

บทที่ 1

บททั่วไป

- การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน

**หลักการและความจำเป็นในการเสนอขายหลักทรัพย์**

การลงทุนเป็นปัจจัยสำคัญของเศรษฐกิจไม่ว่าการลงทุนนั้น ๆ จะเป็นของภาค  
รัฐบาลหรือเอกชน เพราะการลงทุนเป็นต้นกำเนิดของผลิตภัณฑ์หลากหลายอันเกิดขึ้นจาก  
การจ้างแรงงาน การใช้เครื่องจักร ตลอดจนการใช้มันสมองของผู้ประกอบการ

การลงทุนจึงทำให้ผู้ใช้แรงงานมีรายได้ เพื่อการจับจ่ายใช้สอย

การลงทุนยังก่อให้เกิดกำไรจากส่วนต่างระหว่างรายได้กับรายจ่ายในการ  
ประกอบการที่มีประสิทธิภาพ

กำไรนี้เองกับมาสร้างเงินออมแล้วเงินออมก็จะหมุนกลับมาเป็นเงินลงทุน ไป  
สร้างผลผลิตมีรายได้และกำไรอีกครั้ง การหมุนเวียนเป็นวงจรดังกล่าวเป็นรูปธรรม คือลง  
ทุนโดยตรง เช่น มีการลงทุนเปิดโรงงาน ฯลฯ

ส่วนการลงทุนอีกประเภทหนึ่งเป็นการลงทุนที่ไม่เป็นรูปธรรม ซึ่งเป็นการลงทุน  
ทางอ้อม เพราะไม่ก่อให้เกิดผลผลิตโดยตรง เช่น การลงทุนในหุ้นชนิดต่าง ๆ เป็นต้น

ตลาดการเงิน (Financial Market) แบ่งออกเป็น 2 ชนิดตามระยะเวลา  
คือ ตลาดเงิน และตลาดทุน

1. ตลาดเงิน (Money Market) หมายถึง ตลาดค้าตราสารการเงินที่มักจะมีอายุได้ไม่ถึง 1 ปี ซึ่งสามารถเปลี่ยนสภาพจากตราสารเป็นเงินสดได้เร็ว เช่น เช็ค  
ตั๋วแลกเงิน (Bill of Exchange) ตั๋วเงินคลัง เป็นต้น ตลาดเงินส่วนใหญ่จะอยู่ใน  
สถาบันการเงิน เช่น ธนาคาร บริษัทเงินทุน และเครดิตฟองซิเอร์ ซึ่งเป็นผู้ออกตราสาร  
การเงินและมีความสามารถในการซื้อและขายพร้อม ๆ กัน

2. ตลาดทุน หมายถึง แหล่งการในการระดมทุนและจัดสรรเงินทุนระยะยาว  
โดยการออกหุ้นกู้ หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และตลาดทุนมักจะระดมเงินออมเพื่อให้ออกการกู้ยืม  
หรือใช้เป็นเงินทุนที่ถาวร ซึ่งตลาดทุนก็ยังแบ่งออกเป็น 2 ตลาด คือ

2.1 ตลาดแรกหรือตลาดหลักทรัพย์ออกใหม่ (Primary or New Issue Market)

เป็นแหล่งกลางที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่แก่ผู้ลงทุน เมื่อธุรกิจโดยทั่วไปต้องการขยายเงินทุน อาจทำได้โดยการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม (Private Placement) หรือกรณีของบริษัทมหาชนจำกัด และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ขอเสนอขายหุ้นให้แก่ประชาชนทั่วไป (Public Offering) โดยได้นับเป็นการระดมเงินทุนจากประชาชน เพื่อนำไปใช้ในธุรกิจอย่างแท้จริง ซึ่งการเสนอขายหลักทรัพย์อาจกระทำได้ โดยบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้นเองโดยตรง หรืออาจจะขายผ่านสถาบันการเงิน ที่ทำหน้าที่ประกันการขาย (underwriter)

