหุ้นรายใหญ่ การจับนักปั่นหุ้นทุกรายและทุกครั้งที่มีการปั่นหุ้นไม่เพียงแต่จะต้องเสียต้นทุนสูงเท่านั้น หากทว่ายังเป็นไปได้

อีกด้วย บทวิเคราะห์นี้มีนัยสำคัญสำหรับนักปันหุ้นว่า หากต้องการปันหุ้น จงปันหุ้นแต่พอสมควร และจงปันหุ้นอยู่แต่ในมุมมืด เจ็อมมือของคณะกรรมการ ก.ล.ต. จะเอื้อมไปไม่ถึง หากปันหุ้นอย่างหวือหวา ก็อาจประสบชะตากรรมในทำนองเดียวกับนายสอง วัชรศรีโรจน์

บทบัญญัติของ พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ทำให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. จำต้องมีการปฏิบัติอย่างลำเอียงชนิดมิอาจหลีกเลี่ยงได้ การจับนายสอง วัชรศรีโรจน์ ก็เป็นปฏิบัติการอย่างลำเอียง ถึงคณะกรรมการ ก.ล.ต. จะปฏิเสธอย่างไรก็ฟังไม่ขึ้น เพราะนับตั้งแต่วันที่ 17 มีนาคม 2535 อันเป็นวันที่กฎหมายส่วนที่เกี่ยวกับคณะกรรมการ ก.ล.ต. มีผลบังคับใช้ การปันหุ้นเกิดขึ้นเป็นระลอกๆ บ้างก็เป็นการปันหุ้นเพื่อหาเงินให้พรรคการเมืองบางพรรค และบ้างก็เป็นการปันหุ้นเพื่อความร่ำรวยของนักปันหุ้นรายใหญ่บางราย แต่คณะกรรมการ ก.ล.ต.ได้ปล่อยให้มีการปันหุ้นกันอย่างสำเร็จสำราญ หนังสือพิมพ์ สยามโพสต์ ฉบับวันที่ 3 ธันวาคม 2535 รายงานข่าวว่า ในรอบ 6 เดือนที่ผ่านมาหุ้นที่ราคาปรับตัวเพิ่มขึ้นมากกว่า 100% (แต่ไม่เกิน 200%) มีจำนวน 30 บริษัท ผู้นำที่ราคาปรับตัวเพิ่มขึ้นมากกว่า 200% (แต่ไม่เกิน 300%) มีจำนวน 11 บริษัท หุ้นที่ราคาปรับตัวเพิ่มขึ้นมากกว่า 300% (แต่ไม่เกิน 800%) มีจำนวน 16 บริษัท และหุ้นที่ราคาปรับตัวเพิ่มขึ้นมากกว่า 800% มีถึง 3 บริษัท ทั้งนี้มีข้อที่น่าสังเกตว่า หุ้นของบริษัท รัตนการเคหะ จำกัด มีราคาเพิ่มขึ้น 881% ธนาคารกรุงเทพ พาณิชยกรรม จำกัด 563% บริษัท ทropicคอลแคนนิ่ง จำกัด 408% และบริษัทเงินทุนเฟิร์สซิตี อินเวสต์เมนต์ จำกัด 373%

ข้อเท็จจริงมีอยู่ว่า การปันหุ้นในตลาดหลักทรัพย์นั้นมืออยู่ตลอดเวลา ในช่วงเวลาที่มีการปันราคาหุ้นของธนาคารกรุงเทพพาณิชยกรรม จำกัด นั้นก็มีการปันราคาหุ้นอื่นด้วย และด้วยพลังการปันหุ้นที่ไม่ยิ่งหย่อนกว่ากันจะอ้างว่าพื้นฐานของบริษัทเหล่านี้ดีจึงมีนักลงทุนนิยมซื้อ ก็ฟังไม่ขึ้นเพราะเพียงช่วงเวลาเพียง 6 เดือนเศษ พื้นฐานจะดีขึ้นถึง 800% ได้อย่างไร ทั้งข้อมูลทางการเงินก็ได้บ่งชี้ถึงความมั่นคงของพื้นฐาน หนังสือพิมพ์บางฉบับตั้งปุกจว่า เมื่อมีการจับ "เสียสอง" เหตุใดจึงไม่จับ "เจ็สาม" ในเมื่อต่างก็มีพฤติกรรมในการปันหุ้นไม่แตกต่างกัน

ความแตกต่างระหว่าง "เสียสอง" กับ "เจ็สาม" นั้นเป็นความแตกต่างระหว่างชนชั้น ในขณะที่ "เสียสอง" มาจากครอบครัวชนชั้นกลางที่อาศัยเงินกู้จากธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนแลหลักทรัพย์ในการเล่นหุ้น "เจ็สาม" มีภูมิหลังมาจากครอบครัวนายทุนระดับชาติและมีฐานะการเงินของตนเอง เสี่ยงลือเสียดเล่าอ้างมีอยู่ว่า บริษัทเงินทุนของ "เจ็สาม" กำลังมีปัญหา เนื่องจากพัวพันกับการปันหุ้น ไม่ว่าจะเสี่ยงร่ำลือดังกล่าวนี้จะมีมูลแห่งความเป็นจริงหรือไม่ เพียงใด ธนาคารแห่งประเทศไทยได้กระโดดเข้าไปประคับประคองมิให้สถานการณ์เลวร้ายลงไปอีก มิฉะนั้นอาจส่งผลกระทบต่อภาคการเงินภายในประเทศ

ด้วยเหตุที่ธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์เป็นธุรกิจอันเกี่ยวข้องกับกิเลสตัณหาของมนุษย์ และการปั่นหุ้นเป็นธุรกิจประจำวันของตลาดหลักทรัพย์ การร้องขอให้นักเล่นหุ้นมิให้ปั่นหุ้นจึงเป็นการร้องขอที่ขัดกับธรรมชาติทั้งของนักเล่นหุ้นและตลาดหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์มิใช่ที่ชุมนุมพระอรหันต์ หากแต่เป็นที่ชุมนุมของผู้คนที่อุ้มด้วยวิญญูณแห่งสัตว์เศรษฐกิจ การป้องกันและปราบปรามนักปั่นหุ้นจึงเป็นเรื่องยาก และมีอาจกระทำได้ในทุกกรณี กฎหมายที่กำหนดให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. ต้องปราบปรามการปั่นหุ้น จึงเป็นกฎหมายที่ทำให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. ต้องปฏิบัติอย่างลำเอียงและง่ายต่อการถูกครหา ยิ่งกฎหมายไม่กล้าหุบหม้อข้าวของผู้ที่ดำรงตำแหน่ง ก.ล.ต. ด้วยแล้ว คณะกรรมการ ก.ล.ต. ก็ยิ่งกลายเป็นองค์กรที่ล้มละลายทางจริยธรรมได้โดยง่ายดังเช่นที่เกิดขึ้นในปัจจุบัน

หากราชการมีนโยบายที่จะปราบปรามการปั่นหุ้น การปราบปรามนี้ควรจะทำอย่างเสมอภาค และไม่ปราบปรามอย่างเลือกปฏิบัติ การเลือกปฏิบัติที่สำคัญก็คือการไม่ปราบปราม นักปั่นหุ้นที่เป็นผู้บริหารธนาคารพาณิชย์และธุรกิจเงินทุนหลักทรัพย์ ทั้งๆที่รู้อยู่แก่ใจว่า บุคคลกลุ่มนี้มีส่วนสำคัญในการปั่นหุ้น ในขณะที่ผู้ที่ไร้ฐานทางการเงินต้องอาศัยเงินกู้ในการปั่นหุ้น แต่ผู้บริหารธนาคารพาณิชย์และธุรกิจเงินทุนหลักทรัพย์สามารถ "ฉิ้น" เงินฝากของประชาชนไปใช้ในการปั่นหุ้นได้ ครั้นการปั่นหุ้นนั้นมีปัญหา แทนที่ราชการจะลงโทษตามกระบิดเมือง กลับเข้าไปประคับประคองมิให้กิจการเสื่อมทรุด ด้วยเหตุที่ธนาคารแห่งประเทศไทยยึดถือจารีตทางนโยบายว่า ธนาคารพาณิชย์และธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์นั้นล้มไม่ได้ และต้องเข้าไปกอบกู้สถานการณ์ทุกครั้งที่เกิดวิกฤติการณ์ทางการเงิน บรรดาผู้บริหารสถาบันการเงินเหล่านี้จึงมีแนวโน้มที่จะนำเงินฝากของประชาชนไปแสวงหาผลประโยชน์ส่วนบุคคลเท่าที่ช่องโอกาสอำนวย เพราะมั่นใจว่า ถึงอย่างไรธนาคารแห่งประเทศไทยจะไม่ปล่อยให้ธุรกิจการเงินมีอันเป็นไปแบบแผนการบังคับใช้กฎหมายของราชการ ซึ่งแตกต่างกันระหว่างกรณี "เสียสอง" กับกรณี "เจ็ดสาม" บ่งบอกถึงการปฏิบัติอย่างลำเอียงดังกล่าวนี้

ดังได้กล่าวแล้วว่า การปราบปรามการปั่นหุ้นเป็นเรื่องยากที่จะหลีกเลี่ยงการปฏิบัติอย่างลำเอียงได้ หากจะปราบปรามการปั่นหุ้นทุกกรณี ก็ต้องเสียต้นทุนสารสนเทศและต้นทุนการบังคับใช้กฎหมายจำนวนมาก จนบางครั้งประโยชน์ที่ได้จากการปราบปรามอาจไม่คุ้มกับต้นทุนที่เสียไป แต่พฤติกรรมของคณะกรรมการ ก.ล.ต. นับตั้งแต่ได้รับแต่งตั้งเป็นต้นมาบ่งบอกถึงการปฏิบัติอย่างลำเอียงเกินกว่าระดับธรรมชาติ เพราะการปราบปรามการปั่นหุ้นเป็นไปด้วยการเลือกที่รักมักที่ชัง

ในบริบทของระบบทุนนิยม การแก่งกำไรและการปั่นราคาไมใช่เรื่องเสียหายภายใต้สถานการณ์บางประเภท การปั่นราคาอาจเป็นประโยชน์ ในยุคสมัยที่ตลาดหลักทรัพย์ชบเซามากๆ ราชการมักจะเอาหูไปนาเอาตาไปไร่ แม้จะมีการปั่นหุ้นระลอกเล็กก็ตาม กล่าว

ในเชิงทฤษฎี อาจจะมีการเก็งกำไรและการปั่นราคาในระดับที่ไม่มากเกินไปหรือน้อยเกินไปที่เป็นประโยชน์ต่อสังคมโดยส่วนรวม (Optimal Speculation) แต่ในทางปฏิบัติยากที่จะกำหนดได้ว่าอยู่ในระดับใด

ในเมื่อการปราบปรามการปั่นหุ้นมีอรรถประโยชน์ในทุกกรณี อีกทั้งยังมีความเป็นไปได้ที่จะมีการปั่นหุ้นระดับคุณภาพ (Optimal Level) จึงสมควรที่ราชการจะพิจารณาทบทวนนโยบายการกำกับและควบคุมตลาดหลักทรัพย์ โดยละทิ้งวิธีการ "คุมเข้ม" และหันไปใช้วิธีการ "ปล่อยเสรี" มากขึ้น