

มาตรการจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์
กรณีแปรรูปตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นบริษัทมหาชน



นายวรัณ เจียมจิตต์ตรง

ศูนย์วิทยทรัพยากร

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชานิติศาสตร์

คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2551

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

MANAGING CONFLICTS OF INTEREST
WHEN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND IS DEMUTUALIZED



Mr. Waran Chiamchitrong

ศูนย์วิทยทรัพยากร

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Laws Program in Laws

Faculty of Law

Chulalongkorn University

Academic Year 2008

Copyright of Chulalongkorn University

511659

วรัณ เจียมจิตต์ตรง : มาตรการจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์กรณีแปรรูปตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นบริษัทมหาชน. (MANAGING CONFLICTS OF INTEREST WHEN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND IS DEMUTUALIZED) อ. ที่ปรึกษา : รองศาสตราจารย์สำเรียมชเมกรียงไกร, 241 หน้า.

การศึกษาวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัญหาและแจกแจงประเภทของความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นจากการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นบริษัทมหาชน และเสนอแนวทางแก้ไขปัญหา โดยศึกษาแนวทางของตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย สิงคโปร์ และฮ่องกง เนื่องจากเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีการแปรรูปองค์กรเป็นแห่งแรกๆ และได้มีการจัดวางโครงสร้างกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพมานาน

จากการศึกษาพบว่า เมื่อมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ ย่อมนำมาซึ่งปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ในรูปแบบต่างๆ จากการที่ตลาดหลักทรัพย์ต้องมีบทบาทหน้าที่ทั้งเป็นหน่วยงานกำกับดูแล และบริษัทมหาชนซึ่งประกอบธุรกิจเพื่อแสวงหาประโยชน์ การนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในสต็อกเอง ความขัดแย้งกรณีการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ ที่เป็นคู่แข่งทางพาณิชย์ หรือบริษัทจดทะเบียนที่มีความสัมพันธ์ทางธุรกิจระหว่างกัน รวมทั้งปัญหาในเรื่องของการจัดสรรงบประมาณต่อหน่วยงานกำกับดูแลที่อาจไม่มีความเหมาะสม อันจะนำมาซึ่งการเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ขาดความเชื่อถือ และไม่มีประสิทธิภาพ

วิทยานิพนธ์นี้ ได้เสนอมาตรการจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์กรณีต่างๆ ดังนี้

1. แยกบทบาทหน้าที่ระหว่างส่วนงานกำกับดูแลออกจากส่วนงานทางธุรกิจอย่างชัดเจน โดยการจัดตั้งบริษัทย่อยเพื่อทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์เป็นการเฉพาะ
2. จัดทำบันทึกตกลงความเข้าใจระหว่างตลาดหลักทรัพย์และสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด. เพื่อกำหนดความสัมพันธ์และบทบาทหน้าที่เกี่ยวกับการยื่นคำขอจดทะเบียนของตลาดหลักทรัพย์ และกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ในฐานะที่เป็นบริษัทจดทะเบียน
3. จัดตั้งคณะกรรมการวินิจฉัยปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เพื่อวินิจฉัยประเด็นปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ซึ่งเกิดขึ้นจากดำเนินการในภาคส่วนต่างๆ ขององค์กร พร้อมกำหนดแนวทางการดำเนินการเพื่อขจัดปัญหาดังกล่าว
4. ส่วนงานธุรกิจของตลาดหลักทรัพย์ควรจัดสรรเงินงบประมาณในการดำเนินงานของส่วนงานกำกับดูแลอย่างเพียงพอและเหมาะสม เพื่อให้เกิดความมีประสิทธิภาพและสร้างความเชื่อมั่นต่อนักลงทุน

สาขาวิชา.....นิติศาสตร์.....
ปีการศึกษา.....2551.....

ลายมือชื่อนิสิต.....วรัณ เจียมจิตต์ตรง.....
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....

4886268034 : MAJOR LAWS

KEY WORD: CONFLICTS OF INTEREST / DEMUTUALIZATION / STOCK EXCHANGE/ DEMUTUALIZED EXCHANGE

WARAN CHIAMCHITTRONG: MANAGING CONFLICTS OF INTEREST WHEN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND IS DEMUTUALIZED. THESIS ADVISOR: ASSOC. PROF. SAMRIENG MEKKRIENGKRAI, 241 pp.

This Thesis has the purpose to research and identify any types of Conflicts of Interest which arising from Demutualization of The Stock Exchange of Thailand and to find approaches to resolve and manage potential Conflicts of Interest. The author aims to study of the experiences of Australian Stock Exchange Limited (ASX), Singapore Exchange Limited (SGX) and Hong Kong Exchange and Clearing Limited (HKEx), the Demutualized Exchanges at the beginning which have been developed their regulatory frameworks continuously.

The Thesis categorizes Conflicts of Interest arise with the Demutualization of the Stock Exchange in four different ways as follows: Conflict between the Exchange's role as market regulator and its role as a commercial entity, self-listing Conflict, Conflict between the Exchange and participating brokers and/or listed company that provides competing business: on the other hand; a listed company that has a business relationship with the Exchange and Conflict in funding regulation.

The following measures should be specified for serving the above mentioned:

1. To completely separate regulatory functions of the Exchange from business operations by establishing the subsidiary company as SRO to especially regulate and supervise all stakeholders and market participants in the securities industry.
2. The Exchange and the Commission together constitute Memoranda of Understanding (MOU) to clarify their roles in relation to the oversight of the market, to empower the Commission for approval the listing of the Exchange pursuant to the listing rules and for regulating the Exchange as a listed company.
3. To appoint the Conflicts Committee to review handling of potential Conflicts of Interest between the commercial functions and regulatory functions is addresses.
4. The Exchange should admit its commitment for regulatory funding to improve the quality and efficiency of market regulation.

Field of studyLAWS.....
Academic year2008.....

Student's signature.....*วรัญญา ชัยมงคล*.....
Advisor's signature.....*สมรียง เม็กศรีเอ็ง*.....

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดีด้วยความช่วยเหลืออย่างดียิ่งจากท่านอาจารย์ที่เป็นคณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ทุกท่าน ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณรองศาสตราจารย์พิเศษ เสตเสถียร ศาสตราจารย์พิชัยศักดิ์ หรยางกูร และอาจารย์ชาติ จันทนยิ่งยง ที่ได้กรุณาสละเวลาอันมีค่าของท่านในการเป็นกรรมการสอบ ช่วยชี้แนะและให้ข้อคิดเห็นเพื่อให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น ขอกราบขอบพระคุณรองศาสตราจารย์สำเรียมเมธเกรียงไกร ที่กรุณารับเป็นที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ซึ่งได้ให้ความรู้ คำปรึกษา รวมทั้งคำแนะนำในการทำวิจัยตลอดมา และโดยเฉพาะอย่างยิ่ง อาจารย์สุทธิชัย จิตรวานิช ที่ได้กรุณาให้ความรู้ คำแนะนำ และข้อคิดเห็นต่างๆ รวมถึงให้ความเมตตาผู้เขียนในการจัดทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยดี

นอกจากนี้ ผู้เขียนขอขอบคุณเพื่อนๆ ทุกคนที่ได้ให้กำลังใจและความช่วยเหลือต่างๆ ขอขอบคุณเพื่อนร่วมงานที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ได้ให้คำแนะนำและเป็นกำลังใจตลอดมา

ท้ายนี้ ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณบิดา มารดา และครอบครัวของผู้เขียนทุกคนที่ได้อุปการะในทุกด้านตลอดมา ความดีของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้เขียนขอมอบให้บิดา มารดา ครอบครัว ครูบาอาจารย์ของผู้เขียนทุกท่าน และแก่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สถาบันที่ให้ความรู้และประสบการณ์ที่ดียิ่งแก่ผู้เขียนเสมอมา

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญ

หน้า

บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ญ
สารบัญภาพ.....	ฐ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
1.1 ความสำคัญและที่มาของปัญหาการทำวิจัย.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการทำวิจัย.....	5
1.3 ขอบสมมติฐานของการวิจัย.....	6
1.4 ขอบเขตของการวิจัย.....	6
1.5 ประโยชน์ที่จะได้รับจากการวิจัย.....	6
บทที่ 2 การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นบริษัทมหาชน.....	7
2.1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	7
2.1.1 ความเป็นมาและการจัดตั้ง.....	7
2.1.2 โครงสร้างการบริหาร.....	8
2.1.3 บทบาทและหน้าที่.....	9
2.1.4 วัตถุประสงค์ของการดำเนินงาน.....	10
2.1.5 สภาพตลาดและการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์.....	10
1) สภาพตลาด.....	10
- ขนาดของตลาดหลักทรัพย์.....	10
- จำนวนบริษัทจดทะเบียน.....	11

-	ต้นทุนในการทำรายการ.....	12
	2) การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์.....	13
2.1.6	สถานะของตลาดหลักทรัพย์.....	15
	1) สถานะทางกฎหมาย.....	15
	2) องค์กรก่อนผลประโยชน์ร่วมกัน.....	17
	3) องค์กรกำกับดูแลตนเอง.....	17
	4) การกำกับดูแลโดยองค์กรกำกับดูแลภาครัฐ.....	21
2.1.7	ปัญหาการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ในปัจจุบัน.....	23
	1) การขาดความชัดเจนในความเป็นเจ้าของ.....	23
	2) การควบคุมอำนาจการดำเนินงานของกลุ่มสมาชิก.....	24
	3) สถานะทางกฎหมายกับการถูกฟ้องในคดีปกครอง.....	24
2.2	บทนิยามของการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์.....	25
2.3	มูลเหตุจูงใจและปัจจัยสำคัญของการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์.....	28
2.3.1	ทิศทางการปรับตัวของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	31
	1) ปัจจัยที่ส่งผลให้ตลาดทั่วโลกต้องปรับตัว.....	31
	2) การปรับตัวของตลาดหลักทรัพย์.....	33
	3) ผลการดำเนินงานหลังแปรรูป.....	35
2.3.2	ทิศทางและทางเลือกของตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาค ASEAN.....	36
2.4	โครงสร้างและกระบวนการแปรรูป.....	42
	2.4.1 การเปลี่ยนโครงสร้างความเป็นเจ้าของ.....	42
	2.4.2 การเปลี่ยนโครงสร้างทางกฎหมาย และสถานะของบริษัท.....	43
2.5	ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	44
2.6	ข้อกฎหมายและกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้อง.....	46
2.6.1	พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535.....	46
	1) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์.....	47
	2) คณะกรรมการกำกับตลาดทุน.....	47
	3) สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์.....	48
	4) การกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ตามกฎหมายหลักทรัพย์.....	48
	- การกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์.....	49

- การเข้าถือครองหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ.....	50
- การป้องกันการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขาย หลักทรัพย์.....	51
- การรับหลักทรัพย์จดทะเบียน.....	52
- การให้บริการระบบการซื้อขายหลักทรัพย์.....	52
2.6.2 ข้อกำหนดและกฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์.....	53
- เกณฑ์การกำกับดูแลการเปิดเผยข้อมูลของบริษัท จดทะเบียน.....	55
- เกณฑ์การกำกับดูแลและตรวจสอบการซื้อขาย หลักทรัพย์.....	55
- เกณฑ์การกำกับดูแลการปฏิบัติงานของบริษัทสมาชิก.....	55
2.6.3 พระราชบัญญัติบริษัทมหาชน จำกัด พ.ศ. 2535.....	56
2.6.4 ข้อพิจารณาทางกฎหมายและการกำกับดูแลที่เกี่ยวข้อง.....	56
1) หลักความเป็นเจ้าของ.....	56
2) บรรษัทภิบาลหรือการบริหารจัดการองค์กร.....	59
3) คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์.....	60
4) มาตรการกำกับดูแล.....	60
2.6.5 หลักการและวัตถุประสงค์ของการกำกับธุรกิจหลักทรัพย์ของ IOSCO.....	62
1) หน่วยงานกำกับดูแล (The Regulator).....	62
2) การกำกับดูแลตนเอง (Self-Regulation).....	63
3) มาตรการพิจารณาความผิดและลงโทษ (Enforcement).....	65
4) ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ (Secondary Market).....	66
บทที่ 3 กรณีศึกษามาตรการจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์กรณีแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ ต่างประเทศ.....	68
3.1 ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ Singapore Exchange Limited (SGX).....	69
3.1.1 ความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์.....	70
3.1.2 มูลเหตุและความสำคัญของการแปรรูป.....	70

3.1.3	ขั้นตอนและกระบวนการการแปรรูป.....	73
3.1.4	การออกกฎหมาย และกฎเกณฑ์ต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง.....	78
3.1.5	โครงสร้างการกำกับดูแล.....	79
3.1.6	ความขัดแย้งทางผลประโยชน์.....	85
3.1.7	การจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์.....	89
3.2	ตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย Australian Stock Exchange Limited (ASX).....	94
3.2.1	ความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย.....	94
3.2.2	มูลเหตุและความสำคัญของการแปรรูป.....	95
3.2.3	ขั้นตอนและกระบวนการการแปรรูป.....	96
3.2.4	การออกกฎหมาย และกฎเกณฑ์ต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง.....	98
3.2.5	โครงสร้างการกำกับดูแล.....	104
3.2.6	ความขัดแย้งทางผลประโยชน์และการจัดการกับความขัดแย้งทาง ผลประโยชน์.....	108
3.3	ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEx).....	124
3.3.1	ความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง.....	124
3.3.2	มูลเหตุและความสำคัญของการแปรรูป.....	128
3.3.3	ขั้นตอนและกระบวนการการแปรรูป.....	133
3.3.4	การออกกฎหมาย และกฎเกณฑ์ต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง.....	135
3.3.5	โครงสร้างการกำกับดูแล.....	137
3.3.6	ความขัดแย้งทางผลประโยชน์.....	142
3.3.7	การจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์.....	146
<p>บทที่ 4 มาตรการจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์กรณีแปรรูปตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นบริษัทมหาชน..... 156</p>		
4.1	มาตรการทางกฎหมายและการกำกับดูแลในการจัดการกับความขัดแย้ง ทางผลประโยชน์.....	160
4.1.1	มาตรการเกี่ยวกับการกำหนดสัดส่วนการถือครองหุ้น.....	161

4.1.2	มาตรการเกี่ยวกับการกำหนดบทบาทหน้าที่กำกับดูแลระหว่างตลาด หลักทรัพย์กับสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด.	163
4.1.3	มาตรการเกี่ยวกับบริษัทภิบาล และการเปิดเผยสารสนเทศ.....	164
4.2	ประเภทและแนวทางแก้ปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์.....	165
4.2.1	ความขัดแย้งกรณีการเป็นหน่วยงานกำกับดูแลและองค์กรทางธุรกิจ....	165
	- แนวทางแก้ปัญหาของตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ.....	166
	- แนวทางการดำเนินการกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	168
4.2.2	ความขัดแย้งกรณีการจดทะเบียนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ของตัวเอง.....	173
	- แนวทางแก้ปัญหาของตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ.....	174
	- แนวทางการดำเนินการกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	176
4.2.3	ความขัดแย้งกรณีการประกอบธุรกิจลักษณะเดียวกันกับบริษัท จดทะเบียน.....	177
4.2.4	ความขัดแย้งกรณีการจัดการแหล่งเงินทุนสำหรับหน่วยงานกำกับดูแล	180
5	บทสรุปและข้อเสนอแนะ.....	184
5.1	บทสรุป.....	184
5.2	ข้อเสนอแนะ.....	187
	รายการอ้างอิง.....	194
	ภาคผนวก.....	198
	ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	241

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
รายชื่อตลาดหลักทรัพย์ที่แปรรูป (ณ ปี 2006).....	40
ตลาดหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตัวเอง (ณ ปี 2006).....	41
เปรียบเทียบโครงสร้างองค์กรระหว่าง Mutual Exchange และ Demutualized Exchange.....	72
การดำเนินงานด้านการกำกับดูแลของ ASX.....	106



ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญภาพ

ภาพประกอบ	หน้า
โครงสร้างการกำกับดูแลและการบริหารงานของตลาดหลักทรัพย์.....	8
ขนาดของตลาดหลักทรัพย์ในเอเชีย (ไม่รวมญี่ปุ่น).....	11
จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในเอเชีย (ไม่รวมญี่ปุ่น).....	12
ต้นทุนสำหรับการทำธุรกรรม Transaction Cost.....	12
การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ระหว่าง 1993 – 2006.....	34
เปรียบเทียบประสิทธิภาพการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์.....	35
กำไรจากการดำเนินงานและกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์ภายหลังการแปรรูป.....	36
กระบวนการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์.....	44
Singapore Exchange Limited (SGX).....	69
โครงสร้างองค์กรของ SGX.....	75
The ASX (Australian Stock Exchange Limited).....	94
โครงสร้างการกำกับดูแลของ ASX และ ASXMS.....	121
Market Supervision Division Structure of ASX.....	123
Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEx).....	124
โครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง ช่วง Pre-Merger.....	126
โครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงหลัง Merger.....	131
Hong Kong Exchanges and Clearing Limited.....	135

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความสำคัญและที่มาของปัญหาการทำวิจัย

ในปัจจุบัน ตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกต่างต้องเผชิญหน้ากับการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยแวดล้อมที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องในหลากหลายรูปแบบ ไม่ว่าจะเป็นความเชื่อมโยงของตลาดการเงินทั่วโลกที่เรียกว่ากระแสโลกาภิวัตน์ (Globalization) ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีสื่อสาร อินเทอร์เน็ต และพฤติกรรมการลงทุนของผู้ลงทุน (Investors) บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เพื่อระดมทุน (Issuers) ที่เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ถือได้ว่าเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก รวมทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องมีการทบทวนความจำเป็นในการปรับตัวหรือปรับเปลี่ยนรูปแบบการดำเนินธุรกิจเพื่อความอยู่รอด ท่ามกลางกระแสการเปลี่ยนแปลงและการแข่งขันที่รุนแรง ไมเช่นนั้นตลาดทุนไทยอาจสูญเสียความสามารถในการแข่งขันกับตลาดอื่นจนลดความน่าสนใจในสายตาผู้ลงทุนและผู้ระดมทุน ถูกตลาดที่ใหญ่กว่าดึงสภาพคล่องไป และในที่สุดอาจถูกลดบทบาทลงไปจนหมดความหมายในเวทีโลก (Risk of marginalization)¹

ทั้งนี้ ตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกได้มีการตื่นตัวและสร้างนวัตกรรมใหม่ๆ พร้อมไปกับการเปลี่ยนกลยุทธ์ในการดำเนินธุรกิจ เพื่อให้ตนสามารถดำรงอยู่ได้ อาทิเช่น การจัดทำให้มีการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านเครือข่ายการสื่อสารอิเล็กทรอนิกส์ การจัดทำให้มีการซื้อขายหลักทรัพย์ข้ามพรมแดน (Cross-Border Trading) การจดทะเบียนหลักทรัพย์ของบริษัทจากต่างประเทศ (Cross-Border Listing) การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ (Demutualization) จากองค์กรก่อผลประโยชน์ร่วมกันระหว่างบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก (Mutual Member-Owned Organization) ซึ่งแน่นอนว่าบริษัทหลักทรัพย์ (Brokerage Firms) ย่อมมีบทบาทรวมถึงมีอิทธิพลกำหนดนโยบายการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ไปสู่โครงสร้างองค์กรที่มีการจัดสรรหุ้น เพื่อกระจายความเป็นเจ้าของ และประกอบธุรกิจเพื่อสามารถนำผลกำไรมาแบ่งปันกันในรูปแบบเงินปันผล (For-Profit Public Company limited by shares) ตลอดจนการผนึกกำลังเป็นพันธมิตรซึ่งกันและกัน (Alliance Forming) เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน และเพิ่มประสิทธิภาพการให้บริการแก่ผู้ลงทุน บริษัทจดทะเบียน และผู้ใช้บริการอื่นๆ

¹ คณะทำงานเพื่อศึกษาเกี่ยวกับรูปแบบตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, สรุปผลการประชุม (มีนาคม 2551), หน้า 6.

ทั้งนี้ ตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ในประเทศที่พัฒนาแล้ว เริ่มจากการเป็นองค์กรประเภทที่มีการบริหารจัดการในรูปแบบของสมาคมหรือชมรมโดยกลุ่มของนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์เอง (Club of Brokers-Dealers) ซึ่งจะต้องมีสถานที่ หรือศูนย์กลางเพื่อให้ผู้ค้าหลักทรัพย์ หรือผู้ลงทุนทั่วไปสามารถมาพบกันตามเวลาที่กำหนดเพื่อที่จะได้ประมูลราคา โดยการได้สิทธิเข้าเป็นสมาชิกเพื่อประโยชน์ในการเข้าซื้อขายมาจากการจำกัดจำนวนสมาชิก เพื่อให้ซื้อขายแทนตน บริษัทสมาชิกจึงได้พัฒนามาเป็นตัวกลางให้แก่ผู้ลงทุน ตลาดหลักทรัพย์ในยุคแรกจึงมีสมาชิกที่มีสิทธิซื้อขาย (Trading Rights) เป็นเจ้าของ โดยอยู่ในลักษณะของสมาคมหรือชมรมที่มีสมาชิกในวงจำกัด อยู่ในท้องถิ่นเดียวกัน ซึ่งมาจากการเลือกตั้งของสมาชิก นโยบายต่างๆ จึงเป็นไปในแนวทางที่เอื้อประโยชน์ต่อสมาชิก ทั้งนี้ โครงสร้างดังกล่าวมักจะมีอยู่ในลักษณะที่ว่าสมาชิก 1 รายมี 1 เสียง (1 seat 1 vote) ซึ่งรูปแบบของตลาดหลักทรัพย์ในลักษณะนี้ เรียกกันว่า Mutual Structure หรือ องค์กรก่อผลประโยชน์ร่วมกัน ตามที่กล่าวไปแล้วเบื้องต้น

สำหรับในอดีตที่ผ่านมา นั้น แหล่งรายได้ส่วนใหญ่ของตลาดหลักทรัพย์มาจากค่าธรรมเนียมในการทำธุรกรรมซื้อขาย (Trading Fees) ค่าธรรมเนียมการนำบริษัทจดทะเบียนเข้าตลาด (Listing Fees) ค่าธรรมเนียมบริษัทสมาชิก (Member Fees) การเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุน (Disclosure/Information Revenues) ค่าปรับจากการลงโทษทางวินัยกรณีฝ่าฝืนข้อกำหนดตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์และบุคคลที่เกี่ยวข้อง ซึ่งอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ (Disciplinary Penalties) และในขณะที่การแข่งขันระหว่างตลาดหลักทรัพย์ทั้งหลายเพิ่มความเข้มข้นรุนแรงขึ้น บริษัทที่ประกอบธุรกิจต่างๆ ก็มีทางเลือกที่จะจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นอกประเทศ ตลาดหลักทรัพย์ในหลายประเทศจึงถูกสถานการณ์บังคับให้ต้องลดค่าธรรมเนียมในการจดทะเบียนบริษัทเข้าตลาด ค่าธรรมเนียมสมาชิกก็มีแนวโน้มที่จะลดลงเช่นกันเนื่องจากบริษัทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (Brokers-Dealers) ต่างก็แข่งขันกันเสนอบริการให้ลูกค้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ในหลายๆ แห่งพร้อมกัน มากกว่าที่จะผูกพันกับตลาดใดตลาดหนึ่งโดยเฉพาะ ในขณะที่ความก้าวหน้าและนวัตกรรมของเทคโนโลยีทำให้ต้นทุนของการให้บริการข้อมูลการเสนอซื้อเสนอขายและการเป็นนายหน้าถูกลง สิ่งที่จะให้ผลตอบแทนเพิ่มขึ้นก็คือรายได้ค่าธรรมเนียมจากการซื้อขาย ดังนั้นปัจจัยสู่ความสำเร็จของตลาดหลักทรัพย์ก็คือการสร้างรายได้จากค่าธรรมเนียม ซึ่งส่วนใหญ่จะมาจากการสร้างปริมาณการซื้อขาย ตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกจึงกำลังเข้าสู่ช่วงการรวมตัวหรือฉีกพันธมิตรระหว่างกัน (Consolidation) เพื่อที่จะให้ได้ขนาดของธุรกิจ (Economy of Scale) ที่ใหญ่พอ ตลาดหลักทรัพย์ที่จะอยู่รอดได้ก็ต้องเป็นตลาดที่สามารถจะดึงดูดการลงทุน การซื้อขายหลักทรัพย์และให้สภาพคล่องกับนักลงทุนได้มากที่สุด

ต่อมา เมื่อรูปแบบโครงสร้างเดิมของตลาดหลักทรัพย์ไม่เหมาะสมกับสภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่เปลี่ยนไป การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างองค์กร และการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกในช่วงหลายปีที่ผ่านมา นั้นคือตัวอย่างของการเตรียมพร้อมกับการแข่งขัน โดยการปรับลักษณะโครงสร้างการเป็นเจ้าของของตลาดหลักทรัพย์ โดยผ่านกระบวนการที่เปลี่ยนจากตลาดที่ไม่ได้มุ่งหากำไรและถือครองโดยสมาชิกไปสู่ตลาดที่แสวงหากำไรและเป็นองค์กรที่มีนักลงทุนทั่วไปเป็นเจ้าของ ในปี 1993 ตลาดหลักทรัพย์สต็อกโฮล์ม (ประเทศสวีเดน) กลายเป็นตลาดแรกที่ Demutualized และตามด้วยตลาดอื่นๆ ในยุโรปอีกหลายแห่ง เช่น ตลาดหลักทรัพย์เฮลซิงกิ (ประเทศฟินแลนด์) ในปี 1995 และตลาดหลักทรัพย์โคเปนเฮเกน (ประเทศเดนมาร์ก) ตลอดจนตลาดหลักทรัพย์อัมสเตอร์ดัม (ประเทศเนเธอร์แลนด์) ในปี 1997 ตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียในปี 1998 ตลาดหลักทรัพย์โตรอนโต (ประเทศแคนาดา) ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน (London Stock Exchanges) ในปี 2000 ตลาดหลักทรัพย์ที่ทำการแปรรูปร่างนั้นก็ย่อมจะปรับโครงสร้างการเป็นเจ้าของ และขั้นสุดท้ายก็กลายเป็นบริษัทมหาชนและมีการออกหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศตัวเอง ยกตัวอย่างเช่น ภายหลังจากการ Demutualized ในเดือนตุลาคมปีเดียวกัน ตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียก็ได้มีการเสนอขายหุ้นให้กับสาธารณชนและจดทะเบียนตัวเอง (Self-Listing) อีกตัวอย่างหนึ่งได้แก่ตลาดหลักทรัพย์ของอังกฤษ (London Stock Exchanges - LSE) ที่เปลี่ยนไปเป็นองค์กรที่แสวงหากำไรในปี 2000 ก็กลายเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตนเองในปีถัดมา

สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ผ่านมา ก็ต้องเจอกับสภาวะปัญหาในเรื่องของเคลื่อนไหวทางธุรกิจไม่ทันกับตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศที่เคลื่อนไหวเร็ว เนื่องจากสถานะและโครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์ไทยยังไม่เป็นเอกชนและโครงสร้างผู้ถือหุ้นไม่แน่ชัด ทั้งรัฐบาล บริษัทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ Broker Seat และบริษัทจดทะเบียนล้วนมีส่วนเรียกร้องความเป็นเจ้าของ รวมถึงปัญหาความผันผวนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ที่เป็นสิ่งชี้วัดว่าผู้ลงทุนทั้งในประเทศ และต่างประเทศยังไม่มีเชื่อมั่นในเรื่องของสถานะ และบทบาทหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งไม่มีความชัดเจน โดยเฉพาะเรื่องของการที่ภาครัฐได้ออกมาตรการต่างๆ ที่ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นต่อผู้ลงทุน สถานการณ์บ้านเมืองในประเทศ แสดงให้เห็นถึงการไม่มีหลักประกันใดๆ สร้างความมั่นใจอย่างแท้จริง ดังนั้น แม้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะยังเป็นตลาดเล็ก ๆ แบบ Local Market สำหรับบริษัทจดทะเบียนที่ต้องการระดมทุนในประเทศ ก็มีความจำเป็นต้องปรับปรุงตัวเองให้ดีขึ้นอยู่เสมอ เพราะสามารถได้รับผลกระทบและหลีกเลี่ยงหนีไม่พ้นกับสภาวะการแข่งขันจากตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ การรักษาความน่าเชื่อถือในสายตาของนักลงทุนและบริษัทจดทะเบียนเป็นสิ่งจำเป็นและต้องทำอยู่เสมอ หากตลาดหลักทรัพย์ไม่สามารถ

รักษาความน่าสนใจ มีกฎระเบียบที่ยู้งยาก และต้นทุนที่แข่งขันไม่ได้ ก็จะมีผลให้ มูลค่าการซื้อขาย น้อยลง ทั้งบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ และนักลงทุนสถาบันต่างประเทศก็จะหันไปหาตลาดอื่นๆ ที่ทันสมัยและเป็นสากลกว่า

จากหลักการและมูลเหตุสำคัญข้างต้น ตลาดหลักทรัพย์ไทยจึงไม่ควรสวนกระแสของ ตลาดทุนโลกที่มุ่งแปรรูปและจดทะเบียนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ของตน แม้ว่าในกรณีของ ตลาดหลักทรัพย์ไทยอาจมีปัญหาคอร์รัปชันที่ยังไม่มีความแน่ชัดว่าใครคือเจ้าของของตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยกันแน่ ใครมีส่วนได้เสีย หรือถือครองความเป็นเจ้าของในสัดส่วนเท่าไร เนื่องจากแรกเริ่มเดิมทีนั้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งขึ้นโดยเงินทุนให้เปล่า (Endowment) จากทางการ จึงอ้างสิทธิชอบธรรมในฐานะที่ได้ใส่เงินทุนเข้าไปจัดตั้งในครั้งแรก ทั้ง บริษัทสมาชิก Broker ที่ได้จ่ายเงินซื้อ Broker Seat ไปแล้ว และบริษัทที่เข้าจดทะเบียนระดมทุน ในตลาด (Listed Firms) ก็อ้างสิทธิได้เช่นกัน ในขณะที่ต่างประเทศนั้น บริษัทสมาชิก Broker มักจะเป็นผู้ริเริ่มและใส่เงินทุนเข้าก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์ บริษัทเหล่านี้จึงเป็นเจ้าของตลาด หลักทรัพย์ไปโดยปริยาย

ประเด็นปัญหาที่สำคัญประการหนึ่งของการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ คือ การพิจารณาข้อ กฎหมายที่เกี่ยวข้องเพื่อรองรับการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ โดยเฉพาะการออกกฎหมายแปรรูป ตลาดหลักทรัพย์เป็นการเฉพาะ (Demutualization Act) โดยมีหลักการและเหตุผลที่สำคัญ ในการ กำหนดบทบาทหน้าที่ โครงสร้าง และสถานะทางกฎหมาย ความชัดเจนในเรื่องสัดส่วนผู้ถือหุ้น และความเป็นเจ้าของ (Ownership) การบริหารจัดการความเสี่ยงในเรื่องความขัดแย้งทาง ผลประโยชน์ (Managing of Conflicts of Interest) ที่อาจเกิดขึ้นจากการเปลี่ยนองค์กรเป็นบริษัท เพื่อแสวงหากำไรทางธุรกิจ รวมทั้งกรณีการรับหลักทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตัวเอง (Self-listing) ซึ่งต้องมีการดำเนินการแก้ไขปรับปรุงกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน การ ควบคุมและกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ เพื่อรักษาทั้งผลประโยชน์ของกลุ่มที่สามารถอ้างสิทธิความ เป็นเจ้าของหรือผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholders) ดั้งเดิมของตลาดหลักทรัพย์ อันได้แก่ บริษัท สมาชิก บริษัทจดทะเบียน กระทรวงการคลังในฐานะที่เป็นตัวแทนของรัฐ ตลอดจนนักลงทุน ประชาชนทั่วไป รวมถึงการรักษาเสถียรภาพของตลาดเพื่อคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ลงทุน ที่ ต้องการเข้ามาทำการซื้อขายหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ ในตลาดหลักทรัพย์ อันเป็นหัวใจและภารกิจ สำคัญของตลาดหลักทรัพย์ ที่มีมาโดยตลอด

นอกจากข้อพิจารณาทางกฎหมายที่สำคัญแล้ว ประเด็นที่ตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก ต่างต้องคำนึงถึงและหาแนวทางการแก้ไข คือ เรื่องของความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflicts of Interest) ที่ย่อมเกิดขึ้นเมื่อมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ เป็นหน่วยงานกำกับดูแลธุรกิจที่ต้องดำเนินกิจการเพื่อกำไรทางธุรกิจในขณะเดียวกัน โดยเฉพาะประเด็นในเรื่องของการกำกับดูแลและเหตุผลทางธุรกิจ ซึ่งเป็นประเด็นที่สมาพันธ์องค์กรกำกับหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (IOSCO) มักหยิบยกขึ้นมาตั้งเป็นประเด็นทุกครั้ง เมื่อตลาดหลักทรัพย์แห่งใดมีแนวคิดที่จะทำการแปรรูปเป็นบริษัทมหาชน ทำการควบรวมกัน และจดทะเบียนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ของตัวเอง ดังนั้นการศึกษาถึงมาตรการการจัดการบริหารความเสี่ยงที่เกิดจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์กรณีของการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ เพื่อพิจารณา และวิเคราะห์ถึงข้อดี ข้อเสีย และผลกระทบที่เกิดขึ้น ย่อมทำให้สามารถคิดทบทวน และหามาตรการทางกฎหมาย และแนวทางการกำกับดูแลตลาดหุ้นไทย หากต้องมีการแปรรูปเป็นบริษัทมหาชนและจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต่อไป

ทั้งนี้ ในการศึกษาวิจัย ผู้วิจัยมุ่งเน้นที่จะศึกษาปัญหาในเรื่องของการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ธุรกิจหลักทรัพย์ และการบริหารจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ กรณีมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์โดยเฉพาะ อันจะนำไปสู่การแก้ไขปรับปรุงกฎหมาย และกำหนดมาตรการการกำกับดูแล พร้อมแนวทางการดำเนินการอย่างถูกต้องและเหมาะสมต่อไป

1.2 วัตถุประสงค์ของการทำวิจัย

เนื่องจากแนวโน้มในอนาคต และทิศทางของตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกได้เปลี่ยนไป ในทางที่เกิดการแปรรูปและควบรวมตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น และหากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ต้องมีการแปรรูปแล้ว จึงควรศึกษา วิเคราะห์ และทำความเข้าใจกับกฎหมาย และกฎเกณฑ์ต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง รวมถึงผลกระทบ ข้อดี ข้อเสีย และแนวทางการแก้ไขปัญหากฎหมาย การบริหารความขัดแย้งทางผลประโยชน์ และความเสี่ยงในรูปแบบต่างๆ ที่สามารถเกิดขึ้น เพื่อรองรับการแปรรูปดังกล่าว อาทิเช่น การบัญญัติกฎหมายแปรรูปตลาดหลักทรัพย์โดยเฉพาะ เพื่อกำหนดสถานะทางกฎหมายขององค์กร บทบาทหน้าที่ในการดำเนินงาน และการกำกับดูแลให้เกิดความถูกต้อง โปร่งใส และเกิดประโยชน์ต่อภาพรวม

1.3 ข้อสมมติฐานของการวิจัย

การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้เป็นบริษัทมหาชน อาจก่อให้เกิดปัญหาเกี่ยวกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ในรูปแบบต่างๆ อันส่งผลไปถึงบทบาทหน้าที่ของการเป็นองค์กรกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์จึงเห็นควรศึกษามาตรการทางกฎหมายและโครงสร้างการกำกับดูแลที่เหมาะสม เพื่อบริหารความเสี่ยงและจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นจากการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์

1.4 ขอบเขตของการวิจัย

การวิจัยนี้มุ่งศึกษากรอบของกฎหมายที่เกี่ยวกับการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นบริษัทมหาชน โดยกล่าวถึงเหตุผลที่ต้องมีการแปรรูป ลักษณะและขั้นตอนกระบวนการแปรรูป ปัญหาทางกฎหมาย และปัญหากรณีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นจากการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ โดยศึกษากรณีของตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ เพื่อเป็นแนวทางสำคัญกรณีการแปรรูปตลาดหุ้นไทย เพื่อทราบถึงมาตรการทางกฎหมายที่สามารถรองรับปัญหาที่อาจเกิดขึ้นได้ รวมถึงศึกษาหลักการของหน่วยงานที่กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ และบทบาทหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ ในฐานะที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง เพื่อให้เข้าใจ และกำหนดความพิเศษเฉพาะของบทบาทหน้าที่ และโครงสร้างขององค์กรให้เป็นไปตามหลักการสากล

วิธีการวิจัยที่ใช้ในการศึกษานี้ ใช้วิธีการวิจัยจากเอกสาร

1.5 ประโยชน์ที่จะได้รับจากการวิจัย

สามารถหามาตรการทางกฎหมาย และแนวทางการจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์เพื่อรองรับการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อันจะส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลายเป็นบริษัทมหาชน ตอบสนองความต้องการการลงทุนของประชาชน ผลประโยชน์ของบริษัทหลักทรัพย์ บริษัทจดทะเบียน โดยโปร่งใส และเป็นธรรม ตามหลักบรรษัทภิบาลที่ดี และไม่เกิดผลประโยชน์ทับซ้อนระหว่างตลาดหลักทรัพย์ บุคคล และองค์กรที่เกี่ยวข้อง

การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นบริษัทมหาชน

2.1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.1.1 ความเป็นมาและการจัดตั้ง

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นนิติบุคคล ที่จัดตั้งขึ้นโดยพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์และบริการธุรกิจอื่นใดที่เกี่ยวข้อง เช่น นายทะเบียน ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ รวมถึงสำนักหักบัญชี โดยมีคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์เป็นผู้มีอำนาจหน้าที่วางนโยบายควบคุมดูแลการดำเนินงาน ซึ่งคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจที่จะออกระเบียบหรือข้อบังคับกำหนดหลักเกณฑ์เพื่อการกำกับดูแลกิจกรรมที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ โดยล่าสุดกฎหมายหลักทรัพย์ฉบับดังกล่าวได้มีการแก้ไขเพิ่มเติมโดยเฉพาะในส่วนของการกำกับการกำกับดูแล และความรับผิดชอบของกรรมการบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และการคุ้มครองผู้ถือหุ้นในปี พ.ศ. 2551 อย่างไรก็ตาม ตลาดหลักทรัพย์ถือเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ไม่นำผลกำไรมาแบ่งปันกัน (Not-for-Profit Self-Regulatory Organization) ไม่มีเจ้าของหรือส่วนของผู้ถือหุ้น และดำเนินงานโดยไม่ใช้งบประมาณแผ่นดิน มีเงินทุนเริ่มแรกในการก่อตั้งด้วยเงินกู้ยืมจำนวน 300,000 บาท จากบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย และมีรายได้ค่าธรรมเนียมจากบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก จำนวน 30 บริษัท (ณ รายงานประจำปี 2519) รายละ 200,000 บาทต่อปี ทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีเงินทุนดำเนินการเบื้องต้นรวม 6.3 ล้านบาท¹

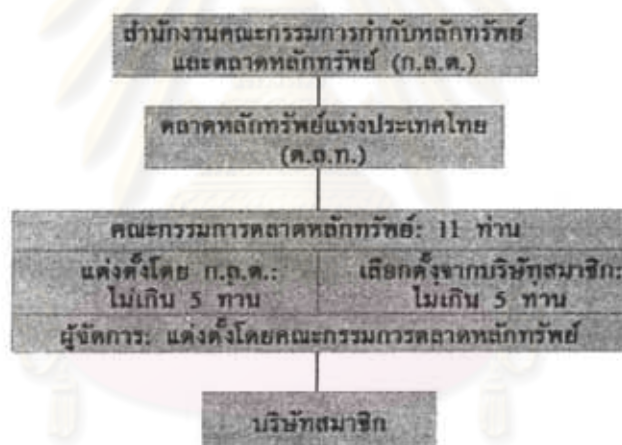
ตลาดหลักทรัพย์และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์มีสถานะทางกฎหมายเกี่ยวข้องกับองค์กรกึ่งมหาชน ที่ต่างกันคือลักษณะการจัดตั้ง โดยตลาดหลักทรัพย์เป็นนิติบุคคลที่ประกอบภารกิจในเชิงพาณิชย์ โดยเป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีได้ดำเนินกิจการเพื่อหวังกำไร แต่กฎหมายมิได้ห้ามให้ตลาดหลักทรัพย์สะสมเงินกองทุนที่เกิดจากการดำเนินงานของตนเอง ประเด็นพิจรรย์สำคัญคือ ใครมีความเป็นเจ้าของตลาดหลักทรัพย์และเงินกองทุน ในเมื่อ (1) กฎหมายมิได้ระบุว่าองค์กรนี้เป็นของรัฐ (2) ทุนประเดิม

¹ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, การเดินทางแห่งชีวิต 30 ปี ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2548), หน้า 3.

(Endowment) ในการจัดตั้งมิได้มาจากรัฐ อย่างไรก็ตามทรัพย์สินของตลาดหลักทรัพย์ในบริบทของกฎหมายมหาชน อาจกล่าวได้ว่าเป็นทรัพย์สินของประชาชน (Public Fund) ซึ่งในที่นี้ก็คือภาคธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์โดยรวม

2.1.2 โครงสร้างการบริหาร

คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วยกรรมการที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (คณะกรรมการ ก.ล.ต.) แต่งตั้งขึ้นจำนวน 5 คน กรรมการที่บริษัทสมาชิกเลือกตั้ง 5 คน และผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์ซึ่งได้รับการแต่งตั้งจากคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นกรรมการโดยตำแหน่ง 1 คน กรรมการที่มีผู้จัดการ ให้ดำรงตำแหน่งคราวละ 2 ปี และเมื่อครบกำหนดอาจได้รับการแต่งตั้งหรือเลือกตั้งอีกได้ แต่จะดำรงตำแหน่งติดต่อกันเกิน 2 วาระไม่ได้ สำหรับผู้จัดการนั้น ให้มีวาระอยู่ในตำแหน่งคราวละไม่เกิน 4 ปี และอาจได้รับการแต่งตั้งอีกได้²



คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์เป็นผู้กำหนดนโยบายและควบคุมการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ภายในขอบเขตของกฎหมาย รวมทั้งเป็นผู้กำหนดระเบียบหรือข้อบังคับต่างๆ ที่ทำให้การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ เป็นไปอย่างมีระเบียบ แต่อย่างไรก็ตาม การกำหนดหรือการเปลี่ยนแปลงแก้ไขระเบียบต่าง ๆ ส่วนใหญ่ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมบริษัทสมาชิก และ/หรือได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. เสียก่อนจึงจะใช้บังคับได้³

² http://www.set.or.th/th/about/overview/history_p1.html.

³ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 170.

ในการบริหารงานของตลาดหลักทรัพย์ ฝ่ายบริหารจะเป็นผู้รับนโยบายจากคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ ไปดำเนินการให้บรรลุสำเร็จตามนโยบายนั้น โดยฝ่ายบริหารเป็นผู้ดำเนินการเสนอร่างระเบียบข้อบังคับต่างๆ ให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์เป็นผู้พิจารณา หากระเบียบข้อบังคับได้อยู่ในอำนาจของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์โดยตรง ก็อาจลงมติกำหนดออกมาเป็นระเบียบปฏิบัติได้เลย ส่วนข้อบังคับหรือระเบียบใดที่พระราชบัญญัติหรือข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้ต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. อนุมัติ ก็ต้องดำเนินการตามนั้น

2.1.3 บทบาทและหน้าที่

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีบทบาทต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศโดยรวม โดยเป็นแหล่งระดมทุนระยะยาว ช่วยขยายฐานภาษีของรัฐ ลดภาระหนี้ต่างประเทศ และเป็นดัชนีชี้การพัฒนาทางเศรษฐกิจของประเทศ ดังนั้น ในฐานะที่เป็นผู้กำกับดูแลกลไกการซื้อขายหลักทรัพย์ของประเทศ ตลาดหลักทรัพย์จึงมีภารกิจที่สำคัญในอันที่จะคุ้มครองและสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ลงทุนในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นไปอย่างเสมอภาค เรียบง่าย เป็นระเบียบ โปร่งใส และเป็นธรรมโดยในการประกอบกิจการเป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ตามวัตถุประสงค์ของการจัดตั้งองค์กร โดยตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทและหน้าที่ที่สำคัญ คือ

(1) จัดให้มีตลาดรองซึ่งเป็นกลไกในการซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถซื้อขายหลักทรัพย์หรือให้มีการเปลี่ยนมือระหว่างกัน อันเป็นการเพิ่มสภาพคล่องในระหว่างผู้ลงทุนซึ่งเป็นผู้ซื้อและผู้ขายหลักทรัพย์

(2) ส่งเสริมและสนับสนุนให้บริษัทจดทะเบียนมีแหล่งระดมเงินทุนเพื่อนำไปใช้ในกิจการ โดยสามารถนำหลักทรัพย์ของบริษัทตนเข้ามาจดทะเบียนซื้อขาย และเพื่อเป็นทางเลือก รวมถึงส่งเสริม ผู้ลงทุนในการออมเงินของตนด้วยการเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

(3) สร้างความเชื่อมั่นต่อผู้ลงทุนทั้งในและต่างประเทศ ที่เข้าลงทุนในตลาดหลักทรัพย์โดยการควบคุมดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ เป็นระเบียบ คล่องตัว และยุติธรรมแก่ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องและมีการคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุนทั้งในและต่างประเทศ เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์เป็นที่ยอมรับในการเป็นกลไกเพื่อการระดมทุนของประเทศ โดยได้กำหนดวิธีการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

2.1.4 วัตถุประสงค์ของการดำเนินงาน

ตลาดหลักทรัพย์ถูกจัดตั้งขึ้นมา โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อทำหน้าที่ส่งเสริมการออมและการระดมเงินทุนระยะยาวเพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ และเป็นศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์และให้บริการที่เกี่ยวข้อง โดยไม่นำผลกำไรมาแบ่งปันกัน สนับสนุนให้ประชาชนมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของกิจการธุรกิจและอุตสาหกรรมภายในประเทศ โดยเริ่มเปิดทำการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นครั้งแรก เมื่อวันที่ 30 เมษายน 2518 ปัจจุบันดำเนินงานภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

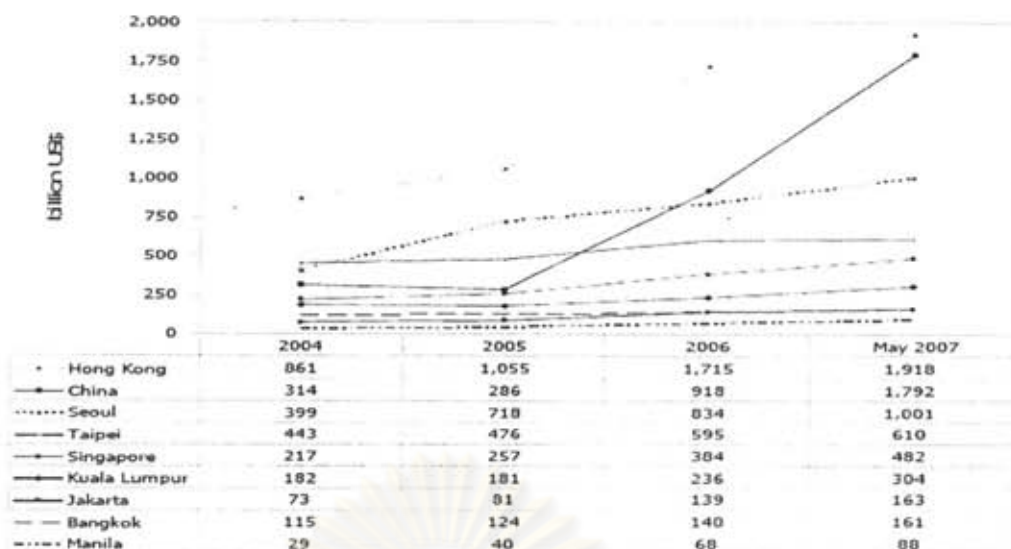
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดภาระหน้าที่หรือพันธกิจ (Mission) ในฐานะสถาบันที่มีบทบาทสำคัญทางเศรษฐกิจ ได้แก่

1. เสริมสร้างการระดมเงินทุนระยะยาวเพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ
2. จัดให้มีระบบการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส และยุติธรรม
3. คุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ลงทุน
 - การกำกับดูแลการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน
 - การกำกับดูแลและตรวจสอบการซื้อขายหลักทรัพย์
 - การกำกับดูแลการปฏิบัติงานของบริษัทสมาชิก
4. ส่งเสริมการพัฒนาคาดทุนโดยรวมของประเทศ

2.1.5 สภาพตลาดและการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ฯ

1) สภาพตลาด

- ขนาดของตลาดหลักทรัพย์ไทย (Market Capitalization - มูลค่าหลักทรัพย์รวมทั้งหมดของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์) เติบโตในอัตราที่ช้ากว่าตลาดอื่น โดยจะเห็นได้จากความแตกต่างของขนาดระหว่างตลาดไทยและมาเลเซียในปี 2004 ตลาดไทยมีขนาดเล็กกว่าประมาณ 37% ในขณะที่ปี 2007 มีขนาดเล็กกว่าถึง 47% และในขณะนี้ตลาดไทยเริ่มมีขนาดเล็กกว่าตลาดอินโดนีเซียแล้ว

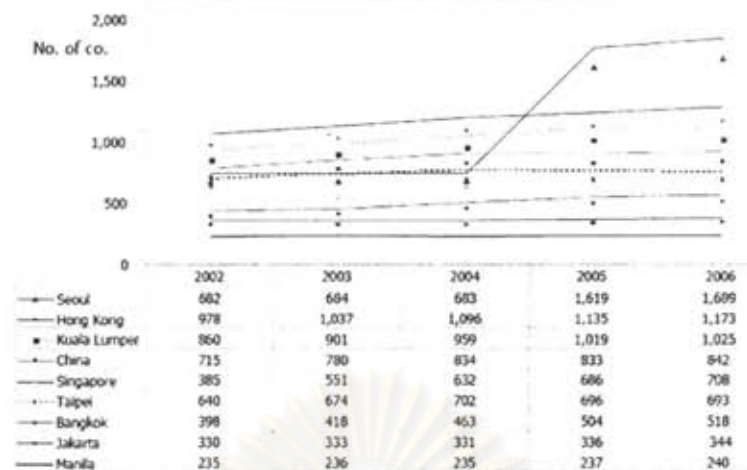


ขนาดของตลาดหลักทรัพย์ในเอเชีย (ไม่รวมญี่ปุ่น)⁴

ตลาดหลักทรัพย์ยังมี Market Capitalization กระจุกตัวอยู่ในหุ้นใหญ่เพียงไม่กี่ตัวและมีสภาพคล่องของการซื้อขายของนักลงทุนรายย่อยอื่นๆ ในสัดส่วนที่ต่ำ ทำให้หุ้นที่ผู้ลงทุนต่างชาติหรือผู้ลงทุนสถาบันจะเข้ามาลงทุนได้มีน้อย

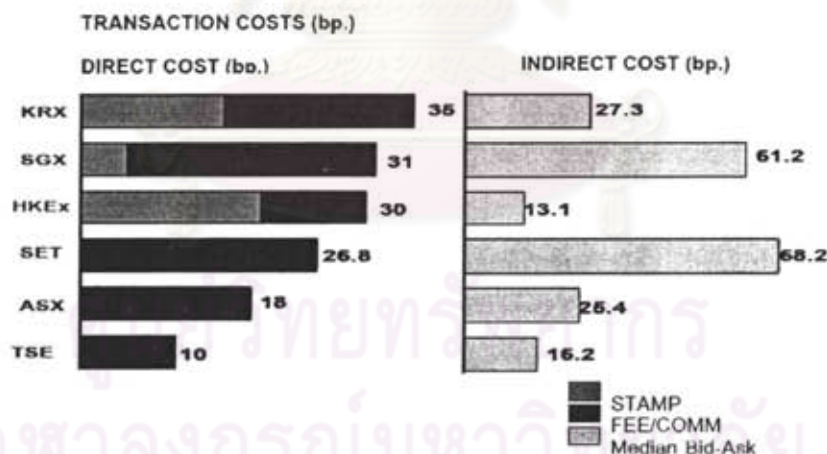
- จำนวนบริษัทจดทะเบียน (number of listed companies) หากพิจารณาจำนวนบริษัทจดทะเบียนของประเทศในกลุ่มเอเชีย (ไม่รวมตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่น) จะพบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยมีจำนวนบริษัทจดทะเบียนเพิ่มขึ้นมากกว่าอินโดนีเซีย แต่กลับมี Market Capitalization ที่เพิ่มขึ้นในสัดส่วนที่ต่ำกว่าซึ่งแสดงให้เห็นว่าจำนวนบริษัทจดทะเบียนที่เพิ่มขึ้นส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดเล็ก นอกจากนี้ โอกาสที่ตลาดหลักทรัพย์จะเพิ่มจำนวนบริษัทที่จะเข้ามาจดทะเบียนใหม่ๆ อาจเป็นไปได้ยาก หรือหากมีก็อาจเป็นบริษัทเล็ก เนื่องจากบริษัทส่วนใหญ่ของไทยยังมีรูปแบบการบริหารแบบครอบครัว (Family Owned) ซึ่งสามารถกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์ได้ง่าย และไม่ต้องการรับการเปิดเผยข้อมูลหากต้องระดมทุนในตลาดทุน การแปรรูปรัฐวิสาหกิจ (Privatization) ที่ผ่านมาก็มีความไม่แน่นอนสูง นอกจากนี้ ปัจจัยลบที่เกิดขึ้นต่างๆ อย่างเช่น ปัจจัยทางการเมือง และสภาวะกดดันจากสังคม (Non Commercial Factors) ยังอาจเข้ามามีบทบาทในการรับบริษัทเข้าจดทะเบียน เช่น กรณีของบริษัทไทยเบฟเวอเรจ จำกัด ดังนั้น โอกาสที่ตลาดหลักทรัพย์จะมีบริษัทใหญ่ๆ ที่มีศักยภาพเป็นที่น่าสนใจลงทุนสำหรับผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนต่างประเทศเข้ามาจดทะเบียนจึงอาจเป็นไปได้ยาก

⁴ World Federation of Exchange 2007, "Market Capitalization (Asia ex Japan)", ใน สรุปผลการประชุมคณะทำงานเพื่อศึกษาเกี่ยวกับรูปแบบตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (มีนาคม 2551), หน้า 10.



จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในเอเชีย (ไม่รวมญี่ปุ่น)⁵

- ต้นทุนในการทำรายการ (Transaction cost) ตลาดหลักทรัพย์มีต้นทุนในการทำรายการสูง โดยหลักๆ มาจากการทำรายการเสนอซื้อ โดยไม่เกิดธุรกรรมการซื้อขาย Bid-Ask Spread (Indirect Cost) ซึ่งเกิดจากปัญหาการขาดสภาพคล่อง ค่าใช้จ่ายทางตรง (Direct Cost) ในส่วนของค่าธรรมเนียมต่างๆ (Fee และ Commission) เมื่อเทียบกับตลาดอื่นโดยไม่รวมค่าอาหารแอสตมบ์ก็อยู่ในระดับสูง



ต้นทุนสำหรับการทำธุรกรรม Transaction Cost⁶

⁵ World Federation of exchanges 2006, "Number of Listed Companies (Asia ex Japan)", ใน สรุปผลการประชุมคณะกรรมการเพื่อศึกษาเกี่ยวกับรูปแบบตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, หน้า 12.

2) การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์ไทยยังมีโอกาสที่จะพัฒนาประสิทธิภาพการดำเนินงานได้มากขึ้นและสามารถลดต้นทุนให้ต่ำที่สุดได้ ดังจะเห็นได้จากผลตอบแทนที่เกิดจากมูลค่าของหุ้น Return on Equity (ROE) อยู่ที่ประมาณ 2% ในขณะที่ตลาดอื่นอยู่ที่ประมาณ 19-56% และหากไม่รวมรายได้จากการลงทุน ตลาดหลักทรัพย์จะมีมูลค่าประมาณการ (Adjusted ROE) ประมาณ 4% ในขณะที่ตลาดอื่นอยู่ที่ประมาณ 11-44% อย่างไรก็ตาม ยังไม่สามารถแยกตัวเลขของตลาดหลักทรัพย์ส่วนที่เป็นธุรกิจหลัก และธุรกิจอื่นๆ ขององค์กรออกจากกันได้

อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาจากสัดส่วนรายได้ของตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคซึ่งยังเน้นการเป็นตลาดหลักทรัพย์ในลักษณะเดิมๆ อยู่ นั่น โดยรวมจะพบว่า มีรายได้หลักสอดคล้องกับธุรกิจหลักของตลาดหลักทรัพย์ในการให้บริการที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ได้แก่ Clearing & Settlement และ Trading Fees ซึ่งแตกต่างจากกรณีของ ตลาดหลักทรัพย์ไทย ซึ่งรายได้หลักมาจาก รายได้จากการลงทุน (Investment Income) คิดเป็น 36% ของรายได้ทั้งหมด ซึ่งสูงกว่า รายได้จาก Clearing & Settlement (5%) และ Trading fees (17%) รวมกัน โดยรายได้จากการลงทุนที่มีมากนั้นเกิดจากการเรียกเก็บค่าสมาชิกเมื่อแรกเข้าที่เคยสูงมากในอดีต ซึ่งหากการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ขาดทุนต่อเนื่อง เงินลงทุนที่มีอยู่ก็อาจจะหดหายลงไปเรื่อยๆ ได้ การที่รายได้หลักของ ตลาดหลักทรัพย์มิได้มาจากการประกอบธุรกิจหลักแต่มาจากการเก็บเกี่ยวผลประโยชน์จากความมั่งคั่งซึ่งเคยได้รับการให้สิทธิพิเศษแก่สมาชิกในการซื้อขายหลักทรัพย์ จดทะเบียนซึ่งต้องกระทำผ่านระบบตลาดหลักทรัพย์นั้นเป็นประเด็นที่น่ากังวล

ทั้งนี้ จากที่กล่าวแล้วว่าในอดีตตลาดหลักทรัพย์จะมีรายได้หลักมาจากค่าแรกเข้าของสมาชิก, ค่าธรรมเนียมการจดทะเบียนหลักทรัพย์, ค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์, การชำระราคา และส่งมอบหลักทรัพย์และข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ต่อมาเทคโนโลยีและการแข่งขันที่สูงขึ้น ทำให้รูปแบบของรายได้เปลี่ยนแปลงไป⁶ โดย

⁶ Elkins McSherry survey, "Transaction Cost" ใน **สรุปผลการประชุมคณะทำงานเพื่อศึกษาเกี่ยวกับรูปแบบตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**, หน้า 12.

⁷ Ruben Lee, *The Future of Securities Exchanges* Brookings-Wharton Papers on Financial Services (2002), pp.1-33.

- ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีและคอมพิวเตอร์ทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีการแข่งขันที่สูงขึ้น จึงไม่สามารถกำหนดค่าธรรมเนียมการซื้อขาย (Trading Fee) ได้มากนัก

- การแปรรูปของตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกทำให้รายได้จากการสนับสนุนรายปีจากสมาชิก ลดต่ำลงอย่างมากจากการเปิดเสรีตลาดหลักทรัพย์ ผู้ที่จะส่งคำสั่งซื้อขายเข้ามาในระบบได้ไม่ จำเป็นต้องเป็นสมาชิก

- การแข่งขันที่รุนแรงระหว่างตลาดหลักทรัพย์ทำให้ค่าธรรมเนียมการจดทะเบียน หลักทรัพย์ (Listing Fees) ลดต่ำลงเพื่อดึงดูดให้ผู้ออกหลักทรัพย์มาระดมทุนที่ตลาดของตน

ในประเทศที่มีพัฒนาการของระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ก้าวหน้าไปไกล มีการนำ เทคโนโลยีมาพัฒนาระบบซื้อขายที่นำผู้ซื้อและผู้ขายหลายราย (Multiple Third-Party) มารวมกัน ทำให้เกิดการแข่งขันที่รุนแรงขึ้นระหว่างศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยตนเอง และทำให้ตลาด หลักทรัพย์หลายแห่ง ต้องปรับตนเองโดยหันมาให้บริการและสิ่งพึงรายได้เกี่ยวกับข้อมูลมากขึ้น รวมทั้งทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการรวบรวมข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ (Quote and Trade Data) ซึ่งเป็นธุรกิจที่ตลาดหลักทรัพย์มีความถนัดและมีศักยภาพในการแข่งขันสูง การดำเนินงาน จึงควรเป็นไปอย่างระมัดระวัง เพื่อให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุด รองรับโครงสร้างทางธุรกิจที่อาจต้อง เปลี่ยนแปลงไป โดยลดค่าใช้จ่ายที่เกินความจำเป็นหรือไม่เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจหลักและ หาท่าง เพิ่มรายได้จากการมีสินค้าใหม่ๆ เข้ามาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ เช่น ETF* และ TCR** เป็นต้น

ศูนย์วิทยทรัพยากร

* ETF คือ กองทุนรวมประเภทกองทุนเปิด ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เสมือนหุ้น ผู้ ลงทุนสามารถส่งคำสั่งซื้อขายผ่านโบรกเกอร์ได้เหมือนการซื้อขายหุ้นทั่วไป มีนโยบายการลงทุนที่ เน้นการสร้างผลตอบแทนให้เท่ากับดัชนีอ้างอิง เช่น ดัชนีราคาหุ้น ดัชนีราคาหุ้น SET50 ดัชนีราคา ตราสารหนี้

** Transferable Custody Receipt - TCR หรือใบแสดงความเป็นเจ้าของหลักทรัพย์ ต่างประเทศคือ ตราสารที่แสดงถึงสิทธิของผู้ถือที่จะได้รับสิทธิประโยชน์ต่างๆ เทียบเท่ากับการถือ ครองหลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ

2.1.6 สถานะของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1) สถานะทางกฎหมาย

จากการที่ตลาดหลักทรัพย์จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งเป็นกฎหมายพิเศษนั้น ปัจจุบันยังคงเป็นประเด็นถกเถียงกันว่าสถานะของตลาดหลักทรัพย์ตามกฎหมายไทยเป็นเอกชน รัฐวิสาหกิจ องค์กรภาครัฐหรือหน่วยงานอื่นของรัฐ เนื่องจากที่ผ่านมาได้มีแนวความเห็นของหลายองค์กรทั้งคณะกรรมการกฤษฎีกา ศาลปกครอง ศาลแพ่ง ศาลอาญา และศาลอุทธรณ์ อย่างไรก็ตามก็ต้องพิจารณาในเรื่องของการจัดตั้ง บทบาท และอำนาจหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ตามวัตถุประสงค์และเจตนารมณ์ของกฎหมายแต่ละฉบับ

ตัวอย่างความเห็นกรณีสถานะทางกฎหมายของตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่

(1) ความเห็นของสำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา เรื่อง ปัญหาข้อกฎหมายเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย⁸

ตลาดหลักทรัพย์มิได้เป็นรัฐวิสาหกิจและไม่เป็นกิจการของรัฐ เพราะเมื่อเปรียบเทียบกับกิจการของรัฐที่จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติคุณสมบัติมาตรฐานสำหรับกรรมการและพนักงานรัฐวิสาหกิจ พ.ศ. 2518 ปรากฏว่า ในการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ รัฐมิได้เป็นผู้ลงทุนทั้งหมดหรือเป็นส่วนใหญ่เลย แต่ตลาดหลักทรัพย์ได้อาศัยค่าบำรุงและค่าธรรมเนียมต่างๆ จากสมาชิกมาดำเนินกิจการ ส่วนการบริหารกิจการก็เป็นหน้าที่ของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ จึงถือไม่ได้ว่าตลาดหลักทรัพย์มีลักษณะเป็นกิจการของรัฐ

(2) ความเห็นของศาลปกครองกลางเกี่ยวกับอำนาจหน้าที่ระหว่างศาลที่ 106/2544⁹

ศาลปกครองได้ให้ความเห็นว่า “กฎหมายแต่ละฉบับย่อมมีวัตถุประสงค์และเจตนารมณ์ของกฎหมายที่แตกต่างกันออกไป” ซึ่งเมื่อพิจารณาตามพระราชบัญญัติจัดตั้งศาล

⁸ สำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา, “บันทึก เรื่อง ปัญหาข้อกฎหมายเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย”, 31 พฤษภาคม 2548.

⁹ ศาลปกครองกลาง, “ความเห็นที่เกี่ยวกับอำนาจหน้าที่ระหว่างศาลที่ 106/2544”, 14 ธันวาคม 2544.

ปกครองและวิธีพิจารณาคดีปกครอง พ.ศ. 2542 ตลาดหลักทรัพย์และคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์จำเป็นต้องใช้อำนาจรัฐในการออกกฎหรือทำคำสั่งทางปกครอง และการฝ่าฝืนไม่ปฏิบัติตามกฎหรือคำสั่งทางปกครองที่ออกโดยตลาดหลักทรัพย์ และคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ย่อมเป็นความผิด และมีโทษในทางอาญาได้ ตลาดหลักทรัพย์จึงเป็นหน่วยงานทางปกครอง

(3) ความเห็นของ ศาลแพ่งกรุงเทพใต้ คดีหมายเลขดำที่ 3210/2544¹⁰

ตลาดหลักทรัพย์ฯ เป็นหน่วยงานที่ได้รับมอบหมายให้ใช้อำนาจหน้าที่และดำเนินกิจการในทางปกครองบางส่วน จึงเป็นหน่วยงานทางปกครอง ตามมาตรา 3 แห่งพระราชบัญญัติจัดตั้งศาลปกครองและวิธีพิจารณาคดีปกครอง พ.ศ.2542

(4) ความเห็นของสำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา เรื่อง สถานภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเจ้าหน้าที่ตามกฎหมายประกอบรัฐธรรมนูญว่าด้วยผู้ตรวจการแผ่นดินของรัฐสภา¹¹

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีฐานะเป็นหน่วยงานของรัฐตามมาตรา 3 แห่งพระราชบัญญัติประกอบรัฐธรรมนูญว่าด้วยผู้ตรวจการแผ่นดินของรัฐสภา พ.ศ. 2542 และเจ้าหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นเจ้าหน้าที่ในหน่วยงานของรัฐ

(5) ความเห็นของสำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา เรื่อง สถานภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามกฎหมายว่าด้วยข้อมูลข่าวสารของราชการ¹²

¹⁰ ศาลแพ่งกรุงเทพใต้, "ความเห็นคดีหมายเลขดำที่ 3210/2544", 29 เมษายน 2545.

¹¹ สำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา, "ความเห็น เรื่อง สถานภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเจ้าหน้าที่ ตามกฎหมายประกอบรัฐธรรมนูญว่าด้วยผู้ตรวจการแผ่นดินของรัฐสภา เรื่องเสรีที่ 82/2544", กุมภาพันธ์ 2544.

¹² สำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา "ความเห็น เรื่อง สถานภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามกฎหมายว่าด้วยข้อมูลข่าวสารของราชการ เรื่องเสรีที่ 565/2543", ตุลาคม 2543.

การดำเนินการของตลาดหลักทรัพย์อยู่ภายใต้การกำกับและควบคุมของรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์จึงมีฐานะเป็น "หน่วยงานของรัฐ" โดยมีฐานะเป็นหน่วยงานของรัฐในประเภท "หน่วยงานอื่นของรัฐ" ตามมาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติข้อมูลข่าวสารของทางราชการ พ.ศ. 2540

เมื่อพิจารณาเหตุผลและเจตนารมณ์ของกฎหมายหลายฉบับแล้ว เห็นว่าโดยส่วนใหญ่องค์กรแต่ละแห่งก็จะพิจารณาจากบทบาทหน้าที่ และอำนาจของตลาดหลักทรัพย์ที่สามารถกำหนดกฎเกณฑ์บังคับใช้กับหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง รวมถึงพิจารณาถึงโทษทางวินัยต่อองค์กรเหล่านั้นได้ ตามเจตนารมณ์ของกฎหมายแต่ละฉบับที่องค์กรต่างๆ เหล่านี้มีการดำเนินการและอยู่ภายใต้กฎหมายฉบับใดๆ ซึ่งมองว่าเป็นกรณีที่ใช้อำนาจตามกฎหมายบังคับได้ต่อกลุ่มคนส่วนรวม จึงถือสถานะของการเป็นหน่วยงานของรัฐ รวมถึงหลักกฎหมายที่ว่า การอยู่เหนือประชาชนบางกลุ่มเสมือนเป็นองค์กรมหาชนที่อยู่เหนือเอกชนโดยทั่วไป ก็มองได้ว่าเป็นหน่วยงานทางปกครองได้เช่นกัน

2) องค์กรก่อผลประโยชน์ร่วมกัน

จากที่กล่าวมาแล้วข้างต้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมาย มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง และดำเนินงานโดยไม่ใช้งบประมาณแผ่นดิน เงินทุนประเดิมมาจากเงินกู้ยืมจากบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย จำกัด และมีรายได้จากการเก็บค่าธรรมเนียมจากสมาชิกคิดเป็นอัตราส่วนของปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ จำนวนสมาชิกจึงมีจำกัด เพราะหากว่ามีได้ไม่จำกัด ก็คงไม่มีใครยอมให้เก็บค่าธรรมเนียม ตลาดหลักทรัพย์ถูกบริหารจัดการแบบเอกชน ดำเนินงานโดยไม่นำผลกำไรมาแบ่งปันกัน ลักษณะขององค์กรแบบนี้เรียกว่าเป็นองค์กรก่อประโยชน์ร่วมกัน (Mutual Organization) ระหว่างตลาดรองของหลักทรัพย์กับนายหน้าค้าหลักทรัพย์หรือโบรกเกอร์

3) องค์กรกำกับดูแลตนเอง

ตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก ต่างก็เป็นองค์กรในลักษณะกำกับดูแลตนเอง (Self-Regulatory Organization - SRO) เนื่องจากมีภารกิจสำคัญที่จะต้องคุ้มครองผลประโยชน์ต่อส่วนรวม กฎหมายจึงให้อำนาจออกกฎเกณฑ์ ข้อบังคับ และวางนโยบาย เพื่อควบคุมดูแลการดำเนินงาน

ของตลาดหลักทรัพย์ และปฏิบัติการอื่นใดให้เป็นไปตามที่กฎหมายหลักทรัพย์กำหนด ดังเช่นพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดในมาตรา 170

โดยลักษณะขององค์กรกำกับดูแลตนเอง จะมีหน้าที่รับผิดชอบในการกำกับดูแลสมาชิกของตน อย่างเช่นกรณีของตลาดหลักทรัพย์ กฎหมายมีการกำหนดให้สามารถมีอำนาจออกกฎระเบียบเพื่อบังคับใช้กับสมาชิก โดยสมาชิกในองค์กรจะมีส่วนร่วมในการบริหารงานด้วย นอกจากนี้ กฎหมายที่เกี่ยวข้องดังกล่าวยังมีการกำหนดบทบาทในการลงโทษสมาชิกด้วย ซึ่งสาเหตุที่กฎหมายมีการให้ความสำคัญกับองค์กรกำกับดูแลตนเองค่อนข้างมาก เนื่องจาก SRO มีความใกล้ชิดกับธุรกิจ มีความคล่องตัว และตอบสนองต่อสภาพตลาดได้เร็ว หาก SRO มีความพร้อมและสามารถทำหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะจะช่วยภาครัฐในการกำกับดูแลตลาดทุนได้ในระดับหนึ่ง

บทบาทหน้าที่การกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ในฐานะ SRO¹³

หน่วยงานกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์โดยทั่วไปนั้น จะทำหน้าที่กำกับดูแลในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ การจดทะเบียนหลักทรัพย์ การกำกับดูแลการปฏิบัติหน้าที่ของบริษัทสมาชิก และการอนุญาตหรือให้ความเห็นชอบต่อบุคคลใดๆ ที่จะเข้ามาทำการซื้อขายในระบบการซื้อขาย กำหนดกฎเกณฑ์และบังคับใช้สำหรับส่วนที่เกี่ยวข้องกับสมาชิก และในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการรับหลักทรัพย์นั้นจะคอยติดตามการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนให้เป็นไปตามเกณฑ์ โดยเฉพาะเรื่องการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญอย่างต่อเนื่อง โดยมีข้อดีและข้อเสียแตกต่างกัน ดังนี้

1. ข้อดีหรือประโยชน์ของการเป็น SRO

- องค์กรกำกับดูแลตนเองมีความเหมาะสมที่จะทำหน้าที่ตรวจสอบ สังเกตการณ์การปฏิบัติหน้าที่ของกลุ่มบริษัทที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจอย่างมาก โดยเฉพาะกรณีที่กฎหมายที่ใช้อยู่ในปัจจุบันไม่สามารถควบคุมและบังคับใช้ได้ในทางปฏิบัติ จึงมีความจำเป็นที่จะต้องพึ่งการดำเนินการต่างๆ ที่สามารถจัดการและรับมือกับการกระทำที่ไม่ถูกต้องในอุตสาหกรรมเดียวกันได้ โดยการออกกฎเกณฑ์ต่างๆ ที่สามารถให้บังคับได้อย่างทันท่วงที โดยไม่ควรจะมีการตีความหรือให้ยุ่งยากอีก มากไปกว่านั้น กฎเกณฑ์ที่กำหนดโดย SRO ยังมีประสิทธิผลในการบังคับใช้ เนื่องจากหน่วยงานประเภทนี้จะ

¹³ Blake, Cassels and Graydon LLP, Exchange Demutualization (1 May 2006), p. 17.

เป็นผู้ริเริ่มและให้ความรู้เกี่ยวกับธุรกิจอย่างถูกต้องเหมาะสม เมื่อเทียบกับหน่วยงานภาครัฐ ด้วยผู้บริหารและเจ้าหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์จะมีความใกล้ชิดกับกิจกรรมและการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งย่อมเป็นทางที่สร้างความรู้ความเข้าใจได้ดีกว่าที่อื่นๆ

- ต้องยอมรับว่าส่วนใหญ่แล้วกฎเกณฑ์ที่สร้างจากกลุ่มธุรกิจหรืออุตสาหกรรมเดียวกัน ถือได้ว่าเป็นธรรมและชอบด้วยประโยชน์ต่อบุคคลที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ หลักทรัพย์มากกว่ากฎหมายที่ออกจากหน่วยงานกำกับดูแลภายนอก และส่งผลดีในเรื่องของการติดตามการกำกับดูแลธุรกิจให้มีความถูกต้อง เนื่องจากกระบวนการบังคับตามกฎหมายของตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพและมีความพร้อม ความเข้าใจและเป็นที่ยอมรับว่ามีเหตุผลและหลักการอย่างถูกต้องและเป็นธรรมจากหน่วยงานที่ถูกกำกับดูแลมากกว่า หากเปรียบเทียบกับหน่วยงานหรือตัวแทนอื่นจากภาครัฐ (Statutory/Government Regulator) แต่ข้อเสียอาจจะอยู่ตรงที่ว่าข้อบังคับหรือการตัดสินใจในการดำเนินงานใดๆ ขององค์กรเหล่านี้จะมีความอ่อนไหวง่ายหากต้องเผชิญกับอิทธิพลหรือความเปลี่ยนแปลงทางการเมือง เนื่องจากมิใช่บทบัญญัติกฎหมายที่ต้องผ่านฝ่ายนิติบัญญัติ
- นอกจากนี้ การเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง จะช่วยประหยัดต้นทุนในการกำกับดูแลมากกว่า หากอุตสาหกรรมต้องการผู้ที่มีความรู้โดยตรงและระบบการตรวจสอบที่เชื่อถือได้และเป็นที่ยอมรับของบุคคลที่เกี่ยวข้องโดยภาพรวม และยอมเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและมีประสิทธิภาพมากกว่า อีกทั้งการปรับปรุงเปลี่ยนแปลงหรือแก้ไขกฎเกณฑ์ที่ใช้บังคับก็สามารถทำได้โดยง่ายและรวดเร็ว ทันต่อการตอบสนองต่อสภาพแวดล้อมของธุรกิจที่เปลี่ยนไป ดังนั้นท่ามกลางความกดดันต่างๆ แล้ว SRO ดูจะมีภาษีที่ดีกว่าในเรื่องของการกำหนดกฎเกณฑ์และต้นทุนที่ดำเนินการทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแล

2. จุดด้อยหรือข้อเสียเปรียบของ SRO

- SRO ไม่มีอำนาจและความเชื่อมั่นทางด้านการบังคับพิจารณาและลงโทษที่เข้มขันอย่างเพียงพอ (ภายใต้ขอบที่กำหนดตามกฎหมาย) ซึ่งโดยทั่วไปการบังคับที่มีประสิทธิภาพอย่างแท้จริงจะเป็นอำนาจของหน่วยงานของรัฐ

- ประการสำคัญที่ว่าจะต้องดำเนินงานเพื่อรักษาและตอบสนองผลประโยชน์ให้กับเหล่าบุคคลที่เกี่ยวข้องในทุกๆ ด้าน ทั้งสมาชิก ลูกค้ำกลุ่มบริษัทจดทะเบียน และประชาชนผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ อาจนำไปสู่ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างกัน ที่จะไม่สามารถตอบสนองความต้องการได้กับทุกกลุ่มอย่างเต็มที่ โดยเฉพาะการที่สมาชิกมีตัวแทนในการบริหารและกำหนดนโยบายในด้านต่างๆ ก็อาจส่งผลให้มีอิทธิพลในการปฏิบัติการทั้งเรื่องที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ และการบังคับตามเกณฑ์ได้
- โดยส่วนใหญ่แล้ว SRO จะได้รับการผูกขาดเพื่อที่จะตอบสนองต่อสมาชิก ลูกค้ำ และสาธารณชนได้อย่างเหมาะสม เนื่องด้วยตลาดหลักทรัพย์ก็เช่นกันที่จะทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกด้วยทรัพยากรที่มีอยู่แล้ว และรักษาผลประโยชน์ของผู้ลงทุนเป็นสำคัญ และคงจะไม่เห็นด้วยหากจะให้มีการเปิดเสรีทางการเป็นศูนย์การซื้อขายหลักทรัพย์เกินกว่าความจำเป็นที่มีอยู่ นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์อาจยังเรียกร้องให้มีอำนาจในการทำหน้าที่กำกับดูแลธุรกิจระบบสถาบันตัวกลางที่ไม่ได้รับผลประโยชน์ในตลาดหลักทรัพย์ จำพวกผู้ให้คำปรึกษาการลงทุน (ที่ไม่ได้รับใบอนุญาตให้เข้าซื้อขาย) ซึ่งแน่นอนว่าเรื่องของความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างกลุ่มเหล่านี้กับสถาบันตัวกลางที่เป็นสมาชิกของตลาดด้วยย่อมอาจเกิดขึ้นได้
- นอกจากนี้ โครงสร้างของหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐและองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยรวมทั้งหมดนั้น อาจมีเรื่องที่ซ้ำซ้อนกันอันนำไปสู่ความสิ้นเปลืองของต้นทุน โดยเฉพาะเรื่องของอำนาจการตัดสินใจพิจารณาลงโทษผู้กระทำความผิด การให้ใบอนุญาต การกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ และการพิจารณาทางวินัย อาจทั้งซ้ำซ้อนและเหลื่อมล้ำระหว่างกัน เกินความจำเป็นทั้งเรื่องของเวลา ต้นทุนการกำกับดูแลบนมาตรฐานหรือหลักการที่แตกต่างกันในบางส่วน ซึ่งหากมีการรวมมาตรการกำกับดูแลเต็มรูปแบบกับเป้าหมายทางธุรกิจในการแสวงหากำไรอย่างสุดโต่งเข้าด้วยกันนั้น เรื่องของความขัดแย้งทางผลประโยชน์ย่อมเกิดขึ้นแน่นอน การระดมทุนก็จะเป็นไปโดยยาก ซึ่งจักต้องหาวิธีการแก้ไขปัญหาคต่อไป
- นอกเหนือไปจากเรื่องของการคุ้มครองผู้ลงทุน การรักษาเสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์ สร้างความโปร่งใสเป็นธรรมให้เกิดขึ้น และลดความเสี่ยงต่างๆ ของระบบการซื้อขายแล้ว ประเด็นสำคัญที่องค์กรกำกับดูแลตนเองมี คือเรื่องของการรับประกัน

ความเชื่อมั่นให้เกิดขึ้นเพื่อผู้ลงทุน นั้นหมายความว่าเราจะต้องมีกระบวนการรับลูก ในเรื่องการสร้างความโปร่งใส การปฏิบัติอย่างเท่าเทียม การเปิดเผยข้อมูลอันเป็นสาระสำคัญ และมีความน่าเชื่อถือไว้ใจได้ให้เกิดขึ้นจริง และต้องเป็นตลาดที่ปราศจากการกระทำอันไม่เป็นธรรม การปั่นหุ้น และกระทำผิดกฎเกณฑ์ต่างๆ (NASD ให้ความสำคัญในเรื่องของการปกป้องการลงทุนของผู้ลงทุนมาก่อนเรื่องของการดูแลบริษัทจดทะเบียนและบริษัทสมาชิก) โดยปราศจากอิทธิพลหรืออำนาจจากแวดวงอุตสาหกรรม เพื่อให้ได้ตรงตามเป้าหมายขององค์กรกำกับดูแลตนเองที่แท้จริง โดยการแก้ไขปัญหาคู่ถอนของ SRO ก็คือมีความจำเป็นต้องร่วมมือกันกับหน่วยงานกำกับดูแลอื่นๆ ด้วย โดยเฉพาะหน่วยงานภาครัฐที่มีอำนาจในการป้องกัน และจัดการกับกลุ่มที่ทำเลเมิดหรือจ้อโกงในตลาดหลักทรัพย์ได้

อย่างไรก็ดี ผู้วิจัยเห็นว่าผลลัพธ์หรือทางออกเพื่อแก้ไขปัญหาคู่ถอนเกี่ยวกับการกำกับดูแล มีความแตกต่างหลากหลายขึ้นอยู่กับโครงสร้างทางกฎหมาย และรูปแบบของการกำกับดูแล ที่ถูกกำหนดหรือจัดตั้งขึ้น อย่างไรก็ดี การดูแลจัดการที่ส่งผลดีในระยะยาวย่อมเป็นสิ่งที่ดี นั่นคือ การยังคงรักษาสถานะของการเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองอยู่ (Remain SRO) และมีการโอนบทบาทหน้าที่ของการกำกับดูแลบางอย่างไปยังหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐ โดยเท่าที่ผ่านมาไม่มีตลาดหลักทรัพย์แห่งไหนที่จะมีการโอนย้ายบทบาทของ SRO จากเดิมที่มีอยู่ไปจนหมด

4) การกำกับดูแลโดยองค์กรกำกับดูแลภาครัฐ

แม้ว่ากฎหมายหลักทรัพย์จะกำหนดซึ่งอำนาจของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ ในการออกข้อกำหนด กฎเกณฑ์ต่างๆ เพื่อให้บังคับกับสมาชิก บริษัทจดทะเบียน และองค์กรที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ กรณีที่มีความสัมพันธ์กับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงแล้วนั้น พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ก็ยังได้มีการจัดตั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลภาครัฐ เพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลกิจการที่เกี่ยวข้องธุรกิจหลักทรัพย์ โดยมีวัตถุประสงค์หลัก คือ¹⁴

1) เพื่อปกป้องผลประโยชน์ของนักลงทุนรายย่อย โดยปกติจะถือว่านักลงทุนประเภทนี้คือ นักลงทุนที่ไม่มีเงินทุนมากในการลงทุนแต่ละครั้งและมีข่าวสารข้อมูลจำกัด

¹⁴ http://www.sec.or.th/sec/Content_0000000129.jsp?categoryID=CAT0000021.

2) เพื่อรักษาเสถียรภาพและความน่าเชื่อถือของตลาด เช่น การทำให้มั่นใจว่าสถาบันที่ได้รับใบอนุญาตมีการดำรงเงินทุนที่เพียงพอ ที่จะทำธุรกิจและรองรับผลเสียหายจากการทำธุรกิจได้

3) เพื่อให้การสนับสนุนต่อการพัฒนาตลาด ซึ่งจะทำให้การดำเนินงานของตลาดมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น เช่น สนับสนุนให้มีระบบการหักชำระบัญชี เชื่อมระบบการชำระเงิน และการส่งมอบหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ต่างๆ ที่กล่าวมา จึงมีการกำหนดกฎระเบียบข้อบังคับหลายรูปแบบ โดยรวมถึง

- กำหนดคุณสมบัติ และใบอนุญาตที่ต้องมีสำหรับสถาบัน บริษัท และบุคลากร ที่จะทำหน้าที่วิชาชีพในตลาด
- กำกับดูแลการดำเนินงานด้านการเงิน และกำกับดูแลสถาบัน และบริษัทต่างๆ ให้อยู่ในเงื่อนไขของใบอนุญาต
- รับข้อร้องเรียน ตอบสนองตลาดอย่างรวดเร็ว และเป็นอิสระ โดยแต่ละหน่วยงานกำกับดูแลจะปฏิบัติงานแตกต่างกัน แต่บทบาททั่วไปนั้นเหมือนกัน

การกำกับดูแลระหว่างหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐ กับตลาดหลักทรัพย์ในฐานะที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง (SRO)

ข้อดีของการที่ภาครัฐมอบหมายอำนาจหน้าที่ส่วนหนึ่งให้กับตลาดหลักทรัพย์รับผิดชอบต่อการคอยตรวจสอบควบคุมสภาพการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาด ได้แก่

- ความเชี่ยวชาญ และความใกล้ชิดในการกำกับดูแลตลาด
- การทำหน้าที่ตามกฎหมายเกณฑ์ของตลาดเพื่อช่วยให้เกิดความเป็นธรรม ตามวัตถุประสงค์ของตลาดหลักทรัพย์อยู่แล้ว
- ความยืดหยุ่นและความรับผิดชอบในการทำงานที่ดี

แต่ข้อเสียของการมอบหมายอำนาจหน้าที่ (Delegate) ดังกล่าว อาจมีความเสี่ยงในเรื่อง

- ระบบการปฏิบัติงานที่ไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอ เนื่องจากไม่มีทรัพยากรในด้านต่างๆ อย่างเต็มที่ เพราะต้องจัดสรรเป็นต้นทุนให้กับการกำกับดูแลด้วย
- พฤติกรรมหรือวัฒนธรรมของการกำกับดูแล จากที่เคยอยู่ภายใต้การบริหารของกลุ่มสมาชิกมาโดยตลอด ซึ่งอาจยังไม่สามารถเปลี่ยนมารักษามาตรฐานผลประโยชน์ของส่วนรวมได้โดยเต็มที่

- การดำเนินการใดๆ ที่ต้องยึดติดกับนโยบายของภาครัฐตลอด

อย่างไรก็ตาม เพื่อลดความเสี่ยง และปัญหาความเหลื่อมล้ำซ้ำซ้อนในการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ และเป็นการเพิ่มประสิทธิภาพของการกำกับดูแลโครงสร้างตลาดทุนโดยรวม จึงเกิดความตกลงร่วมมือกันระหว่างสำนักงานและตลาดหลักทรัพย์ โดยเน้นความสำคัญ ในเรื่องต่างๆ¹⁵ ดังนี้

- การสร้างความเข้าใจเกี่ยวกับข้อกำหนดกฎเกณฑ์ อำนาจหน้าที่ และความรับผิดชอบในแต่ละหน่วยงาน
- แลกเปลี่ยนประสบการณ์และความเชี่ยวชาญในการปฏิบัติหน้าที่
- การดำเนินการตามมาตรฐานการกำกับดูแลอย่างสม่ำเสมอ

ในส่วนของภาระความรับผิดชอบในการกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ให้รวมถึง

- การพัฒนามาตรฐานกฎเกณฑ์และการบังคับใช้ตามกฎเกณฑ์ดังกล่าว
- กำหนดมาตรฐานการรับหลักทรัพย์จดทะเบียน และการดำเนินการให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญอย่างต่อเนื่อง
- การให้ความเห็นและบังคับตามเกณฑ์กำกับดูแลสมาชิกของตลาด
- กำหนดคุณสมบัติและมาตรฐานเกี่ยวกับการเงินต่อผู้ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์
- ทำหน้าที่กำกับดูแลสภาพการซื้อขายในตลาด และการปฏิบัติงานของบริษัทหลักทรัพย์และบุคคลอื่นที่เกี่ยวข้อง กรณีการฝ่าฝืนกฎหมายและละเมิดกฎเกณฑ์ต่างๆ
- สังเกตตรวจสอบการซื้อขายรายวันโปร่งใสเป็นธรรม

2.1.7 ปัญหาการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ในปัจจุบัน

1) การขาดความชัดเจนในความเป็นเจ้าของ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังขาดความชัดเจนว่าใครเป็นเจ้าของ และเป็นเจ้าของเท่าใดหรือใครถือหุ้นและถือเท่าใด ทำให้หาก Demutualize จะเกิดปัญหาถกเถียงว่าใครควรจะได้รับสัดส่วนเท่าใด เช่น รัฐบาล หรือทางการที่ใส่เงินประเดิมตอนจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ และยังมี

¹⁵ บันทึกความเข้าใจระหว่างสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 4 สิงหาคม 2543. (เอกสารไม่ตีพิมพ์เผยแพร่)

ตัวแทนในคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์กว่าครึ่งหนึ่ง ซึ่งยังมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจใดๆ ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ควรจะได้รับสัดส่วนเป็นหุ้นเท่าใด บริษัทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งจ่ายเงินชื่อ Broker Seat ในตลาดหลักทรัพย์ฯ และถูกหักเปอร์เซ็นต์ส่วนหนึ่งจากค่าธรรมเนียมการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ควรจะได้รับสัดส่วนเป็นหุ้นเท่าใด และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งหมดซึ่งจ่ายเงินให้กับตลาดหลักทรัพย์ ในรูปของค่าจดทะเบียนและค่าธรรมเนียมประจำปี ควรจะได้รับสัดส่วนเป็นหุ้นเท่าใด ดังนั้น การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงเป็นหนทางหนึ่ง ที่สามารถจัดสรรความเป็นเจ้าของ จากสัดส่วนผู้ถือหุ้นของบุคคล และหน่วยงานอื่นที่เกี่ยวข้องได้

2) การควบคุมอำนาจการดำเนินงานของกลุ่มสมาชิก

เหตุผลของการแปรรูปนอกจากจะต้องทำให้มีการระดมเงินทุนเพื่อให้ขนาดของตลาดหลักทรัพย์ฯ (Market Capital) สามารถเติบโตขึ้นแล้ว ก็ต้องการให้การบริหารงานเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ และไม่ให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เนื่องจากเดิมกรรมการของตลาดหลักทรัพย์ฯ ประกอบด้วยบริษัทสมาชิกถึงครึ่งหนึ่ง เพราะฉะนั้น ในปัจจุบันบริษัทสมาชิกจึงค่อนข้างมีอำนาจในการกำหนดการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งบางกรณีนี้อาจเป็นประโยชน์ต่อส่วนรวม ก็อาจจะไม่ได้ทำ เพราะขัดกับผลประโยชน์ของบริษัทสมาชิกนอกจากนี้ยังมีการวิพากษ์วิจารณ์ว่าที่ผ่านมา ตลาดหลักทรัพย์มิได้ดำเนินการทางธุรกิจหลักทรัพย์ให้เกิดการพัฒนา และประโยชน์ต่ออุตสาหกรรมหลักทรัพย์เท่าที่ควร

3) สถานะทางกฎหมายกับการถูกฟ้องในคดีปกครอง

จากที่กล่าวถึงสถานะของตลาดหลักทรัพย์ข้างต้น จะเห็นได้ว่าการที่ตลาดหลักทรัพย์และคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ มีอำนาจกำหนดนโยบายการบริการรายขององค์กร โดยการกำหนด หรือแก้ไขข้อบังคับหรือกฎระเบียบ เพื่อใช้บังคับกับสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ โดยมีบทกำหนดโทษทางวินัยด้วยแล้วนั้น หลายองค์กร รวมถึงคณะกรรมการกฤษฎีกา และศาลปกครองมีความเห็นไปในแนวทางเดียวกันว่า ตลาดหลักทรัพย์ มีสถานะทางกฎหมายเป็นหน่วยงานอื่นของรัฐ หรือหน่วยงานทางปกครอง ดังนั้นแล้ว ตามกฎหมายปกครอง ตลาดหลักทรัพย์ จึงสามารถถูกฟ้องในคดีปกครองได้

ดังนั้น หากมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นบริษัทมหาชน ซึ่งเป็นองค์กรเอกชนแล้ว นอกจากจะแสดงถึงความชัดเจนในสถานะ อำนาจ บทบาทหน้าที่ และวัตถุประสงค์ขององค์กร ยังเป็นการขจัดความเสี่ยงต่อการที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ จะถูกฟ้องเป็นคดีปกครองอีกด้วย

2.2 บทนิยามของการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์

Demutualization (หรือ Demutualisation)¹⁶ หมายถึง การแปรรูปหรือเปลี่ยนโครงสร้างทางกฎหมายขององค์กรประเภท Mutual หรือองค์กรที่ก่อผลประโยชน์ร่วมกัน มิได้แสวงหากำไร และมีกลุ่มสมาชิกเป็นผู้ได้รับผลประโยชน์จากองค์กรเหล่านั้น ให้กลายเป็นองค์กรที่มีการจัดสรรหุ้นให้กับผู้ถือหุ้น อันแสดงถึงสิทธิความเป็นเจ้าของในองค์กรนั้น ซึ่งนอกจากตลาดหลักทรัพย์ (Securities Exchange) ในต่างประเทศที่มีการแปรรูปองค์กรในลักษณะนี้แล้ว ก็ยังรวมถึงการแปรรูปองค์กรประกันภัย (Life Insurers) อีกด้วย¹⁷

Demutualization of the Stock Exchange จึงหมายถึงการเปลี่ยนหรือแปรรูปโครงสร้างสถานะทางกฎหมายของตลาดหลักทรัพย์ จากองค์กรก่อผลประโยชน์ร่วมกันของบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก โดยมีได้แสวงหากำไร เป็นบริษัทมหาชนที่มีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นและการจำกัดความรับผิด โดยมีวัตถุประสงค์ทางธุรกิจเพื่อนำผลกำไรหรือประโยชน์ทางพาณิชย์ และนำเงินปันผลมาแบ่งปันกัน โดยการแปรรูปองค์กรของตลาดหลักทรัพย์ ภายใต้สภาวะการแข่งขันที่รุนแรงของตลาดทุนทั่วโลกและการเผชิญกับภาวะด้อยความสำคัญลงของตลาดทุนไทยในสายตาของนักลงทุนต่างชาตินั้น เป็นการวางรากฐานโครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์ให้มีความคล่องตัว และส่งเสริมให้เกิดการพัฒนาอย่างต่อเนื่องและนำมาซึ่งประโยชน์สูงสุดของตลาดทุนและเศรษฐกิจไทยโดยรวม

ดังนั้น เมื่อมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์แล้ว สิ่งสำคัญประการแรกที่จะต้องถูกแยกออกจากกันอย่างชัดเจนคือ สิทธิความเป็นเจ้าของ (Ownership) และสิทธิการให้บริการเพื่อเป็นนายหน้าหรือตัวแทนซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์ (Trading /Access Right) โดยในเรื่องของการออกเสียงตัดสินใจเพื่อการดำเนินการใดๆ นั้นก็จะขึ้นอยู่กับผู้ถือหุ้น มิได้อยู่ภายใต้อิทธิพลของสมาชิกเป็นหลักเหมือนเดิม ส่วนใหญ่แล้ว ตลาดหลักทรัพย์ที่มีการแปรรูปเป็นองค์กรเพื่อแสวงหากำไร และออกหลักทรัพย์จดทะเบียนในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์สาธารณะ จะประกอบ

¹⁶ <http://en.wikipedia.org/wiki/Demutualization>.

