

ข้อความคิดบางประการที่ได้จากการวิเคราะห์สถานะทางกฎหมายและ
ลักษณะการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ*

Some Thoughts Derived from an Analysis of Legal Status and
Operating Characteristics of Stock Exchange in Foreign Countries

วรพล มลสุขุม

Voraphol Malsukhum

อาจารย์ประจำ

คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ถนนพญาไท แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330

Full-time Lecturer

Faculty of Law, Chulalongkorn University, Phayathai Road, Pathumwan, Bangkok 10330

Corresponding author E-mail: v.malsukhum@gmail.com

(Received: January 11, 2024; Revised: March 8, 2024; Accepted: March 8, 2024)

บทคัดย่อ

ลักษณะการดำเนินงานโดยธรรมชาติของตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ในประเทศต่าง ๆ มีความเกี่ยวพันระหว่างการดำเนินงานที่ส่งผลต่อสังคมส่วนรวมและเศรษฐกิจของประเทศ และการประกอบธุรกิจเป็นศูนย์กลางการซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ระหว่างผู้ลงทุน ซึ่งต้องการความรวดเร็วคล่องตัวในการดำเนินการแบบเอกชน การนี้ก่อให้เกิดปัญหาพินิจศึกษาวิจัยทางกฎหมายว่า ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) มีสถานะทางกฎหมายอย่างไร

บทความวิจัยนี้เสนอผลการศึกษาวินิจฉัยสถานะทางกฎหมายและลักษณะการดำเนินงานในเชิงโครงสร้าง ภาพรวม ประวัติความเป็นมาโดยสังเขป การจัดตั้ง การได้มาซึ่งทุนในการบริหารงาน การส่งเงินรายได้เข้ารัฐ การจัดซื้อจัดจ้างและการได้มาซึ่งพัสดุ การจ่ายภาษี การจัดทำบัญชี ความ

* บทความวิจัยนี้เป็นส่วนหนึ่งของโครงการวิจัย ณ คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ผู้เขียนขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ปาริณา ศรีวินิชย์ (ที่ปรึกษา) นายศุภากร วิชาศิริศรี มี นายธันยธรณ์ โรจน์มามงคล นายธนา นิติวรา ญกูร และนายอภิสิทธิ์ เทียมพันธ์พงศ์ (ผู้ช่วยวิจัย) ตลอดจนผู้ที่เกี่ยวข้องกับโครงการวิจัยทุกท่าน มา ณ ที่นี้

เป็นเจ้าของ โครงสร้างการบริหาร การจ้างแรงงาน การใช้อำนาจ การถูกควบคุมโดยองค์กรตรวจสอบการเงินของรัฐ และการถูกควบคุมโดยองค์กรผู้ควบคุมกฎทางการเงินของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเกาหลีใต้ ประเทศสิงคโปร์ ประเทศจีน ประเทศมาเลเซีย ประเทศเยอรมนี ประเทศเวียดนาม และประเทศในกลุ่ม Euronext

จากนั้น จึงนำเสนอข้อความคิดบางประการที่ได้จากการวิเคราะห์เปรียบเทียบสถานะทางกฎหมายและลักษณะการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศดังที่ศึกษาเหล่านี้ ได้แก่ รูปแบบหน่วยงานที่ดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ ข้อวิเคราะห์คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชนของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ ข้อวิเคราะห์คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานของรัฐของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ และข้อวิเคราะห์คุณสมบัติที่ไม่อาจบ่งความเป็นหน่วยงานเอกชนหรือหน่วยงานของรัฐของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศได้

คำสำคัญ : ตลาดหลักทรัพย์, สถานะทางกฎหมาย, ลักษณะการดำเนินงาน, การวิเคราะห์เปรียบเทียบ, การแบ่งแยกกฎหมายมหาชนและกฎหมายเอกชน

Abstract

The operating characteristics of stock exchange in foreign countries are naturally mixed between the ones having an impact on society as a whole and the country's economy, and the ones operating a private business unit as the center for trading and exchanging securities between investors. This raises a noteworthy legal issue to conduct research on the legal status of a stock exchange.

This research article presents a survey of the legal status and operating characteristics in terms of structure, history, legal establishment, acquisition and remittance of income, procurement, tax payment, accounting, ownership, management structure, employment, exercise of administrative power, status under the regulation by a state audit and under the control of a state financial regulator for the stock exchanges in South Korea, Singapore, China, Malaysia, Germany, Vietnam, and countries in the Euronext group.

Next, it offers some thoughts derived from a comparative analysis of the legal status and operating characteristics of these foreign stock exchanges,

namely the organizational forms, characteristics that indicate the status of a private body on a stock exchange, characteristics that indicate the status of a public body on a stock exchange, and characteristics that cannot identify a stock exchange as a private or public body.

Keywords : Stock Exchange, Legal Status, Operating Characteristics, Comparative Analysis, Distinction between Public and Private Law

1. ที่มาของปัญหา

สถานะความเป็น “หน่วยงานของรัฐ” หรือ “หน่วยงานเอกชน” ของหน่วยงานต่าง ๆ ในระบบกฎหมายนั้น เป็นประเด็นที่มักมีข้อถกเถียงกันมาก ทั้งนี้ เพราะการที่หน่วยงานหนึ่ง ๆ ถูกพิจารณาให้มีสถานะทางกฎหมายเช่นใด ย่อมส่งผลถึงสิทธิและหน้าที่ของหน่วยงานนั้น ๆ อาทิ การเป็น “ผู้ทรงอำนาจตามกฎหมาย” ของหน่วยงานของรัฐที่จะกระทำการอันอาจกระทบกระเทือนถึงสิทธิและเสรีภาพของปัจเจกชนรายอื่นได้ หากการนั้นเป็นไปเพื่อ “ประโยชน์สาธารณะ” รวมถึงการที่ระบบกฎหมายจะได้กำหนดกลไกขึ้นเพื่อ “ควบคุมหรือตรวจสอบ” การดำเนินการเหล่านั้นให้เป็นไปโดยชอบธรรม ในทางตรงกันข้าม หน่วยงานเอกชนโดยทั่วไปจะไม่มีอำนาจมหาชนเช่นนั้น แต่มีเสรีภาพในการแสดงเจตนาและดำเนินกิจการเพื่อ “ประโยชน์ส่วนตัว” ทั้งหมดนี้ถูกอธิบายภายใต้หลักการแบ่งแยกกฎหมายมหาชนและกฎหมายเอกชน¹

อย่างไรก็ดี หลักการนี้สามารถใช้พิจารณาสถานะของหน่วยงานในระบบกฎหมายได้เพียงเบื้องต้นเท่านั้น ในความเป็นจริงแล้วมีหน่วยงานมากมายที่มีสถานะที่ “กำกวม” เพราะถูก “เจือปน” ไปด้วยทั้ง “คุณสมบัติของความเป็นหน่วยงานของรัฐ” และ “คุณสมบัติของความเป็นหน่วยงาน

¹ การแบ่งแยกนี้ถูกให้ความสำคัญและส่งผลให้เกิดการแบ่งแยกศาลที่มีอำนาจพิจารณาข้อพิพาทในทางกฎหมายมหาชนและกฎหมายเอกชนออกจากกันหลายประเทศ อาทิ ฝรั่งเศส (ดู John Bell, Sophie Boyron, and Simon Whittaker, *Principles of French Law*, 2nd edn. (Oxford: Oxford University Press, 2008), p.172-176.; สุรพล นิติไกรพจน์ และคณะ, *หลักกฎหมายปกครองฝรั่งเศส*, (กรุงเทพมหานคร: สถาบันวิจัยและให้คำปรึกษาแห่งมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2545), หน้า 1-11, 24-39.) เยอรมนี (ดู Mahendra P. Singh, *German Administrative Law in Common Law Perspective*, (New York: Springer, 1985), p.8-10.) และไทย (ดู เกรียงไกร เจริญธนาวัฒน์, *หลักพื้นฐานกฎหมายมหาชน*, พิมพ์ครั้งที่ 8 (กรุงเทพมหานคร: วิญญูชน, 2565), หน้า 62-72.) แต่เท่าที่จริงแล้ว การแบ่งแยกกฎหมายมหาชนและกฎหมายเอกชนในมิติต่าง ๆ อาทิ มิติด้านสถาบัน (institutional dimension) และมิติด้านหน้าที่ (functional dimension) ก็ปรากฏในระบบกฎหมายที่มีได้มีการแบ่งแยกศาลออกจากกันอยู่ระบบกฎหมายอังกฤษด้วย (ดู Peter Cane, *Administrative law*, 5th edn. (Oxford: Oxford University Press, 2011), p.4-9.).

เอกชน”² อาทิ รัฐวิสาหกิจที่จัดตั้งขึ้นในระบบกฎหมายเอกชนดำเนินการแบบเอกชนแต่มีรัฐเป็นเจ้าของ³ มูลนิธิที่เอกชนจัดตั้งขึ้นแต่มีวัตถุประสงค์เพื่อประโยชน์สาธารณะและได้รับเอกสิทธิ์บางประการดังเช่นหน่วยงานของรัฐ⁴ หน่วยงานของรัฐที่เลือกใช้เครื่องมือทางกฎหมายเอกชนอย่างการทำสัญญาทางแพ่งในการจัดทำบริการสาธารณะ⁵ หน่วยงานเอกชนที่สามารถใช้อำนาจมหาชนเหนือเอกชนรายอื่นได้⁶ หรือหน่วยงานเอกชนที่ถูกควบคุมด้วยกฎเกณฑ์ต่างๆ อย่างเข้มข้นเพื่อความชอบธรรมในการดำเนินการ⁷ การนี้ทำให้เกิดการอภิปรายตามมาว่าหน่วยงานที่มี

² ในระบบกฎหมายฝรั่งเศส เรียกหน่วยงานที่มีลักษณะก้ำกึ่งเหล่านี้โดยภาพรวมว่า “นิติบุคคลตามกฎหมายลูกผสม” (personnes morales de droit mixte) (ดู ชาญชัย แสงศักดิ์, รัฐและนิติบุคคลมหาชน, พิมพ์ครั้งที่ 2 (กรุงเทพมหานคร: วิญญูชน, 2565), หน้า 41-63-52, 45.; สุรพล นิติไกรพจน์ และคณะ, **หลักกฎหมายปกครองฝรั่งเศส**, หน้า 39-37, 9.; Jean-Bernard Auby, Lucie Cluzel-Metayer and Lamprini Xenou in René Seerden (ed), **Comparative Administrative Law: Administrative Law of the European Union, Its Member States and the United States**, 4th edn. (Cambridge: Intersentia, 2018), p.8.).

³ หรือบริษัทที่เป็นการลงทุนร่วมกันระหว่างรัฐและเอกชน (ซึ่งในระบบกฎหมายฝรั่งเศส เรียกว่า “des societe d’economie mixte” อาทิ บริษัทแห่งชาติ (des societe naitonalos) (เรื่องเดียวกัน)); ในระบบกฎหมายเยอรมนี นั้น Mahendra P. Singh อธิบายหน่วยงานที่มีลักษณะเช่นนี้ในฐานะข้อยกเว้นของ “ทฤษฎีประโยชน์” หรือ Interest Theory (โปรดดู Mahendra P. Singh, **German Administrative Law in Common Law Perspective**, p.8-9.); ในระบบกฎหมายอังกฤษก็มีหน่วยงานที่มีลักษณะเช่นนี้ ซึ่ง Williams Wade, Christopher Forsyth และ Julian Ghosh เรียกว่า “Public Corporations” (ดู Christopher Forsyth and Julian Ghosh, **Wade & Forsyth’s Administrative Law**, 12th edn. (Oxford: Oxford University Press, 2023), p.83-86.).

⁴ อาทิ สมาคมที่ประสานงานกับรัฐบาล (le Conseil national de la vie associative) หรือมูลนิธิที่รัฐเป็นผู้จัดตั้งและดำเนินการเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะบางประการ เช่น มูลนิธิธรรมศาสตร์และการเมือง ในประเทศฝรั่งเศส (ดู เชิงอรธ 2).

⁵ ระบบกฎหมายฝรั่งเศสเรียกวิธีดำเนินการภายใต้กฎหมายแพ่งและอยู่ในระบบเดียวกันกับบริษัทเอกชนว่า “การจัดการทางแพ่ง” (gestion privée) (ดู สุรพล นิติไกรพจน์ และคณะ, **หลักกฎหมายปกครองฝรั่งเศส**, หน้า 9.); ส่วนในระบบกฎหมายเยอรมนี นั้น Mahendra P. Singh อธิบายการทำสัญญาทางแพ่งของฝ่ายปกครองในฐานะข้อยกเว้นของทฤษฎีความสัมพันธ์ (subordinate theory) (ดู Mahendra P. Singh, **German Administrative Law in Common Law Perspective**, p.8-9.) และ Herman Pünder and Anika Klafki อธิบายไว้ภายใต้หัวข้อ “Administration by Private Entities” (ดู Herman Pünder and Anika Klafki, ‘Administrative Law in Germany’ in René Seerden (ed) **Comparative Administrative Law: Administrative Law of the European Union, Its Member States and the United States**, 4th edn. (Cambridge: Intersentia, 2018), p.66.).

⁶ อาทิ องค์กรวิชาชีพ (les ordres professionnels) ในระบบกฎหมายฝรั่งเศส ซึ่งถูกวินิจฉัยว่ามีใช้องค์กรมหาชนแต่ได้รับมอบหมายให้ใช้อำนาจจัดทำบริการสาธารณะ อาทิ อำนาจในการออกกฎเกณฑ์ควบคุมวินัยและจรรยาบรรณ ตลอดจนการลงโทษวินัยของผู้ประกอบวิชาชีพ (ดู เชิงอรธ 2).

⁷ หน่วยงานเอกชนที่มีการดำเนินการที่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจในวงกว้างก็จะถูกควบคุมและแทรกแซงจากรัฐมากกว่าหน่วยงานเอกชนอื่นทั่วไป กลไกการควบคุมกิจกรรม (regulatory mechanisms) ที่มีผลต่อสังคมอย่างกว้างขวาง เช่นนี้ ก็ปรากฏขึ้นอย่างชัดเจนในการบริหารจัดการสาธารณะด้านต่าง ๆ อาทิ การค้าการลงทุน การแข่งขันทางการค้า การเงิน ฯลฯ ในระบบกฎหมายอังกฤษ (ดู Christopher Forsyth and Julian Ghosh, **Wade & Forsyth’s Administrative Law**, p.87-96).

คุณสมบัติและลักษณะการดำเนินงานแบบลูกผสมเหล่านี้มีสถานะทางกฎหมายเป็น “หน่วยงานของรัฐ” หรือ “หน่วยงานเอกชน”⁸

ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) เป็นหน่วยงานที่ดำเนินกิจการเป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างผู้ประสงค์ซื้อและผู้ประสงค์ขายหลักทรัพย์ จากการรายงานของ Sustainable Stock Exchanges Initiative⁹ พบตลาดหลักทรัพย์ในประเทศต่าง ๆ กว่า 122 แห่ง โดยมีบริษัทจดทะเบียนซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกทั้งหมดกว่า 63,209 บริษัท คิดเป็นมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดกว่า 125,692,359.268 ดอลลาร์สหรัฐ¹⁰

อนึ่ง คุณสมบัติและลักษณะการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศต่าง ๆ มีความกำกวมหลายประการ อาทิ ธรรมชาติของการประกอบธุรกิจซึ่งต้องการความรวดเร็วคล่องตัวในการดำเนินการ แต่ในขณะเดียวกันก็ส่งผลต่อสังคมส่วนรวมและเศรษฐกิจของประเทศ อาทิ การก่อตั้งสถานะความเป็นนิติบุคคลโดยกฎหมายระดับพระราชบัญญัติ/ รัฐบัญญัติ การถูกควบคุมโดยกฎหมายพิเศษในด้านบัญชีและโครงสร้างการบริหาร หรือการเกี่ยวพันกับรัฐบาลผ่านความเป็นเจ้าของ ฯลฯ การเหล่านี้ทำให้เกิดข้อถกเถียงทางวิชาการเกี่ยวกับสถานะทางกฎหมายและลักษณะการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศต่าง ๆ ว่าเป็นหน่วยงานของรัฐหรือหน่วยงานเอกชน¹¹

⁸ ดู Jean-Bernard Auby, Lucie Cluzel-Metayer and Lamprini Xenou, **Comparative Administrative Law: Administrative Law of the European Union, Its Member States and the United States**, p.8. สำหรับกฎหมายฝรั่งเศส และ Mahendra P. Singh, **German Administrative Law in Common Law Perspective**, p.10. สำหรับกฎหมายเยอรมัน.

⁹ SSE เป็นหน่วยงานทางวิชาการภายใต้โครงการที่ดำเนินงานร่วมกันระหว่าง UNCTAD, The UN Global Compact, UNEP FI และ The PRI ทำหน้าที่สร้างฐานข้อมูลและเครือข่ายเกี่ยวกับการดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ในประเทศต่าง ๆ.

¹⁰ Sustainable Stock Exchanges initiative, “About the SSE initiative,” [online] Available from : <https://sseinitiative.org/exchanges-filter-search/>. [9 May 2023].

¹¹ อาทิ Jung Nu Ri, “A Study on Demutualization of Stock Exchanges,” in **The Korean Journal of Securities Law** (Vol.12 (3), 2011), p.299-338. (ถกเถียงเกี่ยวกับสถานะของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเกาหลีใต้); Chen Zhida, “The Nature Test and Source Test in Judicial Review: Yeap Wai Kong v Singapore Exchange Securities Trading Ltd,” in **Singapore Law Review** (Vol. 31 (1), (3102, p.342-923. (ถกเถียงเกี่ยวกับการควบคุมการใช้อำนาจของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสิงคโปร์); Kai Lyu, “The Institutional Transformation of China’s Stock Exchanges: A Comparative Perspective,” in **Accounting, Economics and Law – A Convivium** (2013). และ Huaiyu Wang, “Stock Exchanges in China: Self-Regulatory Organisations or CSRC’s Branches?,” in **Canberra Law Review** (Vol. 8, 2005), p.59-85. (ถกเถียงเกี่ยวกับสถานะของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีน); Johannes Köndgen, “Ownership and Corporate Governance of Stock Exchange,” in **Journal of Institutional and Theoretical Economics** (Vol.154 (1), 1998), p.224-251. (วิเคราะห์ความเป็นเจ้าของและแนวโน้มการแปรรูปเป็นเอกชนของตลาดหลักทรัพย์ในยุโรป).

เพื่อให้เกิดความกระจ่างชัดในเรื่องนี้มากขึ้น บทความวิจัยนี้มุ่งนำเสนอการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสถานะทางกฎหมายและลักษณะการดำเนินการของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ ทั้งนี้ โดยแบ่งเนื้อหาออกเป็น 2 ส่วนหลัก ได้แก่ การศึกษาโครงสร้างภาพรวม ประวัติความเป็นมา การจัดตั้ง การได้มาซึ่งทุน การส่งเงินเข้ารัฐ การจัดซื้อจัดจ้างและได้มาซึ่งพัสดุ การจ่ายภาษี การจัดทำบัญชี ความเป็นเจ้าของ โครงสร้างการบริหาร การจ้างแรงงาน การใช้อำนาจ การถูกควบคุมโดยองค์กรตรวจสอบการเงินของรัฐ และการถูกควบคุมโดยองค์กรผู้ควบคุมกฎหมายทางการเงินของรัฐ ของตลาดหลักทรัพย์ใน 7 ประเทศ ได้แก่ ประเทศเกาหลีใต้ ประเทศสิงคโปร์ ประเทศจีน ประเทศมาเลเซีย ประเทศเยอรมนี ประเทศเวียดนาม และประเทศในกลุ่ม Euronext เป็นส่วนแรก

ทั้งนี้ เพื่อให้ได้มาซึ่งรายละเอียดที่จำเป็นต่อการวิเคราะห์รูปแบบหน่วยงานที่ดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ คุณสมบัติที่บ่งชี้ความเป็นหน่วยงานของรัฐของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ คุณสมบัติที่บ่งชี้ความเป็นหน่วยงานเอกชนของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ และคุณสมบัติที่ไม่อาจบ่งชี้ความเป็นหน่วยงานของรัฐหรือหน่วยงานเอกชนของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศได้ เป็นส่วนที่สอง จากนั้นจึงสรุปผลการศึกษาเป็นส่วนท้าย

2. การสำรวจสถานะทางกฎหมายและลักษณะการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ

2.1 ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเกาหลีใต้

ตลาดหลักทรัพย์แห่งเดียวของประเทศเกาหลีใต้ซึ่งมีชื่อว่า ‘Korea Exchange’ (หรือ ‘KRX’) ได้รับการยกย่องว่าเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่อง (fluid) มากที่สุดแห่งหนึ่งของเอเชีย มีมูลค่าการซื้อขายในปี ค.ศ. 2014 มากกว่า 1,212,759 ล้านดอลลาร์สหรัฐ¹²

สำหรับความเป็นมา นั้น ประเทศเกาหลีใต้เริ่มมีการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างเป็นทางการในปี ค.ศ. 1956 ผ่านการจัดตั้งตลาดหุ้นเกาหลี (Korea Stock Exchange) หรือที่เรียกว่า ‘KSE’ โดยกระทรวงการคลังของประเทศ ซึ่งในระยะแรกนี้ รัฐบาลเกาหลีใต้ได้ทำการควบคุมการดำเนินงานของ KSE อย่างชัดเจน และถึงแม้ว่า KSE จะได้แปรสภาพเป็นบริษัทหุ้น (stock corporation) ในปี ค.ศ. 1962 แต่ก็ถูกแปรสภาพกลับมาอยู่ในสถานะองค์กรไม่แสวงหาผลกำไรภายใต้การดำเนินการของรัฐบาล (government-run, not-for-profit organization) ในปีถัดมา¹³

12 PricewaterhouseCoopers, “Listing in Korea: A Guide to Listing on the Korean Exchange,” [online] Available from : https://www.pwc.com/kr/en/tax/samilpwc_2015k-ipo_en.pdf. [2 January 2023].

