

### บทที่ 3

กฎหมายในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการออกหลักทรัพย์จากกระบวนการแปลงสินทรัพย์

กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการออกหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา

ในการนำสินทรัพย์มาแปลงให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) แล้วนำออกเสนอขายต่อประชาชนนั้นขั้นตอนในการนำหลักทรัพย์ออกเสนอขายต่อประชาชนในประเทศสหรัฐอเมริกาจะต้องปฏิบัติตามกฎหมายที่กำหนดไว้ ซึ่งกฎหมายที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับเรื่องดังกล่าว มีดังนี้

#### 1) The Securities Act of 1933

พ.ร.บ. หลักทรัพย์ปี 1933 หรือเรียกอีกชื่อหนึ่งว่า "Truth in Securities Act" นั้นเป็นกฎหมายที่เกี่ยวข้องในเบื้องต้นของการเริ่มต้นการจำหน่ายหลักทรัพย์ของผู้ออกสู่สาธารณชน ซึ่งต้องการให้นักลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณชนโดยผ่านการจดทะเบียน และเปิดเผยฐานะทางการเงินรวมทั้งหนังสือชี้ชวน และข้อมูลข่าวสารอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับผู้ออกหลักทรัพย์ตลอดจนวัตถุประสงค์ในการออกหลักทรัพย์ ฉะนั้น พ.ร.บ. หลักทรัพย์ปี 1933 จึงมีวัตถุประสงค์หลักอยู่ 2 ประการคือ

ก) เพื่อให้ให้นักลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณชน

ข) เป็นการห้ามเสนอขายหลักทรัพย์เป็นการทั่วไปโดยการปกปิดข้อเท็จจริง

หลอกลวง และการกระทำที่เป็นฉ้อฉล ไม่ว่าหลักทรัพย์นั้นจะต้องจดทะเบียนหรือไม่ก็ตาม<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Len Young Smith, Richard A. Mann, Barry S. Roberts, Essential of Business Law (The United States of America : West Publishing Company, 1989), p. 885.

ภายใต้ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ปี 1933 หลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณชนจะต้องจดทะเบียนข้อมูลฐานะการเงินที่เปิดเผยกับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (SEC) ก่อนที่นำออกเสนอขายต่อสาธารณชน ยกเว้น หลักทรัพย์ (Securities) หรือ ธุรกรรม (Transactions) นั้นจะมีคุณสมบัติที่ได้รับการยกเว้นไม่ต้องจดทะเบียนตามกฎหมายนี้ ซึ่งวัตถุประสงค์ของการจดทะเบียนก็เพื่อให้มีการเปิดเผยฐานะการเงินและข้อมูลข่าวสารอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับผู้ออก เช่น 1) อธิบายถึงธุรกิจและสินทรัพย์ของผู้จดทะเบียน 2) อธิบายถึงความหมายของหลักทรัพย์ที่ถูกเสนอขายและความสัมพันธ์กับหลักทรัพย์อื่นของผู้จดทะเบียน 3) อธิบายถึงข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับการจัดการของผู้จดทะเบียน และ 4) แสดงถึงฐานะการเงินที่ได้รับรองโดยผู้ตรวจสอบบัญชีอิสระตลอดจนยังเป็นการทำให้นักลงทุนได้สามารถพิจารณาถึงคุณสมบัติของหลักทรัพย์ที่จะซื้อได้ และ พ.ร.บ. ฉบับนี้ยังได้กำหนดไว้ว่า การตัดสินใจของนักลงทุนจะต้องมีส่วนมาจากหนังสือชี้ชวนซึ่งบรรจุรายละเอียดข้อมูลที่สำคัญในการจดทะเบียนด้วย แต่การจดทะเบียนนั้นไม่ได้หมายความว่า จะเป็นหลักประกันให้กับนักลงทุนในการที่จะเกิดความเสียหายหรือขาดทุนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (SEC) จะไม่พิจารณาหรือตัดสินใจว่าฐานะการเงินของหลักทรัพย์นั้นดีถูกต้องหรือไม่ ยิ่งไปกว่านั้น SEC จะไม่รับประกันความถูกต้องแม่นยำของข้อมูลข่าวสารที่จดทะเบียนด้วย<sup>2</sup>

นอกจากนั้นตามกฎหมายฉบับนี้ยังได้นิยามความหมายของคำว่า "หลักทรัพย์" (Securities) นั้นหมายถึง ตัวเงิน หุ้น พันธบัตร หุ้นกู้ หลักฐานแห่งหนี้ ใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์หรือการมีส่วนร่วมในสัญญาแบ่งผลกำไร ใบแสดงสิทธิในการเป็นเจ้าของหลักทรัพย์ค่าประกัน สัญญาการลงทุน ตลอดจนตราสารต่างๆ ไปอีกมากมาย<sup>3</sup> ซึ่งตราสาร ABS (asset-backed securities) เกือบทั้งหมดก็ถูกจัดว่าเป็นหลักทรัพย์ตามคำนิยามของ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ปี 1933 อย่างไรก็ตามขณะที่ตราสาร ABS ถูกยอมรับให้เป็นหลักทรัพย์การออกในกรณีของ ABS

<sup>2</sup> Ibid., p. 887.

<sup>3</sup> Ibid., p. 886.

ตามสัญญาสนับสนุนสินเชื่อ (credit-support agreement) ก็ถือว่าเป็นหลักทรัพย์ด้วย ในกรณีต่างๆ ไปการรับประกันหลักทรัพย์ด้วยตัวหลักทรัพย์เองจะต้องจดทะเบียนภายใต้ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ปี 1933 นอกจากการรับประกันนั้นจะอยู่ในรูปของ L/C (Letter of Credit) ที่ออกโดยธนาคารหรือกรมธรรม์ประกันภัย (Insurance Policy) จะถูกพิจารณาให้เป็นหลักทรัพย์ที่ได้รับการยกเว้น<sup>4</sup>

ใน พ.ร.บ. หลักทรัพย์ปี 1933 ยังได้กำหนดข้อยกเว้นในการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ไม่ต้องจดทะเบียนตามวัตถุประสงค์ของ พ.ร.บ. ไว้ในมาตรา 3 และมาตรา 4 โดยมาตรา 3 จะเป็นข้อยกเว้นสำหรับตัวหลักทรัพย์ ขณะที่มาตรา 4 จะเป็นข้อยกเว้นสำหรับธุรกรรมการออกหลักทรัพย์ ดังนี้

- หลักทรัพย์ที่ได้รับการยกเว้น (Exempt Securities) ตาม มาตรา 3 มีดังต่อไปนี้

#### 1) การเสนอขายภายใต้กฎข้อ A (Regulation A)

โดยกฎข้อ A จะอนุญาตให้ผู้ออกที่เสนอขายหลักทรัพย์ไม่เกิน 1.5 ล้านดอลลาร์สหรัฐภายในระยะเวลา 12 เดือนได้โดยไม่ต้องจดทะเบียน เพียงแต่กำหนดไว้ว่า ผู้ออกจะต้องแจ้งแบบแสดงรายการและเอกสารเสนอขายต่อสำนักงาน SEC ภูมิภาค ก่อนที่จะเสนอขายหลักทรัพย์ การยื่นแบบตามกฎหมายข้อ A นั้นมีรายละเอียดและใช้ระยะเวลาน้อยกว่าการจดทะเบียนที่เต็มรูปแบบ และงบการเงินที่ต้องการก็มีรูปแบบที่ง่ายกว่า และไม่ต้องได้รับการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชีด้วย ดังนั้นหลักทรัพย์ที่ถูกเสนอขายภายใต้กฎข้อ A นั้นจะมีรูปแบบการขายที่อิสระเสรีกว่า

---

<sup>4</sup> Joseph Norton & Paul Spellman, Asset Securitization (England : TJ Press Ltd., 1991), p. 232.

## 2) การออกภายในรัฐ (Intrastate Issues)

พ.ร.บ.ปี 1933 นั้นได้ยกเว้นการจดทะเบียนหลักทรัพย์ซึ่งถูกออกขายเพียงส่วนหนึ่งและได้เสนอขายให้เฉพาะกับบุคคลซึ่งอาศัยอยู่ในรัฐเดียวกับผู้ออกหลักทรัพย์ที่มีถิ่นที่อยู่และประกอบธุรกิจในรัฐนั้น ข้อยกเว้นนี้มีจุดมุ่งหมายที่จะใช้กับการออกท้องถิ่นซึ่งเป็นตัวแทนทางการเงินท้องถิ่นโดยบุคคลในท้องถิ่นและลงทุนผ่านท้องถิ่นนั้น ข้อยกเว้นนี้จะไม่ใช่กับผู้ซื้อซึ่งไม่ได้มีถิ่นที่อยู่ในรัฐเดียวกับผู้ออก

## 3) ตราสารการเงินระยะสั้น (Short-Term Commercial Paper)

พ.ร.บ. ฉบับนี้ยังได้ยกเว้นสำหรับ ตั๋วเงิน ตั๋วแลกเงิน หรือตั๋วเงินที่รับรองโดยธนาคาร ซึ่งได้ออกจำหน่ายโดยมีอายุไม่เกิน 9 เดือนนับจากวันออก

พ.ร.บ. ฉบับนี้ยังได้มีการยกเว้นหลักทรัพย์ชนิดต่างๆ ที่ไม่ต้องจดทะเบียนอีกด้วยดังต่อไปนี้

- 1) หลักทรัพย์ที่ออกโดยรัฐบาลภายในประเทศ
- 2) หลักทรัพย์ที่ออกโดยสมาคมสินเชื่อและเงินฝาก และธนาคารภายในประเทศ
- 3) หลักทรัพย์ที่ออกโดยองค์กรการกุศลที่ไม่แสวงหากำไร
- 4) หลักทรัพย์ที่ออกโดยคณะกรรมการพาณิชย์ระหว่างรัฐ
- 5) หลักทรัพย์ที่ออกโดยเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์หรือทรัสต์ซึ่งศาลแต่งตั้งในกรณีการล้มละลาย
- 6) กรมธรรม์ประกันภัยที่ออกโดยบริษัทประกันภัยที่จัดตั้งตามกฎหมายของรัฐบาล
- 7) หลักทรัพย์ที่ออกมาเพื่อแลกเปลี่ยนระหว่างผู้ออกกับผู้ถือหลักทรัพย์โดยไม่มี การจ่ายค่าตอบแทน
- 8) หลักทรัพย์ที่ออกโดยได้รับอนุญาตจากรัฐบาลอื่นหรือศาล<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Len Young Smith, Richard A. Mann, Barry S. Roberts, Essentials of Business Law, pp. 888-889.

