

เรื่อง

สู่หนึ่งทศวรรษหลังวิกฤตเศรษฐกิจ : ได้เรียนรู้และปรับปรุงอะไรบ้าง?

กลุ่มที่ 3

ธรรมาภิบาลทางการเมืองกับนโยบายทางเศรษฐกิจ

**ธรรมาภิบาลในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**

***Governance of the Stock Exchange of Thailand***

โดย

สฤณี อาชวานันทกุล

นักวิชาการอิสระ

ร่วมจัดโดย

มูลนิธิชัยพัฒนา

ธนาคารแห่งประเทศไทย

สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

สภาที่ปรึกษาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

สถาบันพัฒนาองค์กรชุมชน

และ

สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย

## สารบัญ

หน้า

บทสรุปผู้บริหาร .....	v
Executive Summary .....	vii
1. ความสำคัญของธรรมาภิบาลภาครัฐ และบทบาทของรัฐในตลาดทุน.....	1
2. หลักธรรมาภิบาลสากลในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์.....	4
2.1 ธรรมเนียมปฏิบัติที่ดีด้านความโปร่งใสในการดำเนินนโยบายด้านการเงินและการคลังของ IMF.....	5
2.2 เป้าหมายและหลักการในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ ของ IOSCO .....	7
3. การกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย .....	9
3.1 โครงสร้างการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย .....	9
3.2 การตรวจสอบและใช้บังคับกฎหมายในกรณีที่อาจเข้าข่ายฝ่าฝืน พ.ร.บ. หลักทรัพย์.....	15
4. กรณีศึกษา: การบังคับใช้เกณฑ์การเปิดเผยสารสนเทศ.....	21
4.1 แนวทางการกำกับดูแล และมาตรฐานสากลด้านการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียน .....	22
4.2 การเปิดเผยสารสนเทศชนิดต่อเนื่อง และการขึ้นเครื่องหมาย H และ SP .....	24
4.3 บทลงโทษเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศอันเป็นเท็จ .....	32
5. ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายในการปรับปรุงธรรมาภิบาลในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์.....	34
5.1 ข้อเสนอแนะด้านโครงสร้างการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ .....	33
5.2 ข้อเสนอแนะด้านกฎหมายและข้อบังคับอื่นๆ .....	35

## บทสรุปสำหรับผู้บริหาร

### ธรรมาภิบาลในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ท่ามกลางกระแสโลกาภิวัตน์อันเชี่ยวกรากที่ช่วยให้นักลงทุนสามารถลงทุนในตลาดทุนทั่วโลกได้โดยสะดวกกว่าที่เคยเป็นมาก่อน แต่ในขณะเดียวกันก็ทำให้ตลาดทุนในแต่ละประเทศต้องเผชิญกับความเสี่ยงมากขึ้นจากผลกระทบของความล้มเหลวของตลาดในตลาดทุนต่างประเทศ ธรรมาภิบาลที่ดีในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์เป็นปัจจัยสำคัญในการพัฒนาตลาดทุนไปสู่ตลาดที่มีประสิทธิภาพและเป็นธรรม เป็นตลาดที่ความล้มเหลวของตลาด เช่น พฤติกรรมไม่เหมาะสมของผู้เล่นในตลาด (market misconduct) และความไม่เท่าเทียมกันในการรับทราบสารสนเทศ (information asymmetry) ได้รับการบรรเทาให้เกิดขึ้นน้อยที่สุดเท่าที่จะเป็นไปได้

ตั้งแต่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 เป็นต้นมา รัฐบาลไทยและองค์กรกึ่งรัฐหลายแห่งมีบทบาทที่สูงขึ้นเรื่อยๆ ในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศ ในหลากหลายมิติ รัฐบาลเป็นนักลงทุนรายใหญ่ที่ถือหุ้นกว่าร้อยละ 22 ของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด เป็นผู้ประกาศนโยบายด้านตลาดทุนที่สำคัญๆ เช่น การลดหย่อนภาษีเงินได้สำหรับบริษัทจดทะเบียนใหม่ อีกทั้งยังเป็นผู้ควบคุมสำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (“ก.ล.ต.”) ซึ่งเป็นผู้ควบคุมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอีกทอดหนึ่ง ลำพังการจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการสวม “หมวก” เหล่านี้พร้อมกันก็เป็นเรื่องยากในทางปฏิบัติอยู่แล้ว บริบทของภาวะเศรษฐกิจการเมืองไทยปัจจุบัน ที่ยังอยู่ภายใต้การครอบงำของ “ชนกิจการเมือง” ซึ่งนักการเมืองหลายรายถูกกล่าวหาว่าใช้อำนาจรัฐโดยมิชอบเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว ทำให้ธรรมาภิบาลที่ดีของการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ ยิ่งเป็นประเด็นสำคัญอย่างยิ่งในการพัฒนาตลาดทุนไทยให้เติบโตอย่างยั่งยืนและมีเสถียรภาพ รายงานฉบับนี้นำเสนอข้อสรุปเบื้องต้น รวมทั้งข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย ในหัวข้อดังต่อไปนี้

#### โครงสร้างองค์กรกำกับดูแล

- โครงสร้างของ ก.ล.ต. และ ตลท. ปัจจุบันเปิดช่องให้ภาคการเมืองสามารถแทรกแซงได้ง่าย เนื่องจากกำหนดให้เจ้าหน้าที่ระดับสูงของรัฐ เช่น ปลัดกระทรวงการคลัง เป็นกรรมการคณะกรรมการ ก.ล.ต. โดยตำแหน่ง และ ก.ล.ต. ก็มีอำนาจควบคุม ตลท. ซึ่งปัจจุบันเป็นองค์กรที่ไม่แสวงหากำไร
- เจ้าหน้าที่ระดับสูงของรัฐที่ดำรงตำแหน่งกรรมการคณะกรรมการ ก.ล.ต. มีผลประโยชน์ทับซ้อนที่ยากแก่การจัดการ เช่น ปลัดกระทรวงการคลังเป็นทั้งกรรมการคณะกรรมการ ก.ล.ต. และเป็นกรรมการของบริษัทจดทะเบียนหลายแห่ง ที่ ก.ล.ต. กำกับดูแลอยู่ในเวลาเดียวกัน

#### กฎหมาย

- ความผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์เป็นความผิดทางอาญา ซึ่งแปลว่าการดำเนินคดีกับผู้กระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์หลายกรณี เช่น การสร้างราคาหุ้น (“ปั่นหุ้น”) ที่ก่อให้เกิดความเสียหายในวงกว้าง เป็นไปอย่างล่าช้าและยากลำบาก ส่วนใหญ่ไม่นำไปสู่การตัดสินลงโทษผู้กระทำผิด เนื่องจากต้องพิสูจน์ความผิดให้ศาล “สิ้นสงสัย” ซึ่งแทบเป็นไม่ได้ในการทุจริตอันลับซับซ้อนในตลาดหลักทรัพย์
- กฎหมายไทยยังไม่มีกลไกคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยอย่างเพียงพอ และไม่มีกลไกที่ช่วยให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยสามารถฟ้องร้องเรียกความเสียหายจากผู้กระทำผิด เช่น ในกรณีเปิดเผยสารสนเทศอันเป็นเท็จ หรือการปั่นหุ้น ได้อย่างสะดวก

### การใช้บังคับกฎหมาย

- ระหว่างปี พ.ศ. 2542 ถึง 2548 ก.ล.ต. มีการเปรียบเทียบปรับและกล่าวโทษผู้กระทำความผิดในกรณีสร้างราคาหุ้นและการใช้ข้อมูลภายใน รวมกันเพียง 36 รายการ ครอบคลุมบริษัทจดทะเบียน 21 ราย คิดเป็นร้อยละ 3.6 ของการใช้มาตรการเชิงบริหารและเชิงอาญาเท่านั้น สัดส่วนที่ค่อนข้างต่ำนี้อาจสะท้อนข้อจำกัดของกระบวนการกฎหมายปัจจุบันดังกล่าวข้างต้น
- อำนาจในการใช้บังคับกฎหมายของ ก.ล.ต. มีขีดจำกัดกว่า ก.ล.ต. ในสหรัฐอเมริกา ใต้หวัน เกาหลีใต้ มาเลเซีย ฮองกง และสิงคโปร์ ซึ่ง ก.ล.ต. ในประเทศเหล่านี้บางแห่งมีอำนาจกึ่งตุลาการ (quasi-judicial powers) ด้วย
- การสั่งห้ามการซื้อขายหลักทรัพย์ชั่วคราวของ ตลท. ด้วยการขึ้นเครื่องหมาย H (Trading Halt) และ SP (Suspension) ระหว่างปี 2546 และ 10 เดือนแรกของปี 2549 เป็นไปอย่างสมเหตุสมผล และใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ
- อย่างไรก็ตาม ข้อเท็จจริงที่ปรากฏว่า มีหุ้นเก็งกำไรจำนวนมากที่ไม่เคยถูกสั่งห้ามการซื้อขายชั่วคราว อาจชี้ให้เห็นว่า ยังมีนักลงทุนจำนวนมากที่เล่นหุ้นเก็งกำไรโดยไม่คำนึงถึงสารสนเทศใดๆ ทั้งสิ้น สิ่งเดียวที่นักลงทุนจำนวนมากคำนึงถึงคือข่าวลือที่ได้ยินมาว่า เมื่อไหร่ “เจ้ามือ” คนไหนจะ “ปั่น” หุ้นตัวไหน ตนจะได้ฉวยโอกาสทำกำไรด้วย
- บทลงโทษทางกฎหมายในกรณีเปิดเผยสารสนเทศเป็นเท็จค่อนข้างเบา โดยเฉพาะเมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ นอกจากนั้น ในทางปฏิบัติ ตลท. และ ก.ล.ต. ก็ยังไม่ใช้บังคับบทลงโทษดังกล่าวอย่างจริงจัง โดยจากสถิติการเปรียบเทียบปรับและการกล่าวโทษของ ก.ล.ต. ระหว่าง มกราคม 2542 - ธันวาคม 2548 พบว่า ก.ล.ต. สั่งเปรียบเทียบปรับกรณีการเปิดเผยสารสนเทศเท็จเพียง 18 รายการ และกล่าวโทษต่อเจ้าหน้าที่สอบสวนในความผิดเดียวกันเพียง 3 รายการเท่านั้น

### ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

- โครงสร้างองค์กรของ ก.ล.ต. ควรปรับเปลี่ยนให้ลดความเสี่ยงจากการแทรกแซงทางการเมืองและผลประโยชน์ทับซ้อนให้เหลือน้อยที่สุด ด้วยการเปลี่ยนจากเจ้าหน้าที่ระดับสูงของรัฐ เป็นกรรมการอิสระ ผู้ทรงคุณวุฒิ ที่ได้รับการแต่งตั้งหรือเลือกตั้งจากคณะกรรมการสรรหาอิสระ หรือวุฒิสภา
- ก.ล.ต. ควรใช้อำนาจในการใช้บังคับกฎหมายมากกว่าเดิม เช่น มีอำนาจเปรียบเทียบปรับทางแพ่งในคดีอาญา เพื่อจะได้ไม่ต้องเข้าสู่กระบวนการทางอาญาที่ล่าช้าและปราศจากประสิทธิภาพ
- เนื่องจากบางครั้งผู้กระทำความผิดหรือรู้เห็นการกระทำความผิดในตลาดหลักทรัพย์ไม่ใช่บริษัทจดทะเบียนหรือผู้บริหาร แต่เป็นผู้มีส่วนได้เสียประเภทอื่นในตลาด เช่น ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และสถาบันการเงินตัวกลางซึ่งมักมีช่องทางเข้าถึงข้อมูลภายในของบริษัท ก.ล.ต. จึงควรเพิ่มขอบเขตในการใช้บังคับกฎหมายไปสู่ผู้มีส่วนได้เสียเหล่านี้ให้มากขึ้น
- เนื่องจากการเล่นหุ้นแบบเก็งกำไรยังคงเป็นลักษณะสำคัญของตลาดหุ้นไทย ก.ล.ต. และ ตลท. ควรใช้บังคับกฎหมายเกณฑ์เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลอย่างเข้มงวดกว่าเดิม โดยเฉพาะสำหรับสารสนเทศที่มีลักษณะเป็นข่าวลือซึ่งปรากฏภายหลังว่าเป็นเท็จ และผู้เปิดเผยสารสนเทศดังกล่าวมีเจตนาหลอกลวงนักลงทุนรายอื่น นอกจากนี้ ควรมีการเพิ่มกลไกทางกฎหมายให้นักลงทุนรายย่อยสามารถปกป้องดูแลสิทธิของตนเอง เช่น ด้วยการออกกฎหมายดำเนินคดีแบบรวมกลุ่ม (class action law) และกฎหมายคุ้มครองผู้ให้เบาะแสการทุจริต (whistleblower protection law)

## Executive Summary

### ***Governance of the Stock Exchange of Thailand***

---

Against the backdrop of globalizing trends in capital markets which enable investors to invest globally more conveniently than ever before, but at the same time also make local capital markets more exposed to market failures and systemic risks in other markets, good governance of stock markets is a crucial prerequisite to a fair and well-performing market in which market failures such as market misconduct and information asymmetry are minimized.

Since the 1997 financial crisis, the Thai government and various government and semi-government agencies have collectively played an increasingly substantial role in Thailand's local bourse in many dimensions. It is simultaneously a major investor that owns shares worth at least 22% of total market capitalization in listed companies, a key originator of significant capital market policies such as tax incentives for newly listed companies, and the ultimate controller of the Stock Exchange Commission ("SEC"), Thailand's stock market watchdog, which in turn has controlling power over the Stock Exchange of Thailand ("SET"). Managing the conflicts of interests that are inherent in these different roles alone is already a difficult task, but in the context of the prevailing "money politics" structure of Thailand's current political economy in which many politicians are often accused of misusing state authority for personal gains, good governance of the stock market is imperative for the sustainable growth of Thailand's capital market and its stability.

Key findings in this paper and policy recommendations can be summarized as follows:

#### Governance structure

- Organizational structures of the SEC and SET are prone to political intervention, as high-ranking public officials such as deputy ministers also serve as ex-officio SEC commissioners, and the SEC has controlling power over the SET, which remains a non-profit organization.
- Several high-ranking officials who sit on the SEC board of directors have conflicts of interests that can be exploited. For example, the Deputy Minister of Finance serves both as an SEC commissioner, and director for several government-owned listed companies that the SEC regulates.

#### Regulation

- Violations of the Securities Act are considered criminal offenses. The prosecution of severe offenses that cause great harm to the market, such as large share price manipulation cases, is extremely cumbersome and difficult to lead to real indictments due to the requirement of Thailand's criminal justice system that all proofs of guilt must "beyond the shadow of a doubt" – a near-impossible requirement in complex fraud cases in the stock market.

- Thailand has inadequate protection of minority shareholder rights and insufficient legal channels through which minority shareholders can conveniently sue wrongdoers for damages caused by false disclosures or share price manipulations.

### Enforcement

- Between 1999 and 2005, total fines levied and criminal prosecutions in share price manipulation and insider trading amounted to 36 cases, or only 3.6% of all fines and criminal cases the SEC handled during this period. This low ratio is indicative of regulatory limitations mentioned above.
- The SEC's enforcement powers are much more limited than its counterparts in the U.S., Taiwan, South Korea, Malaysia, Hong Kong, and Singapore, some of which have quasi-judicial powers.
- The SET's use of H (Trading Halt) and SP (Suspension) measures to temporarily suspend trading between 2003 and the first 10 months of 2006 was reasonable and in line with international averages.
- However, the fact that there were many more speculative stocks than those that were treated with H or SP sign may mean that a considerable number of retail investors still do not base their investment decisions on public information. Rather, they rely on rumors about when the key stock manipulators will manipulate what stock, in order to jump on the bandwagon to make profits.
- Penalties (fines and jail term) in Thailand for false disclosures are still significantly lower than that of stock markets in the same region. Furthermore, in practice the SET and SEC still do not yet seriously penalize those who propagate false disclosures: between 1999 and 2005, the SEC fined only 18 cases relating to false disclosures, and filed criminal charges for only 1 case of this type.

### Recommendations

- The organizational structure of the SEC should be reformed to minimize the risk of political interference and conflicts of interest, by replacing political appointees with qualified independent directors who may be nominated by an independent nominating committee or the Senate.
- The SEC should be equipped with a greater range of enforcement powers, such as the authority to levy heavy fines in criminal cases, in order to circumvent Thailand's cumbersome criminal prosecution process.
- Because frauds in the market are sometimes perpetrated or assisted not directly by listed companies but by other stakeholders such as large shareholders and financial intermediaries who often have access to inside information, the SEC should broaden the scope of regulatory enforcement to these players.
- Due to the predominantly speculative nature of Thailand's local bourse, the SEC and SET should enforce disclosure rules more stringently, especially on rumors that have material impact on the share price, but are later proven to be false rumors propagated to mislead investors. In addition, Thailand should enhance legal channels to enable minority investors to protect their interests, such as enacting class action and whistleblower protection laws.

# ธรรมาภิบาลในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สฤณี อาชวานันทกุล

## 1. ความสำคัญของธรรมาภิบาลภาครัฐและบทบาทของรัฐในตลาดทุน

ธรรมาภิบาลบริษัท (หรือที่เรียกว่า “บรรษัทภิบาล”) เป็นหนึ่งในประเด็นที่ทวีความสำคัญขึ้นเรื่อยๆ ในตลาดทุนไร้พรมแดนยุคโลกาภิวัตน์ที่อำนวยความสะดวกให้กับนักลงทุนอย่างไม่เคยปรากฏมาก่อน และในขณะที่บริษัทหลายแห่งมีรายได้และฐานะทางการเงินแข็งแกร่งกว่าประเทศกำลังพัฒนาบางประเทศ ความล้มเหลวของตลาด (market failure) ในประเทศหนึ่งอาจส่งผลกระทบต่อสถาบันการเงิน บริษัทจดทะเบียน และนักลงทุนในอีกหลายประเทศ ผลการศึกษาของ Carmichael และ Pomerleano ในปี 2545<sup>1</sup> พบว่า ความล้มเหลวของตลาดเกิดจากสาเหตุสำคัญ 4 ประการ ได้แก่

- (1) ภาวะการแข่งขันไม่เป็นธรรม (anti-competitive behavior) เช่น การกีดกันไม่ให้ผู้เล่นรายใหม่เข้ามาทำธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาด
- (2) พฤติกรรมไม่เหมาะสมของผู้เล่นในตลาด (market misconduct) เช่น การหลอกลวง เอาเปรียบ หรือฉ้อโกงนักลงทุนรายอื่น
- (3) ความไม่เท่าเทียมกันในการรับทราบสารสนเทศ (information asymmetry) เช่น ผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนยอมล่วงรู้ข้อมูลภายในของบริษัทดีกว่านักลงทุน
- (4) ภาวะไร้เสถียรภาพของระบบ (systemic instability) เช่น หากผู้ซื้อหลักทรัพย์ไม่สามารถชำระเงินค่าซื้อหลักทรัพย์ อาจทำให้ผู้ขายไม่มีเงินไปชำระราคาที่ดินซื้อต่อมาอีกทอดหนึ่ง ส่งผลให้ผลกระทบขยายวงกว้างเป็นลูกโซ่

ความล้มเหลวของตลาดดังกล่าวข้างต้น ก่อให้เกิดไครคราและกลไกตลาดขาดประสิทธิภาพในการทำงานเอื้อต่อพฤติกรรมฉ้อฉลและหลอกลวง การที่ความล้มเหลวดังกล่าวเกิดขึ้นอย่างสม่ำเสมอในตลาดทุนของประเทศกำลังพัฒนารวมทั้งประเทศไทยด้วย คือสาเหตุสำคัญที่ทำให้รัฐจำเป็นต้องเข้ามาทำหน้าที่กำกับดูแลตลาดทุน เพื่อป้องกันหรือบรรเทาผลกระทบจากความล้มเหลวของตลาด

การศึกษาร่วมระหว่างกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund หรือ IMF), The Brookings Institution, และธนาคารโลก เกี่ยวกับธรรมาภิบาลของภาคการเงินในหลายประเทศ ซึ่งสรุปในหนังสือเรื่อง Financial Sector Governance (“ธรรมาภิบาลของภาคการเงิน”) โดย Robert E. Litan, Michael Pomerleano และ V. Sundararajan พบว่า การขาดการกำกับดูแลที่ดี (good governance) ในภาคการเงินทำให้เกิดต้นทุนขึ้นในระบบ โดยผลกระทบหลักของความอ่อนแอในธรรมาภิบาลภาครัฐมีสองประการ ได้แก่

<sup>1</sup> Jeffrey Carmichael and Michael Pomerleano, “The Development and Regulation of Non-Bank Financial Institutions,” World Bank Group, 2002.