13 Korea Exchange, “KRX Annual Report 2021 หน้า 4,” [online] Available from : <http://global.krx>.

อย่างไรก็ดี ปัญหาสภาพคล่องทางเศรษฐกิจของประเทศในเวลาต่อมาก็ผลักดันให้รัฐบาลเกาหลีใต้ทำการแก้ไข Securities Exchange Act ใหม่ในปี ค.ศ. 1976 เพื่อลดอำนาจของกระทรวงการคลังในการควบคุมตลาดหลักทรัพย์ และให้ตลาดอยู่ภายใต้หน่วยงานทางปกครองที่มีการดำเนินงานเป็นอิสระจากอิทธิพลของรัฐบาล (administrative bodies separate from direct governmental influence) แทน¹⁴ จากนั้น KSE ได้แปรรูปเป็นองค์กรประเภทตอบรับสมาชิก (membership organization) ในปี ค.ศ. 1988 และรัฐบาลเกาหลีได้จัดตั้งตลาดทุนเพิ่มอีกสองแห่งได้แก่ KOSDAQ Stock Market และ Korea Futures Exchange ในปี ค.ศ. 1996 และ ค.ศ. 1999 ตามลำดับ¹⁵ และในปี ค.ศ. 2005 ได้ควบรวมตลาดทุนทั้งสามของประเทศเข้าด้วยกันภายใต้ Korea Securities and Futures Exchange Act ก่อเกิดเป็น Korea Stock and Futures Exchange ซึ่งภายหลังเปลี่ยนชื่อเป็น KRX ดังที่ปรากฏในปัจจุบัน¹⁶ ทั้งนี้ โดยมีจุดมุ่งหมายเพื่อเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันกับตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอื่นผ่านการแปลงสภาพหน่วยงาน (demutualization)¹⁷

ทั้งนี้ มาตรา 4 แห่ง Korea Securities and Futures Exchange Act ได้บัญญัติไว้อย่างชัดเจนว่า KRX เป็นบริษัทหุ้น (stock company) มีทุนจดทะเบียนขั้นต่ำ 1 ล้านล้านวอนและมีที่ทำการหลักอยู่ที่เมืองปูซาน และมาตรา 15 วรรค 2 แห่งกฎหมายเดียวกันก็ได้บัญญัติห้ามมิให้บุคคลผู้อื่นให้บริการดำเนินการตลาดซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ชื่อกิจการว่า ‘Korea Exchange’ เช่นเดียวกันกับ KRX โดยการห้ามใช้ชื่อเช่นเดียวกันนี้มีได้หมายความว่าระบบกฎหมายบังคับให้มีตลาดหลักทรัพย์เพียงแห่งเดียวในประเทศ ประการนี้มีความชัดเจนตามมาตรา 373-2 แห่งกฎหมายฉบับเดียวกันซึ่งให้อำนาจแก่ Financial Services Commission ในการออกใบอนุญาตประกอบกิจการตลาดหลักทรัพย์แก่องค์กรอื่นนอกเหนือจาก KRX ได้ เพียงแต่ ณ ปัจจุบันยังไม่มียุติการอื่นใดที่ได้รับใบอนุญาตเช่นว่านี้เท่านั้น¹⁸

co.kr/contents/GLB/01/0102/0102060000/GLB0102060000.jsp. [6 June 2023].

¹⁴ ดู Steven F Thompson, “The Korea Stock Exchange: From Development to Internationalization,” in *The Fletcher Forum* (Vol.11 (2), 1987), p.348-351.

¹⁵ PricewaterhouseCoopers, “Listing in Korea: A Guide to Listing on the Korean Exchange,”.

¹⁶ Korea Exchange, “KRX History,” [online] Available from : <https://global.krx.co.kr/contents/GLB/01/0102/0102040000/GLB0102040000.jsp>. [2 January 2023].

¹⁷ Korea Exchange, “Consolidation,” [online] Available from : <https://global.krx.co.kr/contents/GLB/01/0102/0102010000/GLB0102010000.jsp>. [2 January 2023].

¹⁸ ดู Kyung-Hoon Chun, “Investor Protection in Korean Capital Market through Disclosures and Litigation,” in *Journal of Korean Law* (Vol.16, 2016), p.195 ,391.

อย่างไรก็ดี ในปี ค.ศ. 2009 KRX ก็ถูกขึ้นทะเบียนเป็นองค์กรมหาชน (public institution) ตาม Act on the Management of Public Institutions อยู่ภายใต้การควบคุมดูแลของกระทรวงการคลัง แต่ในปี ค.ศ. 2015 ก็ถูกถอดออกจากทะเบียนและกลับเป็นองค์กรเอกชนอิสระเช่นเดิม¹⁹ ทั้งหมดนี้จึงนับได้ว่าปัจจุบัน KRX มีสถานะทางกฎหมายเป็นบริษัทเอกชนดำเนินกิจการเพื่อแสวงหาผลกำไร มีชื่อองค์กรมหาชนอีกต่อไป²⁰

เมื่อสูญเสียสถานะการเป็นองค์กรมหาชนไปแล้วตั้งแต่ปี ค.ศ. 2015 ทำให้ KRX ไม่ตกอยู่ภายใต้บังคับแห่ง National Finance Act²¹ และ Act on the Management of Public Institutions²² และไม่ได้รับการจัดสรรเงินงบประมาณจากรัฐ²³ รวมถึงไม่ต้องส่งเงินรายได้จากการประกอบกิจการกลับเข้ารัฐ ในทางกลับกัน KRX มีรายรับรายจ่ายในการดำเนินการดังเช่นบริษัทเอกชนทั่วไป²⁴ นอกจากนี้ KRX ยังไม่ตกอยู่ภายใต้ Act on Contracts to Which the State is a Party และทำให้การได้มาซึ่งพัสดุเป็นไปดังบริษัทเอกชนทั่วไปด้วย²⁵

สำหรับการจ่ายภาษีนั้น KRX ต้องจ่ายภาษีนิติบุคคลดังเช่นบริษัทเอกชนทั่วไป²⁶ เพราะมิได้เป็นหน่วยงานของรัฐทั้งระดับชาติและท้องถิ่นที่ได้รับการยกเว้นไม่ต้องเสียภาษีตาม Corporate Tax Act²⁷ ในทิศทางเดียวกัน การจัดทำบัญชีของ KRX ก็มีใช้บัญชีตามนิยามที่จะอยู่ภายใต้บังคับของ National Finance Act²⁸ และไม่ต้องจัดทำแผนระยะยาวและระยะกลางหรือมีการรายงานแผน

¹⁹ ดู Bae Hyun-jung, “Korea Exchange to be released from direct state control,” [online] Available from : <https://www.koreaherald.com/view.php?ud=20150129001140>. [4 January 2023]; Yoon Ja-young, “KRX lifted from public corporation status,” [online] Available from : https://koreatimes.co.kr/www/biz/2015/01/488_172716.html?utm_source=gonw. [4 January 2023].

²⁰ การนี้ได้รับการยอมรับเป็นในทางวิชาการเป็นการทั่วไป (เช่น Jung Nu Ri, “A Study on Demutualization of Stock Exchanges,”).

²¹ พิจารณาขอบเขตการบังคับใช้ National Finance Act จาก Articles 8, 9-2 Paragraph 2.

²² พิจารณาขอบเขตการบังคับใช้ Act on the Management of Public Institutions จาก Articles 4, 5, 39-2.

²³ การนี้สามารถพิจารณาได้จากภาคผนวกของ SOE Research Center Korea Institute of Public Finance, “Public Institutions in Korea,” [online] Available from : https://www.kipf.re.kr/viewer/default/doc.html?fn=FILE_000000025677On3_1&rs=/viewer/result/kiPublish/202211///. [2 June 2023] ที่บ่งชี้หน่วยงานที่มีสถานะเป็นองค์กรมหาชนเอาไว้ และไม่มี KRX อยู่ในบัญชีอีกทางหนึ่งด้วย.

²⁴ ดู Korea Exchange, “KRX Annual Report 2021,” p.7, 31-32.

²⁵ พิจารณาขอบเขตการบังคับใช้ Act on Contracts to Which the State is a Party จาก Articles 2, 7.

²⁶ KRX มีรายการจ่ายภาษีอากรภายใต้เงินประจำปี (ดู Korea Exchange, “KRX Annual Report 2021,” p.33).

²⁷ เป็นไปตามข้อยกเว้นใน Article 2 (3) แห่ง Corporate Tax Act.

²⁸ พิจารณาขอบเขตการบังคับใช้ National Finance Act จาก Article 3.

การบริหารรายปีดังที่กำหนดไว้ใน National Accounting Act²⁹ และ Act on the Management of Public Institutions³⁰ แต่มีระบบการจัดทำบัญชีแยกเช่นบริษัทเอกชนทั่วไป

อนึ่ง เมื่ออยู่ในรูปบริษัทเอกชน **ความเป็นเจ้าของ**จึงต้องพิจารณาจากสัดส่วนการถือหุ้น ซึ่งสำรวจได้ว่าผู้ถือหุ้นใน KRX เป็นบริษัทเอกชนซึ่งส่วนมากจะประกอบธุรกิจหลักทรัพย์และการลงทุนหลากหลายบริษัท ทั้งนี้ องค์กรของรัฐที่ถือหุ้นใน KRX มีเพียง Korea Financial Investment Association และ Korea SMEs & Startups Agency ซึ่งถือหุ้นรวมกันเพียงประมาณ ร้อยละ 5 ของปริมาณหุ้นทั้งหมดเท่านั้น³¹

สำหรับ**โครงสร้างการบริหาร** KRX นั้น โดยหลักเป็นไปในรูปแบบของบริษัทเอกชนทั่วไป กล่าวคือที่ประชุมผู้ถือหุ้นจะแต่งตั้งคณะกรรมการบริษัทขึ้นมาเพื่อบริหารบริษัท โดยมีการจัดตั้งแผนกย่อยดำเนินงานด้านต่าง ๆ อย่างไรก็ดี Korea Securities and Futures Exchange Act ได้กำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับโครงสร้างการบริหารกิจการตลาดหลักทรัพย์ไว้เพิ่มเติม อาทิ องค์กรประกอบของผู้บริหารระดับสูงตามมาตรา 8 องค์กรประกอบของคณะกรรมการตามมาตรา 9 การให้อำนาจแก่ Financial Services Commission ร้องขอให้เพิกถอนประธานเจ้าหน้าที่บริหารของ KRX ภายในหนึ่งเดือนหลังจากแต่งตั้ง ในกรณีที่ผู้ขึ้นไม่เหมาะสมต่อหน้าที่ ตามมาตรา 8 (4) และการให้อำนาจระงับการปฏิบัติหน้าที่ของประธานเจ้าหน้าที่บริหารหรือพนักงาน หากผู้ขึ้นทำผิดกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ ตามมาตรา 12 นอกจากนั้น มาตรา 17 ยังกำหนดให้ตั้งคณะกรรมการสอดส่องดูแลความเรียบร้อยของตลาด (Market Surveillance Committee) โดยที่กรรมการสองในห้าต้องมาจากการเสนอชื่อของ Financial Services Commission ด้วย

ในทิศทางเดียวกัน เมื่อ KRX มิได้เป็นหน่วยงานที่รับเงินสนับสนุนจากรัฐบาลและมีใช้องค์กรมหาชนตาม Act on the Management of Public Institutions จึงมิใช่หน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการบริการสาธารณะ ทำให้**การจ้างแรงงาน**ของ KRX ไม่ตกอยู่ภายใต้กฎหมายบริหารงานบุคคลภาครัฐ ได้แก่ State Public Official Act และ Public Ethics Service Act แต่เป็นไปตามกฎหมายคุ้มครองแรงงานดังเช่นบริษัทเอกชนทั่วไป³²

²⁹ ดังที่บังคับไว้ใน Articles 6 (2), 11 แห่ง National Accounting Act.

³⁰ ดังที่บังคับไว้ใน Articles 39-2, 40 (7), 42 แห่ง Act on the Management of Public Institutions.

³¹ ดู Korea Exchange, “KRX Annual Report 2021,” p.27; Korea Exchange, “Shareholder Status,” [online] Available from : <https://global.krx.co.kr/contents/GLB/01/0104/0104030000/GLB0104030000.jsp>. [2 January 2023].

³² ดู Korea Exchange, “KRX Annual Report 2021,” p.5.

ทั้งนี้ แม้จะมีสถานะเป็นหน่วยงานเอกชนอย่างชัดเจน แต่ KRX ก็สามารถใช้อำนาจบางประการตามที่ Korea Securities and Futures Exchange Act กำหนดได้ อาทิ อำนาจในการออกกฎระเบียบคำสั่งบังคับกับสมาชิกตลาด อำนาจในการกำหนดบทลงโทษในกรณีมีการซื้อขายที่ไม่ปกติ อำนาจในการขอข้อมูลจากผู้ที่เกี่ยวข้องกับการกระทำที่ผิดปกติในตลาด อำนาจในการอนุมัตินำหลักทรัพย์เข้าสู่และออกจากตลาด³³ ทั้งนี้ อำนาจบางประการ อาทิ อำนาจในการนำหลักทรัพย์เข้าสู่และออกจากตลาดหลักทรัพย์นั้น KRX จะใช้ได้ภายใต้การอนุมัติของ Financial Services Commission เท่านั้น³⁴

โดยทั่วไปแล้ว KRX มีใช้หน่วยงานที่อยู่ภายใต้การตรวจสอบการเงินของ Board of Audit and Inspection ภายใต้ Board of Audit and Inspection Act³⁵ อย่างไรก็ดี หากจำเป็นหรือเมื่อนายกรัฐมนตรีร้องขอ Board of Audit and Inspection ก็อาจทำการตรวจสอบบัญชีของ KRX ได้ เนื่องจาก KRX เป็นหน่วยงานที่สร้างขึ้นโดยรัฐบัญญัตินอกเหนือจากประมวลกฎหมายแพ่งหรือประมวลกฎหมายพาณิชย์ที่มีผู้แทนของหน่วยงานได้รับการแต่งตั้งจากรัฐ³⁶ ทว่าการนี้ยังไม่เคยเกิดขึ้นในความเป็นจริง

สำหรับการควบคุมการดำเนินการของ KRX โดยทั่วไปเป็นหน้าที่ของ Financial Services Commission ซึ่งเป็นหน่วยงานราชการส่วนกลางของประเทศ มีหน้าที่ในการควบคุมกฎและระบบการเงินของประเทศ ถูกจัดตั้งโดย Act on the Establishment of Financial Services Commission³⁷ มีอำนาจในการอนุญาตการแก้ไขข้อบังคับของบริษัท ระเบียบการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงหรือลูกจ้างที่กระทำความผิด รวมถึงอนุมัติการออกและถอนการจำหน่ายหลักทรัพย์ ฯลฯ³⁸

2.2 ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสิงคโปร์

‘Singapore Exchange Limited’ หรือ ‘SGX’ เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ใหญ่ที่สุดแห่งหนึ่งในเอเชีย มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดกว่า 900 พันล้านเหรียญสิงคโปร์ ด้วยปริมาณการซื้อขายในตลาดกว่า 1.35 พันล้านเหรียญสิงคโปร์ต่อวัน และมีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดมากกว่า 735 บริษัท (สำรวจในปี ค.ศ. 2021)³⁹

³³ Articles 16, 19 of Korea Securities and Futures Exchange Act.

³⁴ Article 24 of Korea Securities and Futures Exchange Act.

³⁵ พิจารณาขอบเขตการบังคับใช้ Board of Audit and Inspection Act จาก Articles 21 ,20.

³⁶ Article 23.7. of Board of Audit and Inspection Act.

³⁷ Article 3 of Act on the Establishment of Financial Services Commission.

³⁸ Articles 5(2), 12, 17, 24, 25 of Act on the Establishment of Financial Services Commission.

³⁹ ดู Singapore Exchange Limited, “Financial Results for the Financial Year Ended 30 June 2021,”

สำหรับความเป็นมา นั้น SGX ถูกก่อตั้งขึ้นในปี ค.ศ. 1999 จากการควบรวมบริษัทสัญชาติสิงคโปร์ซึ่งดำเนินกิจการแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ 3 แห่ง ได้แก่ Stock Exchange of Singapore Limited, Singapore International Monetary Exchange Limited และ Securities Clearing and Computer Services Limited⁴⁰ ภายใต้ Exchanges (Demutualization and Merger) Act 1999 และ SGX ได้จดทะเบียนตัวเองเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ใน ค.ศ. 2000 เพื่อเปิดโอกาสให้กับประชาชนได้มีโอกาสลงทุนในบริษัทได้ การนี้จึงทำให้มีสถานะทางกฎหมายเป็นบริษัทมหาชนจำกัด⁴¹ และในปี ค.ศ. 2008 SGX ได้มีความเคลื่อนไหวครั้งใหญ่โดยการเข้าซื้อ Singapore Commodity Exchange อันเป็นตลาดหลักทรัพย์อีกรายหนึ่งของประเทศ ทำให้ปัจจุบัน SGX เป็นตลาดใหญ่เพียงตลาดเดียวในประเทศสิงคโปร์⁴² อนึ่ง แม้ Securities and Future Act 2001 จะเปิดช่องให้เอกชนรายอื่นที่มีคุณสมบัติตามที่กำหนดสามารถขอดำเนินการเป็นตลาดหลักทรัพย์ได้ ภายใต้การอนุมัติของ Monetary Authority of Singapore⁴³ แต่ในปัจจุบันประเทศสิงคโปร์ก็ยังคงมี SGX ที่มีสถานะเป็นตลาดหลักทรัพย์ตามกฎหมายอยู่เพียงตลาดเดียวเท่านั้น

ทั้งนี้ การได้มาซึ่งทุนในการบริหารงานของ SGX นั้น เป็นไปตามลักษณะของบริษัททั่วไปในประเทศสิงคโปร์ กล่าวคือมีแหล่งรายได้จากการประกอบกิจการในลักษณะต่าง ๆ อาทิ การระดมทุน การขายสินค้าหรือบริการ ดอกเบี้ยหรือรายได้จากการปล่อยสินเชื่อ ฯลฯ ซึ่งรายได้เหล่านี้จะถูกนำมาใช้จ่ายในบริหารงานของบริษัท⁴⁴ ทั้งนี้ โดยไม่ปรากฏบทบัญญัติใดทั้งตาม Securities and Future Act 2001 และ Companies Act of 1967 ที่กำหนดให้บริษัทเอกชนต้องส่งเงินรายได้เข้ารัฐ

[online] Available from : <https://investorrelations.sgx.com/static-files/e1bc44ca-f7fa-41cd-98df-6f5c8e9c1683>. [19 January 2023]; Singapore Exchange Limited, "Corporate Information," [online] Available from : <https://www.sgx.com/securities/corporate-information?page=1&pagesize=100>. [19 January 2023].

⁴⁰ Nikkei Asia, "Singapore Exchange Ltd," [online] Available from : <https://asia.nikkei.com/Companies/Singapore-Exchange-Ltd>. [10 January 2023].

⁴¹ Newspaper Singapore, "Singapore Exchange shares expected to make shining debut," [online] Available from : <https://eresources.nlb.gov.sg/newspapers/Digitised/Article/today20001123-1.2.8.4>. [10 January 2023].

⁴² James Chen, "Singapore Exchange (SGX): What it is, How it Works," [online] Available from : https://www.investopedia.com/terms/s/singapore_exchange.asp. [10 January 2023].

⁴³ Section 2 of Securities and Future Act 2001.

⁴⁴ Singapore Exchange Limited, "Singapore Exchange Annual Report July 2021 - June 2022," p.6 [online] Available from : <https://investorrelations.sgx.com/static-files/8c8c8644-80d0-43ca-b34e-eba3ad3c90f2>. [2 June 2023].

อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาจาก**ความเป็นเจ้าของ**แล้ว จะพบว่า SGX มีผู้ถือหุ้นเป็นทั้งบุคคลธรรมดาและนิติบุคคลจำนวนมาก (เนื่องจากมีสถานะเป็นบริษัทมหาชนจำกัด) แต่บริษัทที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และมีสัดส่วนหุ้นมากที่สุดในร้อยละ 23.3 ได้แก่ SEL Holdings⁴⁵ ซึ่งเป็นบริษัทที่ Temasek Holdings เป็นเจ้าของ ดังนั้น เมื่อ Temasek Holdings เป็นบริษัทที่รัฐบาลเป็นเจ้าของ (government-linked corporation) แต่เพียงผู้เดียว⁴⁶ จึงทำให้ในความเป็นจริงแล้ว รัฐบาลสิงคโปร์ได้รับการปันผลจากการดำเนินงานของ SGX อีกต่อหนึ่งนั่นเอง⁴⁷

อนึ่ง Securities and Future Act 2001 ยังมีการกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับความเป็นเจ้าของไว้เพิ่มเติมบางประการเพื่อกำกับกิจการตลาดหลักทรัพย์ให้มีความเป็นธรรมด้วย อาทิ การห้ามไม่ให้บุคคลถือหุ้นในบริษัทที่ดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์มากกว่า 12% หรือ 20% ซึ่งจะถือว่าเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (substantial shareholders) เว้นแต่จะได้รับอนุญาต⁴⁸ หรือการกำหนดให้การแต่งตั้งประธานบริษัท ประธานกรรมการบริหาร กรรมการ หรือบุคคลสำคัญอื่น ๆ จะกระทำมิได้ เว้นแต่จะได้รับอนุญาต⁴⁹ เป็นต้น

เนื่องจาก SGX มีสถานะเป็นหน่วยงานเอกชน **การจัดซื้อจัดจ้าง**จึงดำเนินการในภาคเอกชนทั้งหมด กล่าวคือบริษัทสามารถกำหนดนโยบายการจัดซื้อจัดจ้างของตนเองได้⁵⁰ โดยที่ไม่มีกฎหมายใดทำหน้าที่กำกับการจัดซื้อจัดจ้างหรือการพัสดุเป็นการเฉพาะ ไม่ว่าจะเป็น Securities and Future Act 2001 และ Companies Act of 1967 และ SGX ก็ต้อง**จ่ายภาษี**เงินได้นิติบุคคล ตั้งเช่นเอกชนทั่วไป⁵¹ เนื่องจากมิใช่วิสาหกิจเริ่มต้น หรือบริษัทที่ดำเนินกิจกรรมไม่แสวงหากำไร หรือมีวัตถุประสงค์เกี่ยวข้องกับสาธารณประโยชน์ ซึ่งจะได้รับการยกเว้นและลดภาษีตามมาตรา 43 แห่ง Incomes Tax Act 1947

⁴⁵ Market Screener, “Singapore Exchange Limited (S68),” [online] Available from : <https://www.marketscreener.com/quote/stock/SINGAPORE-EXCHANGE-LIMITE-6491511/company/>. [3 January 2023].

⁴⁶ Temasek, “Frequently Asked Questions,” [online] Available from : <https://www.temasek.com.sg/en/about-us/faqs>. [7 January 2023].

⁴⁷ Temasek, “Does Temasek pay dividends to its shareholder,” [online] Available from : <https://www.temasek.com.sg/en/about-us/faqs>. [7 January 2023].

⁴⁸ Section 27 (2) of Securities and Future Act 2001.

⁴⁹ Section 28 of Securities and Future Act 2001.

⁵⁰ ดู SGXGroup, “Procurement Policy,” [online] Available from : <https://www.sgxgroup.com/sustainability/policy#Procurement%20Policy>. [7 January 2023].

⁵¹ ปรากฏหลักฐานชัดเจนใน Singapore Exchange Limited, “Singapore Exchange Annual Report July 2021 - June 2022,” p.217-221.

