



นักลงทุนได้อะไร ? จากการปรับปรุงกฎเกณฑ์บริษัทจดทะเบียนใหม่

โดย สมชัย จิตสุชน *เสกคุณ:*
แหล่งข้อมูลอ้างอิง ว่า SET ฉบับที่ ๓/๒๕๕๑ วันที่ ๒๓ มกราคม ๒๕๕๑
หัวข้อ "บอร์ด ตลาด.อนุมัติปรับปรุงเกณฑ์บริษัทหลักทรัพย์เอื้อธุรกิจ" ซีพีพีในเว็บไซต์ ตลาด.
 วันที่ ๒๕ กุมภาพันธ์ พ.ศ. ๒๕๕๑ ปีที่ ๓๑ ฉบับที่ ๓๙๗๘ (๓๑๗๘)
 หนังสือพิมพ์ประชาชาติธุรกิจ

นักลงทุนได้อะไร.....?

จากการปรับปรุงกฎเกณฑ์บริษัทจดทะเบียนใหม่*



เมื่อวันที่ ๒๓ มกราคม ๒๕๕๑ ที่ผ่านมา ที่ประชุมคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) มีมติอนุมัติปรับเกณฑ์ การรับหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นผลจากการศึกษาของคณะทำงานศึกษาแนวทางปรับปรุงกฎเกณฑ์บริษัทจดทะเบียนใน ๔ ประเด็นหลัก ได้แก่ ด้านฐานะการเงินและการดำเนินงาน ด้านการกระจายการถือหุ้น ด้านช่วงเวลาห้ามขายหลักทรัพย์ และด้านการพิจารณาผ่อนผันหลักเกณฑ์ในเชิงปริมาณซึ่ง ตลท.จะเสนอขอความ

เห็นชอบต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ต่อไป

หลักเกณฑ์ที่ ตลท. เสนอให้ปรับปรุงเป็นการผ่อนผันหลักเกณฑ์เดิม จึงน่าจะสร้างแรงจูงใจให้บริษัทที่ยังไม่ได้อยู่ในตลาดหุ้น (ตลท. และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ) หันมาให้ความสนใจกับการระดมทุนในตลาดหุ้นและเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนมากขึ้น ซึ่งเป็นที่เข้าใจได้สำหรับผู้ติดตามบทบาทของตลาดหุ้นไทยเปรียบเทียบกับตลาดหุ้นเพื่อนบ้าน และทราบว่าตลาดหุ้นไทยนับวันจะถูกลดความสำคัญลงเรื่อยๆ ในสายตา นักลงทุนระดับโลกและระดับภูมิภาค จนมีความเสี่ยงที่จะถูกทำให้หมดความสำคัญ (marginalized) ลงได้ในที่สุด การเพิ่มมูลค่าตลาด (มาร์เก็ตแคป) ของตลาดหุ้น และการเพิ่มจำนวนบริษัทจดทะเบียนจึงถูกมองว่าจะเป็นแนวทางแก้ไขปัญหานี้

* นางสาวจุฬารัตน์ ยะปะนัน นิติกร กลุ่มงานพัฒนากฎหมาย สำนักกฎหมาย รวบรวม.



อย่างไรก็ตามมีประเด็นที่เราคิดว่าสำคัญ และไม่ได้มีการพิจารณาอย่างเพียงพอ สอง ประเด็น ประเด็นแรก คือ ยังไม่มีความชัดเจนว่าการเพิ่มจำนวนบริษัทจดทะเบียนด้วยมาตรการที่นำเสนอนี้จะทำให้ ตลท. เป็นที่ดึงดูดใจมากขึ้นหรือไม่ เพียงใด เพราะบริษัทใหม่ที่จะถูกจูงใจให้เข้าตลาดจากการผ่อนผันหลักเกณฑ์ในครั้งนี้ไม่น่าจะเป็นบริษัทที่เป็นที่สนใจของนักลงทุนระดับโลก เพราะถ้าบริษัทที่เข้าได้ตามเกณฑ์เดิมยังไม่เป็นที่สนใจพอแล้ว บริษัทที่ต้องอาศัยการผ่อนผันกฎเกณฑ์จะดึงดูดใจมากกว่าได้อย่างไร

