

บทที่ 3

การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในต่างประเทศ1. การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศสหรัฐอเมริกา

ความหมายและขอบเขตภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์ 1933 (The Securities Act 1933)

ในประเทศสหรัฐอเมริกาภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์ 1933 หรือที่เรียกย่อ ๆ ว่า "SA 1933" ได้กำหนดไว้ว่า เมื่อบุคคลใดเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนไม่ว่าโดยวิธีใดผ่านเครื่องมือหรือสื่อสารแบบใดแล้วก่อนจะเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนจะต้องยื่นจดทะเบียนกับ คณะกรรมาธิการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (The Securities and Exchange Commission หรือเรียกย่อ ๆ ว่า "คณะกรรมการ SEC") ซึ่งการจดทะเบียนจะประกอบด้วยแบบแสดงรายการข้อมูล (Registration Statement) และหนังสือชี้ชวน (Prospectus) โดยคณะกรรมการ SEC จะเป็นผู้ตรวจสอบรายละเอียดก่อนภายในระยะเวลาที่กำหนดไว้ หลังจากนั้นผู้ยื่นแบบฯจึงจะสามารถนำหลักทรัพย์ออกเสนอขายต่อประชาชนได้พร้อมทั้งเผยแพร่หนังสือชี้ชวน ทั้งนี้ก็เป็นผลมาจากหลัก "เปิดเผยข้อมูล" (FULL DISCLOSURE) นั้นเอง เพื่อให้ประชาชนได้มีโอกาสรับทราบข้อมูลเพื่อใช้ในการตัดสินใจ ระบบนี้เรียกกันง่าย ๆ ว่าระบบ "FILING" กล่าวคือเป็นระบบที่ให้ความสำคัญถือว่าการเปิดเผยรายละเอียดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ ที่ตนต้องการจะเสนอขายให้ผู้ซื้อต้องรับทราบ ดังนั้น เมื่อบุคคลใดเข้ามาสู่ระบบนี้จะต้องยอมรับว่าหากต้องการนำหลักทรัพย์มาเสนอขายต่อประชาชนแล้วก็จะต้องสามารถดำเนินการว่าจะต้องเปิดเผยข้อมูลให้ประชาชนทราบก่อนตามกระบวนการและวิธีการที่กฎหมายกำหนดไว้โดยไม่จำเป็นต้องมาขออนุญาตขออกหลักทรัพย์เพราะประเทศสหรัฐอเมริกาใช้หลักการเมื่อได้เปิดเผยข้อมูลโดยยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนแล้วต่อจากนั้นก็ให้ผู้ลงทุนใช้หลักพิจารณาเองว่าสมควรลงทุนหรือไม่ ตามหลัก "ผู้ซื้อต้องระวัง"

คำนิยาม

กฎหมายหลักทรัพย์ 1933 (SA 1933) ได้กำหนดคำนิยามต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับ การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนไว้ให้เป็นแนวทางในการศึกษาความหมายและ ขอบเขตของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนไว้ เป็นแนวทางต่อการพิจารณาว่า อะไร หรืออย่างไรจึงจะกล่าวได้ว่าเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์

1. การเสนอขาย (offer, offer for sale)

การเสนอขาย (offer, offer for sale) ในมาตรา 2 (3) ของ กฎหมายหลักทรัพย์ 1933 ได้กำหนดคำนิยามไว้ว่า หมายถึง "การเสนอเพื่อขาย, การเสนอ เพื่อการขาย หรือการเสนอซึ่งรวมทั้งการพยายามที่จะส่งมอบหรือชักชวนให้เสนอซื้อใน หลักทรัพย์หรือผลประโยชน์ในหลักทรัพย์เพื่อค่าตอบแทน"

ตามกฎหมายหลักทรัพย์ 1933 ก่อนบุคคลใดจะนำหลักทรัพย์ออกขายต่อประชาชน บุคคลดังกล่าวจะต้องเปิดเผยข้อมูลโดยการยื่นแบบแสดงรายการและหนังสือชี้ชวนก่อนซึ่งตาม ความหมายของนิยามนี้จะเห็นว่ากฎหมายจะไม่ได้ห้ามเฉพาะเมื่อมีการขายเกิดขึ้นแล้วเท่านั้น แต่จะรวมถึงการใด ๆ ซึ่งก่อให้เกิดการขายขึ้นมาด้วย คือ การเสนอเพื่อขาย, การพยายาม ใด ๆ ที่จะส่งมอบรวมทั้งการชักชวนหรือพยายามชักชวนให้ซื้อหลักทรัพย์หรือผลประโยชน์ใน หลักทรัพย์ เพื่อค่าตอบแทนใด ๆ ด้วย

ดังนั้นหากบุคคลใดต้องการจะเสนอขายหลักทรัพย์ แม้ยังไม่เกิดการขายก็ตามก็ ยิ่งกระทำไม่ได้จนกว่าจะมีการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนก่อน นอก จากนี้ต่อมาภายหลัง คณะกรรมาธิการ SEC ยังได้ออกข้อกำหนด (Registration Statement) ออกมาเพื่อขยายคำนิยามการเสนอขายด้วย The Commission in Securities Act Release No 3844 เพื่อขยายความหมายของการเสนอขายให้มีความ ชัดเจนยิ่งขึ้นว่าการเสนอขายนั้นหมายรวมถึง

"การพยายามหรือการเผยแพร่ข้อมูลหรือข้อเท็จจริงเพื่อเสนอจะขายหรือเสนอขาย ซึ่งข้อเท็จจริงนั้นๆ อาจเป็นเงื่อนไข (condition) ทำให้ประชาชนสนใจในหลักทรัพย์ของผู้ออกหลักทรัพย์หรือผู้ถือหลักทรัพย์ แม้ว่าการเผยแพร่จะไม่ใช่ส่วนหนึ่งของความพยายามขายก็ตาม"

สำหรับข้อความ "แม้ว่าการเผยแพร่จะไม่ใช่ส่วนหนึ่งของความพยายามขายก็ตาม" แสดงว่า การเผยแพรดังกล่าวอาจจะไม่ได้เกิดจากเจตนาที่ต้องการจะให้เป็นการเผยแพร่เพื่อการเสนอขายหลักทรัพย์ก็ตาม แต่โดยผลแล้วก็เป็นส่วนหนึ่งของการพยายามเพื่อเสนอขายแล้ว

ตัวอย่างการกระทำซึ่งถือว่าเป็นการเสนอขาย

ตัวอย่างที่ 1¹ ผู้จัดการ (promoters) และผู้จัดจำหน่าย ผู้ซึ่งได้จัดเตรียมเอกสารเป็นชุด อธิบายการประกอบกิจการของบริษัท ประเมินแผนงานและวางแผนต่าง ๆ

ตัวอย่างที่ 2² การแจกใบรายการ (Brochure) ซึ่งแสดงถึงความคาดหวังในการค้นพบแหล่งแร่ในอนาคตและแสดงถึงแนวโน้มที่จะได้กำไรในอนาคต แม้ไม่ได้กล่าวถึงผู้จัดจำหน่ายก็ตาม

จากคำอธิบายข้างต้นและตัวอย่างดังกล่าวนี้ กล่าวได้ว่านอกจากจะพิจารณาจากคำนิยามของการเสนอขายโดยตรงแล้ว จะต้องพิจารณารวมด้วยว่าเป็นการเผยแพร่ข้อมูลซึ่งจะเป็นการดึงดูดใจหรือเป็นส่วนหนึ่งของกระบวนการจำหน่ายและเกี่ยว

¹Larry D. Soderquist, Securities. Regulation : A Problem Approach (U.S.A. : The foundation press, INC, 1982), P 49.

²Ibid, p 50.

ข้องกับการเสนอขาย หรือ ชักชวนเพื่อเสนอที่จะขายหลักทรัพย์หรือไม่และแสดงให้เห็นว่า การกระทำดังกล่าวเป็นการเผยแพร่เพื่อกระตุ้น หรือดึงดูดใจนักลงทุน และผู้ค้าหลักทรัพย์ ให้สนใจในหลักทรัพย์หรือไม่ด้วย

แสดงให้เห็นชัดว่ากฎหมายหลักทรัพย์ 1933 ต้องการให้มีผลครอบคลุม ว่าก่อน จะเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนแล้วก็ต้องเปิดเผยข้อมูลเช่นเดียวกับการขายด้วยโดย ไม่จำเป็นต้องเกิดการขายแล้วจึงจะต้องเปิดเผยข้อมูลและแม้เป็นเพียงความพยายามใด ๆ อาจไม่จำเป็นต้องเกิดจากเจตนาก็ได้ ก็ถือเป็นส่วนหนึ่งแล้ว แต่ทั้งนี้ในบางกรณีก็อาจต้องอาศัย เวลาเป็นเครื่องวัดด้วยว่าการตีดังกล่าวอยู่ในขอบเขตในขอบเขตหรือความหมายของการเสนอ ขายหรือขายหรือไม่ด้วย เช่น จากตัวอย่างที่ 1 ที่กล่าวมาแล้วข้างต้น ถ้าหากผู้จัดการหรือ ผู้จัดจำหน่ายได้จัดเตรียมเอกสารล่วงหน้าได้ยังไม่มีการที่จะทำการเสนอขายหลักทรัพย์ หรือคาดว่าจะมีการระดมทุนโดยการออกหลักทรัพย์เพื่อเสนอขายในอีกระยะเวลา 1 ปีข้าง หน้าในขณะนี้มีเพียงแต่การทำแผนเสนอผลงานและการวางแผนของบริษัทก่อน ดังนั้นก็น่า จะถือว่าเป็นการเสนอขาย³ ประกอบกับเหตุผลในการดำเนินธุรกิจของบริษัท บริษัทเหล่านั้น ควรที่จะมีโอกาสโฆษณาบริษัทของตนเองให้ประชาชนรู้จักเพราะการโฆษณานั้นเป็นสิ่งสำคัญ มากหากต้องการให้ประชาชนรู้จักสินค้าของบริษัทก็จะต้องมีการเปิดเผยชื่อเสียงของตน และ หากทางพยายามเผยแพร่ชื่อเสียงของบริษัท

การเสนอขายที่มีการแสดงออกในลักษณะของการพยายาม หรือส่งให้นักลงทุนสนใจ โดยวิธีการชักชวนต่าง ๆ ทั้งนี้โดยมากแล้วก็จะแสดงออกโดยการโฆษณาในรูปแบบต่าง ๆ เพราะการโฆษณาเป็นสื่อที่มีอิทธิพลมากในการดำเนินธุรกิจมาก โดยเฉพาะธุรกิจซึ่งต้องการ ขายสินค้าให้กับลูกค้าต้องการโฆษณาเผยแพร่ไม่จำกัดว่าจะเป็นการสื่อสารโดยวิธีใดก็ตาม เช่นหนังสือพิมพ์, วิทยุ, โทรทัศน์, ภาพยนตร์ เป็นต้น ก็สามารถดึงดูดความสนใจของ ลูกค้าได้เช่นกัน ถือเป็นหลักอย่างหนึ่งซึ่งเป็นศาสตร์อย่างหนึ่ง เนื่องจากคนทั่วไปมักจะสนใจ ในสิ่งที่ตนเคยได้ยินหรือรู้จักเสมอ เช่น การโฆษณาขายบ้านจัดสรรของโครงการ Noble Park จะเห็นว่าได้มีการโฆษณาทางโทรทัศน์เป็นหลัก ภาพพจน์ของการโฆษณาก็จะ

³ Ibid , p 51.

ประกอบด้วยพ่อแม่และลูกคือพยายามเน้นถึงชีวิตครอบครัวที่มีความสุขในบ้านจัดสรรโครงการ เมื่อสามารถดึงความสนใจของคนดูได้แล้วก็จะก่อให้เกิดภาพพจน์ที่ดีก่อให้เกิดความสนใจ ออกากซื้อออกได้เป็นเจ้าของ เช่นเดียวกับเสนอขายหลักทรัพย์ บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ก็ต้องการที่จะให้ประชาชนสนใจที่จะซื้อหลักทรัพย์เช่นกันก็ต้องพยายามหาทางหรือใช้วิธีการที่จะชักชวน นักลงทุนได้ตั้งนั้น การเสนอขายอาจจะเสนอออกมาในรูปแบบต่าง ๆ ตามหลักของโฆษณา ซึ่งหากตีความแล้วการโฆษณาไม่ว่าจะในรูปแบบใด ก็จะต้องเป็นส่วนหนึ่งของการเสนอขาย เพราะมีเจตนาต้องการชักชวนให้คนสนใจแต่ทั้งนี้ดังที่ได้กล่าวมาแล้วว่า หากเคร่งครัดจนเกินไปก็อาจก่อให้เกิดความลำบากต่อการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนผู้สนใจไม่มีโอกาส ได้รับข้อมูลก่อนเลยจนกว่าแบบแสดงรายการและหนังสือชี้ชวนจะมีผลบังคับใช้ได้ ทำให้ จำเป็นต้องผ่อนผันกฎเกณฑ์ดังกล่าว ดังนี้

ในประเทศสหรัฐอเมริกา หลังจากที่มี The Commission issued Securities Act Release No. 3844 แล้วก็ให้มี The Commission issued Securities Act Release No. 5180^A ออกมาเพื่อให้บริษัทสามารถทำการเผยแพร่ข้อมูลเพื่อชักชวน ได้โดยไม่ได้ถือว่าเป็นการเสนอขาย แต่ทั้งนี้การเผยแพร่ข้อมูลต้องมีรายละเอียดอยู่ในขอบเขต ดังต่อไปนี้

1. แสดงถึงการประกอบกิจการของบริษัท
2. การจัดส่งรายงานประจำปีไตรมาส, ประจำปี หรือรายงานอื่น ๆ ซึ่งได้มีขึ้น ในระหว่างนั้นให้แก่ผู้ถือหุ้น
3. จัดส่งแบบมอบฉันทะ (proxy statements) และการจัดสรรเงินปันผล.

^AIbid , หน้า 62.

4. ประกาศให้ทราบเกี่ยวกับการพัฒนาสภาพและทางการเงินของบริษัท
5. คอบปัญหาต่าง ๆ จากผู้ถือหุ้นทางโทรศัพท์เกี่ยวกับการวิเคราะห์ทางการเงินหรือข้อมูลอื่น ๆ โดยปราศจากการ ชักชวน
6. จัดให้มีประชุมผู้ถือหุ้นและตอบคำถามอื่นเกี่ยวกับราคาของหลักทรัพย์ที่ขณลง

ข้อยกเว้นไม่ถือว่าเป็น "การเสนอขาย" (offer)

1. การเจรจาตกลงในเบื้องต้นระหว่างผู้ออกหลักทรัพย์⁵ (preliminary negotiation) (ไม่ว่าโดยผู้ออกหลักทรัพย์หรือผู้กระทำการแทนผู้ออกหลักทรัพย์) กับผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ หรือระหว่างผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ทั้งนี้ในการเจรจาบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ก็ควรเปิดเผยข้อมูลต่าง ๆ เกี่ยวกับหลักทรัพย์ได้ด้วย

เนื่องจากในระหว่างก่อนยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลเพื่อจดทะเบียนกับคณะกรรมการ SEC บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องจัดหาผู้จัดการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ เพื่อช่วยเหลือและจัดการการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน บริษัทและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นผู้จัดการนี้สามารถจัดหาผู้จัดจำหน่ายร่วมได้ เพราะบางครั้งการเสนอขายหลักทรัพย์มีจำนวนมากจำเป็นต้องหาคนมาช่วยจัดจำหน่าย แต่อย่างไรก็ตามไม่ยกเว้นรวมถึงผู้ค้าหลักทรัพย์ (Dealer) เนื่องจากการเจรจาตกลงกับผู้ค้าหลักทรัพย์นั้น กล่าวได้ว่าเป็นการเจรจาเพื่อซื้อขายหลักทรัพย์แล้ว ซึ่งแตกต่างจาก

อธิบายได้ว่า การเสนอขายหลักทรัพย์จำเป็นต้องใช้ผู้เชี่ยวชาญเพื่อช่วยเหลือบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์หากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้นจะจัดจำหน่ายเองก็สามารถทำได้แต่ทั้งนี้หากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ให้บุคคลผู้ซึ่งมีอาชีพและความรู้ความเชี่ยวชาญด้านการจำหน่ายโดยตรงแล้วก็จะ เป็นสิ่งที่ดีกว่าเพราะบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้นอาจจะไม่มีความเชี่ยวชาญเลย ดังนั้นการเจรจาเบื้องต้นนี้จึงควรได้รับการยกเว้นให้ทำได้โดยไม่ถือว่าเป็นการเสนอขาย

⁵The Securities Act 1933, มาตรา 2(3) subsection (c).

2. ประกาศ (Notification) ที่ผู้ออกหลักทรัพย์ได้ระบุข้อความว่าจะมีการเสนอขายโดยจัดทำหนังสือชี้ชวน กล่าวคือผู้ออกหลักทรัพย์มีจุดประสงค์จะเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน โดยยื่นแบบแสดงรายการและจดทะเบียนตามมาตรา 5 SA 1933) แต่ข้อความในประกาศจะต้องเป็นข้อมูลซึ่งเป็นปัจจัยพื้นฐานมาก ๆ (very basic) ในประกาศนี้จะระบุได้เพียงว่าแบบและจำนวนหลักทรัพย์ที่จะเสนอขาย ระยะเวลาคาดหวังว่าจะทำการเสนอขาย หรือข้อความย่อ ๆ ของจุดประสงค์ในการทำเสนอขายและห้ามไม่ให้ระบุชื่อผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์⁶

2. การขาย (sale or sell)

การขาย (sale or sell)⁷ หมายถึง การตกลงซื้อขายหลักทรัพย์และรวมถึงทุกแบบของสัญญาของการขายหรือส่งมอบหลักทรัพย์ ผลประโยชน์ในหลักทรัพย์เพื่อค่าตอบแทน และในทางปฏิบัติยังขยายความต่อไปด้วยว่าอาจหมายถึงกรณีหลักทรัพย์ใด ๆ ซึ่งได้ให้หรือถูกส่งมอบในลักษณะของโบนัสด้วย⁸

ความหมายของการขายนี้มีความหมายกว้างจะหมายถึงการกระทำไม่ใช่เฉพาะเมื่อเกิดการขาย (การส่งมอบ) ตามความของกฎหมายทั่วไปแล้วเท่านั้นแต่ยังตีความกว้างโดยหมายรวมถึงการกระทำอันอื่นเป็นการกระทำอันก่อให้เกิดการโอนหรือส่งมอบหลักทรัพย์ เช่น กรณีผู้ถือหลักทรัพย์มีสิทธิเปลี่ยนหลักทรัพย์หนึ่งไปเป็นอีกหลักทรัพย์หนึ่งของผู้ถือหุ้นเดิมเองหรือ

⁶Rule 135 : for the propose only of section 5 of the Act a notice giver by an issuer that it proposes to make a public offering of securities to be registered under the Act shall not be deemed to offer any securities for sale if such notice states that the offering will be made only by means of a prospectus

⁷The securities Act 1933, มาตรา 2(3).

