


ความรับผิดชอบในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน



นายประภาส สุวรรณจิตอารีย์

สถาบันวิทยบริการ

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญานิติศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชานิติศาสตร์

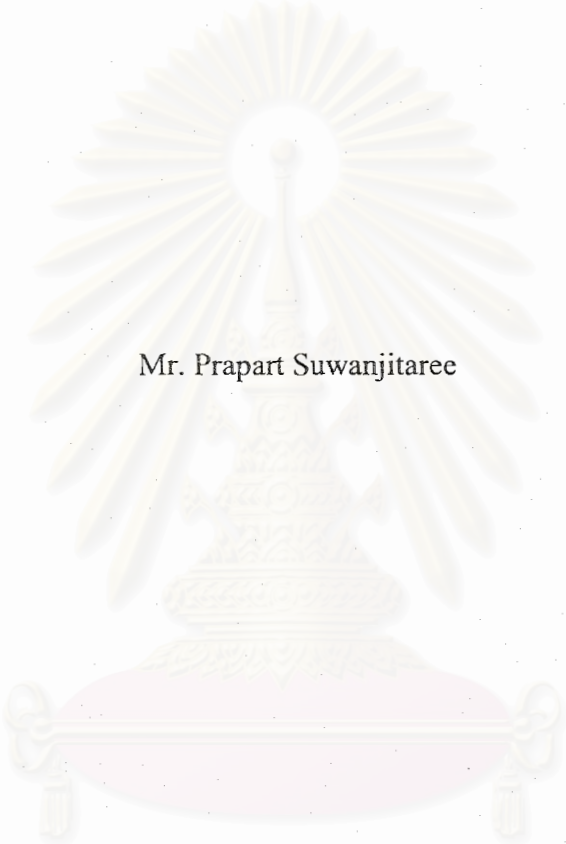
คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2546

ISBN 974-17-4667-9

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

CIVIL LIABILITIES IN PUBLIC OFFERING OF SECURITIES



Mr. Prapart Suwanjitaree

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master of Laws in Laws

Faculty of Law

Chulalongkorn University

Academic Year 2003

ISBN 974-17-4667-9

หัวข้อวิทยานิพนธ์

โดย

สาขาวิชา

อาจารย์ที่ปรึกษา

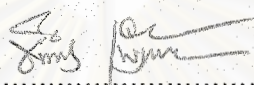
ความรับผิดชอบในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน

นายประภาส สุวรรณจิตอารีย์

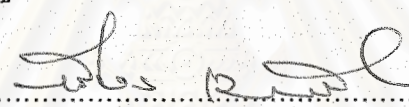
นิติศาสตร์

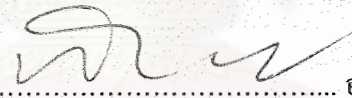
รองศาสตราจารย์พิชัยศักดิ์ หรียงกูร

คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้รับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่ง  
ของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโท


  
..... คณบดีคณะนิติศาสตร์  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ธิดิพันธุ์ เชื้อบุญชัย)

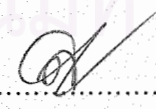
คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

  
..... ประธานกรรมการ  
(รองศาสตราจารย์สำเริง เมฆเกรียงไกร)

  
..... อาจารย์ที่ปรึกษา  
(รองศาสตราจารย์พิชัยศักดิ์ หรียงกูร)

  
..... กรรมการ  
(อาจารย์สุทธิชัย จิตรวานิช)

  
..... กรรมการ  
(อาจารย์วสันต์ เทียนหอม)

  
..... กรรมการ  
(อาจารย์สุรศักดิ์ วาจาสิทธิ์)

นายประภาส สุวรรณจิตอารีย์ : ความรับผิดชอบในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน. (CIVIL LIABILITIES IN PUBLIC OFFERING OF SECURITIES) อาจารย์ที่ปรึกษา : รศ.พิชัยศักดิ์ ทรายางกูร, 173 หน้า. ISBN 974-17-4667-9.

บทบัญญัติแห่งกฎหมายว่าด้วยความรับผิดชอบในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนมีบทบาทที่สำคัญเป็นอย่างยิ่งต่อการระดมทุนจากประชาชนโดยภาคเอกชน กฎหมายกำหนดให้กิจการผู้ระดมทุนหรือผู้ออกหลักทรัพย์ทำการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนต่อองค์กรซึ่งกำกับดูแลที่เรียกว่าสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ด.) ทั้งนี้ ก่อนที่จะทำการเสนอขายหลักทรัพย์ของตนต่อประชาชน และเพื่อประโยชน์ของนักลงทุน กฎหมายยังได้สร้างกลไกในการเปิดเผยข้อมูลซึ่งจำเป็นแก่นักลงทุนซึ่งเรียกว่า "filing" และกำหนดให้กิจการผู้ออกหลักทรัพย์ รวมทั้งบุคคลอื่นซึ่งเกี่ยวข้องในการจัดทำเอกสารดังกล่าวทำการรับรองความสมบูรณ์และความถูกต้องของข้อมูลที่มีการเปิดเผย บุคคลผู้ซึ่งมีส่วนเกี่ยวข้องดังกล่าวย่อม ได้แก่เช่น กรรมการ ผู้จัดการ ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาทางการเงิน ผู้ตรวจสอบบัญชี นักประเมิน วิศวกร และรวมไปถึงนักกฎหมาย เป็นต้น และกฎหมายยังกำหนดให้บุคคลต่างๆซึ่งเกี่ยวข้องดังกล่าวมีความรับผิดชอบร่วมกันหรือแยกกันต่อนักลงทุนที่รับซื้อหลักทรัพย์นั้นมาในการจำหน่ายครั้งแรกสำหรับข้อบกพร่องที่เกิดขึ้นแก่ข้อมูลที่มีการเปิดเผยนั้น และนอกจากความสมบูรณ์และความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าวแล้ว ข้อมูลที่มีการเปิดเผยยังต้องเป็นไปตามบทบัญญัติแห่งกฎหมายหลักทรัพย์และกฎระเบียบต่างๆของสำนักงาน ก.ล.ด. อีกด้วย

การฝ่าฝืน ไม่ปฏิบัติตามบทบัญญัติแห่งกฎหมายว่าด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนดังกล่าวย่อมก่อให้เกิดผลในทางกฎหมายที่สำคัญสามประการด้วยกัน ประการแรกได้แก่ความรับผิดทางอาญา เนื่องด้วยการละเมิดต่อบทบัญญัติแห่งกฎหมายดังกล่าวมักกระทำขึ้นโดยเจตนา อันถือผล และการถือผลนั้นก็มีความมุ่งหมายที่จะทำลายความมั่นคงทางเศรษฐกิจของประเทศและผลประโยชน์ส่วนรวม ดังนั้น กฎหมายจึงกำหนดโทษทางอาญาที่รุนแรงสำหรับผู้ซึ่งประพฤติดังกล่าว ซึ่งอาจกล่าวได้ว่าความรับผิดทางอาญานี้เป็นข้อที่กิจการผู้ออกหลักทรัพย์และบุคคลต่างๆที่เกี่ยวข้องพึงต้องระวังการกระทำของตนเองไม่ว่าที่ได้กระทำไปโดยเจตนาหรือประมาทเลินเล่อก็ตาม ทั้งนี้ เพื่อหลีกเลี่ยงมิให้เกิดความรับผิดดังกล่าวแก่ตนเอง ประการที่สอง กฎหมายให้อำนาจแก่สำนักงาน ก.ล.ด. ในการดำเนินการ โดยใช้มาตรการทางปกครองได้ ซึ่งได้แก่การออกคำสั่งให้หยุดการเสนอขายหรือปฏิเสธการมีผลใช้บังคับของเอกสารที่ได้ยื่นไว้ในการเสนอขายหลักทรัพย์ซึ่งไม่เป็นไปตามข้อกำหนดของกฎหมาย และประการสุดท้ายได้แก่ความรับผิดในทางแพ่งซึ่งเป็นมาตรการเยียวยาส่วนบุคคลของนักลงทุนที่รับซื้อหลักทรัพย์นั้นมาในการจำหน่ายครั้งแรก

จากการศึกษาวิจัยพบว่า กิจการผู้ออกหลักทรัพย์และบุคคลซึ่งมีส่วนเกี่ยวข้องจะต้องรับผิดชอบต่อนักลงทุนในสี่กรณีด้วยกัน ได้แก่ (1) การเสนอขายหลักทรัพย์ที่ไม่ได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ด. และ (2) การเสนอขายหลักทรัพย์ที่ไม่ผ่านกระบวนการ filing อย่างถูกต้อง และ (3) กรณีที่แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนมีข้อความอันเป็นเท็จหรือขาดข้อความอันควรต้องแจ้งในสาระสำคัญ และ (4) กรณีที่มีการใช้ถ้อยคำในการโฆษณาชวนเชื่อซึ่งมีข้อความไม่ตรงต่อความเป็นจริงหรือเป็นเท็จ ในกรณีความรับผิดตาม (1), (2) และ (4) นั้นจะต้องปรับเข้ากับหลักกฎหมายแพ่งทั่วไปที่มีบัญญัติไว้ในประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ส่วนความรับผิดตาม (3) นั้น เป็นไปตามที่บัญญัติไว้ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งพระราชบัญญัตินี้ดังกล่าวกำหนดความรับผิดในกรณีดังกล่าวไว้ในลักษณะที่เป็นความรับผิดอย่างเด็ดขาดสำหรับกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ และความรับผิดในการกระทำของผู้อื่นสำหรับบุคคลผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในการเสนอขายหลักทรัพย์ แต่ในขณะที่ความรับผิดกรณีอื่นๆซึ่งปรับบทตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์นั้นมิได้เป็นความรับผิดอย่างเด็ดขาด จึงเกิดปัญหาที่ว่าภาระในการพิสูจน์ตกอยู่กับโจทก์มากเกิน ไป บางกรณีก็ปรับเข้ากับกฎหมายลักษณะละเมิด และในบางกรณีก็จำเป็นต้องปรับบทเข้ากับกรณีการแสดงเจตนาทำนิติกรรม โดยสำคัญผิดในคุณสมบัติของทรัพย์สิน ซึ่งเป็นการยากที่จะพิสูจน์ว่า โจทก์มีความเชื่อตามข้อมูลที่จำเลยได้แสดงออกมา หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่า โจทก์จะต้องสามารถแสดงได้ว่า โจทก์เข้าใจเนื้อหาของหลักทรัพย์เพราะถูกชักจูงจากข้อมูลที่จำเลยได้แสดงออกมาซึ่งการเสนอขายหลักทรัพย์หรือข้อมูลที่ได้แสดงออกมามีดังกล่าวไม่เป็นไปตามที่กฎหมายกำหนดและมีข้อความที่ทำให้ผู้สนใจผิด หากพิจารณากฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาแล้วพบว่ากฎหมายได้แก้ปัญหาเหล่านี้โดยการกำหนดเป็นความรับผิดเด็ดขาดทั้งหมด ทำให้โจทก์ไม่ต้องมีการพิสูจน์มากเกิน ไป

