

# แนวทางการพัฒนาการกำกับดูแลตลาดตราสารหนี้ไทย: ศึกษาเปรียบเทียบ ประเทศไทยกับประเทศสิงคโปร์

## Guidelines for the Development of Regulatory Oversight in the Thai Bond Market: A Comparative Study of Thailand and Singapore

### Article History

Received: July 10, 2024

Revised: December 11, 2024

Accepted: December 16, 2024

ชไมกานต์ ทองฟูก<sup>1</sup>

Chamaikan Tongfook

นเรศร์ เกษะประกกร<sup>2</sup>

Nares Kesaparakorn

### บทคัดย่อ

การศึกษานี้มุ่งเน้นวิเคราะห์ปัญหาความไม่เป็นเอกภาพในการกำกับดูแลตลาดตราสารหนี้ของประเทศไทย เนื่องจากมีองค์กรหลายองค์กรที่มีหน้าที่กำกับดูแลส่งผลให้เกิดความทับซ้อนและขาดความเป็นเอกภาพ รวมถึงปัญหาของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ยังขาดอำนาจตามกฎหมายและไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างเต็มศักยภาพ งานวิจัยนี้จึงศึกษาเปรียบเทียบโครงสร้างการกำกับดูแลตลาดตราสารหนี้ของประเทศไทยและสิงคโปร์ โดยพบว่า เนื่องจากข้อจำกัดทางกฎหมายของประเทศไทยเป็นการออกแบอำนาจผ่านโครงสร้างองค์กรกำกับดูแลเป็นโครงสร้างระดับชั้นจากบนลงล่างและแบ่งโครงสร้างเป็นระดับชั้น อีกทั้งการขาดอำนาจและการกำกับดูแลที่ไม่ครอบคลุมของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยเป็นอุปสรรคสำคัญ ดังนั้นจึงเสนอแนะให้ปรับโครงสร้างของหน่วยงานการกำกับดูแลตลาดตราสารหนี้และเพิ่มอำนาจให้สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีสถานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่สมบูรณ์แบบเช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ พร้อมทั้งเสนอแนวทางเพิ่มประสิทธิภาพในการกำกับดูแลและการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทยเพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนและเพิ่มศักยภาพของตลาดตราสารหนี้ไทยให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุด ผลลัพธ์จากงานวิจัยนี้คาดว่าจะจะเป็นประโยชน์ต่อนักวิเคราะห์นโยบาย หน่วยงานกำกับดูแล สถาบันการเงิน และนักลงทุน

**คำสำคัญ:** ตลาดตราสารหนี้ องค์กรกำกับดูแลตนเอง โครงสร้างการกำกับดูแล

<sup>1</sup> นักศึกษาปริญญาโท คณะนิติศาสตร์ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ ประเทศไทย

Master's degree student, Graduate School of Law, National Institute of Development Administration, Thailand

E-mail: 6521924002@stu.nida.ac.th

<sup>2</sup> คณะนิติศาสตร์ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ ประเทศไทย

Graduate School of Law, National Institute of Development Administration, Thailand

E-mail: nares.k19@gmail.com

## Abstract

This study scrutinizes the regulatory inconsistencies in Thailand's bond market, attributing these issues to fragmented oversight by multiple regulatory bodies, leading to overlapping responsibilities and incoherence. It highlights the Thai Bond Market Association's (ThaiBMA) limitations as a Self-Regulatory Organization (SRO) lacking legal authority to perform its duties fully. By comparing Thailand's and Singapore's bond market regulatory frameworks, the research identifies Thailand's top-down, layered structure as a barrier to effective governance. It recommends restructuring Thailand's regulatory agencies and enhancing ThaiBMA's legal authority to function as a fully operational SRO, akin to Singapore's SGX. The study proposes measures to improve regulatory efficiency and develop Thailand's bond market to boost investor confidence and maximize its potential. The findings offer valuable insights for policymakers, regulatory bodies, financial institutions, and investors regarding regulatory structures and the role of SROs in Thailand and Singapore.

**Keywords:** Bond Market, Self-Regulatory Organization (SRO), Regulatory Frameworks

## บทนำ

ตลาดตราสารหนี้ไทยเติบโตขึ้นอย่างมากตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2540 โดยมีผู้ออกตราสารหนี้และนักลงทุนเข้าร่วมในตลาดตราสารหนี้เพิ่มขึ้นเป็นอย่างมาก และกลายเป็นแหล่งระดมทุนของทั้งภาครัฐและเอกชนที่สำคัญ ถึงแม้ว่ามูลค่าตลาดตราสารหนี้ไทยจะเติบโตสูงขึ้นมากอย่างมีนัยสำคัญ แต่ตลาดตราสารหนี้ไทยยังพัฒนาได้ค่อนข้างช้าเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่นในหลายมิติ โดยเฉพาะด้านประสิทธิภาพการกำกับดูแลของตลาดตราสารหนี้ ซึ่งจากการศึกษาพบว่า ด้านการกำกับดูแลตลาดตราสารหนี้ไทยนั้น ยังคงมีประเด็นปัญหาที่จะต้องได้รับการปรับปรุงแก้ไขใน 2 ประเด็น ดังต่อไปนี้

### ประเด็นที่ 1 ปัญหาความไม่เป็นเอกภาพขององค์กรกำกับดูแล

กล่าวคือโครงสร้างการกำกับดูแลของตลาดตราสารหนี้ไทยมีหลายหน่วยงานที่เกี่ยวข้องตาม พระราชบัญญัติออกตามความในประมวลว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 (Phraratchabanyat 'oḵ tam khwām nai pramuān wādūai laksap læ talāt laksap (PhoḥSoḥ 2535), 1992) โดยสามารถแบ่งหน้าที่การกำกับดูแลของแต่ละหน่วยงานได้ออกเป็น 2 ส่วนหลัก คือ

1. หน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการออกกฎเกณฑ์ข้อบังคับและบังคับใช้ ได้แก่ ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) กระทรวงการคลัง สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) (Securities and Exchange Commission, Thailand, n.d.) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (Thai Bond Market Association [ThaiBMA], 2017)

2. หน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการอนุมัติการออกพันธบัตร หุ้นกู้รวมถึงตัวเงินต่างๆ ได้แก่ ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) กระทรวงการคลังผ่านทางสำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)

จากโครงสร้างการกำกับดูแลตลาดตราสารหนี้ที่กล่าวมานั้นจะพบว่าบทบาทหน้าที่ของแต่ละหน่วยงานมีความทับซ้อนกันอย่างเห็นได้ชัด ส่งผลกระทบให้แต่ละหน่วยงานดำเนินการได้อย่างมีข้อจำกัด ส่งผลกระทบให้เกิดความล่าช้าในการดำเนินงานในตลาดตราสารหนี้อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

