

A

Appropriate Rule for Self-Regulation in Stock Exchange of Thailand

Pakorn Winyuhuttakit^{1,*} and Nares Kesaparakorn²

Received: March 25, 2022 Revised: May 31, 2022 Accepted: September 9, 2022

Abstract

Self-regulation is a form of regulation which allows members of professional group or business group to gain the role of regulating themselves and the stock exchange of Thailand also adopts self-regulation form. However, during the study period (before December 31, 2021), the Securities and Exchange Act B.E. 2535 does not certify Self-Regulatory Organization (SRO) status. This creates uncertainty as to which organizations have SRO status and what duty and liability they should have. Moreover, the rules for self-regulatory under the Securities and Exchange Act B.E. 2535 are not sufficient to protect stakeholders in the stock exchange since they create unfairness to other stakeholders and cause conflict of interest between SRO members and the investors. Therefore, appropriate legal framework to certify SRO status should be established for both levels of stock exchange and securities association, and the rules of self-regulation should be improved to adequately support fairness, transparency and investor protection. This research uses document study by comparing the rule between Thailand and the selected country as case study i.e. Malaysia, South Korea and the United States.

Keywords: self-regulation, stock exchange, fairness, transparency, investor protection

^{1,2} School of Law, National Institute of Development Administration

* Corresponding author. E-mail: pakorn.winy@stu.nida.ac.th



หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่เหมาะสมในตลาด ซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

ปกรณ วิญญูหัตถกิจ^{1*} และ นเรศร์ เกษะประกร²

วันรับบทความ: March 25, 2022 วันแก้ไขบทความ: May 31, 2022 วันตอบรับบทความ: September 9, 2022

บทคัดย่อ

การกำกับดูแลตนเองเป็นการกำกับดูแลรูปแบบหนึ่งที่เปิดโอกาสให้สมาชิกในกลุ่มวิชาชีพหรือกลุ่มธุรกิจได้เข้ามามีบทบาทในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยตนเอง โดยตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยก็ได้นำแนวทางการกำกับดูแลตนเองมาใช้ด้วยเช่นกัน อย่างไรก็ตามเนื่องจากในช่วงเวลาที่ศึกษาวิจัย (ก่อนวันที่ 31 ธันวาคม 2564) พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่ได้รับรองสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ทำให้เกิดความไม่แน่นอนว่าองค์กรใดบ้างที่มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง และองค์กรกำกับดูแลตนเองควรมีหน้าที่และความรับผิดชอบตามกฎหมายอย่างไร นอกจากนี้ หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่เพียงพอต่อการคุ้มครองผู้มีส่วนได้เสียในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์อย่างเหมาะสม เนื่องจากสร้างความไม่เป็นธรรมแก่ผู้มีส่วนได้เสียอื่นในตลาด และทำให้เกิดการขัดกันของผลประโยชน์ระหว่างสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเองและผู้ลงทุน ดังนั้น จึงควรกำหนดแนวทางการรับรองสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์และในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์อย่างเหมาะสม รวมถึงควรปรับปรุงหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองให้มีความเป็นธรรม โปร่งใส และคุ้มครองผู้ลงทุนอย่างเพียงพอ โดยใช้วิธีการศึกษาเอกสารด้วยการเปรียบเทียบหลักเกณฑ์ระหว่างประเทศไทยกับประเทศที่เลือกเป็นกรณีศึกษา ได้แก่ มาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา

คำสำคัญ: การกำกับดูแลตนเอง ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ความเป็นธรรม ความโปร่งใส การคุ้มครองผู้ลงทุน

^{1,2} คณะนิติศาสตร์ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

* Corresponding author. E-mail: pakorn.winy@stu.nida.ac.th

บทนำ

ปัจจุบันตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์³ ของประเทศไทยได้นำแนวทางการกำกับดูแลตนเองมาใช้ ดังจะเห็นได้จากการกรณีที่สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์สามารถส่งตัวแทนเข้าไปเป็นส่วนหนึ่งของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์เพื่อใช้อำนาจกำกับดูแลสมาชิกด้วยกันเองได้ อย่างไรก็ตาม การกำกับดูแลตนเองดังกล่าวก็ก่อให้เกิดปัญหาขึ้นหลายประการ ซึ่งสรุปได้ ดังนี้

1) พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่มีบทบัญญัติรับรองสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ ทำให้เกิดความไม่ชัดเจนว่าองค์กรใดบ้างในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยที่มีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง และควรมีหน้าที่ในฐานะองค์กรกำกับดูแลตนเองอย่างไร

2) รูปแบบการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย มุ่งเน้นบทบาทของตลาดหลักทรัพย์ในการทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกเป็นสำคัญ ในขณะที่บทบาทของสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ในการกำกับดูแลสมาชิกยังมีไม่มากนัก ซึ่งรูปแบบดังกล่าวอาจมีปัญหา หากมีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ในอนาคต อันส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนที่นักลงทุนคาดหวังว่าต้องมีการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ และไม่มีต้นทุนการกำกับดูแลที่มากเกินไป

3) หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่เพียงพอต่อการคุ้มครองผู้มีส่วนได้เสียในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์อย่างเหมาะสม เนื่องจากสร้างความไม่เป็นธรรมแก่ผู้มีส่วนได้เสียอื่นในตลาด เช่น สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทยและตลาดหลักทรัพย์เคยกำหนดกฎเกณฑ์ร่วมกันว่า ในกรณีที่ลูกจ้างของบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งทำหน้าที่มาร์เก็ตติ้งต้องการย้ายงานต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเป็นนายจ้างเดิมก่อน ซึ่งต่อมาได้นำไปสู่การฟ้องคดีต่อศาลปกครองว่า การกระทำดังกล่าวไม่เป็นธรรม⁴ เป็นต้น รวมถึงทำให้เกิดการขัดกันของผลประโยชน์ระหว่างสมาชิกขององค์กรกำกับดูแลตนเอง (บริษัทหลักทรัพย์) และผู้ลงทุน ดังที่เห็นได้จากการดำเนินงานอย่างล่าช้าของตลาดหลักทรัพย์ในเรื่องที่เป็นผลดีต่อผู้ลงทุน แต่เป็นผลเสียต่อสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ เช่น การเปิดเสรีใบอนุญาตธุรกิจหลักทรัพย์และการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ล่าช้า (“ตลาดหุ้นไทย”, 2555) เป็นต้น

ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมุ่งศึกษาเปรียบเทียบการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ระหว่างประเทศไทย กับประเทศที่ใช้แนวทางการกำกับดูแลตนเองเช่นเดียวกับไทย อันได้แก่ สหพันธรัฐมาเลเซีย (มาเลเซีย) สาธารณรัฐเกาหลี (เกาหลีใต้) และสหรัฐอเมริกา โดยมุ่งศึกษาเกี่ยวกับสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง รูปแบบการกำกับดูแลตนเอง และหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่เหมาะสม เพื่อนำมาวิเคราะห์และจัดทำข้อเสนอแนะสำหรับแก้ไขปัญหาดังกล่าวข้างต้นของประเทศไทย

³ ในบทความนี้ “ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์” หมายถึง ตลาดรอง (Secondary market) อันประกอบด้วย ตลาดรองที่จัดตั้งอย่างเป็นทางการ (Organized market) และตลาดรองที่จัดตั้งอย่างไม่เป็นทางการ (Over-The-Counter: OTC)

⁴ คำสั่งศาลปกครองสูงสุดที่ 221/2549

วัตถุประสงค์

เพื่อศึกษาถึงแนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลตนเอง รูปแบบการกำกับดูแล และการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ รวมถึงเปรียบเทียบแนวทางการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยกับต่างประเทศที่เป็นกรณีศึกษา ได้แก่ มาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา ในประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง รูปแบบการกำกับดูแลตนเอง และการกำกับดูแลตนเองที่ดี เพื่อจัดทำทสรูปและข้อเสนอแนะสำหรับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่เหมาะสมในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

ขอบเขตการวิจัย

1. ศึกษาทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์
2. ศึกษาและวิเคราะห์แนวทางการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยและต่างประเทศ ได้แก่ มาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา
3. จัดทำทสรูปและข้อเสนอแนะเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่เหมาะสมในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

ประโยชน์ที่ได้รับ

ทำให้เข้าใจถึงแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ และเข้าใจความแตกต่างของแนวทางการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยและต่างประเทศที่เป็นกรณีศึกษา ได้แก่ มาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา รวมถึงได้ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่เหมาะสมในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย

บททวนวรรณกรรมและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

1. ทฤษฎีการกำกับดูแลตนเอง

“การกำกับดูแลตนเอง” (Self regulation) หมายถึง การที่สมาชิกในกลุ่มวิชาชีพหรือกลุ่มธุรกิจการค้ามีส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยกันเอง โดยอำนาจในการกำกับดูแลประกอบด้วย อำนาจในการออกกฎ การติดตามให้เป็นไปตามกฎ และการบังคับใช้กฎ (Ong, 2010) นอกจากนี้ องค์การคณะกรรมการหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (IOSCO) ได้อธิบายว่า “การกำกับดูแลตนเองในตลาดทุน” หมายถึง กรณีที่สมาชิกในตลาดทุนมีส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยกันเอง โดยรัฐยังคงมีอำนาจกำกับองค์กรที่ใช้อำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกในตลาดทุนดังกล่าว (International Organization of Securities Commissions [IOSCO], 2011) ทั้งนี้ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์เป็นส่วนหนึ่งของตลาดทุน ดังนั้น จึงสรุปได้ว่า “การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์” ควรมีองค์ประกอบ ดังต่อไปนี้ (The World Bank Group, 2019)

- 1) สมาชิกมีส่วนร่วมในการกำกับดูแลสมาชิกด้วยกันเอง โดยสมาชิกขององค์กรดังกล่าวสามารถส่งตัวแทนของสมาชิกเข้ามาเป็นส่วนหนึ่งของกรรมการบริหารองค์กรได้
- 2) อำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกของตนเอง ประกอบด้วยอำนาจการออกกฎ (Rulemaking) การติดตามตรวจสอบ (Monitoring) และการบังคับใช้กฎ (Enforcing)
- 3) การใช้อำนาจกำกับดูแลตนเอง ได้ถูกกำกับ (Overseeing) อีกทอดหนึ่งโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์

2. ทฤษฎีเกี่ยวกับรูปแบบการกำกับดูแล

การกำกับดูแลสามารถแบ่งออกได้เป็น 3 รูปแบบใหญ่ ๆ (Thomson Foundation, 2556) ได้แก่

- 1) **การกำกับดูแลโดยรัฐ (Statutory regulation)** เป็นกรณีที่รัฐเป็นผู้ใช้อำนาจตามกฎหมายเพื่อควบคุมให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของการกำกับดูแล
- 2) **หน่วยงานรัฐและเอกชนกำกับดูแลร่วมกัน (Co-regulation)** เป็นกรณีที่หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐและผู้ประกอบอาชีพมีส่วนร่วมกันในการกำกับดูแล เช่น ร่วมกันออกกฎ เป็นต้น
- 3) **การกำกับดูแลตนเอง (Self-regulation)** เป็นกรณีที่ผู้ประกอบการอาชีพได้ร่วมกันกำหนดหลักเกณฑ์ขึ้น เช่น การกำหนดประมวลจริยธรรมสำหรับใช้เป็นแนวปฏิบัติต่าง ๆ การกำหนดโครงสร้างเกี่ยวกับรับเรื่องร้องเรียน เป็นต้น

3. ทฤษฎีการกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์

การกำกับดูแลตนเองที่ดีในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ควรสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของการกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่ดี โดย IOSCO ได้กำหนดวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลหลักทรัพย์ไว้หลายประการ อันครอบคลุมถึงหลักความเป็นธรรม หลักความโปร่งใส และหลักการคุ้มครองผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งถือเป็นหลักการสำคัญในการคุ้มครองผู้มีส่วนได้เสียในตลาดทุน โดย IOSCO ได้สรุปข้อแนะนำเพื่อให้บรรลุถึงวัตถุประสงค์ข้างต้น ดังต่อไปนี้ (IOSCO, 2003)

หลักความเป็นธรรม: องค์กรกำกับดูแลตนเองควรปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียด้วยความเป็นธรรม เช่น ปฏิบัติต่อสมาชิกทั้งหมดของตนเองอย่างเป็นธรรมด้วยความสม่ำเสมอ รับฟังความคิดเห็นของผู้มีส่วนได้เสียก่อนออกกฎ ให้โอกาสผู้มีส่วนได้เสียได้โต้แย้งระหว่างกระบวนการออกกฎ เป็นต้น

