

บทที่ 7

ค่าเช่าทางเศรษฐกิจของบริษัทหลักทรัพย์

สถิตี้อาชนันทกุล

7.1 บทนำ

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

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

วิธีการปรับตัวเหล่านี้ส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์ดำเนินกิจการในลักษณะที่เป็น “คู่แข่ง” ของบริษัทหลักทรัพย์มากขึ้นอย่างต่อเนื่อง ผู้ประกอบการในกิจการทั้งสองแข่งขันบนระนาบเดียวกันเข้มข้นขึ้นเรื่อยๆ จึงไม่น่าแปลกใจที่บริษัทหลักทรัพย์จำนวนมากจะพยายามที่จะรักษาอำนาจเหนือตลาดของตนไว้ให้ได้ยาวนานที่สุด โดยเฉพาะในตลาดหลักทรัพย์ที่ยังไม่เปิดเสรีและยังไม่แปลงสภาพเป็นบริษัทมหาชนอย่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) ซึ่งยังมีระดับการครอบงำของบริษัทหลักทรัพย์ค่อนข้างสูง ผ่านทั้งโครงสร้างทางการ (มีตัวแทนเป็นกรรมการ 4 คนจากกรรมการทั้งหมด 11 คน) และการถือครองหุ้นผ่านสภาธุรกิจตลาดทุนไทย ซึ่งมีทั้งบริษัทหลักทรัพย์และบริษัทจดทะเบียนเป็นสมาชิก

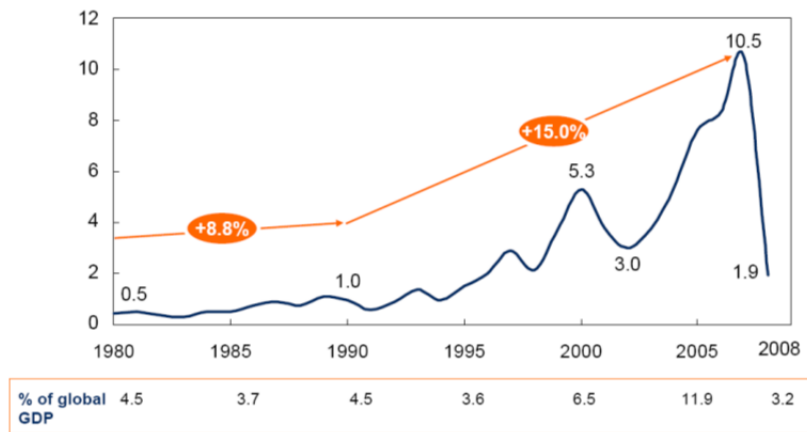
นอกเหนือจากจะมีอำนาจเหนือโครงสร้างการบริหารจัดการของ ตลท. แล้ว บริษัทหลักทรัพย์ไทยยังมีช่องทางที่จะแสวงหาผลตอบแทนส่วนเกินในตลาด 4 ช่องทางด้วยกัน ได้แก่

1. อัตรากำไรที่สูงผิดปกติ (abnormal returns) จากการซื้อขายหลักทรัพย์ในพอร์ตลงทุนของตัวเอง (proprietary trading) ในทางที่อาศัยการร่วมมือหรือรับรู้สัญญาณระหว่างกัน ซึ่งอาจเข้าข่ายการสร้างราคาหุ้น (ผิดกฎหมาย) หรือไม่เข้าข่ายก็ได้ จากการประเมินข้อมูลเบื้องต้นของบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของ ตลท. ผู้วิจัยพบว่ามูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในพอร์ตลงทุนของตนเองมีสัดส่วนต่อมูลค่าการซื้อขายรวมในตลาดสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากร้อยละ 4.6 ของมูลค่าการซื้อขายในปี 2006 เป็นร้อยละ 6.3 ในปี 2007 และ 9.3 ในปี 2008 ตามลำดับ แต่ยังระบุไม่ได้ว่ามีผลตอบแทนส่วนเกินในลักษณะที่เข้าข่ายการสร้างราคาหุ้นหรือไม่
2. การกระตุ้นให้นักลงทุนส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ผิดปกติ (abnormally high churn rate) เพื่อแสวงหาผลตอบแทนส่วนเกินจากค่าธรรมเนียม ข้อมูลเบื้องต้นบางประการสะท้อนว่ารายการนี้อาจมีนัยสำคัญใน ตลท. กล่าวคือ นักลงทุนรายย่อยที่ซื้อขายหุ้นอย่างน้อยเดือนละครั้งมีจำนวนไม่ถึง 110,000 บัญชี แต่มีสัดส่วนการซื้อขายสูงถึงร้อยละ 62 ของมูลค่าตลาดทั้งหมด อีกทั้ง ตลท. ยังมีอัตราความเร็วในการซื้อขาย (turnover velocity) หลักทรัพย์ขนาดเล็ก (micro cap) สูงถึง 232% ขณะที่ความเร็วในการซื้อขายหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ (large cap) อยู่ที่ 63% เท่ากับว่าการซื้อขายหลักทรัพย์ขนาดเล็กมีอัตราความเร็วสูงกว่าหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ถึง 169% สูงเป็นอันดับที่ 5 ในเอเชีย รองจากตลาดหลักทรัพย์เกาหลีใต้ เซี่ยงไฮ้ เซ็นเจิ้น และโตเกียวตามลำดับ ซึ่งล้วนเป็นตลาดที่มีอัตราการเติบโตสูงกว่าไทย โดยเฉพาะตลาดสองแห่งในประเทศจีน อีกทั้งตลาดเกาหลีใต้และโตเกียวก็เป็นตลาดที่มีความ ‘ลึก’ ค่อนข้างมาก โดยเฉพาะตลาดตราสารอนุพันธ์ที่อิงราคาหุ้น อัตราความเร็วของการซื้อขายในตลาดดังกล่าวจึงมีเหตุผลรองรับมากกว่า ตลท. ข้อมูลนี้จึงบ่งชี้ว่าบริษัทหลักทรัพย์ใน ตลท. น่าจะได้รับผลตอบแทนส่วนเกินจากการกระตุ้นให้นักลงทุนซื้อขายผิดปกติจริงๆ
3. ผลตอบแทนส่วนเกินจากกฎระเบียบ (rule-based rent) ซึ่งใน ตลท. มีสามช่องทางหลัก ได้แก่ กฎหมายหลักทรัพย์ที่พิทักษ์อำนาจผูกขาดของ ตลท. และไม่เปิดเสรีธุรกิจหลักทรัพย์, หลักเกณฑ์ค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ขั้นต่ำ, รวมถึงกฎระเบียบที่เอื้อต่อผลกระทบต่อค่าใช้จ่ายบางรายการที่เป็นต้นทุนในการดำเนินงานของบริษัทหลักทรัพย์ทั่วไปในโลก อาทิ ค่าใช้จ่ายด้านการตลาด ไปยังตลาดหลักทรัพย์ ใดๆ ก็ดี มาตรการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมที่จะเริ่มจากการปรับเป็นขั้นบันไดในปี 2010-2011 และเปิดเสรีเต็มรูปแบบในปี 2012 ตลอดจนนโยบายเปิดเสรีตลาดหลักทรัพย์และแปลงสภาพตลาดหลักทรัพย์เป็นบริษัทมหาชนที่จะดำเนินการในปี 2010 ตามแผนพัฒนาตลาดทุนปี 2553-2557 ล้วนเป็นมาตรการที่จะช่วยลดทอนหรือกำจัดผลตอบแทนส่วนเกินประเภทนี้ได้ในอนาคต
4. การจงใจทุจริตในตลาดหลักทรัพย์ (fraud-based rent) อาทิ การใช้ข้อมูลภายใน การสร้างราคาหุ้นไม่ว่าจะด้วยการใช้พอร์ตลงทุนของตนเองหรือร่วมมือกับลูกค้า รวมถึงกระบวนการทุจริตที่อยู่นอกเหนือจากการซื้อขายหลักทรัพย์ อาทิ การช่วยบริษัทจดทะเบียนปกปิดข้อมูล ตกแต่งบัญชี

หรือสมคบคิดกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกแบบกระบวนการซื้อ โกงผู้ถือหุ้นรายย่อยในฐานะที่ปรึกษาทางการเงิน

การแข่งขันที่เข้มข้นระหว่างกองทุน ภาวะฟองสบู่ในตลาดสินเชื่อและตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงนโยบายเปิดเสรีและผ่อนคลายกฎเกณฑ์การกำกับดูแลสถาบันการเงินอย่างต่อเนื่องมาเป็นเวลากว่าสองทศวรรษ ส่งผลให้ทุนที่ไหลข้ามพรมแดนมีปริมาณและอัตราการเติบโตที่สูงกว่าภาคเศรษฐกิจจริงอย่างต่อเนื่อง จาก 1 ล้านล้านเหรียญสหรัฐในปี 1990 เป็น 10.5 ล้านล้านเหรียญสหรัฐในปี 2007 หรือจากร้อยละ 4.5 ของผลผลิตมวลรวมประชาชาติโลก เป็นร้อยละ 16 ในปี 2007 จะมีหุุดชะงักบ้างก็แต่ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจเอเชีย ปี 1997-1998, ตลาดหุ้นแนสแดคตกต่ำ ปี 2001 จนมาถึงอภิมหาวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2008 ซึ่งส่งผลให้ปริมาณทุนข้ามชาติหดตัวลงถึงร้อยละ 82 จากปีก่อนหน้า ดังแสดงในรูปที่ 7.1

รูปที่ 7.1 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 ความก้าวหน้าของเทคโนโลยีสารสนเทศยังทำให้อำนาจทางตลาดของบริษัทหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิมถูกสั่นคลอนจากระบบซื้อขายหลักทรัพย์ทางเลือก (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