¹⁷ Blake, Cassels and Graydon LLP, Exchange Demutualization (1 May 2006), p. 5.

ไปด้วย 3 องค์ประกอบสำคัญ คือ เจ้าของหรือผู้ถือหุ้น กรรมการหรือผู้มีอำนาจบริหารและตัดสินใจดำเนินงาน และลูกค้า (Owners, Decision-Makers, Customers) โดยผู้ถือหุ้นจะมอบหมายให้คณะกรรมการบริษัทมีอำนาจตัดสินใจในการดำเนินกิจการ ซึ่งกรรมการก็จะมอบนโยบายให้กับพนักงานเจ้าหน้าที่ปฏิบัติงานต่อไป

อย่างไรก็ดี การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ก็มีหลายรูปแบบภายหลังจากที่ผ่านกระบวนการแปรรูปแล้ว ไม่ว่าจะเป็นบริษัทเอกชนธรรมดา (Private Company) บริษัทมหาชนที่ออกหลักทรัพย์และเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตัวเอง (Listed Exchange) การเป็นบริษัทแม่ที่ทำหน้าที่ปฏิบัติการในสวนงานต่างๆ (Holding Company) บางแห่งก็มีการจำกัดความสามารถของการเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ตนเองในตลาดสาธารณะ ในขณะที่บางแห่งก็เปิดเสรีให้เทียบเท่าหลักทรัพย์ของบริษัทอื่น รวมถึงการกำหนดสัดส่วนของการเข้าถือหุ้นเพื่อป้องกันการครอบงำกิจการ ซึ่งหลักการเหล่านี้ย่อมขึ้นอยู่กับลักษณะของตลาดหลักทรัพย์แต่ละประเทศ ว่าต้องการที่จะรักษาผลประโยชน์ หรือวางโครงสร้างการจัดสรรสิทธิและหน้าที่ให้กับบุคคลที่เกี่ยวข้องอย่างไร

ในส่วนของขั้นตอนและกระบวนการแปรรูปนั้น โดยส่วนใหญ่แล้วจะต้องผ่านความเห็นชอบจากหน่วยงานภาครัฐ ตามลำดับโครงสร้างการบริหารและกำกับดูแล โดยขั้นตอนการแปลงสภาพ นอกจากจะต้องอาศัยกฎหมายแล้ว ควรที่จะผ่านความเห็นชอบจากสมาชิกแต่เดิม หากเป็นกรณีที่สมาชิกมีความเป็นเจ้าของอยู่ด้วยส่วนหนึ่ง ซึ่งต่อไปจะต้องแยกความเป็นเจ้าของและสิทธิการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ออกจากกัน (จากบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก ก็กลายเป็นลูกค้าประเภทหนึ่งของตลาดหลักทรัพย์จดทะเบียน)

การแปรรูปองค์กรประเภทองค์กรก่อผลประโยชน์ร่วมกัน (Demutualization) สามารถแบ่งประเภทได้เป็น 3 กระบวนวิธีดำเนินการ¹⁸ ได้แก่ การแปรรูปโดยสมบูรณ์ (Full Demutualization) การแปรรูปโดยได้รับการสนับสนุนทางการเงิน (Sponsored Demutualization) และการแปรรูปไปสู่องค์กรก่อผลประโยชน์ที่ทำหน้าที่ถือหุ้นในบริษัท (Mutual Holding Company – MHC) โดยที่แต่ละรูปแบบการแปรรูปต้องมีการเปลี่ยนโครงสร้างทางกฎหมายนั้นจะไม่ส่งผลกระทบต่อสิทธิเดิมของสมาชิก พนักงานเจ้าหน้าที่ รวมถึงสิทธิเรียกร้องอื่นๆ ของเจ้าหน้าที่แต่อย่างใด โดยแบ่งออกเป็น

¹⁸ <http://en.wikipedia.org/wiki/Demutualization>.

1. การแปรรูปโดยสมบูรณ์ (Full Demutualization) เปลี่ยนไปอยู่ในรูปของบริษัทที่มีจัดสรรเงินทุนขององค์กรกลายเป็นหุ้น พร้อมจัดสรรหุ้นและสิทธิต่างๆ ให้กับสมาชิกหรือผู้ครองสิทธิเดิมขององค์กร โดยไม่มีความจำเป็นในการรักษาหรือคงสถานะของการเป็น Mutual ต่อไปไม่ว่ากรณีใดๆ

2. การแปรรูปโดยการสนับสนุนทางการเงิน (Sponsored Demutualization) มีลักษณะคล้ายกับกรณีแรก โดยที่สมาชิกและผู้ถือสิทธิต่างๆ ได้รับการชดเชยหรือทดแทนค่าหุ้นหรือค่าการเป็นสมาชิกแต่เดิม ความต่างอยู่ตรงที่หุ้นและสิทธิต่างๆ ของสมาชิกจะมาจากการรับซื้อโดยตัวบริษัทที่มีการจัดตั้งขึ้นเป็นบริษัทแม่ (Parent Company) แทนที่จะเป็นการรับจัดสรรหุ้นจากตัวองค์กรเดิมโดยตรง

3. การแปรรูปไปสู่องค์กรก่อผลประโยชน์ที่ทำหน้าที่ถือหุ้นในบริษัท (Mutual Holding Company – MHC) เป็นการแปรรูปแบบผสมระหว่างบริษัทที่มีหุ้น และบริษัทที่ยังคงเป็น Mutual Company เนื่องด้วยเหตุผลที่ว่าสมาชิกเป็นเจ้าของในทรัพย์สินต่างๆ มาแต่เดิมเป็นส่วนใหญ่ โดยทางเทคนิคแล้ว สมาชิกจะยังคงถือครองความเป็นเจ้าของเกินกว่า 50% ของสัดส่วนทั้งหมด โดยผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องหลักๆ จะถูกจัดสรรไปยังหน่วยงานต่างๆ โดยยังอยู่สถานะการเป็น Mutual ซึ่งจากการที่มีได้แก้ไขปัญหากการกระจายความเป็นเจ้าของนั้นเป็นสาเหตุประการหนึ่งที่ประเทศแคนาดากำหนดไม่ให้มีการแปรรูปองค์กรในลักษณะนี้แต่อย่างใด¹⁹

ลักษณะขององค์กรก่อผลประโยชน์ร่วมกัน

องค์กรก่อผลประโยชน์ร่วมกัน (Mutual Organization) เป็นองค์กร สมาคม หรือบริษัทที่มีหลักการของการดำเนินการใดๆ เพื่อให้ได้รับมาซึ่งผลประโยชน์ต่อสมาชิกขององค์กรเท่าเทียมกัน แต่มิใช่การสร้างกำไร หรือส่วนของทุนจากการลงทุนโดยตรง²⁰ เจกเช่นความร่วมมือในการทำธุรกิจต่างๆ แต่จะอยู่ในรูปของการได้มาซึ่งสิทธิ หรือประโยชน์อื่นใดจากการออกเสียง ลงคะแนนจากความคิดเห็นของลูกค้าของสมาชิกอีกชั้นหนึ่ง ในส่วนของการสร้างรายได้หรือหาแหล่งเงินทุนขององค์กรก่อผลประโยชน์ร่วมกัน จะมาจากตัวสมาชิก หรือลูกค้าขององค์กร เพื่อสามารถนำมาเป็นต้นทุนในการจัดให้บริการแก่สมาชิก และลูกค้า รวมถึงสาธารณะ โดยผลประโยชน์ที่สมาชิกได้รับ

¹⁹ Department of Finance of Canada, Demutualization Regime for Canadian Life Insurance Companies (August 1998), p. 16.

²⁰ http://en.wikipedia.org/wiki/Mutual_organization.

ย่อมนำกลับมาลงทุนในการดำเนินงานขององค์กรทุกครั้ง เพื่อการพัฒนาประสิทธิภาพการผลิตสินค้าและให้บริการต่างๆ ตามหลักการที่ว่า หากองค์กรมีการพัฒนาต่อไป ธุรกิจหรืออุตสาหกรรมก็ย่อมเติบโต และสมาชิกก็จะสามารถสร้างรายได้ และผลกำไรจากธุรกิจได้ดียิ่งขึ้น

ดังนั้น เมื่อพิจารณาจากลักษณะของการเป็นองค์กรก่อผลประโยชน์ร่วมกันแล้ว ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็ถือเป็น Mutual Organization ที่มีได้มีวัตถุประสงค์ในการแสวงหากำไร แต่มีรายได้จากค่าธรรมเนียมของบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก บริษัทจดทะเบียนที่เป็นลูกค้า (ไม่รวมถึงรายได้จากบริษัทศูนย์รับฝากหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) เพื่อนำมาพัฒนาประสิทธิภาพของการดำเนินงาน การสร้างผลิตภัณฑ์และบริการใหม่ๆ เพื่อประโยชน์ของธุรกิจหลักทรัพย์ต่อไป อย่างไรก็ตาม ข้อจำกัดของการเป็น Mutual นั้นเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ไม่สามารถแข่งขันกับตลาดหลักทรัพย์สากลต่างๆ ได้ ทำให้ความน่าสนใจที่จะเข้าลงทุนในตลาดหลักทรัพย์บ้านเราจึงอยู่ในสัดส่วนที่น้อย ด้วยข้อเสียเปรียบต่างๆ ดังนี้

- ไม่มีความเป็นเจ้าของที่ชัดเจน
- ไม่นำกำไรมาแบ่งปัน (ให้ Trading Costs / Access Fees ในราคาต่ำ)
- ส่วนใหญ่ไม่สามารถโอน Membership หรือ Seat ได้อย่างเสรี
- การกำกับดูแลกิจการแบบ Co-operative ทำให้ผู้เป็นเจ้าของและผู้ใช้ระบบซื้อขายมักจะเป็นคนเดียวกัน (ในที่นี้คือ สมาชิก) และความมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจการดำเนินกิจการ ไม่ขึ้นอยู่กัผลประโยชน์ทางพาณิชย์ของสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์ฯ เนื่องจากใช้ระบบ 1 สิทธิการเป็นสมาชิกต่อ 1 เสียง (1 seat 1 Vote)
- ไม่สามารถระดมทุนเพิ่มเติมได้จากผู้ที่ไม่ใช่สมาชิก

2.3 มูลเหตุจูงใจและปัจจัยสำคัญของการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์

ในช่วงเวลา 15-20 ปีที่ผ่านมา ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศตะวันตกซึ่งส่วนใหญ่เป็นองค์กรไม่แสวงหากำไร ก็ต่างทยอยกันแปรรูปเป็นบริษัทมหาชนและเสนอขายหุ้นให้กับประชาชนทั่วไป ทั้งยังนำหุ้นของตัวเองเข้าไปจดทะเบียนในตลาดของตนเองอีกด้วย เพราะตลาดต่างๆ ต้องการหาทุนมาปรับปรุงกิจการให้ทันสมัยขึ้น เช่นตลาดบางแห่งเพิ่งเปลี่ยนเป็นรูปแบบของการซื้อขายแบบอิเล็กทรอนิกส์เมื่อไม่นานมานี้ ทำให้คล่องตัว และทำให้การจับคู่ซื้อขายมีประสิทธิภาพมากขึ้น

ตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งได้หันมาจับมือกันฉีกพันธมิตร ซึ่งอาจทำในรูปของการควบรวมกิจการ โดยการเข้าถือหุ้นบางส่วน การแลกหุ้นกัน ซึ่งเป็นแนวโน้มที่เกิดขึ้นทั่วโลก และเป็นสาเหตุสำคัญอันหนึ่งที่น่าไปสู่การปรับโครงสร้างเป็นบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นเป็นเจ้าของ เพื่อให้สามารถเกิดการควบรวมองค์กรหรือแลกเปลี่ยนหุ้นกับตลาดอื่น เพื่อขยายฐานผู้ลงทุน ดึงบริษัทให้มาจดทะเบียนมากขึ้น ตลอดจนขยายประเภทสินค้าหรือบริการเพื่อเพิ่มฐานรายได้ให้กับตัวตลาด เช่น เพิ่มให้มีการซื้อขายสินค้าใหม่ๆ อย่างเช่น ฟิวเจอร์ส ออปชั่น ตราสารหนี้ที่ไม่ค่อยมีสภาพคล่องให้เป็นที่สนใจของนักลงทุนมากขึ้น การแปรรูปเป็นบริษัท จึงเป็นสิ่งจำเป็นที่จะทำให้การเข้าเป็นพันธมิตรกับตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ เป็นไปได้อย่างเป็นรูปธรรมชัดเจน และแน่นหนาขึ้น เพราะการมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของย่อมทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงที่มีผลต่อการเติบโตของตลาดได้สะดวกขึ้น ต่างจากการเป็นเพียงพันธมิตรแบบที่ไม่ได้มีการปรับเปลี่ยนส่วนของเจ้าของ เช่น การลงนามบันทึกความเข้าใจในเรื่องต่างๆ ซึ่งมักไม่ได้ก่อให้เกิดผลที่เป็นรูปธรรมต่อตลาดที่ร่วมกันเป็นพันธมิตรกัน

นอกจากนี้ รูปแบบของบริษัทย่อมทำให้สามารถมีผู้ถือหุ้นได้หลายประเภท ซึ่งจะเข้ามาบริหารกิจการของตลาดเพื่อให้สะท้อนความต้องการที่หลากหลายมากยิ่งขึ้น ต่างจากรูปแบบเดิมที่ส่วนใหญ่กลุ่มสมาชิกจะเป็นผู้มีอำนาจควบคุมการบริหารงานให้เป็นไปตามความต้องการของกลุ่มตน ประกอบกับการที่รูปแบบเดิมจำกัดไม่ให้มีการนำกำไรของตลาดมาแบ่งปันกัน ทำให้เกิดแรงจูงใจที่จะกำหนดนโยบายต่างๆ เพื่อประโยชน์ของสมาชิกมากกว่าตัวตลาดเอง เช่น การจำกัดการเข้าสู่ตลาดโดยต้องผ่านสมาชิกเท่านั้น เพื่อให้สมาชิกมีอำนาจผูกขาด การตั้งอัตราค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ (Commission) ไม่ให้ต่ำกว่าที่กำหนด เพื่อไม่ให้เกิดการแข่งขันกันลดราคาอันจะทำให้กำไรของสมาชิกลดลง ฯลฯ ซึ่งการแปรรูปเป็นบริษัทย่อมทำให้ตลาดหลักทรัพย์ต้องมีบรรษัทภิบาลที่ดีในการพยายามบริหารงานอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อสนองต่อ ความต้องการของผู้ถือหุ้น ซึ่งรวมถึงแรงขับเคลื่อนในการสร้างความเติบโตให้ตลาด เพื่อทำกำไรได้จ่ายเป็นเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นด้วย และจะเห็นได้ว่าราคาหุ้นของตลาดต่างๆ ที่แปรรูป และเข้าจดทะเบียนได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และการแปรรูปยังช่วยให้การขยายของทุนเป็นไปได้สะดวกขึ้นจากการขายหุ้นเพิ่มทุน ดังเช่น ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย เมื่อแรกแปรรูปปี 2004 มีขนาดของสินทรัพย์รวมประมาณ 15,000 ล้านบาท ซึ่งใกล้เคียงกับเงินกองทุนของตลาดหุ้นไทยเมื่อสิ้นปีที่มีมูลค่าประมาณ 13,208 ล้านบาท²¹ แต่หลังจากการแปรรูปได้มีการขายหุ้นเพิ่มทุน และ ณ วันที่ 1

²¹ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, รายงานประจำปี 2547.

มีนาคม 2007 มีมูลค่าตลาด (Market Capitalization) รวมทั้งสิ้นประมาณ \$US 1,500 หรือคิดเป็น 3.3 ล้านเท่าของเงินกองทุนของตลาดหุ้นไทยในขณะนั้น²²

ตลาดเกือบทุกแห่งในต่างประเทศต่างก็มีบริษัทสมาชิกร่วมกันเป็นเจ้าของ และเมื่อทำการแปรรูปเป็นบริษัทแล้ว บริษัทสมาชิกจึงกลายสภาพมาเป็นเจ้าของหุ้นในบริษัท กำไรของตลาดที่สะสมมาตั้งแต่ก่อตั้งขึ้น ซึ่งไม่เคยสามารถที่จะนำมาแบ่งปันกันได้จึงรวมอยู่ในหุ้น การนำหุ้นของตลาดเข้าจดทะเบียนเพื่อให้กลุ่มอื่นที่เกี่ยวข้อง หรือผู้ลงทุนทั่วไปได้เข้ามาซื้อหุ้น ทำให้บริษัทสมาชิกมีโอกาสที่จะได้กำไรจากการขายหุ้นเหล่านั้นออกไป ในทางกลับกัน หากไม่แปรรูปตลาดก็ จะไม่มีการนำหุ้นเข้าไปจดทะเบียนซื้อขายได้ นับวันมูลค่าของสิทธิการเป็นสมาชิก (Seat/Access) ก็มีแต่จะถดถอยลง เพราะการแข่งขันที่เพิ่มมากขึ้น และความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีที่ทำให้บทบาทของบริษัทสมาชิกลดความสำคัญลงดังที่กล่าวมา ดังนั้น การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นบริษัทมหาชน จะทำให้สามารถนำหุ้นเข้าจดทะเบียนในตลาดได้ จึงทำให้บริษัทสมาชิกเดิมได้ทรัพย์สินที่ได้เคยจ่ายไปเป็นค่าสิทธิต่างๆ กลับคืนมาบ้าง

สำหรับในส่วนของตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศที่มีความก้าวหน้าทางเศรษฐกิจนั้น ได้มีการแปรรูปองค์กรกันไปหมดแล้ว เพื่อเพิ่มศักยภาพในการแข่งขัน ทั้งนี้ นอกจากต้องการให้ตลาดสามารถบริหารงานเพื่อสนองความต้องการของบุคคลที่เกี่ยวข้องนอกเหนือจากสมาชิก ตลาดแต่ละแห่งที่แปรรูปก็ยังมีแนวคิดถึงผลลัพธ์ในการแปรรูปที่แตกต่างกัน เช่น NASDAQ ที่มีเหตุผลในการแปรรูป คือ ต้องการหาทุนเพิ่ม Stockholm Stock Exchange แปรรูปเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการให้บริการ และต้องการให้มีต้นทุนการซื้อขายที่ต่ำลง Singapore Stock Exchange และ Hong Kong Stock Exchange แปรรูปเพราะเห็นว่าเป็นสิ่งจำเป็นต่อการรักษาสถานภาพการเป็นศูนย์กลางการเงินในภูมิภาค ฯลฯ และในขณะนี้ ตลาดเกิดใหม่หลายแห่งก็กำลังพิจารณาในเรื่องนี้อยู่ โดยนอกจากมีแรงผลักดันในเรื่องของการเตรียมตัวเพื่อให้สามารถรับการแข่งขันที่ทวีความรุนแรงมากขึ้น ก็อาจมีปัจจัยอื่นในการแปรรูปที่แตกต่างจากการผลักดันของทางการหรือภาครัฐมากกว่าการตัดสินใจของสมาชิกหรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์เอง ประกอบกับการเปิดเผยข้อมูลต่อประชาชนเกี่ยวกับลักษณะและพฤติกรรมกรรมการกระทำผิดข้อกำหนดตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทสมาชิก ทางการจึงต้องการให้มีการบริหารงานโดยคณะกรรมการอิสระ (Independent Committee) กล่าวคือ ไม่มีกรรมการที่เป็นตัวแทนของสมาชิกหรือผู้มีส่วนได้เสียเกี่ยวข้องกับผลประโยชน์ อย่างไรก็ตาม ตลาดในประเทศกำลังพัฒนาบางแห่ง เช่น Bursa ของ

²² ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, รายงานประจำปี 2550.

ประเทศมาเลเซียก็มีได้มีแผนที่จะแปรรูปเพื่อปรับปรุงการทำหน้าที่กำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ แต่แปรรูปเพื่อเพิ่มความสามารถในด้านการแข่งขันทั้งในด้านการบริหารจัดการ และด้านเงินทุน รวมถึงการเปิดให้มีต่างชาติเข้ามาถือหุ้น เพื่อกระตุ้นความสนใจในระดับโลก และมาเลเซียเห็นว่าการแปรรูปและควบรวมตลาดจะทำให้ตลาดสามารถเข้าไปเป็นพันธมิตร โดยสร้างเครือข่ายกับตลาดอื่นๆ รวมถึงตลาดคู่แข่ง เช่น สิงคโปร์และฮ่องกง ได้

2.3.1 ทิศทางการปรับตัวของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ

1) ปัจจัยที่ส่งผลให้ตลาดทั่วโลกต้องปรับตัว ปัจจัยสำคัญที่ผลักดันให้มีการทบทวนรูปแบบที่เหมาะสมของตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก มีดังต่อไปนี้

- ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยี ได้เอื้อให้การซื้อขายเกิดขึ้น ณ ที่ใดก็ได้ผ่านระบบอิเล็กทรอนิกส์ มีการพัฒนาการให้บริการรูปแบบใหม่ๆ ในลักษณะ Alternative Trading Systems (ATS) ทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์ไม่จำเป็นต้องทำเฉพาะในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์อีกต่อไป บริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเดิมเป็นลูกค้าสามารถเปลี่ยนตัวเองมาเป็นผู้ขายโดยนำเทคโนโลยีมาพัฒนากระบวนการซื้อขายของตนเองเพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าและเพิ่มรายได้ให้กับตนเอง ตลาดหลักทรัพย์จึงต้องเผชิญกับการแข่งขันที่รุนแรงขึ้น นอกจากนี้ การเปิดเสรีด้านการเคลื่อนย้ายเงินทุนข้ามพรมแดนช่วยให้กฎเกณฑ์ที่เป็นอุปสรรคลดน้อยลงหรือหมดไปเศรษฐกิจจึงเกิดการเชื่อมโยงกันและมีการเกาะกลุ่มรวมตัวเป็นเครือข่ายใกล้ชิดกันมากขึ้น การเคลื่อนย้ายของปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์จากตลาดแห่งหนึ่งไปยังอีกแห่งหนึ่งและการบริหารความเสี่ยงจึงเป็นไปได้สะดวกขึ้น

- ผู้ลงทุนโดยเฉพาะกองทุนต่างๆ มีลักษณะการซื้อขายในลักษณะเชิงรุกและเข้ามามีบทบาทสำคัญในตลาดทุนโลกมากยิ่งขึ้น ซึ่งผู้ลงทุนกลุ่มนี้มีความต้องการประสิทธิภาพ (Efficiency) ในการทำรายการมาก โดยพิจารณาความสะดวกในการเข้าถึงตลาดได้ทั่วโลกแบบครบวงจรในเวลาอันรวดเร็วและด้วยต้นทุนที่ต่ำ นอกจากนี้ ผู้ลงทุนสถาบันบางรายมีความกังวลกับระบบปฏิบัติการของบริษัทหลักทรัพย์ ไม่ต้องการเปิดเผยชื่อของตนเองในการทำรายการ จึงหันไปทำรายการนอกตลาดหลักทรัพย์ (Off Exchange) มากขึ้น

- ในประเทศที่พัฒนาแล้ว การส่งคำสั่งเพื่อทำรายการซื้อขายหลักทรัพย์ไม่จำเป็นต้องผ่านสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น (Open Access) ลูกค้าสามารถส่งคำสั่งโดยตรงเข้ามาใน

ระบบของตลาดหลักทรัพย์ (Direct Market Access) ได้เอง นอกจากนี้หน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐทั้งในอเมริกาและยุโรปยังส่งเสริมให้เพิ่มการแข่งขันในแต่ละศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ (Trading Venues) โดยนำหลักการซื้อขายเพื่อให้ได้ราคาที่ดีที่สุด (Best Execution) มาบังคับใช้ซึ่งในอเมริกากำหนดให้ในการทำรายการให้กับลูกค้า ตลาดหลักทรัพย์และบริษัทหลักทรัพย์ต้องเลือก Trading Venues ที่จะให้ประสิทธิภาพสูงสุดกับลูกค้าโดยพิจารณาจากราคาเป็นหลัก โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ของอเมริกา (US SEC) กำหนดให้มีการประกันเพื่อให้ได้รายการซื้อขายที่ดีที่สุดอีกด้วย สำหรับในยุโรปหลักการดังกล่าวจะผ่อนปรนกว่า โดยเพียงแต่ให้มีเกณฑ์เบื้องต้นกำหนดให้ชัดเจน และการพิจารณาประสิทธิภาพขององค์ประกอบด้านอื่นประกอบ เช่น ระยะเวลา ความสามารถในการทำรายการได้จริง เป็นต้น

ปัจจัยดังกล่าวทำให้โครงสร้างทางธุรกิจของตลาดหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปโดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศที่มีพัฒนาการของระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ไปมากแล้วนั้น รูปแบบของ Trading Venues จะมีความหลากหลายและมีการแข่งขันที่รุนแรง บรรดาบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเดิมเคยเป็นลูกค้าของตลาดหลักทรัพย์ก็เปลี่ยนตัวเองมาเป็นคู่แข่งโดยอาศัยความก้าวหน้าของเทคโนโลยีพัฒนาระบบการซื้อขายขึ้นเอง เช่น การรวมตัวกันของ Global Investment Firms 9 แห่ง ที่เรียกตัวเองว่า "Project Turquoise" * เพื่อแข่งขันโดยเฉพาะอย่างยิ่งกับตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน (London Stock Exchange) โดยคาดว่าจะสามารถลดต้นทุนการทำธุรกรรม (Trading Cost) ให้กับลูกค้าได้มากกว่า 50% เมื่อเทียบกับปกติ การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นทำให้ตลาดหลักทรัพย์ในรูปแบบเดิมๆ ต้องหารรายได้รูปแบบอื่นให้กับตนเอง เช่น รายได้จากการขายข้อมูล

สำหรับระบบการซื้อขายของตลาดหุ้นไทยนั้นยังเป็นแบบปิดกันโดยยังไม่เปิดให้ผู้อื่นทำ Direct Market Access ได้ ผู้ที่จะทำการซื้อขายหุ้นจดทะเบียนจะต้องเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์เท่านั้นและการซื้อขายจะเกิดขึ้นที่อื่นไม่ได้ นอกจากนี้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเป็น ตลาดหุ้นแห่งเดียวในประเทศเท่านั้น ด้วยสถานะทางกฎหมายดังกล่าว ตลาดหลักทรัพย์ไทยจึงถูกปกป้องจากการแข่งขัน พัฒนาการของตลาดจึงพึ่งพิงศักยภาพในการสร้างสินค้าและบริการใหม่ๆ และเพิ่ม ประสิทธิภาพของระบบการซื้อขายเท่านั้น

* Project Turquoise เป็นความร่วมมือระหว่างกลุ่มธนาคารเพื่อการลงทุนขนาดใหญ่จำนวน 9 แห่งในยุโรปที่ต้องการพัฒนาและออกแบบ Center การซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยต้นทุนค่าใช้จ่ายที่ต่ำกว่าปกติประมาณ 50% ด้วยการอนุญาตให้ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ทั้งนอกและในตลาดหลักทรัพย์เดิม

2) การปรับตัวของตลาดหลักทรัพย์ ปัจจัยที่กล่าวมาข้างต้นได้ส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกต้องทบทวนความจำเป็นในการปรับตัว ไม่เช่นนั้นอาจสูญเสียความสามารถในการแข่งขันกับตลาดอื่นลดความน่าสนใจในสายตาผู้ลงทุนและผู้ระดมทุน ถูกตลาดที่ใหญ่กว่าดึงสภาพคล่องไป จนในที่สุดอาจถูกลดบทบาทลงไปจนหมดความหมายในเวทีโลก (Risk of Marginalization) และได้เร่งปรับตัวโดยดำเนินการเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารจัดการเพื่อลดต้นทุนในการดำเนินงาน ขยายสิทธิในการทำการซื้อขายให้แก่กลุ่มที่ไม่ใช่สมาชิกเพื่อให้มีการเข้าถึงระบบซื้อขายได้มากขึ้น และมีการรวมตัวเป็นพันธมิตรหรือสร้างเครือข่ายเพื่อให้มีการประหยัดต่อขนาด (Economy of Scale) ในการปรับตัวเพื่อเพิ่มศักยภาพในการแข่งขัน ตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ มักวางกลยุทธ์การดำเนินการที่ครอบคลุมถึงประเด็นดังต่อไปนี้

- ความสามารถในการแข่งขัน (Competitive Positioning)
- สินค้าและบริการที่ประกอบด้วยนวัตกรรมใหม่ๆ (Product Innovation)
- การกำหนดค่าใช้จ่ายของการให้บริการ (Pricing of Services)
- การเพิ่มขีดความสามารถของเทคโนโลยี (Technology Enhancement) และ
- การกำหนดต้นทุนให้ทราบล่วงหน้า (Cost Control)

และเพื่อให้บรรลุตามกลยุทธ์การดำเนินการที่กำหนดไว้ ตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศส่วนใหญ่เลือกที่จะใช้การแปรรูปองค์กรเป็นการตัดสินใจเชิงนโยบายด้วยเหตุผลดังต่อไปนี้

- การแปรรูปไปเป็นรูปแบบของบริษัททำให้มีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการเป็นเจ้าของ (Ownership Structure) อย่างแท้จริง ทำให้มีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholders) ได้หลายประเภท และในวงที่กว้างขึ้น ซึ่งจะเข้ามาบริหารตลาดให้สะท้อนความต้องการที่หลากหลายมากขึ้น ต่างจากรูปแบบเดิมที่สมาชิกเป็นผู้มีอำนาจควบคุมการบริหาร ให้เป็นไปตามความต้องการของกลุ่มตนเอง

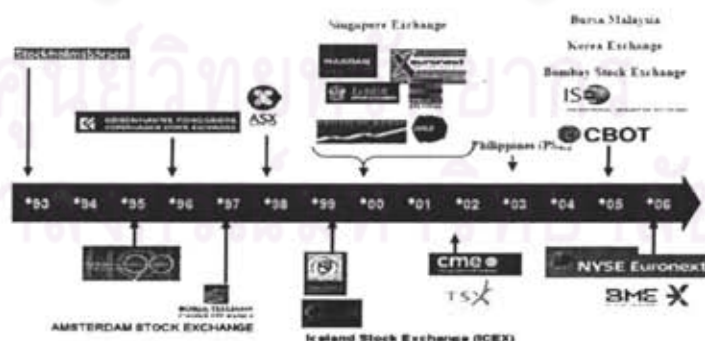
- การมีโครงสร้างที่มีเจ้าของอย่างชัดเจนจะทำให้มีแรงผลักดันให้ตลาดต้องมีการตัดสินใจในเชิงพาณิชย์ (Commercial Decisions) จัดให้มีกลไกบรรษัทภิบาลที่ตีบริหารงานอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อตอบสนองความต้องการของผู้ถือหุ้น ซึ่งรวมถึงแรงจูงใจในการสร้างความเติบโตให้ตลาดเพื่อทำกำไรไว้จ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นด้วย ซึ่งแรงผลักดันดังกล่าวจะเป็นไปได้ยากภายใต้โครงสร้างแบบ Mutual Structure ที่การตัดสินใจหรือการดำเนินนโยบายในเรื่องสำคัญใดๆ ทำได้ยากเพราะจำเป็นต้องได้รับความตกลงยินยอมร่วมกัน (Consensus) จากสมาชิกซึ่งมักจะให้

ความสำคัญต่อสิทธิประโยชน์ของกลุ่มตนเองมากกว่าทำให้ต้องใช้ระยะเวลาในการเจรจาต่อรอง และอาจมีภาระต้นทุนค่าใช้จ่ายที่ไม่ควรเกิดขึ้น

- การแปรรูปเป็นสิ่งจำเป็นที่ทำให้การเข้าเป็นพันธมิตรกับตลาดอื่นสามารถทำได้ง่าย เป็นรูปธรรม เนื่องจากการมีผู้ถือหุ้นเป็นเจ้าของทำให้เกิดการควมรวมหรือแลกเปลี่ยนหุ้นกับตลาดอื่นได้ ซึ่งจะนำไปสู่ การขยายฐานผู้ลงทุน ดึงบริษัทให้มาจดทะเบียนมากขึ้น (Merger/Form Alliance) ตลอดจนขยายประเภทสินค้าหรือบริการเพื่อเพิ่มฐานรายได้ให้กับตลาด

- ในกรณีที่แปรรูปแล้วนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนเป็นบริษัทจดทะเบียนด้วย จะทำให้มีการลดข้อจำกัดของการค้าหลักทรัพย์ อันจะเป็นกลไกสำคัญในการผลักดันนโยบาย Open Access เนื่องจากจะทำให้สมาชิกเดิมเต็มใจที่จะสละผลประโยชน์ของตนได้ง่ายขึ้น (Unlock Value) นอกจากนี้การเป็นบริษัทจดทะเบียนยังช่วยให้ตลาดหลักทรัพย์สามารถเพิ่มทุนได้ง่าย สามารถรองรับโครงสร้างทางธุรกิจที่อาจเปลี่ยนแปลงไปหรือการขยายตัวในอนาคตด้วย

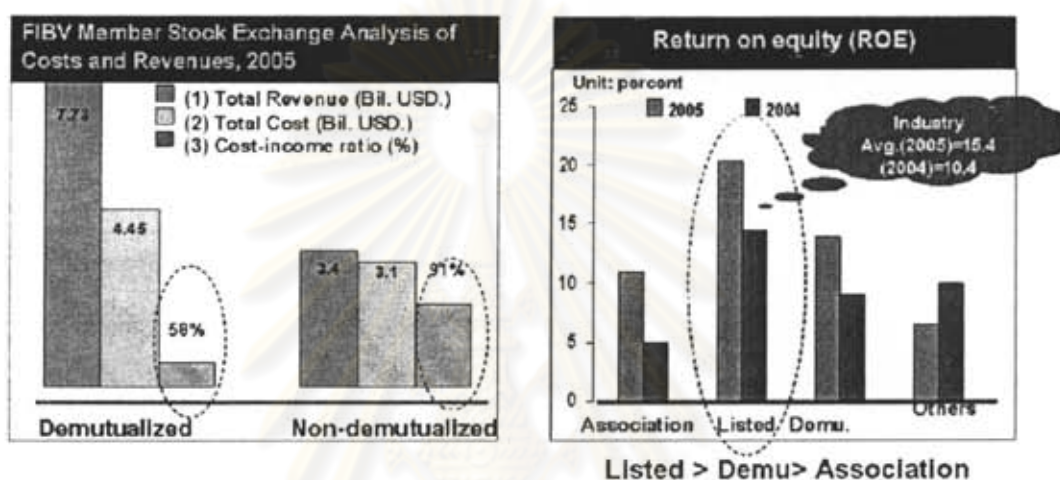
- การเปิดเสรีใบอนุญาตของการเป็นตลาดซื้อขายหลักทรัพย์มีส่วนสำคัญที่จะช่วยให้ตลาดมีการแข่งขันมากขึ้นและช่วยให้ปริมาณการซื้อขายของผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนต่างประเทศสูงขึ้นได้ โดยหากพิจารณาจากประเทศอังกฤษซึ่งก่อนการเปิดเสรีปี 1986 มีลักษณะคล้ายไทย โดยมีการกำหนดค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ขั้นต่ำ มีลูกค้าย่อยมาก สินค้าในตลาดมีความคล้ายกันและปริมาณการซื้อขายต่ำ แต่ภายหลังการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมสำหรับลูกค้าสถาบันให้ลดต่ำลงซึ่งช่วยเพิ่มปริมาณการซื้อขาย (การลดลงของค่าคอมมิชชั่น 1% ช่วยเพิ่มปริมาณการซื้อขายมากกว่า 1%)



การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ระหว่างปี 1993 – 2006²³

²³ McKinsey & Company 2007, ใน สรุปผลการประชุมคณะกรรมการเพื่อศึกษาเกี่ยวกับรูปแบบตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (มีนาคม 2551), หน้า 7.

3) ผลการดำเนินงานหลังแปรรูป จากการสำรวจของ International Federation of Stock Exchanges (FIBV) ในปี 2005 พบว่าตลาดหลักทรัพย์ที่แปรรูปแล้วจะมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่สูงขึ้น โดยตลาดที่แปรรูปแล้วมีอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ (Cost Income Ratio) เพียง 58% ต่างจากตลาดหลักทรัพย์ที่มีได้แปรรูปซึ่งมีอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้สูงถึง 91% และหากเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (Return on Equity) จะพบว่าตลาดที่แปรรูปและเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน จะให้ผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นสูงที่สุด รองลงมาคือตลาดที่แปรรูปแต่ไม่ได้เข้าจดทะเบียน และตลาดที่มีได้แปรรูปตามลำดับ



ผลสำรวจ FIBV พบว่าตลาดหลักทรัพย์ที่แปรรูปจะมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่สูงกว่า²⁴

หากพิจารณาจากประสบการณ์ของประเทศที่ได้ผ่านการแปรรูปไปแล้วพบว่าความสามารถในการทำกำไร ทั้งกำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit) และกำไรสุทธิ (Net Income) เปรียบเทียบก่อนและหลังการแปรรูปของตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าว ได้แก่ ออสเตรเลีย สิงคโปร์ และฮ่องกง เพิ่มขึ้นอย่างมาก

²⁴ International Federation of Stock Exchanges (FIBV), Annual Report 2005.

Unit : million

Exchange/ Demutualization		Operating profit		Net income	
		Before	After	Before	After
		Demutualization		Demutualization	
ASX		A\$26.4	A\$77.9	A\$16.7	A\$59.1
	(13 Oct 1998)	(1998)	(2002)	(1998)	(2002)
SGX		S\$37	S\$64	S\$28	S\$60.9
	(1 Dec 1999)	(1999)	(2002)	(1999)	(2002)
HKEx		HK\$557	HK\$822	HK\$521	HK\$740
	(6 Mar 2000)	(1999)	(2001)	(1999)	(2001)

กำไรจากการดำเนินงานและกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์ภายหลังการแปรรูป²⁵

2.3.2 ทิศทางและทางเลือกของตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาค ASEAN

ในช่วงเวลาที่ผ่านมา ตลาดหลักทรัพย์จำนวนมากได้แปรรูปและควบรวมกันแล้ว แต่สำหรับตลาดในภูมิภาคอาเซียน ยังคงเหมือนไม่มีความตื่นตัวในเรื่องดังกล่าวมากนัก ทั้งนี้ เพราะทางการของหลายประเทศในกลุ่ม ASEAN ได้กำหนดมาตรการเกี่ยวกับการควบคุมการเคลื่อนไหวของเงินไว้ค่อนข้างเข้มงวดทั้งขาเข้าและขาออก เช่น การจำกัดการลงทุนในตลาดต่างประเทศ มาตรการรักษาเสถียรภาพทางการเงินที่มีผลเป็นการจำกัดการลงทุนของต่างชาติ ฯลฯ ตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งในอาเซียน จึงเสมือนกับว่าได้รับความคุ้มครองจากมาตรการดังกล่าว ซึ่งทำให้เงินทุนไหลเวียนในภูมิภาคนี้จึงมีไม่มากเท่าไรนัก สภาพแวดล้อมเช่นนี้จึงทำให้การแข่งขันระหว่างตลาดทุนในอาเซียน ยังไม่เข้มข้นและทำให้ยังมองไม่เห็นความจำเป็นเร่งด่วน หรือประโยชน์ของการควบรวมกับตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่น หรือการแปรรูป อย่างไรก็ตาม เมื่อเศรษฐกิจพัฒนาไปถึงจุดหนึ่ง ย่อมจะหลีกเลี่ยงไม่ได้ที่จะต้องมีการค่อยๆ ผ่อนคลายหรือยกเลิกมาตรการควบคุมดังกล่าวไปเป็นลำดับขั้น ทั้งนี้ อัตราความเร็วหรือช้าที่มีมาตรการควบคุมดังกล่าวจะสลายไปนั้น ขึ้นอยู่กับอัตราความเร็วในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ ถ้าเศรษฐกิจของแต่ละประเทศในอาเซียนพัฒนาขึ้นเร็ว อัตราการขยายตัวของ GDP สูง การสะสมทุนสำรองของทางการสูงขึ้นเรื่อยๆ จนตกเป็นเป้าถูกโจมตี ถึงจุดหนึ่งก็จะต้องมีการผลักดันเงินออมออกนอกประเทศ เช่น มีการเปิดให้ประชาชนทั่วไปลงทุนในตลาดต่างประเทศได้ เพื่อลดแรง

²⁵ ShamShad Akhtar, Asian Development Bank, Demutualization of the stock exchanges: problems, solutions, and case studies (2002) p. 27.

กดดันจากการที่ทุนสำรองเพิ่มสูงขึ้นเรื่อยๆ มาตรการปิดกั้นการไหลของเงินก็จะถูกลดลงเร็ว การแข่งขันก็จะเข้มข้นขึ้นอย่างรวดเร็ว

ในระยะหลังๆ จะเห็นได้ว่า ประเทศในอาเซียน ได้มีการกำหนดนโยบายร่วมกันที่จะปล่อยให้การไหลเวียนของเงินเป็นอิสระมากขึ้น ดังนั้น จึงคาดการณ์ได้ว่าตลาดทุนในภูมิภาคนี้ น่าจะเข้าสู่ภาวะแวดล้อมที่มีการแข่งขันกันมากขึ้นเรื่อยๆ นอกจากนี้ อาเซียนยังร่วมกันตั้งเป้าหมายที่จะให้มีการเชื่อมโยงตลาดทุนระหว่างกันเพื่อให้ตลาดทุนอาเซียนมีขนาดใหญ่ขึ้นในสายตาของผู้ลงทุนระดับโลก

ตลาดเล็กๆ อย่างตลาดในอาเซียนอาจมีทางเลือกสำหรับอนาคต แบ่งออกเป็น 3 ทาง

1) อยู่เพียงลำพัง หรือสร้างความร่วมมือกับตลาดอื่นอย่างผิวเผินโดยที่ไม่ได้มีการเพิ่มคุณค่าให้แก่ตลาดอย่างเป็นรูปธรรม เช่น การลงนามบันทึกความเข้าใจเรื่องการแบ่งปันข้อมูล การพัฒนาการศึกษา ฯลฯ ซึ่งหากเลือกทางนี้ ตลาดก็จะมีผลสำคัญลดลงเรื่อยๆ ทั้งในระดับโลก ภูมิภาค และระดับประเทศ เพราะบริษัทในประเทศที่ต้องการขยายสู่ระดับโลก ก็ย่อมต้องการให้ตัวเองได้เป็นที่รู้จักในตลาดทุนระดับโลกด้วย จึงพยายามที่จะไปจดทะเบียนในตลาดหลักๆ ของโลก เช่น ตลาดนิวยอร์ก ลอนดอน ฯลฯ เพื่อดึงดูดผู้ลงทุนระดับโลก ในที่สุดตลาดดังกล่าวก็จะเหลืออยู่เพียงแต่บริษัทขนาดกลาง หรือเล็กที่ทำธุรกิจภายในประเทศ ซึ่งทำให้กลายเป็นตลาดที่ไม่น่าสนใจ สำหรับผู้ลงทุนระดับโลกอีกต่อไป

2) ทางเลือกที่สอง หากเป็นตลาดเล็กๆ ที่มีศักยภาพก็จะมีตลาดหลักๆ จากภูมิภาคอื่น เช่น ยุโรป หรืออเมริกา มาขอซื้อหุ้นทั้งหมดหรือบางส่วน เพื่อขยายฐานผู้ลงทุนของตนที่ต้องการกระจายความเสี่ยงมายังภูมิภาคอื่น ซึ่งก็จะทำให้ตลาดเล็กดังกล่าวได้อานิสงส์จากความเจริญเติบโตของตลาดทุนระดับโลก และได้รับความสนใจจากผู้ลงทุนต่างชาติด้วย เช่น การที่ NYSE เข้าซื้อหุ้น 5% ของ NSE (National Stock Exchange) ของอินเดีย

3) ทางเลือกที่สาม คือ การรวมกลุ่มกันระหว่างตลาดหลายแห่งในภูมิภาคเดียวกัน เพื่อให้ตลาดมีขนาดใหญ่ขึ้นพอที่จะมีความหมายสำหรับผู้ลงทุนระดับโลกได้ ซึ่งก็จะช่วยดึงดูดบริษัทในประเทศที่ต้องการยกระดับเป็นบริษัทระดับโลกให้คงอยู่ในภูมิภาคได้

จากทางเลือกทั้งสามทางของตลาดเล็กนั้น จะเห็นได้ว่าทางเลือกที่สองและสาม ซึ่งทำให้ตลาดเล็กเติบโตได้ในอนาคต โดยได้านิสงค์จากการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจโลกนั้น ย่อมต้องอาศัยความร่วมมือระหว่างตลาดอย่างที่สามารถเพิ่มมูลค่าให้กับตลาดได้อย่างเป็นรูปธรรม โดยมักจะต้องเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงการถือหุ้นเพื่อนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงอำนาจการควบคุมการบริหาร หรือกำหนดนโยบายด้วย ดังนั้น ตลาดที่แปรรูปไปอยู่ในรูปของบริษัทแล้ว จึงจะสามารถเลือกทางเลือกที่สองและสามได้โดยสะดวก ส่วนตลาดที่ยังไม่แปรรูปจะเหลือเพียงทางเลือกที่หนึ่งเท่านั้น

ตลาดชั้นนำของโลก เช่น NYSE, LSE, HKEx, SGX ฯลฯ ได้แปรรูปไปเป็นบริษัทหมดแล้ว ทั้งนี้ ไม่ว่าจะเป็ตลาดใหญ่หรือเล็ก การควบรวมหรือการแปรรูปเป็นแนวโน้มที่สำคัญ และมีมากขึ้นเรื่อยๆ ในตลาดทั่วโลก และจะเห็นได้ว่าประเทศเพื่อนบ้านของไทยในอาเซียน นั้นคงได้ตระหนักถึงความจำเป็นที่ต้องปรับตัวเพื่อสนองสภาวะแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไปดังกล่าว เพราะ SGX, Bursa Malaysia และ Philippine Stock Exchange ได้แปรรูปแล้ว ส่วนอินโดนีเซียได้ผ่านขั้นตอนการตัดสินใจของทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องแล้วว่าจะทำการแปรรูป Jakarta Stock Exchange และได้เสนอแก้ไขกฎหมายเพื่อรองรับการแปรรูปตลาดแล้ว ยิ่งไปกว่านั้น ล่าสุดนี้ได้มีความพยายามในการสร้างพันธมิตรที่เป็นรูปธรรมในตลาดทุนต่างๆ ของเอเชียเกิดขึ้น เช่น SGX ได้เสนอเข้าถือหุ้น 5% ของ Bombay Stock Exchange ซึ่งเป็นตลาดที่เก่าแก่ที่สุดในเอเชีย ส่วน Bursa Malaysia ก็ได้พยายามเจรจาความร่วมมือกับ The Stock Trading Center of Vietnam และ Jakarta Stock Exchange เป็นต้น

สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ร.บ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 153 กำหนดว่ามีให้มีวัตถุประสงค์ในการนำผลกำไรมาแบ่งปันกัน โดยมีองค์ประกอบของคณะกรรมการที่มาจากบริษัทสมาชิก และจากการคัดเลือกของทางกรอย่างละครั้ง ซึ่งได้รับสิทธิผูกขาดการประกอบกิจการตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยมาโดยตลอดตาม มาตรา 155 ตลาดหลักทรัพย์และบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกจึงอยู่ในสภาพแวดล้อมที่ได้รับการปกป้องไม่ให้มีการแข่งขันจากภายนอก อย่างไรก็ตาม ต้องยอมรับว่าในสภาวะปัจจุบัน แรงกดดันจากการแข่งขันภายนอก มีแต่จะทวีขึ้นเรื่อยๆ และยิ่งเมื่อพิจารณาจากท่าทีของตลาดอื่นๆ ในละแวกเดียวกันนี้ ทั้งที่ก้าวหน้ากว่า และมีระดับการพัฒนาที่ใกล้เคียงกัน ตลอดจนตลาดที่เกิดขึ้นใหม่ก็ล้วนแต่มีความตื่นตัวที่จะปรับโครงสร้างเพื่อเปิดรับการสร้างพันธมิตรอย่างเห็นได้ชัด ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์จึงน่าจะมีการเตรียมตัวให้พร้อมที่จะรับมือกับการแข่งขันในอนาคตของตลาดหลักทรัพย์ในยุคโลกาภิวัตน์ ซึ่งเป็นสิ่งที่ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งถูกจัดตั้งขึ้นโดยกฎหมายพิเศษ มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ไม่นำผลกำไรมาแบ่งปันกัน (Non-for-profit Self-Regulatory Organization) ไม่มีเจ้าของหรือส่วนของผู้ถือหุ้นที่ชัดเจน ซึ่งที่ผ่านมาตลาดหลักทรัพย์มุ่งเน้นในส่วนของกำกับดูแลให้เป็นไปตามกฎระเบียบมากกว่าผลประกอบการในเชิงพาณิชย์ ทำให้การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ขาดปัจจัยกระตุ้น และเป้าหมายจริงที่จะตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงและความต้องการของตลาดทุนโดยรวม ไม่ว่าจะเป็นการริเริ่ม พัฒนาสินค้าหรือบริการใหม่ๆ ใดๆก็ตาม เนื่องจากสภาวะแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไป โครงสร้างที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน จึงอาจไม่เอื้ออำนวยให้สามารถรองรับภาวะการแข่งขันและความต้องการของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ และนักลงทุนที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วได้ ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์ จึงมีความจำเป็นต้องปรับเปลี่ยนตนเอง เพื่อความอยู่รอดภายใต้การเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้น

การจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ในรูปแบบที่เป็นบริษัทมหาชน ซึ่งมีการกระจายความเป็นเจ้าของไปยังผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาดทุนอย่างทั่วถึง และมุ่งเน้นการดำเนินธุรกิจเชิงพาณิชย์ที่สร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นนั้น นอกเหนือจากจะเอื้ออำนวยให้ตลาดหลักทรัพย์มีความคล่องตัวในการปรับเปลี่ยนแนวทางการดำเนินธุรกิจ ตลอดจนการบริหารงานให้สอดคล้องกับสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไปอย่างไม่หยุดยั้งแล้ว ตลาดหลักทรัพย์ยังจะสามารถจัดสรรทรัพยากรที่มีอยู่ให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อตลาดทุนไทยโดยรวมด้วยเช่นกัน นอกจากนี้ โครงสร้างที่มีการปรับเปลี่ยนดังกล่าว จะช่วยให้การแบ่งแยกงานในการกำกับดูแลตลาดทุนไทยให้มีความชัดเจน และลดงานซ้ำซ้อนลง โดยงานด้านกำกับดูแลส่วนใหญ่จะเป็นหน้าที่ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.) ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์จะปรับบทบาทให้เป็นหน่วยงานที่เน้นการดำเนินธุรกิจที่เกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ และพัฒนาตลาดทุนเป็นสำคัญ แต่ยังคงรักษาบทบาทการเป็นองค์กรกำกับดูแลตลาดทุน หรือด่านหน้าอยู่ (Front-line Regulator) เนื่องจากมีความใกล้ชิดและสัมผัสถึงสภาพการซื้อขายของตลาดมากกว่า²⁶

ดังนั้น หากตลาดหลักทรัพย์มีการแปรรูปองค์กรและนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของตนเองแล้ว ก็จะทำให้การเข้าร่วมเป็นหุ้นส่วนหรือพันธมิตรกับตลาดหลักทรัพย์ต่างชาติอื่นๆ เป็นไปได้ง่ายขึ้น ตลาดหลักทรัพย์ไทยจะมีขีดความสามารถในการแข่งขัน กับตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศมากขึ้น ถ้าเรามองดูว่าในเอเชียตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นคู่แข่งที่น่ากลัวที่มี

²⁶ บันทึกความเข้าใจระหว่างสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 4 สิงหาคม 2543. (เอกสารไม่ตีพิมพ์เผยแพร่)

ทั้งขนาดและประสิทธิภาพที่จะโตมากๆ เช่น ญี่ปุ่น เกาหลี จีน อินเดีย ฮองกงและสิงคโปร์ ตลาดหลักทรัพย์ไทยซึ่งมีขนาดเล็กจะอยู่โดดเดี่ยวไม่ได้ ควรจะจับมือกับตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ เช่น ในกลุ่มอาเซียน ได้แก่ ไทย มาเลเซีย อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ ยกเว้นสิงคโปร์ที่พัฒนาไปไกลแล้ว และพยายามปรับกฎเกณฑ์ระเบียบการซื้อขายหลักทรัพย์ (Trading Platform) การจดทะเบียนหลักทรัพย์ การทำ Cross Listing, Cross trading ระหว่างกันให้อยู่ในมาตรฐานเดียวกัน เพื่ออำนวยความสะดวกนอกภูมิภาคในการลงทุน ด้วยขนาดตลาดหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ขึ้น จะทำให้ต่างชาติเพิ่มน้ำหนักการลงทุน และหากตลาดหลักทรัพย์ไทยสามารถทำดัชนีร่วมของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศที่กล่าวมาแล้วข้างต้นได้ ก็จะทำให้เอื้อต่อนักลงทุนต่างชาติให้มาลงทุนมากขึ้น

นอกจากนี้ การแปรรูปองค์กรและจดทะเบียนหลักทรัพย์ในตนเองจะทำให้ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีทางเลือกในการดำรงอยู่ในภาวะการแข่งขัน และกระแสโลกาภิวัตน์ได้มากขึ้น และสามารถตั้งเป้าหมายเลือกรูปแบบที่ต้องการในอนาคตได้ง่าย เช่น เป็น Global Exchange หรือ Global Network เป็น Regional Exchange หรือ Regional Network หรือ Regional Trade ยกตัวอย่าง คือ เราจะจับมือกับประเทศที่ใกล้เคียงของระดับการพัฒนา เช่น มาเลเซีย เวียดนาม อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ หรือ จะจับมือกับประเทศที่แข็งแกร่งกว่า เช่น ฮองกง สิงคโปร์ ได้วันเกาหลี การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์เป็นเอกชน จะทำให้เราเปลี่ยนจากการเน้นการกำกับดูแลที่เข้มงวด (Regulatory Focus) ไปสู่ (Innovation Focus) ซึ่งเป็นแนวโน้มสากล

รายชื่อตลาดหลักทรัพย์ที่มีการแปรรูปแล้ว (Demutualized Exchange)²⁷

ปี (ค.ศ.)	ตลาดหลักทรัพย์ที่แปรรูป (Demutualized Exchange)
1993	Stockholm Stock Exchange
1995	Helsinki Stock Exchange
1996	Copenhagen Stock Exchange
1997	Amsterdam Stock Exchange
1997	Borsa Italiana
1998	Australian Stock Exchange
1999	Iceland Stock Exchange

²⁷ Reena Aggarwal and Sandeep Dahiya McDonough School of Business, Georgetown, Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges (6 November 2005), p. 16.

1999	Simex
1999	Athens Stock Exchange
2000	Stock Exchange of Singapore
2000	Hong Kong Stock Exchange
2000	Toronto Stock Exchange
2000	London Stock Exchange
2000	Deutsche Börse
2000	Euronext
2000	The Nasdaq Stock Market
2000	Chicago Mercantile Exchange (CME)
2006	NYSE ล่าสุดควบรวมกับ Euronext เป็น NYSE Euronext

ตลาดหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนตัวเอง (LISTED EXCHANGES)²⁸

ตลาดหลักทรัพย์	จดทะเบียนเป็นบริษัทจำกัดมหาชน
Australian Stock Exchange	ตุลาคม 1998
Hong Kong	มิถุนายน 2000
Hellenic Exchanges	สิงหาคม 2000
Singapore Exchange	พฤศจิกายน 2000
Deutsche Börse	กุมภาพันธ์ 2001
Oslo Exchange	พฤษภาคม 2001
Instinet (ECN)	พฤษภาคม 2001
Euronext July 2001	กรกฎาคม 2001
London Stock Exchange	กรกฎาคม 2001
NASDAQ	กรกฎาคม 2002
CME	2003
Tokyo Stock Exchange	2006
NYSE	มีนาคม 2006

²⁸ Ibid.

2.4 โครงสร้างและกระบวนการแปรรูป

การแปลงสภาพของตลาดหลักทรัพย์จากองค์กรก่อผลประโยชน์ร่วมกัน (Mutual Structure) ให้กลายเป็นรูปที่อยู่ในโครงสร้างของบริษัท มีหลักการสำคัญ 2 ประการ คือ การเปลี่ยนโครงสร้างเจ้าของ (Ownership Structure) และการเปลี่ยนโครงสร้างทางกฎหมาย และสถานะของบริษัท (Legal and Company Structure) โดยหลักการทั้งสองประการข้างต้น ต่างต้องดำเนินการตามขั้นตอนอย่างเหมาะสม เพื่อให้เกิดโครงสร้างการบริหาร การกำกับดูแลที่ดี ซึ่งโดยสภาพของตลาดหลักทรัพย์หรือองค์กรที่มีการแปรรูปแล้ว ย่อมต้องอยู่ในรูปของนิติบุคคลเพื่อดำเนินการทางธุรกิจ และสามารถแข่งขันกับธุรกิจอื่นภายใต้กระแสกดดันต่างๆ ได้ ต้องมีการเตรียมรับมือกับวิวัฒนาการ และเทคโนโลยีใหม่ๆ และรองรับการร่วมกิจการ การผลิตสินค้าและบริการใหม่ๆ อยู่เสมอ

2.4.1 การเปลี่ยนโครงสร้างความเป็นเจ้าของ

การแปลงสภาพขององค์กรที่ประกอบไปด้วยสมาชิกรุ่นนั้น ต้องพิจารณาในประเด็นการโอนความเป็นเจ้าของจากสมาชิกที่มีอยู่ ไปยังกลุ่มที่มีได้เป็นสมาชิก ซึ่งมีแนวทางหลายวิธีในการลดสัดส่วนความเป็นเจ้าของดังกล่าวให้เกิดผลได้ สิ่งที่ตามมาคือ การเปลี่ยนสภาพของสิทธิการเป็นสมาชิกปัจจุบัน (Seat) ให้กลายเป็นเงินหรือมีมูลค่าแทน Seat เดิมที่มีอยู่ (จากสิทธิกลายเป็นหุ้นที่มีมูลค่า) หลังจากนั้นสมาชิกก็จะเปลี่ยนสภาพเป็นผู้ถือหุ้นที่เป็นเจ้าขององค์กรและมีสิทธิในการออกเสียง (Voting Right) ในการดำเนินกิจการต่างๆ ขององค์กรตามกฎหมาย รวมทั้งจะโอนหรือขายผลประโยชน์ดังกล่าวไปยังบุคคลอื่นที่ไม่ใช่สมาชิกก็ได้ (Non members) โดยส่วนมากสมาชิกก็จะยังคงรักษาความเป็นเจ้าของจากการถือหุ้นไว้ โดยไม่มีการจำกัดสิทธิสมาชิกในการนำหุ้นที่มีอยู่ไปโอนหรือขายให้แก่บุคคลอื่นใด ซึ่งจากการกำหนดให้หุ้นของตลาดหลักทรัพย์แปรรูปสามารถโอนได้โดยปราศจากข้อจำกัดการโอน เพื่อเป็นการเปิดทางในการควบรวมกิจการ หรือฉีกพันธมิตรกับตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ หรือในภูมิภาคที่อยู่ในโซนเวลาเดียวกัน อันเป็นวัตถุประสงค์สำคัญอีกประการของการแปรรูป ซึ่งจะส่งผลให้เกิดความแข็งแกร่งขึ้น มากกว่าการทำข้อตกลงกันทั่วๆ ไป

อย่างไรก็ตาม กฎหมายย่อมกำหนดให้หน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐมักเป็นผู้กำหนดสัดส่วนจำกัดของการถือหุ้นของตลาดหลักทรัพย์แปรรูปด้วย โดยส่วนมากจะจำกัดให้บุคคลหรือกลุ่มบุคคลใดๆ ถือหุ้นในสัดส่วนที่ไม่ได้เป็นผู้มีอำนาจควบคุมการดำเนินงาน คือสัดส่วนประมาณ

5-10% ซึ่งการจำกัดสัดส่วนนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อป้องกันการถูกครอบงำกิจการจากบุคคลใดๆ นิติบุคคลต่างประเทศ รวมทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นได้

2.4.2 การเปลี่ยนโครงสร้างทางกฎหมาย และสถานะของบริษัท

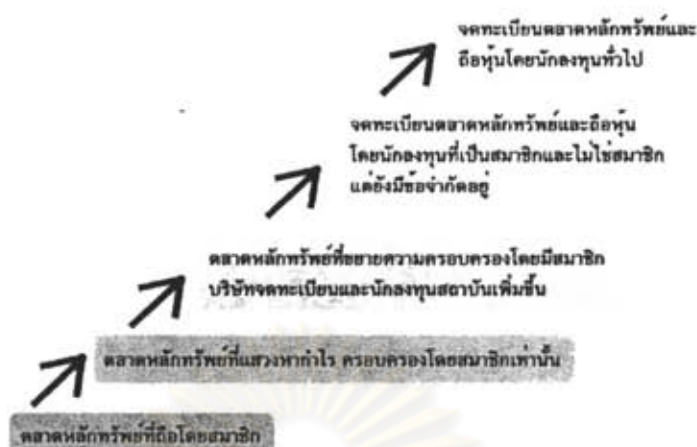
โดยส่วนมากแล้ว ตลาดหลักทรัพย์เดิมของแต่ละประเทศจะจดทะเบียนอยู่ในรูปของบริษัทเอกชนที่ชำระทุนครบถ้วนแล้ว และอีกหลายประเทศก็จะดำเนินงานในรูปของสมาคมที่มีสมาชิก (Member Associations) หรือเป็นองค์กรที่มีการให้ความร่วมมือในรูปแบบต่างๆ กัน (Cooperative Arrangements) ซึ่งมีสถานะเป็นองค์กรก่อผลประโยชน์ร่วมกันตามที่กล่าวข้างต้น จากข้อมูลสถิติของสหพันธ์ตลาดหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (Federation Internationale des Bourses de Valeurs – FIBV) เมื่อสิ้นสุดปี 2000 พบว่าสมาชิกที่เป็นตลาดหลักทรัพย์มีสถานะทางกฎหมายที่แตกต่างกัน ทั้งบริษัทเอกชน (90%) โดย 25% เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีการแปรรูปแล้ว 13% เป็นบริษัทที่ออกหลักทรัพย์เพื่อจดทะเบียนในตลาด และอีก 17% ยังคงมีสถานะเป็นองค์กรกึ่งรัฐกึ่งเอกชน รัฐวิสาหกิจ หรือองค์กรมหาชน เช่น Shenzhen Stock Exchange (SZSE) และ Shanghai Stock Exchange (SHSE) สำหรับตลาดหลักทรัพย์ในเอเซียนั้น ส่วนใหญ่จะมีการแปรรูปเป็นบริษัทมหาชน และจดทะเบียนเต็มรูปแบบแล้ว

โครงสร้างทางกฎหมายของตลาดหลักทรัพย์ที่แปรรูปนั้น จะตั้งอยู่บนพื้นฐานเช่นเดียวกับการเป็นบริษัทที่แสวงหากำไรอื่นๆ นั่นคือการตัดสินใจดำเนินการใดๆ ย่อมเป็นไปเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ กระบวนการออกเสียง การจำกัดความรับผิดชอบ ตามสัดส่วนการลงทุน และภาระหนี้สินที่มีต่อเจ้าหนี้) การจัดทำงบการเงินตามกฎหมายภาษี และนโยบายการจ่ายเงินปันผล อย่างไรก็ตาม ภาระบบการแปลงสภาพนั้นควรจะต้องได้รับความเห็นชอบ และความตกลงระหว่างสมาชิกเดิมที่ต้องให้ความยินยอม และข้อกฎหมายที่ต้องจัดให้มีการโอนสินทรัพย์ กิจการไปยังบริษัทใหม่ที่มีการออกหุ้น

* ตัวอย่างการครอบงำกิจการที่ไม่เป็นมิตร Hostile Takeover – OM Gruppen's moves to acquire the London Stock Exchange ในปี 2000 และกรณี Bidding War for Sydney Futures Exchange by Australian Stock Exchange and Computershare ในปี 1999

** The World Federation of Exchanges (หรือชื่อเดิมคือ Federation Internationale des Bourses de Valeurs - FIBV) องค์กรที่เกิดจากการรวมตัวกันของสมาคมตลาดหลักทรัพย์ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อส่งเสริมความร่วมมือและช่วยเหลือซึ่งกันและกันในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์และสหพันธ์ตลาดหลักทรัพย์ของสมาชิก

กระบวนการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์โดยทั่วไป ปรากฏดังแผนภาพนี้²⁹



วิวัฒนาการและแนวโน้มที่เกิดขึ้นกับตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศคือการ Demutualize การถือหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ และ Corporatize ทำให้เป็นบริษัทมหาชนที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนเป็นการทั่วไป และในที่สุดก็นำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของตนเอง ซึ่งนักลงทุนทั่วไปสามารถเป็นเจ้าของและซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ได้โดยเสมอภาค

2.5 ผลประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

2.5.1 เพิ่มความคล่องตัวในการบริหารและความสามารถในการแข่งขัน โครงสร้างที่เป็นบริษัทมหาชน ซึ่งแยกสิทธิของผู้ถือหุ้นในการควบคุมหรือกำกับดูแลกิจการ ออกจากสิทธิของผู้ใช้บริการ คาดว่าจะทำให้การดำเนินธุรกิจมีความคล่องตัวและสามารถตัดสินใจได้รวดเร็วกว่าโครงสร้างองค์กรปัจจุบัน ที่ความขัดแย้งต่างๆ ที่อาจจะเกิดขึ้นจะเป็นอุปสรรคในการกำหนดกลยุทธ์ขององค์กร ความคล่องตัวในการปรับเปลี่ยนกลยุทธ์และการบริหารงาน จะช่วยเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์ได้

²⁹ โชติชัย สุวรรณภรณ์, "การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ฯ: ไม่ใช่ทางเลือกแต่เป็นสิ่งที่ต้องทำ", สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง, 5 กุมภาพันธ์ 2550.

2.5.2 กระจายความเป็นเจ้าของสู่ผู้เกี่ยวข้องและประชาชนทั่วไป การกลายเป็นบริษัทมหาชนที่มีการเสนอขายหุ้น (Corporatization) ย่อมทำให้ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาดทุนมีสิทธิที่จะเข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ ได้อย่างทั่วถึงและในลำดับต่อไป ตลาดหลักทรัพย์ก็จะเป็นการเปิดโอกาสให้กับประชาชนโดยทั่วไป ได้มีสิทธิเข้ามาเป็นเจ้าของในสถาบันทางการเงินภาคเอกชนที่มีความสำคัญของประเทศไทยนี้ด้วย เนื่องจากนักลงทุนสามารถถือหุ้นได้อย่างเสรีในตลาด นอกจากนี้ การกำกับดูแลกิจการแบบ Corporation ทำให้กรรมการถูกเลือกและถอดถอนโดยผู้ถือหุ้นได้ และเป็นการแยกเจ้าของ ผู้มีอำนาจตัดสินใจ และลูกค้าสถาบันออกจากกันอย่างชัดเจน

2.5.3 เพิ่มความชัดเจนเกี่ยวกับวัตถุประสงค์และบทบาทหน้าที่ วัตถุประสงค์หลักประการหนึ่งของตลาดหลักทรัพย์ ในฐานะที่เป็นบริษัทมหาชนก็คือการสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น (Maximizing Shareholders' Value) ควบคู่ไปกับการดำรงไว้ซึ่งบทบาทและหน้าที่ที่จะก่อให้เกิดความเชื่อมั่นด้วยความสุจริตถูกต้อง (Integrity) ความโปร่งใส (Transparency) และความยุติธรรม (Fairness) ต่อนักลงทุนและ Stakeholders ทั้งหลายในตลาด เพื่อให้เกิดความเป็นธรรมในระบบเศรษฐกิจ โครงสร้างที่มีการปรับเปลี่ยนดังกล่าวยังคงส่งเสริมการแบ่งแยกบทบาทของหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง โดยงานด้านการกำกับดูแลตลาดส่วนใหญ่ ตลอดจนนโยบายและการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ที่มีผลในวงกว้างกับอุตสาหกรรมและประชาชนโดยทั่วไปจะเป็นหน้าที่ของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ หรือสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์จะปรับบทบาทให้เป็นหน่วยงานที่เน้นการดำเนินธุรกิจเกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์และพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งย่อมถือเป็นมาตรการสำคัญประการหนึ่งที่จะสามารถลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ในเรื่องอำนาจการกำกับดูแลสมาชิกได้

2.5.4 ปรับปรุงการวัดผลประกอบการและดึงดูดผู้บริหารที่มีความสามารถ ภารกิจขององค์กร เป้าหมายเชิงกลยุทธ์ และวัตถุประสงค์ทางธุรกิจที่ชัดเจน จะช่วยผลักดันให้มีการวัดผลการดำเนินงาน และรับการตอบแทนผู้บริหารและพนักงานของตลาดหลักทรัพย์ ให้อยู่บนพื้นฐานที่สอดคล้องกันกับวัตถุประสงค์ขององค์กร ระบบบริหารงาน และการกำหนดผลตอบแทนตามผลการปฏิบัติงานแบบบริษัทเอกชนชั้นนำ ตลอดจนการใช้หุ้นเป็นเครื่องมือในการเชื่อมโยงผลประโยชน์ของพนักงานให้เข้ากับของบริษัท จะช่วยให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ สามารถดึงดูดผู้บริหารที่มีความสามารถเข้ามาร่วมงานด้วย และรักษาให้ผู้บริหารที่มีฝีมือให้อยู่กับองค์กรต่อไป

2.5.5 สนองตอบความต้องการของตลาดและมุ่งเน้นการพัฒนาสินค้าและบริการ เนื่องจากการดำเนินกิจการโดยสามารถนำผลกำไรมาแบ่งปันกัน และสามารถประกอบธุรกิจเพื่อนำกำไรมาเป็นต้นทุนในการพัฒนาสินค้าและบริการนั้น ย่อมทำให้เกิดแรงจูงใจในการดำเนินงานเพื่อผลตอบแทนที่ดี จะนำไปสู่วัฒนธรรมองค์กร ที่ต้องตอบสนองต่อความต้องการของลูกค้าทุกๆกลุ่ม วิธีในการสร้างความพึงพอใจให้กับลูกค้า รวมถึงการปรับปรุงคุณภาพการให้บริการ และการพัฒนาสินค้าหรือบริการ หรือนวัตกรรมตราสารทางการเงินที่นำมาเป็นหลักทรัพย์ซื้อขายในตลาด ได้ตามความต้องการ ในราคาที่เหมาะสม

2.5.6 เพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานและจัดสรรทรัพยากรที่มีอยู่ให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อตลาดทุน หากตลาดหลักทรัพย์ฯ สามารถระดมทุนได้จากหลายแหล่งแล้ว ก็จะทำให้มีความสามารถผลิตสินค้าและเสนอให้มีบริการด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่า หรือที่แข่งขันได้กับตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ ก็ต้องปรับปรุงการดำเนินงานให้มีประสิทธิภาพอย่างสม่ำเสมอ

2.6 ข้อกำหนดและกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้อง

- พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (Securities and Exchange Act) พ.ศ. 2535
- ข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ (SET's Rules and Regulations) ได้แก่ เกณฑ์รับหลักทรัพย์ (Listing Rules) เกณฑ์ซื้อขายหลักทรัพย์ (Trading Rules) เกณฑ์การเปิดเผยข้อมูล (Disclosure Rules)
- พระราชบัญญัติบริษัทมหาชน (Public Company Act) พ.ศ. 2535
- หลักการสากลระหว่างประเทศของ IOSCO

2.6.1 พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 (The Securities and Exchange Act B.E.2535)

ภายหลังจากการประกาศใช้พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 มานาน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อจัดให้มีแหล่งกลางสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อส่งเสริมการออมทรัพย์และการระดมเงินทุนในประเทศ ตามมาด้วยการแก้ไขบทบัญญัติเกี่ยวกับรายได้เพื่อให้สามารถนำเงินออมมาลงทุนในตลาดทุนได้ และในวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ชื่อภาษาอังกฤษในขณะนั้นคือ The Securities Exchange of Thailand) ได้เปิด

ทำการซื้อขายขึ้นอย่างเป็นทางการครั้งแรก หลังจากนั้นพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ก็ได้มีการนำมาใช้แทนเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของการเป็นศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ พร้อมทั้งการกำหนดโครงสร้างการกำกับดูแลใหม่ โดยกำหนดให้มีคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ขึ้น โดยเป็นหน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแลตลาดทุนไทย ในขณะที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้รับผิดชอบกำกับดูแลระบบตลาดเงินของประเทศ อย่างไรก็ตาม กิตติ ภายหลังจากได้มีการแก้ไขพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ในปี 2551 โดยมีผลบังคับใช้วันที่ 31 สิงหาคม 2551 โดยบทบัญญัติที่แก้ไขขึ้นใหม่ มีสาระสำคัญที่เปลี่ยนแปลงแก้ไขคือโครงสร้างบริหารภายในของสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. และอำนาจหน้าที่การกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนที่มีการโอนย้ายมายังสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. เป็นผู้ดูแลเป็นส่วนใหญ่ โดยมีองค์ประกอบที่สำคัญ ดังนี้

1) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ มาตรา 14 กำหนดให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจหน้าที่วางนโยบายการส่งเสริมและพัฒนาตลาดเงินและตลาดหลักทรัพย์ ธุรกิจหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ และธุรกิจที่เกี่ยวข้อง องค์การที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ การออกหรือเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน การเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการและการป้องกันการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ รวมถึงการออกระเบียบ ข้อบังคับ ประกาศ คำสั่งหรือข้อกำหนด ภายใต้ขอบเขตอำนาจหน้าที่ที่กำหนดใน พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ และ พ.ร.บ. สัญญาซื้อขายล่วงหน้าฯ โดยคณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกอบด้วยผู้ทรงคุณวุฒิทั้งที่เป็นตัวแทนจากภาครัฐและเอกชน

2) คณะกรรมการกำกับตลาดทุน

ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ที่แก้ไขใหม่ ปี-2551 มาตรา 16/6 ได้กำหนดให้มีคณะกรรมการกำกับตลาดทุน โดยมีอำนาจหน้าที่ คือ

- ออกระเบียบ ข้อบังคับ ประกาศ คำสั่ง หรือข้อกำหนดในเรื่องการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ การออกและเสนอขายหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ สำนักหักบัญชี นายทะเบียนหลักทรัพย์ สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ และการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ
- รายงานผลการดำเนินงานเป็นระยะต่อคณะกรรมการ ก.ล.ต. ตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนด

3) สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. เป็นองค์กรกำกับดูแลที่จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มีวัตถุประสงค์เพื่อทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลการดำเนินกิจกรรมต่างๆ ในตลาดทุนทั้งระบบ ทั้งในด้านการระดมทุนและการประกอบกิจการในตลาดทุน ตลอดจนบังคับการให้เป็นไปตามกฎหมาย โดยมีอำนาจหน้าที่ปฏิบัติการเพื่อให้เป็นไปตามมติของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (คณะกรรมการ ก.ล.ต.) และปฏิบัติการอื่นตามบทบัญญัติแห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. มีฐานะเป็นองค์กรของรัฐองค์กรหนึ่งซึ่งมีรายได้เป็นของตนเอง โดยส่วนหนึ่งมาจากค่าธรรมเนียมการพิจารณาคำขออนุญาตออกและเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน ค่าธรรมเนียมการออกใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ เงินอุดหนุนรายปีจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และอีกส่วนหนึ่งได้มาในรูปดอกผลจากทุนประเดิม โดยวัตถุประสงค์หลักในการดำเนินงานมี 4 ประการ คือ

1. พัฒนาตลาดทุนให้เป็นทางเลือกที่มีความสำคัญสำหรับผู้ระดมทุนและผู้ลงทุน
2. เสริมสร้างระบบและกลไกเพื่อช่วยให้ผู้ลงทุนได้รับความคุ้มครองและสามารถปกป้องตนเอง
3. ดูแลรักษาให้ผู้ที่เกี่ยวข้องมีความมั่นใจ เชื่อถือในกลไกการทำงานของตัวกลาง และองค์กรต่าง ๆ ในตลาดทุน
4. ดำรงความเป็นองค์กรที่ซื่อตรง โปร่งใส เข้าใจธุรกิจ เท่าทันเหตุการณ์ และเป็นผู้รักษากฎหมายที่เข้มงวด และเป็นธรรม

4) การกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์³⁰

การตราพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และการจัดตั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.) ขึ้นเป็นองค์กรอิสระทำหน้าที่กำกับดูแลและพัฒนาตลาดทุนโดยมีคณะกรรมการ ก.ล.ต. เป็นผู้กำหนดนโยบายการดำเนินงาน มีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะส่งเสริมตลาดทุนให้เติบโตและมีการพัฒนาไปในทิศทางที่เอื้อประโยชน์ต่อการระดมทุนและการลงทุน ทั้งตลาดแรกและตลาดรอง รวมถึง

³⁰ สถาบันพัฒนาบุคลากรธุรกิจหลักทรัพย์ (TSI) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, หลักสูตรความรู้พื้นฐานเกี่ยวกับตลาดเงินและตลาดทุน (16 สิงหาคม 2549), หน้า 317-322.

ระบบเศรษฐกิจของประเทศโดยรวม โดยให้ธุรกรรมในตลาดทุนมีกฎหมายแม่บทรองรับ
 ให้อำนวยความสะดวกต่อการออกตราสารทางการเงินประเภทใหม่ ๆ และมีบทบัญญัติที่ป้องกันการเอาเปรียบ
 เปรียบที่ชัดเจน โดยแบ่งการดำเนินงานออกเป็น

- การกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 4 กำหนดให้ "ธุรกิจ
 หลักทรัพย์" หมายถึงการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ การค้าหลักทรัพย์ การเป็นที่ปรึกษาการ
 ลงทุน การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์การจัดการกองทุนรวม และการจัดการกองทุนส่วนบุคคล ซึ่ง
 เอกชนสามารถประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ได้ต่อเมื่อได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ ใน
 การออกใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังจะเป็นผู้ออก
 ใบอนุญาตดังกล่าว ตามคำแนะนำของคณะกรรมการ ก.ล.ต. สำนักงานมีหน้าที่ศึกษา และ
 กำหนดมาตรการเพื่อการกำกับดูแล และพัฒนาตลาดทุน รวมถึงตรวจสอบกิจการ บริษัท
 หลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ และองค์กรอื่นที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์
 ในส่วนการกำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์ในฐานะที่เป็นตัวกลางในการทำธุรกรรมต่างๆ ในตลาดทุน

โดยสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.ได้กำหนดวัตถุประสงค์ประสงค์ในการกำกับดูแลไว้ดังนี้

- 1) บริษัทหลักทรัพย์จะต้องมีระบบในการจัดเก็บ และดูแลทรัพย์สินของลูกค้า เป็นอย่างดี
 ไม่ให้ได้รับความเสียหาย
- 2) บริษัทหลักทรัพย์จะต้องปฏิบัติงานตามแนวทางการปฏิบัติงานที่ดีโดยคำนึงถึง
 ประโยชน์สูงสุดของลูกค้า
- 3) บริษัทหลักทรัพย์จะต้องมีระบบที่จะป้องกันไม่ให้เกิดความเสียหายต่อระบบทั้งนี้เพื่อให้
 บรรลุวัตถุประสงค์ข้างต้น สำนักงานจึงได้กำหนดหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแล ดังนี้

เกณฑ์การขึ้นทะเบียนและการให้ความเห็นชอบ โดยกำหนดให้เจ้าหน้าที่ของบริษัท
 หลักทรัพย์ที่ทำหน้าที่ชักชวนและแนะนำลูกค้า เพื่อให้เกิดการซื้อขายหลักทรัพย์ ต้องเป็นบุคคลที่
 ขึ้นทะเบียนกับสำนักงาน โดยต้องมีคุณสมบัติและไม่มีลักษณะต้องห้ามตามที่ประกาศกำหนด
 นอกจากนี้สำนักงานยังได้กำหนดเกณฑ์คุณสมบัติ และลักษณะต้องห้ามสำหรับผู้บริหาร และผู้ถือ
 หุ้นรายใหญ่ของบริษัทด้วยบุคคลดังกล่าวจะต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน เพื่อให้มั่นใจ
 ได้ว่าบุคคลดังกล่าวมีความรู้ความสามารถและไม่มีประวัติการกระทำผิดที่พิจารณาได้ว่าไม่
 สมควรจะปฏิบัติหน้าที่ดังกล่าว

เกณฑ์การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ โดยกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์จะต้องปฏิบัติตามแนวทางการประกอบธุรกิจที่ดี มีมาตรฐานในด้านต่างๆ เช่น การปฏิบัติงานด้วยความซื่อสัตย์เป็นธรรม และมีความรับผิดชอบ ต้องมีระบบในการรักษาทรัพย์สินของลูกค้า ระบบป้องกันการลวงรู้ข้อมูลภายใน ระบบการรักษาความลับของลูกค้า และระบบป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เป็นต้น

เกณฑ์การดำรงฐานะทางการเงิน โดยกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องประเมินความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น และส่งผลกระทบต่อฐานะการดำเนินงานของบริษัทหลักทรัพย์ รวมทั้งต้องมีการวางแผนการจัดสรรเงินทุนให้เพียงพอที่จะรองรับความเสี่ยงดังกล่าว และภาวะผูกพันใดๆ จากการดำเนินธุรกิจนอกเหนือจากการกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องจัดทำ และส่งรายงานฐานะการเงิน และผลประกอบการรวมถึงรายงานปริมาณธุรกรรมต่างๆ ที่จะต้องดำเนินการเป็นประจำอยู่แล้ว

สำหรับธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวมเป็นการจัดการลงทุนตามโครงการจัดการกองทุนรวม โดยการออกหน่วยลงทุนของแต่ละโครงการจำหน่ายแก่ประชาชน เพื่อนำเงินไปลงทุนในหลักทรัพย์ทรัพย์สินอื่น หรือให้ขาดอกผลโดยวิธีอื่นในลักษณะกระจายความเสี่ยงเพื่อให้ได้ประโยชน์ตอบแทนร่วมกันบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมบริษัทใดต้องการจัดตั้งและจัดการกองทุนรวม จะต้องได้รับอนุมัติจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ก่อน

นอกจากนี้ คณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้มีนโยบายส่งเสริมให้มีการเพิ่มจำนวนนักลงทุนประเภทสถาบัน เพื่อสร้างเสถียรภาพของตลาดทุนโดยการเพิ่มจำนวนผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวม การจัดตั้งกองทุนประเภทต่างๆ และการออกใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทใหม่ที่ไม่ได้มีการกำหนดไว้ในอดีต ได้แก่ การจัดการกองทุนส่วนบุคคล เพื่อเปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนที่ประสงค์จะลงทุนในหลักทรัพย์ แต่ไม่สามารถจัดการได้ด้วยตนเองสามารถมอบหมายให้สถาบันการเงินที่มีความเชี่ยวชาญและเป็นผู้บริหารมืออาชีพเป็นผู้จัดการกองทุนให้ รวมทั้งการอนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์ และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมประเภทธุรกิจการเป็นผู้จัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ

- การเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ

กฎหมายได้ให้ความคุ้มครองผู้ถือหุ้นหรือหลักทรัพย์แปลงสภาพของบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หรือซื้อขายในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์หรือบริษัทมหาชน จำกัด เกี่ยวกับการที่บุคคลหนึ่งจะเข้าครอบงำกิจการนั้น โดย

1) การเปิดเผยข้อมูลบุคคลที่ได้มาหรือจำหน่ายหลักทรัพย์ อันได้แก่ หุ้น ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น หรือหลักทรัพย์ที่อาจแปลงสภาพแห่งสิทธิเป็นหุ้นได้ของบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ หรือซื้อขายในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ หรือบริษัทมหาชนจำกัดต้องรายงานการเปลี่ยนแปลงการถือหลักทรัพย์ทุกครั้งที่การได้มาซึ่งหลักทรัพย์นั้น มีผลให้บุคคลดังกล่าวถือหุ้นเพิ่มขึ้นจนถึงทุกร้อยละ 5 หรือก้าวข้ามทุกร้อยละ 5 ของจำนวนหลักทรัพย์ที่จำหน่ายหลักทรัพย์ได้แล้วทั้งหมด รวมถึงทุกครั้งที่จำหน่ายหุ้นแล้ว มีผลทำให้บุคคลนั้นถือหุ้นลดลงจนถึงทุกร้อยละ 5 หรือผ่านทุกร้อยละ 5 ของจำนวนหลักทรัพย์ที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด

2) การให้ทำคำเสนอซื้อ (Tender Offer) บุคคลที่ได้หุ้นมาจนถึงหรือก้าวข้ามจุดที่ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจในการควบคุมกิจการ ต้องทำคำเสนอซื้อตามกฎเกณฑ์ที่กำหนด ทั้งนี้ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ผู้ถือหลักทรัพย์ทุกรายได้รับการปฏิบัติอย่างเสมอภาคกัน ในเรื่องโอกาสและราคาที่จะขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ที่จะเข้ามามีอำนาจในการควบคุมกิจการ โดยผู้ถือหลักทรัพย์เหล่านั้นต้องได้รับข้อมูลและคำแนะนำอย่างเพียงพอในการตัดสินใจด้วย จุดที่ทำให้ถือว่ามี การเปลี่ยนแปลงอำนาจในการควบคุมกิจการซึ่งจะทำให้เกิดภาระต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์คือ ตั้งแต่ 25% ขึ้นไป

- การป้องกันการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์

กฎหมายได้กำหนดให้การกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์รวมถึงการแพร่ข่าวให้บุคคลใดเข้าใจผิดในข้อเท็จจริงเกี่ยวกับหลักทรัพย์การแพร่ข่าวอันเป็นเท็จให้เลื่องลือ การซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายใน และการซื้อขายหลักทรัพย์โดยอำพรางเพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิดหรือในลักษณะต่อเนื่องกันเพื่อชักจูงบุคคลทั่วไป อันเป็นผลทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์นั้นผิดไปจากสภาพปกติของตลาด เป็นการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งถือเป็นความผิดทางอาญา โดยตลาดหลักทรัพย์ถือเป็นด่านแรกที่ทำหน้าที่ติดตามสภาพการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผิดปกติ ก่อนส่งเรื่องให้สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ดำเนินการ ทั้งนี้พนักงานเจ้าหน้าที่ ของสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจในการตรวจสอบเกี่ยวกับการกระทำผิดและรวบรวมหลักฐานที่เกี่ยวข้อง ก่อนที่จะดำเนินการตามกฎหมายในลักษณะ

ของการเปรียบเทียบปรับ หรือกล่าวโทษต่อพนักงานสอบสวน เพื่อดำเนินคดีตามกระบวนการยุติธรรมต่อไป

อนึ่ง การตรวจสอบหรือรวบรวมหลักฐานของสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. มิได้จำกัดขอบเขตเฉพาะกรณีที่เกิดจากการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์เท่านั้น แต่จะรวมถึงการกระทำอันอาจฝ่าฝืนพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เรื่องที่ได้รับจากองค์กรอื่น และเรื่องร้องเรียนด้วย

- การรับหลักทรัพย์จดทะเบียน

หลักทรัพย์ที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ได้ ต้องเป็นหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ โดยบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์คือ บริษัทจดทะเบียน ซึ่งเป็นบริษัทมหาชนจำกัดที่ได้รับอนุมัติจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. ให้เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน และได้รับอนุมัติจากคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์รับเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยบริษัทจดทะเบียนจะต้องมีที่ปรึกษาทางการเงินช่วยในการจัดเตรียมสารสนเทศ ให้คำปรึกษาติดต่อประสานงานกับตลาดหลักทรัพย์ ติดตามผลการดำเนินงาน และร่วมชี้แจงกับบริษัทเป็นระยะเวลา 1 ปี หลังจากที่เข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนแล้วหลักเกณฑ์ทั่วไป ในการพิจารณาคุณสมบัติของบริษัทที่จะยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประกอบด้วยขนาดของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว สัดส่วนการกระจายหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อยประวัติการดำเนินงานกำไรสุทธิ และงบการเงินของบริษัท เป็นต้น

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แบ่งได้เป็น 2 ประเภท คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นธุรกิจขนาดใหญ่ที่มีทุนชำระแล้วไม่ต่ำกว่า 300 ล้านบาท และมีคุณสมบัติตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด อีกประเภทคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI (Market for Alternative Investment) เป็นธุรกิจขนาดกลาง และขนาดเล็กรวมทั้งธุรกิจใหม่ที่มีศักยภาพในการเติบโตหลักทรัพย์จดทะเบียนที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์จะต้องเป็นหลักทรัพย์ที่ระบุชื่อผู้ถือและไม่มีข้อจำกัดในการโอน ทั้งนี้หลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีหลายประเภท ได้แก่ หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นกู้ หุ้นกู้แปลงสภาพ ใบสำคัญแสดงสิทธิ และหน่วยลงทุน เป็นต้น

- การให้บริการระบบการซื้อขายหลักทรัพย์

ในการทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์และให้บริการที่เกี่ยวข้องตลาดหลักทรัพย์ได้พัฒนา และให้บริการระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยเครื่องคอมพิวเตอร์ (Automated System for the Stock Exchange of Thailand-ASSET) เพื่ออำนวยความสะดวกในการซื้อขายหลักทรัพย์ให้แก่บริษัท สมาชิก และผู้ลงทุนตลอดจนดูแลให้ การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์เป็นไปอย่างมีระเบียบมีสภาพคล่อง และเป็นธรรมกับทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง โดยที่ระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยเครื่องคอมพิวเตอร์ดังกล่าวจะจับคู่คำสั่งซื้อขายที่ส่งเข้ามาจากบริษัทสมาชิกโดยวิธีอัตโนมัติ ซึ่งเป็นไปตามเกณฑ์ลำดับของราคา และเวลา (Price and Time Priority) โดยคำสั่งซื้อ/ขายที่มีลำดับราคา และเวลาที่ดีที่สุดจะถูกจับคู่ซื้อขายก่อนหลังจากนั้นระบบจะยืนยันรายการซื้อขายดังกล่าวกลับไปยังบริษัทสมาชิกให้ทราบผลในทันทีนอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์ยังจัดให้มีวิธีการซื้อขายอีกวิธีหนึ่งที่บริษัทสมาชิกผู้ซื้อและผู้ขายตกลงราคากันก่อนได้ แล้วจึงให้บริษัทสมาชิก ผู้ขายบันทึกรายการซื้อขายและบริษัทสมาชิกผู้ซื้อเป็นผู้รับรองรายการซื้อขายดังกล่าวผ่านระบบการซื้อขายหรือเรียกว่าวิธี Put-Through

2.6.2 ข้อกำหนดและกฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์ฯ (SET's Rules and Regulations)

ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้มีการกำหนดให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจหน้าที่วางนโยบายควบคุมดูแลการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ โดยการกำหนดระเบียบหรือออกข้อบังคับ และปฏิบัติการอื่นๆ เพื่อให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของกฎหมายหลักทรัพย์³¹ อันรวมถึง

- (1) หลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการเกี่ยวกับการรับและเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน
- (2) อัตราค่าธรรมเนียมในการปฏิบัติหน้าที่เป็นนายหน้าหรือตัวแทนในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียน
- (3) หลักเกณฑ์และวิธีการเกี่ยวกับการเป็นสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์ การเลือกตั้งกรรมการตลาดหลักทรัพย์ จำนวน วิธีการรับ คุณสมบัติ สิทธิและหน้าที่วินัย การลงโทษ การประชุม ตลอดจนการโอนและการพ้นจากสมาชิกภาพของสมาชิกตลาดหลักทรัพย์
- (4) การกำหนดเกี่ยวกับค่าเข้าเป็นสมาชิก ค่าบำรุง เงินประกันและค่าบริการต่างๆ ที่สมาชิกจะพึงจ่ายให้แก่ตลาดหลักทรัพย์
- (5) หลักเกณฑ์เกี่ยวกับข้อกำหนดเพิ่มเติมในการบัญชีและการสอบบัญชีโดยไม่ขัดต่อมาตรฐานที่กำหนดโดยสถาบันวิชาชีพซึ่งหน่วยราชการที่เกี่ยวข้องให้การรับรอง

³¹ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 170.