### - ธุรกรรมที่ได้รับการยกเว้น (Exempt Transactions)

นอกจากหลักทรัพย์ที่ได้รับการยกเว้นแล้ว พ.ร.บ. ฉบับนี้ยังได้กำหนดให้ธุรกรรมบางประเภทของผู้ออกได้รับการยกเว้นไม่ต้องจดทะเบียนอีกด้วย ซึ่งธุรกรรมเหล่านั้น ก็คือ

#### 1) การเสนอขายเฉพาะราย (Private Placement)

ตามกฎ 506 (Rule 506) หมายถึงการเสนอขายเฉพาะนักลงทุนที่มีความน่าเชื่อถือ (Accredited investors) ซึ่งรวมถึงธนาคาร บริษัทประกันภัย บริษัทเพื่อการลงทุน เจ้าหน้าที่ฝ่ายบริหาร หรือกรรมการของผู้ออก บุคคลซึ่งซื้อหลักทรัพย์อย่างน้อย 150,000 เหรียญสหรัฐ บุคคลซึ่งมีรายได้สุทธิเกิน 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐ บุคคลซึ่งมีรายได้เกิน 200,000 เหรียญสหรัฐในแต่ละปีเมื่อ 2 ปีที่ผ่านมา และบุคคลซึ่งคาดว่าจะมีรายได้เกิน 200,000 เหรียญสหรัฐในปีปัจจุบัน โดยเสนอขายให้แก่นักลงทุนที่น่าเชื่อถือไม่จำกัดจำนวน และนักลงทุนทั่วไปไม่เกิน 35 ราย ซึ่งไม่จำกัดมูลค่าหลักทรัพย์

#### 2) การเสนอขายที่มีมูลค่าไม่เกิน 5 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (Limited offers

**Not Exceeding \$ 5 Million)**

ตามกฎ 505 (Rule 505) ซึ่งเป็นการอำนวยความสะดวกสำหรับธุรกิจเล็กๆ โดยได้รับการยกเว้นไม่ต้องจดทะเบียนสำหรับผู้ออกซึ่งเป็นบริษัทที่ไม่ใช่เพื่อการลงทุน ซึ่งออกหลักทรัพย์ไม่เกิน 5 ล้านดอลลาร์สหรัฐภายใน 12 เดือน ซึ่งการเสนอขายนี้อาจจะถูกซื้อโดยไม่จำกัดจำนวนสำหรับนักลงทุนที่มีความน่าเชื่อถือ และนักลงทุนอื่นๆ ทั่วไปไม่เกิน 35 ราย

#### 3) การเสนอขายที่มีมูลค่าไม่เกิน 500,000 เหรียญสหรัฐ (Limited Offers

**Not Exceeding \$ 500,000)**

ตามกฎ 504 (Rule 504) ได้กำหนดให้ผู้ออกที่เป็นบริษัทเอกชนหรือบริษัทที่ไม่ใช่เพื่อการลงทุนได้รับการยกเว้นไม่ต้องจดทะเบียนสำหรับการออกหลักทรัพย์จำนวนเล็กน้อย โดยอนุญาตให้เสนอขายได้โดยไม่จำกัดจำนวนของผู้ลงทุน และไม่ต้องเสนอข้อมูลข่าวสารแต่ทั้ง



นี้หลักทรัพย์ที่เสนอขายจะต้องไม่มีการโฆษณาเป็นการทั่วไป และมูลค่าที่เสนอขายตลอด 12 เดือน รวมกันแล้วจะต้องไม่เกิน 500,000 เหรียญสหรัฐ

#### 4. การเสนอขายเฉพาะนักลงทุนที่เข้าเชื่อถือ (Limited Offers Solely to Accredited Investor)

ซึ่งในปี 1980 สภาสหรัฐได้เพิ่มเติม มาตรา 4(6) ซึ่งได้กำหนดข้อยกเว้น สำหรับการเสนอขายของผู้ออกหลักทรัพย์ในกรณีที่ยกให้เฉพาะนักลงทุนที่เข้าเชื่อถือ ถ้ามีมูลค่าไม่เกิน 5 ล้านเหรียญสหรัฐ ซึ่งจะไม่อนุญาตให้มีการโฆษณาชี้ชวนต่อสาธารณชน ซึ่งกรณีตามมาตรา นี้จะไม่เหมือนกับกฎข้อ 505 และ 506 เนื่องจาก มาตรา 4(6) นี้จะไม่อนุญาตให้นักลงทุนที่ไม่เข้า เชื่อถือหรือนักลงทุนทั่วไปสามารถซื้อหลักทรัพย์ได้<sup>6</sup>

นอกจากข้อยกเว้นที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้น ยังมีข้อยกเว้นอีกกรณีหนึ่งซึ่งเกี่ยวข้องกับโดยตรงกับกระบวนการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) ซึ่งในปี 1975 สภาสหรัฐอเมริกาก็ได้แก้ไขเพิ่มเติม พ.ร.บ. ปี 1933 ในมาตรา 4(5) โดยมีวัตถุประสงค์ต้องการ จะสนับสนุนการพัฒนาของตลาดรองอสังหาริมทรัพย์ โดยได้กำหนดข้อยกเว้นให้กับธุรกิจที่เกี่ยวกับการออกตราสารประเภท MBS (Mortgage Backed Securities) ที่ออกโดยสมาคมสินเชื่อ และเงินฝาก (savings and loan associations) และธนาคารอย่างไรก็ตาม ข้อยกเว้น ตามมาตรานี้ก็ยังมีข้อจำกัดโดยผู้ซื้อจะต้องซื้อในจำนวนมากกว่า 250,000 เหรียญสหรัฐและต้องชำระด้วยเงินสดภายใน 60 วัน นอกจากนี้ ผู้รับจ้างจะต้องเป็นธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันออมทรัพย์ หรือได้รับการอนุญาตจากเลขาธิการสำนักงานพัฒนาที่อยู่อาศัยและนครเมือง (Secretary of Housing and Urban Development (HUD))<sup>7</sup> แต่ข้อยกเว้นดังกล่าวนี้ไม่นำมาใช้ สำหรับหลักทรัพย์ประเภท ABS ที่ไม่เกี่ยวข้องกับการจำนอง (Non-Mortgaged Asset-Backed

<sup>6</sup> Ibid., pp. 890-891.

<sup>7</sup> Joseph Norton & Paul Spellman, *Asset Securitization*, p. 236.

Securities)<sup>8</sup>

นอกจากนั้น พ.ร.บ. ฉบับนี้ยังได้กำหนดขั้นตอนการเปิดเผยข้อมูลโดยแบ่งออกเป็น 3 ช่วงคือ 1) ช่วงก่อนยื่นจดทะเบียนแบบแสดงรายการข้อมูล (pre-filing) 2) ช่วงระหว่างการจดทะเบียนแบบแสดงรายการข้อมูล (waiting-period) และ 3) ช่วงหลังวันที่แบบแสดงรายการมีผลบังคับใช้ (post-effective date)<sup>9</sup>

ดังนั้นหลักทรัพย์หรือธุรกิจที่ไม่มีคุณสมบัติได้รับการยกเว้นภายใต้ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ปี 1933 นี้ จะต้องจดทะเบียนฐานะการเงินและหนังสือชี้ชวนกับ SEC และจะเผยแพร่สู่สาธารณชนทันทีที่ได้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล (filing) ต่อ SEC การจดทะเบียนจะมีผลบังคับใช้ได้ (effective date) เมื่อครบกำหนด 20 วัน หลังจากที่ได้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลต่อ SEC การเสนอขายหลักทรัพย์จะไม่มีผลตามกฎหมายจนกว่าจะครบกำหนดวันมีผลบังคับใช้ดังกล่าว ฉะนั้นการจดทะเบียนหลักทรัพย์ที่จะออกขายตามกฎหมายฉบับนี้จะต้องเป็นการเสนอขายต่อสาธารณชน (Public Offerings) ซึ่งประโยชน์ส่วนใหญ่ที่จะได้รับจากการจดทะเบียนหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณชนก็คือ หลักทรัพย์นั้นสามารถโฆษณาต่อสาธารณชนได้ และอาจจะถูกเสนอขายด้วยวิธีบอกกล่าวด้วยปากเปล่า (offered orally) ก็ได้<sup>10</sup> และสามารถนำไปขายต่อสาธารณชนทั่วไปได้ และหลังจากนั้นก็ยังสามารถนำไปขายต่อในตลาดรองได้อีกด้วยส่วนข้อเสียของการจดทะเบียนนั้นได้แก่ ทำให้เสียค่าใช้จ่ายและเกิดความล่าช้าของขั้นตอนในการจด

<sup>8</sup> Christine A. Pavel, *Securitization* (The United States of America : Probus Publishing, 1989), p. 185.

<sup>9</sup> ไพจิตร ตั้งพลสกุล, "ขอบเขตและความหมายของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535", (วิทยานิพนธ์ ปริญญาโทบริหารศึกษาศาสตร์ บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2536), หน้า 52.

<sup>10</sup> Len Young Smith, Richard A. Mann, Barry S. Roberts, *Essentials of business Law*, p. 887.

ทะเบียน ดังนั้น สำหรับผู้ออกหลักทรัพย์ที่ต้องการจะหลีกเลี่ยงขั้นตอนการจดทะเบียนตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ปี 1933 ก็จะต้องออกหลักทรัพย์ที่ได้รับการยกเว้นหรือดำเนินการที่ได้รับยกเว้นตามที่ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ปี 1933 ได้กำหนดหลักทรัพย์ไว้ตามที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น และนอกเหนือจาก พ.ร.บ. หลักทรัพย์ปี 1933 แล้วในแต่ละรัฐก็อาจมีกฎหมายกำหนดเกี่ยวกับเรื่องดังกล่าวไว้ซึ่งบังคับเฉพาะในรัฐนั้นๆ ก็ได้เช่น Blue-Sky Law ซึ่งบางทีแม้ว่าผู้ออกหลักทรัพย์จะได้รับอนุญาตจาก SEC ตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ ปี 1933 แล้วก็ตาม แต่หากไม่ถูกต้องตามแบบที่กฎหมายของแต่ละรัฐนั้นกำหนดไว้ผู้ออกหลักทรัพย์ก็อาจจะต้องยื่นจดทะเบียนเพื่อขอเสนอขายหลักทรัพย์ในรัฐนั้นๆ อีกก็ได้<sup>11</sup>

## 2) The Securities Exchange Act of 1934

ขณะที่วัตถุประสงค์ของ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ปี 1933 นั้นเป็นการให้หลักประกันแก่นักลงทุนในด้านข้อมูลข่าวสารที่เพียงพอ และถูกต้องในระยะเวลาที่หลักทรัพย์นั้นออกมาสู่ตลาด แต่สำหรับ พ.ร.บ. ตลาดหลักทรัพย์ปี 1934 นี้มีวัตถุประสงค์เป็นการให้หลักประกันแก่นักลงทุนในด้านข้อมูลข่าวสารที่ถูกต้องอย่างต่อเนื่องเกี่ยวกับผู้ออกหลักทรัพย์หลังจากการเริ่มออกหลักทรัพย์ในตอนแรก<sup>12</sup> และเป็นการขยายการเปิดเผยข้อมูลของ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ปี 1933 สำหรับหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณชน เพื่อติดตามผลของการจดทะเบียนงบการเงินภายใต้ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ปี 1933 ดังนั้น พ.ร.บ. ตลาดหลักทรัพย์ปี 1934 นั้นจึงนำมาใช้กับการจำหน่ายหลักทรัพย์ในตลาดรองเป็นหลัก โดย พ.ร.บ. ดังกล่าวได้ทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีความเป็น

<sup>11</sup> ไพจิตร ตั้งพลสุกุล, "ขอบเขตและความหมายของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535", หน้า 56.