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

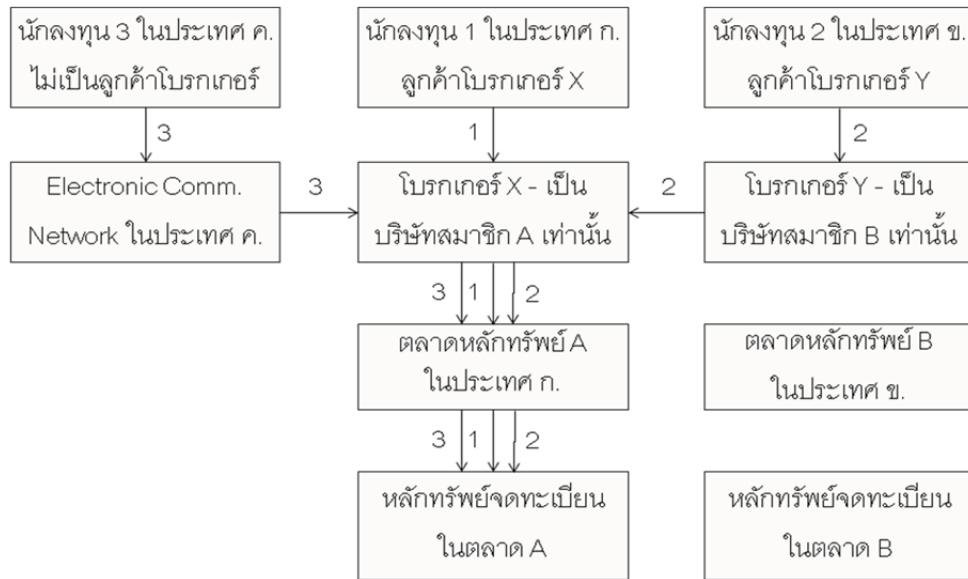
20 และกำลังเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะหลังจากที่ทางการได้ประกาศใช้กฎ MiFID (Markets in Financial Instrument Directive) ในปี 2007 ซึ่งอนุญาตให้นักลงทุนเลือกช่องทางที่ดีที่สุดในการส่งคำสั่งซื้อขายผ่านระบบต่างๆ ทั้งที่อยู่ในตลาดและนอกตลาด บริษัทวิจัย AITE Group ประเมินว่า ATS จะมีส่วนแบ่งสูงถึงร้อยละ 50 ของมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในยุโรป ภายในสิ้นปี 2556²

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

รูปแบบการส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ที่เปิดเสรีและไม่เปิดเสรี ตลอดจนผลกระทบต่อบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกตลาด สามารถแสดงเป็นแผนภาพได้ดังต่อไปนี้ โดยสมมุติว่ามีนักลงทุนสามราย คือ 1 2 และ 3 แต่ละรายอยู่คนละประเทศกัน ให้ตลาดหลักทรัพย์ A เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ไม่เปิดเสรีตลาด (ผูกขาดกิจการตลาดหลักทรัพย์) และไม่เปิดเสรีตัวแทน (ไม่อนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์ที่ไม่ได้เป็นสมาชิกตลาดและนักลงทุนส่งคำสั่งซื้อขายได้โดยไม่ต้องผ่านบริษัทสมาชิกก่อน) ดังนั้น นักลงทุนทั้งสามรายที่ประสงค์จะซื้อขายหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาด A จะต้องส่งคำสั่งผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของ A ก่อน ดังแสดงในรูปที่ 7.2

² อังอิงใน อัญชนิ วิชาภัย บุนนาค, “การแข่งขันรูปแบบใหม่ในตลาดทุนโลก,” SET Research Note, สิงหาคม 2552. สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. http://www.set.or.th/setresearch/files/spotlight/200908_Research_Note_04_2552.pdf

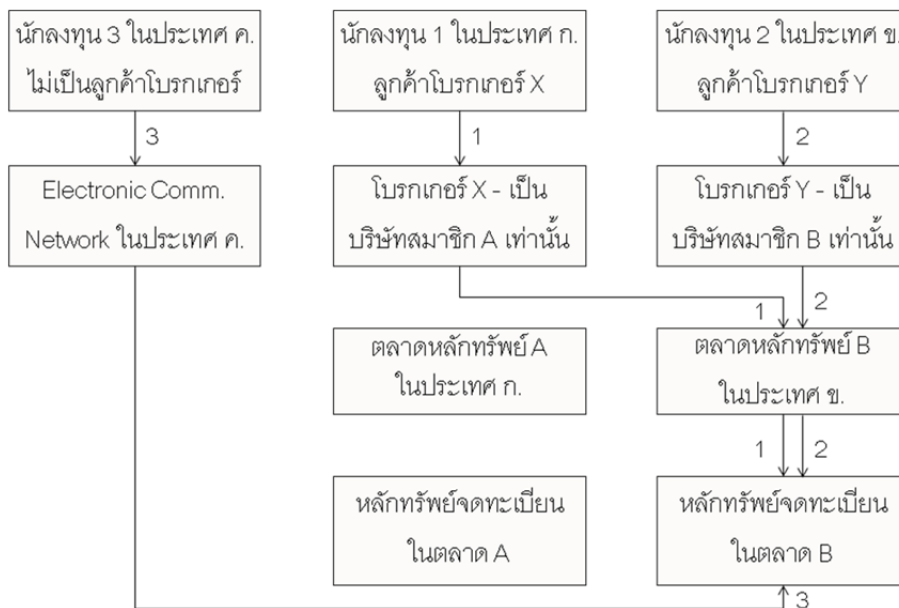
รูปที่ 7.2 เส้นทางการส่งคำสั่งซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ A ที่ไม่เปิดเสรีตลาดและ
ไม่เปิดเสรีตัวแทน



ที่มา: ผู้วิจัย

ในตลาดหลักทรัพย์ B ซึ่งเป็นตลาดที่เปิดเสรีตลาดและเปิดเสรีตัวแทน นักลงทุนทุกรายสามารถส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนใน B ได้ในทุกวิธีที่ต้องการ ไม่ว่าจะเป็นการส่งคำสั่งผ่านโบรกเกอร์ X ที่ไม่ได้เป็นสมาชิก B, ผ่าน โบรกเกอร์ Y ที่เป็นสมาชิก B หรือซื้อผ่านระบบ ECN โดยตรงโดยไม่ผ่านโบรกเกอร์ ดังแสดงในรูปที่ 7.3

รูปที่ 7.3 เส้นทางการส่งคำสั่งซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ B ที่เปิดเสรีตลาดและเปิดเสรีตัวแทน



ที่มา: ผู้วิจัย

จากรูปที่ 7.2 และ 7.3 จะเห็นว่ากรณีเดียวเท่านั้นที่โบรกเกอร์จะได้ค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ที่เปิดเสรีตลาดและตัวแทน คือกรณีที่นักลงทุนเลือกที่จะส่งคำสั่งซื้อขายผ่านโบรกเกอร์รายนั้นเองโดยสมัครใจ แตกต่างจากตลาดที่ยังรักษาอำนาจตลาดของบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกด้วยการไม่เปิดเสรีตลาดหรือเปิดเสรีตัวแทน

วรรณกรรมเศรษฐศาสตร์การเงินปัจจุบันยังมีข้อถกเถียงอยู่ว่า ต้นทุนในการลงทุนที่นักลงทุนประหยัดจากการไม่ต้องส่งคำสั่งผ่านโบรกเกอร์ก่อนนั้น “คุ้มค่า” หรือไม่เมื่อเทียบกับผลเสียและความเสี่ยงจากการไม่ใช้โบรกเกอร์ เช่น การสูญเสียช่องทางรับข้อมูลข่าวสารที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจ ความเสี่ยงที่นักลงทุนจะทำรายการได้ไม่สำเร็จหลังส่งคำสั่ง (risk of non-execution) ค่าเสียโอกาสจากกรณีที่ทำการซื้อขายไม่สำเร็จ รวมถึงต้นทุนจากผลกระทบทางตลาด (market impact cost หมายถึงผลกระทบของการทำการซื้อขายต่อราคาหลักทรัพย์นั้นๆ ในตลาด)³ อย่างไรก็ตาม เป็นที่ชัดเจนว่าตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกจำเป็นต้องปรับตัวเพื่อแข่งขันกับเงินของนักลงทุน และวิธีการปรับตัวเหล่านั้นก็ส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์ดำเนินกิจการในลักษณะที่เป็น “คู่แข่ง” ของบริษัทหลักทรัพย์ ซึ่งเคยได้รับการคุ้มครองในฐานะ “บริษัทสมาชิก” มากขึ้นอย่างต่อเนื่อง การปรับตัวของตลาดหลักทรัพย์ย่อมกดดันให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องปรับตัวตาม อาทิ ด้วยการซื้อระบบซื้อขายทางเลือกมาดำเนินการเอง ดังตัวอย่างข่าวการซื้อบริษัท ECN แห่งแรกของโลกคือ Instinet โดยบริษัทโนมูระ ยักษ์ใหญ่ในวงการหลักทรัพย์ญี่ปุ่น ในปี 2007

ในสถานการณ์โลกที่ธุรกิจ “ตลาดหลักทรัพย์” กับธุรกิจ “บริษัทหลักทรัพย์” มีแนวโน้มจะมาบรรจบและหลอมรวมเป็นธุรกิจเดียวกัน ผู้ประกอบการในกิจการทั้งสองแข่งขันบนระนาบเดียวกันมากขึ้นเรื่อยๆ จึงไม่น่าแปลกใจที่บริษัทหลักทรัพย์จำนวนมากเพียรพยายามแสวงหาช่องทางที่จะรักษาอิทธิพลเหนือตลาดของตนไว้ให้ได้ยาวนานที่สุด โดยเฉพาะในตลาดหลักทรัพย์ที่ยังไม่เปิดเสรีและแปลงสภาพเป็นบริษัทมหาชน