- (1) การทุจริตฉ้อฉลต่าง ๆ ทำให้ต้นทุนของเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment หรือ FDI) สูงขึ้น โดยทำให้ต้นทุนสูงขึ้นประมาณร้อยละ 37 – 74
- (2) ต้นทุนที่สูงขึ้นดังกล่าวส่งผลให้โครงสร้างของเงินลงทุนจากประเทศบิดเบือนไป โดยอาจมีผลให้การนำเงินลงทุนอยู่ในรูปของการลงทุนระยะสั้น เช่น เงินกู้จากธนาคารเพื่อเก็งกำไรระยะสั้น มากกว่าที่จะเป็นการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในการดำเนินธุรกิจ ดังนั้น หากเกิดความผันผวนขึ้นในระบบก็จะเกิดผลกระทบต่อระบบการเงินที่รุนแรงมากขึ้น

รายงานฉบับดังกล่าวได้ให้ข้อเสนอแนะว่า สังคมควรสนับสนุนให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีทั้งภาครัฐ องค์กรกำกับดูแล สถาบันตัวกลาง และบริษัทเอกชน ซึ่งหากทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ก็ จะส่งเสริมให้ตลาดทุนเติบโตขึ้นอย่างมีเสถียรภาพและเป็นธรรมกับผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย และสรุปรายงานว่า แนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดีของภาครัฐควรมีองค์ประกอบสำคัญ 3 เรื่อง ได้แก่

- (1) ต้องมีความเป็นอิสระและมีความรับผิดชอบต่อผู้เกี่ยวข้อง (independence with accountability)
- (2) มีความโปร่งใสในการปฏิบัติงานและการตัดสินใจดำเนินการต่าง ๆ (transparency)
- (3) มีมาตรการที่จะช่วยสร้างความมั่นใจได้ว่าการดำเนินงานอย่างซื่อตรงและเป็นธรรม (integrity)

สำหรับการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นส่วนย่อยของภาคการเงิน ชุดหลักการที่เรียกว่า "IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation" ของสมาคมองค์กรกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์นานาชาติ (International Organization of Securities Commissions หรือ IOSCO) ซึ่งเป็นหนึ่งในชุดมาตรฐานสากลที่ IMF ใช้ในโครงการประเมินความมั่นคงของระบบการเงิน (Financial Sector Assessment Program) ระบุว่าองค์กรกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ควรมี 3 วัตถุประสงค์หลัก ได้แก่

- (1) ปกป้องคุ้มครองนักลงทุน
- (2) ดำเนินงานให้ตลาดหลักทรัพย์มีความเป็นธรรม มีประสิทธิภาพ และมีความโปร่งใส
- (3) ลดความเสี่ยงของระบบ (systemic risk หมายถึงความเสี่ยงที่กระทบทั้งตลาดหลักทรัพย์ ไม่สามารถบรรเทาได้ด้วยการเพิ่มขีดความหลากหลายของพอร์ตลงทุน)

แม้ว่าหลักธรรมาภิบาลภาครัฐอาจดูไม่แตกต่างจากหลักธรรมาภิบาลของภาคเอกชนเท่าไรนัก ธรรมาภิบาลภาครัฐมีความสลับซับซ้อนมากกว่า ตรวจสอบและประเมินผลยากกว่า และมี "ราคา" ในกรณีธรรมาภิบาลล้มเหลวสูงกว่าภาคเอกชน เนื่องจากหลายสาเหตุด้วยกัน อาทิเช่น ภาครัฐไม่มีตัวชี้วัดปัญหาตัวแทน (principal/agent problem) ที่ชัดเจนเหมือนกับภาคเอกชน (ซึ่งสามารถใช้ผลประกอบการเป็นตัววัดได้) ประชาชนไม่มีอำนาจต่อรองในการแสดงออกซึ่งความไม่พอใจในธรรมาภิบาลภาครัฐ หรือกดดันให้รัฐปรับเปลี่ยนพฤติกรรม เพราะไม่สามารถใช้กลไกตลาดได้ (เนื่องจากประชาชนไม่สามารถ "ขาย" คะแนนเสียงของตนได้ เว้นแต่ในวันเลือกตั้ง)

ปัจจัยที่ทำให้ธรรมาภิบาลในการกำกับดูแลตลาดทุนมีความสำคัญมากขึ้นเรื่อยๆ ในประเทศไทย คือ ปรากฏการณ์ซึ่งทวีความเข้มข้นขึ้นมากหลังจากวิกฤตเศรษฐกิจ พ.ศ. 2540 เป็นต้นมา คืออิทธิพลและบทบาทอันหลากหลายมากขึ้นของรัฐบาลในตลาดทุน ซึ่งในแง่นี้ รัฐบาลไทยไม่ต่างจากรัฐบาลประเทศกำลังพัฒนาหลายประเทศ ซึ่งใช้นโยบายด้านตลาดทุนเป็นหนึ่งในกลไกขับเคลื่อนเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม การถือหุ้นของ

รัฐบาลไทยที่อยู่ในระดับสูงกว่ารัฐบาลหลายประเทศ และโครงสร้างการกำกับดูแลที่เอื้อต่อการแทรกแซงจากภาคการเมืองมากกว่า (ดูรายละเอียดได้ในบทที่ 3.1 ของรายงานฉบับนี้) บ่งชี้ว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยอาจกำลังเผชิญกับความเสี่ยงจากผลประโยชน์ทับซ้อนของรัฐบาล ในระดับที่สูงกว่าตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศหลายแห่ง

ตั้งแต่หลังวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 เป็นต้นมา รัฐบาลไทยออกมาตรการส่งเสริมตลาดทุนหลายมาตรการ ซึ่งอาจแบ่งได้เป็นสองประเภทหลักดังต่อไปนี้

- (1) มาตรการสร้างแรงจูงใจให้บริษัทระดมทุนจากตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น เช่น การลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลสำหรับบริษัทที่เข้าจดทะเบียนใน ตลท. จากร้อยละ 30 เป็นร้อยละ 25 การแปรรูปรัฐวิสาหกิจและนำองค์กรเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
- (2) มาตรการดึงเงินออมมาเพิ่มเม็ดเงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เช่น กองทุนรวมหุ้นระยะยาว (Long Term Equity Fund หรือ LTF) , กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (Retirement Mutual Fund หรือ RMF), และการเสนอขายกองทุนวายุภักษ์

ในขณะที่รัฐบาลออกมาตรการส่งเสริมตลาดทุนอย่างสม่ำเสมอ หน่วยงานต่างๆ ของรัฐ อาทิเช่น กระทรวงการคลัง สำนักงานประกันสังคม ตลอดจนนิติบุคคลอื่นๆ ที่รัฐมีอำนาจควบคุม อาทิเช่น ธนาคารออมสิน บมจ. ปตท. และ บมจ. การบินไทย และ “องค์กรกึ่งรัฐ” เช่น กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ และกองทุนวายุภักษ์ ก็เพิ่มขีดการลงทุนในตลาดทุน จนกลายเป็นนักลงทุนรายใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์ โดยเฉพาะในบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ที่เคยเป็นรัฐวิสาหกิจมาก่อน ปัจจุบัน องค์กรรัฐและองค์กรกึ่งรัฐเหล่านี้ถือหุ้นรวมกันกว่าร้อยละ 36.8 ในบริษัทจดทะเบียนที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด 20 อันดับแรก ซึ่งบริษัท 20 แห่งนี้มีมูลค่าตลาดกว่าร้อยละ 60 ของมูลค่าตลาดทั้งหมด ดังนั้น จึงเท่ากับว่า องค์กรรัฐและกึ่งรัฐถือหุ้นอย่างน้อยร้อยละ 22.1 ในตลาดหุ้นรวม (ร้อยละ 60 x ร้อยละ 36.8) ดังแสดงในตารางต่อไปนี้

#### สัดส่วนการถือหุ้นขององค์กรรัฐและองค์กรกึ่งรัฐ ในบริษัทจดทะเบียนที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด 20 ราย

ชื่อผู้ถือหุ้นที่เป็นองค์กรรัฐหรือองค์กรกึ่งรัฐ	มูลค่าตลาดของหุ้นที่ถือ (ล้านบาท)	ร้อยละของมูลค่าหุ้น 20 อันดับแรก	ร้อยละของมูลค่าหุ้นทั้ง ตลาด (โดยประมาณ)*
กระทรวงการคลัง	450,775	14.1%	8.5%
บริษัทที่กระทรวงการคลังมีอำนาจควบคุม	435,893	13.6%	8.2%
กองทุนวายุภักษ์	142,307	4.4%	2.7%
ธนาคารออมสิน	16,487	0.5%	0.3%
สำนักงานประกันสังคม	16,950	0.5%	0.3%
กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ	31,152	1.0%	0.6%
กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงิน (FIDF)	84,509	2.6%	1.6%
<b>หุ้นที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด 20 อันดับแรก</b>	<b>3,204,066</b>	<b>36.8%</b>	<b>22.1%</b>
<b>หุ้นทั้งตลาดหลักทรัพย์</b>	<b>5,322,000</b>		

หมายเหตุ: \* บนสมมติฐานว่ารัฐ องค์กรรัฐ และองค์กรกึ่งรัฐไม่ถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนรายอื่น นอกเหนือจากบริษัทที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด 20 อันดับแรก

ที่มา: [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com), ข้อมูล ณ วันที่ 30 พฤศจิกายน 2549

ปัญหาเรื่องความเสี่ยงจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เป็นปัญหาที่ยากจะหลีกเลี่ยงเมื่ออำนาจตลาด ในฐานะ “นักลงทุนรายใหญ่” อำนาจการควบคุมในฐานะ “องค์กรกำกับดูแล” และอำนาจการกำหนดนโยบาย ตลาดทุนโดยรวม ล้วนอยู่ในมือของรัฐบาล หลายครั้งโดยเจ้าหน้าที่รัฐคนเดียวกันคือ ปลัดกระทรวงการคลัง ผู้เป็นทั้งกรรมการในบริษัทจดทะเบียนที่เคยเป็นรัฐวิสาหกิจ และกรรมการในองค์กรกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียน นั้น คือ ก.ล.ต. ในเวลาเดียวกัน ปัญหานี้ทวีความสำคัญขึ้นมากในสถานการณ์ปัจจุบัน ที่ธุรกิจการเมืองไทยอยู่ ภายใต้การครอบงำของภาค “ชนกิจการเมือง” ตลาดหลักทรัพย์กลายเป็นแหล่งระดมทุนชั้นดีของนักการเมือง และเครือข่ายของนักการเมืองหลายรายยังมีผลประโยชน์ทางธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนหลายแห่ง ยังไม่นับ ขบวนการ “ปั่นหุ้น” และการตกแต่งบัญชีเพื่อหลอกลวงนักลงทุน ของผู้มีข้อมูลภายในซึ่งเป็นเครือข่ายของ นักการเมือง ที่มักปรากฏเป็นข่าวอยู่เนืองๆ นอกจากนี้ ผู้ทุจริตหลายรายก็ฉวยโอกาสจากความสะดวกในการ ลงทุนแบบไร้พรมแดน และเทคโนโลยีใหม่ๆ ในการลงทุนยุคโลกาภิวัตน์ กระทำผิดในลักษณะที่ซับซ้อน กว่าเดิม เช่น ใช้νομินีที่จดทะเบียนต่างประเทศสร้างราคาหุ้น ทำให้ยากแก่การตรวจจับของทางการ และ แปลงวาระบบการกำกับดูแลตลาดทุนที่ดีตั้งไม่อยู่หนึ่ง หากต้องปรับเปลี่ยนไปตลอดเวลาตามสถานการณ์

ในภาวะเช่นนี้ ธรรมาภิบาลขององค์กรกำกับดูแลตลาดทุน จึงมีความสำคัญอย่างยิ่งในการกำกับดูแลให้ ตลาดหลักทรัพย์มีความโปร่งใสและเป็นธรรมต่อทุกฝ่าย

รายงานฉบับนี้มีจุดประสงค์หลักดังต่อไปนี้

1. อธิบายหลักการ และมาตรฐานสากลของธรรมาภิบาลในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์
2. อธิบายโครงสร้างการบริหารจัดการของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“ตลท.”) และสำนักงาน กำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (“ก.ล.ต.”) และเปรียบเทียบโครงสร้างดังกล่าวกับตลาด หลักทรัพย์ในต่างประเทศ
3. อธิบายประสิทธิผลของการใช้บังคับกฎหมายในกรณีที่อาจเข้าข่ายฝ่าฝืน พ.ร.บ. หลักทรัพย์
4. นำเสนอกรณีศึกษาเรื่อง หลักการและการบังคับใช้กฎหมายด้านการเปิดเผยสารสนเทศสำคัญ ชนิดต่อเนื่อง (ongoing disclosure)
5. เสนอกฎเกณฑ์ที่รัฐอาจนำไปพิจารณาแก้ไข เพื่อเพิ่มความเป็นอิสระขององค์กรกำกับดูแล และ เสริมสร้างตลาดหลักทรัพย์ให้มีความโปร่งใсыิ่งขึ้น

## 2. หลักธรรมาภิบาลสากลในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์

แม้ว่าธรรมาภิบาลในการกำกับดูแลตลาดทุนยุคโลกาภิวัตน์จะเป็นประเด็นค่อนข้างใหม่ในแวดวง วิชาการ ในช่วงทศวรรษหลังวิกฤตเศรษฐกิจ พ.ศ. 2540 เป็นต้นมา และโดยเฉพาะหลังเกิดปัญหาการ ล้มละลายเนื่องมาจากการฉ้อฉลของผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนยักษ์ใหญ่หลายแห่ง อาทิเช่น Enron และ Worldcom ในอเมริกา และ Parmalat ในอิตาลี องค์กรระหว่างประเทศหลายแห่ง อาทิ ธนาคารโลก, IMF, และ Asian Development Bank ได้ทำการสำรวจความคิดเห็นขององค์กรกำกับดูแลภาคการเงินทั่วโลก เพื่อ สังเคราะห์และประมวลแนวคิดออกมาเป็นหลักการเบื้องต้นเกี่ยวกับธรรมาภิบาลที่ดีในการกำกับดูแลภาค การเงิน และสนับสนุนให้สมาชิกองค์กรนำไปใช้ในประเทศของตน

ปัจจุบัน หลักธรรมาภิบาลสากลในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ มีสองชุดที่สำคัญและเป็นที่ยอมรับอย่างแพร่หลาย ได้แก่ “ธรรมเนียมปฏิบัติที่ดีด้านความโปร่งใสในการดำเนินนโยบายด้านการเงินและการคลัง” (Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies) ของ IMF ซึ่งประกาศเมื่อปี พ.ศ. 2542 และชุดหลักการที่เรียกว่า “เป้าหมายและหลักการในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์” (Objectives and Principles of Securities Regulation) ของสมาคมองค์กรกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์นานาชาติ (International Organization of Securities Commissions หรือ IOSCO) ซึ่งประกาศเมื่อปี พ.ศ. 2541 โดยชุดหลักการของ IOSCO จะเน้นหลักธรรมาภิบาลในมิติที่กว้างกว่า และหลากหลายกว่าชุดธรรมเนียมปฏิบัติของ IMF ซึ่งมุ่งเน้นแต่ด้านความโปร่งใสขององค์กรกำกับดูแลเป็นหลัก ตามชื่อของชุดธรรมเนียมปฏิบัติฉบับดังกล่าว

หลักธรรมาภิบาลสากลทั้งสองชุดมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

## **2.1 ธรรมเนียมปฏิบัติที่ดีด้านความโปร่งใสในการดำเนินนโยบายด้านการเงินและการคลัง ของ IMF**

เว็บไซต์ของ IMF<sup>2</sup> อธิบายที่มาและหลักการของ “ธรรมเนียมปฏิบัติที่ดีด้านความโปร่งใสในการดำเนินนโยบายด้านการเงินและการคลัง” ไว้ดังต่อไปนี้

“ในบริบทของการเสริมสร้างความแข็งแกร่งของระบบการเงินและการคลังระหว่างประเทศ IMF ได้ร่วมกับ Bank for International Settlements (BIS) ธนาคารกลาง องค์กรกำกับดูแลภาคการเงินของประเทศต่าง ๆ ตลอดจนนักวิชาการ พัฒนาธรรมเนียมปฏิบัติที่ดีด้านความโปร่งใสในการดำเนินนโยบายด้านการเงินและการคลังขึ้น เพื่อเป็นแนวทางให้ประเทศสมาชิกใช้ปรับปรุงการดำเนินนโยบายด้านการเงินและการคลัง คณะทำงานได้ออกแถลงการณ์เมื่อวันที่ 26 กันยายน 2541 “สนับสนุนให้ประเทศสมาชิกใช้หลักเกณฑ์ดังกล่าว”

การออกแบบหลักเกณฑ์ดังกล่าวตั้งอยู่บนหลักการพื้นฐานสองข้อ ข้อแรก การดำเนินนโยบายการเงินและการคลังจะสามารถมีประสิทธิผลมากกว่าเดิม หากสาธารณชนรู้เป้าหมายและเครื่องมือที่ใช้ในการดำเนินนโยบาย และถ้าองค์กรกำกับดูแลแสดงความทุ่มเทที่จะดำเนินนโยบายเหล่านั้นในทางที่น่าเชื่อถือ ข้อสอง ธนาคารกลางและองค์กรกำกับดูแลภาคการเงินที่มีหลักธรรมาภิบาลที่ดี จะต้องมีความรับผิดชอบ (accountability) โดยเฉพาะในกรณีที่ต้องชี้แจงเหล่านั้นมีขีดความเป็นอิสระสูง”

ธรรมเนียมปฏิบัติของ IMF มีเนื้อหาแบ่งเป็นสามส่วนด้วยกัน ส่วนแรกเป็นบทนำและเอกสารอ้างอิง ส่วนที่สองเกี่ยวกับธรรมเนียมปฏิบัติที่ดีด้านความโปร่งใสในการดำเนินนโยบายด้านการคลังของธนาคารกลาง และส่วนที่สามเกี่ยวกับธรรมเนียมปฏิบัติที่ดีด้านความโปร่งใสในการดำเนินนโยบายด้านการเงินขององค์กรกำกับดูแลภาคการเงิน (financial agencies)

เนื้อหาในส่วนที่สาม ซึ่งเกี่ยวข้องกับ ก.ล.ต. ในฐานะองค์กรกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ สามารถสรุปโดยย่อได้ดังต่อไปนี้

<sup>2</sup> <http://www.imf.org/external/np/mae/mft/index.htm>

### ความชัดเจนของบทบาท หน้าที่ และเป้าหมายขององค์กรกำกับดูแลที่รับผิดชอบนโยบายด้านการเงิน

1. เป้าหมายกว้างๆ ความรับผิดชอบ ตลอดจนกระบวนการแต่งตั้ง คุณสมบัติ และวาระของเจ้าหน้าที่ระดับสูงขององค์กรกำกับดูแลภาคการเงินควรมีการกำหนดอย่างชัดเจน โดยเฉพาะในตัวบทกฎหมายหรือกฎระเบียบที่เป็นลายลักษณ์อักษร
2. รายละเอียดความสัมพันธ์ระหว่างองค์กรกำกับดูแลภาคการเงินควรเป็นข้อมูลสาธารณะ
3. บทบาทขององค์กรกำกับดูแลภาคการเงินในด้านที่เกี่ยวกับระบบการชำระเงินควรเป็นข้อมูลสาธารณะ
4. หากองค์กรกำกับดูแลภาคการเงินมีหน้าที่กำกับดูแลองค์กรกำกับดูแลตนเอง (self-regulatory organization หรือ SRO เช่น ตลาดหลักทรัพย์) รายละเอียดความสัมพันธ์ระหว่างองค์กรเหล่านี้ควรเป็นข้อมูลสาธารณะ
5. SRO ได้ก็ตามที่มีอำนาจในการใช้กระบวนการกำกับดูแลหรือตรวจสอบตามกฎหมาย ควรปฏิบัติตามหลักธรรมเนียมปฏิบัติที่ดีด้านความโปร่งใสชุดเดียวกันกับองค์กรกำกับดูแลภาครัฐ

### กระบวนการเปิด (open process) ในการร่างและรายงานนโยบายด้านการเงิน

1. การดำเนินนโยบายโดยองค์กรกำกับดูแลภาคการเงินต้องเป็นไปอย่างโปร่งใส สอดคล้องกับหลักการเก็บความลับและความจำเป็นในการปฏิบัติงานในทางที่ก่อให้เกิดประสิทธิผลสูงสุด เช่น โครงสร้างค่าธรรมเนียมที่องค์กรกำกับดูแลภาคการเงินเรียกเก็บ และกระบวนการแบ่งปันข้อมูลและคำปรึกษาหารือระหว่างองค์กรกำกับดูแลภาคการเงิน ทั้งในและต่างประเทศ ควรเป็นข้อมูลสาธารณะ
2. องค์กรกำกับดูแลภาคการเงินควรประกาศและอธิบายความเปลี่ยนแปลงด้านนโยบายที่สำคัญๆ ต่อสาธารณะโดยเร็ว
3. องค์กรกำกับดูแลภาคการเงินควรออกรายงานเป็นครั้งคราว เพื่อแจ้งความคืบหน้าในการดำเนินนโยบายหลักๆ ต่อสาธารณะ
4. ข้อเสนอการเปลี่ยนแปลงด้านเทคนิคที่สำคัญๆ ในโครงสร้างการกำกับดูแลภาคการเงินควรผ่านกระบวนการปรึกษาหารือโดยมีระยะเวลาที่เหมาะสมสำหรับการถ่วงรอกข้อคิดเห็น

### การเปิดเผยนโยบายภาคการเงินให้เป็นข้อมูลสาธารณะ

1. องค์กรกำกับดูแลภาคการเงินควรออกรายงานเกี่ยวกับพัฒนาการที่สำคัญในภาคส่วนต่างๆ ของระบบการเงินที่ตนเป็นผู้รับผิดชอบ ผู้สาธารณะเป็นระยะๆ
2. องค์กรกำกับดูแลภาคการเงินควรเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานตามขอบเขตความรับผิดชอบ ต่อสาธารณะอย่างทันทั่วถึงและอย่างสม่ำเสมอ ภายใต้เงื่อนไขเกี่ยวกับการเก็บรักษาความลับของผู้เกี่ยวข้อง
3. องค์กรกำกับดูแลภาคการเงินควรเปิดเผยบทสรุปของตนตามตารางเวลาที่ประกาศล่วงหน้า ตลอดจนข้อมูลสถิติเกี่ยวกับธุรกรรมในตลาด
4. องค์กรกำกับดูแลภาคการเงินควรจัดตั้งและดูแลรักษาหน่วยบริการข้อมูลต่อสาธารณะ รวมทั้งโครงการเผยแพร่เอกสาร เช่น รายงานกิจกรรมที่สำคัญๆ ขององค์กร อย่างน้อยปีละครั้ง และเจ้าหน้าที่ระดับสูงควรพร้อมที่จะอธิบายเป้าหมายและผลการดำเนินงานขององค์กรต่อสาธารณะ ตลอดจนเผยแพร่สุนทรพจน์และคำบรรยายในโอกาสต่างๆ
5. กฎหมาย กฎระเบียบ และแนวทางต่างๆ ที่ออกโดยองค์กรกำกับดูแลภาคการเงินควรเป็นข้อมูลสาธารณะ
6. องค์กรกำกับดูแลภาคการเงินควรเปิดเผยรายละเอียด กระบวนการปฏิบัติ แหล่งเงินที่ใช้ และผลการดำเนินงาน ของมาตรการรับประกันเงินฝาก ประกันผู้เอาประกัน และวิธีคุ้มครองทรัพย์สินอื่นๆ
7. หากองค์กรกำกับดูแลภาคการเงินกำกับดูแลกระบวนการคุ้มครองผู้บริโภค (เช่น กระบวนการเจรจาเพื่อยุติข้อพิพาท) องค์กรนั้นควรเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับกระบวนการดังกล่าวต่อสาธารณะ

### ความรับผิดชอบและการรับประกันขององค์กรกำกับดูแลภาคการเงิน

1. เจ้าหน้าที่ขององค์กรกำกับดูแลภาคการเงินควรพร้อมที่จะรายงานผลการดำเนินนโยบายด้านการเงิน เป้าหมายขององค์กร และข้อคิดเห็นเกี่ยวกับสถานการณ์ของระบบการเงิน ต่อหน่วยงานผู้บังคับบัญชา
2. องค์กรกำกับดูแลภาคการเงินควรเปิดเผยฐานะทางการเงินของตนที่ตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีอิสระ รวมทั้งกระบวนการสร้างธรรมาภิบาลภายในองค์กร ต่อสาธารณะตามกำหนดเวลาที่วางไว้ล่วงหน้า
3. องค์กรกำกับดูแลภาคการเงินควรเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับรายจ่ายและรายได้ต่อสาธารณะทุกปี
4. มาตรฐานความประพฤติของเจ้าหน้าที่ในองค์กรกำกับดูแลภาคการเงิน กฎเกณฑ์ป้องกันการฉวยโอกาสจากผลประโยชน์ทับซ้อน และกลไกทางกฎหมายที่คุ้มครองเจ้าหน้าที่ในการปฏิบัติงาน ควรเป็นข้อมูลสาธารณะ

## 2.2 เป้าหมายและหลักการในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ ของ IOSCO

องค์กรกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์นานาชาติ (International Organization of Securities Commissions หรือ IOSCO) เป็นองค์กรระหว่างประเทศที่ทำหน้าที่ในการกำกับดูแลและพัฒนาตลาดทุนของประเทศต่างๆ ก่อตั้งขึ้นในปี 2526 ปัจจุบันมีสมาชิกที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์หรือ ก.ล.ต. จากทั่วโลกรวม 172 ราย สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ของประเทศไทยมีฐานะเป็นสมาชิกขององค์กร IOSCO ประเภท Regular ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535 จนถึงปัจจุบัน

เป้าหมายในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์จากมุมมองของ IOSCO นั้น มีสามประการหลักดังที่ได้เกริ่นไปแล้วในบทนำ คือ การปกป้องคุ้มครองนักลงทุน การดำเนินงานให้ตลาดหลักทรัพย์มีความเป็นธรรม มีประสิทธิภาพ และมีความโปร่งใส และการลดความเสี่ยงของระบบหรือ systemic risk ในปี พ.ศ. 2541 IOSCO ได้ประกาศเป้าหมายดังกล่าวและหลักการ 30 ข้อ รวมกันเรียกว่า “เป้าหมายและหลักการในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์” (IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation) และส่งเสริมให้ ก.ล.ต. ที่เป็นสมาชิกทุกรายนำชุดหลักการดังกล่าวไปใช้ในประเทศของตน ชุดหลักการดังกล่าวมีหัวข้อหลักดังต่อไปนี้

### หลักการที่ 1-5: องค์กรกำกับดูแล

หลักการที่ 1: องค์กรกำกับดูแลควรมีความรับผิดชอบที่ชัดเจนซึ่งถูกกำหนดอย่างเป็นกลาง

หลักการที่ 2: องค์กรกำกับดูแลควรเป็นอิสระในทางปฏิบัติ และมีความรับผิดชอบในการปฏิบัติตามหน้าที่และอำนาจ