<sup>12</sup> James A. Rosenthal & Juan M. Ocampo, Securitization of Credit (The United States of America :John Wiley & Sons, Inc, 1988), p. 31.



ระเบียบเรียบร้อย และมีความยุติธรรมสำหรับนักลงทุน อีกทั้งยังเป็นการป้องกันการฉ้อฉล หรือ การหลอกลวงในการเสนอขายหลักทรัพย์อีกด้วย โดยกฎระเบียบการจัดตั้งสำหรับการดำเนินงาน ของตลาดหลักทรัพย์ ได้คุ้มครองสำหรับผู้ถือหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เช่นเดียวกับ ผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ทำการซื้อขายนอกตลาดหลักทรัพย์ถ้าสินทรัพย์เกิน 5 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และ ประเภทหรือชั้น (Class) ของตราสารทุนที่มีผู้ถือหุ้นตั้งแต่ 500 คนขึ้นไป<sup>13</sup> และโดยพื้นฐาน ของ พ.ร.บ. ตลาดหลักทรัพย์ปี 1934 ต้องการให้ผู้ออกหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ปี 1933 ทุกรายต้องดำเนินการจดทะเบียนแบบแสดงรายการข้อมูลการดำเนินงาน และเงื่อนไขทางการเงินต่อสาธารณชนทุก 3 เดือนทุกปีและตามระยะเวลาที่ SEC กำหนด ซึ่ง รายงานเหล่านี้จะเป็นการเตือนให้นักลงทุนทราบถึงเงื่อนไขของผู้ออกซึ่งการจดทะเบียนตาม พ.ร.บ. ตลาดหลักทรัพย์ปี 1934 นี้จะแตกต่างจากการจดทะเบียนภายใต้ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ ปี 1933 ซึ่งจะเกี่ยวข้องเฉพาะหลักทรัพย์ที่ต้องการเสนอขายเท่านั้น แต่การจดทะเบียนตาม พ.ร.บ. 1934 นี้ ต้องการให้มีการเปิดเผยข้อมูลข่าวสารขององค์กรธุรกิจ โครงสร้างทางการเงินและลักษณะของธุรกิจ ตลอดจนระยะเวลา สถานะ สิทธิ และสิทธิพิเศษของหลักทรัพย์ที่ต่าง ชั้นกัน รวมทั้งรายชื่อของกรรมการ พนักงาน ผู้รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriters) ผู้ถือหลักทรัพย์ที่แต่ละคนเป็นเจ้าของมากกว่า 10 % ของทุนจดทะเบียน เงินโบนัส และการแบ่ง ผลกำไร ตลอดจนงบดุล งบกำไรขาดทุนย้อนหลัง 3 ปี ของรอบระยะเวลาบัญชีการจดทะเบียน ดังกล่าว ผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องยื่นแบบแสดงรายการประจำปี และหนังสือรายงานข้อมูลข่าวสาร ที่ทันสมัยอยู่ตลอดเวลา พ.ร.บ. ฉบับนี้ยังกำหนดให้กรรมการ พนักงานและบุคคลใดซึ่งเป็นเจ้าของในตราสารทุนที่จดทะเบียนตั้งแต่ 10% ขึ้นไปต้องยื่นแบบแสดงรายงานแต่ละเดือนต่อ SEC ในกรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงในกรรมสิทธิ์ของตราสารทุนของพวกเขา<sup>14</sup>

<sup>13</sup> Len Young Smith, Richard A Mann, Barry S Roberts, Essentials of Business Law, pp. 895-896.

<sup>14</sup> Ibid., p. 896.

นอกจาก พ.ร.บ. ตลาดหลักทรัพย์ปี 1934 จะได้กำหนดให้มีการจัดทำรายงานของผู้ออกหลักทรัพย์หลังการจำหน่ายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แล้ว จะยังได้กล่าวถึงข้อกำหนดในการเชิญชวนให้มีการมอบฉันทะ และการเปิดเผยข้อมูล (proxy solicitation and disclosure) การไม่สุจริตในตลาดหลักทรัพย์ (market manipulation) การฉ้อฉล (fraud) รวมถึงการใช้ข้อมูลภายใน (insider trading) และการรับซื้อหุ้นคืนจากรายย่อย (tender offers) ถึงแม้ว่า พ.ร.บ. ตลาดหลักทรัพย์ปี 1934 จะได้กำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลให้ได้มากที่สุดเท่าที่จะทำได้ แต่ SEC ก็ยังมีอำนาจตามมาตรา 12 (h) ของ พ.ร.บ. ตลาดหลักทรัพย์ปี 1934 อย่างกว้างขวางที่จะสามารถยกเว้นข้อกำหนดเหล่านี้ได้ ถ้าการยกเว้นนั้นไม่ขัดกับผลประโยชน์ของประชาชน หรือการคุ้มครองของนักลงทุน ด้วยอำนาจข้อนี้เอง ที่จะทำให้ SEC มีโอกาสมากที่จะยกเว้นสำหรับผู้ออกหลักทรัพย์ที่หนุนด้วยสินทรัพย์ (asset-backed securities issuers) ในการที่จะต้องแสดงรายงานและเปิดเผยข้อมูลอย่างเต็มรูปแบบตามข้อกำหนดของ พ.ร.บ. ตลาดหลักทรัพย์ปี 1934 ขณะที่ภายใต้ พ.ร.บ. ตลาดหลักทรัพย์ปี 1934 การเปิดเผยข้อมูลบางกรณีจะเป็นเรื่องที่เกี่ยวข้องกับตัวของบริษัทผู้ออก ซึ่งไม่เกี่ยวกับสินทรัพย์และรายละเอียดที่เกี่ยวข้องเช่น การกู้เงิน การไม่ชำระหนี้ การชำระหนี้ก่อนกำหนด และรายละเอียดอื่นๆ ที่มีการเปลี่ยนแปลง เช่น การเปลี่ยนแปลงการจัดการด้านบริการ และการยกเลิกภายใต้สัญญาสนับสนุนทางการเงิน (credit-support agreements)

เนื่องจาก พ.ร.บ. ฉบับนี้ มีเนื้อหาที่กำหนดสำหรับตราสารประเภททุนเท่านั้น ฉะนั้นจึงเกิดปัญหาสำหรับการออกตราสารประเภท Pass-through Certificates ภายใต้ พ.ร.บ. ตลาดหลักทรัพย์ปี 1934 ที่จะถูกจัดให้เป็นตราสารประเภทหนี้หรือ ตราสารประเภททุนอย่างไรก็ตาม เนื่องจากตราสารดังกล่าวให้สิทธิแก่ผู้ถือได้รับจำนวนเงินพร้อมดอกเบี้ย จึงดูเหมือนเป็นตราสารหนี้ แต่ SEC ได้พิจารณาว่าเป็นตราสารประเภททุน แต่กระนั้นก็ได้รับการยกเว้นจากข้อจำกัดที่ใช้กับตราสารทุนต่างๆ ไป ตัวอย่างเช่น SEC ได้กำหนดข้อยกเว้นการรายงานตาม มาตรา 16 และความรับผิดในกรณี short-swing profits อันเนื่องมาจากการใช้ข้อ

มูลภายใน<sup>15</sup>

### 3) The Trust Indenture Act of 1939

ในขณะที่ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ ปี 1933 และ พ.ร.บ.ตลาดหลักทรัพย์ปี 1934 ได้กำหนดหลักเกณฑ์ในการให้ข่าวสารข้อมูลแก่นักลงทุนในกรณีการออกหลักทรัพย์เสนอขายต่อสาธารณชน แต่ พ.ร.บ. ปี 1939 นี้ได้กำหนดหลักเกณฑ์บางประการในการคุ้มครองนักลงทุนในการออกตราสารหนี้ต่อสาธารณชน โดยการกำหนดให้ผู้ออกตราสารหนี้ต้องมีการทำสัญญาประกอบตราสารหนี้ (Bond Indenture Agreement) กับ ทรัสต์หรือผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ (Trustee) อิสระ<sup>16</sup> และกำหนดให้ทรัสต์มีอำนาจและความเป็นอิสระจากอิทธิพล หรือการครอบงำ โดยผู้ออกหลักทรัพย์ และต้องไม่มีผลประโยชน์ขัดแย้งกันกับ ผู้ถือตราสารหนี้ นอกเหนือไปจากหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นกู้โดยทรัสต์จะมีหน้าที่ความรับผิดชอบตามกฎหมาย โดยทรัสต์จะต้องกระทำหน้าที่ด้วยความรอบคอบระมัดระวังในนามของผู้ถือหลักทรัพย์ ในการเตือนหรือทวงถามหนี้ของผู้ออกหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ออกหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ถือหุ้นกู้ ในกรณีที่มีการผิดนัดชำระหนี้ตามสัญญา นอกจากนี้ พ.ร.บ. ฉบับนี้ยังได้กำหนดหลักเกณฑ์ในรายละเอียดอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของทรัสต์ไว้ เช่น สิทธิในการรับเลือกและคุณสมบัติของทรัสต์ ระดับความระมัดระวังในการใช้สิทธิโดยทรัสต์ ข้อจำกัดสิทธิในการเรียกร้องต่อลูกหนี้โดยทรัสต์รวมถึง การรายงานผลการดำเนินงานของทรัสต์<sup>17</sup>

<sup>15</sup> Joseph Norton & Paul Spellman, Asset Securitization, p. 244.

<sup>16</sup> James A. Rosenthal & Juan M. Ocampo, Securitization of Credit, pp. 31-32.

<sup>17</sup> Joseph Norton & Paul Spellman, Asset Securitization, p. 245.