กล่าวโดยความเป็นไปได้ ช่องทางที่บริษัทหลักทรัพย์สามารถใช้แสวงหาผลตอบแทนส่วนเกิน อันหมายถึงผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนที่เป็นผลลัพธ์จากการแข่งขันเสรี อาจแบ่งได้เป็นสองประเภทใหญ่ด้วยกัน ได้แก่อิทธิพลเหนือตลาด และอิทธิพลเหนือองค์กร อิทธิพลเหนือตลาดหมายถึงช่องทางการแสวงหาผลตอบแทนส่วนเกินจากการทำหน้าที่เป็นสถาบันตัวกลางในตลาด โดยเฉพาะการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (โบรกเกอร์) และบริการที่ปรึกษาทางการเงิน

อิทธิพลเหนือองค์กร หมายถึงอิทธิพลที่บริษัทหลักทรัพย์มีต่อโครงสร้างการบริหารจัดการตลาดหลักทรัพย์ในฐานะ “องค์กร” ที่ดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ ถ้าบริษัทหลักทรัพย์สามารถครอบงำคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ได้ ก็จะสามารถกดดันให้องค์กรตลาดหลักทรัพย์ดำเนินนโยบายและออกกฎเกณฑ์ต่างๆ ไปในทางที่รักษาผลประโยชน์ของธุรกิจตนเองเอาไว้ ในทางที่อาจขัดแย้งกับหรือลิดรอน

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

ผลประโยชน์ของนักลงทุน เช่น ตัดสินใจให้คงค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ขั้นต่ำเอาไว้แทนที่จะยกเลิกค่าธรรมเนียมขั้นต่ำเพื่อเอื้ออำนวยให้นักลงทุนได้รับประโยชน์อย่างเต็มที่จากการแข่งขันระหว่างบริษัทหลักทรัพย์ผู้ให้บริการ

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

7.2 อิทธิพลของบริษัทหลักทรัพย์ในตลาด

โดยทั่วไป ช่องทางในการใช้อิทธิพลเหนือตลาดของบริษัทหลักทรัพย์เพื่อแสวงหาผลตอบแทนส่วนเกินจากการทำธุรกิจปกติอาจแบ่งได้เป็นสี่ประเภทย่อยดังต่อไปนี้

1. อัตรากำไรที่สูงผิดปกติ (abnormal returns) จากการซื้อขายหลักทรัพย์ในพอร์ตลงทุนของตัวเอง (proprietary trading) ในทางที่อาศัยการร่วมมือหรือรับรู้สัญญาณระหว่างกัน ซึ่งอาจเข้าข่ายการสร้างราคาหุ้น (ผิดกฎหมาย) หรือไม่เข้าข่ายก็ได้
2. การกระตุ้นให้นักลงทุนส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผิดปกติ (abnormally high churn rate) อันมีส่วนทำให้ตลาดมีค่าความเร็วในการซื้อขายหุ้น (turnover velocity) และความผันผวน (volatility) สูงกว่าสภาพตลาดปกติ
3. ผลตอบแทนส่วนเกินจากกฎระเบียบ (rule-based rent) เช่น กฎหมายพิทักษ์อำนาจผูกขาดที่กำหนดว่านักลงทุนทุกรายต้องส่งคำสั่งซื้อขายผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นบริษัทสมาชิกตลาดเท่านั้นถ้าประสงค์จะซื้อหลักทรัพย์ในตลาด, กฎเกณฑ์ที่ระบุค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ขั้นต่ำ รวมถึงกฎระเบียบที่เอื้อต่อผลกำไรค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานบางประเภท อาทิ ค่าใช้จ่ายด้านการตลาดไปยังตลาดหลักทรัพย์
4. การจงใจทุจริตในตลาดหลักทรัพย์ (fraud-based rent) อาทิ การใช้ข้อมูลภายใน การสร้างราคาหุ้นไม่ว่าจะด้วยการใช้พอร์ตลงทุนของตนเองหรือร่วมมือกับลูกค้า รวมถึงกระบวนการทุจริตที่อยู่นอกเหนือจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรอง อาทิ การช่วยบริษัทจดทะเบียนปกปิดข้อมูลตกแต่งบัญชี หรือสมคบคิดกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกแบบกระบวนการซื้อโงงผู้ถือหุ้นรายย่อยในฐานะที่ปรึกษาทางการเงิน ผู้สอบบัญชี ผู้ประเมินทรัพย์สิน หรือผู้เชี่ยวชาญด้านอื่นที่เกี่ยวข้อง
5. รายงานบทนี้จะวาดเค้าโครงของลักษณะและที่มาของผลตอบแทนส่วนเกินในข้อ 1-3 ข้างต้น ส่วนผลตอบแทนส่วนเกินจากการทุจริตในข้อ 4 จะเป็นส่วนหนึ่งในบทที่ 7.2 ของรายงานฉบับนี้

7.2.1 ผลตอบแทนส่วนเกินจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในพอร์ตลงทุนของตัวเอง (proprietary trading)

การซื้อขายหลักทรัพย์ในพอร์ตลงทุนของตัวเอง (proprietary trading) เป็นกิจกรรมทำกำไรโดยปกติของบริษัทหลักทรัพย์ 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) ระหว่างกัน ของบริษัทหลักทรัพย์ในประเทศกำลังพัฒนาบางประเทศที่ยังอยู่ภายใต้อำนาจการควบคุมของบริษัทหลักทรัพย์ เช่น ตลาดหลักทรัพย์บอมเบย์ในอินเดีย (Khanna and Sunder 1999), ตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กต้นทศวรรษ 1900 ก่อนการเปิดเสรีและออกกฎหมายหลักทรัพย์ (Gordon 2000), ตลาดหลักทรัพย์จีน (Zhou and Mei 2003) และตลาดหลักทรัพย์ปากีสถาน (Khwaja and 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 7.1

ตารางที่ 7.1 การซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์ในพอร์ตตัวเองและพอร์ตลูกค้า ปี 2550-2551

	2550	2551
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: รายงานประจำปี 2551 สมาคมตลาดหลักทรัพย์

อุตสาหกรรมบริษัทหลักทรัพย์โดยรวมได้กำไรจากการซื้อขายในพอร์ตตัวเอง 1,701 ล้านบาทในปี 2550 คิดเป็นร้อยละ 9.4 ของรายได้จากการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ส่วนในปี 2551 อุตสาหกรรมขาดทุนจากการซื้อขายในพอร์ตตัวเอง 123 ล้านบาท สวนทางจากรายได้จากการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ที่ลดลงเพียงเล็กน้อยจากปีก่อนหน้า ส่วนหนึ่งเนื่องจากบริษัทหลักทรัพย์ได้รับค่าธรรมเนียมการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ทุกครั้งที่ถูกคำสั่งซื้อขาย ไม่ว่าลูกค้าจะได้กำไรหรือขาดทุน รายได้จากธุรกิจนี้จึงขึ้นอยู่กับปริมาณและมูลค่าการซื้อขายเป็นหลัก ไม่ขึ้นอยู่กับทิศทางของตลาด ต่างจากการลงทุนในพอร์ตลงทุนของตนเองซึ่งบริษัทหลักทรัพย์มีโอกาสที่จะได้กำไรหรือขาดทุนเช่นเดียวกับนักลงทุนรายอื่นในตลาด

งานวิจัยที่ผ่านมาชี้ว่า กลยุทธ์การสร้างราคาหุ้นของบริษัทหลักทรัพย์ที่นิยมใช้กันในตลาดที่พบพฤติกรรมดังกล่าวคือ “ทำราคาแล้วเทขาย” (pump-and-dump) กล่าวคือ เวลาที่ราคาหลักทรัพย์อยู่ในระดับต่ำ บริษัทหลักทรัพย์ที่สมคบคิดกันจะตกลงส่งคำสั่งซื้อขายระหว่างกันเพื่อให้ราคาหุ้นขยับขึ้น ล่อหลอกให้นักลงทุนที่ตัดสินใจลงทุนเมื่อมีข่าวดี (positive-feedback trader) เข้าไปซื้อหลักทรัพย์ ทำให้ราคาขยับขึ้น ไปอีก เมื่อถึงระดับที่บริษัทหลักทรัพย์ตกลงกันล่วงหน้าแล้ว บริษัทก็จะพร้อมใจกันเทขายทำกำไร ปล่อยให้ให้นักลงทุนคนนอกแบกรับผลขาดทุนเพราะขายออกไม่ทัน

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

ผู้สังเกตการณ์บางคนอาจแย้งว่า ผลตอบแทนส่วนเกินของบริษัทหลักทรัพย์จากพอร์ตลงทุนนั้นอาจไม่ใช่ผลตอบแทนที่ “เลว” คือล้อ โกงหรือเอาเปรียบนักลงทุนรายอื่น เนื่องจากผลตอบแทนส่วนเกินดังกล่าวอาจมาจากความเชี่ยวชาญของบริษัทหลักทรัพย์ที่เหนือกว่านักลงทุนทั่วไป หรือเป็นผลตอบแทนที่ “ชอบธรรม” เนื่องจากเป็นการตอบแทนบริษัทหลักทรัพย์ที่ทำหน้าที่ market maker ผู้มอบสภาพคล่องให้กับตลาด อย่างไรก็ตาม ในกรณีของปากีสถาน Khwaja and Mian ชี้ให้เห็นว่าข้อสังเกตดังกล่าวไม่น่าจะเป็นความจริง เนื่องจากแบบแผนการทำกำไรจาก “โยน” หุ้นนั้นมีระบบระเบียบ ไม่สอดคล้องกับสภาพตลาดในช่วงเวลาเหล่านั้น ส่วนความคิดที่ว่าผลตอบแทนส่วนเกินของบริษัทหลักทรัพย์ชอบธรรมแล้ว ก็ละเลยข้อเท็จจริงที่ว่า บริษัทหลักทรัพย์ทุกแห่งมีความได้เปรียบเหนือนักลงทุนทั่วไปโดยธรรมชาติที่เอื้อต่อการสร้างราคาหุ้น เนื่องจากมีต้นทุนในการทำธุรกรรมต่ำกว่า มีข้อมูลในเวลาจริงดีกว่าเกี่ยวกับทิศทางของราคาหุ้นและความคาดหวังของนักค้าในตลาด รวมทั้งสามารถกระจายข่าวลือหรือข้อมูลเท็จให้กับนักลงทุนที่เป็นลูกค้าของตัวเองได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ล้วนเป็นหัวใจของความสำเร็จของกลยุทธ์การสร้างราคาในตลาด