ในส่วนของการจัดทำบัญชีนั้น SGX ต้องดำเนินการเช่นบริษัทเอกชนโดยทั่วไปในประเทศ กล่าวคือ ต้องจัดทำรายงานสภาพทางการเงินของบริษัทไปยังกรรมการบริษัทและที่ประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้น⁵² และมีการสอบบัญชีโดยผู้ตรวจสอบบัญชีตาม Companies Act 1967⁵³ นอกจากนี้ เนื่องจาก SGX มีลักษณะเป็นกิจการตลาดหลักทรัพย์ จึงต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขการสอบบัญชีซึ่งได้กำหนดไว้ใน Securities and Future Act 2001 ด้วย กล่าวคือถูกกำหนดหน้าที่เพิ่มเติมให้ผู้สอบบัญชีของตลาดหลักทรัพย์ต้องรายงานให้กับ Monetary Authority of Singapore ทราบ หากว่าพบความผิดปกติที่เกี่ยวข้องกับสถานะทางการเงินอย่างร้ายแรง⁵⁴

โครงสร้างการบริหารงานของ SGX นั้น เป็นไปในลักษณะของบริษัทเอกชนทั่วไป กล่าวคือ ที่ประชุมผู้ถือหุ้นจะแต่งตั้งคณะกรรมการบริหารขึ้นเพื่อดำเนินการและตัดสินใจการบริหารงานตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้ Securities and Future Act 2001 ยังกำหนดหลักเกณฑ์ไว้เพิ่มเติมให้การแต่งตั้งประธานบริษัท ประธานกรรมการบริหาร กรรมการและบุคคลสำคัญอื่น ๆ จะกระทำได้เมื่อได้รับอนุมัติจาก Monetary Authority of Singapore⁵⁵ ส่วนการจ้างแรงงานของ SGX นั้น จะอยู่ภายใต้บังคับบทบัญญัติต่าง ๆ ในกฎหมายแรงงานตามปกติ เพราะมิได้มีสถานะเป็น statutory board และไม่ปรากฏบทบัญญัติโดยกเว้นไม่ให้ SGX ต้องปฏิบัติตาม Employment Act 1968⁵⁶

SGX สามารถใช้อำนาจบางประการในการดำเนินงานได้ ทั้งนี้ ตามที่ Securities and Futures Act กำหนด อาทิ อำนาจตักเตือนสมาชิกในตลาด อำนาจออกกฎระเบียบที่จะใช้กับสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์ ฯลฯ แต่การเหล่านั้นต้องอยู่ภายใต้การตรวจสอบโดยองค์กรตุลาการ เพราะเป็นการใช้อำนาจรัฐ (public function) โดยมีฐานอำนาจมาจากกฎหมาย (source of authority) และการกระทำก่อให้เกิดผลต่อสิทธิของปัจเจกชนรายอื่น⁵⁷

⁵² Section 207(1) of Companies Act 1967.

⁵³ Section 199 of Companies Act 1967.

⁵⁴ Section 31(1) of Securities and Future Act 2001.

⁵⁵ Section 28 of Securities and Futures Act 2001.

⁵⁶ พิจารณาขอบเขตการบังคับใช้ Employment Act 1968 ตาม Section 2 (Interpretation).

⁵⁷ ดู *Yeap Wai Kong v Singapore Exchange Securities Trading Ltd* [2012] SGHC 103 ซึ่งศาลวางหลักว่า SGX มีการกระทำการบางประการที่มีลักษณะเป็นการใช้อำนาจรัฐ จึงอาจถูกควบคุมตรวจสอบโดยองค์กรตุลาการได้ ดังเช่นการใช้อำนาจในการตักเตือน (reprimand) ของ SGX-ST อันเป็นบริษัทลูกของ SGX ดังที่พิพาทกันในคดีนี้ ซึ่งศาลได้วินิจฉัยว่า แม้การใช้อำนาจตักเตือนดังกล่าวจะมีที่มาจากกฎระเบียบภายในของทางบริษัทเอง แต่อำนาจนั้นก็ถูกบัญญัติรองรับตาม Securities and Futures Act จึงเป็นการใช้อำนาจตามที่กฎหมายรับรอง (statutory underpinning) อีกทั้ง การแก้ไขกฎระเบียบภายในข้างต้นจะต้องได้รับความเห็นชอบจาก Monetary Authority of Singapore ก่อนที่จะบังคับใช้ และเป็นไป

สำหรับการตรวจสอบการเงินภาครัฐของสิงคโปร์นั้น จะถูกกำกับโดย Audit Act 1966 และดำเนินการโดย Auditor General ซึ่งมีหน้าที่ดำเนินการตรวจสอบการเงินของหน่วยงานของรัฐ (public body) ทุกประเภท ไม่ว่าจะเป็นฝ่ายนิติบัญญัติ ฝ่ายบริหาร หรือฝ่ายตุลาการ รวมทั้งมีหน้าที่ในการตรวจสอบทุนของรัฐ (public fund) ด้วย⁵⁸ ทั้งนี้ ในการตีความคำว่าหน่วยงานของรัฐนั้น จะครอบคลุมเฉพาะกรณีเป็นหน่วยงานที่ขึ้นตรงต่อฝ่ายบริหาร ฝ่ายนิติบัญญัติ หรือฝ่ายตุลาการเท่านั้น ไม่รวมถึงหน่วยงานที่ได้รับเงินสนับสนุนจากภาครัฐหรือใช้อำนาจอย่างใดอย่างหนึ่งดังนั้น SGX จึงไม่อยู่ภายใต้การตรวจสอบของ Auditor General ส่วนการควบคุมการดำเนินงานโดยทั่วไปนั้น จะอยู่ภายใต้อำนาจของ Monetary Authority of Singapore ทั้งนี้ ตาม Securities and Future Act 2001 ซึ่งจะมีอำนาจหลายประการ อาทิ การอนุมัติให้จดทะเบียนเป็นตลาดหลักทรัพย์ การอนุมัติให้มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (ร้อยละ 12 หรือร้อยละ 20)⁵⁹ หรือการแต่งตั้งโยกย้ายผู้บริหารของตลาดหลักทรัพย์⁶⁰ ฯลฯ

2.3 ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีน

ประเทศจีนมีตลาดหลักทรัพย์ขนาดใหญ่สองแห่ง ได้แก่ Shanghai Stock Exchange ('SSE') ซึ่งเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูงเป็นอันดับสามในโลกและอันดับหนึ่งในเอเชีย⁶¹ และ Shenzhen Stock Exchange ('SZSE') ซึ่งเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มุ่งเน้นการสร้างสรรค์นวัตกรรมให้แก่ประเทศ⁶² นอกจากนี้ ยังมีตลาดสำหรับซื้อขายหุ้นของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมอีกหนึ่งแห่ง ได้แก่ Beijing Stock Exchange ('BSE') ซึ่งมีการประสานความร่วมมือทางธุรกิจกับ SSE และ SZSE อย่างใกล้ชิด⁶³

เพื่อประโยชน์สาธารณะอีกด้วย จึงมีลักษณะเป็นการใช้อำนาจซึ่งศาลอาจตรวจสอบได้ (ดูการวิเคราะห์คำตัดสินของศาลเพิ่มเติมใน Chen Zhida, "The Nature Test and Source Test in Judicial Review: Yeap Wai Kong v Singapore Exchange Securities Trading Ltd").

⁵⁸ พิจารณาขอบเขตการบังคับใช้ Audit Act 1966 ได้จาก Section 2 (1).

⁵⁹ Section 27 (2) of Securities and Futures Act 2001.

⁶⁰ Section 28 of Securities and Futures Act 2001.

⁶¹ ด้วยมูลค่าการซื้อขายกว่า 6.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี ค.ศ. 2022 (ดู Shanghai Stock Exchange, "Overview," [online] Available from : <http://english.sse.com.cn/aboutsse/overview/>. [30 January 2023]).

⁶² ดู Shenzhen Stock Exchange, "Overview," [online] Available from : <https://www.szse.cn/English/about/overview/index.html>. [30 January 2023].

⁶³ ดู National Equities and Exchange Quotations, "Introduction," [online] Available from : https://www.neeq.com.cn/en/about_neeq/introduction.html. [30 January 2023].

การซื้อขายหลักทรัพย์ในประเทศจีนมีความเป็นมาตั้งแต่คริสต์ทศวรรษที่ 1860 โดยมีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์อย่างเป็นทางการครั้งแรกที่มณฑลเซี่ยงไฮ้ในปี ค.ศ. 1891 ได้แก่ Shanghai Share Brokers Association (เปลี่ยนชื่อเป็น Shanghai Stock Exchange ในปี ค.ศ. 1904) นอกจากนี้ ในคริสต์ทศวรรษ 1920 ก็มีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์เพิ่มเติม อาทิ Shanghai Securities Goods Exchange และ Shanghai Chinese Securities Exchange การนี้ทำให้มณฑลเซี่ยงไฮ้ในเวลานั้นกลายมาเป็นศูนย์กลางทางการเงินแห่งโลกตะวันออก และในปี ค.ศ. 1946 Shanghai Chinese Securities Exchange ก็ได้เปลี่ยนชื่อเป็น Shanghai Securities Exchange Co., Ltd.⁶⁴

ทว่า ในช่วงปี ค.ศ. 1949 รัฐบาลได้ล้มเลิกตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดเพื่อสนองต่ออุดมการณ์สังคมนิยม⁶⁵ การซื้อขายหลักทรัพย์ในประเทศจีนเริ่มมีขึ้นอีกครั้งหลังจากนโยบายเปิดประเทศของรัฐบาลจีนในคริสต์ทศวรรษ 1980s โดยธนาคารประชาชนของประเทศจีน (The People's Bank of China) อนุมัติให้รัฐบาลท้องถิ่นสามารถจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ได้ จึงได้มีการจัดตั้ง SSE และ SZSE ขึ้นในปี ค.ศ. 1990 ดังนั้น การดำเนินการของ SSE และ SZSE ในระยะแรกจึงอยู่ในการควบคุมอย่างใกล้ชิดของรัฐบาลท้องถิ่นและธนาคารประชาชน ต่อมาในปี ค.ศ. 1998 ก็ได้มีบังคับใช้ Securities Law และจัดตั้ง China Securities Regulatory Commission ('CSRC') ขึ้นทำหน้าที่ควบคุมดูแลกิจการตลาดหลักทรัพย์แทนรัฐบาลท้องถิ่นและธนาคารกลาง ส่งผลให้รัฐบาลกลางของประเทศจีนมีบทบาทในการควบคุมกำกับกิจการตลาดหลักทรัพย์มากยิ่งขึ้น⁶⁶

ทั้งนี้ Securities Law 1998 ได้บ่งสถานะของตลาดหลักทรัพย์ให้เป็น “นิติบุคคลที่ไม่แสวงหาผลกำไรที่ให้บริการซื้อขายหลักทรัพย์”⁶⁷ ก่อนที่การแก้ไขกฎหมายในปี ค.ศ. 2005 จะได้เปลี่ยนนิยามของตลาดหลักทรัพย์ให้หมายถึง “นิติบุคคลที่ให้บริการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีการดูแลปกครองตนเองได้”⁶⁸ และในเดือนธันวาคม ค.ศ. 2019 ซึ่งมีการแก้ไขกฎหมายโดยผลของ

⁶⁴ Goldman Sachs, “The Shanghai Stock Exchange Reopens in 1990,” [online] Available from : <https://www.goldmansachs.com/our-firm/history/moments/1990-shanghai-stock-exchange-reopens.html>. [30 January 2023].

⁶⁵ Kai Lyu, “The Institutional Transformation of China’s Stock Exchanges: A Comparative Perspective” p.56-70.

⁶⁶ Geretto Enrico and Rubens Pauluzzo, “Stock Exchange Markets in China: Structure and Main Problems,” in *Transition Studies Review* (Vol.19(1), 2012).

⁶⁷ ‘A non-profit legal person that provides a place for the centralized trading of securities’ (Article 95 of Securities Law of People’s Republic of China (1998)).

⁶⁸ ‘A stock exchange is a self-disciplined legal person’ (Article 102 of Securities Law of People’s Republic of China (2005)).

Order of the President of the People's Republic of China No. 37⁶⁹ และเป็นพัฒนาการล่าสุดนั้น มิได้กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นหน่วยงานของรัฐโดยตรง แต่ได้กำหนดในมาตรา 96 ให้การดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์นั้นต้องได้รับอนุญาตจาก State Council ก่อน และตลาดหลักทรัพย์มีสถานะเป็น “นิติบุคคลตามกฎหมาย” และมี “การดูแลกิจการของตนเอง” (implement self-regulation) โดยมาตรา 99 ยังกำหนดต่อไปให้การดูแลกิจการตนเองนี้ต้องยึดหลักการในการเห็นประโยชน์ส่วนรวมและการดำเนินกิจการอย่างเป็นธรรมและโปร่งใสเป็นสำคัญ⁷⁰

ทั้งหมดนี้ทำให้สถานะทางกฎหมายของ SSE และ SZSE มีความไม่ชัดเจน แต่งานเขียนวิชาการส่วนมากบ่งชี้ไปในทางที่ว่าตลาดหลักทรัพย์ทั้งสองนี้ได้รับอิทธิพลจากหน่วยงานรัฐอย่างมาก เมื่อเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ของประเทศในกลุ่มแองโกลอเมริกัน และการควบคุมและอำนาจการของรัฐต่อ SSE และ SZSE ก็ไม่มีท่าทีจะลดลง⁷¹ การนี้ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ทั้งสองมีสถานะเหมือนหน่วยงานหน่วยหนึ่งของ CSRC มากกว่าที่จะเป็นหน่วยงานควบคุมตัวเอง⁷² เพราะ CSRC มีการใช้อำนาจอย่างมากในการเข้าแทรกแซงการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์⁷³

สำหรับ BSE นั้น แต่เดิมคือตลาด NEEQ ซึ่งมีการดำเนินการในรูปแบบของบริษัทเอกชน โดยมีบริษัท NEEQ Co. Ltd ซึ่งจดทะเบียนจัดตั้งในปี ค.ศ. 2012 และเป็นผู้ดำเนินการมาตั้งแต่ปี ค.ศ. 2013 ภายใต้การควบคุมของ CSRC⁷⁴ ก่อนที่จะมีการปฏิรูปในปี ค.ศ. 2021 โดยจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ BSE ขึ้นภายใต้การดำเนินการโดย Beijing Stock Exchange Co., Ltd ซึ่งเป็นบริษัทเอกชนจดทะเบียนที่ได้จัดตั้งขึ้นใหม่ โดยที่บริษัทแห่งนี้มี NEEQ Co. Ltd เป็นผู้ถือหุ้นแต่เพียงผู้เดียว⁷⁵ และเมื่อหุ้นของ NEEQ Co. Ltd ถูกถือโดย SSE และ SZSE อีกต่อหนึ่ง⁷⁶ จึงพิจารณาได้ว่า BSE มีความเชื่อมโยงอย่างแนบแน่นกับตลาดหลักทรัพย์อื่นในประเทศจีนนั่นเอง

⁶⁹ The National People's Congress of the People's Republic of China, “Securities Law of the People's Republic of China,” [online] Available from : <http://www.npc.gov.cn/englishnpc/c23934/202109/9886ca6f805e4663a9a725d6f72066dd.shtml>. [30 January 2023].

⁷⁰ Articles 96, 99 of Securities Law of People's Republic of China.

⁷¹ Kai Lyu, “The Institutional Transformation of China's Stock Exchanges: A Comparative Perspective”.

⁷² Huaiyu Wang, “Stock Exchanges in China: Self-Regulatory Organisations or CSRC's Branches?”.

⁷³ Wei Cai, “State Control and the Weak Stock Market in China,” in **Journal of Financial Crime** (Vol.17(2), 2010) p.194-971.

⁷⁴ National Equities and Exchange Quotations, “Introduction,”.

⁷⁵ Christina Gigler, “New Beijing Stock Exchange-An Overview,” [online] Available from : <https://www.roedl.com/insights/china-beijing-stock-exchange-sme-capital-market>. [30 January 2023].

⁷⁶ Yumeng Li, Xiangying Meng, and Xianhua Wei, “China's New Third Board Market: Opportunities and Challenges,” in **Procedia Computer Science** (Vol.55, 2015), p.1050-1059.

ในเชิงการได้มาซึ่งทุนในการบริหารนั้น แม้จะมีได้รับงบประมาณจากภาครัฐโดยตรง แต่เมื่อ SSE และ SZSE ก็ถูกจัดตั้งมาโดยรัฐบาลท้องถิ่นมาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1990 และ 1991 ตามลำดับ ทำให้อนุมานได้ว่าทุนในระยะเริ่มแรกนั้นมาจากรัฐบาลท้องถิ่น⁷⁷ ส่วน BSE ซึ่งดำเนินการโดย Beijing Stock Exchange Co., Ltd โดยที่หุ้นทั้งหมดถูกถือโดย NEEQ Co. Ltd และปรากฏต่อไปว่า หุ้นของ NEEQ Co. Ltd ถูกถือโดย SSE และ SZSE อีกต่อหนึ่งดังที่ได้แจกแจงไปแล้วนั้น ทำให้สรุปได้ว่าทุนในการบริหารงานของ BSE มาจากตลาดหลักทรัพย์อื่นในประเทศจีน

ทั้งนี้ มาตรา 101 แห่ง Securities Law ได้กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์นำรายได้จากการดำเนินการมาเป็นทุนในการบริหารงาน และถ้าหากตลาดหลักทรัพย์ได้อยู่ในรูปของการรวมตัวของสมาชิก (เช่น SSE และ SZSE) แล้ว ก็ห้ามมิให้มีการแบ่งปันผลกำไรจากการดำเนินการแก่สมาชิกจนกว่าตลาดหลักทรัพย์จะสิ้นสุดสภาพการทำงาน ซึ่งเมื่อเป็นเช่นนั้นแล้ว จึงพิจารณาได้ว่า **ไม่มีการส่งเงินรายได้**ของตลาดหลักทรัพย์เข้าสู่รัฐหรือแจกจ่ายต่อผู้ถือหุ้นแต่อย่างใด จนกว่าตลาดหลักทรัพย์จะมีการสิ้นสุดสภาพการทำงาน

อนึ่ง เมื่อตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีนมีได้รับงบประมาณจากภาครัฐแล้ว จึงมิใช่หน่วยงานมหาชนที่ต้องอยู่ภายใต้**การจัดซื้อจัดจ้าง**ภาครัฐตาม Government Procurement Law⁷⁸ อย่างไรก็ดี ในแง่ของภาระภาษีนั้น SSE และ SZSE กลับได้รับการยกเว้นให้ไม่ต้องเสียภาษี เนื่องจากเป็นองค์กรไม่แสวงหาผลกำไรและดำเนินการเพื่อประโยชน์สาธารณะ ตามมาตรา 26 (4) แห่ง Enterprise Income Tax Law ประการนี้แตกต่างจาก BSE ซึ่งต้องเสียภาษี เนื่องจากอยู่ในรูปของบริษัทเอกชน⁷⁹

สำหรับกฎเกณฑ์ด้านการ**จัดบัญชี** การตรวจสอบบัญชีและความรับผิดชอบซึ่งเกี่ยวกับการจัดทำบัญชีขององค์กรต่าง ๆ ในประเทศจีนนั้น เป็นไปตาม Accounting Law ทั้งนี้ มาตรา 2 ของกฎหมายดังกล่าวบัญญัติให้องค์กรของรัฐ องค์กรมหาชน วิสาหกิจ สถาบัน บุคคลผู้ประกอบอุตสาหกรรมอิสระและหน่วยงานอื่น ล้วนแล้วแต่ต้องจัดทำบัญชีตามบทบัญญัติของกฎหมายนี้

⁷⁷ Zhong Zhang, “Law and Finance: The Case of Stock Market Development in China,” in **Boston College International and Comparative Law Review** (Vol.39(2), 2016), p.294 ,382; Stephen Green, **China’s Stockmarket: A Guide to its Progress, Players, and Prospects**, (London: The Economist, 2003), p.12.

⁷⁸ พิจารณาขอบเขตการบังคับใช้ The Government Procurement Law of the People’s Republic of China (Order of the President No.86 ได้จาก Article 2.

⁷⁹ ดู I-Ting Shelly Lin, “Non-profit Organizations in China: How to Apply for Tax Exempt Status,” [online] Available from : <https://www.china-briefing.com/news/non-profit-organizations-china-apply-tax-exempt-status/>. [31 January 2023].

ดังนั้น จึงสรุปได้ว่าการจัดทำบัญชีของหน่วยงานของรัฐและหน่วยงานเอกชนในประเทศจีนมิได้มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ไม่ว่าตลาดหลักทรัพย์ทั้งสามแห่งในประเทศจีนจะมีสถานะเช่นไรก็พึงต้องดำเนินการตาม Accounting Law ทั้งสิ้น

ส่วน**ความเป็นเจ้าของ**นั้น ดังที่ได้พิจารณามาแล้วว่า SSE และ SZSE เป็นองค์กรไม่แสวงหากำไรซึ่งมีอำนาจในการควบคุมองค์กรตัวเองตาม Securities Law อย่างไรก็ดี เมื่อพิจารณาจากโครงสร้างตามกฎหมายแล้วจะพบว่า CSRC กลับมีอำนาจอย่างกว้างขวางในการควบคุม SSE และ SZSE ดังที่จะสามารถเห็นได้จากการยอมรับของ SSE และ SZSE เองว่าอยู่ภายใต้การชี้แนะโดยตรง (direct guidance) และการบังคับบัญชา (under supervision) ของ CSRC⁸⁰ การนี้จึงพิจารณาได้ว่า SSE และ SZSE มีเจ้าของที่แท้จริงคือรัฐและต้องดำเนินงานเพื่อประโยชน์สาธารณะ ส่วน BSE นั้น แม้จะอยู่ในรูปบริษัทเอกชน แต่เมื่อมีความเชื่อมโยงกับ SSE และ SZSE ดังที่ได้พิจารณามาแล้ว จึงนับได้ว่าเจ้าของที่แท้จริงของ BSE ก็อาจจะเป็นรัฐและประโยชน์สาธารณะอีกเช่นกัน

สำหรับ**โครงสร้างการบริหารงาน**ของตลาดหลักทรัพย์นั้น เป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ใน Securities Law อาทิ การกำหนดให้มีคณะกรรมการนโยบายและคณะกรรมการบริหาร และผู้จัดการทั่วไปซึ่งได้รับการแต่งตั้งโดย State Council การกำหนดประเภทของบุคคลที่ต้องห้ามมิให้มีอำนาจในการบริหารตลาด ฯลฯ⁸¹ ทั้งนี้ จากการสำรวจพบว่า SSE, SZSE และ BSE ก็มีโครงสร้างการบริหารที่สอดคล้องกับข้อกำหนดข้างต้นนี้⁸² ส่วน**การจ้างแรงงาน**ในประเทศจีนนั้น เป็นไปตาม Labour Law ซึ่งมาตรา 2 บัญญัติขอบเขตการบังคับไว้อย่างกว้างขวางครอบคลุมถึงการจ้างแรงงานของวิสาหกิจและองค์กรธุรกิจส่วนตัวบนแผ่นดินจีน ตลอดจนหน่วยงานของรัฐ สถาบัน และองค์กรมหาชน ดังนั้น การจ้างแรงงานของหน่วยงานของรัฐและหน่วยงานเอกชนในประเทศจีนมิได้มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ไม่ว่าตลาดหลักทรัพย์ทั้งสามแห่งในประเทศจีนจะมีสถานะเช่นไรก็พึงต้องดำเนินการตาม Labour Law ทั้งสิ้น

⁸⁰ Shenzhen Stock Exchange, “Overview,”.