⁸อ้างแล้ว 7

บุคคลอื่นหรือให้สิทธิในการจองหลักทรัพย์ของผู้ถือหุ้นหรือของบุคคลอื่นซึ่งหลักทรัพย์นั้นยังไม่สามารถแปลงสภาพได้จนกว่าจะถึงวันครบกำหนดดังนี้ไม่ถือเป็นการเสนอขายหรือขายหลักทรัพย์ใดๆจนกว่าจะได้มีการใช้แปลงสภาพตามสิทธิ (exercise) หรือใช้สิทธิจองหุ้นแล้ว เช่น การแปลงสภาพหุ้นบุริมสิทธิเป็นหุ้นสามัญ เป็นต้น ดังนี้ถือได้ว่าเป็นการขายแล้ว⁹

การพิจารณาว่าจะเป็นการขายตามกฎหมายหลักทรัพย์หรือไม่นั้นก็จะต้องดูจากเจตนารมณ์ของกฎหมายหลักทรัพย์และปัจจัยอื่น ๆ ประกอบด้วย เพราะเป็นการยากอย่างยิ่งที่จะระบุว่ากรณีใดบ้างเป็นการขายตามกฎหมายหลักทรัพย์ไว้ในกฎหมายทั้งหมด กฎหมายก็ได้แต่กำหนดขอบเขตไว้เป็นแนวทางเท่านั้น โดยการพิจารณาต้องพิจารณาในทั้งสองด้าน ด้านหนึ่งคือต้องเป็นการคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุน และในอีกด้านหนึ่งก็ต้องคำนึงถึงผู้ออกหลักทรัพย์ด้วยเช่นกัน

ตัวอย่างซึ่งถือเป็นการขาย

ตัวอย่างที่ 1 คดี In re Franklin Meyer & Barnett¹⁰ ในช่วงระหว่างยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนในคดีนี้ นักขาย (Salesmen) ได้เสนอขายและยอมรับเช็คจากลูกค้าในการเสนอขายหุ้น โดยไม่มีข้อความแสดงว่าเช็คจ่ายเพื่ออะไรหรือจ่ายก่อนตกลงกับนักขายหรือไม่หรือไม่มีหลักฐานการซื้อขาย การโอน แต่พิสูจน์ได้มีการจ่ายเงินแก่บัญชีของลูกค้าซึ่งเปิดไว้กับนักขายแล้ว การกระทำดังกล่าวคณะกรรมการ SEC ถือว่าเป็นการขาย

ตัวอย่างที่ 2 วินิจฉัยว่าสัญญาต่างตอบแทนในการให้การให้กู้ยืมและมีข้อตกลงว่าลูกหนี้จะส่งมอบหุ้นเป็นจำนวนที่แน่นอนของบริษัท A ให้เมื่อหุ้นของบริษัทนั้นได้ถูกนำเสนอขายแก่ประชาชน ดังนี้ข้อตกลงดังกล่าวยังไม่ถือเป็นการขายแต่ถ้าเมื่อใดก็ตามได้มีการส่งมอบก็จะถือเป็นการขายภายใต้ความหมายของกฎหมายหลักทรัพย์ 1933¹¹

⁹Larry D. Soderquist, Understanding the securities laws.
p. 57.

¹⁰Larry D. Soderquist, Securities Regulation: A problem
Apph, p 71.

¹¹Ibid, p.80.

ตัวอย่างที่ 3 ก่อนแบบแสดงรายการข้อมูลจะมีผลบังคับใช้ (become effective) หากผู้จำหน่ายได้จัดแบ่งสรรหุ้นแก่สมาชิกของกลุ่มผู้จำหน่ายและแก่นักลงทุนทั่วไป การกระทำดังนี้เป็นกรขายหลักทรัพย์ภายใต้ความหมายของกฎหมายหลักทรัพย์ 1933¹²

3. นอกจากนี้แล้วยังพิจารณาในแต่ละกรณีต่อไปนี้ด้วยว่าอาจเป็นการขาย หรือ การเสนอขายด้วย
เนื่องจากจะต้องพิจารณาเป็นกรณีไป เพราะจะต้องพิจารณาจากข้อเท็จจริงในแต่ละกรณีประกอบด้วย ดังนี้

1. การแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ (Exchange of Securities)

การแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ อาจเป็นการขายหลักทรัพย์ได้¹³ และการเสนอเพื่อแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์อาจจะเป็นการเสนอเพื่อจะขายได้¹⁴ แต่ทั้งนี้ก็ต้องดูปัจจัยอื่น ๆ ในเวลาส่งมอบด้วยเช่น การเปลี่ยนใบหุ้นเพื่อเปลี่ยนชื่อเจ้าของหุ้นดังนี้ยังไม่เป็นการขาย

2. การขายโดยบุคคลอื่นนอกเหนือจากเจ้าของหุ้นผู้จำหน่ายและผู้ค้าหลักทรัพย์ (Sales by persons other than issuers, underwriters and dealers)

กฎหมายหลักทรัพย์ได้ยกเว้นจากบทบัญญัติว่าด้วยการขึ้นจดทะเบียนแบบแสดงรายการข้อมูล เพราะเป็นการขายตามปกติของนักลงทุนนั่นเอง (trading) ซึ่งไม่ต้องมีการจดทะเบียน แต่ทั้งนี้จะต้องหมายถึงการซื้อขายตามปกติที่มีอยู่ทุกวันเท่านั้นไม่ใช่เป็นส่วนหนึ่งของการกระจายหุ้น (distribution)

¹²United States V. wernes (CA 7 III) 157 ed 797.

¹³Kinsey V. Kisapp (DC mich) 154 F Supp 263.

¹⁴Kinsey V. Kisapp (DC mich) 154 F Supp 263.

(ความหมายของคำว่า การซื้อขายตามปกติ (trading) นี้จะแตกต่างหาก จากคำว่า การกระจายหุ้น (distribution) เนื่องจากการกระจายหุ้นนี้จะกระทำใน ช่วงของการ (public offering) เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนโดยทั่วไป) แต่ถ้า หากเป็นการซื้อขายตามปกติแล้ว หมายถึงการซื้อขายระหว่างกันเอง เช่น ในตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น

3. การขายหุ้นให้แก่พนักงานหรือลูกจ้างของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ (Employee stock purchase plan)

โดยทั่วไปเมื่อบริษัทต้องการจะให้สิทธิพิเศษแก่พนักงานหรือลูกจ้างของตนเอง จึงจัดสรรหุ้นหรือขายหุ้นให้แก่พนักงานหรือลูกจ้างซึ่งอาจจะได้รับอนุญาตให้ซื้อหุ้นของนายจ้าง หรือสาขาของบริษัทหรือหุ้นที่ได้ถูกนำเสนอขายแก่ลูกจ้าง ดังนั้นก็เป็นการขายภายใต้ความหมาย การขายของกฎหมายหลักทรัพย์ 1933 แล้ว

เมื่อมีการชักชวนโดยการเสนอให้ซื้อหลักทรัพย์เหล่านั้นในนามของผู้ถือหุ้น (บริษัท) หรือสาขา ดังนั้นก็อยู่ในขอบเขตและความหมายของการเสนอขายหลักทรัพย์แล้ว

อย่างไรก็ตามการที่จะถือว่าเป็นการขายหรือเสนอขายแก่ประชาชน (public offering) โดยการชักชวนก็ขึ้นอยู่กับระดับของการที่พนักงานหรือลูกจ้างจะได้เข้ามามีส่วน ร่วมในแผนงานมากน้อยเพียงใดด้วย¹⁵

นอกจากนั้นคณะกรรมการ SEC ยังได้อนุญาตให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ซึ่งเป็น นายจ้างสามารถแจ้งข้อมูลแก่ลูกจ้างได้ก่อนแบบแสดงรายการมีผลบังคับใช้ (effective date) โดยไม่ถือว่าเป็นการก่อให้เกิดการชักชวนซึ่งจะก่อให้เกิดเป็นการเสนอขายหรือการขายต่อ ประชาชน¹⁶ เช่น

¹⁵ Securities Exchange Act Release No. 33-4790, July 13, 1965 CCH Fed Secur L Rep II 1131, 30 Fed Reg 9059.

¹⁶ Securities Act Release No. 33-4790, July 13, 1965, CCH Fed Secur L Rep II 1131, 30 Fed Reg 9059.



1. นายจ้างหรือสาขาได้กล่าวถึงแผนงานที่มีอยู่ให้ทราบ
2. นายจ้างได้แจกแจงรายชื่อที่อยู่ของลูกจ้างให้แก่บริษัทสมาชิก (broker) หรือตัวแทนอื่นๆ เพื่อสามารถติดต่อโดยตรงสมาชิกหรือตัวแทน

4. การประกาศจ่ายเงินหรือหุ้นปันผล¹⁷ (issuance of stock or each dividends)

เมื่อบริษัทได้ทำไร้อาจมีการจ่ายปันผล ทั้งนี้บริษัทอาจจะปันผลเป็นเงินหรือในอีกทางหนึ่งอาจจ่ายเป็นหุ้นแทนก็ได้ ในกรณีจ่ายออกมาเป็นหุ้นปันผลนี้ไม่ถือเป็นการขาย เพราะกล่าวได้ว่าไม่ได้หวังผลตอบแทนในราคาของหลักทรัพย์ (for value) บางครั้งบริษัทอาจต้องการให้ทุนของบริษัทเพิ่มมากขึ้นแต่ไม่ต้องการที่จะมีการระดมทุนจากประชาชนทั่วไป

5. การออกตั๋วสัญญาใช้เงิน¹⁸ (Issuance of promissory Note)

ตั๋วสัญญาใช้เงินเป็นหลักทรัพย์ภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์ เมื่อมีการออกหลักทรัพย์คือ ตั๋วสัญญาใช้เงิน เมื่อมีสิ่งต่างตอบแทนตามข้อตกลงสัญญาดังนั้นก็เป็นการขายแล้ว แต่ทั้งนี้ก็อาจได้รับยกเว้นตามกฎหมายก็ได้ ด้วยเหตุผลต่าง ๆ เช่นเป็นหลักทรัพย์ระยะสั้นและมีกำหนดระยะเวลาใช้คืนแน่นอน short term (many such "seller" are exempted from the registration provision of the Act, by of the operation of the short term commercial paper exemption)

¹⁷ Securities Act Release No. 33-929, July 29, 1936, CCH Fed, Secur L Rep II 1121, 30 Fed Reg 1095.

¹⁸ Securities & Exchange Com V. Los Angelis Trust Leed & mortg. Exchange (OCCAL) 186 F Supp SEC.

6. การประกาศหลักเกณฑ์ หรือความเห็น¹⁹ (Publication of certain opinions or recommendations)

คณะกรรมการ SEC ได้ประกาศหลักเกณฑ์อนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์และผู้ค้าหลักทรัพย์ (Dealer) ซึ่งมีส่วนในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในหลักทรัพย์ประเภทหนี้ซึ่งยังไม่แปลงสภาพ (nonconvertible debt) สามารถชี้แจงให้เห็น, ให้คำแนะนำเกี่ยวกับหลักทรัพย์ ซึ่งเกี่ยวเนื่องกับการแปรสภาพแก่ประชาชนได้โดยให้จัดทำเป็นรายงานของบริษัท (report of company) แต่ก็มีข้อแม้ว่าบรรดาสิ่งพิมพ์ความเห็นและคำแนะนำจะต้องไม่ให้ความเห็นใด ๆ เน้นเป็นการพิเศษ หรือต้องไม่ได้แสดงถึงความนิยมชมชอบมากกว่าความเห็นซึ่งเคยให้ไว้ก่อนมีการเสนอขายหรือได้มีเข้ามาส่วนในการจัดจำหน่ายเมื่อทำการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน

7. การครอบงำกิจการ, ควบกิจการ (Mergers, consolidations exchange of asset for securities, and reclassification of securities)

การครอบงำกิจการหรือควบกิจการไม่ถือว่าเป็นการขาย เนื่องจากการเข้าครอบงำกิจการหรือควบกิจการโดยวิธีการต่าง ๆ นับแต่เกิดขึ้นนั้นเพราะจุดประสงค์ให้มีการเปลี่ยนแปลงอำนาจของผู้ถือหุ้นจากกลุ่มหนึ่งไปสู่อีกบุคคลหนึ่งเป็นหลัก ซึ่งจะแตกต่างจากการซื้อขายหุ้น หรือการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนโดยทั่วไปและอย่างน้อยการเข้าครอบงำกิจการหรือควบกิจการนี้ จะต้องเสนอชื่อและขายหุ้นนั้น โดยอยู่ภายใต้กฎเกณฑ์นั้น ๆ อยู่แล้ว ประชาชนหรือนักลงทุนก็จะได้รับข้อมูลเพียงพอเช่นกันตามหลักการเปิดเผยข้อมูล (Disclosure)²⁰

¹⁹Rule 139 of general rules and regulation under the Securities Act of 1933, 17 CER 23C. 139.

²⁰Securities Act Release No. 33-3846, October 10, 1957, CCH Fed Secur L Rep II 285C. ICI : 71 Have L Re 1570.

หลักทรัพย์ไม่ต้องขึ้นแบบแสดงรายการและหนังสือชี้ชวน

การยกเว้นภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์ 1933 นี้จะมีหลักเกณฑ์ยกเว้นการขายหรือการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนใน 3 กรณีดังต่อไปนี้ว่า หากเป็นการขายหรือเสนอขายหลักทรัพย์ภายใต้ข้อยกเว้นเหล่านี้แล้ว ผู้นำหลักทรัพย์ออกเสนอขายหรือขายต่อประชาชนไม่ต้องขึ้นแบบแสดงรายการและร่างหนังสือชี้ชวนแยกเป็นข้อได้ดังนี้

1. หลักทรัพย์ซึ่งได้รับการยกเว้นตามกฎหมาย(exempted securities)
2. การกระทำซึ่งไม่เข้าข่ายการเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชน (exempted transaction)
3. ยกเว้นโดยประกาศหรือข้อบังคับของคณะกรรมการมาธิการ SEC

เหตุผลในการยกเว้น

1. โดยเจตนารมณ์ของกฎหมายแล้วต้องการให้มีผลคุ้มครองประชาชนทุก ๆ คน และต้องการให้ทุกคนปฏิบัติตามขั้นตอนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตามขั้นตอนที่กำหนดไว้ ทั้งนี้การปฏิบัติตามขั้นตอนนี้ต้องใช้ระยะเวลาพอสมควรและค่อนข้างยุ่งยาก ซึ่งการระมัดระวังและเคร่งครัดในกฎเกณฑ์จนเกินไปก็ไม่ก่อให้เกิดผลดีต่อการพัฒนาเศรษฐกิจได้เช่นกัน ดังนั้นในบางกรณีก็ควรได้รับยกเว้นไม่ต้องปฏิบัติตามเพื่อความคล่องตัว

2. กฎหมายบังคับให้ผู้ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน ต้องมีการเปิดเผยข้อมูลเดียวกับหลักทรัพย์รวมทั้งอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องด้วย ทั้งนี้เพื่อให้ประชาชน นักลงทุนได้รับรู้ข้อมูลเพื่อใช้ในการตัดสินใจอย่างถูกต้อง แต่ก็ยังมีประชาชนบางกลุ่มกล่าวได้ว่าเป็นกลุ่มซึ่งสามารถค้นคว้าและได้รับข้อมูลอย่างเพียงพอแล้ว หรือเป็นกลุ่มที่มีความรู้ดีตั้งนี้รัฐอาจไม่มีความจำเป็นที่จะต้องเข้าไปดูแลโดยตลอด

อย่างไรก็ตามกฎหมายก็ได้กำหนดรูปแบบวิธีการยกเว้นไว้หลายลำดับด้วยกันขึ้นอยู่กับแต่ละกรณีแยกให้เห็นดังนี้

1. ยกเว้นไม่ต้องยื่นจดทะเบียนแบบแสดงรายการข้อมูล (Registration Statement) และร่างหนังสือชี้ชวนกับ SEC
2. ยกเว้นตาม 1 แต่อาจต้องแจ้งให้ทาง SEC ทราบว่าได้ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน (Notification to SEC)
3. ยกเว้นตาม (1) และ (2) แต่อาจต้องยื่นจดทะเบียนตามกฎหมายหลักทรัพย์ของแต่ละรัฐที่ได้ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน (State law)
4. ยกเว้นตาม (1) และ (2) หรือ (3) แต่อาจต้องส่งข้อมูลให้นักลงทุนตามที่นักลงทุนร้องขอ

หลักยกเว้นแบ่งออกเป็น 3 กรณี คือ

1. หลักทรัพย์ซึ่งได้รับยกเว้นตามกฎหมาย (exempted securities)
2. การกระทำซึ่งไม่เข้าข่ายการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน (exempted transaction)
3. ยกเว้นโดยประกาศหรือข้อบังคับของ SEC

1. หลักทรัพย์ซึ่งได้รับยกเว้นตามกฎหมาย²¹ (exempted securities)

ถ้าได้กระทำการขายหรือเสนอขายหลักทรัพย์ดังต่อไปนี้แล้ว แม้จะได้นำหลักทรัพย์ดังกล่าวออกเสนอขายแก่ประชาชนก็ตาม ก็ได้รับยกเว้นไม่ต้องยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลกับคณะกรรมการมาธิการ SEC

1. หลักทรัพย์ซึ่งออกหรือรับประกันโดยรัฐบาลกลาง, หรือโดยหน่วยงานที่ได้รับอำนาจจากรัฐ, หรือ political subdivision
2. หลักทรัพย์ซึ่งออกหรือรับประกันโดย The Federal Reserve Bank

²¹"Issuing securities under the securities Act", p. 76. (copy).

3. หลักทรัพย์ (ยกเว้นผลประโยชน์ใด ๆ หรือหุ้นส่วนใด ๆ ใน collective trust fund) ออกหรือรับประกันโดยธนาคารแห่งชาติหรือธนาคารของรัฐ ซึ่งมีธุรกิจหลักในด้านการธนาคาร

4. พันธบัตรพัฒนาอุตสาหกรรมไม่เกินกว่า 5 ล้านเหรียญ

5. Certain interests or participation in a single or collective trust fund managed by a bank or in a separate account managed by an insurance company issued in connection with a specific type of bonus, pension, profit sharing or annuities plan.