พ.ร.บ. ปี 1939 นี้เป็นบทบัญญัติที่มีบทบังคับตั้งแต่การออกตราสารหนี้ และหลังการออกตราสารหนี้ กล่าวคือ ในขั้นตอนการออกตราสารหนี้ นั้น จะต้องจดทะเบียนขั้วสัญญา (Indenture) ซึ่งขั้วสัญญาที่จะรับจดทะเบียนจะต้องมีคุณสมบัติ หรือเงื่อนไขตามที่กฎหมายกำหนด ซึ่งข้อกำหนดตาม พ.ร.บ. ฉบับนี้ นั้น จะใช้บังคับกับการเสนอขายหุ้นกู้ หรือตราสารหนี้ต่อประชาชน ที่มีมูลค่าเกินกว่า 1 ล้านเหรียญสหรัฐ โดยจะต้องมีการแต่งตั้งทรัสต์อย่างน้อย 1 คน และทรัสต์อย่างน้อย 1 คนนั้นจะต้องเป็นบริษัทซึ่งจดทะเบียนและประกอบธุรกิจภายใต้กฎหมายของสหรัฐ และได้รับอนุญาตตามกฎหมายของรัฐที่จดทะเบียนให้ประกอบธุรกิจ เป็นทรัสต์ได้และจะต้องอยู่ภายใต้การควบคุม และการตรวจสอบของหน่วยราชการของรัฐที่จะทะเบียนนั้นด้วย<sup>18</sup>

ส่วนขั้นตอนหลังจากการออกตราสารหนี้ เมื่อได้จดทะเบียนและแต่งตั้งทรัสต์เรียบร้อยแล้ว ก็จะเป็นการกำหนดถึง สิทธิ หน้าที่ และความรับผิดชอบของทรัสต์และลูกหนี้ในการดำเนินงานตาม Trust Indenture นั้น โดยหน้าที่ของทรัสต์เมื่อเกิดกรณีการผิดนัดชำระหนี้ ตามสัญญาของผู้ออกตราสารหนี้ พ.ร.บ. ฉบับนี้ได้กำหนดหน้าที่ของทรัสต์ไว้ 2 ประการ คือ ประการแรกเมื่อมีการผิดนัดชำระหนี้ ทรัสต์มีหน้าที่ จะต้องบอกกล่าวแจ้งการผิดนัดชำระหนี้ไปยังผู้ถือตราสารหนี้ทุกคน ภายใน 90 วัน หลังจากวันผิดนัดนั้น หลังจากนั้นก็จะ เป็นหน้าที่ของทรัสต์ในการบังคับให้ชำระหนี้ ซึ่งจะต้องใช้ความระมัดระวังและความชำนาญในระดับที่วิญญูชนจะพึงกระทำโดยในสัญญา Indenture จะต้องให้อำนาจแก่ ทรัสต์ ในการดำเนินการทางศาลต่อบริษัทผู้ออกตราสารหนี้ ในนามของทรัสต์เอง ในกรณีของการผิดนัดชำระหนี้ของบริษัทผู้ออกตราสาร เพื่อให้มีการชำระเงินต้นและดอกเบี้ยที่ค้างชำระ รวมทั้งมีอำนาจในการดำเนินการกระบวนการพิจารณา และนำเสนอพยานหลักฐานต่อศาล หน้าที่ประการที่สอง ของทรัสต์ตาม

<sup>18</sup> ซีรเชซ ดันสุวรรณรัตน์, "การคุ้มครองทางกฎหมายแก่ผู้ถือหุ้นกู้", (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต ภาคศึกษานิติศาสตร์ บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2535), หน้า 48-49.



พ.ร.บ. ฉบับนี้ ก็คือ หน้าที่การจัดทำรายงาน โดยกำหนดให้ทรัสต์ มีหน้าที่ ต้องจัดทำรายงาน ทุกช่วงระยะเวลาไม่เกิน 12 เดือน และ หน้าที่การจัดทำรายงานในกรณีเมื่อเกิดเหตุการณ์ตามที่กำหนด ภายใน 90 วัน โดยรายงานดังกล่าวจะต้องส่งให้แก่ ผู้ถือหุ้นกู้ และยื่นต่อ SEC และ ตลาดหลักทรัพย์ที่ตราสารหนี้นั้นจดทะเบียนอยู่ ซึ่งหน้าที่ในการจัดทำรายงานทั้ง 2 กรณีนี้จะต้อง กำหนดไว้ด้วย คือ หน้าที่ของลูกหนี้ในการจัดทำรายงานตามที่กำหนด และหน้าที่ในการจัดทำ บัญชีรายชื่อผู้ถือหุ้นกู้

ฉะนั้น จะเห็นได้ว่า พ.ร.บ.ปี 1939 นี้มีจุดมุ่งหมายในการออกกฎหมายฉบับนี้ขึ้นมาเพื่อเป็นการสนับสนุนหรือ เสริม พ.ร.บ.หลักทรัพย์ปี 1933 ให้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้นโดยข้อกำหนดตาม พ.ร.บ. ปี 1939 นี้ ออกมาเพื่อความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุน หรือผู้ถือหุ้นกู้ ผู้ออกตราสารหนี้ และทรัสต์ โดยข้อสัญญาซึ่งได้กำหนดสิทธิและหน้าที่เหล่านี้จะนำมาใช้สำหรับตราสารหนี้ที่ไม่ได้รับการยกเว้นการจดทะเบียนตาม พ.ร.บ.หลักทรัพย์ปี 1933 และหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ที่ได้รับการยกเว้นการจดทะเบียนตาม พ.ร.บ.หลักทรัพย์ปี 1933 ก็จะได้รับยกเว้นตาม พ.ร.บ. ปี 1939 นี้ด้วย ยิ่งไปกว่านั้น พ.ร.บ.ปี 1939 ยังได้ยกเว้นให้ตราสารประเภท Pass - through Certificates ซึ่งเป็นตัวแทนในผลประโยชน์ของลูกหนี้ที่นำมารวมกันไม่ ต้องปฏิบัติตาม พ.ร.บ. ฉบับนี้ด้วย ทั้งๆ ที่ลูกหนี้เหล่านั้นอาจจะถูกพิจารณาให้เป็นตราสารหนี้ก็ได้แต่ เนื่องจาก SEC ได้พิจารณาให้ ตราสารประเภท Pass - through Certificates เป็นตราสารประเภททุน จึงทำให้ได้รับการยกเว้นหรือไม่ต้องปฏิบัติตาม พ.ร.บ. ปี 1939 นี้

บุคคลใดซึ่งกระทำความผิดในสัญญา จะต้องมีความรับผิดชอบต่อผู้ซื้อหลักทรัพย์ ภายใต้ข้อกำหนดในสัญญา ยกเว้นจะสามารถพิสูจน์ให้เห็นได้ว่า ผู้นั้นได้กระทำโดยสุจริตใจ และปราศจากการรู้เห็นของข้อมูลที่เป็นเท็จ และถ้าในกรณีจึงใจกระทำความผิดตาม พ.ร.บ. ฉบับนี้ ก็จะต้องได้รับโทษทางอาญา<sup>19</sup>

<sup>19</sup> Joseph Norton & Paul Spellman, *Asset Securitization*,

#### 4) The Investment Company Act of 1940

พ.ร.บ. บริษัทเพื่อการลงทุน ปี 1940 นั้นเป็นกฎหมายที่กำหนดให้บริษัทที่ลงทุนต่อสาธารณชน หรือ ลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทอื่นทั้งหมดต้องมาจดทะเบียนกับ SEC และยื่นแบบแสดงรายการเปิดเผยและรายงานอื่นๆ ต่อคณะกรรมการ ซึ่งผู้ออกจะต้องเปิดเผยรายละเอียดข้อมูลทางการเงิน ตลอดจนวัตถุประสงค์และนโยบายในการลงทุน ดังนั้น วัตถุประสงค์ของ พ.ร.บ. ปี 1940 นี้ก็คือ เพื่อที่จะเป็นการบรรเทาการจำกัดเงื่อนไขเฉพาะซึ่งจะมีผลกระทบต่อความสนใจต่อสาธารณชน และความสนใจของนักลงทุน รวมถึง การขาดข้อมูลข่าวสารของนักลงทุนและการที่จะตัดสินใจเลือกลงทุนในพอร์ตของบริษัท<sup>20</sup>

โดยใน พ.ร.บ. ปี 1940 ได้กำหนดคำนิยามของคำว่า "บริษัทเพื่อการลงทุน" (Investment Company) ไว้ หมายถึง

- บริษัทที่ประกอบกิจการตั้งแต่เริ่มต้น หรือ เสนอที่จะประกอบกิจการตั้งแต่เริ่มต้นในธุรกิจด้านการลงทุน การลงทุนต่อ การเป็นเจ้าของหรือเข้าถือหุ้น หรือทำการค้าหลักทรัพย์หรือ
- บริษัทที่ประกอบกิจการหรือเสนอที่จะประกอบกิจการในธุรกิจการออกหนังสือรับรองหรือประกอบธุรกิจเช่นนั้น และมีหนังสือรับรองการไม่ชำระหนี้ เช่นว่านั้น หรือ
- บริษัทที่ประกอบกิจการ หรือเสนอที่จะประกอบกิจการในธุรกิจการลงทุน การลงทุนต่อ การเป็นเจ้าของ เป็นบริษัทถือหุ้น หรือ ทำการค้าหลักทรัพย์และเป็นเจ้าของ หรือ มีวัตถุประสงค์ที่จะลงทุนในหลักทรัพย์ซึ่งมีมูลค่าเกิน 40% ของมูลค่าของสินทรัพย์ทั้งหมดของผู้ออก แต่ไม่รวมถึงพันธบัตรรัฐบาลหรือหลักทรัพย์ของรัฐบาล<sup>21</sup>

นอกจากนั้น เจ้าหน้าที่ของ SEC ยังได้กำหนดสถานะของหลักทรัพย์เพื่อการลงทุนตามวัตถุประสงค์ใน พ.ร.บ. ปี 1940 ให้มีความหมายกว้างกว่า คำนิยาม ของหลักทรัพย์ภายใต้

<sup>20</sup> Christine A. Pavel, *Securitization*, p. 187.

<sup>21</sup> *Ibid.*, pp. 187-188.

