

หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่เหมาะสมในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของ
ประเทศไทย



ปกรณ์ วิญญูหัตถกิจ

คู่มือฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

นิติศาสตรดุษฎีบัณฑิต

คณะนิติศาสตร์

สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

2565

หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่เหมาะสมในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของ
ประเทศไทย
ปกรณ วิญญูห์ตถกิจ
คณะนิติศาสตร์

..... อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก
(รองศาสตราจารย์ ดร. เกษะประกร)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ได้พิจารณาแล้วเห็นสมควรอนุมัติให้เป็นส่วนหนึ่งของ
การศึกษาตามหลักสูตรนิติศาสตรดุษฎีบัณฑิต

..... ประธานกรรมการ
(ศาสตราจารย์ ดร. เสาวนีย์ อัสวโรจน์)

..... กรรมการ
(รองศาสตราจารย์ ดร. เกษะประกร)

..... กรรมการ
(ศาสตราจารย์ ดร. ศักดา ธนิตกุล)

..... กรรมการ
(ศาสตราจารย์ ดร. สราวุธ ปิตยาศักดิ์)

..... กรรมการ
(อาจารย์ ดร. สมจิตต์ เซอร์ชันซี)

..... คนบดี
(รองศาสตราจารย์ ดร. เกษะประกร)

____/____/____

บทคัดย่อ

ชื่อคุณิพนธ์	หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่เหมาะสมในตลาดซื้อขาย แลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นายปรณ วิญญูห์ตลกิจ
ชื่อปริญญา	นิติศาสตรคุณิบัณฑิต
ปีการศึกษา	2565

การกำกับดูแลตนเองเป็นการกำกับดูแลรูปแบบหนึ่งที่ยินนำมาใช้อย่างกว้างขวาง โดยเปิดโอกาสให้สมาชิกในกลุ่มวิชาชีพหรือกลุ่มธุรกิจได้เข้ามามีบทบาทในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยตนเอง ประเทศไทยก็นำแนวทางการกำกับดูแลตนเองดังกล่าวมาใช้ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ (ตลาดรอง) ของประเทศไทย โดยมีองค์กรกำกับดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์ อันได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ อันได้แก่ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย อย่างไรก็ตามหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในปัจจุบันก็ก่อให้เกิดปัญหาที่สำคัญหลายประการดังนี้ (1) พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่ได้รับรองสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ทำให้เกิดความไม่ชัดเจนว่าองค์กรใดบ้างที่มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองและควรมีความรับผิดชอบตามกฎหมายอย่างไร (2) ไม่มีหลักเกณฑ์ที่ส่งเสริมให้เมืองครกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ได้หลายแห่ง ทำให้ไม่มีเมืองครที่สามารถแบ่งเบาภาระงานด้านการกำกับดูแลสมาชิกได้อย่างเต็มที่หากมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ในอนาคต และ (3) หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่เพียงพอต่อการคุ้มครองผู้มีส่วนได้เสียในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์อย่างเหมาะสม เนื่องจากสร้างความไม่เป็นธรรมแก่ผู้มีส่วนได้เสียอื่นที่ไม่ใช่สมาชิกในตลาด ก่อให้เกิดการรวมกลุ่มกันของสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเองเพื่อกีดกันการแข่งขัน และทำให้เกิดการขัดกันของผลประโยชน์ระหว่างสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเองและผู้ลงทุน

ทั้งนี้จากการศึกษาหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของต่างประเทศ อันได้แก่ มาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา พบว่าทุกประเทศที่เลือกศึกษา มีการรับรองสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ในกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ อีกทั้งหลักเกณฑ์ของมาเลเซียและสหรัฐอเมริกาก็เปิดโอกาสให้เมืองครกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ได้หลายแห่ง โดยสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาที่ถูกรับรองให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองตามกฎหมายสามารถแบ่งเบาภาระหน้าที่การกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ภายหลังการแปร

รูปแล้วได้เป็นอย่างดี นอกจากนี้ทุกประเทศที่เลือกศึกษามีการกำหนดหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่ดีเพื่อสร้างความเป็นธรรมและความโปร่งใสที่คล้ายคลึงกัน เช่น มีการรับฟังความคิดเห็นของผู้มีส่วนได้เสีย มีกระบวนการจัดการข้อเรียกร้อง มีการเปิดเผยร่างของกฎเกณฑ์ กฎเกณฑ์ และคำวินิจฉัย เป็นต้น ส่วนหลักเกณฑ์ที่กำหนดเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนมีความแตกต่างกันในหลายเรื่อง ตัวอย่างเช่น มาเลเซียกำหนดสัดส่วนกรรมการอิสระในคณะกรรมการขององค์กรกำกับดูแลตนเองน้อยกว่ากึ่งหนึ่ง ในขณะที่เกาหลีใต้กำหนดสัดส่วนกรรมการอิสระไว้มากกว่ากึ่งหนึ่ง ตลาดหลักทรัพย์ของมาเลเซียและสหรัฐอเมริกา มีการแยกส่วนงานกำกับดูแลสมาชิกออกมาเป็นบริษัทโดยเฉพาะ ในขณะที่องค์กรกำกับดูแลส่วนใหญ่ได้แยกออกมาเพียงคณะกรรมการกำกับดูแลสมาชิก มาเลเซียมีกลไกการกำกับดูแลการดำเนินงานขององค์กรกำกับดูแลตนเองที่ครบถ้วนมากกว่าประเทศอื่น โดยเฉพาะการกำหนดหน้าที่ให้องค์กรกำกับดูแลตนเองต้องแจ้งให้หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐทราบเมื่อมีการลงโทษสมาชิก และการให้อำนาจหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐเข้าทำหน้าที่แทนองค์กรกำกับดูแลตนเองได้ในบางกรณี เป็นต้น

ดังนั้นผู้เขียนมีข้อเสนอแนะว่าควรนำแนวทางการกำกับดูแลตนเองของต่างประเทศมาแก้ไข ปัญหาของประเทศไทยดังนี้ (1) ควรปรับปรุงแก้ไขพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ให้มีบทบัญญัติรับรองสถานะขององค์กรกำกับดูแลตนเอง (2) กำหนดหลักเกณฑ์ส่งเสริมให้องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ได้หลายแห่ง และ (3) ควรปรับปรุงแก้ไขหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองให้เป็นธรรม โปร่งใส และคุ้มครองผู้ลงทุนได้มากขึ้น เช่น ควรกำหนดโครงสร้างของคณะกรรมการองค์กรกำกับดูแลตนเองให้มีสัดส่วนกรรมการอิสระมากกว่ากึ่งหนึ่ง ควรกำหนดให้มีคณะกรรมการกำกับดูแลสมาชิกโดยเฉพาะ ควรเพิ่มอำนาจให้ ก.ล.ต. สามารถกำกับการดำเนินงานขององค์กรกำกับดูแลตนเองได้มากขึ้น ซึ่งรวมถึงการเข้าไปปฏิบัติหน้าที่แทนองค์กรกำกับดูแลตนเองได้ เป็นต้น

ABSTRACT

Title of Dissertation	Appropriate Rule for Self-Regulation in Thai Stock Exchange Market
Author	Mr. Pakorn Winyuhuttakit
Degree	Doctor of Laws
Year	2022

Self-regulation is a form of widely used regulation which allows members of professional or business group taking the role of regulating themselves. Thailand also adopted self-regulation to the stock exchange market (secondary market) of Thailand. There are Self-Regulatory Organizations (SROs) at the stock exchange level, namely “the Stock Exchange of Thailand” (SET) and the securities association level, namely “the Thai Bond Market Association” (ThaiBMA). However, the current rule for self-regulation creates several important problems as follows: (1) As the Securities and Exchange Act B.E. 2535 does not certify the Self-Regulatory Organization (SRO) status in the stock exchange market, this is unclear which organization has the SRO status and how it should be liable under the Thai law. (2) There is no rule to promote Multi SRO model at the securities association level which may cause no entity to support member regulatory function in case of the stock exchange’s demutualization in the future and (3) The rule for self-regulation under the Securities and Exchange Act B.E. 2535 is not sufficient to properly protect all stakeholders in the stock exchange market since it creates unfairness to non-membership

stakeholders in the market, forms SRO membership cartel to mitigate competition and causes conflict of interest between the SRO members and investors.

According to the study of rule for self-regulation in stock exchange market of case study countries i.e. Malaysia, South Korea and the United States, it is found that the securities law of all case study countries has the provision to certify SRO status. The Malaysian and US law support Multi SRO model at the securities association level. In addition, after demutualization of stock exchanges in the United States, the securities association can properly perform SRO function to relieve the burden of stock exchanges' member regulation. Moreover, all case study countries have similar good standard of self-regulatory rule to ensure fairness and transparency e.g. providing public hearing for stakeholders, having due process of dispute settlement, disclosing rule, drafted rules and decisions. However, the rules to ensure investor protection in each case study country are different in several items. For example, Malaysia sets the proportion of independent directors in the SRO board less than half while South Korea sets such proportion more than half. The Malaysian and US stock exchanges separate member regulatory function to new subsidiary while other SROs only separate to subcommittee on member regulation. Malaysia has mechanism of SRO oversight program more comprehensive than other countries, especially specifying that SRO must notify state regulator when punishing its members and state regulator is empowered to act on behalf of SRO in some

situations.

Therefore, the author recommends that Thailand should adopt proper self-regulatory rule of case study countries to solve SRO problems in Thailand as follows:

(1) The Securities and Exchange Act B.E. 2535 should be amended to certify the SRO status. (2) The rule to promote Multi SRO at the securities association level should be established and (3) The rule for self-regulation should be amended to increase fairness, transparency and investor protection. For example, the structure of the SRO board should comprise of independent directors more than half, specific subcommittee on member regulation should be established, the power of the Securities and Exchange Commission (SEC) to oversee the member regulation function of SRO should be increased, including the SEC empowerment to act on behalf of the SRO.

กิตติกรรมประกาศ

ข้าพเจ้าขอขอบคุณอาจารย์ที่ปรึกษา รัตนเรศร์ เกษะประกร เป็นอย่างยิ่งที่ให้ความเมตตา และคำแนะนำที่ดีตลอดระยะเวลาการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ และขอขอบคุณคณะกรรมการสอบ วิทยานิพนธ์ทุกท่านที่ให้ความคิดเห็นที่ดีมาก จนทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีการแบ่งประเด็นเนื้อหาที่ ชัดเจน และส่งผลให้ข้าพเจ้ามีระบบจัดการความคิดที่ดีขึ้น รวมถึงขอบคุณอาจารย์และบุคลากรผู้ ประสานงานหลักสูตรนิติศาสตรดุษฎีบัณฑิต คณะนิติศาสตร์ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ ที่ดูแล นักศึกษาในหลักสูตรเป็นอย่างดี ซึ่งข้าพเจ้าเชื่อว่าการเอาใจใส่ของหลักสูตรเป็นกลไกที่สำคัญมากในการ ผลักดันให้นักศึกษาสามารถเรียนจบภายในระยะเวลาที่กำหนด

ข้าพเจ้าได้ใช้เวลาทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มาอย่างยาวนาน เนื่องจากต้องเรียนปริญญาเอกพร้อม ทำงานประจำไปด้วย จึงต้องอาศัยกำลังใจจากผู้คนรอบข้าง ข้าพเจ้าอยากขอขอบคุณครอบครัวและ เพื่อนร่วมงาน ที่คอยผลักดันและกระตุ้นเตือนให้การทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความคืบหน้ามาอย่าง ต่อเนื่องจนเสร็จสิ้นภายในระยะเวลาที่กำหนด

ปกรณ์ วิญญูห์ตถกิจ
พฤษภาคม 2565

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อ	ค
ABSTRACT	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ซ
สารบัญ.....	ณ
สารบัญตาราง.....	ด
สารบัญภาพ	ต
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์.....	16
1.3 สมมติฐาน.....	16
1.4 ขอบเขตการศึกษา	17
1.5 ระเบียบวิธีการศึกษาวิจัย.....	17
1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	18
บทที่ 2 แนวคิดและทฤษฎีการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์	19
2.1 ทฤษฎีเกี่ยวกับตลาดทุน.....	20
2.1.1 ตลาดทุน	20
2.1.1.1 ตลาดแรก.....	21
2.1.1.2 ตลาดรอง.....	21
2.1.2 ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ (ตลาดรอง).....	22
2.1.2.1 ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ.....	22
2.1.2.2 ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นทางการ.....	24

2.2 ทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเอง	25
2.2.1 การกำกับดูแลตนเอง.....	25
2.2.1.1 ความหมายของการกำกับดูแลตนเอง	26
2.2.1.2 ความแตกต่างระหว่างการกำกับดูแลตนเองกับการกำกับดูแลประเภทอื่น	28
2.2.1.3 ปัจจัยที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลตนเอง	33
2.2.1.4 ส่วนประกอบที่ทำให้เกิดการกำกับดูแลตนเอง	34
2.2.1.5 ประโยชน์ของการกำกับดูแลตนเอง.....	37
2.2.2 การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์	39
2.2.2.1 องค์ประกอบของการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยน หลักทรัพย์.....	39
2.2.2.2 องค์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์	42
2.2.2.3 ที่มาของสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยน หลักทรัพย์.....	43
2.2.2.4 รูปแบบของการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์	46
2.3 แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดทุน	47
2.3.1 วัตถุประสงค์ของการกำกับดูแลตลาดทุน.....	48
2.3.2 หลักการสำคัญสำหรับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดทุน	49
2.3.2.1 หลักความเป็นธรรม	49
2.3.2.2 หลักความโปร่งใส.....	50
2.3.2.3 หลักการคุ้มครองผู้ลงทุน.....	52
2.4 แนวคิดเกี่ยวกับบรรษัทภิบาลในตลาดทุน	56
2.4.1 หลักการของบรรษัทภิบาล	57
2.4.2 การนำหลักการของบรรษัทภิบาลไปใช้กับองค์กรที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน	58
2.5 แนวคิดเกี่ยวกับหลักความได้สัดส่วน	60

2.5.1 ความหมายของหลักความได้สัดส่วน.....	60
2.5.2 สาระสำคัญของหลักความได้สัดส่วน.....	61
2.5.3 หลักความได้สัดส่วนขององค์กรกำกับดูแลตนเอง	63
บทที่ 3 หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยน หลักทรัพย์ของต่างประเทศ....	68
3.1 กฎหมายและหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองของประเทศไทย	75
3.1.1 ความเป็นมาของตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย.....	76
3.1.2 ลักษณะตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย.....	79
3.1.2.1 ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ.....	81
3.1.2.2 ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นทางการ.....	81
3.1.3 หน่วยงานหรือองค์กรในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย	82
3.1.3.1 หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ.....	82
3.1.3.2 องค์กรกำกับดูแลตนเอง.....	86
3.1.3.3 ผู้ที่เกี่ยวข้องอื่น ๆ	96
3.1.4 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขาย แลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย.....	98
3.1.4.1 บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ (Bursa Malaysia).....	98
3.1.4.2 สภาธุรกิจผู้จัดการลงทุนมาเลเซีย (FIMM)	100
3.1.5 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ของประเทศไทย	103
3.1.6 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของ ประเทศไทย.....	104
3.1.6.1 ความเป็นธรรม.....	104
3.1.6.2 ความโปร่งใส.....	109
3.1.6.3 การคุ้มครองผู้ลงทุน	110
3.2 กฎหมายและหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองของประเทศไทย.....	123

3.2.1	ความเป็นมาของตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้	123
3.2.2	ลักษณะตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้	129
3.2.2.1	ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ	130
3.2.2.2	ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นทางการ	130
3.2.3	หน่วยงานหรือองค์กรในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้ ..	131
3.2.3.1	หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ	131
3.2.3.2	องค์กรกำกับดูแลตนเอง	133
3.2.3.3	ผู้ที่เกี่ยวข้องอื่น ๆ	140
3.2.4	หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขาย แลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้	143
3.2.4.1	ตลาดหลักทรัพย์ KRX	143
3.2.4.2	สมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA)	145
3.2.5	หลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ของประเทศเกาหลีใต้	147
3.2.6	หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของ ประเทศเกาหลีใต้	149
3.2.6.1	ความเป็นธรรม	149
3.2.6.2	ความโปร่งใส	153
3.2.6.3	การคุ้มครองผู้ลงทุน	154
3.3	กฎหมายและหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองของประเทศสหรัฐอเมริกา	160
3.3.1	ความเป็นมาของตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา	160
3.3.2	ลักษณะตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา	167
3.3.2.1	ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการของประเทศ สหรัฐอเมริกา	167

3.3.2.2 ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นทางการของประเทศ สหรัฐอเมริกา.....	170
3.3.3 หน่วยงานหรือองค์กรในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศ สหรัฐอเมริกา.....	170
3.3.3.1 หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ.....	170
3.3.3.2 องค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศ สหรัฐอเมริกา.....	174
3.3.3.3 ผู้ที่เกี่ยวข้องอื่น ๆ ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศ สหรัฐอเมริกา.....	182
3.3.4 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขาย แลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา	184
3.3.4.1 ตลาดหลักทรัพย์ NYSE.....	184
3.3.4.2 องค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA)	185
3.3.5 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ของประเทศสหรัฐอเมริกา	187
3.3.6 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของ ประเทศสหรัฐอเมริกา	189
3.3.6.1 ความเป็นธรรม.....	189
3.3.6.2 ความโปร่งใส.....	196
3.3.6.3 การคุ้มครองผู้ลงทุน	197
บทที่ 4 หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยน หลักทรัพย์ของประเทศไทย..	204
4.1 กฎหมายและหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองของประเทศไทย.....	204
4.1.1 ความเป็นมาของตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย	204
4.1.2 ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย	211
4.1.2.1 ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการของประเทศไทย	211
4.1.2.2 ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นทางการของประเทศไทย	217

4.1.3	หน่วยงานหรือองค์กรในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย.....	218
4.1.3.1	หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ.....	218
4.1.3.2	องค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย.....	221
4.1.3.3	ผู้ที่เกี่ยวข้องอื่น ๆ ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย	245
4.1.4	หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย	248
4.1.4.1	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	249
4.1.4.2	สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย.....	252
4.1.5	หลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย.....	257
4.1.6	หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย	259
4.1.6.1	ความเป็นธรรม.....	259
4.1.6.2	ความโปร่งใส.....	272
4.1.6.3	การคุ้มครองผู้ลงทุน	273
4.2	วิเคราะห์หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย.....	283
4.2.1	หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย	283
4.2.2	หลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย.....	285
4.2.3	หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย	286
4.2.3.1	ความเป็นธรรม.....	286
4.2.3.2	ความโปร่งใส.....	288

4.2.3.3 การคุ้มครองผู้ลงทุน	289
บทที่ 5 บทวิเคราะห์หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของ ประเทศไทยและต่างประเทศ.....	292
5.1 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยน หลักทรัพย์ของประเทศไทยและต่างประเทศ.....	292
5.1.1 ประเทศไทย	293
5.1.1.1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	293
5.1.1.2 สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย.....	294
5.1.2 ประเทศมาเลเซีย.....	294
5.1.2.1 บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ (Bursa Malaysia).....	295
5.1.2.2 สภาธุรกิจผู้จัดการลงทุนมาเลเซีย (FIMM)	295
5.1.3 ประเทศเกาหลีใต้	295
5.1.3.1 ตลาดหลักทรัพย์ KRX.....	295
5.1.3.2 สมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA).....	296
5.1.4 ประเทศสหรัฐอเมริกา	296
5.1.4.1 ตลาดหลักทรัพย์ NYSE.....	296
5.1.4.2 องค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA)	297
5.2 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของ ประเทศไทยและต่างประเทศ.....	297
5.2.1 ประเทศไทย	297
5.2.2 ประเทศมาเลเซีย.....	298
5.2.3 ประเทศเกาหลีใต้	299
5.2.4 ประเทศสหรัฐอเมริกา	300
5.3 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศ ไทยและต่างประเทศ.....	301

5.3.1 ความเป็นธรรม.....	301
5.3.2 ความโปร่งใส	304
5.3.3 การคุ้มครองผู้ลงทุน	306
บทที่ 6 บทสรุปและข้อเสนอแนะ	311
6.1 สรุปผลการศึกษาหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของ ประเทศไทยและต่างประเทศ.....	311
6.1.1 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง	311
6.1.2 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเอง	314
6.1.3 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดี	316
6.2 ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่เหมาะสมในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยน หลักทรัพย์ของประเทศไทย	326
6.2.1 ความเป็นธรรม	332
6.2.2 ความโปร่งใส	334
6.2.3 การคุ้มครองผู้ลงทุน	335
บรรณานุกรม.....	344
ประวัติผู้เขียน	355

สารบัญตาราง

หน้า

ตารางที่ 1.1	ประเด็นปัญหาเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยน หลักทรัพย์ของประเทศไทย	14
ตารางที่ 2.1	วัตถุประสงค์ของกระบวนการกำกับ	40
ตารางที่ 3.1	ประเทศที่เลือกเป็นกรณีศึกษาสำหรับการกำกับดูแลตลาดทุนในรูปแบบต่าง ๆ	73
ตารางที่ 3.2	จุดเด่นของประเทศที่เลือกศึกษา.....	75
ตารางที่ 3.3	บริษัทย่อยของ Bursa Malaysia.....	87
ตารางที่ 3.4	รายชื่อผู้ถือหุ้น 10 อันดับแรกของ Bursa Malaysia	91
ตารางที่ 3.5	รายชื่อผู้ถือหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ KRX	135
ตารางที่ 3.6	รายชื่อตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา	169
ตารางที่ 3.7	ตัวอย่างอำนาจหน้าที่ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ สหรัฐอเมริกา	171
ตารางที่ 4.1	หลักเกณฑ์สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเกี่ยวกับการกำกับดูแล สมาชิก	230
ตารางที่ 4.2	หลักเกณฑ์สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับ ดูแลการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	233
ตารางที่ 4.3	หลักเกณฑ์สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับ ดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์	238
ตารางที่ 5.1	องค์กรกำกับดูแลตนเองในประเทศที่เลือกศึกษา	292
ตารางที่ 6.1	เปรียบเทียบหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยน หลักทรัพย์ระหว่างประเทศไทย มาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา	323
ตารางที่ 6.2	สรุปปัญหาและแนวทางการแก้ไขปัญหาเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การกำกับดูแล ตนเองที่เหมาะสมในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย	340

สารบัญภาพ

หน้า

ภาพที่ 1.1	การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย	4
ภาพที่ 1.2	แนวทางการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ (คอมมิชชั่น)	10
ภาพที่ 3.1	โครงสร้างระบบการเงินของประเทศไทย.....	80
ภาพที่ 3.2	โครงสร้างคณะกรรมการและโครงสร้างการบริหารงานภายในกลุ่มบริษัทตลาด หลักทรัพย์ของ Bursa Malaysia	90
ภาพที่ 3.3	โครงสร้างการบริหารงานของ FIMM	95
ภาพที่ 3.4	โครงสร้างการกำกับดูแลภาคการเงินของประเทศเกาหลีใต้ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ ในปี 1997	126
ภาพที่ 3.5	โครงสร้างการกำกับดูแลภาคการเงินของประเทศเกาหลีใต้ภายหลังวิกฤตเศรษฐกิจ ใน ปี 1997.....	127
ภาพที่ 3.6	การรวมกันเป็นสมาคมลงทุนทางการเงิน (KOFIA).....	129
ภาพที่ 3.7	โครงสร้างคณะกรรมการชุดย่อยของตลาดหลักทรัพย์ KRX	134
ภาพที่ 3.8	โครงสร้างองค์กรของ KOFIA.....	139
ภาพที่ 3.9	แผนผังโครงสร้างองค์กรของ FINRA.....	178
ภาพที่ 4.1	โครงสร้างการกำกับดูแลตลาดทุนของประเทศไทย	219
ภาพที่ 4.2	โครงสร้างกรรมการชุดต่าง ๆ ภายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (มีผลนับ ตั้งแต่วันที่ 16 มีนาคม พ.ศ. 2563).....	222
ภาพที่ 4.3	กระบวนการพิจารณาความผิดทางวินัยและการอุทธรณ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย.....	266
ภาพที่ 4.4	กระบวนการจัดการข้อร้องเรียนของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย	269

บทที่ 1

บทนำ

การกำกับดูแลตนเองเป็นการกำกับดูแลรูปแบบหนึ่งที่เปิดโอกาสให้สมาชิกในกลุ่มวิชาชีพหรือกลุ่มธุรกิจเข้ามามีบทบาทในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยกันเอง โดยตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยก็นำแนวทางการกำกับดูแลตนเองมาใช้ด้วยเช่นกัน อย่างไรก็ตามภายใต้รูปแบบการกำกับดูแลตนเองดังกล่าวได้ก่อให้เกิดปัญหาหลายประการ อันเป็นที่มาของการศึกษาหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่เหมาะสมในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยตามวิทยานิพนธ์นี้ สำหรับความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา วัตถุประสงค์ สมมติฐาน ขอบเขตการศึกษา ระเบียบวิธีการศึกษาวิจัย และประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ มีรายละเอียดต่อไปนี้

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์¹ มีความสำคัญในฐานะเป็นตลาดรองในการซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ให้แก่ผู้อื่น ภายหลังจากการระดมเงินทุนในตลาดแรกจากผู้มีเงินทุนส่วนเกิน (ผู้ลงทุน) ไปยังผู้ต้องการเงินทุน (บริษัทจดทะเบียน)² สำหรับประเทศไทยนั้น การกำกับดูแลผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์อาจแบ่งออกได้เป็น 2 ส่วนใหญ่ ๆ ดังนี้

ส่วนแรก พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้จัดตั้งหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ ได้แก่ “ก.ล.ต.”³ เพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลตลาดทุนโดยตรง อันประกอบด้วยตลาด

¹ “ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์” ในวิทยานิพนธ์นี้ หมายถึง ตลาดรอง (Secondary Market) อันประกอบด้วย ตลาดรองที่จัดตั้งอย่างเป็นทางการ (Organized Market) และตลาดรองที่จัดตั้งอย่างไม่เป็นทางการ (Over-The-Counter: OTC)

² ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์, พิมพ์ครั้งที่ 12 (กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2554), หน้า 51.

³ ก.ล.ต. แบ่งโครงสร้างออกเป็น 3 ระดับ ได้แก่

แรกและตลาดรอง⁴ โดย ก.ล.ต. มีหน้าที่วางนโยบายการส่งเสริมและพัฒนาตลาดทุน รวมถึงมีหน้าที่ในการกำกับดูแลเรื่องสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุนด้วย เช่น การออกหรือเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน การเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ การป้องกันการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นต้น⁵

ส่วนที่สอง พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้ให้อำนาจการกำกับดูแลของรัฐแก่เอกชนเพื่อกำกับดูแลสมาชิกของตนเอง โดยเอกชนที่ใช้อำนาจกำกับดูแลสมาชิกของตนเองจะมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง (Self Regulatory Organization: SRO) ซึ่งสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเองสามารถส่งตัวแทนเข้าไปเป็นกรรมการขององค์กรกำกับดูแลตนเองได้ และอำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกดังกล่าวครอบคลุมถึงอำนาจที่สำคัญ ได้แก่ อำนาจการออกกฎ (แม้ว่ากฎที่ออกมา ต้องได้รับความเห็นชอบจาก ก.ล.ต. ก่อนก็ตาม) อำนาจการติดตามให้เป็นไปตามกฎ และอำนาจการบังคับใช้กฎ รวมถึงการกำกับดูแลตนเองดังกล่าวได้ถูกกำกับอีกทอดหนึ่งโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ สำหรับประเทศไทยนั้น องค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์มี 2 ระดับ ได้แก่

ระดับแรก คือ องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ “ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย”⁶ มีฐานะเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นตามหมวด 5 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิก ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์⁷

ระดับที่หนึ่ง คือ “คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์” ทำหน้าที่กำหนดนโยบายในการส่งเสริมและพัฒนาตลาดทุนไทย

ระดับที่สอง คือ “คณะกรรมการกำกับตลาดทุน” ทำหน้าที่ออกกฎระเบียบที่เป็นรายละเอียดในการปฏิบัติ และ

ระดับที่สาม คือ “สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์” ทำหน้าที่ปฏิบัติงานตามนโยบายที่ได้รับมอบหมาย

⁴ พิเศษ เสตเสถียร, *กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์*, พิมพ์ครั้งที่ 3 (กรุงเทพมหานคร: นิติธรรม, 2560), หน้า 6-7.

⁵ มาตรา 14 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

⁶ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยแบ่งออกเป็น 2 กระดาน ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternatives Investment: MAI)

⁷ หมายถึง บริษัทหรือสถาบันการเงินที่ได้รับอนุญาตให้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ เช่น การเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ การค้าหลักทรัพย์ การเป็นที่ปรึกษาการลงทุน เป็นต้น

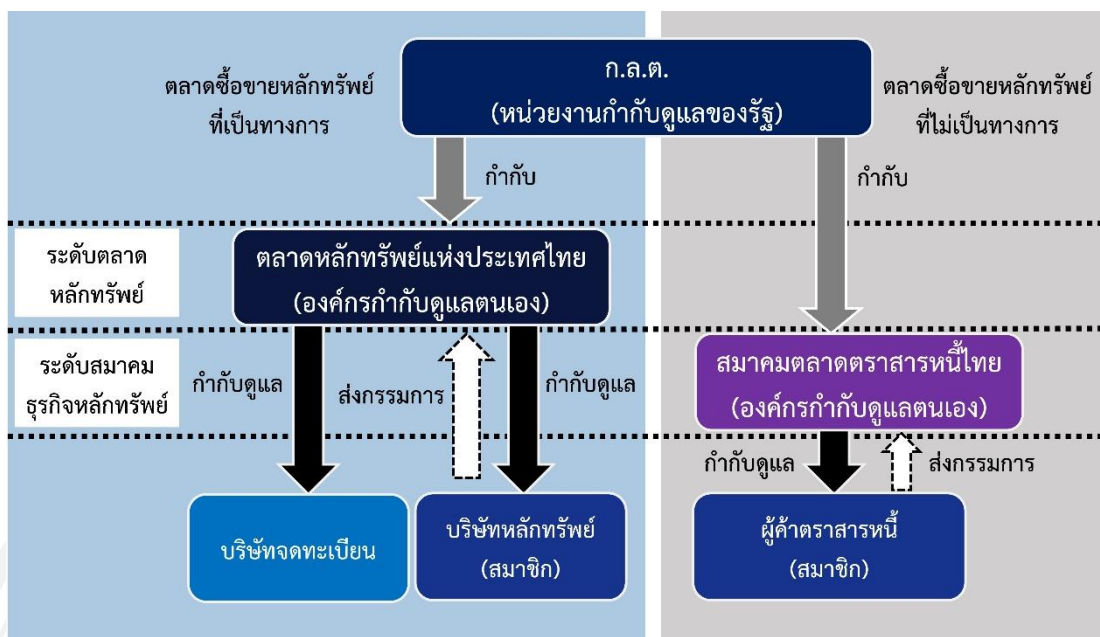
ที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (โบรกเกอร์) ให้มีมาตรฐานที่เหมาะสมกับวิชาชีพทางการเงิน เช่น การกำหนดหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการทำสัญญาเป็นนายหน้า หรือตัวแทนซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ การกำหนดอัตราค่าธรรมเนียมในการปฏิบัติหน้าที่เป็นนายหน้าหรือตัวแทนในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียน เป็นต้น⁸ รวมถึงทำหน้าที่กำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ให้มีคุณภาพและบริหารจัดการระบบการซื้อขายหลักทรัพย์สำหรับตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ นอกจากนี้ยังรวมถึงการกำกับดูแลตนเองระดับตลาดหลักทรัพย์ยังรวมถึงศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ตามหมวด 6 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งในอดีตเคยมีการจัดตั้ง “ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์กรุงเทพ” เพื่อเป็นตลาดรองสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์อีกแห่ง แต่ก็ไม่ได้รับความนิยมและได้ปิดกิจการในเวลาต่อมา⁹

ระดับที่สอง คือ องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ได้แก่ “สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย” มีฐานะเป็นสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นตามหมวด 7 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกซึ่งเป็นผู้ค้าตราสารหนี้ในตลาดรองของตราสารหนี้แบบตกลงซื้อขายกันเอง (Over-The-Counter: OTC) ซึ่งเป็นตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นทางการ

จากที่กล่าวมาข้างต้น การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยในระดับตลาดหลักทรัพย์ และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ สามารถอธิบายได้ด้วยรูปภาพดังต่อไปนี้

⁸ มาตรา 170 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

⁹ ศุภชัย ศรีสุชาติ, ตลาดหุ้นในประเทศไทย (กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2547).



ภาพที่ 1.1 การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

การให้อำนาจองค์กรกำกับดูแลตนเองทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกมีข้อดีที่สำคัญ คือ ช่วยลดต้นทุนในการกำกับดูแลของรัฐ และทำให้กฎที่ออกโดยสมาชิกซึ่งมีความเชี่ยวชาญทางการเงินนั้นมีความสอดคล้องกับความต้องการของภาคธุรกิจในตลาดทุน¹⁰ แต่หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยก็มีปัญหาที่สำคัญหลายประการ ดังต่อไปนี้

1. พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่มีบทบัญญัติรับรองสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ ทำให้เกิดความไม่ชัดเจนว่าองค์กรใดบ้างในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยที่มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง และองค์กรดังกล่าวควรมีความรับผิดชอบตามกฎหมายอย่างไร รวมถึงทำให้เกิดความสับสนในการปฏิบัติตามกฎหมายขององค์กรกำกับดูแลตนเองแต่ละแห่ง

แม้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง เนื่องจากสมาชิกขององค์กรสามารถส่งตัวแทนเข้าไปเป็นส่วนหนึ่งของคณะกรรมการในองค์กรเพื่อใช้อำนาจกำกับดูแลสมาชิกด้วยตนเองได้ และอำนาจในการกำกับดูแลสมาชิkdังกล่าวครอบคลุมถึงอำนาจที่สำคัญ ได้แก่ อำนาจการออกกฎ ติดตามให้เป็นไปตามกฎ และบังคับใช้กฎ รวมถึงตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้รับการ

¹⁰ John W. Carson, *Self-Regulation in Securities Markets* (Brussels, Belgium: CFA Institute, 2011), p. 15.

ยอมรับให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองในบันทึกข้อตกลงหรือบันทึกความเข้าใจ (Memorandum of Understanding: MOU) ที่เคยทำร่วมกับ ก.ล.ด.¹¹ อย่างไรก็ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ก็ไม่มีบทบัญญัติเกี่ยวกับการรับรองสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ในกฎหมาย ดังนั้นจึงเกิดความไม่ชัดเจนว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองหรือไม่ และมีความรับผิดชอบตามกฎหมายอย่างไร

ตัวอย่างเช่น โดยทั่วไปแล้วการเป็นสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเองทำให้มีสิทธิตามกฎหมายที่จะประกอบธุรกิจในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ดังจะเห็นได้จากมาตรา 158 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ที่กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ที่จะทำการเป็นนายหน้าหรือตัวแทนซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ต้องเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นการใช้อำนาจของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการรับสมาชิกหรือการลงโทษสมาชิกด้วยการเพิกถอนสมาชิกภาพจึงเป็นการใช้อำนาจทางปกครอง แม้ว่าคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นผู้ใช้อำนาจจะประกอบด้วยกรรมการส่วนหนึ่งที่มาจากสมาชิกภาคเอกชนก็ตาม เมื่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใช้อำนาจทางปกครองในการกำกับดูแลสมาชิก ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องดำเนินการภายใต้มาตรฐานที่กำหนดไว้ในพระราชบัญญัติวิธีปฏิบัติราชการทางปกครอง พ.ศ. 2539¹² และหากการใช้อำนาจกำกับดูแลสมาชิกดังกล่าวส่งผลให้สมาชิกหรือผู้ที่เกี่ยวข้องเสียหาย ผู้เสียหายก็สามารถฟ้องเรียกค่าเสียหายได้ตามพระราชบัญญัติความรับผิดทางละเมิดของเจ้าหน้าที่ พ.ศ. 2539 โดยนำคดีขึ้นสู่ศาลปกครองได้¹³

ในทางกลับกัน แม้ว่าสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยถูกยอมรับให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองเช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่เนื่องจากสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยเป็นสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ ซึ่งมาตรา 237 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้นำบทบัญญัติตามกฎหมายว่าด้วยสมาคมการค้าในส่วนที่เกี่ยวกับการดำเนินกิจการ การควบคุม การเลิก และบทกำหนดโทษที่เกี่ยวข้องมาใช้บังคับโดยอนุโลมกับสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ ดังนั้นสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยจึงมีสถานะเทียบเท่ากับสมาคมการค้าซึ่งเป็นเอกชน การใช้อำนาจของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยจึงไม่ใช่อำนาจทางปกครองและ

¹¹ ตัวอย่างเช่น บันทึกความเข้าใจ (MOU) ระหว่างสำนักงาน ก.ล.ด. และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ลงวันที่ 30 พฤศจิกายน 2561 ระบุว่าสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยเป็นสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ มีฐานะเป็นนิติบุคคล และมีวัตถุประสงค์เพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิก (Self-Regulatory Organization: SRO)

¹² คำพิพากษาศาลปกครองสูงสุดที่ อ.502/2554

¹³ คำสั่งศาลปกครองสูงสุดที่ 221/2549

ไม่ต้องดำเนินการภายใต้มาตรฐานที่กำหนดไว้ในพระราชบัญญัติวิธีปฏิบัติราชการทางปกครอง พ.ศ. 2539 นอกจากนี้หากการดำเนินงานของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยส่งผลให้สมาชิกหรือผู้ที่เกี่ยวข้องเสียหาย ผู้เสียหายก็จะนำคดีขึ้นสู่ศาลยุติธรรมหรือศาลชั้นอุทธรณ์ที่เกี่ยวข้อง¹⁴

จากที่กล่าวมาข้างต้น จะเห็นได้ว่ามีความลักลั่นในการปฏิบัติตามกฎหมายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย แม้ว่าทั้งสององค์กรจะมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองเช่นเดียวกัน แต่กลับมีหน้าที่และความรับผิดชอบตามกฎหมายแตกต่างกัน กล่าวคือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องปฏิบัติตามมาตรฐานที่กำหนดในพระราชบัญญัติวิธีปฏิบัติราชการทางปกครอง พ.ศ. 2539 ในขณะที่สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยไม่ต้องปฏิบัติตามกฎหมายดังกล่าว และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความรับผิดชอบพระราชบัญญัติความรับผิดทางละเมิดของเจ้าหน้าที่ พ.ศ. 2539 ในขณะที่สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีความรับผิดชอบตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

ดังนั้นกรณีที่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่มีบทบัญญัติรับรองสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ นอกจากจะทำให้เกิดความไม่ชัดเจนว่าองค์กรใดบ้างที่มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง ยังทำให้เกิดความลักลั่นในการปฏิบัติตามกฎหมายขององค์กรกำกับดูแลตนเองแต่ละแห่งด้วย

2. หลักเกณฑ์ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่ส่งเสริมรูปแบบการกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ เนื่องจากไม่มีบทบัญญัติที่เปิดโอกาสให้สมาคมที่เกี่ยวข้องในธุรกิจหลักทรัพย์สามารถขอจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลตนเอง เพื่อแบ่งเบาภาระหน้าที่การกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ หากมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ในอนาคต

แม้ว่าปัจจุบันตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยจะมีองค์กรกำกับดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์ อันได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ อันได้แก่ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย แต่หากพิจารณาเพียงเฉพาะตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ จะพบว่าไม่มีเฉพาะองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น กล่าวคือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกที่ทำหน้าที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ทั้งนี้เนื่องจากพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่มีบทบัญญัติที่เปิดโอกาสให้สมาคมที่เกี่ยวข้องในธุรกิจหลักทรัพย์สามารถขอจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลตนเองได้ ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงเป็นองค์กรหลักที่ทำหน้าที่ออกหลักเกณฑ์กำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก ในขณะที่สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์อื่น เช่น สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย ยังไม่มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง และทำหน้าที่หลัก

¹⁴ ดูคำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1557-1558/2559

โดยมุ่งเน้นการส่งเสริมและพัฒนาธุรกิจหลักทรัพย์เป็นสำคัญ ส่วนบทบาทในการออกหลักเกณฑ์เพื่อกำกับดูแลสมาชิกที่เป็นบริษัทหลักทรัพย์ยังมีไม่มากนัก เช่น การจัดทำจรรยาบรรณในการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก เป็นต้น

รูปแบบการกำกับดูแลตนเองข้างต้นที่มุ่งเน้นบทบาทการกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นสำคัญอาจก่อให้เกิดปัญหาได้ หากในอนาคตมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อันส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์มีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนที่นักลงทุนคาดหวังผลตอบแทนจากการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพและไม่มีต้นทุนการกำกับดูแลที่มากเกินไป แต่รูปแบบการกำกับดูแลตนเองในปัจจุบันทำให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังคงมีต้นทุนในการกำกับดูแลสมาชิกอย่างมาก ในขณะที่หลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองก็ไม่เปิดโอกาสให้มีองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์หลายแห่งเพื่อแบ่งเบาภาระหน้าที่การกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่เพียงพอต่อการคุ้มครองผู้มีส่วนได้เสียอื่นในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์อย่างเหมาะสม โดยก่อให้เกิดปัญหาที่สำคัญ 3 ประการ ดังนี้

1) องค์กรกำกับดูแลตนเองปกป้องผลประโยชน์สมาชิกของตนเองจนสร้างความไม่เป็นธรรมต่อผู้มีส่วนได้เสียอื่นในตลาด

เนื่องจากโครงสร้างคณะกรรมการขององค์กรกำกับดูแลตนเองถูกกำหนดให้กรรมการส่วนหนึ่งต้องมาจากตัวแทนของสมาชิก ทำให้การตัดสินใจของคณะกรรมการองค์กรกำกับดูแลตนเองมีแนวโน้มที่จะปกป้องผลประโยชน์ของสมาชิก และบางกรณีอาจก่อให้เกิดการใช้อำนาจที่ไม่เป็นธรรมต่อผู้มีส่วนได้เสียอื่นในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์

ตัวอย่างเช่น ในปี พ.ศ. 2546 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทยได้กำหนดกฎเกณฑ์ร่วมกันว่า หากลูกจ้างซึ่งทำหน้าที่มาร์เก็ตติ้งในการติดต่อลูกค้าให้มาซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านโบรกเกอร์ต้องการย้ายงาน ต้องได้รับความยินยอมและการอนุมัติจากโบรกเกอร์ซึ่งเป็นนายจ้างเดิมก่อน เพื่อเป็นการรักษาเสถียรภาพของอุตสาหกรรมโบรกเกอร์ รวมถึงเพื่อให้มีการพัฒนาคุณภาพการให้บริการและแก้ไขปัญหาการซื้อตัวลูกจ้างที่ทำหน้าที่มาร์เก็ตติ้งเพื่อสร้างยอดขายให้กับโบรกเกอร์ซึ่งเป็นนายจ้างใหม่ ทั้งนี้การลาออกมาของลูกจ้างที่ทำหน้าที่มาร์เก็ตติ้งจะทำให้สถานภาพการเป็นเจ้าหน้าที่การตลาดที่ได้รับการขึ้นทะเบียนต้องสิ้นสุดลงด้วย และจำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องยื่นขอหมายเลขเจ้าหน้าที่รับอนุญาต (Trader ID) จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอีกครั้ง ซึ่งแนวทางการอนุญาตแก่เจ้าหน้าที่การตลาดที่ขอขึ้นทะเบียนใหม่นั้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะพิจารณาจากความยินยอมของโบรกเกอร์ที่เป็นนายจ้างเดิม ซึ่งหากนายจ้างเดิมไม่ยินยอม ตลาดหลักทรัพย์ก็จะไม่อนุญาตให้ทำหน้าที่เป็นเจ้าหน้าที่การตลาดและจะทำการล็อก

Trader ID ทำให้ไม่สามารถเป็นตัวแทนซื้อขายหลักทรัพย์ได้¹⁵ จากกรณีดังกล่าวจะเห็นได้ว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ใช้อำนาจแทรกแซงการจ้างงานลูกจ้างที่ทำหน้าที่มาร์เก็ตติ้งเพื่อปกป้องสมาชิกที่เสียผลประโยชน์จากการย้ายงานของลูกจ้าง ทำให้ลูกจ้างไม่สามารถย้ายงานได้อย่างเสรี ซึ่งการใช้อำนาจแทรกแซงการจ้างงานดังกล่าว ส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถูกลูกจ้างที่ทำหน้าที่มาร์เก็ตติ้งฟ้องคดีต่อศาลปกครอง และนำไปสู่การพิพากษาให้ตลาดหลักทรัพย์เป็นผู้กระทำผิดในฐานเจ้าหน้าที่ของรัฐปฏิบัติหน้าที่ล่าช้าเกินสมควรในการแต่งตั้งเจ้าหน้าที่การตลาด และการกระทำละเมิดอันเป็นเหตุให้ลูกจ้างซึ่งทำหน้าที่มาร์เก็ตติ้งไม่สามารถทำการเป็นตัวแทนซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลาดังกล่าวได้¹⁶ ดังนั้นจึงเห็นได้ว่าการใช้อำนาจของตลาดหลักทรัพย์ในกรณีดังกล่าวอาจเป็นไปเพื่อปกป้องผลประโยชน์ในอุตสาหกรรมของบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก ทำให้ผู้มีส่วนได้เสียอื่นในตลาดได้รับความเสียหายโดยไม่เป็นธรรม

2) สมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเองรวมกลุ่มกันเพื่อกีดกันไม่ให้ผู้ประกอบการรายใหม่เข้ามาในตลาด จนทำให้ผู้ลงทุนเสียประโยชน์จากการขาดทางเลือกในการรับบริการ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเกิดจากการรวมตัวของสมาชิกที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในลักษณะเป็นคลับ (Club) ที่สมาชิกมีส่วนร่วมในการกำกับดูแลกันเอง ดังนั้นจึงอาจเกิดกรณีของการกำกับดูแลที่เอื้อประโยชน์ให้แก่สมาชิกด้วยกันเองมากกว่าประโยชน์ของผู้ลงทุน รวมถึงอาจเกิดกรณีที่จำกัดการเข้ามาแข่งขันของผู้ประกอบการรายใหม่ด้วย ตัวอย่างเช่น สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเคยพยายามคัดค้านการเปิดเสรีใบอนุญาตตามแผนพัฒนาตลาดทุนของคณะกรรมการ ก.ล.ต. ซึ่งการคัดค้านดังกล่าวถือว่ามีลักษณะเป็นการรวมกลุ่มเพื่อกีดกันไม่ให้ผู้ประกอบการรายใหม่เข้ามาในตลาด

ทั้งนี้ในอดีตตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเคยออกหลักเกณฑ์เพื่อกำหนดเพดานจำนวนสมาชิก เช่น ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง จำนวนสมาชิก เป็นต้น ต่อมาในการประชุมครั้งที่ 12/2549 เมื่อวันที่ 10 พฤศจิกายน พ.ศ. 2549 คณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้มีมติให้เปิดเสรีใบอนุญาตธุรกิจหลักทรัพย์ภายในเวลา 5 ปี เพื่อกระตุ้นธุรกิจหลักทรัพย์ไทยให้เตรียมพร้อมสำหรับการแข่งขันที่จะสูงขึ้น และเพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์มีเวลาในการขวนขวายแสวงหารายได้ประเภทอื่นนอกเหนือจากค่านายหน้าเพิ่มขึ้น โดยจะให้ใบอนุญาตธุรกิจหลักทรัพย์รายใหม่แบบไม่จำกัดจำนวนตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2555 เป็นต้นไป ขึ้นอยู่กับความพร้อมในการประกอบธุรกิจ แนวทางการเปิดเสรีใบอนุญาตธุรกิจหลักทรัพย์ดังกล่าวได้ถูกได้นำไปใส่ไว้ใน

¹⁵ “คุมเกมมาร์เก็ตติ้งย้าย “ไต้ง” สู้ 7 คดีรุมฟ้องศาล,” ผู้จัดการรายวัน (2547), คำนวนที่ 25 พฤศจิกายน 2560 จาก <http://info.gotomanager.com/news/printnews.aspx?id=26322>

¹⁶ คำสั่งศาลปกครองสูงสุดที่ 221/2549

แผนพัฒนาตลาดทุนไทยที่บังคับใช้ในปี พ.ศ. 2553-2557 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะต้องปรับปรุงหลักเกณฑ์เพื่อให้สอดคล้องกับการเปิดเสรีใบอนุญาตดังกล่าวด้วย¹⁷

อย่างไรก็ตาม ในช่วงแรกนั้นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่เห็นด้วยที่จะปฏิบัติตามนโยบายของคณะกรรมการ ก.ล.ต. โดยให้เหตุผลว่า หากมีผู้ประกอบการรายใหม่เข้ามาในตลาดอาจเน้นแข่งขันด้านราคา ลดค่าคอมมิชชั่น และไม่เน้นด้านคุณภาพ ดังนั้นจึงมีการต่อรองที่จะขอขยายเวลาในการเปิดเสรีใบอนุญาตออกไปเรื่อย ๆ ซึ่งคณะกรรมการ ก.ล.ต. ก็ยืนยันที่จะเดินหน้าเปิดเสรีใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ เนื่องจากเห็นว่าการผูกขาดไม่ได้เป็นผลดีต่ออุตสาหกรรมในระยะกลางและยาว จากการศึกษาที่บริษัทหลักทรัพย์ไม่ปรับตัวเพื่อรองรับการแข่งขันและเพิ่มคุณภาพบริการเพื่อให้สามารถแข่งขันกับต่างประเทศได้ โดยเฉพาะการเชื่อมโยงตลาดทุนภายใต้การเปิดเสรีประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (ASEAN Economic Community: AEC) ทั้งนี้ความพยายามในการขอขยายเวลาการเปิดเสรีใบอนุญาตดังกล่าวของสมาชิกตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาจถือได้ว่าเป็นการรวมกลุ่มเพื่อกีดกันไม่ให้ผู้ประกอบการรายใหม่เข้ามาในตลาด แม้ว่าตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจกระทำได้อยู่ภายใต้มาตรา 170 (3) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ที่กำหนดให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์สามารถกำหนดระเบียบหรือข้อบังคับเกี่ยวกับหลักเกณฑ์และวิธีการเกี่ยวกับการเป็นสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงการกำหนดจำนวน วิธีการรับ คุณสมบัติ สิทธิและหน้าที่ วินัย การลงโทษ การประชุม ตลอดจนการโอนและการพ้นจากสมาชิกภาพของสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามการรวมกลุ่มเพื่อกีดกันไม่ให้ผู้ประกอบการรายใหม่เข้ามาในตลาดดังกล่าวก็ส่งผลให้ผู้ลงทุนเสียประโยชน์จากการขาดทางเลือกในการรับบริการ

3) องค์การกำกับดูแลตนเองคำนึงถึงผลประโยชน์ของสมาชิกมากกว่าผู้ลงทุน จนทำให้เกิดการขัดกันของผลประโยชน์ระหว่างสมาชิกและผู้ลงทุน

การขัดกันของผลประโยชน์ระหว่างสมาชิกขององค์การกำกับดูแลตนเองและผู้ลงทุนเป็นสิ่งที่เกิดขึ้นได้ภายใต้รูปแบบการกำกับดูแลตนเอง ตัวอย่างเช่น สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเคยพยายามคัดค้านและยืดเวลาการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ตามแผนพัฒนาตลาดทุนของคณะกรรมการ ก.ล.ต. ให้เป็นไปอย่างล่าช้า ซึ่งการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมดังกล่าวเป็นเรื่องที่ส่งผลดีต่อผู้ลงทุนที่ทำให้ต้นทุนการซื้อขายหลักทรัพย์ลดลง แต่ส่งผลเสียต่อสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ที่ทำให้รายได้จากค่าธรรมเนียมลดลง ดังนั้น การพยายามยืดเวลาเปิดเสรี

¹⁷ RYT9, คณะกรรมการ ก.ล.ต. ในการประชุมครั้งที่ 12/2546 เมื่อวันที่ 10 พฤศจิกายน 2549, ค้นวันที่ 22 พฤศจิกายน 2560 จาก <https://www.ryt9.com/s/prg/42913>

ค่าธรรมเนียมจึงถือว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยคำนึงถึงผลประโยชน์ของสมาชิกมากกว่าผู้ลงทุน

ทั้งนี้แนวคิดในการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมเริ่มต้นมาจากการประชุมครั้งที่ 12/2549 เมื่อวันที่ 10 พฤศจิกายน พ.ศ. 2549 คณะกรรมการ ก.ล.ต. มีมติให้เปิดเสรีค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์โดยให้คงค่าธรรมเนียมขั้นต่ำไว้ 3 ปี แต่กำหนดให้ยกเลิกภายใน 5 ปี กล่าวคือ ในช่วง 3 ปีแรก ระหว่างวันที่ 14 มกราคม พ.ศ. 2550-13 มกราคม พ.ศ. 2553 ให้คิดค่าธรรมเนียมขั้นต่ำต่อไปได้ และในช่วง 2 ปีถัดมา ระหว่างวันที่ 14 มกราคม พ.ศ. 2553-31 ธันวาคม พ.ศ. 2554 ให้คิดค่าธรรมเนียมแบบเป็นขั้นบันได (Sliding Scale)¹⁸ กล่าวคือ มีอัตราค่าธรรมเนียมแปรผันลดลงตามปริมาณธุรกรรมที่เพิ่มขึ้น และเมื่อปริมาณธุรกรรมเพิ่มขึ้นถึงระดับหนึ่ง ขั้นอัตราค่าธรรมเนียมต้องเปลี่ยนเป็นแบบต่อรองกันได้ ส่วนการคิดค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านอินเทอร์เน็ตให้คิดค่าธรรมเนียมไม่เกินร้อยละ 60 ของอัตราปกติ และนับตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2555 เป็นต้นไป ให้ใช้การคิดค่าธรรมเนียมแบบต่อรองอย่างเสรี ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

14 ม.ค.50-31 ธ.ค.52		1 ม.ค. 53 – 31 ธ.ค. 54				1 ม.ค. 55 เป็นต้นไป
ผ่านวิธีทั่วไป	แบบกำหนดขั้นต่ำ	แบบขั้นบันได				แบบต่อรองอย่างเสรี
	0.25%	เดิม (ประกาศ ณ พ.ย.49)		ใหม่ (ประกาศ ณ พ.ย.52)		แต่ไม่เกิน 1%
		มูลค่าซื้อขายต่อวัน (สำหรับ 1 พ)	อัตราค่าธรรมเนียม	มูลค่าซื้อขายต่อวัน (สำหรับ 1 พ)	อัตราค่าธรรมเนียม	
		$X \leq 1$	$\geq 0.25\%$	$X \leq 5$	$\geq 0.25\% - 1\%$	
ผ่าน Internet	ไม่เกิน 60% ของอัตราปกติ หรือประมาณ 0.15-0.2%	$1 < X \leq 10$	$\geq 0.22\%$	$5 < X \leq 10$	$\geq 0.22\% - 1\%$	แต่ไม่เกิน 1%
		$10 < X \leq 20$	$\geq 0.18\%$	$10 < X \leq 20$	$\geq 0.18\% - 1\%$	
		$X > 20$	ต้องขออนุมัติ	$X > 20$	ต้องขออนุมัติไม่เกิน 1%	
	ไม่เกิน 60% ของอัตราปกติ หรือประมาณ 0.15-0.2%	บัญชี Cash Balance/ Credit Balance		บัญชี Cash Account		แต่ไม่เกิน 1%
		รูปแบบเงิน	รูปแบบใบมี	รูปแบบเงิน	รูปแบบใบมี	
		$X \leq 5$	$\geq 60\%$ ของอัตรา	$\geq 80\%$ ของอัตรา	$\geq 0.2\% - 1\%$	
ผ่าน Internet	ไม่เกิน 60% ของอัตราปกติ หรือประมาณ 0.15-0.2%	$5 < X \leq 10$	$\geq 0.13\%$	ค่าธรรมเนียมที่	$\geq 0.18\% - 1\%$	แต่ไม่เกิน 1%
		$10 < X \leq 20$	$\geq 0.11\%$	สำหรับเคโนเคส	$\geq 0.15\% - 1\%$	
		$X > 20$	ในเคสระบบบันได	ระบบบันได	ต้องขออนุมัติไม่เกิน 1%	
	ไม่เกิน 60% ของอัตราปกติ หรือประมาณ 0.15-0.2%	บัญชี Cash Balance/ Credit Balance		บัญชี Cash Account		แต่ไม่เกิน 1%
		รูปแบบเงิน	รูปแบบใบมี	รูปแบบเงิน	รูปแบบใบมี	
		$X \leq 5$	$\geq 60\%$ ของอัตรา	$\geq 80\%$ ของอัตรา	$\geq 0.2\% - 1\%$	
ผ่าน Internet	ไม่เกิน 60% ของอัตราปกติ หรือประมาณ 0.15-0.2%	$5 < X \leq 10$	$\geq 0.13\%$	ค่าธรรมเนียมที่	$\geq 0.18\% - 1\%$	แต่ไม่เกิน 1%
		$10 < X \leq 20$	$\geq 0.11\%$	สำหรับเคโนเคส	$\geq 0.15\% - 1\%$	
		$X > 20$	ในเคสระบบบันได	ระบบบันได	ต้องขออนุมัติไม่เกิน 1%	
	ไม่เกิน 60% ของอัตราปกติ หรือประมาณ 0.15-0.2%	บัญชี Cash Balance/ Credit Balance		บัญชี Cash Account		แต่ไม่เกิน 1%
		รูปแบบเงิน	รูปแบบใบมี	รูปแบบเงิน	รูปแบบใบมี	
		$X \leq 5$	$\geq 60\%$ ของอัตรา	$\geq 80\%$ ของอัตรา	$\geq 0.2\% - 1\%$	

ภาพที่ 1.2 แนวทางการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ (คอมมิชชั่น)¹⁹

¹⁸ เรืองเดียวกัน.

¹⁹ ก.ล.ต. และรวบรวมโดยศูนย์วิจัยกสิกรไทย

แนวทางการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมดังกล่าวข้างต้นได้ถูกนำไปใส่ไว้ในแผนพัฒนาตลาดทุนไทยที่บังคับใช้ในปี พ.ศ. 2553-2557 อย่างไรก็ตามการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมภายใต้นโยบายดังกล่าวของคณะกรรมการ ก.ล.ต. กลับมีการคัดค้านอย่างต่อเนื่องจากสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทยที่ประกอบด้วยบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเป็นสมาชิกหลักของตลาดหลักทรัพย์ ภายใต้เหตุผลที่ว่าไม่ต้องการให้มีการแข่งขันที่รุนแรงในเรื่องราคา ซึ่งจะทำให้บริษัทหลักทรัพย์ได้รับความเสียหายและไม่สามารถอยู่รอดได้²⁰ ทั้งนี้คณะกรรมการ ก.ล.ต. ก็พยายามยืนยันที่จะให้บริษัทหลักทรัพย์เปิดเสรีค่าธรรมเนียมภายในกำหนดเวลา

ในการประชุมเมื่อวันที่ 29 ตุลาคม พ.ศ. 2551 คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ได้มีมติอนุมัติให้ขยายเวลากำหนดเงื่อนไขการคิดค่าธรรมเนียมการซื้อขายผ่านอินเทอร์เน็ตจากลูกค้าทั่วไปในอัตราไม่ต่ำกว่าร้อยละ 0.15 ของมูลค่าเงินที่ซื้อขาย (หรือเท่ากับร้อยละ 60 ของอัตราการซื้อขายทั่วไป) ที่ต้องซื้อขายผ่านบัญชีวงเงินล่วงหน้า (Cash Balance) หรือบัญชีกู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์ (Credit Balance) ซึ่งเริ่มใช้มาตั้งแต่ 1 มีนาคม พ.ศ. 2550 ออกไป จนถึงวันที่มีการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ จากเดิมที่ให้สิ้นสุดการใช้เงื่อนไขดังกล่าว ณ สิ้นปี พ.ศ. 2551 ทั้งนี้ซึ่งเป็นไปตามที่สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทยได้ทำหนังสือขอขยายเวลากำหนดเงื่อนไขสำหรับหลักเกณฑ์การซื้อขายผ่านอินเทอร์เน็ตออกไปจนถึงวันที่มีการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ เนื่องจากคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์เห็นว่าเพื่อส่งเสริมการสร้างวินัยสำหรับการลงทุนผ่านอินเทอร์เน็ต ประกอบกับการเกิดวิกฤตการเงินโลกในปัจจุบัน ที่ส่งผลกระทบต่อภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ซึ่งมีความผันผวน การซื้อขายผ่านบัญชีวงเงินล่วงหน้า (Cash Balance) หรือบัญชีกู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์ (Credit Balance) ก็จะช่วยในการลดความเสี่ยง ซึ่งจะเป็นผลดีต่อระบบธุรกิจหลักทรัพย์โดยรวม²¹ ดังนั้นการขยายระยะเวลาในการคงอัตราขั้นต่ำในการคิดค่าธรรมเนียมการซื้อขายผ่านอินเทอร์เน็ตในอัตราไม่ต่ำกว่าร้อยละ 0.15 ของมูลค่าเงินที่ซื้อขาย (หรือเท่ากับร้อยละ 60 ของอัตราการซื้อขายทั่วไป) โดยไม่เปลี่ยนมาใช้อัตราขั้นต่ำซึ่งต่ำกว่าร้อยละ 0.15 ของมูลค่าเงินที่ซื้อขายตามแนวทางการเปิดเสรีที่เคยกำหนดไว้ ถือเป็นการทำให้ผู้ลงทุนรายย่อยที่เสียประโยชน์ในการได้รับสิทธิในการชำระค่าธรรมเนียมในอัตราถูกลง ขณะที่บริษัทหลักทรัพย์หรือโบรกเกอร์ยังคงได้ประโยชน์จากการคิดค่าธรรมเนียมการซื้อขายผ่านอินเทอร์เน็ตในอัตราเดิม

²⁰ “โบรกเกอร์เล็งรวมพลังค้านเปิดเสรีฯ,” MGR Online (30 เมษายน 2552), ค้นวันที่ 22 พฤศจิกายน 2560 จาก <https://mgronline.com/stockmarket/detail/9520000048278>

²¹ RYT9, บอรรถดลท. อนุมัติขยายเวลาคิดค่าธรรมเนียมซื้อขายผ่านเน็ต ร้อยละ 0.15 สำหรับบัญชี Cash Balance หรือ Credit Balance, ค้นวันที่ 25 พฤศจิกายน 2560 จาก <https://www.ryt9.com/s/prg/460519>

จากตัวอย่างข้างต้นจะเห็นได้ว่าปัญหาสำคัญของการกำกับดูแลตนเอง คือ การขัดแย้งกันของผลประโยชน์ (Conflict of interest) ระหว่างสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์กับผู้ลงทุน ซึ่งสาเหตุสำคัญประการหนึ่งที่ทำให้เกิดปัญหาการขัดแย้งกันของผลประโยชน์ดังกล่าว คือ สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์สามารถส่งตัวแทนเข้าไปเป็นกรรมการของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ซึ่งทำหน้าที่วางนโยบายควบคุมดูแลการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ โดยในช่วงเวลาที่มีการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นไปอย่างล่าช้า นั้น โครงสร้างของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ประกอบด้วยกรรมการที่มาจากสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์จำนวนครึ่งหนึ่งของกรรมการทั้งหมด เนื่องจากก่อนการแก้ไขเพิ่มเติมกฎหมายในปี พ.ศ. 2562 พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้กำหนดให้กรรมการจำนวนครึ่งหนึ่งมาจากสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ กล่าวคือ คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ประกอบด้วยกรรมการจำนวน 11 คน ที่แต่งตั้งโดยคณะกรรมการ ก.ล.ต. จำนวนไม่เกิน 5 คน และกรรมการที่มาจากสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์จำนวนไม่เกิน 5 คน และอีก 1 คน คือ ผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งแม้ว่าการกำกับดูแลโดยสมาชิกด้วยกันเองจะก่อให้เกิดประสิทธิภาพในการกำกับดูแลที่ต้องอาศัยความเชี่ยวชาญและความรู้เชิงเทคนิคเกี่ยวกับตลาดทุน สามารถออกหลักเกณฑ์และระเบียบได้สอดคล้องกับความต้องการของสมาชิก และทันต่อความต้องการเปลี่ยนแปลงของตลาด อย่างไรก็ตามการกำกับดูแลโดยสมาชิกด้วยกันเองก็อาจก่อให้เกิดการเอื้อประโยชน์ให้แก่พวกพ้องซึ่งเป็นสมาชิกด้วยกันเองได้ โดยอาศัยอำนาจคะแนนเสียงครึ่งหนึ่งของกรรมการที่มาจากสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งบางกรณีประโยชน์ของสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์อาจไม่ตรงกับประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มอื่น

อย่างไรก็ตามหลังจากการแก้ไขเพิ่มเติมกฎหมายในปี พ.ศ. 2562²² พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้แก้ไขสัดส่วนให้กรรมการที่แต่งตั้งโดยคณะกรรมการ ก.ล.ต. มีจำนวนไม่เกิน 6 คน และกรรมการที่มาจากสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์มีจำนวนไม่เกิน 4 คน และอีก 1 คน คือ ผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์ โดยสัดส่วนที่แก้ไขใหม่ทำให้กรรมการที่มาจากสมาชิกมีจำนวนไม่ถึงครึ่งหนึ่ง และอาจส่งผลให้ปัญหาการขัดแย้งกันของผลประโยชน์ระหว่างสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์และผู้ลงทุนลดน้อยลง ซึ่งเป็นประเด็นที่ต้องศึกษาต่อไป

นอกจากนี้แม้ว่าบางกรณีผลประโยชน์ของสมาชิกไม่ได้ขัดกับผลประโยชน์ของผู้ลงทุนโดยตรง แต่ก็อาจขัดกับผลประโยชน์ของรัฐก็ได้ ตัวอย่างเช่น ในปี พ.ศ. 2565 กระทรวงการคลังมีแนวคิดที่จะเก็บภาษีการขายหุ้น (Financial Transaction Tax) อันเป็นการเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะจากการขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งกฎหมายได้กำหนดไว้ว่าจะต้องเสียภาษีในอัตรา 0.1% ของมูลค่าที่

²² พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 6) พ.ศ. 2562

ขาย แต่ภาษีดังกล่าวได้รับการยกเว้นมาตั้งแต่ปี 2534²³ อย่างไรก็ตามตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ให้ความเห็นในเชิงคัดค้านแนวคิดดังกล่าว เช่น อัตราภาษีธุรกิจเฉพาะ 0.1% ที่จะเรียกเก็บไม่เหมาะสมกับสภาพธุรกิจปัจจุบัน เนื่องจากอัตราค่าธรรมเนียมรายหน้าโดยเฉลี่ยในอุตสาหกรรมปัจจุบันได้ลดลงเหลือเพียง 0.08% เท่านั้น ซึ่งต่ำกว่าอัตราภาษีธุรกิจเฉพาะ 0.1% อันส่งผลต่อค่าใช้จ่ายของผู้ลงทุนที่สูงขึ้นเกินเท่าตัวและจะกระทบต่อสภาพคล่องและการตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุนทุกประเภทอย่างมีนัยสำคัญ การจัดเก็บภาษีดังกล่าวก่อให้เกิดต้นทุนภาษีซ้ำซ้อนสำหรับธุรกรรมการพัฒนาสินค้าตลาดทุนใหม่ ๆ โดยเฉพาะ ETF, Derivative Warrant และ Single Stock Futures ซึ่งอ้างอิงหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ การเก็บภาษีจึงจำกัดการพัฒนานวัตกรรมที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุน โอกาสของผู้ให้บริการ และขีดความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทยในเวทีโลก เป็นต้น²⁴ จากกรณีการเก็บภาษีขายหุ้นดังกล่าว จะเห็นว่าผู้ได้ประโยชน์ คือ รัฐบาล (มีรายได้เพิ่มขึ้น) ในขณะที่ผู้เสียประโยชน์ คือ ผู้ลงทุน (เกิดค่าใช้จ่ายในการซื้อขายหุ้นมากขึ้น) และสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ (รายได้จากค่าธรรมเนียมอาจลดลง เพราะปริมาณการซื้อขายที่ลดลงจากนโยบายดังกล่าว)

จากปัญหาที่กล่าวมาทั้งหมด ผู้เขียนเห็นว่าสามารถนำมากำหนดเป็นประเด็นเพื่อศึกษาถึงหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองได้ 3 ประเด็นใหญ่ ๆ ได้แก่ 1) หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง 2) หลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเอง และ 3) หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดี ซึ่งสรุปเป็นประเด็นปัญหาและตัวอย่างปัญหาได้ดังนี้

²³ “‘คลัง’ ลุยเก็บภาษีขายหุ้น 0.1% เสนอ ครม.เร็ว ๆ นี้,” กรุงเทพธุรกิจ (14 มิถุนายน 2565), ค้นวันที่ 20 มิถุนายน 2565 จาก <https://www.bangkokbiznews.com/business/1009644>

²⁴ “ตลท.ค้านเรียกเก็บภาษีขายหุ้น 0.1% หวั่นทำต้นทุนซ้ำซ้อน-กระทบสภาพคล่อง,” ผู้จัดการออนไลน์ (15 มิถุนายน 2565), ค้นวันที่ 20 มิถุนายน 2565 จาก <https://mgronline.com/stockmarket/detail/9650000056949>

ตารางที่ 1.1 ประเด็นปัญหาเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

ประเด็น	ปัญหา	ตัวอย่างปัญหา
1) การกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง	พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่มีบทบัญญัติรับรองสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง ทำให้เกิดความไม่ชัดเจนว่าองค์กรใดบ้างเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง และควรมีความรับผิดชอบตามกฎหมายอย่างไร รวมถึงทำให้เกิดความสับสนในการปฏิบัติตามกฎหมายขององค์กรกำกับดูแลตนเองแต่ละแห่ง	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถูกยอมรับให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง และทำหน้าที่กำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนและบริษัทหลักทรัพย์ รวมถึงต้องปฏิบัติตามพระราชบัญญัติวิธีปฏิบัติราชการทางปกครอง พ.ศ. 2539 และมีความรับผิดชอบตามพระราชบัญญัติความรับผิดทางละเมิดของเจ้าหน้าที่ พ.ศ. 2539 ในขณะที่สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยก็ถูกยอมรับให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองเช่นกัน แต่เนื่องจากเป็นสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ (เทียบเท่ากับสมาคมการค้า) จึงไม่ต้องปฏิบัติตามพระราชบัญญัติวิธีปฏิบัติราชการทางปกครอง พ.ศ. 2539 และมีความรับผิดชอบตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ มีเพียงตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้นที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง (สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นทางการ) ในขณะที่สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์อื่น เช่น สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทยยังไม่มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง จึงไม่อาจแบ่งเบาภาระการกำกับดูแลสมาชิกในตลาด
2) รูปแบบการกำกับดูแลตนเอง	หลักเกณฑ์ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่ส่งเสริมรูปแบบการกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ เนื่องจากไม่มีบทบัญญัติที่เปิดโอกาสให้สมาคมที่เกี่ยวข้องในธุรกิจหลักทรัพย์สามารถขอจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลตนเอง เพื่อแบ่งเบาหน้าที่การกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งรูปแบบดังกล่าวไม่รองรับต่อกรณีในตลาดหลักทรัพย์อาจมีการแปรรูปใน	

ประเด็น	ปัญหา	ตัวอย่างปัญหา
	อนาคต และต้องการโอนถ่ายงานกำกับดูแลสมาชิกให้สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์	ซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการได้อย่างเต็มที่
3) การกำกับดูแลตนเองที่ดี	3.1) หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 สร้างความไม่เป็นธรรมแก่ผู้มีส่วนได้เสียอื่นในตลาด	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทยเคยกำหนดกฎเกณฑ์ร่วมกันว่า ในกรณีที่ลูกจ้างซึ่งทำหน้าที่มาร์เก็ตติ้งต้องการย้ายงานต้องได้รับความยินยอมและการอนุมัติจากโบรกเกอร์ซึ่งเป็นนายจ้างเดิมก่อน มิเช่นนั้นจะถูกบล็อก Trader ID อันนำมาสู่การฟ้องคดีต่อศาลปกครองและพิพากษาให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นผู้กระทำผิดในฐานะเจ้าหน้าที่ของรัฐปฏิบัติหน้าที่ล่าช้าเกินสมควรในการแต่งตั้งเจ้าหน้าที่การตลาด
	3.2) หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองทำให้เกิดการรวมกลุ่มเพื่อกีดกันไม่ให้ผู้ประกอบการรายใหม่เข้ามาในตลาด	การเปิดเสรีใบอนุญาตธุรกิจหลักทรัพย์ตามนโยบายของ ก.ล.ต. เป็นไปอย่างล่าช้า ซึ่งการเปิดเสรีใบอนุญาตที่ล่าช้าดังกล่าวเป็นผลดีต่อสมาชิก แต่เป็นผลเสียต่อผู้ประกอบการรายใหม่ที่ต้องการเข้ามาแข่งขันในตลาด
	3.3) หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองทำให้เกิดการขัดกันของผลประโยชน์ระหว่างสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเอง (บริษัทหลักทรัพย์) และผู้ลงทุน	การเปิดเสรีค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ตามนโยบายของ ก.ล.ต. เป็นไปอย่างล่าช้า ซึ่งการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมที่ล่าช้าดังกล่าวเป็นผลดีต่อสมาชิก แต่เป็นผลเสียต่อผู้ลงทุน

1.2 วัตถุประสงค์

1. เพื่อให้ทราบถึงทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์
2. เพื่อให้ทราบถึงหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของต่างประเทศที่เป็นกรณีศึกษา ได้แก่ สหพันธรัฐมาเลเซีย (มาเลเซีย) สาธารณรัฐเกาหลี (เกาหลีใต้) และสหรัฐอเมริกา
3. เพื่อให้ทราบถึงหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย
4. เพื่อให้ได้บทวิเคราะห์เปรียบเทียบหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยกับต่างประเทศ
5. เพื่อให้ได้บทสรุปและข้อเสนอแนะสำหรับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่เหมาะสมในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

1.3 สมมติฐาน

ปัจจุบันพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่ได้รับรองสถานะขององค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ทำให้เกิดความไม่ชัดเจนว่าองค์กรใดบ้างที่มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองและควรมีความรับผิดชอบตามกฎหมายอย่างไร และไม่มีหลักเกณฑ์ที่ส่งเสริมให้มีองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ได้หลายแห่ง ทำให้ไม่รองรับกรณีในตลาดหลักทรัพย์อาจมีการแปรรูปในอนาคต รวมถึงหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่เพียงพอต่อการคุ้มครองผู้มีส่วนได้เสียในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์อย่างเหมาะสม เนื่องจากสร้างความเป็นธรรมแก่ผู้มีส่วนได้เสียอื่นในตลาด ก่อให้เกิดการรวมกลุ่มกันของสมาชิกองค์กรกำกับดูแลตนเองเพื่อกีดกันการแข่งขันและทำให้เกิดการขัดกันของผลประโยชน์ระหว่างสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเองและผู้ลงทุน ดังนั้นจึงควรปรับปรุงแก้ไขพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ให้รับรองสถานะขององค์กรกำกับดูแลตนเอง และส่งเสริมให้มีองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ได้หลายแห่ง รวมถึงมีหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่คุ้มครองผู้มีส่วนได้เสียได้อย่างเหมาะสมมากขึ้น

1.4 ขอบเขตการศึกษา

1. ศึกษาทฤษฎีการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ได้แก่ ทฤษฎีเกี่ยวกับตลาดทุน ทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเอง ทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดทุน และทฤษฎีเกี่ยวกับหลักความได้สัดส่วน

2. ศึกษาหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของต่างประเทศที่เป็นกรณีศึกษา ได้แก่ มาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา โดยศึกษาเกี่ยวกับความเป็นมาและลักษณะตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ หน่วยงานหรือองค์กรในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ รวมถึงหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง รูปแบบการกำกับดูแลตนเอง และการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์

3. ศึกษาหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย โดยศึกษาเกี่ยวกับความเป็นมาและลักษณะตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ หน่วยงานหรือองค์กรในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ รวมถึงหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง รูปแบบการกำกับดูแลตนเอง และการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์

4. จัดทำบทวิเคราะห์หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยและต่างประเทศ โดยเปรียบเทียบหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง หลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเอง และหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์

5. จัดทำบทสรุปและข้อเสนอแนะสำหรับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่เหมาะสมในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

1.5 ระเบียบวิธีการศึกษาวิจัย

วิทยานิพนธ์นี้ใช้การวิจัยเอกสาร (Document Analysis) โดยศึกษาข้อมูลปฐมภูมิเกี่ยวกับหลักเกณฑ์ทางกฎหมายของประเทศไทยและต่างประเทศ รวมถึงคำพิพากษาต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง และศึกษาข้อมูลทุติยภูมิเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยและต่างประเทศ จากเอกสารวิชาการ งานวิจัย หนังสือ บทความ และข้อมูลที่เปิดเผยในเว็บไซต์ต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เข้าใจถึงทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์
2. เข้าใจถึงหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของต่างประเทศที่เป็นกรณีศึกษา ได้แก่ มาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา
3. เข้าใจถึงหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย
4. บทวิเคราะห์เปรียบเทียบหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยกับต่างประเทศ
5. บทสรุปและข้อเสนอแนะสำหรับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่เหมาะสมในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

โดยสรุป ในบทนี้ได้อธิบายถึงปัญหาที่เกิดขึ้นภายใต้หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย อันได้แก่ 1) กรณีที่ไม่มีการรับรองสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ทำให้เกิดความไม่ชัดเจนว่าองค์กรใดบ้างที่มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองและควรมีความรับผิดชอบตามกฎหมายอย่างไร 2) กรณีที่ไม่มีการส่งเสริมรูปแบบการกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ทำให้ไม่มีองค์กรกำกับดูแลตนเองอื่นช่วยแบ่งเบาภาระหน้าที่การกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์หากมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ในอนาคต และ 3) กรณีที่หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่สามารถคุ้มครองผู้มีส่วนได้เสียในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ได้อย่างเพียงพอ ก่อให้เกิดปัญหาต่าง ๆ ได้แก่ สร้างความไม่เป็นธรรมแก่ผู้มีส่วนได้เสียอื่นในตลาด ทำให้เกิดการรวมกลุ่มกันเพื่อกีดกันไม่ให้ผู้ประกอบการรายใหม่เข้ามาในตลาด ทำให้เกิดการขัดกันของผลประโยชน์ระหว่างสมาชิกและผู้ลงทุน

ทั้งนี้ในบทต่อไปจะกล่าวถึงทฤษฎีการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับประเด็นปัญหาข้างต้น

บทที่ 2

แนวคิดและทฤษฎีการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์

ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์เป็นส่วนหนึ่งของตลาดทุน หลายประเทศได้นำแนวทางการกำกับดูแลตนเองมาใช้ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ดังกล่าว เนื่องจากสามารถอาศัยความเชี่ยวชาญของเอกชนเข้ามาช่วยกำกับดูแลสมาชิกในธุรกิจหลักทรัพย์ที่มีความซับซ้อน และช่วยลดต้นทุนการกำกับดูแลของรัฐ²⁵ ดังนั้นการศึกษาถึงแนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับตลาดทุน การกำกับดูแลตนเอง การกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดทุน และบรรษัทภิบาลในตลาดทุน จึงมีความสำคัญ นอกจากนี้เนื่องจากอำนาจที่เอกชนนำมาใช้กำกับดูแลสมาชิกด้วยกันเองเป็นส่วนหนึ่งของอำนาจทางปกครองของรัฐที่เอกชนได้รับโดยกฎหมาย เอกชนจึงต้องใช้อำนาจดังกล่าวอย่างเหมาะสม การศึกษาถึงหลักความได้สัดส่วนจึงมีความสำคัญด้วยเช่นกัน

จากที่กล่าวถึงความเป็นมาและความสำคัญของปัญหาในบทที่แล้ว ประเด็นสำคัญที่ผู้เขียนมุ่งศึกษาเพื่อแก้ไขปัญหตามวิทยานิพนธ์นี้ ได้แก่

ประเด็นที่ 1 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ โดยพิจารณาว่าประเทศไทยควรปรับปรุงหลักเกณฑ์ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 อย่างไร เพื่อทำให้เกิดความชัดเจนว่าองค์กรใดบ้างที่มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองและควรมีความรับผิดชอบตามกฎหมายอย่างไร ซึ่งแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ทฤษฎีเกี่ยวกับตลาดทุน และทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเอง

ประเด็นที่ 2 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ โดยพิจารณาว่าประเทศไทยควรปรับปรุงหลักเกณฑ์ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 อย่างไร เพื่อส่งเสริมรูปแบบการกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์สำหรับช่วยแบ่งเบาภาระหน้าที่การกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์หากมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ในอนาคต แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเอง

ประเด็นที่ 3 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ โดยพิจารณาว่าประเทศไทยควรปรับปรุงหลักเกณฑ์ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และ

²⁵ John W. Carson, *op. cit.*, p. 15.

ตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 อย่างไรก็ตาม เพื่อให้เกิดการกำกับดูแลตนเองที่สามารถคุ้มครองผู้มีส่วนได้เสียในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ได้อย่างเหมาะสมและสามารถแก้ไขปัญหาที่สำคัญ ได้แก่ ปัญหาการสร้างความเป็นธรรมแก่ผู้มีส่วนได้เสียอื่นในตลาด ปัญหาการรวมกลุ่มกันเพื่อกีดกันไม่ให้ผู้ประกอบการรายใหม่เข้ามาในตลาด ปัญหาการขัดกันของผลประโยชน์ระหว่างสมาชิกและผู้ลงทุน เป็นต้น ซึ่งแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดทุน แนวคิดเกี่ยวกับบรรษัทภิบาลในตลาดทุน และแนวคิดเกี่ยวกับหลักความได้สัดส่วน

ในบทนี้จึงจะกล่าวถึงทฤษฎีเกี่ยวกับตลาดทุน ทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเอง แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดทุน แนวคิดเกี่ยวกับบรรษัทภิบาลในตลาดทุน และแนวคิดเกี่ยวกับหลักความได้สัดส่วน ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

2.1 ทฤษฎีเกี่ยวกับตลาดทุน

สำหรับการศึกษาทฤษฎีการกำกับดูแลตนเองที่เหมาะสมในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ก่อนอื่นต้องเข้าใจถึงลักษณะของตลาดทุนซึ่งมีความหมายครอบคลุมถึงตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ดังนั้นการศึกษาถึงทฤษฎีเกี่ยวกับตลาดทุนจึงมีความสำคัญ ตลาดทุนและตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ (ตลาดรอง) มีความหมายและลักษณะที่สำคัญดังนี้

2.1.1 ตลาดทุน

ตลาดทุน (Capital Market) หมายถึง ตลาดที่มีการซื้อขายสินทรัพย์ทางการเงินระยะยาว อันได้แก่ ตราสารทางการเงินที่มีอายุมากกว่า 1 ปี โดยมีวัตถุประสงค์ในการระดมทุนไปใช้ในโครงการต่าง ๆ ของผู้ออกตราสารในระยะปานกลางและระยะยาว ตัวอย่างของตราสารทางการเงินในตลาดทุน เช่น หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ ใบสำคัญแสดงสิทธิ พันธบัตร หุ้นกู้ เป็นต้น ทั้งนี้ตลาดทุนเป็นส่วนหนึ่งของตลาดการเงิน (Financial Market) ที่มีบทบาทในฐานะเป็นแหล่งที่ให้ผู้ขาดแคลนเงินทุนสร้างสินทรัพย์ทางการเงินออกขายเพื่อระดมเงินทุนจากผู้มีเงินทุน²⁶ สำหรับประเทศไทย การซื้อขายตราสารในตลาดทุนถูกกำกับดูแลโดยพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งนำมาใช้กำกับดูแลหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ เช่น ตั๋วเงินคลัง พันธบัตร ตั๋วเงิน หุ้น หุ้นกู้ เป็นต้น²⁷

²⁶ ธนาคารแห่งประเทศไทย, *โครงสร้างตลาดการเงิน*, ค้นวันที่ 20 กุมภาพันธ์ 2564 จาก <https://www.bot.or.th/Thai/FinancialMarkets/FinancialMarketDevelopment/ThaiFinancialMarketStructure/Pages/default.aspx>

²⁷ มาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

นอกเหนือจากการระดมทุนด้วยการออกหลักทรัพย์ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 แล้ว ปัจจุบันก็มีการซื้อขายสินทรัพย์ประเภทอื่นที่ไม่ใช่หลักทรัพย์ด้วย ตัวอย่างเช่น กรณีการซื้อขายอนุพันธ์ซึ่งไม่ใช่ตราสารทุนหรือตราสารหนี้ แต่มีลักษณะเป็นสัญญาซื้อขายสินทรัพย์อ้างอิงล่วงหน้า ประเทศไทยได้ตราพระราชบัญญัติสัญญาซื้อขายล่วงหน้า พ.ศ. 2546 เพื่อกำกับดูแลสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดังกล่าว กรณีการซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัล ได้แก่ คริปโทเคอร์เรนซี และโทเคนดิจิทัล ซึ่งสินทรัพย์ดิจิทัลดังกล่าวไม่มีลักษณะเป็นตราสารทุนหรือตราสารหนี้เช่นกัน ประเทศไทยได้ตราพระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561 เพื่อกำกับดูแลการซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัลดังกล่าว

ตลาดทุนอาจถูกแบ่งได้ตามลักษณะของการเคลื่อนย้ายเงินทุนด้วยการพิจารณาว่าเงินทุนที่ได้จากการขายหลักทรัพย์จะเข้าสู่มือของผู้ใด โดยแบ่งตลาดทุนออกเป็น ตลาดแรก และตลาดรอง ดังนี้²⁸

2.1.1.1 ตลาดแรก

ตลาดแรก (Primary Market) เป็นตลาดที่มีการซื้อขายสินทรัพย์ทางการเงินของกิจการออกใหม่ เพื่อเป็นการระดมเงินทุนจากผู้มีเงินทุนส่วนเกินมายังผู้ต้องการเงินทุนโดยตรงในตลาดการเงิน การซื้อสินทรัพย์ทางการเงินของผู้ลงทุนจะทำให้เงินทุนไหลจากผู้ลงทุนที่มีเงินทุนส่วนเกินไปยังกิจการของผู้ออกสินทรัพย์ทางการเงินที่ต้องการเงินทุนดังกล่าว ทำให้กิจการมีเงินทุนเพียงพอต่อความต้องการนำไปใช้ลงทุนในโครงการที่ได้วางแผนไว้ กระบวนการนี้อาจเกิดขึ้นได้ 2 รูปแบบ คือ การออกตราสารทางการเงินเพื่อเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไป (Public Offering: PO) และการออกตราสารทางการเงินเพื่อเสนอขายแก่ผู้ลงทุนรายใดรายหนึ่ง หรือกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งเป็นการเฉพาะเจาะจง (Private Placement: PP) เช่น สถาบันการเงิน กองทุน ผู้ลงทุนต่างประเทศ เป็นต้น

2.1.1.2 ตลาดรอง

ตลาดรอง (Secondary Market) เป็นตลาดที่ถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อให้ผู้ที่ครอบครองสินทรัพย์ทางการเงินสามารถนำสินทรัพย์ทางการเงินที่ซื้อจากตลาดแรก มาทำการซื้อขายแลกเปลี่ยนให้แก่ผู้อื่น โดยการซื้อขายเปลี่ยนมือในตลาดรองอาจกระทำขึ้นเพื่อเป็นการซื้อขายให้สอดคล้องกับความต้องการเงินทุนในช่วงเวลานั้น หรือเป็นการซื้อขายเพื่อทำกำไร ทั้งนี้การซื้อขายในตลาดรองนั้น กระแสเงินสดที่เกิดขึ้นไม่ได้มีการเคลื่อนย้ายเข้าสู่ธุรกิจผู้ออกตราสารเหมือนในตลาดแรก

วิทยานิพนธ์นี้ได้มุ่งเน้นการศึกษาถึงองค์การกำกับดูแลตนเองในตลาดรอง (Secondary Market) ที่มีการซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์เป็นสำคัญ ซึ่งตลาดรองที่มีการซื้อขายแลกเปลี่ยน

²⁸ ศุภชัย ศรีสุชาติ, ตลาดหุ้นในประเทศไทย, หน้า 8-9.

หลักทรัพย์ดังกล่าวอาจถูกแบ่งออกตามลักษณะการจัดตั้ง ได้แก่ ตลาดรองที่มีการจัดตั้งอย่างเป็นทางการ และตลาดรองที่ไม่ได้มีการจัดตั้งอย่างเป็นทางการ ดังจะกล่าวถึงในลำดับต่อไป

2.1.2 ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ (ตลาดรอง)

ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์หรือตลาดรอง สามารถแบ่งออกได้ตามลักษณะการจัดตั้ง ได้แก่ ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ และตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นทางการ ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

2.1.2.1 ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ

ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ คือ ตลาดรองที่มีการจัดตั้งอย่างเป็นทางการ (Organized Market) โดยตลาดดังกล่าวมีการจัดตั้งอย่างเป็นระบบ มีข้อบังคับ กฎเกณฑ์ในการซื้อขายสินทรัพย์ทางการเงิน หรือหลักทรัพย์ทางการเงินอย่างชัดเจน²⁹ เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) ตลาดหลักทรัพย์ Bursa Malaysia ของประเทศมาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์ Korean Exchange (KRX) ของประเทศเกาหลีใต้ ตลาดหลักทรัพย์ New York Stock Exchange (NYSE) ของประเทศสหรัฐอเมริกา เป็นต้น

โดยทั่วไปแล้ว ตลาดหลักทรัพย์มีหน้าที่สำคัญดังต่อไปนี้³⁰

- 1) กำกับดูแลสมาชิก อันได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์ โดยกำกับดูแลในประเด็นต่อไปนี้
 - (1) ความเป็นสมาชิก หรือการขึ้นทะเบียนสมาชิกหรือผู้ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์
 - (2) ใบอนุญาต หรือการขึ้นทะเบียนอาชีพที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์
 - (3) การกำกับดูแลการปฏิบัติงาน การควบคุม รวมถึงขั้นตอนและนโยบายการควบคุมภายในของธุรกิจหลักทรัพย์
 - (4) การกำกับดูแลเงินทุนของธุรกิจหลักทรัพย์ให้เพียงพอ (ข้อกำหนดเกี่ยวกับเงินทุนและกำไรสุทธิ)
 - (5) การตรวจสอบทางการเงินของธุรกิจหลักทรัพย์

²⁹ สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย, **ความรู้เกี่ยวกับตลาดการเงิน**, ค้นวันที่ 20 กุมภาพันธ์ 2564 จาก http://www.asco.or.th/uploads/upfiles/files/iba_knowledge_ed1.pdf

³⁰ John W. Carson, *op. cit.*, p. 60.

- หลักทรัพย์
- (6) ข้อกำหนดเกี่ยวกับสมุดทะเบียน บันทึกร และบัญชีของธุรกิจ
- ธุรกิจหลักทรัพย์
- (7) การดำเนินธุรกิจและกฎการกำกับดูแลการปฏิบัติงานขายของ
- (8) หน้าที่ต่อลูกค้าของธุรกิจหลักทรัพย์
- (9) การตรวจสอบการกำกับดูแลการปฏิบัติงานของธุรกิจหลักทรัพย์
- (10) การจัดการข้อร้องเรียนและการระงับข้อพิพาทในธุรกิจ
- หลักทรัพย์
- 2) กำกับดูแลตลาด โดยกำกับดูแลในประเด็นต่อไปนี้
- (1) คุณสมบัติเพื่อเข้าสู่ระบบซื้อขายโดยบริษัทและผู้ค้าหลักทรัพย์
- (2) กฎการปฏิบัติงานในตลาด (มาตรฐานจรรยาบรรณและความ
- ซื่อสัตย์ในตลาด)
- (3) กฎการซื้อขาย (การปฏิบัติการและระบบซื้อขาย)
- (4) กฎเกี่ยวกับการสร้างคุณภาพในตลาด (เช่น หน้าที่ของผู้ดูแล
- สภาพคล่องในตลาด)
- (5) การกำกับตลาด
- (6) การตรวจสอบตลาด
- 3) กำหนดกฎและมาตรฐานการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดย
- กำกับดูแลในประเด็นต่อไปนี้
- (1) มาตรฐานการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนใหม่
- (2) กฎการดำรงสถานะบริษัทจดทะเบียน
- (3) กฎการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน
- (4) กฎบรรษัทภิบาลของบริษัทจดทะเบียน
- (5) กฎการคุ้มครองผู้ถือหุ้น (สำหรับธุรกรรมที่ส่งผลกระทบต่อ
- สาธารณะหรือผู้ถือหุ้นรายย่อย)
- (6) ข้อกำหนดเกี่ยวกับการรายงานต่อตลาดหลักทรัพย์
- 4) บังคับใช้กฎของตลาดหลักทรัพย์ โดยกำกับดูแลในประเด็นต่อไปนี้
- (1) การตรวจสอบอย่างเป็นทางการ
- (2) อำนาจในสถานการณ์ฉุกเฉิน
- (3) กระบวนการทางระเบียบวินัย

ทั้งนี้ในกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่เป็นสำนักหักบัญชีด้วย ตลาดหลักทรัพย์ต้องมีกฎเกี่ยวกับการชำระหนี้และหักบัญชี ข้อกำหนดเกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยง และการระงับข้อพิพาท และการเยียวยาความเสียหาย

เนื่องจากโครงสร้างองค์กรของตลาดหลักทรัพย์ในหลายประเทศมักเปิดโอกาสให้สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ได้มีโอกาสเข้ามาเป็นกรรมการและใช้อำนาจกำกับดูแลสมาชิกอื่นด้วยตนเอง การกำกับดูแลภายใต้โครงสร้างองค์กรดังกล่าวของตลาดหลักทรัพย์จึงมีลักษณะเป็นการกำกับดูแลตนเอง ซึ่งการกำกับดูแลตนเองมีข้อดีในการใช้ความชำนาญและทรัพยากรของภาคธุรกิจสำหรับการกำกับดูแลตลาดและบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก รวมถึงลดภาระของหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ โดยหลายประเทศที่มีตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่และมีงบประมาณภาครัฐที่จำกัด ต่างก็ต้องการให้ตลาดหลักทรัพย์กำกับดูแลตนเองโดยคำนึงถึงประโยชน์สาธารณะ³¹

อย่างไรก็ตามการกำกับดูแลตนเองก็มีข้อเสีย คือ มักจะสร้างปัญหาการขัดกันของผลประโยชน์อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากหน้าที่ในการกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์มีขอบเขตที่ขยายเพิ่มขึ้นไปยังการกำกับดูแลสมาชิกของตนเอง นอกจากนี้เนื่องจากการกำกับดูแลต้องใช้เวลาและความเอาใจใส่ ตลาดหลักทรัพย์อาจจะลดความสนใจในการพัฒนาตลาดและธุรกิจหลักทรัพย์ซึ่งเป็นหน้าที่เบื้องต้นของตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นการกำกับดูแลตนเองจึงสร้างต้นทุนเพิ่มเติมให้แก่ตลาดหลักทรัพย์ซึ่งอาจลดทอนความสามารถในการแข่งขัน เว้นแต่ตลาดหลักทรัพย์จะขึ้นค่าธรรมเนียมเพื่อนำไปชดเชยต้นทุนที่เกิดขึ้นดังกล่าว

ภายใต้แนวทางที่พึ่งพาตลาดหลักทรัพย์ในฐานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่มีหน้าที่หลายอย่าง หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐจึงลดการควบคุมการดำเนินงานรายวันของตลาดและบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก ซึ่งบางครั้งหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐพยายามที่จะเพิ่มเติมการกำกับตลาดหลักทรัพย์ให้มากขึ้นเพื่อลดปัญหาการขัดกันของผลประโยชน์ที่เกิดจากการกำกับดูแลตนเอง ซึ่งอาจเป็นการเพิ่มต้นทุนในการกำกับดูแลของภาครัฐและนำไปสู่การกำกับดูแลที่ซ้ำซ้อนได้³²

2.1.2.2 ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นทางการ

ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นทางการ คือ ตลาดรองที่ไม่ได้มีการจัดตั้งอย่างเป็นทางการ (Over-The-Counter: OTC) โดยตลาดดังกล่าวไม่มีจัดตั้งอย่างเป็นทางการ การตกลงซื้อขายขึ้นอยู่กับเจรจาต่อรองระหว่างคู่สัญญา เช่น ตลาดตราสารหนี้สำหรับผู้ค้าตราสารหนี้

³¹ Ibid., p. 20.

³² Ibid., pp. 20-21.

(Dealers) ที่ทำการซื้อขายตราสารหนี้ในมูลค่ามาก ๆ สามารถโทรศัพท์ต่อรองกันเองได้ โดยไม่ต้องผ่านหน่วยงานใด³³

จากที่กล่าวมาข้างต้น สามารถสรุปได้ว่าตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์เป็นตลาดรองที่ประกอบด้วยตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการและไม่เป็นทางการ โดยตราสารที่มีการซื้อขายในตลาดดังกล่าวมีทั้งตราสารทุนและตราสารหนี้ที่มีอายุของตราสารมากกว่า 1 ปี ส่วนการกำกับดูแลตนเองจะถูกนำมาใช้ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์อย่างไร นั้น สามารถพิจารณาได้จากทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่กล่าวถึงต่อไป

2.2 ทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเอง

การศึกษาทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองมีความสำคัญต่อประเด็นปัญหาที่ว่าควรปรับปรุงหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์อย่างไร เพื่อให้เกิดความชัดเจนว่าองค์กรใดบ้างที่มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองและควรมีความรับผิดชอบตามกฎหมายอย่างไร รวมถึงควรส่งเสริมรูปแบบการกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์อย่างไร เพื่อช่วยแบ่งเบาภาระหน้าที่การกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์หากมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ในอนาคต สำหรับการศึกษาทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเอง จะพิจารณาถึงแนวคิดทั่วไปเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเอง และการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ซึ่งมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

2.2.1 การกำกับดูแลตนเอง

การกำกับดูแลตนเองเป็นรูปแบบการกำกับดูแลที่เปิดโอกาสให้สมาชิกของธุรกิจภายใต้กำกับได้ร่วมกันพัฒนากฎ ระเบียบ ข้อบังคับที่จะใช้กำกับการทำธุรกรรมในธุรกิจของตน รับฟังความเห็นในหมู่สมาชิกและผู้มีส่วนได้เสีย ประกาศใช้ และบังคับใช้เพื่อเป็นกรอบให้สมาชิกปฏิบัติงานด้วยความสุจริต ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายได้รับการปฏิบัติด้วยความเสมอภาค และระบบดำเนินไปได้ด้วยความเรียบร้อย การกำกับดูแลตนเองของสมาชิกของธุรกิจสามารถประหยัดทรัพยากรทั้งด้านเงินทุน

³³ สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย, ความรู้เกี่ยวกับตลาดการเงิน.

บุคลากร และเวลาของหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐลงไปได้มาก ทั้งยังส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลซึ่งเป็นประโยชน์อย่างแท้จริงแก่สมาชิกและผู้มีส่วนได้เสียของธุรกิจ³⁴

การศึกษาแนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองควรพิจารณาถึงความหมายของการกำกับดูแลตนเอง ความแตกต่างระหว่างการกำกับดูแลตนเองกับการกำกับดูแลประเภทอื่น ปัจจัยที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลตนเอง ส่วนประกอบที่ทำให้เกิดการกำกับดูแลตนเอง และประโยชน์ของการกำกับดูแลตนเอง ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

2.2.1.1 ความหมายของการกำกับดูแลตนเอง

เมื่อพิจารณาถึงความหมายของ “การกำกับดูแล” (Regulation) พบว่ามีความหมายโดยกว้าง คือ การกระทำอันเป็นการควบคุมบางสิ่งบางอย่าง³⁵ ส่วนความหมายโดยแคบนั้นขึ้นอยู่กับมุมมองของผู้ที่พิจารณา เช่น ในมุมมองของนักเศรษฐศาสตร์ การกำกับดูแล คือ ความพยายามของหน่วยงานรัฐในการนำทางเศรษฐกิจไปยังทิศทางที่ต้องการ ในมุมมองของนักสังคมวิทยา การกำกับดูแล คือ กลไกในการควบคุมสังคม ในมุมมองของนักนิติศาสตร์ การกำกับดูแล คือ การประกาศใช้กฎหมายต่าง ๆ พร้อมด้วยกลไกสำหรับการติดตามและทำให้ปฏิบัติตามกฎดังกล่าว เป็นต้น³⁶

จากความหมายที่หลากหลายข้างต้น อาจสรุปความหมายได้ว่า “การกำกับดูแล” หมายถึง การกระทำอันเป็นการควบคุม ซึ่งในทางกฎหมายนั้น คือ การประกาศใช้กฎหมายต่าง ๆ พร้อมด้วยกลไกสำหรับการติดตามและทำให้ปฏิบัติตามกฎดังกล่าว

แม้ว่าโดยทั่วไปการกำกับดูแลเป็นกลไกการควบคุมของรัฐโดยใช้อำนาจที่มีอยู่ตามกฎหมาย แต่รัฐเองก็อาจกำหนดให้เอกชนใช้อำนาจกำกับดูแลแทนรัฐในบางเรื่อง โดยเฉพาะเรื่องที่เกี่ยวข้องกับความเชี่ยวชาญมากกว่ารัฐ ซึ่งในอดีตที่ผ่านมาการให้อำนาจการกำกับดูแลของรัฐต่อเอกชนมักเกิดขึ้นในกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับวิชาชีพหรือธุรกิจการค้าที่ต้องอาศัยความเชี่ยวชาญ อันส่งผลให้เกิดรูปแบบของการกำกับดูแลตนเอง กล่าวคือ เอกชนซึ่งเป็นกลุ่มวิชาชีพหรือกลุ่มธุรกิจการค้าสามารถออกกฎเกณฑ์เพื่อควบคุมกิจกรรมของสมาชิกภายในกลุ่มของตนเองได้ อย่างไรก็ตามหากการใช้อำนาจดังกล่าวของเอกชนเป็นไปโดยขาดความชอบธรรม เช่น ไม่รับฟังเสียงส่วนใหญ่ของสมาชิกภายในกลุ่ม ก็อาจนำไปสู่การใช้อำนาจโดยมิชอบได้ ซึ่งการใช้อำนาจโดยมิชอบดังกล่าวอาจส่งผล

³⁴ อัญญา ชันธิวิทย์ และสุลักษณ์ ภัทรธรรมมาศ, บรรณาธิการ, **กลไกของตลาดการเงินในระบบเศรษฐกิจไทย**, พิมพ์ครั้งที่ 3 แก้ไขปรับปรุง (กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549), หน้า 505.

³⁵ ความหมายตาม Cambridge Dictionary

³⁶ Christel Koop and Martin Lodge, “What Is Regulation?: An Interdisciplinary Concept Analysis,” **Regulation & Governance** 11, 1 (2017): 95-108.

กระทบต่อบุคคลอื่นที่อยู่ภายนอกกลุ่มวิชาชีพหรือกลุ่มสมาคมการค้าดังกล่าว ดังนั้นภายใต้รูปแบบการกำกับดูแลตนเอง รัฐก็ยังคงคอยทำหน้าที่กำกับกับการกำกับดูแลตนเองของเอกชน

สำหรับความหมายของ “การกำกับดูแลตนเอง” (Self-regulation) นั้น มีผู้ให้ความเห็นที่หลากหลาย ตัวอย่างเช่น

Neil Gunningham and Joseph Rees เห็นว่า การกำกับดูแลตนเอง หมายถึง กระบวนการกำกับดูแลโดยองค์กรในระดับอุตสาหกรรม (ไม่ใช่ในระดับรัฐบาล หรือระดับบริษัท) ซึ่งเป็นผู้กำหนดกฎเกณฑ์หรือมาตรฐาน เช่น ประมวลหลักการปฏิบัติ ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินการของบริษัทในอุตสาหกรรมนั้น โดยการกำกับดูแลตนเองในระดับอุตสาหกรรมตามความหมายนี้ บริษัทต่าง ๆ ในอุตสาหกรรมต้องมีความร่วมมือกัน

Ian Bartle และ Peter Vass มีความเห็นว่า การกำกับดูแลตนเอง หมายถึง การกำกับดูแลองค์กรหรือกลุ่มองค์กร โดยที่องค์กรหรือกลุ่มองค์กรดังกล่าวเป็นผู้ควบคุมด้วยตนเอง ซึ่งกฎที่ใช้กำกับดูแลนั้นเกิดจากการกำหนดด้วยตนเอง (Self-specified) มีการติดตามตรวจสอบด้วยตนเอง (Self-monitored) รวมถึงมีการบังคับใช้กฎดังกล่าวด้วยตนเอง (Self-enforced) ทั้งนี้การกำกับดูแลตนเองโดยแท้ (Pure Self-regulation) จะเกิดขึ้นโดยไม่มีองค์กรภายนอกเข้ามาเกี่ยวข้องเลย ไม่ว่าจะเป็นหน่วยงานรัฐหรือผู้มีส่วนได้เสียอื่น ซึ่งแตกต่างกับการกำกับดูแลภายใต้การบังคับบัญชาโดยรัฐที่ต้องมีหน่วยงานรัฐเข้ามาเกี่ยวข้องเป็นสำคัญ นอกจากนี้ยังแตกต่างจากการกำกับดูแลร่วมกันที่เป็นการกำกับดูแลแบบผสมระหว่าง การบังคับบัญชาโดยรัฐและการกำกับดูแลตนเอง

Rebecca Ong ให้ความเห็นว่า การกำกับดูแลตนเอง หมายถึง การมอบอำนาจงานที่เป็นนโยบายสาธารณะไปยังผู้ประกอบการเอกชนที่รวมตัวกันเป็นสถาบันภายในตลาดหรืออุตสาหกรรม โดยวัตถุประสงค์สำคัญประการหนึ่งของการมอบอำนาจดังกล่าว คือ เพื่อให้เกิดการกำกับดูแลอุตสาหกรรมโดยผู้ประกอบการภายในอุตสาหกรรมนั้นเอง ทั้งนี้การกำกับดูแล (Regulation) ประกอบด้วยหน้าที่ 3 ประการ ได้แก่ 1) การออกกฎ (Legislation) หรือการกำหนดข้อบังคับ 2) การบังคับให้เป็นไปตามกฎ (Enforcement) หรือการดำเนินการต่อผู้ฝ่าฝืนกฎ และ 3) การวินิจฉัย (Adjudication) หรือการพิจารณาลงโทษ ในกรณีที่มีการฝ่าฝืนกฎ ดังนั้นการกำกับดูแลตนเองจึงเป็นกรณีที่ภาคธุรกิจหรืออุตสาหกรรมเป็นผู้ทำหน้าที่ทั้ง 3 ประการดังกล่าว³⁷

เมื่อพิจารณาความหมายข้างต้น อาจสรุปได้ว่า “การกำกับดูแลตนเอง” หมายถึง การที่สมาชิกในกลุ่มวิชาชีพหรือกลุ่มธุรกิจการค้ามีส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยกันเอง โดยอำนาจในการกำกับดูแลประกอบด้วย อำนาจในการออกกฎ การติดตามให้เป็นไปตามกฎ และ

³⁷ Rebecca Ong, **Mobile Communication and the Protection of Children** (Doctoral dissertation, University of Leiden, 2010), p. 241.

การบังคับใช้กฎหมาย ทั้งนี้รัฐยังคงมีอำนาจกำกับดูแลตนเองของกลุ่มวิชาชีพหรือกลุ่มธุรกิจการค้าดังกล่าว

2.2.1.2 ความแตกต่างระหว่างการกำกับดูแลตนเองกับการกำกับดูแลประเภทอื่น

Gunningham and Rees ให้ความเห็นว่า “การกำกับดูแล” สามารถแบ่งออกได้หลายประเภทโดยพิจารณาจากระดับของการเข้าไปควบคุมและบังคับบัญชาของรัฐบาล ได้แก่ การกำกับดูแลโดยรัฐ การกำกับดูแลร่วมกัน การกำกับดูแลตนเอง และไม่มีการกำกับดูแล³⁸ ซึ่งการกำกับดูแลแต่ละประเภทมีรายละเอียดรวมถึงข้อดีและข้อเสียที่แตกต่างกัน ดังต่อไปนี้

1) การกำกับดูแลโดยรัฐ (Statutory Regulation)

เป็นการกำกับดูแลโดยรัฐเป็นผู้ใช้อำนาจตามกฎหมายเพื่อควบคุมให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของการกำกับดูแล ที่มาของการออกกฎหมายมักจะเกิดจากเหตุผลหรือนโยบายทางการเมือง อย่างไรก็ตามกระบวนการในการออกกฎหมายมักจะมีขั้นตอนและใช้ระยะเวลาในการดำเนินการมาก กรณีที่ไม่ปฏิบัติตามกฎหมายก็จะมี การบังคับใช้บทลงโทษหรือมีการดำเนินคดีตามกฎหมาย³⁹ ซึ่งในกรณีนี้หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ (Regulator) จะเป็นผู้ทำหน้าที่ในการออกกฎหมายติดตามตรวจสอบการปฏิบัติตามกฎหมาย และบังคับใช้กฎหมายด้วยตนเอง ตัวอย่างหน่วยงานที่ใช้อำนาจกำกับดูแลของรัฐ เช่น Federal Communications Commission (FCC) เป็นหน่วยงานของรัฐที่ทำหน้าที่กำกับดูแลกิจการแพร่ภาพกระจายเสียงในสหรัฐอเมริกา เป็นต้น⁴⁰

ข้อดี

(1) หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐมีอำนาจในการบังคับใช้กฎระเบียบและลงโทษผู้ไม่ปฏิบัติตาม ซึ่งการลงโทษโดยรัฐมักจะมีผลบังคับมากพอที่จะโน้มน้าวให้เกิดการปฏิบัติตาม ด้วยเหตุนี้การกำกับดูแลโดยรัฐจึงเหมาะสมกับประเด็นเร่งด่วนที่จำเป็นต้องใช้การกำกับดูแลที่

³⁸ Neil Gunningham and Joseph Rees, “Industry Self-Regulation: An Institutional Perspective,” *Law & Policy* 19, 4 (October 1997): 366.

³⁹ สำนักงานคณะกรรมการกิจการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ, รายงานโครงการฝึกอบรมหลักสูตร “Broadcast Regulation” ระหว่างวันที่ 30 กันยายน-4 ตุลาคม 2556 (กรุงเทพมหานคร: สำนักงานคณะกรรมการกิจการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ, 2556), หน้า 2.

⁴⁰ Hans J. Kleinsteuber, “The Internet between Regulation and Governance,” In *The Media Freedom Internet Cookbook*, C. Moller and A. Amouroux (Vienna: OSCE, 2004), p. 62.

เข้มงวด หรือในกรณีที่การละเมิดกฎระเบียบโดยภาคเอกชนอาจส่งผลกระทบต่อสาธารณะอย่างรุนแรง

(2) กลไกการกำกับดูแลโดยรัฐถือเป็นระบบที่ได้รับการจัดตั้งขึ้นตามอำนาจของกฎหมาย ด้วยเหตุนี้จึงมักไม่ถูกตั้งคำถามในเรื่องที่มาของอำนาจ

(3) การกำกับดูแลโดยรัฐเป็นรูปแบบที่เหมาะสมในกรณีที่กฎระเบียบนั้นควรมีการบังคับใช้ในรูปแบบเดียวกันโดยไม่มีการเลือกปฏิบัติ เช่น การกำกับดูแลการแข่งขันทางการค้า เป็นต้น

ข้อเสีย

(1) การออกกฎระเบียบโดยหน่วยงานของรัฐใช้เวลานานและมีความยืดหยุ่นต่ำ โดยเฉพาะเมื่อมีข้อบังคับให้มีการศึกษาผลกระทบหรือการรับฟังความเห็นก่อนการตัดสินใจ ความล่าช้านี้อาจไม่สามารถตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีภายในอุตสาหกรรม ส่งผลให้เกิดการสูญเสียผลประโยชน์ที่น่าจะได้รับจากการปรับกฎระเบียบให้เข้ากับเทคโนโลยีใหม่ ๆ อย่างทันท่วงที

(2) การกำกับดูแลโดยรัฐเป็นกลไกซึ่งมีแนวโน้มที่จะขัดกับผลประโยชน์ของอุตสาหกรรมที่รัฐทำหน้าที่กำกับดูแล ส่งผลให้เกิดแรงต้านจากภาคอุตสาหกรรมมากกว่าความร่วมมือ

(3) รัฐไม่สามารถเติมเต็มช่องว่างความรู้ได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสังคมที่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วและความซับซ้อน ด้วยเหตุนี้รูปแบบในการกำกับดูแลโดยรัฐจึงไม่ควรมีลักษณะของรัฐที่รู้ดีทุกอย่าง แต่ควรมีลักษณะของรัฐที่สามารถจัดการและใช้ประโยชน์จากความรู้และประสบการณ์จากภาควิชาชีพได้อย่างเหมาะสม

(4) การกำกับดูแลโดยรัฐมีลักษณะการทำงานที่จัดการเป็นรายกรณีมากกว่าเปิดโอกาสให้เกิดกระบวนการแลกเปลี่ยนความคิดเห็นระหว่างผู้มีส่วนได้เสียที่หลากหลาย จึงไม่สามารถปรับให้เข้ากับการกำกับดูแลอุตสาหกรรมที่มีความซับซ้อนได้

(5) กระบวนการในการจัดทำและนำกฎระเบียบไปปฏิบัติโดยภาครัฐนั้น บ่อยครั้งที่มิตันทุนสูงเกินกว่าประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ เนื่องจากกฎเกณฑ์เหล่านี้มักมีลักษณะที่กว้างเกินไป⁴¹

⁴¹ สำนักงานคณะกรรมการกิจการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ, *เรื่องเดิม*, หน้า 3.

2) การกำกับดูแลร่วมกัน (Co-regulation)

เป็นกรณีที่ต้องคร่ำครวญกำกับดูแลและผู้ประกอบอาชีพมีส่วนร่วมในการกำกับดูแลด้วยกัน การกำกับดูแลรูปแบบนี้จะมีลักษณะของการประสานกันระหว่างการกำกับดูแลตนเองของผู้ประกอบอาชีพและการใช้อำนาจกำกับดูแลของหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ โดยจะเริ่มต้นจากผู้ประกอบอาชีพร่วมมือกับองค์กรกำกับดูแลดำเนินการกำหนดหลักเกณฑ์หรือกฎระเบียบต่าง ๆ ขึ้น หลักเกณฑ์หรือกฎระเบียบที่ออกมาจะมีสภาพบังคับทางกฎหมายที่ใช้บังคับกับผู้ประกอบอาชีพนั้น ๆ ซึ่งเป็นการบังคับใช้โดยองค์กรกำกับดูแล แม้ว่าผู้ประกอบอาชีพจะไม่ได้เป็นสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลนั้นก็ตาม ตัวอย่างองค์กรที่มีลักษณะกำกับดูแลร่วมกัน เช่น Advertising Standard Authority (ASA) ของสหราชอาณาจักร เป็นต้น⁴²

ข้อดี

(1) กลไกการกำกับดูแลร่วมกันเปิดโอกาสให้ผู้มีส่วนได้เสียเข้ามามีส่วนร่วมในการจัดการกับปัญหามากกว่าการกำกับดูแลโดยรัฐ การถ่ายโอนอำนาจบางส่วนให้ภาควิชาชีพกำกับดูแลกันเองทำให้ระบบสามารถตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีได้อย่างมีประสิทธิภาพและรอบด้าน

(2) ภาครัฐยังรักษาอำนาจสุดท้ายในการควบคุมให้กลไกดำเนินไปในทิศทางที่ตอบสนองต่อเป้าหมายเชิงนโยบาย ในบางกรณีภาครัฐมีอำนาจในการกำหนดแนวทางการจัดทำหลักปฏิบัติและเฝ้าตรวจสอบการทำงานขององค์กรวิชาชีพ โดยไม่ให้เป็นไปเพื่อประโยชน์ของภาควิชาชีพมากกว่าประโยชน์ต่อสังคม รวมถึงมีอำนาจลงโทษในกรณีที่กลไกการกำกับดูแลตนเองนั้นล้มเหลว ด้วยเหตุนี้การกำกับดูแลร่วมกันจึงเป็นการสร้างโครงสร้างสถาบันสองระดับ ได้แก่ การกำกับดูแลขั้นแรกโดยภาควิชาชีพ และการกำกับดูแลขั้นที่สองโดยรัฐ

(3) การกำกับดูแลร่วมกันเป็นกลไกที่มีความชอบธรรมและสร้างการยอมรับจากทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง เนื่องจากการแทรกแซงโดยรัฐที่มากเกินไปย่อมถูกต่อต้านจากผู้ประกอบการ การกำกับดูแลร่วมกันจึงเป็นการสร้างแรงจูงใจให้องค์กรวิชาชีพทำงานไปในทิศทางที่ช่วยสนับสนุนเป้าหมายสาธารณะ ในขณะเดียวกันการกำกับดูแลร่วมกันช่วยเพิ่มความชอบธรรมให้กับกลไกของภาคเอกชน นอกจากนี้กระบวนการตรวจสอบจากองค์กรภาครัฐหรือช่องทางกฎหมายอื่น ๆ ช่วยเพิ่มความโปร่งใสและการรับผิดชอบให้กับองค์กรวิชาชีพด้วย

ข้อเสีย

(1) โครงสร้างการกำกับดูแลสองระดับ ได้แก่ การกำกับดูแลขั้นแรกโดยภาควิชาชีพ และการกำกับดูแลขั้นที่สองโดยรัฐ ทำให้เกิดปัญหาความไม่คุ้มค่าของต้นทุน

⁴² เรื่องเดียวกัน, หน้า 2.

(2) อาจเกิดปัญหากรณีที่ผู้ประกอบอาชีพเห็นแก่ประโยชน์ส่วนตัวมากกว่าประโยชน์สาธารณะ ในกรณีที่รัฐเข้าไปมีส่วนร่วมในการควบคุมได้ไม่มาก⁴³

3) การกำกับดูแลตนเอง (Self-regulation)

การกำกับดูแลตนเองเป็นกรณีที่ผู้ประกอบอาชีพได้ร่วมกันกำหนดหลักเกณฑ์ขึ้น เช่น การกำหนดประมวลจริยธรรมสำหรับใช้เป็นแนวปฏิบัติต่าง ๆ การกำหนดโครงสร้างเกี่ยวกับรับเรื่องร้องเรียน เป็นต้น ทั้งนี้หลักเกณฑ์ที่กำหนดขึ้นเพื่อใช้กำกับดูแลตนเองนั้น บางกรณีอาจจะไม่มีสภาพบังคับทางกฎหมาย การปฏิบัติอยู่บนพื้นฐานความสมัครใจของสมาชิก แต่หากมีการละเมิดหลักเกณฑ์ที่กำหนดขึ้น องค์กรวิชาชีพนั้นสามารถบังคับใช้มาตรการลงโทษต่าง ๆ ได้⁴⁴ สำหรับกรณีที่การกำกับดูแลตนเองมีสภาพบังคับทางกฎหมาย รัฐจะมอบอำนาจให้เอกชนทำหน้าที่ในการออกกฎ ติดตามตรวจสอบการปฏิบัติตามกฎ และบังคับใช้กฎหมายแทนรัฐ โดยเอกชนที่ทำหน้าที่ดังกล่าวมีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง (Self-Regulatory Organization: SRO) ที่ประกอบด้วยสมาชิกในอุตสาหกรรมนั้น ๆ โดยสมาชิกในอุตสาหกรรมจะทำหน้าที่ออกกฎและบังคับใช้กฎเพื่อควบคุมสมาชิกด้วยกันเอง ส่วนรัฐจะทำหน้าที่ในการกำกับกับการดำเนินงานขององค์กรกำกับดูแลตนเองอีกชั้นหนึ่ง⁴⁵ ตัวอย่างองค์กรที่มีลักษณะกำกับดูแลตนเอง เช่น Internet Watch Foundation ของสหราชอาณาจักร เป็นองค์กรที่เกิดจากการรวมตัวกันของผู้ประกอบการอินเทอร์เน็ต โดยมีการจัดสายด่วนสำหรับรับเรื่องร้องเรียนเกี่ยวกับอาชญากรรมหรือเนื้อหาที่ไม่เหมาะสมที่เผยแพร่ผ่านอินเทอร์เน็ต เป็นต้น⁴⁶

ข้อดี

(1) กลไกที่ขับเคลื่อนโดยภาควิชาชีพมีแนวโน้มที่จะตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีและวัฒนธรรมได้เป็นอย่างดี เนื่องจากภาควิชาชีพมีความรู้และประสบการณ์ที่จะปรับเปลี่ยนสินค้าและบริการของตนให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุด

(2) กลไกการกำกับดูแลตนเองเป็นระบบที่ตั้งอยู่บนฐานของความสมัครใจในภาควิชาชีพ ดังนั้นหากสมาชิกสมัครใจปฏิบัติตามหลักที่กำหนดร่วมกัน ความรู้สึกต่อต้านจากภาควิชาชีพย่อมมีน้อยกว่ากรณีการกำกับดูแลโดยรัฐ

⁴³ เรื่องเดียวกัน, หน้า 4-5.

⁴⁴ เรื่องเดียวกัน, หน้า 2.

⁴⁵ Neil Gunningham and Joseph Rees, *op. cit.*, p. 399.

⁴⁶ สำนักงานคณะกรรมการกิจการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ, *เรื่องเดิม*, หน้า 2.

(3) การเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีทำให้เกิดการขยายตัวของอุตสาหกรรมบางประเภทมากเกินกว่าที่ภาครัฐจะมีทรัพยากรเพียงพอในการจัดการรูปแบบเดิม ด้วยเหตุนี้การกำกับดูแลตนเองซึ่งมุ่งเน้นการมีส่วนร่วมจากภาควิชาชีพจึงเป็นรูปแบบที่มีความเหมาะสม

ข้อเสีย

(1) บางกรณีกลไกการกำกับดูแลตั้งอยู่บนฐานของความสมัครใจโดยไม่มีอำนาจบังคับทางกฎหมาย ในกรณีดังกล่าวถือเป็นจุดด้อย เนื่องจากขาดอำนาจการบังคับใช้และการลงโทษเพื่อสร้างแรงจูงใจให้เกิดการปฏิบัติตาม

(2) สมาชิกบางรายอาจฉวยโอกาสใช้ประโยชน์จากชื่อเสียงของระบบการกำกับดูแลตนเองว่าตนเองมีความรับผิดชอบและโปร่งใสภายใต้กลไกการตรวจสอบตนเอง แต่กลับไม่ปฏิบัติตามจรรยาบรรณวิชาชีพ

(3) ระบบการกำกับดูแลตนเองอาจถูกมองว่าขาดความชอบธรรม เนื่องจากการจัดตั้งของหน่วยงานเอกชนเพื่อรักษาผลประโยชน์ของตนเองเท่านั้น ในบางกรณีผลประโยชน์ของสมาชิกที่เกิดขึ้นอาจไม่สอดคล้องกับผลประโยชน์ของสาธารณะ

(4) ในกรณีที่สมาชิกเพียงรายเดียวหรือน้อยรายมีอำนาจเหนือตลาดอยู่ในอุตสาหกรรมนั้น การกำกับดูแลตนเองจะมีประสิทธิภาพน้อย และอาจกลายเป็นเพียงการรวมตัวของกลุ่มผลประโยชน์ ที่ต้องการสร้างอุปสรรคในการเข้าตลาดของผู้ประกอบการรายใหม่ นอกจากนี้โครงสร้างของอุตสาหกรรมบางประเภทอาจจะไม่เอื้อให้เกิดความร่วมมือในการจัดตั้งองค์กรวิชาชีพ เช่น มีจำนวนผู้เล่นรายใหญ่หลายรายที่มีผลประโยชน์ขัดแย้งกันเอง เป็นต้น⁴⁷

4) ไม่มีการกำกับดูแล (No regulation)

เป็นกรณีที่ตลาดสามารถทำงานและให้ผลลัพธ์เชิงนโยบายได้ตามที่ต้องการ เช่น ผู้บริโภคไม่ถูกเอารัดเอาเปรียบเนื่องจากมีทางเลือกมาก ผู้บริโภคมีอำนาจในการตัดสินใจมากพอที่จะใช้ประโยชน์จากสินค้าและบริการนั้น ๆ และสามารถหลีกเลี่ยงภัยที่อาจเกิดขึ้นจากการบริโภคสินค้าและบริการได้ เป็นต้น ในกรณีดังกล่าวตลาดอาจจะต้องมีการกำกับดูแลก็ได้

ข้อดี

(1) กลไกที่ขับเคลื่อนโดยผู้ประกอบการในตลาดโดยรัฐไม่เข้าไปแทรกแซง อาจเหมาะสมกับตลาดที่ผู้บริโภคได้รับข้อมูลข่าวสารอย่างครบถ้วน และมีความรู้เพียงพอที่จะปกป้องตนเองจากการถูกเอารัดเอาเปรียบ

(2) การที่รัฐไม่เข้าไปแทรกแซงอาจทำให้ตลาดเติบโตได้รวดเร็ว

⁴⁷ เรื่องเดียวกัน, หน้า 4.

ข้อเสีย

- (1) ในกรณีที่ผู้บริโภคในตลาดได้รับข้อมูลไม่ครบถ้วน ผู้บริโภคอาจถูกเอารัดเอาเปรียบได้
- (2) อาจเกิดกรณีที่ผู้ประกอบการบางรายสามารถครอบงำตลาดได้ง่าย⁴⁸

2.2.1.3 ปัจจัยที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลตนเอง

การกำกับดูแลตนเองถือเป็นรูปแบบการกำกับดูแลประเภทหนึ่งที่ได้รับคามนิยามภายใต้แนวคิดที่รัฐต้องการให้เอกชนมีบทบาทสำคัญในการจัดการตลาดด้วยต้นทุนของเอกชนเอง ส่วนรัฐจะเข้าไปแทรกแซงเท่าที่จำเป็น⁴⁹ การกำกับดูแลตนเองอาจถูกพิจารณาว่าเกิดขึ้นเมื่อกลุ่มบริษัทหรือกลุ่มบุคคลใช้อำนาจควบคุมสถานะการเป็นสมาชิกและพฤติกรรมของสมาชิกภายในกลุ่มของตนเอง ทั้งนี้การกำกับดูแลตนเองอาจถูกนำมาใช้ในหลายธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลสมาชิก เช่น การโฆษณา การประกันภัย สื่อมวลชน เป็นต้น โดยการกำกับดูแลตนเองอาจมีได้หลายรูปแบบ ซึ่งความแตกต่างของแต่ละรูปแบบขึ้นอยู่กับปัจจัยที่เกี่ยวข้องดังต่อไปนี้

ปัจจัยที่ 1 ความเกี่ยวข้องกับภาครัฐในการกำกับดูแลตนเอง

สมาคมใดสมาคมหนึ่งอาจมีการกำกับดูแลตนเองในลักษณะที่เป็นภาคเอกชนอย่างแท้จริงเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ส่วนบุคคลเกี่ยวกับสถานะการเป็นสมาชิกของตนเอง หรืออาจจะดำเนินการเสมือนเป็นหน่วยงานราชการอันเนื่องมาจากการมอบหมายภารกิจด้านนโยบายสาธารณะให้แก่ภาคเอกชนที่เกี่ยวข้องหรือสถาบันต่าง ๆ⁵⁰ ซึ่งแท้จริงแล้วรูปแบบกิจกรรมทั้งลักษณะที่เป็นภาคเอกชนอย่างแท้จริงและลักษณะที่เสมือนเป็นหน่วยงานราชการอาจนำมารวมกันได้ นอกจากนี้ลำดับขั้นตอนของการกำกับดูแลตนเองอาจมีข้อจำกัดโดยภาครัฐหลายประการ เช่น กฎเกณฑ์ที่กำหนดตามกฎหมาย การควบคุมดูแลโดยหน่วยงานของรัฐ ระบบที่รัฐมนตรีเป็นผู้ให้ความเห็นชอบหรือร่างกฎเกณฑ์ กระบวนการสำหรับการบังคับใช้กฎหมายของรัฐตามกฎหมายในการกำกับดูแลตนเองหรือกลไกในการมีส่วนร่วมหรือความรับผิดชอบ เป็นต้น ทั้งนี้การกำกับดูแลตนเองนั้นอาจดู

⁴⁸ เรื่องเดียวกัน, หน้า 2.

⁴⁹ Anthony Ogus, "Rethinking Self-Regulation," *Oxford Journal of Legal Studies* 15, 1 (March 1995): 97.

⁵⁰ Cosmo Graham, "Self-Regulation," *Administrative Law and Government Action* (1994): 189-209.

เหมือนภาครัฐไม่มีส่วนเกี่ยวข้อง แต่ในความเป็นจริงแล้วระบบดังกล่าวอาจเป็นการตอบสนองต่อท่าทีของภาครัฐที่ว่าหากเอกชนไม่มีการดำเนินการใด ๆ รัฐก็จะมีการดำเนินการต่อไป⁵¹

ปัจจัยที่ 2 ระดับการมีบทบาทขององค์กรกำกับดูแลตนเอง

องค์กรกำกับดูแลตนเองอาจมีบทบาทที่สมบูรณ์ซึ่งรวมถึงการออกกฎเกณฑ์ การบังคับใช้กฎเกณฑ์ และการตรวจสอบกระบวนการกำกับดูแลทั้งหมด อย่างไรก็ตามการกำกับดูแลตนเองอาจถูกจำกัดให้มีการดำเนินงานเพียงบางอย่างก็ได้ เช่น องค์กรกำกับดูแลตนเองเป็นผู้ร่างกฎเกณฑ์ แต่การตรวจสอบและการบังคับใช้เป็นหน้าที่ของรัฐ เป็นต้น ดังนั้นการกำกับดูแลตนเองจึงอาจเป็นเพียงองค์ประกอบหนึ่งในระบบการกำกับดูแลทั้งหมด

ปัจจัยที่ 3 ระดับของอำนาจบังคับตามกฎหมายของกฎเกณฑ์การกำกับดูแลตนเอง

การกำกับดูแลตนเองอาจมีการดำเนินการในลักษณะที่ไม่เป็นทางการ ไม่มีผลผูกพัน เป็นเรื่องของความสมัครใจ หรืออาจเกี่ยวข้องกับกฎเกณฑ์ที่มีอำนาจตามกฎหมายอย่างเต็มที่ ซึ่งสามารถใช้บังคับในศาลได้

ปัจจัยที่ 4 ความครอบคลุมในภาคอุตสาหกรรมของการกำกับดูแลตนเอง

การกำกับดูแลตนเองอาจใช้บังคับกับทุกคนที่มีส่วนร่วมในกิจกรรมใด ๆ ที่เกิดจากการคัดเลือกหรือการอนุญาตให้เข้าตลาด หรืออาจจะใช้บังคับกับสมาชิกที่เข้าร่วมสมาคมที่เกี่ยวข้องโดยสมัครใจเท่านั้นก็ได้

2.2.1.4 ส่วนประกอบที่ทำให้เกิดการกำกับดูแลตนเอง

การเกิดขึ้นของการกำกับดูแลตนเองอาจอยู่ที่การพิจารณาถึงความเชี่ยวชาญและประสิทธิภาพ โดยการกำกับดูแลตนเองมักจะให้ความสำคัญกับอำนาจหน้าที่ ความรับผิดชอบ และความเป็นธรรมของกระบวนการ ซึ่งมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

1) ความเชี่ยวชาญ (Expertise)

ความเชี่ยวชาญเป็นส่วนประกอบหนึ่งที่สนับสนุนให้เกิดการกำกับดูแลตนเอง ได้แก่ กรณีที่องค์กรกำกับดูแลตนเองสามารถออกคำสั่งให้มีระดับของความเชี่ยวชาญและความรู้ทางเทคนิคที่เกี่ยวข้องในระดับที่สูงกว่าที่เป็นไปได้ในการกำกับดูแลที่เป็นอิสระ เช่น ผู้ปฏิบัติงานในธุรกิจบริการทางการเงินจะมีความรู้เกี่ยวกับภาคธุรกิจของตนเองมากกว่าผู้ที่เป็นข้าราชการพลเรือน อย่างไรก็ตามอาจมีข้อโต้แย้งได้ว่าหน่วยงานที่เป็นอิสระจากวิชาชีพหรือสถานะความเป็นสมาชิกสามารถซื้อความเชี่ยวชาญและความรู้เข้ามาได้ ทั้งนี้ผู้สนับสนุนระบบการกำกับดูแลตนเองก็อาจโต้แย้งได้เช่นกันว่าความเชื่อมโยงหรือใกล้ชิดกับวิชาชีพหรือสถานะความเป็นสมาชิกเป็น

⁵¹ Black Julia, “Constitutionalising Self-Regulation,” *Modern Law Review* 59, 1 (January 1996): 24.

สิ่งที่ทำให้ความเชี่ยวชาญนั้นสมบูรณ์และข้อมูลมีความทันสมัย ซึ่งหากหน่วยงานกำกับดูแลมีความเป็นอิสระจากกลุ่มที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลอย่างสมบูรณ์อาจจะไม่สามารถรักษาความเชื่อมโยงดังกล่าวไว้ได้

นอกจากนี้องค์กรกำกับดูแลตนเองยังมีความเข้าใจเป็นอย่างดีว่าข้อผูกพันในการกำกับดูแลที่มีความสมเหตุสมผล ทำให้องค์กรกำกับดูแลตนเองสามารถกำหนดความต้องการที่บริษัทหรือบุคคลที่ได้รับผลกระทบสามารถยอมรับได้ ซึ่งทำให้การปฏิบัติตามกฎเกณฑ์เป็นไปด้วยความสมัครใจมากกว่ากรณีที่ใช้การควบคุมจากภายนอก ทั้งนี้หากมีการตัดสินใจที่ผิดพลาดเกี่ยวกับระดับของการยอมรับ อาจทำให้มีการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ด้วยความสมัครใจน้อยลงและมีการควบคุมที่ไม่มีประสิทธิภาพ⁵²

2) ประสิทธิภาพ (Efficiency)

การกำกับดูแลตนเองสามารถสร้างการควบคุมที่มีประสิทธิภาพ เนื่องจากองค์กรกำกับดูแลตนเองสามารถเข้าถึงผู้ที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลได้โดยง่าย ทำให้มีต้นทุนต่ำในการได้มาซึ่งข้อมูลที่จำเป็นต่อการกำหนดและพัฒนามาตรฐาน นอกจากนี้องค์กรกำกับดูแลตนเองยังมีต้นทุนต่ำในการตรวจสอบและการบังคับใช้กฎหมาย รวมถึงสามารถปรับระบบการกำกับดูแลตนเองให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงในอุตสาหกรรมด้วยความยืดหยุ่นและราบรื่น เนื่องจากองค์กรกำกับดูแลตนเองมีการดำเนินงานที่ไม่เป็นทางการ และได้รับความเชื่อถือจากกลุ่มที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแล

ทั้งนี้อาจกล่าวได้ว่าลักษณะที่ไม่เป็นทางการของระบบการกำกับดูแลตนเองโดยสมัครใจนั้นทำให้มีการแก้ไขได้ดีกว่าระบบที่เป็นทางการ นอกจากนี้ในกรณีของการกำกับดูแลตนเอง หากมีค่าใช้จ่ายเกิดขึ้น ค่าใช้จ่ายดังกล่าวมักจะเป็นภาระของผู้ที่เกี่ยวข้องกับกิจกรรมที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแล ซึ่งตรงกันข้ามกับค่าใช้จ่ายในการกำกับดูแลของรัฐที่โดยปกติแล้วผู้เสียภาษีจะเป็นผู้รับภาระค่าใช้จ่าย

อย่างไรก็ตาม แม้ว่าเหตุผลเรื่องประสิทธิภาพจะสนับสนุนการกำกับดูแลตนเอง แต่ต้นทุนของภาครัฐในการให้ความเห็นชอบกฎเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองก็ยังคงมีอยู่ และกฎเกณฑ์ที่กำหนดโดยองค์กรกำกับดูแลตนเองนั้น อาจไม่สามารถหลีกเลี่ยงปัญหาที่เกิดจากกฎเกณฑ์ของระบบการบังคับบัญชาได้ เช่น ปัญหาที่เกิดจากการกำหนดมาตรฐาน ปัญหาที่เกิดจากการบังคับใช้กฎหมาย เป็นต้น นอกจากนี้ในกรณีที่ระบบการกำกับดูแลตนเองมีลักษณะของความสมัครใจก็อาจทำให้บางคนที่อยู่ในภาคธุรกิจไม่ได้เข้าร่วมกับระบบดังกล่าว ทั้งนี้โดยส่วนใหญ่แล้วจะขึ้นอยู่กับ

⁵² Wolfgang Streeck and Philippe C. Schmitter, **Private Interest Government: Beyond Market and State** (London: Sage, 1985), p. 22.

