

สรุปผลการประชุม
คณะทำงานเพื่อศึกษาเกี่ยวกับรูปแบบตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

มีนาคม 2551

สารบัญ

	หน้า
การจัดตั้งคณะกรรมการ	
- วัตถุประสงค์	3
- องค์ประกอบ	3
- ขอบเขตการดำเนินงาน	3
ประเด็นพิจารณาของคณะกรรมการ	
1. ทิศทางการปรับตัวของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ	
1.1 ปัจจัยที่ส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกต้องปรับตัว	5
1.2 การปรับตัวของตลาดหลักทรัพย์	6
1.3 ผลการดำเนินงานหลังแปรรูป (demutualization)	8
2. สถานะปัจจุบันของตลาดหลักทรัพย์ไทย	
2.1 สภาพตลาด	
2.1.1 ขนาดของตลาด	9
2.1.2 จำนวนบริษัทจดทะเบียน	11
2.1.3 ต้นทุนในการทำรายการ	12
2.2 การดำเนินงานของ SET	13
3. ความเห็นและข้อเสนอแนะของคณะกรรมการ	
3.1 การปรับปรุงโครงสร้างของ SET	15
3.2 การผลักดันการแปรรูป	16
3.3 ข้อควรพิจารณาในการแปรรูป	
3.3.1 การแบ่งสัดส่วน ownership	17
3.3.2 การจัดการกับข้อกังวลที่เกี่ยวข้อง	19
ภาคผนวก	20
เอกสารอ้างอิง	21

การจัดตั้งคณะทำงาน

วัตถุประสงค์

โดยที่สภาวการณ์แข่งขันในตลาดโลกทวีความรุนแรงขึ้นเรื่อยๆ และปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งได้มีการปรับตัวในรูปแบบต่างๆไปแล้วเพื่อความอยู่รอด ก.ล.ต. ได้เล็งเห็นความสำคัญของการเตรียมความพร้อมของตลาดหลักทรัพย์ไทย เพื่อรองรับการแข่งขันที่เกิดจากกระแสความเปลี่ยนแปลงของตลาดโลก จึงได้จัดตั้งคณะทำงานเพื่อศึกษาเกี่ยวกับรูปแบบตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (คณะทำงานฯ) ที่มีองค์ประกอบจากทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง เพื่อทำการพิจารณาและให้ข้อเสนอแนะในเรื่องดังกล่าว

องค์ประกอบคณะทำงานฯ

ตามคำสั่งสำนักงานคณะกรรมการก.ล.ต. ที่ 23/2550 ลงวันที่ 23 มีนาคม 2550 ให้คณะทำงานฯ ประกอบด้วย

- | | | |
|---------------------------|--|----------------------|
| 1. นายกฤษฎา อุทยานิน | ผู้แทนจากสำนักเศรษฐกิจการคลัง | ประธานคณะทำงาน |
| 2. นายสมชัย จิตสุชน | ผู้แทนจากสถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาแห่งประเทศไทย | คณะทำงาน |
| 3. นายโชติชัย สุวรรณภรณ์ | ผู้แทนจากสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง | คณะทำงาน |
| 4. นายกอบศักดิ์ ภูตระกูล | ผู้แทนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย | คณะทำงาน |
| 5. นายศักรินทร์ ร่วมรังษี | ผู้แทนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย | คณะทำงาน |
| 6. นายจงรัก ระรวยทรง | ผู้แทนจากสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ | คณะทำงาน |
| 7. นางสุพรรณ โปษยานนท์ | ผู้แทนจากสำนักงานคณะกรรมการก.ล.ต. | คณะทำงาน |
| 8. นางทิพย์สุดา ดาวรามร | ผู้แทนจากสำนักงานคณะกรรมการก.ล.ต. | คณะทำงาน |
| 9. นางพรภาพร เสนาณรงค์ | สำนักงานคณะกรรมการก.ล.ต. | เลขานุการและคณะทำงาน |

ทั้งนี้ สำนักงานคณะกรรมการก.ล.ต. ได้มีการแต่งตั้ง นายชาติ จันทนอึ้งยง และ นายประเวช งามอาจสิทธิกุล ผู้ช่วยเลขาธิการอาวุโส เป็นที่ปรึกษาด้วย

ขอบเขตการดำเนินงาน

1. ศึกษาแนวโน้มรูปแบบตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ
2. เสนอแนะเกี่ยวกับรูปแบบตลาดหลักทรัพย์ที่ควรจะเป็น รวมทั้งข้อควรคำนึงและปัญหา
3. ดำเนินการแก้ไขกฎหมายและปรับปรุงหลักเกณฑ์ต่างๆที่เกี่ยวข้องที่อาจเกิดขึ้นจากการแปรสภาพ

คณะทำงานฯ ได้มีการประชุมรวม 4 ครั้ง โดยมีประเด็นการพิจารณาใน 3 เรื่องหลักดังนี้

- 1) ทิศทางการปรับตัวของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ
- 2) สถานะปัจจุบันของตลาดหลักทรัพย์ไทย
- 3) ความเห็นและข้อเสนอแนะของคณะทำงานฯ

ประเด็นพิจารณาของคณะทำงานฯ

1. ทิศทางการปรับตัวของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ

1.1 ปัจจัยที่ส่งผลให้ตลาดทั่วโลกต้องปรับตัว

ปัจจัยสำคัญที่ผลักดันให้มีการทบทวนรูปแบบที่เหมาะสมของตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก มีดังต่อไปนี้

- ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยี ได้เอื้อให้การซื้อขายเกิดขึ้น ณ ที่ใดก็ได้ผ่านระบบอิเล็กทรอนิกส์ มีการพัฒนาการให้บริการรูปแบบใหม่ๆ ในลักษณะ alternative trading systems ทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์ไม่จำเป็นต้องทำเฉพาะใน traditional exchange อีกต่อไป บริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเดิมเป็นลูกค้าของ exchange เปลี่ยนตัวเองมาเป็นคู่แข่งโดยนำเทคโนโลยีมาพัฒนากระบวนการซื้อขายของตนเองเพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าและเพิ่มรายได้ให้กับตนเอง เช่น การทำ internalize โดยการทำ crossing รายการระหว่างลูกค้าหรือกับ proprietary portfolio ของตนเอง ตลาดหลักทรัพย์จึงต้องเผชิญกับการแข่งขันที่รุนแรงขึ้น นอกจากนี้ การเปิดเสรีด้านการเคลื่อนย้ายเงินทุนข้ามพรมแดน ช่วยให้เกิดโอกาสที่เป็นอุปสรรคคณ้อยลงหรือหมดไป เศรษฐกิจจึงเกิดการเชื่อมโยงกันและมีการเกาะกลุ่มรวมตัวเป็นเครือข่ายใกล้ชิดกันมากขึ้น การเคลื่อนย้ายของปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์จากตลาดแห่งหนึ่งไปยังอีกแห่งหนึ่งและการบริหารความเสี่ยงจึงเป็นไปได้สะดวกขึ้น

- ผู้ลงทุน เช่น hedge fund ซึ่งมีลักษณะการซื้อขายแบบ active trading เข้ามามีบทบาทสำคัญในตลาดทุนโลก ซึ่งผู้ลงทุนกลุ่มนี้มีความต้องการประสิทธิภาพ (efficiency) ในการทำการซื้อขาย โดยพิจารณาความสะดวกในการเข้าถึงตลาดได้ทั่วโลกแบบครบวงจรในเวลาอันรวดเร็วและด้วยต้นทุนที่ต่ำ นอกจากนี้ ผู้ลงทุนสถาบันบางรายมีความกังวลกับการ front running ของบริษัทหลักทรัพย์ ไม่ต้องการเปิดเผยชื่อของตนเองในการทำการซื้อขาย จึงหันไปทำการซื้อขายนอกตลาดหลักทรัพย์ (off exchange) มากขึ้น

- ในประเทศที่พัฒนาแล้ว การส่งคำสั่งเพื่อทำการซื้อขายหลักทรัพย์ไม่จำเป็นต้องผ่านสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น (open access) ลูกค้าสามารถส่งคำสั่งโดยตรงให้กับ exchange (direct market access) ได้เอง นอกจากนี้ regulator ทั้งในอเมริกาและยุโรปยังส่งเสริมให้เพิ่มการแข่งขันในแต่ละ trading venues โดยนำหลักการ “best execution” มาบังคับใช้ ซึ่งในอเมริกากำหนดให้ในการทำการซื้อขายให้กับลูกค้า ตลาดหลักทรัพย์และบริษัทหลักทรัพย์ต้องเลือก trading venues ที่จะให้ประสิทธิภาพสูงสุดกับลูกค้าโดยพิจารณาจากราคาเป็นหลัก โดย US SEC กำหนดให้ “trading venue route trades to other trading venues to ensure best price” อีกด้วย สำหรับในยุโรปหลักการ “best execution” จะผ่อนปรนกว่าโดยมิได้กำหนดให้ route trade

เพียงแต่ให้มี criteria กำหนดที่ชัดเจน และการพิจารณาประสิทธิภาพขององค์ประกอบด้านอื่นประกอบ เช่น ระยะเวลา ความสามารถในการทำรายการได้จริง เป็นต้น

ปัจจัยดังกล่าวทำให้ business structure ของตลาดหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปโดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศที่มีพัฒนาการของระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ไปมากแล้วนั้น รูปแบบของ trading venues จะมีความหลากหลายและมีการแข่งขันที่รุนแรงระหว่างแต่ละ trading venues บรรดา investment firms ซึ่งเดิมเคยเป็นลูกค้าของ exchange เปลี่ยนตัวเองมาเป็นคู่แข่งโดยอาศัยความก้าวหน้าของเทคโนโลยีพัฒนาระบบการซื้อขายขึ้นเอง เช่น การรวมตัวกันของ global investment firms 9 แห่ง ที่เรียกตัวเองว่า “project turquoise” เพื่อทำ multilateral trading facility เพื่อแข่งขันโดยเฉพาะอย่างยิ่งกับ London Stock Exchange โดยคาดว่าจะสามารถลด trading cost ให้กับลูกค้าได้มากกว่า 50% เมื่อเทียบกับ traditional exchange การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นทำให้ traditional exchange ต้องหารายได้รูปแบบอื่นให้กับตนเอง เช่น รายได้จากการขายข้อมูล

สำหรับระบบการซื้อขายของตลาดหุ้นไทยนั้นยังเป็นแบบปิดกั้น โดยยังไม่เปิดให้ผู้อื่นทำ direct market access ได้ ผู้ที่จะทำการซื้อขายหุ้นจดทะเบียนจะต้องเป็นสมาชิกของ SET เท่านั้น และการซื้อขายจะเกิดขึ้นที่อื่นไม่ได้ นอกจากใน SET ซึ่งเป็น national exchange แห่งเดียวในประเทศเท่านั้น SET จึงถูกปกป้องจากการแข่งขัน พัฒนาการของตลาดจึงพึ่งพิงศักยภาพของ SET ในการสร้าง innovation และเพิ่ม efficiency ให้แก่ระบบ

1.2 การปรับตัวของตลาดหลักทรัพย์

ปัจจัยที่กล่าวมาข้างต้นได้ส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก ต้องทบทวนความจำเป็นในการปรับตัว ไม่เช่นนั้นอาจสูญเสียความสามารถในการแข่งขันกับตลาดอื่น ลดความน่าสนใจในสายตาผู้ลงทุนและผู้ระดมทุน ถูกตลาดที่ใหญ่กว่าดึงสภาพคล่องไป จนในที่สุดอาจถูกลดบทบาทลงไปจนหมดความหมายในเวทีโลก (risk of marginalization) และได้เร่งปรับตัว โดยดำเนินการเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารจัดการเพื่อลดต้นทุนในการดำเนินงาน ขยายสิทธิในการทำการซื้อขายให้แก่กลุ่มที่ไม่ใช่สมาชิก (open access) เพื่อให้มีการเข้าถึงระบบซื้อขายได้มากขึ้น และมีการรวมตัวเป็นพันธมิตรหรือสร้างเครือข่ายเพื่อทำให้มีการประหยัดต่อขนาด (economy of scale)

ในการปรับตัวเพื่อเพิ่มศักยภาพในการแข่งขัน ตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ มักวาง strategic focus ที่ครอบคลุมถึงประเด็นดังต่อไปนี้

- competitive positioning
- product innovation
- pricing of services
- technology enhancement และ
- cost control

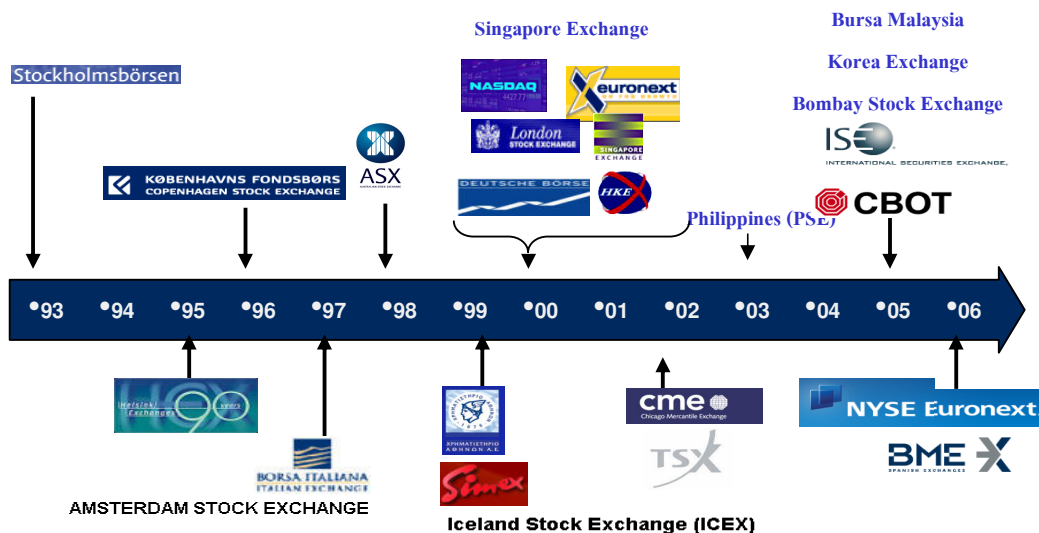
เพื่อให้บรรลุตาม strategic focus ที่กำหนดไว้ ตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ ส่วนใหญ่เลือกที่จะใช้การแปรสภาพ (demutualization) เป็นการตัดสินใจเชิงนโยบายด้วยเหตุผลดังต่อไปนี้

- การแปรสภาพไปเป็นรูปแบบของบริษัททำให้มีการเปลี่ยนแปลง ownership

structure อย่างแท้จริง ทำให้มีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (stakeholders) ได้หลายประเภทและในวงที่กว้างขึ้น ซึ่งจะเข้ามาบริหารตลาดให้สะท้อนความต้องการที่หลากหลายมากขึ้น ต่างจากรูปแบบเดิมที่สมาชิกเป็น ผู้มีอำนาจควบคุมการบริหาร (mutual structure) ให้เป็นไปตามความต้องการของกลุ่มตนเอง

- การมีโครงสร้างที่มีเจ้าของ (owner) อย่างชัดเจนจะทำให้มีแรงผลักดันให้ตลาดต้องมีการตัดสินใจในเชิงพาณิชย์ (commercial decisions) จัดให้มีกลไกบรรษัทภิบาลที่ดี บริหารงานอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อตอบสนองความต้องการของผู้ถือหุ้น ซึ่งรวมถึงแรงจูงใจในการสร้างความเติบโตให้ตลาดเพื่อทำกำไรไว้จ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นด้วย ซึ่งแรงผลักดันดังกล่าวจะเป็นไปได้ยากภายใต้โครงสร้างแบบ mutual structure ที่การตัดสินใจหรือการดำเนินนโยบายในเรื่องสำคัญใดๆ ทำได้ยากเพราะจำเป็นต้องได้ consensus จากสมาชิกซึ่งมักจะให้ความสำคัญต่อสิทธิประโยชน์ของกลุ่มตนเองมากกว่าทำให้ต้องใช้ระยะเวลาในการเจรจาต่อรอง และอาจมีการระดมทุนค่าใช้จ่ายที่ไม่ควรเกิดขึ้น

- การแปรสภาพเป็นสิ่งจำเป็นที่ทำให้การเข้าเป็นพันธมิตรกับตลาดอื่นสามารถทำได้เป็นอย่างดี เนื่องจากการมีผู้ถือหุ้นเป็นเจ้าของทำให้เกิดการควมรวมหรือแลกเปลี่ยนหุ้นกับตลาดอื่นได้ ซึ่งจะนำไปสู่ การขยายฐานผู้ลงทุน ดึงบริษัทให้มาจดทะเบียนมากขึ้น ตลอดจนขยายประเภทสินค้าหรือบริการเพื่อเพิ่มฐานรายได้ให้กับตลาด



รูปที่ 1: การแปรสภาพของตลาดหลักทรัพย์ระหว่าง 1993-2006

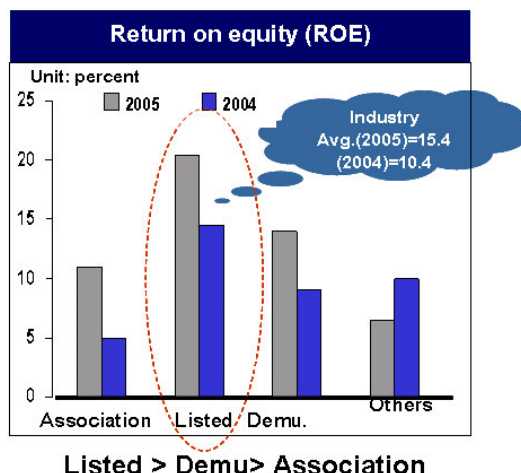
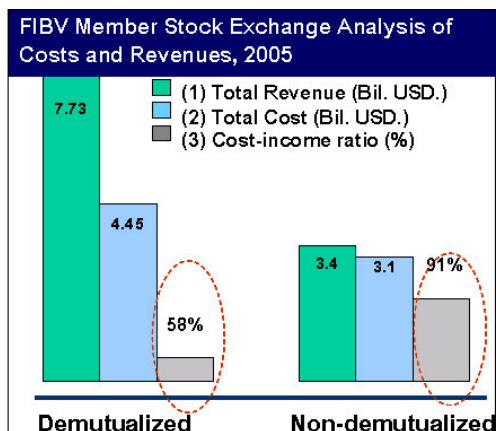
ที่มา: McKinsey & Company, 2007

- ในกรณีที่แปรสภาพแล้วนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนเป็นบริษัทจดทะเบียน (listed company) ด้วย จะทำให้มีการ unlock value อันจะเป็นกลไกสำคัญในการผลักดันนโยบาย open access เนื่องจากการ unlock value จะทำให้สมาชิกเดิมเต็มใจที่จะสละผลประโยชน์ของตนได้ง่ายขึ้น นอกจากนี้การเป็นบริษัทจดทะเบียนยังช่วยให้ตลาดหลักทรัพย์สามารถเพิ่มทุนได้ง่าย สามารถรองรับ business model ที่อาจเปลี่ยนแปลงไปหรือการขยายตัวในอนาคตด้วย

- การมี open access และการเปิดเสรีใบอนุญาตมีส่วนสำคัญที่จะช่วยให้ตลาดมีการแข่งขันมากขึ้นและช่วยให้ปริมาณการซื้อขายของผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนต่างประเทศสูงขึ้นได้ โดยหากพิจารณาจากประเทศอังกฤษซึ่งก่อนการเปิดเสรีปี ค.ศ.1986 มีลักษณะคล้ายไทย โดยมีการกำหนด commission ขั้นต่ำ มีลูกค้า retail มาก สินค้าในตลาดมีความคล้ายกันและปริมาณการซื้อขายต่ำ แต่ภายหลังการเปิดเสรี institutional commission ลดต่ำลงซึ่งช่วยเพิ่มปริมาณการซื้อขาย เนื่องจาก demand for investment services is highly elastic (การลดลงของค่าคอมมิชชั่น 1% ช่วยเพิ่มปริมาณการซื้อขายมากกว่า 1%)

1.3 ผลการดำเนินงานหลังแปรสภาพ

จากการสำรวจของ International Federation of Stock Exchanges (FIBV) ในปี 2005 พบว่าตลาดหลักทรัพย์ที่แปรสภาพแล้วจะมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่สูงขึ้น โดยตลาดที่แปรสภาพแล้วมีอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ (cost income ratio) เพียง 58% ต่างจากตลาดหลักทรัพย์ที่มีได้แปรสภาพซึ่งมีอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้สูงถึง 91% และหากเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนต่อ ผู้ถือหุ้น (return on equity) จะพบว่าตลาดที่แปรสภาพและเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน จะให้ผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นสูงที่สุด รองลงมาคือตลาดที่แปรสภาพแต่ไม่ได้เข้าจดทะเบียน และตลาดที่มีได้แปรสภาพ ตามลำดับ



รูปที่ 2: ผลสำรวจ FIBV พบว่าตลาดหลักทรัพย์ที่แปรสภาพจะมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่สูงกว่า

ที่มา :International Federation of Stock Exchanges' (FIBV) annual report, 2005

หากพิจารณาจากประสิทธิภาพของประเทศที่ได้ผ่านการแปรสภาพไปแล้วพบว่าความสามารถในการทำกำไร ทั้งกำไรจากการดำเนินงาน (operating profit) และกำไรสุทธิ (net income) เปรียบเทียบก่อนและหลังการแปรสภาพของตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าว ได้แก่ ออสเตรเลีย สิงคโปร์ และ ฮองกง เพิ่มขึ้นอย่างมาก

Unit : million

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

ตารางที่ 1: Operating profit & Net income ของตลาดหลักทรัพย์ภายหลังการแปรสภาพ

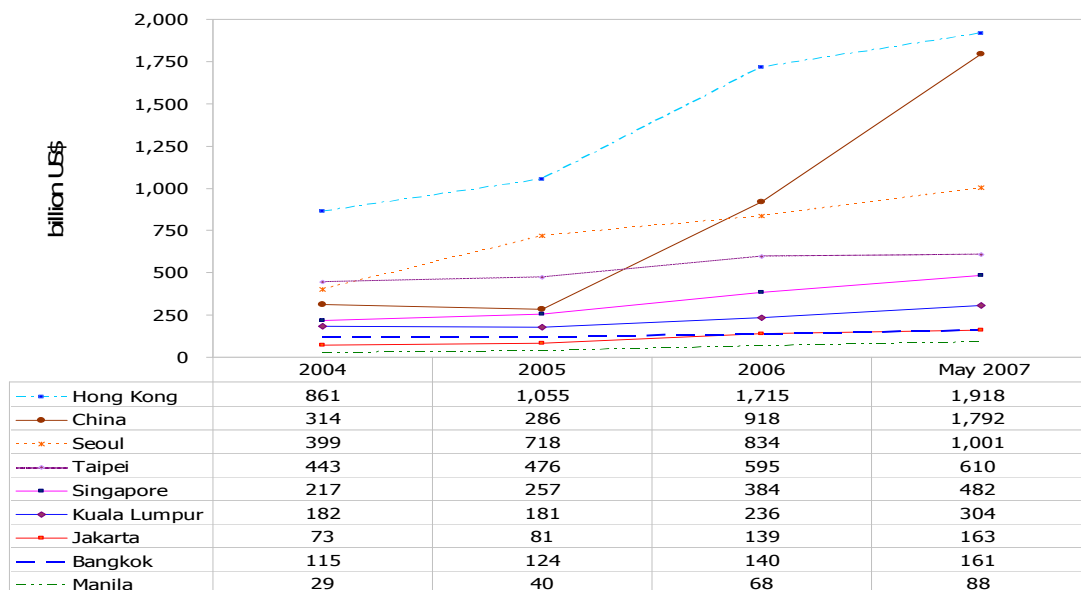
ที่มา : ADB, 2002, Demutualization of the stock exchanges: problems, solutions, and case studies

2. สถานะปัจจุบันของตลาดหลักทรัพย์ไทย

2.1 สภาพตลาด

2.1.1 ขนาดของตลาด (market capitalization)

Market capitalization ของตลาดหลักทรัพย์ไทย (SET) เติบโตในอัตราที่ช้ากว่าตลาดอื่น โดยจะเห็นได้ว่าจากความแตกต่างของขนาดระหว่างตลาดไทยและมาเลเซียในปี 2004 ตลาดไทยมีขนาดเล็กกว่าประมาณ 37% ในขณะที่ปี 2007 มีขนาดเล็กกว่าถึง 47% และในขณะนี้ตลาดไทยเริ่มมีขนาดเล็กกว่าตลาดอินโดนีเซียแล้ว



รูปที่ 3: Market capitalization (Asia ex Japan)

ที่มา: World Federation of Exchange, 2007

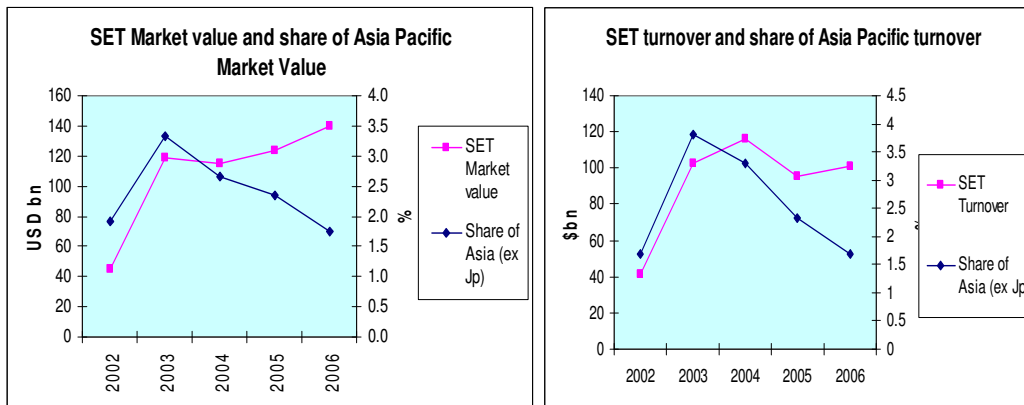
SET ยังมี market capitalization กระจุกตัวอยู่ในหุ้นใหญ่เพียงไม่กี่ตัวและมี free float ที่ต่ำ ทำให้หุ้นที่ผู้ลงทุนต่างชาติหรือผู้ลงทุนสถาบันจะเข้ามาลงทุน ได้มีน้อย โดยข้อมูล จาก MSCI Barra Index Research ณ เมษายน 2550 พบว่าประเทศไทยมี foreign inclusive factor (FIF) ในกลุ่มที่ต่ำสุดของ Far East ex Japan ประมาณ 32% ใกล้เคียงกับฟิลิปปินส์

Country	Current FIF (%)
Taiwan	69
Korea	65.8
Singapore	60.7
Hong Kong	53.4
Malaysia	43.4
Indonesia	42.2
China	41.2
Thailand	32.2
Philippines	31.6

ตารางที่ 2: free float ของ country port ใน MSCI ex Japan

ที่มา: MSCI, 2007

นอกจากนี้ จากรายงานเรื่อง Supporting the Implementation of the Capital Market Development Master Plan ของ Asian Development Bank (ADB) พบว่าถึงแม้ SET จะมี market capitalization เพิ่มขึ้น โดยมีสภาพคล่องที่ค่อนข้างสม่ำเสมอ แต่น้ำหนักใน MSCI กลับลดลงเหลือเพียง 1.5% ซึ่งอาจแสดงให้เห็นว่า SET กำลังเผชิญกับความเสี่ยงในการถูกลดบทบาทในเวทีโลก (risk of marginalization)



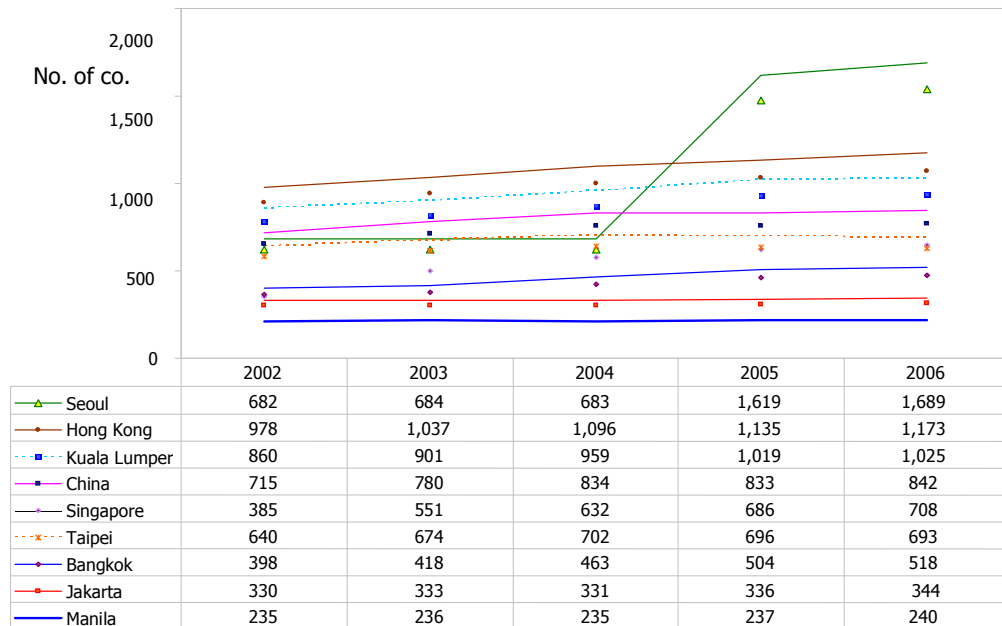
รูปที่ 4: สัดส่วนของ SET market value และ turnover ใน Asia Pacific (ex-Japan)

ที่มา: ADB, Supporting the Implementation of the Capital Market Development Master Plan

2.1.2 จำนวนบริษัทจดทะเบียน (number of listed companies)

หากพิจารณาจำนวนบริษัทจดทะเบียนของประเทศในกลุ่ม Asia ex Japan

พบว่า SET มีจำนวนบริษัทจดทะเบียนเพิ่มขึ้นมากกว่าอินโดนีเซีย แต่กลับมี market capitalization ที่เพิ่มขึ้นในสัดส่วนที่ต่ำกว่าซึ่งแสดงให้เห็นว่าจำนวนบริษัทจดทะเบียนที่เพิ่มขึ้นส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดเล็ก นอกจากนี้ จากรายงานของ ADB ฉบับที่กล่าวถึงข้างต้นยังได้ให้ความเห็นว่า โอกาสที่ SET จะเพิ่มจำนวนบริษัทที่จะเข้ามาจดทะเบียนใหม่ๆ อาจเป็นไปได้ยาก หรือหากมี ก็อาจเป็นบริษัทเล็ก เนื่องจากบริษัทส่วนใหญ่ของไทยยังมีรูปแบบการบริหารแบบครอบครัว (family owned) ซึ่งสามารถคุ้มภัยจากรณาคารพาณิชย์ได้ง่าย และไม่ต้องการรับภาระการเปิดเผยข้อมูลหากต้องระดมทุนในตลาดทุน การแปรรูปรัฐวิสาหกิจ (privatization) ที่ผ่านมาก็มีความไม่แน่นอนสูง นอกจากนี้ non commercial factors ยังอาจเข้ามามีบทบาทในการรับบริษัทเข้าจดทะเบียน เช่น กรณีของบริษัทไทยเบฟเวอเรจส์ จำกัด เป็นต้น ดังนั้น โอกาสที่ SET จะมีบริษัทใหญ่ๆ ที่มีศักยภาพเป็นที่น่าสนใจลงทุนสำหรับผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนต่างประเทศ เข้ามาจดทะเบียนจึงอาจเป็นไปได้ยาก

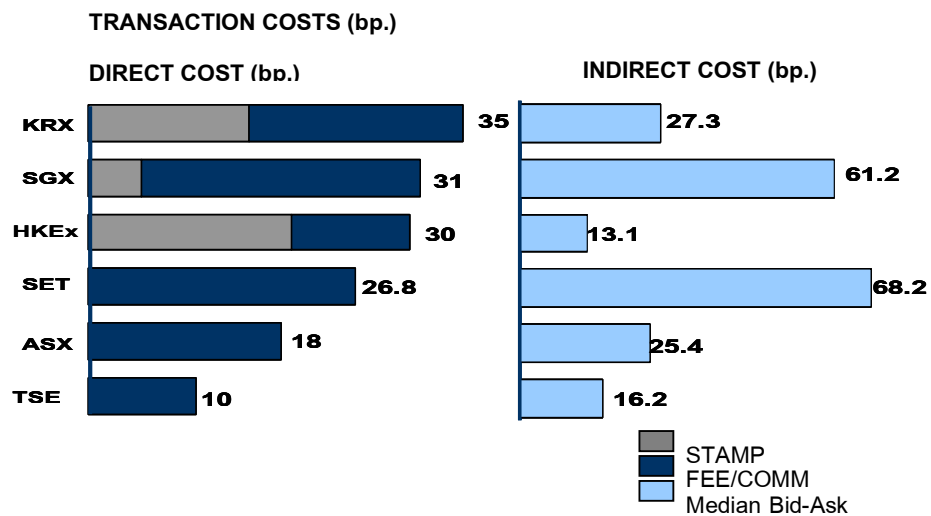


รูปที่ 5: Number of listed companies (Asia ex Japan)

ที่มา: World Federation of exchanges, 2006

2.1.3 ต้นทุนในการทำรายการ (transaction cost)

SET มีต้นทุนในการทำรายการสูง โดยหลักๆ มาจาก Bid-Ask Spread (indirect cost) ซึ่งเกิดจากปัญหาการขาดสภาพคล่อง ค่าใช้จ่ายทางตรง (direct cost) ในส่วนของ fee และ commission เมื่อเทียบกับตลาดอื่นโดยไม่รวมค่าอากรแสตมป์ก็อยู่ในระดับสูง



รูปที่ 6: Transaction Cost

ที่มา: Elkins McSherry survey, SET

2.2 การดำเนินงานของ SET

รายงานของ ADB ฉบับที่กล่าวถึงข้างต้น ได้มีการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของ SET กับตลาดหลักทรัพย์อื่นในเอเชีย พบว่า SET ยังมีโอกาสที่จะพัฒนาประสิทธิภาพการดำเนินงานได้มากขึ้นและสามารถลดต้นทุนให้ต่ำที่สุดได้ ดังจะเห็นได้จาก Return on Equity (ROE) อยู่ที่ประมาณ 2% ในขณะที่ตลาดอื่นอยู่ที่ประมาณ 19-56% และหากไม่รวมรายได้จากการลงทุน SET จะมี adjusted ROE ประมาณ -4% ในขณะที่ตลาดอื่นอยู่ที่ประมาณ 11-44% อย่างไรก็ตาม ผู้จัดทำรายงานของ ADB ฉบับดังกล่าวยังไม่สามารถแยกตัวเลขของ SET ส่วนที่เป็น core และ non-core business ออกจากกันได้ จึงอาจทำให้การเปรียบเทียบในตารางรูปที่ 9 อาจอยู่บนฐานข้อมูลที่แตกต่างกัน

หน่วย : ล้านบาท

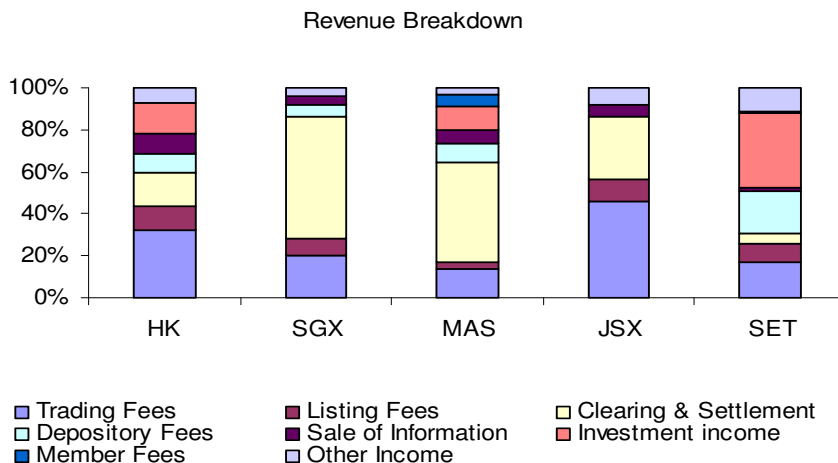
Key Metrics	HK	SGX	MAS	JSX	PSE	SET
Number staff	700	560	584	347	140	950
Return on Equity	56%	38%	19%	37%	21%	2%
Result ex Invest Income	9,364,404,630	4,612,504,800	1,078,532,900	307,601,400	128,966,638	-661,640,000
Adjusted return on equity	44%	38%	15%	37%	11%	-4%

ตารางที่ 3: ผลการดำเนินงานของ SET เทียบกับ Asian exchanges

ที่มา: ADB, Supporting the Implementation of the Capital Market Development Master Plan

อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาจากสัดส่วนรายได้ของตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคซึ่งยังเน้นแบบ traditional exchange นั้น โดยรวมจะพบว่ามีรายได้หลักสอดคล้องกับ core business ของตลาดหลักทรัพย์ในการให้บริการที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ได้แก่ clearing & settlement และ trading fees ซึ่งแตกต่างจากกรณีของ SET ซึ่งรายได้หลักมาจาก investment income คิดเป็น 36% ของรายได้ทั้งหมด ซึ่งสูงกว่ารายได้จาก clearing & settlement (5%) และ trading fees (17%) รวมกัน โดยรายได้จากการลงทุนที่มีมากนั้นเกิดจากการเรียกเก็บค่า membership เมื่อแรกเข้าที่เคยสูงมากในอดีต ซึ่งหากการดำเนินงานของ SET ขาดทุนต่อเนื่อง เงินลงทุนที่มีอยู่ก็อาจจะหดหายลงไปเรื่อยๆ ได้

การที่รายได้หลักของ SET มิได้มาจากการประกอบธุรกิจหลักแต่มาจากการเก็บเกี่ยวผลประโยชน์จากความมั่งคั่งซึ่งเคยได้รับการให้ exclusive rights แก่ broker สมาชิกในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนซึ่งต้องกระทำผ่านระบบ SET นั้น เป็นประเด็นที่คณะทำงานมีความเป็นกังวล



รูปที่ 7: Revenue Breakdown ของ SET เทียบกับ exchange อื่น

ที่มา: ADB, Supporting the Implementation of the Capital Market Development Master Plan

ทั้งนี้ ข้อมูลของ Ruben Lee (2002) ใน “The Future of Securities Exchange”

กล่าวไว้ว่า ในอดีตตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นแบบ traditional exchange จะมีรายได้หลักมาจาก ค่าแรกเข้าของสมาชิก, listing fees, ค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์, การชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์, company news และข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ต่อมาเทคโนโลยีและการแข่งขันที่สูงขึ้นทำให้รูปแบบของรายได้เปลี่ยนแปลงไป โดย

- computer and communication technology ทำให้ exchange มีการแข่งขันที่สูงขึ้นกับ trading venues อื่น จึงไม่สามารถ charge trading fees ได้มากนัก
- การ demutualization ของตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกทำให้รายได้จาก membership subscription ลดต่ำลงอย่างมากจากการ open access ผู้ที่จะส่งคำสั่งซื้อขายเข้ามาในระบบ exchange ได้ไม่จำเป็นต้องเป็นสมาชิก
- การแข่งขันที่รุนแรงระหว่างตลาดหลักทรัพย์ทำให้ listing fees ลดต่ำลงเพื่อดึงดูดให้ผู้ออกหลักทรัพย์มีระดมทุนที่ตลาดของตน

ในประเทศที่มีพัฒนาการของระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ก้าวหน้าไปไกล มี trading venues ที่หลากหลาย เช่น 1) traditional exchange 2) multilateral trading facilities ซึ่งเป็น การนำเทคโนโลยีมาพัฒนาระบบซื้อขายที่นำผู้ซื้อและผู้ขายหลายราย (multiple third-party) มา รวมกัน และ 3) systematic internaliser ซึ่งเป็นระบบที่บริษัทหลักทรัพย์หรือ investment firm พัฒนาขึ้นมาเพื่อ offset รายการของลูกค้ำกับ portfolio ของบริษัท ทำให้เกิดการแข่งขันที่รุนแรง ระหว่าง trading venues ซึ่งทำให้ traditional exchange ต้องปรับตนเองโดยหันมาให้บริการและ ฟังฟังรายได้เกี่ยวกับข้อมูลมากขึ้น รวมทั้งทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการรวบรวมข้อมูลการซื้อขาย

หลักทรัพย์ (quote and trade data) ซึ่งเป็นธุรกิจที่ exchange มีความถนัดและมีศักยภาพในการแข่งขันสูง

risk of marginalization ทำให้ SET ยากที่จะเพิ่มรายได้จาก core business ได้ การดำเนินงานจึงควรเป็นไปอย่างระมัดระวัง เพื่อให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุด รองรับ business model ที่อาจต้องเปลี่ยนแปลงไป โดยลดค่าใช้จ่ายที่เกินความจำเป็นหรือไม่เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจหลักและหาทางเพิ่มรายได้จากการมีสินค้าใหม่ๆ เข้ามาซื้อขายใน SET เช่น ETF และ TCR เป็นต้น

3. ความเห็นและข้อเสนอแนะของคณะกรรมการ

3.1 การปรับปรุงโครงสร้างของ SET

คณะกรรมการฯ พิจารณาเห็นว่า ปัญหาด้านประสิทธิภาพการดำเนินงานของ SET นั้น มีสาเหตุหลักเนื่องมาจาก SET มีโครงสร้างการบริหารจัดการ (governance structure) ที่ไม่มีผู้เป็นเจ้าของหรือผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (stakeholders) ที่ชัดเจน จึงเป็นข้อจำกัดในการสร้างแรงกดดันให้ SET เพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน เนื่องจากการตัดสินใจในเรื่องที่สำคัญยังต้องอาศัยการประนีประนอมซึ่งต่างจากตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศส่วนใหญ่ซึ่งเมื่อได้ผ่านการแปรสภาพแล้วนั้นจะมีเจ้าของที่ชัดเจนและหลากหลายจากการนำหุ้นไป listed และจำหน่ายแก่บุคคลทั่วไป การบริหารจัดการของตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าวจึงมีวัตถุประสงค์หลักที่ชัดเจนเพื่อตอบสนองความต้องการของผู้ถือหุ้น ในการ maximize shareholders' profit การตัดสินใจในเรื่องต่างๆ หากเป็นไปเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและพัฒนาการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์เพื่อตอบสนองการแข่งขันจึงทำได้ไม่ยาก ซึ่งแตกต่างจากกรณีของ SET หากเรื่องที่พิจารณามีความขัดแย้งทางผลประโยชน์กับกลุ่มสมาชิก ก็จะบรรลุผลได้ยาก เช่น การผลักดันนโยบายการขยายสิทธิในการทำการซื้อขายให้แก่กลุ่มที่ไม่มีใช้สมาชิก (open access) ซึ่งเป็นการเพิ่มความสามารถในการแข่งขันของตลาด แต่สมาชิกต้องเสียผลประโยชน์เดิม นอกจากนี้ การที่ พรบ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 กำหนดให้ SET มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบกิจการตลาดหลักทรัพย์โดยไม่นำผลกำไรมาแบ่งกัน ซึ่งถึงแม้ว่าจะมีจุดดีในแง่ที่ทำให้ SET สามารถนำทรัพยากรไปใช้ในการบริการเพื่อส่วนรวมได้ แต่อาจทำให้ขาดแรงจูงใจที่จะให้ SET ใช้เงินได้อย่างมีประสิทธิภาพ

การที่ SET ได้รับการคาดหวังให้ทำงานต่างๆ ซึ่งไม่ใช่งานในความรับผิดชอบหลัก เช่น งาน market education หรืองานสร้างเสริมความรับผิดชอบต่อสังคมต่างๆ ยังนำไปสู่การจัดสรรทรัพยากรที่ให้ความสำคัญต่อ non-commercial functions ในสัดส่วนที่สูง เช่น มีจำนวนพนักงานในสาย market education ถึง 170 คน จากพนักงานทั้งหมด 950 คน หรือมีการให้เงินบริจาคในจำนวนที่สูงกว่ากำไรจากการดำเนินงาน (excess of revenues over expenses) เป็นต้น ส่งผลให้ต้นทุนการดำเนินงานสูงเกินกว่าที่ควรเป็น

คณะทำงานฯ จึงเห็นว่า การเปลี่ยนแปลง governance structure ของ SET ให้มีเจ้าของที่แท้จริงจึงเป็น key success factor อย่างหนึ่งภายใต้สมมติฐานว่าจะสร้างแรงกดดันที่ดีขึ้น ซึ่งจะทำให้ SET สามารถปรับตัวรองรับกับกระแสความเปลี่ยนแปลงของโลกตามวัตถุประสงค์การมุ่งแสวงหากำไรเป็นหลัก (market-driven organization) ได้ ดังนั้น การแปรรูป (demutualization) จึงหลีกเลี่ยงไม่ได้หากยังต้องการรักษาสถานะและบทบาทในเวทีโลก อย่างไรก็ตาม คณะทำงานฯ เห็นว่า การแปรรูปเพียงอย่างเดียวอาจไม่เพียงพอต่อการสร้างศักยภาพในการแข่งขันให้กับ SET ได้ (necessary but not sufficient) การแปรรูปจะเป็นเพียงจุดเริ่มต้นเท่านั้นในการพัฒนาตลาดให้เท่าทันประเทศอื่นเช่น สิงคโปร์หรือมาเลเซีย ทั้งนี้ SET จะต้องดำเนินการด้านอื่นด้วย เช่น การสร้าง strategic focus ที่ชัดเจนสอดคล้องกับแนวทางสากลโดยครอบคลุม การวางยุทธศาสตร์ การแข่งขัน (competitive positioning), การสร้างสินค้าใหม่ ๆ, การกำหนดราคาบริการต่างๆ, การพัฒนาเทคโนโลยี และการควบคุมต้นทุน หรือการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลังการแปรรูป เพื่อให้มีการ unlocking value อันเป็นกลไกสำคัญที่จะทำให้การผลักดัน open access ทำได้ง่ายขึ้น เนื่องจากสมาชิกเดิมจะได้รับการชดเชยจากการที่ต้องเสียผลประโยชน์ที่เคยได้รับ

3.2 การผลักดันการแปรรูป

ในการผลักดันการแปรรูปตลาดในประเทศที่พัฒนาแล้ว ตลาดหลักทรัพย์มักเป็นผู้เสนอแผน แปรรูปเอง ส่วนในตลาดที่พัฒนารองลงมา ภาครัฐมักเข้ามามีบทบาทสำคัญ เนื่องจากเห็นว่าการแปรรูปมีประเด็นที่อ่อนไหว และเกี่ยวข้องกับกลุ่มผลประโยชน์หลายฝ่าย เช่น ภาครัฐเป็นผู้บังคับการแปรรูป ในกรณีอินเดียและฟิลิปปินส์ หรือในกรณีของฮ่องกง มาเลเซีย และสิงคโปร์ ภาครัฐจะเป็นผู้ผลักดันในเรื่องนี้

สำหรับกรณีของประเทศไทย คณะทำงานฯ เห็นว่ากระทรวงการคลังควรเป็นผู้ผลักดันการแปรรูปของตลาดหลักทรัพย์ โดยให้ SET ดำเนินการศึกษาและนำเสนอรูปแบบ และขั้นตอนการแปรรูปที่เหมาะสมต่อสถานะตลาดทุนภายในประเทศและระดับสากล ซึ่งสามารถบรรลุเป้าหมายต่างๆ (strategic focus) ในการแปรรูปเพื่อเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันของ SET ต่อ ก.ล.ต. และ กระทรวงการคลังเพื่อพิจารณา ทั้งนี้ กระทรวงการคลังจะเสนอให้มีการออก และ/หรือ แก้ไขกฎหมายเพื่อรองรับการแปรรูปดังกล่าว ในการนี้ การตัดสินใจในเรื่องการแปรรูปควรเร่งดำเนินการ เนื่องจากหากไม่ตัดสินใจหรือตัดสินใจช้า จะทำให้เกิดความเสี่ยงในการถูกลดบทบาทในเวทีโลก risk of marginalization การเชื่อมโยงกับประเทศอื่นอาจทำได้ช้าและลำบาก และหากประเทศเพื่อนบ้านสามารถทำได้ก่อน ตลาดหลักทรัพย์ไทยจะถูกทิ้งไว้อย่างโดดเดี่ยว และล้าหลังไปกว่าเดิม จนกลายเป็นตลาดที่มีแต่บริษัทจดทะเบียนขนาดเล็ก และเหลือแต่ผู้เล่นที่เป็นนักเก็งกำไรระยะสั้น

3.3 ข้อควรพิจารณาในการแปรสภาพ

3.3.1 การแบ่งสัดส่วน ownership

จากข้อมูลต่างประเทศในตลาดที่พัฒนาแล้ว สมาชิกเดิมจะได้รับส่วนแบ่งหุ้นเป็นจำนวนมาก โดยในการแบ่งสัดส่วนขึ้นอยู่กับ consensus ของสมาชิกเดิม โดยมี valuation มาจาก financial adviser และหากเป็นกรณีที่ต้องการเป็นผู้ผลักดัน มักมีการจัดตั้ง development fund ซึ่งทางการถือหุ้นอยู่เป็นจำนวนมาก เช่น มาเลเซียและสิงคโปร์ เพื่อกันเงินไว้พัฒนาตลาดทุน และมีการแต่งตั้ง independent director เพื่อรักษาผลประโยชน์ของส่วนรวมไว้

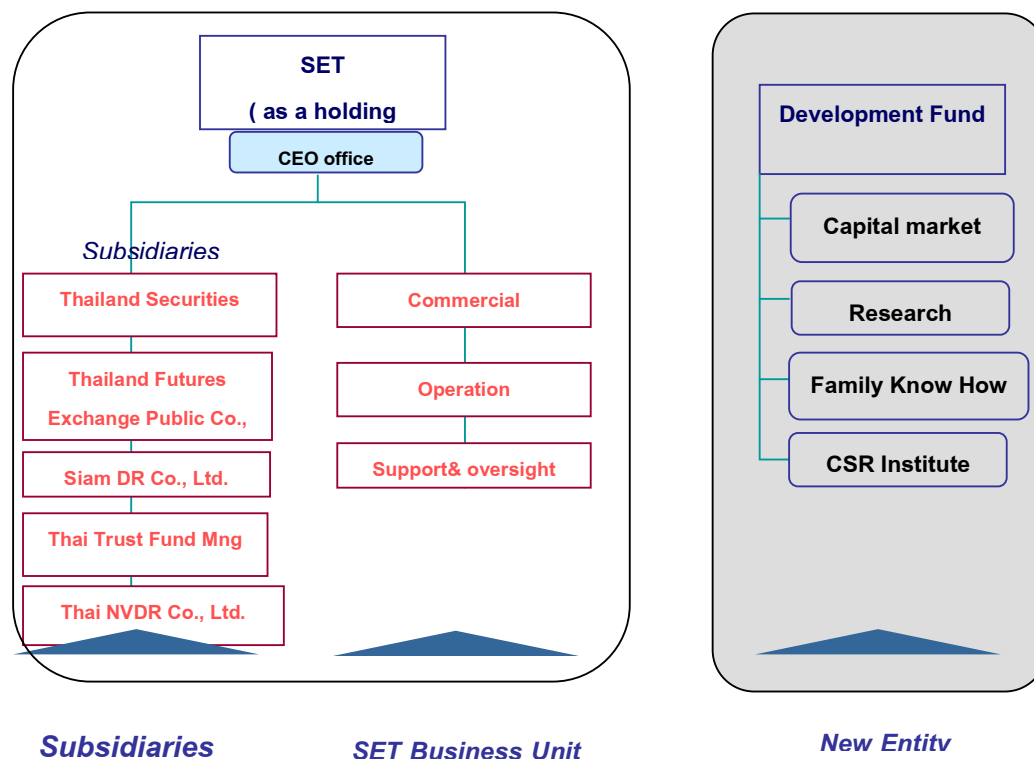
สำหรับกรณีของประเทศไทย คณะทำงานฯ มีข้อเสนอแนะดังนี้

1. เปลี่ยน governance structure ให้มีเจ้าของที่ชัดเจนและมีความหลากหลายมากขึ้นสอดคล้องกับแนวทางของต่างประเทศ โดย broker กลุ่มที่เป็นสมาชิกของ SET ควรได้รับการแบ่งสัดส่วนที่เป็นธรรม โดยหุ้นที่ได้รับนี้อาจเพิ่มมูลค่าขึ้นได้เมื่อนำเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้ ส่วนของ ownership ที่เหลืออาจให้กับกลุ่มที่เคยมี contribution ให้แก่ SET

2. การถือหุ้นของภาครัฐไม่ควรเข้าไปถือหุ้นเป็นจำนวนมากเพราะอาจทำให้ SET กลายเป็นรัฐวิสาหกิจ

3. ภาครัฐควรมีสภิตีในการกำหนดหรือให้ความเห็นชอบในเรื่องสำคัญระดับนโยบายของชาติเพื่อรักษาผลประโยชน์ของส่วนรวม เช่น การกำหนดสัดส่วนของกรรมการอิสระ การกำหนดคุณสมบัติของ controlling shareholders ฯลฯ

4. เพื่อรักษาบทบาทการพัฒนาตลาดทุนไว้ควรแยกหน่วยงานบางส่วนออกจาก การดำเนินงานของ SET โดยจัดตั้งเป็นกองทุนพัฒนาตลาดทุน โดยแบ่งทรัพย์สินจำนวนหนึ่งออกจาก SET ให้ชัดเจน และแบ่งรายได้ส่วนหนึ่งจากกำไรของ SET เพื่อส่งเข้ากองทุนเป็นประจำทุกปี ด้วย ตามอัตราที่เหมาะสมและเป็นธรรม ทั้งนี้ SET ได้เสนอตัวอย่างของมาเลเซีย และ สิงคโปร์ (ภาคผนวก) เพื่อเป็นรูปแบบของกองทุนในการพัฒนาตลาดทุน พร้อมทั้งรูปแบบที่ SET เสนอ ดังนี้



รูปที่ 8: กองทุนพัฒนาตลาดทุนที่ SET เสนอ
ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, เอกสารการประชุมคณะทำงานฯ ครั้งที่ 3

5. พรบ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 ได้ให้สถานการณ์เป็นผู้ผูกขาดการประกอบกิจการตลาดหลักทรัพย์แก่ SET มาโดยตลอด SET และ broker สมาชิกจึงอยู่ในสภาพแวดล้อมที่ได้รับการโอบอุ้มโดยกฎหมายและกฎระเบียบไม่ให้มีการแข่งขัน เช่น มาตรการที่ห้ามศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์อื่นนำหลักทรัพย์จดทะเบียนใน SET ไปซื้อขาย, การซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนให้กระทำโดยบริษัทหลักทรัพย์สมาชิกของ SET เท่านั้น และห้ามบริษัทหลักทรัพย์สมาชิกซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนนอก SET เว้นแต่ SET อนุญาต เป็นต้น แต่กระนั้นก็ตามมิได้หมายความว่า SET และ broker สมาชิกจะไม่มีคู่แข่ง เพราะต่างก็ต้องแข่งขันอยู่ในเวทีโลก อย่างไรก็ตาม ในตลาดที่มีขนาดเล็กอย่างของไทย กิจการตลาดหลักทรัพย์ก็ยังคงความเป็น monopoly ได้โดยธรรมชาติอยู่แล้ว จึงน่าที่จะมีการพิจารณาแก้ไขกฎหมายเพื่อรองรับการเปิดให้มีการแข่งขันตามกระแสแนวโน้มตลาดโลกหากเห็นว่าจะช่วยทำให้เกิดการเพิ่มประสิทธิภาพในการประกอบธุรกิจ โดยให้อยู่ในดุลยพินิจของทางการว่าควรจะเปิดให้มีการแข่งขันได้เมื่อใด

3.3.2 การจัดการกับข้อกังวลที่เกี่ยวข้อง

1. การรักษาความเข้มข้นของการกำกับดูแลและการตรวจสอบ

โดยทั่วไปแล้วตลาดหลักทรัพย์จะใช้ความพยายามในการรักษาชื่อเสียงในการเป็นตลาดที่น่าเชื่อถือและมีการกำกับตรวจสอบที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งถือเป็นทรัพย์สินที่สำคัญของตลาดเอาไว้แล้ว อย่างไรก็ตาม ความกังวลดังกล่าวยังสามารถจัดการได้ด้วยการบริหารควบคุมเพื่อรักษาความพอเหมาะระหว่างการแสวงหากำไรของตลาด (commercial interest) กับการรักษาประโยชน์ของส่วนรวม (regulatory responsibility) ซึ่งอาจทำได้หลายด้าน เช่น กำหนดให้มีผู้แทนที่ทำหน้าที่รักษาประโยชน์ของส่วนรวม หรือ มีบุคคลที่เป็นอิสระพอที่จะพิจารณาว่าตลาดได้นำหน้าที่ที่เพียงพอในเรื่องการกำกับดูแล (public or independent director) กำหนดให้กรรมการของตลาดต้องมีคุณสมบัติด้าน fit and proper ตั้งเป็นบริษัทย่อย หรือ outsource หน้าที่บางอย่างเพื่อลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์

2. ประเด็น conflict of interest ระหว่าง SET และบริษัทที่ SET กำกับดูแล

ก.ล.ต. ต้องดูแลไม่ให้ SET แสวงหากำไรจากกิจกรรมด้านการกำกับดูแลมากเกินไป เช่น เรียกเก็บค่าธรรมเนียมสูงจากสมาชิกหรือบริษัทจดทะเบียน หรือกรณีที่ SET เป็น listed company ก็ต้องดูแลไม่ให้คู่แข่งที่ทำธุรกิจคล้ายคลึงกับ SET อยู่ในภาวะเสียเปรียบ ทั้งนี้ ในกรณีที่มีประเด็น conflict of interest ระหว่าง SET และบริษัทที่ SET กำกับดูแล ก.ล.ต. ควรจะต้องเข้ามาทำหน้าที่กำกับดูแลแทน และอาจมีการ outsource หน้าที่การกำกับดูแลบางอย่างไปที่ self regulatory organization (SRO) อื่น เช่น กรณีของ NASD ในสหรัฐอเมริกา นอกจากนี้ การนำเงินรายได้จากการกำกับดูแลไปใช้ เช่น ค่าธรรมเนียมหรือค่าปรับจากการลงโทษทางวินัย ต้องใช้เพื่อการกำกับดูแลหรือเพื่อส่วนรวมเท่านั้น ไม่ควรนำไปใช้เพื่อวัตถุประสงค์ทางธุรกิจ อย่างไรก็ตาม หน้าที่ในการกำกับดูแล market participant การกระทำที่ไม่เป็นธรรม conflict of interests ต่างๆ ควรกระทำโดย ก.ล.ต. โดยตลาดเป็นด่านหน้าในการทำ market surveillance

3. การจัดการกับความเสี่ยงจากการถูก takeover

เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์จัดเป็นโครงสร้างพื้นฐานหลักของตลาดทุน จึงต้องใช้ความระมัดระวังมิให้ตกอยู่ภายใต้อิทธิพลของผู้ที่ไม่เหมาะสมหรือตกเป็นของต่างชาติ แนวทางป้องกันจึงควรกำหนดคุณสมบัติด้าน fit and proper ของ controlling shareholders และจำกัดสัดส่วนของหุ้นที่ถือได้ (หลายประเทศกำหนดไว้ที่ร้อยละ 5) โดยรัฐมนตรีอาจมีการใช้ดุลยพินิจที่จะอนุมัติเพิ่มสัดส่วนให้บุคคลใดถือเกินกว่าสัดส่วนที่กำหนดไว้ได้ และกำหนดให้บริษัทแจ้งหรือเปิดเผยในกรณีที่มีการถือหุ้นเกินกว่าสัดส่วนที่กำหนด

ส่วนในเรื่องสัดส่วนการถือหุ้นโดยต่างชาตินั้น ยังมีพระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจของคนต่างด้าว พ.ศ. 2542 เป็นข้อจำกัดคุ้มครองอยู่อีกชั้นหนึ่งอยู่แล้ว

ภาคผนวก
รูปแบบกองทุนพัฒนาตลาดทุน

	สิงคโปร์	มาเลเซีย
วัตถุประสงค์	พัฒนาเพื่อเป็น Financial center โดยสร้าง financial network และ ศูนย์กลางอบรมด้านการเงินเพื่อสร้างบุคลากรในภาคการเงินของประเทศ	ส่งเสริมและพัฒนาตลาดทุนให้มีประสิทธิภาพ มีนวัตกรรมใหม่ และมีความสามารถในการแข่งขัน มีบุคลากรที่มีความเชี่ยวชาญ สนับสนุนงานวิจัย/โครงการที่เกี่ยวข้องตลาดทุน และพัฒนาองค์กรกำกับดูแลตนเอง
หน้าที่	<ul style="list-style-type: none"> • สร้าง Training Course ทั้งระดับ executive และระดับ professional ในภาคการเงิน • ให้การสนับสนุนงานวิจัยโดยอาศัยความร่วมมือกับมหาวิทยาลัยทั้งในและต่างประเทศ 	สนับสนุนและส่งเสริมให้ตลาดทุนมีประสิทธิภาพ มีนวัตกรรมใหม่และสามารถแข่งขันกับตลาดต่างประเทศได้
การจัดตั้ง	ใช้เงินก่อตั้งจากการขายหุ้น IPO ของ SGX ในส่วนที่เกินราคา par และหลังจากหักค่าใช้จ่ายเป็นที่เรียบร้อยแล้ว โดยกองทุนดังกล่าวอยู่ในความดูแลและรับนโยบายจาก MAS	ใช้เงินก่อตั้งจากการขายหุ้น IPO ของ bursa ในสัดส่วนร้อยละ 30 ของหุ้นทั้งหมด โดยกองทุนดังกล่าวอยู่ในความดูแลของคณะกรรมการกองทุน
รายได้หลัก	<ul style="list-style-type: none"> • รายได้หลักมาจากเงินลงทุนและเงินปันผลที่ได้จาก SGX (คิดมูลค่ากว่าร้อยละ 80) • มีส่วนของการหารายได้จากการ training ซึ่งยังไม่ทำกำไรแต่มีแนวโน้มการหารายได้เพิ่มขึ้น 	รายได้หลักมาจากเงินลงทุนและเงินปันผลที่ได้จาก Bursa

Source: SET & CMDF, 2007

เอกสารอ้างอิง

1. ADB. 2002. Demutualization of the stock exchanges: problems, solutions, and case studies. 2007. Supporting the Implementation of the Capital Market Development Master Plan.
2. CMDF. 2007 Retrieved from <http://cmdf.org.my/background.htm>
3. Elkins McSherry Survey. n.d. quoted in Pierre Paulden. 2006. Keep Change. Institutional Investor. December 2006.
4. International Federation of Stock Exchanges (FIBV). 2005. Annual report-2005.
5. McKinsey & Company. 2007. "Jointly Developing Southeast Asia's Market."
6. MSCI. 2007. Retrieved from [http:// www.msibarra.com/research/](http://www.msibarra.com/research/)
7. Lee, Ruben 2002. The Future of Securities Exchanges Brookings-Wharton Papers on Financial Services. pp. 1-33
8. World Federation of Exchange. 2007. Retrieved from <http://www.world-exchanges.org>
9. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, เอกสารการประชุมคณะทำงานฯ ครั้งที่ 3