

บทที่ 5

ปัญหาเกี่ยวกับขอบเขตและความหมายของการ
เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน

หุ้นเป็นสินค้าอย่างหนึ่งซึ่งมีตลาดและวิธีการซื้อขายที่เป็นแบบฉบับของตนในขณะที่สินค้าอื่นทั่วไปจะมีราคาค่อนข้างคงที่ในช่วงเวลาหนึ่งหรือเปลี่ยนแปลงเล็กน้อยภายใต้อุปสงค์อุปทานของสินค้า

แต่สำหรับสินค้าที่รู้จักกันทั่วไป "หุ้น" จะมีราคาเปลี่ยนแปลงและปรับตัวขึ้นลงอยู่ตลอดเวลา ภายใต้การตัดสินใจซื้อขายของนักลงทุนและภายใต้เหตุผลเหล่านั้นทำให้หุ้นกลายเป็นสินค้าที่มีทั้ง "ราคาคาดหวัง" (expected price) และความเสี่ยง (risk) จากการซื้อขายเกิดขึ้น ซึ่งเป็นสิ่งที่พิเศษและแตกต่างจากสินค้าอื่นและวิธีการค้าทั่วไป ดังนั้นจึงก่อให้เกิดความจำเป็นที่จะต้องมีแหล่งอันเป็นศูนย์กลางในการซื้อขายสินค้า "หุ้น" ก็คือ "ตลาดหลักทรัพย์" สำหรับองค์ประกอบของตลาดหลักทรัพย์ที่สำคัญอันหนึ่งก็คือบรรดานักลงทุนทั้งหลาย (participants) นั้นเอง ซึ่งแยกโดยตามพฤติกรรมการเล่นหุ้นแล้วสามารถแบ่งออกเป็น 2 พวกใหญ่ ๆ คือ พวกที่หวังผลตอบแทนในระยะยาวไม่ว่าจะอยู่ในรูปของเงินปันผลหรือกำไรส่วนเกิน (Capital Gain) ซึ่งเรียกพวกนี้ว่า "นักลงทุน" (Investor) กับอีกพวกหนึ่งที่ต้องการผลตอบแทนในระยะสั้นหรือรวดเร็วในรูปของกำไรส่วนเกินทุนเป็นหลัก ซึ่งถูกเรียกว่า "นักเก็งกำไร" (Speculator) โดยทั้ง 2 กลุ่มนี้ต้องอาศัยความคาดหวัง (Expectator) และประสับกับความเสี่ยง (risk) คละเคล้ากันไปในตลาด และอาจจะบอกได้ว่าสัดส่วนของนักลงทุนหรือนักเก็งกำไรในระดับใดจะเป็นระดับที่เหมาะสม

เป็นที่น่าสังเกตว่าในบทเรียนที่ผ่านมาในอดีตไม่ว่าจะเป็นตลาดหุ้นนิวยอร์กหรือโตเกียว เมื่อถึงคราวที่ตกต่ำขนาดหนักทุกคนก็ต้องยอมรับว่าการขึ้นลงของราคาหลักทรัพย์ไม่ว่าจะเป็นรายหลักทรัพย์หรือโดยรวมก็ตาม ราคาที่มีเสถียรภาพน่าจะเป็นราคาที่ปัจจุบันพื้นฐานเป็นตัวสนับสนุนอยู่เบื้องหลังซึ่งปัจจุบันพื้นฐานนี้จำเป็นจะต้องกระทำการวิเคราะห์จากข้อมูลที่ได้มีการเปิดเผยข้อมูลนั่นเอง ส่งผลให้บริษัทที่นำหลักทรัพย์ออกขายเพื่อระดมทุนจึงมีความจำเป็นและสำคัญอย่างมากต้องเปิดเผยข้อมูล ในขณะที่เดียวกันการเปิดเผยข้อมูลหากไม่มีรัฐเข้ามาควบคุมผลอาจทำให้เกิดความเสียหายได้ เนื่องจากข้อมูลที่เปิดเผยอาจไม่ครบถ้วนไม่เพียงพอต่อการตัดสินใจหรือเป็นข้อมูลที่ไม่น่าเชื่อถือก็ได้ ซึ่งเครื่องมือที่รัฐใช้ในการควบคุมก็คือกฎหมายหลักทรัพย์นั่นเอง ดังนั้นโดยผลของกฎหมายหลักทรัพย์ทำให้เกิดหลักการ

ว่าบุคคลใดก็ตามหากต้องการนำหลักทรัพย์ออกขายต่อประชาชนแล้วจะต้องกระทำการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ตามข้อกำหนดที่กฎหมายไว้ก่อน จึงจะสามารถนำหลักทรัพย์เพื่อเสนอขายต่อประชาชนได้ ดังนี้ จึงเป็นเงื่อนไขที่สำคัญที่สุดของกฎหมายหลักทรัพย์ที่ผู้อยู่ภายใต้กฎหมายจะต้องปฏิบัติตามเหตุที่กล่าวว่าเป็นเงื่อนไข เนื่องจากเจตนารมณ์ของกฎหมายหลักทรัพย์นั้นไม่ได้ต้องการที่จะห้ามมิให้กระทำการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนเพียงแต่กำหนดเป็นเงื่อนไขว่าผู้อยู่ภายใต้กฎหมายนี้ซึ่งหมายถึงผู้ที่ต้องการนำหลักทรัพย์ออกเสนอขายต่อประชาชนจะต้องกระทำการเปิดเผยข้อมูลก่อน จึงจะสามารถนำหลักทรัพย์ออกเสนอขายต่อประชาชนได้ ดังนี้ ประเด็นสำคัญของกาวิเคราะห์จึงอยู่ที่ว่ากฎหมายหลักทรัพย์ควรจะต้องกำหนดขอบเขตหรือแนวทางของการเสนอขายหลักทรัพย์ให้ชัดเจนด้วยว่า เมื่อใดและอย่างไรจึงจะถือว่าเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน หรือกรณีใดบ้างที่กฎหมายยกเว้นให้ผู้อยู่ภายใต้กฎหมายจะสามารถทราบได้ว่าจะต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขที่กฎหมายกำหนดก่อนหรือไม่

นอกจากนี้กฎหมายก็จะต้องให้ความสำคัญในขั้นตอนต่าง ๆ ของการปฏิบัติตามกฎหมายด้วยว่าจะต้องมีความถูกต้องและชัดเจน เพื่อมิให้กฎหมายหลักทรัพย์กลับกลายเป็นอุปสรรคต่อการระดมทุน และส่งผลกระทบต่อไปยังระบบเศรษฐกิจของประเทศด้วย โดยเฉพาะในปัจจุบันแล้วระบบเศรษฐกิจกำลังเติบโตทำให้การระดมเงินที่มีความสำคัญมากขึ้นตามลำดับ และกฎหมายหลักทรัพย์ก็เป็นกฎหมายที่มีอิทธิพลและสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศมากด้วยทั้งนี้จะแตกต่างจากแต่ก่อน มีการระดมทุนจากประชาชนน้อยมากประกอบด้วยแนวความคิดของเจ้าของกิจการในขณะนั้นยังคงยึดติดกับระบบครอบครัว ทำให้กิจการแต่ละกิจการไม่จำเป็นต้องอาศัยการระดมทุนจากประชาชน ประกอบกับรัฐบาลเองก็ยังให้ความสำคัญด้านนี้น้อย โดยจะหันความสนใจไปยังด้านเกษตรกรรมมากกว่า ทำให้กฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ของประเทศไทยเดิมยังล้าสมัย จนกระทั่งเมื่อประเทศไทยได้เกิดปรากฏการณ์ที่สำคัญคือใน พ.ศ. 2517 ได้เกิดมีตลาดหลักทรัพย์อันเป็นแหล่งศูนย์กลางการซื้อขายสินค้าที่รู้จักกันว่า "หุ้น" ขึ้นมาพร้อมทั้งได้ออกกฎหมายคือพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2517 แต่กระนั้นกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ก็ยังล้าสมัย และซ้ำซ้อนอยู่ในกฎหมายหลายฉบับและหลายหน่วยงานด้วยกัน ดังที่กล่าวมาแล้วในบทที่ 4 ดังนี้ปัญหาซึ่งเกิดขึ้นก็คือกฎหมายซึ่งเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้นได้สอดคล้องอยู่ในกฎหมายต่าง ๆ เหล่านี้

ทำให้ข้อกฎหมายเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนยังคงไม่สมบูรณ์ และในกฎหมายแต่ละฉบับเหล่านั้น เช่น พระราชบัญญัติมหาชน พ.ศ. 2521 หรือพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2517 (แก้ไข 2527) เป็นต้น เนื่องจากไม่ใช่กฎหมายเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนโดยตรงไม่ได้มีข้อกฎหมายเกี่ยวกับแนวทางและความหมายของการเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนไว้เลย ทั้งนี้ เป็นจุดสำคัญประการหนึ่งซึ่งต้องคำนึงถึงด้วยว่าแต่เดิมมานั้นผู้ที่เข้าใจในขอบเขตและความหมายการเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนก็นี้น้อยมาก เมื่อกฎหมายไม่ได้กำหนดขอบเขตหรือแนวทางไว้ให้ผู้ต้องปฏิบัติตามกฎหมายได้มีโอกาสศึกษาและทำความเข้าใจในเจตนารมณ์ของกฎหมายหลักทรัพย์ผลก็คือ ความไม่เข้าใจในระบบกฎหมายทำให้ยากต่อการปฏิบัติตาม จนกระทั่งในปัจจุบันได้มีการออกกฎหมายหลักทรัพย์โดยตรง คือพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เพื่อให้เป็นกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์และการเสนอขายหลักทรัพย์โดยตรง อย่างไรก็ตาม กฎหมายฉบับใหม่ล่าสุดนี้ก็ยังไม่ได้กำหนดขอบเขตและแนวทางการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนไว้เช่นกัน ในขณะที่กฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา แม้จะเป็นประเทศระบบ Common Law ซึ่งไม่ได้ให้ความสำคัญในกฎหมายลายลักษณ์อักษร แต่ก็ยังให้ความสนใจออกกฎหมายหลักทรัพย์เมื่อปี ค.ศ. 1933 และเรียกกฎหมายนี้ว่า กฎหมายหลักทรัพย์ 1933 (The Securities Act 1933) โดยได้มีข้อกฎหมายเกี่ยวกับขั้นตอนต่าง ๆ ในการเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนไว้อย่างชัดเจน รวมทั้งมีคำนิยามไว้สำหรับเป็นแนวทางสำหรับการตีความของความหมายการเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนไว้ด้วย เพราะได้มองเห็นความสำคัญของการกำหนดไว้ให้ชัดเจนพร้อมทั้งได้พยายามที่จะให้ประชาชนของสหรัฐอเมริกาได้มีโอกาสศึกษาและเข้าใจในระบบของกฎหมายหลักทรัพย์อยู่ตลอดเวลา ขณะที่ประเทศไทยเพิ่งเริ่มต้นตัวและให้ความสนใจเมื่อไม่นานมานี้ เปรียบเทียบกับเศรษฐกิจของประเทศไทยในปัจจุบันแล้วกล่าวได้ว่ากำลังพัฒนาไปอย่างรวดเร็วมาก ความจำเป็นที่จะต้องระดมทุนจากประชาชนก็ยิ่งทวีมากยิ่งขึ้น ฉะนั้นพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จำเป็นจะต้องเป็นกฎหมายที่ชัดเจนหรือมีความโปร่งใสเป็นกฎหมายที่เป็นประโยชน์แก่ทุก ๆ ฝ่าย ไม่ว่าจะเป็นผู้นำหลักทรัพย์ออกเสนอขาย หรือประชาชน (นักลงทุน) หรือกับหน่วยงานที่ทำหน้าที่ควบคุมดูแล

ปัญหาทางกฎหมาย การที่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ในมาตรา 65 บัญญัติว่า "การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนหรือบุคคลใด ๆ จะกระทำได้อต่อเมื่อผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนจำกัด บริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์ได้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนต่อสำนักงานและแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนดังกล่าวมีผลใช้บังคับแล้ว"

ตามมาตรา 65 หมายความว่า หากผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนจำกัด บริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์ต้องการจะเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนหรือบุคคลใดแล้ว จะต้องยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน ซึ่งเป็นการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์บริษัทที่ออกหลักทรัพย์และอื่น ๆ ต่อสำนักงาน ก.ล.ด. เพื่อให้สำนักงาน ก.ล.ด. ได้ดำเนินการตรวจสอบข้อมูลก่อนภายในระยะเวลาที่กำหนดไว้ก่อน หลังจากนั้นจึงจะสามารถนำหลักทรัพย์ออกเพื่อเสนอขายต่อประชาชนได้ นอกจากนี้แล้วยังมีมาตราอื่น ๆ ที่บัญญัติข้อกำหนดไว้ในอีกหลายมาตรา เช่น มาตรา 66, 67 เป็นต้น อย่างไรก็ตามก็ไม่มีมาตราใดได้กำหนดขอบเขตหรือความหมายของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนไว้เลย ทั้ง ๆ ที่มีความสำคัญมากต่อทุก ๆ คนในการปฏิบัติตามและใช้กฎหมาย ประเด็นวิเคราะห์จึงมีอยู่ว่ากฎหมายหลักทรัพย์ ซึ่งมีชื่อกฎหมายบัญญัติเกี่ยวกับหลักการของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนี้ ครอบคลุมเพียงใด และอย่างไรจึงจะถือได้ว่าอยู่ในความหมายของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน

ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยหมวดการซื้อขายนั้น มิได้มีการกำหนดถึงการเสนอขายไว้ มีแต่บัญญัติไว้ตามมาตรา 453 ว่า "อันว่าการซื้อขายนั้นคือ สัญญาซึ่งบุคคลฝ่ายหนึ่งเรียกว่า ผู้ขายโอนกรรมสิทธิ์แห่งทรัพย์สินให้แก่บุคคลอีกฝ่ายหนึ่งเรียกว่า ผู้ซื้อและผู้ซื้อตกลงว่าจะใช้ราคาทรัพย์สินนั้นให้แก่ผู้ขาย หากพิจารณาจากความหมายของคำนิยามการซื้อขาย ตามบทบัญญัติมาตรา 453 แล้ว ได้ความหมายว่าเป็นการตกลงซื้อขายสินค้าซึ่งหากตกลงกันได้ก็จะมีกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สิน และอีกฝ่ายหนึ่งมีหน้าที่ต้องชำระราคา

การที่กฎหมายใช้คำว่า "การเสนอขาย" ก็มุ่งที่จะควบคุมการนำหลักทรัพย์ออกขายต่อประชาชน ตั้งแต่ในขั้นของการเสนอขายมิใช่เฉพาะต่อเมื่อจะทำการซื้อขายเท่านั้น

ฉะนั้นเมื่อกล่าวถึงการเสนอขายตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ก็จะหมายถึง การทำคำเสนอ คำเสนอคือ การแสดงเจตนาแสดงความจริงใจของตนต่อบุคคลใดบุคคลหนึ่ง หรือหลายบุคคลเพื่อขอให้ทำสัญญาด้วย หรืออาจสรุปสั้น ๆ ว่าเป็นคำขอให้ทำสัญญา คำเสนอ เป็นนิติกรรมฝ่ายเดียวซึ่งมีผลผูกพันผู้เสนอจะแสดงเจตนาต่อบุคคลใดโดยเฉพาะเจาะจงหรือต่อ สาธารณชนโดยไม่เฉพาะเจาะจงก็ได้ และจะต้องมีข้อความชัดเจนแน่นอน ซึ่งเมื่อมีคำสนอง รับตามคำเสนอสัญญาจะต้องเกิดขึ้น เช่น

คำพิพากษาฎีกาที่ 381/2506 การยื่นเรื่องจะขอจดทะเบียนสิทธิและนิติกรรม ซึ่งมีได้ระบุดังข้อตกลงว่าจะแบ่งกันอย่างไรและให้แก่กันเพราะเหตุอย่างไรมัน ถือว่าเป็น เพียงพฤติการณ์ที่แสดงเจตนาจะทำการจดทะเบียนสิทธิและนิติกรรมเท่านั้น ยังฟังไม่ได้ว่า เป็นสัญญาประนีประนอมยอมความ ทั้งนี้ เพราะยังไม่มีคำเสนอและคำสนองที่ถูกต้องตรงกัน นั้นเอง

คำพิพากษาฎีกาที่ 1927/2516 การที่จำเลยส่งไปฝากไปเพื่อชำระหนี้เงินยืม 30,000.- บาทนั้น แม้จะพันกำหนดเวลาส่งไปชำระหนี้เงินยืม ก็หาใช่เป็นการที่โจทก์ แสดงเจตนาผูกนิติสัมพันธ์ยอมผ่อนเวลาชำระหนี้อื่นมีกำหนดแน่นอนตามบทบัญญัติแห่งประมวล กฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 700 แต่ประการใดไม่ เพราะเป็นการกระทำของลูกหนี้ แต่ฝ่ายเดียว ทั้งการที่โจทก์ยอมรับชำระหนี้ในวันไว้ก็มีใช่เป็นการสนองรับตามกฎหมายแต่ อย่างใด เนื่องจากการชำระหนี้ตามสัญญามิใช่เป็นคำเสนอผ่อนเวลาชำระหนี้ต่อเจ้าหนี้ แต่ประการใด

ดังนั้นเมื่อเปรียบเทียบความหมายของคำเสนอตามประมวลกฎหมายแพ่งและ พณิชย์ กับการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนแล้วแสดงว่าหากจะเป็นคำเสนอขายหลักทรัพย์ ต่อประชาชน จะต้องเป็นคำเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนที่มีข้อความชัดเจนแน่นอนอาจ แสดงด้วยวาจาหรือเป็นลายลักษณ์อักษรก็ได้ และจะต้องมิใช่เป็นเพียงคำปรารภหรือทาบถาม หรือเชื้อเชิญเท่านั้นหมายความว่าซึ่งผู้ขายจะต้องแสดงเจตนาโดยชัดแจ้งต่อประชาชนทั่วไป ว่าตนต้องการจะขายหลักทรัพย์ ซึ่งหากผู้ที่ได้รับคำเสนอดังกล่าวแล้วก็สามารถทำคำสนอง ตอบรับได้ทันที หรือในกรณีแสดงเจตนาต่อบุคคลทั่วไป หากบุคคลใดสนใจก็สามารถทำคำสนอง ได้เลยเช่นกัน อย่างไรก็ตามขอบเขตและความหมายของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน ในความเป็นจริงนั้น มิได้จำกัดอยู่เพียงแต่คำเสนอขายโดยชัดเจนแน่นอนเท่านั้น แต่ยังมี การกระทำใด ๆ อันเป็นการก่อหรือสนับสนุนในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนด้วย ซึ่ง

ได้แก่ การเผยแพร่ข้อมูลใด ๆ ไม่ว่าด้วยวิธีการใดเพื่อการชักชวนให้ประชาชนสนใจ เช่น การเผยแพร่ข้อมูลที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่เสนอขายทั้งต่อผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ต่อนักลงทุนรายใหญ่ที่สนใจ หรือบริษัทหลักทรัพย์ต่างประเทศฯ ซึ่งการกระทำดังกล่าวมา ก็ยังไม่ชัดเจนว่าจะถือว่าเป็นการเสนอขายหรือไม่

การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนหากจะถือตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์แล้ว ราคาของหลักทรัพย์ย่อมถือเป็นสาระสำคัญซึ่งจะต้องตกลงและกำหนดให้ชัดเจน หากการแสดงเจตนาของผู้ขายหรือเสนอขายยังขาดการกำหนดราคาของหลักทรัพย์ มีเพียงข้อมูลเปิดเผยโดยทั่วไปเพื่อชักชวนให้สนใจในหลักทรัพย์ หรือกรณีเป็นการประชาสัมพันธ์เกี่ยวกับหลักทรัพย์ของบริษัท โดยที่ยังไม่ได้กำหนดราคา สถานที่ และเวลาจองซื้อ ย่อมไม่ถือว่าเป็นคำเสนอ เช่น

คำพิพากษาฎีกาที่ 411/2490 โจทก์มีหนังสือถึงผู้จัดการบริษัทจำเลย ความว่า "ฉันขอซื้อในวันนี้เพียง 10 ตันก่อน ที่เหลือจะได้มาขอรับซื้อเป็นคราว ๆ ไป" แสดงเจตนาอยู่ชัดเจนแล้วว่า โจทก์ได้มาเสนอขอซื้อใหม่ในภายหลังสำหรับจำนวนที่ยังเหลือ และมีบันทึกของผู้ช่วยผู้จัดการจำเลยที่ถ่ายหนังสือนั้นว่า "ตกลงขายให้ 10 ตันก่อน" และมีคำสั่งให้ดำเนินการลงวันที่ 25 กันยายน 2486 จึงเห็นได้ว่าต่อบุค 60 ตันนั้น โจทก์ บอกไว้เป็น "เชิงปรารภ" ไม่ใช่ว่า "คำมั่น" ที่จะซื้อตามมาตรา 454 ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ เพราะถ้อยคำที่ใช้ในทำนองนี้ได้แสดงว่าจะให้เป็นคำมั่นซึ่งจะเป็นผูกพันให้ฟ้องร้องโจทก์ได้ในเมื่อโจทก์ไม่ซื้อแต่ประการใดไม่ กรณีเป็นเรื่อง "คำเสนอ" แก่ผู้อยู่เฉพาะหน้าซึ่งย่อมจะสนองรับได้แต่ ณ เวลานั้น ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 356 มิใช่ว่า คำเสนอในต่อบุคอีก 50 ตัน ยังมีอยู่จนจำเลยทำการสนองรับในวันที่ 20 ธันวาคม 2486 เพราะคำเสนอไม่มีแล้ว

หนังสือฉบับลงวันที่ 20 ธันวาคม 2486 ที่ฝ่ายจำเลยได้มีถึงโจทก์มีความว่า "ตามที่บริษัทตกลงขายต่อบุคให้ 60,000 กิโลกรัม รับไปแล้ว 11,029 กิโลกรัมเศษ เหลืออีกเพียง 48,970 กิโลกรัมเศษ บริษัทขอหากทราบว่าคุณจะมารับได้เมื่อไร" ฝ่ายโจทก์ว่า เมื่อรับหนังสือนี้แล้วก็รีบไปติดต่อเพื่อขอรับแต่ ขอผิดรับเพราะมีอุปสรรคบางอย่าง เห็นว่า หนังสือนี้ไม่มีข้อความเป็นคำสนองเป็นแต่กล่าวทั่วถึงสิ่งซึ่งไม่มี จึงกลายเป็นคำเสนอใหม่ตามมาตรา 359 ไม่ได้ และการที่บุคคลหนึ่งบอกขายทรัพย์สินอีกคนหนึ่งตอบว่าเต็มใจจะซื้อ แต่เวลานี้ยังคงมีอุปสรรคหรือไม่มีเงินนั้น จะถือเป็นคำสนองตลอดไปจนกว่าจะมีเงินไม่ได้

ตามคำพิพากษาฎีกาที่ 3248/2525 วินิจฉัยว่า โจทก์และจำเลยต่างเป็นผู้ถือหุ้น
ในบริษัทเดียวกันซึ่งมีข้อบังคับว่าผู้ถือหุ้นคนใดมีความประสงค์จะโอนหุ้นต้องโอนให้ผู้ถือหุ้น
ของบริษัทด้วยกันก่อน การที่จำเลยมีหนังสือแจ้งให้โจทก์ทราบว่าจะขายหุ้นโดยมิได้
กำหนดราคาหุ้น หากแต่ให้มาติดต่อกับ น. ผู้รับมอบอำนาจของจำเลยก่อน จึงเป็นเพียง
การซื้อ เชื้อมิใช่ค่าเสนอและหนังสือโต้ตอบระหว่างโจทก์จำเลยในเรื่องราคาหุ้นอันเป็น
ข้อสำคัญแห่งสัญญาซึ่งจะไม่ตกลงกันก็มีใช้ค่าเสนอและค่าสนองอันจะทำให้สัญญาซื้อขายหุ้น
เกิดขึ้น โจทก์จึงยังไม่มีสิทธิฟ้องบังคับให้จำเลยโอนหุ้นให้แก่โจทก์

ตามคำพิพากษาฎีกาที่ 411/2490 และตามคำพิพากษาฎีกาที่ 3248/2525
แสดงให้เห็นชัดว่าการกระทำในบางกรณี ซึ่งอยู่ในขอบเขตและความหมายของการเสนอ
ขายหลักทรัพย์ในบางลักษณะยังถือเป็นค่าเสนอตามกฎหมายว่าด้วยนิติกรรมและสัญญา ดังนั้น
หากเกิดกรณีต้องตีความว่าการเสนอขายหลักทรัพย์อย่างใดอยู่ในขอบเขตและความหมาย
ของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนหรือไม่และจะต้องให้ศาลตีความแล้วก็มีความเป็น
ไปได้ว่าศาลจะยึดถือคำพิพากษาฎีกาที่ 411/2490 หรือ 3248/2525 เป็นแนวบรรทัดฐาน
การตีความก็ตามก็ได้หมายความว่า เมื่อศาลจะต้องพิจารณาปัญหาดังกล่าวแล้ว ศาลจะ
ต้องยึดถือตามฎีกาดังกล่าว เนื่องจากถ้าหากมีบทกฎหมายสองบทซึ่งเป็นเรื่องเดียวกันเรา
สามารถแยกกฎหมายพิเศษบังคับแก่กรณีก่อน¹ เพราะว่ามีสภาวะกฎหมายที่ว่า หลักกฎหมาย
พิเศษยกเลิกกฎหมายทั่วไปตรงกับสภาวะที่กล่าวกันว่า *Specialia generalibus derogat*
ดังนั้น โดยที่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เป็นกฎหมายพิเศษ ศาลต้องนำเอา
กฎหมายพิเศษมาใช้ประกอบการพิจารณาเพื่อตีความการกระทำนั้น ๆ ก่อนทุกครั้ง เว้นแต่
ในการกระทำดังกล่าวไม่ได้มีกฎหมายพิเศษบัญญัติไว้ ดังนี้ศาลจึงจะนำเอากฎหมายทั่วไป
เช่น กฎหมายว่าด้วยนิติกรรมและสัญญามาประกอบการพิจารณาต่อไป เพราะในการตี
ความนั้นศาลจำเป็นจะต้องคำนึงถึงเจตนารมณ์หรือวัตถุประสงค์ของกฎหมายในแต่ละฉบับ
ก่อนและหากการกระทำดังกล่าว ในกฎหมายพิเศษไม่ได้กำหนดไว้โดยชัดแจ้งและศาล

¹ปรีดี ยเกษมทรัพย์, กฎหมายแห่ง : หลักทั่วไป (กรุงเทพมหานคร : โรงพิมพ์
ธรรมศาสตร์, 2525), หน้า 57.



ยังต้องนำเอาประเพณีปฏิบัติในเรื่องนั้น ๆ มาเป็นเหตุผลประกอบการตีความในลำดับต่อมาด้วย ดังเช่น การกระทำซึ่งเกี่ยวข้องกับวิธีการเสนอขายหลักทรัพย์ ศาลจะต้องนำเอาหลักกฎหมายในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งเป็นกฎหมายพิเศษมาใช้พิจารณาก่อนและถ้าไม่ชัดเจนไว้จึงให้พิจารณาจากประเพณีปฏิบัติของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อไปด้วยว่าวิธีการหรือแบบของการนำหลักทรัพย์ออกเสนอขายนั้นมีธรรมชาตินิยมการปฏิบัติเช่นไร ครอบคลุมเพียงไหน เช่น ตามประเพณีปฏิบัติของการเสนอขายหลักทรัพย์จะหมายรวมถึงวิธีการเปิดเผยข้อมูลด้วยวิธีการใด ๆ ด้วย เพียงแต่การเปิดเผยข้อมูลบางส่วนก็เป็นส่วนหนึ่งของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนแล้ว ซึ่งการเสนอขายหลักทรัพย์นี้ไม่จำเป็นจะต้องมีความแน่ชัด และกำหนดราคาเช่นเดียวกับค่าเสนอตามคำพิพากษาฎีกาที่ 3248/2525 ส่วนหลักในทางนิติกรรมและสัญญา นั้น จะนำมาใช้ก็ต่อเมื่อไม่มีกฎหมายเฉพาะบัญญัติไว้รวมทั้งไม่มีแม้แต่ประเพณีปฏิบัติรองรับเพื่อใช้ในการตีความเลย ดังนั้นจึงเป็นไปได้สูงเช่นเดียวกันที่ศาลจะตีความการกระทำดังกล่าวว่าอยู่ในขอบเขตและความหมายของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตามกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มีขอบเขตและความหมายที่กว้างกว่าค่าเสนอตามกฎหมายว่าด้วยนิติกรรมและสัญญา นอกจากนี้เมื่อพิจารณาจากวัตถุประสงค์ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 แล้ว จะเห็นว่าวัตถุประสงค์ขอบเขตกฎหมายคือต้องการให้มีการเปิดเผยข้อมูลก่อนที่จะนำหลักทรัพย์ออกเสนอขายต่อประชาชน และข้อมูลที่ต้องเปิดเผยนั้นจำเป็นต้องยื่นให้กับคณะกรรมการ ก.ล.ด. พิจารณาความครบถ้วนของข้อมูลที่จะเปิดเผยก่อนด้วย เพื่อให้นักลงทุนได้รับทราบข้อมูลจากแหล่งที่เชื่อถือได้ และเพียงพอต่อการวิเคราะห์ตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ ดังนั้น จะเห็นว่าวัตถุประสงค์ของกฎหมายในประการหนึ่งก็คือเมื่อกฎหมายต้องการตรวจสอบข้อมูลก่อนแสดงว่ากฎหมายต้องการห้ามเปิดเผยข้อมูลด้วยวิธีการใด ๆ ก่อนที่ข้อมูลดังกล่าวจะได้รับการตรวจสอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ด. ดังเช่นมาตรา 80 ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดห้ามมิให้โฆษณาชี้ชวนต่อประชาชนหรือบุคคลใด ๆ ให้ซื้อหลักทรัพย์ไม่ว่าจะด้วยวิธีการใดๆจนกว่าแบบแสดงรายการฯ และร่างหนังสือชี้ชวนจะมีผลบังคับใช้หรือตามมาตรา 77 กำหนดอนุญาตให้เปิดเผยข้อมูลได้ก่อนที่แบบแสดงรายการฯจะมีผลบังคับใช้แต่ก็จะต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์และวิธีการที่สำนักงานประกาศกำหนด ดังนั้น เมื่อพิจารณาประกอบกับมาตราอื่น ๆ ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 65, มาตรา 66 ซึ่งกำหนดห้ามผู้ใดกระทำ

การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนหรือบุคคลใดๆ จนกว่าจะได้ยื่นแบบแสดงรายการและ
 ร่างหนังสือชี้ชวนและรอจนกว่าแบบแสดงรายการและร่างหนังสือชี้ชวนจะมีผลบังคับใช้แล้ว
 เช่นนี้จึงเป็นข้อชี้ชัดว่าการกระทำซึ่งเป็นการเผยแพร่ข้อมูลด้วยวิธีการใด ๆ เป็นส่วนหนึ่ง
 ของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั่นเอง

ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่าความหมายตามกฎหมายทั่วไปในลักษณะอื่น ๆ นั้นไม่สามารถ
 นำมาปรับใช้ได้อย่างครอบคลุมกับขอบเขตและความหมายของการขายหรือการเสนอขาย
 หลักทรัพย์ต่อประชาชนได้อย่างครบถ้วน เพราะจะเห็นว่าขอบเขตและความหมายการเสนอ
 ขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนจะมีความหมายที่กว้างแตกต่างจากกฎหมายลักษณะอื่น ๆ และนอก
 จากจะหมายความเฉพาะเป็นการเจรจาตกลงหรือเจรจาเพื่อส่งมอบโอนกรรมสิทธิ์ หรือ
 การเผยแพร่ข้อมูลด้วยวิธีการใด ๆ แล้วเท่านั้น แต่ยังครอบคลุมถึงความพยายามใด อันเป็น
 การก่อให้เกิดการสนับสนุนเพื่อการขายหรือเสนอขายด้วย แม้ว่าความพยายามดังกล่าวไม่ใช่
 ว่าเป็นการกระทำอันเป็นส่วนหนึ่งของการขายหรือเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนก็ตาม เช่น
 ในกรณีบริษัท A ต้องการประชาสัมพันธ์การดำเนินงานของบริษัทให้นักลงทุนได้ทราบ
 จึงได้มีการจัดงานประชาสัมพันธ์และเชิญนักลงทุนมาร่วมงาน โดยในขณะนั้นทางบริษัท A
 คาดการณ์ว่าจะดำเนินการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในอีก 6 เดือนข้างหน้า ก็อาจจะ
 ถูกถือเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนได้ เป็นต้น

จากข้อวิเคราะห์ข้างต้นแสดงให้เห็นชัดว่าขอบเขตการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อ
 ประชาชนตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 นั้นมีความหมายที่
 เฉพาะและกว้างกว่ากฎหมายลักษณะอื่น ๆ ครอบคลุมการกระทำต่าง ๆ อย่างกว้างขวาง
 ทำให้มีประเด็นปัญหาที่จะต้องวิเคราะห์ต่อไปว่า การกระทำบางอย่างซึ่งอยู่ภายใต้ขอบเขต
 และความหมายการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนี้ ควรได้รับการยกเว้นไม่จำเป็นต้อง
 ปฏิบัติขั้นตอนที่กฎหมายกำหนดไว้หรือไม่ ดังนี้

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ข้อ 1. ปัญหาเรื่อง การเจรจาตกลงระหว่างผู้จัดจำหน่ายและผู้ออกหลักทรัพย์
 (Negotiation Underwriting หรือ Preliminary Negotiation)

การเจรจาตกลงในเบื้องต้นระหว่างผู้ออกหลักทรัพย์กับผู้จัดจำหน่าย หรือระหว่างผู้จัดจำหน่ายเอง ซึ่งขั้นตอนนี้เป็นช่วงการติดต่อกันระหว่างผู้จัดจำหน่ายกับผู้ออกหลักทรัพย์ ซึ่งยังไม่มีผลกระทบเกี่ยวข้องกับผลประโยชน์จากประชาชน เมื่อบริษัทออกหลักทรัพย์ใหม่เพื่อระดมทุนโดยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน (public offering) แล้วบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์มีทางเลือกอยู่ 2 ทางคือทางแรกบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ได้ดำเนินการจัดการเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ออกใหม่เอง กล่าวคือ บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะกำหนดแผนงานการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์เพื่อเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนด้วยทีมงานของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เอง ทั้งนี้รวมทั้งการจัดทำแบบแสดงรายการและหนังสือชี้ชวนด้วยทั้งหมด สาเหตุอาจเนื่องมาจากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ต้องการประหยัดค่าใช้จ่าย เพราะค่าใช้จ่ายในการว่าจ้างผู้จัดจำหน่าย (Underwriter) นั้นมากพอสมควรขึ้นอยู่กับชื่อเสียง และมีชื่อของผู้จัดจำหน่ายหรืออาจเป็นเพราะบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เชื่อว่าบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์มีทีมงานที่มีความสามารถในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ต่อประชาชนดีแล้วจึงไม่มีความจำเป็นที่จะต้องไปว่าจ้างผู้จัดจำหน่ายมาช่วยเหลือ แต่ในอีกด้านหนึ่งหากบริษัทใดต้องการประหยัดเวลาหรือไม่มีทีมงานที่จะดำเนินการดังกล่าวได้ หรือจะดีกว่าเชื่อว่าบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ควรจะอาศัยผู้จัดจำหน่ายเข้ามาจัดแผนงานโครงการต่าง ๆ นั้นด้วยเหตุผลที่ว่า ผู้จัดจำหน่ายเหล่านั้นล้วนแล้วแต่เป็นผู้ที่มีความชำนาญในด้านการจำหน่ายหลักทรัพย์แก่ประชาชนโดยตรงอยู่แล้ว ความเชี่ยวชาญย่อมมีมากกว่าอย่างแน่นอน จึงมีความเป็นไปได้สูงมากในการให้ผู้จัดจำหน่ายเข้ามาดำเนินการแทนที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องดำเนินการเองและประการสำคัญที่สุดก็คือการคาดคะเนราคาที่จะเป็นราคาที่เหมาะสมกับการเสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่นั้นด้วย หากสามารถ

²Richard W. Lennings, Securities Regulation (USA : Minelo, 1982), P.352.

คำนวณราคาที่ดีเหมาะสมก็จะประสบความสำเร็จในการเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนก็ย่อมสูงตามด้วย² และในขณะเดียวกันหากว่าหลักทรัพย์ที่ออกใหม่มีจำนวนมาก อาจทำให้ผู้จัดจำหน่ายต้องหาผู้จัดจำหน่ายร่วมด้วย (Co-Underwriter) อย่างไรก็ตามในปัจจุบันโดยส่วนมากแล้วบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ก็มักจะจ้างผู้จัดจำหน่ายเสมอทั้งนี้เมื่อผู้ออกหลักทรัพย์เจรจาตกลงกับผู้จัดจำหน่ายให้เข้ามาดำเนินการวางแผนการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์แล้วทำให้ผู้ออกหลักทรัพย์จำเป็นต้องมีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทของผู้ออกหลักทรัพย์หรือข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ เป็นต้น

นอกจากนั้นในการเจรจาตกลงกัน หากผู้จัดจำหน่ายจะเข้ามาดำเนินการให้จะต้องทำสัญญากับผู้ออกหลักทรัพย์ด้วยว่า จะทำสัญญาในรูปแบบของการรับประกันการจัดจำหน่ายในลักษณะขายให้ดีที่สุด (Best-effort) หรือรับซื้อไว้ทั้งหมด (Firm Comittment)

การรับประกันการจัดจำหน่าย แบบขายให้ดีที่สุด (Best-effort) หมายถึงผู้จัดจำหน่ายจำเป็นต้องรับประกันกับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ด้วยว่า หากการเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนไม่เป็นผลสำเร็จ และยังมีหลักทรัพย์ซึ่งขายไม่หมดจากการจัดจำหน่าย ดังนั้นแล้วผู้จัดจำหน่ายจะต้องรับซื้อหลักทรัพย์ที่เหลือไว้ทั้งหมดด้วย

หรือ การรับประกันการจัดจำหน่ายแบบรับซื้อไว้ (Firm Comittment) หมายถึง ผู้จัดจำหน่ายตกลงรับซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดแล้วผู้จัดจำหน่ายจึงจะนำหลักทรัพย์ทั้งหมดไปดำเนินการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนต่อไป³

ศูนย์วิทยทรัพยากร จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

² ชินนทร์ พิศาววิชัย, ตลาดเงินในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
(กรุงเทพมหานคร : อัมรินทร์การพิมพ์, 2531), หน้า 40.

ดังนั้นจะเห็นได้ว่าลักษณะของการที่ผู้ออกหลักทรัพย์ได้เจรจาตกลงกับผู้จัดจำหน่ายนั้นอาจจัดเป็นการกระทำที่อยู่ในขอบเขตของการเสนอขายตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 แล้วเพราะผู้จัดจำหน่ายได้ตกลงเจรจากับผู้ออกหลักทรัพย์ว่าจะรับซื้อไว้ทั้งหมดหากขายไม่หมดหรือรับซื้อไว้ทั้งหมดตามสัญญาครั้งนี้เมื่อวิเคราะห์ตามกฎหมายในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 แล้วไม่มีบทกฎหมายที่จะกำหนดไว้อย่างชัดเจนเลยว่าการตกลงเจรจาดังกล่าวนั้นสามารถกระทำได้โดยขัดต่อกฎหมายหรือไม่ เพราะกฎหมายกำหนดไว้แต่เพียงแนวกว้าง ๆ เท่านั้นว่าห้ามกระทำการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน เว้นแต่จะได้ยื่นแบบแสดงรายการและร่างหนังสือชี้ชวนก่อนแล้ว และเมื่อพิจารณาจากหลักยกเว้นตามประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ด. เรื่อง ยกเว้นการยื่นแบบแสดงรายการ การกระทำดังกล่าวจะไม่เข้าอยู่ในข้อยกเว้นที่กำหนดขึ้นโดยประกาศฉบับดังกล่าว

การเจรจาตกลงระหว่างผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ดังกล่าว เป็นการเจรจาตกลงในระหว่างผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ ซึ่งไม่มีผลกระทบต่อประชาชนผู้ที่จะเป็นนักลงทุน ดังนั้นจึงไม่ควรมีข้อจำกัดในการที่ให้มีการเจรจากัน ซึ่งเป็นอุปสรรคต่อผู้ออกหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่าย การกำหนดข้อยกเว้นให้แก่ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ให้สามารถทำการเจรจากันได้ไม่ได้ทำให้กฎหมายให้การคุ้มครองประชาชนน้อยลงแต่ประการใด ในกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาที่มีข้อกำหนดยกเว้นโดยชัดเจนว่าการกระทำดังกล่าวแม้เป็นการเสนอขายก็ได้รับยกเว้นสามารถทำการเจรจาตกลงกันได้ โดยไม่ขัดต่อกฎหมายหลักทรัพย์ 1933 ดังที่ได้กล่าวมาแล้วในคำอธิบายเกี่ยวกับประเทศสหรัฐอเมริกา

ศูนย์วิจัยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ข้อ 2. ปัญหาเรื่อง การโฆษณาเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน ก่อนที่แบบแสดงรายการและร่างหนังสือชี้ชวนจะมีผลใช้บังคับ

การโฆษณาเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ก่อนที่แบบแสดงรายการและร่างหนังสือชี้ชวนจะมีผลใช้บังคับ ซึ่งเรียกกันโดยทั่วไปว่า "Tombstone Advertisement" นั้น เป็นการเผยแพร่ในลักษณะของการเผยแพร่ข้อมูลผ่านสื่อทางโฆษณาต่าง ๆ และส่วนมากก็จะสื่อสารผ่านทางหนังสือพิมพ์ วิธีการเผยแพร่จะเป็นเพียงลงประกาศในหนังสือพิมพ์หน้าใดหน้าหนึ่ง โดยจะแสดงข้อความบอกข้อมูลเพียงว่า บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ชื่ออะไร จำนวนหุ้น (หลักทรัพย์) ที่ออกใหม่นี้มีทั้งหมดเท่าไร และจะมีรายชื่อของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ด้วยในข้างท้ายว่ามีใครบ้างเป็นผู้จัดจำหน่าย และสิ่งสำคัญที่สุดก็คือ จะต้องระบุข้อความด้วยว่า การประกาศนี้ไม่ใช่การเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอเพื่อซื้อหลักทรัพย์ใด ๆ การเสนอขายหลักทรัพย์จะกระทำโดยหนังสือชี้ชวนเท่านั้น

การโฆษณาในลักษณะดังกล่าวนี้ก็มีความจำเป็นและสำคัญไม่ยิ่งหย่อนไปกว่าการเผยแพร่ร่างหนังสือชี้ชวน (preliminary prospectus) ซึ่งตามกฎหมายไทยเรียกว่าหนังสือเสนอ เพราะเป็นความจำเป็นในทางธุรกิจว่าการดำเนินการจะต้องมีความคล่องตัว กฎหมายหลักทรัพย์แม้ว่าจะออกมาโดยมีเจตนารมณ์หลักคือคุ้มครองประชาชน (นักลงทุน) ก็ตาม ก็จะต้องคำนึงด้วยว่าข้อกฎหมายที่กำหนดไว้นั้นจะต้องไม่เป็นอุปสรรคต่อการดำเนินงานทางธุรกิจด้วย ซึ่งตามมาตรา 80 ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้กำหนดห้ามที่จะทำการโฆษณาก่อนที่แบบแสดงรายการและร่างหนังสือชี้ชวนจะมีผลใช้บังคับไม่ได้ ซึ่งโดยแท้จริงแล้ว การให้โฆษณาก่อนที่แบบแสดงรายการและหนังสือชี้ชวนจะมีผลใช้บังคับ ไม่น่าจะมีผลกระทบต่อการคุ้มครองประชาชนในเรื่องของการเปิดเผยข้อมูลแต่อย่างใด การอันใดซึ่งไม่ทำให้ประชาชนต้องเป็นผู้เสียเปรียบหรือได้รับความเสียหายแล้ว ก็ไม่ควรจะต้องมีข้อจำกัดโดยไม่จำเป็น การอนุญาตให้โฆษณาย่อมก่อให้เกิดความคล่องตัวแก่ผู้ออกหลักทรัพย์ในการเตรียมการเสนอขายเพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะการเผยแพร่ในแบบของ Tombstone Advertisement แม้จะไม่ได้ใช้เป็นเครื่องมือสนับสนุนการขายหรือเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนโดยตรง แต่ก็เป็นการให้ผู้ออกหลักทรัพย์หรือผู้จัดจำหน่ายสามารถใช้เป็นเครื่องมือพิจารณาแนวโน้มความสนใจของประชาชน (นักลงทุน) ได้

ข้อ 3. ปัญหาเรื่อง การเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่พนักงานหรือลูกจ้างของบริษัท
ผู้ออกหลักทรัพย์

หากพิจารณาตามบทกฎหมายพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และการเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่พนักงานหรือลูกจ้างของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ไม่ใช่เป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ให้กับผู้ถือหุ้นเดิม และไม่เข้าข้อยกเว้นตามที่กฎหมาย กำหนดไว้ ดังนี้ จึงถือได้ว่าการเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่พนักงานหรือลูกจ้างนั้นเป็นการ เสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชน ซึ่งหากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ต้องการจะเสนอขาย จะต้อง ปฏิบัติตามเงื่อนไขที่กฎหมายกำหนดให้ก่อน รวมทั้งการยื่นคำขออนุญาตเพื่อออกหลักทรัพย์ใหม่ และต้องยื่นแบบแสดงรายการพร้อมทั้งหนังสือชี้ชวนด้วย

ประเด็นที่ควรพิจารณาคือว่า พนักงานหรือลูกจ้างของบริษัทควรหรือไม่ที่จะถือว่าเป็น ผู้ที่ซึ่งจะต้องได้รับการคุ้มครองเช่นเดียวกับประชาชนทั่วไป เนื่องจากพนักงานหรือลูกจ้าง ของบริษัทย่อมจะต้องทราบในฐานะการดำเนินงานของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์อยู่บ้าง เป็นผู้ใกล้ชิด กับบริษัท โดยเฉพาะพนักงานที่ทำงานในระดับบริหารด้วยแล้ว ย่อมจะต้องทราบเกี่ยวกับฐานะ หรือการดำเนินงานของบริษัทได้ดีกว่าบุคคลภายนอก อีกทั้งมีบริษัทจำนวนมากไม่น้อยที่มักจะกระทำ การเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับนโยบายของบริษัทให้พนักงานและลูกจ้างทราบอยู่เสมอในกฎหมาย ของประเทศอังกฤษจะกำหนดยกเว้นเลขว่าหากเป็นการเสนอขายให้แก่พนักงานแล้ว⁴ ได้รับ ยกเว้นให้ไม่อยู่ภายใต้ข้อกำหนดต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขที่ต้องปฏิบัติตามก่อนการเสนอขาย

หรือในกรณีกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา โดยหลักถือว่าเป็นการเสนอขาย ต่อประชาชน แต่ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับระดับของการที่พนักงานหรือลูกจ้างจะได้มีโอกาสเข้ามา มีส่วนร่วมในแผนงานของบริษัทมากน้อยแค่ไหนด้วย เช่น พนักงานหรือลูกจ้างซึ่งอยู่ในตำแหน่ง สูง และมีโอกาสได้รับทราบแผนการดำเนินงานของบริษัทอยู่เสมอ เป็นต้น⁵

นอกจากนั้นทางคณะกรรมการ SEC ยังอนุญาตให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์สามารถแจ้งข้อมูลให้พนักงานหรือลูกจ้างได้ทราบก่อนที่แบบแสดงรายการและหน้าที่ซึ่งชั่วนจะมีผลใช้บังคับได้ โดยไม่ถือว่าเป็นการเผยแพร่ข้อมูลก่อนการเสนอขายหรือเสนอขายต่อประชาชน อย่างไรก็ตาม ข้อมูลที่แจ้งได้ก็ต้องอยู่ในขอบเขตที่คณะกรรมการ SEC กำหนดด้วย⁴

ประเด็นที่ควรพิจารณาคือ ความมีข้อยกเว้นให้มีการเสนอขายหลักทรัพย์แก่พนักงานหรือลูกจ้างหรือไม่ ซึ่งอาจจะให้กระทำได้ภายใต้เงื่อนไขบางประการ เช่น จำนวนของพนักงานหรือลูกจ้างของบริษัทที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ได้เสนอขาย เนื่องจากหากเป็นการขายหรือเสนอขายในกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งซึ่งมีจำนวนไม่มาก (เช่น เกิน 35 คน แต่ไม่เกิน 50 คน) อาจจะขายให้เฉพาะพนักงาน ซึ่งมีตำแหน่งเป็นหัวหน้าเท่านั้น ดังนี้อาจถือได้ว่าเป็นการขายให้กลุ่มใดกลุ่มหนึ่งซึ่งเป็นกลุ่มที่สามารถหรือมีโอกาสได้รับรู้ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทที่อยู่แล้ว ไม่จำเป็นที่จะต้องได้รับความคุ้มครองในระดับเดียวกับประชาชนทั่วไปซึ่งเป็นบุคคลธรรมดา

การที่บริษัทนำหลักทรัพย์มาจัดสรรให้กับพนักงานมีผลดีที่เป็นการสร้างกำลังใจให้แก่พนักงานของบริษัท ทำให้บริษัทและพนักงานลูกจ้างมีความสัมพันธ์ที่ดีต่อกัน พนักงานหรือลูกจ้างอาจมีความรู้สึกว่าคุณได้มีส่วนในบริษัทมากกว่าเป็นพนักงานหรือลูกจ้างของบริษัทเท่านั้น

⁴กฎหมาย FSA, มาตรา 196.

⁵Securities Exchange Act Release No. 33-4790, July 13, 1965 CCH Fed Secur L Rep II 1131 Fed Reg 9059.

⁶Securities Act Release No. 33-4790, July 13, 1965, CCH Fed Secur L Rep II 1131, 30 Fed Reg 9059.

กฎหมายจึงควรคำนึงและวิเคราะห์ในประเด็นนี้ด้วยว่า หากเป็นการเสนอขาย
หลักทรัพย์ให้แก่พนักงานหรือลูกจ้างแล้วควรจะยกเว้นให้ในบางกรณีหรือไม่

ข้อ 4. ปัญหาเรื่อง การเสนอขายหลักทรัพย์ด้วยวาจา (Oral selling)

ตามปกติการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนสามารถแยกช่วงของการเสนอขาย
หลักทรัพย์แก่ประชาชนออกได้เป็น 3 ช่วง คือ

- (1) ช่วงก่อนยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล (pre-filing)
- (2) ช่วงระหว่างการจดทะเบียนแบบแสดงรายการข้อมูล (waiting-period)
- (3) ช่วงที่แบบแสดงรายการมีผลบังคับใช้ (Post-effective Period)

ช่วงที่เกี่วข้องคือในช่วงที่ 2 คือ ช่วงระหว่างยื่นแบบแสดงรายการ (waiting
period หรือ cooling-period) เป็นช่วงหลังจากที่ผู้นำหลักทรัพย์ออกเสนอขายได้ยื่น
แบบแสดงรายการและหนังสือชี้ชวนกับคณะกรรมการ ก.ล.ด. เพื่อให้คณะกรรมการ ก.ล.ด.
ทำการตรวจสอบรายละเอียดต่างๆ ซึ่งต้องเปิดเผยตามแบบฟอร์มที่กฎหมายกำหนด ในช่วง
ระหว่างนี้ เมื่อตามกฎหมายหลักทรัพย์ 1933 ของประเทศสหรัฐอเมริกา อนุญาตให้ผู้นำ
หลักทรัพย์ออกเสนอขายหรือแม้แต่ผู้จัดจำหน่ายหรือผู้ค้าหลักทรัพย์สามารถจะกระทำการ
เสนอขายหลักทรัพย์โดยวิธีการที่เรียกว่า oral selling ได้กล่าวคือกฎหมายอนุญาตให้
กระทำการเสนอขายหลักทรัพย์โดยวาจาได้ ซึ่งก็หมายถึงทางโทรศัพท์หรือการพูดคุยติดต่อกัน
กันนั่นเอง การที่กฎหมายอนุญาตให้กระทำการดังกล่าวได้ ก็โดยความประสงค์ให้ผู้ออกหลัก
ทรัพย์ หรือผู้จัดจำหน่ายสามารถเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนได้โดยไม่ต้องรอจนกว่า
แบบแสดงรายการและร่างหนังสือชี้ชวนจะมีผลสมบูรณ์บังคับใช้ได้แล้ว ซึ่งการที่กฎหมาย
อนุญาตให้ผู้ออกหลักทรัพย์หรือผู้จัดจำหน่ายกระทำได้เช่นนี้จะมีประโยชน์อย่างมากต่อการ
เสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชน เพราะจะทำให้สามารถที่จะประสบความสำเร็จในการ

เสนอขายหลักทรัพย์ได้รวดเร็วขึ้น และเหตุผลอีกประการที่สำคัญก็คือทำให้ผู้ออกหลักทรัพย์ หรือผู้จัดจำหน่ายสามารถคาดคะเนแนวโน้มของนักลงทุน (ประชาชน) ได้ว่ามีความเห็น หรือมีความสนใจมากน้อยเพียงพอ ซึ่งหากว่าทราบแนวโน้มดังกล่าวแล้วถ้านักลงทุนไม่ค่อย ให้ความสนใจ ผู้ออกหลักทรัพย์หรือผู้จัดจำหน่ายก็สามารถเตรียมการต่อไปเพื่อหาทางหรือ กลยุทธ์ที่จะดึงดูดใจนักลงทุนให้หันมาสนใจได้มากขึ้น เช่น เตรียมการประชาสัมพันธ์ให้นัก ลงทุนเกิดความสนใจในหลักทรัพย์มากขึ้นว่าบริษัทมีแนวโน้มที่สามารถจะพัฒนาและทำกำไร ได้ตามเป้าหมาย เป็นต้น

นอกจากนั้นในช่วงที่ 2 นักกฎหมายยังอนุญาตให้สามารถเผยแพร่ข้อมูลที่เรียกว่า หนังสือเสนอ (ในประเทศสหรัฐอเมริกา เรียกว่า Preliminary prospectus หรือ Red-Herring) นั้นเอง โดยในหนังสือดังกล่าวจะต้องมีข้อมูลและสาระสำคัญซึ่งไม่แตกต่าง ไปจากหนังสือชี้ชวน ดังนี้ก็จะเป็นการช่วยรองรับการเสนอขายโดยวิธี oral selling แก่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่าย เพื่อใช้ในการวิเคราะห์ได้อยู่แล้ว

และโดยปกติแล้วผู้ออกหลักทรัพย์ หรือผู้จัดจำหน่ายเริ่มแรกก็มักจะติดต่อกับลูกค้า ที่รู้จักกันคืออยู่แล้ว ซึ่งสามารถติดต่อกันได้ง่ายไม่ว่าจะโดยการพูดติดต่อกันโดยตรง หรือทาง โทรทัศน์ ในขณะที่แล้วเหตุผลประการหนึ่งที่กฎหมายให้มีช่วงที่ 2 (waiting period) ก็เนื่องจากต้องการให้นักลงทุนได้มีช่วงเวลาของการพิจารณาตัดสินใจในการลงทุนใน หลักทรัพย์นั้นก่อน เมื่อมีการเสนอขายแล้วนักลงทุนก็ยังไม่สามารถตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์ได้ทันที เนื่องจากกฎหมายจะอนุญาตให้เฉพาะการเสนอขายโดยวิธี oral selling เท่านั้นโดย ยังห้ามมิให้มีการขายหรือส่งมอบค่าตอบแทนไม่ว่าจะด้วยวิธีใดรวมทั้งการเผยแพร่ข้อมูล โดยวิธีอื่นซึ่งกฎหมายไม่ได้อนุญาตไว้

อย่างไรก็ตาม สภาพการณ์ในประเทศไทยจะยังไม่เหมาะสมต่อการอนุญาต ให้มีการทำการเสนอขายด้านวาจา ก่อนการที่แบบแสดงรายการและหนังสือชี้ชวนจะมีผลใช้ บังคับได้นั้น เพราะอาจจะก่อให้เกิดผลที่ไม่น่าพอใจมากกว่าที่จะเป็นประโยชน์ตราบเท่าที่ผู้ 43 ที่เสนอขายหลักทรัพย์เป็นนักเก็งกำไรมากกว่านักลงทุน การให้เสนอขายด้วยวาจาอาจจะก่อให้เกิด การฉ้อฉลหลอกลวงในการเสนอขายหลักทรัพย์ขึ้นได้