⁸¹ Articles 102-104 of Securities Law of People’s Republic of China.

⁸² ดู Shanghai Stock Exchange, “Organization Structure,” [online] Available from : <http://english.sse.com.cn/aboutsse/organization/>. [30 January 2023]; Shenzhen Stock Exchange, “Organization,” [online] Available from : <https://www.szse.cn/English/about/organization/index.html>. [30 January 2023]; Beijing Stock Exchange, “Organization,” [online] Available from : <https://www.bse.cn/company/organization.html>. [30 January 2023].

ทั้งนี้ Securities Law กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีนสามารถใช้อำนาจได้หลายประการ เช่น อำนาจในการสั่งพักการซื้อขายและสั่งให้ดำเนินการซื้อขายหลักทรัพย์ การออกกฎระเบียบเพื่อใช้ในตลาด การออกบทลงโทษทางวินัยกับนักลงทุน ฯลฯ⁸³

ในส่วนของการตรวจเงินภาครัฐนั้น เมื่อตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีนทั้ง 3 แห่ง ได้แก่ SSE และ SZSE ซึ่งเป็นองค์กรไม่แสวงหากำไรมีอำนาจในการควบคุมองค์กรตัวเอง และ BSE ซึ่งเป็นบริษัทเอกชน ไม่ได้เป็นหน่วยงานรัฐและหน่วยงานมหาชนที่มีการใช้งบประมาณจากรัฐ รัฐบาลกิจ กองทุนและเงินบริจาคที่มีหน่วยงานรัฐเป็นผู้ควบคุม หน่วยงานเอกชนที่รัฐเป็นผู้ถือหุ้นส่วนมากหรือมีอำนาจควบคุม (โดยตรง) หรือหน่วยงานประเภทใด ภายใต้การเป็นหน่วยงานรัฐตามที่ Audit Law นิยามไว้โดยตรง จึงไม่อยู่ภายใต้ระบบการตรวจสอบการเงินภาครัฐ⁸⁴

การควบคุมการดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์โดยทั่วไป เป็นอำนาจของ CSRC โดยมี State Council เป็นผู้ควบคุมอีกชั้นหนึ่ง ทั้งนี้ โดย CSRC มีอำนาจตาม Securities Law หลากหลายประการ อาทิ อำนาจในการอนุมัติข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ก่อนที่จะถูกจัดตั้งขึ้น หรือมีการเปลี่ยนแปลง การแต่งตั้งและเพิกถอนตำแหน่งผู้จัดการทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์ การสอดส่องและดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ การกำหนดจำนวนเงินที่ตลาดหลักทรัพย์ต้องส่งเข้ากองทุนเพื่อจัดการความเสี่ยง และการกำหนดการนำเงินในกองทุนจัดการความเสี่ยงมาใช้ เป็นต้น⁸⁵

2.4 ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย

ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย ได้แก่ ‘Bursa Malaysia’ นั้น เป็นหนึ่งในตลาดหลักทรัพย์ที่ใหญ่ที่สุดในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ มีกิจการที่จดทะเบียนซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดกว่า 900 กิจการ⁸⁶ ทั้งนี้ Capital Markets and Services Act 2007 ซึ่งเป็นกฎหมายที่ควบคุมการดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์และการซื้อขายหลักทรัพย์ไม่ได้ระบุให้มีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ได้ขึ้น แต่เปิดช่องให้นิติบุคคลสามารถยื่นคำร้องขอเพื่อได้รับอนุญาตให้จัดตั้งตลาดเพื่อการซื้อขายหลักทรัพย์ได้⁸⁷ และแม้ว่าจะไม่ได้มีบทบัญญัติห้ามมิให้มีตลาดหลักทรัพย์มากกว่าหนึ่งแห่งในประเทศมาเลเซีย แต่ในความเป็นจริงแล้ว Bursa Malaysia ก็เป็นตลาดหลักทรัพย์เพียงแห่งเดียวที่ดำเนินกิจการอยู่ในปัจจุบัน

⁸³ Articles 110, 111, 115 of Securities Law of the People’s Republic of China.

⁸⁴ พิจารณาขอบเขตการบังคับใช้ Audit Law of the People’s Republic of China ได้จาก Articles 1, 19, 20, 23.

⁸⁵ Articles 99, 102, 111, 112, 113, 114 of Securities Law of the People’s Republic of China.

⁸⁶ Bursa Malaysia, “Who We Are,” [online] Available from : https://www.bursamalaysia.com/about_bursa/about_us/who_we_are. [10 January 2023].

⁸⁷ Division 2 of Capital Markets and Services Act 2007.

ความเป็นมาของการซื้อขายหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซียเริ่มต้นในปี ค.ศ. 1930 โดยในระยะแรกยังมีการดำเนินการร่วมกันกับประเทศสิงคโปร์ ภายใต้การดำเนินการของ Singapore Stockbrokers' Association จนกระทั่งในปี ค.ศ. 1937 สมาคมแห่งนี้ก็ได้จดทะเบียนใหม่ในชื่อ Stockbrokers' Association of Malaya แต่ก็ไม่ได้มีการซื้อขายหลักทรัพย์แบบสาธารณะ ต่อมาในปี ค.ศ. 1960 จึงจัดตั้ง Malayan Stock Exchange ขึ้น ณ กรุงกัวลาลัมเปอร์และได้มีการซื้อขายหลักทรัพย์แบบเปิดสาธารณะเป็นครั้งแรก จน Stock Exchange of Malaysia ถูกจัดตั้งขึ้นในปี ค.ศ. 1964 และได้ดำเนินการต่อมาในชื่อ Malaysian and Singapore Stock Exchange จนกระทั่งในปี ค.ศ. 1973 Malaysian and Singapore Stock Exchange จึงได้แยกตัวออกเป็น Kuala Lumpur Stock Exchange Berhad ในมาเลเซียและ Stock Exchange of Singapore ในสิงคโปร์ หลังจากนั้น Kuala Lumpur Stock Exchange ก็ถูกจดทะเบียนในรูปบริษัทมหาชน จำกัดเพื่อมาดำเนินการกิจการต่อจาก Kuala Lumpur Stock Exchange Berhad ในปี ค.ศ. 1976 และดำเนินการเรื่อยมา ผ่านกระบวนการแปรรูป (demutualization) เพื่อเพิ่มศักยภาพการแข่งขันและแสวงหาผลกำไรมากขึ้น พร้อมเปลี่ยนชื่อมาเป็น Bursa Malaysia Berhad ในปี ค.ศ. 2004 ใช้มาจนกระทั่งปัจจุบัน⁸⁸

โดยสรุปแล้ว Bursa Malaysia ถูกดำเนินการโดย Bursa Malaysia Berhad ซึ่งมี **สถานะทางกฎหมายเป็นบริษัทที่มีการประกอบธุรกิจหลักโดยการถือหุ้น (holding company)** และจดทะเบียนเป็นบริษัทมหาชนจำกัดด้วย⁸⁹ ทั้งนี้ Bursa Malaysia มิได้ถูกจัดตั้งโดย Capital Markets and Services Act 2007 แต่ได้รับอนุมัติจาก Securities Commission Malaysia ให้สามารถดำเนินการหลักทรัพย์ได้⁹⁰ อีกนัยหนึ่งจึงกล่าวได้ว่า Bursa Malaysia มีสถานะเป็นหน่วยงานเอกชนผู้ยื่นคำร้องขอดำเนินการตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซียนั่นเอง

ทั้งนี้ Bursa Malaysia มิเคยได้รับ**ทุนในการบริหารงาน**มาจากงบประมาณแผ่นดินหรือหน่วยงานของรัฐแต่อย่างใด เนื่องจากเกิดจากความร่วมมือกันของสมาคมของเอกชนมาตั้งแต่ต้น และหลังจากการจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทเพื่อประกอบธุรกิจแล้ว ทุนบริหารงานก็มาจากรายได้และ

⁸⁸ Bursa Malaysia, "Corporate History," [online] Available from : https://www.bursamalaysia.com/about_bursa/about_us/corporate_history. [10 January 2023].

⁸⁹ Bursa Malaysia Berhad, "The Constitution of Bursa Malaysia Berhad (Company No. 30362-P)," [online] Available from : https://www.bursamalaysia.com/sites/5bb54be15f36ca0af339077a/assets/5bb-559cc5f36ca0c3028d471/Constitution_of_Bursa_Malaysia.pdf. [6 June 2023].

⁹⁰ Section 34 (1) of Capital Markets and Services Act 2007.

กำไรในการทำธุรกิจทั้งสิ้น⁹¹ การนี้ทำให้ Bursa Malaysia ไม่จำเป็นต้องส่งเงินรายได้เข้ารัฐในรูปแบบเดียวกับหน่วยงานของรัฐ⁹² จะมีก็แต่เพียงการจ่ายภาษีและการบริจาค (zakat) เฉกเช่นเดียวกับหน่วยงานเอกชนทั่วไปเท่านั้น⁹³ ทั้งนี้ เพราะมิได้รับการยกเว้นในฐานะหน่วยงานของรัฐบาลกลางและรัฐบาลของมลรัฐ ตามมาตรา 127 แห่ง Income Tax Act 1967 แต่อย่างใด

เมื่อเป็นเช่นนี้แล้ว การจัดซื้อจัดจ้างของ Bursa Malaysia จึงเป็นไปเยี่ยงบริษัทเอกชนทั่วไป มิต้องปฏิบัติตามระเบียบตั้งเช่นหน่วยงานของรัฐ โดย Bursa Malaysia Berhad ได้มีการออกคู่มือจรรยาบรรณทางธุรกิจ (Code of Conduct) ขึ้น เพื่อควบคุมกระบวนการดำเนินธุรกิจของบริษัทกับคู่ค้าให้เป็นไปอย่างโปร่งใสและเป็นธรรม ซึ่งคู่มือจรรยาบรรณทางธุรกิจเหล่านี้ได้วางหลักเกณฑ์ในเรื่องการจัดซื้อจัดจ้างในหลากหลายมิติ อาทิ การวางมาตรฐานที่คู่ค้าต้องปฏิบัติตาม⁹⁴ และกฎระเบียบที่ใช้บังคับกับกรรมการและพนักงานของบริษัทเพื่อป้องกันการฉ้อโกงและการขัดกันทางผลประโยชน์⁹⁵ เป็นต้น อนึ่ง ข้อสังเกตที่น่าสนใจคือคู่มือล้วนเหล่านี้ถูกจัดทำขึ้นตามแบบของ Malaysian Code on Corporate Governance ซึ่ง Securities Commission Malaysia เป็นผู้กำหนดขึ้นเพื่อให้บริษัทมหาชนจำกัดในตลาดหลักทรัพย์นำมาเป็นแบบอย่างในการจัดทำคู่มือจรรยาบรรณทางธุรกิจของตนเอง⁹⁶

สำหรับการจัดทำบัญชีของหน่วยงานในประเทศมาเลเซียนั้น Audit Act 1957 บังคับให้การทำบัญชีของรัฐบาลกลาง มลรัฐ และหน่วยงานของรัฐ ตลอดจนเงินสาธารณะและคลังสาธารณะต้องอยู่ภายใต้การตรวจสอบของ Auditor General⁹⁷ ดังนั้น เมื่อมิได้ถูกจัดตั้งขึ้นด้วยกฎหมาย

⁹¹ ดูตัวอย่างได้จาก Bursa Malaysia, “Integrated Annual Report 2021,” p.10, 156 [online] Available from : https://bursa.listedcompany.com/misc/Integrated_Annual_Report_2021.pdf. [11 January 2023].

⁹² มิได้อยู่ภายใต้บังคับของ Financial Procedure Act 1957 อย่างไรก็ดี ด้วยเหตุนี้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ Bursa Malaysia Berhad คือหน่วยงานของรัฐอย่างกองทุนประกันสังคมและกองทุนเพื่อการพัฒนาตลาดทุนของมาเลเซีย ดังที่จะได้แจกแจงรายละเอียดด้านล่าง ดังนั้น จึงอาจถือได้ว่ารัฐมีรายได้ (ทางอ้อม) จากการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ ประการนี้จึงมีความคล้ายคลึงกับตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสิงคโปร์

⁹³ Bursa Malaysia, “Integrated Annual Report 2021,” p.165.

⁹⁴ Bursa Malaysia, “Vendor Code of Conduct,” [online] Available from : https://www.bursamalaysia.com/sites/5d809dcf39fba22790cad230/assets/5fd31a885b711a16a85efee6/Vendor_Code_of_Conduct_GCFS.pdf. [12 January 2023].

⁹⁵ Bursa Malaysia, “Code of Ethics,” [online] Available from : https://www.bursamalaysia.com/sites/5d809dcf39fba22790cad230/assets/6214653439fba2756e43999d/Simplified_Code_of_Ethics_290520_final.pdf. [12 January 2023].

⁹⁶ ดู Bursa Malaysia, “Integrated Annual Report 2021,” p.39.

⁹⁷ พิจารณาขอบเขตการบังคับใช้ Audit Act 1957 ได้จาก Section 1(2).

เพียงแต่ได้รับการอนุมัติให้ดำเนินการตาม Capital Markets and Services Act 2007 เท่านั้น จึงทำให้ Bursa Malaysia ไม่ได้เป็นหน่วยงานของรัฐที่ต้องใช้ระบบบัญชีและถูกตรวจสอบบัญชีตาม Audit Act 1957

ในแง่ความเป็นเจ้าของนั้น สํารวจพบว่าในปัจจุบัน ผู้ถือหุ้นใน Bursa Malaysia Berhad ประมาณร้อยละ 20 เป็นนักลงทุนรายย่อย ประมาณร้อยละ 10 เป็นนิติบุคคลเอกชน และประมาณร้อยละ 37 ถูกถือในลักษณะของตัวแทน นอกจากนี้ ร้อยละ 30 ของการถือหุ้นทั้งหมดเป็นการถือโดยหน่วยงานของรัฐ โดยมีกองทุนประกันสังคม (Retirement Fund) และกองทุนเพื่อการพัฒนาตลาดทุน (Capital Market Development Fund) เป็นผู้ถือหุ้นประมาณร้อยละ 18 และประมาณร้อยละ 12 ตามลำดับ⁹⁸ อนึ่ง เป็นที่น่าสังเกตว่าการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการถือหุ้นนั้นถูกควบคุมโดยกฎหมายในระดับหนึ่ง กล่าวคือมาตรา 25 แห่ง Capital Markets and Services Act กำหนดให้การตกลงใด ๆ ที่จะทำให้บุคคลผู้ใดมีสัดส่วนการถือหุ้นเพิ่มขึ้นมากกว่า 5 ส่วน 100 ของหุ้นทั้งหมดจะต้องได้รับการอนุมัติเป็นลายลักษณ์อักษรจากรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังก่อน⁹⁹

Bursa Malaysia Berhad มีโครงสร้างการบริหารดั่งเช่นบริษัทเอกชนโดยทั่วไป แต่ Capital Markets and Services Act 2007 ได้บัญญัติกฎเกณฑ์บางประการเพิ่มเติมไว้ อาทิ การกำหนดให้กรรมการจำนวนอย่างน้อยหนึ่งในสามของกรรมการทั้งหมดต้องเป็น “กรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ” (Public Interest Director) ซึ่งได้รับการแต่งตั้งจากรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง โดยคำแนะนำจาก Securities Commission หรือการกำหนดให้การกระทำใด ๆ ที่เกี่ยวเนื่องกับการแต่งตั้งหรือถอดถอนกรรมการของบริษัทในเครือจะต้องได้รับการอนุมัติจาก Securities Commission ก่อน ฯลฯ¹⁰⁰ ส่วนการจ้างแรงงานนั้น เป็นไปตามบทบัญญัติใน Industrial Relations Act 1967 ซึ่งใช้บังคับกับบริษัทเอกชนทั่วไป¹⁰¹ ทั้งนี้ เพราะ Bursa Malaysia Berhad มีรัฐบาล หรือหน่วยงานที่จัดตั้งขึ้นตามรัฐบัญญัติ จึงมีต้องอยู่ภายใต้อำนาจของ Public Services Commission เฉกเช่นการจ้างงานภาครัฐ¹⁰²

⁹⁸ ดู Bursa Malaysia, “Shareholding Statistics,” [online] Available from : https://bursa.listedcompany.com/shareholdings_statistics.html. [14 January 2023].

⁹⁹ Section 25 of Capital Market and Services Act 2007.

¹⁰⁰ Sections 10 of Capital Markets and Services Act 2007.

¹⁰¹ Bursa Malaysia, “Careers,” [online] Available from : https://www.bursamalaysia.com/about_bursa/careers. [13 January 2023].

¹⁰² พิจารณาขอบเขตการบังคับใช้ Industrial Relations Act 1967 ได้จาก Section 2 (Interpretation).

Bursa Malaysia มีการใช้อำนาจบางประการได้ตามที่ Capital Markets and Services Act 2007 กำหนด อาทิ อำนาจในการออกระเบียบเพื่อการดำเนินการและควบคุมตลาด และการกำหนดมาตรการลงโทษการกระทำที่ขัดต่อกฎระเบียบที่ตนออก ฯลฯ¹⁰³

องค์กรที่มีอำนาจหน้าที่ในการตรวจสอบการเงินภาครัฐในประเทศมาเลเซีย ได้แก่ Auditor General ภายใต้ Audit Act 1957 ทั้งนี้ โดยมีอำนาจตรวจสอบการเงินและการบัญชีของรัฐบาลกลาง มลรัฐ บัญชีแยกของรัฐบาล บัญชีของหน่วยงานรัฐที่กฎหมายบัญญัติให้สำนักงานมีอำนาจตรวจสอบ หรือที่ได้มีการร้องขอ หรือที่รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังได้อนุมัติให้มีการตรวจสอบ และบัญชีของบริษัทที่ได้รับเงินหรือได้กู้ยืมเงินจากรัฐ รวมถึงบริษัทที่ถูกหน่วยงานของรัฐถือหุ้นรวมกันมากกว่ากึ่งหนึ่ง¹⁰⁴ ดังนั้น เมื่อ Bursa Malaysia มีใช้หน่วยงานเหล่านี้ และดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์โดยมิได้รับเงินจากรัฐในรูปแบบใด อีกทั้งก็มีการถือหุ้นโดยหน่วยงานของรัฐไม่ถึงกึ่งหนึ่ง จึงทำให้ไม่ได้อยู่ภายใต้การควบคุมตรวจสอบของ Auditor General¹⁰⁵

Capital Market and Services Act 2007 ได้ให้อำนาจแก่รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง และ Securities Commission ในการควบคุมการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ไว้อย่างกว้างขวาง อาทิ อำนาจในการอนุมัติคำร้องขอจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ การอนุมัติกฎระเบียบในการควบคุมตลาดที่ตลาดหลักทรัพย์เสนอ การแต่งตั้งคณะกรรมการตลาดบางส่วน การควบคุมสินทรัพย์และการถือหุ้นในบริษัทที่ดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นไปตามกฎหมาย การถอดถอนการอนุญาตให้ดำเนินกิจการหลักทรัพย์และหยุดการทำงานชั่วคราวได้ ฯลฯ¹⁰⁶

2.5 ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมนี

ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมนีมีทั้งสิ้น 7 แห่ง ได้แก่ Frankfurt Stock Exchange, Stuttgart Stock Exchange, Munich Stock Exchange, Hannover Stock Exchange, Berlin Stock Exchange, Hamburg Stock Exchange และ Düsseldorf Stock Exchange¹⁰⁷ ทั้งนี้ **ความเป็นมาของการซื้อขายหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมนีนั้นเกิดขึ้นในหัวเมืองต่าง ๆ ตั้งแต่ยุคกลาง (ก่อนคริสต์ศตวรรษที่ 14) แล้ว โดยในระยะแรกเริ่มมาจากการรวมกลุ่มกันของพ่อค้าในตลาดเพื่อ**

¹⁰³ Sections 8(2), 11(6) of Capital Markets and Services Act 2007.

¹⁰⁴ พิจารณาขอบเขตการบังคับใช้ Audit Act 1957 ได้จาก Section 5.

¹⁰⁵ รายงานประจำปีของบริษัทที่มีการระบุถึงการตรวจสอบบัญชีของตนเองอย่างชัดเจน (ดู Bursa Malaysia, “Integrated Annual Report 2021,” p.109).

¹⁰⁶ Sections 8, 9, 10, 12, 23, 24, 25, 30, 31 of Capital Market and Services Act 2007.

¹⁰⁷ ดูเพิ่มเติมใน Deutsche Börse Cash Market, “Organisation der FWB,” [online] Available from : <https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-de/ueber-uns/organisation-der-fwb>. [4 March 2023].

แลกเปลี่ยนเงินตราต่าง ๆ กัน¹⁰⁸ จนกระทั่งในปี ค.ศ. 1892 รัฐบาลเยอรมนีได้จัดตั้ง Exchange Enquiry Commission ขึ้น เพื่อพิจารณาร่างกฎหมายจัดระเบียบการซื้อขายหลักทรัพย์ในประเทศ และในปี ค.ศ. 1896 ก็ได้มีการบังคับใช้ Stock Exchange Act (Börsengesetz) เป็นกฎหมายควบคุมการดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเป็นครั้งแรก อย่างไรก็ตาม ในช่วงสงครามโลกครั้งที่สอง ตลาดหลักทรัพย์ต่างก็ได้ถูกปิดตัวลง และหลังสงครามจึงได้มีการก่อตั้งและจัดระเบียบขึ้นมาใหม่ ภายใต้ Stock Exchange Act (Börsengesetz) ซึ่งมีการปรับปรุงจำนวน 4 ครั้ง จนการปรับปรุงครั้งล่าสุดในปี ค.ศ. 2002 ซึ่งเป็นฉบับที่ใช้บังคับมาจนถึงปัจจุบัน¹⁰⁹

อนึ่ง ตลาดหลักทรัพย์ที่สำคัญที่สุดในประเทศเยอรมนี ได้แก่ Frankfurt Stock Exchange เนื่องจากเมืองแฟรงก์เฟิร์ตเป็นศูนย์กลางการค้าขายมาตั้งแต่คริสต์ศตวรรษที่ 11 โดยในปี ค.ศ. 1666 สภาของเมืองได้ออกกฏระเบียบเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ เรียกว่า “Ordnung in Wechsel- und Kauffmannsgeschäften” ขึ้น หลังจากนั้นสำนักงานเศรษฐกิจการลงทุนแห่งเมืองแฟรงก์เฟิร์ต (Frankfurt am Main Chamber of Commerce and Industry) ก็ส่งต่อการบริหารของตลาดหลักทรัพย์แฟรงก์เฟิร์ตให้กับ Frankfurter Wertpapierbörse AG ในปี ค.ศ. 1990 ซึ่งภายหลังได้เปลี่ยนชื่อเป็น Deutsche Börse AG¹¹⁰

ทั้งนี้ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมนีจะมีสถานะทางกฎหมายที่พิเศษแตกต่างจากระบบกฎหมายอื่น ๆ ที่ศึกษามาทั้งหมด กล่าวคือตัวตลาดหลักทรัพย์ (Börse) จะถูกแยกสถานะภาพออกจากหน่วยงานซึ่งเป็นเจ้าของผู้ดำเนินการตลาดหลักทรัพย์ (Börsenträger) อย่างชัดเจน โดยที่ตลาดหลักทรัพย์จะมีสถานะเป็นองค์กรนิติบุคคลมหาชนกึ่งอิสระ (teilrechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts) และถูกพิจารณาเป็น “หน่วยงานของรัฐ” ซึ่งถูกตั้งขึ้นเป็นนิติบุคคลให้บริการสาธารณะตามจุดประสงค์ใดจุดประสงค์หนึ่ง¹¹¹ และเมื่อมีการบ่งสถานะเพิ่มเติมให้มีความเป็น “กึ่งอิสระ” (teilrechtsfähig) ก็ย่อมหมายความว่า เป็นนิติบุคคลมหาชนที่เป็นอิสระจาก

¹⁰⁸ Verlag Fritz Knapp GmbH, “Deutsche Börsengeschichte,” [online] Available from : <https://core.ac.uk/download/pdf/216425187.pdf>. [5 March 2023].