(6) การประกาศรายชื่อผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ให้ทำการสอบบัญชีของบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

(7) หลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการเกี่ยวกับการจัดทำทะเบียนผู้ถือหลักทรัพย์ จดทะเบียน การเปิดเผยฐานะการเงิน และผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

(8) หลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการเกี่ยวกับการทำสัญญาเป็นนายหน้าหรือตัวแทนซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ให้แก่ลูกค้าและบริษัทหลักทรัพย์ที่มีชื่อสมาชิก

(9) หลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ การอนุญาตให้สมาชิกซื้อหรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียนนอกตลาดหลักทรัพย์ และการชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์จดทะเบียนที่ได้มีการซื้อหรือขายในตลาดหลักทรัพย์

(10) หลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการเกี่ยวกับการห้ามซื้อหรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นการชั่วคราว

(11) หลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการเกี่ยวกับการเข้าไปตรวจสอบเอกสารและสมุดบัญชีของสมาชิกตลาดหลักทรัพย์

(12) เวลาทำการประจำวันและวันหยุดทำการสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์

(13) หลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการเกี่ยวกับการจัดทำและเปิดเผยรายงานการถือหลักทรัพย์ รวมทั้งกำหนดระยะเวลาการรับรองการโอนหลักทรัพย์และการออกใบหลักทรัพย์

(14) การบรรจุ แต่งตั้ง ถอดถอน พนักงานและลูกจ้าง วินัย การลงโทษพนักงานและลูกจ้างของตลาดหลักทรัพย์ ตลอดจนการร้องทุกข์และระเบียบวิธีปฏิบัติงานของตลาดหลักทรัพย์

(15) การกำหนดตำแหน่ง อัตราเงินเดือน ค่าจ้างและเงินบำเหน็จรางวัลพนักงานและลูกจ้างของตลาดหลักทรัพย์

(16) การสงเคราะห์พนักงานและลูกจ้าง หรือผู้พ้นจากการเป็นพนักงานและลูกจ้างของตลาดหลักทรัพย์ ตลอดจนครอบครัวของบุคคลเหล่านั้น

(17) การอื่นใดที่จำเป็นต่อการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์

โดยข้อบังคับต่างๆ ย่อมมีผลใช้บังคับได้กับบริษัทสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ ในฐานะที่เป็นกฎเกณฑ์ที่ใช้บังคับกับสมาชิกขององค์กร โดยมีบทลงโทษทางวินัยด้วย

โดยหลักเกณฑ์สำคัญที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดขึ้นมา เพื่อมีวัตถุประสงค์คุ้มครองผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นประการสำคัญ ประกอบด้วย

- เกณฑ์การกำกับดูแลการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน

ตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญอย่างถูกต้อง ครบถ้วนและทันเวลา ซึ่งได้แก่ ข้อมูลงบการเงิน รายงานเกี่ยวกับฐานะการเงิน และผลการดำเนินงาน เป็นต้น เพื่อให้ผู้ลงทุน ใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. กำกับดูแลเรื่องการเปิดเผยข้อมูลงบการเงิน และรายงานเกี่ยวกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงาน รวมทั้งรายงานการถือครองหลักทรัพย์ของผู้บริหาร และตรวจสอบบัญชีของบริษัทจดทะเบียน ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ดูแลการเปิดเผยข้อมูลตามเหตุการณ์ต่างๆ ที่มีผลกระทบต่อ การซื้อขายหลักทรัพย์ เช่น การเพิ่มทุน การลดทุน การจ่ายเงินปันผล เป็นต้นรวมทั้งดูแลการปฏิบัติ ตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์

นอกจากนั้น ตลาดหลักทรัพย์ส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนทุกบริษัทจัดตั้งคณะกรรมการตรวจสอบเพื่อเป็นเครื่องมือของ คณะกรรมการบริษัทในการกำกับดูแลการบริหารงานของฝ่ายจัดการ รวมทั้งได้ออกแนวทาง ปฏิบัติที่ดีสำหรับคณะกรรมการ และระบบการควบคุมภายในบริษัท เพื่อให้บริษัทจดทะเบียน นำไปประยุกต์ใช้ให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีภายในบริษัท

- เกณฑ์การกำกับดูแลและตรวจสอบการซื้อขายหลักทรัพย์

เพื่อให้การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ดำเนินไปอย่างมีระเบียบยุติธรรม และเป็นที่น่าเชื่อถือของนักลงทุน ตลาดหลักทรัพย์จึงมีหน้าที่ในการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ และติดเครื่องหมายเพื่อแจ้งให้ผู้ลงทุนทราบถึงการเคลื่อนไหวที่ผิดปกติของหลักทรัพย์นอกจากนั้น ตลาดหลักทรัพย์ได้พัฒนาระบบติดตามและตรวจสอบการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยเครื่อง คอมพิวเตอร์ (Automated Tools for Market Surveillance การกำกับดูแลการปฏิบัติงานของ บริษัทสมาชิก System: ATOMS) เพื่อช่วยในการติดตามสภาพการซื้อขายหลักทรัพย์ รวมถึง วิเคราะห์และตรวจสอบการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีการเคลื่อนไหวผิดปกติซึ่งระบบดังกล่าวจะส่ง สัญญาณเตือนความผิดปกติ ทั้งด้านราคาปริมาณ และยังเป็นระบบฐานข้อมูลที่สนับสนุนการ ตรวจสอบการซื้อขายผิดปกติที่อาจเข้าข่ายว่าจะมีการกระทำที่ไม่เป็นธรรม เช่น การสร้างราคา (Market Manipulation) การใช้ข้อมูลภายใน (Insider Trading) การสร้างข่าว หรือให้ข้อมูลที่ทำให้ผู้ลงทุนเข้าใจผิด (Misstatement) เป็นต้น

- เกณฑ์การกำกับดูแลการปฏิบัติงานของบริษัทสมาชิก

ตลาดหลักทรัพย์มีการกำกับดูแลการปฏิบัติงานของสมาชิกโดยการกำหนดระเบียบข้อบังคับในซื้อขายหลักทรัพย์ของลูกค้าที่บริษัทสมาชิกต้องถือปฏิบัติ ได้แก่ การซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยเงินสด การซื้อขายหลักทรัพย์ประเภทมาร์จิน การขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครอง การเรียกเก็บค่าธรรมเนียมในการปฏิบัติหน้าที่เป็นนายหน้าหรือ ตัวแทนซื้อขายหลักทรัพย์ซึ่งปัจจุบันเป็นอัตราที่ต่อรองกันได้อย่างเสรี ระหว่างผู้ลงทุนและบริษัทสมาชิก ตลอดจนกำหนดจรรยาบรรณในการปฏิบัติงานของบริษัทสมาชิก ได้แก่ ความซื่อสัตย์ในวิชาชีพ ทักษะความเอาใจใส่ และความรอบคอบ หลักปฏิบัติทั่วไปในธุรกิจข้อมูลเกี่ยวกับลูกค้า ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ การรักษาทรัพย์สินของลูกค้า เป็นต้น

นอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์ได้ติดตามดูแลการปฏิบัติงานของบริษัทสมาชิกให้เป็นไปตามข้อบังคับ และมาตรฐานต่างๆ ที่กำหนดไว้ รวมทั้งกำหนดบทลงโทษต่างๆ ไว้สำหรับลงโทษบริษัทสมาชิกที่กระทำการฝ่าฝืน หรือไม่ปฏิบัติตาม

2.6.3 พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (The Public Company Act B.E.2535)

ประเด็นพิจารณากรณีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์เป็นบริษัทมหาชน เพื่อที่จะระดมทุนจากประชาชนโดยการเสนอขายหุ้นเป็นการทั่วไปตามวัตถุประสงค์ของการจัดตั้งบริษัทมหาชนย่อมต้องมีการดำเนินการจัดตั้งและปฏิบัติตามเงื่อนไขที่กำหนดตามกฎหมายบริษัทมหาชนดังกล่าว ตั้งแต่ในเรื่องของการจัดตั้งบริษัทและกำหนดวัตถุประสงค์เพื่อเป็นบริษัทมหาชนที่ดำเนินการเป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์และประกอบธุรกิจใดๆ เกี่ยวกับหลักทรัพย์ รวมทั้งเป็นหน่วยงานกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ และนิติบุคคลที่เกี่ยวข้อง และรวมถึงเรื่องเสนอขายหุ้นต่อประชาชน การกำหนดจำนวนหุ้น ราคาหุ้นและผู้ถือหุ้น ก่อนที่จะดำเนินการจัดทำหนังสือบริคณห์สนธิและเขียนรายละเอียดเพิ่มเติมในข้อบังคับของบริษัทต่อไป และกรณีการแต่งตั้งคณะกรรมการบริษัทและคณะกรรมการตรวจสอบ พร้อมกำหนดอำนาจจัดการ ข้อห้ามกระทำการเพื่อมิให้กระทำการใดๆ ที่อาจต้องมีความความรับผิดชอบตามกฎหมายได้

2.6.4 ข้อพิจารณาทางกฎหมายและการกำกับดูแลที่เกี่ยวข้อง

1) หลักความเป็นเจ้าของ (Ownership)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังขาดความชัดเจนว่าใครเป็นเจ้าของและเป็นเจ้าของเท่าใดหรือใครถือหุ้นและถือเท่าใด ทำให้หาก Demutualize จะเกิดปัญหาถกเถียงว่าใครควรจะได้รับสัดส่วนเท่าใด เช่น รัฐบาลหรือทางการที่ใส่เงินประเดิมตอนจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ และยังมีตัวแทนในบอร์ดของตลาดหลักทรัพย์ฯ กว่าครึ่งหนึ่ง ซึ่งยังมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจใดๆ ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ควรจะได้รับสัดส่วนเป็นหุ้นเท่าใด บริษัทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งจ่ายเงินซื้อ Broker Seat ในตลาดหลักทรัพย์ฯ และถูกหักเปอร์เซ็นต์ส่วนหนึ่งจากค่าธรรมเนียมการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ควรจะได้รับสัดส่วนเป็นหุ้นเท่าใด และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดซึ่งจ่ายเงินให้กับตลาดหลักทรัพย์ในรูปแบบของค่าจดทะเบียนและค่าธรรมเนียมประจำปี ควรจะได้รับสัดส่วนเป็นหุ้นเท่าใด ปัญหานี้ควรจะต้องได้รับการแก้ไขก่อนที่จะ Demutualize และขายหุ้นให้กับนักลงทุนภายนอก ในปัจจุบันทุนสะสมของตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นเป็นกว่าหมื่นล้านบาท เราจะแปรรูปทุนสะสมเหล่านี้ให้อยู่ในรูปแบบหุ้นอย่างไร ถึงจะเหมาะสมยุติธรรม โดยสรุป ปัญหาเรื่อง ทุนของตลาดหลักทรัพย์ มี 2 ประเด็น คือ

- การจัดสรรทุนส่วนที่เพิ่มขึ้น (Surplus Capital) ระหว่างผู้ใส่ทุนประเดิม (กระทรวงการคลัง) บริษัทหลักทรัพย์ (broker) และบริษัทจดทะเบียน ซึ่งอาจมีการคืนไปบางส่วนหรือแปลงเป็นหุ้น

- การกำหนดโครงสร้างการถือหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ กระทรวงการคลัง บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทจดทะเบียน และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ควรจะมีส่วนในการถือหุ้นอย่างไร หากทางการโดยกระทรวงการคลังยอมลดการถือหุ้นลง อาจให้สิทธิ์ กระทรวงการคลังได้รับสิทธิพิเศษหรือ Golden Share เพื่อมีสิทธิ์ในการ veto บ้างในกรณีที่มีประเด็นที่กระทบผลประโยชน์ของประชาชน

ตลาดหลักทรัพย์หลายแห่ง หลังจากผ่านการแปรรูปแล้ว ก็ได้มีการจำกัดสัดส่วนการครองหุ้น ของแต่ละบุคคล³² โดยการกำหนดความเป็นเจ้าของ ตามสัดส่วนการถือหุ้นนั้น ย่อมเป็นการแสดงถึงวัตถุประสงค์ในเรื่องของ

(1) การป้องกันการครอบงำกิจการตลาดหลักทรัพย์ โดยนักลงทุนกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งเป็นการเฉพาะ

³² Pamela S. Hughes, Asian Development Bank, Demutualization of Stock Exchanges Problems, Solutions and Case Studies (2002), p. 48.

(2) การป้องกันการครอบงำกิจการ SRO โดยบริษัทที่ถูกกำกับดูแล (Regulated Company)

(3) การจำกัดสัดส่วนการถือครองหุ้น จะช่วยลดปัญหาความขัดกันระหว่างผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น และผลประโยชน์ของ Stakeholders ของผู้ให้บริการรายอื่นๆ

(4) การบริหารจัดการความขัดกันทางผลประโยชน์ระหว่าง ผลประโยชน์ของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ความรับผิดชอบต่อในเรื่องของการกำกับดูแล และผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น

นอกจากนี้แล้ว การจำกัดสัดส่วนการครองหุ้นดังกล่าว ยังเป็นเหตุผลโดยนัยไม่ให้นักต่างชาติสามารถเข้ามาครอบงำกิจการและการดำเนินการของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศได้ โดยส่วนมากหลักการดังกล่าวจะมีการให้ความเห็นชอบโดยหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐซึ่งสามารถตรวจทานธุรกรรมต่างๆ ที่ทำกับบุคคลที่จะเข้ามาควบคุมตลาด (โดยภาครัฐอาจกำหนดสัดส่วนของการถือหุ้นของตน เพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการของบุคคลใดบุคคลหนึ่งได้ เนื่องจากตลาดทุนเป็นองค์กรสาธารณะของนักลงทุน และประชาชนโดยรวม)

ตัวอย่าง

- รัฐบาลสวีเดน ดำรงไว้ซึ่งอำนาจในการป้องกันเรื่องการเปลี่ยนแปลงอำนาจการควบคุมของ OM Group และเจ้าของตลาดหลักทรัพย์ ผ่าน "หุ้นทอง (Golden Share)" ที่สามารถมีสิทธิในเรื่องของการโหวต เพื่อควบคุมตลาดหลักทรัพย์ได้ นั่นคืออาจให้ข้อยกเว้น any person เกิน 10% ได้ เช่นกรณีที่ OM Group ซื้อกิจการเพื่อควบรวม³³

- ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงและสิงคโปร์ จำกัดการถือหุ้นไว้ที่รายละเอียดไม่เกิน 5% แต่หน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐมีอำนาจที่จะเพิ่มสัดส่วนได้ตามคำขออนุญาตเป็นรายกรณี เช่น กรณีที่ต้องการร่วมกับ Strategic Investor หรือพันธมิตรกับตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่น

- ตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย ตาม Financial Services Reform Act 2001 ได้กำหนดสัดส่วนการครองหุ้นให้กับหน่วยงานปฏิบัติการเกี่ยวกับตลาดเงิน และสำนักหักบัญชี สามารถถือหุ้นได้ 15% ในฐานะที่เป็นองค์กรเพื่อประโยชน์ของชาติ โดยรัฐบาลออสเตรเลียยังมีอำนาจให้ต่างชาติเข้ามาครอบครองได้ 15% เป็นอย่างน้อย ในการควบคุม ASX หรือ SFE แต่ทั้งนี้ต้องอยู่ภายใต้ Foreign Takeover Act³⁴

³³ โชติชัย สุวรรณภรณ์, "การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์: ไม่ใช่ทางเลือกแต่เป็นสิ่งที่ต้องทำ", สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง, 5 กุมภาพันธ์ 2550.

³⁴ The Financial Services Reform Act 2001 Section 792B (กำหนดสัดส่วนของบุคคลใดๆ ที่จะเข้าถือสิทธิการออกเสียงได้ไม่เกิน 15%).

- The Toronto Stock Exchange - TSX จำกัดสัดส่วนการถือหุ้นไว้ที่ 5% ถึง 10% โดยกำหนดไว้เป็น Agreement กับหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐ

2) บรรษัทภิบาลหรือการบริหารจัดการองค์กร (Corporate Governance and Administrative Management)

กรณีของประเทศไทยนั้นชัดเจนว่ามีการแบ่งแยกหน่วยงานกำกับดูแล และบริหารความเสี่ยง รวมถึงแผนการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ออกจากกัน โดยรายงานต่อกรรมการผู้จัดการโดยตรง ซึ่งการแยกหน้าที่ทางธุรกิจออกจากการกำกับดูแล เป็นหนทางที่ช่วยลดเรื่องความขัดกันทางผลประโยชน์ได้ และช่วยทำให้นโยบายต่างๆ เกิดความชัดเจนมากยิ่งขึ้น

ตัวอย่างของการแก้ปัญหาด้วยการส่งเสริมให้เกิดระบบบรรษัทภิบาล (Corporate Governance – CG) โดยสมบูรณ์

- ASX ได้สร้างนิติบุคคลอิสระขึ้นมาเพื่อทำหน้าที่ควบคุมตรวจสอบบทบาทหน้าที่ในการกำกับดูแล โดยมีคณะกรรมการทำหน้าที่คณะกรรมการตรวจสอบอิสระ ทั้งในเรื่องของการกำกับดูแล และปัญหาความขัดกันทางผลประโยชน์ ซึ่งก็เป็นการโอนย้ายหน้าที่การกำกับดูแลให้กับนิติบุคคลแยกต่างหาก ซึ่งประกอบด้วยกรรมการที่มีความเป็นอิสระ และจะทำให้ ASX สามารถรองรับการดำเนินการทางธุรกิจได้ โดยคณะกรรมการของ SRO นั้นก็ต้องคอยรายงานผลการดำเนินงานให้ คณะกรรมการของ ASX ทราบในเรื่องของ

(1) การตรวจสอบการจดทะเบียนของบริษัทจดทะเบียนทั้งที่มีความสัมพันธ์กับตลาด และที่เป็นในลักษณะคู่แข่งทางธุรกิจ เพื่อให้แน่ใจว่าไม่มีเรื่องของการกระทำที่ลำเอียงแก่กัน

(2) การตรวจสอบถึงการหาแหล่งเงินสำหรับบทบาทการกำกับดูแล

(3) จัดทำคู่มือการกำหนดนโยบาย และขั้นตอนการบริหารงานให้ ASX

- HKEx และ SGX มีการจัดตั้ง Conflicts Committee (เน้นการดูแลเกี่ยวกับ Self-Listing เป็นสำคัญ) เพื่อจัดการความขัดกันทางผลประโยชน์ระหว่างบริษัทจดทะเบียน และตลาดหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตัวเอง โดยคณะกรรมการชุดนี้มีหน้าที่หลักๆ คือการคอยตรวจสอบถึงการเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์ของบริษัทที่ตลาดเป็นพันธมิตรทำธุรกรรมด้วย หรือเป็นบริษัทคู่แข่งทางพาณิชย์ (เช่นการออกสินค้าและบริการต่างๆ) เพื่อให้เกิดความมั่นใจว่าจะไม่มีเรื่องของ Bias และรายงานการวิเคราะห์ประเมินต่อตัวหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐด้วย เช่น การเข้าเป็นบริษัทจด

ทะเบียนของบริษัท ที่เป็นคนจัดทำระบบ Back Office ให้กับตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งคณะกรรมการชุดนี้ ส่วนมากจะมาจากผู้บริหารของตลาด แต่อย่างไรก็ตาม คัดเลือกมาจากสมาชิกอิสระทั้งหลาย เช่น นักวิชาการอิสระ

3) คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ (Board of Directors)

- การปรับเปลี่ยนโครงสร้างคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ ให้ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องอื่นๆ เข้าเป็นกรรมการมากขึ้น
- คณะกรรมการควรมีกรรมการที่มาจากประชาชนในหลายๆ ส่วน เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์มีความเป็นสาธารณะ
- หน่วยงานกำกับดูแล จึงต้องดูแลการปฏิบัติงานของผู้บริหารของตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น

4) มาตรการการกำกับดูแล (Regulation and Supervision)

- ด้านการกำกับบริษัทจดทะเบียน: Listing and Disclosure และด้านการกำกับการซื้อขาย (Trading Surveillance) สามารถระงับความตกลงเพื่อแบ่งแยกหน้าที่ระหว่างตลาดหลักทรัพย์และภาครัฐให้มีความชัดเจนได้
- ด้านผู้ลงทุน: ตลาดหลักทรัพย์ที่ผ่านการแปรรูปให้ความสำคัญกับความพึงพอใจของผู้ลงทุน หรือลูกค้ามากกว่า
- ด้านการกำกับกรรมการปฏิบัติงานของบริษัทสมาชิก: ให้ความสำคัญกับฐานะการเงินและระบบปฏิบัติงานของสมาชิกเช่นเดิม
- ตลาดหลักทรัพย์ที่แปรรูปย่อมมีความเสี่ยงทางการเงินน้อยกว่า เพราะตัดสินใจลงทุนโดยพิจารณาถึงความคุ้มค่าและผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น

2.6.5 หลักการและวัตถุประสงค์ของการกำกับธุรกิจหลักทรัพย์ของ International Organization of Securities Commission: IOSCO³⁵

สมาพันธ์องค์กรกำกับดูแลหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (International Organization of Securities Commission – IOSCO) คือ องค์กรที่ทำหน้าที่ในการกำกับดูแลการดำเนินงานต่างๆ

³⁵ <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82.pdf> International Organization of Securities Commission, "Objectives and Principles of Securities Regulation" (September 1998), p. 6.

ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน อันได้แก่ ธุรกิจหลักทรัพย์ และตราสารอนุพันธ์ ซึ่งองค์กรดังกล่าว ประกอบไปด้วยสมาชิกซึ่งเป็นผู้กำกับดูแลหลักทรัพย์ (Securities Regulators) ในประเทศต่างๆ ทั่วโลก โดยสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ก็เป็นหนึ่งในสมาชิกของ IOSCO ด้วย โดย IOSCO ก่อตั้งอยู่ที่เมือง มอนทรีออล ประเทศแคนาดา มีวัตถุประสงค์ในการดำเนินงาน ได้แก่

1. เพื่อสร้างความร่วมมือกันในระหว่างประเทศสมาชิกในการพัฒนาและเพิ่มประสิทธิภาพของมาตรฐานในการกำหนดกฎเกณฑ์และข้อบังคับต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลหลักทรัพย์ทั้งในประเทศและต่างประเทศ
2. เพื่อแลกเปลี่ยนข้อมูลและประสบการณ์ของหน่วยงานที่มีหน้าที่ดูแลกำกับหลักทรัพย์ ในประเทศต่างๆ เพื่อนำมาใช้ประโยชน์ในการพัฒนาธุรกิจหลักทรัพย์ของประเทศสมาชิก
3. เพื่อกำหนดมาตรฐานและเพิ่มประสิทธิภาพด้านการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ
4. เพื่อส่งเสริมความมั่นคงของสถาบันธุรกิจหลักทรัพย์ของประเทศสมาชิก โดยทาง IOSCO ได้ร่วมกับประเทศสมาชิกในการกำหนดมาตรฐานและกฎเกณฑ์เพื่อดำเนินการกับการกระทำผิดทางธุรกิจหลักทรัพย์ในประเทศสมาชิก

ประเด็นที่ IOSCO หยิบยกขึ้นมากล่าวถึงเสมอ กรณีเมื่อมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์³⁶

- บทบาทด้านการกำกับดูแลและการทำเพื่อประโยชน์ส่วนรวมจะขัดแย้งกับวัตถุประสงค์ทางธุรกิจ เพราะ Demutualized Exchange มุ่งแสวงหากำไรสูงสุดต่อบริษัท และผู้ถือหุ้น
- ตลาดหลักทรัพย์ที่แปรรูปทำให้เกิดปัญหาด้าน Conflicts of Interest ขยายขอบเขตกว้างขึ้น และรุนแรงมากขึ้น
- กรณีที่บริษัทมหาชน ซึ่งเป็นองค์กรแสวงหากำไรทางธุรกิจ ต้องมีบทบาทของ SRO ด้วย
- ความจำเป็นในเรื่อง บรรษัทภิบาล และความโปร่งใสในการจัดสรรหุ้น เพื่อคุ้มครองผลประโยชน์แก่ประชาชน

โดยการดำเนินการตามหลักเกณฑ์และวัตถุประสงค์ของ IOSCO สำหรับตลาดทุนไทย³⁷ ได้แก่

³⁶ Blake, Cassels and Graydon LLP, Exchange Demutualization (1 May 2006) p. 27.

1) หน่วยงานกำกับดูแล "The Regulator" (หลักการที่ 1 - 5)

หน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐ เทียบได้กับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ จะต้องดำเนินการตามหลักการที่สำคัญ ดังนี้

หลักการที่ 1: เป็นหน่วยงานกำกับดูแลที่ดำเนินการตามหน้าที่อย่างชัดเจนเป็นไปตามวัตถุประสงค์ที่กฎหมายกำหนด โดยกฎหมายหลักทรัพย์ได้กำหนดหน้าที่ความรับผิดชอบ และอำนาจในการดำเนินการทางกฎหมายต่อสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. โดยในส่วนของการใช้อำนาจแต่ละอย่างนั้น ก็จะต้องมีการออกประกาศซึ่งเป็นกฎเกณฑ์โดยละเอียด เพื่อไม่ให้มีปัญหาในการตีความขอบเขตอำนาจของหน่วยงานกำกับดูแล นอกจากนี้ ก็ยังมีการแต่งตั้งคณะกรรมการที่ต้องมีความเชี่ยวชาญในการใช้ดุลพินิจตัดสินเรื่องต่างๆ โดยเป็นตัวแทนที่ประกอบด้วยผู้มีส่วนเกี่ยวข้องได้เสียกับตลาดหลักทรัพย์ทั้งหลาย ก่อนที่จะดำเนินการไปถึงขั้นอุทธรณ์ และศาลปกครองที่มีความเป็นกลาง และพิจารณาตามกระบวนการวิธีตามกฎหมาย

หลักการที่ 2: หน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐ หรือ The Regulator ต้องปฏิบัติหน้าที่ด้วยความเป็นอิสระและตรวจสอบได้ ตามบทบาท อำนาจหน้าที่และความรับผิดชอบที่ได้รับตามกฎหมาย โดยเฉพาะการอนุมัติหรือออกใบอนุญาตการประกอบวิชาชีพต่อองค์กรหรือบุคคลใดๆ ที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของตน

คณะกรรมการ ก.ล.ต. ปฏิบัติหน้าที่ด้วยบทบาทที่คล้ายกับหน่วยงานนิติบัญญัติ มากกว่าที่จะเป็นหน่วยงานบริหาร โดยมีหน้าที่รับผิดชอบในการกำหนดนโยบายต่างๆ เพื่อพัฒนาและควบคุมดูแลระบบตลาดทุน และธุรกิจหลักทรัพย์ ซึ่งกระทรวงการคลังจะเป็นผู้พิจารณานโยบายดังกล่าวอีกชั้นหนึ่ง โดยการดำเนินงานนี้จะต้องปราศจากผลประโยชน์ทางธุรกิจ หรือความสัมพันธ์กับบริษัทต่างๆ อย่างเช่น เลขาธิการของสำนักงานต้องห้ามมิให้มีความเกี่ยวข้องกับการเมือง ผลประโยชน์ของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ นอกจากนี้กฎหมายยังห้ามคณะกรรมการที่มีผลประโยชน์ได้เสียเกี่ยวกับประเด็นที่เกี่ยวข้องในการพิจารณาเรื่องนั้นๆ อย่างไรก็ตาม กรรมการและเจ้าหน้าที่ของสำนักงานย่อมได้รับความคุ้มครองตามกฎหมาย หากปฏิบัติหน้าที่โดยสุจริต

³⁷ Securities and Exchange Commission (Thailand), Implementation of the Objectives and Principles of Securities Regulation:
http://www.sec.or.th/sec/Content_0000000745.jsp?categoryID=CAT0000014&lang=th.

สำนักงานกำกับดูแลโดยกระทรวงการคลัง เพื่อให้ปฏิบัติหน้าที่โดยสอดคล้องกับนโยบายภาครัฐ และตามมติคณะรัฐมนตรี โดยอยู่ภายใต้กฎหมายข้อมูลข่าวสารของทางราชการ ที่ทำให้เกิดความโปร่งใส และเป็นธรรมสำหรับหน้าที่กำกับดูแลภาพรวม โดยมีคณะกรรมการอิสระ คอยตรวจสอบการปฏิบัติหน้าที่อีกชั้น

หลักการที่ 3: หน่วยงานกำกับดูแลต้องมีการจัดสรรการวางอำนาจ บุคลากร และความสามารถเพื่อทำหน้าที่ของตนเองอย่างเต็มที่และเหมาะสม ภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์ และกฎหมายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ที่ทำหน้าที่กำกับดูแลระบบตลาดทุนและตลาดซื้อขายล่วงหน้า โดยมีอำนาจหน้าที่ในการให้ความเห็นชอบการเป็นผู้ติดต่อกับผู้ลงทุน การออกหลักทรัพย์ของบริษัทมหาชน การกำหนดกฎเกณฑ์ การตรวจสอบ และพิจารณาลงโทษผู้กระทำความผิด ซึ่งเจ้าพนักงานของสำนักงานจำเป็นต้องมีความรู้ ความเชี่ยวชาญในการดำเนินการดังกล่าว การให้ความรู้และงบประมาณในการเตรียมพร้อมจึงเป็นส่วนสำคัญ

หลักการที่ 4: หน่วยงานกำกับดูแลต้องปฏิบัติตามขั้นตอน และวิธีอย่างโปร่งใสและเป็นธรรมโดยสม่ำเสมอ โดยสามารถตรวจสอบได้อย่างถูกต้อง หากมีกรณีที่ต้องแสดงข้อมูลต่อกระบวนการวิจิพิจารณาทางปกครอง อย่างเช่นการจัดประชุมคณะกรรมการ เพื่อออกกฎเกณฑ์ต่างๆ อย่างถูกต้องและชอบธรรมทั้งในเรื่องของระยะเวลา ค่าใช้จ่ายที่เสียไป การรับรู้ของบุคคลที่เกี่ยวข้อง และสาธารณชนทั่วไป เพื่อเป็นการรับประกันว่ากฎเกณฑ์ หรือวิธีปฏิบัติต่อนั้นจะสามารถทำได้ก่อนที่เกณฑ์ต่างๆ จะมีผลบังคับใช้จริงได้ในภายหน้า และจะไม่เกิดปัญหาต่อไป

หลักการที่ 5: เจ้าหน้าที่ของหน่วยงานต้องมีความเชี่ยวชาญอย่างยิ่ง และมีความเชื่อมั่นได้อย่างเหมาะสม โดยจะมีคู่มือการปฏิบัติงานหรือ Code of Conduct กำหนดหน้าที่ความรับผิดชอบ การเก็บรักษาข้อมูล และการป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เพื่อให้เกิดความเป็นธรรมต่อการปฏิบัติงาน และหากเจ้าหน้าที่รายใดมีการซื้อขายหลักทรัพย์อื่นๆ นอกเหนือจากหน่วยลงทุนและพันธบัตรรัฐบาลแล้ว ต้องรายงานภายใน 3 วัน หากมีการตรวจสอบพบการกระทำความผิดตามมาตรฐานดังกล่าว มีโทษทางอาญาตามกฎหมายหลักทรัพย์

2) การกำกับดูแลตนเอง "Self-Regulation" (หลักการที่ 6 - 7)

หลักการที่ 6: หลักเกณฑ์การกำกับดูแลจะต้องมีความเหมาะสมและสอดคล้องกับการดำเนินงานขององค์กรกำกับดูแลตนเอง ซึ่งในที่นี้คือตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมถึงบริษัทย่อย ซึ่งจะออกข้อกำหนดเพื่อบังคับใช้กับสมาชิกนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์โดยตรง และเพื่อให้ทันต่อการแข่งขันที่รุนแรง และระบบที่เต็มไปด้วยความซับซ้อน

ตลาดหลักทรัพย์ นอกจากจะกำหนดกฎเกณฑ์เพื่อบังคับใช้กับสมาชิกแล้ว ก็ยังมีหน้าที่และบทบาทในการพิจารณาลงโทษทางวินัย โดยการจัดตั้งคณะกรรมการวินัย โดยมีบทกำหนดโทษทั้งเรื่องของการปรับ การพักการปฏิบัติหน้าที่ชั่วคราว การเพิกถอนสิทธิจากการเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์

จากบันทึกข้อตกลงระหว่างสำนักงานฯ และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งได้กำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบของตลาดหลักทรัพย์ในฐานะที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองเกี่ยวกับการควบคุมดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาด ในขณะที่หน้าที่การกำกับดูแลสถาบันตัวกลางที่อยู่ในตลาดทุน และบุคคลที่ติดต่อกับผู้ลงทุนยังคงเป็นหน้าที่ของสำนักงานฯ และได้มอบอำนาจให้กับผู้ใดต่อ ยกเว้นเรื่องที่มามอบอำนาจให้ตลาดหลักทรัพย์ดูแลคือ เรื่องของการกำหนดค่าธรรมเนียม และการปฏิบัติหน้าที่ที่ตีขององค์กร

หลักการที่ 7: ตลาดหลักทรัพย์ในฐานะที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองจะต้องปฏิบัติหน้าที่โดยมีมาตรฐานของความเป็นธรรม ความเชื่อมั่น กรณีที่ได้รับมอบหมายอำนาจให้กระทำการใดๆ แทนสำนักงานฯ เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ และบริษัท ตลาดอนุพันธ์ (ประเทศไทย) จำกัด (TFEX) มีภาระในการควบคุมดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ ตรวจสอบสภาพการซื้อขาย ระบบและกลไกของบริษัท หากใครฝ่าฝืนก็ต้องถูกพิจารณาเพื่อเข้าสู่กระบวนการทางวินัยต่อไป

บันทึกความเข้าใจฉบับดังกล่าวมีการแบ่งแยกหน้าที่กันอย่างชัดเจน โดยกำหนดให้การปฏิบัติหน้าที่จากอำนาจที่ได้รับมอบหมายนั้น ต้องทำด้วยความโปร่งใส ปกป้องเพื่อประโยชน์ของสาธารณะโดยรวมเป็นสำคัญ ซึ่งโดยมากแล้ว ข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ และ TFEX ต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานฯ ก่อนเสมอที่จะมีผลบังคับใช้ ในส่วนของการปฏิบัติงานนั้น ตลาดหลักทรัพย์และสำนักงานฯ จะต้องมีการให้ความร่วมมือกันในเรื่องของการตรวจสอบ และพิจารณาลงโทษ โดยตลาดจะเป็นฝ่ายตรวจสอบในเบื้องต้นก่อน และรายงานผลการตรวจสอบไปยังสำนักงานฯ ประกอบกับคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ก็หนึ่งมาจากการแต่งตั้งของสำนักงาน

3) มาตรการพิจารณาความผิดและลงโทษ "Enforcement" (หลักการที่ 8 - 10)

หลักการที่ 8: หน่วยงานกำกับดูแลควรมีอำนาจตรวจสอบ สืบสวนและสังเกตการณ์ให้ครอบคลุมโดยรวมตามกฎหมายหลักทรัพย์ สำนักงานมีอำนาจที่จะสอบสวนหรือเรียกขอข้อมูลจากนิติบุคคลใดๆ ที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแล โดยมีจำต้องส่งหนังสือบอกกล่าวล่วงหน้า ซึ่งหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจเหล่านี้จะต้องเก็บบันทึกข้อมูลไว้ตามที่กฎหมายกำหนด รวมถึงตลาดหลักทรัพย์ด้วยที่มีหน้าที่รายงานและเปิดเผยข้อมูลยังสำนักงานตามที่เรียกขอ ซึ่งกลุ่มที่ถูกกำกับอย่างบริษัทหลักทรัพย์จะต้องมีการรายงานการทำธุรกรรมตามกฎหมายฟอกเงินที่กำหนดในกรณีที่เข้าข่ายเป็นธุรกรรมที่มีเหตุอันควรสงสัย

หลักการที่ 9: หน่วยงานกำกับดูแลต้องทำหน้าที่พิจารณาและดำเนินการสำหรับการกระทำที่ไม่ถูกต้องอย่างสมบูรณ์ตามกฎหมายหลักทรัพย์กำหนดให้สำนักงานสามารถใช้อำนาจค่อนข้างกว้างและเต็มที่ทั้งในเรื่องของการตรวจสอบและกำกับดูแลการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ ในการจัดระเบียบองค์กรที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของตนได้ กรณีที่ปรากฏการกระทำที่มีเหตุอันควรสงสัย อำนาจในการให้ความเห็นชอบหรือปฏิเสธข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ อำนาจในการอนุมัติหรือปฏิเสธการแต่งตั้งกรรมการของบริษัทหรือองค์กรที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแล อำนาจในการอนุญาตออกเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน อำนาจในการสั่งให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ทำการแก้ไขเปลี่ยนแปลงข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับฐานะทางการเงินของบริษัท อำนาจในการสั่งระงับห้ามจำหน่ายซึ่งหลักทรัพย์

นอกจากอำนาจดังกล่าวแล้ว สำนักงานยังมีอำนาจในเรื่องของการตรวจสอบ และเสนอเพื่อเปรียบเทียบปรับต่อคณะกรรมการ อีกทั้งอำนาจของเจ้าหน้าที่ในการเสนอเรื่องไปยังหน่วยงานพิเศษต่างๆ เช่น กรมสอบสวนคดีพิเศษ (DSI) หรือกระบวนการทางยุติธรรมต่อไป โดยความสำคัญอยู่ที่การรวบรวมข้อเท็จจริงต่างๆ ให้สมบูรณ์ที่สุด

หลักการที่ 10: ระบบการกำกับดูแล การตรวจสอบสภาพการซื้อขาย การสืบสวน การพิจารณาลงโทษและบังคับให้เป็นไปตามเกณฑ์ต้องรับประกันได้อย่างมีประสิทธิภาพ และเชื่อถือได้ ทั้งในส่วน of ตลาดหลักทรัพย์ และสำนักงานฯ ที่มีหน้าที่สังเกต และคอยตรวจสอบสภาพการซื้อขายหลักทรัพย์ไม่ให้เกิดความผิดปกติเข้าข่ายปั่นหุ้น หรือมีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อเอาเปรียบผู้อื่น บริษัทที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแล (Regulated Entities) ต่างต้องมีฝ่ายที่ทำหน้าที่คอยควบคุมการปฏิบัติงานไม่ให้เข้าลักษณะฝ่าฝืนกฎเกณฑ์

4) ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ "Secondary Markets" (หลักการที่ 25 - 29)

หลักการที่ 25: การจัดตั้งศูนย์การซื้อขายหลักทรัพย์รวมถึงตลาดหลักทรัพย์ให้อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานฯ ภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์นั้น องค์กรใดๆ ที่ถูกจัดตั้งขึ้นมาเพื่อซื้อขายหลักทรัพย์ ยกเว้นตลาดหลักทรัพย์ต้องได้รับใบอนุญาตจากสำนักงานฯ ก่อน อย่างไรก็ตาม บริษัทย่อยต่างๆ ของตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ TFEX, TCH, TSD ก็สามารถถูกตรวจสอบโดยสำนักงาน โดยเฉพาะ TFEX ที่ต้องปฏิบัติตามกฎหมายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า อย่างไรก็ตาม ก่อนที่จะอนุญาตให้ TFEX เริ่มต้นดำเนินกิจการได้นั้น SEC จะต้องทำการตรวจสอบคุณภาพของตลาดก่อนว่าพร้อมที่จะรับรองในเรื่องของหลักทรัพย์ ระบบการซื้อขาย เจ้าหน้าที่ที่เกี่ยวข้อง เพื่อที่สำนักงานฯ จะได้อนุมัติให้ความเห็นชอบข้อกำหนดกฎเกณฑ์ต่างๆ

สำนักงานมีอำนาจที่จะให้ความเห็นชอบอนุมัติการออกข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับการรับหลักทรัพย์จดทะเบียน การปฏิบัติหน้าที่ของสมาชิก การตรวจสอบบริษัทจดทะเบียน การเข้าตรวจสอบสมาชิก ก่อนที่ข้อกำหนดเหล่านั้นจะมีผลบังคับใช้ เพื่อให้เกิดความมั่นใจว่าข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ จะสอดคล้องไปกับนโยบายของสำนักงานฯ

สำนักงานจะทำหน้าที่ตรวจสอบตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงบริษัทย่อย เพื่อที่จะมีการประเมินการปฏิบัติหน้าที่ในเรื่องของการตรวจสอบ และกำกับดูแลสภาพการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาด โดยขอบเขตการตรวจสอบจะครอบคลุมเกี่ยวกับประเด็นสำคัญต่างๆ เช่น การตรวจสอบบริษัทสมาชิก มาตรฐานการปฏิบัติงานที่ต้องอาศัยความเชี่ยวชาญ ระบบการรับข้อร้องเรียน กระบวนการไกล่เกลี่ยข้อพิพาท การกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียน การเข้าถึงเอกสารข้อมูลอย่างเป็นธรรม การรับส่งมอบหลักทรัพย์และการชำระบัญชี เช่นเดียวกับการพิจารณาและลงโทษผู้กระทำความผิดตามเกณฑ์ตลาดหลักทรัพย์ หากมีการอุทธรณ์จากตลาดหลักทรัพย์ ก็ต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานฯ

หลักการที่ 26: ตลาดหลักทรัพย์ต้องจัดให้มีการกำกับดูแลอย่างต่อเนื่องของระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อรับประกันความมั่นใจ เกิดความเป็นธรรม และให้ทันต่อความซับซ้อนของพฤติกรรมของบุคคลต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์ และ TFEX มีบทบาทหน้าที่ของการเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง โดยเป็นหน้าด่านในการคอยติดตามสภาพความเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์วันต่อวัน โดยจะมีหน่วยงาน

ตรวจสอบเบื้องต้นในเรื่องของการกระทำไม่เป็นธรรม โดยสำนักงานฯ จะตรวจสอบเพิ่มเติมต่อไป จากการเรียกขอรายงานการตรวจสอบเบื้องต้น โดยขอบเขตการตรวจสอบครอบคลุมทั้งหมดของหน้าที่ปฏิบัติงานของ SET/TFEX

ในส่วน of สำนักงานที่สามารถดำเนินการกับตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่

- (1) ไม่ให้ความเห็นชอบต่อข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์
- (2) ปลดหรือย้ายกรรมการผู้จัดการหรือกรรมการจากตำแหน่ง กรณีประมาทเลินเล่อต่อการปฏิบัติหน้าที่อย่างร้ายแรง
- (3) แนะนำคณะกรรมการหรือผู้จัดการให้ปฏิบัติ หรือละเว้นการปฏิบัติให้เป็นไปตามแนวของสำนักงานฯ
- (4) พักการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นการชั่วคราวทั้งตลาด ตามช่วงเวลา that สำนักงานฯ เห็นความเหมาะสม และรวมถึงการกระทำที่จำเป็นเพื่อปกป้องความเสียหายต่อส่วนรวม

หลักการที่ 27: การกำกับดูแลเพื่อให้เห็นความสำคัญของการซื้อขายที่โปร่งใสเป็นธรรม ทั้ง SET/TFEX ต้องมีการจัดให้ข้อมูล ต่อบริษัทหลักทรัพย์และบุคคลอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องแบบ real time เช่นปัจจุบัน ใช้บริการของ Reuters and Biz news

หลักการที่ 28: การกำกับดูแลควรที่จะต้องออกแบบเพื่อสามารถป้องกันและยับยั้งการปั่นหุ้นและซื้อขายไม่เป็นธรรม กฎหมายหลักทรัพย์ และข้อกำหนดของทั้งสำนักงานฯ และตลาดหลักทรัพย์ห้ามการซื้อขายที่เข้าข่ายปั่นหุ้น การกระทำผิดข้อกำหนด การใช้ข้อมูลภายใน และกรณีฝ่าฝืนอื่นๆ โดยมีการสังเกตสภาพการซื้อขายแบบวันต่อวัน และต้องมีการประสานงานระหว่างกัน รายงานข้อมูลตามที่เรียกขอ

หลักการที่ 29: การกำกับดูแลต้องมีวัตถุประสงค์เพื่อรับประกันว่ามีการบริหารจัดการอย่างเหมาะสมในเรื่องของการจัดการกับความเสียง การแทรกแซงตลาด

กรณีศึกษามาตรการจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์
กรณีแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ

กระบวนการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ โดยมากแล้วมักจะมีขั้นตอนที่ซับซ้อน และเกิดปัญหาในเรื่องของการกำหนดโครงสร้างการกำกับดูแลให้เกิดความเหมาะสมกับสภาพการดำเนินงานขององค์กร สำหรับตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ โดยส่วนใหญ่แล้วหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐจะเป็นผู้กำหนดแนวทางและวางนโยบายเพื่อให้เกิดความสมดุลระหว่างผลประโยชน์ของตลาดหลักทรัพย์ที่อยู่ในรูปของบริษัท กับเป้าหมายหรือวัตถุประสงค์สำคัญที่จะปกป้องคุ้มครองผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ประการที่จะต้องคำนึงถึงในส่วนของข้อกำหนดหน้าที่และภาระของการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ ประกอบด้วยความเหมาะสมในการแบ่งอำนาจหน้าที่การกำกับดูแลตลาดทุน (Capital Markets Regulation) ระหว่างหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐ และองค์กรที่ทำหน้าที่กำกับดูแลตนเอง (SRO) ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นกรณีในตลาดหลักทรัพย์ กลายเป็นองค์กรแสวงหากำไร ในขณะที่ต้องทำหน้าที่เป็นฝ่ายกำกับดูแลตลาดทุน และกรณีของการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนซึ่งจะต้องอยู่ภายใต้การบริหารและกำกับดูแลที่เท่าเทียมกัน หากภายหลังมีการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในเวลาต่อมา

อย่างไรก็ดี ผู้วิจัยเห็นว่าเมื่อตลาดหลักทรัพย์จักต้องดำเนินธุรกิจเพื่อให้บริการการซื้อขาย และมีรายได้จากค่าธรรมเนียมการซื้อขาย และจากการรับหลักทรัพย์ทะเบียน ตลาดหลักทรัพย์ก็ควรที่จะต้องจัดให้มีบริการและกำกับดูแลเต็มรูปแบบจากการเป็นตลาดหลักทรัพย์จดทะเบียน โดยเฉพาะเรื่องของการสร้างสภาพคล่องให้กับหลักทรัพย์ที่ไม่ค่อยเคลื่อนไหว การสังเกตการณ์สภาพการซื้อขายหลักทรัพย์ โกล่เกลี่ยและระงับข้อพิพาทขัดแย้งต่างๆ ที่เกิดขึ้นในธุรกิจหลักทรัพย์ สร้างบรรษัทภิบาลที่ดีต่อหลักทรัพย์จดทะเบียนต่างๆ การพัฒนาและเพิ่มมาตรฐานของการซื้อขาย ลดต้นทุนการซื้อขายธุรกรรมต่างๆ แก่นักลงทุน และการทำให้เกิดความโปร่งใส ความน่าเชื่อถือต่อบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ ที่เป็นลูกค้าของตลาดหลักทรัพย์

โดยทั่วไปแล้ว ตลาดหลักทรัพย์จะต้องเจอกับปัญหาและอุปสรรคต่างๆ ที่เกิดขึ้นท่ามกลางสภาพเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา มาตรการกำกับดูแลจึงมีความสำคัญที่จะช่วยแก้ปัญหาความไม่มีประสิทธิภาพเหล่านั้น โดยมีหลักการสำคัญ 3 ประการตามหลักเกณฑ์

ของ IOSCO¹ คือ 1) การทำหน้าที่คุ้มครองผู้ลงทุน 2) การสร้างและธำรงไว้ซึ่งการเป็นตลาดทุนที่มีความเป็นธรรม ความมีประสิทธิภาพ และความโปร่งใส รวมถึง 3) การจัดการและลดความเสี่ยงทุกประเภทที่เกิดขึ้น สำหรับตลาดหลักทรัพย์ของประเทศใดที่สามารถดำเนินการตามหลักการสำคัญของ IOSCO ได้แล้ว ย่อมทำให้เพิ่มความสามารถในการแข่งขันให้กับตนเอง โดยเฉพาะการแข่งขันกับตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ ในเรื่องของการผลิตสินค้าและบริการที่มีประสิทธิภาพเพื่อตอบสนองความต้องการและให้ผลตอบแทนที่คุ้มค่าต่อผู้ลงทุนมากที่สุด

ในส่วนของ การคุ้มครองผู้ลงทุนนั้น ตั้งอยู่บนหลักการที่ว่าผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จะได้รับการปกป้องไม่ให้เกิดความเสียหาย และถูกกระทบกระเทือนจากกรณีการสร้างราคาหลักทรัพย์ หรือการปั่นหุ้น การได้รับข่าวสาร หรือสารสนเทศที่ผิดจากความจริง และเรื่องของการกระทำอันไม่เป็นธรรม การหลอกลวง ข้อโกงในตลาดรูปแบบต่างๆ ในส่วนของการสร้างความเป็นธรรม และโปร่งใส นั้น ตลาดหลักทรัพย์จะต้องไม่ดำเนินการใดๆ ที่เห็นว่าเป็นการเลือกปฏิบัติต่อผู้รับบริการหรือลูกค้า หรือหลักทรัพย์จดทะเบียนใดเป็นพิเศษ โดยต้องเรียกให้มีการเปิดเผยข้อมูลอย่างชัดเจนเท่าเทียมกันทุกราย สำหรับการจัดการกับความเสี่ยงต่างๆ นั้น ตลาดหลักทรัพย์จะต้องดูแลผลกระทบ และลดความเสี่ยงของระบบการให้บริการของสถาบันตัวกลางต่างๆ รวมทั้งเตรียมการหามาตรการบรรเทาผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากระบบที่เสียหายได้

ดังนั้น เพื่อเป็นแนวทางในการหาวิธีการหรือมาตรการเพื่อจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ พร้อมการกำหนดโครงสร้างการกำกับดูแลที่ดี จึงสมควรศึกษาเปรียบเทียบกับ การดำเนินการของตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศที่มีการแปรรูปหรือควบรวมกิจการ รวมทั้งนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของตนเอง เพื่อหาข้อดี ข้อเสีย ผลกระทบหรือผลประโยชน์ที่เกิดขึ้น โดยมีกรณีศึกษาของตลาดหลักทรัพย์ของต่างประเทศ ดังนี้

3.1 ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ Singapore Exchange Limited (SGX)



Singapore Exchange Limited (SGX)

¹ IOSCO, Model for Effective Regulation, Report to the SRO Consultative Committee of the International Organization of Securities Commission (May 2000), p. 2.

3.1.1 ความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์

ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์เป็นตลาดหลักทรัพย์แห่งแรกในภูมิภาคเอเชียและแปซิฟิกที่มีการแปรรูป และทำการควบรวมตลาดหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญ และตลาดตราสารอนุพันธ์เข้าด้วยกันกลายเป็น Stock Exchange Limited - SGX โดยได้รับก่อตั้งขึ้นเมื่อ 1 ธันวาคม 1999 จากการควบรวมของสองตลาดหลักทรัพย์ชั้นนำ และมีความน่าสนใจในฐานะสถาบันเกี่ยวกับการเงิน การลงทุน คือ - the Stock Exchange of Singapore (SES)^{*} ซึ่งเป็นศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ และ the Singapore International Monetary Exchange (SIMEX)² ซึ่งเป็นศูนย์ซื้อขายล่วงหน้า²

จากจุดเริ่มต้น รัฐบาลสิงคโปร์เป็นผู้ริเริ่มแนวคิดของการแปลงสภาพและดำเนินการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ SES และ SIMEX³ ซึ่งก่อนหน้านั้น ตลาดหลักทรัพย์ทั้งสองแห่งมีสมาชิกเป็นเจ้าของร่วมกัน โดยการแปรรูปนั้นจะสามารถเพิ่มความสามารถในการแข่งขันกับสถานะของโลกที่เปลี่ยนแปลงได้ในเวลานั้น นอกจากนี้ เมื่อเดือนธันวาคม ปี 2000 SGX ก็ได้กลายเป็นตลาดหลักทรัพย์แห่งแรกในภูมิภาค ที่ทำการออกหลักทรัพย์เพื่อเสนอขายต่อประชาชนทั่วไป และต่อกลุ่มผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม โดยการจดทะเบียนหลักทรัพย์เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ตัวเอง ซึ่งมูลค่าส่วนหนึ่งย่อมต้องนำไปเป็นฐานคิดคำนวณกลายเป็นดัชนีตัวชี้เศรษฐกิจของประเทศที่สำคัญ

3.1.2 มูลเหตุและความสำคัญของการแปรรูป

ปี 1997 รัฐบาลสิงคโปร์ได้มีการจัดตั้ง Financial Sector Review Group⁴ เพื่อทำหน้าที่ศึกษาทบทวนแนวทางและกลยุทธ์พัฒนามาตรการและโครงสร้างการกำกับดูแลธุรกิจการเงิน โดยสิ่งสำคัญประการหนึ่งที่ทำให้ความสนใจเป็นอย่างยิ่งคือการพัฒนาแนวทางเปิดกว้างและศึกษาอย่างละเอียดในระบบตลาดทุน ซึ่งก่อให้เกิดคณะกรรมการพิเศษ 2 ชุด คือ คณะกรรมการด้าน

^{*} จัดตั้งขึ้นตาม Companies Act มาตรา 50 และประกอบธุรกิจการเป็นศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ตาม the Securities Industry Act มาตรา 289.

² The Future Trading Act มาตรา 116.

³ Alan Shaw, Asian Development Bank, Demutualization of Stock Exchanges Problems, Solutions and Case Studies (2002), p. 265.

⁴ Lee Boon Ngiap, Asian Development Bank, Demutualization of Stock Exchanges Problems, Solutions and Case Studies, p. 177.

การเงิน(Corporate Finance Committee) และคณะกรรมการวิจัยตลาดหลักทรัพย์ SES (A Stock Exchange of Singapore (SES) Review Committee) โดยมีผู้เชี่ยวชาญทางการเงินดำรงตำแหน่งประธานกรรมการทั้งสองชุด โดยรัฐบาลได้รับหลักการของคณะกรรมการในเรื่องของการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์ทั้งหลาย และการเปิดกว้างในการเข้าถึงตลาดหลักทรัพย์ได้ง่ายขึ้น

คณะกรรมการวิจัยตลาดหลักทรัพย์ SES ได้ให้ความสำคัญกับการศึกษาโครงสร้างการบริหารดูแลขององค์กรที่มีความเหมาะสม (Governance Structure) ก่อนที่จะไปถึงขั้นตอนและกระบวนการต่อไป จึงเกิดคณะกรรมการอีกหนึ่งชุดคือ คณะกรรมการกำหนดโครงสร้างการบริหารองค์กร (Committee on the Governance Exchange - CGE) ซึ่งจะคอยติดตามตรวจสอบข้อมูลเบื้องต้นและประเด็นพื้นฐานทั่วไปของทั้งสองตลาดหลักทรัพย์ (SES และ SIMEX) โดยกรรมการประกอบไปด้วยเจ้าหน้าที่ของหน่วยงานกำกับดูแลระบบสถาบันการเงินของสิงคโปร์ (The Monetary Authorization of Singapore - MAS) และยังประกอบด้วยผู้แทนจากบริษัทตัวกลางบริษัทหลักทรัพย์ และนักกฎหมายบริษัทต่างๆ โดย CGE ได้แนะนำให้ SES และ SIMEX ทำการแปรรูปและควบรวมกิจการระหว่างกันเป็นตลาดหลักทรัพย์รวมธุรกรรมแห่งเดียวที่มีเอกชนเป็นผู้ถือหุ้น (Single Integrated Privately Held Stock Company) โดยขั้นตอนและกระบวนการต่างๆ เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของกฎหมายที่เขียนไว้คือ พระราชบัญญัติว่าด้วยการควบรวมและแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ The Exchanges (Demutualization and Merger) Act และในที่สุดปี 1999 กระบวนการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ก็สมบูรณ์ จนกลายมาอยู่ในรูปของ SGX และได้มีการนำหลักทรัพย์ของตัวเองเข้าจดทะเบียนในตลาดซื้อขาย SGX-ST (ซึ่งเป็นบริษัทลูกของ SGX) บนกระดานซื้อขายหลักเมื่อปี 2000

โดยปัจจัยสำคัญของการแปรรูปและควบรวมกิจการเกิดจากความพยายามที่จะพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ให้ทันต่อความก้าวหน้าและเปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็วในโลกยุคโลกาภิวัตน์จากการเพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์และบริการที่มีความหลากหลายด้วยเทคโนโลยีที่พัฒนาอย่างไม่หยุดยั้ง ประกอบกับพฤติกรรมกรรมการหาแหล่งเงินทุนและการลงทุนที่เปลี่ยนแปลงไปของบริษัท และนักลงทุนต่างๆ รวมถึงเรื่องของการแข่งขันแบบเสรีข้ามชาติที่รุนแรงมากขึ้นเรื่อยๆ

รัฐบาลสิงคโปร์ได้ตระหนักว่าการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์อาจส่งผลกระทบต่อการค้างานหรือสภาพของตลาดหลักทรัพย์เดิมในหลายๆ ด้าน (Dramatic Impact) โดยเฉพาะที่เกี่ยวกับวัฒนธรรมดั้งเดิมขององค์กร ซึ่งไม่ช้าไม่นาน การดำเนินกิจการเพื่อตอบโจทก์และ

ประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ รวมถึงการให้ความสนใจต่อลูกค้าเพิ่มขึ้น โดยความแตกต่างประการสำคัญของโครงสร้างองค์กรในลักษณะของ องค์กรก่อผลประโยชน์ร่วมที่มีแต่สมาชิกและการเป็นบริษัทแสวงหากำไรที่มีผู้ถือหุ้นนั้นที่รัฐบาลได้นำมาวิเคราะห์ถึงข้อดี ข้อเสีย และสิ่งทีอาจมีผลต่อการเปลี่ยนแปลง ดังนี้⁵

Topic	Mutual Exchange	Demutualized Exchange
1. ความเป็นเจ้าของ	สมาชิกที่เป็นนายหน้าและค้าหลักทรัพย์ในตลาด (Member)	ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนทั่วไป และรวมถึงสมาชิก โดยที่สิทธิการค้ำหลักทรัพย์กับความเป็นเจ้าของถูกแยกออกจากกัน
2. วัตถุประสงค์สำคัญขององค์กร	การรักษาความมีประสิทธิภาพด้วยต้นทุนกิจการที่ต่ำ ความเสี่ยงน้อยในการชำระราคา และส่งมอบ ท่ามกลางโครงสร้างการกำกับดูแลธุรกิจที่มีความเข้มแข็ง	<ul style="list-style-type: none"> - สร้างกำไรหรือผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นให้มากที่สุด - พัฒนาผลิตภัณฑ์ และเพิ่มช่องทางการจำหน่าย - สร้างความเชื่อมั่นต่อนักลงทุนด้วยชื่อเสียงของตนเอง และการส่งเสริมโครงสร้างการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ที่ดี
3. กรรมการและอำนาจการตัดสินใจ	องค์ประกอบของคณะกรรมการส่วนใหญ่หรือเกือบทั้งหมดจะประกอบด้วยตัวแทนจากสมาชิก และอำนาจการใช้ดุลพินิจเพื่อตัดสินใจก็จะเป็นแบบ 1 เสียง 1 สิทธิของสมาชิก (1 Vote 1 Right)	คณะกรรมการจะมาจากตัวแทนหลายหน่วยงาน และมีความหลากหลาย ส่วนอำนาจการตัดสินใจอยู่บนฐานของ 1 หุ้น 1 เสียง ซึ่งจะเป็นไปเพื่อเหตุผลเกี่ยวกับการบริหารและการปฏิบัติการทางธุรกิจเป็นสำคัญ (1 Vote 1 Share)
4. การได้มาหรือควรรวมซึ่งกิจการ และการสร้างพันธมิตร	มิใช่เป้าหมายขององค์กร	เป็นเป้าหมายสำคัญประการหนึ่ง เพื่อการพัฒนาและสร้างความแข็งแกร่งเพิ่มขึ้น

⁵ Ibid, p. 268.

5.การบริหารจัดการเงินทุน	มิใช่เรื่องใหญ่ เนื่องจากยึดหลักที่ว่าเก็บหรือสะสมเงินทุนไว้ก่อนให้ได้มากที่สุด เพื่อป้องกันความเสี่ยงในอนาคต และเพื่อประโยชน์ตามแผนต่างๆ ที่กำหนด	เป็นกฎเกณฑ์สำคัญที่จะช่วยเพิ่มผลกำไรหรือผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นอย่างคุ้มค่า ด้วยต้นทุนที่ต้องไม่สูงตามไปด้วย
--------------------------	--	--

3.1.3 ขั้นตอนการแปรรูปและการจดทะเบียนในตัวเอง

กระบวนการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์

ก่อนที่ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์จะดำเนินการแปรรูปและควบรวมกิจการนั้น จากเดิมที่ SES มีหุ้นอยู่ 34 หุ้นและ SIMEX มีหุ้นอยู่ 40 หุ้น เมื่อเข้าสู่กระบวนการแปรรูปแล้ว หุ้นของทั้งสองแห่งต้องถูกยกเลิก และมีการออกหุ้นใหม่สำหรับ SGX โดย SGX ถูกจัดตั้งขึ้นด้วยสัดส่วนหุ้นตราไว้ที่ราคา 1 เหรียญสิงคโปร์ โดย ณ วันที่มีการโอนหุ้นเกิดขึ้น (1 ธันวาคม 1999 ทั้งนี้ ตามที่กำหนดภายใต้ The Exchange (Demutualization and Merger) Act 1999)^{*} SGX ในฐานะที่เป็นนิติบุคคลสำหรับรับโอนกิจการตลาดหลักทรัพย์จาก SES และ SIMEX ก็ได้รับสิทธิครอบครองหุ้นทั้งหมดของ SES, SIMEX และ SCCCs (The Securities Clearing and Computer Services Pte Limited บริษัทลูกถือหุ้นโดย SES เต็มจำนวน) ในคราวเดียวกัน โดยหุ้นทั้งหมดของทั้งสามบริษัทนั้นถูกยกเลิก และกลายเป็นหุ้นออกใหม่ที่จดทะเบียนและชำระเต็มจำนวนสำหรับ SGX^{**} ดังนั้นในทางเดียวกัน สิทธิทั้งหมดของ SES, SIMEX ย่อมโอนมาเป็นของ SGX ด้วย ซึ่งในส่วนของ การชำระเงินหรือชดเชยให้กับผู้ถือหุ้นของ SES, SIMEX SCCCs นั้น SGX จะมีการออกหุ้นให้กับผู้ถือหุ้นของแต่ละแห่ง โดยมูลค่าของหุ้นก็จะขึ้นอยู่กับปัจจัยตลาด และมูลค่าของสิทธิความเป็นสมาชิก (Seat) แต่ละที่ที่สมควรได้รับ⁷

^{*} The Exchange (Demutualization and Merger) Act 1999 Section 3 กำหนดวันโอนหุ้นจาก SES, SIMEX ไปยัง SGX (Transferee Holding Company) และ SEL Holding Pte Ltd (Special Purpose Company).

^{**} The Exchange (Demutualization and Merger) Act 1999 Section 6 กำหนดการจัดสรรและกำหนดมูลค่าหุ้นของ SGX.

⁷ Deputy Prime Minister Lee, speech, (November 1998) para. 40-414.

มูลค่าของหุ้นใหม่นั้น จะมีการกำหนดราคาโดยรัฐมนตรีที่รักษาการตามพระราชบัญญัติดังกล่าว ซึ่งมูลค่ารวมโดยประมาณของหุ้น SGX ที่มีการออกทดแทนให้กับผู้ถือหุ้นของทั้งสามแห่งอยู่ที่ 308.34 ล้านดอลลาร์สิงคโปร์ และเมื่อมีการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนเป็นครั้งแรก ก็ได้มีการจัดตั้ง SEL Holdings Pte Ltd. ซึ่งถือหุ้นทั้งทางตรงและทางอ้อมโดย Temasek Holdings (Private) Limited เพื่อเป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจในการเข้าถือหุ้นใน SGX ที่ราคา par ตามที่รัฐมนตรีกำหนด และการเสนอขายหุ้น (Re-Distribution) ของ SGX ต่อผู้ลงทุนสถาบันต่างๆ เพื่อประโยชน์ของ Financial Sector Development Fund โดยเป็นสัดส่วนของหุ้นที่ไม่มีสิทธิออกเสียงในลำดับต่อไป (การเสนอขายหุ้นเป็นการทั่วไปนั้น ได้รับยกเว้นการออกหนังสือชี้ชวนเช่นของบริษัทอื่นๆ)*

โครงสร้างองค์กรของ SGX

SGX ประกอบด้วยส่วนปฏิบัติการทั้งหมด 10 ส่วน ประกอบด้วย 5 ฝ่ายงานบริหารและกำกับดูแล (Service/Regulatory Division)** และ 5 ฝ่ายงานปฏิบัติการเกี่ยวกับธุรกิจตลาด (Market /Business Division)*** ซึ่งจัดตั้งขึ้นเป็นบริษัทลูกแยกต่างหากจากตัว SGX โดย SGX ถือหุ้น 100% (A Wholly Own Subsidiaries) เพื่อให้สอดคล้องกับเป้าหมายและจุดประสงค์สำคัญของการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ คือทำให้มีสภาพเป็นองค์กรขับเคลื่อนทางเศรษฐกิจและสร้างผลประโยชน์ทางธุรกิจพาณิชย์ เพื่อสามารถแข่งขันกับองค์กรอื่นๆ ได้มากขึ้น ดังนั้น จึงส่งผลให้ส่วนงานทางธุรกิจที่เป็นตัวสร้างกำไรให้กับองค์กรจึงถูกแยกออกมาเป็นบริษัทเอกชนทำหน้าที่แยกต่างหาก ในส่วนของการกำกับดูแลธุรกิจนั้นขับเคลื่อนในระดับของบริษัทแม่ SGX ที่จะต้องรักษาภาพพจน์และความเชื่อมั่นของนักลงทุนภายใต้ชื่อเสียงของ SGX Brand ซึ่งการมี Clearing สองแห่งแยกกันก็สามารถช่วยลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นระหว่างการซื้อขายหุ้นและอนุพันธ์ได้ เนื่องจากการมีสำนักหักบัญชีและส่งมอบหลักทรัพย์ของแต่ละ

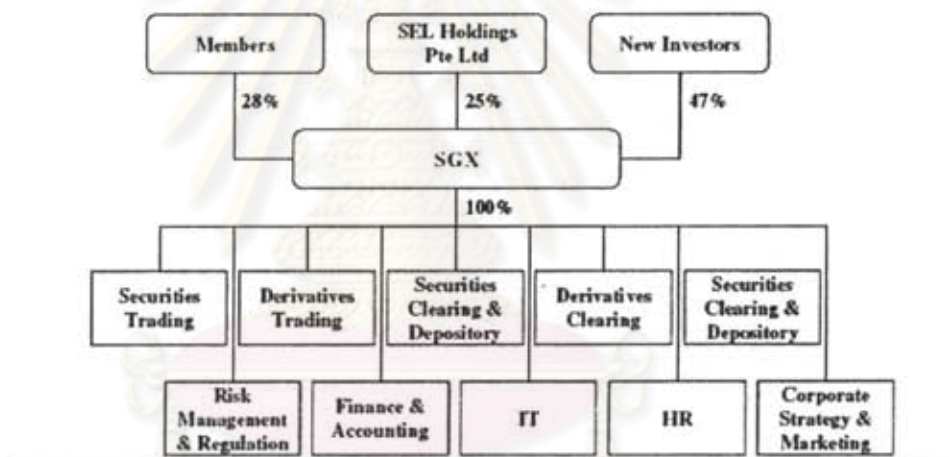
* The Exchange (Demutualization and Merger) Act 1999 Section 9 กำหนดว่าการออกเสนอขายหุ้นของ SGX นั้นได้รับการยกเว้นไม่ต้องปฏิบัติตามกฎหมายว่าด้วยบริษัท (Companies Act) ตามมาตรา 59 ที่ต้องจัดทำหนังสือชี้ชวนก่อน.

** Corporate Strategy & Marketing, Finance & Administration, Human Resource, Information Technology, and Risk Management & Regulation.

*** Securities Trading, Securities Clearing and Depository, Derivatives Trading, Derivatives Clearing and IT Solutions.

ตลาดแยกจากกันเป็นของตัวเอง จะสามารถเพิ่มประสิทธิภาพในเรื่องของการวางหลักประกัน และการปฏิบัติงานในด้านต่างๆ ได้ดีขึ้น

SGX ในฐานะบริษัทแม่ทั้งหมดของ SGX Group จะเป็นผู้คอยช่วยเหลือและสนับสนุน การดำเนินงานของกลุ่ม SGX โดยทั้งหมดอยู่ทุกครึ่งหากเกิดปัญหาใดๆ ก็ตาม เนื่องจากว่าหาก ความมั่นใจของนักลงทุนถูกทำให้สูญเสียไปแล้ว ย่อมลดความสามารถและความเชื่อถือที่จะเข้า มาลงทุนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ โครงสร้างทางกฎหมายในลักษณะเช่นนี้ จะช่วยสร้าง ความสำคัญและความแข็งแกร่งให้เกิดขึ้นในกลุ่ม SGX โดยที่บริษัทลูกแต่ละแห่งจะต้องได้รับ การจัดสรรเรื่องเงินทุนและค่าใช้จ่ายที่เพียงพอ การดำเนินงานจะต้องไม่ยึดติดหรือขึ้นอยู่กับบริษัท แม่ ซึ่งเป็นแนวทางสำคัญประการหนึ่งที่ช่วยลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ กรณีการที่ตลาด หลักทรัพย์จดทะเบียนจะต้องจัดสรรเงินงบประมาณเพื่อนำมาดำเนินกิจการในส่วนของการกำกับ ดูแลอย่างเหมาะสมและพอเพียง (Funding Regulation)



โครงสร้างการบริหารของ SGX⁸

หลักการของบรรษัทภิบาล (Corporate Governance) ได้ถูกนำมาใช้เพื่อพัฒนาควบคู่ไป กับกระบวนการแปรรูปทุกๆ ขั้นตอน ซึ่งได้ผลลัพธ์ ดังนี้

- คณะกรรมการมีความหลากหลายมากยิ่งขึ้น เนื่องจากเมื่อครั้งเป็น Mutual คณะกรรมการส่วนใหญ่จะมาจากเจ้าของหรือสมาชิกซึ่งตัดสินใจดำเนินการต่างๆ

⁸ http://info.sgx.com/SGXWeb_CORPCOM.nsf/NEWDOCNAME/Background_on_SGX.

ก็สะท้อนถึงกลุ่มของตัวเองเป็นสำคัญ โดยเฉพาะที่เป็นบริษัทหลักทรัพย์ แม้ว่าบางครั้งผลประโยชน์จะไม่ได้เป็นในรูปแบบเดียวกันทุกครั้ง แต่การที่กรรมการเป็นตัวแทนจากหลากหลายสาขา ย่อมทำให้ภาพของธุรกิจมีความหลากหลายและชัดเจนทั่วถึงมากขึ้น

- การที่คณะกรรมการเปลี่ยนบทบาทหน้าที่จกต้องดำเนินกิจการโดยคำนึงถึงบริษัทสมาชิกเป็นการประกอบกิจการเพื่อประโยชน์และสร้างมูลค่าต่อผู้ถือหุ้นก่อนเป็นสำคัญ ซึ่งถือเป็นการเปลี่ยนโครงสร้างในหลายทาง โดยเฉพาะการให้บริการและความสำคัญต่อลูกค้ามากขึ้น
- การสร้างวัฒนธรรมการบริการให้เกิดขึ้นต่อทั้งตัวกรรมการ และเจ้าหน้าที่ โดยการสร้างวินัยในการทำงานและเพิ่มประสิทธิภาพของการปฏิบัติหน้าที่ เพราะค่าตอบแทนในอนาคตย่อมจะมาจากผลการปฏิบัติงานขององค์กรเป็นสำคัญ
- สำหรับมาตรการตรวจสอบสำหรับการเข้าจดทะเบียนหลักทรัพย์ต้องมีการนำมาใช้และดูแลอย่างเหมาะสม เพราะการเป็นตลาดหลักทรัพย์จดทะเบียน ย่อมมีผลต่อบริษัทอื่นๆ ที่ทำธุรกิจประเภทเดียวกัน

บริษัทหลักทรัพย์นั้นถือเป็นหนึ่งในกลุ่มเจ้าของตลาดหลักทรัพย์ (One of Stakeholders) ที่มีความสำคัญต่อองค์กรใหม่ สำหรับ SGX นั้น ผลประโยชน์ของบริษัทหลักทรัพย์ จะต้องมีความสมดุลและเท่าเทียมกันกับผลประโยชน์ของ Stakeholders รายอื่นๆ โดยหลังจากการแปรรูปนั้น สมาชิกของกรรมการที่มาจากสายของบริษัทหลักทรัพย์จะต้องไม่เกินกึ่งหนึ่งของทั้งหมด (ปัจจุบัน SXG มีกรรมการทั้งสิ้น 11 คน และ 4 คนมาจากบริษัทหลักทรัพย์) ต้องประกอบด้วยกรรมการอิสระโดยมี CEO เป็นกรรมการบริหาร และกรรมการอื่นอีก 9 คน มีการจัดประชุมกรรมการทุกๆ 2 เดือน เพื่อดำเนินกิจการทางธุรกิจต่างๆ ให้กับ SGX

คณะกรรมการของ SGX มีหน้าที่และความรับผิดชอบลักษณะเดียวกับกรรมการของบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ เช่น

- อนุมัติเห็นชอบสำหรับเงินงบประมาณและเป้าหมายของการลงทุนประเภทต่างๆ
- ทบทวนและพิจารณาขบการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัท

- พิจารณาเห็นชอบแผนปฏิบัติงานและยุทธศาสตร์ต่างๆ ประจำปีขององค์กร
- จัดวางโครงสร้างการบริหารงานภายใน

และเพื่อให้การบริหารงานเป็นไปโดยสะดวกและมีประสิทธิผล จะต้องมีการมอบหมายหรือมอบอำนาจให้หน่วยงานต่างๆ สามารถทำหน้าที่ตามที่กรรมการต้องการ นั่นคือการจัดตั้งคณะทำงานชุดย่อยต่างๆ⁹ ดังนี้

- Nominating Committee: คณะกรรมการเสนอชื่อหรือคัดสรร มีหน้าที่รับผิดชอบในการทบทวนการเสนอชื่อทุกองค์คณะ รวมถึงการแต่งตั้งกรรมการของ SGX และ CEO โดยที่ MAS จะต้องอนุมัติรายชื่อบุคคลที่ถูกเสนอจากคณะกรรมการสรรหาอีกที
- Audit Committee: คณะกรรมการตรวจสอบ ประกอบไปด้วยบุคคล 4 รายที่มาจากรวมการอิสระของ SGX โดยมีหน้าที่ความรับผิดชอบในการแต่งตั้งกรรมการตรวจสอบที่มาจากภายนอกด้วย ทำหน้าที่ตรวจสอบการทำงานของผู้ตรวจสอบทั้งภายในและภายนอก รับประกันความมั่นใจความถูกต้องเหมาะสมของระบบการควบคุมองค์กร ผลการประกอบกิจการของบริษัทรายปีและระหว่างปี ทบทวนพิจารณาตรวจสอบประเด็นทางกฎหมายและการกำกับดูแลที่มีนัยสำคัญต่อฐานะทางการเงิน นโยบายการกำกับดูแลที่มีความเกี่ยวข้องกับผลประโยชน์ของตลาดหลักทรัพย์ และรายงานต่างๆ จากหน่วยงานกำกับดูแลทางการ
- Appeal Committee: คณะกรรมการอุทธรณ์ มีหน้าที่รับข้อร้องเรียนการอุทธรณ์คำสั่งของจากการพิจารณาตัดสินของสำนัก CEO และบรรดาคณะกรรมการการปฏิบัติงานทางด้านธุรกิจ คณะกรรมการเกี่ยวกับสำนักหักบัญชี คณะกรรมการวินัย พิจารณาความผิดเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์และตราสารอนุพันธ์

⁹ Singapore Exchange Ltd. Company, SGX Annual Report, 2000.

- Compensation and Management Development Committee: คณะกรรมการพัฒนาการจ่ายผลตอบแทนและการบริหาร ทำหน้าที่พิจารณาทุกประเด็นที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนต่อผู้บริหาร และแนวทางการมอบหุ้นให้กับพนักงานต่างๆ

3.1.4 การออกกฎหมาย และกฎเกณฑ์ต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง

แต่เดิม SES และ SIMEX มีสถานะทางกฎหมายเป็นบริษัทที่ได้รับรองตามกฎหมาย โดยมีได้แสวงหาผลกำไรจากการดำเนินกิจการ (Not-for-profit Company limited by guarantee) โดยมีสมาชิกเป็นผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของร่วมกัน โดย SES กำหนดจำนวนสมาชิกไม่เกิน 33 สมาชิก ในขณะที่ SIMEX มีสมาชิกเคลียร์ริง (Clearing Member) จำนวน 35 แห่ง โดยนอกนั้นก็จะเป็นบริษัทที่ไม่ใช่สมาชิก

ต่อมาภายหลัง รัฐสภาได้บัญญัติกฎหมาย The Exchanges (Demutualization and Merger) Act 1999 กำหนดให้มีการแปรรูปและควบรวมกิจการกันระหว่าง SES และ SIMEX* และกลายเป็น SGX ในการทำหน้าที่เป็นศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์และสำนักหักบัญชีและส่งมอบหลักทรัพย์ โดยภายใต้กฎหมายฉบับนี้ กระบวนการแปรรูปและขั้นตอนทุกอย่างมีการกำหนดไว้แน่นอนชัดเจน โดยที่ไม่จำเป็นต้องได้รับความเห็นชอบจากสมาชิกเช่นตลาดหลักทรัพย์ของหลายๆ ประเทศแต่ประการใด ในส่วนของการโอนหรือรับโอนหุ้นของ SGX ในฐานะบริษัทผู้รับโอน (Transferee Holding Company) กฎหมายก็กำหนดให้ต้องมีการนำหุ้นออกเสนอขายต่อประชาชนและเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ด้วย โดยขั้นตอนนี้จะมีการกำกับดูแลโดย Monetary Authority of Singapore – MAS โดยเฉพาะในเรื่องที่เกี่ยวข้องกับ

- มาตรการจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์และความเสี่ยงต่างๆ ที่ย่อมเกิดขึ้นจากขั้นตอนการเสนอขายหลักทรัพย์และจดทะเบียนในตลาด
- คุ้มครองและรับประกันให้มีการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ด้วยความโปร่งใสเป็นธรรม

* The Exchange (Demutualization and Merger) Act 1999 Section D กำหนดวัตถุประสงค์ของการตรากฎหมายฉบับนี้.

นอกจากนี้ กฎหมายฉบับนี้ยังบัญญัติถึงภาระหน้าที่ของ MAS ในการกำหนดนโยบาย และแนวทางการดำเนินงานของ SGX ทั้งในเรื่องทั่วไปและเรื่องเฉพาะเจาะจง ตามวัตถุประสงค์สำคัญของการทำหน้าที่คุ้มครองความเป็นธรรม ความเป็นระเบียบของทั้งตลาดทุนและตลาดซื้อขายล่วงหน้า รวมถึงการจัดการเกี่ยวกับความเสี่ยงต่างๆ และกำหนดหน้าที่ความรับผิดชอบของเจ้าหน้าที่พนักงานของ SGX เพื่อปฏิบัติงานให้ได้ตรงตามเป้าหมายที่ต้องการ ซึ่งหากบุคคลผู้มีหน้าที่รับผิดชอบรายใดไม่ปฏิบัติตามข้อเรียกร้องต่างๆ แล้ว อาจต้องรับโทษทางอาญาตามที่กฎหมายกำหนด โดยไม่มีเงื่อนไข¹⁰

3.1.5 โครงสร้างการกำกับดูแล

ประเด็นการกำกับดูแลที่เกิดจากการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์

1) การกำหนดสัดส่วนความเป็นเจ้าของ เป็นประเด็นสำคัญอันดับแรกที่ต้องเกิดขึ้นภายหลังการแปรรูป จากการต้องกำหนดโครงสร้างและสัดส่วนการถือครองหุ้นขององค์กรทางธุรกิจและเป็นหน่วยงานดูแลที่มีประสิทธิภาพ องค์กรใดก็ตามก่อนการแปรรูปและควบรวม SES และ SIMEX ก็ต่างพบกับปัญหาความขัดแย้งระหว่างการกำกับดูแล และการดำเนินกิจการ ได้แก่ กรณีที่สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์เป็นผู้กำหนดและบังคับใช้กฎเกณฑ์ในผลประโยชน์ของตัวเอง ซึ่งอาจส่งผลในเชิงลบต่อผลประโยชน์ทางการพาณิชย์และธุรกิจ และกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์จะถูกตั้งข้อสังเกตในเรื่องของประสิทธิภาพของการทำหน้าที่กำกับดูแลและควบคุมการปฏิบัติงานในบางเรื่องของสมาชิกทั้งนี้ เกณฑ์เบื้องต้นของการอนุมัติการถือครองหุ้นเพื่อเป็นเจ้าของ SGX อย่างมีนัยสำคัญ (Approval of Substantial Shareholdings in SGX) ตามบทบัญญัติของกฎหมาย The Exchanges Act นั้นได้จำกัดส่วนของบุคคลใดๆ ที่จะเข้าครอบครองหุ้นของ SGX ไว้ที่ไม่เกิน 5% หรือมากกว่า จะต้องได้รับการตรวจสอบและอนุมัติจาก MAS ก่อน บทบัญญัติดังกล่าวถือเป็นข้อสำคัญพื้นฐานของเกณฑ์ของ SGX ซึ่งหากนักลงทุนรายใดมีความประสงค์ที่จะเข้าซื้อหุ้นของ SGX มากกว่า 5% MAS จะต้องดำเนินการดังนี้

¹⁰ The Exchange (Demutualization and Merger) Act 1999 Section 14(3) (4).

- MAS จะอนุญาตเฉพาะ Strategic Investors* ที่มีความเหมาะสมหรือกลุ่มนักลงทุนสถาบันที่สามารถสนับสนุนหรือช่วยให้ตลาดหลักทรัพย์ได้รับการพัฒนาขึ้น¹¹ ในการเป็นเจ้าของสัดส่วน 5% หรือมากกว่าได้ โดยขนาดของความเป็นเจ้าของขึ้นอยู่กับว่า Strategic Investors นั้นจะสามารถสร้างพันธมิตรหรือแนวทางการพัฒนาได้มากน้อยเพียงใดทั้งในเรื่องของการหาพันธมิตร สร้างระบบเทคโนโลยี กลไกการซื้อขายหรือช่องทางในการสนับสนุนการดำเนินกิจการของตลาดหลักทรัพย์ให้พัฒนาได้เป็นอย่างดียิ่งขึ้น
- MAS จะอนุญาตเป็นการทั่วไปสำหรับผู้จัดการกองทุนซึ่งลงทุนแทนกลุ่มลูกค้าหลายราย ซึ่งอาจสามารถถือเกินสัดส่วน 5% ได้ โดยการถือหุ้นรวมกันในลักษณะแบบนี้จะอยู่ในสัดส่วนได้ไม่เกิน 10% เสมือนว่าเป็นการถือหุ้นแทนในจำนวนที่มากและมีสัดส่วนที่แน่นอน ซึ่งโดยทั่วไปแล้ว การที่ผู้จัดการกองทุนใดๆ ทำหน้าที่เช่นนี้ก็เสมือนเป็นการรับประกันว่าจะได้สิทธิการถือครองหุ้นที่แน่นอน

2) ความขัดแย้งทางผลประโยชน์หรือข้อกังวลต่างๆ เมื่อแปรรูปและจดทะเบียนหลักทรัพย์แล้ว จากเดิมที่ผลประโยชน์ทางธุรกิจหรือกำไรไม่ใช่ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับรูปแบบเดิมของการเป็นองค์กรก่อนผลประโยชน์ร่วมกัน แต่กลายเป็นมูลเหตุหรือปัจจัยสำคัญประการแรกของผู้ถือหุ้นของตลาดหลักทรัพย์จดทะเบียน SGX มูลค่าและเงินปันผลจะสะท้อนถึงการดำเนินการเพื่อหารายได้และแก้งกำไรจากการซื้อขายโดยโปร่งใสและเป็นธรรม บริหารจัดการด้วยคำตอบแทนที่สูงเพื่อการปฏิบัติงานที่มีประสิทธิผล และหาหนทางแข่งขันกับบริษัทอื่นๆ ซึ่งแน่นอนว่าหากปล่อยให้ความกังวลเรื่องนี้ส่งผลในทางปฏิบัติอย่างต่อเนื่องแล้ว ปัจจัยขับเคลื่อนเพื่อแสวงหาผลประโยชน์นี้อาจทำให้การทำหน้าที่กำกับดูแลไม่มีประสิทธิผล ลดความเข้มข้นและมาตรฐานของการกำกับดูแลไปอย่างไม่เหมาะสม

* Strategic Investors นักลงทุนผู้ถือหุ้นด้วยเหตุผลทางยุทธศาสตร์ ซึ่งเป็นการถือหุ้นเพื่อควบคุมหรือมีส่วนร่วมในการบริหารในบริษัทจดทะเบียนนั้น

¹¹ อธิก อิศวานันท์, "เกร็ดจากการประชุมผู้ถือหุ้น", ประชาชาติธุรกิจ (5 พฤษภาคม 2546): 6.

