

เรื่อง

การปฏิรูปเศรษฐกิจเพื่อความเป็นธรรมในสังคม

หัวข้อที่ 1

ผลตอบแทนส่วนเกินในเศรษฐกิจไทย: การผูกขาดในระบบเศรษฐกิจไทย
อำนาจเหนือตลาดของบริษัทหลักทรัพย์ และการแทรกแซงตลาดสินค้าเกษตร

บทความเรื่อง

อำนาจเหนือตลาดของบริษัทหลักทรัพย์

โดย

สถณี อาชวานันทกุล

นักวิชาการอิสระ

ร่วมจัดโดย

มูลนิธิชัยพัฒนา

สถาบันพระปกเกล้า

สำนักงานกองทุนสนับสนุนการวิจัย

สำนักงานกองทุนสนับสนุนการสร้างเสริมสุขภาพ

สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาระบบราชการ

สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

และ

มูลนิธิสถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย

สารบัญ

	หน้า
บทสรุปผู้บริหาร.....	iii
บทความเรื่อง อำนาจเหนือตลาดของบริษัทหลักทรัพย์.....	5
1. บทนำ.....	5
2. อิทธิพลของบริษัทหลักทรัพย์ในตลาด.....	9
3. อิทธิพลของบริษัทหลักทรัพย์ในโครงสร้างการบริหารจัดการ ตลาด.....	20
4. บทสรุป.....	23

บทสรุปผู้บริหาร

อำนาจเหนือตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์

อุตสาหกรรมนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (brokerage industry) เป็นอุตสาหกรรมที่ ‘ไร้พรมแดน’ ที่สุดอุตสาหกรรมหนึ่งในยุคโลกาภิวัตน์ที่ทุนไหลเวียนข้ามพรมแดนอย่างรวดเร็วและในปริมาณมหาศาลมากกว่าทุกยุคที่ผ่านมา เทคโนโลยีสารสนเทศและนโยบายเปิดเสรีเอื้ออำนวยให้ตลาดการเงินทั่วโลกเชื่อมถึงกันโดยปริยาย นักลงทุนสถาบันสามารถส่งคำสั่งซื้อขายไปยังตลาดใดก็ตามที่ส่งมอบหลักทรัพย์ด้วยต้นทุนที่ถูกที่สุด อำนาจทางตลาดของบริษัทหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิมถูกสั่นคลอนจากระบบซื้อขายหลักทรัพย์ทางเลือก (Alternative Trading System: ATS) ที่มีอัตราค่าธรรมเนียมในการซื้อขายถูกกว่าตลาดหลักทรัพย์ดั้งเดิมและเน้นความรวดเร็วในการทำรายการ

ปัจจัยดังกล่าวข้างต้นล้วนกดดันให้ตลาดหลักทรัพย์ต่างพยายามลดค่าธรรมเนียมและอำนวยความสะดวกในการซื้อขายข้ามพรมแดนเพื่อดึงดูดเม็ดเงินของนักลงทุน อาทิเช่น ด้วยการจับมือเป็นพันธมิตรกับตลาดหลักทรัพย์ต่างชาติที่เคยมองว่าเป็นคู่แข่ง แปลงสภาพเป็นบริษัทมหาชนและกระจายหุ้นให้กับประชาชนทั่วไปเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานและลดอิทธิพลของบริษัทหลักทรัพย์ เปิดระบบให้นักลงทุนสถาบันส่งคำสั่งซื้อขายมายังตลาดโดยตรง (Direct Market Access: DMA) หรือเปิดให้ใช้โปรแกรมคอมพิวเตอร์ส่งคำสั่งโดยอัตโนมัติ (algorithmic trading / black-box trading) ซึ่งการทำรายการทั้งสองแบบนี้นอกจากจะสะดวกรวดเร็วแล้ว ยังไม่จำเป็นจะต้องผ่านบริษัทหลักทรัพย์ (โบรกเกอร์) ก่อน จึงช่วยลดต้นทุนที่ปกตินักลงทุนต้องจ่ายเป็นค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์

วิธีการปรับตัวเหล่านี้ส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์ดำเนินกิจการในลักษณะที่เป็น “คู่แข่ง” ของบริษัทหลักทรัพย์มากขึ้นอย่างต่อเนื่อง ผู้ประกอบการในกิจการทั้งสองแข่งขันบนระนาบเดียวกันยิ่งขึ้นเรื่อยๆ จึงไม่น่าแปลกใจที่บริษัทหลักทรัพย์จำนวนมากจะพยายามที่จะรักษาอำนาจเหนือตลาดของตนไว้ให้ได้มากที่สุด โดยเฉพาะในตลาดหลักทรัพย์ที่ยังไม่เปิดเสรีและยังไม่แปลงสภาพเป็นบริษัทมหาชนอย่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“ตลท.”) ซึ่งยังมีระดับการครอบงำของบริษัทหลักทรัพย์ค่อนข้างสูง ผ่านทั้งโครงสร้างทางการ (มีตัวแทนเป็นกรรมการ 4 คนจากกรรมการทั้งหมด 11 คน) และการล๊อบบี้ผ่านสภาธุรกิจตลาดทุนไทย ซึ่งมีทั้งบริษัทหลักทรัพย์และบริษัทจดทะเบียนเป็นสมาชิก

นอกเหนือจากจะมีอำนาจเหนือโครงสร้างการบริหารจัดการของ ตลท. แล้ว บริษัทหลักทรัพย์ไทยยังมีช่องทางที่จะแสวงหาผลตอบแทนส่วนเกินในตลาด 4 ช่องทางด้วยกัน ได้แก่

1. อัตรากำไรที่สูงผิดปกติ (abnormal returns) จากการซื้อขายหลักทรัพย์ในพอร์ตลงทุนของตัวเอง (proprietary trading) ในทางที่อาศัยการร่วมมือหรือรับรู้สัญญาณระหว่างกัน ซึ่งอาจเข้าข่ายการสร้างราคาหุ้น (ผิดกฎหมาย) หรือไม่เข้าข่ายก็ได้ จากการประเมินข้อมูลเบื้องต้นของบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของ ตลท. ผู้วิจัยพบว่ามูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในพอร์ตลงทุนของ

ตนเองมีส่วนต่อมูลค่าการซื้อขายรวมในตลาดสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากร้อยละ 4.6 ของมูลค่าการซื้อขายในปี 2006 เป็นร้อยละ 6.3 ในปี 2007 และ 9.3 ในปี 2008 ตามลำดับ แต่ยังไม่แน่ใจว่ามีผลตอบแทนส่วนเกินในลักษณะที่เข้าข่ายการสร้างราคาหุ้นหรือไม่ ผู้วิจัยจะทำการวิเคราะห์เชิงลึกในโอกาสต่อไป

2. การกระตุ้นให้นักลงทุนส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผิดปกติ (artificially high churn rate) เพื่อแสวงหาผลตอบแทนส่วนเกินจากค่าธรรมเนียม ข้อมูลเบื้องต้นบางประการสื่อได้ว่ารายการนี้อาจมีนัยสำคัญใน ตลท. กล่าวคือ นักลงทุนรายย่อยที่ซื้อขายหุ้นอย่างน้อยเดือนละครั้งมีจำนวนไม่ถึง 110,000 บัญชี แต่มีส่วนต่อการซื้อขายสูงถึงร้อยละ 62 ของมูลค่าตลาดทั้งหมด อีกทั้ง ตลท. ยังมีอัตราความเร็วในการซื้อขาย (turnover velocity) หลักทรัพย์ขนาดเล็ก (micro cap) สูงถึง 232% ขณะที่ความเร็วในการซื้อขายหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ (large cap) อยู่ที่ 63% เท่ากับการซื้อขายหลักทรัพย์ขนาดเล็กมีอัตราความเร็วสูงกว่าหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ถึง 169% สูงเป็นอันดับที่ 5 ในเอเชีย รองจากตลาดหลักทรัพย์เกาหลีใต้ เซี่ยงไฮ้ เลื่อนเจิ้น และโตเกียวตามลำดับ ซึ่งล้วนเป็นตลาดที่มีอัตราการเติบโตสูงกว่าไทย โดยเฉพาะตลาดสองแห่งในประเทศจีน อีกทั้ง ตลาดเกาหลีใต้และโตเกียวก็เป็นตลาดที่มีความ 'ลึก' ก่อนข้างมาก โดยเฉพาะตลาดตราสารอนุพันธ์ที่อิงราคาหุ้น อัตราความเร็วของการซื้อขายในตลาดดังกล่าวจึงมีเหตุผลรองรับมากกว่า ตลท. ข้อมูลนี้จึงบ่งชี้ว่าบริษัทหลักทรัพย์ใน ตลท. น่าจะได้รับผลตอบแทนส่วนเกินจากการกระตุ้นให้นักลงทุนซื้อขายที่ผิดปกติจริงๆ โดยผู้วิจัยจะทำการวิเคราะห์เชิงลึกในโอกาสต่อไป
3. ผลตอบแทนส่วนเกินจากกฎระเบียบ (rule-based rent) ซึ่งใน ตลท. มีสามช่องทางหลัก ได้แก่ กฎหมายหลักทรัพย์ที่พิทักษ์อำนาจผูกขาดของ ตลท. และไม่เปิดเสรีธุรกิจหลักทรัพย์, หลักเกณฑ์ค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ขั้นต่ำ, รวมถึงกฎระเบียบที่เอื้อต่อผลึกภาระค่าใช้จ่ายบางรายการที่เป็นต้นทุนในการดำเนินงานของบริษัทหลักทรัพย์ทั่วไปในโลก อาทิ ค่าใช้จ่ายด้านการตลาด ไปยังตลาดหลักทรัพย์ องค์กรก็ดี มาตรการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมที่จะเริ่มจากการปรับเป็นขั้นบันไดในปี 2010-2011 และเปิดเสรีเต็มรูปแบบในปี 2012 ตลอดจนนโยบายเปิดเสรีตลาดหลักทรัพย์และแปลงสภาพตลาดหลักทรัพย์เป็นบริษัทมหาชนที่จะดำเนินการในปี 2010 ตามแผนพัฒนาตลาดทุนปี 2553-2557 ล้วนเป็นมาตรการที่จะช่วยลดทอนหรือกำจัดผลตอบแทนส่วนเกินประเภทนี้ได้ในอนาคต
4. การจงใจทุจริตในตลาดหลักทรัพย์ (fraud-based rent) อาทิ การใช้ข้อมูลภายใน การสร้างราคาหุ้น ไม่ว่าจะด้วยการใช้พอร์ตลงทุนของตนเองหรือร่วมมือกับลูกค้า รวมถึงกระบวนการทุจริตที่อยู่นอกเหนือจากการซื้อขายหลักทรัพย์ อาทิ การช่วยบริษัทจดทะเบียนปิดข้อมูล ตกแต่งบัญชี หรือสมคบคิดกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกแบบกระบวนการซื้อ โกงผู้ถือหุ้นรายย่อย ในฐานะที่ปรึกษาทางการเงิน ผู้วิจัยจะทำการประเมินขนาดและผลกระทบจากผลตอบแทนส่วนเกินประเภทนี้ในโอกาสต่อไป

