

คอลัมน์ "จากท่าพระจันทร์ถึงสนามหลวง"

ผู้จัดการรายวัน ฉบับวันศุกร์ที่ 25 ธันวาคม 2535

## อับลักษณะของนโยบายตลาดหลักทรัพย์

รังสรรค์ ณะพรพันธุ์

นับตั้งแต่การสถาปนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2517 เป็นต้นมา รัฐบาลได้ทุ่มเทพทรัพยากรจำนวนมากในการประกอบระดมสถาบันแห่งนี้ ทั้งนี้ดูเหมือนว่า รัฐบาลต้องการให้ตลาดหลักทรัพย์เจริญเติบโตโดยไม่คำนึงว่าจะต้องเสียต้นทุนแก่สังคมมากน้อย ไม่เพียงใด ผู้นำทางการเมือง ไม่ว่าจะเป็ฝ่ายรัฐบาลหรือฝ่ายค้าน มักจะใช้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ เป็นเครื่องบ่งชี้ความสำเร็จหรือความล้มเหลวในการบริหารนโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาล ทั้งที่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไม่สามารถบ่งบอกพื้นฐานของระบบเศรษฐกิจได้แม้แต่น้อย การให้ความสำคัญแก่ตลาดหลักทรัพย์มากเกินไปนี้เองนับเป็นต้นตอของอับลักษณะแห่งนโยบายตลาดหลักทรัพย์

อับลักษณะที่สำคัญประการแรกก็คือ การดูดซับและถ่ายโอนทรัพยากรจาก ประชาชนที่มีได้มีส่วนได้ส่วนเสียกับตลาดหลักทรัพย์ เพื่อนำไปหล่อเลี้ยงการเติบโตของตลาดหลักทรัพย์ ทุกครั้งที่เกิดวิกฤติการณ์ตลาดหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็กรณีราคาเงินทุนในปี 2523 และกรณีนายสอง วัชรศรีโรจน์ ในปี 2535 ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องอัดฉีดเงินเพื่อคอบกู้ สถานการณ์ในตลาดหลักทรัพย์ เงินที่อัดฉีดเข้าไปนี้ส่วนใหญ่เป็นทรัพยากรของธนาคารแห่งประเทศไทยเอง บางส่วนเป็นเงินฝากของประชาชนในธนาคารกรุงไทย จำกัด หากนับเงินที่อัดฉีด เพื่อประคับประคองธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ในโครงการทริสต์ 4 เมษาคัดด้วยแล้ว ในรอบทศวรรษ เศษที่ผ่านมา นี้ ธนาคารแห่งประเทศไทยได้อัดฉีดเงินจำนวนนับแสนล้านบาทในการคอบกู้ สถานการณ์ในตลาดหลักทรัพย์และฟื้นฟูธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ แม้ว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะได้เงินบางส่วนกลับคืนมา แต่ทรัพยากรทางการเงินเหล่านี้มีค่าเสียโอกาสที่ต้องสูญเสีย เพราะแทนที่จะใช้ไปในทางที่เป็นประโยชน์แก่กลุ่มชนผู้เสียเปรียบในสังคม โดยเฉพาะอย่างยิ่ง การพัฒนาชนบทและการช่วยเหลือคนยากจน กลับถูกนำไปใช้เพื่อช่วยเหลือกลุ่มชนผู้ได้เปรียบ ในสังคม ข้อที่น่าอนาถก็คือ วิกฤติการณ์ตลาดหลักทรัพย์และวิกฤติการณ์ธุรกิจเงินทุนและ หลักทรัพย์เป็นวิกฤติการณ์ที่เกิดจากความเห็นแก่ได้และความที่นกระหายในการแสวงหา ความร่ำรวยของมนุษย์ การที่รัฐบาลอัดฉีดเงินเพื่อแก้ไขวิกฤติการณ์เหล่านี้ย่อมมีผลเสมือนหนึ่ง การส่งเสริมให้ความเห็นแก่ได้และความที่นกระหายในการแสวงหาความร่ำรวยขยายตัวสืบต่อไป