ประเด็นที่สอง คือ ไม่มีความชัดเจนว่าข้อเสนอนี้ได้พิจารณาถึงผลกระทบต่อผู้ลงทุนรายย่อยหรือไม่ เพียงใด ซึ่งเป็นประเด็นที่เราเป็นห่วงและต้องการความชัดเจน เนื่องจากหลักเกณฑ์ที่ผ่อนผันมีความสัมพันธ์ต่อการลดทอนผลประโยชน์หรือเพิ่มความเสี่ยงของนักลงทุน นักลงทุนรายย่อยที่ย่อมเสียเปรียบผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นทุนเดิมอยู่แล้ว เพราะผลประโยชน์ของนักลงทุนอาจไม่สอดคล้องกับผลประโยชน์ของบริษัทหรือของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทเสมอไป โดยเฉพาะในกรณีการเสนอขายหุ้นให้กับประชาชนทั่วไปครั้งแรก (initial public offering หรือ ไอพีโอ) ซึ่งบริษัทและผู้ถือหุ้นรายใหญ่อยอมต้องการขายหุ้นให้ได้ราคาสูงที่สุดเท่าที่จะเป็นไปได้ ในขณะที่นักลงทุน ก็ย่อมต้องการซื้อหุ้นในราคาที่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของบริษัท หรือกระทั่งต่ำกว่านั้นเล็กน้อยเพื่อจูงใจให้มีโอกาสขายทำกำไรในภายหลัง

ด้วยเหตุนี้ ตลท.และ ก.ล.ต.ในฐานะองค์กรกำกับดูแลตลาดหุ้น จึงน่าจะใช้ความระมัดระวังอย่างยิ่งในการออกหรือปรับปรุงกฎเกณฑ์ต่างๆ เราได้สรุปหลักเกณฑ์การรับหลักทรัพย์ที่มีการปรับปรุงและข้อสังเกตของเราตามประเด็นหลักที่ ตลท. กำลังเสนอให้ ก.ล.ต. พิจารณาเห็นชอบดังต่อไปนี้

๑. ด้านฐานะการเงินและการดำเนินงานปรับปรุงหลักเกณฑ์มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดหรือมาร์เก็ตแคปของบริษัทที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ จากเดิม ๑,๕๐๐ ล้านบาท เป็น ๑,๐๐๐ ล้านบาท นอกจากนี้ยังปรับปรุงหลักเกณฑ์การพิจารณากำไรสุทธิให้พิจารณากำไรสุทธิจากการดำเนินงานปกติ

ข้อสังเกตของ regulatory watch

เราเห็นด้วยกับการปรับลดมาร์เก็ตแคปของบริษัทที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอเป็น ๑,๐๐๐ ล้านบาท เนื่องจากมูลค่ามาร์เก็ตแคปที่ต่ำลงน่าจะเอื้ออำนวยบริษัทขนาดกลางและเล็กสนใจระดมทุนจากตลาดทุนมากขึ้น ซึ่งเป็นวัตถุประสงค์ของการตั้งตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอแต่แรก และเป็นการเพิ่มอุปสงค์ในตลาดทุนให้มีความหลากหลายมากขึ้น ทำให้นักลงทุนมีทางเลือกในการลงทุนมากขึ้น

อย่างไรก็ตามในส่วนของการปรับปรุงหลักเกณฑ์การพิจารณากำไรสุทธิ ให้ใช้ “กำไรสุทธิจากการดำเนินงานตามปกติ” (operating profit) แทนที่ “กำไรสุทธิ” (net profit) ตามเกณฑ์เดิมสำหรับตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ เราเข้าใจว่า