ได้ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ ปี 1933 ตัวอย่างเช่น ลูกหนี้จำนองและลูกหนี้สามัญอื่นๆ (mortgages and many other common receivables) จะไม่ถูกพิจารณาให้เป็นหลักทรัพย์ภายใต้ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ปี 1933 แต่จะถูกพิจารณาให้เป็นหลักทรัพย์ภายใต้ พ.ร.บ. บริษัทเพื่อการลงทุนปี 1940 ดังนั้นโดยทั่วไป ผู้ออกสาร ABS (asset-Backed securities) เกือบทั้งหมด ถือเป็นบริษัทเพื่อการลงทุน (investment companies) เพราะหลักทรัพย์นั้นถูกออกผ่าน บริษัทเฉพาะกิจ (SPV) หรือทรัสต์ (Trust) และสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทก็ประกอบไปด้วย ลูกหนี้ (receivables) ซึ่งถูกพิจารณาว่า เป็นหลักทรัพย์ (securities) ตาม พ.ร.บ. ปี 1940 ด้วย

อย่างไรก็ตาม ผู้ออกหลักทรัพย์อาจจะได้รับการยกเว้น ตาม พ.ร.บ. ปี 1940 นี้ได้เนื่องจากได้รับการยกเว้นเป็นกรณีเฉพาะภายใต้ พ.ร.บ. ปี 1940 หรืออาจจะได้รับการยกเว้น จากการกำหนดข้อยกเว้น ของคณะกรรมการ SEC ภายใต้มาตรา 6 ของ พ.ร.บ. ปี 1940 ซึ่ง มาตรา 6 ได้ อนุญาตได้ SEC มีอำนาจที่จะยกเว้นบริษัทเพื่อการลงทุน ซึ่งมีคุณสมบัติตามข้อกำหนดของ พ.ร.บ.ปี 1940 ได้ ถ้าการยกเว้นนั้นเป็น "สิ่งจำเป็นและเหมาะสม" (necessary and appropriate) ซึ่งข้อยกเว้นตาม พ.ร.บ.ฉบับนี้ได้ยกเว้นให้กับผู้ออกหลักทรัพย์จำนวน 13 ประเภทจากคำนิยามของบริษัทเพื่อการลงทุน โดย 3 ประเภทในข้อยกเว้นเหล่านั้นจะเกี่ยวข้องกับการออกตราสาร ABS (asset-Backed securities) ซึ่งอยู่ภายใต้ มาตรา 3 (c)(1), 3(c)(3) และ 3 (c) (5) (A) ถึง (C) ดังนี้<sup>22</sup>

- มาตรา 3 (c)(1) ได้กำหนดข้อยกเว้น สำหรับผู้ออกตราสารที่เสนอขายตราสารให้กับบุคคลเฉพาะราย (private offerings) ไม่เกิน 100 คน ยกเว้นตราสารหนี้ระยะสั้นที่มีอายุน้อยกว่า 270 วัน ใดๆ ที่ข้อยกเว้นนี้ได้นำมาใช้กับผู้ออกตราสาร ABS ตลอดอายุของผู้ออก และการจำกัดจำนวนผู้ถือหลักทรัพย์ไม่เกิน 100 คน จะมีผลทำให้เป็นการจำกัดสภาพคล่องของหลักทรัพย์และมีลักษณะเป็นการจำกัดการใช้ประโยชน์จากข้อยกเว้นข้อนี้

<sup>22</sup> Joseph Norton & Paul Spellman, *Asset Securitization*, p. 246.

- มาตรา 3 (C)(3) ได้กำหนดข้อยกเว้น สำหรับผู้ออกตราสารที่เป็น ธนาคาร บริษัทประกันภัย สถาบันเงินฝากและสินเชื่อ กองทุนทรัสต์ทั่วไป หรือ กองทุนที่มีลักษณะ คล้ายคลึงกัน อย่างไรก็ตามข้อยกเว้นนี้จะไม่นำมาใช้ในกรณีของ บริษัทในเครือที่ออกตราสาร หนี้ ซึ่งไม่ได้รับรองชดใช้หนี้สูญจากบริษัทแม่

- มาตรา 3 (C)(5)(A) ถึง(C) ได้กำหนดข้อยกเว้น ของผู้ออกตรา สาร ABS ไว้ได้ละเอียดมากที่สุดข้อยกเว้นตามมาตราเหล่านี้ คือ บุคคลซึ่งไม่ได้ประกอบธุรกิจ การออกหลักทรัพย์ที่สามารถไถ่ถอนได้และผู้ซึ่งประกอบธุรกิจดังต่อไปนี้

(A) ชื่อหรือได้มาซึ่งตัวเงิน ดราฟท์ บัญชีลูกหนี้ และหลักฐานแห่งหนี้ อื่นๆ ทั้งหมด หรือบางส่วนจากการขายสินค้า ประกันภัย และการให้บริการ

(B) การขอสินเชื่อ ของ ผู้ประกอบการโรงงาน ผู้ค้าส่ง ผู้ค้าปลีก และผู้ซื้อสินค้า การประกันภัย หรือ การบริการ และ

(C) ชื่อหรือ ได้มาซึ่งการจำนอง และสิทธิที่จะได้รับชำระหนี้และผล ประโยชน์อื่นๆ ในอสังหาริมทรัพย์

และภายใต้ความหมายนี้ จะไม่สามารถนำมาใช้กับผู้ออกซึ่งเป็นเจ้าของสิน เชื้อที่ถูกค้ำประกันโดยสินค้า การประกันภัย หรือการบริการ แต่สินเชื่อนั้นจะต้องเกิดขึ้นจากการ ขายสินค้า ประกันภัย หรือการบริการ ดังนั้น อนุมาตรา (A) และ (B) สามารถนำไปใช้กับผู้ ออกซึ่งเป็นเจ้าของลูกหนี้บัตรเครดิต (credit-card receivables) ที่นำมาพูลกันซึ่งข้อยก เว้นอาจจะนำไปใช้กับเฉพาะลูกหนี้บัตรเครดิต ที่เกิดขึ้นจากการขายสินค้าหรือ บริการ (sale of goods or services) และจะไม่สามารถนำมาใช้กับลูกหนี้ที่เกิดขึ้นจากการเบิกเงินสด ล่วงหน้า (Cash advances) ของผู้ถือบัตรเครดิต และอนุมาตรา (C) ก็จะครอบคลุมถึงผู้ออก ตราสาร MBS (mortgage-backed securities) มากที่สุด อย่างไรก็ตาม SEC ได้กำหนด สถานะของผู้ออกซึ่งเป็นเจ้าของหลักทรัพย์ เช่น ตราสารประเภท pass-through Certificates ซึ่งเป็นตัวแทนในผลประโยชน์ของหลักทรัพย์จำนอง ซึ่งไม่อยู่ในข้อยกเว้นนี้ แต่ SEC ก็ได้อนุญาต ในกรณีของการรวมกันทั้งหมด (Whole-pool) ของตราสารประเภท GNMA, FNMA และ FHLMC pass-through certificates ซึ่งหมายถึงว่าจะต้องเป็นหนี้



สื่อรับรอง (certificates) ที่แสดงว่าเป็นตัวแทนในผลประโยชน์ที่ผูกพัน 100% ได้รับการยกเว้นตามข้อกำหนดนี้ และ SEC ได้มีการพิจารณาบททวนกฎระเบียบที่ใช้อยู่ในเวลานี้ ว่าควรจะกำหนดข้อยกเว้นให้มีความหมายกว้างขึ้น โดยการกำหนดคุณสมบัติของ ตราสารประเภท GNMA, FNMA และ FHLMC pass-through Certificates ให้ได้รับการยกเว้นตามมาตรา 3 (C)(5)(C) ไม่ว่า ตราสารนั้นจะเป็นการรวมกัน (whole-pool) ทั้งหมดหรือไม่ก็ตาม<sup>23</sup>

ฉะนั้น ในการออกตราสาร หรือ หลักทรัพย์อันเนื่องมาจากการแปลงสินทรัพย์ (Securitization) เพื่อเสนอขายต่อนักลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา ผู้ออกตราสารจะต้องปฏิบัติตามขั้นตอนของกฎหมาย ดังกล่าวข้างต้น โดยถ้าผู้ออกตราสารต้องการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณชน ก็จะต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดของ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ปี 1933 (The Trust Indenture Act of 1933) และจะต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดของ พ.ร.บ. ตลาดหลักทรัพย์ ปี 1934 (The Securities Exchange Act of 1934) และถ้าหลักทรัพย์นั้นเป็นตราสารหนี้แล้วก็ต้องปฏิบัติตาม พ.ร.บ. สัญญาประกอบหุ้นกู้ปี 1939 (The Trust Indenture Act of 1939) ด้วยและถ้าผู้ออกตราสารเป็นบริษัทเพื่อการลงทุน ก็จะต้องปฏิบัติตาม พ.ร.บ. บริษัทเพื่อการลงทุน ปี 1940 (The Investment Company Act of 1940) อีกด้วย แต่ทั้งนี้ ถ้าผู้ออกหลักทรัพย์และหลักทรัพย์ที่ออกนั้น เข้าข่ายหรือมีคุณสมบัติได้รับการยกเว้นตามกฎหมายฉบับใดฉบับหนึ่ง ก็ไม่ต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดในกฎหมายฉบับนั้นได้ เนื่องจากได้รับการยกเว้น

**กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการออกหลักทรัพย์ในประเทศไทย**

การนำสินทรัพย์มาแปลงให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) แล้วนำออกเสนอขายต่อประชาชนนั้น ขั้นตอนในการนำหลักทรัพย์ออกเสนอขายต่อประชาชนในประเทศไทย จะต้องปฏิบัติตามที่กฎหมายกำหนดไว้ ซึ่งกฎหมายที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับเรื่องดังกล่าว มีดังนี้

<sup>23</sup> Ibid., pp. 247-248.

1) พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

กรณีการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้น แต่เดิมประมวลกฎหมายแพ่ง และ พาดิษย์ ได้กำหนดให้บริษัทจำกัดทำการเสนอขายได้ แต่ต่อมาในปี พ.ศ. 2521 ได้มีการตราพระราชบัญญัติบริษัท มหาชน จำกัดขึ้น และโดยผลของกฎหมายฉบับนี้ได้มีการกำหนดให้มีการเสนอขายหุ้นต่อประชาชน กระทำได้แต่เฉพาะโดยบริษัทมหาชนเท่านั้น ส่วนบริษัทจำกัด ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาดิษย์นั้น ก็ถูกห้ามมิให้ชี้ชวนให้ประชาชน ชื้อหุ้นอีกต่อไป จนกระทั่งในปี พ.ศ. 2527 ได้มีการแก้ไขพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กำหนดจุดผ่อนผัน ยอมให้บริษัทจำกัด ที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือ ที่กำลังขอเข้า จดทะเบียนดังกล่าว สามารถทำการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนได้ จนกระทั่งในปี พ.ศ. 2535 จึงได้มีการปฏิรูปกฎหมายในส่วนที่เกี่ยวข้องใหม่ทั้งหมด โดยการตราพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ขึ้น และยกเลิกพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

พ.ศ. 2517 รวมทั้งมีการตราพระราชบัญญัติบริษัท มหาชน จำกัด ฉบับใหม่ขึ้นแทนฉบับเดิมด้วย<sup>24</sup>

ซึ่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ฉบับนี้ มีวัตถุประสงค์ในการให้ความคุ้มครองแก่นักลงทุนทั่วไป โดยให้ได้รับข้อมูลข่าวสารที่เสนอขายหลักทรัพย์ของผู้ ออก โดยผ่านการจดทะเบียน และการเปิดเผยข้อมูลให้มากที่สุดเท่าที่จะมากได้ ซึ่งตาม พ.ร.บ. ฉบับนี้ได้มีการกำหนดให้ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ หรือ เรียกย่อๆ ว่า ก.ล.ต. ทำหน้าที่ในการกำกับและควบคุมดูแลการประกอบธุรกิจและการดำเนินงานของสถาบันต่างๆ ที่เกี่ยวกับธุรกิจหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และ พ.ร.บ. ฉบับนี้ยังได้มีการแบ่งแยกตลาดแรก และตลาดรอง ออกจากกันอย่างชัดเจน โดยองค์กรที่ต้องการระดมทุนจากประชาชนทั่วไป เพื่อนำเงินที่ระดมได้ไปลงทุนในกิจการของตนเองนั้น ก็จะต้องขออนุญาตและปฏิบัติตามกฎระเบียบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. เสียก่อนจึงจะสามารถออกตราสารเพื่อ