อุปลักษณะในประการที่สองของนโยบายตลาดหลักทรัพย์ก็คือ การยกเว้นภาษีเงินได้สำหรับรายได้จากการซื้อขายหลักทรัพย์ รัฐบาลเห็นแก่ความเติบโตของตลาดหลักทรัพย์เป็นสำคัญ จึงใช้มาตรการภาษีในการชักจูงประชาชนในการซื้อขายหลักทรัพย์ ภายหลังจากที่เกิดวิกฤติการณ์ราคาเงินทุน รัฐบาลอ้างเหตุความซบเซาของตลาดหลักทรัพย์ในการยกเว้นภาษีเงินได้ต่อไป แต่ครั้นตลาดหลักทรัพย์รุ่งเรืองในช่วงปี 2530-2533 การยกเว้นภาษีเงินได้ยังคงมีต่อมา เพราะรัฐบาลต้องการให้ตลาดหลักทรัพย์รุ่งเรืองยิ่งขึ้น ข้าราชการจัดเก็บภาษีเงินได้จากมูลค่าเพิ่มของหลักทรัพย์ (capital gains tax) ปรากฏในหนังสือพิมพ์เป็นครั้งคราว รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังบางคนหารายได้จากการปล่อยข่าวนี้อีก เพราะพจน์ที่มีข่าวนี้อีกปรากฏในหนังสือพิมพ์ ราคาหลักทรัพย์ก็ตกต่ำลง ท่านรัฐมนตรีและสมุขนบวิวารพากันเข้าไปซื้อหุ้นซื้อหุ้น ครั้นราคาหุ้นขยับสูงขึ้นหลังจากที่ท่านรัฐมนตรีปฏิเสธข่าวการเก็บภาษี ก็เทหุ้นออกขายสถานการณ์ที่ยังมีการยกเว้นภาษีเงินได้สำหรับรายได้จากการซื้อขายหลักทรัพย์จึงยังคงเปิดโอกาสให้ผู้ดำรงตำแหน่งรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง แสวงหารายได้จากปล่อยข่าวได้ ข้อที่น่าอนาถก็คือ การยกเว้นภาษีเงินได้ดังกล่าวนี้ก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรมอย่างสำคัญในระบบภาษีอากร ผู้ที่มีเงินได้ในรูปเงินเดือนและค่าจ้าง (wage income) ต้องเสียภาษีเงินได้ อย่างเต็มเม็ดเต็มหน่วย และไม่สามารถหลบเลี่ยงการเสียภาษีได้ เนื่องจากถูกหักภาษี ณ ที่จ่ายเงินได้ แม้แต่หมอนวดก็ยังต้องเสียภาษีเงินได้ นโยบายภาษีอากรดังกล่าวนี้จึงมีข่าวสารที่ซ่อนเร้น (hidden message) ว่า รัฐบาลไม่สนับสนุนการหาเงินได้ด้วยการใช้หยาดเหงื่อแรงงาน (earned income) แต่ส่งเสริมให้หาเงินได้โดยไม่เสียหยาดเหงื่อแรงงาน (unearned income) ข่าวสารที่ซ่อนเร้นนี้มีส่วนในการทำลายจริยธรรมในการทำงาน (work ethics) โดยมีพักต้องสงสัย

อุปลักษณะประการที่สามของนโยบายตลาดหลักทรัพย์ ก็คือ การดำเนินนโยบายบนพื้นฐานความคิดที่มีลักษณะ "เกลียดตัว กินไข่" ตลาดหลักทรัพย์โดยพื้นฐานเป็นตลาดที่มีการเก็งกำไรและมีการปั่นหุ้น ผู้คนที่ตบเท้าเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ล้วนต้องการแสวงหาความร่ำรวยจากการ "ซื้อถูกขายแพง" แต่ผู้บริหารนโยบายตลาดหลักทรัพย์ก็กลับพยายามปรามการเก็งกำไร กฎหมายตลาดหลักทรัพย์ฉบับใหม่ถึงกับแยกแยะระหว่างการเก็งกำไรโดยธรรมชาติกับการเก็งกำไรเพื่อสร้างราคา โดยที่มีบทลงโทษการเก็งกำไรเพื่อสร้างราคา ซึ่งในทางปฏิบัติเป็นเรื่องที่ยากแก่การพิสูจน์ ในขณะที่ผู้บริหารนโยบายตลาดหลักทรัพย์ไม่ต้องการให้มีการเก็งกำไรเพื่อสร้างราคา แต่การปั่นหุ้นกลับเป็นปรากฏการณ์ธรรมชาติของตลาดหลักทรัพย์ จนตลาดหลักทรัพย์มีลักษณะเป็นบ่อนการพนันขนาดใหญ่ กระนั้นก็ตาม ผู้บริหารนโยบายตลาดหลักทรัพย์ยังคงปฏิเสธข้อกล่าวหาที่ว่า ตลาดหลักทรัพย์เป็นบ่อนการพนัน เจ้าหน้าที่ของรัฐเหล่านี้กล่าวถึงการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ว่าเป็นการลงทุน แต่การซื้อขายหลักทรัพย์จะถือเป็นการลงทุนได้ก็ต่อเมื่อเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ ทุกวันนี้การเติบโตของตลาดหลักทรัพย์โดยพื้นฐานแล้วหาใช่การเติบโตของตลาดหลักทรัพย์เบื้องต้น (primary

