

บทเรียนจากการ demutualization ตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ

อดิษฐ์ เกลิมพงศ์

यररยง ไทยเจริญ

ธันวาคม 2552



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
The Stock Exchange of Thailand

Disclaimer : รายงานนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้เขียน โดยเฉพาะ จัดทำบนพื้นฐานของข้อมูลที่เชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ความรู้และแนวคิดแก่ผู้อ่านเท่านั้น มิได้สะท้อนความเห็นของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่อย่างใด (V2)

สารบัญ

	หน้า	
บทสรุปผู้บริหาร	i	
บทนำ	1	
บทที่ 1	ปัจจัยผลักดันและแนวโน้มการ demutualization ของธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ใน โลก	3
บทที่ 2	ประเด็นพิจารณาเกี่ยวกับการ demutualization ตลาดหลักทรัพย์	11
	ประเด็นที่ 1 : การ demutualization ตลาดหลักทรัพย์จะนำไปสู่การเปิดเสรีธุรกิจตลาด	13
	หลักทรัพย์และการเพิ่มการแข่งขันในธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ภายในประเทศได้หรือไม่	
	ประเด็นที่ 2 : ความเป็น natural monopoly ของธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ภายหลัง	18
	การ demutualization และมีการดำเนินงานแบบองค์กรธุรกิจที่แสวงหากำไร จะนำไปสู่	
	การปรับเพิ่มค่าธรรมเนียมอย่างไม่เป็นธรรมหรือไม่	
	ประเด็นที่ 3 : ภายหลังการ demutualization ผลประโยชน์ที่ขัดแย้ง (conflict of interest)	21
	กันของตลาดหลักทรัพย์ระหว่างการแสวงหาผลกำไรและการกำกับดูแลตลาด จะนำไป	
	สู่มาตรฐานการกำกับดูแลตลาดที่ย่อนยานลงหรือไม่	
	ประเด็นที่ 4 : การ demutualization จะทำให้ขาดองค์กรที่จะทำงานพัฒนาตลาดทุนและ	31
	คุ้มครองผู้ลงทุนหรือไม่	
	ประเด็นที่ 5 : การ demutualization เป็นช่องทางให้กลุ่มผลประโยชน์ภายในประเทศ	34
	บางกลุ่มหรือต่างประเทศเข้ามาครอบงำตลาดหลักทรัพย์ได้หรือไม่	
	ประเด็นที่ 6 : การ demutualization จะกระตุ้นให้เกิดการแข่งขันระหว่างธุรกิจตัวกลาง	40
	(intermediary) ได้หรือไม่	
	ประเด็นที่ 7 : การ demutualization จะช่วยให้ประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น	42
	หรือไม่	
	ประเด็นที่ 8 : การปรับองค์กรตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นบริษัทจำกัดเพียงพอแล้วสำหรับ	51
	การเพิ่มประสิทธิภาพ ไม่จำเป็นต้องนำตลาดหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน (IPO) ได้หรือไม่	
บทที่ 3	บทส่งท้าย	55
เอกสารแนบ		56

สารบัญตาราง

		หน้า
ตารางที่ 1	ข้อมูลพื้นฐานของตลาดหลักทรัพย์หลักที่ใช้ในงานศึกษานี้	2
ตารางที่ 2	รูปแบบโครงสร้างองค์กรของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ ในโลกตามกลุ่มทวีป	10
ตารางที่ 3	ค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์และค่าธรรมเนียมสำหรับ บจ. ใน HKEx, BM, ASX และ PSE	20
ตารางที่ 4	รายละเอียดของการจัดตั้งสถาบันเฉพาะเพื่อการพัฒนาตลาดทุนของ BM, SGX และ KRX	32
ตารางที่ 5	การจัดสรรหุ้นภายหลังการ demutualization และ IPO ของ BM และ SGX	36
ตารางที่ 6	การจัดสรรหุ้นภายหลังการ corporatization / demutualization ของ TSE และ KRX	37
ตารางที่ 7	แนวทางเพื่อป้องกันการถูกครอบงำโดยกลุ่มผลประโยชน์ในประเทศและต่างชาติ	38

สารบัญภาพ

		หน้า
ภาพที่ 1	สัดส่วนจำนวนตลาดหลักทรัพย์ตามรูปแบบโครงสร้างองค์กรในปี 2000 และ 2008	1
ภาพที่ 2	แนวโน้มการควบรวมและเชื่อมโยงตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ	5
ภาพที่ 3	ส่วนแบ่งตลาดของธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ในอังกฤษ	6
ภาพที่ 4	ส่วนแบ่งตลาดของธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา	6
ภาพที่ 5	การควบรวมในธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ของ Nasdaq OMX	35
ภาพที่ 6	มูลค่าของ บจ. ตามราคาตลาดของตลาดหลักทรัพย์ ณ สิ้นปี ของ SGX และ HKEx	43
ภาพที่ 7	มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวมในแต่ละปีของ SGX และ HKEx	43
ภาพที่ 8	ความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่มีให้บริการในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มต่างๆ	44
ภาพที่ 9	จำนวน บจ. ใน SGX, ASX, BM และ HKEx	45
ภาพที่ 10	อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ของ HKEx, BM, ASX และ PSE	46
ภาพที่ 11	รายได้จากการดำเนินงานของ HKEx, BM, ASX และ PSE	47
ภาพที่ 12	ค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงานของ HKEx, BM, ASX และ PSE	47
ภาพที่ 13	อัตรากำไรสุทธิของ HKEx, BM, ASX และ PSE	48
ภาพที่ 14	การศึกษาผลการดำเนินงานของ ASX เทียบกับกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ที่ยังไม่ได้ IPO	48
ภาพที่ 15	สัดส่วนรายได้จากการดำเนินงานต่อค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงาน	49
ภาพที่ 16	ราคาหุ้นของ SGX, BM และ ASX ภายหลังจาก IPO	50
ภาพที่ 17	ความหลากหลายของการลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์	53
ภาพที่ 18	การเปลี่ยนแปลงของอัตรากำไรขยายตัวของรายได้ของตลาดหลักทรัพย์	53

ดัชนีตัวย่อ

ATS	=	Alternative trading system
ASIC	=	Australian Securities and Investments Commission
ASX	=	Australian Securities Exchange
BM	=	Bursa Malaysia Berhad
CMDF	=	Capital Market Development Fund
HKEx	=	Hong Kong Exchanges and Clearing Limited
HOSE	=	Hochiminh Stock Exchange
IDX	=	Indonesia Stock Exchange
IOSCO	=	International Organization of Securities Commission
IPO	=	Initial public offering
KRX	=	Korea Exchange
LSE	=	London Stock Exchange
MAS	=	Monetary Authority of Singapore
NSE	=	National Stock Exchange of India
OM	=	OM Gruppen AB
PSE	=	Philippine Stock Exchange
SET	=	Stock Exchange of Thailand
SGX	=	Singapore Exchange Limited
SIPF	=	Securities Investor Protection Fund
TSE	=	Tokyo Stock Exchange
WFE	=	World Federation of Exchanges
บจ.	=	บริษัทจดทะเบียน
บล.	=	บริษัทหลักทรัพย์

บทสรุปผู้บริหาร

ผลจากการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจแบบทุนนิยมและการเปิดเสรีภาคการเงินในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา ทำให้ระบบการเงินโลกมีความเชื่อมโยงกันมากขึ้น เกิดการเปิดเสรีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศและการเปิดเสรีการทำธุรกิจซื้อขายหลักทรัพย์ รวมถึงการพัฒนาทางเทคโนโลยีอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ตลาดทุนโลกเกิดการแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้นและเกิดความท้าทายสำหรับธุรกิจตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิม (traditional exchange) 3 ประการหลัก คือ (1) การรวมตัว (consolidation) ระหว่างตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิม (2) การเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของผู้ลงทุนและผู้ระดมทุน และ (3) การเกิดกระดานซื้อขายหลักทรัพย์ทางเลือก (alternative trading system : ATS)

การจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิมส่วนใหญ่เกิดขึ้นจากความร่วมมือของกลุ่มบริษัทหลักทรัพย์ (บล.) เพื่อเป็นศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์ หรือที่เรียกว่ามีโครงสร้างแบบ mutual-owned หรือ member-owned ที่มีการจำกัดจำนวน บล. ที่เป็นสมาชิก (close access) และ บล. ที่เป็นสมาชิกเหล่านั้นจะมีส่วนร่วมบริหารจัดการตลาดหลักทรัพย์ โดยสมาชิกแต่ละรายมีหนึ่งคะแนนเสียงเท่ากัน (1 member - 1 vote) ซึ่งภายใต้ภาวะการแข่งขันในตลาดทุนโลกที่ไม่รุนแรงมากนัก โครงสร้างดังกล่าวจะยังสามารถทำงานได้ดี อย่างไรก็ตาม ภายใต้การแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้น โครงสร้างดังกล่าวจะทำให้ตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิมมีประสิทธิภาพการดำเนินงานต่ำ มีความเสี่ยงที่จะสูญเสียบส่วนแบ่งทางการตลาด และมีแนวโน้มถูกลดทอนบทบาท (marginalized) ในตลาดทุนโลกไปอย่างต่อเนื่อง เพราะปัญหาเชิงโครงสร้าง 3 ประการ คือ (1) ความขัดแย้งเชิงผลประโยชน์ระหว่างตลาดหลักทรัพย์และ บล. ที่เป็นสมาชิก (2) กระบวนการตัดสินใจที่ขาดประสิทธิภาพ โดยนิยมใช้การตัดสินใจแบบเห็นด้วยเป็นเอกฉันท์ (consensus base) เป็นหลัก แม้ว่าแต่ละสมาชิกจะมีคะแนนเสียงที่เท่ากันก็ตาม และ (3) ความไม่เท่าเทียมระหว่างการสนับสนุน บล. และผู้ร่วมตลาดกลุ่มอื่นๆ

ทิศทางการปรับตัวของตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิม เพื่อป้องกันการถูกลดทอนบทบาทในตลาดทุนโลกและเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน คือ การ demutualization โดยเปลี่ยนโครงสร้างการบริหารจาก mutual-owned และ non-profit structure ไปเป็น shareholder-owned และ for-profit structure โดยโครงสร้างแบบใหม่จะช่วยให้เกิด (1) โครงสร้างการถือหุ้นที่ชัดเจน และ

ช่วยกระจายการถือหุ้นและอำนาจการบริหารให้ครอบคลุมผู้ร่วมตลาดทุนอย่างเหมาะสม เกิดความโปร่งใสและลดความขัดแย้งเชิงผลประโยชน์ระหว่าง บล. และผู้ร่วมตลาดกลุ่มอื่นๆ (2) การทำงานแบบองค์กรธุรกิจ (profit motive organization) ที่มีกระบวนการตัดสินใจที่คล่องตัว เพราะเปลี่ยนจากระบบการตัดสินใจแบบเห็นด้วยเป็นเอกฉันท์ ไปเป็นแบบเห็นด้วยตามเสียงข้างมาก (majority base) ทำให้สามารถปรับตัวได้เร็ว และ (3) การเชื่อมโยงทางธุรกิจกับตลาดหลักทรัพย์อื่นทำได้ง่าย เนื่องจากมีโครงสร้างการถือหุ้นที่ชัดเจน เปิดโอกาสให้ได้รับประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาด การใช้ trading platform เดียวกัน และการมี network ที่เชื่อมต่อถึงกัน เป็นต้น

เนื่องจากการ demutualization ตลาดหลักทรัพย์เกี่ยวข้องและกระทบกับหลายภาคส่วนในประเทศ ทำให้หลายครั้งผู้มีส่วนได้เสียในตลาดอาจเกิดข้อสงสัยหรือความกังวลเกี่ยวกับการ demutualization ตลาดหลักทรัพย์ งานศึกษาฉบับนี้จึงเน้นศึกษาประสบการณ์ของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ ที่ผ่านการ demutualization และ/หรือผ่านการนำบริษัทตลาดหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน (initial public offering : IPO) มาแล้ว เพื่อตอบข้อสงสัยและสร้างความเข้าใจที่ถูกต้องเกี่ยวกับการ demutualization ตลาดหลักทรัพย์ 8 ประการ ดังนี้

ประเด็นที่ 1 : การ demutualization ตลาดหลักทรัพย์จะนำไปสู่การเปิดเสรีธุรกิจตลาดหลักทรัพย์และการเพิ่มการแข่งขันในธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ภายในประเทศได้หรือไม่

ผลการศึกษา : การแข่งขันในธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ภายในประเทศสามารถเพิ่มได้จาก 2 ปัจจัย คือ (1) การเปิดเสรีธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ และ (2) สภาพคล่องในตลาดหลักทรัพย์ที่เพิ่มมากขึ้น

ภายหลังการ demutualization จูงใจให้เกิดคู่แข่งใหม่ๆ เข้ามาแข่งขันในตลาด อย่างไรก็ตาม ไรก็ดี ระดับของการแข่งขัน (degree of competition) ยังขึ้นอยู่กับหลายปัจจัย อาทิ ขนาดเศรษฐกิจและตลาดทุนของประเทศ และนโยบายของภาครัฐในการมีตลาดหลักทรัพย์ที่เป็น national champion เป็นต้น

ประเด็นที่ 2 : ความเป็น natural monopoly ของธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ภายหลังการ demutualization และมีการดำเนินงานแบบองค์กรธุรกิจที่แสวงหากำไร จะนำไปสู่การปรับเพิ่มค่าธรรมเนียมอย่างไม่เป็นธรรมหรือไม่

ผลการศึกษา : การปรับเพิ่มค่าธรรมเนียมภายหลังการ demutualization อย่างไม่เป็นธรรมเป็นสิ่งที่เกิดได้ยากเนื่องจาก (1) หน่วยงานกำกับดูแลในหลายประเทศยังมีอำนาจควบคุมค่าธรรมเนียมของตลาดหลักทรัพย์ และ (2) ธุรกิจตลาดหลักทรัพย์เป็นธุรกิจที่ต้องเผชิญกับการแข่งขันสูงจากต่างประเทศ ทั้งในรูปของตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิมและ ATS โดยเฉพาะภายใต้สภาวะที่ผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนมุ่งหาช่องทางการทำธุรกรรมที่ต้นทุนต่ำและประสิทธิภาพสูงเป็นสำคัญ นอกจากนี้ ยังพบว่าในบางตลาดหลักทรัพย์มีการปรับโครงสร้างค่าธรรมเนียมที่จัดเก็บจาก บล. และผู้ร่วมตลาดอื่นให้เหมาะสมขึ้น อาทิ ค่าธรรมเนียมสำหรับบริษัทจดทะเบียน (บจ.) ลดลงในอัตราที่มากกว่าค่าธรรมเนียมที่จัดเก็บจาก บล. เป็นต้น

ประเด็นที่ 3 : ภายหลังการ demutualization ผลประโยชน์ที่ขัดแย้ง (conflict of interest) กันของตลาดหลักทรัพย์ระหว่างการแสวงหาผลกำไรและการกำกับดูแลตลาด จะนำไปสู่มาตรฐานการกำกับดูแลตลาดที่หย่อนยานลงหรือไม่

ผลการศึกษา : จากประสบการณ์ของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ พบว่ามี 4 แนวทางที่นิยมใช้เพื่อป้องกันปัญหา คือ (1) การวางกรอบการอภิบาลองค์กร (governance arrangement) ให้คณะกรรมการของตลาดหลักทรัพย์ต้องมีบุคคลที่มีหน้าที่หลักในการดูแลผลประโยชน์ของสาธารณะ (public interest director) หรือบุคคลที่มีความอิสระ (independent director) (2) การกำหนดบทบาทในด้านการกำกับดูแลระหว่างตลาดหลักทรัพย์และทางการให้ชัดเจน (3) สร้างกระบวนการตรวจสอบของทางการ (regulatory oversight process) ที่รัดกุม ซึ่งรวมถึงกรณีตลาดหลักทรัพย์นำหุ้นของตนเข้าจดทะเบียนด้วย และ (4) การแยกโครงสร้างองค์กรด้านการกำกับดูแลตลาดของตลาดหลักทรัพย์ออกจากส่วนงานธุรกิจอื่นๆ

ประเด็นที่ 4 : การ demutualization จะทำให้ขาดองค์กรที่จะทำงานพัฒนาตลาดทุนและคุ้มครองผู้ลงทุนหรือไม่

ผลการศึกษา : ภายหลังการ demutualization ในต่างประเทศพบว่ายังมีการพัฒนาตลาดทุนและคุ้มครองผู้ลงทุนอย่างต่อเนื่องผ่านหลายวิธี เช่น การจัดตั้งสถาบันเฉพาะเพื่อการพัฒนาตลาดทุน ซึ่งกรอบการดูแลอาจเจาะจงเฉพาะตลาดทุนหรือครอบคลุมทั้งตลาดทุนและภาคการเงินในวงกว้าง

และการคุ้มครองผู้ลงทุน โดยรวม เป็นต้น ซึ่งจะแตกต่างกันไปขึ้นอยู่กับระดับของการพัฒนาของ ตลาดทุนและภาคการเงินในประเทศนั้นๆ และระดับเงินกองทุนที่สถาบันที่จัดตั้งขึ้นใหม่ได้รับ

ประเด็นที่ 5 : การ demutualization เป็นช่องทางให้กลุ่มผลประโยชน์ภายในประเทศบางกลุ่มหรือ ต่างประเทศเข้ามาครอบงำตลาดหลักทรัพย์ได้หรือไม่

ผลการศึกษา : จากประสบการณ์ของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ พบว่ามีมุมมอง 2 ด้านเกี่ยวกับการถูก ครอบงำภายหลังการทำ demutualization โดยกลุ่มหนึ่งมองว่าการครอบงำช่วยส่งเสริมศักยภาพใน การแข่งขัน ขณะที่อีกกลุ่มเห็นว่าการครอบงำกระทบต่อผลประโยชน์ของประเทศ ซึ่งจาก ประสบการณ์ของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ พบว่ามี 3 แนวทางหลักที่นิยมใช้ผสมผสานกันเพื่อป้องกัน ปัญหาดังกล่าว คือ (1) การจำกัดสัดส่วนการถือครองหุ้นชั้นสูง (maximum shareholding limit) ของ นักลงทุนต่างประเทศและนักลงทุนแต่ละราย (2) การให้ภาครัฐและ/หรือสถาบันเพื่อการพัฒนา ตลาดทุนเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และ (3) การกำหนดกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าครอบงำตลาด หลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามมีข้อสังเกตว่า ภาครัฐหรือหน่วยงานกำกับอาจอ่อนปรนกฎเกณฑ์ต่างๆ ใน เวลาต่อมาเพื่อให้เอื้อกับการเปลี่ยนแปลงของตลาดทุน โลก

ประเด็นที่ 6 : การ demutualization จะกระตุ้นให้เกิดการแข่งขันระหว่างธุรกิจตัวกลาง (intermediary) ได้หรือไม่

ผลการศึกษา : การ demutualization ตลาดหลักทรัพย์จะช่วยส่งเสริมการแข่งขันระหว่างธุรกิจ ตัวกลาง และเพิ่มคุณภาพของตลาดทุน โดยรวม ผ่าน 2 ช่องทางหลัก คือ (1) การลดการอุดหนุน บล. ที่เป็นสมาชิก และ (2) การขยายสิทธิการซื้อขายไปให้กลุ่มธุรกิจตัวกลางที่มีใช้สมาชิก (open market access) เมื่อประโยชน์จากการได้รับการอุดหนุนหมดไปและการแข่งขันระหว่างธุรกิจ ตัวกลางสูงขึ้น ธุรกิจตัวกลางต่างๆ จะเร่งเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานและการให้บริการแก่ ผู้ลงทุน ซึ่งอาจสะท้อนออกมาในหลายรูปแบบ เช่น การออกผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ๆ ที่ตอบสนองความต้องการของผู้ลงทุนได้ดีขึ้นและหลากหลายขึ้น เป็นต้น

ประเด็นที่ 7 : การ demutualization จะช่วยให้ประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นหรือไม่

ผลการศึกษา : ประโยชน์เชิงประสิทธิภาพที่เห็นได้อย่างชัดเจนจากการ demutualization มี 2 ด้านหลัก คือ (1) ตลาดทุนโดยรวมดีขึ้น ซึ่งสะท้อนผ่านมูลค่าตลาด (market capitalization) และมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดที่สูงขึ้น และความคล่องตัวในการเชื่อมโยงกับตลาดหลักทรัพย์อื่น เป็นต้น และ (2) ผลการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ที่ดีขึ้น เห็นได้จากสัดส่วนต้นทุนต่อรายได้ (cost to income ratio) ที่ลดลงและอัตราส่วนกำไรต่างๆ ที่สูงขึ้น รวมถึงประสิทธิผลในการดำเนินงานของพนักงาน (productivity) และราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์เองที่ดีขึ้นด้วย เป็นต้น

ประเด็นที่ 8 : การปรับองค์กรตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นบริษัทจำกัดเพียงพอแล้วสำหรับการเพิ่มประสิทธิภาพ หรือไม่จำเป็นต้องนำตลาดหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน (IPO) ได้หรือไม่

ผลการศึกษา : ประโยชน์ 3 ด้านหลักซึ่งสำคัญต่อการเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์ในเวทีโลก จะเกิดขึ้นได้ยากหรือไม่สามารถเกิดขึ้นได้เลย หากตลาดหลักทรัพย์ทำเพียงการ demutualization แต่ขาดการทำ IPO เพราะ (1) การ IPO ช่วยให้ประสิทธิภาพการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ถูกวัดผลได้อย่างชัดเจนและโปร่งใสตลอดเวลา และง่ายต่อการเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์คู่แข่งอื่นๆ (2) เป็นช่องทางสำคัญสำหรับการระดมทุนของตลาดหลักทรัพย์ เพื่อการลงทุนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานทางเทคโนโลยี (IT platform) และ (3) ช่วยขจัดปัญหาความขัดแย้งเชิงผลประโยชน์ระหว่างผู้ร่วมตลาดได้มากขึ้นด้วย เพราะการทำ IPO จะช่วยกระจายหุ้นในวงกว้างครอบคลุมผู้ร่วมตลาดทุกกลุ่มได้มากขึ้น

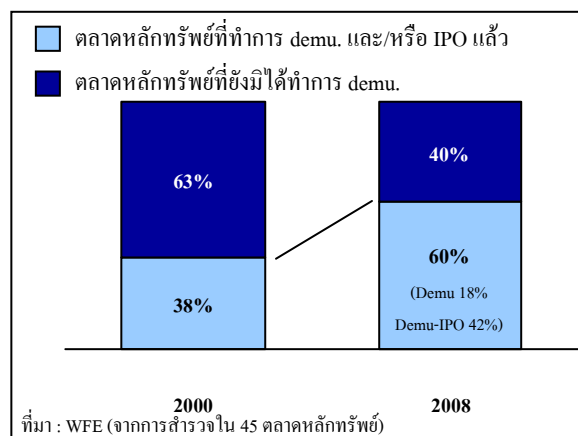
เมื่อพิจารณาคุณภาพของตลาดทุนโดยรวมและประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ดีขึ้นของตลาดหลักทรัพย์ที่ผ่านการ demutualization แล้ว ผู้วิจัยเชื่อว่าการ demutualization เป็นแนวทางที่ถูกต้อง เพื่อป้องกันการถูกลดทอนบทบาทในเวทีตลาดทุนโลกและเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิม อย่างไรก็ตาม มีความเสี่ยงหรือปัญหาที่อาจเกิดขึ้นได้บ้าง ดังนั้น ทุกภาคส่วน โดยเฉพาะภาครัฐและหน่วยงานกำกับดูแล จำเป็นต้องกำหนดนโยบายและรายละเอียดที่เกี่ยวข้องในแต่ละเรื่องของการ demutualization ตลาดหลักทรัพย์ให้ชัดเจน

บทนำ

การขยายตัวของระบบเศรษฐกิจแบบทุนนิยมและการเปิดเสรีภาคการเงิน ส่งผลให้ระบบการเงินโลกมีความเชื่อมโยงกันมากขึ้น เกิดการเปิดเสรีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศและการเปิดเสรีการทำธุรกิจซื้อขายหลักทรัพย์ รวมถึงการพัฒนาทางเทคโนโลยีอย่างต่อเนื่อง ทำให้ตลาดทุนโลกเกิดการแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้นและเกิดความท้าทายสำหรับธุรกิจตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิม

ทิศทางการปรับตัวของตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิมเพื่อป้องกันการถูกกลดทอนบทบาท (marginalized) ในตลาดทุนโลกและเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน คือ การ demutualization ทั้งนี้ จากผลสำรวจของ World Federation of Exchanges (WFE) ใน 45 ตลาดหลักทรัพย์ ในปี 2008 พบว่า ร้อยละ 60 ของจำนวนตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดได้ทำการ demutualization แล้ว (รวม 27 ตลาดหลักทรัพย์) และร้อยละ 42 ของจำนวนตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดได้ทำการ demutualization และ IPO แล้ว (รวม 19 ตลาดหลักทรัพย์) หากพิจารณาถึงมูลค่าของ บจ. ตามราคาตลาด (market capitalization) ของตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดจะพบว่า มูลค่าของ บจ. ตามราคาตลาดของตลาดหลักทรัพย์ที่ยังมิได้ทำการ demutualization เหลือเพียงร้อยละ 12 เท่านั้น (รวม 18 ตลาดหลักทรัพย์)

ภาพที่ 1 : สัดส่วนจำนวนตลาดหลักทรัพย์ตามรูปแบบโครงสร้างองค์กรในปี 2000 และ 2008



สำหรับประเทศไทย ในไตรมาสที่ 4 ปี 2009 คณะรัฐมนตรีได้มีมติเห็นชอบในแผนพัฒนาตลาดทุนไทย ซึ่งได้สร้างแผนการยกระดับความสามารถในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) ผ่านการ demutualization ซึ่งเป็นหนึ่งในมาตรการสำคัญด้วย

อย่างไรก็ดี เนื่องจากการ demutualization ตลาดหลักทรัพย์เกี่ยวข้องและกระทบกับหลายภาคส่วนในประเทศ ทำให้หลายครั้งผู้มีส่วนได้เสียในตลาดอาจเกิดข้อสงสัยหรือความกังวลเกี่ยวกับการ demutualization ตลาดหลักทรัพย์ได้ งานศึกษาฉบับนี้จึงจะเน้นตอบข้อสงสัยและสร้างความเข้าใจที่ถูกต้องเกี่ยวกับการ demutualization ตลาดหลักทรัพย์ 8 ประการ ผ่านประสบการณ์ของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ ที่ทำการ demutualization และ/หรือทำ IPO ไปแล้ว โดยจะเน้นศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แถบเอเชียแปซิฟิกเป็นหลัก

ตารางที่ 1 : ข้อมูลพื้นฐานของตลาดหลักทรัพย์หลักที่ใช้ในงานศึกษาฉบับนี้

ตลาดหลักทรัพย์	Market capitalization ณ สิ้นปี 2008 (ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา)	ปีที่ทำ demutualization	ปีที่ทำ IPO
Australian Securities Exchange (ASX)	683,872	1998	1998
Singapore Exchange (SGX)	264,974	1999	2000
Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEx)	1,328,768	2000	2000
Philippine Stock Exchange (PSE)	52,031	2001	2003
Bursa Malaysia Berhad (BM)	189,087	2004	2005

ที่มา : WFE

บทที่ 1 : ปัจจัยผลักดันและแนวโน้มการ demutualization ของธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ ในโลก

1. ความท้าทายในตลาดทุนโลก

ในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา ผลจากการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจแบบทุนนิยมและการเปิดเสรีภาคการเงิน ส่งผลให้ระบบการเงินโลกมีความเชื่อมโยงกันมากขึ้น เกิดการเปิดเสรีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศและการเปิดเสรีการทำธุรกิจซื้อขายหลักทรัพย์ รวมถึงการพัฒนาทางเทคโนโลยีอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ตลาดทุนโลกเกิดการแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้น¹ และเกิดความท้าทายสำหรับธุรกิจตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิม 3 ประการหลัก คือ

1.1 การรวมตัว (consolidation) ระหว่างตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิม ทั้งที่อยู่ในประเทศเดียวกัน ภูมิภาคเดียวกัน และต่างภูมิภาค (ภาพที่ 2) ทำให้เกิดประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาด (economy of scale) ความสามารถในการให้บริการการซื้อขาย 24 ชั่วโมง และประโยชน์จากการใช้ trading platform เดียวกัน

1.2 การเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของผู้ลงทุนและผู้ระดมทุน กล่าวคือ เมื่อการลงทุนข้ามประเทศเป็นสิ่งที่ทำได้ง่ายและถูกระเบียบลดลง นักลงทุนจึงมุ่งหาช่องทางการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีความรวดเร็ว ประสิทธิภาพสูง และต้นทุนการทำธุรกรรม (transaction cost) ต่ำเป็นสำคัญ รวมทั้งแม้แต่ บจ. จะเลือกระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ที่มีค่าใช้จ่ายในการระดมทุนที่ต่ำที่สุด เมื่อเทียบกับมูลค่าของบริษัทที่คาดว่าจะได้รับ

1.3 การเกิดกระดานซื้อขายหลักทรัพย์คู่แข่งใหม่ (ATS) ซึ่งเป็น off-exchange trading system เช่น electronic communication networks (ECN) multilateral trading facilities (MTF) และ dark pools ที่มีประสิทธิภาพสูง ให้บริการครบวงจรและต้นทุนการทำธุรกรรมต่ำกว่าการซื้อขายผ่านตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิม อีกทั้ง มีวิธีการส่งคำสั่งซื้อขายที่ไม่ต้องเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะ โดย ATS ส่วนใหญ่ถูกจัดตั้งขึ้นจากความร่วมมือของนักลงทุนสถาบันรายใหญ่

ธุรกิจ ATS ขยายตัวได้อย่างรวดเร็วเนื่องมาจาก (1) การพัฒนาทางเทคโนโลยีเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ และ (2) การขยายตัวของ free-market regulation ซึ่งเป็นกฎระเบียบที่ส่งเสริมให้เกิดการแข่งขันจากทุกช่องทาง เพื่อให้ได้การทำธุรกรรมที่มีราคาถูกและรวดเร็วที่สุด

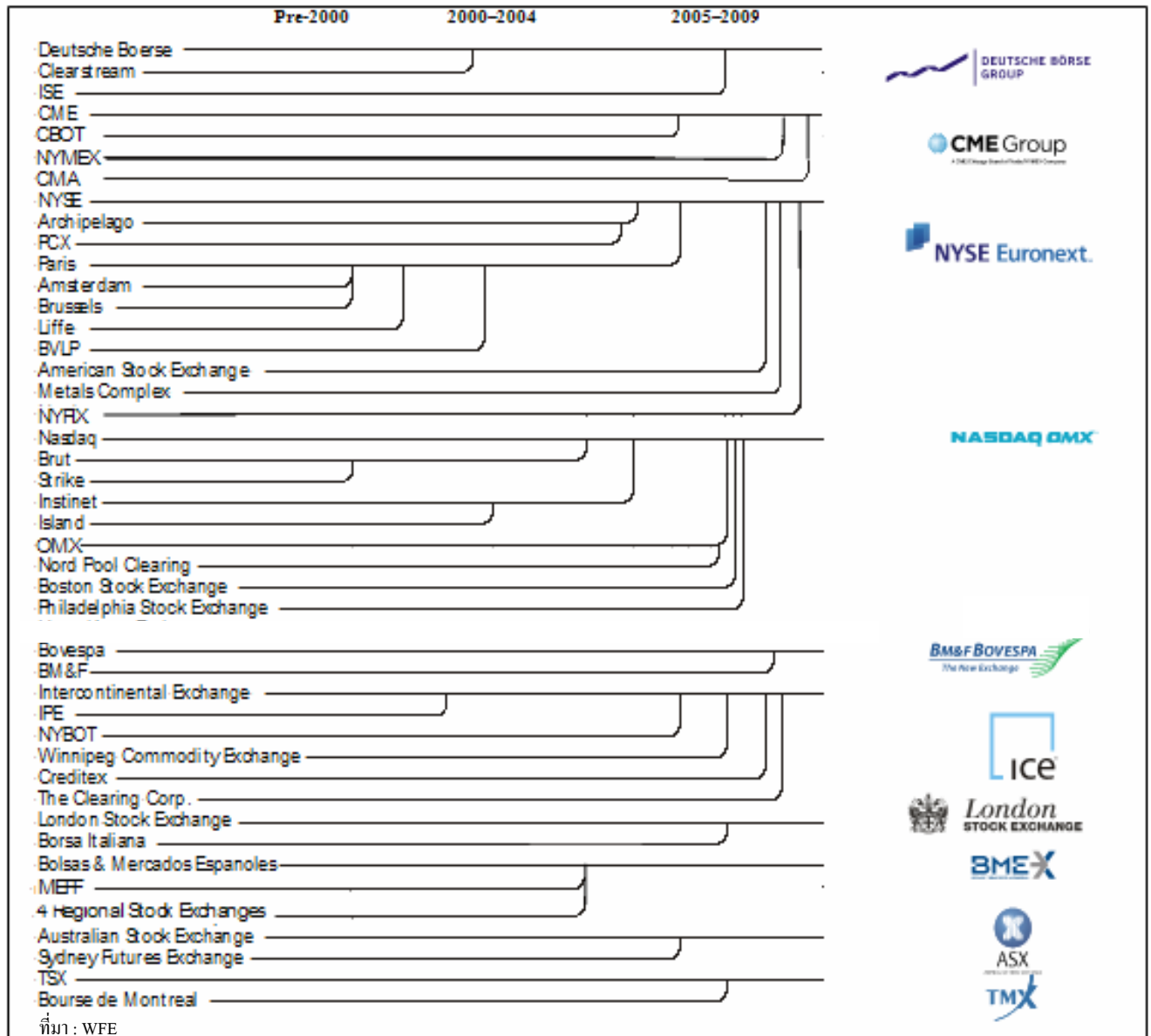
¹ Akhtar (2002) และ Serifsoy and Tyrell (2006)

(best execution) สำหรับนักลงทุน รวมถึงการพยายามยกเลิกข้อได้เปรียบต่างๆ ของตลาด
หลักทรัพย์แบบดั้งเดิม เช่น การเป็น designated trading platform

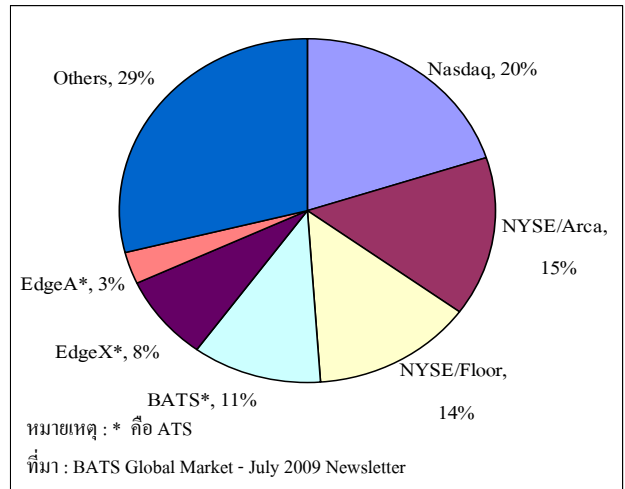
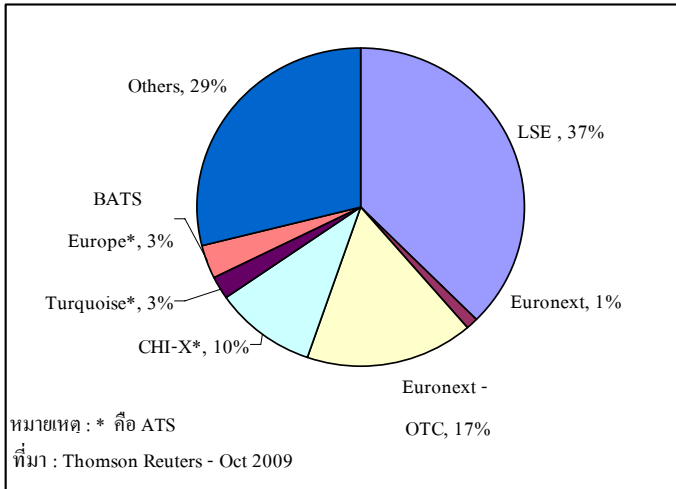
ในยุโรป ATS มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว เพียงเวลาไม่ถึง 2 ปี ธุรกิจของบริษัท Chi-X, Turquoise และ BATS ซึ่งเป็น ATS สามารถครองส่วนแบ่งทางการตลาดในยุโรปได้มากกว่าร้อยละ 10 และ Aite Group² คาดการณ์ว่าจะเพิ่มเป็นร้อยละ 50 ภายในปี 2013 โดยเฉพาะในประเทศอังกฤษ (ภาพที่ 3) ATS ทั้ง 3 บริษัทมีส่วนแบ่งตลาดรวมสูงถึงร้อยละ 16 ณ ตุลาคม 2009 ขณะที่ตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิมหลักอย่าง London Stock Exchange (LSE) เหลือส่วนแบ่งร้อยละ 37 โดยลดลงจากร้อยละ 55 ณ มีนาคม 2008 สำหรับในสหรัฐอเมริกา (ภาพที่ 4) ธุรกิจ ATS มีส่วนแบ่งทางการตลาดมากกว่าร้อยละ 20 ณ กรกฎาคม 2009 ขณะที่ Nasdaq และ NYSE เหลือส่วนแบ่งร้อยละ 49 โดยลดลงจากร้อยละ 64 ในปีก่อนหน้า

² Aite Group เป็นบริษัทวิจัยและให้คำปรึกษาชั้นนำด้านธุรกิจเทคโนโลยีและกฎระเบียบต่างๆ ตลอดจนผลกระทบที่มีต่อตลาดการเงิน จัดตั้งโดยผู้เชี่ยวชาญในวงการธนาคาร หลักทรัพย์ และการลงทุน

ภาพที่ 2 : แนวโน้มการควบรวมและเชื่อมโยงตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ



ภาพที่ 3 : ส่วนแบ่งตลาดของธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ในอังกฤษ ภาพที่ 4 : ส่วนแบ่งตลาดของธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา



2. ปัญหาเชิงโครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิม

การจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิมส่วนใหญ่เกิดขึ้นจากความร่วมมือของกลุ่ม บล. เพื่อเป็นศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์ หรือที่เรียกว่ามีโครงสร้างแบบ mutual-owned หรือ member-owned ที่มีการจำกัดจำนวน บล. ที่เป็นสมาชิก (close access) และ บล. ที่เป็นสมาชิกเหล่านั้นจะมีส่วนร่วมบริหารจัดการตลาดหลักทรัพย์ โดยแต่ละสมาชิกมีหนึ่งคะแนนเสียง (1 member - 1 vote)³ ซึ่งภายใต้ภาวะการแข่งขันในตลาดทุนโลกที่ไม่รุนแรงมากนัก โครงสร้างดังกล่าวจะทำงานได้ดี อย่างไรก็ตาม ภายใต้การแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้น โครงสร้างดังกล่าวจะทำให้ตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิมมีประสิทธิภาพการดำเนินงานต่ำ มีความเสี่ยงที่จะสูญเสียส่วนแบ่งทางการตลาด และมีแนวโน้มถูกลดทอนบทบาท (marginalized) ในตลาดทุนโลกไปอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะตลาดหลักทรัพย์ขนาดเล็ก ที่มีความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ทางการเงินน้อย ปริมาณและมูลค่าการซื้อขายต่ำ แต่มีต้นทุนการทำธุรกรรมสูง เนื่องจาก 3 ปัจจัยหลัก คือ

³ Akhtar (2002)

2.1 ความขัดแย้งเชิงผลประโยชน์ (conflict of interest) ระหว่างตลาดหลักทรัพย์และ บล. ที่เป็นสมาชิก กล่าวคือ ภายใต้โครงสร้างแบบ mutual-owned มีการจำกัดจำนวน บล. ที่เป็นสมาชิก และเฉพาะ บล. ที่เป็นสมาชิกสามารถส่งคำสั่งซื้อขายให้ตลาดหลักทรัพย์ได้ ทำให้ตลาดหลักทรัพย์สูญเสียโอกาสจากสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ควรจะสูงขึ้น หากมีการขยายสิทธิการซื้อขายไปให้กลุ่มธุรกิจตัวกลางที่ไม่มีสมาชิกด้วย (open market access) นอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์ยังมีการช่วยอุดหนุนค่าใช้จ่ายบางอย่างเพื่อสนับสนุน บล. (cost subsidization)⁴ ด้วย ทำให้การบริหารงานขาดประสิทธิภาพ

2.2 การตัดสินใจและการดำเนินธุรกิจที่ขาดประสิทธิภาพ กล่าวคือ ภายใต้โครงสร้างแบบ mutual-owned การตัดสินใจมีแนวโน้มจะเป็นแบบเห็นด้วยโดยเอกฉันท์ และมีลักษณะของการถ้อยที่ถ้อยอาศัยกันสูง (compromised) ระหว่าง บล. ที่เป็นสมาชิก ทำให้การตัดสินใจทางธุรกิจไม่มีประสิทธิภาพ การพัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ล่าช้า และปรับตัวไม่ทันกับสภาวะการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็วในตลาดทุนโลก⁵

2.3 ความไม่เท่าเทียมระหว่างการสนับสนุน บล. และผู้ร่วมตลาดกลุ่มอื่นๆ กล่าวคือ ภายใต้โครงสร้างแบบ mutual-owned ตลาดหลักทรัพย์จะเน้นจัดสรรทรัพยากรทั้งคน เวลา และทุน เพื่อสนับสนุน บล. มากกว่าผู้ร่วมตลาดกลุ่มอื่นๆ นอกจากนี้ ผลจากการช่วยอุดหนุนค่าใช้จ่ายบางอย่างเพื่อสนับสนุน บล. ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ต้องจัดเก็บค่าธรรมเนียมจากผู้ร่วมตลาดอื่นๆ ในสัดส่วนที่สูงขึ้นเพื่อเป็นการชดเชย ดังนั้น ภายใต้กระแสการเปิดเสรีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิมจึงเสี่ยงต่อการสูญเสียส่วนแบ่งทางการตลาดให้กับตลาดหลักทรัพย์ที่ได้ทำการ demutualization แล้วและมีโครงสร้างค่าธรรมเนียมที่เหมาะสมกว่าได้

⁴ Akhtar (2002)

⁵ Hughes (2002)

⁶ ผู้ร่วมตลาดอื่นๆ เช่น บจ. และนักลงทุน

3. ทิศทางการปรับตัวของตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิม

ทิศทางการปรับตัวของตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิม เพื่อป้องกันการถูกกลดทอนบทบาทในตลาดทุนโลกและเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน คือ การ demutualization โดยเปลี่ยนโครงสร้างการบริหารจาก mutual-owned และ non-profit structure ไปเป็น shareholder-owned และ for-profit structure⁷ โดยโครงสร้างแบบใหม่จะช่วยให้เกิด

3.1 โครงสร้างการถือหุ้นที่ชัดเจน และช่วยกระจายการถือหุ้นและอำนาจการบริหารให้ครอบคลุมผู้ร่วมตลาดทุนอย่างเหมาะสม ทำให้เกิดการแยกสิทธิในการเข้าถึงตลาดเพื่อส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ (trading privilege) ออกจากโครงสร้างผู้ถือหุ้น (ownership structure) จึงเกิดความโปร่งใสและลดความขัดแย้งเชิงผลประโยชน์ระหว่าง บล. และผู้ร่วมตลาดกลุ่มอื่นๆ

3.2 ผลักดันให้เกิดการทำงานแบบองค์กรธุรกิจ (profit motive organization) ที่มีกระบวนการตัดสินใจที่คล่องตัวสูง เพราะเปลี่ยนจากระบบการตัดสินใจแบบเห็นด้วยเป็นเอกฉันท์ที่ 1 สมาชิกมี 1 เสียง ไปเป็นแบบเห็นด้วยตามเสียงข้างมาก ที่ 1 ผู้ถือหุ้นมี 1 เสียง ทำให้สามารถปรับตัวกับสภาวะการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็วในตลาดทุนโลกได้⁸

3.3 สามารถเชื่อมโยงทางธุรกิจกับตลาดหลักทรัพย์อื่นได้ง่าย เนื่องจากมีโครงสร้างการถือหุ้นที่ชัดเจน ทำให้ได้รับประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาด การใช้ trading platform เดียวกัน และการมี network ที่เชื่อมต่อถึงกัน เป็นต้น

4. การปรับโครงสร้างองค์กรของตลาดหลักทรัพย์

กระบวนการปรับโครงสร้างองค์กรของตลาดหลักทรัพย์โดยทั่วไปมี 2 รูปแบบ ตามนิยามของ WFE คือ

4.1 การ demutualization : การเปลี่ยนโครงสร้างจากระบบ mutual-owned และ non-profit ไปเป็นการจัดสรรหุ้นแบบ private placement (PP) และมีองค์กรแบบ shareholder-owned และ for-profit โดยแบ่งได้เป็น 2 กลุ่ม คือ

⁷ IOSCO (2005), Akhtar (2002) และ WFE (2008)

⁸ Hughes (2002)

4.1.1 จัดสรรหุ้นทั้งหมดหรือเกือบทั้งหมดให้ บล. ที่เป็นสมาชิก เช่น กรณีของ Tokyo Stock Exchange (TSE) (demutualization : 2001) ที่มี บล. ถือหุ้นร้อยละ 100 ทำให้ บล. ยังคงมีบทบาทในการบริหาร รูปแบบนี้อาจเรียกอีกอย่างหนึ่งว่าเป็นเพียงการทำ corporatization เท่านั้น⁹

4.1.2 จัดสรรหุ้นให้กับทั้ง บล. ที่เป็นสมาชิกเดิม (insider) และผู้ร่วมตลาดอื่นๆ (outsider) เช่น กรณี Copenhagen Stock Exchange (demutualization : 1996) ที่จัดสรรหุ้นให้ บล. ร้อยละ 60 และ บจ. ร้อยละ 40

4.2 การ demutualization และทำ IPO : การนำหุ้นภายหลังการ demutualization มากระจายต่อให้สาธารณชนในวงกว้างผ่านการทำ IPO และเปลี่ยนสถานะเป็น publicly-owned เช่น กรณี Australian Stock Exchange (ASX) (demutualization : 1998, IPO : 1998) และ Bursa Malaysia Berhad (BM) (demutualization : 2004, IPO : 2005)

ตามการสำรวจของ WFE ใน 45 ตลาดหลักทรัพย์ ในปี 2008 พบว่าร้อยละ 60 ของจำนวนตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดได้ทำการ demutualization แล้ว (รวม 27 ตลาดหลักทรัพย์) และร้อยละ 42 ของจำนวนตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดได้ทำการ demutualization และ IPO แล้ว (รวม 19 ตลาดหลักทรัพย์) อีกทั้ง หากพิจารณาถึงมูลค่าของ บจ. ตามราคาตลาด (market capitalization) ของตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดจะพบว่า มูลค่าของ บจ. ตามราคาตลาดของตลาดหลักทรัพย์ที่ยังมิได้ทำการ demutualization เหลือเพียงร้อยละ 12 เท่านั้น (รวม 18 ตลาดหลักทรัพย์)

สำหรับตลาดหลักทรัพย์ในเอเชียมีเพียง 6 ตลาดหลักทรัพย์หลักเท่านั้นที่ยังมิได้ทำการ demutualization คือ Indonesia Stock Exchange (IDX), Shanghai Stock Exchange, Shenzhen Stock Exchange, Hanoi Stock Exchange, Hochiminh Stock Exchange (HOSE) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

⁹ จากนี้ไป ในงานศึกษาฉบับนี้จะหมายถึง “corporatization”

ตารางที่ 2 : รูปแบบโครงสร้างองค์กรของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ ในโลกตามกลุ่มทวีป