การแก้ไขกฎดังกล่าว อาจทำไปเพื่อให้สอดคล้องกับข้อบังคับปัจจุบันของ ตลท. สำหรับบริษัทที่ต้องการเข้าจดทะเบียนใน “ตลาดหลัก” (ตลท.) เราเห็นด้วยว่า “กำไรสุทธิจากการดำเนินงานตามปกติ” เป็นตัวเลขที่สำคัญกว่า “กำไรสุทธิ” ในแง่ของการสะท้อนความสามารถในการดำเนินกิจการหลัก (core business) ของบริษัท “กำไรสุทธิจากการดำเนินงานตามปกติ” อาจมีองค์ประกอบแตกต่างกันไปตามอุตสาหกรรม เช่น กำไรจากการซื้อขายเงินลงทุนในหลักทรัพย์เป็น “การดำเนินงานตามปกติ” ของบริษัทในธุรกิจหลักทรัพย์ แต่ไม่ใช่ “การดำเนินงานตามปกติ” ของบริษัทในธุรกิจก่อสร้าง เป็นต้น ดังนั้น ตลท. จึงควรกำหนดนิยามของ “กำไรสุทธิจากการดำเนินงานตามปกติ” อย่างละเอียดและชัดเจน เพื่อป้องกันความสับสนของนักลงทุน และลดความเสี่ยงที่บริษัทอาจโยกย้ายหรือใช้เทคนิคในการตกแต่งบัญชี เพื่อให้ตัวเลขกำไรดังกล่าวออกมาสูงกว่าที่ควรจะเป็นเรามีข้อเสนอเพิ่มเติมว่า การใช้เกณฑ์ “กำไรสุทธิ” (net profit) เป็นบวก ควบคู่ไปกับเกณฑ์ “กำไรสุทธิจากการดำเนินงานตามปกติ” น่าจะส่งผลดีต่อนักลงทุนมากขึ้น ซึ่งเป็นข้อมูลที่สำคัญอย่างยิ่งต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนไม่ได้ขึ้นอยู่กับกำไรสุทธิจากการดำเนินงานตามปกติเพียงประการเดียว หากยังขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานด้านอื่น ๆ นอกเหนือจาก “ธุรกิจปกติ” ด้วย เช่น ผลกำไรหรือขาดทุนจากเงินลงทุนของบริษัทที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน และผลกำไรหรือขาดทุนจากการปรับโครงสร้างหนี้ ซึ่งแม้ว่า

ผลกำไรหรือขาดทุนทำนองนี้จะมาจากกิจกรรมที่ไม่ใช่ “ธุรกิจปกติ” ตัวเลขเหล่านี้บางตัวก็เป็นเครื่องสะท้อนความสามารถในการบริหารความเสี่ยงด้านต่างๆ ของบริษัท เช่น คักยภาพในการชำระหนี้ ความสามารถในการบริหารเงินลงทุน ฯลฯ ซึ่งล้วนมีนัยสำคัญต่อการดำรงอยู่ของบริษัท ดังนั้นจึงเป็นข้อมูลที่สำคัญต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน

ด้วยเหตุนี้การพิจารณาเพียงกำไรสุทธิจากการดำเนินงานปกติในการรับบริษัทเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน อาจทำให้บริษัทที่มีกำไรสุทธิจากการดำเนินงานปกติ แต่ขาดทุนจากกิจกรรมอื่น ๆ ที่สะท้อนการบริหารจัดการล้มเหลว (เช่น มีผลขาดทุนมหาศาลจากการไปลงทุนในหุ้นแก๊งกำไรที่มีความเสี่ยงสูง ขายออกไม่ทัน) สามารถเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอได้ ทั้ง ๆ ที่ไม่มีคุณภาพพอที่จะเป็นบริษัทจดทะเบียน

ถึงแม้ว่าเราจะเห็นด้วยกับมุมมองของ ตลท. ที่ว่า ทุกบริษัทควรมีกำไรสุทธิจากการดำเนินงานปกติเป็น “เงื่อนไขพื้นฐาน” ในการเสนอขายหุ้นให้กับนักลงทุนทั่วไป (เพื่อป้องกันกรณีที่บริษัทอาจจะ “ตกแต่งบัญชี” ให้กำไรสุทธิเป็นบวก ทั้งๆ ที่กำไรสุทธิจากการดำเนินงานติดลบ) เราเห็นว่า ตลท. อาจพิจารณาปรับปรุงเงื่อนไขในการจดทะเบียนให้เข้มงวดกว่าเดิมอีก โดยกำหนดให้บริษัทมีทั้งกำไรจากการดำเนินงานปกติและกำไรสุทธิ สำหรับทั้งตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอและตลาดหลัก



๒. ด้านการกระจายการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (free float) ปรับลดสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อยสำหรับบริษัทที่มีทุนชำระแล้วเกินกว่า ๓,๐๐๐ ล้านบาทขึ้นไป จากเดิม ๒๕% ของทุนชำระแล้วเป็น ๒๐% และในส่วนของความหมายของผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งหมายถึงผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนร่วมในการบริหาร (strategic shareholders) ให้ปรับปรุงโดยให้ผู้มีส่วนร่วมในการบริหาร หมายถึงเฉพาะผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร หรือผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นเกินกว่า ๕%

ข้อสังเกตของ regulatory watch

สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (free float) เป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญในการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน เพราะหุ้นที่มี free float สูง แปลว่าเป็นหุ้นที่ “ซื้อขายคล่อง” จึงมักจะมีสภาพคล่องสูงตามไปด้วย และยิ่งหุ้นมีสภาพคล่องสูงเท่าไร ต้นทุนทางอ้อมของนักลงทุนก็ยิ่งต่ำลงเท่านั้น ในทางกลับกัน ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยเฉพาะถ้าเป็น “ครอบครัว ผู้ก่อตั้ง” บริษัท ที่อยากระดมทุนในตลาดหุ้นมักไม่ต้องการกระจายหุ้นให้กับนักลงทุนรายย่อยมากนัก เนื่องจากต้องการรักษาอำนาจในการบริหารจัดการบริษัท และ “ความเป็นเจ้าของ” ในรูปหุ้น ให้อยู่ในระดับสูงต่อไป

เมื่อความต้องการของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ อยู่ตรงกันข้ามกับความต้องการของนักลงทุน การพิจารณาปรับลด free float ขั้นต่ำของบริษัทใหม่จึงต้องกระทำด้วยความระมัดระวังอย่างยิ่ง แม้ว่าการลด free float อาจช่วยกระตุ้นให้

บริษัทขนาดใหญ่ (ซึ่งบริษัทใดก็ตามที่มีทุนชำระแล้วเกินกว่า ๓,๐๐๐ ล้านบาทในประเทศไทย ต้องนับว่าเป็นบริษัทที่ “ใหญ่มาก”) สนใจจะเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนใน ตลท. มากขึ้น ซึ่งก็สอดคล้องกับเป้าหมายหลักของ ตลท. กฎเกณฑ์ดังกล่าวอาจส่งผลให้สภาพคล่องในตลาดรองยิ่งลดน้อยถอยลงกว่าเดิม นับเป็นการเพิ่มต้นทุนทางอ้อมให้กับนักลงทุน และทำให้ความน่าสนใจของ ตลท. ลดลงในสายตาของนักลงทุนต่างชาติ

เมื่อคำนึงว่า free float เหลือของ ตลท. ปัจจุบันยังอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นอื่น ๆ ในภูมิภาค คือ ประมาณร้อยละ ๓๘-๔๐ และเมื่อคำนึงว่าตลาดหุ้นในต่างประเทศหลายแห่ง ยังกำหนด free float ขั้นต่ำสำหรับการเสนอขายหุ้นครั้งแรก (ไอพีโอ) อยู่ที่ร้อยละ ๒๕ (เช่น ฮองกง, ลอนดอน, เล็งเจิ้น, เกาหลีใต้ (ร้อยละ ๓๐)) เรามองว่าข้อเสนอของ ตลท. ให้ปรับลด free float สำหรับบริษัทที่มีทุนชำระแล้วสูงกว่า ๓,๐๐๐ ล้านบาท เป็นร้อยละ ๒๐ นั้น ถึงแม้จะเป็นผลดีต่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่และจูงใจให้บริษัทขนาดใหญ่เข้าจดทะเบียนมากขึ้น อาจส่งผลเสียต่อนักลงทุนทั้งในด้านต้นทุน (สภาพคล่องต่ำกว่าที่ควรจะเป็น) และสิทธิในการกำกับดูแลบริษัท เนื่องจากจากการตัดสินใจในประเด็นสำคัญๆ ของบริษัทมหาชน เช่น การควบรวมกิจการ การลดมูลค่าหุ้น หรือการเพิ่มทุน ส่วนใหญ่จะต้องใช้เสียงผู้ถือหุ้นไม่น้อยกว่าสามในสี่ หรือร้อยละ ๗๕ ดังนั้น ถ้าหากผู้ถือหุ้นรายย่อยมีสัดส่วนเพียงร้อยละ ๒๐

และผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่ถือหุ้นเสียงข้างมาก (เช่น รายเดียวหรือร้อยละ ๘๐ ซึ่งพบเห็นได้ทั่วไปในประเทศไทย เพราะบริษัท ส่วนใหญ่ยังเป็น “ธุรกิจครอบครัว” อยู่) ไม่เคยขายหุ้นของตัวเองออกมาอีกเลย เนื่องจากต้องการรักษาอำนาจในการควบคุมไว้ในระดับเดิม ก็จะหมายความว่าผู้ถือหุ้นรายย่อยจะไม่มีโอกาสคัดค้านหรือ ชัดขวางการตัดสินใจในประเด็นสำคัญๆ ของบริษัทได้เลย มีพักต้องพูดถึงโอกาสในการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร หรือ hostile takeover

๓. ด้านการห้ามขายหลักทรัพย์ภายในกำหนดเวลา (silent period) ปรับปรุงให้ผู้ที่ถูกห้ามขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลา silent period ซึ่งหมายถึง ผู้ถือหุ้นที่มีส่วนร่วมในการบริหาร โดยให้ใช้ความหมายเดียวกันกับหลักเกณฑ์เดียวกับการกระจายการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยข้างต้น และปรับลดสัดส่วนการห้ามขายหลักทรัพย์ของผู้ถือหุ้นดังกล่าวลงจากร้อยละ ๖๕ ของหุ้นชำระแล้วเป็นร้อยละ ๕๕ รวมทั้งปรับช่วงเวลาการห้ามขายหลักทรัพย์ จากเดิม ๑ ปี ๖ เดือน เป็น ๑ ปี

ข้อสังเกตของ regulatory watch

การปรับลดช่วงเวลา silent period จากเดิม ๑ ปี ๖ เดือน เป็น ๑ ปี และปรับลดสัดส่วนหลักทรัพย์ที่ห้ามขายจากร้อยละ ๖๕ เป็นร้อยละ ๕๕ เป็นเงื่อนไขที่เอื้อประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เนื่องจากเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นดังกล่าวสามารถขาย “หุ้นเดิม” ของตัวเองในบริษัทจดทะเบียนออกมาได้เร็วขึ้น และในปริมาณที่มากขึ้น หลังจากทำไอพีโอแล้ว ในทางกลับกัน

การปรับลด silent period ดังกล่าวอาจทำให้นักลงทุนทั่วไปมีความเสี่ยงมากขึ้นจากการที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่อาจ “ทิ้ง” กิจการของตัวเองเร็วกว่าเดิม หลังจากที่ขายหุ้นเดิมออกมาในปริมาณมาก ทำให้บริษัทจดทะเบียนอาจไม่สนใจที่จะทำผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นในอัตราสูงเท่ากับในอดีต

เมื่อคำนึงว่าผลการดำเนินงานรายปีของบริษัทจดทะเบียนจะปรากฏต่อสาธารณชนก็ต่อเมื่อเวลาผ่านไปแล้วประมาณ ๑ ปี กับอีก ๓ เดือน ตามกฎปัจจุบันของ ก.ล.ต. การลดช่วงเวลา silent period ลงจาก ๑ ปี ๖ เดือน เป็น ๑ ปี ซึ่งน้อยกว่า ๑ ปี ๓ เดือน จึงอาจเป็นช่องทางให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่ล่วงรู้ข้อมูลภายในของบริษัท สามารถฉวยโอกาสขายหุ้นของตัวเองออกมาก่อนที่นักลงทุนทั่วไปจะรับทราบผลการดำเนินงานปีแรกจากการเปิดเผยของบริษัท (เช่น ถ้าบริษัทใหม่เข้าจดทะเบียนใน ตลท. ในวันที่ ๕ มกราคม ๒๕๕๑ ภายใต้กฎ silent period ใหม่ที่ ตลท.เสนอ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะสามารถขายหุ้นออกมาได้ในวันที่ ๕ มกราคม ๒๕๕๒ แต่กว่านักลงทุนทั่วไปจะล่วงรู้ผลการดำเนินงานปีแรกของบริษัท ก็ต้องรอประมาณ ๓ เดือนหลังวันสิ้นปี ๒๕๕๑ คือ ๓๑ มีนาคม ๒๕๕๒) ด้วยเหตุนี้เราจึงไม่แน่ใจว่า ข้อเสนอให้ลด silent period ลงเหลือ ๑ ปีในครั้งนี้จะ เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนอย่างไร เราจึงขอเรียกร้องให้ ตลท.ทบทวนข้อเสนอดังกล่าว เพราะช่วงเวลา silent period ที่เดิมกำหนดไว้ ๑ ปี ๖ เดือนนั้น ก็มีความเหมาะสมดีอยู่แล้ว



๔. การใช้ดุลพินิจของตลาดหลักทรัพย์ในการผ่อนผันเกณฑ์ให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ สามารถใช้ดุลพินิจในการผ่อนผันเกณฑ์บางกรณี หากเห็นว่าเป็นประโยชน์ต่อตลาดทุนของประเทศ ไทย โดยหลักเกณฑ์ที่อาจผ่อนผันได้ เช่น ขนาดของบริษัท หุนจดทะเบียน ฐานะการดำเนินงาน และการกระจายการถือหุ้นรายย่อย เป็นต้น ทั้งนี้จะผ่านกระบวนการพิจารณาที่โปร่งใส โดยจะมีการตั้งคณะกรรมการที่มีความเป็นอิสระจำนวน ๕ ท่าน ประกอบด้วย ตัวแทนจากสมาคมบริษัทจดทะเบียนไทย สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย สมาคมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ สมาคมบริษัทจัดการลงทุน และผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์ฯ เป็นผู้พิจารณาและนำเสนอขออนุมัติจาก คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ฯ รวมทั้งให้เปิดเผยข้อมูลการผ่อนผันต่อสาธารณชนด้วย

ข้อสังเกตของ regulatory watch

โดยทั่วไปหลักเกณฑ์การจดทะเบียนจะต้องประกอบด้วยชุด “หลักเกณฑ์พื้นฐาน” ซึ่งเป็นเกณฑ์ตัวเลขที่มีความชัดเจนและต่อรองไม่ได้ ทั้งนี้เพื่อ ความโปร่งใสของตลาดหลักทรัพย์ฯ ส่งเสริมความเท่าเทียมกันของบริษัทจดทะเบียน และเพื่อไม่ให้เกิดข้อครหาว่า บริษัทหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทรายหนึ่งรายใด อาจใช้อิทธิพล “ลือบบี้” คณะอนุกรรมการให้ผ่อนผันหลักเกณฑ์ให้เอื้อประโยชน์กับตัวเอง ในทางที่ลิดรอนสิทธิของนักลงทุนรายอื่น ๆ เราจึงไม่เห็นด้วยกับข้อเสนอที่จะให้อำนาจคณะกรรมการในการผ่อนผันหลักเกณฑ์ข้อสำคัญ ๆ เช่น ขนาดของ

บริษัท หุนจดทะเบียน ฐานะการดำเนินงาน และการกระจายการถือหุ้นรายย่อย ซึ่งล้วนแต่เป็น “หลักเกณฑ์พื้นฐาน” ที่ไม่ควรผ่อนผันทั้งสิ้น แทนที่จะตั้งคณะกรรมการขึ้นมาพิจารณาผ่อนผัน “หลักเกณฑ์พื้นฐาน” เป็นกรณี ๆ ไป เราเห็นว่า ตลท. มีอำนาจในการปรับปรุงหลักเกณฑ์ดังกล่าวทั้งหมดอยู่แล้ว เมื่อใดก็ตามที่ ตลท. มองว่า ชุด “หลักเกณฑ์พื้นฐาน” ล้าสมัย ไม่สะท้อนความต้องการของภาคธุรกิจหรือนักลงทุนอีกต่อไป ซึ่ง ตลท. ก็ได้ปรับปรุงชุดหลักเกณฑ์ดังกล่าว เป็นระยะๆ ในอดีตที่ผ่านมา เราจึงมองว่าการตั้ง คณะอนุกรรมการขึ้นมาผ่อนผันหลักเกณฑ์การจดทะเบียนนั้น นอกจากจะเป็นการกระทำที่ “ไม่จำเป็น” แล้ว ยังสุ่มเสี่ยง ต่อการถูกบิดเบือนเป็นช่องทางให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ผู้มีอิทธิพล ใช้เอื้อประโยชน์ต่อตัวเอง หรือบริษัทของตัวเอง ในทางที่ทำให้นักลงทุนเสียเปรียบโดยไม่สมควร

กล่าวโดยสรุป เราไม่แน่ใจว่าข้อเสนอของ ตลท. ในการปรับปรุงเกณฑ์การจดทะเบียนคราวนี้จะเป็น “ประโยชน์ต่อตลาดทุนของประเทศไทย” จริงหรือไม่ ตลาดหลักทรัพย์ฯ ควรจะมีการศึกษาอย่างถ่องแท้กว่านี้ว่า ประโยชน์ที่ (อาจ) ได้รับความจากการมีบริษัทจดทะเบียนมากขึ้นผ่านหลักเกณฑ์ที่ผ่อนผันนี้ คุ่มค่ากับต้นทุนที่เกิดขึ้นกับนักลงทุนทั่วไปเพียงใด และในความเป็นจริงแล้ว การรักษาหรือเพิ่มความโปร่งใสและเป็นธรรมของตลาดหุ้น น่าจะส่งผลดีในระยะยาวต่อการเพิ่มสภาพคล่องของตลาดมากกว่าการเพิ่มจำนวนบริษัทจดทะเบียนอย่างไม่ระมัดระวัง ๖