ย้อนกลับมายังตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การประเมินว่าบริษัทหลักทรัพย์ 39 แห่งมีผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในพอร์ตลงทุนของตัวเองมากกว่านักลงทุนทั่วไปหรือไม่อย่างไร และพฤติกรรมการซื้อขายส่อแววว่ามีการ “ทำราคา” หรือไม่เพียงใดนั้น จะต้องอาศัยการวิเคราะห์ข้อมูลการซื้อขายรายวันของบริษัทหลักทรัพย์แต่ละราย ซึ่งอยู่นอกเหนือขอบเขตของรายงานฉบับนี้ ในที่นี้ผู้วิจัยเพียงแต่บันทึก

ข้อสังเกตเบื้องต้นว่า การวิเคราะห์ดังกล่าวมีนัยสำคัญต่อการศึกษาโครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์และแรงจูงใจของบริษัทหลักทรัพย์ โดยเฉพาะในสถานการณ์ปัจจุบันที่สัดส่วนกำไรจากพอร์ตลงทุนมีแนวโน้มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องดังที่ได้กล่าวไปแล้ว และมีข้อมูลทางอ้อมบางตัวที่บ่งชี้ว่า ตลท. อาจ “เลือกปฏิบัติ” ต่อบริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาด เช่น ไม่บังคับใช้กฎระเบียบการเปิดเผยข้อมูลอย่างเคร่งครัดเท่ากับที่ปฏิบัติต่อบริษัทจดทะเบียนที่ทำธุรกิจอื่น⁴

ถ้าหากบริษัทหลักทรัพย์ได้รับผลตอบแทนส่วนเกินจากธุรกรรมนี้สูงกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของนักลงทุนทั่วไปอย่างมีนัยสำคัญและบ่งชี้ว่ามีการสร้างราคาหุ้น ผลลัพธ์ดังกล่าวก็อาจมีส่วนอธิบายว่าเหตุใดจำนวนนักลงทุนรายย่อยที่ซื้อขายมากกว่าเดือนละหนึ่งครั้งจึงแทบจะไม่เพิ่มขึ้นเลยนับจากปี 1997 ที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจเป็นต้นมา และเหตุใดบริษัทหลักทรัพย์ผู้ครองตลาดบางแห่งจึงมักแสดงท่าทีต่อต้านแนวความคิดการปฏิรูปเชิงสถาบัน โดยเฉพาะการเปิดเสรีตลาดหลักทรัพย์และบังคับใช้กฎหมายหลักทรัพย์อย่างเข้มงวดมากกว่าที่แล้วมา

7.2.2 การกระตุ้นให้ลูกค้าส่งคำสั่งซื้อขายถี่ผิดปกติ (abnormally high churn rate)

เนื่องจากบริษัทหลักทรัพย์ได้รับค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ทุกครั้งที่ถูกคำสั่งคำสั่งซื้อขาย ประกอบกับปัจจุบัน ตลท. ยังตรึงโครงสร้างค่าธรรมเนียมอยู่ที่ค่าธรรมเนียมขั้นต่ำร้อยละ 0.25 สำหรับการซื้อขายทุกขนาด ก่อนจะทยอยปรับเป็นขั้นบันไดในปี 2010 และเปิดเสรีในปี 2012 บริษัทหลักทรัพย์จึงมีแรงจูงใจโดยธรรมชาติของการทำธุรกิจอยู่แล้วที่จะเชิญให้ลูกค้าส่งคำสั่งซื้อขายหลายครั้ง โดยเฉพาะนักลงทุนรายย่อยที่ซื้อขายรายวัน (day trader) ลงทุนในหุ้นขนาดเล็กที่มีสภาพคล่องสูง และอาศัยข้อมูลจากพนักงานบริษัทหลักทรัพย์ผู้ดูแลบัญชีอย่างสม่ำเสมอในการตัดสินใจลงทุน อย่างไรก็ตาม บริษัทอาจแสวงหาผลตอบแทนส่วนเกินในทางที่สังคมไม่พึงปรารถนาได้ ถ้าหากบริษัทกระตุ้นให้นักลงทุนรายย่อยซื้อขายถี่ผิดปกติเกินไป โดยเฉพาะถ้าพฤติกรรมดังกล่าวส่งผลให้นักลงทุนเก็งกำไรเกินควร ได้รับความเสี่ยงเพิ่มขึ้นโดยที่ไม่ได้กำไรจากการซื้อขายเพิ่มในสาระสำคัญ

ความถี่ในการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนรายย่อยเป็นประเด็นสำคัญใน ตลท. เนื่องจากเป็นตลาดที่นักลงทุนรายย่อยมีส่วนการซื้อขายสูงถึงร้อยละ 62 ของมูลค่าการซื้อขายทั้งตลาด และนักลงทุนรายย่อยก็มีจำนวนทั้งหมดเพียงไม่ถึง 110,000 บัญชี⁵ ยิ่งนักลงทุนซื้อขายถี่เพียงใด ความเร็วในการซื้อขายหลักทรัพย์โดยรวม (turnover velocity) ก็ยังมีแนวโน้มว่าจะสูงตามไปด้วย และยิ่งความเร็วในการซื้อขายหลักทรัพย์สูงเพียงใด ยังมีแนวโน้มที่ตลาดจะมีความผันผวนสูง ซึ่งก็หมายความว่านักลงทุนมีต้นทุนทางอ้อมสูงตามไปด้วย จากความเสี่ยงที่สูงขึ้นตามระดับความผันผวน

⁴ อ่านรายละเอียดเพิ่มเติมใน สฤณี อาชวานันทกุล, “การพัฒนาตลาดการเงินเพื่อความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ: กรณีศึกษาข่าวสารในตลาดทุน”

นำเสนอในการสัมมนาวิชาการประจำปี 2551 สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย, 29 พฤศจิกายน 2551.

⁵ สรุปลักษณะตลาดหลักทรัพย์ มกราคม-ตุลาคม 2552, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

การสำรวจความเร็วในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ 53 แห่งทั่วโลกที่เป็นสมาชิกของสมาพันธ์ตลาดหลักทรัพย์โลก (World Federation of Exchanges: WFE) แยกตามขนาดของบริษัทจดทะเบียน แสดงผลการสำรวจตลาดหลักทรัพย์ในทวีปเอเชียได้ดังตารางที่ 7.2

ตารางที่ 7.2 ความเร็วในการซื้อขายหลักทรัพย์ (turnover velocity) ในตลาดหลักทรัพย์เอเชีย ปี 2007

	Large cap	Mid cap	Small cap	Micro cap	ช่องว่าง Large-Micro	Stock 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%

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

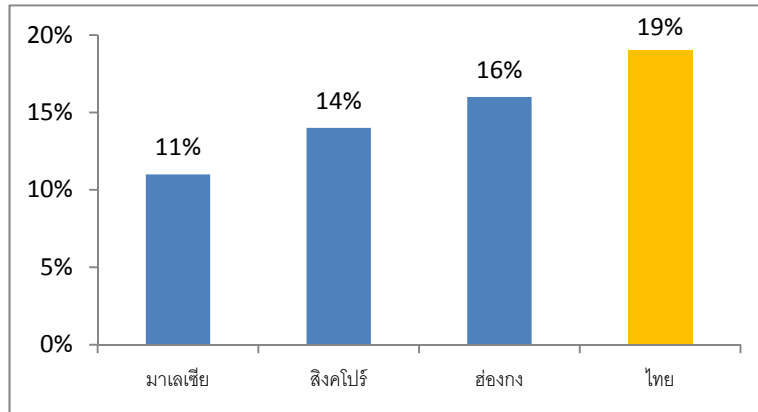
ที่มา: 2007 Domestic Market Capitalization Segmentation Survey, World Federation of Exchanges

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

อย่างไรก็ดี การทดสอบสมมุติฐานข้างต้นและการคำนวณผลตอบแทนส่วนเกินที่เกิดขึ้นในกรณีนี้ จำต้องอาศัยการวิจัยเชิงประจักษ์ที่ใช้ข้อมูลรายวันและรายบริษัท เช่น เปรียบเทียบจำนวนครั้งที่เจ้าหน้าที่การตลาดของบริษัท (มาร์เก็ตติ้ง) โทรศัพท์ไปเชิญชวนให้ลูกค้าทำรายการ กับมูลค่าและปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทนั้นๆ ในแต่ละวัน ซึ่งเป็นโจทย์วิจัยเชิงลึกที่อยู่นอกเหนือขอบเขตของรายงานฉบับนี้

ความเร็วในการซื้อขายหลักทรัพย์ในหลักทรัพย์ขนาดจิ๋วของนักลงทุนรายย่อยซึ่งคิดเป็นร้อยละ 62 ของมูลค่าการซื้อขายในตลาด มีส่วนทำให้ ตลท. ผันผวนกว่าตลาดหลักทรัพย์ไกล์เคียง ดังตัวอย่างเปรียบเทียบ ค่าเฉลี่ยความผันผวนในช่วง 90 วัน กับมาเลเซีย สิงคโปร์ และฮ่องกง ระหว่างปี 2005-2007 ในรูปที่ 7.4