	North America	Latin America	EMEA	North Asia	South Asia	SEA + ANZ
Demutualized & listed exchanges	NYSE Euronext (US) CME Group NASDAQ OMX Intercontinental - ICE TMX Group	Bolsa De Santiago Bolsa De Lima BM&FBovespa Bolsa De Colombia	London Deutsche Boerse NYSE Euronext (Europe) BME Spanish Athen Exchange Johannesburg	Hong Kong Osaka		ASX New Zealand SGX BM PSE
Demutualized exchanges			Moscow - MICEX Oslo Borse Mauritius Tehran	Korea Taiwan Tokyo Jasdaq* Nagoya*	NSE India Bombay Colombo	
In process of demu.					Karachi*	
Others	CBOE	Buenos Aires SE Bolsa Mexicana	Amman Cyprus Egyptian - EGX Warsaw Istanbul Malta Luxembourg Irish Wiener Borse SWX Swiss Tel Aviv Russian (RTS)*	Shanghai Shenzhen		SET IDX Hanoi* HOSE*

หมายเหตุ : * คือ ตลาดหลักทรัพย์ที่ไม่ได้เป็นสมาชิกของ WFE

ที่มา : WFE (2008) และการรวบรวมโดยผู้วิจัย

บทที่ 2 : ประเด็นพิจารณาเกี่ยวกับการ demutualization ตลาดหลักทรัพย์

เพื่อให้กระบวนการ demutualization ประสบความสำเร็จและเกิดประโยชน์ต่อเศรษฐกิจของประเทศและผู้มีส่วนได้เสียของตลาดหลักทรัพย์โดยรวม ประเด็นหลักที่ตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ ให้ความสำคัญ คือ การจัดสรร โครงสร้างผู้ถือหุ้นและคณะกรรมการของตลาดหลักทรัพย์ภายหลังการ demutualization การปรับโครงสร้างและบุคลากรภายในองค์กรเพื่อพร้อมรับกับแนวโน้มการดำเนินงานที่กำลังจะเปลี่ยนแปลงสู่องค์กรธุรกิจ การสร้างความร่วมมือกับภาครัฐและหน่วยงานกำกับดูแลที่เกี่ยวข้อง และการจัดสรรและบริหารเงินกองทุนเดิม ผลเกี่ยวเนื่องจากประเด็นทั้งหลายข้างต้น หลายครั้งทำให้ผู้มีส่วนได้เสียของตลาดหลักทรัพย์เกิดข้อสงสัยหรือความกังวลเกี่ยวกับการ demutualization ตลาดหลักทรัพย์ใน 8 ประการหลัก คือ

ประเด็นที่ 1 : การ demutualization ตลาดหลักทรัพย์จะนำไปสู่การเปิดเสรีธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ และการเพิ่มการแข่งขันในธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ภายในประเทศได้หรือไม่

ประเด็นที่ 2 : ความเป็น natural monopoly ของธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ภายหลังการ demutualization และมีการดำเนินงานแบบองค์กรธุรกิจที่แสวงหากำไร จะนำไปสู่การปรับเพิ่มค่าธรรมเนียมอย่างไม่เป็นธรรมหรือไม่

ประเด็นที่ 3 : ภายหลังการ demutualization ผลประโยชน์ที่ขัดแย้ง (conflict of interest) กันของตลาดหลักทรัพย์ระหว่างการแสวงหาผลกำไรและการกำกับดูแลตลาด จะนำไปสู่มาตรฐานการกำกับดูแลตลาดที่หย่อนยานลงหรือไม่

ประเด็นที่ 4 : การ demutualization จะทำให้ขาดองค์กรที่จะทำงานพัฒนาตลาดทุนและคุ้มครองผู้ลงทุนหรือไม่

ประเด็นที่ 5 : การ demutualization เป็นช่องทางให้กลุ่มผลประโยชน์ภายในประเทศบางกลุ่มหรือต่างประเทศเข้ามาครอบงำตลาดหลักทรัพย์ได้หรือไม่

ประเด็นที่ 6 : การ demutualization จะกระตุ้นให้เกิดการแข่งขันระหว่างธุรกิจตัวกลาง (intermediary) ได้หรือไม่

ประเด็นที่ 7 : การ demutualization จะช่วยให้ประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นหรือไม่

ประเด็นที่ 8 : การปรับองค์กรตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นบริษัทจำกัดเพียงพอแล้วสำหรับการเพิ่มประสิทธิภาพ ไม่จำเป็นต้องนำตลาดหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน (IPO) ได้หรือไม่

งานศึกษานี้จะนำเสนอประเด็น/ข้อมูลที่เกี่ยวข้องภายใต้กรอบ 8 ประเด็นข้างต้น เพื่อตอบข้อสงสัยและสร้างความเข้าใจที่ถูกต้องเกี่ยวกับการ demutualization ตลาดหลักทรัพย์ ผ่านประสบการณ์ของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ ที่ทำการ demutualization และ/หรือทำ IPO ไปแล้ว โดยจะเน้นกรอบการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แถบเอเชียแปซิฟิกเป็นหลัก

ประเด็นที่ 1 : การ demutualization ตลาดหลักทรัพย์จะนำไปสู่การเปิดเสรีธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ และการเพิ่มการแข่งขันในธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ภายในประเทศได้หรือไม่

เนื่องจากในหลายประเทศมีตลาดหลักทรัพย์น้อยราย หรือบางประเทศมีเพียงรายเดียวและถูกสนับสนุนโดยภาครัฐให้เป็นตลาดหลักทรัพย์แห่งชาติ ได้รับการอุดหนุนจากภาครัฐในรูปแบบต่างๆ เช่น ยกเว้นภาษี หรืออาจมีภาครัฐอยู่ในคณะกรรมการบริหารของตลาดหลักทรัพย์ หลายฝ่ายจึงสงสัยว่าภายหลังการเปิดเสรีแล้ว การแข่งขันภายในประเทศของธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ เพื่อเป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ จะเพิ่มขึ้นได้จริงหรือไม่ จะเกิดการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ใหม่หรือองค์กรรูปแบบอื่นใด เพื่อการซื้อขายหลักทรัพย์ในประเทศจริงหรือ

1. ปัจจัยที่ทำให้การแข่งขันของธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ภายในประเทศเพิ่มขึ้น

ภายหลังการ demutualization ตลาดหลักทรัพย์ การแข่งขันของธุรกิจตลาดหลักทรัพย์สามารถเพิ่มขึ้นได้จาก 2 ปัจจัย คือ

1.1 การเปิดเสรีธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ : ในบางประเทศธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ถือเป็นธุรกิจผูกขาดของประเทศและมีกฎหมายห้ามจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์อื่นเข้ามาแข่งขันด้วย ซึ่งประเด็นที่มักจะถูกู้กันกับการทำ demutualization ตลาดหลักทรัพย์ คือ การยกเลิกหรือผ่อนปรนกฎดังกล่าวและเปิดเสรีธุรกิจตลาดหลักทรัพย์

1.2 สภาพคล่องในตลาดทุนที่สูงขึ้น : การขยายตัวของเศรษฐกิจในประเทศและประสิทธิภาพที่ดีขึ้นของตลาดทุนภายหลังการ demutualization จะดึงดูดให้ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์หรือสภาพคล่องในตลาดทุนเพิ่มขึ้น จูงใจให้เกิดคู่แข่งใหม่ๆ เข้ามาแข่งขันในตลาด

2. ปัจจัยที่มีผลต่อระดับการแข่งขันในธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ภายในประเทศ

ระดับการแข่งขันในธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ภายในประเทศภายหลังการ demutualization ขึ้นอยู่กับ 2 ปัจจัย คือ

2.1 ขนาดเศรษฐกิจและตลาดทุนของประเทศ : เนื่องจากธุรกิจตลาดหลักทรัพย์เป็นธุรกิจที่ต้องลงทุนโครงสร้างพื้นฐานทางเทคโนโลยีสูง (high fixed cost) ดังนั้น การแข่งขันจะมีโอกาสเพิ่มขึ้นมากในประเทศที่มีขนาดเศรษฐกิจและตลาดทุนใหญ่ ขณะที่ในประเทศที่มีขนาดเศรษฐกิจ

และตลาดทุนเล็ก แม้จะมีการเปิดเสรีธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ภายหลังการ demutualization แล้วก็ตาม แต่อาจมีคู่แข่งรายใหม่เข้ามาจัดตั้งภายในประเทศน้อยหรือไม่มีเลย เพราะตลาดทุนมีสภาพคล่องต่ำ การเข้ามาแข่งขันเพิ่มจะทำให้สภาพคล่องถูกแบ่ง (liquidity fragmentation) และไม่คุ้มค่าทางธุรกิจหรือถือหุ้นได้ซ้ำ

2.2 นโยบายของภาครัฐในการมีตลาดหลักทรัพย์ที่เป็น national champion : ภายหลังการ demutualization ภาครัฐของบางประเทศอาจมีนโยบายให้มีตลาดหลักทรัพย์เพียงรายเดียวหรือน้อยรายต่อไป เพื่อเป็น national champion เนื่องจากหลายปัจจัย อาทิ (1) ภาคการเงินเป็นธุรกิจหลักของประเทศ และ (2) ป้องกันสภาพคล่องในตลาดถูกแบ่ง (liquidity fragmentation) เป็นต้น ทำให้เป็นอุปสรรคต่อผู้ที่ต้องการเข้ามาแข่งขันรายใหม่

จากประสบการณ์ของประเทศต่างๆ ผู้ศึกษาพบว่าทั้งประเทศที่เกิดการแข่งขันภายในประเทศเพิ่มขึ้นมาก และเพิ่มขึ้นน้อยหรือไม่เพิ่มขึ้นเลย โดยตัวอย่างประเทศที่มีการแข่งขันเพิ่มขึ้น เช่น กรณีประเทศสิงคโปร์ ตลาดทุนมีการขยายตัวดีและสภาพคล่องสูง จึงดึงดูด dark pools เช่น Liquidnet และ BlocSec ให้เข้ามาแข่งขัน และเพื่อเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันของตนเอง ในไตรมาสที่ 3 ปี 2009 SGX ได้ร่วมลงทุน (50 : 50 joint venture) กับ Chi-X Global ซึ่งเป็น ATS ขนาดใหญ่ในยุโรปและสหรัฐอเมริกา เพื่อจัดตั้ง exchange-backed dark pool แห่งแรกในเอเชียแปซิฟิก ที่มีชื่อว่า Chi-East โดยคาดว่าจะเริ่มเปิดการซื้อขายได้ในครั้งแรกของปี 2010 และจะทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของ HKEx, TSE, ASX และ SGX ซึ่งเป็นตลาดที่มีสภาพคล่องและปริมาณธุรกิจสูง ทั้งนี้ Aite Group ได้ประมาณการว่า ATS จะเข้าครองส่วนแบ่งตลาดถึงร้อยละ 20 ในตลาดทุนแถบเอเชียแปซิฟิกภายในปี 2012

กล่องที่ 1 : ธุรกิจของ Chi-X Global

Chi-X Global เป็น holding company ของ

(1) Chi-X ซึ่งประกอบธุรกิจเป็นกระดานซื้อขายหลักทรัพย์ทางเลือก (trading venue) ในหลายภูมิภาคในโลก ให้บริการการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพสูงและต้นทุนต่ำ และขยายตัวเร็วมาก โดยเฉพาะในยุโรปในนามของ Chi-X Europe ตามข้อมูลของ Thomson Reuters ณ สิ้นไตรมาสที่ 2 ปี 2009 พบว่า Chi-X Europe ใช้เวลาเพียง 2 ปี สามารถเข้าครองส่วนแบ่งตลาดในยุโรปได้ถึงร้อยละ 6.8 โดยปัจจัยสำคัญที่ทำให้ Chi-X Europe ขยายตัวได้เร็ว คือ การประกาศใช้ MiFID (Markets in Financial Instrument Directive) ในยุโรปในปี 2007 ซึ่งเป็นกฎที่ส่งเสริมให้เกิดการแข่งขันจากทุกช่องทาง เพื่อให้ได้การทำธุรกรรมที่มีราคาถูกและรวดเร็วที่สุด (best execution) สำหรับนักลงทุน

(2) Chi-Tech ซึ่งเป็นบริษัทจัดทำระบบทางเทคโนโลยี (technology solution provider) โดยมีกลุ่มลูกค้าเป็นตลาดหลักทรัพย์และบริษัทการเงินต่างๆ ทั่วโลก

ปัจจุบัน Chi-X Global เป็นบริษัทลูกของบริษัท Instinet ซึ่งให้บริการเป็นกระดานซื้อขายหลักทรัพย์ทางเลือกในสหรัฐอเมริกา

อย่างไรก็ดี ในบางประเทศการแข่งขันยังมีอยู่จำกัด เช่น (1) กรณีฮ่องกง เนื่องจากภาคการเงินเป็นธุรกิจหลักของประเทศ ทำให้ภาครัฐมีนโยบายที่จะรักษาความผูกขาดของธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ภายในประเทศไว้ โดยให้ HKEx เป็น national champion และเป็นผู้ผูกขาดการทำธุรกิจซื้อขายหลักทรัพย์ ทั้งนี้ มีเงื่อนไขว่าหน่วยงานกำกับสามารถเข้ามาควบคุมค่าธรรมเนียมให้อยู่ในเกณฑ์ที่เหมาะสมได้ เพื่อป้องกันตลาดหลักทรัพย์มิให้อาเปรียบผู้ร่วมตลาดอื่นๆ และ (2) กรณีประเทศออสเตรเลีย แม้จะมีได้มีการออกกฎระเบียบเกี่ยวกับการผูกขาดไว้อย่างชัดเจน แต่ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา ภายหลังการ demutualization ของ ASX อาจพิจารณาได้ว่าภาครัฐและหน่วยงานกำกับดูแลได้ช่วยจำกัดการแข่งขันภายในประเทศ เพื่อป้องกันปัญหาสภาพคล่องในตลาดถูกแบ่งและรักษาผลประโยชน์ของ ASX ในฐานะ national champion โดยไม่ออกใบอนุญาตเพื่อประกอบธุรกิจศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ให้องค์กรที่ต้องการจะเข้ามาแข่งขันเพิ่ม เช่น Chi-X, Liquidnet และ AXE ECN เป็นต้น อย่างไรก็ดี แรงกดดันจากผู้ร่วมตลาดทั้งในและนอกประเทศ ทำให้ภาครัฐและหน่วยงานกำกับดูแลมีนโยบายที่จะออกใบอนุญาตเพิ่มเติมตั้งแต่ไตรมาสที่ 3 ปี 2010

เป็นต้นไป อีกทั้งยังมีการปรับโครงสร้างของการกำกับดูแลตลาด โดย Australian Securities and Investments Commission (ASIC) จะเป็นผู้กำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมดภายในประเทศออสเตรเลีย ขณะที่ ASX จะดูแลเฉพาะ บจ. ที่จดทะเบียนอยู่ใน ASX เท่านั้น

3. ข้อสังเกตเกี่ยวกับการแข่งขันในธุรกิจตลาดหลักทรัพย์

3.1 คู่แข่งใหม่ส่วนใหญ่เป็น ATS : ภายหลังจาก demutualization ตลาดหลักทรัพย์ การแข่งขันภายในประเทศของบางประเทศที่เพิ่มขึ้นเป็นการแข่งขันจากกลุ่ม ATS ซึ่งยังเป็นประเด็นถกเถียงระหว่างประโยชน์จากประสิทธิภาพที่สูงขึ้นและต้นทุนที่ต่ำลง กับข้อเสียและความไม่เหมาะสมใน 2 ด้านหลัก คือ

3.1.1 เกิดการกระจายตัวของสภาพคล่อง (liquidity fragmentation) เนื่องจากนักลงทุนสถาบันรายใหญ่จะเน้นทำธุรกรรมกันเองผ่าน ATS แล้วส่งเฉพาะส่วนต่างของธุรกรรมการซื้อขายที่เหลือมาในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้สภาพคล่องในตลาดหลักลดลง อีกทั้งยังสูญเสียความโปร่งใสด้านราคา (price discovery) เพราะธุรกรรมใน ATS ไม่ต้องเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชน ทำให้ตลาดโดยรวมสูญเสียข้อมูลในการสะท้อนระดับราคาที่แท้จริง ซึ่งอาจกระทบต่อนักลงทุนอื่นๆ โดยเฉพาะรายย่อยได้

3.1.2 ความไม่เท่าเทียมในการแข่งขันระหว่างตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิมและ ATS (unleveled playing field) เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิมต้องมีค่าใช้จ่ายในการดูแลคุณภาพตลาดและ บจ. (market surveillance) ขณะที่ ATS ไม่มีค่าใช้จ่ายประเภทนี้เลย

จากข้อกังวลดังกล่าว ทำให้ปัจจุบันหน่วยงานกำกับดูแลในหลายประเทศ เริ่มมีแนวโน้มที่จะออกกฎหมาย ATS เพื่อคุ้มครองนักลงทุนและรักษาคุณภาพของตลาดทุนโดยรวม

3.2 การแข่งขันจากภายนอกมีสูง : ข้อเท็จจริงประการหนึ่งที่ไม่สามารถปฏิเสธได้ไม่ว่าการแข่งขันของธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ภายในประเทศจะสูงขึ้นหรือไม่ก็ตามภายหลังจาก demutualization คือ การแข่งขันจากภายนอกประเทศมีสูงและนับวันจะทวีความรุนแรงมากขึ้น ทั้งจากตลาดหลักทรัพย์คู่แข่งแบบดั้งเดิมนอกประเทศและกระดานซื้อขายหลักทรัพย์ทางเลือกอย่าง ATS นอกจากนี้ การแข่งขันยังเกิดได้จากกรณีที่ บล. ขนาดใหญ่ที่มีฐานลูกค้ามาก อาจจะทำคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ภายในฐานลูกค้าของตนเอง (order internalization) และค่อยส่งส่วนต่างของคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ที่เหลือไปยังกระดานหลัก ด้วยเหตุนี้ ตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิม โดยเฉพาะ

กลุ่มที่ยังมีโครงสร้างแบบ mutual-owned จึงมีความเสี่ยงสูงที่จะถูกลดทอนบทบาทในเวทีโลก
เนื่องจากมีระบบการดำเนินงานที่ไม่คล่องตัว ปรับตัวได้ช้าจากการตัดสินใจแบบเห็นด้วยเป็นเอก
ฉันท์ และยึดหลักการดำเนินงานแบบถ้อยทีถ้อยอาศัย มากกว่าแบบองค์กรธุรกิจ

ประเด็นที่ 2 : ความเป็น natural monopoly ของธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ภายหลังการ demutualization และมีการดำเนินงานแบบองค์กรธุรกิจที่แสวงหากำไร จะนำไปสู่การปรับเพิ่มค่าธรรมเนียมอย่างไม่เป็นธรรมหรือไม่

1. กลไกการดูแลค่าธรรมเนียม

ดังที่ได้กล่าวไว้ในประเด็นที่ 1 เกี่ยวกับการ demutualization ตลาดหลักทรัพย์ว่า ในหลายประเทศมีตลาดหลักทรัพย์น้อยราย หรือเพียงรายเดียวและถูกสนับสนุนโดยภาครัฐเพื่อเป็นตลาดหลักทรัพย์แห่งชาติในช่วงก่อนการปรับโครงสร้าง ด้วยเหตุนี้ หลายฝ่ายจึงเชื่อว่าธุรกิจตลาดหลักทรัพย์มีลักษณะของการผูกขาด และเมื่อปรับโครงสร้างเป็นองค์กรธุรกิจแล้วจะเพิ่มค่าธรรมเนียมได้เต็มที่และไม่เป็นธรรม

แต่ในข้อเท็จจริงพบว่า จากประสบการณ์ของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ มี 2 ปัจจัยหลักที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ไม่สามารถเพิ่มค่าธรรมเนียมได้เต็มที่และไม่เป็นธรรมได้

1.1 การกำกับดูแลโดยหน่วยงานกำกับดูแล : ในหลายประเทศหน่วยงานกำกับดูแลมีอำนาจควบคุมค่าธรรมเนียมของตลาดหลักทรัพย์ หากเกิดการกำหนดค่าธรรมเนียมอย่างไม่เป็นธรรมขึ้น เช่น กรณี HKEx มีกฎว่าการปรับเพิ่มค่าธรรมเนียมใดๆ ภายหลังการ demutualization ต้องเป็นไปตามกฎเดิมก่อนการ demutualization หากมีการเปลี่ยนแปลงใดๆ ต้องได้รับความเห็นชอบจาก Securities and Futures Commission (SFC) ก่อนว่าอยู่ในระดับที่เหมาะสมและต้องพิจารณาถึงค่าธรรมเนียมของตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ ทั้งในและนอกประเทศร่วมด้วย สำหรับกรณี PSE มิได้ออกกฎเฉพาะเพื่อควบคุมค่าธรรมเนียม อย่างไรก็ตาม มีกฎโดยรวมว่าการเปลี่ยนแปลงในกฎระเบียบใดๆ ของ PSE ต้องได้รับความเห็นชอบจาก Philippine Securities and Exchange Commission ก่อน

1.2 การแข่งขันในธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ : แม้ธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ในบางประเทศจะมีลักษณะของ domestic monopoly อยู่บ้าง แต่ไม่อาจเรียกว่าเป็นธุรกิจผูกขาดได้อย่างแท้จริงนัก เนื่องจากธุรกิจตลาดหลักทรัพย์เป็นธุรกิจเปิดที่ต้องเผชิญกับการแข่งขันจากต่างประเทศด้วย โดยปัจจุบันภาวะการแข่งขันในกระแสโลกาภิวัตน์ของตลาดทุนโลกมีความรุนแรงมากและการเคลื่อนย้ายเงินทุนเปิดกว้างมากขึ้น ทำให้ผู้ออมหรือนักลงทุนสามารถเลือกลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศที่มีต้นทุนการลงทุนที่ต่ำกว่าและให้ผลตอบแทนที่จูงใจกว่าได้ง่าย นอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์ยังต้องเผชิญกับการแข่งขันจาก ATS ที่มีประสิทธิภาพสูงกว่า บริการที่ครบวงจรและ

ต้นทุนที่ต่ำกว่า พร้อมรูปแบบการส่งคำสั่งซื้อขายที่ไม่ต้องเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะ ซึ่งตรงกับความต้องการของผู้ลงทุนสถาบันรายใหญ่ทั้งในและนอกประเทศ อีกทั้ง ปัจจุบัน บจ. เองสามารถเลือกไปจดทะเบียนในต่างประเทศได้ง่าย โดยเฉพาะในตลาดหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไร (P/E ratio) สูง ซึ่งสะท้อนถึงต้นทุนในการระดมทุนที่ต่ำกว่า จากเหตุผลดังกล่าวข้างต้น ทำให้การปรับเพิ่มค่าธรรมเนียมภายหลังการ demutualization อย่างไม่เป็นธรรมและไม่คำนึงถึงการแข่งขันในตลาดทุนโลกเป็นสิ่งที่เกิดขึ้นได้ยากมาก เพราะจะกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันและรายได้ของตลาดหลักทรัพย์นั้นโดยตรง

2. การเปลี่ยนแปลงค่าธรรมเนียมของตลาดหลักทรัพย์

จากประสบการณ์ของ HKEx, BM, ASX และ PSE พบว่าค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์และการให้บริการ บล. ลดลงภายหลังการ demutualization เห็นได้จาก สัดส่วนรายได้ของตลาดหลักทรัพย์จากค่าธรรมเนียมการซื้อขายและรายได้จากการบริการ บล. ต่อมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมด ที่ลดลง เช่น กรณี HKEx สัดส่วนดังกล่าวลดลงจาก 2.39 basis point ในปี 1999 เหลือเพียง 1.85 basis point ในปี 2007 หรือลดลงร้อยละ 3.16 ต่อปี (CAGR) (ตารางที่ 3)

นอกจากนี้ หากพิจารณาถึงสัดส่วนรายได้ของตลาดหลักทรัพย์จากค่าธรรมเนียมสำหรับ บจ. (listing fee) ต่อมูลค่าของ บจ. ตามราคาตลาด จะพบว่าค่าธรรมเนียมสำหรับ บจ. ลดลงใน HKEx และ PSE ภายหลังการ demutualization เช่น กรณี HKEx สัดส่วนดังกล่าวลดลงจาก 0.56 basis point ในปี 1999 เหลือเพียง 0.40 basis point ในปี 2007 หรือลดลงร้อยละ 3.89 ต่อปี (CAGR)