จากการศึกษาวิจัยยังพบว่าผู้เสียหายในกรณีที่มีการเรียกร้องให้รับผิดชอบดังกล่าวจะมีเป็นจำนวนมากเสมอ แต่เมื่อพิจารณาตามประมวลกฎหมายวิธีพิจารณาความแพ่งแล้วจะเห็นว่ามิได้เปิดโอกาสให้ผู้เสียหายทั้งหลายเหล่านั้นสามารถรวมคำเนินคดีเป็นคดีเดียวได้ การฟ้องคดีจะต้องทำโดยแยกกัน ทำให้ผู้เสียหายซึ่งมิได้เป็นคู่ความในคดีมิได้รับประโยชน์จากคำพิพากษาของศาล จึงมีความจำเป็นที่จะต้องมีการดำเนินคดีแบบกลุ่มโดยมีผู้แทนโจทก์ในคดีเป็นผู้ดำเนินคดีแทนผู้เสียหายทั้งหมด โดยการควบคุมของศาลอีกชั้นหนึ่งได้ เปรียบเทียบได้กับในประเทศสหรัฐอเมริกาซึ่งมีระบบการดำเนินคดีแบบกลุ่มซึ่งเรียกว่า "class action" ทั้งนี้ จะทำให้บุคคลธรรมดาสามัญซึ่งรวมกลุ่มกันมีความสามารถที่จะฟ้องร้องดำเนินคดีกับกิจการขนาดใหญ่หรือกลุ่มบุคคลที่มีความสามารถในการจัดหาบริการทางกฎหมายที่ดีกว่าได้ และมีโอกาสที่จะได้รับชดใช้ความเสียหายมากขึ้น

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จึงทำขึ้นเพื่อศึกษาวิจัยถึงความรับผิดในทางแพ่งต่างๆรวมทั้งสิทธิและหน้าที่ที่เกี่ยวข้องในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนโดยการศึกษาเปรียบเทียบกับหลักกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศอังกฤษ และประเทศไทย รวมทั้งบทวิเคราะห์ประเด็นทางกฎหมายและข้อเสนอความเห็นต่อการแก้ไขปัญหาดังกล่าวโดยค้นคว้าวิจัยจากตำราเอกสารต่างๆ ทั้งที่เป็นภาษาต่างประเทศและภาษาไทย

สาขาวิชา.....นิติศาสตร์..... ลายมือชื่อนิติดี .....  
ปีการศึกษา.....2546..... ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา .....

# # 4486085034 : MAJOR LAW

KEY WORD: CIVIL LIABILITIES / PUBLIC OFFERING / SECURITIES

MR.PRAPART SUWANJITAREE: CIVIL LIABILITIES IN PUBLIC OFFERING OF SECURITIES. THESIS ADVISOR: ASSOC.PROF. PHIJAISAKDI HORAYANGKURA, 173 pp. ISBN 974-17-4667-9.

The provisions of the law on public offering of securities play vital roles in public fund raising made by corporations. The corporations or issuers of securities are required by law to submit registration statement and prospectus to the regulatory organization named SEC (Securities and Exchange Commission) prior to offering their securities to the public. For the benefit of investors, the law has established the rules governing the system for necessary information disclosure so called "filing" process and required issuer of securities and other parties which have jointly involved in preparation of registration statement and prospectus to certify for completion and accuracy of disclosed information contained therein. Those parties are, for example, but not limited to, directors, managers, underwriters, financial advisers, auditors, surveyors, engineers and attorney etc. Such parties are also jointly and severally responsible for the defective part of disclosed information to any investors who have already taken up the securities in privity. In addition to its completion and accuracy, the information required to be disclosed must also be in conformity with the provisions of securities law and comply with the respective regulations of SEC.

The breach of the law on public offering of securities constitutes mainly three legal consequences. The first is criminal sanction as the most of securities law violations related to "fraud". The objectives of fraud are to demolish the stability of national economy and public interest, thus, the law provides substantial penalty for violators. It can be said that the criminal liability held by law is most risky for the issuer and other responsible parties to beware of his or her action whether such action was made by intentionally or negligently. To support the investor protection, the regulatory organization or SEC has the power, as called "administrative proceeding" and at its sole discretion, to issue stop orders or refusal orders against violated offering which imposes administrative liability to the violators. The civil liability is a private remedy by investors who acquired the securities from the violators in privity.

As it is found from the research that the issuer and responsible parties will be liable to the investors for any offering which (i) was not approved by SEC; or (ii) did not comply with the filing requirement, i.e., not filing the registration statement and prospectus to SEC or offer, sell or deliver the securities prior to the effective date of such documents etc.; or (iii) the registration statement and/or prospectus contained any untrue statement or omission of material facts; or (iv) did by use any means or instruments of advertisement which included untrue statement. In case of (i), (ii) and (iv), they are currently governed by the general principles of civil law as provided in Civil and Commercial Code while in case of (iii) is governed by Securities and Exchange Act B.E. 2535. The 2535 Act provides the civil remedy as a strict liability of issuer and also vicarious liability for other responsible persons. This differs from whatsoever provided in Civil and Commercial Code as a non-strict liability and requires the plaintiff to bear onus of proof likely to the general civil cases. There are some cases relating to tort law. Some cases are about misrepresentation principle in declaration of intention to make juristic act which may be distinguished by fraudulent, negligent and innocent misrepresentation. Misrepresentations are something hardly to prove because the plaintiffs must show reliance in the disclosed information to the court of justice. In other words, they must clarify that they bought the securities because they were induced by such disclosed information and which such offering or disclosed information is not in compliance with the requirement of the law and misleading. The federal securities law of United States had solved this problem by taking all private remedy as the strict liability of issuers. Therefore, in United States, the plaintiff has not to bear the burden of proof too much.

As it is also found from the research, the amount of injured parties having the right to sue under such civil remedy would be always numerous in many cases. The Civil Procedure Code does not, however, provide a suitable procedure for individual claim when there are many injured parties. The case will have to be brought separately and any third party outside the case will not be advantageous from the court decision. Therefore, it is necessary to have a system for multiple claims and complainants can be represented by individual. Such representative may act on behalf of the whole class and may be controlled by the court. In United States, this is called "class action". The purported purpose of class action law suits is to give the common man the ability to take on the largest corporate or private entities, which can afford the very best legal services, and have a chance of redressing the wrong done by these entities.

This thesis is therefore made to research and find out the civil liabilities including rights and duties relating to public offering of securities by comparative study between United States, United Kingdom and Thai legal principles. It includes the analysis of legal aspects and proposal of opinions for the solution of those aspects by research from foreign language and Thai texts.

Field of Study.....Laws.....  
Academic Year.....2003.....

Student's Signature.....  
Advisor's Signature.....

## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยความสะดวกตาของท่านคณาจารย์ผู้มีพระคุณ และบุคคลผู้ให้การสนับสนุนต่างๆ ที่ให้ความช่วยเหลือและให้คำแนะนำในการทำวิทยานิพนธ์แก่ผู้เขียนมา โดยตลอด

ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณท่านรองศาสตราจารย์พิชัยศักดิ์ หรยางกูร เป็นอย่างสูง ที่ให้ความกรุณาสละเวลาเป็นอาจารย์ที่ปรึกษา ให้คำแนะนำแนวทางในการเขียนและในการค้นคว้าข้อมูล ตลอดจนให้ข้อคิดต่างๆ และดูแลการเขียนวิทยานิพนธ์จนสำเร็จได้ด้วยดี

ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณท่านอาจารย์สุทธิชัย จิตรวานิช รองผู้จัดการ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นอย่างสูง ที่กรุณาถ่ายทอดประสบการณ์และวิชาความรู้ในกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ให้แก่ผู้เขียน ตลอดจนได้กรุณาสละเวลามาเป็นกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณท่านอาจารย์วสันต์ เทียนหอม ผู้ช่วยเลขาธิการอาวุโส สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เป็นอย่างสูง ที่ให้ความอนุเคราะห์แก่ผู้เขียนในการตรวจสอบความถูกต้องของเนื้อหาในวิทยานิพนธ์ ตลอดจนได้กรุณาสละเวลามาเป็นกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณท่านอาจารย์สุรศักดิ์ วาจาสิทธิ์ ทนายความหัวหน้าสำนักงานกฎหมายบริษัท เฟรชฟิลด์ส์ จำกัด เป็นอย่างสูง ที่ถ่ายทอดประสบการณ์และวิชาความรู้ในภาคปฏิบัติให้แก่ผู้เขียน ตลอดจนได้กรุณาสละเวลามาเป็นกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณท่านรองศาสตราจารย์สำเรียง เมฆเกรียงไกร เป็นอย่างสูง ที่ให้ความอนุเคราะห์ผู้เขียน โดยให้คำแนะนำต่างๆ ในการทำวิทยานิพนธ์ และกรุณาเสียสละเวลามาเป็นประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณบิดามารดาเป็นอย่างสูง ที่ได้ให้การสนับสนุนในทุกด้าน และให้กำลังใจในการศึกษารวมทั้งการเขียนวิทยานิพนธ์เสมอมาจนสำเร็จการศึกษา

ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณบรรพคณาจารย์ทางนิติศาสตร์ทุกท่าน และขอขอบพระคุณเจ้าของงานนิพนธ์ทุกๆ ท่านที่ผู้เขียนใช้ศึกษาและอ้างอิงในการทำวิทยานิพนธ์

ผู้เขียนขอขอบคุณ นางสาวสุราบดี สิงห์เสนี ที่ให้ความช่วยเหลือและให้กำลังใจแก่ผู้เขียนในทุกด้าน รวมทั้งให้ความอนุเคราะห์ในการตรวจพิสูจน์อักษรวิทยานิพนธ์ และขอขอบคุณเจ้าหน้าที่ห้องบัณฑิตศึกษา และเจ้าหน้าที่ห้องสมุด คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย และที่ผู้เขียน ไม่อาจนำมากล่าวในกิตติกรรมประกาศนี้จนหมดทุกท่านได้ หากความเพียรของผู้เขียนในครั้งนี้ก่อให้เกิดประโยชน์แก่การศึกษาวินิติศาสตร์ประการใดแล้ว ผู้เขียนขอขอบความดีทั้งหลายทั้งปวงดังกล่าวนี้แต่บิดามารดาของผู้เขียน

## สารบัญ


	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
<b>บทที่ 1 บทนำและปัญหา.....</b>	<b>1</b>
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 สมมติฐานของการศึกษาวิจัย.....	3
1.3 วัตถุประสงค์ของการศึกษาวิจัย.....	3
1.4 ขอบเขตของการศึกษาวิจัย.....	3
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการทำวิทยานิพนธ์เรื่องนี้.....	4
1.6 วิธีวิจัยที่จะใช้ในการทำวิทยานิพนธ์.....	4
<b>บทที่ 2 ที่มาของการลงทุนและการเสนอขายหลักทรัพย์.....</b>	<b>5</b>
2.1 ที่มา จุดมุ่งหมาย และวัตถุประสงค์ของการลงทุนในหลักทรัพย์.....	5
2.2 การเสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดแรก.....	7
2.3 แนวความคิดว่าด้วยการเปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อ ประชาชน.....	11
2.4 การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน (Public Offering).....	13
2.4.1 การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศสหรัฐอเมริกา.....	13
2.4.1.1 ขั้นตอนการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriting Process).....	15
2.4.1.2 ขั้นตอนการเสนอขายหลักทรัพย์ (Offering Process).....	18
2.4.2 การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศไทย.....	30
2.4.2.1 ขั้นตอนการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriting Process).....	34
2.4.2.2 ขั้นตอนการเสนอขายหลักทรัพย์ (Offering Process).....	37
2.4.3 การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศไทย.....	42
2.4.3.1 ขั้นตอนการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriting Process).....	43
2.4.3.2 ขั้นตอนการเสนอขายหลักทรัพย์ (Offering Process).....	46

