

## การปรับตัวจากวิกฤตการเงินโลก

คำบรรยายโดย นายธีระชัย ภูวนาถนรานุบาล เลขาธิการ สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

ในการประชุมสัมมนาของสมาคมบริษัทจดทะเบียนเกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยง

(TLCA Annual Risk Management Conference 2009)

วันที่ 13 มกราคม 2552

เวลา 08.00 – 17.00 น.

ณ ห้องบอลรูม ชั้น 23 โรงแรมเซ็นทาราแกรนด์ บางกอกคอนเวนชัน เซ็นทรัลเวิลด์

จัดโดย สมาคมบริษัทจดทะเบียน และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ท่านผู้มีเกียรติที่เคารพ

ผมไม่คิดว่าจะมีใครในที่นี้ ที่กล่าวอ้างได้เต็มปากเต็มคำว่า ได้สังเกตเห็นวิกฤตการเงินโลกในขณะที่เริ่มตั้งเค้า และได้คาดหมายไว้อย่างแม่นยำว่า ผลกระทบจะกว้างขวางเช่นนี้ ตัวผมเองก็ไม่สามารถกล่าวอ้างเช่นนั้น

ผมจำได้ว่าย้อนเวลากลับไปเมื่อ 4 ปีที่แล้ว ผมเดินทางไปสหรัฐฯ และคืนหนึ่งผมนอนไม่หลับ เมื่อเปิดคู่มือ ปรากฏว่ามีอยู่ถึง 2-3 ช่อง ที่โฆษณาหนังสือเกี่ยวกับวิธีการแก้งำไรบ้าน ผู้สอนสัญญาว่าการแก้งำไรจะได้ผลภายในเวลาเพียงไม่กี่เดือน

ลักษณะของการโฆษณาดังกล่าว ประกอบกับราคาบ้านในสหรัฐฯ ที่พุ่งสูงขึ้นเป็นประวัติการณ์ตลอดเวลากว่า 10 ปี ทำให้ผมเห็นได้ชัดเจนนั้นว่า เศรษฐกิจของสหรัฐฯ กำลังจะมีปัญหา

ต่อมาในปี 2548 เมื่อ 3 ปีกว่าที่ผ่านมา ธนาคารแห่งประเทศไทยได้จัดสัมมนาประจำปี และได้เชิญผมให้พูดในวันสุดท้าย ผมก็ได้แจ้งให้ที่ประชุมทราบว่า ในความเห็นของผม ที่ผ่านมารธนาคารกลางสหรัฐฯ ได้ดำเนินนโยบายการเงินที่ผิด โดยกดดอกเบี้ยลงไปอยู่ในระดับต่ำเกินไป เป็นเวลานานเกินไป ทำให้ตลาดบ้านเป็นฟองสบู่ และมีความเสี่ยงว่าในอนาคตฟองสบู่จะแตก

ผมจำได้ว่าข้อวิจารณ์ของผมไม่ได้รับความสนใจมากนัก รองผู้ว่าการชปท. ในขณะนั้น ดูเหมือนจะกังวลเกี่ยวกับผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่าง ชปท. กับธนาคารกลางสหรัฐเสียมากกว่า ที่จริงผมเองก็ไม่แน่ใจว่าสิ่งที่พูดไปจะเกิดขึ้นจริงๆ เมื่อใด

ต่อมาศาสตราจารย์พอล ครูกแมน ได้มาเมืองไทย จำได้ว่าผมไปนั่งฟังข้างๆ ท่านนายกอภิสิทธิ์ฯ เขาบรรยายภาพเศรษฐกิจมหภาคของโลกว่ามีความไม่สมดุล สหรัฐขาดดุลบัญชีเดินสะพัดมากเกินไป ทำให้สภาพคล่องในระบบการเงินมีสูงเกินไป เกิดฟองสบู่ในตลาดบ้าน และเหตุการณ์จะเป็นอย่างนั้นต่อไปอีกนานไม่ได้

ถึงแม้เวลาใกล้กับจังหวะที่วิกฤตจะปะทุขึ้น เช่นในช่วง 6 เดือนถึง 1 ปี ก่อนหน้า ผมก็อ่านแมกกาซีนต่างประเทศ ซึ่งมีบทความเป็นจำนวนมาก ที่ต่อยอดข้อคิดของพอล ครูกแมน เพราะฉะนั้นถ้าจะบอกว่าย้อนเวลาไป 3-4 ปี อาจจะไม่มีใครคาดคิดว่าจะเกิดเรื่อง แต่เวลาผ่านไป ผู้คนทั่วไปก็รับรู้ถึงสถานการณ์มากขึ้นเรื่อยๆ แล้ว จึงมีประเด็นที่น่าพิจารณาว่า ทำไมวิกฤตที่เกิดขึ้นยังทำให้ทุกคนตั้งตัวไม่ติด

### จุดอ่อนในระบบการเงิน

สาเหตุที่ทุกคนตั้งตัวไม่ติด เพราะวิกฤตมีขนาดใหญ่โตมากกว่าที่ใครจะคาดเดาได้ การที่ประเทศใดประเทศหนึ่งจะมีการบริหารนโยบายเศรษฐกิจในระดับมหภาคผิดพลาด จนเกิดวิกฤตแก่ประเทศนั้นเป็นการเฉพาะ ย่อมเกิดขึ้นได้ แต่กรณีนี้ข้อที่น่าแปลกใจมีอยู่ 2 ข้อ หนึ่ง ทำไมวิกฤตจึงกระทบไปหลายประเทศได้อย่างรวดเร็ว และสอง ทำไมระบบสถาบันการเงินของประเทศพัฒนาแล้ว ซึ่งตามปกติจะต้องมีความสามารถที่จะทนทานความผันผวนได้มาก แต่ครั้งนี้นักกลับอ่อนยวบยาบ

ทั้งสองข้อนี้แสดงว่า ต้องมีอะไรซ่อนเร้นที่หลบสายตาของคนจำนวนมาก เพราะคนกลุ่มนี้เป็นคนที่มีความรู้สูง และระบบสถาบันการเงินในประเทศพัฒนาแล้วก็เคยเจอปัญหาต่างๆ มามากมาย การที่จุดอ่อนเกิดมีขึ้น โดยที่คนส่วนใหญ่มองไม่เห็นเป็นสิ่งที่แปลกมาก

ในความเห็นของผมปัญหาหลักเกิดจากจุดอ่อนที่มีนั้น เป็นเรื่องที่ตามปกติระบบการกำกับดูแลโดยทั่วไป ทางการณ์น่าจะครอบคลุมจุดเหล่านี้ไว้แล้ว และที่ผ่านมามันจะให้เครดิตแก่หน่วยงานทางการของสหรัฐและยุโรปมาก ยกให้เป็นต้นแบบที่ดีงาม จึงทำให้คนทั่วไปไม่ค่อยคิดไว้เลยว่าจะมีจุดอ่อนขึ้นมาได้

ปัญหาหลักในวิกฤตครั้งนี้ คือในสหรัฐมีการปล่อยสินเชื่อบ้านรายย่อยจำนวนมาก ที่นำไปเป็นหลักประกันหลักทรัพย์ ซึ่งหลักทรัพย์เหล่านี้แบ่งระดับความเสี่ยงเป็นหลายระดับ และมีการขายต่อๆ กันไปแก่สถาบันการเงินทั้งในสหรัฐเองและยุโรปอย่างกว้างขวาง

แต่ลูกหนี้รายย่อยดังกล่าวจำนวนมากปรากฏว่ามีคุณภาพต่ำ และภายหลังไม่สามารถผ่อนชำระหนี้ได้ ทำให้กระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และต่อฐานะของสถาบันการเงินที่ถือหลักทรัพย์นี้อีกทอดหนึ่ง

จุดอ่อนในเรื่องของการกำกับดูแลจุดแรก ก็คือในการปล่อยสินเชื่อซื้อบ้านในสหรัฐนั้น ผู้ให้สินเชื่อไม่จำเป็นต้องเป็นธนาคารพาณิชย์ที่ทางการกำกับดูแล แต่บริษัททั่วไปทำได้ ดังนั้น บริษัทที่ปล่อยกู้ส่วนหนึ่งก็คือบริษัทที่สร้างบ้านขายนั่นเอง

เมื่อบริษัทเหล่านี้ไม่ประสงค์จะเก็บลูกหนี้เหล่านี้เอาไว้เอง แต่สิ่งที่จะขายต่อออกไป บริษัทเหล่านี้จึงไม่เคียดคร้อนว่าลูกหนี้จะมีปัญหาผ่อนหนี้ได้ตลอดรอดฝั่งหรือไม่ จึงมีลูกหนี้จำนวนมากที่ถูกชักชวนให้ซื้อบ้านและเป็นหนี้ในจำนวนที่สูงเกินกำลังเกินรายได้ที่จะผ่อน โดยเฉพาะรายที่ถูกชักชวนให้กู้ในดอกเบี้ยเริ่มต้นต่ำๆ แต่เป็นดอกเบี้ยลอยตัวที่ต่อไปถูกปรับสูงขึ้น

นอกจากจะมีกระบวนการชักชวนให้ลูกค้ายืมเงินเกินกว่าระดับที่ตัวเองสามารถจะผ่อนได้ บางรายยังมีการปล่อยกู้โดยให้ลูกหนี้แจ้งแหล่งรายได้เอาเอง และเจ้าหนี้ไม่ต้องตรวจสอบยืนยันแหล่งรายได้เหล่านี้ด้วย จึงมีลูกหนี้บางรายที่ซื้อบ้านแบบเก็งกำไรและอ้างว่ามีรายได้ ซึ่งแท้ที่จริงคำนวณเอาจากค่าเช่าที่คาดว่าจะได้รับเป็นสำคัญ

จุดอ่อนที่สองที่การกำกับดูแล ก็คือสถาบันการเงินในสหรัฐที่เป็นผู้จัดแจงในกระบวนการซื้อลูกหนี้รายย่อยมารวมเป็นกลุ่มใหญ่ เพื่อใช้เป็นหลักประกันหลักทรัพย์ สถาบันการเงินเหล่านี้ก็ได้ละเลยไม่ได้ทำ due diligence จึงไม่ระแคะระคายว่ากระบวนการปล่อยกู้หนี้ในจุดเริ่มต้นนั้น มีระเบิดเวลาซ่อนเอาไว้

จุดอ่อนที่สาม ก็คือสถาบันจัดอันดับหนี้ในสหรัฐ ผู้คนในแวดวงสถาบันการเงินทั่วโลกให้ความเชื่อถือแก่สถาบันเหล่านี้มาเป็นเวลากว่าร้อยปี และที่ผ่านมาสถาบันเหล่านี้ก็ทำหน้าที่ได้อย่างดี โดยอาศัยชื่อเสียงและผลงานของตนเองเป็นหลัก ทางการจึงไม่มีนโยบายกำกับดูแลสถาบันประเภทนี้

แต่สถาบันเหล่านี้ผิดพลาดในสองจุด หนึ่งคือมิได้เข้าไปทำ due diligence เพื่อตรวจสอบกระบวนการปล่อยหนี้รายย่อยซ้ำอีกครั้งหนึ่ง และสองคือถึงแม้หลักทรัพย์ที่สร้างขึ้นนั้น มีความซับซ้อนมากกว่าที่เคยมีในอดีตมาก แต่แทนที่จะใช้สัญลักษณ์จัดอันดับที่แตกต่างพิเศษออกไป เพื่อสื่อว่ามีความเสี่ยงที่แตกต่าง กลับไปใช้สัญลักษณ์เดิมๆ ซึ่งเป็นชุดเดียวกันกับตราสารที่ไม่ซับซ้อน จึงทำให้สถาบันการเงินทั่วโลกพากันไปลงทุนตราสารประเภทนี้เป็นเงินมหาศาล โดยประเมิณความเสี่ยงผิดอย่างสิ้นเชิง

จุดอ่อนที่สี่ ก็คือการกำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์ในสหรัฐ ที่ปรากฏว่าทางการปล่อยให้บริษัทหลักทรัพย์มีสัดส่วนหนี้ต่อทุนที่สูงมากเกินไป สูงถึงระดับ 30 เท่าและ 40 เท่า เทียบกับกฎทำนอง BIS ซึ่งจะจำกัดวงไว้ไม่เกิน 11 หรือ 12 เท่า

ดังนั้น เมื่อลูกหนี้รายย่อยไม่ผ่อนหนี้ตามกำหนด ราคาหลักทรัพย์ย่อมลดลงอย่างรวดเร็ว หากบริษัทหลักทรัพย์ในสหรัฐมีทุนเป็นสัดส่วนที่สูง ก็จะสามารถประคับประคองตัวได้ แต่เมื่อสัดส่วนทุนนั้นต่ำมากก็ย่อมถูกกระทบเป็นธรรมดา

### บทเรียนสำหรับการบริหารความเสี่ยง

ถามว่าวิกฤตครั้งนี้มีบทเรียนสำหรับการบริหารความเสี่ยงอย่างไร

ในด้านทางการที่มีอำนาจและหน้าที่กำกับดูแลระบบสถาบันการเงินนั้น บทเรียนต่างๆ ชัดเจน และคงไม่ต้องบรรยายเพื่อทำให้ท่านเสียเวลา แต่บทเรียนที่สำคัญกว่าคือสำหรับภาคเอกชน

บทเรียนแรก Leverage คือ การบริหารอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) ไม่ให้อยู่ในระดับที่สูงเกินไป เนื่องจากการมีสัดส่วนของทุนสูงจะทำให้บริษัทไม่ต้องประสบปัญหาทางการเงินและสามารถดำเนินธุรกิจต่อไปได้

บทเรียนที่สอง Cash flow คือ การบริหารกระแสเงินสดให้มีปริมาณเพียงพอในการดำเนินงาน ซึ่งถือเป็นเรื่องสำคัญมากอันดับหนึ่ง เพราะถ้าลูกหนี้มีความสามารถชำระคืนหนี้ได้ช้ากว่ากำหนด ในขณะที่ยอดขายต่ำกว่าที่คาดไว้ ซึ่งสวนทางกับค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้น ดังนั้น บริษัทจึงต้องมีการบริหารกระแสเงินสดอย่างมีประสิทธิภาพ

บทเรียนที่สามสำหรับภาคเอกชน คือท่านไม่สามารถใช้สมมุติฐานว่า เรื่องนี้ได้ผ่านมาหลายปีแล้ว ผ่านมาหลายคนแล้ว น่าจะมีการกำกับดูแลที่ดีอยู่แล้ว ใครสักคนหนึ่งที่ได้ไต่ถามหนึ่ง คงทำหน้าที่นี้อยู่แล้ว เหตุการณ์นี้ชี้ให้เห็นว่าท่านจำเป็นต้องหาทางทำ

due diligence ด้วยตนเองด้วยระดับหนึ่ง หรืออย่างน้อยมีการสอบถามหรือสอบถามถึงกระบวนการดังกล่าว

บทเรียนที่สี่ คือต้องยอมรับว่าเรื่องบางเรื่องนั้น มันอาจจะเกินความสามารถในการบริหารความเสี่ยงขององค์กรของท่าน ถ้าทีมบริหารความเสี่ยงของท่านได้ศึกษาหลักทรัพย์นั้นๆ แล้วยังไม่เข้าใจ ยังไม่สามารถอธิบายเป็นภาษาชาวบ้านได้ ยังไม่สามารถประเมินได้ว่ากรณีที่เหตุการณ์เกิดขึ้นแปรกลับเป็นเลวร้าย ผลกระทบจะเป็นอย่างไร

กรณีเช่นนี้ ท่านควรจะยอมรับว่าเรื่องนั้นๆ มันมีความซับซ้อน เกินกำลังของทีมงานที่จะวิเคราะห์เจาะลึกเกินกำลังที่จะติดตามความเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงรายวันหรือรายสัปดาห์ ท่านควรจะแนะนำฝ่ายบริหารให้หันไปทำเรื่องอื่นที่เข้าใจง่ายกว่า

บทเรียนสุดท้ายที่ผมจะเน้น คือการบริหารความเสี่ยงจะต้องมีปฏิริยาตอบสนองให้รวดเร็ว ถ้าคูกรณีของ Citibank จะเห็นได้ว่าเขายอมรับปัญหาแต่เนิ่นๆ มีการลงบัญชีรับรู้ผลขาดทุนโดยไม่บิดพลิ้ว และประกาศเพิ่มทุนก่อนเหตุการณ์จะลุกลามไปอย่างกว้างขวาง ผลก็คือเขาสามารถขายหุ้นได้เต็มจำนวนที่เขาต้องการ และทำให้มีฐานะที่แข็งแกร่ง ยังมีเงินเหลือที่จะใช้สำหรับ take over สถาบันการเงินอื่นที่มีปัญหาภายหลังเสียด้วย

ท่านผู้มีเกียรติครับ

การที่สมาคมบริษัทจดทะเบียนเล็งเห็นถึงความสำคัญ ที่บริษัทไทยจะต้องปรับปรุงระบบการบริหารความเสี่ยง และศึกษาเพื่อนำเอาบทเรียนจากวิกฤตมาใช้ประโยชน์ รวมทั้งเตรียมตัวเพื่อป้องกันสภาวะผันผวนที่ยังจะมีอยู่ในอนาคตนั้น เป็นการสมควรอย่างยิ่ง ผมจึงขอแสดงความชื่นชม

ท่ามกลางวิกฤตที่มีผลกระทบกว้างขวางทั่วโลกเช่นนี้ วิธีที่จะทำให้บริษัทก้าวหน้าได้ดีที่สุด อาจจะไม่ต้องไปทำอะไรใหม่ๆ หรือขยายอะไรจนเกินกำลัง

ในสภาพที่หลายๆ บริษัท ในหลายๆ ประเทศ ประสบปัญหาอ่อนแอกันอยู่นั้น ถ้าเพียงแต่บริษัทท่านบริหารความเสี่ยงได้ดี สามารถประคับประคองตัวฝ่าวิกฤตนี้ไปได้ แค่นี้ก็อาจจะเป็นปฏิบัติการเชิงรุกที่ดีที่สุดแล้ว