## ประเด็นที่ 2 ปัญหาองค์กรกำกับดูแลตนเองยังทำหน้าที่ไม่เต็มศักยภาพ

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยจะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่มีบทบาทหลัก โดยหน้าที่หลักของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย จะทำหน้าที่ในการกำกับดูแลสมาชิกของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยให้ได้รับความเป็นธรรมและมาตรฐานในการทำธุรกรรมการซื้อขาย ทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับตลาดตราสารหนี้ ทำหน้าที่จัดทำราคาอ้างอิงตราสารหนี้ และทำหน้าที่ในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ ซึ่งจะเห็นว่าบทบาทขององค์กรกำกับดูแลตนเองของตลาดตราสารหนี้ไทยอย่างสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยยังทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองได้ไม่เต็มศักยภาพเมื่อเปรียบเทียบกับบทบาทหน้าที่ขององค์กรกำกับดูแลตนเองในประเทศอื่นที่สามารถทำหน้าที่ได้ครอบคลุมทั้งในด้านการค้าตราสารหนี้และการกำกับดูแลตลาดตราสารหนี้ด้วย

Eschweiler (2006) ได้ศึกษาเปรียบเทียบการเปิดตลาดตราสารหนี้อย่างเสรีโดยพิจารณาในแง่ของมาตรฐานการกำกับดูแลตลาดตราสารหนี้ของ 8 ประเทศ ได้แก่ ประเทศสิงคโปร์ ฮองกง เกาหลีใต้ มาเลเซีย ไทย จีน ฟิลิปปินส์ และอินโดนีเซีย โดยจากการศึกษาพบว่า ประเทศสิงคโปร์เป็นประเทศที่ได้มาตรฐานที่สุดในแง่การกำกับดูแลตลาดตราสารหนี้ รองลงมาคือ ประเทศฮองกง เกาหลีใต้ มาเลเซีย และไทย ตามลำดับ และ Wardle (2024) ได้ศึกษาการจัดอันดับของ Global Financial Centres Index (GFCI) ใน ปี พ.ศ. 2567 ซึ่งเป็นดัชนีเปรียบเทียบศักยภาพการแข่งขันของศูนย์กลางทางการเงินชั้นนำระดับโลก ได้จัดอันดับให้ประเทศสิงคโปร์เป็นอันดับหนึ่งของศูนย์กลางทางการเงินของภูมิภาคเอเชียและเป็นอันดับสามของโลก

ดังนั้นการศึกษาในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อต้องการศึกษาโครงสร้างการกำกับดูแลตลาดตราสารหนี้ บทบาทหน้าที่ของแต่ละหน่วยงาน รวมถึงบทบาทการทำหน้าที่ของหน่วยงานที่ทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองของประเทศไทยเปรียบเทียบกับประเทศสิงคโปร์ เพื่อเสนอแนวทางสำหรับการกำกับดูแลตลาดตราสารหนี้ไทยที่เหมาะสม และเสนอแนวทางการพัฒนาบทบาทของสมาคมตราสารหนี้ไทยให้กลายเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

### วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาเปรียบเทียบโครงสร้างการกำกับดูแลของตลาดตราสารหนี้ไทยและสิงคโปร์
2. เพื่อศึกษาบทบาทการทำหน้าที่ขององค์กรกำกับดูแลตนเองของประเทศไทยและสิงคโปร์
3. เพื่อวิเคราะห์โครงสร้างกฎหมายและกฎหมายที่เกี่ยวข้องของตลาดตราสารหนี้ของประเทศไทยและสิงคโปร์
4. เพื่อนำเสนอแนวความคิดและข้อเสนอแนะสำหรับการปรับโครงสร้างการกำกับดูแลตลาดตราสารหนี้ไทยที่เหมาะสม

### ขอบเขตการวิจัย

ศึกษาถึงโครงสร้างการกำกับดูแลของตลาดตราสารหนี้ว่าประกอบไปด้วยหน่วยงานใดบ้าง และแต่ละหน่วยงานมีบทบาทและหน้าที่อย่างไร ศึกษาโครงสร้างกฎหมายและกฎหมายที่เกี่ยวข้องของตลาดตราสารหนี้ โดยกำหนดขอบเขตของข้อมูลตลาดตราสารหนี้ของประเทศไทยและสิงคโปร์

### ทบทวนวรรณกรรมและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

แนวความคิดในการกำกับดูแลตนเอง (Self-Regulation) เป็นรูปแบบการจัดการปกครองแนวใหม่ (New Governance)

Lobel (2004) กล่าวว่า จากแนวความคิดการกำกับดูแลตนเองถือเป็นการใช้แนวทางการจัดการปกครองแนวใหม่ เพื่อสร้างโครงสร้างความสัมพันธ์ระหว่างภาครัฐและเอกชนในอุตสาหกรรมการเงิน ซึ่งทำหาคความเชื่อที่ว่า