<b>บทที่ 3</b>	<b>ความรับผิดชอบในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน.....</b>	<b>55</b>
3.1	กฎหมายว่าด้วยความรับผิดชอบในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา.....	59
3.1.1	ความรับผิดชอบในทางแพ่งในกรณีที่ไม่นปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎหมายเกี่ยวกับการทำ Filing.....	60
3.1.1.1	รายละเอียดของความรับผิดชอบตามกฎหมาย.....	61
3.1.1.2	บุคคลที่ต้องรับผิดชอบตามกฎหมาย.....	62
3.1.1.3	ข้อต่อสู้ตามกฎหมาย.....	63
3.1.1.4	การใช้สิทธิเรียกร้องตามกฎหมาย.....	64
3.1.2	ความรับผิดชอบในทางแพ่งในกรณีที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีข้อความเท็จ หรือขาดข้อความต้องแจ้งในสาระสำคัญ.....	64
3.1.2.1	รายละเอียดของความรับผิดชอบตามกฎหมาย.....	64
3.1.2.2	บุคคลที่ต้องรับผิดชอบตามกฎหมาย.....	71
3.1.2.3	ข้อต่อสู้ตามกฎหมาย.....	73
3.1.2.4	การใช้สิทธิเรียกร้องตามกฎหมาย.....	76
3.1.3	ความรับผิดชอบในทางแพ่งในกรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์แสดงข้อความเท็จ หรือขาดข้อความต้องแจ้งในสาระสำคัญ.....	77
3.1.3.1	รายละเอียดของความรับผิดชอบตามกฎหมาย.....	77
3.1.3.2	บุคคลที่ต้องรับผิดชอบตามกฎหมาย.....	79
3.1.3.3	ข้อต่อสู้ตามกฎหมาย.....	79
3.1.3.4	การใช้สิทธิเรียกร้องตามกฎหมาย.....	79
3.1.4	ความรับผิดชอบของบุคคลซึ่งมีอำนาจควบคุม (Liability of Controlling Persons).....	80
3.2	ความรับผิดชอบในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตามกฎหมายของประเทศอังกฤษ.....	81
3.2.1	การแสดงความไม่ตรงต่อความจริงโดยประมาทเลินเล่อ (Negligent Misstatement).....	84
3.2.2	การแสดงความเท็จที่สำคัญผิด (Misrepresentation).....	86
3.2.3	การผิดสัญญา (Breach of Contract).....	87
3.2.4	ความรับผิดชอบตามกฎหมาย (FSMA 2000 หรือ POS).....	88
3.2.4.1	รายละเอียดของความรับผิดชอบตามกฎหมาย.....	88
3.2.4.2	บุคคลที่ต้องรับผิดชอบตามกฎหมาย.....	89



3.2.4.3	ข้อต่อสู้ตามกฎหมาย.....	90
3.3	ความรับผิดชอบในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตาม กฎหมายของประเทศไทย.....	92
3.3.1	ความรับผิดชอบในทางแพ่งกรณีที่ไม่ปฏิบัติตามบทบัญญัติของกฎหมายใน การอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่.....	94
3.3.1.1	รายละเอียดของความรับผิดชอบตามกฎหมาย.....	94
3.3.1.2	บุคคลที่ต้องรับผิดชอบตามกฎหมาย.....	96
3.3.1.3	ข้อต่อสู้ตามกฎหมาย.....	97
3.3.1.4	การใช้สิทธิเรียกร้องตามกฎหมาย.....	99
3.3.2	ความรับผิดชอบในทางแพ่งในกรณีที่ไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎหมาย เกี่ยวกับการทำ Filing.....	99
3.3.2.1	รายละเอียดของความรับผิดชอบตามกฎหมาย.....	99
3.3.2.2	บุคคลที่ต้องรับผิดชอบตามกฎหมาย.....	105
3.3.2.3	ข้อต่อสู้ตามกฎหมาย.....	106
3.3.2.4	การใช้สิทธิเรียกร้องตามกฎหมาย.....	108
3.3.3	ความรับผิดชอบในทางแพ่งในกรณีที่แบบแสดงรายการข้อมูลและร่าง หนังสือชี้ชวนมีข้อความเท็จ หรือขาดข้อความต้องแจ้งใน สาระสำคัญ.....	109
3.3.3.1	รายละเอียดของความรับผิดชอบตามกฎหมาย.....	109
3.3.3.2	บุคคลที่ต้องรับผิดชอบตามกฎหมาย.....	116
3.3.3.3	ข้อต่อสู้ตามกฎหมาย.....	117
3.3.3.4	การใช้สิทธิเรียกร้องตามกฎหมาย.....	121
3.3.4	ความรับผิดชอบในทางแพ่งในกรณีที่การโฆษณาชี้ชวนที่ไม่ใช่หนังสือชี้ ชวนตามกฎหมายมีข้อความเท็จ หรืออาจทำให้บุคคลอื่นสำคัญผิด .....	121
3.3.4.1	รายละเอียดของความรับผิดชอบตามกฎหมาย.....	121
3.3.4.2	บุคคลที่ต้องรับผิดชอบตามกฎหมาย.....	123
3.3.4.3	ข้อต่อสู้ตามกฎหมาย.....	124
3.3.4.4	การใช้สิทธิเรียกร้องตามกฎหมาย.....	124
บทที่ 4	วิเคราะห์ปัญหา.....	126
4.1	ปัญหาเกี่ยวกับบทบัญญัติของกฎหมายว่าด้วยความรับผิดชอบในทางแพ่งใน	

กรณีที่ไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎหมายเกี่ยวกับการทำ Filing.....	126
4.2 ปัญหาเกี่ยวกับบทบัญญัติของกฎหมายว่าด้วยความรับผิดในทางแพ่งในกรณีที่เป็นแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนมีข้อความเป็นเท็จหรือขาดข้อความต้องแจ้งในสาระสำคัญ.....	130
4.2.1 ปัญหาเกี่ยวกับเงื่อนไขของการใช้สิทธิเรียกร้องตามมาตรา 82 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535.....	130
4.2.2 ปัญหาที่เกี่ยวกับข้อต่อสู้ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535ของจำเลย.....	132
4.2.2.1 ปัญหาเรื่องการยกข้อต่อสู้ในเรื่อง Whistle-Blowing Defense.....	134
4.2.2.2 ปัญหาเรื่องการยกข้อต่อสู้ในเรื่อง Due Diligence Defense.....	137
4.2.3 ปัญหาเรื่องการกำหนดค่าเสียหายตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535.....	140
4.3 ปัญหาเกี่ยวกับบทบัญญัติของกฎหมายว่าด้วยความรับผิดในทางแพ่งในกรณีที่มีการโฆษณาชี้ชวนตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มีข้อความเป็นเท็จ หรืออาจทำให้บุคคลอื่นสำคัญผิด.....	143
4.4 ปัญหาเกี่ยวกับการดำเนินคดีความรับผิดในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในกรณีที่มีผู้เสียหายจำนวนมาก (Numerous Victims).....	147
<b>บทที่ 5 บทสรุปและข้อเสนอแนะ.....</b>	<b>151</b>
<b>รายการอ้างอิง.....</b>	<b>170</b>
<b>ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....</b>	<b>173</b>


  
 สถาบันวิทยบริการ
   
 จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

# บทที่ 1

## บทนำและปัญหา

### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

#### - ความเป็นมา

ความต้องการเงินทุน (Capital Requirement) จัดว่าเป็นปัจจัยที่สำคัญประการหนึ่งในการพัฒนากิจการภาครัฐและภาคเอกชนอันจะมีส่วนสำคัญในการช่วยเสริมสร้างให้เศรษฐกิจของประเทศดีขึ้น เพราะเมื่อกิจการภาครัฐและภาคเอกชนสามารถระดมทุนหรือจัดหาเงินทุนได้มากขึ้นเท่าไรก็ย่อมมีโอกาสที่จะพัฒนาศักยภาพในการแสวงหาผลตอบแทนหรือกำไร และรวมไปถึงการขยายกิจการ ซึ่งจะเป็นส่วนสำคัญในการเสริมสร้างให้เศรษฐกิจของประเทศมีความแข็งแกร่งยิ่งขึ้น และความต้องการทุนของกิจการดังกล่าวก่อให้เกิดกลไกในการระดมทุน ซึ่งตลาดสำหรับการระดมทุนย่อมได้แก่ การระดมทุนในตลาดการเงิน

การระดมทุนในตลาดการเงิน (Financial Market) แบ่งออกเป็นสองส่วน ได้แก่ ตลาดเงิน (Money Market) ซึ่งอาจหมายถึงแหล่งระดมเงินทุนและจัดสรรเงินทุนระยะสั้นภายในกำหนดเวลาไม่เกิน 1 ปี อันได้แก่การให้กู้ยืมเงินผ่านสถาบันตัวกลาง (Intermediary) เช่น ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทเครดิตฟองซิเอร์ ฯลฯ เป็นต้น และอีกส่วนหนึ่งได้แก่ ตลาดทุน (Capital Market) ซึ่งอาจหมายถึงแหล่งระดมเงินทุนและให้กู้ยืมเงินระยะยาวภายใต้กำหนดระยะเวลาซึ่งเกินกว่า 1 ปี อันได้แก่การเสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดแรก (Primary Market) และการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เคยทำการซื้อขายกันมาแล้วอย่างน้อยครั้งหนึ่งในตลาดรอง (Secondary Market) เหล่านี้ล้วนเป็นกลไกในการระดมทุนของกิจการทั้งภาครัฐและภาคเอกชน

การระดมทุนในตลาดการเงินประกอบไปด้วยการระดมจากประชาชนในรูปแบบต่างๆ เช่น การรับฝากเงินหรือการกู้เงินจากประชาชนโดยสถาบันตัวกลาง (Intermediary) เป็นต้น และจัดสรรเงินทุนซึ่งได้ระดมทุนจากประชาชนดังกล่าวโดยการให้กู้ยืมแก่กิจการทั้งภาครัฐและภาคเอกชน

การระดมทุนในตลาดทุนย่อมประกอบไปด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดแรก ซึ่งเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่ (New Issue) ต่อประชาชนหรือผู้ลงทุน (Investors) และ

การซื้อขายหลักทรัพย์ซึ่งได้เคยทำการซื้อขายกันมาแล้วอย่างน้อยหนึ่งครั้งระหว่างผู้ลงทุนในตลาดรอง หลักการที่สำคัญของการควบคุมกลไกของตลาดทุนย่อมได้แก่การสร้างระบบที่ให้อิทธิพลสามารถระดมทุนผ่านทางหลักทรัพย์ประเภทต่างๆจากประชาชนหรือผู้ลงทุน และในขณะเดียวกัน หลักการที่สำคัญอีกประการหนึ่งก็คือการสร้างระบบที่จะควบคุมการเสนอขายหลักทรัพย์หรือการซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าวให้เป็นไปด้วยความโปร่งใสและเป็นธรรมเพื่อเป็นการคุ้มครองประชาชนหรือผู้ลงทุนในการซื้อหลักทรัพย์นั้นๆจากกิจการที่ระดมทุน

### - ความสำคัญของปัญหา

นับตั้งแต่ประเทศไทยได้เริ่มเข้าสู่ยุคพัฒนาตลาดทุนตามข้อเสนอแนะของศาสตราจารย์ซิดนีย์ เอ็ม 롭บินส์ (Professor Sydney M. Robbins) แห่งมหาวิทยาลัยโคลัมเบีย ประเทศสหรัฐอเมริกาตามข้อตกลงว่าจ้างของธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งในเดือนเมษายน พ.ศ. 2513 ศาสตราจารย์รอปบินส์ได้เสนอรายงานเรื่อง “A Capital Market in Thailand” โดยชี้ให้เห็นถึงปัญหาและอุปสรรคสำคัญในการพัฒนาตลาดทุนของประเทศไทยและโดยประการหนึ่งได้ส่งเสริมให้มีการสร้างสถาบันระดมทุนซึ่งเรียกว่าตลาดหลักทรัพย์ (Stock Exchange) ขึ้น และนับแต่ดังกล่าวเป็นต้นมา ก็ได้มีการทำให้ความสำคัญแก่การพัฒนาตลาดทุนและระบบการระดมทุนโดยมุ่งเน้นไปทางด้านการพัฒนากลไกในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนและระบบในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองเป็นอย่างมาก แต่กลับมิได้ให้ความสำคัญต่อมาตรการเยียวยาความเสียหายที่เกิดขึ้นของประชาชนหรือผู้ลงทุนในหลักทรัพย์นั้นเท่าที่ควร โดยเฉพาะมาตรการเยียวยาความเสียหายในทางแพ่ง ดังจะเห็นได้จากกรณีที่พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ.2517 มิได้มีบทบัญญัติว่าด้วยความรับผิดชอบในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนแต่อย่างใด ซึ่งกฎหมายได้เริ่มที่จะมีการรับรองสิทธิเรียกร้องในทางแพ่งดังกล่าวต่อมาภายหลัง กล่าวคือเมื่อได้มีการบังคับใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 แล้วซึ่งเป็นระยะเวลาเกือบยี่สิบปีนับตั้งแต่ได้มีการบังคับใช้พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ.2517 เป็นต้นมา แต่อย่างไรก็ตามบทบัญญัติที่มีผลใช้บังคับอยู่ในปัจจุบันนั้นก็ยังไม่ครอบคลุมปัญหาที่อาจเกิดขึ้นได้ทั้งหมด และที่ผ่านมาก็นับว่าบทบัญญัติที่เกี่ยวกับความรับผิดชอบในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ของประชาชนนั้นก็มิได้ถูกนำมาบังคับใช้เท่าที่ควรหรือแทบจะไม่มีการบังคับใช้เลย ทั้งๆที่เป็นมาตรการในการคุ้มครองประชาชนหรือผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ที่สำคัญอย่างหนึ่ง ซึ่งจะก่อให้เกิดความมั่นใจของนักลงทุนในการที่จะเลือกลงทุนในตลาดทุนของประเทศไทยและจะมีส่วนสำคัญในการช่วยเสริมสร้างให้เศรษฐกิจของประเทศดีขึ้นอีกด้วย

## 1.2 สมมติฐานของการศึกษาวิจัย

บทบัญญัติแห่งกฎหมายว่าด้วยความรับผิดในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนที่ใช้บังคับอยู่ในปัจจุบันนั้นก่อให้เกิดอุปสรรคต่อการใช้สิทธิเรียกร้องในทางแพ่งดังกล่าว รวมทั้งอาจไม่เพียงพอต่อการคุ้มครองผู้ลงทุนในหลักทรัพย์

## 1.3 วัตถุประสงค์ของการศึกษาวิจัย

วัตถุประสงค์ของการศึกษาวิจัยนี้เพื่อศึกษาถึงกระบวนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนและมาตรการทางกฎหมายต่างๆที่เกี่ยวข้องในกรณีที่ไม่ปฏิบัติตามกฎหมายว่าด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน โดยเฉพาะอย่างยิ่งมาตรการเยียวยาความเสียหายหรือการเรียกร้องให้มีการรับผิดในทางแพ่งโดยการชดเชยค่าเสียหายและมาตรการในการยับยั้งความเสียหายต่างๆที่เกี่ยวข้องด้วย

นอกจากนี้ยังจะได้วิเคราะห์ถึงปัญหาต่างๆที่เกิดขึ้นและอุปสรรคในการเรียกร้องให้มีการรับผิดในทางแพ่งดังกล่าวในประเทศไทย รวมทั้งข้อจำกัดในทางปฏิบัติและข้อกำหนดตามกฎหมายที่ไม่เอื้ออำนวยให้มีการเรียกร้องดังกล่าว และเพื่อเป็นการเสนอแนะถึงแนวทางการปรับปรุงแก้ไขปัญหาและอุปสรรคดังกล่าวนี้ด้วย

## 1.4 ขอบเขตของการศึกษาวิจัย

มาตรการเยียวยาในทางแพ่งตามกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้มีอยู่ด้วยกันหลากหลายกรณี ขอบเขตของการศึกษาวิจัยฉบับนี้เป็นการมุ่งที่จะศึกษาถึงเฉพาะแต่ประเด็นต่างๆที่เกี่ยวกับความรับผิดในทางแพ่งที่เกิดขึ้นอันเนื่องมาจากการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนเท่านั้น หากได้มีขอบเขตขยายไปถึงความรับผิดตามหลักกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ เช่น ความรับผิดในทางแพ่งอันเนื่องมาจากการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ เช่น การใช้ข้อมูลภายในอันเป็นสาระสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ที่ยังมิได้เปิดเผยต่อประชาชนโดยอาศัยตำแหน่งหน้าที่ของตนและซึ่งมิใช่ข้อมูลที่บุคคลทั่วไปสามารถล่วงรู้ได้ (Civil Liabilities for Insider Trading or Liabilities to Contemporaneous Trading for Insider Trading) การสร้างระดับราคาหลักทรัพย์ให้ผิดไปจากสภาพ

ตลาดที่แท้จริง (Manipulation) เป็นต้น รวมทั้งมิได้ขยายขอบเขตไปถึงความรับผิดในทางแพ่งที่เกิดขึ้นในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เป็นการซื้อขายระหว่างบุคคลแบบเฉพาะเจาะจง (Private Offering) และประเด็นอื่นๆที่ไม่เกี่ยวข้องกับความรับผิดในทางแพ่งที่เกิดขึ้นอันเนื่องมาจากการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนด้วย

### 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการทำวิทยานิพนธ์เรื่องนี้

การทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้คาดว่าจะได้รับประโยชน์ดังนี้

- (1) ทำให้ทราบถึงที่มาของการลงทุนและทฤษฎีการเคลื่อนย้ายทุน
- (2) ทำให้ทราบโครงสร้างของกฎหมายว่าด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน
- (3) ทำให้ทราบถึงโครงสร้างความรับผิดในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน และการดำเนินคดีเพื่อเรียกร้องค่าเสียหาย
- (4) ทำให้ทราบถึงแนวทางการแก้ไขที่เหมาะสมและเหมาะสมกับสภาพปัญหาที่เกิดขึ้นปัจจุบัน

### 1.6 วิธีวิจัยที่จะใช้ในการทำวิทยานิพนธ์

การทำวิจัยโดยวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นการใช้วิธีวิจัยทางเอกสาร (Documentary Research) โดยจะค้นคว้าจากเอกสารรวมทั้งข้อมูลทางอิเล็กทรอนิกส์ต่างๆ (Electronic Data) ที่ปรากฏอยู่บนเครือข่ายอินเทอร์เน็ต (Internet) ทั้งที่เป็นภาษาไทยและภาษาต่างประเทศที่เกี่ยวข้องกับกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กฎหมายว่าด้วยประเภทแห่งกิจการ (Corporate Law) กฎหมายว่าด้วยการเงินองค์กรธุรกิจ (Corporate Finance Law) กฎหมายว่าด้วยบริษัท มาตรการในการคุ้มครองผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ (Securities Investor Protection) การลงทุน และทฤษฎีและแนวคิดต่างๆที่เกี่ยวข้องกับการระดมทุนในตลาดการเงิน รวมทั้งศึกษากฎหมายที่เกี่ยวข้องของต่างประเทศ เช่น กฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาซึ่งเป็นกฎหมายแม่แบบของกฎหมายในเรื่องนี้ ทั้งนี้ เพื่อประมวลความคิดมาเป็นแนวทางในการจัดทำข้อเสนอแนะต่อไป

## บทที่ 2

### ที่มาของการลงทุนและการเสนอขายหลักทรัพย์

#### 2.1 ที่มา จุดมุ่งหมาย และวัตถุประสงค์ของการลงทุนในหลักทรัพย์

โดยทั่วไปแล้วเมื่อบุคคลใดมีรายได้ในปัจจุบันสูงกว่าการใช้จ่ายในปัจจุบัน เมื่อนั้นย่อมเกิดการออมของประชาชนขึ้นด้วยวิธีต่างๆเพื่อที่จะสามารถใช้จ่ายเงินที่ได้ออมไว้ในยามที่ต้องการ และในขณะเดียวกันประชาชนส่วนใหญ่ยังมีความคิดที่จะชะลอการใช้จ่ายในปัจจุบันและนำเงินนั้นไปเก็บออมด้วยวิธีอื่นเพื่อให้เงินจำนวนนั้นงอกเงยเพิ่มขึ้นเพื่อที่จะสามารถใช้จ่ายในอนาคตได้มากขึ้น การชะลอการบริโภคในปัจจุบันนี้ก็เพื่อให้เกิดการบริโภคที่มากขึ้นในอนาคตซึ่งเป็นที่มาของการออมและการลงทุน โดยจำนวนเงินหรือการบริโภคที่งอกเงยขึ้นก็คือผลตอบแทนจากการลงทุน และในทางตรงกันข้ามเมื่อใดที่รายได้ในปัจจุบันน้อยกว่าความต้องการบริโภคในปัจจุบัน บุคคลนั้นก็พิจารณาถึงหารายได้ที่จะได้รับในอนาคตมาบริโภคก่อน ซึ่งอาจจะโดยวิธีการกู้ยืมเงินโดยสัญญาว่าจะชำระคืนเงินกู้ในอนาคตด้วยรายได้ของตนโดยเงินที่จะชำระย่อมมีจำนวนมากกว่าจำนวนที่เมื่อแรกยืม จำนวนเงินที่สูงขึ้นก็คือดอกเบี้ยเงินกู้ อันเป็นส่วนหนึ่งของต้นทุนในการกู้ยืม ซึ่งเป็นการคาดการณ์ว่าเงินกู้ที่ยืมมาเพื่อการบริโภคหรือการลงทุนจะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าต้นทุนที่มีการกู้ยืมมา ดังนั้น การลงทุนจึงหมายถึงการกันเงินไว้จำนวนหนึ่งในช่วงระยะเวลาหนึ่งเพื่อก่อให้เกิดผลตอบแทนที่งอกเงยขึ้นในอนาคตแก่ผู้ที่กันเงินนั้นไว้ ซึ่งจะต้องพิจารณาถึงปัจจัยที่เกี่ยวข้องอื่นๆด้วยอันได้แก่ ความคุ้มต่ออัตราเงินเฟ้อและความคุ้มต่อความเสี่ยงที่ไม่แน่นอนอันอาจจะเกิดขึ้นในอนาคต และการกันเงินไว้ก็คือการชะลอการใช้จ่ายเงินเพื่อการบริโภคในปัจจุบัน โดยหวังว่าเงินจำนวนนี้จะงอกเงยขึ้นในอนาคตซึ่งก็หมายถึงการออมนั่นเอง ดังนั้นการลงทุนจึงมีความเกี่ยวข้องกับการออม การหวังผลตอบแทนในอนาคต และความเสี่ยงอย่างใกล้ชิด

ดังนั้น จุดมุ่งหมายของการลงทุนย่อมได้แก่การลงทุนโดยการออมเพื่อให้เกิดผลตอบแทนสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง หรือเพื่อลดความเสี่ยงให้ต่ำสุด ณ ระดับผลตอบแทนหนึ่ง โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าผู้ลงทุนต้องการที่จะหลีกเลี่ยงความเสี่ยงทั้งปวง (Risk-Averse) ถ้าหากการลงทุนใดมีความเสี่ยงสูง ผู้ลงทุนก็ย่อมต้องการผลตอบแทนที่สูงเพื่อชดเชยความเสี่ยง หากการลงทุนใดมีความเสี่ยงน้อยแม้ผลอัตราผลตอบแทนไม่มากนักผู้ลงทุนก็อาจยอมรับได้ ทั้งนี้เป็นไป

ตามหลัก “High Risk, High Return” โดยจุดมุ่งหมายของการลงทุนในหลักทรัพย์อาจแยกแยะเป็นรายละเอียดวัตถุประสงค์ของการลงทุนได้ดังนี้<sup>1</sup>

- (1) เพื่อให้เงินต้นหรือเงินลงทุนนั้นปลอดภัยไม่สูญหาย
- (2) เพื่อให้เงินต้นหรือเงินลงทุนมีค่าเพิ่มขึ้น โดยที่ไม่ลดค่าลงเนื่องจากภาวะเงินเฟ้อ
- (3) ตราสาร (หลักทรัพย์) ที่ลงทุนนั้นสามารถเปลี่ยนมือได้ง่ายหรือเป็นที่ต้องการของตลาด (marketability)
- (4) เพื่อให้สามารถเปลี่ยนตราสาร (หลักทรัพย์) ที่ลงทุนไปเป็นเงินสดได้ในเวลาที่รวดเร็วโดยไม่ขาดทุน หรือที่เรียกว่ามีสภาพคล่อง (liquidity)
- (5) เพื่อให้มีรายได้สม่ำเสมอ
- (6) เพื่อให้มีสิทธิประโยชน์ทางด้านภาษีอากรอันเนื่องจากการลงทุน
- (7) เพื่อให้มีการกระจายการลงทุนเพื่อลดความเสี่ยง

การลงทุนในหลักทรัพย์จึงเป็นการลงทุนโดยผู้ที่มีเงินออมซึ่งหวังจะได้รับประโยชน์ทั้งเจ็ดประการดังกล่าวในช่วงระยะเวลาตามอายุของหลักทรัพย์นั้นๆ

ในระบบการเงิน (Financial System) จะมีการเคลื่อนย้ายเงินออมจากผู้มีเงินออมมายังผู้ต้องการใช้เงินทุนอยู่ตลอดเวลา ซึ่งเรียกว่า “การเคลื่อนย้ายเงินทุน” ซึ่งหมายถึงการเคลื่อนย้ายเงินออมของประชาชนไปสู่กิจการซึ่งต้องการเงินทุนโดยการออกหลักทรัพย์ประกันการลงทุนนั้น ซึ่งเรียกว่าเป็นการลงทุนในหลักทรัพย์ (Investment) และในตลาดการเงิน (Financial Market) นั้น การเคลื่อนย้ายทุนดังกล่าวสามารถกระทำได้ทั้งสิ้น 3 รูปแบบ ดังต่อไปนี้<sup>2</sup>

- (1) การเคลื่อนย้ายทุนโดยตรง โดยการที่กิจการที่ต้องการใช้เงินทุนออกหลักทรัพย์จำหน่ายแก่ผู้ต้องการลงทุนโดยตรง
- (2) การเคลื่อนย้ายทุนโดยตรงระหว่างผู้ลงทุนกับกิจการที่ต้องการใช้เงินทุน โดยมีกิจการวานิชธนกิจ (Investment Bank) ซึ่งเป็นสถาบันกลางในการช่วยอำนวยความสะดวก เช่น ช่วยในการจำหน่ายหลักทรัพย์แก่ผู้ลงทุนในตลาดทุน (Capital Market) โดยจำหน่ายแทนกิจการที่ต้องการใช้ทุนและอาจช่วยรับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ให้แก่กิจการที่ต้องการใช้ทุนดังกล่าวด้วย

<sup>1</sup> จิรรัตน์ สังข์แก้ว, การลงทุน (กรุงเทพมหานคร, โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2540), หน้า 8

<sup>2</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 16



(3) การเคลื่อนย้ายทุนโดยสถาบันการเงินทำหน้าที่เป็นตัวกลางหรือสื่อกลางในการระดมเงินออมจากผู้มีเงินออม (financial intermediary) เช่น ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทประกันภัย เป็นต้น โดยการออกหลักทรัพย์ของสถาบันการเงินให้แก่ผู้ลงทุน เช่น บัตรเงินฝาก ตั๋วสัญญาใช้เงิน เป็นต้น และสถาบันการเงินดังกล่าวจะทำหน้าที่เป็นผู้นำเงินออมของผู้ลงทุนต่างๆ ออกจัดสรรให้แก่กิจการที่ต้องการใช้ทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในการให้กู้ยืมในตลาดเงิน (Money Market) และโดยที่กิจการที่กู้ยืมจะออกหลักทรัพย์เพื่อประกันการนำเงินออมจากสถาบันการเงินดังกล่าวไปทำการลงทุนต่อไปซึ่งในที่นี้ย่อมได้แก่ข้อตกลงหรือสัญญากู้ยืมเงิน (Loan Agreement)

ดังที่ได้กล่าวแล้วข้างต้นย่อมเป็นที่มาอันนำไปสู่การมีกฎหมายเกี่ยวกับการระดมเงินออมเพื่อสร้างกลไกในการควบคุมการลงทุนให้เป็นที่น่าเชื่อถือและยุติธรรม และนอกจากนี้ยังเพื่อเป็นการคุ้มครองนักลงทุนมิให้ถูกการฉ้อฉลหลอกลวง (Fraud) จากบุคคลซึ่งไม่สุจริตโดยอาศัยเครื่องมือทางการเงินต่างๆ ในการลงทุนทำการหลอกลวงเพื่อแสวงหาประโยชน์อันมิควรได้จากผู้ลงทุนเป็นของตนและทำให้เกิดความเสียหายต่อผู้ลงทุนอีกด้วย

## 2.2 การเสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดแรก

เมื่อกิจการมีความต้องการทุน (Capital Requirements) กิจการก็สามารถที่จะทำการระดมทุนจากประชาชนซึ่งมีเงินออม ซึ่งอาจกล่าวได้ว่ากิจการทุกกิจการมีความต้องการทุน 3 ชนิดด้วยกันคือ<sup>3</sup>

- (1) ทุนสำหรับการเริ่มต้นกิจการ (Start-up Capital)
- (2) ทุนสำหรับการพัฒนา ขยาย หรือดูแลรักษากิจการ (Development Capital)
- (3) ทุนสำหรับจัดหาเทคโนโลยีสมัยใหม่ หรือสำหรับโครงการที่มีความเสี่ยงสูง (Venture Capital)

และเมื่อกิจการมีความต้องการทุนดังกล่าวและไม่สามารถหาแหล่งเงินจากตลาดเงิน (Money Market) ได้แล้ว ก็จะต้องทำการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนเพื่อวัตถุประสงค์ในการระดมเงินทุนจากเงินออมของประชาชน (Public Funds Raising) ซึ่งจะเริ่มจากการเสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดแรก (Primary Market) อันเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่ที่ยังไม่เคยมีการเปลี่ยนมือมาก่อน และโดยทั่วไปแล้วรัฐจะทำการควบคุมการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าวในเฉพาะบางกรณีที่อาจมีผลกระทบต่อประชาชนโดยส่วนรวมเพื่อให้การเสนอขายหลักทรัพย์เป็นไป

<sup>3</sup> Burgess, Robert, *Corporate Finance Law* (London: Sweet & Maxwell, 1985), p. 1

โดยถูกต้องและยุติธรรม โดยที่การเสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดแรกหรือการเสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่นี้ โดยทั่วไปอาจจำแนกได้เป็น 3 กรณีด้วยกัน<sup>4</sup> และการเสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดแรกนี้<sup>5</sup>ได้จำแนกตามประเภทซึ่งกิจการจะต้องดำเนินการเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ ซึ่งต้องยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ (Registration Statement) และร่างหนังสือชี้ชวน (Prospectus)<sup>5</sup> ดังนี้

(1) การเสนอขายหุ้นแก่ผู้ถือหุ้นเดิม (Right Offering) การเสนอขายหลักทรัพย์กรณีนี้อาจเกิดขึ้นโดยข้อบังคับของบริษัทซึ่งกำหนดให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นเดิมในการที่จะซื้อหุ้นซึ่งเป็นหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทได้ก่อนการเสนอขายต่อบุคคลทั่วไป หรืออาจเกิดขึ้นจากความเห็นชอบโดยมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทในการเพิ่มทุน โดยที่ผู้ถือหุ้นเดิมนั้นมีสิทธิในความเป็นเจ้าของของบริษัทเดิมอยู่ก่อนแล้วดังนั้นจึงเป็นการเสนอขายหุ้นแก่เจ้าของเดิมซึ่งเป็นบุคคลภายในของกิจการ และมีไม่การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน ด้วยเหตุนี้การเสนอขายหลักทรัพย์ในกรณีนี้จึงไม่อยู่ภายใต้ข้อกำหนดในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ให้ต้องทำการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ (Registration Statement) และร่างหนังสือชี้ชวน (Prospectus) เนื่องจากเป็นการเสนอขายหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทซึ่งมีลักษณะเป็นข้อตกลงระหว่างเอกชนสองฝ่ายที่มีฐานะที่เท่าเทียมกันและมีความสัมพันธ์ต่อกันมาก่อนและยังไม่ส่งผลกระทบต่อประชาชนโดยส่วนรวมอีกด้วย

(2) การเสนอขายหลักทรัพย์โดยวิธีเฉพาะเจาะจง (Private Placement) ได้แก่การเสนอขายหลักทรัพย์ที่มีลักษณะพิเศษบางประการซึ่งมิได้มีผลกระทบต่อประชาชนส่วนรวมโดยตรงโดยไม่ต้องทำการจดทะเบียนการเสนอขายหลักทรัพย์หรือร่างหนังสือชี้ชวนแต่อย่างใด ทั้งนี้โดยพิจารณาจากมูลค่าของหลักทรัพย์ทั้งหมดที่เสนอขาย หรือโดยพิจารณาจากจำนวนผู้รับการเสนอขาย หรือพิจารณาจากการเสนอขายแก่ผู้ลงทุนสถาบัน เป็นต้น

การเสนอขายหลักทรัพย์นั้นย่อมเป็นสิทธิของกิจการต่างๆที่จะกระทำได้ภายใต้ข้อจำกัดของกฎหมาย เช่น หากเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทหุ้นทุน (equity share) กิจการประเภทบริษัทจะถูกห้ามมิให้ชี้ชวนให้ประชาชนเข้าซื้อหุ้นแต่ก็มีได้หมายความว่า จะเป็นการจำกัด

<sup>4</sup> จีรัตน์ สังข์แก้ว, การลงทุน, หน้า 16

<sup>5</sup> สุทธิชัย จิตรวาณิช. กฎหมายว่าด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2524), หน้า 34

มิให้ประชาชนรับซื้อหุ้นของบริษัท<sup>6</sup> ส่วนกิจการประเภทบริษัทมหาชนจำกัดย่อมไม่มีข้อจำกัดในการชี้ชวนประชาชนให้ซื้อหุ้นเพียงแต่กิจการที่ประสงค์จะให้ประชาชนเข้าซื้อหุ้นของตนจะต้องปฏิบัติตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งปัจจุบันได้แก่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 หมวด 3 ว่าด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน ซึ่งตามบทบัญญัติดังกล่าวกำหนดให้การเสนอขายหลักทรัพย์อันมีลักษณะเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนเท่านั้น (Public Offering) ต้องทำกรยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ (Registration Statement) และร่างหนังสือชี้ชวน (Prospectus) ต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (SEC) และได้รับอนุญาตแล้ว แต่ทั้งนี้ได้ยกเว้นไม่รวมถึงการเสนอขายหลักทรัพย์ซึ่งมีลักษณะเป็นการเสนอขายแบบเฉพาะเจาะจง (Private Placement)<sup>7</sup> อันมีลักษณะดังต่อไปนี้<sup>8</sup>

(2.1) การเสนอขายหุ้นต่อประชาชนหรือบุคคลใดๆ ที่มีมูลค่ารวมกันทั้งสิ้นไม่เกิน 20 ล้านบาทภายในระยะเวลาไม่เกิน 12 เดือน

(2.2) การเสนอขายหุ้นที่

2.2.1 เสนอขายแก่ผู้ลงทุน โดยเฉพาะเจาะจงซึ่งมีจำนวนไม่เกิน 35 รายภายในระยะเวลา 12 เดือน

2.2.2 เสนอขายแก่ผู้ลงทุนดังต่อไปนี้

(1) ธนาคารแห่งประเทศไทย  
 (2) ธนาคารพาณิชย์  
 (3) บริษัทเงินทุน  
 (4) บริษัทหลักทรัพย์เพื่อเป็นทรัพย์สินของตนเอง หรือเพื่อการจัดการโครงการลงทุนที่จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ หรือเพื่อการจัดการกองทุนส่วนบุคคล

(5) บริษัทเครดิตฟองซิเออร์

(6) บริษัทประกันภัย

<sup>6</sup> ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 1012

<sup>7</sup> มาตรา 64(2) และมาตรา 64(3) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้การเสนอขายหลักทรัพย์ซึ่งมีลักษณะเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน หรือบุคคลใดๆ ที่มีมูลค่าของหลักทรัพย์ทั้งหมด น้อยกว่าจำนวนเงินที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด และการเสนอขายหลักทรัพย์ที่มีลักษณะ ประเภท หรือจำนวนของผู้ลงทุน ตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด ไม่อยู่ภายใต้บังคับบทบัญญัติในหมวด 3 ว่าด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน

<sup>8</sup> พิเศษ เสตเสถียร, กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, พิมพ์ครั้งที่ 2 (กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์นิติธรรม, 2539), หน้า 33

- (7) สถาบันการเงินระหว่างประเทศ
- (8) นิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น
- (9) ส่วนราชการและรัฐวิสาหกิจ
- (10) กองทุนเพื่อการฟื้นฟูระบบและพัฒนาสถาบันการเงิน
- (11) กองทุนบำเหน็จบำนาญ
- (12) กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ
- (13) กองทุนรวม
- (14) นิติบุคคลที่มีสินทรัพย์รวมตามงบการเงินที่ผู้สอบบัญชีตรวจสอบแล้ว สำหรับระยะเวลาล่าสุด ตั้งแต่ 500 ล้านบาทขึ้นไป
- (15) นิติบุคคลซึ่งมีผู้ถือหุ้นเป็นบุคคลตาม (2) ถึง (14) ถือหุ้นรวมกันไม่ต่ำกว่าร้อยละเจ็ดสิบห้าของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมด
- (16) ผู้ลงทุนแต่ละรายที่ผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชน บริษัทมหาชนจำกัด บริษัทจำกัด หรือเจ้าของหุ้นเสนอขายหุ้นให้มีมูลค่าไม่ต่ำกว่า 10 ล้านบาทขึ้นไป
- (17) ผู้ลงทุนซึ่งไม่มีภูมิลำเนาในประเทศไทยและนำเงินลงทุนมาจากต่างประเทศ โดยมีผู้ดูแลหรือจัดการลงทุนให้

อย่างไรก็ดี แม้ว่าการเสนอขายหลักทรัพย์แบบ Private Placement นี้จะไม่อยู่ภายใต้บังคับให้ต้องจดทะเบียนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนซึ่งทำให้ไม่ต้องยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ (Registration Statement) และร่างหนังสือชี้ชวน (Prospectus) ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ก็ตาม แต่ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าวจะต้องรายงานผลการขายให้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ทราบภายในสิบห้าวันนับแต่วันปิดการเสนอขาย<sup>9</sup> ทั้งนี้ เพื่อให้ผู้เสนอขายหลักทรัพย์แจ้งข้อเท็จจริงที่เกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ที่มีลักษณะเฉพาะเจาะจงดังกล่าว และหากการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าวนั้นผู้เสนอขายได้ทำการปิดการเสนอขายแล้ว การเสนอขายหลักทรัพย์ในครั้งใหม่หากเป็นการเสนอขายที่เข้าหลักเกณฑ์เป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนแล้ว ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ในครั้งใหม่ก็จะต้องทำการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนเพื่อขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ด้วย

3) การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน (Public Offering) อันหมายถึงการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนเป็นการทั่วไปซึ่งผู้เสนอขายจะต้องดำเนินการยื่นแบบแสดงรายการ

<sup>9</sup> มาตรา 64 วรรคท้าย พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

ข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ (Registration Statement) และร่างหนังสือชี้ชวน (Prospectus) ตามที่กฎหมายกำหนดซึ่งจะได้กล่าวต่อไป

### 2.3 แนวความคิดว่าด้วยการเปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน

ในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้น ผู้เสนอขายหลักทรัพย์จะต้องทำการจดทะเบียนหรือขออนุญาตให้มีการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนก่อนที่จะทำการเสนอขายหลักทรัพย์ ซึ่งการเสนอขายหลักทรัพย์ในประเทศไทยจะต้องขออนุญาตต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เพื่อทำการเปิดเผยข้อมูลตามที่กฎหมายกำหนด

ในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้น ผู้เสนอขายจะต้องทำการเปิดเผยข้อมูลที่จำเป็นเพื่อประโยชน์แก่ผู้ลงทุนในอันที่จะทำให้การเสนอขายหลักทรัพย์นั้นเป็นไปอย่างเป็นธรรมแก่ทุกฝ่ายทั้งนี้เนื่องจากธุรกิจหลักทรัพย์นั้นมีลักษณะที่สำคัญอยู่สองประการ<sup>10</sup> ซึ่งลักษณะสำคัญของธุรกิจหลักทรัพย์ ประการแรกได้แก่การที่หลักทรัพย์นั้นเป็นสินทรัพย์ที่มีความซับซ้อน (intricate merchandize) โดยเฉพาะการตีค่า (value) ของหลักทรัพย์นั้นจะไม่มีหลักการรองรับที่ชัดเจนที่จะสามารถตีราคาที่เหมาะสม (intrinsic value) ของหลักทรัพย์ได้ ซึ่งแต่ละวิธีย่อมทำให้ได้มูลค่าของหลักทรัพย์ที่แตกต่างกันออกไป เช่น<sup>11</sup>

- มูลค่าที่ตราไว้ (par value หรือ face value หรือ nominal value) ซึ่งเป็นมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ถูกระบุไว้บนใบตราสารซึ่งเป็นไปตามข้อกำหนดในหนังสือบริคณห์สนธิของแต่ละบริษัท ซึ่งมูลค่าที่ตราไว้นี้จะเป็นข้อมูลที่แสดงให้เห็นถึงมูลค่าเงินลงทุนเริ่มแรกสำหรับหุ้นแต่ละหน่วยซึ่งจะเป็นประโยชน์ในการวิเคราะห์ทางบัญชี และแสดงให้เห็นถึงทุนจดทะเบียนตามกฎหมาย

- มูลค่าหุ้นตามบัญชี (book value) ซึ่งเป็นมูลค่าหุ้นสามัญ 1 หุ้น ที่ได้จากการประเมินค่าสินทรัพย์สุทธิ (net asset value) ต่อหุ้นตามงบดุลล่าสุดของบริษัทผู้ออกหุ้น ซึ่งหมายความว่า หากบริษัทที่ออกหุ้นดังกล่าวเลิกกิจการและสามารถนำสินทรัพย์ รวมถึงหนี้สินต่างๆ

<sup>10</sup> นพพร บุญถนอม, การบังคับใช้กฎหมายป้องกันการฉ้อฉลและการสร้างราคาในการซื้อขายหลักทรัพย์ในประเทศไทย (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2536), หน้า 28 - 30

<sup>11</sup> ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ก้าวแรกสู่การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์, พิมพ์ครั้งที่ 6 (กรุงเทพมหานคร: ส่วนสิ่งพิมพ์ ฝ่ายสื่อสารองค์กร ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545), หน้า 108

ไปแปรเป็นเงินสดได้ตามมูลค่าที่ระบุในงบดุลนั้นแล้ว ผู้ถือหุ้นจะได้รับเงินคืนในจำนวนเท่ากับมูลค่าตามบัญชีต่อการถือหุ้น 1 หุ้น

- มูลค่าตามราคาตลาด (market price) คือมูลค่าของหลักทรัพย์ที่คำนวณขึ้นโดยใช้ราคาตลาด และเมื่อได้นำราคาตลาดคูณเข้ากับจำนวนหลักทรัพย์ที่ถืออยู่ก็จะได้เป็นมูลค่าของหลักทรัพย์ที่เรียกว่า Market Capitalization

แต่มีข้อที่น่าสังเกตข้างต้นบางประการ คือ มูลค่า(value) ของหลักทรัพย์กับราคา(price) ของหลักทรัพย์อาจไม่เท่ากัน กล่าวคือ ทฤษฎีของ Paul Samuelson ซึ่งชี้ว่ามูลค่าของหลักทรัพย์กับราคาของหลักทรัพย์จะเคลื่อนไหวไปในแนวเดียวกันและราคาหลักทรัพย์ที่เป็นไปตามกลไกของตลาดที่สมบูรณ์จะเท่ากับมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์<sup>12</sup> ดังนั้น มูลค่าของหลักทรัพย์จึงอาจมีใช้จำนวนเดียวกับราคาของหลักทรัพย์ก็ได้ในกรณีที่ราคาของหลักทรัพย์นั้นมีได้เป็นไปตามกลไกของตลาดที่สมบูรณ์