<sup>24</sup> พิเศษ เสตเสถียร, รศ., กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

นำไปขายแก่ประชาชนทั่วไปได้ ซึ่งเรียกว่าเป็นตลาดแรก (primary market) และเมื่อสามารถนำตราสารนั้นออกขายต่อประชาชนแล้วถ้าผู้ออกตราสารนั้นต้องการมี สภาพคล่อง และช่วยให้ผู้ออกตราสารนั้นสามารถเปลี่ยนตราสารเป็นเงินสดได้ในเวลาที่ต้องการผู้ออกตราสารก็จะต้องดำเนินการขออนุญาตจดทะเบียนหลักทรัพย์ต่อคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ เพื่อนำหลักทรัพย์ของตนเองเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ได้ ซึ่งกรณีนี้เรียกว่า ตลาดรอง (secondary market) ฉะนั้น การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนและการนำหลักทรัพย์นั้นเข้าซื้อขาย ในตลาดหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะต้องดำเนินการตามขั้นตอนที่หน่วยงานกำหนด

ซึ่ง พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้กำหนดขั้นตอนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน โดยแบ่งออกเป็น 2 ขั้นตอน คือ ขั้นตอนการขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์และขั้นตอนการเปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์

- ก) การขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ สามารถแบ่งออกได้เป็น 3 กรณี คือ
- 1) การเสนอขายหุ้นของบริษัทมหาชน ที่จัดตั้งขึ้นใหม่
  - 2) การเสนอขายหลักทรัพย์ของบริษัท มหาชน และ
  - 3) การเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทหนึ่งของบริษัทจำกัด

ซึ่งจะเห็นได้ว่า ในการเสนอขายหลักทรัพย์อันเกิดจากกระบวนการแปลงสินทรัพย์ (Securitization) นั้นจะเกี่ยวข้องกับการเสนอขายหลักทรัพย์ของบริษัทมหาชน และการเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทหนึ่งของบริษัทจำกัดเท่านั้น ผู้เขียนจึงใคร่จะขอกล่าวถึงเฉพาะขั้นตอนทั้ง 2 กรณีที่เกี่ยวข้องดังกล่าวเท่านั้น คือ

#### - การเสนอขายหลักทรัพย์ของบริษัทมหาชน<sup>25</sup>

ในกรณีของบริษัทมหาชน ที่จัดตั้งอยู่ก่อนแล้ว การเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ต่อประชาชน หรือบุคคลใดๆ สามารถดำเนินการได้ดังนี้

<sup>25</sup> พระราชบัญญัติ หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535, มาตรา 33.



1) ถ้าเป็นหลักทรัพย์ที่มีใบ หุ้น หุ้นกู้ ตั๋วเงิน ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นกู้ หรือ หลักทรัพย์อื่นใดที่คณะกรรมการ ก.ล.ด. กำหนด ก็ให้สามารถเสนอขายได้โดยไม่ต้องขออนุญาต

2) ถ้าเป็นหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้น หุ้นกู้ ตั๋วเงิน ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นกู้ หรือ หลักทรัพย์อื่นใดที่คณะกรรมการ ก.ล.ด. กำหนด จะต้องได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ด.<sup>26</sup> และปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่ ก.ล.ด. กำหนดไว้เท่านั้น ทั้งนี้ คณะกรรมการ ก.ล.ด. ก็ได้กำหนดหลักเกณฑ์การอนุญาตให้บริษัทมหาชนเสนอขายหลักทรัพย์แต่ละประเภทไว้ แตกต่างกันตามประเภทของหลักทรัพย์ ซึ่งในกรณีนี้ก็จะขอกกล่าวถึงหลักเกณฑ์ในการขออนุญาตเสนอขายหุ้นกู้ซึ่งจะได้กล่าวในส่วนต่อไป

#### - การเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทหนึ่งของบริษัทจำกัด<sup>27</sup>

เนื่องจาก หลักทรัพย์ที่แปลงมาจากสินทรัพย์นั้น จะเป็นตราสารประเภทหนี้ ฉะนั้น การเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าวของบริษัทจำกัด จึงจะต้องปฏิบัติตาม หลักเกณฑ์ในเรื่องนี้

ดังที่ได้กล่าวมาแล้วว่า บริษัทจำกัดตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ไม่สามารถที่จะเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนได้อีกต่อไป แต่เพื่อเป็นการส่งเสริมและพัฒนาตราสารการเงินประเภทหนี้ กฎหมายจึงอนุญาตให้บริษัทจำกัดเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ต่อประชาชนได้บางกรณี คือ อนุญาตให้ทำการเสนอขายได้เฉพาะหลักทรัพย์ประเภทหนี้ อันได้แก่ หุ้นกู้ ตั๋วเงิน ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นกู้ และหลักทรัพย์อื่นใดที่คณะกรรมการ ก.ล.ด. กำหนดเท่านั้น โดยจะต้อง

<sup>26</sup> วิชัย โกลสุวรรณจินดา, พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 (กรุงเทพมหานคร : บริษัท พิมพ์ดี จำกัด, 2535), หน้า 77.

<sup>27</sup> พระราชบัญญัติ หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535, มาตรา 34.

- 1) มีคุณสมบัติตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด
- 2) เสนอขายหลักทรัพย์ที่ไม่อาจแปลงสภาพแห่งสิทธิเป็นหุ้นได้ และ
- 3) ได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.<sup>28</sup>

- หลักเกณฑ์ในการขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทหุ้นกู้

ตามที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้นว่า การเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทหนึ่งของทั้งบริษัทมหาชน และบริษัทจำกัด จะกระทำได้อีกเมื่อได้รับอนุญาตจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. และปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ ฉะนั้น คณะกรรมการ ก.ล.ต. จึงได้ออกกำหนดหลักเกณฑ์การขออนุญาตเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทหุ้นกู้ขึ้นมาเป็นจำนวนหลายฉบับด้วยกัน ต่อมาสำนักงาน ก.ล.ต. จึงได้มีการปรับปรุงประกาศของคณะกรรมการ ก.ล.ต. เกี่ยวกับการออกหลักทรัพย์ประเภทหุ้นกู้ โดยได้รวมข้อกำหนดต่างๆ เกี่ยวกับหุ้นกู้ทุกประเภท ซึ่งแต่เดิมได้แยกประกาศแต่ละฉบับมารวมไว้ในประกาศฉบับเดียวกันเพื่อให้หลักการสอดคล้องกันและเพื่อความสะดวกแก่ผู้ปฏิบัติโดยได้ทำการยกเลิกประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. เกี่ยวกับเรื่องดังกล่าวทั้งหมด อันได้แก่

- 1) ประกาศเรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการขออนุญาตเสนอขายหุ้นกู้ที่ออกใหม่และการอนุญาต ลงวันที่ 8 มิถุนายน พ.ศ. 2535
- 2) ประกาศเรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการขออนุญาตและการอนุญาตให้ เสนอขายหุ้นกู้ด้วยสิทธิที่ออกใหม่แก่ผู้ลงทุนโดยเฉพาะเจาะจงหรือผู้ลงทุนประเภทสถาบัน พ.ศ. 2536 ลงวันที่ 29 ตุลาคม พ.ศ. 2536
- 3) ประกาศฉบับที่ กจ.3/2537 เรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการขออนุญาตเสนอขายหุ้นกู้ที่ออกใหม่และการอนุญาต ลงวันที่ 4 มีนาคม พ.ศ. 2537 และ

4) ประกาศฉบับที่ กจ.4/2537 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการ ในการขออนุญาตและการอนุญาตให้เสนอขายหุ้นกู้ด้วยสิทธิที่ออกใหม่แก่ผู้ลงทุนโดยเฉพาะเจาะจง หรือผู้ลงทุนประเภทสถาบันลงวันที่ 4 มีนาคม พ.ศ. 2537<sup>29</sup>

และได้ออกประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กจ.13/2537 เรื่องหลัก เกณฑ์เงื่อนไขและวิธีการในการขออนุญาตและการอนุญาตให้เสนอขายหุ้นกู้ที่ออกใหม่ ฉบับลงวันที่ 10 สิงหาคม 2537 แทนโดยในประกาศฉบับดังกล่าวได้แบ่งข้อกำหนดและหลักเกณฑ์ต่างๆ ออกเป็นเรื่องๆ เช่น การขอและการอนุญาตเสนอขายหุ้นกู้ ข้อกำหนดว่าด้วยสิทธิและหน้าที่ของผู้ ออกหุ้นกู้และผู้ถือหุ้นกู้ สัญญาแต่งตั้งผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ซึ่ง มีสาระสำคัญที่ จะกล่าวถึงพอสังเขปได้ ดังนี้

**- การขอและการอนุญาต**

หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการขออนุญาตเสนอขายหุ้นกู้ที่ออกใหม่ สามารถแยกออกได้เป็น 2 กรณี คือ การอนุญาตให้เสนอขายแก่บุคคลในวงจำกัด และการ เสนอขายให้แก่ประชาชน ดังนี้

**- การเสนอขายแก่บุคคลในวงจำกัด (private placement)**

ซึ่งประกาศฉบับนี้ได้ให้ความหมายของคำว่า การเสนอขายแก่บุคคลในวง จำกัด หมายถึง การเสนอขายที่มีลักษณะใดลักษณะหนึ่ง ดังต่อไปนี้

(1) การเสนอขายแก่ผู้ลงทุนซึ่งมีจำนวนไม่เกินสามสิบห้ารายในรอบระยะเวลาสิบสองเดือน หรือ

(2) การเสนอขายแก่ผู้ลงทุนที่มีลักษณะหรือจัดอยู่ในประเภทดังต่อไปนี้

---

<sup>29</sup> ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กจ. 13/2537, ฉบับลงวันที่ 10 สิงหาคม 2537.