security market) ไม่ หากแต่เป็นการเติบโตของตลาดหลักทรัพย์รอง (secondary security market) การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์รองมีอาจถือเป็นการลงทุนได้ เพราะตลาดหลักทรัพย์รองไม่มีบทบาทในการจัดสรรทรัพยากรทางการเงิน สำหรับการลงทุนทั้งในภาคเอกชนและภาครัฐบาล ในขณะที่รัฐบาลไม่ต้องการให้มีการปันหุ้น แต่การดำเนินนโยบายตลาดหลักทรัพย์กลับมีลักษณะเสมือนหนึ่งเป็นใจให้มีการเก็งกำไรเพื่อสร้างราคาต่อไป ทั้งนี้ด้วยการไม่จัดเก็บภาษีเงินได้จากมูลค่าเพิ่มของหลักทรัพย์ ซึ่งทำให้การป้องปรามการปันหุ้นทำได้ยากขึ้น และนี่คือลักษณะ "เกลียดตัว กินไข่" ของนโยบายตลาดหลักทรัพย์

อุปลักษณะประการที่สี่ของนโยบายตลาดหลักทรัพย์ก็คือ ความไม่คงเส้นคงวาในการป้องปรามและการปราบปรามการปันหุ้น ในยามที่ตลาดหลักทรัพย์ซบเซา เจ้าหน้าที่ของรัฐจะเอาหูไปนาเอาตาไปไร่ ปล่อยให้มีการปันหุ้นเพื่อกระตุ้นให้ตลาดหลักทรัพย์เติบโต นับเป็นเวลานานนับทศวรรษหลังจากที่เกิดกรณีราคาเงินทุนที่เจ้าหน้าที่ของรัฐมิได้ป้องปรามและปราบปรามการปันหุ้นอย่างจริงจัง จนก่อให้เกิดข่าวสารที่ซ่อนเร้นว่า เจ้าหน้าที่ของรัฐมิได้เอาจริงในการปราบปรามการปันหุ้น แม้ว่าการแสวงหารายได้จากการปันหุ้นในภาวะที่ตลาดซบเซา (bear market) จะกระทำไม่ได้มากนัก แต่ในระหว่างปี 2530-2533 ที่ตลาดรุ่งเรือง (bull market) และมีการแสวงหารายได้จากการปันหุ้นอย่างเป็นกอบเป็นกำก็หาได้มีการปราบปรามอย่างจริงจังไม่ จนสร้างความอึดใจแก่บรรดานักปันหุ้น เมื่อมีการปราบปรามนักปันหุ้นดังคดีนายสอง วัชรศรีโรจน์ ผลกระทบที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์จึงรุนแรงเป็นพิเศษ ข้อที่น่าอุนาคก็คือ การปราบปรามการปันหุ้นเป็นไปด้วยความล่าช้า โดยมีแนวโน้มที่จะไม่ลงโทษนักปันหุ้นที่เป็นผู้บริหารธนาคารและธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์

อุปลักษณะประการที่ห้าของนโยบายตลาดหลักทรัพย์ก็คือ การเน้นการปราบปรามมากกว่าการป้องปรามการปันหุ้น ทั้งในกรณีราคาเงินทุนและกรณีนายสอง วัชรศรีโรจน์ เจ้าหน้าที่ของรัฐปล่อยให้มีการปันหุ้นอย่างเต็มที่เพื่อรวบรวมหลักฐาน แล้วจึงดำเนินการปราบปรามตามกฎหมายอย่างเฉียบขาด ทั้งสองกรณีได้ก่อให้เกิดผลกระทบทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรง โดยเฉพาะอย่างยิ่งเกิดภาวะซบเซาในตลาดหลักทรัพย์อย่างยาวนาน ในกรณีของนายสอง วัชรศรีโรจน์ กฎหมายตลาดหลักทรัพย์ได้พัฒนาไปเป็นอันมาก จนน่าจะได้ใช้มาตรการการป้องปรามมากกว่ามาตรการการปราบปรามได้ หากการดำเนินนโยบายเน้นการใช้มาตรการการป้องปราม ก็ควรที่จะเรียกนักปันหุ้นมาร้องขอให้เลิกพฤติกรรมการสร้างราคา (moral suasion) การร้องขอนี้ไม่ควรทำอย่างเอิกเกริก ตลาดหลักทรัพย์มีข้อมูลเกี่ยวกับนักปันหุ้นและการปันหุ้นอยู่แล้ว น่าจะนำมาใช้ให้เป็นประโยชน์ในการดำเนินนโยบาย หากการร้องขอนี้ไร้ประสิทธิผล ก็ควรที่จะเริ่มควบคุมการให้สินเชื่อเพื่อการซื้อหลักทรัพย์ด้วยการเพิ่ม margin requirement และด้วยการควบคุมปริมาณสินเชื่อที่ปล่อยให้กู้ในการซื้อหลักทรัพย์บางตัวที่ต้องสงสัยว่ามีการสร้างราคา จนอาจถึงขั้นห้ามมิให้ปล่อยสินเชื่อในการซื้อหลักทรัพย์ที่ราคาเพิ่มขึ้นอย่างผิดปกติมากๆ