บทความเรื่อง

อำนาจเหนือตลาดของบริษัทหลักทรัพย์

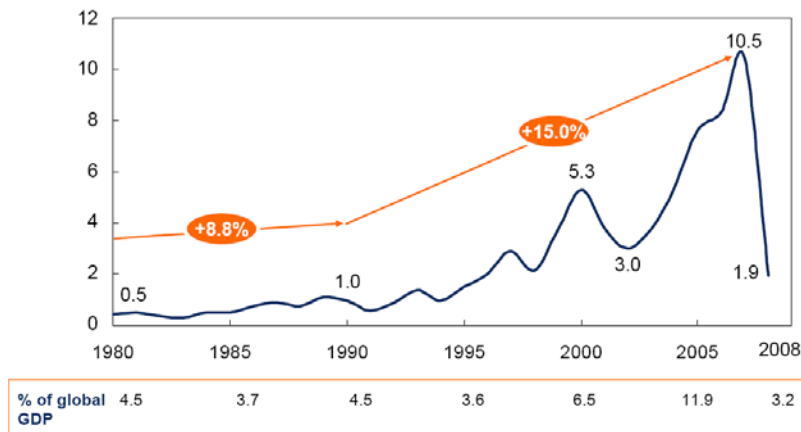
สฤณี อาชวานันทกุล

1. บทนำ

รายงานบทนี้เป็นส่วนหนึ่งของโครงการวิจัยเรื่อง การปฏิรูปเศรษฐกิจเพื่อความธรรมทางสังคม ในหัวข้อ “การแสวงหาผลตอบแทนส่วนเกินในตลาดหลักทรัพย์” ซึ่งผู้วิจัยจะทำการคำนวณแยกตามผู้มีส่วนได้เสียได้สองประเภทหลัก คือ บุคคลภายใน (corporate insiders) และสถาบันการเงินตัวกลางในตลาดหลักทรัพย์ (stock market intermediaries) รายงานฉบับนี้นำเสนอเค้าโครงของรูปแบบและช่องทางบริษัทหลักทรัพย์ สถาบันตัวกลางสำคัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“ตลท.”) สามารถใช้ในการแสวงหาผลตอบแทนส่วนเกิน (economic rent) ผู้วิจัยจะนำเสนอผลการประเมินมูลค่าผลตอบแทนส่วนเกินจากแต่ละช่องทางในรายงานวิจัยฉบับสมบูรณ์ในโอกาสต่อไป

อุตสาหกรรมนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (brokerage industry) เป็นอุตสาหกรรมที่ ‘ไร้พรมแดน’ ที่สุดอุตสาหกรรมหนึ่งในยุคโลกาภิวัตน์ที่ทุนไหลเวียนข้ามพรมแดนอย่างรวดเร็วและในปริมาณมหาศาลมากกว่าทุกยุคที่ผ่านมา เทคโนโลยีสารสนเทศและนโยบายเปิดเสรีเอื้ออำนวยให้ตลาดการเงินทั่วโลกเชื่อมถึงกันโดยปริยาย นักลงทุนสถาบันขนาดใหญ่โดยเฉพาะกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (sovereign wealth fund) กองทุนที่ลงทุนในกองทุนอีกทอดหนึ่ง (fund of funds) และกองทุนเก็งกำไรระยะสั้น (hedge fund) ส่งคำสั่งซื้อขายไปยังตลาดใดก็ตามที่ส่งมอบหลักทรัพย์ด้วยต้นทุนที่ถูกที่สุด การแข่งขันที่เข้มข้นระหว่างกองทุน ภาวะฟองสบู่ในตลาดสินเชื่อและตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงนโยบายเปิดเสรีและผ่อนปรนกฎเกณฑ์การกำกับดูแลสถาบันการเงินอย่างต่อเนื่องมาเป็นเวลากว่าสองทศวรรษ ส่งผลให้ทุนที่ไหลข้ามพรมแดนมีปริมาณและอัตราการเติบโตที่สูงกว่าภาคเศรษฐกิจจริงอย่างต่อเนื่อง จาก 1 ล้านล้านเหรียญสหรัฐในปี 1990 เป็น 10.5 ล้านล้านเหรียญสหรัฐในปี 2007 หรือจากร้อยละ 4.5 ของผลผลิตมวลรวมประชาชาติโลก เป็นร้อยละ 16 ในปี 2007 จะมีหูดชะงักบ้างก็แต่ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจเอเชีย ปี 1997-1998, ตลาดหุ้นแนสแดคตกต่ำ ปี 2001 จนมาถึงอภิมหาวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2008 ซึ่งส่งผลให้ปริมาณทุนข้ามชาติหดตัวลงถึงร้อยละ 82 จากปีก่อนหน้า ดังแสดงในแผนภาพที่ 1

แผนภาพที่ 1 ปริมาณทุนข้ามชาติ (capital inflows) ระหว่างปี 1980-2008 (\$ ล้านล้าน)



ที่มา: McKinsey Global Institute Cross-Border Capital Flows database, อ้างใน "Global Capital Markets: Entering a new era," McKinsey Global Institute, กันยายน 2009

นอกจากนี้ ความก้าวหน้าของเทคโนโลยีสารสนเทศยังทำให้อำนาจทางตลาดของบริษัทหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิมถูกแทนที่โดยระบบซื้อขายหลักทรัพย์ทางเลือก (Alternative Trading System: ATS) ที่เสนออัตราค่าธรรมเนียมในการซื้อขายถูกกว่าตลาดหลักทรัพย์ดั้งเดิมและเน้นความรวดเร็วในการทำรายการ ทำให้ปัจจุบัน ATS ทั้งที่เป็นตลาดแบบอิเล็กทรอนิกส์ (Electronic Communication Network: ECN ซึ่งในยุโรปเรียกว่า Multilateral Trading Facilities: MTF) และที่เป็นเครือข่ายการซื้อขายรายการใหญ่ที่ไม่เปิดเผยต่อสาธารณะ (Dark Pool) มีจำนวนหลายร้อยแห่งทั่วโลก เฉพาะในสหรัฐอเมริกาเพียงประเทศเดียวมี ATS จำนวนกว่า 50 แห่ง ครองส่วนแบ่งตลาดของมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ประมาณกึ่งหนึ่งของการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมดในอเมริกา ณ สิ้นเดือนมิถุนายน 2552¹ ส่วน ATS ในยุโรปก็มีส่วนแบ่งตลาดประมาณร้อยละ 20 และกำลังเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะหลังจากที่ทางการได้ประกาศใช้กฎ MiFID (Markets in Financial Instrument Directive) ในปี 2007 ซึ่งอนุญาตให้นักลงทุนเลือกช่องทางที่ดีที่สุดในการส่งคำสั่งซื้อขายผ่านระบบต่างๆ ทั้งที่อยู่ในตลาดและนอกตลาด บริษัทวิจัย AITE Group ประเมินว่า ATS จะมีส่วนแบ่งสูงถึงร้อยละ 50 ของมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในยุโรป ภายในสิ้นปี 2556²

ปัจจัยที่กล่าวถึงข้างต้นล้วนกดดันให้ตลาดหลักทรัพย์ต่างต้องพยายามลดต้นทุนของนักลงทุนและอำนวยความสะดวกในการซื้อขายข้ามพรมแดนเพื่อดึงดูดเม็ดเงินของนักลงทุน อาทิเช่น ด้วยการจับมือเป็นพันธมิตรกับตลาดหลักทรัพย์ต่างชาติที่เคยมองว่าเป็นคู่แข่ง แปลงสภาพเป็นบริษัทมหาชนและกระจายหุ้นให้กับประชาชนทั่วไปเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานและลดอิทธิพลของบริษัทหลักทรัพย์ เปิด

¹ BATS Global Markets, July 2009 Newsletter, <http://batstrading.com/resources/newsletters/2009-07-Newsletter.pdf>

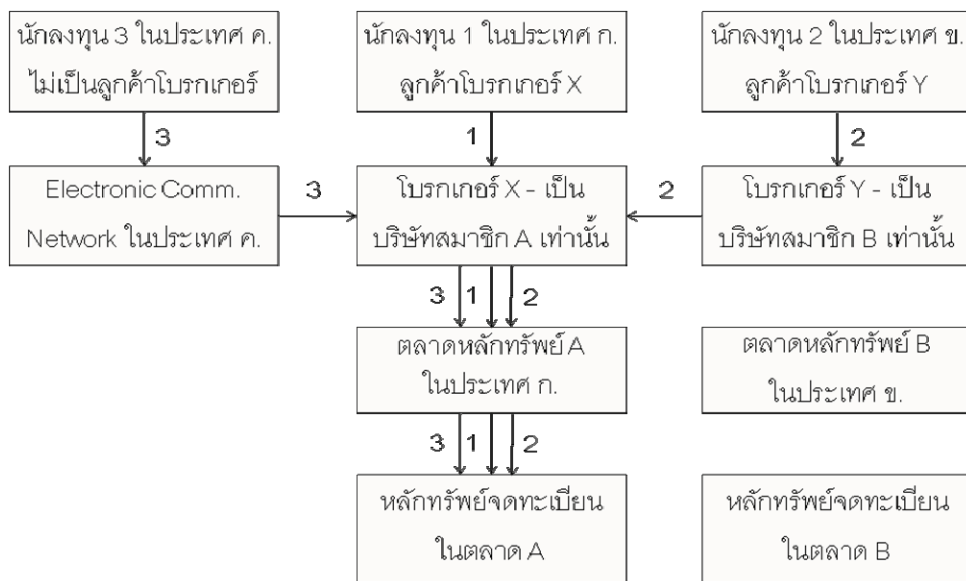
² อังอิงโน อัญชนิ วิชชาภัย บุนนาค, "การแข่งขันรูปแบบใหม่ในตลาดทุนโลก," SET Research Note, สิงหาคม 2552. สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

http://www.set.or.th/setresearch/files/spotlight/200908_Research_Note_04_2552.pdf

ระบบให้นักลงทุนสถาบันส่งคำสั่งซื้อขายมายังตลาดโดยตรง (Direct Market Access: DMA) หรือเปิดให้ใช้โปรแกรมคอมพิวเตอร์ส่งคำสั่งโดยอัตโนมัติ (algorithmic trading / black-box trading) ซึ่งการทำรายการทั้งสองแบบนี้นอกจากจะสะดวกรวดเร็วแล้ว ยังไม่จำเป็นจะต้องผ่านบริษัทหลักทรัพย์ (โบรกเกอร์) ก่อน จึงช่วยลดต้นทุนที่ปกตินักลงทุนต้องจ่ายเป็นค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์

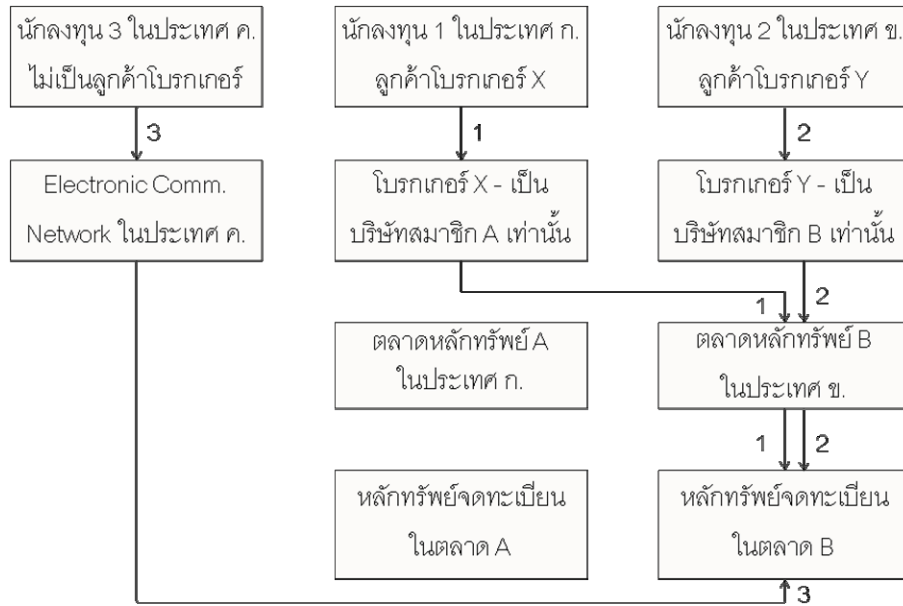
รูปแบบการส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ที่เปิดเสรีและไม่เปิดเสรี ตลอดจนผลกระทบต่อบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกตลาด สามารถแสดงเป็นแผนภาพได้ดังต่อไปนี้ โดยสมมุติว่า มีนักลงทุนสามราย คือ 1 2 และ 3 แต่ละรายอยู่คนละประเทศกัน ให้ตลาดหลักทรัพย์ A เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ไม่เปิดเสรีตลาด (ผูกขาดกิจการตลาดหลักทรัพย์) และไม่เปิดเสรีตัวแทน (ไม่อนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์ที่ไม่ได้เป็นสมาชิกตลาดและนักลงทุนส่งคำสั่งซื้อขายได้โดยไม่ต้องผ่านบริษัทสมาชิกก่อน) ดังนั้น นักลงทุนทั้งสามรายที่ประสงค์จะซื้อขายหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาด A จะต้องส่งคำสั่งผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของ A ก่อน ดังแสดงในแผนภาพที่ 2

แผนภาพที่ 2 เส้นทางการส่งคำสั่งซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ A ที่ไม่เปิดเสรีตลาดและไม่เปิดเสรีตัวแทน