3) ผลประโยชน์สาธารณะหรือส่วนรวม การดำเนินการของ SGX จะมีผลประโยชน์หรือผลตอบแทนออกเป็นสองอย่างคือ ผลกำไรต่อตัวผู้ถือหุ้น และผลประโยชน์ตอบแทนต่อสาธารณะหรือประชาชน (Public Interest) แต่จะว่าไปแล้ว ผลประโยชน์โดยส่วนรวม (Common Interest) ของสภาพการซื้อขายตลาดที่ต้องมีสภาพคล่องและเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพก็เป็นสิ่งที่ตลาดหลักทรัพย์ต้องรักษาไว้เป็นปกติ ตามวัตถุประสงค์ที่มีการก่อตั้งแม้ว่าจะแปรรูปไปแล้วก็ตาม ดังนั้นความเป็นธรรม ความโปร่งใส และการกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพจึงเป็นสิ่งจำเป็นเสมอสำหรับการที่จะประสบความสำเร็จทางด้านธุรกิจด้วยเช่นกัน เนื่องจากนักลงทุนที่มีความเคร่งครัดจะไม่ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ที่มีความหย่อนยานและไม่เป็นที่ยอมรับในสากลประเทศในเรื่องของกฎเกณฑ์การจดทะเบียน รับหลักทรัพย์ และส่งมอบชำระราคาหลักทรัพย์ หรือไม่สามารถบังคับใช้กฎดังกล่าวเพื่อพิจารณาและลงโทษผู้กระทำการฝ่าฝืนได้อย่างเหมาะสม ดังนั้นแล้ว ถ้าหากไม่มีผลประโยชน์หรือสภาพคล่องที่เกิดจากความมั่นใจของนักลงทุนที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดแล้ว ก็ย่อมเป็นการยากที่ตลาดหลักทรัพย์จะสามารถหาช่องทางดึงดูดบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เข้ามาสร้างและระดมทุนในธุรกิจของตัวเอง

4) ความน่าเชื่อถือ Credibility เป็นเสมือนทรัพย์สินทางการค้าที่มีความสำคัญที่สุดของ SGX มาตรการการควบคุมดูแลที่เข้มแข็ง มีประสิทธิผล และโปร่งใสเป็นธรรมเป็นกุญแจสำคัญของความเป็นภาพลักษณ์และชื่อเสียงของ SGX นอกจากนี้ การมีบรรษัทภิบาลของ SGX เป็นการช่วยสร้างผลตอบแทนในระยะยาว หากผู้ถือหุ้นประสงค์ที่จะได้รับผลประโยชน์จากตลาดหลักทรัพย์ก็ควรที่จะต้องให้ความสำคัญเกี่ยวกับมาตรฐานการกำกับดูแลตลาดในระดับสูง และสิ่งที่จะตามมาคือความสำเร็จจากการเข้าลงทุนนั่นเอง

การแบ่งแยกหน้าที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลระหว่าง MAS และ SGX

1. บทบาทหน้าที่ของ MAS ในฐานะที่เป็นองค์กรกำกับดูแลภาครัฐ แม้ว่าตลาดหลักทรัพย์จดทะเบียนจะมีความต้องการเพิ่มบทบาทหน้าที่ให้กับ MAS มากขึ้นในบางส่วนของ การกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ ซึ่งจะทำให้การแบ่งแยกหน้าที่ระหว่าง SGX และ MAS มีความชัดเจนมากขึ้นกว่าแต่ก่อน อันเป็นสาเหตุให้กฎหมายว่าด้วยการแปรรูปและควบรวมตลาดหลักทรัพย์ (The Exchanges Act 1999) ถูกร่างขึ้นโดยกำหนดอำนาจหน้าที่ของ MAS ที่จะสามารถเป็นผู้วางแนวทางการดำเนินกิจการของ SGX เพื่อให้เกิดประโยชน์และรับประกันซึ่งความ

เป็นธรรม และความเป็นระเบียบของศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งตลาดหุ้นและตลาดอนุพันธ์ รวมถึงเพื่อระบบการจัดการกับความเสี่ยงที่เหมาะสม MAS นั้นมีอำนาจตัดสินใจกระทำในสิ่งที่ถูกต้อง กรณีที่อาจเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์หรือความเสี่ยงต่างๆ

2. บทบาทหน้าที่ของ SGX ในฐานะที่เป็นหน่วยงานกำกับดูแลหน้าด่าน โดย SGX นั้นยังคงรักษาหน้าที่ของการเป็นหน่วยงานกำกับดูแลเบื้องต้น (Front-line Regulatory) ของตลาดหุ้นและตลาดอนุพันธ์ และกำกับบริษัทนายหน้าและค้าหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น MAS ในฐานะที่เป็นหน่วยงานกำกับภาครัฐก็จะดำเนินการให้เป็นไปตามกฎหมายลายลักษณ์อักษรทุกฉบับที่ว่าด้วยเรื่องของการกำกับดูแลตลาดหุ้น รวมถึงยังคงทำหน้าที่คอยสอดส่องว่า SGX มีการปฏิบัติหน้าที่เบื้องต้นอย่างเหมาะสมเพียงพอหรือไม่ อย่างไรก็ดี หากมีการแบ่งแยกหน้าที่อย่างชัดเจนแล้ว ท้ายสุดก็ต้องไม่ปรากฏช่องว่างหรือข้อบกพร่องให้ พบในโครงสร้างการกำกับดูแลทั้งหมด

3. ขอบเขตของการกำกับดูแล (Areas of Regulation) รายละเอียดของการแบ่งแยกหน้าที่และความสัมพันธ์ของ SGX และ MAS ในเรื่องสำคัญๆ ดังนี้

- การแต่งตั้งผู้บริหารองค์กร SGX (Appointment of Senior Management) ภายใต้ประกาศที่ออกตาม The Exchanges Act นั้น จะต้องมีการจัดตั้งคณะกรรมการสรรหาหรือคณะกรรมการผู้เสนอชื่อ (Nominating Committee) ตามที่กล่าวแล้วเบื้องต้น โดยที่รายชื่อของคณะกรรมการชุดดังกล่าวจะต้องผ่านความเห็นชอบจาก MAS อีกชั้นหนึ่ง โดยที่คณะกรรมการเสนอชื่อจะมีความรับผิดชอบในการทบทวนรายชื่อผู้ที่ได้รับการแต่งตั้งที่จะเข้ามาดำรงตำแหน่งสมาชิกของคณะกรรมการ และเป็น CEO ของ SGX ซึ่งการใช้ดุลพินิจในการตัดสินใจของคณะกรรมการเสนอชื่อนั้น จะต้องกำหนดเลือกบุคคลที่มีความสามารถและเหมาะสม
- การกำกับดูแลการเข้าจดทะเบียนหลักทรัพย์ (Supervision of Listing) SGX กำหนดและบังคับใช้กฎเกณฑ์กับบริษัทที่ต้องการหาแหล่งระดมเงินทุนทั้งตลาดแรกและตลาดรอง การกำหนดหรือแก้ไขกฎเกณฑ์ต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับ Listing นั้นจะต้องได้รับความเห็นชอบจาก MAS เสมอหากมีการแก้ไขใดๆ ซึ่ง SGX จะต้องดำเนินการ

ติดตามเรียกร้องให้บริษัทจดทะเบียนดำเนินการตามเกณฑ์อย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะการเปิดเผยข้อมูลที่มีสาระสำคัญอย่างเหมาะสมตามระยะเวลาที่กำหนด รวมถึงมีอำนาจในการสั่งระงับการซื้อขายและเพิกถอนหลักทรัพย์จากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนหากไม่ปฏิบัติตามมาตรฐานที่กำหนด โดยหน้าที่การเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนอย่างต่อเนื่องเหล่านี้ก็ได้ถูกกำหนดในข้อบังคับที่เป็นบทบัญญัติภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอีกด้วย (Securities and Futures Act – SFA)* นั่นหมายถึงว่าการไม่เปิดเผยข้อมูลหรือเปิดเผยล่าช้าย่อมเป็นการทำผิดกฎหมายเลย มิใช่แค่ฝ่าฝืนตามคำสั่งของ SGX ซึ่งมีโทษปรับทางแพ่งหรืออาญาที่กำหนดด้วย

- การกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ (Market Surveillance) เน้นอนว่า SGX ยังคงมีหน้าที่กำกับดูแลสภาพการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นด้านแรกโดยตรง เนื่องจากมีความใกล้ชิดกับสภาพความเคลื่อนไหวด้วยระบบตรวจสอบที่พร้อมที่สุดแล้วในการตรวจจับถึงพฤติกรรมหรือความผิดปกติใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยเฉพาะการปั่นหุ้น และการใช้ข้อมูลภายในซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อเอาเปรียบบุคคลภายนอก โดย SGX มีอำนาจที่จะมีคำสั่งระงับการซื้อขายหลักทรัพย์ชั่วคราวหรือสั่งเพิกถอนได้หากหลักทรัพย์นั้นมีการซื้อขายอย่างไม่เป็นระเบียบในตลาด ในขณะที่ MAS จะคอยกำกับดูแลการปฏิบัติงานของ SGX อีกชั้นตอนหนึ่ง เพื่อให้เกิดความมั่นใจและเป็นการรับประกันว่า SGX สามารถดำเนินการดังกล่าวได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งในส่วนของบริษัทจดทะเบียนนั้น MAS จะมีอำนาจตามที่กำหนดใน SFA ในการดำเนินการลงโทษทางแพ่งสำหรับบริษัทจดทะเบียนรายที่มีได้เปิดเผยข้อมูลอันเป็นสาระสำคัญภายในเวลาที่กำหนด รวมถึงบริษัทหลักทรัพย์ หรือผู้ที่เกี่ยวข้องอื่นใดที่กระทำความผิดในตลาดหลักทรัพย์ มาตรการเยียวยาทางแพ่งเป็นสิ่งที่นำมาใช้ทั้งในเรื่อง Manipulation และ Insider Trading หรือการกระทำการฉ้อฉล

* Securities and Futures Act (SFA) คือกฎหมายฉบับล่าสุดที่รวมบทบัญญัติของ the Securities Industry Act และ the Futures Trading Act รวมไว้ด้วยกัน ซึ่งช่วยกำหนดโครงสร้างการกำกับดูแลที่ง่าย และไม่ซับซ้อน.

และปลอมแปลงเอกสารข้อมูลในการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งจะช่วยลดภาระในการพิสูจน์การกระทำผิดทางอาญา

- การกำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์ (Supervision of Brokers) SGX ทำหน้าที่ควบคุมดูแลและคอยตรวจสอบการปฏิบัติงานของบริษัทหลักทรัพย์ให้เป็นไปตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ มาตรฐานของวิชาชีพ และการทำหน้าที่อย่างโปร่งใสเป็นธรรม ซึ่ง SGX ต้องทำหน้าที่อย่างเข้มข้นในการจัดการกับการปฏิบัติงานที่ไม่เป็นไปตามความถูกต้องของอุตสาหกรรม โดย MAS จะทำหน้าที่กำกับดูแลในส่วนของการปฏิบัติว่าเป็นไปตามกฎเกณฑ์ของการได้รับอนุญาตประกอบกิจการหรือไม่ นั่นคือการทบทวนการทำหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์โดยรวมจะเป็นหน้าที่ของ MAS ส่วนการตรวจสอบและสังเกตการปฏิบัติหน้าที่ในการซื้อขายหลักทรัพย์ให้มีประสิทธิภาพและความถูกต้องเป็นความรับผิดชอบของ SGX
- การกำกับดูแล SGX ในฐานะที่เป็นบริษัทหรือตลาดหลักทรัพย์จดทะเบียน (Regulation of SGX as a Self-Listed Entity) เมื่อหลักทรัพย์ของ SGX ได้เข้าจดทะเบียนซื้อขายแล้ว MAS ย่อมต้องเป็นหน่วยงานที่เป็นหน้าด่านในการกำกับการเข้าจดทะเบียนรวมถึงสภาพการซื้อขายของหลักทรัพย์ SGX แทน โดย MAS จะเป็นผู้มีอำนาจในการอนุมัติเห็นชอบการรับหลักทรัพย์ของ SGX เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน และมีหน้าที่รับผิดชอบโดยตรงสำหรับการออกหนังสือชี้ชวนของ SGX ซึ่งนอกจากจะดูแลเรื่องการปฏิบัติตามเกณฑ์รับหลักทรัพย์แล้ว ก็ยังมีหน้าที่เกี่ยวกับสภาพการซื้อขายหลักทรัพย์ของ SGX รวมถึงการดำเนินการเปิดเผยข้อมูลอันเป็นสาระสำคัญอย่างต่อเนื่องอีกด้วย

นอกจากนี้ The Exchanges Act ยังกำหนดอำนาจให้กับ MAS กำหนดทิศทางหรือวิธีจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการจดทะเบียนหลักทรัพย์ตัวเองต่อ SGX ได้ ดังเช่นที่ปรากฏประเภทของความขัดแย้งตามบันทึกความเข้าใจกัน (Deed of undertaking)¹² ซึ่ง SGX จะดำเนินการจัดตั้ง Conflicts Committee เพื่อจัดการดูแลเกี่ยวกับประเด็นดังกล่าว โดย MAS จะเป็นผู้ให้ความเห็นชอบเกี่ยวกับตำแหน่งของคณะกรรมการชุดนี้ยิ่งขึ้น

¹² Deed of Undertaking 15 November 2000 between SGX, SGX-ST, MAS.

การจัดตั้งคณะกรรมการจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ หรือ Conflicts Committee* เพื่อจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างบริษัทจดทะเบียน และตลาดหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตัวเอง โดยคณะกรรมการชุดนี้มีหน้าที่หลักๆ คือการคอยตรวจสอบถึงการเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์ของบริษัทที่ตลาดเป็นพันธมิตรทำธุรกรรมด้วย หรือเป็นบริษัทคู่แข่งทางพาณิชย์ (เช่นการออก สินค้าและบริการต่าง) เพื่อให้เกิดความมั่นใจว่าจะไม่มีเรื่องของ Bias Manner และรายงานการวิเคราะห์ประเมินต่อตัว The Regulator ด้วย เช่น การเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนของบริษัท ที่เป็นคนจัดทำระบบ Back Office ให้กับตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งคณะกรรมการชุดนี้ ส่วนมากจะมาจากผู้บริหารของตลาด

อย่างไรก็ดี ในทางสากลของหลายประเทศ การแบ่งแยกหน้าที่หรือโครงสร้างของการกำกับดูแลระหว่างหน่วยงานภาครัฐกับตลาดหลักทรัพย์จะมีการประสานความร่วมมือและพัฒนาอย่างต่อเนื่อง ไม่มีรูปแบบของการมีหน่วยงานกำกับดูแลเพียงแห่งเดียวที่จะมีความเหมาะสมกับทุกประเทศ สำหรับประเทศสิงคโปร์ที่มีตลาดหลักทรัพย์ที่แปรรูปและจดทะเบียนในตัวเองจะมีการแบ่งแยกบทบาทหน้าที่ระหว่าง MAS และ SGX ที่ชัดเจนและแน่นอน ซึ่งย่อมช่วยสร้างความมีประสิทธิภาพดียิ่งขึ้น ประกอบกับความรับผิดชอบที่จะไปดำเนินการฟ้องร้องทางแพ่ง และสร้างวินัยให้เกิดขึ้นต่อธุรกิจหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ในสภาวะที่มีการเปลี่ยนแปลงตลาดทุนอย่างรวดเร็ว ในโลกยุคโลกาภิวัตน์ การประสานงานความร่วมมือในเรื่องของการกำกับดูแล และป้องกันมิให้เกิดความผิดปกติ หรือการกระทำที่ฝ่าฝืนเกณฑ์ต่างๆ เป็นสิ่งที่ต้องทำอย่างต่อเนื่อง และควรที่จะศึกษาบททวนอยู่ตลอดเวลา เพื่อการพัฒนาของระบบตลาดทุนที่ยั่งยืนต่อไป

3.1.6 ความขัดแย้งทางผลประโยชน์

ก่อนปี 1999 SGX เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองและไม่แสวงหาผลกำไร ซึ่งบทบาทหน้าที่สำคัญเพียงประการเดียว คือ การกำกับดูแล และคอยรักษาความเป็นระเบียบ ซึ่งในช่วงยุค 90 ก็เริ่มเป็นช่วงของการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก เมื่อองค์กรกำกับดูแลที่ไม่ได้แสวงหากำไร ถูกทำให้กลายเป็นสภาพเป็นองค์กรทางธุรกิจ ปี 1999 SGX กลายเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนหลักทรัพย์ โดยมีอำนาจบทบาททั้งการเป็นองค์กรทางธุรกิจเพื่อแสวงหากำไร และอีกข้าง

* ออกโดยอาศัยข้อบัญญัติของ Deed of Undertaking 2000 ข้อ 4-5 ว่าด้วยการจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์กรณี SGX จดทะเบียน หลักทรัพย์ในตัวเอง และกรณีการเป็นทั้งองค์กรธุรกิจและหน่วยงานกำกับดูแลในเวลาเดียวกัน.

หนึ่งเป็นหน่วยงานกำกับดูแลตนเองที่ไม่ได้ต้องการผลประโยชน์ใดๆ (Risk Management and Regulation Group - RMR)¹³ ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ย่อมเกิดขึ้นจากการต้องทำหน้าที่ 2 บทบาทในคราวเดียวของ SGX

โดยทั่วไปแล้ว ตลาดหลักทรัพย์ที่ผ่านการแปรรูปไม่จำเป็นต้องนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนเสมอไป เพียงแต่กระบวนการดังกล่าวมักเป็นผลพวงต่อเนื่องภายหลังการแปรรูป ที่เห็นควรว่ามีเหตุผลหลายอย่าง ได้แก่ การระดมทุนที่เพิ่มขึ้นได้ง่ายกว่าเดิม การสร้างผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น การควบรวมหรือเข้าถึงตลาดทุนแหล่งอื่นเพิ่มมากขึ้น การบริหารจัดการที่เป็นอิสระกว่าเดิม โปร่งใสมากขึ้น แต่ข้อเสียที่เกิดขึ้นอาจประกอบด้วย เรื่องของต้องจำกัดต้นทุน และมาตรการกำกับดูแลที่อิสระและเข้มแข็งกว่าเดิม สำหรับกรณีของ SGX นั้น มีความประสงค์ที่จะนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนตั้งแต่แรก โดยเหตุผลสำคัญที่ต้องมีการ listing คือ

“ การจดทะเบียนหลักทรัพย์เป็นการยืนยันคำมั่นสัญญาที่จะสร้างและนำพาตลาดหลักทรัพย์ให้กลายเป็นหน่วยทางธุรกิจอย่างแท้จริง และเป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับประเทศ ภูมิภาค และระดับโลก การจดทะเบียนจะช่วยให้เกิดความสะดวกในการร่วมกิจการและสร้างพันธมิตรทั่วโลกได้ง่าย เช่นเดียวกับการพัฒนาในเรื่องของข้อมูลสารสนเทศ และเทคโนโลยีต่างๆ”¹⁴

สำหรับตลาดหลักทรัพย์ที่มีการแปรรูปแล้ว แต่มิได้นำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนนั้น ก็ยังถือว่ามีสภาพองค์กรที่เหมือนหรือใกล้เคียงกับการเป็น Mutual เพราะว่าเป็นบริษัทหลักทรัพย์ก็จะเป็นเจ้าของหุ้นในสิทธิของการเป็นผู้ถือหุ้นแทนจากเดิมที่มีสิทธิและรับผลประโยชน์จากการเป็นสมาชิก (own shares instead having a membership interest) แต่ในขณะที่ SES, SIMEX ก็เป็นเจ้าของหุ้นด้วย แต่โดยปกติแล้ว หากมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ เรื่องของการเป็นเจ้าของและสิทธิของการซื้อขายหลักทรัพย์จะถูกแยกออกจากกัน ดังนั้นจึงไม่มีเหตุผลจำเป็นสำหรับบริษัทสมาชิกที่จะต้องดำรงสถานะเป็นเจ้าของหรือถือหุ้นในตลาดอีกต่อไป หากต้องการสิทธิเพียงเป็นนายหน้าซื้อขายหรือผู้ค้าหลักทรัพย์เท่านั้น ซึ่งอาจมีการขายหุ้นหลังจากได้รับมาทิ้งไปหลังจากเวลาผ่านไปย่อมได้เสมอ เพราะไม่มีการกำหนดเป็นข้อห้ามแต่อย่างใด ซึ่งกระบวนการหรือขั้นตอน

¹³ Dr. John Gollifer, “Demutualisation and Listing: Stock Exchange of Singapore.” BSE Annual Capital Market Review’03: 151.

¹⁴ Chairman’s Report, SGX 2000 Annual Report, p. 15.

นี้มักเป็นเรื่องปกติธรรมดา ที่หากมีการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน ก็ต้องมีนักลงทุนหลายประเภทต้องการเป็นเจ้าขององค์การตลาดหลักทรัพย์

อย่างไรก็ดี การจดทะเบียนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ของตัวเอง (Self-Listing) ย่อมเป็นการสร้างความขัดแย้งทางผลประโยชน์ จากการที่ตลาดหลักทรัพย์เป็นองค์กรที่มีอำนาจในการรับหลักทรัพย์จดทะเบียนเอง ซึ่งก็ไม่ควรที่จะเป็นผู้ดำเนินการรับและคอยดำเนินเรื่องให้กับตัวเอง สำหรับตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์นั้น ประเด็นปัญหานี้ได้รับการแก้ไขในลักษณะเดียวกันกับของประเทศออสเตรเลีย และฮ่องกง นั่นคือหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐอย่าง MAS จะเป็นผู้ดำเนินการกำหนดขั้นตอนรวมถึงทำหน้าที่กำกับดูแลกระบวนการของการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนรับอนุญาตให้ซื้อขายได้ในตลาด ซึ่งหลักการดังกล่าวถูกกำหนดไว้ในกฎหมายว่าด้วยการควบรวมกิจการ (The Exchanges Act) มาตรา 13¹⁵ และรองรับอีกชั้นโดยบันทึกความเข้าใจเกี่ยวกับบทบาทหน้าที่ (Deed of Undertaking) ซึ่งลงนามระหว่าง MAS SGX และ SGX-ST (ตลาดซื้อขายตราสารทุนของ SGX ซึ่งต้องเข้ามาเป็นคู่สัญญาด้วย เพื่อความสะดวกและง่ายต่อการปรับเปลี่ยนและดำเนินการต่างๆ)

ภายใต้บันทึกความเข้าใจนั้น MAS จะมีอำนาจแทนที่ SGX-ST ที่จะสามารถใช้ดุลพินิจตัดสินใจและดำเนินการใดๆ เพื่อเรียกร้องให้ SGX-ST กระทำการในนามและภายใต้อำนาจของ MAS (SGX-ST on behalf of MAS) ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับ SGX เสมือนหนึ่งว่า SGX ก็เป็นบริษัทอื่นๆ ที่เข้ามาจดทะเบียนซื้อขายใน SGX-ST โดย SGX และ SGX-ST มีภาระหน้าที่และความรับผิดชอบร่วมกันที่จะดำเนินการทุกขั้นตอนตามที่ MAS กำหนด และในที่สุด SGX ก็ list เข้าตลาดเมื่อพฤศจิกายนปี 2000

นอกจากเรื่องของการจดทะเบียนในตัวเองแล้ว (Self-Listing) การตัดสินใจในกรณีนี้อาจส่งผลกระทบต่อราคาของหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ให้อยู่ในระดับที่สูง ซึ่งจะแตกต่างกับกรณีตลาดที่ไม่มีการจดทะเบียนหลักทรัพย์ เพราะพวกกลุ่มบริษัทหลักทรัพย์ในฐานะกลุ่มเจ้าของก็จะกำหนดทิศทางดำเนินงานเพื่อผลประโยชน์ของตัวเองมากที่สุด ซึ่งอาจเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ในรูปแบบที่แตกต่างกัน อย่างไรก็ดี ประธานกรรมการของ MAS ได้จัดทำรายงานขึ้นว่า การทำหน้าที่เป็นตลาดซื้อขายตราสารทุนและอนุพันธ์ในเชิงการเป็นองค์กรทางธุรกิจ กับการเป็นหน่วยงานกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ในเวลาเดียวกันจะก่อให้เกิดความขัดแย้งทาง

¹⁵ The Exchange (Demutualization and Merger) Act 1999 Section 13.

ผลประโยชน์ขึ้นหรือไม่นั้น ในเมื่อสองบทบาทที่กล่าวไม่สามารถรวมหรือกลมกลืนเป็นอันเดียวกันได้ (not incongruent) เพราะตลาดหลักทรัพย์จะต้องมุ่งหารายได้และบริษัทจดทะเบียนและนักลงทุนไปพร้อมๆ กับการต้องทำหน้าที่กำกับดูแลและพิจารณา ลงโทษผู้กระทำความผิดอย่างมีประสิทธิภาพ

ในส่วนของความขัดแย้งทางผลประโยชน์ต่างๆ ที่ประกอบด้วยเรื่องของการให้ความสำคัญในเรื่องของผลกำไรจากการดำเนินธุรกิจ (Profit Motive) และการทำหน้าที่กำกับดูแลอย่างมีประสิทธิภาพ ที่มีความขัดแย้งหรือตรงกันข้าม รวมถึงเรื่องของความขัดแย้งหรือมีส่วนได้เสียในเรื่องของการกำหนดมาตรฐานการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนและการกำหนดค่าธรรมเนียมการจดทะเบียน และยังรวมถึงหลักการเปิดเผยข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์เปรียบเทียบกับ การดำเนินการของบริษัทหรือหน่วยงานจดทะเบียนอื่นๆ (การเปิดเผยข้อมูลในฐานะบริษัทจดทะเบียน เพื่อดำเนินการให้เป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการและธุรกิจ)

ความขัดแย้งทางผลประโยชน์หลายประการอาจมีความยากและก่อให้เกิดผลกระทบในวงกว้าง และบางกรณีก็เกิดขึ้นอย่างรวดเร็ว ซึ่งอาจประกอบด้วย ความขัดแย้งทางผลประโยชน์จากการกำกับดูแลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ (Brokers) กรณีที่ตลาดหลักทรัพย์ได้เปิดหรือเริ่มดำเนินการธุรกิจประเภทใหม่ที่สามารถแข่งขันกับธุรกิจหลักหรือดั้งเดิมของบริษัทหลักทรัพย์ รวมถึงกรณีการประกอบธุรกิจที่เหมือนหรือคล้ายคลึงกับบริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียนด้วยตนเอง รวมทั้งกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์มีส่วนได้เสียกับบริษัทจดทะเบียนต่างๆ และหากตลาดหลักทรัพย์ได้รับแรงกดดันให้ทำการลดบทบาทอื่นๆ รวมถึงหน้าที่ของการเป็นองค์กรกำกับดูแลส่วนหน้า นอกเหนือจากส่วนที่ทำกำไรให้กับองค์กร

นอกจากนี้ ยังมีข้อกังวลประการอื่นๆ ที่ว่าตลาดหลักทรัพย์ในลักษณะที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองมาแต่แรกนั้น มีบทบาทในการกำกับดูแลตัวเองจริงๆ โดยเฉพาะบริษัทหลักทรัพย์ที่มีส่วนของความเป็นเจ้าของและการกำหนดนโยบายเพื่อใช้บังคับกับธุรกิจหลักทรัพย์ เช่น การพิจารณาในชั้นอนุกรรมการวินัย แต่จะไม่เชิงกำกับดูแลตนเองสำหรับกรณีบริษัทจดทะเบียนต่างๆ ถึงแม้ว่าโดยปกติทั่วไปแล้วตลาดหลักทรัพย์จะมีหน้าที่รับผิดชอบในบทบาทหน้าที่กำกับดูแลดังกล่าว (บทหลักการที่ว่าบริษัทหลักทรัพย์จะเป็นผู้แนะนำและตัดสินใจว่าสมควรจะซื้อขายในหลักทรัพย์ตัวใด) เมื่อมีการแปรรูปแล้ว หลักการของ Self-regulation แบบเดิมๆ ก็เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งรวมถึงความขัดแย้งทางผลประโยชน์กรณีการดำเนินกิจการกำกับดูแล ที่ต้องอยู่ภายใต้อิทธิพลของบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกด้วย ก็จะเปลี่ยนรูปแบบโดยที่ไม่ต้องอยู่ภายใต้กรอบของ

บริษัทหลักทรัพย์อีก แต่ขั้นตอนและการปฏิบัติในเรื่องของการกำหนดกฎเกณฑ์และพิจารณา
ลงโทษต่างๆ จะต้องไม่มีการเปลี่ยน คือต้องได้รับการรับฟัง ลงมติเห็นชอบจากสมาชิก

กลยุทธ์ของการหาวิธีจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์แต่ละประเภทก็มีความ
แตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับสถานการณ์และสภาพแวดล้อมแต่ละเรื่องของปัญหาความขัดแย้งในตัวเอง
เอง โดยความขัดแย้งแต่ละอย่างสมควรที่จะได้รับการศึกษาและวิเคราะห์ ถึงผลที่จะอาจเกิดขึ้น
ตามมา และหาวิธีแก้ไขที่ตรงจุด ซึ่งจะช่วยให้เกิดการวางโครงสร้างการบริหารจัดการที่มี
ประสิทธิภาพ

3.1.7 การจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์

โดยทั่วไปแล้ว แนวทางหรือหลักการจัดการกับความขัดแย้งที่เกิดขึ้นของ SGX ในฐานะ
องค์กรประเภทกำกับดูแลตนเองที่จะต้องมีบทบาทหน้าที่ 2 ประการในเวลาเดียวกัน ได้แก่

- SGX มีภาระหน้าที่ที่จะต้องสร้างกำไรให้กับผู้ถือหุ้นมากที่สุด โดยการผ่อนปรนเกณฑ์
การรับหลักทรัพย์ของตัวเอง รวมถึงการยืดหยุ่นมาตรการบังคับตามกฎหมายระเบียบของ
การเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนเพื่อความพอใจต่อผู้ถือหุ้นมากที่สุด
- ใช้อำนาจเกี่ยวกับการกำกับดูแลให้เป็นประโยชน์ทางธุรกิจ เช่น กำหนดค่าปรับทาง
วินัยให้สูงขึ้นเพื่อเพิ่มรายได้ หรือการพิจารณาลงโทษ หรือดำเนินการทางวินัยต่อ
บริษัทคู่แข่งเพื่อสร้างความได้เปรียบทางธุรกิจ รวมถึงการกำหนดความเข้มงวด หรือ
คุณสมบัติที่เข้มงวดของคู่แข่งมากกว่าปกติไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม
- การลดความเข้มงวด หรือผ่อนปรนให้กับหุ้นส่วนหรือผู้ร่วมทำธุรกิจ เพื่อสร้าง
ผลประโยชน์ที่จะได้รับ
- การที่ SGX จะต้องรักษามลกำไร และลดต้นทุนของบริษัทเพื่อผู้ถือหุ้นให้มากที่สุด
อาจทำให้ต้องมีการลดต้นทุนการกำกับดูแลด้วย
- SGX อาจใช้ประโยชน์จากการเป็นหน่วยงานกำกับดูแลเข้าตรวจพร้อมนำข้อมูล
โครงสร้างทางธุรกิจของบุคคลที่ถูกตรวจสอบหรือกำกับดูแล มาใช้ประโยชน์ทางธุรกิจ
ให้กับตัวเอง

สำหรับตัวอย่างของของการจัดการปัญหาต่างๆ เหล่านี้ของตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ เริ่ม
จากการออกกฎหมาย The Exchanges Act เพื่อกำหนดโครงสร้างหลักๆ 2 เรื่องก่อน คือ

- 1) อำนาจการดำเนินการของ MAS และ
- 2) อำนาจของคณะกรรมการจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflicts Committee) เกี่ยวกับความขัดแย้งระดับองค์กรตลาดหลักทรัพย์ (Exchange Level) เพื่อรายงานเกี่ยวกับความขัดแย้งต่อ MAS โดยที่ SGX, SGX-ST มีภาระความรับผิดชอบตาม ข้อกำหนด 4 ของบันทึกความตกลง (Deed of Undertaking) ในการปฏิบัติตามขั้นตอนกระบวนการเพื่อจัดการกับความขัดแย้งที่อาจเกิดขึ้นภายในหรือที่มีอยู่จากการเสนอขายและจดทะเบียนหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ของ SGX ในตลาด SGX-ST โดยรายละเอียดจะเขียนในเอกสารแนบท้ายของบันทึกข้อตกลง (การแปรรูปและจดทะเบียน นำมาซึ่งการศึกษาทบทวนและจัดการกับปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ทั้งระบบ)

คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ SGX ได้มีการจัดตั้ง Conflicts Committee เพื่อทำหน้าที่ตัดสินปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ซึ่งเกิดจากการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ของ SGX บน SGX-ST เท่าที่เป็นไปได้ โดยคณะกรรมการชุดนี้จะประกอบไปด้วยผู้บริหารของ SGX สามคน (โดยหนึ่งคนต้องดำรงตำแหน่งเป็นกรรมการ) และมีผู้อำนวยการของหน่วยงานบริหารความเสี่ยงและกำกับดูแลทำหน้าที่เป็นเลขาธิการ

SGX จะต้องรับและปฏิบัติตามความเห็นของคณะกรรมการ โดยจะต้องใช้ความพยายามอย่างเต็มที่ และดีที่สุดในการทำให้เจ้าหน้าที่และพนักงานของ SGX และบริษัทลูกต่างๆ เกิดความตื่นตัวและเฝ้าระวังในเรื่องนี้ยิ่งขึ้น และสามารถกำหนดประเด็นปัญหาที่เกี่ยวกับการปฏิบัติงานที่เกี่ยวกับการรับหลักทรัพย์จดทะเบียนของ SGX ได้

เมื่อ Conflicts Committee วินิจฉัยและตัดสินใจกรณีใดๆ แล้วว่าจะเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ขึ้น และต้องดำเนินการแจ้งให้ MAS ทราบถึงข้อเท็จจริงที่เกี่ยวข้อง รวมทั้งข้อเสนอแนะในการแก้ไขปัญหานั้นในประเด็นสำคัญซึ่งมีการปฏิบัติในงานกำกับดูแลที่เหมาะสม SGX และ SGX-ST จะกำหนดรายละเอียดซึ่ง MAS จะได้เรียกร้องตามสมควรเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจ และเมื่อ SGX ได้รับผลการตัดสินใจของ MAS แล้วว่าเกิดประเด็นปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ขึ้นหรือไม่ขึ้น ซึ่ง SGX จะดำเนินการต่อ ดังนี้

- แสดงข้อเท็จจริงและข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเรียกขอจาก MAS ที่อยู่ในกรอบวัตถุประสงค์ของบริษัทย่อยและกลุ่ม SGX
- ปฏิบัติตาม หรือดำเนินการให้บริษัทย่อยทุกแห่งปฏิบัติตามแนวทางการดำเนินการที่ MAS กำหนด เพื่อจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่เกิดขึ้น
- ให้ความสะดวก MAS ในการใช้สิทธิหรืออำนาจต่างๆ ทุกประการหรือรับมอบอำนาจหน้าที่โดย SGX หรือบริษัทย่อย

ในส่วนของประเด็นที่เป็นสาระสำคัญอื่นใดที่เกิดขึ้นตามมาให้รายงานไปที่ MAS ได้เลยทันทีแทน Conflicts Committee

- การร้องเรียนกรณีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อซื้อขายหลักทรัพย์ SGX ที่ซื้อขายในตลาด (Insider Trading)
- กรณีที่ฝ่ายตรวจสอบและกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ตรวจสอบและพบว่าอาจมีความเป็นไปได้ในกรณี Insider Trading ของ SGX
- การรับหลักในทรัพย์เข้าจดทะเบียนใน SGX-ST ของบริษัทผู้ขออนุญาตที่เป็นคู่แข่งกับ SGX

ประมวลคู่มือวิธีการจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์¹⁶

คู่มือฉบับนี้กำหนดขึ้นโดยคณะกรรมการจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflicts Committee) จากการแต่งตั้งโดยคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อกำหนดลักษณะเฉพาะของความขัดแย้งทางผลประโยชน์ในรูปแบบต่างๆ ที่เราเรียกว่า SRO Conflict ความขัดแย้งขององค์กรกำกับดูแลตนเอง ที่เกิดขึ้นโดยเฉพาะสำหรับตลาดหลักทรัพย์ที่มีหน้าที่เป็นบริษัทเพื่อแสวงหากำไรเหมือนกันทั่วโลก ความขัดแย้งประเภทต่างๆ เหล่านี้จะเกิดขึ้นและพบได้เฉพาะองค์กรที่มีสถานะเป็นองค์กรที่มีอำนาจกำกับดูแลธุรกิจ อย่างเช่นตลาดหลักทรัพย์

พนักงานเจ้าหน้าที่ของ SGX ทุกรายจะต้องมีการฝึกฝนและปฏิบัติหน้าที่ให้สอดคล้องและเป็นไปตามรายละเอียดที่กำหนดในคู่มือฉบับนี้ โดยคู่มือจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์นี้จะช่วยเป็นแนวทางให้กับเจ้าหน้าที่ของ SGX ในการทราบถึงมาตรฐาน และจริยธรรมของการเป็น

¹⁶ SRO Conflicts Code and Information Barrier Policy of the SGX Conflicts Committee.

หน่วยงานกำกับดูแลที่เป็นด่านหน้าของธุรกิจหลักทรัพย์ ข้อควรสงสัยต่างๆ ที่อาจจะเกิดจากการใช้ดุลพินิจที่ไม่เป็นธรรมและไม่เหมาะสมของเจ้าหน้าที่ หรือที่เกิดจากการกระบวนการปฏิบัติงานภายในนั้น ย่อมเป็นทางเสื่อมเสียต่อชื่อเสียง และความเชื่อมั่นจากนักลงทุนและประชาชนทั่วไป ในฐานะที่เป็นองค์กรกำกับดูแลที่มีหน้าที่และความรับผิดชอบในทุกๆ เรื่อง หากมีกรณีที่มีการปฏิบัติหน้าที่ผิดพลาดที่จะเป็นไปตามคู่มือฉบับนี้ และเป็นเรื่องที่มีความรุนแรง ก่อให้เกิดความเสียหายอย่างยิ่ง ก็ต้องมีกระบวนการพิจารณาทางวินัย หรือชั้นรุนแรงสุด ก็คือการเลิกจ้างเจ้าหน้าที่รายที่เกี่ยวข้อง

คู่มือฉบับนี้ ประกอบไปด้วยประเด็นสำคัญต่างๆ ได้แก่

1. ภาระหน้าที่โดยทั่วไป อย่างเป็นธรรม ในการบริหารจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์
2. ภาระหน้าที่ของส่วนงานกำกับดูแล (RMR) ในการทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาของตลาด โดยปราศจากอิทธิพลต่างๆ ตัดสินใจด้วยความเป็นอิสระจากผลประโยชน์ทางธุรกิจ
3. กำหนดนโยบายหรือแนวทางการเปิดเผยข้อมูล เพื่อป้องกันการเก็บข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์ ท่ามกลางความสามารถของ SGX ที่เป็นไปได้

หลักการหรือกฎพื้นฐานในการจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์

ภายใต้ประมวลฉบับนี้ เจ้าหน้าที่ทุกรายของ SGX จะต้องตั้งมั่นเพื่อดำเนินตามหลักหรือมาตรฐานขั้นพื้นฐาน ดังนี้

- เจ้าหน้าที่ในส่วนธุรกิจที่แสวงหากำไรจะต้องไม่กระทำการในลักษณะที่เป็นการแสดงอิทธิพลหรือชักชวน RMR ทำให้มีผลต่อการใช้ดุลพินิจตัดสินใจของฝ่ายกำกับดูแล ซึ่งอาจนำไปสู่การปลดเปลื้องภาระความรับผิดชอบในด้านการกำกับดูแลของ SGX ได้
- คณะที่ปรึกษาการปฏิบัติงานด้านกำกับดูแล นำโดย RMR จะต้องดำเนินงานด้วยความเป็นอิสระ หลังจากที่มีการหารือกับหน่วยงานกำกับดูแลทางการเงิน บริษัทหลักทรัพย์ และนักลงทุนทั่วไปแล้ว
- เจ้าหน้าที่ของ RMR ต้องปฏิบัติหน้าที่อย่างเหมาะสม และไม่ตกอยู่ภายใต้อิทธิพลใดๆ เพื่อทำหน้าที่คุ้มครองและปกป้องผลประโยชน์ของนักลงทุนเป็นสำคัญ

- การทำความเห็นหรือตัดสินใจของ RMR ถูกแยกออกจากขอบเขตของหน่วยงานทางธุรกิจ หน้าที่การกำกับดูแล หรือการตัดสินใจในต่างๆ โดยเสรีนั้นควรเป็นอำนาจของ RMR ซึ่งจะเกี่ยวข้องกับการซื้อขายของตลาด และความเห็นในฐานะที่ปรึกษากับ MAS โดยปราศจากอิทธิพลที่ไม่เหมาะสมจากบุคคลผู้หากำไรหรือผลประโยชน์
- ในกรณีที่ขาดการชดเชยมาตรการกำกับดูแลบริษัทสมาชิก การกำกับกับการซื้อขายหลักทรัพย์ บริษัทจดทะเบียน กระทั่งบทบาทของฝ่ายวินัยและคดี RMR Group จะไม่มีการลดมาตรฐานการปฏิบัติงานเพื่อหวังหากำไรแน่นอน
- คำตัดสินของ RMR จะต้องมีความสม่ำเสมอ และใช้บังคับต่อผู้ถูกกำกับดูแล บริษัทหลักทรัพย์และบุคคลที่เกี่ยวข้องทุกรายอย่างเท่าเทียมและเป็นธรรม และต้องมีได้เกิดจากอำนาจหรืออิทธิพลเกี่ยวข้องกัผลประโยชน์ทางธุรกิจกับบุคคลใดๆ
- เจ้าหน้าที่ของ RMR สมควรที่จะใส่ใจว่ามีหน้าที่ต้องรักษาและประพฤติเพื่อผลประโยชน์ส่วนรวมเป็นสำคัญ รวมถึงการรักษาความเป็นธรรม และความเป็นระเบียบของตลาดหลักทรัพย์ โดยจะต้องไม่มีการใช้การแสดงถึงบทบาทหน้าที่ความรับผิดชอบในการกำกับดูแลเพื่อหวังผลประโยชน์ทางธุรกิจใดๆ ของ SGX Group
- ในกรณีที่เกิดความขัดแย้งขึ้นระหว่างหน้าที่ของการกำกับดูแล และความต้องการผลประโยชน์ทางธุรกิจ เจ้าหน้าที่ของ RMR จะต้องปฏิบัติตามแนวทางที่กำหนดตามวัตถุประสงค์ของ SRO Decision Making Framework

การละเมิดกฎเกณฑ์ของ Code of Conflicts

การกระทำที่เป็นการฝ่าฝืนหรือละเมิดกฎเกณฑ์ตามประมวลฉบับนี้ ย่อมเป็นสาเหตุผิดสัญญาจ้างแรงงานอย่างรุนแรง จนไปถึงการบอกเลิกสัญญา เนื่องจากพนักงานทุกคนจะถูกเรียกให้ลงนามสัญญา เพื่อรับรองว่าได้อ่านและเข้าใจความสำคัญของประมวลแล้ว โดยมีหน้าที่ต้องรายงานการปฏิบัติงาน: การกระทำเพื่อป้องกันประเด็นปัญหาต่างๆ และรักษาความเชื่อมั่นหรือมีชื่อเสียงอันเป็นวัฒนธรรมปฏิบัติที่ผ่านมาของ SGX หากมีการพบเห็นการประพฤติปฏิบัติไม่เป็นธรรม หรือการกระทำที่ฝ่าฝืนข้อกำหนด หรือไม่ถูกต้องตามกฎหมายแล้ว ย่อมต้องถูกรายงาน

ความกังวล และการละเมิดที่อาจเกิดขึ้นได้นั้นไปยังฝ่ายงานตรวจสอบและกำกับดูแลภายใน (Internal Audit and Compliance) ประมวลฉบับนี้ จะมีการอัปเดตข้อมูลตามคำแนะนำของ Conflicts Committee ในการช่วยขยายความข้อมูลสารสนเทศ รวมถึงกรณีตัวอย่างของการเกิดความขัดแย้งในรูปแบบต่างๆ

การจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ โดยการสร้าง Chinese Walls (ระหว่าง RMR และหน่วยงานกำกับดูแลอื่นๆ)*

SGX จะมีการกำหนด Chinese Walls ทางกายภาพและโดยแท้จริง ระหว่างหน่วยงานต่างๆ หลากหลายใน SGX Group โดยกำแพงเหล่านี้ถูกออกแบบหรือสร้างขึ้น เพื่อทำหน้าที่ป้องกันข้อมูลเกี่ยวกับการกำกับดูแล อาจถูกนำไปใช้กระบวนการทางธุรกิจเพื่อการพาณิชย์ก็เป็นได้ โดยปราศจากการยินยอมเป็นกรณีไป สำหรับบุคคลที่สามซึ่งอาจเกิดความเสี่ยงเกี่ยวกับการกำกับดูแลของ SGX เหล่านั้นได้ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อช่วยลดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์

Chinese walls ระบบการควบคุมของข้อมูลมิได้ใช้บังคับเฉพาะ กลุ่ม RMR แต่ครอบคลุมถึงขอบเขตของส่วนงานกำกับดูแลต่างๆ ในส่วนของหน่วยงานปฏิบัติการด้วย (Partial in the Operating Group) อย่างเช่น Market Control, Floor Operations and Clearing & Depository Operations อย่างไรก็ดี หากมีความจำเป็นและเพื่อให้การดำเนินงานในส่วนต่างๆ มีประสิทธิภาพมากที่สุด ก็สามารถปรึกษาหรือขอคำแนะนำจากฝ่ายงานที่เกี่ยวข้องได้ โดยเรื่องนี้ย่อมเป็นการใช้ดุลพินิจของส่วนที่ต้องมี Chinese Wall เองว่าสมควรมากน้อยเพียงใด

3.2 ตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย Australian Stock Exchange Limited (ASX)



The ASX (Australian Stock Exchange Limited)

3.2.1 ความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย

* การกำหนดระดับของ Chinese Walls ตามข้อ 11-14 ของ SRO Conflicts Code ที่กำหนดโดย Conflicts Committee.

ตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย Australian Stock Exchange Limited - ASX เป็นตลาดหลักทรัพย์แห่งแรกที่มีการแปรรูปเป็นบริษัทที่ออกหลักทรัพย์เพื่อเสนอขายแก่ประชาชน และนำหลักทรัพย์ของตนเข้าจดทะเบียนซื้อขายในตัวเอง ซึ่งก็เป็นลักษณะเช่นเดียวกับการเข้าจดทะเบียนของหลักทรัพย์บริษัทจดทะเบียนรายอื่นๆ ใน ASX โดยแรกเริ่มเดิมที ASX ก่อตั้งขึ้นในปี 1987 ในรูปแบบของตลาดทุนของประเทศ ตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียและกองทุนการรับประกันแห่งชาติ The Australian Stock Exchange and National Guarantee Fund Act 1987 จากการควรวรวมของตลาดหลักทรัพย์ท้องถิ่น 6 แห่ง¹⁷ อันได้แก่ ซิดนีย์ เมลเบิร์น บริสเบน เพิร์ท อะดีเลท และโฮบาร์ท ซึ่งจริงๆ แล้วแต่ละศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์แต่ละแห่งก็มีประวัติอันยาวนานมาก่อน (ถูกจัดตั้งขึ้นในช่วง 1871 - 1898) ซึ่งแต่ละแห่งนั้นก็ดำเนินกิจการอยู่ในเมืองหลวงของแต่ละมลรัฐ ตลาดหลักทรัพย์ ASX มีสภาพเป็นองค์กรนิติบุคคลประเภทบริษัทที่จัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายว่าด้วยบริษัท The Companies Act 1981¹⁸ และเป็นบริษัทเอกชนประเภทที่ได้รับการรับรองการรับประกัน (Company limited by guarantee) หรือบริษัทที่ถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อให้มีสถานะทางกฎหมายเป็นนิติบุคคลเอกชนประเภทบริษัท โดยมีลักษณะเป็นองค์กรที่มีได้แสวงหากำไรหรือผลประโยชน์อื่นใด แต่บริษัทประเภทนี้จะไม่มีการออกหุ้นให้บุคคลใดๆ เข้ามาเป็นเจ้าของ เว้นแต่สมาชิกซึ่งเป็นผู้รับประกันภาระหน้าที่แทนผู้ถือหุ้น

3.2.2 มูลเหตุและความสำคัญของการแปรรูป

การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย และกระบวนการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนเริ่มต้นขึ้นในช่วงปี 1995 เมื่อคณะกรรมการของ ASX ได้อนุมัติให้มีการจัดตั้งคณะทำงานเพื่อศึกษากรณีดังกล่าว ซึ่งประกอบไปด้วยคณะกรรมการและผู้บริหารของตลาดหลักทรัพย์เดิม เพื่อที่จะศึกษาหาวิธีการหรือทางเลือกของการเปลี่ยนโครงสร้างองค์กรครั้งใหม่ รวมถึงขั้นตอนของการเสนอ Proposal ในการกำหนดสถานะความสัมพันธ์ระหว่าง Australian Stock Exchange (ASX) กับสมาชิกเดิม

โดยมูลเหตุจูงใจ และความคาดหมายอันเป็นสาระสำคัญที่น่าจะก่อให้เกิดประโยชน์ของ ASX ภายหลังจากการแปรรูป ประกอบด้วย

¹⁷ ASX Limited, <http://www.asx.com.au/about/asx/history/index.htm>.

¹⁸ The Companies Act 1981 ถูกแก้ไขและใช้บังคับแทนโดย Corporations Act 2001.

- 1) เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่สามารถแข่งขันกับที่อื่นได้ รวมถึงสามารถพัฒนาผลิตภัณฑ์และบริการใหม่ๆ
- 2) การเป็นบริษัทเอกชน ย่อมสามารถแข่งขันการประกอบกิจการกับที่อื่นได้ดีกว่า Mutual Structure
- 3) ผลตอบแทนสมาชิก จากการบริการต่างๆ ยังคงอยู่
- 4) การจัดการดูแล เพื่อผลประโยชน์ของลูกค้า จำเป็นต้องเกิดขึ้นจากการตัดสินใจเพื่อผลดีในระยะยาว

3.2.3 ขั้นตอนการแปรรูปและจดทะเบียนหลักทรัพย์

การอนุมัติการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์โดยสมาชิก (Member Approval)*

วันที่ 24 กันยายน 1996 ASX ได้มีการจัดส่งหนังสือเชิญประชุมวิสามัญให้กับสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ พร้อมด้วยบันทึกตกลงความเข้าใจ เพื่ออธิบายถึงเหตุผลและความเป็นมาของข้อเสนอการแปรรูปตลาด พร้อมด้วยความเห็น คำแนะนำของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ในการยื่นเรื่องเพื่อความเห็นให้สมาชิกทำการอนุมัติ โดยสมาชิกจะมีการลงคะแนนอนุมัติเพื่อให้อำนาจแก่คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ในการดำเนินการยื่นเรื่องต่อสภานิติบัญญัติแห่งชาติ ก่อนที่จะทำการตราหรือแก้ไขกฎหมายในประเด็นที่เกี่ยวกับสิทธิปัจจุบันของการเป็นสมาชิก และกระบวนการแปรสภาพจากบริษัทที่รับรองโดยรัฐเป็นบริษัทเอกชนจำกัดที่มีการออกหุ้น โดยเรื่องของอำนาจการควบคุมหรือความเป็นเจ้าขององค์กรแบบ Mutual นั้นก็จะต้องจัดสรรให้แก่สมาชิก กลายเป็นเจ้าของในรูปของผู้ถือหุ้นตามสัดส่วนต่อไป

Proposal จะเสนอให้สมาชิกอนุมัติ โดยหลักการสำคัญคือ ความจำเป็นของ ASX ในการเปลี่ยนรูปแบบความเป็นเจ้าของ และเรื่องของการถูกกำกับดูแล โดยไม่มีความจำเป็นที่จะต้องทำการเพิ่มทุน และไม่มีเหตุผลที่จะต้องเตรียมหาหนทางเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ใดๆ เพิ่มเติมให้แก่สมาชิก ซึ่งต่อมาในวันที่ 18 ตุลาคม 1996 สมาชิกได้ลงคะแนนเสียงเพื่ออนุมัติ เกินกว่า 96% เพื่อ

* ตามธรรมนูญของ ASX ซึ่งบัญญัติตาม Corporations Act 2001 (Constitution of ASX) <http://www.asx.com.au/about/pdf/Constitution.pdf> กำหนดความเห็นชอบของการแปรรูปต้องได้รับการอนุมัติจากสมาชิกในสัดส่วน 75% ขึ้นไป.

สนับสนุนและเห็นด้วยตามหลักการและคำแนะนำของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ (1 เสียงต่อ 1 สมาชิก) เพื่อให้ไปดำเนินการทางกฎหมาย เพื่อรองรับการแปรรูปองค์กรต่อไป

กระบวนการออกกฎหมายหลังการแปรรูป

จากการที่ประชุมสมาชิกได้ลงมติอนุมัติให้ตลาดหลักทรัพย์สามารถแปรรูปเป็นบริษัทเอกชนได้นั้น ควรจะต้องบรรจุเงื่อนไขและผลการลงมติของสมาชิกเข้าไปในข้อบังคับบริษัท (Articles of Association - AOA) เพื่อที่จะได้กำหนดอำนาจของคณะกรรมการบริษัทที่จะติดตามและให้คำปรึกษาต่อหน่วยงานของรัฐ และสภานิติบัญญัติในเรื่องของการออกกฎหมายในส่วนขอขั้นตอนการรองรับกระบวนการแปรรูปเป็นบริษัท ว่าจะต้องบัญญัติเข้าไปเป็นองค์ประกอบหนึ่งของการออกกฎหมายที่เกี่ยวข้อง ซึ่งประกอบด้วย

- ขั้นตอนการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างและสถานะตามกฎหมายของ ASX ไปเป็นบริษัทเอกชนที่มีการออกหุ้น โดย ณ เวลาที่มติของที่ประชุมสมาชิกได้อนุมัติและเห็นชอบแล้ว ก็จะไม่มียกเว้นทางกฎหมายในเรื่องของการแปรสภาพจากบริษัทที่ได้รับรองจากรัฐเป็นประกันให้กลายเป็นบริษัทที่มีการออกหุ้นต่อบุคคลทั่วไป
- การจัดสรรหุ้นของ ASX ให้กับสมาชิก
- กำหนดสถานะของสมาชิกของ ASX เมื่อเป็นบริษัท และสิทธิเกี่ยวกับการเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ และกระบวนการกำกับดูแลผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาด (Market Participants)

นอกจากนี้ การออกกฎหมายเพื่อใช้บังคับ จะต้องมีความเกี่ยวข้องกับ

- การรับรองผลบังคับของ AOA ที่จัดทำขึ้นโดย ASX เพื่อกำหนดหลักการและแนวทางการปฏิบัติที่เหมาะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
- การรับรองผลการออกข้อกำหนดทางธุรกิจของ ASX (ASX Business Rules) โดยการจัดทำของ ASX เพื่อกำหนดหลักการและแนวทางการปฏิบัติ เพื่อเพิ่มเติมความเหมาะสมเกี่ยวกับระบบการปฏิบัติงาน และกระบวนการทางวินัยของสมาชิกให้สอดคล้องกับ AOA ก่อนที่จะมีการแปรรูป
- รับรองการเป็นสมาชิกโดยอัตโนมัติ ณ เวลาที่กฎหมายมีผลบังคับใช้
- บทบัญญัติที่กำหนดว่า ASX Business Rules มีผลบังคับและผูกพันตามกฎหมายระหว่างบุคคลที่ทำหน้าที่เป็นนายหน้าและซื้อขายหลักทรัพย์ บริษัทในกลุ่ม (Affiliates) และ ASX

3.2.4 การออกกฎหมาย และกฎเกณฑ์ต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง

โครงสร้างทางกฎหมาย (Legislative Framework)

ปัจจุบัน โครงสร้างหรือกรอบทางกฎหมายที่ใช้กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์รวมถึงตลาดซื้อขายล่วงหน้าของออสเตรเลีย มีการบัญญัติไว้ในกฎหมายว่าด้วยบริษัท (Corporations Act 2001)^{*} ซึ่งเป็นกฎหมายแห่งชาติที่เริ่มประกาศและมีผลบังคับตั้งแต่วันที่ 15 กรกฎาคม 2001 และเป็นกฎหมายที่ออกมาเพื่อใช้บังคับแทนกฎหมายสำคัญฉบับเดิม (The Companies Act 1981) ที่ใช้มานานกว่า 20 ปี ในช่วงที่มีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงหลักการทางกฎหมายของออสเตรเลีย (Commonwealth of Australia Legislation) เพื่อให้เกิดความสอดคล้องและเป็นไปในแนวทางเดียวกับกฎหมายรัฐธรรมนูญ ซึ่งหลักการของกฎหมายที่สำคัญ ได้แก่ การกำหนดข้อห้ามของผู้ที่ไม่ได้รับอนุญาตให้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ โดยการดำเนินการต่างๆ จะมีการปรึกษาและเห็นชอบจากรัฐมนตรีเสมอ เนื่องจากกฎหมายฉบับนี้มีการให้อำนาจรัฐมนตรีในการอนุมัติจัดตั้งทั้งศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์แห่งใหม่ อำนาจการดูแลและควบคุมการแก้ไขข้อกำหนดกฎเกณฑ์ต่างๆ ที่เกี่ยวกับการดำเนินธุรกิจและการจดทะเบียนหลักทรัพย์โดยการออกเป็นประกาศ ซึ่งหมายรวมถึงอำนาจการสั่งยกเลิกศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ด้วย^{**}

อย่างไรก็ดี ก่อนที่จะมีการออกกฎหมายเพื่อบังคับใช้ หรือปรับปรุงเปลี่ยนแปลงแก้ไขกฎหมายต่างๆ ที่เกี่ยวข้องนั้น รัฐบาลออสเตรเลียได้จัดให้มีหน่วยงานทบทวนกฎเกณฑ์ (The Supervision Review)¹⁹ ซึ่งมีหน้าที่ที่ต้องพิจารณาและชี้แนะว่า ASX Operating Rule มีความเหลื่อมล้ำ (Overlap) หรือซ้ำซ้อน (Duplication) กับกฎเกณฑ์อื่นๆ หรือ Corporations Acts

^{*} Corporations Act 2001 Section 792 กำหนดการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์รับอนุญาต (Regulation of market licensees) รวมถึงภาระหน้าที่ตามกฎหมายที่ต้องปฏิบัติตาม (Licensee's obligations).

^{**} Corporations Act 2001 Section 794 ให้อำนาจรัฐมนตรีและ ASIC ในการกำหนดนโยบายการดำเนินการของ ASX.

¹⁹ Australian Stock Exchange, Media Release: ASX reinvigorates market supervision. Provides more resources to strengthen investigation and enforcement; New supervisory structure is demonstrably more independent (15 December 2005), p. 3.

หรือไม่ รวมถึงความเหลื่อมล้ำระหว่างการดำเนินงานด้านกำกับดูแล (Regulation Activities) ของ ASIC และ ASX ด้วย โดยพิจารณาในประเด็นต่างๆ ดังนี้

1) ความจำเป็นในการพิจารณาเรื่องความเหลื่อมล้ำซ้ำซ้อนของกฎเกณฑ์ เนื่องจากเป็นภาระให้กับบริษัทจดทะเบียน บริษัทหลักทรัพย์ และกลุ่มบุคคลที่เกี่ยวข้องทั้งหลายที่ต่างต้องมาดำเนินการขององค์กร ซึ่งบางที่ซ้ำซ้อนและเกินความจำเป็น อันจะส่งผลให้ต้นทุนของการกำกับดูแลเพิ่มขึ้น และทำให้ต้องมีการเพิ่มทุนขององค์กรด้วย โดย ASX จะเป็นผู้ร่างและออกกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ รวมถึงกำหนดหลักการดำเนินการในธุรกิจหลักทรัพย์เพื่อรักษาความเข้มข้นของการกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ และความเป็นธรรมโปร่งใสไว้เช่นเดิม ในขณะที่ต้องลดความซ้ำซ้อน และความเหลื่อมล้ำของการกำกับดูแล และลดต้นทุนการกำกับดูแลไปพร้อมๆ กันด้วย นอกจากนี้ก็ยังคงคอยดูแลและปรับปรุงกฎเกณฑ์อยู่เสมอ และใช้บังคับได้ง่าย โดยแบกภาระต้นทุนการตรวจสอบและกำกับดูแลที่ไม่มาก

2) มีการก่อตั้งคณะทำงานพิเศษว่าด้วยการกำกับดูแล (Regulation Taskforce) ของรัฐบาล เพื่อที่จะช่วยหามาตรการเพื่อลดหรือบรรเทาภาระหน้าที่ทางปฏิบัติของ Compliance ของการกำกับดูแลภาครัฐ รวมถึงต้องทบทวนเพื่อความต้องการที่จะลดภาระของการตรวจสอบและกำกับดูแลของบริษัทจดทะเบียนและบริษัทหลักทรัพย์ ด้วยการทบทวนและแก้ไขข้อกำหนดเกี่ยวกับการซื้อขาย (ASX's Operating Rules)

กฎหมายว่าด้วยการปฏิรูปทางการเงิน The Financial Services Reform Act 2001 (FSR Act)* ถูกบัญญัติขึ้นเพื่อปรับปรุงแก้ไขหลักเกณฑ์ของการกำกับดูแลในส่วนที่มีความสำคัญและจำเป็นต่างๆ โดยเริ่มมีผลบังคับใช้เมื่อ 11 มีนาคม 2002 โดยกฎหมายฉบับนี้ ได้กำหนดมาตรการกำกับดูแลในเรื่องของความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่าง ผลประโยชน์ทางธุรกิจของการเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตการประกอบกิจการตลาดหลักทรัพย์ กับบทบัญญัติของตลาดหลักทรัพย์ในฐานะที่เป็นองค์กรกำกับดูแลในการที่จะต้องดำเนินการให้ตลาดหลักทรัพย์มีความ

* The Financial Services Reform Act 2001 กำหนดขึ้นเพื่อช่วยสร้างความมั่นใจโปร่งใส และเป็นธรรมต่อนักลงทุนหรือประชาชนที่ใช้บริการทางการเงิน หรือที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมทางการเงินเพื่อไม่ให้มีความได้เปรียบเสียเปรียบระหว่างกัน Section 792B กำหนดสัดส่วนของบุคคลใดๆ ที่จะเข้าถือสิทธิการออกเสียงได้ไม่เกิน 15%.

เป็นระเบียบ เป็นธรรม และโปร่งใส รวมถึงกำหนดอำนาจให้กับ ASIC ในการกำหนดให้ผู้ได้รับใบอนุญาตประกอบกิจการต่างๆ ในธุรกิจหลักทรัพย์นั้น ต้องดำเนินการใดๆ ภายใต้กฎเกณฑ์ที่ตัวเองกำหนด

นอกจากนี้ กฎหมายยังกำหนดภาระหน้าที่ให้ ASIC มีหน้าที่ตรวจสอบ (Audit) เป็นรายปี ว่า ผู้ได้รับใบอนุญาตนั้นมีการดำเนินการในเรื่องของการกำกับดูแลอย่างพอเพียงหรือไม่ โดยเฉพาะการจัดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ โดย ASIC ต้องปฏิบัติงาน โดยรับประกันพร้อมรับมือกับเวลาที่เกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ได้ทุกเมื่อ ซึ่งเรื่องของต้นทุนค่าใช้จ่ายการกำกับตลาดก็ยังคงต้องดำเนินต่อไป เพื่อให้เกิดความโปร่งใสเป็นธรรมเกิดขึ้น รวมถึงเรื่องของการกำหนดมาตรฐานเพื่อคุ้มครองประโยชน์ให้กับลูกค้า และการรักษาความเชื่อมั่นเอาไว้

Australian Securities and Investments Commission Act 2001* ถูกบัญญัติขึ้นในช่วงเวลาเดียวกันเพื่อจัดตั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และการลงทุนของออสเตรเลีย โดยมีวัตถุประสงค์ คือ

1. มอบอำนาจและกำหนดหน้าที่ให้กับ ASIC ดำเนินการใดๆ ตามกฎหมาย เพื่อรักษาผลประโยชน์ของสาธารณะเป็นสำคัญ (Common Good)
2. จัดตั้งนิติบุคคลและคณะกรรมการให้คำปรึกษาเกี่ยวกับตลาดทุน เพื่อทำหน้าที่ให้คำแนะนำในฐานะผู้เชี่ยวชาญต่อรัฐมนตรี เกี่ยวกับสาระทางกฎหมาย แนวทางปฏิบัติ และการบริหารจัดการของการออกข้อกำหนดองค์กร หรือนิติบุคคล เกี่ยวกับสินค้าบริการทางการเงิน และตลาดเงินทั้งหลาย
3. จัดตั้งคณะทำงาน ผู้ตรวจสอบบริษัท และคณะอนุกรรมการพิจารณาทางวินัย คณะอนุกรรมการกำหนดมาตรฐานทางบัญชี เป็นต้น ซึ่งการที่ ASIC จะดำเนินการตามบทบาทหน้าที่และสามารถใช้อำนาจตามกฎหมายนั้น จำต้องปฏิบัติดังนี้
 - ดำรงรักษาหรือปรับปรุงพัฒนาประสิทธิภาพ และสนับสนุนปัจจัยการดำเนินงานเกี่ยวกับธุรกิจการเงิน และการเป็นนิติบุคคลทางพาณิชย์ทั้งหลาย โดยลดต้นทุนการทำงาน แต่ยังคงความมีประสิทธิภาพ

* Australian Securities and Investments Commission Act 2001 Section 261 กำหนดให้ ASIC ดำรงสถานะเป็นนิติบุคคลตามกฎหมายที่สามารถดำเนินกิจการได้เช่นเดิม ภายหลังจากก่อตั้งขึ้นโดย the Australian Securities and Investments Commission Act 1989 section 7.

- เสริมสร้างความมั่นใจให้เกิดขึ้นต่อ บริษัทหลักทรัพย์ บุคคลที่เกี่ยวข้อง ผู้ลงทุน และลูกค้าทั้งหลายของระบบตลาดการเงิน
- ดำเนินการต่างๆ ให้เป็นไปตามกฎหมายอย่างมีประสิทธิภาพ ด้วยกระบวนการวิธีหรือขั้นตอนที่ย่งยากน้อยที่สุด

สำนักงานคณะกรรมการกำกับธุรกิจหลักทรัพย์และการลงทุน (Australian Securities and Investments Commission - ASIC) มีอำนาจทำหน้าที่ตาม ASIC Act 2001 เพื่อดูแลในส่วนของบริษัทจดทะเบียน การออกใบอนุญาตให้กับบริษัทหลักทรัพย์ และสถาบันตัวกลางต่างๆ ในตลาดหลักทรัพย์ โดยที่ ASIC มีอำนาจสั่งห้ามการซื้อขายหลักทรัพย์ได้หากเกิดเหตุการณ์ไม่ปกติหรือในสภาวะต่างๆ ได้ตามอำนาจที่กำหนด นอกจากนี้ยังมีอำนาจในการดำเนินการใดๆ ต่อบุคคลที่กระทำการฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ในเรื่องของการต้องเปิดเผยข้อมูลอย่างต่อเนื่อง (Continuous Disclosure Rules) การใช้ข้อมูลภายใน (Insider Trading) การสร้างราคาหรือปั่นหุ้น (Market Manipulation) การส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ในลักษณะที่ไม่เหมาะสมหรือทำให้ราคาผิดไปจากสภาพปกติของตลาด (False and Misleading Trading) การตบแต่งธุรกรรม การซื้อขาย (Market Rigging Transaction) รวมถึงการชักจูงบุคคลอื่นในการซื้อขายหลักทรัพย์ (Fraudulently inducing persons to deal in securities) นอกจากนี้ ASIC จะเป็นผู้ดูแลในส่วนของรายละเอียดของการเปลี่ยนแปลงแก้ไขกฎเกณฑ์ก่อนที่จะเสนอไปยังรัฐมนตรี ส่วนในทางตรงกันข้ามกับอำนาจการกำกับดูแลของรัฐมนตรียจะเน้นไปที่ความสำคัญของการดูแลโครงสร้างให้มีความเหมาะสมรวมถึงการควบคุมดูแลการดำเนินกิจการหรือปฏิบัติงานของตัวตลาดโดยตรง

อย่างไรก็ดี ภายใต้กฎหมายที่กำหนดนั้น ตลาดหลักทรัพย์ที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ ASIC ย่อมมีภาระหน้าที่ต้องจัดให้ความช่วยเหลือต่อ ASIC ในการดำเนินการทางวินัยและการกระทำอื่นใดที่เป็นการฝ่าฝืนเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ หรือกระทำผิดต่อกฎหมายว่าด้วยบริษัท Corporations Act 2001

การเปลี่ยนแปลงกฎหมายว่าด้วยบริษัท (Corporations Act 2001)

จากคะแนนเสียงโหวตอย่างท่วมท้นของสมาชิก ที่พร้อมใจกันให้ดำเนินการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์นั้น คณะผู้บริหารของตลาดหลักทรัพย์ ก็ได้มีการดำเนินการติดตามอย่างใกล้ชิด กับรัฐบาลออสเตรเลียในการเตรียมร่างกฎหมายเพื่อรองรับการแปรรูปดังกล่าว โดยมีการเปิดร่างกฎหมายเพื่อให้ประชาชนแสดงความคิดเห็นเมื่อวันที่ 6 สิงหาคม 1997 ก่อนที่จะประกาศเพื่อให้มีผลบังคับใช้เมื่อวันที่ 16 ธันวาคม 1997

หลักการใหม่บางเรื่อง ได้มีการเพิ่มเติมเข้าไปใน Corporations Act 2001 ว่าด้วยการกำหนดภาระหน้าที่ และความรับผิดชอบของ ASX* ในฐานะที่เป็น SRO และระบุว่า ASIC ก็มีบทบาทหน้าที่ในการกำกับดูแล ASX ให้ปฏิบัติหน้าที่ดังกล่าวอย่างถูกต้องเหมาะสม โดยภาระหน้าที่ของ ASX ที่มีการกำหนดตามกฎหมาย (ซึ่งก็เป็นภาระหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์โดยทั่วไป) มีดังนี้

- 1) กระทำการใดๆ อย่างมีเหตุผล เพื่อสร้างให้ตลาดหลักทรัพย์มีความเป็นระเบียบและเป็นธรรม
- 2) บริหารจัดการระบบการสังเกต ตรวจสอบ บังคับใช้กฎเกณฑ์ และลงโทษผู้กระทำ ความผิดตามเกณฑ์ของตลาดอย่างถูกต้องและเหมาะสม
- 3) ตรวจสอบการปฏิบัติหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์ ว่ามีการกระทำที่ถูกต้อง และไม่เป็นการฝ่าฝืนวินัย
- 4) ดูแลเรื่องของการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ที่เกิดจากการซื้อขายหลักทรัพย์
- 5) รับเรื่องร้องเรียนจากผู้ลงทุน เพื่อตรวจสอบการซื้อขายหลักทรัพย์

รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังของออสเตรเลียเป็นผู้รับผิดชอบในการกำหนดโครงสร้างการกำกับดูแลทางการเงินทั้งหมดของประเทศ และได้รับมอบอำนาจเต็มที่เพื่อที่จะกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้ การกำหนดบทบาทที่ชัดเจนในส่วนของภาระหน้าที่ความรับผิดชอบของ ASX ในฐานะที่เป็น SRO นั้นคือต้องมีหน้าที่และความรับผิดชอบในการรับผิดชอบดูแลอย่างเพียงพอและเหมาะสม

กฎหมายในช่วงหลังการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์

ในช่วงที่มีการแปรรูปและจดทะเบียนหลักทรัพย์ในตลาดตัวเองนั้น เรื่องของการเป็น SRO ของตลาดหลักทรัพย์ต้องมีการนำมาศึกษาบทบทวนใหม่เพื่อให้เกิดความถูกต้องและเหมาะสม โดยเกณฑ์ใหม่ที่กำหนด ได้แก่

- มีการอนุญาตให้ตลาดหลักทรัพย์ทำ Self-Listing ได้

* Corporations Act 2001 Section 794C "ASIC มีอำนาจเข้าดำเนินการตรวจสอบการปฏิบัติหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์รับอนุญาตว่ามีการดำเนินกิจการเป็นไปตามภาระหน้าที่ที่กำหนดหรือไม่ อย่างน้อยๆทุกรอบ 1 ปี".

- มอบอำนาจให้ ASIC เป็นผู้กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตัวเอง
- แบ่งแยกสิทธิการซื้อขายหลักทรัพย์ออกจากความเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ ตามหลักการของกฎหมายบริษัท
- กำหนดบทบาทของตลาดหลักทรัพย์ในการเป็นองค์กรกำกับดูแลร่วม (Co-Regulatory Organization) ให้มีความชัดเจน ซึ่งบทบาทโดยตรงคือความรับผิดชอบในการจัดให้มีความเป็นระเบียบ ความโปร่งใสให้เกิดขึ้นตลอดที่ดำเนินกิจการเป็นศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งกฎหมายก็กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ต้องรายงานรัฐมนตรีประจำทุกปี ซึ่งรัฐมนตรียอมให้อำนาจในการเรียกให้ตลาดหลักทรัพย์ทำการตรวจสอบข้อมูลในส่วนที่ตนเองมีหน้าที่และความรับผิดชอบก่อนรายงานได้ โดยที่รัฐมนตรีมีอำนาจสามารถกำหนดแนวทางการปฏิบัติงานดังกล่าวต่อตลาดหลักทรัพย์ได้

ทั้งนี้ The Financial Services Reform Act 2001 (FSR Act)* ยังกำหนดว่าสัดส่วนการถือหุ้นของทั้งบุคคลและคณะบุคคลที่รวมตัวกันทั้งชาวไทยและต่างชาติในการเป็นเจ้าของหรือมีอำนาจควบคุม ASX จำกัดสิทธิครองหุ้นเพื่อการโหวตอยู่ที่ไม่เกิน 15% เว้นแต่ได้รับความเห็นชอบจาก ASIC อย่างไรก็ตามนี้มีผลบังคับใช้เฉพาะกับตลาดซื้อขายตราสารทุนเท่านั้น ซึ่งหมายความว่าหาก SFE (Securities and Futures Exchange Corporation Limited) หรือตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นได้รับการแปรรูปแล้ว ก็จะมีการดำเนินการทำบันทึกความเข้าใจ และกระบวนการทางกฎหมายในแนวเดียวกัน โดยกฎหมายได้มีการแก้ไขเพื่ออนุญาตให้ ASIC ทำหน้าที่ควบคุมดูแลการปฏิบัติหน้าที่ของ ASX ให้เป็นไปตามกฎหมายและกฎเกณฑ์ต่างๆ โดยเฉพาะกรณีการดูแล Listing Rules ของหลักทรัพย์ของตัวเอง

นอกจากนี้ FSR Act ยังได้วางหลักการใหม่เกี่ยวกับสินค้าและบริการทางการเงินทุกประเภท (โดยเฉพาะการเปิดเผยข้อมูลและการออกใบอนุญาตให้กับสถาบันตัวกลางที่เกี่ยวข้องทุกแห่ง (Intermediaries) รวมถึงการยกร่างกฎหมายใหม่เพื่อให้บังคับกับการซื้อขาย การส่งมอบ

* The Financial Services Reform Act 2001 Section 792B หน้าที่ต้องขออนุมัติจาก ASIC กรณีการที่บุคคลใดๆ จะเข้าถือครองสิทธิการออกเสียงในตัวตลาดซื้อขายหลักทรัพย์รับอนุญาตใดๆ เกินกว่า 15% และ Section 851A การดำเนินการเพื่อขออนุมัติการถือครองสิทธิออกเสียงเกินกว่า 15%.

หลักทรัพย์และการชำระราคาทั้งหมด อย่างไรก็ตามก็ดี กฎหมายฉบับใหม่ที่มีการแก้ไขได้ทำให้ภาระหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์หรือการเป็น Market Operator มีความแข็งแกร่งมากยิ่งขึ้น อย่างเช่นการกำหนดให้ ASIC ต้องดูแลการทำหน้าที่ตรวจสอบ (Audit) ของรายงานประจำปีของตลาดหลักทรัพย์

FSR Act ยังกำหนดให้ Market Operator ต้องทำการสาธิตหรือพิสูจน์การดำเนินการตามมาตรการขจัดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างการดำเนินงานเพื่อผลประโยชน์ทางธุรกิจกับการจัดให้มีความเป็นธรรม เป็นระเบียบ และความโปร่งใสต่อตัวตลาดหลักทรัพย์ ก่อนที่จะได้รับใบอนุญาตการเป็น Market Operator นอกจากนั้นแล้ว ยังต้องมีการแสดงถึงทรัพยากรต่างๆ เทคโนโลยีทางการเงิน เพื่อให้มีความมั่นใจได้ว่าสามารถดำเนินการได้อย่างถูกต้องเหมาะสม เนื่องจากต้องรับประกันกับเงินจำนวนมหาศาลของนักลงทุน

3.2.5 โครงสร้างการกำกับดูแล

การกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนอื่นในตลาดหลักทรัพย์ (Regulation of Other Listings)

ความจริงแล้ว เมื่อมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์แล้ว ในเรื่องของมาตรการกำกับดูแลตลาดนั้นกลับต้องมีความเคร่งครัดและเข้มข้นมากยิ่งขึ้น จากการทำตัวตลาดต้องกระทำกิจกรรมและคำนึงถึงผลประโยชน์ทางธุรกิจเป็นสิ่งสำคัญ เพราะหากไม่เช่นนั้นแล้ว ผู้ลงทุนก็จะหมดความเชื่อมั่นที่จะเข้ามาลงทุนและตราบไคที่ความเชื่อมั่นสูญเสียแล้ว ผู้ลงทุนก็จะถอนตัวจากการลงทุนในตลาดนั้นๆ และโยกย้ายฐานการลงทุนไปยังแหล่งอื่นที่มีความมั่นคงและน่าเชื่อถือในเรื่องของการสร้างความเชื่อมั่นและเป็นธรรมมากกว่า และผลลัพธ์ที่ตามมาของการปลดการดำเนินการทางด้านการกำกับดูแลก็จะย่อมก่อให้เกิดผลกระทบในเชิงลบต่อผลประโยชน์ทางกำไรที่จะตามมาด้วย

มูลเหตุจูงใจเพื่อผลกำไรกับบทบาทหน้าที่ของการกำกับดูแล (Profit Motive VS. Supervisory Function)

1) การตรวจสอบและกำกับดูแลทั่วไป

โครงสร้างการกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย (หมายรวมถึงการกำกับดูแลโดยหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐด้วย) และการกำหนดนโยบายห้ามการผูกขาดการเป็นตลาดหลักทรัพย์ (เปิดเสรีการเป็นศูนย์การซื้อขายหลักทรัพย์) ช่วยเพิ่มอำนาจในเรื่องของการเก็บค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ได้มากที่สุด ดังนั้นจึงต้องเป็นความรับผิดชอบภายใต้หลักความเป็นธรรมของผู้บริหารและคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ที่ต้องจัดการดูแลเรื่องดังกล่าว ไม่ให้เกิดปัญหาขึ้นในภายหลัง โดยมีหลักการของการสร้างความสมดุลและการตรวจสอบอำนาจระหว่างกันของเรื่องภาระหน้าที่การตรวจสอบและกำกับดูแลตลาดทุน ดังนี้

- (1) กระบวนการทุกอย่างต้องโปร่งใส ไม่ว่าจะเป็นเรื่องของการกำหนดและใช้กฎเกณฑ์ที่มีผลต่อสาธารณชน โดยกฎเกณฑ์พวกนี้ย่อมผ่านการอนุมัติและเห็นชอบโดย ASIC มาก่อน เพื่อให้เกิดการปฏิบัติหน้าที่อย่างต่อเนื่อง ใสสะอาดและชัดเจนของการเป็นหน่วยปฏิบัติการเพื่อการซื้อขายหลักทรัพย์ของ ASX ตาม Corporations Law
- (2) โครงสร้างการบริหารงานต้องไม่ทำให้เกิดปัญหาในการตัดสินใจด้านการกำกับดูแล
- (3) กระบวนการรับฟังความเห็น และกระบวนการอุทธรณ์ต้องเปิดอย่างเท่าเทียมต่อลูกค้าทุกราย
- (4) กระบวนการจดทะเบียนหลักทรัพย์ และช้อยกเว้นในกรณีต่างๆ ต้องตัดสินใจบนพื้นฐานของการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์และวินัยทางธุรกิจ
- (5) การรายงานผลการดำเนินงาน และเรื่องของการกำกับดูแลประจำปีต่อ ASIC และกระทรวงหรือหน่วยงานรัฐบาลที่เกี่ยวข้อง
- (6) อำนาจของ ASIC ในการห้ามหรือไม่อนุญาตการเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนใดๆ รวมถึงอำนาจของ ASIC ในการบังคับใช้กฎหมาย หรือกฎเกณฑ์ต่างๆ เพื่อลงโทษบุคคล รวมถึงการยื่นต่อศาล
- (7) ภาระหน้าที่ผูกพันตาม MOU (บันทึกข้อตกลงนี้ว่าด้วยการจัดการกับประเด็นเกี่ยวกับสมาชิก บริษัทจดทะเบียน และขยายอำนาจหน้าที่ ความรับผิดชอบของ ASX ตาม Corporations Act 2001
- (8) มีคณะกรรมการและคณะตัดสินคดีความต่างๆ เพื่อช่วย ASX ในเรื่องของการปฏิบัติหน้าที่ด้านการกำกับดูแล โดยบุคคลภายนอก ASX
- (9) เรื่องของการห้ามผูกขาดการเป็นตลาดหลักทรัพย์ หรือเรื่องของการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นธรรมก็อยู่ภายใต้กฎหมายว่าด้วยวิธีปฏิบัติทางการค้า (Trade Practices law)

2) การกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์

ASX ได้ดำเนินกิจการอย่างระมัดระวังในเรื่องของโครงสร้างการบริหารงานภายใน เพื่อให้เป็นไปตามโครงสร้างตามที่กฎหมายได้กำหนดกรอบไว้ให้มากที่สุด ตามวัตถุประสงค์ที่ว่า เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีความโปร่งใสและเป็นธรรม อีกทั้งมีประสิทธิภาพในการเป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ ASX ได้คำนึงและยึดมั่นในเรื่องของระบบการเงิน ผู้ลงทุน ทรัพยากรด้านต่างๆ เทคโนโลยี เพื่อสร้างมาตรฐานให้ดีที่สุด และแน่นอนว่า ASX มีการทำงานที่ค่อนข้างใกล้ชิดกับ ASIC ในฐานะที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ โดยการบริหารงานและดำเนินงานของตัวตลาดที่ให้สอดคล้องกับกฎหมาย และหน่วยงานกำกับดูแล ก็ปรากฏดังตารางด้านล่าง

บทบาทการกำกับดูแล	การดำเนินการ
ระบบซื้อขาย	<ul style="list-style-type: none"> - กำหนดระบบมาตรฐานที่สามารถใช้งานได้กับส่วนรวม - ตรวจสอบซื้อและรหัสการเข้าระบบการซื้อขาย - รายงานเหตุการณ์ต่างๆ ต่อฝ่ายงานที่เกี่ยวข้องของ ASX - จัดทำระบบให้มีความเป็นธรรม เป็นระเบียบ โปร่งใส ทั้งในเรื่องการซื้อขาย การส่งมอบหลักทรัพย์และชำระราคา และข้อมูลเพื่อเผยแพร่ต่างๆ
ตลาดซื้อขาย	<ul style="list-style-type: none"> - กำกับและตรวจสอบสภาพและความเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์ - จับผิดกิจกรรมการซื้อขายที่ผิดปกติเบื้องต้น ก่อนที่จะรายงานไปยัง ASIC หรือหน่วยงานของ ASX ที่เกี่ยวข้องต่อไป
บริษัทจดทะเบียน	<ul style="list-style-type: none"> - กำหนดกฎเกณฑ์ และกำกับดูแลการดำเนินงานของบริษัท และองค์กรจดทะเบียนต่างๆ เพื่อให้ปฏิบัติตามเกณฑ์บริษัทจดทะเบียนอย่างถูกต้อง
บริษัทหลักทรัพย์ และบุคคลที่เกี่ยวข้องต่างๆ	<ul style="list-style-type: none"> - กำหนดกฎเกณฑ์ การบริหารความเสี่ยงต่างๆ ให้มีความสอดคล้อง และเป็นไปตามกฎหมายว่าด้วยบริษัท (Corporations Law) - กำกับดูแลการดำเนินงานของบริษัทหลักทรัพย์ เพื่อมิให้กระทำความผิดทางวินัย และพิจารณาดำเนินการทางวินัย และอุทธรณ์ หากมีกรณีกระทำความผิด - ประสานงานและรายงานกับ ASIC ตามที่จำเป็นและเรียกขอ

ผลประโยชน์ส่วนรวมกับผลกำไรทางธุรกิจของตลาดหลักทรัพย์ที่แปรรูป (Public Interest versus the Exchange's Commercial Interest)

การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ ย่อมเต็มไปด้วยประเด็นที่ต้องทำเพื่อประโยชน์ของสาธารณะเป็นสำคัญ ซึ่งเมื่อองค์กรต้องดำเนินกิจการโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ทางธุรกิจด้วยความขัดแย้งทางผลประโยชน์ก็เป็นประเด็นปัญหาที่อาจเกิดขึ้น โดยที่เรื่องของธุรกิจการค้าบางที่อาจนำหน้าเรื่องของการกำกับดูแลเพื่อส่วนรวมด้วยซ้ำไป

อนึ่ง จากการศึกษาพบว่าเกิดคำถามที่สำคัญคือ ความแตกต่างระหว่างผลประโยชน์ของสาธารณะและผลประโยชน์ของตลาดหลักทรัพย์ ตัวอย่างเช่น การที่จะทำให้ตลาดหลักทรัพย์สามารถสร้างกำไรหรือผลประโยชน์ด้านธุรกิจ (Commercial Imperative) ได้มากที่สุดนั้น ก็คือการดำเนินกิจการโดยสร้างความเชื่อมั่นให้เกิดขึ้นต่อผู้ลงทุนและสิ่งสำเร็จที่จะตามมาคือ การทำให้เกิดความเป็นธรรม ความมีประสิทธิภาพในการดำเนินงาน เพื่อที่ผู้ลงทุนจะได้สบายใจและเชื่อมั่นในการเข้ามาลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ นอกเหนือไปจากการสร้างความมั่นใจแล้ว การช่วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดสำหรับการทำธุรกรรมต่างๆ เช่น กระบวนการรับหลักทรัพย์ การลดต้นทุนในการระดมทุน รวมถึงการอำนวยความสะดวกต่อบริษัทเหล่านั้นในฐานะลูกค้า ก็ถือเป็นสิ่งที่จะทำให้ลูกค้าได้รับความพึงพอใจและเข้าระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์

สำหรับการที่จะทำให้เป้าหมายหรือวัตถุประสงค์ตามที่กล่าวมาข้างต้นสามารถบรรลุผลได้นั้น ตลาดหลักทรัพย์จำเป็นต้องดำเนินตามโครงสร้างของการกำกับดูแลที่ได้รับความเห็นชอบแล้ว อันได้แก่ การออกกฎหมายต่อต้านการผูกขาดการเป็นตลาดหลักทรัพย์ และกระบวนการดำเนินงานที่โปร่งใส ทั้งในเรื่องของการออกกฎเกณฑ์ การตีความ การบังคับใช้เกณฑ์ต่างๆ ตลอดจนการกำกับดูแลจากหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐ เช่น การออกกฎเกณฑ์และกระบวนการดำเนินการต่างๆ ของ ASX ต้องได้รับความเห็นชอบจาก ASIC อยู่เสมอ

สำหรับในส่วนของการประกอบการทางธุรกิจแล้ว ตลาดหลักทรัพย์สามารถสร้างพันธมิตรหรือเป็นคู่แข่งได้กับบริษัทจดทะเบียนต่างๆ ที่ตลาดมีหน้าที่กำกับดูแลอยู่ด้วย ยิ่งหากเป็นบริษัทหรือองค์กรใดที่จะช่วยพัฒนาธุรกิจของตัวเองแล้ว ก็อาจเป็นประเด็นที่ทำให้เกิดปัญหาความขัดแย้งที่อาจเกิดขึ้นได้ โดยเฉพาะการมอบประโยชน์หรือสิทธิพิเศษให้กับบางบริษัทอย่างที่ว่า ในทางกลับกันก็อาจเกิดปัญหาความขัดแย้งกรณีที่มีบริษัทหรือองค์กรอื่นสามารถประกอบกิจการ

ที่คล้ายคลึงกับตลาดหลักทรัพย์ได้ ก็ย่อมอาจทำให้เรื่องของการกำกับดูแลนิติบุคคลนั้นมีความเคร่งครัดและเข้มงวดมากกว่าที่อื่นก็เป็นได้

แนวทางที่จะช่วยขจัดความขัดแย้งที่อาจเกิดขึ้นนี้ ก็คือการรับรองว่าจะสร้างกระบวนการดำเนินกิจกรรมทุกอย่างด้วยความโปร่งใสและเป็นธรรม รวมถึงการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะชนในขั้นตอนของการตรวจสอบและลงโทษทุกประการ ซึ่งได้แก่ มาตรการสอดส่องและกำกับดูแลทั่วไป โดยรวมของ ASX และมาตรการกำกับดูแลโดยเฉพาะเจาะจงสำหรับบริษัทจดทะเบียนที่ตนดูแล กรณีที่ต้องมีความสัมพันธ์ดังที่กล่าวข้างต้น (อาจทำเป็นบัญชีรายชื่อ แยกประเภท และกำหนดมาตรการพิเศษโดยเฉพาะ) ซึ่งแน่นอนว่ารูปแบบนี้ย่อมช่วยลดปัญหาความขัดแย้งที่อาจเกิดขึ้นได้ โดยเฉพาะการแยกส่วนหน้าที่ความรับผิดชอบของด้านการกำกับดูแลออกไปเป็นอีกหนึ่งนิติบุคคลตามกฎหมาย นอกจากนี้ การกำกับดูแลร่วมกันระหว่าง ASX – ASIC โดยเจ้าหน้าที่ผู้มีความเชี่ยวชาญด้านการตรวจสอบและกำกับดูแลอย่างใกล้ชิดก็ย่อมก่อให้เกิดผลลัพธ์ที่ดีได้ และถ้าตลาดหลักทรัพย์มีการว่าจ้างบุคคลภายนอก หรือบริษัทอื่นให้ทำหน้าที่กำกับดูแลในหน่วยงานที่แตกแยกออกมาแล้วนั้น ก็อาจเป็นการลดประสิทธิภาพ และเพิ่มความเสี่ยงในเรื่องของการกำกับดูแลที่ขาดคนที่ใกล้ชิดอย่างนั้นได้ และอาจเป็นการเสียเวลาเปล่าไป

3.2.6 ความขัดแย้งทางผลประโยชน์และการจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์

การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ และการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของตัวเองนั้น (Demutualized and Self-Listing) จำต้องศึกษาถึงการบริหารจัดการเกี่ยวกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น

1) ประเภทของความขัดแย้งทางผลประโยชน์

สำหรับตลาดหลักทรัพย์ที่เตรียมตัวที่จะแปรรูปเป็นเอกชนนั้น จำเป็นต้องรับมือกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ในหลายๆ ด้านที่อาจเกิดขึ้นแน่นอน โดยต้องมีกลไกหรือมาตรการที่มีประสิทธิภาพเพื่อขจัดความขัดแย้งดังกล่าว โดยเฉพาะความขัดแย้งที่เกิดขึ้นจากบทบาทหน้าที่และวัตถุประสงค์ของการดำเนินงานหรือกิจการของตลาดหลักทรัพย์ที่แปรรูปต่อไป ในเรื่องของการดำเนินงานเพื่อผลประโยชน์ของบริษัท และขณะเดียวกันก็ต้องทำหน้าที่เป็นหน่วยงานที่มีหน้าที่กำกับดูแลธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ไปในตัว

ประเภทของความขัดแย้งที่อาจเกิดขึ้น 4 ประการหลักๆ ได้แก่

- ความขัดแย้งด้านทรัพยากรหรือต้นทุนการกำกับดูแล (The Resource Conflict / Fund Raising Conflict) นั่นคือ บริษัทที่จัดตั้งขึ้นมาเพื่อแสวงหากำไร จะสามารถจัดสรรต้นทุน หรือแรงงาน รวมถึงทรัพยากรต่างๆ ให้กับการดำเนินการต่างๆ ที่เกี่ยวกับด้านการกำกับดูแลได้มากนักน้อยเพียงใด
- ความขัดแย้งด้านการบริหารงานภายในอย่างมีประสิทธิภาพ (Effective Time Conflict / Administrative Conflict) หมายความว่า ผู้บริหารระดับสูงขององค์กรจะต้องอุทิศเวลาและเอาใจใส่ โดยใช้อำนาจที่มีอยู่ของตนเพื่อดูแลทั้งในเรื่องของการกำกับดูแลตลาดและการกระทำเพื่อประโยชน์กำไรไปพร้อมๆ กัน
- ความขัดแย้งด้านการดูแลหลักทรัพย์จดทะเบียน (Self-Listing Conflict) ในส่วนของฝ่ายกำกับดูแลกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการรับหลักทรัพย์ของบริษัทต่างๆ จะยินยอมผ่อนปรนกฎเกณฑ์เพื่อให้เกิดความเท่าเทียมและความยืดหยุ่นระหว่างตัวตลาดหลักทรัพย์และบริษัทคู่แข่งรายอื่นๆ ได้หรือไม่
- ความขัดแย้งด้านการกำกับดูแลสมาชิก (Broker Supervision Conflict) เพราะหลังจากนี้ ตัวของสมาชิกหรือบริษัทหลักทรัพย์จะกลายเป็นลูกค้าคนสำคัญ ซึ่งเป็นเรื่องลำบากใจของหน่วยงานตรวจสอบและกำกับดูแล (Compliance Division) ที่จะต้องยืดหยุ่นผ่อนปรนการปฏิบัติหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์ต่างๆ หรือไม่

โดยความขัดแย้งต่างๆ เหล่านี้ มีหลักการและวิธีการจัดการที่อาจช่วยลดความขัดแย้งด้านต่างๆ ดังนี้

- การแยกส่วนงานที่มีได้เกี่ยวข้องโดยตรงเป็นการเฉพาะกับตลาดหลักทรัพย์ออกมาต่างหาก (Removal of Activity Option) เช่น หน่วยงานทางโทรทัศน์ วิทยุ สื่อต่างๆ รวมถึงสถาบัน CSR
- การแยกส่วนงานทางธุรกิจออกจากหน่วยงานเกี่ยวกับการกำกับดูแล (Separation Option between business and regulation units)
- มาตรการเปิดเผยข้อมูล โดยตลาดหลักทรัพย์ต้องมีการเปิดเผยข้อมูลในส่วนของ การกำกับดูแลเพื่อความโปร่งใสและเป็นธรรม ตัวอย่างเช่นในการรายงานผลประจำปี (Disclosure Option) เพื่อความโปร่งใสเป็นธรรมและสามารถตรวจสอบการเข้าไปมีส่วนเกี่ยวข้องได้
- การจำกัดสัดส่วนความเป็นเจ้าของหรือการเป็นบุคคลผู้มีความเกี่ยวข้องกับองค์กร โดยกำหนดให้ชัดเจนเลยว่าใครจะเป็นผู้มีอำนาจหรืออิทธิพลในการบริหารงานหรือ

กำหนดนโยบายของตลาดหลักทรัพย์ (Restricting Ownership or Involving Option) เพื่อไม่ให้ผู้มีส่วนได้เสียเข้าไปมีบทบาทอำนาจควบคุมตลาดหลักทรัพย์ได้

ผู้วิจัยเห็นว่าวิธีการหรือทางเลือกในการแก้ไขปัญหาต่างๆ นี้ ไม่จำเป็นที่จะต้องใช้กับปัญหาใดปัญหาหนึ่งโดยเฉพาะ แต่ย่อมสามารถนำมาปรับใช้กับกิจกรรมหรือการดำเนินงานในแต่ละส่วนได้เช่นกัน ตัวอย่างเช่น

- การโยกย้ายหรือแยกส่วนงาน (Removal or Separation units) ก็ใช้ในเรื่องเกี่ยวกับการกำกับดูแลการเข้าจดทะเบียนของหลักทรัพย์ของตัวตลาดหลักทรัพย์ได้เช่นกัน นั่นคือ ตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียก็ได้มีการแยกหน่วยงานตรวจสอบและหน่วยงานบังคับตามกฎหมายของตลาด (Investigate and Enforcement Unit) ก่อนที่จะแปรรูป โดยไปรวมกับส่วนของการกำกับดูแลสมาชิกด้วย
- กฎหมายได้ถูกแก้ไขเพื่อที่จะกำหนดภาระหน้าที่ของ ASX ให้เป็นไปอย่างต่อเนื่อง และเพื่อเป็นการกำหนดชัดเจนถึงบทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบของหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐ (The Government Regulator) โดยต้องมีการรายงานผลการตรวจสอบและการใช้อำนาจโดยตรงภายใต้มาตรการตรวจสอบและกำกับดูแลอยู่เสมอ*
- ตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียจะต้องเพิ่มความโปร่งใสและเป็นธรรม (Transparent Disclosure) ในเรื่องของนโยบายและกระบวนการตรวจสอบและกำกับดูแลขององค์กร ซึ่งรวมถึงการแนะนำให้คำปรึกษาต่อบุคคลภายนอก และสาธารณชน (Public Consultant) เกี่ยวกับการแก้ไข ปรับปรุงและพัฒนา กฎเกณฑ์ต่างๆ ที่เกี่ยวข้องหรืออาจมีผลกระทบต่อพวกเขา, การเปิดเผยถึงข้อยกเว้นและวินัยของการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์, การออกคู่มือเกี่ยวกับกระบวนการตรวจสอบและกำกับดูแลที่คาดหวังให้เกิด และสาเหตุที่ต้องมีการปรับปรุงกลไกการตรวจสอบที่เข้มข้นและให้เปิดผลจริงในทางปฏิบัติ ที่จำต้องอาจมีการเข้าไปตรวจสอบยังสำนักงาน และค้นหาข้อมูลเชิงลึกเพื่อให้ได้ผลลัพธ์ที่สมบูรณ์ ซึ่งล่าสุดก็ได้มีการ

* กรณีกลไกการกำกับดูแลภายนอกองค์กรนี้ ได้ถูกบัญญัติเพิ่มขึ้นตาม The Financial Services Reform Act 2001 ซึ่งเป็นกฎหมายที่มีวัตถุประสงค์เพื่อให้มีการปรับปรุงแก้ไขกฎหมายต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับระบบการเงินอยู่แล้ว.