เกณฑ์การควบคุมการจัดสรรสินเชื่อเพื่อซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าวนี้ จำต้องประกาศให้สาธารณชนทราบโดยทั่วไป ในกรณีของนายสอง วัชรศรีโรจน์ ไม่ปรากฏว่าคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ดำเนิน การป้องปรามอย่างจริงจัง

อุปลักษณะประการที่หกของนโยบายตลาดหลักทรัพย์ก็คือ การก่อกองบริษัทจดทะเบียนเป็นไปด้วยมาตรฐานที่แตกต่างกัน บางยุคสมัยก็เข้มงวด บางยุคสมัยก็หย่อนยาน เกณฑ์การก่อกองที่ไร้มาตรฐานนี้เปิดช่องให้มีการแสวงหาผลประโยชน์จากกระบวนการก่อกองได้ บริษัทจดทะเบียนจำนวนมากยังมีสภาพเป็นธุรกิจครอบครัว (family business) และมีได้มีฐานะถึงขั้นที่ถือได้ว่ามั่นคง ผลที่ตามมาก็คือ ความต้องการในการปันมิได้มาจากนักเล่นหุ้นเท่านั้น หากยังมาจากผู้ถือหุ้น ใหญ่ในบริษัทจดทะเบียนเหล่านี้ด้วย

อุปลักษณะประการที่เจ็ดของนโยบายตลาดหลักทรัพย์ก็คือ ไม่มีข้อห้ามมิให้เจ้าหน้าที่ของรัฐที่มีบทบาทหน้าที่ในการจัดระเบียบ ควบคุม และกำกับตลาดหลักทรัพย์หาผลประโยชน์จากการซื้อขายหลักทรัพย์ อีกทั้งไม่มีบทลงโทษทางอาญาตามกฎหมาย หากเจ้าหน้าที่ของรัฐเหล่านี้นำข้อมูลภายใน (inside information) ไปใช้ในการแสวงหารายได้ เมื่อกฎหมายไม่มีบทบัญญัติที่เป็นข้อห้ามและบทลงโทษในเรื่องนี้ ผู้คนจึงมองเจ้าหน้าที่ของรัฐเหล่านี้ด้วยสายตาที่ไม่ไว้วางใจในความเป็นกลางและไม่เชื่อในภูมิธรรม

วิกฤติการณ์ตลาดหลักทรัพย์และวิกฤติการณ์ธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในรอบทศวรรษเศษที่ผ่านมา ส่วนหนึ่งสะท้อนให้เห็นความไร้ประสิทธิภาพของราชการ (โดยเฉพาะอย่างยิ่งธนาคารแห่งประเทศไทยและกระทรวงการคลัง) ในการควบคุมและกำกับตลาดการเงิน อีกส่วนหนึ่งเป็นผลจากการกำหนดนโยบายและการบริหารนโยบายโดยมิได้พิจารณาถึงมิติทางวัฒนธรรมและมิติทางประวัติศาสตร์ ตลาดหลักทรัพย์และธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์เป็นนวัตกรรมทางสถาบันที่เกิดขึ้นในประเทศมหาอำนาจเก่า เมื่อราชการไทยต้องการจำลองสถาบันเหล่านี้เข้าสู่ระบบเศรษฐกิจไทย ราชการไทยไม่เพียงแต่มิได้สนใจว่า สถาบันของระบบทุนนิยมเหล่านี้เข้ากันได้กับวัฒนธรรมไทยหรือไม่ และจะก่อปฏิสัมพันธ์กับวัฒนธรรมไทยอย่างไรเท่านั้น หากทว่ายังมีได้สนใจอีกด้วยว่า สถาบันเหล่านี้มีประวัติศาสตร์แห่งการล้มลุกคลุกคลานในประเทศมหาอำนาจอย่างไรบ้าง ทั้งๆที่ประวัติศาสตร์ดังกล่าวนี้สามารถให้บทเรียนในการบริหารนโยบายได้เป็นอย่างดี การณ์ปรากฏว่าไม่มีผู้เชี่ยวชาญทางประวัติศาสตร์การเงินทั้งในธนาคารแห่งประเทศไทยและกระทรวงการคลัง สิ่งที่ราชการไทยทำก็คือ การลอกกฎหมายการเงินต่างประเทศมาใช้ในประเทศไทย โดยไม่คำนึงถึงบริบททางวัฒนธรรมในสังคมไทย และโดยไม่ทำความเข้าใจด้วยว่า บทบัญญัติของกฎหมายการเงินในแต่ละประเทศล้วนมีบริบททางประวัติศาสตร์ในประเทศนั้น ๆ