ในตลาดหลักทรัพย์ B ซึ่งเป็นตลาดที่เปิดเสรีตลาดและเปิดเสรีตัวแทน นักลงทุนทุกรายสามารถส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนใน B ได้ในทุกวิธีที่ต้องการ ไม่ว่าจะเป็นการส่งคำสั่งผ่านโบรกเกอร์ X ที่ไม่ได้เป็นสมาชิก B, ผ่าน โบรกเกอร์ Y ที่เป็นสมาชิก B หรือซื้อผ่านระบบ ECN โดยตรงโดยไม่ต้องผ่านโบรกเกอร์ ดังแสดงในแผนภาพที่ 3

แผนภาพที่ 3 เส้นทางการส่งคำสั่งซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ B ที่เปิดเสรีตลาดและเปิดเสรีตัวแทน



จากแผนภาพที่ 2 และ 3 จะเห็นว่ากรณีเดียวกันเท่านั้นที่โบรกเกอร์จะได้ค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ที่เปิดเสรีตลาดและตัวแทน คือกรณีที่นักลงทุนเลือกที่จะส่งคำสั่งซื้อขายผ่านโบรกเกอร์รายนั้นเองโดยสมัครใจ แตกต่างจากตลาดที่ยังรักษาอำนาจตลาดของบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกด้วยการไม่เปิดเสรีตลาดหรือเปิดเสรีตัวแทน

วรรณกรรมเศรษฐศาสตร์การเงินปัจจุบันยังมีข้อถกเถียงอยู่ว่า ต้นทุนในการลงทุนที่นักลงทุนประหยัดจากการไม่ต้องส่งคำสั่งผ่านโบรกเกอร์ก่อนนั้น “คุ้มค่า” หรือไม่เมื่อเทียบกับผลเสียและความเสี่ยงจากการไม่ใช้โบรกเกอร์ เช่น การสูญเสียช่องทางรับข้อมูลข่าวสารที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจ ความเสี่ยงที่นักลงทุนจะทำรายการได้ไม่สำเร็จหลังส่งคำสั่ง (risk of non-execution) ค่าเสียโอกาสจากกรณีที่ทำการไม่สำเร็จ รวมถึงต้นทุนจากผลกระทบทางตลาด (market impact cost หมายถึงผลกระทบของการทำการซื้อขายต่อราคาหลักทรัพย์นั้นๆ ในตลาด)³ อย่างไรก็ตาม เป็นที่ชัดเจนว่าตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกจำเป็นต้องปรับตัวเพื่อแข่งขันกับเงินของนักลงทุน และวิธีการปรับตัวเหล่านั้นก็ส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์ดำเนินกิจการในลักษณะที่เป็น “คู่แข่ง” ของบริษัทหลักทรัพย์ ซึ่งเคยได้รับการคุ้มครองในฐานะ “บริษัทสมาชิก” มากขึ้นอย่างต่อเนื่อง การปรับตัวของตลาดหลักทรัพย์ย่อมกดดันให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องปรับตัว

³ ตัวอย่างเช่น George Sofianos, Goldman Sachs, comments on “Liquidity, Transaction Costs, and Reintermediation in Electronic Markets,” 23 กุมภาพันธ์ 2001.

http://www.newyorkfed.org/newsevents/events_archive/research/2001/FRBN_Conference_Domowitz_Paper.pdf

ตาม อาทิ ด้วยการซื้อระบบซื้อขายทางเลือกมาดำเนินการเอง ดังตัวอย่างข่าวการซื้อขายบริษัท ECN แห่งแรกของโลกคือ Instinet โดยบริษัทโนมูระ ยักษ์ใหญ่ในวงการหลักทรัพย์ญี่ปุ่น ในปี 2007

ในสถานการณ์โลกที่ธุรกิจ “ตลาดหลักทรัพย์” กับธุรกิจ “บริษัทหลักทรัพย์” มีแนวโน้มจะมาบรรจบและหลอมรวมเป็นธุรกิจเดียวกัน ผู้ประกอบการในกิจการทั้งสองแข่งขันบนระนาบเดียวกันยิ่งขึ้นเรื่อยๆ จึงไม่น่าแปลกใจที่บริษัทหลักทรัพย์จำนวนมากจึงเพียรพยายามที่จะเสาะหาช่องทางที่จะรักษาอิทธิพลเหนือตลาดของตนไว้ให้ได้ยาวนานที่สุด โดยเฉพาะในตลาดหลักทรัพย์ที่ยังไม่เปิดเสรีและแปลงสภาพเป็นบริษัทมหาชน

กล่าวโดยความเป็นไปได้ ช่องทางที่บริษัทหลักทรัพย์สามารถใช้ในการแสวงหาผลตอบแทนส่วนเกิน อันหมายถึงผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนที่เป็นผลลัพธ์จากการแข่งขันเสรี อาจแบ่งได้เป็นสองประเภทใหญ่ด้วยกัน ได้แก่ อิทธิพลเหนือตลาด และอิทธิพลเหนือองค์กร อิทธิพลเหนือตลาดหมายถึงช่องทางการแสวงหาผลตอบแทนส่วนเกินจากการทำหน้าที่เป็นสถาบันตัวกลางในตลาด โดยเฉพาะการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (โบรกเกอร์) และบริการที่ปรึกษาทางการเงิน

อิทธิพลเหนือองค์กรหมายถึงอิทธิพลที่บริษัทหลักทรัพย์มีต่อโครงสร้างการบริหารจัดการตลาดหลักทรัพย์ในฐานะ “องค์กร” ที่ดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ ถ้าบริษัทหลักทรัพย์สามารถครอบงำคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ได้ ก็จะสามารถกดดันให้องค์กรตลาดหลักทรัพย์ดำเนินนโยบายและออกกฎเกณฑ์ต่างๆ ไปในทางที่รักษาผลประโยชน์ของธุรกิจตนเองเอาไว้ ในทางที่อาจขัดแย้งกับหรือลดทอนผลประโยชน์ของนักลงทุน เช่น ตัดสินให้คงค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ขั้นต่ำเอาไว้ แทนที่จะยกเลิกค่าธรรมเนียมขั้นต่ำเพื่อเอื้ออำนวยให้นักลงทุนได้รับประโยชน์อย่างเต็มที่จากการแข่งขันระหว่างบริษัทหลักทรัพย์ผู้ให้บริการ

รายงานฉบับนี้นำเสนอเค้าโครงของ “แผนที่ผลตอบแทนส่วนเกิน” (rent mapping) ของบริษัทหลักทรัพย์ใน “ตลท.” รวมถึงผลกระทบจากการแสวงหาผลตอบแทนส่วนเกินดังกล่าว เพื่อชี้ให้เห็นความเกี่ยวโยงระหว่างพฤติกรรมของบริษัทหลักทรัพย์กับสภาพตลาดและผลประกอบการของ ตลท. และระบุประเด็นที่ผู้วิจัยจะได้ทำการวิเคราะห์และวิจัยเชิงประจักษ์ในโอกาสต่อไป

2. อิทธิพลของบริษัทหลักทรัพย์ในตลาด

โดยทั่วไป ช่องทางในการใช้อิทธิพลเหนือตลาดของบริษัทหลักทรัพย์เพื่อแสวงหาผลตอบแทนส่วนเกินจากการทำธุรกิจปกติอาจแบ่งได้เป็นสี่ประเภทย่อยดังต่อไปนี้

1. อัตรากำไรที่สูงผิดปกติ (abnormal returns) จากการซื้อขายหลักทรัพย์ในพอร์ตลงทุนของตัวเอง (proprietary trading) ในทางที่อาศัยการร่วมมือหรือรับรู้สัญญาณระหว่างกัน ซึ่งอาจเข้าข่ายการสร้างราคาหุ้น (ผิดกฎหมาย) หรือไม่เข้าข่ายก็ได้
2. การกระตุ้นให้นักลงทุนส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ถี่ผิดปกติ (artificially high churn rate) อันมีส่วนทำให้ตลาดมีค่าความเร็วในการซื้อขายหุ้น (turnover velocity) และความผันผวน (volatility) สูงกว่าสภาพตลาดปกติ
3. ผลตอบแทนส่วนเกินจากกฎระเบียบ (rule-based rent) เช่น กฎหมายพิทักษ์อำนาจผูกขาดที่กำหนดว่านักลงทุนทุกรายต้องส่งคำสั่งซื้อขายผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นบริษัทสมาชิกตลาดเท่านั้นถ้าประสงค์จะซื้อหลักทรัพย์ในตลาด, กฎเกณฑ์ที่ระบุค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ขั้นต่ำ รวมถึงกฎระเบียบที่เอื้อต่อผลกำไรค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานบางประเภท อาทิ ค่าใช้จ่ายด้านการตลาด ไปยังตลาดหลักทรัพย์
4. การจงใจทุจริตในตลาดหลักทรัพย์ (fraud-based rent) อาทิ การใช้ข้อมูลภายใน การสร้างราคาหุ้น ไม่ว่าจะด้วยการใช้พอร์ตลงทุนของตนเองหรือร่วมมือกับลูกค้า รวมถึงกระบวนการทุจริตที่อยู่นอกเหนือจากการซื้อขายหลักทรัพย์ อาทิ การช่วยบริษัทจดทะเบียนปกปิดข้อมูล ตกแต่งบัญชี หรือสมคบคิดกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกแบบกระบวนการซื้อ โกงผู้ถือหุ้นรายย่อย ในฐานะที่ปรึกษาทางการเงิน

รายงานฉบับนี้จะวาดเค้าโครงของลักษณะและที่มาของผลตอบแทนส่วนเกินในข้อ 1-3 ข้างต้น เนื่องจากผลตอบแทนส่วนเกินจากการทุจริตในข้อ 4 เป็นข้อมูลที่ต้องอาศัยการสัมภาษณ์หน่วยงานกำกับดูแลที่เกี่ยวข้อง ซึ่งอยู่นอกเหนือขอบเขตของรายงานฉบับนี้

2.1 ผลตอบแทนส่วนเกินจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในพอร์ตลงทุนของตัวเอง (proprietary trading)

การซื้อขายหลักทรัพย์ในพอร์ตลงทุนของตัวเอง (proprietary trading) เป็นกิจกรรมทำกำไร โดยปกติของบริษัทหลักทรัพย์ แต่การใช้อำนาจเหนือตลาดในกิจกรรมนี้ทำได้สองช่องทางด้วยกัน คือ 1. การให้น้ำหนักกับการลงทุนในพอร์ตตัวเองจนละเลยพอร์ตของลูกค้า นับเป็นการแสวงหาผลตอบแทนส่วนเกินบนความสูญเสียของลูกค้า และเป็นภาพสะท้อนปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทนกับเจ้าของเงินลงทุน (agency problem) และ 2. การซื้อขายในลักษณะที่ถือว่าเป็นการบิดเบือนกลไกตลาด (market manipulation) เช่น บริษัทหลักทรัพย์มากกว่าหนึ่งแห่งร่วมมือกันสร้างราคาหุ้นให้ผิดไปจากสภาพปกติ ล่อหลอกนักลงทุนให้ซื้อหรือขายตามเพื่อฉวยโอกาสทำกำไร งานวิจัยเศรษฐศาสตร์การเงินจำนวนหนึ่งพบพฤติกรรม “ทำราคาแล้วเทขาย” (pump-and-dump) หรือสมคบคิดกัน “โยน” หุ้นใน “กองกลางหุ้น” (stock pools) ระหว่างกันของบริษัทหลักทรัพย์ในประเทศกำลังพัฒนาบางประเทศที่ยังอยู่ภายใต้อำนาจการควบคุมของบริษัท

หลักทรัพย์ เช่น ตลาดหลักทรัพย์บอมเบย์ในอินเดีย (Khanna & Sunder, 1999), ตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กต้นทศวรรษ 1900 ก่อนการเปิดเสรีและออกกฎหมายหลักทรัพย์ (Gordon, 2000), ตลาดหลักทรัพย์จีน (Zhou & Mei, 2003) และตลาดหลักทรัพย์ปากีสถาน (Khwaja & Mian, 2005)