ประกาศจัดตั้งและให้ข้อมูลของ ASX Market Supervision (ASXMS)* เพื่อเป็นนิติบุคคลทำหน้าที่กำกับดูแลโดยเฉพาะ

- การจำกัดสัดส่วนของการถือหุ้น (Ownership Restriction) เพื่อเป็นเจ้าของตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย โดยการจำกัดนี้กำหนดไว้ที่บุคคลใดๆ รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้องกับบุคคลดังกล่าวต้องถือสัดส่วนที่ไม่เกินร้อยละ 5 ซึ่งต่อมา The Financial Services Reform Bill ได้ให้อำนาจรัฐในการตัดสินใจใช้อำนาจเพิ่มสัดส่วนเป็นร้อยละ 15 และมีสิทธิกำหนดความสามารถในการถือครองหุ้นได้มากกว่าให้เฉพาะสำหรับองค์กรหรือหน่วยงานที่กระทำเพื่อประโยชน์สาธารณะ ซึ่งการปรับปรุงเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ตรงนี้ ต้องได้รับความเห็นชอบเพื่อให้เกิดความเหมาะสมจากบุคคลใดๆ ที่มีความเกี่ยวข้องกับ ASX เท่านั้น

เมื่อโครงสร้างใดๆ ได้ถูกเลือกแล้ว นับเป็นสิ่งสำคัญที่จะต้องมีการศึกษาทบทวนสถานะและโครงสร้างปัจจุบันขององค์กรเพื่อที่จะสร้างความมั่นใจและรับประกันว่าตลาดหลักทรัพย์จะสามารถสร้างและรักษาความเชื่อมั่น ชื่อเสียง ความโปร่งใสเป็นธรรม และรักษาภาพลักษณ์ของการเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพได้ โดยเฉพาะโลกที่เต็มไปด้วยการแข่งขัน ยิ่งต้องมีความจำเป็นในเรื่องของการพัฒนาและปรับปรุงมาตรการการตรวจสอบและกำกับดูแลตลาดอย่างต่อเนื่อง เพื่อสร้างความมั่นใจ และเป็นการปูทางในการร่วมมือหรือควมรวมกับพันธมิตรในช่องทางต่างๆ ได้

2) การเป็นตลาดหลักทรัพย์จดทะเบียน

หากตลาดหลักทรัพย์สามารถรักษาความน่าเชื่อถือในบทบาทหน้าที่หลักของตัวเอง อย่างเรื่องของการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในตลาดทุนได้แล้ว หลักการนี้ก็ต่อสร้างความมั่นใจและความน่าเชื่อถือให้เป็นเช่นเดียวกับการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ในฐานะที่เป็นบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งหลักการที่นำมาใช้กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ในฐานะที่เป็นบริษัทจดทะเบียนควรต้องเคร่งครัดและอยู่ภายใต้มาตรฐานที่สูงกว่าบริษัทอื่นๆ

* เดิมคือ ASX Supervisory Review Pty Limited (ASXSR) ซึ่งก็เป็นจุดเริ่มต้นของการแยกการรายงานเกี่ยวกับกิจกรรมหรือการดำเนินงานด้านการกำกับดูแลของ ASX ออกไปจากเดิม.

ตามหลักกฎหมายว่าด้วยบริษัทหรือองค์กรทางธุรกิจของประเทศออสเตรเลีย (Corporations Act 2001) ได้มีการปรับปรุงแก้ไขโดยอนุญาตให้ ASX สามารถนำหลักทรัพย์ของตัวเองเข้าจดทะเบียนได้เช่นกัน ซึ่งหากมีการดำเนินการดังกล่าวแล้ว ASIC ต้องมีหน้าที่ในการรับมือและจัดการกับปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ซึ่งย่อมเกิดขึ้นในวันข้างหน้า และต้องรับประกันและสร้างความเชื่อมั่นในการทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์

Corporations Act 2001 ได้กำหนดอำนาจให้กับ ASIC ในการดูแลกฎเกณฑ์การรับหลักทรัพย์จดทะเบียนของ ASX ในฐานะที่เป็นตลาดหลักทรัพย์จดทะเบียนในตัวเอง* โดยเป็นบทบัญญัติที่สร้างขึ้นมาสืบเนื่องมาจากการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ เพื่อแก้ปัญหาความขัดแย้งที่อาจเกิดขึ้น โดยกฎหมายนี้เริ่มให้อำนาจแก่ ASIC ครั้งตั้งแต่ตลาดหลักทรัพย์ได้ยื่นเสนอเพื่อให้หลักทรัพย์ของตัวเองเข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม ปัญหาความขัดแย้งนี้ก็มิเฉพาะขั้นตอนของการเสนอขาย IPO การเสนอราคาขายต่อประชาชน และการดำเนินการเข้าซื้อขายหลักทรัพย์เท่านั้น

หลักการแก้ปัญหาที่กำหนดเฉพาะในเรื่องของความขัดแย้งที่อาจเกิดขึ้นตอนที่มีการเสนอราคาหลักทรัพย์เพื่อขายต่อประชาชน (Quotation) และขั้นตอนการซื้อขาย (Trading) หลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น ดังนั้นเรื่องของการบริหารจัดการภายในองค์กรก็เป็นส่วนสำคัญ ไม่ว่า

* Corporations Act 2001 Section 798C กำหนดภาระหน้าที่ให้แก่ ASIC ในการดำเนินการ ดังนี้

- การยื่นขอจดทะเบียนซื้อขายหลักทรัพย์นั้น ผู้ใช้บังคับและดำเนินการตามข้อกำหนดเรื่อง เกณฑ์รับหลักทรัพย์จดทะเบียน (Market's Listing Rules) คือ ASIC แทนตลาดหลักทรัพย์รับอนุญาต เพื่อให้ผู้ลงทุนตัดสินใจที่จะอนุญาต หรือเห็นชอบในขั้นตอนการดำเนินการต่างๆ (หรือกระทั่งมอบอำนาจให้ตลาดหลักทรัพย์รับอนุญาตดำเนินการแทนใดๆ) อย่างไรก็ตาม กรณีนี้ไม่ให้ใช้บังคับกับตลาดหลักทรัพย์รับอนุญาตประเภทต่างประเทศ (overseas markets)
- ดูแลจัดการเกี่ยวกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น จากการที่ตลาดหลักทรัพย์รับอนุญาตหรือนิติบุคคลใดๆ ที่เกี่ยวข้องมีการนำหลักทรัพย์หรือสินค้าประเภทต่างๆ เข้าจดทะเบียนเพื่อทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์
- รักษาความโปร่งใสเป็นธรรม หากมีการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนซื้อขาย (กรณีนี้มีค่าธรรมเนียมเช่นเดียวกัน และหากไม่ปฏิบัติตามเกณฑ์ที่ใช้บังคับต่างๆ ย่อมมีบทลงโทษ).

จะเป็นเรื่องวัตถุประสงค์ของการเป็นองค์กรประเภทบริษัท ผลประโยชน์ทางธุรกิจ ที่มีได้เกี่ยวข้อง โดยตรงกับการซื้อขายหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ โดยการบริหารจัดการดังกล่าว ก็ได้ออกมา ในรูปของ MOU ระหว่าง ASIC, ASX, ASTC ในวันที่ 28 กันยายน 1998* การที่ ASTC เป็นผู้ร่วม ผูกพันตามบันทึกข้อตกลงด้วย เนื่องจากเป็นหน่วยงานที่รับผิดชอบในเรื่องของการชำระราคาและ ส่งมอบหลักทรัพย์และเป็นหน่วยงานที่ปฏิบัติหน้าที่โดยใช้ดุลพินิจภายใต้ ASX แทนโดยตรง

การลงนามในบันทึกตกลงความเข้าใจเพื่อการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ (Memoranda of Understanding (MOUs) เป็นกระบวนการและขั้นตอนทางกฎหมายกรณีนี้ได้รับการรองรับใน ระดับของการปฏิบัติจากการบริหารจัดการเกี่ยวกับการกำกับดูแลระหว่าง ASIC และตลาด หลักทรัพย์ (ที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ ASIC) ทุกแห่ง โดยการลงนามร่วมกันใน MOU ฉบับ ดังกล่าว ซึ่ง ASIC ASX รวมถึง SFE Corporation Limited ต่างได้มีการตกลงเข้าผูกพันระหว่าง กัน เพื่อกำหนดหน้าที่ของการกำกับดูแลตลาดซื้อขาย สมาชิก บริษัทหรือองค์กรต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง รวมถึงระบบการเผยแพร่ข้อมูลหรือสารสนเทศที่มีความสำคัญ โดยจะกำหนดขั้นตอนและ กระบวนการการตรวจสอบของ ASX ในการซื้อขายหลักทรัพย์ และการปฏิบัติหน้าที่ของบริษัทจดทะเบียนต่างๆ ก่อนที่รายงานต่อ ASIC เพื่อทำการตรวจสอบเชิงลึกต่อไป โดยความสำคัญคือ ASX และ ASIC จะต้องร่วมมือกันในการคอยสังเกตความผิดปกติ รวมถึงการกำหนดมาตรการบังคับให้ เป็นไปตามกฎเกณฑ์ ซึ่งการกำหนดบทบาทหน้าที่ของ ASIC ในการดูแลและบังคับตามเกณฑ์ ดังกล่าวก็ให้เป็นไปตาม Corporations Act 2001 ที่กำหนดว่าให้ดูแลในเรื่องของการเปิดเผย ข้อมูล การจัดทำบัญชีให้ถูกต้อง หลักบรรษัทภิบาล และประเด็นสำคัญต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง ซึ่ง นอกจากนี้ ยังมี MOU ที่มีการกำหนดวิธีจัดการและบริหารความเสี่ยงกรณีการกำกับดูแล ASX ใน การดำเนินการนำหลักทรัพย์ของตัวเองเข้าจดทะเบียนในตลาด โดยการลงนามระหว่าง ASIX และ ASX โดยวัตถุประสงค์สำคัญของการเจรจาเพื่อทำ MOU กันก็เพื่อจะสร้างผลลัพธ์ให้มีความ สอดคล้อง และเป็นไปในรูปแบบเดียวกันทั้งในเรื่องของ ระยะเวลา, ผลตอบรับของการดำเนินการ นำหลักทรัพย์ของ ASX เข้าจดทะเบียน เช่นเดียวกับบริษัทแห่งอื่น

MOU ได้กำหนดกระบวนการวิธี ในการดำเนินกิจการของคู่สัญญาทั้งสาม โดยการตรวจสอบ ติดตามรายละเอียด ASX เสมือนหนึ่งบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ ดังนั้น โครงสร้างดังที่กล่าวมาถูก

* MOU ฉบับดังกล่าว กำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบของทั้ง ASX ASIC ที่เกี่ยวข้อง กับเกณฑ์รับหลักทรัพย์ (listing rules) กฎหมายว่าด้วยบริษัท (Corporations Law) และ Business Rules.

ออกแบบเพื่อที่จะเป็นหน่วยงานคอยตรวจสอบ และกำกับดูแล ASX's Compliance โดยมีความเป็นอิสระ ดังนี้

- (1) การทำหน้าที่กำกับดูแล ASX ให้เป็นไปตามเกณฑ์รับหลักทรัพย์จดทะเบียนของตลาดหลักทรัพย์ (Listing Rules) กฎหมายว่าด้วยบริษัท (Corporations Law) และหลักทางธุรกิจ Business Rules
- (2) การบังคับใช้ตามกฎหมายเกณฑ์ของ ASX ตาม ASX Business Rules ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์
- (3) การตรวจสอบ ควบคุมดูแล ASX ในฐานะที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นหน้าที่ความรับผิดชอบของ ASIC
- (4) การดำเนินการให้เป็นไปตามกฎหมายต่างๆ และไม่ขัดต่อหลักของ Corporations Law รวมถึงบทบาทหน้าที่ของ ASIC ในการกำกับดูแล ASX ในฐานะที่เป็นบริษัทจดทะเบียน หลักสำคัญของการเจรจาตกลงกันนั้นมีวัตถุประสงค์เพื่อให้รับรองถึงการเป็นไปในแนวทางเดียวกันตลอด ของผลลัพธ์และระยะเวลาระหว่างการบริหารจัดการของการเข้าจดทะเบียนของ ASX และบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ อย่างเท่าเทียม

ASIC ได้รับอำนาจตาม Corporations Act ที่จะยกเว้นในเรื่องของการกำกับดูแล ASX, ASTC ว่าไม่ต้องเป็นไปตามกฎหมายบางประการ หากเห็นว่าการดำเนินงานในส่วนนั้นเป็นไปด้วยความเหมาะสม ตามข้อบัญญัติของกฎหมายแล้ว โดยอำนาจนี้ให้รวมถึงการยกเลิกเรื่องของการปรับปรุงกฎหมายเพิ่มเติมออกไป เพื่อที่จะรวมให้ ASX เป็นแบบ One-off คือเป็นทั้งตลาดหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตัวเอง และเป็นหน่วยงานกำกับดูแลตลาดร่วม และมีความยืดหยุ่นในการดำเนินงาน ทั้งนี้เป็นไปตามที่กฎหมายบัญญัติ โดยการประกาศว่าจะมีการกำหนดช้อยกเว้น และการเปลี่ยนแปลงแก้ไขการออกกฎหมายที่จะใช้กับ ASX, ASTC นี้เป็นไปตามอำนาจของ ASIC ที่มีผลใช้ทันที ก่อนที่ ASX จะจดทะเบียน

ASIC เป็นองค์กรที่ทำหน้าที่ตัดสินใจในประเด็นการจดทะเบียนต่างๆ ที่อาจมีผลกระทบต่อ ASX หลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ และพนักงานของ ASX ที่มีภาระหน้าที่ด้านบริษัทจดทะเบียน เช่น การเปิดเผยสารสนเทศของบริษัท ก็ต้องปฏิบัติตามที่ ASIC ตัดสินใจ ซึ่งแน่นอนว่ากระบวนการหรือขั้นตอนทุกอย่างที่ ASIC ปฏิบัติต่อ ASX ในฐานะที่เป็นบริษัทจดทะเบียน ก็ต้อง

อยู่บนหลักเกณฑ์เดียวกันกับที่ ASX ปฏิบัติต่อบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ ด้วย เสมือนเป็นกระจกสะท้อนโครงสร้างการกำกับดูแลระหว่างกัน

อย่างไรก็ดี ASX อาจมี "Chinese Wall" กับเจ้าหน้าที่ของ ASIC ในเรื่องของการตรวจสอบ และกำกับดูแลสภาพการซื้อขายของหลักทรัพย์ และเรื่องของการรับหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน ว่าต้องดำเนินการอย่างไรบ้าง ในฐานะที่เป็นบุคคลที่มีความใกล้ชิดและเชี่ยวชาญมากกว่า เพราะบางเรื่องคงไม่สามารถเปิดเผยให้กับเจ้าหน้าที่ของ ASIC ที่มีหน้าที่ต้องดำเนินการรับรองการเข้าจดทะเบียนของหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ ขั้นตอนนี้อาจมีการทำเป็นบันทึกภายใน (Administrative Letters) ภายในได้ที่จะมีการตั้งเจ้าหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์เป็นผู้ติดต่อให้ความรู้

ประเด็นสำคัญที่ ASX จะต้องให้ความสำคัญในแต่ละระดับชั้นของการดำเนินกิจการ ได้แก่

- การสังเกตและตรวจสอบอย่างต่อเนื่อง ทั้งในเรื่องของการเปิดเผยข้อมูลให้ถูกต้องครบถ้วน และมีความชัดเจนเพียงพอต่อผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุนทั่วไป โดยเฉพาะขั้นตอนของการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน
- การซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผิดปกติทั่วไป
- การอนุมัติการประกาศข้อความ หรือเปิดเผยสารสนเทศต่อประชาชน
- การจัดประชุม และจัดส่งหนังสือพร้อมวาระประชุมผู้ถือหุ้นและประชุมกรรมการ

นอกจากนี้ ASX ต้องมีการเปิดเผยสารสนเทศของตนให้กับ ASIC ตามหลักเกณฑ์เดียวกับที่บริษัทจดทะเบียนอื่นๆ ต้องมีการเปิดเผยสารสนเทศให้กับ ASX และที่สำคัญ หากจำเป็น ASX ต้องจัดทำคู่มือหรือจัดอบรมในเรื่องของการตรวจสอบและสังเกตการซื้อขายหลักทรัพย์ให้กับเจ้าหน้าที่ของ ASIC เพื่อนำมาใช้ในการติดตามและเฝ้าสังเกตการณ์สภาพความเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์ของ ASX ด้วย โครงสร้างเหล่านี้ ได้มีการออกแบบเพื่อเปิดโอกาสให้กับหน่วยงานกำกับดูแลของ ASX สามารถปฏิบัติหน้าที่ในเรื่องของการกำกับดูแลตลาดได้อย่างอิสระ ปราศจากการแทรกแซงของหน่วยงานต่างๆ และเพื่อให้เกิดความมั่นใจในการดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ และมีประสิทธิภาพ

ความขัดแย้งทางผลประโยชน์กรณีอื่น

บทบาทหน้าที่ของ ASX ในเรื่องของการรับหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนยังคงมีอยู่ แม้ว่าตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียจะมีการแปรรูป และนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตัวเองแล้วก็ตาม ซึ่งประเด็นปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่กฎหมายต้องดูแลจัดการ เป็นเรื่องเกี่ยวกับการเป็นตลาดหลักทรัพย์จดทะเบียนของ ASX มิใช่การเป็นคู่แข่งทางการค้าพาณิชย์กับบริษัทจดทะเบียนอื่น โดยช่องว่างในเรื่องของการกำกับดูแลเกี่ยวกับความขัดแย้งกรณีนี้ ได้ถูกเติมเต็มให้สมบูรณ์ตาม Financial Services Reform Act 2001 ตัวอย่างเช่น กรณีที่ SFE เป็นบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ ASX และมีการประกอบธุรกิจเกี่ยวกับสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเช่นเดียวกับ ASX นั้น กรณีนี้ ASIC จึงมีหน้าที่ตามความเหมาะสมในการเข้ามาจัดการดูแลปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น และมีการดำเนินการในลักษณะดังกล่าวอย่างต่อเนื่องสำหรับนิติบุคคลใดๆ ที่มีการดำเนินกิจการในลักษณะแข่งขันกัน ก่อนที่จะเข้ามาจดทะเบียนใน ASX

Bid for SFE (Sydney Futures Exchange) – การประมูลเสนอซื้อตลาดหลักทรัพย์ล่วงหน้าชนิดนี้²⁰

ASX ได้ประกาศการประมูลเสนอซื้อ SFE เมื่อเดือนธันวาคม 1998 และต่อมาในเดือน พฤษภาคม 1999 บริษัทคอมพิวเตอร์แห่งหนึ่ง (Computershare Limited) ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก็ได้ยื่นประมูลแข่งขัน โดยที่บริษัทดังกล่าวมีธุรกิจหลักในการจัดหาให้บริการเกี่ยวกับเทคโนโลยีเพื่อธุรกิจหลักทรัพย์ และการให้บริการต่อบริษัทที่ทำธุรกิจด้านการเป็นนายทะเบียนหลักทรัพย์ในออสเตรเลีย ประเด็นปัญหาความขัดแย้งที่เกิดขึ้นนั้น ASIC เป็นผู้เข้ามาบริหารจัดการ ดูแลว่าการกำกับดูแลบริษัทดังกล่าวที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไม่ได้มีปัญหา หรือต่างพร้อยใดๆ ที่อาจเป็นความขัดแย้งทางผลประโยชน์ได้ ตามข้อกำหนดของ ASX ในฐานะที่เป็นองค์กรกำกับตลาด และเป็นคู่แข่งที่ต้องคำนึงถึงผลประโยชน์จากการเสนอประมูลซื้อดังกล่าว

²⁰ ASX announcement - ASIC / ASX / Computershare Agreement 28 May 1999
http://www.asx.com.au/about/shareholder/announcements/AA280599_AS3.htm.

สิ่งที่ ASIC ช่วยจัดการเรื่องนี้ได้ คือการเข้าไปมีส่วนเกี่ยวข้องในข้อตกลงหรือสัญญาการประมูลดังกล่าว จนกว่าเรื่องของการแข่งขันการประมูลดังกล่าวจะสิ้นสุดลง โดยในระหว่างนี้ ASX ในฐานะที่เป็น Market Operator จะต้องไม่ดำเนินการใดๆ ที่เกี่ยวกับการตัดสินใจอันพาดพิงไปถึงบริษัทคอมพิวเตอร์นี้ได้ เว้นแต่จะได้ปรึกษาหารือกับ ASIC เพื่อที่จะได้รับคำแนะนำในการปฏิบัติหน้าที่ที่ข้องเกี่ยวกับบริษัทก่อนเสมอ โดยที่ข้อตกลงดังกล่าวจะต้องมีการเปิดเผยต่อสาธารณชนให้ทราบถึงรายละเอียดอย่างชัดเจน อย่างไรก็ตามไม่มีผู้ประมูลได้ในท้ายที่สุด และหลังจากนั้น SFE ก็มีการแปรรูปตนเองและกลายเป็นหน่วยงานที่ดำเนินงานได้อย่างอิสระ*

จากกรณีศึกษาดังกล่าวได้ช่วยสอนให้ ASIC ต้องเตรียมรับมือกับความขัดแย้งที่สามารถเกิดขึ้นได้อย่างรวดเร็วในทุกๆ การทำธุรกรรม และต้องมีการบริหารจัดการกับความขัดแย้งนั้นอย่างใกล้ชิด และทันท่วงที ซึ่งกรณีนี้ การประกาศข้อมูลการเสนอขายก็เป็นด้านทดสอบแรกที่สำคัญว่าจะพิเศษหรือได้รับการยกเว้น อภิสิทธิ์ที่เหนือกว่าบริษัทจดทะเบียนรายอื่นหรือไม่ ทั้งๆ ที่ควรจะต้องอยู่บนหลักเกณฑ์เดียวกันตามที่ ASX กำหนดไว้

ASX ได้มีการประกอบธุรกิจหลากหลายรูปแบบหลังจากที่มีการแปรรูปประมาณสามปี โดยภาพของความขัดแย้งทางผลประโยชน์ก็ได้เป็นประเด็นที่กว้างมากยิ่งขึ้น ตลาดหลักทรัพย์ยังเป็นหน่วยงานกำกับตลาด และบทบาทที่เป็นองค์กรทางธุรกิจที่ได้คิดค้นผลิตภัณฑ์ทางธุรกิจใหม่ๆ ไปพร้อมๆ กัน ความจริงแล้ว ASX ก็สามารถทำหน้าที่เป็นผู้ให้บริการปรึกษาทางการเงิน การลงทุนได้อย่างสมบูรณ์แบบเป็นปกติ ซึ่งย่อมเป็นคู่แข่งของกลุ่มสถาบันตัวกลางที่ทำหน้าที่นี้อยู่แต่เดิมรวมถึงมีการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดด้วย โดยแน่นอนว่าผลประโยชน์ทางธุรกิจย่อมเป็นที่ขัดกับกรณีในตลาดใดๆ ที่เป็นทั้งเจ้าของ และสมาชิกของตลาด

* ล่าสุด ปี 2007 ASX ได้กลายเป็นผู้ถือหุ้นของ SFE 100% ตามอำนาจที่กำหนดในมาตรา 851A ของ Corporations Act 2001 ที่กำหนดให้ ASX มีอำนาจและสิทธิในการออกเสียงทั้งหมดใน SFE และบริษัทย่อยอีก 3 แห่ง คือ Sydney Futures Exchange Limited, SFE Clearing Corporation และ Austraclear Limited.

Corporations Act 2001 Subsection 851A บุคคลใดอาจได้รับความเห็นชอบให้ถือสิทธิการออกเสียงเป็นการเฉพาะเจาะจงในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ใดๆ (นอกเหนือไปจาก ASX) ได้มากกว่า 15%.

ASX ได้มีการจัดการกับปัญหานี้โดยการจัดตั้งบริษัทย่อยขึ้นมา (ASXMS) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นการรับประกันว่า ASX Group จะมีการปฏิบัติหน้าที่ในฐานะที่เป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ สถาบันชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ อย่างถูกต้องเหมาะสม โดยบริษัทย่อยนี้ไม่ได้มีวัตถุประสงค์ที่จะทำหน้าที่ตรวจสอบและกำกับดูแลโดยตรงมากเท่ากับการพัฒนาแนวทางปฏิบัติที่ดี และนโยบายที่ดี (Best Policies and Practices) ของการเป็นหน่วยงานกำกับดูแล ASX และคอยสังเกตตรวจสอบ พร้อมรายงานผลต่อ ASIC และหน่วยงานของรัฐที่เกี่ยวข้องในเรื่องของ Compliance ของ ASX Group ว่าเป็นไปตามภาระหน้าที่ที่ถูกต้องสมบูรณ์มากน้อยเพียงใด รวมไปถึงการเป็นหน่วยงานที่ทำหน้าที่พิจารณาความเสี่ยงต่างๆ ของการบริหารงานหรือการดำเนินกิจกรรมใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลของ ASX ด้วย

ASX Markets Supervision Pty Limited (ASXMS)

ความเป็นมาก่อนการจัดตั้ง ASXMS:²¹ ปี 2005 ASX เริ่มมีการเปลี่ยนแปลง โครงสร้างด้านการกำกับดูแล (Market Supervision) โดยการแสวงหาปัจจัยต่างๆ (Resources) เพื่อสร้างความเข้มแข็งให้การตรวจสอบ และการบังคับลงโทษผู้กระทำความผิดในตลาดหลักทรัพย์ โดยหลักสำคัญคือ "ความเป็นอิสระที่ชัดเจนอย่างยิ่งยวดของโครงสร้างการกำกับดูแล"

จากการศึกษาและทบทวนโครงสร้างต่างๆ แล้ว ได้พบกุญแจสำคัญของการกำกับดูแล และได้ผลลัพธ์ในท้ายที่สุดออกเป็นประเด็นต่างๆ ดังนี้

1. การเพิ่มทีมงานหรือหน่วยงานพิเศษ เพื่อสร้างความโปร่งใสและเป็นธรรมมากยิ่งขึ้น โดยที่ ASX ได้จัดสรรทรัพยากรแรงงานต่างๆ ที่มีความสำคัญ เพื่อเพิ่มความเข้มแข็งให้การตรวจสอบการกระทำอันไม่เป็นธรรม โดยเฉพาะเรื่องการใช้ข้อมูลภายในเพื่อซื้อขายหลักทรัพย์ โดยการจัดตั้งโครงการตรวจสอบพิเศษ (A Specialist Unit within Surveillance Team) ขึ้นมารับการอบรมและพัฒนาการตรวจสอบ กำกับดูแลกลุ่มบริษัทจดทะเบียน บริษัทสมาชิก และบุคคลที่เกี่ยวข้องต่างๆ อีกทั้งมีการประชาสัมพันธ์มากขึ้นในเรื่องของบรรษัทภิบาล ผ่าน ASX Corporate Governance Council อีกด้วย

²¹ Eric Mayne CSO of Australian Stock Exchange, ASX Market Supervision: Looking Forward at SIDA Conference, Sydney, (1 June 2007), pp. 1-20.

2. การลดความซ้ำซ้อนยุ่งยาก และต้นทุนของการตรวจสอบและกำกับดูแล รวมถึงการแยกหรือโยกย้ายหน่วยงานที่ปฏิบัติงานโดยมีความซ้ำซ้อนกัน ซึ่งเป็นที่มาของการแก้ไขและเขียนใหม่ซึ่ง Operating Rules (Market participants and Listing Rules covering listed entities) โดยต้องทำให้ต้นทุนต่ำลง ในขณะที่ประสิทธิภาพยังคงความเชื่อมั่นอยู่

3. ไม่เพียงแต่เรื่องของความซ้ำซ้อน หรือความเหลื่อมล้ำของการกำกับตลาดเท่านั้น แต่ ASX มีความพยายามเอาหน่วยงานที่มีหน้าที่เหมือนๆ กันออกไป อันเป็นการปรับปรุง และพัฒนาประสิทธิภาพ ผลการดำเนินงาน และกระบวนการจัดการภายในองค์กร โดยเป็นการ reform internal market supervision and align ทำให้มาตรฐานในการปฏิบัติงานของพนักงานมีความสอดคล้อง และเป็นไปในแนวทางเดียวกัน

4. ความพยายามที่จะลดความเข้าใจในเรื่องของความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่าง ASX's Regulatory and Commercial Functions โดยการนำบทบาทหน้าที่ของการกำกับดูแล การปฏิบัติงานไปจัดตั้งบริษัทย่อย (ASXMS) ต่างหาก โดยมี CSO – Chief Supervisory Officer ทำหน้าที่ผู้ดูแลหัวบริษัทคนเดียว ซึ่งต้องรายงานผลการดำเนินงานไปยัง Board of Subsidiary not CEO of ASX หรือ Board of ASXMS ซึ่งก็จะประกอบด้วย กรรมการอิสระจากบุคคลภายนอกด้วย ดังนั้น การกำกับดูแลทั้งภายในและภายนอกเพื่อขจัดความขัดแย้งต่างๆ นั้นจึงต้องอาศัยทำงานประสานกันระหว่าง ASIC and ASXMS

5. นอกจากนี้ ASX ก็ยังมีการแยกฝ่ายงานด้านวางนโยบายที่เกี่ยวกับการกำกับดูแล (Regulatory Policy Decision) ออกจาก Supervision / Enforcement Decisions โดยการจัดตั้ง Regulatory Policy Unit ซึ่งต้องรายงานตรงต่อ CEO of ASX

6. ASX มีความพยายามที่จะหาแหล่งเงินทุน เพื่อเป็นต้นทุนของหน่วยงานกำกับดูแลตลาด ซึ่งในเบื้องต้น ต้องจัดสรรเงินงบประมาณ 3 ปี ในขณะที่การพิจารณาและลงโทษทางวินัย จำต้องมีประสิทธิภาพและเป็นธรรมมากยิ่งขึ้นด้วย

จากการที่รัฐบาลและ/หรือหน่วยงานภาครัฐ ได้มีนโยบายกำหนดให้มีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์เป็นบริษัทเพื่อแสวงหากำไรเป็นสำคัญ ในขณะที่การปฏิบัติงานยังคงต้องคอยกำกับดูแลสภาพการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ผลลัพธ์สุดท้ายที่แท้จริงตามบทบาทหน้าที่ จึงอาจไม่สะท้อนความต้องการของทั้งตัวผู้ลงทุน หรือประชาชนทั่วไป และฝั่งของผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง

อย่างบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกทั้งหลาย ดังนั้นสิ่งที่เราเห็นในวันนี้ ก็คือ การแบ่งแยกการบริหารจัดการออกมาเป็นส่วนสำคัญอีกส่วน เพื่อลดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น หรือแนวโน้มว่าต้องเกิดขึ้นอย่างไม่อาจหลีกเลี่ยงได้ ระหว่างการกำกับดูแลตลาด และผลประโยชน์ทางธุรกิจของบริษัทเพื่อการพาณิชย์

นอกเหนือไปจากนี้แล้ว สำนักงานกำกับหลักทรัพย์และการลงทุน (ASIC) ก็ย่อมต้องมีการวิเคราะห์ศึกษา และตรวจสอบการปฏิบัติหน้าที่ของหน่วยงานตรวจสอบและกำกับดูแลของ ASX (ASX's Compliance) ตามภาระหน้าที่ภายใต้กฎหมายว่าด้วยบริษัท 2001 (Corporations Act 2001) ซึ่งเป็นที่มาของการจัดตั้ง ASXMS ซึ่งเป็นหลักการพัฒนา หรือปรับเปลี่ยนกระบวนการกำกับดูแลอีกระดับหนึ่ง หรือสามารถเรียกได้ว่าการจัดตั้ง ASXMS นั้น มีวัตถุประสงค์สำคัญ คือ การตั้งต้นมาตรฐานของระดับของการบริหาร ตามภาระหน้าที่การกำกับดูแลของ ASX Group บนหลักการของความโปร่งใสและเป็นธรรม สำหรับกิจกรรมการกำกับดูแลต่างๆ

การจัดตั้ง ASXMS²²

การดำเนินงานด้านการกำกับดูแลของ ASX Group มีความพยายามที่จะปรับปรุงโครงสร้างเป็นระยะเวลาประมาณ 3 ปี โดยเฉพาะการพัฒนาการในเรื่องของการแบ่งแยกบทบาทหน้าที่ระหว่างหน่วยงานทางธุรกิจกับหน่วยงานที่ดูแลเรื่องการกำกับดูแลตลาด การเพิ่มประสิทธิภาพและการให้ข้อมูลสื่อสารระหว่างเจ้าของที่เกี่ยวข้องทุกภาคส่วน (Stakeholders) อย่างตรงไปตรงมา และเป็นไปด้วยความสัมพันธ์อันดี โดยแรกเริ่มเป็นฝ่ายงาน (Integrity Division) ที่ทำหน้าที่กำกับดูแล Issuers, Participants and Enforcement ซึ่งต่อมาก็ทำหน้าที่ดูแลเกี่ยวกับข้อกำหนดขององค์กรด้วย (Regulatory Policy) โดยมีวัตถุประสงค์ในการก่อตั้ง คือ มาตรการกำกับดูแลและขจัดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ โดยมีวิธีการที่สำคัญ ได้แก่

1. การก่อตั้งหรือกำหนดบทบาทของ Supervision Division ให้ชัดเจน รวมถึงการจัดหาเงินทุนเพื่อการดำเนินการเกี่ยวกับการกำกับดูแลอย่างเหมาะสม โปร่งใสและลดข้อจำกัดลง โดเนงบประมาณในแต่ละปีจะต้องได้รับการอนุมัติจากคณะกรรมการ ASX ก่อน

²² ASX Limited Media Release, ASX Markets Supervision: new structure to operate from 1 July (29 June 2006), pp. 1-11.

2. การแบ่งแยกโครงสร้างการบริหารงาน จาก ASX CEO ไปที่ CSO และกรรมการของ ASXMS

3. มีการกำหนดการดำเนินงานด้านการกำกับดูแล ตามนโยบายขององค์กร โดยจัดตั้ง Regulatory Policy Unit (RPU) ออกต่างหากจาก ASXMS โดยจะรายงานต่อ Board of ASX โดยตรง



โครงสร้างการดำเนินงานของ ASXMS

ASXMS เป็นบริษัทลูกถือหุ้นเต็ม 100% โดย ASX ในขณะที่ ACH ASTC เป็นบริษัทย่อย 100% ของ ASX Operations Pty Limited (ASXO) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ ASX อีกชั้น

โดยความสัมพันธ์และบทบาทระหว่าง ASXMS ASX ASXO นั้นถูกจัดตั้งขึ้นตาม Supervisory Services Agreement (SSA) โดยที่ทั้ง ACH ASTC และ ASX ต้องรับประกันหน้าที่ของตนในการทำหน้าที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลตลาดการเงิน และส่วนต่างๆ ที่เกี่ยวข้องอย่างเหมาะสมเพียงพอ โดยเฉพาะเรื่องความขัดแย้งทางผลประโยชน์ โดยที่ ASX และ ASXO จะต้องจัดหาแหล่งเงินทุนและทรัพยากรในด้านต่างๆ (แรงงานคน, เครื่องมืออุปกรณ์ และเทคโนโลยี) ให้เพียงพอและเหมาะสมแก่ ASXMS เพื่อให้จะมีกรปฏิบัติงานตามเป้าหมายขององค์กร และกฎหมายที่กำหนด โดยใบรับอนุญาตต่างๆ ต้องมีหน้าที่และความรับผิดชอบตามกฎหมาย

ข้อบังคับของ ASXMS ได้กำหนดให้สามารถตั้งคณะกรรมการได้สูงสุดถึง 9 คน โดยนโยบายของ ASX กำหนดให้มีกรรมการ 5 คน ประกอบด้วย กรรมการที่ไม่ใช่กรรมการบริหารจาก

ASX 3 คน และกรรมการอิสระ* อีก 2 คน โดยคณะกรรมการของ ASXMS จะถูกเสนอชื่อโดย ASX อีกชั้น ก่อนที่ ASIC สามารถถ่วงดุลโดยการ Veto เพื่อให้ความเห็นชอบและเสนอชื่อไปยัง รัฐมนตรีเพื่อรับรองและอนุมัติ โดยมีวาระการดำรงตำแหน่งคราวละ 3 ปี

นอกจากนี้ CSO ซึ่งเป็นผู้บริหารสูงสุดของ ASXMS จะต้องรายงานผลการดำเนินงานต่อ คณะกรรมการของ ASXMS ซึ่งเสนอชื่อโดย CEO ของ ASX ตามข้อตกลงของคณะกรรมการ ASXMS ซึ่งภาวะความรับผิดชอบของ CSO ก็ต้องสร้างความมั่นใจและรับประกันการปฏิบัติงาน ของ ASXMS ให้เกิดความมีประสิทธิภาพ และประสิทธิผลได้ ตามระยะเวลาที่กำหนด โดยต้อง เป็นไปตามหลักการของตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย ในเรื่องของการกำกับดูแล ประกอบไปด้วย

- การกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
- การกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์
- การกำกับบริษัทที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์
- ปฏิบัติให้ครบถ้วนตามบทบาทและหน้าที่ของการ

Regulatory Policy Unit (RPU)²³ ได้รับการจัดตั้งขึ้นเพื่อแยกส่วนงานที่ดูแลเกี่ยวกับการ วางนโยบายด้านการกำกับดูแลออกจากส่วนงานที่ดูแลเรื่องการบังคับตามเกณฑ์การปฏิบัติการ เกี่ยวกับธุรกิจหลักทรัพย์ (Operating Rules) และกฎเกณฑ์อื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง รวมถึงนโยบายการ

* กรรมการอิสระ Independent Director ตามความหมายของ Corporations Act 2001

- (1) บุคคลที่ต้องไม่เป็นกรรมการหรือมีส่วนเกี่ยวข้องในบริษัทในกลุ่ม ASX 2 ปีขึ้นไป
- (2) บุคคลที่ต้องไม่เป็น partner, director, officer and employee ในองค์กรที่เกี่ยวข้อง กับตลาดทุน หรือนิติบุคคลใดๆ ที่มีความเกี่ยวข้องกับ ASX
- (3) บุคคลที่ต้องไม่เป็น director, officer and employee ของ ASX หรือนิติบุคคลใดๆ ที่มีความเกี่ยวข้องกับ ASX
- (4) บุคคลต้องไม่เป็นผู้มีส่วนได้เสียในผลประโยชน์สำคัญของ ASX หรือนิติบุคคลใดๆ ที่มีความเกี่ยวข้องกับ ASX
- (5) บุคคลต้องไม่เป็นคู่สมรส บุพการี หรือบุตรของบุคคลข้างต้น
- (6) บุคคลต้องไม่เป็นผู้ให้คำแนะนำหรือที่ปรึกษาพิเศษของ ASX หรือนิติบุคคลใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับ ASX เป็นเวลา 2 ปี)

²³ Eric Mayne - Group Executive Market Supervision Australian Stock Exchange Limited, ASX Supervision AIRA Conference (24 November 2005), p. 9.

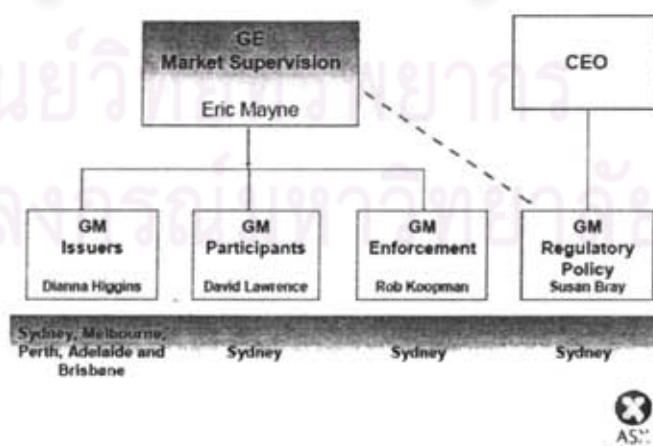
ดำเนินงาน ซึ่ง RPU จะต้องรายงานผลการดำเนินงานโดยตรงไปยัง CEO และคณะกรรมการของ ASX ในเรื่องที่มีหน้าที่ต้องรับผิดชอบ ได้แก่

- พัฒนาและปรับปรุง ASX rules policy
- ตอบสนองนโยบายของภาครัฐ
- เตรียมการแก้ไขกฎเกณฑ์ต่างๆ
- Streamlining Operating Rules

วัตถุประสงค์ของการจัดตั้ง RPU ก็เพื่อเป็นหน่วยงานที่รับประกันและสร้างความมั่นใจให้กับ ASX Board เพื่อทำหน้าที่ให้คำแนะนำในเรื่องแนวทางการตัดสินใจเกี่ยวกับการกำหนดนโยบายต่างๆ ที่มีความสำคัญ และต้องได้รับการอนุมัติและเห็นชอบจาก ASIC และหน่วยงานรัฐก่อนเสมอ

อย่างไรก็ตาม ก่อนที่จะเริ่มต้นร่างนโยบายใดๆ ตามภาระหน้าที่และต้องให้ ASX ทำการตัดสินใจนั้น RPU ต้องมีการปรึกษากับหน่วยงานต่างๆ ก่อน อันได้แก่ Market Supervision เพื่อตั้งประเด็นเกี่ยวกับมาตรการกำกับดูแล ปรึกษา Market Division of ASX ที่จะแนะนำทางปฏิบัติของธุรกิจหลักทรัพย์ รวมถึงหารือกับ ASX Legal and ASIC เพื่อเตรียมร่างเอกสารต่างๆ ซึ่งภายหลังจากที่ได้รับข้อมูลและคำแนะนำต่างๆ พอประมาณแล้ว ก็จะมีการให้คำแนะนำเพื่อเป็นข้อเสนอต่อไปอีกที่ให้แก่ ASX ก่อนตัดสินใจ ซึ่งแน่นอนว่าต้องผ่านการพิจารณาในประเด็นต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับ ASIC และรัฐมนตรีให้ความเห็นชอบ

Market Supervision Division Structure



การแบ่งหน้าที่ในส่วนของการกำกับดูแลโดยมี RPU รายงานโดยตรงต่อ CEO ของ ASX

ASX เป็นตลาดหลักทรัพย์แห่งแรกที่มีการแปรรูปและนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนเป็นแห่งแรกของโลก ซึ่งต้องยอมรับว่ากระบวนการตั้งแต่ต้นยันจบนั้นมีความซับซ้อนเป็นอย่างมาก และใช้เวลาประมาณ 3 ปี นับตั้งแต่ ASX Board ได้จัดตั้งคณะทำงานพิเศษเพื่อพิจารณาเรื่องของการเลือกสัดส่วนความเป็นเจ้าของ และผลลัพธ์ที่ออกมาก็ต้องเป็นไปเพื่อประโยชน์ต่อ ASX และตลาดหลักทรัพย์ที่ ASX ทำหน้าที่กำกับดูแล ซึ่งเป็นจุดยืนที่แข็งแกร่งของ ASX ที่จะต้องตอบรับการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ อย่างไรก็ตาม การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ และนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนของ ASX มีสาระสำคัญ เพื่อแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ โดยกรณีนี้ไม่ได้เริ่มก่อนการจากภาครัฐ และเมื่อ ASX มีเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นเป็นทั้งนิติบุคคล และบุคคลธรรมดาทั่วไปแล้วนั้น มีความจำเป็นต้องให้การปฏิบัติอย่างเท่าเทียมกับ บณบรทัดฐานเดียวกันสำหรับกระบวนการจัดสรรหุ้น โดยการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ไม่รวมถึงการควบคุมกิจการของนิติบุคคลอื่น

ผู้วิจัยเห็นว่า ความจริงที่เป็นบทเรียนพื้นฐานที่สำคัญ คือ หากการประกอบกิจการเพื่อแสวงหากำไรและผลประโยชน์ทางธุรกิจการค้าพาณิชย์ อยู่บนการควบคุมดูแลอย่างพอเพียงเหมาะสม โดยไม่ให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ และเป็นไปโดยยังคงรักษาความเชื่อมั่นให้เกิดต่อผู้ลงทุนโดยถ้วนหน้า อย่างโปร่งใสและเป็นธรรมแล้ว ก็ย่อมทำให้การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพและประสบความสำเร็จในทุกๆ ด้าน

3.3 ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEx)



Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEx)

3.3.1 ความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง

ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงมีการแปรรูปเมื่อปี 2000 เกิดจากการควบรวมของตลาดหลักทรัพย์ และตลาดตราสารอนุพันธ์ โดยมีการจัดตั้งบริษัทแม่ (Holding Company) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ ตลาดหลักทรัพย์, ตลาดตราสารอนุพันธ์ และบริษัทชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ฮ่องกง จากการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าว ทำให้จากเดิมที่เป็นเพียงอุตสาหกรรม

ภายในประเทศ ตอนนี้อยากกลายเป็นตลาดหลักทรัพย์ชั้นนำของโลก และเป็นที่สนใจของนักลงทุนต่างชาติอย่างมาก

ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง Hong Kong Exchanges and Clearing Limited - HKEx ปัจจุบันมีสถานะเป็น Holding Company เริ่มถือกำเนิดขึ้นโดยนโยบายของหน่วยงานทางการเงินและคลังภาครัฐ (the Financial Secretary of Hong Kong)²⁴ ได้มีการประกาศที่จะทำการปฏิรูปตลาดซื้อขายตราสารทุนและสัญญาซื้อขายล่วงหน้าหรือตราสารอนุพันธ์ โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะเสริมสร้างความแข็งแกร่งในการเพิ่มศักยภาพแข่งขันให้มุ่งสู่การเป็นตลาดหลักทรัพย์ระดับโลก (Globalize Market) ซึ่งประกอบด้วยบริษัทย่อย 3 แห่ง ได้แก่ ศูนย์ซื้อขายตราสารทุน The Stock Exchange of Hong Kong Limited (SEHK) ศูนย์ซื้อขายสัญญาล่วงหน้า Hong Kong Futures Exchange Limited (HKFE) และบริษัทศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ฮ่องกง Hong Kong Securities Clearing Company Limited (HKSCC) ภายหลังจากการแปรรูปและควบรวมกิจการจนกลายเป็น Holding Company, HKEx ซึ่งการควบรวมกิจการสำเร็จเมื่อวันที่ 6 มีนาคม 2000 และเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของตัวเองเมื่อวันที่ 27 มิถุนายน 2000

จากการควบรวมกิจการดังกล่าวถือเป็นแนวทางในการพัฒนาอุตสาหกรรมทางการเงินของประเทศให้เป็นศูนย์กลางทางการเงินระดับภูมิภาคเอเชีย เพื่อดึงดูดเงินลงทุนจากทุกภาคส่วนของโลก ซึ่งการที่นำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนก็เกิดขึ้นในปี 2000 ภายหลังจากการรวมตัวกันของตลาดซื้อขายตราสารทุนและตราสารอนุพันธ์ก็เป็นการเปิดโอกาสในการกลายเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีบทบาทในเวทีโลก โดยบทบาทหน้าที่ที่สำคัญของการเป็นศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์และหน่วยงานกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ในขั้นต้น ดูแลทั้งตลาดตราสารทุน และตราสารอนุพันธ์ การกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียน และหลักทรัพย์จดทะเบียน กฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ การชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ รวมถึงการให้บริการด้านต่างๆ เพื่อลูกค้าสถาบันตัวกลาง บริษัทหลักทรัพย์ และสถาบันการเงินต่างๆ

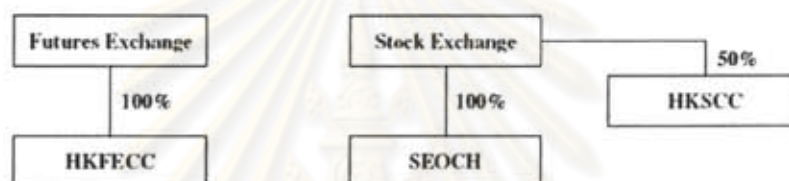
อย่างไรก็ดี HKEx มีหลักการที่ว่าต้องปฏิบัติหน้าที่หรือดำเนินงานเพื่อประโยชน์ต่อส่วนรวมเป็นสำคัญ ในการรับประกันว่าจะรักษาความเป็นระเบียบ ความเป็นธรรมให้เกิดขึ้นในตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งความเสี่ยงหรือปัญหาต่างๆ ก็จำเป็นต้องถูกจัดการให้เรียบร้อย ซึ่งนอกจาก

²⁴ Law and Policy in International Business, Demutualization of organized securities exchanges in Hong Kong: the great leap forward, 1 January 2002.

การที่จะพยายามให้มีการเข้าลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มากที่สุดแล้ว HKEx ก็ต้องทำงานโดยดูแลอย่างใกล้ชิดในเรื่องของการกำกับดูแลตลาดตราสารทุนและตลาดซื้อขายล่วงหน้า ร่วมกับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (Securities and Futures Commission - SFC) หน่วยงานอิสระต่างๆ ที่มีหน้าที่ความรับผิดชอบตามกฎหมาย ทั้งหมดทั้งหมดก็เพื่อที่จะพัฒนาประสิทธิภาพและเสริมสร้างศักยภาพให้เกิดขึ้นแก่ตลาดหลักทรัพย์

ช่วงก่อนการควบรวมกิจการ (Pre-Merger Period)

ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ 2 แห่ง และสำนักหักบัญชี 3 แห่ง: ในช่วงปี 1986 ซึ่งเป็นช่วงก่อนการควบรวมกิจการในปี 2000 โครงสร้างของตลาดทุน ตลาดซื้อขายล่วงหน้า และสำนักหักบัญชีก็ได้ถูกก่อตั้งขึ้น โดยการแยกหน้าที่การดำเนินงานอย่างชัดเจน ตามที่ปรากฏดังรูป



1) ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ฮ่องกง - The Stock Exchange of Hong Kong (SEHK)

SEHK เริ่มต้นประกอบธุรกิจเมื่อเดือนเมษายน 1986 จากการรวมตัวกันของศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ท้องถิ่น 4 แห่งในฮ่องกง โดยวัตถุประสงค์ในการจัดตั้งก็เพื่อเป็นศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์และเป็นองค์กรกำกับดูแลธุรกิจตลาดทุนในขั้นต้น (Front-line, SRO organization) อันเป็นส่วนหนึ่งของกฎหมาย The Stock Exchanges Unification Ordinance 1980²⁵ ซึ่งในเวลานั้นได้กำหนดให้ SEHK ผูกขาดการเป็นตลาดหลักทรัพย์แต่เพียงแห่งเดียวที่ได้รับการรองรับในการจัดตั้งโดยชอบด้วยกฎหมายจากรัฐบาล ทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางการซื้อขาย และรักษาการเป็นตลาดที่โปร่งใส เป็นธรรมและมีความเป็นระเบียบเรียบร้อย

ส่วนการจัดตั้ง SEHK นั้นได้ถูกจัดตั้งขึ้นตามกฎหมายว่าด้วยบริษัท (Companies Ordinance)²⁶ โดยกำหนดเรื่องของการกำหนดทุนและจัดสรรหุ้น ด้วยทุนจดทะเบียน 1200 หุ้น 1 หุ้นละ 1 เหรียญฮ่องกง ซึ่งเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกนั้นย่อมได้รับการจัดสรรอย่างน้อย 1 หุ้น เพื่อเป็นเจ้าของกิจการร่วม (1 หุ้นต่อ 1 สิทธิความเป็นเจ้าของ) และ

²⁵ The Stock Exchanges Unification Ordinance 1980 มาตรา 2(1).

²⁶ Companies Ordinance 1932 (last version 1997) มาตรา 2 A.

ได้รับเอกสิทธิ์ในการเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งมีจำนวนหุ้นทั้งหมด 929 หุ้นที่จัดสรรให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ ที่ทำหน้าที่เป็นผู้ค้าหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถบ่งบอกถึงสิทธิ (seat) ของบริษัทหลักทรัพย์ที่เคยซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 4 แห่งก่อนการรวมกิจการกันในปี 1988 ในขณะที่นิติบุคคลใดจะเข้าร่วมในธุรกิจของตลาดหลักทรัพย์ ก็จำเป็นต้องได้รับสิทธิการเป็นสมาชิกจากสมาชิกปัจจุบัน เจกเช่นเดียวกับองค์กรที่ประกอบด้วยสมาชิกทั้งหลาย การจัดสรรความเป็นสมาชิกที่จำกัดความรับผิดชอบสร้างมูลค่าให้เกิดขึ้นแก่ที่นั่งของสมาชิก โดย SEHK ถูกกำกับดูแลและปกครองโดยสภาองค์กร (The Council) ซึ่งประกอบด้วยเสียงข้างมากก็คือบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของ SEHK

2) ศูนย์ซื้อขายสัญญาล่วงหน้า - Hong Kong Futures Exchange Limited (HKFE)

HKFE จัดตั้งขึ้นเมื่อปี 1976 และได้รับใบอนุญาตจากรัฐให้ประกอบธุรกิจการเป็นตลาดหลักทรัพย์ประเภทบริษัทเอชเอ็น (the Exchange Company) เพื่อประกอบกิจการเกี่ยวกับสินค้าเกษตรตาม Commodities Trading Ordinance โดยมีสมาชิกประมาณ 135 ราย และอยู่ภายใต้การบริหารของคณะกรรมการจำนวน 12 คน

3) Hong Kong Securities Clearing Company Limited (HKSCC)

สถานะเป็นบริษัทที่สร้างขึ้นตามกฎหมาย โดยมีรัฐบาลเป็นประกัน (Company limited by guarantee) โดยมี SEHK และธนาคารพาณิชย์ต่างๆ เป็นเจ้าของฝ่ายละครั้ง โดยสมาชิกของ SEHK จะต้องเป็นบุคคลที่มีความเกี่ยวข้องกับ HKSCC ด้วย โดยหน้าที่หลักๆ ก็คือปฏิบัติการเป็นศูนย์กลางการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ รวมถึงการรับฝากหลักทรัพย์ การเก็บรักษาหลักทรัพย์สิน และตัวแทนสำหรับการซื้อขายใน SEHK ด้วย

4) HKFE Clearing Corporation Limited (HKFECC)

HKFECC จัดตั้งเป็นบริษัทที่ถือหุ้นโดย HKFE เต็มจำนวน โดยทำหน้าที่เป็นศูนย์หักบัญชีให้กับ HKFE และทำหน้าที่ชำระและรับชำระราคาให้กับคู่สัญญาทุกรายของ HKFE ด้วย

5) SEHK Options Corporations House Limited (SEOCH)

SEOCH จัดตั้งเป็นบริษัทที่ถือหุ้นโดย SEHK เต็มจำนวน จัดตั้งขึ้นเพื่อรองรับการเป็นสำนักหักบัญชีให้กับ SEHK โดยทำหน้าที่เป็นคู่สัญญาให้กับบริษัทสมาชิกในการซื้อขายหลักทรัพย์ รวมถึงคำนวณหาส่วนต่างของราคา รวมถึงกระบวนการใช้สิทธิต่างๆ

3.3.2 มูลเหตุและความสำคัญของการแปรรูป

จากวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในปี 1997 ภาครัฐฮ่องกงก็ได้มีการประกาศนโยบายถึงความจำเป็นจะต้องมีการรวมตัวกันระหว่างตลาดตราสารทุน และตลาดซื้อขายล่วงหน้า (Comprehensive) เพื่อเพิ่มความมีประสิทธิภาพในการแข่งขันให้มากขึ้น เพื่อเป้าหมายของการเป็นตลาดหลักทรัพย์ระดับโลก ในการช่วยขับเคลื่อนความเจริญก้าวหน้าทางเทคโนโลยี และเพื่อการเข้ามาลงทุนของผู้ลงทุนประเภทต่างๆ

การปฏิรูปโครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง เริ่มจากกระบวนการแปรรูป และควบรวมกิจการของ 2 ตลาดหลักทรัพย์ และ 3 สำนักหักบัญชี ซึ่งกระบวนการดังกล่าวต้องผ่านการอนุมัติเห็นชอบจากสมาชิกเดิมของตลาดหลักทรัพย์ก่อนที่จะดำเนินการแปรรูปและควบรวมกิจการขององค์กรหรือบริษัททั้งหมดเมื่อเดือนกันยายน 1999 ซึ่งแน่นอนว่าการที่จะควบรวมบริษัททั้ง 5 ดังกล่าวนั้น ต้องผ่านการอนุมัติรับรองจากสมาชิกทั้งนายหน้าค้าหลักทรัพย์ประเภทตราสารทุน และตราสารอนุพันธ์ทั้งหมด ซึ่งจะต้องกลายเป็นผู้ถือหุ้นด้วยเมื่อเปลี่ยนโครงสร้าง โดยกำหนดให้ 1 หุ้นแทน 1 สิทธิในการซื้อขายหลักทรัพย์ (1 Share 1 Trading Right) โดยจะไปรวมกับจำนวนหุ้นใหม่หลังผ่านการแปรรูปแล้ว อย่างไรก็ตาม สมาชิกสามารถขายหุ้นของตนให้กับบริษัทหรือหน่วยงานอื่นได้ที่ราคาใหม่ ซึ่งข้อเสนอดังกล่าวย่อมเป็นทางออกที่เข้าข่าย win-win สำหรับทุกสมาชิก

เหตุผลสำคัญของการแปรรูป

Global Evolution ตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งได้ทำการปรับโครงสร้าง จากผลพวงของความเจริญก้าวหน้าและเติบโตอย่างรวดเร็วในธุรกิจหลักทรัพย์ท่ามกลางโลกยุคโลกาภิวัตน์ โดยเฉพาะการแข่งขันในภาคธุรกิจเดียวกันที่รุนแรงมากขึ้นเรื่อยๆ ซึ่งปัจจัยต่างๆ ที่ทำให้ต้องมีการเปลี่ยนแปลง ได้แก่

1. ความเจริญก้าวหน้าทางเทคโนโลยี
2. การเคลื่อนย้ายเงินลงทุน และการเข้าทำธุรกิจของนักลงทุนต่างชาติ ซึ่งต้องโปร่งใสและมีความคล่องตัว
3. ต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการดำเนินการที่ต่ำ
4. มีสินค้าและบริการที่หลากหลาย
5. การกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใสและเป็นธรรม
6. การรวมตัวทางธุรกิจ หรือการควบรวมกิจการ

การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง โดยการเปลี่ยนโครงสร้างจากองค์กรที่ไม่ได้แสวงหากำไร กลายเป็นบริษัทที่มีผู้ถือหุ้น และประกอบกิจการเพื่อหวังผลประโยชน์ โดยโครงสร้างใหม่จะต้องมีการโอนย้ายความเป็นเจ้าของจากเดิมที่มี "เก้าอี้หรือที่นั่ง (Access Seat)" ของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งแสดงสิทธิการซื้อขายออกไป นั่นคือจะต้องมีการแยกจากกันระหว่าง "สิทธิความเป็นเจ้าของ" ออกจาก "สิทธิในการซื้อขาย" (Separation of Ownership Right and Trading Right) ทำให้บริษัทใดที่สิทธิเป็นนายหน้าซื้อขายหรือค้าหลักทรัพย์ อาจไม่จำเป็นต้องมีความเป็นเจ้าของ หรือมีอำนาจในการบริหารตลาดหลักทรัพย์เสมอไป โดยวัตถุประสงค์และหลักการสากลของการเป็นบริษัทมหาชนนั้นก็คือการทำกำไรให้ได้มากที่สุด ไม่ว่าจะขนาดหรือเงินทุนของบริษัทจะมากหรือน้อยก็ตาม เพื่อรักษาผลประโยชน์จากการลงทุนของผู้ถือหุ้น ซึ่งย่อมเป็นแรงกดดันของทีมงานที่ทำหน้าที่บริหารและกำหนดนโยบายขององค์กร ซึ่งแน่นอนว่าบริษัทที่หวังผลประโยชน์จากกำไรนั้น จะต้องปรับตัวให้เข้ากับสภาพแวดล้อมและสถานการณ์ให้ได้ดีที่สุด

จากการดำรงสถานะของบริษัทมหาชนจดทะเบียนนั้น จะต้องอยู่ภายใต้กฎเกณฑ์และระเบียบวินัยของอย่างเคร่งครัด เนื่องจากต้องรับมือกับสภาพแรงกดดันจากการแข่งขันทางธุรกิจกับบริษัทอื่นๆ ที่ประกอบธุรกิจที่คล้ายคลึงกัน ซึ่งเมื่อแปรรูปให้กลายเป็นบริษัทมหาชนนั้น ก็มีความจำเป็นต้องดำเนินกิจการในทางธุรกิจ และระดมทุนให้มากที่สุด รวมถึงการพัฒนาเทคโนโลยีของบริษัทให้เจริญก้าวหน้าอยู่ตลอดเวลา โดยการแปรรูปนั้นมีผลตอบรับเพื่อจะสามารถพัฒนาทั้งด้านธุรกิจและการกำกับดูแลไปได้พร้อมๆ กัน นั่นคือ

(1) การแบ่งแยกสิทธิของความเป็นเจ้าของ สิทธิการซื้อขาย และอำนาจในการบริหารออกจากกัน (Separation of Ownership Trading Right and Management Control)

(2) การขจัดความไม่มีประสิทธิภาพและลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ กรณีที่จำเป็นต้องตัดสินใจในเรื่องที่เกี่ยวกับการดำเนินงานใดๆ

(3) ดำเนินการใดๆ เพื่อให้ความสะดวกต่อการระดมทุน และสร้างพันธมิตร รวมถึงการควบรวมกิจการ

โครงสร้างองค์กรที่เปลี่ยนแปลงภายหลังการแปรรูป

เดิม: องค์กรก่อผลประโยชน์ร่วมกัน ซึ่งมีสถานะเป็นบริษัทจำกัด (Company limited by shares operates as a mutual organization)

โดยทั่วไปแล้ว ตลาดหลักทรัพย์ก็จะมีโครงสร้างทางกฎหมายอยู่สองประเภท คือบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้น และบริษัทที่มีกฎหมายรองรับสถานะของนิติบุคคลดังกล่าว (Company limited

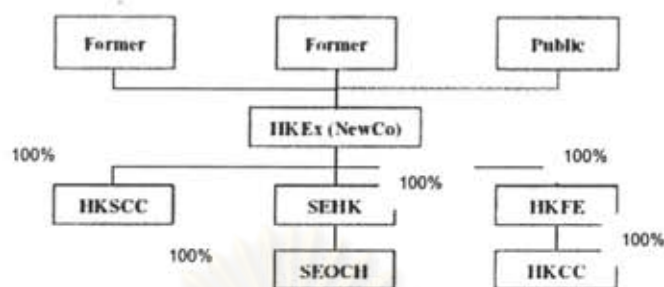
by shares and Company limited by guarantee) ซึ่งเดิม ตลาดหลักทรัพย์ของฮ่องกงอยู่ในรูปของบริษัทที่มีโครงสร้างความเป็นเจ้าของโดยการถือหุ้นในสัดส่วนต่างๆ กัน ในขณะที่การดำเนินงานและลักษณะเฉพาะขององค์กรนั้นจะเป็นไปในลักษณะองค์กรที่ทำหน้าที่ก่อผลประโยชน์ร่วมกัน (Cooperative or mutual enterprise)

ลักษณะเฉพาะขององค์กรก่อผลประโยชน์ร่วมกัน โดยมีกลุ่มสมาชิกขององค์กรเป็นเจ้าของร่วมกันนั้น (Mutually-owned exchange) โดยทั่วไปแล้วการดำเนินงานจะค่อนข้างมีความสัมพันธ์และประสานงานกับหน่วยงานของรัฐอยู่เสมอ ซึ่งโดยส่วนใหญ่แล้ว เจ้าขององค์กร (Owners of Enterprise) บุคคลผู้มีอำนาจตัดสินใจกำหนดนโยบายการดำเนินงาน (Decision-makers) และบุคคลผู้รับประโยชน์หรือใช้บริการจากธุรกิจขององค์กร (Direct Users) มักเป็นบุคคลกลุ่มเดียวกัน (the same persons) ซึ่งกรณีของตลาดหลักทรัพย์ในรูปแบบเดิม บุคคลดังกล่าวย่อมหมายถึงบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก (Member Brokerage Firms) ซึ่งมีอำนาจในการตัดสินใจออกเสียงลงคะแนน ก็เป็นไปตามคะแนนที่ว่าสมาชิกหนึ่งรายมีสิทธิ 1 เสียง 1 โหวต โดยส่วนมากมีการจัดตั้งคณะกรรมการหรือสมาคมเพื่อเป็นองค์กรกลางในการหยั่งเสียงเพื่อกำหนดผลประโยชน์ของสมาชิกร่วมกัน อย่างไรก็ตาม สิทธิต่างๆ เหล่านี้ โดยเฉพาะสิทธิความเป็นเจ้าของ มิสามารถโอนหรือสิ้นสุดกันได้เพียงการยกเลิกความเป็นสมาชิกกัน ตลาดหลักทรัพย์ในรูปแบบเดิมก่อนการแปรรูปก็ได้เป็นองค์กรสาธารณะ และเจ้าของผู้ถือหุ้นก็อยู่ในวงจำกัดเฉพาะบริษัทหลักทรัพย์ ซึ่งตัวแทนที่ได้รับการแต่งตั้งเป็นคณะกรรมการบริษัทส่วนใหญ่ก็มาจากสมาชิกและดำเนินงานเพื่อผลประโยชน์ของตนเองเป็นสำคัญ

อย่างไรก็ดี จากการดำเนินงานด้วยโครงสร้างองค์กรในลักษณะนี้ ก็ย่อมต้องถูกคาดหวังให้ทำหน้าที่ของการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ ที่เกี่ยวกับการรับหลักทรัพย์จดทะเบียน การปฏิบัติงานของบริษัทหลักทรัพย์ ในขณะที่ตัวตลาดหลักทรัพย์ก็จะอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐอีกชั้นหนึ่ง

โครงสร้างองค์กรรูปแบบใหม่: เดือนมีนาคม 2000 ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงและบริษัทในกลุ่มได้รับการแปรรูปและมีการควบรวมกิจการกัน โดยโครงสร้างขององค์กรภายหลังการแปรรูปจะมีสภาพเป็นตลาดหลักทรัพย์ใหม่ที่เกิดจากการรวมตัวกัน (Integrated Exchange) ซึ่งจะประกอบไปด้วย SEHK, HKFE และ HKSCC ที่มีสถานะกลายเป็นบริษัทลูกของ HKEx โดยการถือหุ้นเต็ม 100% ซึ่ง HKEx ได้ถูกจัดตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 6 มีนาคม 2000 ภายใต้กฎหมายที่ออกขึ้นใหม่ the

Exchange and Clearing Houses (Merger) Ordinance* โดยโครงสร้างของ HKEx Group เป็นดังนี้



อย่างไรก็ดี การปรับโครงสร้างใหม่นั้นจะประสบความสำเร็จได้ ก็ต่อเมื่อมีการจัดวางโครงสร้างการบริหารที่เหมาะสมต่อองค์กร และสามารถตอบสนองวัตถุประสงค์ของการเป็นองค์กรทางธุรกิจเพื่อการพาณิชย์ได้ตรงตามเป้าหมาย โดยยังคงสามารถทำหน้าที่กำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ และบุคคลที่เกี่ยวข้องต่างๆ ได้อย่างมีประสิทธิภาพ (การมี Check and Balance ก็เป็นอีกหนึ่งมาตรการที่ช่วยบริหารจัดการเกี่ยวกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ได้) นอกจากนี้หุ้นเดิมของ SEHK and HKFE ก็จำเป็นต้องถูกยกเลิกไปด้วย

การจดทะเบียนหลักทรัพย์ของ HKEx

HKEx ได้มีการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของตัวเองเมื่อวันที่ 27 มิถุนายน 2000 ซึ่งสมาชิกเดิมแต่ละรายจะได้รับข้อเสนอให้รับเงินจำนวน 3.88H\$ กับการแลกต่อ 1 หุ้น โดยจำนวนค่าหุ้นที่มีการจำกัดไว้ให้กับสมาชิกเดิมทั้งของ SEHK and HKFE อยู่ที่ 935.2 และ 400.8 million\$H (70:30)²⁷

แต่เดิมนั้น SEHK เป็นหน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ (ด้านหน้า) เพื่อทำหน้าที่อนุมัติว่าจะรับหลักทรัพย์ของนิติบุคคลใดเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แต่ภายหลังการแปรรูปแล้ว ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ย่อมต้องเกิดขึ้นกรณีที่ HKEx ในฐานะ Holding

* The Exchange and Clearing Houses (Merger) Ordinance (ต่อมาถูกยกเลิก และบทบัญญัติต่างๆ ที่เกี่ยวข้องไปอยู่ในกฎหมาย SECURITIES AND FUTURES ORDINANCE).

²⁷ Lawrence Folk, Asian Development Bank, Demutualization of Stock Exchanges Problems, Solutions and Case Studies (2002), p. 244.

Company ต้องการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นบริษัทลูกของตัวเอง ซึ่งโดยปกติทั่วไปแล้ว จะต้องผ่านการอนุมัติเห็นชอบโดยมติของจากกรรมการอิสระที่ทำหน้าที่แทนกลุ่มผู้บริหารและกลุ่มผู้ถือหุ้นของ HKEx แต่สำหรับกรณีนี้ Securities and Futures Commission (SFC) หรือหน่วยงานจะเป็นผู้ดำเนินการและดูแลการเข้าจดทะเบียนหลักทรัพย์ของ HKEx แทน SEHK ด้วยตัวเอง (ราคาหุ้นของ HKEx ขึ้นไปแตะสูงสุดที่ HK\$18.95 ซึ่งมีมูลค่าสูงเป็นสี่เท่าของมูลค่าประเมินในช่วงระหว่างที่มีการแปรรูปและควบรวม และจำนวนพนักงานเมื่อรวมทุกหน่วยงานแล้วลดลงจาก 1050 to 860 คนในปัจจุบัน)

คณะกรรมการของ Hong Kong Exchange and Clearing Limited (HKEx)*

คณะกรรมการของ HKEx จะต้องมีการดำเนินการตามนโยบายในด้านต่างๆ อย่างจริงจัง ซึ่งประกอบด้วยกำหนดยุทธศาสตร์ทางธุรกิจการเงิน มาตรการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ การบริหารจัดการความเสี่ยง รวมถึงการดำเนินงานด้านธุรกิจต่างๆ โดยจำนวนของคณะกรรมการชุดนี้มีจำนวนทั้งสิ้น 15 คน โดยผู้แทนจำนวน 14 คนต้องไม่ได้มาจากการเป็นผู้บริหารของตลาดหลักทรัพย์ แต่เป็นตัวแทนจากองค์กรที่เกี่ยวข้องต่างๆ (8 คนจาก the Financial Secretary of the Government of the Hong Kong หรือที่เราเรียกกรรมการกลุ่มนี้ว่า “กรรมการดูแลผลประโยชน์ของสาธารณะ Public Interest Director” ส่วนอีก 6 คนที่จะทำหน้าที่ดูแลฝ่ายผู้ถือหุ้นขององค์กร หรือที่เราเรียกว่า “กรรมการดูแลผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น Shareholders Return Director” เมื่อพิจารณาจากผู้แทนและจำนวนของกรรมการแล้ว ก็คงจะต้องมีการพิจารณาแต่งตั้งคณะอนุกรรมการเพื่อทำหน้าที่ตัดสินใจในขั้นตอนของการปฏิบัติงานตามส่วนต่างๆ เพื่อความสะดวกในการบริหารจัดการต่อไป

การดำเนินงานภาคธุรกิจของตลาดหลักทรัพย์ (Business Perspective)

นอกจากการที่ HKEX จะมีหน้าที่ดำเนินกิจการเพื่อรักษาและคุ้มครองผลประโยชน์ของสาธารณะชนหรือนักลงทุนทั่วไปแล้ว วัตถุประสงค์สำคัญอีกประการของ HKEX ภายหลังจากแปรรูป ก็คือการดำเนินธุรกิจและสร้างผลประโยชน์หรือกำไรตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นของ HKEx ให้ได้มาก

* คณะกรรมการถูกเสนอชื่อและแต่งตั้งโดย the Financial Secretary of Hong Kong กำหนดตามมาตรา 77 ของ the Securities and Futures Ordinance:

<http://www.hkex.com.hk/exchange/orglist/boarddirect.htm>

ที่สุด เพื่อตอบโจทก์หรือเป้าหมายในแต่ละส่วนอย่างถูกต้องและส่งผลสำเร็จได้ ซึ่งแต่ละส่วนก็ต้องมีการประชาสัมพันธ์เกี่ยวกับสินค้าและบริการต่างๆ เพื่อให้ผู้ลงทุนหรือลูกค้าสนใจ และมีความเชื่อมั่นในตลาด ได้แก่ Cash Business Unit, Derivatives Business Unit, E-Business and Information Unit

3.3.3 ขั้นตอนการแปรรูปและการควบรวมกิจการ

จากที่ The Financial Secretary of Hong Kong ประกาศว่าจะต้องมีการปฏิรูปตลาดหลักทรัพย์ ทั้งเรื่องของโครงสร้างองค์กร การแก้ไขกฎหมาย และมาตรการเพื่อขจัดและป้องกันความเสี่ยงต่างๆ ซึ่งโปรแกรมต่างๆ ที่ต้องดำเนินการประกอบด้วย

1. การปรับเปลี่ยนโครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์ในเบื้องต้นหรือขั้นพื้นฐาน โดยการแปรรูปให้กลายเป็นบริษัทมีผู้ถือหุ้น และจัดการควบรวมกิจการของตลาดหลักทรัพย์ และสำนักหักบัญชีเดิมเข้าด้วยกัน
2. ส่งเสริมเพิ่มเติมโครงสร้างทางการเงิน เพื่อพัฒนาระบบการบริหารจัดการความเสี่ยงด้านต่างๆ ลดต้นทุนการดำเนินการ แต่ยังคงประกอบกิจการอย่างมีประสิทธิภาพ
3. ปรับปรุงหรือปฏิรูปโครงสร้างกฎหมาย และมาตรการการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ เพื่อสร้างความแข็งแกร่งให้กับโครงสร้างการกำกับดูแล และการคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ลงทุนและบุคคลที่เกี่ยวข้องในตลาดหลักทรัพย์

ปัจจุบัน HKEx ได้นำหลักทรัพย์ของตัวเองเข้าจดทะเบียนและดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ในบริษัทลูกของตัวเอง (SEHK - Wholly Own Subsidiary) ซึ่งทำให้ HKEx กลายเป็นบริษัทแม่ของทั้ง SEHK, HKFE และกลุ่มสำนักหักบัญชีทั้งหมด โดยนอกจากการที่ HKEx Group จะทำหน้าที่กำกับดูแลธุรกิจแล้ว ภาครัฐก็จะเป็นผู้กำกับดูแลเช่นเดียวกัน ซึ่งทั้งตลาดหลักทรัพย์บริษัทหักบัญชี รวมถึงผู้ที่ทำหน้าที่ให้คำแนะนำและเป็นที่ปรึกษาของทุกองค์กร ก็จะถูกอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ SFE อีกทอด

การสนับสนุนหรือมีส่วนเกี่ยวข้องจากภาครัฐ

SFE ได้มีการกำหนดนโยบายเกี่ยวกับการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ และบัญญัติโดยรัฐบาลฮ่องกง ตามลำดับดังนี้

3 มีนาคม 1999: the Financial Secretary ประกาศข้อเสนอและกำหนดนโยบายการปฏิรูปตลาดทุนพร้อมงบประมาณในการดำเนินการ

30 กันยายน 1999: บริษัทสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์เดิมจำนวนทั้ง 2 แห่งตกลงลงมติออกเสียงโดยเห็นชอบในหลักการแปรรูปและควบรวมกิจการของ SEHK และ HKFE

31 มีนาคม 2000: ตรากฎหมายเพื่อรองรับการแปรรูปดังกล่าว

30 กันยายน 2000: HKEx เข้าจดทะเบียนหลักทรัพย์ในSEHK

ขั้นตอนสำคัญอีกประการ ก็คือกลุ่มสมาชิกต้องออกเสียงอนุมัติการแปรรูป 75% ขึ้นไปตามที่ระบุในข้อตกลง อย่างไรก็ตาม หลักการสำคัญที่ต้องกำหนดในกฎหมายที่จะบัญญัติหรือเปลี่ยนแปลงแก้ไข คือ กระบวนการแปรรูปต้องดำเนินการอย่างโปร่งใสและเป็นธรรม สอดคล้องตามกฎหมายและหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สะท้อนบทบาทของการเป็นผู้คุ้มครอง ดูแลผลประโยชน์ของสาธารณะโดยสมบูรณ์

ประการสำคัญของการแปรรูปแล้วไม่ก่อให้เกิดปัญหาในภายหลังกนั้น สมาชิกเดิมต้องทำการแลกเปลี่ยนหุ้นเดิมกับหุ้นใหม่ของ HKEx ให้ถูกต้องตามสัดส่วนที่กำหนด และตามราคาหุ้นที่ประเมินแล้ว ซึ่งในขั้นตอนนี้จะต้องมีกระบวนการประเมินและกำหนดมูลค่าของหุ้นใหม่ ซึ่งความจริงแล้วกลุ่มสมาชิก และตลาดหลักทรัพย์ควรจะต้องปรึกษาและตกลงกันก่อนด้วยกันทุกฝ่ายก่อนที่จะทำการประเมินราคาอีกครั้ง จนสุดท้ายแล้วได้ข้อเสนอที่จะจัดสรรมูลค่าหุ้นของสองบริษัทเดิม

กระบวนการแปรรูปและควบรวมกิจการนั้น ต้องดำเนินการภายใต้กฎหมายว่าด้วยบริษัทด้วย Companies Ordinance และระเบียบวิธีปฏิบัติต่างๆ ทั้ง Takeover Codes และขั้นตอนการจัดตั้งหน่วยงานกำกับดูแล ดังนี้

1) ต้องมีการออกเสียงอนุมัติเห็นชอบของสมาชิกนั้น ต้องเป็นเสียงข้างมากไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดที่มีสิทธิออกเสียง

2) เมื่อผลการลงมติได้ผ่านความเห็นชอบแล้ว ก็ต้องยื่นข้อเสนอการดำเนินการดังกล่าวยังศาลเพื่อให้ออกคำสั่งซึ่งมีผลบังคับตามกระบวนการและขั้นตอนดังกล่าวที่มีการตกลงกัน รวมถึงเงื่อนไขอื่นๆ ที่เกี่ยวกับการรวมกิจการ (อย่างเช่นการรับรองความเป็นสมาชิกของ HKSCC, SEHK's clearing house)

3) การบัญญัติกฎหมายและกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องอย่างเหมาะสม เพื่อทำการแก้ไขบทบัญญัติที่มีอยู่เดิม เพื่อให้การดำเนินการแปรรูปและควบกิจการของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ ภายใต้บริษัทใหม่ให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ และสามารถดำเนินงานได้ในทางปฏิบัติ



Hong Kong Exchanges and Clearing Limited

Former
SEHK members

Former
HKFE members

Public



3.3.4 การออกกฎหมาย และกฎเกณฑ์ต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง

The Exchange and Clearing Houses (Merger) Ordinance²⁹

กฎหมายฉบับนี้ได้ถูกบัญญัติขึ้นในเดือนกุมภาพันธ์ 2000 ก่อนที่จะมีการดำเนินการแปรรูปและควบรวมกิจการในอีกเดือนถัดมา โดยวัตถุประสงค์ของกฎหมาย โดยเฉพาะบทบัญญัติของกฎหมายการควบรวม (Merger Ordinance) กำหนดกรณีที่ HKEEx จะทำการจดทะเบียนหลักทรัพย์ เป็นบริษัทจดทะเบียนโดยมีหน้าที่ต้องมีหน้าที่ปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ และจะสามารถจดทะเบียนได้ต่อเมื่อ SFC เห็นชอบตามกระบวนการที่กฎหมายกำหนด ดังนี้

Section 13: กำหนดกรณีที่ HKEEx จะทำการจดทะเบียนหลักทรัพย์ เป็นบริษัทจดทะเบียนโดยมีหน้าที่ต้องมีหน้าที่ปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ และจะสามารถจดทะเบียนได้ต่อเมื่อ SFC เห็นชอบ และมีอำนาจในการเข้ากำกับดูแลให้ HKEEx ทำหน้าที่ของตนตามกฎเกณฑ์ที่กำหนดด้วย

Section 13(2): กำหนดให้ SFC นั้นมีหน้าที่นอกเหนือจากการกำกับดูแล HKEEx เรื่องต่างๆ ก็ยังต้องจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นระหว่าง ผลประโยชน์ของ HKEEx ในฐานะที่เป็นบริษัทจดทะเบียน กับ บริษัทที่ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลควบคุมตลาดหลักทรัพย์

²⁸ Stock and Securities Commission <http://www.sfc.hk>.

²⁹ The Exchange and Clearing Houses (Merger) Ordinance มาตรา 13.

(Controller) รวมถึงบริษัทอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง (Relevant Company) กับผลประโยชน์ของการกำกับดูแลบริษัทอื่นๆ ตามความเหมาะสม (ตามที่กำหนดใน Section 34 of the Stock Exchange Unification Ordinance) นอกจากนี้ หลังจากการควบรวม และจัดโครงสร้างใหม่ทั้งหมดก็ได้มีการแบ่งหน้าที่กัน เพื่อไม่ให้เกิดความเหลื่อมล้ำซ้ำซ้อนกันระหว่างหน้าที่ของ SFC และ HKEx ในการกำกับดูแลกลุ่มบุคคลต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง

Section 13(4): มอบอำนาจให้สำนักงานฯ มีอำนาจและบทบาทหน้าที่ภายใต้ขอบเขตที่กำหนด

นอกจากนี้ ยังมีประเด็นของการเป็น Recognition of Exchange (SEHK) Controller หรือการรับรองสถานะของผู้ที่มีอิทธิพลหรือมีอำนาจควบคุมการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์และสำนักหักบัญชี (Exchange Controller) โดยตาม Section 3 ของกฎหมายฉบับนี้กำหนดข้อห้ามบุคคลใดๆ ในการเป็น Exchange Controller ของตลาดหลักทรัพย์ หากมิได้มีการรับรองสถานะเป็น Recognized Exchange Controller (REC) จากสำนักงาน SFC สำหรับคุณสมบัตินั้นนั้น จะต้องเป็นบุคคลคนเดียว หรือรวมกันเป็นกลุ่มหรือสมาคมที่สามารถมีสิทธิออกเสียงมากกว่า 35% ขึ้นไปในวาระการประชุมทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นหน้าที่ของสำนักงาน SFC ในการกำหนดคุณสมบัติและเงื่อนไขเพื่อรับรองการเป็น REC โดยทางการเงิน (the Financial Secretary) ก็ จะกำหนดข้อยกเว้นของคุณสมบัติต่างๆ อีกด้วย ซึ่งหากใครฝ่าฝืนย่อมมีโทษทางอาญา โดยในเบื้องต้นกฎเกณฑ์หรือข้อปฏิบัติที่กำหนดให้ HKEX เริ่มเป็น REC (ซึ่ง HKEx ย่อมได้รับการรับรองเป็น Exchange Controller แน่นนอนตามมาตรา 59 (2) ของกฎหมายดังกล่าว)

Section 4-6 ได้กำหนดวิธีการยกเลิกหรือถอดถอนการรับรองสถานะของ REC และกำหนดว่าบุคคลที่จะเป็น ผู้มีอำนาจควบคุมการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มเสียงข้างน้อยจะต้องได้รับรองหรือเห็นชอบจากสำนักงาน โดยการหารือกับทางการก่อน โดยกำหนดคุณสมบัติว่าต้องเป็นบุคคลคนเดียวหรือรวมกับบุคคลอื่นที่สามารถใช้สิทธิในการออกเสียงเพื่อลงมติกรณีประชุมเรื่องปกติทั่วไปไม่น้อยกว่า 5% และเช่นเดียวกัน หลักการอื่นๆ ให้เหมือนกับบทบัญญัติข้างต้น

Section 8 จะกำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบของ REC และตัวตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นตัวรับประกันความเป็นธรรม ความเป็นระเบียบของศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์แห่งนี้ และสามารถจัดการกับความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นได้ โดยเฉพาะการปฏิบัติงานต่างๆ ต้องคำนึงถึง

ผลประโยชน์ของส่วนรวมเป็นสำคัญ หลักการง่าย ๆ คือ ผลประโยชน์ของส่วนรวมย่อมอยู่เหนือผลประโยชน์อื่นใดขององค์กร และการกระทำใดๆ ที่ทำด้วยความสุจริต และเป็นไปเพื่อประโยชน์ของส่วนรวม จะไม่ตกอยู่ภายใต้ความรับผิดชอบแต่ประการใด

The Stock Exchange Unification Ordinance

Section 34: กำหนดมาตรการจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์เท่าที่เป็นไปได้ กรณีที่ HKEx เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของตัวเอง

3.3.5 โครงสร้างการกำกับดูแล

การกำหนดโครงสร้างการกำกับดูแลใหม่ที่เกิดขึ้น โดยเฉพาะบทบาทหน้าที่การกำกับดูแลร่วมกันระหว่าง SFC และ HKEx ในบทบาทหน้าที่หรือฟังก์ชันหลักๆ 3 ส่วน³⁰ ได้แก่ Market Surveillance, Intermediaries Supervision และ Listing and Corporate Finance Function ซึ่งแนวทางดำเนินการที่ดีที่สุดเพื่อไม่ให้เกิดความขัดแย้งที่เป็นปัญหาสำคัญ คือการวางแผนโครงการหรือจัดตั้งหน่วยงานทางธุรกิจเกี่ยวกับสินค้าและบริการในวันข้างหน้าออกมาให้ชัดเจนที่สุดก่อนที่จะจัดตั้งทีมงานด้านกำกับดูแล และตรวจสอบธุรกิจที่เกี่ยวข้องดังกล่าว โดยประเด็นเหล่านี้ทางการกับหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐจะต้องร่วมกันหารือถึงโครงสร้างและบทบาทหน้าที่ของการกำกับดูแลที่จะเกิดขึ้นภายหลังการแปรรูปและควบรวม รวมถึงการแบ่งแยกหน้าที่ระหว่าง SFC & HKEx ให้มีความชัดเจน

อย่างไรก็ดี ได้มีการจัดตั้งคณะอนุกรรมการเพื่อความร่วมมือระหว่างกันขึ้นมา ตามคำแนะนำของที่ปรึกษาของทางการ (Co-Ordinating Committee) ซึ่งมีประธานของตลาดหลักทรัพย์ และสำนักงานเป็นตัวแทน รวมถึงผู้แทนของสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ และจากทางการเพื่อทำหน้าที่แทนประชาชนและสาธารณะ ในการวางรูปแบบโครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์แห่งใหม่

(1) การกำกับสภาพการซื้อขายหลักทรัพย์ Market Surveillance

สำหรับหน่วยงานที่ทำหน้าที่ตรวจสอบและกำกับดูแลสภาพตลาดหลักทรัพย์นั้น ต้องสามารถดำเนินงานได้อย่างชัดเจน โปร่งใส และสามารถลดความไร้ประสิทธิภาพ ลดความยุ่งยาก

³⁰ William Pearson, Asian Development Bank, Demutualization of Stock Exchanges Problems, Solutions and Case Studies (2002), p. 255.

ซับซ้อนของขอบอำนาจการตรวจสอบและกำกับดูแลระหว่างหน่วยงาน และ/หรือ การตรวจสอบ ภายใน อันนำไปสู่การแยกหน้าที่ระหว่าง HKEx and SFC ได้ โดยการตกลงร่วมกันเป็นกระบวนการดำเนินงานกันเป็นลายลักษณ์อักษร

ในฐานะที่เป็นบริษัทหรือองค์กรทางธุรกิจ หน่วยงานตรวจสอบนี้ก็ต้องมีความเข้าใจและปรับตัวให้มีความสอดคล้องกับสภาพธุรกิจที่เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งหน้าที่หลักๆ ก็คือ การต้องคอยให้ความสำคัญต่องานของตนที่การปฏิบัติหน้าที่ทางด้านการซื้อขายหลักทรัพย์ และบริหารความเสี่ยงต่างๆ ซึ่งแยกแยะได้เป็น

ก) การบังคับลงโทษผู้ที่กระทำการอันไม่เป็นธรรม หรือประพฤติผิดร้ายแรงอันเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์

ข) การดำรงไว้ซึ่งความโปร่งใสในเรื่องของการคอยสังเกต ตรวจสอบราคาและปริมาณการหมุนเวียนของหลักทรัพย์ตามสภาพที่ควรจะเป็น (ทันเวลา On a real time basis) ซึ่งรวมถึงเรื่องของการเปิดเผยข้อมูลที่อาจมีผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์

ค) บริหารจัดการความเสี่ยง โดยสังเกตตรวจสอบกรณีที่เกิดภาวะทางเศรษฐกิจที่ไม่ปกติ เช่นเงินเพื่อผิดปกติ หรือเกิดการเปลี่ยนแปลงของสภาวะตลาดอย่างรุนแรง

ง) การติดต่อสื่อสาร และร่วมมือระหว่างกันระหว่างกลุ่มบุคคลที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ และหน่วยงานที่ช่วยเจรจาเวลาเกิดความขัดแย้งขึ้น

นอกจากนี้ เมื่อมีการเพิ่มอำนาจให้กับตัวสำนักงานแล้ว ในฐานะที่เป็นองค์กรกำกับดูแลภาพรวมทั้งธุรกิจ ก็มีหน้าที่รับผิดชอบในเบื้องต้น สำหรับติดตามเกี่ยวกับพฤติกรรมที่มีชอบด้วยกฎหมาย ดังเช่น

ก) ดำเนินการใดๆ เพื่อที่จะตรวจสอบการกระทำอันไม่ชอบด้วยกฎหมายหลักทรัพย์

ข) ดำเนินการสอบสวนและตรวจสอบการกระทำผิดทางอาญา ตามหน้าที่และขอบเขตที่กฎหมายกำหนด เพื่อประสานงานกับหน่วยงานอื่นที่เกี่ยวข้อง

ค) การติดตามสภาพการซื้อขายข้ามตลาดทั้ง HKEx และตลาดซื้อขายอื่นด้วย

(2) การกำกับระบบสถาบันตัวกลางและบริษัทหลักทรัพย์ Intermediaries Supervision

จากการที่บทบาทหน้าที่ของการกำกับดูแลสมาชิก ได้โอนไปให้สำนักงานเป็นส่วนใหญ่ แล้วนั้น อย่างไรก็ตามก็ดีตลาดหลักทรัพย์ ก็ยังคงทำหน้าที่กำกับดูแลธุรกิจของระบบสถาบันตัวกลางที่มีผลเกี่ยวเนื่องกับบริษัทต่างๆ ของตลาดทั้งหลาย

ก่อนที่จะมีการควบรวมกิจการ ตลาดหลักทรัพย์มีหน้าที่ความรับผิดชอบในเบื้องต้น โดยคอยตรวจสอบและสังเกตการดำเนินงานของสมาชิก ว่าเป็นไปตามกฎเกณฑ์หรือไม่อยู่แล้วทุกๆ วัน โดยที่ตัวของสำนักงานก็จะร่วมกันทำหน้าที่กำกับดูแลต่อเนื่อง และจะดำเนินการกรณีที่เกิดขึ้น ขอบอำนาจของตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นรูปแบบใหม่จึงมีการโอนอำนาจความรับผิดชอบในเบื้องต้น (หน้าด่าน) ไปยังสำนักงาน เพื่อลดความซ้ำซ้อนหรือเหลื่อมล้ำ และเป็นการรวมบทบาทหน้าที่ กำกับดูแลให้อยู่ที่เดียว โดยให้สำนักงานเป็นด่านหน้าแทน

การเปลี่ยนแปลงในครั้งนี้ถือว่าขัดต่อความเป็นจริงในเรื่องของแนวทางบริหารความเสี่ยง และการบังคับใช้กฎเกณฑ์และกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยเฉพาะว่า HKEx ยังคงจำเป็นต้องรักษาความมั่นคง และจัดการให้เกิดการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างถูกต้องและเหมาะสมในฐานะที่เป็นองค์กรที่มีเจ้าหน้าที่กำกับดูแลที่มีความใกล้ชิดกับตลาดมากที่สุด

(3) การเป็นบริษัทจดทะเบียน Listing/Corporate Finance Function

SFC & HKEx ได้ตกลงร่วมกันทำ MOU เพื่อที่จะกำหนดบทบาทหน้าที่ทั้งของ SEHK and HKEx ซึ่งประเด็นสำคัญก็เพื่อที่จะลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น กรณีที่ SEHK จะมีการรับหลักทรัพย์ของ HKEx เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน และ SHEK จะต้องควบคุมดูแลการจดทะเบียนของบริษัทแม่ตัวเอง ดังนั้น SFE จึงจำเป็นต้องเข้ามาดูแลทุกชั้นตอนตั้งแต่ HKEx จะเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน รวมถึงตลอดเวลาในขณะที่ปฏิบัติตามกฎเกณฑ์การรับหลักทรัพย์จดทะเบียนของ SEHK

โดยหลักการที่เกี่ยวกับการโอนย้ายอำนาจ หน้าที่ความรับผิดชอบเกี่ยวกับการกำกับดูแล สมาชิก เนื่องจากมี "Trading Right" และการที่สมาชิกต้องมีการจดทะเบียนใหม่จาก Brokers เป็น Market Participants ก็มีการกำหนดไว้ใน SFC's Code of Conduct for Persons Regulated by SFC³¹

³¹ The Securities Industry Association's Ad Hoc Committee on Regulatory Implications of Demutualization, Reinventing Self-Regulation White Paper, 4 January 2000.

ผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นในเรื่องของการจัดวางรูปแบบหรือโครงสร้างการกำกับดูแลนั้น นอกจากการเปลี่ยนไปเป็นโครงสร้างการกำกับดูแลเพื่อจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่เกิดขึ้น กรณีที่มีการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน และเกิดขึ้นระหว่างตลาดและบุคคลต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง ยังสามารถแบ่งออกเป็น 2 ลักษณะที่สำคัญ³² ได้แก่

(1) การกำหนดโครงสร้างการบริหารจัดการ (Governance Structure) ในลักษณะรับประกันความเชื่อมั่นว่าผลประโยชน์ของสาธารณะจะได้รับการปกป้องคุ้มครองและความสำคัญ ย่อมมาก่อนผลประโยชน์ทางธุรกิจเสมอ (Public Interests prevails Commercial Profits) โดยเน้นการเป็นองค์กรที่มีความโปร่งใส บริหารงานโดยเป็นธรรม และมีความเป็นอิสระในการดำเนินงานจากอิทธิพลต่างๆ ให้มากที่สุด และจะต้องรักษาสถานะและบทบาทของการเป็นองค์กร ก่อผลประโยชน์ร่วมกันและแสวงหากำไรนั้น ทำให้ต้องมีภาระหน้าที่ทั้งเรื่องของการกำกับดูแล และการดำเนินงานทางธุรกิจ ความสามารถในการแข่งขันให้สามารถรักษาส่วนแบ่งของตลาด เพื่อยังมีกำไรเป็นผลตอบแทนต่อกรรมการผู้จัดการ กลุ่มเจ้าของ และผู้ให้บริการทั้งปัจจุบันและอนาคต

ทั้งนี้ โครงสร้างดังกล่าวนี้อาจส่งผลกระทบต่อการเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองได้ในตัวเอง หากการจัดวางโครงสร้างรูปแบบนี้เกิดความล้มเหลวหรือไม่เป็นไปตามเป้าหมายแล้ว ย่อมส่งผลกระทบต่อในทางตรงกันข้ามหรือเป็นอันตรายต่อสภาพตลาดทั้งระบบได้ รวมไปถึงความสามารถหรือศักยภาพของตลาดหลักทรัพย์ในการดำเนินการเพื่อให้เป็นไปตามนโยบายเพื่อส่วนรวม ที่ถูกจัดตั้งขึ้นจากภาครัฐได้ โดยจากโครงสร้างดังกล่าว สำนักงานฯ หรือทางการจะกำหนดกฎเกณฑ์เพื่อให้บังคับ ดังนี้

- บุคคลที่ได้รับการแต่งตั้งจากสำนักงานให้เข้าเป็นกรรมการบางราย โดยสำหรับฮ่องกง รัฐบาลจะแต่งตั้งกรรมการข้างมากโดยใช้อำนาจตามกฎหมายเพื่อเข้าไปเป็นคณะกรรมการ (8 จาก 15 ส่วนอีก 6 คนมาจากผู้ถือหุ้น และ CEO อีก 1 คน)

³² William Pearson, Asian Development Bank, Demutualization of Stock Exchanges Problems, Solutions and Case Studies, (2002) p. 95.

- การออกกฎหมายเพื่อรองรับการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง The Exchanges and Clearing Houses (Merger) Ordinance จะกำหนดภาระหน้าที่พิเศษให้กับตลาดหลักทรัพย์ที่จะรับประกันความเชื่อมั่นการเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีระเบียบ เป็นธรรม ในการปลดเปลื้องภาระดังกล่าวนี้ได้ ก็จะต้องกระทำการใดๆ เพื่อประโยชน์ต่อสาธารณะ หรือต่อการลงทุนของผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ หากผลประโยชน์กรณีนี้เกิดไปขัดกับ หลักผลประโยชน์กรณีอื่นขึ้น บริษัทจะต้องปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมายอื่นที่กำหนด หน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ไว้ด้วยเช่นกัน ซึ่งไม่ว่าจะอย่างไร ผลประโยชน์ของการดูแลผู้ ลงทุนต้องมีความสำคัญและมาก่อนเสมอ และเมื่อตลาดหลักทรัพย์ต้องรับภาระหน้าที่นี้ แล้ว กรรมการทุกคน (ทั้งที่แต่งตั้งจากรัฐ และรายอื่น) อยู่ในตำแหน่งและฐานะเดียวกันที่ ต้องบริหารงานเพื่อตอบสนองดังกล่าว อย่างไรก็ตามก็จะมีเรื่องของการชดใช้หรือการเยียวยา ความเสียหายให้ตลาดหลักทรัพย์และพนักงานทั้งหมด เพื่อให้พ้นจากความรับผิดชอบใดๆ กรณีที่จำต้องทำเพื่อผลประโยชน์ของส่วนรวมเป็นสำคัญ โดยการกำหนดมาตรการ เยียวยาความเสียหายหรือชดใช้ค่าเสียหายกำหนดเป็นลายลักษณ์อักษรที่มีความ เหมาะสม (Statutory Remedy/Indemnity)³³
- กลไกที่จะควบคุมมิให้เกิดการใช้อำนาจเกินขอบเขตของการเป็นตลาดหลักทรัพย์ผูกขาด โดยเฉพาะเรื่องของการกำหนดค่าธรรมเนียมต่างๆ นั้นต้องตั้งอยู่บนฐานที่เห็นชอบด้วยกัน ทุกฝ่ายในฮ่องกง กระบวนการทางกฎหมายจะเข้ามากำหนดตรงนี้ โดยทางสำนักงานฯ ก็ จะคำนึงถึงเรื่องของการแข่งขันเพื่อมิให้เกิดความขัดกันเกินไป โดยการกำหนด ค่าธรรมเนียมก็จะใช้หลักการเปรียบเทียบกับหน่วยงานที่มีลักษณะใกล้เคียงอื่นๆ เป็น มาตรฐานส่วนหนึ่ง
- ความเป็นเจ้าของโดยการเข้าถือหุ้นต้องมีการจำกัดสัดส่วน (โดยอาจมีข้อยกเว้นสำหรับ หน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐ หรือหรือองค์กรของรัฐอื่นๆ) โดยกฎหมายจำกัดสัดส่วน สำหรับบุคคลทั่วไปไว้ที่ไม่เกิน 5% ในการมีสิทธิออกเสียงเว้นแต่จะได้รับยกเว้นโดย สำนักงานฯ (SFC) ด้วยหลักการและเหตุผลที่สำคัญ เช่นการควบคุมกิจการเพื่อเป็น พันธมิตร และการที่จะโอนหุ้นไปให้บุคคลที่สาม ย่อมต้องได้รับการเห็นชอบจากสำนักงาน ในเบื้องต้นก่อนเสมอ

³³ Ibid, p.95.

(2) การกำหนดโครงสร้างแบบกลุ่มบริษัท Corporate Structure โดยต้องรับประกันความเชื่อมั่นและความมีประสิทธิภาพของบทบาทหน้าที่การกำกับดูแลอย่างต่อเนื่อง พร้อมทรัพยากรที่เพียงพอเหมาะสมด้วยการวางโครงสร้างการกำกับดูแลให้เป็นรูปแบบของกลุ่มบริษัท (Exchange Group) โดยจะมีการจัดตั้งหน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแลดำเนินงานให้เกิดความเหมาะสม (เช่น จะมีการแยกส่วนงานอิสระ และไม่มีถูกผูกมัดกับส่วนงานทางด้านธุรกิจ) โดยการดำเนินการลักษณะนี้ จะมีการโอนบทบาทของการกำกับดูแลออกไปให้กับองคาพยพอื่นๆ ได้แก่

- กลุ่มบริษัท ที่มีโครงสร้างการกำกับดูแลภายในตนเองและจัดสรรงบประมาณให้
- องค์กรกำกับดูแลตนเองแยกต่างหากที่สามารถปฏิบัติงานได้ หรือยังคงเป็นหน่วยงานปรึกษภายใน (In-House) ที่ทำหน้าที่ได้หลากหลายประเภทงาน ซึ่งกรณีนี้จำเป็นต้องมีการวิเคราะห์ถึงความสามารถและศักยภาพของบริษัทและพนักงานนั้นๆ ด้วยว่า สามารถโอนถ่ายอำนาจนี้ให้ได้อย่างเหมาะสมหรือไม่ ทั้งในเรื่องของการดูแลการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ การหักบัญชีและส่งมอบหลักทรัพย์ภายหลัง การกำกับและตรวจสอบตลาด การคุ้มครองผู้ลงทุนรายย่อย (ซึ่งอาจต้องมีกองทุนเพื่อการทดแทน) รวมถึงการบริหารงานจากทรัพยากรที่มีอยู่ให้คุ้มค่า เพียงพอและเหมาะสมต่อการดำเนินงาน
- องค์กรกำกับดูแลที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมาย (Statutory Regulator)

อย่างไรก็ดี หาก SRO ใดๆ สามารถสร้างความมั่นใจหรือรับประกันได้ว่ามีอำนาจหรือภาระหน้าที่ในการรับผิดชอบการกำกับดูแลที่เคร่งครัดและแข็งแกร่งเพียงพอแล้ว ก็ไม่มีความจำเป็นเร่งด่วนอันใดที่จะต้องโอนบทบาทหน้าที่การกำกับดูแลให้กับองค์กรกำกับดูแลอื่นๆ ที่ตั้งขึ้นตามกฎหมาย ความสำคัญอยู่ที่การมีความเป็นกลางและอิสระจากอิทธิพลต่างๆ ย่อมสำคัญกว่าสิ่งอื่นแต่กระนั้นก็ตาม ก็จะต้องมีความจำเป็นในการจัดหาทรัพยากรที่มีคุณภาพ ต้นทุนในการกำกับดูแลที่มากพอ เรื่องของสถานะทางการเงิน หรือการระดมเงินทุนเพื่อนำมาใช้ในการดำเนินงานด้านนี้ จึงมีความจำเป็นอย่างมากเช่นเดียวกัน

3.3.6 ความขัดแย้งทางผลประโยชน์

ในช่วงเวลาที่ผ่านมา ก่อนการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ย่อมเกิดขึ้นเสมอ ตลาดที่สมาชิกยังมีสิทธิในการออกกฎเกณฑ์เพื่อให้บังคับต่อส่วนรวม ซึ่งอาจส่งผลในเชิงลบได้ต่อการดำเนินกิจการขององค์กร รวมถึงเรื่องของการกำกับดูแลและตรวจสอบการปฏิบัติหน้าที่ของบุคคลต่างๆ ในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งจุดอ่อนหรือข้อเสียที่สำคัญของการเป็นองค์กร

กำกับดูแลตนเอง คือการกำหนดประโยชน์เพื่อตอบสนองความต้องการของสมาชิกมากกว่าการลงทุนของประชาชนโดยตลอดมา เนื่องจากดำเนินงานโดยอยู่ภายใต้การควบคุมของผู้แทนจากอุตสาหกรรมผู้ถูกกำกับดูแลด้วยกฎเกณฑ์นั้นๆ ที่อยู่ตรงข้ามกับเป้าหมายของเป้าหมายเพื่อสาธารณชน ซึ่งด้วยสถานะและโครงสร้างเช่นนี้ คงไม่มีความพร้อมที่จะดำเนินกิจการเพื่อความมุ่งหมายของการกำกับดูแลนวัตกรรมวัตถุประสงค์ทางธุรกิจได้อย่างเหมาะสม

การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์นั้น ย่อมช่วยลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์บางประการได้ โดยเฉพาะกรณีที่มีการแบ่งแยกความเป็นเจ้าของจากการเป็นผู้ให้บริการเพื่อทำการซื้อขายหลักทรัพย์ ยิ่งหากผู้ถือหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ ตั้งอยู่บนฐานของตัวแทนจากประชาชนผู้ลงทุนโดยรวมๆ มากเท่าไร ผลที่เกิดขึ้นที่ว่าผลประโยชน์ของสาธารณะกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นจะลงเอยกันอย่างสมดุล และเป็นไปด้วยกันย่อมมีมากเท่านั้น นอกจากนี้ เรื่องของความเชื่อมั่นในชื่อเสียง ความเป็นธรรม และการเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีคุณค่าและมีประสิทธิภาพก็ถือเป็นข้อได้เปรียบที่สำคัญหากจะมีคู่แข่ง ดังนั้นแล้วตลาดหลักทรัพย์ที่มีการแสวงหากำไรไปในขณะเดียวกันนั้น ย่อมสามารถมีแรงจูงใจในการตั้งทรัพยากรต่างๆ เพื่อสนับสนุนกิจกรรมของตัวเอง และสร้างความน่าเชื่อถือให้เกิดขึ้นได้

อย่างไรก็ดี แม้ว่าความขัดแย้งกรณีสมาชิกมีอำนาจหรืออิทธิพลต่อการดำเนินกิจการของตลาดหลักทรัพย์อาจน้อยลง แต่ก็มี ความกังวลที่เกิดขึ้นอีกหลายประการที่สำคัญ คือ กรณีที่ตลาดหลักทรัพย์กลายเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อระดมทุนจากประชาชน ในขณะที่ต้องแบกรับภาระหน้าที่ที่ต้องปฏิบัติตามกฎหมายว่าด้วยบริษัทเช่นกัน (Company Law) และตามเกณฑ์รับหลักทรัพย์ และความรับผิดชอบที่ยิ่งใหญ่ต่อผู้ถือหุ้นของตน สิ่งเหล่านี้ย่อมมีอิทธิพลยิ่งขึ้นต่อการจะเป็นนิติบุคคลทางธุรกิจที่ต้องแข่งขันกับบริษัทอื่นๆ ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นคือการดำรงเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นธรรมและระเบียบจะสามารถดำเนินกิจการได้ตามเป้าหมายทางธุรกิจพาณิชย์ หรือตามการวิเคราะห์ถึงผลกำไรของบริษัทได้ดังเป้าหมายหรือไม่ ซึ่งความเป็นไปได้ดังกล่าวนั้นจะยังไม่เกิดขึ้นหาก SRO นั้นได้รับการผูกขาดและมีคู่แข่งในภูมิภาคเพียงเล็กน้อย และในขณะเดียวกัน ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ประเภทต่างๆ กลับถูกสร้างขึ้นใหม่หรือเพิ่มขึ้นจากการที่องค์กรทางธุรกิจต้องทำหน้าที่การเป็นหน่วยงานกำกับดูแลในเวลาเดียวกัน ซึ่งมีความจำเป็นที่จะต้องศึกษาเพื่อหาผลตอบรับของเรื่องการกำกับดูแลในรูปแบบใหม่ รวมถึงการกำหนดโครงสร้างการเป็นบริษัทที่ต้องแบกรับภาระต้นทุนการกำกับดูแลและกระทำการเพื่อประโยชน์ของส่วนรวมตามมาตรฐานที่เหมาะสมพร้อมๆ กัน

เนื่องจากก่อนการควบรวมกิจการนั้น ตลาดหลักทรัพย์จะมีบทบาทหน้าที่ด้วยกัน 4 ประการ คือ ศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ หรือแลกเปลี่ยนตราสาร องค์กรก่อนผลประโยชน์ร่วมกันโดยมีสมาชิก องค์กรกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ และหน่วยงานสาธารณะ ซึ่งแน่นอนว่า ในทางปฏิบัติ ย่อมต้องเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ในการบริหาร หรือดำเนินงานอยู่เป็น บางครั้ง ซึ่งจำต้องหาวิธีทางที่ต้องเจรจาหรือตกลงกันเพื่อที่จะแก้ไขหรือหาทางจัดการกับความ เสี่ยง หรือความขัดแย้งต่างๆ โดยจะมีการกำหนดจำนวนสูงสุดของสิทธิหรือที่นั่งของสมาชิกเพื่อ เข้าเป็นนายหน้าซื้อขายในตลาดไว้ อย่างเช่น เมื่อมีตลาดหลักทรัพย์สองแห่งแล้ว สินค้าและ บริการบางอย่าง รวมถึงเรื่องของการกำกับดูแลจะเกิดความเหลื่อมล้ำซ้ำซ้อนบ้าง โดยประเด็น คำถามที่เกิดขึ้น กรณีแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง ได้แก่

1) ในตลาดที่มีการเปิดเสรีทางการแข่งขัน การกำกับดูแลอาจจะถูกลดความสำคัญจน กลายเป็นสิ่งที่ถูกทำให้ยืดหยุ่นจนเกินไป (ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงยังขาดหน่วยงานที่ส่งเสริมการ แข่งขันทางธุรกิจหลักทรัพย์ ในขณะที่ได้รับสิทธิผูกขาดเพื่อทำหน้าที่เป็น Market Operator)

2) จากประสบการณ์ของการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (SGX) ปรากฏว่าไม่มีกลไก ทางกฎหมายใดๆ ที่สามารถรองรับการเปลี่ยนสภาพจากนิติบุคคลประเภทบริษัทที่รัฐรับรองตาม กฎหมายให้เป็นบริษัทที่มีการออกหุ้นได้โดยตรงทันที ดังนั้นจึงจำเป็นต้องมีการบัญญัติกฎหมาย ใหม่เพื่อรองรับการดำเนินแปรรูปดังกล่าว

3) ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ กรณีที่หากทั้ง HKEx, SEHK และสำนักหักบัญชีต่างพา กันเอาหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นกลุ่มของตัวเอง หรือความขัดแย้งกรณีนี้ ที่ กลายเป็นคู่แข่งทางธุรกิจกับบริษัทจดทะเบียนรายอื่นในตลาด (ประเด็นที่ต้องห่วงคือ ขั้นตอนการ นำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน การกำหนดราคาหลักทรัพย์ และการบริหารงานต่างๆ) รวมถึงการ จัดทำบันทึกข้อตกลงเพื่อจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น

4. การจัดสรรหน่วยงานด้านกำกับดูแลไม่ให้ตกอยู่ภายใต้อิทธิพลของการดำเนินกิจการ เพื่อหาประโยชน์หรือรายได้เกินสมควร

5. การจำกัดสิทธิความเป็นเจ้าของ เพื่อป้องกันอิทธิพลทางการเมืองจากภาครัฐ และ ป้องกันการเข้าครอบงำอำนาจการควบคุมจากบุคคลใดบุคคลหนึ่ง โดยเฉพาะนิติบุคคล ต่างประเทศ

อย่างไรก็ดี ความขัดแย้งประการอื่นๆ ที่เกิดขึ้นภายหลังจากการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ ย่อมคงแล้ว ยังประกอบไปด้วย

- การจัดสรรงบประมาณหรือต้นทุนเพื่อการกำกับดูแล (Funding Regulation)

เนื่องจากหากส่วนตรงนี้ถูกตัดให้น้อยลงแล้ว ย่อมกระทบต่อบทบาทหน้าที่อื่น เพราะการที่ตลาดหลักทรัพย์ต้องแข่งขันกับบริษัทอื่นที่ให้บริการในรูปแบบที่คล้ายคลึงกัน แต่บริษัทหรือองค์กรเหล่านั้นไม่มีบทบาทของการเป็นหน่วยงานกำกับดูแลด้วยแล้ว ความกดดันหรือความคาดหวังก็จะมาอยู่ที่การปฏิบัติหน้าที่ด้วยความถูกต้องเหมาะสมของหน่วยงานกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งต้องชั่งน้ำหนักความสำคัญและความจำเป็นของต้นทุนการใช้จ่าย กับผลกำไรขององค์กร กับการรักษาชื่อเสียงความดีงามของการทำหน้าที่กำกับดูแล "Good Regulation" ซึ่งตัวตลาดหลักทรัพย์เอง รวมถึงภาครัฐควรที่จะส่งเสริมและจัดสรรงบประมาณในส่วนของการกำกับดูแลตรงจุดนี้ ซึ่งไม่น่ามีปัญหาใดๆ หากมีความจำเป็นต้องขยายหรือเพิ่มทรัพยากรในด้านการกำกับดูแล (เช่นการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ และการเปิดเผยข้อมูล)

ในทางกลับกัน หากมาตรฐานการกำกับดูแลต่ำกว่าเกณฑ์ที่ควรจะเป็นแล้ว ผลที่เกิดขึ้นอาจเสียหายต่อความเชื่อมั่นทั้งองค์กร (Brand Image/Reputation) และอาจส่งผลกระทบต่อเนื่องไปถึงการเป็นองค์กรทางธุรกิจด้วย เนื่องจากถ้าตลาดหลักทรัพย์ประสงค์ผลกำไรหรือประโยชน์มากๆ ก็จะต้องลดมาตรฐานด้านเกณฑ์ต่างๆ หรือเกณฑ์รับหลักทรัพย์ เพื่อให้บริษัทเข้ามาเป็นบริษัทจดทะเบียนได้โดยง่าย และความเข้มข้นของมาตรการการพิจารณาและลงโทษทางวินัยก็ต้องลดลงตามไปด้วย โดยเฉพาะการต่อสู้กับผู้สร้างผลกำไรหรือรายได้ให้กับตลาดหลักทรัพย์

- การแข่งขันทางด้านธุรกิจระหว่างตลาดหลักทรัพย์ และผู้ให้บริการหรือ Users ที่ถูกกำกับดูแล (Competition with same business listed entities) กรณีที่ผู้รับบริการนั้นเป็นคู่แข่งทางธุรกิจกับตลาดหลักทรัพย์ อาจเกิดความเสี่ยงที่ว่าตลาดหลักทรัพย์จะใช้อำนาจของการเป็นหน่วยงานกำกับดูแลต่อต้าน หรือไม่สนับสนุนคู่แข่งทางธุรกิจที่เป็นบริษัทจดทะเบียนหรือสมาชิกได้

- การจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของตนเอง (Self-Listing)

ผลประโยชน์ของตลาดหลักทรัพย์ กับผลประโยชน์ของสาธารณะ กรณีที่ตลาดหลักทรัพย์นำหลักทรัพย์ของตนเองเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของตนเอง ซึ่งหลายฝ่ายย่อมรับรู้ว่

ผลประโยชน์ของส่วนรวมอาจไม่สามารถรับรองได้เต็มที่ หากมีการอนุญาตให้นำหลักทรัพย์ของตนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ รวมไปถึงการสังเกตและตรวจสอบสภาพการซื้อขายหลักทรัพย์ของตัวเอง การปฏิบัติตามเกณฑ์รับหลักทรัพย์ ให้เป็นไปตามเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์เช่นเดียวกับบริษัทอื่นๆ รวมไปถึงการพิจารณาลงโทษทางวินัย อย่างไรก็ตาม ตลาดหลักทรัพย์ก็มีความประสงค์ที่จะต้องการเพิ่มมูลค่าและระดมทุนจากการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ด้วยการหาแหล่งทุนหรือกองทุนต่างๆ เพื่อเป็นช่องทางในการระดมทุนด้วย ซึ่งตรงนี้อาจเป็นอุปสรรคอีกอย่างของตลาดหลักทรัพย์ที่จะตั้งกองทุนของตัวเองให้มีสภาพเป็นสมาชิกผู้มีอำนาจกระทำการแทน

3.3.7 การจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์

The Exchanges and Clearing Houses (Merger) Ordinance ได้กำหนดกระบวนการและวิธีจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ต่างๆ ดังนี้

Section 13 กำหนดโครงสร้างของ HKEx ในรูปแบบของบริษัทจดทะเบียนว่า ก่อนที่จะนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนและดำเนินการใดๆ ต้องวางโครงสร้างหรือจัดการวิธีทางในการบริหารความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น และเพื่อให้การรวมกิจการของตลาดทุนและตลาดล่วงหน้ามีความเป็นไปได้อย่างเหมาะสม ซึ่งจากข้อกำหนดนี้ ก็มีการออกเกณฑ์ใหม่สำหรับรองรับตามกฎหมายอีกที่ตาม Chapter 38 ของ SEHK Listing Rule รวมถึงการจัดทำ MOU ระหว่าง SFC, HKEx and SEHK (the Pre-listing MOU) โดยตาม Chapter 38 นี้กำหนดว่า SFC จะก่อตั้งโครงสร้างที่ดูแลเรื่องการนำหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน ซึ่งเกี่ยวข้องกับอำนาจและบทบาทหน้าที่ที่ ได้แก่ การจัดตั้งคณะกรรมการที่คอยดูแลเกี่ยวกับการจดทะเบียนหลักทรัพย์ทั้ง SFC Committee + SFC Appeal Committee ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะสะท้อนความเหมือนหรือคล้ายคลึงกับคณะกรรมการของ SEHK ในเวลาเดียวกันนั้น SFC ก็จะสามารถใช้อำนาจในการกำหนดหรือดูแลสินค้าและบริการใหม่ๆ ของตลาดหลักทรัพย์ตามอำนาจและบทบาทหน้าที่ตาม Pre-listing MOU เพื่อที่จะจัดการเรื่องความขัดแย้งทางผลประโยชน์ต่างๆ โดยเฉพาะเรื่องของการเป็นองค์กรทางธุรกิจและหน่วยงานกำกับดูแลของ HKEx Group Company ด้วย ไม่ใช่ดูแลเรื่องของการจดทะเบียนหลักทรัพย์เพียงอย่างเดียว

Chapter 38 ของ SEHK Listing Rules ได้กำหนดประเด็นที่สำคัญๆ ซึ่งสามารถแบ่งได้เป็น 3 เรื่องหลักๆ คือ³⁴

1. การกำหนดอำนาจ บทบาท สิทธิและภาระหน้าที่ของ SFC, SEHK และ HKEx ในกระบวนการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน บทบัญญัติที่มีขึ้นเพื่อช่วยจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่เป็นผลที่เกิดขึ้นโดยตรงจากการจดทะเบียนของ HKEx ซึ่งเหมือนเป็นเรื่องของการกำกับดูแลการเริ่มเข้าจดทะเบียนหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ SEHK รวมถึงสมาชิกของกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด โดยหลักการสำคัญก็เพื่อที่จะให้ SFC สามารถเข้าดูแลและตรวจสอบ SHEK ได้อย่างละเอียดและค่อยเป็นค่อยไป ซึ่งสามารถใช้อำนาจและหน้าที่ที่กำกับการทำธุรกรรมหรือดำเนินการใดๆ ของ HKEX กับ SHEK ได้อย่างชัดเจน

2. การกำหนดอำนาจ บทบาท สิทธิและภาระหน้าที่ของ SFC, SEHK ซึ่ง SEHK จะต้องทำหน้าที่ป้องกันกรณีที่ต้องดำเนินการใดๆ เกี่ยวข้องกับสมาชิก หรือบริษัทอื่นๆ ที่จะจดทะเบียนไม่ให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เนื่องจากมีความแน่นอนว่าความขัดแย้งต้องเกิดขึ้นในฐานะที่ HKEX Group เป็นทั้งธุรกิจและองค์กรกำกับดูแล และในเมื่อ SEHK ก็ต้องดูแลบริษัทจดทะเบียนที่เป็นทั้งคู่แข่งชั้นทางธุรกิจ และเป็นสมาชิกหรือหุ้นส่วนทางธุรกิจกับ HKEx โดยวัตถุประสงค์ก็เพื่อที่จะพยายามหลีกเลี่ยงสถานการณ์ที่ SKEK จะปฏิบัติต่อผู้ที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลที่เป็นคู่แข่งทางธุรกิจของ HKEX มากกว่าปกติทั่วไป หรือปฏิบัติกับบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับ HKEx ดีกว่าปกติทั่วไป โดยกรณีเหล่านี้ ก็มีข้อตกลงกำหนดไว้ใน Pre-listing MOU ใช้บังคับแล้ว

3. ประการสุดท้ายของ Chapter 38 คือ กำหนดโครงสร้างที่ SFC สามารถใช้อำนาจตามบทบาทหน้าที่ของตน เพื่อความเป็นธรรมให้เกิดขึ้นต่อ HKEx ว่าจะต้องดำเนินการเช่นเดียวกับบริษัทอื่นๆ ที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรือเสมือนเป็นกระจกสะท้อนขั้นตอนและกระบวนการทั้งหมดของการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน และนอกจากนี้ SFC ยังสามารถดูแลผู้ขอยื่นจดทะเบียนรายอื่นๆ ได้ด้วยกรณีที่น่าจะเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์กับ SHEK ได้ เพื่อให้เกิดความเหมาะสม นอกจากนี้โครงสร้างดังกล่าวยังให้มีการแต่งตั้งคณะกรรมการเพื่อดูแลประเด็นที่กังวลดังกล่าวข้างต้นด้วย อีกทั้งยังแต่งตั้งบุคคลซึ่งเสนอชื่อจาก SHEK เพื่อให้

³⁴Listing Rules Chapter 38: Listing of HKEx:

<http://www.hkex.com.hk/rule/listrules/CH38.pdf>.

เป็น SHEK Listing Committee, SHEK Appeals Committee, SHEK Listing Division, Chief Executive of SHEK.

Pre-Listing MOU

บันทึกข้อตกลงที่กำหนดขึ้นเพื่อรับประกันความเชื่อมั่นกรณีการรวมตัวของตลาดทุนและตลาดซื้อขายล่วงหน้า และการตรวจสอบการกำกับดูแลของ HKEx ให้เป็นไปตามภาระหน้าที่ในฐานะการเป็นบริษัทจดทะเบียน อย่างไรก็ตามแม้ว่า Chapter 38 จะกำหนดวิธีการหรือการจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ปัจจุบัน หรือที่อาจเกิดขึ้นที่เกี่ยวกับประเด็นการจดทะเบียนเป็นบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ แต่วัตถุประสงค์หรือเจตนารมณ์ที่สำคัญ น่าจะรวมถึงการจัดการหรือหาทางแก้ปัญหากรณีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ปัจจุบันหรือที่อาจเกิดขึ้น ที่เกี่ยวกับประเด็นของการดำเนินงานเพื่อประโยชน์ของสาธารณะของการเป็นหน่วยงานที่มีหน้าที่กำกับดูแลในขอบเขตอำนาจหน้าที่ที่ตนมี กับการกระทำเพื่อผลกำไรจากการเป็นบริษัทหรือองค์กรทางธุรกิจของ HKEx Group ด้วย โดยกรณีนี้หมายถึงการดำเนินการกำกับดูแลของ SEHK, HKFE (รวมถึงบริษัทย่อย) ต่อบุคคลที่เกี่ยวข้องหรือสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ และการทำหน้าที่กำกับดูแลของ HKSCC (หรือบริษัทย่อย) ต่อกลุ่มสมาชิกสำนักหักบัญชีทั้งหลาย

สำหรับขั้นตอนกระบวนการจัดการดูแลความขัดแย้งทางผลประโยชน์ในประเด็นที่เกี่ยวข้องต่างๆ นั้น ก็มีการเรียกร้องให้ HKEx จัดทำระบบการจัดการภายในเพื่อเป็นการรับประกันและสร้างความมั่นใจว่าพนักงานเจ้าหน้าที่ด้านกำกับดูแลสามารถกำหนดและระบุได้ว่า สิ่งใดคือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ หรือที่อาจเกิดขึ้นในภายหน้าได้ ระหว่างการดำเนินงานในฐานะบริษัทจดทะเบียนและองค์กรกำกับดูแลไปพร้อมๆ กัน และต้องเสนอประเด็นให้กับ Conflicts Committee ซึ่งประกอบด้วยผู้บริหารอาวุโสของ HKEx Group โดย Conflicts Committee นี้จะเสนอเรื่องไปยัง SFC ทุกกรณี ยกเว้นกรณีที่ตัดสินได้ว่าไม่ใช่ประเด็นที่เข้าข่ายมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ หรือที่อาจเกิดขึ้นได้ โดยส่วนหรือระดับแรกที่จะต้องติดต่อเพื่อรับเรื่องของ SFC เรียกว่าเป็น "SFC Representatives" คือบุคคลที่ได้รับการแต่งตั้งหรือรับมอบอำนาจจากสำนักงานเพื่อทำหน้าที่นี้โดยตรง นอกจากนี้ก็ยังมีผู้แทนอีกหนึ่งคนหรือมากกว่าจะทำหน้าที่ตัดสินพิจารณาความเหมาะสมของการดำเนินการใดๆ ของ HKEx ว่าเป็นไปตามวัตถุประสงค์และมีความเหมาะสมเพียงพอหรือไม่ เพื่อที่จะรับประกันและสร้างความแน่ใจว่าการทำหน้าที่กำกับดูแลกรณีดังกล่าวนั้น สามารถเป็นที่ยอมรับได้ (กรณีนี้ HKEx ดำเนินจัดการประเด็นนั้นด้วยตัวเอง) หรือหากเป็นการสมควร ก็สามารถมีคำสั่งหรือตัดสินใจที่จะระงับ หรือแทรกแซงการดำเนินการนั้น

โดยใช้อำนาจตามกระบวนการที่ให้มา หาก HKEx ไม่เห็นด้วยกับข้อพิจารณาใดๆ แล้ว สามารถอุทธรณ์ต่อสำนักงานได้ ซึ่งก็จะพิจารณาโดยรับฟังทั้งจาก HKEx และผู้มีอำนาจแทนของสำนักงานฯ เมื่อได้ผลตัดสินที่เป็นลายลักษณ์อักษรแล้ว ก็จะมีผลผูกพันทั้งสองฝ่าย

นอกจากนี้ Pre-listing MOU ก็ยังมีการดำเนินการวางโครงสร้างของการบริหารภายในอื่นๆ เพื่อช่วย SFC ดูแลจัดการ HKEx ในฐานะที่เป็นบริษัทจดทะเบียนด้วย โดยประการแรก ต้องทำให้แน่ใจว่า HKEx ปฏิบัติต่อบริษัทจดทะเบียนทุกบริษัทอย่างเท่าเทียม ไม่มีความแตกต่างกัน โดย SFC จะต้องดูแลพนักงานของสำนักงานบริษัทจดทะเบียนที่จะดูแลเรื่องสารสนเทศที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติ และกระบวนการเป็นปกติของ SHEK ประการที่สอง คือ SFC จะต้องไม่สันนิษฐานโดยไม่จำเป็นว่า บทบาทการรับหลักทรัพย์จดทะเบียนจะต้องเกี่ยวข้องกับ HKEx เสมอ

สำหรับการกำกับบริษัทจดทะเบียนนั้น SHEK ใช้สิทธิและอำนาจหน้าที่จากการเป็นทั้งหน่วยงานกำกับดูแลและตลาดหลักทรัพย์ โดยอำนาจกำกับดูแลทางการเป็นของ SFC ส่วน SHEK จะทำหน้าที่ต่อเนื่องจากการเป็นตลาดหลักทรัพย์ เช่น การเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน การเผยแพร่รายงานประจำปีที่ต้องรับมาจากบริษัทต่างๆ ตามกฎเกณฑ์ว่าด้วยการเปิดเผยข้อมูล (the Securities (Disclosure of Interests) Ordinance) ตามประกาศของ HKEx นอกจากนี้ MOU นี้ยังกำหนดให้ SHEK สามารถใช้อำนาจปฏิบัติหน้าที่ด้านการกำกับดูแลได้ตามที่ HKEx กำหนด กรณีที่ SFC ชี้ชัดแล้วว่าไม่มีประเด็นในเรื่องของความขัดแย้งทางผลประโยชน์

MOU for the Listing of Hong Kong Exchanges and Clearing Limited on the Stock Exchange between SFC – HKEX – SEHK³⁵

หลักการที่สำคัญ คือ คู่สัญญาตกลงร่วมกันว่าจะปฏิบัติหน้าที่ตามบทบาทและขอบเขตอำนาจของตนด้วยความสุจริต และก่อให้เกิดผลประโยชน์ร่วมกัน เพื่อให้การปฏิบัติต่างๆ ที่จะเกิดขึ้นเป็นไปโดยเร็วและมีความเหมาะสมมากที่สุด ซึ่งตามบทบัญญัติมาตรา 13 ของ กฎหมายการควบรวม (Merger Ordinance) กำหนดกรณีที่ HKEx จะทำการจดทะเบียนหลักทรัพย์ เป็นบริษัทจดทะเบียนโดยมีหน้าที่ต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ และจะสามารถจดทะเบียนได้ต่อเมื่อ SFC เห็นชอบตามกระบวนการที่กฎหมายกำหนด

³⁵ MOU for the Listing of Hong Kong Exchanges and Clearing Limited on the Stock Exchange Between SFC – HKEX – SEHK, 22 August 2001.

MOU ฉบับนี้เป็นข้อตกลงภายใต้วัตถุประสงค์ของมาตรา 13 โดย SEHK มีหน้าที่ต้องจัดการให้ความสะดวก และจัดทำระบบเพื่อรองรับการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว ซึ่งแน่นอนว่า SFC มีอำนาจตามที่กำหนดใน MOU ฉบับนี้ โดยคู่ตกลงทุกฝ่ายรับรู้และตระหนักว่าการดำเนินการทุกขั้นตอนจะต้องมีความเหมาะสม และเป็นไปในรูปแบบเดียวกันทั้งเรื่องของผลลัพธ์และระยะเวลาได้แก่กรณี

- 1) SEHK กับการบริหารจัดการและการบังคับให้เป็นไปตามกฎหมายและกฎเกณฑ์ต่างๆ ของข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ของ HKEx และหลักทรัพย์อื่นๆ ด้วย
- 2) SEHK กับการบริหารจัดการและการบังคับให้เป็นไปตามกฎหมายและกฎเกณฑ์ต่างๆ ของเกณฑ์รับหลักทรัพย์ ต่อผู้ยื่นคำขอจดทะเบียนทุกรายนอกเหนือจาก HKEx
- 3) SFC กับการบริหารจัดการและการบังคับให้เป็นไปตามกฎหมายและกฎเกณฑ์ต่างๆ ของข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ต่อตัว HKEx

นอกจากนี้ บันทึกข้อตกลงนี้ยังได้กำหนดความสัมพันธ์ระหว่างกัน อันได้แก่

1. HKEx และผู้ยื่นคำขอจดทะเบียนรายอื่นๆ และหน่วยงานตรวจสอบและกำกับดูแลของผู้ยื่นคำขอจดทะเบียนนั้นๆ ที่มีหน้าที่ตามเกณฑ์รับหลักทรัพย์
2. หน่วยงานบังคับใช้กฎเกณฑ์ของ SEHK ตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ ที่ต้องบังคับต่อหลักทรัพย์ของ HKEx และของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์รายอื่นๆ
3. หน่วยงานกำกับดูแลของ SFC ในการตรวจสอบ HKEx (ในฐานะบริษัทจดทะเบียน) กรณีที่เกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ รวมถึงการตรวจสอบผู้ยื่นคำขอและผู้ออกหลักทรัพย์อื่นๆ
4. ประเด็นความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผลประโยชน์ของ HKEx ในฐานะที่เป็นบริษัทจดทะเบียน กับ บริษัทที่ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลควบคุมตลาดหลักทรัพย์ (Controller) กับผลประโยชน์ของการกำกับดูแลบริษัทอื่นๆ ตามความเหมาะสม
5. การรวมกิจการของธุรกิจหลักทรัพย์

กระบวนการเกี่ยวกับการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของ HKEx ตามที่กำหนดใน MOU

- SFC เป็นผู้ดำเนินการจัดการและตัดสินใจแทน SEHK เกี่ยวกับการจดทะเบียนและดำรงสถานะของ HKEx เฉกเช่นเดียวกับที่ SEHK ปฏิบัติกับผู้ออกหลักทรัพย์และผู้ยื่นคำขอจดทะเบียน

รายอื่นๆ เว้นแต่กรณีใดๆ ก็ตามที่ SFC มีการรับรองเป็นลายลักษณ์อักษรว่าพิจารณาแล้วไม่เห็นประเด็นความขัดแย้งทางผลประโยชน์ หากการดำเนินการนั้นๆ จัดการโดย SEHK

- คู่สัญญาทุกฝ่ายคงไว้ซึ่งอำนาจ บทบาทหน้าที่ สิทธิและความรับผิดชอบ (กรณีที่มี) ตามที่กำหนดใน Chapter 38 ของเกณฑ์รับหลักทรัพย์ โดยในบันทึกข้อตกลงนี้ จะเรียกอำนาจและบทบาทหน้าที่ของ SFC ว่า "SFC (HKEx Listing) Powers"

- SFC จะเป็นผู้รับการยื่นคำขอและอนุญาตให้ HKEx ทำการจดทะเบียนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ และเห็นชอบเกี่ยวกับการยื่นเอกสารอื่นๆ ด้วย โดยสามารถปฏิเสธหรือไม่เห็นชอบได้ (ภายใต้สิทธิการยื่นอุทธรณ์ของ HKEx) โดยอาจมีหรือไม่มีเงื่อนไขใดๆ หากมีการเห็นชอบแล้ว SFC ก็จะทำหน้าที่เป็นหน่วยงานคอยตรวจสอบและควบคุมดูแลการปฏิบัติหน้าที่กำกับดูแลของ HKEx ว่าเป็นไปตามเกณฑ์รับหลักทรัพย์ในฐานะที่เป็นบริษัทจดทะเบียนหรือไม่

- ในส่วนของการยื่นคำขอจดทะเบียนนั้น, SFC จะเป็นผู้ให้คำแนะนำ SEHK เกี่ยวกับการจัดการทั้งหมดที่ระดับตอนอย่างเหมาะสม โดยเป็นการทำหน้าที่ในนามของ SFC เพียงอย่างเดียว โดย SFC จะต้องไม่ดำเนินการใดๆ ให้ SEHK ต้องเพิ่มหรือเปลี่ยนแปลงกระบวนการหรือขั้นตอนใดๆ ที่แตกต่างจากการทำหน้าที่กับบริษัทออกหลักทรัพย์อื่นๆ และแน่นอนว่าระยะเวลาที่ใช้ก็ต้องอยู่บนบรรทัดฐานเดียวกับกรณีอื่นๆ ด้วย นั่นคือหน้าที่ของ SEHK จะถูกจำกัดไว้ตามมาตรา 34 ของ The Stock Exchange Unification Ordinance

- SFC มีการจัดวางโครงสร้างอำนาจการกำกับดูแล HKEx ออกมาเกี่ยวกับประเด็นการเป็นบริษัทจดทะเบียน โดยโครงสร้างดังกล่าวเขียนเอาไว้ใน Chapter 38 ของเกณฑ์รับหลักทรัพย์ (Listing Rules) ซึ่งจะต้องเป็นไปตาม Section 34 เสมอ

- นอกจากนี้ MOU ยังกำหนดข้อห้ามปฏิบัติของ SHEK ยกเว้นกรณีที่ HKEx ร้องขอและเป็นที่ตกลงกันได้แก่ การทำหน้าที่คอยสังเกตและติดตาม HKEx ให้ปฏิบัติตามเกณฑ์รับหลักทรัพย์ การบังคับลงโทษ ซึ่ง SEHK จะมีการแต่งตั้งบุคคลใดๆ ในฝ่ายบริษัทจดทะเบียนเพื่อทำหน้าที่ประสานงานหรือติดต่อกับ SFC เป็นระยะๆ ในการติดตามความคืบหน้าของข้อกำหนดต่างๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียน โดยข้อมูลทุกอย่างจะเป็นความลับและไม่เปิดเผยต่อบุคคลที่สามแต่อย่างใด (ยกเว้นส่วนกฎหมาย ผู้เชี่ยวชาญต่างๆ หรือบุคคลผู้มีอำนาจตามกฎหมาย)

- เรื่องของการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทนั้น ก็เป็นลักษณะเดียวกัน คือ SFC จะให้คำแนะนำต่อ SEHK ในแต่ละขั้นตอนสำหรับการทำหน้าที่แทนในการติดตามเรื่องของการประกาศสารสนเทศต่างๆ

คู่มือจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์*

คู่มือที่เกิดจากการตกลงและยอมรับจัดทำขึ้นมาระหว่าง HKEx, SEHK และ SFC เพื่อที่จะช่วยกันหาทางจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ในด้านต่างๆ ที่เกิดจากการจดทะเบียนหลักทรัพย์ของ HKEx โดยจะมีตัวแทนจาก SFC ทำหน้าที่เป็นคนดูแลคู่มือตัวนี้อีกที่ (SFC Representatives) โดยจะมีการจัดตั้งคณะกรรมการพิจารณาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ Conflicts Committee โดยการเสนอชื่อของ HKEx Board เพื่อทำหน้าที่พิจารณาประเด็นปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น โดยต้องประกอบด้วยพนักงานของ HKEx ไม่น้อยกว่า 3 คน โดย 2 คนต้องดำรงตำแหน่งเป็นระดับผู้บริหาร อย่งไรก็ดี การประชุมของคณะกรรมการชุดนี้ สามารถสื่อสารกันได้ทั้งทางโทรศัพท์ และรูปแบบการสื่อสารต่างๆ โดยจัดเป็นระยะๆ ซึ่งสามารถทำกรรมการทุกท่านสามารถเข้าร่วมประชุม อันส่งผลให้ผลการบังคับเกิดขึ้นได้โดยครบถ้วน

คณะกรรมการพิจารณาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ Conflicts Committee

HKEx จะต้องใช้ความพยายามอย่างดีที่สุด ในการรับประกันว่าพนักงานเจ้าหน้าที่ของ HKEx และบริษัทอื่นๆ ที่มีสถานะเป็นผู้ควบคุมหรือมีอิทธิพลต่อการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ (Recognized Exchange Controller - REC) จะต้องถูกระบุหน้าที่อย่างชัดเจนในการตอบสนอง ตระหนัก ตื่นตัวและรับรู้ถึงเรื่องของความขัดแย้งทางผลประโยชน์อยู่เสมอ จากการทำหน้าที่เป็นหน่วยงานกำกับดูแล โดยประเด็นหรือข้อเท็จจริงใดๆ ที่เกี่ยวข้องอย่างมีเหตุผลอันสมควรสามารถนำมาซึ่งปัญหาดังกล่าว ซึ่งอาจก่อให้เกิดความขัดแย้งขึ้น ก็ให้เสนอต่อเลขานุการคณะกรรมการ เพื่อพิจารณาโอกาสในเบื้องต้นก่อน ซึ่งหมายรวมถึงความขัดแย้งที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับสัญญาที่เกี่ยวข้อง หรือข้อเสนอดังกล่าว ที่มีมูลค่าเกินกว่ามูลค่าขั้นต่ำ (3% ของมูลค่าสุทธิตามบัญชี)

* Procedures to Deal with Conflicts of Interest รับรองและใช้บังคับโดย SFC HKEx และ SEHK เพื่อใช้เป็นแนวทางในการจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์.

เมื่อกระบวนการเข้าสู่การพิจารณาของคณะกรรมการแล้ว ย่อมมีผลของการพิจารณาออกได้เป็น 3 ประการ คือ กรณีที่พิจารณาแล้วเห็นว่าไม่อาจมีประเด็นเรื่องความขัดแย้งเกิดขึ้น ก็จะมีการเก็บบันทึกเป็นข้อมูลไว้ กรณีที่มีความเป็นไปได้ที่จะเกิดความขัดแย้ง และเห็นว่าปัญหาดังกล่าวสามารถแก้ไขได้โดยปกติทั่วไป ตามการดำเนินงานของหน่วยงานกำกับดูแล ก็จะมีการเขียนเป็นข้อเสนอแจ้งไปยังสำนักงานฯ เพื่อให้ตัดสินใจต่อไป และกรณีที่เห็นว่าความขัดแย้งนั้นไม่อาจแก้ไขได้เป็นการทั่วไป เพื่อรับประกันการทำหน้าที่กำกับดูแลได้เช่นเดิม ก็ต้องมีการแจ้งสำนักงานฯ เพื่อให้ดำเนินการตามอำนาจที่กฎหมายมอบให้ต่อไปตามข้อกำหนดของคู่มือดังกล่าว

เมื่อ Conflicts Committee มีคำสั่งหรือพิจารณากรณีที่เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์เกิดขึ้นแล้วนั้น ก็จะมีการส่งข้อเท็จจริงต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง และข้อเสนอในการดำเนินการเพื่อรักษาไว้ซึ่งการกำกับดูแลที่มีความเหมาะสมไปยังตัวแทนที่มีอำนาจของ SFC (SFC Representatives - ผู้จัดการ กรรมการ หรือผู้บริหารที่แต่งตั้งโดย SFC ให้ทำหน้าที่ตามวัตถุประสงค์ของคู่มือนี้โดยเฉพาะ) เพื่อทำการพิจารณาข้อเท็จจริง และข้อมูลแวดล้อมต่างๆ ตามความเห็นเพื่อให้ได้วิธีดำเนินการโดยเป็นการปลดเปลื้องมิให้ต้องมีการแทรกแซงการดำเนินการของ SFC เว้นแต่ SFC จะมีการเรียกร้องตามเหตุผลอันสมควร และเมื่อ SFC Representatives เห็นชอบกับข้อเสนอต่างๆ ของ CC แล้วว่าสามารถรับประกันหรือทำให้เกิดความมั่นใจได้แน่ว่าจะสามารถดำเนินการมาตรการกำกับดูแลที่เกี่ยวข้องได้อย่างต่อเนื่องเหมาะสมต่อไปได้แล้วนั้น HKEx ก็ จะดำเนินการตามข้อเสนอดังกล่าว ซึ่งอาจมีคำแนะนำเพิ่มเติมจาก SFC Representatives ด้วย แต่หากไม่เห็นชอบหรือไม่พอใจการดำเนินการในทางปฏิบัติของ HKEx ขึ้นแล้ว SFC สามารถใช้อำนาจตามบทบาทหน้าที่ของข้อ 11. ของคู่มือจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ดังกล่าว

กระบวนการยื่นอุทธรณ์ต่อ SFC กรณีที่ Conflicts Committee ไม่ตกลงเห็นด้วยกับผลการพิจารณาของ SFC คู่ความทั้งสองฝ่ายย่อมอธิบาย เจรจาหรือกันภายใน 5 วันทำการ เพื่อทบทวนและช่วยกันแก้ไขปัญหา หรือความแตกต่างไม่ลงรอยระหว่างกันเพื่อให้บรรลุข้อตกลงให้ได้ แต่หากเลยกำหนดเวลาแล้ว ยังไม่สามารถหาทางแก้ไขปัญหาดังนั้น ประเด็นนั้นก็จะถูกส่งไปที่สำนักงานฯ เพื่อให้คู่ความทั้งสองฝ่ายทำการสรุปความเห็นในมุมมองและเหตุผลของแต่ละฝ่าย เพื่อเสนอให้สำนักงานฯ พิจารณาโดยคำตัดสินเป็นที่สุดและผูกพันคู่สัญญาและบุคคลที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย (โดยที่สำนักงานฯ จะตัดสินตามบทบาทของผู้เชี่ยวชาญในธุรกิจหลักทรัพย์ ไม่ใช่ในฐานะคนกลางแต่ประการใด)

บทบาทหน้าที่ของ SFC เพื่อให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของคู่มือฉบับนี้ ในการหาทางจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นหรืออาจมีขึ้นในภายหน้า SFC มีอำนาจดูแล HKEx ได้โดยมีอำนาจที่จะเรียกร้องให้ HKEx จัดส่งมอบข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับผลประโยชน์ ณ ปัจจุบัน และที่วางเป้าหมาย ซึ่งรวมถึงบริษัทที่ HKEx เป็น Controller ด้วย มีอำนาจที่จะแนะนำและกำหนดเป้าหมายแนวทางให้กับ HKEx รวมถึงอำนาจที่ใช้สิทธิต่อบริษัทต่างๆ ที่ HKEx เป็น Controller ด้วย นอกจากนี้ HKEx จะต้องจัดการทำหน้าที่ให้บริษัทที่ตนเป็น Controller ปฏิบัติตามข้อกำหนดตามคู่มือฉบับนี้ด้วย และ HKEx จะต้องทำงานและประสานงานร่วมกับ SFC ตลอดเวลาหรือทุกครั้งที่ SFC มีประเด็นกังวลเรื่องความขัดแย้งทางผลประโยชน์ และดำเนินการตามที่ SFC เสนอกระบวนการเพิ่มเติมตามเหตุผลอันสมควร

ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ กรณีการเข้าจดทะเบียนหลักทรัพย์ตัวเอง (Self-listing) และการกำกับดูแลผู้ใช้บริการรายอื่นเกินกว่ามาตรฐานทั่วไป (Over-Regulation of Users) เป็นที่ทราบกันโดยทั่วไปแล้วว่า ความขัดแย้งที่เห็นอย่างชัดแจ้งนั้นย่อมเกิดขึ้นกับองค์กรกำกับดูแลตนเองที่มีหน้าที่ตรวจสอบและกำกับดูแลการจดทะเบียนหลักทรัพย์ของตัวเอง หรือทำหน้าที่คอยดูแลว่าจะปฏิบัติตามเกณฑ์รับหลักทรัพย์และเกณฑ์ซื้อขายของหลักทรัพย์ตนเองหรือไม่ ประกอบกับกรณีความขัดแย้งที่อาจเห็นชัดน้อยกว่า คือต้องกลายมาเป็นคู่แข่งทางธุรกิจกับบริษัทจดทะเบียน และบริษัทหลักทรัพย์อื่นๆ ซึ่งอาจจะมีการจัดสร้างระบบการซื้อขายหรือทักโบว์ซีทีที่สามารถผ่อนผันหรือสะดวกรวดเร็วกว่าปกติ ซึ่งกรณีเหล่านี้ก็ต้องมีการใช้อำนาจภายใน เพื่อปลดเปลื้องบทบาทการกำกับดูแลที่เกี่ยวข้องบางอย่าง

กระบวนการออกกฎหมายเพื่อรองรับการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงกำหนดว่า หากสำนักงานฯ เห็นว่าความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างเรื่องของผลประโยชน์ของตัวตลาดหลักทรัพย์กับผลประโยชน์ตามการปฏิบัติงานอย่างเหมาะสมพอเพียงของหน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแลแล้วนั้น สำนักงานฯ ก็จะมีการแจ้งไปที่ตลาดหลักทรัพย์โดยตรง เพื่อติดตามความสัมพันธ์ การดำเนินงาน การประสานงาน และการตรวจสอบไปถึงทรัพย์สินต่างๆ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะช่วยเยียวยาความขัดแย้งต่างๆ ซึ่งกรณีนี้ตลาดหลักทรัพย์สามารถอุทธรณ์คำสั่งไปยัง สภาได้ แต่ผลของคำสั่งจากสำนักงานฯ ก็จะมีผลบังคับใช้ทันที

แม้ว่าจะเกิดประเด็นความขัดแย้งทางผลประโยชน์หลายประการหากมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นสิ่งจำเป็นที่ต้องกระทำก่อน คือการทบทวนและศึกษาบทบาทหน้าที่ของการเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองให้ครบถ้วนก่อน (SRO Review) เนื่องจากมีเหตุผลที่ตีหลายประการที่

ตลาดหลักทรัพย์ควรจะต้องดำรงสถานการณ์เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ และขณะเดียวกัน บางเรื่องก็ต้องเปลี่ยนแปลงโดยปกติทั่วไป เป็นรูปแบบของบริษัทหรือองค์กรทางธุรกิจที่มีการจัดวางโครงสร้างการปกครองและกำกับดูแลภายในกลุ่มบริษัท และต้องสามารถรับประกันความเชื่อมั่นว่าส่วนหรือหน่วยงานที่ยังคงทำหน้าที่กำกับดูแลนั้นจะสามารถปฏิบัติหน้าที่และดำเนินงานต่อไปได้อย่างเหมาะสม ในฐานะที่ต้องคุ้มครองและรักษาผลประโยชน์ของสาธารณะหรือผู้ลงทุน ทั่วไปได้อย่างเหมาะสม

ในขณะที่ SRO เป็นด่านหน้าของกลไกการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์แล้ว ความเสี่ยงต่างๆ ที่อาจมีผลต่อการดำเนินงานเพื่อเป้าหมายของการรักษาผลประโยชน์ของประชาชนก็ต้องมีการจัดการโดยเฉพาะความไม่เท่าเทียมกันของการบังคับใช้กฎเกณฑ์ต่างๆ การเข้าตรวจสอบหน่วยงานที่ถูกกำกับดูแล และการเข้าแข่งขันในธุรกิจ ใดๆ ก็ดี ความกังวลต่างๆ ที่กล่าวมาอาจไม่มีความจำเป็นที่จะต้องหาวิธีเปลี่ยนแปลงแก้ไข หากเมื่อมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ และไม่มี ความพยายามที่จะคงรักษาบทบาทการปฏิบัติหน้าที่เป็น SRO แบบเต็มรูปแบบอีกต่อไป ซึ่งจะไปแล้ว หากไม่มีหน่วยงานหรือองค์กรใดที่จะสามารถทำหน้าที่ได้ดัง SRO แล้ว หน่วยงานภาครัฐก็ คงจะปฏิเสธไม่ให้มีการโอนอำนาจหน้าที่ไป และตลาดหลักทรัพย์ก็จำเป็นต้องมีภาระผูกพันที่ยังคง ต้องดำเนินงานตามมาตรฐานที่เคยเป็นมาาก่อนดังเดิม

ทั้งนี้ การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ก็ได้สร้างความแตกต่างอย่างสมบูรณ์ระหว่าง SRO ความสามารถของตัวตลาดหลักทรัพย์เองที่จะดำเนินงานให้เป็นไปตามเป้าหมายที่สำคัญได้นั้น ขึ้นอยู่กับปัจจัยต่างๆ หลายประการ ได้แก่ โครงสร้างการกำกับดูแลทั้งระบบ หน้าที่และความ ผูกพันของตลาดหลักทรัพย์ตามกฎหมายต่างๆ กระบวนการการบริหารจัดการทั้งภายในและ ภายนอก ตลอดจนการบังคับใช้กฎเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ เช่น เกณฑ์รับหลักทรัพย์ เกณฑ์ซื้อขาย การประสานงานและความร่วมมือกันกับ SFC และหน่วยงานภาครัฐต่างๆ โครงสร้างการ บริหารงานขององค์กร การเปิดเผยข้อมูลหรือความโปร่งใสของการกำหนดนโยบายการตัดสินใจใน การดำเนินงานต่างๆ การจัดสรรทรัพยากรและงบประมาณต่างๆ เพื่อการกำกับดูแลในแต่ละภาค ส่วน และประสบการณ์ ความสามารถของพนักงานทั้งหมด

**มาตรการจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์
กรณีแปรรูปตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นบริษัทมหาชน**

ปัจจุบัน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีสถานะเป็นองค์กรที่กำกับดูแลตนเอง โดยมีได้ แสงหากำไรจากการดำเนินกิจการ (Non-for-profit and Self Regulatory Organization) ซึ่งมี อำนาจตามกฎหมายในการออกหรือกำหนดกฎเกณฑ์ต่างๆ เพื่อบังคับใช้กับกลุ่มบุคคลที่เกี่ยวข้อง กับธุรกิจหลักทรัพย์ รวมถึงมาตรการดำเนินการกำกับดูแลและลงโทษต่อผู้ฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติ ตามกฎเกณฑ์ต่างๆ เหล่านั้น

องค์กรที่ทำหน้าที่กำกับดูแลตนเอง (Self-Regulatory Organization - SRO) ส่วนใหญ่ แล้ว เป็นองค์กรที่มีการใช้อำนาจตามที่กฎหมายกำหนดในการกำกับดูแลอุตสาหกรรมบางส่วน หรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจนั้นๆ เสมือนเป็นองค์กรกำกับดูแลในเบื้องต้น (Front-line Regulator) และมักได้รับอำนาจกำกับดูแลเพิ่มเติม รวมถึงต้องคอยประสานงานกับหน่วยงาน กำกับดูแลภาครัฐ (Government/Statute Regulator) ด้วยส่วนหนึ่งในกรณีที่ภาครัฐขาดความ เชื่อวชาญ ทรัพยากรที่มีความสามารถในส่วนต่างๆ เนื่องจากโดยทั่วไปแล้ว องค์กรประเภท SRO จะมีความใกล้ชิดและมีความเข้าใจกับสภาพของธุรกิจมากกว่า ดังนั้นความสามารถของ SRO ที่ จะทำหน้าที่กำกับดูแลนั้น มิได้ขึ้นกับการได้รับจากรัฐ แต่เป็นเรื่องของความมีประสิทธิภาพและ ความชำนาญโดยเฉพาะทางปฏิบัติ เช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดตั้งขึ้นเป็น นิติบุคคลที่มีได้แสงหากำไรตามกฎหมาย นอกจากจะดำเนินกิจการเป็นศูนย์กลางการซื้อขาย หลักทรัพย์ หรือตลาดทุนของประเทศแล้วบทบาทหน้าที่สำคัญอีกประการคือ การเป็นองค์กรกำกับ ดูแลด้านหน้า ทั้งที่เกี่ยวข้องกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็น สมาชิก เจ้าหน้าที่รับอนุญาตตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงระบบการซื้อขาย เพื่อมิ ให้เกิดความผิดพลาดเสียหาย การกระทำการฝ่าฝืนกฎเกณฑ์ เพื่อสร้างความมั่นใจต่อนักลงทุน และประชาชนทั่วไป โดยมีการแบ่งแยกหน้าที่การกำกับดูแลกับสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลภาครัฐ

จากการที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีบทบาทหน้าที่สำคัญในการกำกับดูแลธุรกิจ หลักทรัพย์ในลักษณะที่เป็น SRO โดยกำกับดูแลธุรกิจที่ตนเองเป็นศูนย์กลางและกำกับดูแล บริษัทจดทะเบียนและบริษัทสมาชิกในระดับหนึ่งนั้น หากตลาดหลักทรัพย์ไทยมีการแปรรูปเป็น

บริษัทมหาชนเพื่อประกอบธุรกิจและมุ่งแสวงหากำไรก็อาจจะทำให้บทบาทของการกำกับดูแลถูกอ่อนแอลง และย่อมส่งผลกระทบต่อภาพลักษณ์และความน่าเชื่อถือของตลาดหุ้นไทย ซึ่งแนวทางแก้ปัญหาคือความขัดแย้งในประเด็นนี้ คงไม่สามารถทำให้หมดไปได้โดยทันที แต่ทำอย่างไรเพื่อให้ความขัดแย้งซึ่งอาจเป็นอุปสรรคต่อการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ลดน้อยให้มากที่สุด ในระดับที่ทุกฝ่ายพอใจและยอมรับมากกว่า ซึ่งแนวทางหรือมาตรการที่อาจนำมาใช้ย่อมมีหลายวิธี ตามสภาวะและวัฒนธรรมการดำเนินกิจการของตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่ง ซึ่งอาจแก้ได้โดยการจัดตั้งองค์กรแยกต่างหากเพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลหรือเป็นหน่วยงานทางธุรกิจเพื่อทำหน้าที่ของตน โดยเฉพาะ หรือการโอนย้ายหน้าที่กำกับดูแลไปให้กับองค์กรอิสระอื่น ซึ่งจะช่วยลดภาพของการเกิด Conflicts of Interest หรือผลประโยชน์ทับซ้อน กระทั่งการกำหนดโครงสร้างองค์กรระหว่างส่วนที่เน้นกำกับส่วนที่ไม่เน้นกำกับ ให้แยกออกจากกันอย่างชัดเจนโดยมีมาตรการหรือแนวทางดำเนินการใดๆ เพื่อป้องกันไม่ให้มีบุคคลที่มีอำนาจซ้ำกันในการตัดสินใจทั้ง 2 ฝ่าย อย่างไรก็ตาม บทบาทการกำกับดูแลทั้งบริษัทจดทะเบียน บริษัทสมาชิก บุคคลในธุรกิจหลักทรัพย์นั้น ไม่ควรรวมศูนย์อำนาจทั้งหมดไว้ที่หน่วยงานใดหน่วยงานหนึ่ง แต่ควรจะมีการกำหนดบทบาทหน้าที่ตามความเหมาะสม โดยการตกลงเป็นลายลักษณ์อักษรอย่างชัดเจน

ผู้วิจัยเห็นว่า สำหรับประเด็นความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่หลายฝ่ายเชื่อได้ว่าอาจเกิดขึ้นภายหลังจากการแปรรูปองค์กรในประการสำคัญ ย่อมเป็นกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์จะไม่ได้ให้ความสำคัญหรือละทิ้งหน้าที่ของการกำกับดูแลของตนเองจนไม่มีประสิทธิภาพอย่างสมควร เช่นเดิม อันจะไม่สมต่อเป้าหมายของการเป็นองค์กรประเภทบริษัทมหาชนที่มีความน่าเชื่อถือตามไปด้วย และเป็นการทำลายความเชื่อมั่นที่จะสร้างกำไรให้กับผู้ถือหุ้นต่อไปในระยะยาว ดังนั้น ผลตอบแทนหรือกำไรจากการประกอบธุรกิจของตลาดหลักทรัพย์ส่วนหนึ่ง ก็ควรที่จะต้องนำมาจัดสรรเป็นต้นทุนในการดำเนินงานในส่วนของการกำกับดูแลที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ อย่างมีประสิทธิภาพด้วยเช่นกัน ซึ่งนอกจากปัญหาความขัดแย้งในระดับต่างๆ แล้ว ยังมีข้อกังวลของการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ กรณีความเหลื่อมล้ำซ้ำซ้อนของอำนาจหน้าที่ระหว่างตลาดหลักทรัพย์และหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐ หรือการปฏิบัติหน้าที่บางอย่างมิได้มีความเป็นอิสระจากภาครัฐ การกำหนดสัดส่วนการถือครองหุ้นหรือการเป็นเจ้าขององค์กร โดยมีให้เกิดส่วนได้เสีย ความได้เปรียบเสียเปรียบ และเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการของบุคคลใดบุคคลหนึ่งอีกด้วย

การบริหารจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ข้อกังวล และความเสี่ยงต่างๆ เหล่านี้ ให้เหลือน้อยที่สุด ย่อมต้องขึ้นอยู่กับการวางโครงสร้างการบริหาร และการแบ่งแยกบทบาทหน้าที่

ให้เกิดความเหมาะสม เนื่องด้วยตลาดหลักทรัพย์ภายหลังการแปรรูปนั้น จะต้องมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างหลักๆ ที่สำคัญ 4 ประการด้วยกัน คือ

1. การกำหนดส่วนงานทางธุรกิจที่ต้องแยกออกจากส่วนกำกับดูแลอย่างชัดเจนและไม่มีส่วนได้เสียระหว่างกันหรือให้มีน้อยที่สุด เพื่อสร้างความมั่นใจและรับประกันความซื่อสัตย์ที่วางานด้านกำกับดูแลนั้น เป็นอิสระไม่ขึ้นต่อส่วนธุรกิจแต่อย่างใด
2. การกำหนดบทบาทหน้าที่การกำกับดูแลระหว่างภาครัฐและตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ และบังคับใช้ได้อย่างแท้จริง
3. การที่ตลาดหลักทรัพย์จะต้องเข้าสู่กระบวนการและกลไกการเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญ อย่างเช่นผลการดำเนินงานประจำปี และสารสนเทศที่ต้องเปิดเผยต่อสาธารณะต่างๆ จากการทำหน้าที่กำกับดูแลเพื่อความโปร่งใส
4. การจำกัดสิทธิความเป็นเจ้าของของตลาดหลักทรัพย์ในระดับต่างๆ กันให้เกิดความเสมอภาคและเท่าเทียมกัน

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาหลักเกณฑ์ของ IOSCO¹ ที่ได้ให้คำแนะนำสำหรับความยากและการท้าทายในการสร้างวัฒนธรรม และสิ่งแวดล้อมใหม่ๆ จากการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ โดยเฉพาะเรื่องของการจัดการและบรรเทาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่ต้องมีหรือรักษาไว้อย่างต่อเนื่องสำหรับตลาดหลักทรัพย์ของหลายๆ ประเทศที่ต้องการแปรรูปและควบรวมกิจการ ซึ่งจะสอดคล้องกับการดำเนินการของตลาดหลักทรัพย์ และโครงสร้างตลาดทุนหลายประเทศ ดังนี้

1. การส่งเสริมหลักบรรษัทภิบาลของกรรมการบริษัทให้มากขึ้น เพื่อความโปร่งใสอย่างแท้จริง
2. การกำหนดบทบัญญัติกฎหมาย กฎเกณฑ์ต่างๆ ของภาระหน้าที่ ความรับผิดชอบให้มีความชัดเจน เพื่อความโปร่งใสเป็นธรรม และมีประสิทธิภาพต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาด
3. มาตรการสังเกตตรวจสอบ ควบคุม และกำกับดูแลอย่างกวดขันมากขึ้น
4. ต้องเพิ่มความโปร่งใส ตรวจสอบได้เกี่ยวกับการออกกฎเกณฑ์บังคับไปถึงส่วนรวม และการพิจารณาออกคำตัดสินต่างๆ
5. สร้างกลไกเพิ่มความรับผิดชอบต่อตัวตลาดหลักทรัพย์ให้เกิดแก่นหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐ และประชาชนที่ต้องให้ความสำคัญไปพร้อมๆ กัน

¹ Technical Committee of IOSCO, Regulatory Issues Arising from Exchange Evolution Final Report (November 2006), p. 29.