¹⁰⁹ Boerse Frankfurt, “Stock Exchange Act (Börsengesetz),” [online] Available from : <https://www.boerse-frankfurt.de/en/know-how/glossary/stock-exchange-act-boersengesetz>. [5 March 2023].

¹¹⁰ Deutsche Börse Group, “Historie der FWB,” [online] Available from : [https://deutsche-boerse.com/dbg-de/unternehmen/frankfurter-wertpapierboerse/historie-der-fwb#:~:text=Die%20Wurzeln%20der%20Frankfurter%20Wertpapierb%C3%B6rse,Jahrhundert%20als%20Erntemesse%20entstanden](https://deutsche-boerse.com/dbg-de/unternehmen/frankfurter-wertpapierboerse/historie-der-fwb#:~:text=Die%20Wurzeln%20der%20Frankfurter%20Wertpapierb%C3%B6rse,Jahrhundert%20als%20Erntemesse%20entstanden.). [5 March 2023].

¹¹¹ Jura forum, “Anstalt des öffentlichen Rechts - Definition, Rechtsform und Träger einer AöR,” [online] Available from : <https://www.juraforum.de/lexikon/anstalt-oeffentlichen-rechts>. [6 March 2023].

หน่วยงานอื่นในบางแง่มุม อาทิ ความเป็นอิสระด้านการเงิน ความสามารถในการฟ้องคดีและการถูกฟ้องคดี แต่ยังไม่ได้มีสถานะและอำนาจในการกระทำด้วยตนเองอย่างอิสระในทุกด้าน¹¹² โดยสถานะทางกฎหมายที่ให้ตลาดหลักทรัพย์เป็นนิติบุคคลมหาชนกึ่งอิสระเช่นนี้ ถูกบ่งไว้อย่างชัดเจนในมาตรา 1 แห่ง Stock Exchange Act (Börsengesetz)¹¹³ ในขณะที่เจ้าของผู้ดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ (Börsenträger) มีสถานะเป็นบริษัทเอกชน ซึ่งโดยส่วนมากเป็นบริษัทมหาชนจำกัด¹¹⁴

ตัวอย่างเช่น Frankfurt Stock Exchange ในฐานะตลาดหลักทรัพย์นั้น มีสถานะเป็นองค์กรนิติบุคคลมหาชน ในขณะที่ Deutsche Börse AG ซึ่งเป็นเจ้าของผู้ดำเนินกิจการนั้น มีสถานะเป็นบริษัทเอกชน เป็นต้น¹¹⁵ ทั้งนี้ มาตรา 4 แห่ง Stock Exchange Act ได้กำหนดให้การจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ (Börse) ต้องได้รับอนุญาตจากหน่วยงานของรัฐผู้ควบคุมดูแลตลาดหลักทรัพย์ (Börsenaufsichtsbehörde) ก่อน¹¹⁶ โดยที่หน่วยงานผู้ควบคุมดูแลตลาดหลักทรัพย์นั้นจะเป็นหน่วยงานที่แตกต่างกันไปตามแต่ละมลรัฐ¹¹⁷ สถานะทางกฎหมายเช่นนี้เป็นไปลักษณะเดียวกันสำหรับตลาดหลักทรัพย์ทุกแห่งในประเทศเยอรมนีและเป็นที่ยุติทั้งในทางวิชาการและในทางปฏิบัติแล้ว¹¹⁸

¹¹² Sebastian Müller-Franken, “Anstalt,” [online] Available from : <https://www.staatslexikon-online.de/Lexikon/Anstalt>. [6 March 2023].

¹¹³ Börsengesetz vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), das zuletzt durch Artikel 12 des Gesetzes vom 19. Dezember 2022 (BGBl. I S. 2606) geändert worden ist, § 1.

¹¹⁴ Brokervergleich, “Börsen in Deutschland Meinungen 2023 – Blick in die Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft bringt Erfahrungen mit sich!,” [online] Available from : <https://www.brokervergleich.com/faq/boersen-in-deutschland/>. [2 March 2023].

¹¹⁵ Deutsche Börse Cash Market, “Organisation der FWB,”.

¹¹⁶ Börsengesetz vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), das zuletzt durch Artikel 12 des Gesetzes vom 19. Dezember 2022 (BGBl. I S. 2606) geändert worden ist, § 4.

¹¹⁷ Börsengesetz vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), das zuletzt durch Artikel 12 des Gesetzes vom 19. Dezember 2022 (BGBl. I S. 2606) geändert worden ist, § 1.

¹¹⁸ อาทิ บทความเรื่อง ‘Ownership and Corporate Governance of Stock Exchange’ (Johannes Köndgen, “Ownership and Corporate Governance of Stock Exchange” p.232-234) ซึ่งได้ยืนยันสถานะที่แยกกันอย่างชัดเจนระหว่างสององค์กรนี้ โดยกล่าวว่าเป็นโครงสร้างแบบ ‘hybrid structure’ ซึ่งมีการแยกระหว่างองค์กรมหาชนซึ่งเป็นตลาดหลักทรัพย์ให้มีหน้าที่ในการมีนิติสัมพันธ์กับผู้ใช้งานตลาด เช่น การเก็บค่าธรรมเนียม กับองค์กรเอกชนซึ่งทำหน้าที่บริหารตลาดหลักทรัพย์และจัดการทรัพย์สินทุกอย่างของตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นองค์กรมหาชนไม่มีความสามารถในการทางกฎหมายในการมีทรัพย์สินเป็นของตัวเองได้

ในส่วนของการได้มาซึ่งเงินทุนในการบริหารนั้น ไม่พบมาตราใดใน Stock Exchange Act และกฎหมายอื่นที่กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ได้รับทุนจากภาครัฐแต่อย่างใด ในทางตรงกันข้ามนั้น ตลาดหลักทรัพย์ล้วนได้ทุนในการบริหารงานมาจากรายได้และกำไรของบริษัทเอกชนเจ้าของ ผู้ดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ทั้งสิ้น ดังจะเห็นได้จากตัวอย่างงบการเงินภายในรายงานประจำปี ของ Deutsche Börse Group ซึ่งเป็นบริษัทผู้ดำเนินกิจการ Frankfurt Stock Exchange¹¹⁹ และ เช่นเดียวกัน ไม่พบกฎหมายใดที่บัญญัติให้ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมนีต้องส่งรายได้ กลับคืนให้รัฐ¹²⁰ ประการการนี้ตรงกับความเป็นอิสระในทางการเงินซึ่งได้มาจากสถานะการเป็น องค์กรณ์นิติบุคคลมหาชนกึ่งอิสระของตลาดหลักทรัพย์ตามที่ได้อภิปรายไว้แล้ว ด้วยเหตุนี้เอง ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมนีไม่ตกอยู่ภายใต้บังคับของ Act against Restraints of Competition (Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen) และ Regulation on the Award of Public Contracts (Vergabeverordnung) ซึ่งเป็นกฎหมายและกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการจัดซื้อจัดจ้างของหน่วยงานภาครัฐในประเทศ¹²¹ แต่ดำเนินการอย่างบริษัทเอกชนทั่วไป

ส่วนกฎหมายว่าด้วยการจ่ายภาษีนิติบุคคลในประเทศเยอรมนีอย่าง German Corporate Income Tax Act (Körperschaftsteuergesetz) นั้น กำหนดให้ขอบเขตหน่วยงานที่มีหน้าที่ต้อง เสียภาษีไว้อย่างกว้างขวาง ได้แก่ บริษัท (โดยเฉพาะบริษัทในยุโรป บริษัทหลักทรัพย์ ห้างหุ้นส่วน จำกัดด้วยหุ้น บริษัทจำกัดความรับผิดชอบ) สหกรณ์ สมาคมประกันภัยและกองทุนบำเหน็จบำนาญ นิติบุคคลอื่น ๆ ภายใต้กฎหมายเอกชน สมาคม สถาบัน มูลนิธิ และทรัพย์สินที่ตั้งขึ้นมาเป็น การเฉพาะไม่มีอำนาจตามกฎหมายและอยู่ภายใต้กฎหมายเอกชน รวมถึงนิติบุคคลตามกฎหมาย มหาชนที่ดำเนินการทางพาณิชย์ด้วย¹²² ดังนั้นแล้ว ตัวตลาดหลักทรัพย์ในฐานะองค์กรณ์นิติบุคคล มหาชนกึ่งอิสระ และเจ้าของผู้ดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ในฐานะบริษัทเอกชน ล้วนแล้วแต่ อยู่ในขอบเขตที่จะต้องเสียภาษีนิติบุคคลทั้งสิ้น¹²³

¹¹⁹ Deutsche Börse Group, “Annual report 2021,” [online] Available from : <https://www.deutsche-boerse.com/dbg-en/investor-relations/financial-reports/annual-reports>. [7 March 2023].

¹²⁰ รวมถึงข้อมูลในรายงานประจำปีที่ว่าไม่มีเงินรายได้ส่วนไหนของบริษัทที่ส่งกลับเข้ารัฐแต่อย่างใด (เรื่องเดียวกัน).

¹²¹ ดู Anne Müller, Moritz Schmidt and Thomas Kirch, “Public Procurement Laws and Regulations: Germany,” [online] Available from : <https://iclg.com/practice-areas/public-procurement-laws-and-regulations/germany>. [10 March 2023].

¹²² ‘Körperschaftsteuergesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 15. Oktober 2002 (BGBl. I S. 4144), das zuletzt durch Artikel 9 des Gesetzes vom 16. Dezember 2022 (BGBl. I S. 2294) geändert worden ist’ § 1 Unbeschränkte Steuerpflicht.

¹²³ โปรดดู รายงานประจำปีของ Deutsche Börse Group ซึ่งเป็นบริษัทแม่ของ Deutsche Börse AG ที่เป็นผู้

สำหรับกฎเกณฑ์ว่าด้วยการจัดทำบัญชีในเยอรมนี ได้แก่ Commercial Code (Handelsgesetzbuch) นั้น จะมีขอบเขตบังคับใช้แต่กับพ่อค้า (merchant) ตามมาตรา 329 เท่านั้น¹²⁴ ทั้งนี้ มาตรา 1 ได้ให้นิยามของพ่อค้าไว้ให้หมายถึงบุคคลที่มีการประกอบธุรกิจพาณิชย์ ซึ่งก็คือองค์กรพาณิชย์ทุกรูปแบบ ยกเว้นองค์กรพาณิชย์ที่ไม่จำเป็นต้องมีการจัดรูปแบบองค์กรธุรกิจอย่างเป็นระบบ ดังนั้นแล้ว การจัดทำบัญชีของเจ้าของผู้ดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ซึ่งมีสถานะเป็นบริษัทเอกชน จึงต้องเป็นไปตามข้อบังคับใน Commercial Code ด้วย

ส่วนความเป็นเจ้าของนั้น ดังที่ได้สำรวจมาแล้วว่าตลาดหลักทรัพย์มีฐานะเป็นองค์กรนิติบุคคลมหาชนกึ่งอิสระ แยกออกจากองค์กรผู้เป็นเจ้าของดำเนินการตลาดหลักทรัพย์ซึ่งมีฐานะเป็นบริษัทเอกชน ทำให้วิเคราะห์ได้ว่าผู้เป็นเจ้าของที่แท้จริงซึ่งได้รับผลกำไรจากการดำเนินการตลาดหลักทรัพย์คือบริษัทเอกชนนั่นเอง

อนึ่ง Stock Exchange Law ได้กำหนดโครงสร้างการบริหารตลาดหลักทรัพย์และองค์กรเจ้าของผู้ประกอบกิจการตลาดหลักทรัพย์แยกออกจากกันและมีเนื้อหาที่แตกต่างกัน กล่าวคือ เจ้าของผู้ประกอบกิจการตลาดหลักทรัพย์มีโครงสร้างการบริหารประกอบด้วยกรรมการบริหารบริษัทและองค์กรอำนวยการ ดังเช่นบริษัทมหาชนจำกัดทั่วไป¹²⁵ ในขณะที่ตัวตลาดหลักทรัพย์มีโครงสร้างการบริหารประกอบด้วยองค์กรควบคุมดูแลและสภาตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งต้องดำเนินการเพื่อประโยชน์สาธารณะ¹²⁶ ตัวอย่างเช่น Deutsche Börse AG (เจ้าของผู้ประกอบกิจการตลาดหลักทรัพย์) มีจัดตั้งคณะกรรมการบริหารตามรูปแบบของบริษัทมหาชนจำกัดทั่วไป แต่ตัวตลาด Frankfurt Stock Exchange มีการจัดตั้ง Exchange Council เป็นมาองค์กรควบคุม เป็นต้น¹²⁷ ส่วนการจ้างแรงงานนั้น จะเป็นส่วนที่ดำเนินการโดยองค์กรเจ้าของผู้ประกอบกิจการตลาดหลักทรัพย์

ดำเนินการ Frankfurt Stock Exchange ที่มีการแสดงรายงานการจ่ายภาษีของบริษัทอย่างชัดเจน (Deutsche Börse Group, “Annual Report 2021,”).

¹²⁴ ดู Will Kenton, “Handelsgesetzbuch (HGB): The Commercial Code of Germany,” [online] Available from : [https://www.investopedia.com/terms/h/hgb.asp#:~:text=Handelsgesetzbuch%20\(HGB\)%20is%20a%20law,accounting%20guidelines%20and%20best%20practices](https://www.investopedia.com/terms/h/hgb.asp#:~:text=Handelsgesetzbuch%20(HGB)%20is%20a%20law,accounting%20guidelines%20and%20best%20practices). [11 March 2023].

¹²⁵ Börsengesetz vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), das zuletzt durch Artikel 12 des Gesetzes vom 19. Dezember 2022 (BGBl. I S. 2606) geändert worden ist, § 4a, 4b.

¹²⁶ Börsengesetz vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), das zuletzt durch Artikel 12 des Gesetzes vom 19. Dezember 2022 (BGBl. I S. 2606) geändert worden ist, § 7, 12.

¹²⁷ Deutsche Börse Group, “Management Board of the Frankfurt Stock Exchange,” [online] Available from : <https://www.deutsche-boerse.com/dbg-en/our-company/frankfurt-stock-exchange/management-board>. [17 March 2023].

ซึ่งก็จะเป็นไปเยี่ยงบริษัทเอกชนทั่วไป โดยที่มีได้มีบทบัญญัติใน Stock Exchange Act ที่กำหนดหลักเกณฑ์พิเศษไว้โดยเฉพาะ¹²⁸

ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมนีสามารถใช้อำนาจบางประการในการดำเนินการต่าง ๆ ที่เกี่ยวกับซื้อขายหลักทรัพย์ได้หลายประการ อาทิ อำนาจในการออกกฎระเบียบและคำสั่งทางปกครองเพื่อควบคุมดูแลกิจการการซื้อขายบนตลาดหลักทรัพย์ การอนุมัติและสั่งพักการซื้อขายหลักทรัพย์ ฯลฯ ทั้งนี้ โดยการใช้อำนาจจะต้องปฏิบัติตามกฎหมายวิธีปฏิบัติราชการทางปกครองด้วย¹²⁹

ส่วนการตรวจสอบการเงินภาครัฐในประเทศเยอรมนีนั้น จะดำเนินการโดย Federal Court of Auditors (Bundesrechnungshof)¹³⁰ ภายใต้ระเบียบ Prüfungsordnung des Bundesrechnungshofes ซึ่งกำหนดประเภทหน่วยงานซึ่ง Federal Audit Office มีอำนาจตรวจสอบไว้ ได้แก่ กองทุนพิเศษของรัฐ องค์กรมหาชนซึ่งถูกจัดตั้งตามกฎหมาย นิติบุคคลมหาชนของมลรัฐที่ได้รับเงินสนับสนุนจากรัฐ รวมถึงนิติบุคคลเอกชนในกรณีพิเศษ (อาทิ องค์กรเอกชน ซึ่งได้รับการสนับสนุนทางการเงินจากรัฐ หรือรัฐเป็นผู้บริหารหลักหรือเป็นผู้บริหารเดียวในองค์กรเอกชนนั้น หรือเป็นองค์กรที่ได้ตกลงกับ Federal Court of Auditors ให้มีการตรวจสอบการเงินได้)¹³¹ ดังนั้น เมื่อตลาดหลักทรัพย์มีใช้องค์กรตามลักษณะข้างต้น จึงไม่อยู่ภายใต้การตรวจสอบการเงินโดย Federal Court of Auditors ในทางกลับกัน รายได้ที่เกิดขึ้นจะอยู่ภายใต้การตรวจสอบบัญชีแบบบริษัทเอกชนดังที่ได้แจกแจงไว้แล้ว¹³²

ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมนีอยู่ภายใต้การควบคุมการดำเนินกิจการจากทั้งองค์กรในระดับสหพันธรัฐ ได้แก่ Federal Financial Supervisory Authority และองค์กรในระดับมลรัฐ

¹²⁸ ประการนี้จะเห็นได้จากตัวอย่างการรับสมัครงานของ Deutsche Börse AG และ Börse Stuttgart Group (ดู Deutsche Börse Group, “Learn. Develop. Grow. But always: Share Value Start with us,” [online] Available from : <https://careers.deutsche-boerse.com/>. [17 March 2023]; Börse Stuttgart, “Boerse Stuttgart Group as employer,” [online] Available from : <https://www.boerse-stuttgart.de/en/service/careers/>. [17 March 2023]).

¹²⁹ Börsengesetz vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), das zuletzt durch Artikel 12 des Gesetzes vom 19. Dezember 2022 (BGBl. I S. 2606) geändert worden ist, § 16, 19.

¹³⁰ Bundesrechnungshof, “Wer wir sind: Lernen Sie den Bundesrechnungshof kennen!,” [online] Available from : https://www.bundesrechnungshof.de/DE/5_ueber_uns/1_wer_wir_sind/wer_wir_sind_node.html. [17 March 2023].

¹³¹ Section 2 of Prüfungsordnung des Bundesrechnungshofes (PO-BRH) vom 19. November 1997.

¹³² ดังที่จะเห็นได้จากการตรวจสอบบัญชีงบการเงินของ Deutsche Börse AG เป็นต้น (ดู Deutsche Börse Group, “Annual report 2021,”).

ทั้งนี้ Stock Exchange Act กำหนดอำนาจในการควบคุมตลาดหลักทรัพย์ไว้หลายด้าน อาทิ อำนาจในการควบคุมกฎขององค์กรบริหารภายในตลาดหลักทรัพย์ การเรียกเอกสารและข้อมูลของตลาด การออกคำสั่งเพื่อกดไว้ซึ่งความเรียบร้อยของตลาดหลักทรัพย์ การกำหนดให้การดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ต้องได้รับอนุญาตก่อน การกำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ต้องแจ้งทราบเมื่อมีการแต่งตั้งผู้บริหาร การกำหนดให้กฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์ต้องได้รับการอนุมัติก่อน การกำหนดให้รัฐบาลของมลรัฐมีอำนาจในการจัดตั้ง Sanction Committee เพื่อกำหนดบทลงโทษเป็นค่าปรับสำหรับผู้ซื้อขายในตลาดที่ฝ่าฝืนกฎหมายว่าด้วยการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ เป็นต้น¹³³

2.6 ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศในกลุ่ม Euronext

Euronext เป็นหนึ่งในเครือตลาดหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในโลก ก่อตั้งจากการควบรวมกันระหว่างตลาดหลักทรัพย์บรัสเซลส์ (Brussels Stock Exchange) ตลาดหลักทรัพย์ปารีส (Paris Bourse) และตลาดหลักทรัพย์อัมสเตอร์ดัม (Amsterdam Stock Exchange) ทั้งนี้ อันที่จริงแล้ว **ความเป็นมา**ในการรวมตัวกันเพื่อจัดตั้งเครือตลาดหลักทรัพย์ในทวีปยุโรปนั้นมีพัฒนาการมาอย่างต่อเนื่อง แต่การประสบความสำเร็จเป็น Euronext ขึ้นมาได้นั้น เกิดจากความพยายามของรัฐบาลฝรั่งเศสในการปฏิรูปตลาดหลักทรัพย์ของตน โดยการแก้ไขกฎหมายในปี ค.ศ. 1996 เพื่อยกเลิกการผูกขาดการซื้อขายหลักทรัพย์ของฝรั่งเศสไว้ที่ตลาดหลักทรัพย์ปารีสเพียงแห่งเดียว และอนุญาตให้ตลาดหลักทรัพย์ปารีสขยายกิจการไปยังประเทศอื่นได้¹³⁴ และต่อมาเมื่อสหภาพยุโรปได้มีการเริ่มใช้สกุลเงินยูโร ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศกลุ่มสหภาพยุโรปก็มีการแข่งขันกันอย่างต่อเนื่อง เพื่อที่จะพัฒนามาเป็นศูนย์กลางการเงินของภูมิภาค¹³⁵ การนี้ส่งผลทำให้ตลาดหลักทรัพย์ปารีสต้องหาพันธมิตรทางธุรกิจเพิ่มเติม โดยแรกเริ่มมีการเจรจากับตลาดหลักทรัพย์มิลาน ตลาดหลักทรัพย์มาดริด ตลาดหลักทรัพย์อัมสเตอร์ดัม และตลาดหลักทรัพย์บรัสเซลส์ แต่ต่อมามีเพียงแต่ตลาดหลักทรัพย์อัมสเตอร์ดัมและตลาดหลักทรัพย์บรัสเซลส์เท่านั้นที่เข้าควบรวมกับตลาดหลักทรัพย์ปารีส จัดตั้งเป็น Euronext ขึ้นในปี ค.ศ. 2000¹³⁶

¹³³ Börsengesetz vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), das zuletzt durch Artikel 12 des Gesetzes vom 19. Dezember 2022 (BGBl. I S. 2606) geändert worden ist, § 3, 3a, 3b, 4, 15, 16, 17, 22.