ข้อสังเกตที่สำคัญประการหนึ่งจากการเปลี่ยนแปลงค่าธรรมเนียมทั้ง 2 ประเภทใน HKEx และ PSE คือ ค่าธรรมเนียมสำหรับ บจ. ลดลงในอัตราที่มากกว่าค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์และการให้บริการ บล. ทั้งนี้อาจเป็นเพราะ ในขณะที่ยังมีโครงสร้างแบบ mutual-owned ซึ่ง บล. มีบทบาทในการร่วมบริหารตลาดหลักทรัพย์มักมีการช่วยอุดหนุนค่าใช้จ่ายบางอย่างเพื่อสนับสนุน บล.¹⁰ ขณะที่อาจเก็บค่าใช้จ่ายจากผู้ร่วมตลาดอื่นในสัดส่วนที่สูงกว่าตลาดหลักทรัพย์คู่แข่งอื่นๆ ที่ได้ demutualization ไปแล้ว ดังนั้น เพื่อเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน ภายหลังการ demutualization สัดส่วนการคิดค่าธรรมเนียมจากผู้ร่วมตลาดทุกกลุ่มจะมีความเหมาะสมและสะท้อนต้นทุนที่แท้จริงของการให้บริการมากขึ้น และยังลดการอุดหนุนระหว่างกลุ่มลงด้วย

¹⁰ Akhtar (2002)

ตารางที่ 3 : ค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์และการให้บริการ บล. และค่าธรรมเนียมสำหรับ บจ. ใน HKEx, BM, ASX และ PSE

	HKEx		BM		ASX		PSE	
	1999	2007	2003	2007	1998	2007	2001	2007
Trading fees and broker services / Trading value (basis point)	2.39	1.85	1.33	0.77	1.94	0.96	1.27	1.25
CAGR (%)		(3.16)		(12.71)		(7.56)		(0.27)
Listing fees / Market capitalization (basis point)	0.56	0.40	0.25	0.28	0.69	0.82	0.97	0.94
CAGR (%)		(3.89)		2.79		1.89		(0.47)

ที่มา : งบการเงินของ HKEx BM ASX และ PSE

สำหรับ BM และ ASX พบว่าค่าธรรมเนียมสำหรับ บจ. เพิ่มขึ้นร้อยละ 2.79 และ 1.89 ต่อปี (CAGR) ตามลำดับ ภายหลังจาก demutualization กรณี BM แม้ค่าธรรมเนียมดังกล่าวจะเพิ่มขึ้น แต่ยังอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าประเทศคู่แข่งอื่นมาก ส่วน ASX¹¹ นั้น ภาครัฐและหน่วยงานกำกับดูแลไม่มีข้อกำหนดเกี่ยวกับการตรวจสอบระดับการเพิ่มค่าธรรมเนียมที่เหมาะสม เพราะเชื่อว่ากลไกการแข่งขันในตลาดจะสามารถควบคุมระดับค่าธรรมเนียมได้

¹¹ เอกสารแนบที่ 1

ประเด็นที่ 3 : ภายหลังการ demutualization ผลประโยชน์ที่ขัดแย้ง (conflict of interest) กันของ ตลาดหลักทรัพย์ระหว่างการแสวงหากำไรและการกำกับดูแลตลาด จะนำไปสู่มาตรฐานการ กำกับดูแลตลาดที่หย่อนยานลงหรือไม่

1. บทบาท 2 ด้านของตลาดหลักทรัพย์

โดยทั่วไป ตลาดหลักทรัพย์ไม่ว่าจะอยู่ภายใต้รูปแบบการบริหารก่อนหรือหลังการ demutualization จะมีบทบาทสำคัญอย่างน้อย 2 ด้าน คือ (1) บทบาทในฐานะองค์กรธุรกิจที่ดำเนิน กิจการด้านตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งมีเป้าหมายในการสนับสนุนให้ธุรกิจของตนสามารถสร้างรายได้ และเจริญเติบโตอย่างต่อเนื่อง และ (2) บทบาทในฐานะเป็นหนึ่งในองค์กรที่ร่วมทำหน้าที่กำกับ ดูแลตลาดหลักทรัพย์ให้มีความน่าเชื่อถือเป็นที่ยอมรับของผู้ร่วมตลาด (ensuring market integrity) โดยตลาดหลักทรัพย์มักจะได้รับมอบหมายจากทางการให้ทำหน้าที่กำหนดเกณฑ์และตรวจสอบ การปฏิบัติตามเกณฑ์ด้านการเข้าจดทะเบียนในตลาด (listing requirement) ของ บจ. และเกณฑ์ด้าน การซื้อขายหลักทรัพย์ของ บล. ที่เป็นสมาชิก ในฐานะ self regulatory organization (SRO) ควบคู่ ไปกับการกำกับดูแลของทางการด้วย

บทบาททั้งสองนี้ของตลาดหลักทรัพย์อาจนำไปสู่ผลประโยชน์ที่ขัดแย้ง (conflict of interest) เพราะการกำหนดกฎเกณฑ์ที่เข้มงวดและการติดตามตรวจสอบให้ผู้ร่วมตลาดปฏิบัติตาม เกณฑ์เหล่านั้นอาจขัดกับผลประโยชน์ทางธุรกิจของตลาดหลักทรัพย์ได้ เช่น การกำหนดเกณฑ์ด้าน การเข้าจดทะเบียนในตลาด ที่มีคุณสมบัติเข้มงวดและมีมาตรฐานสูง อาจทำให้มีธุรกิจไม่มากที่เข้า ข่ายหรือสนใจเข้าจดทะเบียนและทำให้รายได้ของตลาดหลักทรัพย์จากค่าจดทะเบียนลดลง เป็นต้น

ดังนั้น ปัญหาความขัดแย้งเชิงผลประโยชน์ในประเด็นนี้จึงไม่ใช่ความท้าทายใหม่ อย่งไร ก็ตาม หลายฝ่ายเชื่อว่า ภายหลังการ demutualization และ IPO แล้ว ปัญหานี้มีแนวโน้มที่จะทวี ความรุนแรงขึ้น เพราะตลาดหลักทรัพย์จะอยู่ภายใต้แรงกดดันที่จะต้องสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น ตลอดจนมีภาระทางกฎหมายในฐานะบริษัทมหาชนในการปกป้องสิทธิให้กับผู้ถือหุ้น ซึ่งในหลาย กรณีอาจไม่สอดคล้องกับผลประโยชน์ของสาธารณะ นอกจากนั้น การดำเนินธุรกิจภายใต้การ แข่งขันที่รุนแรงและเน้นการแสวงหากำไร อาจทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีแรงจูงใจและโอกาสเพิ่มขึ้น ที่จะละเลยการปฏิบัติหน้าที่ในด้านการกำกับดูแลตลาดเพื่อประโยชน์เชิงพาณิชย์ เช่น (1) การ พิจารณากำหนดกฎเกณฑ์และการตรวจสอบในกระบวนการการนำตนเองเข้าจดทะเบียนในตลาด

(self listing) (2) การลดทรัพยากรสำหรับงานด้านการกำกับดูแลซึ่งถูกมองว่าเป็นค่าใช้จ่าย (cost center) (3) การให้คุณให้โทษแก่พันธมิตรหรือคู่แข่งทางธุรกิจที่เป็น บจ. และ (4) การแข่งขันกับตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ ด้วยการผ่อนปรนกฎเกณฑ์ด้านต่างๆ เพื่อดึงดูดให้มีบริษัทเข้ามาจดทะเบียนมากขึ้น (race to bottom) เป็นต้น ซึ่งการดำเนินการที่ไม่เหมาะสมเหล่านี้จะนำไปสู่การพัฒนาตลาดที่ไม่เป็นธรรม ขาดประสิทธิภาพ และกระทบต่อเสถียรภาพของตลาดทุนและระบบเศรษฐกิจในที่สุด

อันที่จริงแล้ว การกำกับดูแลตลาดที่ดีไม่จำเป็นต้องขัดกับผลประโยชน์เชิงธุรกิจของตลาดหลักทรัพย์เสมอไป เพราะชื่อเสียง (reputational capital) ของตลาดหลักทรัพย์ในด้านการดำเนินการที่โปร่งใส เป็นธรรม และมีมาตรฐานการกำกับดูแลที่ดี ถือเป็นข้อได้เปรียบเชิงการแข่งขัน (competitive advantage) ที่สำคัญ ตลาดที่มีภาพลักษณ์ (brand) ในด้านนี้ที่ชัดเจนจะสามารถสร้างความน่าเชื่อถือและเพิ่มโอกาสดึงดูดเม็ดเงินลงทุนจากนักลงทุนทั่วโลกได้มากขึ้น โดยเฉพาะภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์ทางการเงินที่นักลงทุนมีทางเลือกของการลงทุนมากมาย เพราะหากปล่อยให้มีการทุจริตหรือการละเมิดกฎของ บจ. หรือ บล. ที่เป็นสมาชิกเพียงไม่กี่รายก็อาจส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อการลงทุนในหลักทรัพย์ของตลาดนั้นทั้งหมดได้

จากการสำรวจของ IOSCO ในปี 2006 พบว่า ตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ให้ความเห็นว่าการเป็นองค์กรที่แสวงหากำไรไม่จำเป็นต้องขัดกับการกำกับดูแลตลาดให้มีคุณภาพ เพราะตลาดหลักทรัพย์มีแรงจูงใจที่จะรักษาและเสริมสร้างทุนด้านชื่อเสียงนี้ไว้ และในช่วงที่ผ่านมา ก็ได้ให้ความสำคัญกับงานด้านกำกับดูแลตลาดมากขึ้น นอกจากนี้ ในการสำรวจของ WFE ในปี 2004 พบว่า ร้อยละ 80 ของตลาดหลักทรัพย์ที่ตอบแบบสอบถามระบุว่า การกำกับดูแลตลาดเป็นส่วนสำคัญหนึ่งของการสร้าง brand และกลยุทธ์เชิงธุรกิจของตน ขณะที่ตลาดหลักทรัพย์กว่าร้อยละ 70 รายงานว่าการกำกับดูแลตลาดของตนได้ทวีความเข้มงวดมากขึ้นในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา ขณะที่ในช่วงเวลาดังกล่าวมีตลาดหลักทรัพย์ที่ผ่านการทำ demutualization แล้ว 21 รายจาก 39 ตลาดหลักทรัพย์ที่ตอบแบบสอบถาม (ร้อยละ 54) ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าในช่วงที่ผ่านมาตลาดหลักทรัพย์ทั้งที่ทำและมิได้ทำ demutualization ต่างให้ความสำคัญต่อการยกระดับการกำกับดูแลของตลาดทุน

อย่างไรก็ตาม แม้ตลาดหลักทรัพย์จะพยายามสื่อสารถึงการให้ความสำคัญในเรื่องการกำกับดูแล แต่ปัญหาความขัดแย้งเชิงผลประโยชน์ระหว่างบทบาทองค์กรที่แสวงหากำไรและบทบาทในการดูแล integrity ของตลาดก็เป็นสิ่งที่เกิดขึ้นจริง ดังมีตัวอย่างจากกรณีจริงที่เกิดขึ้น เช่น

(1) ปัญหาด้านธรรมาภิบาลในกลุ่มหุ้นในกระดาน S-Chip ของ SGX ซึ่งเป็นกระดานหุ้นในกลุ่มบริษัทที่ดำเนินธุรกิจอยู่ในจีนแต่มาจดทะเบียนในสิงคโปร์ตามนโยบายของ SGX ที่ต้องการเป็นศูนย์กลางของการระดมทุนในภูมิภาคเอเชีย โดยในช่วงแรกนับได้ว่าประสบความสำเร็จค่อนข้างมากในการนำบริษัทจีนมาจดทะเบียนได้มากกว่า 130 บริษัทนับจากปี 2001 ซึ่งคิดเป็นเกือบครึ่งหนึ่งของจำนวนหุ้นจดทะเบียนใหม่ใน SGX ในช่วงเวลาเดียวกัน อย่างไรก็ตาม ในปี 2008 - 2009 เกิดปัญหาอย่างมากกับหุ้น S-Chip เนื่องจากการตรวจพบปัญหาการดัดแปลงบัญชีและการทุจริตของผู้บริหารในหลายบริษัทในกลุ่มหุ้น S-Chip ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อการลงทุนในหุ้น

S-Chip โดยราคาของหุ้นในกระดานนี้ร่วงลงกว่าร้อยละ 70 ในปี 2008 ขณะที่ดัชนีหุ้นในกระดานหลักของ SGX และ Shanghai Stock Exchange (SSE) ลดลงเพียงร้อยละ 48 ในช่วงเวลาเดียวกัน ขณะที่สภาพคล่องของการซื้อขายได้ลดลงอย่างมาก จากเหตุการณ์ดังกล่าว ทำให้เกิดการวิพากษ์วิจารณ์อย่างกว้างขวางว่า สาเหตุหลักข้อหนึ่งของปัญหาอาจจะเกิดจากนโยบายของ SGX ที่ต้องการขยายธุรกิจโดยการดึงบริษัทจากประเทศจีนมาใช้ SGX เป็นฐานการระดมทุนจนอาจไม่ได้ให้ความสำคัญกับคุณภาพของบริษัทอย่างเพียงพอ

(2) กรณี Deutsche Boerse ของเยอรมันตัดสินใจไม่ delist หุ้นของ Porsche แม้บริษัทจะไม่ยอมเปิดเผยรายงานผลประกอบการรายไตรมาสซึ่งเป็นเกณฑ์ด้านการเปิดเผยข้อมูลของ Deutsche Boerse นับแต่ปี 2001 เป็นต้นมา ซึ่งสะท้อนถึงความล้มเหลวของตลาดหลักทรัพย์ที่แสวงหากำไรกับการลงโทษบริษัทที่ไม่กระทำตามเกณฑ์ด้านธรรมาภิบาล (แต่ยังไม่ได้ถึงขั้นกระทำทุจริตหรือผิดกฎหมาย) โดยเฉพาะกับบริษัทที่มีขนาดใหญ่

2. แนวทางการจัดการกับปัญหา

จากการศึกษาประสบการณ์ของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ พบว่า แนวทางการจัดการกับปัญหาความขัดแย้งเชิงผลประโยชน์ในด้านการกำกับดูแลตลาดที่อาจเกิดขึ้นภายหลังการ demutualization นั้น มีความแตกต่างในรายละเอียดขึ้นอยู่กับกรอบกฎหมายและปรัชญาในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศ อย่างไรก็ตาม แนวทางหลักในการจัดการกับปัญหาสามารถแบ่งออกได้เป็น 4 ด้าน คือ (1) การวางกรอบการอภิบาลองค์กร (governance arrangement) (2) การกำหนดบทบาทในด้านการกำกับดูแลระหว่างตลาดหลักทรัพย์และทางการอย่างชัดเจน (3) กระบวนการตรวจสอบของทางการ (regulatory oversight process) (รวมถึงกรณีตลาดหลักทรัพย์นำหุ้นของตนเข้าจดทะเบียน) และ (4) โครงสร้างองค์กรด้านการกำกับดูแลตลาดของตลาดหลักทรัพย์

2.1 การวางกรอบการอภิบาลองค์กร (governance arrangement)

โครงสร้างการอภิบาลองค์กรของตลาดหลักทรัพย์มีนัยอย่างสำคัญต่อผลการดำเนินการทั้งด้านธุรกิจพาณิชย์และด้านการกำกับดูแลตลาด รวมทั้งเป็นช่องทางในการประสานผลประโยชน์ของผู้มีส่วนเกี่ยวข้องกลุ่มต่างๆ วิธีหนึ่งที่ตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งที่ได้ผ่านการ demutualization แล้วใช้ในการสนับสนุนกระบวนการตัดสินใจและการดำเนินงานที่ให้ความสำคัญและปกป้องผลประโยชน์ของสาธารณะ ก็คือ การกำหนดให้ในคณะกรรมการของตลาดหลักทรัพย์ต้องมีบุคคลที่มีหน้าที่หลักในการดูแลผลประโยชน์ของสาธารณะ (public interest director) หรือบุคคลที่มีความอิสระในการพิจารณาให้ความสำคัญกับผลประโยชน์ของสาธารณะอย่างเหมาะสม (independent director) ตัวอย่างของตลาดหลักทรัพย์ที่ใช้วิธีนี้หรือวิธีที่ใกล้เคียงเพื่อวางกรอบการอภิบาลที่เหมาะสม ได้แก่

(1) ในกรณีของ HKEx ทางการมีอำนาจแต่งตั้งกรรมการจำนวน 8 คนจาก 15 คนของคณะกรรมการเพื่อให้เป็นตัวแทนในการดูแลผลประโยชน์ให้กับตลาดทุนและสาธารณะ โดยรวม โดยเน้นการดูแลให้การซื้อขายหลักทรัพย์เป็นไปอย่างมีระเบียบและเป็นธรรม และในกรณีที่ผลประโยชน์ของตลาดทุนโดยรวมขัดแย้งกับประโยชน์ของผู้ถือหุ้น กฎหมายจะระบุให้กรรมการต้องให้ความสำคัญกับประโยชน์ของตลาดทุนโดยรวมก่อน โดยได้ออกระเบียบยกโทษ (statutory indemnity) ให้กับกรรมการเหล่านั้นในกรณีที่อาจละเมิดหน้าที่ในการดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น

(2) ตลาดหลักทรัพย์ของอินเดียกำหนดให้ public interest director มีสัดส่วนเท่ากับร้อยละ 25 ของกรรมการทั้งหมด

(3) ในกรณีสหรัฐอเมริกา แคนาดา และอังกฤษมีการกำหนดให้มีกรรมการอิสระในคณะกรรมการด้วยซึ่งก็เป็นไปตามแนวทาง best practice ของ บจ. ทั่วไป

(4) ในกรณีของ Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) สำหรับตลาดหลักทรัพย์ในสหภาพยุโรป ได้กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์วางระบบบริหารจัดการภายในที่สามารถระบุ (identification) และจัดการ (management) กับผลกระทบจากการจัดผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นหรือผู้บริหารของตลาดหลักทรัพย์กับการดำเนินการเพื่อรักษาเสถียรภาพของตลาดทุน โดยเฉพาะหากผลประโยชน์ที่ขัดแย้งนี้จะส่งผลกระทบต่อความสำเร็จของตลาดหลักทรัพย์ในภาระหน้าที่ที่ได้รับมอบหมายจากทางการ

2.2 การกำหนดบทบาทในด้านการกำกับดูแลระหว่างตลาดหลักทรัพย์และทางการอย่างชัดเจน

โดยทั่วไป ตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทในการกำกับดูแลใน 3 ด้านด้วยกัน กล่าวคือ

(1) listing/product regulation (2) intermediary regulation (including membership and trading requirement) และ (3) market surveillance ซึ่งจากประสบการณ์ของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ มีการแบ่งแยกหน้าที่กำกับดูแลตลาดระหว่างตลาดหลักทรัพย์และทางการอย่างชัดเจน เพื่อลดปัญหาความขัดแย้งเชิงผลประโยชน์และเพิ่มประสิทธิภาพในการกำกับดูแลตลาด ที่น่าสนใจ ดังนี้

2.2.1 กรณีที่ตลาดหลักทรัพย์โอนงานด้านกำกับดูแลส่วนใหญ่ไปให้ทางการ เช่น ในกรณี LSE ซึ่งโอนงานด้าน listing regulation ไปให้ Financial Service Authority (FSA) และ UK Listing Authority (UKLA) ภายหลังจากการทำ demutualization โดยกฎเกณฑ์ส่วนใหญ่เกี่ยวกับคุณสมบัติของบริษัทที่จะเข้าจดทะเบียนจะถูกกำหนดโดย UKLA เช่น มูลค่าตลาดขั้นต่ำ (minimum market capitalization) ผลการดำเนินงานในอดีต และฐานะทางการเงินของบริษัท เป็นต้น ขณะที่ LSE มีหน้าที่กำหนดเพียงมาตรฐานในการเข้าตลาด (admissions standard) เช่น การกำหนดให้หลักทรัพย์ที่เข้ามาซื้อขายในตลาดจะต้องสามารถต่อรองราคาได้อย่างเป็นอิสระ (freely negotiable) และสามารถ settlement ทางอิเล็กทรอนิกส์ได้ ซึ่งเป็นเกณฑ์ในดำเนินการพื้นฐานทั่วไป (operational requirement)

ขณะที่ในการกำกับสถาบันตัวกลาง เช่น การออก license ให้กับ บล. และการกำกับ ตรวจสอบให้ บล. ทำตามกฎเกณฑ์ที่กำหนดเป็นหน้าที่ของ FSA โดย LSE มีบทบาทเฉพาะการ กำหนดเกณฑ์ด้าน trading rule และเกณฑ์ด้านการดำเนินงานทั่วไป (operational standard) เพื่อให้ สอดคล้องกับระบบด้าน IT และ clearing and settlement เป็นต้น ในส่วนของ market surveillance นั้น LSE มีบทบาทการติดตามตรวจสอบผู้เล่นในตลาดให้ปฏิบัติตามเกณฑ์ทั้งหมด แต่จะสามารถ ลงโทษผู้ละเมิดได้เฉพาะในกรณีที่ละเมิดเกณฑ์ด้าน operational standard ของ LSE เท่านั้น หาก เป็นกรณีอื่น จะส่งรายงานไปให้ FSA เพื่อพิจารณาต่อไป

สาเหตุที่ทางการของ UK ตัดสินใจโอนงานด้านการกำกับดูแลตลาดจาก LSE ไปให้ FSA ก็เพื่อลดความได้เปรียบเชิงการแข่งขันของ LSE ในช่วงที่มีตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ กำลังเกิดขึ้นมา แข่งขัน ซึ่งเป็นการป้องกันไม่ให้ LSE ใช้อำนาจในการกำกับดูแลเพื่อการผูกขาดและหลีกเลี่ยงการ แข่งขันภายหลังการทำ demutualization

2.2.2 กรณีที่ตลาดหลักทรัพย์ยังทำหน้าที่ด้านการกำกับดูแลตลาดอยู่ค่อนข้างมาก เช่น ใน กรณีของ ASX และ ASIC ของออสเตรเลีย ภายหลังการทำ demutualization ASX ยังคงทำหน้าที่ กำหนด listing requirement รวมทั้งข้อกำหนดอื่นๆ สำหรับ บจ. เช่น การเปิดเผยข้อมูลและค่า ธรรมเนียมต่างๆ โดยที่ ASX เป็นผู้ติดตามตรวจสอบ บจ. ให้ปฏิบัติตามกฎเหล่านี้ด้วย ขณะที่การ กำกับดูแลด้านสถาบันตัวกลางและการเฝ้าติดตามตลาดนั้น การแบ่งงานมีความคล้ายคลึงกับกรณี ของ LSE และ FSA ของ UK โดย ASIC มีอำนาจในการออก license แก่ บล. ขณะที่ ASX เป็นผู้ กำหนดคุณสมบัติของสมาชิกซึ่งรวมถึงเกณฑ์ด้านฐานะทางการเงิน เกณฑ์ด้าน IT compliance และ เกณฑ์ด้านความสามารถของผู้บริหาร ในส่วนของ market surveillance นั้น ASX มีบทบาทการ ติดตามตรวจสอบผู้เล่นในตลาดให้ปฏิบัติตามเกณฑ์ทั้งหมด แต่จะส่งรายงานไปให้ ASIC สำหรับ กรณีที่มีการละเมิดในประเด็นที่มีนัยสำคัญเพื่อพิจารณาต่อไป

สาเหตุหลักที่ ASX ยังคงหน้าที่ในการกำกับดูแล บจ. ไว้เป็นส่วนใหญ่ สะท้อนความเชื่อ ที่ว่า ตลาดหลักทรัพย์ในฐานะ front line regulator มีความสามารถในการติดตามตรวจสอบ บจ. ได้ ดีกว่าทางการ รวมทั้งมีแรงจูงใจเชิงพาณิชย์ที่จะรักษามาตรฐานการกำกับดูแลให้อยู่ในระดับสูงเพื่อ สร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน อย่างไรก็ตาม หากมองในภาพรวม จำเป็นต้องมีมาตรการที่จะ ดูแลไม่ให้ ASX ใช้อำนาจการกำกับตลาดไปในทางที่ไม่เหมาะสมด้วย