**รูปที่ 7.4 ค่าเฉลี่ยความผันผวนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 90 วัน
(average 90-day volatility of historical closing prices) ระหว่างปี 2005-2007**



ที่มา: ตลท., อ้างอิงจาก Bloomberg ณ สิ้นเดือนธันวาคม 2007

7.2.3 ผลตอบแทนส่วนเกินจากกฎระเบียบ (rule-based rent)

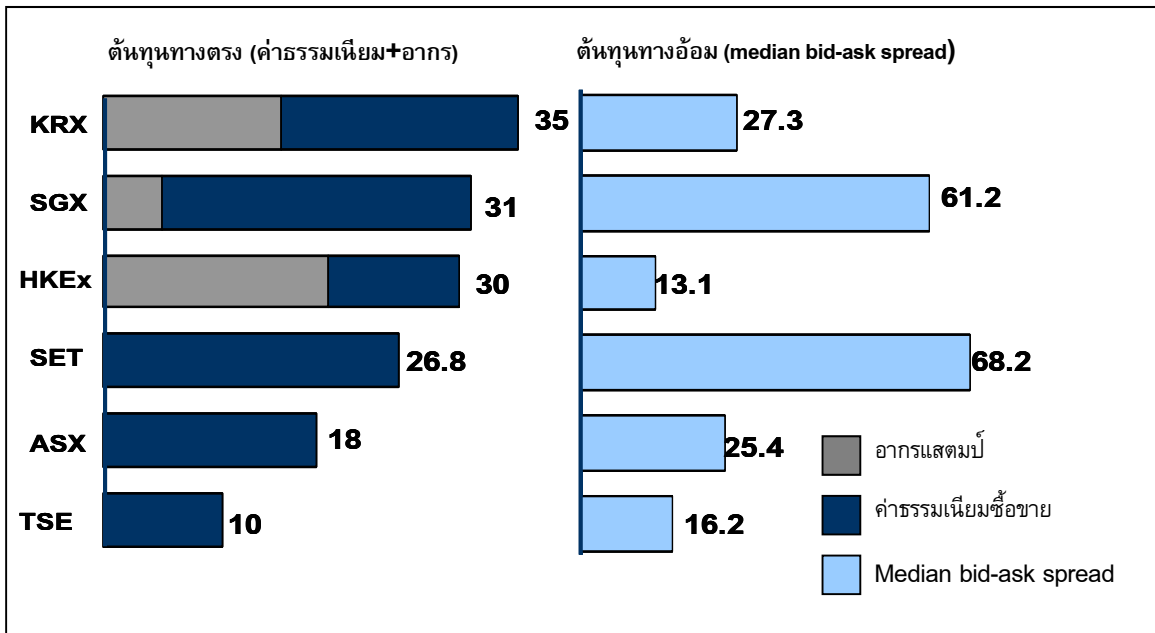
ผลตอบแทนส่วนเกินจากกฎระเบียบ หมายถึงผลตอบแทนส่วนเกินที่บริษัทหลักทรัพย์ได้รับจาก กฎหมาย กฎเกณฑ์ หรือกฎระเบียบที่เอื้อประโยชน์ให้กับธุรกิจหลักทรัพย์ แหล่งที่มาสำคัญของผลตอบแทน ส่วนเกินประเภทนี้ใน ตลท. ที่ส่งผลกระทบต่อนักลงทุนและพัฒนาการของตลาดทุนมีทั้งหมด 3 ช่องทาง ได้แก่ 1. หลักเกณฑ์ค่าธรรมเนียมขั้นต่ำ 2. กฎหมายหลักทรัพย์ที่มอบอำนาจผูกขาดให้กับ ตลท. และยังไม่เปิด เสรีธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ และ 3. กรณีที่ ตลท. ซึ่งยังมีรูปแบบเป็นองค์กรไม่แสวงหากำไรเป็นผู้ รับผิดชอบค่าใช้จ่ายก้อนใหญ่ในการพัฒนาดัชนี ดึงดูดนักลงทุนรายใหม่ และทำการตลาด ซึ่งล้วนเป็น กิจกรรมที่บริษัทหลักทรัพย์ในประเทศอื่นปกติจะเป็นผู้แบกรับในฐานะค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน

โครงสร้างค่าธรรมเนียมปัจจุบันที่ ตลท. กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ทุกรายเก็บค่าธรรมเนียมไม่ต่ำกว่าร้อยละ 0.25 (ในกรณีซื้อขายผ่านอินเทอร์เน็ต ให้เก็บร้อยละ 60 ของค่าธรรมเนียมการซื้อขายทั่วไป หรือเท่ากับร้อยละ 0.15) เป็นระดับที่ค่อนข้างสูงเมื่อเปรียบเทียบกับค่าธรรมเนียมเฉลี่ยในตลาดหลักทรัพย์โลก Elkins McSherry บริษัทประเมินต้นทุนในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ 60 แห่งทั่วโลก รายงานว่า ในไตรมาสที่ 2 ของปี 2552 ค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ทั่วโลกเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 0.1653 เท่านั้น และมีแนวโน้มจะลดลงอย่างต่อเนื่องตามความก้าวหน้าของเทคโนโลยีและกระแสการควบรวมกิจการในธุรกิจ บริหารจัดการกองทุน⁶

⁶ Elkins McSherry LLC, August 2009 Newsletter. https://www.elkinsmcscherry.com/EM/pdfs/Newsletters/Aug_2009_newsletter.pdf

หลักเกณฑ์ค่าธรรมเนียมขั้นต่ำทำให้ต้นทุนทางตรงของนักลงทุนใน ตลาด. อยู่ในระดับค่อนข้างสูงเมื่อเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ชั้นนำในเอเชีย ดังแสดงในรูปที่ 7.5 ต้นทุนทางตรงดังกล่าวมีส่วนลดทอนแรงจูงใจของนักลงทุนที่จะเข้ามาซื้อขายหลักทรัพย์ใน ตลาด. โดยเฉพาะนักลงทุนสถาบันที่สามารถซื้อขายในตลาดอื่นที่มีสภาพคล่องสูงกว่า มีค่าธรรมเนียมต่ำกว่า และมีความเร็วในการทำรายการสูงกว่า

รูปที่ 7.5 ต้นทุนทางตรงและต้นทุนทางอ้อมของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย เกาหลีใต้ สิงคโปร์ ฮองกง ออสเตรเลีย และไต้หวัน (basis point หรือ 1/100 ของ 1 เปอร์เซ็นต์) ปี 2006



ที่มา: ฝ่ายพัฒนากลยุทธ์ ตลาด., Elkins McSherry

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

หลักเกณฑ์ค่าธรรมเนียมขั้นต่ำมีส่วนสร้างผลตอบแทนส่วนเกินของบริษัทหลักทรัพย์อย่างมาก โดยเฉพาะเมื่อคำนึงว่ารายได้จากการให้บริการรวมกันประมาณร้อยละ 94 ของอุตสาหกรรมหลักทรัพย์ไทย (บริษัทหลักทรัพย์ 39 แห่งและ sub-broker 1 แห่งใน ตลาด.) มาจากค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์และตราสารอนุพันธ์ ในขณะที่ค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมหลักทรัพย์โลกอยู่ที่ร้อยละ 48 เท่านั้น โดยรายได้จากการให้บริการที่เหลือร้อยละ 12 มาจากการรับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ร้อยละ 8 มาจากการเป็นที่ปรึกษา

ทางการเงินให้กับลูกค้าบริษัท และอีกร้อยละ 32 มาจากบริการอื่น เช่น การซื้อขายตราสารหนี้ และการเป็นที่ปรึกษาด้านวางแผนการเงินให้กับลูกค้ารายย่อย ดังรายละเอียดในตารางที่ 7.3

ตารางที่ 7.3 รายได้จากการให้บริการและค่าใช้จ่ายของบริษัทหลักทรัพย์ เปรียบเทียบระหว่างบริษัทหลักทรัพย์ใน ตลท. กับค่าเฉลี่ยของบริษัทหลักทรัพย์ทั่วโลก

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

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

หลังการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมเต็มรูปแบบในปี 2012 ถ้าหากค่าธรรมเนียมเฉลี่ยของบริษัทหลักทรัพย์ไทยจะปรับตัวลดลงจากการแข่งขันจนเท่ากับอัตรากำไรเฉลี่ยโลก ก็คือร้อยละ 0.1653 รายได้จากการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในระยะสั้นก็อาจลดลงถึงร้อยละ 26 (บนฐานตัวเลขปี 2008) คือจาก 17,118 ล้านบาทเหลือเพียง 12,640 ล้านบาท แต่ไม่นานหลังจากนั้น ค่าธรรมเนียมที่ต่ำลงจะมีส่วนช่วยดึงดูดให้นักลงทุนสนใจเข้ามาลงทุนใน ตลท. มากขึ้น ส่งผลให้มูลค่าการซื้อขายในตลาดเพิ่มขึ้นจนสามารถชดเชยรายได้ที่หายไปได้บางส่วน ดังสะท้อนในประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ทุกแห่งที่เปิดเสรีค่าธรรมเนียมไปแล้วก่อนหน้านี้ อย่างไรก็ตาม ภาครัฐไม่ได้ว่าการแข่งขันที่จะเข้มข้นขึ้นทันทีที่เปิดเสรีค่าธรรมเนียมจะส่งผลให้บริษัทหลักทรัพย์จำนวนมากประสบปัญหาด้านการเงินจนอาจตัดสินใจเลิกหรือขายกิจการ แต่นักลงทุนและตลาดโดยรวมจะได้รับประโยชน์จากการที่บริษัทหลักทรัพย์ไม่ได้รับผลตอบแทนส่วนเกินจากค่าธรรมเนียมอีกต่อไป เนื่องจากค่าธรรมเนียมเฉลี่ยในตลาดจะเป็นผลลัพธ์ของการแข่งขันโดยเสรีระหว่างบริษัทหลักทรัพย์

ข้อมูลจากตารางที่ 7.3 สะท้อนว่า นอกจากโครงสร้างรายได้ของบริษัทหลักทรัพย์ไทยจะขึ้นอยู่กับค่าธรรมเนียมการซื้อขายเป็นหลักแล้ว โครงสร้างค่าใช้จ่ายยังแตกต่างจากค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมหลักทรัพย์โลกในบางประเด็น โดยเฉพาะในด้านค่าธรรมเนียมและบริการจ่าย ค่าเดินทาง และค่าจัดกิจกรรมส่งเสริมการขาย บริษัทหลักทรัพย์โลกมีค่าใช้จ่ายเหล่านี้คิดเป็นร้อยละ 25 ของรายจ่ายทั้งหมด ประกอบด้วยร้อยละ 17 เป็นค่าใช้จ่ายดำเนินงานวิจัย ข้อมูล และบริการมืออาชีพ (professional services เช่น ที่ปรึกษาธุรกิจ โปรแกรมเมอร์

๑๗๑) และอีกร้อยละ 8 เป็นค่าเดินทางและจัดกิจกรรมส่งเสริมการขาย ขณะที่บริษัทหลักทรัพย์ไทยมีค่าใช้จ่ายเหล่านี้รวมกันเพียงประมาณร้อยละ 8 ของค่าใช้จ่ายทั้งหมดเท่านั้น

สาเหตุหลักประการหนึ่งที่บริษัทหลักทรัพย์ไทยมีภาระค่าใช้จ่ายด้านข้อมูล บริการมืออาชีพ ค่าเดินทาง และค่ากิจกรรมส่งเสริมการขายค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับอุตสาหกรรมหลักทรัพย์โลก คือการที่ ตลท. เป็นผู้รับภาระค่าใช้จ่ายเหล่านี้แทน และการที่ ตลท. เป็นผู้ออกค่าใช้จ่ายเหล่านี้ส่วนหนึ่งก็มาจากการที่ ตลท. ยังเป็น “องค์กรไม่แสวงหากำไร” ที่มีทั้งเป้าหมายเชิงสังคม (ให้ข้อมูลความรู้เกี่ยวกับการลงทุน ทำกิจกรรมการกุศล ฯลฯ) และเป้าหมายเชิงธุรกิจ (ในฐานะองค์กรที่บริหารกิจการตลาดหลักทรัพย์) ะปนอยู่ในองค์กรเดียวกัน กิจกรรมการตลาดและพัฒนาผลิตภัณฑ์จึงถูกนับรวมอยู่ในพันธกิจด้านสังคมของ ตลท. (ขยายฐานนักลงทุน) แทนที่จะเป็นพันธกิจของบริษัทหลักทรัพย์ในฐานะกิจกรรมปกติของธุรกิจหลักทรัพย์ดังที่เป็นในประเทศอื่น

การเปรียบเทียบโครงสร้างรายได้และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของ ตลท. ในปี 2007 กับค่าเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ 53 แห่งทั่วโลกที่เป็นสมาชิกสมาพันธ์ตลาดหลักทรัพย์โลกในปีเดียวกัน บ่งชี้ความแตกต่างระหว่าง ตลท. กับตลาดหลักทรัพย์ทั่วไปอย่างชัดเจน ดังแสดงในตารางที่ 7.4

ตารางที่ 7.4 รายได้จากการให้บริการและค่าใช้จ่ายของบริษัทหลักทรัพย์ เปรียบเทียบระหว่างบริษัทหลักทรัพย์ใน ตลท. กับค่าเฉลี่ยของบริษัทหลักทรัพย์ทั่วโลก ปี 2007

รายได้ของตลาดหลักทรัพย์ปี 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%
รายได้ค่าพัฒนาระบบและสนับสนุนเทคโนโลยีสารสนเทศ	1%	4%	1%	5%
รายได้จากงานนายทะเบียนและรับฝากหลักทรัพย์	23%	13%	35%	14%
รายได้อื่น	13%	5%	19%	5%
รวม	100%	100%	100%	100%
ค่าใช้จ่ายของตลาดหลักทรัพย์ปี 2007	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%		

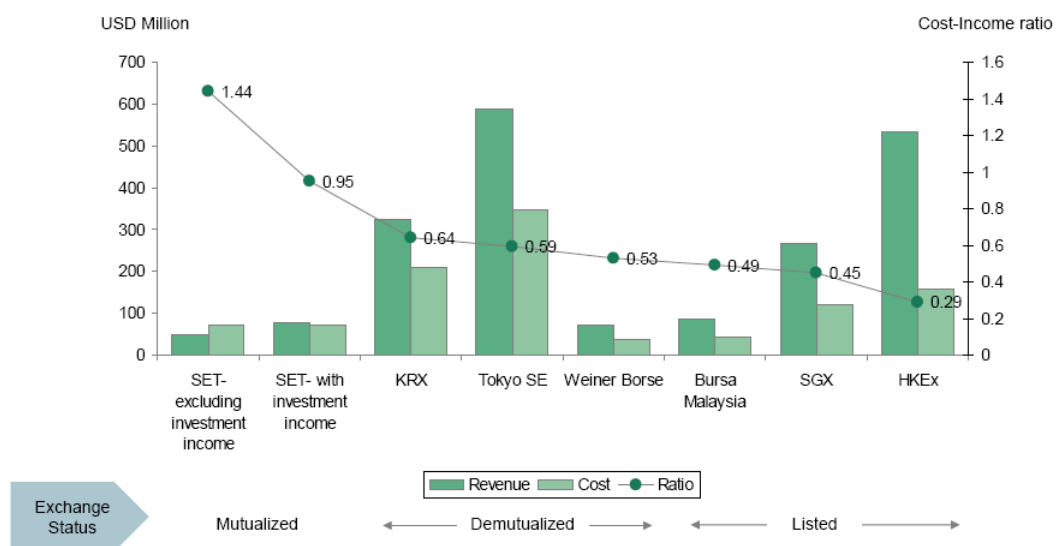
หมายเหตุ: * ตลท. ไม่เปิดเผยตัวเลขค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับเทคโนโลยีสารสนเทศในรายงานประจำปี

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

ตารางข้างต้นสะท้อนว่า หากไม่นับรายได้จากเงินลงทุนซึ่งมิใช่รายได้จากการดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ ตลท. มีรายได้จากค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์เพียงร้อยละ 30 ของรายได้ เทียบกับค่าเฉลี่ยโลกที่ร้อยละ 60 ขณะที่รายได้จากงานนายทะเบียนและรับฝากหลักทรัพย์ร้อยละ 35 ของรายได้ เทียบกับค่าเฉลี่ยโลกที่ร้อยละ 14 (สาเหตุหนึ่งเนื่องจากตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งได้ outsource งานบริการหลังการขาย (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 ดังตัวอย่างในรูปที่ 7.5

รูปที่ 7.6 อัตราส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ของ ตลท. เปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์อื่นในภูมิภาค ปี 2006



ที่มา: รายงานประจำปี ของ ตลท. และตลาดหลักทรัพย์อื่น รวบรวมโดย Boston Consulting Group

ข้อมูลเหล่านี้บ่งชี้ว่า ผลตอบแทนส่วนเกินจากค่าธรรมเนียมขั้นต่ำ ประกอบกับผลตอบแทนส่วนเกินจากการไม่มีค่าใช้จ่ายด้านการตลาดหรือพัฒนาผลิตภัณฑ์เท่าที่ควรเพราะ ตลท. เป็นฝ่ายรับภาระเหล่านี้แทน น่าจะเป็นสาเหตุหลักส่วนหนึ่งที่ทำให้บริษัทหลักทรัพย์ไทยมีอัตรากำไรก่อนหักภาษีสูงถึงร้อยละ 17 เทียบกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมหลักทรัพย์โลกซึ่งอยู่ที่ประมาณร้อยละ 10 ดังแสดงในตารางที่ 7.1 ข้างต้น

7.3 อิทธิพลของบริษัทหลักทรัพย์ในโครงสร้างการบริหารจัดการ ตลท.

ปัจจุบัน ตลท. เป็นตลาดหลักทรัพย์ส่วนน้อยในโลกที่ยังไม่เปิดเสรีและแปลงสภาพเป็นบริษัทมหาชน มีรูปแบบเป็นองค์กรไม่แสวงหากำไรแต่ต้องดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ที่มีการแข่งขันสูงขึ้นเรื่อยๆ ตาม

กระแสโลกาภิวัตน์ในภาคการเงิน ก่อนหน้านี้ผู้วิจัยเคยกล่าวถึงอิทธิพลของบริษัทหลักทรัพย์ในโครงสร้างการบริหารจัดการของ ตลท. ไว้ดังต่อไปนี้⁷

“ถึงแม้ว่า พ.ร.บ. หลักทรัพย์ จะกำหนดให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (“ก.ล.ต.”) มีอำนาจเต็มที่ตามกฎหมายในการกำกับดูแล ตลท. ปัจจุบัน ตลท. มีสถานะเป็น “องค์กรกำกับดูแลตนเอง” (Self-Regulatory Organization: SRO) ภายใต้บันทึกข้อตกลงกับ ก.ล.ต. ซึ่งให้อำนาจ ตลท. ในการออกประกาศและข้อบังคับต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรอง โดยไม่ต้องขออนุมัติจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. ก่อน เช่น กฎเกณฑ์เกี่ยวกับการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ บริการด้านนายทะเบียนหลักทรัพย์ รวมทั้งทำหน้าที่เป็น “ด่านแรก” ในการติดตามสภาพการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อยับยั้งหรือรวบรวมหลักฐานเกี่ยวกับการกระทำทุจริต 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. ค่อนข้างมากโดยใช้กลไกทั้ง โครงสร้างทางการ และการลอบบีผ่านสภาธุรกิจตลาดทุนไทยหรือ FetCo (ย่อมาจาก Federation of Thai Capital Market Organizations) ซึ่งข้อมูลจากเว็บไซต์ FetCo⁸ ระบุว่า “จัดตั้งขึ้นโดยความร่วมมือระหว่างองค์กรที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ในปี 2547 โดยความร่วมมือของ 6 องค์กร ประกอบด้วย สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ สมาคมบริษัทจดทะเบียน สมาคมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ สมาคมบริษัทจัดการลงทุน สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย และ ตลท.” ทั้งนี้เป็นที่น่าสังเกตว่า บริษัทจดทะเบียนซึ่งโดยทั่วไปมิได้มีผลประโยชน์ที่สอดคล้องกันกับผลประโยชน์ของบริษัทหลักทรัพย์ และมีใช้ “องค์กรที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์” แต่อย่างไร กลับได้รับการอุปโลภณ์ให้เป็นสมาชิกของ FetCo ด้วย

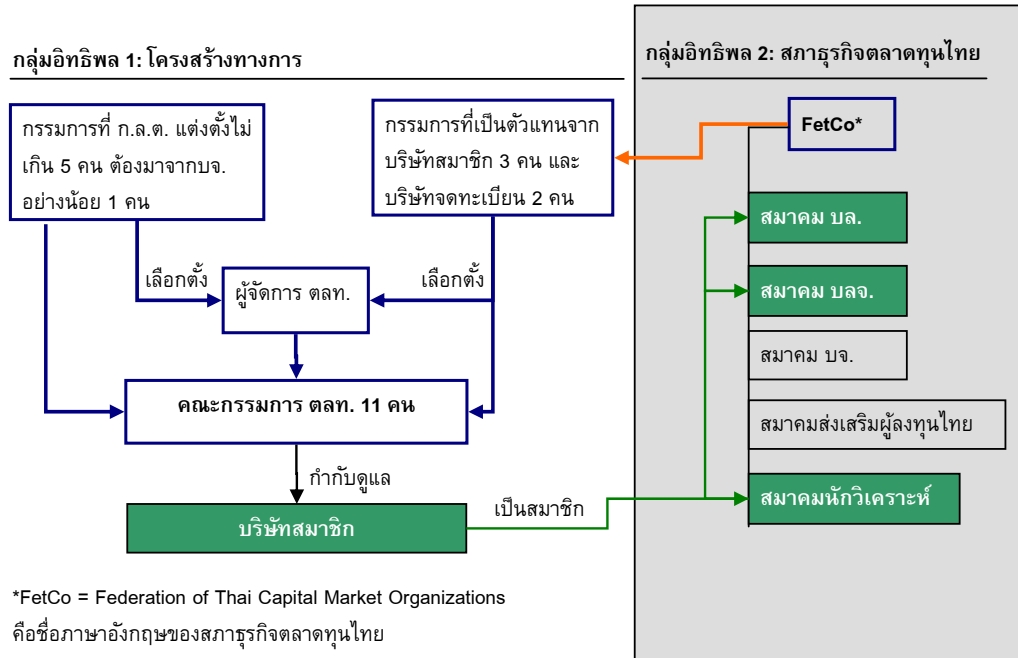
เนื่องจากบริษัทส่วนใหญ่ที่เป็นสมาชิกของ 3 องค์กรสมาชิกของ FetCo ได้แก่ สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ สมาคมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ และสมาคมบริษัทจัดการลงทุน เป็นบริษัทสมาชิกหรือเป็นบริษัทในเครือบริษัทที่เป็นสมาชิก ตลท. ด้วย (เนื่องจากตลาดทุนไทยยังแทบไม่เคยมีสถาบันการเงินตัวกลาง (เช่น สถาบันวิเคราะห์หลักทรัพย์อิสระ) ที่ไม่ได้ประกอบธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์หรือเป็นบริษัทในเครือ

⁷ ปรับปรุงเนื้อหาเล็กน้อยจาก สฤณี อาชวานันทกุล และ กิตติชัย แซ่เจี๊ยะ, “การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างอำนาจในการจัดสรรทุนในระบบเศรษฐกิจไทย ภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์” นำเสนอในงานสัมมนาวิชาการประจำปี 2550 ของคณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 12 กันยายน 2550.

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

ของธุรกิจนี้ด้วย) ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์จึงมีอำนาจครอบงำคณะกรรมการ ตลท. ผ่านกลุ่มอิทธิพลทั้งสองกลุ่ม ดังแสดงในรูปที่ 7.7

รูปที่ 7.7 โครงสร้างอำนาจในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์



ที่มา: ผู้วิจัย

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 และกรรมการจำนวนมากที่สุดที่มาจากผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มเดียวกัน (voting bloc) คือ 4 คน เป็นตัวแทนของบริษัทหลักทรัพย์ ก็หมายความว่า หากองค์กรสมาชิกใน FetCo มีมติเห็นชอบในวาระใดก็ตามที่ต้องการไปผลักดันในคณะกรรมการ ตลท. แล้ว ก็เป็นการยากที่ประธานกรรมการและผู้ไม่มีส่วนได้เสีย 2 คน จะออกเสียงคัดค้านวาระดังกล่าวไม่ให้กลายเป็นมติของที่ประชุม

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

การที่บริษัทหลักทรัพย์โดยรวมยังมีอิทธิพลสูงมากในการบริหารจัดการ ตลท. เป็นสาเหตุหนึ่งที่อธิบายความยั่งยืนยาวนานของผลตอบแทนส่วนเกินที่บริษัทหลักทรัพย์ได้รับจากกฎระเบียบต่างๆ โดยเฉพาะอำนาจผูกขาดของ ตลท. และหลักเกณฑ์ค่าธรรมเนียมขั้นต่ำ เพราะบริษัทหลักทรัพย์โดยทั่วไปย่อมมีแรงจูงใจที่ส่งวนผลตอบแทนส่วนเกินของตน และดังนั้นจึงยอมให้อิทธิพลเหนือองค์กรเป็นเครื่องมือในการอนุรักษ์กฎระเบียบที่พิทักษ์ผลตอบแทนส่วนเกินเอาไว้ ถึงแม้ว่าจะเป็นผลเสียต่อนักลงทุนและลดความสามารถในการแข่งขันของ ตลท. อย่างต่อเนื่องก็ตาม

7.4 ผลการประเมินค่าเช่าทางเศรษฐกิจของบริษัทหลักทรัพย์

ค่าเช่าทางเศรษฐกิจในตลาดหลักทรัพย์ไทย หมายถึง ค่าเช่าที่เกิดขึ้นจากการใช้อำนาจเหนือตลาด หรืออำนาจเหนือโครงสร้างการกำกับดูแล ของบุคคลที่ได้รับประโยชน์จากตลาดหลักทรัพย์ อาทิ สถาบันการเงิน ตัวกลาง ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ประธานเจ้าหน้าที่บริหารของบริษัทจดทะเบียน ฯลฯ งานวิจัยนี้มิได้มุ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าเช่าที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ กับค่าเช่าในภาคธุรกิจในระดับที่กว้างกว่า เช่น ค่าเช่าของบริษัทขนาดใหญ่ที่มีส่วนเกิดจากความเหลื่อมล้ำในการจัดสรรเงินทุนและเงินออมในระบบการเงินทั้งระบบ (ไม่ว่าจะเกิดจากความบกพร่องของกลไก หรือการใช้อิทธิพลแทรกแซงก็ตาม) เนื่องจากค่าเช่าในภาคธุรกิจอยู่นอกเหนือขอบเขตของรายงานฉบับนี้ อย่างไรก็ตาม บุคคลหรือนิติบุคคลใดก็ตามที่มีค่าเช่าทางเศรษฐกิจในภาคธุรกิจค่อนข้างสูง โอกาสของบุคคลหรือนิติบุคคลนั้นในการแสวงค่าเช่าทางเศรษฐกิจในตลาดหลักทรัพย์ก็อาจจะสูงขึ้นด้วยโดยปริยาย เนื่องจากโครงสร้างอำนาจและความสัมพันธ์ในตลาดหลักทรัพย์สะท้อนโครงสร้างอำนาจและความสัมพันธ์ในภาคธุรกิจไทยโดยรวม

ค่าเช่าทางเศรษฐกิจจากการกำหนดค่าธรรมเนียมขั้นต่ำในการซื้อขายหลักทรัพย์ไว้ที่ร้อยละ 0.25 โดยถ้าตั้งสมมุติฐานว่าภายหลังการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมเต็มรูปแบบในปี พ.ศ. 2555 แล้ว ถ้าหากค่าธรรมเนียมเฉลี่ยของบริษัทหลักทรัพย์ไทยจะปรับตัวลดลงจากการแข่งขันจนเท่ากับอัตราค่าธรรมเนียมเฉลี่ยโลก คือร้อยละ 0.1653 รายได้จากการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในระยะสั้นก็อาจลดลงถึงร้อยละ 26 (บนฐานตัวเลขปี 2008) คือจาก 17,118 ล้านบาท เหลือเพียง 12,640 ล้านบาท เท่ากับว่าค่าเช่าทางเศรษฐกิจของอุตสาหกรรมโบรกเกอร์ในส่วนนี้อยู่ที่ประมาณ **4,500 ล้านบาทต่อปี** หรือคิดเป็นร้อยละ 18.6 ของรายได้ทั้งอุตสาหกรรมต่อปี (เทียบจากรายได้ในปี 2551)

ค่าเช่าทางเศรษฐกิจจากการที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) เป็นผู้รับภาระหลักในการออกค่าใช้จ่ายด้านการจัดกิจกรรมส่งเสริมการขาย และค่าใช้จ่ายในการบริการและผลิตสื่อ ซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายที่โบรกเกอร์ในต่างประเทศปกติจะเป็นผู้รับภาระ เท่ากับประมาณ **392 ล้านบาทต่อปี** (ค่าใช้จ่ายของ ตลท. ในสองรายการนี้ในปี พ.ศ. 2551)

7.5 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายและบทสรุป

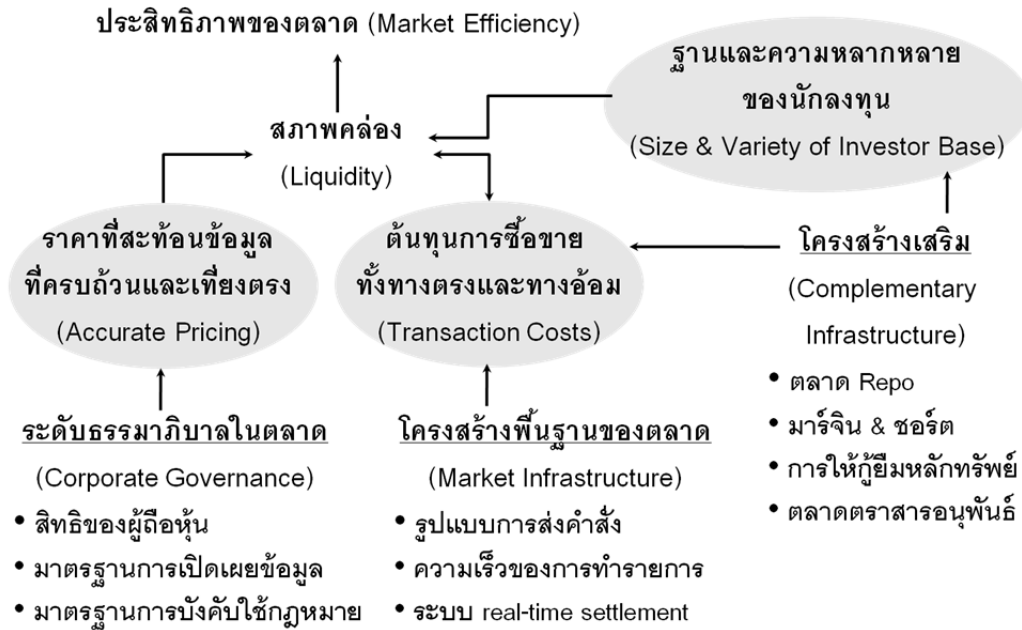
รายงานฉบับนี้นำเสนอเค้าโครงของช่องทางที่บริษัทหลักทรัพย์สามารถใช้ในการแสวงหาค่าเช่าทางเศรษฐกิจ (ผลตอบแทนส่วนเกิน) ใน ตลาด. โดยได้ประเมินมูลค่าของค่าเช่าบางรายการจากกฎระเบียบที่เอื้ออำนวยต่อบริษัทหลักทรัพย์ ข้อมูลเหล่านี้บ่งชี้ว่า ปัจจุบันบริษัทหลักทรัพย์มีอำนาจเหนือโครงสร้างการบริหารจัดการ ตลาด. จริง และบริษัทหลักทรัพย์โดยรวมก็ใช้อำนาจดังกล่าวในการแสวงหาผลตอบแทนส่วนเกินในหลายช่องทาง โดยเฉพาะจากการสนับสนุนให้นักลงทุนรายย่อยซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผิดปกติ และจากกฎระเบียบที่พิทักษ์อำนาจผูกขาดของ ตลาด. ไม่เปิดเสรีธุรกิจหลักทรัพย์ และดำรงหลักเกณฑ์ค่าธรรมเนียมขั้นต่ำ

ผลตอบแทนส่วนเกินเหล่านี้ล้วนมีส่วนเพิ่มต้นทุนในการซื้อขายของนักลงทุนทั้งทางตรงและทางอ้อม ส่งเสริมให้นักลงทุนรายย่อยซื้อขายแบบเก็งกำไรมากกว่าดูปัจจัยพื้นฐานหรือไม่ก็ละเลยพฤติกรรมดังกล่าว ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีความผันผวนสูงกว่าตลาดหลักทรัพย์คู่แข่ง ประชาชนขาดแรงจูงใจที่จะเข้ามาลงทุน เพราะมองว่าตลาดหลักทรัพย์เสี่ยงเกินไป การไม่เปิดเสรีธุรกิจหลักทรัพย์ส่งผลให้บริษัทหลักทรัพย์พึ่งพารายได้จากค่าธรรมเนียมซื้อขายสูงเกินไป ไม่เกิดการแข่งขันด้านราคาและนวัตกรรม ผลกระทบทางการเงินไม่หลากหลาย การที่ ตลาด. แยกบริการทางการตลาดและผลิตรายการบริษัทหลักทรัพย์ในสัดส่วนที่สูงกว่าตลาดหลักทรัพย์อื่นมาก (ไม่ว่าจะมองว่าเป็นส่วนหนึ่งของ “พันธกิจเพื่อสังคม” หรือไม่ก็ตาม) ส่งผลให้ประสิทธิภาพของ ตลาด. ต่ำกว่าตลาดหลักทรัพย์คู่แข่ง ลดรอนความสามารถในการแข่งขันและปรับตัวตามสภาพแวดล้อมที่ปรวนแปรและเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว ทั้งนี้ยังไม่นับผลตอบแทนส่วนเกินจากการทุจริตในตลาดหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะด้วยตัวเองหรือร่วมมือกับลูกค้า (ดูรายละเอียดได้ในบทที่ 8)

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

ในภาพรวม ความเชื่อมโยงระหว่างปัจจัยต่างๆ ที่สำคัญต่อประสิทธิภาพของตลาดโดยรวมนั้นสามารถสรุปได้ในรูปที่ 7.8

รูปที่ 7.8: ปัจจัยที่ส่งผลต่อประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์



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

เนื่องจากผลตอบแทนส่วนเกินของบริษัทหลักทรัพย์มีผลเสียต่อทั้งประสิทธิภาพของตลาดและขีดความสามารถในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์ในฐานะองค์กร รัฐจึงควรเข้ามามีบทบาทในการกำจัดผลตอบแทนส่วนเกินดังกล่าวอย่างเร่งด่วน ในแง่นี้ มาตรการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมที่จะเริ่มจากการปรับหลักเกณฑ์ขั้นต่ำเป็นขั้นบันไดระหว่างปี พ.ศ. 2553-2554 และเปิดเสรีเต็มรูปแบบในปี พ.ศ. 2555 ตลอดจนนโยบายเปิดเสรีตลาดหลักทรัพย์และแปลงสภาพตลาดหลักทรัพย์เป็นบริษัทมหาชนที่จะเริ่มดำเนินการในปี พ.ศ. 2553 ตามแผนพัฒนาตลาดทุน ก็ล้วนแต่เป็นมาตรการที่น่าจะช่วยลดทอนหรือกำจัดผลตอบแทนส่วนเกินได้ในอนาคต

บรรณานุกรม

ภาษาไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2552. *สรุปภาวะตลาดหลักทรัพย์*. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

(มกราคม-ตุลาคม)

สมาคมตลาดหลักทรัพย์. 2551. *รายงานประจำปี 2551*. สมาคมตลาดหลักทรัพย์.

สถณิ อาชวานันท์กุล. 2551. *การพัฒนาตลาดการเงินเพื่อความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ: กรณีศึกษาข่าวสารในตลาดทุน*. นำเสนอในการสัมมนาวิชาการประจำปี 2551 สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย. (29 พฤศจิกายน)

สถณิ อาชวานันท์กุล และ กิตติชัย แซ่ลี. 2550. *การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างอำนาจในการจัดสรรทุนในระบบเศรษฐกิจไทยภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์*. นำเสนอในงานสัมมนาวิชาการประจำปี 2550 ของคณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, (12 กันยายน).

อัญชนิ วิชชาภัย บุนนาค. 2552. *การแข่งขันรูปแบบใหม่ในตลาดทุนโลก*. SET Research Note (สิงหาคม). สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

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

ภาษาอังกฤษ

Elkins McSherry LLC (August).2009.Newsletter.

Ghosh, Swati and Revilla, Ernesto.2007. *Enhancing the Efficiency of Securities Markets in East Asia*. The World Bank. https://www.elkinsmcsherry.com/EM/pdfs/Newsletters/Aug_2009_newsletter.pdf

IBIS World Global Investment Banking and Brokerage Report (July). 2009.

Khanna, T., and Sunder, S. 1999. "A Tale of Two Exchanges." Harvard Business School Case Study.

Khwaja, A., and Mian, A., 2005. "Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market." *Quarterly Journal of Economics* 120: 1371-1411.

Gordon, Robert J. 2000."Does the New Economy Measure Up to the Great Invention of the Past?" *Journal of Economic Perspectives* 4(14): 49-74.

Zhou, C., and J. Mei. 2003. "Behavior Based Manipulation." Working paper.

Ratterman, Joe. 2009. "European Equity Trading - On the Verge of a Tipping Point." *BATS Global Markets*, (July) Newsletter. <http://batstrading.com/resources/newsletters/2009-07-Newsletter.pdf>

Roxburgh, Charles et al. 2009. *Global Capital Markets: Entering a new era*. McKinsey Global Institute (September).

Sofianos, George, and Sachs, Goldman. 2001. http://www.newyorkfed.org/newsevents/events_archive/research/2001/FRBN_Conference_Domowitz_Paper.pdf (comments on *Liquidity, Transaction Costs, and Reintermediation in Electronic Markets*. (February, 23)

World Federation of Exchanges. 2007. *Cost and Revenue Survey*. <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel>.

World Federation of Exchanges. 2007. Domestic Market Capitalization Segmentation Survey.
<http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel/Market>.

http://www.mckinsey.com/locations/swiss/news_publications/pdf/Global_Capital_Markets_Sept_2009.pdf