¹³⁴ ตลาดหลักทรัพย์ปารีส (Paris Bourse) เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีประวัติความเป็นมาอย่างยาวนานตั้งแต่ปี ค.ศ. 1724 และเคยเป็นหนึ่งในตลาดหลักทรัพย์ที่ใหญ่ที่สุดในทวีปยุโรป (ดูเพิ่มใน Encyclopedia, “Euronext N.V.,” [online] Available from : <https://www.encyclopedia.com/books/politics-and-business-magazines/euronext-nv>. [13 March 2023]).

¹³⁵ British Broadcasting Corporation, “2000: Leading stock exchanges plan merger,” [online] Available from : http://news.bbc.co.uk/onthisday/hi/dates/stories/may/3/newsid_2481000/2481359.stm. [13 March 2023].

¹³⁶ Encyclopedia, “Euronext N.V.,” .

ในเวลาต่อมา Euronext ได้ซื้อกิจการตลาดหลักทรัพย์ LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange) และตลาดหลักทรัพย์ลิซบอนในปี ค.ศ. 2002 ได้มีการควบรวมกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ในปี ค.ศ. 2007 ก่อตั้ง Euronext London ขึ้นในปี ค.ศ. 2010 ตามลำดับ หลังจากนั้นในปี ค.ศ. 2013 Euronext ถูกเข้าซื้อกิจการโดยตลาดหลักทรัพย์ Intercontinental Exchange แต่ในปีถัดมาก็แยกตัวออกมาดำเนินงานโดยอิสระดังเดิม (โดย Intercontinental Exchange ยังคงเป็นเจ้าของ New York Stock Exchange และ LIFFE อยู่) หลังจากแยกตัวเป็นอิสระแล้ว Euronext ก็ขยายการดำเนินกิจการเรื่อยมา อาทิ มีความร่วมมือกับ Irish Stock Exchange และ Italian Stock Exchange ก่อตั้ง Euronext Dublin และ Euronext Milan ขึ้นในปี ค.ศ. 2018 และ 2021 ตามลำดับ¹³⁷ ปัจจุบัน Euronext มี Euronext N.V. เป็นบริษัทแม่ของเครือ และมีตลาดหลักทรัพย์ซึ่งประกอบกิจการโดยบริษัทลูก (subsidiaries) ในประเทศต่าง ๆ¹³⁸

อนึ่ง การจัดตั้งบริษัทที่ประกอบกิจการตลาดหลักทรัพย์นั้นจะดำเนินการผ่านกฎหมายของประเทศที่บริษัทนั้นตั้งอยู่ อาทิ Euronext N.V. (บริษัทแม่ของเครือ) ถูกจัดตั้งโดยการจดทะเบียนกับ Chamber of Commerce for Amsterdam ภายใต้กฎหมายของประเทศเนเธอร์แลนด์ และเมื่อบริษัทถูกจัดตั้งขึ้นใหม่จากการแยกตัวมาจาก ICE ในปี ค.ศ. 2014 การนี้ก็ยังคงกระทำภายใต้ระบบกฎหมายเนเธอร์แลนด์เช่นเดิม ด้วยเหตุนี้ จึงทำให้ Euronext N.V. มีสถานะทางกฎหมายเป็นบริษัทมหาชนจำกัด และมีการจัดโครงสร้างองค์กรตามมาตรา 152 ถึง 164 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งเนเธอร์แลนด์ (Dutch Civil Code) นั้นเอง¹³⁹

ตลอดเวลาที่ผ่านมา การดำเนินกิจการของ Euronext N.V. นั้นไม่ได้รับการสนับสนุนเงินจากภาครัฐ การนี้สอดคล้องกับบทบัญญัติในประมวลกฎหมายแพ่งเนเธอร์แลนด์ที่ไม่มีส่วนใดกำหนดให้รัฐต้องสนับสนุนทางการเงินให้กับบริษัทเอกชน รวมถึงข้อเท็จจริงจากการตรวจสอบ

¹³⁷ FXCM, “Euronext,” [online] Available from : <https://www.fxcm.com/markets/insights/euronext/>. [13 March 2023]; The Economist, “The end of the Street,” [online] Available from : <https://www.economist.com/finance-and-economics/2013/11/16/the-end-of-the-street>. [13 March 2023].

¹³⁸ อาทิ Euronext Brussels N.V./S.A. ในประเทศเบลเยียม Euronext Paris S.A. ในประเทศเดนมาร์กและประเทศฝรั่งเศส Irish Stock Exchange Plc ในประเทศไอร์แลนด์ Euronext Amsterdam N.V. ในประเทศเนเธอร์แลนด์ Euronext Nordics Holding AS ในประเทศนอร์เวย์ Euronext Lisbon S.A. ในประเทศโปรตุเกส Euronext Holding Italia S.p.A. ในประเทศอิตาลี เป็นต้น

¹³⁹ Sandrine Hirsch & Vanessa Marquette, Euronext Leads the Way for European Exchange Mergers, 19 INT’L FIN. L.REV. 18 (2000); Euronext, “Corporate Governance,” [online] Available from : <https://www.euronext.com/en/investor-relations/corporate-governance>. [14 March 2023].

ทางการเงินในรายงานประจำปีของ Euronext N.V. ในส่วนการรายงานรายได้ก็ไม่ปรากฏว่ามีการสนับสนุนทุนจากภาครัฐแต่อย่างใด¹⁴⁰ ในทำนองเดียวกัน เมื่อพิจารณางบการเงินของ Euronext N.V. ก็ไม่ปรากฏว่าบริษัทแม่หรือบริษัทลูกในประเทศต่าง ๆ มีการส่งเงินรายได้ให้กับรัฐบาลของประเทศนั้น ไม่ว่าในรูปแบบการจ่ายเงินปันผลหรือการส่งเงินในฐานะเงินแผ่นดิน¹⁴¹ และเมื่อเป็นเช่นนี้ Euronext N.V. จึงสามารถดำเนินการจัดซื้อจัดจ้างได้โดยไม่อยู่ภายใต้กฎเกณฑ์ของภาครัฐไม่ว่าจะเป็นกฎเกณฑ์ในระดับสหภาพยุโรป¹⁴² หรือกฎเกณฑ์ภายในของประเทศต่าง ๆ ก็ตาม

เนื่องจาก Euronext ประกอบกิจการอยู่ในหลายประเทศ การพิจารณาถึงภาระทางภาษีจึงต้องพิจารณาจากกฎหมายภาษีของหลายประเทศในสหภาพยุโรปประกอบกัน สำหรับกรณีบริษัท Euronext N.V. อันเป็นบริษัทแม่และถือหุ้นตลาดหลักทรัพย์ในสังกัดทั้งหมดนั้น มีภาระที่ต้องเสียภาษีเงินได้นิติบุคคลตามกฎหมายเนเธอร์แลนด์ ซึ่งปัจจุบันจัดเก็บในอัตราร้อยละ 25.8 และไม่ได้รับการยกเว้นทางภาษีเป็นพิเศษ¹⁴³

ในส่วนของการจัดทำบัญชีนั้น กฎหมายเนเธอร์แลนด์ไม่มีการกำหนดหลักเกณฑ์สำหรับบริษัทซึ่งประกอบกิจการเป็นตลาดหลักทรัพย์ไว้โดยเฉพาะ ดังนั้น การจัดทำบัญชีของบริษัทซึ่งประกอบกิจการตลาดหลักทรัพย์จึงไม่มีความแตกต่างจากการจัดทำบัญชีของบริษัทมหาชนจำกัดทั่วไป นั่นคือต้องดำเนินการภายใต้ประมวลกฎหมายแพ่งเนเธอร์แลนด์¹⁴⁴ และกฎเกณฑ์ของสหภาพยุโรปที่เกี่ยวข้องนั่นเอง¹⁴⁵

สำหรับความเป็นเจ้าของนั้น Euronext N.V. ซึ่งมีสถานะเป็นบริษัทมหาชนจำกัดประกอบไปด้วยผู้ถือหุ้นเป็นบริษัทเอกชนจำนวนมาก¹⁴⁶ ทั้งนี้ เมื่อมีสถานะเป็นตลาดทางการเงิน Euronext

¹⁴⁰ “Euronext Universal Registration Document 2021,” p.219 [online] Available from : https://www.euronext.com/sites/default/files/financial-event-doc/2022-04/2021%20URD%20-%20ENX%20-%20PDF_1.pdf. [6 June 2023].

¹⁴¹ เรื่องเดียวกัน.

¹⁴² ได้แก่ Directive /42/4102EU of the European Parliament and of the Council of 62February 4102on Public procurement and repealing Directive /81/4002EC.

¹⁴³ “Euronext Universal Registration Document 2021,” p.207, 234.

¹⁴⁴ อาทิ Articles 2:360 of Dutch Civil Code (Application of Title 2.9), 2:391 (Minimum Requirements Annual Report), 393:2 (Auditor’s Opinion), 2:394 (Publication of Financial Statements in the Commercial Register).

¹⁴⁵ อาทิ Fourth Council Directive of 52July 8791on the Annual Accounts of Certain Types of Companies (/066/87EEC) (OJ L 8791.8.41 ,222, p.(11

¹⁴⁶ Market Screener, “Euronext N.V.,” [online] Available from : <https://www.marketscreener.com/quote/stock/EURONEXT-N-V-16725768/company/>. [18 February 2023].

N.V. จึงต้องอยู่ภายใต้บังคับของ Financial Supervision Act ของประเทศเนเธอร์แลนด์ด้วย ซึ่งกำหนดหลักเกณฑ์บางประการเกี่ยวกับการเป็นเจ้าของเอาไว้ เช่น การถือหุ้นรายใหญ่ (qualifying holding) จะสามารถทำได้ต่อเมื่อรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังของเนเธอร์แลนด์ไม่คัดค้าน (declaration of no objection) เท่านั้น¹⁴⁷

ส่วนโครงสร้างการบริหารนั้น กฎหมายของประเทศเนเธอร์แลนด์กำหนดให้บริษัทมหาชน จำกัดมีกรรมการสองชุด ได้แก่ กรรมการบริหารบริษัทและคณะกรรมการกำกับดูแล¹⁴⁸ ซึ่งข้อบังคับของ Euronext N.V. ก็กำหนดไว้สอดคล้องกันนี้ กล่าวคือกำหนดให้คณะกรรมการกำกับดูแล มีสมาชิกไม่ต่ำกว่าสามคนเป็นบุคคลธรรมดาและได้รับการแต่งตั้งโดยที่ประชุมสามัญ มีวาระ 4 ปี ส่วนคณะกรรมการบริหารบริษัทประกอบไปด้วยประธานกรรมการบริหาร หัวหน้าแผนกการซื้อขาย แลกเปลี่ยน กรรมการผู้อำนวยการฝ่ายปฏิบัติการ และประธานกรรมการบริหารของตลาดหลักทรัพย์ ในสังกัดต่าง ๆ ซึ่งแต่งตั้งโดยที่ประชุมสามัญ โดยการเสนอของคณะกรรมการกำกับดูแล¹⁴⁹ ทั้งนี้ ก่อนที่จะมีการเสนอชื่อกรรมการจะต้องได้รับความเห็นชอบจากกระทรวงการคลังเนเธอร์แลนด์และองค์กรผู้ควบคุมกิจการทางการเงินในประเทศต่าง ๆ ที่ Euronext ไปดำเนินกิจการ ซึ่งถูกเรียกว่า College of Regulators ก่อนด้วย¹⁵⁰

การจ้างแรงงานของ Euronext N.V. ซึ่งประกอบกิจการในประเทศเนเธอร์แลนด์นั้น เป็นไปตามกฎหมายเนเธอร์แลนด์ ซึ่งประกอบไปด้วยหลักเกณฑ์ตามประมวลกฎหมายแพ่ง เนเธอร์แลนด์ว่าด้วยเรื่องสัญญาจ้างแรงงาน และกฎหมายเฉพาะอื่น เช่น Work Council Act ทั้งนี้ เมื่อ Euronext N.V. ไม่มีสถานะเป็นหน่วยงานภาครัฐภายใต้กฎหมายของเนเธอร์แลนด์ จึงอยู่ภายใต้บังคับของตามกฎหมายที่ในทางกฎหมายแรงงานเฉกเช่นเอกชนรายอื่นทั่วไป¹⁵¹

สำหรับการใช้อำนาจนั้น ต้องพิจารณาตามกฎหมายหลักทรัพย์ของประเทศต่าง ๆ ที่ Euronext เข้าไปประกอบกิจการ โดยในกรณีของ Euronext N.V. ซึ่งประกอบกิจการในประเทศเนเธอร์แลนด์นั้น ถูกกำหนดให้มีอำนาจกำกับให้บริษัทในตลาดดำเนินการอย่างสอดคล้องกับกฎหมาย อาทิ มีอำนาจในการที่จะออกกฎเพื่อใช้บังคับกับบริษัทในตลาด¹⁵² เป็นต้น นอกจากนี้ หากพิจารณากฎหมายของ

¹⁴⁷ Section 5:32 of Financial Supervision Act.

¹⁴⁸ Article 2:154 of Dutch Civil Code (Mandatory Application of the Statutory Two-tier Structure).

¹⁴⁹ Euronext, “Supervisory Board” [online] Available from : <https://www.euronext.com/en/investor-relations/corporate-governance/supervisory-board>. [15 March 2023].

¹⁵⁰ Euronext, “Corporate Governance,”.

¹⁵¹ พิจารณาขอบเขตการบังคับใช้ได้จาก Article 7:610 of Dutch Civil Code (Definition of employment agreement) และ Article 7:615 of Dutch Civil Code (Employees in the public sector).

¹⁵² Section 5:30 of Financial Supervision Act.

สหภาพยุโรปซึ่งเป็นแม่แบบของกฎหมายหลักทรัพย์ภายในของแต่ละประเทศแล้ว ก็จะมีพบว่าการบัญญัติรองรับอำนาจของตลาดหลักทรัพย์อื่น ๆ เช่น อำนาจในการระงับการขายในกรณีที่เกิดการขาดสภาพคล่องทางการเงินนั้นไม่ปฏิบัติตามกฎของตลาดหลักทรัพย์ด้วย¹⁵³

ในส่วนของการตรวจสอบการเงินภาครัฐในประเทศที่เป็นสมาชิกสหภาพยุโรปนั้น จะดำเนินการในสองระดับ ได้แก่ ระดับสหภาพยุโรปซึ่งเป็นไปตาม Treaty on the functioning of the European Union โดยมี European Court of Auditors (ECA) เป็นองค์กรที่มีอำนาจหน้าที่ในการตรวจสอบรายรับรายจ่ายทางการเงินทั้งหมดของบรรดาองค์กรและหน่วยงานต่าง ๆ ที่จัดตั้งขึ้นโดยสหภาพยุโรป¹⁵⁴ และในระดับสมาชิก ซึ่งสำหรับประเทศเนเธอร์แลนด์นั้น ดำเนินการโดย Court of Audits ภายใต้ Government Accounts Act 2016 ทั้งนี้ เฉพาะในกรณีที่บริษัทเอกชนมีการรับการสนับสนุนเงินจากภาครัฐ และถือหุ้นโดยภาครัฐมากกว่าร้อยละ 5 ดังนั้นแล้ว เมื่อ Euronext N.V. ไม่ได้ถูกจัดตั้งขึ้นโดยสหภาพยุโรป ดังนั้น ECA จึงไม่ได้มีบทบาทในการตรวจสอบการเงินของบริษัท อีกทั้ง ข้อเท็จจริงตามรายงานประจำปีไม่ปรากฏว่าบริษัทได้รับการสนับสนุนจากเงินงบประมาณรัฐบาลเนเธอร์แลนด์ และรัฐบาลก็มิได้ถือหุ้นในอัตราเกินกว่าร้อยละ 5 จึงพิจารณาได้ว่า Court of Audits ก็ไม่มีหน้าที่ในการตรวจสอบการเงินของบริษัท Euronext N.V. เช่นกัน

อนึ่ง การประกอบกิจการ Euronext ในแต่ละประเทศจะถูกกำกับดูแลโดยองค์กรผู้ควบคุมกฎการเงินที่แตกต่างกันตามแต่กฎหมายของประเทศนั้น¹⁵⁵ ทั้งนี้ ในส่วนของเนื้อหาของการกำกับดูแลนั้น สหภาพยุโรปได้มีความพยายามที่จะสร้างกฎเกณฑ์เดียวในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ภายในประเทศกลุ่มสหภาพยุโรปทั้งหมด โดยเมื่อตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่ม Euronext เป็นตลาดหลักทรัพย์ตามมาตรา 4 (1) Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) (Article 4(1) (14)) แล้ว ก็จะต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ดังกล่าวด้วย¹⁵⁶

¹⁵³ Article 52 of Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council (Suspension and removal of financial instruments from trading on a regulated market).

¹⁵⁴ Article 287 of Treaty on the functioning of the European Union.

¹⁵⁵ ได้แก่ Financial Services and Markets Authority ของเบลเยียม Financial Supervisory Authority of Norway ของนอร์เวย์ Central Bank of Ireland ของไอร์แลนด์ Comissao do Mercado de Valores Mobiliarios ของโปรตุเกส Financial Conduct Authority ของสหราชอาณาจักร Autorité des Marchés Financiers ของฝรั่งเศส และ Netherlands Authority for the Financial Markets (Autoriteit Financiële Markten) ของเนเธอร์แลนด์ (ดู Chiara Natali. *The Capital Markets Union and Stock Exchange integration in Europe: A Case Study on Euronext Lisbon*. Department of Economics and Finance Luiss, 2021 p.52).

¹⁵⁶ ดู Euronext, “Frequently Asked Questions (2019),” p.8 [online] Available from : https://www.euronext.com/sites/default/files/2019-09/52118_Euronext-FAQ-2019_v07_0.pdf. [6 June 2023].

2.7 ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเวียดนาม

ประเทศเวียดนามมีตลาดหลักทรัพย์ 2 แห่ง ได้แก่ Ho Chi Minh Stock Exchange ('HOSE') และ Hanoi Stock Exchange ('HNX') สำหรับความเป็นมาของ HOSE นั้น เริ่มเดิมทีถูกจัดตั้งขึ้นในฐานะศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์โฮจิมินห์ (Ho Chi Minh Securities Trading Center) ในปี ค.ศ. 2000 ซึ่งนับได้ว่าเป็นศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์แห่งแรกของประเทศ และต่อมาในปี ค.ศ. 2007 ได้มีการแปรรูปไปเป็นตลาดหลักทรัพย์โฮจิมินห์เพื่อให้มีสถานะที่ทัดเทียมกับประเทศอื่นในภูมิภาค¹⁵⁷ ส่วน HNX นั้น ถูกจัดตั้งขึ้นในปี ค.ศ. 1998 และเปิดดำเนินการอย่างเป็นทางการในปี ค.ศ. 2005 โดยคำสั่งนายกรัฐมนตรีที่ 127/1998/QĐ-T¹⁵⁸ เดิมเรียกว่าศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ฮานอย (Hanoi Securities Trading Center) ต่อมาในปี ค.ศ. 2009 จึงได้มีการแปรรูปให้มีสถานะเป็นตลาดหลักทรัพย์ดำเนินการในรูปแบบบริษัทจำกัดโดยมีกระทรวงการคลังเป็นเจ้าของ (state-owned limited liabilities company) ภายใต้คำสั่งนายกรัฐมนตรีที่ 01/2009/QĐ-TTg¹⁵⁹

ล่าสุด ในปี ค.ศ. 2021 ได้มีการแปรรูป HOSE และ HNX โดยออกคำสั่งนายกรัฐมนตรีที่ 37/2020/QĐ-TTg จัดตั้งบริษัทชื่อว่า “บริษัทตลาดหลักทรัพย์เวียดนาม” (Vietnam Stock Exchange) หรือ VSE ขึ้น เพื่อเป็นบริษัทแม่ (parent company) ควบคุมการดำเนินการของตลาดทั้งสอง ซึ่งจะมีสถานะเป็นองค์กรย่อย (subsidiaries) ของ VSE อีกชั้นหนึ่ง¹⁶⁰ ดังนั้นแล้ว VSE จึงมีสถานะทางกฎหมายเป็นบริษัทจำกัดที่มีรัฐบาล (โดยกระทรวงการคลัง) เป็นเจ้าของ กล่าวคือเป็นรัฐวิสาหกิจประเภทหนึ่งนั่นเอง¹⁶¹

อนึ่ง นอกจากพัฒนาการและสถานะทางกฎหมายของ HOSE, HNX และ VSE ตั้งแต่ต้นจนถึงปัจจุบันนี้ล้วนถูกกำหนดตามคำสั่งนายกรัฐมนตรีทั้งสิ้นแล้ว ยังมีความน่าสนใจว่ามาตรา 42 แห่ง Law on Securities กำหนดไว้อย่างชัดเจนว่ามีเพียงแต่ VSE (ซึ่งดำเนินการโดยรัฐบาล) เท่านั้น

¹⁵⁷ International Finance Corporation, “IFC, Ho Chi Minh Stock Exchange, and Hanoi Stock Exchange Launch Vietnam Corporate Governance Initiative,” [online] Available from : <https://pressroom.ifc.org/all/pages/PressDetail.aspx?ID=25685>. [23 March 2023].

¹⁵⁸ Hanoi Stock Exchange, “Milestones,” [online] Available from : <https://www.hnx.vn/en-gb/gioi-thieu-hnx-lspt.html>. [23 March 2023].

¹⁵⁹ Sustainable Stock Exchanges Initiatives, “Hanoi Stock Exchange,” [online] Available from : <https://sseinitiative.org/stock-exchange/hnx/>. [23 March 2023].

¹⁶⁰ Decision No. 37/2020/QĐ-TTg dated December 23, 2020 on establishment, organization and operation of Vietnam Exchange.

¹⁶¹ ได้รับการยืนยันใน Article 1 of Decision No. 37/2020/QĐ-TTg.