รัฐบาลเป็นฝ่ายบริหารมีอำนาจในการกำกับดูแลควบคุมและภาคเอกชนเป็นผู้รับคำสั่งจากรัฐบาลและต้องปฏิบัติตาม โดยภาคเอกชนจะมีสถานะเป็นแค่ผู้รับสารอย่างเดียว (passive recipient) โดย Ford (2008) กล่าวว่าหลักการการกระจายอำนาจทำให้กระบวนการกำกับดูแลเหล่านี้เปลี่ยนแปลงไปจากแนวความคิดเดิมที่การกำกับดูแลเป็นการออกแบบอำนาจผ่านโครงสร้างลำดับชั้นจากบนลงล่าง (top-down exercise of power) ถูกแทนที่ด้วยแนวคิดการจัดการปกครองแนวใหม่ ซึ่งเป็นกระบวนการในการกำกับดูแลที่มีการคิดไตร่ตรองโดยนักลงทุนต้องมีปฏิสัมพันธ์และมีการสื่อสารกัน ซึ่งเป็นกลไกที่มีประสิทธิภาพที่สุดในการตัดสินใจในโครงสร้างองค์กรที่ซับซ้อน โดยในแบบจำลองนี้การกำกับดูแลไม่ใช่เพียงกระบวนการกำกับดูแลที่เกิดขึ้นจากการกระทำของภาครัฐ แต่ถูกสร้างขึ้นร่วมกันโดยภาคเอกชนและผู้เล่นในตลาดที่เกี่ยวข้องและมีปฏิสัมพันธ์กัน การมีส่วนร่วมกันของผู้เล่นในตลาดซึ่งสามารถเข้าใจในสถานการณ์ที่เฉพาะเจาะจงได้อย่างมีประสิทธิภาพ สอดคล้องกับ Cohen and Sabel (2002) กล่าวว่า แนวคิดของการปกครองกำกับดูแล คือการมีส่วนร่วมโดยตรง (direct participation) ของกลุ่มธุรกิจร่วมมือกันในการกำหนดรูปแบบ การตัดสินใจผลลัพธ์ทางสังคมร่วมกันผ่านการเจรจาในหลายองค์กรทั้งภาครัฐและภาคเอกชนที่มีส่วนได้ส่วนเสียร่วมกัน เช่น องค์กรที่ไม่ใช่ภาครัฐ สมาคมธุรกิจและการค้า สหภาพแรงงาน หน่วยงานมาตรฐานเฉพาะทางเทคนิค และกลุ่มองค์กรอาชีพ ซึ่ง Freeman (1997) กล่าวว่า โลกที่มองผ่านเลนส์ทฤษฎีของแนวคิดการจัดการปกครองแนวใหม่ มีความซับซ้อน ยืดหยุ่น และเชื่อมโยงกันอย่างซับซ้อนโดยภาครัฐและเอกชนต่างต้องตกลงกันในการเจรจาขอบเขตระหว่างผลประโยชน์สาธารณะและผลประโยชน์ของเอกชนในด้านเศรษฐกิจและสังคม ซึ่งวัตถุประสงค์หลักของรัฐบาลกำกับดูแลไม่ใช่เพียงแค่ควบคุมผู้ถูกกำกับดูแลโดยการบังคับให้เขาต้องปฏิบัติตามเท่านั้น แต่ต้องคำนึงถึงความสามารถของภาคเอกชนที่ส่งผลต่อเป้าหมายทางสาธารณะด้วย

ความสำคัญที่นำเสนอแนวคิดการจัดการปกครองแนวใหม่ สามารถนำไปใช้ในการวิเคราะห์กฎหรือระเบียบแนวทางการกำกับดูแลทางการเงินเพื่อที่จะได้ปฏิรูปแนวทางการกำกับดูแลได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งการไหลของข้อมูล (information flow) ถือเป็นปัจจัยสำคัญสำหรับการกำกับดูแลกระบวนการการเงินในเศรษฐกิจปัจจุบัน

### ระเบียบวิธีวิจัย

1. ศึกษาค้นคว้าเอกสาร โดยรวบรวมข้อมูลจากเอกสารกำกับดูแลทางการเงิน วารสารทางการเงิน เอกสารทางวิชาการ บทความวิจัย ตลอดจนเอกสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องทั้งภาษาไทยและภาษาต่างประเทศที่เกี่ยวข้อง
2. ศึกษาโดยวิธีการพรรณนา เมื่อค้นคว้าและรวบรวมข้อมูลต่างๆ มาแล้วนั้น จะนำข้อมูลที่ได้อามาวิเคราะห์ในการแก้ปัญหา

### ผลการวิจัย

จากการศึกษาโดยอาศัยหลักการในการกำกับดูแลตามแนวทางของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์นานาชาติ (International Organization of Securities Commissions: IOSCO) ซึ่งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้เข้าร่วมเป็นสมาชิกของ IOSCO ตั้งแต่ ปี ค.ศ. 1992 ส่งผลให้ ก.ล.ต. ต้องมีภาระหน้าที่ในการนำแนวทางของ IOSCO มาใช้ ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

#### 1. ปัญหาความไม่เป็นเอกภาพขององค์กรกำกับดูแล

ตามแนวทางของ IOSCO ทั้งหมด 8 แนวทาง ดังนี้

- 1) หน้าที่ความรับผิดชอบขององค์กรกำกับดูแลควรมีความชัดเจน
- 2) องค์กรกำกับดูแลควรมีความเป็นอิสระในการดำเนินงานและรับผิดชอบในการใช้หน้าที่และอำนาจของตน

- 3) องค์กรกำกับดูแลควรมีอำนาจที่เพียงพอ มีทรัพยากรที่เหมาะสมและมีความสามารถในการปฏิบัติหน้าที่และใช้อำนาจ
- 4) องค์กรกำกับดูแลควรมีกระบวนการกำกับดูแลที่ชัดเจนและสอดคล้องกัน
- 5) เจ้าหน้าที่ขององค์กรกำกับดูแลควรปฏิบัติตามมาตรฐานวิชาชีพสูงสุดรวมถึงมาตรฐานการรักษาความลับที่เหมาะสม
- 6) องค์กรกำกับดูแลควรมีกระบวนการในการกำกับดูแลและจัดการความเสี่ยงเชิงระบบที่เหมาะสม
- 7) องค์กรกำกับดูแลควรมีกระบวนการตรวจสอบขอบเขตของกฎระเบียบข้อบังคับอย่างสม่ำเสมอ
- 8) องค์กรกำกับดูแลควรตรวจสอบเรื่องผลประโยชน์ทับซ้อนและการบิดเบือนของแรงจูงใจว่าจะถูกหลีกเลี่ยง กำจัด เปิดเผย หรือจัดการอย่างไร

และพบว่า ธนาคารกลางสิงคโปร์ (Monetary Authority of Singapore: MAS) เป็นองค์กรกำกับดูแลหลักที่ดำเนินการได้อย่างเหมาะสมตามแนวทางของ IOSCO ทั้ง 8 แนวทาง ในขณะที่ ก.ล.ต. ยังไม่สามารถดำเนินการตามแนวทางของ IOSCO ได้อย่างครบถ้วนตามแนวทางที่ 1 แนวทางที่ 2 และแนวทางที่ 3 เนื่องจากรูปแบบโครงสร้างองค์กรกำกับดูแลของประเทศไทยทำให้มีองค์กรที่มีอำนาจหน้าที่กำกับดูแลมีหลายองค์กร ส่งผลให้เกิดความทับซ้อนของอำนาจหน้าที่ระหว่างองค์กรกำกับดูแล แต่ตามแนวทางที่ 4-8 พบว่า ทั้ง MAS และ ก.ล.ต. มีกระบวนการดำเนินงานและหลักเกณฑ์การปฏิบัติที่สอดคล้องเหมาะสมตามแนวทางของ IOSCO