6. ตราสารระยะสั้น มีอายุเวลาได้ก่อนไม่เกินกว่า 9 เดือน (note, drafts)

7. หลักทรัพย์ซึ่งออกโดยองค์กรซึ่งไม่ได้ประกอบกิจการเพื่อหากำไร เช่น ศาสนา, การกุศลต่าง ๆ

8. หลักทรัพย์ซึ่งออกโดยองค์กรเพื่อช่วยเหลือและกู้ยืมสร้างอาคาร, บ้าน และชานา

9. ตราสาร (Certificate) ออกโดยผู้ดูแลทรัสต์ (Trustee) หรือ receiver in bankruptcy ด้วยคำสั่งอนุญาตจากศาล

10. หลักทรัพย์ซึ่งสามารถขายหรือเสนอขายก่อนหรือภายใน 60 วันนับแต่วันประกาศใช้กฎหมายหลักทรัพย์

11. หลักทรัพย์ทั้งหมด/หรือค่าต่างตอบแทน ซึ่งผู้ออกหลักทรัพย์ได้แลกเปลี่ยนกับผู้ถือหุ้นเดิม โดยไม่มีค่าธรรมเนียม

2. การกระทำซึ่งไม่เข้าข่ายการเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชน (Exempted transaction)

หากเป็นการกระทำภายใต้ข้อใดข้อหนึ่งดังต่อไปนี้แล้ว จะได้รับยกเว้นโดยไม่ต้องยื่นแบบแสดงรายการฯ กับคณะกรรมการ SEC

1. มาตรา 3 (a)(9) ของกฎหมายหลักทรัพย์ 1933 การแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ระหว่างผู้ออกหลักทรัพย์กับผู้ถือหุ้นเดิม ซึ่งจะต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้คือ

1. หลักทรัพย์ทั้งสองจะต้องเป็นของเจ้าของหลักทรัพย์ (ผู้ออกหลักทรัพย์) คนเดียวกัน
2. ต้องเป็นการเสนอขายให้กับผู้ถือหุ้นเดิมทั้งหมด (ไม่มีส่วนใดเสนอขายให้แก่ประชาชนหรือบุคคลอื่น)
3. ในการส่งมอบหลักทรัพย์ผู้ออกหลักทรัพย์สามารถให้เงินสดเพิ่มเติมพร้อมกับหลักทรัพย์ได้ แต่ผู้ถือหุ้นเดิมจะจ่ายเงินเพิ่มพร้อมกับหลักทรัพย์ไม่ได้ มิฉะนั้นจะไม่ได้รับยกเว้น
4. ไม่มีค่าธรรมเนียมหรือเงินต่างตอบแทนสำหรับการชักชวนให้แลกเปลี่ยน

2. มาตรา 3(a)(10) ของกฎหมายหลักทรัพย์ 1933 ออกหลักทรัพย์เพื่อแลกเปลี่ยนกับหลักทรัพย์อื่นโดยมีเงื่อนไขและข้อตกลง ได้รับการตรวจสอบและอนุญาตจากศาล หรือโดยอำนาจของรัฐบาลซึ่งกฎหมายให้อำนาจไว้ ซึ่งจะต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้คือ

1. หลักทรัพย์ที่ใช้แลกเปลี่ยนไม่จำเป็นต้องเป็นเจ้าของหลักทรัพย์ (ผู้ออกหลักทรัพย์) คนเดียวกัน
2. อาจมีการจ่ายเงินด้วย (Exchange can be partly for cash)
3. โดยอำนาจของรัฐบาลจะต้องให้มีการกระทำอันเป็นการเปิดเผยข้อมูลเพื่อความยุติธรรม ซึ่งบุคคลทุกคนผู้อาจได้รับหลักทรัพย์มีสิทธิที่จะรับทราบข้อมูล (fairness hearing)
4. ข้อตกลงและเงื่อนไขในการแลกเปลี่ยนจะต้องมีความยุติธรรมและได้รับอนุญาตโดยชัดแจ้งจากศาลหรือโดยอำนาจของรัฐบาล (fairness of terms and conditions of the transaction must be expressly approved)

3. มาตรา 3(a)(11) ของกฎหมายหลักทรัพย์ 1933 เป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ และจะต้องเป็นการขายให้เฉพาะบุคคลซึ่งอาศัยอยู่ในรัฐเดียวกันกับรัฐที่ผู้ออกหลักทรัพย์ตั้ง และประกอบกิจการอยู่และได้ทำการเสนอขายภายในรัฐนั้นรัฐเดียวกันนั้นด้วย ซึ่งจะต้อง ปฏิบัติภายใต้หลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้คือ

1. กฎหมายมีเจตนารมณ์ต้องการยกเว้นการดำเนินการทางการเงินใน เขตท้องถิ่น
2. การเสนอขายหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ แก่ผู้ที่มีได้อาศัยอยู่ในรัฐ เดียวกันนั้นจะทำให้ไม่อยู่ภายใต้ข้อยกเว้นทันที
3. สามารถขายต่อไปได้ภายในรัฐนั้น
4. นอกจากนั้นคณะกรรมการ SEC ยังได้ออก Rule 147 (safe harbor) เพื่อเป็นหลักเกณฑ์ใช้บังคับกับผู้ออกหลักทรัพย์โดยเฉพาะ ว่าหากต้องการจะเสนอขายภายใต้หลักเกณฑ์ยกเว้นข้อนี้แล้วผู้ออก หลักทรัพย์เพื่อนำหลักทรัพย์ออกเสนอขายจะต้องอยู่ปฏิบัติตามข้อกำหนด ดังต่อไปนี้ด้วยคือ

4.1 ผู้ออกหลักทรัพย์จะถือว่า ประกอบกิจการภายในรัฐต้อง

4.1.1 ภาษีทั้งหมด 80% มาจากรัฐนั้น

4.1.2 สินทรัพย์ทั้งหมด 80% อยู่ภายในรัฐนั้น

4.1.3 กรรมกรการดำเนินงาน 80% อยู่ในรัฐนั้น

4.1.4 สำนักงานใหญ่ตั้งอยู่ในรัฐนั้น

4.2 ข้อจำกัดในการขาย เมื่อผู้ใดซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าวแล้ว

ห้ามขายนอกรัฐที่ได้ทำการขายหลักทรัพย์มีระยะเวลา 9 เดือน

นับแต่ได้มีการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนครั้งสุดท้าย

(เพราะต้องการ ให้มีการขายหลักทรัพย์อยู่ภายในรัฐนั้นรัฐเดียว)

เป็นการขัดต่อมาตรา 5)

4. มาตรา 4 (2) ของกฎหมายหลักทรัพย์ 1933 เป็นการเสนอขายหลักทรัพย์
แก่บุคคล

กลุ่มใดกลุ่มหนึ่งเป็นการเฉพาะเจาะจงกล่าวคือ กฎหมายมี
เจตนารมณ์อนุญาตให้ผู้ออกหลักทรัพย์ได้ซื้อขายหลักทรัพย์ต่อ
บุคคลกลุ่มใดกลุ่มหนึ่ง โดยเฉพาะผู้ซึ่งสามารถได้รับข้อมูล
เพียงพออยู่แล้วต่อการตัดสินใจ

โดยปกติแล้วกลุ่มนักลงทุนนั้นก็ไม่ได้ถูกถือโดยธรรมชาติ
ว่าจะเป็นผู้รู้โดยตัวเองแต่หมายความถึงเป็นสิ่งที่เขาสามารถ
ค้นหาหรือได้รับข้อมูลได้มากกว่าบุคคลอื่นและเพียงพอต่อการ
ตัดสินใจ

สำหรับหลักเกณฑ์ที่จะพิจารณาว่าเป็นการเสนอขาย
ต่อบุคคลใดโดยเฉพาะหรือไม่ จะพิจารณาจากหลักเกณฑ์ดังนี้

1. จำนวนของผู้ถูกเสนอขายและความสัมพันธ์ระหว่างกัน
(จะใช้จำนวนไม่เกิน 15-25 คนเป็นแนว)²²
2. จำนวนหลักทรัพย์ที่ได้เสนอขาย²³
3. ขนาดของการเสนอขายหลักทรัพย์ (ไม่เกินล้านดอลลาร์)
4. วิธีการเสนอขายหลักทรัพย์ (หากให้ผู้จัดจำหน่ายเสนอ
ขายก็มักจะเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนที่ไม่
เข้าข้อยกเว้น)
5. หนังสือแสดงเจตจำนงของผู้ซื้อหลักทรัพย์ว่าต้องการที่จะ
ลงทุนระยะยาว ไม่ใช่เพื่อเก็งกำไร
6. ข้อตกลงระหว่างผู้ออกหลักทรัพย์กับผู้ซื้อหลักทรัพย์ตกลงให้
สิทธิผู้ออกหลักทรัพย์ที่จะปฏิเสธการโอนต่อ (จำกัดการโอน)

²²Securities Act Release No. 33-285 January 24, 1935,
CCH Fed Secur L. Rep II 2740, Fed Reg 10952.

²³Strahan V Pedroni (CA 5 Fla) 387 F 2d 73C, 6 ALR Fed 530.

กฎหมายหลักทรัพย์ 1933 มาตรา 4 (2) ของประเทศสหรัฐอเมริกาไม่ได้กำหนดองค์ประกอบชัดเจน ดังนั้นจึงจำเป็นต้องอาศัยการตีความจากแนวข้างต้นเป็นหลัก โดยจะพิจารณาตั้งแต่จำนวนของบุคคลที่ได้ทำการเสนอขาย ทั้งนี้ตามแนวของการวินิจฉัยของจำนวนคนซึ่งถูกเสนอขายจะอยู่ประมาณ 15-25 คน, ขนาดของการเสนอขายหลักทรัพย์จะไม่กว้างมากและหลักทรัพย์จะไม่เกินกว่าจำนวนล้านเหรียญดอลลาร์ขึ้นไป เพราะถือว่าเป็นจำนวนเงินที่ไม่มากเกินไปและขนาดของกลุ่มคนก็เป็นกลุ่มเล็กซึ่งคาดว่าจะสามารถได้รับทราบข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ได้

นอกจากนี้ยังมีปัจจัยอื่น ๆ อีกเช่น ความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่ม หากกลุ่มนั้นเป็นกลุ่มที่รู้จักกันดี อาจจะเป็นเพื่อน ญาติสนิท ดังนี้ การที่จะมีโอกาสได้รับรู้ข้อมูลนั้นก็มากกว่ากลุ่มอื่น

หลักเกณฑ์แต่ละข้อจะเป็นปัจจัยเพื่อใช้วินิจฉัยแนวทางพิจารณาว่าจะเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อบุคคลกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งโดยเฉพาะเจาะจงหรือไม่ (Private placement) เพราะกฎหมายตามมาตรา 4(2) นี้ไม่ได้กำหนดความแน่ชัดไว้ว่าแบบใด ขนาดใด ขอบเขตเพียงใดจะได้รับการยกเว้นไม่ต้องยื่นแบบแสดงรายการและร่างหนังสือชี้ชวน ทั้งนี้กฎหมายต้องการให้พิจารณาเป็นแต่ละกรณีไปเป็นสำคัญ

มาตรา 4 (2) ของกฎหมายหลักทรัพย์ 1933 นี้ได้กำหนดยกเว้นไว้แต่ก็ยังเป็นการกำหนดครอบคลุมหลักเกณฑ์กว้าง ๆ แต่ต่อมาภายหลังคณะกรรมการ SEC ก็ได้กำหนด Rule 146 ออกมาและก็ได้ออก Rule 506 ออกมาบังคับใช้แทน Rule 146 อีกครั้งทำให้ต้องยกเลิก Rule 146 ไป

กล่าวได้ว่าการเสนอขายนั้นจะเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนโดยเฉพาะเจาะจง (private placement) หรือไม่นั้นเป็นคำถามซึ่งต้องพิจารณาจากข้อเท็จจริงและสภาพแวดล้อม (surrounding circumstances) รวมทั้งปัจจัยอื่น ๆ เช่น สถานภาพระหว่างผู้ออกหลักทรัพย์กับผู้ถูกเสนอขาย, ขอบเขต, ขนาด และวิธีการเสนอขาย (scope, size, and manner of the offering)

5. การซื้อขายโดยบุคคลอื่นนอกเหนือจากผู้ออกหลักทรัพย์ ผู้จำหน่าย และผู้ค้า
หลักทรัพย์

ได้อธิบายมาแล้วในหน้า 33.

6. การซื้อขายซึ่งไม่เกี่ยวข้องกับการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน
(transaction not involving public offering)

เช่น การควบกิจการไม่ว่าจะโดยแบบใด (mergers, consolidation
ไม่ถือเป็น การขายหลักทรัพย์ภายใต้ความหมายของบทบัญญัติการยื่นจดทะเบียนตามกฎหมาย
หลักทรัพย์ 1933 ดังนั้นจึงไม่จำเป็นต้องยื่นแบบแสดงรายข้อมูลเพื่อจดทะเบียน)

7. การซื้อขายของผู้ค้าหลักทรัพย์ (Dealers' transactions)

โดยทั่วไปแล้วการซื้อขายของผู้ค้าหลักทรัพย์ได้รับยกเว้นจากการยื่นแบบแสดง
ข้อมูล (เป็นการค้าขายในทางปกติอยู่แล้ว) เว้นแต่เป็นการกระทำในช่วง 40 วันภายหลัง
แต่วันที่แบบแสดงรายข้อมูลมีผลใช้บังคับ หรือภายใน 40 วันนับจากวันที่ผู้ออกหลักทรัพย์จัด
จำหน่ายหลักทรัพย์แก่ประชาชน

8. ข้อยกเว้นในกรณีการซื้อขายของโบรกเกอร์ (Broker's transaction
exemption)

การซื้อขายบางกรณีของโบรกเกอร์ คือ ขายหลักทรัพย์โดยคำสั่งของลูกค้า
และได้ค่าธรรมเนียมจะได้รับยกเว้นจากมาตรา 5 ของกฎหมายหลักทรัพย์ 1933

โดยปกติแล้วโบรกเกอร์จะทำการซื้อขายภายใต้คำสั่งของลูกค้าไม่ว่าจะใน
ตลาดหลักทรัพย์หรือนอกตลาดหลักทรัพย์ ดังนี้ โบรกเกอร์ได้รับยกเว้นไม่ต้องส่งมอบหนังสือ
ชี้ชวนให้แก่ผู้ซื้อ แต่ทั้งนี้ห้ามมิให้โบรกเกอร์ฮุ้ง หรือชักชวนเพื่อการขายหลักทรัพย์ดังกล่าว
ไม่ว่าจะโดยผ่านสื่อชนิดใดก็ตาม เช่น สิ่งพิมพ์ต่าง ๆ หรือ การรายงานผลหลักทรัพย์ทาง
คอมพิวเตอร์ เป็นต้น ก่อนวันที่แบบแสดงรายการจะมีผลใช้บังคับ

3. ข้อยกเว้นโดยข้อบังคับซึ่งออกโดย SEC (Exemption by Regulation)

1. ข้อยกเว้นในการพิจารณาเสนอขายเพียงเล็กน้อย (Small issue exemptions)

มาตรา 3 (b) ของกฎหมายหลักทรัพย์ 1933 ได้ให้อำนาจและอนุญาตให้คณะกรรมการ SEC ยกเว้นการเสนอขายหลักทรัพย์ โดยไม่ต้องยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลจดทะเบียน ถ้าหากหลักทรัพย์ที่เสนอขายน้อยกว่า 5 ล้านดอลลาร์ ซึ่งคณะกรรมการ SEC ก็ได้อาศัยอำนาจตามมาตรา 3(b) ออกเป็น rule 504, 505 ใน regulation D และได้อาศัยอำนาจตามมาตรา 4(2) (private placement) ออก Rule 506 รวมอยู่ใน Regulation D นี้ด้วย ดังนี้

1. ข้อบังคับ D. (Regulation D)

จะประกอบด้วย Rule 504, 505, 506 (ส่วน Rule 501, 502, 503 จะกำหนดเกี่ยวกับคำนิยาม เงื่อนไขและข้อตกลงไว้) พิจารณาได้จากตารางต่อไปนี้



ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ข้อยกเว้นตาม Regulation D

	Rule 504	Rule 505	Rule 506
จำนวนวงเงิน	1 ล้าน \$ อย่างน้อย \$ 5000 ต้องจดทะเบียน (ภายใน 12 เดือน)	500,000 \$ (ภายใน 12 เดือน)	ไม่จำกัด
จำนวนวงเงิน	ไม่จำกัด	35 คน(nonaccredited) *และนักลงทุนประเภท accredited person ไม่จำกัด	35 คน และนักลงทุน ประเภท accredited person ไม่จำกัด
คุณสมบัตินักลงทุน (qualified)	ไม่ต้องการ	ไม่ต้องการ	ต้องเป็นบุคคลที่มีความรู้ (sophisticate)
ค่าธรรมเนียมการขาย	อนุญาต	อนุญาต	อนุญาต
วิธีการขาย	ห้ามชักชวน วันแต่ จดทะเบียนในรัฐนั้นซึ่งต้อง ส่งเอกสารการเปิดเผย ข้อมูล	ห้ามชักชวน	ห้ามชักชวน
การขายปลีก (Resale)	ห้ามขาย วันแต่จดทะเบียน ในรัฐซึ่งได้จดทะเบียนและ ได้จัดส่งเอกสารเปิดเผย ข้อมูล	ห้ามขาย	ห้ามขาย

	Rule 504	Rule 505	Rule 506
คุณสมบัติผู้ออกหลักทรัพย์	No Exchange Act reporting or บริษัท ลงทุน	ห้ามบริษัทซึ่งมีกิจการลงทุน หรือผู้ออกหลักทรัพย์ซึ่งมี คุณสมบัติไม่พอเพียงภายใต้ ข้อบังคับ A	ไม่มี
แจ้งการขาย	แบบฟอร์ม D ต้องการ สำเนา 5 ฉบับยื่นต่อคณะ กรรมการภายใน 15 วันภายหลังการขายครั้งแรก (after the first sale)	ไม่ต้อง	ไม่ต้อง

accredited person²⁴ = บุคคลซึ่งเชื่อว่าเป็นบุคคลที่มีความรู้ ความ
สามารถในการวิเคราะห์หลักทรัพย์หรือ สามารถที่จะหาข้อมูลเพื่อใช้ในการตัดสินใจใน
การลงทุนหรือซื้อขายหลักทรัพย์ได้อย่างถูกต้อง และตามที่กำหนดไว้ได้แก่

²⁴ ภาควิชาการเงิน หน้า 146, มาตรา 2 (15).

1. กลุ่มสถาบันลงทุน เช่น ธนาคาร โบรกเกอร์/ผู้ค้าหลักทรัพย์ บริษัทประกันภัย บริษัทเกี่ยวกับการลงทุน การจัดการเพื่อผลประโยชน์ของพนักงาน (some employee benefit plans)
 2. บริษัทเงินทุนสถาปนา (venture capital companies)
 3. บริษัท ห้างหุ้นส่วน องค์การเกี่ยวกับการกุศล ซึ่งมีสินทรัพย์เกินกว่า 5 ล้านเหรียญ แต่ทั้งนี้ต้องไม่ใช่เพื่อการลงทุนด้วย
 4. company insiders
 5. บุคคลทั่วไปซึ่งมีเงิน สินทรัพย์ทั้งหมดสุทธิ 1 ล้าน \$ รวมของคู่สมรสด้วย (human being with a net worth of \$ 1 million)
 6. บุคคลทั่วไปซึ่งมีเงินรายได้เกินกว่า 200,000 \$ ในระยะเวลา 2 ปี ที่ผ่านมา และคาดว่าจะมีรายได้เช่นเดียวกันในปีที่ได้มีการลงทุน (ถ้ารวมคู่สมรสด้วยประมาณ 300,000 \$)
 7. บริษัทเงินทุนซึ่งมีสินทรัพย์เกินกว่า 5 ล้าน \$ และต้องมีผู้มีความสามารถเป็นผู้ให้คำปรึกษาในการตัดสินใจลงทุนด้วย
 8. โครงการซึ่งมีบุคคลประเภท accredited เป็นเจ้าของทั้งหมด
2. ข้อยกเว้นตามข้อบังคับ A²⁵ (Regulation a exemption)

เป็นการเสนอขายจำนวนรวมกันแล้วไม่เกินกว่า (a small offering หรือ short form registration) 1,500,000 \$ ในรอบระยะเวลา 12 เดือน แต่ทั้งนี้ การพิจารณาว่าจะสามารถทำการเสนอขายแบบ Small offering ตามข้อบังคับ A (Regulation A) ได้หรือไม่ อาจต้องอาศัยปัจจัยอื่นด้วย แม้ว่าจะมีการเสนอขายไม่เกินกว่าจำนวนที่กำหนดก็ตามแต่ข้อยกเว้นก็อาจไม่สามารถบังคับใช้เพื่อยกเว้นได้ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับเงื่อนไขอื่นประกอบด้วย เช่น ก่อนระยะเวลา 5 ปี ถ้าผู้ออกหลักทรัพย์ได้ถูกตกเป็นผู้ต้องหากกระทำความผิดทางอาญาใด ๆ หรือมีความผิดเกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์แล้ว ข้อยกเว้นนี้ก็ไม่สามารถใช้ได้

การเสนอขายหลักทรัพย์ซึ่งได้รับการยกเว้นตามข้อบังคับ A นี้ไม่ได้รับยกเว้น เช่นเดียวกับการเสนอขายโดยเฉพาะเจาะจง (Private Placement) กล่าวคือก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนยังต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ดังนี้

1. ต้องยื่นขอจดทะเบียนเพื่อแจ้งต่อคณะกรรมการมาธิการ SEC (filing of the notification) ว่าต้องการดำเนินการเสนอขายหลักทรัพย์ (Small offering)
2. ช่วงระหว่างขอจดทะเบียน (waiting period) ในช่วงนี้กำหนดไว้ให้มีระยะเวลา 10 วัน เพื่อให้คณะกรรมการมาธิการตรวจสอบข้อมูล และห้ามการเสนอขายและเผยแพร่หนังสือชี้ชวน แต่ก็ได้อนุญาตให้ใช้การเผยแพร่แบบ Preliminary offering circular ได้เพื่อช่วยให้การกระจายความ สามารถทำได้เร็วและง่ายขึ้น
3. ช่วงหลังวันยื่นแจ้งมีผลบังคับใช้ (Post-effectation)

หลังจากช่วงนี้มีผลบังคับใช้แล้ว ผู้ออกหลักทรัพย์ก็สามารถทำการเสนอขายได้ โดยเผยแพร่ข้อมูลแบบ Preliminary offering circular

ข้อสังเกต ไม่ต้องทำ offering circular ถ้าการเสนอขายน้อยกว่า 50,000\$

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

การเสนอขายตาม Regulation A 5

ขั้นตอน	ห้ามกระทำ (Prohibited Sales)	อนุญาต (Permissible Sales)	other Requirie
ช่วงก่อนแจ้ง (Prefiling)	เสนอขายหรือขายหลัก ทรัพย์จนกว่าจะได้จดทะเบียนแจ้งการขาย	ไม่มี	เตรียมและยื่นแบบ Form 1-A
ช่วงระหว่างรอ (Waiting 10 วัน	การเปิดเผยข้อมูลด้วยวิธีใด ๆ ยกเว้น the preliminary offering circular	อนุญาตให้เสนอขายด้วยวิธีการพูดคุยติดต่อกัน	ยื่นสำเนาการขาย 4 ฉบับก่อนการเสนอขาย 5 วัน
ช่วงมีผลบังคับใช้ (Post-effection)	- กระทำการเสนอขายโดยหลายลักษณะอักษร เว้นแต่ต้องปฏิบัติตาม offering circular - ขายและยอมรับเงินก่อนจัดส่งแบบ offering circular	เสนอขายได้	ยื่น Form 2-A ซึ่ง เป็นรายงานการขาย

วิธีการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์ 1933

ขั้นตอนการออกหลักทรัพย์

เมื่อการเสนอขายหลักทรัพย์คดอยู่ภายใต้ขอบเขตของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน (public offering) และไม่เข้าข้อยกเว้นตามที่กล่าวมาแล้วข้างต้น ผู้นำหลักทรัพย์ออกขายหรือเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนจะต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ของกฎหมาย เพื่อให้มีการเปิดเผยข้อมูลแก่นักลงทุนก่อนจะได้ตัดสินใจลงทุน ซึ่งหลักเกณฑ์ของกฎหมายหลักทรัพย์ (The Securities Act 1933) นี้โดยหลักจะกำหนดข้อห้ามมิให้กระทำก่อนเสมอต่อจากนั้นแล้วจึงจะมีข้อกำหนดต้องปฏิบัติตาม ทั้งนี้เนื่องจากเป็นกรณีที่เกี่ยวข้องกับคนจำนวนมาก รวมทั้งเศรษฐกิจของประเทศชาติด้วย ทำให้ผู้ร่างกฎหมายมักจะคำนึงถึงการปกป้องผลประโยชน์ของผู้ลงทุนซึ่งเป็นประชาชนทั่วไปเสมอ รวมทั้งเศรษฐกิจของชาติด้วย และเพื่อมิให้เป็นการเข้มงวดจนเกินไปก็จะมีหลักเกณฑ์ยกเว้นและผ่อนคลายเป็นเช่นกัน

หลักการ

1. ห้ามเสนอขายหรือขายหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็หลักทรัพย์เดิมหรือออกใหม่ต่อประชาชน เว้นแต่ได้จดทะเบียนขึ้นแบบแสดงรายการและมีผลบังคับใช้ก่อน
2. หากต้องการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนไม่ว่าจะเป็หลักทรัพย์ที่ออกใหม่หรือหลักทรัพย์เดิมไม่ต้องขออนุญาตจากคณะกรรมการ SEC กล่าวคือ หากต้องการออกหลักทรัพย์เพื่อเสนอขายต่อประชาชนก็สามารถทำได้เลยโดยไม่ต้องมาขึ้นขออนุญาตเพื่อออกหลักทรัพย์
3. การขึ้นขอจดทะเบียน (filing) นั้นเป็นระบบที่ต้องการให้ผู้นำหลักทรัพย์ออกขายต่อประชาชนได้มีการแสดงรายละเอียดต่าง ๆ ที่จำเป็นเกี่ยวกับหลักทรัพย์หรือบริษัทที่นำหลักทรัพย์นั้นออกขาย ซึ่งข้อเท็จจริงต่าง ๆ นั้น ทางคณะกรรมการ SEC จะเป็นผู้กำหนดหลักเกณฑ์และขอบเขตที่จะต้องเปิดเผย
4. ห้ามโฆษณาเผยแพร่ข้อมูลก่อนการจดทะเบียนแบบฯ มีผลใช้บังคับ เว้นแต่จะเข้าข้อยกเว้น

5. คณะกรรมการ SEC ไม่ได้รับรองหรือรับประกันว่าข้อมูลที่เปิดเผยเหล่านั้นถูกต้อง รวมทั้งไม่ได้รับรองถึงมูลค่าของหลักทรัพย์นั้นด้วย

เหตุผล

เหตุผลสำคัญที่สุด ก็คือ ต้องการให้ประชาชนได้รับข้อมูลอย่างถูกต้องเพียงพอ และยุติธรรม เพื่อให้ใช้ในการตัดสินใจในการลงทุน เพราะถ้าหากรัฐไม่เข้ามายุ่งเกี่ยว โดยการออกกฎหมายบังคับแล้วก็จะทำให้เกิดเหตุการณ์ใน 2 ด้าน ในด้านหนึ่ง คือ ประชาชนไม่มีโอกาสได้รับรู้ข้อมูลเกี่ยวกับตัวหลักทรัพย์เลย แต่ในอีกด้านหนึ่ง อาจจะมีการเปิดเผยข้อมูล มีการชง ชักชวนให้รับรู้หรือเข้าใจในข้อมูลที่ไม่ถูกต้องหรือเกินความจริง ดังนั้น ผลเสียก็จะเป็นผลทำให้ประชาชนผู้ลงทุนต้องได้รับการเสี่ยงสูง (High Risk) และผลตอบแทนต่ำหรือขาดทุน

วิธีการ

ประเทศสหรัฐอเมริกาเลือกใช้ระบบของการเปิดเผยข้อมูลโดยให้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลเพื่อจดทะเบียน (file a registration statement) หรือที่รู้จักกันว่าระบบ filing

ขั้นตอนการเปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนแบ่งออกเป็น

3 ช่วง ดังนี้

1. ช่วงก่อนยื่นจดทะเบียนแบบแสดงรายการข้อมูล (pre-filing)
2. ช่วงระหว่างการจดทะเบียนแบบแสดงรายการข้อมูล (waiting-period)
3. ช่วงหลังวันที่แบบแสดงรายการมีผลบังคับใช้ (post-effective date)

1. ช่วงก่อนยื่นจดทะเบียนแบบแสดงรายการข้อมูล (pre-filing) กฎหมายหลักทรัพย์ 1933 (SA 1933) กำหนดไว้ในมาตรา 5 (a) ว่าห้ามมิให้บุคคลใดกระทำการขายหรือเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชน

"เว้นแต่จะได้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลเพื่อจดทะเบียน ไม่ว่าจะโดยทางตรงหรือทางอ้อมซึ่ง

1. กระทำการด้วยวิธีใด ๆ หรือเครื่องมือในการสื่อสาร หรือติดต่อธุรกิจระหว่างรัฐ หรือผ่านทางไปรษณีย์ เพื่อขายหลักทรัพย์โดยใช้หรือสื่อกลางผ่านหนังสือชี้ชวน หรือสิ่งอื่น ๆ หรือ

2. กระทำการหรือเป็นเหตุให้ดำเนินการโดยผ่านทางไปรษณีย์ หรือดำเนินการธุรกิจระหว่างรัฐ โดยวิธีการใด ๆ หรือเครื่องมือสื่อสารใด ๆ เพื่อประสงค์ขายหลักทรัพย์หรือส่งมอบหลักทรัพย์ภายหลังการขาย"

(Section 5 (a) Unless a registration statement is in effect as to a security, it shall be unlawful for any person, directly or indirectly,) (Securities Act of 1933 As Amend January, 1933)

ตามบทบัญญัติข้างต้น หมายความว่า ห้ามบุคคลใดเสนอขายหลักทรัพย์จนกว่าจะได้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล (filing a registration statement) และแบบแสดงรายการข้อมูลจะมีผลบังคับใช้ ซึ่งหน่วยงานที่มีหน้าที่ดูแลต้องยื่นให้ก็คือ คณะกรรมการ SEC

แบบแสดงรายการข้อมูล (Registration statement)

แบบแสดงรายการข้อมูลคือ แบบแสดงรายละเอียดเพื่อเปิดเผยรายละเอียดหรือ ข้อเท็จจริงต่าง ๆ รวมทั้งรายงาน, หลักฐาน หนังสือบริคณห์สนธิซึ่งได้จดทะเบียนเป็นล่วงหน้า ซึ่งกฎหมายจะมีแบบฟอร์มกำหนดหลักเกณฑ์ไว้ว่าจะต้องแสดงรายละเอียดอะไรบ้าง กล่าวได้ว่าเป็นหลักฐานทางกฎหมายอย่างหนึ่ง

แบบแสดงรายการจะประกอบด้วย 2 ส่วน *2

1. ส่วนแรก เป็นส่วนที่จะเผยแพร่ข้อมูลต่อประชาชน หรือที่รู้จักกันว่า หนังสือชี้ชวน (Prospectus)

2. ส่วนที่สองประกอบด้วยรายละเอียดเกี่ยวกับข้อตกลงระหว่างผู้จัดจำหน่ายและหลักฐานข้อมูลต่าง ๆ ซึ่งไม่เปิดเผยหรือเผยแพร่ต่อประชาชน แต่ประชาชนสามารถขอตรวจสอบได้ที่สำนักงานใหญ่ของหน่วยงาน SEC ณ รัฐวอชิงตัน ดี ซี (Washington D.C.) และยังมีสำเนาเก็บไว้ในไมโครฟิช (microfiche) ที่สำนักงานซึ่งเป็นสาขาประจำแต่ละภาคของหน่วยงาน SEC ด้วย



ศูนย์วิทยุทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ซึ่งแบบฟอร์มในการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลนี้ จะใช้แบบฟอร์ม s-1 และต่อมาภายหลังก็ได้มีแบบฟอร์ม s-18 ด้วย

โดยปกติแล้วในสหรัฐอเมริกาจะมีอยู่ 2 แบบ นี้ โดยที่แบบฟอร์ม s-1 นับเป็นแบบฟอร์มที่ใช้กันมาตั้งแต่เริ่มแรกมาจนกระทั่งในเดือนเมษายน 1979 คณะกรรมาธิการ SEC ได้ออกแบบฟอร์ม s-18 มาใช้สำหรับบริษัทเล็ก ๆ ซึ่งต้องการเพิ่มเงินทุนโดยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในวงเงินที่มีจำนวนเงินไม่มากนัก คือ ไม่เกิน 7.5 ล้านดอลลาร์ ภายในระยะเวลา 12 เดือน ทั้งนี้ยกเว้นบริษัทจัดการลงทุน (investment company) และบริษัทประกันภัย (insurance company) ซึ่งจะอยู่ภายใต้การบังคับใช้ของกฎหมายหลักทรัพย์ 1934 และ กฎหมายการลงทุน 1940

แบบฟอร์ม s-1 และ s-18 นี้จะแตกต่างกันในเรื่องของรายละเอียดซึ่งต้องแจกแจง ความเข้มงวดใน s-18 จะมีน้อยกว่า s-1 นอกจากนี้การยื่นฟอร์มก็เช่นกันแบบฟอร์ม s-18 นี้บริษัทสามารถยื่นได้ทั้งที่สำนักงานใหญ่และหน่วยงาน SEC ที่ Washington D.C. หรือที่สำนักงานประจำภาคซึ่งเป็นเขตที่บริษัทนั้นได้ประกอบกิจการ

เปรียบเทียบ Form s-18 และ form s-1 ในส่วนของรายละเอียด

FORM S-18	FORM S-1
1. บัญชีงบดุลรอบระยะเวลาที่ผ่านมา 1 ปี	1. บัญชีงบดุลรอบระยะเวลาที่ผ่านมา 2 ปี
2. รายงานเกี่ยวกับรายได้ การเปลี่ยนแปลงเงื่อนไขทางการเงิน เงินทุนของผู้ถือหุ้นทั้งหมดเป็นเวลา 2 ปี	2. รายงานเกี่ยวกับรายได้ การเปลี่ยนแปลงเงื่อนไขทางการเงิน เงินทุนของผู้ถือหุ้นทั้งหมดเป็นเวลา 2 ปี
3. ไม่ต้องการทำตามแบบแสดงข้อมูลทางการเงินซึ่งทาง SEC กำหนดแบบไว้ แต่ต้องเป็นแบบมาตรฐานที่ยอมรับกันทั่วไป	3. แบบแสดงข้อมูลทางการเงินต้องทำตามแบบที่ SEC กำหนดไว้
4. อื่น ๆ	4. อื่น ๆ

กล่าวคือในแบบฟอร์มของแบบแสดงรายการข้อมูลนี้ เป็นการเปิดเผยรายละเอียดต่าง ๆ ในการเสนอขายหลักทรัพย์

สำหรับการตรวจสอบข้อมูลของคณะกรรมการ SEC จุดประสงค์ก็เพียงแต่ตรวจสอบและรับประกันว่ามีการแสดงรายละเอียดที่เพียงพอตามที่กำหนดไว้ในแบบฟอร์มหรือไม่โดยที่ทางคณะกรรมการไม่ได้รับประกันในราคาของหลักทรัพย์ว่าเป็นราคาที่เหมาะสมหรือไม่

กฎหมายแต่ละรัฐ (Blue - Sky Law)

นอกเหนือจากกฎหมายหลักทรัพย์ 1933 แล้วในแต่ละรัฐก็อาจมีกฎหมายกำหนดไว้เพื่อใช้บังคับเฉพาะในรัฐนั้น ๆ ก็ได้ (Blue - Sky Law)

ซึ่งบางที่แม้ว่าในขณะนั้นทางหน่วยงาน SEC (SEC's Division of Corporation Finance) ได้ยอมรับแบบแสดงรายการข้อมูลแล้วก็ตาม หากไม่ถูกต้องตามแบบที่กฎหมายของแต่ละรัฐนั้นกำหนดไว้ก็อาจต้องยื่นจดทะเบียนเพื่อขอเสนอขายหลักทรัพย์ในรัฐนั้น ๆ อีกก็ได้

ความหมายของหนังสือชี้ชวนตามกฎหมายหลักทรัพย์ 1933

หนังสือชี้ชวน (Prospectus)

มาตรา 5 b (1) ของกฎหมายหลักทรัพย์ 1933 กำหนดว่า "เป็นการไม่ชอบด้วยกฎหมายที่จะใช้การสื่อสารหรือเครื่องมือใด ๆ เพื่อเผยแพร่และชี้ชวนจนกว่าจะได้ยื่นจดทะเบียนและได้มีการเผยแพร่โดยหนังสือชี้ชวน"²⁷

หนังสือชี้ชวน หมายถึง เอกสาร ประกาศ หนังสือเวียน หรือหนังสือเวียนติดต่อสื่อสาร ไม่ว่าจะ เป็นลายลักษณ์อักษร วิทยุ หรือโทรทัศน์ ซึ่งเป็นการกระทำหรือใช้เพื่อการเสนอขายหรือขายหลักทรัพย์แก่ประชาชน (มาตรา 10)

"Section 10 The term "prospectus" means any prospectus, notice, circular, advertisement, letter, or communication, within or by radio or television, which offers any security for sale or confirms the sale of any security except....."

²⁷ ดูภาคผนวก หน้า 151

รายละเอียดของหนังสือชื้อชานตามกฎหมายหลักทรัพย์ 1933

รายละเอียดในหนังสือชื้อชาน เช่น

- รายละเอียดเกี่ยวกับหุ้นและวัตถุประสงค์ในการเสนอขาย เช่น
- เสนอขายหุ้น ประเภท จำนวน มูลค่าและราคา
- คาคะเนราคาหุ้น
- ประเมินจำนวนหุ้นที่จะนำออกขาย (size)
- ค่าใช้จ่ายในการกระจายหุ้น
- ต้นทุน
- วัตถุประสงค์ในการขาย ให้ระบุเหตุผลหรือความมุ่งหมายในการเสนอขายหุ้น และเป้าหมายของการนำเงินไปใช้
- รายละเอียดเกี่ยวกับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ (Basic information regarding indenty of issue)
- บรรยายข้อมูลเกี่ยวกับบริษัท
- สถานที่ตั้งและสถานประกอบการ
- การดำเนินงาน
- ชื่อและจำนวนผู้ถือหุ้น
- ใบรับรองเกี่ยวกับบริษัทและหุ้นโดยนักกฎหมาย และนักบัญชี
- รายละเอียดเกี่ยวกับฐานะของบริษัท
- ข้อมูลทางการเงิน (Financial statement)
- สถานะทางการเงิน, การบริหาร
- หนี้สิน
- บัญชีรายรับ-รายจ่าย

ตามมาตรา 5 b (1) อธิบายได้ว่า กฎหมายมีเจตนารมณ์ต้องการห้ามบุคคลใดกระทำการเผยแพร่หรือชื้อชานเพื่อเสนอขาย หรือขายหลักทรัพย์จนกว่าจะได้ยื่นจดทะเบียนแบบแสดงรายการข้อมูล (Registration Statement) และเผยแพร่หนังสือชื้อชานซึ่งมีรายละเอียดตามที่กำหนดไว้ดังที่อธิบายแล้วในข้างต้น

ช่วงที่ 1 ช่วงก่อนยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล จะเริ่มตั้งแต่ก่อนยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลจนถึงวันที่ได้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลเพื่อจดทะเบียนกับหน่วยงาน SEC ดังนั้น ก่อนบุคคลใดจะเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน (Public offering) จะต้องยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลซึ่งประกอบด้วยหนังสือชี้ชวนด้วยส่วนหนึ่ง เพื่อจดทะเบียนกับหน่วยงาน SEC ก่อน มิฉะนั้นจะถือว่าการกระทำโดยไม่ชอบด้วยกฎหมาย (unlawfully) ทั้งนี้ เพราะกฎหมายต้องการคุ้มครองประชาชนให้ได้รับทราบข้อมูลก่อนการตัดสินใจ แม้แต่การเผยแพร่ข้อมูลถ้ายังไม่ได้รับอนุญาตจะทำการโฆษณาโดยไม่ได้เสนอขายก็ยังไม่สามารถทำได้ ทั้งนี้เพราะในหลักของการโฆษณาเผยแพร่ว่าจะมีผลอย่างมากต่อประชาชนทั่วไป เนื่องจากหากเป็นประชาชนทั่วไปแล้วแหล่งข้อมูลทางโฆษณาเป็นสิ่งที่ดีมากในการที่ประชาชนจะสามารถได้รับข้อมูลต่าง ๆ

ในแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนจะมีรายละเอียดต่าง ๆ ซึ่งมีความสำคัญที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์หรือนำหลักทรัพย์เสนอขายจะต้องเปิดเผยให้ทราบอย่างถูกต้องและเพียงพอ ซึ่งเมื่อภายหลังแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับแล้ว ผู้ออกหลักทรัพย์หรือนำหลักทรัพย์ออกขายต่อประชาชนจะต้องส่งมอบหนังสือชี้ชวนให้ประชาชนผู้สนใจหรือผู้ต้องการซื้อด้วยทุกคน เพื่อแสดงให้เห็นว่าประชาชนได้รับข้อมูลตามที่กฎหมายกำหนดให้เปิดเผย

แต่ทั้งนี้เนื่องจากตามที่กล่าวอธิบายมาข้างต้นแล้วว่า แบบแสดงรายการข้อมูลจะประกอบด้วย 2 ส่วน คือ ส่วนแรกคือหนังสือชี้ชวน (prospectus) และส่วนของรายละเอียดตามที่ซึ่งกฎหมายกำหนดไว้ค่อนข้างจะละเอียดนั้น กฎหมายกำหนดให้ส่งมอบเฉพาะส่วนแรก คือหนังสือชี้ชวนเท่านั้นโดยกำหนดให้ส่งมอบก่อนการเสนอขายหรือการขาย สำหรับส่วนที่สองนั้นก็ยังสามารถขอตรวจสอบได้จากหน่วยงาน SEC ได้เช่นกัน

ในช่วงแรกก่อนและระหว่างยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลต่อหน่วยงาน SEC นี้ กฎหมายจะเข้มงวดมากโดยจะกำหนดห้ามมิให้กระทำการใด ๆ อันจะก่อให้เกิดการเสนอขายหรือการขายหลักทรัพย์ ซึ่งจะรวมถึงการใช้เครื่องมือสื่อสารแบบใด ชนิดใด เช่น วิทยุ โทรทัศน์ หนังสือพิมพ์ นิตยสารต่าง ๆ เป็นต้น หรือแม้แต่ทางโทรทัศน์ก็ตาม เนื่องจากการใช้เครื่องมือสื่อสารหรือ โฆษณา (advertisement) เหล่านี้ในปัจจุบันเป็นสิ่งทีกล่าวได้ว่ามีอิทธิพลสูงต่อผู้ซื้อสินค้าสูงมาก หากไม่มีสื่อโฆษณาเหล่านี้ก็จะเป็นการยากที่คนจะรู้จักสินค้าชนิดนั้น ๆ แต่ถ้าเขาเห็นก็จะเกิดความรู้สึกสนใจขึ้นมาได้โอกาสทดลองซื้อ การโฆษณามีจึงมีอิทธิพลอย่างมากต่อธุรกิจ

ช่วงที่ 2 ช่วงระหว่างยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล (Waiting Period)

หลังจากที่ผู้ออกหลักทรัพย์หรือผู้นำหลักทรัพย์ได้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลกับหน่วยงาน SEC แล้วทางคณะกรรมการ SEC จะใช้เวลา 20 วันในการพิจารณาและตรวจสอบรายละเอียดในแบบแสดงฯ และร่างหนังสือชี้ชวน ตรวจสอบว่ามีข้อมูลถูกต้องและเอกสารที่ส่งมาครบหรือไม่ ดังที่ได้กล่าวมาแล้วว่าการตรวจสอบรายละเอียดของคณะกรรมการ SEC นั้นคณะกรรมการ SEC ไม่ได้รับรองหรือรับประกันความถูกต้องในข้อมูลทั้งหมดไม่ว่าจะอยู่ในแบบแสดงรายการข้อมูล หรือร่างหนังสือชี้ชวน

การให้ยื่นรายการหรือแก้ไขเพิ่มเติม²⁸

อำนาจของคณะกรรมการ SEC หากเห็นว่าข้อความหรือรายการในแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนยังขาดตกบกพร่อง ไม่สมบูรณ์หรือไม่ครบถ้วน คณะกรรมการ SEC มีอำนาจสั่งให้ผู้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนทำการแก้ไข เพิ่มเติม หรือถ้าหากปรากฏว่าข้อมูลที่พบไม่จริง (untrue) หรือละเว้นข้อความ อาจสั่งให้แก้ไขโดยให้บุคคลใด ๆ มาให้คำให้การหรือส่งเอกสารมาก็ได้ (telegraphic) ซึ่งในกรณีเช่นนี้ก็อาจมีคำสั่งหยุดหรือแขวนไว้ก่อนซึ่งก็คือการออกคำสั่งมิให้แบบแสดงรายการมีผลบังคับใช้นั้นเอง (a stop order suspending the effectiveness of the registration statement)

สำหรับจุดประสงค์ของการหยุดหรือแขวนแบบแสดงรายการยังไม่ให้มีผลบังคับใช้ก็คือ

1. เพื่อให้โอกาสแก่ผู้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนได้กระทำการจัดส่งเอกสารหรือให้คำให้การ รวมทั้งห้ามมิให้ผู้ยื่นแบบได้ใช้แบบแสดงรายการข้อมูลเผยแพร่เมื่อครบ 20 วัน แล้ว
2. เพื่อเป็นการเตือนให้นักลงทุนทราบว่าทางคณะกรรมการ SEC ได้ พบว่าข้อมูลในแบบแสดงรายการข้อมูลหรือร่างหนังสือชี้ชวนไม่ถูกต้องหรือชักจูงให้เข้าใจผิดเชื่อถือไม่ได้ (Red herring)

²⁸The Securities Act 1933 มาตรา 8, คู่มือทบทวน หน้า 150

การแสดงผลที่ผิดหรือละเว้นข้อความ²⁸

เพื่อเป็นการยุติธรรมต่อผู้ออกหลักทรัพย์ ในการที่จะหยุดคำสั่งก็ต้องเป็นความจำเป็นในการพิจารณาการSEC ได้พบข้อความที่ไม่ถูกต้อง หรือละเว้นข้อความในแบบแสดงรายการข้อมูล (to have been material) ซึ่งข้อมูลเหล่านี้จะต้องอาศัยเหตุผลว่าสมควรหรือจำเป็นที่จะหยุดการการนับระยะเวลาหรือผลของการบังคับใช้ (reasonable necessary to enable an average prudent investor to be informed before purchasing the security registered)

การยื่นหรือย่อระยะเวลา (Acceleration)³⁰

หากเห็นสมควรคณะกรรมการ SEC อาจยื่นหรือย่อระยะเวลา 20 วัน ให้มีผลก่อนกำหนดก็ได้ เช่น พิจารณาแล้วจากแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนแล้วมีข้อมูลเพียงพอและครบถ้วน ดังนั้นก็อาจมีคำสั่งให้แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนมีผลบังคับใช้ก่อนระยะเวลา 20 วัน ก็ได้

ส่วนเกณฑ์พิจารณาว่าอะไรเป็นข้อเท็จจริงนั้น ก็ต้องพิจารณาตามเหตุทั้งหมด ประกอบกัน (What is material in a particular case, of course must depend upon the overall facts) เช่น ไม่สามารถชี้แจงอุปสรรคต่อการดำเนินตามวัตถุประสงค์โดยการชยวันครบกำหนดของพันธบัตร

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

²⁸อ้างแล้ว 28

³⁰อ้างแล้ว 28

การกระทำซึ่งได้รับยกเว้นให้กระทำได้ในระหว่างช่วงที่ 2

ร่างหนังสือชี้ชวน (Red Herring or Preliminary Prospectus)³¹

ตามที่ได้กล่าวมาข้างต้นแล้วก่อนแบบแสดงรายการข้อมูล (Registration Statement) จะมีผลบังคับใช้ ห้ามขาย, เสนอขาย รวมทั้งเผยแพร่โฆษณาชักชวนไม่ว่าโดยการใช้เครื่องมือ หรือสื่อสารแบบใด ๆ อย่างไรก็ตามในช่วงเวลากระหว่างยื่นแบบแสดงรายการ (Waiting Period) นี้ได้อนุญาตให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์รวมทั้งผู้นำหลักทรัพย์ออกเสนอขายและผู้จัดจำหน่าย (underwriter) อาจเผยแพร่ร่างหนังสือชี้ชวน (Red Herring) แก่ประชาชนให้รับทราบข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์หรืออื่น ๆ ได้ ซึ่งในร่างหนังสือชี้ชวนนี้จะมีรายละเอียดเช่นเดียวกับร่างหนังสือชี้ชวนที่ยื่นต่อคณะกรรมการ SEC เพื่อตรวจสอบข้อมูล แต่ทั้งนี้ยกเว้นห้ามระบุนราคาของหลักทรัพย์ที่จะเสนอขายต่อประชาชน, วันที่ออกหนังสือชี้ชวน

ข้อสังเกต บนหน้าปกของร่างหนังสือชี้ชวนนี้จะมีหมึกพิมพ์สีแดงอยู่บนหน้าปกของร่างหนังสือชี้ชวน (Red herring) เพื่อแสดงให้ทราบว่า เป็นหนังสือชี้ชวนที่ยังไม่มีผลสมบูรณ์ และยังคงจะเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านทางหนังสือชี้ชวนไม่ได้เช่นกัน

สำหรับข้อความที่มักจะเขียนด้วยหมึกพิมพ์แดงนี้ และปกติจะเขียนไว้ในด้านข้างของกระดาษหน้าปกของร่างหนังสือชี้ชวนว่า

"ข้อความที่อยู่ในร่างหนังสือชี้ชวนนี้จะอยู่ภายใต้แบบแสดงรายการข้อมูลซึ่งอาจสมบูรณ์หรือมีการแก้ไขโดยคณะกรรมการ SEC และยังไม่สามารถขายหรือเสนอขายหรือชักชวนให้ขายหรือซื้อหลักทรัพย์ไม่ว่าจะโดยวิธีการใดหรือไม่ว่าจะเป็นในรัฐใดก็ตามซึ่งได้กระทำ ดังกล่าวไม่ว่าขาย, ชักชวน หรือเสนอขายจะถือว่าเป็นการไม่ชอบด้วยกฎหมายหลักทรัพย์ของรัฐ"

³¹The Securities Act 1933 มาตรา 1 c (b), คุกคามนวก หน้า 148

(Information contained herein is subject to completion or amendment a registration statement relating to these securities has filed with the Securities and Exchange Commission. These securities may not be sold nor may offers to buy be accepted prior to the time the registration statement become effective This prospectus shall not constitute any offer to sell or the solicitation of an offer to buy not shall be any sale of these securities in any state in which such offer, solicitation or sale would be unlawful prior to registration or qualification under the securities law of any such State")

ข้อความข้างต้นจะต้องมีอยู่บนปกของร่างหนังสือชี้ชวน เพื่อแสดงให้บุคคลใดผู้ได้รับข้อมูลดังกล่าวทราบว่า เป็นเพียงร่างหนังสือชี้ชวนที่ทางคณะกรรมการมาธิการอนุญาตให้เผยแพร่ข้อมูลได้ก่อน ซึ่งอาจมีการแก้ไขหรือเปลี่ยนแปลงรายละเอียดได้ในภายหลัง

tombstone advertisement³²

เป็นการโฆษณาอีกแบบหนึ่ง ซึ่งทางคณะกรรมการ SEC อนุญาตให้ทำได้ นอกเหนือจากร่างหนังสือชี้ชวน โดยปกติแล้วจะเป็นการโฆษณาทางหน้าหนังสือพิมพ์ต่าง ๆ ซึ่งการโฆษณาแบบ tombstone advertisement นี้ จะต้องถูกบังคับให้ระบุข้อความด้วยว่า

"การประกาศ โฆษณานี้ไม่ใช่เป็นการเสนอเพื่อขาย หรือชักชวนหรือชี้ชวนให้เสนอซื้อในหลักทรัพย์ใด ๆ การเสนอขายหลักทรัพย์จะกระทำได้โดยหนังสือชี้ชวนเท่านั้น"

(This announcement is neither an offer to sell nor a solicitation of an offer to buy of these securities. the offering is made only by prospectus)

³² Rule 134

TOMBSTONE AD USED IN THE POST-EFFECTIVE PERIOD

This announcement is neither an offer to sell nor a solicitation of an offer to buy any of these securities. The offer is made only by the Prospectus.

NEW ISSUE

**1,400,000
Common Shares
OWENS-ILLINOIS, INC.**

(\$3.125 par value)

Price \$57.50 Per Share

Copies of the Prospectus may be obtained only from such of the underwriters, including the undersigned, as may lawfully offer these securities in this State.

Lazard Frères & Co.

Goldman, Sachs & Co.

Bache Halsey Stuart Inc.	The First Boston Corporation	Blyth Eastman Dillon & Co. <small>Incorporated</small>
Dillon, Read & Co. Inc.	Drexel Burnham & Co. <small>Incorporated</small>	Hornblower & Weeks-Hemphill, Noyes <small>Incorporated</small>
E. F. Hutton & Company Inc.	Kidder, Peabody & Co. <small>Incorporated</small>	Kuhn, Loeb & Co. Lehman Brothers <small>Incorporated</small>
Loeb, Rhoades & Co.	Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith <small>Incorporated</small>	Paine, Webber, Jackson & Curtis <small>Incorporated</small>
Reynolds Securities Inc.	Solomon Brothers	Smith Barney, Harris Upham & Co. <small>Incorporated</small>
Wertheim & Co., Inc.	White, Weld & Co. <small>Incorporated</small>	Dean Witter & Co. <small>Incorporated</small>
Mitchell, Hutchins Inc.		Shearson Hayden Stone Inc.
ABD Securities Corporation	Basle Securities Corporation	Alex. Brown & Sons
F. Eberstadt & Co., Inc.	EuroPartners Securities Corporation	Robert Fleming <small>Incorporated</small>
Kleinwort, Benson <small>Incorporated</small>	Moseley, Hallgarten & Esinbrook Inc.	New Court Securities Corporation
Oppenheimer & Co., Inc.	Piper, Jaffray & Hopwood <small>Incorporated</small>	Prescott, Ball & Turben
R. W. Pressprich & Co. <small>Incorporated</small>	Shields Model Roland Securities <small>Incorporated</small>	SoGen-Swiss International Corporation
Thomson & McKinnon Auchincloss Kohlmeier Inc.		Spencer Trask & Co. <small>Incorporated</small>
Tucker, Anthony & R. L. Day, Inc.	UBS-DB Corporation	Weeden & Co. <small>Incorporated</small>
William D. Witter, Inc.		Wood, Struthers & Winthrop Inc.
Bateman Eichler, Hill Richards <small>Incorporated</small>	Growell, Weedon & Co.	Shuman, Agnew & Co., Inc.
Sutro & Co. <small>Incorporated</small>	Birr, Wilson & Co., Inc.	Boettcher & Company
Foster & Marshall Inc.	Robertson, Colman, Siebel & Weisel	Bosworth, Sullivan & Company <small>Incorporated</small>
Stone & Youngberg		Stern, Frank, Meyer & Fox <small>Incorporated</small>
		Jefferies & Company, Inc.

March 4, 1976

Road show

ในระหว่างรอให้แบบแสดงรายการข้อมูลมีผลบังคับใช้ได้นี้ ผู้ออกหลักทรัพย์หรือผู้ที่ทำหน้าที่บริหารจัดการเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ให้ ทั้งนี้เพราะโดยทั่วไปแล้วบริษัทที่ออกหลักทรัพย์อาจจะต้องให้บริษัทที่มีอาชีพในการจัดการและจัดจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นผู้จัดการแทน เนื่องด้วยบริษัทออกหลักทรัพย์เองบางครั้งก็ไม่มีประสบการณ์ในการจัดจำหน่ายถ้าหากทำเอง การคาดคะเนการคำนวณต่าง ๆ อาจผิดพลาดทำให้การเสนอขายหลักทรัพย์ไม่เป็นผลสำเร็จ แต่ถ้าหากให้บุคคลที่มีอาชีพด้านการจัดการและจัดจำหน่ายโดยตรงการประสบความสำเร็จก็ย่อมจะเกิดผลได้ ดังนั้นด้วยเหตุผลดังกล่าวทำให้บริษัทที่ออกหลักทรัพย์จำเป็นต้องจัดหาผู้จัดจำหน่าย (underwriter) จึงอาจจำเป็นต้องมีการเปิดเผยข้อมูลให้ระหว่างกันเองให้ทราบเพื่อเรียกความสนใจให้เข้าร่วม เพราะบางครั้งอาจมีปัญหาในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนบางครั้งมีจำนวนวงเงิน และจำนวนหุ้นที่มากในช่วงที่ 2 (waiting period) นี้ผู้นำในการจัดจำหน่าย (lead underwriting) อาจจะดำเนินการด้วยการจัดประชาสัมพันธ์ โดยมีวัตถุประสงค์จัดประชุมกับผู้จัดจำหน่ายงานอื่น ๆ ซึ่งต้องการจะเข้าร่วมเป็นผู้จัดจำหน่ายร่วม หรือแบ่งกันรับผิดชอบจัดจำหน่ายในส่วนที่ตกลงกัน นอกจากนั้นก็อาจจะมีการวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ความสนใจจากสถาบันลงทุนต่าง ๆ ด้วย

การเสนอขายที่สามารถทำได้ในช่วงระหว่างการยื่นแบบแสดงรายการ³³

สิ่งสำคัญในช่วงที่ 2 นี้ คือผู้นำหลักทรัพย์ออกขายหรือเสนอขายแก่ประชาชนนั้นได้รับอนุญาตให้ทำการเสนอขายได้ แต่โดยเฉพาะวิธี Oral Sale selling effort และถ้าหากแปลความเป็นภาษาไทยก็หมายถึง การเสนอขายโดยการพูดคุยกัน เช่น ใช้การติดต่อทางโทรศัพท์ เป็น และถ้าตีความโดยเคร่งครัดแล้วก็จะหมายความถึงห้ามใช้เอกสารใดประกอบเพื่อชักชวนหรืออุบายประกอบการเสนอขายด้วย กล่าวคืออนุญาตให้เจรจาเสนอขายกันก่อนแต่จะยังคงขอมรับและส่งมอบ (delivery) หลักทรัพย์และเงินไม่ได้

³³The Securities Act 1933, มาตรา 5(b)(1) คู่มือกฎหมาย หน้า 147



ช่วงที่ 3 ช่วงที่แบบแสดงรายการมีผลบังคับใช้ (Post - effective Period)

เมื่อแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนมีผลบังคับใช้ได้ ผู้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลก็สามารถนำเอาหนังสือชี้ชวนเผยแพร่ต่อประชาชนได้ หรือจะเสนอขายด้วยเอกสารใด ๆ ก็ได้ (FREE WRITING) แต่ทั้งนี้จะต้องส่งหนังสือชี้ชวนด้วยทุกครั้ง เพราะเป็นเอกสารสำคัญที่จะทำให้ประชาชนได้รับทราบข้อมูลเพื่อใช้ในการตัดสินใจ

ระยะเวลา ผลของการยื่นแบบจะมีผลบังคับใช้ได้ทันทีที่ครบ 20 วัน นับแต่วันที่ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลฯ หากเรียกกันง่าย ๆ ก็คงต้องใช้คำว่า มีผลบังคับใช้โดยอัตโนมัตินั่นเอง เว้นแต่หากแบบฯ ยังมีข้อมูลไม่ครบหรือขาดตกบกพร่อง ไม่สมบูรณ์ ดังนี้ จะอยู่ในช่วงของการแก้ไข (CORRECTING AMENDMENT) ระยะเวลาการมีผลใช้บังคับของแบบก็อาจจะสั้นหรือสั้นออกไปจนกว่ารายละเอียดในแบบแสดงรายการข้อมูลจะสมบูรณ์

หมายเหตุ

เนื่องจากในช่วงที่ส่งร่างหนังสือชี้ชวน (Red Herring) นั้นจะต้องไม่ระบุราคาของหลักทรัพย์ที่เสนอขาย (The public offering price) หรือวิธีการจัดจำหน่าย ซึ่งข้อมูลเหล่านี้จะไม่ได้กำหนดเมื่อยื่นร่างหนังสือชี้ชวนต่อคณะกรรมการมาธิการ SEC ก็ตาม แต่เมื่อครบกำหนดระยะเวลา 20 วัน (ช่วงที่ 2) หรือครบกำหนดวันในการยื่นหรือย่อระยะเวลาโดย SEC แบบแสดงรายการมีผลบังคับใช้แล้วก็จำเป็นต้องระบุข้อมูลที่ยังไม่ได้เขียนให้ครบและต้องส่งสำเนาหนังสือชี้ชวนซึ่งมีข้อมูลครบถ้วน (Final Prospectus) ให้หน่วยงาน SEC ด้วย 5 ฉบับ

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

หลักเกณฑ์การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์

ระยะเวลา	การดำเนินการ		
	ห้ามการขาย	อนุญาตให้ทำได้	อื่น ๆ
ก่อนยื่นแบบแสดงรายการและร่างหนังสือชี้ชวน	ห้ามเสนอขายหรือขายหลักทรัพย์จนกว่าแบบแสดงรายการจะได้อัปโหลดจดทะเบียนแล้ว	ไม่มี	<ul style="list-style-type: none"> : กลุ่มผู้จัดจำหน่ายหลัก หลักทรัพย์ : แจ้งให้ผู้ถือหุ้นเดิมว่าบริษัทต้องการออกหุ้นเพิ่มทุนขายแก่ผู้ถือหุ้นเดิม
ช่วงรอ (ช่วงระหว่างยื่นแบบฯ จนกระทั่งวันที่แบบฯ มีผลใช้บังคับ (Cooling-off Period))	ห้ามนำหนังสือชี้ชวนออกเผยแพร่แก่ประชาชนจนกว่าจะได้ปฏิบัติตามมาตรา 10	<ul style="list-style-type: none"> : สามารถเผยแพร่ "ร่างหนังสือชี้ชวน (Red herreg ได้ : โฆษณาโดยวิธีการ : Tombstone law Ad. : อนุญาตให้เสนอขายทางปากเปล่าได้ 	แก้ไขแบบแสดงรายการโดยสมบูรณ์
หลังวันที่แบบฯ มีผลสมบูรณ์	<ul style="list-style-type: none"> - จะขายหลักทรัพย์ได้จนกว่าแบบฯ มีผลบังคับใช้ได้ - จะทำการขายได้ก็ต่อเมื่อได้ส่งหนังสือชี้ชวนให้แล้ว 	<ul style="list-style-type: none"> - เผยแพร่หนังสือชี้ชวนที่สมบูรณ์แล้ว - เผยแพร่เอกสารประกอบอย่างอื่น - เสนอขายด้วยเอกสารได้ - ส่งมอบหลักทรัพย์แก่ผู้ซื้อ 	ยื่นสำเนาหนังสือชี้ชวนที่สมบูรณ์ (final Prospectus) แก่ SEC

การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนของประเทศอังกฤษ

การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน

การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนของประเทศอังกฤษ แต่เดิมจะอยู่ภายใต้ Company Act 1985 และไม่มีกฎหมายเฉพาะเกี่ยวกับธุรกิจหลักทรัพย์โดยตรง อีกทั้งยังมีองค์กรที่เกี่ยวข้องมากมาย เช่น กระทรวงพาณิชย์และอุตสาหกรรม (Department of Trade and Industry) ธนาคารกลาง (The Bank of London) และตลาดหลักทรัพย์ (The Stock Exchange)¹ เป็นต้น

จนกระทั่งในปี ค.ศ. 1986 เกิดเหตุการณ์ "Big Bang" ทำให้มีการปฏิรูปโครงสร้างธุรกิจหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ในลอนดอน มีเหตุการณ์ที่สำคัญเกิดขึ้นคือ การออกกฎหมายบริการทางการเงิน "Financial Service Act" และมีหน่วยงานควบคุมธุรกิจหลักทรัพย์ที่เรียกว่า Securities and investment Board หรือเรียกย่อ ๆ ว่า SIB ในกฎหมาย Financial Service Act 1986 (FSA 1986) นี้จะมีบทบัญญัติการเปิดเผยข้อมูลและหนังสือชี้ชวน และยกเลิกหมวดว่าด้วยการทำหนังสือชี้ชวนใน Company Act 1985 กล่าวคือ หากบริษัทใดต้องการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนแล้วจะต้องอยู่ภายใต้กฎหมาย Financial Service Act 1986 ตามหมวด 4 และ 5 แทน โดยมีสาระสำคัญดังนี้

1. หมวด 4 ของกฎหมาย FSA 1986 นี้ปรับใช้กับบริษัทที่ต้องการนำหลักทรัพย์ของตนเข้าจดทะเบียนเพื่อเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน (Listed Securities) กับตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน (The Stock Exchange Listed Market หรือที่รู้จักว่า London Stock Exchange)

¹John L. Powell, Issues and offers of company securities: The new regimes, (London : Xevect & Maxwell, 1988), p.9.

2. หมวด 5 ของกฎหมาย FSA 1986 เป็นหมวดว่าด้วยบทบัญญัติเกี่ยวกับหลักทรัพย์ไม่จดทะเบียน (Unlisted Securities) ในขณะที่ได้เริ่มบังคับใช้กฎหมาย FSA 1986 นั้นหมวด 5 ยังไม่มีผลใช้บังคับ จนกระทั่งได้มีการจัดตั้ง ตลาดหลักทรัพย์ ที่เรียกว่า The Unlisted Securities Market (USM) ขึ้นมา หมวด 5 นี้จึงได้มีผลใช้บังคับ

ประวัติและความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์อังกฤษ

ตลาดหลักทรัพย์ของอังกฤษ Royal Exchange ณ กรุงลอนดอน ได้เริ่มดำเนินการมาตั้งแต่วันที่ 23 มกราคม ค.ศ. 1371² ในระยะแรกการซื้อขายยังนับว่าไม่คลึกคักเท่าไร เป็นการซื้อขายโดยจำกัดเพียงด้านสินค้าและหลักทรัพย์รัฐบาลเท่านั้น จนกระทั่งในปี ค.ศ. 1801 ได้มีการสร้างตลาดแห่งใหม่ขึ้นที่มีชื่อว่า London Stock Exchange ณ บริเวณ Chapel Court ทำให้กลายเป็นตลาดหุ้นที่คลึกคักและติดอันดับอยู่ในระดับแนวหน้าของโลกการดำเนินงานนี้ได้มีการเปลี่ยนแปลงตลอดเวลาการเปลี่ยนแปลงครั้งยิ่งใหญ่ที่สุดก็ในช่วงของ Big Bang³ อันเป็นที่กล่าวขานกันมากในโลกและ Big Bang ก็เป็นคำที่รัฐบาลใช้เป็นสื่อโฆษณา นับตั้งแต่ 27 ตุลาคม ค.ศ. 1986 เป็นต้นมา ตลาดหลักทรัพย์ของอังกฤษ (The London Stock Exchange) ได้ยกเลิกระเบียบและกฎเกณฑ์ข้อบังคับบางประการมาโดยตลอดเพื่อส่งเสริมสนับสนุนให้ธุรกิจการค้าหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ เป็นไปอย่างเสรีและมีประสิทธิภาพมากขึ้นอีกทั้งเป็นการเปิดโอกาสให้ธนาคารและบริษัทค้าหลักทรัพย์ต่างชาติเข้ามาประกอบธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์ของอังกฤษ ได้อย่างกว้างขวางในปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอังกฤษมีบทบาทที่สำคัญในการควบคุมและดูแลเรื่องการระดมทุนจากประชาชนอยู่ด้วย

² สมชาย ภคภาสน์วิวัฒน์, "กำเนิดตลาดหุ้นในโลก (ตอนจบ)", จุลสาร ทิสโก้ 2 ฉบับ 86 (ประจำวันที่ 23-24 กรกฎาคม 2524) หน้า 2-4.

³ เพ็ชรพรรณ กำเนิดศิริ "Big Bang ประวัติศูนย์กลางทางการเงินของโลก", การเงินการธนาคาร 5 ฉบับที่ 54 (ตุลาคม 2529) : หน้า 136-137.

ตลาดหลักทรัพย์⁴ (The Stock Exchange)

ในประเทศไทยอังกฤษตลาดหลักทรัพย์แบ่งออกเป็น

1. The Stock Exchange Listed Market

เป็นตลาดหลักทรัพย์ซึ่งตั้งมานานกว่า 200 ปี บริษัทใดต้องการจะนำหลักทรัพย์เข้ามาจะต้องเป็นบริษัทใหญ่ที่มีทุนประกอบการมาก โดยตลาดหลักทรัพย์จะมีหลักเกณฑ์ที่เรียกว่า "Official Listing of Securities" ในการพิจารณารับหลักทรัพย์ของบริษัทที่อื่นเข้ามา (admission) เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน

ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย ซึ่งเรารู้จักกันในนามว่าตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน (London Stock Exchange) มาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1801 นั้น ในปี ค.ศ. 1986 รวมตัวเข้ากับ The International Securities Regulatory Organization (ISRO) และเป็นที่รู้จักกันในนามแฝง The International Stock Exchange of the United Kingdom and the Republic of Ireland Ltd. แต่อย่างไรก็ตามเราก็มักจะเรียกกันง่าย ๆ ว่า ตลาดหลักทรัพย์ลอนดอนนั่นเอง หรือเรียกย่อ ๆ ว่า ISE

2. The Unlisted Securities Market (USM)

ตลาดหลักทรัพย์นี้เกิดขึ้นเพื่อพยายามจูงใจให้มีบริษัทเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น แต่บริษัทที่จะนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะเป็นบริษัทที่เล็กหรือมีคุณสมบัติต่ำกว่าบริษัทที่นำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนใน The Stock Exchange Listed Market เช่นมีคุณสมบัติโดยมีผลประกอบการดำเนินงานมาแล้วไม่น้อยกว่า 3 ปี มีทุนจดทะเบียนไม่ต่ำกว่า 500,000 ปอนด์ มีการกระจายหุ้นไม่ต่ำกว่าร้อยละ 10 ของหลักทรัพย์แต่ละชนิดแก่ประชาชนทั่วไป

⁴สุเทพ ลิ้มพงษ์สกุล, องค์การในการกำกับและควบคุมธุรกิจหลักทรัพย์,
วิทยานิพนธ์ ภาควิชานิติศาสตร์, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2533. หน้า 108.

3. The Third Market (TTM)

เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ก่อกำเนิดขึ้นเมื่อ 26 มกราคม ค.ศ. 1987 ดูแลโดย Council of The Stock Exchange ของ The Stock Exchange listed Market เป็นตลาดซึ่งซื้อขายโดยผ่านทางโทรศัพท์ไม่มีการซื้อขายใน trade floor แต่บริษัทที่จะเข้าตลาดนี้ได้จะต้องมีคุณสมบัติและปฏิบัติตามหลักเกณฑ์เช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์อื่นด้วย คือจะต้องมีผลประกอบการดำเนินงานมาแล้วอย่างน้อยหนึ่งปีเป็นต้น

4. The over-the-counter market

ตลาดซื้อขายนอกตลาดหลักทรัพย์ (OTC) จัดตั้งโดยผู้ค้าหลักทรัพย์ (Dealer) โดยมากจะเป็นตลาดซึ่งมีการซื้อขายโดยทางโทรศัพท์²

การออกหลักทรัพย์ของประเทศอังกฤษ

บริษัทที่สามารถออกหลักทรัพย์เสนอขายต่อประชาชน

การแยกประเภทของบริษัทในประเทศอังกฤษอาศัยหลักการที่ค่อนข้างสะดวกและง่าย ๆ กฎหมาย Company Act 1985 บัญญัติไว้สั้น ๆ ว่า "บริษัทใดที่มีใช้บริษัทเอกชนก็คือบริษัทมหาชน"

ลักษณะของบริษัทมหาชน จะต้อง มี

1. ทุนไม่น้อยกว่า 50,000 ปอนด์สเตอร์ลิง และวันเริ่มดำเนินการจะต้องมีเงินทุนชำระแล้วไม่น้อยกว่าร้อยละ 25
2. หนังสือบริคณห์สนธิของบริษัทจะต้องระบุว่า เป็นบริษัทมหาชนและเป็นไปตามแบบที่กฎหมายกำหนด
3. ต้องมีสมาชิกอย่างน้อย 2 คน

นี่คือความแตกต่างที่สำคัญระหว่างบริษัทมหาชนกับบริษัทเอกชนในประเทศอังกฤษ โดยที่กฎหมายมิได้บังคับว่าเมื่อนิติบุคคลใดมีผู้ถือหุ้นเกินจำนวนหนึ่งที่กฎหมายกำหนดไว้แล้ว นิติบุคคลนั้นจะต้องแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชน กฎหมายให้อิสระแก่ผู้ประกอบการในการจัดตั้งบริษัทว่าต้องการ เป็นบริษัทเอกชนหรือบริษัทมหาชน

แต่เดิมก่อนประกาศใช้กฎหมาย FSA 1986 ตามกฎหมายบริษัท 1985 (Companies Act 1985) มาตรา 81 ได้กำหนดไว้ว่าเฉพาะ บริษัทมหาชนจำกัดเท่านั้นที่จะสามารถออกหุ้นและเสนอขายต่อประชาชนได้ (Public offering) ทั้งนี้ไม่ว่าจะเป็นหุ้นทุน หุ้นประเภทอื่น หรือจะออกมาในลักษณะเป็นเงินสดหรือลักษณะอื่นก็ตาม

"Sec. 81 Restriction on public offer by private company"

81 (1) a private company (other than a company limited by guarantee and not having a share capital) commits an offence if it.

(a) offer to the public (whether for cash or otherwise) any shares in or debentures of the company; or

(b) allots or agrees to allot (whether for cash or otherwise) any shares in or debentures of the company with a view to all or any of those shares or debentures being offered for sale to the public (within the meaning given to that expression by section 58 to 60)

ต่อมา มาตรา 81 นี้ได้ถูกยกเลิกโดยกฎหมาย FSA 1986 แล้ว อย่างไรก็ตาม ทั้งหมวดที่ 4 และหมวดที่ 5 ของกฎหมาย FSA 1986 ก็ได้กำหนดไว้เช่นกัน ดังนี้คือ

1. กรณีหลักทรัพย์จดทะเบียน ในหมวด 4 มาตรา 143 (3) (Application for listing) กำหนดไว้ว่าห้ามบริษัทเอกชนและบริษัทมหาชนเดิม (old public company) ออกหลักทรัพย์เพื่อเสนอขายต่อประชาชน หมายความว่า เฉพาะบริษัทมหาชนที่จัดตั้งภายหลังการบังคับใช้กฎหมาย FSA เท่านั้นจะสามารถออกหลักทรัพย์เพื่อระดมทุนจากประชาชนได้

"Section 143 (3) [Private companies, old public companies] No Application for listing be made in respect of securities to be issued by a public company or by an old public company within the meaning of section 1 of the Companies Consolidation (Consequential Provisions) Act 1985 or the corresponding Northern Ireland provision"

2. กรณีหลักทรัพย์ไม่จดทะเบียน ในหมวด 5 แม้จะไม่ได้กำหนดชัดเจนดังเช่น มาตรา 143 (3) ของหมวด 4 ก็ตาม แต่โดยหลักการและแนวความคิดของกฎหมาย ของประเทศอังกฤษจะกล่าวถึงและสนับสนุนบริษัทมหาชนในการระดมทุนตลอดมานอกจากนั้น ในมาตรา 170 ยังได้กำหนดว่า "ห้ามบริษัทเอกชนและบริษัทมหาชนเดิม (old public companies) กระทำการหรือทำให้มี ก่อให้เกิด การโฆษณาใด ๆ โดยเอกสาร advertisement offering เพื่อเสนอขายหลักทรัพย์ของคนในประเทศอังกฤษ

Sec 170 (1) [Limit on advertisement] No private company and no old public company shall issue or cause to be issued in the United Kingdom any advertisement offering securities to be issued by that company^๑

ทั้งนี้บริษัทเอกชนและบริษัทมหาชนเดิม (old public company) อาจได้รับ ยกเว้นตามมาตรา 170 (2) ให้กระทำการหรือก่อให้เกิด การโฆษณาใด ๆ โดยเอกสาร advertisement offering ได้โดยให้อำนาจแก่รัฐมนตรี (Secretary of State) ที่จะยกเว้นให้ เพื่อเป็นการโฆษณาการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนได้ แต่ก็ไม่ได้หมายความว่ารัฐมนตรี (Secretary of State) จะสามารถใช้อำนาจยกเว้นได้ทันทีจะต้อง เข้าองค์ประกอบตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 170 (2) ด้วย

ฉะนั้น เมื่อพิจารณาตามบทกำหนดในมาตรา 143 (3) และ มาตรา 170 (1) และ (2) ของ FSA 1986 ประกอบกับแนวความคิดเกี่ยวกับเหตุผลในการจัดตั้งบริษัทมหาชนซึ่งมองเห็นได้ชัดเจนเมื่อเปรียบเทียบกับการจัดตั้งบริษัทเอกชนประกอบกับเหตุผลของการกำกับดูแลการดำเนินงานของบริษัทมหาชนว่าจะมีความเข้มงวดต่อบริษัทเอกชน อาทิเช่น บริษัทมหาชนต้องตั้งบุคคลที่มีความรู้ความสามารถเป็นกรรมการของบริษัทในขณะที่บริษัทเอกชนจะตั้งใครก็ได้ เป็นต้น ผลของการพยายามให้ความคุ้มครองและผู้ถือหุ้นมาก ย่อมจะสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ประชาชนทั่วไปเป็นอย่างมากทำให้บริษัทซึ่งต้องการระดมทุนโดยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนไม่ว่าจะนำเข้าตลาดหลักทรัพย์หรือไม่ก็ตาม (ทั้ง listed securities และ unlisted securities) ควรจะหมายถึงเฉพาะบริษัทที่จัดตั้งในรูปแบบของบริษัทมหาชนเท่านั้น

^๑ดูภาคผนวก หน้า 143.

วิธีการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศอังกฤษ⁷

1. การเสนอขายโดยการชักชวนจากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ซึ่งอาจเรียกได้ในหลายชื่อด้วยกัน คือ a direct offer, offer for subscription, offer by prospectus or a prospectus issue เป็นการเสนอขายหรือจองซื้อโดยหนังสือชักชวน หรือ listing particulars

การขายหุ้นโดยวิธีนี้ ให้บริษัทหลักทรัพย์ (an issuing house) หรือผู้ค้าหลักทรัพย์ (dealer) เป็นผู้จัดจำหน่ายแทนและจะได้รับค่าจัดจำหน่ายเป็นค่าตอบแทน

2. การเสนอขายเพื่อขาย (offer for sale) การขายโดยวิธีนี้บริษัทหลักทรัพย์หรือผู้ค้าหลักทรัพย์ตกลงจะเป็นผู้จองหลักทรัพย์ไว้ทั้งหมด โดยจะตกลงกับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ หลังจากนั้นก็จะเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ โดยการชักชวนให้คนมาซื้อหลักทรัพย์ ซึ่งผู้จัดจำหน่ายนี้จะทำหน้าที่เสมือนกับเป็นตัวการ

บริษัทหลักทรัพย์หรือผู้ค้าหลักทรัพย์จะได้กำไรจากการขายหลักทรัพย์ในราคาที่สูงกว่าที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เสนอขายให้ วิธีการนี้มักจะทำใน Stock Exchange

3. การเสนอโดยการทำการเสนอซื้อและเสนอขาย (tender offer)

4. การเสนอขายแบบ (placing)

เป็นการเสนอขายโดยการเลือกตลาดนักลงทุน หมายความว่าเลือกนักลงทุนที่จะเสนอขายหลักทรัพย์ การเสนอขายโดยวิธีนี้จะไม่มีการเสนอขายต่อประชาชนโดยทั่วไป ซึ่งถ้าหากเทียบแล้วอาจเรียกได้ว่าเป็น private placement นั้นเอง

5. การเสนอขายแก่ผู้ถือหุ้นเดิม (Right issue)

เป็นการขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมตามสิทธิที่ผู้ถือหุ้นมีอยู่โดยคำนวณตามหุ้นที่มีอยู่ในขณะนั้นเป็นหลัก

⁷John L Powell. Issues and Offers of Company Securities : The New Regimes. p.61.

6. Bonus or capitalisation issues

เป็นการจ่ายเงินปันผลโดยออกเป็นหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นหรืออาจออกหุ้นเพื่อ
การอย่างอื่นอันเป็นหุ้นทุน

ข้อยกเว้น

จะเห็นว่าการเสนอขายแบบที่ 3, 4, 5, 6 นั้นไม่ถือเป็นการเสนอขายต่อ
ประชาชน ไม่อยู่ภายใต้การทำ listing particulars หรือ prospectus
นอกจากนั้นในกรณีหลักทรัพย์จดทะเบียนยังมีข้อยกเว้นอีกคือ

- กรณีการแปรสภาพหรือใช้สิทธิเมื่อถึงกำหนดเวลาตามใบสำคัญแสดงสิทธิ
(warrant)

- การเสนอขายหุ้นให้แก่พนักงาน (shares allotted to employee
(มาตรา 196))

- มีการเพิ่มหุ้นน้อยกว่า 10% ของหุ้นที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ขอบเขตและความหมายของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน

รัฐมนตรีกระทรวงพาณิชย์และอุตสาหกรรมเป็นผู้มีอำนาจสูงสุดในเรื่องของการ
ควบคุมเรื่องเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนไม่ว่าจะเป็นอำนาจจำกัด หรือขายข้อยกเว้น
แก่บริษัท หรือองค์การที่จดทะเบียนในสหราชอาณาจักรเพื่อการระดมทุน

กฎหมาย FSA 1986 เป็นกฎหมายที่ได้รวมข้อกำหนดตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน
เดิมเข้ากับข้อกำหนดการจดทะเบียนขององค์การร่วมมือทางเศรษฐกิจแห่งยุโรป (EEC) เข้า
ด้วยกัน โดยรัฐมนตรีว่าการกระทรวงพาณิชย์และอุตสาหกรรมอาจมอบหมายอำนาจหน้าที่ให้
แก่หน่วยงาน SIB (Securities Investment Boards) ให้เป็นผู้ใช้อำนาจแทนก็ได้

ในส่วนของการควบคุมการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้นกฎหมาย FSA ก็ยัง
คงหลักการว่า ก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์ หรือนำหลักทรัพย์ออกขายต่อประชาชนจะต้องมี
การเปิดเผยข้อมูลก่อน เว้นแต่อยู่ภายใต้ข้อยกเว้นและเมื่อจะเผยแพร่โฆษณาข้อมูลก็จะต้อง
ได้รับการตรวจสอบข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์หรือนายทะเบียน (Registra of company)
ก่อน

ดังนั้น ก่อนที่จะอธิบายถึงหลักเกณฑ์และขั้นตอนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน
ก็ควรเข้าใจในขอบเขตดังกล่าวก่อน ดังนี้

1. หลักทรัพย์^a

ความหมายของหลักทรัพย์ของกฎหมาย FSA นี้จะมีความหมายและแนวทางเดียวกันกับประเทศสหรัฐอเมริกาในลักษณะของการเปิดกว้างว่าเป็นการออกมาเพื่อการระดมทุนเพื่อการลงทุน ("investment" to which section 158 applies)

ตัวอย่าง

1. หุ้น (Shares and Stock)
2. หุ้นกู้ (Debenture)
3. หลักทรัพย์รัฐบาล (Government and public securities)
4. ตราสารที่ให้สิทธิผู้ถือในหุ้นหรือใบหุ้น (Instrument entitling the holder to share or certificates)
5. หน่วยลงทุนในกองทุนรวม (Unit in collective investment scheme)
6. ตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ (Certificate representing securities)
7. สัญญา (Options) เช่น สิทธิในการเลือกซื้อหรือจำหน่าย ธุรกิจลงทุน เงินตรา ทองหรือเงิน เป็นต้น
8. สัญญา (Futures) เช่น สัญญาในการซื้อขายเครื่องอุปโภคบางชนิด (Commodity)
9. สัญญา (Contract for differences) เช่น สัญญาที่ทำกันโดยมีวัตถุประสงค์ที่อาศัยความแตกต่างของราคาทรัพย์สินหรือดัชนี เช่น ดัชนีตลาดหุ้น เป็นผลได้เสียของสัญญา
10. สัญญาประกันภัยระยะยาว (Long - term insurance contract)
11. สิทธิและประโยชน์ต่าง ๆ เกี่ยวกับธุรกิจลงทุน ซึ่งอาจจะตกลงกันในรูปแบบต่าง ๆ



^a สุเทพ ลิ้มพงษ์สกุล, องค์การในการกำกับและควบคุมธุรกิจหลักทรัพย์, หน้า 108.

และถ้าหากเป็นหลักทรัพย์ซึ่งรัฐบาลเป็นผู้ออกเองและนำออกเสนอขายแล้ว สามารถนำออกเสนอขายได้ในตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน (ISE) เท่านั้น เพื่อจดทะเบียนเป็นหลักทรัพย์ประเภท listed securities และจะนำออกเสนอขายในตลาด USM ไม่ได้ จากข้อมูลข้างต้นจะเห็นว่า หากเข้าข่ายของความหมายว่าหากเป็นการออกมาเพื่อการระดมทุนแล้วก็อยู่ในความหมายของคำว่า หลักทรัพย์ได้เพราะความหมายหรือรูปแบบของหลักทรัพย์นั้น โดยลักษณะและความเป็นจริงประเทศอังกฤษเป็นประเทศที่มีความเจริญก้าวหน้ามากไม่ว่าในตลาดทุนหรือตลาดเงิน ทำให้ไม่ควรกำหนดรูปแบบของหลักทรัพย์ว่าหลักทรัพย์คืออะไรบ้าง เนื่องจากรูปแบบของธุรกิจนั้นเมื่อมีความก้าวหน้าและพัฒนามากเท่าไร รูปแบบของการลงทุนและการระดมทุนก็จะขยายออกไปมากขึ้น โดยเฉพาะธุรกิจของภาคเอกชนนั้นจะไม่หยุดนิ่งอยู่กับที่ การระดมทุนอาจเป็นได้ทั้งตราสารประเภททุนหรือตราสารประเภทหนี้ก็ได้เช่นกัน

2. การขาย หรือ การเสนอขาย (offer or sale)⁷

ในมาตรา 59 และ 60 หมวด 3 ของกฎหมายบริษัท 1985 (The Companies Act 1985) หมวด 3 ซึ่งได้ถูกยกเลิกไปนั้น ได้มีการกำหนดขอบเขต (Rule governing what is an "offer to the public") รองรับรูปแบบของการเสนอขายหุ้น หรือหุ้นกู้แก่ประชาชนไว้ กล่าวคือ

มาตรา 59 ของพระราชบัญญัติบริษัท 1985 (The Companies Act 1985) ได้กำหนดขอบเขตการเสนอขายหุ้นหรือหุ้นกู้แก่ประชาชนว่า "การใดซึ่งได้มีการอ้างถึงการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนแก่ส่วนใด ๆ ของประชาชนแล้ว (...any section of the public ...) ไม่ว่าจะเป็นกลุ่มใด ๆ โดยเฉพาะเจาะจงหรือผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัทที่เกี่ยวข้อง หรือแก่ลูกค้าซึ่งได้มีการเสนอขายโดยหนังสือชี้ชวนหรือโดยวิธีใด ๆ "

⁷John L Powell. Issues and Offers of Company Securities : The New Regimes.p.61.

มาตรา 59... Rule governing what is an "offer to the public the next section, any reference in this Act to offering shares or debentures or debentures to the public is to be read (subject to any provision to the contrary) as including a reference to offering them to any section of the public wither selected as members or debenture holders of the company concerned of the person issuing the prospectus, or in any other

59 (2) [Invitation to public to subscribe] The same applied to an reference in this Act, or in a company's article, to an invitation to the public to subscribe for shares or debenture

บทบัญญัติข้างต้นดังกล่าวทำให้ทราบขอบเขตว่าหากได้มีการอ้างอิงส่วนหนึ่งส่วนใด เกี่ยวข้องกับการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนแล้ว จะเข้าข่ายของการเสนอขายหลักทรัพย์ แล้ว

มาตรา 60 กำหนดไว้ชัดเจนว่าถ้าเป็นการออกหลักทรัพย์เสนอขายดังนี้ แล้วจะไม่ใช้การเสนอขายต่อประชาชน ถ้า

(ก) เป็นการขายต่อบุคคลใดโดยเฉพาะเจาะจง และ

(ข) ไม่ได้มีผลเพื่อการส่งมอบต่อบุคคลอื่น

(a) it is directed to specified persons : and

(b) it is not "calculated to result" in the shares or debenture becoming available to other persons.

ในมาตรา 60 ของพระราชบัญญัติบริษัท 1985 นี้ข้อความที่ได้กำหนดไว้ซึ่งทำให้เกิดชัดเจนว่าหากเข้าข่ายที่กำหนดไว้ในมาตรา 60 นี้แล้ว จะไม่ถือว่าเป็นการเสนอขายต่อประชาชน เช่น กรณีบริษัทหลักทรัพย์ (an issuing house) ได้ขายหุ้นให้นักลงทุน ซึ่งเป็นสถาบัน (a few institutional investor) และจัดการเกี่ยวกับกองทุนบำนาญ และตกลงจะถือหุ้นในระยะยาว ดังนี้ไม่ถือว่าเป็นการเสนอขายหุ้นแก่ประชาชน¹⁰

¹⁰ เรื่องเดียวกัน, หน้า 61.

หรือการเสนอขายในกลุ่มเพื่อน (circle of friends) ญาติหรือลูกค้ำกลุ่มใดกลุ่มหนึ่ง การเสนอขายดังกล่าวก็ไม่ใช่เป็นการเสนอขายหุ้นแก่ประชาชน¹¹ จึงสามารถประกาศโฆษณาการขายหรือการเสนอขายได้ แต่ถ้าหากเป็นการเผยแพร่เอกสารเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในลักษณะหนังสือชี้ชวน 3,000 ฉบับ ต่อสมาชิกของบริษัทหนึ่ง ดังนี้ศาลได้มีคำวินิจฉัยว่าเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนแล้ว¹² หรือบริษัทอื่นของจดทะเบียนหลักทรัพย์กับคณะกรรมการของตลาดหลักทรัพย์ (Council of the Stock Exchange. ตาม official list) และมีการเสนอขายหลักทรัพย์เพื่อให้จองหรือขายแก่บุคคลซึ่งมีธุรกิจในการซื้อหรือขายหุ้นหรือหุ้นกู้ ไม่ว่าจะเป็นตัวการหรือตัวแทน ก็ไม่ถือว่าเป็นการเสนอขาย (มาตรา 60 (8))

หรือ ถ้ากรณีบริษัท A ได้มีคำเสนอซื้อหุ้นของบริษัท B และ C ในตลาดหลักทรัพย์ ศาลได้มีคำวินิจฉัยว่าไม่ใช่เป็นการซื้อขายหุ้น ในกรณีเช่นนี้จะมีลักษณะของการต้องการเข้าครอบงำกิจการหรือ Take over นั้นเอง¹³

นอกจากเป็นการแจกจ่ายโบนัสได้ออกเป็นหุ้นนั้น ก็ไม่ใช่การออกหุ้นเพื่อเสนอขายต่อประชาชน (Bonus shares)¹⁴

จากคำอธิบายและตัวอย่างข้างต้นนี้จะเห็นว่าได้นำเอามาตราในกฎหมายบริษัท 1985 ซึ่งถูกยกเลิกไปแล้วมาอธิบาย ทั้งนี้จากกล่าวได้ว่า แม้ว่าจะมีการยกเลิกกฎหมายบางมาตราเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ในกฎหมาย Company Act 1985 ไปแล้ว แต่ในทางปฏิบัติก็ยังอาศัยแนวทางและขอบเขตเช่นเดิม เนื่องจากประเทศอังกฤษเป็นประเทศที่ยึดถือแนวปฏิบัติที่เป็นบรรทัดฐาน คำวินิจฉัยของศาลจะถือเป็นกฎหมายเช่นเดียวกับกฎหมายลายลักษณ์อักษรได้ ดังนั้น กฎหมาย FSA เนื่องจากต้องการรับเร่งออก

¹¹Palmer ' & Company Precedents (17 th ed.), pt, I, 1956, p. 58.

¹²Sleigh V. Glasgow and Transvoal Option 6 F. 420 (ct of Sess (1904)).

¹³Government Stock and Other Securities Invesment Co. Ltd. v. Chrestopher.

¹⁴Palmer ' & Company Law, 24 th ed, para 78.23.

กฎหมายและเคสคดีที่มอบให้จึงไม่ได้กำหนดรายละเอียดมากนัก ซึ่งกล่าวได้ว่า ในทางปฏิบัติจึงต้องยึดถือแนวทางที่เคยปฏิบัติเป็นหลัก ทั้งนี้จะแตกต่างจากกฎหมายหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาอยู่บ้างในความชัดเจนเนื่องจากประเทศอังกฤษเพิ่งมาประสบปัญหาทางเศรษฐกิจประกอบกับความรีบเร่งในการออกกฎหมายให้ติดเทียมกับประเทศสหรัฐอเมริกา ทำให้จำเป็นต้องนำเอาแนวบรรทัดฐานเดิมตามกฎหมาย Company Act 1985 มาใช้บังคับด้วย เท่าที่ไม่ขัดต่อข้อกำหนด FSA ในขณะที่ประเทศสหรัฐอเมริกาได้แม้จะเป็นประเทศใช้กฎหมายระบบ Common Law เช่นเดียวกัน แต่ให้ความสำคัญในด้านการพัฒนากฎหมายเกี่ยวกับตลาดทุน และตลาดเงินมาก่อนโดยพยายามที่จะกำหนดข้อกำหนดให้ครอบคลุมในทุกด้านทั้งผู้ใช้และผู้ควบคุม ทำให้รัฐบาลเล็งเห็นคุณค่าของการบัญญัติกฎหมายที่เป็นลายลักษณ์อักษรออกมารองรับและใช้บังคับ พร้อมทั้งป้องกันผลประโยชน์ของประชาชนผู้เกี่ยวข้อง (Public Interest) ทำให้ตลาดหุ้นเป็นตลาดที่มีระบบเป็นระเบียบและคล่องตัวมากยิ่งขึ้น หากจะรอให้ทุกอย่างเป็นบรรทัดฐานก็คงจะไม่ทันต่อความหนาของเศรษฐกิจอย่างแน่นอน จึงได้พยายามกำหนดกฎหมายลายลักษณ์อักษรที่ดีได้ก่อนประเทศอังกฤษ

ดังนั้นการขาสหรือการเสนอขาย การชักชวนหรือเชื้อเชิญให้ซื้อหลักทรัพย์ ซึ่งวิธีการนั้นอาจโดยตรงทางอ้อม หรือโดยผ่านเอกสารหรือเครื่องมือใด ๆ ก็ได้ (a direct offer) หรือ "offer for subscription an offer by prospectus" ทั้งนี้คงจะหมายถึงความหมายไปถึงการใด ๆ ซึ่งเป็นการเผยแพร่ข้อมูล โดยมีเจตนาชักจูง หรือชักชวนก็ได้คล้าย ๆ กับประเทศสหรัฐอเมริกา

3. หนังสือชี้ชวน (Prospectus)

คำนิยาม (Definition of prospectus)

ในมาตรา 744¹⁵ ของกฎหมายบริษัท 1985 (Companies Act 1985) ให้ความหมายว่าหมายถึง

¹⁵ มาตรา 744 ของ Companies Act 1985

"prospectus" means any prospectus, notice, circular, advertisement, or other invitation of the public of subscription or purchase any shares in or debentures of a company;

"หนังสือชี้ชวน ประกาศ หนังสือเวียน การโฆษณา หรือการเสนอขาย โดยการจัดชานโดยวิชั่นใดต่อประชาชน เพื่อการจอง ซื้อหุ้น หรือหุ้นกู้ใด ๆ ของบริษัท"

ตามความหมายจะเห็นว่าตีความได้ว่า หมายถึงการเผยแพร่ข้อมูลโดยการสื่อสารทางโฆษณา หรือเอกสาร หรือเครื่องมืออื่นใด ซึ่งกฎหมายไม่ได้จำกัดรูปแบบหรือวิธีการของการเผยแพร่ไว้ เพียงแต่เป็นการเผยแพร่ต่อประชาชน โดยมีเจตนาในเชื่อเชิญหรือชักชวนให้เข้าทำการจอง หรือซื้อ ดังนั้นถือว่าอยู่ในความหมายของคำว่าหนังสือชี้ชวนแล้ว กล่าวคือ ไม่ได้ถูกจำกัดให้ออกมาในรูปแบบของเอกสาร หรือสิ่งตีพิมพ์เผยแพร่เท่านั้น แต่อาจหมายถึงการประชาสัมพันธ์โดยสื่ออื่น ๆ ด้วย นอกจากนี้คำนิยามของหนังสือชี้ชวน (prospectus) ตามมาตรา 744 ของ Company Act 1985 นี้ ยังกำหนดคำนิยามการออกหนังสือชี้ชวนแก่บุคคลทั่วไป¹⁶ ว่าหมายถึง "หนังสือชี้ชวนออกเสนอแก่บุคคลทั่วไป" หมายความว่า เป็นหนังสือชี้ชวนซึ่งออกให้แก่บุคคลซึ่งไม่ใช่ผู้ถือหุ้นเดิมหรือผู้ถือหุ้นประเภทนี้ของบริษัท

จากทั้งสองคำนิยาม แปลความแล้วในความหมายของคำว่า "หนังสือชี้ชวน" (prospectus) ในมาตรา 744 ของ Companies Act 1985 ไม่ได้จำกัดแต่เฉพาะในสิ่งซึ่งเป็นสิ่งตีพิมพ์หรือเป็นลายลักษณ์อักษรเท่านั้นแต่รวมความถึงการโฆษณาในรูปแบบอื่น ๆ อาจหมายถึงเฉพาะสิ่งที่เป็นเอกสารซึ่งมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ หรืออื่น ๆ นอกจากนี้จากคำนิยามยังแสดงว่าหนังสือชี้ชวนนั้นจะต้องเป็นสิ่งที่เผยแพร่ต่อบุคคลทั่วไป โดยไม่ได้หมายถึงผู้ถือหุ้นเดิม (persons who are not existing member of the company.....) หรือผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท (or holder of its debenture)

ศูนย์วิทยทรัพยากร จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

¹⁶"prospectus issued generally" means a prospectus issued to persons who are not existing member of the company or holders of its debentures;

การที่จะพิจารณาว่าอยู่ในความหมายของคำนิยาม "หนังสือชี้ชวน" หรือไม่นั้น มีความจำเป็นอย่างยิ่ง เพราะกฎหมายจะให้ความสำคัญอย่างมากถ้าเกี่ยวข้องกับประชาชน เว้นแต่จะมีข้อยกเว้นโดยกฎหมาย เนื่องจากความที่จะกำหนดหรือเผยแพร่ในหนังสือชี้ชวนนั้น เป็นสิ่งที่มีความสำคัญมากในการที่จะกำหนดขอบเขตเพื่อดูแลประชาชน ภาระหน้าที่ของผู้ออกหนังสือชี้ชวนเพื่อเชื่อเชิญให้เข้ามาซื้อหุ้นนั้นได้ถูกถือว่าเป็นเสมือนกับ "The : Golden rule" * ที่ผู้ออกหนังสือชี้ชวนต้องคำนึงเสมอ

"The "golden rule" จาก Issues and Offers of Company Securities The obligation of those who issue prospectus inviting application was long ago laid down by Kingdersley V.-C. in New for shares. Brunswick, etc, Co. V. Muggeridge in words which Page-wood V.-C., in Henderson V. lacon; described "as a golden legacy"; "those who issue a prospectus, holding out to the public the great advantages which will accrue to persons who will take shares in a proposed undertaking, and inviting them to take shares on the faith of the representations therein contained, are bound to state everyting with strict and rcrupulous accuracy, and not only to obtain from stating a fact that which is not so, but to omit no one fact within their knowledge, the existense of which right in any degree affect the nature, or extent, or quality, of the privileges and advantages which the prospectus hold out as inducements to take share" From offer of unlisted securities: The companies Act 1985

อย่างไรก็ตาม แม้ว่าในมาตรา 744 นี้ คำนิยาม "การเสนอหนังสือชี้ชวน
แก่บุคคลทั่วไป" (prospectus issued generally จะได้ถูกยกเลิกไปแล้วโดย
กฎหมาย FSA 1986 (S 212 (3)¹⁷ and sch. 17, Pt. I as from 29 April
1988) และใช้เฉพาะคำนิยาม "หนังสือชี้ชวน" ก็ตามในทางปฏิบัติความหมายของหนังสือชี้ชวน
ในกฎหมายของประเทศอังกฤษก็ไม่ได้แปรเปลี่ยนหรือแคลงยังคงหมายความถึงการเสนอต่อ
ประชาชนโดยทั่วไป เพราะกฎหมายหลักทรัพย์ในหลาย ๆ ประเทศก็จะกำหนดหรือมีข้อกำหนด
ซึ่งเป็นแนวทางที่ว่าหากเป็นการเสนอขายต่อผู้ถือหุ้นเดิมแล้วกฎหมายจะถือว่าไม่อยู่ในความหมาย
ของคำว่าประชาชนทั่วไปที่กฎหมายควรให้การคุ้มครองเช่นบุคคลทั่ว ๆ ไป

ขั้นตอนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน

ขั้นตอนการเปิดเผยข้อมูล

แบ่งออกเป็น 2 กรณีดังนี้

1. การเสนอขายหลักทรัพย์จดทะเบียน (Offer The Listed Securities)
หมายถึง เป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ซึ่งจดทะเบียนเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
ลอนดอนหรือที่รู้จักกันว่า The International Stock Exchange หรือเรียกย่อ ๆ ว่า
ISE นั้นเอง

2. การเสนอขายหลักทรัพย์ไม่จดทะเบียน (Offer The Unlisted
Securities) เป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตาม
ข้อ 1 ในตลาดหลักทรัพย์ USM (The Unlisted Securities Market) หรือในตลาด
TTM (The Third Market)

1. กรณีการเสนอขายหลักทรัพย์จดทะเบียน (Offer The Listed Securities)
คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ หรือที่รู้จักกันว่า The Competent
Authority¹⁸ จะเป็นผู้กำหนดหลักเกณฑ์พิจารณาในการรับหลักทรัพย์เป็นหลักทรัพย์
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์¹⁹ (Listing Rule หรือ Official List) โดยอาศัย
อำนาจตามกฎหมาย FSA

¹⁷ กฎหมาย FSA มาตรา 212 (3).

¹⁸ Robert Burges, Corporate Finance Law, Supplement, (London;
Sweet & Maxwell, 1990)p.19.

¹⁹ กฎหมาย FSA, มาตรา 142 (b).

หลักการยื่นขอจดทะเบียน (Application for listing)

บริษัทที่ต้องการนำหลักทรัพย์เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะต้องยื่นคำขอต่อ The Competent Authority) ตามหลักเกณฑ์และขั้นตอนที่กำหนดไว้ ตามมาตรา 143 (1) ของกฎหมาย FSA กำหนดไว้

(มาตรา 143(1) (Manner of making application) An application for listing shall be made to the competent authority in such manner as the listing rule may require)

โดยที่ The Competent Authority จะเป็นผู้พิจารณาหลักทรัพย์รวมทั้งมีอำนาจปฏิเสธหลักทรัพย์นั้นด้วย

หลักเกณฑ์ในการยื่นขอให้พิจารณาหลักทรัพย์²⁰

ผู้ยื่นขอให้พิจารณารับหลักทรัพย์จะต้องยื่นข้อมูลต่าง ๆ เพื่อเปิดเผยข้อมูล ตามหลักเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด โดยตามกฎหมายจะเรียกหลักฐานในการส่งข้อมูลต่าง ๆ นี้ว่า "Listing Particulars" (...Listing particulars are simply a document giving information about the securities)

สาระสำคัญใน Listing particulars

ประกอบด้วย

1. ข้อมูลตามที่กำหนดไว้ในหลักเกณฑ์การพิจารณารับหลักทรัพย์ (Listing Rule)
2. คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ อาจต้องการให้บริษัทผู้ยื่นคำขอเปิดเผยข้อมูลเพิ่มเติมใน คำขอจดทะเบียน (Particular application) ตามในหลักเกณฑ์ของ Listing Particulars

²⁰Robert Burges, Corporate Finance Law, Supplement, p.30.

3. และสิ่งที่สำคัญที่สุดใน Listing Particulars ก็คือจะต้องมีข้อมูลซึ่งต้องเปิดเผยทั้งหมดตามที่กำหนดไว้ (มาตรา 146(1)²¹ ของกฎหมาย FSA กำหนด)
4. หากมีสิ่งเปลี่ยนแปลงในข้อมูลจะต้องส่งหลักฐานแจ้งไปยังตลาดหลักทรัพย์ด้วย (มาตรา 147²² ของกฎหมาย FSA)

ข้อยกเว้นไม่ต้องเปิดเผยข้อมูลใน Listing particulars

มาตรา 148²³ ของกฎหมาย FSA The Competent Authority - ของตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจอาจยกเว้นผู้นำหลักทรัพย์ออกเสนอขายต่อประชาชนไม่ต้องเปิดเผยข้อมูลตามที่กำหนดไว้ใน listing particulars ก็ได้ ถ้าหากว่า

1. การเปิดเผยดังกล่าวจะขัดหรือแย้งต่อผลประโยชน์ของประชาชน
(..contrary to the public interest)
2. การเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวจะก่อให้เกิดความเสียหายอย่างร้ายแรง
3. กรณีเป็นการเสนอขายให้แก่นักลงทุนประเภทสถาบันระดับชาติ หรือหลักทรัพย์ประเภทหนี้ (in the case of international or other debt securities of any class specified by listing rules where disclosure would be to buy or deal in the securities.)

กล่าวได้ว่าสาระสำคัญใน Listing Particulars จะต้องมีรายละเอียดตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดและต้องแสดงสภาพทางการเงินซึ่งกฎหมายจะกำหนดไว้ให้ต้องเปิดเผย เว้นแต่จะเข้าข้อยกเว้นว่าการขายหรือเสนอขายดังกล่าวไม่ถือว่าเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนหรือได้รับยกเว้นตามกฎหมายตามมาตรา 148 ทำให้ไม่ต้องเปิดเผยข้อมูลตามที่กฎหมายกำหนดก็ได้

²¹ คุกคามนวก หน้า 139.

²² กฎหมาย FSA มาตรา 147.

²³ คุกคามนวก หน้า 139.



สำหรับอำนาจในการพิจารณาหลักทรัพย์เพื่อเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นั้น ตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจในการพิจารณาว่าจะยอมรับหลักทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หรือไม่ แต่ทั้งนี้รัฐมนตรีกระทรวงการคลังและอุตสาหกรรมก็อาจกำหนดแนวทางให้ทางตลาดหลักทรัพย์ต้องปฏิบัติตามในการพิจารณาหลักทรัพย์ก็ได้ (มาตรา 192 ของกฎหมาย FSA)

การขึ้นหลักทรัพย์เพื่อจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ (Registration of listing particulars.)

มาตรา 149²⁴ ของกฎหมาย FSA กำหนดว่าในวันหรือก่อนที่จะเผยแพร่ listing particulars จะต้องส่งสำเนา listing particulars เพื่อจดทะเบียนกับนายทะเบียน (Registra of Companies) ด้วย ซึ่งหากไม่ปฏิบัติตามก็จะถือว่ามีความผิดตามกฎหมาย (มาตรา 149 (3)²⁵ ของ FSA)

การเผยแพร่โฆษณา (Advertisement etc in connection with listing application)

การโฆษณาหรือเผยแพร่ listing particulars หรือในรูปแบบอื่น ๆ ซึ่งเกี่ยวข้องกับข้อมูลที่ได้กำหนดไว้ในหลักเกณฑ์การรับและเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน (Listing Rules) ในประเทศอังกฤษจะกระทำได้ก็ต่อเมื่อคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ (The Competent authority) ได้ตรวจสอบข้อมูลพร้อมทั้งอนุญาตให้ทำการโฆษณาหรือเผยแพร่ และในบางกรณีอาจได้รับยกเว้นให้กระทำการโฆษณาได้โดยโดยไม่ต้องได้รับอนุญาต (มาตรา 154²⁶ ของ FSA 1986)

2. การเสนอขายหลักทรัพย์ไม่จดทะเบียน (Offer The Unlisted Securities)

²⁴ คุกคามนวก หน้า 140.

²⁵ คุกคามนวก หน้า 140.

²⁶ คุกคามนวก หน้า 140.

กฎหมาย FSA ส่วนที่ 5 จะนำมาใช้เฉพาะหลักทรัพย์ซึ่งกำหนดไว้ในมาตรา 158²⁷ เช่น หุ้น หุ้นกู้ ใบสำคัญแสดงสิทธิหรือสิทธิอื่น ๆ ในการจองหุ้น ทั้งนี้จะต้องไม่ใช่หลักทรัพย์จดทะเบียน (Listed Securities) ด้วย

ขั้นตอนการเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชน

ขั้นตอนการเปิดเผยข้อมูล

การเสนอขายหลักทรัพย์ไม่ได้จดทะเบียนนี้จะมีบทบัญญัติอยู่ในมาตรา 159, 160, 161²⁸ หลักการของการเสนอขายหลักทรัพย์ไม่ได้จดทะเบียนนี้คล้ายกับการเสนอขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Listed on Stock Exchange) กล่าวคือ จะต้องมีการโฆษณาและเปิดเผยข้อมูลโดยหนังสือชี้ชวน (prospectus) แก่ประชาชน ก่อนจึงจะกระทำการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนได้

วิธีการเสนอขาย

ก่อนบุคคลใดจะกระทำการใดเพื่อการขายหรือเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชน ห้ามมิให้กระทำการขายหรือเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชน รวมทั้งการโฆษณาหรือเผยแพร่โดยวิธีใด เว้นแต่จะได้กระทำการเปิดเผยข้อมูลตามหลักเกณฑ์ที่กฎหมายกำหนดก่อน (ตามกฎหมาย FSA มาตรา 159 (1)) ดังนี้

1. ได้มีการยื่นหลักฐานเปิดเผยข้อมูลซึ่งในกฎหมาย FSA จะเรียกว่า หลักฐานนี้ว่า หนังสือชี้ชวน (prospectus) แก่ตลาดหลักทรัพย์เพื่อตรวจสอบข้อมูลก่อนที่ผู้ออกหลักทรัพย์จะนำข้อมูลไปโฆษณาหรือเผยแพร่เปิดเผย

²⁷ คุกคามนวก หน้า 141.

²⁸ คุกคามนวก หน้า 141.

หรือ

2. การเผยแพร่โฆษณาดังกล่าวเพื่อการขายหรือการเสนอขายแก่ประชาชนนั้นจะไม่ก่อให้เกิดการตกลงขายตามที่ผู้ออกหลักทรัพย์ได้ชักชวนโดยการเผยแพร่จนกว่าจะได้ยื่นหนังสือหนังสือชี้ชวนเพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์ตรวจสอบข้อมูลก่อน รวมทั้งได้ต้องยื่นหนังสือชี้ชวนเพื่อจดทะเบียนกับนายทะเบียน

จากที่อธิบายมาแล้วข้างต้นจะเห็นว่า ไม่ว่าจะเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์จดทะเบียนหรือไม่จดทะเบียน (listed or unlisted securities) เฉพาะบริษัทมหาชนเท่านั้นที่จะสามารถออกหลักทรัพย์เพื่อระดมทุนและเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนได้ตามหลักของสากลก่อนจะกระทำการขายหรือเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนก็จะต้องเปิดเผยข้อมูลอันเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ หรือส่วนต่าง ๆ ซึ่งมีความสำคัญต่อการตัดสินใจของนักลงทุนก่อน ทั้งนี้ ข้อมูลที่เปิดเผยมุ่งเพื่อเผยแพร่ต่อประชาชนก็จะต้องถูกต้องและเพียงพอต่อการตัดสินใจด้วย ทั้งนี้ในระบบของอังกฤษกับสหรัฐอเมริกาแม้จะมีความเหมือนกันในเรื่องของการที่รัฐบาลให้ความสำคัญในหลักของการเปิดเผยข้อมูล แต่ระบบการเปิดเผยข้อมูลและขั้นตอนต่างๆยังแตกต่างกันมากตามที่ได้อธิบายมาแล้วข้างต้น ในประเทศอังกฤษนั้นหากเป็นการยื่นหรือออกหลักทรัพย์เพื่อเสนอขายในตลาดหลักทรัพย์แล้วตลาดหลักทรัพย์จะมีอำนาจตรวจและยอมรับ listing particulars ถ้าหากเป็นหลักทรัพย์ไม่จดทะเบียน (unlisted securities) ก็ต้องยื่นหนังสือชี้ชวนกับนายทะเบียนซึ่งจะแตกต่างจากประเทศสหรัฐอเมริกาเพราะอำนาจในการพิจารณาทั้งหมดจะอยู่กับคณะกรรมการ SEC ที่จะเป็นผู้ควบคุมและดูแลทั้งหมด

ข้อสังเกต²⁰ เอกสารที่เรียกว่า listing particular กับหนังสือชี้ชวน (prospectus) นั้นจะเป็นเอกสารคล้ายกัน กล่าวคือต่างก็เป็นหลักฐานซึ่งต้องมีการเปิดเผยข้อมูลให้แก่ประชาชนทราบเช่นกัน

²⁰Roberst Burgess, Corporate Finance Law. (London :Sweet & maxwell 1990),p.50.

รายละเอียดใน listing particulars ของหลักทรัพย์ประเภทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ลอนดอนจะถูกกำหนดตามแนวของ EEC listing particulars directive (เนื่องจากเป็นความพยายามที่จะทำให้ระบบในแถบยุโรปมีความเป็นอันหนึ่งอันเดียวกันและมีมาตรฐานเช่นเดียวกัน)

ส่วนหนังสือชี้ชวน (prospectus) ของหลักทรัพย์ของหลักทรัพย์ประเภทไม่จดทะเบียน unlisted securities ในตลาดหลักทรัพย์ USM นั้นจะมีรายละเอียดและแนวทางใน ISE'S booklet

กรณีหนังสือชี้ชวน The Third market ไม่มีข้อกำหนดรายละเอียดใน ISE'S booklet อย่างไรก็ตาม การเผยแพร่เนื้อหาสาระของหนังสือชี้ชวนจะถูกกำหนดในกฎหมาย FSA และส่วนอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องใน Company Act ซึ่งกำหนดให้อำนาจรัฐมนตรีภายใต้อำนาจตามกฎหมาย FSA

บทบาทของ listing particulars และหนังสือชี้ชวน (prospectus)

ในเริ่มแรกที่มีการยอมรับในแนวทาง The listing Particulars Directive ของ EEC นั้นได้มีความคิดว่าการยื่นขอจดทะเบียนหลักทรัพย์ได้แยกออกจากขั้นตอนในการเสนอขายหลักทรัพย์เพื่อการจองหรือขายแก่ประชาชนโดยให้จัดทำหนังสือชี้ชวนด้วย แม้ว่าจะเป็นการดำเนินการในเวลาเดียวกันหรือใกล้เคียงกันก็ตาม เพราะมีแนวความคิดว่าหน้าที่ของหนังสือชี้ชวนคือหลักฐานซึ่งเป็นหนังสือให้มีการจองซื้อหรือจัดสรรหุ้น (ส่วน listing particulars ก็คล้ายกับเอกสารข้อมูลต่าง ๆ)

แต่ต่อมาได้มีการรวมหน้าที่ของ 2 ประการนี้ให้อยู่ในหลักฐานอันเดียวกัน ก็คือในทางปฏิบัติแล้วจัดให้ listing particulars ได้ทำหน้าที่ทั้ง 2 อย่าง คือ เป็นหลักฐานซึ่งแสดงข้อมูลหรือรายละเอียดต่าง ๆ ของหลักทรัพย์และเป็นเอกสารซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อให้มีการจองซื้อหลักทรัพย์ด้วย

ซึ่งจะสังเกตเห็นว่า เมื่อมีการยื่น listing particulars เพื่อขอจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ (ISE) และตลาดหลักทรัพย์ยอมรับแล้ว ผู้ยื่นจะต้องเผยแพร่ listing particulars ด้วยเพราะมีข้อมูลต่าง ๆ ที่ต้องการให้ประชาชนทราบก่อนตัดสินใจลงทุน

ในทางกฎหมายแล้วก็ยอมรับว่าทั้ง³⁰ listing particulars และหนังสือชี้ชวน (prospectus) เป็นหลักฐานเช่นเดียวกันแต่จะเป็นหลักฐานทางกฎหมายเช่นเดียวกันหรือแบบเดียวกันหรือไม่นั้นทางกฎหมายก็ยังคงโต้แย้งกันอยู่ บางฝ่ายถือว่า listing particulars แตกต่างจากหนังสือชี้ชวน แม้ว่าโดยหลักฐานแล้วใน listing particulars จะมีข้อมูล ซึ่งคล้ายหนังสือชี้ชวนก็ตาม แต่อีกด้านหนึ่งก็ถือว่าเหมือนกันเพียงแต่ข้อมูลใน Listing Particulars จะมีมากกว่าเท่านั้น



ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

³¹ Ibid, p.