6. การแบ่งแยกบทบาทหน้าที่ระหว่างการดำเนินงานทางธุรกิจกับหน้าที่กำกับดูแล โดยการแบ่งอำนาจ และความรับผิดชอบออกไปอยู่ในต่างหากอย่างชัดเจน (Single firm) เป็นรูปของการจัดตั้งนิติบุคคลทางกฎหมายขึ้นใหม่ หรืออาจทำการโอนย้ายหน้าที่ความรับผิดชอบบางส่วนไปอยู่กับหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐ (เช่น การกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ ในฐานะที่เป็นบริษัทจดทะเบียนเอง)

จากการศึกษาการกำหนดโครงสร้างการกำกับดูแลภายหลังการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ของออสเตรเลีย สิงคโปร์ และฮ่องกงในบทที่ผ่านมา จะพบว่าตลาดหลักทรัพย์ในประเทศดังกล่าวมีการจัดวางโครงสร้าง และการกำหนดบทบาทหน้าที่ได้อย่างดีและมีความเหมาะสมกับโครงสร้างองค์กร เช่น ตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย ASX ที่มีการแบ่งแยกหน้าที่ และคอยประสานงานกับ ASIC โดยรัฐมีการออกกฎหมาย Corporations Act 2001 และ The Financial Services Reform Act 2001 เพื่อออกแบบและกำหนดโครงสร้างพร้อมบทบาทหน้าที่ของ ASX โดยมีความชัดเจนถึงภาระหน้าที่ตามที่กฎหมายกำหนด (Statutory Obligation) ของ ASX ในฐานะที่ยังคงรักษาการเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองอยู่ โดยความรับผิดชอบของ ASIC ตามกฎหมายทั้งสองฉบับนั้นกำหนดหน้าที่ให้ ASX ต้องดำเนินการใดๆ ที่มีความจำเป็นในการสร้างความเชื่อมั่นให้เกิดขึ้นต่อตลาดหลักทรัพย์ สร้างความเป็นระเบียบ เป็นธรรมและมีความโปร่งใส นอกจากนี้ ทั้ง ASX และ ASIC ก็มีความพยายามที่จะสร้างความชัดเจนในบทบาทหน้าที่ของตัวเอง โดยการลงนาม MOU ร่วมกันเมื่อ 1 กรกฎาคม 2004 โดย ASX จะโอนหน้าที่กำกับดูแลของตนไปให้กับ ASXMS เพื่อทำหน้าที่กำหนดนโยบาย กฎเกณฑ์การปฏิบัติหน้าที่กำกับดูแลให้มีความโปร่งใสมากขึ้นจากเดิม อีกทั้ง ASX ก็มีการกำหนดสัดส่วนความเป็นเจ้าของเอาไว้สูงสุดที่ไม่เกิน 15% เพื่อมิให้สามารถมีอำนาจควบคุมกิจการได้

ตัวอย่างของ SGX ที่มีการตรากฎหมายหลักทรัพย์ว่าด้วยการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์และการควบรวมกิจการ (The Exchange (Demutualization and Merger) Act) ที่กำหนดตั้งแต่การจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ในรูปแบบของ Transferee Holding Company เพื่อรับโอนหุ้นเดิมจาก SEX และ SIMEX กลายเป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าใหม่ตามสภาวะตลาด พร้อมทั้งมีการจัดตั้งหน่วยงานทางธุรกิจออกเป็นบริษัทย่อยๆ 5 แห่งออกจากกันเพื่อที่จะสามารถประกอบธุรกิจได้อย่างอิสระและเต็มประสิทธิภาพ และในส่วนของภาระจดทะเบียนหลักทรัพย์นั้น ก็มีการกำหนดหน้าที่ของ MAS ในการกำกับดูแลขั้นตอนของการจดทะเบียนของ SGX ตั้งแต่เริ่มต้น รวมถึงมีการทำความตกลงกันระหว่าง SGX และ MAS (Deed of Undertaking) เพื่อแบ่งแยกและจัดสรรหน้าที่ระหว่างศูนย์ซื้อขายล่วงหน้าและหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐ

ตัวอย่างของการจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ของ HKEx ที่เกิดขึ้นนั้น ก็จะได้เห็นได้จากความพยายามที่จะใส่หลักการข้างต้นลงไปในโครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์ที่ผ่านการแปรรูปแล้วของ HKEx โดยในปี 2000 SEHK, HKEF ได้ถูกทำการแปรรูปด้วยกันกับ HKSCC ควบรวมกิจการจนกลายเป็น HKEx และผลลัพธ์ที่ตามมาคือ ความเป็นเจ้าของหรือกรรมสิทธิ์ในหุ้นของตลาดหลักทรัพย์เดิมถูกแยกออกจากสิทธิการเป็นบริษัทที่เข้าซื้อขายหลักทรัพย์ ผู้ถือหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นใหม่กลายเป็นผู้ถือสิทธิการเป็นสมาชิกเพื่อทำการซื้อขายหลักทรัพย์ก่อนที่การควบรวมดังกล่าว จะเข้าไปเกี่ยวข้องกับบุคคลอื่นๆ มากกว่าเดิม โดย หน่วยงานกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง (SFC – Securities and Futures Commission) ซึ่งเป็นองค์กรอิสระที่ถูกจัดตั้งขึ้นตามกฎหมายหลักทรัพย์ (SFCO – Securities and Futures Commission Ordinance) นอกเหนือจากหน้าที่กำกับดูแล HKEx เรื่องต่างๆ ก็ยังต้องจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นระหว่าง ผลประโยชน์ของ HKEx ในฐานะที่เป็นบริษัทจดทะเบียน กับ บริษัทที่ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลควบคุมตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงบริษัทอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับผลประโยชน์ของการกำกับดูแลบริษัทอื่นๆ ตามความเหมาะสม นอกจากนี้ หลังจากการควบรวม และจัดโครงสร้างใหม่ทั้งหมดก็ได้มีการแบ่งหน้าที่กัน เพื่อไม่ให้เกิดความเหลื่อมล้ำซ้ำซ้อนกันระหว่างหน้าที่ของ SFC และ HKEx ในการกำกับดูแลกลุ่มบุคคลต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง

4.1 มาตรการทางกฎหมายและการกำกับดูแลในการจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์

ตลาดหลักทรัพย์และสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ควรที่จะมีการหารือและตกลงร่วมกันในการกำหนดบทบาทหน้าที่ของแต่ละหน่วยงานให้มีความชัดเจน ก่อนที่ตลาดหลักทรัพย์ภายหลังการแปรรูปจะได้จัดวางโครงสร้างขององค์กร ในส่วนของการเป็นหน่วยงานประกอบธุรกิจ (For-profit Exchange) และการยังคงทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ เพื่อความเป็นธรรมในการซื้อขาย (Remain SRO) ที่ว่าตลาดหลักทรัพย์จะโอนหน้าที่กำกับดูแลบริษัทสมาชิก และบริษัทจดทะเบียนบางส่วนหรือทั้งหมดไปให้สำนักงานเป็นผู้รับผิดชอบ รวมถึงการจัดวางโครงสร้างการบริหารภายใน เพื่อการเป็นตลาดหลักทรัพย์จดทะเบียนที่มีความโปร่งใสและความน่าเชื่อถือจากบุคคลภายนอกได้ต่อไป เพื่อกำหนดในกฎหมายให้มีความชัดเจน ดังตัวอย่างของกฎหมายแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสิงคโปร์ และฮ่องกงนั้น ได้บัญญัติไว้อย่างชัดเจนกรณีเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างการดำเนินงานเพื่อประโยชน์ส่วนรวม (Public Interest) และการประกอบกิจการเพื่อผลกำไรทางธุรกิจ (Business Interest) ว่า การ

กระทำใดๆ เพื่อผลประโยชน์ต่อส่วนรวมมีความสำคัญและเหนือกว่าเสมอ (Public Interest must prevail)

มาตรการหรือแนวทางส่งเสริมความโปร่งใสเป็นธรรม และช่วยลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นภายหลังการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์นั้น ผู้วิจัยขอสรุปและแบ่งการพิจารณาในแต่ละแนวทาง ดังนี้

4.1.1 มาตรการเกี่ยวกับการกำหนดสัดส่วนการถือครองหุ้น ซึ่งการจำกัดสัดส่วนความเป็นเจ้าของตลาดหลักทรัพย์นั้น มีวัตถุประสงค์สำคัญเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการของบุคคลต่างๆ โดยเฉพาะการเข้ามาครอบงำกิจการของนิติบุคคลต่างประเทศ ที่มีความสามารถในการเป็นเจ้าของตลาดหลักทรัพย์เล็กๆ ทั้งหลาย อีกทั้งยังเป็นการลดความเสี่ยงและความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (เสมือนการจำกัดความรับผิดชอบของผู้ถือหุ้น) ระหว่างเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นด้วยกันทั้งระหว่างผู้ถือหุ้นกลุ่มบริษัทจดทะเบียน บริษัทหลักทรัพย์ ประชาชน ภาครัฐ และตัวตลาดหลักทรัพย์เองที่ต่างก็มีความต้องการผลประโยชน์ต่อตนเองในรูปแบบต่างๆ กัน

ทั้งนี้ การอนุมัติให้ความเห็นชอบสำหรับหลักการดังกล่าวก่อนที่จะบัญญัติในตัวบทกฎหมายต่อไปนั้น เห็นควรที่จะต้องคำนึงถึงสัดส่วนการครองหุ้นให้เกิดความเหมาะสมสำหรับผู้ที่เกี่ยวข้องสิทธิความเป็นเจ้าของ (All Stakeholders) ในกลุ่มประเภทต่างๆ อันได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกเดิม บริษัทจดทะเบียน หน่วยงานภาครัฐโดยกระทรวงการคลัง รวมถึงนักลงทุนและประชาชนทั่วไป อย่างไรก็ตาม ไม่ควรกำหนดให้หน่วยงานภาครัฐสามารถถือครองหุ้นในสัดส่วนที่สูง ซึ่งนอกจากจะถูกแทรกแซงจากการเมืองได้ง่ายแล้ว ยังอาจทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีสถานะทางกฎหมายกลายเป็นรัฐวิสาหกิจตามพระราชบัญญัติวิธีการงบประมาณ พ.ศ.2502 ได้*

* พระราชบัญญัติวิธีการงบประมาณ พ.ศ.2502 มาตรา 3

"รัฐวิสาหกิจ" หมายความว่า

- (ก) องค์การของรัฐบาลหรือหน่วยงานธุรกิจที่รัฐบาลเป็นเจ้าของ
- (ข) บริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่ส่วนราชการมีทุนรวมอยู่ด้วยเกินกว่าร้อยละห้าสิบ
- (ค) บริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่ส่วนราชการและ/หรือรัฐวิสาหกิจตาม (ก) และ/หรือ (ข) มีทุนรวมอยู่ด้วยเกินกว่าร้อยละห้าสิบ
- (ง) บริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่ส่วนราชการและ/หรือรัฐวิสาหกิจตาม (ค) และ/หรือ (ก) และ/หรือ (ข) มีทุนรวมอยู่ด้วยเกินกว่าร้อยละห้าสิบ

ดังนั้น จากการเป็นโครงสร้างพื้นฐานหลักของตลาดทุนจึงต้องใช้ความระมัดระวังมิให้การดำเนินงานของตนต้องตกอยู่ภายใต้อิทธิพลของผู้ที่ไม่เหมาะสม หรือเป็นเครื่องมือของกลุ่มบุคคลใด ๆ โดยตัวอย่างของแนวทางการดำเนินการเพื่อสอดคล้องกับหลักการนี้ ได้แก่

- การกำหนดคุณสมบัติของผู้ถือหุ้นหรือบุคคลที่จะมาเป็นเจ้าของให้มีความเหมาะสมเพื่อทำหน้าที่ควบคุมและบริหารกิจการของตลาดหลักทรัพย์อย่างเป็นทางการและเป็นธรรมและโปร่งใส โดยไม่มีประเด็นในเรื่องการเข้ามาถือครองหุ้นที่อาจเข้าข่ายเป็นการครอบงำกิจการ หรืออำนาจบริหารงานได้ (Fit and Proper ของ controlling shareholders) และจำกัดสัดส่วนของหุ้นที่ให้ถือได้ โดยรัฐมนตรีอาจมีการใช้ดุลพินิจที่จะอนุมัติเพิ่มสัดส่วนให้บุคคลใดถือเกินกว่าสัดส่วนที่กำหนดไว้ได้ และกำหนดให้บริษัทแจ้งหรือเปิดเผยในกรณีที่มีการถือหุ้นเกินกว่าสัดส่วนที่กำหนด ส่วนนี้ การกำหนดสัดส่วนการถือหุ้นโดยต่างชาตินั้นสามารถกำหนดเป็นบทบัญญัติทางกฎหมายได้อย่างเฉพาะเจาะจงดังเช่นกฎหมายว่าด้วยการแปรรูปของตลาดหลักทรัพย์ในหลายประเทศ อย่างไรก็ตาม สำหรับกรณีดังกล่าวก็ยังมีพระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจของคนต่างด้าว พ.ศ. 2542 เป็นข้อจำกัดคุ้มครองอยู่อีกชั้นหนึ่ง*

- การกำหนดสัดส่วนของบุคคลใด ๆ สำหรับแต่ละกลุ่มประเภท Stakeholders ตามที่กล่าวไปเบื้องต้นในการเข้าครอบครองหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งสมควรจะจำกัดสัดส่วนการถือครองหุ้นที่ไม่เกิน 5% ในเบื้องต้น เว้นแต่จะต้องได้รับการตรวจสอบและอนุมัติจากสำนักงานกำกับดูแลภาครัฐ โดยเฉพาะกลุ่มนักลงทุนประเภท Strategic Investors ที่มีความเหมาะสมหรือกลุ่มนักลงทุนสถาบันที่สามารถสนับสนุนหรือช่วยให้ตลาดหลักทรัพย์ได้รับการพัฒนาขึ้น ในการเป็นเจ้าของสัดส่วนมากกว่าเกณฑ์ที่กำหนดได้ ซึ่งจะสอดคล้องกับแนวทางการกำหนดหลักกฎหมายของต่างประเทศเป็นส่วนใหญ่

- (จ) บริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่ส่วนราชการและ/หรือรัฐวิสาหกิจตาม (ง) และ/หรือ (ก) และ/หรือ (ข) และ/หรือ (ค) มีทุนรวมอยู่ด้วยเกินกว่าร้อยละห้าสิบ

* พระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจของคนต่างด้าว พ.ศ. 2542 มาตรา 13 ในกรณีที่มีกฎหมายอื่นกำหนดเรื่องการถือหุ้น การเป็นหุ้นส่วนหรือการลงทุนของคนต่างด้าว การอนุญาตหรือการห้ามคนต่างด้าวในการประกอบธุรกิจบางประเภทหรือกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการประกอบธุรกิจของคนต่างด้าวไว้เป็นประการใด ให้ใช้บังคับตามกฎหมายดังกล่าวและมีให้นำความในพระราชบัญญัตินี้ไปใช้บังคับในส่วนที่มีกฎหมายอื่นกำหนดไว้เป็นการเฉพาะแล้ว

นอกจากนี้ กฎหมายแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ควรที่จะต้องกำหนดนิติบุคคลพิเศษในรูปกองทุนขึ้นมาบริหารจัดการหุ้นเป็นการเฉพาะ เพื่อยังคงบทบาทของการเป็นหน่วยงานพัฒนาตลาดทุนในระยะยาวต่อไป โดยจากข้อมูลการศึกษาตลาดหลักทรัพย์ที่พัฒนาแล้ว พบว่าสมาชิกเดิมจะได้รับส่วนแบ่งหุ้นเป็นส่วนมาก โดยในการแบ่งสัดส่วนขึ้นอยู่กับความตกลงยอมรับกันของสมาชิกเดิม โดยมี และหากเป็นกรณีที่ทางการเป็นผู้ผลักดัน มักมีการจัดตั้งกองทุนพัฒนาตลาดทุน (Market Development Fund) ซึ่งทางการถือหุ้นอยู่เป็นส่วนมาก เช่น มาเลเซียและสิงคโปร์ เพื่อจัดสรรเงินทุนบางส่วนไว้พัฒนาตลาดทุน และมีการแต่งตั้งกรรมการอิสระเพื่อรักษาผลประโยชน์ของส่วนรวมไว้ โดยการกำหนดโครงสร้างการบริหารให้มีเจ้าของที่ชัดเจนและมีความหลากหลายมากขึ้นสอดคล้องกับแนวทางของต่างประเทศ โดยบริษัทหลักทรัพย์ กลุ่มที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ก็ควรได้รับการแบ่งสัดส่วนที่เป็นธรรมโดยหุ้นที่ได้รับนี้อาจเพิ่มมูลค่าขึ้นได้เมื่อนำเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

4.1.2 มาตรการเกี่ยวกับการกำหนดบทบาทหน้าที่กำกับดูแลระหว่างตลาดหลักทรัพย์กับสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. โดยวัตถุประสงค์สำคัญเพื่อลดความเหลื่อมล้ำซ้ำซ้อนระหว่างตลาดหลักทรัพย์และสำนักงาน อีกทั้งหากมีการแบ่งแยกหน้าที่กันอย่างชัดเจนแล้ว ย่อมทำให้ตลาดหลักทรัพย์สามารถให้ความสำคัญในส่วนการกำกับดูแลที่อยู่ในความดูแลรับผิดชอบหลักๆ ได้อย่างเต็มที่และมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น ทั้งเรื่องของการกำกับดูแลสภาพการซื้อขายหลักทรัพย์ของตลาด เพื่อป้องกันการกระทำอันไม่เป็นธรรมที่อาจเกิดขึ้น เช่น Insider Trading, Manipulation ซึ่งตลาดหลักทรัพย์มีความใกล้ชิด มีระบบการตรวจสอบ และเจ้าหน้าที่ที่มีความชำนาญและประสบการณ์มานาน การกำกับดูแลการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนด้วยกัน และตรวจสอบการกำกับดูแลการปฏิบัติหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์ในฐานะที่เป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ โดยต้องไม่มีการเลือกปฏิบัติอย่างไม่เป็นธรรม หากบริษัทต่างๆ เหล่านั้นมีสถานะเป็นผู้ถือหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ด้วย

นอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์และสำนักงานควรจัดทำบันทึกตกลงทำความเข้าใจ (Memorandum of Understanding – MOU) เพื่ออธิบายและให้ความชัดเจนเกี่ยวกับความสัมพันธ์ในเรื่องของการกำกับดูแลระหว่างหน่วยงาน โดยปกติจะไม่มีผลผูกพันตามกฎหมาย มีขึ้นเพื่อใช้แยกแยะหน้าที่ความรับผิดชอบในการกำกับดูแลระหว่างหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐและตลาดหลักทรัพย์ เพื่อช่วยลดปัญหาความซ้ำซ้อนและความเหลื่อมล้ำ รวมถึงช่วยทำให้การกำกับดูแลมีประสิทธิภาพจากการประสานงานร่วมมือกัน

4.1.3 มาตรการเกี่ยวกับบรรษัทภิบาล และการเปิดเผยสารสนเทศ เพื่อสร้างความมั่นใจต่อบุคคลที่เกี่ยวข้อง กรณีที่ตลาดหลักทรัพย์ทำธุรกรรมใดๆ กับบุคคลที่อาจมีความเกี่ยวข้องกัน เช่น บริษัทจดทะเบียนอื่นและบริษัทหลักทรัพย์ที่ประกอบธุรกิจเหมือนหรือคล้ายคลึงกัน และกรณีที่แตกต่างกันซึ่งมีความสัมพันธ์กันทางธุรกิจอันมีส่วนได้เสียระหว่างกัน รวมถึงการจัดตั้งคณะทำงานหรือคณะกรรมการชุดพิเศษที่มีความเป็นอิสระ ไม่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์และมีความเป็นกลาง เพื่อวินิจฉัยปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น นอกจากนี้ การแยกจัดสรรเงินทุน หรืองบประมาณเพื่อใช้ดำเนินการของ 2 ส่วนงานอย่างชัดเจน ก็สามารถแสดงถึงความโปร่งใสของการดำเนินงานด้านกำกับดูแลได้ โดยตัวอย่างของการดำเนินการตามมาตรการหรือแนวทางดังกล่าว ได้แก่

- การจัดตั้งคณะกรรมการพิจารณาปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นภายในองค์กร หากตลาดหลักทรัพย์จดทะเบียน (Listed Exchange) มีการทำธุรกรรมใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัทจดทะเบียน (Regulated Listed Companies) หรือบริษัทหลักทรัพย์ (Regulated Brokers) ที่มีหน้าที่กำกับดูแลอยู่ ซึ่งอาจเรียกว่า Conflicts Committee ซึ่งต้องมีความเป็นกลาง ประกอบไปด้วยผู้แทนจากหน่วยงานต่างๆ ที่ไม่มีส่วนได้เสียและเป็นอิสระจากตลาดหลักทรัพย์ เช่น หน่วยงานราชการ รัฐวิสาหกิจ ประชาชนและนักลงทุนทั่วไปที่มีความรู้ ความสามารถและความเชี่ยวชาญในตลาดทุน ทำหน้าที่ตัดสินใจข้อพิพาทเพื่อไม่ให้เกิดปัญหา Bias ต่างๆ และทำให้เกิดความมั่นใจได้ว่าทุกบริษัทและองค์กรที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ปฏิบัติหน้าที่เป็นไปตามข้อกำหนดกฎเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ (รวมถึงตัวตลาดหลักทรัพย์เอง) ถูกต้องทุกประการ

- การจัดทำบัญชีหรืองบการเงินในส่วนของกิจการด้านกำกับดูแลออกมาต่างหากจากส่วนงานของธุรกิจ (ซึ่งตลาดหลักทรัพย์อาจต้องมีการแบ่งแยกองค์กรโดยการจัดตั้งนิติบุคคลขึ้นมาเพื่อทำหน้าที่เฉพาะ) เพื่อควบคุมต้นทุนค่าใช้จ่ายได้อย่างชัดเจนอันเป็นการป้องกันไม่ให้เกิดความสงสัยข้องใจถึงการจัดสรรเงินทุนในส่วนของการกำกับดูแลว่ามีประสิทธิภาพเพียงพอหรือไม่ อย่างไร

- การกำหนดหน้าที่ของคณะกรรมการและผู้บริหารตลาดหลักทรัพย์ให้มีความรับผิดชอบต่อการบริหารงานโดยเฉพาะการรักษาผลประโยชน์ของส่วนรวม (Public Interest) เป็นสำคัญเหนือกว่าผลประโยชน์ทางธุรกิจ (Shareholder's Profit) ซึ่งหลักการตรงนี้อาจกำหนดเป็นข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์จดทะเบียน เพื่อให้เป็นที่ยอมรับของผู้ถือหุ้นทั้งหลาย (ซึ่งการกำหนดสัดส่วนการถือครองหุ้นให้กับหน่วยงานรัฐหรือ กองทุนของตลาดหลักทรัพย์ในสัดส่วนที่สูงตั้งแต่เริ่มแปลงสภาพ ย่อมทำให้การกำหนดหลักเกณฑ์นี้เป็นไปได้ง่ายยิ่งขึ้น) โดยที่คณะกรรมการ

หรือผู้บริหารนั้นอาจต้องได้รับความเห็นชอบและอนุมัติจากภาครัฐ เพื่อทำหน้าที่กลั่นกรองความเหมาะสมอีกครั้งหนึ่ง ตามหลักการที่ว่าความเป็นไปได้ของผลประโยชน์ส่วนรวมนั้นขึ้นอยู่กับความเป็นอิสระของกรรมการเป็นสำคัญ

- การเปิดเผยข้อมูลหรือสารสนเทศที่มีความสำคัญ โดยตลาดหลักทรัพย์จดทะเบียนอาจต้องปฏิบัติตามเกณฑ์เปิดเผยข้อมูลที่เคร่งครัดกว่าบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ ที่มีการจัดระดับความรุนแรงของข้อมูลหลายระดับ โดยอาจกำหนดอยู่ในกฎหมายการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ได้ตามสมควร

4.2 ประเภทและแนวทางแก้ปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์

เมื่อตลาดหลักทรัพย์ในฐานะที่เป็นหน่วยงานกำกับดูแลตนเอง ได้รับการแปรรูปเป็นบริษัท ซึ่งเป็นองค์กรภาคธุรกิจและมีการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของตัวเองด้วยนั้น ย่อมก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่ต้องจัดการ และบรรเทาให้ลดน้อยลงให้มากที่สุด โดยสามารถแบ่งการพิจารณาได้ ดังนี้

4.2.1 ความขัดแย้งกรณีการเป็นหน่วยงานกำกับดูแลและองค์กรทางธุรกิจ (Conflict between Regulation and Business Principle)

ความขัดแย้งกรณีในตลาดหลักทรัพย์ต้องดำเนินกิจการในฐานะที่เป็นบริษัทมหาชนโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างผลประโยชน์หรือกำไรให้เกิดขึ้นต่อเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นของบริษัทให้มากที่สุด กับอีกบทบาทหนึ่งในฐานะที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง โดยเป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ต้องจัดให้เกิดความเป็นธรรมในการซื้อขายหลักทรัพย์ และคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ลงทุน/ประชาชนทั่วไปที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นความขัดแย้งทางผลประโยชน์กรณีนี้ย่อมเป็นสิ่งที่เกิดขึ้นสำหรับตลาดหลักทรัพย์ที่ทำการแปรรูปเป็นเอกชนเสมอ โดยที่ต้องแบกรับภาระหน้าที่ระหว่างบทบาทของการเป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ (Market Operator) ซึ่งต้องมีภาระรับผิดชอบในเรื่องของการควบคุมดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ และคอยสำรวจติดตามการปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนต่างๆ โดยเฉพาะเรื่องของการเปิดเผยข้อมูลมายังตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงการปฏิบัติหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกและที่ไม่ใช่สมาชิก พร้อมกับการเป็นองค์กรทางธุรกิจประเภทบริษัทที่ประกอบกิจการในเชิงพาณิชย์

อย่างไรก็ดี จากความผันแปรไปตามสภาวะตลาดโลก ภาพลักษณ์ของตลาดหลักทรัพย์ในฐานะที่เป็นองค์กรกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ย่อมต้องเป็นสิ่งแรกที่ควรคำนึงถึงเสมอ ตลาดหลักทรัพย์ไทยก็เช่นเดียวกัน ที่จะต้องคำนึงถึงภาพลักษณ์ ชื่อเสียง(Reputation / Brand Image) และความเชื่อมั่นของการเป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ของประเทศ ซึ่งหากภาพพจน์ในเรื่องของการคุ้มครองความเป็นธรรมและปกป้องผลประโยชน์ของนักลงทุนและประชาชนถูกลดทอนลงไปจากการที่สถานะขององค์กรกลายเป็นบริษัทเพื่อมุ่งแสวงหาซึ่งกำไรแล้ว อาจเกิดปัญหาหรือผลกระทบตามมาทั้งในเรื่องของความน่าเชื่อถือของการเป็นองค์กรกำกับดูแล ความมั่นใจของผู้ลงทุน และเรื่องของภาพลักษณ์ในสายตาของนักลงทุนไทยและต่างชาติได้ ดังนั้นประเด็นของการเป็นองค์กรที่มีทั้งเรื่องของการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ และการที่ต้องประกอบธุรกิจไปพร้อมๆ กันนั้นย่อมเป็นที่ถกเถียงและอาจก่อให้เกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างกันได้

ตลาดหลักทรัพย์บางแห่งเชื่อว่าแรงกดดันจากภายนอก เพื่อให้องค์กรมุ่งเน้นความสำคัญของมาตรการกำกับดูแลอยู่เหนือหน้าที่และเหตุผลทางธุรกิจ เพราะหากว่าภาพพจน์ และชื่อเสียงของตลาดหลักทรัพย์ถูกทำลายหรือบั่นทอนลงไปแล้ว ความเป็นบริษัทมหาชนที่อยู่ภายใต้ภาพลักษณ์นั้นก็อาจสูญเสียคุณค่าไปในทางเดียวกันด้วย ซึ่งเหตุผลดังกล่าวนี้ จึงเป็นมูลเหตุจูงใจสำคัญของการที่จะต้องดำเนินการจัดหาแนวทางปฏิบัติของการบริหารจัดการกับความเสี่งและความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นให้บรรเทาลงหรือก่อให้เกิดปัญหาน้อยที่สุด โดยที่การบริหารจัดการกับความขัดแย้งและความเสี่งนั้นถือเป็นส่วนหนึ่งของบรรษัทภิบาลที่ดีของบริษัทอยู่แล้วในเบื้องต้น โดยที่คณะกรรมการบริษัทมีหน้าที่ความรับผิดชอบในการบริหารงาน เพื่อรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น โดยคาดว่าความเสี่งในเรื่องของการกำกับดูแลกิจการ ย่อมสะท้อนให้เห็นจากราคาหลักทรัพย์ และต้นทุนของตลาดหลักทรัพย์จดทะเบียนได้ในภายหน้า

แนวทางแก้ปัญหาของตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ

1. ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (SGX): มีการแยกฝ่ายงานปฏิบัติการเกี่ยวกับธุรกิจตลาด (Market /Business Division) เพื่อจัดตั้งเป็นบริษัทลูกซึ่ง SGX ถือหุ้น 100% (Wholly Own Subsidiaries) ทำให้เป็นองค์กรขับเคลื่อนทางเศรษฐกิจ โดยส่วนงานทางธุรกิจที่เป็นตัวสร้างกำไรให้กับองค์กรนั้นถูกแยกตัวออกมาเป็นบริษัทเอกชนทำหน้าที่ต่างหาก โดยกำหนดเป้าหมายเพื่อสร้างผลตอบแทนหรือกำไรต่อกลุ่มผู้ถือหุ้นขององค์กรให้มากที่สุด อีกทั้งเพื่อให้เกิดการพัฒนาขีดความสามารถในการแข่งขันกับองค์กรอื่นๆ ได้มากขึ้น ดังนั้นแล้ว สำหรับในส่วนของการกำกับดูแล

ก็ควรที่จะต้องรักษาความมีประสิทธิภาพในการสร้างความเชื่อมั่น และภาพลักษณ์ขององค์กรที่ดีเอาไว้ (SGX brand) ประกอบกับการมี Clearing สองแห่งแยกกันก็สามารถช่วยลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นระหว่างการซื้อขายหุ้นและอนุพันธ์ได้ เนื่องจากการมีสำนักหักบัญชีและส่งมอบหลักทรัพย์ของแต่ละตลาดแยกจากกันเป็นของตัวเอง จะสามารถเพิ่มประสิทธิภาพในเรื่องของการวางหลักประกัน และการปฏิบัติงานในด้านต่างๆ ได้ดีขึ้น ในขณะที่ส่วนงานกำกับดูแลถูกกำหนดโครงสร้างให้เป็นส่วนหนึ่งของ SGX ที่ยังคงรักษาความเป็น SRO อยู่ อันเป็นการแบ่งแยกงานหรือฟังก์ชันในการประกอบธุรกิจของการเป็นบริษัทกันอย่างชัดเจน

นอกจากนี้ คณะกรรมการของ SGX ยังได้มีการจัดตั้ง Conflicts Committee โดยมีตัวแทนที่มาจากหน่วยงานต่าง ๆ และมีความเป็นอิสระ โดยความเห็นชอบของ MAS เพื่อทำหน้าที่พิจารณาวินิจฉัยประเด็นความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่เกิดขึ้น เนื่องจากการดำเนินกิจการของ SGX ในฐานะบริษัทหรือตลาดหลักทรัพย์จดทะเบียน เพื่อให้เกิดความมั่นใจว่าจะไม่มีเรื่องของผลประโยชน์ส่วนได้เสียหรือการเอื้อประโยชน์จนเกิดความไม่เท่าเทียมเป็นธรรม (Bias Manner) ก่อนที่จะรายงานผลการวิเคราะห์ประเมินต่อตัว MAS ต่อไป

2. ตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย (ASX): มีการแยกส่วนงานเกี่ยวกับการกำกับดูแลออกจากหน่วยงานทางธุรกิจ (Separation Option between business and regulation units) โดยการจัดตั้งบริษัทลูกขึ้นมา (ASXMS) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ในทุกภาคส่วนทั้งบริษัทจดทะเบียน บริษัทหลักทรัพย์ ระบบสถาบันตัวกลางหรือตัวแทนในการทำธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ โดยมีคณะกรรมการประกอบไปด้วยบุคคล 5 คน ซึ่งกรรมการ 2 คนมีความเป็นอิสระจากคณะกรรมการของ ASX และไม่ได้รายงานตรงต่อ CEO ของ ASX แต่อย่างใด (กรรมการที่เสนอโดย ASX สามารถ Veto โดย ASIC) พร้อมทั้งในส่วนของ ASX ยังได้มีการก่อตั้ง Regulatory Policy Unit (RPU) เพื่อแยกส่วนงานด้านนโยบายการกำกับดูแลออกจากส่วนงาน Operating Rules

นอกจากนี้ ตามบทบัญญัติกฎหมาย Corporations Act 2001 ได้กำหนดบทบาทหน้าที่ระหว่าง ASX และ ASIC อย่างชัดเจน โดยให้ ASX ทำหน้าที่เปิดเผยข้อมูลในส่วนของการกำกับดูแลเพื่อความโปร่งใสและเป็นธรรม สามารถตรวจสอบการเข้าไปมีส่วนเกี่ยวข้องได้ โดย ASIC มีอำนาจตามกฎหมายในการตรวจสอบการดำเนินงานของ ASX เป็นประจำ

3. ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง (HKEx): มิได้มีการจัดตั้งนิติบุคคลเพื่อแยกอำนาจหน้าที่ในส่วนของการกำกับดูแล และการประกอบธุรกิจออกจากกันอย่างชัดเจน แต่ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงใช้วิธีปรับเปลี่ยนโครงสร้างการบริหาร (Governance Structure) ให้มีความโปร่งใสมากยิ่งขึ้น โดยเพิ่มเรื่องของมาตรการเยียวยาความเสียหายต่อผู้บริหารในการดำเนินงานเพื่อส่วนรวมที่ผิดพลาด พร้อมทั้งมีการเพิ่มอำนาจ และบทบาทหน้าที่ให้กับ หน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐอย่าง SFC ในการตรวจสอบการปฏิบัติงาน โดยให้มีการแต่งตั้ง SFC Representatives เพื่อรับมอบอำนาจจากสำนักงานเพื่อทำตัดสินใจพิจารณาความเหมาะสมของการดำเนินการใดๆ ของ HKEx ว่าเป็นไปตามวัตถุประสงค์และเหมาะสมเพียงพอหรือไม่

นอกจากนี้ เช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ นั้นคือมีการจัดตั้ง Conflicts Committee เพื่อพิจารณาประเด็นภายในเกี่ยวกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ โดยการจัดทำระบบการจัดการภายใน เช่น การกำหนดให้มีคู่มือการจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์เป็นการภายใน เพื่อเป็นการรับประกันและสร้างความมั่นใจว่าพนักงานเจ้าหน้าที่ที่ด้านกำกับดูแลสามารถกำหนดและระบุได้ว่า สิ่งใดคือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ หรือที่อาจเกิดขึ้นในภายหน้าได้ ระหว่างการดำเนินงานในฐานะบริษัทจดทะเบียนและองค์กรกำกับดูแลไปพร้อมๆ กันก่อนที่จะเสนอประเด็นต่อ Conflicts Committee เพื่อพิจารณาวินิจฉัยต่อไป

แนวทางการดำเนินการกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การขจัดปัญหาความขัดแย้งกรณีดังกล่าว สามารถทำได้โดยการกำหนดหลักการในเบื้องต้นเกี่ยวกับมาตรการคุ้มครองและปกป้องผลประโยชน์ของส่วนรวมให้เป็นนโยบายสำคัญสำหรับการบริหารและดำเนินงานของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ภายหลังการแปรรูป โดยสามารถกำหนดนโยบายเพื่อเป็นแนวทางดำเนินการให้สอดคล้องกับหลักการข้างต้นได้หลายแนวทาง ได้แก่

- การแบ่งแยกบทบาทหน้าที่ของการกำกับดูแลออกจากหน้าที่การปฏิบัติงานทางธุรกิจอย่างชัดเจน หรือโอนย้ายบทบาทหน้าที่ของการกำกับดูแลบางส่วนไปยังสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. (องค์กรกำกับดูแลภาครัฐ) เป็นการเฉพาะ

- การสร้างกลไกของการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้มีความโปร่งใสและเข้มข้นกว่าเดิม เช่น การกำหนดตำแหน่ง จำนวน และความรู้ความสามารถของคณะกรรมการเพื่อทำหน้าที่ควบคุมดูแลกิจการอย่างเหมาะสมและเป็นธรรม (Corporate Governance) พร้อมทั้งการเปิดเผย

ชี้แจงข้อเท็จจริงใดๆ ทุกครั้งที่ตลาดหลักทรัพย์มีการทำธุรกรรมทางพาณิชย์ที่มีความสำคัญหรือมีมูลค่ามาก

- การกำหนดมาตรการเพื่อควบคุมดูแลการดำเนินงานของคณะกรรมการและทีมผู้บริหาร อย่างเป็นอิสระอีกชั้น (Independent Management) โดยมีให้มีส่วนได้เสียระหว่างกัน

- การกำหนดนโยบายเพื่อควบคุมดูแลการดำเนินงานระหว่างการกำกับดูแลธุรกิจ หลักทรัพย์เพื่อรับผิดชอบต่อผลประโยชน์ของสาธารณะเป็นสำคัญ (Public Interests prior Commercial Profits)

อย่างไรก็ดี ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยภายหลังการแปรรูปนั้น ย่อมมีสถานะทางกฎหมายทั้งที่เป็นนิติบุคคลประเภทบริษัทมหาชนตามกฎหมายว่าด้วยบริษัทมหาชน และมีสภาพเป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีหน้าที่เป็นทั้งตลาดหลักทรัพย์และหน่วยงานกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ การปฏิบัติหน้าที่ของบริษัทนายหน้าหรือตัวแทนซื้อขายหลักทรัพย์ การดำรงสถานะและการเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญของลูกค้าอย่างบริษัทจดทะเบียน รวมถึงการคอยสอดส่องดูแลความเรียบร้อยของบุคคลที่เกี่ยวข้องต่างๆ ในแวดวงธุรกิจหลักทรัพย์แล้วตามวัตถุประสงค์ของกฎหมายหลักทรัพย์ ซึ่งบทบาทหน้าที่ทั้งสองประการนี้ย่อมเป็นประเด็นปัญหาที่หลายฝ่ายต้องตั้งคำถามว่า การแสวงหาผลประโยชน์หรือกำไรให้กับบริษัทที่ประกอบธุรกิจในเชิงพาณิชย์ จะสามารถดำเนินไปพร้อมๆ กับหน้าที่การกำกับดูแลที่ต้องเข้มงวดและโปร่งใสได้อย่างแท้จริง และก่อให้เกิดความโปร่งใส เป็นธรรมได้จริงหรือ

ทางแก้ปัญหาดังกล่าว หรืออย่างน้อยก็สามารถบรรเทาความขัดแย้งที่อาจเกิดขึ้นได้ มีหลากหลายวิธี ขึ้นอยู่กับปัจจัยต่างๆ ของตลาดหลักทรัพย์แต่ละประเทศ แต่หลักการสำคัญ คือ การแยกบทบาทหน้าที่ของการกำกับดูแลออกจากการเป็นองค์กรทางธุรกิจอย่างเป็นอิสระ และไม่ขึ้นตรงต่อกัน บนพื้นฐานที่ว่าการรักษาผลประโยชน์ของส่วนรวมและการปกป้องคุ้มครองนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ต้องมาก่อนผลประโยชน์หรือกำไรต่อผู้ถือหุ้นของตลาดหลักทรัพย์เสมอ โดยต้องคำนึงถึงประเด็นสำคัญ ในเรื่องการกำกับดูแลตนเองดังต่อไปนี้

- ความมีประสิทธิผล และความเข้มแข็งของหน่วยงานกำกับดูแล
- ความเป็นมา และวัฒนธรรมของการกำกับดูแลตนเองอย่างมีประสิทธิภาพ
- โครงสร้างทางกฎหมายและการกำกับดูแล ที่ชัดเจนในเรื่องของการกำกับดูแล โดยตลาดหลักทรัพย์ และการคุ้มครองผลประโยชน์ของสาธารณะ

- การเลือกโครงสร้างและรูปแบบขององค์กร หลังจากการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ ให้สามารถทำหน้าที่กำกับดูแลตลาด และการดำเนินงานทางธุรกิจไปพร้อมๆ กัน
- มาตรการการบริหารจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์ โดยที่ตลาดยังคงสามารถดำเนินงานต่อไปได้
- บรรษัทภิบาลของหน้าที่กำกับดูแล

สำหรับแนวทางดำเนินการที่เหมาะสมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยภายหลังการแปรรูปนั้น พิจารณาแล้วเห็นควรให้มีการจัดตั้งนิติบุคคลแยกต่างหากเพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลโดยเฉพาะ ซึ่งการจัดตั้งนิติบุคคลอิสระของตัวตลาดหลักทรัพย์เอง เพื่อทำหน้าที่เป็นองค์กรหรือหน่วยงานกำกับดูแลการปฏิบัติงานของตลาดหลักทรัพย์โดยเฉพาะ โดยที่ตัวตลาดหลักทรัพย์เองก็ยังคงทำหน้าที่เป็น Market Supervisor หรือ SRO ในการกำกับดูแลการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เป็นสำคัญ ซึ่งแม้ว่าองค์กรดังกล่าวจะเป็นบริษัทย่อยของตัวตลาดหลักทรัพย์เอง แต่การช่วยลดความเสี่ยงและผลประโยชน์ทับซ้อนก็สามารถทำได้โดยการกำหนดคุณสมบัติของกรรมการและผู้บริหารให้มีความเป็นอิสระ นั่นคือ คณะกรรมการบริหารต้องปราศจากภายใต้แรงกดดันทางธุรกิจทั้งปวง โดยหน้าที่และความรับผิดชอบในการกำกับดูแลตนเองทั้งหมดของตลาดเป็นของ SRO ซึ่งเป็นอิสระจากตลาดหลักทรัพย์อย่างชัดเจน หรือเป็นผู้แทนจากภาครัฐและประชาชนทั่วไปที่ต่างมีผลประโยชน์ในธุรกิจหลักทรัพย์เช่นเดียวกัน โดยที่คณะกรรมการของ SRO จะต้องมีความเป็นอิสระตามกฎหมายและหลักบรรษัทภิบาล เช่น ต้องไม่เคยเป็นกรรมการพนักงาน ที่ปรึกษาของตลาดหลักทรัพย์ บริษัทในเครือ และนิติบุคคลใดๆ ที่มีความเกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ (เช่น บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก บริษัทจดทะเบียน บริษัทคู่สัญญา) ภายในเวลา 2 ปี และคณะกรรมการดังกล่าวต้องมีได้มาจากผู้แทนของตลาดหลักทรัพย์เพียงฝ่ายเดียว นอกจากนี้ ผู้แทนที่ตลาดหลักทรัพย์เสนอชื่อควรต้องได้รับอนุมัติจากหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐหรือสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. อีกชั้นก่อน เพื่อสร้างความเป็นอิสระให้กับนิติบุคคลที่แยกออกมาเพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลอย่างแท้จริง และลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ให้ได้ที่สุด

สำหรับประเด็นเกี่ยวกับอำนาจกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์เป็นการเฉพาะของบริษัทย่อยต่างหากของตลาดหลักทรัพย์ที่ทำหน้าที่เป็น SRO นั้น การบัญญัติกฎหมายแปรรูปตลาดหลักทรัพย์นั้นสามารถกำหนดให้จัดตั้งนิติบุคคลประเภทบริษัทมหาชน และรับโอนทรัพย์สินกิจการ และอำนาจหน้าที่เดิมตามกฎหมายหลักทรัพย์แล้ว การรับโอนบทบาทการเป็นองค์กรกำกับดูแลที่มีอำนาจออกข้อกำหนด และกำกับดูแลตรวจสอบธุรกิจหลักทรัพย์นั้นย่อมใช้บังคับกับ

บริษัทย่อยของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในที่นี้หมายถึง SRO ที่แยกออกมาต่างหากได้เช่นกัน ดังนั้น หากเกิดการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์และมีการจัดตั้ง SRO ออกเป็นบริษัทแยกต่างหากแล้ว ก็สามารถกำหนดวัตถุประสงค์ และข้อบังคับของบริษัทย่อยในการทำหน้าที่เป็นหน่วยงานกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ภายใต้บทบัญญัติของกฎหมายหลักทรัพย์ได้*

ดังเช่นกรณีของตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย ที่จัดตั้งบริษัทลูกของตัวเองขึ้นมา (ASXMS) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อทำหน้าที่ทั้งตรวจสอบการดำเนินงาน และการกำหนดนโยบายของ ASX Group อีกทั้งคอยสอดส่องและกำกับดูแลเหล่ากลุ่มบริษัทหลักทรัพย์และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ พร้อมจัดทำรายงานและเสนอความคิดเห็นไปยัง ASX Board ในเรื่องของมาตรฐานที่เหมาะสม และวิธีการในการหาแหล่งเงินทุนและทรัพยากร ปัจจัยที่จำเป็นต่างๆ เพื่อการกำกับดูแล โดยการดำเนินการของ ASX Group นั้นต้องคำนึงทั้งว่าปฏิบัติตามบทบาทของการเป็น Market & Clearing House ด้วยความเป็นธรรมและเหมาะสม หรือกรณีของ NASD และ Nasdaq เชื่อว่าประเด็นปัญหาเรื่อง ความขัดแย้งทางผลประโยชน์เป็นสิ่งสำคัญอันดับแรกที่ต้องจัดการ และ NASD ก็ประสบผลสำเร็จในการเป็น SRO เมื่อมีการแบ่งแยกบทบาทหน้าที่ระหว่างกันอย่างชัดเจน รวมถึง Toronto Stock Exchange มีการโอนเรื่องหน้าที่การกำกับดูแลตลาดและการกำกับซื้อขายหลักทรัพย์ไปให้องค์กรอิสระหรือ SRO ซึ่งตลาดถือหุ้นอยู่ 50% โดยที่ตลาดจะมีบทบาทในเรื่องการรับจดทะเบียนหลักทรัพย์ และดำเนินงานทางธุรกิจการซื้อขายต่อเนื่อง ส่วนหน้าที่ในการกำกับดูแลตลาด จะมุ่งไปที่การป้องกันการซื้อขายไม่เป็นธรรม ส่วนเรื่องของคุณธรรมทางการซื้อขายหลักทรัพย์จะไปอยู่ที่ SRO

ในทางกลับกัน หากตลาดหลักทรัพย์มีความประสงค์ที่จะรักษาบทบาทการกำกับดูแลไว้กับตัวขององค์กรอย่างใกล้ชิด ก็สามารถแยกบทบาทของการเป็นองค์กรทางธุรกิจ (Business Function Unit) ออกไปเป็นองค์กรใหม่ต่างหาก โดยการจัดตั้งเป็นนิติบุคคลที่ทำหน้าที่ปฏิบัติการ

* กรณีบริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของตลาดหลักทรัพย์ โดยมาตรา 224 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์หมายความรวมถึงบริษัทจำกัดที่ตลาดหลักทรัพย์จัดตั้งขึ้นและถือหุ้นไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของบริษัทจำกัดนั้น โดยสามารถประกอบกิจการและออกกระเบียบข้อบังคับเพื่อใช้ในการประกอบกิจการได้โดยคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ ด้วยความเห็นชอบของสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

ทางธุรกิจเฉพาะส่วนต่างหากออกไป ทั้งการเป็นนายทะเบียนหลักทรัพย์ ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ และการส่งมอบชำระราคาหลักทรัพย์ เพื่อเป็นการแยกส่วนงานทางธุรกิจและกำกับดูแลอย่างชัดเจนและสามารถดำเนินกิจการในแต่ละส่วนได้อย่างเต็มที่ ตัวอย่างเช่น ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ ซึ่งจัดตั้งบริษัทลูกของตนเองออกเป็น 5 บริษัทย่อยๆ เพื่อทำหน้าที่เฉพาะอย่าง โดยยังคงรักษาบทบาทการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ไว้ที่ SGX

อย่างไรก็ดี อาจมีประเด็นคำถามจากหลายฝ่ายว่านิติบุคคลอิสระที่ก่อตั้งขึ้นมานั้น หากจัดตั้งขึ้นโดยมิได้มาจากตัวตลาดหลักทรัพย์เอง แต่ให้มีนโยบายหรือการออกเป็นกฎหมายขึ้นมานั้น จะสามารถทำได้ และช่วยจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ได้มากน้อยเพียงใดนั้น หากเป็นการก่อตั้งนิติบุคคลที่เป็นอิสระจากตลาดหลักทรัพย์เลย หรือ Independent SRO (Unified Single SRO Model) นั้น การก่อตั้ง Corporate Entity ลักษณะนี้จะมีความคล้ายคลึงกับแบบแรก เพียงแต่กรณีนี้จะเป็นการจัดตั้งนิติบุคคลเพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลทั้งหมดเป็นการเฉพาะ โดยมีการบริหารงานที่เป็นอิสระเพื่อดำเนินการเป็นเสมือน SRO ด้วยตัวเอง จะมีใช้ทำหน้าที่เพื่อทบทวนการปฏิบัติงานของตลาดหลักทรัพย์อีกชั้น แต่เป็นผู้สร้างกฎเกณฑ์ และการกำกับดูแลให้เป็นไปในรูปแบบเดียวกัน แต่มีข้อเสียอย่างมาก เนื่องจากเจ้าหน้าที่ของ SRO ดังกล่าวมิได้มีความใกล้ชิดและปฏิบัติหน้าที่โดยตรงกับตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ความสัมพันธ์เกี่ยวเนื่องระหว่างการปฏิบัติการและการกำกับดูแลต้องสูญเสียไป ตัวอย่างเช่น กรณีของ U.S. Securities Industry Association (SIA) ได้ก่อตั้งขึ้นเมื่อปี 2000 ในรูปแบบการกำกับดูแลแบบผสมหรือ Hybrid Model นั่นคือ กำหนดให้หน้าที่การกำกับสภาพการซื้อขายในตลาดเป็นของตลาดหลักทรัพย์ ในขณะที่เดียวกัน ก็มีการรวมหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกให้เป็นของ SRO ที่จัดตั้งขึ้นแยกต่างหาก เพื่อลดปัญหาความขัดกันทางผลประโยชน์ และความไม่มีประสิทธิภาพ²

อนึ่ง มีข้อสังเกตบางประการสำหรับกรณีการรวมบทบาทหน้าที่กำกับดูแลทั้งหมดไปอยู่ที่หน่วยงานภาครัฐทั้งหมด (The Universal Regulator) โดยกำจัดการกำกับดูแลตนเองทั้งหมด (All responsibilities) โดยที่ตลาดหลักทรัพย์จะทำหน้าที่เป็นเพียงองค์กรทางธุรกิจเพื่อประกอบธุรกิจเท่านั้น อันจะช่วยขจัดปัญหาความขัดกันทางผลประโยชน์อย่างชัดเจน แต่ข้อเสียที่เกิดขึ้นก็เป็นลักษณะเดียวกันกับการจัดตั้ง Independent SRO เพื่อรับโอนหน้าที่การกำกับดูแล

² John W. Carson Consultant for the World Bank, Conflicts of Interest in Self-Regulation: Can Demutualized Exchanges successfully manage them, (December 2003), pp. 6-29.

ทั้งหมด เนื่องจากต้องอาศัยการอบรมและการเรียนรู้เกี่ยวกับสภาพตลาดต่อเจ้าหน้าที่ของ The Regulator เพื่อทำหน้าที่แทนต่อไป ซึ่งเห็นว่าจะต้องใช้เวลานานในการดำเนินการดังกล่าวให้มีความสมบูรณ์ในเรื่องของการกำกับดูแลโดยลำพังได้

4.2.2 ความขัดแย้งกรณีการจดทะเบียนหลักทรัพย์ในตัวเอง (Self-Listing Conflict)

การที่ตลาดหลักทรัพย์นำหลักทรัพย์ของตัวเองเข้าจดทะเบียนในตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ ภายหลังจากการแปรรูปนั้น นับว่าเป็นปัญหาความขัดแย้งที่สำคัญและเป็นปัญหาทุกครั้งเช่นเดียวกับการแปรรูปของตลาดหลักทรัพย์หลายแห่ง เนื่องจากหลายฝ่ายที่เกี่ยวข้องต่างมีความเห็นว่าการดำเนินการดังกล่าวอาจเป็นการเอื้อประโยชน์ต่อกระบวนการหรือขั้นตอนในการนำหลักทรัพย์ของตนเองเข้าจดทะเบียนโดยไม่เป็นไปตามเกณฑ์รับหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ (Listing Rules) ซึ่งถือเป็นมาตรฐานเดียวกับบริษัทจดทะเบียนรายอื่น ทั้งในเรื่องของระยะเวลาดำเนินการกำหนดราคา การออกเสนอขายต่อประชาชน และการกำหนดเงื่อนไขการเข้าถือครองหุ้นต่างๆ หรือกระทั่งการที่หลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์เองนั้นอาจถูกตรวจสอบสภาพการซื้อขายเทียบเท่าหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนรายอื่นเหมือนที่ผ่านมา รวมทั้งปัญหาในเรื่องของการต้องไปกำกับดูแลบริษัทที่มีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนเหมือนกัน ซึ่งโดยส่วนใหญ่แล้ว IOSCO มักมีความกังวลในประเด็นนี้สำหรับทุกตลาดหลักทรัพย์ที่ดำเนินการดังกล่าว³ โดยกำหนดแนวทางในการดำเนินงานเพื่อไม่ให้เป็นการควบคุมบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ ในลักษณะเป็นการเลือกปฏิบัติ ได้แก่ การมอบหมายหน้าที่กำกับดูแลที่เกี่ยวกับการปฏิบัติให้เป็นไปตาม Listing Rules เป็นหน้าที่ของหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐ ตั้งแต่แรกเริ่มเข้าจดทะเบียน และดูแลอย่างต่อเนื่อง อย่างเช่นกรณีของ ASIC จะควบคุมตรวจสอบ การจดทะเบียน การปฏิบัติหน้าที่รายวันต่อวันของ ASX เพื่อเป็นการรับประกันว่า ASX จะอยู่ภายใต้การตรวจสอบที่เป็นอิสระ และโดยละเอียดอย่างแท้จริง และ Stockholm Exchange จะมีการจัดตั้งหน่วยงานเฉพาะเพื่อทำหน้าที่ดูแลการเปิดเผยสารสนเทศของตลาดหลักทรัพย์จดทะเบียนอย่างต่อเนื่อง

การจดทะเบียนหลักทรัพย์ในตัวเอง (Self-Listing) แบ่งออกเป็น สองกรณี คือ

- 1) ขั้นตอนกระบวนการของการนำหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน
- 2) การกำกับดูแลและตรวจสอบสภาพการซื้อขายหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์

³ IOSCO Technical Committee, Discussion Paper on Stock Exchange Demutualization, (December 2000), p.1.

ทั้งนี้ ตลาดหลักทรัพย์ (Exchange) และหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐ (The Government Regulator) ทั่วโลกต่างรับรู้ว่าจะหากมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์เป็นบริษัทมหาชนและต้องจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของตัวเองแล้ว ความขัดแย้งกรณีดังกล่าวย่อมไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ ซึ่งทางแก้ปัญหาคณะนี้ โดยมากแล้วทุกแห่งใช้แนวทางเดียวกัน นั่นคือ การโอนอำนาจการอนุมัติรับหลักทรัพย์จดทะเบียนที่โดยปกติทั่วไปเป็นอำนาจหน้าที่ในการพิจารณาคุณสมบัติของตลาดหลักทรัพย์ ทั้งเรื่องของการรับหลักทรัพย์จดทะเบียน และการตรวจสอบกำกับการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นของหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐทั้งหมด โดยต้องเป็นองค์กรที่ต้องคอยติดตามการเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์ดังกล่าวอย่างใกล้ชิด

นอกจากนี้แล้ว ตลาดหลักทรัพย์โดยส่วนใหญ่จะมีการจัดตั้งคณะกรรมการเพื่อดูแลเรื่องความขัดแย้งทางผลประโยชน์เป็นการเฉพาะ (Conflicts Committee) เพื่อจัดหรือบรรเทาปัญหาการนำหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน โดยคณะกรรมการชุดนี้ในเชิงข้างมากจะประกอบด้วยบุคคลภายนอกที่ไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับธุรกิจของตลาดหลักทรัพย์ ก่อนที่จะเสนอเรื่องไปยังหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐเพื่อตัดสินใจขั้นต่อไป

แนวทางแก้ปัญหาของตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ

1. ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (SGX): หน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐอย่าง MAS จะเป็นผู้ดำเนินการกำหนดขั้นตอนรวมถึงทำหน้าที่กำกับดูแลกระบวนการของการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนรับอนุญาตให้ซื้อขายได้ในตลาด ตามที่กำหนดในกฎหมายว่าด้วยการควบคุมกิจการ (The Exchanges Act) มาตรา 13 นอกจากนี้ ยังมีการจัดทำบันทึกความเข้าใจเกี่ยวกับบทบาทหน้าที่ (Deed of Undertaking) ซึ่งลงนามระหว่าง MAS, SGX และ SGX-ST (ตลาดซื้อขายตราสารทุนของ SGX ซึ่งต้องเข้ามาเป็นคู่สัญญาด้วย เพื่อความสะดวกและง่ายต่อการปรับเปลี่ยนและดำเนินการต่างๆ) ภายใต้บันทึกความเข้าใจนั้น MAS มีอำนาจที่จะสามารถใช้ดุลพินิจตัดสินใจและดำเนินการใดๆ เพื่อเรียกร้องให้ SGX-ST กระทำการในนามและภายใต้อำนาจของ MAS (SGX-ST on behalf of MAS) ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับ SGX เสมือนหนึ่งว่า SGX ก็เป็นบริษัทอื่นๆ ที่เข้ามาจดทะเบียนซื้อขายใน SGX-ST โดย SGX และ SGX-ST มีภาระหน้าที่และความรับผิดชอบร่วมกันที่จะดำเนินการทุกขั้นตอนตามที่ MAS กำหนด

นอกจากนี้ คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ SGX ได้มีการจัดตั้ง Conflicts Committee เพื่อทำหน้าที่ตัดสินปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ซึ่งเกิดจากการออกและเสนอขาย

หลักทรัพย์ของ SGX บน SGX-ST เท่าที่เป็นไปได้ โดย SGX จะต้องรับและปฏิบัติตามความเห็นของคณะกรรมการ โดยจะต้องใช้ความพยายามอย่างเต็มที่ และดีที่สุดในการทำให้เจ้าหน้าที่และพนักงานของ SGX และบริษัทลูกต่างๆ เกิดความตื่นตัวและเฝ้าระวังในเรื่องนี้ยิ่งขึ้น และสามารถกำหนดประเด็นปัญหาที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติงานที่เกี่ยวข้องกับการรับหลักทรัพย์จดทะเบียนของ SGX ได้ ก่อนที่จะดำเนินการแจ้งให้ MAS ทราบถึงข้อเท็จจริงที่เกี่ยวข้อง รวมทั้งข้อเสนอแนะในการแก้ไขปัญหาในประเด็นสำคัญซึ่งมีการปฏิบัติในงานกำกับดูแลที่เหมาะสม

2. ตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย (ASX): ได้มีการเพิ่มบทบัญญัติใน Corporations Act 2001 เพื่อกำหนดอำนาจให้กับ ASIC ในการดูแลกฎเกณฑ์การรับหลักทรัพย์จดทะเบียนของ ASX ในฐานะที่เป็นตลาดหลักทรัพย์จดทะเบียนในตัวเอง โดยเป็นบทบัญญัติที่สร้างขึ้นมาสสมัยที่มีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ เพื่อแก้ปัญหาความขัดแย้งที่อาจเกิดขึ้น โดยกฎหมายนี้เริ่มให้อำนาจแก่ ASIC ตั้งแต่ตลาดหลักทรัพย์ได้ยื่นเสนอเพื่อให้หลักทรัพย์ของตัวเองเข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งปัญหาความขัดแย้งนี้ก็มีเฉพาะขั้นตอนของการเสนอขาย IPO การเสนอราคาขายต่อประชาชน และการดำเนินการเข้าซื้อขายหลักทรัพย์เท่านั้น

นอกจากนี้ ยังมีการจัดทำ MOU ระหว่าง ASX และ ASIC ได้กำหนดให้ ASIC มีหน้าที่คอยตรวจสอบติดตามรายละเอียด ASX เหมือนหนึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ ให้เป็นไปตามเกณฑ์รับหลักทรัพย์จดทะเบียนของตลาดหลักทรัพย์ (Listing Rules) กฎหมายว่าด้วยบริษัท (Corporations Law) รวมถึงการตรวจสอบ ควบคุมดูแล ASX ในฐานะที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นหน้าที่ความรับผิดชอบของ ASIC โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ผลลัพธ์และระยะเวลา ระหว่างการบริหารจัดการของการเข้าจดทะเบียนของ ASX และบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ อย่างเท่าเทียม

3. ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง (HKEx): กำหนดอำนาจและบทบาท สิทธิและภาระหน้าที่ของ SFC, SEHK, HKEx ในกระบวนการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน บทบัญญัติที่มีขึ้นเพื่อช่วยจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่เป็นผลที่เกิดขึ้นโดยตรงจากการจดทะเบียนของ HKEx ซึ่งเหมือนเป็นเรื่องของการกำกับดูแลการเริ่มแรกเข้าจดทะเบียนหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ SEHK รวมถึงสมาชิกของกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด โดยหลักการสำคัญก็เพื่อที่จะให้ SFC สามารถเข้าดูแลและตรวจสอบ SHEK ได้อย่างละเอียดและค่อยเป็นค่อยไป ซึ่งสามารถใช้อำนาจและหน้าที่กำกับการทำธุรกรรมหรือดำเนินการใดๆ ของ HKEX กับ SHEK ได้อย่างชัดเจน

การจัดทำ MOU เพื่อดำเนินการวางโครงสร้างของการบริหารภายในอื่นๆ และช่วย SFC ดูแลจัดการ HKEx ในฐานะที่เป็นบริษัทจดทะเบียนด้วย โดย SFC ต้องดำเนินการเพื่อให้เกิดความแน่ใจว่า HKEx ปฏิบัติต่อบริษัทจดทะเบียนทุกบริษัทอย่างเท่าเทียม ไม่มีความแตกต่างกัน โดย SFC จะต้องดูแลพนักงานของส่วนงานบริษัทจดทะเบียนที่จะดูแลเรื่องสารสนเทศที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติ และกระบวนการเป็นปกติของ SHEK และมีการจัดตั้ง Conflicts Committee พิจารณากรณีที่เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์เกิดขึ้น ก่อนที่จะส่งข้อเท็จจริงต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง และข้อเสนอในการดำเนินการเพื่อให้รักษาไว้ซึ่งการกำกับดูแลที่มีความเหมาะสมไปยังตัวแทนที่มีอำนาจของ SFC

แนวทางการดำเนินการกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

หากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการแปรรูปเป็นบริษัทมหาชน และมีการจัดสรรหุ้นเพื่อเสนอขายหรือแลกเปลี่ยนจากสิทธิของสมาชิกเดิม บริษัทจดทะเบียน นักลงทุน หน่วยงานภาครัฐ รวมถึงประชาชนทั่วไปที่อยากเป็นเจ้าของหรือมีส่วนร่วมในตลาดหลักทรัพย์ ในสัดส่วนต่างๆ สิ่งที่จะเกิดขึ้นตามมาก็คือการที่หลักทรัพย์ที่มีการออกจัดสรรนั้นจะถูกรับเข้าเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนเพื่อสามารถทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เช่นกัน และทางแก้ปัญหาดังกล่าวก็จะเป็นในรูปแบบเดียวกันกับตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ และถือเป็นวิธีการที่ดีที่สุด เนื่องจากเรายังมีหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมาย เพื่อคอยควบคุมดูแลการปฏิบัติงานของตลาดหลักทรัพย์อีกชั้น ดังนั้นหากตลาดหลักทรัพย์จดทะเบียนมีการออกหลักทรัพย์ และจะนำหลักทรัพย์ของตัวเองเข้าจดทะเบียนในตลาดแล้ว ก็มิใช่เรื่องผิดที่จะมอบหน้าที่กำกับดูแลกระบวนการตั้งแต่ต้นให้กับหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐอย่างสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

ดังนั้น แนวทางที่จะแก้ปัญหาสำหรับ Self-Listing Conflicts สามารถแบ่งออกเป็น

(1) การบัญญัติกฎหมายการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ โดยกำหนดทั้งบทบาทหน้าที่ และอำนาจความรับผิดชอบต่อสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ในการทำหน้าที่พิจารณาและอนุญาตรับหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์เพื่อเข้าจดทะเบียน (แทนที่ตัวตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งปกติจะเป็นผู้พิจารณาบริษัทจดทะเบียนรายอื่น) โดยต้องใช้หลักเกณฑ์และระยะเวลาเหมือนกันทุกประการ (Same Basis) นั่นคือต้องดำเนินการให้เป็นไปตามเกณฑ์รับหลักทรัพย์ (Listing Rules) และข้อกำหนดอื่นใดที่เกี่ยวข้อง ซึ่งในขั้นตอนนี้ สำนักงานอาจมอบหมายให้ตลาดหลักทรัพย์ดำเนินการเองได้ แต่ในนามหรือได้รับมอบอำนาจจากสำนักงานอีกทอดหนึ่ง โดยอยู่ในกำกับดูแลของสำนักงานทุกชั้นตอน ดังเช่น SGX-ST ที่ดำเนินการในนามของ MAS อย่างไรก็ดี ในส่วนของ

เงื่อนไขบางประการที่ตลาดหลักทรัพย์มิได้มี หรือสามารถดำเนินการให้เป็นไปตามกฎหมายหลักทรัพย์ และเกณฑ์ Listing Rules ได้ อาจสามารถได้รับการยกเว้นตามกฎหมาย เช่น กรณีที่ตลาดหลักทรัพย์ไม่เคยดำรงสถานะเป็นบริษัทที่ประกอบธุรกิจเพื่อแสวงหากำไร จึงไม่มีงบการเงินเพื่อแสดงฐานะการดำเนินงานที่มีผลประกอบการเป็นกำไรมา 3 ปีติดต่อกัน⁴

(2) จัดตั้งคณะกรรมการชุดพิเศษขึ้นมาภายในตลาดหลักทรัพย์ หรือ Conflicts Committee ซึ่งคณะกรรมการอาจประกอบไปด้วยผู้บริหารของตลาดหลักทรัพย์ หรือผู้มีประสบการณ์ ความรู้ ความเชี่ยวชาญในสาขาที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ต่างๆ เพื่อทำหน้าที่ตัดสินใจปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ซึ่งเกิดจากการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ โดยความร่วมมือของพนักงานเจ้าหน้าที่ในองค์กร ซึ่งขั้นตอนนี้อาจมีการรองรับด้วยคู่มือหรือประมวลจริยธรรมว่าด้วยความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เพื่อให้ความพยายามและความระมัดระวังในหน้าที่ตามสมควร ที่จะกำหนดประเด็นปัญหาที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติงานที่เกี่ยวข้องกับการรับหลักทรัพย์จดทะเบียน ก่อนที่จะเสนอไปยัง Conflicts Committee เพื่อใช้อำนาจพิจารณาวินิจฉัยปัญหาและแนวทางการแก้ไขก่อนที่จะแจ้งไปยังหน่วยงานภาครัฐเพื่อให้ความเห็นชอบหรืออนุมัติอีกชั้นหนึ่ง

(3) ตลาดหลักทรัพย์และสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ควรมีการลงนามบันทึกตกลงความเข้าใจ (MOU) (จากเดิมที่มีอยู่แล้ว เพียงแต่แบ่งแยก และกำหนดหน้าที่ในส่วนของการกำกับดูแลสมาชิกเท่านั้น) โดยกำหนดความสัมพันธ์ และบทบาทหน้าที่ระหว่างกันเกี่ยวกับการยื่นคำขอจดทะเบียนของตลาดหลักทรัพย์ การบังคับใช้กฎเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ ที่ต้องบังคับต่อหลักทรัพย์ของตัวตลาดหลักทรัพย์เอง การตรวจสอบตลาดหลักทรัพย์ในฐานะบริษัทจดทะเบียน กรณีที่เกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ รวมถึงประเด็นความขัดแย้งระหว่างผลประโยชน์ของตลาดหลักทรัพย์ กับผลประโยชน์ของบริษัทอื่นๆ

4.2.3 ความขัดแย้งกรณีการกำกับดูแลบริษัทคู่แข่งและบริษัทที่มีความสัมพันธ์ทางธุรกิจกับตลาดหลักทรัพย์ (Conflict in Competition/Business Relationship)

⁴ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การรับหุ้นสามัญหรือหุ้นบริวารเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2544 ข้อ 5(4)

กรณีในตลาดหลักทรัพย์กลายเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นั้น อาจมีประเด็นปัญหาในเรื่องของความไม่เท่าเทียมกันระหว่างตลาดหลักทรัพย์จดทะเบียนและบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ ทั้งในเรื่องของการเป็นคู่สัญญา คู่ค้าหรือผู้ร่วมลงทุนกับบริษัทอื่น หรือการเป็นคู่แข่งในเชิงพาณิชย์จากการที่ตลาดหลักทรัพย์มีการประกอบธุรกิจหลายประเภท โดยสามารถแบ่งความขัดแย้งดังกล่าวออกเป็น 2 ลักษณะ คือ

1) ความขัดแย้งระหว่างตลาดหลักทรัพย์และบริษัทหลักทรัพย์ รวมถึงกลุ่มสถาบันการเงินต่างๆ ที่ประกอบธุรกิจในลักษณะเหมือนหรือคล้ายคลึงกัน ทั้งการเป็นสำนักหักบัญชี (Clearing) นายทะเบียน (Share Registry) ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (Share Depository) ศูนย์จัดเก็บบริการข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ (Market Data Service) และการเป็นตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ (Market Trading Center) ซึ่งตลาดหลักทรัพย์มีหน้าที่กำกับดูแลการปฏิบัติหน้าที่กลุ่มบริษัทเหล่านี้ (หากในอนาคต มีการเปิดเสรีศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ โดยอนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์จัดทำระบบซื้อขายเพื่อรองรับคำสั่งจากลูกค้าได้โดยตรง ซึ่งจะต่างกับตลาดหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา และออสเตรเลียที่มีการขยายตัวในธุรกิจประเภทนี้มานานและค่อนข้างแข่งขันกันอย่างรุนแรง)

2) ความขัดแย้งระหว่างตลาดหลักทรัพย์กับนิติบุคคลประเภทต่างๆ ที่เป็นบริษัทจดทะเบียน ซึ่งอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ ที่มีการประกอบธุรกิจคล้ายคลึงเช่นเดียวกัน โดยอาจมีกรณีในตลาดหลักทรัพย์จะทำหน้าที่กำกับดูแลตัวบริษัทจดทะเบียนคู่แข่งที่ประกอบธุรกิจเหมือนหรือคล้ายคลึงกันมากกว่าปกติ หรือในทางกลับกัน ตลาดหลักทรัพย์ก็อาจมีการเอื้อผลประโยชน์ทางธุรกิจให้กับบริษัทจดทะเบียนคู่ค้าของตนเองที่มีความสัมพันธ์กันในรูปแบบต่างๆ จนนำมาซึ่งความได้เปรียบเสียเปรียบ และความไม่เป็นธรรมให้เกิดขึ้นต่อนิติบุคคลจดทะเบียนต่างๆ ได้ ซึ่งผลที่อาจเกิดขึ้นตามมาสำหรับความขัดแย้งที่เกิดขึ้น ได้แก่ การกำหนดกฎเกณฑ์ รวมถึงการตรวจสอบและกำกับดูแลที่ไม่เป็นธรรม และใช้อำนาจอย่างไม่เหมาะสม

แนวทางแก้ปัญหาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ทางแก้ปัญหากรณีนี้จะคล้ายคลึงกับความขัดแย้งกรณีในตลาดหลักทรัพย์นำหลักทรัพย์ของตนเองเตรียมการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของตัวเอง นั่นคือโดยมากแล้วกฎหมายจะกำหนดให้การทำธุรกรรมที่มีความเสี่ยงในเรื่องของความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ ต้องได้รับการดูแลให้เกิดความโปร่งใสและเป็นธรรมโดยหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐ

อาจจะต้องเข้ามาดูแลธุรกรรมใดๆ ตั้งแต่ต้นในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ต้องทบทวนหรือดูแลเป็นพิเศษ ซึ่งอาจจัดตั้งเป็นส่วนงานหรือคณะทำงาน (The Review Group) ขึ้นมาภายในนิติบุคคลที่ทำหน้าที่แยกเป็น SRO เพื่อจัดระดับหรือกลุ่มของบริษัทที่เข้าข่ายเป็นบริษัทคู่แข่งทางธุรกิจ หรือบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องใกล้เคียงกับตลาดหลักทรัพย์จดทะเบียน รวมทั้งสามารถดำเนินการเสนอประเด็นปัญหาต่อ Conflicts Committee เช่นกรณีข้างต้นได้เพื่อกรันกรองและกำหนดแนวทางดำเนินการได้อีกชั้นหนึ่ง

นอกจากนี้ หน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐอย่างเช่นสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. อาจเข้ามาดูแลการดำเนินการกิจกรรมใดๆ ที่มีปัญหาตั้งแต่เริ่มแรก ซึ่งสามารถใช้ดุลพินิจในการพิจารณาเป็นรายกรณีไป โดยเฉพาะกรณีบริษัทที่เป็นทั้งคู่แข่งขันจากการประกอบกิจการเหมือนหรือคล้ายกัน และบริษัทที่มีความสัมพันธ์ทางธุรกิจระหว่างกัน โดยมีความประสงค์จะออกเสนอขายหลักทรัพย์ และต้องการนำหลักทรัพย์เข้ามาจดทะเบียนเพื่อซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เป็นครั้งแรกนั้น (New Listing) อาจมีประเด็นความขัดแย้งทางผลประโยชน์เกี่ยวกับการกำกับดูแลที่ไม่เท่าเทียม ไม่เป็นธรรมตามมาตรฐานเดิมที่ตลาดหลักทรัพย์เคยปฏิบัติมา ทั้งในส่วนของ การดำเนินการใดๆ ในลักษณะเป็นการต่อต้าน เอาจัดเอาเปรียบบริษัทที่เห็นว่าเป็นคู่แข่งทางธุรกิจ หรือเอื้อประโยชน์ใดๆ ให้กับบริษัทที่มีฐานะเป็นคู่ค้า อันมีผลประโยชน์ทางพาณิชย์หรือมีส่วนได้เสียทางธุรกิจกับตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นช่องทางให้เกิดปัญหาการกำกับดูแลโดยไม่เป็นธรรมเกิดขึ้น การเข้ามาดำเนินการดูแลของสำนักงานย่อมเป็นการช่วยรับประกันความมั่นใจได้ว่าจะไม่มีการเอาเปรียบบริษัทคู่แข่งที่จดทะเบียนในตลาดได้ พร้อมทั้งเพิ่มมาตรการเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลให้เกิดความโปร่งใสและเป็นธรรมอย่างต่อเนื่องในระดับหนึ่ง

แต่สำหรับกรณีบริษัทจดทะเบียนที่มีการออกเสนอขายหลักทรัพย์มาแต่เดิมที่มีการถือปฏิบัติตามข้อกำหนดและกฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์ฯ เป็นปกติมาก่อนนั้น โดยเฉพาะการเปิดเผยสารสนเทศต่อนักลงทุนและประชาชนเป็นการทั่วไป ก็อาจไม่จำเป็นที่ทางสำนักงานจะต้องเข้ามาตรวจสอบเช่นกรณีการออกเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรก เนื่องจากได้ดำเนินการชี้แจงข้อเท็จจริงในแต่ละกรณีต้องเปิดเผยให้ประชาชนรับทราบโดยทั่วกันอยู่แล้ว

อย่างไรก็ดี สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ควรต้องดูแลไม่ให้ตลาดหลักทรัพย์ทำการแสวงหากำไรจากกิจกรรมด้านการกำกับดูแลมากเกินไป เช่น เรียกเก็บค่าธรรมเนียมสูงจากสมาชิกหรือบริษัทจดทะเบียน หรือกรณีในตลาดหลักทรัพย์เป็นบริษัทจดทะเบียน ก็ต้องดูแลไม่ให้คู่แข่งที่ทำธุรกิจคล้ายคลึงกับ ตลาดหลักทรัพย์ อยู่ในภาวะเสียเปรียบ โดยอาจมีการรับโอนอำนาจ

บางส่วนจากตลาดหลักทรัพย์ เพื่อนำไปบังคับใช้สำหรับกรณีที่มีความพิเศษหรืออ่อนไหวทางธุรกิจ ตัวอย่างเช่น กรณีจดทะเบียนที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ ASX และมีการประกอบธุรกิจเกี่ยวกับการเป็นนายทะเบียนเช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์นั้น สำนักงานจึงมีหน้าที่ตามความเหมาะสมในการเข้ามาจัดการดูแลปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น และมีการดำเนินการในลักษณะดังกล่าวอย่างต่อเนื่องสำหรับนิติบุคคลใดๆ ที่มีการดำเนินกิจการในลักษณะแข่งขันกันก่อนที่จะเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต่อไป

กรณีศึกษาที่เป็นที่รู้จักกันอย่างดี คือตัวอย่างของ ASX หรือ *Case of Bidding for SFE* (Sydney Futures Exchange) – การประมูลเสนอซื้อตลาดหลักทรัพย์ล่วงหน้าซิดนีย์⁵ ที่ ASIC เป็นผู้เข้ามาบริหารจัดการ ดูแลว่าการกำกับดูแลบริษัทดังกล่าวที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไม่ได้มีปัญหา หรือต่างพร้อยใดๆ ที่อาจเป็นความขัดแย้งทางผลประโยชน์ได้ ตามข้อกำหนดของ ASX ในฐานะที่เป็นองค์กรกำกับตลาด และเป็นคู่แข่งที่ต้องคำนึงถึงผลประโยชน์จากการเสนอประมูลซื้อดังกล่าว โดย ASIC เข้าไปมีส่วนเกี่ยวข้องในข้อตกลงหรือสัญญาการประมูลดังกล่าว จนกว่าเรื่องของการแข่งขันการประมูลดังกล่าวจะสิ้นสุดลง โดยในระหว่างนี้ ASX ในฐานะที่เป็น Market Operator จะต้องไม่ดำเนินการใดๆ ที่เกี่ยวกับการตัดสินใจอันขาดพิงไปถึงบริษัทคอมพิวเตอร์นี้ได้ เว้นแต่จะได้ปรึกษาหารือกับ ASIC เพื่อที่จะได้รับคำแนะนำในการปฏิบัติหน้าที่ที่ข้องเกี่ยวกับบริษัทก่อนเสมอ โดยที่ข้อตกลงดังกล่าวจะต้องมีการเปิดเผยต่อสาธารณชนให้ทราบถึงรายละเอียดอย่างชัดเจน

จากกรณีศึกษาดังกล่าวได้ช่วยสอนประสบการณ์ให้กับหน่วยงานภาครัฐที่จะต้องเตรียมรับมือกับความขัดแย้งที่สามารถเกิดขึ้นได้อย่างรวดเร็วในทุกๆ การทำธุรกรรม และต้องมีการบริหารจัดการกับความขัดแย้งนั้นอย่างใกล้ชิด และทันท่วงที ซึ่งกรณีนี้ การประกาศข้อมูลการเสนอขายก็เป็นด้านทดสอบแรกที่สำคัญว่าจะพิเศษหรือได้รับการยกเว้นอภิสิทธิ์ที่เหนือกว่าบริษัทจดทะเบียนรายอื่นหรือไม่ ทั้งๆ ที่ควรจะต้องอยู่บนหลักเกณฑ์เดียวกันตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดไว้ ซึ่งในขณะที่บางประเทศอาจทำการเพิ่มขอบอำนาจของตลาดหลักทรัพย์ในการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนที่มีความเกี่ยวข้องให้มากกว่าปกติ

4.2.4 ความขัดแย้งกรณีการจัดการแหล่งเงินทุนสำหรับหน่วยงานกำกับดูแล (Conflict in Funding Regulation)

⁵ ASX announcement - ASIC / ASX / Computershare Agreement 28 May 1999

http://www.asx.com.au/about/shareholder/announcements/AA280599_AS3.htm.

การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ภายหลังการแปรรูปองค์กรอาจจะทำให้การดำเนินกิจการจำเป็นต้องเน้นและให้ความสำคัญเกี่ยวกับความสามารถในการประกอบธุรกิจเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ในรูปแบบต่างๆ มากกว่าการทำหน้าที่กำกับดูแลสภาพการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อรักษาความเป็นระเบียบ โปร่งใส เป็นธรรม ปกป้องผลประโยชน์ของนักลงทุน โดยมีให้ได้รับความเสียหายใดๆ อย่างไรก็ตาม แม้ว่าจะภายหลังการแปรรูปเป็นบริษัทที่จะต้องดำเนินการเพื่อกำไรเป็นหลัก แต่ต้นทุนที่จำเป็นต้องใช้ในส่วนงานของการกำกับดูแลก็เป็นสิ่งที่ต้องคำนึงถึงอย่างพอเพียงเพื่อให้เกิดความมีประสิทธิภาพของการกำกับดูแลอยู่เสมอ แม้ว่าส่วนงานกำกับดูแลจะไม่ได้สร้างรายได้หรือผลกำไรเท่าส่วนงานธุรกิจก็ตาม ซึ่งโดยทั่วไปแล้วหน่วยงานเหล่านี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ และซึ่งไม่ใช่ธุรกิจหลัก (Core Business) ของบริษัทก็มักจะต้องจะถูกลดความสำคัญลงไป

ปัญหาความขัดแย้งของการจัดสรรเงินทุนเพื่อใช้ในการดำเนินกิจการที่แตกต่างกันนี้เป็นปัญหาที่เกิดขึ้นเสมอมา โดยความจริงแล้ว ก่อนหน้าที่จะมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์นั้น ก็มีการดำเนินงานอยู่ภายใต้อำนาจหรืออิทธิพลของกลุ่มสมาชิก โดยจะไม่ค่อยใส่ใจหรือให้ความสำคัญกับต้นทุนของการกำกับดูแล และอาจจำกัดขอบเขตของการกำกับดูแล โดยการใช้อำนาจหรือสิทธิที่ตนมีไปแทรกแซงในการกำหนดนโยบายหรือข้อกำหนด กฎเกณฑ์ที่ใช้บังคับกับสมาชิก รวมถึงบุคคลที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ต่างๆ ได้ ซึ่งผลลัพธ์จากการแปรรูป จะทำให้ตัวองค์กร และผู้ถือหุ้นกลับมาเอาใจใส่ในการธำรงไว้ซึ่งการกำกับดูแล ว่าเป็นส่วนหนึ่งของการจัดการความเสี่ยงของตัวตลาดหลักทรัพย์เองตามหลักการที่กล่าวไปแล้วในเบื้องต้นว่า หากภาพลักษณ์และความเชื่อมั่นของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ถูกทำให้ลดลงแล้ว ย่อมส่งผลกระทบต่อการนำเงินเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากไม่มีความมั่นใจหรือสิ่งใดที่จะสามารถรับประกันการซื้อขายอย่างเป็นธรรม

จากการเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่สมาชิกเป็นเจ้าของในแบบเดิม และมีสิทธิเข้าตรวจสอบและเรียกเงินสนับสนุนโดยตรงได้จากสมาชิกรวม เมื่อมีการแปรรูปองค์กรแล้ว ตลาดหลักทรัพย์ก็ไม่มีสิทธิที่จะเรียกร้องเงินอุดหนุนจากสมาชิกได้อีก แต่ด้วยโครงสร้างที่เปลี่ยนไปเป็นบริษัท ทุนในการดำเนินกิจการย่อมมาจากส่วนของผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการเป็นลำดับแรก ซึ่งในส่วนในตลาดหลักทรัพย์นั้นอาจมีทุนเริ่มแรกของการเป็นบริษัทจากเงินกองทุนตลาดหลักทรัพย์เดิมที่มีอยู่ อย่างไรก็ตาม หลังจากที่มีการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แล้ว ย่อมเป็นช่องทางในการระดมเงินทุนได้มากขึ้น และสะดวกยิ่งขึ้น โดยเฉพาะหากหุ้นของบริษัทมีความน่าสนใจ และ

มีความน่าเชื่อถือในการดำเนินกิจการต่อนักลงทุนทั่วไป ก็สามารถระดมทุนเพื่อนำมาใช้ประโยชน์ได้ง่ายขึ้น อย่างไรก็ตาม มาตรการสำคัญของการเป็นองค์กรกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพนั้น จำเป็นต้องใช้จ่ายหรือดำเนินกิจการอยู่บนต้นทุนอย่างประหยัดและคุ้มค่ามากขึ้น ซึ่งโดยปกติแล้ว โดยหน่วยงานภาครัฐจะช่วยเยียวยาสถานะทางการเงินในเรื่องของการกำกับดูแลบางกรณีหากมีความจำเป็น อย่างไรก็ตาม มาตรการที่ตลาดหลักทรัพย์มีการดำเนินงานทางธุรกิจมากขึ้น อาจเป็นช่องทางในการสร้างรายได้และลดความเสี่ยงของการขาดแรงงานและทรัพยากรในการดำเนินกิจการต่างๆ

แนวทางแก้ปัญหาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

(1) เมื่อตลาดหลักทรัพย์มีการแยกหน่วยงานกำกับดูแลออกไปเป็นนิติบุคคลต่างหาก หรือ กระทั่งการโอนหน้าที่กำกับดูแลเพียงบางส่วนออกไปก็ตาม แต่การวางแผนและกำหนดต้นทุนในการดำเนินกิจการโดยแยกการจัดทำงบการเงินเฉพาะส่วนงาน จะทำให้สามารถควบคุมในเรื่องของระบบขั้นตอนการกำกับดูแล งบประมาณ และต้นทุน แหล่งที่มาของการดำเนินงานได้ ซึ่งจะช่วยลดประเด็นปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์กรณีการจัดสรรเงินทุนเพื่อการกำกับดูแลได้อย่างมีประสิทธิภาพ โปร่งใสและเป็นธรรม

(2) นโยบายขององค์กร หรือกฎหมายการแปรรูปควรจะต้องกำหนดการดำเนินงานใดๆ เพื่อคุ้มครองและรักษาผลประโยชน์ของส่วนรวมเป็นสำคัญ ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์ในส่วนงานของธุรกิจซึ่งสามารถหารายได้และผลประโยชน์ในรูปแบบต่างๆ นั้น ควรที่จะต้องช่วยเหลือและสนับสนุนการดำเนินงานของส่วนงานด้านกำกับดูแลในเรื่องของการได้รับการจัดสรรเรื่องเงินทุน และค่าใช้จ่ายที่เพียงพอและเหมาะสม เพื่อให้สอดคล้องกับนโยบายและหลักการดังกล่าวข้างต้นต่อ SET Group ด้วยกันเอง เพื่อรักษา "Good Regulation" เพื่อสร้างความเชื่อมั่น (Brand Image/Reputation) ซึ่งย่อมส่งผลต่อเนื่องไปถึงผลตอบแทนที่จะได้รับกลับมาในส่วนของสัดส่วนของมูลค่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่ย่อมเพิ่มขึ้นตามด้วย เนื่องจากการเป็นองค์กรกำกับดูแลที่ดี ย่อมสามารถสร้างความมั่นใจต่อนักลงทุน ที่จะเข้ามาลงทุนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์

(3) กลไกของบรรษัทภิบาล เช่น การจัดตั้งคณะกรรมการที่เป็นอิสระ และดำเนินการเพื่อประโยชน์ของสมาชิกเป็นสำคัญ ให้ทำหน้าที่คอยสอดส่องดูแลการปฏิบัติงาน อันเป็นการสร้างวินัยเพื่อการบริหารค่าใช้จ่ายให้ถูกต้องและเหมาะสมต่อไป

นอกจากนี้ การนำเงินรายได้จากการกำกับดูแลไปใช้ เช่น ค่าธรรมเนียมหรือค่าปรับจากการลงโทษทางวินัย ต้องใช้เพื่อการกำกับดูแลหรือเพื่อส่วนรวมเท่านั้น ไม่ควรนำไปใช้เพื่อวัตถุประสงค์ทางธุรกิจ อย่างไรก็ตามหน้าที่ในการกำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์ หรือบุคคลในธุรกิจหลักทรัพย์ การกระทำที่ไม่เป็นธรรม ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ในรูปแบบต่างๆ ควรกระทำโดยสำนักงาน โดยที่ตลาดหลักทรัพย์ยังเป็นด้านหน้าในการตรวจสอบสภาพการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยความขัดแย้งกรณีนี้ย่อมเกิดขึ้นแน่นอนสำหรับองค์กรหรือบริษัทที่อยู่ในรูปของธุรกิจเพื่อแสวงหากำไร ซึ่งบริษัทเหล่านี้ก็จะมีการบริหารจัดการต้นทุนได้ดีกว่าองค์กรอื่น เนื่องจากต้องทำกำไรให้ได้มากที่สุด ซึ่งแน่นอนว่าการประกอบหรือดำเนินธุรกิจย่อมต้องสร้างผลประโยชน์ได้มากตามหลักการและเหตุผล ซึ่งองค์กรก่อผลประโยชน์ร่วมกันนั้น ไม่จำเป็นต้องคำนึงถึงประเด็นเหล่านี้ เนื่องจากการดำเนินธุรกิจไม่ใช่หัวใจสำคัญขององค์กร ซึ่งทางแก้ปัญหาที่สำคัญนอกเหนือไปจากต้องปรับเปลี่ยนต้นทุนไปตามสถานะตลาด และแนวโน้มของการกำกับดูแลตลาดแล้ว คือ กระบวนการจัดสรรทรัพยากร หรือต้นทุนของการกำกับดูแลตลาดเท่าที่จำเป็น และไม่ให้เกิดความสิ้นเปลืองอย่างไร้ประโยชน์ ซึ่งโดยหลักแล้วก็คือ วินัยทางธุรกิจอีกประการเช่นเดียวกัน



ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

5.1 บทสรุป

ในปัจจุบัน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประสบกับสภาวะการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยแวดล้อมที่เกิดขึ้นอย่างรวดเร็วและต่อเนื่องในหลากหลายรูปแบบ ไม่ว่าจะเป็นความเชื่อมโยงของตลาดการเงินทั่วโลกท่ามกลางกระแสโลกาภิวัตน์ ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีสื่อสาร พฤติกรรมการลงทุนของผู้ลงทุนและพฤติกรรมการหาแหล่งเงินทุนของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ถือได้ว่าเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก รวมทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องมีการทบทวนความจำเป็นในการปรับตัวหรือปรับเปลี่ยนรูปแบบการดำเนินธุรกิจเพื่อความอยู่รอด ท่ามกลางกระแสการเปลี่ยนแปลงและการแข่งขันที่รุนแรง ไม่เช่นนั้นตลาดทุนไทยอาจสูญเสียความสามารถในการแข่งขันกับตลาดอื่นจนลดความน่าสนใจในสายตาผู้ลงทุนและผู้ระดมทุน ถูกตลาดที่ใหญ่กว่าดึงสภาพคล่องไป และในที่สุดอาจถูกลดบทบาทลงไปจนหมดความหมายในเวทีโลก

อย่างไรก็ดี ตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกก็ได้มีการตื่นตัวและสร้างนวัตกรรมใหม่ๆ พร้อมไปกับการเปลี่ยนกลยุทธ์ในการดำเนินธุรกิจ เพื่อให้ตนสามารถดำรงอยู่ได้ อาทิเช่น การจัดทำให้มีการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านเครือข่ายการสื่อสารอิเล็กทรอนิกส์ การจัดทำให้มีการซื้อขายหลักทรัพย์ข้ามพรมแดน การจดทะเบียนหลักทรัพย์ของบริษัทจากต่างประเทศ รวมถึงการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ (Demutualization) จากองค์กรกึ่งผลประโยชน์ร่วมกันระหว่างบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นไปสู่โครงสร้างองค์กรที่มีการจัดสรรหุ้น เพื่อกระจายความเป็นเจ้าของ และประกอบธุรกิจเพื่อสามารถนำผลกำไรมาแบ่งปันกันในรูปแบบเงินปันผล ตลอดจนการผนึกกำลังเป็นพันธมิตรซึ่งกันและกัน เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน และเพิ่มประสิทธิภาพการให้บริการแก่ผู้ลงทุน บริษัทจดทะเบียน และผู้ใช้บริการอื่นๆ

สำหรับประเด็นปัญหาที่สำคัญประการหนึ่งของการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ คือ การพิจารณาข้อกฎหมายที่เกี่ยวข้องเพื่อรองรับการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ โดยเฉพาะการออกกฎหมายแปรรูปตลาดหลักทรัพย์เป็นการเฉพาะ โดยมีหลักการและเหตุผลที่สำคัญ ในการกำหนดบทบาทหน้าที่ โครงสร้าง และสถานะทางกฎหมาย ความชัดเจนในเรื่องสัดส่วนผู้ถือหุ้นและความ

เป็นเจ้าของ การบริหารจัดการความเสี่ยงในเรื่องความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นจากการเปลี่ยนองค์กรเป็นบริษัทเพื่อแสวงหากำไรทางธุรกิจ รวมทั้งกรณีการรับหลักทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตัวเอง ซึ่งต้องมีการดำเนินการแก้ไขปรับปรุงกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน การควบคุมและกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ เพื่อรักษาทั้งผลประโยชน์ของกลุ่มที่สามารถอ้างสิทธิความเป็นเจ้าของหรือผู้มีส่วนได้เสียดั้งเดิมของตลาดหลักทรัพย์ อันได้แก่ บริษัทสมาชิก บริษัทจดทะเบียน กระทรวงการคลังในฐานะที่เป็นตัวแทนของรัฐ ตลอดจนนักลงทุนประชาชนทั่วไป รวมถึงการรักษาเสถียรภาพของตลาดเพื่อคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ลงทุน ที่ต้องการเข้ามาทำการซื้อขายหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ ในตลาดหลักทรัพย์ อันเป็นหัวใจและภารกิจสำคัญของตลาดหลักทรัพย์ ที่มีมาโดยตลอด

นอกจากข้อพิจารณาทางกฎหมายที่สำคัญแล้ว ประเด็นที่ตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกต่างต้องคำนึงถึงและหาแนวทางการแก้ไข คือ เรื่องของความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflicts of Interest) ที่ย่อมเกิดขึ้นเมื่อมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ เป็นหน่วยงานกำกับดูแลธุรกิจที่ต้องดำเนินกิจการเพื่อกำไรทางธุรกิจในขณะเดียวกัน โดยเฉพาะประเด็นในเรื่องของการกำกับดูแลและเหตุผลทางธุรกิจ ซึ่งเป็นประเด็นที่สมาพันธ์องค์กรกำกับหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (IOSCO) มักหยิบยกขึ้นมาตั้งเป็นประเด็นทุกครั้ง เมื่อตลาดหลักทรัพย์แห่งใดมีแนวคิดที่จะทำการแปรรูปเป็นบริษัทมหาชน ทำการควบรวมกัน และจดทะเบียนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ของตัวเอง ดังนั้นการศึกษาถึงตัวอย่าง ประสบการณ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่น เกี่ยวกับขั้นตอนกระบวนการ และกฎหมายที่ออกมาเพื่อรองรับการแปรรูปองค์กร (Demutualization) เพื่อช่วยป้องกันและลดปัญหาอุปสรรคที่อาจเกิดขึ้นในภายหลัง หมายรวมถึงความเสี่ยง ข้อกั่วงวล และความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่ไม่มีทางแก้ไขให้หมดไปได้อย่างรวดเร็ว การพยายามทำความเข้าใจ ด้วยการกำหนดนโยบายตกลงร่วมกันระหว่างตลาดหลักทรัพย์ หน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐ บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทจดทะเบียน ประชาชนผู้ลงทุน รวมถึงบุคคลใดๆ ที่เกี่ยวข้องในธุรกิจหลักทรัพย์ เพื่อหาข้อยุติและเป็นที่ยอมรับเห็นชอบด้วยกันทุกฝ่าย ย่อมทำให้ปัญหาต่างๆ ได้รับการแก้ไขด้วยความเข้าใจ และเอื้อประโยชน์ให้เกิดขึ้นต่อส่วนรวมได้

ทั้งนี้ เมื่อศึกษาถึงกระบวนการทางกฎหมาย และมาตรการดำเนินการของตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศที่มีความเจริญก้าวหน้า และประสบความสำเร็จในการแปรรูปอย่างเช่น SGX, ASX และ HKEx แล้ว จะพบว่าลักษณะของความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่เหมือนหรือคล้ายคลึงกัน เพียงแต่หน่วยงานภาครัฐและตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงบุคคลต่างๆ ที่เกี่ยวข้องจะให้ความสำคัญกับข้อขัดแย้งประการใดมากที่สุด แนวทางดำเนินการแก้ปัญหาดังกล่าวจะปรากฏให้

ทราบเอง ตัวอย่างเช่น ประเด็นเรื่อง Self-Listing ทุกประเทศจะให้ความสนใจเป็นอย่างมาก จาก การที่ IOSCO มีความกังวลและมักหยิบยกมากล่าวถึงบ่อยๆ ซึ่งแนวทางแก้ปัญหายังคงต้อง มอบบทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบสำคัญให้กับหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐเป็นลำดับแรก เนื่องจากเป็นองค์กรที่มีความรับผิดชอบและกำกับดูแลระบบตลาดทุนทั้งหมด

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาตามวัตถุประสงค์และเจตนารมณ์ของกฎหมายหลักทรัพย์ รวมถึง หลักการของ IOSCO ที่ให้ความสำคัญกับแนวทางของการจัดการกับความขัดแย้งทาง ผลประโยชน์สำหรับการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้เกิดความสอดคล้องกับการดำเนินการของ ตลาดหลักทรัพย์ และโครงสร้างตลาดทุน อันประกอบไปด้วยการส่งเสริมหลักบรรษัทภิบาลของ กรรมการบริษัทให้มากขึ้นเพื่อความโปร่งใสอย่างแท้จริง การกำหนดบทบัญญัติกฎหมาย และ กฎเกณฑ์ต่างๆ ให้มีความชัดเจน เพื่อความเป็นธรรมและมีประสิทธิภาพต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ ในตลาด รวมถึงมาตรการสังเกตตรวจสอบ ควบคุม และกำกับดูแลอย่างกวัดขันมากขึ้น อีกทั้งต้อง มีการสร้างกลไกเพิ่มความรับผิดชอบต่อตลาดหลักทรัพย์ให้เกิดแก่หน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐ และประชาชนที่ต้องให้ความสำคัญไปพร้อมๆ กัน และประการที่สำคัญที่สุด คือ การแบ่งแยก บทบาทหน้าที่ระหว่างการดำเนินงานทางธุรกิจกับหน้าที่กำกับดูแล โดยการแบ่งอำนาจ และความ รับผิดชอบออกไปต่างหากอย่างชัดเจน

อนึ่ง ไม่ว่าจะดำเนินการตามมาตรการและแนวทางในการจัดการกับความขัดแย้งทาง ผลประโยชน์ และความเสี่ยงในรูปแบบต่างๆ ภายหลังจากการแปรรูปเป็นบริษัทมหาชน เพื่อ แสวงหากำไรทางพาณิชย์อีกทางหนึ่ง ตามสภาวะการณ์ของโลกที่เปลี่ยนแปลงไป แต่ด้วยการที่ ตลาดหลักทรัพย์เป็นองค์กรเศรษฐกิจที่สำคัญระดับประเทศ และเป็นส่วนหนึ่งของระบบตลาดทุน ทั้งระบบแล้วนั้น ประกอบกับวัตถุประสงค์และเจตนารมณ์แรกของการก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์ คือ การสร้างความเชื่อมั่นต่อผู้ลงทุนทั้งในและต่างประเทศ ที่เข้าลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ โดยการ ควบคุมดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ เป็นระเบียบ คล่องตัว และยุติธรรมแก่ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องและมีการคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและผู้ ลงทุนทั้งในและต่างประเทศ เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์เป็นที่ยอมรับในการเป็นกลไกเพื่อการระดม ทุนของประเทศ โดยได้กำหนดวิธีการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เช่นเดียวกับเป้าหมายสูงสุดของตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก นั่นคือ การปกป้องและรักษาผลประโยชน์ ของนักลงทุน โดยที่ภาครัฐก็ต้องให้การสนับสนุนและกำหนดนโยบายให้สอดคล้องกับหลักการ

ดังก้าวอยู่เสมอ (Demutualized Exchange must balance the profit motives of the stock exchange with the greater goal of investor protection)¹

5.2 ข้อเสนอแนะ

เมื่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเข้าสู่การดำเนินการแปรรูปองค์กรเป็นบริษัทมหาชน และนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของตัวเอง กลายเป็นตลาดหลักทรัพย์จดทะเบียน ซึ่งจากการศึกษาวิจัยเชื่อว่า การดำเนินการดังกล่าวย่อมก่อให้เกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ในรูปแบบต่างๆ ซึ่งเป็นที่กังวลของบุคคลที่เกี่ยวข้องหลายฝ่าย โดยเฉพาะผู้ถือหุ้นและผู้บริหารของตลาดหลักทรัพย์ นักลงทุนที่ซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงบริษัทหลักทรัพย์และบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ จากการที่อาจมีกรณีเอื้อประโยชน์แก่ตลาดหลักทรัพย์ และสร้างความไม่เป็นธรรมในเรื่องของการกำกับดูแลบนมาตรฐานเดียวกัน ซึ่งมาตรการทางกฎหมาย และแนวทางจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ กรณีแปรรูปตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปได้ ดังนี้

1. มาตรการทางกฎหมายเพื่อรองรับการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์

ด้วยการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่มีกลไกทางกฎหมายใดๆ เพื่อรองรับการเปลี่ยนแปลงสถานะของตลาดหลักทรัพย์จากองค์กรก่อผลประโยชน์ร่วมกัน ให้กลายเป็นบริษัทมหาชนได้* การตรากฎหมายพิเศษเพื่อรองรับการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์นั้นจึงมีความจำเป็นและสำคัญ ซึ่งบทบัญญัติดังกล่าว นอกเหนือไปจากการกำหนดขั้นตอนกระบวนการแปรรูป การกำหนดสัดส่วนของหุ้นหรือความเป็นเจ้าของแล้ว การกำหนดบทบาทหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ และสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ในฐานะหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐ ในเรื่องของ

¹ Blake, Cassels and Graydon LLP, Exchange Demutualization (1 May 2006), p. 15.

* การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์มีลักษณะคล้ายคลึงกับการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ ที่จำเป็นต้องตรากฎหมายพิเศษ คือ พระราชบัญญัติทุนรัฐวิสาหกิจ พ.ศ. 2542 ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อปฏิรูปรัฐวิสาหกิจให้กลายเป็นบริษัท (Corporatization) โดยการเปลี่ยนทุนรัฐวิสาหกิจให้กลายเป็นหุ้น และเสนอขายต่อประชาชนเป็นการทั่วไปเพื่อกระจายความเป็นเจ้าของกิจการของรัฐวิสาหกิจซึ่งถือเป็นกิจการของคนทั้งชาติและเป็นสมบัติของประเทศไปสู่ประชาชนอย่างทั่วถึง

การมีหน้าที่จัดการกับความเล็งและความขัดแย้งทางผลประโยชน์ต่างๆ ที่อาจเกิดขึ้น อีกทั้ง บทบัญญัติทางกฎหมายที่ออกมาเพื่อรองรับการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าว สมควรที่จะต้อง สอดคล้องกับหลักการสากลของ IOSCO ที่ได้ให้คำแนะนำและความเห็น กรณีแนวทางการจัดการและ บรรเทาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ สำหรับตลาดหลักทรัพย์ที่มีความประสงค์จะแปรรูปองค์กร ได้แก่

- การกำหนดบทบัญญัติกฎหมาย กฎเกณฑ์ต่างๆ ของภาระหน้าที่ ความรับผิดชอบและ บรรษัทภิบาลของกรรมการ และผู้บริหารให้มีความชัดเจน เพื่อความโปร่งใสเป็นธรรม และมี ประสิทธิภาพต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาด

- การสร้างกลไกเพิ่มความรับผิดชอบต่อตลาดหลักทรัพย์ให้เกิดแก่นหน่วยงานกำกับดูแล ภาครัฐ และประชาชนที่ต้องให้ความสำคัญไปพร้อมๆ กัน

- การแบ่งแยกบทบาทหน้าที่ระหว่างการดำเนินงานทางธุรกิจกับหน้าที่กำกับดูแล โดยการ แบ่งอำนาจ และความรับผิดชอบออกไปอยู่ในต่างหากอย่างชัดเจน

ทั้งนี้ สามารถพิจารณามาตรการทางกฎหมายและแนวทางการจัดการกับความขัดแย้ง ทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นจากการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนี้

1) บทบาทหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ในฐานะที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง

เมื่อตลาดหลักทรัพย์ได้รับการแปรรูปองค์กรกลายเป็นบริษัทมหาชน แต่บทบัญญัติ กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ยังคงมีผลบังคับใช้ และบทบาทหน้าที่ของการเป็น หน่วยงานกำกับดูแลหน้าด่านยังคงเป็นภาระกิจสำคัญของตลาดหลักทรัพย์ สำหรับการเป็น หน่วยงานกำกับดูแลเบื้องต้น (Front-line Regulatory) ของระบบตลาดทุน รวมถึงอำนาจหน้าที่ใน การกำกับบริษัทนายหน้าและค้าหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ กฎหมายการแปรรูปตลาด หลักทรัพย์จึงมีความสำคัญอย่างยิ่งในการสนับสนุนบทบาทของตลาดหลักทรัพย์ในการเป็น องค์กรกำกับดูแลร่วมกับสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. (Co-Regulatory Organization) ให้มี ความชัดเจน ซึ่งบทบาทโดยตรงคือความรับผิดชอบในการจัดให้มีความเป็นระเบียบ ความโปร่งใส ให้เกิดขึ้นตลอดที่ดำเนินกิจการเป็นศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ต่อไปเช่นเดิม

2) บทบาทหน้าที่ของสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

บทบัญญัติของกฎหมายรองรับการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ต้องกำหนดบทบาทหน้าที่การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ในส่วนที่กำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ โดยเฉพาะการจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น กรณี Self-Listing ตั้งแต่ขั้นตอนการรับหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน ตลอดจนสภาพการซื้อขายของหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่อง รวมถึงหน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูลที่มีความสำคัญต่อประชาชน โดยสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. จะต้องดำเนินการควบคุมดูแลในทุกๆ ขั้นตอนบนมาตรฐานเดียวกันกับกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์ควบคุมดูแลบริษัทจดทะเบียนรายอื่น (Same Basis)

อย่างไรก็ดี การทำหน้าที่กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์กรณีดังกล่าวข้างต้นของสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. อาจถูกตั้งข้อสงสัยจากบุคคลภายนอกว่า จะเป็นการสร้างความแตกต่างในเรื่องของการกำกับดูแลระหว่างตลาดหลักทรัพย์และตัวสำนักงานเอง เนื่องจากเป็นการดำเนินการโดยหน่วยงานกำกับดูแลคนละหน่วยงานกัน ซึ่งในความเป็นจริงแล้ว สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. สามารถโอนอำนาจหน้าที่ดังกล่าวให้กับตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่แทนได้ (SET on behalf of SEC) เนื่องจากมีความเชี่ยวชาญและประสบการณ์โดยตรง เพียงแต่ตลาดหลักทรัพย์จะต้องมีหน้าที่รายงานความคืบหน้าของแต่ละขั้นตอนเป็นระยะๆ เพื่อให้สำนักงานพิจารณาและให้ความเห็นชอบ อันถือเป็นการตรวจสอบการปฏิบัติหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ให้มีความโปร่งใส และสามารถตรวจสอบได้ในระดับหนึ่ง (SET's Compliance)

3) การกำหนดสัดส่วนการถือครองหุ้นหรือความเป็นเจ้าของ

การจำกัดสัดส่วนความเป็นเจ้าของตลาดหลักทรัพย์นั้น มีวัตถุประสงค์สำคัญเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการของบุคคลต่างๆ โดยเฉพาะการเข้ามา Take-over ของนิติบุคคลต่างประเทศที่มีความสามารถในการเป็นเจ้าของตลาดหลักทรัพย์เล็กๆ ทั้งหลาย อีกทั้งยังเป็นการลดความเสี่ยงและความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (เสมือนการจำกัดความรับผิดชอบของผู้ถือหุ้น) ระหว่างเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นด้วยกันทั้งระหว่างผู้ถือหุ้นกลุ่มบริษัทจดทะเบียน บริษัทหลักทรัพย์ ประชาชน ภาครัฐ และตัวตลาดหลักทรัพย์เองที่ต่างก็มีความต้องการผลประโยชน์ต่อตนเองในรูปแบบต่างๆ กัน โดยที่การอนุมัติให้ความเห็นชอบสำหรับหลักการดังกล่าวก่อนที่จะบัญญัติในกฎหมาย ควรต้องอยู่ภายใต้การดำเนินการรับฟังความคิดเห็นจากหน่วยงานต่างๆ ที่เกี่ยวข้องก่อน

ทั้งนี้ การกำหนดสัดส่วนของบุคคลใดๆ ที่จะเข้าครอบครองหุ้นของตลาดหลักทรัพย์นั้น ควรที่จะต้องคำนึงถึงสัดส่วนการครองหุ้นให้เกิดความเหมาะสมสำหรับผู้ที่เกี่ยวข้อง

เจ้าของ (All Stakeholders) ในกลุ่มประเภทต่างๆ อันได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกเดิม บริษัทจดทะเบียน หน่วยงานภาครัฐโดยกระทรวงการคลัง รวมถึงนักลงทุนและประชาชนทั่วไป โดยการจำกัดสัดส่วนการถือครองหุ้นของบุคคลในแต่ละกลุ่มของ Stakeholders ที่ 5% ในเบื้องต้น เว้นแต่สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. จะให้ความเห็นชอบอนุมัติกลุ่มนักลงทุนที่มีศักยภาพในการสนับสนุนหรือช่วยเหลือตลาดหลักทรัพย์ให้ได้รับการพัฒนาขึ้น อย่างเช่น สถาบันการเงิน องค์กรอิสระ หรือรัฐวิสาหกิจที่ประกอบกิจการอันเป็นประโยชน์ต่อสาธารณะ ซึ่งจะสอดคล้องกับทบทวนกฎหมายของต่างประเทศเป็นส่วนใหญ่

4) เกณฑ์การเปิดเผยสารสนเทศต่อสาธารณชนและการส่งเสริมบริษัทภิบาล

การกำหนดคุณสมบัติของผู้ถือหุ้นหรือบุคคลที่จะมาเป็นเจ้าของให้มีความเหมาะสมเพื่อทำหน้าที่ควบคุมและบริหารกิจการของตลาดหลักทรัพย์อย่างเป็นธรรมและโปร่งใส สมควรได้รับบัญญัติในกฎหมายการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าว เพื่อตัดประเด็นปัญหาเกี่ยวกับการเข้ามาถือครองหุ้นที่อาจเข้าข่ายเป็นการครอบงำกิจการ หรือกระทบต่อความอ่อนไหวของอำนาจบริหารงานได้ ทั้งนี้ สมควรกำหนดอำนาจให้กับรัฐมนตรีหรือฝ่ายบริหารในการใช้ดุลพินิจที่จะอนุมัติเพิ่มสัดส่วนให้บุคคลใดถือครองหุ้นหรือความเป็นเจ้าของของตลาดหลักทรัพย์เกินกว่าสัดส่วนที่กฎหมายกำหนด พร้อมทั้งกำหนดให้บริษัทแจ้งหรือเปิดเผยในกรณีที่มีการถือหุ้นเกินกว่าสัดส่วนที่กำหนดดังเช่นกฎหมายว่าด้วยการแปรรูปของตลาดหลักทรัพย์ในหลายประเทศ

นอกจากนี้ การกำหนดหลักเกณฑ์ค่าใช้จ่ายเสียหายจากภาครัฐกรณีผู้บริหารของตลาดหลักทรัพย์ถูกดำเนินคดี (Statutory Remedy) จะเป็นการส่งเสริมความเชื่อมั่นและทำให้กรรมการและผู้บริหารของตลาดหลักทรัพย์สามารถดำเนินงานต่างๆ โดยสุจริต เพื่อผลประโยชน์ของสาธารณะเป็นสำคัญ และในขณะเดียวกันก็สามารถกำหนดนโยบายการบริหารงานด้านการประกอบธุรกิจเพื่อให้เกิดผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นอย่างเหมาะสม

2. มาตรการเกี่ยวกับการกำหนดนโยบายของรัฐและตลาดหลักทรัพย์

นอกจากการกำหนดหลักเกณฑ์ทางกฎหมาย เพื่อขจัดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น หน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐโดยสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์สามารถกำหนดนโยบาย กฎเกณฑ์ หรือแนวทางการดำเนินการเพื่อสร้างความ

โปร่งใส เป็นธรรมในการดำเนินกิจการของตลาดหลักทรัพย์ภายหลังการแปรรูป โดยจากการศึกษาวิจัย ผู้วิจัยเสนอแนวทางอื่นๆ นอกเหนือไปจากการกำหนดในบทบัญญัติกฎหมาย ดังนี้

1) การแยกส่วนงานกำกับดูแลออกจากส่วนงานทางธุรกิจอย่างชัดเจน

การดำเนินการใดๆ เพื่อให้สอดคล้องกับหลักการที่กำหนดในกฎหมายแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก และเป็นไปตามหลักการสากลของ IOSCO ข้างต้นที่ว่า ตลาดหลักทรัพย์ที่แปรรูปต้องมีการแยกบทบาทหน้าที่ของการเป็นหน่วยงานกำกับดูแลออกจากการเป็นองค์กรทางธุรกิจอย่างเป็นอิสระและไม่ขึ้นตรงต่อกัน ตามพันธะกิจของการเป็นศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ที่ต้องจัดให้มีการรักษาผลประโยชน์ของส่วนรวมและการปกป้องคุ้มครองนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ โดยหากเกิดความขัดแย้งใดๆ แล้ว ผลประโยชน์ของสาธารณะต้องมาก่อน ผลประโยชน์หรือกำไรต่อผู้ถือหุ้นของตลาดหลักทรัพย์เสมอ ซึ่งจากการศึกษาเปรียบเทียบกรณีของตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 3 แห่งได้แก่ SGX, ASX และ HKEx แล้ว ต่างมีมาตรการหรือแนวทางที่แตกต่างกัน อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยเห็นว่า การดำเนินการในลักษณะเดียวกันกับตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย เป็นแนวทางที่เหมาะสมและช่วยลดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ให้เหลือน้อยที่สุด นั่นคือ การแยกส่วนงานกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ และส่วนงานกำหนดนโยบายและออกกฎเกณฑ์เพื่อใช้บังคับกับบุคคลที่อยู่ในความกำกับดูแล ออกมาต่างหากจากตลาดหลักทรัพย์ที่มีสถานะเป็นบริษัทมหาชน เพื่อลดปัญหาความขัดแย้งเกี่ยวกับบทบาทหน้าที่ขององค์กรเดียวกัน

โดยแนวทางที่เหมาะสม และเห็นว่าสามารถลดปัญหาความขัดแย้งได้ดีที่สุด คือการจัดตั้งนิติบุคคลอิสระของตัวเองตลาดหลักทรัพย์เอง เพื่อทำหน้าที่เป็นองค์กรหรือหน่วยงานกำกับดูแลการปฏิบัติงานของตลาดหลักทรัพย์โดยเฉพาะ โดยที่ตัวเองตลาดหลักทรัพย์เองก็ยังคงทำหน้าที่เป็น Market Supervisor หรือ SRO ในการกำกับดูแลการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เป็นสำคัญ ซึ่งแม้ว่าองค์กรดังกล่าวจะเป็นบริษัทย่อยของตัวเองตลาดหลักทรัพย์เอง แต่การช่วยลดความเสี่ยงและผลประโยชน์ทับซ้อนก็สามารถทำได้โดยการกำหนดสัดส่วนการถือหุ้นของนิติบุคคล รวมถึงการกำหนดคุณสมบัติของกรรมการและผู้บริหารให้มีความเป็นอิสระ โดยปราศจากการมีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในขั้นตอนการสรรหาคณะกรรมการเพื่อดำเนินงานในนิติบุคคลดังกล่าว นั้น อาจถูกตรวจสอบและให้ความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ในฐานะที่เป็นองค์กรอิสระภาครัฐอีกชั้นตอนหนึ่ง

ทั้งนี้ กฎหมายแปรรูปตลาดหลักทรัพย์นั้นจะมีการกำหนดให้จัดตั้งตลาดหลักทรัพย์เป็นนิติบุคคลประเภทบริษัทมหาชน และรับโอนทรัพย์สิน กิจการ และอำนาจหน้าที่เดิมตามกฎหมายหลักทรัพย์ อีกทั้งการรับโอนบทบาทการเป็นองค์กรกำกับดูแลที่มีอำนาจออกข้อกำหนด และกำกับดูแลตรวจสอบธุรกิจหลักทรัพย์นั้นก็สามารถใช้บังคับกับบริษัทย่อยของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในที่นี้หมายถึง SRO ที่แยกออกมาต่างหาก ดังนั้น หากเกิดการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ และมีการจัดตั้ง SRO ออกเป็นบริษัทแยกต่างหากแล้วก็สามารถทำหน้าที่เป็นหน่วยงานกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ ภายใต้บทบัญญัติของกฎหมายหลักทรัพย์ได้

2) การจัดทำบันทึกตกลงความเข้าใจระหว่างตลาดหลักทรัพย์และสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

ตลาดหลักทรัพย์และสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ควรมีการลงนามบันทึกตกลงความเข้าใจ (MOU) (จากเดิมที่มีอยู่แล้ว เพียงแต่แบ่งแยก และกำหนดหน้าที่ในส่วนของการกำกับดูแลสมาชิกเท่านั้น) โดยกำหนดความสัมพันธ์ และบทบาทหน้าที่ระหว่างกันเกี่ยวกับการยื่นคำขอจดทะเบียนของตลาดหลักทรัพย์ การบังคับใช้กฎเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ ที่ต้องบังคับต่อหลักทรัพย์ของตัวตลาดหลักทรัพย์เอง การตรวจสอบตลาดหลักทรัพย์ในฐานะบริษัทจดทะเบียนที่เกิปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ รวมถึงประเด็นความขัดแย้งระหว่างผลประโยชน์ของตลาดหลักทรัพย์ กับผลประโยชน์ของบริษัทอื่นๆ

3) การจัดตั้งคณะกรรมการวินิจฉัยปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์

ตลาดหลักทรัพย์ควรมีการดำเนินการจัดตั้งคณะกรรมการชุดพิเศษขึ้นมาภายในตลาดหลักทรัพย์ หรือ Conflicts Committee โดยคณะกรรมการประกอบไปด้วยผู้แทนของตลาดหลักทรัพย์และบุคคลผู้เชี่ยวชาญจากภายนอก เพื่อร่วมกันทำหน้าที่วินิจฉัยประเด็นปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ซึ่งเกิดขึ้นจากดำเนินการในภาคส่วนต่างๆ ขององค์กร และกำหนดแนวทางการดำเนินการเพื่อขจัดปัญหาดังกล่าว ได้แก่ การกำกับดูแลสภาพการเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นไปตามมาตรฐานเดียวกับหลักทรัพย์รายอื่น การทำสัญญา หรือธุรกรรมใดๆ ที่อาจเป็นการเอื้อประโยชน์แก่บริษัทจดทะเบียนคู่ค้าของตลาดหลักทรัพย์ การกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียน บริษัทหลักทรัพย์หรือสถาบันการเงินต่างๆ ที่ประกอบธุรกิจลักษณะเดียวกันอย่างเข้มงวดและไม่เป็นธรรม เป็นต้น ซึ่งทางสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. จะเป็นผู้พิจารณาให้ความเห็นชอบตามข้อเสนอ หรือกำหนดแนวทางที่เหมาะสมต่อไป

ทั้งนี้ การเสนอประเด็นปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ดังกล่าว ย่อมต้องได้รับความร่วมมือจากพนักงานเจ้าหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งขั้นตอนนี้อาจมีการรองรับด้วยคู่มือหรือประมวลจริยธรรมว่าด้วยความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เพื่อให้เจ้าหน้าที่สามารถใช้ความพยายามและความระมัดระวังในหน้าที่ตามสมควร ที่จะกำหนดประเด็นปัญหาที่เกี่ยวกับการปฏิบัติงานที่เกี่ยวข้องกับการรับหลักทรัพย์จดทะเบียน ก่อนที่จะเสนอไปยังคณะกรรมการดังกล่าว

ดังนั้นแล้ว เมื่อสามารถพิจารณาถึงประเด็นในเรื่องของความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ข้อกังวล และความเสี่ยงต่างๆ เพื่อศึกษาและดำเนินการหามาตรการป้องกัน และจัดการกับความขัดแย้งต่างๆ ตามแนวทางที่เสนอนั้น ย่อมช่วยลดปัญหาและอุปสรรคต่างๆ ที่อาจเกิดขึ้นภายหลังการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์เป็นบริษัทมหาชน อย่างไรก็ตาม เป็นที่ทราบกันดีอยู่แล้วว่า การเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพและเป็นธรรม เป็นสิ่งสำคัญและผลประโยชน์ที่ได้รับดีที่สุดในสาธารณชน โดยการเพิ่มสภาพคล่องในการซื้อขาย การเป็นแหล่งระดมเงินทุนที่มีศักยภาพ อันเป็นหน่วยทางการเงินที่ใหญ่และครอบคลุมระบบเศรษฐกิจทั้งหมดของประเทศ โดยเฉพาะในสภาวะที่เต็มไปด้วยความขัดแย้งต่างๆ กรรมการหรือผู้บริหารก็ควรที่จะมีความเหมาะสมที่จะมาทำหน้าที่บริหารและควบคุมการดำเนินงานต้องมาจากประชาชนที่เป็นกลาง เพื่อทำหน้าที่แสวงหาผลประโยชน์ให้เกิดขึ้นแทนส่วนรวมอีกด้วย ตามแนวทางของ IOSCO ที่ว่ากรรมการของตลาดหลักทรัพย์ที่ผ่านการแปรรูปจะต้องมีความรับผิดชอบ และภาระหน้าที่ผูกพันเพื่อทำประโยชน์ให้ส่วนรวมเป็นหลัก และต้องดำเนินงานให้เกิดความเป็นธรรมและมีประสิทธิภาพอย่างต่อเนื่อง มีความรับผิดชอบต่อผู้ที่เป็นเจ้าของตลาดหลักทรัพย์ทุกประเภท (All Stakeholders) อันหมายถึงกลุ่มของลูกค้านักลงทุนหรือบริษัทจดทะเบียน สมาชิกที่มีสิทธิของการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ เจ้าของหรือผู้ถือหุ้น และนักลงทุนทั่วไป และหากผลประโยชน์กลับคืนไปสู่ส่วนรวมอย่างแท้จริงและเป็นธรรมแล้ว การลงทุนย่อมเป็นที่เชื่อมั่นและยอมรับได้ในความซื่อสัตย์โปร่งใสต่อไป

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

คณะกรรมการกฤษฎีกา, สำนักงาน. ความเห็น เรื่อง สถานภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามกฎหมายว่าด้วยข้อมูลข่าวสารของราชการ เรื่องเสร็จที่ 565/2543, กรุงเทพมหานคร: สำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา, 2543. (อัดสำเนา)

คณะกรรมการกฤษฎีกา, สำนักงาน. ความเห็น เรื่อง สถานภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเจ้าหน้าที่ ตามกฎหมายประกอบรัฐธรรมนูญว่าด้วยผู้ตรวจการแผ่นดินของรัฐสภา เรื่องเสร็จที่ 82/2544. กรุงเทพมหานคร: สำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา, 2544. (อัดสำเนา)

คณะกรรมการกฤษฎีกา, สำนักงาน. บันทึกเรื่อง ปัญหาข้อกฎหมายเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. กรุงเทพมหานคร: สำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา, 2548. (อัดสำเนา)

คณะทำงานเพื่อศึกษาเกี่ยวกับรูปแบบตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สรุปผลการประชุม, มีนาคม 2551.

โชติชัย สุวรรณภรณ์. การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ฯ: ไม่ใช่ทางเลือกแต่เป็นสิ่งที่ต้องทำ. กรุงเทพมหานคร: สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง, 2550.

บันทึกความเข้าใจระหว่างสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2543. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การเดินทางแห่งชีวิต 30 ปี ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. รายงานประจำปี 2547 และรายงานประจำปี 2550. กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2547 และ 2550.

สถาบันพัฒนาบุคลากรธุรกิจหลักทรัพย์ (TSI). หลักสูตรความรู้พื้นฐานเกี่ยวกับตลาดเงินและตลาดทุน. กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549

ศาลปกครองกลาง. ความเห็นที่เกี่ยวกับอำนาจหน้าที่ระหว่างศาลที่ 106/2544.
กรุงเทพมหานคร: ศาลปกครองกลาง, 2544. (อัดสำเนา)

ศาลแพ่งกรุงเทพใต้. ความเห็นคดีหมายเลขดำที่ 3210/2544. กรุงเทพมหานคร: ศาลแพ่ง
กรุงเทพใต้, 2545. (อัดสำเนา)

อริก อัจฉานันท์, เกร็ดจากการประชุมผู้ถือหุ้น. ประชาชาติธุรกิจ, (5 พฤษภาคม 2546): 6.

ภาษาอังกฤษ

Australian Stock Exchange Limited. ASX Limited Media Release: ASX Markets
Supervision: new structure to operate from 1 July 2006, 2006. available from:

http://www.asx.com.au/about/shareholder/announcements/AA280599_AS3.htm.

Australian Stock Exchange Limited, Media Release: ASX reinvigorates market
supervision. Provides more resources to strengthen investigation and
enforcement; New supervisory structure is demonstrably more independent.
Australia: ASX Limited, 2005.

Blake, Cassels and Graydon LLP. Exchange Demutualization. (n.p.), 2006.

Carson, W. John. Conflicts of Interest in Self-Regulation: Can Demutualized Exchanges
successfully manage them. The World Bank, 2003.

Finance of Canada, Department. Demutualization Regime for Canadian Life insurance
Companies, (n.p.), 1998

Gollifer, John. Demutualisation and Listing: Stock Exchange of Singapore. BSE Annual
Capital Market Review 3: 150-152.

Hong Kong Exchanges and Clearing Limited: Reinforcing Hong Kong's Position as a Global Financial Centre - A Policy Paper, Checks and balances for Public Interests. available from: <http://www.hkex.com.hk/rule/listrules/CH38.pdf>.

International Federation of Stock Exchanges (FIBV). Annual Report 2005.

IOSCO, Objectives and Principles of Securities Regulation, 1998. available from: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82.pdf>.

IOSCO, Model for Effective Regulation, Report to the SRO Consultative Committee of the International Organization of Securities Commission. (n.p.), 2000.

Law and Policy in International Business. Demutualization of organized securities exchanges in Hong Kong: the great leap forward. (n.p.), 2002.

Lee, Ruben. The Future of Securities Exchanges Brookings-Wharton Papers on Financial Services. (n.p.), 2002.

Mayne, Eric. ASX Market Supervision: Looking Forward at SIDA Conference, pp.1-20: Sydney, 2007.

Mayne, Eric. ASX Supervision AIRA Conference, pp. 1-24: Sydney, 2005.

MOU for the Listing of Hong Kong Exchanges and Clearing Limited on the Stock Exchange Between SFC – HKEX – SEHK, 19 June 2000.

Reena Aggarwal and Sandeep Dahiya. Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges. Georgetown: McDonough School of Business, 2005.

Securities and Exchange Commission (Thailand), the. Implementation of the Objectives and Principles of Securities Regulation. Bangkok. available from http://www.sec.or.th/sec/Content_0000000745.jsp?categoryID=CAT0000014&lang=th.

Securities Industry Association's Ad Hoc Committee on Regulatory Implications of Demutualization, the. **White Paper: Reinventing Self-Regulation**. (n.p.), 2000.

Singapore Exchange Ltd. Company. Background of SGX. available from:

http://info.sgx.com/SGXWeb_CORPCOM.nsf/NEWDOCNAME/Background_on_SGX.

Singapore Exchange Ltd. Company. **SGX Annual Report**, 2000.

Shamshad Akhtar. **Demutualization of the stock exchanges: problems, solutions, and case studies**, Manila: Asian Development Bank, 2002.

Technical Committee of IOSCO. **Regulatory Issues Arising from Exchange Evolution Final Report**. (n.p.), 2006.

<http://www.asx.com.au/about/pdf/Constitution.pdf>

<http://en.wikipedia.org/wiki/Demutualization>.

http://en.wikipedia.org/wiki/Mutual_organization.



ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ภาคผนวก

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาคผนวก ก

Dated this 8th day of March 2007

By

SINGAPORE EXCHANGE LIMITED

And

SINGAPORE EXCHANGE SECURITIES TRADING LIMITED

In favour of

MONETARY AUTHORITY OF SINGAPORE

DEED OF UNDERTAKING

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

CONTENTS

<u>CLAUSE</u>	<u>HEADING</u>	<u>PAGE</u>
1.	INTERPRETATION	2
2.	RECITALS	2
3.	LISTING ARRANGEMENTS	4
4.	CONFLICT OF INTERESTS ARISING FROM LISTING OF SGX SHARES ON THE SGX-ST	5
5.	CONFLICT OF INTERESTS ARISING FROM SGX'S REGULATORY AND COMMERCIAL FUNCTIONS	5
6.	MARKET SURVEILLANCE AND INTEGRITY	6
7.	MISCELLANEOUS	6
	APPENDIX	8


 ศูนย์วิทยทรัพยากร
 จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

DEED OF UNDERTAKING

This Deed of Undertaking sets forth the undertakings by:-

- (1) SINGAPORE EXCHANGE LIMITED (Co. Reg. No.199904940D) ("SGX"); and
- (2) SINGAPORE EXCHANGE SECURITIES TRADING LIMITED (Co. Reg. No. 197300970D) ("SGX-ST"),

In favour of the MONETARY AUTHORITY OF SINGAPORE ("MAS"), with effect from the date hereof ("the Effective Date").

1. Interpretation

1.1 Unless the context otherwise requires, the following expressions shall have the following respective meanings:-

"**Merger Act**" means the Exchanges (Demutualisation and Merger) Act 1999 of Singapore;

"**SFA**" means the Securities and Futures Act of Singapore; and

"**Undertaking**" means this Deed of Undertaking.

1.2 In this Undertaking, where the context admits:-

- (a) words and expressions, the definitions of which are contained or referred to in the SFA, shall be construed as having the meanings so attributed to them;
- (b) references to statutory provisions shall be construed as references to those provisions as respectively amended or re-enacted or as their application is modified by other provisions (whether before or after the date hereof) from time to time and shall include any provisions of which they are a re-enactment (whether with or without modification); and
- (c) words importing the singular meaning include the plural meaning and vice versa and words of one gender include both other genders, and words denoting natural persons include corporations and firms and vice versa.

2. Recitals

2.1 The MAS is the statutory regulator of the securities and futures markets and exchanges in Singapore. As the statutory regulator, the MAS performs certain functions and exercises certain powers, as provided for under the SFA.

2.2 SGX is an approved holding company as provided in section 81W of the SFA.

- 2.3 SGX-ST is a wholly-owned subsidiary of SGX. SGX-ST is a stock exchange which has been approved as provided in section 8 of the SFA and is the frontline regulator for corporations listed on the SGX-ST.
- 2.4 Deed of Undertaking dated 15 November 2000 ("the 2000 Undertaking")
- 2.4.1 The 2000 Undertaking was given by SGX and SGX-ST in favour of the MAS. It sets out arrangements as contemplated by the then section 13(1) of the Merger Act, in relation to the listing of SGX on a stock exchange. Section 13(1) of the Merger Act has been superseded by an umbrella provision under section 81ZG of the SFA. SGX-ST agreed to become a party to the 2000 Undertaking to facilitate the implementation of those arrangements.
- 2.4.2 The 2000 Undertaking was given by SGX and SGX-ST in good faith and for the purpose of facilitating a co-operative working relationship between SGX, SGX-ST and the MAS in the event of the listing of SGX on the SGX-ST.
- 2.4.3 Under the 2000 Undertaking, SGX and SGX-ST acknowledged that the MAS would receive and consider SGX's application for listing on the SGX-ST and that the MAS may reject SGX's application (if it did not comply with SGX-ST's listing criteria in material respects) or approve (with or without conditions) the application.
- 2.4.4 SGX listed its shares on the SGX-ST with the MAS' approval pursuant to the 2000 Undertaking.
- 2.5 Supplemental Deed of Undertaking dated 25th November 2004 ("Supplemental Undertaking")
- 2.5.1 The Supplemental Undertaking was given by SGX and SGX-ST in favour of the MAS to address any conflict of interests arising from SGX's commercial and regulatory functions.
- 2.6 This Undertaking consolidates and supersedes all previous undertakings given by SGX and SGX-ST to MAS, from the Effective Date, in relation to:-
- 2.6.1 the listing of SGX on the SGX-ST;
- 2.6.2 any conflict of interests or potential conflict of interests arising from SGX's commercial and regulatory functions,
- and makes modifications to take into account the SFA and the Securities & Futures (Corporate Governance of Approved Exchanges, Designated Clearing Houses & Approved Holding Companies) Regulations 2005 ("SFR 2005"). For the purposes of this clause, SGX and SGX-ST shall continue to be liable for any antecedent breach of the 2000 Undertaking and the Supplemental Undertaking.
- 2.7 In the interpretation of any of the provisions of this Undertaking, such provisions shall receive such construction and interpretation as will best

ensure the attainment of the objects of this Undertaking according to its true spirit and intent.

- 2.8 This Undertaking shall not give rise to any rights, direct or indirect, on the part of third parties, nor shall such third parties be entitled to require compliance by any party hereto with any of its respective obligations arising hereunder.
- 2.9 Nothing in this Undertaking shall affect the rights of the MAS to exercise any of its powers or perform any of its functions under the SFA or any other laws.
- 2.10 This Undertaking shall be a public document and the contents hereof may be disclosed and copies may be furnished by any party to any third party without the consent of the other parties.
- 2.11 This Undertaking may be varied, amended or supplemented at any time upon request by the MAS.
- 2.12 Subject to Clause 3.7, it is the understanding of SGX and SGX-ST that all listing rules and requirements that apply to corporations listed on the SGX-ST shall apply equally to SGX with such suitable modifications as determined by the MAS under the SFA. In accordance with the SFA, SGX's compliance with the listing rules and requirements will be supervised by the MAS.

3. Listing Arrangements

- 3.1 The MAS is authorised, instead of SGX-ST, to make all decisions and take action (or require the SGX-ST to take action on behalf of the MAS) in relation to SGX that would be taken by the SGX-ST in the case of other corporations listed on the SGX-ST. SGX and SGX-ST jointly and severally undertake that they shall abide by and comply with the decisions and action taken by the MAS.
- 3.2 SGX's compliance with the listing rules of the SGX-ST as a corporation listed on the SGX-ST will be supervised by the MAS. In relation to such listing application, SGX-ST shall comply with whatever administrative steps or assistance required by the MAS.
- 3.3 SGX-ST undertakes that all communications and contacts between the SGX-ST and the MAS in relation to any matters relating to the listing of SGX on the SGX-ST are deemed confidential and shall not be disclosed to any third party by SGX or SGX-ST (other than its internal and external legal or other professional advisers for the purposes of obtaining advice, or under compulsion of law) without the MAS' prior written consent. This Clause 3.3 does not apply to announcements of approval granted to SGX for listing on the SGX-ST.
- 3.4 SGX-ST undertakes that it will take whatever action as required by the MAS in relation to:-
 - (a) the admission to, or removal of, SGX from the official list of the SGX-ST; and

- (b) granting, stopping or suspending the securities of SGX from being listed for quotation or quoted on the SGX-ST.

Provided that such actions as may be required by the MAS shall be such actions as SGX-ST could have taken if the securities were not SGX's securities.

- 3.5 SGX undertakes that all announcements to be issued by it shall be released to the SGX-ST through MASNET or otherwise to be submitted promptly to the SGX-ST for public release.
- 3.6 SGX undertakes that it will pay to the MAS any fee (including any applicable tax or rates) that would have been payable to the SGX-ST by any other corporation in connection with its listing on the SGX-ST.
- 3.7 SGX undertakes to procure each of its subsidiaries to comply with any request from the MAS to that subsidiary to perform such administrative tasks on its behalf as the MAS reasonably considers appropriate in the course of the MAS exercising its powers and functions under section 81ZG of the SFA. SGX shall procure that the relevant subsidiary will properly perform such tasks within the respective time limits as reasonably prescribed by the MAS.
- 3.8 SGX and SGX-ST acknowledge that the MAS will have all the powers and functions that the SGX-ST has in relation to a corporation listed on the SGX-ST in order for MAS to discharge its supervisory role in relation to the listing of SGX on the SGX-ST. SGX and SGX-ST jointly and severally undertake to provide all administrative assistance and information reasonably required by the MAS.
- 3.9 In the event that the MAS intends to exercise any of its powers or functions under section 81ZG of the SFA, SGX and SGX-ST jointly and severally undertake to co-operate to ensure that new or revised rules as required by the MAS are made or the new or revised arrangements as required by the MAS are entered into.

4. Conflict of Interests arising from listing of SGX shares on the SGX-ST

SGX and SGX-ST jointly and severally undertake to comply with the procedure for dealing with conflict of interests or potential conflict of interests that may arise from the listing or quotation of SGX shares on the SGX-ST as set out in the Appendix.

5. Conflict of interests arising from SGX's regulatory and commercial functions

SGX undertakes to establish a board committee to, inter alia, oversee the regulatory and risk management issues of SGX, and address the perceived or actual conflict of interests arising from SGX group's regulatory and commercial functions in the manner as set out in the Appendix.

6. Market Surveillance and Integrity

- 6.1 SGX-ST undertakes to immediately inform the MAS if it detects unusual market activity on the SGX-ST involving the SGX shares in the course of its surveillance of listed corporations or as a result of complaints or market intelligence, which discloses a potential breach of any written law, rules or conditions or a license. The SGX-ST undertakes to immediately inform the MAS of any such unusual market activity together with all relevant information, data and facts that are in SGX-ST's possession and shall procure further information (including from other parties over whom SGX-ST has jurisdiction) and render assistance as may be reasonably required by the MAS.
- 6.2 SGX-ST undertakes to take whatever action that may be required by the MAS for the purpose of ensuring the integrity of trading of the shares of the SGX on the SGX-ST.
- 6.3 For the purpose of Clause 6.1, "unusual market activity" shall be determined against the parameters for the alerts of such market activity which have been set and agreed by SGX-ST and MAS.

7. Miscellaneous

- 7.1 SGX, SGX-ST and the MAS will meet at the request of any of them to discuss the operation of this Undertaking, any necessary review, systems access, information access, and any other operational matters that any party regards as important to discuss.
- 7.2 Nothing in this Undertaking should be construed as restricting the ability of the MAS to raise with SGX, or SGX to raise with the MAS, any measures that seem necessary or desirable to enhance the operation of this Undertaking.
- 7.3 SGX and SGX-ST jointly and severally undertake that they will provide the MAS with such co-operation and assistance in good faith and to the extent required as is necessary or desirable to achieve the objectives of section 13 of the Merger Act and this Undertaking.
- 7.4 SGX undertakes that it shall procure that all of its subsidiaries shall comply with the provisions of and promptly perform its obligations under this Undertaking.
- 7.5 In the course of exercising its powers and functions under section 81ZG of the SFA, the MAS may request that SGX (or any subsidiary of SGX) perform such administrative tasks on its behalf. SGX undertakes to procure that all of its subsidiaries shall properly perform such tasks within the respective time limits as reasonably prescribed by the MAS in a timely manner, and in the way reasonably prescribed by the MAS and in full compliance with the provisions under this Undertaking.
- 7.6 SGX and SGX-ST jointly and severally undertake that they will comply with and abide by any action taken by MAS which it considers necessary or desirable:-

- (a) for ensuring fair, orderly and transparent securities and futures markets; or
- (b) for ensuring the integrity of and proper management of systematic risks in the securities and futures markets; or
- (c) for dealing with perceived or actual conflict of interests between SGX group's commercial and regulatory functions, including any conflict of interests or potential conflict of interests that may arise from the listing or quotation of SGX shares on the SGX-ST; or
- (d) for the purpose of ensuring the integrity of trading of the securities of SGX.

8. IN WITNESS WHEREOF this Undertaking has been executed as a deed on the date stated at the beginning.

SGX

The Common Seal of the)
SINGAPORE EXCHANGE LIMITED)
 was hereunto affixed)
 in the presence of:-)



Joseph Yuvaraj Pillay

JOSEPH YUVARAJ PILLAY
 CHAIRMAN

Joyce Fong Fong Chao

JOYCE FONG FONG CHAO
 COMPANY SECRETARY

SGX-ST

The Common Seal of the)
SINGAPORE EXCHANGE SECURITIES)
TRADING LIMITED)
 was hereunto affixed)
 in the presence of:-)



Hsieh Fu Hua

HSIEH FU HUA
 DIRECTOR

Joyce Fong Fong Chao

JOYCE FONG FONG CHAO
 COMPANY SECRETARY

APPENDIX

Introduction

1. Singapore Exchange Limited ("SGX") and Singapore Exchange Securities Trading Limited ("SGX-ST") shall, as the case may be, adopt in accordance with the provisions of Clauses 4 and 5 of this Undertaking, the procedures and arrangements set out below.

Conflicts Committee

2. **Purpose**

The Board of SGX ("SGX Board") shall appoint a committee known as the Conflicts Committee. The Conflicts Committee shall satisfy the SGX Board that any perceived or actual conflict of interests between SGX group's commercial and regulatory functions is addressed. This includes considering any conflict of interests or potential conflict of interests that arise from the listing and quotation of SGX shares on SGX-ST.

3. **Composition**

- 3.1 The composition of the Conflicts Committee shall be in compliance with the SFR 2005, or such other regulation or legislation as shall be in force from time to time.

4. **Terms of Reference**

- 4.1 SGX shall obtain MAS' prior approval for the Conflicts Committee's terms of reference and any changes made from time to time in relation thereto.
- 4.2 The Conflicts Committee shall have, as its terms of reference, the responsibilities as set out in the SFR 2005, or such other regulation or legislation as shall be in force from time to time.

5. Procedures for dealing with conflict of interests arising as a result of the listing of SGX shares on SGX-ST

- 5.1 In the event where SGX has determined that a conflict of interests or potential conflict of interests does or may arise as a result of the listing of SGX shares on SGX-ST, it shall notify MAS of all relevant facts including any proposals for resolving the matter, in a manner which assures the proper performance of any relevant regulatory function. SGX and SGX-ST shall furnish further particulars that MAS may reasonably require for purposes of determining whether the regulatory function can be discharged without its intervention.
- 5.2 In the event where SGX has been notified by MAS of its determination that a conflict of interests or potential conflict of interests does or may exist in relation to the listing of SGX shares on SGX-ST, SGX shall:-
- (a) provide such information requested by MAS with respect to the SGX group's present and proposed interest;
 - (b) comply with, or procure that the SGX group comply with, any direction given by MAS; and
 - (c) facilitate MAS' exercise of all or any of the powers and functions otherwise exercisable by SGX or any subsidiary of SGX to the exclusion of any such company.
- 5.3 SGX shall work with MAS when MAS has concerns regarding any conflict of interests or potential conflict of interests arising from the listing of SGX shares on SGX-ST, or other perceived or actual conflict between regulatory and commercial interests and shall implement any procedures required by the MAS to enhance the operation of matters referred to in this Appendix.

6. Matters to be referred directly to MAS

The following matters shall be referred directly to MAS instead of the Conflicts Committee:-

- (a) complaints received concerning insider trading in SGX shares;
 - (b) market surveillance reports indicating that insider trading in SGX shares could have taken place;
 - (c) investigations into possible insider trading in SGX shares;
 - (d) the receipt by SGX-ST of a listing application from an applicant whom SGX regards as a competitor of SGX; and
 - (e) such other matters as MAS may direct SGX, from time to time.
7. SGX shall procure that all subsidiaries of SGX shall comply with the provisions of this Appendix.



ศูนย์วิทยพัชกร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



Australian Securities & Investments Commission

Memorandum of Understanding

between

Australian Securities and Investments Commission

and

**Australian Stock Exchange Limited
(ACN 008 624 691)**

PART ONE: BACKGROUND

1. ASIC and ASX have complementary roles in relation to the oversight of the market and CS facilities operated by ASX and the conduct of participants (in relation to the business they conduct in a market or clearing and settlement facility operated by ASX) and listed entities. Consequently there are significant areas in which the roles of ASIC and ASX overlap and it is in the interests of both parties to minimise duplication of activity and to set expectations in relation to the activity which will be undertaken by each. This MOU aims to promote cooperation, effective communication and mutual assistance between ASIC and ASX to facilitate the efficient discharge by each of their respective roles. This MOU sets out arrangements which ASIC and ASX have entered into with each other in furtherance of their statutory obligations and responsibilities.

2. ASIC is responsible for the administration of legislation regulating the financial system including the Act. ASIC's aims are identified in subsection 1(2) of the ASIC Act. Among other things, ASIC must strive to:
 - (a) maintain, facilitate and improve the performance of the financial system and the entities within that system in the interests of commercial certainty, reducing business costs and the efficiency and development of the economy;
 - (b) promote the confident and informed participation of investors and consumers in the financial system;
 - (c) administer the laws that confer functions and powers on it effectively and with a minimum of procedural requirements; and
 - (d) take whatever action it can take, and is necessary, in order to enforce and give effect to the laws of the Commonwealth that confer functions and powers on it.
3. ASIC has a role to monitor and enforce compliance by ASX with its various obligations as a holder of an Australian market licence and CS facility licences.
4. ASXL and its related companies, ACH and ASTC, hold licences under the Act.
5. ASXL holds an Australian market licence. The general obligations of market licensees are stipulated in section 792A of the Act and include:
 - (a) to the extent that it is reasonably practicable to do so, do all things necessary to ensure that the market is a fair, orderly and transparent market;
 - (b) comply with the conditions on the licence; and
 - (c) have adequate arrangements (whether they involve a self-regulatory structure or the appointment of an independent person or related entity) for supervising the market including arrangements for:
 - (i) handling conflicts between the commercial interests of the licensee and the need for the licensee to ensure that the market operates in the way mentioned in paragraph (a);
 - (ii) monitoring the conduct of participants on, or in relation to, the market; and
 - (iii) enforcing compliance with the market's operating rules.
6. ACH and ASTC each hold Australian CS facility licences. The general obligations of CS facility licensees are stipulated in section 821A of the Act and include:
 - (a) to the extent that it is reasonably practicable to do so, do all things necessary to reduce systemic risk;
 - (b) to the extent that it is reasonably practicable to do so, do all things necessary to ensure that the facility's services are provided in a fair and effective way;
 - (c) comply with the conditions on the licence; and

- (d) have adequate arrangements (whether they involve a self-regulatory structure or the appointment of an independent person or related entity) for supervising the facility including arrangements for:
 - (i) handling conflicts between the commercial interests of the licensee and the need for the licensee to ensure that the facility's services are provided in a fair and effective way; and
 - (ii) enforcing compliance with the facility's operating rules.
7. This MOU is intended to be a statement of guiding principles covering the following aspects of the ASIC – ASX relationship:
- (a) the referral of cases of suspected significant contraventions of ASX's operating rules and of the Act, including misconduct by listed disclosing entities and participants;
 - (b) consultation between ASIC and ASX as to:
 - (i) the appropriate response to such cases and to other issues of mutual concern;
 - (ii) the most appropriate party to conduct the response; and
 - (iii) the assistance (if any) to be provided by the other party.
 - (c) ASIC and ASX keeping each other appropriately informed as to action being conducted (subject to legal constraints on information sharing);
 - (d) notification by each party of various matters in accordance with the statutory obligations of the parties;
 - (e) the facilitation of information sharing between ASIC and ASX for the purpose of each fulfilling its obligations and;
 - (f) agreement on joint strategic objectives and the identification of any areas of regulatory priority.
8. This MOU supersedes the following MOUs entered into by ASIC and ASX
- (a) Memorandum dated 18 December 1992 related to markets;
 - (b) Memorandum dated 5 November 1993 related to membership matters;
 - (c) Memorandum dated 23 September 1997 related to companies matters.
9. ASIC and ASX wish to work together to achieve the effective supervision and regulation of the markets and CS facilities operated by ASX. ASIC and ASX each have different roles and functions in the regulation of the markets and facilities. They each have different powers for monitoring and enforcement.
10. ASX has responsibility for monitoring and enforcing compliance by participants and listed disclosing entities with its operating rules. ASX also undertakes regular interaction with and education of participants and listed disclosing entities to promote compliance with the operating rules.
11. ASIC has responsibility for monitoring and enforcing the provisions of the Act. ASIC has a broad range of enforcement powers as provided in the Act and the ASIC Act. ASIC may take enforcement action for contraventions of the Act or the

ASIC Act, including administrative action, civil litigation or referral of a matter for prosecution.

12. ASIC and ASX recognise the desirability of avoiding unnecessary duplication of investigation and enforcement work and will therefore maintain a close working relationship to deal with relevant market issues. Where appropriate, each party will provide such other assistance as may be requested of it.
13. ASIC and ASX agree that they should each use the different tools and powers available to them in order to detect and respond to misconduct and/or breach of the operating rules in a coordinated and effective way and that they will coordinate the effective deployment of staff from each organisation when undertaking an enforcement response or strategic initiative.
14. ASIC and ASX also agree that they should form a central coordinating committee (the "National Coordination Committee") as a forum in which to exchange information and ensure that both parties are able to discharge their roles as efficiently as possible.

PART TWO: DEFINITIONS

15. For the purposes of this MOU:

"ACH" means Australian Clearing House Pty Limited.

"Act" means the Corporations Act 2001.

"ASIC" means the Australian Securities and Investments Commission (including any delegate of the Commission).

"ASIC Act" means the Australian Securities and Investments Commission Act 2001.

"ASTC" means ASX Settlement and Transfer Corporation Pty Limited.

"ASX" means, as the case requires, ASXL, ACH and ASTC, or one or more of them.

"ASXL" means Australian Stock Exchange Limited.

"Australian market licence" has the meaning set out in section 761A of the Act.

"CS facility licence" has the meaning set out in section 761A of the Act.

"listed disclosing entity" means an entity on the official list of ASX.

"month" means calendar month.

"*MOU*" means this Memorandum of Understanding

"*MOU Meetings*" are meetings of senior representatives of ASIC and ASX held every three months under paragraph 36 of this MOU.

"*National Coordination Committee*" is the committee of ASIC and ASX officers established under paragraph 37 of this MOU.

"*operating rules*" has the meaning set out in section 761A of the Act.

"*participant*" has the meaning set out in section 761A of the Act.

"*party*" means one of the parties to this MOU being either ASIC or ASX.

"*referral*" means the written notification by ASX to ASIC of a significant contravention of ASX's operating rules or the Act in accordance with paragraphs 792B(2)(c) and 821B(2)(c) of the Act, as referred to in paragraph 16 of this MOU.

PART THREE: REFERRALS, NOTIFICATION, ASSISTANCE AND INFORMATION SHARING

16. Under paragraphs 792B(2)(c) and 821B(2)(c) of the Act, ASX is required to give written notice to ASIC as soon as practicable if it has reason to suspect that a person has committed, is committing or is about to commit a significant contravention of its operating rules or the Act. This written notice is a "referral". Such referrals will include:
- (a) the person's name;
 - (b) details of the contravention or impending contravention (including all information relevant to the contravention or impending contravention that is known to the ASX after its initial inquiries);
 - (c) ASX's reasons for the belief.
- ASX will make any referral as soon as practicable and will not defer the making of any referral while it conducts enforcement action.
17. ASIC and ASX will agree on guidelines for the inclusion of information in referrals in addition to the information set out in paragraph 16 above. Those guidelines will seek to ensure the most efficient use of resources by both ASIC and ASX in making or reviewing a referral.
18. ASIC will review all referrals from ASX within a reasonable time and, where appropriate, may do the following:
- (a) In those cases where ASIC is satisfied that a significant contravention has occurred and where sufficient evidence exists, take enforcement action;

- (b) Decide not to take any specific enforcement action but record information relating to the matter in ASIC's confidential internal database so that it may be of assistance in the future;
- (c) Coordinate with ASX action in relation to a suspected impending significant contravention.

In each case, ASIC will provide timely advice to ASX as to whether ASIC proposes to take action in relation to the referral and, if not, the reasons for not taking action. ASIC will also provide timely advice of any issues relating to the content of the referral in order to promote discussion and to guide the scope of future referrals and the allocation of resources.

19. Where ASIC becomes aware of a matter which may indicate that a person has committed, is committing or is about to commit a significant contravention of ASX's operating rules, or which may warrant investigation or an enforcement response by the ASX, ASIC will, as soon as is practicable, provide written notice of the matter to the ASX, together with all available information and documentation to assist ASX. Such matters may include:
- (a) a suspected breach of the continuous disclosure requirements under the Listing Rules, for review and discussion with the relevant listed disclosing entity;
 - (b) a suspected breach of the Market and Settlement Rules, which may be more appropriately dealt with under ASX's disciplinary powers; with the following information to be included:
 - (i) name of the participant;
 - (ii) names of the individuals involved;
 - (iii) names of the clients affected (if any);
 - (iv) dates that the alleged misconduct occurred;
 - (v) meaningful description of the matter;
 - (vi) ASIC unit handling the matter; and
 - (vii) name of the ASIC case officer handling the matter.
20. ASX will review such notifications from ASIC within a reasonable time and, where appropriate, may do the following:
- (a) In those cases where ASX is satisfied that enforcement action is appropriate and where sufficient evidence exists, take enforcement action;
 - (b) Decide to discuss the matter with the participant or listed disclosing entity in order to encourage, in the case of the latter, further disclosure but not take any additional action; or
 - (c) Decide not to take any specific action but record information relating to the matter in a confidential internal database so that it may be of assistance in the future.

21. In the case of a referral to ASIC or the notification of a matter to ASX, both parties agree to undertake early discussion to:
- (a) assist ASIC or ASX to decide whether to investigate the matter and/or take enforcement action,
 - (b) determine which party should undertake any investigation or enforcement action; and
 - (c) identify any necessary information and assistance (including the provision of evidence, where appropriate) that can be provided by the other party.

Such discussion should take place at the first meeting of the National Coordination Committee after the referral or notification is received if it has not taken place earlier.

22. Under subsection 792B(3) of the Act, ASX is required to give a written report to ASIC if ASX becomes aware of a matter which ASX considers adversely affects, is adversely affecting or may adversely affect the ability of a participant in the market, who is a financial services licensee, to meet the participant's obligations as a financial services licensee or a matter, concerning a participant in the market who is a financial services licensee, that is of a kind prescribed by regulations. This written notice is a "report". Such reports will include:
- (a) the licensee's name;
 - (b) all information relevant to the matter that is known to the ASX after its initial inquiries; and
 - (c) ASX's reasons for making the report.

ASX will make any report as soon as practicable and will not defer the making of any report while it conducts enforcement action.

23. In addition to the making of referrals as set out above, ASX has other obligations under sections 792B and 821B of the Act to give written notice to ASIC as soon as it takes any kind of disciplinary action against a participant.
24. ASIC and ASX will agree guidelines for the content of notifications required under sections 792B and 821B.

PART FOUR: COMMUNICATION

25. In addition to referrals and notifications, ASIC and ASX will, where appropriate, share information. Sharing of information will usually take place by written communication or by communication at an MOU Meeting or National Coordination Committee Meeting that is documented in the minutes of the meeting. It is the responsibility of the party providing the information to ensure that any information sharing which occurs at an MOU Meeting or National Coordination Committee Meeting is documented in the minutes of that meeting. It

is agreed that information sharing should occur in the following circumstances, subject to legal restrictions or significant practical considerations:

- (a) Where ASIC receives complaints relating to ASX participants or their representatives and ASIC has reason to suspect that the complaints may give rise to matters which ASX might reasonably take into consideration in enforcement action;
- (b) Where a matter is the subject of a referral to ASIC or notification to ASX, and the party who is the recipient of the referral or notification takes enforcement action or decides not to pursue enforcement action;
- (c) Where one party becomes aware of information which is relevant to an enforcement action being conducted by the other party;
- (d) Where, through the conduct of an enforcement action, either party acquires or develops new knowledge of the interpretation or legal consequences of particular market behaviour or other knowledge which may be of assistance to the other party in current or future enforcement actions; and
- (e) Where either party has reason to believe that a listed disclosing entity may be insolvent.

In relation to the above, guidelines will be established, detailing how and when information will be provided and the nature and scope of this.

26. ASX will provide to ASIC a monthly list of waivers it has issued. The list will include: the name of the company or participant receiving the waiver; the date the waiver was granted; the operating rules waived; and a summary of the basis for granting the waiver.
27. ASIC and ASX also agree to engage in information sharing other than in formal meetings or by written communication – especially on matters which are likely to assist in the monitoring and surveillance of the markets, market participants and listed disclosing entities. This will include information which would not be the subject of a referral or notification but which may be of assistance to the other party in planning surveillance or monitoring activities. Without limiting the generality of the foregoing, general information sharing may occur in the following circumstances:
 - (a) Where a party notices a sudden increase in complaints concerning a particular participant or entity;
 - (b) Where a party notices a sudden increase in a particular form of conduct which is not of the nature to result in a referral but which nonetheless may have an affect on market integrity or investor confidence;
 - (c) Where either party becomes aware of an event or state of affairs that may lead to a rise in misconduct.

In relation to the above, guidelines will be established, detailing how and when information will be provided and the nature and scope of this.

28. The enumeration above of matters which are the subject of referrals, formal information sharing, etc, in no way limits the parties' intention or ability to engage in communication and cooperation with respect to other matters, as appropriate and subject to legal constraints. For example, ASIC and ASX staff will consult informally as and when required in order to seek to enhance the efficiency and effectiveness of the supervision and regulation of the markets and CS facilities operated by ASX, participants on those markets and CS facilities, and entities listed on the markets.
29. ASIC and ASX will advise each other (from time to time) in writing of the name of the person or persons to act as the primary point(s) of contact for each agency. The initial points of contact are set out in Appendix A.

Limitations on Information Sharing

30. The provision of any information by ASIC or ASX to the other under this MOU is subject to any relevant legal considerations including, for example, legal professional privilege, natural justice, criminal contempt, confidentiality and, in the case of ASIC, the ASIC Act, including, in particular, section 127. It is acknowledged that information held by ASX and subject to confidentiality restrictions may require a formal notice from ASIC to facilitate production to ASIC.
31. ASIC has an obligation under section 127 of the ASIC Act to protect from unauthorised use or disclosure information given to it in confidence in or in connection with the performance of its functions or exercise of its powers. ASIC is authorised to disclose such information to the ASX under section 127(4FA) of the ASIC Act where the information is used for the purpose of monitoring compliance with, enforcing, or performing functions or exercising powers under, the Act or the operating rules.
32. In some circumstances, including circumstances in which a person has provided ASIC with information in confidence, ASIC may be required to afford procedural fairness prior to releasing the information to ASX. The rules of procedural fairness may require that ASIC advise the person and seek their views concerning ASIC's intention to release the information to the market licensee as well as any conditions which may be attached to the release.
33. With respect to requests by ASX under section 127 for provision of information provided to ASIC in confidence, ASIC will endeavour to assist ASX in a timely way. To promote consistent turn-around times for responses, ASIC will provide ASX with guidance about how it will handle requests
34. Under subsection 1100A(2) of the Act, ASX has qualified privilege in respect of the giving of any information to ASIC in connection with the performance or exercise of ASIC's functions or powers under, or in relation to, Chapter 7 of the Act or regulations made under Chapter 7. Under subsection 1100(3) of the Act,

ASX is not liable for any action based on breach of confidence in relation to the giving of any such information to ASIC.

35. ASIC or ASX will not disclose any confidential information obtained pursuant to this MOU to a third party unless:
- (a) it has obtained the prior consent of the other party to disclosing the confidential information; or
 - (b) it is required, authorised or permitted by law to disclose the information; or
 - (c) the information is disclosed by ASIC to the responsible Minister; or
 - (d) the information is disclosed by ASIC, in response to a request by a House or a Committee of the Parliament of the Commonwealth of Australia.

In the case of paragraph (b), the party seeking to disclose will wherever practicable, notify the other party in sufficient time ahead of the intended disclosure so as to enable that party to take action to protect the release of the confidential information.

MOU Meetings

36. Senior representatives of ASIC and ASX will meet at least every three months to review:
- (a) any areas identified by either or both parties as current regulatory and enforcement priorities and joint strategies for addressing misconduct in any such priority areas, including discussion of the resourcing of those initiatives;
 - (b) the effectiveness and coordination of enforcement responses by ASIC and ASX;
 - (c) the effectiveness, level and timeliness of communication between the parties including referrals and formal information sharing; and
 - (d) the general operation of this MOU.

Discussion will focus on strategic, operational policy and systemic issues, rather than on specific referrals.

ASIC - ASX National Coordination Committee

37. The National Coordination Committee will be made up of one or more senior ASX managers, able to report on matters that involve listed disclosing entities (in particular, continuous disclosure issues), licensed participant malfeasance and surveillance/trading alerts, a senior officer from ASIC's Enforcement Directorate, an officer from ASIC's Markets Regulation area and, as appropriate in ASIC's view, an officer from ASIC's Financial Services Regulation Directorate.

38. The National Coordination Committee will meet fortnightly for the purpose of ensuring the most effective possible communication between ASIC and ASX and determining the most appropriate enforcement response to misconduct.
39. The following will be discussed at each National Coordination Committee Meeting:
- (a) Any relevant suspected contraventions of the Act and any significant contravention of the ASX operating rules identified since the previous meeting, whether or not such contravention is already the subject of a referral or notification;
 - (b) Whether action should be taken in response to the suspected contravention and, if so which party should take such action;
 - (c) Assistance and information which can be provided to the party taking action by the other party;
 - (d) Where the action to be pursued involves both parties, how such joint action will be managed;
 - (e) Developments in current matters which may have ramifications for the parties' general approach to a particular market activity or behaviour;
 - (f) The timing of any planned on-site reviews by ASX or any planned surveillance visits by ASIC in relation to participants; and
 - (g) Any concerns which have arisen in relation to the nature and content of referrals or notifications.
40. In relation to any matter discussed at a National Coordination Committee Meeting, it should be noted if the matter is a priority matter for either party or if it concerns misconduct of the type which has been identified at an MOU Meeting as a regulatory or enforcement priority.

PART FIVE: PUBLICITY

41. ASX and ASIC recognise the confidentiality and market sensitivity of information obtained in the course of conducting enforcement action. They further recognise that to publicise a referral or matter may jeopardise an investigation or enforcement action by either ASIC or ASX.
42. The parties also acknowledge that in a limited number of cases, either or both of the parties may have to deal with inquiries about a matter of high public profile. In such circumstances, where time permits, ASX will consult with ASIC before making public any information in relation to a current ASIC investigation or enforcement action or a possible future ASIC investigation or enforcement action. Without limitation, this includes any matter where:
- (a) a referral is made from ASX to ASIC; and
 - (b) ASIC has not communicated that it does not intend to conduct enforcement action in the matter.

43. Where a party makes a public statement relating to a matter in relation to which the other party has made a referral or given significant assistance, the first party will give public acknowledgment of the work done by the other party. When time permits, the wording of the acknowledgment will be settled with the other party before release.
44. Any publicity by ASIC in relation to a current ASIC investigation or enforcement action or a possible future ASIC investigation or enforcement action will be made in accordance with ASIC Policy Statement 47. Without limitation, this includes any matter where:
- (a) a referral is made from ASX to ASIC; and
 - (b) ASIC has not communicated that it does not intend to conduct enforcement action in the matter.
45. The parties acknowledge that it will sometimes be necessary for ASX to make public information regarding an enforcement activity in order to prevent uninformed trading, or to justify a suspension of trading.
46. ASX will, from time to time, publish a summary of the number and type of referrals and reports made to ASIC.



ศูนย์วิทยพัทพากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

PART SIX: ADMINISTRATION

Implementation and Review

47. This MOU is effective from 1st July 2004. ASIC and ASX will continue to monitor its operation through an annual review meeting.

Administrative Letters

48. This MOU may be supplemented by guidelines specifying agreed operating arrangements from time to time. These will include the guidelines foreshadowed in this MOU. A letter specifying such arrangements may be signed by:

- (a) The Executive Director or Deputy Executive Director of Policy and Markets Regulation, ASIC or ASIC's Director, Market Regulation, on behalf of ASIC;
- (b) the Chief Integrity Officer or General Manager, Supervision of ASXL on behalf of ASX.

SIGNED by  Dated this 30 day of June 2004.

For and on behalf of ASIC

SIGNED by  Dated this 30 day of June 2004.

For and on behalf of ASX

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Appendix A

All referrals, information sharing and other communications from ASX to ASIC should be sent to ASIC's Markets Regulation area, which will co-ordinate ASIC action or response. Such correspondence should be addressed to:

Andrew Crain
Manager
Markets Regulation, Sydney
Australian Securities and Investments Commission
No.1 Martin Place, Sydney
DX 653 SYDNEY
andrew.crain@asic.gov.au

All referrals, information sharing and other communications from ASIC to ASX should be sent to ASX's Market Integrity area, which will co-ordinate ASX action or response. Such correspondence should be addressed to:

Susan Bray
General Manager Supervision
Market Integrity Division
Level 6, 20 Bridge Street
Sydney NSW 2000
DX 10427 Stock Exchange Sydney
susan.bray@asx.com.au

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

MEMORANDUM OF UNDERSTANDING**for the listing of****Hong Kong Exchanges and Clearing Limited****on****The Stock Exchange of Hong Kong Limited****BETWEEN****Securities and Futures Commission****Hong Kong Exchanges and Clearing Limited ,****and****The Stock Exchange of Hong Kong Limited****22nd August 2001**

Table of Contents

	Page
1. INTERPRETATION	1
1.1 Definitions	1
1.2 Construction	2
2. STATUS OF THE PARTIES AND THIS MOU	3
2.1 Status of the parties	3
2.2 Purposes of this MOU	3
2.3 Status of this MOU	5
2.4 Amendment	6
3. LISTING ARRANGEMENTS	6
3.1 General power and rights	6
3.2 Listing of HKEx	6
3.3 Ongoing listing procedures	7
3.4 Company announcement procedures	8
3.5 Listing Rule waiver procedures	9
3.6 Fees and expenses	9
4. CONFLICTS OF INTEREST AND MARKET INTEGRITY	10
4.1 Conflicts of interest	10
4.2 Market integrity	10
5. MARKET SURVEILLANCE	10
6. MISCELLANEOUS	11
6.1 Confidentiality	11
6.2 Strategic review	11
6.3 Operational meeting	11
6.4 Amendment	11
6.5 General co-operation and assistance	11
6.6 Effect on other arrangements	13
6.7 SFC may delegate powers and functions	13
7. EFFECTIVE DATE AND TERMINATION OF MOU	13

APPENDICES

Appendix 1 – Section 13 of the Exchanges and Clearing Houses (Merger) Ordinance

Appendix 2 – Part A - Chapter 38 of the Rules Governing the Listing of Securities on The Stock Exchange of Hong Kong Limited

Part B - Chapter 36 of the Rules Governing the Listing of Securities on the Growth Enterprise Market of The Stock Exchange of Hong Kong Limited

Appendix 3 – Procedures to deal with conflicts of interest

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

**MEMORANDUM OF UNDERSTANDING
FOR THE LISTING OF HKEX ON SEHK**

- BETWEEN:**
- (1) **Securities and Futures Commission** of
12th Floor, Edinburgh Tower, The Landmark, 15 Queen's Road
Central, Hong Kong ("SFC");
 - (2) **Hong Kong Exchanges and Clearing Limited** of
12th Floor, One International Finance Centre, 1 Harbour View
Street, Central, Hong Kong ("HKEx"); and
 - (3) **The Stock Exchange of Hong Kong Limited** of
1st Floor, One and Two Exchange Square, Central, Hong Kong
("SEHK").

WHEREAS:

- A. HKEx is the holding company of SEHK and a recognized exchange controller within the meaning of the Merger Ordinance (as defined below). SEHK is a company of which HKEx is the controller within the meaning of the Merger Ordinance.
- B. In the context of the listing of HKEx on the Main Board of SEHK, and as contemplated by section 13 of the Merger Ordinance, the SFC, HKEx and SEHK entered into a Memorandum of Understanding for the listing of Hong Kong Exchanges and Clearing Limited on The Stock Exchange of Hong Kong Limited on 19 June 2000 ("First MOU").
- C. The SFC, HKEx and SEHK, parties to the First MOU, wish to amend the terms of the First MOU and have agreed to enter into this MOU to replace and supersede the First MOU. The amendments provide for the extension of the scope of the First MOU to cover GEM as well as the Main Board of SEHK and remove or bring up-to-date certain provisions of the First MOU which had become spent by passage of time.

1. INTERPRETATION

1.1 Definitions

- 1.1.1 Unless the context otherwise requires, the following expressions shall have the following respective meanings:

GEM the Growth Enterprise Market operated by SEHK

GEM Listing Rules Rules Governing the Listing of Securities on the Growth Enterprise Market of The Stock Exchange of Hong Kong Limited

Listing Rules	Main Board Listing Rules and/or GEM Listing Rules, as the context or nature of the applicant or issuer may require
Main Board	the stock market operated by SEHK prior to the establishment of GEM (excluding the options market) and which stock market continues to be operated by SEHK in parallel with GEM, and for the avoidance of doubt the Main Board excludes GEM
Main Board Listing Rules	Rules Governing the Listing of Securities on The Stock Exchange of Hong Kong Limited
Merger Ordinance	The Exchanges and Clearing Houses (Merger) Ordinance (Cap. 555)
MOU	This Memorandum of Understanding
Relevant Rules	Listing Chapter 38 of the Main Board Listing Rules and Chapter 36 of the GEM Listing Rules
Relevant Ordinances	The Securities and Futures Commission Ordinance (Cap. 24), Part II of the Companies Ordinance (Cap. 32) (insofar as that part relates, whether directly or indirectly, to the performance of functions by the SFC in relation to prospectuses and purchase by a company of its own shares) and part XII of that Ordinance (insofar as that part relates, whether directly or indirectly, to the performance of functions by the SFC in relation to prospectuses), the Securities Ordinance (Cap. 333), the Commodity Exchanges (Prohibition) Ordinance (Cap. 82), the Commodities Trading Ordinance (Cap. 250), the Merger Ordinance, the Protection of Investors Ordinance (Cap. 335), the Stock Exchanges Unification Ordinance (Cap. 361), the Securities and Futures (Clearing Houses) Ordinance (Cap. 420), the Securities (Disclosure of Interests) Ordinance (Cap. 396) and the Securities (Insider Dealing) Ordinance (Cap. 395)

1.2 Construction

1.2.1 In this MOU, where the context admits:

- (a) words and expressions, the definitions of which are contained or referred to in the Merger Ordinance or the Listing Rules, shall be construed as having the meanings so attributed to them and when a word or an expression is defined differently in the Main Board Listing Rules and the GEM Listing

Rules, then the context in which the word or expression is used shall determine which definition applies;

- (b) references to statutory provisions shall be construed as references to those provisions as respectively amended or re-enacted or as their application is modified by other provisions (whether before or after the date hereof) from time to time and shall include any provisions of which they are a re-enactment (whether with or without modification); and
- (c) words importing the singular meaning include the plural meaning and vice versa and words of one gender include both other genders, and words denoting natural persons include corporations and firms and vice versa.

2. STATUS OF THE PARTIES AND THIS MOU

2.1 Status of the parties

- 2.1.1 The SFC is the statutory regulator of the securities and futures markets in Hong Kong. The Relevant Ordinances include provisions allowing the SFC to oversee the operations of HKEx and SEHK. The Merger Ordinance provides, inter alia, for the SFC to perform certain functions and exercise certain powers in the event of HKEx's listing.
- 2.1.2 HKEx is a recognized exchange controller and SEHK is a company of which HKEx is the controller, in each case within the meaning given to that expression in the Merger Ordinance.
- 2.1.3 SEHK is a wholly owned subsidiary of HKEx. It is an Exchange Company (within the meaning given to that expression in the Merger Ordinance) which operates the Stock Exchange of Hong Kong and is the front line regulator of listed companies in Hong Kong.

2.2 Purposes of this MOU

- 2.2.1 Pursuant to section 13 of the Merger Ordinance, HKEx may become a listed company provided that the requirements of the section are complied with. In particular, listing may not take place until the SFC is satisfied that:
 - (a) rules made under section 34 of the Stock Exchanges Unification Ordinance (Cap. 361) adequately deal with possible conflicts of interest that might arise if HKEx were to be a listed company; and
 - (b) HKEx has entered into arrangements with the SFC that adequately ensure, inter alia, the integrity of the securities and futures market on the relevant Exchange Company (within the meaning given to that expression in the Merger Ordinance) and the compliance with obligations as a listed company which would fall on HKEx if it were to become a listed company.

Section 13(4) of the Merger Ordinance provides that the SFC shall have such powers and functions as are provided for it under rules and arrangements referred to in paragraphs (a) and (b) above respectively. The provisions of section 13 are set out in *Appendix 1*.

- 2.2.2 This MOU sets out arrangements agreed between the parties, as contemplated by section 13 of the Merger Ordinance. SEHK is a party to this MOU to facilitate the implementation of those arrangements. The SFC has the powers and functions provided in this MOU.
- 2.2.3 The parties recognise that it is important that there be consistency of outcome and timing as far as possible between:
- (a) SEHK in its administration and enforcement of the Rules of the Exchange in relation to HKEx's securities and other securities;
 - (b) SEHK in its administration and enforcement of the Listing Rules in relation to all applicants for listing on the Main Board or GEM and listed issuers of the Main Board or GEM other than HKEx ("**other applicants and issuers**"); and
 - (c) the SFC in its administration and enforcement of the Listing Rules in relation to HKEx.
- 2.2.4 Provisions of this MOU set out the way the parties will relate to each other in relation to:
- (a) HKEx's and other applicants' and issuers' compliance with the Listing Rules;
 - (b) SEHK's enforcement of the Rules of the Exchange in relation to HKEx's securities and those of other applicants and issuers;
 - (c) the SFC's supervision and regulation of HKEx as a listed issuer and, where a conflict of interest arises, other applicants and issuers;
 - (d) conflicts of interest which may arise between the interests of HKEx as a listed company and companies of which it is the controller, and the interests of such companies in the proper performance of regulatory functions; and
 - (e) market integrity.
- 2.2.5 This MOU records arrangements between the parties acting in different capacities and reflecting various relationships, including:
- (a) the SFC acting as the statutory regulator of Hong Kong's securities and futures markets and (with respect to HKEx and other persons where a conflict of interest may arise) as the front line regulator of users of those markets;

- (b) SEHK acting as the front line regulator of listed issuers and (with respect to trading and clearing matters) Exchange Participants (except with respect to HKEx and other persons where a conflict of interest may arise) and as a securities exchange;
- (c) HKEx acting in the capacity of a listed issuer and as the holding company of SEHK and other companies of which HKEx is the controller; and
- (d) companies of which HKEx is the controller in the capacity of subsidiaries of a listed issuer and as companies performing regulatory functions and exercising regulatory powers.

2.2.6 Pursuant to this MOU and the Relevant Listing Rules (referred to in clause 3.3.2 below) SEHK shall, at the written request of the SFC, within a reasonable time take actions or make decisions with respect to HKEx and other applicants and issuers. Any such action or decision by SEHK may involve the exercise of powers or functions of a securities regulator or securities exchange and, unless the parties otherwise agree, shall be regarded as being taken or made by SEHK acting in the relevant capacity on behalf of the SFC.

2.3 Status of this MOU

2.3.1 The parties acknowledge and agree that:

- (a) this MOU is entered into by the parties in good faith and for the purpose of facilitating a co-operative working relationship between the parties in the context of the listing of HKEx on the Stock Exchange of Hong Kong;
- (b) in the interpretation of any of the provisions of this MOU such provisions shall receive such fair, large and liberal construction and interpretation as will best ensure the attainment of the objects of this MOU according to its true intent, meaning and spirit;
- (c) this MOU shall not give rise to any rights, direct or indirect, on the part of third parties, nor shall such third parties be entitled to require compliance by any party hereto with any of its respective obligations arising hereunder;
- (d) nothing in this MOU shall affect the rights of the SFC to exercise any of its powers or perform any of its functions under any of the Relevant Ordinances or the Listing Rules;
- (e) save as expressly provided for in this MOU and the Relevant Listing Rules, the rights of HKEx and SEHK to exercise any of their respective powers or functions under any of the Relevant Ordinances or the Listing Rules shall be unaffected; and

- (f) this MOU shall be a public document and the contents hereof may be disclosed and copies may be furnished by any party to any third party without the consent of the other parties.

2.4 Amendment

- 2.4.1 This MOU may be varied, amended or supplemented at any time by an addendum signed by all parties (“**Addendum**”).

3. LISTING ARRANGEMENTS

3.1 General powers and rights

- 3.1.1 The SFC shall, instead of SEHK, take all actions and make all decisions in relation to HKEx that would be taken by SEHK in the case of other applicants and issuers except in the case of any action or decision in respect of which the SFC states in writing that it is satisfied that a conflict of interest will not arise if that action or decision were to be taken or made, as the case may be, by SEHK.

- 3.1.2 Without prejudice to the terms of this MOU, the parties shall have the powers and functions, rights and obligations (as the case may be) provided for them respectively in the Relevant Listing Rules. The powers and functions of the SFC referred to in this MOU (including those in the Relevant Listing Rules) are hereinafter referred to as “**SFC (HKEx Listing) Powers**”.

3.2 Listing of HKEx

- 3.2.1 Pursuant to the terms of the First MOU, the SFC had the power to receive and consider HKEx’s application for listing on the Stock Exchange of Hong Kong and any pre-application documents. The SFC also had the power, subject to HKEx’s rights of appeal, to reject HKEx’s application or approve (with or without conditions) the application. Upon approval of the application, the SFC would be responsible for the supervision of HKEx’s compliance with the Listing Rules as a listed issuer.

- 3.2.2 Pursuant to the terms of the First MOU, the SFC, in relation to HKEx’s application for listing, could advise SEHK of any administrative steps it reasonably required SEHK to take on its behalf. The SFC could not require SEHK to take steps which SEHK would not take with respect to other applicants for listing. SEHK was required to carry out the administrative steps within the time period and in a like way to that which it would do with respect to other applicants for listing.

- 3.2.3 In exercise of its power under the First MOU, the SFC approved HKEx’s application for listing and HKEx became a listed company on the Main Board on 27 June 2000.

3.3 Ongoing listing procedures

- 3.3.1 Upon and from HKEx’s listing, the SFC shall, in relation to HKEx, have all the powers and functions that SEHK has in relation to a listed issuer, except SEHK’s

power to make Listing Rules pursuant to section 34 (1) of the Stock Exchanges Unification Ordinance (Cap. 361). SEHK shall have, and be entitled to exercise, its normal powers and functions in the case of any action or decision in respect of which the SFC has stated in writing that a conflict of interest will not arise if that action or decision were to be taken or made, as the case may be, by SEHK.

- 3.3.2 The SFC has established a framework for exercising those SFC (HKEx Listing) Powers which are concerned with listing matters. Such framework has been set out in the Relevant Listing Rules. The provisions of the Relevant Listing Rules are set out in *Appendix 2*. The parties acknowledge that the Relevant Listing Rules may be changed pursuant to section 34 of the Stock Exchanges Unification Ordinance (Cap. 361). The version of the Relevant Listing Rules appended hereto is attached for ease of reference only and any change to the Relevant Listing Rules after the entry into force of this MOU will not constitute an amendment of this MOU requiring an Addendum.
- 3.3.3 SEHK will not, unless requested by the SFC and agreed by SEHK:
- (a) be bound to monitor the Listing Rules in relation to HKEx;
 - (b) enforce the Listing Rules in relation to HKEx; or
 - (c) except as provided in clause 5, make any referral under its statutory obligations to the SFC in relation to HKEx.
- 3.3.4 SEHK will nominate the person or persons in the Listing Division who:
- (a) from time to time, may be contacted by the SFC to discuss Listing Rule policy or administration or any other matters in relation to HKEx as a listed issuer (e.g., enforcement issues or general waiver policy); and
 - (b) will give the SFC the information referred to in clause 3.5.1.
- 3.3.5 All communications and contacts between the Listing Division and the SFC in relation to any matters referred to in clause 3.3.4 are deemed confidential and shall not be disclosed to any third party by SEHK (other than its internal and external legal or other professional advisers for the purposes of obtaining advice, or under compulsion of law) without the SFC's prior written consent. The SFC acknowledges that the relevant persons in the Listing Division may also perform functions for HKEx as the parent company of SEHK. However, the Listing Division shall not disclose the communications and contacts with the SFC in relation to HKEx to other personnel of HKEx other than the Chief Executive of HKEx who shall thereupon be subject to the same confidentiality obligation.
- 3.3.6 SEHK will take action as required by the SFC in relation to:
- (a) the admission to, suspension or removal from, listing on the Stock Exchange of Hong Kong of HKEx's securities; and

- (b) the suspension or resumption on SEHK's trading system of trading in HKEx's securities.

SEHK will do so within the respective time limits as reasonably prescribed by the SFC or in lieu thereof in a timely manner, and in the way as reasonably prescribed by the SFC or in lieu thereof and to the extent practicable, in a like way to that which it would do with respect to other listed issuers.

- 3.3.7 In relation to HKEx as a listed issuer, the SFC will advise SEHK of any administrative steps it reasonably requires SEHK to take on its behalf. The SFC shall not require SEHK to take steps which SEHK would not take with respect to other listed issuers. SEHK will carry out the administrative steps within the time period and in a like way to that which it would do in respect of other listed issuers.

3.4 Company announcement procedures

- 3.4.1 The SFC will advise SEHK of any administrative steps it reasonably requires SEHK to take on its behalf in relation to any division of the decision-making and administrative steps involved in HKEx issuing company announcements. The SFC shall not require SEHK to take steps which SEHK would not take with respect to other listed issuers. SEHK will carry out the administrative steps within the time period and in a like way to that which it would do with respect to other listed issuers.

- 3.4.2 If a document for release to the market is served on SEHK that should have been served on the SFC acting in the place of SEHK as the regulator of HKEx in respect of listing matters, SEHK will:

- (a) as soon as reasonably practicable, give the document to the SFC; and
- (b) not release or otherwise deal with the document or copy thereof except in accordance with administrative steps specified by the SFC pursuant to this clause 3.4.

However, unless otherwise agreed between SEHK and the SFC, third party disclosures that are made under the Listing Rules and any of the Relevant Ordinances (e.g., a notice by any person pursuant to the Securities (Disclosure of Interests) Ordinance (Cap. 396)) are not affected by this clause, and SEHK will deal with any such release in accordance with its normal procedures with respect to listed issuers.

- 3.4.3 The SFC may specify documents, or classes of documents, required by the Relevant Ordinances to be served on a securities exchange that will not be subject to this clause 3.4.

3.5 Listing Rule waiver procedures

3.5.1 When the SFC receives a waiver application from HKEx in respect of the Listing Rules, the Listing Division shall at the request of the SFC as soon as reasonably practicable provide the SFC with the following:

- (a) access to SEHK's internal waivers database;
- (b) if asked, background papers retained by SEHK in relation to the waiver decisions in (a); and
- (c) if asked, advice on SEHK's policy, or administration, in relation to the relevant Listing Rule.

The above information may be provided wholly or in part by way of a direct data link.

3.5.2 Regulatory information given to the SFC in connection with an application for a waiver will be treated confidentially by the SFC.

3.5.3 Waivers granted and not granted to HKEx will be recorded by SEHK in its internal database. The SFC will give SEHK a copy of the entry to be recorded.

3.6 Fees and expenses

3.6.1 HKEx will pay the SFC the following fees:

- (a) in relation to HKEx's listing application, and ongoing listing, any fees required by the Listing Rules; and
- (b) in comparable circumstances applying to HKEx, any fee that would have been payable to SEHK by other applicants and issuers in connection with their listing on the Stock Exchange of Hong Kong.

3.6.2 The SFC will invoice HKEx and otherwise use the same timing and procedures that SEHK uses in relation to the payment of fees by other listed issuers.

3.6.3 The SFC will pay to SEHK, on written request from SEHK accompanied by adequate supporting information, its reasonable costs and out of pocket expenses incurred in performing administrative steps for the SFC hereunder. The aggregate amounts payable by the SFC shall not exceed the amount of the fees it receives from HKEx under clause 3.6.1.

4. CONFLICTS OF INTEREST AND MARKET INTEGRITY

4.1 Conflicts of interest

- 4.1.1 Section 13(2)(a) of the Merger Ordinance requires the SFC to be satisfied that HKEx has put in place procedures (detailing among other things the powers and functions, rights and obligations of the SFC and HKEx respectively) to deal with conflicts of interest that may arise between, on the one hand, the interests of HKEx as a listed company and/or the companies of which it is the controller, and on the other hand, the interests of the proper performance of regulatory functions by such companies. The parties have agreed those procedures as are set out in *Appendix 3*.

4.2 Market integrity

- 4.2.1 In the First MOU, HKEx and the SFC acknowledged that, with the coming into effect of the Merger Ordinance, there was a need to formalize new arrangements as soon as reasonably practicable for the effective discharge of their respective responsibilities in relation to SFC oversight of HKEx and its subsidiaries, supervision of Exchange Participants and market surveillance to reduce any areas of duplication of function, to facilitate a smooth and cooperative working relationship and to enable the SFC more effectively to discharge its statutory obligation of supervision and that the SFC had supplied HKEx with a draft of a proposed Memorandum of Understanding covering these matters as a basis of further discussions. The parties agreed to work together in good faith and in a spirit of mutual cooperation to consider that draft and to finalize as quickly as reasonably practicable an appropriate Memorandum of Understanding.
- 4.2.2 Before the signing of the Memorandum of Understanding referred to in clause 4.2.1, the parties agreed that each of them would continue to observe the then existing Memoranda of Understanding, arrangements and practices delineating their respective areas of operation and the information-sharing arrangements between them, including those arrived at in an exchange of correspondence in relation to disciplinary arrangements and information-sharing immediately prior to the coming into force of the Merger Ordinance.
- 4.2.3 Pursuant to a Memorandum of Understanding dated 20 February 2001, the SFC and HKEx established arrangements between them with respect to SFC oversight and supervision of Exchange Participants and market surveillance.

5. MARKET SURVEILLANCE

- 5.1 Where SEHK, in the course of its surveillance of Exchange Participants (in relation to trading and clearing matters) and listed issuers or as a result of complaints or market intelligence, detects unusual market activity (whether of an Exchange Participant, their representative or clients) involving HKEx's securities which reveals a possible breach of any of the Relevant Ordinances, business rules or conditions of a licence, SEHK will immediately inform the SFC. This clause 5.1 does not require SEHK to undertake surveillance functions or actions which it does not already undertake at the date hereof.

- 5.2 If SEHK informs the SFC under clause 5.1, it will then inform the SFC of SEHK's findings.

6. MISCELLANEOUS

6.1 Confidentiality

- 6.1.1 None of the parties will disclose any confidential information obtained under this MOU to a third party unless:

- (a) prior written consent of the other parties is obtained; or
- (b) it is required or authorised by law to disclose the information; or
- (c) the information has come into the public domain otherwise than as a result of its breach of this clause.

6.2 Strategic review

- 6.2.1 A strategic review of this MOU will take place once each year at a place, date and time to be agreed. It will be conducted by senior executive officers of the parties. It will address any matters that any party regards as necessary or desirable to review.

6.3 Operational meeting

- 6.3.1 The parties will meet at the request of any party to discuss the operation of this MOU, any systems access, information access, and any other operational matters that any party regards as important to discuss.

- 6.3.2 Nothing in this MOU should be construed as restricting the ability of the SFC to raise with HKEx, or HKEx to raise with the SFC, any measures that seem necessary or desirable to enhance the operation of this MOU.

6.4 Amendment

- 6.4.1 If it becomes apparent that it is necessary or desirable to amend this MOU or any Addendum each of the parties will use its reasonable endeavours to agree on appropriate amendments as soon as practicable thereafter.

6.5 General co-operation and assistance

- 6.5.1 HKEx, SEHK and the SFC will provide each other with such co-operation and assistance in good faith as is necessary or desirable to achieve the objectives of section 13 of the Merger Ordinance, this MOU and the Relevant Listing Rules.

- 6.5.2 The parties acknowledge that:

- (a) the SFC may determine at any time that it is necessary or desirable to change or supplement the rules in the Relevant Listing Rules; or
- (b) either the SFC or HKEx may determine at any time that it is necessary or desirable to change or supplement the arrangements in this MOU,

in order to continue to satisfy the requirements of section 13 of the Merger Ordinance. In such event, the parties will co-operate to ensure that the new or revised rules are made and the new or revised arrangements are entered into. Nothing in this sub-clause shall derogate from SEHK's general rule making powers under section 34 of the Stock Exchanges Unification Ordinance (Cap. 361).

- 6.5.3 In the course of exercising its powers and functions under section 13 of the Merger Ordinance, the SFC may request that SEHK (or another company of which HKEx is the controller) perform such administrative tasks on its behalf as the SFC reasonably considers appropriate for the purposes of that section, the Relevant Listing Rules, this MOU or any Addendum. HKEx shall procure that the relevant company will properly perform such tasks within the respective time limits as reasonably prescribed by the SFC or in lieu thereof in a timely manner, and in the way as reasonably prescribed by the SFC or in lieu thereof and to the extent practicable in a like way to that which it would do with respect to other listed issuers.
- 6.5.4 In relation to any request of the SFC under paragraph 6.5.3:
 - (a) the SFC will state in writing that it is satisfied that a conflict of interest will not arise if that task is performed by the relevant company; and
 - (b) HKEx will inform the SFC if the relevant task is not one which the relevant company would perform with respect to other persons it regulates and the SFC and HKEx will thereupon discuss whether and how the task should be performed.
- 6.5.5 HKEx shall procure that SEHK shall comply with the provisions of and promptly perform its obligations under this MOU.
- 6.5.6 As soon as reasonably practicable following a request of the SFC:
 - (a) SEHK will provide to the SFC information relating to HKEx and its securities (and/or where a conflict of interest may exist, those of any company regulated by SEHK) which is in the possession or control of SEHK; and
 - (b) HKEx will provide to the SFC information relating to holders of voting rights in HKEx which is in its possession or control.

6.6 Effect on other arrangements

- 6.6.1 The Amended and Restated Memorandum of Understanding Governing Listing Matters and the Amended and Restated Addendum to the Memorandum of Understanding Governing Listing Matters both dated 6 March 2000 between the SFC and SEHK shall have effect subject to any conflicting provisions of this MOU or of the Relevant Listing Rules.
- 6.6.2 With effect from the date of this MOU, this MOU will supersede, repeal and replace the First MOU in its entirety.
- 6.6.3 In the event of there being any conflict between the provisions of this MOU and/or the Relevant Listing Rules and any other arrangements entered into between the SFC and HKEx and/or SEHK with respect to listing matters, the provisions of this MOU and/or the Relevant Listing Rules shall prevail.

6.7 SFC may delegate powers and functions

- 6.7.1 The SFC may delegate its powers and functions under this MOU and the Relevant Listing Rules pursuant to section 9 of the Securities and Futures Commission Ordinance (Cap. 24).

7. EFFECTIVE DATE AND TERMINATION OF MOU

- 7.1 This MOU shall come into force on the date hereof or such other date as may be agreed in writing between the SFC and HKEx.
- 7.2 This MOU will continue in force until:
- (a) HKEx ceases to be a listed issuer for the purposes of the Listing Rules, or
 - (b) subject to the Merger Ordinance, all parties agree in writing to terminate this MOU; or
 - (c) terminated by the SFC pursuant to clause 7.3.

Provided that the termination shall be without prejudice to any rights which any party may have against any other party arising prior to such termination.

- 7.3 In case of a failure or refusal on the part of HKEx or SEHK to comply fully with the provisions of, or to perform its respective obligations under this MOU, then the SFC may, in its absolute discretion, take any action it considers necessary or desirable, and in particular the SFC may (in addition and without prejudice to its statutory powers) unilaterally terminate this MOU by giving not less than 14 days written notice (which shall include the reason or reasons for such termination) to HKEx and SEHK respectively.

DATED this 22nd day of August 2001

**SIGNED FOR AND ON BEHALF OF THE
SECURITIES AND FUTURES COMMISSION**

BY Mr. Andrew L T Sheng
authorised so to do by resolution of the
Securities and Futures Commission
on 20th August 2001

)
)
) *Sgd. A. Sheng*
)
)
)

**SIGNED FOR AND ON BEHALF OF
HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING LIMITED**

BY Mr. Kwong Ki Chi
authorised so to do by resolution of its Board of Directors
on 15th August 2001

)
)
) *Sgd. K.C. Kwong*
)
)
)

**SIGNED FOR AND ON BEHALF OF
THE STOCK EXCHANGE OF HONG KONG LIMITED**

BY Mr. Fok Kwong Man
authorised so to do by resolution of its Board of Directors
on 17th August 2001

)
)
) *Sgd. K.M. Fok*
)
)
)

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นายวรรณ เจียมจิตต์ตรง เกิดวันที่ 25 สิงหาคม พ.ศ. 2526 ที่จังหวัด กรุงเทพมหานคร เข้าศึกษาระดับชั้นมัธยมศึกษาที่โรงเรียนเทพศิรินทร์ สำเร็จปริญญาตรี นิติศาสตรบัณฑิต ที่จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย เมื่อปี 2548 และเข้าศึกษาต่อในหลักสูตรนิติศาสตรมหาบัณฑิต ที่จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัยในปีเดียวกัน ปัจจุบันปฏิบัติงานที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ฝ่ายวินัยและคดี



ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย