

นโยบายและทิศทางการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์

โดย นายธีระชัย ภูวนาถนรานุบาล เลขาธิการ สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

เมื่อวันที่ 1 ธันวาคม 2549

ในงานสัมมนาจัดโดยสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

ท่านผู้มีเกียรติที่เคารพ

สภาพแวดล้อมตลาดทุน

เมื่อเร็ว ๆ นี้ ท่านคงได้ทราบข่าวผ่านสื่อมวลชนต่าง ๆ ว่า ก.ล.ต. มีการประกาศเปิดเสรีธุรกิจหลักทรัพย์ โดยประกาศล่วงหน้าเป็นเวลา 5 ปี เพื่อให้เวลาผู้ประกอบการเตรียมตัว และในวันนี้ผมจะขอเรียนให้ทราบถึงเบื้องหลัง เหตุผล แนวคิด และความจำเป็นที่ต้องมีมาตรการเช่นนี้ และจะขอเสนอความคิดเห็นในแง่มุมมองของผมเอง เกี่ยวกับแนวทางที่ผู้ประกอบการอาจจะพิจารณาวางแผนและปรับตัว

ตลาดทุนมีหน้าที่เป็นแหล่งที่จะอำนวยความสะดวกให้ผู้ประกอบธุรกิจต่าง ๆ สามารถระดมทุนไปใช้ในโครงการที่มีผลตอบแทนดี ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อเศรษฐกิจ ดังนั้น ตลาดทุนที่ดีก็คือตลาดที่เปิดให้การระดมทุนกระทำได้อย่างมีประสิทธิภาพมากที่สุด โดยมีต้นทุนในตลาดทุนที่ต่ำที่สุด หากถามว่าตลาดทุนของไทยขณะนี้ มีต้นทุนในตลาดทุนที่ต่ำที่สุดหรือยัง ต้องตอบว่า ในขณะนี้ต้นทุนในตลาดทุนของไทยไม่สูงกว่าประเทศอื่นในภูมิภาคมากนัก บางจุดอาจจะสูงกว่า และบางจุดอาจจะต่ำกว่า ผมเองเห็นว่าธุรกิจหลักทรัพย์ของไทยดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพอยู่แล้วระดับหนึ่ง แต่ก็ต้องยอมรับว่าการแข่งขันในตลาดทุนของไทย ขณะนี้ยังมีบางจุดที่มีกฎระเบียบที่ปิดกั้นการแข่งขัน เช่น ไม่มีการอนุญาตจัดตั้งบริษัทหลักทรัพย์รายใหม่ และยังมีการใช้อัตราค่าธรรมเนียมขั้นต่ำ เป็นต้น

ที่ผ่านมา กฎกติกาที่จำกัดขอบเขตการแข่งขันอาจจะเป็นเรื่องจำเป็น เพราะตลาดทุนของไทยยังไม่พัฒนามากนัก ตลาดทุนมีแต่ธุรกิจเฉพาะที่เกี่ยวกับหุ้นเป็นหลัก ส่วนที่เป็นตราสารหนี้ในอดีตมีน้อย แม้แต่ธุรกิจที่เกี่ยวกับหุ้นก็มีแต่เฉพาะการซื้อขาย ในตลาดหลักทรัพย์แบบปกติเท่านั้น ในอดีตไม่มีตลาดล่วงหน้า และแม้แต่การshort หุ้นก็เป็นไปโดยยาก ไม่มีธุรกิจการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ การที่ในอดีตตลาดทุนของไทยมีแต่ธุรกิจเฉพาะที่เกี่ยวกับหุ้นเป็นหลักนั้น จึงทำให้บริษัทหลักทรัพย์ไทยขณะนี้ อาศัยแหล่งรายได้จากค่านายหน้าจากการซื้อขายหุ้นของลูกค้า แต่แต่ละปีกว่าร้อยละ 80 ของรายได้ทั้งหมด เปรียบเทียบแล้วเหมือนเก้าอี้ขาเดียวที่

ไม่มีความแข็งแรง และจะมีปัญหาในระยะต่อไป ทำให้การทยอยลดหรือยกเลิกอัตราค่านายหน้า
ขั้นต่ำทำได้ยาก และเมื่อทำได้ยาก ต้นทุนในตลาดทุนไทยในอนาคตก็อาจจะสูงเกินเพื่อนบ้าน
เพราะไม่มีการแข่งขันกันเท่าที่ควร

ท่านผู้มีเกียรติย่อมทราบดีว่า หากตลาดทุนของประเทศใดต้นทุนสูง กิจการค้า
ต่าง ๆ ที่ระดมทุนก็ย่อมมีต้นทุนสูงไปด้วย จะสามารถแข่งขันกับบริษัทในประเทศอื่นได้อย่างไร
ด้วยเหตุนี้ ก.ล.ต. จึงต้องการกระตุ้นให้มีการแข่งขัน เพื่อให้ตลาดทุนของไทยมีประสิทธิภาพสูงสุด
แต่ที่ผ่านมา หากกระตุ้นให้มีการแข่งขันกันทันที โดยเปิดเสรีใบอนุญาตและ โดยยกเลิก
ค่าธรรมเนียมขั้นต่ำ การแข่งขันก็จะทำหั่นกันอยู่แต่เฉพาะในธุรกิจหลักที่มีอยู่ ซึ่งก็คือธุรกิจ
นายหน้าจากการซื้อขายหุ้นของลูกค้า ก็จะทำให้รายได้ด้านนี้ลดลง เปรียบเทียบแล้วจะเหมือน
เก้าอี้ที่มีขาเดียวนี้ ขาเก้าอี้ก็จะถูกหั่นให้สั้นลง ๆ ดังนั้น การกระตุ้นให้มีการแข่งขันจึงต้องทำแบบ
เป็นขั้นเป็นตอน โดยเน้นให้มีการพัฒนาธุรกิจแบบอื่น ๆ เข้ามาเสริม หรืออีกนัยหนึ่ง คือทำให้
เก้าอี้มีขาที่สอง หรือขาที่สามงอกออกมาด้วย จึงจะทำให้ตลาดทุนของไทยมีทั้งประสิทธิภาพที่ดี
และมีความเข้มแข็งไปพร้อมกัน

ถ้าเปรียบเทียบกับบริษัทหลักทรัพย์ในต่างประเทศประเภท investment bank
ของสหรัฐอเมริกา จะพบว่ารายได้จากค่านายหน้าการซื้อขายหุ้นของลูกค้านี้จะอยู่เพียงประมาณ
ร้อยละ 30 ของรายได้ทั้งหมด ส่วนรายได้หลักประเภทอื่น ๆ จะมีอีก 2 ด้าน คือ รายได้จากการค้า
ขายหลักทรัพย์ใน port ซึ่งประกอบด้วยการค้าตราสารหนี้ การค้าตราสารอนุพันธ์ และการ
arbitrage ระหว่างตลาดต่าง ๆ และอีกด้านหนึ่งจะมีรายได้จากการให้บริการด้านบริหารความเสี่ยง
แก่ลูกค้า ซึ่งจะมีทั้ง financial product เพื่อเพิ่มความเสี่ยงและเพื่อลดความเสี่ยงของลูกค้า ไม่ว่าจะ
เป็นในเรื่องความผันผวนอัตราดอกเบี้ย หรือความผันผวนอัตราแลกเปลี่ยน หรือเพื่อความสะดวก
ไม่ว่าในด้านการออมหรือในด้านการลงทุน

เพื่อกระตุ้นให้มีการแข่งขันกันมากขึ้น ในขณะที่เดียวกันกระตุ้นให้มีการเร่งรัด
พัฒนาธุรกิจแบบใหม่ ๆ มากขึ้น แต่ในเวลาเดียวกัน ก็เปิดโอกาสให้ผู้ประกอบการปรับตัว
ก.ล.ต. จึงได้ประกาศมาตรการที่จะเปิดเสรีใบอนุญาตธุรกิจหลักทรัพย์ โดยกำหนด time frame
ไว้ชัดเจนเป็น 5 ปีข้างหน้า แต่ในระหว่างนี้ อนุญาตให้ยังคงมีอัตราขั้นต่ำ สำหรับค่านายหน้าซื้อ
ขายหลักทรัพย์ของลูกค้าต่อไปอีกระยะหนึ่ง เป็นเวลา 3 ปี ถัดจากนั้น ต้องคิดเป็น sliding scale
ตามปริมาณธุรกิจ เพื่อเป็นการปูพื้นไปสู่การแข่งขันกันเต็มที่เมื่อพ้น 5 ปีไปแล้ว

การปรับตัวของธุรกิจหลักทรัพย์

ถามต่อไปว่า เมื่อทางการประกาศนโยบายการเปิดเสรีล่วงหน้าไว้แล้วเช่นนี้ ภาคเอกชนในธุรกิจหลักทรัพย์จะปรับตัวกันอย่างไร ผมมีข้อคิดจะฝากไว้ 5 ข้อ

ข้อที่หนึ่ง ก.ล.ต. ได้ประกาศเปิดให้สมาคมต่าง ๆ หากเห็นว่ากฎระเบียบใด หรือวิธีปฏิบัติของ ก.ล.ต. ยังเป็นอุปสรรคทำให้ไม่สามารถทำธุรกิจได้โดยต้นทุนต่ำ ก็ให้รวบรวมความเห็นและข้อมูลมาให้ ก.ล.ต. เพื่อจะทำการปรึกษาหารือ หากความเหมาะสมที่จะแก้ไขกันต่อไป

ดังนั้น วิธีที่ภาคธุรกิจหลักทรัพย์จะพัฒนาขาเก้าอี้ที่สองและขาที่สามขึ้นมาได้นั้น ภาคเอกชนจะต้องมีบทบาทสำคัญในการเสนอแนวคิดสำหรับ financial product ใหม่ ๆ ที่จะอำนวยความสะดวกแก่ผู้ออมและแก่ผู้ลงทุน เพื่อทางการจะได้สนับสนุนกันต่อไป

นอกจากนี้ภาคเอกชนควรจะเข้ามามีบทบาทในการกำกับดูแลวิธีการทำธุรกิจกันเองในลักษณะ Self Regulating Organisation ให้มากขึ้น ในส่วนของ business conduct ต่าง ๆ ซึ่งในเรื่องการกำกับตลาดทุนนั้น เป็นสิ่งที่ทำเป็นอย่างยิ่ง เพราะตลาดทุนเป็นเวทีที่ผู้ออมกับผู้ลงทุนเจอกันโดยตรง ไม่ผ่านระบบธนาคาร เพราะฉะนั้น ถ้าผู้ออมไม่ไว้วางใจว่ามีการกำกับดูแลกฎกติกาต่าง ๆ อย่างรัดกุม ผู้ออมย่อมจะไม่ปล่อยให้เงินหลุมมือออกไปง่าย ๆ

แต่การกำกับดูแลนั้นเป็นการเพิ่มค่าใช้จ่าย ยิ่งกำกับเข้มเท่าใด ต้นทุนยิ่งเพิ่ม อาจจะถึงขั้นที่เป็นการคุ้มครองผู้ออมเกินเหตุ จนไม่คุ้มกับผลที่ได้รับ เมื่อเร็ว ๆ นี้เราเพิ่งเห็นปัญหา นั่นคือการออกกฎหมาย Sarbanes Oxley ในสหรัฐฯ ซึ่งตรากฎหมายในช่วงที่มีปัญหา Enron และ Worldcom จึงทำให้เข้มเกินไป เป็นเหตุให้เริ่มมีบริษัทข้ามไปจดทะเบียนในตลาดหุ้นที่ลอนดอน แทนนิวยอร์กมากขึ้น ๆ ประธานของ ก.ล.ต. สหรัฐฯ ถึงกับพูดครั้งหนึ่งว่า กฎหมายดังกล่าวทำให้กิจการในสหรัฐฯ ต้องทุ่มทรัพยากรแรงงานด้านบัญชี แทนที่จะไปทุ่มเทด้านวิจัยหรือด้านอื่นที่เพิ่มความสามารถในการแข่งขันของบริษัทสหรัฐฯ

ท่านผู้มีเกียรติจึงเห็นได้ว่าการมีกฎระเบียบนั้น ต้องมีพอดี ๆ ไม่มากเกินไป ไม่น้อยเกินไป และถ้าเป็นไปได้ทางการควรออกกฎระเบียบโดยเน้นพูดเฉพาะหลักการ และปล่อยให้เอกชนกำกับดูแลกันเองมากขึ้น เพราะการเปลี่ยนแปลงกติกาที่เอกชนกำหนดนั้น ทำได้ง่ายกว่ามาก และการที่ตลาดทุนลอนดอนยังสามารถรักษาความเป็นผู้นำในโลกอยู่ได้ ทั้ง ๆ ที่ยุโรปมีการรวมตัวกันแล้ว ก็เนื่องจากอาศัยภาคเอกชนกำกับดูแลกันเองได้ดีกว่าที่อื่นนั่นเอง

ข้อที่สอง บริษัทหลักทรัพย์ควรจะเน้นการให้ความรู้แก่นักลงทุน ผมได้มีโอกาสไปดูงานที่ได้เห็นและที่เกาหลี และเห็น โปรแกรมคอมพิวเตอร์ที่อธิบายวิถีคิดเรื่องอนุพันธ์แก่ลูกค้าแบบง่าย ๆ ซึ่งดูแล้วสามารถวิเคราะห์และวางแผนซื้อขายได้เอง และเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้การซื้อขายสินค้าประเภทอนุพันธ์ในได้หวันและเกาหลีเติบโตอย่างมาก

การให้ความรู้แก่นักลงทุน ยิ่งมาก ยิ่งดี ยิ่งทำให้เขาเข้าใจ สามารถแยกแยะได้ว่าโบรกเกอร์รายใดให้บริการดีกว่า ยิ่งดีใหญ่ เพราะทำให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถแข่งขันกันด้วยการเพิ่มมูลค่าให้แก่ลูกค้าอย่างแท้จริง ไม่ใช่แข่งขันกันตัดราคาเป็นสำคัญ

ข้อที่สาม บริษัทหลักทรัพย์ควรจะพิจารณาพัฒนาธุรกิจด้านต่างประเทศ ที่ผมพูดเรื่องนี้อยู่บ่อย ๆ เพราะผมเห็นว่าแนวโน้มในอนาคตนั้น ประเทศในภูมิภาคจะมีการอนุญาตให้ผู้ออมในประเทศของตน สามารถนำเงินออกไปลงทุนในต่างประเทศได้มากขึ้น ๆ เป็นลำดับ ถ้าไม่ทำเช่นนี้ก็ไม่สามารถจะลดแรงกดดันค่าเงินในเอเชียที่แข็งขึ้นได้ นอกจากนี้ ที่ผ่านมามีประเทศไทยอนุญาตให้บุคคลที่มีสิทธิถือสินทรัพย์ต่างประเทศได้มีแต่เฉพาะผู้ส่งออก ซึ่งถือได้ชั่วคราว มีธนาคารแห่งประเทศไทยและธนาคารพาณิชย์ และล่าสุดก็มีผู้ลงทุนประเภทสถาบันเท่านั้น แต่ในประเทศที่ระดับการพัฒนาเศรษฐกิจก้าวหน้ามากขึ้นแล้ว จะขยายเปิดให้ประชาชนทั่วไปสามารถถือสินทรัพย์ต่างประเทศได้ด้วย โดยเริ่มทีละน้อย ๆ มิให้สร้างความเสี่ยงให้แก่เศรษฐกิจมหภาคของประเทศนั้น ๆ

ในอนาคตเร็ว ๆ นี้ ก.ล.ต. จะอนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์ที่สนใจ สามารถลงทุน portfolio ของตนเองในต่างประเทศได้ด้วย มิฉะนั้น บริษัทหลักทรัพย์ของไทยจะไม่มีโอกาสที่จะสร้างความรู้ความชำนาญ การลงทุนในตลาดทุนไทยนั้น ถึงแม้ว่ามีความเสี่ยงอยู่บางจุด แต่เปรียบเทียบกับต่างประเทศแล้ว ต่างประเทศมีความเสี่ยงสูงกว่ามาก โดยเฉพาะถ้ามีการใช้ออนุพันธ์ต่าง ๆ เพื่อบริหารความเสี่ยงควบคู่ไปกับการลงทุน ดังนั้น ถ้าในระยะต่อไป บริษัทหลักทรัพย์ไทยจะต้องให้ความรู้แก่ลูกค้าไทยที่จะออกไปต่างประเทศ ก็ต้องเปิดโอกาสให้เขาไปว้ยน้ำกับฉลามด้วยตนเองเสียก่อน

ในเรื่องต่างประเทศนี้ มีบางประเทศในภูมิภาคที่เริ่มคิดจะผลักดันให้บริษัทหลักทรัพย์ในประเทศของตนพัฒนาตัวเองไปเป็น investment bank ของสหรัฐฯ เช่น Salomon Brothers หรือ JP Morgan ซึ่งเป็นสถาบันการเงินที่ทำธุรกิจแบบ wholesale ทั้งในตลาดทุนและตลาดเงินพร้อมกัน โดยในส่วนของธุรกิจแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศนั้น เขาจะสามารถทำแบบ

wholesale ได้ เพื่ออำนวยความสะดวกแก่ลูกค้าในการบริหารความเสี่ยงทุก ๆ ด้านไปพร้อมกัน ไม่ว่าจะเป็นอัตราแลกเปลี่ยนหรืออัตราดอกเบี้ย ผมจึงอยากจะให้บริษัทหลักทรัพย์ศึกษาแนวทางนี้ไว้เพื่อวันหนึ่งประเทศไทยพร้อมที่จะอนุญาตเช่นนี้