หลักการที่ 3: องค์กรกำกับดูแลควรมีอำนาจ ทรัพยากร และศักยภาพเพียงพอที่จะปฏิบัติตามหน้าที่และอำนาจ

หลักการที่ 4: องค์กรกำกับดูแลควรใช้กระบวนการกำกับดูแลที่ชัดเจนและคงเส้นคงวา

หลักการที่ 5: พนักงานขององค์กรกำกับดูแลควรปฏิบัติตามมาตรฐานวิชาชีพอย่างเคร่งครัด รวมทั้งมาตรฐานเกี่ยวกับการเก็บความลับที่เหมาะสม

### หลักการที่ 6-7: การกำกับดูแลตัวเอง (self-regulation)

หลักการที่ 6: ระบอบการกำกับดูแลควรครอบคลุมถึงการใช้อำนาจกำกับดูแลตนเอง (self-regulatory organization หรือ SRO) SRO เหล่านี้ควรมีความรับผิดชอบในการกำกับดูแลตัวเองโดยตรงในธุรกรรมที่มีความเกี่ยวข้องชายุ และขอบเขตการกำกับดูแลตัวเองนั้นควร เหมาะสมกับขนาดและความซับซ้อนของตลาดทุน

หลักการที่ 7: SRO ต่างๆ ควรอยู่ภายใต้การกำกับดูแลขององค์กรกำกับดูแลภาครัฐ และควรใช้อำนาจหน้าที่และแบ่งขอบเขตความรับผิดชอบตามมาตรฐานความเป็นธรรมและการเก็บรักษาความลับของผู้มีส่วนได้เสีย

### หลักการที่ 8-10: การบังคับใช้กฎเกณฑ์

หลักการที่ 8: องค์กรกำกับดูแลควรมีอำนาจในการตรวจสอบ สืบสวน และสอดส่องดูแลอย่างครบถ้วนสมบูรณ์แบบ

หลักการที่ 9: องค์กรกำกับดูแลควรมีอำนาจในการบังคับใช้กฎเกณฑ์ต่างๆ อย่างครบถ้วนสมบูรณ์แบบ

หลักการที่ 10: ระบบการกำกับดูแลควรเอื้ออำนวยต่อการใช้อำนาจตรวจสอบ สืบสวน สอดส่องดูแล และบังคับใช้กฎเกณฑ์ต่างๆ ตลอดจนสร้างกระบวนการตรวจตราการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์เหล่านั้นที่มีประสิทธิภาพ

### หลักการที่ 11-13: การให้ความร่วมมือ

หลักการที่ 11: องค์กรกำกับดูแลควรมีสิทธิในการเผยแพร่และแบ่งปันข้อมูลสาธารณะ และข้อมูลลับ กับหน่วยงานกำกับดูแลอื่นๆ ทั้งในและต่างประเทศ

หลักการที่ 12: องค์กรกำกับดูแลควรสร้างกลไกในการแบ่งปันข้อมูล ซึ่งมีข้อกำหนดอย่างชัดเจนว่าจะแบ่งปันข้อมูลต่างๆ กับหน่วยงานกำกับดูแลอื่นๆ ทั้งในและต่างประเทศ เมื่อไหร่และอย่างไรบ้าง

หลักการที่ 13: ระบบกำกับดูแลควรมีช่องทางช่วยเหลือองค์กรกำกับดูแลต่างชาติที่จำเป็นต้องขอข้อมูลเพื่อใช้ในการปฏิบัติงานและทำตามอำนาจหน้าที่ในประเทศของตน

หลักการที่ 14-15: บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์

หลักการที่ 14: บริษัทจดทะเบียนควรเปิดเผยผลการดำเนินงานและข้อมูลอื่นๆ ที่มีนัยสำคัญต่อการตัดสินใจของนักลงทุน อย่างสมบูรณ์ ทันทีที่ และถูกต้องเที่ยงตรง

หลักการที่ 15: ผู้ถือหลักทรัพย์ในบริษัทจดทะเบียนควรได้รับการปฏิบัติอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียมกัน

หลักการที่ 16: มาตรฐานบัญชีและการตรวจสอบบัญชีควรอยู่ในระดับสูง เป็นที่ยอมรับได้ในระดับสากล

หลักการที่ 17-20: การลงทุนแบบรวมกลุ่ม (collective investment scheme เช่น กองทุนรวม)

หลักการที่ 17: ระบบการกำกับดูแลควรกำหนดคุณสมบัติ และหลักเกณฑ์การกำกับดูแลบุคคลที่ต้องการขายหรือบริหารการลงทุนแบบรวมกลุ่ม

หลักการที่ 18: ระบบการกำกับดูแลควรมีข้อบังคับเกี่ยวกับโครงสร้างทางกฎหมาย (legal form) โครงสร้างทางธุรกิจของการลงทุนแบบรวมกลุ่ม การแยกแยะทรัพย์สิน และการคุ้มครองทรัพย์สินของลูกค้า

หลักการที่ 19: ระบบการกำกับดูแลควรบังคับให้บุคคลที่บริหารการลงทุนแบบรวมกลุ่ม เปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะในลักษณะเดียวกันกับข้อมูลภายใต้หลักการสำหรับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ (ข้อ 14-15) ซึ่งจำเป็นต่อการตัดสินใจของนักลงทุนแต่ละราย ในการเลือกการลงทุนแบบรวมกลุ่มที่เหมาะสมสำหรับตน

หลักการที่ 20: ระบบการกำกับดูแลควรจัดการให้มั่นใจได้ว่า การลงทุนแบบรวมกลุ่มทุกรูปแบบใช้วิธีการประเมินมูลค่า วิธีการคำนวณราคาเสนอขายและรับซื้อคืนทรัพย์สินภายใต้การบริหารจัดการ อย่างถูกต้องและเปิดเผย

หลักการที่ 21-24: สถาบันตัวกลาง (เช่น บริษัทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์)

หลักการที่ 21: ระบบการกำกับดูแลควรกำหนดมาตรฐานขั้นต่ำในการให้บริหารของสถาบันตัวกลาง

หลักการที่ 22: ระบบการกำกับดูแลควรกำหนดระดับทุนขั้นต่ำ ทุนที่ใช้ในการดำเนินกิจการ และข้อกำหนดอื่นๆ สำหรับสถาบันตัวกลาง เพื่อสะท้อนความเสี่ยงที่สถาบันเหล่านี้รับมาในการดำเนินธุรกิจ

หลักการที่ 23: สถาบันตัวกลางควรต้องทำตามมาตรฐานภายในขององค์กร และขั้นตอนปฏิบัติที่ถูกต้องแบบมาเพื่อปกป้องคุ้มครองผลประโยชน์ของลูกค้า บริหารความเสี่ยงอย่างเหมาะสม และผู้บริหารของสถาบันตัวกลางต้องยอมรับว่าเป็นผู้รับผิดชอบหลักในเรื่องเหล่านี้

หลักการที่ 24: ระบบการกำกับดูแลควรมีกระบวนการจัดการความเสี่ยงของสถาบันตัวกลาง เพื่อลดความเสียหายต่อนักลงทุนให้เหลือน้อยที่สุด และควบคุมความเสี่ยงของระบบ (systemic risk) ไม่ให้ลุกลาม

หลักการที่ 25-29: ตลาดรอง (secondary market)

หลักการที่ 25: การจัดตั้งระบบการซื้อขาย รวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ ควรอยู่ภายใต้อำนาจการกำกับดูแลขององค์กรกำกับดูแลภาคการเงิน

หลักการที่ 26: ระบบการซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ควรถูกกำกับดูแลอย่างต่อเนื่อง การกำกับดูแลนั้นควรมีเป้าหมายเพื่อให้มั่นใจได้ว่า การซื้อขายเกิดขึ้นอย่างถูกต้อง ภายใต้กฎเกณฑ์ที่เป็นธรรมและเสมอภาค ซึ่งรักษาสมดุลที่เหมาะสมระหว่างความต้องการของผู้มีส่วนร่วมหลายฝ่าย

หลักการที่ 27: ระบบการกำกับดูแลควรส่งเสริมความโปร่งใสของธุรกรรมการซื้อขาย

หลักการที่ 28: ระบบการกำกับดูแลควรได้ถูกออกแบบมาให้สามารถตรวจจับและยับยั้งการบิดเบือนตลาด และวิธีการซื้อขายที่ไม่เป็นธรรมอื่นๆ ได้

หลักการที่ 29: ระบบการกำกับดูแลควรบริหารจัดการเงินลงทุนที่ไม่ได้ประกันความเสี่ยง (exposure) ขนาดใหญ่ ความเสี่ยงจากการผิดนัด (default risk) และเหตุสุดวิสัยที่อาจทำให้การซื้อขายหยุดชะงัก

หลักการที่ 30: การชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์

หลักการที่ 30: ระบบการส่งมอบและชำระราคาหลักทรัพย์ควรอยู่ภายใต้การกำกับดูแลขององค์กรกำกับดูแล และควรได้รับการออกแบบให้ทำงานอย่างเป็นธรรม มีประสิทธิภาพ มีประสิทธิผล และมีประสิทธิภาพ และบรรเทาความเสี่ยงของระบบ

IOSCO สนับสนุนให้ ก.ล.ต. ในประเทศสมาชิก ดำเนินการประเมินระดับธรรมาภิบาลของตนเอง (self assessment) ตามเกณฑ์ดังกล่าวข้างต้น ก.ล.ต. ของไทยเป็นหนึ่งใน ก.ล.ต. ประเทศแรกๆ ที่อาสาเข้าร่วมในโครงการนำร่องการประเมินผลและปฏิบัติตามชุดหลักการ (Pilot IOSCO Principles Assessment and Implementation Program) ซึ่งเป็นโครงการที่ให้ ก.ล.ต. ของประเทศต่างๆ เปรียบเทียบระบบกำกับดูแลในประเทศตนกับชุดหลักการของ IOSCO โดยความร่วมมือจากผู้เชี่ยวชาญจากต่างประเทศ ก.ล.ต. ของไทยได้ดำเนินโครงการประเมินผลนี้ระหว่างเดือนกุมภาพันธ์ถึงเดือนเมษายน 2547 และเผยแพร่ผลการประเมินบนเว็บไซต์ ก.ล.ต. ที่ <http://www.sec.or.th/en/iosco/intro.htm>

### 3. การกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย

#### 3.1 โครงสร้างการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย

พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 (“พ.ร.บ. หลักทรัพย์”) มอบอำนาจให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (“ก.ล.ต.”) เป็นผู้ทำหน้าที่กำกับดูแลและพัฒนาตลาดทุนของประเทศ โดยเป็นผู้กำหนดนโยบายและกฎเกณฑ์ต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ กฎระเบียบที่ ก.ล.ต. ประกาศมีผลผูกพันตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ และการฝ่าฝืนกฎเหล่านั้นถือเป็นความผิดทางอาญา ก.ล.ต. มีสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. (“สำนักงาน ก.ล.ต.”) เป็นหน่วยงานบริหารขององค์กร

พ.ร.บ. หลักทรัพย์ กำหนดว่าคณะกรรมการ ก.ล.ต. จะต้องประกอบด้วยสมาชิกดังต่อไปนี้

1. รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง เป็นประธาน
2. ผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทย
3. ปลัดกระทรวงการคลัง
4. ปลัดกระทรวงพาณิชย์
5. ผู้ทรงคุณวุฒิซึ่งคณะรัฐมนตรีแต่งตั้งโดยคำแนะนำของรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง จำนวนไม่น้อยกว่า 4 คน แต่ไม่เกิน 6 คน โดยในจำนวนนี้อย่างน้อยต้องเป็นผู้ทรงคุณวุฒิด้านกฎหมาย การบัญชี และการเงินด้านละ 1 คน และไม่เป็นสมาชิกพรรคการเมืองหรือเป็นข้าราชการ
6. เลขาธิการสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. เป็นกรรมการและเลขานุการ

ผู้บริหารสูงสุดของสำนักงาน ก.ล.ต. คือเลขาธิการสำนักงาน ก.ล.ต. แต่งตั้งโดยคณะรัฐมนตรีโดยคำแนะนำของรัฐมนตรีคลัง เลขาธิการมีวาระอยู่ในตำแหน่งคราวละ 4 ปี และอาจได้รับการแต่งตั้งใหม่อีกได้ แต่จะอยู่ในตำแหน่งติดต่อกันเกิน 2 วาระไม่ได้

โครงสร้าง ก.ล.ต. ดังกล่าวข้างต้นมีความชัดเจนว่า รัฐบาลสามารถแทรกแซงการปฏิบัติงานของ ก.ล.ต. ได้ค่อนข้างง่าย เนื่องจากรัฐมนตรีคลังเป็นประธานกรรมการ ก.ล.ต. โดยตำแหน่ง และยังมีเจ้าหน้าที่ระดับสูงจากภาครัฐเป็นกรรมการโดยตำแหน่งอีก 3 คน จึงไม่มีวาระ กรรมการเหล่านี้และประธานกรรมการจะออกจากตำแหน่งได้ก็ต่อเมื่อกระทำความประมาทเลินเล่ออย่างร้ายแรงในหน้าที่ (gross negligence) ซึ่งคณะรัฐมนตรีเท่านั้นที่มีอำนาจถอดถอน นอกจากนี้ ปลัดกระทรวงการคลัง ซึ่งเป็นกรรมการ ก.ล.ต. โดยตำแหน่ง ยังเป็นกรรมการของบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ที่ ก.ล.ต. กำกับดูแล เช่น ธนาคารกรุงไทย

บมจ. การบินไทย และ บมจ. ปตท. ได้รับค่าตอบแทนจากตำแหน่งนี้กว่า 6.5 ล้านบาทต่อปี สูงกว่าค่าตอบแทนที่ได้รับในฐานะกรรมการ ก.ล.ต. หลายเท่า จึงทำให้เป็นการยากที่จะบริหารจัดการผลประโยชน์ทับซ้อน

เมื่อเปรียบเทียบโครงสร้าง ก.ล.ต. ของไทย กับ ก.ล.ต. ของประเทศอื่น 7 ประเทศ ได้แก่ สหรัฐอเมริกา ฟิลิปปินส์ มาเลเซีย ฮองกง สิงคโปร์ ไต้หวัน และเกาหลีใต้ จะเห็นว่าโครงสร้าง ก.ล.ต. ของประเทศไทยนั้นเอื้อต่อการแทรกแซงของภาคการเมืองมากกว่าประเทศในกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด เนื่องจากไม่มีประเทศใดยกเว้นประเทศไทยที่แต่งตั้งผู้มีตำแหน่งการเมืองให้ดำรงตำแหน่งกรรมการ ก.ล.ต. โดยตรง นอกจากนั้น วาระกรรมการ ก.ล.ต. ของไทย (6 ปี) ก็ยังยาวกว่าวาระกรรมการของ ก.ล.ต. ทุกประเทศในกลุ่มตัวอย่างยกเว้นฟิลิปปินส์ ซึ่งกำหนดวาระกรรมการ ก.ล.ต. ไว้ที่ 7 ปี ดังรายละเอียดในตารางต่อไปนี้

ประเทศ	องค์กรกำกับแบบ ครบวงจรหรือ เอกเทศ	โครงสร้างคณะกรรมการ ก.ล.ต.	วาระของกรรมการ ก.ล.ต.	% การถือหุ้น ขององค์กร รัฐในตลาด
ไทย	เอกเทศ	9-11 คน ปัจจุบันมี 11 คน รัฐมนตรีคลังเป็นประธานโดยตำแหน่ง เลขาธิการสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. (เปรียบเสมือน CEO ของ ก.ล.ต.) เป็นกรรมการและเลขานุการโดยตำแหน่ง	กรรมการ ก.ล.ต. ที่เป็นตำแหน่งทางการเมือง (4 คน รวมประธานด้วย) ไม่มีวาระ กรรมการที่คณะรัฐมนตรีแต่งตั้ง (4-6 คน) มีวาระคราวละ 6 ปี โดยในวาระเริ่มแรกเมื่อครบ 2 ปีให้กรรมการออกจำนวน 1/3 โดยวิธีจับสลาก กรรมการที่ออกไปแล้วสามารถได้รับการแต่งตั้งเข้ามาใหม่ได้ แต่ห้ามเป็นกรรมการติดกันเกิน 2 วาระ	อย่างน้อย 22.1%
สหรัฐอเมริกา	เอกเทศ	5 คน ประธานาธิบดีเป็นผู้เสนอชื่อให้วุฒิสภานุมัติ กรรมการมาจากพรรคการเมืองเดียวกันได้ไม่เกิน 3 คน	5 ปี โดยมีความเหลื่อมล้ำกัน (staggered) ในลักษณะที่ทุกปีจะมีกรรมการออกเพราะครบวาระจำนวน 1 คน	N/A
ฟิลิปปินส์	เอกเทศ	5 คน ประธานาธิบดีเป็นผู้แต่งตั้ง กรรมการส่วนใหญ่รวมทั้งประธานกรรมการต้องเป็นนักกฎหมาย ประธานกรรมการเป็น CEO ก.ล.ต. โดยตำแหน่ง	7 ปี ไม่สามารถได้รับการแต่งตั้งเข้ามาใหม่ได้	9.0%
มาเลเซีย	เอกเทศ	9 คน รัฐมนตรีคลังเป็นผู้แต่งตั้ง กรรมการ 4 คนเป็นตัวแทนรัฐบาล 3 คนเป็นผู้ทรงคุณวุฒิ ประธานกรรมการเป็น CEO ก.ล.ต. โดยตำแหน่ง	3 ปี ได้รับการแต่งตั้งเข้ามาใหม่ได้	13.0%
ฮ่องกง	เอกเทศ	13 คน กรรมการทุกคนได้รับการแต่งตั้งโดยผู้บริหารสูงสุดเขตบริหารพิเศษฮ่องกง (Chief Executive) กรรมการส่วนใหญ่ต้องเป็นกรรมการอิสระ (Non-Executive Directors หรือ NEDs) ผู้บริหารสูงสุดหรือ CEO ต้องไม่ใช่ประธานกรรมการด้วย	2 ปี ได้รับการแต่งตั้งเข้ามาใหม่ได้	1.0%
สิงคโปร์	ครบวงจร - Monetary Authority of Singapore (MAS)	5-10 คน ประธานคณะกรรมการได้รับแต่งตั้งโดยประธานาธิบดี ด้วยความเห็นชอบจากคณะรัฐมนตรี กรรมการที่เลื้อยแต่งตั้งโดยประธานาธิบดี เสนอชื่อโดยรัฐมนตรีคลัง ประธานาธิบดีแต่งตั้งกรรมการคนใดคนหนึ่งเป็นผู้จัดการ ก.ล.ต. (CEO)	3 ปี ได้รับการแต่งตั้งเข้ามาใหม่ได้	12.0%
ไต้หวัน	ครบวงจร – Financial Supervisory Commission (FSC)	9 คน เสนอชื่อโดยนายกรัฐมนตรี ประธานาธิบดีเป็นผู้แต่งตั้ง มีรองประธานกรรมการ 2 คน กรรมการที่มาจากพรรคการเมืองเดียวกันต้องมีจำนวนไม่เกิน 1/3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด และห้ามมีส่วนร่วมในกิจกรรมทางการเมืองทุกชนิด	4 ปี ได้รับการแต่งตั้งเข้ามาใหม่ได้อีก 1 วาระ ยกเว้นรองประธานกรรมการหนึ่งคนที่เป็นข้าราชการระดับสูง ไม่มีวาระ	6.7%
เกาหลีใต้	ครบวงจร – Financial Supervisory Commission (FSC)	9 คน ประธานาธิบดีเป็นผู้แต่งตั้ง มีรองประธานกรรมการ 1 คน เสนอชื่อโดยรัฐมนตรีคลัง ให้เป็นประธานกรรมการของ ก.ล.ต. (Securities and Future Commission) โดยตำแหน่ง กรรมการ 1 คนเสนอชื่อโดยประธานกรรมการ	3 ปี ได้รับการแต่งตั้งเข้ามาใหม่ได้	4.6%

ที่มา: เว็บไซต์ของ ก.ล.ต. ประเทศต่าง ๆ, เว็บไซต์ World Federation of Exchanges, ข้อมูลการถือหุ้นของภาครัฐของประเทศฮ่องกง สิงคโปร์ และฟิลิปปินส์อ้างจาก Karl V. Lins, "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets," 2002

หมายเหตุ: องค์กรกำกับดูแลแบบครบวงจร หมายถึงองค์กรที่มีอำนาจกำกับดูแลสถาบันการเงินทั้งระบบ ซึ่งรวมธนาคารพาณิชย์ บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกัน ฯลฯ.