ในประเทศไทย บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก ตลท. 39 บริษัทโดยรวมมีแนวโน้มที่จะทำการซื้อขายในพอร์ตลงทุนของตัวเองสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง สะท้อนจากอัตราการเติบโตของสัดส่วนมูลค่าการซื้อขายในพอร์ตตัวเองต่อมูลค่าการซื้อขายทั้งตลาด จากร้อยละ 4.6 ของมูลค่าการซื้อขายในปี 2006 เป็นร้อยละ 6.3 ในปี 2007 และ 9.3 ในปี 2008 ตามลำดับ ดังแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 การซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์ในพอร์ตตัวเองและพอร์ตลูกค้า ปี 2007-2008

	2007	2008
มูลค่าหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในพอร์ตตัวเอง (ล้านบาท)	626,806	783,739
% ของมูลค่าการซื้อขายทั้งตลาด	6.3%	9.3%
กำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในพอร์ตตัวเอง (ล้านบาท)	1,701	-123
มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ (ล้านบาท)	9,329,471	7,646,896
รายได้จากการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (ล้านบาท)	18,063	17,118

ที่มา: SETSMART, รายงานประจำปี 2551 สมาคมตลาดหลักทรัพย์

อุตสาหกรรมบริษัทหลักทรัพย์โดยรวมได้กำไรจากการซื้อขายในพอร์ตตัวเอง 1,701 ล้านบาทในปี 2007 คิดเป็นร้อยละ 9.4 ของรายได้จากการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ส่วนในปี 2008 อุตสาหกรรมขาดทุนจากการซื้อขายในพอร์ตตัวเอง 123 ล้านบาท ส่วนทางจากรายได้จากการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ที่ลดลงเพียงเล็กน้อยจากปีก่อนหน้า ส่วนหนึ่งเนื่องจากบริษัทหลักทรัพย์ได้รับค่าธรรมเนียมการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ทุกครั้งที่ถูกคำสั่งซื้อขาย ไม่ว่าจะลูกค้าจะได้กำไรหรือขาดทุน รายได้จากธุรกิจนี้จึงขึ้นอยู่กับปริมาณและมูลค่าการซื้อขายเป็นหลัก ไม่ขึ้นอยู่กับทิศทางของตลาด ต่างจากการลงทุนในพอร์ตลงทุนของตนเองซึ่งบริษัทหลักทรัพย์มีโอกาสที่จะได้กำไรหรือขาดทุนเช่นเดียวกับนักลงทุนรายอื่นในตลาด

งานวิจัยที่ผ่านมาชี้ว่า กลยุทธ์การสร้างราคาหุ้นของบริษัทหลักทรัพย์ที่นิยมใช้กันในตลาดที่พบพฤติกรรมดังกล่าวคือ “ทำราคาแล้วเทขาย” (pump-and-dump) กล่าวคือ เวลาที่ราคาหลักทรัพย์อยู่ในระดับต่ำ บริษัทหลักทรัพย์ที่สมคบคิดกันจะตกลงส่งคำสั่งซื้อขายระหว่างกันเพื่อให้ราคาหุ้นขยับขึ้น ล่อหลอกให้นักลงทุนที่ตัดสินใจลงทุนเมื่อมีข่าวดี (positive-feedback trader) เข้าไปซื้อหลักทรัพย์ ทำให้ราคาขยับขึ้นไปอีก เมื่อถึงระดับที่บริษัทหลักทรัพย์ตกลงกันล่วงหน้าแล้ว บริษัทก็จะพร้อมใจกันเทขายทำกำไร ปล่อยให้ นักลงทุนคนนอกแบกรับผลขาดทุนเพราะขายออกไม่ทัน

ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์ปากีสถานที่ Khwaja และ Mian นำเสนอว่าสะท้อนพฤติกรรมสร้างราคาหุ้นดังกล่าวมีอยู่สามประการด้วยกัน ประการแรก ในวันที่ราคาหุ้นอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ มูลค่าการซื้อขายส่วนใหญ่จะมาจากบริษัทหลักทรัพย์ที่ซื้อขายหุ้นในพอร์ตลงทุนของตัวเองไปมาระหว่างกัน (“โยน” หุ้น) ในทางกลับกัน ในวันที่ราคาหุ้นอยู่ในระดับค่อนข้างสูง มูลค่าการซื้อขายส่วนใหญ่จะมาจากนักลงทุนทั่วไป ไม่ใช่พอร์ตลงทุนของบริษัทหลักทรัพย์ ประการที่สอง แบบแผนการซื้อขายหุ้นในพอร์ตลงทุนของบริษัทหลักทรัพย์มีอำนาจค่อนข้างสูงในการพยากรณ์ผลตอบแทนในอนาคต (strong predictive power) – ช่วงเวลาที่มีแต่บริษัทหลักทรัพย์ในฐานะนักลงทุนเท่านั้นที่ซื้อขายหุ้นระหว่างกันสร้างผลตอบแทนเป็นบวก ประการสุดท้าย การเพิ่มขึ้นของราคาหุ้นหลังการซื้อขายระหว่างกันนี้คือการเพิ่มขึ้นแบบ “เทียม” เนื่องจากราคาหุ้นจะตกลงอย่างฮวบฮาบทันทีที่บริษัทหลักทรัพย์หยุดโยนหุ้นในพอร์ตตัวเองระหว่างกัน กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ การออกจากตลาดของบริษัทหลักทรัพย์ในฐานะนักลงทุนสามารถใช้พยากรณ์ผลตอบแทนที่เป็นลบได้

ผู้สังเกตการณ์บางคนอาจแย้งว่า ผลตอบแทนส่วนเกินของบริษัทหลักทรัพย์จากพอร์ตลงทุนนั้นอาจไม่ใช่ผลตอบแทนที่ “เลว” คือน้อ โกงหรือเอาเปรียบนักลงทุนรายอื่น เนื่องจากผลตอบแทนส่วนเกินดังกล่าวอาจมาจากความเชี่ยวชาญของบริษัทหลักทรัพย์ที่เหนือกว่านักลงทุนทั่วไป หรือเป็นผลตอบแทนที่ “ชอบธรรม” เนื่องจากเป็นการตอบแทนบริษัทหลักทรัพย์ที่ทำหน้าที่ market maker ผู้มอบสภาพคล่องให้กับตลาด อย่างไรก็ตาม ในกรณีของปากีสถาน Khwaja และ Mian ชี้ให้เห็นว่าข้อสังเกตดังกล่าวไม่น่าจะเป็นความจริง เนื่องจากแบบแผนการทำกำไรจาก “โยน” หุ้นนั้นมีระบบระเบียบ ไม่สอดคล้องกับสภาพตลาดในช่วงเวลาเหล่านั้น ส่วนความคิดที่ว่าผลตอบแทนส่วนเกินของบริษัทหลักทรัพย์ชอบธรรมแล้ว ก็ละเลยข้อเท็จจริงที่ว่าบริษัทหลักทรัพย์ทุกแห่งมีความได้เปรียบเหนือนักลงทุนทั่วไปโดยธรรมชาติที่เอื้อต่อการสร้างราคาหุ้น เนื่องจากมีต้นทุนในการทำธุรกรรมต่ำกว่า มีข้อมูลในเวลาจริงดีกว่าเกี่ยวกับทิศทางของราคาหุ้นและความคาดหวังของนักค้าในตลาด รวมทั้งสามารถกระจายข่าวลือหรือข้อมูลเท็จให้กับนักลงทุนที่เป็นลูกค้าของตัวเองได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ล้วนเป็นหัวใจของความสำเร็จของกลยุทธ์การสร้างราคาในตลาด

ย้อนกลับมายังตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การประเมินว่าบริษัทหลักทรัพย์ 39 แห่งมีผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในพอร์ตลงทุนของตัวเองมากกว่านักลงทุนทั่วไปหรือไม่อย่างไร และพฤติกรรมการซื้อขายส่อแววว่ามี การ “ทำราคา” หรือไม่เพียงใดนั้น จะต้องอาศัยการวิเคราะห์ข้อมูลการซื้อขายรายวันของบริษัทหลักทรัพย์แต่ละราย ซึ่งอยู่นอกเหนือขอบเขตของรายงานฉบับนี้และผู้วิจัยจะดำเนินการศึกษาต่อไป ในที่นี้ผู้วิจัยเพียงแต่บันทึกข้อสังเกตเบื้องต้นว่า การวิเคราะห์ดังกล่าวมีนัยสำคัญต่อการศึกษาโครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์และแรงจูงใจของบริษัทหลักทรัพย์ โดยเฉพาะในสถานการณ์ปัจจุบันที่สัดส่วนกำไรจากพอร์ตลงทุนมีแนวโน้มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องดังที่ได้กล่าวไปแล้ว และมีข้อมูล

ทางอ้อมบางตัวที่บ่งชี้ว่า ตลท. อาจ “เลือกปฏิบัติ” ต่อบริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาด เช่น ไม่บังคับใช้กฎระเบียบการเปิดเผยข้อมูลอย่างเคร่งครัดเท่ากับที่ปฏิบัติต่อบริษัทจดทะเบียนที่ทำธุรกิจอื่น⁴

ถ้าหากบริษัทหลักทรัพย์ได้รับผลตอบแทนส่วนเกินจากธุรกรรมนี้สูงกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของนักลงทุนทั่วไปอย่างมีนัยสำคัญและบ่งชี้ว่ามีสร้างราคาหุ้น ผลลัพธ์ดังกล่าวก็อาจมีส่วนอธิบายว่าเหตุใดจำนวนนักลงทุนรายย่อยที่ซื้อขายมากกว่าเดือนละหนึ่งครั้งจึงแทบจะไม่เพิ่มขึ้นเลยนับจากปี 1997 ที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจเป็นต้นมา และเหตุใดบริษัทหลักทรัพย์ผู้ครองตลาดบางแห่งจึงมักแสดงท่าทีต่อต้านแนวคิดการปฏิรูปเชิงสถาบัน โดยเฉพาะการเปิดเสรีตลาดหลักทรัพย์และบังคับใช้กฎหมายหลักทรัพย์อย่างเข้มงวดมากกว่าที่แล้วมา

2.2 การกระตุ้นให้ลูกค้าส่งคำสั่งซื้อขายที่ผิดปกติ (abnormally high churn rate)

เนื่องจากบริษัทหลักทรัพย์ได้รับค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ทุกครั้งที่ถูกคำสั่งคำสั่งซื้อขาย ประกอบกับปัจจุบัน ตลท. ยังตรึงโครงสร้างค่าธรรมเนียมอยู่ที่ค่าธรรมเนียมขั้นต่ำร้อยละ 0.25 สำหรับการซื้อขายทุกขนาด ก่อนจะทยอยปรับเป็นขั้นบันไดในปี 2010 และเปิดเสรีในปี 2012 บริษัทหลักทรัพย์จึงมีแรงจูงใจโดยธรรมชาติของการทำธุรกิจอยู่แล้วที่จะเชื่อเชิญให้ลูกค้าส่งคำสั่งซื้อขายหลายครั้ง โดยเฉพาะนักลงทุนรายย่อยที่ซื้อขายรายวัน (day trader) ลงทุนในหุ้นขนาดเล็กที่มีสภาพคล่องสูง และอาศัยข้อมูลจากพนักงานบริษัทหลักทรัพย์ผู้ดูแลบัญชีอย่างสม่ำเสมอในการตัดสินใจลงทุน อย่างไรก็ตาม บริษัทอาจแสวงหาผลตอบแทนส่วนเกินในทางที่สังคมไม่พึงปรารถนาได้ ถ้าหากบริษัทกระตุ้นให้นักลงทุนรายย่อยซื้อขายถี่ผิดปกติเกินไปมาก โดยเฉพาะถ้าพฤติกรรมดังกล่าวส่งผลให้นักลงทุนเก็งกำไรเกินควร รับผิดชอบต่อความเสี่ยงเพิ่มขึ้น โดยที่ไม่ได้กำไรจากการซื้อขายเพิ่มในสาระสำคัญ

ความถี่ในการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนรายย่อยเป็นประเด็นสำคัญใน ตลท. เนื่องจากเป็นตลาดที่นักลงทุนรายย่อยมีส่วนในการซื้อขายสูงถึงร้อยละ 62 ของมูลค่าการซื้อขายทั้งตลาด และนักลงทุนรายย่อยก็มีจำนวนทั้งหมดเพียงไม่ถึง 110,000 บัญชี ยิ่งนักลงทุนซื้อขายถี่เพียงใด ความเร็วในการซื้อขายหลักทรัพย์โดยรวม (turnover velocity) ก็ยังมีแนวโน้มว่าจะสูงตามไปด้วย และยิ่งความเร็วในการซื้อขายหลักทรัพย์สูงเพียงใด ยังมีแนวโน้มที่ตลาดจะมีความผันผวนสูง ซึ่งก็หมายความว่านักลงทุนมีต้นทุนทางอ้อมสูงตามไปด้วยจากความถี่ที่สูงขึ้นตามระดับความผันผวน

⁴ อ่านรายละเอียดเพิ่มเติมใน สถุณี อาชวานันทกุล, “การพัฒนาตลาดการเงินเพื่อความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ:

กรณีศึกษาข่าวสารในตลาดทุน” นำเสนอในการสัมมนาวิชาการประจำปี 2551 สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย, 29 พฤศจิกายน 2551.