### 1.1 องค์กรที่มีอำนาจหน้าที่กำกับดูแลมีหลายองค์กร

MAS เป็นผู้กำกับดูแลกิจกรรมตลาดทุนในสิงคโปร์ ตาม Royal Monetary Authority of Singapore Act (Chapter 186) (1999), Royal Securities and Futures Act (Cap. 289) (2021), และ Royal Financial Advisers Act (Chapter 110) (2012) และกฎหมายลำดับรองที่เกี่ยวข้อง จะเห็นว่าองค์กรกำกับดูแลหลักสูงสุดของประเทศสิงคโปร์มีเพียง MAS องค์กรเดียวและไม่มีมีการกระจายอำนาจหน้าที่หรือภารกิจไปให้หน่วยงานอื่นตาม MAS Act และ SFA จึงทำให้ MAS เป็นองค์กรกำกับดูแลหลักที่มีเอกภาพในการกำกับดูแลสูงสุด

ในขณะที่ประเทศไทยเป็นการออกแบบอำนาจผ่านโครงสร้างองค์กรกำกับดูแลเป็นโครงสร้างระดับชั้นจากบนลงล่าง (top-down exercise of power) และแบ่งโครงสร้างเป็นระดับชั้น (layer) กล่าวคือ กระทรวงการคลังทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลระดับสูงสุดของระบบการเงิน โดยทำหน้าที่ในการกำหนดนโยบายทั้งนโยบายการคลังและนโยบายการเงินให้สอดคล้องกับนโยบายของรัฐบาล กระทรวงการคลังยังทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตลาดการเงินและตลาดทุนโดยภาพรวม รวมถึงกำกับดูแลการทำงานของ สบ. ธพท. และ ก.ล.ต. ดังนั้นจะเห็นได้ว่าประเทศไทยมีโครงสร้างองค์กรกำกับดูแลที่เป็นโครงสร้างระดับชั้นจากบนคือกระทรวงการคลังและกระจายอำนาจหน้าที่ลดหลั่นลงมาตามลำดับ ทำให้มีหน่วยงานที่เกี่ยวข้องจำนวนมากที่มีภาระหน้าที่และอำนาจในการกำกับดูแลส่งผลให้องค์กรกำกับดูแลอย่าง ก.ล.ต. ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลหลักของตลาดตราสารหนี้และตลาดทุนขาดเอกภาพในการกำกับดูแล

### 1.2 ความทับซ้อนของอำนาจหน้าที่ระหว่างองค์กรกำกับดูแล

เนื่องจาก MAS เป็นองค์กรกำกับดูแลหลักที่มีเอกภาพในการกำกับดูแลสูงสุดตามอำนาจ MAS Act และ SFA จึงทำให้ MAS ไม่มีปัญหาในเรื่องความทับซ้อนของอำนาจหน้าที่ระหว่างองค์กรกำกับดูแล และ MAS ยังมีอำนาจในการดำเนินการกำกับควบคุมดูแลสถาบันการเงินโดยไม่ต้องปรึกษาหรือรับฟังความเห็นชอบจากรัฐบาล ส่งผลให้ MAS มีอิสระแบบเต็มๆ ในการกำหนดกฎระเบียบและการกำกับดูแลตลาดตราสารหนี้และตลาดทุน กล่าวคือ ความเป็นอิสระของ MAS นั้นตามอำนาจ ใน Royal Monetary Authority of Singapore Act (Chapter 186) (1999) ได้กำหนดให้ MAS เป็นนิติบุคคลแยกตัวออกจากรัฐบาลและสภาผู้แทนของสิงคโปร์ ซึ่งให้อำนาจ MAS ดำเนินงานอย่างอิสระทั้งการกำกับดูแลและควบคุมติดตาม นอกจากนี้ MAS เป็นองค์กรที่มีงบประมาณส่วนตัว (self-financing) ดังนั้นจึงมีอิสระทางการเงินจากรัฐบาลในการ

ดำเนินการขององค์กร MAS กำหนดงบประมาณของตนเองและสามารถจ้างงานพนักงานและที่ปรึกษาเพื่อปฏิบัติหน้าที่ได้ ซึ่งงบประมาณของ MAS นั้นจะผูกอนุมัติโดยประธานาธิบดีของสิงคโปร์ตามดุลยพินิจ

ในขณะที่ประเทศไทยเนื่องจากโครงสร้างองค์กรกำกับดูแลทำให้อำนาจหน้าที่ในการดำเนินงานกระจายอยู่ในหลายองค์กร ส่งผลให้อำนาจหน้าที่ของแต่ละองค์กรที่มีอำนาจเอกภาพในการดำเนินงานอย่างที่เราควรจะเป็น รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังมีอำนาจหน้าที่ในการกำกับดูแลควบคุมตลาดทุน จึงทำให้การดำเนินงานของ ก.ล.ต. ที่เป็นองค์กรกำกับดูแลหลักขาดความเป็นอิสระในการดำเนินงานโดยปราศจากผลประโยชน์ทางการเมืองและผลประโยชน์ทับซ้อน อีกทั้งให้อำนาจกระบวนการอนุมัติสิทธิในการออกใบอนุญาตและการยกเลิกใบอนุญาตอยู่ในอำนาจของกระทรวงการคลัง จะเห็นได้ว่าด้วยข้อจำกัดโครงสร้างการกำกับดูแลของตลาดการเงินดังกล่าวทำให้ประเทศไทยไม่มีองค์กรกำกับดูแลหลักที่มีอำนาจในการกำกับดูแลและมีอำนาจทางธุรกิจในการออกใบอนุญาต การกำกับควบคุม การตรวจสอบ การสอบสวน การบังคับใช้กฎระเบียบ และมีอำนาจหน้าที่ในการวางนโยบายการส่งเสริมและพัฒนาตลาดการเงินตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ปี พ.ศ. 2535 นอกจากนี้เมื่อพิจารณาในเรื่องการจัดสรรงบประมาณของ ก.ล.ต. พบว่า ก.ล.ต. ไม่ได้เป็นองค์กรที่มีงบประมาณส่วนตัว เช่น MAS แต่ ก.ล.ต. ต้องพึ่งพาเงินทุนในการดำเนินงานจากหลายแหล่ง ซึ่งการที่ ก.ล.ต. ไม่มีงบประมาณจัดสรรเป็นของตนเองนั้นส่งผลทำให้ ก.ล.ต. เป็นองค์กรกำกับดูแลที่ขาดอิสระในการดำเนินงานตามภารกิจหน้าที่ความรับผิดชอบตามอำนาจของตน

## 2. ปัญหาองค์กรกำกับดูแลตนเองปฏิบัติหน้าที่ไม่เต็มศักยภาพ

ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (Singapore Exchange Limited: SGX) เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่มีระบบการกำกับดูแลตามแนวทางของ IOSCO ที่สามารถใช้ประโยชน์จากการเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง มีความรับผิดชอบในการกำกับดูแลโดยตรงตามศักยภาพขององค์กรกำกับดูแลตนเอง ซึ่งตรงกันข้ามกับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองเหมือนกันแต่กลับมีปัญหาเชิงโครงสร้างองค์กรและขอบเขตอำนาจหน้าที่

### 2.1 โครงสร้างการกำกับดูแล

SGX (Singapore Exchange Limited, n.d.) เป็นบริษัทที่มีการประกอบธุรกิจหลักในการถือหุ้น (holding company) ที่ถูกกำกับดูแลโดย MAS ซึ่งข้อจำกัดสัดส่วนของผู้ถือหุ้นของ SGX นั้น จะต้องเป็นไปตาม SFA โดย SGX มีสถานะเป็นนิติบุคคล เป็นองค์กรเอกชนที่ทำหน้าที่แสวงหากำไร ซึ่งอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ MAS โดยตรง แต่ MAS จะดูแลเพียงภาพรวมเท่านั้น ทำให้การดำเนินงานของ SGX มีประสิทธิภาพและไม่ซับซ้อน

ในขณะที่ประเทศไทย สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีสถานะเป็นนิติบุคคล และเป็นองค์กรที่ไม่แสวงหากำไรตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ปี พ.ศ. 2535 อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ ก.ล.ต. ซึ่ง ก.ล.ต. อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของกระทรวงการคลังอีกชั้นหนึ่ง จะเห็นว่ารูปแบบโครงสร้างการกำกับดูแลจะเป็นระดับชั้น ทำให้การดำเนินงานของสมาคมตลาดตราสารหนี้ต้องผ่านการอนุมัติและเห็นชอบจากองค์กรกำกับดูแลตามลำดับชั้น ส่งผลให้การดำเนินงานขาดประสิทธิภาพ

### 2.2 ขอบเขตอำนาจหน้าที่ขององค์กรกำกับดูแล

หน่วยงานซึ่งทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองในสิงคโปร์ มี 3 หน่วยงาน ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ที่ใช้ในการซื้อขายหุ้นและหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียน (Singapore Exchange Securities Trading Limited: SGX-ST) ตลาดอนุพันธ์ (Singapore Exchange Derivatives Trading Limited: SGX-DT) และ ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ (Singapore Mercantile Exchange: SMX) ซึ่งหน้าที่ของแต่ละแพลตฟอร์มที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขาย (exchange) จะทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง คือการกำหนดกฎเกณฑ์เกี่ยวกับสิทธิ์การเข้ารับเลือกเป็นสมาชิก การซื้อขาย ดำเนินการทางวินัย บทลงโทษ และการจัดการชดเชยสำหรับนักลงทุนที่ประสบความเสียหายเนื่องจากการฉ้อโกงหรือล้มละลายของสมาชิก นอกจากนี้ยังดำเนินการติดตามกำกับดูแลภาวะการฉ้อขายด้วยระบบตรวจสอบตามสถานะตลาด ณ ขณะนั้น (real time front line market surveillance) และตรวจสอบสมาชิก โดยธุรกรรมที่น่าสงสัยจะถูกส่งต่อไปยัง MAS เพื่อดำเนินการ

ตรวจสอบ และแต่ละแพลตฟอร์มที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขาย มีอำนาจสามารถดำเนินการลงโทษสมาชิกได้เมื่อสมาชิกละเมิดกฎเกณฑ์ข้อบังคับ

ในขณะที่สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยจะทำหน้าที่กำกับดูแลสมาชิก โดยจะแยกการขึ้นทะเบียนและกำกับดูแลของบุคลากรที่ปฏิบัติงานในตลาดตราสารหนี้ กล่าวคือ สมาคมตลาดตราสารหนี้จะขึ้นทะเบียนและกำกับดูแลได้เฉพาะผู้ค้าตราสารหนี้ (trader) เท่านั้น ในขณะที่การขึ้นทะเบียนและกำกับดูแลติดต่อผู้ลงทุนจะอยู่ภายใต้อำนาจของ ก.ล.ต. และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยจะมีหน้าที่ในการกำหนดแนวทางปฏิบัติในการประกอบธุรกิจตราสารหนี้ การกำกับดูแลการซื้อขายตราสารหนี้ให้เป็นธรรม และเป็นศูนย์กลางข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับตราสารหนี้ โดยมีการทำบันทึกความเข้าใจระหว่างสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย และ ก.ล.ต. ร่วมกัน โดยระบุว่าบทบาทการกำกับดูแลตนเองของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ต้องดำเนินการกำกับดูแลและติดตามสมาชิก รวมถึงบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการซื้อขายหลักทรัพย์ตราสารหนี้ที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ ก.ล.ต. โดย ก.ล.ต. จะดำเนินการตรวจสอบกำกับดูแลการทำงานของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยด้วย

ตารางที่ 1 เปรียบเทียบสาระสำคัญขององค์กรกำกับดูแลตนเองของประเทศสิงคโปร์และประเทศไทย

	ประเทศสิงคโปร์	ประเทศไทย
1. สถานะขององค์กรกำกับดูแลตนเอง	SGX เป็นบริษัทที่มีการประกอบธุรกิจหลักโดยการถือหุ้น ตามมาตรา 81ZE แห่ง SFA มีสถานะเป็นนิติบุคคลเป็นองค์กรเอกชนที่ทำหน้าที่แสวงหากำไรและเป็นองค์กรกำกับดูแล	สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีสถานะเป็นนิติบุคคล ตามมาตรา 233 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ปี พ.ศ. 2535 และเป็นองค์กรที่ไม่แสวงหาผลกำไร ตามมาตรา 230 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ปี พ.ศ. 2535
2. รูปแบบขององค์กรกำกับดูแลตนเอง	SGX เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่มีสภาพเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ ส ม บู ร ณ์ (Self-Regulated Organization) มีอำนาจในการออกกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการจดทะเบียนหลักทรัพย์ตาม มาตรา 24 แห่ง SFA และการซื้อขายหลักทรัพย์ตาม มาตรา 25 แห่ง SFA ซึ่ง การดำเนินงานของ SGX จะอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ MAS โดย MAS จะดูแลเพียงภาพรวมเท่านั้น ทำให้การดำเนินงานของ SGX มีประสิทธิภาพรวดเร็วและไม่ซับซ้อน	สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ ก.ล.ต. เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ไม่ได้มีสภาพเป็น Self-Regulated Organization เนื่องจากขาดอำนาจตามกฎหมายเป็นของตนเอง ขาดอำนาจในการพิจารณาคดีชี้ขาดข้อพิพาท และกฎหมายไม่ได้กำหนดบังคับให้ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ทุกรายต้องเข้าร่วมเป็นสมาชิกของสมาคมตลาดตราสารหนี้ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ปี พ.ศ. 2535 ด้วยข้อจำกัดดังกล่าวทำให้ขาดประสิทธิภาพในการกำกับดูแล

ที่มา: สังเคราะห์ข้อมูลโดยผู้เขียน

ตารางที่ 2 เปรียบเทียบหลักเกณฑ์การกำกับดูแลตนเองของประเทศสิงคโปร์และประเทศไทย

ประเทศสิงคโปร์	ประเทศไทย
<p>บทบัญญัติแห่ง SFA ได้ให้อำนาจ SGX ในฐานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยระบุมติข้อบังคับในเรื่องหลักการค้าหลักทรัพย์และหลักทรัพย์อื่น ๆ ไว้ดังนี้</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. การได้รับใบอนุญาตและการขึ้นทะเบียน ตามมาตรา 6-มาตรา 8(2)</li> <li>2. การกำกับตลาดและธุรกิจการซื้อขายแลกเปลี่ยน ตามมาตรา 9 มาตรา 11 มาตรา 16 มาตรา 16A มาตรา 21 และตามมาตรา 334</li> <li>3. การกระทำความผิดไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ตามมาตรา 196-202 มาตรา 213 มาตรา 218 และ มาตรา 219</li> </ol>	<p>พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ปี พ.ศ. 2535 ให้อำนาจ ก.ล.ต. ในการกำหนดกรอบการกำกับดูแลตลาดทุนและตลาดตราสารหนี้ ในฐานะองค์กรกำกับดูแลหลักที่รับผิดชอบในการปกป้องผู้ลงทุนและส่งเสริมหลักความโปร่งใสให้กับตลาดทุนและตลาดตราสารหนี้ แต่ไม่ได้ให้อำนาจทางกฎหมายในการกำกับดูแลแก่สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย</p> <p>บทบัญญัติของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ปี พ.ศ. 2535 ที่ให้อำนาจ ก.ล.ต. ที่เกี่ยวข้องหลักความโปร่งใสและการคุ้มครองนักลงทุน ได้แก่</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. การได้รับใบอนุญาตและการขึ้นทะเบียน ตามมาตรา 90- 93</li> <li>2. การกำกับตลาดและธุรกิจการซื้อขายแลกเปลี่ยน ตามมาตรา 94-111/1</li> <li>3. การกระทำความผิดไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ตามมาตรา 238-244/7</li> </ol>

ที่มา: สังเคราะห์ข้อมูลโดยผู้เขียน

### สรุปและอภิปรายผล

ปัญหาความไม่เป็นเอกภาพขององค์กรกำกับดูแล เนื่องจากประเทศไทยเป็นการออกแบบอำนาจผ่านโครงสร้างองค์กรกำกับดูแลเป็นโครงสร้างระดับชั้นจากบนลงล่างและแบ่งโครงสร้างเป็นระดับชั้น ส่งผลให้อำนาจหน้าที่ในการดำเนินงานกระจายอยู่ในหลายองค์กร ส่งผลให้อำนาจหน้าที่ของแต่ละองค์กรที่มีอำนาจในการดำเนินงาน อีกทั้งการที่ ก.ล.ต. ไม่มีงบประมาณจัดสรรเป็นของตนเองนั้นส่งผลทำให้ ก.ล.ต. เป็นองค์กรกำกับดูแลที่ขาดอิสระและหลีกเลี่ยงที่จะไม่เกิดปัญหาในเรื่องการถูกแทรกแซงการดำเนินงานได้ยาก

นอกจากนั้นปัญหาองค์กรกำกับดูแลตนเองยังทำหน้าที่ไม่เต็มศักยภาพ พบว่าบทบัญญัติแห่ง SFA ได้ให้อำนาจ SGX ในฐานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง ในการออกกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการจดทะเบียนหลักทรัพย์ การได้รับใบอนุญาตและการขึ้นทะเบียน การกำกับดูแลตลาดและธุรกิจการซื้อขายแลกเปลี่ยน และให้อำนาจในการพิจารณาคดีชี้ขาดข้อพิพาทในเรื่องการกระทำความผิดไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ดังนั้นแม้จะมีการจัดทำบันทึกความเข้าใจ (Memorandum of Understanding: MOU) ร่วมกันระหว่าง SGX และ MAS อย่างเป็นทางการ SGX ก็สามารถเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่มีสภาพเป็น Self-Regulated Organization ที่สมบูรณ์ได้ ซึ่งตรงกันข้ามกับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย แม้ว่าจะมีการจัดทำบันทึกความเข้าใจร่วมกันระหว่าง สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย และ ก.ล.ต. อย่างเป็นทางการแต่เนื่องจากสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยขาดอำนาจตามกฎหมายเป็นของตนเอง เนื่องจากตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ปี พ.ศ. 2535 ให้อำนาจ ก.ล.ต. ในการออกกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการจดทะเบียนหลักทรัพย์ การได้รับใบอนุญาตและการขึ้นทะเบียน การกำกับดูแลตลาดและธุรกิจการซื้อขายแลกเปลี่ยน และให้อำนาจในการพิจารณาคดีชี้ขาดข้อพิพาทในเรื่องการกระทำความผิดไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ในขณะที่สมาคมมีหน้าที่แค่เพียงกำหนดแนวทางปฏิบัติในการประกอบธุรกิจตราสารหนี้ การกำกับดูแลการซื้อขาย

ตราสารหนี้ ทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางข้อมูลเกี่ยวกับตราสารหนี้ ทำหน้าที่เผยแพร่ราคามาตรฐาน กำกับดูแลและการขึ้นทะเบียนได้เฉพาะผู้ค้าตราสารหนี้เท่านั้น