- (ก) ธนาคารแห่งประเทศไทย
- (ข) ธนาคารพาณิชย์
- (ค) บริษัทเงินทุน
- (ง) บริษัทหลักทรัพย์เพื่อเป็นทรัพย์สินของตนเอง หรือเพื่อการจัดการ

โครงการลงทุนที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายว่า ด้วยการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ หรือเพื่อการจัดการกองทุนส่วนบุคคล

- (จ) บริษัทเครดิตฟองซิเอร์
- (ฉ) บริษัท ประกันภัย
- (ช) สถาบันการเงินระหว่างประเทศ
- (ฌ) นิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น
- (ฉ) ส่วนราชการและรัฐวิสาหกิจตามกฎหมายว่าด้วยวิธีการงบประมาณ
- (ญ) กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาาระบบสถาบันการเงิน
- (ฎ) กองทุนบำเหน็จบำนาญ
- (ฏ) กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ
- (ฐ) กองทุนรวม
- (ฑ) นิติบุคคลที่มีสินทรัพย์รวมตามงบการเงินที่ผู้สอบบัญชีตรวจสอบ

แล้วสำหรับระยะเวลาล่าสุดตั้งแต่ห้าร้อยล้านบาทขึ้นไป

- (ฒ) นิติบุคคลซึ่งมีผู้ถือหุ้นเป็นบุคคล ตาม (ข)-(ฑ) ถือหุ้นรวมกัน

ไม่ต่ำกว่าร้อยละเจ็ดสิบห้าของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมด

- (ณ) ผู้ลงทุนแต่ละรายซึ่งซื้อหุ้นที่มีมูลค่าตั้งแต่สิบล้านบาทขึ้นไป

ทั้งนี้ในการคำนวณมูลค่าของหุ้นดังกล่าว ให้ถือเอาราคาเสนอขายหุ้นนั้นเป็นเกณฑ์

- (ด) ผู้ลงทุนซึ่งไม่มีภูมิลำเนาในประเทศไทยและนำเงินลงทุนมา

จากต่างประเทศโดยมีผู้ดูแลหรือจัดการลงทุนให้

แต่ทั้งนี้ ผู้เสนอขายจะต้องแสดงเจตนาไว้อย่างชัดเจนในหนังสือชี้ชวนว่าจะ

ไม่นำหุ้นดังกล่าวไปขอจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ หรือศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ในระยะ

สองปีแรกของอายุหุ้นกู้<sup>30</sup> และหุ้นกู้ที่เสนอขายจะต้องเป็นหุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือเท่านั้น<sup>31</sup>

- วิธีการขออนุญาต ตามประกาศฉบับนี้ ยังได้แบ่ง วิธีการขออนุญาตออกเป็น 2 กรณี คือ

(1) การขออนุญาตเป็นการทั่วไป โดยในกรณีที่บริษัทประสงค์จะเสนอขายหุ้นกู้ไม่มีประกัน หากหุ้นกู้นั้นไม่ใช่หุ้นกู้ด้อยสิทธิ หรือ มิได้จัดให้มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ ก็ให้ถือว่าบริษัทนั้นได้รับอนุญาตจาก ก.ล.ต. ให้เสนอขายหุ้นกู้นั้นได้ แต่บริษัทจะต้องจดทะเบียนข้อจำกัดการโอนหุ้นกู้ตามข้อ 15 (1) ของประกาศฉบับนี้ก่อน<sup>32</sup> จึงจะได้รับอนุญาตเป็นการทั่วไป โดยไม่ต้องยื่นคำขออนุญาต

(2) การขออนุญาตแบบง่าย จะใช้สำหรับการเสนอขายกรณีต่อไปนี้

- ก) หุ้นกู้มีประกัน และหุ้นกู้ไม่มีประกันที่จัดให้มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้
- ข) หุ้นกู้ด้อยสิทธิ

ทั้งนี้ บริษัทจะต้องยื่นคำขออนุญาตต่อสำนักงาน ก.ล.ต. พร้อมทั้งรายละเอียดอื่นๆ ตามที่กำหนดไว้ในประกาศฉบับนี้ ตามแต่ละประเภทของหุ้นกู้ชนิดนั้นๆ อื่นๆ หากสำนักงาน ก.ล.ต. ไม่แจ้งผลการพิจารณาภายใน 7 วัน ทำการนับแต่วันที่ได้รับเอกสารหลักฐานถูกต้องครบถ้วนแล้ว ให้ถือว่าบริษัทได้รับอนุญาตให้เสนอขายหุ้นกูดังกล่าวจากสำนักงาน ก.ล.ต. ต่อเมื่อบริษัทได้ดำเนินการจดทะเบียนข้อจำกัดการโอนหุ้นกู่กับสำนักงาน ก.ล.ต. ตามข้อ 15 (1) ของประกาศฉบับนี้<sup>33</sup> แล้ว

30 เรื่องเดียวกัน, ข้อ 9.

31 เรื่องเดียวกัน, ข้อ 10.

32 เรื่องเดียวกัน, ข้อ 11.

33 เรื่องเดียวกัน, ข้อ 12.



แต่ทั้งนี้ ถึงแม้ว่า บริษัทจะได้ปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ดังกล่าวข้างต้นแล้วก็ตาม บริษัทก็จะต้องยังทำการเสนอขายหุ้นไม่ได้ จนกว่า ได้ดำเนินการจัดให้มีหนังสือชี้ชวนที่แจ้งถึงข้อจำกัดการโอนตาม ข้อ 15 (1) ให้ผู้ลงทุนทราบก่อน และต้องมีข้อความว่า "หนังสือชี้ชวนฉบับนี้ไม่ได้ผ่านการพิจารณาจากสำนักงาน ก.ล.ต. " โดยจะต้องส่งหนังสือชี้ชวนดังกล่าวให้สำนักงาน ไม่น้อยกว่า 7 วันทำการก่อนการเสนอขาย<sup>34</sup>

## 2) การเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไป (public offering)

บริษัทที่ประสงค์จะเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนทั่วไป ต้องได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. ตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข ที่กำหนดไว้ในประกาศนี้ ซึ่งได้แก่

2.1) บริษัทที่ประสงค์จะเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ต่อประชาชนไม่ว่าจะเป็นหุ้นที่มีประกัน หุ้นที่ไม่มีประกัน หรือหุ้นที่ด้อยสิทธิต้องยื่นคำขออนุญาต ต่อสำนักงาน ก.ล.ต. โดยมีที่ปรึกษาทางการเงินร่วมจัดทำคำขอ และจะได้รับอนุญาตเมื่อมีคุณสมบัติครบตามหลักเกณฑ์ต่อไปนี้

### (1) คุณสมบัติของหุ้น

- (ก) ต้องเป็นชนิดระบุชื่อผู้ถือ ยกเว้นหุ้นที่มีอายุไม่เกิน 270 วัน
- (ข) ต้องจัดให้มีผู้แทนผู้ถือหุ้น ยกเว้นหุ้นที่ไม่มีหลักประกันที่มีอายุไม่เกิน 270 วัน
- (ค) กรณีหุ้นที่ด้อยสิทธิ ต้องมีข้อกำหนดเกี่ยวกับการด้อยสิทธิที่ชัดเจน
- (ง) ต้องได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. ตลอดอายุหุ้นไม่ว่าหุ้นนั้นจะมีประกันหรือไม่<sup>35</sup>

<sup>34</sup> เรื่องเดียวกัน, ข้อ 15 (2).

<sup>35</sup> เรื่องเดียวกัน, ข้อ 20.

## (2) คุณสมบัติของผู้ยื่นคำขออนุญาต

- ก) มีวัตถุประสงค์ชัดเจน และมีธุรกิจหลักที่เป็นประโยชน์ต่อเศรษฐกิจและสังคมและไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับธุรกิจที่ไม่ชอบด้วยกฎหมาย
- ข) แสดงได้ว่าการประกอบธุรกิจต่อไปในระยะเวลาอันสมควรจะมีผลการดำเนินงานที่ดีตามสภาพและประเภทธุรกิจ และสามารถชำระคืนหนี้ตามสัญญาได้เมื่อครบกำหนด
- ค) มีการดำเนินงานอย่างต่อเนื่องไม่ต่ำกว่า 3 ปีก่อนยื่นคำขอ และในระยะเวลา 3 ปีดังกล่าว ผู้ขอมีฐานะทางการเงินมั่นคง มีคุณภาพของสินทรัพย์ สภาพคล่องโครงสร้างเงินทุน และผลการดำเนินงานที่ดีตามสภาพและประเภทธุรกิจ
- ง) งบการเงินของบริษัท และบริษัทย่อย (ถ้ามี) ต้องได้รับการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีที่สำนักงาน ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบ
- จ) ผู้บริหารต้องมีจริยธรรม มีความสามารถหรือมีประสบการณ์ในธุรกิจที่ประกอบการ มีความซื่อสัตย์สุจริต และต้องไม่มีลักษณะดังต่อไปนี้
- (1) มีประวัติเคยถูกไล่ออก ปลดออก ให้ออก หรือต้องคดีเนื่องจากการกระทำทุจริต
  - (2) มีประวัติการทำงานหรือมีการกระทำอันส่งไปในทางไม่สุจริต
  - (3) มีประวัติการบริหารงาน หรือมีการกระทำอันใดอันเป็นเหตุให้เกิดการกระทำผิดตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์อย่างร้ายแรงอันแสดงถึงการขาดความรับผิดชอบ หรือ ความรอบคอบในการบริหารงาน
- ฉ) มีมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นให้ออกหุ้นกู้ที่มีอายุเกิน 270 วัน และมีโครงการลงทุนขนาดใหญ่ หรือ โครงการใหม่นอกขอบเขตธุรกิจเดิมที่ต้องอาศัยความชำนาญเฉพาะด้าน ผู้ขอต้องจัดให้มีการศึกษาความเป็นไปได้อย่างดี ด้วย
- ช) ผู้ออกหุ้นกู้ต้องมีข้อจำกัดในการก่อหนี้ และแสดงได้ว่า จะยังมีผลการดำเนินงานและฐานะการเงินที่ดี ตามวงเงิน หรือสัดส่วนที่ได้ผูกพันไว้ หากมีการก่อ



หน้าเดิม<sup>36</sup>

2.2) หลักทรัพย์ยกเว้น หุ้นกู้ ดังต่อไปนี้ ถึงแม้ว่าจะเป็น การเสนอขายต่อประชาชนทั่วไป ก็จะได้รับยกเว้นไม่ต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้สำหรับการเสนอขาย แก่ประชาชนทั่วไป แต่จะได้รับอนุญาตให้เสนอขายได้ตามแบบการเสนอขาย แก่บุคคลในวงจำกัด แล้วแต่กรณีตามที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น ซึ่งได้แก่

- (ก) หุ้นกู้ที่กระทรวงการคลังค้ำประกันต้นเงินและดอกเบี้ย เนื่องจากเป็นหุ้นกู้ที่ไม่มีความเสี่ยง ด้านความสามารถในการชำระคืน
- (ข) หุ้นกู้ที่ออกโดยรัฐวิสาหกิจ ที่จัดตั้งในรูปบริษัทจำกัด หรือ บริษัทมหาชน จำกัด เพื่อให้สอดคล้องกับหลักการที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้ออกประกาศยกเว้น การยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล และร่างหนังสือชี้ชวนหลักทรัพย์ดังกล่าว เนื่องจากเห็นว่า มีกระทรวงการคลังเป็นผู้ดูแลอยู่แล้ว
- (ค) หุ้นกู้ที่ออกโดย บริษัทจำกัด เพื่อเสนอขายผู้ถือหุ้นทั้งจำนวน เพื่อให้สอดคล้องกับมาตรา 33 ที่ยกเว้นการขออนุญาตเสนอขาย หลักทรัพย์แก่ผู้ถือหุ้นทั้งจำนวน ของ บริษัทมหาชน<sup>37</sup>

นอกจากนั้น ประกาศฉบับนี้ ยังได้กำหนดหลักเกณฑ์ต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับ การเสนอขายหุ้นกู้ไว้ในฉบับนี้ด้วย เช่น หลักเกณฑ์เกี่ยวกับหลักประกัน ข้อกำหนดว่าด้วยสิทธิและ หน้าที่ของผู้ออกหุ้นกู้และผู้ถือหุ้น ข้อกำหนดเกี่ยวกับการแต่งตั้งและคุณสมบัติของ ผู้แทนผู้ถือหุ้น กู้ ข้อกำหนดเกี่ยวกับการแต่งตั้งผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และข้อกำหนดอื่นๆ อีกเป็นต้น ฉะนั้น บริษัทที่ต้องการเสนอขายหุ้นกู้ จะต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขต่างๆ ที่กำหนดไว้ใน ประกาศฉบับนี้ และที่กำหนดไว้ใน พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ใน เรื่องที่เกี่ยวข้องด้วย และจะต้องได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. ก่อน โดยในการพิจารณา

<sup>36</sup> เรื่องเดียวกัน, ข้อ 21.

<sup>37</sup> เรื่องเดียวกัน, ข้อ 19.

คำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ ดังกล่าวข้างต้น สำนักงาน ก.ล.ด. จะแจ้งผลการพิจารณาคำขออนุญาตเสนอขายหุ้นกู้ และคำขอความเห็นชอบผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ภายใน 45 วัน นับแต่วันที่ สำนักงานได้รับคำขอพร้อมทั้ง เอกสารหลักฐานที่ถูกต้องครบถ้วนแล้ว

### ข) การเปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์

ในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนอกจากจะต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดหรือต้องขออนุญาตจาก ก.ล.ด. ตามที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นแล้ว ผู้ออกหลักทรัพย์ยังต้องปฏิบัติตามขั้นตอนอีกขั้นตอนหนึ่ง คือการเสนอขายหลักทรัพย์ ต่อประชาชนหรือบุคคลใดๆ จะกระทำได้อีกเมื่อผู้เสนอขายไม่ว่าจะเป็นผู้ริเริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชน บริษัทจำกัด หรือบุคคลผู้เป็นเจ้าของหลักทรัพย์ ได้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ และร่างหนังสือชี้ชวนต่อ ก.ล.ด. และแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ และร่างหนังสือชี้ชวนดังกล่าวมีผลบังคับใช้แล้ว<sup>38</sup>

แบบแสดงรายการข้อมูล การเสนอขายหลักทรัพย์ เป็นไปตามแบบที่คณะกรรมการ ก.ล.ด. ประกาศกำหนด โดยมีรายละเอียดของรายการ ดังนี้

- (1) วัตถุประสงค์ของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน หรือบุคคลใดๆ
- (2) ชื่อบริษัทที่ออกหลักทรัพย์
- (3) ทุนของบริษัท
- (4) จำนวนและประเภทหลักทรัพย์ที่เสนอขาย
- (5) ราคาที่คาดว่าจะขายของหลักทรัพย์ต่อหน่วย
- (6) ลักษณะการประกอบธุรกิจ
- (7) ฐานะทางการเงิน การดำเนินงาน และข้อมูลที่สำคัญของธุรกิจ
- (8) ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์

<sup>38</sup> พระราชบัญญัติ หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535, มาตรา 65.

(9) ผู้สอบบัญชี สถาบันการเงินที่ติดต่อประจำ และที่ปรึกษากฎหมาย  
ของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์

(10) วิธีการจอง จัดจำหน่ายและจัดสรรหลักทรัพย์

(11) ข้อมูลอื่นใดตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ด. ประกาศกำหนด<sup>39</sup>

ทั้งนี้ในช่วงระยะเวลาที่ได้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและ ร่างหนังสือชี้ชวน  
ต่อสำนักงาน ก.ล.ด. และก่อนวันที่แบบแสดงรายการและร่างหนังสือชี้ชวน จะมีผลบังคับใช้  
สำนักงาน ก.ล.ด. ได้อนุญาตให้ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ สามารถเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับการเสนอ  
ขายหลักทรัพย์ก่อนได้ โดยเอกสารที่นำไปเผยแพร่ต้องมีสาระสำคัญของข้อมูลตามที่สำนักงาน  
ก.ล.ด. ประกาศกำหนด พร้อมทั้งมีข้อความให้เห็นชัดเจนว่าการเผยแพรดังกล่าวมิใช่เป็นหนังสือ  
ชี้ชวน เช่นต้องมีคำว่า “หนังสือขอสันเทศ ไม่ใช่หนังสือชี้ชวน” เป็นตัวหนังสือสีแดง ขนาด  
ตามที่กำหนด ซึ่งหนังสือขอสันเทศที่เผยแพร่ก่อนได้นี้ ก็คือ ร่างหนังสือชี้ชวนที่เรียกกันว่า “red  
herring” ในต่างประเทศ<sup>40</sup>

แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนที่ได้ยื่นนั้นจะมีผลใช้บังคับทันที  
เมื่อพ้นกำหนด 30 หรือ 20 วัน แล้วแต่ประเภทของหลักทรัพย์ นับจากวันที่ได้ยื่นแบบแสดง  
รายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ เอกสารดังกล่าวจะมีผลใช้บังคับได้  
ทันทีในวันถัดจากวันครบกำหนด โดยไม่ต้องรอคำแจ้งอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ด. อีกแต่อย่าง  
ใด และถ้าหากผู้เสนอขายหลักทรัพย์ต้องยื่น ขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสำนักงาน ก.ล.ด.  
ผู้นั้นจะยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ และร่างหนังสือชี้ชวนพร้อมกับการยื่น  
คำขออนุญาตนั้นก็ได้ หรือจะยื่นภายหลังจากวันที่ได้รับอนุญาตให้ เสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ก็ได้

<sup>39</sup> เรื่องเดียวกัน, มาตรา 69.

<sup>40</sup> พิเศษ เสตเสถียร, รศ., กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, หน้า 28.

และเมื่อได้เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนแล้วผู้ออกหลักทรัพย์ต้องรายงานผลการขายหลักทรัพย์ต่อสำนักงาน ก.ล.ต. ภายใน 45 วัน นับตั้งแต่วันที่ปิดการเสนอขาย และในกรณีที่เป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (underwriter) ก็จะต้องแจ้งจำนวนหลักทรัพย์ และจำนวนเงินส่วนที่ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ได้รับซื้อไว้เองด้วย

ดังนั้นในการเสนอขายหลักทรัพย์โดยเฉพาะตราสารหนี้ผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องขออนุญาตและปฏิบัติตามหลักเกณฑ์เงื่อนไขที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดเสียก่อนตามที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น จึงจะสามารถนำหลักทรัพย์นั้นออกเสนอขายต่อประชาชนทั่วไป ซึ่งเรียกอีกอย่างหนึ่งว่า การเสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดแรก (primary market)

## 2) พระราชบัญญัติ บริษัท มหาชน จำกัด พ.ศ. 2535

เนื่องจาก การออกหลักทรัพย์ที่เกิดจากกระบวนการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) หลักทรัพย์ที่ออกจะเป็นตราสารหนี้ ซึ่งถ้าบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ดังกล่าว เป็นบริษัท มหาชน จำกัด แล้ว นอกจากผู้ออกจะต้องดำเนินการขออนุญาตจาก สำนักงาน ก.ล.ต. และต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่ดังกล่าวไว้แล้วในหัวข้อ 3.2.1 ตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 แล้ว ถ้าเป็นกรณีที่บริษัท มหาชน ได้ออกหลักทรัพย์เพื่อเสนอขาย โดยเป็นหลักทรัพย์ประเภท หุ้นกู้ ซึ่งความหมายของคำว่า "หุ้นกู้" พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้ให้คำนิยามของคำว่า "หุ้นกู้" ไว้หมายถึง ตราสารแห่งหนึ่งไม่ว่าจะเรียกชื่อใดที่แบ่งเป็นหน่วย แต่ละหน่วยมีมูลค่าเท่ากันและกำหนดประโยชน์ตอบแทนไว้เป็นการล่วงหน้าในอัตราเท่ากันทุกหน่วยโดย บริษัทออกให้แก่ผู้ให้กู้ยืมเงินหรือผู้ซื้อ เพื่อแสดงสิทธิที่จะได้รับเงินหรือผลประโยชน์อื่นของผู้ถือตราสารดังกล่าว แต่ไม่รวมถึงตัวเงิน

ฉะนั้น ถ้าบริษัท มหาชน ได้ออกตราสารประเภทหนี้ ไม่ว่าจะเรียกชื่อว่าอะไรก็ตาม แต่ถ้ามีลักษณะตรงกับความหมายของคำนิยามคำว่า "หุ้นกู้" ดังกล่าวข้างต้นแล้ว บริษัท มหาชน นั้นก็ต้องปฏิบัติตาม พ.ร.บ. บริษัท มหาชน จำกัด พ.ศ. 2535 อีกด้วย เนื่องจาก พ.ร.บ. บริษัท มหาชน จำกัด พ.ศ. 2535 ได้กำหนดหลักเกณฑ์ในการเสนอขายหุ้นกู้ไว้ด้วย คือการออกหุ้นกู้เพื่อเสนอขายต่อประชาชน จะต้องได้รับความเห็นชอบหรือมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้น

ด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่าสามในสี่ ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้น ซึ่งมาประชุมและมี สิทธิออกเสียงลงคะแนน อีกทั้งยังมีหน้าที่จะต้องจัดส่งเอกสารเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อ ประชาชนที่จะต้องจัดทำและส่งให้หน่วยงานตามกฎหมาย ว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยส่งให้นายทะเบียนตาม พ.ร.บ. บริษัทมหาชน จำกัด หนึ่งชุดภายในสิบห้าวัน นับแต่วัน ที่ส่งให้แก่หน่วยงานดังกล่าว แก่นายทะเบียนตามหลักเกณฑ์ วิธีการและเงื่อนไขที่นายทะเบียน กำหนด<sup>41</sup>

ดังนั้นจะเห็นได้ว่า ถ้าเป็นการออกตราสาร ประเภทหุ้นกู้ โดยบริษัทมหาชน แล้ว นอกจากจะต้องปฏิบัติตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 แล้ว ยังจะต้อง ปฏิบัติตาม พ.ร.บ. บริษัทมหาชน จำกัด พ.ศ. 2535 อีกด้วย

ศูนย์วิทยพัชร์พยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

<sup>41</sup> พระราชบัญญัติ บริษัทมหาชน จำกัด พ.ศ. 2535, มาตรา 145.