ที่จะมีอำนาจในการดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์บุคคลหรือองค์กรอื่นไม่ว่าจะดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ได้

สำหรับการได้มาซึ่งทุนในการบริหารนั้น Law on Management and Use of State Capital Invested in Manufacturing and Business Operations of Enterprises ได้กำหนดกฎเกณฑ์ในการใช้ทุนของรัฐกับการลงทุนในหน่วยงานที่เป็นตัวแทนของหน่วยงานของรัฐ (Representative of State Ownership) และวิสาหกิจซึ่งมีทุนจดทะเบียนร้อยละ 100 เป็นของรัฐไว้¹⁶² ดังนั้น เมื่อ VSE เป็นวิสาหกิจที่มีคุณสมบัติดังที่กำหนด จึงได้รับทุนจากรัฐบาลเวียดนาม นอกจากนี้ HOSE และ HNX ยังได้รับทุนในการบริหารจากรายได้ตามวิถีทางของการดำเนินกิจการธุรกิจทั่วไปด้วย¹⁶³ และมีข้อมูลปรากฏว่าตลาดหลักทรัพย์ทั้งสองต่างก็มีการนำส่งเงินให้กับรัฐในรูปแบบเงินปันผลตามสัดส่วนการลงทุน ทั้งนี้ ตามมาตรา 48 แห่ง Law on Management and Use of State Capital ซึ่งเงินรายได้นี้จะถูกนำเข้าสู่เงินงบประมาณแผ่นดิน ประการนี้สัมพันธ์กับมาตรา 35(1) (m) แห่ง Law on State Budget ซึ่งกำหนดให้เงินงบประมาณแผ่นดินมีที่มาจากกำไรจากรายได้ภายหลังจ่ายภาษีและหลังจากหักเข้ากองทุนแล้วของรัฐวิสาหกิจ ซึ่งรัฐมนตรีกระทรวง หน่วยงานของรัฐ หรือหน่วยงานอื่นของรัฐบาลกลางเป็นเจ้าของด้วย

สำหรับการจัดซื้อจัดจ้างภาครัฐในเวียดนามนั้น เป็นไปตาม Bidding Law (Law No. 43/2013/QH13) ทั้งนี้ มาตรา 1 แห่งกฎหมายดังกล่าวได้กำหนดขอบเขตการใช้บังคับกับโครงการซึ่งใช้งบประมาณของหน่วยงานรัฐ องค์กรทางการเมือง องค์กรทางสังคมวิทยาการเมือง ฯลฯ รวมถึงโครงการซึ่งลงทุนโดยวิสาหกิจของรัฐ (state-owned enterprises) ด้วย ดังนั้น เมื่อ “วิสาหกิจ” ถูกให้ความหมายไว้ตาม Law on Enterprises, Law No. 59/2020/QH14 ว่าเป็นกิจการซึ่งรัฐบาลถือครองทุนจดทะเบียนมากกว่าร้อยละ 50 แล้ว ก็ย่อมพิจารณาได้ว่า VSE อยู่ในความหมายนี้และต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ด้านการจัดซื้อจัดจ้างภาครัฐตาม Bidding Law ด้วย

แม้ว่าตลาดหลักทรัพย์ในเวียดนามจะจัดตั้งตามกฎหมายพิเศษและเป็นรัฐวิสาหกิจ แต่ก็ไม่ได้รับยกเว้นภาระในการเสียภาษีแต่อย่างใด ประการนี้เห็นได้จากรายงานประจำปีของ HOSE ซึ่งพบการเสียภาษีดังเช่นบริษัททั่วไป อีกทั้งหากพิจารณาตาม Law on State Budget ว่าเงินรายได้

¹⁶² Article 2 of Law on Management and Utilization of State Capital Invested in the Enterprise's Manufacturing and Business Activities (Applicable entities).

¹⁶³ Ho Chi Minh Stock Exchange, “Ho Chi Minh Stock Exchange Annual Report 2021,” p.82 [online] Available from : <https://storage.googleapis.com/hsc-cweb/annual-report/2021/hsc-ar2021-en-1.pdf>. [6 June 2023].

ที่หักเข้างบประมาณของรัฐจะเป็นเฉพาะกำไรในส่วนที่หลังจ่ายภาษีแล้วเท่านั้น (ดังที่ได้แจกแจงไปแล้วในหัวข้อก่อน) ก็จะพิจารณาได้อย่างชัดเจนว่า HNX และ HOSE ยังต้องจ่ายภาษีตามกฎหมายอยู่

สำหรับกฎเกณฑ์การจัดทำบัญชีและองค์กรที่มีอำนาจกำกับดูแลการบัญชีของเวียดนามนั้น อยู่ภายใต้บังคับของ Law on Accounting (Law No. 88/2015/QH13) ซึ่งมาตรา 2 แห่งกฎหมายนี้ได้กำหนดขอบเขตให้ใช้บังคับกับทั้งหน่วยงานของรัฐซึ่งใช้งบประมาณแผ่นดิน หน่วยงานซึ่งไม่ใช้งบประมาณแผ่นดิน ตลอดจนวิสาหกิจซึ่งจัดตั้งตามกฎหมายของเวียดนามด้วย ทั้งนี้ แม้ว่าหลักเกณฑ์ในการจัดทำบัญชีขององค์กรแต่ละประเภทจะถูกกำหนดให้แตกต่างกันอยู่บ้าง แต่ก็ยังอยู่ภายใต้บังคับของกฎหมายเดียวกันนี้ ดังนั้น แม้ VSE จะมีแหล่งรายได้ส่วนหนึ่งมาจากงบประมาณแผ่นดิน และอีกส่วนหนึ่งมาจากการดำเนินกิจการ แต่ทั้งหมดก็อยู่ภายใต้บังคับของ Law on Accounting ทั้งสิ้น

สำหรับความเป็นเจ้าของนั้น คำสั่งนายกรัฐมนตรีที่ No: 37/ 2020/QĐ-TTg ได้กำหนดไว้อย่างชัดเจนให้รัฐบาลเวียดนาม (โดยกระทรวงการคลัง) เป็นเจ้าของบริษัท VSE ทั้งหมด โดย VSE มีสถานะเป็นบริษัทจำกัดที่มีสมาชิกเพียงคนเดียว (single-member limited liability company) เพราะทุนตามข้อบังคับทั้งหมดเป็นของรัฐ เช่นเดียวกันนี้ VSE จึงเป็นเจ้าของทุนตามข้อบังคับในองค์กรย่อย (subsidiaries) ได้แก่ HNX และ HOSE ด้วย¹⁶⁴

นอกจากนั้นแล้ว คำสั่งนายกรัฐมนตรีซึ่งจัดตั้ง VSE ขึ้น ยังได้กำหนดโครงสร้างการบริหารกิจการไว้อย่างละเอียด อาทิ มาตรา 4 กำหนดการบริหารงานประกอบด้วยคณะกรรมการบริหาร ผู้อำนวยการ คณะกรรมการควบคุม และส่วนงานเชี่ยวชาญเฉพาะ และมาตรา 5 กำหนดให้ประธานคณะกรรมการบริหารและผู้อำนวยการของ VSE ถูกแต่งตั้งหรือปลดโดยการเสนอของคณะกรรมการบริหารและความเห็นชอบจากรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง

สำหรับกฎหมายแรงงานของประเทศเวียดนามซึ่งได้แก่ Labour Code (Law No. 10/2012/QH13) นั้น ไม่ได้จำแนกขอบเขตการใช้บังคับและหลักเกณฑ์ที่แตกต่างกันระหว่างการทำงานที่มีนายจ้างเป็นภาครัฐและเอกชนเอาไว้¹⁶⁵ ดังนั้นแล้ว ไม่ว่าจะเป็นหน่วยงานภาครัฐหรือเอกชน หากนิติสัมพันธ์เข้านิยามของคำว่า “นายจ้าง” ซึ่งถูกให้ความหมายไว้ถึง วิสาหกิจ หน่วยงาน

¹⁶⁴ Decision No. 37/2020/QĐ-TTg.

¹⁶⁵ Article 9 of Law No. 10/2012/QH13 (Labour Code) (Employment and creation of employment).

องค์กร สหกรณ์ หรือบุคคลใดซึ่งจ้างบุคคลตามสัญญาจ้างแรงงานแล้ว¹⁶⁶ ก็ย่อมจะต้องถูกบังคับตามกฎหมายจ้างแรงงานทั้งสิ้น ด้วยเหตุนี้ การจ้างแรงงานของ VSE, HOSE และ HNX ต่างต้องอยู่ภายใต้หลักการและหลักเกณฑ์ตามกฎหมายแรงงานเหล่านี้ด้วย

กฎหมายหลักทรัพย์ของประเทศเวียดนาม ได้แก่ Law on Securities (No. 54/2019/QH14) ได้ให้สิทธิและอำนาจแก่ตลาดหลักทรัพย์ในการดำเนินการที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ หรือการดำเนินการต่อบริษัทหรือสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์ไว้หลายประการ ทั้งนี้ อำนาจที่มีลักษณะเป็นการใช้อำนาจบางประการ เช่น อำนาจในการออกกฎระเบียบเกี่ยวกับการจดทะเบียนและการซื้อขายหลักทรัพย์ การปกปิดข้อมูล การควบคุมสมาชิก ตลอดจนการดำเนินการอื่น อำนาจในการระงับยับยั้งการซื้อขายในกรณีที่เกิดความผันผวนในราคาหรือปริมาณการซื้อขายโดยปราศจากเหตุอันสมควร อำนาจในการอนุมัติหรือยกเลิกทะเบียนสมาชิกในตลาด อำนาจในการระงับข้อพิพาทที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ อำนาจในการตรวจสอบการกระทำของสมาชิกที่ฝ่าฝืนข้อบังคับ¹⁶⁷ รวมถึงอำนาจในการลงโทษทางปกครองแก่สมาชิกในตลาดในกรณีที่มีการฝ่าฝืนข้อบังคับตามที่กฎหมายบัญญัติ ซึ่งประการนี้จะดำเนินการแต่ได้โดยคณะกรรมการหลักทรัพย์เวียดนาม หรือหัวหน้าผู้ตรวจการหลักทรัพย์เท่านั้น¹⁶⁸

ระบบกฎหมายเวียดนามมีการจัดตั้งองค์กร**ตรวจเงินแผ่นดิน** (State Audit Office of Vietnam) ขึ้น เพื่อดำเนินการตรวจการบริหารจัดการและการใช้เงินแผ่นดินและทรัพย์สินของรัฐ ภายใต้ Law on State Audit¹⁶⁹ ทั้งนี้ มาตรา 3 แห่งกฎหมายดังกล่าวได้กำหนดขอบเขตนิยามของ “เงินแผ่นดินหมาย” ไว้ว่าหมายถึงงบประมาณแผ่นดิน ทุนสำรอง และรวมถึงทุนของรัฐในวิสาหกิจ นอกจากนี้ ยังรวมถึงหนี้สินของรัฐอีกด้วย ด้วยเหตุนี้ VSE จึงต้องอยู่ภายใต้การตรวจสอบทางการเงินโดย State Audit ด้วย เนื่องจากมีการใช้งบประมาณแผ่นดินเป็นทุนจดทะเบียนในการจัดตั้ง

อนึ่ง แม้ว่า VSE จะมีรัฐเป็นเจ้าของ แต่กฎหมายก็ยังกำหนดให้การดำเนินงานอยู่ภายใต้**การควบคุมดูแลโดยองค์กรของรัฐ**อีกชั้นหนึ่ง ได้แก่ State Securities Commission (‘SSC’) ซึ่งจัดตั้งขึ้นโดย Law on Securities โดยที่ SSC ในฐานะตัวแทนของกระทรวงการคลังเวียดนาม มีอำนาจหน้าที่หลายประการในการกำกับกิจการตลาดหลักทรัพย์ เช่น การเสนอร่างกฎหมายที่

¹⁶⁶ Article 3 of Law No. 10/2012/QH13 (Labour Code) (Interpretation of terms).

¹⁶⁷ Article 46 of Law on Securities, No. 54/2019/QH14 (Rights and obligations of VSE).

¹⁶⁸ Article 132 of Law on Securities, No. 54/2019/QH14 (Actions against Violations).

¹⁶⁹ Article 5 of Law on State Audit (Law No. 81/2015/QH13) (Principles of audit activities of the State Audit Office of Vietnam).

เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์หรือตลาดหลักทรัพย์ การจัดการและพัฒนาระบบตลาดหลักทรัพย์ การอนุมัติหลักทรัพย์และวิธีการซื้อขายใหม่ การจัดทำสถิติและประมาณการที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์รายงานต่อกระทรวงการคลัง¹⁷⁰ อำนาจในการกำกับกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์โดยตรง และอำนาจในการบริหารตรวจสอบและกำกับกำกับการกระทำต่าง ๆ ของ VSE¹⁷¹ รวมถึงอำนาจพิเศษในการระงับการดำเนินการของตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดหรือบางส่วน ในกรณีที่เกิดเหตุสงคราม ภัยธรรมชาติ หรือเหตุการณ์ที่ทำให้เกิดความผันผวนทางเศรษฐกิจอย่างร้ายแรง หรือความล้มเหลวของระบบแลกเปลี่ยน หรือเหตุสุดวิสัยอื่นซึ่งกระทบต่อการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์¹⁷² ตลอดจนอำนาจในการให้ความเห็นชอบต่อกฎระเบียบที่ VSE ออก¹⁷³ เป็นต้น

นอกจากนี้ Law on Securities ยังได้กำหนดให้มีระบบผู้ตรวจการหลักทรัพย์ (securities inspectorate) ซึ่งทำงานภายใต้ SSC เพื่อตรวจสอบว่าตลาดหลักทรัพย์ได้ปฏิบัติตามกฎหมายหลักทรัพย์หรือไม่ และสามารถลงโทษทางปกครองในกรณีที่มีการฝ่าฝืนกฎหมายได้อีกด้วย¹⁷⁴

3. ข้อความคิดที่ได้จากการวิเคราะห์ตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ

จากการศึกษาสถานะทางกฎหมายและลักษณะการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศในส่วนที่แล้ว ทำให้สามารถวิเคราะห์ข้อความคิดบางประการได้ดังต่อไปนี้

3.1 รูปแบบหน่วยงานที่ดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ

จากการศึกษาพบว่ารูปแบบหน่วยงานที่จะสามารถตอบสนองการดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ซึ่งมีลักษณะโดยธรรมชาติที่เจือปนไปด้วยการดำเนินงานที่ส่งผลกระทบต่อส่วนรวมและการประกอบธุรกิจหากำไรแบบเอกชนได้นั้น มีอยู่ด้วยกัน 3 รูปแบบ ได้แก่

รูปแบบที่หนึ่ง หากจะกำหนดสถานะของตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นหน่วยงานของรัฐแล้ว ก็จะต้องอยู่ในรูปแบบของ “รัฐวิสาหกิจ” กล่าวคือเป็นหน่วยงานที่ดำเนินงานแบบบริษัทเอกชน แต่มีเจ้าของเป็นรัฐ ดังเช่นตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเวียดนามและประเทศจีน เพราะหากเป็นหน่วยงานของรัฐในรูปแบบอื่นแล้ว ย่อมมีอาจดำเนินกิจการเป็น “การประกอบธุรกิจ” ได้

¹⁷⁰ Article 9 of Law on Securities, No. 54/2019/QH14 (State Securities Commission).

¹⁷¹ Article 50 of Law on Securities, No. 54/2019/QH14 (Securities trading).

¹⁷² Article 48 of Law on Securities, No. 54/2019/QH14 (Listing and registration of securities).

¹⁷³ Article 46 of Law on Securities, No. 54/2019/QH14 (Rights and obligations of VSE).

¹⁷⁴ Article 129 of Law on Securities, No. 54/2019/QH14 (Securities inspectorate).

รูปแบบที่สอง ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศส่วนใหญ่ที่ศึกษา ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเกาหลีใต้ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสิงคโปร์ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย และตลาดหลักทรัพย์ในประเทศในกลุ่ม Euronext ต่างมีสถานะเป็นหน่วยงานเอกชนและดำเนินกิจการเหมือนเอกชนอื่นทั่วไป แต่อยู่ภายใต้คุณสมบัติหรือข้อกำหนดพิเศษบางประการ อาทิ การได้รับมอบหมายให้ใช้อำนาจบางประการ การถูกควบคุมโดยข้อกำหนดพิเศษในด้านบัญชีและโครงสร้างการบริหาร คุณสมบัติหรือข้อกำหนดพิเศษเหล่านี้เป็นไปเพื่อตอบสนอง “ความชอบธรรมในการดำเนินงาน” เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ (exchange) เป็นกิจการที่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศในวงกว้าง

รูปแบบที่สาม กิจการตลาดหลักทรัพย์ (exchange) อาจปรากฏตัวขึ้นในรูปแบบผสมผสาน (hybrid) ดังเช่นตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมนี ที่ซึ่งตัวตลาดหลักทรัพย์ (Börse) เป็นองค์กรนิติบุคคลมหาชนกึ่งอิสระ เพื่อตอบสนองคุณสมบัติการดำเนินงานที่เป็นหน่วยงานของรัฐ ในขณะที่องค์กรเจ้าของผู้ประกอบการกิจการตลาดหลักทรัพย์ (Börsenträger) เป็นบริษัทเอกชน เพื่อตอบสนองคุณสมบัติการดำเนินงานที่เป็นหน่วยงานเอกชน

3.2 ข้อวิเคราะห์คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน และคุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานของรัฐของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ

จากการศึกษา ทำให้ได้มาซึ่งข้อวิเคราะห์คุณสมบัติที่จะบ่งชี้ “ความเป็นหน่วยงานเอกชน” และ “ความเป็นหน่วยงานของรัฐ” ของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ ทั้งนี้ โดยมีรายละเอียดที่สำคัญดังตารางต่อไปนี้

ในเชิงโครงสร้างภาพรวม	
คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน	คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานของรัฐ
การที่ระบบกฎหมายเปิดช่องให้มีตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ได้มากกว่าหนึ่งแห่ง เป็นคุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชนได้ เพราะถือว่าไม่มีการผูกขาดการดำเนินการโดยรัฐ หรือองค์กรที่กฎหมายกำหนดเป็นการเฉพาะ (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเกาหลีใต้ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสิงคโปร์ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์ ในประเทศเยอรมนี และตลาดหลักทรัพย์ในประเทศในกลุ่ม Euronext)	การที่ระบบกฎหมายมิได้เปิดช่องให้มีตลาดหลักทรัพย์ (exchange) อื่นนอกจากที่กฎหมายกำหนด เป็นคุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานของรัฐ เพราะถือว่ามิสามารถถ่าย การผูกขาดการดำเนินการโดยรัฐ หรือองค์กรที่กฎหมาย กำหนดเป็นการเฉพาะ (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศ เวียดนาม)
การแก้ไขกฎหมายเพื่อยกเลิกการผูกขาดการซื้อขายหลักทรัพย์ในประเทศเพียงแห่งเดียว และอนุญาตให้ขยาย กิจการไปยังตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอื่นได้ เป็น คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน เพราะแสดงให้เห็นถึงธรรมชาติของการดำเนินงานที่ไม่ผูกติดหรือมีจุด เกาะเกี่ยวกับความมั่นคงทางเศรษฐกิจของประเทศใด ประเทศหนึ่งเป็นการเฉพาะ (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ใน ประเทศในกลุ่ม Euronext)	
การที่กฎหมายกำหนดให้ว่าตลาดหลักทรัพย์ (exchange) มิใช่หน่วยงานที่ดำเนินกิจการเพื่อประโยชน์สาธารณะ หรือ เป็นองค์กรที่แสวงหากำไร เป็นคุณสมบัติที่บ่งความเป็น หน่วยงานเอกชน เพราะบ่งชี้ว่าการดำเนินการเป็นไปเพื่อ ประโยชน์ส่วนตัวทางธุรกิจของเอกชน (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ ในประเทศมาเลเซีย)	การที่กฎหมายกำหนดให้การดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ต้องยึดประโยชน์ส่วนรวมเป็นสำคัญ หรือเป็น องค์กรที่ไม่แสวงหากำไร เป็นคุณสมบัติที่เสริมความเป็น หน่วยงานรัฐ (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีน)
หากตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ใดมีคุณสมบัติที่มี จุดเกาะเกี่ยวหรือความเกี่ยวข้องกับรัฐน้อย ทั้งการไม่ได้ รับทุนในการบริหารจากรัฐ การไม่ต้องส่งเงินเข้ารัฐ การ ไม่อยู่ในระบบการจัดซื้อจัดจ้างและการบริหารงานบุคคล ภาครัฐ โครงสร้างการบริหารและความเป็นเจ้าของที่ไม่มี รัฐบาลหรือบริษัทของรัฐบาลมาเกี่ยวข้อง การถูกตีความเป็น หน่วยงานเอกชนในกฎหมายกฎหมายตรวจเงินภาครัฐ และ กฎหมายภาษี ปรากฏตัวร่วมกัน ย่อมมีแนวโน้มว่าจะมี สถานะเป็นหน่วยงานเอกชน (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ใน ประเทศเกาหลีใต้ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสิงคโปร์ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์ ในประเทศเยอรมนี และตลาดหลักทรัพย์ในประเทศในกลุ่ม Euronext)	หากตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ใดมีองค์ประกอบของ ความเป็นหน่วยงานรัฐ อาทิ การได้มาซึ่งทุนบริหารหรือเงิน ประเดิมตั้งต้นมาจากรัฐ การต้องส่งรายได้เข้ารัฐ การได้รับ ยกเว้นภาษีอากร โครงสร้างการบริหารและการดำเนินงาน ที่ถูกกำหนดโดยกฎหมายและภายใต้การอนุมัติจากองค์กร ระดับสูงของรัฐอย่างเคร่งครัด การตกอยู่ภายใต้การจัดซื้อ จัดจ้างและได้มาซึ่งพัสดุและการบริหารงานบุคคลภาครัฐ และถูกบังคับใช้กฎหมายตรวจเงินภาครัฐเช่นเดียวกับหน่วย งานของรัฐอื่น หลายประการปรากฏตัวร่วมกัน ย่อมมีแนวโน้ม ว่าจะมีสถานะเป็นหน่วยงานของรัฐ (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ ในประเทศจีน และตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเวียดนาม)

ในเชิงประวัติความเป็นมา	
คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน	
การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) เคยมีสถานะเป็นหน่วยงานของรัฐ แต่ถูกกฎหมายกำหนดเปลี่ยนแปลงสถานะให้เป็นหน่วยงานเอกชน หรือไม่ให้เป็นมีสถานะหน่วยงานของรัฐอีก เป็นคุณสมบัติที่บ่งความเป็นเอกชนได้ เพราะถือว่ากฎหมายแสดงเจตนารมณ์อย่างชัดเจนว่ามีสถานะเป็นหน่วยงานของรัฐอีกต่อไป (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยก็ได้)	
การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ในระบบกฎหมายมีพัฒนาการเริ่มต้นมาจากการเป็นสมาคมการค้า หรือการรวมตัวกันขององค์กรธุรกิจเอกชน เป็นองค์ประกอบที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน เพราะเป็นการแสดงออกถึงเจตนาตั้งต้นของการดำเนินกิจการเพื่อแสวงหาประโยชน์ทางธุรกิจของปัจเจกชนมากกว่าการดำเนินการโดยหน่วยงานของรัฐเพื่อประโยชน์สาธารณะ (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย และตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมนี)	
การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ในประเทศใดผ่านกระบวนการแปรรูป (demutualization) แล้ว เป็นองค์ประกอบที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน เพราะเป็นการแสดงออกถึงความประสงค์ที่จะทำให้การดำเนินกิจการมีความคล่องตัวทางธุรกิจมากขึ้น (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสิงคโปร์ และประเทศเกาหลีใต้)	
การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ในประเทศใดถูกบ่งสถานะให้เป็นองค์กรประเภทตอบรับเป็นสมาชิก เป็นองค์ประกอบที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน เพราะแสดงออกถึงความสมัครใจและยินยอมในการเข้าร่วมและตอบรับเป็นสมาชิก ซึ่งเป็นมิติความสัมพันธ์ตามปกติในทางกฎหมายเอกชน (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยก็ได้)	
การจัดตั้ง	
คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน	คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานของรัฐ
การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ในประเทศใดถูกกำหนดสถานะความเป็นนิติบุคคลในระบบกฎหมายเอกชน (เช่น ตั้งขึ้นตามกฎหมายหุ้นส่วนบริษัท) จากนั้นจึงค่อยมาขออนุญาตกับองค์กรของรัฐเพื่อดำเนินกิจการ เป็นองค์ประกอบที่บ่งสถานะความเป็นหน่วยงานเอกชน เพราะมีการริเริ่มตั้งขึ้นเพื่อประกอบธุรกิจเอกชนบริษัทเอกชนทั่วไป (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมนี และ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศในกลุ่ม Euronext)	การที่สถานะของตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ถูกกำหนดโดยคำสั่งนายกรัฐมนตรีหรือคำสั่งของประธานาธิบดี เป็นคุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานของรัฐ เพราะถือได้ว่าถูกกำหนดสถานะโดยองค์กรของรัฐฝ่ายบริหารซึ่งไม่ได้มีความยึดโยงกับประชาชนโดยตรงเหมือนดังองค์กรฝ่ายนิติบัญญัติ อีกทั้งยังแสดงออกถึงอำนาจของรัฐบาลเหนือตลาดหลักทรัพย์ในประเทศด้วย (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเวียดนาม และตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีน)
	การที่หน่วยงานของรัฐหน่วยงานใดหน่วยงานหนึ่งถูกบ่งสถานะว่าเป็นเจ้าของตลาดหลักทรัพย์ (exchange) โดยย่อมเป็นองค์ประกอบที่ทำให้สันนิษฐานว่าตลาดหลักทรัพย์นั้นเป็นส่วนหนึ่งของหน่วยงานของรัฐ (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเวียดนาม)

การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ในระบบกฎหมายใด จัดทะเบียนเป็นบริษัทมหาชนจำกัดและสามารถเสนอขายหุ้นต่อประชาชนได้ เป็นองค์ประกอบที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชนนั้น เนื่องจากการเปิดโอกาสให้เอกชนเข้ามามีส่วนเป็นเจ้าของ ซึ่งแสดงออกถึงการดำเนินกิจการเพื่อแสวงหาประโยชน์ทางธุรกิจของเอกชน มากกว่าการผูกขาดการดำเนินการโดยหน่วยงานของรัฐ (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยสิงคโปร์ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมนี และตลาดหลักทรัพย์ในประเทศในกลุ่ม Euronext)	
การได้มาซึ่งทุนในการบริหารงาน (งบประมาณ)	
คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน	คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานของรัฐ
การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ไม่ได้รับทุนในการบริหารมาจากรัฐ หรือกล่าวอีกนัยคือใช้เงินของตนเอง เป็นคุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน เพราะถือว่าการลงทุนที่ปัจเจกชนประสงค์หาผลกำไรในทางธุรกิจ (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเกาหลีใต้ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสิงคโปร์ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมนี และ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศในกลุ่ม Euronext)	การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ได้รับทุนในการบริหารมาจากรัฐ เป็นองค์ประกอบที่สำคัญในการบ่งความเป็นหน่วยงานของรัฐ เพราะถือว่ารัฐลงทุนในกิจการ โดยเงินงบประมาณแผ่นดินซึ่งได้มาจากภาษีประชาชน จึงเป็นการลงทุนในนามของประชาชนและเป็นการทำเพื่อประโยชน์สาธารณะ (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเวียดนาม)
การส่งเงินรายได้เข้ารัฐ	
คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน	คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานของรัฐ
การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ไม่ได้ถูกกฎหมายบังคับให้ต้องส่งเงินรายได้เข้ารัฐ แต่ให้นำเงินรายได้จากการดำเนินการมาแบ่งปันกันระหว่างสมาชิก เป็นคุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน เพราะแสดงออกถึงผลลัพธ์ของการลงทุนที่แปรสภาพไปเป็นผลกำไรแก่ผู้ถือหุ้นในกิจการ (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเกาหลีใต้ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสิงคโปร์ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมนี และตลาดหลักทรัพย์ในประเทศในกลุ่ม Euronext)	การที่เงินรายได้จากการดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ถูกส่งเข้ารัฐ เป็นองค์ประกอบที่บ่งความเป็นหน่วยงานของรัฐ เพราะแสดงออกอย่างชัดเจนถึงผลลัพธ์ของการลงทุน ที่ถูกส่งกลับไปสู่เงินแผ่นดินที่ประชาชนเป็นเจ้าของร่วมกัน (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเวียดนาม)

การจัดซื้อจัดจ้างและการพัสดุ	
คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน	คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานของรัฐ
การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ไม่ได้อยู่ในขอบเขตของการจัดซื้อจัดจ้างและการได้มาซึ่งพัสดุภาครัฐ โดยทั่วไปเป็นองค์ประกอบที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน เพราะเมื่อมิได้ใช้งบประมาณแผ่นดินหรือเงินของรัฐในรูปแบบอื่นใด ก็มิพึงต้องถูกบังคับให้ต้องอยู่ภายใต้กฎเกณฑ์การจัดซื้อจัดจ้างและการได้มาซึ่งพัสดุภาครัฐ (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเกาหลีใต้ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสิงคโปร์ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมนี และ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศในกลุ่ม Euronext)	การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) อยู่ในขอบเขตของการจัดซื้อจัดจ้างและการได้มาซึ่งพัสดุภาครัฐย่อมเป็นคุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานของรัฐ เพราะใช้งบประมาณแผ่นดินหรือเงินของรัฐในรูปแบบอื่นในการได้มาซึ่งพัสดุ (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเวียดนาม)
การจ่ายภาษี	
คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน	คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานของรัฐ
การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) อยู่ในขอบเขตที่จะต้องมีการทางภาษีเงินได้ของหน่วยงานเอกชนทั่วไป มิได้รับการยกเว้นดังเช่นหน่วยงานของรัฐ เป็นองค์ประกอบที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเกาหลีใต้ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสิงคโปร์ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมนี และตลาดหลักทรัพย์ในประเทศในกลุ่ม Euronext)	การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ไม่อยู่ในขอบเขตที่จะต้องมีการทางภาษีเงินได้ของหน่วยงานเอกชนทั่วไป แต่ได้รับการยกเว้นดังเช่นหน่วยงานของรัฐ โดยทั่วไปแล้วเป็นองค์ประกอบที่บ่งความเป็นหน่วยงานของรัฐ ยกเว้นกรณีที่ตั้งขึ้นในรูปแบบรัฐวิสาหกิจก็อาจอยู่ในขอบเขตเสียภาษีได้ (อาทิ SSE และ SZSE กรณีตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีน)
การจัดทำบัญชี	
คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน	คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานของรัฐ
การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) มีระบบการจัดทำบัญชีเช่นเดียวกับบริษัทเอกชนทั่วไป ไม่ได้อยู่ภายใต้การจัดทำบัญชีแบบหน่วยงานรัฐ เป็นคุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเกาหลีใต้ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสิงคโปร์ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมนี และตลาดหลักทรัพย์ในประเทศในกลุ่ม Euronext)	การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) อยู่ภายใต้ระบบการจัดทำบัญชีที่กำหนดไว้สำหรับหน่วยงานหรือวิสาหกิจของรัฐโดยเฉพาะ เป็นองค์ประกอบที่บ่งความเป็นหน่วยงานของรัฐ (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเวียดนาม)

ความเป็นเจ้าของ	
คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน	คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานของรัฐ
การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) มีองค์ประกอบแห่งความเป็นเจ้าของที่เชื่อมโยงกับต่างประเทศ ไม่ว่าจะเป็นการดำเนินกิจการในต่างประเทศ หรือการมีผู้ถือหุ้นใหญ่เป็นบริษัทต่างชาติ ย่อมเป็นองค์ประกอบที่เสริมความเป็นหน่วยงานเอกชน (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยในกลุ่ม Euronext)	หากตลาดหลักทรัพย์ (exchange) มีรัฐมีส่วนเป็นเจ้าของมากกว่าร้อยละ 50 อันเป็นส่วนเสี่ยงข้างมากและทำให้รัฐให้อำนาจในการอำนวยความสะดวก ก็จะมีสถานะเป็นวิสาหกิจที่รัฐเป็นเจ้าของ ดำเนินกิจการเพื่อประโยชน์สาธารณะ และบ่งถึงความเป็นหน่วยงานของรัฐอย่างสิ้นสงสัย (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีนและตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเวียดนาม)
หากสัดส่วนหุ้นที่รัฐหรือหน่วยงานรัฐถือมีไม่มาก อาทิ กรณีรวมกันไม่เกินร้อยละ 5 น่าจะวินิจฉัยไปยังฝั่งของหน่วยงานเอกชนได้ เพราะการถือหุ้นของรัฐหรือหน่วยงานของรัฐมิได้ส่งผลให้รัฐมีอำนาจอำนวยความสะดวกในความเป็นจริง (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเกาหลีใต้)	
กรณีที่สัดส่วนการถือหุ้นมีมากในระดับหนึ่ง อาทิ บริษัทที่รัฐมีส่วนเป็นเจ้าของ (government-linked corporation) ก็ยังคงเป็นหน่วยงานเอกชนอยู่ หากรัฐถือหุ้นไม่เกินร้อยละ 50 เพราะเอกชนยังมีส่วนของความเป็นเจ้าของมากกว่ารัฐ (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสิงคโปร์)	
โครงสร้างการบริหาร	
คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน	คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานของรัฐ
การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) มีโครงสร้างการบริหารเป็นไปในรูปแบบเดียวกันกับหน่วยงานเอกชนทั่วไป (อาทิ บริษัทจำกัด หรือบริษัทมหาชนจำกัด) เป็นคุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย เกาหลีใต้ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสิงคโปร์ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมนี และตลาดหลักทรัพย์ในประเทศในกลุ่ม Euronext)	การที่โครงสร้างการบริหารตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ถูกกำหนดหรือแต่งตั้งโดยรัฐเท่านั้น ย่อมเป็นองค์ประกอบที่บ่งความเป็นหน่วยงานของรัฐ (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเวียดนาม)
การบริหารงานบุคคล	
คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน	
การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) อยู่ภายใต้กฎหมายคุ้มครองแรงงานเช่นเดียวกับหน่วยงานเอกชนทั่วไป เป็นองค์ประกอบที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชนได้ เพราะนิติสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นอยู่บนพื้นฐานที่คู่สัญญามีสถานะเท่าเทียมกัน วัตถุประสงค์แห่งการจ้างไม่ได้เป็นไปเพื่อให้ได้มาซึ่งบุคลากรมาจัดทำบริการสาธารณะ (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย เกาหลีใต้ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมนี และ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศในกลุ่ม Euronext)	

การใช้อำนาจ	
คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน	คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานของรัฐ
การที่กฎหมายกำหนดให้การเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ของสมาชิกมีลักษณะเป็นสัญญา เป็นคุณสมบัติที่เสริมความเป็นหน่วยงานเอกชน เพราะนิติสัมพันธ์ระหว่างตลาดหลักทรัพย์กับสมาชิกอยู่ในรูปแบบของกฎหมายเอกชนมากกว่ากฎหมายมหาชน (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย)	การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ในประเทศใดได้รับมอบหมายอำนาจอย่างหลากหลายหรือเบ็ดเสร็จเด็ดขาด ย่อมเป็นองค์ประกอบที่เสริมความเป็นหน่วยงานรัฐ (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีน และ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเวียดนาม)
หากการใช้อำนาจ (ตามที่ได้รับมอบหมาย) ของตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ไม่มีความเบ็ดเสร็จเด็ดขาด อาทิ ถูกควบคุมตรวจสอบหรืออยู่ภายใต้อำนาจขององค์กรอื่นของรัฐอีกชั้นหนึ่ง มีกลไกที่ทำให้การใช้อำนาจอยู่ภายใต้การตรวจสอบขององค์กรตุลาการ หรือมีการกำหนดให้การใช้อำนาจต้องถูกตรวจสอบว่าไม่ขัดหรือแย้งกับกฎหมายหรือแนวปฏิบัติที่รัฐกำหนด ย่อมเป็นองค์ประกอบที่สะท้อนถึงความเป็นหน่วยงานเอกชน (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเกาหลีใต้ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสิงคโปร์ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย และตลาดหลักทรัพย์ในประเทศในกลุ่ม Euronext)	
การถูกควบคุมโดยองค์กรตรวจสอบการเงินของรัฐ	
คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน	คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานของรัฐ
การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ไม่อยู่ภายใต้การตรวจสอบโดยองค์กรตรวจสอบการเงินภาครัฐ แต่อยู่ภายใต้การสอบบัญชีเช่นเดียวกับบริษัทเอกชนทั่วไป ย่อมเป็นองค์ประกอบที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย)	การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) อยู่ภายใต้การตรวจสอบโดยองค์กรตรวจสอบการเงินภาครัฐ ย่อมเป็นองค์ประกอบที่บ่งความเป็นหน่วยงานรัฐได้ (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเวียดนาม)

การถูกควบคุมโดยองค์กรผู้ควบคุมกฎทางการเงินของรัฐ	
คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชน	คุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานของรัฐ
การที่องค์กรผู้ควบคุมกฎมีอำนาจควบคุมเหนือตลาดหลักทรัพย์ (exchange) อย่างเข้มข้น ย่อมเป็นองค์ประกอบที่แสดงความเป็นหน่วยงานเอกชน เพราะโดยปกติ หากมีสถานะเป็นหน่วยงานของรัฐแล้ว ความจำเป็นในการมีหน่วยงานของรัฐอีกหน่วยงานหนึ่งเป็นผู้ควบคุมก็จะลดลง (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยในกลุ่ม Euronext)	หากแม้ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) จะมีสถานะเป็นหน่วยงานของรัฐ ก็ยังอาจมีหน่วยงานของรัฐอีกหน่วยงานหนึ่งเป็นทำหน้าที่ควบคุมดูแลการดำเนินงานได้ แต่ความสัมพันธ์ระหว่างหน่วยงานทั้งสองจะอยู่ในลักษณะของความสัมพันธ์ระหว่างหน่วยงานของรัฐด้วยกัน อาทิ การบังคับบัญชา การกำกับดูแล หรือการอำนวยความสะดวกการบริการรัฐวิสาหกิจ (ซึ่งก็จะมีระดับความเข้มข้นของการควบคุมแตกต่างกัน) (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีน และตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเวียดนาม)
หากองค์กรผู้ควบคุมกฎมีอำนาจในการริบ เพิกถอนใบอนุญาต หรือปิดการดำเนินการของตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ย่อมเป็นองค์ประกอบที่บ่งความเป็นหน่วยงานเอกชนได้ เพราะ โดยปกติ การเพิกถอนสถานะหรือการอนุญาตให้ดำเนินการจะไม่เกิดกับหน่วยงานของรัฐ (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยมาเลเซีย)	

3.3 คุณสมบัติที่ไม่อาจบ่งความเป็นหน่วยงานเอกชนหรือรัฐของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศได้

นอกจากนั้นแล้ว ยังสามารถสังเกตได้ถึงคุณสมบัติที่ไม่อาจบ่งชี้ความเป็นหน่วยงานเอกชนหรือหน่วยงานของรัฐของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศดังที่ได้ศึกษามาได้ 7 ประการ ได้แก่

ประการที่หนึ่ง การกำหนดสถานะ ควบคุม หรือการได้รับอนุญาตให้ประกอบกิจการตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ที่เกิดขึ้นโดยผลของกฎหมาย (มิได้เกิดจากการขออนุญาตของตัวผู้ประกอบการเอง) มีอาจเป็นคุณสมบัติที่บ่งความเป็นหน่วยงานของรัฐได้ (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเกาหลีใต้ และตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสิงคโปร์ ก็ยังมีสถานะเป็นหน่วยงานเอกชน แม้ถูกกำหนดสถานะความเป็นนิติบุคคลหรือขออนุญาตให้ดำเนินการโดยกฎหมายก็ตาม)

ประการที่สอง ในเชิงการจัดซื้อจัดจ้านั้น การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ถูกกฎหมายกำหนดให้ต้องดำเนินการตามหลักเกณฑ์พิเศษบางประการ เช่น การมีระเบียบการจัดซื้อจัดจ้านซึ่งร่างตามข้อกำหนดที่หน่วยงานของรัฐกำหนดเป็นต้นแบบ มิใช่คุณสมบัติที่จะนำไปสู่ความเป็นหน่วยงานของรัฐ เพียงแต่เป็นไปเพื่อควบคุมการดำเนินงานของเอกชนที่ประกอบกิจการที่สำคัญต่อเศรษฐกิจเท่านั้น (อาทิ กรณีของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยมาเลเซีย)

ประการที่สาม ในเชิงการจัดทำบัญชีนั้น การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ถูกกฎหมายกำหนดให้อยู่ภายใต้หลักเกณฑ์พิเศษบางประการ มิใช่คุณสมบัติที่จะนำไปสู่ความเป็นหน่วยงานของรัฐ เพียงแต่เป็นไปเพื่อควบคุมการดำเนินงานของเอกชนที่ประกอบกิจการที่สำคัญต่อเศรษฐกิจเท่านั้น (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสิงคโปร์)

ประการที่สี่ ในเชิงความเป็นเจ้าของนั้น การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ถูกกฎหมายกำหนดให้ต้องดำเนินการตามหลักเกณฑ์พิเศษบางประการในด้านความเป็นเจ้าของ อาทิ สัดส่วนการถือหุ้น หรือการได้รับอนุมัติให้ถือหุ้นรายใหญ่ มิใช่คุณสมบัติที่จะนำไปสู่ความเป็นหน่วยงานของรัฐ เพียงแต่เป็นไปเพื่อควบคุมการดำเนินงานของเอกชนที่ประกอบกิจการที่สำคัญต่อเศรษฐกิจเท่านั้น (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสิงคโปร์ และตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย)

ประการที่ห้า ในเชิงโครงสร้างการบริหารนั้น การที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) ถูกกฎหมายกำหนดให้ต้องดำเนินการตามหลักเกณฑ์พิเศษบางประการ อาทิ การแต่งตั้งกรรมการเพื่อประโยชน์สาธารณะ หรือคณะกรรมการตรวจสอบอิสระ มิใช่คุณสมบัติที่บ่งชี้ความเป็นหน่วยงานของรัฐ แต่เป็นไปเพียงเพื่อควบคุมความชอบธรรมในการดำเนินงานของเอกชนที่ประกอบกิจการที่สำคัญต่อเศรษฐกิจเท่านั้น (อาทิ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย)

ประการที่หก การใช้อำนาจมิใช่คุณสมบัติที่บ่งชี้ความเป็นหน่วยงานรัฐ ตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศที่ศึกษามา ไม่ว่าจะเป็นมีสถานะเป็นหน่วยงานของรัฐหรือหน่วยงานเอกชน ต่างถูกมอบหมายโดยผลของกฎหมายให้ใช้อำนาจได้ทั้งสิ้น (ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเกาหลีใต้ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสิงคโปร์ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีน ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมนี ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศในกลุ่ม Euronext และตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเวียดนาม)

ประการที่เจ็ด ในเชิงการถูกควบคุมโดยองค์กรผู้ควบคุมกฎทางการเงิน (regulator) ของรัฐนั้น การตรวจสอบและกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ (exchange) โดยองค์กรของรัฐเป็นสิ่งที่เกิดขึ้นในประเทศต่าง ๆ ที่ศึกษามาทั้งหมด เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ (exchange) เป็นกิจการที่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศในวงกว้าง แต่รูปแบบและระดับของการควบคุมอาจแตกต่างกันในแต่ละระบบกฎหมาย

4. บทสรุป

สถานะทางกฎหมายของหน่วยงานเป็นประเด็นปัญหาที่เกิดข้ออภิปรายถกเถียงกันอยู่เสมอ ในระบบกฎหมายต่าง ๆ โดยเฉพาะต่อหน่วยงานที่มีลักษณะการดำเนินงานโดยธรรมชาติที่เจือปนระหว่างคุณสมบัติความเป็นหน่วยงานของรัฐและคุณสมบัติความเป็นหน่วยงานเอกชน ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) เป็นหน่วยงานหนึ่งที่มีลักษณะเช่นนี้และมักถูกพิจารณาสถานะทางกฎหมายด้วยความเข้าใจที่คลาดเคลื่อนอยู่เสมอ ผู้เขียนหวังว่าการศึกษาวិจัยสถานะทางกฎหมายและคุณสมบัติการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ ได้แก่ ประเทศเกาหลีใต้ ประเทศสิงคโปร์ ประเทศจีน ประเทศมาเลเซีย ประเทศเยอรมนี ประเทศเวียดนาม และประเทศในกลุ่ม Euronext ที่นำเสนอในบทความนี้ จะทำให้เกิดความเข้าใจที่กระจ่างชัดมากขึ้น

โดยสรุป การดำเนินกิจการตลาดหลักทรัพย์ในประเทศต่าง ๆ ตามที่ได้ศึกษามาเกิดขึ้นใน 3 รูปแบบ ได้แก่ การเป็นหน่วยธุรกิจเอกชนที่รัฐเป็นเจ้าของ (รัฐวิสาหกิจ) การเป็นหน่วยงานเอกชนแต่ถูกควบคุมด้วยกฎเกณฑ์พิเศษ และการเป็นหน่วยงานรูปแบบผสม ทั้งนี้ เพราะรูปแบบทั้ง 3 นี้ต่างตอบสนองคุณสมบัติความเป็นหน่วยงานเอกชนและคุณสมบัติของความเป็นหน่วยงานของรัฐ โดยไม่ละทิ้งการพิจารณาด้านใดด้านหนึ่งอย่างสิ้นเชิง

นอกจากนี้ การศึกษาสถานะทางกฎหมายและคุณสมบัติการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศในบทความนี้ ยังทำให้ได้มาซึ่งข้อวิเคราะห์คุณสมบัติที่บ่งชี้ความเป็นหน่วยงานเอกชน และข้อวิเคราะห์คุณสมบัติที่บ่งชี้ความเป็นหน่วยงานของรัฐหลายประการด้วยที่น่าสนใจ ได้แก่ คุณสมบัติที่เป็นจุดตัดต่าง ๆ อาทิ เช่นเมื่อใดก็ตามที่ตลาดหลักทรัพย์ (exchange) มีการได้มาซึ่งทุนในการบริหารงานจากภาครัฐแล้ว ก็ย่อมมีแนวโน้มสูงที่จะมีสถานะเป็นหน่วยงานของรัฐ รวมถึงคุณสมบัติที่ไม่อาจบ่งชี้ความเป็นหน่วยงานของรัฐหรือหน่วยงานเอกชนได้ อาทิ แม้จะถูกกำหนดสถานะความเป็นนิติบุคคลภายใต้กฎหมายก็ไม่จำเป็นว่าต้องมีสถานะเป็นหน่วยงานของรัฐ หรือแม้จะได้รับมอบหมายให้ใช้อำนาจ หรือถูกกำกับดูแลด้วยหลักเกณฑ์พิเศษบางประการเกี่ยวกับการจัดทำบัญชี โครงสร้างการบริหาร หรือความเป็นเจ้าของ การนี้ก็ได้แปรผันตรงต่อความเป็นหน่วยงานของรัฐแต่อย่างใด