หลักความโปร่งใส: องค์กรกำกับดูแลตนเองควรเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะ เช่น เปิดเผยแพร่รายงานประจำปี เปิดเผยแพร่กระบวนการชี้แจงและให้ความเห็นของสาธารณชนในกรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงกฎ เปิดเผยเกี่ยวกับการชี้แจงเรื่องกฎและนโยบาย เปิดเผยคำตัดสินและโทษทางวินัย เป็นต้น

หลักการค้มนครองผู้ลงทุน: องค์การกำกัับดูแลตนเองควรด้าเนินการโดยคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ลงทุนเป็นล้าคัญ เช่น มีโครงสร้างกรรมการที่เป็นธรรมโดยเปิดโอกาสให้มีตัวแทนของกรรมการที่ไม่ได้มาจากสมาชิกเพื่อก้มนครองผลประโยชน์ของผู้ลงทุน มีกระบวนการจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น องค์การกำกัับดูแลตนเองถูกกำกัับอีกทอดหนึ่งโดยหน่วยงานกำกัับดูแลของรัฐ เป็นต้น

ทั้งนี้ประเทศที่เลือกศึกษาควรมีหลักเกณฑ์การกำกัับดูแลตนเองที่สอดคล้องกับแนวปฏิบัติตามข้อเสนอแนะข้างต้นของ IOSCO

วิธีด้าเนินการวิจัย

ใช้วิธีการศึกษาเอกสาร โดยศึกษาข้อมูลทุติยภูมิจากเอกสารวิชาการ งานวิจัย หนังสือ บทความ และเอกสารที่เกี่ยวข้องกับหลักเกณฑ์การกำกัับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย และประเทศที่เลือกเป็นกรณีศึกษา ได้แก่ มาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา แล้ววิเคราะห์หาหลักเกณฑ์การกำกัับดูแลตนเองที่เหมาะสมในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย โดยอาศัยเกณฑ์การพิจารณาที่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของการกำกัับดูแลหลักทรัพย์ที่ดีที่เสนอโดยองค์การคณะกรรมการหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (IOSCO, 2017) และองค์ประกอบการกำกัับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เสนอโดยธนาคารโลก (The World Bank Group, 2019)

สำหรับการเลือกประเทศที่เป็นกรณีศึกษานั้น ผู้เขียนได้แบ่งประเทศออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มประเทศที่ไม่ใช้แนวทางการกำกัับดูแลตนเอง และกลุ่มประเทศที่ใช้แนวทางการกำกัับดูแลตนเอง และเลือกประเทศที่เป็นกรณีศึกษาจากกลุ่มประเทศที่ใช้แนวทางการกำกัับดูแลตนเองเช่นเดียวกับประเทศไทย โดยพิจารณาเลือกจากประเทศที่มีจุดเด่นเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การกำกัับดูแลตนเองเป็นล้าคัญ

ผลการวิจัย

การกำกัับดูแลตนเองเป็นแนวทางหนึ่งที่หลายประเทศนำมาใช้ในการกำกัับดูแลตลาดทุน โดยประเทศไทยก็เป็นประเทศหนึ่งที่ใช้การกำกัับดูแลตนเองทั้งในตลาดรองที่มีการจัดตั้งอย่างเป็นทางการ⁵ และไม่เป็นทางการ⁶ ทั้งนี้เมื่อพิจารณาตลาดทุนทั่วโลกจะเห็นว่าบางประเทศก็มุ่งเน้นการใช้แนวทางกำกัับดูแลตนเองโดยองค์การกำกัับดูแลตนเอง ในขณะที่บางประเทศก็มุ่งเน้นการใช้แนวทางกำกัับดูแลโดยหน่วยงานของรัฐซึ่งสามารถแบ่งออกได้ ดังนี้

1) กลุ่มประเทศที่ไม่ใช้แนวทางการกำกัับดูแลตนเอง เป็นประเทศที่อำนาจในการกำกัับดูแลบริษัทหลักทรัพย์ (สมาชิก) อยู่ที่หน่วยงานกำกัับดูแลของรัฐเป็นล้าคัญ เช่น สหราชอาณาจักร ฝรั่งเศส ออสเตรเลีย

⁵ องค์การกำกัับดูแลตนเอง (SRO) ในตลาดรองที่จัดตั้งอย่างเป็นทางการ (Organized market) ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

⁶ องค์การกำกัับดูแลตนเอง (SRO) ในตลาดรองที่จัดตั้งอย่างไม่เป็นทางการ (OTC) ได้แก่ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

เขตปกครองพิเศษฮ่องกง เป็นต้น

2) กลุ่มประเทศที่ใช้แนวทางการกำกับดูแลตนเอง เป็นประเทศที่อำนาจในการกำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์ (สมาชิก) อยู่ที่ยุติธรรมกำกับดูแลตนเองเป็นสำคัญ เช่น ไทย มาเลเซีย เกาหลีใต้ ญี่ปุ่น สหรัฐอเมริกา เป็นต้น

สำหรับงานวิจัยนี้ ผู้เขียนได้เลือกกรณีศึกษาเพื่อเปรียบเทียบกับประเทศไทย ได้แก่ มาเลเซีย เกาหลีใต้ สหรัฐอเมริกา เนื่องจากเป็นประเทศที่อยู่ในกลุ่มประเทศที่ใช้แนวทางการกำกับดูแลตนเองเช่นเดียวกับประเทศไทย รวมถึงประเทศดังกล่าวมีจุดเด่นเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่น่าสนใจ ดังนี้

ตารางที่ 1 จุดเด่นของประเทศที่เลือกศึกษา

ประเทศ	มาเลเซีย	เกาหลีใต้	สหรัฐอเมริกา
จุดเด่น	• เป็นประเทศที่มีตลาดหลักทรัพย์แห่งเดียว และมีสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์หลายแห่งเช่นเดียวกับประเทศไทย • หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนมีความน่าสนใจ โดยเฉพาะหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับ (Oversight) การดำเนินงานขององค์กรกำกับดูแลตนเอง	• เป็นประเทศที่มีตลาดหลักทรัพย์แห่งเดียวเช่นเดียวกับประเทศไทย • หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนมีความน่าสนใจ โดยเฉพาะหลักเกณฑ์เกี่ยวกับโครงสร้างกรรมการขององค์กรกำกับดูแลตนเอง	• เป็นประเทศต้นแบบที่นำรูปแบบการกำกับดูแลตนเองมาใช้ในตลาดทุน⁷ • เป็นประเทศที่สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลตนเอง ซึ่งแตกต่างจากประเทศส่วนใหญ่ที่ตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญ

จากการศึกษาเปรียบเทียบระหว่างประเทศไทย มาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา พบว่าทุกประเทศที่เลือกศึกษามีองค์กรกำกับดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์และระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ดังที่สรุปในตารางที่ 2 รวมถึงองค์กรกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์ได้ถูกจัดตั้งขึ้นก่อนหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ (Sanders, 2017)

⁷ สหราชอาณาจักร และสหรัฐอเมริกาเป็นประเทศต้นแบบที่นำรูปแบบการกำกับดูแลตนเองมาใช้ในตลาดทุน แต่ภายหลังสหราชอาณาจักรได้เปลี่ยนมาใช้รูปแบบการกำกับดูแลโดยรัฐ (Statutory regulation) โดยถ่ายโอนอำนาจการกำกับดูแลตนเองของตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน (LSE) กลับมายังหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ (FCA) เนื่องจากต้องการให้การกำกับดูแลภาคการเงินเป็นเอกภาพ และรัฐบาลเห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน (LSE) ได้แปรรูปแล้ว ควรลดต้นทุนทางการเงินการกำกับดูแลเพื่อให้สามารถแข่งขันกับตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอื่นได้

ตารางที่ 2 องค์กรกักับดูแลตนเองในประเทศที่เลือกศึกษา

ประเทศที่เลือกศึกษา	องค์กรกักับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์	องค์กรกักับดูแลตนเองในระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์
ไทย	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)	สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (ThaiBMA)
มาเลเซีย	บริษัทโฮลดิ้งของตลาดหลักทรัพย์ (Bursa Malaysia)	สภาธุรกิจผู้จัดการลงทุนมาเลเซีย (FIMM)
เกาหลีใต้	ตลาดหลักทรัพย์ KRX	สมาคมลงทุนทางการเงินแห่งเกาหลี (KOFIA)
สหรัฐอเมริกา	ตลาดหลักทรัพย์ระดับชาติ เช่น ตลาดหลักทรัพย์ NYSE	องค์กรกักับภาคการเงิน (FINRA)

สำหรับการได้มาซึ่งสถานะองค์กรกักับดูแลตนเองนั้น บางประเทศใช้กฎหมายรับรอง บางประเทศให้หน่วยงานกักับดูแลของรัฐเป็นผู้รับรอง ในขณะที่บางประเทศไม่มีการรับรองสถานะใด ๆ แต่้องค์กรดังกล่าวก็มีลักษณะเป็น้องค์กรกักับดูแลตนเอง เนื่องจากเปิดโอกาสให้สมาชิกมีส่วนร่วมในการใช้อำนาจกักับดูแลสมาชิกด้วยกันเอง (IOSCO, 2017) ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

1) สถานะ้องค์กรกักับดูแลตนเอง อาจได้มาด้วยวิธีการใดวิธีการหนึ่ง ดังต่อไปนี้

1.1) กฎหมายรับรองให้เป็น้องค์กรกักับดูแลตนเอง แบ่งการรับรองสถานะได้ 2 ลักษณะ ดังนี้

(1) กฎหมายบัญญัติรับรองให้เป็น้องค์กรกักับดูแลตนเองด้วยการยื่นขออนุญาตต่อหน่วยงานของรัฐ ได้แก่ FIMM ของมาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์ NYSE และ FINRA ของสหรัฐอเมริกา

(2) กฎหมายบัญญัติให้จัดตั้ง้องค์กรหนึ่งขึ้นมา แล้วกำหนดให้องค์กรนั้นทำหน้าที่เป็น้องค์กรกักับดูแลตนเอง ได้แก่ KOFIA ของเกาหลีใต้

1.2) ได้รับการยอมรับให้เป็น้องค์กรกักับดูแลตนเองโดยหน่วยงานกักับดูแลของรัฐ ได้แก่ กรณีที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยถูกยอมรับสถานะ้องค์กรกักับดูแลตนเองผ่านการทำบันทึกข้อตกลง (MOU) กับ ก.ล.ต. กรณีที่ FSC ของเกาหลีใต้สามารถมอบอำนาจการกักับดูแลให้ KOFIA และกรณีที่ SEC ของสหรัฐอเมริกาสามารถมอบอำนาจการกักับดูแลให้ FINRA

1.3) มีลักษณะเป็น้องค์กรกักับดูแลตนเอง ได้แก่ สมาชิกมีส่วนร่วมในการกักับดูแลสมาชิกด้วยกันเอง ทั้งการออกกฎและบังคับใช้กฎกับสมาชิก รวมถึงการกักับดูแลตนเองถูกกักับโดยหน่วยงานกักับดูแลของรัฐ โดย้องค์กรกักับดูแลตนเองของทุกประเทศที่เลือกศึกษามีลักษณะดังกล่าวที่ครบถ้วน

2) รูปแบบของการกักับดูแลตนเอง ประเทศที่เลือกศึกษามี้องค์กรกักับดูแลตนเองทั้งในระดับตลาดหลักทรัพย์และระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ ซึ่งมีบทบาทสำคัญที่แตกต่างกัน (Carson, 2011) ดังนี้

2.1) ตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิก ดังเช่นประเทศไทย มาเลเซีย และเกาหลีใต้ ที่มีตลาดหลักทรัพย์ภายในประเทศเพียงแห่งเดียว จึงไม่มีการแข่งขันกัน ตลาดหลักทรัพย์จึงยังสามารถแบกรับต้นทุนการกำกับดูแลสมาชิกได้ ดังนั้น สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์จึงมีบทบาทไม่มากนัก

2.2) สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิก ดังเช่นกรณีของสหรัฐอเมริกาที่มีตลาดหลักทรัพย์ภายในประเทศหลายแห่ง ทำให้เกิดการแข่งขันกัน (Karmel, 2002) ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์จึงพยายามลดต้นทุนโดยถ่ายโอนงานการกำกับดูแลสมาชิกไปให้สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์แทน

3) หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่ดี ต้องสอดคล้องกับหลักความเป็นธรรม ความโปร่งใส และการคุ้มครองผู้ลงทุน ซึ่งสามารถสรุปได้ ดังนี้

3.1) ความสอดคล้องกับหลักความเป็นธรรม องค์กรกำกับดูแลตนเองส่วนใหญ่ของประเทศที่เลือกศึกษามีการรับฟังความคิดเห็นของสาธารณชนก่อนออกกฎหรือแก้ไขกฎ (ยกเว้น FIMM ของมาเลเซีย) รวมถึงองค์กรกำกับดูแลตนเองทุกแห่งมีการกำหนดกระบวนการจัดการข้อเรียกร้องที่เหมาะสม ซึ่งสอดคล้องกับวิธีปฏิบัติราชการทางปกครองของแต่ละประเทศ

3.2) ความสอดคล้องกับหลักความโปร่งใส องค์กรกำกับดูแลตนเองทุกแห่งของประเทศที่เลือกศึกษามีการเปิดเผยข้อมูลของกฎที่บังคับใช้ และองค์กรกำกับดูแลตนเองส่วนใหญ่มีการเปิดเผยข้อมูลร่างของกฎก่อนการบังคับใช้เพื่อรับฟังความคิดเห็นของประชาชน (ยกเว้น FIMM ของมาเลเซีย และ KOFIA ของเกาหลีใต้) นอกจากนี้องค์กรกำกับดูแลตนเองส่วนใหญ่มีการเปิดเผยผลการวินิจฉัยและคำสั่งลงโทษสมาชิก (ยกเว้นสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย) อย่างไรก็ตาม ไม่มีองค์กรกำกับดูแลใดที่เปิดเผยข้อมูลระหว่างขั้นตอนสอบสวนเพื่อลงโทษสมาชิก เนื่องจากเรื่องดังกล่าวถือเป็นความลับ

3.3) ความสอดคล้องกับหลักการคุ้มครองผู้ลงทุน สามารถพิจารณาได้ ดังนี้

(1) โครงสร้างคณะกรรมการที่เป็นธรรม โดยกำหนดให้คณะกรรมการขององค์กรกำกับดูแลตนเองต้องมีการรวมการอิสระที่ไม่ได้มาจากสมาชิก จากการศึกษาพบว่าสามารถแบ่งได้ 2 แนวทาง ดังนี้

(1.1) กำหนดให้กรรมการที่มาจากสมาชิกมีจำนวนมากกว่ากรรมการอิสระ ได้แก่ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย Bursa Malaysia และ FIMM ของมาเลเซีย (International Monetary Fund [IMF], 2013) KOFIA ของเกาหลีใต้ และตลาดหลักทรัพย์ NYSE ของสหรัฐอเมริกา

(1.2) กำหนดให้กรรมการอิสระมีจำนวนมากกว่ากรรมการที่มาจากสมาชิก ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์ KRX ของเกาหลีใต้ (IMF, 2014) และ FINRA ของสหรัฐอเมริกา

(2) การแยกส่วนงานการกำกับดูแลสมาชิกออกมาต่างหาก เป็นการแยกงานกำกับดูแลสมาชิกออกจากงานอื่น และให้อยู่ภายใต้ความรับผิดชอบของคณะกรรมการเฉพาะ เพื่อให้การกำกับดูแลมีความเป็นธรรมมากขึ้น สามารถแบ่งได้ 2 แนวทาง ดังนี้

(2.1) แยกเป็นคณะกรรมการภายในหน่วยงานเพื่อรับผิตชอบงานกำกับดูแลโดยเฉพาะ โดยมีกรรมการอิสระอยู่ในคณะกรรมการชุดดังกล่าว ได้แก่ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย FIMM ของมาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์ KRX และ KOFIA ของเกาหลีใต้ และ FINRA ของสหรัฐอเมริกา

(2.2) แยกออกมาเป็นบริษัทย่อยเพื่อกำกับดูแลโดยเฉพาะ โดยจัดตั้งบริษัทย่อยเพื่อรับ ผิตชอบงานกำกับดูแลโดยเฉพาะซึ่งแยกออกมาจากบริษัทอื่น ๆ ที่ดำเนินงานทางด้านธุรกิจของกลุ่มบริษัท ตลาดหลักทรัพย์ และกรรมการส่วนใหญ่ในคณะกรรมการของบริษัทย่อยดังกล่าวเป็นกรรมการอิสระ เช่น Bursa Malaysia ของมาเลเซีย (Securities Commission Malaysia [SC], 2020) และตลาดหลักทรัพย์ NYSE ของ สหรัฐอเมริกา

(3) องค์รกำกับดูแลตนเองถูกกำกับโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ จากการศึกษาพบว่า หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐใช้แนวทางในการกำกับองค์รกำกับดูแลตนเองที่หลากหลาย (IOSCO, 2000) ได้แก่ ทบทวนและให้ความเห็นชอบต่อกฎที่ออกโดยองค์รกำกับดูแลตนเอง (Review and approve) ให้องค์ร กำกับดูแลตนเองรายงาน (Report request) ให้องค์รกำกับดูแลตนเองแจ้งให้ทราบ (Notification) ทบทวน การทำงานขององค์รกำกับดูแลตนเองเป็นประจำ (Periodic review) ตรวจสอบองค์รกำกับดูแลตนเอง (Inspection) ให้องค์รกำกับดูแลตนเองช่วยเหลือตามที่ต้องการ (Facilitation) สั่งให้องค์รกำกับดูแลตนเอง กระทำการหรือดเว้นกระทำการ (Order) เข้าไปปฏิบัติหน้าที่แทนในกรณีที่้องค์รกำกับดูแลตนเองปฏิบัติหน้าที่ ไม่เพียงพอ (Power takeover) ลงโทษองค์รกำกับดูแลตนเอง (Punishment)

สรุปและอภิปรายผล

สรุป

จากการศึกษาเปรียบเทียบแนวทางการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ ระหว่าง ประเทศไทย มาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา สามารถสรุปได้ตามตารางที่ 3 ดังนี้

ตารางที่ 3 แนวทางการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยที่เลือกศึกษา

	ไทย		มาเลเซีย		เกาหลีใต้		สหรัฐอเมริกา	
	SET	ThaiB- MA	BM	FIMM	KRX	KOFIA	NYSE	FINRA
1. สถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง								
1) กฎหมายรับรองให้เป็น SRO	X	X	X	/	X	/	/	/
2) ได้รับการยอมรับให้เป็น SRO	/	/	X	X	X	/	X	/
3) มีลักษณะเป็น SRO	/	/	/	/	/	/	/	/
2. รูปแบบการกำกับดูแลตนเอง								
1) บทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิก	/	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. หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเอง								
3.1 หลักความเป็นธรรม								
1) รับฟังความคิดเห็นของผู้มีส่วนได้เสีย	/	/	/	X	/	X	/	/
2) มีกระบวนการจัดการข้อเรียกร้อง	/	/	/	/	/	/	/	/
3.2 หลักความโปร่งใส								
1) เปิดเผยแพร่ร่างของกฎ	/	/	/	/	/	/	/	/

ตารางที่ 3 แนวทางการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศที่เลือกศึกษา (ต่อ)

	ไทย		มาเลเซีย		เกาหลีใต้		สหรัฐอเมริกา	
	<u>SET</u>	<u>ThaiB-MA</u>	<u>BM</u>	<u>FIMM</u>	<u>KRX</u>	<u>KOFIA</u>	<u>NYSE</u>	<u>FINRA</u>
2) เปิดเผยแพร่ร่างของกฎ	/	/	/	X	/	X	/	/
3) เปิดเผยแพร่ระหว่างสอบสวน	X	X	X	X	X	X	X	X
4) เปิดเผยคำวินิจฉัย	/	X	/	/	X	X	/	/
3.3 หลักการคุ้มครองผู้ลงทุน								
1) โครงสร้างของคณะกรรมการที่เป็นธรรม	กรรมการที่ไม่ได้มาจากสมาชิก 6 ใน 10 คน (60 %)	กรรมการที่ไม่ได้มาจากสมาชิก 3 ใน 10 คน (30 %)	กรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ สัดส่วน 1/3 (33 %)	กรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ ร้อยละ 45 (45 %)	กรรมการที่ไม่ได้มาจากสมาชิก 10 ใน 15 คน (66 %)	กรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ 6 ใน 10 คน (60 %)	กรรมการที่ไม่ได้มาจากสมาชิก น้อยกว่า กึ่งหนึ่ง (< 50 %)	กรรมการที่ไม่ได้มาจากสมาชิก 13 ใน 23 คน (57 %)
2) การแยกส่วนงานกำกับดูแลออกมา	X	แยกคณะกรรมการเฉพาะ	แยกบริษัท	แยกคณะกรรมการเฉพาะ	แยกคณะกรรมการเฉพาะ	แยกคณะกรรมการเฉพาะ	แยกบริษัท	แยกคณะกรรมการเฉพาะ
3) การกำกับโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ								
Review and approve	/	/	/	/	/	/	/	/
Report request	/	/	/	/	/	/	/	/
Notification	X	/	/	/	X	X	X	X
Periodic review	/	/	/	/	/	/	/	/
Inspection	/	/	/	/	/	/	/	/
Facilitation	/	/	/	/	/	/	/	/

ตารางที่ 3 แนวทางการกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศที่เลือกศึกษา (ต่อ)

	ไทย		มาเลเซีย		เกาหลีใต้		สหรัฐอเมริกา	
	<u>SET</u>	<u>ThaiB-MA</u>	<u>BM</u>	<u>FIMM</u>	<u>KRX</u>	<u>KOFIA</u>	<u>NYSE</u>	<u>FINRA</u>
Order	/	/	/	/	/	/	/	/
Power takeover	X	X	/	X	X	X	/	/
Punishment	X	/	/	/	/	/	/	/

หมายเหตุ:

- Review and approve = หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐมีการทบทวนและให้ความเห็นชอบต่อกฎที่ออกโดยองค์กรกำกับดูแลตนเอง
- Report request = หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐให้องค์กรกำกับดูแลตนเองรายงานการดำเนินการ
- Notification = หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐให้องค์กรกำกับดูแลตนเองแจ้งให้ทราบ
- Periodic review = หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐทบทวนการทำงานขององค์กรกำกับดูแลตนเองเป็นประจำ
- Inspection = หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐมีการตรวจสอบขององค์กรกำกับดูแลตนเอง
- Facilitation = หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐให้องค์กรกำกับดูแลตนเองช่วยเหลือตามที่ต้องการ
- Order = หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐสั่งให้องค์กรกำกับดูแลตนเองกระทำการหรืองดเว้นกระทำการ
- Power takeover = หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐมีอำนาจเข้าไปปฏิบัติหน้าที่แทนในกรณีที่องค์กรกำกับดูแลตนเองปฏิบัติหน้าที่ไม่เพียงพอ
- Punishment = หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐมีอำนาจลงโทษขององค์กรกำกับดูแลตนเองหรือพนักงานขององค์กรกำกับดูแลตนเอง

อภิปรายผล

1) สถานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง

ปัจจุบันสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทยไม่มีความชัดเจนแน่นอน เนื่องจากกฎหมายไม่ได้บัญญัติรับรองสถานะดังกล่าวไว้ ในขณะที่มาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา ได้บัญญัติรับรองสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ ดังนั้นประเทศไทยจึงควรจัดให้มีบทบัญญัติรับรองให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองด้วยการยื่นขออนุญาตต่อหน่วยงานของรัฐตามกฎหมาย เนื่องจากวิธีการดังกล่าวสามารถกำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์หรือสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองได้หลายแห่งผ่านกลไกการรับรองสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองตามที่กฎหมายกำหนด รวมถึงสามารถนำหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับองค์กรกำกับดูแลตนเองมาบังคับใช้กับตลาดหลักทรัพย์หรือสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ภายใต้มาตรฐานเดียวกัน

2) รูปแบบการกำกับดูแลตนเอง

รูปแบบการกำกับดูแลตนเองที่ตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิก เหมาะสมกับประเทศที่ยังไม่มีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ อันได้แก่ ประเทศไทย หรือประเทศที่มีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์แล้ว แต่ตลาดหลักทรัพย์ยังผูกขาดอยู่ อันได้แก่ มาเลเซีย และเกาหลีใต้ เนื่องจากประเทศดังกล่าวไม่มีการแข่งขันกันระหว่างตลาดหลักทรัพย์ภายในประเทศ ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ยังสามารถแบกรับต้นทุนการกำกับดูแลสมาชิกได้ ไม่จำเป็นต้องถ่ายโอนอำนาจไปให้สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์

3) หลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเอง

แนวทางการกำกับดูแลตนเองของทุกประเทศที่เลือกศึกษาสอดคล้องกับแนวทางการกำกับดูแลตลาดทุนที่ดีของ IOSCO ทั้งในเรื่องความเป็นธรรม ความโปร่งใส และการคุ้มครองผู้ลงทุน อย่างไรก็ตาม สำหรับประเทศไทยนั้น หลักเกณฑ์ขององค์การกำกับดูแลทั้งสองแห่งมีความแตกต่างกันในบางเรื่อง เช่น กรรมการที่ไม่ใช่ตัวแทนสมาชิกของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีสัดส่วน 6 ใน 10 คน แต่สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีสัดส่วน 3 ใน 10 คน สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีการแยกคณะกรรมการเพื่อกำกับดูแลสมาชิกโดยเฉพาะออกมาต่างหาก แต่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีคณะกรรมการเฉพาะดังกล่าว ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องเปิดเผยผลการวินิจฉัยและคำสั่งลงโทษสมาชิก แต่สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยไม่ได้เปิดเผย ข้อบังคับของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยกำหนดให้สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยต้องแจ้งให้ ก.ล.ต. ทราบหลังจากมีคำสั่งลงโทษสมาชิก แต่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีหน้าที่ดังกล่าว เป็นต้น ประเทศไทยจึงควรปรับปรุงหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองในระดับตลาดหลักทรัพย์และระดับสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ให้มีมาตรฐานเดียวกัน เช่นเดียวกับสหรัฐอเมริกา

ข้อเสนอแนะ

จากการสรุปและอภิปรายผลข้างต้น ผู้เขียนมีข้อเสนอแนะเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองที่เหมาะสมในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของประเทศไทย ดังต่อไปนี้

1) ควรกำหนดบทบัญญัติเพื่อรับรองสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

การรับรองสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ในกฎหมาย นอกจากทำให้เกิดความชัดเจนแน่นอนแล้ว ยังทำให้สามารถผลักดันสมาคมธุรกิจหลักทรัพย์อื่น ๆ ให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองได้ในอนาคต ผ่านกลไกการรับรองสถานะองค์กรกำกับดูแลตนเองตามที่กฎหมายกำหนด

ข้อเสนอแนะของผู้เขียนสอดคล้องกับแนวคิดของสำนักงาน ก.ล.ต. ที่เคยศึกษาไว้ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ [ก.ล.ต.], 2553) และได้จัดทำร่างกฎหมายโดยเพิ่มเติมบทบัญญัติการจัดตั้ง “องค์กรผู้ประกอบธุรกิจในตลาดทุนที่กำกับดูแลสมาชิก” หรือองค์กรกำกับดูแลตนเอง (SRO) เข้าไป

ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 อย่างไรก็ตาม ต่อมาสำนักงาน ก.ล.ต. ได้ถอนร่างกฎหมายในเรื่องนี้ออกไป เนื่องจากการกรรมการกฤษฎีกาบางท่านไม่เห็นด้วย โดยให้ความเห็นว่า SRO เป็นเรื่อง การกีดกันการค้า เนื่องจากการกำหนดว่าหากจะมีการสร้าง SRO ก็ต้องให้หน่วยธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์ประเภท นั้น ๆ มาเข้าร่วมเป็นสมาชิกขององค์กร ซึ่งมีความเห็นว่าการบังคับลักษณะดังกล่าว จะเป็นการไม่ให้อิสระเสรี ต่อธุรกิจ (“เพิ่มโทษบีก”, 2559)

สำหรับเรื่องนี้ผู้เขียนมีความเห็นว่าการจัดตั้ง SRO ไม่ถือเป็นเรื่องกีดกันทางการค้า เนื่องจากสมาชิก ของ SRO ต้องมีคุณสมบัติและปฏิบัติตามมาตรฐานของ SRO ซึ่งเรื่องดังกล่าวมุ่งเน้นการสร้างมาตรฐานสำหรับ สมาชิกในธุรกิจประเภทนั้นเป็นสำคัญ โดยเฉพาะธุรกิจที่ต้องมีใบอนุญาต ดังจะเห็นได้ว่าจัดตั้ง SRO มีการใช้ อย่างแพร่หลายในธุรกิจวิชาชีพที่ต้องมีใบอนุญาต เช่น แพทยสภา สภานายความ เป็นต้น นอกจากนี้ แนวทาง การกำกับดูแลตนเองในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ยังมีกลไกการกำกับ SRO โดยหน่วยงานกำกับดูแล ของรัฐ (ก.ล.ต.) อีกทอดหนึ่งด้วย (Carson, 2011) ซึ่งโดยทั่วไปแล้วหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐมักจะมีอำนาจ สั่งให้องค์กรกำกับดูแลตนเองกระทำการหรืองดเว้นกระทำการได้ ในกรณีที่เห็นว่า SRO ปฏิบัติหน้าที่ไม่ถูกต้อง ตามกฎหมายหลักทรัพย์

2) ควรใช้รูปแบบการกำกับดูแลตนเองที่ส่งเสริมให้สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์มีบทบาทในการกำกับดูแลสมาชิกมากขึ้น

แม้ว่ารูปแบบการกำกับดูแลตนเองที่ตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลสมาชิกเหมาะสม กับประเทศไทยที่ยังไม่มีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ แต่ประเทศไทยก็ควรส่งเสริมให้สมาคมธุรกิจหลักทรัพย์ มีบทบาทในการกำกับดูแลสมาชิกมากขึ้น เพื่อแบ่งเบาภาระการกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หากว่ามีการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์เกิดขึ้นในอนาคต

3) ควรกำหนดหลักเกณฑ์สำหรับการกำกับดูแลตนเองที่เหมาะสมในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ที่สร้างมาตรฐานขั้นต่ำเกี่ยวกับความเป็นธรรม ความโปร่งใส และการคุ้มครองผู้ลงทุนอย่างเพียงพอ ซึ่งสามารถสรุปได้ ดังนี้

3.1) ความเป็นธรรม

ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยต้องรับฟังความคิดเห็น จากผู้มีส่วนได้เสียก่อนที่จะออกหลักเกณฑ์ที่ส่งผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งเป็นแนวทางมีความเหมาะสมและ สอดคล้องกับแนวทางของมาเลเซีย เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา ส่วนแนวปฏิบัติเกี่ยวกับการจัดการข้อเรียกร้อง ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย แม้ว่ามีความสอดคล้องกับมาตรฐาน ขั้นต่ำในพระราชบัญญัติวิธีปฏิบัติราชการทางปกครอง พ.ศ. 2539 เช่นเดียวกับประเทศอื่นที่เลือกศึกษา แต่ก็ ควรบัญญัติแนวปฏิบัติดังกล่าวให้เป็นหน้าที่อย่างชัดเจนสำหรับองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ได้รับการรับรองไว้ใน พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ด้วย

3.2) ความโปรงใส

แม้ว่าแนวปฏิบัติปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้มีการเปิดเผยร่างของกฎเพื่อรับฟังความคิดเห็น และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการเปิดเผยผลการวินิจฉัยความผิด แต่ก็ม่มีการกำหนดหลักเกณฑ์อย่างชัดเจนในกฎหมาย ดังนั้น จึงควรกำหนดไว้ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ให้องค์กรกำกับดูแลตนเองที่ได้รับการรับรองต้องมีการเปิดเผยข้อมูลในขั้นตอนของการออกกฎและการบังคับใช้กฎ

ทั้งนี้หากมีการบัญญัติในกฎหมายอย่างชัดเจนให้้องค์กรกำกับดูแลตนเองต้องมีการเปิดเผยร่างของกฎเพื่อรับฟังความคิดเห็นก่อนนำไปบังคับใช้ ย่อมสามารถบรรเทาปัญหาความม่เป็นธรรมต่อผู้มีส่วนได้เสียดังที่เคยเกิดขึ้นในอดีตได้ เช่น ลูกจ้างของสมาชิกสามารถแสดงความคิดเห็นต่อกฎเกณฑ์ที่ม่เป็นธรรมก่อนจะนำไปบังคับใช้ได้ เป็นต้น

3.3) การคุ้มครองผู้ลงทุน

เนื่องจากปัจจุบันหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีความแตกต่างกันในบางเรื่อง ดังนั้นจึงควรกำหนดให้มีมาตรฐานเดียวกันโดยมุ่งเน้นการคุ้มครองผู้ลงทุนเป็นสำคัญ เช่น ควรมีสัดส่วนของกรรมการที่ม่ได้มาจากสมาชิกมากกว่ากรรมการที่มาจากสมาชิก ควรมีการแยกคณะกรรมการเพื่อกำกับดูแลสมาชิกโดยเฉพาะออกมาต่างหาก ควรกำหนดให้้องค์กรกำกับดูแลตนเองต้องแจ้งให้ ก.ล.ต. ทราบหลังจากมีคำสั่งลงโทษสมาชิก เป็นต้น

ทั้งนี้การกำหนดสัดส่วนของกรรมการอิสระที่ม่ได้มาจากสมาชิกในคณะกรรมการชุดใหญ่และคณะกรรมการชุดย่อยของ้องค์กรกำกับดูแลตนเอง ย่อมสามารถบรรเทาปัญหาผลประโยชน์ขัดกันระหว่างสมาชิกและผู้ลงทุนดังที่เคยเกิดขึ้นในอดีตได้ เช่น คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์อาจดำเนินการโดยคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ลงทุนที่สามารถซื้อขายหลักทรัพย์ได้ด้วยค่าธรรมเนียมที่ถูกลง และมีตัวเลือกของบริษัทหลักทรัพย์ที่ให้บริการมากขึ้น ด้วยการผลักดันให้เกิดการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์และการเปิดเสรีใบอนุญาตธุรกิจหลักทรัพย์ให้เร็วขึ้น

บรรณานุกรม

- ตลาดหุ้นไทย โดยโบรกเกอร์เพื่อโบรกเกอร์ เหตุผลที่ไม่ต้องการแปรรูปและไม่อยากเปิดเสรี. (2555, 13 เมษายน). MGR Online. สืบค้นจาก <https://mgronline.com/politics/detail/9550000046305>
- Thomson Foundation. (2556). รายงานโครงการฝึกอบรมหลักสูตร “Broadcast Regulation”. สืบค้นจาก [https://www.nbtc.go.th/getattachment/Weblink/Hot-link/ไฟล์/รายงานการเข้าร่วมประชุมและสัมมนา/รายงานโครงการฝึกอบรมหลักสูตร-Broadcast-Regulation"/570400000004.pdf](https://www.nbtc.go.th/getattachment/Weblink/Hot-link/ไฟล์/รายงานการเข้าร่วมประชุมและสัมมนา/รายงานโครงการฝึกอบรมหลักสูตร-Broadcast-Regulation)
- เพิ่มโทษบีก บจ.อินไซด์-ปิ่นหุ่น ‘บัญชีดำ’ ห้ามบริหาร 3 ปี. (2559, 8 สิงหาคม). ประชาชาติธุรกิจ. สืบค้นจาก <https://bit.ly/3SvFfvG>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2553). รายงานการดำเนินงานโครงการศึกษา โครงการ SRO ที่เหมาะสมกับตลาดทุนไทย ณ ประเทศมาเลเซียและเกาหลีใต้. สืบค้นจาก <https://www.sec.or.th/TH/Documents/Research/research-0353-SRO.pdf>
- Carson, J. (2011). *Self-regulation in securities markets* (World Bank Policy Research Working Paper, 5542). Retrieved from <https://documents1.worldbank.org/curated/en/337711468340157842/pdf/WPS5542.pdf>
- International Monetary Fund. (2014). *Financial sector assessment program: Republic of Korea*. Retrieved from <http://documents.worldbank.org/curated/en/2014/06/19781538/korea-republic-financial-sector-assessment>
- International Monetary Fund, Monetary and Capital Markets Department. (2013). Malaysia: Publication of financial sector assessment program documentation-Detailed assessment of implementation of IOSCO objectives and principles of securities regulation. *IMF Staff Country Reports*, 2013(059). doi: 10.5089/9781475519891.002
- International Organization of Securities Commissions. (2000). *Model for effective regulation*. Retrieved from <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD110.pdf>
- International Organization of Securities Commissions. (2003). *Objectives and principles of securities regulation*. Retrieved from <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>
- International Organization of Securities Commissions. (2011). *Impact assessment guidelines*. Retrieved from <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD456.pdf>

- International Organization of Securities Commissions. (2017). *Methodology for assessing implementation of the IOSCO objectives and principles of securities regulation*. Retrieved from <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>
- Karmel, R. S. (2002). Motivations, mechanics and models for exchange demutualizations in the United States. In S. Akhtar (Ed.), *Demutualization of stock exchanges-problems, solutions, and case studies* (pp. 59-71). Manila, Philippines: Asian Development Bank.
- Ong, R. Y. C. (2010). *Mobile communication and the protection of children*. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/15349>
- Sanders, J. I. (2017). Break from tradition: questioning the primacy of self-regulation in American securities law. *Mich. Bus. & Entrepreneurial L. Rev.*, 7(1), 93-118. Retrieved from <https://repository.law.umich.edu/mbelr/vol7/iss1/4>
- Securities Commission Malaysia. (2020). SC and Bursa Malaysia announce the setting up of a regulatory subsidiary. Retrieved December 12, 2020, from <https://www.sc.com.my/resources/media/media-release/sc-and-bursa-malaysia-announce-the-setting-up-of-a-regulatory-subsidiary>
- The World Bank Group. (2019). *Thailand-assessment of observance of the IOSCO objectives and principles of securities regulation*. doi: 10.1596/32613