⁵ สรุปรภาวะตลาดหลักทรัพย์ มกราคม-ตุลาคม 2552, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

การสำรวจความเร็วในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ 53 แห่งทั่วโลกที่เป็นสมาชิกของสมาพันธ์ตลาดหลักทรัพย์โลก (World Federation of Exchanges: WFE) แยกตามขนาดของบริษัทจดทะเบียน แสดงผลการสำรวจตลาดหลักทรัพย์ในทวีปเอเชียได้ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ความเร็วในการซื้อขายหลักทรัพย์ (turnover velocity) ในตลาดหลักทรัพย์เอเชีย ปี 2007

					ช่องว่าง	Stock
	Large cap	Mid cap	Small cap	Micro cap	Large-Micro	Derivs/Shares*
SET (ไทย)	63%	59%	94%	232%	169%	17%
ASX (ออสเตรเลีย)	97%	71%	51%	72%	-25%	120%
BSE (อินเดีย)	17%	37%	72%	74%	57%	16%
KLSE (มาเลเซีย)	19%	26%	47%	82%	63%	35%
HKEX (ฮ่องกง)	45%	80%	72%	68%	23%	350%
JSX (อินโดนีเซีย)	32%	53%	34%	16%	-16%	0%
KSE (เกาหลีใต้)	115%	230%	510%	645%	530%	3,440%
PSE (ฟิลิปปินส์)	15%	22%	15%	26%	11%	0%
SGX (สิงคโปร์)	40%	63%	102%	112%	72%	615%
SSE (จีน)	38%	202%	276%	275%	237%	0%
SZSE (จีน)	114%	220%	260%	310%	196%	0%
TWSE (ไต้หวัน)	92%	218%	205%	110%	18%	74%
TSE (ญี่ปุ่น)	120%	140%	150%	305%	185%	36%
ค่าเฉลี่ย	62%	109%	145%	179%	117%	362%

*Stock Derivs/Shares = มูลค่าตามสัญญา (notional value) ของตราสารอนุพันธ์ทั้งหมดที่อ้างอิงหลักทรัพย์ / มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมด

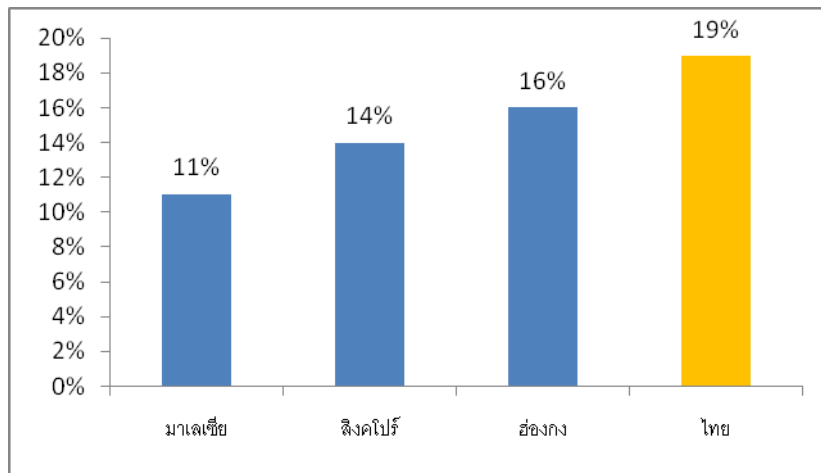
ที่มา: 2007 Domestic Market Capitalization Segmentation Survey, World Federation of Exchanges

จากตารางข้างต้นพบว่า ตลท. มีอัตราความเร็วในการซื้อขายหลักทรัพย์ขนาดจิ๋ว (micro cap) สูงถึง 232% ขณะที่ความเร็วในการซื้อขายหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ (large cap) อยู่ที่ 63% เท่ากับว่าการซื้อขายหลักทรัพย์ขนาดจิ๋วมีอัตราความเร็วสูงกว่าหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ถึง 169% หรือ 1.69 เท่า คิดเป็นความแตกต่างที่สูงเป็นอันดับที่ 5 ในเอเชีย รองจากตลาดหลักทรัพย์เกาหลีใต้ เซี่ยงไฮ้ เลื่อนเจิ้น และโตเกียวตามลำดับ ซึ่งล้วนเป็นตลาดที่มีอัตราการเติบโตทั้งในแง่มูลค่าตลาดรวมและจำนวนนักลงทุนรายย่อยสูงกว่าไทย โดยเฉพาะตลาดสองแห่งในประเทศจีน อีกทั้งตลาดเกาหลีใต้และโตเกียวก็เป็นตลาดที่มีความ ‘ลึก’ ก่อนข้างมาก โดยเฉพาะตลาดตราสารอนุพันธ์ที่อิงราคาหุ้น ดังสะท้อนในอัตราส่วนมูลค่าสัญญาตราสารอนุพันธ์อ้างอิงหุ้นต่อมูลค่าตลาดรวมที่อยู่ในระดับค่อนข้างสูง อัตราความเร็วของการซื้อขายในตลาดดังกล่าวจึงมีเหตุผลรองรับมากกว่า ตลท. ด้วยเหตุนี้ ข้อมูลนี้จึงบ่งชี้ว่าบริษัทหลักทรัพย์ใน ตลท. น่าจะได้รับผลตอบแทนส่วนเกินจากการกระตุ้นให้นักลงทุนซื้อขายถี่ผิดปกติจริงๆ

อย่างไรก็ดี การทดสอบสมมติฐานข้างต้นและการคำนวณผลตอบแทนส่วนเกินที่เกิดขึ้นในกรณีนี้ จำต้องอาศัยการวิจัยเชิงประจักษ์ที่ใช้ข้อมูลรายวันและรายบริษัท เช่น เปรียบเทียบจำนวนครั้งที่เจ้าหน้าที่ การตลาดของบริษัท (มาร์เก็ตติ้ง) โทรศัพท์ไปเชิญชวนให้ลูกค้าทำรายการ กับมูลค่าและปริมาณการซื้อขาย หุ้นของบริษัทนั้นๆ ในแต่ละวัน โดยผู้วิจัยจะศึกษาวิจัยตามแนวทางดังกล่าวในโอกาสต่อไป

ความเร็วในการซื้อขายหลักทรัพย์ในหลักทรัพย์ขนาดจิ๋วของนักลงทุนรายย่อยซึ่งคิดเป็นร้อยละ 62 ของมูลค่าการซื้อขายทั้งตลาด มีส่วนทำให้ ตลท. ผันผวนกว่าตลาดหลักทรัพย์ใกล้เคียง ดังตัวอย่าง เปรียบเทียบค่าเฉลี่ยความผันผวนในช่วง 90 วัน กับมาเลเซีย สิงคโปร์ และฮ่องกง ระหว่างปี 2005-2007 ใน แผนภาพที่ 4

แผนภาพที่ 4 ค่าเฉลี่ยความผันผวนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 90 วัน (average 90-day volatility of historical closing prices) ระหว่างปี 2005-2007



ที่มา: ตลท., อ้างอิงจาก Bloomberg ณ สิ้นเดือนธันวาคม 2007

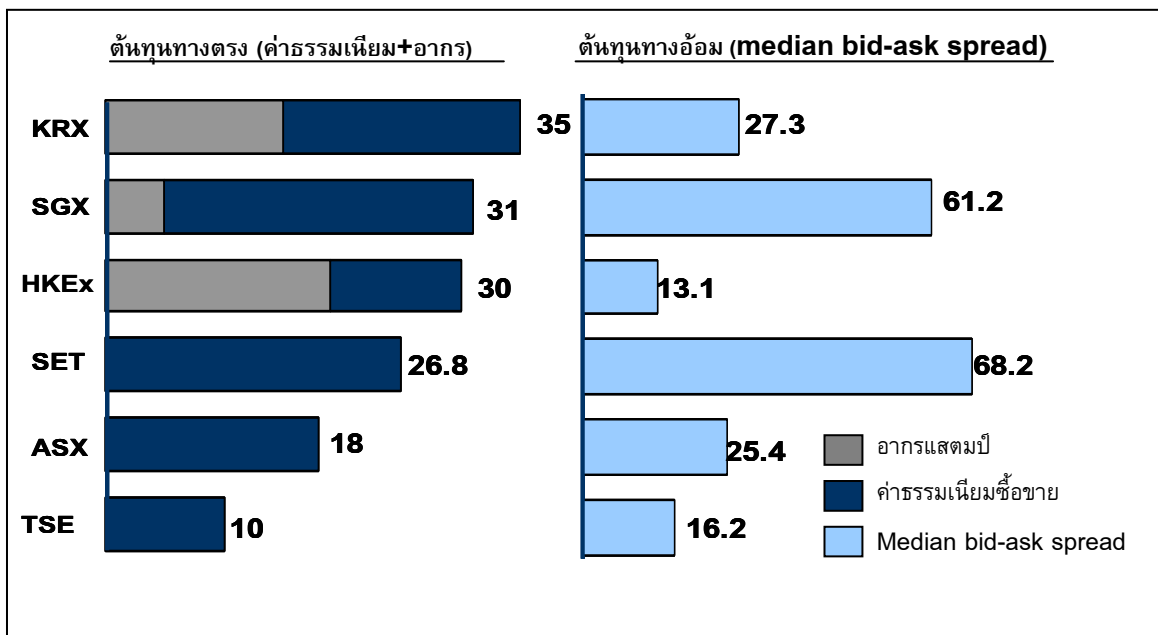
2.3 ผลตอบแทนส่วนเกินจากกฎระเบียบ (rule-based rent)

ผลตอบแทนส่วนเกินจากกฎระเบียบ หมายถึงผลตอบแทนส่วนเกินที่บริษัทหลักทรัพย์ได้รับจาก กฎหมาย กฎเกณฑ์ หรือกฎระเบียบที่เอื้อประโยชน์ให้กับธุรกิจหลักทรัพย์ แหล่งที่มาสำคัญของ ผลตอบแทนส่วนเกินประเภทนี้ใน ตลท. ที่ส่งผลกระทบต่อนักลงทุนและพัฒนาการของตลาดทุนมี ทั้งหมด 3 ช่องทาง ได้แก่ 1. หลักเกณฑ์ค่าธรรมเนียมขั้นต่ำ 2. กฎหมายหลักทรัพย์ที่มอบอำนาจผูกขาด ให้กับ ตลท. และยังไม่เปิดเสรีธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ และ 3. กรณีที่ ตลท. ซึ่งยังมีรูปแบบเป็น องค์กรไม่แสวงหากำไรเป็นผู้รับผิดชอบค่าใช้จ่ายก้อนใหญ่ในการพัฒนาดัชนี ดึงดูดนักลงทุนรายใหม่ และ ทำการตลาด ซึ่งล้วนเป็นกิจกรรมที่บริษัทหลักทรัพย์ในประเทศอื่นปกติจะเป็นผู้แบกรับในฐานะค่าใช้จ่าย ในการดำเนินงาน

โครงสร้างค่าธรรมเนียมปัจจุบันที่ ตลท. กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ทุกรายเก็บค่าธรรมเนียมไม่ต่ำกว่าร้อยละ 0.25 (ในกรณีซื้อขายผ่านอินเทอร์เน็ต ให้เก็บร้อยละ 60 ของค่าธรรมเนียมการซื้อขายทั่วไป หรือเท่ากับร้อยละ 0.15) เป็นระดับที่ค่อนข้างสูงเมื่อเปรียบเทียบกับค่าธรรมเนียมเฉลี่ยในตลาดหลักทรัพย์โลก Elkins McSherry บริษัทประเมินต้นทุนในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ 60 แห่งทั่วโลก รายงานว่าในไตรมาสที่ 2 ของปี 2552 ค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ทั่วโลกเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 0.1653 เท่านั้น และมีแนวโน้มจะลดลงอย่างต่อเนื่องตามความก้าวหน้าของเทคโนโลยีและกระแสการควบรวมกิจการในธุรกิจบริหารจัดการกองทุน⁶

หลักเกณฑ์ค่าธรรมเนียมขั้นต่ำทำให้ต้นทุนทางตรงของนักลงทุนใน ตลท. อยู่ในระดับค่อนข้างสูงเมื่อเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ชั้นนำในเอเชีย ดังแสดงในแผนภาพที่ 5 ต้นทุนทางตรงดังกล่าวมีส่วนลดทอนแรงจูงใจของนักลงทุนที่จะเข้ามาซื้อขายหลักทรัพย์ใน ตลท. โดยเฉพาะนักลงทุนสถาบันที่สามารถซื้อขายในตลาดอื่นที่มีสภาพคล่องสูงกว่า มีค่าธรรมเนียมต่ำกว่า และมีความเร็วในการทำรายการสูงกว่า

แผนภาพที่ 5: ต้นทุนทางตรงและต้นทุนทางอ้อมของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย เกาหลีใต้ สิงคโปร์ ฮองกง ออสเตรเลีย และไต้หวัน (basis point หรือ 1/100 ของ 1 เปอร์เซ็นต์) ปี 2006



⁶ Elkins McSherry LLC, August 2009 Newsletter.

https://www.elkinsmcsherry.com/EM/pdfs/Newsletters/Aug_2009_newsletter.pdf

ธุรกิจหลักทรัพย์ไทยในปัจจุบันกำลังเตรียมพร้อมที่จะเข้าสู่ยุคของการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมอย่างเต็มตัวในปี 2012 ก่อนหน้านั้นหลักเกณฑ์ค่าธรรมเนียมขั้นต่ำจะปรับเป็นแบบขั้นบันไดระหว่างปี 2010-2011 สำหรับรายการที่มีมูลค่าการซื้อขายต่ำกว่า 20 ล้านบาท ในขณะที่เดียวกัน ตลท. ก็กำลังเร่งอำนวยความสะดวกให้กับนักลงทุนอย่างค่อยเป็นค่อยไป ยกตัวอย่างเช่น ในเดือนกันยายน 2009 ตลท. ประกาศเปิดให้นักลงทุนส่งคำสั่งซื้อขายแบบใช้โปรแกรมอัตโนมัติ (algorithm trading) ได้ นับเป็นครั้งแรกที่เปิดให้นักลงทุนทำรายการโดยไม่ต้องผ่านการแทรกแซงของเจ้าหน้าที่การตลาดก่อน อย่างไรก็ตาม ตลท. ยังกำหนดว่ารูปแบบดังกล่าวต้องทำผ่านระบบการซื้อขายของบริษัทโบรกเกอร์ที่เป็นสมาชิกเท่านั้น

หลักเกณฑ์ค่าธรรมเนียมขั้นต่ำมีส่วนสร้างผลตอบแทนส่วนเกินของบริษัทหลักทรัพย์อย่างมาก โดยเฉพาะเมื่อคำนึงว่ารายได้จากการให้บริการรวมกันประมาณร้อยละ 94 ของอุตสาหกรรมหลักทรัพย์ไทย (บริษัทหลักทรัพย์ 39 แห่งและ sub-broker 1 แห่งใน ตลท.) มาจากค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์และตราสารอนุพันธ์ ในขณะที่ค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมหลักทรัพย์โลกอยู่ที่ร้อยละ 48 เท่านั้น โดยรายได้จากการให้บริการที่เหลือร้อยละ 12 มาจากการรับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ร้อยละ 8 มาจากการเป็นที่ปรึกษาทางการเงินให้กับลูกค้าบริษัท และอีกร้อยละ 32 มาจากบริการอื่น เช่น การซื้อขายตราสารหนี้ และการเป็นที่ปรึกษาด้านวางแผนการเงินให้กับลูกค้ารายย่อย ดังรายละเอียดในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 รายได้จากการให้บริการและค่าใช้จ่ายของบริษัทหลักทรัพย์ เปรียบเทียบระหว่างบริษัทหลักทรัพย์ใน ตลท. กับค่าเฉลี่ยของบริษัทหลักทรัพย์ทั่วโลก

รายได้จากการให้บริการ ปี 2008		
	ไทย	โลก
การเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์และตราสารอนุพันธ์	94%	48%
การรับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์	2%	12%
การเป็นที่ปรึกษาทางการเงิน	3%	8%
บริการอื่นๆ	1%	32%
รวม	100%	100%
ค่าใช้จ่าย ปี 2008		
	ไทย	โลก
ค่าใช้จ่ายพนักงาน	48%	53%
ค่าธรรมเนียมและบริการจ่าย	8%	17%
ค่าอุปกรณ์และสำนักงาน	16%	8%
ค่าเดินทางและกิจกรรมส่งเสริมการขาย	-	8%
ค่าใช้จ่ายอื่นๆ	28%	14%
รวม	100%	100%
	ไทย	โลก
อัตรากำไรก่อนหักภาษีเงินได้	17%	10%

ที่มา: รายงานประจำปี 2551 สมาคมบริษัทหลักทรัพย์, IBISWorld Global Investment Banking and Brokerage Report, July 2009.

หลังการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมเต็มรูปแบบในปี 2012 ถ้าหากค่าธรรมเนียมเฉลี่ยของบริษัทหลักทรัพย์ไทยจะปรับตัวลดลงจากการแข่งขันจนเท่ากับอัตราค่าธรรมเนียมเฉลี่ยโลก คือร้อยละ 0.1653 รายได้จากการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในระยะสั้นก็อาจลดลงถึงร้อยละ 26 (บนฐานตัวเลขปี 2008) คือจาก 17,118 ล้านบาท เหลือเพียง 12,640 ล้านบาท แต่ไม่นานหลังจากนั้น ค่าธรรมเนียมที่ต่ำลงจะมีส่วนช่วยดึงดูดให้นักลงทุนสนใจเข้ามาลงทุนใน ตลาด. มากขึ้น ส่งผลให้มูลค่าการซื้อขายในตลาดเพิ่มขึ้นจนสามารถชดเชยรายได้ที่หายไปได้บางส่วน ดังสะท้อนในประสบการณ์ของตลาดหลักทรัพย์ทุกแห่งที่เปิดเสรีค่าธรรมเนียมไปแล้วก่อนหน้านี้ อย่างไรก็ตาม ปฏิเสธไม่ได้ว่าการแข่งขันที่จะเข้มข้นขึ้นทันทีที่เปิดเสรีค่าธรรมเนียมจะส่งผลให้บริษัทหลักทรัพย์จำนวนมากประสบปัญหาด้านการเงินจนอาจตัดสินใจเลิกหรือขายกิจการ แต่นักลงทุนและตลาดโดยรวมจะได้รับประโยชน์จากการที่บริษัทหลักทรัพย์ไม่ได้รับผลตอบแทนส่วนเกินจากค่าธรรมเนียมอีกต่อไป เนื่องจากค่าธรรมเนียมเฉลี่ยในตลาดจะเป็นผลลัพธ์ของการแข่งขันโดยเสรีระหว่างบริษัทหลักทรัพย์

ข้อมูลจากตารางที่ 1 สะท้อนว่า นอกจากโครงสร้างรายได้ของบริษัทหลักทรัพย์ไทยจะขึ้นอยู่กับค่าธรรมเนียมการซื้อขายเป็นหลักแล้ว โครงสร้างค่าใช้จ่ายยังแตกต่างจากค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมหลักทรัพย์โลกในบางประเด็น โดยเฉพาะในด้านค่าธรรมเนียมและบริการจ่าย ค่าเดินทาง และค่าจัดกิจกรรมส่งเสริมการขาย บริษัทหลักทรัพย์โลกมีค่าใช้จ่ายเหล่านี้คิดเป็นร้อยละ 25 ของรายจ่ายทั้งหมด ประกอบด้วยร้อยละ 17 เป็นค่าใช้จ่ายด้านงานวิจัย ข้อมูล และบริการมืออาชีพ (professional services เช่น ที่ปรึกษาธุรกิจ โปรแกรมเมอร์ ฯลฯ) และอีกร้อยละ 8 เป็นค่าเดินทางและจัดกิจกรรมส่งเสริมการขาย ขณะที่บริษัทหลักทรัพย์ไทยมีค่าใช้จ่ายเหล่านี้รวมกันเพียงประมาณร้อยละ 8 ของค่าใช้จ่ายทั้งหมดเท่านั้น

สาเหตุหลักประการหนึ่งของบริษัทหลักทรัพย์ไทยมีการค่าใช้จ่ายด้านข้อมูล บริการมืออาชีพ ค่าเดินทาง และค่ากิจกรรมส่งเสริมการขายค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับอุตสาหกรรมหลักทรัพย์โลก คือการที่ ตลาด. เป็นผู้รับภาระค่าใช้จ่ายเหล่านี้แทน และการที่ ตลาด. เป็นผู้ออกค่าใช้จ่ายเหล่านี้ส่วนหนึ่งก็มาจากการที่ ตลาด. ยังเป็น “องค์กรไม่แสวงหากำไร” ที่มีทั้งเป้าหมายเชิงสังคม (ให้ข้อมูลความรู้เกี่ยวกับการลงทุน ทำกิจกรรมการกุศล ฯลฯ) และเป้าหมายเชิงธุรกิจ (ในฐานะองค์กรที่บริหารกิจการตลาดหลักทรัพย์) ปะปนอยู่ในองค์กรเดียวกัน กิจกรรมการตลาดและพัฒนาผลิตภัณฑ์จึงถูกนับรวมอยู่ในพันธกิจด้านสังคมของ ตลาด. (ขยายฐานนักลงทุน) แทนที่จะเป็นพันธกิจของบริษัทหลักทรัพย์ในฐานะกิจกรรมปกติของธุรกิจหลักทรัพย์ ดังที่เป็นในประเทศอื่น

การเปรียบเทียบโครงสร้างรายได้และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของ ตลาด. ในปี 2007 กับค่าเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ 53 แห่งทั่วโลกที่เป็นสมาชิกสมาพันธ์ตลาดหลักทรัพย์โลกในปีเดียวกัน บ่งชี้ความแตกต่างระหว่าง ตลาด. กับตลาดหลักทรัพย์ทั่วไปอย่างชัดเจน ดังแสดงในตารางที่ 2

**ตารางที่ 2 รายได้จากกำไรให้บริการและค่าใช้จ่ายของบริษัทหลักทรัพย์ เปรียบเทียบระหว่างบริษัท
หลักทรัพย์ใน ตลท. กับค่าเฉลี่ยของบริษัทหลักทรัพย์ทั่วโลก ปี 2007**

รายได้ของตลาดหลักทรัพย์ ปี 2007	รวมรายได้จากเงินลงทุน		ไม่รวมรายได้จากเงินลงทุน	
	ตลท.	โลก	ตลท.	โลก
ค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์	20%	58%	30%	60%
ค่าธรรมเนียมหลักทรัพย์จดทะเบียน	8%	8%	12%	8%
รายได้จากเงินลงทุน	34%	3%	-	-
รายได้ค่าบริการข้อมูล	3%	8%	4%	9%
รายได้ค่าพัฒนาระบบและสนับสนุนเทคโนโลยี	1%	4%	1%	5%
รายได้จากงานนายทะเบียนและรับฝากหลักทรัพย์	23%	13%	35%	14%
รายได้อื่น	13%	5%	19%	5%
รวม	100%	100%	100%	100%

ค่าใช้จ่ายของตลาดหลักทรัพย์ ปี 2007	ตลท.		โลก	
	ตลท.	โลก	ตลท.	โลก
ค่าใช้จ่ายพนักงาน	39%	35%		
ค่าใช้จ่ายทางการตลาด	7%	3%		
ค่าใช้จ่ายในการบริการและการผลิตสื่อ	6%	-		
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	10%	9%		
ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับอาคารสำนักงานและติดต่อสื่อสาร	18%	13%		
เงินอุดหนุนให้แก่สำนักงาน ก.ล.ต. / บังคับใช้กฎหมาย	5%	9%		
ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับเทคโนโลยีสารสนเทศ*	-	11%		
ค่าใช้จ่ายอื่น	14%	20%		
รวม	100%	100%		

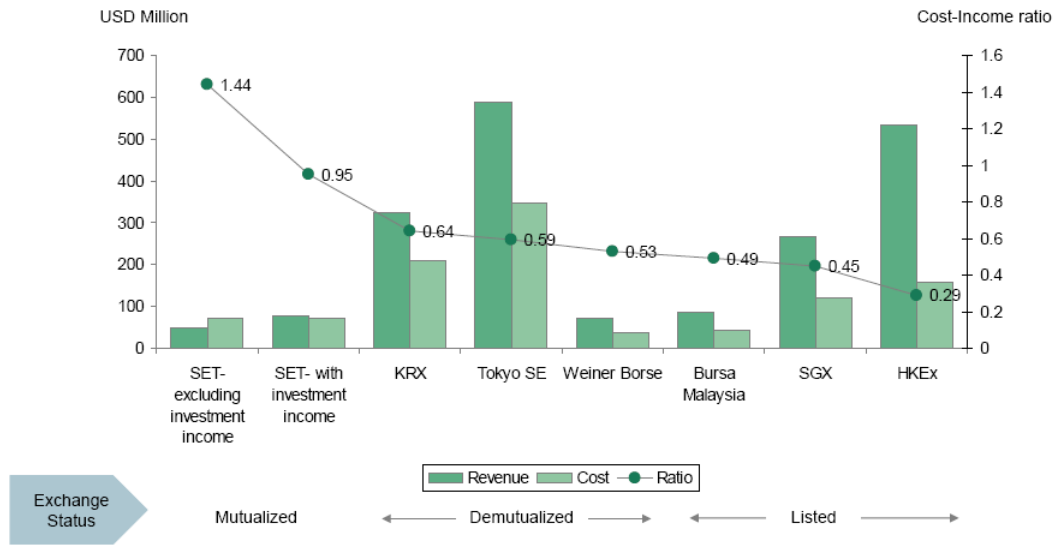
*หมายเหตุ: ตลท. ไม่เปิดเผยตัวเลขค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับเทคโนโลยีสารสนเทศในรายงานประจำปี

ที่มา: รายงานประจำปี 2550 ของ ตลท., 2007 Cost and Revenue Survey, World Federation of Exchanges.

ตารางข้างต้นสะท้อนว่า หากไม่นับรายได้จากเงินลงทุนซึ่งมิใช่รายได้จากการดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ ตลท. มีรายได้จากค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์เพียงร้อยละ 30 ของรายได้ เทียบกับค่าเฉลี่ยโลกที่ร้อยละ 60 ขณะที่มีรายได้จากงานนายทะเบียนและรับฝากหลักทรัพย์ร้อยละ 35 ของรายได้ เทียบกับค่าเฉลี่ยโลกที่ร้อยละ 14 (สาเหตุหนึ่งเนื่องจากตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งได้ outsource งานบริการหลังการซื้อขาย (post-trading services) ทั้งหมดออกไปให้บริษัทอื่นทำแทน อาทิ บริษัท Clearstream) ส่วนในด้านค่าใช้จ่าย ตลท. มีค่าใช้จ่ายทางการตลาดและการผลิตสื่อรวมกันสูงถึงร้อยละ 13 ของค่าใช้จ่ายทั้งหมด ขณะที่ค่าเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์โลกอยู่ที่ร้อยละ 3 เท่านั้น

การที่ ตลท. ออกค่าใช้จ่ายที่บริษัทหลักทรัพย์ในประเทศอื่นเป็นผู้รับภาระมากกว่าบริษัทหลักทรัพย์ไทย มีส่วนทำให้อัตราส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ของ ตลท. สูงถึงร้อยละ 95 และทำให้ ตลท. ขาดทุนทุกปีหากไม่นับรายได้จากเงินลงทุน และทำให้ ตลท. มีประสิทธิภาพในการดำเนินงานต่ำกว่าตลาดหลักทรัพย์แทบทุกตลาดในเอเชีย ดังตัวอย่างในแผนภาพที่ 6

แผนภาพที่ 6: อัตราส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ของ ตลท. เปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์อื่นในภูมิภาค ปี 2006



ที่มา: รายงานประจำปี ของ ตลท. และตลาดหลักทรัพย์อื่น รวบรวมโดย Boston Consulting Group

ข้อมูลเหล่านี้บ่งชี้ว่า ผลตอบแทนส่วนเกินจากค่าธรรมเนียมขั้นต่ำ ประกอบกับผลตอบแทนส่วนเกินจากการไม่มีค่าใช้จ่ายด้านการตลาดหรือพัฒนาผลิตภัณฑ์เท่าที่ควรเพราะ ตลท. เป็นฝ่ายรับภาระเหล่านี้แทน น่าจะเป็นสาเหตุหลักส่วนหนึ่งที่ทำให้บริษัทหลักทรัพย์ไทยมีอัตรากำไรก่อนหักภาษีสูงถึงร้อยละ 17 เทียบกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมหลักทรัพย์โลกซึ่งอยู่ที่ประมาณร้อยละ 10 ดังแสดงในตารางที่ 1 ข้างต้น

3. อิทธิพลของบริษัทหลักทรัพย์ในโครงสร้างการบริหารจัดการ ตลท.

ปัจจุบัน ตลท. เป็นตลาดหลักทรัพย์ส่วนน้อยในโลกที่ยังไม่เปิดเสรีและแปลงสภาพเป็นบริษัทมหาชน มีรูปแบบเป็นองค์กรไม่แสวงหากำไรแต่ต้องดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ที่มีการแข่งขันสูงขึ้นเรื่อยๆ ตามกระแสโลกาภิวัตน์ในภาคการเงิน ก่อนหน้านี้ผู้วิจัยเคยกล่าวถึงอิทธิพลของบริษัทหลักทรัพย์ในโครงสร้างการบริหารจัดการของ ตลท. ไว้ดังต่อไปนี้⁷

“ถึงแม้ว่า พ.ร.บ. หลักทรัพย์ จะกำหนดให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (“ก.ล.ต.”) มีอำนาจเต็มที่ตามกฎหมายในการกำกับดูแล ตลท. ปัจจุบัน ตลท. มีสถานะเป็น “องค์กรกำกับ

⁷ ปรับปรุงเนื้อหาเล็กน้อยจาก สุฉนิ อาชวานันทกุล และ กิตติชัย แซ่ลิ้, “การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างอำนาจในการจัดสรรทุนในระบบเศรษฐกิจไทยภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์” นำเสนอในงานสัมมนาวิชาการประจำปี 2550 ของคณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 12 กันยายน 2550.

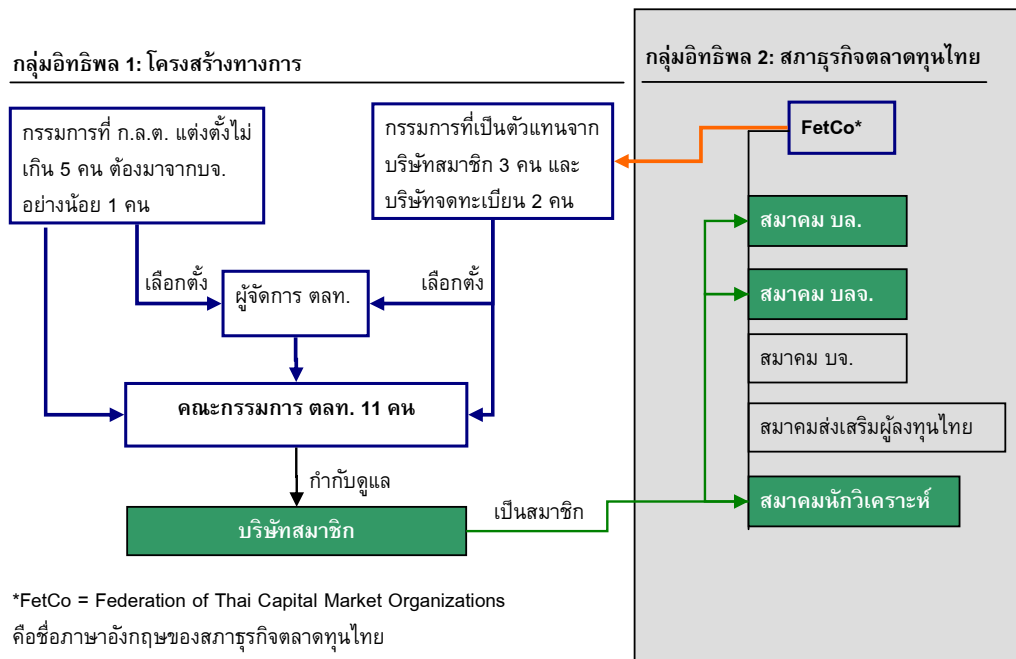
ดูแลตนเอง” (Self-Regulatory Organization: SRO) ภายใต้บันทึกข้อตกลงกับ ก.ล.ต. ซึ่งให้อำนาจ ตลท. ในการออกประกาศและข้อบังคับต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรอง โดยไม่ต้องขออนุมัติจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. ก่อน เช่น กฎเกณฑ์เกี่ยวกับการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ บริการด้านนายทะเบียนหลักทรัพย์ รวมทั้งทำหน้าที่เป็น “ด่านแรก” ในการติดตามสภาพการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อยับยั้งหรือรวบรวมหลักฐานเกี่ยวกับการกระทำความผิด เช่น การสร้างราคาหุ้น นอกจากบทบาทของ SRO ที่ได้รับมอบหมายจาก ก.ล.ต. แล้ว ตลท. ยังมีอำนาจในการกำหนดนโยบายและกำกับดูแลธุรกิจบางด้านของบริษัทสมาชิก (ซึ่งหมายถึงบริษัทหลักทรัพย์) เช่น ระดับค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ และระบบการแข่งขันในตลาด

ปัจจุบันได้มีการแก้ไขกฎระเบียบให้ลดจำนวนกรรมการในคณะกรรมการ ตลท. ที่เป็นตัวแทนของบริษัทสมาชิกจาก 5 คน เหลือ 3 คน และเพิ่มกรรมการที่เป็นตัวแทนจากบริษัทจดทะเบียนแทนที่อีก 2 คน โดยอ้างว่าเพื่อเปิดโอกาสให้บริษัทจดทะเบียน ซึ่งเป็นผู้มีส่วนได้เสียในตลาดทุนที่ไม่ใช่บริษัทสมาชิก (บริษัทหลักทรัพย์) เข้ามามีส่วนร่วมในการบริหาร ตลท. มากขึ้น แต่ในความเป็นจริง บริษัทหลักทรัพย์ยังคงมีอิทธิพลเหนือคณะกรรมการ ตลท. ก่อนข้างมากโดยใช้กลไกทั้งโครงสร้างทางการ และการล็อบบี้ผ่านสภาธุรกิจตลาดทุนไทยหรือ FetCo (ย่อมาจาก Federation of Thai Capital Market Organizations) ซึ่งข้อมูลจากเว็บไซต์ FetCo⁸ ระบุว่า “จัดตั้งขึ้น โดยความร่วมมือระหว่างองค์กรที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ในปี 2547 โดยความร่วมมือของ 6 องค์กร ประกอบด้วย สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ สมาคมบริษัทจดทะเบียน สมาคมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ สมาคมบริษัทจัดการลงทุน สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย และ ตลท.” ทั้งนี้เป็นที่น่าสังเกตว่า บริษัทจดทะเบียนซึ่งโดยทั่วไปมิได้มีผลประโยชน์ที่สอดคล้องกันกับผลประโยชน์ของบริษัทหลักทรัพย์ และมีใช้ “องค์กรที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์” แต่อย่างไร กลับได้รับการอุปโลกน์ให้เป็นสมาชิกของ FetCo ด้วย

เนื่องจากบริษัทส่วนใหญ่ที่เป็นสมาชิกของ 3 องค์กรสมาชิกของ FetCo ได้แก่ สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ สมาคมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ และสมาคมบริษัทจัดการลงทุน เป็นบริษัทสมาชิกหรือเป็นบริษัทในเครือบริษัทที่เป็นสมาชิก ตลท. ด้วย (เนื่องจากตลาดทุนไทยยังแทบไม่เคยมีสถาบันการเงินตัวกลาง (เช่น สถาบันวิเคราะห์หลักทรัพย์อิสระ) ที่ไม่ได้ประกอบธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์หรือเป็นบริษัทในเครือของธุรกิจนี้ด้วย) ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์จึงมีอำนาจครอบงำคณะกรรมการ ตลท. ผ่านกลุ่มอิทธิพลทั้งสองกลุ่ม ดังแสดงในแผนภาพที่ 7

⁸ <http://www.fetco.or.th/th/about.html>

แผนภาพที่ 7: โครงสร้างอำนาจในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์



เมื่อพิจารณาที่มาของกรรมการในคณะกรรมการ ตลท. ชุดปัจจุบัน นอกเหนือจากผู้จัดการ พบว่า ประธานกรรมการเป็นผู้บริหารระดับสูงของบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ กรรมการ 2 คนเป็นอาจารย์มหาวิทยาลัยผู้เชี่ยวชาญด้านการเงิน กรรมการ 4 คนเป็นผู้บริหารระดับสูงของบริษัทหลักทรัพย์ กรรมการ 2 คนเป็นผู้บริหารระดับสูงของบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ และกรรมการอีก 1 คนเป็นประธานกรรมการมูลนิธิกองทุนพัฒนาระบบตลาดทุน

เนื่องจากกรรมการ 7 ใน 10 คน (ไม่นับผู้จัดการ ตลท.) ล้วนมาจากองค์กรที่เป็นสมาชิก FetCo และกรรมการจำนวนมากที่สุดที่มาจากผู้ได้ส่วนได้เสียกลุ่มเดียวกัน (voting bloc) คือ 4 คน เป็นตัวแทนของบริษัทหลักทรัพย์ ก็หมายความว่า หากองค์กรสมาชิกใน FetCo มีมติเห็นชอบในวาระใดก็ตามที่ต้องการไปผลักดันในคณะกรรมการ ตลท. แล้ว ก็เป็นการยากที่ประธานกรรมการและผู้ไม่มีส่วนได้เสีย 2 คน จะออกเสียงคัดค้านวาระดังกล่าวไม่ให้กลายเป็นมติของที่ประชุม

ทั้งนี้ เป็นที่น่าสังเกตด้วยว่า ประเทศไทยไม่เคยมีตัวแทนของนักลงทุน ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนสถาบันหรือนักลงทุนรายย่อย ในคณะกรรมการ ตลท. เลย นอกจากนี้ เงินทุนในการดำเนินงานทั้งหมดของสมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย ซึ่งเป็นหนึ่งในองค์กรผู้ร่วมก่อตั้ง FetCo และประกาศว่า “เป็นแกนนำในการคุ้มครองปกป้องสิทธิของผู้ลงทุน” ก็มาจาก ตลท. และบริษัทหลักทรัพย์เพื่อธุรกิจหลักทรัพย์ ทำให้ไม่อาจดำเนินงานอย่างเป็นอิสระจาก ตลท. ได้อย่างแท้จริง”

การที่บริษัทหลักทรัพย์โดยรวมยังมีอิทธิพลสูงมากในการบริหารจัดการ ตลท. เป็นสาเหตุหนึ่งที่อธิบายความยั่งยืนยาวนานของผลตอบแทนส่วนเกินที่บริษัทหลักทรัพย์ได้รับจากกฎระเบียบต่างๆ

โดยเฉพาะอำนาจผูกขาดของ ตลท. และหลักเกณฑ์ค่าธรรมเนียมขั้นต่ำ เพราะบริษัทหลักทรัพย์โดยทั่วไปย่อมมีแรงจูงใจที่ส่งมอบผลตอบแทนส่วนเกินของตน และดังนั้นจึงยอมใช้อิทธิพลเหนือองค์กรเป็นเครื่องมือในการอนุรักษ์กฎระเบียบที่พิทักษ์ผลตอบแทนส่วนเกินเอาไว้ ถึงแม้ว่าจะเป็นผลเสียต่อนักลงทุนและลดรอนความสามารถในการแข่งขันของ ตลท. อย่างต่อเนื่องก็ตาม

4. บทสรุป

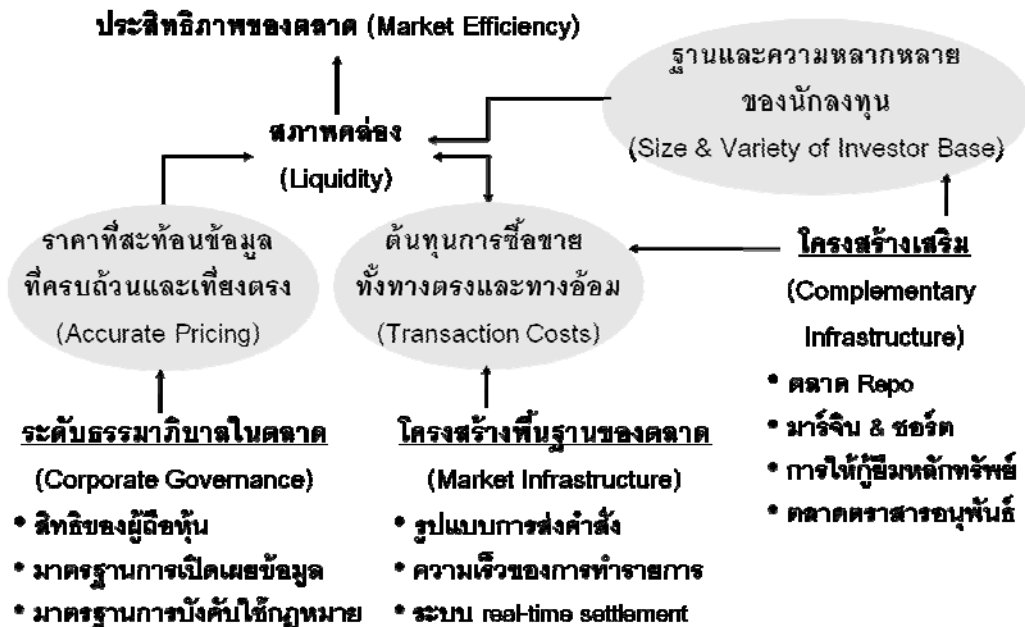
รายงานฉบับนี้นำเสนอเพียงเค้าโครงของช่องทางที่บริษัทหลักทรัพย์สามารถใช้ในการแสวงหาผลตอบแทนส่วนเกินใน ตลท. โดยที่ยังมิได้คำนวณมูลค่าของผลตอบแทนส่วนเกินดังกล่าวออกมาเป็นตัวเลข เนื่องจากขั้นตอนดังกล่าวจะต้องอาศัยข้อมูลเชิงลึกที่อยู่นอกเหนือขอบเขตของรายงาน ซึ่งผู้วิจัยจะดำเนินการศึกษาในลำดับต่อไป แต่อย่างไรก็ตาม ข้อมูลเบื้องต้นก็เพียงพอที่จะบ่งชี้ว่า ปัจจุบันบริษัทหลักทรัพย์มีอำนาจเหนือโครงสร้างการบริหารจัดการ ตลท. จริง และบริษัทหลักทรัพย์โดยรวมก็ใช้อำนาจดังกล่าวในการแสวงหาผลตอบแทนส่วนเกินในหลายช่องทาง โดยเฉพาะจากการสนับสนุนให้นักลงทุนรายย่อยซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผิดปกติ และจากกฎระเบียบที่พิทักษ์อำนาจผูกขาดของ ตลท. ไม่เปิดเสรีธุรกิจหลักทรัพย์ และดำรงหลักเกณฑ์ค่าธรรมเนียมขั้นต่ำ

ผลตอบแทนส่วนเกินเหล่านี้ล้วนมีส่วนเพิ่มต้นทุนในการซื้อขายของนักลงทุนทั้งทางตรงและทางอ้อม ส่งเสริมให้นักลงทุนรายย่อยซื้อขายแบบเก็งกำไรมากกว่าดูปัจจัยพื้นฐานหรือไม่ก็ละเลยพฤติกรรมดังกล่าว ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีความผันผวนสูงกว่าตลาดหลักทรัพย์คู่แข่ง ประชาชนขาดแรงจูงใจที่จะเข้ามาลงทุนเพราะมองว่าตลาดหลักทรัพย์เสี่ยงเกินไป การไม่เปิดเสรีธุรกิจหลักทรัพย์ส่งผลให้บริษัทหลักทรัพย์พึงพารายได้จากค่าธรรมเนียมซื้อขายสูงเกินไป ไม่เกิดการแข่งขันด้านราคาและนวัตกรรมผลิตภัณฑ์ทางการเงินไม่หลากหลาย การที่ ตลท. แปรการระดมทุนและการตลาดและผลิตสื่อแทนบริษัทหลักทรัพย์ในสัดส่วนที่สูงกว่าตลาดหลักทรัพย์อื่นมาก (ไม่ว่าจะมองว่าเป็นส่วนหนึ่งของ “พันธกิจเพื่อสังคม” หรือไม่ก็ตาม) ส่งผลให้ประสิทธิภาพของ ตลท. ต่ำกว่าตลาดหลักทรัพย์คู่แข่ง ลดรอนความสามารถในการแข่งขันและปรับตัวตามสภาพแวดล้อมที่ปรวนแปรและเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว ทั้งนี้ยังไม่นับผลตอบแทนส่วนเกินจากการทุจริตในตลาดหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะด้วยตัวเองหรือร่วมมือกับลูกค้า ซึ่งผู้วิจัยยังมิได้ทำการศึกษามีขนาดและสัดส่วนเท่าไรใน ตลท.

ถึงที่สุดแล้ว ผลตอบแทนส่วนเกินของบริษัทหลักทรัพย์ในแต่ละช่องทางที่ได้อธิบายไปแล้วข้างต้น ล้วนส่งผลในแง่ลบ เนื่องจากการได้ประโยชน์บนความสูญเสียของผู้มีส่วนได้เสียฝ่ายอื่น โดยเฉพาะนักลงทุนและตลาดหลักทรัพย์ และความสูญเสียนั้นก็ล้วนแต่ส่งผลเสียต่อสภาพคล่องและประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์โดยรวม ทำให้นักลงทุนยิ่งขาดแรงจูงใจที่จะเข้ามาลงทุน สภาพคล่องยิ่งหดหาย มีแนวโน้มว่าจะก่อเกิดเป็น “วงจรอุบาทว์” ที่ยากแก่การคลี่คลาย

ความเชื่อมโยงระหว่างปัจจัยต่างๆ ที่สำคัญต่อประสิทธิภาพของตลาดโดยรวมนั้นสามารถสรุปได้ในแผนภาพที่ 8

แผนภาพที่ 8: ปัจจัยที่ส่งผลต่อประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์



ที่มา: Swati Ghosh และ Ernesto Revilla, "Enhancing the Efficiency of Securities Markets in East Asia", The World Bank, 2007.

เนื่องจากผลตอบแทนส่วนเกินของบริษัทหลักทรัพย์มีผลเสียต่อทั้งประสิทธิภาพของตลาดและขีดความสามารถในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์ในฐานะองค์กร รัฐจึงควรเข้ามามีบทบาทในการกำจัดผลตอบแทนส่วนเกินดังกล่าวอย่างเร่งด่วน ในแง่นี้ มาตรการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมที่จะเริ่มจากการปรับหลักเกณฑ์ขั้นต่ำเป็นขั้นบันไดระหว่างปี 2010-2011 และเปิดเสรีเต็มรูปแบบในปี 2012 ตลอดจนนโยบายเปิดเสรีตลาดหลักทรัพย์และแปลงสภาพตลาดหลักทรัพย์เป็นบริษัทมหาชนที่จะดำเนินการในปี 2010 ตามแผนพัฒนาตลาดทุน ก็ล้วนแต่เป็นมาตรการที่น่าจะช่วยลดทอนหรือกำจัดผลตอบแทนส่วนเกินได้ในอนาคต – เริ่มจากการกำจัดอำนาจครอบงำ ตลท. ของบริษัทหลักทรัพย์.