ตารางเปรียบเทียบข้างต้นยังชี้ให้เห็นว่า องค์กรรัฐในประเทศไทยมีส่วนการถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนสูงสุดในการตลาดประเทศกลุ่มตัวอย่าง โดยถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนอย่างน้อยประมาณร้อยละ 22 ของมูลค่าตลาดรวม ดังรายละเอียดในบทนำของรายงานฉบับนี้ ดังนั้น การที่โครงสร้าง ก.ล.ต. ง่ายต่อการแทรกแซงของภาคการเมือง ซึ่งเป็นทั้งผู้กำหนดนโยบายและกำกับดูแลตลาดทุน และกลุ่มนักลงทุนรายใหญ่ที่สุดในตลาดหลักทรัพย์ จึงยิ่งทำให้ความเสี่ยงจากการฉวยโอกาสจากผลประโยชน์ทับซ้อน อยู่ในระดับค่อนข้างสูง ความเสี่ยงดังกล่าวทำให้แนวคิดที่จะปฏิรูปโครงสร้าง ก.ล.ต. ให้มีความเป็นอิสระมากกว่าเดิม สมควรเป็นหนึ่งในนโยบายด้านตลาดทุนที่เร่งด่วนที่สุดของรัฐ

ปัจจุบันตลาดรอง (secondary market) อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“ตลท.”) ซึ่งก่อตั้งเป็นนิติบุคคลที่ “มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบกิจการตลาดหลักทรัพย์โดยไม่นำผลกำไรมาแบ่งปันกัน” ภายใต้ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ การดำเนินงานของ ตลท. อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ ก.ล.ต. อีกทอดหนึ่ง (นอกจากตลท. แล้วก็ยังมีนิติบุคคลรายอื่นที่ก่อตั้งขึ้นมาบริหารตลาดอื่นๆ เช่น ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ, บมจ. ตลาดอนุพันธ์ (ประเทศไทย) ซึ่งเป็นบริษัทลูกของ ตลท. และตลาดตราสารหนี้ แต่รายงานฉบับนี้จะเน้นเฉพาะ ตลท. เท่านั้น)

ภายใต้บันทึกข้อตกลงกับ ก.ล.ต. ตลท. มีสถานะเป็น “องค์กรกำกับดูแลตนเอง” (SRO) ซึ่งมีอำนาจระดับหนึ่งในการออกประกาศและข้อบังคับต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรอง ให้เป็นไปอย่างโปร่งใสและเป็นธรรม โดยไม่ต้องขออนุมัติจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. ก่อน เช่น กฎเกณฑ์เกี่ยวกับการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ บริการด้านนายทะเบียนหลักทรัพย์ รวมทั้งทำหน้าที่เป็น “ด่านแรก” ในการติดตามสภาพการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อยับยั้งหรือรวบรวมหลักฐานเกี่ยวกับการกระทำทุจริต เช่น การปั่นหุ้นหรือการใช้ข้อมูลภายใน ทั้งนี้ การกำกับดูแลเงินทุน และพฤติกรรมในการติดต่อกับลูกค้าของสถาบันการเงินตัวกลางในตลาดยังเป็นความรับผิดชอบของ ก.ล.ต. นอกจากบทบาท SRO ที่ได้รับมอบหมายจาก ก.ล.ต. แล้ว ตลท. ยังมีอำนาจในการกำหนดนโยบายและกำกับดูแลธุรกิจบางด้านของบริษัทสมาชิก (ซึ่งหมายถึงบริษัทหลักทรัพย์) เช่น ระดับค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ และระบบการแข่งขันในตลาด

พ.ร.บ. หลักทรัพย์ กำหนดโครงสร้างคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ไว้ดังต่อไปนี้

1. บุคคลซึ่งคณะกรรมการ ก.ล.ต. แต่งตั้ง จำนวนไม่เกิน 5 คน ซึ่งต้องเป็น “ผู้มีความรู้และประสบการณ์ในกิจการตลาดหลักทรัพย์ ธุรกิจหลักทรัพย์ หรือธุรกิจการเงินเป็นอย่างดี” อย่างน้อย 1 คนในจำนวนนี้ต้องเป็นผู้บริหารระดับสูงของบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
2. บุคคลซึ่งสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ (หมายถึงบริษัทหลักทรัพย์) แต่งตั้งจำนวนไม่เกิน 5 คน
3. กรรมการตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดลงมติแต่งตั้งผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นกรรมการตลาดหลักทรัพย์โดยตำแหน่ง

กรรมการตลาดหลักทรัพย์ทุกคนจะต้อง “ไม่เป็นข้าราชการซึ่งมีตำแหน่งหรือเงินเดือนประจำ ข้าราชการการเมือง หรือพนักงานหรือลูกจ้างของหน่วยงานของรัฐหรือรัฐวิสาหกิจ หรือของราชการส่วนท้องถิ่น สมาชิกสภาท้องถิ่น หรือผู้บริหารท้องถิ่น ซึ่งได้รับเลือกตั้ง” ปัจจุบันได้มีการแก้ไขกฎระเบียบให้ลดจำนวนกรรมการที่เป็นตัวแทนของบริษัทสมาชิกจาก 5 คน เหลือ 3 คน และเพิ่มกรรมการที่เป็นตัวแทนจากบริษัทจดทะเบียนอีก 2 คน เพื่อเปิดโอกาสให้ผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มอื่นๆ ในตลาดทุน นอกเหนือจากบริษัทสมาชิก (บริษัทหลักทรัพย์) เข้ามามีส่วนร่วมในการบริหาร ตลท. มากขึ้น

กรรมการที่ไม่ใช่ผู้จัดการดำรงตำแหน่งคราวละ 2 ปี และเมื่อครบวาระ อาจได้รับการแต่งตั้งหรือเลือกตั้งอีกได้ แต่จะดำรงตำแหน่งติดต่อกันเกิน 2 วาระไม่ได้ สำหรับผู้จัดการนั้น มีวาระคราวละไม่เกิน 4 ปี และอาจได้รับการแต่งตั้งอีกได้

คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์เป็นผู้กำหนดนโยบาย ระเบียบ ข้อบังคับ และควบคุมการดำเนินงานของตลาด. อย่างไรก็ตาม การกำหนดหรือการเปลี่ยนแปลงแก้ไขระเบียบต่าง ๆ ส่วนใหญ่ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมบริษัทสมาชิก และ/หรือได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. เสียก่อนจึงจะใช้บังคับได้

การเปรียบเทียบโครงสร้างการบริหารจัดการของ ตลาด. กับโครงสร้างตลาดหลักทรัพย์หลักของกลุ่มประเทศตัวอย่างพบว่า ตลาด. เป็นตลาดหลักทรัพย์เพียงแห่งเดียวที่ยังไม่ได้แปลงกิจการเป็นบริษัทจำกัด (demutualization) ดังแสดงในตารางต่อไปนี้

ประเทศ	ประเภทองค์กร	ข้อจำกัด หรือเงื่อนไขการถือหุ้น	โครงสร้างคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์
ไทย (SET)	องค์กรไม่แสวงหากำไร	ไม่มีผู้ถือหุ้น	11 คน ประกอบด้วยกรรมการที่คณะกรรมการก.ล.ต. แต่งตั้ง 5 คน กรรมการจากบริษัทหลักทรัพย์ 3 คน กรรมการจากบริษัทจดทะเบียน 2 คน และผู้จัดการซึ่งได้รับการแต่งตั้งจากคณะกรรมการตลาด. เป็นกรรมการโดยตำแหน่ง 1 คน
สหรัฐอเมริกา (NYSE)	บริษัทมหาชน จำกัด (จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์)	ไม่มี	8-14 คน รวมประธานกรรมการ และผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นกรรมการโดยตำแหน่ง กรรมการทุกคนต้องเป็นกรรมการอิสระที่ไม่เกี่ยวข้องกับบริษัทสมาชิกหรือบริษัทจดทะเบียน กลไกกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ถูกแยกออกจาก NYSE ไปอยู่ภายใต้บริษัทย่อยชื่อ NYSE Regulation ซึ่งผู้บริหารสูงสุดมีตำแหน่งเป็น Chief Regulatory Officer รายงานโดยตรงต่อคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์โดยไม่ต้องผ่าน CEO
ฟิลิปปินส์ (PSE)	บริษัทจำกัด	ผู้ถือหุ้นที่เป็นบุคคลธรรมดาหรือนิติบุคคลแต่ละรายถือหุ้นได้ไม่เกิน 5% กลุ่มบริษัทหรือกลุ่มธุรกิจถือหุ้นรวมกันได้ไม่เกิน 20%	15 คน กรรมการส่วนใหญ่ (8 คน) ต้องไม่ใช่ตัวแทนของบริษัทหลักทรัพย์ ในจำนวนนี้ 3 คนต้องเป็นกรรมการอิสระ กรรมการที่เหลืออีก 7 คนมาจากบริษัทหลักทรัพย์ ตามสัดส่วนมูลค่าการซื้อขายและเงินทุนของแต่ละบริษัท
มาเลเซีย (KLSE)	บริษัทมหาชน จำกัด (จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์)	ผู้ถือหุ้นแต่ละรายถือหุ้นได้ไม่เกิน 5% ยกเว้นจะขออนุมัติจากกระทรวงการคลัง	12 คน เลือกตั้งจากผู้ถือหุ้นเหมือนบริษัทจำกัดทั่วไป
ฮ่องกง (HKEx)	บริษัทมหาชน จำกัด (จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์)	ผู้ถือหุ้นแต่ละรายถือหุ้นได้ไม่เกิน 5% ยกเว้นจะขออนุมัติจาก ก.ล.ต. โดยความเห็นชอบจากรัฐมนตรีคลัง หากพิสูจน์ได้ว่าการถือหุ้นเพิ่มนั้นเป็นประโยชน์ต่อสาธารณะหรือนักลงทุนทั่วไป	15 คน ประกอบด้วยกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ (Public Interest Directors) 8 คน แต่งตั้งโดยรัฐมนตรีคลัง กรรมการอีก 6 คนแต่งตั้งโดยผู้ถือหุ้น และผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์เป็นกรรมการโดยตำแหน่งอีก 1 คน

ประเทศ	ประเภทองค์กร	ข้อจำกัด หรือเงื่อนไขการถือหุ้น	โครงสร้างคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์
สิงคโปร์ (SGX)	บริษัทมหาชน จำกัด (จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์)	ผู้ถือหุ้นแต่ละรายถือหุ้นได้ไม่เกิน 5% แต่ขอผ่อนผันจากกระทรวงการคลังได้ ปัจจุบันกองทุนที่ลงทุนเงินของลูกค้านักลงทุนพันธมิตร (strategic investor) สามารถถือหุ้นได้ถึง 10%	11 คน กรรมการ 4 คนมาจากบริษัทหลักทรัพย์ ประธานกรรมการต้องเป็นกรรมการอิสระ
ไต้หวัน (TSE)	บริษัทมหาชน จำกัด (จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์)	ไม่มี	15 คน และผู้ตรวจการ (supervisor) อีก 3 คน กรรมการอย่างน้อยหนึ่งในสามต้องได้รับการแต่งตั้งจาก ก.ล.ต. กรรมการเหล่านี้ต้องเป็นผู้เชี่ยวชาญด้านหลักทรัพย์ที่ไม่ถือหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ กรรมการที่เลือกแต่งตั้งโดยผู้ถือหุ้น ผู้จัดการตลาดต้องไม่ใช่ผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์
เกาหลีใต้ (KRX)	บริษัทมหาชน จำกัด (เตรียมจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์)	ไม่มี	เลือกตั้งจากผู้ถือหุ้นเหมือนบริษัทจำกัดทั่วไป

ที่มา: เว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์ประเทศต่างๆ

จากตารางเปรียบเทียบข้างต้น ข้อสังเกตประการหนึ่งที่น่าสนใจคือ แม้ว่าตลาดหลักทรัพย์ทุกแห่งในกลุ่มตัวอย่างจะได้แปลงเป็นบริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัดที่มุ่งแสวงหากำไรไปแล้วก็ตาม ตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ก็ยังมีข้อห้ามไม่ให้ผู้ถือหุ้นรายใดรายหนึ่งถือหุ้นเกินร้อยละ 5 และตลาดหลักทรัพย์บางแห่งก็กำหนดเงื่อนไขโครงสร้างคณะกรรมการเพิ่มเติมว่า กรรมการส่วนใหญ่จะต้องไม่เป็นตัวแทนของบริษัทสมาชิก เช่น ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง และตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ ทั้งนี้ เพื่อส่งเสริมให้ผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ ในสังคม เช่น นักลงทุนรายย่อย และประชาชน มีส่วนร่วมในการกำหนดทิศทางและควบคุมการปฏิบัติงานของตลาดหลักทรัพย์

ข้อเท็จจริงข้างต้นสะท้อนความพยายามของตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ ในการหาจุดสมดุลระหว่างหน้าที่ในการกำกับดูแลตลาดในฐานะองค์กรกำกับดูแลตนเอง (SRO) และการแสวงหากำไรในฐานะบริษัทเอกชน ตลาดหลักทรัพย์บางแห่งที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดของตนเอง เช่น NYSE ของอเมริกา ไม่มีข้อจำกัดการถือหุ้น แต่กำหนดให้กรรมการทุกคนต้องเป็นกรรมการอิสระที่ไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัทสมาชิก และแยกฝ่ายกำกับดูแลทั้งหมดออกไปตั้งเป็นบริษัทย่อยต่างหาก ซึ่งมีผู้บริหารสูงสุดที่รายงานต่อคณะกรรมการของบริษัทแม่ได้โดยตรง โดยไม่ต้องผ่าน CEO ก่อน

ความหลากหลายในโครงสร้างการบริหารจัดการตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นองค์กรแสวงหากำไรเหล่านี้อาจชี้ให้เห็นว่า ธรรมาภิบาลที่ดีของตลาดหลักทรัพย์นั้นไม่จำเป็นต้องอยู่ในรูป “องค์กรไม่แสวงหากำไร” เสมอไป ในทางตรงกันข้าม ตลาดหลักทรัพย์ที่ไม่แสวงหากำไร แต่มีผู้มีอำนาจควบคุมที่ประกอบด้วยตัวแทนจากองค์กรกำกับดูแลที่ถูกรวมเข้าแทรกแซงได้ และตัวแทนจากบริษัทหลักทรัพย์ที่ต้องการกีดกันคู่แข่งรายใหม่ไม่ให้เข้ามาแข่งขันเพื่อรักษาอำนาจผูกขาดของตน อย่าง ตลท. อาจมีระดับธรรมาภิบาลที่อ่อนแอกว่า และจุดรั้วพัฒนาการของตลาดทุนมากกว่าตลาดหลักทรัพย์อื่นที่อยู่ในรูปบริษัทเอกชน ซึ่งมีโครงสร้างการบริหารจัดการภายในที่สามารถประสานผลประโยชน์ระหว่างผู้มีส่วนได้เสียฝ่ายต่างๆ ในตลาดทุน อันได้แก่ บริษัทจดทะเบียน นักลงทุนรายย่อย นักลงทุนสถาบัน และบริษัทหลักทรัพย์ ตลอดจนสังคมส่วนรวม ได้อย่างค่อนข้างลงตัว

### 3.2 การตรวจสอบและใช้บังคับกฎหมายในกรณีที่อาจเข้าข่ายฝ่าฝืน พ.ร.บ. หลักทรัพย์

ข้อมูลจากเว็บไซต์ของ ก.ล.ต.<sup>3</sup> สรุปอำนาจหน้าที่และการปฏิบัติงานของ ก.ล.ต. ในการตรวจสอบและใช้บังคับกฎหมายในกรณีที่มีโอกาสการฝ่าฝืน พ.ร.บ. หลักทรัพย์ ไว้ดังต่อไปนี้:

สำหรับการตรวจสอบการกระทำที่อาจเข้าข่ายฝ่าฝืน พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ก.ล.ต. ได้ตรวจสอบและติดตาม ประกอบกับการพิจารณาข้อมูลที่เปิดเผยต่อประชาชน การพิจารณาเรื่องที่ปรากฏเป็นข่าว และการรับเรื่องร้องเรียน หากพบการกระทำที่อาจเข้าข่ายฝ่าฝืน พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ พนักงานเจ้าหน้าที่ของ ก.ล.ต. จะติดตามรวบรวมพยานหลักฐาน รวมถึงการเข้าไปตรวจสอบเอกสารหลักฐาน การสั่งให้จัดส่งพยานหลักฐาน การสั่งให้บุคคลมาให้ถ้อยคำหรือชี้แจง และการยึดอายัดพยานหลักฐาน เพื่อพิจารณาว่าจะดำเนินการตามกฎหมายต่อไปหรือไม่ ซึ่งความผิดดังกล่าวได้แก่ การใช้ข้อมูลภายในในการซื้อขายหลักทรัพย์ การสร้างราคาหลักทรัพย์ หรือการปั่นหุ้น การแสดงข้อมูลที่เท็จหรือบิดเบือนข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียน การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์โดยไม่ได้รับอนุญาตและการฉ้อโกงหรือทุจริตของผู้บริหาร เป็นต้น

ทั้งนี้ หากเป็นกรณีที่เกี่ยวข้องกับการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ก.ล.ต. ได้มอบหมายให้ ตลท. เป็นด่านแรกในการติดตามสภาพการซื้อขายที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งรวมถึงการติดตามปริมาณการซื้อขายหรือความเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ที่ผิดปกติ การดูแลให้บริษัทจดทะเบียนชี้แจงข้อมูลข่าวสารให้ทันต่อเหตุการณ์ และการพิจารณาเบื้องต้นก่อนส่งเรื่องให้ ก.ล.ต. ดำเนินการต่อไป

ก.ล.ต. จะดำเนินการกับผู้กระทำผิดในลักษณะการดำเนินการเชิงบริหารและการดำเนินคดีอาญา รวมทั้งจะเปิดเผยข้อมูลการกระทำผิดให้สาธารณชนได้รับทราบ โดยหาก ก.ล.ต. พบว่าผู้ที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลและทำผิด ปฏิบัติหน้าที่บกพร่อง ไม่ปฏิบัติตามเกณฑ์ หรือขาดคุณสมบัติ ก.ล.ต. จะพิจารณาสั่งการให้มีการแก้ไขปรับปรุงข้อบกพร่อง ตกเดือน สั่งพักการให้ความเห็นชอบโดยมีกำหนดระยะเวลา หรือเพิกถอนการให้ความเห็นชอบแล้วแต่กรณี

นอกจากนี้ หากเป็นความผิดในมาตราที่สามารถเปรียบเทียบปรับได้ และเป็นความผิดที่ไม่ได้มีผลกระทบในวงกว้าง ก.ล.ต. ในฐานะผู้ประสานงานและผู้จัดเตรียมข้อมูลจะเสนอเรื่องเข้าสู่กระบวนการพิจารณาเปรียบเทียบความผิดโดยคณะกรรมการเปรียบเทียบที่รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังแต่งตั้ง ซึ่งประกอบด้วยผู้แทนจากสำนักงานตำรวจแห่งชาติ ธนาคารแห่งประเทศไทย และสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง ทั้งนี้ หากมีการเปรียบเทียบปรับเกิดขึ้นค่าปรับดังกล่าวจะถูกนำส่งเข้ารัฐต่อไป

สำหรับความผิดที่มีผลกระทบในวงกว้างหรือไม่สามารถเปรียบเทียบปรับได้ หรือผู้กระทำผิดไม่ยินยอมเข้ารับการเปรียบเทียบความผิด ก.ล.ต. จะดำเนินการกล่าวโทษต่อพนักงานสอบสวน กรมสอบสวนคดีพิเศษ หรือกองบังคับการสืบสวนสอบสวนคดีเศรษฐกิจ สำนักงานตำรวจแห่งชาติเพื่อดำเนินการต่อไป

อนึ่ง ก.ล.ต. มิได้มีอำนาจตามกฎหมายที่จะดำเนินคดีและเรียกร้องค่าเสียหายจากการกระทำผิดแทนผู้ลงทุน ดังนั้น ในกรณีที่ผู้ลงทุนต้องการเรียกร้องค่าเสียหาย ผู้ลงทุนจึงต้องดำเนินคดีเองได้โดยตรง หรือในกรณีที่ผู้ลงทุนได้รับความเสียหายหรือข้อพิพาทกับผู้ให้บริการในธุรกิจหลักทรัพย์ที่ไม่ปฏิบัติตามสัญญาหรือกฎเกณฑ์ของทางการ ผู้ลงทุนสามารถนำข้อพิพาทเข้าสู่กระบวนการระงับข้อพิพาทโดยวิธีอนุญาโตตุลาการได้ หากคู่กรณียินยอม

บทสรุปข้างต้นชี้ให้เห็นว่า ก.ล.ต. มีมาตรการค่อนข้างหลากหลายในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งมีประสิทธิภาพพอสมควรในการลงโทษผู้กระทำผิดในหลายกรณี โดยเฉพาะการทุจริตของผู้บริหาร เช่น การฉ้อโกงเอาทรัพย์สินของบริษัทไปเป็นของตน การตกแต่งบัญชีเพื่ออำพรางฐานะทางการเงินที่แท้จริง และการประกอบกิจการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์โดยไม่ได้รับอนุญาตจาก ก.ล.ต. อย่างไรก็ตาม มาตรการต่างๆ ของ ก.ล.ต. ก็ยังไม่สามารถลงโทษผู้กระทำผิดรายใหญ่ๆ ในกรณีที่เกี่ยวข้องกับการกระทำอันไม่เป็นธรรม

<sup>3</sup> [http://www.sec.or.th/th/misc/sec/sup\\_dev/sup\\_dev.shtm#enforcement](http://www.sec.or.th/th/misc/sec/sup_dev/sup_dev.shtm#enforcement)

เกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยเฉพาะการสร้างราคาหุ้น (ปั่นหุ้น) และการใช้ข้อมูลภายในในกระทำการซื้อขายหุ้นก่อนข้อมูลจะถูกเปิดเผยต่อสาธารณชน โดยสถิติการเปรียบเทียบปรับ และการกล่าวโทษในกรณีความผิดต่าง ๆ ของ ก.ล.ต. ระหว่างเดือนมกราคม 2542 ถึงเดือนธันวาคม 2548 ซึ่ง ก.ล.ต. มีการเปรียบเทียบปรับผู้กระทำความผิดในกรณีสร้างราคาหุ้น และการใช้ข้อมูลภายใน รวมกันเพียง 36 รายการ ครอบคลุมบริษัทจดทะเบียน 21 ราย คิดเป็นร้อยละ 3.6 ของการใช้มาตรการเชิงบริหารและเชิงอาญาเท่านั้น ทั้ง ๆ ที่ในช่วงเวลาดังกล่าว มีข่าวการปั่นหุ้นโดย “เจ้ามือ” รายใหญ่หลายกลุ่มที่ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการซื้อขาย อย่างสม่ำเสมอจนเป็นข่าวหน้าหนึ่งบ่อยครั้ง หุ้นหลายตัวที่เกี่ยวข้องกับนักการเมืองหรือญาตินักการเมืองเป็นที่รู้จักในหมู่นักลงทุนขาประจำว่าเป็น “หุ้นปั่น” มีปริมาณการซื้อขายสูงผิดปกติอย่างต่อเนื่อง ขึ้น Turnover List ของ ตลท. นานกว่าสิบสัปดาห์ขึ้นไป อยู่ในการจับตาของ ตลท. ตลอดเวลา แต่ก็ไม่สามารถกล่าวโทษผู้กระทำความผิดได้

รายละเอียดการเปรียบเทียบปรับและการกล่าวโทษของ ก.ล.ต. แสดงเป็นตารางได้ดังต่อไปนี้

#### สถิติการเปรียบเทียบปรับ และการกล่าวโทษของ ก.ล.ต. ระหว่าง มกราคม 2542 - ธันวาคม 2548

ความผิด	การเปรียบเทียบปรับ		การกล่าวโทษ		รวม	
	รายการ	ร้อยละ	รายการ	ร้อยละ	รายการ	ร้อยละ
สร้างราคาหุ้น (ปั่นหุ้น)	22	2.7	3	1.8	25	2.5
ใช้ข้อมูลภายใน	10	1.2	1	0.6	11	1.1
ไม่ส่งรายงานการถือได้มาและจำหน่ายหลักทรัพย์ตามกฎ	77	9.5	6	3.6	83	8.5
ไม่ทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ตามมาตรา 247 (ข้ามเส้นทุก 25%)	8	1.0	-	-	8	0.8
สื่อโฆษณาสินทรัพย์/ตกแต่งบัญชีเพื่ออำพราง	5	0.6	55	32.7	60	6.1
ส่งงบการเงินล่าช้า/งบไม่ตรงตามมาตรฐานบัญชี	212	26.1	5	3.0	217	22.1
ส่งรายงานประจำปีหรือเอกสารอื่นล่าช้า	90	11.1	-	-	90	9.2
เปิดเผยสารสนเทศไม่ตรงตามข้อกำหนด	18	2.2	3	1.8	21	2.1
ให้บริการซื้อขายหลักทรัพย์โดยไม่มีใบอนุญาต	-	-	80	47.6	80	8.2
บล. บันเทิงเทปคำสั่งไม่ครบถ้วนเจ้าหน้าที่การตลาดไม่ขึ้นทะเบียน	44	5.4	-	-	44	4.5
บล. ขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง	66	8.1	-	-	66	6.7
สถาบันการเงินบกพร่องหรือทุจริตในหน้าที่	244	30.0	1	0.6	245	25.0
สถาบันการเงินจัดทำเอกสารหรือรายงานไม่ครบถ้วน	16	2.0	-	-	16	1.6
ความผิดอื่นๆ (เช่น ไม่มาให้การตามคำสั่ง)	1	0.1	14	8.3	15	1.5
<b>รวม</b>	<b>813</b>	<b>100.0</b>	<b>168</b>	<b>100.0</b>	<b>981</b>	<b>100.0</b>

หมายเหตุ: บล. หมายถึงบริษัทหลักทรัพย์

ที่มา: รวบรวมจากเว็บไซต์ ก.ล.ต.

ปัญหาที่องค์กรกำกับดูแลไม่สามารถเอาผิดจากการสร้างราคาหุ้นและการใช้ข้อมูลภายในของเจ้ามือรายใหญ่นั้น นอกจากจะทำความเสียหายให้กับนักลงทุนรายย่อยที่ “ติดกับ” ของเจ้ามือรายใหญ่ที่หลอกล่อให้ “เล่นตาม” แล้ว ยังเป็นการบิดเบือนแรงจูงใจของนักลงทุนอย่างร้ายแรง โดยทำให้นักลงทุนรายย่อยหลายรายไม่เข้าใจว่า หุ้นเก็งกำไร (ไม่ผิดกฎหมาย) และหุ้นปั่น (ผิดกฎหมาย) แตกต่างกันอย่างไรร และเหตุใดการปั่นหุ้น

จึงผิดกฎหมาย นักลงทุนกลับพอใจที่จะเล่นหุ้นปั่น ตราบใดที่ยังได้กำไรถ้าโชคดีทำการซื้อขายได้ถูกจังหวะ ก่อนที่เจ้ามือจะ “เทขาย” เพื่อทำกำไร ดังนั้น ตราบใดที่เจ้ามือรายใหญ่ยังลอยนวลอยู่ ความหวังที่จะเห็นนักลงทุนรายย่อยจำนวนมากลดความเสี่ยงจากการซื้อขายหุ้นแบบเก็งกำไร หันมาซื้อขายหุ้นบนปัจจัยพื้นฐาน แทน ก็ดูจะเป็นความหวังที่ดูจะเลือนรางมิใช่น้อย

สาเหตุสำคัญที่ทำให้การใช้บังคับกฎหมายเพื่อเอาผิดในคดีอาญายังไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควรนั้น อาจแบ่งได้เป็นสองข้อใหญ่ ซึ่งทั้งสองประเด็นมีรากมาจากความไม่เพียงพอหรือความไร้ประสิทธิภาพของกฎหมายหรือกระบวนการยุติธรรม ไม่ใช่ความบกพร่องของ ก.ล.ต. ในการปฏิบัติงานแต่อย่างใด

### 1. กระบวนการยุติธรรมปัจจุบันขาดประสิทธิผลในการลงโทษผู้กระทำผิด

เนื่องจากความผิดฐานปั่นหุ้นและใช้ข้อมูลภายในเป็นความผิดทางอาญาตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ ซึ่ง ก.ล.ต. ไม่มีอำนาจในการตัดสินความผิดได้เอง ก.ล.ต. จึงต้องรวบรวมพยานหลักฐานอย่างละเอียดเพื่อกล่าวโทษผู้กระทำผิดในกรณีที่มีการปั่นหุ้นและใช้ข้อมูลภายในก่อให้เกิดความเสียหายในวงกว้าง เป็นที่รู้กันทั่วไปว่ากระบวนการดำเนินคดีอาญาในประเทศไทยนั้นใช้เวลานานมาก และโจทก์ต้องพิสูจน์ความผิดให้ “ชัดเจนจนสิ้นสงสัย” ต่อศาล ซึ่งหมายความว่า ก.ล.ต. ต้องพิสูจน์ความสัมพันธ์ของเจ้ามือทั้งกลุ่ม แต่ข้อนี้เป็นเงื่อนไขที่แทบจะเป็นไปไม่ได้เลยในกรณีปั่นหุ้น เพราะเจ้ามือมักร่วมกันปั่นหุ้นเป็นกลุ่ม แบ่งหน้าที่กันชัดเจน บางคนซื้อ บางคนขาย บางคนเป็นผู้รวบรวมข้อมูล โดยไม่ได้ทำสัญญาระหว่างกันเป็นลายลักษณ์อักษร พยานหลักฐานส่วนใหญ่ที่ ก.ล.ต. รวบรวมได้ จึงมีลักษณะเป็นพยานหลักฐานแวดล้อม (circumstantial evidence) หลายนัย ด้าน ซึ่งเมื่อนำมาวิเคราะห์ร่วมกันแล้วทำให้เชื่อได้ชัดเจนว่าผู้กระทำผิดได้ตกลงร่วมมือกัน แต่พยานหลักฐานแวดล้อมแบบนี้ไม่เพียงพอที่จะให้ศาลอาญาตัดสินลงโทษได้

ตัวอย่างหนึ่งที่แสดงให้เห็นข้อจำกัดของกระบวนการยุติธรรมในการดำเนินคดีหลักทรัพย์ คือคดีการปั่นหุ้นของธนาคารกรุงเทพ พาณิชยกรรม จำกัด (มหาชน) (“BBC”) ซึ่งศาลฎีกาได้ตัดสินยกฟ้องเมื่อวันที่ 5 กรกฎาคม 2539 เนื่องจากเห็นว่าอัยการยังไม่สามารถพิสูจน์ได้ชัดเจนว่าผู้ต้องหา “ร่วมกันทำการซื้อขายหลักทรัพย์” แนวทางการตีความกฎหมายที่เข้มงวดและแทบพิสูจน์ไม่ได้ในทางปฏิบัติแบบนี้ ทำให้อัยการไม่สั่งฟ้องคดีปั่นหุ้นของบริษัทเงินทุน เฟิสท์ ซิตี้ อินเวสเมนต์ จำกัด (มหาชน) (“FCI”) และบริษัท รัตนการเคหะ จำกัด (มหาชน) (“RR”)

อีกตัวอย่างหนึ่งคือ ในเดือนสิงหาคม 2549 ศาลมีคำสั่งพิพากษาจำคุก 2 ผู้ต้องหา กรณีร่วมกันปั่นหุ้นบริษัท กฤษดามหานคร จำกัด (มหาชน) (“KMC”) ซึ่ง ก.ล.ต. ส่งผลการตรวจสอบให้ศาลไปตั้งแต่ปี 2536 หรือกว่า 13 ปีก่อน ความล่าช้าครั้งนี้ทำให้ผู้ผิดจำนวน 6 คน รวมทั้ง “เสียสอง” นายสอง วัชรศรีโรจน์ สามารถหลบหนีการจับกุมจนคดีหมดอายุความ ความล่าช้าในการดำเนินคดีของตำรวจและศาลดังกล่าวทำให้ผู้กระทำผิดหลายรายไม่กลัวเกรงการตรวจสอบหรือแม้แต่การกล่าวโทษของ ก.ล.ต.

เมื่อเปรียบเทียบอำนาจของ ก.ล.ต. ไทย ในการใช้บังคับกฎหมาย กับ ก.ล.ต. ของประเทศอื่นในกลุ่มตัวอย่างจะเห็นว่า อำนาจของ ก.ล.ต. ไทยมีข้อจำกัดกว่ามาก โดยเฉพาะการที่ ก.ล.ต. ไม่มีอำนาจเปรียบเทียบปรับทางแพ่งในคดีอาญาเหมือนประเทศส่วนใหญ่ในกลุ่มตัวอย่าง ยกเว้นฟิลิปปินส์ซึ่ง ก.ล.ต. มีขอบเขตอำนาจใกล้เคียงกับไทย ก.ล.ต. หลายประเทศนอกจากจะมีอำนาจในการสอบสวนแทนเจ้าหน้าที่ตำรวจในคดีแพ่งและคดีอาญาแล้ว ยังมีอำนาจกึ่งตุลาการ (quasi-judicial power) อีกด้วย ดังรายละเอียดในตารางต่อไปนี้

## เปรียบเทียบอำนาจขององค์กรกำกับดูแลในการใช้บังคับกฎหมายหลักทรัพย์

ประเทศ	องค์กรกำกับแบบ ครบวงจร/เอกเทศ	อำนาจขององค์กรกำกับดูแลในการใช้บังคับกฎหมาย
ไทย	เอกเทศ	ก.ล.ต. มีอำนาจดำเนินการเชิงบริหารและมีอำนาจเปรียบเทียบปรับ แต่สำหรับความผิดที่มีผลกระทบในวงกว้างหรือไม่สามารถเปรียบเทียบปรับได้ หรือผู้กระทำความผิดไม่ยอมจ่ายค่าปรับ ก.ล.ต. จะต้องส่งเรื่องต่อให้กับเจ้าหน้าที่ตำรวจให้ดำเนินคดีอาญาต่อไป (การฝ่าฝืน พ.ร.บ. หลักทรัพย์ถือเป็นคดีอาญา)
สหรัฐอเมริกา	เอกเทศ	ก.ล.ต. มีอำนาจในการดำเนินคดีแพ่ง แต่คดีอาญาต้องให้อัยการรัฐเป็นผู้ดำเนินการ หลังจากเกิดกรณีฉ้อฉลชื้อฉาวเช่น Enron และ Worldcom หลายกรณีหลังจากปี 2543 เป็นต้นมา ก.ล.ต. และอัยการรัฐปัจจุบันมักร่วมมือกันฟ้องจำเลยทั้งคดีแพ่งและคดีอาญาไปพร้อมๆ กัน บนฐานความผิดเดียวกัน ในปี 2545 ประธานาธิบดีบุชได้แต่งตั้งหน่วยงานพิเศษชื่อ Corporate Fraud Task Force ภายใต้การนำของอัยการสูงสุด เพื่อประสานงานระหว่าง ก.ล.ต., FBI, สำนักงานอัยการ และหน่วยงานอื่นๆ ในการบังคับใช้กฎหมายหลักทรัพย์
ฟิลิปปินส์	เอกเทศ	ก.ล.ต. มีอำนาจสอบถามข้อมูลจากฝ่ายต่างๆ สั่งให้บุคคลมาให้ถ้อยคำ ชี้แจง จัดส่งข้อมูลหลักฐาน และการยึดอายัดพยานหลักฐาน ตลอดจนรวบรวมพยานหลักฐานส่งกระทรวงยุติธรรม เพื่อดำเนินคดีอาญาต่อไป (ขอบเขตใกล้เคียงกับ ก.ล.ต. ของไทย)
มาเลเซีย	เอกเทศ	ก.ล.ต. มีอำนาจในการดำเนินคดี ทั้งคดีแพ่งและคดีอาญา แต่การดำเนินคดีอาญาต้องได้รับความเห็นชอบจากอัยการของรัฐก่อน ผู้ลงทุนที่เสียหายสามารถฟ้องร้องคดีแพ่งได้
ฮ่องกง	เอกเทศ	ก.ล.ต. ต้องส่งเรื่องไปยังศาลสูง (Higher Court) ให้เป็นผู้ดำเนินการสอบสวนและตัดสิน ผู้กระทำความผิดที่ไม่ยอมกระทำตามคำสั่งศาลอาจถูกศาลลงโทษในข้อหา "หมิ่นศาล" (contempt of court)
สิงคโปร์	ครบวงจร - Monetary Authority of Singapore (MAS)	การดำเนินคดีเกี่ยวกับความผิดร้ายแรง (เช่น การใช้ข้อมูลภายใน) จะต้องได้รับความเห็นชอบจากอัยการก่อน ก.ล.ต. มีอำนาจปรับบุคคลที่กระทำความผิดในคดีแพ่ง ไม่ว่าจะบุคคลนั้นจะยอมรับโทษหรือไม่ ในจำนวนสูงสุดไม่เกินสามเท่าของผลกำไรที่ผู้กระทำความผิดได้รับ หรือสามเท่าของผลขาดทุนที่หลบเลี่ยง ค่าปรับขั้นต่ำ 50,000 เหรียญสิงคโปร์
ไต้หวัน	ครบวงจร - Financial Supervisory Commission (FSC)	เนื่องจาก FSC เป็นองค์กรที่มีอำนาจกึ่งตุลาการ (quasi-judicial power) จึงสามารถกำกับดูแลและใช้บังคับกฎหมายอย่างเข้มงวด สำนักตรวจสอบ (Examination Bureau) ขององค์กรมีอำนาจในการเรียกบุคคลต่างๆ มาให้ปากคำ และส่งเจ้าหน้าที่เข้าสืบค้นในอาคารสถานที่เพื่อหาหลักฐาน
เกาหลีใต้	ครบวงจร - Financial Supervisory Commission (FSC)	เนื่องจาก FSC เป็นองค์กรที่มีอำนาจกึ่งตุลาการ (quasi-judicial power) จึงสามารถกำกับดูแลและใช้บังคับกฎหมายอย่างเข้มงวด

ที่มา: เว็บไซต์ ก.ล.ต. ของประเทศต่างๆ

ดร. ประสาร ไตรรัตน์วรกุล อธิบดีเลขาธิการสำนักงาน ก.ล.ต. สรุปปัญหาของการดำเนินคดีหลักทรัพย์  
ไว้ในงานวิจัยปี พ.ศ. 2545 ดังต่อไปนี้

“การดำเนินคดี โดยเฉพาะกรณีที่ต้องดำเนินการกล่าวโทษต่อพนักงานสอบสวน ต้องผ่านการพิจารณาของหลายหน่วยงาน ได้แก่ พนักงานสอบสวน และพนักงานอัยการ ก่อนที่จะพิจารณาในชั้นศาล โดยในแต่ละขั้นตอนต้องใช้เวลาในการดำเนินการ ทำให้การดำเนินคดีต้องใช้เวลาาน ประกอบกับมีการโยกย้าย และสับเปลี่ยนตัวบุคคลผู้รับผิดชอบบ่อยครั้ง ทำให้เป็นอุปสรรคในการพัฒนาบุคลากรให้มีความเชี่ยวชาญและมีประสบการณ์ ซึ่งเป็นสิ่งที่สำคัญอย่างยิ่ง โดยเฉพาะในคดีที่เกี่ยวกับการกระทำความผิดไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งมีองค์ประกอบของกฎหมายค่อนข้างซับซ้อน และต้องอาศัยความรู้ ความเข้าใจพื้นฐานเกี่ยวกับตลาดทุนและเจตนารมณ์ของกฎหมาย รวมทั้งจะต้องปรับตัวให้ทันต่อการเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีที่เกี่ยวข้อง ส่งผลให้การดำเนินคดีกับผู้กระทำความผิดขาดความต่อเนื่อง และดำเนินไปด้วยความล่าช้า จนก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง”<sup>4</sup>

## 2. กฎหมายยังไม่มีช่องทางให้นักลงทุนใช้สิทธิตรวจสอบบริษัทในฐานะเจ้าของบริษัท หรือฟ้องร้องผู้กระทำผิดด้วยตัวเองได้โดยสะดวก

นอกเหนือจากปัญหาที่กระบวนการยุติธรรมไทยยังล่าช้าและไม่เอื้ออำนวยต่อการลงโทษผู้กระทำผิดอย่างทันที่แล้ว กฎหมายไทยก็ยังไม่เปิดช่องให้นักลงทุนมีสิทธิหรือส่วนร่วมการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในฐานะ “เจ้าของ” บริษัท เพื่อตรวจสอบหรือยับยั้งการทุจริตฉ้อฉลของผู้บริหารก่อนที่จะเกิดความเสียหายเท่าที่ควร ยกตัวอย่างเช่น ผู้ถือหุ้นรายย่อยยังไม่มีสิทธิเสนอชื่อบุคคลเข้าเป็นกรรมการบริษัทจดทะเบียน และต้องใช้เสียงถึงร้อยละ 20 ในการเรียกประชุมผู้ถือหุ้นวิสามัญ นอกจากนี้ การที่ประเทศไทยยังไม่มีกฎหมายดำเนินคดีแบบรวมกลุ่ม (class action law) และ ก.ล.ต. เองก็ไม่มีอำนาจตามกฎหมายที่จะดำเนินคดีและเรียกร้องค่าเสียหายจากการกระทำผิดแทนนักลงทุน ทำให้นักลงทุนยังไม่มีช่องทางในการฟ้องร้องเรียกค่าเสียหายที่สะดวกและไม่ต้องเสียค่าจ้างทนายที่แพงลิบล้ำจนไม่คุ้มค่าความเสียหายที่จะเรียกร้อง

ผลการประเมินระดับธรรมาภิบาลในตลาดทุนไทยโดยธนาคารโลก ภายใต้โครงการ Corporate Governance Assessment Report on the Observance of Standards and Codes (CG-ROSC) เมื่อปี 2548 ชี้ว่า สิทธิของผู้ถือหุ้นในประเทศไทยยังต้องปรับปรุงอีกมากในหลายประเด็น โดยเฉพาะเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศข้างเคียง ดังรายละเอียดในตารางต่อไปนี้

<sup>4</sup> ดร. ประสาร ไตรรัตน์วรกุล, “ความจำเป็นและแนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทย,” เอกสารวิจัยส่วนบุคคล วิทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร ประจำปีการศึกษา พ.ศ. 2545-2546 หน้า 120

## ประเด็นด้านสิทธิของผู้ถือหุ้นที่ธนาคารโลกเสนอว่าประเทศไทยควรปรับปรุง จากรายงาน CG-ROSC

ประเด็น	ข้อเสนอของธนาคารโลก	ไทย	อินเดีย	เกาหลีใต้	อินโดนีเซีย	ฟิลิปปินส์
การเลือกกรรมการบริษัท	ให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยเสนอชื่อ candidate ผ่าน nominating committee	✗	✓ เสนอชื่อต่อ คณะกรรมการ ≥ 14 วันก่อน AGM	✓ เสนอชื่อผ่าน nominating committee	✗	✗
ผู้ถือหุ้นเรียกประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้น (Extraordinary Shareholder Meeting หรือ EGM) เองได้ ซึ่งทำให้สามารถถอดถอนกรรมการได้ง่าย	ให้สิทธิผู้ถือหุ้นจัด EGM ได้ โดยบริษัทรับผิดชอบค่าใช้จ่าย	✗ ผู้ถือหุ้น 20% ร้องขอได้ แต่ต้องให้ board เรียกประชุม	✓ ผู้ถือหุ้นรวมกัน 10% เรียกประชุมเองได้	✓ ผู้ถือหุ้นรวมกัน 3% เรียกประชุมเองได้	✗	✗ ผู้ถือหุ้นขอให้ ก.ล.ต. จัดประชุมให้ได้ แต่ต้องรับผิดชอบต่อค่าใช้จ่าย
การเสนอเพิ่มวาระก่อนการประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี (Annual Shareholder Meeting หรือ AGM)	ให้สิทธิผู้ถือหุ้นเสนอเพิ่มวาระก่อนการประชุมได้	✗	✓ วาระเลือกกรรมการ ผู้ถือหุ้นขอเพิ่มชื่อ candidate ได้	✓ ผู้ถือหุ้นรวมกัน 1% ขอเพิ่มวาระ ก่อน AGM 6 สัปดาห์	✗	✓
กฎหมายดำเนินคดีแบบกลุ่ม (class action)	เป็นมาตรการเยียวยาผู้ถือหุ้น	✗	✓	✓	✓	✓
Derivative Action: สิทธิของผู้ถือหุ้นในการฟ้องกรรมการเพื่อเรียกค่าเสียหาย	ควรให้สิทธิผู้ถือหุ้นรวมตัวกันฟ้องแทนบริษัท	✗ ผู้ถือหุ้นรวมกัน 5%	✓ ผู้ถือหุ้นคนเดียวคนหนึ่ง	✓ ผู้ถือหุ้นรวมกัน 0.01%	✓ ผู้ถือหุ้นรวมกัน 10%	✓ ผู้ถือหุ้นคนเดียวคนหนึ่ง

ที่มา: "ตลาดหุ้นไทยหลัง CG-ROSC: ทิศทางในอนาคต" โดย ชาลี จันทนยิ่งยง กรรมการและเลขานุการ คณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติ, 26 ตุลาคม 2548

## 4. กรณีศึกษา: การบังคับใช้เกณฑ์การเปิดเผยสารสนเทศ

ความไม่เท่าเทียมกันในการรับรู้ข้อมูลข่าวสาร (information asymmetry) เป็นหนึ่งในความล้มเหลวของตลาดที่ได้เกริ่นไปแล้วในบทนำของรายงานฉบับนี้ ที่เกิดขึ้นอย่างสม่ำเสมอในตลาดหุ้นทั่วโลก โดยเฉพาะในประเทศกำลังพัฒนาที่โครงสร้างการถือหุ้นยังมีลักษณะกระจุกตัว การซื้อขายหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถขึ้นตลาดได้ ผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่มีโอกาสเข้าถึงข้อมูลได้ทัดเทียมกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ซึ่งส่วนใหญ่

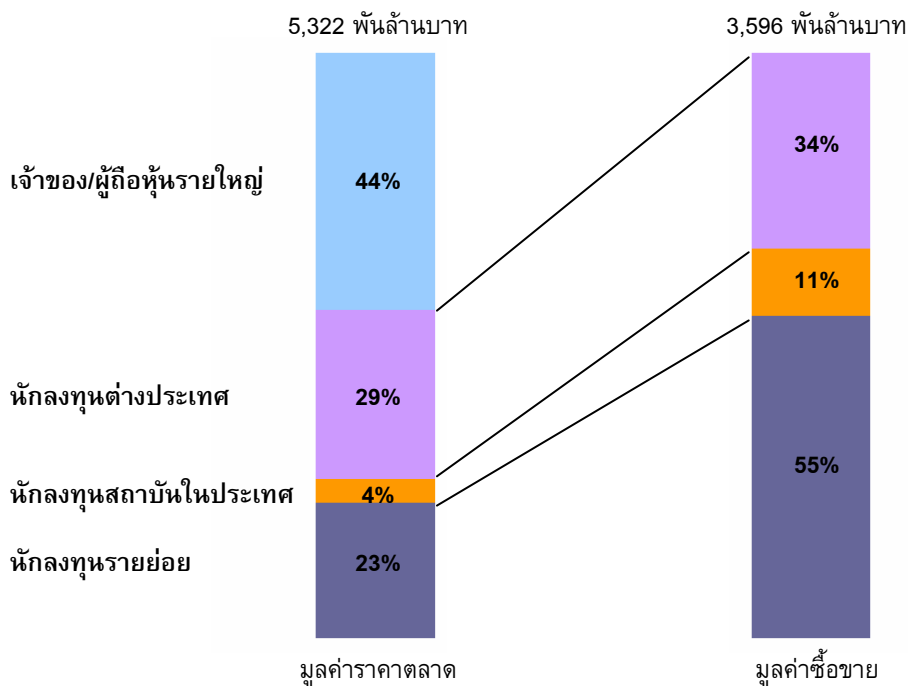
ยังคงเป็นบุคคลกลุ่มเดียวกันกับผู้บริหารและผู้ก่อตั้งบริษัทจดทะเบียน ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันในด้านนี้ส่งผลให้นักลงทุนเกิดความไม่มั่นใจว่าจะเลือกลงทุนผิดบริษัท (adverse selection problem) หรือไม่ และเมื่อลงทุนไปแล้ว บริษัทจะไม่ทำตามสัญญาที่ให้ไว้ หรือนักลงทุนคนอื่นที่ล่วงรู้ข้อมูลภายในจะฉวยโอกาสนั้นสร้างราคาหุ้น (moral hazard problem) หรือไม่ นอกจากนี้ การเปิดเผยสารสนเทศยังเป็นปัจจัยสำคัญที่เอื้อต่อประสิทธิภาพของตลาด เนื่องจากนักลงทุนที่ตัดสินใจลงทุนอย่างมีเหตุผลโดยพิจารณาจากข้อมูลที่เปิดเผยเป็นหลัก จะช่วยให้ราคาหุ้นเคลื่อนไหวในทางที่สอดคล้องกับมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทจดทะเบียน

ดังนั้น ตลาดทุนที่มีธรรมาภิบาลดีจึงต้องกำหนดและบังคับใช้กฎเกณฑ์เกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศที่ตรงตามหลักการที่ 14 ของ IOSCO ที่ว่า “บริษัทจดทะเบียนควรเปิดเผยผลการดำเนินงานและข้อมูลอื่นๆ ที่มีนัยสำคัญต่อการตัดสินใจของนักลงทุน อย่างสมบูรณ์ ทันท่วงที และถูกต้องเที่ยงตรง” เพื่อให้ผู้เกี่ยวข้องทุกฝ่ายมีโอกาสเท่าเทียมกันในการได้รับข้อมูลเพื่อนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน อันจะส่งผลให้ตลาดทุนมีประสิทธิภาพสูงขึ้นในการกระจายสารสนเทศอย่างถูกต้องและทั่วถึง

หน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ในการติดตามให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์นั้น ทำได้ค่อนข้างยากในทางปฏิบัติ เพราะข้อมูลบางอย่างเป็นเพียงข่าวลือเท่านั้น อย่างไรก็ตาม ตลาดหลักทรัพย์ควรสนับสนุนให้เกิด “วัฒนธรรมการเปิดเผยสารสนเทศ” ในตลาด โดยกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนมีหน้าที่เปิดเผยข้อมูลอย่างต่อเนื่อง

การเปิดเผยสารสนเทศมีความสำคัญอย่างยิ่งในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศกำลังพัฒนาเช่นประเทศไทย ที่นักลงทุนรายย่อยส่วนใหญ่ยังซื้อขายหลักทรัพย์แบบเก็งกำไร คือเล่นตามข่าวลือที่ได้ยินมาเท่านั้น โดยปราศจากปัจจัยพื้นฐานรองรับ พฤติกรรมการเก็งกำไรของนักลงทุนรายย่อยนั้นสะท้อนให้เห็นจากปริมาณการซื้อขายที่คิดเป็นประมาณร้อยละ 55 ของมูลค่าการซื้อขายรวมของทั้งตลาด สูงสุดในบรรดานักลงทุนทุกประเภทต่างๆ ที่นักลงทุนรายย่อยถือหุ้นรวมกันเพียงร้อยละ 23 ของมูลค่าตลาดรวมเท่านั้น ดังแสดงในแผนภูมิต่อไปนี้

ส่วนแบ่งมูลค่าตลาด และมูลค่าการซื้อขายของนักลงทุนประเภทต่าง ๆ ใน ตลท. 10 เดือนแรกของปี 2549



ที่มา: [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com), การประเมินของผู้เขียน

เนื่องจากการปล่อยข่าวลือด้านบวกที่ไม่มีมูลความจริง เพื่อหลอกให้นักลงทุนรายย่อยหลงกลมาซื้อหุ้นนั้น เป็นกลยุทธ์หลักของเจ้ามือปั่นหุ้นหลายราย จึงจำเป็นต้องอย่างยิ่งที่ ก.ล.ต. และ ตลท. จะกำหนดกฎเกณฑ์การเปิดเผยสารสนเทศที่ชัดเจนซึ่งกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนและผู้มีข้อมูลภายในเปิดเผยสารสนเทศสำคัญอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในกรณีเกิดข่าวลือที่มีนัยสำคัญต่อการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น ตลอดจนมีมาตรการลงโทษผู้เผยแพร่สารสนเทศซึ่งปรากฏภายหลังว่าเป็นเท็จอย่างจริงจัง

#### 4.1 แนวทางการกำกับดูแล และมาตรฐานสากลด้านการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียน

รายงานของคณะกรรมการด้านเทคนิค (Technical Committee) ของ IOSCO เรื่อง “Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities” (ตุลาคม 2545) อธิบายว่าแนวทางที่ ก.ล.ต. ทั่วโลกใช้ในการกำกับดูแลด้านการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียนนั้นมี 2 แนวทางหลักๆ ได้แก่ การใช้เกณฑ์แบบเฉพาะเจาะจง และการใช้เกณฑ์แบบทั่วไป โดย ก.ล.ต. หลายประเทศใช้ทั้ง 2 แนวทางควบคู่กันไป เช่น สหรัฐอเมริกาและประเทศไทย

ภายใต้เกณฑ์แบบเฉพาะเจาะจง (Prescription Approach) ก.ล.ต. จะกำหนดเหตุการณ์ต่างๆ ที่เข้าข่าย “สารสนเทศสำคัญ” ที่บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยต่อสาธารณะทันที ตัวอย่างประเทศที่ระบุเกณฑ์แบบเฉพาะเจาะจงได้แก่ ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น และบราซิล ในสหรัฐอเมริกา บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยสารสนเทศสำคัญภายใน 2 วันทำการ ในประเทศไทย ก.ล.ต. กำหนดให้บริษัทต้องเปิดเผยสารสนเทศภายในอย่างน้อย 1 ชั่วโมง ก่อนเวลาตลาดเปิดในแต่ละรอบ หรือหลังเวลาการซื้อขาย

ภายใต้เกณฑ์แบบทั่วไป (General Approach) ก.ล.ต. จะกำหนดกว้างๆ ให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผย “สารสนเทศสำคัญ” ที่จะส่งผลต่อราคาซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ โดยไม่กำหนดเหตุการณ์ต่างๆ ที่เข้าข่ายสารสนเทศสำคัญอย่างละเอียด ตัวอย่างของประเทศที่ใช้แนวทางนี้ได้แก่ ก.ล.ต. ในกลุ่มประเทศสมาชิกสหภาพยุโรป

นอกเหนือจาก “เหตุการณ์สำคัญ” ที่บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยสารสนเทศ เช่น การร่วมทุน การควบรวมกิจการ การประกาศจ่ายหรือไม่จ่ายเงินปันผล การได้มาหรือสูญเสียสัญญาทางการค้าที่สำคัญ การกั๊ยเงินในจำนวนที่มีนัยสำคัญ และการออกหุ้นเพิ่มทุน ก.ล.ต. หลายประเทศ รวมทั้ง ก.ล.ต. ของประเทศไทยด้วย กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องชี้แจงทันทีที่เกิด “ข่าวลือ” ที่เข้าข่ายเหตุการณ์สำคัญดังกล่าว ว่าข่าวลือนั้นเป็นจริงหรือไม่เพียงใด

อย่างไรก็ตาม การบังคับใช้กฎการเปิดเผยสารสนเทศนั้นควรต้องคำนึงถึงต้นทุนของบริษัทจดทะเบียนในการเปิดเผยด้วย โดยควรให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอต่อการตัดสินใจของนักลงทุน แต่ไม่มากจนถึงขนาดต้องโต้ตอบข่าวลือทุกชิ้น หรือเปิดเผยความลับทางการค้าที่อาจทำให้บริษัทสูญเสียความได้เปรียบในการดำเนินธุรกิจ ดังนั้น สารสนเทศบางเรื่องจึงอาจจำเป็นต้องขออนุมัติจากผู้ถือหุ้นก่อนการเปิดเผย

ความสำคัญของการหาจุดสมดุลระหว่างต้นทุนของบริษัทจดทะเบียน และประโยชน์ของผู้ลงทุนจากการเปิดเผยสารสนเทศ ทำให้กล่าวได้ว่าเป้าหมายหลักของเกณฑ์การเปิดเผยสารสนเทศควรเป็น “การเปิดเผยที่เหมาะสมที่สุด” (optimal disclosure) ไม่ใช่ “การเปิดเผยทั้งหมด” (complete disclosure) โดยทั่วไป บริษัทจดทะเบียนมักยินดีที่จะเปิดเผยสารสนเทศใดๆ ก็ตาม ตราบใดที่ต้นทุนของการเปิดเผยข้อมูลนั้นไม่สูงเกินกว่าประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ทั้งนี้ การเปิดเผยสารสนเทศสำคัญดังกล่าวข้างต้นถือเป็น “การเปิดเผยชนิดต่อเนื่อง” (ongoing disclosure) ซึ่งเป็นการเปิดเผยตามสภาวะการณ์ของบริษัทจดทะเบียน และสภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทนั้นๆ ไม่รวมสารสนเทศประเภท “การเปิดเผยเป็นครั้งคราว” (periodic disclosure) ที่บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยตามกำหนดเวลาที่ระบุในกฎของ ก.ล.ต. และ ตลท. อยู่แล้ว เช่น งบการเงินรายไตรมาส รายการระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกันประจำปี รายงานประจำปี ฯลฯ

รายงาน IOSCO ฉบับดังกล่าวข้างต้นระบุว่า ก.ล.ต. ควรใช้หลักการ 7 ข้อ สำหรับเกณฑ์การเปิดเผยอย่างต่อเนื่องของสารสนเทศสำคัญ ดังต่อไปนี้

1. บริษัทจดทะเบียนต้องมีหน้าที่ในการเปิดเผยสารสนเทศสำคัญที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน
2. บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยสารสนเทศทันทีที่เกิดเหตุการณ์สำคัญขึ้น
3. บริษัทจดทะเบียนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มากกว่าหนึ่งแห่ง ต้องเปิดเผยสารสนเทศสำคัญพร้อมๆ กัน และมีใจความเหมือนกันในทุกตลาดหลักทรัพย์ที่ตนจดทะเบียนอยู่
4. บริษัทจดทะเบียนต้องเผยแพร่สารสนเทศสำคัญอย่างทันท่วงทีด้วยวิธีที่มีประสิทธิภาพ
5. การเปิดเผยชนิดต่อเนื่องต้องตั้งอยู่บนพื้นฐานของข้อเท็จจริง ไม่ก่อให้เกิดความเข้าใจผิด หลอกหลอนนักลงทุน หรือละเว้นข้อมูลสำคัญ
6. สารสนเทศสำคัญที่บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยอย่างต่อเนื่องนั้นต้องเปิดเผยอย่างเท่าเทียมกัน ไม่เปิดเผยต่อบุคคลกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งก่อนที่จะเปิดเผยต่อสาธารณะ อย่างไรก็ตาม ข้อนี้อาจยกเว้นได้ในกรณีการสื่อสารระหว่างบริษัทกับที่ปรึกษาทางการเงินหรือสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ หรือการติดต่อเจรจากับลูกค้า พนักงาน สหภาพแรงงาน หรือบุคคลอื่นๆ ในการดำเนินธุรกิจปกติของบริษัท ซึ่งในกรณีนี้บุคคลต่างๆ ที่ได้รับข้อมูลต้องมีหน้าที่เก็บข้อมูลดังกล่าวไว้เป็นความลับ
7. บริษัทจดทะเบียนต้องมีความรับผิดชอบต่อนหน้าที่ในการเปิดเผยสารสนเทศ

## 4.2 การเปิดเผยสารสนเทศชนิดต่อเนื่อง และการขึ้นเครื่องหมาย H และ SP

### 4.2.1 เกณฑ์การเปิดเผยสารสนเทศชนิดต่อเนื่องใน ตลท.

ในประเทศไทย ก.ล.ต. และ ตลท. ใช้กฎเกณฑ์ทั้งแบบเฉพาะเจาะจงและแบบทั่วไป ในการกำหนดข้อบังคับและแนวทางการเปิดเผยสารสนเทศชนิดต่อเนื่องของบริษัทจดทะเบียน โดย ตลท. ได้กำหนด “แนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียน” ในประกาศ ตลท. ฉบับที่ บจ/ป 23-00 ซึ่งมีใจความสำคัญดังต่อไปนี้

- (1) การเปิดเผยสารสนเทศที่สำคัญให้ประชาชนทราบโดยทันที  
บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยสารสนเทศเกี่ยวกับการดำเนินงานที่สำคัญของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยให้ประชาชนได้ทราบโดยทันที ยกเว้นในกรณีพิเศษบางกรณี
- (2) การเผยแพร่สารสนเทศต่อประชาชนอย่างทั่วถึง  
บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยสารสนเทศที่สำคัญต่อประชาชนในลักษณะเพื่อให้มีการเผยแพร่ได้อย่างทั่วถึงเท่าที่ทำได้

## (3) การชี้แจงกรณีที่มีข่าวลือหรือข่าวสารต่าง ๆ

ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนทราบถึงข่าวลือหรือข่าวสารต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นจริงหรือไม่ก็ตาม บริษัทจดทะเบียนต้องชี้แจงเกี่ยวกับข่าวลือหรือข่าวสารนั้นโดยเร็วที่สุดเท่าที่จะทำได้เนื่องจากข่าวลือหรือข่าวสารนั้นอาจจะมีหรือได้มีผลต่อการซื้อขายหลักทรัพย์หรือจะมีผลต่อการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน

## (4) การดำเนินการเมื่อการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนผิดไปจากสภาพปกติของตลาด

ในกรณีที่การซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนผิดไปจากสภาพปกติของตลาด บริษัทจดทะเบียนต้องพิจารณาว่า มีข่าวลือหรือเหตุการณ์สำคัญอื่นที่บริษัทต้องดำเนินการให้เป็นไปตามแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศนี้ หากบริษัทจดทะเบียนได้พิจารณาแล้วยังไม่ทราบสาเหตุของการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผิดปกติ บริษัทต้องแจ้งให้ทราบทั่วกันว่าบริษัทไม่มีพัฒนาการใด ๆ ที่สำคัญเกี่ยวกับธุรกิจและการดำเนินงานของบริษัทนอกเหนือจากที่ได้แจ้งให้ทราบแล้ว หรือตามที่บริษัททราบไม่มีเหตุผลใดที่จะทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทผิดไปจากสภาพปกติของตลาด

## (5) การเปิดเผยในเชิงส่งเสริมที่ไม่มีเหตุอันสมควร

บริษัทจดทะเบียนต้องละเว้นการเปิดเผยสารสนเทศในลักษณะเชิงส่งเสริมที่เกินความจำเป็นในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัท การเปิดเผยสารสนเทศในลักษณะดังกล่าวรวมถึง

(ก) การออกข่าวโดยใช้คำที่ไม่เหมาะสม

(ข) การประกาศข่าวให้แก่ประชาชนโดยไม่มีพัฒนาการที่แท้จริงในกิจกรรมของบริษัทสนับสนุน

(ค) การรายงานหรือการคาดคะเนที่เกินความเป็นจริง

(ง) การเปิดเผยโดยใช้คำที่หยาบคาย ฟุ้งเฟ้อ หรือในรูปแบบอื่นที่เกินความจริง ซึ่งอาจทำให้ผู้ลงทุนหลงผิด และเป็นเหตุให้เกิดการเคลื่อนไหวของราคาหรือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทโดยไม่มีเหตุผลสมควร

(6) การซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนโดยใช้สารสนเทศภายใน บุคคลภายในต้องไม่ทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยใช้สารสนเทศที่สำคัญที่ยังมิได้เปิดเผยต่อประชาชน นอกจากนี้แม้ว่าภายหลังจากที่สารสนเทศที่สำคัญได้เปิดเผยแล้ว บุคคลภายในควรละเว้นจากการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนเป็นระยะเวลาหนึ่ง เพื่อเปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนได้มีการประเมินสารสนเทศนั้นตามสมควร

ในนิยามของ ตลท. “สารสนเทศซึ่งต้องเปิดเผยโดยทันที” หมายถึง “...สารสนเทศเกี่ยวกับการดำเนินงาน หรือเหตุการณ์ หรือสภาพการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเข้าหลักเกณฑ์ข้อใดข้อหนึ่ง ดังต่อไปนี้

(ก) เมื่อสารสนเทศนั้นจะมีผลต่อราคาซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ หรือ

(ข) เมื่อสารสนเทศนั้นถือได้ว่าสำคัญต่อผู้ลงทุนที่ใช้ผลการวิเคราะห์สารสนเทศของนักวิเคราะห์หรือผู้เชี่ยวชาญในการเลือกตัดสินใจลงทุน หรือ

(ค) เมื่อสารสนเทศนั้นมีหรือจะมีผลกระทบต่อสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้น

การพิจารณาว่าสารสนเทศใดสำคัญซึ่งต้องเปิดเผยตามหลักเกณฑ์ที่กล่าวข้างต้น ให้ถือเป็นความรับผิดชอบของบริษัทจดทะเบียน”

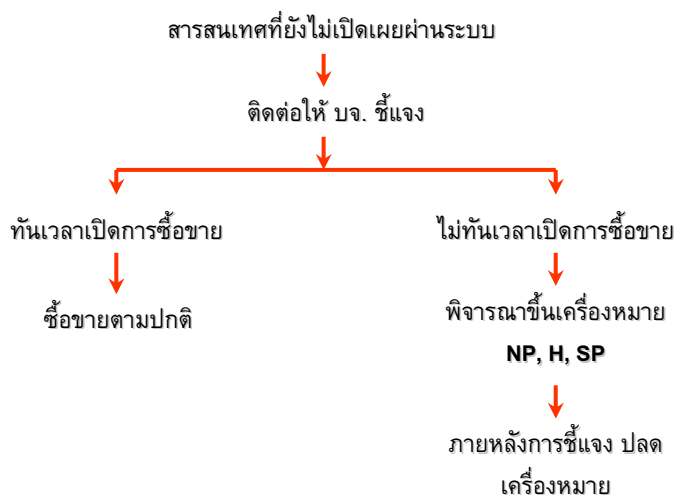
## 4.2.2 การขึ้นเครื่องหมาย H และ SP ในตลาดหลักทรัพย์

การสั่งห้ามซื้อขายหลักทรัพย์ชั่วคราวด้วยการขึ้นเครื่องหมาย H (Trading Halt) หรือ SP (Suspension) เป็นมาตรการสำคัญของ ตลท. ในการบังคับให้บริษัทจดทะเบียนรายงานสารสนเทศต่อ ตลท.

ทันทีที่ ตลท. ทราบว่า “มีสารสนเทศสำคัญซึ่ง ตลท. ยังไม่ได้รับรายงานจากบริษัทจดทะเบียน และอยู่ในระหว่างที่ ตลท. กำลังสอบถามข้อเท็จจริงและรอคำชี้แจงจากบริษัทจดทะเบียน” แต่บริษัทจดทะเบียนรายงานไม่ทันเวลาเปิดตลาดรอบต่อไป หรือมีฉะนั้นภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ก็มีข้อบ่งชี้ว่าน่าจะมีผู้ลงทุนบางกลุ่มทราบสารสนเทศสำคัญ ที่บริษัทจดทะเบียนยังไม่ได้เปิดเผยต่อ ตลท. ดังนั้น ชาวถือส่วนใหญ่ที่มีนัยสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นจึงเข้าข่าย “สารสนเทศสำคัญ” ซึ่ง ตลท. สามารถสั่งให้บริษัทจดทะเบียนชี้แจงด้วยการขึ้นเครื่องหมาย H หรือ SP

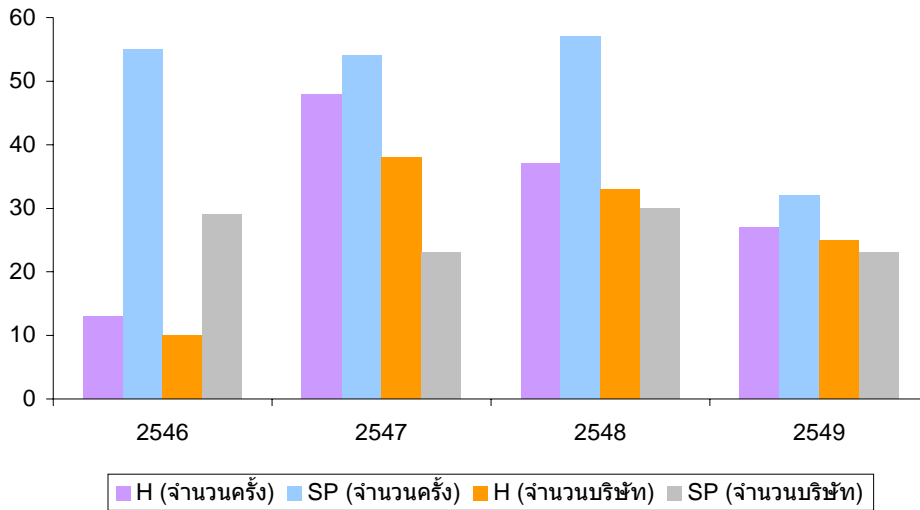
เครื่องหมาย H หมายถึงการห้ามซื้อขายหลักทรัพย์โดยมีระยะเวลาไม่เกิน 1 ช่วงเวลาการซื้อขายหลักทรัพย์ (เช่น ช่วงเช้าระหว่างที่ตลาดเปิด ระหว่างเวลา 10.00 – 12.30 น.) โดย ตลท. จะยกเลิกคำสั่งห้ามการซื้อขายชั่วคราว (ปลดเครื่องหมาย H ออกจากกระดาน) เมื่อบริษัทจดทะเบียนได้เปิดเผยสารสนเทศ (หรือปฏิเสธว่าข้อมูลดังกล่าวไม่เป็นความจริง) ต่อ ตลท. แล้ว หากบริษัทจดทะเบียนไม่สามารถเปิดเผยสารสนเทศได้ภายในระยะเวลา 1 ช่วงการซื้อขาย ตลท. จะเปลี่ยนจากเครื่องหมาย H เป็น SP (Suspension) ซึ่งเป็นเครื่องหมายพักการซื้อขายชั่วคราว ตามจำนวนวันที่ ตลท. กำหนด ซึ่งโดยมากใช้เวลา 3-4 วัน หากเป็นกรณีที่รอบบริษัทจดทะเบียนแจ้งข้อมูล แต่ระยะเวลาของการขึ้น SP อาจยาวกว่านั้นได้ เพราะเครื่องหมายนี้ยังใช้สั่งพักการซื้อขายชั่วคราวในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนฝ่าฝืนหรือละเลยไม่ปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อบังคับระเบียบประกาศ และคำสั่งต่าง ๆ ของ ตลท. ซึ่งในกรณีนี้ ตลท. จะสั่งพักการซื้อขายจนกว่าบริษัทจดทะเบียนจะแก้ไขข้อบกพร่องหรือความผิดพลาดให้ถูกต้อง เช่น แก้ไขงบการเงินให้ถูกต้องตามมาตรฐานบัญชี แต่งตั้งคณะกรรมการตรวจสอบที่ยังไม่เรียบร้อย ฯลฯ

นอกจากเครื่องหมาย H และ SP ตลท. ยังใช้เครื่องหมาย NP (Notice Pending) เพื่อแจ้งให้นักลงทุนทราบว่า มีข่าวหรือข้อมูลสำคัญที่อาจมีผลกระทบต่อการซื้อขาย แต่ไม่ถึงระดับต้องหยุดพักการซื้อขาย กระบวนการขึ้นเครื่องหมายของ ตลท. สามารถสรุปเป็นแผนผังได้ดังนี้



ตั้งแต่ต้นปี 2546 จนถึงสิ้นเดือนพฤศจิกายน 2549 ตลท. ขึ้นเครื่องหมาย H เฉลี่ยปีละ 31 ครั้ง เพื่อพักการซื้อขาย 26 บริษัทต่อปีโดยเฉลี่ย และขึ้นเครื่องหมาย SP เฉลี่ยปีละ 49 ครั้ง เพื่อพักการซื้อขาย 26 บริษัทต่อปีโดยเฉลี่ยเช่นกัน โดยปี 2547 เป็นปีที่มีการขึ้นเครื่องหมาย H ถิ่นที่สุดคือ 48 ครั้ง ดังแสดงในกราฟต่อไปนี้

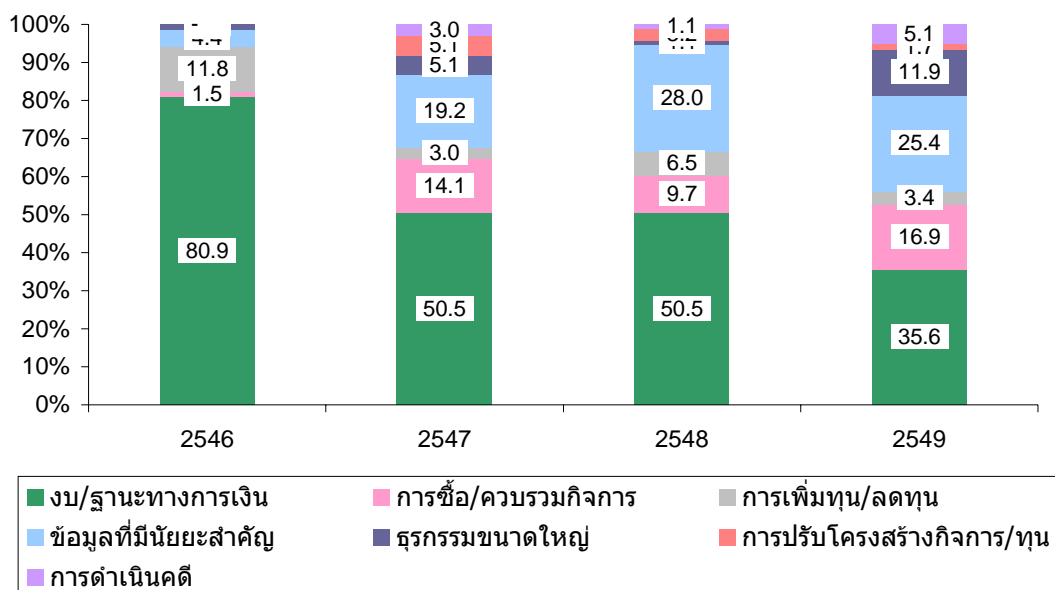
## สถิติการขึ้นเครื่องหมาย H และ SP ของ ตลท. ระหว่างปี พ.ศ. 2546 – 2549 YTD\*



\*หมายเหตุ: สถิติการขึ้นเครื่องหมาย H ไม่รวมบริษัทจดทะเบียนที่ถูกขึ้นเครื่องหมาย H แล้วเปลี่ยนเป็น SP ในภายหลัง  
ที่มา: [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com)

สำหรับเหตุผลในการขึ้นเครื่องหมาย H และ SP นั้น ส่วนใหญ่คือระหว่างร้อยละ 35.6 ในปี 2549 ถึง ร้อยละ 80.9 ในปี 2546 เป็นกรณีเกี่ยวกับงบการเงินหรือฐานะทางการเงิน เช่น บริษัทจดทะเบียนนำส่งงบการเงินล่าช้า หรือฐานะทางการเงินเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยยะสำคัญ ซึ่งทั้งสองกรณีส่วนใหญ่เข้าข่าย “การเปิดเผยเป็นครั้งคราว” (periodic disclosure) ที่บริษัทจดทะเบียนต้องทำตามตารางเวลาที่แน่นอนอยู่แล้ว ดังรายละเอียดในกราฟและตารางด้านล่างนี้

## เหตุผลในการขึ้นเครื่องหมาย H และ SP ของ ตลท. ระหว่างปี พ.ศ. 2546 – 2549 YTD (ร้อยละ)



ที่มา: [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com)

### เหตุผลในการขึ้นเครื่องหมาย H และ SP ของ ตลท. ระหว่างปี พ.ศ. 2546 – 2549 YTD (จำนวนรายการ)

ปี	งบ/ฐานะทางการเงิน	การซื้อ/ควมรวมกิจการ	การเพิ่มทุน/ลดทุน	ข้อมูลที่มีนัยยะสำคัญ	ธุรกรรมขนาดใหญ่	การปรับโครงสร้างกิจการ/ทุน	การดำเนินคดี	รวม (รายการ)
2546	55	1	8	3	1	0	0	68
2547	50	14	3	19	5	5	3	99
2548	47	9	6	26	1	3	1	93
2549 (10 เดือน)	21	10	2	15	7	1	3	59
<b>2546-2549</b>	<b>173</b>	<b>34</b>	<b>19</b>	<b>63</b>	<b>14</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>289</b>

ที่มา: [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com)

เมื่อเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ สถิติในการขึ้นเครื่องหมาย H และ SP ของ ตลท. เมื่อคิดเป็นอัตราส่วนจำนวนครั้งที่ขึ้นเครื่องหมาย H/SP ต่อจำนวนบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดต่อปี อยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกับตลาดหุ้นมาเลเซีย, NYSE, และ NASDAQ ซึ่งล้วนใช้เครื่องหมาย H/SP ต่ำกว่าตลาดหุ้นฮ่องกง ในขณะที่ตลาดหุ้นไต้หวันมีอัตราการขึ้นเครื่องหมายต่ำที่สุดในกลุ่มนี้ คือใช้เพียง 0.024 ครั้งต่อบริษัทจดทะเบียนต่อปีเท่านั้น เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยที่ 0.185 ครั้งต่อบริษัทจดทะเบียนต่อปี ดังรายละเอียดต่อไปนี้

### เปรียบเทียบสถิติการขึ้นเครื่องหมาย H และ SP ของ ตลท. กับตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ

ตลาดหลักทรัพย์	จำนวนครั้งที่ขึ้น H / SP	จำนวนเดือนที่สำรวจ	จำนวนปีที่สำรวจ	จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาด	จำนวน H/SP ต่อจำนวนบริษัทจดทะเบียนต่อปี
ฮ่องกง	489	12	1	867	0.564
มาเลเซีย	505	51	4.3	770	0.154
อเมริกา - NYSE	376	18	1.5	2,400	0.104
อเมริกา - NASDAQ	714	16	1.3	5,278	0.102
ไต้หวัน	27	24	2	559	0.024
ไทย	68 ('46)	12	1	407	0.167
	102 ('47)	12	1	439	0.232
	94 ('48)	12	1	468	0.201
	59 ('49)	12	1	524	0.113
<b>ค่าเฉลี่ย</b>				<b>1,301</b>	<b>0.185</b>

ที่มา: Report on Trading Halts and Market Closures, IOSCO, 2002, [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com)

แม้ว่ากฎของ ตลท. จะอนุญาตให้บริษัทจดทะเบียนเป็นผู้ขอขึ้นเครื่องหมาย H หรือ SP ได้ด้วยตัวเอง มีเพียง 18 ครั้งเท่านั้นระหว่างช่วงเวลาดังกล่าว ที่บริษัทจดทะเบียนเป็นผู้ขอขึ้นเครื่องหมาย H หรือ SP ซึ่งอาจแสดงให้เห็นว่า “วัฒนธรรมการเปิดเผยข้อมูล” ยังอยู่ในระยะเริ่มแรกเท่านั้นในตลาดหุ้นไทย

สารสนเทศที่เข้าข่าย “การเปิดเผยชนิดต่อเนื่อง” (ongoing disclosure) ซึ่งครอบคลุมข่าวลือส่วนใหญ่ในห้องค้าในประเด็นต่างๆ เช่น ข้อมูลที่มีนัยยะสำคัญ (price sensitive information), ข่าวการซื้อขายหรือควมรวมกิจการ ข่าวการเพิ่มทุนหรือลดทุน ข่าวการปรับโครงสร้างกิจการหรือโครงสร้างทุน และข่าวการทำธุรกรรมขนาดใหญ่ มีสัดส่วนรวมกันค่อนข้างสูงในแต่ละปี คือระหว่างร้อยละ 19 ในปี 2546 ถึงร้อยละ 61 ในปี 2549

จากสารสนเทศทั้งหมดที่เปิดเผยอันเนื่องมาจากการขึ้นเครื่องหมาย H และ SP แสดงให้เห็นว่า ตลท. ได้ใช้ความพยายามในระดับหนึ่งในการติดตามข่าวลือสำคัญ และบังคับให้บริษัทจดทะเบียนชี้แจงข่าวลือดังกล่าวต่อสาธารณะ

อย่างไรก็ตาม สารสนเทศที่เปิดเผยในประเภทเหล่านั้นรวมกันทั้งหมดยังมีจำนวนค่อนข้างน้อย คือรวมกัน 158 รายการ หรือคิดเป็นการแจ้งสารสนเทศเฉลี่ยปีละ 39.5 รายการ เมื่อเทียบกับปริมาณข่าวลืออันมหาศาลที่มีผลต่อการปรับตัวของราคาหุ้นในแต่ละปี โดยเฉพาะข่าวลือที่แวดล้อมหุ้นที่มีปริมาณการซื้อขายสูงเข้าลักษณะ “หุ้นแก๊งกำไร” เช่น PICNI, APURE, N-PARK, EWC และ KMC โดยเมื่อเปรียบเทียบรายชื่อหุ้นที่มีปริมาณการซื้อขายสูงติดปกติใน Turnover List ของ ก.ล.ต. ที่บริษัทหลักทรัพย์ต้องรายงาน (กล่าวคือมีสัดส่วน Turnover รายสัปดาห์เท่ากับหรือสูงกว่า 20% และมีอัตราส่วน P/E Ratio สูงกว่า 100 เท่า หรือมีผลการดำเนินงานขาดทุน หรืออยู่ในหมวดพื้นฟูกิจการ) ตั้งแต่ปี 2547 เป็นต้นมา กับรายชื่อหุ้นที่มีการขึ้นเครื่องหมาย H หรือ SP ในปีเดียวกัน พบว่ามีหุ้นเพียง 13 ตัวที่บริษัทหลักทรัพย์ต้องรายงาน และถูกส่งพักการซื้อขายชั่วคราวในปีเดียวกัน ดังแสดงในตารางต่อไปนี้

#### หุ้นที่ถูกขึ้นเครื่องหมาย H หรือ SP และอยู่ใน Turnover List ที่บริษัทหลักทรัพย์ต้องรายงาน

ปี	หุ้น	จำนวนครั้งที่ขึ้น H/SP	จำนวนสัปดาห์ที่ติด Turnover List ในระดับที่บริษัทหลักทรัพย์ต้องรายงาน
2547	BCP	2	3
	KMC	1	4
	N-PARK	3	10
	หุ้นตัวอื่นๆ	96 (จำนวนหุ้น)	153 (จำนวนหุ้น)
2548	APURE	3	8
	CEI	6	3
	CK	1	3
	IEC	1	10
	KMC	2	2
	N-PARK	3	2
	PICNI	6	7
	หุ้นตัวอื่นๆ	72 (จำนวนหุ้น)	133 (จำนวนหุ้น)
2549 (8 เดือนแรก)	BSBM	1	1
	CEI	4	1
	IEC	1	26
	KTP	1	2
	PICNI	4	18
	POWER	1	3
	หุ้นตัวอื่นๆ	57 (จำนวนหุ้น)	77 (จำนวนหุ้น)

ที่มา: [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com), เว็บไซต์ ก.ล.ต.

แม้ว่าหุ้น 13 ตัวในตารางดังกล่าวข้างต้นจะเป็นส่วนน้อยเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นที่ถูกส่งพักการซื้อขายหรือขึ้น Turnover List ทั้งหมด ข้อเท็จจริงที่ว่า หุ้นส่วนใหญ่ในจำนวนนี้ล้วนเข้าข่าย “หุ้นร้อน” ที่มีการซื้อขายแบบแก๊งกำไรบนพื้นฐานของข่าวลือบ่อยครั้ง สะท้อนให้เห็นว่าคำสั่งพักการซื้อขายหุ้นเหล่านั้นของ ตลท. ล้วนเป็นไปอย่างสมเหตุสมผล ไม่เป็นการใช้อำนาจอย่างเคร่งครัดเกินไป (over-regulation)

นอกจากนี้ ระหว่างช่วงเวลาเดียวกันนั้น มีหุ้นแก๊งกำไรบางตัวที่บริษัทหลักทรัพย์ต้องรายงานที่ติด Turnover List บ่อยครั้ง แต่ ตลท. ไม่เคยสั่งพักการซื้อขาย มีแต่การสั่งพักการซื้อขายด้วยเหตุผลอื่นที่

เกี่ยวเนื่องกับปัญหาในการเปิดเผยสารสนเทศเป็นครั้งคราว (periodic disclosure) ยกตัวอย่างเช่นหุ้นดังต่อไปนี้

- BNT ติด Turnover List รวม 42 สัปดาห์ตั้งแต่ต้นปี 2547 ตลท. ไม่เคยสั่งพักการซื้อขาย
- EWC ติด Turnover List รวม 38 สัปดาห์ตั้งแต่ต้นปี 2547 ตลท. สั่งพักการซื้อขายครั้งเดียวในเดือนพฤษภาคม 2549 เนื่องจากผู้สอบบัญชีไม่สามารถให้ความเชื่อมั่นต่องบการเงินของบริษัทได้

การที่ ตลท. ไม่เคยสั่งพักการซื้อขาย “หุ้นร้อน” หลายตัว อาจเป็นเครื่องชี้ให้เห็นว่า มีนักลงทุนจำนวนมากเล่นหุ้นเก็งกำไรหลายตัวโดยไม่คำนึงถึงสารสนเทศใดๆ แม้กระทั่งข่าวลือเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานซึ่งบริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยตามกฎหมาย สิ่งเดียวที่นักลงทุนจำนวนมากคำนึงถึงคือข่าวลือที่ได้ยินมาว่า เมื่อไหร่ “เจ้ามือ” คนไหนจะ “ปั่น” หุ้นตัวไหน ตนจะได้ฉวยโอกาสทำกำไรด้วย ซึ่งแน่นอนว่าข่าวลือลักษณะนี้ถ้าเป็นจริงก็ไม่ใช้สารสนเทศที่บริษัทจดทะเบียนควรเปิดเผย หากเป็นพฤติกรรมทุจริตที่ผิด พ.ร.บ. หลักทรัพย์ ที่ ตลท. ต้องคอยสอดส่องดูแล และใช้มาตรการอื่นๆ ควบคุมอยู่แล้ว เช่น การห้ามนักลงทุนเล่นหุ้นเก็งกำไรแบบ margin (กู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์) และ net settlement (หักกลบราคาซื้อกับราคาขายหลักทรัพย์เดียวกันในวันเดียวกัน)

ข้อเท็จจริงข้างต้นที่ปรากฏว่า หุ้นที่ถูกขึ้นเครื่องหมาย H หรือ SP และหุ้นที่ติด Turnover List นั้น มีจำนวนน้อยที่เป็นหุ้นกลุ่มเดียวกัน อาจชี้ให้เห็นว่า กฎเกณฑ์เกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศหรือการขึ้นเครื่องหมาย H/SP ไม่สามารถเป็นกฎตายตัว (objective rules) ได้โดยสมบูรณ์แบบ เพราะการเปิดเผยสารสนเทศต้องใช้หลัก optimal disclosure ที่เน้นความสมดุลระหว่างต้นทุนของบริษัทกับประโยชน์ของนักลงทุน (กฎของ ตลท. เองก็ระบุว่า ตลท. “มีอำนาจ” ในการสั่งห้ามการซื้อขายหุ้น ไม่ได้ระบุว่า ตลท. จะต้องสั่งห้ามการซื้อขายทุกครั้งที่มีสารสนเทศสำคัญ) ที่สำคัญยิ่งไปกว่านั้นคือ นักลงทุนรายย่อยจำนวนมากยังเล่นหุ้นเก็งกำไรโดยไม่สนใจสารสนเทศ สนใจแต่ข่าวลือว่าจะมี “เจ้ามือ” มาสร้างราคาให้ตัวเองฉวยโอกาสทำกำไรกับหุ้นตัวไหนเมื่อไหร่เพียงเท่านั้น

อย่างไรก็ดี การที่กฎเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศอาจไม่สามารถเป็นกฎตายตัวได้นั้น มิได้หมายความว่าองค์กรกำกับดูแลไม่ควรยึดหลักการใดๆ เลย ในการบังคับใช้กฎหมาย โดยเฉพาะเมื่อคำนึงถึงหลักการมาภิบาลภาครัฐที่ IMF/Brookings นำเสนอว่า องค์กรกำกับดูแลควร “มีมาตรการที่จะช่วยสร้างความมั่นใจได้ว่าการดำเนินงานอย่างซื่อตรงและเป็นธรรม” ในแง่นี้ ตัวอย่างหนึ่งที่อาจแสดงให้เห็นถึงความคลุมเครือของการใช้บังคับกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศ คือในกรณีส่วนใหญ่ที่เกิดข่าวลือเกี่ยวกับการซื้อขายหรือควมรวมกิจการของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งภายหลังปรากฏว่าเป็นความจริง ข่าวลือในกรณีนี้เข้าข่าย “สารสนเทศสำคัญ” ที่ควรเปิดเผยเมื่อมีความแน่นอนแล้วระดับหนึ่ง ประกาศ ตลท. ฉบับที่ บจป/11-01 เรื่อง “แนวทางการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียนในกรณีบริษัทจดทะเบียนถูกครอบงำกิจการ” ระบุว่า ในกรณีที่สารสนเทศเกี่ยวกับการถูกครอบงำกิจการถูกเปิดเผยในระหว่างที่มีการเจรจาในเบื้องต้น ให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยสารสนเทศดังนี้

- (1) ขั้นตอนดำเนินการว่าปัจจุบันอยู่ในขั้นตอนใด
- (2) ระยะเวลาที่คาดว่าจะสรุปผลเบื้องต้นได้
- (3) ชื่อที่ปรึกษาทางการเงินของผู้เสนอซื้อและผู้ขาย (ถ้ามี)

ประกาศฉบับดังกล่าวยังระบุต่อไปอีกว่า ในกรณีที่การเจรจาเพื่อครอบงำกิจการคืบหน้าไปถึงจุดที่มีการลงนามในบันทึกความตกลงเบื้องต้น (Memorandum of Understanding หรือ MOU) หรือทำสัญญาจะซื้อขายหลักทรัพย์หรือสัญญาอื่นใดที่มีลักษณะเดียวกัน ให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยสารสนเทศที่ละเอียดยิ่งขึ้น เช่น ชื่อผู้ขาย พร้อมจำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขาย ชื่อผู้เสนอซื้อที่แท้จริง พร้อมทั้งข้อมูลเบื้องต้นเกี่ยวกับผู้เสนอซื้อ ความสัมพันธ์ระหว่างผู้เสนอซื้อแต่ละรายในกรณีที่มีผู้เสนอซื้อมากกว่า 1 รายขึ้นไป ราคาที่ตกลงซื้อและ/หรือราคาที่ประสงค์จะจัดทำคำเสนอซื้อพร้อมเงื่อนไข (ถ้ามี) ขั้นตอนและกำหนดเวลาในแต่ละขั้นตอนในการเจรจาซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าวและสถานะปัจจุบัน ตลอดจนสาระสำคัญของบันทึกความตกลงเบื้องต้นหรือสัญญาจะซื้อขายหรือสัญญาอื่นใดที่มีลักษณะเดียวกัน โดยระบุถึงเงื่อนไขเกี่ยวกับการเจรจา การกำหนดราคา และการปรับปรุงราคาในการทำคำเสนอซื้อ เงื่อนไขการยกเลิกบันทึกข้อตกลงเบื้องต้น และเงื่อนไขสัญญาอื่น ๆ ที่จำเป็นต่อการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นเกี่ยวกับรายการดังกล่าว

อย่างไรก็ตาม ประกาศของ ตลท. ฉบับนี้แทบไม่มีทางใช้บังคับได้จริง เนื่องจากกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนเป็นผู้เปิดเผยสารสนเทศ แทนที่จะเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่เป็นผู้เจรจากับผู้เสนอซื้อโดยตรง จึงเป็นการง่ายที่บริษัทจดทะเบียนจะปฏิเสธต่อ ตลท. ว่าไม่รู้ว่ามีผู้ถือหุ้นของตนกำลังทำอะไรอยู่ ถึงแม้ว่าอาจล่วงรู้ข้อมูลก็ตาม และข้อเท็จจริงก็ปรากฏว่า หลังจากที่ ตลท. ประกาศใช้แนวทางฉบับนี้ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2539 เป็นต้นมา ไม่มีบริษัทจดทะเบียนรายใดที่เปิดเผยสารสนเทศเกี่ยวกับการครอบงำกิจการอย่างครบถ้วนตามประกาศดังกล่าว

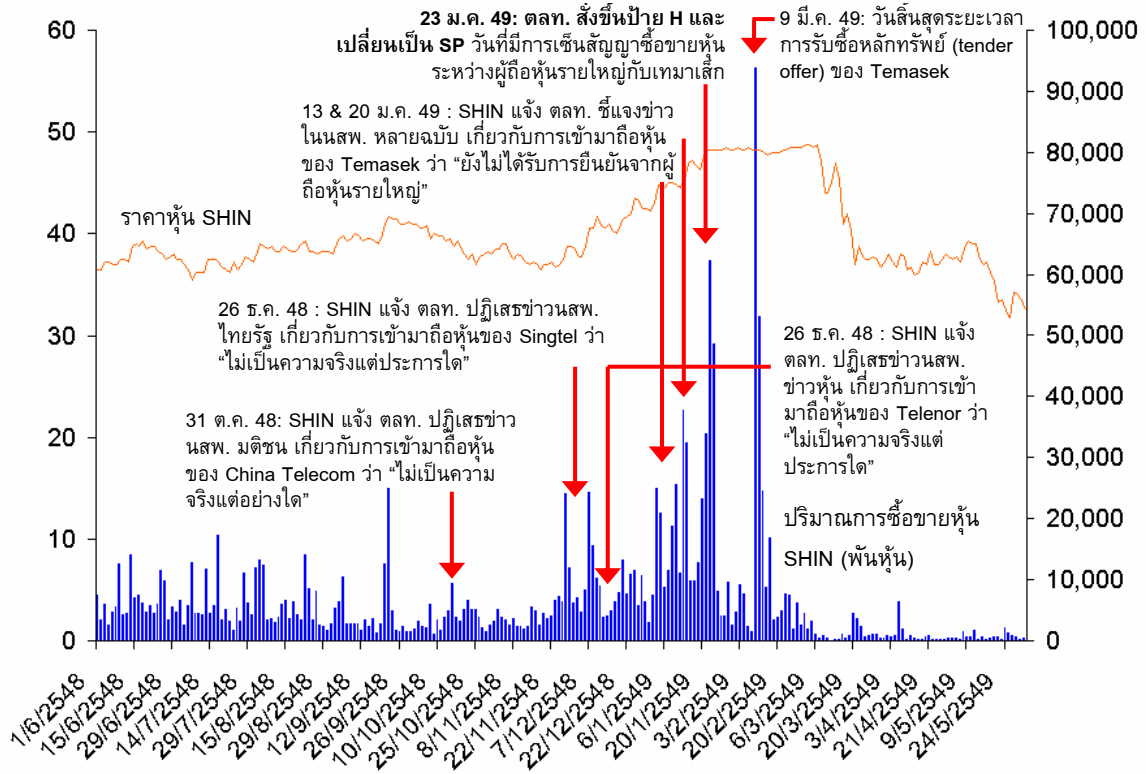
อนึ่ง พึงสังเกตว่าแนวทางการเปิดเผยสารสนเทศสำคัญในประกาศดังกล่าว ครอบคลุมขั้นตอนการเจรจาก่อนที่ผู้เสนอซื้อจะซื้อหลักทรัพย์มาไว้ในครอบครองจนถึงระดับที่ต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมด (mandatory tender offer) ซึ่งผู้เสนอซื้อในกรณีนั้นต้องเปิดเผยสารสนเทศตามหลักเกณฑ์การทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ ของ ก.ล.ต. อยู่แล้ว

ตัวอย่างหนึ่งของการเปิดเผยสารสนเทศในทางที่ปฏิเสธว่าการเจรจาครอบงำกิจการของบริษัทจดทะเบียน คือ กรณีการขายหุ้น บมจ. ชิน คอร์ปอเรชั่น (“SHIN”) ให้กับกองทุน Temasek Holdings ของรัฐบาลสิงคโปร์ ในวันที่ 23 มกราคม 2549 ซึ่งการเจรจาขายหุ้นเป็นข่าวลือตั้งแต่ประมาณเดือนกรกฎาคม 2548 และปรากฏเป็นข่าวลงหน้าหนังสือพิมพ์ตั้งแต่ปลายเดือนตุลาคม 2548 ซึ่งมีชื่ออื่นปรากฏเป็นผู้สนใจเสนอซื้อ เช่น China Telecom, Singtel, Telenor ตลอดจนระยะเวลาดังกล่าว SHIN ได้แจ้งต่อ ตลท. ว่าบริษัท “ขอปฏิเสธว่าดังกล่าวว่าไม่เป็นความจริงแต่อย่างใด” จนเมื่อชื่อของผู้ซื้อที่แท้จริงคือเทมาเส็กปรากฏในหน้าหนังสือพิมพ์ครั้งแรกเมื่อวันที่ 13 มกราคม 2549 และครั้งที่สองเมื่อวันที่ 20 มกราคม 2549 หรือเพียงสามวันก่อนพิธีแถลงข่าวขายหุ้น SHIN เปลี่ยนถ้อยคำในหนังสือแจ้งต่อ ตลท. เป็น “ยังไม่ได้รับคำยืนยันจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่”

ตลอดระยะเวลาดังกล่าว ตลท. มิได้สั่งพักการซื้อขายของ SHIN ในภาวะที่ข่าวลือเรื่องการเจรจาขายหุ้นแพร่สะพัด ได้แต่กำชับให้บริษัทชี้แจงข่าวที่ปรากฏในหน้าหนังสือพิมพ์เท่านั้น จนท้ายที่สุด ตลท. ได้สั่งขึ้นเครื่องหมาย SP ในวันที่มีการลงนามในสัญญาขายหุ้นเมื่อวันที่ 23 มกราคม 2549 ซึ่งจำเป็นต้องทำเนื่องจากเป็นวันที่เทมาเส็กได้เข้าครอบครองหุ้นเกินร้อยละ 25 ซึ่งเป็นจุดที่ต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการตามกฎหมาย

การเคลื่อนไหวของราคาหุ้น ปริมาณการซื้อขายหุ้น และการเปิดเผยสารสนเทศในกรณีขายหุ้น SHIN สามารถสรุปเป็นแผนผังได้ดังต่อไปนี้

**ราคาและปริมาณการซื้อขายหุ้น SHIN ระหว่าง 1 มิ.ย. 2548 – 31 พ.ค. 2549**



ที่มา: [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com)

**4.3 บทลงโทษเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศอันเป็นเท็จ**

ใน พ.ร.บ. หลักทรัพย์ การเผยแพร่ข้อมูลอันเป็นเท็จเข้าข่าย "การกระทำความผิดไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์" เช่นเดียวกับการปั่นหุ้น และการใช้ข้อมูลภายใน (มาตรา 238-241) ซึ่งกำหนดว่าผู้กระทำผิดจะต้องระวางโทษจำคุกไม่เกิน 2 ปี หรือปรับเป็นเงินไม่เกิน 2 เท่าของผลประโยชน์ที่ได้รับ โดยค่าปรับต้องไม่น้อยกว่า 500,000 บาท หรือทั้งจำทั้งปรับ บทลงโทษของไทยดูค่อนข้างเบา เมื่อเปรียบเทียบกับบทลงโทษกรณีเดียวกันของประเทศในกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งล้วนกำหนดว่าการเผยแพร่ข้อมูลเท็จเข้าข่ายการกระทำความผิดไม่เป็นธรรม เช่นเดียวกับ ก.ล.ต. ของไทย โดยบทลงโทษของไทยกำหนดโทษจำคุกขั้นสูงไว้เพียง 2 ปีเท่านั้น ในขณะที่ประเทศส่วนใหญ่ในกลุ่มตัวอย่างกำหนดโทษจำคุกขั้นต่ำไว้ที่ 3-7 ปี และขั้นสูงที่ไม่เกิน 7-21 ปี นอกจากนี้ ค่าปรับขั้นต่ำของไทยก็อยู่ในระดับต่ำกว่าประเทศในกลุ่มตัวอย่างทุกประเทศยกเว้นฟิลิปปินส์ ดังรายละเอียดในตารางเปรียบเทียบดังต่อไปนี้

## เปรียบเทียบบทลงโทษกรณีเผยแพร่สารสนเทศเท็จหรือหลอกลวงนักลงทุนรายอื่น

ประเทศ	องค์กรกำกับแบบ ครบวงจร/เอกเทศ	บทลงโทษกรณีเผยแพร่สารสนเทศเท็จหรือหลอกลวงนักลงทุนรายอื่น
ไทย	เอกเทศ	ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกิน 2 ปี หรือปรับเป็นเงินไม่เกิน 2 เท่าของผลประโยชน์ที่บุคคลนั้นๆ ได้รับไว้ หรือพึงจะได้รับเพราะการกระทำฝ่าฝืน แต่ทั้งนี้ค่าปรับดังกล่าวต้องไม่น้อยกว่า 500,000 บาท หรือทั้งจำทั้งปรับ
สหรัฐอเมริกา	เอกเทศ	ค่าปรับขึ้นอยู่กับระดับความเสียหาย ศาลเป็นผู้ให้นิยามของ “ความสำคัญ” (materiality) ของสารสนเทศที่ใช้ในกฎ ก.ล.ต. ดังนั้น นักลงทุนรายใดที่มองว่าสารสนเทศที่บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยยังไม่สมบูรณ์ หรือทำให้เกิดความเข้าใจผิด สามารถฟ้องบริษัทจดทะเบียนต่อศาลได้ โดยศาลจะพิจารณาความสำคัญของสารสนเทศที่เปิดเผยไปแล้ว หรือสารสนเทศที่ยังไม่ได้เปิดเผย ในการตัดสินความผิดและค่าปรับ
ฟิลิปปินส์	เอกเทศ	ต้องระวางโทษจำคุกไม่ต่ำกว่า 7 ปี และไม่มากกว่า 21 ปี หรือปรับเป็นเงินไม่น้อยกว่า 50,000 เปโซ (ประมาณ 36,000 บาท) และไม่มากกว่า 5,000,000 เปโซ (ประมาณ 3,600,000 บาท) หรือทั้งจำทั้งปรับ
มาเลเซีย	เอกเทศ	ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกิน 10 ปี และเสียค่าปรับไม่ต่ำกว่า 1 ล้านริงกิต (ประมาณ 9.9 ล้านบาท)
ฮ่องกง	เอกเทศ	หากเป็นคดีอาญา ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกิน 10 ปี และเสียค่าปรับไม่ต่ำกว่า 10 ล้านเหรียญฮ่องกง (ประมาณ 46 ล้านบาท) หากเป็นคดีแพ่ง ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกิน 10 ปี และเสียค่าปรับไม่ต่ำกว่า 1 ล้านเหรียญฮ่องกง (ประมาณ 4.6 ล้านบาท) ศาลสามารถห้ามไม่ให้ผู้กระทำความผิดมีส่วนเกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์อีก (ในฐานะนักลงทุน หรือผู้บริหารบริษัทจดทะเบียน) เป็นเวลา 5 ปี
สิงคโปร์	ครบวงจร - Monetary Authority of Singapore (MAS)	ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกิน 7 ปี หรือปรับเป็นเงินไม่เกิน 2 เท่าของผลประโยชน์ที่บุคคลนั้นๆ ได้รับไว้ หรือพึงจะได้รับเพราะการกระทำฝ่าฝืน แต่ทั้งนี้ค่าปรับดังกล่าวต้องไม่น้อยกว่า 250,000 เหรียญสิงคโปร์ (ประมาณ 5,800,000 บาท) หรือทั้งจำทั้งปรับ
ไต้หวัน	ครบวงจร – Financial Supervisory Commission (FSC)	ต้องระวางโทษจำคุกระหว่าง 3-10 ปี และอาจถูกปรับเป็นเงิน 10 - 200 ล้านเหรียญไต้หวัน (ประมาณ 11 - 220 ล้านบาท)
เกาหลีใต้	ครบวงจร – Financial Supervisory Commission (FSC)	ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกิน 10 ปี หรือปรับเป็นเงินไม่เกิน 3 เท่าของผลประโยชน์ที่บุคคลนั้นๆ ได้รับไว้หรือ 20 ล้านวอน (ประมาณ 770,000 บาท) แล้วแต่ตัวเลขใดสูงกว่า หากผลประโยชน์ที่ได้รับมีมูลค่าระหว่าง 500 - 5,000 ล้านวอน (19 - 190 ล้านบาท) ผู้กระทำความผิดต้องได้รับโทษจำคุกไม่ต่ำกว่า 3 ปี หากผลประโยชน์ที่ได้รับมีมูลค่าสูงกว่า 5,000 ล้านวอน (190 ล้านบาท) ผู้กระทำความผิดต้องได้รับโทษจำคุกไม่ต่ำกว่า 5 ปี

ที่มา: เว็บไซต์ ก.ล.ต. ของประเทศต่างๆ

นอกจากบทลงโทษทางกฎหมายจะค่อนข้างเบาแล้ว ในทางปฏิบัติ ตลท. และ ก.ล.ต. ก็ยังไม่ใช้บังคับบทลงโทษดังกล่าวในกรณีการเปิดเผยสารสนเทศเท็จอย่างจริงจัง โดยหากพิจารณาจากตารางสถิติการ

เปรียบเทียบปรับและการกล่าวโทษของ ก.ล.ต. ระหว่าง มกราคม 2542 - ธันวาคม 2548 ดังแสดงในบทที่ 3.2. ของรายงานฉบับนี้จะพบว่า ก.ล.ต. สั่งเปรียบเทียบปรับกรณีการเปิดเผยสารสนเทศเท็จเพียง 18 รายการ และกล่าวโทษต่อเจ้าหน้าที่สอบสวนในความผิดเดียวกันเพียง 3 รายการเท่านั้น ซึ่งรายการกล่าวโทษทั้ง 3 รายการ ล้วนเป็นคดีเดียวกันคือ การเผยแพร่ข่าวเกี่ยวกับผลการประเมินมูลค่าองค์กรของ บมจ. ทีพีไอ โพลีน (“TPIPL”) ที่ไม่ได้เปิดเผยไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนของบริษัท ในขณะเดียวกัน รายการเปรียบเทียบปรับทั้ง 18 รายการ ก็ล้วนเป็นการปรับในกรณีเกี่ยวกับเปิดเผยสารสนเทศเป็นครั้งคราว (periodic disclosure) หรือการฝ่าฝืนข้อห้ามเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศ เช่น กรณีบริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลในแบบรายงานประจำปีไม่ครบถ้วน หรือกรณีบริษัทหลักทรัพย์ในฐานะผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ได้เผยแพร่บทความที่ตนจัดทำขึ้นเกี่ยวกับหุ้นดังกล่าวในช่วงระยะเวลาที่ ก.ล.ต. ห้ามเผยแพร่

ข้อมูลดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่า ก.ล.ต. ยังไม่เคยลงโทษผู้กระทำผิดฐานเปิดเผยสารสนเทศชนิด ต่อเนื่อง (ongoing disclosure) ซึ่งภายหลังได้รับการพิสูจน์ว่าเป็นเท็จ ซึ่งนับเป็นจุดบกพร่องที่สำคัญ เนื่องจาก สารสนเทศชนิดนี้สามารถทำความเสียหายให้กับนักลงทุนได้มาก เพราะนักลงทุนอาจตัดสินใจลงทุนเพราะเชื่อว่าสารสนเทศนั้นเป็นความจริง ภาครัฐความจริงก็ต่อเมื่อได้ซื้อหุ้นนั้นไปแล้ว

นอกจากปัญหาที่ ก.ล.ต. และ ตลท. ยังไม่ติดตาม “ความถูกต้อง” ของสารสนเทศชนิดต่อเนื่อง และลงโทษผู้เผยแพร่สารสนเทศดังกล่าวอันเป็นเท็จอย่างเพียงพอ ปัจจุบันประเทศไทยก็ยังไม่มียกกฎหมายที่เอื้อต่อการฟ้องร้องเอาผิดของนักลงทุนที่ได้รับความเสียหายจากสารสนเทศที่เป็นเท็จ ทำให้นักลงทุนที่ได้รับความเสียหายแทบไม่มีทางเรียกค่าชดเชยความเสียหายได้เลย

## 5. ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายในการปรับปรุงธรรมาภิบาลในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์

### 5.1 ข้อเสนอแนะด้านโครงสร้างการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์

#### 5.1.1 การเปลี่ยนโครงสร้างการบริหารจัดการของ ก.ล.ต. ให้มีความเป็นอิสระมากขึ้น

ปัจจุบันเห็นชัดว่า โครงสร้างปัจจุบันของ ก.ล.ต. โดยเฉพาะการให้เจ้าหน้าที่ระดับสูงของรัฐดำรงตำแหน่งกรรมการ ก.ล.ต. เป็นการเปิดช่องทางให้ภาคการเมืองเข้าครอบงำได้ง่ายกว่าโครงสร้างของ ก.ล.ต. ในประเทศอื่นค่อนข้างมาก ซึ่งในสถานการณ์ปัจจุบันที่ “ชนกิจการเมือง” ยังคงเป็นลักษณะหลักของภาคการเมืองไทย ที่นักการเมืองจำนวนมากยังต้องการแสวงหาผลประโยชน์ทางธุรกิจ และในขณะที่ภาครัฐกำลังมีบทบาทในตลาดทุนมากขึ้นเรื่อยๆ ในฐานะนักลงทุนรายใหญ่ จุดอ่อนของโครงสร้าง ก.ล.ต. ดังกล่าว นับเป็นความเสี่ยงที่อาจนำไปสู่ธรรมาภิบาลในการกำกับดูแลตลาดทุนที่อ่อนแอ และถูกแทรกแซงจากภาคการเมือง ในทางที่ไม่เป็นธรรมต่อนักลงทุนรายอื่นได้โดยง่าย ดังนั้น เพื่อให้ ก.ล.ต. ทำงานได้อย่างเป็นอิสระและปลอดจากการแทรกแซงของภาคการเมือง โครงสร้างของ ก.ล.ต. จึงควรเปลี่ยนให้มีความเป็นอิสระมากขึ้น โดยยกเลิกการให้ผู้มีตำแหน่งทางการเมืองดำรงตำแหน่งกรรมการ ก.ล.ต. เปลี่ยนไปใช้คณะกรรมการสรรหาหรือการอนุมัติจากวุฒิสภาแทน

ปัจจุบัน ก.ล.ต. กำลังดำเนินการเสนอแก้ไข พ.ร.บ. หลักทรัพย์ เพื่อปรับเปลี่ยนโครงสร้าง ก.ล.ต. ตามแนวทางดังกล่าวข้างต้น โดยในการประชุมครั้งที่ 12/2549 เมื่อวันที่ 10 พฤศจิกายน 2549 คณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้มีมติ “...เห็นชอบให้เสนอแก้ไขพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เพื่อเพิ่ม

ประสิทธิภาพในการบังคับใช้กฎหมาย และเพื่อให้สามารถรองรับพัฒนาการของธุรกรรมต่าง ๆ ในตลาดทุนให้ดำเนินไปได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น... [โดยการเสนอแก้ไข]โครงสร้างกรรมการ ก.ล.ต. กำหนดให้มีคณะกรรมการสรรหาชุดหนึ่ง ทำหน้าที่สรรหาประธานและเลขาธิการ โดยประธานมาจากผู้ทรงคุณวุฒิ คณะกรรมการ ก.ล.ต. จะมีหน้าที่กำกับดูแลทางด้านนโยบายเป็นสำคัญ นอกจากนี้จะมีคณะกรรมการอีกชุดหนึ่ง เป็นคณะกรรมการกำกับตลาดทุน มีเลขาธิการเป็นประธาน กรรมการส่วนใหญ่มาจากผู้ทรงคุณวุฒิที่แต่งตั้งโดยคณะกรรมการ ก.ล.ต. เพื่อทำหน้าที่ออกกฎระเบียบเกี่ยวกับการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ต่าง ๆ โดยเฉพาะ”

### 5.1.2 การพิจารณาปรับเปลี่ยนโครงสร้างองค์กรของ ตลท. ให้เป็นบริษัทเอกชนที่แสวงหากำไร (demutualization) ในระยะยาว

ตลาดหลักทรัพย์ที่มีธรรมาภิบาลที่ดี ซึ่งหมายถึงตลาดที่มีความเป็นธรรม โปร่งใส และมีมาตรการคุ้มครองนักลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพ ย่อมสามารถดึงดูดความสนใจของนักลงทุน โดยเฉพาะนักลงทุนเพื่อมูลค่า (value investors) ที่ตัดสินใจซื้อขายบนปัจจัยพื้นฐานของบริษัทจดทะเบียน มากกว่าตลาดหลักทรัพย์ที่มีธรรมาภิบาลอ่อนแอกว่า และตลาดหลักทรัพย์แบบแรกนั้นก็ย่อมมีการเติบโตที่มีเสถียรภาพมากกว่า และยั่งยืนกว่าตลาดหลักทรัพย์แบบหลัง ดังนั้น เนื่องจากโครงสร้างองค์กรในรูปแบบบริษัทที่แสวงหากำไรของตลาดหลักทรัพย์หลายประเทศทั่วโลก (ซึ่งย่อมมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานสูงกว่ารูปแบบองค์กรที่ไม่แสวงหากำไร) กำลังพิสูจน์ให้เห็นในระดับหนึ่งว่า เป็นรูปแบบที่สามารถออกแบบให้มีธรรมาภิบาลที่ดีและจัดการกับผลประโยชน์ทับซ้อนได้ ดังตัวอย่างของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศตัวอย่างที่น่าเสนอในบทที่ 3.1 ของรายงานฉบับนี้ ตลท. ควรพิจารณากำหนดให้การแปรรูปองค์กรเป็นบริษัทเอกชน โดยมีตัวแทนของนักลงทุนรายย่อยและประชาชนทั่วไปร่วมอยู่ในคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ด้วย อยู่ในแผนการดำเนินงานระยะยาวขององค์กร

ก่อนที่ ตลท. จะพิจารณาเปลี่ยนโครงสร้างไปเป็นองค์กรแสวงหากำไร เพื่อยกระดับการให้บริการและแข่งขันกับตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ ในภูมิภาคเดียวกันได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ประเด็นที่สำคัญอย่างยิ่งคือ โครงสร้างกฎหมายและกระบวนการยุติธรรมของประเทศควรได้รับการปรับปรุงให้คุ้มครองสิทธิของนักลงทุนมากขึ้น และส่งเสริมให้นักลงทุนใช้สิทธิมากขึ้นด้วย มิฉะนั้นนักลงทุนรายย่อยอาจตกเป็นเหยื่อของผู้เล่นคนอื่น ๆ ที่มีอำนาจการตลาดสูง เช่น นักลงทุนรายใหญ่หรือสถาบันการเงินตัวกลาง ซึ่งสามารถใช้ความได้เปรียบของข้อมูลเอาเปรียบนักลงทุนรายย่อย ได้ง่ายกว่าเดิมในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นองค์กรแสวงหากำไรแต่ขาดกลไกคุ้มครองผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์ที่แปรรูปไปเป็นบริษัทเอกชนควรมีมาตรการเกี่ยวกับบรรษัทภิบาลที่ดี ที่เข้มข้นกว่าบริษัทเอกชนทั่วไป เช่น มีมาตรการขจัดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างตัวแทน (บริษัทสมาชิก) กับนักลงทุน โดยใช้กฎหมายจำกัดขอบเขตการทำธุรกิจหลักทรัพย์และการถือหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงการกำหนดให้ตัวแทนนักลงทุนรายย่อยร่วมเป็นกรรมการในคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ และแยกส่วนขององค์กรที่ทำหน้าที่องค์กรกำกับดูแลตนเอง (SRO) ออกจากส่วนที่ทำหน้าที่ดูแลการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์

ทั้งนี้ โครงสร้างที่เป็นอิสระกว่าเดิมของ ก.ล.ต. และ ตลท. มิได้หมายความว่ารัฐบาลจะไม่สามารถใช้นโยบายส่งเสริมตลาดทุนได้อีกต่อไป เนื่องจากการส่งเสริมพัฒนาการของตลาดทุน ทั้งในแง่ปริมาณ (เช่น มูลค่าการซื้อขาย และจำนวนบริษัทจดทะเบียน) และในแง่คุณภาพ (เช่น ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน)

ทะเบียน และสภาพการซื้อขายที่เป็นธรรม มีความเสี่ยงของระบบอยู่ในระดับต่ำ) เป็นวัตถุประสงค์หลักในการดำเนินงานของ ก.ล.ต. และ ตลท. ไม่ต่างจากรัฐบาล ดังนั้น องค์กรกำกับดูแลทั้งสองจึงสามารถเสนอนโยบายส่งเสริมตลาดทุนให้คณะรัฐมนตรีอนุมัติได้ทุกเมื่อ นอกจากนี้ ความเป็นอิสระของ ก.ล.ต. และ ตลท. น่าจะช่วยขจัดความกังวลของนักลงทุนเกี่ยวกับความเป็นธรรมขององค์กรกำกับดูแล อันจะช่วยสร้างแรงจูงใจให้นักลงทุนและบริษัทจดทะเบียนรายใหม่ๆ ที่มีคุณภาพ เข้ามาลงทุนหรือจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น เป็นการช่วยพัฒนาตลาดทุนอีกทางหนึ่ง

## 5.2 ข้อเสนอแนะด้านกฎหมายและข้อบังคับอื่น ๆ

- 5.2.1 ปรับปรุงกระบวนการทางกฎหมายให้มีประสิทธิผลมากขึ้น เช่น ก.ล.ต. ควรมีอำนาจในการดำเนินคดีทางแพ่ง หรืออย่างน้อยก็มีอำนาจเปรียบเทียบปรับทางแพ่งในคดีอาญา และเพิ่มอำนาจการสอบสวนคดีอาญา เพื่อให้การตรวจสอบและดำเนินคดีอาญาเกี่ยวกับหลักทรัพย์ทำได้รวดเร็วกว่าเดิม นอกจากนี้ ควรเพิ่มค่าปรับให้สูงขึ้นกว่าเดิมตามมาตรฐานที่ใช้ในต่างประเทศ
- 5.2.2 ควรมีการขยายขอบเขตหน้าที่ในการปฏิบัติตามกฎข้อบังคับต่างๆ ไปยังผู้มีส่วนได้เสียรายอื่นๆ นอกเหนือจากบริษัทจดทะเบียน เช่น ผู้ถือหุ้น และสถาบันการเงินตัวกลาง อย่างทั่วถึงและเท่าเทียมกัน ทั้งนี้ เนื่องจากในปัจจุบันแม้ว่า พ.ร.บ. หลักทรัพย์ จะครอบคลุมบุคคลทุกรายที่มีส่วนได้เสียในตลาดหลักทรัพย์ แต่กฎเกณฑ์ของ ก.ล.ต. และ ตลท. ในหลายกรณี เช่น หน้าที่ในการเปิดเผยสารสนเทศสำคัญ ยังตกเป็นของบริษัทจดทะเบียนเพียงฝ่ายเดียวอยู่ ทั้งๆ ที่ผู้ริเริ่มหรือครอบครองสารสนเทศสำคัญที่มีผลต่อสภาพการซื้อขายมักเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หรือผู้ล่วงรู้ข้อมูลภายในรายอื่นที่ไม่ใช่บริษัทจดทะเบียน
- 5.2.3 ก.ล.ต. และ ตลท. ควรมีมาตรการติดตาม “คุณภาพ” และความถูกต้องของสารสนเทศที่เปิดเผย โดยมีมาตรการลงโทษผู้เปิดเผยสารสนเทศซึ่งปรากฏภายหลังว่าเป็นเท็จ และผู้เปิดเผยสารสนเทศดังกล่าวมีเจตนาหลอกลวงนักลงทุนรายอื่น ที่ชัดเจนและสูงพอที่จะช่วยป้องปรามการกระทำผิดได้
- 5.2.4 ก.ล.ต. ควรใช้มาตรการที่เข้มงวดขึ้นในการลงโทษบริษัทจดทะเบียนที่มีปัญหาทางการเงินไม่ถูกต้อง หรือตกแต่งงบการเงินเพื่ออำพรางฐานะทางการเงินอันย่ำแย่ โดยบริษัทจดทะเบียนที่มีปัญหาดังกล่าวเข้าชั้นอรรถฎีกาเพิกถอนออกจากการเป็นบริษัทจดทะเบียน เพราะปัญหาดังกล่าวสะท้อนว่าบริษัทดังกล่าวอาจไม่มีศักยภาพดีพอที่จะเป็นบริษัทจดทะเบียนอีกต่อไป จึงต้องอาศัยการหลอกลวงและตกแต่งงบการเงิน ทั้งนี้ เพื่อส่งเสริมให้บริษัทที่มีคุณภาพเท่านั้นที่จะสามารถระดมทุนจากประชาชนได้ ตลอดจนเป็นการลดต้นทุนในการกำกับดูแลของ ก.ล.ต. เอง
- 5.2.5 เพิ่มกลไกทางกฎหมายให้นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียรายอื่นๆ สามารถปกป้องดูแลสิทธิของตนเอง และช่วย ก.ล.ต. ในการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนและสถาบันการเงินตัวกลาง ได้อย่างสะดวกและมีประสิทธิภาพมากขึ้น เช่นมาตรการดังต่อไปนี้
- ออกกฎหมายดำเนินคดีแบบรวมกลุ่ม (class action law)
  - ออกกฎหมายคุ้มครองผู้ให้เบาะแสการทุจริต (whistleblower protection law)
  - อนุญาตให้นักลงทุนสามารถฟ้องเรียกค่าเสียหายจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการเปิดเผยข้อมูลไม่ถูกต้อง ฟ้องร้องผู้เปิดเผยสารสนเทศสำคัญอันเป็นเท็จที่ก่อให้เกิดความเสียหาย และเรียกร้องค่าเสียหายจากกรรมการบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ปฏิบัติหน้าที่เพื่อประโยชน์ของบริษัท