ดังนั้นจะเห็นว่าปัญหาของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย คือการขาดอำนาจในการกำกับดูแลเป็นของตนเอง ขาดอำนาจในเรื่องการกำกับดูแลสมาชิกอย่างชัดเจน ขาดอำนาจในการพิจารณาตีชี้ขาดข้อพิพาท และกฎหมายไม่ได้กำหนดบังคับให้ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ต้องเข้าร่วมเป็นสมาชิกสมาคมตลาดตราสารหนี้ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ปี พ.ศ. 2535 ด้วยข้อจำกัดดังกล่าวทำให้สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยไม่ได้มีสภาพเป็น Self-Regulated Organization ซึ่งจะเห็นได้จากกรณีการผิมนัดชำระหนี้ของหุ้นกู้ บริษัท สตาร์ค คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) หรือ STARK และหุ้นกู้ บริษัท เจเคเอ็น โกลบอล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) หรือ JKN ที่สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยไม่มีบทบาทในการดำเนินการเนื่องจากขาดอำนาจตามกฎหมาย การที่สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยไม่มีอำนาจตามกฎหมายเป็นของตนเองทำให้เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ไม่ได้มีสภาพเป็น Self-Regulated Organization ซึ่งขัดกับหลักทฤษฎีการกำกับดูแลตนเองตามแนวทางการจัดการปกครองแนวใหม่ เนื่องจากผู้เล่นในตลาดซึ่งก็คือสมาชิกในสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยจะเป็นผู้ที่สามารถเข้าใจในสถานการณ์ที่เฉพาะเจาะจงได้อย่างมีประสิทธิภาพ อีกทั้งผู้เล่นในตลาดยังมีการไหลของข้อมูลที่เหนือกว่าองค์กรกำกับดูแลหลักซึ่งถือเป็นปัจจัยสำคัญสำหรับการกำกับดูแลกระบวนการการเงินได้ หากสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีสภาพเป็น Self-Regulated Organization ได้อย่างสมบูรณ์

## ข้อเสนอแนะ

### 1. ควรปรับโครงสร้างของหน่วยงานการกำกับดูแลตลาดตราสารหนี้

เนื่องจากข้อจำกัดทางกฎหมายของประเทศไทยเป็นการออกแบบอำนาจผ่านโครงสร้างองค์กรกำกับดูแลเป็นโครงสร้างระดับชั้นจากบนลงล่างและแบ่งโครงสร้างเป็นระดับชั้นเป็นแนวระนาบเดียวกันโดยมีกระทรวงการคลังทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลระดับสูงสุดของระบบการเงินกำกับดูแลทั้ง ธปท. และ ก.ล.ต. โดยที่ ก.ล.ต. ทำหน้าที่กำกับดูแลสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ซึ่งผู้เขียนเห็นว่าด้วยโครงสร้างการกำกับดูแลในลักษณะดังกล่าวเป็นอุปสรรคสำคัญในการกำกับดูแลตลาดตราสารหนี้ให้เกิดประสิทธิภาพ เพราะส่งผลทำให้การดำเนินงานของ ก.ล.ต. ในฐานะองค์กรกำกับดูแลหลักของตลาดตราสารหนี้ขาดเอกภาพในการดำเนินงาน ขาดการดำเนินงานภายใต้ความอิสระและปราศจากการแทรกแซงจากนโยบายของรัฐบาล และทำให้เกิดความล่าช้าในการปฏิบัติงาน ซึ่งจะส่งผลต่อการกำกับดูแลสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ จากที่กล่าวมาข้างต้นผู้เขียนเห็นว่าควรเพิ่มอำนาจให้สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีอำนาจตามกฎหมายเป็นของตนเองและ ก.ล.ต. กำกับดูแลแค่เพียงภาพรวมเท่านั้นจะทำให้การกำกับดูแลตลาดตราสารหนี้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น โดยให้สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีอำนาจในฐานะเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองโดยระบุความรับผิดชอบในเรื่องหลักการคุ้มครองนักลงทุน และหลักความโปร่งใส ในเรื่อง การได้รับใบอนุญาตและการขึ้นทะเบียน การกำกับตลาดและธุรกิจการซื้อขายแลกเปลี่ยน และการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งหากพบการกระทำความผิด สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีอำนาจในการพิจารณาตีชี้ขาดข้อพิพาทเทียบเท่าอำนาจของ ก.ล.ต. ในปัจจุบันได้ ซึ่งจะสอดคล้องกับการจัดการโครงสร้างการกำกับดูแลตามแนวทางของ IOSCO ที่องค์กรกำกับดูแลต้องเป็นองค์กรกำกับดูแลที่มีความเป็นอิสระในการดำเนินงาน และมีอำนาจที่เพียงพอในการปฏิบัติหน้าที่และใช้อำนาจ

## 2. ผลักดันให้สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีอำนาจหน้าที่และบทบาทการเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่ครอบคลุมทัดเทียมกับ SGX ของประเทศสิงคโปร์

- 1) สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยควรมีอำนาจตามกฎหมายในการการกำกับดูแลตลาดเป็นของตนเองควรมีอำนาจในการสร้างและปรับปรุงกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลตลาดตราสารหนี้ในประเทศไทย โดยการเน้นที่ความโปร่งใส ความเท่าเทียมและความเป็นธรรมในการดำเนินงาน
- 2) การกำกับดูแลสมาชิก สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยควรมีอำนาจในเรื่องการกำกับดูแลสมาชิกอย่างชัดเจน โดยการตรวจสอบและส่งเสริมให้สมาชิกปฏิบัติตามกฎระเบียบและมาตรฐานที่กำหนด
- 3) การขึ้นทะเบียนและกำกับดูแลติดต่อผู้ลงทุนเพื่อเสนอการซื้อขายตราสารหนี้ควรอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย เนื่องจากในทางปฏิบัติงานนั้นผู้ที่ติดต่อผู้ลงทุนเพื่อเสนอการซื้อขายตราสารหนี้จะเป็นผู้อธิบายข้อมูลเกี่ยวกับตราสารหนี้ที่ถูกต้องและครบถ้วนกับผู้ลงทุนโดยตรง ซึ่งตรงจุดนี้ผู้เขียนเห็นว่า ผู้ที่ติดต่อผู้ลงทุนเพื่อเสนอการซื้อขายตราสารหนี้ควรที่จะต้องมีความรู้และข้อมูลเกี่ยวกับตราสารหนี้ที่ได้มาตรฐานตามแนวทางปฏิบัติของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย เพื่อเพิ่มความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนในการซื้อขายตราสารหนี้ยิ่งขึ้น
- 4) การพิจารณาคดีชี้ขาดข้อพิพาท สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยควรมีอำนาจในการพิจารณาคดีชี้ขาดข้อพิพาท และควรเพิ่มกฎหมายโดยกำหนดบังคับให้ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ทุกรายต้องเข้าร่วมเป็นสมาชิกของสมาคมตลาดตราสารหนี้ เพื่อที่จะได้เพิ่มประสิทธิภาพในการกำกับดูแลสมาชิกทุกรายในตลาดตราสารหนี้
- 5) เพิ่มช่องทางกระดานซื้อขายตราสารหนี้และให้อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย กล่าวคือ ประเทศสิงคโปร์ มีการซื้อขายผ่านแพลตฟอร์มที่เรียกว่า Singapore Exchange Securities Trading Limited (SGX-ST) โดยผู้ออกตราสารหนี้สามารถเลือกจดทะเบียนตราสารหนี้ได้ทั้งบนตลาดตราสารหนี้ที่เสนอขายต่อนักลงทุนที่เฉพาะเจาะจงหรือนักลงทุนสถาบัน (wholesale bond market) หรือ ตลาดตราสารหนี้ที่เสนอขายต่อนักลงทุนรายย่อย (retail bond market) โดยตราสารหนี้จะเสนอขายต่อนักลงทุนที่เฉพาะเจาะจงหรือนักลงทุนสถาบันโดยเสนอขายผ่านการซื้อขายหลักทรัพย์นอกตลาดหลักทรัพย์ (Over The Counter: OTC) และตราสารหนี้จะเสนอขายให้กับนักลงทุนรายย่อยผ่านการซื้อขายบนกระดานซื้อขาย ซึ่งประเทศไทยเคยมีแพลตฟอร์มระบบซื้อขายดังกล่าว ใน ปี ค.ศ. 2003 มีระบบบริการตลาดตราสารหนี้ที่เรียกว่า Thailand Bond Exchange (TBX) หรือ Bond Electronic Exchange (BEX) เพื่อให้ให้นักลงทุนรายย่อยสามารถซื้อขายผ่านระบบกระดานซื้อขาย โดยวิธีการซื้อขายที่ผู้ซื้อและผู้ขายส่งคำสั่งซื้อขายผ่านคอมพิวเตอร์ (Automatic Order Matching: AOM) และใน ปี ค.ศ. 2006 มีระบบอิเล็กทรอนิกส์เพื่อการซื้อขายตราสารหนี้ (Fixed Income and Related Securities Trading System: FIRTS) เพื่อให้ให้นักลงทุนสถาบันสามารถซื้อขายตราสารหนี้ผ่านเครือข่ายระบบคอมพิวเตอร์แทนทางโทรศัพท์โดยเสนอขายผ่าน OTC แต่ทั้งสองระบบการซื้อขายดังกล่าวได้ถูกยกเลิกไปตั้งแต่มีนาคม ปี ค.ศ. 2021 เนื่องจากไม่มีธุรกรรมการซื้อขายผ่านระบบ

อย่างไรก็ตามผู้วิจัยมีความเห็นว่าหากผลักดันให้เกิดการบังคับซื้อขายตราสารหนี้ผ่านทั้งระบบการซื้อขายตราสารหนี้แบบ TBX หรือ BEX และ FIRTS และระบบดังกล่าวต้องอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้นั้น จะทำให้เกิดประสิทธิภาพในการกำกับดูแลตลาดตราสารหนี้มากยิ่งขึ้น เพราะจะทำให้ให้นักลงทุนและองค์กรกำกับดูแลมีข้อมูลการซื้อขายตราสารหนี้แบบทันที สามารถขจัดปัญหาเรื่องข้อจำกัดในการเข้าถึงข้อมูลได้ซึ่งจะเป็นประโยชน์ทั้งในแง่องค์กรกำกับดูแลตลาดตราสารหนี้และนักลงทุนรายย่อย อีกทั้งถ้าบังคับให้เกิดการใช้

ระบบดังกล่าวได้จริงจะเป็นการบังคับให้ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ทุกรายต้องเข้าร่วมเป็นสมาชิกของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไปในตัวอีกด้วย

## References

- Cohen, J., & Sabel, C. F. (2002). Directly-deliberative polyarchy. *European Law Journal*, 8(3), 313-342.
- Eschweiler, B. (2006). Bond market regulation and supervision in Asia. Retrieved March 20, 2023, from <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap30zb.pdf>
- Ford, C. L. (2008). New governance, compliance, and principles-based securities regulation. *American Business Law Journal*, 45(1), 1-60.
- Freeman, J. (1997). Collaborative governance in the administrative state. *UCLA Law Review*, 45(1), 1-77.
- Lobel, O. (2004). The renew deal: The fall of regulation and the rise of governance in contemporary legal thought. *Minnesota Law Review*, 89, 342-470.
- Phrarāchabanyat ‘ōk tām khwām nai pramuān wādūai laksap læ talāt laksap (PhōḥSoḥ 2 5 3 5) [Securities and Exchange Act B.E. 2535]. (1992, March 12). *Thai Government Gazette*. Vol. 109, Parts 22, pp. 4-16.
- Royal Financial Advisers Act (Chapter 110). (2012, April 10). pp. 2-4. Retrieved December 1, 2024, from [https://www.mas.gov.sg/-/media/mas/regulations-and-financial-stability/regulations-guidance-and-licensing/financial-advisers/faq/faa\\_faqs\\_10apr2012.pdf](https://www.mas.gov.sg/-/media/mas/regulations-and-financial-stability/regulations-guidance-and-licensing/financial-advisers/faq/faa_faqs_10apr2012.pdf)
- Royal Monetary Authority of Singapore Act (Chapter 186). (1999, December 30). Parts 2, pp. 9-24. Retrieved December 1, 2024, from [https://sso.agc.gov.sg/Act/MASA1970?ValidDate=20151218&TransactionDate=20151218&ViewType=Pdf&\\_id=20171006135730](https://sso.agc.gov.sg/Act/MASA1970?ValidDate=20151218&TransactionDate=20151218&ViewType=Pdf&_id=20171006135730)
- Royal Securities and Futures Act (Cap. 289). (2021, September 27). Part 1, pp. 4-5. Retrieved December 1, 2024, from <https://www.mas.gov.sg/regulation/notices/notice-sfa-04-n13-on-risk-based-capital-adequacy-requirements/sfa04n13>
- Securities and Exchange Commission, Thailand. (n.d.). Khroṅgsāng kō . lo . tō . [SEC organizational structure]. Retrieved June 4, 2024, from <https://www.sec.or.th/TH/pages/aboutus/organizationstructure.aspx>
- Singapore Exchange Limited. (n.d.). About SGX Group. Retrieved June 4, 2024, from <https://www.sgxgroup.com/about>
- Thai Bond Market Association. (2017). Samākhom talāt trāsān nī Thai. samākhom talāt trāsān nī Thai (ThaiBMA) khū khrai tham ‘arai kan [Who is the Thai Bond Market Association (ThaiBMA) and what do they do]. Retrieved March 20, 2023, from <https://www.thaibma.or.th/EN/Investors/Individual/Blog/2017/07112017.aspx>
- Wardle, M. (2024). Press release: Global Financial Centres index 35: Stability among leading financial centres, Growth in emerging economies. Retrieved April 10, 2024, from

<https://www.longfinance.net/programmes/financial-centre-futures/global-financial-centres-index/press/press-release-global-financial-centres-index-35-stability-among-leading-financial-centres-growth-in-emerging-economies/>