สิ่งจูงใจของการเข้าร่วมระบบการกำกับดูแลตนเอง ซึ่งอาจรวมถึงเรื่องคุณสมบัติ ใบรับรอง เครื่องหมายแสดงคุณภาพ เป็นต้น รวมถึงอาจมีการกีดกันผู้ที่ไม่ได้เป็นสมาชิก เช่น สมาคมการค้า หรือการรวมตัวทางธุรกิจ (Cartel) ในกรณีที่องค์กรกำกับดูแลตนเองยังไม่มีจำนวนสมาชิกมากนัก และอาจมีการคุ้มครองประโยชน์สาธารณะที่ไม่เหมาะสม เนื่องจากระบบเน้นการกำกับดูแลสมาชิก เพื่อประโยชน์ทางการค้าหรืออุตสาหกรรมเป็นสำคัญ แต่ไม่เน้นการกำกับดูแลเพื่อประโยชน์สาธารณะ⁵³

3) อำนาจหน้าที่ (Mandate)

การเกิดขึ้นขององค์กรกำกับดูแลตนเองช่วยทำให้เกิดผลลัพธ์ตามที่กฎหมายกำหนด และสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของกฎหมาย อย่างไรก็ตามในกรณีที่มีการดำเนินงานตามวัตถุประสงค์ที่กำหนดไว้ในกฎหมาย บางคนอาจเห็นว่าการกำกับดูแลตนเองมีโอกาสสร้างปัญหา เนื่องจากการดำเนินงานดังกล่าวอาจถูกกลบฝังไปเพื่อวัตถุประสงค์ส่วนตัว เมื่อมีการดำเนินงานและประยุกต์ใช้งานโดยองค์กรภาคเอกชนที่มุ่งเน้นความรับผิดชอบต่อสมาชิกของตนเอง⁵⁴ ซึ่งกรณีดังกล่าวองค์กรกำกับดูแลตนเองมักจะมีประวัติไม่ค่อยดีนักในการคุ้มครองประโยชน์สาธารณะ ทั้งนี้ ผลการศึกษาจำนวนมากได้แสดงให้เห็นถึงแนวโน้มขององค์กรกำกับดูแลที่มีการดำเนินงานในลักษณะกีดกันการแข่งขันในเรื่องข้อกำหนดและอัตราค่าบริการในการเข้าถึง ซึ่งเป็นไปเพื่อผลประโยชน์ของสมาชิกมากกว่าผลประโยชน์สาธารณะ⁵⁵

4) ความรับผิดชอบ (Accountability)

ระบบการกำกับดูแลตนเองอาจถูกมองว่าสามารถนำไปใช้เพื่อสร้างอำนาจให้แก่สมาชิกของกลุ่มที่ไม่มีความรับผิดชอบ⁵⁶ อย่างไรก็ตามองค์กรกำกับดูแลตนเองก็อาจถูกควบคุมหรือกำกับจากผู้ที่ไม่เป็นสมาชิกได้หลายแนวทาง โดยเฉพาะการถูกกำกับจากหน่วยงานของรัฐในเรื่องต่าง ๆ เช่น การดำเนินงานต้องเป็นไปตามบทบัญญัติและวัตถุประสงค์ของกฎหมาย กฎเกณฑ์ที่ถูกยกร่างต้องได้รับความเห็นชอบโดยหน่วยงานของรัฐ ต้องจัดให้มีกลไกในการรับข้อร้องเรียนและการร้องทุกข์ เป็นต้น

⁵³ Cosmo Graham, *op. cit.*, pp. 189-209.

⁵⁴ Anthony Ogus, *op. cit.*, p. 97.

⁵⁵ Simon Domberger and Avrom Sherr, “The Impact of Competition on Pricing and Quality of Legal Services,” *International Review of Law and Economics*, 9, 1 (June 1989): 41-56.

⁵⁶ Anthony Ogus, *op. cit.*, p. 97.

ภายใต้การกำกับดังกล่าว การกำกับดูแลโดยปราศจากความรับผิดชอบจึงอาจไม่ได้เกิดขึ้นกับระบบการกำกับดูแลตนเองเสมอไป อย่างไรก็ตามสาธารณชนมักจะไม่ค่อยเชื่อถือองค์กรกำกับดูแลตนเองหรือไม่เห็นว่าการกำกับดูแลตนเองเป็นผู้มีอำนาจตามกฎหมาย หากองค์กรกำกับดูแลตนเองนั้นสามารถหลีกเลี่ยงการควบคุมหรือกำกับจากภายนอกได้ หรือองค์กรกำกับดูแลตนเองนั้นมีความรับผิดชอบต่อสมาชิกของตนเองมากกว่าสาธารณชนหรือผู้ที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินกิจกรรมของตนเอง ทั้งนี้ปัญหามีสำคัญในการกำหนดระดับและรูปแบบที่เหมาะสมเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อองค์กรกำกับดูแลตนเอง อยู่ที่ว่าตัดสินใจว่าการกำกับดูแลตนเองที่พิจารณานั้นเป็นเรื่องของการควบคุมโดยภาคเอกชนที่เกี่ยวข้องกับการระงับข้อพิพาทระหว่างสมาชิก หรือเป็นเรื่องของภาครัฐในกรณีที่มีผลกระทบต่อประโยชน์สาธารณะ⁵⁷

5) ความเป็นธรรมของกระบวนการ (Fairness of Procedures)

ระบบการกำกับดูแลตนเองมักจะถูกวิจารณ์ในเรื่องความไม่เป็นธรรม ตราบใดที่ยังมีผู้ที่ไม่ได้เป็นสมาชิกได้รับผลกระทบจากการตัดสินใจในการกำกับดูแลที่เลือกปฏิบัติเพื่อพวกพ้องของตนเอง จากประสบการณ์ที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองมีประวัติการรับฟังความเห็นจากผู้ที่มีผลประโยชน์ในการดำเนินงานในระบบของพวกเขา รวมถึงบุคคลที่สามยังอาจถูกกีดกันจากการเจรจาต่อรอง เพื่อกำหนดระบบและวัตถุประสงค์ของการกำกับดูแลตนเองตั้งแต่นั้นมา ทั้งนี้องค์กรกำกับดูแลตนเองโดยทั่วไปไม่มีหน้าที่ตามกฎหมายในการรับฟังความเห็นจากผู้ที่ไม่ใช่สมาชิกก่อนที่จะทำการตัดสินใจหรือกำหนดนโยบาย รวมทั้งไม่มีหน้าที่ในการแสดงผลสำหรับการดำเนินงานหรือการตัดสินใจของตน⁵⁸

2.2.1.5 ประโยชน์ของการกำกับดูแลตนเอง

การกำกับดูแลตนเองมีประโยชน์อย่างมาก เมื่อพิจารณาในแง่ของนโยบายสาธารณะ การกำกับดูแลตนเองทำให้เกิดการลดต้นทุนในการดำเนินการให้เป็นไปตามกฎหมายของรัฐ (Implementation) และการปฏิบัติตามกฎหมายของรัฐ (Compliance) และเมื่อพิจารณาในแง่มุมมองของรัฐ การกำกับดูแลตนเองก็ถูกผลักดันให้เป็นต้นทุนของภาคอุตสาหกรรม แทนที่จะเป็นต้นทุนของภาครัฐ โดยในกรณีที่ภาคอุตสาหกรรมเป็นผู้จัดทำกฎและมาตรฐานเอง กฎดังกล่าวถูกจัดทำโดยผู้เชี่ยวชาญเชิงเทคนิคในอุตสาหกรรมนั้น ทำให้อุตสาหกรรมพัฒนาการบังคับใช้กฎหมายง่ายขึ้น เพราะภาคอุตสาหกรรมเป็นผู้ออกแบบกฎเองและเกิดความผูกพันกับกฎดังกล่าว

⁵⁷ Robert Baldwin, Martin E. Cave and Kate Malleson, “Regulating Legal Services: Time for the Big Bang?,” *The Modern Law Review* 67, 5 (September 2004): 787.

⁵⁸ Cosmo Graham, *op. cit.*, pp. 189-209.

การกำกับดูแลตนเองส่งเสริมให้เกิดความเป็นมิตรและความร่วมมือกับผู้ถูกกำกับดูแล ขณะที่การกำกับดูแลโดยรัฐบาลแบบบังคับบัญชาอย่างเข้มงวดไม่มีลักษณะดังกล่าว นอกจากนี้การกำกับดูแลตนเองยังมีประโยชน์ในการหลีกเลี่ยงการแทรกแซงของรัฐโดยเฉพาะในอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับสิทธิขั้นพื้นฐาน เช่น เสรีภาพในการพูดและรับรู้ข้อมูลข่าวสาร เป็นต้น และช่วยเสนอมาตรฐานของความรับผิดชอบทางสังคม การตรวจสอบ และการคุ้มครองผู้บริโภค รวมถึงมีประโยชน์ในการนำมาใช้ก่อนการกำกับดูแลโดยรัฐอย่างเต็มรูปแบบ โดยเฉพาะในอุตสาหกรรมเทคโนโลยีหรือสื่อสมัยใหม่ที่รัฐยังไม่คุ้นเคย⁵⁹

อย่างไรก็ตาม การพิจารณาว่าควรนำรูปแบบการกำกับดูแลตนเองมาใช้ในอุตสาหกรรมใดนั้น ควรพิจารณาถึงปัจจัยอื่นประกอบด้วย ได้แก่ ความเสี่ยงในการกำกับดูแลที่ล้มเหลวในแง่ของการบังคับใช้กฎหมาย ต้นทุนในการบังคับใช้กฎหมายที่ไม่มีประสิทธิภาพ สภาพแวดล้อมในการพัฒนาเทคโนโลยีใหม่อย่างรวดเร็ว ระดับของความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสียฝ่ายต่าง ๆ และความสำคัญของการปรึกษาผู้มีส่วนเสียและการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนเสีย

ทั้งนี้เมื่อพิจารณาโดยภาพรวม จะเห็นได้ว่าแนวทางที่รัฐมอบอำนาจให้เอกชนทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองย่อมทำให้การกำกับดูแลตลาดทุนเกิดประสิทธิภาพ (Efficiency) ทั้งในแง่ของการลดต้นทุนในการกำกับดูแลของรัฐ และในแง่ของความเชี่ยวชาญที่เอกชนสามารถกำกับดูแลได้สอดคล้องกับตลาดทุนที่มีความซับซ้อนและเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา อย่างไรก็ตามการกำกับดูแลที่เหมาะสมต้องคำนึงถึงเสถียรภาพ (Stability) ของตลาดทุนด้วย ทั้งนี้ตลาดทุนที่มีเสถียรภาพต้องสามารถรองรับวิกฤตได้⁶⁰ รวมถึงตอบสนองวัตถุประสงค์ของรัฐในการคุ้มครองประโยชน์สาธารณะ (Public Interest) และคุ้มครองประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลตนเอง ดังนั้นการกำกับดูแลตนเองจึงควรมีกลไกที่สร้างความเป็นธรรมระหว่างสมาชิก (Fairness) มีความโปร่งใส (Transparency) และส่งเสริมการแข่งขันทางการค้าที่เป็นธรรม (Fair Competition)⁶¹

จากการศึกษาทฤษฎีการกำกับดูแลตนเองข้างต้น สามารถสรุปได้ว่าการกำกับดูแลตนเองเป็นกรณีที่เหมาะสมในกลุ่มวิชาชีพหรือกลุ่มธุรกิจการค้ามีส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยกันเอง โดยอำนาจในการกำกับดูแลดังกล่าวประกอบด้วยอำนาจในการออกกฎ การติดตามให้เป็นไปตามกฎ

⁵⁹ Rebecca Ong, *op. cit.*, pp. 247-249.

⁶⁰ International Monetary Fund, **Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability**, IMF Working Papers no. 101 (Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2004), p. 1.

⁶¹ John W. Carson, *op. cit.*, p. 10.

และการบังคับใช้กฎ ในขณะที่รัฐยังคงมีอำนาจกำกับกิจกรรมการกำกับดูแลของกลุ่มวิชาชีพหรือกลุ่มธุรกิจการค้าดังกล่าว การกำกับดูแลตนเองมีองค์ประกอบที่สำคัญ ได้แก่ ความเชี่ยวชาญ ประสิทธิภาพ อำนาจหน้าที่ ความรับผิดชอบ และความเป็นธรรมของกระบวนการ ทั้งนี้แม้ว่าการกำกับดูแลตนเองจะมีข้อดีที่ทำให้กลุ่มวิชาชีพหรือกลุ่มธุรกิจการค้าสามารถกำหนดหลักเกณฑ์ที่ตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีและวัฒนธรรมได้เป็นอย่างดี แต่ก็มีข้อเสียที่อาจทำให้เกิดกรณีการดำเนินงานของเอกชนคำนึงถึงผลประโยชน์ของสมาชิกจนขัดกับประโยชน์ของสาธารณะ อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาในมุมมองของรัฐ การกำกับดูแลตนเองมีประโยชน์อย่างมากในการลดต้นทุนการดำเนินการให้เป็นไปตามกฎหมายของรัฐ เนื่องจากเป็นการผลักดันทุนการกำกับดูแลให้เป็นภาระของเอกชน ดังนั้นการกำกับดูแลตนเองจึงถูกนำมาใช้ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ด้วย ซึ่งเป็นประเด็นที่จะศึกษาต่อไป

2.2.2 การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์

การกำกับดูแลตนเองเป็นรูปแบบการกำกับดูแลประเภทหนึ่งที่ถูกนำมาใช้กับตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ เนื่องจากมีประโยชน์ในการลดต้นทุนการกำกับดูแลของรัฐด้วยการผลักดันทุนการกำกับดูแลให้เป็นภาระของเอกชน สำหรับประเด็นที่ศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ได้แก่ องค์ประกอบของการกำกับดูแลตนเอง องค์การกำกับดูแลตนเอง ที่มาของสถานะองค์การกำกับดูแลตนเอง และรูปแบบของการกำกับดูแลตนเอง ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

2.2.2.1 องค์ประกอบของการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์

จากการพิจารณาความหมายของการกำกับดูแลตนเอง ซึ่งสามารถสรุปได้ว่า “การกำกับดูแลตนเอง” หมายถึง การที่สมาชิกในกลุ่มวิชาชีพหรือกลุ่มธุรกิจการค้ามีส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยตนเอง โดยอำนาจในการกำกับดูแลประกอบด้วย อำนาจในการออกกฎ การติดตามให้เป็นไปตามกฎ และการบังคับใช้กฎ ทั้งนี้รัฐยังคงมีอำนาจกำกับกิจกรรมการกำกับดูแลตนเองของกลุ่มวิชาชีพหรือกลุ่มธุรกิจการค้าดังกล่าว ซึ่งความหมายดังกล่าวมีความใกล้เคียงกับความหมายของ “การกำกับดูแลตนเองในตลาดทุน” ตามความเห็นขององค์การคณะกรรมการหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (International Organization of Securities Commissions: IOSCO) ที่ให้ความหมายว่า “การกำกับดูแลตนเองในตลาดทุน” เป็นกรณีที่สมาชิกในตลาดทุนมีส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยตนเอง โดยรัฐยังคงมีอำนาจกำกับกับการกำกับดูแลสมาชิกในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ดังกล่าว ทั้งนี้อำนาจการกำกับดูแลสมาชิกโดยสมาชิกอาจถูกจำกัดได้ ภายใต้การเข้าไปมีส่วนร่วมในการกำกับดูแลโดยรัฐ

ดังนั้น เมื่อพิจารณาจากความหมายข้างต้น ผู้เขียนจึงเห็นว่า “การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์” ควรมีองค์ประกอบดังต่อไปนี้

1) สมาชิกขององค์กรในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์มีส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยกันเอง โดยสมาชิกขององค์กรดังกล่าวสามารถส่งตัวแทนของสมาชิกเข้ามาเป็นส่วนหนึ่งของกรรมการบริหารองค์กรได้

2) อำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกของตนเอง ประกอบด้วย อำนาจ 3 ประการ ดังต่อไปนี้

(1) การออกกฎ (Rulemaking) เป็นอำนาจในการจัดตั้งกฎหรือหลักเกณฑ์สำหรับควบคุมพฤติกรรมของบริษัทสมาชิกและบุคคลอื่น ๆ ที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแล

(2) การติดตามตรวจสอบ (Monitoring) เป็นอำนาจในการควบคุมสมาชิกและตลาด เพื่อติดตามตรวจสอบให้เป็นไปตามกฎ

(3) การบังคับใช้กฎ (Enforcing) เป็นการบังคับให้ปฏิบัติตามกฎโดยตรวจสอบการฝ่าฝืนและลงโทษ (Discipline) บุคคลหรือองค์กรที่ฝ่าฝืนกฎ

3) การกำกับดูแลตนเองถูกกำกับ (Overseeing) อีกทอดหนึ่งโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ โดยการกำกับดังกล่าวมีกระบวนการและวัตถุประสงค์ดังต่อไปนี้⁶²

ตารางที่ 2.1 วัตถุประสงค์ของกระบวนการกำกับ⁶³

กระบวนการกำกับ	วัตถุประสงค์
มาตรฐานบรรษัทภิบาลและการทบทวน	(1) เพื่อให้แน่ใจว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองมีมาตรฐานบรรษัทภิบาลที่ดี (2) เพื่อให้แน่ใจว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองตอบสนองต่อผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมดรวมถึงหน้าที่ในการรักษาประโยชน์สาธารณะ

⁶² Ibid., p. 73.

⁶³ Ibid., p. 73.

กระบวนการกำกับ	วัตถุประสงค์
การทบทวนและอนุมัติกฎ	(1) เพื่อให้แน่ใจว่ามีการปฏิบัติตามกฎและสอดคล้องกับกฎหมายและเงื่อนไขของใบอนุญาต (2) เพื่อให้แน่ใจว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองปฏิบัติงานได้สอดคล้องกับหน้าที่และวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลภายใต้หลักเกณฑ์การกำกับดูแล (3) เพื่อให้แน่ใจว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองสร้างคุณประโยชน์และความสมดุลให้กับประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย (4) เพื่อให้แน่ใจว่ากฎระเบียบข้อบังคับขององค์กรกำกับดูแลตนเองมีความสอดคล้องกับประโยชน์สาธารณะ
การติดตามการรายงานขององค์กรกำกับดูแลตนเอง	(1) เพื่อให้ทราบถึงสถานะขององค์กรกำกับดูแลตนเอง ทั้งทางด้านแผนงาน กิจกรรม สถานะการเงิน รวมถึงประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลในปัจจุบัน (2) เพื่อกำกับและให้คำปรึกษา (3) เพื่อช่วยเหลือการประสานงานกิจกรรมต่าง ๆ ขององค์กรกำกับดูแลตนเอง
การประเมินตนเองขององค์กรกำกับดูแลตนเองเกี่ยวกับผลงานและการดำเนินงาน	(1) เพื่อให้แน่ใจว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองมีการบริหารจัดการและบริหารจัดการที่ดี (2) เพื่อให้ข้อมูลแก่หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐสำหรับการพัฒนาเป้าหมายในการตรวจสอบองค์กรกำกับดูแลตนเอง (3) เพื่อกำหนดมาตรการและการวัดผลงานขององค์กรกำกับดูแลตนเอง (4) เพื่อกำหนดความเสี่ยงและการปรับปรุง

กระบวนการกำกับ	วัตถุประสงค์
การตรวจสอบองค์กรกำกับดูแลตนเอง	(1) เพื่อจัดเตรียมการประเมินผลอิสระในการดำเนินงานขององค์กรกำกับดูแลตนเอง (2) เพื่อทบทวนว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองสามารถปฏิบัติตามหน้าที่ได้เหมาะสมเพียงใด (3) เพื่อทบทวนความพร้อมของแผนงานการกำกับดูแลขององค์กรกำกับดูแลตนเองและทรัพยากรขององค์กร (4) เพื่อให้แน่ใจว่าการขัดแย้งกันของผลประโยชน์ได้รับการจัดการอย่างเหมาะสม (5) เพื่อกำหนดความเสี่ยงที่มีนัยสำคัญ (6) เพื่อกำหนดประเด็นอื่น ๆ ที่ต้องการให้องค์กรกำกับดูแลตนเองตอบสนอง
การสื่อสารทั่วไป	(1) เพื่อให้ทราบถึงกิจกรรม ข้อเสนอแนะด้านกฎเกณฑ์ และการริเริ่มต่าง ๆ ขององค์กรกำกับดูแลตนเองและหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ (2) เพื่อให้แน่ใจถึงความสอดคล้องกับนโยบายและวิธีการกำกับดูแล (3) เพื่อประสานงานการริเริ่มและกิจกรรมต่าง ๆ

2.2.2.2 องค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์

องค์กรกำกับดูแลตนเอง (Self Regulatory Organization: SRO) เป็นองค์กรที่ใช้อำนาจกำกับดูแลตนเอง ซึ่งโดยทั่วไปในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์อาจมีองค์กรที่ใช้อำนาจดังกล่าวได้หลายองค์กร สำหรับสถานะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองนั้น IOSCO เห็นว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองอาจถูกกำหนดโดยกฎหมายหรือไม่ก็ได้ แต่อย่างน้อยควรได้รับการยอมรับอย่างเป็นทางการ (Formal Recognition) จากหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ ซึ่งการยอมรับดังกล่าวอาจแสดงอยู่ในบันทึกข้อตกลง (Memorandum of Understanding: MOU) ระหว่างหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐและองค์กรกำกับดูแลตนเองก็ได้ นอกจากนี้จากรายงานของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund: IMF) ที่ใช้ประเมินตลาดทุนของประเทศต่าง ๆ ก็ได้กำหนดให้องค์กรกำกับดูแลตนเองอาจเกิดขึ้นจากบันทึกข้อตกลง (MOU) ได้⁶⁴

⁶⁴ The World Bank Group, **Thailand-Assessment of Observance of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation** (Washington, D.C.: The World Bank, 2019), p. 65.

โดยทั่วไปแล้ว องค์กรกำกับดูแลตนเองจะอยู่ภายใต้โครงสร้างของการกำกับดูแลตนเองที่มีลักษณะเป็นพีระมิด โดยมีฐานเป็นบริษัทสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเอง ทั้งนี้บริษัทสมาชิกมีหน้าที่ต้องดูแลบุคลากรของตนให้ดำเนินงานของบริษัทตามกรอบการดำเนินงานที่องค์กรกำกับดูแลตนเองกำหนดด้วยความเรียบร้อย ในขณะที่องค์กรกำกับดูแลตนเองซึ่งทำหน้าที่กำกับดูแลบริษัทสมาชิกจะอยู่ในระดับที่สองของพีระมิด โดยที่อำนาจในการกำกับดูแลมาจากอำนาจที่ภาครัฐมอบมาให้โดยตรง เช่น การที่หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐอนุมัติข้อบังคับขององค์กรกำกับดูแลตนเองซึ่งบริษัทสมาชิกต้องปฏิบัติ และองค์กรกำกับดูแลตนเองสามารถสั่งการบริษัทสมาชิกให้กระทำหรืองดเว้นการกระทำได้โดยตรง หรือการมอบอำนาจอาจเป็นไปโดยทางอ้อม ซึ่งเกิดจากที่หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐกำหนดให้ผู้ที่ประกอบธุรกิจได้จะต้องเป็นบริษัทสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเอง อำนาจขององค์กรกำกับดูแลตนเองจึงเกิดจากความสามารถขององค์กรกำกับดูแลตนเองที่จะขับบริษัทผู้เป็นสมาชิกออกจากการเป็นสมาชิก ทำให้บริษัทไม่สามารถดำเนินธุรกิจต่อไปได้ รูปแบบขององค์กรกำกับดูแลตนเองอาจมีการจัดตั้งขึ้นเป็น “ตลาดที่เป็นทางการ” เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรืออาจจัดตั้งเป็น “สมาคม” เช่น สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย เป็นต้น ในขณะที่หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐจะมีตำแหน่งที่ยอดพีระมิด ในการทำหน้าที่กำกับกับการดำเนินงานขององค์กรกำกับดูแลตนเองอีกทอดหนึ่ง⁶⁵

2.2.2.3 ที่มาของสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์

จากการศึกษาแนวทางในการแบ่งประเภทขององค์กรกำกับดูแลตนเองจากเอกสารต่าง ๆ ของ IOSCO พบว่า IOSCO มักจะกำหนดประเภทขององค์กรกำกับดูแลตนเองตาม “ที่มาของสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง” ซึ่งสามารถแบ่งออกได้ดังนี้

- 1) องค์กรกำกับดูแลตนเองที่ได้รับมอบอำนาจโดยกฎหมาย (Statutory delegation) เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ถูกรับรองสถานะโดยกฎหมาย โดยส่วนใหญ่แล้วต้องผ่านขั้นตอนการได้รับอนุญาตจากหน่วยงานของรัฐ⁶⁶
- 2) องค์กรกำกับดูแลตนเองที่ได้รับมอบอำนาจโดยสัญญา (Contract) เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ได้รับมอบอำนาจการกำกับดูแลโดยหน่วยงานของรัฐ เช่น กฎหมายของ

⁶⁵ อัญญา ชันฉวีทย์ และสุลักษณ์ ภัทรธรรมมาศ, บรรณาธิการ, *เรื่องเดิม*, หน้า 505-506.

⁶⁶ International Organization of Securities Commissions, **Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation** (Madrid, Spain: International Organization of Securities Commissions, 2017), p. 57.

ประเทศเกาหลีใต้กำหนดให้คณะกรรมการบริการทางการเงิน (FSC) สามารถมอบอำนาจการกำกับดูแลได้⁶⁷

3) องค์กรกำกับดูแลตนเองที่ได้รับการยอมรับอย่างเป็นทางการจากหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ (Formal Recognition from the Regulator) เช่น หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐยอมรับสถานะขององค์กรกำกับดูแลตนเองผ่านการทำบันทึกข้อตกลง (MOU) อย่างไรก็ตามเนื่องจากบันทึกข้อตกลง (MOU) ไม่มีผลผูกพันตามกฎหมาย ดังนั้นองค์กรกำกับดูแลประเภทนี้ควรพิจารณาลักษณะทางกฎหมายประกอบด้วยว่าเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่มีอำนาจการกำกับดูแลและบังคับใช้กฎของตนเองหรือไม่⁶⁸

4) องค์กรกำกับดูแลตนเองที่มีอำนาจการกำกับดูแลและบังคับใช้กฎของตนเอง (Own Enforceable Rules and Oversight) เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่มีอำนาจในการกำกับดูแลสมาชิก (ออกกฎ ติดตามให้เป็นไปตามกฎ และบังคับใช้กฎ) และการกำกับดูแลตนเองดังกล่าวถูกกำกับโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ⁶⁹

จากการพิจารณาประเภทขององค์กรกำกับดูแลตนเองซึ่งกำหนดโดย IOSCO ข้างต้น รวมถึงการวิเคราะห์ที่มาขององค์กรกำกับดูแลตนเองในประเทศที่เลือกศึกษา ผู้เขียนมีความเห็นว่าสถานะขององค์กรกำกับดูแลตนเองอาจได้มาโดยเงื่อนไขอย่างใดอย่างหนึ่งใน 3 ประการ ดังต่อไปนี้

1) กฎหมายรับรองให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง

เป็นการได้รับสถานะขององค์กรกำกับดูแลตนเองโดยกฎหมาย ซึ่งกฎหมายมักจะกำหนดให้ต้องได้รับใบอนุญาตจากหน่วยงานของรัฐ เนื่องจากองค์กรกำกับดูแลตนเองเป็นองค์กรที่กฎหมายได้มอบอำนาจให้กำกับดูแลสมาชิกในธุรกิจหลักทรัพย์ ซึ่งอำนาจดังกล่าวเป็นส่วนหนึ่งของอำนาจรัฐ ดังนั้นจึงจำเป็นต้องถูกหน่วยงานของรัฐตรวจสอบคุณสมบัติว่ามีครบถ้วนหรือไม่ตามที่กฎหมายกำหนด ก่อนที่จะรับรองให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง เช่น สภาธุรกิจผู้จัดการลงทุน

⁶⁷ International Monetary Fund, Republic of Korea: Financial Sector Assessment Program-Technical Note-Systemic Risk Analysis, Financial Sector Stress Testing, and an Assessment of Demographic Shift in Korea (Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2014), p. 60.

⁶⁸ International Organization of Securities Commissions, Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, p. 57.

⁶⁹ The World Bank Group, *op. cit.*, p. 65.

มาเลเซีย (FIMM) ของประเทศมาเลเซีย สมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA) ของประเทศเกาหลีใต้ องค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA) เป็นต้น

2) ได้รับการยอมรับให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

ในบางประเทศ อาจไม่ได้กำหนดเรื่องสถานะขององค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ในกฎหมายหลักทรัพย์ ซึ่งในกรณีดังกล่าวอาจพิจารณาสถานะได้จากการถูกยอมรับจากหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐว่าเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง เช่น คณะกรรมการบริการทางการเงินในประเทศเกาหลีใต้สามารถมอบอำนาจการกำกับดูแลให้องค์กรกำกับดูแลตนเอง (ได้แก่ KOFIA) ตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งในสหรัฐอเมริกาลดต้นทุนการกำกับดูแลโดยการทำสัญญามอบอำนาจการกำกับดูแลให้องค์กรกำกับดูแลตนเอง (ได้แก่ FINRA)

นอกจากนี้การยอมรับสถานะขององค์กรกำกับดูแลตนเองอาจอยู่ในรูปแบบของการทำบันทึกข้อตกลง (MOU) ระหว่างองค์กรกำกับดูแลตนเองกับหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐก็ได้ เช่น บันทึกข้อตกลงระหว่างคณะกรรมการ ก.ล.ต. และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยที่ให้อำนาจสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยทำหน้าที่ในการออกกฎ ติดตามตรวจสอบ และบังคับใช้กฎกับสมาชิก ซึ่งได้แก่ สถาบันการเงินผู้ค้าตราสารหนี้ และนายหน้าระหว่างผู้ค้าหลักทรัพย์

3) มีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง

องค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ต้องมีลักษณะที่ครบถ้วนทั้ง 3 ประการดังนี้

(1) สมาชิกมีส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยกันเอง โดยสมาชิกขององค์กรดังกล่าวสามารถส่งตัวแทนของสมาชิกเข้ามาเป็นส่วนหนึ่งของกรรมการบริหารองค์กรได้

(2) มีอำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกของตนเอง ซึ่งประกอบด้วยอำนาจในการออกกฎ การติดตามให้เป็นไปตามกฎ และการบังคับใช้กฎ

(3) การกำกับดูแลตนเองถูกกำกับโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ เช่น องค์กรกำกับดูแลตนเองต้องขออนุมัติกฎจากหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐก่อนประกาศใช้ องค์กรกำกับดูแลตนเองต้องรายงานต่อหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ เป็นต้น

ทั้งนี้บางประเทศอาจไม่ได้กำหนดเรื่องสถานะขององค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ในกฎหมายหลักทรัพย์ และหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐไม่ได้ยอมรับหน่วยงานนั้นเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองอย่างชัดเจน แต่เมื่อพิจารณาโครงสร้างการบริหารจัดการรวมถึงการใช้อำนาจในการออกกฎ และบังคับใช้กฎแล้ว พบว่าหน่วยงานดังกล่าวก็มีลักษณะขององค์กรกำกับดูแลตนเองอย่างครบถ้วน หน่วยงานดังกล่าวก็อาจเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยลักษณะก็ได้ เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทย (SET) บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ (Bursa Malaysia) ของประเทศมาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์ KRX ของประเทศเกาหลีใต้ เป็นต้น

2.2.2.4 รูปแบบของการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์

ดังที่ได้กล่าวมาแล้วว่า องค์กรกำกับดูแลตนเองอยู่ภายใต้โครงสร้างของการกำกับดูแลตนเองที่มีลักษณะเป็นพีระมิด โดยมีฐานเป็นบริษัทสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเอง ในขณะที่องค์กรกำกับดูแลตนเองซึ่งทำหน้าที่กำกับดูแลบริษัทสมาชิกจะอยู่ในระดับที่สองของพีระมิด ซึ่งอาจมีการจัดตั้งขึ้นเป็น “ตลาดที่เป็นทางการ” หรืออาจจัดตั้งเป็น “สมาคม” และหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐจะมีตำแหน่งที่ยอดพีระมิดในการทำหน้าที่กำกับดูแลการดำเนินงานขององค์กรกำกับดูแลตนเองอีกทอดหนึ่ง⁷⁰ ดังนั้นรูปแบบขององค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์จึงสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ระดับย่อย ๆ ได้แก่

ระดับแรก คือ องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์ เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ (Bursa Malaysia) ตลาดหลักทรัพย์ KRX ตลาดหลักทรัพย์ NYSE เป็นต้น

ระดับที่สอง คือ องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ เช่น สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย สมาคมธุรกิจผู้จัดการลงทุนมาเลเซีย (FIMM) สมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA) องค์กรกำกับดูแลการเงิน (FINRA) เป็นต้น

ทั้งนี้เนื่องจากองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์สามารถแบ่งออกได้เป็นระดับตลาดหลักทรัพย์และระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ดังนั้นรูปแบบการกำกับดูแลตนเองจึงสามารถแบ่งได้เป็น 2 รูปแบบ โดยพิจารณาจากบทบาทในการกำกับดูแลสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเอง ดังนี้⁷¹

1) รูปแบบการกำกับดูแลตนเองที่มุ่งเน้นบทบาทของตลาดหลักทรัพย์ (Strong Exchange SRO Model) เป็นรูปแบบที่องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิก ตัวอย่างตลาดหลักทรัพย์ของประเทศที่ใช้รูปแบบดังกล่าว เช่น มาเลเซีย (Bursa Malaysia) ญี่ปุ่น (Tokyo Stock Exchange: TSE) เป็นต้น

2) รูปแบบการกำกับดูแลตนเองที่มุ่งเน้นบทบาทของสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ (Industry Association SRO Model) เป็นรูปแบบที่องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิก ตัวอย่างสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ของ

⁷⁰ อัญญา ชันธวิทย์ และสุลักษณ์ ภัทรธรรมมาศ, บรรณาธิการ, *เรื่องเดิม*, หน้า 505-506.

⁷¹ John W. Carson, *op. cit.*, p. 17.

ประเทศที่ใช้รูปแบบดังกล่าว เช่น สหรัฐอเมริกา (Financial Industry Regulatory Authority: FINRA) แคนาดา (Investment Industry Regulatory Organization of Canada: IIROC) เป็นต้น

จากการศึกษาทฤษฎีการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ข้างต้น สามารถสรุปได้ว่าการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ มีองค์ประกอบที่สำคัญ ได้แก่ สมาชิกในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์มีส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยกันเอง อำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกประกอบด้วยการออกกฎ การติดตามตรวจสอบ และการบังคับใช้กฎ รวมถึงการกำกับดูแลตนเองถูกกำกับอีกทอดหนึ่งโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ ซึ่งองค์กรที่ใช้อำนาจกำกับดูแลสมาชิสดังกล่าวย่อมมีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง นอกจากนี้สถานะขององค์กรกำกับดูแลตนเองอาจได้มาโดยเงื่อนไขอย่างใดอย่างหนึ่งใน 3 ประการต่อไปนี้ (1) กฎหมายรับรองให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง (2) ได้รับการยอมรับให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ หรือ (3) มีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง ทั้งนี้้องค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์อาจมีทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ จึงทำให้เกิดรูปแบบการกำกับดูแลตนเองที่สำคัญ 2 รูปแบบ ได้แก่ (1) รูปแบบที่องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิก และ (2) รูปแบบที่องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิก ซึ่งการกำกับดูแลตนเองไม่ว่าในรูปแบบใดก็ตาม ควรอยู่ภายใต้หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่เหมาะสมเพื่อให้บรรลุถึงวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ดังจะกล่าวถึงในหัวข้อต่อไป

2.3 แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดทุน

การกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดทุนมีความสัมพันธ์กับการคุ้มครองผู้มีส่วนได้เสียในตลาดทุน เนื่องจากการกำกับดูแลตนเองที่ดีได้เรียกร้องให้องค์กรกำกับดูแลตนเองต้องกำกับดูแลด้วยมาตรฐานที่เป็นธรรม⁷² ดังนั้นการศึกษาแนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดทุนจึงมีความสำคัญต่อประเด็นปัญหาที่ว่าควรปรับปรุงหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองอย่างไรให้สามารถคุ้มครองผู้มีส่วนได้เสียได้เหมาะสมมากขึ้น นอกจากนี้การกำกับดูแลตนเองในตลาดทุนที่ดีและมีประสิทธิภาพควรเป็นไป

⁷² International Organization of Securities Commissions, **Objectives and Principles of Securities Regulation** (Madrid, Spain: International Organization of Securities Commissions, 2003), p. 12.

เพื่อบรรลุวัตถุประสงค์ของการกำกับดูแลตลาดทุน⁷³ ดังนั้นในหัวข้อนี้จึงศึกษาถึงวัตถุประสงค์ของการกำกับดูแลตลาดทุน และหลักการสำคัญสำหรับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดทุน ซึ่งมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

2.3.1 วัตถุประสงค์ของการกำกับดูแลตลาดทุน

การกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดทุนควรสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่ดี ทั้งนี้ในรายงานเรื่อง “รูปแบบการกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพ” (Model for Effective Regulation) ที่จัดทำโดยองค์การคณะกรรมการหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (International Organization of Securities Commissions: IOSCO)⁷⁴ ได้กำหนดว่าการกำกับดูแลตนเองในตลาดทุนที่เหมาะสมต้องสามารถตอบสนองวัตถุประสงค์ของการกำกับดูแลได้เช่นเดียวกับการกำกับดูแลโดยหน่วยงานของภาครัฐ ดังนั้นไม่ว่าผู้กำกับดูแลเป็นหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐหรือองค์กรกำกับดูแลตนเอง ก็ย่อมมีวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่เหมือนกัน ซึ่งในรายงาน เรื่อง “วัตถุประสงค์และหลักการกำกับดูแลหลักทรัพย์” (Objectives and Principles of Securities Regulation) ที่จัดทำโดย IOSCO ได้กำหนดวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลหลักทรัพย์ไว้ดังนี้

- 1) สามารถรักษาความมั่นคงของตลาด (Market Integrity) ซึ่งประกอบด้วย
 - (1) ตลาดเป็นธรรม (Fair Market)
 - (2) ตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market)
 - (3) ตลาดโปร่งใส (Transparent Market)
- 2) สามารถรักษาความมั่นคงทางการเงิน (Financial Integrity) ได้แก่ การลดความเสี่ยงต่อระบบ (Reduction of Systemic Risk)
- 3) สามารถคุ้มครองผู้ลงทุน (Investor Protection) ได้แก่ การคำนึงถึงประโยชน์สาธารณะ (Public Interest) รวมถึงการลดปัญหาการขัดกันของผลประโยชน์ (Reduction of Conflict of Interest)

จากวัตถุประสงค์ดังกล่าวที่กำหนดโดย IOSCO จะเห็นได้ว่านอกจากการทำให้ตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market) และลดความเสี่ยงต่อระบบ (Reduction of Systemic Risk) แล้ว IOSCO ได้ตระหนักถึงหลักการคุ้มครองผู้มีส่วนได้เสียในตลาดด้วย ได้แก่ การสร้างตลาดที่เป็นธรรม

⁷³ *Ibid.*, p. 1.

⁷⁴ International Organization of Securities Commissions, **Model for Effective Regulation** (Madrid, Spain: International Organization of Securities Commissions, 2000), pp. 1-2.

(Fair Market) และการสร้างตลาดที่โปร่งใส (Transparent Market) รวมถึงการคุ้มครองผู้ลงทุน (Investor Protection) ดังนั้นหลักการคุ้มครองผู้มีส่วนได้เสียในตลาดที่ควรพิจารณา มีดังนี้

- 1) ความเป็นธรรม (Fairness)
- 2) ความโปร่งใส (Transparency)
- 3) การคุ้มครองผู้ลงทุน (Investor Protection)/ประโยชน์สาธารณะ (Public Interest)

2.3.2 หลักการสำคัญสำหรับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดทุน

ดังที่ได้กล่าวมาแล้วว่าภายใต้วัตถุประสงค์และหลักการกำกับดูแลหลักทรัพย์ของ IOSCO ได้กล่าวถึงหลักการคุ้มครองผู้มีส่วนได้เสียในตลาดที่สำคัญ ได้แก่ ความเป็นธรรม (Fairness) ความโปร่งใส (Transparency) และการคุ้มครองผู้ลงทุน (Investor Protection) ซึ่งสามารถพิจารณาหลักการดังกล่าวในรายละเอียดได้ดังนี้

2.3.2.1 หลักความเป็นธรรม

- 1) ความหมายของความเป็นธรรม

โดยทั่วไป “ความเป็นธรรม” มักจะถูกกำหนดไว้ในการกำกับดูแลกิจการระดับบริษัท ซึ่งหมายถึง การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียอย่างเท่าเทียมกันในทุกกิจกรรม รวมถึงการป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น⁷⁵ ดังนั้นความเป็นธรรมในการกำกับดูแลตลาดจึงเกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลโดยปกป้องสิทธิของผู้มีส่วนได้เสียในตลาดอย่างเท่าเทียมกัน โดยผู้มีส่วนได้เสียในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่สำคัญ ได้แก่ ผู้ลงทุน (ผู้ซื้อ) บริษัทจดทะเบียน (ผู้ขาย) บริษัทหลักทรัพย์ (นายหน้าซึ่งเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์) สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์

- 2) แนวทางในการสร้างความเป็นธรรมสำหรับการกำกับดูแลตนเองในตลาดทุน

ความเป็นธรรม (Fairness) เป็นส่วนหนึ่งของวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่ดีซึ่งกำหนดโดย องค์การคณะกรรมการหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (IOSCO)⁷⁶ สำหรับ

⁷⁵ Emel Burak, Erkut Altindag and Oya Erdilet, “Effect of Corporate Governance Principles on Business Performance,” **Australian Journal of Business and Management Research** 5, 7 (January 2017): 8-21.

⁷⁶ International Organization of Securities Commissions, **Objectives and Principles of Securities Regulation**, p. 12.

การสร้างความเป็นธรรมในตลาดทุนนั้น IOSCO เห็นว่ามีหลายแนวทางในการสร้างความเป็นธรรม ภายใต้การกำกับดูแลตนเอง ตัวอย่างเช่น

- (1) องค์กรกำกับดูแลตนเองควรปฏิบัติต่อสมาชิกทั้งหมดของตนเอง อย่างเป็นธรรมด้วยความสม่ำเสมอ
- (2) องค์กรกำกับดูแลตนเองควรทำให้เกิดความมั่นใจว่า มีตัวแทนของสมาชิกอยู่ในคณะกรรมการที่ถูกเลือกมาบริหารขององค์กรกำกับดูแลตนเอง
- (3) องค์กรกำกับดูแลตนเองควรหลีกเลี่ยงการออกกฎที่อาจสร้างการแข่งขันที่ไม่เป็นธรรม โดยควรรับฟังความคิดเห็นของผู้มีส่วนได้เสียก่อนออกกฎ
- (4) องค์กรกำกับดูแลตนเองควรหลีกเลี่ยงการกำกับดูแลที่ทำให้ผู้เกี่ยวข้องฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งได้เปรียบอย่างไม่เป็นธรรม
- (5) องค์กรกำกับดูแลตนเองควรมีการบังคับใช้กฎและลงโทษผู้ที่ไม่ปฏิบัติตามกฎอย่างเหมาะสมและเป็นธรรม โดยควรให้โอกาสผู้มีส่วนได้เสียได้โต้แย้งระหว่างกระบวนการ

2.3.2.2 หลักความโปร่งใส

1) ความหมายของความโปร่งใส

องค์การสหประชาชาติได้ให้ความหมายของ “ความโปร่งใส” ไว้ว่า เป็นข้อเท็จจริงที่สาธารณชนสามารถเข้าถึงได้โดยไม่ถูกปิดกั้น และอาจหมายถึงการให้ข้อมูลที่เพียงพอและถูกต้องอย่างตรงเวลาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานทางการเงิน การกำกับดูแลกิจการที่ดี โครงสร้างธุรกิจและกิจกรรม นอกจากนี้ความโปร่งใยังเกี่ยวข้องกับการประกาศข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่ไม่ใช่ทางการเงินของบริษัท ในเวลาที่ต้องครบถ้วนสมบูรณ์ ยกเว้นข้อมูลที่เป็นความลับทางการค้า และยังไม่ได้ประกาศต่อสาธารณะ⁷⁷ นอกจากนี้ John Carson เห็นว่าความโปร่งใสเป็นส่วนหนึ่งของหลักธรรมาภิบาลที่องค์กรกำกับดูแลตนเองควรมี โดยความโปร่งใสสะท้อนถึงสถานะกึ่งรัฐ (Quasi-public Status) ขององค์กรกำกับดูแลตนเอง และสะท้อนถึงความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสียหลายฝ่าย⁷⁸

2) แนวทางในการสร้างความโปร่งใสสำหรับการกำกับดูแลตนเองในตลาดทุน

ความโปร่งใส (Transparency) เป็นส่วนหนึ่งของวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่ดีซึ่งกำหนดโดย IOSCO โดย IOSCO ได้มุ่งเน้นไปที่ระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ที่

⁷⁷ Emel Burak, Erkut Altindag and Oya Erdilet, *op. cit.*, pp. 8-21.

⁷⁸ John W. Carson, *op. cit.*, p. 36.

โปรงใสเป็นสำคัญ อย่างไรก็ตามการกำกับดูแลตลาดทุนที่โปรงใสก็มีความสำคัญด้วย⁷⁹ โดย John Carson เห็นว่าความโปรงใสสามารถเกิดขึ้นได้โดยการทำให้อาสาธณชนได้รับข้อมูลข่าวสารประเภทต่าง ๆ ดังตัวอย่างต่อไปนี้

- (1) การประกาศนโยบายและขั้นตอนที่เกี่ยวข้องกับธรรมาภิบาล
- (2) การประกาศคุณสมบัติของกรรมการ
- (3) การประกาศรายงานประจำปี
- (4) การประกาศกระบวนการชี้แจงและให้ความเห็นของสาธาณชน

ในกรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงกฎ

- (5) การประกาศทั่วไปเกี่ยวกับการชี้แจงเรื่องกฎและนโยบาย
- (6) รายงานสาธาณะเกี่ยวกับการดำเนินงานและแผนการกำกับดูแล

ขององค์กรกำกับดูแลตนเอง

- (7) การประกาศคำตัดสินและโทษทางวินัย

ในบางประเทศ เช่น ออสเตรเลีย แคนาดา เป็นต้น ผลการประเมินการกำกับองค์กรกำกับดูแลตนเองที่จัดทำโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐก็นำมาเผยแพร่ต่อสาธาณะด้วยเช่นกัน ทั้งนี้โดยทั่วไป หลักการเปิดเผยข้อมูลได้ถูกนำไปใช้กับบริษัทจดทะเบียน ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนก็ต้องปฏิบัติตามกฎนี้ด้วยเช่นกัน

ภายใต้รูปแบบขององค์กรกำกับดูแลตนเองที่มีเจ้าของร่วมกัน (Mutual Ownership) โดยทั่วไปเจ้าของมักเป็นสมาชิกหรือผู้มีส่วนร่วมที่ถูกกำกับดูแลโดยองค์กรกำกับดูแลตนเอง ดังนั้นความเป็นสมาชิกหรือการมีส่วนร่วมจึงเป็นสิ่งที่กำหนดขอบอำนาจขององค์กรว่าองค์กรนั้นกำกับดูแลใครได้บ้าง ใครบ้างที่สามารถเข้ามามีส่วนร่วมในการตัดสินใจเรื่องต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแล นอกจากนี้ธรรมาภิบาลขององค์กรกำกับดูแลตนเองก็เป็นอีกประเด็นหนึ่งที่มีกฎกวีวิจารณ์ว่ามีความโปรงใสที่ไม่เพียงพอ เนื่องจากคณะกรรมการขององค์กรกำกับดูแลตนเองซึ่งมาจากตัวแทนของสมาชิกหรือผู้มีส่วนร่วมที่ถูกกำกับดูแลเป็นผู้ตัดสินใจว่านโยบายขององค์กรควรเป็นอย่างไร ทั้งนี้การตัดสินใจดังกล่าวของคณะกรรมการครอบคลุมถึงการเลือกวิธีการบริหาร การกำหนดกลยุทธ์ขององค์กรและนโยบายการกำกับดูแลโดยรวม การยอมรับกฎหมายมาใช้ รวมถึงการตัดสินใจเลือกวิธีการติดตามตรวจสอบและการบังคับใช้กฎหมายที่มีผลต่อผู้กำกับดูแลรายอื่น⁸⁰

⁷⁹ International Organization of Securities Commissions, **Objectives and Principles of Securities Regulation**, p. 5.

⁸⁰ John W. Carson, *op. cit.*, pp. 35.41.

2.3.2.3 หลักการคุ้มครองผู้ลงทุน

1) ความหมายของการคุ้มครองผู้ลงทุน

“การคุ้มครองผู้ลงทุน” มีความหมายที่ครอบคลุมถึง ความพยายามหรือกิจกรรมในการติดตามสังเกต การใช้สิทธิปกป้อง การบังคับใช้สิทธิ หรือการอ้างสิทธิ รวมถึงการกระทำทางกฎหมายของบุคคลที่อยู่ในฐานะผู้ลงทุน โดยระดับความต้องการได้รับความคุ้มครองดังกล่าวขึ้นอยู่กับประสบการณ์ที่ผ่านมาของแต่ละประเทศว่า ผู้ลงทุนซึ่งเป็นผู้ใช้บริการมีความรู้ข้อมูล หรือประสบการณ์ทางการเงินน้อยกว่าผู้ให้บริการในตลาดการเงินมากน้อยเพียงใด

การกำกับดูแลตนเองมักจะก่อให้เกิดปัญหาที่สำคัญอันส่งผลกระทบต่อการคุ้มครองผู้ลงทุน คือ ปัญหาการขัดกันของผลประโยชน์ (Conflict of Interest) เนื่องจากการขัดกันของผลประโยชน์ถือเป็นลักษณะที่เป็นธรรมชาติขององค์กรกำกับดูแลตนเอง ดังนั้นเพื่อตอบสนองวัตถุประสงค์ในการคุ้มครองผู้ลงทุนจึงสามารถทำได้เพียงการลดปัญหาการขัดกันของผลประโยชน์ แต่ไม่ใช่การขจัดปัญหาดังกล่าวทั้งหมด ซึ่งสามารถทำได้โดยการบริหารจัดการเกี่ยวกับการขัดกันของผลประโยชน์อย่างเหมาะสม โดยไม่ให้ปัญหาดังกล่าวสร้างอิทธิพลครอบงำนโยบายและกิจกรรมขององค์กรกำกับดูแลตนเอง

ปัจจุบันมีตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งได้แปรรูปเป็นบริษัทแสวงหากำไร (Demutualization) ซึ่งการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าว มักจะถูกมองว่าเป็นการเพิ่มปัญหาการขัดกันของผลประโยชน์ในองค์กรกำกับดูแลตนเอง เนื่องจากภายหลังการแปรรูป ตลาดหลักทรัพย์จะมีทั้งสถานะบริษัทจดทะเบียนและสถานะผู้กำกับดูแลสมาชิกและบริษัทจดทะเบียน ดังนั้นการบริหารจัดการปัญหาการขัดกันของผลประโยชน์ระหว่างหน้าที่ทางธุรกิจกับหน้าที่การกำกับดูแลตนเองจึงเป็นประเด็นทางด้านธรรมาภิบาลและการกำกับดูแลที่สำคัญสำหรับตลาดหลักทรัพย์ที่แสวงหากำไร องค์กรกำกับดูแลตนเองและหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐของแต่ละประเทศใช้วิธีการที่หลากหลายในการจัดการปัญหาการขัดกันของผลประโยชน์ เช่น การลดความรับผิดชอบในการกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์ได้มุ่งเน้นการประกอบธุรกิจเป็นสำคัญ ส่วนหน้าที่การกำกับดูแลตนเองได้ถ่ายโอนไปยังองค์กรสมาชิกอิสระที่มีอำนาจกำกับดูแลตนเองเพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลแทน เช่น กรณียของประเทศสหรัฐอเมริกาที่ถ่ายโอนหน้าที่ในการกำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกให้องค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA) เป็นต้น หรือมีการออกแบบโครงสร้างการบริหารจัดการภายในตลาดหลักทรัพย์เพื่อบริหารจัดการปัญหาการขัดกันของผลประโยชน์ เช่น กรณียของประเทศเกาหลีใต้ ตลาดหลักทรัพย์ KRX มีการแยกคณะกรรมการกำกับดูแล (Market Oversight Commission) ออกมาต่างหาก เพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกโดยเฉพาะ เป็นต้น⁸¹

⁸¹ Ibid., pp. 41-46.

ตลาดหลักทรัพย์ที่มีอำนาจกำกับดูแลตนเองมักมีความขัดแย้งของผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มต่าง ๆ ที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ ผู้ลงทุน (ผู้มีส่วนพัฒนาธุรกิจ และสร้างกำไรให้ตลาดหลักทรัพย์) สมาชิก (ลูกค้าของตลาดหลักทรัพย์ หรือผู้ถือหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ในบางกรณี) และบริษัทจดทะเบียน (ลูกค้าของตลาดหลักทรัพย์) ภายใต้การแข่งขันที่สูงขึ้นระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งต่าง ๆ ทำให้ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ของแต่ละกลุ่มมีมากขึ้น การแข่งขันเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ ธุรกิจค้าหลักทรัพย์ และการจดทะเบียนหลักทรัพย์ได้เติบโตขึ้นทั่วโลกและมีระดับความเข้มข้นที่สูงมากในตลาดบางประเทศ ในกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่ส่งเสริมธุรกิจหลักทรัพย์และกำกับดูแลตนเอง การขัดกันของผลประโยชน์อาจเกิดขึ้นภายใต้ลักษณะต่อไปนี้⁸²

(1) การขัดกันของผลประโยชน์เกี่ยวกับหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ในการกำกับดูแลตนเอง ตัวอย่างเช่น

ก) ตลาดหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการทำเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ซึ่งขัดแย้งกับหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ในฐานะผู้กำกับดูแล

ข) คณะกรรมการทำหน้าที่ดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ซึ่งขัดแย้งกับหน้าที่ควบคุมดูแลในฐานะผู้กำกับดูแล

ค) การกำกับดูแลสมาชิกหรือผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ทำให้เกิดความขัดแย้งระหว่างผลประโยชน์ทางธุรกิจ และความรับผิดชอบในการกำกับดูแล

ง) การกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนทำให้เกิดความขัดแย้งระหว่างผลประโยชน์ทางธุรกิจ และความรับผิดชอบในการกำกับดูแล

จ) ต้นทุนในการกำกับดูแลทำให้เกิดความขัดแย้งระหว่างภาคธุรกิจที่ต้องการลดต้นทุน และภาคการกำกับดูแลที่ทำให้เกิดต้นทุนเพิ่มขึ้น

(2) การขัดกันของผลประโยชน์เกี่ยวกับแผนงานในการรักษาความมั่นคงในการกำกับดูแลตนเอง ตัวอย่างเช่น

ก) ระเบียบข้อบังคับที่กำหนดมาตรฐานระดับสูงสร้างผลกระทบทางลบต่อธุรกิจการซื้อขายหลักทรัพย์และการจดทะเบียน

ข) การรักษามาตรฐานการกำกับดูแลระดับสูงสร้างผลกระทบทางลบต่อการพัฒนาความสัมพันธ์กับลูกค้า (บริษัทหลักทรัพย์ และบริษัทจดทะเบียน)

⁸² Ibid., p. 71.

ค) แรงกดดันจากลูกค้ารายใหญ่ (บริษัทหลักทรัพย์ และบริษัทจดทะเบียน) อาจทำให้เกิดความลำเอียงในการจัดการกฎระเบียบและข้อบังคับ

ง) แรงกดดันจากลูกค้า (บริษัทหลักทรัพย์ และบริษัทจดทะเบียน) ทำให้ขาดความอิสระในการปฏิบัติตามแผนงานการสืบสวนหรือบังคับใช้กฎระเบียบข้อบังคับ

IOSCO ได้แสดงความกังวลเกี่ยวกับการขัดกันของผลประโยชน์ว่า มีความเสี่ยงในการรักษาความสมดุลที่เหมาะสมระหว่างหน้าที่ในการรักษาประโยชน์สาธารณะของตลาดหลักทรัพย์และประโยชน์ทางธุรกิจ โดย IOSCO เห็นว่าต้นทุนในการบริหารจัดการให้เกิดระเบียบวินัยสำหรับตลาดหลักทรัพย์ที่แสวงหากำไรมีสูงกว่าตลาดหลักทรัพย์ที่ไม่แสวงหากำไร (ยังไม่แปรรูป) เนื่องจากในกรณีที่โครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองมีแผนกำกับดูแลที่ได้รับเงินทุนจากการดำเนินงานทางธุรกิจ ทำให้มีการขัดกันของผลประโยชน์มากขึ้น และการขัดกันของผลประโยชน์กับสมาชิกจะมากขึ้นในองค์กรกำกับดูแลตนเองที่พึ่งพารายได้หรือค่าธรรมเนียมจากสมาชิกรายใหญ่เพียงไม่กี่ราย ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งจึงใช้วิธีตัดทอนทรัพยากรทางด้านการกำกับดูแลเพื่อแก้ไขปัญหาการขัดกันของผลประโยชน์และลดต้นทุนในการดำเนินงาน เช่น ถ่ายโอนงานที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลให้หน่วยงานอื่น เป็นต้น

IOSCO ได้ทำรายงานการทบทวนบรรษัทภิบาลขององค์กรกำกับดูแลตนเองในปี ค.ศ. 2004 ซึ่งคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา (U.S. Securities and Exchange Commission: SEC) ได้อ้างถึงความกังวลเกี่ยวกับการขัดกันของผลประโยชน์ที่มีมากขึ้น โดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกามีความเห็นว่าการควบรวมในอุตสาหกรรมหลักทรัพย์และการแข่งขันระหว่างตลาดหลักทรัพย์ทำให้การขัดกันของผลประโยชน์ระหว่างสมาชิกมีมากขึ้น องค์กรกำกับดูแลตนเองควรพิจารณาลดการดึงดูดภาคธุรกิจเข้ามาในตลาด เนื่องจากการแข่งขันเพื่อเพิ่มคำสั่งซื้อที่มีความรุนแรงมากขึ้น รวมถึงการแข่งขันเพื่อเพิ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดอาจนำไปสู่มาตรฐานบริษัทจดทะเบียนที่ลดลง และทำให้การขัดแย้งของผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นมีความชัดเจนมากขึ้นในตลาดที่มีการแข่งขันกันอย่างรุนแรง

ทั้งนี้ จะเห็นได้ว่าการขัดกันของผลประโยชน์ส่วนมากเกิดขึ้นภายใต้รูปแบบการกำกับดูแลตนเอง ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ที่กำกับดูแลตนเองอาจโต้แย้งว่าการขัดกันของผลประโยชน์กับผู้ถือหุ้นมีปัญหาน้อยกว่าการขัดกันของผลประโยชน์กับสมาชิก เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์มีแรงจูงใจทางธุรกิจอย่างมากที่จะรักษามาตรฐานระดับสูงเพื่อปกป้องชื่อเสียงของตนเอง นอกจากนี้ IOSCO เห็นว่าการขัดกันของผลประโยชน์มักเกิดขึ้นเนื่องจากความไม่สมดุลกันของข้อมูลระหว่างผู้ที่เกี่ยวข้องตั้งแต่ 2 ฝ่ายขึ้นไป ข้อมูลที่น่าเชื่อถือเป็นเครื่องมือที่จำเป็นสำหรับตลาดเพื่อรองรับการทำ

หน้าที่ยังมีประสิทธิภาพ การได้รับข้อมูลที่ไม่เท่ากันระหว่างคู่สัญญาอาจทำให้คู่สัญญาที่สามารถเข้าถึงข้อมูลที่น่าเชื่อถือมากกว่าสามารถอาศัยข้อมูลดังกล่าวสร้างสถานการณ์ที่ได้เปรียบ ตัวอย่างเช่น กรณีที่ผู้จัดการบริษัทจดทะเบียนมีข้อมูลด้านผลตอบแทนและความเสี่ยงของบริษัทมากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับผู้ซื้อหลักทรัพย์ ก็อาจนำไปสู่ปัญหาการเลือกอันไม่พึงประสงค์ (Adverse Selection) และจริยวิบัติ (Moral Hazard)⁸³

2) แนวทางในการคุ้มครองผู้ลงทุนสำหรับการกำกับดูแลตนเองในตลาดทุน

การคุ้มครองผู้ลงทุน (Investor Protection) เป็นหลักการสำคัญประการหนึ่งที่ IOSCO กำหนดไว้ในวัตถุประสงค์การกำกับดูแลกิจการที่ดี เนื่องจากผู้ลงทุนมีฐานะเป็นผู้ซื้อหลักทรัพย์หรือผู้บริโภคนในตลาดทุน ดังนั้นผู้ลงทุนจึงควรได้รับการคุ้มครองเช่นเดียวกับผู้บริโภคนในตลาดอื่น ๆ โดย IOSCO เห็นว่าปัจจุบันประเทศต่าง ๆ ควรใช้มาตรการที่หลากหลายเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนสำหรับการกำกับดูแลตนเองในตลาดทุน ซึ่งอาจรวมถึงมาตรการดังต่อไปนี้⁸⁴

(1) องค์กรกำกับดูแลตนเองควรพัฒนากฎที่ส่งเสริมให้เกิดการคุ้มครองผู้ลงทุนและรักษาความมั่นคงของตลาด

(2) องค์กรกำกับดูแลตนเองควรมีโครงสร้างกรรมการที่เป็นธรรม (Governance Structure) โดยเปิดโอกาสให้ตัวแทนของกรรมการที่คุ้มครองประโยชน์ของผู้ลงทุน เช่น กรรมการที่มาจากภาครัฐ กรรมการเพื่อคุ้มครองประโยชน์สาธารณะ เป็นต้น

(3) องค์กรกำกับดูแลตนเองควรมีกระบวนการเพื่อจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น

(4) หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐควรมีระบบการกำกับองค์กรกำกับดูแลตนเอง (Oversight Program) ตัวอย่างเช่น

ก) หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐควรมีการตรวจสอบองค์กรกำกับดูแลตนเอง (Inspection) โดยองค์กรกำกับดูแลตนเองต้องให้ความร่วมมือกับหน่วยงานของรัฐในการสอบสวนและการบังคับใช้กฎหมายที่เกี่ยวข้อง

⁸³ International Organization of Securities Commissions, **Impact Assessment Guidelines** (Madrid, Spain: International Organization of Securities Commissions, 2011), p. 43.

⁸⁴ International Organization of Securities Commissions, **Model for Effective Regulation**, pp. 6-7.

ข) หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐควรมีการทบทวนและให้ความเห็นชอบต่อกฎที่ออกโดยองค์กรกำกับดูแลตนเอง (Review and Approve) โดยองค์กรกำกับดูแลตนเองต้องส่งกฎที่ออกให้หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐทบทวนและอนุมัติ โดยกฎดังกล่าวต้องสอดคล้องกับนโยบายสาธารณะที่กำหนดโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

ค) หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐให้องค์กรกำกับดูแลตนเองรายงาน (Report Request) รวมถึงองค์กรกำกับดูแลตนเองต้องให้ข้อมูลแก่หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐเพื่อให้สามารถระบุถึงปัญหาที่อาจต้องเข้าไปแทรกแซงได้ทันที ทั้งนี้หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐต้องคงไว้ซึ่งอำนาจในการสอบถามกรณีที่เกิดผลกระทบต่อผู้ลงทุนหรือตลาด

ง) หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐทบทวนการทำงานขององค์กรกำกับดูแลตนเองเป็นประจำ (Periodic Review)

จ) หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐสามารถเข้าไปปฏิบัติหน้าที่แทนในกรณีที่องค์กรกำกับดูแลตนเองปฏิบัติหน้าที่ไม่เพียงพอ หรือในกรณีที่เกิดการขัดแย้งกันของผลประโยชน์ (Power Takeover)

จากการศึกษาทฤษฎีการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดทุน สามารถสรุปได้ว่าการกำกับดูแลตนเองที่ดีควรสอดคล้องกับวัตถุประสงค์และหลักการกำกับดูแลหลักทรัพย์ของ IOSCO กล่าวคือ ควรกำกับดูแลเพื่อให้เกิดความเป็นธรรม ความโปร่งใส และการคุ้มครองผู้ลงทุน ดังนั้นจึงควรกำหนดหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่เหมาะสมและสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ข้างต้น เช่น ควรรับฟังความคิดเห็นของผู้มีส่วนได้เสียก่อนออกกฎเพื่อให้เกิดความเป็นธรรม ควรประกาศเรื่องกฎและนโยบายเพื่อให้เกิดความโปร่งใส ควรเปิดโอกาสให้มีตัวแทนของกรรมการที่ไม่ได้มาจากสมาชิกเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุน เป็นต้น นอกจากนี้การใช้อำนาจกำกับดูแลสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเองอันมีลักษณะเป็นอำนาจทางปกครองก็ต้องเป็นไปอย่างเหมาะสมภายใต้หลักความได้สัดส่วนด้วย ซึ่งจะกล่าวถึงในหัวข้อต่อไป

2.4 แนวคิดเกี่ยวกับบรรษัทภิบาลในตลาดทุน

บรรษัทภิบาลเป็นอีกแนวคิดหนึ่งที่ถูกนำไปใช้เพื่อส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดทุน โดยเฉพาะการสร้างความเป็นธรรมและความโปร่งใสอันเป็นหลักการสำคัญของธรรมาภิบาล รวมถึงหลักบรรษัทภิบาลก็สามารถนำไปใช้สร้างแนวปฏิบัติเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีขององค์กรต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนได้อย่างหลากหลาย ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

2.4.1 หลักการของบรรษัทภิบาล

องค์การเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (Organization for Economic Co-operation and Development: OECD) ได้อธิบายว่า “บรรษัทภิบาล” (Corporate Governance: CG) หรือการกำกับดูแลกิจการ เกี่ยวข้องกับชุดความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหารของบริษัท คณะกรรมการ ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น ๆ นอกจากนี้การกำกับดูแลกิจการยังจัดให้มีโครงสร้างที่กำหนดวัตถุประสงค์ของบริษัท รวมถึงกำหนดวิธีการบรรลุวัตถุประสงค์ดังกล่าวและติดตามผลการปฏิบัติงาน โดยหลักบรรษัทภิบาลกำหนดให้กรอบการกำกับดูแลกิจการควรอยู่ภายใต้หลักการดังนี้⁸⁵

1) การทำให้มั่นใจถึงพื้นฐานของกรอบการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพ (Ensuring the Basis for an Effective Corporate Governance Framework) กรอบการกำกับดูแลกิจการควรส่งเสริมความโปร่งใส ตลาดที่เป็นธรรม และการจัดสรรทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงควรสอดคล้องกับหลักนิติธรรมและสนับสนุนการกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพและการบังคับใช้

2) สิทธิและการปฏิบัติอย่างเสมอภาคต่อผู้ถือหุ้น และหน้าที่ความเป็นเจ้าของ (The Rights and Equitable Treatment of Shareholders and Key Ownership Functions) กรอบการกำกับดูแลกิจการควรปกป้องและอำนวยความสะดวกการใช้สิทธิของผู้ถือหุ้นและการปฏิบัติที่เท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้นทุกราย รวมทั้งผู้ถือหุ้นรายย่อยและผู้ถือหุ้นต่างประเทศ โดยผู้ถือหุ้นทุกคนควรมีโอกาสได้รับการเยียวยาจากการที่ตนเองถูกละเมิดสิทธิเช่นเดียวกัน

3) ผู้ลงทุนสถาบัน ตลาดหลักทรัพย์ และตัวกลางอื่น ๆ (Institutional Investors, Stock Markets, and Other Intermediaries) กรอบการกำกับดูแลกิจการควรให้สร้างแรงจูงใจที่ดีต่อการลงทุน และทำให้ตลาดหลักทรัพย์ดำเนินงานในลักษณะที่เอื้อต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี

4) บทบาทของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (The Role of Stakeholders in Corporate Governance) กรอบการกำกับดูแลกิจการควรตระหนักถึงสิทธิของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่มีอยู่ตามกฎหมายหรือตามข้อตกลงร่วมกัน และส่งเสริมให้เกิดความร่วมมือระหว่างองค์กรและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่เข้มแข็ง ในการสร้างความมั่งคั่ง สร้างงาน และสร้างความยั่งยืนให้องค์กรที่มีฐานะการเงินอันมั่นคง

5) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (Disclosure and Transparency) กรอบการกำกับดูแลกิจการควรสร้างความมั่นใจว่ามีการเปิดเผยอย่างถูกต้องและตรงเวลา เกี่ยวกับ

⁸⁵ Organisation for Economic Co-operation and Development, **G20/OECD Principles of Corporate Governance** (Paris: OECD Publishing, 2015), pp. 9-11.

สาระสำคัญทั้งหมดของบริษัท ซึ่งรวมถึงสถานะทางการเงิน ผลการดำเนินงาน ความเป็นเจ้าของ และการกำกับดูแลกิจการของบริษัท

6) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (The Responsibilities of the Board) กรอบการกำกับดูแลกิจการควรทำให้แน่ใจถึงแนวทางเชิงกลยุทธ์ของบริษัท การติดตามการบริหารงานของคณะกรรมการอย่างมีประสิทธิภาพ และความรับผิดชอบของคณะกรรมการต่อบริษัทและผู้ถือหุ้น

เนื่องจากหลักบรรษัทภิบาลสามารถนำมาประยุกต์ใช้กับการบริหารองค์กรได้หลากหลายรูปแบบและหลากหลายอุตสาหกรรม ดังนั้นหลักบรรษัทภิบาลจึงถูกไปใช้กับองค์กรต่าง ๆ ในตลาดทุนได้ด้วย เช่น หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ องค์กรกำกับดูแลตนเอง บริษัทจดทะเบียน เป็นต้น

2.4.2 การนำหลักการของบรรษัทภิบาลไปใช้กับองค์กรที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน

ปัจจุบันหลักการของบรรษัทภิบาลได้ถูกนำไปใช้กับการกำกับดูแลกิจการขององค์กรต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนซึ่งมักจะอยู่ในรูปของแนวปฏิบัติ ดังตัวอย่างการประยุกต์ใช้ในประเทศไทยต่อไปนี้

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) ได้จัดทำ “แนวทางธรรมาภิบาลของ ก.ล.ต.” (Code of Governance) เพื่อนำมาใช้เป็นส่วนหนึ่งของนโยบายของสำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อสนับสนุนให้การดำเนินงานของสำนักงาน ก.ล.ต. สามารถบรรลุเป้าหมายและภารกิจในการกำกับดูแลและพัฒนาตลาดทุนไทยได้อย่างถูกทำนองคลองธรรม ตลอดจนเกิดคุณประโยชน์ในด้านต่าง ๆ และยังช่วยเสริมสร้างความเชื่อมั่นต่อมาตรฐานการกำกับดูแลให้เป็นที่ยอมรับในระดับสากล ทั้งนี้สำนักงาน ก.ล.ต. ได้จัดทำแนวทางธรรมาภิบาลของ ก.ล.ต. โดยศึกษาหลักการและแนวทางปฏิบัติขององค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (OECD) รวมถึงประมวลข้อมูลจากหลักการและแนวทางปฏิบัติขององค์การคณะกรรมการหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (IOSCO) เพื่อนำมากำหนดกรอบธรรมาภิบาลสำหรับคณะกรรมการ ผู้บริหารและพนักงาน ได้แก่

- 1) ความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ (Accountability) 2) ความสำนึกในหน้าที่อย่างเต็มความสามารถและมีประสิทธิภาพ (Responsibility) 3) ความเคารพในสิทธิและการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียอย่างสุจริตและเท่าเทียมกัน รวมถึงการให้โอกาสผู้มีส่วนได้เสียมีส่วนร่วมอย่างเป็นธรรม (Equitable Treatment and Participation) 4) การเปิดเผยข้อมูลและการดำเนินการด้วยความโปร่งใสตรวจสอบได้ (Transparency) 5) การควบคุมภายในและการตรวจสอบภายใน (Internal control and Internal Audit) 6) การเพิ่มมูลค่าให้แก่ตลาดทุนทั้งในระยะสั้นและระยะยาว (Value

Creation) โดยการพัฒนาปรับปรุง และเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน และ 7) การวางกรอบเชิงจริยธรรมและจรรยาบรรณ (Code of Conduct and Code of Ethics)⁸⁶

คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดทำ “กฎบัตรของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” (The Charter of SET Board of Governors) เพื่อกำหนดบทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกฎบัตรดังกล่าวถูกนำมาใช้เป็นนโยบายสำคัญในการปฏิบัติหน้าที่ให้ถูกต้องตามกฎหมายโดยเคร่งครัดและปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของกลุ่มตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Corporate Governance) ซึ่งมีความสอดคล้องกับมาตรฐานขององค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (OECD) รวมทั้งได้นำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนมาปรับใช้ให้เหมาะกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งมีโครงสร้างคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการดำเนินงานตามที่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนด สำหรับกฎบัตรของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประกอบด้วยหลักการสำคัญ เช่น องค์กรประกอบและวาระการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการ ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ หน้าที่ของคณะกรรมการ หน้าที่ของประธานกรรมการ การประชุมคณะกรรมการ การประเมินการปฏิบัติงานของคณะกรรมการ ค่าตอบแทนกรรมการ ผู้บริหารระดับสูง และบุคลากร การพัฒนากรรมการผู้บริหารระดับสูง และบุคลากร เป็นต้น⁸⁷

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรปฏิบัติตาม “หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน” (Corporate Governance Code for Listed Companies) ซึ่งจัดทำขึ้นโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เพื่อเป็นหลักปฏิบัติให้คณะกรรมการบริษัทซึ่งเป็นผู้นำหรือผู้รับผิดชอบสูงสุดขององค์กร นำไปปรับใช้ในการกำกับดูแลให้กิจการมีผลประกอบการที่ดีในระยะยาว น่าเชื่อถือสำหรับผู้ถือหุ้นและผู้รอบข้าง เพื่อประโยชน์ในการสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน ตรงตามความมุ่งหวังของทั้งภาครัฐกิจ ผู้ลงทุน ตลอดจนตลาดทุนและสังคมโดยรวม โดยหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนประกอบด้วยหลักปฏิบัติที่สำคัญ 8 ข้อ ได้แก่ 1) ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะ

⁸⁶ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, **แนวทางธรรมาภิบาลของ ก.ล.ต.** (กรุงเทพมหานคร: สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2562), หน้า 2.

⁸⁷ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, **กฎบัตรของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย** (กรุงเทพมหานคร: สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2565), หน้า 3-9.

ผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (Establish Clear Leadership Role and Responsibilities of the Board) 2) กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (Define Objectives that Promote Sustainable Value Creation) 3) เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล (Strengthen Board Effectiveness) 4) สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (Ensure Effective CEO and People Management) 5) ส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคม (Nurture Innovation and Responsible Business) 6) ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (Strengthen Effective Risk Management and Internal Control) 7) รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (Ensure Disclosure and Financial Integrity) และ 8) สนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (Ensure Engagement and Communication with Shareholders)⁸⁸

2.5 แนวคิดเกี่ยวกับหลักความได้สัดส่วน

การใช้อำนาจปกครองเพื่อกำกับดูแลผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดทุน ไม่ว่าเป็นการกำกับดูแลโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ หรือการกำกับดูแลสมาชิกโดยองค์กรกำกับดูแลตนเอง ต้องอยู่ภายใต้หลักความได้สัดส่วน ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

2.5.1 ความหมายของหลักความได้สัดส่วน

สำหรับในทางวิชาการนั้น มีนักวิชาการหลายท่านได้ให้ความหมายของ “หลักความได้สัดส่วน” (Principle of Proportionality) ดังนี้

บรรเจิด สิงคะเนติ อธิบายว่า “หลักความได้สัดส่วน” ตามกฎหมายในประเทศสาธารณรัฐเยอรมัน เป็นหลักการที่สำคัญในการตรวจสอบการกระทำของรัฐทั้งหลาย อันมีผลสมบูรณ์หรือความชอบด้วยกฎหมายของการกระทำของรัฐนั้น ๆ โดยมีสาระสำคัญอยู่ 3 ประการ คือ หลักความเหมาะสม หลักความจำเป็น และหลักความได้สัดส่วนในความหมายอย่างแคบ⁸⁹

⁸⁸ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560 (กรุงเทพมหานคร: สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560), หน้า 4-6.

⁸⁹ บรรเจิด สิงคะเนติ, หลักพื้นฐานเกี่ยวกับสิทธิเสรีภาพและศักดิ์ศรีความเป็นมนุษย์ (กรุงเทพมหานคร: วิญญูชน, 2522), หน้า 274.

สมคิด เลิศไพฑูรย์ อธิบายถึง “หลักความได้สัดส่วน” ว่า หากฝ่ายปกครองใช้อำนาจละเมิดสิทธิและเสรีภาพของประชาชนจะต้องใช้อำนาจเท่าที่จำเป็น การละเมิดสิทธิและเสรีภาพของประชาชนจะไม่ชอบด้วยกฎหมาย หากการละเมิดนั้นมีขนาดเกินสมควรเมื่อเปรียบเทียบกับวัตถุประสงค์ของการใช้อำนาจของฝ่ายปกครองและการใช้อำนาจนั้นต้องสัมพันธ์และได้สัดส่วนที่เหมาะสมระหว่างสถานการณ์ที่เกิดขึ้น เป้าหมายและการตัดสินใจ โดยต้องพิจารณาวิธีการ เป้าหมาย และข้อเท็จจริงที่เป็นพื้นฐานของนิติกรรมทางปกครองนั้น ๆ ดังนั้น หลักความได้สัดส่วน จึงเป็นหลักกฎหมายที่เรียกร้องให้ฝ่ายปกครองต้องนำกฎเกณฑ์ที่ดีที่สุดมาใช้บังคับกับเอกชน⁹⁰

วรพจน์ วิศรุตพิชญ์ อธิบายว่า “หลักความได้สัดส่วน” เป็นหลักการขั้นพื้นฐานของความสัมพันธ์ระหว่างผู้ใช้อำนาจกับผู้ตกอยู่ภายใต้อำนาจ บังคับให้ผู้ใช้อำนาจจำกัดสิทธิและเสรีภาพของผู้ที่ตกอยู่ภายใต้อำนาจของตนอย่างพอเหมาะพอประมาณ และถือว่าหลักความได้สัดส่วนเป็นหลักรัฐธรรมนูญทั่วไปและมีค่าบังคับเสมอกันกับบทบัญญัติแห่งรัฐธรรมนูญทุกประการ⁹¹

ดังนั้นหลักความได้สัดส่วนจึงเป็นหลักการพื้นฐานที่สำคัญประการหนึ่งของแนวคิดตามหลักนิติรัฐ ซึ่งเป็นหลักการที่เป็นหลักประกันสิทธิและเสรีภาพของประชาชนจากการใช้อำนาจตามอำเภอใจขององค์กรต่าง ๆ ของรัฐ โดยรัฐจะกระทำการใด ๆ ที่มีผลกระทบต่อประชาชนเมื่อมีกฎหมายให้อำนาจเป็นสำคัญ ต้องทำทุกอย่างตามกฎหมาย ต้องปฏิบัติตามกฎหมายโดยมีองค์กรตุลาการมีอำนาจตรวจสอบการใช้อำนาจของฝ่ายบริหารหรือฝ่ายปกครองว่ามีการใช้อำนาจถูกต้องตามกฎหมาย เป็นไปตามวัตถุประสงค์หรือเจตนารมณ์ของกฎหมายที่รัฐสภาตราขึ้นหรือไม่ และในขณะเดียวกันก็ไม่ได้หมายความว่าประชาชนในรัฐสามารถใช้สิทธิและเสรีภาพของตนอย่างไร้ขอบเขตด้วยเหตุที่รัฐมีหน้าที่ในการธำรงรักษาไว้ซึ่งประโยชน์ส่วนรวมหรือประโยชน์สาธารณะ จึงมีอำนาจบังคับให้ประชาชนในรัฐกระทำการหรืองดเว้นกระทำการในบางเรื่องภายใต้ข้อจำกัดว่ารัฐจะใช้อำนาจได้เท่าที่จำเป็นเพื่อประโยชน์สาธารณะและเท่าที่กฎหมายให้อำนาจไว้โดยขัดแย้งเท่านั้น โดยนัยนี้ประชาชนในรัฐจึงต้องเสียสละเสรีภาพของตนบางเรื่องเพื่อประโยชน์ส่วนรวม

2.5.2 สาระสำคัญของหลักความได้สัดส่วน

ในทางกฎหมายปกครอง หลักความได้สัดส่วนถือเป็นหลักกฎหมายทั่วไปที่มีบทบาทหน้าที่สำคัญในการควบคุมการกระทำทั้งหลายของรัฐในทางปกครองของฝ่ายปกครอง เช่น การออกคำสั่ง

⁹⁰ สมคิด เลิศไพฑูรย์, “หลักความได้สัดส่วน,” วารสารนิติศาสตร์ 20, 4 (ธันวาคม 2533): 99-100.

⁹¹ วรพจน์ วิศรุตพิชญ์, สิทธิและเสรีภาพตามรัฐธรรมนูญแห่งราชอาณาจักรไทย พุทธศักราช 2540 (กรุงเทพมหานคร: วิญญูชน, 2543), หน้า 85.

ทางปกครอง การออกกฎ หรือการกระทำอื่นใด เพื่อมิให้ฝ่ายปกครองหรือเจ้าหน้าที่ของรัฐใช้อำนาจเกินขอบเขตที่กฎหมายกำหนดไว้จนไปแทรกแซงสิทธิและเสรีภาพของประชาชนผู้อยู่ภายใต้อำนาจ หรืออีกนัยหนึ่งหลักความได้สัดส่วนนี้เป็นหลักประกันในทางเนื้อหาที่ห้ามมิให้ฝ่ายปกครองใช้อำนาจตามอำเภอใจในกรณีที่กฎหมายให้อำนาจดุลพินิจแก่ฝ่ายปกครองให้สามารถตัดสินใจอย่างอิสระที่จะเลือกกระทำการหรือไม่กระทำการอย่างหนึ่งอย่างใด ภายในขอบเขตวัตถุประสงค์ของกฎหมายที่ให้อำนาจ โดยฝ่ายปกครองจะต้องเลือกกระทำการไปในทางที่มีความเหมาะสมในอันที่จะทำให้บรรลุวัตถุประสงค์ของกฎหมายที่ให้อำนาจอย่างแท้จริง และวิธีการหรือมาตรการที่เลือกใช้ต้องมีความจำเป็นต่อการดำเนินการเพื่อให้เกิดประโยชน์ต่อสาธารณะมากกว่าเมื่อเทียบกับความเสียหายของปัจเจกบุคคล จึงอาจกล่าวได้ว่าหลักความได้สัดส่วนเป็นกรอบควบคุมหรือข้อจำกัดการใช้อำนาจของฝ่ายปกครองมิให้ใช้อำนาจตามอำเภอใจ⁹²

หลักความได้สัดส่วนมีสาระสำคัญประกอบด้วยหลักการย่อย ๆ ที่สำคัญ 3 ประการ ได้แก่⁹³

1) หลักแห่งความสัมฤทธิ์ผล (Principle of Appropriateness) เป็นหลักการที่ว่า ในบรรดามาตรการที่กฎหมายเปิดช่องให้ฝ่ายปกครองออกมาใช้บังคับแก่ราษฎรได้ ฝ่ายปกครองจะต้องใช้วิธีพิจารณาเลือกออกมาตรการที่สามารถดำเนินการให้เจตนารมณ์หรือความมุ่งหมายของกฎหมายฉบับที่ให้อำนาจสำเร็จลุล่วง มาตรการใดที่ไม่สามารถทำได้เป็นมาตรการที่ขัดต่อหลักแห่งความสัมฤทธิ์ผล เป็นมาตรการที่ไม่มีผลบังคับ และเป็นมาตรการที่ไม่ชอบด้วยกฎหมาย

2) หลักแห่งความจำเป็น (Principle of Necessity) เป็นหลักการที่ว่า ในบรรดามาตรการหลาย ๆ อย่างซึ่งล้วนแต่ชอบด้วยหลักความสัมฤทธิ์ผล กล่าวคือ สามารถดำเนินการให้บรรลุเจตนารมณ์หรือวัตถุประสงค์ของกฎหมายฉบับที่ให้อำนาจได้ แต่ทว่ามาตรการเหล่านั้นมีผลกระทบต่อสิทธิ เสรีภาพ หรือประโยชน์อันชอบธรรมของราษฎรมากน้อยแตกต่างกัน ฝ่ายปกครองต้องตัดสินใจเลือกออกมาตรการที่มีความรุนแรงน้อยที่สุด

3) หลักแห่งความได้สัดส่วนในความหมายอย่างแคบ (Principle of Proportionality Stricto Sensu) เป็นหลักการที่เรียกร้องให้เกิดดุลยภาพระหว่างความเสียหายอันจะเกิดขึ้นแก่เอกชนหรือสังคมโดยรวม กับประโยชน์อันมหาชนจะพึงได้รับจากมาตรการใด

⁹² ปราณี สุขศรี, หลักกฎหมายทั่วไปในทางปกครองในคำพิพากษาของศาลปกครองสูงสุด : ศึกษาหลักความได้สัดส่วน (Principle of Proportionality) และหลักความเสมอภาค (Principle of Equality), หน้า 10-11, ค้นวันที่ 20 กุมภาพันธ์ 2564 จาก https://www.parliament.go.th/ewtadmin/ewt/parliament_parcy/download/admincourt_journal/everyorganization/68.pdf

⁹³ วรพจน์ วิศรุตพิชญ์, *เรื่องเดิม*, หน้า 87.

มาตรการหนึ่งที่ฝ่ายปกครองออกมาใช้บังคับ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ มาตรการที่ฝ่ายปกครองอาศัยอำนาจตามกฎหมายฉบับใดฉบับหนึ่งออกมาใช้บังคับแก่ราษฎรต้องก่อให้เกิดประโยชน์มากกว่าโทษ ถ้าก่อให้เกิดโทษมากกว่าประโยชน์แล้ว มาตรการนั้นย่อมไม่ชอบด้วยกฎหมาย ดังนั้นองค์ประกอบข้อนี้ของหลักความได้สัดส่วนนี้ จึงบังคับให้ฝ่ายปกครองต้องทำการชั่งผลดีและผลเสียของมาตรการแต่ละมาตรการที่ฝ่ายปกครองตั้งใจจะออกมาใช้บังคับแก่ราษฎร มาตรการใดก็ตามที่เห็นได้ชัดว่าหากได้ลงมือบังคับการให้เป็นไปตามนั้นแล้วจะยังให้เกิดประโยชน์แก่มหาชนน้อยมาก ไม่คุ้มกับความเสียหายที่จะเกิดขึ้นแก่เอกชนหรือสังคมโดยรวม ฝ่ายปกครองต้องห้ามมิให้ออกมาใช้บังคับ ถึงแม้ว่ามาตรการนั้นจะเป็นมาตรการที่สามารถดำเนินการให้บรรลุวัตถุประสงค์ของกฎหมายฉบับที่ให้อำนาจได้ตามหลักแห่งความสมเหตุสมผลและหลักแห่งความจำเป็นก็ตาม

2.5.3 หลักความได้สัดส่วนขององค์กรกำกับดูแลตนเอง

เมื่อพิจารณาถึงฐานะของตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่สำคัญในตลาดทุนสำหรับบางประเทศนั้นตลาดหลักทรัพย์มีฐานะเช่นเดียวกับบริษัทเอกชน เนื่องจากมีการแปรรูปและนำไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงได้มีการถ่ายโอนงานกำกับดูแลที่สำคัญไปยังหน่วยงานอื่น เช่น ตลาดหลักทรัพย์ LSE ของประเทศสหราชอาณาจักร ตลาดหลักทรัพย์ ASX ของประเทศออสเตรเลีย เป็นต้น อย่างไรก็ตามตลาดหลักทรัพย์ในหลายประเทศก็ยังคงมีฐานะเป็นหน่วยงานกึ่งรัฐ เนื่องจากยังไม่มีแปรรูป เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นต้น หรืออาจแปรรูปแล้วแต่ยังคงไว้ซึ่งอำนาจในการกำกับดูแลที่สำคัญตามกฎหมาย เช่น ตลาดหลักทรัพย์ Bursa Malaysia ของประเทศมาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์ KRX ของประเทศเกาหลีใต้ เป็นต้น ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ที่มีฐานะเป็นหน่วยงานกึ่งรัฐนี้ต้องใช้อำนาจภายใต้หลักความได้สัดส่วนเช่นเดียวกับหน่วยงานทางปกครองอื่น ๆ ของรัฐเช่นกัน ดังนั้นการพิจารณาหลักความได้สัดส่วน (Principle of Proportionality) จึงมีความสำคัญต่อการใช้อำนาจทางปกครองอย่างเหมาะสมของตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง

สำหรับประเทศไทยนั้น ศาลปกครองสูงสุดเคยวินิจฉัยไว้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีฐานะเป็นหน่วยงานของรัฐประเภทหน่วยงานอื่นของรัฐ อันมีฐานะเป็นหน่วยงานทางปกครองตามมาตรา 3 แห่งพระราชบัญญัติจัดตั้งศาลปกครองและวิธีพิจารณาคดีปกครอง พ.ศ. 2542 และการออกคำสั่งของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถือเป็นคำสั่งทางปกครองตามมาตรา 5 แห่งพระราชบัญญัติวิธีปฏิบัติราชการทางปกครอง พ.ศ. 2539 ทั้งนี้เป็นไปตามแนวคำพิพากษาศาลปกครองสูงสุดที่ อ.502/2554 ซึ่งสรุปได้ดังนี้

ผู้ฟ้องคดีเคยทำงานที่บริษัท ง. ได้รับใบอนุญาตเป็น “เจ้าหน้าที่การตลาด” และได้รับการแต่งตั้งและขึ้นทะเบียนเป็น “เจ้าหน้าที่รับอนุญาต” ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาด

หลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จากผู้ผูกฟองคตี (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) โดยใบอนุญาตการเป็นเจ้าหน้าที่การตลาดสิ้นอายุในวันที่ 21 ธันวาคม 2540 ส่วนทะเบียนการเป็นเจ้าหน้าที่รับอนุญาตได้ถูกเพิกถอนไปเมื่อวันที่ 5 มิถุนายน 2540 จากนั้นผู้ผูกฟองคตีได้ลาออกและต่อมามีเรื่องร้องเรียนจากลูกค้าของบริษัท ง. ว่า ขณะที่ผู้ผูกฟองคตีปฏิบัติหน้าที่เจ้าหน้าที่ผู้ได้รับอนุญาต ได้กระทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของลูกค้าโดยพลการ อันเป็นความผิดตามกฎหมายเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์

ผู้ผูกฟองคตีโดยมติของคณะกรรมการพิจารณา ลงโทษสมาชิกและผู้รับใบอนุญาตจึงได้มีหนังสือลงวันที่ 28 มกราคม 2543 ลงโทษผู้ผูกฟองคตีโดยไม่อนุญาตให้ปฏิบัติงานเป็นเจ้าหน้าที่การตลาดและเจ้าหน้าที่รับอนุญาตในระบบการซื้อขายเป็นเวลา 3 เดือน นับแต่วันที่ลงหนังสือแจ้ง

ผู้ผูกฟองคตีเห็นว่าผู้ผูกฟองคตีไม่มีอำนาจสั่งพักใบอนุญาตเนื่องจากใบอนุญาตของผู้ผูกคตีสิ้นอายุไปนานแล้ว และปัจจุบันผู้ผูกคตีมิอาจชำระค่าธรรมเนียม ค่าสั่งลงโทษดังกล่าวจึงสร้างความเสียหายต่อชื่อเสียงและประวัติการทำงานของผู้ผูกคตี จึงนำคดีมาฟ้องต่อศาลปกครองขอให้เพิกถอนคำสั่งดังกล่าว

ศาลปกครองสูงสุดวินิจฉัยว่า ผู้ผูกฟองคตีเป็นหน่วยงานที่จัดตั้งขึ้นโดยกฎหมายและเป็นหน่วยงานเดียวที่มีอำนาจประกอบกิจการตลาดหลักทรัพย์โดยไม่นำผลกำไรมาแบ่งปันกัน ตามมาตรา 153 และมาตรา 155 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จึงมีฐานะเป็นหน่วยงานของรัฐ แต่โดยที่ทุนหรือเงินอุดหนุนในการดำเนินการมิใช่เงินจากงบประมาณของรัฐ อีกทั้งตลาดหลักทรัพย์มิได้มีอำนาจหน้าที่เกี่ยวกับการควบคุมผู้ประกอบการวิชาชีพ จึงมิใช่เป็นหน่วยงานของรัฐที่เป็นส่วนราชการ รัฐวิสาหกิจ องค์กรควบคุมการประกอบวิชาชีพ หรือหน่วยงานอิสระของรัฐ แต่มีฐานะเป็นหน่วยงานของรัฐ ประเภทหน่วยงานอื่นของรัฐ อันมีฐานะเป็นหน่วยงานทางปกครองตามความในมาตรา 3 แห่งพระราชบัญญัติจัดตั้งศาลปกครองและวิธีพิจารณาคดีปกครอง พ.ศ. 2542 และผู้ผูกคตีเป็นผู้เดือดร้อนหรือเสียหายหรืออาจจะเดือดร้อนหรือเสียหายจากการที่หน่วยงานทางปกครองออกคำสั่งโดยไม่ชอบด้วยกฎหมายตามมาตรา 42 วรรคหนึ่ง แห่งพระราชบัญญัติจัดตั้งศาลปกครองและวิธีพิจารณาคดีปกครอง พ.ศ. 2542

เมื่อการลงโทษไม่อนุญาตให้ผู้ผูกคตีปฏิบัติงานเป็นเจ้าหน้าที่การตลาดเป็นมติของคณะกรรมการพิจารณา ลงโทษสมาชิกและผู้รับใบอนุญาต ซึ่งเป็นอำนาจตามข้อ 14 ของข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง ใบอนุญาตเป็นเจ้าหน้าที่การตลาด ประกาศ ณ วันที่ 15 สิงหาคม 2537 กรณีจึงเป็นการพิจารณาและออกคำสั่งลงโทษโดยผู้มีอำนาจ อย่างไรก็ตาม การที่ผู้ผูกฟองคตีจะลงโทษตามข้อ 10 (2) ของข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง ใบอนุญาตเป็นเจ้าหน้าที่การตลาด ประกาศ ณ วันที่ 15 สิงหาคม 2537 ได้นั้น ต้องเป็นกรณีผู้ผูกฟองคตีมีสถานภาพเป็นผู้รับใบอนุญาตเป็นเจ้าหน้าที่การตลาด แต่เมื่อใบอนุญาตของผู้ผูกคตีสิ้นอายุไปเมื่อวันที่ 21 ธันวาคม 2540 และผู้ผูกคตีมิได้ขอใบอนุญาตดังกล่าวอีก จึงเห็นได้ว่าในช่วงระยะเวลาที่ลงโทษ

ผู้ฟ้องคดีมิให้ปฏิบัติหน้าที่เป็นเจ้าหน้าที่การตลาดนั้น ผู้ฟ้องคดีไม่มีสถานภาพเป็นเจ้าหน้าที่การตลาดตามข้อ 2 ของข้อบังคับดังกล่าว ดังนั้นการที่ผู้ถูกฟ้องคดีโดยมติคณะอนุกรรมการพิจารณาธงโทษสมาชิกและผู้รับใบอนุญาตธงโทษไม่อนุญาตให้ผู้ฟ้องคดีปฏิบัติงานเป็นเจ้าหน้าที่การตลาด จึงเป็นคำสั่งทางปกครองที่ไม่ชอบด้วยกฎหมาย

สำหรับการธงโทษไม่อนุญาตให้ผู้ฟ้องคดีปฏิบัติงานเป็นเจ้าหน้าที่รับอนุญาตในระบบการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น ประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง เจ้าหน้าที่รับอนุญาตในระบบการซื้อขาย ประกาศ ณ วันที่ 15 สิงหาคม 2539 ได้กำหนดว่าในกรณีเจ้าหน้าที่รับอนุญาตกระทำการอันเป็นการฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติตามหน้าที่ที่ได้กำหนดไว้ให้ผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจในการสั่งธงโทษ เมื่อข้อเท็จจริงปรากฏว่า คณะอนุกรรมการพิจารณาธงโทษสมาชิกและผู้รับอนุญาตเป็นผู้ออกคำสั่งธงโทษผู้ฟ้องคดีในฐานะเจ้าหน้าที่รับอนุญาตโดยไม่ปรากฏว่าได้รับมอบหมายจากผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์ให้ใช้อำนาจธงโทษดังกล่าว คำสั่งธงโทษในกรณีนี้จึงไม่ชอบด้วยกฎหมาย และแม้ผู้ถูกฟ้องคดีจะอุทธรณ์ว่าคำสั่งธงโทษดังกล่าวเป็นการธงโทษตามอำนาจหน้าที่ที่กฎหมายได้กำหนดไว้ แต่เมื่อได้พิจารณาถึงกฎหมายที่เกี่ยวข้องแล้วเห็นว่าอำนาจหน้าที่ของคณะอนุกรรมการดังกล่าวเป็นอำนาจในการพิจารณาข้อเท็จจริงและธงโทษผู้รับใบอนุญาตที่เป็นเจ้าหน้าที่การตลาดเท่านั้น หากมีอำนาจในการพิจารณาข้อเท็จจริงและธงโทษเจ้าหน้าที่รับอนุญาตในระบบการซื้อขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด

จากคำพิพากษาศาลปกครองสูงสุดในคดีนี้ สามารถสรุปประเด็นสำคัญได้ 3 ประการ ได้แก่

1) แม้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะไม่ใช่เป็นหน่วยงานของรัฐที่เป็นส่วนราชการ รัฐวิสาหกิจ องค์การควบคุมการประกอบวิชาชีพ หรือหน่วยงานอิสระของรัฐ แต่ก็มีฐานะเป็นหน่วยงานของรัฐประเภทหน่วยงานอื่นของรัฐ อันมีฐานะเป็นหน่วยงานทางปกครองตามมาตรา 3 แห่งพระราชบัญญัติจัดตั้งศาลปกครองและวิธีพิจารณาคดีปกครอง พ.ศ. 2542

2) การมีคำสั่งไม่อนุญาตให้ผู้รับใบอนุญาตเป็นเจ้าหน้าที่การตลาดและเจ้าหน้าที่รับอนุญาตในระบบซื้อขายหลักทรัพย์ปฏิบัติหน้าที่ต่อไปเป็นคำสั่งทางปกครองตามมาตรา 5 แห่งพระราชบัญญัติวิธีปฏิบัติราชการทางปกครอง พ.ศ. 2539 และผู้รับคำสั่งซึ่งแม้จะไม่ได้ปฏิบัติหน้าที่เนื่องจากใบอนุญาตสิ้นอายุหรือถูกเพิกถอนไปแล้วก่อนที่จะมีคำสั่งธงโทษ ถือเป็นผู้ถูกกระทบสิทธิซึ่งเป็นผู้เสียหายหรืออาจจะเดือดร้อนหรือเสียหายตามมาตรา 42 วรรคหนึ่ง แห่งพระราชบัญญัติจัดตั้งศาลปกครองและวิธีพิจารณาคดีปกครอง พ.ศ. 2542

3) การใช้อำนาจของหน่วยงานทางปกครองหรือเจ้าหน้าที่ของรัฐในการที่จะพิจารณาสั่งธงโทษบุคคลใด ที่นอกจากจะต้องพิจารณาถึงอำนาจที่ใช้ในการพิจารณาธงโทษเป็นสำคัญแล้ว การพิจารณาถึงสถานภาพของผู้ที่จะถูกลงโทษและมาตรการลงโทษก็นับเป็นเรื่องสำคัญที่จำต้องพิจารณา เพราะหากกรณีใดได้มีการพิจารณาธงโทษไปโดยที่ผู้ออกคำสั่งไม่มีอำนาจหรือกฎหมายไม่ได้ให้

อำนาจหรือหน้าที่ไว้ หรือได้ออกคำสั่งไปโดยที่ผู้รับคำสั่งหรือผู้ที่จะถูกลงโทษไม่มีสถานภาพหรือพันวิสัยที่จะรับโทษได้แล้วย่อมส่งผลให้คำสั่งลงโทษดังกล่าวเป็นคำสั่งที่ไม่ชอบด้วยกฎหมาย⁹⁴

โดยสรุป จากการศึกษาทฤษฎีเกี่ยวกับตลาดทุน ทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเอง ทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดทุน และทฤษฎีเกี่ยวกับหลักความได้สัดส่วน พบว่าทฤษฎีดังกล่าวมีความเกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ โดยตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์เป็นตลาดรองที่เป็นส่วนหนึ่งของตลาดทุน ซึ่งองค์กรกำกับดูแลตนเองอาจมีได้ทั้งในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการและไม่เป็นทางการ สำหรับประเด็นอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ผู้เขียนมีข้อค้นพบโดยสังเขปดังนี้

ประเด็นเกี่ยวกับที่มาของสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง พบว่าสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองอาจได้มาโดยกฎหมายรับรองให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง หรือได้รับการยอมรับให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ หรือมีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง

ประเด็นเกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเอง พบว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองมีได้ทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ซึ่งบางประเทศก็ใช้รูปแบบที่ให้ตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิก ในขณะที่บางประเทศก็ใช้รูปแบบที่ให้สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิก

ประเด็นเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดี พบว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองต้องกำกับดูแลโดยคำนึงถึงหลักสำคัญ ได้แก่ 1) หลักความเป็นธรรม เช่น ปฏิบัติต่อสมาชิกทั้งหมดของตนเองอย่างเป็นธรรมสม่ำเสมอ รับฟังความคิดเห็นของผู้มีส่วนได้เสียก่อนออกกฎ เป็นต้น 2) หลักความโปร่งใส เช่น ประกาศเรื่องกฎและนโยบาย ประกาศคำตัดสินและโทษทางวินัย เป็นต้น และ 3) หลักการคุ้มครองผู้ลงทุน เช่น มีโครงสร้างกรรมการที่เป็นธรรมโดยเปิดโอกาสให้มีตัวแทนของกรรมการที่คุ้มครองประโยชน์ของผู้ลงทุน การดำเนินงานถูกกำกับโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ เป็นต้น ซึ่งหากองค์กรกำกับดูแลตนเองสามารถใช้อำนาจกำกับดูแลได้สอดคล้องกับหลักความเป็นธรรม หลักความโปร่งใส และหลักการคุ้มครองผู้ลงทุน ย่อมทำให้สามารถคุ้มครองผู้มีส่วนได้เสียในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ได้อย่างเหมาะสมมากขึ้น ทั้งนี้เนื่องจากการกำกับดูแลสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเองมีลักษณะเป็นการใช้อำนาจตามกฎหมายปกครอง ดังนั้นการกำกับดูแลสมาชิกจึงต้องคำนึงถึงหลักความได้สัดส่วนด้วย

⁹⁴ ญัตติพล ลือสิงหนาท, สถานภาพของ “ผู้ถูกลงโทษ” กับการสั่งลงโทษของ “ผู้ (ไม่) มีอำนาจ, หน้า 1-3, ค้นวันที่ 20 กุมภาพันธ์ 2564 จาก https://www.admincourt.go.th/admincourt/upload/webcms/Academic/Academic_201212_165746.pdf

เมื่อได้ข้อสรุปจากการศึกษาทฤษฎีการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์แล้ว ในบทต่อไปจะเป็นการศึกษาหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของต่างประเทศ เพื่อพิจารณาว่าประเทศที่เลือกศึกษาได้กำหนดหลักเกณฑ์อย่างไรเกี่ยวกับที่มาของสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง รูปแบบการกำกับดูแลตนเอง และการกำกับดูแลตนเองที่ดี รวมถึงพิจารณาว่าหลักเกณฑ์ดังกล่าวมีความสอดคล้องกับทฤษฎีการกำกับดูแลตนเองที่ได้ศึกษามาแล้วในบทนี้มากน้อยเพียงใด



บทที่ 3

หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยน หลักทรัพย์ของต่างประเทศ

เมื่อพิจารณาถึงการกำกับดูแลในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของต่างประเทศ พบว่าแต่ละประเทศมีแนวทางการกำกับดูแลที่หลากหลาย บางประเทศมุ่งเน้นการใช้แนวทางกำกับดูแลตนเองโดยองค์กรกำกับดูแลตนเอง ในขณะที่บางประเทศมุ่งเน้นการใช้แนวทางกำกับดูแลโดยหน่วยงานของรัฐ ดังนั้น การศึกษาหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองของต่างประเทศจึงควรแบ่งกลุ่มให้ชัดเจนก่อนว่าประเทศใดบ้างที่ใช้แนวทางการกำกับดูแลตนเอง หลังจากนั้นจึงพิจารณาคัดเลือกประเทศที่เหมาะสมสำหรับการศึกษา

ในเบื้องต้น สามารถแบ่งกลุ่มประเทศออกได้เป็น 2 กลุ่มใหญ่ ๆ ดังนี้⁹⁵

1. กลุ่มประเทศที่ไม่ใช้แนวทางการกำกับดูแลตนเอง

ประเทศในกลุ่มนี้กำหนดให้อำนาจส่วนใหญ่ในการกำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์อยู่ที่หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ เช่น สหราชอาณาจักร สาธารณรัฐฝรั่งเศส (ฝรั่งเศส) เครือรัฐออสเตรเลีย (ออสเตรเลีย) เขตปกครองพิเศษฮ่องกง เป็นต้น ในอดีตหลายประเทศในกลุ่มนี้เคยใช้แนวทางการกำกับดูแลตนเองมาก่อน เนื่องจากการกำกับดูแลตนเองภายใต้การรวมตัวกันของกลุ่มวิชาชีพผู้เชี่ยวชาญในรูปแบบของตลาดหลักทรัพย์ มักจะเกิดขึ้นก่อนการกำกับดูแลโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ แต่ต่อมาเมื่อมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์และนำไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หน้าที่การกำกับดูแลดังกล่าวก็ถูกถ่ายโอนมายังหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ เนื่องจากต้องการลดปัญหาความขัดแย้งกันของผลประโยชน์ระหว่างสถานะการเป็นผู้ใช้อำนาจกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนและบริษัทหลักทรัพย์ และสถานะการเป็นบริษัทจดทะเบียน รวมถึงต้องการลดต้นทุนด้านการกำกับดูแลเพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์ในฐานะบริษัทจดทะเบียนมีกำไรมากขึ้น

ตัวอย่างเช่น การกำกับดูแลตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ในสหราชอาณาจักร เริ่มแรกได้ใช้รูปแบบการกำกับดูแลตนเอง โดยมีการก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน (London Stock Exchange: LSE) ในปี ค.ศ. 1801 เพื่อทำหน้าที่เป็นตลาดกลางในการซื้อขายหลักทรัพย์ของสหราชอาณาจักร

⁹⁵ John W. Carson, *op. cit.*, p. 17.

อาณาจักร รวมถึงทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง (SRO) ด้วยการกำกับดูแลสมาชิกซึ่งเป็นบริษัทหลักทรัพย์ที่ทำหน้าที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ด้วย อย่างไรก็ตามต่อมาเมื่อรัฐบาลได้ตรากฎหมายว่าด้วยตลาดการเงินและธุรกิจการเงิน ค.ศ. 2000 (Financial Services and Markets Act 2000) เพื่อจัดตั้งหน่วยงานกำกับดูแลธุรกิจการเงิน (Financial Service Authority: FSA) สำหรับทำหน้าที่กำกับดูแลระบบการเงินทั้งหมด รวมถึงได้มีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน (LSE) ให้เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หลังจากนั้นอำนาจการกำกับดูแลสมาชิกทั้งหมดและอำนาจในการออกกฎสำหรับบริษัทจดทะเบียนของตลาดหลักทรัพย์ลอนดอนก็ถูกถ่ายโอนกลับมาอยู่ที่หน่วยงานกำกับดูแลธุรกิจการเงินซึ่งเป็นหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ⁹⁶ ทั้งนี้ปัจจุบันได้มีการปรับโครงสร้างการกำกับดูแลธุรกิจการเงิน โดยหน่วยงานกำกับดูแลธุรกิจการเงินได้ถูกยุบเลิกและโอนอำนาจเดิมของหน่วยงานกำกับดูแลธุรกิจการเงินไปยังหน่วยงานใหม่ 2 แห่ง ได้แก่ หน่วยงานเฝ้าระวังทางการเงิน (Prudential Regulation Authority: PRA) และหน่วยงานควบคุมการเงิน (Financial Conduct Authority: FCA) ซึ่งอำนาจหน้าที่หลักในการกำกับดูแลตลาดทุนได้ถูกโอนมาที่หน่วยงานควบคุมการเงิน (FCA)⁹⁷ สำหรับเหตุผลในการโอนอำนาจการกำกับดูแลตนเองของตลาดหลักทรัพย์ลอนดอนกลับมาให้หน่วยงานควบคุมการเงินนั้น เนื่องจากรัฐบาลเห็นว่าการมีองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดการเงินหลายแห่งทำให้เกิดทิศทางการกำกับดูแลตลาดการเงินไม่เป็นเอกภาพ แต่ละองค์กรต่างออกกฎเกณฑ์ของตนเอง ต่อมาเมื่อสหราชอาณาจักรเข้าเป็นสมาชิกของสหภาพยุโรป การออกหลักเกณฑ์ภายในประเทศจำเป็นต้องสอดคล้องกับหลักเกณฑ์กลาง (Directives) ของสหภาพยุโรป แต่สหราชอาณาจักรมีองค์กรย่อยหลายแห่งในภาคธุรกิจการเงินทำให้ยากที่จะออกหลักเกณฑ์ทั้งหมดให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์กลาง ประกอบกับภายหลังการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ รัฐบาลเห็นว่าควรลดความได้เปรียบในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์ลอนดอนเพื่อป้องกันไม่ให้ตลาดหลักทรัพย์ลอนดอนใช้อำนาจของตนเองในการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนคู่แข่งเพื่อสร้างการผูกขาด รัฐบาลจึงตั้งอำนาจการออกกฎของแต่ละองค์กรกลับมายังหน่วยงานควบคุมการเงินซึ่งเป็นหน่วยงานกำกับดูแลส่วนกลาง นอกจากนี้เนื่องจากการกำกับดูแลตลาดทุนประกอบด้วยหลักเกณฑ์หลายส่วน อำนาจหน้าที่ในการกำกับดูแลตลาดทุนบางส่วนจึงถูกโอนให้กับหน่วยงานอื่นของรัฐด้วย ตัวอย่างเช่น ในการกำกับดูแลตลาดทุน หน่วยงานควบคุมการเงิน (FCA)

⁹⁶ Annex 3, Regulation of The Securities Market in the United Kingdom, p. A13, Retrieved March 21, 2021 from <https://www.info.gov.hk/info/expert/annex3e.pdf>

⁹⁷ CFA Institute, *Self-Regulation in the Securities Markets: Transition and New Possibilities* (Brussels, Belgium: CFA Institute, 2013), p. 24.

ทำหน้าที่ออกใบอนุญาตให้กับบริษัทหลักทรัพย์และกำกับตรวจสอบบริษัทหลักทรัพย์ให้ปฏิบัติตามกฎ ส่วนหน่วยงานรับจดทะเบียนแห่งสหราชอาณาจักร (United Kingdom Listing Authority: UKLA) ทำหน้าที่กำหนดคุณสมบัติของบริษัทที่จะเข้าจดทะเบียน เช่น กำหนดมูลค่าตลาดขั้นต่ำ ผลการดำเนินงานในอดีต ฐานะทางการเงินของบริษัท เป็นต้น⁹⁸

สำหรับการกำกับดูแลตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง มีความเป็นมาของการกำกับดูแลที่คล้ายคลึงกับสหราชอาณาจักร เริ่มแรกเขตปกครองพิเศษฮ่องกงใช้รูปแบบการกำกับดูแลตนเองในตลาดทุน โดยตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง (Stock Exchange of Hong Kong Limited: SEHK) เคยทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง (SRO) ด้วยการกำกับดูแลสมาชิก ซึ่งเป็นบริษัทหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามหลังจากมีการจัดตั้งหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ คือ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และฟิวเจอร์ส (Securities and Futures Commission: SFC) ภายใต้กฎหมายกำกับหลักทรัพย์และฟิวเจอร์ส (Securities and Futures Ordinance) รวมถึงมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ในปี ค.ศ. 2000 แล้ว โดยตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง ตลาดฟิวเจอร์สฮ่องกง และสำนักหักบัญชีฮ่องกง ได้ถูกแปรรูปโดยนำหุ้นออกขายให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์และสำนักหักบัญชีฮ่องกง (Hong Kong Exchanges and Clearing Limited: HKEx) และส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงมีสถานะเป็นบริษัทย่อยของตลาดหลักทรัพย์และสำนักหักบัญชีฮ่องกง ต่อมาตลาดหลักทรัพย์และสำนักหักบัญชีฮ่องกงในฐานะบริษัทผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้นำหุ้นของตนเองเข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หลังจากนั้นอำนาจการกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์และสำนักหักบัญชีฮ่องกง (HKEx) ก็ถูกดึงกลับมาอยู่ที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และฟิวเจอร์ส (SFC)⁹⁹ อย่างไรก็ตามเนื่องจากภาครัฐมีนโยบายปกป้องธุรกิจการเงินซึ่งเป็นธุรกิจหลักของประเทศ ทำให้ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์และสำนักหักบัญชีฮ่องกงเป็นตลาดหลักทรัพย์เพียงแห่งเดียวในประเทศ ภายใต้การควบคุมของหน่วยงานรัฐมีในเรื่องต่าง ๆ เช่น หากตลาดหลักทรัพย์และสำนักหักบัญชี

⁹⁸ Will Pearce, Jonathan Cooklin, Richard Small, Dan Hirschovits and Dominic Foulke, “United Kingdom,” In **The International Capital Markets Review**, 3rd ed. (London: Law Business Research, 2013), p. 374.

⁹⁹ Pamela S. Hughes, **Background Information on Demutualization, Demutualization of Stock Exchanges: Problems, Solutions and Case Studies** (Manila: Asian Development Bank, 2002), pp. 52-53.

ฮ่องกงต้องการเปลี่ยนแปลงอัตราค่าธรรมเนียม ต้องขอความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และฟิวเจอร์สก่อน¹⁰⁰

2. กลุ่มประเทศที่ใช้แนวทางการกำกับดูแลตนเอง

ประเทศในกลุ่มนี้กำหนดให้อำนาจส่วนใหญ่ในการกำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์อยู่ที่องค์กรกำกับดูแลตนเอง เช่น ไทย สหพันธรัฐมาเลเซีย (มาเลเซีย) สาธารณรัฐเกาหลี (เกาหลีใต้) ญี่ปุ่น สหรัฐอเมริกา เป็นต้น ประเทศส่วนใหญ่ในกลุ่มนี้ใช้แนวทางการกำกับดูแลตนเองมาตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน แม้ว่าตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองของประเทศในกลุ่มนี้ส่วนใหญ่ได้มีการแปรรูปและนำเข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แล้ว แต่กลุ่มประเทศนี้ก็ไม่ได้ถ่ายโอนอำนาจการกำกับดูแลสมาชิกไปยังหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐเพื่อจัดการปัญหาความขัดแย้งกันของผลประโยชน์ระหว่างสถานะการเป็นผู้ใช้อำนาจกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนและบริษัทหลักทรัพย์ และสถานะการเป็นบริษัทจดทะเบียน กลับถ่ายโอนอำนาจการกำกับดูแลสมาชิกยังสมาคมในธุรกิจหลักทรัพย์มีอำนาจกำกับดูแลตนเอง ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ยังคงมีอำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกของตนเองในบางเรื่องเช่นเดิม

ตัวอย่างเช่น การกำกับดูแลตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา เริ่มแรกได้มีการรวมกลุ่มของนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อจัดตั้งสถานที่ซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่ Wall Street และได้ทำสัญญาที่เรียกว่า Buttonwood Agreement ซึ่งต่อมาเมื่อมีปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์มากขึ้นเรื่อย ๆ ก็ได้มีการจัดตั้ง “ตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก” (New York Stock Exchange: NYSE) ในปี ค.ศ. 1817 โดยตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่มีอำนาจกำกับกับการซื้อขายหลักทรัพย์และการรับสมาชิกใหม่ของตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงการลงโทษสมาชิก เช่น การปรับ การขับให้พ้นสมาชิกภาพ เป็นต้น อย่างไรก็ตามภายหลังจากสหรัฐอเมริกาได้เผชิญกับภาวะเศรษฐกิจตกต่ำครั้งใหญ่ ได้มีการออกกฎหมายกำกับหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 (Securities Act 1933) และกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 (Exchange Act of 1934) ที่มีวัตถุประสงค์เพื่อจัดตั้ง “คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา” (U.S. Securities and Exchange Commission: SEC) เป็นหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐที่มีอำนาจในการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งแนวทางตามกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ที่บัญญัติขึ้นนั้นไม่ได้มุ่งเน้นการกำกับดูแลตนเอง แต่มุ่งเน้นการกำกับดูแลโดยหน่วยงานรัฐเป็นสำคัญ โดยช่วงแรกในการบังคับใช้กฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ระบบการกำกับ

¹⁰⁰ William Pearson, *Demutualization of Exchanges-The Conflicts of Interest (Hong Kong), Demutualization of Stock Exchanges: Problems, Solutions and Case Studies* (Manila: Asian Development Bank, 2002), p. 96.

ดูแลตนเองได้ถูกแทนที่โดยระบบการกำกับดูแลโดยหน่วยงานของรัฐ อย่างไรก็ตามในปี ค.ศ. 1938 ระบบการกำกับดูแลตนเองได้กลับมาอีกครั้งเมื่อมีการออกกฎหมาย Maloney Act of 1938 เพื่อปรับปรุงแก้ไขกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 โดยกำหนดให้มีการรับรองสถานะขององค์กรกำกับดูแลตนเอง และให้อำนาจในการกำกับดูแลตนเองสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์นอกตลาด นอกจากนี้ระบบการกำกับดูแลตนเองกลับมาเพิ่มบทบาทมากขึ้นอีก หลังจากมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์หลายแห่ง เช่น ตลาดหลักทรัพย์ NYSE ถูกแปรรูปในปี ค.ศ. 2005 จนทำให้ตลาดหลักทรัพย์ NYSE กลายเป็นบริษัทที่แสวงหากำไร เป็นต้น งานกำกับดูแลสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์ NYSE ก็ได้ถูกถ่ายโอนมายังสมาคมหลักทรัพย์โดยการแยกส่วนงานกำกับดูแลภายในของตลาดหลักทรัพย์ NYSE ออกมาควมรวมกิจการกับสมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ (NASD) ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองสำหรับการซื้อขายนอกตลาดหลักทรัพย์ (OTC) ในขณะนั้น จนกลายเป็นหน่วยงานใหม่ที่ชื่อว่า องค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA) ทำให้ FINRA มีอำนาจในการกำกับดูแลทั้งสมาชิกที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์และนอกตลาดหลักทรัพย์¹⁰¹

จะเห็นได้ว่าทั้งสหราชอาณาจักรและสหรัฐอเมริกาเป็นประเทศแรก ๆ ที่นำรูปแบบการกำกับดูแลตนเองมาใช้ในตลาดทุน แต่จุดที่แตกต่างกัน คือ ภายหลังจากแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ สหราชอาณาจักรได้เปลี่ยนมาใช้รูปแบบการกำกับดูแลโดยหน่วยงานของรัฐ โดยถ่ายโอนอำนาจการกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน (LSE) กลับมายังหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ (FCA) เนื่องจากต้องการให้การกำกับดูแลภาคการเงินเป็นเอกภาพและลดต้นทุนทางด้านการกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน เพื่อให้สามารถแข่งขันกับตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอื่นได้ ในขณะที่สหรัฐอเมริกา เมื่อตลาดหลักทรัพย์ NYSE ได้แปรรูปแล้ว ไม่ได้มีการถ่ายโอนอำนาจการกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ NYSE ไปยังคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา (SEC) แต่กลับโอนอำนาจการกำกับดูแลสมาชิกไปยัง FINRA ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคม ทำให้องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมของสหรัฐอเมริกามีอำนาจที่กว้างขวางมากขึ้น กล่าวคือ สามารถกำกับดูแลสมาชิกได้ทั้งในตลาดหลักทรัพย์และนอกตลาดหลักทรัพย์

ทั้งนี้เมื่อพิจารณาถึงบทบาทขององค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศที่ใช้แนวทางการกำกับดูแลตนเอง ก็ยังสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 กลุ่มย่อย ได้แก่

¹⁰¹ John W. Carson, *op. cit.*, p. 11.

1) กลุ่มประเทศที่เน้นการกำกับดูแลตนเองโดยตลาดหลักทรัพย์

กลุ่มประเทศนี้มีองค์กรกำกับดูแลตนเอง ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ และสมาคมในธุรกิจหลักทรัพย์ โดยบริษัทหลักทรัพย์จะเป็นสมาชิกทั้งของตลาดหลักทรัพย์และสมาคมในธุรกิจหลักทรัพย์ ทำให้ต้องปฏิบัติตามกฎที่ออกโดยองค์กรกำกับดูแลตนเองแต่ละแห่ง ทั้งนี้อำนาจการกำกับดูแลที่สำคัญ ซึ่งได้แก่ อำนาจการกำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเป็นสมาชิก ยังคงอยู่ที่ตลาดหลักทรัพย์ ประเทศที่ใช้แนวทางกำกับดูแลตนเองโดยให้อำนาจตลาดหลักทรัพย์เป็นสำคัญ เช่น ไทย มาเลเซีย เกาหลีใต้ ญี่ปุ่น เป็นต้น

2) กลุ่มประเทศที่เน้นการกำกับดูแลตนเองโดยสมาคมในธุรกิจหลักทรัพย์

กลุ่มประเทศนี้มีองค์กรกำกับดูแลตนเอง ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ และสมาคมในธุรกิจหลักทรัพย์ เช่นเดียวกับกลุ่มประเทศที่เน้นการกำกับดูแลตนเองโดยตลาดหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม อำนาจการกำกับดูแลที่สำคัญ อันได้แก่ อำนาจการกำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเป็นสมาชิกไม่ได้อยู่ที่ตลาดหลักทรัพย์ แต่กลับอยู่ที่สมาคมในธุรกิจหลักทรัพย์ ประเทศที่ใช้แนวทางกำกับดูแลตนเองโดยให้อำนาจสมาคมในธุรกิจหลักทรัพย์เป็นสำคัญ เช่น สหรัฐอเมริกา แคนาดา เป็นต้น

โดยสรุป ผู้เขียนได้แบ่งกลุ่มและพิจารณาเลือกประเทศสำหรับเป็นกรณีศึกษาจากกลุ่มประเทศที่ใช้แนวทางการกำกับดูแลตนเอง ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 3.1 ประเทศที่เลือกเป็นกรณีศึกษาสำหรับการกำกับดูแลตลาดทุนในรูปแบบต่าง ๆ

แนวทางการกำกับดูแลในปัจจุบัน	ตัวอย่างประเทศ	ประเทศที่เลือกเป็นกรณีศึกษา
1. กลุ่มประเทศที่ไม่ใช้แนวทางการกำกับดูแลตนเอง	สหราชอาณาจักร เขตปกครองพิเศษฮ่องกง ฝรั่งเศส ออสเตรเลีย	-
2. กลุ่มประเทศที่ใช้แนวทางการกำกับดูแลตนเอง		
2.1 กลุ่มประเทศที่เน้นการกำกับดูแลตนเองโดยตลาดหลักทรัพย์	ไทย ญี่ปุ่น มาเลเซีย เกาหลีใต้	ไทย มาเลเซีย เกาหลีใต้
2.2 กลุ่มประเทศที่เน้นการกำกับดูแลตนเองโดยสมาคมในธุรกิจหลักทรัพย์	สหรัฐอเมริกา แคนาดา	สหรัฐอเมริกา

จากตารางข้างต้น แม้ว่าบางประเทศมีการกำกับดูแลในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่น่าสนใจ เช่น สหราชอาณาจักร ฝรั่งเศส ออสเตรเลีย เขตปกครองพิเศษฮ่องกง เป็นต้น แต่เนื่องจากประเทศในกลุ่มดังกล่าวไม่ได้ใช้แนวทางการกำกับดูแลตนเอง จึงไม่ได้ถูกคัดเลือกให้เป็นกรณีศึกษา ทั้งนี้ผู้เขียนมีความเห็นว่าปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของประเทศต่าง ๆ ว่าจะใช้แนวทางการกำกับดูแลตนเองหรือไม่ คือ การเลือกที่จะให้องค์กรใดเป็นผู้แบกรับต้นทุนในการกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ภายหลังจากการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ สำหรับกลุ่มประเทศที่ไม่ใช้แนวทางการกำกับดูแลตนเองได้เลือกใช้การกำกับดูแลโดยรัฐ (Statutory Regulation) โดยให้หน่วยงานของรัฐเป็นผู้แบกรับต้นทุนในการกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งแนวทางนี้มีข้อดี คือ ทำให้การกำกับดูแลเกิดความเป็นธรรมและไม่เกิดการขัดกันของผลประโยชน์ แต่ก็มีข้อเสีย คือ การออกกฎระเบียบโดยหน่วยงานของรัฐอาจไม่สอดคล้องกับบริบทการเปลี่ยนแปลงทางธุรกิจของภาคเอกชน ส่วนกลุ่มประเทศที่ใช้แนวทางการกำกับดูแลตนเองก็ยังคงเลือกใช้แนวทางการกำกับดูแลตนเอง (Self-regulation) เช่นเดิม โดยให้ตลาดหลักทรัพย์และสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์เป็นผู้แบกรับต้นทุนในการกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งแนวทางนี้มีข้อดี คือ การออกกฎระเบียบโดยองค์กรเอกชนด้วยกันเองสอดคล้องกับบริบทการพัฒนาทางธุรกิจของภาคเอกชน แต่มีข้อเสีย คือ อาจทำให้เกิดการกำกับดูแลที่ไม่เป็นธรรมและเกิดการขัดกันของผลประโยชน์ ทั้งนี้หากพิจารณาว่าประเทศไทยควรใช้แนวทางใดในการกำกับดูแล ผู้เขียนเห็นว่าประเทศไทยยังคงควรใช้แนวทางการกำกับดูแลตนเองเช่นเดิม เนื่องจากปัจจุบันประเทศไทยยังไม่มีมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อดำเนินธุรกิจแบบเอกชนอย่างเต็มที่ ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังคงสามารถแบกรับต้นทุนในการกำกับดูแลสมาชิกของตนเองได้ นอกจากนี้แม้ว่าในอนาคตอาจมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่ปัจจุบันสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ เช่น สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย (ASCO) ก็เริ่มเข้ามามีบทบาทในการกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น ดังนั้นจึงไม่มีความจำเป็นต้องถ่ายโอนอำนาจการกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลับมายังหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ (ก.ล.ต.) อันทำให้หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐต้องแบกรับต้นทุนการกำกับดูแลเพิ่มขึ้น

ทั้งนี้ผู้เขียนได้เลือกกรณีศึกษาจากกลุ่มประเทศที่ใช้แนวทางการกำกับดูแลตนเอง เช่นเดียวกับประเทศไทย อันได้แก่ มาเลเซีย เกาหลีใต้ สหรัฐอเมริกา เนื่องจากเป็นประเทศที่อยู่ในกลุ่มประเทศที่ใช้แนวทางการกำกับดูแลตนเองเช่นเดียวกับประเทศไทย รวมถึงประเทศดังกล่าวมีจุดเด่นเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่น่าสนใจ ดังนี้

ตารางที่ 3.2 จุดเด่นของประเทศที่เลือกศึกษา

ประเทศ	จุดเด่น
มาเลเซีย	1) เป็นประเทศที่มีตลาดหลักทรัพย์แห่งเดียว และมีสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์หลายแห่งเช่นเดียวกับประเทศไทย 2) หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนมีความน่าสนใจ โดยเฉพาะหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับ (Oversight) การดำเนินงานขององค์กรกำกับดูแลตนเอง
เกาหลีใต้	1) เป็นประเทศที่มีตลาดหลักทรัพย์แห่งเดียวเช่นเดียวกับประเทศไทย 2) หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนมีความน่าสนใจ โดยเฉพาะหลักเกณฑ์เกี่ยวกับโครงสร้างกรรมการขององค์กรกำกับดูแลตนเอง
สหรัฐอเมริกา	1) เป็นประเทศต้นแบบที่นำรูปแบบการกำกับดูแลตนเองมาใช้ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ 2) เป็นประเทศที่สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลตนเอง ซึ่งแตกต่างจากประเทศส่วนใหญ่ที่ตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญ

สำหรับประเทศที่เลือกเป็นกรณีศึกษา ได้แก่ มาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา ในบทนี้จะกล่าวถึงประเด็นหลักที่เกี่ยวข้องกับกฎหมายและหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองของประเทศดังกล่าว ได้แก่ หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง หลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเอง และหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศ รวมถึงประเด็นอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง เช่น ความเป็นมาของตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ หน่วยงานหรือองค์กรในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ เป็นต้น ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

3.1 กฎหมายและหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองของประเทศมาเลเซีย

สหพันธรัฐมาเลเซีย (มาเลเซีย) เป็นประเทศที่มีตลาดหลักทรัพย์แห่งเดียวและมีสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์หลายแห่งเช่นเดียวกับประเทศไทย สำหรับความเป็นมาและลักษณะตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ หน่วยงานหรือองค์กรในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ รวมถึงหลักเกณฑ์

เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง รูปแบบการกำกับดูแลตนเอง และการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

3.1.1 ความเป็นมาของตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเศมาเลเซีย

ตลาดหลักทรัพย์ของประเศมาเลเซียมีประวัติการก่อตั้งที่ยาวนานกว่า 60 ปี โดยสามารถแบ่งออกเป็น 3 ช่วงเวลาที่สำคัญ ได้แก่

1) ก่อนการจัดตั้งหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

โดยแรกเริ่มนั้น “สมาคมนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์สิงคโปร์” (Singapore Stockbroker’s Association) ของภาคเอกชนได้ถูกจัดตั้งขึ้นในปี ค.ศ. 1930 ซึ่งสมาคมดังกล่าวถือเป็นองค์กรที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์แห่งแรกในประเศมาเลเซีย ต่อมาในปี ค.ศ. 1937 สมาคมดังกล่าวได้เปลี่ยนชื่อเป็น “สมาคมนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์แห่งมลายู” (Malayan Stockbrokers’ Association) แต่ยังไม่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณชน และต่อมาในปี ค.ศ. 1960 ได้มีการจัดตั้ง “ตลาดหลักทรัพย์มลายู” (Malayan Stock Exchange) เพื่อซื้อขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณชน จากนั้นในปี ค.ศ. 1964 ได้เปลี่ยนชื่อเป็น “ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย” (Stock Exchange of Malaysia) และในปี ค.ศ. 1965 ก็ได้เปลี่ยนชื่อเป็น “ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียและสิงคโปร์” (Stock Exchange of Malaysia and Singapore) ซึ่งเป็นปีเดียวกับที่ประเทศสิงคโปร์ได้ประกาศอิสรภาพจากประเศมาเลเซีย

หลังจากการแยกประเทศออกจากกัน ทำให้มีแนวคิดที่จะแยกตลาดหลักทรัพย์ของทั้งสองประเทศออกจากกันด้วย โดยในปี ค.ศ. 1973 ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียและสิงคโปร์ได้แยกออกเป็น 2 ตลาด ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์กัวลาลัมเปอร์ (Kuala Lumpur Stock Exchange Berhad: KLSE) และตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (Stock Exchange of Singapore) ทั้งนี้รัฐบาลมาเลเซียได้เข้ามามีบทบาทในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์กัวลาลัมเปอร์อย่างใกล้ชิดโดยออกพระราชบัญญัติกำกับธุรกิจหลักทรัพย์ ค.ศ. 1973 (Securities Industry Act 1973) ต่อมาได้ถูกแทนที่ด้วยพระราชบัญญัติกำกับธุรกิจหลักทรัพย์ ค.ศ. 1983 (Securities Industry Act 1983) โดยกฎหมายดังกล่าวได้บัญญัติถึงการบังคับใช้และตรวจสอบเรื่องต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามกฎหมายดังกล่าวค่อนข้างกระจัดกระจายภายใต้การกำกับดูแลของหลายหน่วยงาน เช่น หน่วยงานรับผิดชอบบริษัททำหน้าที่บริหารจัดการงานทั่วไป คณะกรรมการออกตราสารทุนทำหน้าที่กำกับดูแลการออกหุ้นในตลาดแรก ฝ่ายออกใบอนุญาตของกระทรวงการคลังทำหน้าที่ออกใบอนุญาตให้ตัวกลางผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ คณะกรรมการควบคุมรวมกิจการทำหน้าที่กำกับดูแลการควบคุมรวม

กิจการโดยอาศัยอำนาจตามประมวลกฎหมายว่าด้วยการควบรวมกิจการ ค.ศ. 1987 (Code on Takeovers and Mergers 1987) เป็นต้น¹⁰²

2) หลังการจัดตั้งหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

เมื่อธุรกิจหลักทรัพย์ถูกกำกับดูแลโดยหลายหน่วยงานทำให้ต้นทุนการทำธุรกรรมสูง และเป็นอุปสรรคต่อการเติบโตของตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นต่อมาจึงมีการออกพระราชบัญญัติคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ ค.ศ. 1993 (Securities Commission Act 1993) เพื่อจัดตั้งหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ คือ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย (Securities Commission Malaysia: SC) โดยได้รวบรวมอำนาจที่กระจัดกระจายมาไว้ที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย เพื่อเสริมสร้างให้ตลาดทุนมีประสิทธิภาพและสามารถแข่งขันได้ โดยที่ผ่านมาได้มีการแก้ไขกฎหมายหลักทรัพย์ที่สำคัญทั้ง 2 ฉบับหลายครั้ง เช่น ในปี 1995 มีการแก้ไขพระราชบัญญัติคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ ค.ศ. 1993 โดยกำหนดให้การออกหลักทรัพย์ต้องได้รับการอนุมัติจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย ในปี ค.ศ. 1998 ภายหลังจากการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในเอเชีย มีการแก้ไขพระราชบัญญัติกำกับธุรกิจหลักทรัพย์ ค.ศ. 1983 เกี่ยวกับการกำกับดูแลการซื้อขายโดยใช้ข้อมูลภายใน (Insider Trading) โดยเน้นการพิจารณาความผิดจากการใช้ข้อมูลที่ไม่เผยแพร่ต่อสาธารณะหรือข้อมูลที่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในทางที่ผิด มากกว่าการพิจารณาความสัมพันธ์พิเศษระหว่างผู้ที่อยู่ภายในกับบริษัทจดทะเบียน เป็นต้น

ในปี ค.ศ. 2001 คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ได้เริ่มจัดทำแผนแม่บทการกำกับดูแลตลาดทุน (Capital Market Masterplan) ซึ่งได้กำหนดวิสัยทัศน์สำหรับยุทธศาสตร์การพัฒนาตลาดทุนสำหรับ 10 ปีข้างหน้า โดยแผนแม่บทดังกล่าวได้เสนอแนะให้มีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์เพื่อเสริมสร้างความแข็งแกร่งทางด้านผลประกอบการของตลาดหลักทรัพย์¹⁰³

3) หลังการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์

ในปี ค.ศ. 2004 ตลาดหลักทรัพย์กัวลาลัมเปอร์ (KLSE) ได้เปลี่ยนชื่อเป็นตลาดหลักทรัพย์ Bursa Malaysia (Bursa Malaysia Securities Berhad) และในปี ค.ศ. 2005 ได้มีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ Bursa Malaysia เพื่อตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของตลาด และมุ่งสู่การเป็นตลาดหลักทรัพย์เชิงพาณิชย์ที่มีประสิทธิภาพ การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าวส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์เปลี่ยนฐานะจากเดิม คือ บริษัทจำกัดที่ไม่แสวงหากำไรซึ่งถือหุ้นทั้งหมดโดยบริษัท

¹⁰² Shanti Geoffrey, **Capital Market Laws of Malaysia** (Selangor Darul Ehsan, Malaysia: LexisNexis, 2010), p. 18.

¹⁰³ *Ibid.*, p. 19.

หลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ มาเป็นบริษัทมหาชนจำกัดที่แสวงหากำไรซึ่งถือหุ้นโดยกลุ่มต่าง ๆ นอกเหนือจากสมาชิก

ทั้งนี้การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ได้ดำเนินการตามพระราชบัญญัติว่าด้วยการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์กัวลาลัมเปอร์ (Demutualization (Kuala Lumpur Stock Exchange) Act 2003) โดยใช้วิธีการนำบริษัทผู้ถือหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ คือ Bursa Malaysia (บริษัทโฮลดิ้งที่ถือหุ้นทั้งหมดของตลาดหลักทรัพย์ Bursa Malaysia) เข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และมีการกระจายหุ้นของ Bursa Malaysia ให้กับเจ้าของกลุ่มใหม่ ทำให้ความเป็นเจ้าของได้เปลี่ยนจากสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์เดิมมาเป็นผู้ถือหุ้นหลายกลุ่ม ได้แก่ กองทุนพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ถือหุ้น 30% รัฐบาลถือหุ้น 30% สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์เดิมถือหุ้น 30% และบริษัทนายหน้าอื่นถือหุ้น 10% โดยภายหลังการแปรรูปแล้ว ตลาดหลักทรัพย์ Bursa Malaysia ได้เปลี่ยนสถานะจากบริษัทจำกัดโดยการรับรอง (Company Limited by Guarantee)¹⁰⁴ มาเป็นบริษัทจำกัดโดยการถือหุ้น (Company Limited by Share) ที่แสวงหากำไรเพื่อผลประโยชน์สำหรับผู้ถือหุ้นหลากหลายกลุ่มซึ่งไม่ใช่มีแต่เพียงบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกเดิม นอกจากนี้ Bursa Malaysia (บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ Bursa Malaysia) ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนก็ได้ถือหุ้นในบริษัทย่อยอื่น ๆ นอกเหนือจากตลาดหลักทรัพย์ด้วย เช่น ตลาดอนุพันธ์ สำนักหักบัญชี ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ เป็นต้น¹⁰⁵

ในปี ค.ศ. 2007 ได้มีการออกพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 (Capital Markets and Services Act 2007) ซึ่งถือเป็นการรวมพระราชบัญญัติธุรกิจหลักทรัพย์ ค.ศ. 1983 (Securities Industry Act 1983) และพระราชบัญญัติธุรกิจฟิวเจอร์ส 1993 (Futures Industry Act 1993) มาไว้ในฉบับเดียวกัน และเป็นการเริ่มต้นระบบใบอนุญาตเดียวแทนที่ระบบเดิมที่ต้องขอใบอนุญาตหลายใบจากหลายหน่วยงาน ต่อมาในปี ค.ศ. 2011 ได้มีการยกเลิกระบบการต่ออายุใบอนุญาตรายปีและปรับปรุงขั้นตอนการขออนุญาตให้ง่ายขึ้น ทั้งนี้พระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ได้มีการปรับปรุงแก้ไขเรื่อยมา เช่น ในปี ค.ศ. 2011 และ 2012 ได้ปรับปรุง

¹⁰⁴ บริษัทที่ดำเนินกิจกรรมไม่แสวงหากำไร มีวัตถุประสงค์เกี่ยวกับสาธารณประโยชน์ของประเทศ โดยบริษัทดังกล่าวสามารถจดทะเบียนจัดตั้งได้โดยไม่มีคำว่า Limited หรือ Berhad ต่อท้ายชื่อบริษัท

¹⁰⁵ Shanti Geoffrey, *op. cit.*, pp. 72-73.

กฎหมายโดยส่งเสริมการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่ ๆ เช่น กองทรัสต์สำหรับแผนการเกษียณอายุ ภาควิชาการเพื่อขยายธุรกิจการจัดการสินทรัพย์และเพิ่มการออมภายในประเทศ เป็นต้น¹⁰⁶

โดยสรุป มาเลเซียได้ใช้รูปแบบกำกับดูแลตนเองในตลาดทุนตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน แม้จะมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ Bursa Malaysia ในปี ค.ศ. 2005 แต่อำนาจการกำกับดูแลสมาชิก อัน ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์ ก็ยังอยู่ที่ตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง ภายใต้การกำกับ โดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ซึ่งเป็นหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ นอกจากนี้ต่อมาในปี ค.ศ. 2009 ได้มีการจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลตนเอง ได้แก่ สมาชิกรักผู้จัดการลงทุนมาเลเซีย (Federation of Investment Managers Malaysia: FIMM) เพื่อกำกับดูแลสมาชิกที่ดำเนินธุรกิจเกี่ยวกับการขาย โครงการหน่วยลงทุนและโครงการเกษียณอายุของภาคเอกชน

3.1.2 ลักษณะตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย

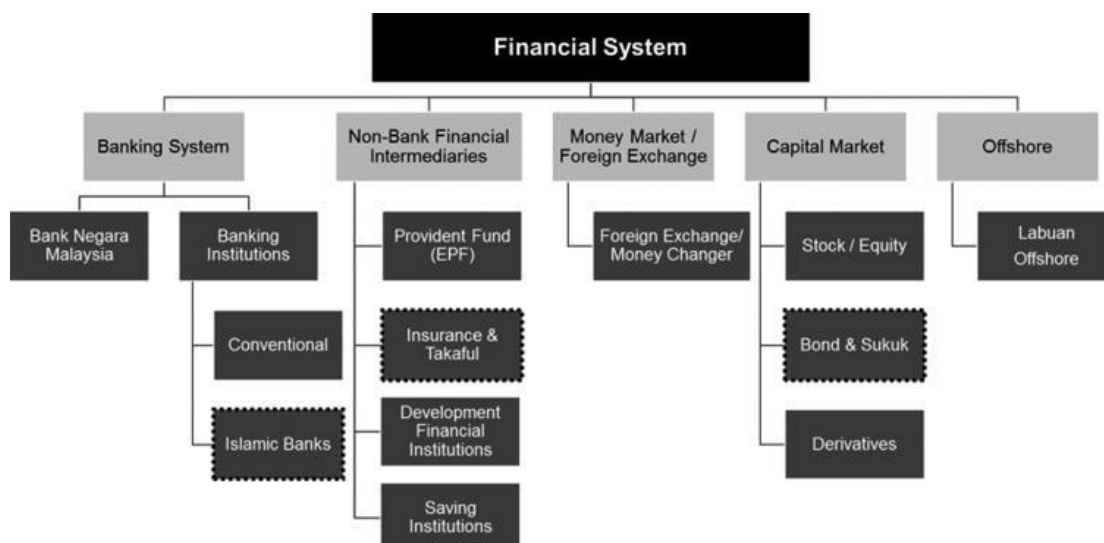
ตลาดการเงินของประเทศมาเลเซียถูกกำกับดูแลโดยหน่วยงานรัฐ 2 แห่ง ได้แก่ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย (Securities Commission Malaysia: SC) ซึ่งทำหน้าที่ กำกับดูแลตลาดทุน และธนาคารกลางของมาเลเซีย (Bank Negara Malaysia: BNM) ซึ่งทำหน้าที่ กำกับดูแลตลาดเงินและธุรกิจสถาบันการเงิน ทั้งสองหน่วยงานมีหน้าที่ต้องรายงานต่อ กระทรวงการคลัง (Ministry of Finance) แม้ว่าคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย และ ธนาคารกลางของมาเลเซีย มีการแบ่งแยกอำนาจในการกำกับดูแลตามกฎหมายไว้อย่างชัดเจน แต่ก็มี บางกรณีที่หน่วยงานทั้งสองแห่งมีความรับผิดชอบร่วมกันในการกำกับดูแล ตัวอย่างเช่น กรณีการ กำกับดูแลธุรกิจวาณิชธนกิจ (Investment Banks) กฎหมายได้ให้อำนาจคณะกรรมการกำกับ หลักทรัพย์มาเลเซียในการอนุญาตให้เสนอขายตราสารทางการเงิน ในขณะที่กฎหมายก็ให้อำนาจ ธนาคารกลางของมาเลเซียในการอนุญาตให้ประกอบธุรกิจวาณิชธนกิจ เป็นต้น¹⁰⁷ โดยภาพรวมแล้ว ระบบการเงินของประเทศมาเลเซียสามารถแบ่งออกเป็นตลาดย่อย ๆ ได้ดังนี้

¹⁰⁶ Securities Commission Malaysia, **Securities Commission Malaysia**

Regulatory Philosophy (Kuala Lumpur: The Securities Commission Malaysia, 2015), p. 6.

¹⁰⁷ International Monetary Fund, **Malaysia: Publication of Financial Sector**

Assessment Program Documentation-Detailed Assessment of Observance of the CPSS-IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures (Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2013), p. 7.



ภาพที่ 3.1 โครงสร้างระบบการเงินของประเทศไทย¹⁰⁸

จากรูปภาพข้างต้น จะเห็นได้ว่าระบบการเงินของประเทศไทยแบ่งออกเป็น “ระบบตลาดเงิน” ที่ถูกกำกับดูแลโดยธนาคารกลางของมาเลเซีย อันได้แก่ ระบบธนาคาร (Banking System) ตัวกลางทางการเงินที่ไม่ใช่ธนาคาร (Non-bank Financial Intermediaries) ตลาดเงิน (Money Market) และตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (Foreign Exchange) และ “ระบบตลาดทุน” ที่ถูกกำกับดูแลโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย ซึ่งได้แก่ ตลาดทุน (Capital Market) และตลาดการลงทุนนอกประเทศ (Offshore)

สำหรับตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยนั้น เป็นส่วนหนึ่งของตลาดทุนที่มีการระดมทุนโดยการเสนอขายตราสารทางการเงินประเภทต่าง ๆ ได้แก่ ตราสารทุน (Stock/Equity) ตราสารหนี้และตราสารสุก¹⁰⁹ (Bond & Sukuk) และอนุพันธ์ (Derivatives) โดยตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท ได้แก่

¹⁰⁸ Bank Negara Malaysia, 2020

¹⁰⁹ ตราสารสุก (Sukuk) หรือตราสารหนี้อิสลาม ซึ่งเป็นตราสารทางการเงินที่ให้ผลตอบแทนจากการลงทุนที่ไม่อยู่ในรูปของดอกเบี้ย ไม่เกี่ยวข้องกับธุรกิจต้องห้ามต่าง ๆ และผลตอบแทนจากการลงทุนมาจากการมีส่วนร่วมในธุรกรรมและรับความเสี่ยงร่วมกัน เช่น การให้เช่าทรัพย์สิน การจ้างทำของ การจ้างให้บริหารจัดการเงินลงทุน เป็นต้น ซึ่งเป็นไปตามหลักชาริอะห์ (Shariah) ของศาสนาอิสลาม

ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ (Organized Market) และตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นทางการ (Over-The-Counter: OTC) ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

3.1.2.1 ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ

ประเทศมาเลเซียมีตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ Bursa Malaysia และมีตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่เป็นทางการ ได้แก่ ตลาดอนุพันธ์ Bursa Malaysia ทั้งสองแห่งดำเนินงานโดยได้รับการอนุญาตจากรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์ Bursa Malaysia และตลาดอนุพันธ์ Bursa Malaysia รวมถึงสำนักหักบัญชี ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ และระบบการซื้อขายอิเล็กทรอนิกส์ที่เกี่ยวข้องกับตลาดดังกล่าวเป็นทรัพย์สินย่อยของบริษัท Bursa Malaysia ที่ได้รับการอนุญาตจากรัฐมนตรีภายใต้พระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 โดย Bursa Malaysia (บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ Bursa Malaysia) มีฐานะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ Bursa Malaysia ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์ Bursa Malaysia มีกระดานย่อยสำหรับซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมด 3 กระดาน ได้แก่¹¹⁰

- 1) ตลาดหลักทรัพย์ Bursa Malaysia เป็นกระดานหลักตั้งแต่เริ่มจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ สำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดใหญ่ โดยข้อมูลเมื่อสิ้นปี ค.ศ. 2020 มีบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด 767 บริษัท
- 2) ตลาดหลักทรัพย์ ACE (Access, Certainty, Efficiency) ชื่อเดิมคือ MESDAQ (Malaysian Exchange of Securities Dealing and Automated Quotation) เริ่มดำเนินการตั้งแต่ปี ค.ศ. 2002 สำหรับเป็นกระดานหลักแห่งที่สอง โดยข้อมูลเมื่อสิ้นปี ค.ศ. 2020 มีบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด 135 บริษัท
- 3) ตลาดหลักทรัพย์ LEAP (Leading Entrepreneur Accelerator Platform) เริ่มดำเนินการตั้งแต่ปี ค.ศ. 2017 สำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดกลางและขนาดเล็ก โดยข้อมูลเมื่อสิ้นปี ค.ศ. 2020 มีบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด 34 บริษัท

3.1.2.2 ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นทางการ

ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นทางการของประเทศมาเลเซียเป็นตลาดที่มีการซื้อขายตราสารหนี้นอกตลาดหลักทรัพย์ (OTC) การซื้อขายตราสารหนี้ทั้งหมดจะต้องรายงาน

¹¹⁰ Bursa Malaysia, **Integrated Annual Report 2020** (Kuala Lumpur: Bursa Malaysia Berhad, 2020), p. 6.

ต่อ Bursa Malaysia Bonds Sdn Bhd (ตลาดพันธบัตร Bursa Malaysia) เพื่อความโปร่งใส¹¹¹ โดย Bursa Malaysia Bonds Sdn Bhd เป็นบริษัทย่อยของ Bursa Malaysia ที่ให้บริการระบบการซื้อขายแบบอิเล็กทรอนิกส์สำหรับตลาดพันธบัตรและหุ้นกู้

3.1.3 หน่วยงานหรือองค์กรในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย

3.1.3.1 หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐที่กำกับดูแลตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย ได้แก่ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย (Securities Commission Malaysia: SC) ถูกจัดตั้งขึ้นภายใต้พระราชบัญญัติคณะกรรมการหลักทรัพย์ ค.ศ. 1993 โดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียประกอบด้วยกรรมการ 9 คน ได้แก่ ประธานกรรมการ รองประธานกรรมการ กรรมการ 4 คนที่เป็นตัวแทนของรัฐบาล และกรรมการอื่น ๆ อีก 3 คน¹¹² ซึ่งคณะกรรมการมีวาระการดำรงตำแหน่ง 3 ปี และสามารถถูกเลือกให้กลับมาดำรงตำแหน่งได้อีก¹¹³ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียมีหน้าที่รับผิดชอบการพัฒนาและกำกับดูแลตลาดทุนของมาเลเซียซึ่งประกอบด้วยตลาดหลักทรัพย์และตลาดอนุพันธ์ โดยอำนาจหน้าที่ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียเป็นไปตามพระราชบัญญัติคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ ค.ศ. 1993 (Securities Commission Act 1993) พระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 (Capital Markets and Services Act 2007) และพระราชบัญญัติธุรกิจหลักทรัพย์ (ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์) ค.ศ. 1991 (Securities Industry (Central Depositories) Act 1991)

ทั้งนี้มาตรา 15 แห่งพระราชบัญญัติคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ ค.ศ. 1993 ได้กำหนดอำนาจหน้าที่ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียไว้ดังนี้¹¹⁴

- 1) ให้คำแนะนำคณะรัฐมนตรีในเรื่องต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์และอนุพันธ์
- 2) กำกับดูแลเรื่องต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์และอนุพันธ์

¹¹¹ International Monetary Fund, *Malaysia: Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation-Detailed Assessment of Observance of the CPSS-IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures*, p. 9.

¹¹² Section 4 (1) of Securities Commission Act 1993

¹¹³ Section 6 of Securities Commission Act 1993

¹¹⁴ Shanti Geoffrey, *op. cit.*, p. 21.

- 3) สร้างความเชื่อมั่นว่าหลักเกณฑ์เกี่ยวกับหลักทรัพย์จะได้รับการปฏิบัติ
ตาม
- 4) กำกับดูแลการรวบรวมกิจการของบริษัทจดทะเบียน
- 5) ส่งเสริมและกำกับดูแลเรื่องต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการบริหารเงินทุน
และหน่วยลงทุน
- 6) ควบคุมและติดตามการดำเนินงานของบริษัทโฮลดิ้งของตลาด
หลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ สำนักหักบัญชี และศูนย์รับฝากหลักทรัพย์
- 7) ใช้มาตรการต่าง ๆ อย่างเหมาะสมเพื่อรักษาความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน
ในตลาดหลักทรัพย์และอนุพันธ์ โดยรับรองการคุ้มครองผู้ลงทุนอย่างเพียงพอ
- 8) ส่งเสริมและสนับสนุนการดำเนินงานอย่างเหมาะสมแก่องค์กรหรือ
บุคคลที่เกี่ยวข้อง เช่น ผู้รับใบอนุญาต บริษัทจดทะเบียน สำนักหักบัญชี ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์
 เป็นต้น
- 9) ปรามปรามการกระทำที่ผิดกฎหมาย ไม่น่าเชื่อถือ และไม่เหมาะสมที่
เกี่ยวข้องกับการค้าหลักทรัพย์และอนุพันธ์ รวมถึงการให้คำปรึกษาการลงทุนหรือบริการอื่น ๆ
ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์หรืออนุพันธ์
- 10) พิจารณาและให้คำแนะนำเพื่อปฏิรูปกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับ
หลักทรัพย์และอนุพันธ์
- 11) สนับสนุนและส่งเสริมการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์และอนุพันธ์ใน
มาเลเซีย รวมถึงการค้นคว้าและอบรมที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินการดังกล่าว
- 12) สนับสนุนและส่งเสริมการกำกับดูแลตนเองโดยสมาคมวิชาชีพหรือ
องค์กรในธุรกิจหลักทรัพย์และอนุพันธ์
- 13) ให้ใบอนุญาต รับจดทะเบียน มอบอำนาจ และควบคุมบุคคลใด ๆ
ที่อยู่ต้องภายใต้การกำกับดูแล หรือจัดหาบริการทางด้านตลาดทุนตามที่กฎหมายหลักทรัพย์กำหนด
- 14) ส่งเสริมและรักษาไว้ซึ่งความซื่อสัตย์ของผู้รับใบอนุญาตในธุรกิจ
หลักทรัพย์และอนุพันธ์
- 15) รับจดทะเบียนหรือรับรองผู้ตรวจสอบของหน่วยงานที่ดูแลประโยชน์
สาธารณะเพื่อให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของพระราชบัญญัติคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ ค.ศ.
1993 รวมถึงส่งเสริมและพัฒนากรอบการกำกับระบบการตรวจสอบที่มีประสิทธิภาพในมาเลเซีย
- 16) นำมาตรการที่เหมาะสมมาใช้ในการติดตาม ลดและจัดการความเสี่ยง
ต่อระบบที่เกิดจากตลาดหลักทรัพย์และอนุพันธ์

17) ส่งเสริมและกำกับดูแลด้านบรรษัทภิบาลและให้ความเห็นชอบต่อมาตรฐานทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียน

18) จัดทำและให้ความเห็นชอบต่อมาตรฐานคุณสมบัติวิชาชีพในตลาดหลักทรัพย์และอนุพันธ์

การใช้อำนาจกำกับดูแลของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียมีได้หลายประการ ตัวอย่างเช่น การออกกฎโดยการสร้างมาตรฐานซึ่งบุคคลหรือองค์กรต้องปฏิบัติตาม การให้ใบอนุญาตเพื่อกำกับการเข้ามาในตลาดทุนขององค์กรหรือหลักทรัพย์ การควบคุมโดยการกำกับและตักเตือนเพื่อให้ปฏิบัติตามกฎ การบังคับใช้กฎโดยการลงโทษผู้ที่ฝ่าฝืน เป็นต้น ซึ่งการใช้อำนาจของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียต้องเป็นไปตามวัตถุประสงค์ 3 ประการของการกำกับดูแลตลาดทุนที่กำหนดโดยองค์การคณะกรรมการหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (IOSCO) ได้แก่ การคุ้มครองผู้ลงทุน การสร้างตลาดที่มั่นคง (เป็นธรรม มีประสิทธิภาพ และโปร่งใส) และลดความเสี่ยงต่อระบบ¹¹⁵

ทั้งนี้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียได้ใช้การกำกับดูแลหลายแนวทางเพื่อให้บรรลุถึงการสร้างตลาดที่มั่นคง เช่น การสร้างเงื่อนไขทางด้านความพร้อมและความเหมาะสมสำหรับการให้ใบอนุญาตหรือการจดทะเบียน การจัดทำมาตรฐานจริยธรรม และกำหนดให้หลักทรัพย์ต้องได้รับการเปิดเผยและความเห็นชอบก่อนขายให้ผู้ลงทุนรายย่อย เป็นต้น ซึ่งแนวทางดังกล่าวทำให้เกิดความเชื่อมั่นในคุณภาพของบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเป็นตัวกลาง ตลาดหลักทรัพย์ หลักทรัพย์ การให้บริการ และข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน นอกจากนี้การกำกับดูแลของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ยังสามารถลดความเสี่ยงต่อระบบได้ ซึ่งความเสี่ยงต่อระบบนั้น หมายถึงโอกาสที่จะเกิดผลกระทบทางลบต่อระบบการเงินและเศรษฐกิจในวงกว้าง ตัวอย่างของปัจจัยที่อาจก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบ เช่น การแพร่กระจายของความวิตกกังวลต่อหลักทรัพย์ที่ลงทุน ความล้มเหลวของธุรกิจหลักทรัพย์ที่ถูกกำกับดูแล ภาวะชะงักงันของตลาดหลักทรัพย์ ความมั่นคงของตลาดที่เสื่อมถอยลง เป็นต้น ดังนั้นการกำกับดูแลเพื่อลดความเสี่ยงต่อระบบจึงเป็นสิ่งสำคัญ¹¹⁶

สำหรับการออกกฎของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย นั้น มีการเผยแพร่การออกกฎในขั้นตอนต่าง ๆ ต่อสาธารณชนผ่านเว็บไซต์ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย รวมถึงมี

¹¹⁵ The Securities Commission Malaysia, *op. cit.*, p. 2.

¹¹⁶ *Ibid.*, pp. 2-3.

การเปิดโอกาสให้สาธารณชนแสดงความคิดเห็นต่อกฎดังกล่าว¹¹⁷ ทั้งนี้แม้ว่าคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียไม่มีหน้าที่ตามกฎหมายที่จะต้องเปิดเผยคำวินิจฉัยในกรณีที่มีการลงโทษบุคคลผู้ฝ่าฝืนพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 แต่ในทางปฏิบัติ หากมีกรณีการบังคับใช้กฎหมายกับผู้ถูกกำกับดูแลในตลาดหลักทรัพย์ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียจะเผยแพร่คำวินิจฉัยและคำสั่งลงโทษในเว็บไซต์ นอกจากนี้แม้ว่าคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียไม่ได้ถูกกำหนดว่าต้องให้เหตุผลในคำวินิจฉัยเป็นลายลักษณ์อักษร แต่ในทางปฏิบัติ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียก็มีการให้เหตุผลในคำวินิจฉัยเป็นลายลักษณ์อักษรสำหรับกรณีต่าง ๆ ที่คำวินิจฉัยส่งผลกระทบต่อสิทธิของบุคคล เช่น การปฏิเสธคำขอรับใบอนุญาต การระงับใช้ใบอนุญาต การเพิกถอนใบอนุญาต เป็นต้น¹¹⁸

สำหรับการดำเนินการต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับออกคำสั่งนั้น คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียมีอำนาจแต่งตั้งคณะกรรมการพิจารณาเฉพาะเรื่องได้ตามมาตรา 18 แห่งพระราชบัญญัติคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ ค.ศ. 1993 เช่น คณะกรรมการพิจารณาใบอนุญาต (Licensing Committee) คณะกรรมการพิจารณาการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน (Issues Committee) คณะกรรมการพิจารณาการจัดการทรัสต์และการลงทุน (Trust and Investment Management Committee) คณะกรรมการพิจารณาการควบรวมกิจการ (Take-overs and Mergers Committees) เป็นต้น ซึ่งการแต่งตั้งคณะกรรมการพิจารณาเฉพาะเรื่องนั้นก็เพื่อให้เกิดความเป็นธรรมต่อบุคคลที่ได้รับผลกระทบจากคำวินิจฉัยและคำสั่งของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย¹¹⁹ นอกจากนี้ในขั้นตอนก่อนออกคำสั่ง คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียจะให้โอกาสบุคคลที่อาจได้รับผลกระทบจากคำสั่งได้ชี้แจงก่อนออกคำสั่งด้วย ซึ่งแนวทางดังกล่าวสอดคล้องกับมาตรา 69 (5) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียต้องไม่ปฏิเสธคำขอรับใบอนุญาตโดยไม่ให้ออกาสผู้ขอรับใบอนุญาตได้ชี้แจงเหตุผล และมาตรา 72 (4) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียต้องไม่เพิกถอนใบอนุญาตโดยไม่ให้ออกาสผู้รับใบอนุญาตได้ชี้แจงเหตุผล¹²⁰

¹¹⁷ International Monetary Fund, Malaysia: Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation-Detailed Assessment of Observance of the CPSS-IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures, p. 42.

¹¹⁸ *Ibid.*, pp. 37-38.

¹¹⁹ *Ibid.*, p. 41.

¹²⁰ *Ibid.*, p. 42.

3.1.3.2 องค์การกำกับดูแลตนเอง

ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย มีองค์การกำกับดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ (Bursa Malaysia) และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ได้แก่ สมาธุรกิจผู้จัดการลงทุนมาเลเซีย (FIMM) ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

1) บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ (Bursa Malaysia)

บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ Bursa Malaysia หรือที่เรียกว่า “Bursa Malaysia” เป็นบริษัทโฮลดิ้งที่ถือหุ้นในกลุ่มบริษัทตลาดหลักทรัพย์ อันประกอบด้วยบริษัทย่อยซึ่งประกอบธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ เช่น ตลาดหลักทรัพย์ ตลาดตราสารหนี้ ตลาดตราสารคงที่ ตลาดอนุพันธ์ สำนักหักบัญชี ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ ศูนย์ให้บริการข้อมูล ศูนย์ดำเนินงานด้านการกำกับดูแล เป็นต้น โดย Bursa Malaysia มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง เนื่องจากสมาชิกของ Bursa Malaysia มีส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยตนเอง Bursa Malaysia มีอำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกของตนเอง ซึ่งประกอบด้วยอำนาจในการออกกฎ การติดตามให้เป็นไปตามกฎ และการบังคับใช้กฎ รวมถึงการกำกับดูแลตนเองของ Bursa Malaysia ถูกกำกับจากหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

(1) ข้อมูลทั่วไป

Bursa Malaysia มีสถานะเป็นบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตจากรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง ภายใต้คำแนะนำของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย ตามมาตรา 15 แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 โดยมีบริษัทย่อยหลายบริษัทที่รวมเรียกว่า กลุ่มตลาดหลักทรัพย์ (Exchange Group) ซึ่งถูกถือหุ้นโดย Bursa Malaysia ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 3.3 บริษัทย่อยของ Bursa Malaysia¹²¹

ชื่อบริษัทย่อย	วันที่จดทะเบียน จัดตั้งบริษัท	การดำเนินธุรกิจ	สัดส่วน หุ้นที่ถือ	หมายเหตุ
Bursa Malaysia Securities Berhad (ตลาดหลักทรัพย์)	4 ธันวาคม ค.ศ. 2003	ให้บริการ ดำเนินงาน และ รักษาระบบการซื้อขาย แลกเปลี่ยนหลักทรัพย์	100%	
Bursa Malaysia Derivatives Berhad (ตลาดอนุพันธ์)	17 เมษายน ค.ศ. 1993	ให้บริการ ดำเนินงาน และ รักษาระบบการซื้อขาย อนุพันธ์	100%	มีบริษัทย่อย คือ Bursa Malaysia Derivatives Clearing Berhad
Labuan International Financial Exchange Inc.	30 กรกฎาคม ค.ศ. 1999	ให้บริการ ดำเนินงาน และ รักษาระบบการซื้อขาย ตราสารทางการเงินนอก ประเทศ	100%	
Bursa Malaysia Securities Clearing Sdn Bhd (สำนักหักบัญชี)	12 พฤศจิกายน ค.ศ. 1983	ให้บริการ ดำเนินงาน และ รักษาระบบการหักบัญชี สำหรับตลาดซื้อขาย แลกเปลี่ยนหลักทรัพย์	100%	
Bursa Malaysia Depository Sdn Bhd (ศูนย์รับฝาก หลักทรัพย์)	26 ตุลาคม ค.ศ. 1987	ให้บริการ ดำเนินงาน และ รักษาระบบการรับฝาก หลักทรัพย์สำหรับตลาด ซื้อขายแลกเปลี่ยน หลักทรัพย์	100%	มีบริษัทย่อย คือ Bursa Malaysia Depository Nominees Sdn Bhd
Bursa Malaysia Information Sdn	2 พฤษภาคม ค.ศ. 1986	รวบรวมและให้ข้อมูลราคา อ้างอิงและข้อมูลอื่น ๆ	100%	

¹²¹ Bursa Malaysia, 2021

ชื่อบริษัทย่อย	วันที่จดทะเบียน จัดตั้งบริษัท	การดำเนินธุรกิจ	สัดส่วน หุ้นที่ถือ	หมายเหตุ
Bhd (ศูนย์ให้บริการ ข้อมูล)		เกี่ยวกับหลักทรัพย์และ ตราสารที่ซื้อขายบน กระดานของตลาด หลักทรัพย์และตลาด อนุพันธ์ รวมถึงให้ข้อมูลที่ รายงานผ่านระบบการซื้อขาย ตราสารหนี้		
Bursa Malaysia Bonds Sdn Bhd (ตลาดตราสารหนี้)	11 ตุลาคม ค.ศ. 1994	ให้บริการ ดำเนินงาน และ รักษาระบบการซื้อขาย แบบอิเล็กทรอนิกส์สำหรับ ตลาดพันธบัตรและหุ้นกู้	100%	
Bursa Malaysia Islamic Services Sdn Bhd (ตลาดตราสารสุกุก)	15 เมษายน ค.ศ. 2009	ให้บริการ ดำเนินงาน และ รักษาระบบการซื้อขาย สินค้าโภคภัณฑ์ (ตราสารสุ กุก) ตามกฎหมายชาร์อะห์	100%	
Bursa Malaysia Regulation Sdn Bhd (ศูนย์ดำเนินงานด้าน การกำกับดูแล)	18 สิงหาคม ค.ศ. 2020	ทำหน้าที่ในการกำกับดูแล และหน้าที่อื่น ๆ ของ Bursa Malaysia ตามที่ กำหนดโดย พระราชบัญญัติตลาดทุน และบริการ ค.ศ. 2007 และตามคำสั่งของ คณะกรรมการกำกับ หลักทรัพย์มาเลเซีย	100%	

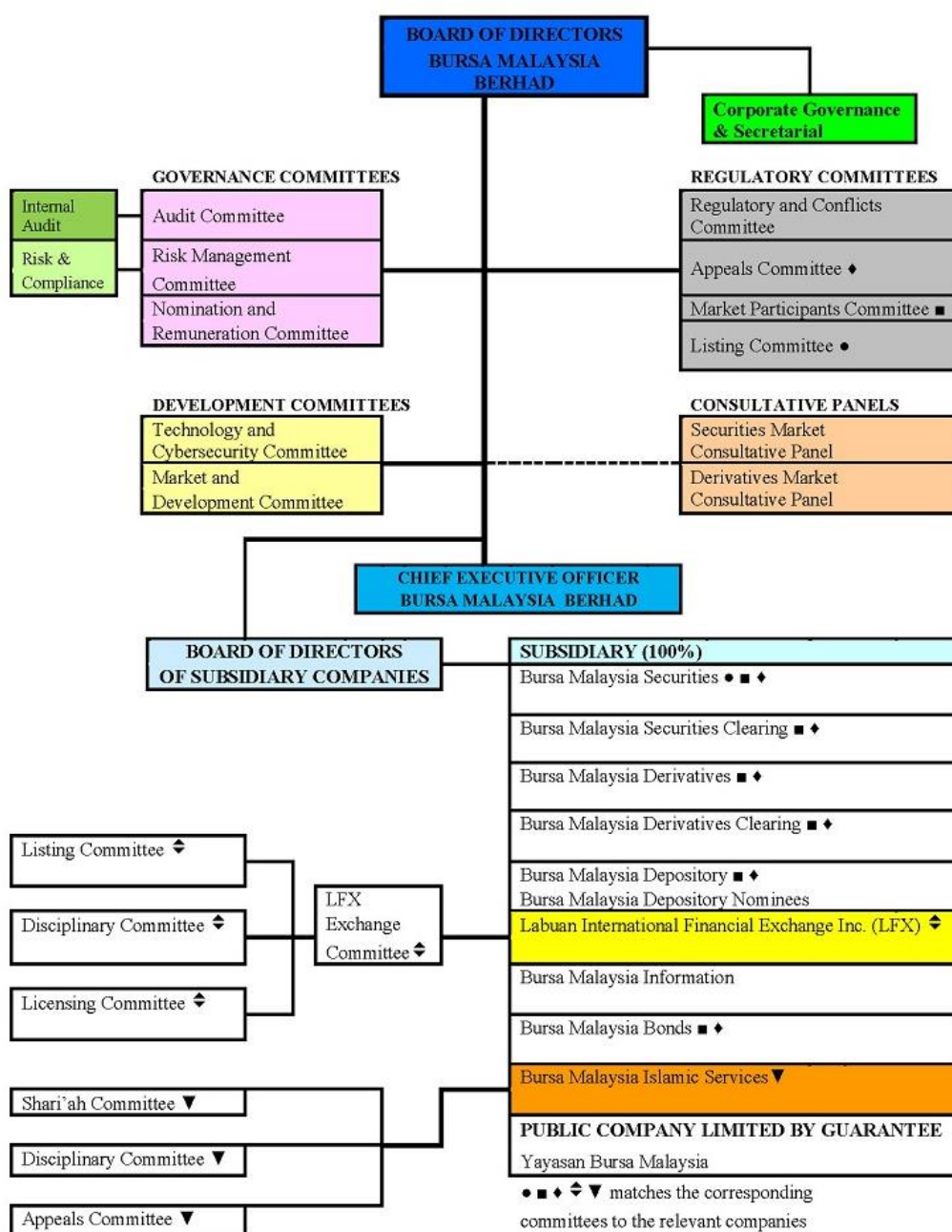
จากตารางข้างต้น จะเห็นว่า Bursa Malaysia ถือหุ้นทั้งหมดใน Bursa Malaysia Securities Berhad (ตลาดหลักทรัพย์ Bursa Malaysia) และ Bursa Malaysia Derivatives Berhad (ตลาดอนุพันธ์ Bursa Malaysia) รวมถึงถือหุ้นของบริษัทย่อยอื่น ๆ ในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ ที่ประกอบธุรกิจอันเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ เช่น การซื้อขายและชำระ

ราคาหลักทรัพย์ การรับฝากหลักทรัพย์ การให้ข้อมูลราคาอ้างอิงของหลักทรัพย์ เป็นต้น รวมถึงมีบทบาทหน้าที่ในการกำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก

ทั้งนี้ก่อนปี ค.ศ. 2021 Bursa Malaysia ได้แบ่งแยกโครงสร้างองค์กรเพื่อป้องกันความขัดแย้งของผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นจากการเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองกับการดำเนินธุรกิจ โดยมีการแบ่งแยกส่วนงานด้านกำกับดูแลกับส่วนงานด้านธุรกิจออกจากกันอย่างชัดเจน กล่าวคือ ส่วนงานด้านกำกับดูแล (Regulatory Function) จะทำหน้าที่กำกับดูแลให้ตลาดหลักทรัพย์และตลาดอนุพันธ์ดำเนินงานไปอย่างเป็นระเบียบและยุติธรรม ด้วยการกำหนดกรอบหลักเกณฑ์ให้ครอบคลุมและมีประสิทธิภาพในการควบคุมดูแลตลาดและผู้มีส่วนร่วมในตลาด ภายใต้การควบคุมของคณะกรรมการ Bursa Malaysia และคณะกรรมการที่เกี่ยวข้องกับงานด้านการกำกับดูแลซึ่งทำหน้าที่กำหนดกฎเกณฑ์ต่าง ๆ ส่วนคณะกรรมการที่เกี่ยวข้องกับงานด้านธุรกิจ จะทำหน้าที่เกี่ยวกับการดำเนินการของตลาดหลักทรัพย์ เช่น ด้านทรัพยากรบุคคล การเงิน เทคโนโลยีสารสนเทศ เป็นต้น รวมถึงการดำเนินการซื้อขายด้วย¹²² ต่อมาในปี ค.ศ. 2021 Bursa Malaysia ได้แยกส่วนงานด้านกำกับดูแลออกมาเป็นบริษัทย่อยต่างหาก ได้แก่ Bursa Malaysia Regulation Sdn Bhd เพื่อทำหน้าที่เป็นศูนย์ดำเนินงานด้านการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนและบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก

ปัจจุบันโครงสร้างการบริหารงานของ Bursa Malaysia ได้มีการแบ่งแยกคณะกรรมการย่อยออกเป็นหลายชุดโดยพิจารณาจากลักษณะของงานด้านต่าง ๆ ได้แก่ คณะกรรมการที่เกี่ยวข้องกับงานด้านการกำกับดูแล คณะกรรมการที่เกี่ยวข้องกับงานด้านธรรมาภิบาล และคณะกรรมการที่เกี่ยวข้องกับงานด้านการพัฒนาธุรกิจ โดยโครงสร้างการบริหารงานของ Bursa Malaysia สามารถสรุปเป็นแผนผังได้ดังนี้

¹²² สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, รายงานการดำเนินงานโครงการศึกษา “โครงการ Sro ที่เหมาะสมกับตลาดทุนไทย ณ ประเทศมาเลเซียและเกาหลีใต้” ระหว่างวันที่ 8-12 มีนาคม 2553, หน้า 13-14, ค้นวันที่ 30 มิถุนายน 2562 จาก <https://www.sec.or.th/TH/Documents/Research/research-0353-SRO.pdf>



ภาพที่ 3.2 โครงสร้างคณะกรรมการและโครงสร้างการบริหารงานภายในกลุ่มบริษัทตลาดหลักทรัพย์
ของ Bursa Malaysia¹²³

¹²³ Bursa Malaysia, 2021

(2) ความเป็นเจ้าของ

Bursa Malaysia เป็นบริษัทโฮลดิ้งที่ถือหุ้นในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ และมีฐานะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ภายหลังการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ เมื่อ Bursa Malaysia เข้าถือหุ้น 100% ในตลาดหลักทรัพย์ และ Bursa Malaysia ถูกนำไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แล้ว ได้มีการกระจายหุ้นของ Bursa Malaysia ให้กับเจ้าของกลุ่มใหม่ ทำให้ความเป็นเจ้าของได้เปลี่ยนจากสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์เดิมมาเป็นผู้ถือหุ้นหลายกลุ่ม ได้แก่ กองทุนพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ถือหุ้น 30% รัฐบาลถือหุ้น 30% สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์เดิมถือหุ้น 30% และบริษัทนายหน้าอื่นถือหุ้น 10%

ทั้งนี้แม้ว่าปัจจุบันสัดส่วนการถือหุ้นใน Bursa Malaysia มีการเปลี่ยนแปลงไปแล้ว แต่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดก็ยังคงเป็นกองทุนพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ โดยรายชื่อผู้ถือหุ้น 10 อันดับแรกของ Bursa Malaysia มีดังนี้¹²⁴

ตารางที่ 3.4 รายชื่อผู้ถือหุ้น 10 อันดับแรกของ Bursa Malaysia¹²⁵

รายชื่อผู้ถือหุ้น 10 อันดับแรก	จำนวนหุ้น	สัดส่วน
Capital Market Development Fund	150,300,001	18.6%
Kumpulan Wang Persaraan	93,710,550	11.6%
Permodalan Nasional Bhd.	60,919,900	7.53%
Employees Provident Fund	47,305,941	5.85%
The Vanguard Group, Inc.	17,451,849	2.16%
Bumiputra Investment Foundation	17,299,300	2.14%
Goldman Sachs Asset Management International	13,192,887	1.63%
Invesco Advisers, Inc.	11,494,850	1.42%
Dimensional Fund Advisors LP	10,996,362	1.36%
Plenitude Berhad	9,109,092	1.13%

¹²⁴ Market Screener, **Bursa Malaysia Berhad (BSMAF)**, Retrieved 21 March 2021 from <https://www.marketscreener.com/BURSA-MALAYSIA-BERHAD-157910/company/>

¹²⁵ *Ibid.*

(3) อำนาจหน้าที่

Bursa Malaysia ได้รับอำนาจในการกำกับดูแลตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์มาจากพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 เพื่อทำหน้าที่เป็นหน่วยงานกำกับดูแลด้านหน้า (Frontline Regulator)¹²⁶ ด้วยการออกกฎ ติดตาม และบังคับใช้กฎ กับบริษัทจดทะเบียนผู้ออกหลักทรัพย์และบริษัทหลักทรัพย์ที่ทำหน้าที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ โดยมาตรา 21 (1) (a) (i) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 กำหนดให้ Bursa Malaysia มีหน้าที่ต้องดำเนินการให้มีการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์อย่างเป็นระเบียบและเป็นธรรม ผ่านสิ่งอำนวยความสะดวกของตลาดหลักทรัพย์หรือบริษัทย่อยของ Bursa Malaysia ซึ่งทำหน้าที่ดังกล่าวรวมถึงมีหน้าที่ต้องออกกฎและบังคับใช้กฎเกี่ยวกับการรับหลักทรัพย์จดทะเบียน (Listing Requirements) การซื้อขายหลักทรัพย์ (Trading) การชำระราคาหลักทรัพย์ (Clearing) การรับฝากหลักทรัพย์ (Depository) การรับนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์เข้ามาเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ (Admission Guidelines) การกำกับดูแลและลงโทษบริษัทจดทะเบียน เช่น สั่งปรับ ระงับการซื้อขายหลักทรัพย์ เพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน เป็นต้น¹²⁷ กำกับดูแลและลงโทษสมาชิก เช่น แจ้งข้อกล่าวหา สั่งปรับ ระงับหรือเพิกถอนสมาชิกภาพ เป็นต้น รวมถึงติดตามและสอบสวนการกระทำความผิดไม่เป็นธรรมในตลาด (Market Surveillance) และบังคับใช้กฎเมื่อมีการฝ่าฝืน (Enforcement)¹²⁸ นอกจากนี้มาตรา 11 แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ได้กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ Bursa Malaysia มีหน้าที่ต้องดำเนินการให้มีการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์อย่างเป็นระเบียบและเป็นธรรมผ่านสิ่งอำนวยความสะดวกของตลาดหลักทรัพย์เช่นกัน¹²⁹ รวมถึงต้องดำเนินการอย่างเหมาะสมเพื่อติดตามให้ผู้ที่เกี่ยวข้องปฏิบัติตามกฎของตลาดหลักทรัพย์¹³⁰

¹²⁶ Bursa Malaysia, **Structure**, Retrived 21 March 2021 from <https://www.bursamalaysia.com/regulation/structure/overview>

¹²⁷ International Monetary Fund, **Malaysia: Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation-Detailed Assessment of Observance of the CPSS-IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures**, p. 52.

¹²⁸ Bursa Malaysia, **Regulation**, Retrieved 25 March 2021 from <https://www.bursamalaysia.com/regulation/overview>

¹²⁹ Section 11 (2) of Capital Markets and Services Act 2007

¹³⁰ Section 11 (4) of Capital Markets and Services Act 2007

ทั้งนี้เนื่องจาก Bursa Malaysia ซึ่งเป็นบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ได้ถูกนำเข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ภายหลังการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นเพื่อให้แน่ใจว่า Bursa Malaysia ยังคงทำหน้าที่เป็นหน่วยงานกำกับดูแลด้านหน้าที่ดำเนินการเพื่อประโยชน์สาธารณะ พระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 จึงกำหนดให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียมีอำนาจกำกับ Bursa Malaysia ได้ เช่น คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียมีอำนาจให้ความเห็นชอบต่อกฎของตลาดหลักทรัพย์¹³¹ ตลาดหลักทรัพย์ต้องแจ้งต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียในกรณีที่มีเรื่องความผิดปกติใด ๆ อันฝ่าฝืนข้อกำหนดของกฎหมายหลักทรัพย์¹³² ตลาดหลักทรัพย์ต้องส่งรายงานการกำกับดูแลประจำปีต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย¹³³ เป็นต้น นอกจากนี้พระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ยังกำหนดให้กรรมการจำนวน 1 ใน 3 ของคณะกรรมการ Bursa Malaysia รวมถึงบริษัทย่อย อันได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ และตลาดอนุพันธ์ ต้องเป็นกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (Public Interest Director: PID) ที่มาจากการแต่งตั้งของรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง โดยคำแนะนำของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย¹³⁴

2) สภาธุรกิจผู้จัดการลงทุนมาเลเซีย (FIMM)

สภาธุรกิจผู้จัดการลงทุนมาเลเซีย (Federation of Investment Managers Malaysia) หรือที่เรียกว่า “FIMM” แต่เดิมมีสถานะเป็นสมาคมการค้า ก่อนที่จะถูกรับรองให้มีสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองภายใต้พระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 โดยสามารถสรุปข้อมูลสำคัญเกี่ยวกับ FIMM ได้ดังนี้

(1) ข้อมูลทั่วไป

สภาธุรกิจผู้จัดการลงทุนมาเลเซีย (FIMM) ถูกจัดตั้งขึ้นตั้งแต่ปี ค.ศ. 1993 ภายใต้ชื่อ สภาธุรกิจผู้จัดการหน่วยลงทุนมาเลเซีย (Federation of Malaysian Unit Trust Managers) และต่อมาในปี ค.ศ. 2009 จึงได้เปลี่ยนชื่อเป็น สภาธุรกิจผู้จัดการลงทุนมาเลเซีย (Federation of Investment Managers Malaysia) เพื่อขยายบทบาทของหน้าที่จากการช่วยกำกับดูแลธุรกิจหน่วยลงทุน ให้ครอบคลุมไปถึงกิจกรรมการลงทุนทั้งหมด¹³⁵

¹³¹ Section 9 of Capital Markets and Services Act 2007

¹³² Section 11 (5) of Capital Markets and Services Act 2007

¹³³ Section 16 of Capital Markets and Services Act 2007

¹³⁴ Section 10 (1) of Capital Markets and Services Act 2007

¹³⁵ Federation of Investment Managers Malaysia, **Annual Report 2020** (Kuala Lumpur: FIMM, 2020), p. 13.

ทั้งนี้ผู้ที่ต้องการประกอบธุรกิจอันเกี่ยวข้องกับหน่วยลงทุน เช่น บริษัทจัดการหน่วยลงทุน (Unit Trust Management Companies: UTMcs) ที่ปรึกษาหน่วยลงทุนแบบสถาบัน (Institutional Unit Trust Advisors: IUTA) ที่ปรึกษาหน่วยลงทุนแบบบริษัท (Corporate Unit Trust Advisors: CUTA) ที่ปรึกษาหน่วยลงทุนแบบบุคคล (Individual Unit Trust Consultants: UTCs) เป็นต้น ต้องขอรับใบอนุญาตจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และต้องขึ้นทะเบียนเป็นสมาชิกของ FIMM¹³⁶ เนื่องจาก FIMM มีหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกที่ดำเนินธุรกิจเกี่ยวกับการขายโครงการหน่วยลงทุน (Unit Trust Scheme) และโครงการเกษียณอายุของภาคเอกชน (Private Retirement Schemes)¹³⁷

ปัจจุบันโครงสร้างการบริหารงานของ FIMM ได้มีการแบ่งแยกคณะกรรมการย่อยออกเป็นหลายชุดตามลักษณะงานด้านต่าง ๆ ได้แก่ คณะกรรมการที่เกี่ยวข้องกับงานด้านการกำกับดูแล คณะกรรมการที่เกี่ยวข้องกับงานด้านพัฒนาธุรกิจ และคณะกรรมการที่เกี่ยวข้องกับงานด้านธรรมาภิบาล โดยโครงสร้างการบริหารงานของ FIMM สามารถสรุปเป็นแผนผังได้ดังนี้

¹³⁶ International Monetary Fund, **Malaysia: Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation-Detailed Assessment of Observance of the CPSS-IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures**, p. 56.

¹³⁷ Federation of Investment Managers Malaysia, *op. cit.*, p. 13.



ภาพที่ 3.3 โครงสร้างการบริหารงานของ FIMM¹³⁸

(2) ความเป็นเจ้าของ

FIMM เป็นสมาคมการค้าที่ไม่แสวงหากำไร โดยมีสมาชิกเป็นเจ้าของ ซึ่งสมาชิกของ FIMM ประกอบด้วยผู้ขายผลิตภัณฑ์หน่วยลงทุนและผู้ให้บริการทางด้านการวางแผนการลงทุน เช่น บริษัทจัดการหน่วยลงทุน ที่ปรึกษาหน่วยลงทุนแบบสถาบัน ที่ปรึกษาหน่วยลงทุนแบบบริษัท ที่ปรึกษาหน่วยลงทุนแบบบุคคล เป็นต้น จากข้อมูล ณ วันที่ 21 พฤษภาคม ค.ศ. 2021 FIMM มีสมาชิกทั้งสิ้นจำนวน 40 ราย¹³⁹

(3) อำนาจหน้าที่

อำนาจหน้าที่ของ FIMM ถูกกำหนดไว้ในพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 และหนังสือบริคณห์สนธิของ FIMM โดยมาตรา 324 (1) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 กำหนดให้ FIMM ในฐานะองค์กรกำกับดูแลตนเองต้องใช้อำนาจในการดำเนินงานตามหน้าที่ของตนเพื่อประโยชน์สาธารณะ โดยเฉพาะเพื่อการคุ้มครองผู้ลงทุน

¹³⁸ *Ibid.*

¹³⁹ Federation of Investment Managers Malaysia, **Members and Funds**, Retrieved 21 May 2021 from <https://www.fimm.com.my/industry/members-distributors/members-and-funds/>

นอกจากนี้ข้อ 3 ของหนังสือบริคณห์สนธิของ FIMM กำหนดหน้าที่ให้ FIMM ต้องดำเนินการหลายประการ เช่น ต้องดำเนินการเพื่อประโยชน์สาธารณะและเพื่อประโยชน์ของธุรกิจ การจัดการลงทุน รวมถึงต้องส่งเสริมการดำเนินงาน จริยธรรม และมาตรฐานการปฏิบัติของสมาชิก เพื่อรักษาผลประโยชน์ของผู้ลงทุนและธุรกิจการจัดการการลงทุน ต้องดำเนินการเท่าที่จำเป็นเพื่อ ส่งเสริมการคุ้มครองผู้ลงทุน ต้องส่งเสริมการปฏิบัติที่เป็นธรรมระหว่างสมาชิก ต้องส่งเสริมการกำกับ ดูแลที่เหมาะสมกับสมาชิก ต้องส่งเสริมให้สมาชิกส่งตัวแทนเข้าไปเป็นคณะกรรมการอย่างเป็นธรรม เป็นต้น

3.1.3.3 ผู้ที่เกี่ยวข้องอื่น ๆ

นอกจากหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐและองค์กรกำกับดูแลตนเองแล้ว ผู้ที่เกี่ยวข้องอื่น ๆ ในตลาดตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยมีดังนี้

1) บริษัทจดทะเบียน

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ Bursa Malaysia ต้องได้รับอนุญาตจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียให้เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน และได้รับอนุญาตจาก Bursa Malaysia ให้รับหลักทรัพย์จดทะเบียน โดยคุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับอนุญาตมีทั้งคุณสมบัติเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพขึ้นอยู่กับกระดานที่จดทะเบียน จากข้อมูล ณ วันที่ 31 ธันวาคม ค.ศ. 2020 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ Bursa Malaysia มีจำนวนทั้งสิ้น 936 บริษัท¹⁴⁰ โดยแบ่งออกเป็น

(1) บริษัทจดทะเบียนในกระดานหลัก หรือ Main Market

กระดานหลักเป็นกระดานซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดใหญ่ มีจำนวนทั้งสิ้น 767 บริษัท โดยบริษัทจดทะเบียนในกระดานหลักต้องมีคุณสมบัติเชิงปริมาณตามที่กำหนด เช่น มีกำไรในปีงบการเงินย้อนหลัง 3-5 ปี รวมกันไม่น้อยกว่า 20 ล้านริงกิต มีกำไรในปีงบการเงินล่าสุดไม่น้อยกว่า 6 ล้านริงกิต มีมูลค่าตลาดรวมไม่น้อยกว่า 500 ล้านริงกิต เป็นต้น

(2) บริษัทจดทะเบียนใน ACE Market

ACE Market เป็นกระดานซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดใหญ่รองลงมาจากกระดานหลัก มีจำนวนทั้งสิ้น 135 บริษัท ทั้งนี้แม้ว่าไม่มีการกำหนดคุณสมบัติเชิงปริมาณขั้นต่ำสำหรับบริษัทจดทะเบียนใน ACE Market แต่ในทางปฏิบัติ บริษัทจดทะเบียนใน ACE Market ต้องมีกำไรในปีงบการเงินล่าสุดไม่น้อยกว่า 3-4 ล้านริงกิต

¹⁴⁰ Bursa Malaysia, Integrated Annual Report 2020, p. 6.

(3) บริษัทจดทะเบียนใน LEAP Market

LEAP Market เป็นกระดานซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดกลางและขนาดเล็ก มีจำนวนทั้งสิ้น 34 บริษัท ทั้งนี้แม้ว่าไม่มีการกำหนดคุณสมบัติเชิงปริมาณขั้นต่ำสำหรับบริษัทจดทะเบียนใน LEAP Market แต่ในทางปฏิบัติ ข้อมูลงบการเงินย้อนหลังจะถูกนำมาใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้นสำหรับการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนครั้งแรก (IPO)¹⁴¹

2) บริษัทหลักทรัพย์

ภายใต้พระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 บริษัทหลักทรัพย์หรือตัวกลางในธุรกิจหลักทรัพย์ต้องได้รับใบอนุญาตจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย ไม่ว่าจะเป็นการหรือตัวแทน ซึ่งใบอนุญาตดังกล่าวมีลักษณะเป็น Single license ที่สามารถนำไปใช้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ได้อย่างใดอย่างหนึ่งหรือหลายอย่างได้ดังนี้¹⁴²

- (1) การค้าหลักทรัพย์
- (2) การค้าอนุพันธ์
- (3) การชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์หรืออนุพันธ์
- (4) การจัดการกองทุน
- (5) การค้ากองทุนเกษียณอายุส่วนบุคคล
- (6) การให้คำปรึกษาทางการเงินสำหรับองค์กร
- (7) การให้คำปรึกษาการลงทุน
- (8) การวางแผนทางการเงิน

โดยบริษัทหลักทรัพย์ที่ประกอบธุรกิจข้างต้นจะต้องเป็นนิติบุคคลซึ่งจัดตั้งขึ้นในประเทศมาเลเซีย และต้องเป็นผู้มีคุณสมบัติเหมาะสมตามเกณฑ์ที่กำหนด เช่น มีการดำรงเงินกองทุนที่เพียงพอ มีระบบงานและบุคลากรที่เหมาะสม เป็นต้น¹⁴³ ซึ่งจากข้อมูล ณ วันที่ 31

¹⁴¹ Crowe, *Listing Your Company on Bursa Malaysia - IPOs in 2021*, p. 6, Retrived March 20, 2021 from <https://www.crowe.com/my/insights/listing-your-company-on-bursa-malaysia->

¹⁴² Securities Commission Malaysia, *Licensing*, Retrieved March 20, 2021 from <https://www.sc.com.my/regulation/licensing>

¹⁴³ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, *รายงานการดูงาน โครงการศึกษา “โครงการ Sro ที่เหมาะสมกับตลาดทุนไทย ณ ประเทศมาเลเซียและเกาหลีใต้” ระหว่างวันที่ 8-12 มีนาคม 2553.*

สิงหาคม ค.ศ. 2021 บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์มีจำนวนทั้งสิ้น 30 บริษัท¹⁴⁴ ทั้งนี้บริษัทหลักทรัพย์ต้องเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ Bursa Malaysia จึงจะมีสิทธิทำหน้าที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์

3) องค์กรที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์

ประเทศมาเลเซียมีองค์กรที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ตามพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 หลายองค์กร เช่น สำนักหักบัญชีตลาดหลักทรัพย์ Bursa Malaysia และศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ Bursa Malaysia ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ Bursa Malaysia

นอกจากนี้ยังมีสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ซึ่งมีสถานะเป็นสมาคมการค้า แต่ไม่มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง เนื่องจากไม่ได้ถูกรับรองให้มีสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง พระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 และไม่มีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง เช่น สมาคมบริษัทหลักทรัพย์มาเลเซีย (Association of Stock Broking Companies Malaysia: ASCM) ซึ่งทำหน้าที่สนับสนุนและส่งเสริมมาตรฐานวิชาชีพในธุรกิจหลักทรัพย์ เป็นต้น

3.1.4 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย

สำหรับสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองของ Bursa Malaysia และ FIMM สามารถพิจารณาได้ดังนี้

3.1.4.1 บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ (Bursa Malaysia)

แม้ว่าพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ไม่ได้รับรองให้ Bursa Malaysia มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง และคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียไม่ได้รับรองอย่างเป็นทางการให้ Bursa Malaysia เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง แต่เมื่อพิจารณาถึงโครงสร้างองค์กร อำนาจหน้าที่ในการกำกับดูแลสมาชิก และความสัมพันธ์กับหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ พบว่า Bursa Malaysia มีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ครบถ้วน ภายใต้เหตุผลดังต่อไปนี้

¹⁴⁴ Bursa Malaysia, **Brokers for Equities**, Retrieved May 15, 2020 from https://www.bursamalaysia.com/trade/trading_resources/brokers_for_equities/list_of_participating_organisations?per_page=50&page=1

1) สมาชิกมีส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยตนเอง

โครงสร้างคณะกรรมการของ Bursa Malaysia ประกอบด้วยกรรมการที่มา จากตัวแทนซึ่งเลือกตั้งโดยสมาชิกคิดเป็นสัดส่วน 2 ใน 3 ของจำนวนคณะกรรมการทั้งหมด ส่วน กรรมการอีก 1 ใน 3 เป็นกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (Public Interest Director: PID) ที่มา จากการแต่งตั้งของรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง โดยคำแนะนำของคณะกรรมการกำกับ หลักทรัพย์มาเลเซีย ทั้งนี้เป็นไปตามมาตรา 10 (1) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ดังนั้นภายใต้โครงสร้างดังกล่าวจึงเห็นได้ว่า Bursa Malaysia มีโครงสร้างองค์กรที่สมาชิกมี ส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยตนเอง เนื่องจากสมาชิกสามารถส่งตัวแทนเข้ามาเป็นกรรมการ ของ Bursa Malaysia ได้

2) มีอำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกของตนเอง ซึ่งประกอบด้วยอำนาจใน การออกกฎ การติดตามให้เป็นไปตามกฎ และการบังคับใช้กฎ

Bursa Malaysia มีอำนาจในการออกกฎหรือแก้ไขกฎที่เกี่ยวข้องกับการ กำกับดูแลบริษัทจดทะเบียน และบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ ผ่านการใช้ อำนาจของตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นบริษัทย่อย โดยกฎที่จัดทำขึ้นหรือแก้ไขโดยตลาดหลักทรัพย์ต้อง ผ่านความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียตามมาตรา 9 แห่งพระราชบัญญัติ ตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์ยังมีอำนาจในการติดตาม บังคับใช้กฎ และลงโทษสมาชิกตามมาตรา 11 (4) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ที่ กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์มีหน้าที่ต้องใช้มาตรการที่เหมาะสมเพื่อติดตามหรือทำให้เกิดการปฏิบัติ ตามกฎของตลาดหลักทรัพย์ และมาตรา 11 (6) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจดำเนินการแจ้งข้อกล่าวหา สั่งปรับ ระงับหรือเพิกถอนสมาชิก ภาพ หรือลงโทษด้วยวิธีการอื่นกับสมาชิกหรือผู้ถูกกล่าวหาที่ไม่ปฏิบัติตามกฎของตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น Bursa Malaysia จึงมีอำนาจที่ครบถ้วนในการกำกับดูแลสมาชิกของตนเอง

3) การกำกับดูแลตนเองถูกกำกับจากหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

การปฏิบัติหน้าที่ของ Bursa Malaysia และตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นบริษัท ย่อยถูกกำกับโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย ตัวอย่างเช่น มาตรา 11 (5) แห่ง พระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ต้องแจ้งให้คณะกรรมการ กำกับหลักทรัพย์มาเลเซียทราบโดยทันที ในกรณีที่มีเรื่องใด ๆ ที่ส่งผลเสียหรือมีแนวโน้มที่จะส่งผล เสียต่อความสามารถในการทำหน้าที่ของบุคคลที่เกี่ยวข้องในธุรกิจการซื้อขายหลักทรัพย์หรืออนุพันธ์ และการปฏิบัติตามข้อกำหนดทางการเงินขั้นต่ำของพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 มาตรา 11 (6) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ต้อง แจ้งรายละเอียดเกี่ยวกับการลงโทษสมาชิกหรือผู้ถูกกล่าวหาเป็นลายลักษณ์อักษรให้คณะกรรมการ

กำกับหลักทรัพย์มาเลเซียทราบภายใน 7 วัน นอกจากนี้มาตรา 26 แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 กำหนดให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียอาจแจ้งเป็นหนังสือไปยังบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ (Bursa Malaysia) ตลาดหลักทรัพย์ ตลาดอนุพันธ์ สำนักหักบัญชี ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ หรือบุคคลที่เกี่ยวข้อง เพื่อให้ดำเนินการอย่างใดอย่างหนึ่ง หากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์เห็นว่ามิหรืออาจมีกรณีการขัดแย้งกันของผลประโยชน์ระหว่างบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ ตลาดอนุพันธ์ สำนักหักบัญชี ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ หรือบุคคลที่เกี่ยวข้อง แล้วแต่กรณี รวมถึงมิหรืออาจมีกรณีการขัดแย้งกันของการปฏิบัติหน้าที่อย่างเหมาะสมตามพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 หรือกฎหมายอื่น ระหว่างบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ ตลาดอนุพันธ์ สำนักหักบัญชี ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ หรือบุคคลที่เกี่ยวข้อง แล้วแต่กรณี

จากที่กล่าวมาข้างต้น จึงเห็นได้ว่า Bursa Malaysia มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง เนื่องจากมีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ครบถ้วนตามกฎหมาย แม้ว่าไม่ได้รับการรับรองโดยกฎหมายหรือโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐก็ตาม

3.1.4.2 สภาธุรกิจผู้จัดการลงทุนมาเลเซีย (FIMM)

FIMM เป็นองค์กรไม่แสวงหากำไร และเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยกฎหมาย เนื่องจากเมื่อปี ค.ศ. 2011 FIMM ได้รับการรับรองตามมาตรา 323 แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 โดยผ่านการอนุมัติของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียภายใต้ความเห็นชอบของรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง ซึ่งกำหนดให้องค์กรกำกับดูแลตนเองเป็นองค์กรที่ดำเนินงานโดยสมาชิก มีการจัดทำและบังคับใช้มาตรฐานขั้นต่ำและกฎเกี่ยวกับจริยธรรม¹⁴⁵ ทั้งนี้ มาตรา 11 (3) ของพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ได้ให้อำนาจคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียพิจารณาคุณสมบัติบุคคลใด ๆ ตามความเหมาะสมเพื่อประโยชน์สาธารณะ หรือเพื่อการคุ้มครองผู้ลงทุน และประกาศในราชกิจจานุเบกษาโดยความเห็นชอบของรัฐมนตรี เพื่อรับรองให้บุคคลดังกล่าวเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ได้รับการยอมรับ (Recognized Self-regulatory Organization)

นอกจาก FIMM มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยกฎหมายแล้ว เมื่อพิจารณาถึงโครงสร้างองค์กร อำนาจหน้าที่ในการกำกับดูแลสมาชิก และความสัมพันธ์กับหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ พบว่า FIMM ก็มีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ครบถ้วนด้วยเช่นกัน ภายใต้เหตุผลดังต่อไปนี้

¹⁴⁵ The Securities Commission Malaysia, *op. cit.*, p. 5.

1) สมาชิกมีส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยตนเอง

โครงสร้างคณะกรรมการของ FIMM ประกอบด้วยกรรมการที่มาจากตัวแทนซึ่งเลือกตั้งโดยสมาชิก และกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (Public Interest Directors: PID) ที่มาจากการคัดเลือกของภาครัฐ ซึ่งต้องมีจำนวนอย่างน้อยคิดเป็นสัดส่วน 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด ทั้งนี้เป็นไปตามมาตรา 326 (2) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ซึ่งกำหนดให้องค์กรกำกับดูแลตนเองที่ได้รับการรับรอง ต้องมีคณะกรรมการที่ประกอบด้วยกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (PID) จำนวนอย่างน้อยคิดเป็นสัดส่วน 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด ภายใต้เงื่อนไขที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียกำหนด นอกจากนี้ข้อบังคับของ FIMM ก็ได้กำหนดแนวทางในการคัดเลือกกรรมการให้สอดคล้องกับพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 โดยข้อ 46 (1) ของข้อบังคับของ FIMM ได้กำหนดให้คณะกรรมการของ FIMM ต้องประกอบด้วยตัวแทนจากการเลือกตั้งของสมาชิกซึ่งมีจำนวนมากที่สุดไม่เกิน 8 คน และกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (PID) ซึ่งมีจำนวนคิดเป็นสัดส่วน 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากเงื่อนไขการรับรองให้ FIMM เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองนั้น คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียได้กำหนดเรื่องโครงสร้างคณะกรรมการให้เข้มงวดกว่าที่พระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ได้กำหนดไว้ โดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียได้กำหนดให้คณะกรรมการของ FIMM ต้องประกอบด้วยกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (PID) คิดเป็นสัดส่วนอย่างน้อย 45% ของกรรมการทั้งหมด รวมถึงประธานกรรมการต้องมาจากกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (PID) ด้วย ดังนั้นในปัจจุบันคณะกรรมการของ FIMM จำนวน 14 คน จึงประกอบด้วยกรรมการที่มาจากตัวแทนซึ่งเลือกตั้งโดยสมาชิกจำนวน 7 คน และกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (PID) จำนวน 7 คน¹⁴⁶

2) มีอำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกของตนเอง ซึ่งประกอบด้วยอำนาจในการออกกฎ การติดตามให้เป็นไปตามกฎ และการบังคับใช้กฎ

FIMM มีอำนาจกำกับดูแลสมาชิกของตนเองตามกฎหมาย ทั้งอำนาจในการออกกฎหรือแก้ไขกฎที่เกี่ยวข้องกับหน้าที่ของตนเองและกฎที่นำไปใช้กำกับดูแลสมาชิก โดยต้องผ่านความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียตามมาตรา 325 ของพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 รวมถึงมีอำนาจในการลงโทษสมาชิก เช่น ระงับสมาชิกภาพชั่วคราว

¹⁴⁶ International Monetary Fund, Malaysia: Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation-Detailed Assessment of Observance of the CPSS-IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures, p. 58.

ขับให้พ้นจากสมาชิกภาพ เป็นต้น ตามมาตรา 324 (3) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007

นอกจากนี้อำนาจในการกำกับดูแลก็ถูกกำหนดไว้ในหนังสือบริคณห์สนธิของ FIMM เช่นกัน โดยข้อ 3 (1A) ของหนังสือบริคณห์สนธิของ FIMM กำหนดให้ FIMM ทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองสำหรับธุรกิจจัดการลงทุน และมีอำนาจกำกับดูแลสมาชิก เช่น จัดทำแก้ไขเพิ่มเติม และยกเลิกข้อบังคับบริษัทของ FIMM รวมถึงกฎและหลักเกณฑ์ที่ควบคุมสมาชิกธุรกิจจัดการลงทุนภายใต้การอนุมัติของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย ดำเนินการกับสมาชิกและบุคคลใด ๆ ในธุรกิจจัดการลงทุนหากจำเป็น ลงโทษทางวินัยต่อสมาชิก เช่น การระงับการเป็นสมาชิก การให้พ้นจากสมาชิกในกรณีฝ่าฝืนกฎหมายหลักทรัพย์ กฎหมายที่เป็นลายลักษณ์อักษรอื่น ๆ ข้อบังคับบริษัทของ FIMM กฎเกณฑ์ที่ออกโดย FIMM กฎเกณฑ์ที่ออกโดยตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น

3) การกำกับดูแลตนเองถูกกำกับโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

การปฏิบัติหน้าที่ในฐานะองค์กรกำกับดูแลตนเองของ FIMM ถูกกำกับโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียอีกทอดหนึ่ง โดยพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 กำหนดให้ FIMM มีหน้าที่ต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย เช่น แจ้งต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียเกี่ยวกับเรื่องต่าง ๆ ที่ส่งผลกระทบทางลบหรืออาจส่งผลกระทบต่อผลประโยชน์ของผู้ลงทุน รวมถึงการฝ่าฝืนกฎหมายหลักทรัพย์ของสมาชิก¹⁴⁷ ในกรณีที่ FIMM ได้ดำเนินการใด ๆ ต่อสมาชิกที่ฝ่าฝืนกฎหมายหลักทรัพย์ FIMM ต้องแจ้งรายละเอียดดังกล่าวต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย¹⁴⁸ นอกจากนี้ภายใต้การดำเนินการดังกล่าว FIMM ต้องให้โอกาสสมาชิกได้ชี้แจงก่อนทำคำวินิจฉัย เว้นแต่กรณีที่การทำคำวินิจฉัยล่าช้าอาจส่งผลเสียหายต่อประโยชน์สาธารณะ FIMM ไม่จำเป็นต้องให้โอกาสสมาชิกชี้แจงก่อนทำคำวินิจฉัยก็ได้¹⁴⁹ เป็นต้น

จากที่กล่าวมาข้างต้น จึงเห็นได้ว่า FIMM มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองเนื่องจากได้รับการรับรองโดยกฎหมาย นอกจากนี้ FIMM ยังมีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ครบถ้วนตามกฎหมายเช่นเดียวกับ Bursa Malaysia

¹⁴⁷ Section 324 (2) of Capital Markets and Services Act 2007

¹⁴⁸ Section 324 (3) of Capital Markets and Services Act 2007

¹⁴⁹ Section 324 (4) and (5) of Capital Markets and Services Act 2007

3.1.5 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

ประเทศไทยมีองค์กรกำกับดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ เพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ เมื่อพิจารณาหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้อง พบว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิกมากกว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

1) องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ Bursa Malaysia มีสถานะเป็นบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตจากรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง ภายใต้คำแนะนำของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียตามมาตรา 15 แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ทั้งนี้ Bursa Malaysia มีอำนาจในการออกกฎหรือแก้ไขกฎ รวมถึงมีอำนาจในการติดตาม บังคับใช้กฎ และลงโทษสมาชิกเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ ผ่านการใช้อำนาจของตลาดหลักทรัพย์ตามมาตรา 9 และ 11 แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007

2) องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ได้แก่ FIMM ได้รับการรับรองเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองตามมาตรา 323 แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 โดยได้รับการอนุมัติจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียภายใต้ความเห็นชอบของรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง ซึ่งกำหนดให้องค์กรกำกับดูแลตนเองเป็นองค์กรที่ดำเนินงานโดยสมาชิก มีการจัดทำและบังคับใช้มาตรฐานขั้นต่ำและกฎเกี่ยวกับจริยธรรม FIMM มีอำนาจกำกับดูแลสมาชิกของตนเองตามกฎหมาย ทั้งอำนาจในการออกกฎและการลงโทษสมาชิกตามมาตรา 324 และ 325 แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007

บริษัทที่ประกอบธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ต้องได้รับใบอนุญาตจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย และขึ้นทะเบียนเป็นสมาชิกของ Bursa Malaysia ส่วนบริษัทที่ประกอบธุรกิจเกี่ยวกับการขายโครงการหน่วยลงทุนและโครงการเกษียณอายุของภาคเอกชน ต้องได้รับใบอนุญาตจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย และขึ้นทะเบียนเป็นสมาชิกของ FIMM รวมถึงต้องปฏิบัติตามกฎที่ออกโดยองค์กรกำกับดูแลตนเองแต่ละแห่ง นอกจากนี้ Bursa Malaysia และ FIMM ต้องถูกกำกับการทำงานที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียด้วย

แม้ว่าตลาดหลักทรัพย์ได้มีการแปรรูปและนำ Bursa Malaysia ซึ่งเป็นบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์เข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แล้ว แต่อำนาจการกำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์ที่ประกอบธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ยังคงอยู่กับองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาด

หลักทรัพย์ ซึ่งได้แก่ Bursa Malaysia ส่วนองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ซึ่งได้แก่ FIMM มีอำนาจในการกำกับดูแลเฉพาะบริษัทที่ประกอบธุรกิจเกี่ยวกับการขายโครงการหน่วยลงทุนและโครงการเกษียณอายุของภาคเอกชน ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่าประเทศมาเลเซียมีหลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองที่กำหนดให้องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิก

นอกจากนี้หลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซียได้เปิดโอกาสให้องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ได้หลายแห่ง (Multi SRO) เนื่องจากสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ที่ต้องการมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ดำเนินงานโดยสมาชิก สามารถยื่นขอการรับรองจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียภายใต้ความเห็นชอบของรัฐมนตรีตามมาตรา 323 แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ได้ โดยรูปแบบดังกล่าวของประเทศมาเลเซียทำให้สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์สามารถจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลตนเองแยกตามประเภทผู้ประกอบการได้ ซึ่งเหมาะสมกับประเทศที่มีสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ในแต่ละธุรกิจอยู่แล้ว¹⁵⁰ ทั้งนี้แม้ว่าปัจจุบันจะมีเพียง FIMM เท่านั้นที่ได้รับอนุญาตให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองตามมาตรา 323 ดังกล่าว แต่ในอนาคตก็อาจมีสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์อื่นที่สามารถยื่นขออนุญาตให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองตามมาตรา 323 ได้ เช่น สมาคมบริษัทหลักทรัพย์มาเลเซีย (ASCM) ซึ่งทำหน้าที่สนับสนุนและส่งเสริมมาตรฐานวิชาชีพในธุรกิจหลักทรัพย์ เป็นต้น

3.1.6 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย

การศึกษาหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีเพื่อคุ้มครองผู้มีส่วนได้เสียในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซียได้อย่างเหมาะสมนั้น จะพิจารณาในประเด็นสำคัญ ได้แก่ ความเป็นธรรม ความโปร่งใส และการคุ้มครองผู้ลงทุน ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

3.1.6.1 ความเป็นธรรม

ความเป็นธรรม (Fairness) เป็นส่วนหนึ่งของวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่ดีซึ่งกำหนดโดยองค์การคณะกรรมการหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (IOSCO) ทั้งนี้

¹⁵⁰ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, รายงานการดูงานโครงการศึกษา “โครงการ Sro ที่เหมาะสมกับตลาดทุนไทย ณ ประเทศมาเลเซียและเกาหลีใต้” ระหว่างวันที่ 8-12 มีนาคม 2553.

ประเทศมาเลเซียได้นำหลักเกณฑ์เพื่อสร้างความเป็นธรรมมาใช้ในการกำกับดูแลตนเองด้วยเช่นกัน ซึ่งหลักเกณฑ์ดังกล่าวมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

1) การรับฟังความคิดเห็นจากผู้มีส่วนได้เสีย

Bursa Malaysia

พระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ไม่ได้กำหนดให้ Bursa Malaysia และตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นบริษัทย่อย ต้องรับฟังความคิดเห็นจากผู้มีส่วนได้เสียก่อนการออกกฎหรือแก้ไขกฎ แต่กำหนดให้กฎดังกล่าวต้องผ่านความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียก่อนนำไปประกาศใช้ ทั้งนี้เป็นไปตามมาตรา 9 แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007

อย่างไรก็ตาม ในทางปฏิบัติ Bursa Malaysia มีกระบวนการรับฟังความคิดเห็นของสมาชิกที่อยู่ในธุรกิจหลักทรัพย์สำหรับการแก้ไขกฎที่ไม่มีความสำคัญ ส่วนการแก้ไขกฎที่มีความสำคัญนั้น Bursa Malaysia จะเปิดโอกาสให้ประชาชนได้แสดงความคิดเห็น (Public Consultation) โดยนำร่างการแก้ไขกฎดังกล่าวไปเผยแพร่สู่ภายนอกผ่านทางเว็บไซต์ของบริษัทเพื่อรับฟังความคิดเห็นของประชาชน ก่อนที่จะนำความคิดเห็นดังกล่าวมาประกอบการตัดสินใจเพื่อจัดทำ การแก้ไขกฎในขั้นตอนสุดท้าย และนำกฎที่แก้ไขดังกล่าวส่งให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ มาเลเซียเพื่อให้ความเห็นชอบต่อไป¹⁵¹

FIMM

พระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ไม่ได้กำหนดให้ FIMM ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง ต้องรับฟังความคิดเห็นจากผู้มีส่วนได้เสียก่อนการออกกฎหรือแก้ไข กฎ ดังนั้นการออกกฎใหม่หรือการแก้ไขกฎของ FIMM จึงมีเพียงการเวียนส่งร่างของกฎใหม่หรือร่าง ของกฎเดิมที่แก้ไขเพิ่มเติมเพื่อรับฟังความเห็นของสมาชิกเป็นการภายใน ก่อนที่จะนำร่างของกฎ ดังกล่าวส่งให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์พิจารณาให้ความเห็นชอบและนำไปประกาศใช้ ทั้งนี้ เป็นไปตามมาตรา 325 แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007

2) การกำหนดขั้นตอนที่เหมาะสม

Bursa Malaysia

ขั้นตอนการแก้ไขกฎของ Bursa Malaysia เป็นไปตามมาตรา 9 แห่ง พระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้การแก้ไขกฎของตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็น

¹⁵¹ Bursa Malaysia, **Rules Making Process**, Retrieved March 14, 2021 from https://www.bursamalaysia.com/regulation/structure/rules_making_process

บริษัทย่อยของ Bursa Malaysia ต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย โดยมีกระบวนการขั้นตอนดังต่อไปนี้

(1) ตลาดหลักทรัพย์ต้องทำข้อเสนอการแก้ไขกฎเป็นลายลักษณ์อักษรพร้อมวัตถุประสงค์ของการแก้ไขเพื่อเสนอต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย

(2) เมื่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียได้รับข้อเสนอดังกล่าวแล้ว ต้องให้ข้อสังเกตเป็นลายลักษณ์อักษรภายใน 6 สัปดาห์ โดยระบุว่าเห็นชอบหรือไม่เห็นชอบต่อข้อเสนอดังกล่าว

(3) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียอาจประกาศให้การแก้ไขกฎบางประเภทไม่ต้องขอความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย ในกรณีดังกล่าว ตลาดหลักทรัพย์ต้องปรึกษากับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียเพื่อขอความเห็นก่อนว่า ข้อเสนอแก้ไขกฎของตลาดหลักทรัพย์อยู่ในประเภทที่ไม่ต้องขอความเห็นชอบตามที่ประกาศหรือไม่

(4) ในบางกรณี คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียอาจริเริ่มแก้ไขกฎเองก็ได้ โดยปรึกษาดตลาดหลักทรัพย์และให้ข้อสังเกตเป็นลายลักษณ์อักษร เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์ดำเนินการแก้ไขเพิ่มเติมกฎและส่งให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียพิจารณาภายในระยะเวลาที่กำหนด

(5) ในกรณีที่มีการแก้ไขกฎเดิมดังกล่าวอยู่ในประเภทที่ต้องขอความเห็นชอบ แต่ตลาดหลักทรัพย์ไม่ได้ทำข้อเสนอเป็นลายลักษณ์อักษรเพื่อขอความเห็นชอบ หรือในกรณีที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียได้ให้ข้อสังเกตเป็นลายลักษณ์อักษรว่าควรดำเนินการแก้ไขเพิ่มเติมกฎ แต่ตลาดหลักทรัพย์กลับไม่ดำเนินการแก้ไข ในกรณีดังกล่าวตลาดหลักทรัพย์ย่อมมีความผิดจากการไม่ปฏิบัติตามหน้าที่ของตนเอง

FIMM

ขั้นตอนการแก้ไขกฎของสภาธุรกิจผู้จัดการลงทุนมาเลเซีย (FIMM) เป็นไปตามมาตรา 325 แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้การแก้ไขกฎของ FIMM ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย โดยมีกระบวนการขั้นตอนดังต่อไปนี้

(1) FIMM ต้องทำข้อเสนอการแก้ไขกฎเป็นลายลักษณ์อักษรพร้อมวัตถุประสงค์ของการแก้ไขเพื่อเสนอต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย

(2) เมื่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียได้รับข้อเสนอดังกล่าวแล้ว ต้องให้ข้อสังเกตเป็นลายลักษณ์อักษรภายใน 6 สัปดาห์ โดยระบุว่าเห็นชอบหรือไม่เห็นชอบต่อข้อเสนอดังกล่าว

(3) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียอาจประกาศให้การแก้ไขกฎบางประเภทไม่ต้องขอความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย ในกรณีดังกล่าว FIMM ต้องปรึกษากับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียเพื่อขอความเห็นก่อนว่าข้อเสนอแก้ไขกฎของ FIMM อยู่ในประเภทที่ไม่ต้องขอความเห็นชอบตามที่ประกาศหรือไม่

(4) ในบางกรณี คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียอาจริเริ่มแก้ไขกฎเองก็ได้ โดยปรึกษา FIMM และให้ข้อสังเกตเป็นลายลักษณ์อักษร เพื่อให้ FIMM ดำเนินการแก้ไขเพิ่มเติมกฎและส่งให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียพิจารณาภายในระยะเวลาที่กำหนด

(5) ในกรณีที่มีการแก้ไขกฎเดิมดังกล่าวอยู่ในประเภทที่ต้องขอความเห็นชอบ แต่ FIMM ไม่ได้ทำข้อเสนอเป็นลายลักษณ์อักษรเพื่อขอความเห็นชอบ หรือในกรณีที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียได้ให้ข้อสังเกตเป็นลายลักษณ์อักษรว่าควรดำเนินการแก้ไขเพิ่มเติมกฎ แต่ FIMM กลับไม่ดำเนินการแก้ไข ในกรณีดังกล่าว FIMM ย่อมมีความผิดจากการไม่ปฏิบัติตามหน้าที่ของตนเอง

3) การจัดการข้อเรียกร้องที่เหมาะสม

Bursa Malaysia

แม้ว่าพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ไม่ได้กำหนดแนวทางการจัดการข้อเรียกร้องของ Bursa Malaysia ไว้ แต่ในทางปฏิบัติ Bursa Malaysia ได้ให้โอกาสสมาชิกและผู้ถูกกล่าวหาได้ชี้แจงข้อเท็จจริงก่อนที่ Bursa Malaysia จะทำคำวินิจฉัย รวมถึงให้โอกาสสมาชิกและผู้ถูกกล่าวหาได้อุทธรณ์คำวินิจฉัยดังกล่าวด้วย ซึ่งแนวทางการจัดการข้อเรียกร้องมีรายละเอียดดังนี้¹⁵²

(1) Bursa Malaysia มีการแต่งตั้งคณะกรรมการพิจารณาเฉพาะเรื่องไว้ เช่น คณะกรรมการพิจารณาการรับหลักทรัพย์จดทะเบียน (Listing Committee) มีหน้าที่พิจารณากรณีที่มีการฝ่าฝืนกฎการรับหลักทรัพย์จดทะเบียน (Listing requirements) คณะกรรมการพิจารณาการซื้อขายหลักทรัพย์ (Market Participants Committee) มีหน้าที่พิจารณากรณีที่มีการฝ่าฝืนกฎการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ (Business Rules) เป็นต้น

¹⁵² International Monetary Fund, *Malaysia: Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation-Detailed Assessment of Observance of the CPSS-IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures*, pp. 55-56.

(2) เมื่อพิจารณาพยานหลักฐานแล้วพบว่ามี การฝ่าฝืนกฎ Bursa Malaysia ต้องส่งหนังสือแจ้งเตือนไปยังผู้ถูกร้องหา โดยระบุถึงข้อกล่าวหาและกฎหมายที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้ในกรณีที่เรียกมาให้รับฟังข้อกล่าวหา ต้องระบุระยะเวลาและสถานที่ให้มารับฟังด้วย

(3) ผู้ถูกร้องหาต้องชี้แจงภายใน 14 วันหลังจากได้รับหนังสือแจ้งเตือน

(4) หากมีการเรียกมาให้รับฟังข้อกล่าวหา ผู้ถูกร้องหาต้องมารับฟังข้อกล่าวหาด้วยตนเอง

(5) ในกรณีที่ผู้ถูกร้องหาไม่มาชี้แจงหรือไม่มารับฟังข้อกล่าวหา ภายในระยะเวลาที่กำหนดในหนังสือแจ้งเตือน Bursa Malaysia จะดำเนินการลงโทษตามข้อกล่าวหา

(6) เมื่อ Bursa Malaysia มีคำวินิจฉัยและคำสั่งลงโทษต่อผู้ถูกร้องหาแล้ว เช่น การแจ้งข้อกล่าวหา การปรับ การพักใช้ใบอนุญาต เป็นต้น Bursa Malaysia ต้องแจ้งเป็นหนังสือไปยังผู้ถูกร้องหา

(7) ผู้ถูกร้องหาที่ไม่พอใจในคำวินิจฉัยและคำสั่งลงโทษของ Bursa Malaysia มีสิทธิอุทธรณ์คำสั่งดังกล่าวไปยังคณะกรรมการพิจารณาอุทธรณ์ (Appeals Committee) ของ Bursa Malaysia ภายใน 14 วันนับตั้งแต่ได้รับหนังสือแจ้งการลงโทษ ซึ่งหากต่อมาไม่พอใจผลการวินิจฉัยของคณะกรรมการอุทธรณ์ ผู้ถูกร้องหา ยังมีสิทธิอุทธรณ์ไปยังคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย และอุทธรณ์ไปยังศาล ตามลำดับ

FIMM

สมาชิกของ FIMM มีสิทธิชี้แจงข้อเท็จจริง ก่อนที่ FIMM จะวินิจฉัย และให้โอกาสสมาชิกได้อุทธรณ์คำวินิจฉัยดังกล่าว โดยมาตรา 324 (4) และ (5) ของพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 กำหนดให้ FIMM ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองต้องไม่ตัดสินใจใช้อำนาจภายใต้กฎของตนเองอันส่งผลกระทบต่อสิทธิของบุคคล เว้นแต่องค์กรกำกับดูแลตนเองให้โอกาสบุคคลผู้ได้รับผลกระทบจากการตัดสินใจได้แถลงข้อเท็จจริงที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้องค์กรกำกับดูแลตนเองอาจไม่ต้องให้โอกาสบุคคลผู้ได้รับผลกระทบแถลงข้อเท็จจริงก็ได้ หากว่าการตัดสินใจที่ล่าช้าออกไปนั้นมีแนวโน้มที่จะก่อให้เกิดความเสียหายต่อประโยชน์สาธารณะหรือต่อความจำเป็นในการคุ้มครองผู้ลงทุน นอกจากนี้ ข้อ 3 (1A) (c) (ii) ของหนังสือบริคณห์สนธิของ FIMM ได้กำหนดให้ FIMM ต้องส่งเสริมการปฏิบัติต่อสมาชิกและบุคคลที่สมัครเป็นสมาชิกอย่างเป็นธรรม

อย่างไรก็ตาม มาตรา 328 ของพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 กำหนดให้ FIMM ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง รวมถึงพนักงานและกรรมการขององค์กรกำกับดูแลตนเอง ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความสูญเสียหรือความเสียหายที่เกิดกับบุคคลใด ๆ อันเป็นผล

มาจากการกระทำหรือการละเว้นการกระทำของตนเอง ภายใต้การใช้อำนาจหน้าที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลขององค์กรกำกับดูแลตนเองโดยสุจริต

3.1.6.2 ความโปร่งใส

ความโปร่งใส (Transparency) เป็นส่วนหนึ่งของวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่ดีซึ่งกำหนดโดยองค์การคณะกรรมการหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (IOSCO) ทั้งนี้ ประเทศมาเลเซียได้นำหลักเกณฑ์เพื่อสร้างความโปร่งใสมาใช้ในการกำกับดูแลตนเองด้วยเช่นกัน ซึ่งหลักเกณฑ์ดังกล่าวมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

Bursa Malaysia

เนื่องจาก Bursa Malaysia ผ่านการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์และถูกนำเข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แล้ว แนวทางการเปิดเผยข้อมูลจึงเป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยตามกฎหมายการรับหลักทรัพย์จดทะเบียน เช่น การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการควบรวมกิจการ การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงผู้บริหาร การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับคดีความหรือข้อพิพาทของบริษัท การเปิดเผยข้อมูลการซื้อขายสินทรัพย์ของบริษัท การเปิดเผยข้อมูลการเปลี่ยนแปลงแผนการลงทุน เป็นต้น¹⁵³

นอกจากนี้ Bursa Malaysia ยังมีแนวปฏิบัติในการเปิดเผยกฎที่ออกหรือแก้ไขของตนเองด้วย โดยในกรณีของการออกกฎหรือการแก้ไขกฎที่มีความสำคัญ Bursa Malaysia จะเปิดเผยให้ประชาชนได้แสดงความคิดเห็นระหว่างขั้นตอนการออกกฎหรือแก้ไขกฎ นอกจากนี้เมื่อกฎที่ออกหรือแก้ไขได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียแล้ว Bursa Malaysia จะเปิดเผยกฎที่ออกหรือแก้ไขแล้วต่อสาธารณชนผ่านทางเว็บไซต์ของ Bursa Malaysia¹⁵⁴ ซึ่งการเปิดเผยระหว่างขั้นตอนการแก้ไขกฎที่มีความสำคัญเป็นไปในแนวทางเดียวกับหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ ได้แก่ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย ที่มีการเปิดเผยให้สาธารณชนได้แสดงความคิดเห็นระหว่างขั้นตอนการออกกฎหรือแก้ไขกฎ รวมถึงเปิดเผยกฎที่ออกหรือแก้ไขแล้ว

ส่วนการติดตามและบังคับใช้กฎนั้น Bursa Malaysia จะเปิดเผยผลการวินิจฉัยและคำสั่งลงโทษผ่านทางเว็บไซต์ของ Bursa Malaysia โดยอธิบายถึงที่มาของการทำความผิด ลักษณะของการทำความผิด บุคคลผู้กระทำความผิด และคำสั่งลงโทษ เช่น การแจ้งข้อกล่าวหา การสั่ง

¹⁵³ Article 9.04 of Listing Requirement of Main Market of Bursa Malaysia

¹⁵⁴ Bursa Malaysia, **Regulation**, Retrieved May 5, 2018 from

<http://www.bursamalaysia.com/market/regulation/rules/rule-making-process/>

ปรับ การพักใช้ใบอนุญาต การเพิกถอนใบอนุญาต เป็นต้น¹⁵⁵ แต่ไม่ได้เปิดเผยข้อมูลในขั้นตอนระหว่างการติดตามและบังคับใช้กฎ ซึ่งการเปิดเผยผลการวินิจฉัยและคำสั่งลงโทษดังกล่าวเป็นไปในแนวทางเดียวกับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย

FIMM

พระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ไม่ได้กำหนดให้ FIMM ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองต้องเปิดเผยระหว่างขั้นตอนการออกกฎ ซึ่งในทางปฏิบัติของ FIMM มีเพียงการเวียนส่งร่างของกฎที่ออกใหม่หรือร่างของกฎเดิมที่แก้ไขเพิ่มเติมให้แก่สมาชิกผู้เกี่ยวข้อง ส่วนกฎที่ได้รับการเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียแล้วจะมีการเปิดเผยผ่านเว็บไซต์ของ FIMM ส่วนการติดตามและบังคับใช้กฎนั้น Bursa Malaysia จะเปิดเผยผลการวินิจฉัยผ่านเว็บไซต์ของ FIMM เช่นกัน โดยอธิบายถึงลักษณะของการกระทำความผิด บุคคลผู้กระทำความผิด และคำสั่งลงโทษ¹⁵⁶ แต่ไม่ได้เปิดเผยข้อมูลในขั้นตอนระหว่างการติดตามและบังคับใช้กฎ

3.1.6.3 การคุ้มครองผู้ลงทุน

การคุ้มครองผู้ลงทุน (Investor Protection) เป็นส่วนหนึ่งของวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่ดีซึ่งกำหนดโดยองค์การคณะกรรมการหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (IOSCO) โดยพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ได้กำหนดให้ Bursa Malaysia และ FIMM ต้องใช้อำนาจในการกำกับดูแลโดยคำนึงถึงการคุ้มครองผู้ลงทุนเป็นสำคัญ ทั้งนี้เป็นไปตามมาตรา 11 (3) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ Bursa Malaysia ต้องดำเนินการเพื่อประโยชน์สาธารณะโดยคำนึงถึงการคุ้มครองผู้ลงทุน และต้องรับรองว่าประโยชน์สาธารณะย่อมอยู่เหนือประโยชน์อื่นภายใต้กฎหมายใดก็ตาม หากเกิดกรณีที่ผลประโยชน์ดังกล่าวขัดแย้งกัน นอกจากนี้ตามมาตรา 324 (1) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ก็กำหนดให้ FIMM ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองต้องใช้อำนาจในการดำเนินงานตามหน้าที่ของตนเพื่อประโยชน์สาธารณะ โดยเฉพาะเพื่อการคุ้มครองผู้ลงทุน

¹⁵⁵ Bursa Malaysia, **Enforcement of Bursa Malaysia Rules**, Retrieved May 21, 2021 from https://www.bursamalaysia.com/regulation/about_bursa_malaysia_regulatory/enforcement/key_enforcement_cases/enforcement_of_bursa_malaysia_rules/overview

¹⁵⁶ Federation of Investment Managers Malaysia, **Disciplinary Action**, Retrieved April 15, 2021 from <https://www.fimm.com.my/home/events-publications/press-releases/>

สำหรับการคุ้มครองผู้ลงทุนนั้น ต้องคำนึงถึงประเด็นที่สำคัญดังต่อไปนี้

1) โครงสร้างกรรมการที่เป็นธรรม ปราศจากการขัดกันของผลประโยชน์

Bursa Malaysia

เพื่อให้โครงสร้างกรรมการของบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์มีความเป็นธรรมและคำนึงถึงประโยชน์สาธารณะ พระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ได้กำหนดให้คณะกรรมการของ Bursa Malaysia ต้องประกอบด้วยกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (Public Interest Director: PID) ที่ไม่ใช่ตัวแทนของสมาชิกอย่างน้อยคิดเป็นสัดส่วน 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด ทั้งนี้เป็นไปตามมาตรา 10 (1) (a) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ซึ่งกำหนดให้คณะกรรมการในบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ (Bursa Malaysia) ตลาดหลักทรัพย์ และตลาดอนุพันธ์ ต้องประกอบด้วยกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (PID) คิดเป็นสัดส่วน 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด ซึ่งกรรมการดังกล่าวได้รับการแต่งตั้งจากรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง โดยคำแนะนำของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย ทั้งนี้กรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (PID) มีสิทธิ อำนาจหน้าที่ เสรีภาพ และเอกสิทธิ์ต่าง ๆ เช่นเดียวกับกรรมการที่เหลือ โดยมีวาระการดำรงตำแหน่งครั้งละ 3 ปี และสามารถถูกเลือกกลับมาดำรงตำแหน่งอีกได้ ดังนั้นจึงเห็นได้ว่าสมาชิกสามารถส่งตัวแทนเข้าไปเป็นส่วนหนึ่งของคณะกรรมการของ Bursa Malaysia ได้ ในขณะที่กรรมการอีกส่วนหนึ่งมาจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย นอกจากนี้ Bursa Malaysia ยังมีมาตรการป้องกันการครอบงำตลาดหลักทรัพย์ โดยกำหนดเกณฑ์การให้เอกชนถือครองหุ้นของ Bursa Malaysia ไม่เกินร้อยละ 5% เว้นแต่ได้รับการอนุญาตพิเศษจากกระทรวงการคลัง

ภายในกลุ่มบริษัทตลาดหลักทรัพย์ของ Bursa Malaysia ได้มีการแต่งตั้งคณะกรรมการชุดย่อยเพื่อแบ่งแยกหน้าที่การทำงานให้ชัดเจน เช่น คณะกรรมการพิจารณาการรับหลักทรัพย์จดทะเบียน (Listing Committee) คณะกรรมการพิจารณาการซื้อขายหลักทรัพย์ (Market Participants Committee) คณะกรรมการพิจารณาการกำกับดูแลและผลประโยชน์ขัดกัน (Regulatory and Conflicts Committee) คณะกรรมการพิจารณาอุทธรณ์ (Appeals Committee) คณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee) คณะกรรมการบริหารความเสี่ยง (Risk Management Committee) คณะกรรมการธรรมาภิบาลและการคัดเลือก (Governance and

Nomination Committee) คณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน (Remuneration Committee) เป็นต้น¹⁵⁷

เนื่องจาก Bursa Malaysia ซึ่งเป็นบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ได้ถูกนำเข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นเพื่อให้แน่ใจว่า Bursa Malaysia สามารถจัดการปัญหาการขัดกันระหว่างประโยชน์ทางธุรกิจในฐานะที่ Bursa Malaysia เป็นบริษัทจดทะเบียน และประโยชน์สาธารณะในฐานะที่ Bursa Malaysia ใช้อำนาจกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนและสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์ Bursa Malaysia จึงได้ออกแบบโครงสร้างภายในองค์กรโดยแบ่งแยกส่วนงานด้านธุรกิจและส่วนงานด้านกำกับดูแลออกจากกัน อย่างไรก็ตามแม้ว่าภายหลังการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ยังไม่เกิดกรณีปัญหาที่ชัดเจนเกี่ยวกับการกำกับดูแลของ Bursa Malaysia โดยไม่คำนึงถึงประโยชน์สาธารณะ แต่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียก็เห็นว่ารูปแบบโครงสร้างภายในที่แยกส่วนงานกำกับดูแลออกมาต่างหากจากส่วนงานด้านธุรกิจอาจจะไม่เพียงพอที่จะสร้างความมั่นใจว่าการกำกับดูแลจะคำนึงถึงประโยชน์สาธารณะมากกว่าประโยชน์ทางธุรกิจ

ดังนั้นคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียและ Bursa Malaysia จึงได้ปรึกษาร่วมกันเพื่อหาแนวทางในการออกแบบโครงสร้างการกำกับดูแลให้เหมาะสมมากขึ้น จนกระทั่งในปี ค.ศ. 2021 คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียได้อนุมัติให้ Bursa Malaysia แยกส่วนงานด้านการกำกับดูแลออกมาเป็นบริษัทย่อยต่างหาก ได้แก่ Bursa Malaysia Regulation Sdn Bhd เพื่อทำหน้าที่เป็นศูนย์ดำเนินงานด้านการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนและบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก ทั้งนี้แม้ว่าในแง่ของความเป็นเจ้าของ Bursa Malaysia Regulation Sdn Bhd ได้ถูกถือหุ้นทั้งหมด 100% โดย Bursa Malaysia แต่ในแง่ของอิสระในการดำเนินงาน Bursa Malaysia Regulation Sdn Bhd ไม่ได้ถูกควบคุมโดย Bursa Malaysia เนื่องจากคณะกรรมการทั้งหมดของ Bursa Malaysia เป็นกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (PID) ที่ถูกแต่งตั้งโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย เพื่อให้เกิดความอิสระจากการถูกครอบงำโดย Bursa Malaysia และสร้างความมั่นใจว่าการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนและสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์โดย Bursa Malaysia Regulation Sdn Bhd จะเป็นไปเพื่อประโยชน์สาธารณะมากกว่าประโยชน์ในทางธุรกิจของ Bursa Malaysia¹⁵⁸

¹⁵⁷ Bursa Malaysia, **Governance Model**, Retrieved June 25, 2021 from https://www.bursamalaysia.com/about_bursa/about_us/corporate_governance/governance_model

¹⁵⁸ Securities Commission Malaysia, **Sc and Bursa Malaysia Announce the Setting up of a Regulatory Subsidiary**, Retrieved December 21, 2020 from

FIMM

เพื่อให้โครงสร้างกรรมการขององค์กรกำกับดูแลตนเองมีความเป็นธรรม และคำนึงถึงประโยชน์สาธารณะ พระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ได้กำหนดให้ คณะกรรมการของ FIMM ต้องประกอบด้วยกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (PID) ที่ไม่ใช่ตัวแทน ของสมาชิกอย่างน้อยคิดเป็นสัดส่วน 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด ทั้งนี้เป็นไปตามมาตรา 326 (2) ของพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้องค์กรกำกับดูแลตนเองที่ได้รับการ รับรอง ต้องมีคณะกรรมการที่ประกอบด้วยกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะในจำนวนอย่างน้อยคิด เป็นสัดส่วน 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด ภายใต้เงื่อนไขที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย กำหนด¹⁵⁹ ทั้งนี้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียได้กำหนดเงื่อนไขที่เข้มงวดขึ้นสำหรับการ รับรองให้ FIMM เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง โดยเงื่อนไขดังกล่าว คือ คณะกรรมการของ FIMM ต้องประกอบด้วยกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะคิดเป็นสัดส่วนอย่างน้อย 45% ของกรรมการ ทั้งหมด ส่วนกรรมการที่เหลืออีก 55% มาจากการเลือกตั้งของสมาชิกทั้งหมด 5 กลุ่มของ FIMM ซึ่งการแบ่งกลุ่มดังกล่าวพิจารณาจากจำนวนค่าธรรมเนียมรายปีของแต่ละบริษัทซึ่งสะท้อนถึงมูลค่า ทรัพย์สินภายใต้การจัดการ โดยแต่ละกลุ่มสามารถเสนอชื่อกรรมการได้ 2 คนผ่านการประชุมสามัญผู้ ถือหุ้นประจำปีของ FIMM¹⁶⁰

นอกจากนี้ยังมีการแต่งตั้งคณะกรรมการชุดย่อยภายใน FIMM ที่เกี่ยวข้อง กับงานด้านกำกับดูแล งานด้านพัฒนาธุรกิจ และงานด้านธรรมาภิบาล ซึ่งได้แก่ คณะกรรมการพิจารณา การกำกับดูแล (Regulatory Committee) คณะกรรมการพิจารณาวินัย (Disciplinary Committee) คณะกรรมการพิจารณาอุทธรณ์ (Appeal Committee) คณะกรรมการพัฒนาธุรกิจ (Industry Development Committee) คณะอนุกรรมการโครงการเกษียณอายุของภาคเอกชน (Private Retirement Schemes Sub-Committee) คณะกรรมการตรวจสอบและความเสี่ยง (Audit & Risk Committee) และคณะกรรมการคัดเลือกและค่าตอบแทน (Nomination & Remuneration Committee) โดย FIMM ได้กำหนดให้มีกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะอย่าง น้อย 2 คนในคณะกรรมการย่อยแต่ละชุด รวมถึงกำหนดสัดส่วนพิเศษของกรรมการเพื่อประโยชน์

<https://www.sc.com.my/resources/media/media-release/sc-and-bursa-malaysia-announce-the-setting-up-of-a-regulatory-subsiary>

¹⁵⁹ Section 326 (2) of Capital Markets and Services Act 2007

¹⁶⁰ International Monetary Fund, **Malaysia: Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation-Detailed Assessment of Observance of the CPSS-IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures**, p. 58.

สาธารณะไว้ในคณะกรรมการย่อยบางชุดด้วย เช่น คณะกรรมการพิจารณาวินัยต้องประกอบด้วย กรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (PID) ทั้งหมด คณะกรรมการตรวจสอบและความเสี่ยงต้องประกอบด้วยกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะในสัดส่วนที่มากกว่ากรรมการที่คัดเลือกมาจากตัวแทนของสมาชิก เป็นต้น ในขณะที่คณะกรรมการพัฒนารูจกิจต้องประกอบด้วยกรรมการที่คัดเลือกมาจากตัวแทนของสมาชิกในสัดส่วนที่มากกว่ากรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ¹⁶¹

2) การถูกกำกับโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

องค์กรกำกับดูแลตนเอง ได้แก่ Bursa Malaysia และ FIMM ถูกกำกับการดำเนินงานโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

Bursa Malaysia

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียสามารถใช้อำนาจเพื่อกำกับการทำหน้าที่ของ Bursa Malaysia ได้ตามมาตรา 15 (f) แห่งพระราชบัญญัติคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ ค.ศ. 1993 ที่กำหนดให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียมีหน้าที่กำกับบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ (Bursa Malaysia) ตลาดหลักทรัพย์ สำนักหักบัญชี และศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ ให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของการกำกับดูแลโดยเฉพาะการคุ้มครองผู้ลงทุน ซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้

(1) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียให้ความเห็นชอบต่อกฎของ Bursa Malaysia

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียสามารถใช้อำนาจเพื่อให้ความเห็นชอบกฎของ Bursa Malaysia ก่อนประกาศใช้ ตามมาตรา 9 แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ ตลาดอนุพันธ์ หรือสำนักหักบัญชี ต้องส่งร่างหลักเกณฑ์ใหม่หรือร่างแก้ไขหลักเกณฑ์เดิม รวมถึงคำอธิบายวัตถุประสงค์ในการจัดทำหลักเกณฑ์ดังกล่าว ให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียพิจารณาก่อนที่จะประกาศใช้หลักเกณฑ์ดังกล่าว ซึ่งหลักเกณฑ์ดังกล่าวจะประกาศใช้ได้ก็ต่อเมื่อได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียแล้วเท่านั้น ทั้งนี้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียต้องพิจารณาร่างหลักเกณฑ์ดังกล่าวให้แล้วเสร็จภายใน 6 สัปดาห์หลังจากได้รับร่างหลักเกณฑ์ดังกล่าว และแจ้งเป็นลายลักษณ์อักษรว่าเห็นชอบกับร่างหลักเกณฑ์ดังกล่าวหรือไม่ ทั้งนี้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียอาจออกประกาศเพื่อกำหนดประเภทของหลักเกณฑ์ที่ไม่ต้องยื่นขอความเห็นชอบต่อคณะกรรมการหลักทรัพย์มาเลเซียก็ได้

¹⁶¹ *Ibid.*, p. 58.

(2) Bursa Malaysia แจ้งต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์
มาเลเซีย

Bursa Malaysia ในฐานะบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ มีหน้าที่
ต้องแจ้งต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียตามมาตรา 11 (5) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุน
และบริการ ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ต้องแจ้งให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์
มาเลเซียโดยทันที ในกรณีต่อไปนี้

ก) ในกรณีที่มีเรื่องใด ๆ ที่ส่งผลเสียหรือมีแนวโน้มที่จะส่งผลเสีย
ต่อความสามารถในการทำหน้าที่ของบุคคลที่เกี่ยวข้องในธุรกิจการซื้อขายหลักทรัพย์หรือการซื้อขาย
ตามสัญญาซื้อขายล่วงหน้า รวมถึงการปฏิบัติตามข้อกำหนดทางการเงินขั้นต่ำในพระราชบัญญัตินี้
หรือ

ข) ในกรณีที่มีความผิดปกติใด ๆ อันฝ่าฝืนข้อกำหนดของ
กฎหมายหลักทรัพย์ หรือกฎของตลาดหลักทรัพย์หรือสำนักหักบัญชีหรือหลักเกณฑ์อื่น ๆ ซึ่งตลาด
หลักทรัพย์เห็นว่ามีข้อบ่งชี้หรืออาจมีข้อบ่งชี้ว่าสถานะทางการเงินหรือความซื่อสัตย์ทางการเงินของ
บุคคลที่เกี่ยวข้อง หรือผู้บริหารระดับสูง หรือกรรมการของบุคคลที่เกี่ยวข้องนั้น มีข้อสงสัยหรือได้รับ
ผลกระทบพอสมควร

นอกจากนี้ มาตรา 21 (3) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ
ค.ศ. 2007 กำหนดให้ Bursa Malaysia ซึ่งเป็นบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ต้องแจ้งต่อ
คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียโดยทันที ในกรณีต่อไปนี้

ก) กรณีที่มีเรื่องใด ๆ ที่ส่งผลเสียหรือมีแนวโน้มที่จะส่งผลเสีย
ต่อความสามารถในการทำหน้าที่ของบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ ตลาด
อนุพันธ์ สำนักหักบัญชี หรือศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ แล้วต่อกรณี รวมถึงความสามารถในการปฏิบัติ
ตามข้อกำหนดใด ๆ ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย หรือกรณีที่มีเรื่องใด ๆ ที่ส่งผลเสีย
หรือมีแนวโน้มที่จะส่งผลเสียต่อความสามารถในการปฏิบัติหน้าที่ของบริษัทย่อยของบริษัทโฮลดิ้งของ
ตลาดหลักทรัพย์ในเรื่องที่เกี่ยวกับการทำหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ ตลาดอนุพันธ์ สำนักหักบัญชี
หรือศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ แล้วแต่กรณี รวมถึงความสามารถของบริษัทย่อยดังกล่าวในการปฏิบัติ
ตามข้อกำหนดใด ๆ ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย หรือ

ข) กรณีที่มีความผิดปกติใด ๆ อันฝ่าฝืนข้อกำหนดของกฎหมาย
หลักทรัพย์ หรือกฎของตลาดหลักทรัพย์หรือสำนักหักบัญชีหรือหลักเกณฑ์อื่น ๆ ซึ่งบริษัทโฮลดิ้งของ
ตลาดหลักทรัพย์เห็นว่ามีข้อบ่งชี้หรืออาจมีข้อบ่งชี้ว่าสถานะทางการเงินหรือความซื่อสัตย์ทางการเงิน
ของบริษัทย่อย หรือผู้บริหารระดับสูง หรือกรรมการของบริษัทย่อยนั้น มีข้อสงสัยหรือได้รับ
ผลกระทบพอสมควร

(3) Bursa Malaysia แจ้งรายละเอียดเกี่ยวกับการลงโทษสมาชิกให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียทราบภายใน 7 วัน

Bursa Malaysia มีหน้าที่ต้องแจ้งรายละเอียดเกี่ยวกับการลงโทษสมาชิกแก่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย ทั้งนี้เป็นไปตามมาตรา 11 (6) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ต้องแจ้งรายละเอียดเกี่ยวกับการลงโทษสมาชิกหรือผู้ถูกกล่าวหาเป็นลายลักษณ์อักษรให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียทราบภายใน 7 วัน ซึ่งรายละเอียดการลงโทษประกอบด้วย ชื่อและที่อยู่ของผู้ถูกลงโทษ เหตุผลในการลงโทษ จำนวนค่าปรับ ระยะเวลาในการพักใช้ใบอนุญาต (ถ้ามี) และบทลงโทษอื่น ๆ

(4) Bursa Malaysia รายงานต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย

Bursa Malaysia มีหน้าที่ต้องรายงานต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียตามมาตรา 16 (1) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้ภายใน 3 เดือนหลังจากสิ้นปีงบการเงิน ตลาดหลักทรัพย์ ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า หรือบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์จะต้องจัดทำและส่งรายงานการกำกับดูแลประจำปีต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ภายใต้ขอบเขตอำนาจการกำกับดูแลของตนเองที่มีระหว่างปีงบการเงิน

(5) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียตรวจสอบ Bursa Malaysia

หลังจากได้รับรายงานของ Bursa Malaysia คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียจะต้องตรวจสอบการกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า หรือบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ และจัดทำรายงานการตรวจสอบดังกล่าวตามมาตรา 16 (4) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ทั้งนี้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียมีหน้าที่ต้องนำส่งรายงานการกำกับดูแลประจำปีของตลาดหลักทรัพย์ ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า หรือบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ และรายงานการตรวจสอบของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียดังกล่าวต่อรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังด้วย นอกจากนี้รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังยังมีอำนาจขอให้ตลาดหลักทรัพย์ ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า หรือบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์จัดทำรายงานพิเศษเกี่ยวกับการปฏิบัติหน้าที่ตามกฎหมายหลักทรัพย์เพื่อส่งให้รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังในเวลาใด ๆ ก็ได้

(6) Bursa Malaysia ให้ข้อมูลตามที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์
มาเลเซียต้องการ

Bursa Malaysia มีหน้าที่ต้องให้ข้อมูลตามที่คณะกรรมการกำกับ
หลักทรัพย์มาเลเซียต้องการตามมาตรา 29 แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007
ที่กำหนดให้บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า หรือ
สำนักหักบัญชี ต้องให้ความช่วยเหลือคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย หรือบุคคลที่กระทำใน
นามของหรือโดยอำนาจของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย ตามที่คณะกรรมการกำกับ
หลักทรัพย์มาเลเซียหรือบุคคลดังกล่าวต้องการอย่างสมเหตุสมผล ทั้งนี้บุคคลที่กระทำในนามหรือโดย
อำนาจของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียมีอิสระในการเข้าถึงสิ่งอำนวยความสะดวกในการ
ซื้อขายตราสารของตลาดหลักทรัพย์หรือตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอย่างเต็มที่ ภายในช่วงเวลา
ที่เหมาะสม

(7) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียสั่งให้ Bursa Malaysia
กระทำการหรือดเว้นกระทำการ

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียมีอำนาจสั่งให้ Bursa
Malaysia กระทำการหรือดเว้นกระทำการ ตามมาตรา 26 (1) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและ
บริการ ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียอาจแจ้งเป็นหนังสือไปยัง
บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า สำนักหักบัญชี ศูนย์
รับฝากหลักทรัพย์ หรือบุคคลที่เกี่ยวข้อง เพื่อให้ดำเนินการอย่างใดอย่างหนึ่ง หากคณะกรรมการ
กำกับหลักทรัพย์มาเลเซียเห็นว่า

ก) มีหรืออาจมีกรณีการขัดแย้งกันของผลประโยชน์ระหว่าง
บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า สำนักหักบัญชี ศูนย์
รับฝากหลักทรัพย์ หรือบุคคลที่เกี่ยวข้อง แล้วแต่กรณี รวมถึงมีหรืออาจมีกรณีการขัดแย้งกันของการ
ปฏิบัติหน้าที่อย่างเหมาะสมตามพระราชบัญญัตินี้หรือกฎหมายอื่นระหว่างบริษัทโฮลดิ้งของตลาด
หลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า สำนักหักบัญชี ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ หรือ
บุคคลที่เกี่ยวข้อง แล้วแต่กรณี

ข) การขัดกันของผลประโยชน์ตามข้อ ก. มีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้น
ต่อเนื่องหรือเกิดขึ้นซ้ำ

ค) มีความจำเป็นเพื่อสร้างความเชื่อมั่นว่าตลาดเป็นระเบียบ
และเป็นธรรม เพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนหรือประโยชน์สาธารณะ เพื่อสร้างความเชื่อมั่นในความมั่นคงของ
ตลาดทุน หรือเพื่อการบริหารกฎหมายหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ

ทั้งนี้การใช้อำนาจข้างต้น คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียต้องให้เหตุผลในหนังสือที่แจ้ง และสั่งให้บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า สำนักหักบัญชี ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ หรือบุคคลที่เกี่ยวข้อง แล้วแต่กรณี ดำเนินการตามหนังสือที่แจ้งโดยทันที อย่างไรก็ตามผู้รับแจ้งอาจอุทธรณ์คำสั่งดังกล่าวไปยังรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังได้ภายใน 14 วันนับแต่วันที่ได้รับการแจ้งหรือภายในระยะเวลาที่นานกว่านั้นหากมีการกำหนดไว้ในหนังสือที่แจ้ง แต่คำสั่งที่แจ้งจะมีผลทันทีแม้ว่าจะมีการอุทธรณ์หรือไม่ก็ตาม

นอกจากนี้มาตรา 28 แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 กำหนดให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียต้องระบุในหนังสือแจ้งเตือนตามมาตรา 26 ว่าผู้รับแจ้งต้องดำเนินการอย่างไรบ้าง เช่น ห้ามซื้อขายหลักทรัพย์ใดหรือประเภทใดที่ออกโดยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ให้ยุติหรือระงับการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์หรือตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ให้จำกัดการซื้อขายเพื่อปิดสถานะของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ให้ปิดสถานะทั้งหมดหรือบางส่วน ให้ลดสถานะของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ให้จำกัดการซื้อขายให้อยู่ในช่วงราคาที่กำหนด ให้แก้ไขวันหรือชั่วโมงการซื้อขาย ให้เปลี่ยนแปลงเงื่อนไขการส่งมอบหลักทรัพย์ เป็นต้น

(8) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียเข้าไปปฏิบัติหน้าที่แทน Bursa Malaysia เพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนหรือประโยชน์สาธารณะ

ในกรณีที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียเห็นว่าจำเป็นหรือสมควรเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุน หรือเพื่อดำเนินการตามกฎหมายหลักทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ หรือเพื่อประโยชน์สาธารณะ มาตรา 26 (6) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ให้อำนาจคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียในการปลดเปลี่ยนภาระหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์หรือตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลของตลาดทุนและผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดทุน หรือการบังคับใช้กฎของตลาดหลักทรัพย์ที่ควบคุมการอ้างอิงราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์และการกำหนดคุณสมบัติการรับหลักทรัพย์จดทะเบียน หรือการบังคับใช้กฎที่ควบคุมการปฏิบัติตามโดยองค์กรที่มีส่วนร่วมในตลาดหลักทรัพย์หรือตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ทั้งนี้ในกรณีดังกล่าว คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียสามารถเรียกเก็บค่าธรรมเนียมการกำกับดูแลจากตลาดหลักทรัพย์หรือตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าได้ตามอัตราที่กำหนดโดยรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง

(9) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียแนะนำให้รัฐมนตรีเพิกถอนใบอนุญาตของ Bursa Malaysia

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียสามารถแนะนำให้รัฐมนตรีใช้อำนาจลงโทษโดยเพิกถอนใบอนุญาตของ Bursa Malaysia ตามมาตรา 18 แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังมีอำนาจเพิกถอนใบอนุญาต

บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ได้ โดยคำแนะนำจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย ในกรณีที่รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังเห็นว่าบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ไม่ปฏิบัติตาม กฎหมายหลักทรัพย์ เช่น ฝ่าฝืนข้อกำหนดหรือเงื่อนไขของการรับใบอนุญาตหรือมีความผิดตาม กฎหมายหลักทรัพย์ ไม่ปฏิบัติตามหนังสือแจ้งให้ดำเนินการแก้ไขในกรณีที่มีการขัดแย้งกันของ ผลประโยชน์ระหว่างบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า สำนักหักบัญชี ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ หรือบุคคลที่เกี่ยวข้อง หรือในกรณีที่มีการขัดแย้งกันของการ ปฏิบัติหน้าที่อย่างเหมาะสมตามพระราชบัญญัติหรือกฎหมายอื่น ระหว่างบริษัทโฮลดิ้งของตลาด หลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า สำนักหักบัญชี ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ หรือ บุคคลที่เกี่ยวข้อง

ในกรณีที่มีการเพิกถอนใบอนุญาตบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังอาจอนุญาตให้บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ดำเนินการต่อไป หลังจากวันที่เพิกถอน เพื่อจุดประสงค์ในการปิดการดำเนินงานของบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ หรือเพื่อให้บริการโดยเฉพาะเจาะจงตามที่รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังประกาศกำหนด หรือเพื่อ ปกป้องผลประโยชน์ของผู้ลงทุนหรือประโยชน์สาธารณะ

จากที่กล่าวมาข้างต้น จะเห็นได้ว่าคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย มีอำนาจในการกำกับการดำเนินงานของ Bursa Malaysia อย่างมาก อันได้แก่ การทบทวนและให้ ความเห็นชอบต่อกฎที่ออกโดย Bursa Malaysia (Review and approve) การให้ Bursa Malaysia รายงานการดำเนินการ (Report request) การให้ Bursa Malaysia แจ้งให้ทราบ (Notification) การทบทวนการทำงานของ Bursa Malaysia เป็นประจำ (Periodic review) การตรวจสอบการ ดำเนินงานของ Bursa Malaysia (Inspection) การให้ Bursa Malaysia ช่วยเหลือตามที่ต้องการ (Facilitation) การสั่งให้ Bursa Malaysia กระทำการหรืองดเว้นกระทำการ (Order) การปฏิบัติ หน้าที่แทน Bursa Malaysia เพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนหรือประโยชน์สาธารณะ (Power takeover) และ การลงโทษ Bursa Malaysia (Punishment)

FIMM

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียมีอำนาจกำกับการดำเนินงานของ สภาธุรกิจผู้จัดการลงทุนมาเลเซีย (FIMM) ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ถูกรับรองโดยกฎหมาย ดังต่อไปนี้

(1) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียให้ความเห็นชอบต่อกฎ ของ FIMM

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียสามารถใช้อำนาจให้ความ เห็นชอบกฎของ FIMM ก่อนการประกาศใช้ ทั้งนี้เป็นไปตามมาตรา 325 แห่งพระราชบัญญัติตลาด

ทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้องค์กรกำกับดูแลตนเองที่ได้รับการรับรองต้องส่งร่างแก้ไขหลักเกณฑ์เดิม รวมถึงคำอธิบายวัตถุประสงค์ในการแก้ไขหลักเกณฑ์ดังกล่าว ให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียพิจารณาก่อนที่จะประกาศใช้หลักเกณฑ์ดังกล่าว ซึ่งหลักเกณฑ์ที่แก้ไขดังกล่าวจะประกาศใช้ได้ก็ต่อเมื่อได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียแล้วเท่านั้น ทั้งนี้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียต้องพิจารณาร่างหลักเกณฑ์ที่แก้ไขดังกล่าวให้แล้วเสร็จภายใน 6 สัปดาห์หลังจากได้รับร่างหลักเกณฑ์ดังกล่าว และแจ้งเป็นลายลักษณ์อักษรว่าเห็นชอบกับร่างหลักเกณฑ์ที่แก้ไขดังกล่าวหรือไม่ โดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียอาจออกประกาศเพื่อกำหนดประเภทของการแก้ไขหลักเกณฑ์ที่ไม่ต้องยื่นขอความเห็นชอบต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียก็ได้

นอกจากนี้ ข้อ 5 ของหนังสือบริคณห์สนธิของ FIMM กำหนดให้การแก้ไขเพิ่มเติมหนังสือบริคณห์สนธิหรือข้อบังคับของ FIMM ต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย และรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง

(2) FIMM แจ้งต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย

FIMM มีหน้าที่ต้องแจ้งต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียตามมาตรา 324 (2) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้องค์กรกำกับดูแลตนเองต้องแจ้งต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียโดยทันที ในกรณีที่มีเรื่องใด ๆ ที่ส่งผลเสียหรือมีแนวโน้มที่จะส่งผลเสียต่อผลประโยชน์ของผู้ลงทุน และกรณีที่สมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเองกระทำการฝ่าฝืนกฎหมายหลักทรัพย์

นอกจากนี้ FIMM มีหน้าที่ต้องแจ้งต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย ในกรณีที่มีการลงโทษสมาชิก ตามมาตรา 324 (3) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้เมื่อองค์กรกำกับดูแลตนเองสั่งเพิกถอนหรือระงับสมาชิกภาพ หรือลงโทษทางวินัยใด ๆ แก่สมาชิกของตนเอง องค์กรกำกับดูแลตนเองต้องแจ้งเป็นหนังสือให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียทราบ ซึ่งหนังสือดังกล่าวต้องประกอบด้วยรายละเอียดของชื่อสมาชิก เหตุผลและลักษณะการลงโทษทางวินัย จำนวนค่าปรับ ระยะเวลาที่สั่งระงับสมาชิกภาพ (ถ้ามี) และการลงโทษทางวินัยอื่น ๆ ซึ่งหน้าที่ดังกล่าวได้ถูกกำหนดไว้ในหนังสือบริคณห์สนธิของ FIMM เช่นกัน โดยข้อ 3 (1A) (xi) ของหนังสือบริคณห์สนธิของ FIMM กำหนดให้ FIMM ต้องแจ้งต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียโดยทันที ในกรณีที่ทราบว่ามีเรื่องใด ๆ ที่ส่งผลเสียหรือมีแนวโน้มที่จะส่งผลเสียต่อผลประโยชน์ของผู้ลงทุน และกรณีที่สมาชิกของ FIMM กระทำการฝ่าฝืนกฎหมายหลักทรัพย์

(3) FIMM รายงานต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย

FIMM มีหน้าที่ต้องรายงานต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียตามมาตรา 330 (2) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้ภายใน 3 เดือน

หลังจากสิ้นปีงบประมาณ องค์การกำกับดูแลตนเองจะต้องส่งรายงานต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์
มาเลเซีย เพื่อแสดงให้เห็นว่าองค์การกำกับดูแลตนเองได้ปฏิบัติตามหน้าที่ที่กำหนดไว้ในมาตรา 323
(1) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 รวมถึงปฏิบัติตามแนวทางที่กำหนดโดย
คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียตามมาตรา 377 แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ
ค.ศ. 2007

(4) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียตรวจสอบการกระทำ
ของ FIMM

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียมีอำนาจตรวจสอบการกระทำ
ของ FIMM ตามมาตรา 330 (4) แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้ใน
กรณีที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียได้รับรายงานจากองค์การกำกับดูแลตนเองแล้ว หาก
เห็นว่ามีจำเป็นต้องตรวจสอบไม่ว่าช่วงเวลาใดก็ตาม คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย
อาจดำเนินการตรวจสอบขององค์การกำกับดูแลตนเอง หรือแต่งตั้งบุคคลที่ไม่มีส่วนเกี่ยวข้องเข้ามา
ช่วยเหลือการตรวจสอบก็ได้ โดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียต้องส่งสำเนารายงานการ
ตรวจสอบดังกล่าวให้รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังด้วย

(5) FIMM ให้ความช่วยเหลือตามที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์
ต้องการ

FIMM มีหน้าที่ให้ข้อมูลตามที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย
ต้องการ ทั้งนี้เป็นไปตามมาตรา 331 แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ที่
กำหนดให้องค์การกำกับดูแลตนเองต้องให้ความช่วยเหลือคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย
หรือบุคคลที่กระทำในนามหรือโดยอำนาจของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย ตามที่
คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียหรือบุคคลดังกล่าวต้องการอย่างสมเหตุสมผล

(6) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียสั่งให้ FIMM กระทำการ
หรืองดเว้นกระทำการ

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียมีอำนาจสั่งให้ FIMM กระทำ
การหรืองดเว้นกระทำการ ซึ่งการใช้อำนาจดังกล่าวเป็นไปตามมาตรา 327 แห่งพระราชบัญญัติตลาด
ทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้ในกรณีที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียเห็นว่า

ก) มีหรืออาจมีกรณีการขัดแย้งกันระหว่างผลประโยชน์ของ
องค์การกำกับดูแลตนเองหรือสมาชิกขององค์การกำกับดูแลตนเอง กับผลประโยชน์ของการปฏิบัติ
หน้าที่อย่างเหมาะสมตามพระราชบัญญัติพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 หรือ
กฎเกณฑ์หรือแนวปฏิบัติที่กำหนดโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย

ข) การขัดกันของผลประโยชน์ตามข้อ ก. มีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นต่อเนื่องหรือเกิดขึ้นซ้ำ

ค) องค์กรกำกับดูแลตนเองไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ของตนเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนได้ หรือไม่สามารถปฏิบัติตามกฎเกณฑ์หรือแนวปฏิบัติที่กำหนดโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียได้

ให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียแจ้งเป็นหนังสือไปยังองค์กรกำกับดูแลตนเอง โดยอธิบายถึงเหตุผลในการออกหนังสือ เพื่อให้องค์กรกำกับดูแลตนเองดำเนินการอย่างใดอย่างหนึ่งโดยทันที เช่น การกำหนดขั้นตอนสำหรับองค์กรกำกับดูแลตนเองเพื่อจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เป็นต้น อย่างไรก็ตามองค์กรกำกับดูแลตนเองอาจอุทธรณ์คำสั่งดังกล่าวไปยังคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียได้ภายใน 14 วันนับแต่วันที่ได้รับการแจ้งหรือภายในระยะเวลาที่นานกว่านั้นหากมีการกำหนดไว้ในหนังสือที่แจ้ง แต่คำสั่งที่แจ้งจะมีผลทันทีแม้ว่าจะมีการอุทธรณ์หรือไม่ก็ตาม

ทั้งนี้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียอาจออกคำสั่งอื่น ๆ ให้องค์กรกำกับดูแลตนเองดำเนินการได้อีก ในกรณีที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียเห็นว่าจำเป็นสำหรับประโยชน์สาธารณะหรือเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุน

(7) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียเพิกถอนใบอนุญาตของ FIMM

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียมีอำนาจลงโทษโดยเพิกถอนใบอนุญาตของ Bursa Malaysia ตามมาตรา 328 แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียโดยความเห็นชอบของรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง มีอำนาจเพิกถอนใบอนุญาตขององค์กรกำกับดูแลตนเอง ในกรณีที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียเห็นว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองไม่ปฏิบัติตามกฎหมายหลักทรัพย์ เช่น ไม่ปฏิบัติหน้าที่อย่างเหมาะสมตามพระราชบัญญัตินี้หรือกฎเกณฑ์อื่นที่กำหนดโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย ฝ่าฝืนข้อกำหนดหรือเงื่อนไขของการรับใบอนุญาต เป็นต้น สำหรับการเพิกถอนใบอนุญาตนั้น คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียต้องแจ้งให้องค์กรกำกับดูแลตนเองทราบพร้อมแสดงเหตุผลประกอบ รวมถึงต้องให้โอกาสองค์กรกำกับดูแลตนเองชี้แจงข้อเท็จจริงต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย

จากที่กล่าวมาข้างต้น จะเห็นได้ว่าคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียมีอำนาจในการกำกับการดำเนินงานของ FIMM ค่อนข้างมาก อันได้แก่ การทบทวนและให้ความเห็นชอบต่อกฎที่ออกโดย FIMM (Review and Approve) การให้ FIMM รายงานการดำเนินการ (Report Request) การให้ FIMM แจ้งให้ทราบ (Notification) การทบทวนการทำงานของ FIMM เป็นประจำ (Periodic

Review) การตรวจสอบการดำเนินงานของ FIMM (Inspection) การให้ FIMM ช่วยเหลือตามที่ต้องการ (Facilitation) การสั่งให้ FIMM กระทำการหรืองดเว้นกระทำการ (Order) และการลงโทษ FIMM (Punishment)

3.2 กฎหมายและหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองของประเทศเกาหลีใต้

สาธารณรัฐเกาหลี (เกาหลีใต้) เป็นประเทศที่มีตลาดหลักทรัพย์แห่งเดียวเช่นเดียวกับประเทศไทย สำหรับความเป็นมาและลักษณะตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ หน่วยงานหรือองค์กรในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ รวมถึงหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะขององค์กรกำกับดูแลตนเอง รูปแบบการกำกับดูแลตนเอง และการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

3.2.1 ความเป็นมาของตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้

ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้มีประวัติการก่อตั้งที่ยาวนานกว่า 60 ปีเช่นเดียวกับประเทศมาเลเซีย โดยสามารถแบ่งออกเป็น 3 ช่วงเวลาที่สำคัญ ได้แก่

1) ก่อนการจัดตั้งหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

ในอดีตประเทศเกาหลีเคยมีการระดมทุนด้วยตราสารหนี้ระยะยาวมาก่อนที่จะมีการก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์ โดยในปี ค.ศ. 1905 ได้มีการออกพันธบัตรรัฐบาลครั้งแรกในช่วงปลายสมัยราชวงศ์โชซอนซึ่งเป็นราชวงศ์สุดท้ายที่ปกครองด้วยระบอบกษัตริย์ของประเทศเกาหลี¹⁶² โดยต่อมาระบอบกษัตริย์ได้สิ้นสุดลงอันเนื่องมาจากการถูกรุกรานและถูกผนวกดินแดนโดยประเทศญี่ปุ่นในปี ค.ศ. 1910 อย่างไรก็ตามหลังจากที่ญี่ปุ่นได้พ่ายแพ้สงครามโลกครั้งที่ 2 ในปี ค.ศ. 1945 ประเทศเกาหลีได้ถูกแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ เกาหลีเหนือที่ได้รับการสนับสนุนจากประเทศสหภาพโซเวียต และประเทศจีนที่มีระบอบการปกครองแบบคอมมิวนิสต์ และเกาหลีใต้ที่ได้รับการสนับสนุนจากประเทศสหรัฐอเมริกาที่มีการระบอบการปกครองแบบประชาธิปไตย ต่อมาในปี ค.ศ. 1950 เกาหลีเหนือได้เข้ามาบุกยึดเกาหลีใต้เพื่อรวมประเทศ แต่เกาหลีใต้ได้ตอบโต้กลับจนเกิดเป็นสงครามเกาหลีที่ต่อสู้กันเป็นเวลายาวนานอันส่งผลให้ทหารและพลเรือนบาดเจ็บล้มตายเป็นจำนวนมาก หลังจาก

¹⁶² Korea Financial Investment Association, **Capital Market in Korea 2013**

(Korea: KOFIA, 2013), p. 26

สงครามสิ้นสุดลง ประเทศเกาหลีก็ถูกแบ่งแยกออกเป็น 2 ประเทศดังที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน ได้แก่ สาธารณรัฐประชาธิปไตยประชาชนเกาหลี (เกาหลีเหนือ) และสาธารณรัฐเกาหลี (เกาหลีใต้)¹⁶³

แม้ว่าในระหว่างช่วงที่ประเทศเกาหลีตกอยู่ภายใต้การปกครองของประเทศญี่ปุ่น ได้มีการก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์ขึ้น 2 แห่ง ได้แก่ 1) ตลาดแลกเปลี่ยนโชซอน (Joseon Exchange) ซึ่งก่อตั้งในปี ค.ศ. 1931 และปิดกิจการในปี ค.ศ. 1946 และ 2) ตลาดหลักทรัพย์โชซอน (Joseon Stock Exchange) ซึ่งก่อตั้งในปี ค.ศ. 1943 และปิดกิจการในปี ค.ศ. 1949 แต่ตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 2 แห่งถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อระดมทุนให้บริษัทจดทะเบียนสัญชาติญี่ปุ่นเท่านั้น ส่วนบริษัทหลักทรัพย์ที่ทำหน้าที่นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์และสมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์ได้ถูกก่อตั้งขึ้นครั้งแรกในปี ค.ศ. 1949 เพื่อช่วยส่งเสริมการระดมทุนของบริษัทในประเทศเกาหลีใต้ โดยในช่วงแรกที่ก่อตั้งบริษัทหลักทรัพย์ การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ถูกจำกัดอยู่เพียงการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลนอกตลาดหลักทรัพย์ (OTC) ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์เพื่อระดมทุนให้บริษัทจดทะเบียนในประเทศเกาหลีได้อย่างแท้จริงได้ถูกก่อตั้งขึ้นแรกในเดือนมีนาคม ค.ศ. 1956 ซึ่งตรงกับสมัยของประธานาธิบดีซิงมัน รี (Syngman Rhee)¹⁶⁴ ภายใต้ชื่อ “ตลาดหลักทรัพย์ KSE” (Korea Stock Exchange) โดยมีบริษัทเอกชนเป็นเจ้าของ

ในช่วงแรกที่ก่อตั้งนั้นมีบริษัทที่นำหลักทรัพย์เข้ามาจดทะเบียนเพียง 12 บริษัท และมีบริษัทที่ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ในตลาดอีก 49 บริษัท โดยตลาดหลักทรัพย์ KSE ค่อย ๆ เติบโตขึ้นพร้อมกับการอนุญาตให้สามารถซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยบัญชีมาร์จินได้ นักลงทุนเข้ามาเก็งกำไรในตลาดมากขึ้นจนทำให้ตลาดเกิดความผันผวนและเกิดฟองสบู่ จนในที่สุดบริษัทหลักทรัพย์หลายแห่งล้มละลายและทำให้นักลงทุนขาดความมั่นใจ¹⁶⁵ ในปี ค.ศ. 1962 รัฐบาลเกาหลีได้จึงได้ออกกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (Securities and Exchange Act) และประมวลพาณิชย์ (Commercial Code) เพื่อสร้างกรอบกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงได้ปรับโครงสร้างการถือหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ KSE จากบริษัทเอกชนที่สมาชิกเป็นเจ้าของกลายเป็นรัฐวิสาหกิจที่รัฐบาลเป็นเจ้าของในปี ค.ศ. 1963 เพื่อสร้างเสถียรภาพให้ตลาดทุน (หลังจากนั้นตลาดหลักทรัพย์ KSE ได้ถูกปรับโครงสร้างการถือหุ้นให้กลับไปเป็นบริษัทเอกชนที่สมาชิกเป็นเจ้าของอีกครั้งในปี ค.ศ. 1988) และต่อมาในปี ค.ศ. 1968 รัฐบาลได้ออกกฎหมายส่งเสริมตลาดทุน (Capital

¹⁶³ Nayanee Gupta, **Innovation Policies of South Korea** (Korea: Institute for Defense Analyses, 2013), p. 9.

¹⁶⁴ ประธานาธิบดีคนแรกของประเทศเกาหลีใต้

¹⁶⁵ Korea Financial Investment Association, **Capital Market in Korea 2013**, p. 26.

Market Promotion Act) เพื่อลดหย่อนภาษีให้แก่บริษัทจดทะเบียน ตลาดหลักทรัพย์ KSE จึงมีการเติบโตและมูลค่าตลาดเพิ่มขึ้นเรื่อยมา¹⁶⁶

2) หลังการจัดตั้งหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

การเติบโตของตลาดหลักทรัพย์ควบคู่ไปกับการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศเกาหลีใต้ในสมัยประธานาธิบดีปัก จุงฮี ที่เน้นการผลิตสินค้าประเภทอุตสาหกรรมขนาดกลางและขนาดใหญ่ เช่น สินค้าอิเล็กทรอนิกส์ รถยนต์ เพื่อส่งออกไปยังนอกประเทศ ภายใต้นโยบายการมองออกไปสู่ภายนอก (Outward-looking policy) ทำให้เกิดความกังวลว่าการกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์จะสามารถสร้างเสถียรภาพอย่างเพียงพอได้หรือไม่ ดังนั้นในปี ค.ศ. 1976 จึงมีการปฏิรูปโครงสร้างการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ด้วยการก่อตั้งหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐขึ้นมา ได้แก่ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (Securities and Exchange Commission: SEC) และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ (Securities Supervisory Board: SSB) เพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ให้เกิดความเป็นธรรมในเรื่องต่าง ๆ เช่น การทำเสนอซื้อหลักทรัพย์ การเปิดเผยข้อมูล การซื้อหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายใน เป็นต้น¹⁶⁷ นอกจากนี้ในปี ค.ศ. 1996 ได้มีการก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ (Korean Securities Dealers Automated Quotations) เพื่อช่วยเหลือให้ธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กสามารถระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้ และในปี ค.ศ. 1999 ได้มีการก่อตั้งตลาด KOFEX (Korea Futures Exchange) เพื่อทำหน้าที่เป็นตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า¹⁶⁸

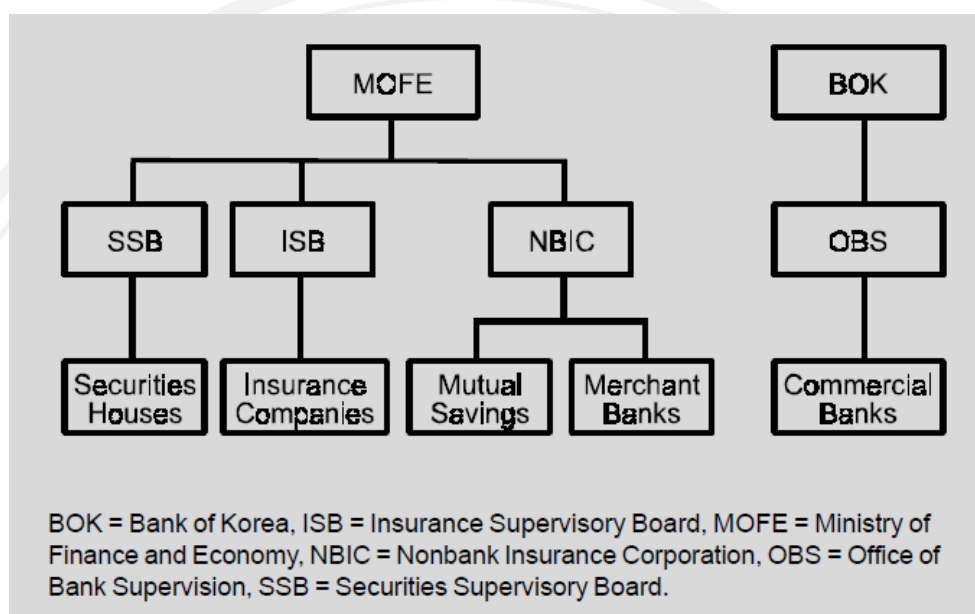
ในปี ค.ศ. 1997 ประเทศเกาหลีใต้ต้องประสบปัญหาวิกฤตการเงินเอเชียอันเป็นวิกฤตที่เริ่มต้นจากการที่ประเทศไทยถูกโจมตีอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศ และลุกลามไปยังหลายประเทศในทวีปเอเชีย โดยกลุ่มธุรกิจต่าง ๆ ในประเทศเกาหลีใต้ที่กู้ยืมเงินตราต่างประเทศไว้มากต้องประสบปัญหาหนี้สินเพิ่มขึ้นจากค่าเงินที่เปลี่ยนแปลงภายใต้วิกฤตดังกล่าวด้วย ซึ่งวิกฤตเศรษฐกิจดังกล่าวทำให้ตลาดทุนของเกาหลีใต้เกิดการถดถอยอยู่หลายปี รัฐบาลของประธานาธิบดีคิม ยังแหม ได้ตัดสินใจขอกู้ยืมเงินจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) และต่อมารัฐบาลของประธานาธิบดีคิม แทจุง ได้ก็ได้ออกนโยบายต่าง ๆ จำนวนมากเพื่อกระตุ้นให้เศรษฐกิจของประเทศเกาหลีใต้เดินหน้าต่อไป รวมถึงได้ปฏิรูปโครงสร้างของภาคการเงินจากเดิมที่ประเทศเกาหลีใต้ใช้วิธีการจัดตั้งหน่วยงานกำกับดูแลสำหรับแต่ละธุรกิจทางการเงิน อันได้แก่ ธุรกิจธนาคาร ธุรกิจประกันภัย และธุรกิจหลักทรัพย์ มาเป็นการกำกับดูแลแบบรวมศูนย์ด้วยการจัดตั้งหน่วยงาน

¹⁶⁶ *Ibid.*, p. 27.

¹⁶⁷ *Ibid.*, p. 31.

¹⁶⁸ *Ibid.*, p. 39.

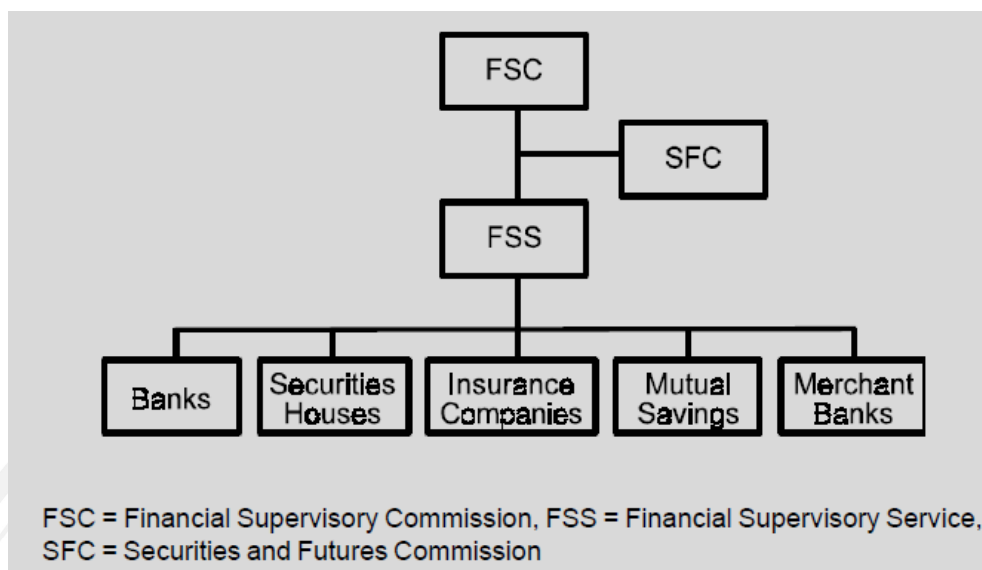
กลางที่มีความเป็นอิสระ ได้แก่ “คณะกรรมการกำกับดูแลการเงิน” (Financial Supervisory Commission: FSC) และ “สำนักงานกำกับดูแลการเงิน” (Financial Supervisory Service) เพื่อดูแลภาพรวมทั้งหมดของภาคการเงิน¹⁶⁹ ซึ่งการปฏิรูปโครงสร้างการกำกับดูแลภาคการเงินก่อนและหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ สามารถสรุปได้ดังภาพแผนภูมิต่อไปนี้



ภาพที่ 3.4 โครงสร้างการกำกับดูแลภาคการเงินของประเทศเกาหลีใต้ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจในปี 1997¹⁷⁰

¹⁶⁹ *Ibid.*, p. 42.

¹⁷⁰ Donghyun Ji and Jaeha Park, A Study of Financial Markets.



ภาพที่ 3.5 โครงสร้างการกำกับดูแลภาคการเงินของประเทศเกาหลีใต้ภายหลังวิกฤตเศรษฐกิจในปี 1997¹⁷¹

3) หลังการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์

ในปี ค.ศ. 2005 ประเทศเกาหลีใต้ได้ดำเนินการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ พร้อมกับ การรวมระบบการซื้อขายตราสารของตลาดทั้ง 3 แห่งเข้าด้วยกัน ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ KSE ตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ และตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า KOFEX เป็น “ตลาดหลักทรัพย์ KRX” (Korea Exchange) อย่างไรก็ตามการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้ก็มีความแตกต่างจากประเทศอื่น โดยหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ KRX ไม่ได้ถูกนำไปเสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก (IPO) เนื่องจากบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเป็นสมาชิกยังคงต้องการรักษาสีทธิออกเสียงส่วนใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์ไว้เช่นเดียวกับในอดีต รวมถึงเกิดกรณีคัดค้านการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนโดย สหภาพแรงงานของบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก ภายได้เหตุผลที่ว่าหากมีการเสนอขายหุ้นดังกล่าว อาจเปิดโอกาสให้ตลาดหลักทรัพย์ถูกครอบงำกิจการได้¹⁷²

นอกจากนี้ในปี ค.ศ. 2007 รัฐบาลเกาหลีใต้ได้ออกกฎหมายฉบับสำคัญ คือ กฎหมายกำกับ บริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 (Financial Investment Services and Capital Market Act: FSCMA) เพื่อสนับสนุนการแข่งขันที่เป็นธรรมในตลาดทุนและคุ้มครองผู้ลงทุน

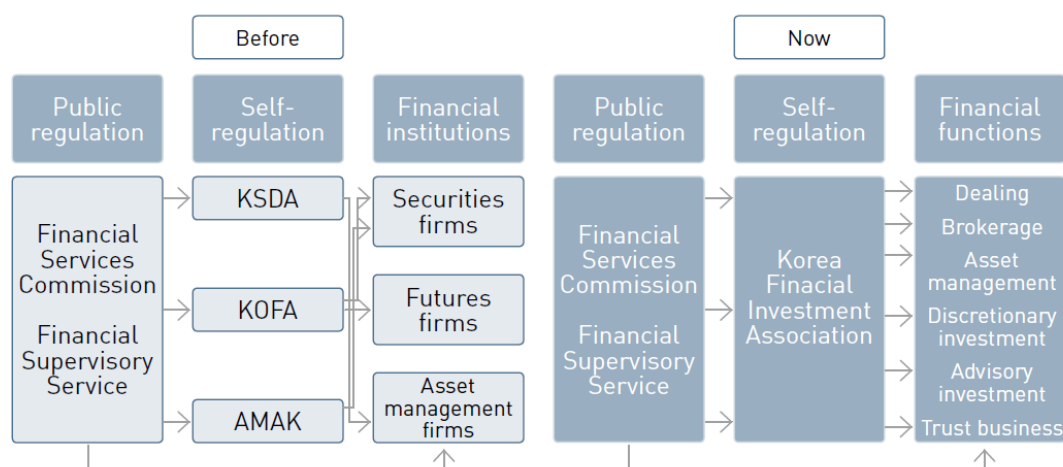
¹⁷¹ *Ibid.*

¹⁷² Nu Ri Jung, “A Study on Demutualization of Stock Exchanges: Focusing on the Case of Korea Exchange,” *Securities Law Research* 12, 3 (2011): 317.

ซึ่งกฎหมายดังกล่าวเกิดจากการรวมกฎหมายเดิมทั้งหมด 6 ฉบับเข้าด้วยกัน โดยเฉพาะกฎหมายที่สำคัญ เช่น กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (Securities and Exchange Act) กฎหมายซื้อขายล่วงหน้า (Futures Trading Act) กฎหมายธุรกิจบริหารสินทรัพย์การลงทุนทางอ้อม (Indirect Investment Asset Management Business Act) เป็นต้น ทั้งนี้ในปี ค.ศ. 2008 ได้มีการจัดตั้งหน่วยงานกำกับดูแลภาคการเงินใหม่ด้วย ได้แก่ “คณะกรรมการบริการทางการเงิน” (Financial Services Commission: FSC) เพื่อทำหน้าที่แทนคณะกรรมการกำกับดูแลทางการเงิน (FSC) เดิม¹⁷³

สาระสำคัญประการหนึ่งในกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 คือ การสนับสนุนให้เกิดองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคม เพื่อแก้ไขปัญหาผลประโยชน์ขัดกันภายหลังการแปรรูปของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งแต่เดิมนั้นประเทศเกาหลีใต้มีสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์หลายแห่ง แต่ไม่มีกฎหมายรองรับการเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองของสมาคมดังกล่าว ดังนั้นภายหลังการตรากฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ซึ่งมีข้อกำหนดในกฎหมายเพื่อรับรองการเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง สมาคมเกี่ยวกับธุรกิจหลักทรัพย์ทั้ง 3 แห่งของเกาหลีใต้ ได้แก่ สมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์ (Korea Securities Dealer Association: KSDA) สมาคมบริหารสินทรัพย์ (Asset Management Association of Korea: AMAK) และสมาคมตราสารฟิวเจอร์ส (Korea Futures Association: KFA) จึงได้รวมกันเป็นสมาคมลงทุนทางการเงิน (Korea Financial Investment Association: KOFIA) เพื่อจดทะเบียนเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยกฎหมายในปี ค.ศ. 2009 ดังแผนภาพต่อไปนี้

¹⁷³ Korea Financial Investment Association, **Capital Market in Korea 2013**,



ภาพที่ 3.6 การรวมกันเป็นสมาคมลงทุนทางการเงิน (KOFIA)¹⁷⁴

ทั้งนี้การกำหนดไว้ในกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ให้มีการรับรององค์กรกำกับดูแลตนเองนั้น มีประโยชน์อย่างมากสำหรับการออกแบบโครงสร้างการกำกับดูแลสมาชิกที่เหมาะสมในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากภายหลังจากการรับรองให้ KOFIA มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง ตลาดหลักทรัพย์ KRX ได้ถ่ายโอนงานกำกับดูแลสมาชิกจากตลาดหลักทรัพย์มาให้ KOFIA ซึ่งมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองเช่นเดียวกัน โดยที่หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ ได้แก่ คณะกรรมการบริการทางการเงิน (FSC) ยังคงสามารถทำหน้าที่กำกับองค์กรกำกับดูแลตนเองได้เช่นเดิม¹⁷⁵

3.2.2 ลักษณะตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้

ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้เป็นส่วนหนึ่งของตลาดทุนที่มีการระดมทุนโดยการเสนอขายตราสารและผลิตภัณฑ์ทางการเงินประเภทต่าง ๆ ได้แก่ ตราสารทุน (Equity) ตราสารหนี้ (Bond) กองทุนรวมดัชนีที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ (Exchange Traded Fund) อนุพันธ์ (Derivatives) และสินค้าโภคภัณฑ์ (Commodity) โดยตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท ได้แก่ ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยน

¹⁷⁴ Korea Financial Investment Association, **Capital Market in Korea 2011** (Korea: KOFIA, 2011), p. 321.

¹⁷⁵ *Ibid.*, p. 321.

หลักทรัพย์ที่เป็นทางการ (Organized Market) และตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นทางการ (Over-The-Counter: OTC) ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

3.2.2.1 ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ

ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการของประเทศเกาหลีใต้ คือ “ตลาดหลักทรัพย์ KRX” (Korea Exchange) ซึ่งเกิดจากการรวมตัวกันของตลาด 3 แห่ง ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ KSE ตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ และตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า KOFEX ดังนั้นตราสารที่ซื้อขายผ่านตลาดหลักทรัพย์ KRX จึงครอบคลุมทั้งตราสารทุน ตราสารหนี้ กองทุนรวม อนุพันธ์ และสินค้าโภคภัณฑ์ต่าง ๆ เช่น น้ำมัน ทองคำ เป็นต้น สำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ประเภทตราสารทุนนั้น ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์ KRX ได้แบ่งออกเป็น 3 กระดานย่อย ได้แก่¹⁷⁶

1) ตลาดหลักทรัพย์ KOSPI (Korea Composite Stock Price Index) เป็นกระดานหลักสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทขนาดใหญ่ เช่น Samsung Electronics, Hyundai Motor, LG Electronics เป็นต้น ซึ่งชื่อเดิมของตลาดหลักทรัพย์ KOSPI คือ ตลาดหลักทรัพย์ KSE ที่ก่อตั้งมาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1956

2) ตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ (Korea Securities Dealers Automated Quotations) เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ถูกก่อตั้งขึ้นในปี ค.ศ. 1996 สำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทขนาดกลางและย่อม หรือบริษัทประเภทเทคโนโลยีสารสนเทศซึ่งเป็นกลุ่มที่มีศักยภาพในการเติบโตสูง

3) ตลาดหลักทรัพย์ KONEX (Korea New Exchange) เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ถูกก่อตั้งขึ้นในปี ค.ศ. 2013 สำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทขนาดกลางและย่อม ภายใต้แนวคิดเศรษฐกิจสร้างสรรค์ (Creative Economy) ของประเทศเกาหลีใต้

3.2.2.2 ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นทางการ

ประเทศเกาหลีใต้มีการซื้อขายตราสารหรือผลิตภัณฑ์ทางการเงินบางประเภทนอกตลาดหลักทรัพย์ด้วยกัน เช่น ตราสารหนี้ อนุพันธ์ เป็นต้น ซึ่งถือเป็นการซื้อขายผ่านตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นทางการ (OTC) โดยการซื้อขายดังกล่าวเป็นการตกลงกันระหว่างคู่สัญญานอกตลาดหลักทรัพย์ผ่านราคาอ้างอิง ซึ่งตลาด OTC ได้ดำเนินการผ่าน K-OTC (ชื่อเดิม คือ Free Board) ที่ถูกจัดตั้งขึ้นในปี ค.ศ. 2004 และปัจจุบันอยู่ภายใต้การบริหารโดยสมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA) นอกจากนี้ K-OTC ยังเป็นกระดานสำหรับการซื้อขายหุ้นของบริษัทที่มีคุณสมบัติไม่ครบถ้วนตามหลักเกณฑ์การจดทะเบียนของตลาดหลักทรัพย์ KRX โดย KOFIA มีหน้าที่

¹⁷⁶ Korea Exchange, **Equity, Krx Market**, Retrieved May 12, 2021 from <https://global.krx.co.kr/contents/GLB/02/0201/0201010100/GLB0201010100.jsp>

บริหารจัดการข้อมูลการซื้อขายบน K-OTC และพัฒนาระบบการซื้อขายพันธบัตรในตลาดที่ไม่เป็นทางการ เช่น การเปิดเผยข้อมูลการซื้อขายตราสารหนี้นอกตลาดหลักทรัพย์ การเปิดเผยข้อมูลราคาตราสารหนี้ผ่านระบบอ้างอิงราคาตราสารหนี้ (Bond Quotation System) ซึ่งทำให้เกิดการเปิดเผยราคาและสร้างความโปร่งใสในตลาดตราสารหนี้ต่อสาธารณชน การเปิดเผยอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงสำหรับตราสารหนี้ เป็นต้น¹⁷⁷

3.2.3 หน่วยงานหรือองค์กรในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้

3.2.3.1 หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐที่สำคัญในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้ ได้แก่ คณะกรรมการบริการทางการเงิน (Financial Services Commission: FSC) ซึ่งเป็นหน่วยงานกลางที่ทำหน้าที่กำกับดูแลระบบการเงินทั้งหมดของประเทศเกาหลีใต้ โดยครอบคลุมถึงธุรกิจธนาคารและสถาบันการเงิน ธุรกิจประกันภัย และธุรกิจหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้คณะกรรมการบริการทางการเงินประกอบด้วยกรรมการโดยตำแหน่ง 9 คน มีวาระการดำรงตำแหน่ง 3 ปี (ดำรงตำแหน่งได้สูงสุด 2 วาระ) ซึ่งประธานกรรมการได้รับการแต่งตั้งจากประธานาธิบดีภายใต้คำแนะนำของนายกรัฐมนตรี โดยชื่อเดิมของคณะกรรมการบริการทางการเงินคือ “คณะกรรมการกำกับดูแลการเงิน” (Financial Supervisory Commission: FSC) ซึ่งเป็นหน่วยงานที่ถูกก่อตั้งขึ้นในปี ค.ศ. 1998 เพื่อปฏิรูปโครงสร้างการกำกับดูแลของภาคการเงินภายหลังจากวิกฤตการเงินเอเชียในปี ค.ศ. 1997 ต่อมาในปี ค.ศ. 2008 ได้มีการรวมหน่วยงานระหว่างคณะกรรมการกำกับดูแลทางการเงิน และสำนักนโยบายการเงินในสังกัดกระทรวงเศรษฐกิจและการคลังเข้าด้วยกัน และเปลี่ยนชื่อเป็น “คณะกรรมการบริการทางการเงิน” (Financial Services Commission: FSC)¹⁷⁸

สำหรับอำนาจหน้าที่ของคณะกรรมการบริการทางการเงิน เป็นไปตามมาตรา 17 แห่งกฎหมายจัดตั้งคณะกรรมการบริการทางการเงิน ค.ศ. 2008 (Act on the Establishment of the Financial Services Commission) ซึ่งกำหนดให้มีหน้าที่ดำเนินการเรื่องต่าง ๆ ทางการเงิน เช่น กำหนดนโยบายและระบบการเงิน กำกับดูแลสถาบันการเงิน กำกับดูแลตลาดทุน คຸ້ມครองและ

¹⁷⁷ Korea Financial Investment Association, **Capital Market in Korea 2013**, p. 43.

¹⁷⁸ International Monetary Fund, **Republic of Korea: Financial Sector Assessment Program-Technical Note-Systemic Risk Analysis, Financial Sector Stress Testing, and an Assessment of Demographic Shift in Korea**, p. 36.

เยียวยาความเสียหายแก่ผู้บริโภคทางการเงิน เป็นต้น ทั้งนี้คณะกรรมการบริการทางการเงินสามารถมอบอำนาจการกำกับดูแลบางส่วนให้องค์กรกำกับดูแลตนเอง อันได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ KRX และสมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA) โดยอาศัยอำนาจตามมาตรา 438 แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007

ในกรณีที่คณะกรรมการบริการทางการเงินต้องการออกหลักเกณฑ์ที่ส่งผลกระทบต่อประชาชนตั้งแต่ 1 ล้านคนขึ้นไป หรือสร้างภาระมากกว่า 10,000 ล้านบาท ต้องส่งหลักเกณฑ์ดังกล่าวให้คณะกรรมการปฏิรูปกฎหมาย (Regulatory Reform Committee: RRC) เพื่อจัดทำประเมินผลกระทบในการกำกับดูแล (Regulatory Impact Assessment: RIA) โดยมีระยะเวลาทบทวน 10-45 วันก่อนประกาศใช้ นอกจากนี้คณะกรรมการบริการทางการเงินมีหน้าที่ตามกฎหมายวิธีปฏิบัติราชการทางปกครองในการปฏิบัติตามขั้นตอนการออกกฎ การติดตามให้เป็นไปตามกฎ และการบังคับใช้กฎหมายที่เหมาะสม เช่น คณะกรรมการบริการทางการเงินต้องเผยแพร่กฎหมายล่วงหน้าอย่างน้อย 20 วัน เพื่อเปิดโอกาสให้ผู้มีส่วนได้เสียแสดงความเห็น การออกกฎต้องผ่านการรับฟังความเห็นภายใต้รูปแบบที่กฎหมายกำหนด (ในกรณีที่คณะกรรมการบริการทางการเงินไม่เห็นด้วยกับความเห็นใด ก็ไม่จำเป็นต้องแสดงเหตุผล) การออกคำสั่งทางปกครองของคณะกรรมการบริการทางการเงินต้องกระทำเป็นลายลักษณ์อักษร เป็นต้น¹⁷⁹

นอกจากนี้ยังมีหน่วยงานสำคัญที่ช่วยเหลือการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการบริการทางการเงิน ได้แก่ สำนักงานกำกับดูแลการเงิน (Financial Supervisory Service: FSS) ซึ่งเป็นหน่วยงานที่จัดตั้งขึ้นพร้อมกับคณะกรรมการกำกับดูแลการเงินในปี ค.ศ. 1998 เพื่อปฏิรูปโครงสร้างการกำกับดูแลของภาคการเงินภายหลังจากวิกฤตการเงินเอเชียในปี ค.ศ. 1997 แม้ว่าต่อมาคณะกรรมการกำกับดูแลการเงินได้รวมหน่วยงานเข้ากับสำนักนโยบายการเงินและเปลี่ยนชื่อเป็นคณะกรรมการบริการทางการเงิน (FSC) แต่สำนักงานกำกับดูแลการเงินก็ยังคงทำหน้าที่เดิมและใช้ชื่อเดิม สำนักงานกำกับดูแลการเงิน (FSS) มีหน้าที่หลักในการกำกับดูแลและตรวจสอบธุรกิจการเงิน เช่น สถาบันการเงิน บริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน เป็นต้น โดยต้องทำรายงานการตรวจสอบดังกล่าวส่งให้คณะกรรมการบริการทางการเงิน (FSC) พิจารณา¹⁸⁰ นอกจากนี้คณะกรรมการบริการทางการเงินยังสามารถควบคุมสำนักงานกำกับดูแลการเงินให้ปฏิบัติงานตามนโยบายของคณะกรรมการบริการทางการเงินได้ เนื่องจากผู้อำนวยความสะดวกซึ่งทำหน้าที่เป็นประธานเจ้าหน้าที่บริหารของสำนักงานกำกับดูแลการเงินถูกแต่งตั้งโดยประธานาธิบดีเกาหลีใต้ภายใต้คำแนะนำของ

¹⁷⁹ *Ibid.*, p. 49.

¹⁸⁰ Korea Financial Investment Association, *Capital Market in Korea 2011*, p. 308.

คณะกรรมการบริการทางการเงิน¹⁸¹ ซึ่งในทางปฏิบัติผู้อำนวยความสะดวกมาจากกรรมการของ
คณะกรรมการบริการทางการเงิน¹⁸²

สำหรับอำนาจหน้าที่ของสำนักงานกำกับดูแลการเงิน เป็นไปตามมาตรา 37 แห่ง
กฎหมายจัดตั้งคณะกรรมการบริการทางการเงิน ค.ศ. 2008 ซึ่งกำหนดให้มีหน้าที่กำกับดูแลและ
ตรวจสอบเรื่องต่าง ๆ ทางการเงิน เช่น ตรวจสอบการดำเนินงานและสถานะทางการเงินขององค์กรใน
ภาคธุรกิจการเงิน (เช่น ธนาคาร สถาบันการเงิน บริษัทประกันภัย บริษัทหลักทรัพย์ สหกรณ์) ลงโทษ
ภายหลังการตรวจสอบ ช่วยเหลือการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการบริการทางการเงิน เป็นต้น

3.2.3.2 องค์กรกำกับดูแลตนเอง

ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้ มีองค์กรกำกับดูแล
ตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ KRX และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์
ได้แก่ สมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA) ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

1) ตลาดหลักทรัพย์ KRX

ตลาดหลักทรัพย์เกาหลี (Korea Exchange) หรือที่เรียกว่า “ตลาด
หลักทรัพย์ KRX” ถูกก่อตั้งขึ้นในปี ค.ศ. 2005 ภายใต้กฎหมายจัดตั้งตลาดซื้อขายหลักทรัพย์และ
สัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Korea Stock & Futures Exchange Act) ตลาดหลักทรัพย์ KRX เกิดจาก
การรวมตัวกันของตลาดซื้อขายตราสารและผลิตภัณฑ์ทางการเงิน 3 แห่ง ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์
KSE ตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ และตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า KOFEX โดยสามารถสรุปข้อมูล
สำคัญที่เกี่ยวข้องได้ ดังนี้

(1) ข้อมูลทั่วไป

ตลาดหลักทรัพย์ KRX ทำหน้าที่เป็นตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยน
หลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า แม้ว่าตลาดหลักทรัพย์ KRX ได้ผ่านการแปรรูปแล้ว แต่หุ้น
เกือบทั้งหมดก็ยังถือโดยบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเป็นสมาชิก เนื่องจากยังไม่มี การเสนอขายหุ้นครั้งแรก
แก่ประชาชน (IPO) ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์ KRX เป็นตลาดหลักทรัพย์เพียงแห่งเดียวในประเทศ
เกาหลีใต้จึงมีลักษณะผูกขาดการซื้อขายหลักทรัพย์และอนุพันธ์¹⁸³ ตลาดหลักทรัพย์ KRX มีหน้าที่ใน

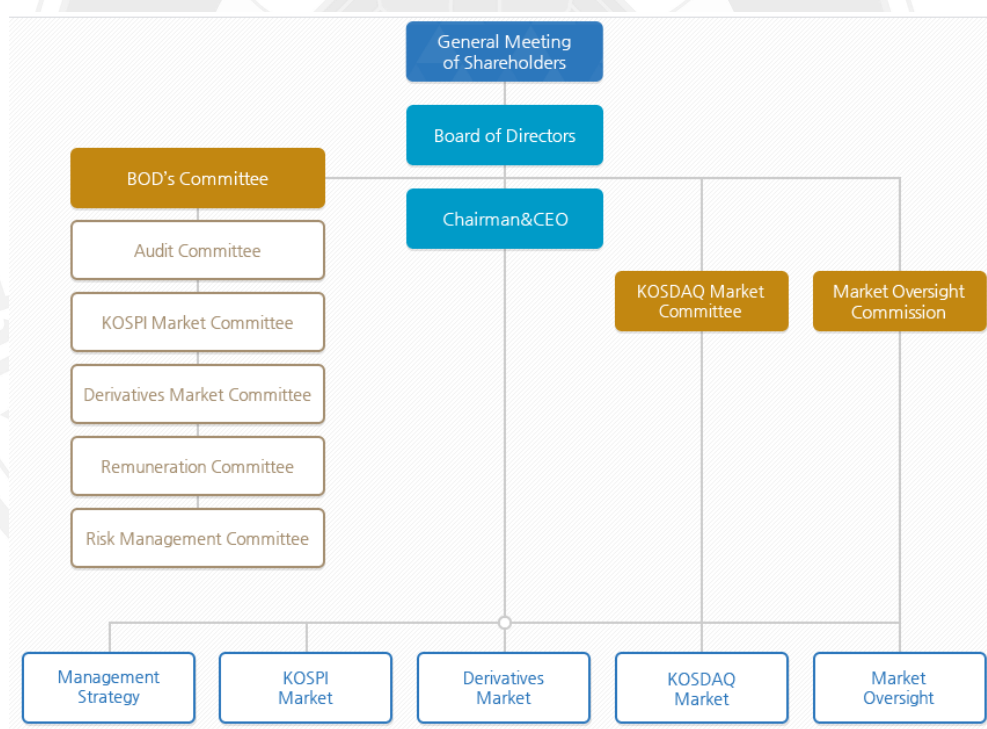
¹⁸¹ Article 29 of Act on the Establishment of the Financial Services
Commission

¹⁸² Korea Financial Investment Association, **Capital Market in Korea 2013**,
p. 35.

¹⁸³ International Monetary Fund, **Financial Sector Assessment Program:
Republic of Korea** (Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2014), p. 61.

การกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นสำคัญ รวมถึงมีอำนาจสอบสวนเพื่อตรวจสอบและลงโทษสมาชิก เช่น การเรียกดูเอกสารที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายจากสมาชิกเพื่อตรวจสอบการซื้อขายที่ผิดปกติ ซึ่งหากพบว่าสมาชิกฝ่าฝืนหลักเกณฑ์การซื้อขายหลักทรัพย์ คณะกรรมการกำกับตลาดของตลาดหลักทรัพย์ KRX สามารถใช้มาตรการลงโทษสมาชิกที่ฝ่าฝืนได้¹⁸⁴

คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ KRX ประกอบด้วยกรรมการอิสระที่ถูกคัดเลือกโดยคณะกรรมการสรรหา และกรรมการที่ถูกคัดเลือกมาจากสมาชิก นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์ KRX ยังมีคณะกรรมการชุดย่อยอีกหลายชุด ทั้งคณะกรรมการที่จัดตั้งขึ้นเพื่อการบริหารตลาดหลักทรัพย์ เช่น คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ KOSPI (KOSPI Market Committee) คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ (KOSDAQ Market Committee) คณะกรรมการตลาดอนุพันธ์ (Derivative Market Committee) เป็นต้น รวมถึงคณะกรรมการที่จัดตั้งขึ้นเพื่อให้เกิดการกำกับดูแลอย่างเป็นธรรมในตลาด เช่น คณะกรรมการกำกับตลาด (Market Oversight Commission: MOC) เป็นต้น ซึ่งสามารถสรุปเป็นแผนผังได้ต่อไปนี้



ภาพที่ 3.7 โครงสร้างคณะกรรมการชุดย่อยของตลาดหลักทรัพย์ KRX¹⁸⁵

¹⁸⁴ *Ibid.*, p. 84.

¹⁸⁵ Korea Exchange, 2020

(2) ความเป็นเจ้าของ

แม้ว่าตลาดหลักทรัพย์ KRX ได้ถูกแปรรูปแล้ว แต่ก็ยังไม่ได้มีการกระจายหุ้นให้แก่ประชาชนทั่วไป เนื่องจากบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเป็นสมาชิกพยายามรักษาผลประโยชน์ของตนเองไว้ ดังนั้นการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ KRX จึงเป็นเพียงการเปลี่ยนสถานะของสมาชิกตลาดหลักทรัพย์จากเจ้าของร่วม (Mutual-owned) ไปเป็นผู้ถือหุ้น (Shareholder-owned) เท่านั้น โดยช่วงแรกหลังจากการแปรรูปนั้น หุ้นส่วนใหญ่ประมาณ 94% ของตลาดหลักทรัพย์ KRX ถูกถือโดยบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเป็นสมาชิก และอีก 6% ถูกถือโดยบริษัทย่อยของตลาดหลักทรัพย์ KRX และสมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์เกาหลี¹⁸⁶ ทั้งนี้แม้ว่าต่อมาจะมีการเปลี่ยนแปลงจำนวนและสัดส่วนการถือหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ KRX แต่หุ้นส่วนใหญ่ก็ยังถูกถือโดยบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเป็นสมาชิก ซึ่งข้อมูล ณ วันที่ 31 ธันวาคม ค.ศ. 2019 มีรายชื่อผู้ถือหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ KRX ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 3.5 รายชื่อผู้ถือหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ KRX¹⁸⁷

รายชื่อผู้ถือหุ้น	มูลค่าหุ้น (ล้านบาท)	สัดส่วนหุ้น
KB Securities Co., Ltd.	6,416	6.42%
Meritz Securities Co., Ltd.	5,827	5.83%
NH Investment & Securities Co., Ltd.	5,453	5.45%
Hanwha Investment & Securities Co., Ltd.	5,000	5.00%
Yuanta Securities Korea Co., Ltd.	3,460	3.46%
Hana Financial Investment Co., Ltd.	3,289	3.29%
Mirae Asset Daewoo Co., Ltd.	3,231	3.23%
J.P. Morgan Securities (Far East) Ltd., Seoul Branch	3,228	3.23%
Daishin Securities Co., Ltd.	3,224	3.22%
Korea Investment & Securities Co., Ltd.	3,203	3.20%
Shinhan Investment Corp.	3,160	3.16%
Sangsangin Investment & Securities Co., Ltd.	3,124	3.12%

¹⁸⁶ อติษฐ เณลิมพงศ์ และยรรยง ไทยเจริญ, **บทเรียนจากการ Demutualization ตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ** (กรุงเทพมหานคร: สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552), หน้า 37.

¹⁸⁷ Korea Exchange, 2019

รายชื่อผู้ถือหุ้น	มูลค่าหุ้น (ล้านบาท)	สัดส่วนหุ้น
Eugene Investment & Securities Co., Ltd.	3,041	3.04%
Korea SMEs and Startups Agency	3,034	3.03%
Shinyoung Securities Co., Ltd.	3,013	3.01%
Bookook Securities Co., Ltd.	2,977	2.98%
Samsung Securities Co., Ltd.	2,947	2.95%
Kyobo Securities Co., Ltd.	2,942	2.94%
Yuhwa Securities Co., Ltd.	2,920	2.92%
Citigroup Global Markets Korea Securities Ltd.	2,892	2.89%
Hanyang Securities Co., Ltd.	2,889	2.89%
Hyundai Motor Securities Co., Ltd.	2,874	2.87%
SK Securities Co., Ltd.	2,863	2.86%
Db Financial Investment Co., Ltd.	2,825	2.83%
Macquarie Capital Limited	2,825	2.83%
Korea Financial Investment Association	2,049	2.05%
NH Futures Co., Ltd.	805	0.80%
BNK Securities Co., Ltd.	402	0.40%
Samsung Futures Inc.	402	0.40%
Eugene Investmen & Futures Co., Ltd.	402	0.40%
VI Investment Corporation	402	0.40%
KR Investment & Securities Co., Ltd.	67	0.07%
Korea Securities Finance Corp.	4,124	4.12%
KRX (Treasury stock)	4,549	4.55%
KRX Employee Stock Ownership Association	142	0.14%
รวม	100,000	100.00%

(3) อำนาจหน้าที่

ตลาดหลักทรัพย์ KRX ได้รับใบอนุญาตจากคณะกรรมการบริการทางการเงิน (FSC) ตามมาตรา 373-2 แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้นิติบุคคลที่ต้องการจัดตั้งตลาดตราสารการลงทุนทางการเงินต้องได้รับอนุญาตให้

ดำเนินธุรกิจตลาดหลักทรัพย์จากคณะกรรมการบริการทางการเงิน (FSC) โดยต้องระบุรายละเอียดของตราสารการลงทุนทางการเงินที่จะทำการซื้อขาย อันได้แก่ หลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ และระบุรายละเอียดของบุคคลที่มีคุณสมบัติเหมาะสมสำหรับสมาชิก อันได้แก่ บุคคลที่สามารถเข้าไปมีส่วนร่วมในการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ตามข้อบังคับสมาชิก¹⁸⁸ นอกจากนี้นิติบุคคลที่ต้องการได้รับอนุญาตให้ดำเนินธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ต้องมีคุณสมบัติตามที่กำหนด เช่น มีทุนจดทะเบียนไม่น้อยกว่า 1 แสนล้านบาท แผนธุรกิจต้องมีความเป็นไปได้ มีทรัพยากรบุคคล ระบบคอมพิวเตอร์ อิเล็กทรอนิกส์ และสิ่งอำนวยความสะดวกทางกายภาพอื่น ๆ ที่เพียงพอสำหรับการคุ้มครองผู้ลงทุน และการดำเนินงานของตลาดตราสารการลงทุนทางการเงิน เป็นต้น¹⁸⁹ ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์ต้องมีข้อบังคับบริษัท กฎเกณฑ์สำหรับสมาชิก กฎเกณฑ์สำหรับธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ กฎเกณฑ์สำหรับธุรกิจตลาดอนุพันธ์ กฎเกณฑ์การรับจดทะเบียน กฎเกณฑ์การเปิดเผยต่อสาธารณะ กฎเกณฑ์การกำกับตลาด กฎเกณฑ์การระงับข้อพิพาท และกฎเกณฑ์อื่น ๆ ซึ่งสอดคล้องกับกฎหมายหลักทรัพย์ ส่งเสริมการสร้างราคาที่เป็นธรรม มีเสถียรภาพและประสิทธิภาพในการซื้อขายหลักทรัพย์และธุรกรรมอื่น ๆ และเพียงพอต่อการคุ้มครองผู้ลงทุน รวมถึงต้องมีระบบป้องกันการขัดกันของผลประโยชน์¹⁹⁰

ตลาดหลักทรัพย์ KRX มีอำนาจหน้าที่ตามมาตรา 377 (1) แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ต้องทำหน้าที่ต่าง ๆ ตามที่กำหนดไว้ในข้อบังคับบริษัท เช่น การจัดตั้งและดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ ธุรกรรมเกี่ยวกับหลักทรัพย์และอนุพันธ์ การรับจดทะเบียนหลักทรัพย์ เป็นต้น ซึ่งหน้าที่ดังกล่าวรวมถึงการควบคุมสมาชิก และการระงับข้อพิพาทด้วยตนเองสำหรับธุรกรรมที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้กฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ได้กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ KRX ต้องดำเนินการแก้ไขและดำรงไว้ซึ่งการซื้อขายหลักทรัพย์ในราคายุติธรรม ส่งเสริมประสิทธิภาพและเสถียรภาพในการทำธุรกรรม¹⁹¹ รวมถึงกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผิดปกติและตรวจสอบการทำหน้าที่ของสมาชิก¹⁹² ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์ KRX ได้จัดตั้งคณะกรรมการกำกับตลาด (Market Oversight Commission: MOC) เพื่อทำหน้าที่ดำเนินกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลตนเอง เช่น การกำกับตลาด การตรวจสอบการซื้อขายที่ผิดปกติ การตรวจสอบสมาชิก

¹⁸⁸ Section 373-2 (1) of Financial Investment Services and Capital Market Act

¹⁸⁹ Section 373-2 (2) of Financial Investment Services and Capital Market Act

¹⁹⁰ Section 373-2 (2) of Financial Investment Services and Capital Market Act

¹⁹¹ Article 373 of Financial Investment Services and Capital Market Act

¹⁹² Article 377 (8) of Financial Investment Services and Capital Market Act

การแก้ไขปัญหาคือพิพาทเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น¹⁹³ สำหรับหน้าที่การกำกับตลาด (Market Surveillance) นั้น ครอบคลุมถึงการติดตาม ตรวจสอบ และการวิเคราะห์สถานะการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์และตลาดอนุพันธ์ การเปิดเผยข้อมูลรวมถึงข่าวลือต่าง ๆ¹⁹⁴

2) สมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA)

สมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (Korea Financial Investment Association) หรือที่เรียกว่า “KOFIA” เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองซึ่งทำหน้าที่บริหารจัดการธุรกิจบริการทางการเงินในเกาหลีได้ รวมถึงทำหน้าที่สำคัญในการพัฒนารูกระบบการลงทุนทางการเงินและตลาดทุนในเกาหลีได้¹⁹⁵ โดยสามารถสรุปข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องกับ KOFIA ได้ดังนี้

(1) ข้อมูลทั่วไป

KOFIA เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ไม่แสวงหากำไรภายใต้กฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 โดย KOFIA เกิดจากการรวมกันของสมาคมเกี่ยวกับธุรกิจหลักทรัพย์ 3 แห่งของเกาหลีได้ในปี ค.ศ. 2009 อันได้แก่ สมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์ (Korea Securities Dealer Association: KSDA) สมาคมบริหารสินทรัพย์ (Asset Management Association of Korea: AMAK) และสมาคมตราสารฟิวเจอร์ส (Korea Futures Association: KFA) ปัจจุบัน KOFIA มีสมาชิกทั้งหมด 3 ประเภท ได้แก่ สมาชิกทั่วไป (Regular Members) สมาชิกร่วม (Associate Members) และสมาชิกพิเศษ (Special Members)¹⁹⁶

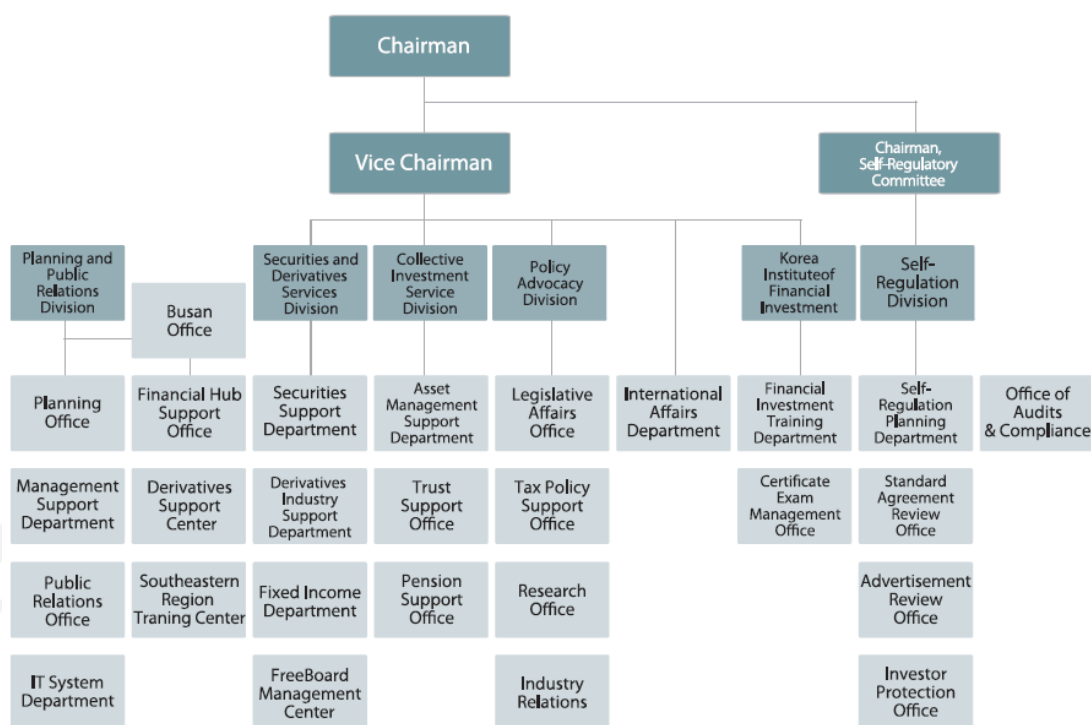
สำหรับโครงสร้างภายในองค์กรของ KOFIA มีการแยกส่วนงานกำกับดูแลตนเองออกจากส่วนงานอื่น อยู่ภายใต้การดูแลของคณะกรรมการกำกับดูแลตนเอง (Self-Regulation Committee) และประธานกรรมการของ KOFIA ดังที่แสดงในรูปภาพต่อไปนี้

¹⁹³ Article 402 of Financial Investment Services and Capital Market Act

¹⁹⁴ Korea Financial Investment Association, **Capital Market in Korea 2011**, p. 83.

¹⁹⁵ *Ibid.*, p. 314.

¹⁹⁶ Korea Financial Investment Association, **Capital Market in Korea 2013**, p. 320.



ภาพที่ 3.8 โครงสร้างองค์กรของ KOFIA¹⁹⁷

(2) ความเป็นเจ้าของ

KOFIA เป็นองค์กรไม่แสวงหากำไรที่มีสมาชิกซึ่งเป็นบริษัทหลักทรัพย์เป็นเจ้าของ จากข้อมูล ณ วันที่ 30 มิถุนายน ค.ศ. 2022 พบว่า KOFIA มีสมาชิกทั้งสิ้น 534 ราย โดยแบ่งสมาชิกออกเป็น 3 ประเภท ได้แก่¹⁹⁸

ก) สมาชิกทั่วไป (Regular Members) มีจำนวนทั้งสิ้น 373 ราย เช่น บริษัทหลักทรัพย์ (เช่น ผู้ค้าหลักทรัพย์ นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์) บริษัทบริหารสินทรัพย์ บริษัทที่ทำธุรกิจเกี่ยวกับสัญญาซื้อขายล่วงหน้า เป็นต้น

ข) สมาชิกร่วม (Associate Members) มีจำนวนทั้งสิ้น 134 ราย เช่น ที่ปรึกษาการลงทุน ธนาคาร บริษัทประกันภัย เป็นต้น

ค) สมาชิกพิเศษ (Special Members) มีจำนวนทั้งสิ้น 27 ราย เช่น ผู้จัดการลงทุน ผู้ประเมินสินทรัพย์ ผู้จัดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ เป็นต้น

¹⁹⁷ Ibid.

¹⁹⁸ Korea Financial Investment Association, **Membership**, Retrieved July 5, 2022 from http://eng.kofia.or.kr/wpge/m_17/members/membership.do

(3) อำนาจหน้าที่

KOFIA ทำหน้าที่ในการกำกับดูแลตนเองเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนและดำรงไว้ซึ่งตลาดทุนที่มั่นคงสำหรับสมาชิก รวมถึงการทำหน้าที่อื่น ๆ เช่น ระเบียบข้อพิพาทระหว่างสมาชิกและผู้ลงทุน ระเบียบข้อพิพาทระหว่างสมาชิกด้วยกันเอง ให้ใบอนุญาตแก่ที่ปรึกษาการลงทุนและผู้จัดการลงทุน บริหารจัดการซื้อขายหุ้นและตราสารหนี้นอกตลาดหลักทรัพย์ (OTC) ให้ความรู้แก่ผู้ลงทุน กำหนดหลักเกณฑ์ทางวินัยสำหรับสมาชิกและกำกับดูแลสมาชิกให้ปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ดังกล่าว เป็นต้น¹⁹⁹ โดยสามารถสรุปอำนาจหน้าที่ของ KOFIA ได้ดังนี้

ก) การกำกับดูแลสมาชิก ได้แก่ ออกกฎ ติดตาม และบังคับใช้กฎกับสมาชิก รวมถึงระเบียบข้อพิพาทระหว่างสมาชิกกับผู้ลงทุน หรือข้อพิพาทระหว่างสมาชิกด้วยกันเอง

ข) การให้ความรู้แก่ผู้ลงทุนผ่านสื่อต่าง ๆ เช่น โทรทัศน์ เว็บไซต์ รวมถึงให้ความรู้แก่ผู้ประกอบการอาชีพทางการเงินผ่านโปรแกรมการฝึกอบรม

ค) การสนับสนุนการซื้อขายแบบ OTC เช่น ให้บริการระบบซื้อขายตราสารหนี้ ให้บริการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ไม่จดทะเบียน แต่มีศักยภาพที่จะเข้าตลาดหลักทรัพย์ KOSPI หรือ KOSDAQ ในอนาคต ผ่านระบบ K-OTC ซึ่งส่วนใหญ่ผู้ลงทุน คือ Venture Capital

ง) การสนับสนุนการดำเนินธุรกิจและการพัฒนา เช่น ให้ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายแก่รัฐ จัดสัมมนาเกี่ยวกับกฎเกณฑ์ต่าง ๆ ของรัฐ

นอกจากนี้กฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ได้ให้อำนาจ KOFIA ในการแก้ไขข้อบังคับ KOFIA รวมถึงให้อำนาจในการบังคับใช้กฎกับสมาชิก เช่น กำหนดให้บริษัทลงทุนทางการเงินมีหน้าที่ต้องปฏิบัติตามกฎของ KOFIA เป็นต้น²⁰⁰

3.2.3.3 ผู้ที่เกี่ยวข้องอื่น ๆ

1) บริษัทจดทะเบียน

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KRX ต้องได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนจากคณะกรรมการบริการทางการเงิน (FSC) และได้รับอนุญาตให้รับหลักทรัพย์จดทะเบียนจากตลาดหลักทรัพย์ KRX โดยคุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับอนุญาตมีทั้งคุณสมบัติเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพขึ้นอยู่กับกระดานที่จดทะเบียน จากข้อมูล ณ วันที่ 31

¹⁹⁹ Article 286 of Financial Investment Services and Capital Market Act

²⁰⁰ Korea Financial Investment Association, **Capital Market in Korea 2011**,

ธันวาคม ค.ศ. 2020 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KRX มีจำนวนทั้งสิ้น 2,268 บริษัท ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

(1) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI

ตลาดหลักทรัพย์ KOSPI เป็นกระดานซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดใหญ่ โดยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI ต้องมีคุณสมบัติเชิงปริมาณตามที่กำหนด เช่น มียอดขายในงบการเงินย้อนหลัง 3 ปีล่าสุด เฉลี่ยปีละมากกว่า 70,000 ล้านบาท และมียอดขายในงบการเงินล่าสุดมากกว่า 100,000 ล้านบาท มีกำไรในงบการเงินย้อนหลัง 3 ปีรวมกันมากกว่า 6,000 ล้านบาท และมีกำไรในงบการเงินล่าสุดมากกว่า 3,000 ล้านบาท เป็นต้น²⁰¹

(2) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ

ตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ เป็นกระดานซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดกลางและย่อม หรือบริษัทประเภทเทคโนโลยีสารสนเทศซึ่งเป็นกลุ่มที่มีศักยภาพในการเติบโตสูง อาจเลือกใช้คุณสมบัติเชิงปริมาณตามที่กำหนดไว้แบบใดแบบหนึ่งเพื่อยื่นคำขอให้พิจารณา เช่น มีกำไรก่อนหักภาษีอย่างน้อย 2,000 ล้านบาท และมูลค่าตลาดอย่างน้อย 9,000 ล้านบาท เป็นต้น²⁰²

(3) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KONEX

ตลาดหลักทรัพย์ KONEX เป็นกระดานซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดกลางและย่อม ภายใต้แนวคิดเศรษฐกิจสร้างสรรค์ของประเทศเกาหลีใต้ ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์ KONEX ไม่ได้กำหนดคุณสมบัติเกี่ยวกับกำไรขั้นต่ำสำหรับบริษัทจดทะเบียนไว้ ดังนั้นบริษัท Startups ที่มีผลประกอบการไม่ดีในปัจจุบันจึงสามารถยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KONEX ได้²⁰³

²⁰¹ Korea Exchange, **Listing Requirements for KOSPI Market**, Retrieved February 3, 2021 from <https://global.krx.co.kr/contents/GLB/03/0303/0303050100/GLB0303050100.jsp#46c95ef659ccd5b635c109e799b1dc81=1>

²⁰² Korea Exchange, **Listing Requirements for the Kosdaq Market (as of 4/17/2019)**, Retrieved 20 February 2021 from <https://global.krx.co.kr/contents/GLB/03/0303/0303060200/GLB0303060200.jsp>

²⁰³ Korea Exchange, **Quantitative Listing Criteria of the Konex Market**, Retrieved February 20, 2021 from <https://global.krx.co.kr/contents/GLB/03/0303/0303070100/GLB0303070100.jsp#1a2ad8f55bbc3e9b3a6126badf92b94c=1>

2) บริษัทหลักทรัพย์

บริษัทหลักทรัพย์ที่ประกอบธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ถือเป็นส่วนหนึ่งของธุรกิจตัวกลางทางการเงิน ซึ่งประเทศเกาหลีใต้ได้กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถขออนุญาตประกอบธุรกิจได้ตามมาตรา 326 แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ได้แก่

(1) ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ เช่น ให้กู้ยืมเงินเพื่อลงทุนในหลักทรัพย์ เป็นต้น

(2) ธุรกิจค้าหลักทรัพย์

(3) ธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์

(4) ธุรกิจทรัสต์

(5) ธุรกิจการบริหารโครงการลงทุนแบบกลุ่ม

(6) ธุรกิจการยืมหรือให้ยืมหลักทรัพย์

(7) ธุรกิจอื่น ๆ เช่น ที่ปรึกษาการลงทุน

ทั้งนี้บริษัทหลักทรัพย์ต้องได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจจากคณะกรรมการบริการทางการเงิน (FSC) รวมถึงต้องเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ KRX และปฏิบัติตามกฎที่ใช้กำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ KRX จึงจะทำหน้าที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ KRX ได้ นอกจากนี้ในกรณีที่ต้องการเป็นตัวกลางซื้อขายตราสารทางการเงินที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ผ่านระบบ K-OTC ก็ต้องเป็นสมาชิกของ KOFIA และปฏิบัติตามกฎที่ใช้กำกับดูแลสมาชิกของ KOFIA ด้วยเช่นกัน

3) องค์กรที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์

(1) บริษัทที่เกี่ยวข้องกับระบบการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์ KRX ทำหน้าที่ให้บริการระบบซื้อขายหลักทรัพย์ รวมถึงให้บริการหักบัญชีรายการซื้อขายหลักทรัพย์ (Clearing and Settlement Services) นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์ KRX ยังมีบริษัทย่อยที่ให้บริการรับฝากหลักทรัพย์ ได้แก่ (1) ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์เกาหลี (Korea Securities Deposit: KSD) ซึ่งถูกถือหุ้น 70% โดยตลาดหลักทรัพย์ KRX และ (2) บริษัทประมวลผลการซื้อขายหลักทรัพย์ (Korea Securities Computing Corporation: KOSCOM) ซึ่งถูกถือหุ้น 76% โดยตลาดหลักทรัพย์ KRX²⁰⁴

²⁰⁴ Korea Exchange, **Krx Group Services**, Retrieved March 10, 2021 from <https://global.krx.co.kr/contents/GLB/01/0102/0102020000/GLB0102020000.jsp>

(2) สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์

ก่อนที่จะมีการก่อตั้ง KOFIA เพื่อให้ทำหน้าที่องค์กรกำกับดูแลตนเองตามกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ประเทศเกาหลีเคยมีสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ 3 แห่ง ได้แก่ สมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์ (Korea Securities Dealer Association: KSDA) สมาคมบริหารสินทรัพย์ (Asset Management Association of Korea: AMAK) และสมาคมตราสารฟิวเจอร์ส (Korea Futures Association: KFA) ซึ่งสมาคมทั้ง 3 แห่งมีสถานะเป็นเพียงสมาคมการค้าที่ไม่ได้ถูกรับรองให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองตามกฎหมาย อย่างไรก็ตามในปี ค.ศ. 2009 สมาคมทั้ง 3 แห่งก็เลิกกิจการไปภายหลังจากการรวมสมาคมเพื่อก่อตั้งเป็น KOFIA²⁰⁵

3.2.4 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้

สำหรับสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองของตลาดหลักทรัพย์ KRX และ KOFIA สามารถพิจารณาได้ดังนี้

3.2.4.1 ตลาดหลักทรัพย์ KRX

แม้ว่ากฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ไม่ได้รับรองให้ตลาดหลักทรัพย์ KRX มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง และคณะกรรมการบริการทางการเงินซึ่งเป็นหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐก็ไม่ได้รับรองอย่างเป็นทางการให้ตลาดหลักทรัพย์ KRX เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง แต่เมื่อพิจารณาถึงโครงสร้างองค์กร อำนาจหน้าที่ในการกำกับดูแลสมาชิกและความสัมพันธ์กับหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ พบว่าตลาดหลักทรัพย์ KRX มีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ครบถ้วน ภายใต้เหตุผลดังต่อไปนี้

1) สมาชิกมีส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยกันเอง

คณะกรรมการของตลาดหลักทรัพย์ KRX ประกอบด้วยกรรมการไม่เกิน 15 คนที่ได้รับการแต่งตั้งโดยมติที่ประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ ประกอบด้วยกรรมการที่ไม่ได้ปฏิบัติหน้าที่เต็มเวลาและกรรมการที่ปฏิบัติหน้าที่เต็มเวลา (มาจากคณะกรรมการตรวจสอบ) ซึ่งต้องได้รับการคัดเลือกจากคณะกรรมการสรรหาและได้รับการแต่งตั้งโดยที่ประชุมใหญ่

²⁰⁵ Korea Financial Investment Association, *Capital Market in Korea 2013*, p. 320.

ผู้ถือหุ้น²⁰⁶ และกรรมการที่ปฏิบัติหน้าที่เต็มเวลา (มาจากการเสนอชื่อของสมาชิก) ซึ่งปัจจุบันมีจำนวน 3 คน จากกรรมการทั้งสิ้น 15 คน²⁰⁷

2) มีอำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกของตนเอง ซึ่งประกอบด้วยอำนาจในการออกกฎ การติดตามให้เป็นไปตามกฎ และการบังคับใช้กฎ

ตลาดหลักทรัพย์ KRX มีอำนาจในการออกกฎหรือแก้ไขกฎที่เกี่ยวข้องกับหน้าที่ของตนเอง รวมถึงกฎที่นำไปใช้กำกับดูแลสมาชิก ทั้งนี้เป็นไปตามมาตรา 387 ของกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ต้องจัดทำหลักเกณฑ์การกำกับดูแลสมาชิกเพื่อการจัดการสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ ทั้งประเภทที่เป็นสมาชิกของสำนักหักบัญชีและไม่เป็นสมาชิกของสำนักหักบัญชี โดยหลักเกณฑ์ดังกล่าวอย่างน้อยต้องมีเนื้อหาเกี่ยวกับคุณสมบัติการเป็นสมาชิก การรับและเพิกถอนสมาชิก สิทธิและหน้าที่ของสมาชิก และเนื้อหาอื่น ๆ สำหรับการจัดการสมาชิก

นอกจากนี้มาตรา 402 (1) แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ต้องมีคณะกรรมการกำกับตลาด (Market Oversight Commission) เพื่อทำหน้าที่ต่าง ๆ เช่น ควบคุมดูแลตลาด สืบสวนการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผิดปกติ และตรวจสอบสมาชิก²⁰⁸ กำหนดมาตรการทางวินัยต่อสมาชิกหรือผู้มีส่วนร่วมในการซื้อขายหลักทรัพย์²⁰⁹ จัดทำ แก้ไข และยกเลิกหลักเกณฑ์การควบคุมดูแลตลาดและหลักเกณฑ์การไกล่เกลี่ยข้อพิพาทที่เกิดจากการซื้อขายหลักทรัพย์²¹⁰ เป็นต้น และมาตรา 404 แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ได้กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจสืบสวนผู้ประกอบธุรกิจการลงทุนทางการเงิน เช่น ผู้ค้าหลักทรัพย์สำหรับลงทุน นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ โดยสามารถส่งหนังสือขอให้ผู้ประกอบธุรกิจดังกล่าวส่งข้อมูลต่าง ๆ หรือตรวจสอบธุรกิจ สถานะการเงิน เอกสารหรือสิ่งอื่นใดที่เกี่ยวข้องกับสมาชิก เพื่อสืบสวนเกี่ยวกับการซื้อขายที่ผิดปกติในตลาดหลักทรัพย์ การปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ในการประกอบธุรกิจของสมาชิก และการฝ่าฝืนข้อกำหนดเกี่ยวกับการรบกวนตลาด

²⁰⁶ Section 380 of Financial Investment Services and Capital Market Act

²⁰⁷ Korea Exchange, **Standing Directors**, April 24, 2021 from <https://global.krx.co.kr/contents/GLB/01/0104/0104010100/GLB0104010100.jsp>

²⁰⁸ Section 402 (1) 1. of Financial Investment Services and Capital Market Act

²⁰⁹ Section 402 (1) 3. of Financial Investment Services and Capital Market Act

²¹⁰ Section 402 (1) 6. of Financial Investment Services and Capital Market Act

3) การกำกับดูแลตนเองถูกกำกับจากหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

การปฏิบัติหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ KRX ถูกกำกับโดยคณะกรรมการบริการทางการเงิน (FSC) ซึ่งเป็นหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ เช่น มาตรา 412 แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ต้องได้รับการอนุมัติจากคณะกรรมการบริการทางการเงิน ในกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์มีความประสงค์จะจัดทำ แก๊ซ หรือยกเลิกหลักเกณฑ์เกี่ยวกับสมาชิก หลักเกณฑ์เกี่ยวกับธุรกิจหลักทรัพย์ หลักเกณฑ์เกี่ยวกับธุรกิจสัญญาซื้อขายล่วงหน้า หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการจดทะเบียนหลักทรัพย์ หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูล หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการควบคุมดูแลตลาด หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการใกล้เคียงข้อพิพาท หรือหลักเกณฑ์อื่นที่เกี่ยวข้อง ส่วนมาตรา 410 (1) กำหนดให้ในกรณีที่จำเป็นเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนหรือเพื่อการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ดี คณะกรรมการบริการทางการเงิน อาจสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์ส่งรายงานหรือหลักฐานเกี่ยวกับการดำเนินธุรกิจหรือทรัพย์สินของตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น

จากที่กล่าวมาข้างต้น จึงเห็นได้ว่าตลาดหลักทรัพย์ KRX มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง เนื่องจากมีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ครบถ้วนตามกฎหมาย แม้ว่าไม่ได้รับการรับรองโดยกฎหมายหรือโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐก็ตาม

3.2.4.2 สมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA)

กฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ได้กำหนดหน้าที่ให้ KOFIA ดำเนินการกำกับดูแลตนเอง (Self-regulation) เพื่อประโยชน์ของผู้ลงทุน และระงับข้อพิพาทของตนเอง (Self-resolution) ซึ่งเกิดขึ้นจากการดำเนินธุรกิจของสมาชิก²¹¹ ดังนั้น KOFIA จึงมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ได้รับการรับรองโดยกฎหมาย นอกจากนี้มาตรา 283 ของกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ได้กำหนดให้จัดตั้ง KOFIA เป็นองค์กรที่มีสมาชิกเป็นเจ้าของเพื่อดำรงไว้ซึ่งแนวปฏิบัติระหว่างสมาชิก รวมถึงมาตรา 286 ของกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ได้กำหนดให้ KOFIA ต้องดำเนินการตามที่กำหนดไว้ในข้อบังคับของการจัดตั้งสมาคม ซึ่งรวมถึงการกำกับดูแลสมาชิก เช่น การกำกับดูแลตนเองเพื่อรักษาแนวปฏิบัติทางธุรกิจที่ีระหว่างสมาชิกและคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ลงทุน การระงับข้อพิพาทของตนเองที่เกิดขึ้นจากการดำเนินธุรกิจของสมาชิก เป็นต้น สำหรับการกำกับดูแลสมาชิคนั้น KOFIA ต้องดำเนินการให้เป็นอิสระจากกิจการอื่น ๆ ของสมาคม โดยต้องจัดตั้งองค์กรแยกต่างหากเพื่อวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลดังกล่าว²¹²

²¹¹ Section 286 (1) of Financial Investment Services and Capital Market Act

²¹² Section 286 (2) of Financial Investment Services and Capital Market Act

เมื่อพิจารณาข้อบังคับ KOFIA พบว่ามีการกำหนดวัตถุประสงค์ให้สอดคล้องกับการกำกับดูแลตนเองไว้ด้วยกัน เช่น ข้อ 2 กำหนดให้การจัดตั้ง KOFIA เป็นไปเพื่อวัตถุประสงค์ในการส่งเสริมการพัฒนาธุรกิจการลงทุนทางการเงินที่ดี โดยรักษาและสร้างแนวปฏิบัติทางธุรกิจที่เป็นธรรมระหว่างสมาชิกและคุ้มครองผู้ลงทุน ข้อ 3 กำหนดให้ KOFIA เป็นองค์กรสมาชิกที่ไม่แสวงผลกำไรซึ่งจัดตั้งตามกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ข้อ 5 กำหนดให้ KOFIA จะมีหน้าที่ต้องดำเนินการให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของการจัดตั้ง ซึ่งหน้าที่ดังกล่าวรวมถึงการกำกับดูแลสมาชิก เช่น การกำกับดูแลตนเองเพื่อรักษาแนวปฏิบัติทางธุรกิจที่รอบคอบระหว่างสมาชิกและทำให้แน่ใจถึงการคุ้มครองผู้ลงทุน การระงับข้อพิพาทของตนเองที่เกิดขึ้นจากการดำเนินธุรกิจของสมาชิก (เฉพาะกรณีที่มีการร้องขอจากฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งที่เกี่ยวข้อง) เป็นต้น

นอกจาก KOFIA มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยกฎหมายแล้ว เมื่อพิจารณาถึงโครงสร้างองค์กร อำนาจหน้าที่ในการกำกับดูแลสมาชิก และความสัมพันธ์กับหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ พบว่า KOFIA มีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ครบถ้วนด้วยเช่นกัน ภายใต้เหตุผลดังต่อไปนี้

1) สมาชิกมีส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยตนเอง

โครงสร้างคณะกรรมการของ KOFIA ประกอบด้วยกรรมการที่มาจากตัวแทนส่วนหนึ่งซึ่งมาจากสมาชิก โดยข้อ 27 ของข้อบังคับ KOFIA ได้กำหนดให้คณะกรรมการของสมาคมประกอบด้วย ประธานกรรมการ 1 คน รองประธานกรรมการ 3 คน ประธานของคณะกรรมการกำกับดูแลตนเอง 1 คน กรรมการที่มาจากสมาชิกไม่เกิน 4 คน และกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (Public Interest Directors: PID) ไม่เกิน 6 คน

2) มีอำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกของตนเอง ซึ่งประกอบด้วยอำนาจในการออกกฎ การติดตามให้เป็นไปตามกฎ และการบังคับใช้กฎ

KOFIA มีอำนาจในการออกกฎและบังคับใช้กฎเพื่อการกำกับดูแลสมาชิก ทั้งนี้เป็นไปตามมาตรา 286 ของกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้ KOFIA ต้องดำเนินการกำกับดูแลสมาชิก เช่น การกำกับดูแลตนเองเพื่อรักษาแนวปฏิบัติทางธุรกิจที่ดีระหว่างสมาชิกและคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ลงทุน การระงับข้อพิพาทของตนเองที่เกิดขึ้นจากการดำเนินธุรกิจของสมาชิก เป็นต้น²¹³

นอกจากนี้ข้อ 5 ของข้อบังคับ KOFIA ได้กำหนดให้ KOFIA มีหน้าที่ต่าง ๆ เพื่อส่งเสริมการพัฒนาธุรกิจการลงทุนทางการเงินที่ดีโดยรักษาและสร้างแนวปฏิบัติทางธุรกิจที่เป็นธรรมระหว่างสมาชิกและคุ้มครองผู้ลงทุน เช่น การทำหน้าที่กำกับดูแลตนเองเพื่อรักษาไว้ซึ่งการ

²¹³ Section 286 (1) of Financial Investment Services and Capital Market Act

ดำเนินธุรกิจที่รอบคอบของสมาชิกและรับรองการคุ้มครองผู้ลงทุน และการระงับข้อพิพาทที่เกิดขึ้นจากธุรกิจของสมาชิก (ในกรณีที่ได้รับการร้องขอจากผู้ที่เกี่ยวข้อง) เป็นต้น และข้อ 19 ของข้อบังคับ KOFIA ก็ได้กำหนดให้สมาชิกของ KOFIA ต้องปฏิบัติตามข้อบังคับสมาคม กฎระเบียบ และหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติหน้าที่และมติ รวมถึงข้อกำหนดที่ตกลงกันในที่ประชุมสมาชิกสมาคม ที่ประชุมคณะกรรมการสมาคม และที่ประชุมคณะกรรมการกำกับดูแลตนเอง

3) การกำกับดูแลตนเองถูกกำกับจากหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

การปฏิบัติหน้าที่ของ KOFIA ในฐานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง ถูกกำกับโดยคณะกรรมการบริการทางการเงิน (FSC) เช่น KOFIA ต้องรายงานผลเกี่ยวกับการออกกฎและการปฏิบัติตามกฎของ KOFIA ต่อคณะกรรมการบริการทางการเงิน²¹⁴ ในกรณีที่เห็นว่า KOFIA ผ่าฝืนกฎหมายหลักทรัพย์ คณะกรรมการบริการทางการเงินสามารถสั่งให้แก้ไขหรือหยุดการดำเนินการที่ฝ่าฝืนได้²¹⁵ เป็นต้น

3.2.5 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้

ประเทศเกาหลีใต้มีองค์กรกำกับดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ เพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ เมื่อพิจารณาหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้อง พบว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิกมากกว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

1) องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ KRX ได้รับอนุญาตให้ดำเนินการเป็นตลาดซื้อขายตราสารการลงทุนทางการเงินตามมาตรา 373-2 แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 โดยตลาดหลักทรัพย์ KRX เกิดจากการรวมตัวกันของตลาดซื้อขายตราสาร 3 แห่ง ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ KSE ตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ และตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า KOFEX ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์ KRX มีอำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นทางการตามมาตรา 387 และ 404 แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007

2) องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ได้แก่ KOFIA ได้รับอนุญาตให้ดำเนินการเป็นตลาดซื้อขายตราสารการลงทุนทางการเงินตามมาตรา 283 แห่งกฎหมาย

²¹⁴ Article 290 of Financial Investment Services and Capital Market Act

²¹⁵ Article 293 of Financial Investment Services and Capital Market Act

กำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 โดยตลาดหลักทรัพย์ KRX เกิดจากการรวมตัวกันของสมาคมเกี่ยวกับธุรกิจหลักทรัพย์ 3 แห่ง ได้แก่ สมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์ (KSDA) สมาคมบริหารสินทรัพย์ (AMAK) และสมาคมตราสารฟิวเจอร์ส (KFA) ทั้งนี้ KOFIA มีอำนาจกำกับดูแลสมาชิกที่เป็นตัวกลางซื้อขายตราสารทางการเงินนอกตลาดหลักทรัพย์ตามมาตรา 286 แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007

บริษัทที่ประกอบธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ต้องได้รับใบอนุญาตจากคณะกรรมการบริการทางการเงิน และขึ้นทะเบียนเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ KRX ส่วนบริษัทที่ประกอบธุรกิจตัวกลางซื้อขายตราสารทางการเงินนอกตลาดหลักทรัพย์ ต้องได้รับใบอนุญาตจากคณะกรรมการบริการทางการเงิน และขึ้นทะเบียนเป็นสมาชิกของ KOFIA ซึ่งบริษัทที่ขึ้นทะเบียนเป็นสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเองแห่งใดก็ต้องปฏิบัติตามกฎที่ออกโดยองค์กรกำกับดูแลตนเองแห่งนั้น นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์ KRX และ KOFIA ต้องถูกกำกับการทำงานที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยคณะกรรมการบริการทางการเงินด้วย

แม้ว่าตลาดหลักทรัพย์ KRX ได้มีการแปรรูปแล้ว แต่ก็ยังเป็นเพียงการเปลี่ยนสถานะของสมาชิกตลาดหลักทรัพย์จากเจ้าของร่วมไปเป็นผู้ถือหุ้นเท่านั้น โดยหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ KRX เกือบทั้งหมดยังถูกถือโดยบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก ไม่ได้ถูกกระจายให้แก่ประชาชนทั่วไป เนื่องจากบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเป็นสมาชิกยังคงต้องการรักษาสิทธิออกเสียงส่วนใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์ไว้ เช่นเดียวกับในอดีต นอกจากนี้การรับรอง KOFIA เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองสำหรับการซื้อขายตราสารทางการเงินนอกตลาดหลักทรัพย์ ช่วยแบ่งเบาภาระงานทางด้านการกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ KRX ไม่ต้องออกกฎและบังคับใช้กฎกำกับดูแลสมาชิกที่เป็นตัวกลางซื้อขายตราสารทางการเงินนอกตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งปัจจุบันตราสารทุน ตราสารหนี้ และอนุพันธ์ ต่างก็มีการซื้อขายทั้งในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการและไม่เป็นทางการ อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาถึงบทบาทการกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ KRX ที่มีมากกว่า KOFIA แล้ว จึงสามารถสรุปได้ว่าประเทศเกาหลีใต้มีหลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองที่กำหนดให้องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิก

นอกจากนี้ปัจจุบันประเทศเกาหลีใต้มีองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์เพียงอย่างละแห่งเท่านั้น โดยหลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้ได้มอบหมายหน้าที่ให้สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ได้แก่ KOFIA ทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองเพียงแห่งเดียว (Single SRO) และไม่ได้เปิดโอกาสให้องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ได้หลายแห่ง เนื่องจากกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ไม่ได้กำหนดให้สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ที่ต้องการมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองสามารถยื่นขอให้รับรองสถานะตาม

กฎหมายได้ โดยรูปแบบดังกล่าวของประเทศเกาหลีใต้ทำให้สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์สามารถจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลตนเองที่รวมสมาชิกผู้ประกอบการธุรกิจแต่ละประเภทไว้ด้วยกัน และมีคณะกรรมการกำกับดูแลตนเองที่พิจารณาในภาพรวม ซึ่งทำให้กฎเกณฑ์การกำกับดูแลสมาชิกแต่ละประเภทธุรกิจมีความสอดคล้องกัน²¹⁶

3.2.6 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้

การศึกษาหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีเพื่อคุ้มครองผู้มีส่วนได้เสียในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้ได้อย่างเหมาะสมนั้น จะพิจารณาในประเด็นสำคัญได้แก่ ความเป็นธรรม ความโปร่งใส และการคุ้มครองผู้ลงทุน ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

3.2.6.1 ความเป็นธรรม

ความเป็นธรรม (Fairness) เป็นส่วนหนึ่งของวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่ดีซึ่งกำหนดโดยองค์การคณะกรรมการหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (IOSCO) ทั้งนี้ประเทศเกาหลีใต้ได้นำหลักเกณฑ์เพื่อสร้างความเป็นธรรมมาใช้ในการกำกับดูแลตนเองด้วยเช่นกัน ซึ่งหลักเกณฑ์ดังกล่าวมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

1) การรับฟังความคิดเห็นจากผู้มีส่วนได้เสีย

ตลาดหลักทรัพย์ KRX

แม้ว่ากฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ไม่ได้กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ KRX ต้องรับฟังความคิดเห็นจากผู้มีส่วนได้เสียก่อนการออกกฎหรือแก้ไขกฎ แต่ในทางปฏิบัตินั้น ตลาดหลักทรัพย์ KRX มีกลไกในการรับฟังความคิดเห็นของประชาชนและผู้มีส่วนได้เสียต่อร่างของกฎ (Market consultation) โดยให้แสดงความคิดเห็นผ่านทางเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์ KRX²¹⁷

สมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA)

กฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ไม่ได้กำหนดให้องค์กรกำกับดูแลตนเองตามกฎหมาย ซึ่งได้แก่ KOFIA ต้องรับฟังความคิดเห็นจากผู้มีส่วน

²¹⁶ สำนักงานงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, รายงานการดำเนินงานโครงการศึกษา “โครงการ Sro ที่เหมาะสมกับตลาดทุนไทย ณ ประเทศมาเลเซียและเกาหลีใต้” ระหว่างวันที่ 8-12 มีนาคม 2553.

²¹⁷ Korea Exchange, **Market Consultation**, March 22, 2021 from <https://global.krx.co.kr/contents/GLB/06/0609/0609010000/GLB0609010000S1.jsp>

ได้เสียก่อนการออกกฎหรือแก้ไขกฎ ทั้งนี้ในกรณีที่มีการแก้ไขข้อบังคับ KOFIA ต้องได้รับมติเสียงข้างมากจากที่ประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นสมาชิกของ KOFIA²¹⁸ โดย KOFIA มีสมาชิก 3 ประเภทที่มีสิทธิออกเสียงแตกต่างกันดังนี้²¹⁹

(1) สมาชิกทั่วไป (Regular Members) เป็นสมาชิกที่มีสิทธิเข้าร่วมประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้น รวมถึงมีสิทธิออกเสียงและออกความเห็นทุกเรื่องในที่ประชุม

(2) สมาชิกร่วม (Associate Members) เป็นสมาชิกที่มีสิทธิเข้าร่วมประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้น รวมถึงมีสิทธิออกความเห็นทุกเรื่องในที่ประชุม

(3) สมาชิกพิเศษ (Special Members) เป็นสมาชิกที่มีสิทธิเข้าร่วมประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้น รวมถึงมีสิทธิออกความเห็นบางเรื่องในที่ประชุม (เฉพาะเรื่องที่เกี่ยวข้องกับสมาชิกพิเศษ)

ดังนั้นการแก้ไขข้อบังคับ KOFIA จึงต้องได้รับมติเสียงข้างมากจากสมาชิกทั่วไปที่มีสิทธิออกเสียงในที่ประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้น²²⁰

2) การกำหนดขั้นตอนที่เหมาะสม

ตลาดหลักทรัพย์ KRX

กรณีที่ตลาดหลักทรัพย์แก้ไขกฎหรือออกกฎใหม่ ต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการบริการทางการเงิน ทั้งนี้เป็นไปตามตามมาตรา 412 แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ต้องได้รับการอนุมัติจากคณะกรรมการบริการทางการเงิน ในกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์มีความประสงค์จะจัดทำ แก้ไข หรือยกเลิกหลักเกณฑ์เกี่ยวกับสมาชิก หลักเกณฑ์เกี่ยวกับธุรกิจหลักทรัพย์ หลักเกณฑ์เกี่ยวกับธุรกิจสัญญาซื้อขายล่วงหน้า หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการจดทะเบียนหลักทรัพย์ หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูล หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการควบคุมดูแลตลาด หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการใกล้เคียงข้อพิพาท หรือหลักเกณฑ์อื่นที่เกี่ยวข้อง

สมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA)

ในกรณีที่มีการออกกฎหรือแก้ไขกฎหรือยกเลิกกฎที่นำมาใช้กำกับดูแลการดำเนินธุรกิจของสมาชิก ให้เป็นอำนาจหน้าที่ของคณะกรรมการกำกับดูแลตนเอง (Self-Regulation Committee) ซึ่งเป็นกรรมการชุดย่อยใน KOFIA²²¹ โดยหลังจากที่การออกกฎหรือแก้ไขกฎหรือ

²¹⁸ Article 6 (1) of Article of Association of KOFIA

²¹⁹ Article 16 of Article of Association of KOFIA

²²⁰ Article 24 of Article of Association of KOFIA

²²¹ Article 41 of Article of Association of KOFIA

ยกเลิกกฎได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับดูแลตนเองแล้ว KOFIA ต้องรายงานผลดังกล่าวให้คณะกรรมการบริการทางการเงินทราบโดยไม่ชักช้า²²²

นอกจากนี้ในกรณีที่มีการแก้ไขข้อบังคับ KOFIA อันเกี่ยวข้องกับเรื่องสำคัญในข้อบังคับ เช่น วัตถุประสงค์ ชื่อ หน้าที่ คุณสมบัติของสมาชิก สิทธิและหน้าที่ของสมาชิก การรับหรือเพิกถอนสมาชิกภาพหรือวิธีการลงโทษสมาชิก การประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้น เป็นต้น ต้องได้รับมติเห็นชอบด้วยเสียงข้างมากจากที่ประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นสมาชิกของ KOFIA โดยหลังจากได้รับมติเห็นชอบแล้ว KOFIA ต้องขอความเห็นชอบจากคณะกรรมการบริการทางการเงินตามมาตรา 287 (2) แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ด้วย²²³

3) การจัดการข้อเรียกร้องที่เหมาะสม

ตลาดหลักทรัพย์ KRX

การกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ KRX รวมถึงการจัดการข้อเรียกร้องเป็นหน้าที่ของคณะกรรมการกำกับตลาด (Market Oversight Commission: MOC) ซึ่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ KRX ต้องจัดให้มีคณะกรรมการกำกับตลาดเพื่อทำหน้าที่เป็นส่วนงานกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์โดยเฉพาะ และแยกออกมาจากส่วนงานอื่น ๆ โดยหน้าที่ของคณะกรรมการกำกับตลาดเป็นไปตามมาตรา 402 แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 เช่น จัดทำหลักเกณฑ์สำหรับการกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ ตรวจสอบการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผิดปกติ ตรวจสอบการดำเนินงานของสมาชิก พิจารณามาตรการลงโทษสมาชิกหรือผู้ที่เกี่ยวข้อง ระงับข้อพิพาทด้วยตนเอง เป็นต้น

สำหรับการจัดการข้อเรียกร้องของคณะกรรมการกำกับตลาดเป็นไปตามแนวทางการระงับข้อพิพาทด้วยตนเอง (Self-resolution of Disputes) ดังที่กำหนดไว้ในมาตรา 405 แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ซึ่งภายใต้แนวทางดังกล่าว คณะกรรมการกำกับตลาดจะต้องขอให้ผู้ที่เกี่ยวข้องรับรองข้อเท็จจริงและส่งเอกสารหลักฐานที่เกี่ยวข้องกับข้อพิพาทมาให้คณะกรรมการ และหากมีความจำเป็นที่ต้องรับฟังความเห็นของบุคคลใดบุคคลหนึ่งเพิ่มเติม คณะกรรมการกำกับตลาดมีอำนาจเรียกให้บุคคลดังกล่าวมาปรากฏตัวเพื่อให้ความเห็นเพิ่มเติมได้ ทั้งนี้คณะกรรมการกำกับตลาดจะมุ่งเน้นกระบวนการไกล่เกลี่ยเพื่อยุติข้อพิพาทระหว่างสมาชิกและผู้ลงทุน หรือระหว่างสมาชิกด้วยกันเอง²²⁴

²²²Article 290 of Financial Investment Services and Capital Market Act

²²³ Article 6 (2) of Article of Association of KOFIA

²²⁴ Korea Exchange, **Market Oversight Commission**, April 14, 2021 from <https://global.krx.co.kr/contents/GLB/01/0103/0103020500/GLB0103020500.jsp>

สมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA)

สำหรับกรณีของ KOFIA มาตรา 288 แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ได้กำหนดให้ KOFIA ต้องจัดทำหลักเกณฑ์สำหรับการระงับข้อพิพาทด้วยตนเอง โดย KOFIA มีอำนาจร้องขอให้ผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องยืนยันข้อเท็จจริงหรือจัดส่งเอกสารที่เกี่ยวข้อง รวมถึงมีอำนาจจัดการให้ผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องเข้าร่วมประชุมและแสดงความคิดเห็นได้

นอกจากนี้ KOFIA ได้กำหนดขั้นตอนการจัดการข้อเรียกร้องไว้ในข้อบังคับ KOFIA ด้วย ตัวอย่างเช่น คณะกรรมการของ KOFIA มีอำนาจลงโทษสมาชิกตามข้อ 45 ของข้อบังคับ KOFIA ที่กำหนดให้คณะกรรมการของสมาคมมีอำนาจลงโทษสมาชิกโดยวิธีการต่าง ๆ ได้แก่ การจัดให้มีการประชุมใหญ่สามัญของสมาชิกเพื่อพิจารณาให้พ้นจากสมาชิกภาพ การระงับสมาชิกภาพชั่วคราว การระงับการให้บริการทั้งหมดหรือบางส่วน of สมาคมแก่สมาชิกชั่วคราว การกำหนดโทษปรับ การแจ้งเตือน และการตักเตือน โดยคณะกรรมการของสมาคมอาจแนะนำให้สมาชิกกำหนดบทลงโทษต่อผู้บริหารหรือพนักงานของสมาชิกได้

ทั้งนี้ก่อนที่คณะกรรมการของ KOFIA จะพิจารณาและตัดสินโทษสมาชิก หรือผู้บริหารหรือพนักงานของสมาชิก คณะกรรมการต้องแจ้งให้บุคคลดังกล่าวทราบถึงเหตุผลและแนวทางในการดำเนินการลงโทษทางวินัย รวมถึงให้โอกาสบุคคลดังกล่าวได้แสดงความคิดเห็นด้วยวาจาหรือลายลักษณ์อักษร

คณะกรรมการของ KOFIA มีอำนาจกำหนดหรือเสนอลงโทษสมาชิกตามข้อ 46 ของข้อบังคับ KOFIA ที่กำหนดให้คณะกรรมการของ KOFIA อาจกำหนดหรือเสนอลงโทษสมาชิกหรือผู้บริหารหรือพนักงานของสมาชิก ในกรณีที่สมาชิกหรือผู้บริหารหรือพนักงานของสมาคมฝ่าฝืนหรือละเลยหน้าที่ในการปฏิบัติตามกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 หรือกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการเงินอื่น ๆ หรือระเบียบหรือคำสั่งของหน่วยงานกำกับดูแลที่เกี่ยวข้อง เช่น คำสั่งที่ออกโดยคณะกรรมการบริการทางการเงิน หรือข้อบังคับสมาคมหรือกฎระเบียบอื่น ๆ ของสมาคม หรือมติในที่ประชุมของคณะกรรมการของ KOFIA หรือคณะกรรมการชุดย่อยต่าง ๆ หรือกรณีอื่น ๆ อันขัดแย้งต่อการดำเนินธุรกิจที่เป็นธรรมของตลาดทุนหรือการกระทำที่ไม่เป็นธรรมและไม่เหมาะสมในการดำเนินธุรกิจหรือขัดต่อหลักการคุ้มครองผู้ลงทุน

คณะกรรมการของ KOFIA มีอำนาจแต่งตั้งคณะอนุกรรมการภายในเกี่ยวกับการระงับข้อพิพาทตามข้อ 49 ของข้อบังคับ KOFIA ที่กำหนดให้คณะกรรมการของสมาคมอาจแต่งตั้งคณะอนุกรรมการภายในเกี่ยวกับการระงับข้อพิพาท (Internal Subcommittee on Dispute Settlement) เพื่อการระงับข้อพิพาทโดยสมัครใจสำหรับข้อพิพาทที่เกิดขึ้นจากดำเนินธุรกิจของสมาชิก โดยคณะอนุกรรมการภายในเกี่ยวกับการระงับข้อพิพาทต้องร้องขอให้บุคคลที่เกี่ยวข้องได้

ยืนยันข้อเท็จจริงหรือส่งข้อมูลที่เกี่ยวข้อง รวมถึงจัดประชุมเพื่อรับฟังความคิดเห็นจากบุคคลที่เกี่ยวข้องหรือผู้มีส่วนได้เสียหากจำเป็น นอกจากนี้คณะอนุกรรมการภายในเกี่ยวกับการระงับข้อพิพาทมีหน้าที่ต้องรายงานผลการระงับข้อพิพาทต่อคณะกรรมการกำกับดูแลตนเอง (Self-Regulation Committee) ทุก ๆ 6 เดือน

3.2.6.2 ความโปร่งใส

ความโปร่งใส (Transparency) เป็นส่วนหนึ่งของวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่ดีซึ่งกำหนดโดยองค์การคณะกรรมการหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (IOSCO) ทั้งนี้ประเทศเกาหลีใต้ได้นำหลักเกณฑ์เพื่อสร้างความโปร่งใสมาใช้ในการกำกับดูแลตนเองด้วยเช่นกัน ซึ่งหลักเกณฑ์ดังกล่าวมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ตลาดหลักทรัพย์ KRX

กฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ไม่ได้กำหนดว่าตลาดหลักทรัพย์ KRX ต้องเปิดเผยข้อมูลใดต่อสาธารณชนบ้าง ดังนั้นข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์ KRX เปิดเผยเพื่อสร้างความโปร่งใสจึงขึ้นอยู่กับแนวปฏิบัติของตลาดหลักทรัพย์

สำหรับการเปิดเผยกฎนั้น เนื่องจากในทางปฏิบัติตลาดหลักทรัพย์ KRX มีกลไกในการรับฟังความคิดเห็นของประชาชนและผู้มีส่วนได้เสียต่อร่างของกฎ (Market Consultation) ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์ KRX จึงมีการเผยแพร่ร่างของกฎเพื่อรับฟังความเห็นผ่านทางเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์ KRX รวมถึงมีการเผยแพร่กฎต่าง ๆ ที่บังคับใช้อยู่ในปัจจุบันซึ่งเกี่ยวกับการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ เช่น หลักเกณฑ์ในการรับหลักทรัพย์จดทะเบียน หลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียน หลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลสมาชิก เป็นต้น²²⁵

สำหรับการเปิดเผยคำวินิจฉัยหรือคำสั่งลงโทษผู้ฝ่าฝืนกฎนั้น ภายใต้แนวปฏิบัติปัจจุบัน ตลาดหลักทรัพย์ KRX ไม่ได้เผยแพร่ข้อมูลระหว่างการตรวจสอบการกระทำความผิดต่อสาธารณะ รวมถึงไม่ได้เผยแพร่ผลการสอบสวนการกระทำความผิดดังกล่าว

สมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA)

กฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ไม่ได้กำหนดว่า KOFIA ต้องเปิดเผยข้อมูลใดต่อสาธารณชนบ้าง ดังนั้นข้อมูล KOFIA เปิดเผยเพื่อสร้างความโปร่งใสจึงขึ้นอยู่กับแนวปฏิบัติของ KOFIA

สำหรับการเปิดเผยกฎนั้น เนื่องจากในกรณีที่มีการออกกฎ แก้ไขกฎ หรือยกเลิกกฎที่นำมาใช้กำกับดูแลการดำเนินธุรกิจของสมาชิก เป็นอำนาจหน้าที่ของคณะกรรมการกำกับดูแลตนเอง

²²⁵ International Monetary Fund, **Financial Sector Assessment Program:**

(Self-Regulation Committee) และเป็นเรื่องภายในองค์กรของ KOFIA ดังนั้นในทางปฏิบัติ KOFIA จึงไม่มีการเผยแพร่ร่างของกฎต่อสาธารณชน แต่มีเพียงการเผยแพร่กฎต่าง ๆ ที่บังคับใช้อยู่ในปัจจุบัน ซึ่งเกี่ยวกับการดำเนินงานของ KOFIA เช่น กฎในการซื้อขายตราสารนอกตลาดหลักทรัพย์ กฎที่ใช้กำกับดูแลสมาชิก เป็นต้น²²⁶

สำหรับการเปิดเผยคำวินิจฉัยหรือคำสั่งลงโทษผู้ฝ่าฝืนกฎนั้น KOFIA ในฐานะองค์กรกำกับดูแลตนเองมีเพียงหน้าที่ต้องเปิดโอกาสให้ผู้มีส่วนได้เสียได้โต้แย้งหรือแสดงความคิดเห็น แต่ KOFIA ไม่จำเป็นต้องเผยแพร่การตรวจสอบการกระทำความผิดต่อสาธารณะ และไม่จำเป็นต้องเผยแพร่ผลการสอบสวนการกระทำความผิดดังกล่าว ดังนั้นในกรณีที่มีการระงับข้อพิพาท KOFIA จึงต้องรักษาความลับ และในกรณีที่ต้องเปิดเผยเนื้อหาเนื้อหาที่เกี่ยวข้องกับข้อพิพาทต่อสาธารณะ เพื่อคุ้มครองประโยชน์สาธารณะ ต้องขอความยินยอมจากคู่กรณีก่อน

ทั้งนี้ไปตามข้อ 26 ของหลักเกณฑ์การระงับข้อพิพาทของ KOFIA ที่กำหนดให้การระงับข้อพิพาทต้องไม่เปิดเผยต่อสาธารณะ โดยคณะกรรมการระงับข้อพิพาท (Dispute Resolution Committee) รวมถึงผู้บริหารและพนักงานที่เกี่ยวข้องกับการระงับข้อพิพาทต้องรักษาความลับเกี่ยวกับเนื้อหา กระบวนการ และผลการพิจารณาที่เกี่ยวข้องกับข้อพิพาท และข้อ 23 ของหลักเกณฑ์การระงับข้อพิพาทของ KOFIA ที่กำหนดให้ในกรณีที่จำเป็นต้องคุ้มครองประโยชน์สาธารณะและสร้างความเป็นธรรมในการซื้อขายหลักทรัพย์ สมาคมอาจเปิดเผยเนื้อหาที่เกี่ยวข้องกับข้อพิพาทต่อสาธารณะ ทั้งนี้สมาคมต้องได้รับความยินยอมจากคู่กรณีในกรณีที่มีการเปิดเผยชื่อจริงของคู่กรณีในเนื้อหาดังกล่าว

3.2.6.3 การคุ้มครองผู้ลงทุน

การคุ้มครองผู้ลงทุน (Investor Protection) เป็นส่วนหนึ่งของวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่ดีซึ่งกำหนดโดยองค์การคณะกรรมการหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (IOSCO) ทั้งนี้ประเทศเกาหลีใต้ได้นำหลักเกณฑ์เพื่อการคุ้มครองผู้ลงทุนมาใช้ในการกำกับดูแลตนเองด้วยเช่นกัน ซึ่งหลักเกณฑ์ดังกล่าวมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

- 1) โครงสร้างกรรมการที่เป็นธรรม ปราศจากการขัดกันของผลประโยชน์ ตลาดหลักทรัพย์ KRX

โครงสร้างคณะกรรมการของตลาดหลักทรัพย์ KRX เป็นไปตามมาตรา 380 แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ซึ่งกำหนดให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ KRX ต้องประกอบด้วยกรรมการไม่เกิน 15 คน โดยมีประธานกรรมการเจ้าหน้าที่บริหาร (Chief Executive Officer: CEO) 1 คนที่ได้รับการคัดเลือกจากคณะกรรมการสรรหาและ

²²⁶ Ibid., p. 51.

ได้รับการแต่งตั้งโดยที่ประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้น กรรมการ 1 คนที่มาจากคณะกรรมการตรวจสอบซึ่งปฏิบัติหน้าที่เต็มเวลา ประธานกรรมการ 1 คนที่มาจากคณะกรรมการกำกับตลาด และกรรมการอื่น ๆ อีก 12 คน ทั้งนี้กรรมการที่ไม่ได้ปฏิบัติหน้าที่เต็มเวลาและกรรมการที่มาจากคณะกรรมการตรวจสอบซึ่งปฏิบัติงานเต็มเวลาได้รับการคัดเลือกจากคณะกรรมการสรรหาและได้รับการแต่งตั้งโดยที่ประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้น ซึ่งปัจจุบันคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ประกอบด้วยกรรมการที่ทำงานเต็มเวลาซึ่งมาจากการเสนอชื่อของสมาชิกจำนวน 3 คน (จากกรรมการทั้งหมด 15 คน)²²⁷ ทั้งนี้กรรมการตลาดหลักทรัพย์ KRX มีวาระการดำรงตำแหน่ง 3 ปี สามารถเป็นได้ 2 วาระ

จากที่กล่าวมาข้างต้น จะเห็นได้ว่ากรรมการส่วนใหญ่ของตลาดหลักทรัพย์มาจากการคัดเลือกของคณะกรรมการสรรหา ก่อนที่จะได้รับการแต่งตั้งอย่างเป็นทางการจากที่ประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้น ซึ่งปัจจุบันกรรมการตลาดหลักทรัพย์ KRX ที่มาจากการคัดเลือกของคณะกรรมการสรรหามีจำนวนมากถึง 10 คน (จากกรรมการทั้งหมด 15 คน) ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 2 ใน 3 ของกรรมการตลาดหลักทรัพย์ KRX ทั้งหมด ดังนั้นกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 จึงให้ความสำคัญกับที่มาของคณะกรรมการสรรหาเช่นกัน เนื่องจากโครงสร้างกรรมการที่เป็นธรรมต้องเริ่มจากการแต่งตั้งคณะกรรมการสรรหาที่เหมาะสม โดยมาตรา 385 (2) ของกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 กำหนดให้ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) ของตลาดหลักทรัพย์มีหน้าที่แต่งตั้งคณะกรรมการสรรหากรรมการตลาดหลักทรัพย์ (“คณะกรรมการสรรหา”) จำนวน 9 คน โดยกรรมการของคณะกรรมการสรรหาจะทำหน้าที่เลือกตั้งประธานของคณะกรรมการสรรหาดังกล่าว สำหรับบุคคลที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารแต่งตั้งเป็นกรรมการของคณะกรรมการสรรหากรรมการ ได้แก่ กรรมการอิสระ 5 คน บุคคล 2 คนที่แนะนำโดยสมาชิก และบุคคล 2 คนที่เป็นตัวแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

นอกจากนี้มาตรา 402 (2) ของกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ต้องมีคณะกรรมการกำกับตลาด (Market Oversight Commission: MOC) ซึ่งคณะกรรมการดังกล่าวประกอบด้วย ประธานคณะกรรมการกำกับตลาดจำนวน 1 คน กรรมการจำนวน 2 คนที่แนะนำโดยประธานคณะกรรมการบริการทางการเงิน กรรมการจำนวน 2 คนที่แนะนำโดย KOFIA ดังนั้นคณะกรรมการกำกับตลาดจึงมีทั้งหมด 5 คน ทั้งนี้การที่ตลาดหลักทรัพย์ KRX แยกคณะกรรมการกำกับตลาดออกมาต่างหาก ทำให้การทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกและตรวจสอบสมาชิกมีความเป็นธรรมมากขึ้น²²⁸

²²⁷ Korea Exchange, **Standing Directors**.

²²⁸ Article 402 of Financial Investment Services and Capital Market Act

สมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA)

โครงสร้างคณะกรรมการของ KOFIA ประกอบด้วยกรรมการที่มาจากสมาชิก และกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (PID) ซึ่งเป็นไปตามข้อ 27 ของข้อบังคับ KOFIA ที่กำหนดให้คณะกรรมการของสมาคมต้องประกอบด้วยกรรมการที่มาจากสมาชิกไม่เกิน 4 คน และกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (PID) ไม่เกิน 6 คน (ภายใต้คณะกรรมการต้องมีประธานกรรมการ 1 คน รองประธานกรรมการ 3 คน ประธานของคณะกรรมการกำกับดูแลตนเอง 1 คน)

นอกจากนี้ ข้อ 41 ของข้อบังคับ KOFIA กำหนดให้ KOFIA ต้องจัดตั้งคณะกรรมการกำกับดูแลตนเอง (Self-Regulation Committee) สำหรับทำหน้าที่กำกับดูแลตนเองเพื่อรักษาไว้ซึ่งการดำเนินธุรกิจที่รอบคอบของสมาชิกและการคุ้มครองผู้ลงทุน การระงับข้อพิพาทเกี่ยวกับธุรกิจของสมาชิกโดยสมัครใจ การจัดทำ แก้ไข และยกเลิกกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลตนเองของสมาชิกและการระงับข้อพิพาท การตรวจสอบและลงโทษในกรณีที่สมาชิกฝ่าฝืนกฎและแนะนำบทลงโทษทางวินัยสำหรับผู้บริหารหรือพนักงานของสมาชิก รวมถึงการทำหน้าที่อื่น ๆ ตามที่คณะกรรมการกำกับดูแลตนเองเห็นว่าจำเป็นตามหน้าที่ข้างต้น

ข้อ 42 ของข้อบังคับ KOFIA กำหนดให้คณะกรรมการกำกับดูแลตนเองต้องได้รับการแต่งตั้งจากที่ประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นสมาชิกของ KOFIA โดยมาจากบุคคลที่ไม่ใช่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ผู้บริหารหรือพนักงานของสมาชิก ภายใต้คำแนะนำของคณะกรรมการสรรหา (Candidate Recommendation Committee) ทั้งนี้ คณะกรรมการกำกับดูแลตนเองต้องประกอบด้วยประธานกรรมการจำนวน 1 คน และกรรมการจำนวน 6 คน (ผู้เชี่ยวชาญด้านการเงิน 3 คน ผู้เชี่ยวชาญด้านกฎหมาย 1 คน ผู้เชี่ยวชาญด้านบัญชีหรือการเงิน 1 คน และตัวแทนของสมาชิก 1 คน)

2) การถูกกำกับโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

คณะกรรมการบริการทางการเงิน (FSC) และสำนักงานกำกับดูแลการเงิน (FSS) มีอำนาจเข้าตรวจสอบและแทรกแซงการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ KRX และสมาคมลงทุนทางการเงิน (KOFIA) ได้²²⁹ โดยมีรายละเอียดดังนี้

ตลาดหลักทรัพย์ KRX

(1) คณะกรรมการบริการทางการเงินให้ความเห็นชอบต่อกฎของตลาดหลักทรัพย์ KRX

คณะกรรมการบริการทางการเงินมีอำนาจอนุมัติกฎของตลาดหลักทรัพย์ KRX ตามมาตรา 412 แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ.

²²⁹ Article 293 of Financial Investment Services and Capital Market Act

2007 ที่กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ต้องได้รับการอนุมัติจากคณะกรรมการบริการทางการเงิน ในกรณี
ที่ตลาดหลักทรัพย์มีความประสงค์จะจัดทำ แก๊ซ หรือยกเลิกหลักเกณฑ์เกี่ยวกับสมาชิก หลักเกณฑ์
เกี่ยวกับธุรกิจหลักทรัพย์ หลักเกณฑ์เกี่ยวกับธุรกิจสัญญาซื้อขายล่วงหน้า หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการจด
ทะเบียนหลักทรัพย์ หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูล หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการควบคุมดูแลตลาด
หลักทรัพย์ หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการไกล่เกลี่ยข้อพิพาท หรือหลักเกณฑ์อื่นที่เกี่ยวข้อง

(2) ตลาดหลักทรัพย์ KRX ขออนุมัติต่อคณะกรรมการบริการทางการเงินก่อนการรวบรวมกิจการ

ตลาดหลักทรัพย์ KRX ต้องขออนุญาตต่อคณะกรรมการบริการทางการเงินก่อนที่จะรวบรวมกิจการ ตามมาตรา 408 แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ต้องได้รับการอนุมัติจากคณะกรรมการบริการทางการเงิน ในกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์มีความประสงค์จะโอนธุรกิจ รวบรวมกิจการ แยกกิจการ แยกเพื่อรวบรวม แลกหุ้น หรือโอนหุ้น

(3) ตลาดหลักทรัพย์ KRX รายงานต่อคณะกรรมการบริการทางการเงิน

ตลาดหลักทรัพย์ KRX ต้องรายงานต่อคณะกรรมการบริการทางการเงิน ตามมาตรา 410 (1) แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้ในกรณีที่จำเป็นเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนหรือเพื่อการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ดี คณะกรรมการบริการทางการเงินอาจสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์ส่งรายงานหรือหลักฐานเกี่ยวกับการดำเนินธุรกิจหรือทรัพย์สินของตลาดหลักทรัพย์

(4) คณะกรรมการบริการทางการเงินสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์ KRX ส่งรายงาน

ตามมาตรา 410 (1) แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ในกรณีที่จำเป็นเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนหรือเพื่อการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ดี ผู้อำนวยการสำนักงานกำกับดูแลการเงิน (FSS) อาจสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์ KRX ส่งรายงานเกี่ยวกับการดำเนินธุรกิจ สถานะทางการเงิน บัญชี หรือเอกสารอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องตลาดหลักทรัพย์ KRX

(5) คณะกรรมการบริการทางการเงินตรวจสอบการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ KRX

เมื่อผู้อำนวยการสำนักงานกำกับดูแลการเงิน (FSS) ได้รับรายงานของตลาดหลักทรัพย์ KRX ตามมาตรา 410 (1) แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 แล้ว ต้องดำเนินการตรวจสอบและรายงานผลการตรวจสอบดังกล่าวต่อคณะกรรมการบริการทางการเงินตามมาตรา 410 (3) ทั้งนี้หากพบว่าตลาดหลักทรัพย์ฝ่าฝืนหลักเกณฑ์ หรือคำสั่ง

หรือการดำเนินการทางวินัยตามกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ผู้อำนวยการสำนักงานกำกับดูแลการเงินต้องความเห็นเป็นหนังสือว่าต้องดำเนินการอย่างไรต่อการฝ่าฝืนดังกล่าว

(6) คณะกรรมการบริการทางการเงินสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์ KRX กระทำการหรืองดเว้นกระทำการ

คณะกรรมการบริการทางการเงินมีอำนาจสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์ KRX กระทำการหรืองดเว้นกระทำการ ตามมาตรา 411 (2) แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้คณะกรรมการบริการทางการเงินมีอำนาจสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์ดำเนินการเพื่อแก้ไขการฝ่าฝืนหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ตามที่กำหนดไว้ในใบอนุญาต

(7) คณะกรรมการบริการทางการเงินลงโทษเพิกถอนใบอนุญาตของตลาดหลักทรัพย์ KRX

คณะกรรมการบริการทางการเงินมีอำนาจลงโทษเพิกถอนใบอนุญาตของตลาดหลักทรัพย์ KRX ตามมาตรา 411 (1) แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้คณะกรรมการบริการทางการเงินมีอำนาจเพิกถอนใบอนุญาตของตลาดหลักทรัพย์ได้ ในกรณีต่าง ๆ เช่น ตลาดหลักทรัพย์ได้รับใบอนุญาตโดยการฉ้อโกงหรือวิธีการไม่เหมาะสม ตลาดหลักทรัพย์ฝ่าฝืนเงื่อนไขในใบอนุญาต ตลาดหลักทรัพย์ยังคงดำเนินธุรกิจขณะที่สั่งพักใบอนุญาตชั่วคราว เป็นต้น

จากที่กล่าวมาข้างต้น จะเห็นได้ว่าคณะกรรมการบริการทางการเงินมีอำนาจในการกำกับดำเนินการของตลาดหลักทรัพย์ KRX ค่อนข้างมาก อันได้แก่ การทบทวนและให้ความเห็นชอบต่อกฎที่ออกโดยตลาดหลักทรัพย์ KRX (Review and Approve) การให้ตลาดหลักทรัพย์ KRX รายงานการดำเนินการ (Report Request) การทบทวนการทำงานของตลาดหลักทรัพย์ KRX เป็นประจำ (Periodic Review) การตรวจสอบการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ KRX (Inspection) การให้ตลาดหลักทรัพย์ KRX ช่วยเหลือตามที่ต้องการ (Facilitation) การสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์กระทำการหรืองดเว้นกระทำการ (Order) และการลงโทษตลาดหลักทรัพย์ KRX (Punishment)

สมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA)

(1) คณะกรรมการบริการทางการเงินให้ความเห็นชอบต่อกฎของ KOFIA

การแก้ไขข้อบังคับของ KOFIA ต้องขอความเห็นชอบจากคณะกรรมการบริการทางการเงินตามมาตรา 287(2) แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและ

ตลาดทุน ค.ศ. 2007 รวมถึงการออกกฎหรือแก้ไขกฎที่ใช้กำกับดูแลสมาชิกก็ต้องขอความเห็นชอบจากคณะกรรมการบริการทางการเงินด้วย²³⁰

(2) KOFIA รายงานต่อคณะกรรมการบริการทางการเงิน

KOFIA มีหน้าที่รายงานต่อคณะกรรมการบริการทางการเงิน ตามมาตรา 290 แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 และข้อ 7 ของข้อบังคับ KOFIA ที่กำหนดให้ในกรณีที่ KOFIA จัดทำ แก้ไข หรือยกเลิกกฎที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจการลงทุนทางการเงิน KOFIA มีหน้าที่ต้องรายงานต่อคณะกรรมการบริการทางการเงินโดยไม่ชักช้า

(3) คณะกรรมการบริการทางการเงินตรวจสอบการดำเนินงานของ KOFIA

คณะกรรมการบริการทางการเงินมีอำนาจตรวจสอบการดำเนินงานของ KOFIA ตามมาตรา 292 แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 โดยมีอำนาจขอให้ KOFIA ส่งเอกสารที่เกี่ยวข้องเพื่อดำเนินการตรวจสอบได้

(4) คณะกรรมการบริการทางการเงินสั่งให้ KOFIA กระทำการหรืองดเว้นการกระทำการ

คณะกรรมการบริการทางการเงินมีอำนาจสั่งให้ KOFIA กระทำการหรืองดเว้นการกระทำการตามมาตรา 293 แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้คณะกรรมการบริการทางการเงินมีอำนาจสั่งให้ KOFIA ดำเนินการเพื่อแก้ไขการฝ่าฝืนหน้าที่ของ KOFIA ตามที่กำหนดไว้ในใบอนุญาต

(5) คณะกรรมการบริการทางการเงินลงโทษ KOFIA และพนักงานของ KOFIA

ภายใต้มาตรา 293 แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 คณะกรรมการบริการทางการเงินมีอำนาจลงโทษ KOFIA โดยใช้มาตรการต่าง ๆ เช่น การสั่งให้ KOFIA หยุดดำเนินงานทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เกิน 6 เดือน เป็นต้น รวมถึงมีอำนาจลงโทษพนักงานของ KOFIA เช่น การสั่งให้เลิกจ้าง การสั่งให้หยุดปฏิบัติหน้าที่ไม่เกิน 6 เดือน เป็นต้น

จากที่กล่าวมาข้างต้น จะเห็นได้ว่าคณะกรรมการบริการทางการเงินมีอำนาจในการกำกับกรดำเนินงานของ KOFIA ค่อนข้างมาก อันได้แก่ การทบทวนและให้ความเห็นชอบต่อกฎที่ออกโดย KOFIA (Review and approve) การให้ KOFIA รายงาน (Report Request) การทบทวนการทำงานของ KOFIA เป็นประจำ (Periodic Review) การตรวจสอบการดำเนินงานของ KOFIA

²³⁰ International Monetary Fund, **Financial Sector Assessment Program:**

(Inspection) การให้ KOFIA ช่วยเหลือตามที่ต้องการ (Facilitation) การสั่งให้ KOFIA กระทำการหรืองดเว้นกระทำการ (Order) และการลงโทษ KOFIA หรือพนักงานของ KOFIA (Punishment)

3.3 กฎหมายและหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองของประเทศสหรัฐอเมริกา

สหรัฐอเมริกาเป็นประเทศต้นแบบที่นำแนวทางการกำกับดูแลตนเองมาใช้ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ และมีความโดดเด่นเกี่ยวกับองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ สำหรับความเป็นมาและลักษณะตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ หน่วยงานหรือองค์กรในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ รวมถึงหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะขององค์กรกำกับดูแลตนเอง รูปแบบการกำกับดูแลตนเอง และการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

3.3.1 ความเป็นมาของตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา

การซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกามีประวัติมาอย่างยาวนานก่อนที่จะมีการก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์อย่างเป็นทางการ สำหรับความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาสามารถแบ่งออกเป็น 3 ช่วงเวลาที่สำคัญ ได้แก่

1) ก่อนการจัดตั้งหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

ประเทศสหรัฐอเมริกาเริ่มมีการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่มีการปฏิวัติอเมริกา โดยได้รับอิทธิพลจากการซื้อขายหลักทรัพย์และพันธบัตรที่แพร่หลายมาก่อนในอังกฤษ ซึ่งในสหรัฐอเมริกาก็ได้เริ่มมีกลุ่มคนที่ทำหน้าที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในเมืองท่าต่าง ๆ ที่เป็นอาณานิคมในขณะนั้น เช่น นิวยอร์ก ฟิลาเดลเฟีย เป็นต้น โดยกลุ่มคนดังกล่าวได้ใช้ร้านกาแฟเป็นสถานที่ทำการ อย่างไรก็ตามเนื่องจากการที่ไม่มีกฎระเบียบที่ชัดเจนมาควบคุมการซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าว ในปี ค.ศ. 1792 จึงเกิดเรื่องอื้อฉาวของการปั่นหุ้นโดยนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ที่มลรัฐนิวยอร์ก และนำมาซึ่งการออกกฎหมายของมลรัฐนิวยอร์กเพื่อควบคุมการซื้อขายหลักทรัพย์ครั้งแรกในสหรัฐอเมริกาเมื่อวันที่ 10 เมษายน ค.ศ. 1792 ได้แก่ กฎหมาย An Act to Prevent the Pernicious Practice of Stock-Jobbing, and for Regulating Sales and Public Auctions ซึ่งเป็นกฎหมายที่นำมาใช้เพื่อจำกัดการซื้อขายหลักทรัพย์โดยบุคคลที่ไม่ซื้อตรง²³¹

²³¹ Sanders John I., Break from Tradition: Questioning the Primacy of Self-Regulation in American Securities Law, *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review* 7, 1 (2017): 93-94.

ทั้งนี้ก่อนการออกกฎหมายควบคุมโดยมลรัฐนิวยอร์ก ในเดือนมีนาคม ค.ศ. 1792 ได้มีการรวมกลุ่มของนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อจัดตั้งสถานที่ซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่ Wall Street และได้ทำสัญญาที่เรียกว่า Buttonwood Agreement เพื่อจัดตั้งตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์และเป็นจุดเริ่มต้นของการกำกับดูแลตนเองในสหรัฐอเมริกา ภายใต้สัญญาดังกล่าวได้จำกัดจำนวนสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์อยู่ที่จำนวน 24 ราย และกำหนดให้สมาชิกดังกล่าวต้องเก็บค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ในอัตราขั้นต่ำตามที่กำหนดไว้สำหรับแต่ละธุรกรรม นอกจากนี้ Buttonwood Agreement ได้กำหนดหลักการที่สำคัญ 3 ประการ ได้แก่ 1) หลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายกันต้องจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในปี ค.ศ. 1792 ได้เริ่มก่อตั้งตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการขึ้นที่นิวยอร์ก 2) ห้ามสมาชิกระงับการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนดังกล่าวนอกตลาดหลักทรัพย์ และ 3) สมาชิกต้องถูกควบคุมภายใต้หลักเกณฑ์ที่กำหนดใน Buttonwood Agreement

ต่อมาเมื่อมีปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์หลักทรัพย์มากขึ้นเรื่อย ๆ ในปี ค.ศ. 1817 ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการที่นิวยอร์กก็ได้เปลี่ยนชื่อเป็น “ตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก” (New York Stock Exchange: NYSE) และได้มีการจัดทำหลักเกณฑ์แยกออกมาจาก Buttonwood Agreement ได้แก่ 1817 Constitution เพื่อกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์และการรับสมาชิกใหม่ของตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงให้อำนาจตลาดหลักทรัพย์ NYSE ในการลงโทษสมาชิก เช่น การปรับ การขับให้พ้นสมาชิกภาพ (ด้วยการลงคะแนนเสียงของสมาชิกในสัดส่วน 2 ใน 3) เป็นต้น รวมถึงการระงับข้อพิพาทที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ นอกจากนี้ในปี ค.ศ. 1863 ตลาดหลักทรัพย์ NYSE ได้ออกหลักเกณฑ์กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยข้อมูลทางการเงินดำเนินการด้วยความโปร่งใส และต้องจัดทำรายงานประจำปี ซึ่งในที่สุดแล้วตลาดหลักทรัพย์ NYSE ได้กำหนดให้ผู้ที่ต้องการออกหลักทรัพย์ต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขขั้นต่ำเกี่ยวกับจัดทำรายงานและดำเนินการก่อนที่จะได้รับจดทะเบียนหลักทรัพย์

จากที่กล่าวมาข้างต้น จะเห็นว่าภายใต้ Buttonwood Agreement ตลาดหลักทรัพย์ NYSE มีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ถูกควบคุมโดยสมาชิก ซึ่งในช่วงศตวรรษที่ 19 ภาครัฐไม่ได้ออกหลักเกณฑ์ใด ๆ มาแทรกแซงการกำกับดูแลตนเองของตลาดหลักทรัพย์ NYSE ดังนั้นในช่วงนั้นเองตลาดหลักทรัพย์ NYSE สามารถรักษาความเป็นกลุ่มผูกขาดในธุรกิจหลักทรัพย์ได้โดยไม่ถูกภาครัฐแทรกแซง

อย่างไรก็ตามเมื่อเริ่มต้นศตวรรษที่ 20 ตลาดหลักทรัพย์ NYSE เริ่มดึงดูดผู้ลงทุนที่อยากร่ำรวยโดยไม่ต้องทำงานให้เข้ามาเก็งกำไรในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น ส่งผลให้เกิดการหลอกลวงผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้นด้วย นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์พยายามล่อลวงให้ผู้ลงทุนเข้ามาซื้อหุ้นที่มีราคาสูงกว่ามูลค่าสินทรัพย์ของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์อย่างมาก ซึ่งบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์บาง

แห่งก็ไม่มีสินทรัพย์เลย โดยหุ้นที่มีมูลค่าสูงมากดังกล่าวเปรียบเสมือนภาพท้องฟ้าอันสดใส (Blue Sky) ในสายตาของผู้ลงทุน แต่ความจริงหุ้นดังกล่าวไม่มีสินทรัพย์ที่จับต้องได้ ดังนั้นกรณีการล่อลวงให้ซื้อหุ้นดังกล่าวที่มีมากขึ้นเรื่อย ๆ จึงนำมาซึ่งการออกกฎหมายควบคุมการซื้อขายหลักทรัพย์ของแต่ละมลรัฐที่เรียกว่า Blue Sky Law โดยในปี ค.ศ. 1911 กฎหมาย Blue Sky Law ได้ถูกออกมาใช้บังคับครั้งแรกโดยมลรัฐแคนซัส และต่อมามลรัฐอื่น ๆ ได้ทยอยออกกฎหมาย Blue Sky Law มาใช้บังคับเช่นเดียวกัน จนกระทั่งในปี ค.ศ. 1927 มีจำนวน 46 มลรัฐ (จากจำนวนทั้งหมด 48 มลรัฐ) ที่ออกกฎหมาย Blue Sky Law มาใช้บังคับ²³²

ข้อกำหนดสำคัญของกฎหมาย Blue Sky Law ได้แก่ ห้ามขาย หรือเสนอขาย หรือต่อรองเพื่อขายหลักทรัพย์ใด ๆ ก่อนที่จะยื่นคำขอเสนอขายหลักทรัพย์นั้นต่อหน่วยงานของมลรัฐ ดังนั้นหากต้องการเสนอขายหลักทรัพย์ในมลรัฐใดก็ต้องยื่นขออนุญาตต่อมลรัฐนั้น ทั้งนี้หลังจากหลายมลรัฐได้ออกกฎหมาย Blue Sky Law เพื่อมาบังคับใช้ ก็เกิดการฟ้องคดีเกี่ยวกับความชอบด้วยกฎหมายของ Blue Sky Law โดยในปี ค.ศ. 1914 ได้มีการยื่นฟ้องคดีว่าข้อกำหนดให้ยื่นขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ต่อหน่วยงานของมลรัฐตามกฎหมาย Blue Sky Law ของมลรัฐเวอร์จิเนียขัดต่อรัฐธรรมนูญสหรัฐอเมริกา ซึ่งศาลมลรัฐเวอร์จิเนียได้ตัดสินว่าข้อกำหนดดังกล่าวขัดต่อรัฐธรรมนูญ เนื่องจากเป็นการจำกัดสิทธิและสร้างภาระในการค้าระหว่างรัฐ ทั้งนี้ได้มีการยื่นฟ้องคดีในลักษณะดังกล่าวในอีกหลายมลรัฐ และศาลใน 6 มลรัฐได้พิพากษาว่ากฎหมาย Blue Sky Law ของมลรัฐนั้นขัดต่อรัฐธรรมนูญสหรัฐอเมริกา

แม้ว่าข้อกำหนดให้ยื่นคำขอเสนอขายหลักทรัพย์ตามกฎหมาย Blue Sky Law ของแต่ละมลรัฐถือเป็นแนวทางที่ถูกต้อง แต่เมื่อบังคับใช้ไปแล้วกลับพบว่าการกำหนดหลักเกณฑ์ดังกล่าวไว้ในเพียงกฎหมายระดับมลรัฐอาจไม่เพียงพอ เนื่องจากแต่ละมลรัฐไม่สามารถหยุดการหลอกลวงทางไปรษณีย์ที่แพร่หลายได้ เจ้าหน้าที่และอัยการของแต่ละมลรัฐไม่มีความเชี่ยวชาญในการดำเนินคดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์ รวมถึงแต่ละมลรัฐไม่มีทรัพยากรที่เพียงพอสำหรับการติดตามตรวจสอบการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรอง ดังนั้นในช่วงต้นทศวรรษที่ 1920 ได้มีการเรียกร้องให้มีการแก้ไขปัญหการหลอกลวงให้ซื้อหลักทรัพย์โดยออกกฎหมายบังคับใช้ในระดับประเทศ ซึ่งในช่วงแรกความพยายามผลักดันกฎหมายดังกล่าวยังไม่เกิดผลสำเร็จ เนื่องจากรัฐสภาเห็นว่ารัฐไม่ควรเข้าไปยุ่งเกี่ยวกับการกำกับดูแลหลักทรัพย์ การซื้อขายหลักทรัพย์ควรเป็นไปตามนโยบายเศรษฐกิจแบบเสรีนิยม (Laissez-faire Economic Policies)²³³

²³² *Ibid.*, pp. 95-101.

²³³ *Ibid.*, pp. 101-106.

2) หลังการจัดตั้งหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

ในปี ค.ศ. 1929 สหรัฐอเมริกาได้เผชิญกับภาวะเศรษฐกิจตกต่ำครั้งใหญ่ (The Great Depression) ส่งผลให้มูลค่าของหลักทรัพย์รวมในตลาดหลักทรัพย์ NYSE ในช่วงระหว่างวันที่ 1 กันยายน ค.ศ. 1929 ถึงวันที่ 1 กรกฎาคม ค.ศ. 1932 ลดลงอย่างมาก จากประมาณ 9 หมื่นล้านเหรียญสหรัฐ เหลือเพียงประมาณ 1.6 หมื่นล้านเหรียญสหรัฐ ซึ่งผลกระทบจากวิกฤตเศรษฐกิจดังกล่าวทำให้รัฐสภาต้องกลับมาพิจารณาถึงการกำกับดูแลหลักทรัพย์โดยรัฐอีกครั้ง และได้มีการผลักดันให้รัฐสภาออกกฎหมายหลักทรัพย์ระดับชาติฉบับแรกจนเป็นผลสำเร็จในสมัยประธานาธิบดีแฟรงกลิน ดี. รูสเวลต์ ได้แก่ กฎหมายกำกับหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 (Securities Act 1933) โดยมีวัตถุประสงค์สำคัญ คือ การกำกับดูแลการออกหลักทรัพย์ โดยสร้างหลักประกันว่าผู้ลงทุนจะได้รับข้อมูลทางการเงินและข้อมูลสำคัญอื่นเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชน รวมถึงการห้ามการหลอกลวง การบิดเบือนความจริง และการฉ้อโกงใด ๆ ในการขายหลักทรัพย์ สำหรับวิธีการเบื้องต้นที่นำมาใช้เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ดังกล่าว คือ การเปิดเผยข้อมูลสำคัญทางการเงินผ่านการจดทะเบียนหลักทรัพย์ ดังนั้นโดยทั่วไปกฎหมายดังกล่าวจึงห้ามการกระจายหลักทรัพย์สู่ประชาชนโดยไม่ผ่านการจดทะเบียนกับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนอย่างน้อยต้องผ่านเงื่อนไขที่สำคัญ ได้แก่ การอธิบายถึงลักษณะธุรกิจและทรัพย์สินของบริษัทเจ้าของหลักทรัพย์ การอธิบายถึงหลักทรัพย์ที่เสนอขาย รวมถึงการให้ข้อมูลเกี่ยวกับการบริหารจัดการบริษัทและงบการเงินที่ได้รับการรับรองจากผู้สอบบัญชีอิสระ²³⁴

นอกจากนี้รัฐสภาได้ออกกฎหมายอีกฉบับ คือ กฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 (Exchange Act of 1934) ที่มีวัตถุประสงค์เพื่อจัดตั้ง “คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา” (U.S. Securities and Exchange Commission: SEC) เป็นหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐที่มีอำนาจในการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ ซึ่งอำนาจดังกล่าวรวมถึงการรับจดทะเบียน การกำกับดูแล และการกำกับบริษัทหลักทรัพย์และองค์กรกำกับดูแลตนเอง²³⁵ รวมถึงจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลตนเอง (SRO) ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนระดับชาติ สมาคม

²³⁴ *Ibid.*, p. 107.

²³⁵ ตัวอย่างขององค์กรกำกับดูแลตนเองตามกฎหมาย Exchange Act of 1934 เช่น ตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (New York Stock Exchange: NYSE) ตลาดหลักทรัพย์แนสแด็ก (National Association of Securities Dealers Automated Quotations: NASDAQ) ตลาดซื้อขายสินค้าล่วงหน้าชิคาโก (Chicago Board Options Exchange: CBOE) รวมถึงองค์กรกำกับภาคการเงิน (Financial Industry Regulatory Authority: FINRA)

หลักทรัพย์ที่จดทะเบียน คณะกรรมการออกกฎเกี่ยวกับหลักทรัพย์ระดับท้องถิ่น และสำนักหักบัญชีที่จดทะเบียน โดยกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ได้กำหนดหลักเกณฑ์สำหรับการจดทะเบียนองค์กรกำกับดูแลตนเองที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงแนวทางในการกำกับองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา แม้ว่าต่อมาจะมีการแก้ไขหลักเกณฑ์เกี่ยวกับองค์กรกำกับดูแลตนเองอยู่บ้าง แต่ก็ไม่เปลี่ยนแปลงในสาระสำคัญ กล่าวคือ กฎหมายยังคงอนุญาตให้สามารถจดทะเบียนองค์กรกำกับดูแลตนเองได้หลายองค์กร ภายใต้การกำกับของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา²³⁶

อย่างไรก็ตามในช่วงแรกนั้น แนวทางการกำกับดูแลตามกฎหมายกฎหมายกำกับหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 และกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ที่บัญญัติขึ้น ไม่ได้มุ่งเน้นการกำกับดูแลตนเอง แต่มุ่งเน้นการกำกับดูแลโดยหน่วยงานรัฐเป็นสำคัญ โดยกฎหมายกำกับหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 และกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 มุ่งเน้นการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองที่เป็นทางการ (Exchange) ในขณะที่การกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองที่ไม่เป็นทางการ (Over-The-Counter) หรือการซื้อขายนอกตลาดหลักทรัพย์นั้น กฎหมายเพื่อการฟื้นฟูอุตสาหกรรมแห่งชาติ (National Industrial Recovery Act) ได้ให้อำนาจคณะกรรมการจัดทำประมวลธุรกิจวานิชชนกิจ (Investment Bankers Code Committee: IBCC) ออกแนวปฏิบัติสำหรับการกำกับดูแลการซื้อขายนอกตลาดหลักทรัพย์

ต่อมาในปี ค.ศ. 1935 ศาลฎีกาได้ตัดสินในคดี A.L.A. Schechter Poultry Corp. v. United State ว่าการมอบอำนาจภายใต้กฎหมายเพื่อการฟื้นฟูอุตสาหกรรมแห่งชาติขัดต่อรัฐธรรมนูญ ส่งผลให้คณะกรรมการจัดทำประมวลธุรกิจวานิชชนกิจ (IBCC) ซึ่งเป็นองค์กรผู้รับมอบอำนาจตามกฎหมายดังกล่าวไม่ชอบด้วยกฎหมาย ดังนั้นจึงทำให้เกิดแนวคิดการสร้างความแน่นอนในการกำกับดูแลสำหรับการซื้อขายนอกตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในขณะนั้นมี 2 ทางเลือก ได้แก่ ทางเลือกแรก ให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาเข้ามาทำหน้าที่แทนคณะกรรมการจัดทำประมวลธุรกิจวานิชชนกิจ หรือทางเลือกที่สอง อนุญาตให้มีการกำกับดูแลตนเองสำหรับธุรกิจหลักทรัพย์เหมือนเช่นในอดีต ซึ่งท้ายที่สุดแล้ว ด้วยเหตุผลที่ว่าคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาอาจจะมีทรัพยากรที่เพียงพอในการติดตามตรวจสอบการปฏิบัติงานของธุรกิจหลักทรัพย์แต่ละวัน และอาจจะไม่สามารถจัดทำแนวปฏิบัติที่เหมาะสมสำหรับคุณธรรมและจริยธรรมในธุรกิจหลักทรัพย์ได้ จึงนำมาซึ่งการออกกฎหมาย Maloney Act of 1938 เพื่อปรับปรุงแก้ไขกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 โดยกำหนดให้มีการรับรองสถานะขององค์กรกำกับดูแลตนเอง และให้อำนาจการกำกับดูแลตนเองสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์

²³⁶ Sanders John I., *op. cit.*, pp. 108-110.

นอกตลาด ทั้งนี้หากองค์กรกำกับดูแลตนเองล้มเหลวในการปฏิบัติหน้าที่ดังกล่าว คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาสามารถเข้าไปกำกับดูแลแทนได้ ดังนั้นหลักการของ Maloney Act of 1938 ที่เพิ่มเติมเข้าไปในมาตรา 15A กฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 จึงเป็นการกำกับดูแลจริยธรรมของธุรกิจหลักทรัพย์ผ่านกลไกการกำกับดูแลตนเองที่ถูกควบคุมโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา²³⁷

การออกกฎหมาย Maloney Act of 1938 ถือเป็นการกลับมาอีกครั้งของระบบการกำกับดูแลตนเองแบบ Buttonwood Agreement ซึ่งในปี ค.ศ. 1939 สมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ (National Association of Securities Dealers: NASD) ได้เข้ามาจดทะเบียนเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองตามกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ที่แก้ไขเพิ่มเติมโดย Maloney Act of 1938 และมีนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์จำนวนมากเข้ามาสมัครเป็นสมาชิกของสมาคม ต่อมาในปี ค.ศ. 2007 สมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ (NASD) ได้ควบรวมกิจการกับส่วนงานกำกับดูแลภายในของตลาดหลักทรัพย์ NYSE เป็นหน่วยงานใหม่ที่ชื่อว่า องค์กรกำกับภาคการเงิน (Financial Industry Regulatory Authority: FINRA) ทั้งนี้แม้ว่ากฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ที่แก้ไขเพิ่มเติมโดย Maloney Act of 1938 กำหนดให้ FINRA ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองต้องยื่นร่างกฎเกณฑ์เพื่อขอความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา ก่อนจะนำไปออกเป็นกฎเกณฑ์เพื่อบังคับใช้ แต่ในทางปฏิบัติแล้วคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกามักจะให้ความเห็นชอบตามที่ FINRA เสนอมา ตัวอย่างเช่น ระหว่างปี ค.ศ. 2009-2011 คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาไม่ให้ความเห็นชอบต่อกฎเกณฑ์ที่ FINRA เสนอมาเพียงแค่ครั้งเดียว²³⁸

3) หลังการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์

แม้ว่าต่อมาจะได้มีการควบรวมกันระหว่างตลาดหลักทรัพย์²³⁹ และสมาคมหลักทรัพย์²⁴⁰ แต่องค์กรกำกับดูแลตนเองที่สำคัญก็ยังคงเป็นตลาดหลักทรัพย์และสมาคมหลักทรัพย์

²³⁷ Louis Loss, *Fundamentals of Securities Regulation* (New York:: Aspen Publishers, 1988), p. 788.

²³⁸ Sanders John I., *op. cit.*, pp. 111-114.

²³⁹ เช่น กรณีที่ตลาดหลักทรัพย์ NYSE การควบรวมกิจการกับ Archipelago Holdings จนกลายเป็น NYSE Group และต่อมาก็ได้ควบรวมกิจการกับตลาดหลักทรัพย์ Euronext กลายเป็นตลาดหลักทรัพย์ NYSE Euronext (NYSE)

²⁴⁰ เช่น กรณีที่สมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ (NASD) ควบรวมกับส่วนงานกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (NYSE) กลายเป็น องค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA)

เช่นเดิม อย่างไรก็ตามด้วยผลกระทบของปัจจัยแวดล้อม เช่น การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ การแข่งขันอย่างรุนแรงของตลาดทุนโลก เป็นต้น กลับทำให้อำนาจสำคัญในการกำกับดูแลตลาดทุน ทั้งการกำกับดูแลสมาชิกและบริษัทจดทะเบียน ถูกถ่ายโอนจากตลาดหลักทรัพย์มาที่สมาคมหลักทรัพย์มากขึ้น โดยจะเห็นได้จากเมื่อตลาดหลักทรัพย์ NYSE ถูกแปรรูปในปี ค.ศ. 2005 จากการควบรวมกิจการกับ Archipelago Holdings จนทำให้ตลาดหลักทรัพย์ NYSE กลายเป็นบริษัทที่แสวงหากำไรและเปลี่ยนชื่อเป็น NYSE Group งานกำกับดูแลสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์ NYSE ก็ได้ถูกถ่ายโอนมายังสมาคมหลักทรัพย์โดยการแยกส่วนงานกำกับดูแลภายในของตลาดหลักทรัพย์ NYSE ออกมาควบรวมกิจการกับสมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ (NASD) ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองสำหรับการซื้อขายนอกตลาดหลักทรัพย์ (OTC) ในขณะนั้น จนกลายเป็นหน่วยงานใหม่ที่ชื่อว่า องค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA) ทำให้ FINRA มีอำนาจในการกำกับดูแลทั้งสมาชิกที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์และนอกตลาดหลักทรัพย์ ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ NYSE ยังคงมีอำนาจกำกับดูแลสมาชิกที่เป็นบริษัทหลักทรัพย์ในบางเรื่อง นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์ NYSE ยังได้ทำสัญญาจ้างให้ FINRA ทำหน้าที่กำกับดูแลแทนตลาดหลักทรัพย์ในบางเรื่องด้วย เนื่องจากภายหลังการแปรรูป ตลาดหลักทรัพย์ NYSE ต้องการมุ่งเน้นการดำเนินงานทางด้านธุรกิจมากกว่างานทางด้านการกำกับดูแลซึ่งถือเป็นต้นทุนสำคัญของตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกายังคงทำหน้าที่กำกับการทำงานของตลาดหลักทรัพย์ NYSE และ FINRA เช่นเดิม²⁴¹

ดังนั้นจะเห็นได้ว่าแนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองยังคงมีอิทธิพลอย่างมากในตลาดทุนของสหรัฐอเมริกาตั้งแต่เริ่มต้นก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์จนถึงปัจจุบัน แม้ว่าที่ผ่านมาได้มีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์แล้ว แต่บทบาทขององค์กรกำกับดูแลตนเองก็ยังไม่ลดลง ภายใต้แนวทางการส่งผ่านอำนาจการกำกับดูแลตลาดทุนของตลาดหลักทรัพย์ไปยังสมาคมหลักทรัพย์ เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์สามารถเน้นการทำหน้าที่ในเชิงธุรกิจได้มากขึ้นภายหลังการแปรรูป ซึ่งแตกต่างกับสหราชอาณาจักรที่แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองมีอิทธิพลอย่างมากในช่วงเริ่มต้นก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์ แต่ต่อมาภายหลังการก่อตั้งหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐและการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองก็ถูกลดบทบาทลง เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์สามารถทำหน้าที่ในเชิงธุรกิจได้อย่างเต็มที่ภายหลังการแปรรูป โดยรัฐเลือกที่จะดึงอำนาจการกำกับดูแลตลาดทุนขององค์กรกำกับดูแลตนเองในอดีตกลับมาไว้ที่หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐในตลาดการเงินทั้งหมดเพียงหน่วยงานเดียว²⁴²

²⁴¹ John W. Carson, *op. cit.*, p. 11.

²⁴² *Ibid.*, p. 26.

3.3.2 ลักษณะตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา

3.3.2.1 ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการของประเทศ สหรัฐอเมริกา

ตลาดหลักทรัพย์แห่งแรกในสหรัฐอเมริกา คือ ตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (New York Stock Exchange: NYSE) ได้ถูกจัดตั้งขึ้นภายใต้ข้อตกลงของสมาชิกภาคเอกชนในปี ค.ศ. 1792 และจัดตั้งอย่างเป็นทางการในปี ค.ศ. 1817 ต่อมาได้ก่อตั้งเป็นนิติบุคคลไม่แสวงหากำไรภายใต้กฎหมายของรัฐนิวยอร์ก แต่ยังคงเป็นองค์กรที่มีสมาชิกเป็นเจ้าของ หลังจากนั้นรัฐสภาของสหรัฐอเมริกาได้ออกกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 (Exchange Act of 1934) เพื่อกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ และออกกฎหมาย Maloney Act of 1938 เพื่อกำกับดูแลการซื้อขายนอกตลาดหลักทรัพย์ (OTC) ซึ่งกำหนดให้มีการซื้อขายนอกตลาดได้โดยสมาคมหลักทรัพย์ระดับชาติ ได้แก่ สมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ (NASD) ที่ก่อตั้งขึ้นเป็นนิติบุคคลไม่แสวงหากำไรและมีสมาชิกเป็นเจ้าของภายใต้กฎหมายของรัฐเดลาแวร์ในปี ค.ศ. 1939 ทั้งนี้นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์หรือผู้ค้าหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนแล้ว สามารถซื้อขายหลักทรัพย์ได้ก็ต่อเมื่อเป็นสมาชิกของสมาคมหลักทรัพย์แห่งชาติ และเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่งที่เข้าไปซื้อขายหลักทรัพย์²⁴³

นอกจากนี้ สหรัฐอเมริกายังมีตลาดหลักทรัพย์อื่นอีกหลายแห่ง เช่น ตลาดหลักทรัพย์แปซิฟิก (Pacific Exchange: PCX) ซึ่งเป็นตลาดหลักทรัพย์ระดับภูมิภาคที่ก่อตั้งขึ้นในปี ค.ศ. 1957 จากการควบรวมกันระหว่างตลาดหลักทรัพย์และตราสารหนี้ซานฟรานซิสโก (San Francisco Stock and Bond Exchange) และตลาดหลักทรัพย์และน้ำมันลอสแอนเจลิส (Los Angeles Stock and Oil Exchange) ทั้งนี้ในปี ค.ศ. 2000 ตลาดหลักทรัพย์ PCX เป็นตลาดหลักทรัพย์แห่งแรกที่แปรรูปเป็นบริษัทจดทะเบียนที่แสวงหากำไร ต่อมาตลาดหลักทรัพย์ NASDAQ ก็แปรรูปเป็นบริษัทจดทะเบียนที่แสวงหากำไรเช่นกัน โดยเสนอขายหุ้นบางส่วนในตลาดหลักทรัพย์แบบเฉพาะเจาะจง (Private placement) ส่วนตลาดหลักทรัพย์ NYSE ถูกแปรรูปในปี ค.ศ. 2005 จากการควบรวมกิจการกับ Archipelago Holdings หลังจากนั้นในปี ค.ศ. 2006 ก็ได้ควบรวมกิจการกับตลาดหลักทรัพย์ Euronext ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์ Euronext ก็เกิดจากการควบรวมตลาดหลักทรัพย์ของหลายประเทศในสหภาพยุโรป โดยเริ่มจากการควบรวม ระหว่างตลาดหลักทรัพย์อัมสเตอร์ดัม

²⁴³ Roberta S. Karmel, *Motivations, Mechanics and Models for Exchange Demutualizations in the United States, Demutualization of Stock Exchanges: Problems, Solutions and Case Studies* (Manila: Asian Development Bank, 2002), pp. 59-60.

(Amsterdam Stock Exchange) ตลาดหลักทรัพย์บรัสเซลส์ (Brussels Stock Exchange) และ ตลาดหลักทรัพย์ปารีส (Paris Bourse) ในปี ค.ศ. 2000²⁴⁴

ทั้งนี้จะเห็นได้ว่าในช่วงต้นศตวรรษที่ 21 มีการควมรวมตลาดหลักทรัพย์ในหลายประเทศเพื่อตอบสนองการแข่งขันระหว่างประเทศและนวัตกรรมทางเทคโนโลยีซึ่งส่งผลกระทบต่อโครงสร้างตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก โดยเฉพาะการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านเครือข่ายการสื่อสารทางอิเล็กทรอนิกส์ (Electronic Communications Networks: ECN) หรือที่เรียกว่าระบบซื้อขายหลักทรัพย์ทางเลือก (Alternative Trading Systems: ATS) ซึ่งเข้ามาทำหน้าที่ให้บริการซื้อขายหลักทรัพย์เช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์ในรูปแบบเดิม แต่สามารถส่งคำสั่งซื้อขายได้อย่างรวดเร็วด้วยต้นทุนการให้บริการที่ต่ำกว่า ดังนั้นการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์จึงเป็นแนวทางหนึ่งที่ช่วยให้ตลาดหลักทรัพย์สามารถแข่งขันกับระบบซื้อขายหลักทรัพย์ทางเลือก (ATS) ได้ เนื่องจากการแปรรูปทำให้ตลาดหลักทรัพย์เกิดการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการบริหารงานที่เน้นการแข่งขันในเชิงธุรกิจเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมากกว่าประโยชน์ของสมาชิกเช่นในอดีต²⁴⁵

สำหรับการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ โดยทั่วไปต้องได้รับความเห็นชอบจากสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์และหน่วยงานรัฐที่เป็นผู้กำกับดูแล เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงจากเจ้าของที่เป็นสมาชิกมาเป็นผู้ถือหุ้น ซึ่งการถือหุ้นดังกล่าวอาจจะจำกัดอยู่แค่ผู้ถือหุ้นกลุ่มบางกลุ่มด้วยการแปรรูปแต่ไม่นำเข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรืออาจจะกระจายไปยังผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้ลงทุนด้วยการแปรรูปและนำเข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนก็ได้ ดังนั้นแนวทางการแปรรูปของตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่งจึงมีความแตกต่างกันในรายละเอียด ตัวอย่างเช่น ตลาดหลักทรัพย์ PCX ได้แปรรูปเป็นบริษัทจดทะเบียนที่แสวงหากำไรในปี ค.ศ. 2000 โดยสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นเจ้าของเดิมสามารถรักษาสิทธิการเป็นผู้ถือหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ภายหลังการแปรรูป รวมถึงสิทธิการเข้าถึงระบบซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์สำหรับสมาชิกเดิม โดยสมาชิกเดิมจะเป็นผู้ถือหุ้นใน PCX Holdings, Inc. ซึ่งเป็นบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ PCX ภายหลังการแปรรูปแล้ว ทั้งนี้ต่อมาในปี ค.ศ. 2005 ตลาดหลักทรัพย์ PCX ได้ถูกซื้อกิจการโดยบริษัท อาร์คิเพลาโก โฮลดิ้งส์ (Archipelago Holdings, LLC) และเปลี่ยนชื่อเป็นตลาดหลักทรัพย์อาร์คิเพลาโก (Archipelago Exchange) ซึ่งเป็นตลาดหลักทรัพย์แห่งแรกในสหรัฐอเมริกาที่ใช้ระบบซื้อขายหลักทรัพย์อิเล็กทรอนิกส์ทั้งหมด อย่างไรก็ตามต่อมาตลาดหลักทรัพย์อาร์คิเพลาโก (Archipelago

²⁴⁴ *Ibid.*, p. 60.

²⁴⁵ *Ibid.*, p. 61.

Exchange) ก็ถูกเข้าซื้อกิจการโดย Intercontinental Exchange และเปลี่ยนชื่อเป็นตลาดหลักทรัพย์ NYSE Arca ในปัจจุบัน²⁴⁶

ประเทศสหรัฐอเมริกามีตลาดหลักทรัพย์หลายแห่ง ซึ่งจากข้อมูลของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา ณ วันที่ 31 ธันวาคม ค.ศ. 2020 มีรายชื่อตลาดหลักทรัพย์ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 3.6 รายชื่อตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา²⁴⁷

รายชื่อตลาดหลักทรัพย์	ที่ตั้ง	ปีที่จัดตั้ง
BZX Exchange	Chicago	2005
BYX Exchange	Chicago	2005
Boston Options Exchange	Boston	2002
C2 Options Exchange	Chicago	2010
Chicago Board Options Exchange	Chicago	1973
Chicago Stock Exchange	Chicago	1882
EDGA and EDGX	Chicago	1998
IEX	New York City	2012
ISE and ISE Gemini	New York City	2000/2013
Long Term Stock Exchange	New York City	2019
Members Exchange (MEMX)	Jersey City	2019
Miami International Securities Exchange	Miami, Florida	2012
NASDAQ	New York City	1971
NASDAQ OMX BX	Boston	1834
NASDAQ OMX PHLX	Philadelphia	1790
New York Stock Exchange	New York City	1817
NYSE Arca	New York City	2006
NYSE American (formerly NYSE MKT and the American Stock Exchange)	New York City	1908

²⁴⁶ *Ibid.*, p. 63.

²⁴⁷ U.S. Securities and Exchange Commission, 2020

3.3.2.2 ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นทางการของประเทศ สหรัฐอเมริกา

ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นทางการ (OTC) ของสหรัฐอเมริกาเป็นตลาดที่มีการเจรจาต่อรองซื้อขายหลักทรัพย์นอกตลาดหลักทรัพย์ระหว่างคู่สัญญา โดยตลาดดังกล่าวมีทั้งการซื้อขายตราสารทุนและตราสารหนี้ ปัจจุบันตลาด OTC ถูกกำกับดูแลโดย FINRA ซึ่ง FINRA ได้จัดทำข้อมูลราคาซื้อขายหลักทรัพย์นอกตลาดที่ชื่อว่า กระดานราคาซื้อขายหลักทรัพย์นอกตลาด (OTC Bulletin Board: OTCBB) เพื่อให้ผู้ลงทุนที่สนใจได้ทราบราคาซื้อขายของหลักทรัพย์นอกตลาดดังกล่าว โดย FINRA จะดำเนินการจัดทำราคาอ้างอิงของหลักทรัพย์ที่ซื้อขายนอกตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้สมาชิกของ FINRA ที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านระบบ OTCBB ต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่ FINRA กำหนด²⁴⁸

3.3.3 หน่วยงานหรือองค์กรในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศ สหรัฐอเมริกา

3.3.3.1 หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐในสหรัฐอเมริกา ได้แก่ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา ซึ่งประกอบด้วยกรรมการ 5 คนที่ได้รับการแต่งตั้งโดยประธานาธิบดีภายใต้คำแนะนำและความยินยอมของวุฒิสภา กรรมการดังกล่าวมีวาระการดำรงตำแหน่งครั้งละ 5 ปี ดำรงตำแหน่งได้เพียงวาระเดียว และห้ามกรรมการ 3 คนจาก 5 คนมาจากพรรคเดียวกัน ประธานาธิบดีเป็นผู้เลือกให้กรรมการคนใดคนหนึ่งทำหน้าที่เป็นประธานกรรมการ²⁴⁹

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาต้องประชุมกันเพื่อพิจารณาแก้ไขปัญหาต่าง ๆ ที่สำนักงานของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นำเสนอ รวมถึงเรื่องที่มีความสำคัญ เช่น การตีความกฎหมายหลักทรัพย์ที่ออกโดยรัฐบาลกลาง การแก้ไขกฎหมายที่มีอยู่ การเสนอกฎหมายใหม่ที่เปลี่ยนแปลงสภาพตลาด การบังคับใช้กฎหมายหลักทรัพย์ เป็นต้น ทั้งนี้การประชุมดังกล่าวจะเป็นไปโดยเปิดเผยต่อสาธารณะเว้นแต่เป็นการ

²⁴⁸ Financial Industry Regulatory Authority, OTC Bulletin Board (OTCBB), Retrieved May 9, 2021 from <https://www.finra.org/filing-reporting/over-the-counter-bulletin-board-otcbb>

²⁴⁹ 15 U.S. Code § 78d

พิจารณาเรื่องที่เป็นความลับ เช่น การพิจารณาว่าควรเริ่มสอบสวนการกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์หรือไม่ เป็นต้น²⁵⁰

โดยทั่วไปคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา มีอำนาจในการออกกฎ รวมถึงการมอบอำนาจในการออกกฎให้องค์กรอื่นและการตีความการออกกฎ วินิจฉัย สอบสวน และบังคับใช้กฎ ซึ่งคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา สามารถใช้อำนาจได้ค่อนข้างกว้างขวาง เช่น สั่งลงโทษปรับทางแพ่ง (Civil Penalty) ภายใต้การพิจารณาทางปกครอง²⁵¹ สั่งให้ยุติการกระทำ²⁵² เป็นต้น อย่างไรก็ตามคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาก็ไม่มีอำนาจในการวินิจฉัยข้อพิพาทระหว่างผู้ฟ้องคดีที่เป็นเอกชนด้วยกัน²⁵³

สำหรับขอบเขตของเรื่องที่กำลังดูอยู่นั้น คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกามีหน้าที่สำคัญในการสร้างความเชื่อมั่นให้กับตลาด การกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ และการกำกับองค์กรกำกับดูแลตนเอง²⁵⁴ ดังตัวอย่างที่สรุปในตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 3.7 ตัวอย่างอำนาจหน้าที่ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา²⁵⁵

ประเภทของอำนาจหน้าที่	ตัวอย่างอำนาจหน้าที่ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา
การสร้างความเชื่อมั่นให้ตลาด	- ตรวจสอบการกระทำอันไม่เป็นธรรม เช่น การแพร่ข่าวอันเป็นเท็จ การซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายใน ²⁵⁶

²⁵⁰ Annex 3, Regulation of the Securities Market in the United States, *op. cit.*, p. A6.

²⁵¹ Section 21B of Securities Exchange Act 1934

²⁵² Section 21C of Securities Exchange Act 1934

²⁵³ Thomas Lee Hazen, **The Law of Securities Regulation**, 6th ed. (Saint Paul: West Academic Publishing, 2009), p. 29.

²⁵⁴ Richard G. Wallace and Benjamin R. Dryden, “Self-Regulation: Background and Recent Developments,” **Ali-Aba Business Law Course Materials Journal** (December 2009): 47.

²⁵⁵ *Ibid.*

ประเภทของอำนาจหน้าที่	ตัวอย่างอำนาจหน้าที่ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา
	- ดูแลการเปิดเผยข้อมูลสำคัญของบริษัทจดทะเบียนแก่ผู้ลงทุน เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับงบการเงิน ²⁵⁷
กำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์	- การออกใบอนุญาตธุรกิจหลักทรัพย์ ²⁵⁸
	- การเพิกถอนใบอนุญาตธุรกิจหลักทรัพย์ ²⁵⁹
กำกับองค์กรกำกับดูแลตนเอง (SRO)	- ให้ความเห็นชอบในการจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยพิจารณาว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองต้องทำหน้าที่กำกับดูแลตนเองอย่างมีประสิทธิภาพและเป็นธรรม รวมถึงส่งเสริมให้ตลาดเปิดเสรี ปกป้องผู้ลงทุน และส่งเสริมความเชื่อถือต่อสาธารณชน ²⁶⁰
	- ลงโทษองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ไม่ปฏิบัติตามกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ เช่น สั่งพักหรือเพิกถอนใบอนุญาต ²⁶¹
	- ลงโทษพนักงานหรือกรรมการขององค์กรกำกับดูแลตนเองที่จงใจฝ่าฝืนกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ²⁶²
	- ให้ความเห็นชอบการออกกฎ ²⁶³ หรือการปรับปรุงกฎขององค์กรกำกับดูแลตนเองรวมถึงมีอำนาจยกเลิกหรือแก้ไขกฎขององค์กรกำกับดูแลตนเอง (SRO) ²⁶⁴
	- ทบทวนการกระทำขององค์กรกำกับดูแลตนเองต่อสมาชิก เช่น การลงโทษสมาชิก การรับหรือปฏิเสธการรับสมาชิก ²⁶⁵

²⁵⁶ Section 9 of Securities Exchange Act 1934

²⁵⁷ Section 10A of Securities Exchange Act 1934

²⁵⁸ Section 15 of Securities Exchange Act 1934

²⁵⁹ Section 15 (b) (5) of Securities Exchange Act 1934

²⁶⁰ Section 19 (a) of Securities Exchange Act 1934

²⁶¹ Section 19 (h) of Securities Exchange Act 1934

²⁶² Section 19 (h) (4) of Securities Exchange Act 1934

²⁶³ Section 19 (b) of Securities Exchange Act 1934

²⁶⁴ Section 19 (c) of Securities Exchange Act 1934

²⁶⁵ Section 19 (d) – (f) of Securities Exchange Act 1934

ประเภทของอำนาจหน้าที่	ตัวอย่างอำนาจหน้าที่ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา
	- ขอให้องค์กรกำกับดูแลตนเองเก็บบันทึกการซื้อขายและยื่นต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา ทั้งนี้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา สามารถเข้าตรวจสอบบันทึกต่าง ๆ ทั้งหมดได้ด้วย ไม่ว่าในช่วงเวลาใด²⁶⁶ - หากเห็นว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองกระทำการไม่เหมาะสมก็สามารถสั่งการให้แก้ไขได้ รวมถึงเข้าไปจำกัดการดำเนินงานขององค์กรกำกับดูแลตนเองถ้าเห็นว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองไม่ปฏิบัติตามหรือไม่บังคับให้เป็นไปตามกฎหมายตลาดหลักทรัพย์²⁶⁷

เพื่อประสิทธิภาพการทำงาน ภายในสำนักงานของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา ได้มีการแบ่งส่วนงานออกตามหน้าที่ที่รับผิดชอบอย่างชัดเจน ตัวอย่างเช่น

แผนกกำกับการเงินองค์กรธุรกิจ (Division of Corporation Finance) ทำหน้าที่กำกับข้อมูลสำคัญทางการเงินที่ต้องเปิดเผยต่อสาธารณชน โดยทบทวนเอกสารที่บริษัทมหาชนจำกัดต้องยื่นต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา เช่น รายการจดทะเบียนของหลักทรัพย์ออกใหม่ หนังสือมอบฉันทะที่ส่งให้ผู้ถือหุ้นก่อนจัดประชุมสามัญผู้ถือหุ้น รายงานประจำปี เอกสารเกี่ยวกับการทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ในกรณีควบรวมกิจการ เป็นต้น²⁶⁸

แผนกกำกับดูแลตลาด (Division of Market Regulation) ทำหน้าที่ดำรงไว้ซึ่งตลาดที่เป็นธรรม เป็นระเบียบ และมีประสิทธิภาพ โดยกำกับดูแลผู้ที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ เช่น บริษัทหลักทรัพย์ (ผู้ค้าหลักทรัพย์และนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์) องค์กรกำกับดูแลตนเอง ผู้ประมวลผลข้อมูลหลักทรัพย์ เป็นต้น ทั้งนี้อำนาจหน้าที่ของแผนกกำกับดูแลตลาดครอบคลุมถึงการดำเนินการตามแผนงานสร้างความมั่นคงทางการเงินในตลาดสำหรับนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์

²⁶⁶ Section 17 (a) (1) of Securities Exchange Act 1934

²⁶⁷ Section 17 (g) of Securities Exchange Act 1934

²⁶⁸ Annex 3, Regulation of the Securities Market in the United States, *op. cit.*,

การทบทวนและอนุมัติข้อเสนอขององค์กรกำกับดูแลตนเองในการออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิมที่มีอยู่ การจัดทำกฎและตีความการใช้กฎที่มีผลกระทบต่อการดำเนินงานในตลาดหลักทรัพย์ และการติดตามกิจกรรมต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์²⁶⁹

แผนกบังคับใช้กฎหมาย (Division of Enforcement) ทำหน้าที่ตรวจสอบการฝ่าฝืนกฎหมายหลักทรัพย์และแนะนำคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาให้ออกคำสั่งที่เหมาะสม ทั้งนี้ภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกามีอำนาจดำเนินการใด ๆ เพื่อบังคับใช้กฎหมายได้ก่อนที่จะมีคำพิพากษาของผู้พิพากษาปกครอง นอกจากนี้แผนกบังคับใช้กฎหมายยังทำหน้าที่ประสานงานร่วมกับหน่วยงานรัฐอื่น ๆ ภายใต้กฎหมายอาญาเพื่อนำไปสู่ฟ้องคดีอาญาด้วย²⁷⁰

3.3.3.2 องค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา

องค์กรกำกับดูแลตนเองเป็นองค์กรที่สมาชิกออกกฎและบังคับใช้กฎกับสมาชิกของตนเองภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์ที่ออกโดยรัฐบาลกลาง องค์กรกำกับดูแลตนเองต้องได้รับใบอนุญาตและถูกกำกับโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา องค์กรกำกับดูแลตนเองสามารถออกกฎใด ๆ เพื่อควบคุมสมาชิกให้มีการดำเนินงานที่เหมาะสม รวมถึงออกมาตรการใด ๆ เพื่อสร้างความมั่นคงของตลาดและคุ้มครองผู้ลงทุน สำหรับข้อเสนอการออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิมที่มีอยู่ขององค์กรกำกับดูแลตนเองต้องมีการเผยแพร่ต่อสาธารณชนเพื่อรับฟังความคิดเห็น ก่อนที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาก็จะพิจารณาและให้ความเห็นชอบ โดยอาจมีการแก้ไขกฎดังกล่าวตามความเหมาะสม ซึ่งกฎที่นำมาใช้ต้องประกอบด้วยรายละเอียดของเหตุผลและวัตถุประสงค์ในการออกกฎหรือแก้ไขกฎดังกล่าว²⁷¹

ภายใต้กฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 องค์กรกำกับดูแลตนเองหมายความว่ารวมถึง ตลาดหลักทรัพย์ระดับชาติที่จดทะเบียนตามมาตรา 6²⁷² สมาคมหลักทรัพย์

²⁶⁹ *Ibid.*, p. A7.

²⁷⁰ *Ibid.*, p. A7-A8.

²⁷¹ *Ibid.*, p. A8.

²⁷² เช่น New York Stock Exchange (NYSE), National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ), NYSE Amex LLC (NYSEAmex) (ก่อนหน้านี้ คือ American Stock Exchange และ NYSE Alternext US LLC ตามลำดับ), NYSE Arca, Inc. (NYSE Arca) (ก่อนหน้านี้ คือ Pacific Exchange, Inc.), BATS Exchange, Inc. (BATS), CBOE Futures Exchange, LLC (CFE), Chicago Board Options Exchange (CBOE), Chicago Mercantile

ระดับชาติที่จดทะเบียนตามมาตรา 15A²⁷³ คณะกรรมการออกกฎเกี่ยวกับหลักทรัพย์ระดับท้องถิ่น (Municipal Securities Rulemaking Board: MSRB) ที่จดทะเบียนตามมาตรา 15B²⁷⁴ ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์²⁷⁵ และสำนักหักบัญชีที่จดทะเบียนตามมาตรา 17A²⁷⁶ ซึ่งองค์กรดังกล่าวจะได้รับการจดทะเบียนและถูกกำกับโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา²⁷⁷

ทั้งนี้ องค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา มีจำนวนหลายแห่ง เนื่องจากสหรัฐอเมริกามีตลาดหลักทรัพย์ระดับชาติหลายแห่ง เช่น ตลาดหลักทรัพย์ NYSE, ARCA, CBOE, CHX เป็นต้น อย่างไรก็ตาม ผู้เขียนได้เลือกศึกษาตลาดหลักทรัพย์ระดับชาติเพียงแห่งเดียว ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (New York Stock Exchange: NYSE) ส่วนสมาคมหลักทรัพย์ระดับชาติของสหรัฐอเมริกามีเพียงแห่งเดียว ได้แก่ องค์กรกำกับภาคการเงิน (Financial Industry Regulatory Authority: FINRA) ซึ่งรายละเอียดขององค์กรกำกับดูแลแต่ละแห่งมีดังนี้

1) ตลาดหลักทรัพย์ NYSE

(1) ข้อมูลทั่วไป

ตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (New York Stock Exchange) หรือที่เรียกว่า “ตลาดหลักทรัพย์ NYSE” เริ่มแรกถูกจัดตั้งขึ้นโดยข้อตกลงในปี ค.ศ. 1792 และจัดตั้งอย่าง

Exchange (CME), Chicago Stock Exchange (CHX), International Securities Exchange (ISE), NASDAQ OMX BX, Inc. (BX) (ก่อนหน้านี้ คือ Boston Stock Exchange), NASDAQ OMX PHLX, Inc. (PHLX) (ก่อนหน้านี้ คือ Philadelphia Stock Exchange), National Stock Exchange (NSX) (ก่อนหน้านี้ คือ Cincinnati Stock Exchange)

²⁷³ เช่น Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) (ก่อนหน้านี้ คือ National Association of Securities Dealers), National Futures Association (NFA), Options Price Reporting Authority (OPRA)

²⁷⁴ เช่น Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB), Board of Trade of the City of Chicago, Inc. (CBOT)

²⁷⁵ เช่น Depository Trust Company (DTC)

²⁷⁶ เช่น Fixed Income Clearing Corporation (FICC) (ก่อนหน้านี้ คือ Government Securities Clearing Corporation), National Securities Clearing Corporation (NSCC), Options Clearing Corporation (OCC), Stock Clearing Corporation of Philadelphia (SCCP) (ถูกรวมกิจการโดย NASDAQ OMX)

²⁷⁷ Section 19 of Securities Exchange Act 1934

เป็นทางการในปี ค.ศ. 1817 โดยตลาดหลักทรัพย์ NYSE ได้รับการจดทะเบียนเป็นตลาดหลักทรัพย์ระดับชาติกับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาในปี ค.ศ. 1934 ต่อมาในปี ค.ศ. 1971 ได้จัดตั้งเป็นบริษัทไม่แสวงหากำไร และต่อมาถูกแปรรูปเป็นบริษัทแสวงหากำไรในปี ค.ศ. 2005 รวมถึงมีการจัดตั้งบริษัทย่อยจนกลายเป็นกลุ่มบริษัทตลาดหลักทรัพย์ NYSE Group

(2) ความเป็นเจ้าของ

แต่เดิมนั้นตลาดหลักทรัพย์ NYSE มีสมาชิกเป็นเจ้าของ ต่อมาได้ถูกแปรรูปในปี ค.ศ. 2005 จากการควบรวมกิจการกับ Archipelago Holdings ภายใต้ความเห็นชอบของที่ประชุมผู้ถือหุ้นที่เป็นสมาชิก ดังนั้นจึงทำให้สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ NYSE จำนวน 1,366 รายเปลี่ยนสถานะจากเจ้าของร่วมไปเป็นผู้ถือหุ้น รวมถึงทำให้ตลาดหลักทรัพย์ NYSE กลายเป็นบริษัทที่แสวงหากำไรเป็นครั้งแรกด้วย ซึ่งการรวมกิจการดังกล่าวทำให้กลายเป็น NYSE Group และถือหุ้นในบริษัทย่อยได้แก่ NYSE Arca และ NYSE Arca Europe

ต่อมาในปี ค.ศ. 2006 NYSE Group ได้ทำสัญญาเพื่อควบรวมกิจการกับ Euronext กลายเป็นตลาดหลักทรัพย์ NYSE Euronext (NYSE Euronext) ในปี ค.ศ. 2007 ทั้งนี้ต่อมาในปี ค.ศ. 2013 ตลาดหลักทรัพย์ NYSE Euronext ได้ถูกซื้อกิจการโดย Intercontinental Exchange ซึ่งดำเนินกิจการเกี่ยวกับตลาดซื้อขายสินค้าโภคภัณฑ์ เช่น สินค้าเกษตร พลังงาน เป็นต้น ทั้งแบบตลาดซื้อขายอย่างเป็นทางการและไม่เป็นทางการ (OTC) โดยหลังจากซื้อกิจการของตลาดหลักทรัพย์ NYSE Euronext ได้ไม่นาน Intercontinental Exchange ได้ขายกิจการในส่วนตลาดหลักทรัพย์ Euronext ออกไป แต่ยังคงถือหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ NYSE ไว้เช่นเดิม และ Intercontinental Exchange ได้เข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ NYSE ในชื่อหลักทรัพย์ “ICE” ด้วย ดังนั้นปัจจุบัน Intercontinental Exchange จึงมีสถานะเป็นบริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ NYSE²⁷⁸

(3) อำนาจหน้าที่

ในอดีตนั้นตลาดหลักทรัพย์ NYSE ทำหน้าที่ในเชิงกำกับดูแล เช่น รับจดทะเบียนหลักทรัพย์ที่ต้องการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ กำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนและบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกให้ปฏิบัติตามกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ตรวจสอบธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์รายวัน เป็นต้น และทำหน้าที่ในเชิงธุรกิจ เช่น บริหารจัดการระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ให้มีประสิทธิภาพ ส่งเสริมความเข้าใจและความเชื่อมั่นต่อระบบการซื้อขาย

²⁷⁸ Intercontinental Exchange, **Annual Report 2019** (New York:

Intercontinental Exchange, 2019), p. 4.

หลักทรัพย์ เป็นต้น²⁷⁹ อย่างไรก็ตาม ภายหลังการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ในปี ค.ศ. 2005 ส่วนงานกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ NYSE ได้ถูกแยกออกมาเพื่อควบรวมกับสมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ (NASD) กลายเป็นองค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA) ซึ่งทำหน้าที่หลักในการกำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงตลาดหลักทรัพย์บางแห่งก็ทำสัญญาจ้างให้ FINRA ทำงานกำกับดูแลแทนตลาดหลักทรัพย์ในบางเรื่องด้วย เช่น การตรวจสอบการซื้อขายโดยใช้ข้อมูลภายใน เป็นต้น²⁸⁰

2) องค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA)

(1) ข้อมูลทั่วไป

องค์กรกำกับภาคการเงิน (Financial Industry Regulatory Authority) หรือที่เรียกว่า “FINRA” เกิดจากการควบรวมระหว่างสมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ (National Association of Securities Dealers: NASD) และส่วนงานกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ NYSE²⁸¹ โดยก่อนหน้านั้น สมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ (NASD) ได้ถูกจัดตั้งขึ้นเป็นองค์กรไม่แสวงหากำไรที่มีบริษัทหลักทรัพย์เป็นสมาชิกทั้งหมด เพื่อทำหน้าที่สำคัญหลายประการ เช่น ให้ความรู้แก่ผู้มีวิชาชีพในธุรกิจหลักทรัพย์และผู้ลงทุน จัดการระงับข้อพิพาทต่าง ๆ ภายใต้วิธีการไกล่เกลี่ยหรืออนุญาโตตุลาการ ติดตามตรวจสอบการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์หลายแห่ง เป็นต้น ทั้งนี้ สมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ (NASD) เคยเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์ NASDAQ แต่ต่อมาในปี ค.ศ. 2000 ได้ขายหุ้นของตนเองออกไปเพื่อมุ่งเน้นงานกำกับดูแลเพียงอย่างเดียว ภายใต้วัตถุประสงค์ในการสร้างความมั่นคงให้แก่ตลาดและคุ้มครองผู้ลงทุน²⁸²

FINRA มีหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกที่เป็นบริษัทหลักทรัพย์ ทั้งการออกกฎ การติดตามให้เป็นไปตามกฎ และการบังคับใช้กฎ โดยกฎที่ออกโดย FINRA ครอบคลุมการกำกับดูแลสมาชิกในเรื่องต่าง ๆ เช่น คุณสมบัติของสมาชิก ข้อจำกัดในการรับเป็นสมาชิกและการต่ออายุสมาชิก ค่าธรรมเนียมการสมัครสมาชิก เป็นต้น²⁸³ ปัจจุบัน FINRA มีโครงสร้างภายในองค์กรที่

²⁷⁹ Annex 3, Regulation of the Securities Market in the United States, *op. cit.*, p. A8.

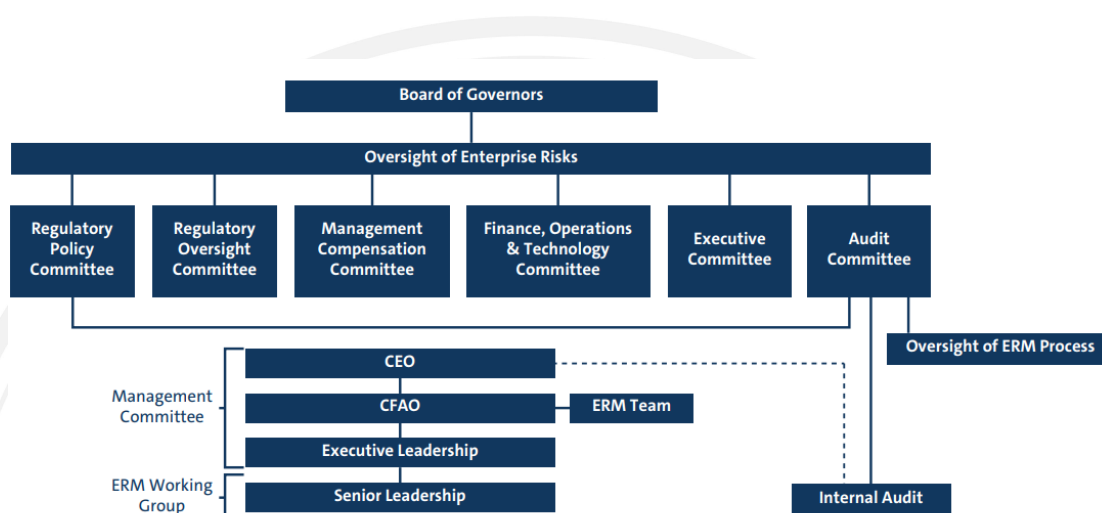
²⁸⁰ John W. Carson, *op. cit.*, p. 24.

²⁸¹ *Ibid.*, p. 22.

²⁸² Annex 3, Regulation of the Securities Market in the United States, *op. cit.*, p. A9.

²⁸³ Financial Industry Regulatory Authority, **Member Regulation, Oversight**, Retrieved March 20, 2018 from <http://www.finra.org/industry/member-regulation>

ประกอบด้วยคณะกรรมการชุดย่อยหลายชุด โดยคณะกรรมการชุดย่อยครอบคลุมถึงส่วนงานที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแล ซึ่งได้แก่ คณะกรรมการนโยบายการกำกับดูแล (Regulatory Policy Committee) คณะกรรมการควบคุมการกำกับดูแล (Regulatory Oversight Committee) ดังที่แสดงในแผนผังโครงสร้างองค์กรต่อไปนี้



ภาพที่ 3.9 แผนผังโครงสร้างองค์กรของ FINRA²⁸⁴

(2) ความเป็นเจ้าของ

FINRA เป็นองค์กรไม่แสวงหากำไรที่มีสมาชิกเป็นเจ้าของ โดยสมาชิกของ FINRA ได้แก่ นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์หรือผู้ค้าหลักทรัพย์ที่ได้รับการขึ้นทะเบียนโดย FINRA นอกจากนี้หากสมาชิกของ FINRA ต้องการทำหน้าที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ใด ก็ต้องขึ้นทะเบียนเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์นั้นด้วย²⁸⁵

(3) อำนาจหน้าที่

FINRA มีหน้าที่ในการกำกับดูแลสมาชิกที่เป็นบริษัทหลักทรัพย์ ทั้งการออกกฎ การติดตามให้เป็นไปตามกฎ และการบังคับใช้กฎ โดยที่ผ่านมา FINRA ได้ออกกฎเพื่อกำกับ

²⁸⁴ Financial Industry Regulatory Authority, **2020 FINRA Annual Financial Report** (Washington, DC: FINRA, 2021).

²⁸⁵ Financial Industry Regulatory Authority, **FINRA Manual**, Retrieved January 15, 2021 from <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/temporary-dual-finra-nyse-member-rule-series/rule-2t>

ดูแลสมาชิกหลายเรื่อง เช่น คุณสมบัติของสมาชิก ข้อจำกัดในการรับเป็นสมาชิกและการต่ออายุสมาชิก ค่าธรรมเนียมการสมัครสมาชิก เป็นต้น โดยสามารถแบ่งหน้าที่ออกเป็นประเภทใหญ่ ๆ ได้ดังนี้

ก) หน้าที่การกำกับดูแลสมาชิก

บริษัทหลักทรัพย์ที่ทำหน้าที่ซื้อขายหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา ต้องได้รับใบอนุญาตและจดทะเบียนกับ FINRA ภายใต้การกำกับดูแลสมาชิกที่ครอบคลุมถึงการกำกับความเสี่ยง การกำกับดูแลระบบปฏิบัติการและแนวปฏิบัติในการซื้อขายหลักทรัพย์ แผนกกำกับดูแลสมาชิก (Member Regulation Department) ของ FINRA จะตรวจสอบสมาชิกที่เป็นบริษัทหลักทรัพย์ว่าได้กระทำการสอดคล้องกับกฎที่ออกโดย FINRA และคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา รวมถึงคณะกรรมการออกกฎเกี่ยวกับหลักทรัพย์ระดับท้องถิ่น (MSRB) หรือไม่ โดยสมาชิกจะถูกตรวจสอบทุก ๆ 4 ปี เป็นอย่างน้อย สำหรับการตรวจสอบนั้น แผนกกำกับดูแลสมาชิกของ FINRA จะพิจารณาจากแนวทางตรวจสอบตามระดับความเสี่ยงและผลกระทบที่มีต่อระบบโดยรวมของผู้ประกอบธุรกิจที่เป็นสมาชิก ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความเสี่ยงในการกำกับดูแล โดยจะใช้การวิเคราะห์ข้อมูลต่าง ๆ ประกอบการพิจารณา รวมถึงการตรวจสอบข้อร้องเรียนของลูกค้าที่มีต่อสมาชิก

นอกจากนี้แผนกกำกับดูแลสมาชิกของ FINRA ยังตรวจสอบสมาชิกใหม่จากคำขอจดทะเบียนของสมาชิก โดยใช้วิธีทบทวนคำขอจดทะเบียนดังกล่าวว่าได้แสดงให้เห็นถึงระบบกำกับที่เหมาะสมของสมาชิกหรือไม่ และสมาชิกมีระบบการปฏิบัติงานหรือฐานทางการเงินที่เพียงพอหรือไม่ แล้วจึงพิจารณาอนุมัติหรือปฏิเสธคำขอจดทะเบียนดังกล่าว ทั้งนี้แผนกกำกับดูแลสมาชิกต้องทำงานใกล้ชิดกับสำนักงานที่ปรึกษาด้านนโยบายและการออกกฎหมาย (Office of General Counsel in Policy and Rulemaking Activities) รวมถึงแผนกบังคับใช้กฎหมาย (Enforcement Department) ที่ตรวจสอบการกระทำความผิดต่าง ๆ ด้วย²⁸⁶

ข) หน้าที่การกำกับดูแลตลาด

แผนกกำกับดูแลตลาด (Market Regulation Department) ของ FINRA ทำหน้าที่กำกับดูแลการซื้อขายนอกตลาดหลักทรัพย์ (OTC) ให้สอดคล้องกับกฎของ FINRA และกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 นอกจากนี้แผนกกำกับดูแลตลาดของ FINRA ยังให้บริการกำกับดูแลการซื้อขายในตลาดตราสารทุนและอนุพันธ์ที่ดำเนินการโดยตลาดหลักทรัพย์อื่นที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองด้วย ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายตราสารทุนและอนุพันธ์หลายแห่งได้ใช้บริการดังกล่าวของ FINRA เช่น BZX Exchange, BYX Exchange, EDGA Exchange and

²⁸⁶ Financial Industry Regulatory Authority, **Member Regulation, Oversight.**

EDGX Exchange, Cboe Options Exchanges, Miami International Exchange Options Exchanges, The New York Stock Exchange, ARCA, NYSE American and NYSE National เป็นต้น

FINRA มีหน้าที่รักษาความมั่นคงของตลาด ดำรงไว้ซึ่งการกำกับดูแลอย่างเป็นธรรม เพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนและผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาด รวมถึงส่งเสริมความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนในตลาด เพื่อให้บรรลุหน้าที่ดังกล่าว แผนกกำกับดูแลตลาดของ FINRA ได้ใช้แผนการกำกับและตรวจสอบอย่างละเอียด โดยฝ่ายกำกับ (Surveillance Unit) จะทบทวนการซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อพิจารณาว่าผู้ประกอบการในตลาดได้กระทำการที่ฝ่าฝืนข้อกำหนดหรือไม่ และฝ่ายตรวจสอบ (Examination Unit) จะเข้าไปตรวจสอบผู้ประกอบการ ณ สถานที่ทำการ (On-site Reviews) ว่ามีการดำเนินงานสอดคล้องกับกฎของ FINRA และกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 หรือไม่ หลังจากนั้นส่วนงานกำกับและส่วนงานตรวจสอบจะส่งเรื่องให้แผนกบังคับใช้กฎของ FINRA ซึ่งรับผิดชอบในการกำหนดบทลงโทษ ทั้งนี้ในกรณีที่ผู้กระทำความผิดไม่ใช่สมาชิกของ FINRA แผนกบังคับใช้กฎของ FINRA จะส่งเรื่องต่อให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาต่อไป

สำหรับการกำกับดูแลตลาดนั้น แผนกกำกับดูแลตลาดของ FINRA มีแผนงานสำหรับการกำกับตราสารทุนและอนุพันธ์ระหว่างตลาด โดยใช้เทคโนโลยีการเก็บและรวบรวมข้อมูลซื้อขายระหว่างตลาดหลักทรัพย์และระบบซื้อขายหลักทรัพย์ทางเลือก (ATS) เพื่อตรวจจบบรูปแบบการซื้อขายที่ไม่อาจสังเกตได้โดยง่าย ดังนั้นการกำกับดูแลของ FINRA จึงพิจารณาในภาพกว้าง แทนที่จะพิจารณาแยกแต่ละตลาดออกจากกัน ทั้งนี้ด้วยเทคโนโลยีระดับสูงทำให้ FINRA สามารถวิเคราะห์และติดตามกิจกรรมการซื้อขายได้ทันทีในขณะที่ส่งคำสั่งซื้อขาย ทำให้สามารถตรวจหารูปแบบการซื้อขายที่บิดเบือนจากปกติ เช่น การสร้างปริมาณการซื้อขายหุ้นเทียม (Wash Sales) การทำราคาหุ้นขณะที่ปิดและเปิดการซื้อขาย (Marking the Close and Open) การซื้อขายหุ้นล่วงหน้าโดยใช้ข้อมูลภายใน (Front-running) เป็นต้น

นอกจากนี้ยังมีแผนงานตรวจสอบตลาดที่นำมาใช้เสริมกับแผนงานกำกับดูแลตลาด โดยมุ่งเน้นไปที่การตรวจสอบกิจกรรมต่าง ๆ ในตลาดของผู้ประกอบการ เช่น ผู้ประกอบการดูแลคำสั่งซื้อขายของลูกค้าอย่างไร มีการเก็บข้อมูลที่เป็นความลับของลูกค้าอย่างไร เป็นต้น รวมถึงการทบทวนการปฏิบัติตามกฎการซื้อขายและหน้าที่การรายงานของผู้ประกอบการ และการประเมินสถานะการเงินและการดำเนินงานของผู้ประกอบการด้วย²⁸⁷

²⁸⁷ *Ibid.*

ค) หน้าที่การบังคับใช้กฎหมาย

FINRA ต้องบังคับใช้กฎหมายของ FINRA และกฎของคณะกรรมการออกกฎเกี่ยวกับหลักทรัพย์ระดับท้องถิ่น (MSRB) รวมถึงกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 และกฎอื่นที่เกี่ยวข้องอย่างเป็นธรรมและมีประสิทธิภาพ ดังนั้นแผนกบังคับใช้กฎหมายของ FINRA จึงมีหน้าที่สอบสวนการกระทำที่มีโอกาสฝ่าฝืนกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ และออกคำสั่งลงโทษทางวินัยต่อองค์กรหรือบุคคลที่ฝ่าฝืน โดยอาจสั่งปรับ พักใช้ หรือเพิกถอนใบอนุญาตของบริษัทหลักทรัพย์ก็ได้ ทั้งนี้แผนกบังคับใช้กฎหมายจะทำงานร่วมกันอย่างใกล้ชิดกับแผนกกำกับดูแลสมาชิกและแผนกกำกับดูแลตลาดภายใน FINRA ตัวอย่างเช่น แผนกบังคับใช้กฎหมายจะทำงานร่วมกับแผนกกำกับดูแลสมาชิกในการสอบสวนกรณีที่น่าสงสัยว่าอาจมีการกระทำความผิดจากการฝ่าฝืนกฎ ซึ่งริเริ่มจากการที่แผนกกำกับดูแลสมาชิกได้เข้าตรวจสอบบริษัทหลักทรัพย์หรือทบทวนข้อร้องเรียนของลูกค้า และหากมีการรับรองว่ามีการกระทำความผิด แผนกบังคับใช้กฎหมายจะออกคำสั่งลงโทษทางวินัย²⁸⁸

ง) หน้าที่การตัดสินและวินิจฉัย

ในกรณีที่ FINRA เห็นว่าการกระทำของผู้ประกอบการนั้นฝ่าฝืนกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์และต้องดำเนินการทางวินัย แผนกบังคับใช้กฎหมายหรือแผนกกำกับดูแลตลาดจะยื่นคำร้องต่อสำนักงานไต่สวน โดยสำนักงานไต่สวนจะจัดให้มีคณะกรรมการไต่สวนการกระทำของผู้ประกอบการ ซึ่งในระหว่างการไต่สวน ผู้ร้องเรียนและผู้ถูกร้องเรียนสามารถแสดงพยานหลักฐานต่อคณะกรรมการไต่สวนเพื่อพิจารณาว่าองค์กรหรือบุคคลที่ถูกร้องเรียนกระทำการฝ่าฝืนกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์หรือไม่ นอกจากนี้้องค์กรหรือบุคคลที่ถูกกล่าวหาจะมีสิทธิอุทธรณ์คำวินิจฉัยของคณะกรรมการไต่สวนไปยังคณะกรรมการวินิจฉัยระดับชาติ (National Adjudicatory Council: NAC) และคำวินิจฉัยของคณะกรรมการวินิจฉัยระดับชาติจะถือเป็นที่สุด เว้นแต่คณะกรรมการบริหารของ FINRA เห็นว่าควรทบทวนคำวินิจฉัยของคณะกรรมการวินิจฉัยระดับชาติ องค์กรหรือบุคคลผู้ถูกกล่าวหาจะมีสิทธิอุทธรณ์ไปยังคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา และนำคดีขึ้นสู่ศาลระดับประเทศต่อไป²⁸⁹

²⁸⁸ Financial Industry Regulatory Authority, **Enforcement, Oversight**, Retrieved March 20, 2018 from <http://www.finra.org/industry/enforcement>

²⁸⁹ Financial Industry Regulatory Authority, **Adjudication and Decisions, Oversight**, Retrieved March 20, 2018 from <http://www.finra.org/industry/decisions>

3.3.3.3 ผู้ที่เกี่ยวข้องอื่น ๆ ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา

1) บริษัทจดทะเบียน

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต้องได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาตามกฎหมายกำกับหลักทรัพย์ พ.ศ. 2533 และได้รับอนุญาตให้รับหลักทรัพย์จดทะเบียนจากตลาดหลักทรัพย์ตามกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 โดยคุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับอนุญาตมีทั้งคุณสมบัติเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพ ทั้งนี้การเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ NYSE บริษัทจดทะเบียนต้องมีคุณสมบัติเชิงปริมาณ เช่น ในกรณีที่เสนอขายหุ้นแก่ประชาชนครั้งแรก (IPO) ต้องมีผู้ถือหุ้นอย่างน้อย 400 ราย ต้องมีหุ้นที่กระจายในตลาดอย่างน้อย 1.1 ล้านหุ้น คิดเป็นมูลค่าตลาดอย่างน้อย 40 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และราคาหุ้นที่เสนอขายต้องไม่ต่ำกว่า 4 ดอลลาร์สหรัฐ เป็นต้น²⁹⁰

2) บริษัทหลักทรัพย์

การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ตามกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภทใหญ่ ๆ ได้แก่

(1) นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (Broker) เป็นผู้ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจซื้อขายหลักทรัพย์สำหรับซื้อบัญชีผู้อื่น โดยธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ถือเป็นธุรกิจหลักทรัพย์ตามที่กำหนดในมาตรา 3 (a) (4) (A) แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934

(2) ผู้ค้าหลักทรัพย์ (Dealer) เป็นผู้ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจซื้อขายหลักทรัพย์สำหรับซื้อบัญชีตนเอง ซึ่งเป็นการทำธุรกรรมผ่านนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ โดยธุรกิจผู้ค้าหลักทรัพย์ถือเป็นธุรกิจหลักทรัพย์ตามที่กำหนดในมาตรา 3 (a) (5) (A) แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934

บริษัทหลักทรัพย์ต้องได้รับใบอนุญาตจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา และเป็นสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเอง (SRO) ซึ่งได้แก่

²⁹⁰ New York Stock Exchange, **Nyse Quantitative Initial Listing Standards, Initial Listing Standards**, p. 2, Retrieved January 15, 2021 from https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE_Initial_Listing_Standards_Summary.pdf

ตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่ง และ FINRA รวมถึงเป็นสมาชิกของบริษัทคุ้มครองผู้ลงทุนในธุรกิจหลักทรัพย์ (Securities Investor Protection Corporation: SIPC)²⁹¹

3) องค์กรที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์

(1) บริษัทที่เกี่ยวข้องกับระบบการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์

บริษัทที่มีบทบาทสำคัญต่อระบบการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ สำนักหักบัญชี (Clearing Agencies) ตามมาตรา 3 (a) (23) (A) แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 โดยสำนักหักบัญชีทำหน้าที่เป็นทั้งศูนย์กลางการชำระเงินและศูนย์กลางรับฝากหลักทรัพย์สำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งปัจจุบันมีบริษัทหลายแห่งที่เข้ามาจดทะเบียนเป็นสำนักหักบัญชีกับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา เช่น The Depository Trust Company (“DTC”), National Securities Clearing Corporation (“NSCC”), Fixed Income Clearing Corporation (“FICC”), The Options Clearing Corporation (“OCC”), ICE Clear Credit LLC (“ICC”) (successor in name to ICE U.S. Trust LLC), ICE Clear Europe Limited (“ICEEU”), LCH SA (“LCH SA”) เป็นต้น²⁹²

(2) สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์

ในอดีตที่ผ่านมา สมาคมหลักทรัพย์ระดับชาติที่จดทะเบียนตามมาตรา 15A แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 มีเพียงแห่งเดียว ได้แก่ สมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ (National Association of Securities Dealers: NASD) ซึ่งมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองตามมาตรา 19 แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ด้วย และต่อมาสมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ (NASD) ได้ควบรวมกิจการกับส่วนงานกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ NYSE และกลายเป็นองค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA)²⁹³

²⁹¹ U.S. Securities and Exchange Commission, **Guide to Broker-Dealer Registration, Division of Trading and Markets**, Retrieved January 15, 2021 from <https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/divisionsmarketregbdguidehtm.html>

²⁹² U.S. Securities and Exchange Commission, **Clearing Agencies**, Retrieved January 14, 2021 from <https://www.sec.gov/tm/clearing-agencies>

²⁹³ Thomson Reuters Practical Law, **National Securities Association**, Retrieved May 20, 2021 from [https://content.next.westlaw.com/4-588-3145?_lrTS=20201225235725513&transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://content.next.westlaw.com/4-588-3145?_lrTS=20201225235725513&transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true)

3.3.4 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขาย แลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา

สำหรับสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองของตลาดหลักทรัพย์ NYSE และ FINRA สามารถพิจารณาได้ดังนี้

3.3.4.1 ตลาดหลักทรัพย์ NYSE

กฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 รับรองให้ตลาดหลักทรัพย์ NYSE ในฐานะตลาดหลักทรัพย์ระดับชาติมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง ทั้งนี้เป็นไปตามมาตรา 19 ที่กำหนดให้องค์กรต่อไปนี้มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ระดับชาติที่จดทะเบียนตามมาตรา 6 สมาคมหลักทรัพย์ระดับชาติที่จดทะเบียนตามมาตรา 15A คณะกรรมการออกกฎเกี่ยวกับหลักทรัพย์ระดับท้องถิ่น (MSRB) ที่จดทะเบียนตามมาตรา 15B ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์และสำนักหักบัญชีที่จดทะเบียนตามมาตรา 17A นอกจากนี้เมื่อพิจารณาถึงโครงสร้างองค์กร อำนาจหน้าที่ในการกำกับดูแลสมาชิก และความสัมพันธ์กับหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ พบว่าตลาดหลักทรัพย์ NYSE มีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ครบถ้วนเช่นกัน ภายใต้เหตุผลดังต่อไปนี้

1) สมาชิกมีส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยกันเอง

โครงสร้างคณะกรรมการของตลาดหลักทรัพย์ NYSE ประกอบด้วยกรรมการที่มาจากตัวแทนซึ่งเลือกตั้งโดยสมาชิก ตามมาตรา 6 (b) แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ที่กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ต้องออกกฎให้นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์หรือผู้ค้าหลักทรัพย์เข้าเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์²⁹⁴ โดยกฎของตลาดหลักทรัพย์ต้องรับรองความเป็นธรรมในการส่งตัวแทนของสมาชิกเข้ามาเป็นกรรมการและผู้บริหารของตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงต้องกำหนดให้กรรมการอย่างน้อยหนึ่งคนมาจากตัวแทนของผู้ถือหลักทรัพย์และผู้ลงทุนซึ่งไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์²⁹⁵

2) มีอำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกของตนเอง ซึ่งประกอบด้วยอำนาจในการออกกฎ การติดตามให้เป็นไปตามกฎ และการบังคับใช้กฎ

ตลาดหลักทรัพย์ NYSE มีอำนาจในการออกกฎหรือแก้ไขกฎที่เกี่ยวข้องกับหน้าที่ของตนเอง รวมถึงกฎที่นำไปใช้กำกับดูแลสมาชิก ทั้งนี้เป็นไปตามมาตรา 6 (b) แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ที่กำหนดให้กฎของตลาดหลักทรัพย์ต้องถูกออกแบบให้สามารถคุ้มครองผู้ลงทุนและประโยชน์สาธารณะ รวมถึงไม่ก่อให้เกิดการเลือกปฏิบัติที่ไม่เป็นธรรมระหว่าง

²⁹⁴ Section 6 (b) (2) of Security Exchange Act of 1934

²⁹⁵ Section 6 (b) (3) of Security Exchange Act of 1934

ลูกค้า ผู้ออกหลักทรัพย์ นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์หรือผู้ค้าหลักทรัพย์²⁹⁶ ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์ต้องกำหนดบทลงโทษทางวินัยที่เหมาะสมในกรณีที่มีการฝ่าฝืนกฎโดยสมาชิกหรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกับสมาชิก ซึ่งบทลงโทษดังกล่าวรวมถึงการขับให้พ้นจากสมาชิก การระงับความเป็นสมาชิกชั่วคราว การจำกัดไม่ให้ดำเนินการบางอย่าง การปรับ การตัดเงินเดือน การระงับหรือให้ออกจากการทำหน้าที่อื่นที่เกี่ยวข้องกับสมาชิก และการลงโทษอื่น ๆ ที่เหมาะสม²⁹⁷

3) การกำกับดูแลตนเองถูกกำกับจากหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกามีอำนาจกำกับตลาดหลักทรัพย์ NYSE เช่น คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ให้ความเห็นชอบการออกกฎ²⁹⁸ หรือการปรับปรุงกฎของ NYSE รวมถึงมีอำนาจยกเลิกหรือแก้ไขกฎของตลาดหลักทรัพย์ NYSE²⁹⁹ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาสามารถสั่งลงโทษขององค์กรกำกับดูแลตนเองที่ไม่ปฏิบัติตามกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ เช่น สั่งพักใช้หรือเพิกถอนใบอนุญาต³⁰⁰ เป็นต้น

3.3.4.2 องค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA)

FINRA เป็นองค์กรไม่แสวงหากำไรและมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองภายใต้การรับรองโดยกฎหมาย เนื่องจากมาตรา 19 แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 กำหนดให้สมาคมหลักทรัพย์ระดับชาติที่จดทะเบียนตามมาตรา 15A เป็นองค์กรประเภทหนึ่งที่มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง โดย FINRA มีหน้าที่ในการออกกฎ ติดตาม และบังคับใช้กฎกับสมาชิกที่เป็นนายหน้าและผู้ค้าหลักทรัพย์ (Broker-dealer) นอกจากนี้เมื่อพิจารณาถึงโครงสร้างองค์กร อำนาจหน้าที่ในการกำกับดูแลสมาชิก และความสัมพันธ์กับหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ พบว่า FINRA มีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ครบถ้วนเช่นกัน ภายใต้เหตุผลดังต่อไปนี้

1) สมาชิกมีส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยกันเอง

โครงสร้างคณะกรรมการของ FINRA ประกอบด้วยกรรมการที่มาจากตัวแทนซึ่งเลือกตั้งโดยสมาชิก ทั้งนี้เป็นไปตามมาตรา 7 ข้อ 4 ของข้อบังคับ FINRA กำหนดให้คณะกรรมการของ FINRA ต้องประกอบด้วยกรรมการจำนวนไม่น้อยกว่า 16 คน แต่ไม่เกิน 25 คน โดยจำนวนกรรมการที่มาจากตัวแทนของภาครัฐต้องมากกว่าตัวแทนของภาคเอกชน ซึ่งอย่างน้อย

²⁹⁶ Section 6 (b) (5) of Security Exchange Act of 1934

²⁹⁷ Section 6 (b) (6) of Security Exchange Act of 1934

²⁹⁸ Section 19 (b) of Securities Exchange Act 1934

²⁹⁹ Section 19 (c) of Securities Exchange Act 1934

³⁰⁰ Section 19 (h) of Securities Exchange Act 1934

คณะกรรมการของ FINRA ต้องประกอบด้วย (1) ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (2) กรรมการที่มาจากตัวแทนของภาครัฐซึ่งพิจารณาโดยคณะกรรมการ (3) กรรมการที่มาจากตัวแทนของสมาชิกอิสระ เช่น บริษัทประกันภัย บริษัทจัดการเงินลงทุน และ (4) กรรมการที่มาจากตัวแทนของสมาชิกที่เป็นบริษัทขนาดเล็ก (จำนวน 3 คน) ขนาดกลาง (จำนวน 1 คน) และขนาดใหญ่ (จำนวน 3 คน)

2) มีอำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกของตนเอง ซึ่งประกอบด้วยอำนาจในการออกกฎ การติดตามให้เป็นไปตามกฎ และการบังคับใช้กฎ

FINRA มีอำนาจในการออกกฎหรือแก้ไขกฎที่เกี่ยวข้องกับหน้าที่ของตนเอง รวมถึงกฎที่นำไปใช้กำกับดูแลสมาชิก โดย FINRA จะตรวจสอบสมาชิกที่เป็นบริษัทหลักทรัพย์ว่าได้กระทำการสอดคล้องกับกฎที่ออกโดย FINRA และคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา รวมถึงคณะกรรมการออกกฎเกี่ยวกับหลักทรัพย์ระดับท้องถิ่น (MSRB) หรือไม่ โดยสมาชิกจะถูกตรวจสอบทุก 4 ปี เป็นอย่างน้อย สำหรับการตรวจสอบนั้น แผนกกำกับดูแลสมาชิกของ FINRA จะพิจารณาจากแนวทางตรวจสอบตามระดับความเสี่ยงและผลกระทบที่มีต่อระบบโดยรวมของผู้ประกอบธุรกิจที่เป็นสมาชิก ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความเสี่ยงในการกำกับดูแล โดยจะใช้การวิเคราะห์ข้อมูลต่าง ๆ ประกอบการพิจารณา รวมถึงการตรวจสอบข้อร้องเรียนของลูกค้าที่มีต่อสมาชิก

นอกจากนี้แผนกกำกับดูแลสมาชิกของ FINRA ยังตรวจสอบสมาชิกใหม่จากคำขอจดทะเบียนของสมาชิก โดยใช้วิธีทบทวนคำขอจดทะเบียนดังกล่าวว่าแสดงให้เห็นว่าสมาชิกมีระบบกำกับที่เหมาะสมหรือไม่ มีระบบการปฏิบัติการหรือฐานะทางการเงินที่เพียงพอหรือไม่ แล้วจึงพิจารณาอนุมัติหรือปฏิเสธคำขอจดทะเบียนดังกล่าว ทั้งนี้แผนกกำกับดูแลสมาชิกต้องทำงานใกล้ชิดกับสำนักงานที่ปรึกษาด้านนโยบายและการออกกฎหมาย รวมถึงแผนกบังคับใช้กฎหมายที่ตรวจสอบการกระทำผิดต่าง ๆ ด้วย³⁰¹

3) การกำกับดูแลตนเองถูกกำกับจากหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา มีอำนาจกำกับ FINRA เช่น คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ให้ความเห็นชอบการออกกฎ³⁰² หรือการปรับปรุงกฎของ FINRA รวมถึงมีอำนาจยกเลิกหรือแก้ไขกฎของ FINRA³⁰³

³⁰¹ Financial Industry Regulatory Authority, **Member Regulation, Oversight.**

³⁰² Section 19 (b) of Securities Exchange Act 1934

³⁰³ Section 19 (c) of Securities Exchange Act 1934

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สามารถสั่งลงโทษ FINRA ในกรณีที่ไม่ปฏิบัติตามกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ เช่น สั่งพักใช้หรือเพิกถอนใบอนุญาต³⁰⁴ เป็นต้น

3.3.5 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา

สหรัฐอเมริกา มีองค์กรกำกับดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ เพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ เมื่อพิจารณาหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้อง พบว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิกมากกว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์ ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

1) องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนระดับชาติตามมาตรา 6 แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 เช่น ตลาดหลักทรัพย์ NYSE เป็นต้น โดยตามมาตรา 6 (b) แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งรวมถึงการออกกฎหรือแก้ไขกฎที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลสมาชิกและการลงโทษสมาชิก

2) องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ได้แก่ FINRA เป็นสมาคมหลักทรัพย์ระดับชาติที่จดทะเบียนตามมาตรา 15A แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 นอกจากนี้มาตรา 15A ยังกำหนดอำนาจหน้าที่ให้ FINRA กำกับดูแลสมาชิกหรือบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์และนอกตลาดหลักทรัพย์

ทั้งนี้บริษัทที่ประกอบธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ต้องได้รับใบอนุญาตจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา รวมถึงต้องขึ้นทะเบียนเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์และเป็นสมาชิกของ FINRA ส่วนบริษัทที่ประกอบธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์นอกตลาดหลักทรัพย์ (OTC) ต้องได้รับใบอนุญาตจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาและขึ้นทะเบียนเป็นสมาชิกของ FINRA ทั้งนี้บริษัทที่ขึ้นทะเบียนเป็นสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเองแห่งใดก็ต้องปฏิบัติตามกฎที่ออกโดยองค์กรกำกับดูแลตนเองแห่งนั้น นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์ NYSE และ FINRA ต้องถูกกำกับการทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาด้วย

³⁰⁴ Section 19 (h) of Securities Exchange Act 1934

ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์บางแห่งได้ทำสัญญาจ้างให้ FINRA ทำงานกำกับดูแลแทนตลาดหลักทรัพย์ในบางเรื่อง เช่น การตรวจสอบการซื้อขายโดยใช้ข้อมูลภายใน เป็นต้น

จากการพิจารณาบทบาทหน้าที่ขององค์กรกำกับดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์และสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ข้างต้น พบว่าประเทศสหรัฐอเมริกา มีรูปแบบการกำกับดูแลตนเองที่ให้อำนาจการกำกับดูแลสมาชิกแก่สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์มากกว่าตลาดหลักทรัพย์³⁰⁵ ทำให้สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิก เนื่องจากภายหลังการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์เป็นองค์กรแสวงหากำไร ตลาดหลักทรัพย์ได้มุ่งเน้นการดำเนินงานทางด้านธุรกิจมากกว่างานทางด้านกำกับดูแลซึ่งถือเป็นต้นทุนสำคัญของตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นจึงมีการถ่ายโอนงานทางด้านการกำกับดูแลสมาชิกส่วนใหญ่มาให้สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ตัวอย่างเช่น เมื่อตลาดหลักทรัพย์ NYSE ถูกแปรรูปในปี ค.ศ. 2005 จากการควบรวมกิจการกับ Archipelago Holdings ได้มีการแยกส่วนงานกำกับดูแลภายในของตลาดหลักทรัพย์ NYSE ออกมาควบรวมกิจการกับ NASD ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองสำหรับการซื้อขายนอกตลาดหลักทรัพย์ (OTC) ในขณะนั้น จนกลายเป็นหน่วยงานใหม่ที่ตั้งชื่อว่า FINRA ทำให้ FINRA มีอำนาจในการกำกับดูแลทั้งสมาชิกที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์และนอกตลาดหลักทรัพย์ ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ NYSE ยังคงมีอำนาจกำกับดูแลสมาชิกที่เป็นบริษัทหลักทรัพย์ในบางเรื่อง ดังนั้นเมื่อพิจารณาถึงบทบาทการกำกับดูแลสมาชิกของ FINRA ที่มีมากกว่าตลาดหลักทรัพย์ NYSE จึงสามารถสรุปได้ว่าประเทศสหรัฐอเมริกามีหลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองที่กำหนดให้องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิก

นอกจากนี้หลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาได้เปิดโอกาสให้เมืองครกำกับดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ได้หลายแห่ง (Multi SRO) เนื่องจากมาตรา 19 แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ระดับชาติที่จดทะเบียนตามมาตรา 6 และสมาคมหลักทรัพย์ระดับชาติที่จดทะเบียนตามมาตรา 15A มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง ซึ่งปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์ระดับชาติมีหลายแห่ง เช่น ตลาดหลักทรัพย์ NYSE, ARCA, CBOE, CHX เป็นต้น ดังนั้นโดยข้อกฎหมายแล้ว การเปิดโอกาสให้เมืองครกำกับดูแลตนเองได้หลาย

³⁰⁵ John Carson เห็นว่าสหรัฐอเมริกาใช้รูปแบบองค์กรสมาชิกอิสระมีอำนาจกำกับดูแลตนเอง (Independent Member SRO Model) ในการกำกับดูแลตลาดทุน ซึ่งรูปแบบดังกล่าวองค์กรสมาชิกอิสระมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ที่มีอยู่หลายแห่งในสหรัฐอเมริกามีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลระบบซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์

แห่งของสหรัฐอเมริกามีความคล้ายคลึงกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองของประเทศมาเลเซียในแง่ที่ว่ากฎหมายกำหนดให้มีองค์กรกำกับดูแลตนเองได้หลายองค์กร อย่างไรก็ตามโดยข้อเท็จจริงนั้นปัจจุบันสมาคมหลักทรัพย์ระดับชาติของสหรัฐอเมริกามีเพียงแห่งเดียว คือ FINRA ซึ่งได้รวบรวมอำนาจการกำกับดูแลสมาชิกที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์และนอกตลาดหลักทรัพย์ไว้ที่ตนเอง ซึ่งการมีองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์เพียงแห่งเดียวนั้นมีความคล้ายคลึงกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองของประเทศเกาหลีใต้

3.3.6 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา

การศึกษาหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีเพื่อคุ้มครองผู้มีส่วนได้เสียในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาได้อย่างเหมาะสมนั้น จะพิจารณาในประเด็นสำคัญ ได้แก่ ความเป็นธรรม ความโปร่งใส และการคุ้มครองผู้ลงทุน ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

3.3.6.1 ความเป็นธรรม

ความเป็นธรรม (Fairness) เป็นส่วนหนึ่งของวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่ดีซึ่งกำหนดโดยองค์การคณะกรรมการหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (IOSCO) ทั้งนี้ประเทศสหรัฐอเมริกาได้นำหลักเกณฑ์เพื่อสร้างความเป็นธรรมมาใช้ในการกำกับดูแลตนเองด้วยเช่นกัน ซึ่งหลักเกณฑ์ดังกล่าวมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

1) การรับฟังความคิดเห็นจากผู้มีส่วนได้เสีย

ตลาดหลักทรัพย์ NYSE

แม้ว่ากฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ไม่ได้กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ NYSE ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองต้องรับฟังความคิดเห็นจากผู้มีส่วนได้เสีย แต่ในทางปฏิบัติ ตลาดหลักทรัพย์ NYSE ได้มีการเปิดเผยร่างของกฎเพื่อรับฟังความคิดเห็นของประชาชนและผู้มีส่วนได้เสีย นอกจากนี้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาจะเผยแพร่กฎที่ออกหรือเสนอแก้ไขโดยตลาดหลักทรัพย์ NYSE ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง และเปิดโอกาสให้ผู้มีส่วนได้เสียสามารถให้ความเห็นต่อกฎดังกล่าวได้ผ่านทางเว็บไซต์³⁰⁶

³⁰⁶ U.S. Securities and Exchange Commission, **New York Stock Exchange**

Rulemaking, Retrieved September 17, 2021 from <https://www.sec.gov/rules/sro/nyse.htm>

องค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA)

กรณีที่คณะกรรมการ FINRA เห็นว่าควรออกกฎหรือแก้ไขกฎใดกฎหนึ่ง คณะกรรมการ FINRA จะส่งร่างของกฎดังกล่าวให้สมาชิกได้แสดงความเห็น และเผยแพร่ร่างของกฎดังกล่าวทางเว็บไซต์เพื่อรับฟังความเห็นของผู้มีส่วนได้เสีย โดยผู้ที่ไม่เห็นด้วยสามารถยื่นคัดค้านเพื่อให้ FINRA พิจารณาได้³⁰⁷ นอกจากนี้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาจะเผยแพร่ร่างของกฎที่ออกหรือเสนอแก้ไขโดย FINRA และเปิดโอกาสให้ผู้มีส่วนได้เสียสามารถให้ความเห็นต่อร่างของกฎดังกล่าวผ่านทางเว็บไซต์ด้วย

2) การกำหนดขั้นตอนที่เหมาะสม

ตลาดหลักทรัพย์ NYSE

หลังจากที่ตลาดหลักทรัพย์ NYSE ดำเนินการแก้ไขกฎตามที่ได้รับฟังความเห็นแล้ว ตลาดหลักทรัพย์ NYSE จะส่งกฎดังกล่าวไปให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาเพื่อให้ความเห็นชอบและประกาศใช้กฎใหม่หรือกฎเดิมที่แก้ไขในกิจการนั้นๆต่อไป

องค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA)

ขั้นตอนการออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิมของ FINRA มีรายละเอียดดังต่อไปนี้³⁰⁸

(1) การริเริ่มเสนอให้ออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิม

การริเริ่มเสนอให้ออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิมของ FINRA นั้น สามารถริเริ่มได้โดย FINRA หรือผู้ที่เกี่ยวข้อง เช่น ผู้ลงทุน พนักงานหรือส่วนงานภายในของ FINRA หรือริเริ่มจากคำแนะนำของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา หรือหน่วยงานกำกับดูแลอื่น หรือคำแนะนำของคณะกรรมการชุดต่าง ๆ ของ FINRA เช่น คณะกรรมการที่ปรึกษาบริษัทขนาดเล็ก (Small Firm Advisory Committee: SFAC) คณะกรรมการที่ปรึกษาบริษัทขนาดใหญ่ (Large Firm Advisory Committee :LFAC) คณะกรรมการวินิจฉัยระดับชาติ (National Adjudicatory Council: NAC) เป็นต้น

³⁰⁷ Financial Industry Regulatory Authority, **Requests for Comments, Rules & Guidance**, Retrieved March 23, 2018 from <http://www.finra.org/industry/requests-comments>

³⁰⁸ Financial Industry Regulatory Authority, **FINRA Rulemaking Process, Rules & Guidance**, Retrieved March 23, 2018 from <http://www.finra.org/industry/finra-rulemaking-process>

(2) การทบทวนโดยส่วนงานภายในของ FINRA และการจัดทำ การประเมินผลกระทบทางเศรษฐกิจ

เมื่อกำหนดข้อเสนอการออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิมที่มีความเป็นไปได้แล้ว ผู้เชี่ยวชาญในประเด็นที่เกี่ยวข้องกับกฎดังกล่าวจะทำการค้นคว้าและพัฒนาข้อเสนอการออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิมนั้น และนำเสนอต่อฝ่ายบริหารของ FINRA เพื่อทบทวน นอกจากนี้พนักงานของ FINRA จะทำงานอย่างใกล้ชิดกับสำนักงานผู้บริหารเศรษฐกิจศาสตร์ (Office of the Chief Economist) และส่วนงานอื่นของ FINRA สำหรับการประเมินผลกระทบทางเศรษฐกิจจากข้อเสนอการออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิมดังกล่าว เพื่อให้มั่นใจว่าการออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิมโดย FINRA ได้ถูกออกแบบเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนและรักษาไว้ซึ่งความมั่นคงของตลาดโดยไม่ก่อภาระอันไม่จำเป็น

(3) นำเสนอต่อคณะกรรมการ FINRA

พนักงานของ FINRA จะนำเสนอการออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิมที่ผ่านการทบทวนและประเมินแล้วต่อคณะกรรมการที่ปรึกษาชุดต่าง ๆ ของ FINRA เช่น คณะกรรมการระดับเขต คณะกรรมการวินิจัยระดับชาติ คณะกรรมการที่ปรึกษาบริษัทขนาดเล็ก คณะกรรมการปรึกษาบริษัทขนาดใหญ่ เป็นต้น เพื่อให้คณะกรรมการชุดต่าง ๆ ได้ทบทวนและแสดงความเห็น หลังจากนั้นจะนำเข้าที่ประชุมของคณะกรรมการ FINRA เพื่อพิจารณาให้ความเห็นชอบ โดยพนักงานของ FINRA ต้องจัดเตรียมรายละเอียดข้อเสนอการออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิมรวมถึงความเห็นของคณะกรรมการชุดต่าง ๆ ต่อข้อเสนอดังกล่าว เพื่อส่งให้คณะกรรมการ FINRA พิจารณา ทั้งนี้คณะกรรมการ FINRA อาจเลือกที่จะเปิดเผยข้อเสนอการออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิมต่อสาธารณชนด้วยการประกาศเชิญชวนให้เสนอความเห็น หรือเลือกที่จะยื่นข้อเสนอกฎดังกล่าวต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา เพื่อขอความเห็นชอบก็ได้

(4) ขั้นตอนการรับฟังความเห็น

ในกรณีที่ FINRA เลือกที่จะเปิดเผยข้อเสนอการออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิมต่อสาธารณชนด้วยการประกาศเชิญชวนให้เสนอความเห็นต่อข้อเสนอดังกล่าว การเปิดโอกาสให้สาธารณชนเสนอความเห็นจะมีระยะเวลาประมาณ 1-2 เดือน โดย FINRA อาจเปิดรับความเห็นผ่านการยื่นเอกสารที่เป็นกระดาษหรือผ่านระบบอิเล็กทรอนิกส์ก็ได้ ซึ่งความเห็นทั้งหมดถือเป็นข้อมูลของทางการเพื่อประกอบการพิจารณาข้อเสนอการออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิม โดยตั้งแต่ 1 ธันวาคม ค.ศ. 2003 เป็นต้นมา FINRA ได้เปิดเผยความเห็นทั้งหมดไว้ในเว็บไซต์ของ FINRA ทั้งนี้หากว่าความเห็นที่ได้รับนั้นเหมาะสมและควรได้รับการตอบสนอง พนักงานของ FINRA จะนำความคิดเห็นนั้นมาปรับปรุงข้อเสนอการออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิม และนำเสนอต่อคณะกรรมการ FINRA อีกครั้ง ก่อนที่จะยื่นข้อเสนอดังกล่าวต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา เพื่อขอความเห็นชอบต่อไป

(5) ขั้นตอนการยื่นข้อเสนอการออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิมต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา

ตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน ค.ศ. 2004 เป็นต้นมา FINRA และองค์กรกำกับดูแลตนเองอื่นได้เปลี่ยนมายื่นข้อเสนอการออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิมต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาผ่านทางระบบอิเล็กทรอนิกส์มากกว่าเอกสารกระดาษ โดย FINRA จะเผยแพร่การยื่นข้อเสนอการออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิมทั้งหมดไว้ในเว็บไซต์ของ FINRA ภายใน 2 วันทำการนับแต่วันที่ FINRA ยื่นข้อเสนอดังกล่าวต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา ทั้งนี้เมื่อข้อเสนอดังกล่าวได้ถูกยื่นต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาแล้ว พนักงานของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาทะทวนข้อเสนอว่าสอดคล้องกับข้อกำหนดของกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 หรือไม่ หากไม่สอดคล้อง พนักงานของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาก็จะร้องขอให้ FINRA ปรับปรุงข้อเสนอดังกล่าวก่อน

(6) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาประกาศข้อเสนอการออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิมในกิจจานุเบกษา

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาก็จะประกาศข้อเสนอการออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิมในกิจจานุเบกษา (Federal Register) เพื่อรับฟังความเห็นจากสาธารณชน โดยทั่วไปจะให้ระยะเวลาเสนอความเห็นประมาณ 21 วันหลังจากการประกาศ ทั้งนี้โดยส่วนใหญ่แล้วการยื่นข้อเสนอดังกล่าวจะเป็นการยื่นแบบปกติที่ต้องผ่านขั้นตอนการเปิดโอกาสให้เสนอความเห็น อย่างไรก็ตามกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 และหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องได้กำหนดว่า ในกรณีที่ระยะเวลาจำกัด ข้อเสนอการออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิมอาจไม่ต้องถูกยื่นแบบปกติ แต่สามารถถูกยื่นแบบให้มีผลทันที โดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาต้องพิจารณาภายใน 60 วัน ว่าควรให้ข้อเสนอดังกล่าวมีผลทันทีหรือไม่ หากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาเห็นว่าไม่ควรให้มีผลทันที ข้อเสนอดังกล่าวก็จะถูกนำเข้าสู่ขั้นตอนการพิจารณาแบบปกติที่เปิดโอกาสให้เสนอความเห็นภายในระยะเวลาประมาณ 21 วันหลังจากการประกาศ

(7) การตอบสนองต่อความเห็นที่ได้รับภายหลังการประกาศข้อเสนอ

โดยทั่วไปพนักงานของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาก็จะเรียกร้องให้ FINRA ตอบสนองต่อความเห็นที่ได้รับ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับประเภทของความเห็นด้วย โดย FINRA อาจพิจารณาปรับปรุงข้อเสนอการออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิมตามความเห็นที่ได้รับก็ได้ อย่างไรก็ตามหากว่าความเห็นดังกล่าวทำให้ข้อเสนอการออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิมเปลี่ยนแปลงอย่างมีสาระสำคัญ พนักงานของ FINRA จะต้องนำข้อเสนอที่ปรับปรุงตาม

ความเห็นดังกล่าวกลับเข้าสู่การพิจารณาของคณะกรรมการ FINRA อีกครั้งเพื่อให้ความเห็นชอบ ทั้งนี้ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา อาจเลือกที่จะประกาศข้อเสนอที่ปรับปรุงตามความเห็นนั้นอีกครั้งในกิจจานุเบกษาหรือไม่ก็ได้ ขึ้นอยู่กับลักษณะของการปรับปรุงข้อเสนอดังกล่าว

(8) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาให้ความเห็นชอบต่อข้อเสนอการออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิม

ในกรณีที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาเห็นชอบต่อข้อเสนอการออกกฎใหม่หรือแก้ไขกฎเดิม คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาจะประกาศใช้กฎใหม่หรือกฎที่แก้ไขนั้นอย่างเป็นทางการในกิจจานุเบกษา

(9) การประกาศใช้กฎใหม่หรือกฎที่แก้ไข

หลังจากได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาแล้ว FINRA จะออกประกาศให้ทราบถึงการการใช้กฎใหม่หรือกฎที่แก้ไข โดยประกาศดังกล่าวจะรวบรวมบทสรุปเกี่ยวกับกฎใหม่หรือกฎที่แก้ไข รวมถึงรายละเอียดของกฎและวันที่มีผลบังคับใช้ โดยวันที่มีผลบังคับใช้มักจะนับจากวันที่ออกประกาศ เช่น ให้มีผลบังคับใช้ภายใน 30 วันหลังจากประกาศ เป็นต้น

3) การจัดการข้อเรียกร้องที่เหมาะสม

ตลาดหลักทรัพย์ NYSE

ในกรณีที่เกิดการกระทำความผิดโดยสมาชิก ตลาดหลักทรัพย์ NYSE จะดำเนินการสอบสวนข้อเท็จจริง รวมถึงให้โอกาสสมาชิกได้เข้ามาชี้แจงและแสดงหลักฐานโต้แย้ง ก่อนที่จะวินิจฉัยและสั่งลงโทษ ซึ่งคำวินิจฉัยดังกล่าวจะแสดงรายละเอียดเกี่ยวกับข้อเท็จจริงหลักเกณฑ์ที่ฝ่าฝืน รวมถึงบทลงโทษ เช่น การสั่งปรับ การเพิกถอนสมาชิกภาพ เป็นต้น ทั้งนี้ในกรณีที่สมาชิกไม่พอใจคำวินิจฉัยดังกล่าว สามารถอุทธรณ์มายังคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ NYSE และหากยังไม่พอใจคำวินิจฉัยคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ NYSE ก็สามารถอุทธรณ์ต่อไปยังคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา รวมถึงสามารถใช้สิทธิฟ้องคดีต่อศาลได้³⁰⁹

³⁰⁹ New York Stock Exchange, **Nyse Disciplinary Actions, Regulation,**

Retrieved May 11, 2021 from <https://www.nyse.com/regulation/disciplinary-actions>

ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์ NYSE ในฐานะองค์กรกำกับดูแลตนเองได้รับความคุ้มกันจากการถูกฟ้องคดีอื่นเนื่องมาจากการปฏิบัติหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ โดยได้รับความคุ้มกันเช่นเดียวกับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา

องค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA)

การจัดการข้อเรียกร้องที่เหมาะสมของ FINRA เกี่ยวข้องกับการสอบสวน รวมถึงการตัดสินและวินิจฉัยเพื่อลงโทษทางวินัย มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

(1) การสอบสวน

FINRA อาจริเริ่มการสอบสวนได้จากกรณีต่าง ๆ เช่น กรณีที่มีผลการตรวจสอบ กรณีที่มีการยื่นคำร้องต่อ FINRA กรณีที่มีการยื่นคำร้องจากลูกค้า กรณีที่มีการให้ข้อมูลจากบุคคลไม่เปิดเผยชื่อ กรณีที่มีรายงานการกำกับจากระบบอัตโนมัติ กรณีที่มีการอ้างอิงเรื่องมาจากหน่วยงานรัฐที่เป็นผู้กำกับดูแลหรือแผนกอื่นของ FINRA เป็นต้น โดย FINRA สามารถลงโทษทางวินัยได้ก็ต่อเมื่อผ่านขั้นตอนใดขั้นตอนหนึ่งต่อไปนี้ (1) การตกลงยอมรับความผิด โดยผู้ประกอบการหรือบริษัทหลักทรัพย์สามารถเลือกที่จะตกลงยอมรับความผิดผ่านการทำหนังสือยอมรับ สละสิทธิ์ และยินยอม (Letter of Acceptance, Waiver and Consent: AWC) หรือ (2) การยื่นข้อร้องเรียน โดยผู้ประกอบการหรือบริษัทหลักทรัพย์สามารถเลือกที่จะยื่นข้อเรียกร้องต่อสำนักงานไต่สวน (Office of Hearing Officers) ของ FINRA

ในกรณีที่มีการกล่าวหาเกี่ยวกับการฉ้อโกงที่สร้างความเสียหายแก่ผู้ลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ ข้อมูลการกระทำความผิดดังกล่าวจะถูกส่งไปที่สำนักงานตรวจหาการฉ้อโกงและข่าวกรองตลาด (Office of Fraud Detection and Market Intelligence: OFDMI) ของ FINRA ซึ่งทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางการติดต่อทั้งภายในและภายนอก FINRA ในประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการฉ้อโกง และเพื่อให้การทำงานตรวจจับการฉ้อโกงในตลาดหลักทรัพย์เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ สำนักงานตรวจหาการฉ้อโกงและข่าวกรองตลาด (OFDMI) ได้แบ่งกลุ่มงานภายในออกเป็น 4 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มงานกำกับการซื้อขายโดยใช้ข้อมูลภายใน (Insider Trading Surveillance Group) กลุ่มงานกำกับการณ์การฉ้อโกง (Fraud Surveillance Group) กลุ่มงานทบทวนส่วนกลาง (Central Review Group) และสำนักงานรับแจ้งเบาะแส (Office of the Whistleblower) ทั้งนี้สำนักงานตรวจหาการฉ้อโกงและข่าวกรองตลาด (OFDMI) จะทบทวนข้อมูลการกระทำความผิดโดยการรวบรวมและประเมินข่าวกรองในตลาดหลักทรัพย์จากแหล่งต่าง ๆ รวมถึงการให้ข้อมูลและข้อร้องเรียนของผู้ลงทุน ในกรณีที่การฉ้อโกงหรือการประพฤติมิชอบดังกล่าวอยู่นอกเหนือเขตอำนาจของ FINRA ก็จะมี

ส่งเรื่องต่อให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาหรือหน่วยงานกำกับดูแลอื่นต่อไป³¹⁰

(2) การตัดสินใจและวินิจัยเพื่อลงโทษทางวินัย

เมื่อ FINRA พิจารณาแล้วเห็นว่าการกระทำของผู้ประกอบการนั้นฝ่าฝืนกฎหมายหลักทรัพย์และต้องดำเนินการทางวินัย แผนกบังคับใช้กฎหมายหรือแผนกกำกับดูแลตลาดจะยื่นคำร้องต่อสำนักงานไต่สวน และสำนักงานไต่สวนจะจัดให้มีคณะกรรมการไต่สวนการกระทำของผู้ประกอบการ โดยประธานกรรมการมาจากพนักงานไต่สวนที่เป็นลูกจ้างของสำนักงานไต่สวน ส่วนกรรมการอีก 2 คนมาจากผู้ที่อยู่ในบัญชีรายชื่อธุรกิจหลักทรัพย์ ในเบื้องต้นจะพิจารณาจากผู้ที่เป็นสมาชิกหรืออดีตสมาชิกของคณะกรรมการระดับเขตของ FINRA รวมถึงคณะกรรมการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ อดีตสมาชิกของคณะกรรมการวินิจัยระดับชาติของ FINRA และอดีตผู้บริหารของ FINRA

ภายใต้ขั้นตอนการไต่สวน ผู้ร้องเรียนและผู้ถูกร้องเรียนสามารถแสดงพยานหลักฐานต่อคณะกรรมการไต่สวนเพื่อพิจารณาว่าองค์กรหรือบุคคลที่ถูกร้องเรียนกระทำการฝ่าฝืนกฎหมายหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องหรือไม่ โดยคณะกรรมการไต่สวนจะพิจารณาประกอบกับคำวินิจฉัยที่เคยมีมาก่อนขององค์กรหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง เช่น ศาล คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา คณะกรรมการวินิจัยระดับชาติ เป็นต้น หลังจากนั้น คณะกรรมการไต่สวนจะออกคำวินิจฉัยเป็นลายลักษณ์อักษรอธิบายเหตุผลในการชี้ขาด และในกรณีที่เห็นว่าการฝ่าฝืนจะกำหนดบทลงโทษที่เหมาะสมโดยพิจารณาจากคู่มือบทลงโทษ (Sanction Guidelines) ทั้งนี้ FINRA สามารถออกคำสั่งให้องค์กรหรือบุคคลที่กระทำความผิดชดเชยค่าเสียหายให้กลับสู่สถานะเดิมได้

ภายใต้ขั้นตอนการดำเนินการทางวินัย องค์กรหรือบุคคลที่ถูกกล่าวหา มีสิทธิอุทธรณ์คำวินิจฉัยของคณะกรรมการไต่สวนไปยังคณะกรรมการวินิจัยระดับชาติ (NAC) หรือ คณะกรรมการวินิจัยระดับชาติอาจริเริ่มการทบทวนคำวินิจฉัยดังกล่าวได้เอง ภายใต้การอุทธรณ์นั้น คณะกรรมการวินิจัยระดับชาติจะพิจารณาว่าผลการวินิจัยของคณะกรรมการไต่สวนถูกต้องตามกฎหมายหรือไม่ เป็นไปตามข้อเท็จจริงหรือไม่ และสอดคล้องกับคู่มือบทลงโทษหรือไม่ โดยคำสั่งลงโทษจะไม่ถูกบังคับใช้ขณะที่อยู่ในขั้นตอนการอุทธรณ์ ทั้งนี้คำวินิจฉัยของคณะกรรมการวินิจัยระดับชาติจะถือเป็นที่สุด เว้นแต่คณะกรรมการบริหารของ FINRA เห็นว่าควรทบทวนคำวินิจฉัยของคณะกรรมการวินิจัยระดับชาติ โดยองค์กรหรือบุคคลผู้ถูกกล่าวหาจะมีสิทธิที่จะอุทธรณ์ไปยัง

³¹⁰ Financial Industry Regulatory Authority, **Enforcement, Oversight.**

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา และนำคดีขึ้นสู่ศาลระดับประเทศต่อไป³¹¹

ทั้งนี้ FINRA ในฐานะองค์กรกำกับดูแลตนเองได้รับความคุ้มครองจากการถูกฟ้องคดีอันเนื่องมาจากการปฏิบัติหน้าที่ในการกำกับดูแล เช่นเดียวกับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาซึ่งเป็นหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ โดยคำพิพากษายกฟ้องคดีได้ตัดสินไว้ในทำนองเดียวกันว่า องค์กรกำกับดูแลตนเองและพนักงานขององค์กรกำกับดูแลตนเองย่อมได้รับความคุ้มครองจากการถูกฟ้องเรียกค่าเสียหายโดยเอกชน หากว่าการฟ้องคดีนั้นเกิดขึ้นจากกรณีที่องค์กรกำกับดูแลตนเองและพนักงานขององค์กรกำกับดูแลตนเองได้ทำหน้าที่ในการกำกับดูแลตามที่กฎหมายได้ให้อำนาจไว้³¹² ดังนั้นเอกชนจึงไม่สามารถฟ้องคดี FINRA อันเกี่ยวกับการดำเนินการกระบวนการโดยมิชอบได้³¹³

3.3.6.2 ความโปร่งใส

ความโปร่งใส (Transparency) เป็นส่วนหนึ่งของวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่ดีซึ่งกำหนดโดยองค์การคณะกรรมการหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (IOSCO) ทั้งนี้ ประเทศสหรัฐอเมริกาได้นำหลักเกณฑ์เพื่อสร้างความโปร่งใสมาใช้ในการกำกับดูแลตนเองด้วยเช่นกัน ซึ่งหลักเกณฑ์ดังกล่าวมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ตลาดหลักทรัพย์ NYSE

สำหรับการออกกฎและแก้ไขกฎนั้น ภายใต้แนวปฏิบัติปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์ NYSE จะเผยแพร่ร่างของกฎเพื่อรับฟังความเห็นจากประชาชน รวมถึงเผยแพร่กฎที่ได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาแล้วผ่านทางเว็บไซต์

สำหรับการเปิดเผยคำวินิจฉัยหรือคำสั่งลงโทษผู้ฝ่าฝืนกฎนั้น ภายใต้แนวปฏิบัติปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์ NYSE ไม่ได้เผยแพร่ข้อมูลระหว่างการตรวจสอบการกระทำความผิดต่อสาธารณะ แต่จะเผยแพร่ผลการสอบสวนการกระทำความผิดดังกล่าวผ่านทางเว็บไซต์³¹⁴

³¹¹ Financial Industry Regulatory Authority, **Adjudication and Decisions, Oversight.**

³¹² ดู Standard Investment Chartered, Inc. v. Nat'l Ass'n of Sec. Dealers, Inc., 637 F.3d 112, 115 (2nd Cir. 2011), Turbeville v. FINRA, 2017 WL 4938821 (11th Cir. Nov. 1, 2017)

³¹³ Robert D. Mitchell, **Finra Immunity from Civil Claims**, Retrieved July 12, 2021 from <https://www.mitchell-attorneys.com/finra-immunity-from-civil-claims>

³¹⁴ New York Stock Exchange, **Nyse Disciplinary Actions, Regulation.**

องค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA)

สำหรับการออกกฎและแก้ไขกฎนั้น ภายใต้แนวปฏิบัติปัจจุบัน FINRA จะเผยแพร่ร่างของกฎเพื่อรับฟังความเห็นจากประชาชน รวมถึงเผยแพร่กฎที่ได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาแล้วผ่านทางเว็บไซต์

สำหรับการเปิดเผยคำวินิจฉัยหรือคำสั่งลงโทษผู้ฝ่าฝืนกฎนั้น ภายใต้แนวปฏิบัติปัจจุบัน FINRA ไม่ได้เผยแพร่ข้อมูลระหว่างการตรวจสอบการกระทำความผิดต่อสาธารณะ แต่จะเผยแพร่ผลการสอบสวนการกระทำความผิดดังกล่าวผ่านทางเว็บไซต์³¹⁵

3.3.6.3 การคุ้มครองผู้ลงทุน

การคุ้มครองผู้ลงทุน (Investor protection) เป็นส่วนหนึ่งของวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่ดีซึ่งกำหนดโดยองค์การคณะกรรมการหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (IOSCO) ทั้งนี้ประเทศสหรัฐอเมริกาได้นำหลักเกณฑ์เพื่อการคุ้มครองผู้ลงทุนมาใช้ในการกำกับดูแลตนเองด้วยเช่นกัน ซึ่งหลักเกณฑ์ดังกล่าวมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

- 1) โครงสร้างกรรมการที่เป็นธรรม ปราศจากการขัดกันของผลประโยชน์ ตลาดหลักทรัพย์ NYSE

คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ NYSE ประกอบด้วยกรรมการส่วนใหญ่ที่มาจากสมาชิก และแต่เดิมตลาดหลักทรัพย์ NYSE ได้แยกส่วนงานกำกับดูแลมาให้คณะกรรมการควบคุมการกำกับดูแล (Regulatory Oversight Committee) รับผิดชอบโดยเฉพาะเพื่อสร้างความเป็นธรรมในการกำกับดูแล อย่างไรก็ตามภายหลังการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ NYSE อันนำมาสู่การบริหารแบบกลุ่มบริษัท NYSE Group ตลาดหลักทรัพย์ NYSE ได้แยกส่วนงานกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ออกมาเป็นบริษัทย่อย ได้แก่ NYSE Regulation Inc. และกำหนดให้คณะกรรมการ NYSE Regulation Inc. มีกรรมการทั้งหมด 8 คน ประกอบด้วยกรรมการที่มาจากสมาชิก 3 คน และกรรมการอิสระที่ไม่มีความเกี่ยวข้องกับสมาชิก 5 คน (Independent Directors) เพื่อให้การดำเนินงานกำกับดูแลมีความเป็นธรรมมากขึ้น³¹⁶

³¹⁵ Financial Industry Regulatory Authority, **Monthly Disciplinary Actions**, Retrieved November 20, 2020 from <https://www.finra.org/rules-guidance/oversight-enforcement/disciplinary-actions>

³¹⁶ Investment Executive, **Nyse Regulation Names Board Members**, Retrieved July 23, 2021 from <https://www.investmentexecutive.com/news/from-the-regulators/nyse-regulation-names-board-members/>

องค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA)

องค์กรกำกับดูแลตนเองประกอบด้วยคณะกรรมการหลายชุด ได้แก่ (1) คณะกรรมการบริหารองค์กรกำกับดูแลตนเอง (Board of Governors) (2) คณะกรรมการตามกฎหมายกำหนดให้ต้องมี (Standing Committee) เช่น Audit Committee, Regulatory Operations Oversight Committee เป็นต้น (3) คณะกรรมการที่ปรึกษา (Advisory Committee) และ (4) คณะกรรมการเฉพาะด้าน (Ad Hoc Committee) เช่น Complaints Initiatives Committee (CIC), Market Surveillance Advisory Group เป็นต้น

สมาชิกสามารถส่งตัวแทนเข้าไปเป็นส่วนหนึ่งของกรรมการบริหารองค์กรกำกับดูแลตนเองและอีกส่วนหนึ่งมาจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา ตัวอย่างเช่น คณะกรรมการบริหาร FINRA ประกอบด้วย 23 คน (รวม CEO) ได้แก่ ตัวแทนจากหน่วยงานรัฐ 13 คน และตัวแทนจากบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก 10 คน (ประกอบด้วยตัวแทนจากสมาชิกขนาดใหญ่ 3 คน ขนาดกลาง 1 คน ขนาดเล็ก 3 คน และอื่น ๆ เช่น ผู้ค้าอิสระ อีก 3 คน) ทั้งนี้ตัวแทนที่เข้าไปเป็นคณะกรรมการ FINRA ต้องถูกคัดเลือกจากคณะกรรมการสรรหา (The Board's Nominating & Governance Committee) โดยคณะกรรมการ FINRA มีวาระการดำรงตำแหน่ง 3 ปี และดำรงตำแหน่งได้ไม่เกิน 2 วาระติดต่อกัน³¹⁷

2) การถูกกำกับโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

ตลาดหลักทรัพย์ NYSE

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาสามารถใช้อำนาจตามกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 เพื่อเข้าไปกำกับการทำงานของตลาดหลักทรัพย์ NYSE ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ถูกรับรองตามกฎหมายได้ โดยการกำกับครอบคลุมถึงกิจกรรมดังต่อไปนี้

(1) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาให้ความเห็นชอบต่อกฎของตลาดหลักทรัพย์ NYSE

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกามีอำนาจให้ความเห็นชอบในการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ NYSE เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองตามมาตรา 19 (a) แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 โดยพิจารณาว่าตลาดหลักทรัพย์ NYSE ต้องทำหน้าที่กำกับดูแลตนเองอย่างมีประสิทธิภาพและเป็นธรรม รวมถึงส่งเสริมตลาดเปิดเสรี ปกป้องผู้

³¹⁷ Financial Industry Regulatory Authority, **FINRA Board of Governors, Governance**, Retrieved March 23, 2021 from <http://www.finra.org/about/finra-board-governors>

ลงทุน และส่งเสริมความเชื่อถือต่อสาธารณชน นอกจากนี้มาตรา 19 (b) แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ยังกำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ NYSE ในฐานะองค์กรกำกับดูแลตนเองต้องเสนอกฎที่จะประกาศใช้หรือกฎที่จะแก้ไขให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาเพื่อให้ความเห็นชอบก่อนนำไปประกาศใช้ โดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกามีอำนาจยกเลิกหรือแก้ไขกฎของตลาดหลักทรัพย์ NYSE ได้ตามมาตรา 19 (c) แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934

(2) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาตรวจสอบตลาดหลักทรัพย์ NYSE

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกามีอำนาจตรวจสอบและทบทวนการกระทำของตลาดหลักทรัพย์ NYSE ต่อสมาชิกได้ เช่น การลงโทษสมาชิก การรับหรือปฏิเสธการรับสมาชิก เป็นต้น ทั้งนี้เป็นไปตามมาตรา 19 (d) – (f) แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934

(3) ตลาดหลักทรัพย์ NYSE เก็บบันทึกการซื้อขายหลักทรัพย์และจัดทำรายงานเพื่อส่งให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา

ตลาดหลักทรัพย์ NYSE มีหน้าที่เก็บบันทึกการซื้อขายหลักทรัพย์และจัดทำรายงานเพื่อส่งให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาตามมาตรา 17 (a) แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934

(4) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาตรวจสอบบันทึกการขายหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ NYSE

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกามีอำนาจตรวจสอบบันทึกการขายหลักทรัพย์ทั้งหมดของตลาดหลักทรัพย์ NYSE ไม่ว่าในช่วงเวลาใด ทั้งนี้เป็นไปตามมาตรา 17 (b) แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934

(5) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์ NYSE แก้ไขการกระทำ

ในกรณีที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาเห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ NYSE กระทำการไม่เหมาะสม มาตรา 19 (g) แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ให้อำนาจคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์ NYSE แก้ไขการกระทำดังกล่าวได้

(6) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาสั่งให้มีการทำหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ NYSE

มาตรา 19 (g) แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ให้อำนาจคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาในการปลดเปลี่ยนการทำหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ NYSE ได้ หากเห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ NYSE ไม่ปฏิบัติตามหรือไม่บังคับให้เป็นไปตามกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ โดยการใช้อำนาจดังกล่าวต้องเป็นไปเพื่อประโยชน์สาธารณะหรือคุ้มครองผู้ลงทุน ทั้งนี้การปลดเปลี่ยนหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ NYSE ครอบคลุมถึงกรณีที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาใช้อำนาจแทนตลาดหลักทรัพย์ NYSE ด้วย ตัวอย่างเช่น ระหว่างปี ค.ศ. 1999-2003 ตลาดหลักทรัพย์ NYSE ตรวจสอบไม่พบกรณีที่เหมาะสมซึ่งเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (โบรกเกอร์) จำนวน 7 แห่ง ซื้อขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งซื้อของลูกค้าโดยใช้บัญชีของตนเองเพื่อแสวงหาประโยชน์³¹⁸ กล่าวคือ แทนที่โบรกเกอร์จะจับคู่คำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ของลูกค้ากับคำสั่งซื้อขายของผู้ลงทุนรายอื่น แต่กลับเข้าไปเป็นคู่สัญญาตัวกลางระหว่างลูกค้าและผู้ลงทุนรายอื่นเพื่อแสวงหากำไรจากส่วนต่างของราคา เช่น โบรกเกอร์ใช้บัญชีของตนเองเข้าไปจับคู่กับคำสั่งขายหุ้นของลูกค้า ก่อนที่จะใช้บัญชีของตนเองเข้าไปจับคู่กับคำสั่งซื้อหุ้นของผู้ลงทุนรายอื่นในราคาที่สูงกว่าราคาที่ลูกค้าขายให้ตนเอง ซึ่งการกระทำดังกล่าวทำให้ลูกค้าของโบรกเกอร์ทั้ง 7 แห่งเกิดความเสียหายรวมกันมากกว่า 158 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ต่อมาคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาได้ตรวจสอบพบธุรกรรมที่ผิดปกติดังกล่าว และใช้อำนาจตามมาตรา 19 (g) สั่งปรับโบรกเกอร์ทั้ง 7 แห่งแทนตลาดหลักทรัพย์ NYSE เป็นค่าปรับรวมทั้งสิ้น 90 ล้านดอลลาร์สหรัฐ³¹⁹ เป็นต้น

(7) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาลงโทษตลาดหลักทรัพย์ NYSE

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกามีอำนาจลงโทษตลาดหลักทรัพย์ NYSE ในกรณีที่ไม่ปฏิบัติตามกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 เช่น มาตรา 19 (h) แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ให้อำนาจคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาในการสั่งพักหรือเพิกถอนใบอนุญาตของตลาดหลักทรัพย์ NYSE หากพบว่าฝ่าฝืนหลักเกณฑ์ของกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงมีอำนาจ

³¹⁸ CFA Institute, **Self-Regulation in Today's Securities Markets: Outdated System or Work in Progress?** (Brussels, Belgium: CFA Institute, 2007), p. 21.

³¹⁹ Securities and Exchange Commission, **Administrative Proceeding File No. 3-11892**, pp. 5-6, Retrieved March 23, 2021 from <https://www.sec.gov/litigation/admin/34-51524.pdf>

ลงโทษพนักงานหรือกรรมการของตลาดหลักทรัพย์ NYSE ที่จงใจฝ่าฝืนกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ได้เช่นกัน

จากที่กล่าวมาข้างต้น จะเห็นได้ว่าคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา มีอำนาจในการกำกับดูแลการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ NYSE ค่อนข้างมาก อันได้แก่ การทบทวนและให้ความเห็นชอบต่อกฎที่ออกโดยตลาดหลักทรัพย์ NYSE (Review and Approve) การให้ตลาดหลักทรัพย์ NYSE รายงานการดำเนินการ (Report Request) การทบทวนการทำงานของตลาดหลักทรัพย์ NYSE เป็นประจำ (Periodic Review) การตรวจสอบการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ NYSE (Inspection) การให้ตลาดหลักทรัพย์ NYSE ช่วยเหลือตามที่ต้องการ (Facilitation) การสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์ NYSE กระทำการหรืองดเว้นกระทำการ (Order) การปฏิบัติหน้าที่แทนในกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์ NYSE ปฏิบัติหน้าที่ไม่เพียงพอ (Power takeover) และการลงโทษตลาดหลักทรัพย์ NYSE หรือพนักงานของตลาดหลักทรัพย์ NYSE (Punishment)

องค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA)

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาสามารถใช้อำนาจตามกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 เพื่อเข้าไปกำกับการทำงานของ FINRA ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองได้ โดยการกำกับครอบคลุมถึงกิจกรรมดังต่อไปนี้

(1) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาให้ความเห็นชอบต่อกฎของ FINRA

มาตรา 19 (b) แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 กำหนดให้ FINRA ในฐานะองค์กรกำกับดูแลตนเองต้องเสนอกฎที่จะประกาศใช้หรือกฎที่จะแก้ไขให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาเพื่อให้ความเห็นชอบก่อนนำไปประกาศใช้ โดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกามีอำนาจยกเลิกหรือแก้ไขกฎของ FINRA ได้ตามมาตรา 19 (c) แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934

(2) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาตรวจสอบ FINRA

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกามีอำนาจตรวจสอบและทบทวนการกระทำของ FINRA ต่อสมาชิกได้ เช่น การลงโทษสมาชิก การรับหรือปฏิเสธการรับสมาชิก เป็นต้น ทั้งนี้เป็นไปตามมาตรา 19 (d) – (f) แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934

(3) สมาชิกของ FINRA เก็บบันทึกการซื้อขายหลักทรัพย์และจัดทำรายงานเพื่อส่งให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา

สมาชิกของ FINRA มีหน้าที่เก็บบันทึกการซื้อขายหลักทรัพย์และจัดทำรายงานเพื่อส่งให้ FINRA และคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาตามมาตรา 17 (a) แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934

(4) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาตรวจสอบบันทึกการขายหลักทรัพย์ของสมาชิกของ FINRA

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกามีอำนาจตรวจสอบบันทึกการขายหลักทรัพย์ทั้งหมดของสมาชิกของ FINRA ไม่ว่าในช่วงเวลาใด ทั้งนี้เป็นไปตามมาตรา 17 (b) แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934

(5) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาสั่งให้ FINRA แก้ไขการกระทำ

ในกรณีที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาเห็นว่า FINRA กระทำการไม่เหมาะสม มาตรา 19 (g) แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ให้อำนาจคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาสั่งให้ FINRA แก้ไขการกระทำดังกล่าวได้

(6) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาปลดเปลี่ยนหน้าที่ของ FINRA

มาตรา 19 (g) แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ให้อำนาจคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาในการปลดเปลี่ยนหน้าที่ของ FINRA ได้ หากเห็นว่า FINRA ไม่ปฏิบัติตามหรือไม่บังคับให้เป็นไปตามกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ โดยการใช้อำนาจดังกล่าวต้องเป็นไปเพื่อประโยชน์สาธารณะหรือคุ้มครองผู้ลงทุน

(7) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาลงโทษ FINRA

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกามีอำนาจลงโทษ FINRA ในกรณีที่ฝ่าฝืนกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 เช่น มาตรา 19 (h) แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ให้อำนาจคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาในการสั่งพักหรือเพิกถอนใบอนุญาตของ FINRA หากพบว่าฝ่าฝืนหลักเกณฑ์ของกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงมีอำนาจลงโทษพนักงานหรือกรรมการของ FINRA ที่จงใจฝ่าฝืนกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ได้เช่นกัน

จากที่กล่าวมาข้างต้น จะเห็นได้ว่าคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกามีอำนาจในการกำกับดูแลการดำเนินงานของ FINRA ค่อนข้างมาก อันได้แก่ การทบทวนและให้ความเห็นชอบต่อกฎที่ออกโดย FINRA (Review and Approve) การให้ FINRA

รายงานการดำเนินการ (Report Request) การทบทวนการทำงานของ FINRA เป็นประจำ (Periodic Review) การตรวจสอบการดำเนินงานของ FINRA (Inspection) การให้ FINRA ช่วยเหลือตามที่ต้องการ (Facilitation) การสั่งให้ FINRA กระทำการหรืองดเว้นกระทำการ (Order) การปฏิบัติหน้าที่แทนในกรณีที่ FINRA ปฏิบัติหน้าที่ไม่เพียงพอ (Power Takeover) และการลงโทษ FINRA หรือพนักงานของ FINRA (Punishment)

โดยสรุป จากการศึกษากฎหมายและหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองของประเทศมาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา พบว่าแต่ละประเทศมีจุดเด่นที่น่าสนใจ เช่น มาเลเซียมีการคุ้มครองผู้ลงทุนโดยมุ่งเน้นการให้อำนาจหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐเพื่อกำกับการดำเนินงานขององค์กรกำกับดูแลตนเองอีกทอดหนึ่ง เกาหลีใต้มีการคุ้มครองผู้ลงทุนโดยมุ่งเน้นการกำหนดให้มีกรรมการอิสระทั้งในระดับคณะกรรมการขององค์กรกำกับดูแลตนเองและในระดับคณะกรรมการสรรหา สหรัฐอเมริกา เลือกที่จะไม่โอนอำนาจในการกำกับตนเองของตลาดหลักทรัพย์กลับมาไว้ที่หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐภายหลังการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ แต่กลับกำหนดให้สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลตนเองเพิ่มมากขึ้นเพื่อให้ครอบคลุมถึงการกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ด้วย เป็นต้น ทั้งนี้ในบทต่อไปจะศึกษาถึงหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย และบทวิเคราะห์เบื้องต้นเกี่ยวกับหลักเกณฑ์ดังกล่าวของประเทศไทย

บทที่ 4

หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยน หลักทรัพย์ของประเทศไทย

ในบทนี้จะกล่าวถึงรายละเอียดของกฎหมายและหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองของประเทศไทย รวมถึงบทวิเคราะห์หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยในเบื้องต้น ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

4.1 กฎหมายและหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองของประเทศไทย

ประเทศไทยมีตลาดหลักทรัพย์แห่งเดียวเช่นเดียวกับมาเลเซียและเกาหลีใต้ รวมถึงมีสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์หลายแห่งเช่นเดียวกับมาเลเซีย สำหรับความเป็นมาและลักษณะตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ หน่วยงานหรือองค์กรในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ รวมถึงหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง รูปแบบการกำกับดูแลตนเอง และการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย มีรายละเอียดดังนี้

4.1.1 ความเป็นมาของตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

ประวัติของตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย สามารถแบ่งออกเป็น 3 ช่วงเวลาที่สำคัญ ได้แก่

1) ช่วงก่อนการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ในประเทศไทยได้เริ่มต้นก่อนที่จะมีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยในปี พ.ศ. 2496 บริษัทต่างประเทศ 3 แห่ง คือ Houseman & Co., Ltd. บริษัท Siamerican Securities Ltd. และบริษัท Z & R Investment and Consultants ได้เริ่มดำเนินธุรกิจเป็นคณกลางในการซื้อขายหลักทรัพย์ และมีการจัดตั้ง

ศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ขึ้น แต่ในขณะนั้นมีการซื้อขายจำนวนน้อยมาก ซึ่งส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์ไม่เป็นไปตามหลักของอุปสงค์และอุปทานอย่างแท้จริง³²⁰

ต่อมา มีการก่อตั้ง “ตลาดหุ้นกรุงเทพ” (Bangkok Stock Exchange) ในรูปของห้างหุ้นส่วนจำกัด ในปี พ.ศ. 2505 เพื่อเป็นศูนย์กลางการแลกเปลี่ยนหุ้น และได้มีการจดทะเบียนตลาดหุ้นดังกล่าวเป็นบริษัทจำกัดในปี พ.ศ. 2506 โดยตลาดหุ้นกรุงเทพทำหน้าที่เป็นสถานที่ให้ความสะดวกแก่สมาชิกในการซื้อขายหลักทรัพย์ มีการประกาศราคาหลักทรัพย์ในหนังสือพิมพ์ โดยการซื้อขายหลักทรัพย์ต้องซื้อขายผ่านบริษัทสมาชิกเท่านั้น หลักทรัพย์ที่ซื้อขายมีจำนวน 35 หลักทรัพย์ แต่มีเพียง 7-8 หลักทรัพย์เท่านั้นที่มีการซื้อขายกันบ่อยครั้ง เหตุผลที่การซื้อขายไม่เป็นที่แพร่หลายนัก เพราะประชาชนมีความสนใจน้อย รวมถึงผู้ซื้อและผู้ขายมักทำการติดต่อซื้อขายกันเองโดยไม่ผ่านตลาดหุ้นกรุงเทพ³²¹

สำหรับการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เกิดจากแนวนโยบายในแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 2 (พ.ศ. 2510-2514) ที่กำหนดให้การพัฒนาตลาดทุนเป็นส่วนสำคัญในการพัฒนาประเทศ โดยได้เล็งเห็นถึงความสำคัญของเอกชนในการระดมทุนเพื่อพัฒนาประเทศ โดยเฉพาะด้านการพัฒนาสถาบันการเงินและการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ จากแนวคิดดังกล่าว จึงมีการแต่งตั้งคณะกรรมการพัฒนาเศรษฐกิจส่วนเอกชน สาขาสถาบันการเงิน ซึ่งมีนายสมหมาย ฮุนตระกูล เป็นประธาน และคณะกรรมการประกอบด้วยผู้แทนจากส่วนราชการและเอกชน จากการเสนอแนวคิดในการประชุมของคณะกรรมการดังกล่าว จึงมีผลสรุปที่สำคัญ คือ การเสนอให้มีการศึกษาถึงโครงสร้างและปัญหาการพัฒนาตลาดทุนอย่างจริงจัง เพื่อส่งเสริมการระดมเงินออมจากภาคเอกชน และสร้างเสริมปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจของประเทศ

นอกจากนี้ ในปี พ.ศ. 2512 ธนาคารแห่งประเทศไทย โดยการแนะนำของธนาคารระหว่างประเทศเพื่อการบูรณะและพัฒนา (ธนาคารโลก) ได้เชิญศาสตราจารย์ ซิดนีย์ เอ็ม ร็อบบินส์ จากมหาวิทยาลัยโคลัมเบีย ประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งเป็นผู้เชี่ยวชาญในด้านการก่อตั้งตลาดทุนในประเทศกำลังพัฒนา เพื่อทำการศึกษาและให้ข้อเสนอแนะแก่รัฐบาลไทย และได้มีการจัดตั้ง “คณะทำงานโครงการพัฒนาตลาดเงินทุน” ขึ้น ในเดือนพฤษภาคม พ.ศ. 2512 หลังจากนั้นในเดือนเมษายน พ.ศ. 2513 ศาสตราจารย์ ร็อบบินส์ ได้นำเสนอรายงาน เรื่อง “A Capital Market in Thailand” ต่อธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นผลจากการศึกษาและร่วมคิดปรึกษากับผู้เกี่ยวข้องทั้งจากส่วนราชการและภาคเอกชน โดยรายงานฉบับนี้ได้ระบุถึงปัญหาสำคัญของตลาดหุ้นกรุงเทพ คือ

³²⁰ ศุภชัย ศรีสุชาติ, ตลาดหุ้นในประเทศไทย, หน้า 20.

³²¹ มารวย ผดุงสิทธิ์, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อดีต ปัจจุบัน และอนาคต (กรุงเทพมหานคร: ไทยวิจัยและฝึกอบรม, 2548), หน้า 43.

การที่ปริมาณหลักทรัพย์มีอยู่ในจำนวนจำกัด การขาดความสนใจจากผู้ลงทุนในการซื้อขายหลักทรัพย์ และการขาดสถาบันที่ทำหน้าที่เป็นตลาดที่สมบูรณ์ พร้อมทั้งได้ให้ข้อเสนอแนะที่สำคัญ ได้แก่³²²

(1) การให้สิทธิประโยชน์ด้านภาษีแก่บริษัทที่นำหุ้นเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์และผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะผู้ถือหุ้นรายย่อย

(2) การแก้ไขปรับปรุงประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ให้เหมาะสมกับหลักกฎหมายที่จะจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์

(3) การเพิ่มปริมาณอุปสงค์และอุปทานให้แก่หลักทรัพย์

(4) มาตรการกำหนดมาตรฐานการบัญชีและการสอบบัญชี เพื่อให้มีการเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญครบถ้วน ถูกต้อง แก่ผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุนทั่วไป

(5) การปรับปรุงการดำเนินงานของสถาบันตลาดทุนให้ดีขึ้น โดยเฉพาะตลาดหุ้น

(6) การแก้ไขเพิ่มเติมกฎหมายว่าด้วยการควบคุมกิจการ การค้าขายอันกระทบกระเทือนถึงความปลอดภัยและความผาสุกแห่งสาธารณชน กำหนดให้สถาบันการเงินมีบทบาทสำคัญในระบบการเงิน ซึ่งในขณะนั้นยังไม่มีกำหนดบทบาทและหน้าที่ของเจ้าหน้าที่ผู้มีหน้าที่กำกับดูแลตลาดทุน

หลังจากการศึกษารายงานดังกล่าว ธนาคารแห่งประเทศไทยได้เชิญศาสตราจารย์ร็อบบินส์ กลับมาอีกครั้งในเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2513 เพื่อศึกษาเหตุการณ์และสถานการณ์ล่าสุด ซึ่งศาสตราจารย์ ร็อบบินส์ ร่วมกับเจ้าหน้าที่ของธนาคารแห่งประเทศไทยและหน่วยราชการอื่น ๆ ได้พิจารณาบทวนข้อเสนอแนะต่าง ๆ ที่ปรากฏอยู่ในรายงานดังกล่าว และต่อมาในปี พ.ศ. 2515 ได้มีการออกกฎหมายกำหนดให้สถาบันการเงินประเภทธุรกิจเงินทุนและธุรกิจหลักทรัพย์อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของธนาคารแห่งประเทศไทยตามข้อเสนอแนะดังกล่าว³²³

แนวความคิดในการพัฒนาตลาดทุนและสถาบันการเงินยังคงมีอย่างต่อเนื่องจนถึงแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 3 (พ.ศ. 2515-2519) โดยมีการจัดประชุมและปรึกษากับหน่วยงานต่าง ๆ ได้แก่ กระทรวงพาณิชย์ คณะกรรมการส่งเสริมการลงทุนเพื่อกิจการอุตสาหกรรม สมาชิกตลาดหุ้นกรุงเทพ ผู้แทนบริษัทค้าหลักทรัพย์ ผู้รับประกันการขายหลักทรัพย์ นายธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย ซึ่งมีผลสรุปว่า การซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมดควรรวมอยู่ที่แหล่งเดียว และเปิดโอกาสให้ประชาชนได้เห็นวิธีการประมวลและสามารถทราบราคาหลักทรัพย์ได้เสมอ ข้อเสนออีกประการหนึ่ง คือ การให้ภาครัฐมีบทบาทในเชิง

³²² ศุภชัย ศรีสุชาติ, ตลาดหุ้นในประเทศไทย, หน้า 21-22.

³²³ มารวย ผดุงสิทธิ์, เรืองเดิม, หน้า 45-46.

ริเริ่มและสนับสนุนการปฏิรูปตลาดหุ้นที่มีอยู่เดิม เป็นเหตุให้รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังมีการแต่งตั้ง “คณะกรรมการจัดตั้งตลาดหุ้น” ขึ้น โดยประกอบด้วยผู้แทนจาก บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย ตลาดหุ้นกรุงเทพ บริษัท Houseman & Co. Ltd. บริษัท Siamerican Securities Ltd. บริษัทค้าหลักทรัพย์และลงทุน บริษัท กรุงเทพมหานคร จำกัด และบริษัท บางกอกโนมูระ จำกัด โดยมีธนาคารแห่งประเทศไทยทำหน้าที่เป็นผู้ประสานงาน เพื่อให้เกิดการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขึ้น โดยกำหนดให้การบริหารงานของตลาดหลักทรัพย์เป็นไปตามรูปแบบธุรกิจเอกชน ส่วนภาครัฐทำหน้าที่เป็นเพียงผู้กำกับดูแลให้เป็นไปตามกฎหมาย³²⁴

2) ช่วงหลังการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในที่สุดเมื่อวันที่ 20 พฤษภาคม พ.ศ. 2517 รัฐบาลได้ออกพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อจัดให้มีแหล่งกลางสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ ส่งเสริมการออกหลักทรัพย์และการระดมเงินทุนในประเทศ จัดสรรเงินทุนแก่ธุรกิจต่าง ๆ เพื่อปรับโครงสร้างทางการเงินและขยายกิจการ สนับสนุนให้ประชาชนมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของธุรกิจและอุตสาหกรรมในประเทศ ตลอดจนให้ความคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น และให้การซื้อขายหลักทรัพย์มีสภาพคล่องในราคาที่เหมาะสมและเป็นไปอย่างมีระเบียบ³²⁵ ภายใต้พระราชบัญญัติดังกล่าว ได้มีการจัดตั้ง “ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” (The Securities Exchange of Thailand) ซึ่งมีสภาพเป็นนิติบุคคลและเป็นสถาบันเอกชนที่ดำเนินการโดยไม่นำผลกำไรมาแบ่งปันกัน โดยเริ่มเปิดดำเนินการอย่างเป็นทางการเมื่อวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 ต่อมาเมื่อวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2534 ได้เปลี่ยนชื่อภาษาอังกฤษเป็น “The Stock Exchange of Thailand” (SET) จนเป็นชื่อที่ใช้มาจนถึงปัจจุบัน³²⁶

3) ช่วงหลังการจัดตั้งสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

หลังจากนั้นได้มีการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 พร้อมกับการจัดตั้งสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ซึ่งกฎหมายดังกล่าวจัดทำขึ้นเพื่อรวมการกำกับดูแลให้เป็นเอกภาพ โดยรวบรวมกฎหมายหลายฉบับที่กระจัดกระจายอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของหน่วยงานหลายหน่วยงาน ได้แก่ พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 (แก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2527) พระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ พ.ศ. 2522 และพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2521 ให้เป็นระเบียบและ

³²⁴ ศุภชัย ศรีสุชาติ, **ตลาดหุ้นในประเทศไทย**, หน้า 22-23.

³²⁵ มารวย ผดุงสิทธิ์, **เรื่องเดิม**, หน้า 46-47.

³²⁶ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, **ประวัติความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์ฯ**, ค้นวันที่ 5 มีนาคม 2561 จาก https://www.set.or.th/th/about/overview/history_p1.html

เป็นหมวดหมู่ในฉบับเดียวกัน โดยหลังจากที่มีการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 แล้ว ก็ได้มีการยกเลิกกฎหมายเดิมในส่วนที่เกี่ยวข้องกับเนื้อหาที่นำมาบัญญัติในพระราชบัญญัติฉบับใหม่นี้ ซึ่งได้แก่ พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 พระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ พ.ศ. 2522 (ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์) ส่วนพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2521 นั้นก็ได้ถูกยกเลิกไป และมีการตราพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 ขึ้นใช้แทน

นอกจากนี้ ในเรื่องของหน่วยงานกำกับดูแลตลาดทุนก็ได้รับการปรับปรุงเสียใหม่ จากที่เคยขึ้นอยู่กับหน่วยงานต่าง ๆ หลายหน่วยงาน ได้แก่ กระทรวงการคลัง ธนาคารแห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ก็มีการเปลี่ยนแปลงให้มีองค์กรกลางเพียงองค์กรเดียวในการกำกับดูแลตลาดทุนทั้งระบบ โดยพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้จัดตั้ง “คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์” (คณะกรรมการ ก.ล.ต.) ขึ้นทำหน้าที่องค์กรกลางดังกล่าว และมีการจัดตั้งสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ขึ้นเป็นหน่วยงานบริหารงานของคณะกรรมการ ก.ล.ต.

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้รับการแก้ไขเพิ่มเติมอีกหลายครั้ง โดยตัวอย่างของเนื้อหาที่แก้ไขปรับปรุงอาจสรุปได้ดังนี้³²⁷

การแก้ไขครั้งแรกในปี พ.ศ. 2542 ได้แก้ไขในส่วนของการจัดการกองทุนส่วนบุคคล และได้รวมเอาการจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพเข้ามาเป็นธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทหนึ่งภายใต้พระราชบัญญัตินี้

การแก้ไขครั้งที่สองในปี พ.ศ. 2546 ได้แก้ไขบทนิยามของคำว่า “การจัดการกองทุนรวม” และเพิ่มอำนาจกักขังและก่อภาระติดพันในทรัพย์สินของกองทุนรวม

การแก้ไขครั้งที่สามในปี พ.ศ. 2551 เป็นการแก้ไขครั้งใหญ่ถึง 64 มาตรา ตั้งแต่การแก้ไขโครงสร้างของคณะกรรมการ ก.ล.ต. การจัดตั้งและอำนาจหน้าที่ของคณะกรรมการกำกับตลาดทุนเพิ่มเติมเรื่องการบริหารกิจการของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์เกี่ยวกับกรรมการ ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น รวมทั้งการกำหนดให้มีเลขานุการบริษัท นอกจากนี้ยังมีการแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติในเรื่องต่าง ๆ อีกมากมาย รวมทั้งบทกำหนดโทษด้วย

การแก้ไขครั้งที่สี่ในปี พ.ศ. 2559 ได้แก้ไขเพิ่มเติมหลายประเด็น แต่ที่สำคัญ คือ ส่วนที่ว่าด้วยการป้องกันการกระทำความผิดอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยได้แก้ไขกฎหมายการกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ใหม่ทั้งหมด รวมทั้งบทกำหนดโทษ และได้มีการเพิ่มมาตรการลงโทษทางแพ่งขึ้นมาใหม่นอกเหนือจากโทษทางอาญาด้วย

³²⁷ พิเศษ เสตเสถียร, *เรื่องเดิม*, หน้า 3.

การแก้ไขครั้งที่ห้าในปี พ.ศ. 2562 ได้แก้ไขเพิ่มเติมหลายประเด็น³²⁸ ได้แก่ ปรับปรุงการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ให้ยืดหยุ่น³²⁹ ยกระดับการกำกับดูแลกองทุนรวมและปรับปรุงการขอมติผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน³³⁰ กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นไปตามมาตรฐานสากล³³¹ เพิ่มศักยภาพการแข่งขันของตลาดทุน³³² จัดตั้งกองทุนส่งเสริมการพัฒนาตลาดทุน (Capital Market Development Fund: CMDF)³³³ และเพิ่มประสิทธิภาพ ความชัดเจน และความโปร่งใสในการดำเนินงานของ ก.ล.ต.³³⁴

นอกจากนี้ได้มีการจัดตั้งบริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด และจัดให้มีกองทุนเพื่อการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ เพื่อป้องกันความเสี่ยงของการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ อีกทั้งยังมีการจัดตั้ง “ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์กรุงเทพ” (Bangkok Stock Dealing

³²⁸ สำนักงาน ก.ล.ต., สรุปสาระสำคัญพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 6) พ.ศ. 2562

³²⁹ เช่น เพิ่มความยืดหยุ่นให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. สามารถยกเว้นให้การประกอบกิจการที่มีลักษณะตามที่กำหนดไม่เป็นธุรกิจหลักทรัพย์ การกำหนดทุนจดทะเบียนของบริษัทหลักทรัพย์ เป็นต้น

³³⁰ เช่น กำหนดหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมในการจัดการกองทุนรวม ปรับปรุงหลักเกณฑ์การขอมติผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนเพื่อแก้ไขเพิ่มเติมโครงการจัดการกองทุนรวมหรือวิธีการจัดการ เป็นต้น

³³¹ เช่น กำหนดภารกิจ (Regulatory Objectives) และหลักเกณฑ์ในการดำเนินกิจการของตลาดหลักทรัพย์ ปรับปรุงกระบวนการออกหรือแก้ไขเปลี่ยนแปลงระเบียบข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ แก้ไขเพิ่มเติมองค์ประกอบและกระบวนการคัดเลือกและแต่งตั้งคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น

³³² เช่น เพิ่มข้อยกเว้นในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนนอกตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์สมาชิก การรับฝากหลักทรัพย์ในระบบไร้ใบหลักทรัพย์ (Scripless) และการใช้ระบบไร้ใบหลักทรัพย์ได้ตลอดกระบวนการตั้งแต่การออกหลักทรัพย์ เป็นต้น

³³³ เช่น วัตถุประสงค์ของกองทุน องค์ประกอบของคณะกรรมการกองทุน ผู้จัดการกองทุน ทรัพย์สินของกองทุน เป็นต้น

³³⁴ เช่น การจัดทำแผนการดำเนินงานของสำนักงาน ก.ล.ต. การเปิดเผยข้อมูลที่ได้มาจากการปฏิบัติตามอำนาจหน้าที่ เป็นต้น

Center: BSDC) เพื่อเป็นตลาดรองสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์อีกแห่ง แต่ก็ไม่ได้รับความนิยมเท่าที่ควร และต่อมาได้ปิดกิจการลงเมื่อกลางปี พ.ศ. 2542³³⁵

ทั้งนี้เมื่อพิจารณาถึงสถานะและอำนาจหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จะพบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีสถานะเป็นนิติบุคคลที่ไม่แสวงหาผลกำไร และมีหน้าที่หลักในการรับหลักทรัพย์จดทะเบียนและดูแลการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน การซื้อขายหลักทรัพย์และการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ การกำกับดูแลบริษัทสมาชิกส่วนที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ตลอดจนถึงการเผยแพร่ข้อมูลและการส่งเสริมความรู้ให้แก่ผู้ลงทุน ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงมีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองเนื่องจากมีอำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกของตนเอง โดยมีคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นผู้กำหนดนโยบายและควบคุมการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์³³⁶

ปัจจุบันประเทศไทยยังไม่มีมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ แม้ว่าในอดีตที่ผ่านมาเคยมีแนวคิดที่จะแปรรูปตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยนำตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก็ตาม เช่น ในปี พ.ศ. 2559 ได้มีการจัดประชุมร่วมกันของตัวแทนองค์กรต่าง ๆ ในตลาดทุน โดยมีตัวแทนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สมาธิธุรกิจตลาดทุนไทย (FETCO) สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. และธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) เข้าร่วมประชุม ทั้งนี้ที่ประชุมก็มิมีมติไม่แปรรูปตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพราะเห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่จำเป็นต้องเพิ่มทุนเนื่องจากมีทุนที่เพียงพออยู่แล้ว จึงไม่ต้องนำเข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อระดมเงินจากผู้ลงทุน

ดังนั้นจะเห็นได้ว่าประเทศไทยเป็นประเทศหนึ่งที่ตลาดหลักทรัพย์เปิดดำเนินงานก่อนที่จะมีการจัดตั้งหน่วยงานรัฐที่เป็นองค์กรกำกับดูแลเช่นเดียวกับประเทศมาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา และมีการใช้รูปแบบการกำกับดูแลตนเองมาตั้งแต่เริ่มจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ในช่วงเวลาที่ยังไม่มีการจัดตั้งหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ ซึ่งได้แก่ คณะกรรมการ ก.ล.ต. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ทำหน้าที่ทั้งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่มีอำนาจกำกับดูแลสมาชิกของตนเอง และเป็นหน่วยงานกำกับดูแล (Regulator) ที่ทำหน้าที่กำกับดูแลตลาดทั้งหมด ซึ่งภายหลังเมื่อได้ประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กฎหมายฉบับดังกล่าวได้ให้อำนาจ ก.ล.ต. ทำหน้าที่เป็นหน่วยงานกำกับดูแล ส่วนตลาดหลักทรัพย์แห่ง

³³⁵ ศุภชัย ศรีสุชาติ, ตลาดหุ้นในประเทศไทย, หน้า 32.

³³⁶ ศุภชัย ศรีสุชาติ, ตลาดหลักทรัพย์กับการพัฒนาเศรษฐกิจไทย, ค้นวันที่ 5 มีนาคม

ประเทศไทยก็ยังคงมีอำนาจกำกับดูแลตลาดในบางเรื่อง เช่น การรับหลักทรัพย์จดทะเบียน การดูแลระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นต้น รวมถึงยังคงทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่มีอำนาจกำกับดูแลสมาชิกเช่นเดิม

4.1.2 ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

4.1.2.1 ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการของประเทศไทย

ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการของประเทศไทยเป็นตลาดรองที่มีการซื้อขายอย่างเป็นระบบ โดยองค์กรสำคัญที่เกี่ยวข้องกับซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ในตลาดดังกล่าว ได้แก่ “ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” ถูกก่อตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 ต่อมาได้ยกเลิกกฎหมายดังกล่าว และประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังคงดำรงอยู่ตามบัญญัติไว้ในหมวด 5 ของพระราชบัญญัตินี้ดังกล่าว นอกจากนี้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ยังกำหนดให้มีศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ตามหมวด 6 ด้วย ดังนั้นต่อมาจึงมีการจัดตั้ง “ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์กรุงเทพ” เพื่อเป็นตลาดรองสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์อีกแห่ง แต่ก็ไม่ได้รับความนิยมเท่าที่ควรและต่อมาได้ปิดกิจการลง และมีการจัดตั้ง “ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย” ทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางเพื่ออำนวยความสะดวกในด้านการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดรอง ต่อมาภายหลังศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยได้โอนขายระบบการซื้อขายตราสารหนี้ให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อรวมระบบการซื้อขายตราสารหนี้อิเล็กทรอนิกส์ไว้ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพียงแห่งเดียว ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยจึงได้ถูกปรับสถานะจากศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์เป็นสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ตามหมวด 7 ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ภายใต้ชื่อ “สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย”³³⁷

จากที่กล่าวมาข้างต้น จะเห็นได้ว่าองค์กรที่มีบทบาทสำคัญในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการของประเทศไทย ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ และสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

1) ตลาดหลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์เป็นองค์กรตามหมวด 5 ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยพระราชบัญญัตินี้กำหนดให้จัดตั้ง “ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” เพื่อประกอบกิจการตลาดหลักทรัพย์โดยไม่นำผลกำไรมาแบ่งปันกัน รวมถึงมีหน้าที่

³³⁷ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย, **ความเป็นมาของ Thaima**, ค้นวันที่ 2 พฤษภาคม

2563 จาก <http://www.thaibma.or.th/EN/About/AboutThai.aspx>

ให้บริการเป็นศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนและประกอบธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ อันได้แก่ ธุรกิจให้บริการเกี่ยวกับหลักทรัพย์จดทะเบียน โดยเป็นสำนักหักบัญชี ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ นายทะเบียนหลักทรัพย์ ธุรกิจให้บริการด้านข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ หรือธุรกิจทำนองเดียวกัน³³⁸ นอกจากนี้หลักทรัพย์ที่จะซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ต้องเป็นหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535³³⁹ และบริษัทหลักทรัพย์ที่จะทำการเป็นนายหน้าหรือตัวแทนซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ต้องเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ด้วย³⁴⁰

ปัจจุบันประเทศไทยมีตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ที่เป็นทางการหลายแห่ง ภายใต้การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและบริษัทย่อย (กลุ่มตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) ได้แก่ (1) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) (2) ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) (3) ตลาดตราสารหนี้ (Bond Electronic Exchange: BEX) (4) ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Thailand Futures Exchange: TFEX) โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

(1) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถูกจัดตั้งขึ้นมาก่อนการบังคับใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยในปี พ.ศ. 2515 รัฐบาลได้เข้ามามีบทบาทในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการของประเทศไทยด้วยการแก้ไข “ประกาศคณะปฏิวัติที่ 58 เกี่ยวกับการควบคุมธุรกิจการค้าที่มีผลกระทบต่อความปลอดภัยและความเป็นอยู่ของประชาชน” ผลของการแก้ไขดังกล่าวทำให้รัฐบาลสามารถกำกับดูแลการดำเนินงานของบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ ซึ่งทำให้การดำเนินงานเป็นไปอย่างมีระเบียบและยุติธรรม ต่อมาในปี พ.ศ. 2517 ได้มีการประกาศใช้พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อจัดให้มีแหล่งกลางสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อเป็นการส่งเสริมการออมทรัพย์และการระดมเงินทุนภายในประเทศ และในวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เปิดทำการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างเป็นทางการ

(2) ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เป็นกระดานซื้อขายที่จัดตั้งขึ้นโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเห็นว่าควรให้มีการดำเนินการ

³³⁸ มาตรา 153 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

³³⁹ มาตรา 157 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

³⁴⁰ มาตรา 158 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

ตั้งตลาดหลักทรัพย์สำหรับธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็ก โดยมีชื่อว่าตลาดหลักทรัพย์ใหม่ และต่อมาเปลี่ยนชื่อเป็นตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) ในปี พ.ศ. 2548 โดยมีเป้าหมายเพื่อเป็นแหล่งระดมทุนให้แก่ธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กที่เป็นอุตสาหกรรมส่งออก อุตสาหกรรมที่รัฐบาลมุ่งให้การส่งเสริมเพื่อฟื้นฟูเศรษฐกิจ หรืออุตสาหกรรมการผลิตที่มีแนวโน้มการเติบโตที่ดี ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. เมื่อวันที่ 11 พฤศจิกายน พ.ศ. 2541 และได้เปิดดำเนินการอย่างเป็นทางการในวันที่ 21 มิถุนายน พ.ศ. 2542³⁴¹

ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จะครอบคลุมเฉพาะในส่วน Front Office เช่น การจดทะเบียนและการประชาสัมพันธ์ ขณะที่การดำเนินงานในส่วน Back Office เช่น ระบบการซื้อขาย กระบวนการส่งมอบและการชำระราคา การตรวจสอบ และการกำกับการซื้อขาย ตลอดจนการเปิดเผยข้อมูลจะใช้ร่วมกับระบบของ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

(3) ตลาดตราสารหนี้

ตลาดตราสารหนี้ (Bond Electronic Exchange: BEX) จัดตั้งโดย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อวันที่ 26 พฤศจิกายน พ.ศ. 2546 โดยได้เปิดให้ตราสารหนี้ทุกประเภทเข้าจดทะเบียนและซื้อขายผ่านระบบของตลาดหลักทรัพย์ เพื่อพัฒนาตลาดรองการซื้อขายตราสารหนี้ให้มีประสิทธิภาพ และเพิ่มช่องทางการซื้อขายให้กว้างขวาง ซึ่งจะเกิดผลดีต่อการออกและเสนอขายหุ้นกู้ของธุรกิจภาคเอกชน และเพิ่มโอกาสให้กับผู้ลงทุนที่ต้องการลงทุนโดยตรงในหุ้นกู้ของบริษัทจดทะเบียน โดยการลงทุนซื้อขายตราสารหนี้ที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีหลักการเช่นเดียวกับการลงทุนซื้อขายหุ้นสามัญจดทะเบียน กล่าวคือ การซื้อขายเป็นระบบที่เปิดเผยข้อมูลผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้ลงทุนที่สนใจสามารถทราบข้อมูลของตราสารหนี้ และความเคลื่อนไหวด้านราคาได้อย่างสะดวกและรวดเร็ว การซื้อขายสามารถดำเนินการผ่านบริษัทหลักทรัพย์หรือโบรกเกอร์ที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีค่าธรรมเนียมการซื้อขายที่เป็นระบบต่อรองกันได้ ตราสารหนี้ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีคุณสมบัติเบื้องต้น คือ เป็นตราสารหนี้ที่ได้รับอนุญาตเสนอขายจากหน่วยงานกำกับดูแลการออกและเสนอขายตราสารหนี้ และมีมูลค่าการเสนอขายไม่ต่ำกว่า 100 ล้านบาท³⁴²

³⁴¹ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์, หน้า 85.

³⁴² เรื่องเดียวกัน, หน้า 140.

ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) เป็นผู้ให้บริการซื้อขายหลักทรัพย์ในกระดานรอง ซึ่งได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) และให้บริการระบบการซื้อขายตราสารหนี้แบบอิเล็กทรอนิกส์ ซึ่งได้แก่ ตลาดตราสารหนี้ (BEX) นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ยังเป็นบริษัทโฮลดิ้งของบริษัท ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ซึ่งเป็นผู้ให้บริการตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (TFEX) ด้วย

(4) ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า

ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Thailand Futures Exchange: TFEX) เป็นศูนย์กลางการซื้อขายอนุพันธ์ซึ่งอ้างอิงกับตราสารทุน ตราสารหนี้ และสินค้าโภคภัณฑ์ชนิดต่าง ๆ รวมถึงสินค้าเกษตร ทั้งนี้การซื้อขายอนุพันธ์ถูกกำกับดูแลตามพระราชบัญญัติสัญญาซื้อขายล่วงหน้า พ.ศ. 2546 และที่แก้ไขเพิ่มเติม แต่ไม่ถูกกำกับดูแลตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เนื่องจากไม่ถือเป็นหลักทรัพย์ตามนิยามที่กำหนดในมาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535³⁴³

ในอดีตการซื้อขายอนุพันธ์ในประเทศไทยได้เกิดขึ้นมาก่อนการจัดตั้งตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอย่างเป็นทางการ เช่น สัญญาซื้อขายล่วงหน้าฟอร์เวิร์ดในเงินตราต่างประเทศ เป็นต้น ทั้งนี้ในปี พ.ศ. 2547 ประเทศไทยมีศูนย์ซื้อขายอนุพันธ์อย่างเป็นทางการแห่งแรก ได้แก่ ตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่งประเทศไทย (Agriculture Futures Exchange of Thailand: AFET) ซึ่งเป็นองค์กรที่จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติการซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า พ.ศ. 2542 ต่อมาเมื่อวันที่ 17 พฤษภาคม พ.ศ. 2547 ได้มีการจัดตั้งบริษัท ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (Thailand Futures Exchange: TFEX) ซึ่งเป็นองค์กรที่จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติสัญญาซื้อขายล่วงหน้า พ.ศ. 2546 เพื่อเป็นศูนย์ซื้อขายอนุพันธ์ทางการเงิน โดยตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (TFEX) เป็นบริษัทย่อยของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับประเภทของอนุพันธ์ที่สามารถซื้อขายในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (TFEX) ได้แก่ สัญญาฟิวเจอร์สและ

³⁴³ มาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้ “หลักทรัพย์” หมายความว่า ตัวเงินค้ำประกัน พันธบัตร ตัวเงิน หุ้น หุ้นกู้ หน่วยลงทุนอันได้แก่ ตราสารหรือหลักฐานแสดงสิทธิในทรัพย์สินของกองทุนรวม ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นกู้ ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหน่วยลงทุน และตราสารอื่นใดที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนด

สัญญาออปปชั่น ที่มีสินค้าอ้างอิงเป็นตราสารทุน ตราสารหนี้ เงินตราระหว่างประเทศ สินค้าโภคภัณฑ์ อื่นนอกเหนือจากสินค้าเกษตร เช่น ทองคำ น้ำมันดิบ เป็นต้น³⁴⁴

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากวิทยานิพนธ์นี้มุ่งศึกษาเฉพาะการกำกับดูแลตนเอง ซึ่งเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ตามที่กำหนดในมาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ดังนั้นวิทยานิพนธ์นี้จึงไม่ได้ศึกษาถึงการกำกับดูแลตนเองในตลาดอื่นที่ไม่ใช่หลักทรัพย์ เช่น ตลาดซื้อขายอนุพันธ์ภายใต้พระราชบัญญัติสัญญาซื้อขายล่วงหน้า พ.ศ. 2546 และที่แก้ไขเพิ่มเติม เป็นต้น

2) ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์

ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์เป็นองค์กรตามหมวด 6 ส่วนที่ 1 ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ที่มีฐานะเป็นนิติบุคคล³⁴⁵ โดยพระราชบัญญัติดังกล่าวกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ที่รวมกันไม่น้อยกว่า 15 รายสามารถขอรับใบอนุญาตจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. จัดตั้ง “ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์” เพื่อให้บริการเป็นศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีได้เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้³⁴⁶ ทั้งนี้ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ต้องจัดการให้สมาชิกปฏิบัติตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 หรือตามระเบียบหรือข้อบังคับของศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ หากสมาชิกฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติตาม ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์มีอำนาจลงโทษสมาชิกได้³⁴⁷

ในอดีตเคยมีการจัดตั้งศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ ได้แก่ “ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์กรุงเทพ” (Bangkok Stock Dealing Center: BSDC) เพื่อเป็นตลาดรองสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์อีกแห่ง แต่ไม่ได้รับความนิยมเท่าที่ควรและได้ปิดกิจการลงในปี พ.ศ. 2542 นอกจากนี้ยังมีการจัดตั้ง “ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย” (Thai Bond Dealing Center: ThaiBDC) เพื่อทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางอำนวยความสะดวกในด้านการซื้อขายตราสารในตลาดรอง ตลอดจนทำหน้าที่ในการรวบรวมและเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับราคา และปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ที่ขึ้นทะเบียน รวมถึงข้อคิดเห็นเกี่ยวกับธุรกรรมในตลาดรองตราสารหนี้ของประเทศไทย สำหรับที่มาของศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยนั้น โดยแรกเริ่มได้ถูกจัดตั้งขึ้นในปี พ.ศ. 2537 ภายใต้ชื่อ ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ (Bond Dealers Club) เมื่อเริ่มต้นนั้นได้ให้บริการอำนวยความสะดวกด้านการซื้อขายเฉพาะหุ้นกู้ภาคเอกชน

³⁴⁴ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์, หน้า 637-638.

³⁴⁵ มาตรา 208 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

³⁴⁶ มาตรา 204 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

³⁴⁷ มาตรา 213 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

เท่านั้น ภายหลังเมื่อได้รับใบอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ให้มีฐานะเป็นศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ตามมาตรา 204 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จึงเปลี่ยนชื่อเป็น “ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย” เมื่อเดือนเมษายน พ.ศ. 2541 โดยการเปลี่ยนแปลงครั้งนั้นได้รวมพันธบัตรรัฐบาลและพันธบัตรรัฐวิสาหกิจให้เข้าเป็นตราสารหนี้ขึ้นทะเบียนได้ เพื่ออำนวยความสะดวกในการซื้อขายและเผยแพร่ข้อมูลการซื้อขายตราสารหนี้ขึ้นทะเบียนทุกประเภทต่อผู้ลงทุน

นอกจากศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยจะทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางของการเผยแพร่ข้อมูล และการกำหนดมาตรฐานการซื้อขายต่าง ๆ ในตลาดรองตราสารหนี้แล้ว ยังทำหน้าที่กำกับดูแลให้ผู้ค้าตราสารหนี้ซึ่งเป็นสมาชิกได้ปฏิบัติตามระเบียบซึ่งพึงปฏิบัติและจรรยาบรรณตามที่ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยได้กำหนด ทั้งนี้ก็เพื่อยกมาตรฐานของตลาดตราสารหนี้ไทยให้ทัดเทียมกับสากล และเพื่อให้การกำกับดูแลผู้ค้าตราสารหนี้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ยังได้กำหนดเพิ่มเติมให้พนักงานผู้ค้าตราสารหนี้ทุกรายจะต้องขึ้นทะเบียนกับศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย โดยจะต้องผ่านการทดสอบความรู้เกี่ยวกับตลาดตราสารหนี้ตามที่กำหนด มาตรการนี้ได้มีผลบังคับใช้มาตั้งแต่วันที่ 18 สิงหาคม พ.ศ. 2543 ต่อมาวันที่ 8 กันยายน พ.ศ. 2548 สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. เห็นควรให้ปรับสถานะศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย เป็นสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (Thai Bond Market Association: ThaiBMA)³⁴⁸

3) สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์

สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์เป็นองค์กรตามหมวด 7 ส่วนที่ 2 ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ที่มีฐานะเป็นนิติบุคคล³⁴⁹ และมีวัตถุประสงค์เพื่อทำการส่งเสริมการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์อันมิใช่เป็นการหาผลกำไรหรือรายได้แบ่งปันกัน³⁵⁰ โดยพระราชบัญญัติดังกล่าวกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ผู้เริ่มก่อการจัดตั้งที่มีจำนวนไม่น้อยกว่า 15 รายสามารถยื่นคำขอต่อสำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อขออนุญาตจดทะเบียนสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์³⁵¹ ทั้งนี้สมาชิกของสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ต้องเป็นบริษัทหลักทรัพย์เท่านั้น³⁵² ปัจจุบันมีการจัดตั้งสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์หลายแห่ง ดังตัวอย่างต่อไปนี้

³⁴⁸ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย, **ความเป็นมาของ Thaima**.

³⁴⁹ มาตรา 233 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

³⁵⁰ มาตรา 230 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

³⁵¹ มาตรา 232 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

³⁵² มาตรา 235 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (Thai Bond Market Association: ThaiBMA) เป็นองค์กรไม่แสวงหากำไรและทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง โดยสถานะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองถูกรับรองภายใต้บันทึกความเข้าใจ (MOU) ระหว่างสำนักงาน ก.ล.ต. และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ลงวันที่ 30 พฤศจิกายน 2561 ซึ่งระบุว่าสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยเป็นสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ มีฐานะเป็นนิติบุคคล และมีวัตถุประสงค์เพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิก (Self-Regulatory Organization: “SRO”)

สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย (Association of Thai Securities Companies: ASCO) เป็นองค์กรไม่แสวงหากำไรที่มีบทบาทในการกำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเป็นสมาชิกของสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทยและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทยยังไม่มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง เนื่องจากปัจจุบันไม่มีกฎหมายรับรองสถานะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองของสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย และไม่มีบันทึกข้อตกลงกับรัฐเพื่อให้อำนาจในการทำหน้าที่กำกับดูแลตนเอง นอกจากนี้สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทยยังขาดลักษณะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองบางประการ กล่าวคือ อำนาจในการลงโทษสมาชิกของสมาคมไม่ได้ถูกกำหนดไว้อย่างชัดเจนในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ดังนั้นสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทยจึงทำหน้าที่เพียงควบคุมดูแลสมาชิกของสมาคมให้ปฏิบัติตามระเบียบข้อบังคับและจรรยาบรรณในการประกอบธุรกิจที่ทางสมาคมได้กำหนดขึ้น

4.1.2.2 ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นทางการของประเทศไทย

การซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นทางการของประเทศไทยเป็นการซื้อขายแบบผู้ค้าตกลงกันเอง (Over the Counter หรือ OTC) ซึ่งถูกนำมาใช้กับการซื้อขายตราสารหนี้โดยผู้ค้าตราสารหนี้ (Dealer) จะเป็นผู้เสนอราคาซื้อขายตราสารหนี้ด้วยวิธีชี้แนะ (Indicative Bid and Offer) ในการเสนอซื้อขายตราสารหนี้ด้วยวิธีชี้แนะนั้น ผู้ค้าไม่จำเป็นต้องซื้อขายตามราคาที่ตนเองเสนอไป ผู้ค้าอาจมีการเจรจาต่อรองราคาระหว่างกันได้ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับมูลค่าของการซื้อขายครั้งนั้นและความเสี่ยงด้านเครดิตของคู่ค้าอีกฝ่ายหนึ่ง³⁵³ ผู้ที่สนใจจะซื้อหรือขายตราสารหนี้ที่มีการเสนอราคาซื้อขายไปก็จะติดต่อกลับมายังผู้เสนอราคา โดยผ่านทางสื่อต่าง ๆ เช่น โทรศัพท์ หรือเครือข่ายคอมพิวเตอร์ เมื่อทั้งคู่ตกลงซื้อขายกันได้ ภายใต้ประกาศของสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ผู้ค้ามี

³⁵³ การเสนอราคาแบบชี้แนะจะต่างจากการเสนอราคาแบบเจาะจง (Firm Basis หรือ Commitment Basis) ซึ่งจะทำโดยผู้ดูแลตราสาร (Market Maker) ที่มีภาระผูกพันต้องรับซื้อและขายตามราคาที่ได้ประกาศไป โดยผ่านทางหนังสือพิมพ์หรือเครือข่ายคอมพิวเตอร์

หน้าที่ต้องรายงานธุรกรรมที่เกิดขึ้นไปยังสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย เพื่อทำการประมวลผลการซื้อขายตราสารเหล่านั้นสำหรับการเผยแพร่ต่อสาธารณะต่อไป³⁵⁴

ผู้ลงทุนในตลาดรองของตราสารหนี้แบบตกลงซื้อขายกันเอง (OTC) อาจแบ่งได้เป็น 2 กลุ่มใหญ่ ๆ ได้แก่ (1) ผู้ลงทุนรายใหญ่ (High Net Worth) และผู้ลงทุนสถาบัน (Institutional Investor) กลุ่มนี้จะซื้อขายผ่านผู้ค้าตราสารหนี้ในตลาด OTC โดยราคาซื้อขายตราสารหนี้จะเป็นราคาตลาด เนื่องจากการเป็นการซื้อขายในปริมาณมาก (2) ผู้ลงทุนรายย่อย (Retail Investor) กลุ่มนี้จะซื้อขายในปริมาณน้อย โดยราคาซื้อขายตราสารหนี้จะถูกกำหนดโดยผู้ค้าตราสารหนี้ซึ่งมักจะสูงหรือต่ำกว่าราคาตลาด แล้วแต่กรณี³⁵⁵ ทั้งนี้ปัจจุบันสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (ThaiBMA) เป็นผู้ให้ข้อมูลด้านราคาอ้างอิงสำหรับการซื้อขายตราสารหนี้ผ่านตลาด OTC

4.1.3 หน่วยงานหรือองค์กรในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

หน่วยงานหรือองค์กรที่เกี่ยวข้องกับตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยมีหลายแห่ง เช่น หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ (ก.ล.ต.) องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ (สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย) ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ เป็นต้น ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

4.1.3.1 หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

เมื่อพิจารณาถึงการกำกับดูแลภาคการเงินที่ครอบคลุมถึงตลาดทุน กระทรวงการคลังเป็นหน่วยงานของรัฐที่จัดทำนโยบายสำหรับภาคการเงินในภาพรวม ส่วน ก.ล.ต. ก็ทำหน้าที่ในการกำกับดูแลตลาดทุนอันประกอบด้วยตลาดแรกและตลาดรองให้สอดคล้องกับนโยบายที่กระทรวงการคลังได้กำหนดไว้ ดังแสดงในรูปต่อไปนี้

³⁵⁴ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์, หน้า 141.

³⁵⁵ เรืองเดียวกัน, หน้า 140.



ภาพที่ 4.1 โครงสร้างการกำกับดูแลตลาดทุนของประเทศไทย

สำหรับการกำกับดูแลตลาดแรกนั้น บริษัทใดที่ต้องการออกหลักทรัพย์ใหม่เสนอขายหุ้นต่อประชาชนครั้งแรก (Initial Public Offering) หรือเสนอขายหลักทรัพย์อื่น ๆ แก่ประชาชนต้องขออนุมัติจาก ก.ล.ต. และดำเนินการตามเกณฑ์ที่กำหนด จากนั้น ก.ล.ต. จะต้องตรวจสอบสถานะทางการเงินและการดำเนินงานของบริษัทนั้นก่อนที่จะอนุมัติให้บริษัททำการออกหลักทรัพย์แก่ประชาชนได้ ส่วนการกำกับดูแลตลาดรองนั้น หลังจากการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนครั้งแรกหลักทรัพย์จะสามารถทำการซื้อขายในตลาดรองได้ก็ต่อเมื่อผู้ออกหลักทรัพย์นั้นได้ยื่นคำขอและได้รับอนุมัติจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว³⁵⁶

นอกจากนี้ ก.ล.ต. ยังทำหน้าที่กำกับองค์กรกำกับดูแลตนเอง เช่น การให้ความเห็นชอบกับการออกกฎของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นต้น รวมถึง ก.ล.ต. ยังสามารถออกกฎบางประเภทเพื่อกำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ด้วย เช่น หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการให้ใบอนุญาตนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ เป็นต้น และสามารถออกกฎ

³⁵⁶ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, **ประวัติและบทบาท**, ค้นวันที่ 21 มิถุนายน 2564

บางประเภทเพื่อกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียน เช่น หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนครั้งแรก เป็นต้น

โครงสร้างการบริหารงานของ ก.ล.ต. ได้ถูกแบ่งออกเป็น 3 ระดับ ประกอบด้วย “คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์” ทำหน้าที่กำหนดนโยบายในการส่งเสริมและพัฒนาตลาดทุนไทย “คณะกรรมการกำกับตลาดทุน” ทำหน้าที่ออกกฎระเบียบที่เป็นรายละเอียดในการปฏิบัติ และ “สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์” ทำหน้าที่ปฏิบัติงานตามนโยบายที่ได้รับมอบหมาย ซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้

1) คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (คณะกรรมการ ก.ล.ต.) มีอำนาจหน้าที่วางนโยบายการส่งเสริมและพัฒนา ตลอดจนกำกับดูแลในเรื่องหลักทรัพย์ ธุรกิจหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ และธุรกิจที่เกี่ยวข้อง องค์การที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ การออกหรือเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน การเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ และการป้องกันการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ รวมถึงมีอำนาจในการออกหลักเกณฑ์ต่าง ๆ เช่น ระเบียบ ข้อบังคับ ประกาศ คำสั่ง หรือข้อกำหนดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดค่าธรรมเนียมสำหรับคำขออนุญาต คำขอรับใบอนุญาต ใบอนุญาต หรือการประกอบกิจการตามที่ได้รับใบอนุญาต วางระเบียบเกี่ยวกับการปฏิบัติหน้าที่ของคณะอนุกรรมการ เป็นต้น และปฏิบัติการอื่นใดเพื่อให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535³⁵⁷

ดังนั้นจะเห็นได้ว่าคณะกรรมการ ก.ล.ต. ทำหน้าที่หลักในการกำหนดนโยบายในการส่งเสริมและพัฒนาตลาดทุนไทย รวมถึงคุ้มครองประโยชน์สาธารณะโดยป้องกันไม่ให้เกิดการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์อันถือเป็นการเอาเปรียบผู้ลงทุนภายในตลาด

2) คณะกรรมการกำกับตลาดทุน

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้ คณะกรรมการกำกับตลาดทุนมีอำนาจหน้าที่ในการปฏิบัติการเพื่อให้เป็นไปตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และกฎหมายอื่นที่เกี่ยวข้อง เช่น ออกระเบียบ ข้อบังคับ ประกาศ คำสั่ง หรือข้อกำหนดในเรื่องการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ การออกและเสนอขายหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ สำนักหักบัญชี นายทะเบียนหลักทรัพย์ สมาคมที่

³⁵⁷ มาตรา 14 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

เกี่ยวเนื่องกับธุรกิจหลักทรัพย์ และการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ รายงานผลการดำเนินงานเป็นระยะต่อคณะกรรมการ ก.ล.ต.ตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนด ปฏิบัติการอื่นใดตามที่ได้รับมอบหมายจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. หรือเพื่อให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ทั้งนี้คณะกรรมการกำกับตลาดทุนต้องดำเนินงานโดยรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ ก.ล.ต.³⁵⁸

ดังนั้นจะเห็นได้ว่าคณะกรรมการกำกับตลาดทุนทำหน้าที่หลักในการออกกฎระเบียบที่เป็นรายละเอียดในการปฏิบัติให้สอดคล้องกับนโยบายในการส่งเสริมและพัฒนาตลาดทุนไทยที่กำหนดโดยคณะกรรมการ ก.ล.ต.

3) สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) มีอำนาจหน้าที่ เช่น ปฏิบัติการเพื่อให้เป็นไปตามมติของคณะกรรมการ ก.ล.ต. กำกับดูแลให้มีการปฏิบัติตามและดำเนินการบังคับใช้กฎหมายกับบุคคลที่กระทำความผิดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดค่าธรรมเนียมเกี่ยวกับการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ การยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี การจดทะเบียน และการยื่นคำขอต่าง ๆ รับค่าธรรมเนียม เป็นต้น³⁵⁹

ดังนั้นจะเห็นได้ว่าสำนักงาน ก.ล.ต. ทำหน้าที่หลักในการปฏิบัติงานตามนโยบายที่ได้รับมอบหมายจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. รวมถึงกำกับดูแลให้มีการปฏิบัติตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

4.1.3.2 องค์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

ประเทศไทยมีองค์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ได้แก่ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

1) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

(1) ข้อมูลทั่วไป

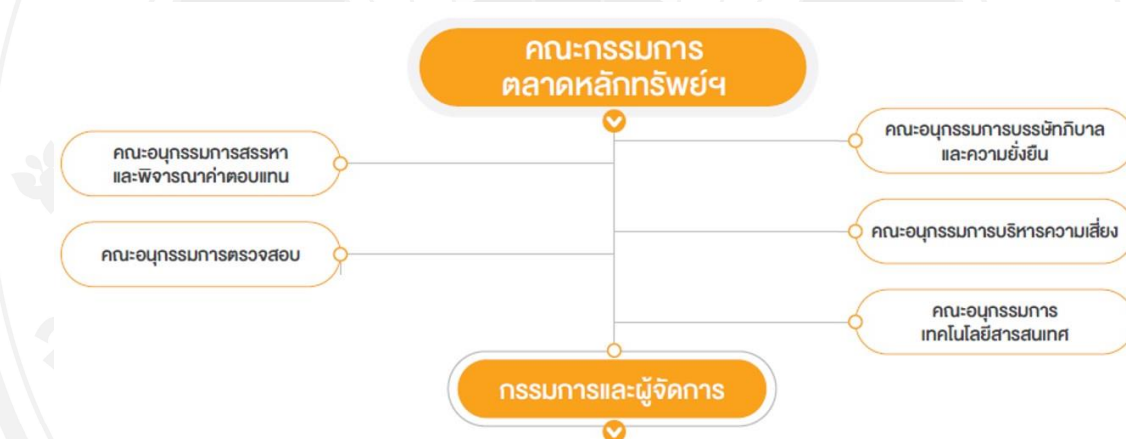
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) เป็นองค์กรไม่แสวงหากำไรซึ่งทำหน้าที่เป็นตลาดรองในการซื้อขายหลักทรัพย์ของไทย รวมถึงยัง

³⁵⁸ มาตรา 16/6 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

³⁵⁹ มาตรา 19 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

ทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองภายใต้บันทึกข้อตกลงที่ทำกับคณะกรรมการ ก.ล.ต. ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถออกกฎเพื่อกำกับดูแลสมาชิกภายใต้ความเห็นชอบของคณะกรรมการ ก.ล.ต. ติดตามตรวจสอบสมาชิกให้ปฏิบัติตามกฎ และบังคับใช้กฎด้วยการลงโทษสมาชิกที่ฝ่าฝืนกฎ นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังสามารถออกกฎ ติดตามตรวจสอบ และบังคับใช้กฎต่อบริษัทจดทะเบียน รวมถึงออกหลักเกณฑ์เพื่อกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

สำหรับโครงสร้างภายในองค์กรของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากจะมีคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์และสายงานต่าง ๆ แล้ว ยังประกอบด้วย คณะอนุกรรมการชุดต่าง ๆ ได้แก่ คณะอนุกรรมการสรรหาและพิจารณาค่าตอบแทน คณะอนุกรรมการตรวจสอบ คณะอนุกรรมการบรรษัทภิบาลและความยั่งยืน คณะอนุกรรมการบริหารความเสี่ยง และคณะอนุกรรมการเทคโนโลยีสารสนเทศ ดังที่แสดงในแผนผังต่อไปนี้



ภาพที่ 4.2 โครงสร้างกรรมการชุดต่าง ๆ ภายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (มีผลนับตั้งแต่วันที่ 16 มีนาคม พ.ศ. 2563)³⁶⁰

(2) ความเป็นเจ้าของ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ไม่นำผลกำไรมาแบ่งกัน ดำเนินงานโดยไม่ใช้งบประมาณแผ่นดิน มีเงินทุนเริ่มแรกในการก่อตั้งด้วยเงินกู้ยืมจำนวน 300,000 บาทจากบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย และมีรายได้ค่าธรรมเนียมจากบริษัทสมาชิกเริ่มแรกจำนวน 30 บริษัท รายละ 200,000 บาทต่อปี ทำให้ตลาดหลักทรัพย์แห่ง

³⁶⁰ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ประเทศไทยมีเงินทุนดำเนินการเบื้องต้นรวม 6.3 ล้านบาท³⁶¹ ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีผู้ใดเป็นเจ้าของเนื่องจากไม่มีส่วนของผู้อื้อหุ้น ซึ่งแตกต่างจากตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศที่บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกมักจะเป็นผู้ริเริ่มใส่เงินทุนเข้าไปจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์และทำให้สมาชิกเป็นเจ้าของตลาดหลักทรัพย์ไปโดยปริยาย³⁶²

เมื่อพิจารณาในแง่มุมอื่นนอกเหนือจากความเป็นเจ้าของนั้น นันทวัฒน์ บรมานันท์ เห็นว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถือเป็นหน่วยงานของรัฐที่มีใช้ส่วนราชการและรัฐวิสาหกิจ มีฐานะเป็นองค์กรของรัฐประเภทพิเศษที่มีความอิสระ มีโครงสร้างและระบบการทำงานเป็นของตนเอง³⁶³ นอกจากนี้ในคดีหมายเลขดำที่ 3210/2544 ศาลเห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นหน่วยงานที่ได้รับมอบหมายให้ใช้อำนาจหน้าที่และดำเนินการในทางปกครองบางส่วน จึงเป็นหน่วยงานทางปกครอง ตามมาตรา 3 แห่งพระราชบัญญัติจัดตั้งศาลปกครองและวิธีพิจารณาคดีปกครอง พ.ศ. 2542

(3) อำนาจหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์

ก) อำนาจหน้าที่ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีอำนาจหน้าที่ภายใต้ขอบวัตถุประสงค์ที่กำหนดไว้ในมาตรา 153 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งกำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบกิจการตลาดหลักทรัพย์โดยไม่นำผลกำไรมาแบ่งปันกัน และทำหน้าที่ให้บริการเป็นศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียน รวมถึงตลอดถึงการจัดระบบและวิธีการซื้อขายหลักทรัพย์ในศูนย์ดังกล่าว ประกอบธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ อันได้แก่ ธุรกิจให้บริการเกี่ยวกับหลักทรัพย์จดทะเบียน โดยเป็นสำนักหักบัญชี ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ นายทะเบียนหลักทรัพย์ ธุรกิจให้บริการด้านข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ หรือธุรกิจทำนองเดียวกัน รวมถึงประกอบธุรกิจอื่น ๆ โดยได้รับอนุญาตจากคณะกรรมการ ก.ล.ต.

³⁶¹ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, *การเดินทางแห่งชีวิต 30 ปี* (กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548), หน้า 3.

³⁶² วรณ เจียมจิตต์ตรง, *มาตรการจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์ กรณีแปรรูปตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นบริษัทมหาชน* (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2551), หน้า 4.

³⁶³ นันทวัฒน์ บรมานันท์, *กฎหมายปกครอง*, พิมพ์ครั้งที่ 4 (กรุงเทพมหานคร: วิญญูชน, 2557), หน้า 265-267.

จากการพิจารณามาตรา 153 ข้างต้น จะพบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีกรอบการใช้อำนาจหลักที่เกี่ยวข้องกับการให้บริการเป็นศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนและประกอบธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งกรอบการใช้อำนาจดังกล่าวเกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลระบบการซื้อขายหลักทรัพย์และการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

นอกจากนี้ การพิจารณาขอบเขตการใช้อำนาจของตลาดหลักทรัพย์ต้องพิจารณาร่วมกับอำนาจหน้าที่ของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ตามที่ถูกกำหนดไว้ในมาตรา 170³⁶⁴ ประกอบกับมาตรา 171³⁶⁵ และ 172³⁶⁶ แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาด

³⁶⁴ มาตรา 170 ให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจหน้าที่วางนโยบายควบคุม ดูแล การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ และปฏิบัติการอื่นใดเพื่อให้เป็นไปตามพระราชบัญญัตินี้

อำนาจหน้าที่ของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ตามวรรคหนึ่ง ให้รวมถึงการกำหนดระเบียบหรือข้อบังคับในเรื่องดังต่อไปนี้

- (1) หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการรับและเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน
- (2) อัตราค่าธรรมเนียมในการปฏิบัติหน้าที่เป็นนายหน้าหรือตัวแทนในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียน
- (3) หลักเกณฑ์และวิธีการเกี่ยวกับการเป็นสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์ การเลือกตั้งกรรมการตลาดหลักทรัพย์ตามมาตรา 159 จำนวน วิธีการรับ คุณสมบัติ สิทธิและหน้าที่ วินัย การลงโทษ การประชุม ตลอดจนการโอนและการพ้นจากสมาชิกภาพของสมาชิกตลาดหลักทรัพย์
- (4) การกำหนดเกี่ยวกับค่าเข้าเป็นสมาชิก ค่าบำรุง เงินประกันและค่าบริการต่าง ๆ ที่สมาชิกจะพึงจ่ายให้แก่ตลาดหลักทรัพย์
- (5) หลักเกณฑ์เกี่ยวกับข้อกำหนดเพิ่มเติมในการบัญชีและการสอบบัญชี โดยไม่ขัดต่อมาตรฐานที่กำหนดโดยสถาบันวิชาชีพซึ่งหน่วยราชการที่เกี่ยวข้องให้การรับรอง
- (6) การประกาศรายชื่อผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ ให้ทำการสอบบัญชีของบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
- (7) หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการจัดทำทะเบียนผู้ถือหลักทรัพย์จดทะเบียน การเปิดเผยฐานะการเงิน และผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
- (8) หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการทำสัญญาเป็นนายหน้า หรือตัวแทนซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ให้แก่ลูกค้าและบริษัทหลักทรัพย์ที่มีใช้สมาชิก

(9) หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ การอนุญาตให้สมาชิกซื้อหรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียนนอกตลาดหลักทรัพย์ และการชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์จดทะเบียนที่ได้มีการซื้อหรือขายในตลาดหลักทรัพย์

(10) หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการห้ามซื้อหรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นการชั่วคราว

(11) หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการเข้าไปตรวจสอบเอกสาร และสมุดบัญชีของสมาชิกตลาดหลักทรัพย์

(12) เวลาทำการประจำวันและวันหยุดทำการสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์

(13) หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการจัดทำและเปิดเผยรายงานการถือหลักทรัพย์ รวมทั้งกำหนดระยะเวลาการรับรองการโอนหลักทรัพย์และการออกใบหลักทรัพย์

(14) การบรรจุ แต่งตั้ง ถอดถอนพนักงานและลูกจ้าง วินัยการลงโทษพนักงานและลูกจ้าง ของตลาดหลักทรัพย์ ตลอดจนการร้องทุกข์และระเบียบวิธีปฏิบัติงานของตลาดหลักทรัพย์

(15) การกำหนดตำแหน่ง อัตราเงินเดือน ค่าจ้าง และเงินบำเหน็จรางวัลพนักงานและลูกจ้าง ของตลาดหลักทรัพย์

(16) การสงเคราะห์พนักงานและลูกจ้าง หรือผู้พ้นจากการเป็นพนักงานและลูกจ้างของตลาดหลักทรัพย์ ตลอดจนครอบครัวของบุคคลเหล่านั้น

(17) การอื่นใดที่จำเป็นต่อการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์

การกำหนดหรือแก้ไขเปลี่ยนแปลงระเบียบหรือข้อบังคับตามวรรคสอง ให้มีผลใช้บังคับเมื่อได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. โดยให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. พิจารณาและแจ้งผลการพิจารณาให้ตลาดหลักทรัพย์ทราบภายในหกสิบวันนับแต่วันที่ได้รับระเบียบหรือข้อบังคับ

ในกรณีที่การกำหนดหรือแก้ไขเปลี่ยนแปลงระเบียบหรือข้อบังคับตามวรรคสองอาจมีผลกระทบต่อการดำเนินธุรกิจหรือประโยชน์ได้เสียของสมาชิก ผู้ลงทุน หรือบุคคลซึ่งเกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ ให้ตลาดหลักทรัพย์จัดให้มีการรับฟังความคิดเห็นก่อน พร้อมทั้งจัดส่งรายงาน ผลการรับฟังความคิดเห็นให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. เพื่อประกอบการพิจารณาให้ความเห็นชอบ

การขอความเห็นชอบระเบียบหรือข้อบังคับตามวรรคสามและการรับฟังความคิดเห็นตามวรรคสี่ มิให้ใช้บังคับกับระเบียบหรือข้อบังคับตามวรรคสอง (14) (15) หรือ (16) และระเบียบหรือข้อบังคับอื่นใดตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด

หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเลือกตั้งกรรมการตลาดหลักทรัพย์ตามวรรคสอง (3) ต้องระบุรายละเอียดเกี่ยวกับความรู้หรือประสบการณ์อันจำเป็นต่อการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ด้วย

หลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งจากการพิจารณามาตราดังกล่าว สามารถแบ่งขอบเขตการใช้อำนาจของ คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ได้เป็น 4 เรื่องใหญ่ ๆ ดังนี้

(ก) การกำกับดูแลระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ อำนาจ เป็นไปตามมาตรา 170 วรรคสอง (9), (10) และ (12) ได้แก่ การกำหนดระเบียบหรือข้อบังคับ เกี่ยวกับเรื่องดังต่อไปนี้

ก. หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการซื้อขาย หลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ การอนุญาตให้สมาชิกซื้อหรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียน นอกตลาดหลักทรัพย์ และการชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์จดทะเบียนที่ได้มีการซื้อหรือขาย ในตลาดหลักทรัพย์

ข. หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการห้ามซื้อ หรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นการชั่วคราว

³⁶⁵ มาตรา 171 ให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจหน้าที่ดังต่อไปนี้

(1) รับหลักทรัพย์ที่มีคุณสมบัติครบถ้วนตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการรับ หลักทรัพย์จดทะเบียนตามมาตรา 170 (1) เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน

(2) ห้ามการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนรายใดรายหนึ่งในตลาดหลักทรัพย์เป็นการชั่วคราว โดยกำหนดระยะเวลาตามที่เห็นสมควร

(3) ห้ามสมาชิกรายใดรายหนึ่งเข้าทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์เป็นการชั่วคราว โดยกำหนดระยะเวลาตามที่เห็นสมควร

(4) เพิกถอนการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และ วิธีการเกี่ยวกับการเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียนตามมาตรา 170 (1)

การส่งรับหลักทรัพย์หรือเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน ให้ตลาดหลักทรัพย์ประกาศไว้ในที่ เปิดเผย ณ สถานที่ทำการของตลาดหลักทรัพย์ และเผยแพร่ให้ประชาชนทั่วไปทราบก่อนวันที่ หลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นหรือถูกเพิกถอนการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน

³⁶⁶ มาตรา 172 เพื่อให้การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์เป็นไปโดยเรียบร้อย หรือเพื่อ ค้ำครองประโยชน์ของผู้ลงทุน ให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจสั่งให้บริษัทที่มีหลักทรัพย์ จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กระทำการหรืองดเว้นกระทำการในเรื่องใด ๆ ตามความจำเป็นและ สมควร

ในกรณีที่บริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฝ่าฝืนคำสั่งของคณะกรรมการ ตลาดหลักทรัพย์ตามวรรคหนึ่ง คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์จะใช้อำนาจตามมาตรา 171 (2) หรือ (4) ก็ได้

ค. หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับเวลาทำการประจำวันและวันหยุดทำการสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์

การออกระเบียบหรือข้อบังคับเกี่ยวกับการกำกับดูแลระบบการซื้อขายหลักทรัพย์นี้ ต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต.³⁶⁷ และในกรณีที่การกำหนดหรือแก้ไขเปลี่ยนแปลงระเบียบหรือข้อบังคับดังกล่าวอาจมีผลกระทบต่อการดำเนินธุรกิจหรือประโยชน์ได้เสียของสมาชิกผู้ลงทุน หรือบุคคลซึ่งเกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ ต้องจัดให้มีการรับฟังความคิดเห็นก่อน พร้อมทั้งจัดส่งรายงานผลการรับฟังความคิดเห็นให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. เพื่อประกอบการพิจารณาให้ความเห็นชอบ³⁶⁸

(ข) การกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
อำนาจเป็นไปตามมาตรา 170 วรรคสอง (1), (5), (6), (7) และ (13) ได้แก่ การกำหนดระเบียบหรือข้อบังคับเกี่ยวกับเรื่องดังต่อไปนี้

ก. หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการรับและเพิกถอนหลักทรัพย์ จดทะเบียน

ข. หลักเกณฑ์เกี่ยวกับข้อกำหนดเพิ่มเติมในการบัญชีและการสอบบัญชี โดยไม่ขัดต่อมาตรฐานที่กำหนดโดยสถาบันวิชาชีพซึ่งหน่วยราชการที่เกี่ยวข้องให้การรับรอง

ค. การประกาศรายชื่อผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ให้ทำการสอบบัญชีของบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ง. หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการจัดทำทะเบียนผู้ถือหลักทรัพย์จดทะเบียน การเปิดเผยฐานะการเงิน และผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

จ. หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการจัดทำและเปิดเผยรายงานการถือหลักทรัพย์ รวมทั้งกำหนดระยะเวลาการรับรองการโอนหลักทรัพย์และการออกใบหลักทรัพย์

การออกระเบียบหรือข้อบังคับเกี่ยวกับการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นี้ ต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต.³⁶⁹ และในกรณีที่

³⁶⁷ มาตรา 170 วรรคสาม แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

³⁶⁸ มาตรา 170 วรรคสี่ แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

³⁶⁹ มาตรา 170 วรรคสาม แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

การกำหนดหรือแก้ไขเปลี่ยนแปลงระเบียบหรือข้อบังคับดังกล่าวอาจมีผลกระทบต่อการดำเนินธุรกิจหรือประโยชน์ได้เสียของสมาชิก ผู้ลงทุน หรือบุคคลซึ่งเกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ ต้องจัดให้มีการรับฟังความคิดเห็นก่อน พร้อมทั้งจัดส่งรายงาน ผลการรับฟังความคิดเห็นให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. เพื่อประกอบการพิจารณาให้ความเห็นชอบ³⁷⁰

นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์ยังมีอำนาจออกคำสั่งต่อบริษัทจดทะเบียนตามมาตรา 171 และ 172 ต่อไปนี้

ก. รับหลักทรัพย์ที่มีคุณสมบัติครบถ้วนตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการรับหลักทรัพย์จดทะเบียนตามมาตรา 170 (1) เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน

ข. ห้ามการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนรายใดรายหนึ่งในตลาดหลักทรัพย์เป็นการชั่วคราว โดยกำหนดระยะเวลาตามที่เห็นสมควร

ค. เพิกถอนการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียนตามมาตรา 170 (1)

ง. สั่งให้บริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กระทำการหรืองดเว้นกระทำการในเรื่องใด ๆ ตามความจำเป็นและสมควร

(ค) การกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ อำนาจเป็นไปตามมาตรา 170 วรรคสอง (2), (3), (4), (8) และ (11) ได้แก่ การกำหนดระเบียบหรือข้อบังคับเกี่ยวกับเรื่องดังต่อไปนี้

ก. อัตราค่าธรรมเนียมในการปฏิบัติหน้าที่เป็นนายหน้าหรือตัวแทนในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียน

ข. หลักเกณฑ์และวิธีการเกี่ยวกับการเป็นสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์ การเลือกตั้งกรรมการตลาดหลักทรัพย์ตามมาตรา 159 จำนวน วิธีการรับ คุณสมบัติ สิทธิและหน้าที่ วินัย การลงโทษ การประชุม ตลอดจนการโอนและการพ้นจากสมาชิกภาพของสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเลือกตั้งกรรมการตลาดหลักทรัพย์ต้องระบุรายละเอียดเกี่ยวกับความรู้หรือประสบการณ์อันจำเป็นต่อการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ด้วย³⁷¹

ค. การกำหนดเกี่ยวกับค่าเข้าเป็นสมาชิก ค่าบำรุง เงินประกันและค่าบริการต่าง ๆ ที่สมาชิกจะพึงจ่ายให้แก่ตลาดหลักทรัพย์

³⁷⁰ มาตรา 170 วรรคสี่ แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

³⁷¹ มาตรา 170 วรรคหก แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

ง. หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการทำสัญญาเป็นนายหน้า หรือตัวแทนซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ให้แก่ลูกค้าและบริษัทหลักทรัพย์ที่มีใช้สมาชิก

จ. หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการเข้าไปตรวจสอบเอกสาร และสมุดบัญชีของสมาชิกตลาดหลักทรัพย์

การออกระเบียบหรือข้อบังคับเกี่ยวกับการกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์นี้ ต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต.³⁷² และในกรณีที่การกำหนดหรือแก้ไขเปลี่ยนแปลงระเบียบหรือข้อบังคับดังกล่าวอาจมีผลกระทบต่อภารกิจหรือประโยชน์ได้เสียของสมาชิก ผู้ลงทุน หรือบุคคลซึ่งเกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ ต้องจัดให้มีการรับฟังความคิดเห็นก่อน พร้อมทั้งจัดส่งรายงาน ผลการรับฟังความคิดเห็นให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. เพื่อประกอบการพิจารณาให้ความเห็นชอบ³⁷³

นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์ยังมีอำนาจตามมาตรา 171 ในการออกคำสั่งห้ามสมาชิกรายใดรายหนึ่งเข้าทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นการชั่วคราว โดยกำหนดระยะเวลาตามที่เห็นสมควร

(ง) การบริหารจัดการภายในองค์กรของตลาดหลักทรัพย์ อำนาจเป็นไปตามมาตรา 170 วรรคสอง (14), (15) และ (16) ได้แก่ การกำหนดระเบียบหรือข้อบังคับเกี่ยวกับเรื่องดังต่อไปนี้

ก. การบรรจุ แต่งตั้ง ถอดถอนพนักงานและลูกจ้าง วินัยการลงโทษพนักงานและลูกจ้างของตลาดหลักทรัพย์ ตลอดจนการร้องทุกข์และระเบียบวิธีปฏิบัติงานของตลาดหลักทรัพย์

ข. การกำหนดตำแหน่ง อัตราเงินเดือน ค่าจ้าง และเงินบำเหน็จรางวัลพนักงานและลูกจ้างของตลาดหลักทรัพย์

ค. การสงเคราะห์พนักงานและลูกจ้าง หรือผู้พ้นจากการเป็นพนักงานและลูกจ้างของตลาดหลักทรัพย์ ตลอดจนครอบครัวของบุคคลเหล่านั้น

การออกระเบียบหรือข้อบังคับเกี่ยวกับการบริหารจัดการภายในองค์กรของตลาดหลักทรัพย์นี้ ไม่ต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. และไม่ต้องจัดให้มีการรับฟังความคิดเห็น³⁷⁴

³⁷² มาตรา 170 วรรคสาม แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

³⁷³ มาตรา 170 วรรคสี่ แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

³⁷⁴ มาตรา 170 วรรคห้า แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

ดังนั้นเมื่อพิจารณามาตรา 153 และ 170 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จะเห็นได้ว่า นอกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีหน้าที่ในการกำกับดูแลระบบการซื้อขายหลักทรัพย์และการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แล้ว ยังมีหน้าที่ในการกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์และการบริหารจัดการภายในองค์กรของตลาดหลักทรัพย์ด้วย

ข) อำนาจหน้าที่ตามกฎหมายลำดับรองที่ออกตามความในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

(ก) การกำกับดูแลสมาชิก

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีอำนาจออกกฎที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลสมาชิก (Member Regulation) เช่น การเข้าเป็นสมาชิกและสิทธิหน้าที่ต่าง ๆ ของสมาชิก การเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ การซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยเงินสด การขายชอร์ต การเปิดเผยข้อมูลเพื่อคุ้มครองประโยชน์หรือส่วนได้เสียของประชาชน การกำหนดค่าใช้จ่ายในการเข้าเป็นสมาชิก การโอนสิทธิการเป็นสมาชิก การให้พ้นจากสมาชิกหากเห็นว่ไม่ได้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์อย่างตั้งใจ การพิจารณาความผิดและลงโทษทางวินัย การพิจารณาความผิดและวินิจัยยุทธธรรม เป็นต้น

โดยหลักเกณฑ์สำคัญที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลสมาชิกมีดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.1 หลักเกณฑ์สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเกี่ยวกับการกำกับดูแลสมาชิก

ประเด็นการกำกับดูแลสมาชิก	หลักเกณฑ์สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
1) การเข้าเป็นสมาชิกและสิทธิหน้าที่ต่าง ๆ ของสมาชิก	ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับสมาชิก พ.ศ. 2544
2) การเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544
3) การซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยเงินสด	ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง หลักเกณฑ์และวิธีการเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยเงินสด
4) การขายชอร์ต	ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง กำหนดหลักทรัพย์ที่สามารถขายชอร์ตได้ พ.ศ.

ประเด็นการกำกับดูแลสมาชิก	หลักเกณฑ์สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
	2553
5) การเปิดเผยข้อมูลเพื่อคุ้มครองประโยชน์หรือส่วนได้เสียของประชาชน	ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการเปิดเผยข้อมูลเพื่อคุ้มครองประโยชน์หรือส่วนได้เสียของประชาชน พ.ศ. 2548
6) การกำหนดค่าใช้จ่ายในการเข้าเป็นสมาชิก	ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง ค่าเข้าเป็นสมาชิก ค่าบำรุงและค่าบริการที่สมาชิกจะพึงจ่ายให้แก่ตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2556
7) การโอนสิทธิการเป็นสมาชิก	ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การโอนสิทธิการเป็นสมาชิก พ.ศ. 2558
8) การให้พ้นจากสมาชิกหากเห็นว่าไม่ได้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์อย่างตั้งใจ	ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การให้พ้นสมาชิกภาพเนื่องจากการดำเนินงานซึ่งแสดงให้เห็นว่าไม่ได้มีความตั้งใจจริงในการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์
9) การพิจารณาความผิดและลงโทษทางวินัย	ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาความผิดและลงโทษทางวินัย พ.ศ. 2543
10) การพิจารณาความผิดและวินิจฉัยอุทธรณ์	ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาและวินิจฉัยอุทธรณ์ พ.ศ. 2543

ทั้งนี้บริษัทหลักทรัพย์ที่สามารถทำหน้าที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ได้นั้นต้องเข้าเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ก่อน โดยต้องมีคุณสมบัติตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด เช่น เป็นบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ให้ประกอบธุรกิจเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ มีฐานะการเงินและความพร้อมในการประกอบธุรกิจตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด มีกรรมการและผู้บริหารที่มีความสามารถและมีประสบการณ์ในการบริหารธุรกิจในตลาดทุน มีความซื่อสัตย์ และมีจรรยาบรรณในการประกอบธุรกิจเป็นสมาชิกของสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย เป็นสมาชิกของสำนักหักบัญชี เป็นสมาชิกของกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ เป็นต้น³⁷⁵ ทั้งนี้บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกเดิมสามารถคัดค้านการ

³⁷⁵ ข้อ 5 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับสมาชิก พ.ศ. 2544

เข้าเป็นสมาชิกของบริษัทหลักทรัพย์รายใหม่ได้ โดยต้องแสดงเหตุผลต่อคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์³⁷⁶ โดยบริษัทหลักทรัพย์ที่เข้าไปเป็นสมาชิกมีหน้าที่ชำระค่าเข้าเป็นสมาชิก ค่าบำรุง และค่าบริการตามอัตราที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด³⁷⁷ ในกรณีที่บริษัทหลักทรัพย์ต้องการโอนสิทธิความเป็นสมาชิกให้บริษัทหลักทรัพย์อื่นต้องขออนุญาตจากคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์³⁷⁸ โดยบริษัทหลักทรัพย์ผู้รับโอนสิทธิต้องรับไปทั้งสิทธิ หน้าที่ หนี้สิน และความรับผิดชอบทั้งหมดที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์³⁷⁹

(ข) การกำกับดูแลการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

นอกจากการกำกับดูแลสมาชิกแล้ว ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังมีหน้าที่สำคัญในการออกกฎเพื่อกำกับดูแลการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Listing Rule) เช่น การรับหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) การรับหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) การรับตราสารหนี้เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน ค่าธรรมเนียมของหลักทรัพย์จดทะเบียน หลักเกณฑ์การเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน หลักเกณฑ์และวิธีการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียน หลักเกณฑ์และวิธีการเปิดเผยสารสนเทศของผู้ออกตราสารหนี้ การเปิดเผยข้อมูลงบการเงินและรายงานเกี่ยวกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงาน การห้ามซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนเป็นการชั่วคราว เป็นต้น

โดยหลักเกณฑ์สำคัญที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีดังต่อไปนี้

³⁷⁶ ข้อ 9 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับสมาชิก พ.ศ. 2544

³⁷⁷ ข้อ 11 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับสมาชิก พ.ศ. 2544

³⁷⁸ ข้อ 4 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การโอนสิทธิการเป็นสมาชิก พ.ศ. 2558

³⁷⁹ ข้อ 6 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การโอนสิทธิการเป็นสมาชิก พ.ศ. 2558

ตารางที่ 4.2 หลักเกณฑ์สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ประเด็นการกำกับดูแลการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	หลักเกณฑ์สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
1) การรับหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)	ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การรับหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2558
2) การรับหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)	ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การรับหลักทรัพย์จดทะเบียน การเปิดเผยสารสนเทศ และการเฟกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียนใน “ตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ” พ.ศ. 2560
3) การรับตราสารหนี้เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน	ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การรับตราสารหนี้เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2547
4) ค่าธรรมเนียมของหลักทรัพย์จดทะเบียน	ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง อัตราค่าธรรมเนียมในการรับหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2558
5) หลักเกณฑ์การเฟกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน	ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเฟกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2542
6) หลักเกณฑ์และวิธีการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียน	ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศและการปฏิบัติการใด ๆ ของบริษัทจดทะเบียน พ.ศ. 2560
7) หลักเกณฑ์และวิธีการเปิดเผยสารสนเทศของผู้ออกตราสารหนี้	ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศและการปฏิบัติการใด ๆ ของผู้ออกตราสารหนี้ พ.ศ. 2547
8) การเปิดเผยข้อมูลงบการเงินและรายงานเกี่ยวกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงาน	ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การจัดทำและส่งงบการเงินและรายงานเกี่ยวกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน พ.ศ. 2560

ประเด็นการกำกับดูแลการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	หลักเกณฑ์สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
9) การห้ามซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนเป็นการชั่วคราว	ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการห้ามซื้อหรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียนเป็นการชั่วคราว พ.ศ. 2555

โดยทั่วไปบริษัทมหาชนจำกัดที่ต้องการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ นอกจากมีหน้าที่ต้องยื่นคำขอเสนอขายหุ้นต่อประชาชนเพื่อขออนุญาตต่อสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. แล้ว ยังมีหน้าที่ต้องยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ต่อตลาดหลักทรัพย์ด้วย ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์จึงมีหน้าที่สำคัญในการกำหนดเกณฑ์คุณสมบัติของผู้ที่ต้องการนำหลักทรัพย์เข้ามาจดทะเบียนเพื่อซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเกณฑ์ในการพิจารณาประกอบด้วยสถานะของบริษัทผู้ยื่นคำขอ ทุนชำระแล้ว การกระจายการถือหุ้นรายย่อย ผลการดำเนินงาน ฐานะการเงินและสภาพคล่อง การบริหารงาน การกำกับดูแลกิจการและการควบคุมภายใน ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ งบการเงินและผู้สอบบัญชี กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และนายทะเบียนหลักทรัพย์

ตัวอย่างเช่น หากต้องการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ผู้ยื่นคำขอต้องมีทุนชำระแล้วเฉพาะหุ้นสามัญไม่น้อยกว่า 300 ล้านบาท มีผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่น้อยกว่า 1,000 ราย โดยผู้ถือหุ้นรายย่อยดังกล่าวต้องถือหุ้นรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 25 ของทุนชำระแล้ว หรือไม่น้อยกว่าร้อยละ 20 ของทุนชำระแล้วในกรณีที่ผู้ยื่นคำขอมิมีทุนชำระแล้วเฉพาะหุ้นสามัญไม่น้อยกว่า 3,000 ล้านบาท ทั้งนี้ต้องมีการกระจายการถือหุ้นที่เสนอขาย โดยกรณีที่ผู้ยื่นคำขอมิมีทุนชำระแล้วน้อยกว่า 500 ล้านบาท จำนวนหุ้นที่เสนอขายสะสมแล้วต้องไม่น้อยกว่าร้อยละ 15 ของทุนชำระแล้ว ส่วนกรณีที่ผู้ยื่นคำขอมิมีทุนชำระแล้วไม่น้อยกว่า 500 ล้านบาท จำนวนหุ้นที่เสนอขายสะสมแล้วต้องไม่น้อยกว่าร้อยละ 10 ของทุนชำระแล้ว หรือต้องมีมูลค่าหุ้นสามัญที่คำนวณตามมูลค่าที่ตราไว้รวมแล้วไม่น้อยกว่า 75 ล้านบาท แล้วแต่จำนวนใดจะสูงกว่า ซึ่งผู้ยื่นคำขอต้องมีผลการดำเนินงานไม่น้อยกว่า 3 ปีก่อนยื่นคำขอ โดยมีกำไรสุทธิในระยะเวลา 2 ปีหรือ 3 ปีล่าสุดก่อนยื่นคำขอรวมกันไม่น้อยกว่า 50 ล้านบาท รวมถึงในปีล่าสุดก่อนยื่นคำขอมิมีกำไรสุทธิไม่น้อยกว่า 30 ล้านบาท และมีกำไรสุทธิในงวดสะสมก่อนยื่นคำขอ เป็นต้น³⁸⁰

นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ปรับปรุงเกณฑ์ในการรับหุ้นสามัญเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนอย่างต่อเนื่องให้สอดคล้องกับสภาพตลาดทุนที่มี

³⁸⁰ ข้อ 4 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การรับหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2558

การเปลี่ยนแปลง เช่น ปัจจุบันหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิ์ของผู้ยื่นคำขอต้องมีมูลค่าที่ตราไว้ (Par Value) ไม่น้อยกว่าหุ้นละ 0.5 บาท ขณะที่แต่เดิมไม่ได้กำหนดมูลค่าขั้นต่ำดังกล่าวไว้ การแก้ไขดังกล่าวเพื่อให้บริษัทจดทะเบียนมีมูลค่าที่ตราไว้ที่เหมาะสมและมีการแตกพาร์เท่าที่จำเป็น นอกจากนี้ผู้ยื่นคำขอต้องมีมูลค่าหุ้นสามัญตามราคาตลาด (Market Capitalization) ทั้งสิ้นไม่น้อยกว่า 7,500 ล้านบาท ขณะที่แต่เดิมกำหนดไว้ไม่น้อยกว่า 5,000 ล้านบาท การแก้ไขดังกล่าวเพื่อให้บริษัทจดทะเบียนมีฐานะการเงินที่เข้มแข็งและมีสภาพคล่องที่เพียงพอ เป็นต้น³⁸¹

บริษัทจดทะเบียนที่สามารถนำหลักทรัพย์ของตนเองเข้ามาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้แล้ว มีหน้าที่สำคัญในการเปิดเผยข้อมูลสารสนเทศของบริษัทต่อตลาดหลักทรัพย์ โดยต้องเปิดเผยทันทีเมื่อมีเหตุการณ์สำคัญ เช่น คณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนมีมติกำหนดวันประชุมสามัญหรือประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนโดยต้องเปิดเผยวาระการประชุมมาด้วยพร้อมกัน คณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนมีมติกำหนดวันปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหุ้นหรือวันกำหนดรายชื่อผู้ถือหุ้นเพื่อการประชุมผู้ถือหุ้นหรือวันให้สิทธิใด ๆ แก่ผู้ถือหุ้น คณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทจดทะเบียนมีมติให้เพิ่มทุนหรือจัดสรรหุ้นเพิ่มทุน บริษัทจดทะเบียนออกหลักทรัพย์ใหม่หรือกระทำการใด ๆ อันมีผลกระทบต่อสิทธิของผู้ถือหุ้นหลักทรัพย์แปลงสภาพหรือกระทบต่อการใช้สิทธิของถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนของผู้ถือหุ้นหลักทรัพย์ บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทใหญ่³⁸² มีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่³⁸³ ของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทใหญ่และเป็นผลให้มีการเปลี่ยนแปลงอำนาจการควบคุมบริษัทจดทะเบียน บริษัทจดทะเบียนได้มาหรือเสียไปซึ่งสัญญาทางการค้าที่สำคัญ³⁸⁴ เป็นต้น

ทั้งนี้หุ้นสามัญที่ได้รับการจดทะเบียนแล้วอาจถูกเพิกถอนจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนได้ ทั้งในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนร้องขอให้เพิกถอนหุ้นตนเองโดยต้องจัดประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อขอมติเพิกถอนหุ้นด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนหุ้นที่

³⁸¹ แก้ไขโดยข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การรับหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิ์เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2559 ลงวันที่ 23 กันยายน 2559

³⁸² บริษัทใหญ่ หมายถึง บริษัทที่มีอำนาจควบคุมกิจการในผู้ออกหลักทรัพย์ รวมถึงบริษัทผู้มีอำนาจควบคุมกิจการในบริษัทที่มีอำนาจควบคุมกิจการในผู้ออกหลักทรัพย์ต่อไปเป็นทอด ๆ

³⁸³ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หมายถึง ผู้ถือหุ้นไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อมในบริษัทจดทะเบียนรวมกันเกินกว่าร้อยละ 10 ของทุนชำระแล้วของบริษัทจดทะเบียน โดยการถือหุ้นดังกล่าวนับรวมหุ้นที่ถือโดยผู้ที่เกี่ยวข้องด้วย

³⁸⁴ ข้อ 4 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศและการปฏิบัติการใด ๆ ของบริษัทจดทะเบียน พ.ศ. 2560

ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนและต้องไม่มีผู้ถือหุ้นคัดค้านการเพิกถอนหุ้นเกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียน และในกรณีที่เพิกถอนหุ้นเมื่อมีเหตุให้เพิกถอน โดยเหตุให้เพิกถอนอาจมีได้หลายกรณี เช่น หุ้นสามัญมีคุณสมบัติไม่ครบตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ บริษัทจดทะเบียนฝ่าฝืนกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์รวมถึงหลักเกณฑ์และหนังสือเวียนที่ออกโดยตลาดหลักทรัพย์อันอาจมีผลกระทบอย่างร้ายแรงต่อสิทธิประโยชน์หรือการตัดสินใจของผู้ลงทุนหรือการเปลี่ยนแปลงในราคาของหลักทรัพย์ บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลอันเป็นเท็จในงบการเงินหรือรายงานที่ยื่นต่อตลาดหลักทรัพย์หรือที่เปิดเผยต่อประชาชน หรือไม่เปิดเผยข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญหรือมีข้อผิดพลาดในการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญ อันอาจมีผลกระทบอย่างร้ายแรงต่อสิทธิประโยชน์หรือการตัดสินใจของผู้ลงทุนหรือการเปลี่ยนแปลงในราคาของหลักทรัพย์ บริษัทจดทะเบียนดำเนินการใด ๆ ในลักษณะที่อาจก่อให้เกิดความเสียหายอย่างร้ายแรงต่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ตลาดหลักทรัพย์สั่งห้ามซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนเป็นการชั่วคราวโดยขึ้นเครื่องหมาย SP (Suspension) เป็นระยะเวลาเกินกว่า 2 ปี เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนฝ่าฝืนกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์รวมถึงหลักเกณฑ์และหนังสือเวียนที่ออกโดยตลาดหลักทรัพย์หรือบริษัทจดทะเบียนไม่สามารถรายงาน ชี้แจง หรือเปิดเผยสารสนเทศสำคัญต่อตลาดได้ทันที³⁸⁵

สำหรับการพิจารณาความผิดของบริษัทจดทะเบียนหรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทจดทะเบียนนั้นเป็นไปในแนวทางเดียวกับการพิจารณาความผิดของสมาชิกหรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกับสมาชิก โดยเป็นหน้าที่ของคณะกรรมการวินัยที่ได้รับการแต่งตั้งโดยคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้พิจารณาความผิดของบริษัทจดทะเบียนหรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทจดทะเบียนที่ฝ่าฝืนหรือมีส่วนเกี่ยวข้องในการฝ่าฝืนข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์และลงโทษบุคคลดังกล่าวนั้น อย่างไรก็ตามแม้ว่าคณะกรรมการวินัยมีอำนาจในการสั่งลงโทษทางวินัย แต่ก็ไม่มีอำนาจสั่งเพิกถอนหลักทรัพย์จากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน³⁸⁶ โดยเลขานุการที่ผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์แต่งตั้งขึ้นมีหน้าที่รวบรวมข้อเท็จจริงและพยานหลักฐานที่เกี่ยวข้อง หากเลขานุการเห็นว่าข้อเท็จจริงไม่มีมูลก็สามารถสั่งให้ยุติเรื่องและรายงานให้คณะกรรมการวินัยทราบ แต่หากเห็นว่าข้อเท็จจริงมีมูล เลขานุการต้องจัดทำความเห็นพร้อมเหตุผลและข้อกฎหมายที่เกี่ยวข้องเสนอต่อคณะกรรมการวินัยและแจ้งข้อกล่าวหาเป็นหนังสือให้ผู้ถูกกล่าวหาซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนหรือ

³⁸⁵ ข้อ 9 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2542

³⁸⁶ ข้อ 11 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาความผิดและลงโทษทางวินัย พ.ศ. 2543

บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทจดทะเบียนนั้นทราบ³⁸⁷ โดยการดำเนินกระบวนการพิจารณาต้องเปิดโอกาสให้ผู้ถูกกล่าวหาชี้แจงและแสดงหลักฐานประกอบ ทั้งนี้ผู้ถูกกล่าวหาต้องยื่นคำแก้ข้อกล่าวหาต่อคณะกรรมการวินัยภายใน 15 วันนับแต่วันที่ได้รับหนังสือแจ้งข้อกล่าวหา³⁸⁸ ในกรณีที่ผู้ถูกกล่าวหาไม่ยื่นคำแก้ข้อกล่าวหาภายในกำหนด คณะกรรมการวินัยมีอำนาจพิจารณาความผิดและวินิจฉัยไปได้โดยไม่ต้องรับฟังคำแก้ข้อกล่าวหา³⁸⁹ ในการพิจารณาความผิดนั้น คณะกรรมการวินัยต้องดำเนินการให้แล้วเสร็จภายใน 60 วันนับแต่เริ่มการพิจารณา³⁹⁰ โดยเมื่อคณะกรรมการวินัยพิจารณาออกคำสั่งเกี่ยวกับการลงโทษเสร็จสิ้นแล้ว เลขาธิการจะมีหนังสือแจ้งคำสั่งดังกล่าวให้ผู้ถูกกล่าวหาต่อไป และในกรณีที่คำสั่งดังกล่าวมีการลงโทษ เลขาธิการต้องรายงานให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ทราบด้วย³⁹¹

ภายใน 15 วันนับแต่ได้รับหนังสือแจ้งคำสั่งลงโทษ ผู้ถูกกล่าวหาซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนหรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทจดทะเบียนมีสิทธิอุทธรณ์คำสั่งลงโทษต่อคณะกรรมการอุทธรณ์³⁹² ซึ่งคณะกรรมการอุทธรณ์ถูกแต่งตั้งโดยคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ด้วยความเห็นชอบของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เพื่อทำหน้าที่พิจารณาและวินิจฉัยอุทธรณ์คำสั่งลงโทษ โดยมีเลขานุการที่แต่งตั้งโดยผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์เป็นผู้รับอุทธรณ์และรวบรวมข้อเท็จจริงรวมถึงพยานหลักฐานที่เกี่ยวข้องเพื่อเสนอต่อคณะกรรมการอุทธรณ์³⁹³ ทั้งนี้คณะกรรมการอุทธรณ์ต้องพิจารณาอุทธรณ์ให้แล้วเสร็จภายใน 30 วันนับแต่วันที่เริ่ม

³⁸⁷ ข้อ 13 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาความผิดและลงโทษทางวินัย พ.ศ. 2543

³⁸⁸ ข้อ 17 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาความผิดและลงโทษทางวินัย พ.ศ. 2543

³⁸⁹ ข้อ 20 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาความผิดและลงโทษทางวินัย พ.ศ. 2543

³⁹⁰ ข้อ 22 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาความผิดและลงโทษทางวินัย พ.ศ. 2543

³⁹¹ ข้อ 25 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาความผิดและลงโทษทางวินัย พ.ศ. 2543

³⁹² ข้อ 13 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาและวินิจฉัยอุทธรณ์ พ.ศ. 2543

³⁹³ ข้อ 11 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาและวินิจฉัยอุทธรณ์ พ.ศ. 2543

พิจารณาอุทธรณ์³⁹⁴ เมื่อคณะกรรมการอุทธรณ์พิจารณาแล้วเสร็จจึงเสนอต่อคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์พิจารณาสั่งการ ซึ่งการสั่งการดังกล่าวให้ถือเป็นที่สุด³⁹⁵ โดยตลาดหลักทรัพย์จะมีหนังสือแจ้งผลให้ผู้อุทธรณ์ทราบพร้อมเหตุผลประกอบการสั่งการ ทั้งนี้การยื่นอุทธรณ์ไม่เป็นเหตุให้ทุเลาการบังคับตามคำสั่งลงโทษ แต่ผู้ยื่นอุทธรณ์อาจยื่นคำขอทุเลาการบังคับตามคำสั่งลงโทษพร้อมการยื่นอุทธรณ์ได้³⁹⁶

(ค) การกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีหน้าที่สำคัญอีกประการหนึ่ง คือ การกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ (Market Regulation) ซึ่งหน้าที่ดังกล่าวเกี่ยวข้องกับการดำเนินการต่าง ๆ เพื่อรองรับธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เช่น การซื้อขายหลักทรัพย์รวมถึงการชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ระบบการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ระบบการซื้อขายในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ สำนักหักบัญชี การซื้อขายหลักทรัพย์ประเภทมาร์จิน มาตรการดำเนินการกรณีการซื้อขายหลักทรัพย์ผิดไปจากสภาพปกติ การชี้ขาดข้อพิพาทโดยอนุญาโตตุลาการ เป็นต้น

โดยหลักเกณฑ์สำคัญที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์มีดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.3 หลักเกณฑ์สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์

ประเด็นการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์	หลักเกณฑ์สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
1) การซื้อขายหลักทรัพย์รวมถึงการชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์	ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การซื้อขาย การชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2555

³⁹⁴ ข้อ 17 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาและวินิจฉัยอุทธรณ์ พ.ศ. 2543

³⁹⁵ ข้อ 18 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาและวินิจฉัยอุทธรณ์ พ.ศ. 2543

³⁹⁶ ข้อ 20 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาและวินิจฉัยอุทธรณ์ พ.ศ. 2543

ประเด็นการกำกับดูแลการซื้อขาย หลักทรัพย์	หลักเกณฑ์สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2) ระบบการซื้อขายในตลาด หลักทรัพย์	มาตรฐานเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านระบบการ ซื้อขาย พ.ศ. 2555
3) ระบบการซื้อขายในตลาดสัญญาซื้อ ขายล่วงหน้า	ข้อบังคับของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า
4) ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์	ข้อบังคับของศูนย์รับฝาก ในส่วนที่เกี่ยวกับงานรับฝาก หลักทรัพย์ และในส่วนที่เกี่ยวกับงานนายทะเบียน
5) สำนักหักบัญชี	ข้อบังคับของสำนักหักบัญชี ในส่วนที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ และในส่วนที่เกี่ยวกับสัญญาซื้อขายล่วงหน้า
6) การซื้อขายหลักทรัพย์ประเภท มาร์จิน	ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การซื้อ ขายหลักทรัพย์ประเภทมาร์จิน พ.ศ. 2543
7) มาตรการดำเนินการกรณีการซื้อขาย หลักทรัพย์ผิดไปจากสภาพปกติ	ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง มาตรการดำเนินการกรณีมีการซื้อขายหลักทรัพย์ใน ตลาดหลักทรัพย์ผิดไปจากสภาพปกติของตลาด พ.ศ. 2544
8) การซื้อขายข้อพิพาทโดย อนุญาโตตุลาการ	ประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง แบบคำ ร้องเพื่อขอให้มีการซื้อขายข้อพิพาทโดยอนุญาโตตุลาการ

การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์นั้นต้องกระทำโดย
สมาชิกซึ่งเป็นบริษัทหลักทรัพย์ รวมถึงบุคคลที่เกี่ยวข้องในระบบการซื้อขาย เช่น ผู้ดูแลสภาพคล่อง
ในการซื้อขายหลักทรัพย์ เจ้าหน้าที่รับอนุญาตให้ซื้อขายด้วยระบบการซื้อขายแทนและในนามสมาชิก
เป็นต้น และลูกค้าที่สมาชิยินยอมให้บันทึกคำสั่งซื้อขายเข้ามาในระบบการซื้อขายด้วยตนเอง³⁹⁷
โดยสมาชิกต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายที่เกิดขึ้นกับระบบการซื้อขายอันเนื่องมาจากระบบส่ง
คำสั่งซื้อขายของสมาชิกหรือการต่อเชื่อมระบบส่งคำสั่งซื้อขายของสมาชิกกับบุคคลอื่นที่สมาชิก
อนุญาต³⁹⁸ สำหรับวิธีการซื้อขายอาจทำได้โดยการซื้อขายด้วยวิธีจับคู่อัตโนมัติ (Automated Order

³⁹⁷ ข้อ 3 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การซื้อขาย การชำระราคา
และการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2555

³⁹⁸ ข้อ 4 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การซื้อขาย การชำระราคา
และการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2555

Matching: AOM) หรือการซื้อขายด้วยวิธีบันทึกการซื้อขาย (Trade Report)³⁹⁹ นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์ยังมีการจำกัดอัตราการขึ้นลงสูงสุดและต่ำสุดของราคาเสนอซื้อขายหลักทรัพย์ในแต่ละวันด้วย เช่น ในการซื้อขายวันแรกสำหรับหุ้น หน่วยลงทุน หน่วยของอีทีเอฟต่างประเทศ หน่วยทรัสต์ ตราสารแสดงสิทธิการฝากหลักทรัพย์ต่างประเทศ และหลักทรัพย์ที่บุคคลต่างด้าวเป็นผู้ถือ ราคาสูงสุด (Ceiling) ต้องไม่เกิน 3 เท่าของราคาเสนอขายครั้งแรก (IPO Price) และราคาต่ำสุด (Floor) ต้องไม่ต่ำกว่า 0.01 บาท ส่วนการซื้อขายในแต่ละวันสำหรับหุ้น หน่วยลงทุน หน่วยของอีทีเอฟต่างประเทศ หน่วยทรัสต์ และตราสารแสดงสิทธิการฝากหลักทรัพย์ต่างประเทศ ราคาสูงสุดและต่ำสุดต้องเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงไม่เกินร้อยละ 30 ของราคาปิดในวันทำการซื้อขายก่อนหน้า⁴⁰⁰ เป็นต้น สำหรับการชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์ระหว่างสมาชิกนั้น สมาชิกต้องดำเนินการโดยใช้บริการของสำนักหักบัญชีภายใต้ข้อกำหนดของสำนักบัญชี⁴⁰¹ ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจหยุดการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมด (Circuit Breaker) หากดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ เช่น ในกรณีที่ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ในวันนั้นลดลงในอัตราร้อยละ 10 ของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ในวันทำการซื้อขายก่อนหน้านั้น ตลาดหลักทรัพย์จะหยุดการซื้อขายเป็นเวลา 30 นาที ในกรณีที่ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ในวันนั้นลดลงในอัตราร้อยละ 20 ของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ในวันทำการซื้อขายก่อนหน้านั้น ตลาดหลักทรัพย์จะหยุดการซื้อขายเป็นเวลา 1 ชั่วโมง⁴⁰² เป็นต้น

นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์ยังกำหนดข้อห้ามในการปฏิบัติงานของสมาชิกที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยเฉพาะการห้ามเสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ หรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในฐานะนายหน้าหรือตัวแทน หรือในนามของสมาชิกเองที่อาจมีหรือมีผลทำให้ราคา หรือปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปหรือไม่มีการเปลี่ยนแปลงอันไม่ตรงต่อสภาพปกติของตลาด (False Market) ซึ่งอาจทำได้หลายรูปแบบ เช่น การซื้อและขายหลักทรัพย์ที่ผู้ซื้อและผู้ขายในรายการนั้นเป็นบุคคลคนเดียวกัน การซื้อและขายหลักทรัพย์ในขณะเดียวกันหรือในวัน

³⁹⁹ หมวด 3 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การซื้อขาย การชำระราคา และการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2555

⁴⁰⁰ ข้อ 26 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การซื้อขาย การชำระราคา และการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2555

⁴⁰¹ ข้อ 36 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การซื้อขาย การชำระราคา และการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2555

⁴⁰² ข้อ 38 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การซื้อขาย การชำระราคา และการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2555

เดียวกันที่ทำให้มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นของบุคคลนั้นที่ปรากฏตามบัญชีการลงทุนเท่ากันหรือใกล้เคียงกัน (Wash Sales) การซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยมีการสมรู้ร่วมคิดกันเพื่อประโยชน์ร่วมกันหรือต่างได้รับประโยชน์จากการเปลี่ยนแปลงหรือไม่เปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ (Pool)⁴⁰³ เป็นต้น

2) สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

(1) ข้อมูลทั่วไป

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (Thai Bond Market Association: ThaiBMA) ได้รับใบอนุญาตจัดตั้งเป็นสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ ภายใต้มาตรา 230 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เพื่อทำหน้าที่หลักในการเป็นองค์กรกำกับดูแลสมาชิก (SRO) และเป็นศูนย์รวมข้อมูลด้านตลาดตราสารหนี้ รวมถึงส่งเสริมและพัฒนาตลาดตราสารหนี้

แม้ว่าการดำเนินงานในนามของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยจะเริ่มขึ้นในปลายปี พ.ศ. 2548 หลังจากได้รับใบอนุญาตสมาคมจากสำนักงาน ก.ล.ต. เมื่อวันที่ 8 กันยายน พ.ศ. 2548 แต่บทบาทการทำหน้าที่ในตลาดตราสารหนี้ของ ThaiBMA ได้ดำเนินการมาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2537 ภายใต้ชื่อ “ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้” (Bond Dealers Club: BDC) ซึ่งเปิดดำเนินการเมื่อวันที่ 1 พฤศจิกายน 2537 ภายใต้โครงสร้างของสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างระบบโครงสร้างพื้นฐานของการซื้อขายตราสารหนี้ระหว่างผู้ค้าตราสารหนี้ในตลาดรอง การจัดตั้งชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ นับเป็นก้าวสำคัญของการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทย เพราะได้ทำหน้าที่เป็นแกนนำในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทย และได้มีบทบาทสำคัญในการกระตุ้นให้ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องเข้ามาให้ความสนใจต่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทยอย่างจริงจัง

ในปี 2540 เพื่อรองรับการเติบโตอย่างรวดเร็วของตลาดตราสารหนี้ และสอดคล้องกับบทบาทหน้าที่การดำเนินงาน ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ได้รับเปลี่ยนสถานะเป็น “ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย” (The Thai Bond Dealing Centre: Thai BDC) โดยได้รับใบอนุญาตให้บริการเป็นศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ตามมาตรา 204 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จากสำนักงาน ก.ล.ต. เมื่อวันที่ 9 ธันวาคม พ.ศ. 2540 และเปิดดำเนินงานอย่างเป็นทางการเมื่อวันที่ 22 เมษายน พ.ศ. 2541

ต่อมาในปี พ.ศ. 2548 คณะกรรมการกำกับการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ ซึ่งมีรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังเป็นประธาน ได้ให้ความเห็นชอบโครงการ

⁴⁰³ ข้อ 39 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การซื้อขาย การชำระราคา และการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2555

ปรับปรุงตลาดตราสารหนี้ครั้งใหญ่ของประเทศไทยเพื่อรองรับการพัฒนาตลาดพันธบัตรเอเชีย มาตรการหนึ่งในโครงการดังกล่าว คือให้มีการรวมระบบการซื้อขายตราสารหนี้อิเล็กทรอนิกส์ (Electronic Trading Platform: ETP) ไว้ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยโอนขายระบบ ETP ให้แก่ตลาดหลักทรัพย์นำไปดำเนินการต่อภายใต้ชื่อระบบ FIRST ในขณะที่ในด้านข้อมูลนั้น จะมีการรวมศูนย์ข้อมูลตลาดตราสารหนี้ของประเทศไทยไว้ที่ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย โดยศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยยังคงทำหน้าที่ด้านการกำกับดูแลตนเอง เช่น การตรวจสอบภาวะการซื้อขาย (Surveillance) กำหนดมาตรฐานต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายตราสารหนี้ จัดทำและเผยแพร่ราคาอ้างอิงตราสารหนี้ (Bond Pricing Agency) ตลอดจนพัฒนาเครื่องมือใหม่ ๆ ทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนในตราสารหนี้ นอกจากนี้ยังเป็นเวทีในการรวบรวมความคิดเห็นของผู้ร่วมตลาดเพื่อเสนอต่อทางการในการกำหนดนโยบายเพื่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้อีกด้วย

ภายหลังจากการโอนระบบซื้อขาย สำนักงาน ก.ล.ต. จึงเห็นควรให้ ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ปรับสถานะจากศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ ภายใต้ชื่อ “สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย” หรือ Thai Bond Market Association (ThaiBMA) เพื่อมุ่งเน้นและขยายบทบาทการทำงานที่ด้านการเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง (SRO) และการเป็นศูนย์ข้อมูลตราสารหนี้ รวมถึงขยายไปสู่การทำหน้าที่เผยแพร่ราคามาตรฐานในตลาดตราสารหนี้ตามวัตถุประสงค์ของทางการต่อไป⁴⁰⁴

สำหรับโครงสร้างภายในองค์กรของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย นอกจากจะมีคณะกรรมการสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยและสายงานต่าง ๆ แล้ว ยังประกอบด้วย คณะกรรมการตรวจสอบและคณะกรรมการชุดต่าง ๆ ได้แก่ คณะอนุกรรมการกำกับดูแลตลาด (Market Regulation Subcommittee) คณะอนุกรรมการวินัย (Disciplinary Subcommittee) และคณะอนุกรรมการอุทธรณ์ (Appeal Subcommittee) คณะอนุกรรมการมาตรฐานปฏิบัติงานของตลาด (Market Practice Subcommittee) คณะอนุกรรมการข้อมูลตราสารหนี้ (Market Information Subcommittee) คณะอนุกรรมการการลงทุน (Investment Subcommittee) และ คณะอนุกรรมการสรรหาและพิจารณาค่าตอบแทน (Nominating and Compensation Subcommittee)⁴⁰⁵

⁴⁰⁴ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย, **ความเป็นมาของ ThaiBMA**.

⁴⁰⁵ ThaiBMA, **Good Corporate Governance**, Retrived June 5, 2021 from <https://www.thaibma.or.th/EN/About/GCG.aspx>

(2) ความเป็นเจ้าของ

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยเริ่มต้นจัดตั้งขึ้นด้วยเงินลงทุนของสมาชิก ดังนั้นสมาชิกจึงมีฐานะเป็นเจ้าของสมาคม ทั้งนี้สมาชิกของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยแบ่งออกเป็น 3 ประเภท ได้แก่ (1) สมาชิกสามัญ คือ สถาบันการเงินที่มีใบอนุญาตค้าหลักทรัพย์หรือค้าหลักทรัพย์ อันเป็นตราสารแห่งหนี้ (Dealer) (2) สมาชิกวิสามัญ คือ บริษัทที่ได้รับใบอนุญาตหลักทรัพย์ประเภท นายหน้าระหว่างผู้ค้าหลักทรัพย์ (Inter-Dealer Broker: IDB) และ (3) สมาชิกสมทบ คือ ผู้ค้าตราสารหนี้ที่มีมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยย้อนหลัง 1 ปีน้อยกว่า 100 ล้านบาทต่อเดือน⁴⁰⁶

(3) อำนาจหน้าที่ของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีอำนาจหน้าที่ภายใต้ขอบวัตถุประสงค์ที่กำหนดไว้ในข้อบังคับของสมาคม⁴⁰⁷ โดยวัตถุประสงค์ของสมาคมเป็นไปตามข้อ 5 ของข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ได้แก่ เป็นศูนย์กลางของข้อมูลด้านตลาดตราสารหนี้และให้บริการข้อมูลตราสารหนี้ ส่งเสริมและพัฒนาตลาดตราสารหนี้ การทำธุรกรรมเกี่ยวกับตราสารหนี้ เพื่อประโยชน์ของสมาชิกและผู้มีส่วนร่วมในตลาดตราสารหนี้ ส่งเสริม พัฒนา และกำหนดมาตรฐานและวิธีปฏิบัติในการประกอบธุรกิจตราสารหนี้ กำกับดูแลสมาชิกให้ปฏิบัติตามระเบียบ ข้อบังคับ จรรยาบรรณ และมาตรฐานการปฏิบัติในตลาดตราสารหนี้ ส่งเสริมและสนับสนุนการศึกษา วิจัยเกี่ยวกับตราสารหนี้ รวมถึงรับปรึกษาและให้ความเห็นทางวิชาการที่เกี่ยวข้อง ตลอดจนเผยแพร่ข่าวสารประชาสัมพันธ์เกี่ยวกับตลาดตราสารหนี้

สำหรับอำนาจหน้าที่ของคณะกรรมการสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยเป็นไปตามข้อ 20 ของข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ซึ่งกำหนดให้คณะกรรมการมีหน้าที่ต่าง ๆ ได้แก่ กำหนดนโยบายในการบริหารสมาคมให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ ข้อบังคับ และมติของที่ประชุมใหญ่ กำหนดระเบียบ ข้อบังคับ ประกาศ และคำสั่งของสมาคม กำหนดจรรยาบรรณของสมาคม พิจารณารับและเพิกถอนสมาชิก พิจารณาลงโทษสมาชิกหรือผู้เกี่ยวข้องที่ประพฤติผิดระเบียบข้อบังคับ ประกาศ คำสั่ง และจรรยาบรรณของสมาคม รวมถึงแต่งตั้งคณะกรรมการและที่ปรึกษาสมาคม

⁴⁰⁶ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย, **สมาชิกของ Thaima**, ค้นวันที่ 18 มิถุนายน 2563 จาก <https://www.thaima.or.th/EN/About/AboutThai.aspx>

⁴⁰⁷ มาตรา 234 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

เมื่อพิจารณาถึงข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยทั้งหมด สามารถสรุปได้ว่าสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีอำนาจหน้าที่ที่สำคัญดังต่อไปนี้⁴⁰⁸

ก) หน้าที่การเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกเพื่อให้การประกอบธุรกรรมการค้าตราสารหนี้เป็นไปอย่างโปร่งใสและเป็นธรรม และสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน โดยการดำเนินงานประกอบด้วย การกำหนดจรรยาบรรณและมาตรฐานการปฏิบัติในตลาดรองตราสารหนี้ (Ethics & Code of Conduct) รวมถึงกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องในการประกอบธุรกรรมการค้าตราสารหนี้ การติดตามภาวะตลาดและตรวจสอบการซื้อขายตราสารหนี้ (Market Monitoring & Surveillance) เพื่อไม่ให้เกิดการกระทำที่ผิดกฎหมายหรือไม่เป็นธรรมแก่ลูกค้า และการกำหนดกระบวนการพิจารณาความผิดและกำหนดบทลงโทษผู้ค้าตราสารหนี้ที่ไม่ปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้อง

ข) การให้บริการและเป็นศูนย์กลางข้อมูลในตลาดตราสารหนี้

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยทำหน้าที่เป็นสื่อกลางในการรวบรวมและเผยแพร่ข้อมูลต่าง ๆ ในตลาดตราสารหนี้ผ่านทาง www.thaibma.or.th อันประกอบด้วยข้อมูลการซื้อขายในตลาดรอง ข้อมูลพื้นฐานของตราสารหนี้ (Bond Features) ข้อมูลราคาอ้างอิงต่าง ๆ (Reference Yield) ของตลาดตลอดจนข่าวสารต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน นอกจากนี้สมาคมยังทำหน้าที่จัดทำและเผยแพร่ราคาอ้างอิงตราสารหนี้ (Bond Pricing Agency) เพื่อเผยแพร่ราคาอ้างอิงตลาดสำหรับผู้ลงทุน โดยเฉพาะกองทุนรวมต่าง ๆ ทั้งนี้เพื่อกำหนดราคายุติธรรมสำหรับตราสารหนี้ที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายน้อย

ค) การกำหนดวิธีปฏิบัติและมาตรฐานของตลาดตราสารหนี้

(Market Convention & Standard)

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยทำหน้าที่กำหนดมาตรฐานต่าง ๆ ที่ใช้ในตลาดตราสารหนี้ เพื่อให้สมาชิกและทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องดำเนินธุรกรรมโดยมีมาตรฐานเดียวกัน เช่น การกำหนดสัญลักษณ์มาตรฐานของตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชน การกำหนดมาตรฐานการคำนวณราคาและอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ประเภทต่าง ๆ การกำหนดมาตรฐานด้านงานทะเบียนตราสารหนี้ เป็นต้น

ง) การพัฒนาตลาดตราสารหนี้ (Market Development)

⁴⁰⁸ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย, บทบาทหน้าที่ของ **Thaibma**, 1 มิถุนายน 2563 จาก

<https://www.thaibma.or.th/EN/About/AboutThai.aspx>

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยสนับสนุนการพัฒนาอย่างต่อเนื่องของตลาดตราสารหนี้ โดยพัฒนาเครื่องมือและโครงสร้างพื้นฐานเพื่อส่งเสริมการซื้อขายและการลงทุนในตราสารหนี้ เช่น การพัฒนาเครื่องมือ Yield Curve และ Bond Index การพัฒนานวัตกรรมทางการเงินประเภทใหม่ ๆ การจัดอบรมความรู้ด้านตราสารหนี้เพื่อพัฒนาบุคลากรด้านตราสารหนี้ให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น รวมทั้งการให้ความรู้และความเข้าใจด้านการลงทุนในตราสารหนี้แก่ผู้ลงทุนรายย่อย ผู้ลงทุนสถาบันทั้งภาครัฐและเอกชน นักศึกษา ประชาชนและผู้สนใจทั่วไป เป็นต้น

4.1.3.3 ผู้ที่เกี่ยวข้องอื่น ๆ ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

1) บริษัทจดทะเบียน

บริษัทมหาชนจำกัดที่ต้องการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ต้องยื่นคำขอเสนอขายหุ้นต่อประชาชนเพื่อขออนุญาตต่อสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด. และต้องยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ต่อตลาดหลักทรัพย์ที่ต้องการเข้าจดทะเบียนด้วย โดยคุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับอนุญาตมีทั้งเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพ สำหรับการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) บริษัทจดทะเบียนต้องมีคุณสมบัติเชิงปริมาณ เช่น มีทุนชำระแล้วเฉพาะหุ้นสามัญไม่น้อยกว่า 300 ล้านบาท มีผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่น้อยกว่า 1,000 ราย โดยผู้ถือหุ้นรายย่อยดังกล่าวต้องถือหุ้นรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 25 ของทุนชำระแล้ว หรือไม่น้อยกว่าร้อยละ 20 ของทุนชำระแล้วในกรณีที่ผู้ยื่นคำขอมีทุนชำระแล้วเฉพาะหุ้นสามัญไม่น้อยกว่า 3,000 ล้านบาท ผู้ยื่นคำขอต้องมีผลการดำเนินงานไม่น้อยกว่า 3 ปีก่อนยื่นคำขอ โดยมีกำไรสุทธิในระยะเวลา 2 ปีหรือ 3 ปีล่าสุดก่อนยื่นคำขอรวมกันไม่น้อยกว่า 50 ล้านบาท รวมถึงในปีล่าสุดก่อนยื่นคำขอมีกำไรสุทธิไม่น้อยกว่า 30 ล้านบาท และมีกำไรสุทธิในงวดสะสมก่อนยื่นคำขอ เป็นต้น⁴⁰⁹

2) บริษัทหลักทรัพย์

การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 สามารถแบ่งออกได้เป็น 7 ประเภทใหญ่ ๆ ได้แก่

- (1) การเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์
- (2) การค้าหลักทรัพย์
- (3) การเป็นที่ปรึกษาการลงทุน
- (4) การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์
- (5) การจัดการกองทุนรวม
- (6) การจัดการกองทุนส่วนบุคคล

⁴⁰⁹ ข้อ 4 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การรับหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2558

(7) กิจกรรมอื่นที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ตามที่รัฐมนตรีกำหนดตามข้อเสนอแนะของคณะกรรมการ ก.ล.ต. เช่น การให้สินเชื่อเพื่อธุรกิจหลักทรัพย์ การเป็นนายหน้าระหว่างผู้ค้าหลักทรัพย์ กิจกรรมการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ กิจกรรมประเภทการจัดการเงินร่วมลงทุน เป็นต้น

จากประเภทของธุรกิจหลักทรัพย์ข้างต้น หากบริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัดจะประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทใด ก็ต้องได้รับอนุญาตในประเภทนั้นเสียก่อนจากรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังตามข้อเสนอแนะของคณะกรรมการ ก.ล.ต. ซึ่งบริษัทที่ได้รับอนุญาตให้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ ก็จะเรียกว่า “บริษัทหลักทรัพย์”⁴¹⁰

3) ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถรวมกันเพื่อจัดตั้งศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ได้ โดยในอดีตได้เคยมีการจัดตั้งศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ ได้แก่ “ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์กรุงเทพ” เพื่อเป็นตลาดรองสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์อีกแห่ง แต่ภายหลังก็ได้ปิดกิจการลง และมีการจัดตั้ง “ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย” เพื่อเป็นศูนย์กลางอำนวยความสะดวกสำหรับการซื้อขายตราสารในตลาดรอง แต่ต่อมาก็ได้โอนขายระบบการซื้อขายตราสารหนี้อิเล็กทรอนิกส์ให้แก่ตลาดหลักทรัพย์ และปรับสถานะจากศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์มาเป็นสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ภายใต้ชื่อ “สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย” ดังนั้นปัจจุบันประเทศไทยจึงไม่มีศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

4) องค์กรที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์

(1) สำนักหักบัญชี

บริษัท สำนักหักบัญชี (ประเทศไทย) จำกัด (Thailand Clearing House: TCH) เป็นบริษัทย่อยของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จัดตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 9 สิงหาคม พ.ศ. 2547 โดยเริ่มแรกได้ทำหน้าที่ชำระราคาและส่งมอบสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ต่อมาเมื่อวันที่ 15 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2553 ได้มีการโอนย้ายงานของสำนักหักบัญชีหลักทรัพย์ จากบริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด มายังบริษัท สำนักหักบัญชี (ประเทศไทย) จำกัด⁴¹¹

บริษัท สำนักหักบัญชี (ประเทศไทย) จำกัด ทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ ด้วยการใช้ระบบยอดสุทธิในการชำระราคาและส่งมอบ

⁴¹⁰ พิเศษ เสตเสถียร, *เรื่องเดิม*, หน้า 87.

⁴¹¹ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, *ความเป็นมา*, ค้นวันที่ 25 มีนาคม 2563 จาก

<https://www.set.or.th/tch/th/about/about.html>

หลักทรัพย์ให้กับการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ตลาดตราสารหนี้ รวมถึงตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า โดยบริษัท สำนักหักบัญชี (ประเทศไทย) จำกัด ทำหน้าที่เป็นตัวกลางเชื่อมระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายหลักทรัพย์ รวมถึงเป็นผู้ประกันในการชำระราคาให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์และเป็นผู้ประกันในการส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อ เพื่อให้ทั้งผู้ซื้อและผู้ขายหลักทรัพย์เกิดความมั่นใจว่าการซื้อขายดังกล่าวจะมีการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์กันจริง โดยทั้งฝ่ายผู้ซื้อและผู้ขายหลักทรัพย์ไม่จำเป็นต้องรู้จักกันมาก่อน⁴¹²

(2) ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์

บริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด (Thailand Securities Depository: TSD) เป็นบริษัทย่อยของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จัดตั้งขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อพัฒนาและส่งเสริมการให้บริการในระบบหลังการซื้อขายหลักทรัพย์ของประเทศไทยให้มีประสิทธิภาพ ทั้งนี้หน้าที่หลักของศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ในการสนับสนุนระบบหลังการซื้อขาย ได้แก่ การให้บริการรับฝากหลักทรัพย์ด้วยการทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการรับฝากหลักทรัพย์ด้วยระบบไร้ใบหลักทรัพย์ (Scripless)⁴¹³ โดยมีบริการรับฝากหลักทรัพย์ ถอนหลักทรัพย์ โอนหลักทรัพย์ จำน่า และเพิกถอน จำน่าหลักทรัพย์ ซึ่งผู้ลงทุนสามารถทำรายการเหล่านี้ผ่านบริษัทสมาชิกผู้ฝากหลักทรัพย์ รวมทั้งทำหน้าที่ในการควบคุมสัดส่วนการถือครองหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนต่างชาติที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งบนกระดานหลัก (Main Board) และกระดานต่างประเทศ (Foreign Board) ให้เป็นไปตามกฎและข้อบังคับที่เกี่ยวข้อง⁴¹⁴

(3) นายทะเบียนหลักทรัพย์

นอกจากนี้ บริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด ยังทำหน้าที่เป็นนายทะเบียนหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ โดยมีหน้าที่ดูแลและรักษาสมุดทะเบียนผู้ถือหลักทรัพย์ จัดทำทะเบียนผู้ถือหลักทรัพย์ให้มีความถูกต้อง ครบถ้วน เป็นปัจจุบันอยู่เสมอ และดำเนินการจัดสรรสิทธิประโยชน์ เช่น เงินปันผล ดอกเบี้ย จากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ให้กับผู้ถือหลักทรัพย์ ทั้งนี้ บริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด ได้สร้างระบบการเก็บรักษา

⁴¹² ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, **ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์**, หน้า 114.

⁴¹³ เป็นการถือครองหลักทรัพย์ในรูปแบบที่ไม่มีใบหลักทรัพย์ โดยยอดหุ้นของผู้ฝากจะถูกบันทึกและเก็บรักษาในระบบงานที่มีความปลอดภัยสูง มีประสิทธิภาพ และเพิ่มความสะดวกในการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนมากยิ่งขึ้น

⁴¹⁴ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, **ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์**, หน้า 112-113.

รวบรวม และประมวลผลข้อมูลในทะเบียนหลักทรัพย์ ตลอดจนเตรียมระบบสำรองข้อมูล กรณีระบบข้อมูลหลักไม่สามารถใช้งานได้ มีระบบสำรองมั่นคงเพื่อจัดเก็บใบหลักทรัพย์และเอกสารสิทธิต่าง ๆ ให้ปลอดภัย และมีระบบตรวจสอบกิจการภายในเพื่อลดความเสี่ยงด้านต่าง ๆ

(4) สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถรวมกันเพื่อจัดตั้งสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ได้ ปัจจุบันประเทศไทยมีสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ 3 แห่ง⁴¹⁵ ได้แก่ (1) สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (Thai Bond Market Association: ThaiBMA) ทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกและเป็นศูนย์รวมข้อมูลด้านตลาดตราสารหนี้ รวมถึงส่งเสริมและพัฒนาตลาดตราสารหนี้ (2) สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย (Association of Thai Securities Companies: ASCO) ทำหน้าที่ควบคุมดูแลสมาชิกของสมาคมให้ปฏิบัติตามระเบียบข้อบังคับและจรรยาบรรณในการประกอบธุรกิจที่ทางสมาคมได้กำหนดขึ้น⁴¹⁶ และ (3) สมาคมบริษัทจัดการลงทุน (Association of Investment Management Companies: AIMC) ทำหน้าที่เป็นศูนย์รวมของบริษัทที่ได้รับอนุญาตให้ประกอบธุรกิจจัดการลงทุน และหน้าที่อื่น ๆ เช่น ส่งเสริมและพัฒนาธุรกิจจัดการลงทุนให้เจริญก้าวหน้า ส่งเสริมและพัฒนามาตรฐานอันดีในการประกอบธุรกิจจัดการลงทุน เป็นต้น⁴¹⁷

4.1.4 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

แม้ว่าพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่ได้กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย แต่ทั้งสององค์กรต่างก็ถูกยอมรับสถานะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองโดย ก.ล.ต. ซึ่งเป็นหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐภายใต้บันทึกข้อตกลงที่ทำ

⁴¹⁵ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, **สมาคมที่เกี่ยวข้อง**, ค้นวันที่ 25 มีนาคม 2563 จาก <https://www.sec.or.th/TH/pages/lawandregulations/associationrelatedtosecuritiesbusiness.aspx>

⁴¹⁶ สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย, **วัตถุประสงค์**, ค้นวันที่ 10 เมษายน 2565 จาก <https://www.asco.or.th/about-objective.php>

⁴¹⁷ สมาคมบริษัทจัดการลงทุน, **ประวัติ องค์กร วัตถุประสงค์**, ค้นวันที่ 11 เมษายน 2565 จาก https://www.aimc.or.th/index.php/about_history

ขึ้นระหว่างองค์กรแต่ละแห่งกับ ก.ล.ต. รวมถึงองค์กรทั้งสองแห่งต่างก็มีลักษณะความเป็นองค์กรกำกับดูแลที่ครบถ้วน ซึ่งสามารถพิจารณาได้ดังนี้

4.1.4.1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน กฎหมายหลักที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ ประกาศของคณะปฏิวัติฉบับที่ 58 พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2517 และพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่ได้กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง อย่างไรก็ตามการรับรองสถานะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองของตลาดหลักทรัพย์ได้เกิดขึ้นภายใต้บันทึกข้อตกลง (MOU) ระหว่าง ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่กำหนดอำนาจหน้าที่ของแต่ละองค์กรอย่างชัดเจน ซึ่งหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยครอบคลุมถึงการกำกับดูแลและลงโทษสมาชิกของตนเอง ภายใต้การกำกับของ ก.ล.ต.⁴¹⁸ นอกจากนี้บันทึกข้อตกลง (MOU) ยังกำหนดกรอบความร่วมมือในการออกกฎ การบังคับใช้กฎหมาย และการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนและบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และกำหนดให้การกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องสอดคล้องกับหลักการและวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลของ IOSCO ดังนี้⁴¹⁹

1) การกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียน: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องมีกฎเกณฑ์การรับหลักทรัพย์ใหม่ที่ส่งเสริมให้ตลาดเป็นธรรม เป็นระเบียบ โปร่งใส และมีประสิทธิภาพตลอดจนคุ้มครองผู้ลงทุน โดยคำนึงถึงคุณภาพและการกำกับดูแลกิจการของผู้ออกหลักทรัพย์และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและมีสภาพคล่องที่เพียงพอ รวมถึงต้องมีระบบเฝ้าระวังที่เหมาะสมกับความเสี่ยงของหลักทรัพย์ และกำกับดูแลให้บริษัทจดทะเบียนสามารถรายงานคุณสมบัติความเป็นบริษัทจดทะเบียนพร้อมเปิดเผยข้อมูลอย่างเหมาะสมและปฏิบัติต่อผู้ลงทุนอย่างเป็นธรรม

2) การกำกับดูแลสมาชิก: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องมีกฎเกณฑ์เกี่ยวกับสมาชิก (เช่น การเข้าเป็นสมาชิกและการพ้นจากสมาชิก การดำเนินการของสมาชิกในการซื้อขายหลักทรัพย์ การชำระราคา และการลงโทษ) ที่มีความเป็นธรรม โปร่งใส และหลีกเลี่ยงสถานการณ์ที่ก่อให้เกิดการผูกขาด รวมถึงมีระบบที่เหมาะสมในการติดตามการปฏิบัติตามระเบียบปฏิบัติของสมาชิกและขั้นตอนทางวินัยที่ชัดเจน ยุติธรรม และมีผลบังคับอย่างแท้จริง

⁴¹⁸ International Monetary Fund, **Thailand Financial System Stability Assessment**, IMF Country Report No. 19/308 (Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2019), p. 121.

⁴¹⁹ The World Bank Group, *op. cit.*, pp. 264-265.

3) การกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องมีกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์และระบบเฝ้าระวังที่มีประสิทธิภาพและเป็นธรรม รวมถึงมีมาตรการตรวจสอบและยับยั้งการซื้อขายที่ไม่เป็นธรรม

ทั้งนี้ จะเห็นได้ว่าการรับรองดังกล่าวเกิดขึ้นภายใต้บันทึกข้อตกลง (MOU) ที่ไม่มีสถานะเป็นกฎหมาย ทำให้อาจเกิดความไม่ชัดเจนว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองหรือไม่ ซึ่งการไม่รับรองสถานะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ในกฎหมายหลักทรัพย์ของประเทศไทยนั้นเป็นไปในทิศทางเดียวกับประเทศมาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา ดังนั้นการพิจารณาสถานะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงควรพิจารณาประกอบกับลักษณะการใช้อำนาจการกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วย โดยสามารถพิจารณาได้จากนิยามขององค์กรกำกับดูแลตนเอง ซึ่งพบว่าการทำงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีลักษณะที่สอดคล้องกับนิยามดังกล่าวต่อไป

(1) สมาชิกมีส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยกันเอง

สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์สามารถส่งตัวแทนเข้าไปเป็นกรรมการของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์เพื่อกำกับดูแลสมาชิกด้วยกันเองได้ ทั้งนี้เป็นไปตามมาตรา 159 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ที่กำหนดให้สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์มีสิทธิเลือกตั้งตัวแทนของสมาชิกเข้าไปเป็นกรรมการจำนวน 4 ใน 10 คนของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ (ไม่รวมผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์)

(2) อำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกของตนเอง ประกอบด้วยอำนาจในการออกกฎ การติดตามให้เป็นไปตามกฎ และการบังคับใช้กฎ

คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจกำกับดูแลสมาชิกของตนเอง ซึ่งประกอบด้วย

ก) อำนาจในการออกกฎ เช่น มาตรา 170 วรรคสอง (2), (3), (4), (8) และ (11) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์สามารถกำหนดระเบียบหรือข้อบังคับเกี่ยวกับการกำกับดูแลสมาชิก ได้แก่ อัตราค่าธรรมเนียมในการปฏิบัติหน้าที่เป็นนายหน้าหรือตัวแทนในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียน หลักเกณฑ์และวิธีการเกี่ยวกับการเป็นสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์ การเลือกตั้งกรรมการตลาดหลักทรัพย์ตามมาตรา 159 จำนวน วิธีการรับ คุณสมบัติ สิทธิและหน้าที่ วินัย การลงโทษ การประชุม ตลอดจนการโอนและการพ้นจากสมาชิกภาพของสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ การกำหนดเกี่ยวกับค่าเข้าเป็นสมาชิก ค่าบำรุง เงินประกันและค่าบริการต่าง ๆ ที่สมาชิกจะพึงจ่ายให้แก่ตลาดหลักทรัพย์ หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการทำสัญญาเป็นนายหน้า หรือตัวแทนซื้อขาย

หลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ให้แก่ลูกค้าและบริษัทหลักทรัพย์ที่มีใช้สมาชิก และหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการเข้าไปตรวจสอบเอกสาร และสมุดบัญชีของสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น

แม้ว่าการกำหนดหรือแก้ไขเปลี่ยนแปลงระเบียบหรือข้อบังคับข้างต้น ต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. ก่อนจึงจะมีผลบังคับใช้ได้ แต่ก็ถือว่าตลาดหลักทรัพย์มีส่วนร่วมอย่างมีนัยสำคัญในการใช้อำนาจออกกฎดังกล่าว ซึ่งเป็นไปในแนวทางเดียวกับประเทศมาเลเซีย ที่ตลาดหลักทรัพย์และองค์กรกำกับดูแลตนเองต้องได้รับความเห็นชอบจากหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐก่อนที่จะนำไปบังคับใช้

ข) อำนาจในการติดตามให้เป็นไปตามกฎ เช่น ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับสมาชิก พ.ศ. 2544 กำหนดให้สมาชิกมีหน้าที่ส่งรายงานและงบการเงินตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด เป็นต้น

ค) อำนาจในการบังคับใช้กฎ เช่น มาตรา 171 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์สามารถห้ามสมาชิกรายใดรายหนึ่งเข้าทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นการชั่วคราว โดยกำหนดระยะเวลาตามที่เห็นสมควร ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาความผิดและลงโทษทางวินัย พ.ศ. 2543 กำหนดให้คณะกรรมการวินัยมีอำนาจพิจารณาความผิดและลงโทษบุคคลที่ฝ่าฝืนหรือมีส่วนเกี่ยวข้องในการฝ่าฝืนข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น

(3) การกำกับดูแลตนเองถูกกำกับจากหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ
การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ถูกกำกับโดย ก.ล.ต. ทั้งนี้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้กำหนดให้คณะกรรมการ ก.ล.ต.ใช้อำนาจกำกับได้ในหลายกรณี ตัวอย่างเช่น

ก) มาตรา 170 วรรคสาม กำหนดให้การจัดทำหรือแก้ไขเปลี่ยนแปลงระเบียบหรือข้อบังคับเกี่ยวกับการกำกับดูแลสมาชิก ให้มีผลใช้บังคับเมื่อได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต.

ข) มาตรา 170 วรรคสี่ กำหนดให้ในกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์จัดให้มีการรับฟังความคิดเห็น ตลาดหลักทรัพย์ต้องจัดส่งรายงานผลการรับฟังความคิดเห็นให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. เพื่อประกอบการพิจารณาให้ความเห็นชอบ

ค) มาตรา 170/1 กำหนดให้ในกรณีที่ปรากฏต่อคณะกรรมการ ก.ล.ต. ว่ากฎเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์อาจก่อให้เกิดความเสียหายหรือกระทบกระเทือนต่อสิทธิประโยชน์ของประชาชนหรือไม่เพียงพอที่จะคุ้มครองและรักษาความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน

คณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์กำหนดกฎเกณฑ์เพิ่มเติม ยกเลิก หรือแก้ไขเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ที่มีอยู่แล้วได้

ง) มาตรา 186 กำหนดให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจสั่งให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ หรือผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์กระทำการหรืองดเว้นกระทำการอื่นใดตามที่เห็นสมควร เพื่อป้องกันความเสียหายอันอาจเกิดแก่ประโยชน์ของประชาชน หรือเศรษฐกิจของประเทศ

จากการพิจารณาข้างต้น ผู้เขียนเห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง แม้ว่าพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จะไม่ได้รับรองสถานะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไว้ก็ตาม แต่สถานะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองของตลาดหลักทรัพย์ก็ถูกรับรองโดยบันทึกข้อตกลง (MOU) ระหว่าง ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมถึงตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีลักษณะขององค์กรกำกับดูแลตนเองที่ครบถ้วน ได้แก่ สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยตนเอง โดยสามารถส่งตัวแทนของสมาชิกเข้าไปเป็นกรรมการจำนวน 4 ใน 10 คนของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์สามารถใช้อำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกของตนเองได้อย่างครบถ้วน ทั้งอำนาจในการออกกฎการติดตามให้เป็นไปตามกฎ และการบังคับใช้กฎ รวมถึงการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ถูกกำกับอีกทอดหนึ่งโดย ก.ล.ต. เช่น คณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์กำหนดกฎเกณฑ์เพิ่มเติม ยกเลิก หรือแก้ไขเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ที่มีอยู่แล้วได้ เป็นต้น

4.1.4.2 สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยเคยมีสถานะเป็นศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ตามมาตรา 204 และต่อมาได้เปลี่ยนสถานะเป็นสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ตามมาตรา 230 ทั้งนี้ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่ได้กำหนดให้ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ หรือสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง ดังนั้นปัจจุบันสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยจึงไม่ได้ถูกรับรองให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

อย่างไรก็ตาม สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยก็ได้รับการรับรองสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยสำนักงาน ก.ล.ต. ซึ่งเป็นหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ ภายใต้บันทึกความเข้าใจ (MOU) ระหว่างสำนักงาน ก.ล.ต. และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ลงวันที่ 30 พฤศจิกายน 2561 ซึ่งจัดทำขึ้นเพื่อให้การกำกับดูแลตลาดตราสารหนี้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ ภายใต้กรอบกฎหมายและกฎเกณฑ์ของแต่ละหน่วยงาน และเพื่อสร้างความชัดเจนในการปฏิบัติหน้าที่ของสำนักงาน ก.ล.ต.

และสมาคมตลาดตราสารหนี้⁴²⁰ โดยบันทึกความเข้าใจ (MOU) ได้ระบุว่าสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยเป็นสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์มีฐานะเป็นนิติบุคคล และมีวัตถุประสงค์เพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิก (Self-Regulatory Organization: “SRO”) ติดตามภาวะตลาด และตรวจสอบการซื้อขายตราสารหนี้ รวมถึงการเป็นศูนย์กลางข้อมูลตราสารหนี้ และทำหน้าที่เผยแพร่ราคามาตรฐานในตลาดตราสารหนี้ รวมทั้งออกระเบียบหรือข้อบังคับกำหนดหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลผู้ประกอบการธุรกิจในตลาดตราสารหนี้ โดยคำนึงถึงประโยชน์ของตลาดตราสารหนี้และการคุ้มครองผู้ลงทุนเป็นสำคัญ ทั้งนี้บันทึกความเข้าใจ (MOU) ได้กำหนดให้สำนักงาน ก.ล.ต. และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีกรอบการทำงานร่วมกัน ให้ความช่วยเหลือสนับสนุนการทำงานซึ่งกันและกัน ภายใต้กรอบบทบัญญัติแห่งกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ รวมทั้งจัดให้มีกระบวนการดำเนินการบังคับใช้กฎหมายหรือกฎเกณฑ์ตามอำนาจและความรับผิดชอบของตนที่มีประสิทธิภาพเพื่อรักษาความน่าเชื่อถือของตลาดตราสารหนี้โดยรวม⁴²¹ นอกจากนี้สถานะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้ถูกอ้างอิงถึงในหลักเกณฑ์ต่าง ๆ ของสมาคมด้วย เช่น ข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย⁴²² จรรยาบรรณสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย⁴²³ การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance)⁴²⁴ เป็นต้น

⁴²⁰ ข้อ 1 ของบันทึกความเข้าใจระหว่างสำนักงาน ก.ล.ต. และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

⁴²¹ บันทึกความเข้าใจฉบับล่าสุด ลงวันที่ 31 พฤศจิกายน พ.ศ. 2561 ได้กำหนดหน้าที่ความรับผิดชอบของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยไว้ในข้อ 2 (2) ซึ่งมีข้อความดังนี้

“ข้อ 2 หน้าที่ความรับผิดชอบของสำนักงาน ก.ล.ต. และสมาคม

(1) ...

(2) สมาคม

สมาคมได้รับอนุญาตให้จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เป็นสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ มีฐานะเป็นนิติบุคคล และมีวัตถุประสงค์เพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิก (self-regulatory Organization: “SRO”) ติดตามภาวะตลาด และตรวจสอบการซื้อขายตราสารหนี้ (Front Line Market Surveillance) รวมถึงเป็นศูนย์กลางข้อมูลตราสารหนี้ (Bond Information Center) และทำหน้าที่เผยแพร่ราคามาตรฐาน (Pricing Agency) ในตลาดตราสารหนี้ รวมทั้งออกระเบียบหรือข้อบังคับกำหนดหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลผู้ประกอบการธุรกิจในตลาดตราสารหนี้ โดยคำนึงถึงประโยชน์ของตลาดตราสารหนี้และการคุ้มครองผู้ลงทุนเป็นสำคัญ ...”

⁴²² กำหนดไว้ในข้อ 35 (2) ซึ่งมีข้อความดังนี้

“ข้อ 35 ให้คณะกรรมการแต่งตั้งคณะอนุกรรมการชุดต่าง ๆ ดังต่อไปนี้

ดังนั้นจะเห็นได้ว่า แม้สถานะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยไม่ได้ถูกรับรองอย่างเป็นทางการภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งแตกต่างกับประเทศมาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา ที่มีการรับรองสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ เช่น FIMM, KOFIA, FINRA ให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง แต่สถานะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยก็ถูกอ้างถึงในหลักเกณฑ์ต่าง ๆ ของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย รวมถึงบันทึกความเข้าใจระหว่างสำนักงาน ก.ล.ต. และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ดังนั้นจึงไม่อาจสรุปได้ว่าสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองหรือไม่ เมื่อพิจารณาจากกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ของประเทศไทย

อย่างไรก็ตาม สถานะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยก็ควรพิจารณาจากลักษณะการใช้อำนาจการกำกับดูแลสมาชิกของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยเป็นสำคัญ เช่นเดียวกับการพิจารณาความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสามารถพิจารณารายละเอียดได้ดังนี้

(1) ...

(2) คณะอนุกรรมการกำกับดูแลตลาด (Market Regulation Subcommittee) เพื่อทำหน้าที่พิจารณาเสนอแนะแนวทางเสริมสร้าง และขยายบทบาทของสมาคมในด้านการเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง แนวทางส่งเสริมจรรยาบรรณและมาตรฐานการกำกับดูแลการปฏิบัติงานที่ดีของตลาดและผู้ค้าตราสารหนี้ ...”

⁴²³ กำหนดไว้ในอารัมภบท ซึ่งมีข้อความดังนี้ “โดยที่สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (ThaiBMA) ทำหน้าที่หลักในการเป็นองค์กรกำกับดูแลสมาชิก (Self-regulatory Organization/SRO) และเป็นศูนย์รวมข้อมูลด้านตลาดตราสารหนี้ รวมถึงส่งเสริมและพัฒนาตลาดตราสารหนี้ ...”

⁴²⁴ กำหนดไว้ในหมวดที่ 5 ซึ่งมีข้อความดังนี้

“หมวดที่ 5 บทบาทหน้าที่ของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

ในฐานะที่สมาคมได้รับใบอนุญาตจัดตั้งเป็นสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ภายใต้มาตรา 230 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เพื่อทำหน้าที่หลักในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ของประเทศ สมาคมจึงมีบทบาทหน้าที่ที่สำคัญหลายประการ ซึ่งบทบาทหน้าที่หลักของสมาคมประกอบด้วย

1. การเป็นองค์กรกำกับดูแลสมาชิก (Self-Regulatory Organization: SRO) อันได้แก่

...”

1) สมาชิกมีส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยตนเอง

สมาชิกของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีส่วนร่วมในการกำกับสมาชิกด้วยตนเอง โดยข้อ 16 ของข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยกำหนดให้ คณะกรรมการของสมาคมต้องประกอบด้วยบุคคลซึ่งได้รับเลือกจากสมาชิกสามัญและวิสามัญจำนวนไม่เกิน 10 คน (ไม่รวมกรรมการผู้จัดการของสมาคม) โดยในจำนวนนั้นให้เป็นกรรมการอิสระไม่น้อยกว่า 3 คน

2) อำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกของตนเอง ประกอบด้วยอำนาจในการออกกฎ การติดตามให้เป็นไปตามกฎ และการบังคับใช้กฎ

ในอดีตที่สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยเคยมีสถานะเป็นศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ตามมาตรา 204 นั้น อำนาจในการกำกับดูแลและลงโทษสมาชิกได้ถูกรับรองไว้ในมาตรา 213 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งกำหนดให้ “ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ต้องจัดให้สมาชิกผูกพันว่าจะปฏิบัติตามบทบัญญัติแห่งพระราชบัญญัตินี้ หรือตามระเบียบหรือข้อบังคับของศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์นั้น หรือตามระเบียบหรือข้อบังคับที่คณะกรรมการ ก.ล.ด. กำหนด หากสมาชิกใดฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติตาม ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์นั้นต้องลงโทษสมาชิกโดยวิธีการภาคทัณฑ์ ปรับ ห้ามมิให้ซื้อขายหลักทรัพย์ในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์นั้นเป็นการชั่วคราว หรือให้พ้นจากสมาชิกภาพ” ดังนั้นจึงเห็นได้ว่าสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยเริ่มมีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองตั้งแต่เปลี่ยนสถานะเป็นศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ เนื่องจากอำนาจในการกำกับดูแลและลงโทษสมาชิกได้ถูกรับรองโดยกฎหมาย

ทั้งนี้แม้ว่าภายหลังสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้เปลี่ยนสถานะเป็นสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ตามมาตรา 230 อำนาจในการกำกับดูแลและลงโทษสมาชิกก็ยังคงปรากฏอยู่ในข้อบังคับสมาคม โดยเมื่อพิจารณาข้อ 5 (3) และ (4) ของข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย พบว่าวัตถุประสงค์ของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ได้แก่ การส่งเสริม พัฒนา และกำหนดมาตรฐานและวิธีปฏิบัติในการประกอบธุรกิจตราสารหนี้ รวมถึงการกำกับดูแลสมาชิกให้ปฏิบัติตามระเบียบ ข้อบังคับ จรรยาบรรณ และมาตรฐานการปฏิบัติในตลาดตราสารหนี้ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าสมาคมมีกรอบอำนาจในการออกกฎ ติดตามให้เป็นไปตามกฎ และการบังคับใช้กฎกับสมาชิกของสมาคม

นอกจากนี้ คณะกรรมการของสมาคมมีอำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกของตนเอง ซึ่งประกอบด้วย

(1) อำนาจในการออกกฎ เช่น ข้อ 20 (2) และ (3) ของข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย กำหนดให้คณะกรรมการของสมาคมมีหน้าที่กำหนดระเบียบ ข้อบังคับ ประกาศ และคำสั่งของสมาคม รวมถึงกำหนดจรรยาบรรณของสมาคม เป็นต้น

(2) อำนาจในการติดตามให้เป็นไปตามกฎ เช่น ข้อ 15 (2) และ (3) ของข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยกำหนดให้สมาชิกของสมาคมมีหน้าที่รายงานการเสนอราคาซื้อขายและข้อมูลการซื้อขายตราสารหนี้ตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการที่สมาคมกำหนด ส่งรายงานและงบการเงินตามแบบ หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการที่สมาคมกำหนด รวมถึงรายงานให้สมาคมทราบเมื่อรู้ว่าสมาชิกอื่นกระทำการฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติตามระเบียบ ข้อบังคับของสมาคม วินัย จรรยาบรรณสมาชิกและมาตรฐานการปฏิบัติงานในตลาดตราสารหนี้ มติของที่ประชุม หรือมติ คณะกรรมการ เป็นต้น

(3) อำนาจในการบังคับใช้กฎ เช่น ข้อ 20 (4) และ (5) ของข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย กำหนดให้คณะกรรมการของสมาคมมีหน้าที่พิจารณาปรับและเพิกถอนสมาชิก รวมถึงพิจารณาลงโทษสมาชิกหรือผู้เกี่ยวข้องที่ประพฤติผิดระเบียบข้อบังคับ ประกาศ คำสั่ง และจรรยาบรรณของสมาคม นอกจากนี้ข้อ 68 ได้กำหนดให้คณะกรรมการอาจมีมติลงโทษสมาชิกที่ฝ่าฝืนข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยด้วยการตัดเดือน ภาคทัณฑ์ ปรับ ตัดสิทธิในการใช้สิทธิใด ๆ ในฐานะสมาชิก หรือให้พ้นจากสมาชิกภาพของสมาคม เป็นต้น

(4) การกำกับดูแลตนเองถูกกำกับจากหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการของสมาคมถูกกำกับโดยสำนักงาน ก.ล.ต. ทั้งนี้ข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้กำหนดให้สำนักงาน ก.ล.ต. ใช้อำนาจกำกับได้ในหลายกรณี เช่น

ก) ข้อ 83 กำหนดให้เมื่อคณะอนุกรรมการวินัยพิจารณาออกคำสั่งลงโทษเสร็จสิ้นแล้ว ให้กรรมการผู้จัดการมีหนังสือแจ้งคำสั่งดังกล่าวให้ผู้ถูกกล่าวหา คณะกรรมการ และสำนักงาน ก.ล.ต. ทราบโดยไม่ชักช้า

ข) ข้อ 84 กำหนดให้คณะกรรมการของสมาคมแต่งตั้งคณะอนุกรรมการอุทธรณ์ขึ้นคณะหนึ่ง โดยคณะอนุกรรมการอุทธรณ์ดังกล่าว ต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต.

ค) ข้อ 110 กำหนดให้เมื่อคณะกรรมการของสมาคมมีมติให้สมาชิกใดขาดจากสมาชิกภาพ ให้สมาคมแจ้งเป็นหนังสือให้สมาชิกที่พ้นจากสมาชิกภาพนั้นและสมาชิกอื่นทราบด้วย และให้รายงานพร้อมด้วยเหตุผลให้สำนักงาน ก.ล.ต. ทราบโดยพลัน

ง) ข้อ 118 ผู้ยื่นคำขอขึ้นทะเบียนตราสารหนี้ ต้องชำระค่าขึ้นทะเบียนตามประเภทและอัตราที่คณะกรรมการประกาศกำหนด คณะกรรมการอาจประกาศเปลี่ยนแปลงหรือยกเว้นค่าขึ้นทะเบียนตราสารหนี้ตามข้อนี้ได้ เมื่อได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต.

จากการพิจารณาข้างต้น ผู้เขียนเห็นว่าสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง แม้ว่ากฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ปัจจุบันจะไม่ได้รับรองสถานะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองของสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ก็ตาม เนื่องจากสมาชิกของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยกันเอง โดยสามารถส่งตัวแทนของสมาชิกซึ่งได้รับเลือกจากสมาชิกสามัญและวิสามัญเข้าไปเป็นคณะกรรมการของสมาคมจำนวนไม่เกิน 10 คน (ไม่รวมกรรมการผู้จัดการของสมาคม) โดยในจำนวนนั้นประกอบด้วยกรรมการอิสระไม่น้อยกว่า 3 คน ซึ่งคณะกรรมการของสมาคมสามารถใช้อำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกของตนเองได้อย่างครบถ้วน ทั้งอำนาจในการออกกฎ การติดตามให้เป็นไปตามกฎ และการบังคับใช้กฎ ทั้งนี้กฎที่ออกโดยคณะกรรมการของสมาคมต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. ในบางกรณี เช่น กรณีที่คณะกรรมการของสมาคมประกาศเปลี่ยนแปลงหรือยกเว้นค่าขึ้นทะเบียนตราสารหนี้ให้แก่ผู้ยื่นคำขอขึ้นทะเบียนตราสารหนี้ ต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. ก่อน นอกจากนี้การปฏิบัติหน้าที่ของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยถูกกำกับอีกทอดหนึ่งโดย ก.ล.ต. เช่น เมื่อคณะกรรมการของสมาคมมีมติให้สมาชิกใดขาดจากสมาชิกภาพ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีหน้าที่ต้องรายงานพร้อมด้วยเหตุผลให้สำนักงาน ก.ล.ต. ทราบโดยพลัน เป็นต้น

4.1.5 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

ประเทศไทยมีองค์กรกำกับดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ เพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ เมื่อพิจารณาหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้อง พบว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิกมากกว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

1) องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จัดตั้งขึ้นตามมาตรา 153 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยมีอำนาจกำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์หรือสมาชิกที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ ทั้งการออกกฎตามมาตรา 170 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เช่น การกำหนดอัตราค่าธรรมเนียมในการปฏิบัติหน้าที่เป็นนายหน้าหรือตัวแทนในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียน หลักเกณฑ์และวิธีการเกี่ยวกับการเป็นสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์ การเลือกตั้งกรรมการตลาดหลักทรัพย์ จำนวน วิธีการรับ คุณสมบัติ สิทธิ และหน้าที่ วินัย การลงโทษ การประชุม ตลอดจนการโอนและการพ้นจากสมาชิกภาพของสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น และการบังคับใช้กฎ เช่น การใช้อำนาจตามมาตรา 171 แห่ง

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ที่กำหนดให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์สามารถห้ามสมาชิกรายใดรายหนึ่งเข้าทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นการชั่วคราว โดยกำหนดระยะเวลาตามที่เห็นสมควร เป็นต้น

2) องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ได้แก่ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย เป็นสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นตามมาตรา 230 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยมีอำนาจกำกับดูแลสมาชิกซึ่งเป็นผู้ค้าตราสารหนี้ในตลาดรองของตราสารหนี้แบบตกลงซื้อขายกันเอง (OTC)

ทั้งนี้บริษัทหลักทรัพย์ผู้ประกอบธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ต้องได้รับใบอนุญาตจากรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังตามข้อเสนอแนะของคณะกรรมการ ก.ล.ต. และขึ้นทะเบียนเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนผู้ค้าตราสารหนี้ในตลาดรองของตราสารหนี้แบบตกลงซื้อขายกันเองต้องได้รับใบอนุญาตจากรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังตามข้อเสนอแนะของคณะกรรมการ ก.ล.ต. และขึ้นทะเบียนเป็นสมาชิกของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย รวมถึงต้องปฏิบัติตามกฎที่ออกโดยองค์กรกำกับดูแลตนเองแต่ละแห่ง นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยต้องถูกกำกับการทำงานที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองโดย ก.ล.ต. ด้วย

จากการพิจารณาบทบาทหน้าที่ขององค์กรกำกับดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์และสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ข้างต้น พบว่าประเทศไทยมีหลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองที่กำหนดให้องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิกเนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีหน้าที่ในการกำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์หรือสมาชิกที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ ในขณะที่สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีเพียงหน้าที่ในการกำกับดูแลสมาชิกซึ่งเป็นผู้ค้าตราสารหนี้ในตลาดรองของตราสารหนี้ที่ไม่เป็นทางการ นอกจากนี้ปัจจุบันประเทศไทยมีองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์เพียงอย่างละแห่งเท่านั้น (Single SRO) โดยหลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยไม่ได้เปิดโอกาสให้เมืองครกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ได้หลายแห่งเนื่องจากพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่ได้กำหนดให้สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ที่ต้องการมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองสามารถยื่นขอให้รับรองสถานะตามกฎหมายได้

4.1.6 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ของประเทศไทย

สำหรับการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ประเทศไทยให้ความสำคัญกับหลักความเป็นธรรม ความโปร่งใส และการคุ้มครองผู้ลงทุน ดังจะเห็นได้จากมาตรา 154/1⁴²⁵ แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ที่กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ต้องส่งเสริมและรักษาไว้ซึ่งความมั่นคง ความเป็นธรรม การตรวจสอบได้ และความเรียบร้อยในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียน โดยต้องคำนึงถึงประโยชน์ของตลาดทุนและการคุ้มครองผู้ลงทุนเป็นสำคัญ ดังนั้นการศึกษาหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีเพื่อคุ้มครองผู้มีส่วนได้เสียในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยไทยอย่างเหมาะสมนั้น จะพิจารณาในประเด็นสำคัญ ได้แก่ ความเป็นธรรม ความโปร่งใส และการคุ้มครองผู้ลงทุน ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

4.1.6.1 ความเป็นธรรม

ความเป็นธรรม (Fairness) เป็นส่วนหนึ่งของวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่ดีซึ่งกำหนดโดยองค์การคณะกรรมการหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (IOSCO) ทั้งนี้ ประเทศไทยได้นำหลักเกณฑ์เพื่อสร้างความเป็นธรรมมาใช้ในการกำกับดูแลตนเองด้วยเช่นกัน ซึ่งหลักเกณฑ์ดังกล่าวมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

1) การรับฟังความคิดเห็นจากผู้มีส่วนได้เสีย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การรับฟังความคิดเห็นจากผู้มีส่วนได้เสียของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นไปตามมาตรา 170 วรรคสี่และวรรคห้า แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ที่กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์มีหน้าที่ต้องรับฟังความคิดเห็นของสมาชิก ผู้ลงทุน หรือบุคคลซึ่งเกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ก่อนออกกฎหรือแก้ไขกฎ⁴²⁶ โดยหลักเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์ต้องรับฟังความคิดเห็น ได้แก่⁴²⁷

⁴²⁵ แก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 6) พ.ศ. 2562

⁴²⁶ มาตรา 170 วรรคสี่ และวรรคห้า แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 บัญญัติว่า

“ในกรณีที่การกำหนดหรือแก้ไขเปลี่ยนแปลงระเบียบหรือข้อบังคับตามวรรคสองอาจมีผลกระทบต่อ การดำเนินธุรกิจหรือประโยชน์ได้เสียของสมาชิก ผู้ลงทุน หรือบุคคลซึ่งเกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ ให้ตลาดหลักทรัพย์จัดให้มีการรับฟังความคิดเห็นก่อน พร้อมทั้งจัดส่งรายงานผลการรับฟังความคิดเห็นให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. เพื่อประกอบการพิจารณาให้ความเห็นชอบ

- (1) หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการรับและเพิกถอน หลักทรัพย์ จดทะเบียน
- (2) อัตราค่าธรรมเนียมในการปฏิบัติหน้าที่เป็นนายหน้าหรือตัวแทน ในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียน
- (3) หลักเกณฑ์และวิธีการเกี่ยวกับการเป็นสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์ การเลือกตั้งกรรมการตลาดหลักทรัพย์ตามมาตรา 159 จำนวน วิธีการรับ คุณสมบัติ สิทธิและหน้าที่ วินัย การลงโทษ การประชุม ตลอดจนการโอนและการพ้นจากสมาชิกภาพของสมาชิกตลาด หลักทรัพย์
- (4) การกำหนดเกี่ยวกับค่าเข้าเป็นสมาชิก ค่าบำรุง เงินประกันและ ค่าบริการต่าง ๆ ที่สมาชิกจะพึงจ่ายให้แก่ตลาดหลักทรัพย์
- (5) หลักเกณฑ์เกี่ยวกับข้อกำหนดเพิ่มเติมในการบัญชีและการสอบ บัญชี โดยไม่ขัดต่อมาตรฐานที่กำหนดโดยสถาบันวิชาชีพซึ่งหน่วยราชการที่เกี่ยวข้องให้การรับรอง
- (6) การประกาศรายชื่อผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจาก คณะกรรมการ ตลาดหลักทรัพย์ให้ทำการสอบบัญชีของบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์
- (7) หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการจัดทำทะเบียนผู้ถือ หลักทรัพย์ จดทะเบียน การเปิดเผยฐานะการเงิน และผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีหลักทรัพย์จด ทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์
- (8) หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการทำสัญญาเป็น นายหน้า หรือตัวแทนซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ให้แก่ลูกค้าและบริษัท หลักทรัพย์ ที่มีใช้สมาชิก
- (9) หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์จด ทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ การอนุญาตให้สมาชิกซื้อหรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียนนอกตลาด หลักทรัพย์ และการชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์จดทะเบียนที่ได้มีการซื้อหรือขายในตลาด หลักทรัพย์

การขอความเห็นชอบระเบียบหรือข้อบังคับตามวรรคสามและการรับฟังความคิดเห็นตาม วรรคสี่ มิให้ใช้บังคับกับระเบียบหรือข้อบังคับตามวรรคสอง (14) (15) หรือ (16) และระเบียบหรือ ข้อบังคับอื่นใดตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด

⁴²⁷ มาตรา 170 วรรคสอง (1) - (13) และ (17) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาด หลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

(10) หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการห้ามซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นการชั่วคราว

(11) หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการเข้าไปตรวจสอบ เอกสาร และสมุดบัญชีของสมาชิกตลาดหลักทรัพย์

(12) เวลาทำการประจำวันและวันหยุดทำการสำหรับการซื้อขาย หลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์

(13) หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการจัดทำและเปิดเผย รายงาน การถือหลักทรัพย์ รวมทั้งกำหนดระยะเวลาการรับรองการโอนหลักทรัพย์และการออกใบ หลักทรัพย์

(14) การอื่นใดที่จำเป็นต่อการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

แม้ว่าข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยไม่ได้กำหนดให้การออกกฎโดย สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยต้องผ่านการการรับฟังความคิดเห็นจากผู้มีส่วนได้ในตลาดตราสารหนี้ อย่างไรก็ดีตามภายใต้แนวปฏิบัติในปัจจุบัน สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้เปิดโอกาสให้กับผู้มีส่วนได้ เสียในตลาดตราสารหนี้มีส่วนร่วมในการแสดงความคิดเห็นต่อกฎที่ออกโดยสมาคมตลาดตราสารหนี้ ไทย เพื่อนำความคิดเห็นมาใช้ในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทย นอกเหนือจากเดิมที่เคยเปิดโอกาส ให้กับกลุ่มสมาชิกเท่านั้น⁴²⁸

2) การกำหนดขั้นตอนที่เหมาะสม

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องปฏิบัติตามมาตรา 5 แห่ง พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ที่กำหนดให้ในการออกใบอนุญาตและ การให้ความเห็นชอบใด ๆ คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ต้องประกาศกำหนด ระยะเวลาในการพิจารณาและการสั่งการให้เป็นที่น่าพอใจโดยทั่วไป และในกรณีที่ใบอนุญาตหรือไม่ให้ ความเห็นชอบให้แจ้งเหตุผลให้ผู้ยื่นคำขอทราบด้วย⁴²⁹

⁴²⁸ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย, **Hearing and Survey**, คำนวณที่ 2 พฤษภาคม 2563 จาก <http://www.thaibma.or.th/EN/Rule/Hearing.aspx>

⁴²⁹ มาตรา 5 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 บัญญัติว่า “เว้นแต่จะมีบทบัญญัติในพระราชบัญญัตินี้กำหนดไว้เป็นอย่างอื่น ในการออกใบอนุญาตและ การให้ความเห็นชอบตามพระราชบัญญัตินี้ ให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. คณะกรรมการกำกับตลาดทุน

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

ข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยไม่ได้กำหนดหน้าที่ให้สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยต้องประกาศกำหนดระยะเวลาในการพิจารณาและการสั่งการให้เป็นที่ยอมรับโดยทั่วไป

3) การจัดการข้อเรียกร้องที่เหมาะสม

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การจัดการข้อเรียกร้องของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นไปตามมาตรา 154/2 (6) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ที่กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์มีหน้าที่ต้องจัดการข้อร้องเรียนหรือข้อพิพาทที่มีประสิทธิภาพและเป็นธรรม⁴³⁰ ทั้งนี้มาตรา 154/2 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้กำหนดให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจกำกับจัดการข้อร้องเรียนหรือข้อพิพาทของตลาดหลักทรัพย์ โดยหากเห็นว่าการจัดการข้อร้องเรียนหรือข้อพิพาทอาจกระทบต่อความมั่นคง อาจก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรม หรืออาจนำมาซึ่งความไม่เรียบร้อยในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ คณะกรรมการ ก.ล.ต. สามารถสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์ปรับปรุง แก้ไข หรือยกเลิกการดำเนินงานนั้นได้⁴³¹

สำหรับการพิจารณาความผิดของสมาชิกหรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกับสมาชิกนั้น เป็นหน้าที่ของคณะกรรมการวินัยที่ได้รับการแต่งตั้งโดยคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้

สำนักงาน คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ ประกาศกำหนดระยะเวลาในการพิจารณาและการสั่งการให้เป็นที่ยอมรับโดยทั่วไป และในกรณีที่ไม่อนุญาตหรือไม่ให้ความเห็นชอบให้แจ้งเหตุผลให้ผู้ยื่นคำขอทราบด้วย”

⁴³⁰ มาตรา 154/2 (6) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 บัญญัติว่า

“เพื่อให้การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์เป็นไปตามมาตรา 153 และมาตรา 154/1 ตลาดหลักทรัพย์ต้องดำเนินการอย่างน้อยในเรื่องดังต่อไปนี้

...

(6) มีการจัดการข้อร้องเรียนหรือข้อพิพาทที่มีประสิทธิภาพและเป็นธรรม”

⁴³¹ มาตรา 154/2 วรรคท้าย แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 บัญญัติว่า

“ในกรณีที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. เห็นว่า การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ตามวรรคหนึ่งในเรื่องใดอาจกระทบต่อความมั่นคง อาจก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรม หรืออาจนำมาซึ่งความไม่เรียบร้อยในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ คณะกรรมการ ก.ล.ต. จะสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์ปรับปรุง แก้ไข หรือยกเลิกการดำเนินงานนั้นก็ได้”

พิจารณาความผิดของสมาชิกหรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกับสมาชิกที่ฝ่าฝืนหรือมีส่วนเกี่ยวข้องในการฝ่าฝืนข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์และการลงโทษบุคคลดังกล่าว อย่างไรก็ตามแม้ว่าคณะกรรมการวินัยมีอำนาจในการสั่งลงโทษทางวินัย แต่ก็ไม่มีอำนาจสั่งห้ามสมาชิกเข้าทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์เป็นการชั่วคราวหรือสั่งเพิกถอนสมาชิกภาพ⁴³² ทั้งนี้เลขานุการที่ผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์แต่งตั้งขึ้นมีหน้าที่รวบรวมข้อเท็จจริงและพยานหลักฐานที่เกี่ยวข้อง หากเลขานุการเห็นว่าข้อเท็จจริงไม่มีมูลก็สามารถสั่งให้ยุติเรื่องและรายงานให้คณะกรรมการวินัยทราบ แต่หากเห็นว่าข้อเท็จจริงมีมูล เลขานุการต้องจัดทำความเห็นพร้อมเหตุผลและข้อกฎหมายที่เกี่ยวข้องเสนอต่อคณะกรรมการวินัยและแจ้งข้อกล่าวหาเป็นหนังสือให้ผู้ถูกกล่าวหาซึ่งเป็นสมาชิกหรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกับสมาชิกนั้นทราบ⁴³³ โดยการดำเนินกระบวนการพิจารณาต้องเปิดโอกาสให้ผู้ถูกกล่าวหาชี้แจงและแสดงหลักฐานประกอบ และผู้ถูกกล่าวหาต้องยื่นคำแก้ข้อกล่าวหาต่อคณะกรรมการวินัยภายใน 15 วันนับแต่วันที่ได้รับหนังสือแจ้งข้อกล่าวหา⁴³⁴ ในกรณีที่ผู้ถูกกล่าวหาไม่ยื่นคำแก้ข้อกล่าวหาภายในกำหนด คณะกรรมการวินัยมีอำนาจพิจารณาความผิดและวินัยต่อไปได้โดยไม่ต้องรับฟังคำแก้ข้อกล่าวหา⁴³⁵ ในการพิจารณาความผิดนั้น คณะกรรมการวินัยต้องดำเนินการให้แล้วเสร็จภายใน 60 วันนับแต่เริ่มการพิจารณา⁴³⁶ โดยเมื่อคณะกรรมการวินัยพิจารณาออกคำสั่งเกี่ยวกับการลงโทษเสร็จสิ้นแล้ว เลขานุการจะมีหนังสือแจ้งคำสั่งดังกล่าวให้ผู้ถูกกล่าวหาต่อไป และในกรณีที่คำสั่งดังกล่าวมีการลงโทษ เลขานุการต้องรายงานให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ทราบด้วย⁴³⁷

⁴³² ข้อ 11 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาความผิดและลงโทษทางวินัย พ.ศ. 2543

⁴³³ ข้อ 13 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาความผิดและลงโทษทางวินัย พ.ศ. 2543

⁴³⁴ ข้อ 17 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาความผิดและลงโทษทางวินัย พ.ศ. 2543

⁴³⁵ ข้อ 20 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาความผิดและลงโทษทางวินัย พ.ศ. 2543

⁴³⁶ ข้อ 22 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาความผิดและลงโทษทางวินัย พ.ศ. 2543

⁴³⁷ ข้อ 25 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาความผิดและลงโทษทางวินัย พ.ศ. 2543

ภายใน 15 วันนับแต่ได้รับหนังสือแจ้งคำสั่งลงโทษ ผู้ถูกกล่าวหาซึ่งเป็นสมาชิกหรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกับสมาชิกมีสิทธิอุทธรณ์คำสั่งลงโทษต่อคณะกรรมการอุทธรณ์⁴³⁸ ซึ่งคณะกรรมการอุทธรณ์ถูกแต่งตั้งโดยคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ด้วยความเห็นชอบของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เพื่อทำหน้าที่พิจารณาและวินิจฉัยอุทธรณ์คำสั่งลงโทษ โดยมีเลขานุการที่แต่งตั้งโดยผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์เป็นผู้รับอุทธรณ์และรวบรวมข้อเท็จจริงรวมถึงพยานหลักฐานที่เกี่ยวข้องเพื่อเสนอต่อคณะกรรมการอุทธรณ์⁴³⁹ ทั้งนี้คณะกรรมการอุทธรณ์ต้องพิจารณาอุทธรณ์ให้แล้วเสร็จภายใน 30 วันนับแต่วันที่เริ่มพิจารณาอุทธรณ์⁴⁴⁰ เมื่อคณะกรรมการอุทธรณ์พิจารณาแล้วเสร็จจึงเสนอต่อคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์พิจารณาสั่งการ ซึ่งการสั่งการดังกล่าวให้ถือเป็นที่สุด⁴⁴¹ และตลาดหลักทรัพย์จะมีหนังสือแจ้งผลให้ผู้อุทธรณ์ทราบพร้อมเหตุผลประกอบการสั่งการ ทั้งนี้การยื่นอุทธรณ์ไม่เป็นเหตุให้ทุเลาการบังคับตามคำสั่งลงโทษ แต่ผู้ยื่นอุทธรณ์อาจยื่นคำขอทุเลาการบังคับตามคำสั่งลงโทษพร้อมการยื่นอุทธรณ์ได้⁴⁴²

สำหรับแนวทางการพิจารณาลงโทษสมาชิกรายนั้น ตลาดหลักทรัพย์ต้องพิจารณาจากพฤติกรรม สภาพความผิด และเจตนาในการกระทำ ตลอดจนผลกระทบและความเสียหายที่เกิดขึ้น โดยแนวทางการพิจารณาลงโทษด้วยวิธีปรับเป็นเงินให้เป็นไปตามที่คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์กำหนด ทั้งนี้หากสมาชิกรายใดทราบว่าสมาชิกอื่นกระทำการฝ่าฝืนกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ แล้วไม่รายงานให้ตลาดหลักทรัพย์ทราบ สมาชิกผู้นั้นอาจถูกลงโทษปรับเป็นเงินไม่เกินกึ่งหนึ่งของโทษที่สมาชิกผู้ฝ่าฝืนได้รับ⁴⁴³ หรือสมาชิกที่ให้ความร่วมมือหรือช่วยเหลือสมาชิกอื่นที่กระทำการฝ่าฝืน อาจถูกลงโทษปรับเป็นเงินเทียบเท่ากับโทษที่สมาชิกผู้ฝ่าฝืน

⁴³⁸ ข้อ 13 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาและวินิจฉัยอุทธรณ์ พ.ศ. 2543

⁴³⁹ ข้อ 11 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาและวินิจฉัยอุทธรณ์ พ.ศ. 2543

⁴⁴⁰ ข้อ 17 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาและวินิจฉัยอุทธรณ์ พ.ศ. 2543

⁴⁴¹ ข้อ 18 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาและวินิจฉัยอุทธรณ์ พ.ศ. 2543

⁴⁴² ข้อ 20 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การพิจารณาและวินิจฉัยอุทธรณ์ พ.ศ. 2543

⁴⁴³ ข้อ 5 แห่งประกาศคณะกรรมการหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง บทระวางโทษสมาชิกและการเปิดเผยการลงโทษ พ.ศ. 2550

ได้รับ⁴⁴⁴ โดยตลาดหลักทรัพย์ต้องเปิดเผยการลงโทษสมาชิกให้สมาชิกอื่นทราบโดยทำเป็นหนังสือ รวมถึงประกาศให้ประชาชนทราบถึงชื่อสมาชิกที่ถูกลงโทษ ลักษณะการกระทำความผิด และโทษ⁴⁴⁵

อย่างไรก็ตามภายใต้แนวคิดของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ต้องการสนับสนุนให้สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทยมีบทบาทในการกำกับดูแลตนเองมากขึ้น รวมถึงต้องการมุ่งเน้นกำกับดูแลเรื่องที่ส่งผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์โดยรวมและความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ในปัจจุบันจึงได้ถูกแก้ไขให้มีความยืดหยุ่นมากขึ้นเพื่อลดอุปสรรคในการทำธุรกิจ⁴⁴⁶ ซึ่งบางหลักเกณฑ์ได้ถูกแก้ไขให้สอดคล้องกับการเปิดเสรีการขอรับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ เช่น ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง ยกเลิกประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง จำนวนสมาชิก เป็นต้น

สำหรับขั้นตอนการลงโทษสมาชิกนั้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีขั้นตอนที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการพิจารณาความผิดทางวินัยและการอุทธรณ์ดังต่อไปนี้

⁴⁴⁴ ข้อ 6 แห่งประกาศคณะกรรมการหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง บทระวางโทษสมาชิก และการเปิดเผยการลงโทษ พ.ศ. 2550

⁴⁴⁵ ข้อ 7 แห่งประกาศคณะกรรมการหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง บทระวางโทษสมาชิก และการเปิดเผยการลงโทษ พ.ศ. 2550

⁴⁴⁶ หนังสือของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ กส. (ว) 5/2556 ลงวันที่ 16 กรกฎาคม 2556 เรื่อง การปรับปรุงและยกเลิกข้อกำหนดตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่เกี่ยวกับสมาชิก



ภาพที่ 4.3 กระบวนการพิจารณาความผิดทางวินัยและการอุทธรณ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย⁴⁴⁷

ในกรณีที่เกิดการกระทำที่อาจฝ่าฝืนข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ หน่วยงานภายในของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะตรวจสอบข้อเท็จจริงจากผู้ที่เกี่ยวข้องกับ การกระทำความผิด และรวบรวมข้อมูลเอกสารหลักฐานส่งให้แก่ฝ่ายวินัยและคดี เพื่อดำเนินการตาม กระบวนการพิจารณาความผิดทางวินัยและลงโทษซึ่งถูกพิจารณาโดยคณะกรรมการวินัย ในกรณีที่ มีคำสั่งลงโทษแล้ว หากผู้ถูกลงโทษไม่เห็นด้วยกับคำสั่งลงโทษหรือต้องการแสดงเอกสารหลักฐานใหม่ เพิ่มเติม ผู้ถูกลงโทษสามารถอุทธรณ์คำสั่งลงโทษได้ โดยคณะกรรมการอุทธรณ์จะเป็นผู้พิจารณาก่อน นำเสนอให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์สั่งการต่อไป

⁴⁴⁷ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีอำนาจระงับข้อพิพาทด้วย อนุญาโตตุลาการ ตามมาตรา 201 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ที่กำหนดให้ในกรณีที่สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์มีข้อพิพาทที่เกิดขึ้นจากหรือเกี่ยวเนื่องกับการซื้อ หรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ระหว่างสมาชิกด้วยกันเอง หรือระหว่างสมาชิกกับ ลูกค้าของสมาชิก คู่พิพาทอาจยื่นคำร้องต่อตลาดหลักทรัพย์เพื่อขอให้มีการชี้ขาดข้อพิพาทโดย อนุญาโตตุลาการอันประกอบด้วยบุคคลซึ่งคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แต่งตั้งหนึ่งคนเป็นประธาน และบุคคลซึ่งคู่พิพาทแต่งตั้งอีกฝ่ายละหนึ่งคน

ทั้งนี้เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นองค์กรกำกับดูแล ตนเองที่ได้รับมอบอำนาจรัฐเพื่อกำกับดูแลสมาชิกซึ่งเป็นบริษัทหลักทรัพย์ การเข้าจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ และระบบการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึง เป็นองค์กรที่ใช้อำนาจปกครองแทนรัฐ ผู้เสียหายจากการดำเนินการของตลาดหลักทรัพย์สามารถฟ้อง คดีต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ ในกรณีที่มูลเหตุแห่งการฟ้องเกิดจากการใช้อำนาจ ปกครองดังกล่าว ผู้เสียหายสามารถฟ้องคดีได้ที่ศาลปกครองได้ตามมาตรา 9 แห่งพระราชบัญญัติ จัดตั้งศาลปกครองและวิธีพิจารณาคดีปกครอง พ.ศ. 2542 และในกรณีที่ผู้เสียหายถูกกระทำละเมิด จากพนักงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ก็ต้องพิจารณาความผิดตามพระราชบัญญัติความ รับผิดทางละเมิดของเจ้าหน้าที่ พ.ศ. 2539 กล่าวคือ หากพนักงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กระทำละเมิดในการปฏิบัติหน้าที่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องเป็นผู้รับผิดชอบใช้ ค่าเสียหาย⁴⁴⁸ ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะไล่เบี้ยค่าเสียหายจากพนักงานของตนได้ก็ ต่อเมื่อพนักงานกระทำไปด้วยความจงใจหรือประมาทเลินเล่ออย่างร้ายแรงเท่านั้น⁴⁴⁹

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

การจัดการข้อเรียกร้องต่าง ๆ เป็นไปตามข้อ 70-97 ของข้อบังคับสมาคม สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ซึ่งเกี่ยวข้องกับการพิจารณาและดำเนินการทางวินัย โดยกำหนดให้ คณะอนุกรรมการวินัยมีอำนาจพิจารณาความผิดและลงโทษสมาชิก รวมถึงผู้ค้าตราสารหนี้ที่ฝ่าฝืน หรือมีส่วนเกี่ยวข้องในการฝ่าฝืนข้อกำหนดของสมาคม โดยต้องพิจารณาความผิดให้แล้วเสร็จภายใน 90 วัน สมาชิกและผู้ที่ได้รับผลกระทบจากคำสั่งลงโทษมีสิทธิยื่นอุทธรณ์ต่อคณะอนุกรรมการอุทธรณ์ ภายใน 15 วัน และคณะอนุกรรมการอุทธรณ์ต้องพิจารณาอุทธรณ์ให้แล้วเสร็จภายใน 30 วัน เมื่อ คณะอนุกรรมการอุทธรณ์พิจารณาแล้ว เลขานุการต้องจัดทำบันทึกความเห็นและข้อเสนอบทลงโทษ

⁴⁴⁸ มาตรา 5 แห่งพระราชบัญญัติความรับผิดทางละเมิดของเจ้าหน้าที่ พ.ศ. 2539

⁴⁴⁹ มาตรา 8 แห่งพระราชบัญญัติความรับผิดทางละเมิดของเจ้าหน้าที่ พ.ศ. 2539

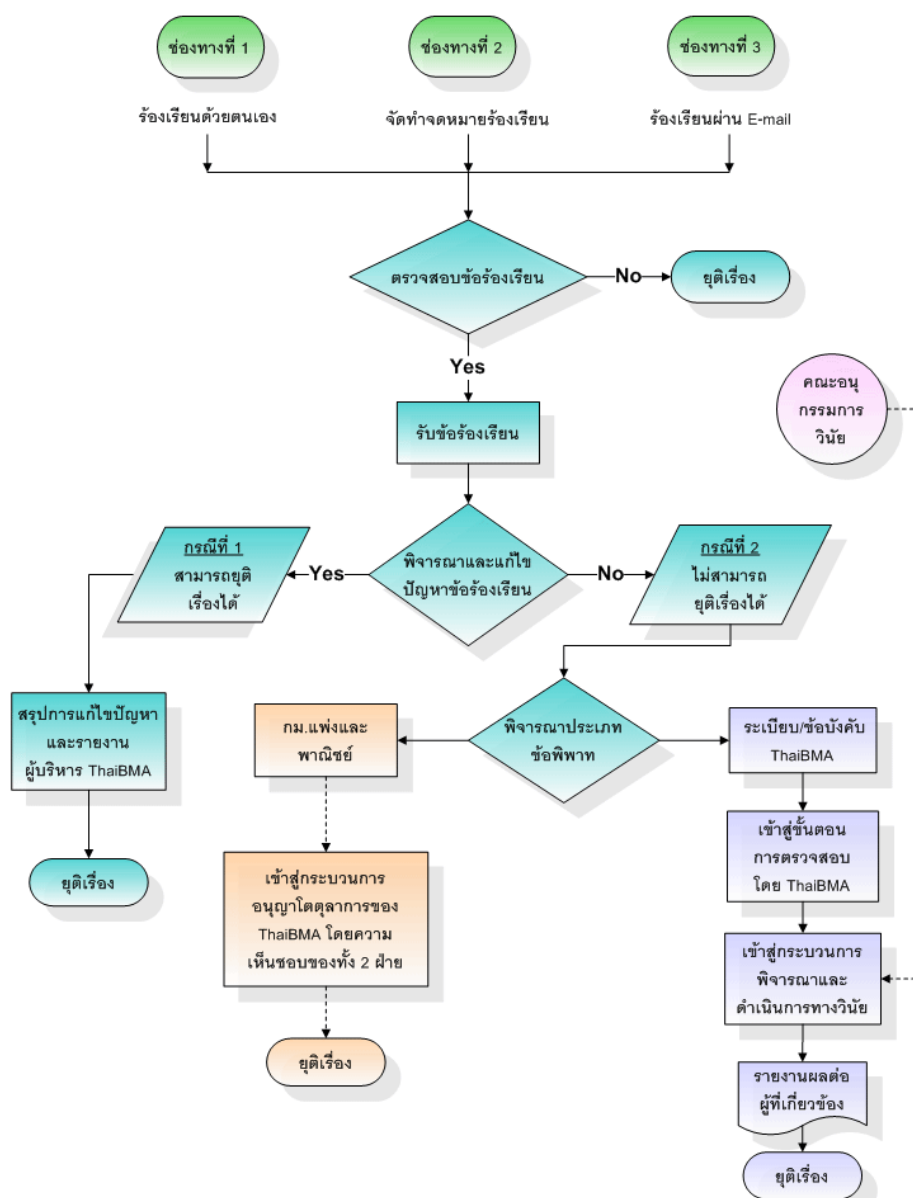
รวมทั้งเหตุผลของคณะกรรมการอุทธรณ์ เพื่อเสนอต่อคณะกรรมการของสมาคมให้พิจารณาสั่งการต่อไป

เมื่อคณะกรรมการของสมาคมพิจารณาสั่งการแล้ว สมาคมต้องมีหนังสือแจ้งผลการพิจารณาสั่งการดังกล่าวให้ผู้อุทธรณ์และสำนักงาน ก.ล.ต. ทราบพร้อมด้วยเหตุผลประกอบ ทั้งนี้หากคณะกรรมการของสมาคมพิจารณาสั่งการแตกต่างไปจากความเห็นของคณะกรรมการอุทธรณ์ คณะกรรมการของสมาคมต้องแสดงเหตุผลประกอบการสั่งการนั้นด้วย และการพิจารณาสั่งการของคณะกรรมการของสมาคมให้ถือเป็นที่สุด

สำหรับกระบวนการจัดการข้อร้องเรียนของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยสามารถสรุปเป็นแผนผังได้ดังนี้



กระบวนการรับข้อร้องเรียน (Compliant)



ภาพที่ 4.4 กระบวนการจัดการข้อร้องเรียนของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย⁴⁵⁰

4) การรับสมาชิกที่เป็นธรรม

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สำหรับการรับสมาชิกนั้น มาตรา 154/2 (3) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีหน้าที่ต้องดำเนินการให้มีหลักเกณฑ์การรับสมาชิกที่เป็นธรรม⁴⁵¹ ทั้งนี้คณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจกำกับดูแลการดำเนินงานดังกล่าวของตลาดหลักทรัพย์ โดยคณะกรรมการ ก.ล.ต. สามารถสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์ปรับปรุง แก้ไข หรือยกเลิกการดำเนินงานนั้นได้ หากเห็นว่าหลักเกณฑ์การรับสมาชิกอาจกระทบต่อความมั่นคง อาจก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรม หรืออาจนำมาซึ่งความไม่เรียบร้อยในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์⁴⁵²

สำหรับบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกมีสิทธิเลือกตั้งคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ มีสิทธิซื้อหรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และมีสิทธิรับบริการต่าง ๆ ที่ตลาดหลักทรัพย์จัดให้มีขึ้น⁴⁵³ อย่างไรก็ตามบริษัทหลักทรัพย์ในฐานะสมาชิกก็มีหน้าที่ต้องปฏิบัติตามหลายประการเช่นกัน ตัวอย่างเช่น ปฏิบัติตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กฎเกณฑ์ที่ออกโดยตลาดหลักทรัพย์ เช่น ข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ หลักเกณฑ์การเป็น

⁴⁵¹ มาตรา 154/2 (3) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 บัญญัติว่า

“เพื่อให้การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์เป็นไปตามมาตรา 153 และมาตรา 154/1 ตลาดหลักทรัพย์ต้องดำเนินการอย่างน้อยในเรื่องดังต่อไปนี้

...

(3) มีหลักเกณฑ์การรับสมาชิกที่เป็นธรรม มีหลักเกณฑ์ที่สมาชิกต้องปฏิบัติในการซื้อขายหลักทรัพย์ รวมทั้งมีมาตรการกำกับดูแลและลงโทษสมาชิกที่ฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ดังกล่าว”

⁴⁵² มาตรา 154/2 วรรคท้าย แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 บัญญัติว่า

“ในกรณีที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. เห็นว่า การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ตามวรรคหนึ่งในเรื่องใดอาจกระทบต่อความมั่นคง อาจก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรม หรืออาจนำมาซึ่งความไม่เรียบร้อยในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ คณะกรรมการ ก.ล.ต. จะสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์ปรับปรุง แก้ไข หรือยกเลิกการดำเนินงานนั้นก็ได้”

⁴⁵³ ข้อ 16 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับสมาชิก พ.ศ. 2544

นายหน้าหรือตัวแทนการซื้อขายหลักทรัพย์ วินัยของสมาชิก มาตรฐานการปฏิบัติงานด้านธุรกิจหลักทรัพย์ เป็นต้น รวมถึงมติของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์และมติของที่ประชุมสมาชิก นอกจากนี้ต้องส่งรายงานและงบการเงินให้ตลาดหลักทรัพย์ ชำระค่าเข้าเป็นสมาชิก ค่าบำรุง และค่าบริการต่าง ๆ รายงานให้ตลาดหลักทรัพย์ทราบเมื่อรู้ว่าสมาชิกอื่นกระทำการฝ่าฝืน เป็นต้น⁴⁵⁴ และหากสมาชิกไม่ปฏิบัติตามหน้าที่ดังกล่าว สมาชิกอาจถูกลงโทษทางวินัยอย่างใดอย่างหนึ่งหรือหลายอย่างประกอบกัน ได้แก่ ภาคทัณฑ์ ปรับเป็นเงิน ห้ามทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ภายในระยะเวลาที่คณะกรรมการกำหนด และให้พ้นจากสมาชิกภาพของตลาดหลักทรัพย์⁴⁵⁵

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

ภายใต้ข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย การเข้าเป็นสมาชิกของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการของสมาคม โดยข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้แบ่งสมาชิกของสมาคมออกเป็น 3 ประเภท⁴⁵⁶ ได้แก่

- (1) สมาชิกสามัญ ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์ที่มีใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทค้าหลักทรัพย์ และค้าหลักทรัพย์ที่เป็นตราสารแห่งหนี้
- (2) สมาชิกวิสามัญ ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์ที่มีใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการเป็นนายหน้าระหว่างผู้ค้าหลักทรัพย์
- (3) สมาชิกสมทบ ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์ที่มีใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทค้าหลักทรัพย์ เฉพาะรายที่มีมูลค่าการซื้อขายตราสารหนี้ประเภท Outright โดยเฉลี่ยนับย้อนหลังไป 1 ปีปฏิทินน้อยกว่า 100 ล้านบาทต่อเดือน และมีความประสงค์ที่จะเป็นสมาชิกสมทบของสมาคม⁴⁵⁷

แม้ว่าการเข้าเป็นสมาชิกของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยจะอยู่ภายใต้การพิจารณาของคณะกรรมการของสมาคมซึ่งประกอบด้วยกรรมการส่วนใหญ่ที่เลือกตั้งมาจากผู้แทนของสมาชิกเดิม แต่ข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยก็ได้กำหนดกระบวนการขั้นตอนในการพิจารณา

⁴⁵⁴ ข้อ 17 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับสมาชิก พ.ศ. 2544

⁴⁵⁵ ข้อ 18 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับสมาชิก พ.ศ. 2544

⁴⁵⁶ ข้อ 6 แห่งข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

⁴⁵⁷ สมาชิกสมทบที่มีมูลค่าการซื้อขายตราสารหนี้ ประเภท Outright โดยเฉลี่ยนับย้อนหลังไป 1 ปีปฏิทินตั้งแต่ 100 ล้านบาทต่อเดือนขึ้นไป สามารถเปลี่ยนฐานะไปเป็นสมาชิกสามัญได้

รับสมาชิกที่ชัดเจน ทั้งการกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการในการยื่นใบสมัคร⁴⁵⁸ การตรวจสอบหลักฐาน และคุณสมบัติของผู้สมัคร⁴⁵⁹ รวมถึงให้อำนาจคณะกรรมการของสมาคมในการขอให้ผู้สมัครยื่นหลักฐานเอกสารและข้อมูลเพิ่มเติม และขอให้ผู้บริหารของผู้สมัครมารับการสัมภาษณ์โดย คณะกรรมการ กรรมการผู้จัดการหรือบุคคลที่คณะกรรมการมอบหมาย⁴⁶⁰ ทั้งนี้หากต่อมาพบว่า ข้อเท็จจริงหรือหลักฐานต่าง ๆ ที่ผู้สมัครเข้าเป็นสมาชิกได้แจ้งหรือได้ยื่นไว้กับสมาคมเพื่อ ประกอบการพิจารณาใบสมัครขอเข้าเป็นสมาชิกคลาดเคลื่อนจากความเป็นจริง คณะกรรมการอาจ เปลี่ยนแปลงหรือยกเลิกมติที่ได้พิจารณาอนุมัติให้ผู้สมัครรายนั้นเข้าเป็นสมาชิกก็ได้⁴⁶¹

4.1.6.2 ความโปร่งใส

ความโปร่งใส (Transparency) เป็นส่วนหนึ่งของวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแล หลักทรัพย์ที่ดีซึ่งกำหนดโดยองค์การคณะกรรมการหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (IOSCO) ทั้งนี้ ประเทศไทยได้นำหลักเกณฑ์เพื่อสร้างความโปร่งใสมาใช้ในการกำกับดูแลตนเองด้วยเช่นกัน ซึ่ง หลักเกณฑ์ดังกล่าวมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดยทั่วไปตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับกฎที่ออกโดย ตลาดหลักทรัพย์และได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. แล้ว รวมถึงมีการเผยแพร่ร่างของ กฎระหว่างกรับฟังความคิดเห็นด้วย เนื่องจากมาตรา 170 วรรคสี่ แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีหน้าที่ต้องรับฟังความคิดเห็นของสมาชิก ผู้ลงทุน หรือบุคคลซึ่งเกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ก่อนออกกฎหรือแก้ไขกฎ ทั้งนี้ แต่เดิมก่อนที่จะมีการแก้ไขพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ในปี พ.ศ. 2562 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีหน้าที่ตามกฎหมายในการรับฟังความคิดเห็นของผู้มีส่วน ได้เสียอื่นนอกจากสมาชิกของตนเอง

ในกรณีที่มีการฝ่าฝืนหรือละเลยการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ ตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีอำนาจเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการฝ่าฝืนหรือละเลยดังกล่าว ได้แก่ ชื่อผู้กระทำ ลักษณะการกระทำ บทบัญญัติที่เกี่ยวข้องกับการฝ่าฝืนหรือละเลย มาตรการในการ ดำเนินการกับผู้กระทำการฝ่าฝืนหรือละเลย และข้อความที่ประสงค์จะแจ้งให้ประชาชนทราบโดย

⁴⁵⁸ ข้อ 7 แห่งข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

⁴⁵⁹ ข้อ 8 แห่งข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

⁴⁶⁰ ข้อ 9 แห่งข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

⁴⁶¹ ข้อ 12 (1) แห่งข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

เปิดเผย⁴⁶² อย่างไรก็ตามภายใต้แนวปฏิบัติในปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ได้เปิดเผยข้อมูลระหว่างกระบวนการพิจารณาหลักทรัพย์ รวมถึงข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ เรื่อง การประชุมสมาชิก พ.ศ. 2562 ก็ไม่ได้กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ต้องเปิดเผยรายงานการประชุมต่อสาธารณชน

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีการเปิดเผยร่างของกฎที่จะประกาศใช้และร่างของกฎที่จะแก้ไข รวมถึงเปิดเผยกฎที่ผ่านความเห็นชอบให้ประกาศใช้แล้ว อย่างไรก็ตามสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยไม่ได้มีการเปิดเผยผลการวินิจฉัยและคำสั่งลงโทษสมาชิก และไม่ได้เปิดเผยข้อมูลระหว่างกระบวนการพิจารณาหลักทรัพย์ รวมถึงไม่เปิดเผยวาระการประชุมต่าง ๆ ของสมาคม

4.1.6.3 การคุ้มครองผู้ลงทุน

การคุ้มครองผู้ลงทุน (Investor Protection) เป็นส่วนหนึ่งของวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่ตีซึ่งกำหนดโดยองค์การคณะกรรมการหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (IOSCO) ทั้งนี้ประเทศไทยได้นำหลักเกณฑ์เพื่อการคุ้มครองผู้ลงทุนมาใช้ในการกำกับดูแลตนเองด้วยเช่นกัน ซึ่งหลักเกณฑ์ดังกล่าวมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

- 1) โครงสร้างกรรมการที่เป็นธรรม ปราศจากการขัดกันของผลประโยชน์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

แต่เดิมพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์มีจำนวน 11 คน ต้องประกอบด้วยบุคคลซึ่งคณะกรรมการ ก.ล.ต. แต่งตั้งจำนวนไม่เกิน 5 คน กับบุคคลซึ่งสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเลือกตั้งอีกจำนวนไม่เกิน 5 คน และผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์เป็นกรรมการตลาดหลักทรัพย์โดยตำแหน่ง ต่อมาในปี พ.ศ. 2562 ได้มีการแก้ไขโครงสร้างของคณะกรรมการชุดดังกล่าว โดยมาตรา 159 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ต้องประกอบด้วยบุคคลซึ่งคณะกรรมการ ก.ล.ต. แต่งตั้งจำนวนไม่เกิน 6 คน ซึ่งจะคัดเลือกจากรายชื่อที่กลุ่มบุคคลหรือองค์กรที่เป็นผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในตลาดทุนเสนอมา เพื่อให้การดำเนินการคำนึงถึงประโยชน์ของตลาดทุนโดยรวม กับบุคคลซึ่งสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเลือกตั้งอีกจำนวนไม่เกิน 4 คน และผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์เป็นกรรมการตลาดหลักทรัพย์โดยตำแหน่ง⁴⁶³

⁴⁶² ข้อ 3 แห่งประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง หลักเกณฑ์เงื่อนไข และวิธีการในการเปิดเผยข้อมูลเพื่อคุ้มครองประโยชน์หรือส่วนได้เสียของประชาชน พ.ศ. 2548

⁴⁶³ มาตรา 159 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 บัญญัติว่า

สำหรับการคัดเลือกกรรมการตลาดหลักทรัพย์จำนวน 6 คนโดยคณะกรรมการ ก.ล.ต. นั้น มาตรา 159/1 วรรคแรก แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. ต้องคัดเลือกผู้มีความรู้และประสบการณ์อันจำเป็นต่อการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ และต้องคัดเลือกจากรายชื่อที่เสนอโดยนิติบุคคลหรือคณะบุคคลที่มีความเกี่ยวข้องกับตลาดทุน⁴⁶⁴ ปัจจุบันคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้ออกประกาศกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการคัดเลือกและแต่งตั้งกรรมการตลาดหลักทรัพย์ตามมาตรา 159/1 วรรคสอง⁴⁶⁵ ได้แก่ ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กต. 15/2562 เรื่องหลักเกณฑ์และวิธีการคัดเลือกและแต่งตั้งกรรมการตลาดหลักทรัพย์ โดยกำหนดให้นิติบุคคลหรือคณะบุคคลที่มีความเกี่ยวข้องกับตลาดทุน ได้แก่ นิติบุคคลที่มีบทบาทเสมือนตัวแทนของภาคผู้ลงทุนหรือผู้ระดมทุน คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ นิติบุคคลที่ได้รับการยอมรับจากสำนักงานให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง มีสิทธิเสนอรายชื่อบุคคลเพื่อเข้ารับการคัดเลือกเป็นกรรมการตลาด

“ให้มีคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์คณะหนึ่งประกอบด้วยบุคคลซึ่งคณะกรรมการ ก.ล.ต. แต่งตั้งจำนวนไม่เกินหกคนตามกระบวนการที่กำหนดในมาตรา 159/1 และบุคคลซึ่งสมาชิกตามมาตรา 158 เลือกตั้งอีกจำนวนไม่เกินสี่คนเป็นกรรมการ และให้ผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์เป็นกรรมการตลาดหลักทรัพย์โดยตำแหน่ง

ให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์เลือกกรรมการตลาดหลักทรัพย์คนหนึ่งนอกจากผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์เป็นประธานกรรมการ และจะเลือกกรรมการตลาดหลักทรัพย์อีกคนหนึ่งเป็นรองประธานกรรมการด้วยก็ได้”

⁴⁶⁴ มาตรา 159/1 วรรคแรก แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 บัญญัติว่า

“บุคคลซึ่งคณะกรรมการ ก.ล.ต. แต่งตั้งเป็นกรรมการตลาดหลักทรัพย์ตามมาตรา 159 ต้องเป็นผู้มีความรู้และประสบการณ์อันจำเป็นต่อการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ และต้องมาจากรายชื่อที่เสนอโดยนิติบุคคลหรือคณะบุคคลที่มีความเกี่ยวข้องกับตลาดทุน”

⁴⁶⁵ มาตรา 159/1 วรรคสอง แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 บัญญัติว่า

“ให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการคัดเลือกและแต่งตั้งกรรมการตลาดหลักทรัพย์ตามวรรคหนึ่ง โดยอย่างน้อยต้องระบุรายละเอียดเกี่ยวกับความรู้หรือประสบการณ์อันจำเป็นต่อการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ รวมทั้งประเภทหรือลักษณะของนิติบุคคลหรือคณะบุคคลที่มีความเกี่ยวข้องกับตลาดทุนซึ่งมีสิทธิเสนอรายชื่อบุคคลเพื่อเข้ารับการคัดเลือกและแต่งตั้งเป็นกรรมการตลาดหลักทรัพย์”

หลักทรัพย์ต่อคณะกรรมการ ก.ล.ต. ทั้งนี้คณะกรรมการ ก.ล.ต. จะคัดเลือกกรรมการจากรายชื่อดังกล่าว โดยคำนึงถึงลักษณะต่าง ๆ ของบุคคลที่ถูกเสนอชื่อ อันได้แก่ มีประสบการณ์เป็นหรือเคยเป็นกรรมการ หรือผู้บริหารระดับสูงของบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ มีความรู้หรือประสบการณ์ที่จำเป็นต่อการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ในด้านใดด้านหนึ่งหรือหลายด้าน เช่น กลยุทธ์ทางธุรกิจหรือทางการตลาด การบริหารความเสี่ยง ดิจิทัล กฎหมายธุรกิจ การเงินตลาดทุน หรือกฎ กติกาสากล ที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน การแข่งขันระหว่างประเทศ บัญชี เป็นต้น

อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาโครงสร้างภายในองค์กรของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าแม้มีโครงสร้างที่ประกอบด้วยสายงานต่าง ๆ และคณะอนุกรรมการเฉพาะด้านหลายชุด แต่ก็ไม่มีการแยกส่วนงานหรือคณะอนุกรรมการที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลสมาชิก หรือการกำกับดูแลตนเองออกมาโดยเฉพาะ

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

ข้อบังคับของสมาคมกำหนดให้คณะกรรมการสมาคมมีจำนวนไม่เกิน 11 คน ประกอบด้วยกรรมการผู้จัดการ 1 คน เป็นกรรมการโดยตำแหน่ง และบุคคลซึ่งได้รับเลือกจากสมาชิกสามัญและวิสามัญจำนวนไม่เกิน 10 คน ซึ่งเป็นตัวแทนจากสมาชิกและผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มต่าง ๆ ที่มีส่วนร่วมในตลาด เพื่อให้สอดคล้องกับการเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ให้สมาชิกกำกับดูแลตนเอง โดยการสรรหาจากผู้แทนสมาชิกกลุ่มต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง ไม่ว่าจะเป็นสมาคมธนาคารไทย สมาคมธนาคารต่างประเทศ และสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ โดยในจำนวนนั้นกำหนดให้เป็นกรรมการอิสระไม่น้อยกว่า 3 คน⁴⁶⁶ โดยกรรมการอิสระต้องเป็นบุคคลที่ไม่ใช่กรรมการบริหาร กรรมการผู้จัดการ บุคคลผู้มีอำนาจในการจัดการงานประจำ พนักงาน หรือลูกจ้างของสมาชิก หรือเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของสมาชิก⁴⁶⁷ และมีวาระการดำรงตำแหน่งคราวละ 3 ปี⁴⁶⁸

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาโครงสร้างภายในองค์กรของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย พบว่ามีโครงสร้างที่ประกอบด้วยสายงานกำกับดูแลสมาชิก และมีคณะอนุกรรมการกำกับดูแลตลาด (Market Regulation Subcommittee) ซึ่งทำหน้าที่พิจารณาเสนอแนะแนวทางเสริมสร้างและขยายบทบาทของสมาคมในด้านการเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง แนวทาง ส่งเสริมจรรยาบรรณ และมาตรฐานการกำกับดูแลการปฏิบัติงานที่ดีของตลาดและผู้ค้าตราสารหนี้ ตลอดจนพิจารณาเสนอแนะ การปรับปรุงแก้ไขข้อบังคับ และประกาศต่าง ๆ ของสมาคมในด้านการกำกับดูแล

⁴⁶⁶ ข้อ 16 แห่งข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

⁴⁶⁷ ข้อ 17 แห่งข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

⁴⁶⁸ ข้อ 26 แห่งข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

สมาชิกให้เหมาะสม โดยปัจจุบันคณะกรรมการกำกับดูแลตลาดประกอบด้วยกรรมการที่ไม่ได้มาจากสมาชิกจำนวนมากกว่าครึ่งหนึ่ง (9 คน จาก 14 คน)⁴⁶⁹

2) การจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในกรณีของการป้องกันปัญหาผลประโยชน์ขัดกันนั้น มาตรา 154/2 (5) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีหน้าที่ต้องจัดทำมาตรการในการป้องกันและจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์⁴⁷⁰ ทั้งนี้คณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจกำกับการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ โดยหากเห็นว่า มาตรการในการป้องกันและจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์อาจกระทบต่อความมั่นคง อาจก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรม หรืออาจนำมาซึ่งความไม่เรียบร้อยในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ คณะกรรมการ ก.ล.ต. สามารถสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์ปรับปรุง แก้ไข หรือยกเลิกการดำเนินงานนั้นได้⁴⁷¹

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

ข้อบังคับของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยกำหนดให้สมาชิกต้องจัดทำมาตรการในการป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งอาจทำได้โดยการ

⁴⁶⁹ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย, คณะอนุกรรมการกำกับดูแลตลาด (Market Regulation Subcommittee), ค้นวันที่ 7 มีนาคม 2565 จาก <https://www.thaibma.or.th/EN/About/Committees.aspx>

⁴⁷⁰ มาตรา 154/2 (5) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 บัญญัติว่า

“เพื่อให้การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์เป็นไปตามมาตรา 153 และมาตรา 154/1 ตลาดหลักทรัพย์ต้องดำเนินการอย่างน้อยในเรื่องดังต่อไปนี้

...

(5) มีมาตรการในการป้องกันและจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์

⁴⁷¹ มาตรา 154/2 วรรคท้าย แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 บัญญัติว่า

“ในกรณีที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. เห็นว่า การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ตามวรรคหนึ่ง ในเรื่องใดอาจกระทบต่อความมั่นคง อาจก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรม หรืออาจนำมาซึ่งความไม่เรียบร้อยในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ คณะกรรมการ ก.ล.ต. จะสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์ปรับปรุง แก้ไข หรือยกเลิกการดำเนินงานนั้นก็ได้”

เปิดเผยข้อมูล หรือโดยปฏิเสธที่จะให้บริการหรือโดยวิธีการอื่นใดที่เหมาะสม หากเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ขึ้น นอกจากนี้สมาชิกต้องปฏิบัติตามต่อลูกค้าอย่างเป็นธรรมและเสมอภาค สมาชิกต้องละเว้นจากการเอาเปรียบลูกค้าหรือคู่ค้า รวมถึงสมาชิกต้องเปิดเผยให้ลูกค้าหรือคู่ค้าทราบ ในกรณีที่สมาชิกมีส่วนได้เสียไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อมเกี่ยวกับเรื่องที่ให้บริการนั้น⁴⁷²

3) การถูกกำกับโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ให้อำนาจ ก.ล.ต. ในการกำกับดูแลการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสรุปได้ดังนี้

(1) ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบต่อกฎของตลาดหลักทรัพย์

มาตรา 170 วรรคสามและวรรคห้า แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์มีหน้าที่ต้องขอความเห็นชอบระเบียบหรือข้อบังคับต่อคณะกรรมการ ก.ล.ต. และคณะกรรมการ ก.ล.ต. ต้องแจ้งผลการพิจารณาให้ตลาดหลักทรัพย์ทราบภายใน 60 วันนับแต่วันที่ได้รับระเบียบหรือข้อบังคับนั้น⁴⁷³ สำหรับหลักเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์ต้องขอความเห็นชอบเป็นหลักเกณฑ์ที่มีความสำคัญ เช่น อัตราค่าธรรมเนียมในการปฏิบัติหน้าที่เป็นนายหน้าหรือตัวแทนในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียน หลักเกณฑ์และวิธีการเกี่ยวกับการเป็นสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์ การเลือกตั้งกรรมการตลาดหลักทรัพย์ตามมาตรา 159 จำนวน วิธีการรับ คุณสมบัติ สิทธิและหน้าที่ วินัย การลงโทษ การประชุม ตลอดจนการโอนและการพ้นจากสมาชิกภาพของสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น⁴⁷⁴

ทั้งนี้คณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้ออกประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กต. 2/2563 เรื่องการกำหนดระเบียบหรือข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ที่ไม่ต้องขอความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยกำหนดให้ระเบียบหรือข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์มีผลใช้บังคับโดยไม่ต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. ในกรณีที่เป็นการกำหนดหรือแก้ไขเปลี่ยนแปลงระเบียบหรือข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ที่มีลักษณะอย่างหนึ่งอย่างใดดังนี้

⁴⁷² ข้อ 45 แห่งข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

⁴⁷³ มาตรา 170 วรรคสาม และวรรคห้า แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

⁴⁷⁴ มาตรา 170 วรรคสอง (1) - (13) และ (17) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

ก) การกำหนดหรือแก้ไขเปลี่ยนแปลงระเบียบหรือข้อบังคับ เพื่อให้สอดคล้องกับพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 หรือประกาศ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน และ ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ออกตามความใน พระราชบัญญัติดังกล่าว

ข) การกำหนดหรือแก้ไขเปลี่ยนแปลงระเบียบหรือข้อบังคับ โดย ยังคงสาระสำคัญของระเบียบหรือข้อบังคับที่มีผลใช้บังคับอยู่ก่อนแล้ว ในลักษณะที่เป็นการจัดหมวดหมู่หรือเนื้อหาหรือแก้ไขความขาดตกบกพร่องของระเบียบหรือข้อบังคับนั้น

(2) ก.ล.ต. เรียกให้ตลาดหลักทรัพย์ส่งมอบข้อมูล

ก.ล.ต. มีอำนาจในการเรียกให้ตลาดหลักทรัพย์ส่งมอบข้อมูลที่จำเป็นต่อการปฏิบัติหน้าที่กำกับดูแลตลาดทุนของ ก.ล.ต. เช่น กรณีการเรียกข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อพิจารณาความผิดเกี่ยวกับการกระทำความผิดไม่เป็นธรรม เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นผู้ดูแลระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ ดังนั้นจึงมีระบบติดตามความผิดปกติในการซื้อขาย และ ก.ล.ต. ในฐานะผู้กำกับดูแลไม่ให้เกิดการเอาเปรียบผู้ลงทุนก็สามารถเรียกให้ตลาดหลักทรัพย์ส่งมอบข้อมูลการซื้อขายเพื่อนำมาใช้พิจารณาความผิดเกี่ยวกับการกระทำความผิดไม่เป็นธรรม เช่น การซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อทำให้บุคคลทั่วไปเข้าใจผิดเกี่ยวกับราคาหรือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น เป็นต้น นอกจากนี้มาตรา 264 (5) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้พนักงานเจ้าหน้าที่ของ ก.ล.ต. มีอำนาจสั่งให้กรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง หรือผู้สอบบัญชี ของตลาดหลักทรัพย์ มาให้ถ้อยคำ หรือส่งสำเนา หรือแสดงสมุดบัญชี เอกสาร ดวงตรา หรือหลักฐานอื่นเกี่ยวกับกิจการ การดำเนินงาน สินทรัพย์ และหนี้สินของตลาดหลักทรัพย์ได้

(3) ก.ล.ต. สั่งให้ตลาดหลักทรัพย์กำหนดกฎเกณฑ์เพิ่มเติม ยกเลิก หรือแก้ไขเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ที่มีอยู่แล้ว

มาตรา 170/1 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้ในกรณีที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. เห็นว่ากฎเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอาจก่อให้เกิดความเสียหายหรือกระทบกระเทือนต่อสิทธิประโยชน์ของประชาชน หรือไม่เพียงพอที่จะคุ้มครองและรักษาความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน คณะกรรมการ ก.ล.ต. อาจสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์กำหนดกฎเกณฑ์เพิ่มเติม ยกเลิก หรือแก้ไขเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ที่มีอยู่แล้วได้

(4) ก.ล.ต. สั่งให้ตลาดหลักทรัพย์กระทำการหรืองดเว้นกระทำการ

มาตรา 186 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจสั่งห้ามการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนทั้งหมดใน

ตลาดหลักทรัพย์เป็นการชั่วคราว หรือสั่งให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ หรือผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์กระทำการหรืองดเว้นกระทำการอื่นใดตามที่เห็นสมควร⁴⁷⁵

(5) กรณีที่สั่งหยุดการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดเป็นการชั่วคราว ตลาดหลักทรัพย์ต้องแจ้งให้ ก.ล.ต. ทราบ

มาตรา 187 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้ในกรณีที่มีเหตุขัดข้องอันเกิดจากระบบซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เป็นผลให้ไม่อาจซื้อหรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ตามปกติ ผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจสั่งหยุดการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดเป็นการชั่วคราวได้ แต่ต้องรายงานเหตุดังกล่าวโดยละเอียดต่อคณะกรรมการ ก.ล.ต. ในทันที

อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์ออกคำสั่งลงโทษสมาชิกพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่ได้กำหนดหน้าที่ให้ตลาดหลักทรัพย์ต้องแจ้งให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. ทราบ

(6) ตลาดหลักทรัพย์ต้องรายงานงบดุลและบัญชีรายได้รายจ่ายประจำปีต่อ ก.ล.ต.

มาตรา 181 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ต้องยื่นงบดุลและบัญชีรายได้รายจ่ายประจำปี ตลอดจนทำรายงานและจัดส่งเอกสารต่อสำนักงาน ก.ล.ต. ตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการที่คณะกรรมการกำกับตลาดทุนกำหนด

⁴⁷⁵ มาตรา 186 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 บัญญัติว่า “เพื่อป้องกันความเสียหายอันอาจเกิดแก่ประโยชน์ของประชาชน หรือเศรษฐกิจของประเทศ ให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจ

(1) ห้ามการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์เป็นการชั่วคราว โดยกำหนดระยะเวลาตามที่เห็นสมควร

(2) สั่งให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ หรือผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์กระทำการหรืองดเว้นกระทำการอื่นใดตามที่เห็นสมควร

การดำเนินการตาม (1) ให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. ทำเป็นหนังสือและประกาศไว้ในที่เปิดเผย ณ สถานที่ทำการของตลาดหลักทรัพย์ พร้อมทั้งรายงานให้รัฐมนตรีทราบโดยเร็ว ในการนี้ ให้รัฐมนตรีมีอำนาจสั่งแก้ไขหรือเปลี่ยนแปลงการสั่งการดังกล่าวได้”

(7) ก.ล.ต. เข้าไปตรวจสอบกิจการของตลาดหลักทรัพย์

มาตรา 264 (1) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้พนักงานเจ้าหน้าที่ของ ก.ล.ต. มีอำนาจเข้าไปในสถานที่ประกอบธุรกิจหรือสถานที่ตั้งของตลาดหลักทรัพย์ เพื่อตรวจสอบกิจการ สินทรัพย์ และหนี้สินของตลาดหลักทรัพย์ รวมทั้งเอกสารหลักฐาน หรือข้อมูลเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์

จากที่กล่าวมาข้างต้น จะเห็นได้ว่า ก.ล.ต. มีอำนาจในการกำกับ การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยค่อนข้างมาก อันได้แก่ การทบทวนและให้ความเห็นชอบต่อกฎที่ออกโดยตลาดหลักทรัพย์ (Review and Approve) การให้ตลาดหลักทรัพย์รายงานการดำเนินการ (Report Request) การทบทวนการทำงานของตลาดหลักทรัพย์เป็นประจำ (Periodic Review) การตรวจสอบการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ (Inspection) การให้ตลาดหลักทรัพย์ช่วยเหลือตามที่ต้องการ (Facilitation) และการสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์กระทำการหรืองดเว้นกระทำการ (Order)

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

ก.ล.ต. มีอำนาจกำกับการดำเนินงานของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยที่จดทะเบียนต่อสำนักงาน ก.ล.ต.⁴⁷⁶ รวมถึงพระราชบัญญัติสมาคมการค้า พ.ศ. 2509 ที่ถูกนำมาใช้บังคับโดยอนุโลม⁴⁷⁷ ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

(1) ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบต่อกฎของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

โดยทั่วไปแล้ว การแก้ไขเพิ่มเติมข้อบังคับของสมาคมไม่ต้องขอความเห็นชอบต่อสำนักงาน ก.ล.ต. ซึ่งสมาคมสามารถแก้ไขเพิ่มเติมข้อบังคับได้เมื่อได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการของสมาคม และให้คณะกรรมการนำเสนอข้อบังคับของสมาคมดังกล่าวต่อที่ประชุมสมาชิกเพื่อพิจารณาให้ความเห็นชอบต่อไป อย่างไรก็ตามกฎบางเรื่องของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. ก่อน จึงจะสามารถแก้ไขเปลี่ยนแปลงได้ เช่น

⁴⁷⁶ มาตรา 234 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

⁴⁷⁷ มาตรา 237 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้นำบทบัญญัติตามกฎหมายว่าด้วยสมาคมการค้าในส่วนที่เกี่ยวกับการดำเนินกิจการ การควบคุม การเลิก และบทกำหนดโทษที่เกี่ยวข้องมาใช้บังคับโดยอนุโลม เท่าที่ไม่ขัดหรือแย้งกับบทบัญญัติใน ส่วนของสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์

คณะกรรมการของสมาคมอาจประกาศเปลี่ยนแปลงหรือยกเว้นค่าขึ้นทะเบียนตราสารหนี้ได้ เมื่อได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต.⁴⁷⁸

(2) ก.ล.ต.ให้ความเห็นชอบต่อคณะกรรมการอุทธรณ์ของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

แม้ว่าคณะกรรมการของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมาจากการเลือกตั้งของสมาชิกเป็นสำคัญ โดยไม่เกี่ยวข้องกับการแต่งตั้งของสำนักงาน ก.ล.ต. และไม่ต้องผ่านความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. อย่างไรก็ตามคณะกรรมการบางชุดของสมาคมที่มีความสำคัญต้องผ่านความเห็นชอบของสำนักงาน ก.ล.ต. ก่อน เช่น คณะอนุกรรมการอุทธรณ์⁴⁷⁹ เป็นต้น

(3) สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยแจ้งให้ ก.ล.ต. ทราบ
สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีหน้าที่แจ้งให้สำนักงาน ก.ล.ต. ทราบ ในกรณีต่าง ๆ เช่น

ก) กรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงตัวกรรมการของสมาคม ให้สมาคมแจ้งชื่อและตำแหน่งให้สำนักงาน ก.ล.ต. ทราบเพื่อจดทะเบียนเปลี่ยนแปลงภายใน 30 วันนับแต่วันที่มีการเปลี่ยนแปลง⁴⁸⁰

ข) เมื่อคณะอนุกรรมการวินัยพิจารณาออกคำสั่งลงโทษเสร็จสิ้นแล้ว ให้กรรมการผู้จัดการมีหนังสือแจ้งคำสั่งดังกล่าวให้ผู้ถูกกล่าวหา คณะกรรมการ และสำนักงาน ก.ล.ต. ทราบโดยไม่ชักช้า⁴⁸¹

ค) เมื่อคณะกรรมการมีมติให้สมาชิกใดขาดจากสมาชิกภาพแล้ว ให้สมาคมแจ้งเป็นหนังสือให้สมาชิกที่พ้นจากสมาชิกภาพนั้นและสมาชิกอื่นทราบด้วย และให้รายงานพร้อมด้วยเหตุผลให้สำนักงาน ก.ล.ต. ทราบโดยพลัน⁴⁸²

(4) ก.ล.ต. ปลดกรรมการของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย
กรรมการของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยอาจถูกปลดให้พ้นจากตำแหน่งได้ หากว่าคณะกรรมการ ก.ล.ต. มีมติให้กรรมการคนดังกล่าวออกจากตำแหน่ง

⁴⁷⁸ ข้อ 118 แห่งข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

⁴⁷⁹ ข้อ 84 แห่งข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

⁴⁸⁰ ข้อ 19 แห่งข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

⁴⁸¹ ข้อ 83 แห่งข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

⁴⁸² ข้อ 110 แห่งข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

(5) สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยส่งรายงานประจำปีให้ ก.ล.ต.

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยต้องจัดทำรายงานประจำปีแสดงผลการดำเนินงานของสมาคม เพื่อเสนอต่อที่ประชุมใหญ่ในคราวที่เสนองบดุล และต้องส่งสำเนารายงานกับงบดุลไปยังสำนักงาน ก.ล.ต. ภายใน 30 วันนับแต่วันที่มีการประชุมใหญ่⁴⁸³

(6) ก.ล.ต. เข้าไปตรวจสอบกิจการสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

สำนักงาน ก.ล.ต. หรือพนักงานเจ้าหน้าที่ที่มีอำนาจเข้าไปตรวจสอบในสำนักงานของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้ในระหว่างเวลาทำงานของสมาคม⁴⁸⁴

(7) ก.ล.ต. สั่งให้สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยชี้แจงข้อเท็จจริงหรือให้

ส่งเอกสาร

สำนักงาน ก.ล.ต. มีอำนาจออกคำสั่งเป็นหนังสือ ให้กรรมการ หรือสมาชิกมาชี้แจงข้อเท็จจริงเกี่ยวกับกิจการของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย หรือให้ส่งเอกสารเกี่ยวกับการดำเนินงาน หรือรายงานการประชุมของสมาคมได้⁴⁸⁵

(8) ก.ล.ต. สั่งให้สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยเลิกกิจการ

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยอาจเลิกกิจการได้ด้วยเหตุต่าง ๆ ได้แก่ สมาคมล้มละลาย ที่ประชุมใหญ่ลงมติให้เลิกด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่าสามในสี่ของสมาชิกสามัญ และวิสามัญทั้งหมด หรือเมื่อคณะกรรมการ ก.ล.ต. มีคำสั่งตามกฎหมายให้เลิกสมาคม⁴⁸⁶

จะเห็นได้ว่า ก.ล.ต. มีอำนาจในการกำกับดูแลการดำเนินงานของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยค่อนข้างมาก อันได้แก่ การทบทวนและให้ความเห็นชอบต่อกฎที่ออกโดยสมาคม (Review and Approve) การให้สมาคมรายงานการดำเนินการ (Report Request) การให้สมาคมแจ้งให้ทราบ (Notification) การทบทวนการทำงานของสมาคมเป็นประจำ (Periodic Review) การตรวจสอบการดำเนินงานของสมาคม (Inspection) การให้สมาคมช่วยเหลือตามที่ต้องการ (Facilitation) การสั่งให้สมาคมกระทำการหรืองดเว้นกระทำการ (Order) และการลงโทษสมาคม (Punishment)

⁴⁸³ มาตรา 28 แห่งพระราชบัญญัติสมาคมการค้า พ.ศ. 2509 (อนุโลมมาใช้กับสมาคมที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับธุรกิจหลักทรัพย์)

⁴⁸⁴ มาตรา 25 แห่งพระราชบัญญัติสมาคมการค้า พ.ศ. 2509 (อนุโลมมาใช้กับสมาคมที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับธุรกิจหลักทรัพย์)

⁴⁸⁵ มาตรา 24 แห่งพระราชบัญญัติสมาคมการค้า พ.ศ. 2509 (อนุโลมมาใช้กับสมาคมที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับธุรกิจหลักทรัพย์)

⁴⁸⁶ ข้อ 21 แห่งข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

จากการศึกษากฎหมายและหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองของประเทศไทยข้างต้น จะเห็นได้ว่าประเทศไทยมีตลาดหลักทรัพย์แห่งเดียวเช่นเดียวกับประเทศมาเลเซียและเกาหลีใต้ รวมถึงมีสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์หลายแห่งเช่นเดียวกับประเทศมาเลเซีย นอกจากนี้ยังเป็นประเทศที่ตลาดหลักทรัพย์เกิดขึ้นก่อนหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐเช่นเดียวกับประเทศมาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา ทั้งนี้ในส่วนต่อไปจะกล่าวถึงการวิเคราะห์หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

4.2 วิเคราะห์หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

สำหรับการวิเคราะห์หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยในเบื้องต้น จะครอบคลุมถึงประเด็นที่สำคัญ ได้แก่ การกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง รูปแบบการกำกับดูแลตนเอง และการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

4.2.1 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

แม้ว่าพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่ได้กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง แต่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยก็มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองด้วยการรับรองอย่างเป็นทางการภายใต้บันทึกข้อตกลง (MOU) กับ ก.ล.ต. รวมถึงมีลักษณะขององค์กรกำกับดูแลตนเอง กล่าวคือ สมาชิกมีส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยตนเอง มีอำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกของตนเองอันประกอบด้วยอำนาจในการออกกฎ การติดตามให้เป็นไปตามกฎ และการบังคับใช้กฎ และการกำกับดูแลตนเองถูกกำกับจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. ซึ่งเป็นหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากบันทึกข้อตกลง (MOU) ไม่มีความผูกพันดังเช่นสัญญาตามกฎหมาย และการพิจารณาลักษณะขององค์กรกำกับดูแลตนเอง ก็มีความไม่แน่นอนในการตีความว่าองค์กรไหนบ้างที่มีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง จึงทำให้เกิดความไม่ชัดเจนว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยที่ได้รับการยอมรับอย่างเป็นทางการจากหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐและมีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง จะมีสถานะทางกฎหมายเป็นองค์กร

กำกับดูแลตนเองหรือไม่ ดังนั้นหากประเทศไทยพิจารณาใช้แนวทางในการกำหนดให้มีการรับรององค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ในกฎหมายอย่างชัดเจน เช่นเดียวกับที่ประเทศมาเลเซียรับรองสถานะให้ FIMM ประเทศเกาหลีใต้รับรองสถานะให้ KOFIA และประเทศสหรัฐอเมริการับรองสถานะให้ตลาดหลักทรัพย์ NYSE และ FINRA สถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยก็必将มีความชัดเจนทางกฎหมายมากขึ้น

ทั้งนี้สำนักงาน ก.ล.ต. และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ สมาคมบริษัทจัดการลงทุน และสมาคมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ได้เคยร่วมกันจัดทำโครงการศึกษารูปแบบ SRO ที่เหมาะสมกับตลาดทุนไทย ซึ่งได้ข้อสรุปร่วมกันว่า เห็นควรจัดตั้ง SRO ขึ้นในตลาดทุนไทยโดยมีบทบาทหลักทั้งในเชิงพาณิชย์ (Trade Association) ในการสนับสนุนให้เกิดผลิตภัณฑ์ทางการเงิน บริการทางการเงิน และการระดมทุนในรูปแบบใหม่ รวมทั้งยังมีบทบาทในการกำกับดูแลผู้ประกอบการธุรกิจด้วยตนเอง (Self-Regulatory Organization) และบทบาทในการส่งเสริมความรู้ของบุคลากรในธุรกิจหลักทรัพย์และผู้ลงทุนด้วย เช่นเดียวกับมาเลเซียและเกาหลีใต้ อย่างไรก็ตาม โครงสร้างองค์กร (Governance Structure) ต้องแสดงต่อสาธารณะและผู้ลงทุนให้เห็นถึงมาตรการป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่มีประสิทธิภาพและประสิทธิผล ได้แก่ การมีกรรมการอิสระ (Public Interest Director) เพื่อดำเนินการในการตัดสินใจเชิงพาณิชย์และเพื่อประโยชน์ต่อสาธารณะในคณะกรรมการ SRO การมีหลักเกณฑ์ในการคัดเลือกกรรมการจากภาคธุรกิจที่เป็นธรรม การมีหลักเกณฑ์ในการออกเสียงที่เป็นธรรม (Voting Right) และการบริหารจัดการในรูปแบบของ Committee หรือ Panel ในแต่ละงานหลัก รวมถึงความเพียงพอของแหล่งเงินทุน/รายได้ เพื่อการดำเนินงานของ SRO เป็นต้น⁴⁸⁷

ต่อมาสำนักงาน ก.ล.ต. ได้ดำเนินการจัดทำร่างกฎหมายโดยเพิ่มเติมบทบัญญัติการจัดตั้ง “องค์กรผู้ประกอบการในตลาดทุนที่กำกับดูแลสมาชิก” เพื่อรับรองสถานะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง (SRO) ในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์เข้าไปในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และยกเลิกหลักเกณฑ์เกี่ยวกับสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ โดยให้ใช้หลักเกณฑ์ของ “องค์กรผู้ประกอบการในตลาดทุน” แทนหลักเกณฑ์เดิม รวมถึงสำนักงาน ก.ล.ต. ได้ดำเนินการเพื่อเสนอร่างกฎหมายแก้ไขพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ให้มีการจัดตั้ง SRO แต่ต่อมาในปี พ.ศ. 2559 สำนักงาน ก.ล.ต. ได้ถอนร่างกฎหมายเรื่องดังกล่าวออกไป เนื่องจากกรรมการกฤษฎีกาบางท่านไม่เห็นด้วย โดยให้ความเห็นว่า SRO เป็นเรื่องการกีดกัน

⁴⁸⁷ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, รายงานการดูงานโครงการศึกษา “โครงการ Sro ที่เหมาะสมกับตลาดทุนไทย ณ ประเทศมาเลเซียและเกาหลีใต้” ระหว่างวันที่ 8-12 มีนาคม 2553, หน้า 37.

การค้า เนื่องจากมีการกำหนดว่าหากจะมีการสร้าง SRO ก็ต้องให้หน่วยธุรกิจในอุตสาหกรรมประเภทนั้น ๆ มาเข้าร่วมเป็นสมาชิกขององค์กร ซึ่งมีความเห็นว่าการบังคับลักษณะดังกล่าวจะเป็นการไม่ให้อิสระเสรีต่อธุรกิจ⁴⁸⁸ สำหรับประเด็นนี้ ผู้เขียนจะนำไปวิเคราะห์ในบทสรุปและข้อเสนอแนะต่อไป

4.2.2 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

หลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองในปัจจุบันของประเทศไทยได้กำหนดบทบาทหน้าที่ขององค์กรกำกับดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ได้แก่ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย โดยประเทศไทยมีรูปแบบการกำกับดูแลตนเองที่ให้อำนาจการกำกับดูแลสมาชิกแก่ตลาดหลักทรัพย์มากกว่าสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีหน้าที่ในการกำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์หรือสมาชิกที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ ในขณะที่สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีเพียงหน้าที่ในการกำกับดูแลสมาชิกซึ่งเป็นผู้ค้าตราสารหนี้ในตลาดรองของตราสารหนี้ที่ไม่เป็นทางการ

นอกจากนี้ประเทศไทยยังมีสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์อีก 2 แห่งที่ยังไม่มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง แต่ทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกของตนเอง ได้แก่ สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย (ASCO) และสมาคมบริษัทจัดการลงทุน (AIMC) เนื่องจากสมาคมทั้งสองแห่งไม่เคยได้รับการรับรองอย่างเป็นทางการจาก ก.ล.ต. ทั้งนี้ในอนาคตสมาคมทั้งสองแห่งอาจมีบทบาทหน้าที่ในการกำกับดูแลสมาชิกมากขึ้น รวมถึงอาจได้รับการส่งเสริมและรับรองจาก ก.ล.ต. ให้มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองเช่นเดียวกับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ซึ่งการเปิดโอกาสให้มืองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ได้หลายแห่ง (Multi SRO) เป็นไปในแนวทางเดียวกับประเทศมาเลเซีย ดังจะเห็นได้จากพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ที่กำหนดให้สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ที่มีความพร้อมสามารถยื่นขออนุญาตกับหน่วยงานของรัฐเพื่อเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองได้หลายแห่ง

⁴⁸⁸ “เพิ่มโทษบีก บจ. อินไซด์-ปิ่นหุ่น ‘บัญชีดำ’ ห้ามบริหาร 3 ปี,” ประชาชาติธุรกิจ

(8 สิงหาคม 2559), ค้นวันที่ 20 พฤษภาคม 2565 จาก www.thai-iod.com/imgUpload
www.thai-iod.com/imgUpload

4.2.3 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ของประเทศไทย

หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย อันได้แก่ ความเป็นธรรม ความโปร่งใส และการคุ้มครองผู้ลงทุน มีรายละเอียดดังนี้

4.2.3.1 ความเป็นธรรม

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เมื่อพิจารณาถึงประเด็นเกี่ยวกับการรับฟังความคิดเห็นจากผู้มีส่วนได้เสียก่อนการออกกฎ พบว่าการแก้ไขเพิ่มเติมมาตรา 170 วรรคสี่ โดยพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 6) พ.ศ. 2562 ที่กำหนดให้ในกรณีที่การกำหนดหรือแก้ไขเปลี่ยนแปลงระเบียบหรือข้อบังคับอันอาจมีผลกระทบต่อการดำเนินธุรกิจหรือประโยชน์ได้เสียของสมาชิก ผู้ลงทุน หรือบุคคลซึ่งเกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ ให้ตลาดหลักทรัพย์จัดให้มีการรับฟังความคิดเห็นก่อน พร้อมทั้งจัดส่งรายงาน ผลการรับฟังความคิดเห็นให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. เพื่อประกอบการพิจารณาให้ความเห็นชอบ ทำให้การออกกฎหรือแก้ไขกฎของตลาดหลักทรัพย์มีความเป็นธรรมมากขึ้น และช่วยลดกรณีปัญหาของการออกกฎที่ไม่เป็นธรรมในอดีตที่เคยเกิดขึ้นได้ เช่น กรณีที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทยได้กำหนดกติกาใช้ร่วมกันว่า หากลูกจ้างซึ่งทำหน้าที่มาร์เก็ตติ้งต้องการย้ายงานต้องได้รับความยินยอมและการอนุมัติจากโบรกเกอร์ซึ่งเป็นนายจ้างเดิมซึ่งเป็นการออกกฎที่แทรกแซงการทำงานของลูกจ้าง เป็นต้น

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาถึงการจัดการข้อเรียกร้องที่เหมาะสม พบว่าการพิจารณาความผิดทางวินัยและการอุทธรณ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีกระบวนการขั้นตอนที่เหมาะสม โดยการจัดการข้อเรียกร้องมีความสอดคล้องกับแนวทางการทำคำสั่งทางปกครองที่ชอบด้วยกฎหมายตามมาตรา 30 วรรคแรก⁴⁸⁹ แห่งพระราชบัญญัติวิธีปฏิบัติราชการทางปกครอง พ.ศ. 2539 ที่เปิดโอกาสให้ผู้ถูกกล่าวหาชี้แจงและแสดงหลักฐานประกอบ รวมถึงสอดคล้องกับมาตรา 44 วรรคแรก⁴⁹⁰ และมาตรา 45 วรรคแรก⁴⁹¹ แห่งพระราชบัญญัติวิธีปฏิบัติราชการทางปกครอง พ.ศ.

⁴⁸⁹ มาตรา 30 วรรคแรก บัญญัติว่า “ในกรณีที่คำสั่งทางปกครองอาจกระทบถึงสิทธิของคู่กรณี เจ้าหน้าที่ต้องให้คู่กรณีมีโอกาสที่จะได้ทราบข้อเท็จจริงอย่างเพียงพอและมีโอกาสโต้แย้งและแสดงพยานหลักฐานของตน”

⁴⁹⁰ มาตรา 44 วรรคแรก บัญญัติว่า “ภายใต้บังคับมาตรา 48 ในกรณีที่คำสั่งทางปกครองใดไม่ได้ออกโดยรัฐมนตรี และไม่มีกฎหมายกำหนดขั้นตอนอุทธรณ์ภายในฝ่ายปกครองไว้เป็นการเฉพาะ ให้คู่กรณีอุทธรณ์คำสั่งทางปกครองนั้นโดยยื่นต่อเจ้าหน้าที่ผู้ทำคำสั่งทางปกครองภายในสิบห้าวันนับแต่วันที่ตนได้รับแจ้งคำสั่งดังกล่าว”

2539 ที่กำหนดให้ภายใน 15 วันนับแต่ได้รับหนังสือแจ้งคำสั่งลงโทษ ผู้ถูกกล่าวหาซึ่งเป็นสมาชิกหรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกับสมาชิกมีสิทธิอุทธรณ์คำสั่งลงโทษต่อคณะกรรมการอุทธรณ์ และคณะกรรมการอุทธรณ์ต้องพิจารณาอุทธรณ์ให้แล้วเสร็จภายใน 30 วันนับแต่วันที่เริ่มพิจารณาอุทธรณ์

ทั้งนี้เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ได้รับมอบอำนาจจากรัฐตามกฎหมายเพื่อกำกับดูแลสมาชิกซึ่งเป็นบริษัทหลักทรัพย์ รวมถึงมีอำนาจการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในฐานะเป็นหน่วยงานกำกับดูแลด้านหน้า (Frontline Regulator)⁴⁹² ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงเป็นองค์กรที่ใช้อำนาจปกครองแทนรัฐ ผู้เสียหายจากการดำเนินการของตลาดหลักทรัพย์สามารถฟ้องคดีต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ และในกรณีที่มูลเหตุแห่งการฟ้องเกิดจากการใช้อำนาจปกครองดังกล่าว ผู้เสียหายสามารถฟ้องคดีได้ที่ศาลปกครองได้ตามมาตรา 9 แห่งพระราชบัญญัติจัดตั้งศาลปกครองและวิธีพิจารณาคดีปกครอง พ.ศ. 2542

ในกรณีที่ผู้เสียหายถูกระงับการระงับข้อพิพาทจากพนักงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ก็ต้องพิจารณาความผิดตามพระราชบัญญัติความรับผิดทางละเมิดของเจ้าหน้าที่ พ.ศ. 2539 กล่าวคือ หากพนักงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกระทำความผิดในการปฏิบัติหน้าที่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องเป็นผู้รับผิดชอบใช้ค่าเสียหาย⁴⁹³ โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถไล่เบี้ยพนักงานของตนได้ก็ต่อเมื่อพนักงานกระทำไปด้วยความจงใจหรือประมาทเลินเล่ออย่างร้ายแรง ซึ่งแนวทางดังกล่าวถือว่ากฎหมายได้ให้ความคุ้มครองต่อการปฏิบัติงานของพนักงานตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเช่นเดียวกับเจ้าหน้าที่ในหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

เมื่อพิจารณาถึงการรับฟังความคิดเห็นจากผู้มีส่วนได้เสีย พบว่าการออกกฎหรือแก้ไขกฎของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีความเป็นธรรม แม้ว่าข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยไม่ได้กำหนดให้การออกกฎโดยสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยต้องผ่านการการรับฟังความคิดเห็นจากผู้มีส่วนได้ในตลาดตราสารหนี้ แต่ภายใต้แนวปฏิบัติในปัจจุบัน สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้เปิด

⁴⁹¹ มาตรา 45 วรรคแรก บัญญัติว่า “ให้เจ้าหน้าที่ตามมาตรา 44 วรรคหนึ่ง พิจารณาคำอุทธรณ์และแจ้งผู้อุทธรณ์โดยไม่ชักช้า แต่ต้องไม่เกินสามสิบวันนับแต่วันที่รับอุทธรณ์ ในกรณีที่เห็นด้วยกับคำอุทธรณ์ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนก็ให้ดำเนินการเปลี่ยนแปลงคำสั่งทางปกครองตามความเห็นของตนภายในกำหนดเวลาดังกล่าวด้วย”

⁴⁹² International Organization of Securities Commissions, **Model for Effective Regulation**, p. 2.

⁴⁹³ มาตรา 5 แห่งพระราชบัญญัติความรับผิดทางละเมิดของเจ้าหน้าที่ พ.ศ. 2539

โอกาสให้กับผู้มีส่วนได้เสียในตลาดตราสารหนี้มีส่วนร่วมในการแสดงความคิดเห็นต่อกฎที่ออกโดยสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย เพื่อนำความคิดเห็นมาใช้ในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทย

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาถึงการจัดการข้อเรียกร้องที่เหมาะสม พบว่าการพิจารณาความผิดทางวินัยและการอุทธรณ์ของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีกระบวนการขั้นตอนที่เหมาะสม โดยกำหนดระยะเวลาที่ชัดเจนให้คณะกรรมการวินัยต้องพิจารณาความผิดของสมาชิกให้แล้วเสร็จภายใน 90 วัน ทั้งนี้แม้ว่าสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีลักษณะใกล้เคียงกับสมาคมการค้าเอกชน แต่การจัดการข้อเรียกร้องก็มีความสอดคล้องแนวทางตามพระราชบัญญัติวิธีปฏิบัติราชการทางปกครอง พ.ศ. 2539 ที่กำหนดให้สมาชิกและผู้ที่ได้รับผลกระทบจากคำสั่งลงโทษมีสิทธิยื่นอุทธรณ์ต่อคณะกรรมการอุทธรณ์ภายใน 15 วัน และคณะกรรมการอุทธรณ์ต้องพิจารณาอุทธรณ์ให้แล้วเสร็จภายใน 30 วัน

4.2.3.2 ความโปร่งใส

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ภายหลังการแก้ไขเพิ่มเติมมาตรา 170 วรรคสี่ โดยพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 6) พ.ศ. 2562 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็มีหน้าที่ต้องเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับกฎที่ออกหรือแก้ไขซึ่งได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. แล้ว รวมถึงต้องเปิดเผยร่างของกฎที่จะออกหรือแก้ไข เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีหน้าที่ต้องรับฟังความคิดเห็นของสมาชิก ผู้ลงทุน หรือบุคคลซึ่งเกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ก่อนออกกฎหรือแก้ไขกฎ ซึ่งแนวทางในการเปิดเผยร่างของกฎที่จะออกหรือแก้ไขเพื่อรับฟังความคิดเห็นนั้นมีความเหมาะสมแล้ว เนื่องจากทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีความโปร่งใสในการออกกฎมากขึ้น

นอกจากนี้กรณีที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปิดเผยผลการวินิจฉัยและคำสั่งลงโทษสมาชิกที่กระทำความผิดก็มีความเหมาะสมเช่นกัน เนื่องจากการเปิดเผยผลการวินิจฉัยดังกล่าวทำให้การลงโทษของตลาดหลักทรัพย์มีความโปร่งใสมากขึ้น อย่างไรก็ตามปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ได้เปิดเผยข้อมูลการตรวจสอบการกระทำความผิดที่ยังอยู่ระหว่างการดำเนินการ ซึ่งกรณีดังกล่าวถือว่ามีความเหมาะสม เนื่องจากการเปิดเผยในระหว่างการสอบสวนอาจกระทบสิทธิของบุคคลที่อยู่ระหว่างการถูกตรวจสอบ และแม้ว่าการไม่เปิดเผยข้อมูลระหว่างการสอบสวนอาจขัดต่อหลักความโปร่งใส แต่ก็สอดคล้องกับหลักการรักษาความลับของข้อมูลที่ไม่พึงเปิดเผย ซึ่งมาตรา 316 วรรคแรก⁴⁹⁴ แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้กำหนดบทลงโทษไว้สำหรับผู้ที่น่าไปเปิดเผยด้วย

⁴⁹⁴ มาตรา 316 วรรคแรก บัญญัติว่า “ผู้ใดล่วงรู้กิจการของบุคคลใดเนื่องจากการปฏิบัติตามอำนาจหน้าที่ที่บัญญัติไว้ในพระราชบัญญัตินี้ หรือล่วงรู้ข้อมูลใดจากการเปิดเผยของบุคคลที่มีอำนาจ

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

ภายใต้แนวปฏิบัติในปัจจุบัน สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้เปิดเผยกฎและร่างของกฎ เพื่อเปิดโอกาสให้กับผู้มีส่วนได้เสียในตลาดตราสารหนี้มีส่วนร่วมในการแสดงความคิดเห็นต่อกฎที่ออกโดยสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ซึ่งแนวทางดังกล่าวมีความเหมาะสมแล้ว เนื่องจากทำให้กระบวนการออกกฎของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีความโปร่งใส

อย่างไรก็ตาม กรณีที่สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยไม่ได้เปิดเผยผลการวินิจฉัยและคำสั่งลงโทษสมาชิกต่อสาธารณชนอาจไม่มีความเหมาะสม เนื่องจากขัดต่อหลักความโปร่งใสและไม่เป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนที่จะได้รู้ถึงข้อมูลการกระทำความผิดของสมาชิก

4.2.3.3 การคุ้มครองผู้ลงทุน

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากการพิจารณาโครงสร้างคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ ภายหลังการแก้ไขเพิ่มเติมมาตรา 159 โดยพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 6) พ.ศ. 2562 ที่กำหนดให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ต้องประกอบด้วยบุคคลซึ่งคณะกรรมการ ก.ล.ต. แต่งตั้งจำนวนไม่เกิน 6 คน (แต่เดิมกำหนดไว้ 5 คน) กับบุคคลซึ่งสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเลือกตั้งอีกจำนวนไม่เกิน 4 คน (แต่เดิมกำหนดไว้ 5 คน) และผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์เป็นกรรมการตลาดหลักทรัพย์โดยตำแหน่ง พบว่าการแก้ไขเพิ่มเติมดังกล่าวทำให้โครงสร้างกรรมการตลาดหลักทรัพย์มีความเป็นธรรมและสามารถคุ้มครองผู้ลงทุนได้ดีขึ้น เนื่องจากได้ลดสัดส่วนกรรมการที่มาจากสมาชิกให้น้อยกว่ากรรมการที่มาจากภาครัฐ ทำให้ความเป็นไปได้ที่คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์จะตัดสินใจโดยคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ลงทุนมากขึ้น และลดโอกาสที่จะเกิดการขัดแย้งกันระหว่างผลประโยชน์ของสมาชิกที่มีโอกาสได้รับการปกป้องโดยกรรมการที่มาจากกรรมการเลือกตั้งของสมาชิก กับผลประโยชน์ของผู้ลงทุนที่มีโอกาสได้รับการปกป้องโดยกรรมการที่มาจากกรรมการแต่งตั้งของคณะกรรมการ ก.ล.ต.

ทั้งนี้เมื่อพิจารณาโครงสร้างคณะอนุกรรมการภายในของตลาดหลักทรัพย์ พบว่าปัจจุบันคณะอนุกรรมการชุดต่าง ๆ ประกอบด้วย คณะอนุกรรมการสรรหาและพิจารณาค่าตอบแทน คณะอนุกรรมการตรวจสอบ คณะอนุกรรมการบรรษัทภิบาลและความยั่งยืน คณะอนุกรรมการบริหารความเสี่ยง และคณะอนุกรรมการเทคโนโลยีสารสนเทศ แต่ยังไม่มีการจัดตั้งคณะอนุกรรมการกำกับดูแลตลาดขึ้นมาโดยเฉพาะเพื่อควบคุมการดำเนินงานของสายงานกำกับตลาด ซึ่งโครงสร้าง

ตามพระราชบัญญัตินี้ อันเป็นกิจการหรือข้อมูลที่เป็นความลับของทางราชการ หรือตามปกติวิสัยจะพึงสงวนไว้ไม่เปิดเผย ถ้าผู้นั้นนำไปเปิดเผยต่อบุคคลอื่น ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกินหนึ่งปี หรือปรับไม่เกินหนึ่งแสนบาท หรือทั้งจำทั้งปรับ”

คณะกรรมการดังกล่าวอาจยังไม่เหมาะสม เนื่องจากยังไม่สะท้อนถึงแนวทางการแยกส่วนงาน กำกับดูแลออกจากส่วนงานธุรกิจอย่างชัดเจน

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาถึงการกำกับดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์โดย ก.ล.ต. พบว่าคณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจในการกำกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยค่อนข้างมาก เช่น มีอำนาจให้ความเห็นชอบต่อกฎของตลาดหลักทรัพย์ มีอำนาจเรียกให้ตลาดหลักทรัพย์ส่งมอบข้อมูล มีอำนาจสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์กำหนดกฎเกณฑ์เพิ่มเติม ยกเลิก หรือแก้ไขเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ที่มีอยู่แล้ว มีอำนาจสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์กระทำการหรืองดเว้นการกระทำ การ เป็นต้น อย่างไรก็ตาม พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ก็ยังไม่ได้กำหนดแนวทางในบางเรื่องไว้ เช่น การแจ้งให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. ทราบโดยไม่ชักช้า เมื่อมีคำสั่งลงโทษสมาชิก เป็นต้น ซึ่งเรื่องดังกล่าวได้ถูกกำหนดไว้ในข้อบังคับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ดังนั้นแนวทางที่หน่วยงานของรัฐ กำกับองค์กรกำกับดูแลตนเองในปัจจุบันจึงมีความลักลั่นกันอยู่ในบางเรื่อง

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

จากการพิจารณาโครงสร้างคณะกรรมการสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย พบว่า ข้อบังคับสมาคมกำหนดให้คณะกรรมการของสมาคมมีจำนวนไม่เกิน 11 คน ประกอบด้วยกรรมการ ผู้จัดการ 1 คนเป็นกรรมการโดยตำแหน่งและบุคคลซึ่งได้รับเลือกจากสมาชิกสามัญและวิสามัญ จำนวนไม่เกิน 10 คน โดยในจำนวนนั้นให้เป็นการกรรมการอิสระไม่น้อยกว่า 3 คน โดยกรรมการอิสระ ต้องเป็นบุคคลที่ไม่ใช่กรรมการบริหาร กรรมการผู้จัดการ บุคคลผู้มีอำนาจในการจัดการงานประจำ พนักงาน หรือลูกจ้างของสมาชิก หรือเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของสมาชิก ทั้งนี้ด้วยข้อกำหนดโครงสร้าง คณะกรรมการที่ประกอบด้วยสัดส่วนของตัวแทนสมาชิกมากกว่า 2 ใน 3 (จำนวน 7 คนจาก 10 คน) อาจทำให้การตัดสินใจในเรื่องต่าง ๆ ของคณะกรรมการสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยคำนึงถึง ประโยชน์ของสมาชิกมากกว่าผู้ลงทุน และทำให้มีโอกาสที่จะเกิดการขัดแย้งกันระหว่างผลประโยชน์ ของสมาชิกกับผลประโยชน์ของผู้ลงทุนมากขึ้น

ทั้งนี้เมื่อพิจารณาโครงสร้างคณะกรรมการภายในของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย พบว่าปัจจุบันคณะกรรมการชุดต่าง ๆ ประกอบด้วย คณะอนุกรรมการกำกับดูแลตลาด คณะอนุกรรมการวินัยและคณะอนุกรรมการอุทธรณ์ คณะอนุกรรมการมาตรฐานปฏิบัติงานของตลาด คณะอนุกรรมการข้อมูลตราสารหนี้ คณะอนุกรรมการการลงทุน และคณะอนุกรรมการสรรหาและ พิจารณาค่าตอบแทน ซึ่งการจัดตั้งคณะอนุกรรมการกำกับดูแลตลาดขึ้นมาโดยเฉพาะเพื่อควบคุมการ ดำเนินงานของสายงานกำกับตลาดนั้นมีความเหมาะสม และสะท้อนถึงแนวทางการแยกส่วนงาน กำกับดูแลออกจากส่วนงานธุรกิจอย่างชัดเจน

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาถึงการกำกับดำเนินงานของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย โดย ก.ล.ต. พบว่าสำนักงาน ก.ล.ต. มีอำนาจในการกำกับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยค่อนข้างมาก

เช่น มีอำนาจให้ความเห็นชอบต่อกฎของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย มีอำนาจให้ความเห็นชอบต่อคณะกรรมการอุทธรณ์ของสมาคม สมาคมต้องแจ้งให้สำนักงาน ก.ล.ต. ทราบ ในกรณีต่าง ๆ เช่น กรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงตัวกรรมการของสมาคม กรณีที่คณะกรรมการวินัยพิจารณาออกคำสั่งลงโทษสมาชิกเสร็จสิ้นแล้ว กรณีที่คณะกรรมการมีมติให้สมาชิกไต่อาชจากสมาชิกภาพ เป็นต้น มีอำนาจปลดกรรมการของสมาคม มีอำนาจให้เลิกสมาคม เป็นต้น ซึ่งการใช้อำนาจของ ก.ล.ต. เพื่อกำกับการดำเนินงานของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยดังกล่าวถือว่ามีความเข้มข้นมากกว่าการกำกับการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดยสรุป จากการวิเคราะห์หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขาย แลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยในปัจจุบัน จะเห็นได้ว่าประเทศไทยมีองค์กรกำกับดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ได้แก่ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองด้วยการรับรองอย่างเป็นทางการภายใต้บันทึกข้อตกลง (MOU) กับ ก.ล.ต. รวมถึงมีลักษณะขององค์กรกำกับดูแลตนเอง นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีการกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดี โดยครอบคลุมทั้งความเป็นธรรม ความโปร่งใส และการคุ้มครองผู้ลงทุน อย่างไรก็ตามหลักเกณฑ์ขององค์กรกำกับดูแลตนเองทั้งสองแห่งยังมีความแตกต่างกันในรายละเอียด ซึ่งจะนำไปวิเคราะห์เปรียบเทียบกับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองของประเทศที่เลือกศึกษาในบทต่อไป

บทที่ 5

บทวิเคราะห์หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยน หลักทรัพย์ของประเทศไทยและต่างประเทศ

ในบทนี้จะวิเคราะห์ถึงหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยและต่างประเทศ โดยพิจารณาเปรียบเทียบการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง รูปแบบการกำกับดูแลตนเอง และการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ระหว่างประเทศไทยและประเทศที่เลือกศึกษา อันได้แก่ มาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

5.1 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยและต่างประเทศ

จากการศึกษาเปรียบเทียบระหว่างประเทศไทย มาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา พบว่าทุกประเทศที่เลือกศึกษามีองค์กรกำกับดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์และระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ดังที่สรุปในตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 5.1 องค์กรกำกับดูแลตนเองในประเทศที่เลือกศึกษา

ประเทศที่เลือกศึกษา	องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์	องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์
ไทย	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)	สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (ThaiBMA)
มาเลเซีย	บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ (Bursa Malaysia)	สภาธุรกิจผู้จัดการลงทุนมาเลเซีย (FIMM)
เกาหลีใต้	ตลาดหลักทรัพย์ KRX	สมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA)
สหรัฐอเมริกา	ตลาดหลักทรัพย์ระดับชาติ เช่น ตลาดหลักทรัพย์ NYSE	องค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA)

สำหรับการได้มาซึ่งสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองนั้น บางประเทศใช้กฎหมายรับรอง บางประเทศให้หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐเป็นผู้รับรอง ในขณะที่บางประเทศไม่มีการรับรองสถานะใด ๆ แต่องค์กรดังกล่าวก็มีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง เนื่องจากเปิดโอกาสให้สมาชิกมีส่วนร่วมในการใช้อำนาจกำกับดูแลสมาชิกด้วยกันเอง ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

5.1.1 ประเทศไทย

ประเทศไทยมีองค์กรกำกับดูแลตนเอง 2 แห่งในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (ThaiBMA) ซึ่งสรุปรายละเอียดได้ดังนี้

5.1.1.1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ประเทศไทยเป็นประเทศหนึ่งที่ตลาดหลักทรัพย์เปิดดำเนินงานก่อนที่จะมีการจัดตั้งหน่วยงานรัฐที่เป็นองค์กรกำกับดูแลเช่นเดียวกับประเทศมาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา และมีการใช้รูปแบบการกำกับดูแลตนเองมาตั้งแต่เริ่มจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ในช่วงเวลาที่ยังไม่มีการจัดตั้ง ก.ล.ต. นั้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ทำหน้าที่เป็นทั้งองค์กรกำกับดูแลตนเอง (SRO) ที่มีอำนาจกำกับดูแลสมาชิกของตนเอง และหน่วยงานกำกับดูแล (Regulator) ที่กำกับดูแลตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ ซึ่งภายหลังเมื่อได้ประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กฎหมายฉบับดังกล่าวได้ให้อำนาจ ก.ล.ต. ทำหน้าที่เป็นหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ ส่วนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็ยังคงมีอำนาจกำกับดูแลตลาดในลักษณะของหน่วยงานกำกับดูแลด้านหน้า (Frontline regulator) เช่น การดูแลระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ การรับหลักทรัพย์จดทะเบียน การตรวจสอบการซื้อขายที่ผิดไปจากสภาพปกติซึ่งเข้าข่ายความผิดเกี่ยวกับการกระทำความผิดไม่เป็นธรรม เป็นต้น รวมถึงยังคงทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่มีอำนาจกำกับดูแลสมาชิกเช่นเดิม

แม้ว่าพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่ได้กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง แต่การรับรองสถานะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองของตลาดหลักทรัพย์ได้เกิดขึ้นภายใต้บันทึกข้อตกลง (MOU) ระหว่างคณะกรรมการ ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทำหน้าที่กำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของตนเองได้ อย่างไรก็ตามการรับรองที่เกิดขึ้นภายใต้บันทึกข้อตกลง (MOU) ซึ่งไม่มีสถานะเป็นกฎหมาย อาจทำให้เกิดความไม่ชัดเจนว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองหรือไม่ ทั้งนี้การไม่รับรองสถานะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไว้ในกฎหมายหลักทรัพย์นั้น เป็นไปในทิศทางเดียวกับกรณีของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซียและเกาหลีใต้ ดังนั้นการพิจารณา

สถานะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงควรพิจารณาจากลักษณะการใช้อำนาจกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วย อันได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถส่งตัวแทนเข้าไปเป็นกรรมการเพื่อกำกับดูแลสมาชิกด้วยตนเอง ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีอำนาจออกกฎ ติดตามให้เป็นไปตามกฎ และบังคับใช้กฎกับสมาชิก รวมถึง ก.ล.ต. มีอำนาจกำกับการทำงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจากการพิจารณาข้างต้น พบว่าการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองด้วยเช่นกัน

5.1.1.2 สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

เนื่องจากพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่ได้กำหนดให้สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง ดังนั้นปัจจุบันสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยจึงไม่ได้ถูกรับรองให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งแตกต่างกับประเทศมาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา ที่มีการรับรองสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ อันได้แก่ FIMM, KOFIA และ FINRA ให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง อย่างไรก็ตามสถานะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยก็ถูกอ้างถึงในหลักเกณฑ์ต่าง ๆ ของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย รวมถึงบันทึกความเข้าใจ (MOU) ระหว่างสำนักงาน ก.ล.ต. และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

ทั้งนี้การรับรองที่เกิดขึ้นภายใต้บันทึกความเข้าใจ (MOU) ซึ่งไม่มีสถานะเป็นกฎหมาย อาจทำให้เกิดความไม่ชัดเจนว่าสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองหรือไม่ ดังนั้นการพิจารณาสถานะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยจึงควรพิจารณาจากลักษณะการใช้อำนาจกำกับดูแลสมาชิกเป็นสำคัญ ซึ่งพบว่าการดำเนินงานของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยก็มีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองด้วยเช่นกัน อันได้แก่ สมาชิกของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีส่วนร่วมในการกำกับสมาชิกด้วยตนเอง สมาคมตราสารหนี้มีอำนาจกำกับดูแลและลงโทษสมาชิกตามกฎหมายตั้งแต่ในอดีตที่เคยมีสถานะเป็นศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ รวมถึง ก.ล.ต. มีอำนาจกำกับการทำงานของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

5.1.2 ประเทศมาเลเซีย

ประเทศมาเลเซียมีองค์กรกำกับดูแลตนเอง 2 แห่งในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ได้แก่ บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ (Bursa Malaysia) และสภาธุรกิจผู้จัดการลงทุนมาเลเซีย (FIMM) ซึ่งสรุปรายละเอียดได้ดังนี้

5.1.2.1 บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ (Bursa Malaysia)

แม้ว่าพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ไม่ได้รับรองให้ Bursa Malaysia มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง และคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียก็ไม่ได้รับรองอย่างเป็นทางการให้ Bursa Malaysia เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง แต่เมื่อพิจารณาถึงโครงสร้างองค์กร อำนาจหน้าที่ในการกำกับดูแลสมาชิก และความสัมพันธ์กับหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ พบว่า Bursa Malaysia มีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ครบถ้วน อันได้แก่ สมาชิกสามารถส่งตัวแทนเข้าไปเป็นกรรมการในคณะกรรมการของ Bursa Malaysia ได้ Bursa Malaysia มีอำนาจในการออกกฎ ติดตามให้เป็นไปตามกฎ และบังคับใช้กฎ รวมถึงการปฏิบัติหน้าที่ของ Bursa Malaysia และตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นบริษัทย่อยถูกกำกับโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย

5.1.2.2 สภาธุรกิจผู้จัดการลงทุนมาเลเซีย (FIMM)

FIMM เป็นองค์กรไม่แสวงหากำไร และเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยกฎหมาย เนื่องจาก FIMM ได้รับการรับรองตามมาตรา 323 แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ผ่านการอนุมัติของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียภายใต้ความเห็นชอบของรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง นอกจากนี้ FIMM มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยกฎหมายแล้ว เมื่อพิจารณาถึงโครงสร้างองค์กร อำนาจหน้าที่ในการกำกับดูแลสมาชิก และความสัมพันธ์กับหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ พบว่า FIMM ก็มีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ครบถ้วนด้วยเช่นกัน อันได้แก่ สมาชิกสามารถส่งตัวแทนเข้าไปเป็นกรรมการในคณะกรรมการของ FIMM ได้ FIMM มีอำนาจในการออกกฎ ติดตามให้เป็นไปตามกฎ และบังคับใช้กฎ รวมถึงการปฏิบัติหน้าที่ของ FIMM ถูกกำกับโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย

5.1.3 ประเทศเกาหลีใต้

ประเทศเกาหลีใต้มีองค์กรกำกับดูแลตนเอง 2 แห่งในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ KRX และสมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA) ซึ่งสรุปรายละเอียดได้ดังนี้

5.1.3.1 ตลาดหลักทรัพย์ KRX

แม้ว่ากฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ไม่ได้รับรองให้ตลาดหลักทรัพย์ KRX มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง และคณะกรรมการบริการทางการเงิน (FSC) ก็ไม่ได้รับรองอย่างเป็นทางการให้ตลาดหลักทรัพย์ KRX เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง แต่เมื่อพิจารณาถึงโครงสร้างองค์กร อำนาจหน้าที่ในการกำกับดูแลสมาชิก และความสัมพันธ์กับหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ พบว่าตลาดหลักทรัพย์ KRX มีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ครบถ้วน อัน

ได้แก่ สมาชิกสามารถส่งตัวแทนเข้าไปเป็นกรรมการในคณะกรรมการของตลาดหลักทรัพย์ KRX ได้ ตลาดหลักทรัพย์ KRX มีอำนาจในการออกกฎ ติดตามให้เป็นไปตามกฎ และบังคับใช้กฎ รวมถึงการปฏิบัติหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ KRX ถูกกำกับโดยคณะกรรมการบริการทางการเงิน

5.1.3.2 สมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA)

กฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ได้รับรองให้ KOFIA มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง โดยมาตรา 283 แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ได้กำหนดให้จัดตั้ง KOFIA เป็นองค์กรที่มีสมาชิกเป็นเจ้าของเพื่อดำรงไว้ซึ่งแนวปฏิบัติระหว่างสมาชิก นอกจากนี้ KOFIA มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยกฎหมายแล้ว เมื่อพิจารณาถึงโครงสร้างองค์กร อำนาจหน้าที่ในการกำกับดูแลสมาชิก และความสัมพันธ์กับหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ พบว่า KOFIA มีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ครบถ้วน อันได้แก่ สมาชิกสามารถส่งตัวแทนเข้าไปเป็นกรรมการในคณะกรรมการของ KOFIA ได้ KOFIA มีอำนาจในการออกกฎ ติดตามให้เป็นไปตามกฎ และบังคับใช้กฎ รวมถึงการปฏิบัติหน้าที่ของ KOFIA ถูกกำกับโดยคณะกรรมการบริการทางการเงิน

5.1.4 ประเทศสหรัฐอเมริกา

องค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกามีจำนวนหลายแห่ง เนื่องจากทั้งตลาดหลักทรัพย์ระดับชาติ เช่น ตลาดหลักทรัพย์ NYSE, ARCA, CBOE, CHX เป็นต้น และสมาคมหลักทรัพย์ระดับชาติ ต่างก็ถูกกำหนดให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองตามกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์ระดับชาติที่มีความสำคัญและเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ NYSE และสมาคมหลักทรัพย์ระดับชาติเพียงแห่งเดียวที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง ได้แก่ องค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA) สำหรับรายละเอียดขององค์กรกำกับดูแลตนเองทั้งสองแห่ง สามารถสรุปได้ดังนี้

5.1.4.1 ตลาดหลักทรัพย์ NYSE

กฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ได้รับรองให้ตลาดหลักทรัพย์ NYSE ในฐานะตลาดหลักทรัพย์ระดับชาติที่จดทะเบียนมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองตามมาตรา 19 แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 นอกจากนี้เมื่อพิจารณาถึงโครงสร้างองค์กร อำนาจหน้าที่ในการกำกับดูแลสมาชิก และความสัมพันธ์กับหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ พบว่า NYSE มีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ครบถ้วนเช่นกัน อันได้แก่ สมาชิกสามารถส่งตัวแทนเข้าไปเป็นกรรมการในคณะกรรมการของตลาดหลักทรัพย์ NYSE ได้ ตลาดหลักทรัพย์ NYSE มีอำนาจในการออกกฎ ติดตามให้เป็นไปตามกฎ และบังคับใช้กฎ รวมถึงการปฏิบัติหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ NYSE ถูกกำกับโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา

5.1.4.2 องค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA)

กฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 รับรองให้ FINRA ในฐานะสมาคมหลักทรัพย์ระดับชาติที่จดทะเบียนมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองตามมาตรา 19 แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 นอกจากนี้เมื่อพิจารณาถึงโครงสร้างองค์กร อำนาจหน้าที่ในการกำกับดูแลสมาชิก และความสัมพันธ์กับหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ พบว่า FINRA มีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ครบถ้วนเช่นกัน อันได้แก่ สมาชิกสามารถส่งตัวแทนเข้าไปเป็นกรรมการในคณะกรรมการของ FINRA ได้ FINRA มีอำนาจในการออกกฎ ติดตามให้เป็นไปตามกฎ และบังคับใช้กฎ รวมถึงการปฏิบัติหน้าที่ของ FINRA ถูกกำกับโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา

5.2 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยและต่างประเทศ

สำหรับรูปแบบการกำกับดูแลตนเองนั้น หลักเกณฑ์ตามกฎหมายหลักทรัพย์ของบางประเทศไม่รับรองให้มีองค์กรกำกับดูแลตนเอง ในขณะที่บางประเทศรับรองให้มีองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์เพียงแห่งเดียว และบางประเทศรับรองให้มีองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ได้หลายแห่ง ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

5.2.1 ประเทศไทย

ประเทศไทยมีโครงสร้างการกำกับดูแลตนเองที่ประกอบด้วยองค์กรกำกับดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ อันประกอบด้วย

- 1) องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ
- 2) องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ได้แก่ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกซึ่งเป็นผู้ค้าตราสารหนี้ในตลาดรองของตราสารหนี้แบบตกลงซื้อขายกันเอง (OTC)

จากรูปแบบการกำกับดูแลตนเองข้างต้น องค์กรกำกับดูแลในระดับตลาดหลักทรัพย์ได้ถูกจัดตั้งขึ้นมาก่อนองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ โดยองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ซึ่งได้แก่ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย เริ่มต้นก่อตั้งมาจากชมรมผู้ค้า

ตราสารหนี้ ก่อนที่จะเปลี่ยนสถานะเป็นศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย ซึ่งทำให้มีอำนาจการกำกับดูแล และลงโทษสมาชิกตามกฎหมายอันเป็นลักษณะสำคัญขององค์กรกำกับดูแลตนเอง ก่อนที่จะเปลี่ยนเป็นสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยดังเช่นปัจจุบัน โดยจะเห็นได้ว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ของประเทศไทยนั้น ได้เริ่มถูกผลักดันให้เกิดขึ้นในตลาดซื้อขายหลักทรัพย์แบบไม่เป็นทางการ (OTC) ก่อน เพื่อทำหน้าที่คู่ขนานไปกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในตลาดซื้อขายหลักทรัพย์แบบเป็นทางการ ปัจจุบันองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยมีบทบาทมากกว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ซึ่งแม้ว่าประเทศไทยมีการจัดตั้งสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์หลายแห่ง แต่หลักเกณฑ์ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ก็ไม่รับรองให้มืองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์

ทั้งนี้บริษัทหลักทรัพย์ที่ประกอบธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ต้องได้รับใบอนุญาตจากรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังตามข้อเสนอแนะของคณะกรรมการ ก.ล.ต. และขึ้นทะเบียนเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนบริษัทที่ประกอบธุรกิจเกี่ยวกับการเป็นผู้ค้าตราสารหนี้ในตลาดรองของตราสารหนี้แบบตกลงซื้อขายกันเอง ต้องได้รับใบอนุญาตจากต้องได้รับใบอนุญาตจากรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังตามข้อเสนอแนะของคณะกรรมการ ก.ล.ต. และขึ้นทะเบียนเป็นสมาชิกของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย รวมถึงต้องปฏิบัติตามกฎที่ออกโดยองค์กรกำกับดูแลตนเองแต่ละแห่ง นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยต้องถูกกำกับการทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยคณะกรรมการ ก.ล.ต. ด้วย

5.2.2 ประเทศมาเลเซีย

ประเทศมาเลเซียมีรูปแบบการกำกับดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ อันประกอบด้วย

1) องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ (Bursa Malaysia) ทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ

2) องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ได้แก่ สภาธุรกิจผู้จัดการลงทุนมาเลเซีย (FIMM) ทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกที่ดำเนินธุรกิจเกี่ยวกับการขายโครงการหน่วยลงทุนและโครงการเกษียณอายุของภาคเอกชน

จากรูปแบบการกำกับดูแลตนเองข้างต้น องค์กรกำกับดูแลในระดับตลาดหลักทรัพย์ได้ถูกจัดตั้งขึ้นมาก่อนองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ โดยองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ซึ่งได้แก่ สภาธุรกิจผู้จัดการลงทุนมาเลเซีย (FIMM) ได้ถูกผลักดันให้

ทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง เพื่อแบ่งเบาภาระหน้าที่การกำกับดูแลสมาชิกของ Bursa Malaysia ปัจจุบันองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซียมีบทบาทมากกว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ นอกจากนี้ในประเทศมาเลเซียก็มีสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์อื่น ๆ ที่อาจถูกผลักดันให้ทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองอีก เช่น สมาคมบริษัทหลักทรัพย์มาเลเซีย (ASCM) เป็นต้น เนื่องจากพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 มีกลไกรับรองให้สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ดำเนินงานโดยสมาชิกได้ ดังนั้นองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์จึงมีได้หลายองค์กร (Multi SRO)

ทั้งนี้บริษัทหลักทรัพย์ที่ประกอบธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ต้องได้รับใบอนุญาตจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย และขึ้นทะเบียนเป็นสมาชิกของ Bursa Malaysia ส่วนบริษัทที่ประกอบธุรกิจเกี่ยวกับการขายโครงการหน่วยลงทุนและโครงการเกษียณอายุของภาคเอกชน ต้องได้รับใบอนุญาตจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย และขึ้นทะเบียนเป็นสมาชิกของ FIMM รวมถึงต้องปฏิบัติตามกฎที่ออกโดยองค์กรกำกับดูแลตนเองแต่ละแห่ง นอกจากนี้ Bursa Malaysia และ FIMM ต้องถูกกำกับการทำงานที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียด้วย

5.2.3 ประเทศเกาหลีใต้

ประเทศเกาหลีใต้มีรูปแบบการกำกับดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ อันประกอบด้วย

- 1) องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ KRX ทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ
- 2) องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ได้แก่ สมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA) ทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกที่เป็นตัวกลางซื้อขายตราสารทางการเงินนอกตลาดหลักทรัพย์ผ่านระบบ K-OTC ที่บริหารจัดการโดย KOFIA

จากรูปแบบการกำกับดูแลตนเองข้างต้น องค์กรกำกับดูแลในระดับตลาดหลักทรัพย์ได้ถูกจัดตั้งขึ้นมาก่อนองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ โดยองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ซึ่งได้แก่ สมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA) เกิดขึ้นจากการรวมกันของสมาคมเกี่ยวกับธุรกิจหลักทรัพย์ทั้ง 3 แห่งของเกาหลีใต้ ได้แก่ สมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์ (KSDA) สมาคมบริหารสินทรัพย์ (AMAK) และสมาคมตราสารฟิวเจอร์ส (KFA) และถูกกำหนดหน้าที่ให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองตามกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007

โดยจะเห็นได้ว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีได้นั้น ได้เริ่มถูกผลักดันให้เกิดขึ้นในตลาดซื้อขายหลักทรัพย์แบบไม่เป็นทางการ (OTC) ก่อน เพื่อทำหน้าที่คู่ขนานไปกับตลาดหลักทรัพย์ KRX ในตลาดซื้อขายหลักทรัพย์แบบเป็นทางการ ปัจจุบันองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีได้มีบทบาทมากกว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ซึ่งหลักเกณฑ์ตามกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 รับรองให้มือองค์กรกำกับดูแลกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ได้เพียงแห่งเดียว (Single SRO)

ทั้งนี้บริษัทที่ประกอบธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ต้องได้รับใบอนุญาตจากคณะกรรมการบริการทางการเงิน และขึ้นทะเบียนเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ KRX ส่วนบริษัทที่ประกอบธุรกิจตัวกลางซื้อขายตราสารทางการเงินนอกตลาดหลักทรัพย์ ต้องได้รับใบอนุญาตจากคณะกรรมการบริการทางการเงิน และขึ้นทะเบียนเป็นสมาชิกของ KOFIA ซึ่งบริษัทที่ขึ้นทะเบียนเป็นสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเองแห่งใดก็ต้องปฏิบัติตามกฎที่ออกโดยองค์กรกำกับดูแลตนเองแห่งนั้น นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์ KRX และ KOFIA ต้องถูกกำกับการทำงานที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยคณะกรรมการบริการทางการเงินด้วย

5.2.4 ประเทศสหรัฐอเมริกา

ประเทศสหรัฐอเมริกามีรูปแบบการกำกับดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ อันประกอบด้วย

1) องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนตามมาตรา 6 แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ตัวอย่างเช่น ตลาดหลักทรัพย์ NYSE ซึ่งทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ

2) องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ได้แก่ องค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA) ซึ่งทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ และสมาชิกในตลาดที่ไม่เป็นทางการ (OTC)

จากรูปแบบการกำกับดูแลตนเองข้างต้น องค์กรกำกับดูแลในระดับตลาดหลักทรัพย์ได้ถูกจัดตั้งขึ้นมาก่อนองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ โดยองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ได้แก่ องค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA) เกิดจากการควบรวมกิจการระหว่างสมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ (NASD) และส่วนงานกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ NYSE ซึ่งก่อนหน้านี้ สมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ (NASD) มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองตามกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 และภายหลังการควบรวมกิจการ องค์กร

กำกับภาคการเงิน (FINRA) ก็ยังคงมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองเช่นเดิม โดยจะเห็นได้ว่า องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา นั้น ได้เริ่มถูก ผลักดันให้เกิดขึ้นในตลาดซื้อขายหลักทรัพย์แบบไม่เป็นทางการ (OTC) ก่อน เพื่อทำหน้าที่คู่ขนานไป กับตลาดหลักทรัพย์ระดับชาติในตลาดซื้อขายหลักทรัพย์แบบเป็นทางการ ซึ่งภายหลังจากที่ตลาด หลักทรัพย์หลายแห่งในประเทศสหรัฐอเมริกาได้ถูกแปรรูป องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคม ธุรกิจหลักทรัพย์ก็สามารถขยายบทบาทเข้ามาช่วยกำกับดูแลสมาชิกในตลาดซื้อขายหลักทรัพย์แบบ เป็นทางการได้ ปัจจุบันองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกามี บทบาทมากกว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์ โดยหลักเกณฑ์ตามกฎหมายกำกับ ตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 รับรองให้มีองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ได้ หลายแห่ง (Multi SRO) แม้ว่าโดยข้อเท็จจริงแล้วจะมี FINRA เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับ สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์เพียงแห่งเดียวก็ตาม

ทั้งนี้บริษัทที่ประกอบธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ต้องได้รับ ใบอนุญาตจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา รวมถึงต้องขึ้น ทะเบียนเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์และเป็นสมาชิกของ FINRA ส่วนบริษัทที่ประกอบธุรกิจ นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์นอกตลาดหลักทรัพย์ (OTC) ต้องได้รับใบอนุญาตจากต้องได้รับใบอนุญาต จากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาและขึ้นทะเบียนเป็นสมาชิก ของ FINRA ซึ่งบริษัทที่ขึ้นทะเบียนเป็นสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเองแห่งใดก็ต้องปฏิบัติตามกฎ ที่ออกโดยองค์กรกำกับดูแลตนเองแห่งนั้น นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์ NYSE และ FINRA ต้องถูก กำกับการทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาด หลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาด้วย

5.3 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ของประเทศไทยและต่างประเทศ

หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ อันได้แก่ ความเป็นธรรม ความโปร่งใส และการคุ้มครองผู้ลงทุน มีรายละเอียดดังนี้

5.3.1 ความเป็นธรรม

สำหรับการสร้างความเป็นธรรมในตลาดทุนนั้น IOSCO เห็นว่ามีหลายแนวทางในการสร้าง ความเป็นธรรมภายใต้การกำกับดูแลตนเอง ตัวอย่างเช่น องค์กรกำกับดูแลตนเองควรปฏิบัติต่อ

สมาชิกทั้งหมดของตนเองอย่างเป็นธรรมด้วยความสม่ำเสมอ องค์กรกำกับดูแลตนเองควรทำให้เกิดความมั่นใจว่ามีตัวแทนของสมาชิกอยู่ในคณะกรรมการที่ถูกเลือกมาบริหารขององค์กรกำกับดูแลตนเอง องค์กรกำกับดูแลตนเองควรหลีกเลี่ยงการออกกฎที่อาจสร้างการแข่งขันที่ไม่เป็นธรรมด้วยการรับฟังความคิดเห็นของผู้มีส่วนได้เสียก่อนออกกฎ องค์กรกำกับดูแลตนเองควรหลีกเลี่ยงการกำกับดูแลที่ทำให้ผู้ที่เกี่ยวข้องฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งได้เปรียบอย่างไม่เป็นธรรม องค์กรกำกับดูแลตนเองควรมีการบังคับใช้กฎและลงโทษผู้ที่ไม่ปฏิบัติตามกฎอย่างเหมาะสมและเป็นธรรมด้วยการให้โอกาสผู้มีส่วนได้เสียได้โต้แย้งระหว่างกระบวนการ เป็นต้น⁴⁹⁵

เมื่อพิจารณาแนวทางการสร้างความเป็นธรรมภายใต้การกำกับดูแลของประเทศไทยและประเทศที่เลือกศึกษา พบว่าแต่ละประเทศมีแนวทางการสร้างความเป็นธรรมที่คล้ายคลึงกันในเรื่องของกระบวนการจัดการข้อพิพาท ส่วนการรับฟังความคิดเห็นของผู้มีส่วนได้เสียก่อนที่จะออกกฎหรือแก้ไขกฎก็มีความแตกต่างกันบ้าง ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

1) ประเทศไทย

องค์กรกำกับดูแลตนเอง ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย มีแนวทางในการสร้างความเป็นธรรมสำหรับการกำกับดูแลตนเองที่คล้ายคลึงกัน กล่าวคือ มีการรับฟังความคิดเห็นของผู้มีส่วนได้เสียก่อนที่จะการออกกฎหรือแก้ไขกฎ รวมถึงมีกระบวนการจัดการข้อเรียกร้องที่เหมาะสม ซึ่งกระบวนการดังกล่าวมีความสอดคล้องกับพระราชบัญญัติวิธีปฏิบัติราชการทางปกครอง พ.ศ. 2539

อย่างไรก็ตาม ในอดีตที่ผ่านมาประเทศไทยเคยมีปัญหาด้านความเป็นธรรมเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ กล่าวคือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำกับดูแลโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของสมาชิกจนอาจสร้างความไม่เป็นธรรมให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียอื่น ตัวอย่างเช่น ในปี พ.ศ. 2546 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทยได้กำหนดกติกาใช้ร่วมกันว่า ในกรณีที่ลูกจ้างซึ่งทำหน้าที่มาร์เก็ตติ้งต้องการย้ายงานต้องได้รับความยินยอมและการอนุมัติจากโบรกเกอร์ซึ่งเป็นนายจ้างเดิม เพื่อเป็นการรักษาเสถียรภาพของอุตสาหกรรมโบรกเกอร์ รวมถึงเพื่อให้มีการพัฒนาคุณภาพการให้บริการและแก้ไขปัญหาการซื้อตัวลูกจ้างที่ทำหน้าที่มาร์เก็ตติ้งเพื่อสร้างยอดขายให้กับโบรกเกอร์ซึ่งเป็นนายจ้างใหม่ ทั้งนี้การลาออกของลูกจ้างที่ทำหน้าที่มาร์เก็ตติ้งจะทำให้สถานภาพการเป็นเจ้าหน้าที่การตลาดที่ได้รับการขึ้นทะเบียนต้องสิ้นสุดลงด้วย และจำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องขอเป็นเจ้าหน้าที่รับอนุญาตจากตลาดหลักทรัพย์อีกครั้ง ซึ่งแนวทางการอนุญาตแก่เจ้าหน้าที่การตลาดที่ขอขึ้นทะเบียนใหม่นั้น ตลาดหลักทรัพย์จะ

⁴⁹⁵ International Organization of Securities Commissions, **Objectives and Principles of Securities Regulation**, p. 12.

พิจารณาจากความยินยอมของโบรกเกอร์ที่เป็นนายจ้างเดิม ซึ่งหากนายจ้างเดิมไม่ยินยอม ตลาดหลักทรัพย์ก็จะไม่อนุญาตให้ทำหน้าที่เป็นเจ้าหน้าที่การตลาดและจะทำการล็อกเทรดเดอร์ไอดี ทำให้ไม่สามารถเป็นตัวแทนซื้อขายหลักทรัพย์ได้

โดยการใช้อำนาจแทรกแซงการย้ายงานดังกล่าว ส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์ถูกลูกจ้างที่ทำหน้าที่มาร์เก็ตติ้งฟ้องคดีต่อศาลปกครอง และนำไปสู่การพิพากษาให้ตลาดหลักทรัพย์เป็นผู้กระทำผิดในฐานะเจ้าหน้าที่ของรัฐปฏิบัติหน้าที่ล่าช้าเกินสมควรในการแต่งตั้งเจ้าหน้าที่การตลาดล่าช้า และการกระทำละเมิดอันเป็นเหตุให้ลูกจ้างซึ่งทำหน้าที่มาร์เก็ตติ้งไม่สามารถทำการเป็นตัวแทนซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลาดังกล่าวได้ ดังนั้นจึงเห็นได้ว่าการใช้อำนาจของตลาดหลักทรัพย์ในกรณีดังกล่าวเป็นเพื่อปกป้องอุตสาหกรรมของโบรกเกอร์ที่เป็นสมาชิก ทำให้ผู้มีส่วนได้เสียอื่นในตลาดได้รับความเสียหายโดยไม่เป็นธรรม

ทั้งนี้ปัญหาดังกล่าวได้เกิดขึ้นในปี พ.ศ. 2546 ซึ่งเป็นช่วงเวลาก่อนที่จะมีการแก้ไขมาตรา 170 วรรคสี่ แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ในปี พ.ศ. 2562 โดยกำหนดให้ ในกรณีที่มีการกำหนดหรือแก้ไขเปลี่ยนแปลงระเบียบหรือข้อบังคับ ซึ่งอาจมีผลกระทบต่อ การดำเนินธุรกิจหรือประโยชน์ได้เสียของสมาชิก ผู้ลงทุน หรือบุคคลซึ่งเกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ ให้ตลาดหลักทรัพย์จัดให้มีการรับฟังความคิดเห็นก่อน ซึ่งในกรณีดังกล่าวลูกจ้างผู้มีส่วนได้เสียอาจใช้สิทธิแสดงความคิดเห็นคัดค้านก่อนที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะนำกฎที่ให้ลูกจ้างซึ่งทำหน้าที่มาร์เก็ตติ้งต้องได้รับความยินยอมและการอนุมัติจากโบรกเกอร์ซึ่งเป็นนายจ้างเดิมมาบังคับใช้ได้

2) ประเทศมาเลเซีย

องค์กรกำกับดูแลตนเอง ได้แก่ บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ (Bursa Malaysia) และสภาธุรกิจผู้จัดการลงทุนมาเลเซีย (FIMM) มีแนวทางในการสร้างความเป็นธรรมสำหรับการกำกับดูแลตนเองที่แตกต่างกันในบางเรื่อง กล่าวคือ Bursa Malaysia มีการรับฟังความคิดเห็นของผู้มีส่วนได้เสียก่อนที่จะการออกกฎหรือแก้ไขกฎที่มีความสำคัญ ในขณะที่ FIMM มีเพียงการเวียนส่งร่างของกฎใหม่หรือร่างของกฎเดิมที่แก้ไขเพิ่มเติมเพื่อรับฟังความเห็นของสมาชิกเป็นการภายใน

ส่วนการกระบวนการจัดการข้อเรียกร้องที่เหมาะสมนั้นมีความคล้ายคลึงกัน กล่าวคือ ทั้ง Bursa Malaysia และ FIMM ต่างก็ให้โอกาสสมาชิกและผู้ถูกกล่าวหาได้ชี้แจงข้อเท็จจริงก่อนที่จะทำคำวินิจฉัย รวมถึงให้โอกาสสมาชิกและผู้ถูกกล่าวหาได้อุทธรณ์คำวินิจฉัยดังกล่าวด้วย

3) ประเทศเกาหลีใต้

องค์กรกำกับดูแลตนเอง ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ KRX และสมาคมลงทุนทางการเงิน (KOFIA) มีแนวทางในการสร้างความเป็นธรรมสำหรับการกำกับดูแลตนเองที่แตกต่างกันในบางเรื่อง กล่าวคือ ตลาดหลักทรัพย์ KRX มีกลไกในการรับฟังความคิดเห็นของประชาชนและผู้มีส่วนได้เสียต่อ

ร่างของกฎ (Market Consultation) โดยให้แสดงความคิดเห็นผ่านทางเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์ KRX ในขณะที่ KOFIA ไม่มีกลไกในการรับฟังความคิดเห็นของประชาชนและผู้มีส่วนได้เสียต่อร่างของกฎ

ส่วนการกระบวนการจัดการข้อเรียกร้องที่เหมาะสมนั้นมีความคล้ายคลึงกัน กล่าวคือ ทั้ง ตลาดหลักทรัพย์ KRX และ KOFIA ต่างก็ให้โอกาสสมาชิกและผู้ถูกกล่าวหาได้ชี้แจงข้อเท็จจริงก่อนที่จะทำคำวินิจฉัย รวมถึงให้โอกาสสมาชิกและผู้ถูกกล่าวหาได้อุทธรณ์คำวินิจฉัยดังกล่าวด้วย

4) ประเทศสหรัฐอเมริกา

องค์กรกำกับดูแลตนเอง ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ NYSE และองค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA) มีแนวทางในการสร้างความเป็นธรรมสำหรับการกำกับดูแลตนเองที่คล้ายคลึงกัน กล่าวคือ มีการเปิดเผยร่างของกฎเพื่อรับฟังความเห็นของประชาชนและผู้มีส่วนได้เสีย รวมถึงคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาจะเผยแพร่กฎที่ออกหรือเสนอแก้ไขโดยองค์กรกำกับดูแลตนเอง และเปิดโอกาสให้ผู้มีส่วนได้เสียสามารถให้ความเห็นต่อกฎดังกล่าวได้ผ่านทางเว็บไซต์

นอกจากนี้ ทั้งตลาดหลักทรัพย์ NYSE และองค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA) ต่างก็ให้โอกาสสมาชิกและผู้ถูกกล่าวหาได้ชี้แจงข้อเท็จจริงก่อนที่จะทำคำวินิจฉัย รวมถึงให้โอกาสสมาชิกและผู้ถูกกล่าวหาได้อุทธรณ์คำวินิจฉัยดังกล่าวด้วย

5.3.2 ความโปร่งใส

IOSCO ได้มุ่งเน้นทั้งการสร้างระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ที่โปร่งใส รวมถึงการกำกับดูแลตลาดทุนที่โปร่งใส สำหรับการกำกับดูแลตลาดทุนที่โปร่งใสสามารถเกิดขึ้นได้โดยการทำให้สาธารณชนได้รับข้อมูลข่าวสารประเภทต่าง ๆ อย่างครบถ้วน ตัวอย่างเช่น ข้อมูลเกี่ยวกับการประกาศนโยบายและขั้นตอนที่เกี่ยวข้องกับธรรมาภิบาล การประกาศคุณสมบัติของกรรมการ การประกาศรายงานประจำปี การประกาศกระบวนกรชี้แจงและให้ความเห็นของสาธารณชนในกรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงกฎ การประกาศทั่วไปเกี่ยวกับการชี้แจงเรื่องกฎและนโยบาย รายงานสาธารณะเกี่ยวกับการดำเนินงานและแผนการกำกับดูแลขององค์กรกำกับดูแลตนเอง การประกาศคำตัดสินและโทษทางวินัย เป็นต้น⁴⁹⁶

เมื่อพิจารณาแนวทางการสร้างความโปร่งใสภายใต้การกำกับดูแลของประเทศไทยและประเทศที่เลือกศึกษา พบว่าแต่ละประเทศมีแนวทางการสร้างความโปร่งใสที่คล้ายคลึงกันในเรื่องของการเผยแพร่กฎที่ได้รับการอนุมัติจากหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ และการเปิดเผยผลการวินิจฉัยและ

⁴⁹⁶ *Ibid.*, p. 5.

คำสั่งลงโทษสมาชิก ส่วนการเผยแพร่ร่างของกฎก่อนการประกาศใช้มีความแตกต่างกัน โดยขึ้นอยู่กับว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองของประเทศที่เลือกศึกษานั้นมีแนวทางการรับฟังความเห็นของผู้มีส่วนได้เสียหรือไม่ ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

1) ประเทศไทย

องค์กรกำกับดูแลตนเอง ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย มีแนวทางในการสร้างความโปร่งใสที่แตกต่างกันในบางเรื่อง กล่าวคือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการเปิดเผยผลการวินิจฉัยและคำสั่งลงโทษสมาชิกต่อสาธารณชนผ่านทางเว็บไซต์ ในขณะที่สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยไม่ได้เปิดเผยผลการวินิจฉัยและคำสั่งลงโทษสมาชิกต่อสาธารณชน

ส่วนการเปิดเผยกฎและร่างของกฎมีความคล้ายคลึงกัน กล่าวคือ ทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสมาคมตลาดตราสารหนี้ ต่างก็มีการเปิดเผยกฎและร่างของกฎเพื่อเปิดโอกาสให้กับผู้มีส่วนได้เสียมีส่วนร่วมในการแสดงความคิดเห็นต่อกฎที่จะออก รวมถึงไม่ได้เปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการตรวจสอบความผิดที่ยังอยู่ระหว่างการดำเนินการ

2) ประเทศมาเลเซีย

องค์กรกำกับดูแลตนเอง ได้แก่ บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ (Bursa Malaysia) และสภาธุรกิจผู้จัดการลงทุนมาเลเซีย (FIMM) มีแนวทางในการสร้างความโปร่งใสที่แตกต่างกันในบางเรื่อง กล่าวคือ ในกรณีของการออกกฎหรือการแก้ไขกฎที่มีความสำคัญ Bursa Malaysia จะเปิดเผยให้ประชาชนได้แสดงความคิดเห็นระหว่างขั้นตอนการออกกฎหรือแก้ไขกฎ ส่วน FIMM ไม่มีการเปิดเผยร่างของกฎต่อสาธารณชน แต่มีเพียงการเวียนส่งร่างของกฎที่ออกใหม่หรือร่างของกฎเดิมที่แก้ไขเพิ่มเติมให้แก่สมาชิกผู้เกี่ยวข้อง

ส่วนการเปิดเผยผลการวินิจฉัยและคำสั่งลงโทษมีความคล้ายคลึงกัน กล่าวคือ Bursa Malaysia และ FIMM จะเปิดเผยผลการวินิจฉัยและคำสั่งลงโทษผ่านทางเว็บไซต์ แต่ไม่ได้เปิดเผยข้อมูลในขั้นตอนระหว่างการติดตามและสอบสวนผู้กระทำความผิด

3) ประเทศเกาหลีใต้

องค์กรกำกับดูแลตนเอง ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ KRX และสมาคมลงทุนทางการเงิน (KOFIA) มีแนวทางในการสร้างความโปร่งใสที่แตกต่างกันในบางเรื่อง กล่าวคือ ตลาดหลักทรัพย์ KRX มีการเผยแพร่ร่างของกฎเพื่อรับฟังความเห็นผ่านทางเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์ KRX ในขณะที่ KOFIA ไม่มีการเผยแพร่ร่างของกฎต่อสาธารณชน

ส่วนการเปิดเผยกฎที่ประกาศใช้แล้ว รวมถึงผลการวินิจฉัยและคำสั่งลงโทษ ทั้งสององค์กรมีแนวทางที่คล้ายคลึงกัน กล่าวคือ ตลาดหลักทรัพย์ KRX และ KOFIA จะเปิดเผยกฎที่

ประกาศใช้แล้ว แต่ไม่ได้เปิดเผยข้อมูลในขั้นตอนระหว่างการติดตามและสอบสวนผู้กระทำความผิด รวมถึงไม่เปิดเผยผลการวินิจฉัยและคำสั่งลงโทษผู้กระทำความผิด

4) ประเทศสหรัฐอเมริกา

องค์กรกำกับดูแลตนเอง ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ NYSE และองค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA) มีแนวทางในการสร้างความโปร่งใสที่คล้ายคลึงกัน กล่าวคือ สำหรับการออกกฎและแก้ไขกฎนั้น ทั้งตลาดหลักทรัพย์ NYSE และ FINRA จะเผยแพร่ร่างของกฎเพื่อรับฟังความเห็นจากประชาชน รวมถึงเผยแพร่กฎที่ได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาแล้วผ่านทางเว็บไซต์ ส่วนการเปิดเผยคำวินิจฉัยหรือคำสั่งลงโทษผู้ฝ่าฝืนกฎนั้น ทั้งตลาดหลักทรัพย์ NYSE และ FINRA ไม่ได้เผยแพร่ข้อมูลระหว่างการตรวจสอบการกระทำความผิดต่อสาธารณะ แต่จะเผยแพร่คำวินิจฉัยหรือคำสั่งลงโทษภายหลังการสอบสวนแล้วผ่านทางเว็บไซต์

5.3.3 การคุ้มครองผู้ลงทุน

IOSCO เห็นว่าปัจจุบันประเทศต่าง ๆ ควรใช้มาตรการที่หลากหลายเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุน สำหรับการกำกับดูแลตนเองในตลาดทุน ตัวอย่างเช่น องค์กรกำกับดูแลตนเองควรพัฒนากฎที่ส่งเสริมให้เกิดการคุ้มครองผู้ลงทุนและรักษาความมั่นคงของตลาด องค์กรกำกับดูแลตนเองควรมีโครงสร้างกรรมการที่เป็นธรรม (Governance Structure) โดยเปิดโอกาสให้มีตัวแทนของกรรมการที่คุ้มครองประโยชน์ของผู้ลงทุน เช่น กรรมการที่มาจากภาครัฐ กรรมการเพื่อคุ้มครองประโยชน์สาธารณะ เป็นต้น องค์กรกำกับดูแลตนเองควรมีกระบวนการเพื่อจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐควรมีระบบการกำกับองค์กรกำกับดูแลตนเอง (Oversight Program) เช่น หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐควรมีการตรวจสอบองค์กรกำกับดูแลตนเอง (Inspection) หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐควรมีการทบทวนและให้ความเห็นชอบต่อกฎที่ออกโดยองค์กรกำกับดูแลตนเอง (Review and Approve) หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐควรให้องค์กรกำกับดูแลตนเองส่งรายงานการดำเนินการ (Report Request) หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐควรทบทวนการทำงานขององค์กรกำกับดูแลตนเองเป็นประจำ (Periodic Review) หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐควรมีอำนาจเข้าไปปฏิบัติหน้าที่แทนในกรณีที่องค์กรกำกับดูแลตนเองปฏิบัติหน้าที่ไม่เพียงพอ หรือในกรณีที่เกิดการขัดแย้งกันของผลประโยชน์ (Power Takeover) เป็นต้น⁴⁹⁷

เมื่อพิจารณาแนวทางการคุ้มครองผู้ลงทุนภายใต้การกำกับดูแลของประเทศไทยและประเทศที่เลือกศึกษา พบว่าแต่ละประเทศมีแนวทางการคุ้มครองผู้ลงทุนที่แตกต่างกันในเรื่องของโครงสร้าง

⁴⁹⁷ International Organization of Securities Commissions, **Model for Effective Regulation**, pp. 6-7.

กรรมการที่เป็นธรรม ส่วนแนวทางที่หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐกำกับองค์กรกำกับดูแลตนเองมีความคล้ายคลึงกัน ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

1) ประเทศไทย

องค์กรกำกับดูแลตนเอง ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย มีโครงสร้างของคณะกรรมการที่แตกต่างกัน โดยมีสัดส่วนกรรมการที่มาจากสมาชิกไม่เท่ากัน กล่าวคือ โครงสร้างของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ประกอบด้วยบุคคลซึ่งสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเลือกตั้งจำนวนไม่เกิน 4 คน กับบุคคลซึ่งคณะกรรมการ ก.ล.ต. แต่งตั้งจำนวนไม่เกิน 6 คน และผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์เป็นกรรมการตลาดหลักทรัพย์โดยตำแหน่ง (กรรมการที่ไม่ใช่สมาชิกมีสัดส่วน 60%) ส่วนโครงสร้างคณะกรรมการของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีจำนวนไม่เกิน 11 คน ประกอบด้วยกรรมการผู้จัดการ 1 คนเป็นกรรมการโดยตำแหน่งและบุคคลซึ่งได้รับเลือกจากสมาชิกสามัญและวิสามัญ จำนวนไม่เกิน 10 คน โดยในจำนวนนั้นให้เป็นการกรรมการอิสระไม่น้อยกว่า 3 คน (กรรมการที่ไม่ใช่สมาชิกมีสัดส่วน 30%)

นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีการจัดตั้งคณะอนุกรรมการกำกับดูแลตลาดขึ้นมาโดยเฉพาะเพื่อควบคุมการดำเนินงานของสายงานกำกับตลาด ในขณะที่สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีการจัดตั้งคณะอนุกรรมการกำกับดูแลตลาดขึ้นมาโดยเฉพาะเพื่อควบคุมการดำเนินงานของสายงานกำกับตลาด

ทั้งนี้เมื่อพิจารณาแนวทางที่หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐกำกับองค์กรกำกับดูแลตนเองพบว่าแนวทางการกำกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีทั้งส่วนที่คล้ายคลึงกัน เช่น การกำหนดหรือแก้ไขเปลี่ยนแปลงระเบียบหรือข้อบังคับต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. ก่อน และส่วนที่แตกต่างกัน เช่น สมาคมต้องแจ้งให้สำนักงาน ก.ล.ต. ทราบโดยไม่ชักช้า ในกรณีที่คณะอนุกรรมการวินัยพิจารณาออกคำสั่งลงโทษสมาชิกเสร็จสิ้นแล้ว ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีหน้าที่ดังกล่าว

2) ประเทศมาเลเซีย

องค์กรกำกับดูแลตนเอง ได้แก่ บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ (Bursa Malaysia) และสภาธุรกิจผู้จัดการลงทุนมาเลเซีย (FIMM) มีโครงสร้างของคณะกรรมการที่แตกต่างกัน กล่าวคือ คณะกรรมการของ Bursa Malaysia ต้องประกอบด้วยกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (Public Interest Director: PID) ที่ไม่ใช่ตัวแทนของสมาชิกอย่างน้อยคิดเป็นสัดส่วน 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด (กรรมการที่ไม่ใช่สมาชิกมีสัดส่วน 33%) ส่วนคณะกรรมการของ FIMM ต้องประกอบด้วยกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (PID) อย่างน้อย 45% ของกรรมการทั้งหมด (กรรมการที่ไม่ใช่สมาชิกมีสัดส่วน 45%)

นอกจากนี้ทั้ง Bursa Malaysia และ FIMM ต่างก็มีการแยกคณะกรรมการเพื่อการกำกับดูแลตนเองออกมาจากส่วนงานทางด้านธุรกิจ อย่างไรก็ตามต่อมา Bursa Malaysia ได้เปลี่ยนแปลงโครงสร้างการกำกับดูแลให้เหมาะสมมากขึ้น โดยในปี ค.ศ. 2021 Bursa Malaysia ได้แยกส่วนงานด้านการกำกับดูแลออกมาเป็นบริษัทย่อยต่างหาก ได้แก่ Bursa Malaysia Regulation Sdn Bhd เพื่อทำหน้าที่เป็นศูนย์ดำเนินงานด้านการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนและบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก ทั้งนี้แม้ว่า Bursa Malaysia Regulation Sdn Bhd ได้ถูกถือหุ้นทั้งหมด 100% โดย Bursa Malaysia แต่ในแง่ของอิสระในการดำเนินงาน Bursa Malaysia Regulation Sdn Bhd ไม่ได้ถูกควบคุมโดย Bursa Malaysia เนื่องจากคณะกรรมการทั้งหมดของ Bursa Malaysia Regulation Sdn Bhd เป็นกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (PID) ที่ถูกแต่งตั้งโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย ซึ่งแนวทางดังกล่าวเป็นไปเพื่อการสร้างความเชื่อมั่นว่าการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนและสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์โดย Bursa Malaysia Regulation Sdn Bhd จะเป็นไปเพื่อประโยชน์สาธารณะมากกว่าประโยชน์ในทางธุรกิจของ Bursa Malaysia

เมื่อพิจารณาแนวทางที่หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐกำกับองค์กรกำกับดูแลตนเองพบว่าแนวทางการกำกับ Bursa Malaysia และ FIMM มีความคล้ายคลึงกัน เช่น ต้องสร้างหลักเกณฑ์ใหม่หรือร่างแก้ไขหลักเกณฑ์เดิมให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์พิจารณาก่อนที่จะประกาศใช้หลักเกณฑ์ดังกล่าว ต้องแจ้งให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ทราบโดยทันที ในกรณีที่มีเรื่องใด ๆ ที่ส่งผลเสียหรือมีแนวโน้มที่จะส่งผลเสียต่อความสามารถในการทำหน้าที่ของบุคคลที่เกี่ยวข้องในธุรกิจการซื้อขายหลักทรัพย์ หรือในกรณีที่มีความผิดปกติใด ๆ อันฝ่าฝืนข้อกำหนดของกฎหมายหลักทรัพย์ ต้องรายงานต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย ต้องให้ความช่วยเหลือคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ตามที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ต้องการ เป็นต้น

3) ประเทศเกาหลีใต้

องค์กรกำกับดูแลตนเอง ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ KRX และสมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA) มีโครงสร้างของคณะกรรมการที่แตกต่างกัน กล่าวคือ คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ KRX มีจำนวน 15 คน โดยกรรมการ 3 คนมาจากสมาชิก กรรมการ 2 คนเป็นโดยตำแหน่ง และกรรมการอีก 10 คนมาจากคณะกรรมการสรรหา ซึ่งกรรมการที่ถูกคัดเลือกโดยคณะกรรมการสรรหามีสัดส่วนถึง 2 ใน 3 (กรรมการที่ไม่ใช่สมาชิกมีสัดส่วน 66%) ทั้งนี้กรรมการสรรหามีจำนวน 9 คน (ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 5 คน) ในขณะที่โครงสร้างคณะกรรมการของ KOFIA ต้องมาจากสมาชิกไม่เกิน 4 คน และกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะไม่เกิน 6 คน (กรรมการที่ไม่ใช่สมาชิกมีสัดส่วน 60%)

นอกจากนี้ทั้งตลาดหลักทรัพย์ KRX และ KOFIA ต่างก็มีการแยกคณะกรรมการเพื่อการกำกับดูแลสมาชิกออกมาต่างหากจากส่วนงานธุรกิจ โดยกรรมการส่วนใหญ่ไม่ได้มาจากสมาชิก

เพื่อให้เกิดความเป็นธรรมในการกำกับดูแล กล่าวคือ ตลาดหลักทรัพย์ KRX มีการแยกคณะกรรมการกำกับดูแล (Market Oversight Commission) ออกมาต่างหาก เพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิก โดยเฉพาะ โดยคณะกรรมการกำกับดูแลมี 5 คน มาจากคณะกรรมการบริการทางการเงิน และ KOFIA (ไม่มีกรรมการที่มาจากสมาชิก) ส่วน KOFIA มีการแยกคณะกรรมการกำกับดูแลตนเอง (Self-Regulation Committee) ออกมาต่างหาก ซึ่งมีจำนวน 7 คน (กรรมการมาจากสมาชิก 1 คน)

ทั้งนี้เมื่อพิจารณาแนวทางที่หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐกำกับองค์กรกำกับดูแลตนเอง พบว่าแนวทางการกำกับของตลาดหลักทรัพย์ KRX และ KOFIA มีความคล้ายคลึงกัน เช่น มีหน้าที่ต้องส่งกฎให้คณะกรรมการบริการทางการเงินอนุมัติ มีหน้าที่ต้องรายงานต่อคณะกรรมการบริการทางการเงิน มีหน้าที่ต้องทำตามคำสั่งให้กระทำการหรืองดเว้นกระทำการของคณะกรรมการบริการทางการเงิน เป็นต้น

4) ประเทศสหรัฐอเมริกา

องค์กรกำกับดูแลตนเอง ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ NYSE และองค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA) มีโครงสร้างของคณะกรรมการที่แตกต่างกัน กล่าวคือ องค์ประกอบกรรมการของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ NYSE ส่วนใหญ่มาจากสมาชิก (กรรมการที่ไม่ใช่สมาชิกมีสัดส่วนน้อยกว่า 50%) ในขณะที่องค์ประกอบของคณะกรรมการบริหาร FINRA ส่วนใหญ่มาจากตัวแทนของภาครัฐ กล่าวคือ กรรมการที่เป็นตัวแทนของภาครัฐมีจำนวน 13 คน จากกรรมการทั้งหมด 23 คน (กรรมการที่ไม่ใช่สมาชิกมีสัดส่วน 57%)

อย่างไรก็ตามตลาดหลักทรัพย์ NYSE พยายามสร้างกลไกในการดำเนินงานด้านการกำกับดูแลให้มีความเป็นธรรมมากขึ้นภายหลังการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ โดยได้จัดตั้งบริษัทย่อย คือ NYSE Regulation Inc. และกำหนดให้คณะกรรมการ NYSE Regulation Inc. มีกรรมการทั้งหมด 8 คน ประกอบด้วยกรรมการที่มาจากสมาชิก 3 คน และกรรมการอิสระ 5 คน

ทั้งนี้เมื่อพิจารณาแนวทางที่หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐกำกับองค์กรกำกับดูแลตนเอง พบว่าแนวทางการกำกับของตลาดหลักทรัพย์ NYSE และ FINRA เหมือนกัน เนื่องจากบทบัญญัติตามกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ถูกนำมาใช้บังคับกับองค์กรกำกับดูแลตนเองไม่ว่าจะเป็นระดับตลาดหลักทรัพย์หรือระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์เหมือนกัน โดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกามีอำนาจกำกับดำเนินงานขององค์กรกำกับดูแลตนเอง ตัวอย่างเช่น ลงโทษองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ไม่ปฏิบัติตามกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ เช่น สั่งพักหรือเพิกถอนใบอนุญาต ลงโทษพนักงานหรือกรรมการขององค์กรกำกับดูแลตนเองที่จงใจฝ่าฝืนกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ให้ความเห็นชอบการออกกฎ หรือการปรับปรุงกฎขององค์กรกำกับดูแลตนเองรวมถึงมีอำนาจยกเลิกหรือแก้ไขกฎขององค์กรกำกับดูแลตนเอง เป็นต้น

โดยสรุป จากการวิเคราะห์เปรียบเทียบหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ระหว่างประเทศไทย มาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา จะเห็นได้ว่าทุกประเทศที่เลือกศึกษามีองค์กรกำกับดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ซึ่งบางประเทศองค์กรกำกับดูแลตนเองถูกรับรองโดยกฎหมาย บางประเทศถูกรับรองอย่างเป็นทางการโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ อย่างไรก็ตามองค์กรกำกับดูแลตนเองของทุกประเทศที่เลือกศึกษาก็มีลักษณะขององค์กรกำกับดูแลตนเองที่ครบถ้วน กล่าวคือ สมาชิกสามารถส่งตัวแทนเข้าไปเป็นกรรมการเพื่อกำกับดูแลสมาชิกด้วยตนเอง องค์กรดังกล่าวมีอำนาจออกกฎ ติดตามให้เป็นไปตามกฎ และบังคับใช้กฎกับสมาชิกของตนเอง รวมถึงหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐมีอำนาจกำกับกำกับการดำเนินงานขององค์กรกำกับดูแลตนเองอีกทอดหนึ่ง นอกจากนี้้องค์กรกำกับดูแลตนเองทุกแห่งมีการกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดี โดยครอบคลุมทั้งความเป็นธรรม ความโปร่งใส และการคุ้มครองผู้ลงทุน ซึ่งหลักเกณฑ์ขององค์กรกำกับดูแลตนเองของแต่ละแห่งก็มีความแตกต่างกันในรายละเอียด

ในบทต่อไปจะกล่าวถึงข้อสรุปที่ได้จากการศึกษาหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยและต่างประเทศ รวมถึงข้อเสนอแนะเพื่อแก้ไขปัญหาภายใต้หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองดังกล่าว

บทที่ 6

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

ในบทนี้จะกล่าวถึงข้อสรุปของหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง รูปแบบการกำกับดูแลตนเอง และหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดี เพื่อพิจารณาจัดทำ ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่เหมาะสมในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยน หลักทรัพย์ของประเทศไทย ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

6.1 สรุปผลการศึกษาหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยน หลักทรัพย์ของประเทศไทยและต่างประเทศ

บทสรุปเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของ ประเทศไทยและต่างประเทศ อันประกอบด้วยประเด็นสำคัญ 3 ประการ ได้แก่ 1) หลักเกณฑ์ เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง 2) หลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแล ตนเอง และ 3) หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดี มีดังนี้

6.1.1 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง

จากการศึกษาเปรียบเทียบสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองของประเทศไทยและต่างประเทศ พบว่าสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองอาจมาได้ใน 3 ลักษณะ ดังต่อไปนี้

1) กฎหมายรับรองให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง

เป็นการได้รับสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยกฎหมาย ซึ่งกฎหมายมักจะ กำหนดให้ต้องได้รับใบอนุญาตจากหน่วยงานของรัฐ เนื่องจากองค์กรกำกับดูแลตนเองเป็นองค์กรที่ กฎหมายได้มอบอำนาจรัฐให้กำกับดูแลสมาชิก ดังนั้นจึงจำเป็นต้องถูกหน่วยงานของรัฐตรวจสอบ คุณสมบัติว่ามีครบถ้วนหรือไม่ตามที่กฎหมายกำหนด ก่อนที่จะรับรองให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง นอกจากนี้เมื่อพิจารณาแนวทางในการบัญญัติกฎหมายรับรองสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง ของประเทศที่ เลือกศึกษา พบว่าสามารถแบ่งการรับรองสถานะได้ 2 แนวทาง ดังนี้

(1) กฎหมายกำหนดบทบัญญัติรับรองให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง

เป็นแนวทางที่มีการกำหนดบทบัญญัติว่าด้วยองค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ในกฎหมายโดยเฉพาะ ซึ่งหากสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ใดต้องการมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองก็ต้องยื่นขออนุญาตกับหน่วยงานของรัฐ เพื่อให้หน่วยงานของรัฐตรวจสอบคุณสมบัติว่าครบถ้วนเพียงพอที่จะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองหรือไม่ เช่น สมาธุรกิจผู้จัดการลงทุนมาเลเซีย (FIMM) ถูกรับรองให้มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองตามมาตรา 323 แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 ตลาดหลักทรัพย์ NYSE และองค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA) ถูกรับรองให้มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองตามมาตรา 19 แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ซึ่งกำหนดให้องค์กรบางประเภทมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง เช่น ตลาดหลักทรัพย์ที่จดทะเบียน (ตามมาตรา 6) สมาคมหลักทรัพย์ที่จดทะเบียน (ตามมาตรา 15) เป็นต้น

ผู้เขียนเห็นว่าแนวทางนี้มีข้อดี คือ สามารถกำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์หรือสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองได้หลายแห่งผ่านกลไกการรับรองสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองตามที่กฎหมายกำหนด และสามารถนำหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับองค์กรกำกับดูแลตนเองมาบังคับใช้กับตลาดหลักทรัพย์หรือสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ได้อย่างเท่าเทียมภายใต้มาตรฐานทางกฎหมายเดียวกัน

(2) กฎหมายกำหนดให้จัดตั้งองค์กรหนึ่งขึ้นมา แล้วกำหนดให้องค์กรนั้นทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง

เป็นแนวทางที่กฎหมายได้กำหนดให้มีองค์กรหนึ่งขึ้นมาเพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลตนเอง เช่น มาตรา 286 แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 กำหนดให้สมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA) มีหน้าที่กำกับดูแลตนเองเพื่อรักษาแนวปฏิบัติทางธุรกิจที่ดีระหว่างสมาชิกและคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ลงทุน รวมถึงการระงับข้อพิพาทของตนเองที่เกิดขึ้นจากการดำเนินธุรกิจของสมาชิก เป็นต้น

ผู้เขียนเห็นว่า แม้แนวทางนี้สามารถรับรองสถานะทางกฎหมายให้กับองค์กรกำกับดูแลตนเองได้อย่างชัดเจน แต่ก็ยังมีข้อเสีย คือ หากต้องการผลักดันสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์อื่นให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง ก็ต้องแก้ไขกฎหมายในระดับรัฐบัญญัติเพื่อจัดตั้งสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์นั้นให้มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองใหม่ขึ้นมา และต้องกำหนดหน้าที่ในการกำกับดูแลสมาชิก รวมถึงการถูกกำกับโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐสำหรับองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ถูกจัดตั้งขึ้นมาใหม่นั้นด้วย

2) ได้รับการยอมรับให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

ในบางประเทศที่เลือกศึกษาไม่ได้กำหนดเรื่องสถานะขององค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ในกฎหมายหลักทรัพย์ ซึ่งในกรณีดังกล่าวอาจพิจารณาสถานะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองได้จาก

การถูกยอมรับโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ เช่น คณะกรรมการบริการทางการเงินในประเทศเกาหลีใต้สามารถมอบอำนาจการกำกับดูแลบางส่วนให้องค์กรกำกับดูแลตนเอง เช่น KOFIA ได้ โดยอาศัยอำนาจตามมาตรา 438 แห่งกฎหมายกำกับบริการลงทุนทางการเงินและตลาดทุน ค.ศ. 2007 ตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งในสหรัฐอเมริกาลดต้นทุนการกำกับดูแลโดยการทำสัญญามอบอำนาจการกำกับดูแลให้ FINRA ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์

นอกจากนี้การยอมรับสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองอาจอยู่ในรูปแบบของการทำบันทึกข้อตกลงหรือบันทึกความเข้าใจ (MOU) ระหว่างองค์กรกำกับดูแลตนเองกับหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐก็ได้ เช่น บันทึกความเข้าใจระหว่างคณะกรรมการ ก.ล.ต. และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยที่ให้อำนาจสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยทำหน้าที่ในการออกกฎ ติดตามตรวจสอบ และบังคับใช้กฎกับสมาชิก เช่น สถาบันการเงินผู้ค้าหลักทรัพย์อันเป็นตราสารหนี้ บริษัทนายหน้าระหว่างผู้ค้าหลักทรัพย์ เป็นต้น

ผู้เขียนเห็นว่าแนวทางนี้มีข้อเสีย คือ ไม่มีการรับรองสถานะทางกฎหมายให้กับองค์กรกำกับดูแลตนเองไว้อย่างชัดเจน ทั้งนี้แม้ว่าการยอมรับสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองอาจอยู่ในรูปแบบของการทำบันทึกข้อตกลงหรือบันทึกความเข้าใจ (MOU) ระหว่างองค์กรกำกับดูแลตนเองกับหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐได้ แต่ MOU ก็ไม่มีสถานะเป็นกฎหมาย และไม่มีผลผูกพันดังเช่นสัญญาตามกฎหมาย จึงทำให้เกิดความไม่ชัดเจนทางกฎหมายว่าองค์กรที่ได้รับการยอมรับจากหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐจะมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองหรือไม่

3) มีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง

องค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ต้องมีลักษณะที่ครบถ้วนทั้ง 3 ประการดังนี้

(1) สมาชิกมีส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยกันเอง โดยสมาชิกขององค์กรดังกล่าวสามารถส่งตัวแทนของสมาชิกเข้ามาเป็นส่วนหนึ่งของกรรมการบริหารองค์กรได้

(2) มีอำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกของตนเอง ซึ่งประกอบด้วยอำนาจในการออกกฎ การติดตามให้เป็นไปตามกฎ และการบังคับใช้กฎ

(3) การกำกับดูแลตนเองถูกกำกับโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ เช่น ต้องขออนุมัติกฎก่อนประกาศใช้ ต้องรายงานต่อหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ เป็นต้น

ทั้งนี้แม้ว่าในหลายประเทศที่เลือกศึกษา ไม่ได้กำหนดเรื่องสถานะขององค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ในกรณีของตลาดหลักทรัพย์ และหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐไม่ได้ยอมรับว่าตลาดหลักทรัพย์เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองอย่างชัดเจน แต่เมื่อพิจารณาโครงสร้างคณะกรรมการ รวมถึงการใช้อำนาจในการออกกฎและบังคับใช้กฎแล้ว ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศที่เลือกศึกษาก็มีลักษณะขององค์กรกำกับดูแลตนเองอย่างครบถ้วน เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ (Bursa Malaysia) ของประเทศมาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์ KRX ของประเทศเกาหลีใต้ เป็นต้น

ผู้เขียนเห็นว่าแนวทางนี้มีข้อเสีย คือ ไม่มีการรับรองสถานะทางกฎหมายให้กับองค์กรกำกับดูแลตนเองไว้อย่างชัดเจน และมีความไม่ชัดเจนในการตีความว่าองค์กรไหนบ้างที่มีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง เนื่องจากอาจมีผู้โต้แย้งถึงความเหมาะสมของเกณฑ์การพิจารณาลักษณะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง และเห็นว่าตลาดหลักทรัพย์บางแห่งไม่มีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง หรือสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์บางแห่งก็ควรมีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองด้วยเช่นกัน

6.1.2 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเอง

จากการศึกษาเปรียบเทียบรูปแบบการกำกับดูแลตนเองของประเทศไทยและต่างประเทศพบว่าสามารถแบ่งรูปแบบการกำกับดูแลตนเองได้เป็น 2 รูปแบบใหญ่ ๆ ดังต่อไปนี้

1) ตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิก

ประเทศที่เลือกศึกษาทั้งหมดมีองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ โดยทุกประเทศมีตลาดหลักทรัพย์เป็นองค์กรกำกับดูแลที่เกิดขึ้นก่อนสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ สำหรับการเกิดขึ้นขององค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์นั้น ส่วนใหญ่เริ่มต้นมาจากการกำหนดให้สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์มีอำนาจกำกับสมาชิกในตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นทางการ (OTC) ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ยังคงทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกในตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ที่เป็นทางการเหมือนเดิม เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ส่วนสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกซึ่งเป็นผู้ค้าตราสารหนี้ในตลาดรองของตราสารหนี้แบบตกลงซื้อขายกันเอง เป็นต้น

นอกจากนี้บางประเทศที่เลือกที่ศึกษาก็ได้พัฒนาบทบาทการกำกับดูแลตนเองของสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ให้มากขึ้นภายหลังการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ เช่น ตลาดหลักทรัพย์ KRX ทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ส่วน KOFIA ทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกที่เป็นตัวกลางซื้อขายตราสารทางการเงินนอกตลาดหลักทรัพย์ผ่านระบบ K-OTC ซึ่งบทบาทการกำกับดูแลสมาชิกของ KOFIA ในตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นทางการ (OTC) ช่วยแบ่งเบาภาระงานทางด้านการกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ภายหลังการแปรรูปได้ เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ KRX ไม่ต้องมีหน้าที่ออกกฎและบังคับใช้กฎกำกับดูแลสมาชิกที่เป็นตัวกลางซื้อขายตราสารทางการเงินนอกตลาดหลักทรัพย์

ผู้เขียนเห็นว่ารูปแบบการกำกับดูแลตนเองที่ตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิกดังที่กล่าวมาข้างต้นนี้ เหมาะสมกับประเทศที่ยังไม่มีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์

เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นต้น หรือประเทศที่มีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์แล้ว แต่ตลาดหลักทรัพย์นั้นยังผูกขาดการซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ในประเทศนั้นอยู่ (มีผู้ประกอบการตลาดหลักทรัพย์เพียงรายเดียว) เช่น บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ (Bursa Malaysia) ทำหน้าที่เป็นตลาดหลักทรัพย์เพียงรายเดียวในประเทศมาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์ KRX ทำหน้าที่เป็นตลาดหลักทรัพย์เพียงรายเดียวในประเทศเกาหลีใต้ เป็นต้น

2) สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิก

บางประเทศที่เลือกที่ศึกษา นอกจากตลาดหลักทรัพย์มีการแปรรูปแล้ว ประเทศดังกล่าวยังมีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ภายในประเทศหลายแห่งด้วย เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา มีตลาดหลักทรัพย์ NYSE, NASDAQ, Chicago Stock Exchange เป็นต้น ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่งจึงต้องมุ่งเน้นการพัฒนาบริการทางด้านการธุรกิจเพื่อเพิ่มความสามารถทางด้านการแข่งขันให้มากขึ้น รวมถึงต้องพยายามลดภาระงานทางด้านการกำกับดูแล ส่งผลให้สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์มีบทบาทในการกำกับดูแลสมาชิกมากขึ้น เช่น ภายหลังการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ NYSE ในปี ค.ศ. 2005 ส่วนงานกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ NYSE ได้ถูกแยกออกมาเพื่อควบรวมกับสมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ (NASD) กลายเป็น FINRA เพื่อทำหน้าที่หลักในการกำกับดูแลสมาชิกซึ่งเป็นบริษัทหลักทรัพย์ รวมถึงตลาดหลักทรัพย์บางแห่งก็ทำสัญญาจ้างให้ FINRA ทำงานกำกับดูแลแทนตลาดหลักทรัพย์ในบางเรื่องด้วย เช่น การตรวจสอบการซื้อขายโดยใช้ข้อมูลภายใน เป็นต้น

ผู้เขียนเห็นว่ารูปแบบการกำกับดูแลตนเองที่สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิกดังที่กล่าวมาข้างต้นนี้ เหมาะสมกับประเทศที่มีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์แล้ว และตลาดหลักทรัพย์ไม่ได้ผูกขาดการซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ในประเทศเพียงรายเดียว เนื่องจากการเพิ่มบทบาทการกำกับดูแลตนเองให้สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ช่วยลดต้นทุนทางด้านการกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ได้

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาถึงประเทศที่มีการรับรองสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ในกฎหมายหลักทรัพย์ พบว่าได้มีการกำหนดหลักเกณฑ์เพื่อรับรององค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ไว้ 2 รูปแบบ ได้แก่

1) หลักเกณฑ์กำหนดให้มีองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์เพียงแห่งเดียว (Single SRO) ได้แก่ กรณีที่ประเทศเกาหลีใต้กำหนดให้จัดตั้ง KOFIA เพื่อทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง และไม่มีกลไกรับรองให้สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์อื่นมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองเช่นเดียวกับ KOFIA โดยผู้เขียนเห็นว่ารูปแบบนี้เหมาะสมกับประเทศที่มีสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์เพียงแห่งเดียวและทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกหลายกลุ่มธุรกิจ เช่นเดียวกับ KOFIA ที่กำกับดูแลสมาชิกหลายกลุ่ม เช่น บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทบริหารสินทรัพย์ ที่ปรึกษาการลงทุน ผู้จัดการลงทุน ผู้ประเมินสินทรัพย์ ผู้จัดการอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ เป็นต้น

2) หลักเกณฑ์กำหนดให้มือสมัครกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ได้หลายแห่ง (Multi SRO) ได้แก่ กรณีที่ประเทศมาเลเซียกำหนดให้สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์สามารถยื่นขออนุญาตเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองได้ตามมาตรา 323 แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007 และกรณีที่ประเทศสหรัฐอเมริกากำหนดให้สมาคมหลักทรัพย์ระดับชาติที่จดทะเบียนมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองตามมาตรา 19 แห่งกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 (แม้ว่าปัจจุบันสมาคมหลักทรัพย์ระดับชาติที่จดทะเบียนมีเพียงแห่งเดียว คือ FINRA) โดยผู้เขียนเห็นว่ารูปแบบนี้เหมาะสมกับประเทศที่มีสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์หลายแห่ง และสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์แต่ละแห่งทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกในกลุ่มธุรกิจใดธุรกิจหนึ่ง เช่นเดียวกับ FIMM ที่กำกับดูแลสมาชิกเพียงกลุ่มเดียว คือ ผู้ประกอบธุรกิจเกี่ยวกับหน่วยลงทุน ทั้งนี้ในอนาคตก็อาจมีสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์แห่งอื่นที่สามารถยื่นขออนุญาตเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองได้ด้วย หากว่าความพร้อมอย่างเพียงพอ

6.1.3 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดี

1) ความเป็นธรรม

สำหรับแนวทางการกำกับดูแลตนเองที่เป็นธรรมนั้น องค์กรกำกับดูแลตนเองส่วนใหญ่ในประเทศที่เลือกศึกษามีแนวทางในการรับฟังความคิดเห็นของสาธารณชนก่อนออกกฎหรือแก้ไขกฎโดยการให้ส่งความคิดเห็นผ่านทางเว็บไซต์ เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย มีการรับฟังความคิดเห็นของผู้มีส่วนได้เสียก่อนที่จะการออกกฎหรือแก้ไขกฎ ตลาดหลักทรัพย์ KRX มีกลไกในการรับฟังความคิดเห็นของประชาชนและผู้มีส่วนได้เสียต่อร่างของกฎ (Market Consultation) โดยให้แสดงความคิดเห็นผ่านทางเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์ KRX ตลาดหลักทรัพย์ NYSE และ FINRA มีการเปิดเผยร่างของกฎเพื่อรับฟังความเห็นของประชาชนและผู้มีส่วนได้เสีย รวมถึงคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาจะเผยแพร่กฎที่ออกหรือเสนอแก้ไขโดยองค์กรกำกับดูแลตนเอง และเปิดโอกาสให้ผู้มีส่วนได้เสียสามารถให้ความเห็นต่อกฎดังกล่าวได้ผ่านทางเว็บไซต์ เป็นต้น

นอกจากนี้องค์กรกำกับดูแลตนเองส่วนใหญ่ในประเทศที่เลือกศึกษาก็มีกระบวนการจัดการข้อเรียกร้องที่เหมาะสม เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย มีกระบวนการจัดการข้อเรียกร้องที่สอดคล้องกับพระราชบัญญัติวิธีปฏิบัติราชการทางปกครอง พ.ศ. 2539 ส่วน Bursa Malaysia และ FIMM ได้ให้โอกาสสมาชิกและผู้ถูกกล่าวหาชี้แจงข้อเท็จจริงก่อนที่จะทำคำวินิจฉัย รวมถึงให้โอกาสสมาชิกและผู้ถูกกล่าวหาได้อุทธรณ์คำวินิจฉัยดังกล่าวด้วย เป็นต้น

ผู้เขียนเห็นว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองส่วนใหญ่มีแนวทางการกำกับดูแลตนเองที่เป็นธรรมสอดคล้องกับแนวทางการสร้างความเป็นธรรมของ IOSCO เช่น องค์กรกำกับดูแลตนเองควรหลีกเลี่ยงการออกกฎที่อาจสร้างการแข่งขันที่ไม่เป็นธรรมโดยควรรับฟังความคิดเห็นของผู้มีส่วนได้เสียก่อนออกกฎ องค์กรกำกับดูแลตนเองควรมีการบังคับใช้กฎและลงโทษผู้ที่ไม่ปฏิบัติตามกฎอย่างเหมาะสมและเป็นธรรมด้วยการให้โอกาสผู้มีส่วนได้เสียได้โต้แย้งระหว่างกระบวนการ เป็นต้น

สำหรับข้อกำหนดเกี่ยวกับการจัดการข้อเรียกร้องที่เหมาะสมนั้น ในกรณีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องปฏิบัติตามมาตรฐานที่กำหนดในพระราชบัญญัติวิธีปฏิบัติราชการทางปกครอง พ.ศ. 2539 เนื่องจากมีฐานะเป็นหน่วยงานทางปกครอง ส่วนกรณีของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย แม้ว่าไม่มีฐานะเป็นหน่วยงานทางปกครอง แต่ก็มีแนวปฏิบัติที่สอดคล้องกับพระราชบัญญัติวิธีปฏิบัติราชการทางปกครอง พ.ศ. 2539 ด้วยเช่นกัน นอกจากนี้เนื่องจากองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา ถูกรับรองสถานะตามกฎหมาย ทำให้มีฐานะเป็นองค์กรกึ่งรัฐ จึงต้องมีขั้นตอนการจัดการข้อเรียกร้องที่เหมาะสมตามกฎหมายวิธีปฏิบัติทางปกครอง (Administrative Procedure Act: APA) ของแต่ละประเทศด้วย

2) ความโปร่งใส

สำหรับแนวทางการกำกับดูแลตนเองที่มีความโปร่งใสนั้น องค์กรกำกับดูแลตนเองทั้งหมดในประเทศที่เลือกศึกษามีการเปิดเผยข้อมูลของกฎที่บังคับใช้ และส่วนใหญ่มีการเปิดเผยข้อมูลร่างของกฎก่อนการบังคับใช้เพื่อรับฟังความคิดเห็นของประชาชนด้วย เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสมาคมตลาดตราสารหนี้ ต่างก็มีการเปิดเผยกฎและร่างของกฎเพื่อเปิดโอกาสให้กับผู้มีส่วนได้เสียมีส่วนร่วมในการแสดงความคิดเห็นต่อกฎที่จะออก ตลาดหลักทรัพย์ NYSE และ FINRA มีการเผยแพร่ร่างของกฎเพื่อรับฟังความเห็นจากประชาชน รวมถึงเผยแพร่กฎที่ได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาแล้วผ่านทางเว็บไซต์ เป็นต้น

อย่างไรก็ตาม สำหรับการเปิดเผยข้อมูลการบังคับใช้กฎนั้น องค์กรกำกับดูแลตนเองในประเทศที่เลือกศึกษาส่วนใหญ่มีการเปิดเผยเฉพาะข้อมูลคำวินิจฉัยและคำสั่งลงโทษเท่านั้น แต่ไม่เปิดเผยข้อมูลที่อยู่ระหว่างขั้นตอนการสอบสวนเนื่องจากต้องการรักษาความลับ เช่น Bursa Malaysia และ FIMM จะเปิดเผยผลการวินิจฉัยและคำสั่งลงโทษผ่านทางเว็บไซต์ แต่ไม่ได้เปิดเผยข้อมูลในขั้นตอนระหว่างการติดตามและสอบสวนผู้กระทำความผิด เป็นต้น

ผู้เขียนเห็นว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองส่วนใหญ่มีแนวทางการกำกับดูแลตนเองที่มีความโปร่งใสดังสอดคล้องกับแนวทางการสร้างโปร่งใสของ IOSCO เช่น ควรมีการประกาศกระบวนการชี้แจงและให้ความเห็นของสาธารณชนในกรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงกฎ ควรมีการประกาศทั่วไปเกี่ยวกับเรื่องกฎและนโยบาย ควรมีการประกาศคำตัดสินและโทษทางวินัย เป็นต้น นอกจากนี้

ความโปร่งใสในการเปิดเผยร่างของกฎขององค์กรกำกับดูแลตนเองยังมีความสอดคล้องกับความเป็นธรรมในการรับฟังความคิดเห็นของผู้มีส่วนได้เสียด้วย

3) การคุ้มครองผู้ลงทุน

(1) โครงสร้างคณะกรรมการที่เป็นธรรม

จากการศึกษาเปรียบเทียบโครงสร้างคณะกรรมการขององค์กรกำกับดูแลตนเองของประเทศไทยและต่างประเทศ พบว่าอาจแบ่งได้เป็น 2 รูปแบบใหญ่ ๆ ดังต่อไปนี้

ก) โครงสร้างคณะกรรมการขององค์กรกำกับดูแลตนเองที่ถูกกำหนดให้มีกรรมการอิสระที่ไม่ได้มาจากสมาชิก

ประเทศที่เลือกศึกษาทั้งหมดมีการกำหนดให้คณะกรรมการขององค์กรกำกับดูแลตนเองต้องประกอบด้วยกรรมการอิสระ (หรือกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ หรือ กรรมการที่คัดเลือกโดยหน่วยงานของรัฐ) ที่ไม่ได้มาจากสมาชิก โดยแต่ละประเทศมีแนวทางการกำหนดสัดส่วนที่แตกต่างกัน โดยแบ่งออกได้เป็น 2 แนวทาง ได้แก่

(ก) กำหนดให้กรรมการที่มาจากสมาชิกมีจำนวนมากกว่ากรรมการอิสระ

ตัวอย่างเช่น คณะกรรมการของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีจำนวนไม่เกิน 11 คน ประกอบด้วยกรรมการผู้จัดการ 1 คนเป็นกรรมการโดยตำแหน่งและบุคคลซึ่งได้รับเลือกจากสมาชิกสามัญและวิสามัญจำนวนไม่เกิน 10 คน โดยในจำนวนนั้นให้เป็นกรรมการอิสระไม่น้อยกว่า 3 คน (กรรมการที่ไม่ใช่สมาชิกมีสัดส่วน 30%) คณะกรรมการของ Bursa Malaysia ต้องประกอบด้วยกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (PID) เป็นสัดส่วนอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด เป็นต้น

(ข) กำหนดให้กรรมการอิสระมีจำนวนมากกว่ากรรมการที่มาจากสมาชิก

ตัวอย่างเช่น คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ประกอบด้วยบุคคลซึ่งสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเลือกตั้งจำนวนไม่เกิน 4 คน กับบุคคลซึ่งคณะกรรมการ ก.ล.ต. แต่งตั้งจำนวนไม่เกิน 6 คน และผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์เป็นกรรมการตลาดหลักทรัพย์โดยตำแหน่ง (กรรมการที่ไม่ใช่สมาชิกมีสัดส่วน 60%) คณะกรรมการบริหาร FINRA ส่วนใหญ่มาจากตัวแทนของรัฐ (ตัวแทนของรัฐ 13 จาก 23 คน) เป็นต้น

ข) โครงสร้างคณะกรรมการสรรหาที่ถูกกำหนดให้มีกรรมการอิสระที่ไม่ได้มาจากสมาชิก

บางประเทศที่เลือกศึกษาให้ความสำคัญกับที่มาของคณะกรรมการสรรหา เนื่องจากคณะกรรมการสรรหามีอำนาจในการเลือกกรรมการส่วนใหญ่ขององค์กรกำกับดูแลตนเอง

เช่น คณะกรรมการสรรหาของตลาดหลักทรัพย์ KRX มีจำนวน 9 คน (ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 5 คน) มีสิทธิเลือกกรรมการจำนวน 10 คนในจำนวน 15 คน (กรรมการ 2 ใน 3 คัดเลือกโดยคณะกรรมการสรรหา) เป็นต้น

(2) การแยกส่วนงานการกำกับดูแลสมาชิกออกมาต่างหาก

จากการศึกษาเปรียบเทียบการแบ่งส่วนงานกำกับดูแลขององค์กรกำกับดูแลตนเองของประเทศไทยและต่างประเทศ พบว่าอาจแบ่งได้เป็น 2 รูปแบบใหญ่ ๆ ดังต่อไปนี้

ก) แยกเป็นคณะกรรมการภายในหน่วยงานเพื่อรับผิดชอบงานกำกับดูแลโดยเฉพาะ

บางประเทศที่เลือกศึกษา มีการจัดตั้งคณะกรรมการภายในหน่วยงานเพื่อรับผิดชอบงานกำกับดูแลโดยเฉพาะซึ่งแยกออกมาจากส่วนงานทางด้านธุรกิจ และกรรมการส่วนใหญ่ในคณะกรรมการชุดดังกล่าวไม่ได้มาจากสมาชิก เช่น ตลาดหลักทรัพย์ KRX มีการแยกคณะกรรมการกำกับดูแล (Market Oversight Commission) ออกมาต่างหาก เพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกโดยเฉพาะ โดยคณะกรรมการกำกับดูแลมี 5 คน มาจากคณะกรรมการบริการทางการเงินและ KOFIA (กรรมการทั้งหมดไม่ได้มาจากสมาชิก) ส่วน KOFIA มีการแยกคณะกรรมการกำกับดูแลตนเอง (Self-Regulation Committee) ออกมาต่างหาก ซึ่งมีจำนวน 7 คน (กรรมการ 6 ใน 7 คน ไม่ได้มาจากสมาชิก) เป็นต้น

ข) แยกออกมาเป็นบริษัทย่อยเพื่อกำกับดูแลโดยเฉพาะ

บางประเทศที่เลือกศึกษามีการจัดตั้งบริษัทย่อยเพื่อรับผิดชอบงานกำกับดูแลโดยเฉพาะซึ่งแยกออกมาจากบริษัทอื่น ๆ ที่ดำเนินงานทางด้านธุรกิจของกลุ่มบริษัทตลาดหลักทรัพย์ และกรรมการส่วนใหญ่ในคณะกรรมการของบริษัทย่อยดังกล่าวไม่ได้มาจากสมาชิก เช่น Bursa Malaysia ได้แยกส่วนงานด้านการกำกับดูแลออกมาเป็นบริษัทย่อยต่างหาก ได้แก่ Bursa Malaysia Regulation Sdn Bhd เพื่อทำหน้าที่เป็นศูนย์ดำเนินงานด้านการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนและบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก โดยคณะกรรมการทั้งหมดของ Bursa Malaysia Regulation Sdn Bhd เป็นกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (PID) ที่ถูกแต่งตั้งโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์ NYSE ได้จัดตั้งบริษัทย่อย คือ NYSE Regulation Inc. และกำหนดให้คณะกรรมการ NYSE Regulation Inc. มีกรรมการทั้งหมด 8 คน ประกอบด้วยกรรมการที่มาจากสมาชิก 3 คน และกรรมการอิสระ 5 คน เป็นต้น

(3) การกำกับองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ

ประเทศที่เลือกศึกษาทั้งหมดมีการกำหนดให้องค์กรกำกับดูแลตนเองต้องถูกกำกับโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ โดยแนวทางในการกำกับสามารถสรุปได้ดังนี้

ก) หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐมีการทบทวนและให้ความเห็นชอบต่อกฎที่ออกโดยองค์กรกำกับดูแลตนเอง (Review and Approve) เช่น คณะกรรมการ ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบต่อกฎของตลาดหลักทรัพย์ และสามารถสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์กำหนดกฎเกณฑ์เพิ่มเติม ยกเลิก หรือแก้ไขเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ที่มีอยู่แล้วได้ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย ให้ความเห็นชอบต่อกฎของ Bursa Malaysia และ FIMM คณะกรรมการบริการทางการเงินอนุภูมิภาคของตลาดหลักทรัพย์ KRX คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา ให้ความเห็นชอบต่อการออกกฎ หรือการปรับปรุงกฎของ FINRA รวมถึงมีอำนาจยกเลิกหรือแก้ไขกฎของ FINRA เป็นต้น

ข) หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐให้องค์กรกำกับดูแลตนเองรายงานการดำเนินการ (Report Request) เช่น Bursa Malaysia และ FIMM มีหน้าที่รายงานต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์ KRX มีหน้าที่รายงานต่อคณะกรรมการบริการทางการเงิน เป็นต้น

ค) หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐให้องค์กรกำกับดูแลตนเองแจ้งให้ทราบ (Notification) เช่น สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยต้องแจ้งให้สำนักงาน ก.ล.ต. ทราบโดยไม่ชักช้า หลังจากพิจารณาออกคำสั่งลงโทษสมาชิกเสร็จสิ้นแล้ว Bursa Malaysia และ FIMM ต้องแจ้งรายละเอียดเกี่ยวกับการลงโทษสมาชิกให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียทราบภายใน 7 วัน เป็นต้น

ง) หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐทบทวนการทำงานขององค์กรกำกับดูแลตนเองเป็นประจำ (Periodic review) เช่น คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาทบทวนการกระทำของ FINRA ต่อสมาชิกได้ เช่น การลงโทษสมาชิก การรับสมาชิกหรือปฏิเสธการรับสมาชิก เป็นต้น

จ) หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐมีการตรวจสอบขององค์กรกำกับดูแลตนเอง (Inspection) เช่น คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียสามารถตรวจสอบการกระทำของ FIMM คณะกรรมการบริการทางการเงินสามารถตรวจสอบการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ KRX เป็นต้น

ฉ) หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐให้องค์กรกำกับดูแลตนเองช่วยเหลือตามที่ต้องการ (Facilitation) เช่น คณะกรรมการ ก.ล.ต. เรียกให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่งมอบข้อมูลได้ Bursa Malaysia และ FIMM ต้องให้ข้อมูลหรือความช่วยเหลือตามที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียต้องการ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาขอให้ FINRA เก็บบันทึกการซื้อขายและยื่นต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาได้ เป็นต้น

ข) หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐสั่งให้องค์กรกำกับดูแลตนเองกระทำการหรืองดเว้นกระทำการ (Order) เช่น คณะกรรมการ ก.ล.ด. สั่งให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกระทำการหรืองดเว้นกระทำการได้ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียสั่งให้ Bursa Malaysia กระทำการหรืองดเว้นกระทำการได้ คณะกรรมการบริการทางการเงินสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์ KRX และ KOFIA กระทำการหรืองดเว้นกระทำการได้ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาสั่งให้ FINRA แก้ไขหรือจำกัดการดำเนินการได้ เป็นต้น

ช) หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐมีอำนาจเข้าไปปฏิบัติหน้าที่แทนในกรณีที่องค์กรกำกับดูแลตนเองปฏิบัติหน้าที่ไม่เพียงพอ หรือในกรณีที่เกิดการขัดแย้งกันของผลประโยชน์ (Power Takeover) เช่น ในกรณีที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียเห็นว่าจำเป็นหรือสมควรสำหรับการคุ้มครองผู้ลงทุนหรือการบริหารที่มีประสิทธิภาพของกฎหมายหลักทรัพย์หรือเพื่อประโยชน์สาธารณะ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียอาจสั่งให้ Bursa Malaysia หยุดทำหน้าที่ และบังคับใช้กฎโดยองค์กรที่มีส่วนร่วมในตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น

ฌ) หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐมีอำนาจลงโทษขององค์กรกำกับดูแลตนเองหรือพนักงานขององค์กรกำกับดูแลตนเอง (Punishment) เช่น คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียสั่งพักหรือเพิกถอนใบอนุญาตของ Bursa Malaysia คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาสั่งลงโทษพนักงานหรือกรรมการของ FINRA ที่จงใจฝ่าฝืนกฎหมายกำกับตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น

ผู้เขียนเห็นว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองส่วนใหญ่มีแนวทางการกำกับดูแลตนเองที่มุ่งคุ้มครองผู้ลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับแนวทางการคุ้มครองผู้ลงทุนของ IOSCO เช่น องค์กรกำกับดูแลตนเองควรมีโครงสร้างกรรมการที่เป็นธรรม (Governance Structure) โดยเปิดโอกาสให้มีตัวแทนของกรรมการที่คุ้มครองประโยชน์ของผู้ลงทุน เช่น กรรมการที่มาจากภาครัฐ กรรมการเพื่อคุ้มครองประโยชน์สาธารณะ เป็นต้น องค์กรกำกับดูแลตนเองควรมีกระบวนการเพื่อจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐควรมีระบบการกำกับองค์กรกำกับดูแลตนเอง (Oversight Program) เป็นต้น

นอกจากนี้ผู้เขียนยังเห็นว่าแนวทางการแยกส่วนงานการกำกับดูแลสมาชิกออกมาต่างหากเป็นแนวทางที่น่าสนใจสำหรับประเทศไทย นอกเหนือจากการกำหนดให้มีกรรมการอิสระในคณะกรรมการขององค์กรกำกับดูแลตนเองซึ่งประเทศไทยได้ดำเนินการอยู่แล้ว ส่วนแนวทางการกำกับองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐนั้น หากเป็นประเทศที่มีกฎหมายกำหนดบทบัญญัติรับรองให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง เช่น สหรัฐอเมริกา แนวทางการกำกับองค์กรกำกับดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์จะมีมาตรฐานเดียวกัน

จากผลการศึกษาข้างต้น สามารถสรุปเป็นตารางเปรียบเทียบหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ระหว่างประเทศไทย มาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา ซึ่งเกี่ยวข้องกับองค์กรกำกับดูแลตนเอง ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“SET”) สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (“ThaiBMA”) บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ Bursa Malaysia (“BM”) สภาธุรกิจผู้จัดการลงทุนมาเลเซีย (“FIMM”) ตลาดหลักทรัพย์เกาหลี (“KRX”) สมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (“KOFIA”) ตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (“NYSE”) องค์กรกำกับภาคการเงิน (“FINRA”) ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

ตารางที่ 6.1 เปรียบเทียบหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ระหว่างประเทศไทย มาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา

	ไทย			มาเลเซีย		เกาหลีใต้			สหรัฐอเมริกา	
	SET	ThaiBMA	BM	FIMM	KRX	KOFIA	NYSE	FINRA		
1. หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง										
1) กฎหมายรับรองให้เป็น SRO	X	X	X	/	X	/	/	/		/
2) ได้รับการยอมรับให้เป็น SRO	/	/	X	X	X	X	X	X		X
3) มีลักษณะเป็น SRO	/	/	/	/	/	/	/	/		/
2. หลักเกณฑ์เกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแลตนเอง										
1) บทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิก	/	X	/	X	/	X	X	X		/
2) กฎหมายเปิดโอกาสให้มี SRO ในระดับสมาคมฯ	กฎหมายไม่รับรอง SRO			กฎหมายรับรอง Multi SRO (แต่มี FIMM แห่งเดียว)		กฎหมายรับรอง Single SRO		กฎหมายรับรอง Multi SRO (แต่มี FINRA แห่งเดียว)		
3. หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดี										
3.1 หลักความเป็นธรรม										
1) รับฟังความคิดเห็นของผู้มีส่วนได้เสีย	/	/	/	X	/	X	/	/		/
2) มีกระบวนการจัดการข้อเรียกร้อง	/	/	/	/	/	/	/	/		/
3.2 หลักความโปร่งใส										
1) เปิดเผยกฎ	/	/	/	/	/	/	/	/		/
2) เปิดเผยแพร่ร่างของกฎ	/	/	/	X	/	X	/	/		/

	ไทย			มาเลเซีย			เกาหลีใต้			สหรัฐอเมริกา	
	SET	ThaiBMA	BM	FIMM	KRX	KOFIA	NYSE	FINRA			
3) เปิดเผยแพร่ทางการเงินสอบสวน	X	X	X	X	X	X	X	X			
4) เปิดเผยคำวินิจฉัย	/	X	/	/	X	X	/	/			
3.3 หลักการคุ้มครองผู้ลงทุน											
1) โครงสร้างของคณะกรรมการที่เป็นธรรม	กรรมการที่ไม่ได้มาจากสมาชิก 6 คน	กรรมการที่ไม่ได้มาจากสมาชิก 3 คน	กรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ 1/3	กรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ 45 ร้อยละ	กรรมการที่ไม่ได้มาจากสมาชิก 10 คน	กรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ 6 คน	กรรมการที่ไม่ได้มาจากสมาชิก 13 คน	กรรมการที่ไม่ได้มาจากสมาชิก 23 คน	กรรมการที่ไม่ได้มาจากสมาชิก 57 %	กรรมการที่ไม่ได้มาจากสมาชิก 57 %	
2) การแยกส่วนงานกำกับดูแลออกมา	X	แยกคณะ	แยก	แยกคณะ	แยกคณะ	แยกคณะ	แยกบริษัท	แยกคณะ	แยกบริษัท	แยกคณะ	
3) การกำกับโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	
Review and approve ¹	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	
Report request ²	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	
Notification ³	X	/	/	/	X	X	X	X	X	X	

	ไทย			มาเลเซีย			เกาหลีใต้			สหรัฐอเมริกา	
	SET	ThaiBMA	BM	FIMM	KRX	KOFIA	NYSE	FINRA			
Periodic review ⁴	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	
Inspection ⁵	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	
Facilitation ⁶	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	
Order ⁷	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	
Power takeover ⁸	X	X	/	X	X	X	X	X	/	/	
Punishment ⁹	X	/	/	/	/	/	/	/	/	/	

หมายเหตุ: สัญลักษณ์ / = มี, สัญลักษณ์ x = ไม่มี

¹Review and approve = หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐมีการทบทวนและให้ความเห็นชอบต่อกฎที่ออกโดยองค์กรกำกับดูแลตนเอง

²Report request = หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐให้องค์กรกำกับดูแลตนเองรายงานการดำเนินการ

³Notification = หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐให้องค์กรกำกับดูแลตนเองแจ้งให้ทราบ

⁴Periodic review = หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐทบทวนการทำงานขององค์กรกำกับดูแลตนเองเป็นประจำ

⁵Inspection = หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐมีการตรวจสอบองค์กรกำกับดูแลตนเอง

⁶Facilitation = หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐให้องค์กรกำกับดูแลตนเองช่วยเหลือตามที่ต้องการ

⁷Order = หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐสั่งให้องค์กรกำกับดูแลตนเองกระทำการหรืองดเว้นกระทำการ

⁸Power takeover = หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐมีอำนาจเข้าไปปฏิบัติหน้าที่แทนในกรณีที่ต้องการกำกับดูแลหน้าที่ที่ไม่เพียงพอ

⁹Punishment = หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐมีอำนาจลงโทษขององค์กรกำกับดูแลตนเองหรือพนักงานขององค์กรกำกับดูแลตนเอง

6.2 ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่เหมาะสมในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

จากบทสรุปข้างต้น ผู้เขียนมีข้อเสนอแนะเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่เหมาะสมในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย ดังต่อไปนี้

1) ควรกำหนดบทบัญญัติเพื่อรับรองสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

แม้ว่าการพิจารณาว่าองค์กรใดบ้างมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง สามารถพิจารณาได้จากโครงสร้างคณะกรรมการที่เปิดโอกาสให้สมาชิกสามารถส่งตัวแทนเข้ามาเป็นกรรมการได้ รวมถึงพิจารณาได้จากลักษณะการใช้อำนาจกำกับดูแลสมาชิกขององค์กรนั้น ซึ่งปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ได้ถูกยอมรับสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยผ่านการทำบันทึกข้อตกลงหรือบันทึกความเข้าใจ (MOU) กับคณะกรรมการ ก.ล.ต. รวมถึงเมื่อพิจารณาจากโครงสร้างคณะกรรมการและลักษณะการใช้อำนาจ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ต่างก็มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองด้วยเช่นกัน

อย่างไรก็ตาม กรณีที่ไม่มีการรับรองสถานะทางกฎหมายให้กับองค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ อย่างชัดเจน ทำให้มีความไม่แน่นอนในการตีความว่าองค์กรไหนบ้างที่มีลักษณะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง รวมถึงการทำ MOU กับคณะกรรมการ ก.ล.ต. ก็ไม่มีผลผูกพันทางกฎหมาย จึงทำให้เกิดความไม่ชัดเจนทางกฎหมายว่าองค์กรที่ได้รับการยอมรับจากหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐจะมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองหรือไม่ อันนำมาสู่ปัญหาความคลั่งในการปฏิบัติตามกฎหมายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยในปัจจุบัน ทั้งนี้แม้ว่าทั้งสององค์กรจะมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองเช่นเดียวกัน แต่ทั้งสององค์กรมีหน้าที่และความรับผิดชอบตามกฎหมายแตกต่างกัน กล่าวคือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องปฏิบัติตามมาตรฐานที่กำหนดในพระราชบัญญัติวิธีปฏิบัติราชการทางปกครอง พ.ศ. 2539 ในขณะที่สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยไม่ต้องปฏิบัติตามกฎหมายดังกล่าว และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความรับผิดชอบตามพระราชบัญญัติความรับผิดทางละเมิดของเจ้าหน้าที่ พ.ศ. 2539 ในขณะที่สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีความรับผิดชอบตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

ดังนั้นประเทศไทยควรเพิ่มบทบัญญัติว่าด้วยองค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ในส่วนหนึ่งของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เพื่อให้องค์กรที่เกี่ยวข้อง เช่น ตลาดหลักทรัพย์ ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ เป็นต้น สามารถยื่นขอ

อนุญาตเป็นองค์ร่ำก้าบดูแลตนเองได้ ซึ่งแนวทางดังกล่าวให้เกิดความชัดเจนว่าองค์กรใดบ้างมีสถานะเป็นองค์ร่ำก้าบดูแลตนเองที่มีอำนาจก้าบดูแลสมาชิกตามกฎหมาย สำหรับกรณีของสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์นั้น หากได้รับอนุญาตให้เป็นองค์ร่ำก้าบดูแลตนเองแล้ว ควรกำหนดให้ชัดเจนด้วยว่าบทบัญญัติตามกฎหมายว่าด้วยสมาคมการค้าจะไม่ถูกนำมาใช้บังคับโดยอนุโลมกับสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ เพื่อให้้องค์กรก้าบดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์และสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์มีหน้าที่และความรับผิดชอบตามกฎหมายปกครองเหมือนกัน นอกจากนี้้องค์กรที่ได้รับอนุญาตให้เป็นองค์ร่ำก้าบดูแลตนเองต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการก้าบดูแลตนเองที่ดี ซึ่งถูกกำหนดไว้เป็นหน้าที่ตามกฎหมายในหมวดที่ว่าด้วย้องค์กรก้าบดูแลตนเองของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เพื่อให้้องค์กรก้าบดูแลตนเองทุกแห่งมีการก้าบดูแลตนเองที่เป็นธรรม โปร่งใส และคุ้มครองผู้ลงทุนได้อย่างเหมาะสม และถูก ก.ล.ต. ก้าบการดำเนินงานภายใต้มาตรฐานเดียวกัน

ในประเด็นเกี่ยวกับการเพิ่มบทบัญญัติว่าด้วย้องค์กรก้าบดูแลตนเองนั้น ผู้เขียนเสนอให้เพิ่มเติมในหมวด 7 “้องค์กรที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์” ส่วนที่ 3 “้องค์กรก้าบดูแลตนเอง” ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งควรมีรายละเอียดที่สำคัญ เช่น การรับรอง้องค์กรก้าบดูแลตนเอง การจัดทำและแก้ไขข้อบังคับ การรับฟังความเห็นเพื่อความเป็นธรรม การเปิดเผยเพื่อความโปร่งใส โครงสร้างของคณะกรรมการ การก้าบบ้องค์กรก้าบดูแลตนเองโดย ก.ล.ต. เพื่อคุ้มครองผู้ลงทุน เป็นต้น

สำหรับบทบัญญัติเกี่ยวกับการขออนุญาตต่อหน่วยงานของรัฐเพื่อให้รับรองสถานะ้องค์กรก้าบดูแลตนเองตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ควรมีเนื้อหาดังนี้

ส่วนที่ 3

้องค์กรก้าบดูแลตนเอง

มาตรา 237/1 ตลาดหลักทรัพย์ ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ และสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ อาจขอจดทะเบียนเป็น้องค์กรก้าบดูแลตนเองอันมิใช่เป็นการแสวงหาผลกำไร เพื่อวัตถุประสงค์ในการก้าบดูแลสมาชิกตามบทบัญญัติในส่วนนี้ โดยความเห็นชอบของคณะกรรมการ ก.ล.ต. ตามหลักเกณฑ์เงื่อนไข และวิธีการที่คณะกรรมการก้าบตลาดทุนกำหนด

้องค์กรก้าบดูแลตนเองตามวรรคหนึ่งต้องก้าบดูแลสมาชิกด้วยความเป็นธรรม โปร่งใส และคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ลงทุนมากกว่าประโยชน์ทางธุรกิจของสมาชิก หน้าที่และความรับผิดชอบของ้องค์กรก้าบดูแลตนเองตลอดจนกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ้องค์กรก้าบดูแลตนเอง ให้เป็นไปตามกฎหมายว่าด้วย

วิธีปฏิบัติราชการทางปกครองและกฎหมายว่าด้วยความรับผิดทางละเมิดของเจ้าหน้าที่

มาตรา 237/2 องค์รกกักกักดูแลตนเองต้องจัดให้มีข้อบังคับหรือหลักเกณฑ์การกักกักดูแลสมาชิกที่ส่งเสริมความเป็นธรรม ความโปร่งใส และคุ้มครองประโยชน์ของผู้ลงทุน รวมถึงต้องจัดให้สมาชิกผูกพันว่าจะปฏิบัติตามข้อบังคับหรือหลักเกณฑ์การกักกักดูแลสมาชิกดังกล่าว

หากสมาชิกใดฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติตามข้อบังคับหรือหลักเกณฑ์การกักกักดูแลสมาชิกตามวรรคหนึ่ง องค์รกกักกักดูแลตนเองมีอำนาจลงโทษสมาชิก ได้แก่ ภาคทัณฑ์ ปรับ ห้ามมิให้ดำเนินธุรกิจเป็นการชั่วคราว หรือให้พ้นจากสมาชิกภาพ

ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการกำหนดบทบัญญัติเพื่อรับรองสถานะขององค์รกกักกักดูแลตนเองไว้ในกฎหมายข้างต้น เป็นไปในแนวทางเดียวกับประเทศสหรัฐอเมริกาที่มีบทบัญญัติรับรองให้ตลาดหลักทรัพย์ที่จดทะเบียน และสมาคมหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนมีสถานะเป็นองค์รกกักกักดูแลตนเองตามมาตรา 19 แห่งกฎหมายกักกักตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934

ทั้งนี้ผู้เขียนเห็นว่าการรับรองสถานะทั้งตลาดหลักทรัพย์และสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ให้เป็นองค์รกกักกักดูแลตนเองตามแนวทางของประเทศสหรัฐอเมริกาดีกว่าการรับรองสถานะเพียงแค่สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ตามแนวทางของประเทศมาเลเซียและเกาหลีใต้ เนื่องจากการสร้างความชัดเจนว่าตลาดหลักทรัพย์ยังคงมีสถานะเป็นองค์รกกักกักดูแลตนเอง แม้ว่าในอนาคตอาจมีการถ่ายโอนงานกักกักดูแลสมาชิกออกไปให้สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ด้วยก็ตาม นอกจากนี้เมื่อทั้งตลาดหลักทรัพย์และสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์มีสถานะเป็นองค์รกกักกักดูแลตนเอง ก็ทำให้สามารถนำหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกักกักขององค์รกกักกักดูแลตนเองมาบังคับใช้กับตลาดหลักทรัพย์และสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ได้อย่างเท่าเทียมภายใต้มาตรฐานทางกฎหมายเดียวกัน อันทำให้ไม่เกิดความลักลั่นในการปฏิบัติหน้าที่ตามกฎหมาย

บทบัญญัติตามมาตรา 237/1 และ 237/2 ที่เพิ่มเติมขึ้นมานั้นกำหนดให้องค์กรที่ได้รับการจดทะเบียนรับรองให้เป็นองค์รกกักกักดูแลตนเองโดยความเห็นชอบของคณะกรรมการ ก.ล.ต. มีสถานะเป็นองค์รกกักกักดูแลตนเองโดยกฎหมาย ทำให้มีอำนาจลงโทษสมาชิกและมีความรับผิดตามกฎหมายในมาตรฐานเดียวกับองค์รกกักกักดูแลตนเองอื่น ตัวอย่างเช่น หากว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้รับอนุญาตให้เป็นองค์รกกักกักดูแลตนเองตามมาตรา 237/1 ที่แก้ไขเพิ่มเติมแล้ว ก็จะเป็นผู้ใช้อำนาจทางปกครองในการกักกักดูแลสมาชิกเช่นเดียวกัน การรับสมาชิกหรือการลงโทษสมาชิกด้วยการเพิกถอนสมาชิกภาพก็จะส่งผลต่อสิทธิในการประกอบธุรกิจของสมาชิกในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ทั้งสององค์กรมีหน้าที่ต้องดำเนินการภายใต้

มาตรฐานที่กำหนดไว้ในพระราชบัญญัติวิธีปฏิบัติราชการทางปกครอง พ.ศ. 2539 และมีความรับผิดชอบตามพระราชบัญญัติความรับผิดชอบทางละเมิดของเจ้าหน้าที่ พ.ศ. 2539 รวมถึงต้องปฏิบัติตามกฎหมายในส่วนที่บัญญัติถึงหน้าที่ขององค์กรกำกับดูแลตนเองภายใต้มาตรฐานเดียวกันด้วย

นอกจากนี้ข้อเสนอแนะดังกล่าวข้างต้นก็สอดคล้องกับแนวคิดของสำนักงาน ก.ล.ต. ที่เคยจัดทำโครงการศึกษารูปแบบ SRO ที่เหมาะสมกับตลาดทุนไทย และได้ข้อสรุปว่าควรจัดตั้ง SRO ขึ้นในตลาดทุนไทย⁴⁹⁸ รวมถึงได้จัดทำร่างกฎหมายโดยเพิ่มเติมบทบัญญัติการจัดตั้ง “องค์กรผู้ประกอบธุรกิจในตลาดทุนที่กำกับดูแลสมาชิก” เพื่อรับรองสถานะความเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง (SRO) ในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์เข้าไปในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 อย่างไรก็ตามต่อมาในปี พ.ศ. 2559 สำนักงาน ก.ล.ต. ได้ถอนร่างกฎหมายเรื่องนี้ออกไป เนื่องจากการกฤษฎีกาบางท่านไม่เห็นด้วย โดยให้ความเห็นว่า SRO เป็นเรื่องการกีดกันการค้า เนื่องจากการกำหนดว่าหากจะมีการสร้าง SRO ก็ต้องให้หน่วยธุรกิจในอุตสาหกรรมประเภทนั้น ๆ มาเข้าร่วมเป็นสมาชิกขององค์กร ซึ่งมีความเห็นว่าการบังคับลักษณะดังกล่าวจะเป็นการไม่ให้อิสระเสรีต่อธุรกิจ⁴⁹⁹

สำหรับกรณีที่กรรมการกฤษฎีกาบางท่านเห็นว่า SRO เป็นเรื่องการกีดกันการค้า นั้น ผู้เขียนมีความเห็นแย้งว่าการจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลตนเองไม่น่าจะถือเป็นเรื่องการกีดกันทางการค้า เนื่องจากเหตุผลดังนี้

(1) การจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลตนเองเป็นประโยชน์ต่อการกำหนดมาตรฐานในการดำเนินงานของสมาชิก เนื่องจากกฎที่องค์กรกำกับดูแลตนเองนำมาบังคับใช้กับสมาชิกจะเกี่ยวข้องกับมาตรฐานการปฏิบัติงานในธุรกิจหรือวิชาชีพนั้น ๆ โดยเฉพาะในภาคธุรกิจหรือวิชาชีพที่ต้องมีใบอนุญาต ดังจะเห็นได้ว่าการจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลตนเองอย่างแพร่หลายในธุรกิจวิชาชีพที่ต้องมีใบอนุญาต เช่น แพทยสภา สภานายความ เป็นต้น หากว่าสมาชิกรายใดไม่ปฏิบัติตามมาตรฐาน ก็จะถูกขับออกจากสมาชิกของกลุ่ม อันส่งผลให้ไม่สามารถดำเนินธุรกิจหรือประกอบวิชาชีพนั้นได้ ดังนั้นการจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลตนเองจึงไม่ใช่การรวมกลุ่มกันเพื่อกีดกันทางการค้า เนื่องจากหากสมาชิกรายใดมีคุณสมบัติหรือดำเนินธุรกิจได้สอดคล้องกับมาตรฐานที่กลุ่มนั้นกำหนด ก็สามารถเข้ามาเป็นสมาชิกในกลุ่มดังกล่าวได้ รวมถึงสามารถดำรงสมาชิกภาพได้โดยไม่ถูกขับออกจากกลุ่ม หากดำเนินงานได้ตามมาตรฐานที่กลุ่มนั้นกำหนด

⁴⁹⁸ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, รายงานการดำเนินงานโครงการศึกษา “โครงการ Sro ที่เหมาะสมกับตลาดทุนไทย ณ ประเทศมาเลเซียและเกาหลีใต้” ระหว่างวันที่ 8-12 มีนาคม 2553, หน้า 37.

⁴⁹⁹ เพิ่มโทษบีก บจ. อินไซด์-ปิ่นทูน ‘บัญชีดำ’ ห้ามบริหาร 3 ปี, *เรื่องเดิม*.

(2) โดยทั่วไปแล้วคุณสมบัติและมาตรฐานในการดำเนินงานตามที่องค์กรกำกับดูแลตนเองกำหนด จะมุ่งใช้บังคับกับผู้ประกอบการทุกรายโดยไม่เลือกปฏิบัติ ดังนั้นหากว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์มีกลไกการกำกับดูแลตนเองที่ดี การกำกับดูแลสมาชิกควรมีความเป็นธรรมและโปร่งใส โดยต้องไม่กีดกันผู้ประกอบการรายใดรายหนึ่งเข้ามาเป็นสมาชิกในกลุ่ม และไม่เลือกปฏิบัติในการลงทะเบียนสมาชิกรายใดรายหนึ่ง

(3) แนวทางการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์มีกลไกการกำกับองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ (ก.ล.ต.) อีกทอดหนึ่ง⁵⁰⁰ ซึ่งโดยทั่วไปแล้วหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐมักจะมีอำนาจสั่งให้องค์กรกำกับดูแลตนเองกระทำการหรืองดเว้นกระทำการได้ ในกรณีที่เห็นว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองปฏิบัติหน้าที่ไม่ถูกต้องตามกฎหมายหลักทรัพย์ ดังนั้นหากหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐเห็นว่าการดำเนินงานขององค์กรกำกับดูแลตนเองมีลักษณะกีดกันทางการค้าหรือเลือกปฏิบัติต่อสมาชิกบางราย ก็สามารถใช้อำนาจสั่งการให้ปรับปรุงแก้ไขได้

2) ควรกำหนดบทบัญญัติในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ให้สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ที่มีความพร้อม สามารถยื่นขออนุญาตเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองได้ เพื่อส่งเสริมให้มีองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ได้หลายแห่ง (Multi SRO)

การกำหนดบทบัญญัติเพื่อรับรองสถานะขององค์กรกำกับดูแลตนเองโดยให้องค์กรที่ต้องการกำกับดูแลสมาชิกสามารถยื่นขออนุญาตเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองได้นั้น ควรเปิดโอกาสให้มีองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์มากกว่า 1 แห่ง เนื่องจากรูปแบบของหลักเกณฑ์ที่กำหนดให้มีองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ได้หลายแห่ง (Multi SRO) เหมาะสมกับประเทศไทยซึ่งมีสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ที่แยกรายธุรกิจ โดยปัจจุบันสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ในประเทศไทยมี 3 แห่ง ได้แก่ (1) สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (ThaiBMA) (2) สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย (ASCO) และ (3) สมาคมบริษัทจัดการลงทุน (AIMC) ทั้งนี้หากสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์แห่งใดมีความพร้อม ก็สามารถยื่นขออนุญาตเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองได้

ดังนั้นจึงควรมีบทบัญญัติในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ที่กำหนดให้สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ซึ่งมีคุณสมบัติตามที่กำหนดสามารถยื่นขออนุญาตเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ได้ เพื่อให้สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์แห่งอื่นนอกเหนือจากสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย สามารถแบ่งเบาภาระงานกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อันเป็นการเตรียมความพร้อมหากว่ามีการแปรรูปตลาด

⁵⁰⁰ John W. Carson, *op. cit.*, p. 47.

หลักทรัพย์เกิดขึ้นในอนาคต รวมถึงสามารถนำหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับองค์กรกำกับดูแลตนเอง มาบังคับใช้กับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย และสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์อื่น ๆ ที่ต้องการจดทะเบียนเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองในอนาคตได้อย่างเท่าเทียมภายใต้มาตรฐานกฎหมายเดียวกัน

สำหรับบทบัญญัติที่กำหนดให้สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์สามารถยื่นขออนุญาตเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ได้หลายแห่ง ควรมีเนื้อหาดังนี้

“มาตรา 237/3 สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์อาจจดทะเบียนเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองมาตรา 237/1 ได้มากกว่าหนึ่งแห่ง เพื่อกำกับดูแลสมาชิกตามประเภทธุรกิจของสมาคมแต่ละแห่ง”

ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการอนุญาตให้มืองค์กรกำกับดูแลตนเองได้หลายแห่งข้างต้น เป็นไปในแนวทางเดียวกับประเทศมาเลเซียที่มีบทบัญญัติให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียภายใต้ความเห็นชอบของรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังมีอำนาจรับรององค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ได้หลายแห่ง (Multi SRO) ตามมาตรา 323 แห่งพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการ ค.ศ. 2007

บทบัญญัติตามมาตรา 237/3 ที่เพิ่มเติมขึ้นมานั้นช่วยส่งเสริมให้มืองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ได้หลายแห่ง ตัวอย่างเช่น หากว่าสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย (ASCO) สามารถยื่นขออนุญาตเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองตามกฎหมายได้ ทั้งนี้เป็นไปตามมาตรา 237/3 ที่แก้ไขเพิ่มเติม ซึ่งกำหนดว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์มีได้มากกว่าหนึ่งแห่ง สมาชิกที่ประกอบธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ก็ต้องปฏิบัติตามกฎที่ออกโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทยซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง มิเช่นนั้นจะถูกขับให้พ้นสมาชิกและไม่สามารถประกอบธุรกิจเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ได้ โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอาจทำบันทึกข้อตกลง (MOU) ร่วมกับสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทยเพื่อแบ่งหน้าที่การออกกฎสำหรับกำกับดูแลสมาชิก เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอาจทำหน้าที่ออกกฎที่เกี่ยวกับอัตราค่าธรรมเนียมในการปฏิบัติหน้าที่เป็นนายหน้าหรือตัวแทนในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียน ส่วนสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทยอาจทำหน้าที่ออกกฎเกี่ยวกับการทำสัญญาเป็นนายหน้าหรือตัวแทนซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ให้แก่ลูกค้า เป็นต้น ทั้งนี้หากในอนาคตตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการแปรรูปเป็นบริษัทมหาชน จำกัดและถูกนำเข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ภาระต้นทุนการกำกับดูแลสมาชิกก็จะมีน้อยลงเนื่องจากได้เตรียมการผ่อนถ่ายหน้าที่การกำกับดูแลสมาชิกในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการบางส่วนให้แก่สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทยซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองอีกแห่งแล้ว

3) ควรแก้ไขหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่ดีในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ให้มีความเป็นธรรม โปร่งใส และคุ้มครองผู้ลงทุนได้อย่างเหมาะสมมากขึ้น

ปัจจุบันพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้บัญญัติหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่ดีในสำหรับองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์เป็นส่วนใหญ่ ในขณะที่องค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ยังไม่มีบทบัญญัติดังกล่าว ซึ่งสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยก็ได้กำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเองที่ดีในข้อบังคับสมาคม เช่น องค์ประกอบของกรรมการที่ไม่ได้มาจากสมาชิก กระบวนการขั้นตอนสำหรับสอบสวนและลงโทษสมาชิก เป็นต้น นอกจากนี้การกำกับดูแลตนเองของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยในบางเรื่องก็ได้ใช้แนวปฏิบัติเป็นสำคัญ เช่น การเปิดเผยข้อมูลในเรื่องต่าง ๆ เพื่อความโปร่งใส เป็นต้น ซึ่งแนวปฏิบัติหลายประการขององค์กรกำกับดูแลตนเองก็ได้สร้างมาตรฐานขั้นต่ำเกี่ยวกับความเป็นธรรม ความโปร่งใส และการคุ้มครองผู้ลงทุน แต่ไม่มีการนำมาบัญญัติเป็นหลักเกณฑ์ที่ชัดเจน รวมถึงหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยในบางเรื่องก็มีมาตรฐานที่แตกต่างกัน

ดังนั้น จึงควรกำหนดหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่ดีอันเป็นมาตรฐานขั้นต่ำอย่างชัดเจนในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เพื่อให้องค์กรกำกับดูแลตนเองแต่ละแห่งมีมาตรฐานในการกำกับดูแลสมาชิกที่เหมือนกัน ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

6.2.1 ความเป็นธรรม

การปรับปรุงพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ครั้งล่าสุด (พ.ศ. 2562) ซึ่งกำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องรับฟังความคิดเห็นจากผู้มีส่วนได้เสียก่อนหากว่ามีหลักเกณฑ์ที่ออกหรือแก้ไขส่งผลกระทบต่อการดำเนินธุรกิจหรือประโยชน์ได้เสียของสมาชิกผู้ลงทุน หรือบุคคลซึ่งเกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงแนวปฏิบัติในปัจจุบันของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยที่เปิดโอกาสให้ผู้มีส่วนได้เสียในตลาดตราสารหนี้มีส่วนร่วมในการแสดงความคิดเห็นต่อกฎที่ออกโดยสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีความเหมาะสมแล้ว ซึ่งแนวทางดังกล่าวสอดคล้องกับประเทศมาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกาที่กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ต้องรับฟังความคิดเห็นจากผู้มีส่วนได้เสียก่อน

ส่วนข้อกำหนดเกี่ยวกับการจัดการข้อเรียกร้องในปัจจุบันของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยก็มีความเหมาะสมแล้วเช่นกัน เนื่องจากสอดคล้องมาตรฐานขั้นต่ำตามที่กำหนดไว้ในพระราชบัญญัติวิธีปฏิบัติราชการทางปกครอง พ.ศ. 2539 ซึ่งเป็นไปในแนวทางเดียวกับประเทศมาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา ที่เห็นว่าองค์กรกำกับดูแลตนเองมีลักษณะเป็น

องค์กรกึ่งรัฐ จึงต้องมีขั้นตอนการจัดการข้อเรียกร้องที่เหมาะสมตามกฎหมายวิธีปฏิบัติทางปกครอง (Administrative Procedure Act: APA)

อย่างไรก็ตามเพื่อให้การกำกับดูแลตนเองมีความเป็นธรรมภายใต้มาตรฐานเดียวกัน ดังนั้นจึงควรกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการรับฟังความคิดเห็นจากผู้มีส่วนได้เสียและการจัดการข้อเรียกร้องขององค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยมีเนื้อหาดังนี้

มาตรา 237/4 ในการจัดทำข้อบังคับหรือหลักเกณฑ์การกำกับดูแลสมาชิก หรือการแก้ไขเปลี่ยนแปลงข้อบังคับหรือหลักเกณฑ์การกำกับดูแลสมาชิก องค์กรกำกับดูแลตนเองต้องจัดให้มีการรับฟังความคิดเห็นของผู้มีส่วนได้เสียก่อน พร้อมจัดส่งรายงานผลการรับฟังความคิดเห็นให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. เพื่อประกอบการพิจารณาให้ความเห็นชอบ

ข้อบังคับหรือหลักเกณฑ์การกำกับดูแลสมาชิกตามวรรคหนึ่ง ให้มีผลใช้บังคับเมื่อได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. โดยคณะกรรมการ ก.ล.ต. ต้องพิจารณาและแจ้งผลการพิจารณาให้องค์กรกำกับดูแลตนเองทราบ ภายในหกสิบวันนับแต่วันที่ได้รับข้อบังคับหรือหลักเกณฑ์ดังกล่าว

มาตรา 237/5 องค์กรกำกับดูแลตนเองต้องกำกับดูแลสมาชิกด้วยความ เป็นธรรมและไม่เลือกปฏิบัติ รวมถึงมีหลักเกณฑ์การจัดการข้อเรียกร้องและระงับข้อพิพาทระหว่างสมาชิกหรือผู้มีส่วนได้เสียที่เป็นธรรม ให้โอกาสสมาชิกหรือผู้มีส่วนได้เสียได้แถลงข้อเท็จจริงอย่างเพียงพอ และให้สิทธิสมาชิกหรือผู้มีส่วนได้เสียได้อุทธรณ์ต่อหน่วยงานภายในขององค์กรกำกับดูแลตนเองภายในระยะเวลาที่เหมาะสม

หลักเกณฑ์การจัดการข้อเรียกร้องและระงับข้อพิพาทตามวรรคหนึ่ง ให้เป็นไปตามข้อบังคับขององค์กรกำกับดูแลตนเอง

ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการรับฟังความคิดเห็นจากผู้มีส่วนได้เสียและการจัดการข้อเรียกร้องขององค์กรกำกับดูแลตนเองข้างต้น เป็นไปในแนวทางเดียวกับประเทศสหรัฐอเมริกาที่ทั้งตลาดหลักทรัพย์ NYSE และองค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA) มีการเปิดเผยร่างของกฎเพื่อรับฟังความคิดเห็นของประชาชนและผู้มีส่วนได้เสีย รวมถึงให้โอกาสสมาชิกและผู้ถูกกล่าวหาได้ชี้แจงข้อเท็จจริงก่อนที่จะทำคำวินิจฉัย อีกทั้งให้โอกาสสมาชิกและผู้ถูกกล่าวหาได้อุทธรณ์คำวินิจฉัยดังกล่าวด้วย

6.2.2 ความโปร่งใส

ปัจจุบันไม่มีการกำหนดหลักเกณฑ์ให้องค์กรกำกับดูแลตนเองต้องมีการเปิดเผยข้อมูลในขั้นตอนของการออกกฎและการบังคับใช้กฎ ดังนั้นจึงควรกำหนดไว้ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ให้องค์กรกำกับดูแลตนเองต้องมีการเปิดเผยในประเด็นต่อไปนี้

1) การออกกฎ

ในปัจจุบันทั้งตลาดหลักทรัพย์และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้มีการเปิดเผยร่างของกฎเพื่อรับฟังความคิดเห็น ซึ่งเป็นไปในแนวเดียวกับการเปิดเผยร่างของกฎเพื่อรับฟังความคิดเห็นของ ก.ล.ต. ซึ่งเป็นหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ โดยการเปิดเผยร่างของกฎระเบียบถูกกำหนดขึ้นภายใต้แนวคิดของการรับฟังความคิดเห็นของผู้มีส่วนได้เสียก่อนที่จะมีการประกาศใช้กฎระเบียบดังกล่าว ซึ่งสอดคล้องกับแนวทางการกำกับดูแลตนเองของประเทศมาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา

2) การบังคับใช้กฎ

ภายใต้แนวปฏิบัติปัจจุบัน พบว่าทั้งตลาดหลักทรัพย์และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้มีการเปิดเผยผลการวินิจฉัยความผิด ดังนั้นจึงควรกำหนดไว้ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ให้องค์กรกำกับดูแลตนเองต้องเปิดเผยผลการวินิจฉัยความผิดเพื่อความโปร่งใส อย่างไรก็ตามเนื่องจากข้อมูลระหว่างการพิจารณาความผิดถือเป็นความลับ จึงไม่ควรเปิดเผยความลับดังกล่าวภายใต้หลักการรักษาความลับระหว่างการพิจารณา ซึ่งหลักการดังกล่าวถูกนำไปใช้ในประเทศมาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา

สำหรับบทบัญญัติที่กำหนดให้องค์กรกำกับดูแลตนเองต้องเปิดเผยกฎและร่างของกฎ รวมถึงผลการวินิจฉัยความผิดเพื่อให้เกิดความโปร่งใส ควรมีเนื้อหาดังนี้

มาตรา 237/6 องค์กรกำกับดูแลตนเองต้องกำกับดูแลสมาชิกด้วยความโปร่งใส มีการเผยแพร่ข้อบังคับและหลักเกณฑ์การกำกับดูแลสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเองต่อสาธารณชน และมีการเผยแพร่ร่างของข้อบังคับและหลักเกณฑ์การกำกับดูแลสมาชิกในขั้นตอนรับฟังความคิดเห็นของผู้มีส่วนได้เสียตามมาตรา 237/4

กรณีที่องค์กรกำกับดูแลตนเองมีการวินิจฉัยและออกคำสั่งลงโทษสมาชิก ต้องมีการเผยแพร่ผลการวินิจฉัยและคำสั่งลงโทษ พร้อมเหตุผลประกอบคำสั่งดังกล่าวต่อสาธารณชน

ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการเปิดเผยกฎและร่างของกฎ รวมถึงผลการวินิจฉัยความผิดเพื่อให้เกิดความโปร่งใสข้างต้น เป็นไปในแนวทางเดียวกับประเทศสหรัฐอเมริกาที่ทั้งตลาดหลักทรัพย์ NYSE และองค์กรกำกับภาคการเงิน (FINRA) มีการเผยแพร่ร่างของกฎเพื่อรับฟังความเห็นจากประชาชน รวมถึงเผยแพร่กฎที่ได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาแล้วผ่านทางเว็บไซต์ ส่วนการเปิดเผยคำวินิจฉัยหรือคำสั่งลงโทษผู้ฝ่าฝืนกฎนั้น ทั้งตลาดหลักทรัพย์ NYSE และ FINRA ไม่ได้เผยแพร่ข้อมูลระหว่างการตรวจสอบการกระทำความผิดต่อสาธารณะ แต่จะเผยแพร่คำวินิจฉัยหรือคำสั่งลงโทษภายหลังการสอบสวนแล้วผ่านทางเว็บไซต์

บทบัญญัติตามมาตรา 237/4, 237/5 และ 237/6 ที่เพิ่มเติมขึ้นมานั้นช่วยส่งเสริมให้องค์กรกำกับดูแลตนเองมีการกำกับดูแลที่เป็นธรรมและโปร่งใสมากขึ้น ทั้งนี้หากว่าในปัจจุบันเกิดกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทยต้องการกำหนดกฎเกณฑ์อันไม่เป็นธรรมต่อลูกจ้างร่วมกัน เช่น กำหนดว่าในกรณีที่ลูกจ้างซึ่งทำหน้าที่มาร์เก็ตติ้งต้องการย้ายงานต้องได้รับความยินยอมและการอนุมัติจากโบรกเกอร์ซึ่งเป็นนายจ้างเดิมก่อน กฎเกณฑ์ดังกล่าวอาจถูกแก้ไขให้เหมาะสมและมีความเป็นธรรมมากยิ่งขึ้นหรืออาจไม่ถูกนำมาใช้ เนื่องจากภายใต้ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับความเป็นธรรมและความโปร่งใส ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จดทะเบียนเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองต้องมีการเผยแพร่ร่างของหลักเกณฑ์การกำกับดูแลสมาชิกตามมาตรา 237/6 ที่แก้ไขเพิ่มเติม และรับฟังความคิดเห็นของผู้มีส่วนได้เสียก่อนที่จะออกหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลสมาชิกตามมาตรา 237/4 ที่แก้ไขเพิ่มเติม รวมถึงต้องจัดส่งรายงานผลการรับฟังความคิดเห็นให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. เพื่อประกอบการพิจารณาให้ความเห็นชอบ

6.2.3 การคุ้มครองผู้ลงทุน

การปรับปรุงพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ครั้งล่าสุด (พ.ศ. 2562) ซึ่งกำหนดให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ต้องมาจากบุคคลซึ่งบริษัทหลักทรัพย์สมาชิกเลือกตั้งจำนวนไม่เกิน 4 คน และอีก 6 คนมาจากการแต่งตั้งโดยคณะกรรมการ ก.ล.ต. มีความเหมาะสมแล้ว เนื่องจากมุ่งลดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างสมาชิกและผู้ลงทุน ทั้งนี้ แนวทางการกำหนดสัดส่วนคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าวของประเทศไทยมีความเข้มงวดมากกว่าประเทศมาเลเซียและเกาหลีใต้ ที่กำหนดให้มีกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (PID) ที่ไม่ใช่สมาชิกจำนวน 1 ใน 3 ในขณะที่สหรัฐอเมริกาคำหนดสัดส่วนให้กรรมการจากภาครัฐที่ไม่ใช่สมาชิกไว้มากกว่ากึ่งหนึ่งเช่นเดียวกับประเทศไทย อย่างไรก็ตามปัจจุบันข้อบังคับของสมาคมได้กำหนดให้สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยต้องมีกรรมการอิสระอย่างน้อย 3 คน และสมาชิกเลือกตั้งกรรมการได้ไม่เกิน 7 คน ซึ่งสัดส่วนของกรรมการอิสระดังกล่าวน้อยกว่าสัดส่วนที่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้กำหนดไว้สำหรับสัดส่วนของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นจึง

ควรปรับปรุงสัดส่วนขององค์กรกำกับดูแลตนเองทั้งสองแห่งให้สอดคล้องกัน ด้วยการกำหนดให้ “คณะกรรมการองค์กรกำกับดูแลตนเอง” ต้องมีกรรมการที่ไม่ได้คัดเลือกมาจากสมาชิกในสัดส่วนที่มากกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนกรรมการทั้งหมด

นอกจากนี้ประเทศไทยอาจเลือกใช้แนวทางการแยกส่วนงานด้านการกำกับดูแลสมาชิก ออกมาต่างหากสำหรับองค์กรกำกับดูแลตนเอง เพื่อลดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างสมาชิกและผู้ลงทุน ซึ่งเป็นแนวทางเดียวกับประเทศเกาหลีใต้ โดยควรแยก “คณะอนุกรรมการกำกับดูแลสมาชิก” ออกมาจากส่วนงานอื่นต่างหาก และกำหนดให้คณะอนุกรรมการกำกับดูแลสมาชิก ประกอบด้วยกรรมการอิสระที่ไม่ใช่สมาชิกเป็นส่วนใหญ่เช่นเดียวกับโครงสร้างคณะกรรมการภายในของ KOFIA

สำหรับบทบัญญัติที่กำหนดให้โครงสร้างคณะกรรมการขององค์กรกำกับดูแลตนเองต้องประกอบด้วยกรรมการอิสระที่ไม่ได้มาจากสมาชิกมากกว่ากึ่งหนึ่ง และมีคณะอนุกรรมการกำกับดูแลสมาชิก เพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเองโดยเฉพาะ ซึ่งประกอบด้วย กรรมการอิสระที่ไม่ได้มาจากสมาชิกมากกว่ากึ่งหนึ่ง เพื่อให้สามารถคุ้มครองผู้ลงทุนได้อย่างเหมาะสม นั้น ควรมีเนื้อหาดังนี้

มาตรา 237/7 ให้มีคณะกรรมการองค์กรกำกับดูแลตนเองชุดหนึ่ง ทำหน้าที่วางนโยบายและควบคุมดูแลการดำเนินงานขององค์กรกำกับดูแลตนเอง จัดทำหลักเกณฑ์การกำกับดูแลสมาชิก และปฏิบัติการอื่นใดตามที่กำหนดในข้อบังคับขององค์กรกำกับดูแลตนเอง โดยคณะกรรมการองค์กรกำกับดูแลตนเอง ต้องประกอบด้วยกรรมการที่ไม่ได้คัดเลือกมาจากสมาชิกในสัดส่วนที่มากกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนกรรมการทั้งหมด

องค์กรกำกับดูแลตนเองต้องมีการแบ่งแยกโครงสร้างองค์กรที่ชัดเจนเพื่อป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างการดำเนินงานด้านธุรกิจกับการดำเนินงานด้านการกำกับดูแลสมาชิก และให้คณะกรรมการองค์กรกำกับดูแลตนเองแต่งตั้งคณะอนุกรรมการกำกับดูแลสมาชิกขึ้นมาชุดหนึ่ง ทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเองโดยเฉพาะ คณะอนุกรรมการกำกับดูแลสมาชิกต้องประกอบด้วยกรรมการที่ไม่ได้คัดเลือกมาจากสมาชิกในสัดส่วนที่มากกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนกรรมการทั้งหมด

วิธีการคัดเลือกและคุณสมบัติของคณะกรรมการตามวรรคหนึ่งและ คณะอนุกรรมการตามวรรคสอง ให้เป็นไปตามข้อบังคับขององค์กรกำกับดูแลตนเอง

ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับโครงสร้างคณะกรรมการและโครงสร้างอนุกรรมการขององค์กรกำกับดูแลตนเองที่ต้องประกอบด้วยกรรมการอิสระมากกว่ากึ่งหนึ่งข้างต้น เป็นไปในแนวทางเดียวกับประเทศเกาหลีใต้ที่กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ KRX และสมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA) ต้องมีโครงสร้างของคณะกรรมการที่ประกอบด้วยกรรมการที่ไม่ใช่สมาชิกมากกว่ากึ่งหนึ่ง รวมถึงมีการแยกคณะกรรมการเพื่อการกำกับดูแลสมาชิกออกมาต่างหากจากส่วนงานธุรกิจ โดยกรรมการส่วนใหญ่ต้องไม่ได้มาจากสมาชิก เพื่อให้เกิดความเป็นธรรมในการกำกับดูแล

เมื่อพิจารณาถึงการกำกับการทำหน้าที่ขององค์กรกำกับดูแลตนเอง พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้ให้อำนาจ ก.ล.ต. ค่อนข้างมากสำหรับการกำกับการทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกับประเทศมาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา และถือเป็นการสร้างหลักประกันที่ดีในการคุ้มครองผู้ลงทุนและช่วยลดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างสมาชิกและผู้ลงทุน อย่างไรก็ตามจากการศึกษาเปรียบเทียบกับประเทศที่เลือกศึกษา พบว่าแนวทางในการกำกับของ ก.ล.ต. ยังสามารถเพิ่มเติมบางเรื่องได้ เช่น องค์กรกำกับดูแลตนเองต้องแจ้งให้สำนักงาน ก.ล.ต. ทราบภายในเจ็ดวันหลังจากพิจารณาออกคำสั่งลงโทษสมาชิกแล้ว คณะกรรมการ ก.ล.ต. อาจใช้อำนาจเพื่อดำเนินการแทนองค์กรกำกับดูแลตนเองได้ ในกรณีที่องค์กรกำกับดูแลตนเองดำเนินงานโดยไม่เป็นธรรม ไม่โปร่งใส หรือคุ้มครองผู้ลงทุนได้ไม่เพียงพอ เป็นต้น

สำหรับบทบัญญัติที่ให้อำนาจ ก.ล.ต. กำกับการดำเนินงานขององค์กรกำกับดูแลตนเองเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนได้อย่างเหมาะสมนั้น ควรมีเนื้อหาดังนี้

มาตรา 237/8 ในการกำกับดูแลสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเอง ให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจกำกับการดำเนินงานขององค์กรกำกับดูแลตนเองดังต่อไปนี้

(1) ในการจัดทำข้อบังคับหรือหลักเกณฑ์การกำกับดูแลสมาชิก หรือการแก้ไขเปลี่ยนแปลงข้อบังคับหรือหลักเกณฑ์การกำกับดูแลสมาชิก องค์กรกำกับดูแลตนเองต้องขอความเห็นชอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. ตามมาตรา 237/4 และหากคณะกรรมการ ก.ล.ต. เห็นว่าข้อบังคับหรือหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอาจก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรม ไม่โปร่งใส หรือไม่เพียงพอที่จะคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ลงทุน คณะกรรมการ ก.ล.ต. อาจสั่งให้ตลาดหลักทรัพย์กำหนดหลักเกณฑ์เพิ่มเติม ยกเลิก หรือแก้ไขเปลี่ยนแปลงหลักเกณฑ์ที่มีอยู่แล้วได้

(2) คณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจสั่งให้องค์กรกำกับดูแลตนเอง รายงานผลการดำเนินงานเกี่ยวกับการกำกับดูแลสมาชิกในเรื่องใดก็ได้ ตามที่เห็นสมควร

(3) ในกรณีที่มีการลงโทษสมาชิก คณะกรรมการองค์กรกำกับดูแลตนเองต้องมีหนังสือแจ้งคำสั่งลงโทษสมาชิกให้ผู้ถูกกล่าวหาและสำนักงาน ก.ล.ต. ทราบภายในเจ็ดวันนับแต่ออกคำสั่ง

(4) คณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจทบทวนการดำเนินงานประจำปีของ องค์กรกำกับดูแลตนเอง โดยองค์กรกำกับดูแลตนเองต้องทำรายงานและจัดส่ง เอกสารต่อคณะกรรมการ ก.ล.ต. ตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการที่ คณะกรรมการกำกับตลาดทุนกำหนด

(5) พนักงานเจ้าหน้าที่ของสำนักงาน ก.ล.ต. มีอำนาจเข้าไปในสถานที่ ประกอบธุรกิจหรือสถานที่ตั้งขององค์กรกำกับดูแลตนเอง เพื่อตรวจสอบกิจการ สินทรัพย์ และหนี้สินของตลาดหลักทรัพย์ รวมทั้งเอกสารหลักฐาน หรือข้อมูล เกี่ยวกับองค์กรกำกับดูแลตนเอง

(6) คณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจขอให้องค์กรกำกับดูแลตนเอง ช่วยเหลือหรืออำนวยความสะดวกตามที่เห็นสมควร รวมถึงมีอำนาจออกคำสั่ง เป็นหนังสือ ให้กรรมการ พนักงาน หรือลูกจ้างขององค์กรกำกับดูแลตนเอง มา ชี้แจงข้อเท็จจริงเกี่ยวกับการดำเนินงานขององค์กรกำกับดูแลตนเอง หรือให้ส่ง เอกสารเกี่ยวกับการดำเนินงานหรือรายงานการประชุมขององค์กรกำกับดูแล ตนเองได้

(7) ในกรณีที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. เห็นว่าการดำเนินงานขององค์กร กำกับดูแลตนเองอาจก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรม ไม่โปร่งใส หรือเกิดการขัดกัน ระหว่างผลประโยชน์ของสมาชิกและผู้ลงทุน คณะกรรมการ ก.ล.ต. อาจสั่งให้ องค์กรกำกับดูแลตนเองกระทำการ หรืองดเว้นการกระทำการ หรือปรับปรุงแก้ไข หรือยกเลิกการกระทำ ตามที่เห็นสมควรได้

(8) ในกรณีที่องค์กรกำกับดูแลตนเองดำเนินงานโดยไม่เป็นธรรม ไม่ โปร่งใส หรือคุ้มครองผู้ลงทุนได้ไม่เพียงพอ และคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้ออก คำสั่งตามมาตรา 237/8 (7) แล้ว แต่ยังไม่เป็นผล คณะกรรมการ ก.ล.ต. อาจใช้ อำนาจเข้าไปปฏิบัติหน้าที่แทนองค์กรกำกับดูแลตนเองได้

(9) ในกรณีที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. เห็นว่าองค์กรกำกับดูแลตนเอง ดำเนินงานโดยขัดต่อหลักความเป็นธรรม ความโปร่งใส และการคุ้มครองผู้ลงทุน

อย่างร้ายแรง คณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจเพิกถอนการขึ้นทะเบียนองค์กร
กำกับดูแลตนเองตามบทบัญญัติในส่วนนี้ได้

ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการให้อำนาจ ก.ล.ต. กำกับการดำเนินงานขององค์กรกำกับดูแลตนเอง
เพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนข้างต้น เป็นไปในแนวทางเดียวกับประเทศมาเลเซียที่กำหนดให้คณะกรรมการ
กำกับหลักทรัพย์มาเลเซียมีอำนาจในการกำกับการดำเนินงานของ Bursa Malaysia อันได้แก่
การทบทวนและให้ความเห็นชอบต่อกฎที่ออกโดย Bursa Malaysia (Review and Approve)
การให้ Bursa Malaysia รายงานการดำเนินการ (Report Request) การให้ Bursa Malaysia แจ้ง
ให้ทราบ (Notification) การทบทวนการทำงานของ Bursa Malaysia เป็นประจำ (Periodic
Review) การตรวจสอบการดำเนินงานของ Bursa Malaysia (Inspection) การให้ Bursa Malaysia
ช่วยเหลือตามที่ต้องการ (Facilitation) การสั่งให้ Bursa Malaysia กระทำการหรืองดเว้นกระทำการ
(Order) การปฏิบัติหน้าที่แทน Bursa Malaysia เพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนหรือประโยชน์สาธารณะ
(Power takeover) และการลงโทษ Bursa Malaysia (Punishment)

บทบัญญัติตามมาตรา 237/7 และ 237/8 ที่เพิ่มเติมขึ้นมานั้นช่วยส่งเสริมให้องค์กรกำกับ
ดูแลตนเองสามารถคุ้มครองผู้ลงทุนได้ดีขึ้น รวมถึงช่วยลดปัญหาการขัดกันของผลประโยชน์ระหว่าง
สมาชิกและผู้ลงทุน ทั้งนี้หากว่าในปัจจุบันเกิดกรณี ก.ล.ต. กำหนดนโยบายให้ตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทยต้องผลักดันหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเปิดเสรีใบอนุญาตธุรกิจหลักทรัพย์ และการเปิดเสรี
ค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ อันส่งผลให้ผู้ลงทุนได้ประโยชน์และสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทยเสียประโยชน์ การผลักดันหลักเกณฑ์ดังกล่าวอาจดำเนินการได้อย่างรวดเร็วมากขึ้น
เนื่องจากภายใต้ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการคุ้มครองผู้ลงทุน หากว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้
จดทะเบียนเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองแล้ว โครงสร้างคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ซึ่งถือเป็น
คณะกรรมการองค์กรกำกับดูแลตนเองตามมาตรา 237/7 วรรคหนึ่งที่แก้ไขเพิ่มเติม ต้อง
ประกอบด้วยกรรมการอิสระมากกว่ากรรมการที่มาจากสมาชิก รวมถึงต้องแยกส่วนงานด้านการ
กำกับดูแลสมาชิกออกจากส่วนงานอื่นเพื่อมาอยู่ภายใต้ความดูแลของคณะกรรมการกำกับดูแล
สมาชิก ซึ่งประกอบด้วยกรรมการอิสระที่ไม่ใช่สมาชิกเป็นส่วนใหญ่ตามมาตรา 237/7 วรรคสอง
ที่แก้ไขเพิ่มเติม ทำให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในฐานะองค์กรกำกับดูแลตนเองอาจกำกับ
ดูแลสมาชิกโดยคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ลงทุนมากขึ้นและทำให้ปัญหาการขัดกันของผลประโยชน์
ระหว่างสมาชิกและผู้ลงทุนลดน้อยลง

นอกจากนี้หาก ก.ล.ต. เห็นว่าการดำเนินงานตามนโยบายการเปิดเสรีใบอนุญาตธุรกิจ
หลักทรัพย์และการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ มีความล่าช้าเกินไปจนอาจส่งผลเสีย
ต่อผู้ลงทุน ภายใต้ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการคุ้มครองผู้ลงทุน ก.ล.ต. ก็สามารถใช้อำนาจดำเนินการ

แทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ เนื่องจากเข้าใจผิดตามมาตรา 237/8 (8) ที่แก้ไขเพิ่มเติม ซึ่งกำหนดว่าในกรณีที่องค์กรกำกับดูแลตนเองดำเนินงานโดยไม่เป็นธรรม ไม่โปร่งใส หรือคุ้มครองผู้ลงทุนได้ไม่เพียงพอ และคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้ออกคำสั่งตามมาตรา 237/8 (7) ที่แก้ไขเพิ่มเติมแล้ว เช่น สั่งให้เร่งดำเนินงานตามนโยบายการเปิดเสรีแล้ว เป็นต้น แต่ยังไม่เป็นผล คณะกรรมการ ก.ล.ต. อาจใช้อำนาจเข้าไปปฏิบัติหน้าที่แทนองค์กรกำกับดูแลตนเองได้

จากข้อเสนอแนะที่กล่าวมาทั้งหมด สามารถสรุปประเด็นปัญหาและแนวทางการแก้ไขปัญหาเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่เหมาะสมในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยได้ดังนี้

ตารางที่ 6.2 สรุปปัญหาและแนวทางการแก้ไขปัญหาเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่เหมาะสมในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

ประเด็น	ปัญหา	แนวทางการแก้ไขปัญหา
1) การกำหนดสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง	พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่มีบทบัญญัติรับรองสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง ทำให้เกิดความไม่ชัดเจนว่าองค์กรใดบ้างเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง และมีความรับผิดชอบตามกฎหมายอย่างไร รวมถึงทำให้เกิดความสับสนในการปฏิบัติตามกฎหมายขององค์กรกำกับดูแลตนเองแต่ละแห่ง	ควรกำหนดบทบัญญัติเพื่อรับรองสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยองค์กรกำกับดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์และสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์จะมีความรับผิดชอบตามกฎหมาย และปฏิบัติตามกฎหมายในมาตรฐานเดียวกัน
	<u>ตัวอย่างปัญหา</u>	<u>ตัวอย่างการแก้ไขปัญหา</u>
	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถูกยอมรับให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง และทำหน้าที่กำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนและบริษัทหลักทรัพย์ รวมถึงต้องปฏิบัติตามพระราชบัญญัติวิธีปฏิบัติราชการทางปกครอง พ.ศ. 2539 และมีความรับผิดชอบตามพระราชบัญญัติความรับผิดทางละเมิดของเจ้าหน้าที่	หากว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้ถูกรับรองให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองตามกฎหมายแล้ว ก็จะเป็นผู้ใช้อำนาจปกครองในการกำกับดูแลสมาชิก และต้องปฏิบัติตามพระราชบัญญัติวิธีปฏิบัติราชการทางปกครอง พ.ศ. 2539 เช่นเดียวกัน รวมถึงต้องปฏิบัติตามกฎหมายในส่วนที่บัญญัติถึงหน้าที่ของ

ประเด็น	ปัญหา	แนวทางการแก้ไขปัญหา
2) รูปแบบ การกำกับ ดูแลตนเอง	พ.ศ. 2539 ในขณะที่สมาคมตลาดตรา สารหนี้ไทยก็ถูกยอมรับให้เป็นองค์กร กำกับดูแลตนเองเช่นกัน แต่เนื่องจาก เป็นสมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ หลักทรัพย์ (เทียบเท่ากับสมาคม การค้า) จึงไม่ต้องปฏิบัติตามตาม พระราชบัญญัติวิธีปฏิบัติราชการทาง ปกครอง พ.ศ. 2539 และมีความรับผิดชอบ ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์	องค์กรกำกับดูแลตนเองภายใต้มาตรฐาน เดียวกัน
	พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาด หลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่ส่งเสริม รูปแบบการกำกับดูแลตนเองในระดับ สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ เนื่องจากไม่มี บทบัญญัติที่เปิดโอกาสให้สมาคมที่ เกี่ยวเนื่องในธุรกิจหลักทรัพย์สามารถ ขอจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลตนเอง เพื่อ แบ่งเบาหน้าที่การกำกับดูแลสมาชิก ของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งรูปแบบ ดังกล่าวไม่รองรับต่อกรณีในตลาด หลักทรัพย์อาจมีการแปรรูปในอนาคต และต้องการโอนถ่ายงานกำกับดูแล สมาชิกให้สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ หลักทรัพย์ <u>ตัวอย่างปัญหา</u> ในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ที่เป็นทางการ มีเพียงตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยเท่านั้นที่เป็นองค์กร กำกับดูแลตนเอง (สมาคมตลาดตรา สารหนี้ไทยเป็นองค์กรกำกับดูแลใน ตลาดหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นทางการ)	ควรกำหนดบทบัญญัติในพระราชบัญญัติ หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ให้สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ หลักทรัพย์ที่มีความพร้อมสามารถยื่นขอ อนุญาตเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองได้ ซึ่งแนวทางนี้ช่วยผลักดันให้เกิดองค์กร ดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจ หลักทรัพย์หลายแห่ง (Multi SRO) ผ่าน กลไกการรับรองสถานะองค์กรกำกับดูแล ตนเองตามที่กฎหมายกำหนด <u>ตัวอย่างการแก้ไขปัญหา</u> หากว่าสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย (ASCO) สามารถยื่นขออนุญาตเป็น องค์กรกำกับดูแลตนเองตามกฎหมายได้ สมาชิกที่ประกอบธุรกิจนายหน้าซื้อขาย หลักทรัพย์ ต้องปฏิบัติตามกฎที่ออกโดย องค์กรกำกับดูแลตนเองดังกล่าว มิ เช่นนั้นจะถูกขับให้พ้นสมาชิกและไม่ สามารถประกอบธุรกิจเป็นนายหน้าซื้อ ขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ได้ ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ประเด็น	ปัญหา	แนวทางการแก้ไขปัญหา
	ในขณะที่สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์อื่น เช่น สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย (ASCO) ยังไม่มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง จึงไม่อาจแบ่งเบาภาระการกำกับดูแลสมาชิกในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เป็นทางการได้อย่างเต็มที่	อาจทำบันทึกข้อตกลง (MOU) ร่วมกับองค์กรกำกับดูแลระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์เพื่อแบ่งหน้าที่การออกกฎสำหรับกำกับดูแลสมาชิกแต่ละเรื่อง ซึ่งเป็นการเตรียมความพร้อมสำหรับการแบ่งเบาภาระงานด้านการกำกับดูแลสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อรองรับการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ในอนาคต
3) การกำกับดูแลตนเองที่ดี	3.1) หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 สร้างความไม่เป็นธรรมแก่ผู้มีส่วนได้เสียอื่นในตลาด <u>ตัวอย่างปัญหา</u> ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทยเคยกำหนดกฎเกณฑ์ร่วมกันว่า ในกรณีที่ลูกจ้างซึ่งทำหน้าที่มาร์เก็ตติ้งต้องการย้ายงานต้องได้รับความยินยอมและการอนุมัติจากโบรกเกอร์ซึ่งเป็นนายจ้างเดิมก่อน มิเช่นนั้นจะถูกบล็อก Trader ID อันนำมาสู่การฟ้องร้องคดีต่อศาลปกครองและพิพากษาให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นผู้กระทำความผิดในฐานะเจ้าหน้าที่ของรัฐ ปฏิบัติหน้าที่ล่าช้าเกินสมควรในการแต่งตั้งเจ้าหน้าที่การตลาด	ควรแก้ไขหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ให้มีความเป็นธรรมและโปร่งใสมากขึ้น เช่น องค์กรกำกับดูแลตนเองต้องเปิดเผยร่างของกฎองค์กรกำกับดูแลตนเองต้องรับฟังความคิดเห็นจากผู้มีส่วนได้เสียก่อนออกกฎ หรือแก้ไขกฎ เป็นต้น <u>ตัวอย่างการแก้ไขปัญหา</u> หากว่ากฎเกณฑ์การขออนุมัติย้ายงานจากนายจ้างเก่าที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทยเคยกำหนดร่วมกัน ได้มีการเปิดเผยและรับฟังความเห็นจากผู้มีส่วนได้เสียก่อน กฎเกณฑ์ดังกล่าวอาจถูกแก้ไขให้เหมาะสมและมีความเป็นธรรมมากยิ่งขึ้น หรืออาจไม่ถูกนำมาใช้
	3.2) หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองทำให้เกิดการรวมกลุ่มเพื่อกีดกันไม่ให้	ควรแก้ไขหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาด

ประเด็น	ปัญหา	แนวทางการแก้ไขปัญหา
	ผู้ประกอบการรายใหม่เข้ามาในตลาด <u>ตัวอย่างปัญหา</u> การแก้ไขหลักเกณฑ์ของตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อเปิด เสรีใบอนุญาตธุรกิจหลักทรัพย์ตาม นโยบายของ ก.ล.ต. เป็นไปอย่างล่าช้า ซึ่งเป็นผลดีต่อสมาชิก แต่เป็นผลเสีย ต่อผู้ประกอบการรายใหม่ที่ต้องการเข้า มาแข่งขันในตลาด	หลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ให้คุ้มครองผู้ ลงทุนได้อย่างเหมาะสมมากขึ้น เช่น การ กำหนดให้โครงสร้างคณะกรรมการ องค์กรกำกับดูแลตนเองต้องประกอบด้วย กรรมการอิสระมากกว่ากรรมการที่มา จากสมาชิก การจัดตั้งคณะอนุกรรมการ กำกับดูแลสมาชิกที่ประกอบด้วย กรรมการอิสระมากกว่ากรรมการที่มา จากสมาชิก การให้อำนาจ ก.ล.ต.
	3.3) หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเอง ทำให้เกิดการขัดกันของผลประโยชน์ ระหว่างสมาชิกขององค์กรกำกับดูแล ตนเอง (บริษัทหลักทรัพย์) และผู้ลงทุน <u>ตัวอย่างปัญหา</u> การแก้ไขหลักเกณฑ์ของตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อเปิด เสรีค่าธรรมเนียมการซื้อขาย หลักทรัพย์ตามนโยบายของ ก.ล.ต. เป็นไปอย่างล่าช้า ซึ่งเป็นผลดีต่อ สมาชิก แต่เป็นผลเสียต่อผู้ลงทุน	ดำเนินการแทนองค์กรกำกับดูแลตนเอง ได้ในกรณีที่องค์กรกำกับดูแลตนเอง ดำเนินงานโดยไม่เป็นธรรม ไม่โปร่งใส หรือคุ้มครองผู้ลงทุนได้ไม่เพียงพอ เป็นต้น <u>ตัวอย่างการแก้ไขปัญหา</u> หากว่าโครงสร้างคณะกรรมการตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประกอบด้วย กรรมการอิสระมากกว่ากรรมการที่มา จากสมาชิก การผลักดันกฎตามนโยบาย การเปิดเสรีใบอนุญาตธุรกิจหลักทรัพย์ และการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมการซื้อขาย หลักทรัพย์ตามนโยบายของ ก.ล.ต. อาจ ทำได้รวดเร็วมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้หาก ก.ล.ต. เห็นว่าการดำเนินงานตามนโยบาย การเปิดเสรีนั้นมีความล่าช้าเกินไปจน คุ้มครองผู้ลงทุนได้ไม่เพียงพอ ก.ล.ต. ก็สามารถใช้อำนาจดำเนินการแทนตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้

บรรณานุกรม

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. **หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560**. กรุงเทพมหานคร: สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560.

‘คลัง’ ลุยเก็บภาษีขายหุ้น 0.1% เสนอ ครม.เร็ว ๆ นี้. **กรุงเทพธุรกิจ**. (14 มิถุนายน 2565).
ค้นวันที่ 20 มิถุนายน 2565 จาก <https://www.bangkokbiznews.com/business/1009644>

คุมเกมมาร์เก็ตติ้งย้าย “ไต้ง” สู่7คดีรุมฟ้องศาล. **ผู้จัดการรายวัน**. (2547). ค้นวันที่ 25 พฤศจิกายน

2560 จาก <http://info.gotomanager.com/news/printnews.aspx?id=26322>

ณัฐพล ลือสิงหนาท. **สถานภาพของ “ผู้ถูกลงโทษ” กับการสั่งลงโทษของ “ผู้ (ไม่) มีอำนาจ**.

ค้นวันที่ 20 กุมภาพันธ์ 2564 จาก https://www.admincourt.go.th/admincourt/upload/webcms/Academic/Academic_201212_165746.pdf

ตลท.ค้านเรียกเก็บภาษีขายหุ้น 0.1% หวั่นทำต้นทุนซื้อขาย-กระทบสภาพคล่อง. **ผู้จัดการออนไลน์**.

(15 มิถุนายน 2565). ค้นวันที่ 20 มิถุนายน 2565 จาก
<https://mgronline.com/stockmarket/detail/9650000056949>

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **กฎบัตรของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**.

กรุงเทพมหานคร: สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2565.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **การเดินทางแห่งชีวิต 30 ปี**. กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์

แห่งประเทศไทย, 2548.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **ความเป็นมา**. ค้นวันที่ 25 มีนาคม 2563 จาก

<https://www.set.or.th/tch/th/about/about.html>

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์**. พิมพ์ครั้งที่ 12.

กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2554.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **ประวัติความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์ฯ**. ค้นวันที่ 5 มีนาคม

2561 จาก https://www.set.or.th/th/about/overview/history_p1.html

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **ประวัติและบทบาท**. ค้นวันที่ 21 มิถุนายน 2564 จาก

https://classic.set.or.th/th/about/overview/history_p1.html

ธนาคารแห่งประเทศไทย. **โครงสร้างตลาดการเงิน**. ค้นวันที่ 20 กุมภาพันธ์ 2564 จาก

<https://www.bot.or.th/Thai/FinancialMarkets/FinancialMarketDevelopment/T>

haiFinancialMarketStructure/Pages/default.aspx

นันทวัฒน์ บรมานันท์. **กฎหมายปกครอง**. พิมพ์ครั้งที่ 4. กรุงเทพมหานคร: วิญญูชน, 2557.

บรรเจิด สิงคะเนติ. **หลักพื้นฐานเกี่ยวกับสิทธิเสรีภาพและศักดิ์ศรีความเป็นมนุษย์**.

กรุงเทพมหานคร: วิญญูชน, 2522.

โบรคเกอร์เล็งรวมพลังค้านเปิดเสรีฯ. **MGR Online**. (30 เมษายน 2552). ค้นวันที่ 22 พฤศจิกายน

2560 จาก [https://mgronline.com/stockmarket/detail/](https://mgronline.com/stockmarket/detail/9520000048278)

9520000048278

ปรานี สุขศรี. **หลักกฎหมายทั่วไปในทางปกครองในคำพิพากษาของศาลปกครองสูงสุด : ศึกษาหลัก**

ความได้สัดส่วน (Principle of Proportionality) และหลักความเสมอภาค

(Principle of Equality). ค้นวันที่ 20 กุมภาพันธ์ 2564 จาก

[https://www.parliament.go.th/ewtadmin/ewt/parliament_parcy/download/a](https://www.parliament.go.th/ewtadmin/ewt/parliament_parcy/download/admincourt_journal/everyorganization/68.pdf)
dmincourt_journal/everyorganization/68.pdf

พิเศษ เสตเสถียร. **กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์**. พิมพ์ครั้งที่ 3. กรุงเทพมหานคร:

นิติธรรม, 2560.

เพิ่มโทษบีก บจ. อินไซด์-ปั่นหุ้น ‘บัญชีดำ’ ห้ามบริหาร 3 ปี. **ประชาชาติธุรกิจ**.

(8 สิงหาคม 2559). ค้นวันที่ 20 พฤษภาคม 2565 จาก [www.thai-iod.com/](http://www.thai-iod.com/imgUpload)

[imgUpload www.thai-iod.com/imgUpload](http://www.thai-iod.com/imgUpload)

มารวย ผดุงสิทธิ์. **ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อดีต ปัจจุบัน และอนาคต**. กรุงเทพมหานคร:

ไทยวิจัยและฝึกอบรม, 2548.

วรพจน์ วิศรุตพิชญ์. **สิทธิและเสรีภาพตามรัฐธรรมนูญแห่งราชอาณาจักรไทย พุทธศักราช 2540**.

กรุงเทพมหานคร: วิญญูชน, 2543.

วรัณ เจียมจิตต์ตรง. **มาตรการจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์ กรณีแปรรูปตลาดหลักทรัพย์**

แห่งประเทศไทยเป็นบริษัทมหาชน. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ คณะนิติศาสตร์

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2551.

ศุภชัย ศรีสุชาติ. **ตลาดหลักทรัพย์กับการพัฒนาเศรษฐกิจไทย**. ค้นวันที่ 5 มีนาคม 2561 จาก

www.econ.tu.ac.th/archan/supachai/article/SET%26Delopment.doc

ศุภชัย ศรีสุชาติ. **ตลาดหุ้นในประเทศไทย**. กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย,

2547.

สมคิด เลิศไพฑูรย์. **หลักความได้สัดส่วน**. **วารสารนิติศาสตร์**. 20, 4 (ธันวาคม 2533): 99-100.

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย. **คณะกรรมการกำกับดูแลตลาด (Market Regulation**

Subcommittee). ค้นวันที่ 7 มีนาคม 2565 จาก <https://www.thaibma.or.th/>

EN/About/Committees.aspx <https://www.thaibma.or.th/EN/About/Committee.s.aspx>.

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย. **ความเป็นมาของ Thaibma**. ค้นวันที่ 2 พฤษภาคม 2563 จาก <http://www.thaibma.or.th/EN/About/AboutThai.aspx>

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย. **บทบาทหน้าที่ของ Thaibma**. 1 มิถุนายน 2563 จาก <https://www.thaibma.or.th/EN/About/AboutThai.aspx>

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย. **สมาชิกของ Thaibma**. ค้นวันที่ 18 มิถุนายน 2563 จาก <https://www.thaibma.or.th/EN/About/AboutThai.aspx>

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย. **Hearing and Survey**. ค้นวันที่ 2 พฤษภาคม 2563 จาก <http://www.thaibma.or.th/EN/Rule/Hearing.aspx>

สมาคมบริษัทจัดการลงทุน. **ประวัติ องค์กร วัตถุประสงค์**. ค้นวันที่ 11 เมษายน 2565 จาก https://www.aimc.or.th/index.php/about_history

สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย. **ความรู้เกี่ยวกับตลาดการเงิน**. ค้นวันที่ 20 กุมภาพันธ์ 2564 จาก http://www.asco.or.th/uploads/upfiles/files/iba_knowledge_ed1.pdf

สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย. **วัตถุประสงค์**. ค้นวันที่ 10 เมษายน 2565 จาก <https://www.asco.or.th/about-objective.php>

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. **แนวทางธรรมาภิบาลของ ก.ล.ต.** กรุงเทพมหานคร: สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2562.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. **รายงานการดำเนินงานโครงการศึกษา “โครงการ Sro ที่เหมาะสมกับตลาดทุนไทย ณ ประเทศมาเลเซียและเกาหลีใต้” ระหว่างวันที่ 8-12 มีนาคม 2553**. ค้นวันที่ 30 มิถุนายน 2562 จาก <https://www.sec.or.th/TH/Documents/Research/research-0353-SRO.pdf>

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. **สมาคมที่เกี่ยวข้อง**. ค้นวันที่ 25 มีนาคม 2563 จาก <https://www.sec.or.th/TH/pages/lawandregulations/associationrelatedtosecuritiesbusiness.aspx>

สำนักงานคณะกรรมการกิจการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ.

รายงานโครงการฝึกอบรมหลักสูตร “Broadcast Regulation” ระหว่างวันที่ 30

กันยายน-4 ตุลาคม 2556. กรุงเทพมหานคร: สำนักงานคณะกรรมการกิจการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ, 2556.

อดิณุช เฉลิมพงศ์ และยรรยง ไทยเจริญ. **บทเรียนจากการ Demutualization ตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ**. กรุงเทพมหานคร: สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ไทย, 2552.

อัญญา ชันฉวีทย์ และสุลักษณ์ ภักธรธรรมมาศ, บรรณาธิการ. **กลไกของตลาดการเงินในระบบเศรษฐกิจไทย**. พิมพ์ครั้งที่ 3 แก้ไขปรับปรุง. กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549.

Annex 3, Regulation of The Securities Market in the United Kingdom. Retrieved March 21, 2021 from <https://www.info.gov.hk/info/expert/annex3e.pdf>

Baldwin, Robert, Cave, Martin E. and Malleson, Kate. Regulating Legal Services: Time for the Big Bang?. **The Modern Law Review**. 67, 5 (September 2004): 787-817.

Burak, Emel, Altindag, Erkut and Erdilet, Oya. Effect of Corporate Governance Principles on Business Performance. **Australian Journal of Business and Management Research**. 5, 7 (January 2017): 8-21.

Bursa Malaysia. **Brokers for Equities**. Retrieved May 15, 2020 from https://www.bursamalaysia.com/trade/trading_resources/brokers_for_equities/list_of_participating_organisations?per_page=50&page=1

Bursa Malaysia. **Enforcement of Bursa Malaysia Rules**. Retrieved May 21, 2021 from https://www.bursamalaysia.com/regulation/about_bursa_malaysia_regulatory/enforcement/key_enforcement_cases/enforcement_of_bursa_malaysia_rules/overview

Bursa Malaysia. **Governance Model**. Retrieved June 25, 2021 from https://www.bursamalaysia.com/about_bursa/about_us/corporate_governance/governance_model

Bursa Malaysia. **Integrated Annual Report 2020**. Kuala Lumpur: Bursa Malaysia Berhad, 2020.

Bursa Malaysia. **Regulation**. Retrieved 25 March 2021 from <https://www.bursamalaysia.com/regulation/overview>

Bursa Malaysia. **Regulation**. Retrieved May 5, 2018 from <http://www.bursamalaysia.com/market/regulation/rules/rule-making-process/>

Bursa Malaysia. **Rules Making Process**. Retrieved March 14, 2021 from https://www.bursamalaysia.com/regulation/structure/rules_making_process

Bursa Malaysia. **Structure**. Retrived 21 March 2021 from

<https://www.bursamalaysia.com/regulation/structure/overview>

Carson, John W. **Self-Regulation in Securities Markets**. Brussels, Belgium: CFA Institute, 2011.

CFA Institute. **Self-Regulation in the Securities Markets: Transition and New Possibilities**. Brussels, Belgium: CFA Institute, 2013.

CFA Institute. **Self-Regulation in Today's Securities Markets: Outdated System or Work in Progress?**. Brussels, Belgium: CFA Institute, 2007.

Crowe. **Listing Your Company on Bursa Malaysia - IPOs in 2021**. Retrived March 20, 2021 from <https://www.crowe.com/my/insights/listing-your-company-on-bursa-malaysia->

Domberger, Simon and Sherr, Avrom. The Impact of Competition on Pricing and Quality of Legal Services. **International Review of Law and Economics**. 9, 1 (June 1989): 41-56.

Federation of Investment Managers Malaysia. **Annual Report 2020**. Kuala Lumpur: FIMM, 2020.

Federation of Investment Managers Malaysia. **Disciplinary Action**. Retrieved April 15, 2021 from <https://www.fimm.com.my/home/events-publications/press-releases/>

Federation of Investment Managers Malaysia. **Members and Funds**. Retrieved 21 May 2021 from <https://www.fimm.com.my/industry/members-distributors/members-and-funds/>

Financial Industry Regulatory Authority. **Adjudication and Decisions, Oversight**. Retrieved March 20, 2018 from <http://www.finra.org/industry/decisions>

Financial Industry Regulatory Authority. **Enforcement, Oversight**. Retrieved March 20, 2018 from <http://www.finra.org/industry/enforcement>

Financial Industry Regulatory Authority. **FINRA Board of Governors, Governance**. Retrieved March 23, 2021 from <http://www.finra.org/about/finra-board-governors>

Financial Industry Regulatory Authority. **FINRA Manual**. Retrieved January 15, 2021 from <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/temporary-dual-finra-nyse-member-rule-series/rule-2t>

Financial Industry Regulatory Authority. **FINRA Rulemaking Process, Rules &**

Guidance. Retrieved March 23, 2018 from

<http://www.finra.org/industry/finra-rulemaking-process>

Financial Industry Regulatory Authority. **Member Regulation, Oversight.** Retrieved

March 20, 2018 from <http://www.finra.org/industry/member-regulation>

Financial Industry Regulatory Authority. **Monthly Disciplinary Actions.** Retrieved

November 20, 2020 from <https://www.finra.org/rules-guidance/oversight-enforcement/disciplinary-actions>

Financial Industry Regulatory Authority. **OTC Bulletin Board (OTCBB).** Retrieved May

9, 2021 from <https://www.finra.org/filing-reporting/over-the-counter-bulletin-board-otcbb>
<https://www.finra.org/filing-reporting/over-the-counter-bulletin-board-otcbb>.

Financial Industry Regulatory Authority. **Requests for Comments, Rules & Guidance.**

Retrieved March 23, 2018 from <http://www.finra.org/industry/requests-comments>

Financial Industry Regulatory Authority. **2020 FINRA Annual Financial Report**

Washington, DC: FINRA, 2021.

Geoffrey, Shanti. **Capital Market Laws of Malaysia.** Selangor Darul Ehsan, Malaysia:

LexisNexis, 2010.

Graham, Cosmo. Self-Regulation. **Administrative Law and Government Action**

(1994): 189-209.

Gunningham, Neil and Rees, Joseph. Industry Self-Regulation: An Institutional

Perspective. **Law & Policy.** 19, 4 (October 1997): 363-414.

Gupta, Nayanee. **Innovation Policies of South Korea.** Korea: Institute for Defense

Analyses, 2013.

Hazen, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation.** 6th ed. Saint Paul: West

Academic Publishing, 2009.

Hughes, Pamela S. **Background Information on Demutualization, Demutualization**

of Stock Exchanges: Problems, Solutions and Case Studies. Manila: Asian Development Bank, 2002.

Intercontinental Exchange. **Annual Report 2019.** New York: Intercontinental Exchange,

2019.

International Monetary Fund. **Financial Sector Assessment Program: Republic of Korea.** Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2014.

International Monetary Fund. **Malaysia: Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation-Detailed Assessment of Observance of the CPSS-IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures.** Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2013.

International Monetary Fund. **Republic of Korea: Financial Sector Assessment Program-Technical Note-Systemic Risk Analysis, Financial Sector Stress Testing, and an Assessment of Demographic Shift in Korea.** Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2014.

International Monetary Fund. **Thailand Financial System Stability Assessment.** IMF Country Report No. 19/308. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2019.

International Monetary Fund. **Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability.** IMF Working Papers no. 101. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2004.

International Organization of Securities Commissions. **Impact Assessment Guidelines.** Madrid, Spain: International Organization of Securities Commissions, 2011.

International Organization of Securities Commissions. **Methodology for Assessing Implementation of the Iosco Objectives and Principles of Securities Regulation.** Madrid, Spain: International Organization of Securities Commissions, 2017.

International Organization of Securities Commissions. **Model for Effective Regulation.** Madrid, Spain: International Organization of Securities Commissions, 2000.

International Organization of Securities Commissions. **Objectives and Principles of Securities Regulation.** Madrid, Spain: International Organization of Securities Commissions, 2003.

Investment Executive. **Nyse Regulation Names Board Members.** Retrieved July 23, 2021 from <https://www.investmentexecutive.com/news/from-the-regulators/nyse-regulation-names-board-members/>

- John I., Sanders. Break from Tradition: Questioning the Primacy of Self-Regulation in American Securities Law. **Michigan Business & Entrepreneurial Law Review**. 7, 1 (2017): 93-118.
- Julia, Black. Constitutionalising Self-Regulation. **Modern Law Review**. 59, 1 (January 1996): 24-55.
- Jung, Nu Ri, A Study on Demutualization of Stock Exchanges: Focusing on the Case of Korea Exchange. **Securities Law Research**. 12, 3 (2011): 299-338.
- Karmel, Roberta S. **Motivations, Mechanics and Models for Exchange Demutualizations in the United States, Demutualization of Stock Exchanges: Problems, Solutions and Case Studies**. Manila: Asian Development Bank, 2002.
- Kleinstauber, Hans J. The Internet between Regulation and Governance. In **The Media Freedom Internet Cookbook**. C. Moller and A. Amouroux. Vienna: OSCE, 2004.
- Koop, Christel and Lodge, Martin. What is Regulation?: An Interdisciplinary Concept Analysis. **Regulation & Governance**. 11, 1 (2017): 95-108.
- Korea Exchange. **Equity, Krx Market**. Retrieved May 12, 2021 from <https://global.krx.co.kr/contents/GLB/02/0201/0201010100/GLB0201010100.jsp>
- Korea Exchange. **Krx Group Services**. Retrieved March 10, 2021 from <https://global.krx.co.kr/contents/GLB/01/0102/0102020000/GLB0102020000.jsp>
- Korea Exchange. **Listing Requirements for Kосpi Market**. Retrieved February 3, 2021 from <https://global.krx.co.kr/contents/GLB/03/0303/0303050100/GLB0303050100.jsp#46c95ef659ccd5b635c109e799b1dc81=1>
- Korea Exchange. **Listing Requirements for the Kosdaq Market (as of 4/17/2019)**. Retrieved 20 February 2021 from <https://global.krx.co.kr/contents/GLB/03/0303/0303060200/GLB0303060200.jsp>
- Korea Exchange. **Market Consultation**. March 22, 2021 from <https://global.krx.co.kr/contents/GLB/06/0609/0609010000/GLB0609010000S1.jsp>
- Korea Exchange. **Market Oversight Commission**. April 14, 2021 from

<https://global.krx.co.kr/contents/GLB/01/0103/0103020500/GLB0103020500.jsp>

Korea Exchange. **Quantitative Listing Criteria of the Konex Market**. Retrieved February 20, 2021 from <https://global.krx.co.kr/contents/GLB/03/0303/0303070100/GLB0303070100.jsp#1a2ad8f55bbc3e9b3a6126badf92b94c=1>

Korea Exchange. **Standing Directors**. April 24, 2021 from <https://global.krx.co.kr/contents/GLB/01/0104/0104010100/GLB0104010100.jsp>

Korea Financial Investment Association. **Capital Market in Korea 2011**. Korea: KOFIA, 2011.

Korea Financial Investment Association. **Capital Market in Korea 2013**. Korea: KOFIA, 2013.

Korea Financial Investment Association. **Membership**. Retrieved July 2022 5, 2022 from http://eng.kofia.or.kr/wpge/m_17/members/membership.do

Loss, Louis. **Fundamentals of Securities Regulation**. New York:: Aspen Publishers, 1988.

Pearce, Will, Cooklin, Jonathan, Small, Richard, Hirschovits, Dan and Foulke, Dominic. United Kingdom. In **The International Capital Markets Review**. 3rd ed. London: Law Business Research, 2013.

Pearson, William. **Demutualization of Exchanges - The Conflicts of Interest (Hong Kong), Demutualization of Stock Exchanges: Problems, Solutions and Case Studies**. Manila: Asian Development Bank, 2002.

Market Screener. **Bursa Malaysia Berhad (BSMAF)**. Retrieved 21 March 2021 from <https://www.marketscreener.com/BURSA-MALAYSIA-BERHAD-157910/company/>

Mitchell, Robert D. **Finra Immunity from Civil Claims**. Retrieved July 12, 2021 from <https://www.mitchell-attorneys.com/finra-immunity-from-civil-claims>

New York Stock Exchange. **Nyse Disciplinary Actions, Regulation**. Retrieved May 11, 2021 from <https://www.nyse.com/regulation/disciplinary-actions>

New York Stock Exchange. **Nyse Quantitative Initial Listing Standards, Initial Listing Standards**. Retrieved January 15, 2021 from

https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE_Initial_Listing_Standards_Summary.pdf

Ogus, Anthony. Rethinking Self-Regulation. *Oxford Journal of Legal Studies*. 15, 1 (March 1995): 97-108.

Ong, Rebecca. **Mobile Communication and the Protection of Children**. Doctoral dissertation, University of Leiden, 2010.

Organisation for Economic Co-operation and Development. **G20/OECD Principles of Corporate Governance**. Paris: OECD Publishing, 2015.

RYT9. คณะกรรมการ ก.ล.ต. ในการประชุมครั้งที่ 12/2546 เมื่อวันที่ 10 พฤศจิกายน 2549. ค้นวันที่ 22 พฤศจิกายน 2560 จาก <https://www.ryt9.com/s/prg/42913>

RYT9. บอร์ดตลท. อนุมัติขยายเวลาคิดค่าธรรมเนียมซื้อขายผ่านเน็ต ร้อยละ 0.15 สำหรับบัญชี **Cash Balance หรือ Credit Balance**. ค้นวันที่ 25 พฤศจิกายน 2560 จาก <https://www.ryt9.com/s/prg/460519>

Securities and Exchange Commission. **Administrative Proceeding File No. 3-11892**. Retrieved March 23, 2021 from <https://www.sec.gov/litigation/admin/34-51524.pdf>

Securities Commission Malaysia. **Licensing**. Retrieved March 20, 2021 from <https://www.sc.com.my/regulation/licensing>

Securities Commission Malaysia. **Sc and Bursa Malaysia Announce the Setting up of a Regulatory Subsidiary**. Retrieved December 21, 2020 from <https://www.sc.com.my/resources/media/media-release/sc-and-bursa-malaysia-announce-the-setting-up-of-a-regulatory-subsidiary>

Securities Commission Malaysia. **Securities Commission Malaysia Regulatory Philosophy**. Kuala Lumpur: The Securities Commission Malaysia, 2015.

Streeck, Wolfgang and Schmitter, Philippe C. **Private Interest Government: Beyond Market and State**. London: Sage, 1985.

ThaiBMA. **Good Corporate Governance**. Retrieved June 5, 2021 from <https://www.thaibma.or.th/EN/About/GCG.aspx>

Thomson Reuters Practical Law. **National Securities Association**, Retrieved May 20, 2021 from [https://content.next.westlaw.com/4-588-3145?__lrTS=20201225235725513&transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstP](https://content.next.westlaw.com/4-588-3145?__lrTS=20201225235725513&transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstP)

age=true

U.S. Securities and Exchange Commission. **Clearing Agencies**. Retrieved January 14, 2021 from <https://www.sec.gov/tm/clearing-agencies>

U.S. Securities and Exchange Commission. **Guide to Broker-Dealer Registration, Division of Trading and Markets**. Retrieved January 15, 2021 from <https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/divisionsmarketregbdguidehtm.html>

U.S. Securities and Exchange Commission. **New York Stock Exchange Rulemaking**. Retrieved September 17, 2021 from <https://www.sec.gov/rules/sro/nyse.htm>

Wallace, Richard G. and Dryden, Benjamin R. Self-Regulation: Background and Recent Developments. **Ali-Aba Business Law Course Materials Journal**. (December 2009): 43-53.

The World Bank Group. **Thailand-Assessment of Observance of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation**. Washington, D.C.: The World Bank, 2019.

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ-นามสกุล

นายปรกรณ์ วิญญูห์ตถกิจ

ประวัติการศึกษา

สถาปัตยกรรมศาสตรบัณฑิต (ออกแบบผลิตภัณฑ์)

สถาบันเทคโนโลยีพระจอมเกล้า เจ้าคุณทหารลาดกระบัง

ปีที่สำเร็จการศึกษา พ.ศ. 2542

นิติศาสตรบัณฑิต

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีที่สำเร็จการศึกษา พ.ศ. 2547

บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต (การเงิน)

สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

ปีที่สำเร็จการศึกษา พ.ศ. 2552

นิติศาสตรมหาบัณฑิต (กฎหมายเอกชนและธุรกิจ)

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีที่สำเร็จการศึกษา พ.ศ. 2555

ประสบการณ์การทำงาน

2542-2547

ผู้ช่วยฝ่ายดูแลคำขอรับสิทธิบัตรการออกแบบผลิตภัณฑ์

บริษัทสำนักกฎหมายดำเนิน สมเกียรติ และบุญมา จำกัด

2547-2548

ทนายความ

สำนักกฎหมายซินเดจแอนด์แอสโซซิเอตส์

2548-2553

ผู้จัดการทั่วไป

บริษัท อิมพาย โปรดักส์ จำกัด

2552-2555

อาจารย์พิเศษ

คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยราชพฤกษ์

อาจารย์พิเศษ

วิทยาลัยนวัตกรรมการสื่อสารสังคม มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ ประสานมิตร

2555-ปัจจุบัน

อาจารย์ประจำคณะนิติศาสตร์

มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