กล่าวได้ว่า การโอนงานด้านการกำกับดูแลตลาดจากตลาดหลักทรัพย์ไปให้ทางการจะเกิดขึ้นในกรณีที่เห็นว่าการทำงานที่ของตลาดหลักทรัพย์ในประเด็นนั้นจะนำไปสู่ความขัดแย้งเชิงผลประโยชน์ในระดับที่รับไม่ได้หรืออาจนำไปสู่การใช้เป็นช่องทางเพื่อหลีกเลี่ยงการแข่งขัน อย่างไรก็ตาม ประเทศส่วนใหญ่ยังเลือกที่จะให้ตลาดหลักทรัพย์มีส่วนในการกำกับดูแลตลาด โดยเฉพาะในบทบาทการเฝ้าติดตามตลาด (market surveillance) หรือ front-line regulator

2.3 กระบวนการตรวจสอบของทางการ (regulatory oversight process) (รวมถึงกรณีตลาดหลักทรัพย์นำหุ้นของตนเข้าจดทะเบียน)

โดยทั่วไป ทางการได้เพิ่มบทบาทในการตรวจสอบตลาดหลักทรัพย์มากขึ้นภายหลังการทำ demutualization โดยเฉพาะใน 3 ประเด็น ได้แก่

2.3.1 การเพิ่มประสิทธิภาพและความเข้มข้นของการตรวจสอบ ในหลายกรณี ตลาดหลักทรัพย์และทางการ ได้มีข้อตกลงเกี่ยวกับกระบวนการตรวจสอบของทางการอย่างชัดเจน โดยส่วนใหญ่ในรูปแบบของการทำ Memorandum of Understanding (MOU) เช่น ในกรณีของ ASX และ ASIC ที่ได้ทำ MOU ซึ่งระบุให้ ASIC ทำการตรวจสอบการดำเนินงานของ ASX ให้เป็นไปตามข้อกำหนดเป็นประจำทุกปี (annual audit) รวมทั้งการกำหนดให้มีการประชุมรายไตรมาสเพื่อแลกเปลี่ยนข้อมูลและพัฒนาประสิทธิภาพของกระบวนการตรวจสอบ

นอกจากนั้นในกรณีของแคนาดา มาเลเซีย และสิงคโปร์ ทางการจะตรวจสอบในระหว่าง on-site review ว่าตลาดหลักทรัพย์ได้จัดสรรทรัพยากรและงบประมาณที่เพียงพอสำหรับงานด้านการกำกับดูแลตลาดหรือไม่

2.3.2 การจัดการกับปัญหาจากประเด็น self listing ในเกือบทุกกรณี (รวมทั้งออสเตรเลีย แคนาดา ฮองกง ญี่ปุ่น มาเลเซีย และสิงคโปร์) ทางการจะเป็นผู้กำกับดูแลกระบวนการการเข้าจดทะเบียนของตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดเองเพื่อลดปัญหาจากความขัดแย้งเชิงผลประโยชน์ เช่น ในกรณีของ HKEx และ SFC ได้มีการทำ MOU ขึ้นเพื่อระบุวิธีการจัดการกับปัญหาเชิงผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นภายหลังการจดทะเบียนของ HKEx เช่น การกำหนดให้ SFC เป็นผู้กำกับตรวจสอบการเข้าจดทะเบียนของ HKEx รวมทั้งการเก็บเอกสารและค่าธรรมเนียมต่างๆ นอกจากนี้ ยังระบุให้ SFC มีอำนาจหน้าที่ในการติดตามตรวจสอบ HKEx ให้ปฏิบัติตามข้อกำหนดสำหรับ บจ. อีกด้วย

นอกจากการจัดการกับปัญหาในช่วงการเข้าจดทะเบียนของตลาดหลักทรัพย์แล้ว ยังมีการจัดการกับปัญหาที่อาจเกิดขึ้นภายหลังด้วย โดยเฉพาะในประเด็นที่ตลาดหลักทรัพย์อาจใช้อำนาจใน

การกำกับดูแลให้คุณให้โทษแก่ บจ. อื่นๆ ที่เป็นพันธมิตรหรือคู่แข่งของคุณ ตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ใช้วิธีวางระบบการตรวจสอบพิเศษเพื่อจัดการกับปัญหานี้ เช่น ในกรณี HKEx หาก SFC ได้รับทราบข้อมูลว่ามีกรณีของผลประโยชน์ทับซ้อนในบทบาทการกำกับดูแลระหว่าง HKEx กับ บจ.ใด SFC สามารถสั่งให้ HKEx ดำเนินการอย่างหนึ่งอย่างใดเพื่อแก้ไขปัญหานั้นที่เกิดขึ้น

ในแคนาดา บจ. ที่เป็นคู่แข่งของตลาดหลักทรัพย์สามารถแจ้งปัญหาที่เกิดขึ้นให้แก่ คณะกรรมการพิเศษ (Conflicts Committee) ซึ่งจะแจ้งให้ทางการทราบต่อไป เช่นเดียวกับในกรณีของ SGX ที่มีการจัดตั้งคณะกรรมการพิเศษ (Conflicts Committee) ที่มีหน้าที่หลักเพื่อพิจารณาประเด็นผลประโยชน์ทับซ้อนที่เกิดขึ้นแล้วหรืออาจเกิดขึ้น

2.3.3 การเพิ่มเงื่อนไขและข้อกำหนดพิเศษกับตลาดหลักทรัพย์ เป้าหมายในการทำอะไร อาจทำให้ตลาดหลักทรัพย์ดำเนินธุรกิจในลักษณะที่เสี่ยงมากขึ้น ซึ่งปัญหาทางการเงินของตลาดหลักทรัพย์อาจกระทบต่อประสิทธิภาพของการดำเนินงานในฐานะสถาบันตัวกลางทางการเงินที่สำคัญและต่อเสถียรภาพของเศรษฐกิจการเงินของประเทศโดยรวม ในหลายประเทศ เช่น ออสเตรเลีย ฮองกง สิงคโปร์ และอังกฤษ ทางการจึงได้กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ต้องมีเงินทุนงบประมาณที่เพียงพอต่อการดำเนินงานเพื่อความเชื่อมั่นในความมั่นคงทางการเงินของตลาดหลักทรัพย์ โดยในกรณีของอังกฤษ มีการกำหนดมาตรฐานของระดับเงินทุน ขณะที่ในกรณีของแคนาดา มีการกำหนดอัตราส่วนทางการเงินที่ตลาดหลักทรัพย์จะต้องรักษาไว้ หากทำไม่ได้จะต้องรายงานต่อทางการ นอกจากนี้ ยังมีการกำหนดเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับงบประมาณและทรัพยากรที่ใช้ในงานกำกับดูแลตลาดของตลาดหลักทรัพย์ เช่น ในกรณีของ ASX และแคนาดา มีการระบุให้ตลาดหลักทรัพย์จะต้องมีการจัดสรรงบประมาณสำหรับงานด้านการกำกับดูแลตลาดที่เพียงพอและแยกออกจากงบประมาณอื่นอย่างชัดเจน เป็นต้น

2.4 โครงสร้างองค์กรด้านการกำกับดูแลตลาดของตลาดหลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์ได้ให้ความสำคัญมากขึ้นต่อการวางโครงสร้างองค์กรสำหรับงานด้านการกำกับดูแลตลาดให้มีความเป็นอิสระมากเท่าที่จะเป็นไปได้จากผลประโยชน์เชิงพาณิชย์ของผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร โดยใช้วิธีแยกส่วนงานด้านนี้ออกมาจากส่วนงานด้านธุรกิจอื่นๆ สำหรับรูปแบบโครงสร้างองค์กรที่ตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ใช้นั้น สามารถแบ่งได้เป็น 2 รูปแบบ คือ

2.4.1 เก็บส่วนงานด้านกำกับดูแลตลาดอยู่ภายใต้การบริหารของตลาดหลักทรัพย์

กรณี SGX และ BM ที่กำหนดให้ส่วนงานนี้รายงานต่อ CEO ของตลาดหลักทรัพย์ โดยมีการรายงานคู่ขนานไปยัง Regulatory Committee ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของคณะกรรมการของตลาดหลักทรัพย์ (Board of Directors) ในกรณีของ SGX มีข้อกำหนดเพิ่มเติมให้กรรมการใน Regulatory Committee เป็นกรรมการอิสระทั้งหมดด้วย

2.4.2 จัดตั้งบริษัทลูกที่อยู่ภายใต้ holding company ให้ทำงานด้านกำกับดูแลตลาด

กรณี ASX และ TSE ได้จัดตั้งบริษัทลูก (subsidiary) ที่อยู่ใต้ holding company เพื่อดำเนินงานด้านการกำกับดูแลตลาดโดยเฉพาะ ซึ่งหมายถึงการแยกงานด้านนี้ออกจากงานด้านธุรกิจอย่างชัดเจน โดยบริษัทลูกจะรายงานโดยตรงต่อ Board of Directors ของ holding company ในกรณี TSE บริษัทลูกถูกกำหนดให้เป็นบริษัทที่ไม่แสวงหากำไร ขณะที่ผู้บริหารระดับสูงสุดของบริษัทลูกจะไม่สามารถดำรงตำแหน่งในคณะกรรมการของบริษัทที่ดำเนินงานด้านตลาดหลักทรัพย์อีกด้วย

รูปแบบทั้งสองมีทั้งข้อดีและข้อด้อย ในรูปแบบแรกนั้น ข้อดีคือ ง่ายต่อการดำเนินงาน เพราะไม่ต้องเปลี่ยนแปลงมากจากรูปแบบเดิมที่เป็นอยู่ แต่มีข้อด้อยที่สำคัญ คือ อำนาจในการสั่งการงานทั้งด้านพาณิชย์และด้านกำกับดูแลยังถูกแบ่งแยกไม่ชัดเจน อาจนำไปสู่การตัดสินใจที่ครอบงำจากผลประโยชน์ด้านธุรกิจเป็นหลัก รวมทั้งยังอาจมีปัญหาในการให้ความสำคัญหรือการแบ่งสรรงบประมาณระหว่างงานทั้งสองนี้อีกด้วย ขณะที่รูปแบบที่สองที่มีการตั้งบริษัทลูก จะทำให้การดำเนินงานและการจัดสรรงบประมาณให้กับงานด้านการกำกับดูแลตลาดมีความโปร่งใสมากขึ้น รวมทั้งการแบ่งแยกองค์กรและการสร้างกำแพงด้านการเข้าถึงข้อมูลในระดับปฏิบัติการจะช่วยลดปัญหาความขัดแย้งเชิงผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นอีกด้วย อย่างไรก็ตาม ภายใต้รูปแบบนี้ ปัญหาความขัดแย้งเชิงผลประโยชน์ยังไม่ถูกขจัดไปอย่างสิ้นเชิง เนื่องจากคณะกรรมการของ holding company ยังเป็นผู้ที่มีอำนาจในการตัดสินใจทั้งงานในด้านพาณิชย์และด้านการกำกับดูแลตลาดอยู่

โดยสรุป บทบาทของตลาดหลักทรัพย์ทั้งด้านการแสวงหากำไรและด้านกำกับดูแลตลาดทำให้เกิดโอกาสของความขัดแย้งเชิงผลประโยชน์ ปัญหานี้มีแนวโน้มจะเป็นปัญหาที่สำคัญมากขึ้นภายใต้ภาวะการแข่งขันที่รุนแรงขึ้น รวมทั้งภายหลังการทำ demutualization อย่างไรก็ตาม จากประสบการณ์ของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศจะพบว่า ตลาดหลักทรัพย์และทางการตระหนักดีถึงปัญหาเหล่านี้ และได้มีมาตรการและแนวทางแก้ไขเพื่อป้องกันและรองรับปัญหาที่อาจเกิดขึ้น โดยการวางกรอบการอภิบาลองค์กรที่เหมาะสม การกำหนดบทบาทในด้านการกำกับดูแลระหว่าง

ตลาดหลักทรัพย์และทางการเงินอย่างชัดเจน การวางกระบวนการตรวจสอบของทางการเงิน โดยเฉพาะในกระบวนการการนำหุ้นของตลาดหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน และการจัดโครงสร้างองค์กรด้านการกำกับดูแลตลาดของตลาดหลักทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ

อย่างไรก็ตาม การนำมาตราการเหล่านี้มาใช้จัดการปัญหาความขัดแย้งเชิงผลประโยชน์ได้อย่างมีประสิทธิภาพนั้น จะต้องปรับให้สอดคล้องกับบริบทของตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่งด้วย และที่สำคัญ จะต้องมีการวางระบบการกำกับดูแลที่สามารถระบุถึงปัญหาใหม่ๆ ที่อาจเกิดขึ้นจากวิวัฒนาการของตลาดทุนที่ไม่เคยหยุดนิ่ง และสามารถตอบสนองในด้านการกำกับดูแลได้อย่างทันเวลาด้วย

ประเด็นที่ 4 : การ demutualization จะทำให้ขาดองค์กรที่จะทำงานพัฒนาตลาดทุนและคุ้มครองผู้ลงทุนหรือไม่

โดยทั่วไป หน้าที่สำคัญอย่างหนึ่งของตลาดหลักทรัพย์ คือ การพัฒนาตลาดทุนระยะยาว การให้ความรู้เกี่ยวกับการลงทุน และการคุ้มครองผู้ลงทุน โดยเฉพาะผู้ลงทุนรายย่อยที่ขาดความรู้ และอาจถูกเอาเปรียบได้ง่าย ดังนั้น เมื่อตลาดหลักทรัพย์จะทำการ demutualization และดำเนินธุรกิจเพื่อหวังผลกำไร จึงเกิดข้อกังวลว่าจะมีองค์กรใดเข้ามาทำหน้าที่พัฒนาตลาดทุนและคุ้มครองผู้ลงทุนในระยะยาวต่อไปหรือไม่

จากกรณีศึกษาพบว่า ภายหลังการ demutualization ยังมีการพัฒนาตลาดทุนและการคุ้มครองผู้ลงทุนโดยรวมผ่านหลายวิธี เช่น (1) การจัดตั้งสถาบันเฉพาะเพื่อการพัฒนาตลาดทุน ซึ่งกรอบการดูแลอาจจะเฉพาะตลาดทุน หรือครอบคลุมทั้งตลาดทุนและภาคการเงินในวงกว้าง และ (2) การคุ้มครองผู้ลงทุนโดยรวม ผ่านการสนับสนุนกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ เป็นต้น ซึ่งจะแตกต่างกันไปขึ้นอยู่กับระดับของการพัฒนาของตลาดทุนและภาคการเงินในประเทศนั้นๆ และระดับเงินกองทุนที่สถาบันที่จัดตั้งขึ้นใหม่ได้รับ

1. การจัดตั้งสถาบันเฉพาะเพื่อการพัฒนาตลาดทุน

การจัดตั้งสถาบันเฉพาะเพื่อการพัฒนาตลาดทุนเป็นแนวทางที่หลายประเทศนิยมใช้กัน โดยเฉพาะกรณีในตลาดหลักทรัพย์มีเงินกองทุนช่วงก่อนการ demutualization สูงหรือมีการแบ่งรายได้จากการ IPO มาจัดทำ โดยการจัดตั้งสถาบันเฉพาะเพื่อการพัฒนาตลาดทุนมีข้อดีหลัก 3 ประการ ดังนี้

1.1 เกิดการแยกบทบาทงานชัดเจนระหว่างงานพัฒนาตลาดทุนและธุรกิจซื้อขาย

หลักทรัพย์ กล่าวคือ เกิดการแยกส่วนงานพัฒนาตลาดทุนซึ่งไม่หวังผลกำไร ออกจากส่วนงานธุรกิจซื้อขายหลักทรัพย์ หรือ exchange function ซึ่งเป็นธุรกิจหวังผลกำไร ทำให้มีการแยกบทบาทงานชัดเจน และทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพทั้งในด้านการจัดสรรบุคลากรและเงินทุน โดยจะมีเงินกองทุนและแหล่งที่มาของรายได้ในอนาคตที่แน่นอน อีกทั้งมีกรอบการดำเนินงานของกองทุนที่ชัดเจนด้วย เช่น BM และ KRX จัดตั้งกองทุนเพื่อการพัฒนาตลาดทุน และ SGX จัดตั้งกองทุนเพื่อการพัฒนาภาคการเงิน ตามรายละเอียดในตารางที่ 4

1.2 ครอบคลุมการพัฒนาตลาดทุนในวงกว้าง กล่าวคือ งานพัฒนาตลาดทุนภายใต้การสนับสนุนของตลาดหลักทรัพย์ บางครั้งจะเน้นพัฒนาเฉพาะส่วนของหุ้นเท่านั้น ขณะที่การมีสถาบันเพื่อการพัฒนาตลาดทุนเข้ามาดูแลโดยตรง การพัฒนาจะขยายวงกว้างครอบคลุมทั้งหุ้นตราสารหนี้ ตราสารอนุพันธ์ และธุรกิจร่วมลงทุน (venture capital) ได้ดีขึ้น เป็นต้น

1.3 สามารถทำงานเพื่อการพัฒนาตลาดทุนโดยตรงมากขึ้น กล่าวคือ สามารถเน้นให้คำปรึกษาและความรู้เกี่ยวกับตลาดทุน และคุ้มครองนักลงทุน โดยเฉพาะนักลงทุนรายย่อยที่อาจถูกเอาเปรียบได้ง่ายเป็นสิ่งสำคัญ แทนที่จะเน้นการให้ความรู้เกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงินหรือการให้ความรู้เพื่อเพิ่มปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ เหมือนช่วงก่อนการ demutualization ซึ่งควรเป็นหน้าที่ของ บล. มากกว่า

ตารางที่ 4 : รายละเอียดของการจัดตั้งสถาบันเฉพาะเพื่อการพัฒนาตลาดทุนของ BM, SGX และ KRX

ตลาดหลักทรัพย์	สถาบันเฉพาะเพื่อการพัฒนาตลาดทุน	หน้าที่หลัก	การบริหารจัดการ	แหล่งที่มาของเงินทุน
BM	กองทุนเพื่อการพัฒนาตลาดทุน (Capital Market Development Fund : CMDF)	เพื่อการพัฒนาตลาดทุนระยะยาวโดยเฉพาะผ่านการพัฒนาผู้มีความรู้ความสามารถในงานตลาดทุน สนับสนุนงานวิจัยและโครงการเกี่ยวกับตลาดทุน และสนับสนุนสมาคมของผู้ร่วมตลาดต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน	คณะกรรมการแต่งตั้งโดยรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง	(1) รายได้จากการขายหุ้นของ BM ประมาณร้อยละ 10 เมื่อ BM ทำ IPO (CMDF ได้รับจัดสรรหุ้นมาทั้งหมดร้อยละ 30 เมื่อครั้ง BM ทำ demutualization) (2) เงินปันผลต่อเนื่องจากหุ้น BM ส่วนที่ยังถืออยู่อีกประมาณร้อยละ 20 และ (3) รายได้จากการลงทุนและเงินบริจาคอื่นๆ
SGX	กองทุนเพื่อการพัฒนาภาคการเงิน (Financial Sector Development Fund : FSDF)	เพื่อพัฒนาภาคการเงินระยะยาวในวงกว้าง ผ่านการส่งเสริมภาคการเงินของสิงคโปร์ พัฒนาผู้มีความรู้ความสามารถและเป็นที่ต้องการในภาคการเงิน สนับสนุนงานวิจัยและโครงการเกี่ยวกับภาคการเงิน และพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานที่จำเป็นต่อการขยายตัวของภาคการเงินในระยะยาว	บริหารโดย Monetary Authority of Singapore (MAS)	(1) เงินทุนที่ได้จากการนำหุ้น SGX เข้า IPO ในตลาดประมาณ 350 ล้านดอลลาร์สหรัฐและ (2) มีโอกาสที่จะได้รายได้จากการขายหุ้นร้อยละ 25 ของ SGX ที่เหลืออยู่ หาก MAS ตัดสินใจขายหุ้นทั้งหมดที่อยู่ภายใต้การควบคุม

ตลาดหลักทรัพย์	สถาบันเฉพาะเพื่อการพัฒนาตลาดทุน	หน้าที่หลัก	การบริหารจัดการ	แหล่งที่มาของเงินทุน
KRX	กองทุนเพื่อการพัฒนาตลาดทุน (Capital Market Development Foundation)	เพื่อส่งเสริมการพัฒนาตลาดทุนภายในประเทศ	n.a.	แรกเริ่มวางแผนว่าจะได้รับเงินทุนจาก KRX และผู้ถือหุ้นของ KRX 200 และ 170 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ผลจากความล่าช้าในการทำ IPO ทำให้ขณะนี้กองทุนยังได้รับทุนรวมเพียง 100 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา

2. การดูแลคุ้มครองผู้ลงทุนโดยรวม

นอกจากการจัดตั้งสถาบันเฉพาะเพื่อการพัฒนาตลาดทุนขึ้นมาใหม่แล้ว อีกแนวทางเสริมหรือทดแทนที่ประเทศต่างๆ ใช้เพื่อดูแลผู้ลงทุนโดยรวมในตลาดภายหลังการ demutualization คือ การสนับสนุนกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ (Securities Investor Protection Fund : SIPF) ซึ่งมีอยู่แล้วในหลายประเทศ โดยกองทุนนี้โดยทั่วไปถูกจัดตั้งขึ้นจากความร่วมมือระหว่างตลาดหลักทรัพย์และ บล. ที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์จำนวนหนึ่งซึ่งสมัครเป็นสมาชิกของกองทุนเพื่อเป็นหลักประกันให้กับผู้ลงทุนที่ซื้อขายหลักทรัพย์ผ่าน บล. ที่เป็นสมาชิกเหล่านั้นว่าจะได้รับความคุ้มครองทรัพย์สินที่มอบไว้ในความดูแลของ บล. ที่เป็นสมาชิกกองทุน โดยจะได้รับการจ่ายเงินชดเชยจากกองทุนตามหลักเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด หาก บล. ที่เป็นสมาชิกเกิดปัญหาการเงิน

กรณีของประเทศมาเลเซียมีกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุน 3 กองทุน คือ Compensation Fund of Bursa Malaysia Securities, Fidelity Fund of Bursa Malaysia Derivatives และ Compensation Fund of Bursa Malaysia Depository ซึ่งจะมีรายละเอียดของการคุ้มครองที่แตกต่างกันไปตาม Capital Markets and Services Act (CMSA) ของมาเลเซีย ส่วนกรณีประเทศฟิลิปปินส์มี 1 กองทุน คือ Securities Investor Protection Fund ทั้งนี้ คณะกรรมการของกองทุนมาจาก PSE 5 คน และจากภาครัฐ 2 คน โดยกองทุนจะคุ้มครองผู้ลงทุนหากเกิดการล้มละลายหรือนื้อโกงของ บล. ที่เป็นสมาชิก และมีเกณฑ์ขั้นสูงในการคุ้มครองที่ 100,000 เปโซฟิลิปปินส์ต่อนักลงทุน 1 คน

ประเด็นที่ 5 : การ demutualization เป็นช่องทางให้กลุ่มผลประโยชน์ภายในประเทศบางกลุ่มหรือต่างประเทศเข้ามาครอบงำตลาดหลักทรัพย์ได้หรือไม่

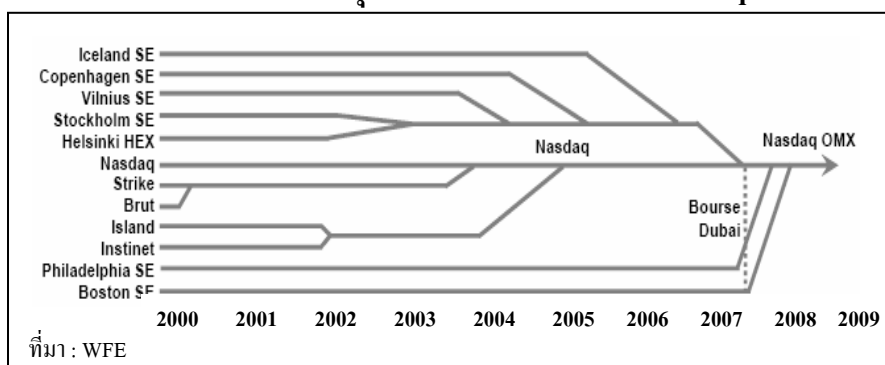
แม้ในปัจจุบันข้อดีและข้อเสียจากการถูกควบรวมโดยตลาดหลักทรัพย์ต่างชาติเป็นประเด็นโต้เถียงที่ยังหาข้อสรุปไม่ได้ แต่เนื่องจากธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ส่งผลในวงกว้างต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศ อีกทั้ง ในบางประเทศตลาดหลักทรัพย์อาจได้รับสิทธิประโยชน์พิเศษจากภาครัฐในช่วงก่อนการ demutualization เช่น การยกเว้นหรือลดหย่อนภาษีเงินได้ของตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น ประเด็นเกี่ยวกับการปกป้องผลประโยชน์ของชาติ (protection of national interests) ภายหลังจาก demutualization จึงเป็นสิ่งสำคัญ หลายฝ่ายกังวลว่าการ demutualization จะเป็นการเปิดช่องทางให้ต่างชาติหรือกลุ่มผลประโยชน์บางกลุ่มเข้ามาถือครองหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ในสัดส่วนสูงจนมีอำนาจครอบงำการบริหาร ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความเท่าเทียมกับผู้ร่วมตลาดอื่นๆ และความมั่นคงด้านเศรษฐกิจของประเทศได้

จากประสบการณ์ของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ พบว่า มี 2 มุมมองหลักเกี่ยวกับการถูกควบรวมภายหลังจากทำ demutualization คือ

1. การควบรวมช่วยส่งเสริมศักยภาพในการแข่งขัน เช่น กรณีประเทศสวีเดน ที่ภาครัฐสนับสนุนให้ OM Gruppen AB (OM) ซึ่งเป็นคู่แข่งในธุรกิจศูนย์กลางการซื้อขายตราสารอนุพันธ์ เข้าซื้อหุ้นและควบรวม Stockholm Stock Exchange ในปี 1998 เนื่องจากเชื่อว่าจะเกิดประโยชน์กับทั้ง 2 บริษัทจากความสามารถในการแข่งขันที่สูงขึ้น¹² ซึ่งต่อมาในปี 2003 OM AB ได้เข้าควบรวมกับ Helsinki Stock Exchange และเปลี่ยนชื่อเป็น OMX จากนั้นทำการควบรวมกับอีกหลายตลาดหลักทรัพย์ในแถบยุโรป และที่สูงสุดในปี 2008 ได้ควบรวมกับ Nasdaq และกลายเป็น Nasdaq OMX ในปัจจุบัน

¹² Hughes (2002)

ภาพที่ 5 : การควบรวมในธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ของ Nasdaq OMX



2. การควบรวมกระทบต่อผลประโยชน์ของประเทศ ซึ่งจากประสบการณ์ของตลาด

หลักทรัพย์ต่างๆ พบว่า มี 3 แนวทางหลักที่นิยมใช้ผสมผสานกัน เพื่อป้องกันต่างชาติหรือกลุ่มผลประโยชน์ไม่ให้เข้ามาถือหุ้นมากเกินไป กล่าวคือ

2.1 การจำกัดสัดส่วนการถือหุ้นขั้นสูง (maximum shareholding limit) ของนักลงทุน :

แนวทางนี้ตลาดหลักทรัพย์ในเอเชียส่วนใหญ่นิยมเลือกใช้ อย่างไรก็ตาม จะเปิดช่องให้ภาครัฐสามารถอนุมัติในกรณีพิเศษได้ เช่น กรณีของ BM กำหนดเกณฑ์การถือครองหุ้นขั้นสูงที่ร้อยละ 5 เว้นแต่ได้รับการอนุญาตพิเศษจากกระทรวงการคลัง และกรณีของ SGX กำหนดเกณฑ์ขั้นสูงที่ร้อยละ 5 ยกเว้นกรณีของผู้จัดการกองทุนที่จัดการกลุ่มกองทุนให้ลูกค้า สามารถถือหุ้นได้รวมไม่เกินร้อยละ 10 และนักลงทุนเชิงกลยุทธ์ (strategic investor) ถือได้ตามที่ MAS เห็นสมควร

อย่างไรก็ตามมีข้อสังเกตว่า ภายหลังการ demutualization ระยะเวลาหนึ่งแล้ว ภาครัฐและหน่วยงานกำกับดูแลมักจะผ่อนคลาเกณฑ์การถือหุ้นขั้นสูง เช่น ASX ปรับจากร้อยละ 5 ในปี 1998 เป็นร้อยละ 15 ในปี 2002 เพื่อสอดคล้องกับกลยุทธ์ในการสร้างความร่วมมือกับตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศผ่านการเป็น strategic partner เพื่อรองรับกับภาวะการแข่งขันที่รุนแรงขึ้นในตลาดทุนโลก และแนวโน้มของ global consolidation ซึ่งในอนาคตธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ในโลกมีแนวโน้มที่จะถูกแบ่งออกเป็น 2 กลุ่มหลัก คือ (1) NYSE Euronext (NYX) และ (2) Nasdaq OMX อันเป็นผลจากการควบรวมและการเชื่อมโยงความสัมพันธ์ทางธุรกิจระหว่างตลาดหลักทรัพย์ โดยเชื่อว่า NYX จะสามารถขยายความสัมพันธ์ครอบคลุมถึง Toronto Stock Exchange, NSE, TSE และ HKEx เป็นต้น ขณะที่ Nasdaq OMX จะขยายความสัมพันธ์ถึง LSE, Deutsche Boerse, ASX, Shanghai Stock

Exchange, KRX, Johannesburg Stock Exchange และ SGX เป็นต้น¹³ ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์ใดที่ยังคงดำเนินธุรกิจแบบ stand alone ไม่ข้องเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์อื่นเลยเหมือนเช่นในอดีต จะมีความเสี่ยงสูงที่จะสูญเสียส่วนแบ่งทางการตลาดและบทบาทในเวทีตลาดทุนโลกในอนาคต

2.2 การให้ภาครัฐและ/หรือสถาบันเพื่อการพัฒนาตลาดทุนเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ : วิธีนี้นิยมใช้ในตลาดหลักทรัพย์แถบเอเชีย ที่ภาครัฐมีบทบาทในการจัดตั้งหรือการดำเนินธุรกิจของตลาดหลักทรัพย์ในอดีต โดยภาครัฐและ/หรือสถาบันเพื่อการพัฒนาตลาดทุนจะกระจายหุ้นที่ได้มาบางส่วนต่อให้กับสาธารณชน เมื่อตลาดหลักทรัพย์ทำการจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ เช่น

กรณีของ BM มีแผนการ demutualization ที่ถูกวางรากฐานมาจากแผนพัฒนาตลาดทุนระยะ 10 ปีของประเทศมาเลเซีย (Capital Market Masterplan : CMP) โดยมีโครงการเริ่มต้นจากการควบรวม 5 ตลาดหลักทรัพย์ในมาเลเซียก่อน จากนั้นจึงทำการ demutualization และกระจายหุ้นให้ บล. ภาครัฐ และ CMDF ร้อยละ 40 ร้อยละ 30 และร้อยละ 30 ตามลำดับ โดยภาครัฐและ CMDF ถูกกำหนดให้กระจายหุ้นต่อให้สาธารณชนอีกประมาณร้อยละ 20 เมื่อ BM ทำ IPO

กรณีของ SGX แผนการ demutualization ถูกริเริ่มศึกษาและวางแผนโดย Committee on the Governance of the Exchanges (CGE) ที่ถูกจัดตั้งขึ้น โดย MAS และกระจายหุ้นร้อยละ 72 ให้ภาครัฐในช่วงที่ทำ demutualization และภาครัฐจัดสรรต่อให้สาธารณชนร้อยละ 47 เมื่อ SGX ทำ IPO

ตารางที่ 5 : การจัดสรรหุ้นภายหลังการ demutualization และ IPO ของ BM และ SGX

Stock Exchange	Demu / IPO	บล.	ภาครัฐ	CMDF	IPO ให้กับสาธารณชน
BM	Demu - 2004	ร้อยละ 40	ร้อยละ 30	ร้อยละ 30	-
	IPO - 2005	n.a.	ร้อยละ 19	ร้อยละ 19	>= ร้อยละ 20
SGX	Demu - 2000	ร้อยละ 28	ร้อยละ 72	-	-
	IPO - 2000	ร้อยละ 28	ร้อยละ 25	-	ร้อยละ 32 (นักลงทุนรายย่อย) ร้อยละ 15 (นักลงทุนเชิงกลยุทธ์)

ที่มา : Website ของ BM และ SGX และ Akhtar (2002)

¹³ การจัดกลุ่มยึดหลักตามความสัมพันธ์ที่ตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ มีต่อกันอยู่แล้วในปัจจุบัน เช่น การทำธุรกิจร่วมกัน (jointed operation) MOU ที่มีระหว่างกัน และสถานะการถือหุ้นไขว้ระหว่างกัน

อย่างไรก็ตามมีข้อสังเกตว่า แม้อตลาดหลักทรัพย์จะมีแผนการในการกระจายหุ้นในวงกว้าง ผ่านการทำ IPO แต่การตัดสินใจกระจายหุ้นให้ บล. ในสัดส่วนสูงช่วงทำ demutualization เป็น ความเสี่ยงที่อาจก่อให้เกิดการถูกรวบงำโดยกลุ่ม บล. อย่างต่อเนื่องได้ เช่น กรณี TSE ที่กระจาย หุ้นให้ บล. ทั้งหมด และ KRX ที่กระจายหุ้นให้ บล. เกือบทั้งหมด ทำให้กลุ่ม บล. พยายามรักษา ผลประโยชน์ของตนเองอย่างต่อเนื่อง จนเกิดข้อขัดแย้งในประเด็นการกำกับดูแลตลาดทุนกับฝ่าย ภาครัฐและหน่วยงานกำกับดูแล ซึ่งเป็นอุปสรรคที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ทั้งสองยังไม่สามารถทำ การ IPO ได้ตามแผน และทำได้เพียงการเปลี่ยนโครงสร้างจาก mutual-owned ไปเป็น shareholder-owned ที่มี บล. ถือหุ้นทั้งหมดหรือเกือบทั้งหมด กล่าวคือ (1) กรณีของ TSE เกิดข้อขัดแย้งกับ Financial Services Agency (FSA) ในประเด็นเกี่ยวกับการจัดสรรโครงสร้างการบริหารใหม่ (management structure) ภายหลังกการ IPO โดย FSA ต้องการให้ TSE แยกส่วนงานกำกับดูแล (regulatory division) ออกจากส่วนงานที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ที่หวังผลกำไร และ (2) กรณี ของ KRX ภาครัฐและหน่วยงานกำกับดูแลต้องการให้ KRX แยกส่วนงานกำกับดูแล (regulatory division) ออกจากส่วนงานที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ที่หวังผลกำไร และหัวหน้าของส่วนงาน กำกับที่แยกออกมานั้น ต้องถูกแต่งตั้งโดย Financial Supervisory Commission (FSC) เท่านั้น ซึ่งยังเป็นข้อขัดแย้งที่ยืดเยื้อในปัจจุบัน

ตารางที่ 6 : การจัดสรรหุ้นภายหลังกการ corporatization / demutualization ของ TSE และ KRX

Stock Exchange	Corporatization / Demutualization	บล.	อื่นๆ
TSE	2001	ร้อยละ 100	-
KRX	2005	ร้อยละ 94	ร้อยละ 6 (แบ่งระหว่างบริษัทลูกของ KRX, Korea Securities Dealers Association และ Small Business Corporation)

ที่มา : Website ของ TSE และ KRX และ Akhtar (2002)

สำหรับกรณี PSE เมื่อทำการ demutualization มีการจัดสรรหุ้นทั้งหมดให้กับ บล. 184 บริษัท ซึ่งส่วนใหญ่เป็น บล. ขนาดเล็ก¹⁴ โดยเดิมตั้งใจว่าสัดส่วนการถือหุ้นของ บล. จะลดลงเมื่อทำ การ IPO อย่างไรก็ตาม ในกระบวนการ IPO หลาย บล. ยังคงถือหุ้นต่อไป โดยยอมเสียดำปรับ 500

¹⁴ Alinsunurin (2002)

ไปรษณีย์ให้แก่ Securities and Exchange Commission¹⁵ เพื่อที่จะสามารถละเมิดเกณฑ์การถือหุ้น
 ขั้นสูงของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ปกติห้ามถือรวมกันเกินกว่าร้อยละ 20 ของหุ้น PSE ทั้งหมด โดยใน
 ปัจจุบันกลุ่ม บล. ถือหุ้นตลาดหลักทรัพย์รวมประมาณร้อยละ 37 ซึ่งแม้จะน้อยกว่ากึ่งหนึ่ง แต่ถือ
 เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ที่สุด ด้วยเหตุนี้ แม้จะทำการ demutualization และ IPO แล้ว แต่ PSE ยังไม่ค่อย
 ประสบความสำเร็จในการปรับโครงสร้างองค์กร (governance structure) และปรับแนวทางการ
 ดำเนินธุรกิจ

2.3 กฎเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าควบรวมตลาดหลักทรัพย์ : เพื่อป้องกันการถูกตลาด

หลักทรัพย์ต่างชาติเข้าควบรวมกิจการธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ของประเทศ ภาครัฐของบางประเทศจะ
 ออกกฎว่า การควบรวมกิจการใดๆ ที่จะเกิดขึ้นภายหลังการ demutualization ต้องได้รับการอนุมัติ
 จากภาครัฐหรือหน่วยงานกำกับดูแลก่อน เช่น กรณี SGX การควบรวมใดๆ ต้องได้รับความ
 เห็นชอบจาก Securities Industry Council ก่อน

ตารางที่ 7 : แนวทางเพื่อป้องกันการถูกรอรับโดยกลุ่มผลประโยชน์ในประเทศและต่างชาติ

ตลาด หลักทรัพย์	สัดส่วนการถือหุ้นขั้นสูง	ถือหุ้นโดยภาครัฐ ทั้งทางตรงและอ้อม	การควบรวม
BM	ร้อยละ 5 เว้นแต่ได้รับการอนุญาตจาก กระทรวงการคลัง	กระทรวงการคลังถือร้อยละ 19 และ CMDF ถืออีกร้อยละ 19	n.a.
SGX	ร้อยละ 5 ยกเว้นกรณีของผู้จัดการ กองทุนที่จัดการกลุ่มกองทุนให้ลูกค้า สามารถถือหุ้นได้รวมไม่เกินร้อยละ 10 และนักลงทุนเชิงกลยุทธ์ (strategic investor) สามารถถือได้ตาม MAS เห็นสมควร	ร้อยละ 25 ถือโดย SEL ซึ่งเป็น บริษัท holding เฉพาะกิจที่ถูก จัดตั้งขึ้นเพื่อการถือหุ้นของ SGX ภายหลังการ demutualization โดยอำนาจใน การสั่งขายหุ้นเป็นของ MAS	การควบรวมใดๆ ต้องได้รับความ เห็นชอบจาก Securities Industry Council ก่อน

¹⁵ ABS – CBN News (Oct 5, 2009)

ตลาดหลักทรัพย์	สัดส่วนการถือหุ้นชั้นสูง	ถือหุ้นโดยภาครัฐทั้งทางตรงและอ้อม	การควบคุม
ASX	ร้อยละ 15 (ปรับเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 5 ในปี 2002) เว้นแต่ได้รับการอนุญาตจาก Ministry of Financial Services and Regulations	ไม่มี	การควบคุมให้ต่างชาติต้องยึดระเบียบตาม Foreign Acquisitions and Takeovers Act 1975
HKEx	ร้อยละ 5 เว้นแต่ได้รับการอนุญาตจาก Securities and Futures Commission (SFC)	ร้อยละ 6 (ข้อมูล ณ ปี 2007)	n.a.
PSE	ร้อยละ 5 สำหรับ 1 บุคคล/นิติบุคคล และ ร้อยละ 20 สำหรับอุตสาหกรรมหรือกลุ่มธุรกิจใดๆ	ไม่มี	n.a.

ที่มา : Holthouse (2002), Akhtar (2002) และค้นหาจาก website และสอบถามจากตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ

ประเด็นที่ 6 : การ demutualization จะกระตุ้นให้เกิดการแข่งขันระหว่างธุรกิจตัวกลาง (intermediary) ได้หรือไม่

ภายใต้โครงสร้างตลาดหลักทรัพย์แบบ mutual-owned ที่มี บล. เป็นสมาชิกนั้น มูลค่าทางเศรษฐกิจ (economic rent) ของการเป็นสมาชิกอยู่ที่การจำกัดจำนวนสมาชิก (restricting access) และการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์จะมีลักษณะการตัดสินใจแบบเห็นด้วยเป็นเอกฉันท์ ที่สมาชิกแต่ละรายมีเสียงลงคะแนนที่เท่ากัน (1 member - 1 vote) ซึ่งการตัดสินใจทางธุรกิจส่วนใหญ่จะเป็นไปเพื่อรักษาผลประโยชน์ของสมาชิกเป็นสำคัญ และบางครั้งจะเป็นไปเพื่ออุดหนุนสมาชิกด้วยลักษณะเฉพาะตัวทางธุรกิจดังกล่าว ทำให้การแข่งขันระหว่างธุรกิจตัวกลางในตลาดหลักทรัพย์มีค่อนข้างน้อย อีกทั้งยังมีลักษณะของการเกื้อกูลกันสูง หลายฝ่ายจึงสงสัยว่าจริงหรือไม่ที่ภายหลังการ demutualization และมีการกระจายการถือครองหุ้นไปสู่ผู้ร่วมตลาดอื่นๆ มากขึ้นแล้ว จะเร่งให้การแข่งขันระหว่างธุรกิจตัวกลางเพิ่มสูงขึ้น และนำไปสู่ผลประโยชน์สูงสุดต่อผู้ร่วมตลาดโดยรวม

1. ปัจจัยผลักดันการแข่งขันระหว่างธุรกิจตัวกลาง

การ demutualization ตลาดหลักทรัพย์จะช่วยส่งเสริมการแข่งขันระหว่างธุรกิจตัวกลาง และเพิ่มคุณภาพของตลาดทุนโดยรวม ผ่าน 2 ช่องทางหลัก คือ

1.1 การลดการอุดหนุน บล. ที่เป็นสมาชิก : การ demutualization จะทำให้การส่งเสริมธุรกิจตัวกลางของตลาดหลักทรัพย์มีความเหมาะสมมากขึ้น กล่าวคือ ในช่วงก่อน demutualization ตลาดหลักทรัพย์จะเน้นจัดสรรทรัพยากรทั้งคน เวลา และทุน เพื่อส่งเสริม บล. ที่เป็นสมาชิก¹⁶ โดยเฉพาะ บล. ขนาดกลางและขนาดเล็กเป็นหลัก แต่ภายหลังการ demutualization ตัวกลางในการทำธุรกรรมอื่นๆ อาทิ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน มีแนวโน้มที่จะได้รับการส่งเสริมอย่างเท่าเทียมกันมากขึ้น นอกจากนี้ เมื่อมีผู้ร่วมตลาดกลุ่มอื่นๆ เข้ามาร่วมถือหุ้นด้วยแล้ว กิจกรรมเพื่อการอุดหนุน บล. ที่เป็นสมาชิก อย่างที่เคยมีมาย่อมลดลงหรือหมดไป

1.2 การขยายสิทธิการซื้อขายไปให้กลุ่มธุรกิจตัวกลางที่มีใช้สมาชิก (open market access) : ผลประการหนึ่งที่จะเกิดขึ้นคู่กับการเปลี่ยนระบบ mutual-owned ที่มี บล. เป็นสมาชิกไปสู่ระบบ shareholder-owned คือ การขยายสิทธิการซื้อขายไปให้กลุ่มธุรกิจตัวกลางที่มีใช้สมาชิก

¹⁶ Hughes and Zargar (2006)

ซึ่งทำให้ บล. ใดๆ ก็ตามที่เกี่ยวข้องค่า trading right สามารถเข้ามาซื้อขายหลักทรัพย์ตรงกับตลาดหลักทรัพย์ได้

2. ทิศทางการปรับตัวของธุรกิจตัวกลาง

เมื่อประโยชน์จากการได้รับการอุดหนุนหมดไปและการแข่งขันระหว่างธุรกิจตัวกลางสูงขึ้น ธุรกิจตัวกลางต่างๆ จึงต้องเร่งเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานและการให้บริการแก่ผู้ลงทุน ซึ่งอาจจะทำออกมาในหลายรูปแบบ อาทิ

2.1 การควบรวมกิจการระหว่าง บล. โดยเฉพาะ บล. ขนาดกลางและขนาดเล็ก เพื่อ
ประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาดและเพิ่มศักยภาพในการแข่งขัน

2.2 การพัฒนาคุณภาพและรูปแบบการให้บริการ กล่าวคือ ในช่วงก่อนการ demutualization บล. ที่เป็นสมาชิกทั้งหมดมีเสียงที่เท่ากันไม่ว่าจะขนาดใหญ่หรือขนาดเล็ก และนิยมตัดสินใจแบบเห็นด้วยเป็นเอกฉันท์ ดังนั้น การพัฒนาระบบต่างๆ ในตลาดหลักทรัพย์มักจะถูกกำหนดมาตรฐานตามศักยภาพและความสามารถของ บล. ขนาดเล็กเป็นหลัก แต่ภายหลังการ demutualization และการแข่งขันระหว่างธุรกิจตัวกลางเป็นไปอย่างเสรีมากขึ้น ทำให้ บล. ขนาดใหญ่ซึ่งมีเงินทุนมากสามารถขยายตัวได้เร็วและแข่งขันได้ดี จะกลายเป็นผู้กำหนดมาตรฐานต่างๆ ของตลาดหลักทรัพย์ เช่น เทคโนโลยีการซื้อขายและความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ เป็นต้น ทำให้การออกผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ๆ เป็นไปได้ง่ายและรวดเร็วยิ่งขึ้น อีกทั้งยังตอบสนองความต้องการของผู้ลงทุนได้ดีกว่าเดิม ซึ่งท้ายที่สุดแล้ว จะทำให้คุณภาพของตลาดทุนดีขึ้นและเกิดประโยชน์ต่อผู้ร่วมตลาดโดยรวม

ประเด็นที่ 7 : การ demutualization จะช่วยให้ประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นหรือไม่

เนื่องจากการ demutualization ตลาดหลักทรัพย์เกี่ยวข้องและกระทบกับหลายภาคส่วนในตลาดทุน อีกทั้ง ยังมีความเสี่ยงและข้อกังวลต่างๆ มากมายที่อาจตามมา หลายฝ่ายจึงเกิดคำถามว่าการ demutualization จะเป็นทางออกในการเพิ่มประสิทธิภาพให้ตลาดหลักทรัพย์ได้จริงหรือไม่

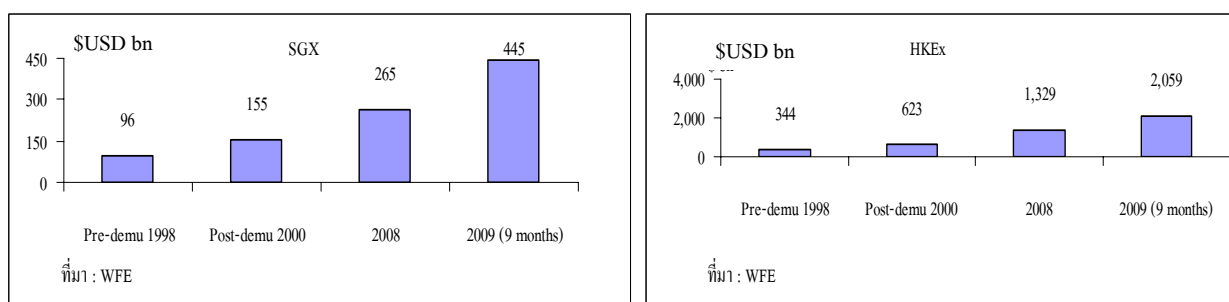
ภายหลังการ demutualization ตลาดหลักทรัพย์จะมีการปรับโครงสร้างองค์กร (governance structure) และ โครงสร้างของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ให้เหมาะสมขึ้น โดยตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ มีแนวโน้มที่จะลดจำนวนกรรมการลงและมีสัดส่วนกรรมการอิสระเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ในหลายประเทศกรรมการที่ถูกแต่งตั้งต้องผ่านเกณฑ์ “fit and proper” เกี่ยวกับความมั่นคงทางการเงิน คุณธรรมความซื่อสัตย์ และความรู้ความสามารถ ตามที่หน่วยงานกำกับดูแลและภาครัฐกำหนดไว้ นอกจากนี้ การมีโครงสร้างความเป็นเจ้าของและผู้มีส่วนได้เสียที่ชัดเจน ยังถือเป็นตัวเร่งสำคัญในการเพิ่มประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากช่วยให้ตลาดหลักทรัพย์สามารถดำเนินงานเชิงองค์กรธุรกิจ ได้คล่องตัวขึ้น และปรับตัวได้ทันต่อการเปลี่ยนแปลงของสถานะตลาดทุนโลก มีกระบวนการตัดสินใจที่เปลี่ยนจากระบบเกื้อกูลหรือคำนึงถึงผลประโยชน์ของ บล. ที่เป็นสมาชิกมากกว่าผู้ร่วมตลาดกลุ่มอื่นๆ ไปสู่การมุ่งเน้นธุรกิจ และการคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ร่วมตลาดกลุ่มอื่นๆ มากขึ้น อีกทั้ง ตลาดหลักทรัพย์จะมีระเบียบวินัยทางการเงินและความโปร่งใสในการกำกับดูแลสูงขึ้น เนื่องจากจะถูกตรวจสอบและติดตามดูแลให้ดำเนินการอย่างมีประสิทธิภาพอยู่เสมอ จากประสบการณ์ของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ พบว่าประโยชน์ที่เห็นได้อย่างชัดเจนมี 2 ด้านหลัก คือ ตลาดทุนโดยรวมและผลการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ที่ดีขึ้น

1. ตลาดทุนโดยรวม

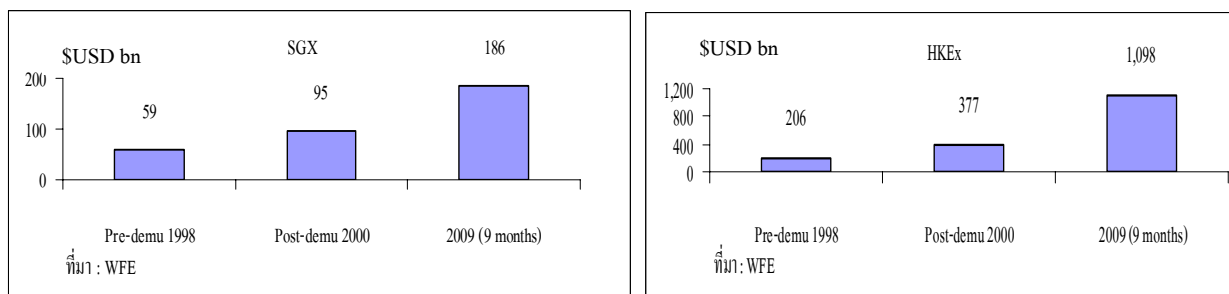
1.1 มูลค่าของ บจ. ตามราคาตลาดของตลาดหลักทรัพย์ (market capitalization) และมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ (trading value) สูงขึ้น

ภายหลังการ demutualization ประมาณ 10 ปี เห็นได้ชัดเจนว่ามูลค่าของ บจ. ตามราคาตลาดของ SGX และ HKEEx เพิ่มสูงขึ้นถึงประมาณ 3 เท่าตัว และหากพิจารณาถึงมูลค่าการซื้อขายพบว่าเพิ่มขึ้นถึงประมาณ 2 และ 3 เท่าตัวใน SGX และ HKEEx ตามลำดับ

ภาพที่ 6 : มูลค่าของ บจ. ตามราคาตลาดของตลาดหลักทรัพย์ ณ สิ้นปี ของ SGX และ HKEEx



ภาพที่ 7 : มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวมในแต่ละปีของ SGX และ HKEEx

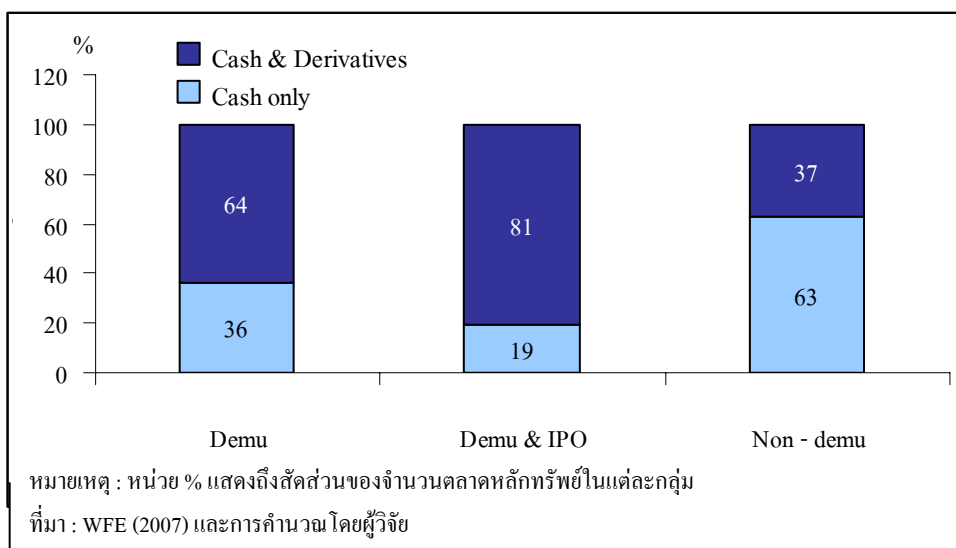


1.2 ความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ทางการเงินเพิ่มขึ้น

กลุ่มตลาดหลักทรัพย์ที่ผ่านการ demutualization โดยเฉพาะในส่วนที่ทำการ IPO เข้าตลาดหลักทรัพย์แล้ว มีความหลากหลายของประเภทผลิตภัณฑ์ทางการเงินสูงอย่างเห็นได้ชัด มากกว่าร้อยละ 60 ของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มดังกล่าวให้บริการทั้งผลิตภัณฑ์การเงินขั้นพื้นฐาน (cash product) และตราสารอนุพันธ์ (derivatives product) ซึ่งถือว่าสำคัญมากเนื่องจากในปัจจุบันตราสารอนุพันธ์เป็นเครื่องมือหลักสำหรับนักลงทุนในการบริหารความเสี่ยง (hedging risk) นอกจากนี้ การ

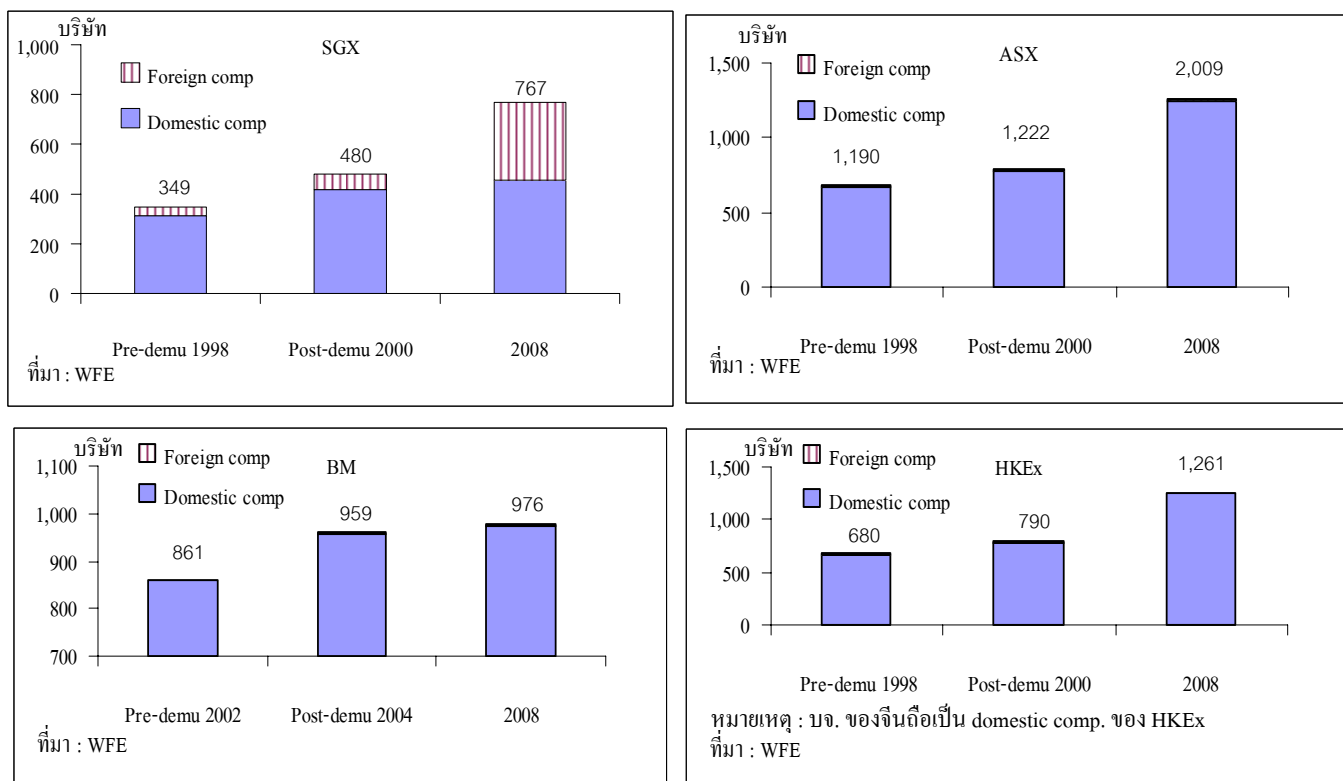
ออกผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ๆ (time to market) จะมีความรวดเร็วมากยิ่งขึ้นด้วย เมื่อตลาดหลักทรัพย์ทำการ demutualization และการแข่งขันระหว่างธุรกิจตัวกลางสูงขึ้น (ดังที่อธิบายไว้ในประเด็นที่ 6 เกี่ยวกับการ demutualization ตลาดหลักทรัพย์)

ภาพที่ 8 : ความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่มีให้บริการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มต่างๆ



นอกจากความหลากหลายเชิงประเภทผลิตภัณฑ์แล้ว ประสิทธิภาพของตลาดทุนที่ดีขึ้นจากการ demutualization ยังช่วยดึงดูดผู้ระดมทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศให้เข้ามาจดทะเบียนในตลาดเพิ่มขึ้นด้วย เช่น SGX มี บจ. เพิ่มขึ้นเกือบร้อยละ 60 ในช่วง 8 ปีภายหลังการ demutualization

ภาพที่ 9 : จำนวน บจ. ใน SGX, ASX, BM และ HKEx



1.3 การให้บริการที่ครอบคลุมมากขึ้นผ่านการเชื่อมโยงกับตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ

ภายหลังการ demutualization ตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ สามารถเชื่อมโยงและสร้างความร่วมมือกับตลาดหลักทรัพย์อื่นได้ง่ายขึ้นผ่านการถือหุ้น ซึ่งจะเป็นสิ่งที่ทำได้ยากมาก หากตลาดหลักทรัพย์ยังคงมีโครงสร้างแบบ mutual-owned ซึ่งความร่วมมือเพื่อสร้าง synergy ดังกล่าว ทำให้ตลาดหลักทรัพย์สามารถให้บริการที่ดีขึ้นและลดค่าใช้จ่ายในหลายๆ ด้านลง อาทิ การแลกเปลี่ยนเชื่อมโยงด้านเทคโนโลยี การเชื่อมโยงกับตลาดหลักทรัพย์ที่อยู่ในต่างช่วงเวลา (time zone) เสริมให้กลุ่มตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าวสามารถให้บริการแก่นักลงทุนได้ตลอด 24 ชั่วโมง (24-hour trading market) ความร่วมมือต่างๆ ยังส่งเสริมให้เกิดการทำข้อตกลง trading links และ cross listing อีกด้วย เช่น

ในปี 2009 BM ขายหุ้นร้อยละ 25 ในส่วนของตลาดอนุพันธ์ให้กับ CME เพื่อให้ crude palm oil futures ของ BM กลายเป็น benchmark ของตลาด crude palm oil โลก และสามารถเชื่อมถึงนักลงทุนภายนอกประเทศผ่านระบบการซื้อขายของ CME (CME's electronic platform) ได้

เป็นต้น นอกจากนี้ความร่วมมือต่างๆ ยังช่วยให้เกิดการแลกเปลี่ยนและพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานทางเทคโนโลยีในการซื้อขายระหว่างกันด้วย

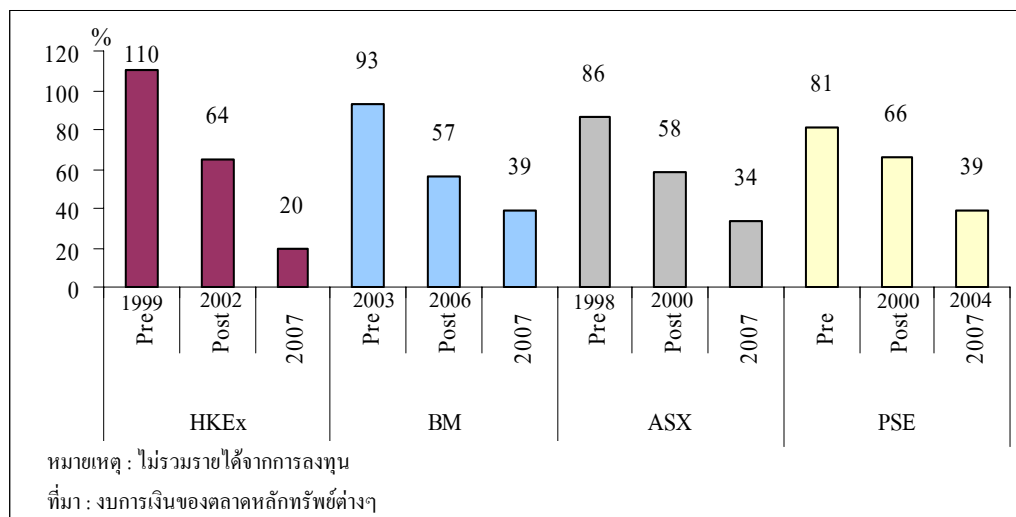
ในปี 2007 SGX ขายหุ้นร้อยละ 5 ให้ TSE เพื่อสร้างความร่วมมือและแลกเปลี่ยนความรู้เกี่ยวกับการพัฒนาระบบเทคโนโลยี และความเชื่อมโยงด้าน foreign listing หรือการที่ SGX เข้าถือหุ้นร้อยละ 5 ของ Bombay Stock Exchange โดยมีข้อตกลงความร่วมมือในด้านการพัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงินและความเชื่อมโยงด้าน foreign listing

2. ผลการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์

ผลการดำเนินงานและประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ดีขึ้น โดยเห็นได้จาก

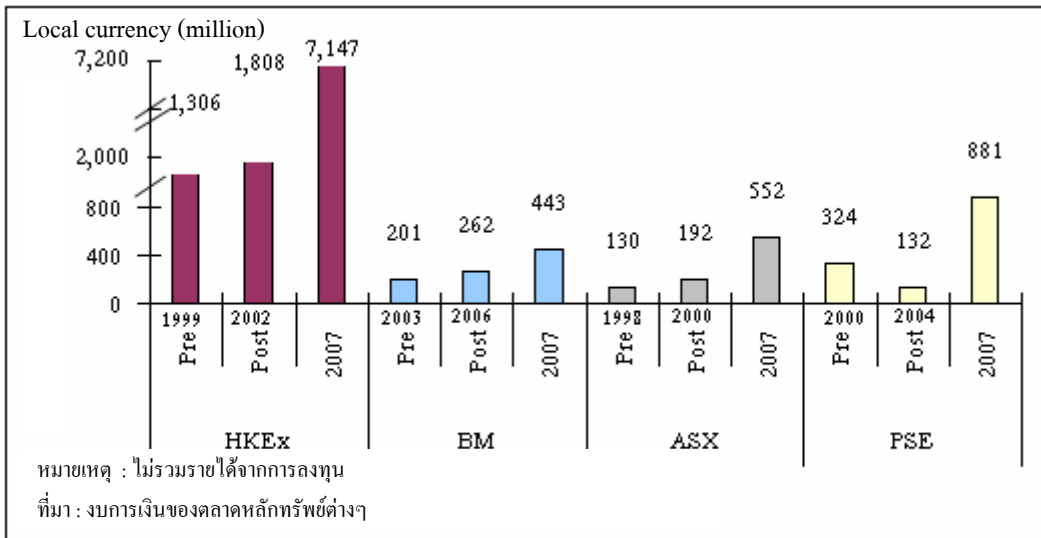
2.1 อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ที่ลดลงและอัตรากำไรสุทธิสูงขึ้น อันเป็นผลมาจากรายได้จากการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ขณะที่มีการควบคุมต้นทุนที่ดี (cost discipline) ทำให้ต้นทุนค่อนข้างทรงตัวไม่เปลี่ยนแปลงมากนัก เช่น กรณีของ BM อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ลดลงจากร้อยละ 93 ในช่วงก่อนการ demutualization เหลือร้อยละ 39 ในปี 2007 และอัตรากำไรสุทธิปรับเพิ่มจากร้อยละ 30 ไปเป็นร้อยละ 54 ในปี 2007¹⁷

ภาพที่ 10 : อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ของ HKEx, BM, ASX และ PSE

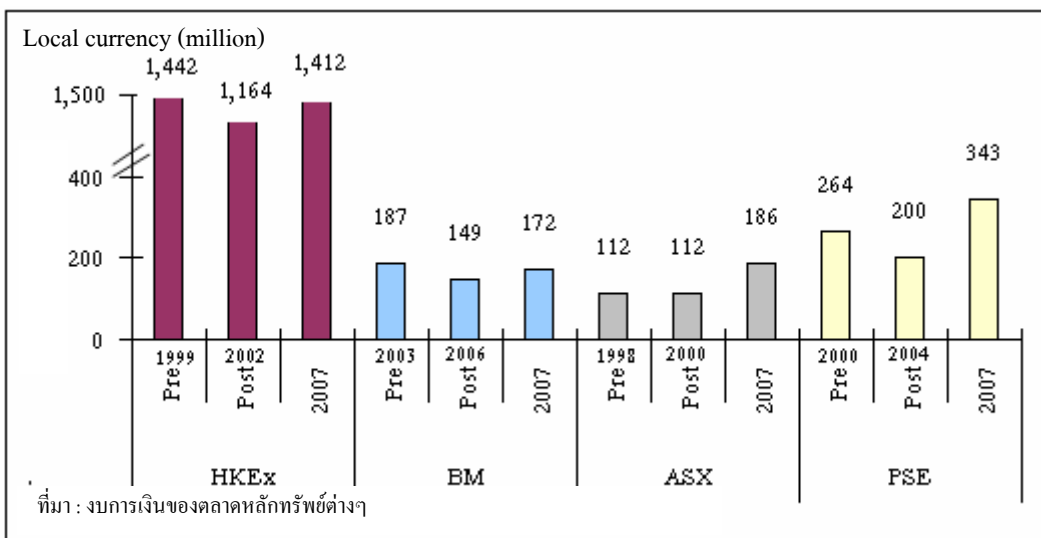


¹⁷ ไม่พิจารณาปี 2008 เนื่องจากมีวิกฤตเศรษฐกิจโลก

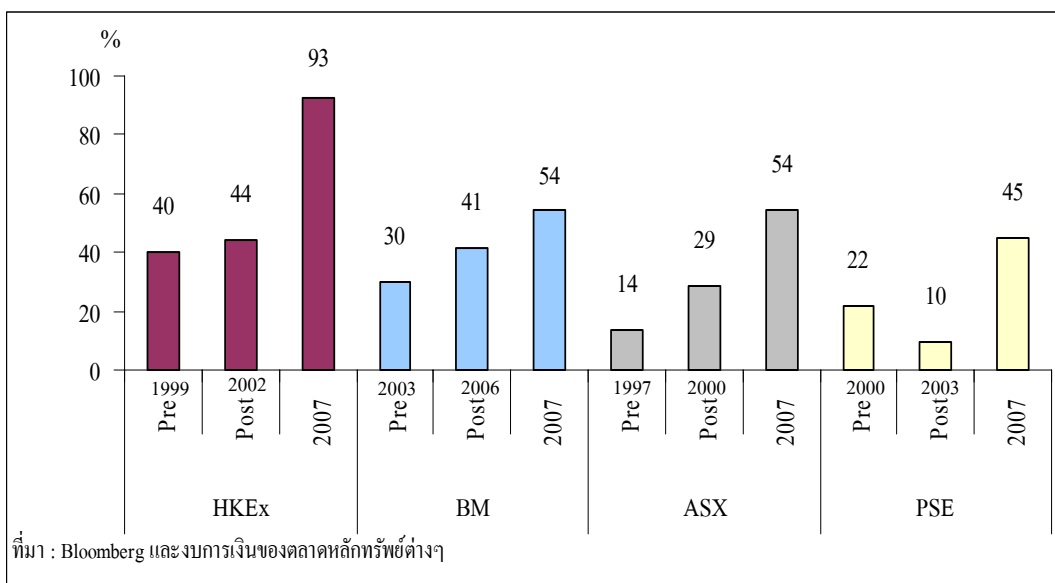
ภาพที่ 11 : รายได้จากกิจการดำเนินงานของ HKEx, BM, ASX และ PSE



ภาพที่ 12 : ค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงานของ HKEx, BM, ASX และ PSE

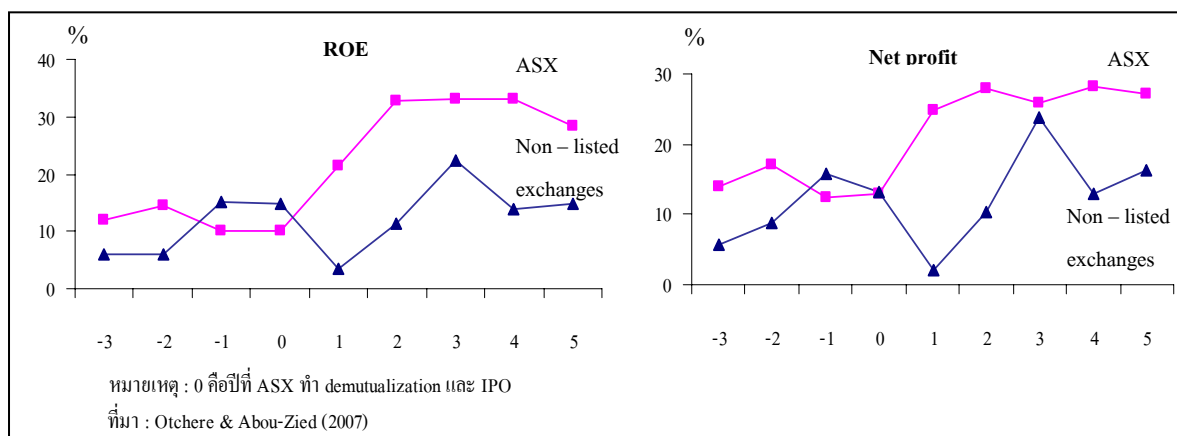


ภาพที่ 13 : อัตรากำไรสุทธิของ HKEx, BM, ASX และ PSE



กรณีของ ASX นั้น Otchere และ Abou-Zied (2007) ได้ศึกษาถึงผลกำไรของ ASX หนึ่งปี ภายหลังจาก demutualization และ IPO พบว่ามีอัตรากำไรสุทธิและอัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เพิ่มขึ้นถึงประมาณ 1 เท่าตัว และเมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ที่ยังไม่ได้ IPO พบว่า ASX มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าอยู่แล้ว แม้ในช่วงก่อนการ demutualization แต่ช่องว่างนี้ยิ่งกว้างมากขึ้นในช่วงหลังการ demutualization และ IPO ของ ASX และแม้จะตัดผลจากการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศออสเตรเลียออกไปแล้ว นักวิจัยทั้งสองยังพบว่า การขยายตัวของอัตราส่วนกำไรดังกล่าวยังเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วงการ demutualization และ IPO

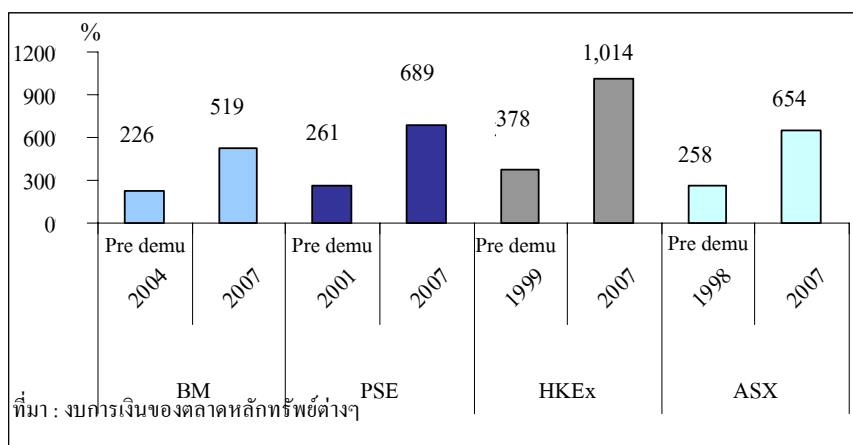
ภาพที่ 14 : การศึกษาผลการดำเนินงานของ ASX เทียบกับกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ที่ยังไม่ได้ IPO



2.2 สัดส่วนรายได้ต่อจำนวนพนักงาน (productivity) สูงขึ้น จากผลการสำรวจของ WFE

ในปี 2008 พบว่า ประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่วัดจากสัดส่วนรายได้จากการดำเนินงานต่อจำนวนพนักงานในตลาดหลักทรัพย์ที่ demutualization และ IPO แล้ว สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม กล่าวคือ ตลาดหลักทรัพย์ที่ demutualization และ IPO แล้วในโลกมีรายได้คิดเป็นร้อยละ 80 ของตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด แต่ใช้พนักงานเพียงร้อยละ 70 ของพนักงานทั้งหมดในธุรกิจตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น และจากการรวบรวมตัวอย่าง สัดส่วนรายได้จากการดำเนินงานต่อค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานของ BM, PSE, HKEx และ ASX ได้ผลสรุปในทางเดียวกันว่า ประสิทธิภาพในการดำเนินงานปรับสูงขึ้นชัดเจนภายหลังการปรับโครงสร้างองค์กรในทั้ง 4 ตลาดหลักทรัพย์

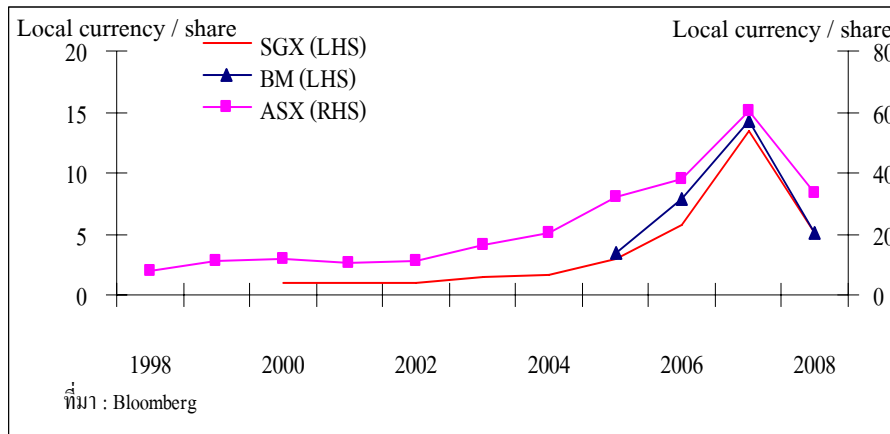
ภาพที่ 15 : สัดส่วนรายได้จากการดำเนินงานต่อค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงาน



2.3 แนวโน้มราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นตัวบ่งชี้ถึงมูลค่าของตลาด

หลักทรัพย์ที่คาดการณ์ในอนาคต เช่น กรณี SGX ภายหลังการ IPO ในปี 2000 ราคาหุ้นปรับเพิ่มขึ้นถึงร้อยละ 45 ต่อปี (CAGR) ในช่วงปี 2000 - 2007 ขณะที่ Straits Time Index ของสิงคโปร์เพิ่มขึ้นเพียงร้อยละ 8 ต่อปี (CAGR) ในช่วงเวลาเดียวกัน และกรณี ASX ภายหลังการ IPO ในปี 1998 ราคาหุ้นปรับเพิ่มขึ้นร้อยละ 25 ต่อปี (CAGR) ในช่วงปี 1998 - 2007 ขณะที่ S&P/ASX 200 Index ของออสเตรเลียเพิ่มขึ้นเพียงร้อยละ 10 ต่อปี (CAGR) ในช่วงเวลาเดียวกัน

ภาพที่ 16 : ราคาหุ้นของ SGX, BM และ ASX ภายหลังจากการ IPO



ประเด็นที่ 8 : การปรับองค์กรตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นบริษัทจำกัดเพียงพอแล้วสำหรับการเพิ่มประสิทธิภาพ ไม่จำเป็นต้องนำตลาดหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน (IPO) ได้หรือไม่

เนื่องจากการกระจายอำนาจการบริหารตลาดหลักทรัพย์ให้ครอบคลุมผู้ร่วมตลาดอย่างเหมาะสม ถือเป็นทางออกหลักเพื่อให้เกิดความโปร่งใส ลดปัญหาความขัดแย้งเชิงผลประโยชน์ของผู้ร่วมตลาดบางกลุ่ม และแก้ไขปัญหาเชิงโครงสร้าง (governance structure) ของตลาดหลักทรัพย์แบบ mutual-owned ได้อย่างตรงจุด ทำให้บางฝ่าย ซึ่งอาจมองภาพการส่งเสริมประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์อย่างไม่ครบถ้วนนึก คิดว่าเพียงการ demutualization ตลาดหลักทรัพย์ให้มีโครงสร้างความเป็นเจ้าของและผู้มีส่วนได้เสียที่ชัดเจนนั้น สามารถตอบโจทย์ปัญหาทั้งหมดได้ดีพอแล้ว ไม่จำเป็นต้องนำตลาดหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน

อย่างไรก็ตาม เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ดีขึ้นอย่างแท้จริง มีประโยชน์อีก 3 ด้านหลักซึ่งสำคัญต่อการเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์ในเวทีโลก ที่จะเกิดขึ้นได้ยากหรือไม่สามารถเกิดขึ้นได้เลย หากตลาดหลักทรัพย์ทำเพียงการ demutualization แต่ขาดการทำ IPO กล่าวคือ

(1) การทำ IPO จะช่วยให้ประสิทธิภาพการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์สามารถถูกวัดผลได้อย่างชัดเจนและโปร่งใส เนื่องจากจะมีราคาหุ้นรายวันของตลาดเป็นเครื่องบ่งชี้ที่วัดผลได้ตลอดเวลา และง่ายต่อการเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์คู่แข่งอื่นๆ ขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ที่มีได้ทำ IPO แม้จะทำ demutualization แล้วก็ตาม ผู้ถือหุ้นและผู้ร่วมตลาดกลุ่มต่างๆ จะเห็นถึงความโปร่งใสและประสิทธิภาพการดำเนินงานของตลาดได้จากงบการเงินรายไตรมาสหรือรายปีเท่านั้น นอกจากนี้ ภายหลังจากการทำ IPO เมื่อมีผู้ถือหุ้นจำนวนมากขึ้น ทั้งนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อย จะยังเป็นการส่งเสริมให้ บล. จัดทำบทวิเคราะห์ ประเมินผล และประมาณการการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ในวงกว้างอย่างจริงจังมากขึ้นด้วย

(2) การทำ IPO จะเป็นช่องทางสำคัญเพื่อการระดมทุนของตลาดหลักทรัพย์ กล่าวคือ ธุรกิจตลาดหลักทรัพย์เป็นธุรกิจที่ต้องใช้เงินลงทุนสูง โดยเฉพาะเพื่อการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานทางเทคโนโลยี (IT platform) ดังนั้น หลายครั้งเงินทุนจากการทำ IPO สามารถส่งเสริมการเพิ่มประสิทธิภาพด้านนี้ของตลาดหลักทรัพย์ได้ นอกจากนี้ ในภาวะปัจจุบันที่การควบรวมตลาดหลักทรัพย์คู่แข่งเกิดขึ้นสูงในตลาดทุนโลก เงินทุนจำนวนมากจากการ IPO จึงเป็นฐานสำคัญที่

ตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ ใช้เพื่อการเข้าซื้อหรือเข้าถือหุ้นร่วมในตลาดหลักทรัพย์อื่นหรือแม้แต่ในธุรกิจ ATS ด้วย

(3) นอกเหนือจากการ demutualization แล้ว การทำ IPO ต่อเนื่องจะยิ่งช่วยจัดปัญหาเชิงโครงสร้าง (governance structure) และความขัดแย้งเชิงผลประโยชน์ระหว่างผู้ร่วมตลาดได้มากขึ้น ด้วย เพราะการทำ IPO จะช่วยกระจายหุ้นในวงกว้างครอบคลุมผู้ร่วมตลาดทุกกลุ่มได้ดีขึ้น ซึ่งจะนำไปสู่การขยายตัวและการพัฒนาของตลาดทุนได้อย่างสมดุลมากขึ้นในที่สุดด้วย

จากผลการศึกษาของ Serifsoy และ Tyrell (2006) พบว่าตลาดหลักทรัพย์ที่มีการกระจายหุ้นอย่างทั่วถึงสู่ผู้ร่วมตลาดที่มีใช่ บล. (outsider party) ผ่านการกระจายหุ้น IPO จะ (1) มีการลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์อย่างหลากหลาย เช่น derivative trading, post trading และ software development มากกว่า และ (2) มีการเปลี่ยนแปลงของอัตราการขยายตัวของรายได้ (change in revenue growth) ที่สูงกว่าตลาดหลักทรัพย์แบบ mutual-owned และแบบที่ทำเพียงการ demutualization เท่านั้น

ภาพที่ 17 เป็นผลการศึกษาของสองนักวิจัยดังกล่าว ที่ศึกษาเปรียบเทียบความหลากหลายของการลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ 3 ประเภท คือ derivative trading, post trading และ software development¹⁸ ใน 48 ตลาดหลักทรัพย์ โดยเส้นกราฟทั้งสองแสดงถึง (1) ส่วนต่างของอัตราความหลากหลายของการลงทุนในธุรกิจ (excess degree of diversification) ระหว่างตลาดหลักทรัพย์ที่ demutualization แล้ว เทียบกับตลาดหลักทรัพย์ที่ยังมีโครงสร้างแบบ mutual-owned และ (2) ส่วนต่างของอัตราความหลากหลาย ระหว่างตลาดหลักทรัพย์ที่ demutualization และ IPO แล้ว เทียบกับตลาดหลักทรัพย์ที่ยังมีโครงสร้างแบบ mutual-owned ซึ่งเส้นกราฟที่อยู่ในแดนบวกสะท้อนชัดเจนว่าตลาดหลักทรัพย์ที่ demutualization แล้วมีความ

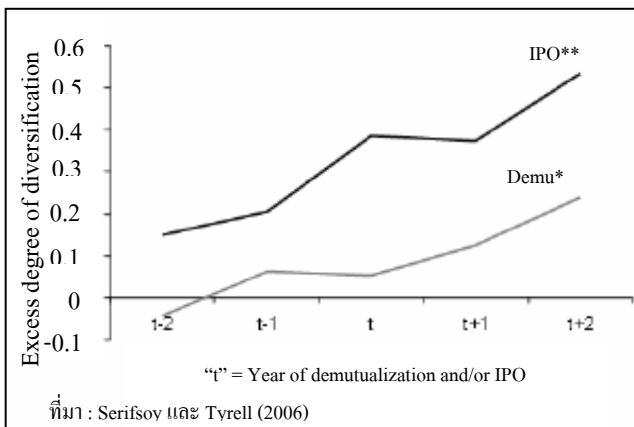
¹⁸ การคำนวณอัตราความหลากหลาย (degree of diversification) : นักวิจัยทั้งสองจะให้คะแนน 0, 1/3, 2/3 และ 1 สำหรับตลาดหลักทรัพย์ที่ไม่ประกอบธุรกิจใดเลย ประกอบธุรกิจ 1, 2 และ 3 ประเภทข้างต้นตามลำดับ โดยจะพิจารณาแต่ละตลาดหลักทรัพย์ ทั้งช่วงก่อนและหลังการ demutualization ซึ่งอัตราความหลากหลาย คือ ค่าเฉลี่ยของคะแนนดังกล่าวของตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด ที่ผ่านการปรับมาตรฐานเรื่องเวลาการ demutualization ที่ต่างกันไปในแต่ละตลาดหลักทรัพย์แล้ว โดยการคำนวณนี้ผู้วิจัยได้แบ่งคำนวณเป็น 3 กลุ่ม คือ (1) ตลาดหลักทรัพย์ที่ผ่านการ demutualization แล้ว (2) ตลาดหลักทรัพย์ที่ผ่านการ demutualization และ IPO แล้ว และ (3) ตลาดหลักทรัพย์ที่ยังมิได้ทำการ demutualization

หลากหลายในการลงทุนมากกว่าตลาดหลักทรัพย์แบบ mutual-owned และตลาดที่ทำ IPO แล้วมีความหลากหลายในการลงทุนสูงกว่าตลาดที่ทำเฉพาะการ demutualization

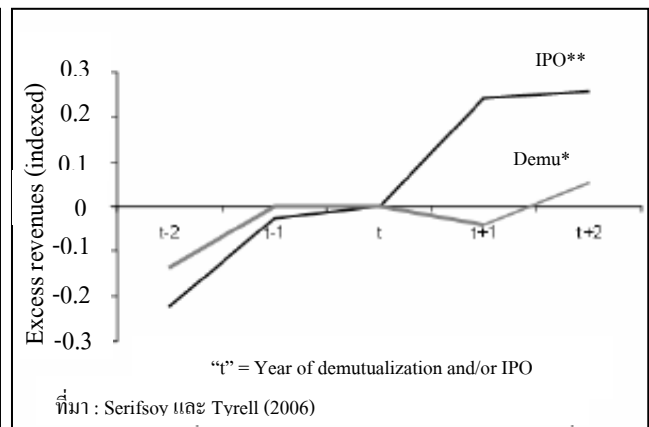
ทั้งนี้เพราะในภาวะที่ตลาดหลักทรัพย์เป็น mutual-owned ตลาดหลักทรัพย์จะเลือกดำเนินธุรกิจเฉพาะที่ให้ประโยชน์แก่สมาชิกโดยตรงเป็นสำคัญ ขณะที่ธุรกิจที่เกี่ยวข้องอื่นๆ ซึ่งมีประโยชน์ต่อผู้ร่วมตลาดกลุ่มอื่นอาจถูกละเลยไป ดังนั้น เมื่อเปลี่ยนเป็น shareholder-owned และ IPO อย่างกว้างขวางถึงสาธารณชน ตลาดหลักทรัพย์จะเลือกดำเนินธุรกิจได้ครอบคลุมมากขึ้น และยึดประโยชน์ของผู้ร่วมตลาดโดยรวมเป็นสำคัญ

ส่วนภาพที่ 18 เป็นการศึกษาในลักษณะเดียวกัน แต่ทดสอบถึงการเปลี่ยนแปลงของอัตราการขยายตัวของรายได้ของตลาดหลักทรัพย์ใน 33 ตลาดหลักทรัพย์ พบว่าตลาดหลักทรัพย์ที่ demutualization แล้ว มีการเปลี่ยนแปลงของอัตราการขยายตัวที่ดีกว่าตลาดแบบ mutual-owned ในระยะยาว ขณะที่ตลาดที่ทำการ IPO แล้วจะมีอัตราดังกล่าวสูงกว่าทั้งตลาดแบบ mutual-owned และตลาดที่ทำเฉพาะ demutualization ในช่วงหลังการ IPO

ภาพที่ 17 : ความหลากหลายของการลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์



ภาพที่ 18 : การเปลี่ยนแปลงของอัตราการขยายตัวของรายได้ของตลาดหลักทรัพย์



หมายเหตุ : * คือ ส่วนต่างของดัชนีที่วัดอยู่ ระหว่างตลาดหลักทรัพย์ที่ demutualization แล้ว เทียบกับตลาดหลักทรัพย์ที่ยังมีโครงสร้างแบบ mutual-owned

** คือ ส่วนต่างของดัชนีที่วัดอยู่ ระหว่างตลาดหลักทรัพย์ที่ demutualization และ IPO แล้ว เทียบกับตลาดหลักทรัพย์ที่ยังมีโครงสร้างแบบ mutual-owned

นอกจากนี้ ผลการศึกษาของ Mendiola และ O'Hara (2003) ให้ผลในทางเดียวกัน คือ พบว่าผลกำไรจากการลงทุนในหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ใดๆ ภายหลังจาก demutualization และทำ IPO แล้ว มีความสัมพันธ์ในทางเดียวกัน (positive relationship) กับสัดส่วนของการกระจายหุ้นของตลาดหลักทรัพย์นั้น ให้ผู้ร่วมตลาดที่มิใช่ บล. (outsider party) หรือกล่าวได้ว่า ยังมีผู้ถือหุ้นภายนอกเพิ่มมากขึ้น ผลการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์จะยิ่งดีขึ้น และส่งประโยชน์ถึงผู้ถือหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ที่จะได้ผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงขึ้นด้วย

บทที่ 3 : บทส่งท้าย

เมื่อพิจารณาคุณภาพของตลาดทุนโดยรวมและประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ดีขึ้นของตลาดหลักทรัพย์ที่ผ่านการ demutualization แล้ว ผู้วิจัยเชื่อว่าการ demutualization เป็นแนวทางที่ถูกต้อง เพื่อป้องกันการถูกลดทอนบทบาทในเวทีตลาดทุน โลกและเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิม อย่างไรก็ตาม มีความเสี่ยงหรือปัญหาที่อาจเกิดขึ้นได้ ดังตัวอย่างของบางตลาดหลักทรัพย์ข้างต้น ดังนั้น ทุกภาคส่วน โดยเฉพาะภาครัฐและหน่วยงานกำกับดูแล จำเป็นต้องกำหนดนโยบายและรายละเอียดขั้นตอนที่เกี่ยวข้องในแต่ละเรื่องให้ชัดเจน โดยเฉพาะในประเด็นสำคัญ ดังต่อไปนี้

1. ควรเปิดเสรีธุรกิจตลาดหลักทรัพย์มากขึ้นเพียงใดภายหลังการ demutualization และระบบเศรษฐกิจของประเทศจำเป็นหรือไม่ที่ต้องมีตลาดหลักทรัพย์ที่เป็น national champion
2. ควรกำหนดขอบเขตการดูแลความเหมาะสมของการปรับเพิ่มค่าธรรมเนียมของตลาดหลักทรัพย์ภายหลังการ demutualization โดยเฉพาะในประเทศที่มีขนาดเศรษฐกิจและขนาดตลาดทุนเล็ก
3. ควรกำหนดและแบ่งบทบาทในการกำกับดูแลตลาดที่ชัดเจนระหว่างหน่วยงานกำกับและตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งจำเป็นต้องสอดคล้องกับบริบทของตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่ง และที่สำคัญต้องมีการวางระบบการกำกับดูแลที่ครอบคลุมถึงปัญหาใหม่ๆ ที่อาจเกิดขึ้นจากวิวัฒนาการของตลาดทุนที่ไม่เคยหยุดนิ่ง และหน่วยงานกำกับดูแลต้องสามารถตอบสนองได้ทันเวลา
4. ควรวางแผนอย่างรอบคอบในการกระจายหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ ทั้งในขั้นตอนของการ demutualization และ IPO โดยต้องคำนึงถึงการกระจายหุ้นให้แก่สาธารณชนในสัดส่วนที่มากพอ

เอกสารแนบ

เอกสารแนบที่ 1 : โครงสร้างค่าธรรมเนียมสำหรับ บจ. ใน ASX

Value of listed securities (A\$)	Initial listing fee (A\$)	
	1998 (pre - demu)	2009
Up to 3 million	10,000	25,000
3,000,001 to 10m	10,001 - 24,000	25,001 - 43,700
10,000,001 to 50m	24,001 - 48,000	43,701 - 75,600
50,000,001 to 100m	48,001 - 63,000	75,601 - 95,620
100,000,001 to 500m	63,001 - 131,000	95,621 - 215,620
500,000,001 to 1,000m	131,001 - 216,000	215,621 - 340,620
Over 1,000 million	216,001 - no cap	340,621 - no cap

Value of listed securities (A\$)	Annual listing fee (A\$)	
	1998 (pre - demu)	2009
Up to 3m	5,000	9,990
3,000,001 to 10m	5,001 - 9,200	9,991 - 19,965
10,000,001 to 50m	9,201 - 22,000	19,971 - 26,130
50,000,001 to 100m	22,001 - 31,000	26,131 - 33,800
100,000,001 to 1,000m	31,001 - 85,000	33,801 - 59,585
1,000,000,001 to 1,250m	85,001 - 100,000	59,591 - 61,790
1,250,000,001 to 10,000m	100,000	61,791 - 138,790
Over 10,000,000,001	100,000	138,791 - 197,000

ที่มา : ASX

บรรณานุกรม

- Aggarwal, Reena and Dahiya, Sandeep (2006). “Demutualization and Cross-country Merger of Exchanges.”
- Akhtar, Shamshad (2002). “Demutualization of Asian Stock Exchanges – Critical Issues and Challenges.”
- Alinsunurin, Maria (2002). “Demutualization of the Philippine Stock Exchange.”
- Boon Ngiap, Lee (2002). “Regulation of Demutualized Exchange (Singapore).”
- Chew Xiang. “SGX Retains Monopoly for Now.” *The BusinessTimes*. July 20, 2009.
- Emerging Market Committee of IOSCO (2005). “Exchange Demutualization in Emerging Market.”
- Fok, Lawrence (2002). “Hong Kong Exchanges and Clearing Limited – Demutualization, Merger and Listing : The Hong Kong Exchanges’ Experience.”
- Hughes, Pamela (2002). “Background Information on Demutualization.”
- Hughes, Pamela and Zargar Ehsan (2006). “Exchange Demutualization.”
- Holthouse, David (2002). “The Structure of a Demutualized Exchange – The Critical Issues.”
- Mackay Tony, “Market Turmoil Plays to ASX Monopoly.” *The Australian*. October 2, 2009.
- Mendiola, Alfredo and O’Hara, Maureen (2003). “Taking Stock in Stock Markets : The Changing Governance of Exchange.”
- OECD (2009). “The Role of Stock Exchanges in Corporate Governance.”
- Otchere, Isaac and Abou-Zied, Khaled (2007). “Stock Exchange Demutualization, Self-listing and Performance : The Case of Australian Stock Exchange.”
- Pannett, Rachel. “Australia Regulation Changes Threaten ASX Monopoly.” *Dow Jones Newswires*. August 23, 2009.
- Pearson, William (2002). “Demutualization of Exchanges – The Conflicts of Interest (Hong Kong).”
- Rimando, Lala. “6 Brokers Elected to PSE Board.” *ABS-CBN News*. October 5, 2009.

Serifsoy, Baris and Tyrell, Marcel (2006). “Investment Behavior of Stock Exchanges and the Rationale for Demutualization – Theory and Empirical Evidence.”

Shaw, Alan (2002). “Singapore Stock Exchange – Demutualization and Listing of the Singapore Stock Exchange Limited.”

Technical Committee of IOSCO (2006). “Regulatory Issues Arising from Exchange Evolution.” Consultation Report.

WFE (2004). *Regulation of Markets Survey*.

WFE (2008). *Cost and Revenue Survey 2007*.

WFE (2009). *Cost and Revenue Survey 2008*.