ข้อที่สี่ บริษัทหลักทรัพย์ควรจะวางแผนโครงสร้างธุรกิจ เพื่อประหยัดค่าใช้จ่ายในเรื่องนี้ ก.ล.ต. ได้ปรับกระบวนการในการอนุญาตจากที่เป็นแบบ multiple license ให้เป็นแบบ single license เพื่อความสะดวกแก่บริษัทหลักทรัพย์ หากบริษัทใดมีสาขาหรือบริษัทลูกในประเทศอื่น และหากประเทศนั้นอนุญาตให้ทำธุรกิจใด ก็ให้ทำไปได้เลย ไม่ต้องเสียเวลากลับมาขออนุญาตจาก ก.ล.ต. อีก

ส่วนในเรื่องโครงสร้างบริษัทนั้น การจัดทำที่ผ่านมา ก.ล.ต. จะบังคับกรณีจะทำธุรกิจประเภทใหม่ จะบังคับให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องตั้งบริษัทลูกขึ้นใหม่อยู่เสมอ ทำให้สิ้นเปลืองค่าใช้จ่ายซ้ำซ้อน และเมื่อบริษัทลูกที่แม่ถือหุ้น 100 เปอร์เซ็นต์ประสบปัญหาทางการเงิน บริษัทแม่ก็ต้องเข้าไปแก้ปัญหาให้อยู่ดี ดังนั้น ในอนาคตต่อไป ก.ล.ต. จะเปิดให้บริษัทตัดสินใจเอง จะทำธุรกิจโดยแยกเป็นบริษัทลูกก็ได้ หรือจะทำในตัวบริษัทแม่เองก็ได้

ข้อที่ห้า บริษัทหลักทรัพย์ควรจะสะสมทุนไว้ตั้งแต่วันนี้ เพราะธุรกิจใหม่ ๆ ที่ผมกล่าวถึงนั้นล้วนจำเป็นต้องมีทุนสูง ทั้งเพื่อรองรับการค้าขายแบบ portfolio trading ของบริษัทหลักทรัพย์เอง และเพื่อสามารถจ้างบุคลากรที่มีความรู้มาทำงานใหม่ ๆ นี้ ดังนั้น ที่ผ่านมามีบริษัทหลักทรัพย์ที่เน้นการแข่งขันเฉพาะในเรื่องค่านายหน้าจากการซื้อขายหุ้นของลูกค้า แทนที่จะสะสมค่านายหน้าที่ได้มาอย่างยากเย็นนั้นไว้ในบริษัทกลับแจกออกไปเสียมาก ทั้งให้แก่ลูกค้าและแก่เจ้าหน้าที่การตลาด ในอนาคตบริษัทหลักทรัพย์จึงสมควรจะทบทวนการจ่ายเงินให้แก่เจ้าหน้าที่การตลาดให้คุ้มค่า และหาทางสะสมกำไรไว้เป็นทุนขยายงานให้มากขึ้นเท่าที่จะทำได้

ท่านผู้มีเกียรติครับ นโยบายเปิดเสรีธุรกิจหลักทรัพย์ที่ประกาศครั้งนี้ เป็นการเปลี่ยนแปลงครั้งใหญ่ ห้าปีจากนี้มูลค่าของใบอนุญาตจะไม่เกิดจากการที่มีใบอนุญาตจำนวนจำกัดอีกต่อไป วิธีที่แต่ละบริษัทจะสร้างมูลค่านั้นจะต้องขึ้นอยู่กับบุคลากร ขึ้นอยู่กับกลยุทธ์ทางธุรกิจ ขึ้นอยู่กับการสร้างความเชื่อมโยงกับ strategic partner และขึ้นอยู่กับการสร้าง products หรือ services ใหม่ ๆ หรือการสร้างมูลค่าเพิ่มแบบใหม่ให้แก่ลูกค้าเป็นสำคัญ

ห้าปีจากนี้ จึงเป็นช่วงเวลาที่มั่งคั่งความเสี่ยงและโอกาส

ขอบคุณครับ