2.2 ตลาดรอง (Secondary Market) เป็นแหล่งที่มีการติดต่อซื้อขายหลักทรัพย์ซึ่งเคยผ่านการซื้อขายในตลาดแรกมาแล้ว ตลาดรองไม่มีผลโดยตรงต่อการระดมเงินออมจากประชาชน แต่จะเป็นตลาดที่สนับสนุนตลาดแรก และให้ความมั่นใจแก่ผู้ซื้อในตลาดแรกกว่าเขาจะขายหลักทรัพย์นั้นได้ต่อเมื่อเขาต้องการเงินสด

ส่วนหลักทรัพย์ที่จะออกเพื่อระดมทุนมีหลายประเภท เช่น

1. หุ้นสามัญ (Stock)
2. หุ้นกู้ (Debenture)
3. หุ้นบุริมสิทธิ (Preferred Stock)
4. พันธบัตร (Bond)
5. หุ้นกู้แปลงสภาพ (Convertible debenture)
6. สิทธิในการจองซื้อหุ้นในระยะยาว (Warrant)
7. หน่วยลงทุน (Unit)

ผลตอบแทนและความเสี่ยง

ผู้ที่เข้าลงทุนในตลาดทุนนั้น ย่อมต้องหวังที่จะได้รับผลประโยชน์ หรือผลตอบแทนจากการลงทุนนั้น ๆ สูงกว่าผลตอบแทนที่จะได้รับจากตลาดเงินซึ่งจะได้มากหรือน้อยขึ้นอยู่กับความถูกต้องของการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่ง ผลตอบแทนที่จะได้จากการลงทุน สามารถแยกได้ดังนี้ คือ



1. Investment Yield คือ ผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนตามปกติ
  - ดอกเบี้ย (interest)
  - เงินปันผล (dividend)
2. Capital Gain คือ ผลตอบแทนในรูปของกำไรหรือขาดทุนที่ได้จากการซื้อขายหุ้นที่ผู้ลงทุนถืออยู่ ลักษณะการลงทุนในประเทศไทยนั้น เชื่อว่าผลตอบแทนในรูปของกำไรนั้นจะเป็นตัวที่มีบทบาท และมีแรงดึงดูดใจให้ประชาชนทั่วไปเข้ามาสู่ระบบของตลาดทุนมากที่สุด เพราะนักลงทุนในประเทศไทยส่วนมากจะเป็นนักเก็งกำไร
3. ได้รับสิทธิเป็นเจ้าของทรัพย์สินหรือเป็นเจ้าของหนี้ เช่น หุ้นกู้
4. ได้รับสิทธิในการจองหุ้นที่จะออกใหม่

แต่ทั้งนี้การที่จะให้ประชาชนนำเงินออมมาลงทุนนั้นโดยมีความเสี่ยงน้อยที่สุด รัฐก็ควรมีมาตรการที่จะคุ้มครองผู้มีรายได้นำเงินออมมาลงทุน ดังนั้นจึงเป็นเหตุผลประการสำคัญที่สุดที่รัฐบาลจะมีเหตุผล และความจำเป็นเข้ามาแทรกแซงด้วยการกำหนดหลักเกณฑ์ขั้นตอนต่าง ๆ หรือที่รู้จักกันทั่วไปว่า หลักการเปิดเผยข้อมูล (Disclosure) นั่นเอง เมื่อใดก็ตามถือว่าเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนก็จะต้องมีการเปิดเผยข้อมูล ซึ่งบทบาทของรัฐและมาตรการของรัฐในการให้ความคุ้มครองแต่ละประเทศก็จะแตกต่างกันออกไป ขึ้นอยู่กับบทบาทที่แตกต่างกันออกไป ทั้งนี้ทุกคนสามารถทราบได้จากกฎหมายที่ควบคุมของแต่ละประเทศนั่นเอง

**บทบาทของรัฐกับการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน**

#### หลักการและนโยบาย

ประเทศที่มีเศรษฐกิจระบบเสรี หรือทุนนิยม (Free Market) เป็นระบบที่บุคคลซึ่งเป็นเอกชน เป็นเจ้าของปัจจัยการผลิต มีสิทธิที่จะใช้ทรัพยากรตามที่ตนเห็นสมควร เพราะฉะนั้นสาระสำคัญจึงมี 2 ส่วนคือ

ก. ความเป็นเจ้าของในปัจจัยการผลิต

ข. เสรีภาพในการตัดสินใจว่า จะนำปัจจัยการผลิตนั้นไปใช้ทำอะไรได้ตาม

ความพอใจ

ถ้ามีการแก้ไขสาระอันใดอันหนึ่ง เช่น แก้ไขความเป็นเจ้าของให้รัฐเป็นเจ้าของบ้าง เอกชนเป็นเจ้าของบ้าง ก็จะเป็นการแปรระบบเศรษฐกิจแบบเสรีนิยมเป็นระบบเศรษฐกิจแบบผสม หรือถ้ามีการแก้ไขโดยให้รัฐเข้าไปควบคุมเกี่ยวกับการตัดสินใจในการผลิตก็เป็นระบบเศรษฐกิจแบบผสมเหมือนกัน ตามแนวความคิดเดิมตลาดที่มีการแข่งขันโดยเสรีนั้น จะให้ระบบของการแข่งขันเป็นตัวควบคุม การแข่งขันเป็นเครื่องประกันว่าสินค้าที่คนก็ต้องการมาก การจำหน่ายและความต้องการเป็นเครื่องชี้ราคา และความคิดในการพัฒนาของรัฐในทางเศรษฐกิจเป็นเพียงส่วนประกอบที่ไม่สำคัญเท่ากับการรักษาความสงบเรียบร้อย การให้สมาชิกในสังคมมีความเคารพและทำตามแบบแผนที่วางไว้ การป้องกันประเทศ โดยมีกำลังทหารที่เข้มแข็ง

อดัมสมิธ (Adam Smith) ได้เขียนเรื่องหน้าที่ของรัฐไว้ ในหนังสือเล่มสำคัญของเขาในปี ค.ศ. 1776 คือ An Inquiry into the nature and Causes of the wealth of Nation ดังนี้

1. ป้องกันประเทศ
2. จัดกระบวนการยุติธรรม
3. จัดตั้งสถาบันบางประการที่จำเป็นและจัดการด้านสาธารณูปโภค

แต่ในปัจจุบันนี้ความคิดดังกล่าวได้พัฒนาวิวัฒนาการไปตามสภาพเศรษฐกิจและสังคมที่ก้าวหน้าแล้ว กล่าวคือ ถ้าเป็นรัฐบาลที่ดีก็จะมีหน้าที่เพิ่มเติมควบคุมดูแลและควบคุมในทางเศรษฐกิจด้วย โดยใช้กฎหมายเป็นเครื่องมือนำไปสู่ปลายทางซึ่งนักเศรษฐศาสตร์ชื่อ ริชาร์ด เอ มิสเกรฟ (Richard A Musgrave) ได้ให้ความเห็นว่ารัฐบาลควรทำหน้าที่ในทางเศรษฐกิจที่สำคัญ 3 ประการ คือ

1. หน้าที่ในการจัดสรรการใช้ทรัพยากรของสังคม รัฐบาลต้องทำหน้าที่จัดสรรการใช้ทรัพยากรของสังคมเพื่อผลิตสินค้า หรือบริการสาธารณะ สินค้าเอกชนและบริการอื่น ๆ ในลักษณะที่มีประสิทธิภาพมากที่สุด
2. หน้าที่ในการกระจายรายได้และความมั่นคงของสังคม รัฐบาล ต้องเข้ามาทำหน้าที่จัดระบบการกระจายรายได้และความมั่นคงของสังคม เพื่อให้ประชาชนทุกคนได้อยู่ร่วมกันด้วยความสงบสุข
3. หน้าที่ในการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ เพื่อให้ถูกต้องและยุติธรรม

เพราะฉะนั้นด้วยสภาพเศรษฐกิจและสังคมในปัจจุบันมีความหลากหลายและซับซ้อนกันมากกว่าเดิม ซึ่งความซับซ้อนดังนั้นก็ทำให้เกิดวิธีการดำเนินการใหม่ ๆ ขึ้นมากมาย การค้าขายมิใช่เพียงซื้อขายแลกเปลี่ยนง่าย ๆ เหมือนสมัยก่อน แม้กระทั่งแนวความคิดเกี่ยวกับระดมทุนเดิมนั้นก็จำกัดอยู่เพียงการระดมทุนเพื่อขยายต่อการขายในแวดวงของครอบครัวเท่านั้น (Family Business) แต่ขณะนี้กิจการต่าง ๆ ได้ขยายตัวมากขึ้นหลายเท่าการค้าขายมิใช่เพียงเพื่อในประเทศนั้น ๆ แต่มุ่งออกไปยังต่างประเทศด้วย ผลก็คือความต้องการเงินในการขยายกิจการมีมาก หากเป็นผู้ประกอบการที่ครอบครัวไม่ใช่เศรษฐกิจ ก็ยากยิ่งที่จะขยายกิจการทำให้มีแนวความคิดที่จะระดมทุนจากประชาชนโดยมีผลตอบแทนให้ เมื่อเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนผู้มีเงินออมก็จะเอาเงินมาลงทุนซึ่งหลักทรัพย์ของบริษัทต่าง ๆ ที่ต้องการเงินเพิ่มทุนขยายกิจการ ด้วยแนวความคิดที่เปลี่ยนไปและการระดมทุนมีความสำคัญมากขึ้นและเพราะเหตุที่เป็นความสัมพันธ์กันระหว่างประชาชนกับประชาชนที่มีใช้เพียง 2-3 คน ทำให้รัฐยังมีเหตุผลและความจำเป็นในการเข้าแทรกแซงเพื่อคุ้มครองผลประโยชน์ของประชาชนมากขึ้น ซึ่งปัจจุบันเกือบทุกประเทศในโลกต่างก็ยอมรับเหตุผลและความจำเป็นดังกล่าวแล้ว

#### มาตรการการกำกับดูแลโดยกฎหมายของรัฐ

กฎหมายเป็นเครื่องมือของรัฐที่จะช่วยให้สามารถพัฒนาสังคมและเศรษฐกิจไปได้โดยราบรื่น

ในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่างประเทศ เมื่อรัฐจำเป็นต้องเข้ามาควบคุมดูแลให้การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนเป็นไปอย่างมีระบบ ประชาชนได้รับการคุ้มครอง ปัญหาจึงมีว่า กฎหมายอันเป็นเครื่องมือของรัฐนั้น ควรจะมีลักษณะหน้าตาอย่างไร ขอบเขตของกฎหมายควรเข้าแทรกแซงมากน้อยแค่ไหน เพราะหากว่าแทรกแซงมากเกินไป อาจมีผลกลายเป็นเครื่องลู่ครั้งทำให้ระบบดังกล่าวอันเป็นสิ่งผลักดันให้มีเงินทุนในการพัฒนาธุรกิจต้องช้าหรือชะงักลงได้

การออกกฎหมายเพื่อควบคุมและดูแลการเสนอขายหลักทรัพย์ เช่น U.S.A., ไทย ก็ได้มีการออกกฎหมายหลักทรัพย์ขึ้นมาโดยตรง ให้การจะเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนต้องปฏิบัติตามที่กฎหมายกำหนดวิธีการไว้สำหรับกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน ได้แก่

1. บังคับโดยกฎหมายหรือข้อบังคับโดยตรง (Direct Regulation) เช่น กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535, The Securities Exchange Act 1933

2. บังคับโดยกฎหมายหรือข้อบังคับทางอ้อม เช่น ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

3. บังคับโดยกฎเกณฑ์หรือข้อบังคับขององค์กร เช่น ข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น

#### มาตรการลงโทษ

- ความรับผิดทางแพ่ง
- ความรับผิดทางอาญา

เมื่อรัฐจำเป็นต้องใช้กฎหมายเข้ามาเป็นเครื่องมือที่จะช่วยในการควบคุมดูแลการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนโดยกำหนดหลักเกณฑ์ โอกาสและเงื่อนไขต่าง ๆ แล้ว สิ่งหนึ่งซึ่งจะเป็นอาวุธที่จะช่วยให้เครื่องมือคือกฎหมายดังกล่าวมีประสิทธิภาพ ก็คือ การกำหนดบทลงโทษของบุคคลผู้ฝ่าฝืน ผู้ใดไม่ปฏิบัติตามขั้นตอนหรือหลักเกณฑ์ จะต้องได้รับโทษด้วยการชดใช้ค่าเสียหายเพราะการกระทำของตน และในขั้นที่หนักขึ้นไป ก็อาจจะมีโทษทางอาญาดัง คือ ลงโทษด้วยการปรับ, จำคุกหรือทั้งจำคุกและปรับ เป็นต้น

ซึ่งเป็นที่ยอมรับกันเกือบจะเป็นที่ยุติแล้วในปัจจุบันนี้ว่าพัฒนาทางเศรษฐกิจ สังคม และวัฒนธรรมของประเทศใดประเทศหนึ่งเกิดจากความคิดริเริ่มสร้างสรรค์ของปัจเจกชน แต่ละคนที่ประกอบกันขึ้น อำนาจการกำกับดูแลของรัฐบาลคงมีเพียงบทบาทส่งเสริมให้ปัจเจกชนใช้เสรีภาพในด้านต่าง ๆ ของคนประกอบการพาณิชย์และการอุตสาหกรรม หรือคิดค้นและสร้างสรรค์งานของตนได้อย่างเต็มที่เท่านั้น

อย่างไรก็ตามปัจเจกชนแต่ละคนก็อาจใช้เสรีภาพของตนกระทำการต่าง ๆ ตามความพอใจของตนหาได้ไม่ การดำรงชีวิตอยู่ร่วมกันเป็นสิ่งคมในประเทศนั้นจำเป็นต้องมีระเบียบวินัย แต่ละคนจะใช้เสรีภาพของตนกระทำการใด ๆ ที่มีผลกระทบต่อ

เสรีภาพ หรือประโยชน์อันชอบธรรมของผู้อื่นหรือประโยชน์ส่วนรวมอันชอบธรรมหาไม่ได้  
 ทให้รัฐจำเป็นต้องเข้ามาบีบบังคับโดยใช้เครื่องมือคือกฎหมาย และในกฎหมายแต่ละฉบับกฎ  
 หมายจะมีมาตรการลงโทษด้วย ซึ่งการใช้มาตรการลงโทษนี้กฎหมายแต่ละฉบับจะแตกต่างกัน  
 กันไปด้วย สำหรับกฎหมายทางด้านหลักทรัพย์ซึ่งบัญญัติขึ้นมาเพื่อคุ้มครองผลประโยชน์ของ  
 ประชาชนแต่เนื่องจากเป็นเรื่องของการประกอบธุรกิจ การใช้มาตรการลงโทษก็จะต้องมีขึ้น  
 เพื่อเป็นป้องกันแต่มีใช้เพื่อปราบปราม กล่าวคือไม่ได้หมายความว่าจำเป็นต้องใช้มาตรการลง  
 โทษสถานหนัก เช่น จำคุก 10 ปี ดังนั้นจะเป็นการลงโทษหนักเกินไป เนื่องจากผู้ประกอบการ  
 ต่าง ๆ ในทางด้านธุรกิจนี้มีใช้เป็นคนที่มีจิตใจโหดร้าย ดังเช่นกับผู้ก่อความผิดใน  
 ทางด้านอาญา เช่น ช่างคนตาย การประกอบธุรกิจในบางครั้งอาจไม่ได้เกิดจากเจตนา  
 ต้องการหลบเลี่ยงกฎหมาย แต่อาจเกิดจากความไม่รู้กฎหมายที่ถูกต้องก็เป็นได้ และใน  
 ทางด้านธุรกิจนี้ชื่อเสียงมีความสำคัญมาก หากมีข่าวออกมาเป็นนักธุรกิจที่ไม่ดีแล้วส่วนมาก  
 ในสังคมทางธุรกิจก็จะมีมาตรการลงโทษโดยข้างเคียงอยู่แล้ว คือสังคมจะไม่ยอมรับบุคคลผู้นั้นอีก  
 และไม่มีใครต้องการติดต่อด้วย ดังนั้นก็เป็นมาตรการลงโทษโดยไม่จำเป็นต้องใช้บทลงโทษ  
 ทางกฎหมายแต่อย่างใด

ศูนย์วิทยทรัพยากร  
 จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย