

กรอบกฎเกณฑ์ด้านความมั่นคงและ
การคุ้มครองผู้ลงทุนของตลาดหลักทรัพย์
(Prudential Requirements for a Stock Exchange)

อติคุณ เจริญพงศ์

กิตติ สุทธิธรรมศิลป์

มิถุนายน 2553



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
The Stock Exchange of Thailand

Disclaimer : รายงานนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้เขียน โดยเฉพาะ จัดทำบนพื้นฐานของข้อมูลที่เชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ โดยมีวัตถุประสงค์
เพื่อให้ความรู้และแนวคิดแก่ผู้อ่านเท่านั้น มิได้สะท้อนความเห็นของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแต่อย่างใด

สารบัญ

	หน้า
บทสรุปผู้บริหาร	i
บทนำ	1
บทที่ 1 กฎเกณฑ์เกี่ยวกับการทดแทนความเสียหายจากการชำระราคาและ ส่งมอบหลักทรัพย์	4
บทที่ 2 กฎเกณฑ์เกี่ยวกับการคุ้มครองผู้ลงทุน	13
บทที่ 3 กฎเกณฑ์เกี่ยวกับการทดแทนความเสียหายจากความผิดพลาดใน งานปฏิบัติการของตลาดหลักทรัพย์	25
บทที่ 4 การจัดโครงสร้างสินทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ นอกเหนือจาก การดำรงเงินกองทุนเพื่อความมั่นคงและการคุ้มครองผู้ลงทุน	27
บทส่งท้าย	30
เอกสารแนบ	31

สารบัญตาราง

		หน้า
ตารางที่ 1	ข้อมูลพื้นฐานของตลาดหลักทรัพย์หลักที่ครอบคลุมในงานศึกษานี้	3
ตารางที่ 2	แหล่งที่มาของเงินเพื่อควบคุมความเสี่ยงจากการผันผวนราคาในปี 2009	9
ตารางที่ 3	สัดส่วนเงินเพื่อควบคุมความเสี่ยงจากการผันผวนราคาในตลาดหลักทรัพย์ในปี 2009 ต่อมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยรายวันปี 2005-2009	11
ตารางที่ 4	สัดส่วนเงินเพื่อควบคุมความเสี่ยงจากการผันผวนราคาในตลาดอนุพันธ์ในปี 2009 ต่อมูลค่าการซื้อขายอนุพันธ์เฉลี่ยรายวันปี 2005-2009	12
ตารางที่ 5	การจัดตั้งกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนในประเทศต่างๆ	14
ตารางที่ 6	กองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนและหน่วยงานที่ดูแลในประเทศต่างๆ	14
ตารางที่ 7	จำนวนเงินคุ้มครองผู้ลงทุนขั้นสูง (cap) ตามระเบียบกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุน	17
ตารางที่ 8	แหล่งที่มาของเงินกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนสำหรับตลาดหลักทรัพย์และตลาดอนุพันธ์	20
ตารางที่ 9	จำนวนผู้ลงทุนที่เงินกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนสำหรับความเสียหายในตลาดหลักทรัพย์ในปี 2009 สามารถคุ้มครองได้	21
ตารางที่ 10	จำนวนผู้ลงทุนที่เงินกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนสำหรับความเสียหายในตลาดอนุพันธ์ในปี 2009 สามารถคุ้มครองได้	24

สารบัญภาพ

	หน้า	
ภาพที่ 1	กระบวนการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์	1
ภาพที่ 2	การเปรียบเทียบวงเงินคุ้มครองชั้นสูงต่อผู้ลงทุนสำหรับความเสียหายในตลาดหลักทรัพย์ กับมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยรายวันปี 2005-2009	18
ภาพที่ 3	การเปรียบเทียบวงเงินคุ้มครองชั้นสูงต่อ บล. สำหรับความเสียหายในตลาดหลักทรัพย์ กับมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยรายวันปี 2005-2009	19
ภาพที่ 4	การเปรียบเทียบวงเงินคุ้มครองชั้นสูงต่อผู้ลงทุนสำหรับความเสียหายในตลาดอนุพันธ์ กับมูลค่าการซื้อขายตราสารอนุพันธ์เฉลี่ยรายวันปี 2005-2009	19
ภาพที่ 5	การเปรียบเทียบวงเงินคุ้มครองชั้นสูงต่อ บล. สำหรับความเสียหายในตลาดอนุพันธ์ กับมูลค่าการซื้อขายตราสารอนุพันธ์เฉลี่ยรายวันปี 2005-2009	20
ภาพที่ 6	สัดส่วนสินทรัพย์สภาพคล่องที่ปราศจากภาระผูกพัน ต่อค่าใช้จ่ายเพื่อการขยายธุรกิจ การดำเนินธุรกิจทั่วไป และการจ่ายเงินปันผลของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ ในปี 2009	28
ภาพที่ 7	สัดส่วนสินทรัพย์ถาวร (fixed asset) ต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (total asset) ของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ	29

สารบัญกล่อง

	หน้า	
กล่องที่ 1	ตัวกลางรับประกันความเสี่ยงในการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ (central counterparty)	5
กล่องที่ 2	การศึกษาเปรียบเทียบระดับการดำรงเงินเพื่อควบคุมความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระราคาในตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ	11
กล่องที่ 3	ประสบการณ์การใช้เงินกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนของประเทศต่างๆ	16
กล่องที่ 4	สมมติฐานเพื่อวิเคราะห์คำนวณหาจำนวนเงินกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนที่ต้องใช้ หาก บล. ที่มี net capital ratio (NCR) ต่ำที่สุดล้มละลาย 1 บริษัท	23

ดัชนีตัวย่อ

ASX	=	Australian Securities Exchange
BM	=	Bursa Malaysia Berhad
CCP	=	Central counterparty
CS fund	=	Clearing and settlement fund
HKEx	=	Hong Kong Exchanges and Clearing Limited
IP fund	=	Investor protection fund
SET	=	The Stock Exchange of Thailand
SFC	=	Securities and Futures Commission (Hong Kong)
SGX	=	Singapore Exchange Limited
WFE	=	World Federation of Exchanges
ตลท.	=	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
บจ.	=	บริษัทจดทะเบียน
บล.	=	บริษัทหลักทรัพย์

บทสรุปผู้บริหาร

ตลาดหลักทรัพย์เป็นศูนย์กลางสำคัญในการซื้อขายตราสารทุน โดยมีกลไกจับคู่คำสั่งซื้อและคำสั่งขายของผู้ลงทุนที่ส่งผ่านบริษัทหลักทรัพย์ (บล.) มายังตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ได้ราคาที่โปร่งใส เป็นธรรม และมีประสิทธิภาพ โดยมีต้นทุนการทำธุรกรรมที่ต่ำกว่าการจับคู่ซื้อขายกันโดยตรงระหว่างผู้ซื้อและผู้ขาย อีกทั้ง ยังช่วยลดความเสี่ยงด้านสภาพคล่องให้ผู้ลงทุน เนื่องจากผู้ลงทุนสามารถเปลี่ยนตราสารทุนดังกล่าวเป็นเงินสดได้โดยง่ายและคล่องตัว

เพื่อให้กลไกการเป็นศูนย์กลางดังกล่าวดำเนินได้อย่างมีประสิทธิภาพและเกิดประโยชน์สูงสุดต่อผู้ร่วมตลาดทุกกลุ่ม ตลาดหลักทรัพย์ที่ดีจำเป็นต้องมีกรอบกฎเกณฑ์ด้านความมั่นคงต่างๆ และการคุ้มครองผู้ลงทุนของตลาดหลักทรัพย์ (prudential requirements) ที่รัดกุม เพื่อควบคุมความเสี่ยงที่สำคัญอย่างน้อย 3 ประการ คือ

ความเสี่ยงที่ 1 : การผิณัดชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ของ บล.

ความเสี่ยงที่ 2 : ความผิดพลาดของ บล. ก่อความเสียหายต่อผู้ลงทุน โดยเฉพาะรายย่อย

ความเสี่ยงที่ 3 : ความผิดพลาดในงานปฏิบัติการของตลาดหลักทรัพย์

จากการศึกษากลไกการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกพบว่า ในปัจจุบันยังไม่มีมาตรฐานด้านความมั่นคงและการคุ้มครองผู้ลงทุนที่ชัดเจนและเป็นสากล ต่างจากการกำกับดูแลธุรกิจการเงินอื่นๆ เช่น ธนาคารพาณิชย์ ดังนั้น ผู้ศึกษาจึงเน้นศึกษาเปรียบเทียบหลักเกณฑ์ แนวทางปฏิบัติ และระดับสินทรัพย์ที่ตลาดหลักทรัพย์ดำรงไว้เพื่อความมั่นคงต่อการดำเนินธุรกิจตลาดหลักทรัพย์และคุ้มครองผู้ลงทุน เพื่อเปรียบเทียบกับของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.)

ทั้งนี้ ผู้ศึกษาพบว่า สำหรับความเสี่ยงที่ 1 และ 2 ประเทศส่วนใหญ่มีกฎหมายบังคับให้จัดตั้งกองทุนทดแทนความเสียหายในระบบชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ (clearing and settlement fund : CS fund) และกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุน (investor protection fund : IP fund) ตามลำดับ เพื่อเป็นแหล่งเงินทุนหลักสำหรับชดเชยความเสียหาย ซึ่งพบว่า ตลท. มีสัดส่วนมูลค่าเงิน CS fund สำหรับตลาดหลักทรัพย์และตลาดอนุพันธ์ในปี 2009 เมื่อเทียบกับมูลค่าการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์และตลาดอนุพันธ์เฉลี่ยรายวันในปี 2005-2009 สูงกว่าออสเตรเลีย ฮองกง สิงคโปร์ และมาเลเซีย ซึ่งเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ใช้เพื่อการศึกษาเปรียบเทียบในงานศึกษานี้

ส่วนเงิน IP fund สำหรับตลาดหลักทรัพย์ของไทยยังมีระดับต่ำ เมื่อเทียบกับมูลค่าความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจริงหาก บล. สมาชิกของกองทุนล้มละลาย กล่าวคือ มูลค่าเงินกองทุนไม่เพียงพอชดเชยความเสียหายให้แก่ผู้ลงทุนจำนวนมากที่อยู่ในความดูแลของ บล. สมาชิก ภายใต้กรอบวงเงินความคุ้มครองขั้นสูง (cap)¹ ที่กองทุนกำหนดไว้ สำหรับตลาดอนุพันธ์ของไทยยังไม่มี การจัดตั้ง IP fund ขณะที่ออสเตรเลีย ฮองกง สิงคโปร์ และมาเลเซีย มีข้อบังคับตามกฎหมายให้ จัดตั้งกองทุน

ในด้านความเสี่ยงที่ 3 ออสเตรเลีย ฮองกง สิงคโปร์ มาเลเซีย และไทย บริหารความเสี่ยง โดยการซื้อประกันความเสียหาย (insurance) และการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องที่ปราศจากภาระผูกพันของตลาดหลักทรัพย์ (free fund) ในระดับที่สูง ส่วนมาเลเซียตั้งกองทุนทดแทนความเสียหาย จากการรับฝากหลักทรัพย์เป็นการเฉพาะร่วมด้วย

การ demutualization ตลท. ที่กำลังจะเกิดขึ้นตามแผนพัฒนาตลาดทุน ถือเป็น การเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างที่สำคัญของ ตลท. และตลาดทุนไทย ดังนั้น จึงจำเป็นต้องมี ข้อกำหนดเงินกองทุนขั้นพื้นฐานเพื่อความมั่นคงและเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนอย่างเพียงพอ เพื่อ เสริมสร้างความเชื่อมั่นและความมั่นคงในตลาดทุน ทำให้ ตลท. สามารถแข่งขันได้และเป็นตลาด หลักทรัพย์ที่มีคุณภาพเทียบเท่าสากล ทั้งนี้ ประเด็นที่ ตลท. และ/หรือหน่วยงานกำกับดูแลควร พิจารณาให้ความสำคัญ มีดังนี้

(1) แม้สัดส่วนเงิน CS fund ของ ตลท. เทียบกับมูลค่าการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์และ ตลาดอนุพันธ์ สูงกว่าตลาดหลักทรัพย์อื่นในปัจจุบัน แต่เนื่องจากปริมาณการซื้อขายใน ตลท. มี โอกาสขยายตัวได้อีกมากในอนาคต (growth market) ดังนั้น ความเพียงพอของเงินกองทุนใน ปัจจุบันอาจไม่ครอบคลุมถึงการเติบโตในระยะยาว ด้วยเหตุนี้ ตลท. ควรเตรียมพร้อมเสมอที่จะเพิ่ม ขนาดเงินกองทุนหากธุรกรรมการซื้อขายในตลาดเพิ่มขึ้น เพื่อรักษาสัดส่วนการดำรงเงินกองทุนให้ ทัดเทียมตลาดหลักทรัพย์อื่นในอนาคต

¹ วงเงินความคุ้มครองขั้นสูง (cap) ของกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุน หมายถึง มูลค่าเงินคุ้มครองสูงสุดที่กองทุนจะจ่าย ชดเชยให้แก่ผู้ลงทุนแต่ละราย หาก บล. สมาชิกของกองทุนล้มละลายหรือเกิดความเสียหายแก่ผู้ลงทุน ทั้งนี้ ผู้ ลงทุนจะได้รับชดเชยค่าเสียหายตามจริง แต่ต้องไม่เกินจำนวนเงินความคุ้มครองขั้นสูงตามกฎหมายของกองทุน

(2) ควรปรับเพิ่มมูลค่าเงิน IP fund สำหรับตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้สอดคล้องกับวงเงินคุ้มครองชั้นสูง หรืออย่างน้อยให้ทัดเทียมกับสัดส่วนที่ตลาดหลักทรัพย์อื่นดำรงไว้ ต่อจำนวนบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนรายย่อย

(3) ควรสำรองเงินเพื่อจัดตั้ง IP fund สำหรับตลาดอนุพันธ์ และดำรงเงินกองทุนให้ทัดเทียมกับระดับ IP fund ที่ตลาดหลักทรัพย์อื่นดำรงอยู่ ซึ่งควรสัมพันธ์กับมูลค่าการซื้อขายในตลาดอนุพันธ์ และมูลค่าเงินกองทุนต้องเพียงพอต่อการใช้จ่ายจริงตามวงเงินคุ้มครองชั้นสูงของ IP fund ทั้งนี้ ควรให้ความสำคัญกับขนาดของตลาดอนุพันธ์ที่มีแนวโน้มขยายตัวได้อีกมากในอนาคตประกอบด้วย

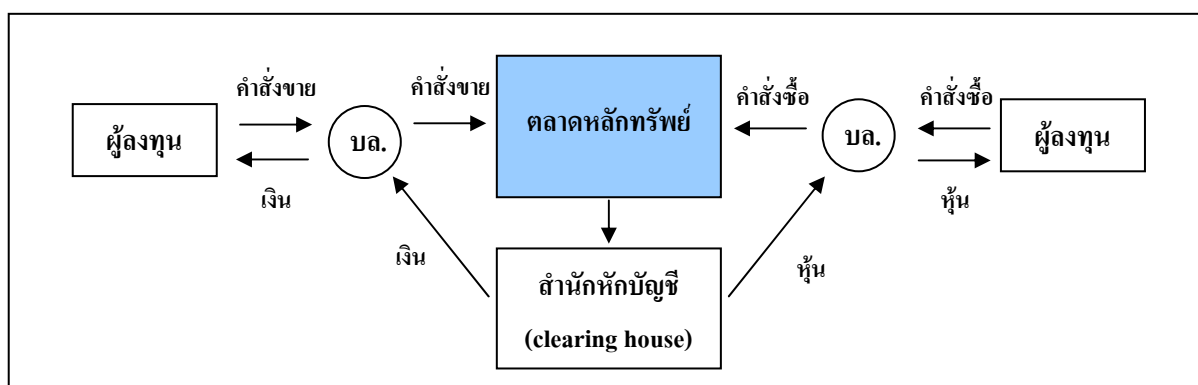
(4) ควรรักษาสัดส่วนสินทรัพย์สภาพคล่องที่ปราศจากภาระผูกพัน ต่อค่าใช้จ่ายเพื่อการขยายธุรกิจ การดำเนินธุรกิจ และการจ่ายเงินปันผลของ ตลท. ให้ทัดเทียมกับตลาดหลักทรัพย์อื่น ภายหลังจาก demutualization

บทนำ

ธุรกิจตลาดหลักทรัพย์เป็นตัวกลางสำคัญในการซื้อขายตราสารทุน โดยมีกลไกจับคู่คำสั่งซื้อและคำสั่งขายของผู้ลงทุนที่ส่งผ่านบริษัทหลักทรัพย์ (บล.) มายังตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ได้ราคาที่เป็นธรรม และมีประสิทธิภาพ โดยมีต้นทุนการทำธุรกรรมที่ต่ำกว่าการจับคู่ซื้อขายกันโดยตรงระหว่างผู้ซื้อและผู้ขาย อีกทั้ง ยังช่วยลดความเสี่ยงด้านสภาพคล่องให้ผู้ลงทุน เนื่องจากผู้ลงทุนสามารถเปลี่ยนตราสารทุนดังกล่าวเป็นเงินสดได้โดยง่ายและคล่องตัว

ณ สิ้นปี 2009 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) มีบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมด 6 แสนบัญชี โดยเพิ่มขึ้นร้อยละ 27 จากจำนวนดังกล่าวในปี 2005 นอกจากนี้ การซื้อขายผ่านการจับคู่ใน ตลท. ในปี 2005-2009 มีมูลค่ารวม 21 ล้านล้านบาท โดยร้อยละ 57 เป็นธุรกรรมของผู้ลงทุนรายย่อย ร้อยละ 28 เป็นธุรกรรมของผู้ลงทุนต่างชาติ ร้อยละ 8 เป็นธุรกรรมของบัญชีซื้อขายของ บล. และร้อยละ 7 เป็นธุรกรรมของผู้ลงทุนสถาบันภายในประเทศ ซึ่งมูลค่าการซื้อขายดังกล่าวโดยเฉลี่ยร้อยละ 84 สามารถหักลบกลบหนี้ภายใน บล. และระหว่าง บล. ในแต่ละวัน (netting efficiency) และร้อยละ 16 เกิดธุรกรรมชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ (net clearing) ผ่านสำนักหักบัญชีของ ตลท. (Thailand Clearing House : TCH)

ภาพที่ 1 : กระบวนการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์



ทั้งนี้ เพื่อให้กลไกการเป็นตัวกลางการซื้อขายหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ดำเนินได้อย่างมีประสิทธิภาพและเกิดประโยชน์สูงสุดต่อผู้ร่วมตลาดทุกกลุ่ม ตลาดหลักทรัพย์ที่ดีจำเป็นต้องมีกรอบกฎเกณฑ์ด้านความมั่นคงต่างๆ และการคุ้มครองผู้ลงทุนของตลาดหลักทรัพย์ (prudential requirements) ที่รัดกุม เพื่อควบคุมความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น อาทิ กรณีที่ระบบงานของตลาด

หลักทรัพย์เกิดข้อผิดพลาด หรือกรณีที่ บล. ผิดนัดชำระหนี้ หรือดำเนินงานผิดพลาด ก่อให้เกิดความเสียหายต่อคู่สัญญาซื้อขายตราสารทุนหรือผู้ลงทุน โดยเฉพาะรายย่อย เป็นต้น

อย่างไรก็ตาม การกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ในปัจจุบันยังต่างจากธุรกิจการเงินอื่นๆ กล่าวคือ ยังไม่มีมาตรฐานการกำกับดูแลที่ชัดเจนและเป็นสากล² ในประเด็นความมั่นคงและการคุ้มครองผู้ลงทุน นอกจากนี้ งานศึกษาของ WFE³ พบว่า โดยทั่วไป ไม่มีกฎเกณฑ์ที่แน่นอนเกี่ยวกับระดับสินทรัพย์ที่ตลาดหลักทรัพย์ควรดำรงไว้เพื่อการดังกล่าว ดังนั้น งานศึกษานี้จะศึกษาหลักเกณฑ์ แนวทางปฏิบัติ และระดับสินทรัพย์ที่ตลาดหลักทรัพย์ควรดำรงไว้เพื่อความมั่นคงต่อการดำเนินธุรกิจตลาดหลักทรัพย์และคุ้มครองผู้ลงทุน เพื่อเปรียบเทียบกับของ คตท. โดยจะเน้นศึกษาใน 3 ประเด็นสำคัญ ซึ่งพบในตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ คือ (1) การทดแทนความเสียหายจากการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ (clearing and settlement) (2) การคุ้มครองผู้ลงทุน (investor protection) และ (3) การทดแทนความเสียหายจากความผิดพลาดในงานปฏิบัติการของตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้ จะเน้นศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แถบเอเชียแปซิฟิก ที่มีลักษณะตลาดและรูปแบบธุรกิจคล้ายคลึงกับ คตท. เป็นหลัก กล่าวคือ (1) ให้บริการทั้งตลาดหลักทรัพย์และตลาดอนุพันธ์ และ (2) ประกอบธุรกิจครบวงจร ทั้งธุรกรรมการซื้อขาย การชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์ และการรับฝากหลักทรัพย์ (vertically integrated model) โดยตลาดหลักทรัพย์เหล่านี้ผ่านการ demutualization และจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ (initial public offering : IPO) แล้ว ทั้งนี้ เพื่อใช้พิจารณาหลักเกณฑ์ปฏิบัติและระดับการดำรงสินทรัพย์ที่เหมาะสมของ คตท. ภายหลังจาก demutualization และจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ในอนาคต

² ธนาคารพาณิชย์มีการกำกับดูแลตามเกณฑ์ของ Bank for International Settlements (BIS) ซึ่งเป็นองค์กรสากลของกลุ่มธนาคารกลางในโลก เช่น เกณฑ์ Basel II ซึ่งเป็นมาตรฐานการดำรงเงินทุนเพื่อบริหารความเสี่ยงสำหรับธุรกิจธนาคารพาณิชย์ เป็นต้น

³ WFE (2006), "Task Force Report on Capital Adequacy and Management."

ตารางที่ 1 : ข้อมูลพื้นฐานของตลาดหลักทรัพย์หลักที่ครอบคลุมในงานศึกษาฉบับนี้

ตลาดหลักทรัพย์	มูลค่ารวมของ บจ. ตามราคาตลาด (market capitalization) ณ สิ้นปี 2009 (ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)	มูลค่าการซื้อขาย (trading value) ในปี 2009 (ล้านดอลลาร์ สหรัฐฯ)	ปีที่ทำ demutualization	ปีที่ทำ IPO
Australian Securities Exchange (ASX)	1,261,909	933,560	1998	1998
Singapore Exchange (SGX)	481,247	244,096	1999	2000
Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEx)	2,305,143	1,498,063	2000	2000
Bursa Malaysia Berhad (BM)	289,219	85,519	2004	2005
คตท.	176,956	125,972	-	-

ที่มา : WFE

บทที่ 1 : กฎเกณฑ์เกี่ยวกับการทดแทนความเสียหายจากการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์

ในกระบวนการจับคู่คำสั่งซื้อขายตราสารทุนของผู้ลงทุนที่ส่งผ่าน บล. มายังตลาดหลักทรัพย์ สำนักหักบัญชี (clearing house) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของตลาดหลักทรัพย์ ต้องรับความเสี่ยงจากการเป็นตัวกลางรับประกันการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ให้กับ บล. ที่เป็นสมาชิกสำนักหักบัญชี (central counterparty : CCP (ดังรายละเอียดในกล่องที่ 1))

ในปี 2005-2009 ร้อยละ 16 ของมูลค่าซื้อขายทั้งหมดใน ตลาด. ชำระราคาผ่านสำนักหักบัญชี หรือมีมูลค่าเฉลี่ย 2,700 ล้านบาทต่อวัน และสำหรับประเทศไทยซึ่งมีระยะเวลาชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์เป็น T+3⁴ ความเสี่ยงที่สำนักหักบัญชีต้องรับจะสะสมในวันใดวันหนึ่งเท่ากับมูลค่าชำระราคารวมกัน 3 วันทำการ นอกจากนี้ ถ้า บล. ที่เป็นสมาชิกไม่สามารถส่งมอบหลักทรัพย์ได้ตามสัญญา และสำนักหักบัญชีต้องหาหลักทรัพย์มาส่งมอบแทน ราคาของหลักทรัพย์ตามสัญญายังมีโอกาสเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงได้ในแต่ละวันที่ผ่านไปจนถึงกำหนดชำระราคาในวันที่ T+3 ด้วย ดังนั้น จากความเสี่ยงที่มีมูลค่าสูงมากนี้ มาตรการเพื่อบริหารและควบคุมความเสี่ยงที่รัดกุมจึงเป็นสิ่งที่สำคัญมากสำหรับการประกอบธุรกิจตลาดหลักทรัพย์

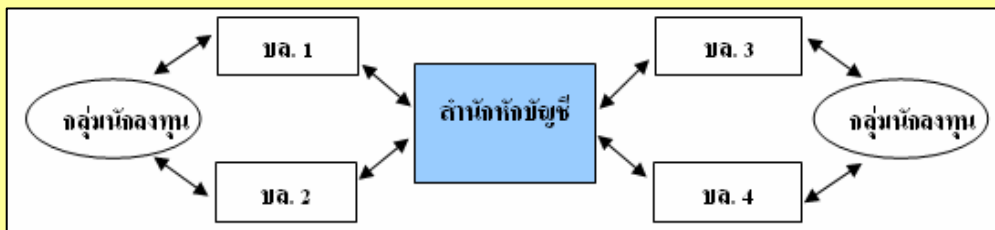
1. มาตรการของสำนักหักบัญชีเพื่อควบคุมความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระราคาของบริษัทสมาชิก

การผิดนัดชำระราคาของบริษัทสมาชิก หมายถึง การที่สมาชิกไม่ชำระราคาหรือส่งมอบหลักทรัพย์หรือวางหลักประกัน ไม่สมทบเงินกองทุนทดแทนความเสียหายในระบบชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ ไม่ชำระค่าธรรมเนียม ดอกเบี้ย ค่าปรับ ค่าเสียหาย และอื่นๆ ที่สำนักหักบัญชีเรียกเก็บ สมาชิกถูกฟ้องล้มละลายและพิทักษ์ทรัพย์ หรือมีฐานะการเงินลดลงจนไม่สามารถชำระราคาหรือส่งมอบหลักทรัพย์ได้ตามปกติ หรือไม่ชำระหนี้อื่นที่เกี่ยวข้องกับการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ ทั้งนี้ มาตรการที่สำนักหักบัญชีต่างๆ นิยมใช้ เพื่อควบคุมความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระราคาของบริษัทสมาชิกมี 3 แนวทาง ดังนี้

⁴ T+3 หมายถึง หลักทรัพย์หรือเงินจะครบกำหนดส่งมอบ 3 วันทำการภายหลังการทำธุรกรรมซื้อขายหลักทรัพย์

กล่องที่ 1 : ตัวกลางรับประกันความเสี่ยงในการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ (CCP)

สำนักหักบัญชีเป็นตัวกลางรับประกันการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ ในกลไกการจับคู่คำสั่งซื้อขายของผู้ลงทุนที่ส่งผ่าน บล. ที่เป็นสมาชิกของสำนักหักบัญชีมายังตลาดหลักทรัพย์ผ่านกระบวนการ novation กล่าวคือ สำนักหักบัญชีจะเป็นผู้ซื้อให้กับทุกผู้ขาย และเป็นผู้ขายให้กับทุกผู้ซื้อ และรับประกันว่าจะเกิดการส่งมอบหลักทรัพย์หรือเงินตรงตามจำนวนมูลค่า และเวลาที่ บล. ดังกล่าวได้ตกลงไว้ ซึ่งกระบวนการนี้ช่วยควบคุมความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ (credit risk) ของ บล. และสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ร่วมตลาดที่เกี่ยวข้อง รวมทั้งเสริมสร้าง market integrity ของตลาดหลักทรัพย์ด้วย



ทั้งนี้ มูลค่าความเสี่ยงสูงสุดที่สำนักหักบัญชีต้องรับ คือ มูลค่า net clearing สะสมตามจำนวนวันของรอบการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ รวมกับความเสี่ยงจากโอกาสที่ราคาหลักทรัพย์สามารถเปลี่ยนแปลงได้ในแต่ละวัน เช่น กรณี ตลาด มีรอบการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์เป็น T+3 และมีเพดานการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ (floor and ceiling) ควบคุมราคาหลักทรัพย์ให้ไม่สามารถเปลี่ยนแปลงได้เกินกว่า +/- ร้อยละ 30 ในแต่ละวันทำการ ดังนั้น ถ้าสมมติว่า บล. ที่ผิดนัดชำระหนี้มีมูลค่า net clearing เป็น net buy 100 ล้านบาทต่อวัน ตลอด 3 วันที่ผ่านมา แต่เมื่อครบกำหนดกลับไม่สามารถส่งมอบเงินได้เนื่องจากล้มละลาย สำนักหักบัญชีในฐานะผู้รับประกันจะต้องจ่ายเงินแทนให้แก่ บล. ที่มี net clearing เป็น net sell ไปก่อน 300 ล้านบาท และรับตราสารทุนไว้ อย่างไรก็ดี หากใน 3 วันที่ผ่านมาราคาของหลักทรัพย์ดังกล่าวลดลงในอัตราร้อยละ 30 ทุกวัน ตราสารทุนที่สำนักหักบัญชีถืออยู่จะมีมูลค่าเหลือเพียงประมาณ 180 ล้านบาทเท่านั้น ส่วนต่างของมูลค่าดังกล่าว ซึ่งเป็นความเสี่ยงสะสมตั้งแต่วันทำธุรกรรมการซื้อขายวันแรกจนถึงวันที่ 3 จึงเป็นภาระและความเสี่ยงที่สำนักหักบัญชีต้องแบกรับ

อนึ่ง ในระบบการซื้อขายที่ปราศจาก CCP เมื่อมี บล. ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งผิดนัดไม่ส่งมอบเงินหรือหลักทรัพย์ อาจกระทบให้ บล. ที่ถูกผิดนัดไม่มีเงินหรือหลักทรัพย์เพื่อไปทำธุรกรรมอื่นที่ได้สัญญาไว้ก่อนได้ จนเกิดเป็นปัญหาการขาดสภาพคล่องลูกกลมในระบบการเงิน (systemic risk)

1.1 การกำกับดูแลสมาชิกสำนักหักบัญชี : สำนักหักบัญชีจะติดตามและควบคุมความเสี่ยงของสมาชิกโดยต่อเนื่อง เช่น กำหนดส่วนทุนขั้นต่ำของบริษัทสมาชิก การออกกฎให้สมาชิกต้องจัดส่งรายงานเงินกองทุนสภาพคล่องสุทธิ (net capital) และรายงานฐานะทางการเงินของบริษัทให้สำนักหักบัญชีทุกเดือน และการกำหนดเพดานการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ (settlement cap) ให้ไม่เกินจำนวนเท่าของเงินกองทุนสภาพคล่องสุทธิของ บล. นั้นๆ เป็นต้น

1.2 การให้บริการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์เพื่อการส่งมอบต่อสำนักหักบัญชี (securities borrowing and lending : SBL) : เพื่อบรรเทาปัญหาการผัดผ่อนส่งมอบหลักทรัพย์ในกรณีที่บริษัทสมาชิกไม่สามารถส่งมอบหลักทรัพย์ได้ตามกำหนด โดยสำนักหักบัญชีจะทำหน้าที่เป็นผู้ให้ยืมและผู้ยืมแทนสมาชิกสำนักหักบัญชี แต่สมาชิกผู้ยืมจะต้องวางหลักประกัน (collateral) เพื่อให้ผู้ให้ยืมเกิดความมั่นใจว่าจะได้รับคืนหลักทรัพย์ตามระยะเวลาที่กำหนด เช่น กรณีของไทยต้องไม่เกิน 6 วันทำการ

1.3 การซื้อหลักทรัพย์เพื่อการส่งมอบกรณีผัดผ่อน (buy-in) : กรณีที่ไม่สามารถยืมหลักทรัพย์ได้ สำนักหักบัญชีจะบังคับซื้อหลักทรัพย์จากตลาดซื้อขายในวันทำการถัดจากวันที่ครบกำหนดส่งมอบและชำระราคาในวันเดียวกัน (next day buy-in, same day settlement) และเรียกเก็บค่าปรับผัดผ่อนส่งมอบหลักทรัพย์ตั้งแต่วันที่ผัดผ่อน จนกว่าจะได้รับหลักทรัพย์เพื่อการส่งมอบครบถ้วน โดยผู้ผัดผ่อนต้องรับผิดชอบค่าใช้จ่ายจากการ buy-in ที่สำนักหักบัญชีดำเนินการทั้งหมด

2. เงินทุนที่สำนักหักบัญชีสามารถใช้เพื่อควบคุมความเสี่ยงจากการผัดผ่อนชำระราคาของบริษัทสมาชิก

ในฐานะ CCP สำนักหักบัญชีจำเป็นต้องมีแหล่งเงินทุนที่มากพอ เพื่อชำระราคาหรือซื้อหลักทรัพย์เพื่อส่งมอบแทนสมาชิกสำนักหักบัญชีที่ผัดผ่อนในตลาดหลักทรัพย์และตลาดอนุพันธ์ ซึ่งแหล่งเงินทุนส่วนใหญ่ที่สำนักหักบัญชีสามารถใช้ได้คล้ายคลึงกันในทุกประเทศ แต่อาจจัดลำดับการใช้แหล่งเงินทุนที่ต่างกันบ้าง (ดังรายละเอียดในเอกสารแนบที่ 1) แต่โดยส่วนใหญ่ใช้นิยมใช้ตามลำดับ ดังนี้

2.1 หลักประกัน (margin) ที่สมาชิกที่ผิคนัดชำระราคาฝากไว้กับสำนักหักบัญชี (สำหรับตลาดอนุพันธ์)

สำหรับการทำธุรกรรมซื้อขายอนุพันธ์ สมาชิกสำนักหักบัญชีต้องฝากเงินหลักประกันไว้กับสำนักหักบัญชี โดยมูลค่าที่ต้องฝากจะสัมพันธ์กับประเภทและปริมาณสัญญาซื้อขายตราสารอนุพันธ์ของสมาชิกแต่ละราย นอกจากนี้ สำนักหักบัญชียังกำหนดให้สมาชิกต้องเรียกหลักประกันจากลูกค้ายของสมาชิกไม่น้อยกว่าหลักประกันที่สำนักหักบัญชีเรียกเก็บจากสมาชิกด้วย

2.2 หลักทรัพย์เพื่อประกันความมั่นคง (security deposit) ที่สมาชิกที่ผิคนัดชำระราคาฝากไว้กับสำนักหักบัญชี (สำหรับตลาดอนุพันธ์)

ทรัพย์สินนี้ส่วนใหญ่สำนักหักบัญชีจะเรียกเก็บจากสมาชิกตอนแรกเข้า เช่น กรณีประเทศไทย สำนักหักบัญชีจะเรียกเก็บไม่น้อยกว่า 5 ล้านบาทต่อสมาชิก กรณีเป็นสมาชิกเพื่อชำระราคาสินค้าในตลาดอนุพันธ์ และไม่น้อยกว่า 4 ล้านบาทต่อสมาชิก กรณีเป็นสมาชิกเพื่อชำระราคาสินค้าในตลาดอนุพันธ์ที่เกี่ยวกับทองคำเท่านั้น เป็นต้น

2.3 เงินกองทุนทดแทนความเสียหายในระบบชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ (clearing and settlement fund : CS fund)

จากความเสี่ยงในฐานะ CCP ของสำนักหักบัญชี ซึ่งหากเกิดความผิดพลาดรุนแรง อาจส่งผลกระทบต่อภาคการเงินของประเทศได้ หน่วยงานกำกับดูแลการชำระราคาของประเทศต่างๆ จึงกำหนดเป็นกฎหมายให้สำนักหักบัญชีต้องจัดตั้ง CS fund เพื่อสร้างความเชื่อมั่นในระบบการเป็นตัวกลาง และความมั่นคงทางการเงิน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อจัดเตรียมแหล่งเงินทุนที่เพียงพอในการรองรับความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์และตลาดอนุพันธ์ ในส่วนที่เกินกว่าหลักประกันที่สมาชิกได้วางไว้กับสำนักหักบัญชี (margin/security deposit) จะสามารถรองรับได้ โดยเงินในกองทุนสมทบจาก 3 ฝ่าย ดังนี้

2.3.1 สมทบโดยสมาชิกที่ผิคนัดชำระราคา

2.3.2 สมทบโดยตลาดหลักทรัพย์

2.3.3 สมทบโดยสมาชิกที่มีได้ผิคนัดชำระราคา

ทั้งนี้ เงินสมทบโดยสมาชิกสำนักหักบัญชีแบ่งได้เป็น 2 ส่วน คือ (1) เงินสมทบแรกเข้า และ (2) เงินสมทบรายเดือน ซึ่งโดยมากจะสัมพันธ์กับความเสียหายหรือปริมาณธุรกรรมชำระ

ราคาของสมาชิกแต่ละราย ขณะที่เงินสมทบจากตลาดหลักทรัพย์จะมีเฉพาะเงินสมทบเริ่มต้นเท่านั้น ซึ่งอาจมีเพิ่มเติมบ้างเป็นครั้งคราวตามแต่ตลาดหลักทรัพย์เห็นสมควร

เงินกองทุนทั้งหมดจะถือเป็นสินทรัพย์ของกลุ่มตลาดหลักทรัพย์และอยู่ภายใต้การบริหารจัดการของกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งจะนำไปลงทุนได้เฉพาะในตราสารที่มีความเสี่ยงต่ำ เช่น เงินฝากและ/หรือเทียบเท่า และตราสารทางการเงินระยะสั้น เป็นต้น และผลตอบแทนจากการลงทุนจะสะสมเพิ่มในกองทุน โดยห้ามโยกไปใช้เพื่อการจ่ายเงินปันผลหรือแม้แต่การดำเนินธุรกิจอื่นใดของตลาดหลักทรัพย์ และหากเงินกองทุนถูกใช้เพื่อการชดเชยความเสียหายใด สมาชิกสำนักหักบัญชีและ/หรือกลุ่มตลาดหลักทรัพย์มีหน้าที่สมทบเงินเข้ามาเพิ่มเติม

อนึ่ง ประสบการณ์การใช้เงิน CS fund ของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ เช่น กรณี HKEx ใช้เงินกองทุนเพื่อชดเชยความเสียหายในส่วนของหลักทรัพย์มูลค่า 20 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 2008 ซึ่งเป็นผลจากการล้มละลายของ Lehman Brothers ในวิกฤตเศรษฐกิจโลก สำหรับ ตลท. ตั้งแต่จัดตั้ง CS fund ยังไม่เคยมีความจำเป็นต้องใช้เงินในกองทุน เนื่องจากการผิวนัดที่เคยเกิดขึ้น ส่วนใหญ่เป็นเพียงความล่าช้าเนื่องจากความผิดพลาดในการปฏิบัติการของสมาชิกสำนักหักบัญชีเท่านั้น มิได้เกิดจากปัญหาทางการเงินของบริษัท และสามารถแก้ไขปัญหาได้ด้วยกระบวนการ SBL และ buy-in

2.4 เงินจากแหล่งอื่นๆ

นอกเหนือจากเงิน 2.1-2.3 ซึ่งเป็นเกณฑ์พื้นฐานที่มีในทุกประเทศแล้ว หากเงินยังไม่พอชดเชยความเสียหาย สำนักหักบัญชีในบางประเทศยังสามารถใช้เงินจาก

2.4.1 เงินประกันความเสียหายจากการชำระราคาในตลาดหลักทรัพย์ซื้อ ไว้ (insurance) หรือเงินของตลาดหลักทรัพย์ที่หักแก่สำนักหักบัญชี

2.4.2 เงินสำรองฉุกเฉินเพื่อส่งเข้า CS fund โดยบริษัทสมาชิก (emergency assessment)

2.4.3 ทุนจดทะเบียนของสำนักหักบัญชี

อนึ่ง สินทรัพย์ใน 2.1 และ 2.2 จะถือเป็นสินทรัพย์ของสมาชิกแต่ละรายอย่างชัดเจน และห้ามนำสินทรัพย์ของสมาชิกที่มีได้ผิวนัดชำระมาจ่ายแทนสมาชิกที่ผิวนัดชำระ ยกเว้นกรณี SGX สามารถนำ security deposit ของสมาชิกที่มีได้ผิวนัดชำระมาใช้ได้ หากใช้เงิน CS fund หมดแล้วแต่ยังไม่พอชดเชยความเสียหาย ขณะที่สำนักหักบัญชีสามารถใช้เงิน 2.3-2.4 ได้ทั้งหมด ไม่ว่าสมาชิกรายใดจะเป็นผู้ผิวนัดชำระราคาก็ตาม

หากพิจารณาเฉพาะเงิน 2.3-2.4 ซึ่งเป็นส่วนที่สำนักหักบัญชีสามารถใช้ได้ทั้งหมด ผู้ศึกษาสามารถจัดกลุ่มตามแหล่งที่มาของเงินได้ 3 กลุ่ม ดังนี้

(1) กลุ่มตลาดหลักทรัพย์ : เงินสมทบเข้า CS fund โดยตลาดหลักทรัพย์ เงินให้กู้จากตลาดหลักทรัพย์ และทุนจดทะเบียนของสำนักหักบัญชี

(2) สมาชิกสำนักหักบัญชี : เงินสมทบเข้า CS fund โดยบริษัทสมาชิก และเงินสำรองฉุกเฉินเพื่อส่งเข้า CS fund โดยบริษัทสมาชิก

(3) บริษัทประกัน

จากตารางที่ 2 มีข้อสังเกตว่าแหล่งเงินทุนกว่ากึ่งหนึ่งมาจากกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ ยกเว้นกรณี ASX และ HKEx ที่เงินส่วนใหญ่มาจากสมาชิกสำนักหักบัญชี นอกจากนี้ การใช้แหล่งเงินจากการซื้อประกันยังเป็นช่องทางสำคัญที่ช่วยให้ ASX และ SGX มีระดับเงินกองทุนที่สูงได้โดยไม่ต้องกันเงินจากกลุ่มตลาดหลักทรัพย์และ/หรือสมาชิกสำนักหักบัญชีมากนัก อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันการซื้อประกันเพื่อชดเชยความเสี่ยงจากการผันผวนราคาในประเทศอื่นยังทำได้ในวงจำกัด กล่าวคือ มีบริษัทประกันเพียงไม่กี่รายที่ขายประกันให้กับตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากบริษัทประกันส่วนใหญ่ไม่สามารถเข้าถึงสถิติการชำระราคาของตลาดหลักทรัพย์ได้ อีกทั้ง ยังมีแนวโน้มที่จะประมาณการความเสี่ยงลักษณะนี้สูงเกินจริง⁶

ตารางที่ 2 : แหล่งที่มาของเงินเพื่อควบคุมความเสี่ยงจากการผันผวนราคาในปี 2009 (พิจารณาเฉพาะเงิน CS fund และเงินอื่นๆ (เงิน 2.3 และ 2.4))

แหล่งที่มาของเงินกองทุน	ASX	HKEx	SGX	BM	ตลท.
กลุ่มตลาดหลักทรัพย์	26%	36%	68%	83%	75%
สมาชิกสำนักหักบัญชี	47%	64%	5%	17%	25%
การซื้อประกัน	26%	-	28%	-	-

ที่มา : รายงานประจำปีของทั้ง 5 ตลาดหลักทรัพย์

⁵ กลุ่มตลาดหลักทรัพย์ หมายถึง ตลาดหลักทรัพย์และบริษัทย่อยของตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้ ASX, HKEx, SGX, BM และ ตลท. ประกอบธุรกิจครบวงจร ครอบคลุมธุรกรรมการซื้อขายและภายหลังการซื้อขาย

⁶ WFE (2006), “Task Force Report on Capital Adequacy and Management.”

3. การเปรียบเทียบการดำรงเงินเพื่อควบคุมความเสี่ยงจากการผิมนัดชำระราคาของตลาด

หลักทรัพย์ต่างๆ

แม้ในทุกประเทศจะมีการเตรียมเงินทุนเพื่อควบคุมความเสี่ยงจากการผิมนัดชำระราคาอย่างเป็นระบบ อีกทั้ง การจัดตั้ง CS fund ยังเป็นข้อกำหนดตามกฎหมายโดยหน่วยงานกำกับดูแลการชำระราคาของประเทศ แต่ปัจจุบันยังไม่มีหลักการสากลที่กำหนดถึงขนาดเงินที่ควรดำรงไว้ อย่างชัดเจน ดังนั้น ผู้ศึกษาจะวิเคราะห์เปรียบเทียบระดับการดำรงเงินดังกล่าวกับมูลค่าการซื้อขายในแต่ละตลาด⁷ (รายละเอียดในกล่องที่ 2) โดยแยกพิจารณาเงินเป็น 2 ส่วนตามการใช้งาน คือ (1) เพื่อชดเชยความเสี่ยงในตลาดหลักทรัพย์ (สามารถใช้จ่ายเงิน 2.3-2.4) และ (2) เพื่อชดเชยความเสี่ยงในตลาดอนุพันธ์ (สามารถใช้จ่ายเงิน 2.1-2.4)

3.1 เงินเพื่อควบคุมความเสี่ยงจากการผิมนัดชำระราคาในตลาดหลักทรัพย์

หากพิจารณาจากสัดส่วนเงินเพื่อควบคุมความเสี่ยงจากการผิมนัดชำระราคาในตลาดหลักทรัพย์ในปี 2009 ต่อมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รายวัน ผู้ศึกษาพบว่า BM, SGX และ ASX มีสัดส่วนการดำรงเงินใกล้เคียงกัน คือ ร้อยละ 5.2, 5.6 และ 6.4 ตามลำดับ (ตารางที่ 3) ขณะที่ HKEx มีเพียงร้อยละ 0.2 เท่านั้น ทั้งนี้ อาจเป็นผลจากการที่สมาชิกสำนักหักบัญชีในฮ่องกงส่วนใหญ่เป็นสถาบันทางการเงินขนาดใหญ่และมีความมั่นคงสูง ดังนั้น ความเสี่ยงในการผิมนัดชำระราคาจึงค่อนข้างน้อย สำหรับ ตลท. มีสัดส่วนการดำรงเงินสูงที่สุดในกลุ่มที่ร้อยละ 8.6 จึงถือได้ว่าปัจจุบัน ตลท. มีระดับเงินที่มากพอเมื่อเทียบกับแนวปฏิบัติของตลาดหลักทรัพย์อื่น

⁷ ในปี 2009 มูลค่าการซื้อขายใน ตลท. และ HKEx ที่สามารถหักลบกลบหนี้ภายใน บล. และระหว่าง บล. ในแต่ละวัน (netting efficiency) คิดเป็นร้อยละ 86 และร้อยละ 87 ตามลำดับ และร้อยละ 14 และร้อยละ 13 เป็นส่วนที่ต้องชำระราคากันจริง (net clearing) ผ่านสำนักหักบัญชีของ ตลท. และของ HKEx ตามลำดับ ซึ่งสังเกตได้ว่า netting efficiency ของ 2 ตลาดต่างกันอย่างไม่มีนัยสำคัญ แม้ใน HKEx จะมีสัดส่วนการซื้อขายแบบ proprietary trading, algorithmic trading และ formula trading ที่ส่วนใหญ่ซื้อขายและปิดสถานะในวันเดียวสูงกว่า ตลท. ก็ตาม (ASX, SGX และ BM ไม่เปิดเผยข้อมูล netting efficiency ต่อสาธารณะ)

กล่องที่ 2 : การศึกษาเปรียบเทียบระดับการดำรงเงินเพื่อควบคุมความเสี่ยงจากการผิฉนัฉชำระราคาในตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ

เนื่องจากแต่ละตลาดหลักทรัพย์มีมูลค่าการซื้อขายที่มากน้อยต่างกัน ทำให้มูลค่าความเสี่ยงจากการผิฉนัฉชำระราคา ซึ่งสะท้อนผ่านมูลค่าการชำระราคาสุทธิ (net clearing) ของแต่ละตลาดหลักทรัพย์ต่างกันไปด้วย อย่างไรก็ตาม เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ที่ศึกษาไม่เปิดเผยข้อมูลมูลค่าการชำระราคาสุทธิของสมาชิกสำนักหักบัญชีแต่ละรายต่อสาธารณะ ดังนั้น ผู้ศึกษาจึงเปรียบเทียบโดยพิจารณาจาก

(1) สัฉส่วนของกาฉดำรงเงินเพื่อควบคุมความเสี่ยงจากการผิฉนัฉชำระราคาสำหรับตลาดหลักทรัพย์ในปี 2009 ต่อมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รายวัน (daily average trading value) โดยใช้ค่าเฉลี่ยมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รายวันสูงที่สุดร้อยละ 10 แรกของจำนวนวันที่มีการซื้อขายในปี 2005-2009

(2) สัฉส่วนกาฉดำรงเงินเพื่อควบคุมความเสี่ยงจากการผิฉนัฉชำระราคาสำหรับตลาดอนุพันธ์ในปี 2009 ต่อมูลค่าการซื้อขายตราสารอนุพันธ์รายวัน (daily average notional trading value) โดยใช้มูลค่าการซื้อขายตราสารอนุพันธ์สูงที่สุดในปี 2005-2009 เฉลี่ยรายวัน

ทั้งนี้ มูลค่าการซื้อขายดังกล่าวถือเป็นตัวแทนที่มีนัยสำคัญ เพื่อสะท้อนถึงมูลค่าการชำระราคาสุทธิรายวันของแต่ละตลาดหลักทรัพย์

ตารางที่ 3 : สัฉส่วนเงินเพื่อควบคุมความเสี่ยงจากการผิฉนัฉชำระราคาในตลาดหลักทรัพย์ในปี 2009 ต่อมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยรายวันปี 2005-2009

การดำรงเงินเพื่อควบคุมความเสี่ยงจากการผิฉนัฉชำระราคาในตลาดหลักทรัพย์	ASX	HKEx	SGX	BM	ตลท.
เงิน 2.3 และ 2.4 : มูลค่าเงิน CS fund และเงินจากแหล่งอื่นๆ (ผ่านดอลลาร์สหรัฐฯ)	433	28	112	41	83
มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รายวัน (ผ่านดอลลาร์สหรัฐฯ)	6,752	17,501	1,993	795	959
สัฉส่วน (%)	6.4	0.2	5.6	5.2	8.6

ที่มา : รายงานประจำปีของทั้ง 5 ตลาดหลักทรัพย์ WFE และ Bloomberg

3.2 เงินเพื่อควบคุมความเสี่ยงจากการผันผวนของราคาในตลาดอนุพันธ์

หากพิจารณาจากสัดส่วนเงินเพื่อควบคุมความเสี่ยงจากการผันผวนของราคาในตลาดอนุพันธ์ในปี 2009 ต่อมูลค่าการซื้อขายอนุพันธ์รายวัน ผู้ศึกษาพบว่า ASX, HKEx, SGX และ BM มีสัดส่วนการดำรงเงินในช่วงร้อยละ 0.2-1.7 (ตารางที่ 4) ซึ่งต่ำกว่าสัดส่วนการดำรงเงินเพื่อควบคุมความเสี่ยงจากการผันผวนของราคาในตลาดหลักทรัพย์ค่อนข้างมาก ทั้งนี้ เป็นผลจากลักษณะเฉพาะของตลาดอนุพันธ์ ที่นักลงทุนต้องจ่ายเฉพาะ margin ซึ่งเป็นเพียงบางส่วนของมูลค่าการซื้อขายเท่านั้น ขณะที่ในตลาดหลักทรัพย์นักลงทุนต้องจ่ายเต็มจำนวนมูลค่าการซื้อขาย

สำหรับ ตลท. มีสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 13 อย่างไรก็ดี เนื่องจากตลาดอนุพันธ์ของไทยยังอยู่ในขั้นเริ่มพัฒนา จึงมีมูลค่าการซื้อขายตราสารอนุพันธ์น้อยกว่าตลาดหลักทรัพย์อื่น ทำให้สัดส่วนที่ได้อาจบิดเบือนและไม่เหมาะสมที่จะเปรียบเทียบกับตลาดอื่นในขณะนี้

ตารางที่ 4 : สัดส่วนเงินเพื่อควบคุมความเสี่ยงจากการผันผวนของราคาในตลาดอนุพันธ์ในปี 2009 ต่อมูลค่าการซื้อขายอนุพันธ์เฉลี่ยรายวันปี 2005-2009

การดำรงเงินเพื่อควบคุมความเสี่ยงจากการผันผวนของราคาในตลาดอนุพันธ์	ASX	HKEx	SGX	BM	ตลท.
เงิน 2.1 : Margin (ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)	n.a.	2,605	3,637	361	83
เงิน 2.2 : Security deposit (ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)	n.a.	n.a.	95	7	13
เงิน 2.3 และ 2.4 : มูลค่าเงิน CS fund และเงินจากแหล่งอื่นๆ (ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)	321	173	166	13	21
มูลค่าการซื้อขายอนุพันธ์รายวัน (ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)	132,850	30,694	36,482	796	159
สัดส่วน (%) (พิจารณาเฉพาะเงิน 2.1 และ 2.2)	n.a.	n.a.	10	45	83
สัดส่วน (%) (พิจารณาเฉพาะเงิน 2.3 และ 2.4)	0.2	0.6	0.5	1.7	13

ที่มา : รายงานประจำปีของทั้ง 5 ตลาดหลักทรัพย์และ WFE

บทที่ 2 : กฎเกณฑ์เกี่ยวกับการคุ้มครองผู้ลงทุน

การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ต้องทำผ่าน บล. ซึ่งเป็นธุรกิจตัวกลางในตลาด ทำให้ผู้ลงทุนต้องฝากสินทรัพย์ไว้ในความดูแลของ บล. จำนวนมาก ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยจึงจัดตั้ง กองทุนคุ้มครองผู้ลงทุน (investor protection fund : IP fund) เพื่อคุ้มครองและเป็นหลักประกันความมั่นใจให้กับผู้ลงทุนที่ซื้อขายหลักทรัพย์ผ่าน บล. โดยเฉพาะผู้ลงทุนรายย่อยซึ่งมีข้อมูล ความรู้ และความเชี่ยวชาญในการลงทุนน้อยกว่าผู้ลงทุนสถาบัน หาก บล. ล้มละลาย หรือดำเนินการผิดพลาดก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ลงทุน เช่น การโอนหลักทรัพย์โดยไม่ได้รับอนุญาต และการถือ โกงสินทรัพย์ของผู้ลงทุน เป็นต้น

ทั้งนี้ ณ สิ้นปี 2009 ตลท. มี บล. ที่เป็นสมาชิกใน IP fund (บล. สมาชิก) ทั้งหมด 33 บริษัท จากทั้งหมด 43 บริษัท และ บล. สมาชิกมีผู้ลงทุนในความดูแลเฉลี่ย 16,922 คนต่อบริษัท โดยมูลค่าสินทรัพย์ที่ผู้ลงทุนฝากไว้กับ บล. สมาชิก มีมูลค่ารวม 1.1 ล้านล้านบาท ขยายตัวร้อยละ 29 จากสิ้นปี 2004 ซึ่งเป็นปีที่คณะกรรมการ ตลท. มีมติให้จัดตั้ง IP fund โดยมูลค่าที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วนี้ ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการเติบโตของธุรกรรมหลักทรัพย์ในด้านต่างๆ เช่น การขยายตัวของธุรกรรม การยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ และมูลค่าการซื้อขายในบัญชีมาร์จินที่เพิ่มสูงขึ้นมาก เป็นต้น รวมถึงผลจากการแก้ไขกฎระเบียบที่ทำให้ผู้ลงทุนต้องฝากทรัพย์สินไว้กับ บล. มากขึ้น เช่น การแก้ไขข้อบังคับว่าด้วยการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยเงินสด ทำให้ผู้ลงทุนต้องวางทรัพย์สินเป็นหลักประกันเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 10 เป็นร้อยละ 15 ของจำนวนเงินที่ผู้ลงทุนอาจซื้อได้ เป็นต้น

1. การจัดตั้งและบริหารจัดการ IP fund

การจัดตั้ง IP fund ในตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ (ตารางที่ 5) เป็นข้อกำหนดตามกฎหมายของหน่วยงานกำกับดูแล และ บล. ทุกรายต้องเป็นสมาชิกของกองทุน ยกเว้นประเทศไทยที่ไม่มีข้อบังคับ โดยปัจจุบันประเทศไทยยังไม่มี IP fund สำหรับอนุพันธ์ มีแต่ IP fund สำหรับหลักทรัพย์ ซึ่งถูกจัดตั้งตามมติคณะกรรมการ ตลท. ในปี 2004 และการเข้าเป็นสมาชิกกองทุนของ บล. ยังเป็นไปตามความสมัครใจของ บล. แต่ละราย

ในด้านการบริหารจัดการ (ตารางที่ 6) IP fund ส่วนใหญ่อยู่ภายใต้ความดูแลของกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ ยกเว้นกรณีฮ่องกง ที่กองทุนอยู่ในความดูแลของ Investor Compensation Company Limited ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของหน่วยงานกำกับดูแล (Securities and Futures Commission) ทั้งนี้

เงินกองทุนของออสเตรเลีย ฮองกง สิงคโปร์ และมาเลเซีย ถูกจัดตั้งโดยแยกไว้ต่างหากจาก
 สิทธิของตลาดหลักทรัพย์ (held in trust) ในกรณีประเทศไทย เงินกองทุนทั้งหมดยังนับเป็น
 สิทธิของตลาดหลักทรัพย์ แต่มีการระบุชัดเจนไว้เพื่อการคุ้มครองผู้ลงทุนเท่านั้น ห้ามนำไปใช้
 เพื่อการอื่น

ตารางที่ 5 : การจัดตั้ง IP fund ในประเทศต่างๆ

ประเทศ	IP fund สำหรับหลักทรัพย์และอนุพันธ์	
	การจัดตั้ง IP fund เป็นข้อบังคับตามกฎหมาย	บล. ทั้งหมดต้องเป็นสมาชิก ของกองทุน
ออสเตรเลีย	✓ (ตาม Corporations Act)	✓
ฮ่องกง	✓ (ตาม Securities and Futures Ordinance)	✓
สิงคโปร์	✓ (ตาม Securities and Futures Act 2001)	✓
มาเลเซีย	✓ (ตาม Capital Markets and Services Act)	✓
ไทย	✗ (จัดตั้ง IP fund สำหรับหลักทรัพย์ตามมติ คณะกรรมการ ตลท. และไม่มี IP fund สำหรับอนุพันธ์)	✗ (ตามสมัครใจ)

ที่มา : เว็บไซต์ของทั้ง 5 ตลาดหลักทรัพย์, ระเบียบกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนของประเทศไทย, SFC (Hong Kong) และ National
 Guarantee Fund Booklet of SEGC (Australia)

ตารางที่ 6 : IP fund และหน่วยงานที่ดูแลในประเทศต่างๆ

ประเทศ	IP fund สำหรับหลักทรัพย์		IP fund สำหรับอนุพันธ์	
	ชื่อกองทุน	หน่วยงานที่ดูแล	ชื่อกองทุน	หน่วยงานที่ดูแล
ออสเตรเลีย	National Guarantee Fund	Securities Exchanges Guarantee Corporation Ltd. (SEGC) ซึ่งเป็น บริษัทย่อยของ ASX	SFE's Fidelity Fund และ ASX's Supplemental Compensation Fund	SFE และ ASX

ประเทศ	IP fund สำหรับหลักทรัพย์		IP fund สำหรับอนุพันธ์	
	ชื่อกองทุน	หน่วยงานที่ดูแล	ชื่อกองทุน	หน่วยงานที่ดูแล
ฮ่องกง	Investor Compensation Fund	Investor Compensation Company Ltd. (ICC) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของหน่วยงานกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ของฮ่องกง (SFC)	Investor Compensation Fund	Investor Compensation Company Ltd. (ICC) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของหน่วยงานกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ของฮ่องกง (SFC)
สิงคโปร์	Securities Fidelity Fund	Singapore Exchange Securities Trading Ltd. (SGX-ST)	Derivatives Fidelity Fund	Singapore Exchange Derivatives Trading Ltd. (SGX-DT)
มาเลเซีย	Compensation Fund of Bursa Malaysia Securities Berhad	BM	Fidelity Fund of Bursa Malaysia Derivatives Berhad	BM
ไทย	Securities Investor Protection Fund	คตท.	ไม่มีกองทุน	

ที่มา : เว็บไซต์ของทั้ง 5 ตลาดหลักทรัพย์, ระเบียบกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนของประเทศไทย, SFC (Hong Kong) และ National Guarantee Fund Booklet of SEGC (Australia)

2. ลักษณะความเสียหายที่ IP fund คุ้มครอง

กองทุนจะคุ้มครองเฉพาะความเสียหายที่เกี่ยวข้องกับผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ (exchange-traded product) และที่เป็นความผิดพลาดของ บล. ที่เป็นสมาชิกของกองทุนเท่านั้น โดยลักษณะความเสียหายที่ครอบคลุม ได้แก่

(1) ความผิดพลาดของ บล. ที่ก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ลงทุน เช่น นื้อ โกง หรือทำการโอนหลักทรัพย์และ/หรือสินทรัพย์ที่ผู้ลงทุนได้ฝากไว้ในความดูแลเพื่อซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์โดยไม่ได้รับอนุญาต เป็นต้น จนกลายเป็นข้อพิพาททางแพ่งและอนุญาโตตุลาการพิจารณาให้ บล. คืนทรัพย์สินหรือจ่ายค่าเสียหายแก่ผู้ลงทุน แต่ บล. ไม่ปฏิบัติตาม

(2) บล. ถูกศาลสั่งพิทักษ์ทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยล้มละลาย

สำหรับออสเตรเลียและไทย IP fund จะคุ้มครองผู้ลงทุนทุกประเภท ขณะที่ฮ่องกง สิงคโปร์ และมาเลเซียจะคุ้มครองเฉพาะรายย่อยเท่านั้น โดยแต่ละประเทศมีระเบียบการอ้างสิทธิขอชดเชยเงินต่างกันไป แต่ส่วนใหญ่จะมีกำหนดเวลาที่ผู้เสียหายต้องมาแจ้งต่อ IP fund เช่น กรณี

ออสเตรเลียและฮ่องกง ผู้เสียหายต้องแจ้งเรื่องภายใน 6 เดือนนับแต่ทราบเรื่องความเสียหายกรณี ฟ้องคดีแพ่ง เป็นต้น ทั้งนี้ IP fund จะจ่ายชดเชยแก่ผู้ลงทุนเป็นหลักทรัพย์หรือเงินไปก่อน โดยผู้ลงทุนต้องทำเอกสาร โอนสิทธิเรียกร้องความเป็นเจ้าหนี้ต่อ บล. ให้แก่ตลาดหลักทรัพย์ เพื่อว่าหลังจากนั้น IP fund จะสามารถดำเนินการตามกฎหมายกับ บล. เพื่อเรียกร้องสิทธิในทรัพย์สินของลูกค้านำกลับมา

กล่องที่ 3 : ประสบการณ์การใช้เงิน IP fund ของประเทศต่างๆ

ออสเตรเลีย : ในปี 1988-2002 มีการอ้างสิทธิขอชดเชยความเสียหาย 5,554 คดี รวมมูลค่าที่ IP fund จ่ายชดเชย 17 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยส่วนใหญ่เป็นคดีในปี 1988-1991 และตั้งแต่ปี 1993-2002 ความเสียหายส่วนใหญ่เกิดจากการฉ้อโกงที่ บล. โอนสินทรัพย์หรือหลักทรัพย์ของลูกค้าโดยไม่ได้รับอนุญาต และมีความเสียหายจากการล้มละลายของ บล. เพียงครั้งเดียว

ฮ่องกง : ในปี 1987-2002 มีการอ้างสิทธิขอชดเชยความเสียหาย 7,558 คดี รวมมูลค่าที่ IP fund จ่ายชดเชย 73 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยประมาณครึ่งหนึ่งเกิดจากการล้มละลายของ C.A. Pacific Securities Ltd. ในปี 1998 ทั้งนี้ ตลอดช่วงเวลาดังกล่าว ร้อยละ 76 ของผู้เสียหายทั้งหมดได้รับการชดเชยเต็มจำนวน ส่วนที่เหลือร้อยละ 24 ได้รับตามเกณฑ์คุ้มครองขั้นสูง (cap) ของ IP fund ที่ 150,000 ดอลลาร์ฮ่องกงต่อผู้ลงทุน (19,354 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อผู้ลงทุน)

ในปี 2003-2008 IP fund จ่ายชดเชยรวม 4 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ทั้งนี้ ในเวลาดังกล่าว มีการอ้างสิทธิขอชดเชยตามคดีแพ่ง 12 คดี โดย 6 คดี บล. ยอมรับผิดและจ่ายชดเชยเอง 2 คดี IP fund จ่ายชดเชยให้แก่ผู้เสียหาย และ 4 คดีมีข้อมูลไม่เพียงพอที่จะอ้างสิทธิ นอกจากนี้ มี บล. ล้ม 5 บริษัท โดย 1 บริษัทมีบริษัทอื่นเข้ามาช่วยเหลือ 2 บริษัท IP fund ช่วยจ่ายชดเชยให้ผู้เสียหายทั้งหมด และอีก 2 บริษัทยังอยู่ระหว่างการดำเนินการสืบพยาน (ข้อมูล ณ สิ้นปี 2008)

ไทย : ตั้งแต่จัดตั้ง IP fund ยังไม่เคยต้องจ่ายชดเชยให้ผู้ลงทุน เนื่องจากทั้งหมดเป็นคดีแพ่ง ซึ่งเมื่อตัดสินว่า บล. ผิดจริง บล. ดังกล่าวยินยอมจ่ายค่าชดเชยให้ผู้เสียหาย

3. จำนวนเงินคุ้มครองขั้นสูง (cap) ของ IP fund

ระดับของการให้ความคุ้มครองนั้นแตกต่างกันในแต่ละประเทศ อย่างไรก็ตามก็มีหลักการพื้นฐานเหมือนกัน 2 ประการ คือ

(1) ผู้ลงทุนจะได้รับชดเชยค่าเสียหายตามจริง แต่ต้องไม่เกินจำนวนเงินความคุ้มครองขั้นสูงตามกฎหมาย IP fund ของแต่ละตลาดหลักทรัพย์ ดังรายละเอียดในตารางที่ 7 ซึ่งเป็นกรอบการชดเชยสูงสุดต่อผู้ลงทุน ต่อ บล. และ/หรือต่อเหตุการณ์ความเสียหาย

(2) หากจำนวนทรัพย์สินของกองทุนมีไม่เพียงพอจ่ายชดเชยแก่ผู้ลงทุนทั้งหมด ผู้ลงทุนจะได้รับชดเชยทรัพย์สินหรือได้รับชดเชยราคาทรัพย์สินจากกองทุนตามสัดส่วนที่ผู้ลงทุนแต่ละรายได้รับ ความเสียหาย (pro rata)

ตารางที่ 7 : จำนวนเงินคุ้มครองผู้ลงทุนขั้นสูง (cap) ตามระเบียบ IP fund

ประเทศ	จำนวนเงินคุ้มครองผู้ลงทุนขั้นสูง สำหรับตลาดหลักทรัพย์ (เงินสกุลท้องถิ่น / (ดอลลาร์สหรัฐฯ))			จำนวนเงินคุ้มครองผู้ลงทุนขั้นสูง สำหรับตลาดอนุพันธ์ (เงินสกุลท้องถิ่น / (ดอลลาร์สหรัฐฯ))		
	ต่อผู้ลงทุน	ต่อ บล.	ต่อเหตุการณ์	ต่อผู้ลงทุน	ต่อ บล.	ต่อเหตุการณ์
ออสเตรเลีย	ไม่มี	11,400,000 (8,010,118)	ไม่มี	350,000 (245,925)	3,000,000 (2,107,926)	5,000,000 (3,513,210)
ฮ่องกง	150,000 (19,354)	8,000,000 (1,032,231)	ไม่มี	150,000 (19,354)	2,000,000 (258,058)	ไม่มี
สิงคโปร์	50,000 (34,247)	2,000,000 (1,369,863)	ไม่มี	50,000 (34,247)	2,000,000 (1,369,863)	ไม่มี
มาเลเซีย	100,000 (28,839)	ไม่มี	ไม่มี	ไม่มี	500,000 (144,196)	ไม่มี
ไทย	1,000,000 (28,785)	ไม่มี	- กรณีฟ้องคดีแพ่ง 100,000,000 (2,878,526) - กรณี บล. ล้มละลาย ⁸ 450,000,000 (12,953,368)	ไม่มีกองทุน		

ที่มา : เว็บไซต์ของทั้ง 5 ตลาดหลักทรัพย์, ระเบียบกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนของประเทศไทย, SFC (Hong Kong) และ National Guarantee Fund Booklet of SEGC (Australia)

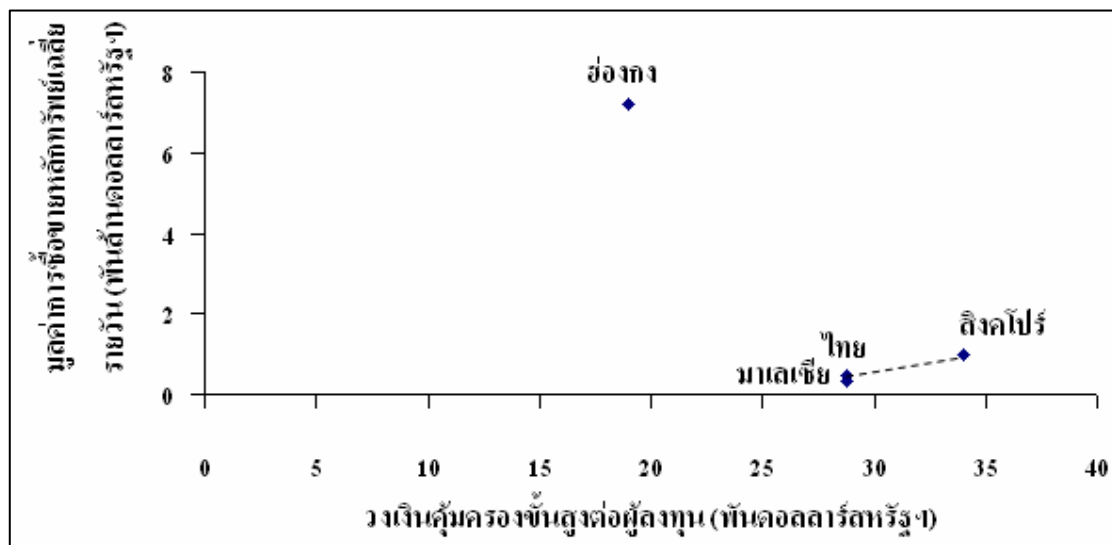
⁸ กรณีที่ บล. ล้มละลาย วงเงินคุ้มครองขั้นสูงต่อเหตุการณ์เท่ากับเงิน IP fund สำหรับตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดที่เกินกว่า 100 ล้านบาท ทั้งนี้ ปัจจุบันเงิน IP fund สำหรับตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดมีมูลค่า 550 ล้านบาท

นอกจากนี้ หากเปรียบเทียบสัดส่วนของจำนวนเงินคุ้มครองขั้นสูงเทียบกับมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยรายวันในปี 2005-2009 ในแต่ละตลาดหลักทรัพย์พบว่า

(1) ความคุ้มครองในตลาดหลักทรัพย์ : การกำหนดวงเงินความคุ้มครองขั้นสูงต่อผู้ลงทุนของไทยเมื่อเทียบกับมูลค่าการซื้อขายเป็นไปในทางเดียวกับตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียและสิงคโปร์ และสูงกว่าฮ่องกง (ภาพที่ 2) อนึ่ง การเปรียบเทียบดังกล่าวต้องระวัง เนื่องจากระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์และความรู้ของผู้ลงทุนต่างกันไปในแต่ละประเทศ

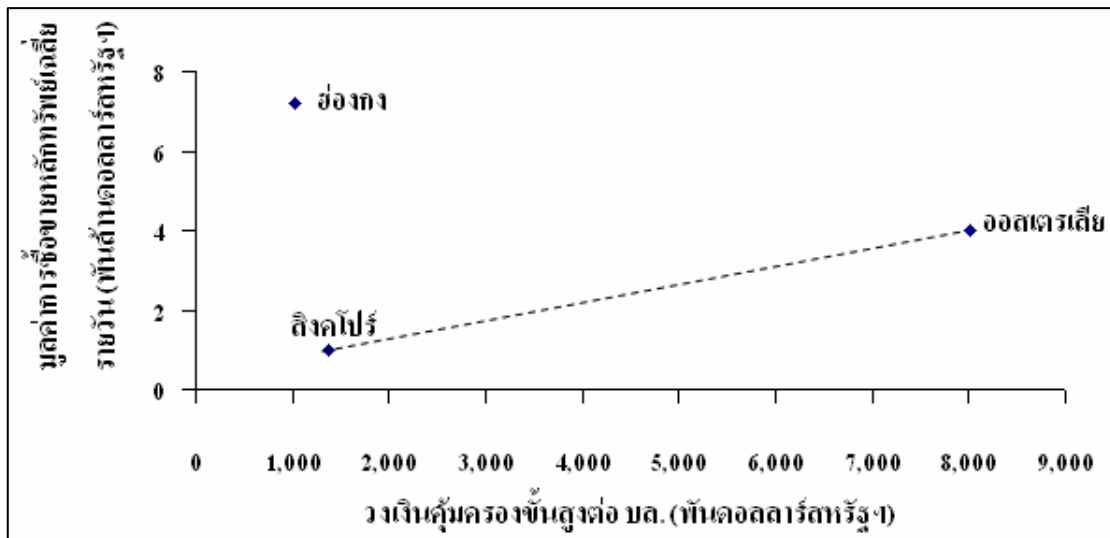
(2) ความคุ้มครองในตลาดอนุพันธ์ (ภาพที่ 4 และ 5) : วงเงินความคุ้มครองขั้นสูงต่อผู้ลงทุนและต่อ บล. ของออสเตรเลีย ฮ่องกง สิงคโปร์ และมาเลเซีย มีความสัมพันธ์แปรผกผันกับมูลค่าการซื้อขายอย่างชัดเจน กล่าวคือ ในตลาดที่มีมูลค่าการซื้อขายตราสารอนุพันธ์สูง ระเบียบของ IP fund จะตั้งวงเงินคุ้มครองไว้สูงตามไปด้วย

ภาพที่ 2 : การเปรียบเทียบวงเงินคุ้มครองขั้นสูงต่อผู้ลงทุนสำหรับความเสียหายในตลาดหลักทรัพย์ กับมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยรายวันปี 2005-2009



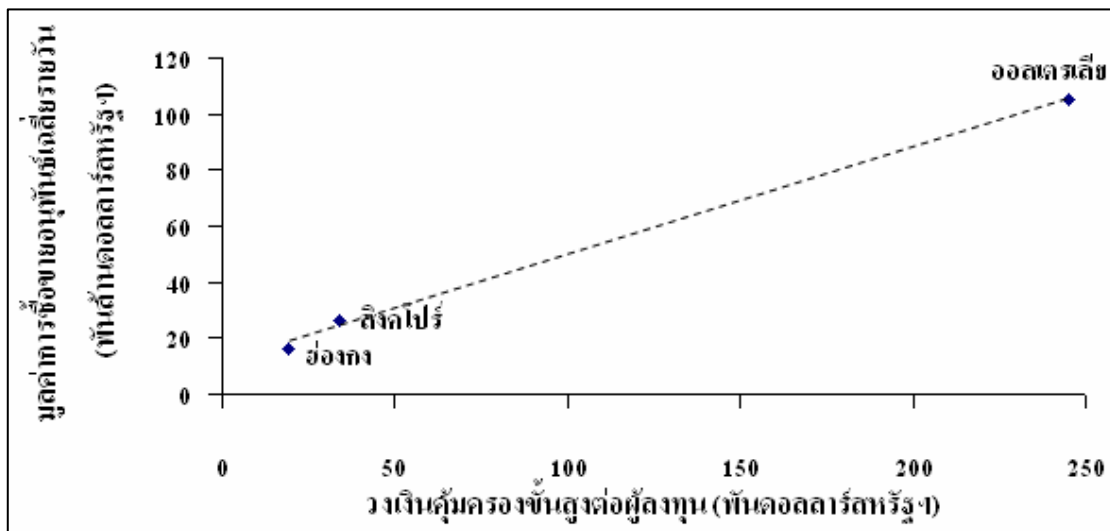
ที่มา : เว็บไซต์ของทั้ง 4 ตลาดหลักทรัพย์, ระเบียบกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนของประเทศไทย, SFC (Hong Kong) และ WFE

ภาพที่ 3 : การเปรียบเทียบวงเงินคุ้มครองขั้นสูงต่อ บล. สำหรับความเสียหายในตลาดหลักทรัพย์ กับมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยรายวันปี 2005-2009



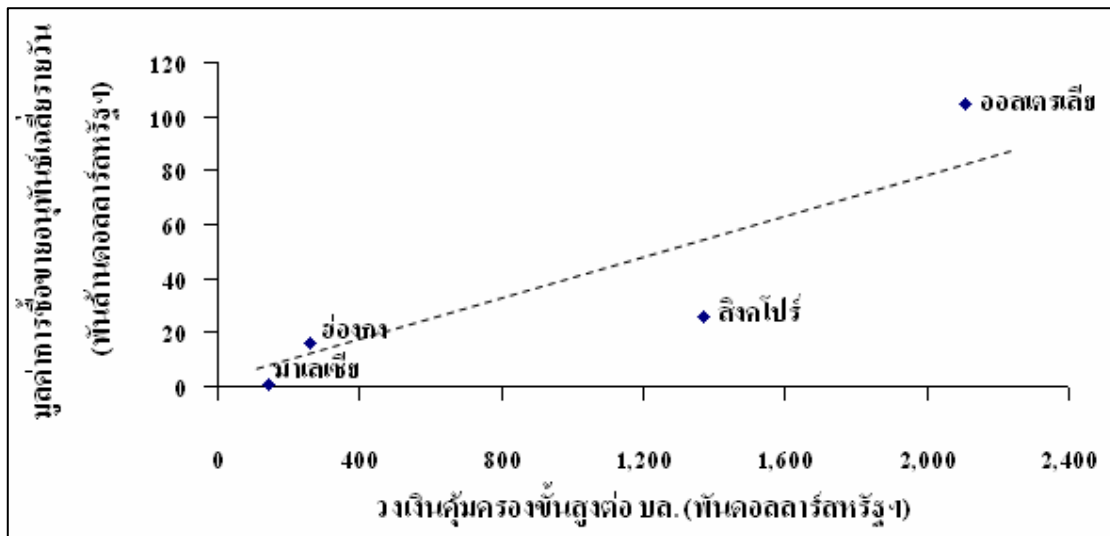
ที่มา : เว็บไซต์ของทั้ง 3 ตลาดหลักทรัพย์, SFC (Hong Kong), National Guarantee Fund Booklet of SEGC (Australia) และ WFE

ภาพที่ 4 : การเปรียบเทียบวงเงินคุ้มครองขั้นสูงต่อผู้ลงทุนสำหรับความเสียหายในตลาดอนุพันธ์ กับมูลค่าการซื้อขายตราสารอนุพันธ์เฉลี่ยรายวันปี 2005-2009



ที่มา : เว็บไซต์ของทั้ง 3 ตลาดหลักทรัพย์, SFC (Hong Kong), National Guarantee Fund Booklet of SEGC (Australia) และ WFE

ภาพที่ 5 : การเปรียบเทียบวงเงินคุ้มครองชั้นสูงต่อ บล. สำหรับความเสียหายในตลาดอนุพันธ์ กับมูลค่าการซื้อขายตราสารอนุพันธ์เฉลี่ยรายวันปี 2005-2009



ที่มา : เว็บไซต์ของทั้ง 4 ตลาดหลักทรัพย์, SFC (Hong Kong), National Guarantee Fund Booklet of SEGC (Australia) และ WFE

4. แหล่งที่มาของเงิน IP fund ในประเทศต่างๆ

เงินของ IP fund โดยทั่วไปรวบรวมได้จาก 3 กลุ่ม คือ ตลาดหลักทรัพย์ บล. และหน่วยงานกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งจากตารางที่ 8 เห็นได้ว่าเงินกองทุนส่วนใหญ่ได้รับจากตลาดหลักทรัพย์และ บล. ยกเว้นมาเลเซียที่หน่วยงานกำกับดูแล (Securities Commission of Malaysia) มีส่วนร่วมด้วย

ตารางที่ 8 : แหล่งที่มาของเงิน IP fund สำหรับตลาดหลักทรัพย์และตลาดอนุพันธ์

แหล่งที่มาของเงินกองทุน	ออสเตรเลีย	ฮ่องกง	สิงคโปร์	มาเลเซีย	ไทย
ตลาดหลักทรัพย์	100%	100%	100%	36%	65%
บล.				39%	35%
หน่วยงานกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์	-	-	-	25%	-

ที่มา : รายงานประจำปีของทั้ง 5 ตลาดหลักทรัพย์

5. การเปรียบเทียบการดำรงเงิน IP fund ของประเทศต่างๆ

IP fund ในแต่ละประเทศโดยทั่วไปจัดตั้งไว้เป็น 2 กอง เช่นเดียวกับ CS fund คือ IP fund สำหรับความเสียหายในตลาดหลักทรัพย์ และ IP fund สำหรับความเสียหายในตลาดอนุพันธ์ ทั้งนี้ จากลักษณะการคุ้มครองที่มีวงเงินขั้นสูงต่อผู้ลงทุนแต่ละราย (cap) ดังกล่าวไว้ในตอนต้น ดังนั้น เพื่อเปรียบเทียบระดับการดำรง IP fund ในแต่ละประเทศ ผู้ศึกษาจะเปรียบเทียบสัดส่วนเงิน IP fund ต่อวงเงินคุ้มครองขั้นสูง และต่อจำนวนบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนรายย่อย (number of retail investors' accounts)

5.1 เงิน IP fund สำหรับความเสียหายในตลาดหลักทรัพย์

เมื่อพิจารณาจำนวนผู้ลงทุนที่เงินกองทุนสามารถคุ้มครองได้ ซึ่งคำนวณจากสัดส่วนเงิน IP fund สำหรับความเสียหายในตลาดหลักทรัพย์ในปี 2009 ต่อวงเงินคุ้มครองขั้นสูง (ตารางที่ 9) พบว่า หากผู้ลงทุนทุกคนได้รับการชดเชยเท่ากับวงเงินคุ้มครองขั้นสูง เงินกองทุนจะสามารถคุ้มครองผู้ลงทุนในฮ่องกง 6,052 คน สิงคโปร์ 686 คน มาเลเซีย 3,917 คน และไทย 550 คน

ตารางที่ 9 : จำนวนผู้ลงทุนที่เงินกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนสำหรับความเสียหายในตลาดหลักทรัพย์ ในปี 2009 สามารถคุ้มครองได้

การดำรงเงินเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์	ฮ่องกง	สิงคโปร์	มาเลเซีย	ไทย
มูลค่าเงิน IP fund (ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)	117	23	111	16
วงเงินคุ้มครองขั้นสูง (ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อผู้ลงทุน)	19,354	34,247	28,839	28,785
จำนวนผู้ลงทุนที่กองทุนสามารถช่วยเหลือได้ (คน) ⁹	6,052	686	3,917	550
จำนวนบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนรายย่อย (ล้านบัญชี) ¹⁰	2.0	n.a.	n.a.	0.5
มูลค่าเงิน IP fund ต่อจำนวนบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนรายย่อย (ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบัญชี)	58	n.a.	n.a.	30

ที่มา : รายงานประจำปีและเว็บไซต์ของทั้ง 4 ตลาดหลักทรัพย์, ระเบียบกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนของประเทศไทย, SFC (Hong Kong) และ HKEx's Investor Survey

⁹ กรณีที่ผู้ลงทุนทุกคนได้รับการชดเชยเท่ากับวงเงินคุ้มครองขั้นสูง

¹⁰ ข้อมูลของฮ่องกงเป็นจำนวนประชากรที่ลงทุนในหุ้น (ข้อมูลปี 2007) และข้อมูลของไทยเป็นจำนวนบัญชีซื้อขายหุ้นของผู้ลงทุนรายย่อย (ข้อมูลปี 2009) ส่วนสิงคโปร์และมาเลเซียไม่เปิดเผยข้อมูล

สำหรับประเทศไทย การจัดตั้ง IP fund ยังมีข้อจำกัดตามกฎหมาย แต่คณะกรรมการ คตท. เล็งเห็นถึงประโยชน์ จึงมีมติให้จัดตั้งในปี 2004 เพื่อคุ้มครองผู้ลงทุน อย่างไรก็ตาม ภายหลังจากที่ IPO fund ที่พอช่วยผู้ลงทุนเพียง 550 คนเท่านั้น หากผู้ลงทุนทุกคนได้รับการชดเชยเท่ากับ วงเงินคุ้มครองชั้นสูง (ตารางที่ 9) ขณะที่ปริมาณบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนรายย่อย ทั้งหมด 5 แสนบัญชี และ บล. มีลูกค้าในความดูแลโดยเฉลี่ย 16,922 คนต่อบริษัท ด้วยเหตุนี้ ผู้ศึกษาจึงไม่มั่นใจว่าเงิน IP fund ของ คตท. ในปัจจุบันจะเพียงพอและใช้งานได้จริงกับระดับวงเงิน ชั้นสูงที่ตั้งไว้ที่ 1 ล้านบาทต่อผู้เสียหาย

ผู้ศึกษาได้วิเคราะห์เพิ่มเติมในกรณีสมมติที่ว่า IP fund ของ คตท. จำเป็นต้องใช้เงินเท่าใด เพื่อชดเชยความเสียหายให้ผู้ลงทุนที่มีสินทรัพย์ฝากไว้กับ บล. หาก บล. ที่มี net capital ratio (NCR)¹¹ ต่ำที่สุดล้มละลาย 1 บริษัท (รายละเอียดตามกล่องที่ 4) ซึ่งพบว่าลูกค้ารายย่อยของ บล. ดังกล่าวที่มีขนาดใหญ่ (เปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 91-100 ของลูกค้ารายย่อยทั้งหมด) ได้รับความเสียหายเฉลี่ย 8 ล้านบาทต่อราย ขนาดกลาง (เปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 41-90 ของลูกค้ารายย่อยทั้งหมด) ได้รับความเสียหายเฉลี่ย 2 ล้านบาทต่อราย และขนาดเล็ก (เปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 1-40 ของลูกค้ารายย่อยทั้งหมด) ได้รับความเสียหายเฉลี่ย 6 พันบาทต่อราย ดังนั้น ถ้า IP fund ชดเชยความเสียหายให้ผู้ลงทุนตามที่ เกิดจริงแต่ไม่เกิน 1 ล้านบาทต่อราย ในกรณีการล้มละลายครั้งนี้ IP fund ต้องชดเชยเงินรวม ประมาณ 5,000 ล้านบาท ซึ่งมากกว่าขนาดเงิน IP fund 450 ล้านบาทในปัจจุบัน¹² ถึง 11 เท่า

5.2 เงิน IP fund สำหรับความเสียหายในตลาดอนุพันธ์

เมื่อพิจารณามูลค่าเงิน IP fund สำหรับความเสียหายในตลาดอนุพันธ์ในปี 2009 พบว่า สามารถช่วยผู้ลงทุนในฮ่องกง 6,045 คน สิงคโปร์ 467 คน และออสเตรเลีย 65 คน หากผู้ลงทุนทุกคน ได้รับการชดเชยเท่ากับวงเงินคุ้มครองชั้นสูง (ตารางที่ 10) ทั้งนี้ มีข้อสังเกตว่ากรณีของ ออสเตรเลียซึ่งมีวงเงินคุ้มครองชั้นสูงที่สูงมาก และคุ้มครองผู้ลงทุนได้น้อยราย ส่วนหนึ่งอาจเป็น

¹¹ Net capital ratio (NCR) คือ อัตราส่วนเงินกองทุนสภาพคล่องสุทธิต่อภาระหนี้ ซึ่งแสดงถึงสภาพคล่องของ บริษัทในการชำระหนี้ ทั้งนี้ ตามระเบียบของ ก.ล.ต. และสำนักหักบัญชี (ประเทศไทย) บล. ต้องดำรง NCR อย่าง น้อยร้อยละ 7 และตามระเบียบของ U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) บล. ต้องดำรง NCR อย่าง น้อยร้อยละ 8 (หรือ debt-to-net capital ratio = 12-to-1)

¹² ปัจจุบันเงิน IP fund ของไทยมีมูลค่ารวม 550 ล้านบาท สามารถใช้เพื่อชดเชยในกรณีฟ้องร้องคดีแพ่ง 100 ล้านบาท และใช้เพื่อชดเชยในกรณี บล. ล้มละลาย 450 ล้านบาท

เพราะในตลาดอนุพันธ์ของออสเตรเลียผู้ลงทุนส่วนใหญ่เป็นผู้ลงทุนสถาบัน สำหรับประเทศไทย ปัจจุบันยังไม่มี IP fund สำหรับตลาดอนุพันธ์และข้อบังคับจัดตั้ง

กล่องที่ 4 : สมมติฐานเพื่อวิเคราะห์คำนวณหาจำนวนเงิน IP fund ที่ต้องใช้ หาก บล. ที่มี net capital ratio (NCR) ต่ำที่สุดล้มละลาย 1 บริษัท

(1) ตั้งสมมติฐานให้ บล. ที่มีโอกาสล้มละลาย คือ บล. ที่มี NCR โดยเฉลี่ยต่ำที่สุดในช่วงมีนาคม 2552 - เมษายน 2553

(2) การกระจายตัวของลูกค้ำของ บล. กับมูลค่าสินทรัพย์ที่ฝากไว้กับ บล. มีลักษณะดังนี้¹³

การกระจายตัวของลูกค้ำรายย่อยขนาดต่างๆ	ขนาดใหญ่	ขนาดกลาง					ขนาดเล็ก			
		81-90	71-80	61-70	51-60	41-50	31-40	21-30	11-20	1-10
จำนวนลูกค้ำของบล. (เปอร์เซ็นต์)	91-100	81-90	71-80	61-70	51-60	41-50	31-40	21-30	11-20	1-10
สัดส่วนความเป็นเจ้าของสินทรัพย์ที่อยู่ในความดูแลของบล. (ร้อยละ)	90.66	5.21	2.08	1.01	0.52	0.27	0.14	0.07	0.03	0.01

ตัวอย่างการตีความ เช่น ร้อยละ 10 ของลูกค้ำของ บล. (เปอร์เซ็นต์ที่ 91-100) เป็นลูกค้ำรายย่อยขนาดใหญ่และเป็นเจ้าของร้อยละ 91 ของสินทรัพย์ในความดูแลของ บล. ส่วนสินทรัพย์ที่เหลือเป็นของลูกค้ำรายย่อยขนาดกลางและเล็ก

(3) มูลค่าความเสียหายของลูกค้ำที่ IP fund ต้องจ่ายชดเชยให้ก่อนเท่ากับสินทรัพย์ทั้งหมดที่ลูกค้ำฝากไว้ในความดูแลของ บล.

ทั้งนี้ เมื่อวิเคราะห์ตามสมมติฐานข้างต้นพบว่า บล. ที่สมมติให้ล้มละลายมีลูกค้ำประมาณ 26,000 คน และมีสินทรัพย์ของลูกค้ำที่อยู่ในความดูแลประมาณ 24,000 ล้านบาท ทำให้ลูกค้ำรายย่อยขนาดต่างๆ ได้รับความเสียหายเฉลี่ย ดังนี้

การกระจายตัวของลูกค้ำรายย่อยขนาดต่างๆ	ขนาดใหญ่	ขนาดกลาง					ขนาดเล็ก			
		81-90	71-80	61-70	51-60	41-50	31-40	21-30	11-20	1-10
จำนวนลูกค้ำของบล. (เปอร์เซ็นต์)	91-100	81-90	71-80	61-70	51-60	41-50	31-40	21-30	11-20	1-10
สินทรัพย์ที่อยู่ในความดูแลของ บล. ต่อลูกค้ำ 1 ราย (ล้านบาท)	8.40	0.48	0.19	0.09	0.05	0.03	0.01	0.01	0.003	0.001
ค่าเฉลี่ยสินทรัพย์ที่อยู่ในความดูแลของ บล. ต่อลูกค้ำ 1 ราย (ล้านบาท)	8.40	0.17					0.006			

¹³ เทียบเคียงจากงานศึกษาเกี่ยวกับการกระจายตัวของจำนวนลูกค้ำรายย่อยของ บล. กับมูลค่าการซื้อขาย หลักทรัพย์ (market concentration) (ลิมป์กาญจน์เวช (2009), “มองนักลงทุนบุคคลจากพฤติกรรมการซื้อขาย หลักทรัพย์”))

ตารางที่ 10 : จำนวนผู้ลงทุนที่เงินกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนสำหรับความเสียหายในตลาดอนุพันธ์ในปี 2009 สามารถคุ้มครองได้

การดำรงเงินเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนในตลาดอนุพันธ์	ออสเตรเลีย	ฮ่องกง	สิงคโปร์
มูลค่าเงิน IP fund (ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)	16	117	16
วงเงินคุ้มครองขั้นสูง (ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อผู้ลงทุน)	245,925	19,354	34,247
จำนวนผู้ลงทุนที่กองทุนสามารถช่วยเหลือได้ (คน) ¹⁴	65	6,045	467

ที่มา : รายงานประจำปีและเว็บไซต์ของทั้ง 3 ตลาดหลักทรัพย์, SFC (Hong Kong) และ HKEx's Investor Survey

¹⁴ กรณีที่ผู้ลงทุนทุกคนได้รับการชดเชยเท่ากับวงเงินคุ้มครองขั้นสูง

บทที่ 3 : กฎเกณฑ์เกี่ยวกับการทดแทนความเสียหายจากความผิดพลาดในงาน ปฏิบัติการของตลาดหลักทรัพย์

แม้ตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ จะมีนโยบายทดสอบความพร้อมและระบบปฏิบัติการเป็นประจำ ตามมาตรฐานสากลว่าระบบงานน่าเชื่อถือ (reliable) มีขีดความสามารถ (capacity) และความ รวดเร็ว (speed) ที่มากพอเพื่อรองรับสถานการณ์ที่มีธุรกรรมการซื้อขายสูงผิดปกติ (peak) ในตลาด หลักทรัพย์ มีการฝึกฝนเจ้าหน้าที่ประจำการเป็นอย่างดี และมีการทดสอบแผนสำรองของธุรกิจ (business continuity plan) อย่างสม่ำเสมอ แต่เพื่อสร้างความน่าเชื่อถือในระบบงานของตลาด หลักทรัพย์ ทั้งในส่วนธุรกรรมการซื้อขายและภายหลังการซื้อขายหลักทรัพย์ ว่าสามารถชดเชย ค่าเสียหายได้ถ้าเกิดข้อผิดพลาด อาทิ จับคู่คำสั่งซื้อขายผิดหรือระบบการซื้อขายไม่ทำงาน เป็นต้น ผู้ศึกษาพบว่าตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ มี 3 แนวทางที่เลือกใช้สำหรับการจัดหาเงินทุนเพื่อชดเชย ค่าเสียหายจากระบบปฏิบัติการ ดังนี้

3.1 การซื้อประกันความเสียหายสำหรับความผิดพลาดในการปฏิบัติการของพนักงานและ ผู้บริหารของตลาดหลักทรัพย์ (director and officer insurance) : แนวทางนี้ค่อนข้างเป็นที่นิยม โดย ASX, HKEx, SGX, BM และ ตลท. ต่างทำประกันประเภทนี้ทั้งสิ้น อย่างไรก็ตาม ขนาดของ เงินประกันไม่สูงมากนัก เนื่องจากมีบริษัทประกันเพียงไม่กี่รายที่ขายประกันให้กับตลาดหลักทรัพย์ เพราะบริษัทประกันส่วนใหญ่ไม่สามารถเข้าถึงสถิติธุรกรรมของตลาดหลักทรัพย์ได้โดยละเอียด อีกทั้ง ยังมีแนวโน้มที่จะประมาณการความเสี่ยงลักษณะนี้สูงเกินจริง

3.2 การตั้งกองทุนเฉพาะกิจ : วิธีนี้ไม่เป็นที่นิยมมากนัก โดยพบเพียง BM ที่ตั้งกองทุน ทดแทนความเสียหายจากการรับฝากหลักทรัพย์ (Compensation Fund of Bursa Depository) ซึ่งจะ คຸ້ມครองผู้ลงทุนในกรณีที่ระบบการรับฝากหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์มีปัญหา เช่น เกิดความเสียหายทางเทคโนโลยี เหตุจู่โจม และเหตุไฟไหม้ เป็นต้น โดย ณ สิ้นปี 2009 มีเงินกองทุนรวม 14 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และชดเชยให้ไม่เกินกว่า 100,000 ริงกิต (28,839 ดอลลาร์สหรัฐฯ) ต่อ ผู้เสียหาย

3.3 การใช้สินทรัพย์สภาพคล่องที่ปราศจากภาระผูกพันของตลาดหลักทรัพย์ (free fund)¹⁵ : โดยทั่วไปสินทรัพย์ส่วนนี้จะถูกใช้สำหรับการดำเนินธุรกิจทั่วไป การขยายธุรกิจ และ/หรือการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่ต้องเสียค่าปรับชดเชยความเสียหายจากการปฏิบัติการ ทั้งจากความผิดพลาดของผู้ปฏิบัติการและของระบบเทคโนโลยีเป็นมูลค่าสูง สินทรัพย์ส่วนนี้อาจถูกนำมาใช้ เช่น ในปี 2005 Tokyo Stock Exchange (TSE) ถูกฟ้องร้องเนื่องจากระบบการซื้อขายเกิดปัญหา (technical glitch) ทำให้ บล. ที่ส่งคำสั่งซื้อขายผิดไม่สามารถยกเลิกคำสั่งได้ เกิดความเสียหาย 442 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ทั้งนี้ ในปี 2009 ศาลชั้นต้นตัดสินให้ TSE มีความผิดและต้องชดเชยเงิน 119 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ให้แก่ผู้เสียหาย ซึ่งในขณะนี้กำลังอยู่ในชั้นอุทธรณ์ และถ้าต้องจ่ายชดเชยจริง TSE จะต้องจัดสรรเงินจากสินทรัพย์สภาพคล่องที่ปราศจากภาระผูกพันมาจ่ายชดเชย

¹⁵ สินทรัพย์สภาพคล่องที่ปราศจากภาระผูกพัน (free fund) ของตลาดหลักทรัพย์ ประกอบด้วย (1) เงินสดและสินทรัพย์เทียบเท่าเงินสด (2) เงินลงทุนระยะสั้น และ (3) เงินลงทุนระยะยาว หลังจากหักสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับ CS fund และ IP fund ทั้งหมดแล้ว

บทที่ 4 : การจัดโครงสร้างสินทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ นอกเหนือจากการดำรงเงินกองทุนเพื่อความมั่นคงและการคุ้มครองผู้ลงทุน

เนื่องจากรายได้ของธุรกิจตลาดหลักทรัพย์มีโอกาสผันผวนสูง (volatile) ตามภาวะการซื้อขายในตลาด ดังนั้น นอกจากต้องดำรงเงินกองทุนเพื่อความมั่นคงและเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนแล้ว ตลาดหลักทรัพย์ยังต้องมีสินทรัพย์ที่ปราศจากภาระผูกพันที่มากพอสำหรับการดำเนินธุรกิจ การขยายธุรกิจ และ/หรือการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่องภายหลังการ demutualization และจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ เพื่อสร้างความมั่นใจแก่ผู้ถือหุ้น และทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีความพร้อมที่จะแข่งขันในเวทีตลาดทุนโลกได้อย่างยั่งยืน

ทั้งนี้ โครงสร้างสินทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์¹⁶ โดยทั่วไปประกอบด้วย 2 ส่วนหลัก คือ

(1) สินทรัพย์สภาพคล่อง (liquid asset) ซึ่งประกอบด้วย CS fund และ IP fund ส่วนที่นำส่งโดยตลาดหลักทรัพย์ และสินทรัพย์สภาพคล่องที่ปราศจากภาระผูกพัน (free fund)

(2) สินทรัพย์ถาวร (fixed asset) ซึ่งประกอบด้วย ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ (tangible asset - PP&E) และซอฟต์แวร์ (intangible asset - software)

อนึ่ง ตามภาพที่ 6 ผู้ศึกษาพบว่า HKEx, SGX และ BM มีสินทรัพย์สภาพคล่องที่ปราศจากภาระผูกพันในปี 2009 และอาจนำมาใช้เพื่อการนี้ได้ 2 เท่า 2 เท่า และ 3 เท่าของค่าใช้จ่ายเพื่อการขยายธุรกิจ การดำเนินธุรกิจทั่วไป และการจ่ายเงินปันผลของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ ตามลำดับ ทั้งนี้ ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าวจ่ายเงินปันผลในระดับสูงประมาณร้อยละ 90 ของผลกำไรสุทธิในแต่ละปี อีกทั้งพบว่า ตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ มีค่าใช้จ่ายและการลงทุนก่อนการ demutualization ดังนั้น หากย้อนพิจารณาถึงช่วงก่อน demutualization สัดส่วนสินทรัพย์สภาพคล่องที่ปราศจากภาระผูกพันดังกล่าวควรสูงกว่านี้¹⁷

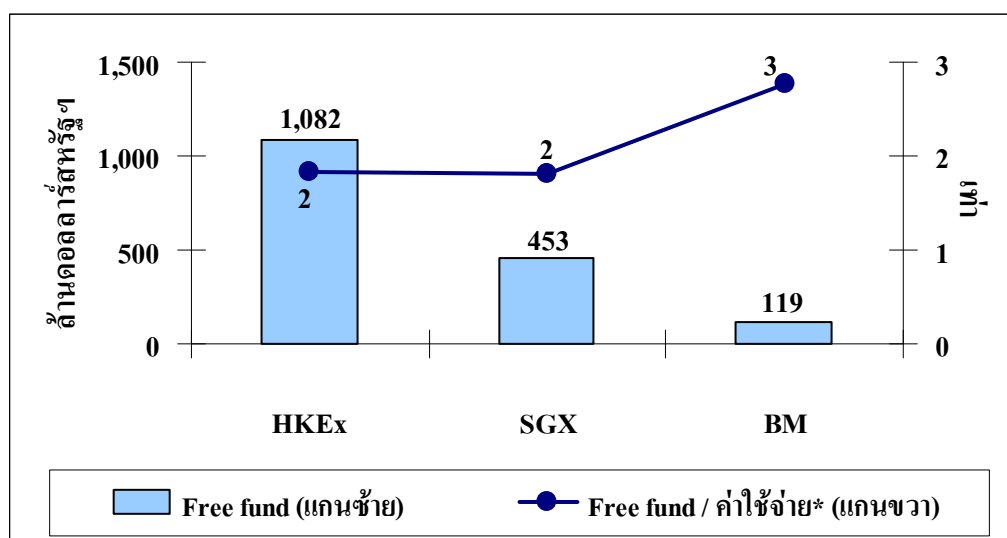
นอกจากนี้ มีข้อสังเกตว่า SGX และ HKEx ซึ่งทำการ demutualization ในปี 1999 และ 2000 ตามลำดับ มีสัดส่วนสินทรัพย์สภาพคล่องที่ปราศจากภาระผูกพัน ต่อค่าใช้จ่ายเพื่อการขยายธุรกิจ การดำเนินธุรกิจทั่วไป และการจ่ายเงินปันผลต่ำกว่าสัดส่วนดังกล่าวของ BM ซึ่ง

¹⁶ ไม่นับรวมสินทรัพย์ (asset) ในงบดุล (balance sheet) ของตลาดหลักทรัพย์ที่เกิดจากการนำส่ง CS fund และ IP fund โดย บล.

¹⁷ ตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ เปิดเผยข้อมูลจำกัดในช่วงก่อน demutualization จึงไม่สามารถคำนวณสัดส่วนสินทรัพย์สภาพคล่องที่ปราศจากภาระผูกพันที่ชัดเจนเพื่อพิจารณาเปรียบเทียบได้

demutualization ในปี 2004 และยังคงอยู่ในช่วงการปรับตัว อีกทั้ง มีข้อสังเกตว่าแนวทางหนึ่งที่ตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ นิยมปฏิบัติเพื่อเพิ่มสภาพคล่องสำหรับเงินกองทุนเพื่อความมั่นคงและ/หรือเพื่อขยายธุรกิจภายหลังการ demutualization คือ การขายสินทรัพย์ถาวรที่ไม่ใช่สินทรัพย์ที่สร้างความสามารถในการแข่งขันของธุรกิจตลาดหลักทรัพย์โดยตรง เช่น กรณี SGX ขายอาคาร SGX Center เพื่อเพิ่มความมั่นคงของ CS fund ในปี 2007¹⁸ เป็นต้น (ภาพที่ 7) ทั้งนี้ ตลาดหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ เช่น ASX และ HKEx มีสินทรัพย์ถาวรส่วนใหญ่เป็นเพียงอุปกรณ์และซอฟต์แวร์เท่านั้น

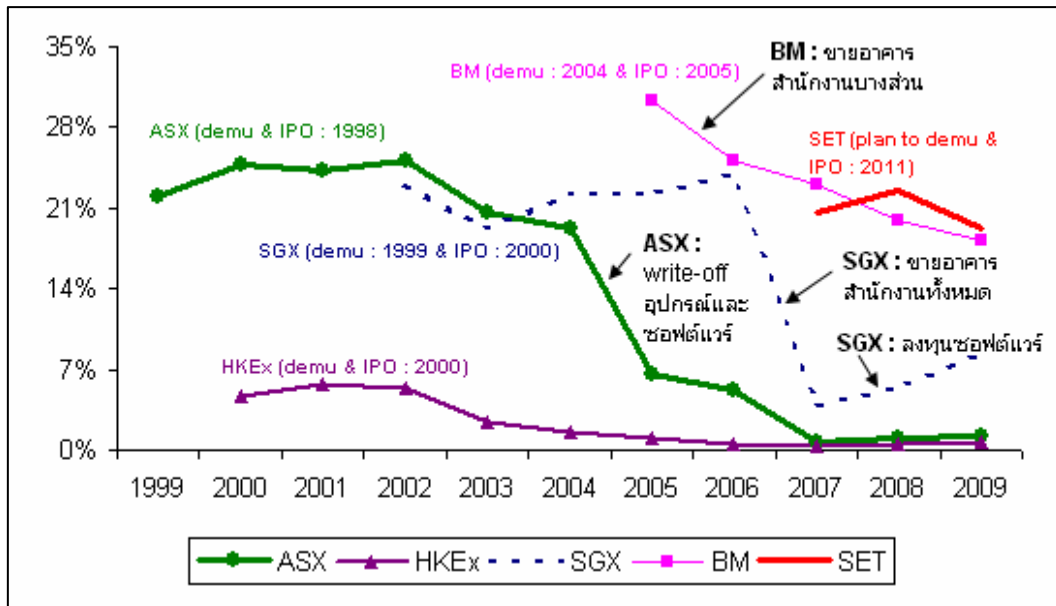
ภาพที่ 6 : สัดส่วนสินทรัพย์สภาพคล่องที่ปราศจากภาระผูกพัน ต่อค่าใช้จ่ายเพื่อการขยายธุรกิจ การดำเนินงานธุรกิจทั่วไป และการจ่ายเงินปันผลของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ ในปี 2009



หมายเหตุ : * ค่าใช้จ่าย ประกอบด้วย ค่าใช้จ่ายเพื่อการขยายธุรกิจ (capital expenditure) ค่าใช้จ่ายเพื่อการดำเนินงานธุรกิจทั่วไป (working capital) และการจ่ายเงินปันผล (dividend payment)
ที่มา : รายงานประจำปีของทั้ง 3 ตลาดหลักทรัพย์

¹⁸ SGX (2007), “Summary Annual Report 2007.”

ภาพที่ 7 : สัดส่วนสินทรัพย์ถาวร (fixed asset) ต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (total asset) ของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ



หมายเหตุ : SGX (ขาย SGX Center ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 80 ของ PP&E ทั้งหมดในปี 2007), BM (ขายตึกประมาณร้อยละ 30 ของทรัพย์สินที่เป็นอาคารสำนักงานทั้งหมดในปี 2006), HKEEx (มี land devaluation และ equipment disposal/write-off ในปี 2003) และ ASX (มี disposal/write-off of computer equipment and software ในปี 2005)

ที่มา : รายงานประจำปี ของทั้ง 5 ตลาดหลักทรัพย์

บทส่งท้าย

การ demutualization ตลท. ที่กำลังจะเกิดขึ้นตามแผนพัฒนาตลาดทุน ถือเป็น การเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างที่สำคัญของ ตลท. และตลาดทุนไทย ทั้งในด้านกรอบการดำเนินงาน และภาวะการแข่งขันในธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น จึงจำเป็นอย่างยิ่งที่ ตลท. ซึ่งเป็นหน่วยงานสำคัญในการขับเคลื่อนตลาดทุนและระบบเศรษฐกิจไทย ต้องดำรงเงินกองทุนขึ้นพื้นฐานเพื่อความมั่นคงและเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนอย่างเพียงพอ เพื่อเสริมสร้างความเชื่อมั่นและความมั่นคงในตลาดทุน ทำให้ ตลท. สามารถแข่งขันได้และเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีคุณภาพเทียบเท่าสากล ทั้งนี้ ประเด็นที่ ตลท. และ/หรือหน่วยงานกำกับดูแลควรพิจารณาให้ความสำคัญ มีดังนี้

(1) แม้สัดส่วนเงินกองทุนทดแทนความเสียหายจากการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ของ ตลท. เทียบกับมูลค่าการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์และตลาดอนุพันธ์ สูงกว่าตลาดหลักทรัพย์อื่นในปัจจุบัน แต่เนื่องจากปริมาณการซื้อขายใน ตลท. มีโอกาสขยายตัวได้อีกมากในอนาคต (growth market) ดังนั้น ความเพียงพอของเงินกองทุนในปัจจุบันอาจไม่ครอบคลุมถึงการเติบโตในระยะยาว ด้วยเหตุนี้ ตลท. ควรเตรียมพร้อมเสมอที่จะเพิ่มขนาดเงินกองทุนหากธุรกรรมการซื้อขายในตลาดเพิ่มขึ้น เพื่อรักษาสัดส่วนการดำรงเงินกองทุนให้ทัดเทียมตลาดหลักทรัพย์อื่นในอนาคต

(2) ควรปรับเพิ่มมูลค่าเงินกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนสำหรับตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้สอดคล้องกับวงเงินคุ้มครองขั้นสูง หรืออย่างน้อยให้ทัดเทียมกับสัดส่วนที่ตลาดหลักทรัพย์อื่นดำรงไว้ ต่อจำนวนบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนรายย่อย

(3) ควรสำรองเงินเพื่อจัดตั้งกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนสำหรับตลาดอนุพันธ์ และดำรงเงินกองทุนให้ทัดเทียมกับระดับเงินกองทุนที่ตลาดหลักทรัพย์อื่นดำรงอยู่ ซึ่งควรสัมพันธ์กับมูลค่าการซื้อขายในตลาดอนุพันธ์ และมูลค่าเงินกองทุนต้องเพียงพอต่อการใช้จ่ายตามวงเงินคุ้มครองขั้นสูงของกองทุน ทั้งนี้ ควรให้ความสำคัญกับขนาดของตลาดอนุพันธ์ที่มีแนวโน้มขยายตัวได้อีกมากในอนาคตประกอบด้วย

(4) ควรรักษาสัดส่วนสินทรัพย์สภาพคล่องที่ปราศจากภาระผูกพัน ต่อค่าใช้จ่ายเพื่อการขยายธุรกิจ การดำเนินธุรกิจ และการจ่ายเงินปันผลของ ตลท. ให้ทัดเทียมกับตลาดหลักทรัพย์อื่น ภายหลังการ demutualization การปรับ โครงสร้างองค์กร และการลงทุนในระบบเทคโนโลยีสารสนเทศและโครงสร้างพื้นฐานต่างๆ ที่สำคัญต่อการเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันของ ตลท.

เอกสารแนบที่ 1 : ลำดับการใช้แหล่งเงินทุนของสำนักหักบัญชี เพื่อชดเชยความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระราคาของสมาชิกสำนักหักบัญชี

ลำดับการใช้	แหล่งเงินทุนเพื่อชดเชยความเสี่ยง หากเกิดการผิดนัดชำระราคา			
	ตลาด.	SGX	BM	ASX
ตลาดหลักทรัพย์				
ลำดับที่ 1	เงินส่งเข้ากองทุนโดย บล. ที่ผิดนัดชำระราคา	เงินส่งเข้ากองทุนโดย บล. ที่ผิดนัดชำระราคา	เงินส่งเข้ากองทุนโดย บล. ที่ผิดนัดชำระราคา	เงินส่งเข้ากองทุนโดย ตลาดหลักทรัพย์
ลำดับที่ 2	เงินส่งเข้ากองทุนโดย บล. ที่มีได้ผิดนัดชำระราคา	เงินส่งเข้ากองทุนโดย ตลาดหลักทรัพย์	เงินส่งเข้ากองทุนโดย บล. ที่มีได้ผิดนัดชำระราคา และตลาดหลักทรัพย์	ทุนจดทะเบียนของ สำนักหักบัญชีของตลาดหลักทรัพย์ และ เงินให้กู้โดยตลาดหลักทรัพย์
ลำดับที่ 3	เงินส่งเข้ากองทุนโดย ตลาดหลักทรัพย์	เงินส่งเข้ากองทุนโดย บล. ที่มีได้ผิดนัดชำระราคา	เงินกู้ที่ได้รับจัดสรรจาก ตลาดหลักทรัพย์	เงินประกันความเสี่ยงที่ตลาดหลักทรัพย์ซื้อไว้
ลำดับที่ 4	เงินสำรองในส่วนทุนของตลาดหลักทรัพย์ (reserve fund)	เงินประกันความเสี่ยงที่ตลาดหลักทรัพย์ซื้อไว้		เงินสำรองฉุกเฉินเพื่อส่งเข้ากองทุนโดย บล.
ลำดับที่ 5	ทุนจดทะเบียนของ สำนักหักบัญชี	เงินกู้ที่ได้รับจัดสรรจาก ตลาดหลักทรัพย์		
ตลาดอนุพันธ์				
ลำดับที่ 1	เงิน margin ของ บล. ที่ผิดนัดชำระราคา	เงิน margin ของ บล. ที่ผิดนัดชำระราคา	เงิน margin ของ บล. ที่ผิดนัดชำระราคา	เงิน margin ของ บล. ที่ผิดนัดชำระราคา
ลำดับที่ 2	เงิน security deposits ของ บล. ที่ผิดนัดชำระราคา	เงิน security deposits ของ บล. ที่ผิดนัดชำระราคา	เงินส่งเข้ากองทุนโดย บล. ที่ผิดนัดชำระราคา	เงินให้กู้โดยตลาดหลักทรัพย์และทุนจดทะเบียนของสำนักหักบัญชีของตลาดอนุพันธ์
ลำดับที่ 3	เงินส่งเข้ากองทุนโดย บล. ที่ผิดนัดชำระราคา	ทุนจดทะเบียนของ สำนักหักบัญชีของตลาดอนุพันธ์	เงินส่งเข้ากองทุนโดย บล. ที่มีได้ผิดนัดชำระราคา และตลาดหลักทรัพย์	เงินสำรองเพื่อส่งเข้ากองทุนโดย บล. (participant financial backing)
ลำดับที่ 4	เงินส่งเข้ากองทุนโดย บล. ที่มีได้ผิดนัดชำระราคา	เงินประกันความเสี่ยงที่ตลาดหลักทรัพย์ซื้อไว้		เงินประกันความเสี่ยงที่ตลาดหลักทรัพย์ซื้อไว้

ลำดับการใช้	แหล่งเงินทุนเพื่อชดเชยความเสี่ยง หากเกิดการผิดนัดชำระราคา			
	ตลท.	SGX	BM	ASX
ตลาดอนุพันธ์				
ลำดับที่ 5	เงินส่งเข้ากองทุนโดยตลาดหลักทรัพย์	Financial guarantee จากตลาดหลักทรัพย์		เงินสำรองฉุกเฉินเพื่อส่งเข้ากองทุนโดย บล.
ลำดับที่ 6	เงินสำรองในส่วนทุนของตลาดหลักทรัพย์	เงินส่งเข้ากองทุนโดยตลาดหลักทรัพย์		
ลำดับที่ 7	ทุนจดทะเบียนของสำนักหักบัญชี	เงิน security deposits โดย บล. ที่มีได้ผิดนัดชำระราคา		

ที่มา : รายงานประจำปีของ SGX, BM และ ASX และแนวทางการใช้เงินทุนของ บริษัทสำนักหักบัญชี (ประเทศไทย) จำกัด

บรรณานุกรม

- Australian Government the Treasury (2002), Compensation for Loss in the Financial Services Sector Issues and Options.
- Committee on Payment and Settlement system, Technical Committee of the IOSCO, and Bank for International Settlements (2001). “Recommendations for Securities Settlement System.”
- Reserch and Corporate Development of HKEx (2008). “Retail Investor Survey 2007.”
- Reserve Bank of Australia (2009). “2008/09 Assessment of Clearing and Settlement Facilities in Australia.”
- Securities and Futures Commission (Hong Kong) (2004). “Consultation Paper on the Review of the Level and Funding of the Investor Compensation Fund, Broker Defaults since 1998 and the Operation of the Investor Compensation Arrangements.”
- SEGC (2009). “National Guarantee Fund Information Booklet.”
- SIPF (Thailand) (2004). “Regulations: Protection for Securities Investors.”
- Tang, Irene (2008). “Securities and Futures Markets Investor Protection in Hong Kong.”
- The Association of Global Custodians (2009). “The Association of Global Custodians 2009-2010 Questionnaire.”
- WFE (2006). “Task Force Report on Capital Adequacy and Management.”
- WFE (2010). “Focus: Cleared for Take-off?”