ลักษณะสำคัญประการที่สองของธุรกิจหลักทรัพย์นั้น ก็คือกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ตั้งอยู่บนหลักการที่ว่า มีขึ้นเพื่อป้องกันผู้ที่ไม่รู้สาระหรือข้อเท็จจริงเกี่ยวกับตลาดจากผู้รู้ หรืออีกนัยหนึ่งก็ถือเป็นการป้องกันการเอาเปรียบกันจากการรับรู้ข่าวสารและความรู้ความเข้าใจที่ไม่เท่าเทียมกันระหว่างสาธารณชนทั่วไปกับผู้ประกอบธุรกิจ หรือผู้ที่ประกอบอาชีพเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญเกี่ยวกับหลักทรัพย์ ซึ่งเมื่อพิจารณาจากลักษณะสำคัญทั้งสองประการดังกล่าวแล้วจะเห็นได้ว่าการเสนอขายหลักทรัพย์และราคาของหลักทรัพย์นั้นจะขึ้นอยู่กับการเปิดเผยข้อมูลเป็นสำคัญและราคาของหลักทรัพย์ที่จะมีการเคลื่อนไหวก็จะเป็นผลกระทบโดยตรงจากการเปิดเผยข้อมูลข่าวสารด้วยเหตุนี้ในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในตลาดแรกก็จะต้องมีการเปิดเผยข้อมูลที่พอเพียงต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุนที่จะเข้าซื้อหลักทรัพย์นั้นทั้งนี้เพื่อป้องกันมิให้ผู้ลงทุนถูกเอาเปรียบโดยที่รัฐจะต้องออกกฎหมายเพื่อควบคุมให้มีการเปิดเผยข้อมูลที่จำเป็นดังกล่าวซึ่งถือเป็นนโยบายของรัฐที่จะต้องก่อให้เกิดและรักษาไว้ซึ่งความเชื่อถือ (integrity) และความซื่อสัตย์ในการระดมทุนจากเงินออมของประชาชนอันเป็นผลประโยชน์สาธารณะ (public interest) นอกเหนือจากการคุ้มครองทรัพย์สินส่วนบุคคลหรือของบุคคลใดบุคคลหนึ่ง การเปิดเผยข้อมูลที่ไม่ถูกต้องหรือเป็นเท็จหรือเปิดเผยข้อมูลที่ไม่ครบถ้วนโดยจงใจย่อมเป็นการฉ้อฉล (fraud) ผู้ลงทุนอย่างหนึ่ง และย่อมนำไปสู่กระบวนการตามกฎหมายที่จะต้องให้มีการรับผิดชอบโดยบุคคลที่เกี่ยวข้องต่อไปซึ่งเป็นมาตรการที่สำคัญประการหนึ่งในการป้องกันการฉ้อฉลในกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (anti-fraud provisions)

<sup>12</sup> Kenneth Garbade, *Securities Market* (New York: McGraw-Hill, 1982), pp. 422-427

ในการดำเนินการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้น กิจการผู้ยื่นขอเสนอขายหลักทรัพย์มีหน้าที่ที่จะต้องเปิดเผยข้อมูลให้ครบถ้วนตามที่กฎหมายกำหนด ซึ่งข้อมูลโดยส่วนใหญ่ที่กฎหมายกำหนดให้มีการเปิดเผยนั้นจะกำหนดขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์ในการคุ้มครองนักลงทุน ผู้ซื้อหลักทรัพย์ และโดยที่องค์กรควบคุมการเสนอขายหลักทรัพย์โดยเฉพาะอย่างยิ่งคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (Securities and Exchange Commission หรือ SEC) ย่อมต้องเป็นองค์กรที่อิสระไม่อยู่ภายใต้การควบคุมของรัฐมากจนอาจทำให้การดำเนินการในตลาดทุนถูกแทรกแซงจากรัฐได้รวมทั้งมีอำนาจที่จะออกกฎ ระเบียบ ข้อบังคับ คำสั่ง เพื่อดำเนินการแก่ผู้เกี่ยวข้องในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่างๆ ได้ในทันทีเพื่อให้เกิดความเรียบร้อยและโปร่งใส ซึ่งเป็นลักษณะที่เรียกว่าเป็นองค์กรที่ปกครองตนเอง (self-regulatory organization หรือ SRO) และมีลักษณะที่ในทางวิชาการเรียกว่าเป็นองค์กรกึ่งตุลาการ (quasi-judicial) ซึ่งหมายความว่า SEC เป็นองค์กรที่จะมีอำนาจในการวินิจฉัยการกระทำใดๆ ของบุคคลที่เกี่ยวข้องในอุตสาหกรรมหลักทรัพย์ว่าขัดต่อบทบัญญัติแห่งกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์หรือไม่ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเรื่องการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นต่อการคุ้มครองนักลงทุนซึ่งโดยทั่วไปแล้วกฎหมายจะให้อำนาจ SEC ทั้งในการออกกฎ ระเบียบ รวมทั้งประกาศต่างๆ เพื่อควบคุมการดำเนินกระบวนการในเรื่องนี้ และผู้ที่กระทำการฝ่าฝืนกฎ ระเบียบ หรือประกาศดังกล่าวก็ย่อมจะมีสภาพบังคับ (sanctions) ด้วยทั้งในทางอาญา ทางแพ่ง และมาตรการต่างๆ ในทางปกครอง

## 2.4 การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน (Public Offering)

### 2.4.1 การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศสหรัฐอเมริกา

ในภาพรวมของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกานั้น โดยหลักการแล้วก็ย่อมเป็นไปตามทฤษฎีการเคลื่อนย้ายทุนตามที่ได้กล่าวมาแล้ว กล่าวคือในส่วนที่ต้องการจะเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้นจะมีทั้งการเคลื่อนย้ายทุนโดยตรงที่ไม่มีตัวกลางในการระดมทุนจากประชาชนหรือมีลักษณะที่เรียกว่าเป็น Direct Offering และการเคลื่อนย้ายทุนทางตรงแต่มีกิจการวณิชยกรรมทำหน้าที่เป็นตัวกลาง (Intermediary) เพื่ออำนวยความสะดวกรวมถึงทำการประกันการขายภายใต้เงื่อนไขที่ได้ทำไว้ในข้อตกลงจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriting Agreement) แต่กระบวนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้นโดยมากแล้วจะเริ่มต้นจากกระบวนการในการจัดจำหน่าย (Underwriting Process) ซึ่งกิจการผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องขอคำแนะนำและความช่วยเหลือในการดำเนินกระบวนการตามกฎหมายรวมทั้งการจัดทำเอกสารและคำปรึกษาด้านการเงินต่างๆ ที่เกี่ยวข้องและตลอดไปจนถึงการกำหนด

ราคาหลักทรัพย์ที่จะทำการเสนอขาย และดังนั้นจึงมีความจำเป็นที่กิจการผู้ออกหลักทรัพย์จำเป็นต้องได้รับความช่วยเหลือจากผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ซึ่งมีอยู่หลายรูปแบบที่ใช้กันอยู่โดยทั่วไปและแบบพิเศษบางอย่างขึ้นอยู่กับพฤติการณ์ฉุกเฉิน (financial exigencies) ในแต่ละสถานการณ์ แต่การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้นกิจการผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องเผชิญกับข้อจำกัดหลายประการ กิจการผู้ออกหลักทรัพย์ไม่มีเครื่องมือ (wherewithal) หรือผู้เชี่ยวชาญในด้านอุตสาหกรรมการเงินที่จะมาดูแลการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนโดยตรง ดังนั้น การเคลื่อนย้ายทุนทางตรง หรือ Direct Offering นั้นจึงมีข้อจำกัดอยู่มากโดยเฉพาะอย่างยิ่งถ้าเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์จำนวนมากก็มักจะต้องใช้บริการเครือข่ายของนายหน้าและผู้ค้าหลักทรัพย์ทรัพย์สิน (broker-dealer network) และต้องใช้นักขาย (sales person) ที่ได้ขึ้นทะเบียนไว้กับ SEC และนอกจากนี้ Uniform Securities Act ซึ่งเป็นกฎหมายที่สร้างความเป็นอันหนึ่งอันเดียวกันของกฎหมายหลักทรัพย์ในแต่ละมลรัฐของประเทศสหรัฐอเมริกา ยังกำหนดให้บุคคลที่จะกระทำการเป็นนายหน้า (broker) หรือตัวแทน (agent) ของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ในการดำเนินการเสนอขายหลักทรัพย์จะต้องจดทะเบียนไว้กับหน่วยงานประจำมลรัฐนั้นด้วย ทั้งนี้ จะเป็นไปตามกฎหมายภายในของแต่ละมลรัฐ<sup>13</sup>

แต่อย่างไรก็ตาม Direct Offering อาจเกิดขึ้นได้ใน 5 กรณีด้วยกัน คือ (1) ในกรณีที่กิจการผู้ออกหลักทรัพย์ต้องการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนโดยใกล้ชิดกับนักลงทุนด้วยเหตุผลบางประการ เช่น เพื่อลดต้นทุนในการจำหน่ายหลักทรัพย์ เป็นต้น หรือ (2) ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นเดิม (existing shareholders) ต้องการที่จะทำการขายหุ้นของตนให้แก่ผู้ถือหุ้นของคนอื่น จึงไม่จำเป็นต้องใช้วิธีการที่ยุ่งยากมาก หรือ (3) ในกรณีที่เป็นการเสนอขายหลักทรัพย์โดยวิธีการเฉพาะเจาะจงแก่บุคคลบางกลุ่มโดยตรง (direct private placement) ซึ่งมีวิธีการที่ไม่ยุ่งยาก หรือ (4) ในกรณีที่เป็นการเสนอขายหลักทรัพย์โดยวิธีการยื่นซองปิดผนึกเข้าประมูล (public sealed bidding) โดยผู้เสนอราคาที่ดีที่สุดเป็นผู้ได้หลักทรัพย์นั้นไป ทั้งนี้ เพื่อประโยชน์ทางเทคนิคบางประการ แต่กรณีนี้เกิดขึ้นได้ยาก หรือ (5) ในกรณีที่การเสนอขายหลักทรัพย์นั้นใช้เป็นหลักประกันการให้สินเชื่อโดยผู้ให้กู้ในทางพาณิชย์ (commercial lenders) เช่น การกู้ยืมโดยมีหลักประกันจากธนาคาร (secured bank loan) การกู้ยืมโดยมีการจำนองสินทรัพย์ (mortgage loan) การกู้ยืมเงินเพื่อการจัดหาเครื่องมือในการประกอบธุรกิจ (equipment loan) เช่น เครื่องจักร คอมพิวเตอร์ ระบบการสื่อสาร ฯลฯ (equipment loan) หรือการจัดสรรเงินทุนแบบ Leaseback Arrangement ซึ่งคู่สัญญาฝ่ายหนึ่งจะทำการขายทรัพย์สินให้แก่ผู้ซื้อและผู้ซื้อที่มีข้อตกลงที่ผู้ซื้อจะให้เช่าทรัพย์สินนั้นแก่ผู้ขาย

<sup>13</sup> กฎหมายภายในของแต่ละมลรัฐที่กล่าวไว้นี้หมายถึง “The Blue Sky Law” ซึ่งมีสถานะเป็น Corporate Law ของแต่ละมลรัฐและใช้บังคับควบคู่กับกฎหมายของรัฐบาลกลาง (Federal Law)



ทรัพย์สินเป็นการตอบแทน ซึ่งจะทำให้ผู้ซื้อที่มีสิทธิใช้สอยทรัพย์สินนั้นได้อย่างเต็มที่โดยที่ไม่มีเงินทุนจมอยู่ในทรัพย์สินนั้นและอาจมีสิทธิประโยชน์ทางภาษีบางประการ (tax benefit)<sup>14</sup> เป็นต้น

#### 2.4.1.1 ขั้นตอนการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriting Process)

ตามที่ได้กล่าวมาแล้วว่ากิจการผู้ออกหลักทรัพย์โดยมากมีความจำเป็นต้องใช้บริการของวาณิชกิจ (Investment Bank) เพื่อทำการเป็นผู้จัดจำหน่าย (Underwriter) และประกันการขายหลักทรัพย์ตามเงื่อนไขที่ได้ทำไว้ใน Underwriting Agreement เพื่อเป็นการแบกรับภาระความเสี่ยงของผู้ออกหลักทรัพย์ในกรณีที่หลักทรัพย์นั้นไม่สามารถจัดสรรให้แก่ผู้ลงทุนได้ทั้งหมด โดยมากผู้จัดจำหน่ายในประเทศสหรัฐอเมริกาจะทำหน้าที่ในการให้คำแนะนำทางด้านขั้นตอนวิธีการระดมทุนและคำแนะนำด้านการเงินแก่กิจการผู้ออกหลักทรัพย์ รวมทั้งรับซื้อหลักทรัพย์และนำไปจำหน่ายต่อแก่ประชาชน<sup>15</sup> ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ส่วนมากจะเป็นสมาชิกของ National Association of Securities Dealer (NASD) และ Underwriting Agreement นี้ก็จะต้องอยู่ภายใต้กฎเกณฑ์ที่ควบคุมให้การดำเนินการของผู้จัดจำหน่ายเป็นไปโดยมีความเป็นธรรม (NASD's Rules of Fair Practice) เช่น การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ข้อปฏิบัติในกรณีที่หลักทรัพย์จำหน่ายไม่หมด การควบคุมในเรื่องเกี่ยวกับการส่งมอบเงินทุนที่ได้จากการจำหน่ายหลักทรัพย์ให้แก่กิจการผู้ออกหลักทรัพย์มิให้ล่าช้าเกินไปและไม่ให้มีการขยายระยะเวลาเครดิต (extension of credit) โดยไม่สมควร เป็นต้น Underwriting Agreement นี้จะต้องยื่นส่งต่อ NASD's Corporate Financing Department ซึ่งมีสำนักงานอยู่ในกรุงวอชิงตัน ดีซี และภายหลังจากที่ได้ยื่นส่งดังกล่าวแล้วก็อาจมีความเห็นรูปแบบของ Letter of Comment ตอบกลับด้วยในบางกรณี เป็นกระบวนการควบคุม Underwriting Agreement ตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา นอกจากนี้ยังอาจกล่าวได้ว่ารูปแบบของการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศสหรัฐอเมริกามีสามรูปแบบหลักได้แก่ แบบ Strict Underwriting แบบ Firm Commitment Underwriting และแบบ Best Efforts Underwriting ซึ่งจะได้อธิบายดังต่อไปนี้<sup>16</sup>

(1) **Strict Underwriting** เป็นรูปแบบการจัดจำหน่ายที่มีลักษณะเป็นการประกันการขายหลักทรัพย์แบบเด็ดขาด โดยที่เรียกอีกอย่างหนึ่งว่า *Old-fashioned Underwriting* หรือ

<sup>14</sup> แหล่งที่มา: <http://www.investorwords.com/>

<sup>15</sup> Richard A. Brealey & Stewart C. Myers, *Principles of Corporate Finance*, 5th ed. (New York : McGraw-Hill., 1996), p. 386

<sup>16</sup> "Securities Regulation by Louis Loss" อ้างถึงใน David L. Ratner, *Securities Regulation, Material for a Basic Course*, 3rd ed. (St Paul, Minn: West Publishing Co., 1986), pp. 25-29

*Stand-by Underwriting* ซึ่งกิจการผู้ออกหลักทรัพย์จะมอบหมายให้วาณิชธนกิจเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ให้แก่نگลงทุนโดยทั่วไปและทำหน้าที่เป็นผู้รับประกันการขาย (Insuring House) ซึ่งมีหน้าที่ในการประชาสัมพันธ์และรับคำจองซื้อหลักทรัพย์จากنگลงทุน เมื่อการจองซื้อหลักทรัพย์เสร็จสิ้นกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ก็จะทำการจัดสรรหลักทรัพย์ให้แก่ผู้จองซื้อ และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ซึ่งทำหน้าที่ประกันการขายหลักทรัพย์ด้วยแล้วจะทำการรับซื้อในส่วนที่มีได้มีการจัดสรรให้แก่نگลงทุนทั้งหมด วิธีการนี้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จะต้องแบกรับความเสี่ยงไว้มากและมีค่าตอบแทน (underwriting fee) ก่อนข้างสูงจึงเกิดขึ้นได้ยาก และส่วนมากมักจะพบแต่ในการเสนอขายหลักทรัพย์แก่ผู้ถือหลักทรัพย์เดิม (rights offering) เท่านั้น

(2) **Firm Commitment Underwriting** เป็นรูปแบบการจัดจำหน่ายที่มีลักษณะเป็นการกระจายความเสี่ยง กล่าวคือกิจการผู้ออกหลักทรัพย์จะทำการจัดสรรหลักทรัพย์ทั้งหมดให้แก่บริษัทจัดการการเสนอขายหลักทรัพย์ (securities firms) หลายๆแห่งซึ่งในจำนวนนี้จะมีรายหนึ่งหรือมากกว่าทำหน้าที่เป็นผู้จัดการผู้จัดจำหน่ายทั้งหมด (managing underwriter(s) หรือ principal underwriter(s)) ผู้จัดจำหน่ายแต่ละรายจะนำหลักทรัพย์ที่ได้รับการจัดสรรไปจำหน่ายและรับผิดชอบเฉพาะในส่วนของตน โดยที่มี managing underwriter เป็นผู้ดูแลการจัดจำหน่ายทั้งหมด ภายหลังจากที่ managing underwriter ลงนามใน Firm Commitment Underwriting Agreement แล้วก็ทำการติดต่อไปยังผู้จัดจำหน่ายรายอื่นๆเพื่อมารับดำเนินการเป็นผู้จำหน่ายหลักทรัพย์ในลักษณะที่เป็น “wholesaler” และในหลายกรณีผู้จัดจำหน่ายจะต้องใช้บริการของเครือข่ายในการจำหน่ายหลักทรัพย์อย่างอื่น (selling groups) ของวาณิชธนกิจหรือของนายหน้า (brokerage house) ด้วยเพื่อให้การจำหน่ายนั้นขยายวงกว้างออกไปเพียงแต่บริการเครือข่ายในการจำหน่ายหลักทรัพย์นี้จะทำหน้าที่เป็นเพียง “retailer” ซึ่งไม่ได้ช่วยแบกรับภาระความเสี่ยงในการจำหน่ายหลักทรัพย์ และได้รับค่าตอบแทนในลักษณะที่เป็นค่าคอมมิชชั่น (commission fee) เท่านั้น จะไม่มีค่าตอบแทนในการเป็นผู้จัดจำหน่ายในลักษณะที่เป็น underwriting fee แต่อย่างใด<sup>17</sup>

(3) **Best Efforts Underwriting** เป็นรูปแบบการจัดจำหน่ายที่มีลักษณะที่ผู้จัดจำหน่ายไม่ต้องแบกรับภาระความเสี่ยงหรือประกันการขายหลักทรัพย์ การจัดจำหน่ายในลักษณะนี้

<sup>17</sup> อย่างไรก็ตาม แม้ว่าผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จะมีส่วนช่วยในการประกันการขายแต่ก็มิได้หมายความว่าผู้จัดจำหน่ายจะต้องแบกรับความเสี่ยงไว้ในทุกกรณี โดยเฉพาะใน Underwriting Agreement มักจะมีข้อกำหนดที่เรียกว่า *market-out clause* หรือ *escape clause* ที่ให้สิทธิผู้จัดจำหน่ายทำการยกเลิกการประกันการขายได้ในกรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างเป็นสาระสำคัญเกิดขึ้น เช่น การเปลี่ยนแปลงด้านการบริหารหรือโครงสร้างทางการเงินของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ หรือการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองหรือสภาวะการณ์ตลาดที่เป็นสาระสำคัญต่อการจำหน่ายหลักทรัพย์ หรือเมื่อพบภายหลังว่าหนังสือชี้ชวนของผู้ออกหลักทรัพย์มีข้อความที่ทำให้ผู้ลงทุนเข้าใจผิด (misleading) เป็นต้น ซึ่งจะพบว่ากว้างกว่ากรณีของเหตุสุดวิสัยในทางการค้าโดยทั่วไป (traditional force majeure clause) ที่ให้สิทธิในการบอกเลิกนิติกรรมสัญญาได้

จะเกิดขึ้นในกรณีที่กิจการผู้ออกหลักทรัพย์บางจำพวกไม่สามารถที่จะหาพาณิชย์ชนกิจที่มีความประสงค์อยากจะเข้าร่วมใน Firm Commitment Underwriting ได้เนื่องจากข้อเสนอของผู้ออกหลักทรัพย์หรือผลประโยชน์ที่ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จะได้รับนั้นไม่เป็นที่น่าสนใจเพียงพอ และในบางกรณีกิจการผู้ออกหลักทรัพย์เองก็อาจเป็นฝ่ายต้องการลดต้นทุนในการจำหน่ายหลักทรัพย์ด้วยก็ได้ ซึ่งค่าใช้จ่าย underwriting fee ก็ย่อมจะน้อยกว่ารูปแบบการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์แบบที่ได้กล่าวมาแล้ว เนื่องจากผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ไม่จำเป็นต้องแบกรับภาระความเสี่ยงในกรณีที่จำหน่ายหลักทรัพย์ให้แก่นักลงทุนไม่หมด ในรูปแบบนี้พาณิชย์ชนกิจจะทำหน้าที่เป็นเพียงตัวแทนขายหลักทรัพย์ให้แก่นักลงทุนโดยทั่วไปเท่านั้นค่าตอบแทนที่ได้จึงอยู่ในรูปของค่าคอมมิชชั่น (commission fee) เท่านั้นแทนที่จะได้ผลประโยชน์อย่างอื่นในลักษณะของส่วนแบ่งกำไรหรือรายได้จากการขายหลักทรัพย์ดังเช่นรูปแบบการจำหน่ายหลักทรัพย์ประเภทที่ผู้จัดจำหน่ายจะต้องแบกรับภาระความเสี่ยงเอาไว้ด้วย

อย่างไรก็ตาม ในประเทศสหรัฐอเมริกา มีรูปแบบการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์อีกประเภทหนึ่งคือ Underwriting by Auction หรือ “Dutch Auction” ซึ่งจะมีความแตกต่างจากรูปแบบทั้งสามข้างต้นเพราะเป็นรูปแบบของการเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ซึ่งใช้วิธีประมูล (auction) อันเป็นวิธีปกติที่ใช้ในกระบวนการจัดหาเงินทุน (financing) ของหน่วยงานบางหน่วยงาน ได้แก่ เทศบาล (Municipalities) หน่วยงานของรัฐอื่นๆ (Governmental Agencies) และกิจการสาธารณูปโภค (Public Utilities) ซึ่งผู้จัดจำหน่ายแต่ละรายที่ประมูลหลักทรัพย์ไปเพื่อจำหน่ายก็จะรับผิดชอบจำหน่ายให้หมดในราคาที่กำหนดขึ้นเองเฉพาะส่วนที่สามารถประมูลได้เท่านั้นและจะไม่มีการติดต่อประสานงานระหว่างกัน ในกรณีที่มีผู้จัดจำหน่ายหลายราย แต่การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ในรูปแบบนี้เกิดขึ้นไม่บ่อยนัก

มีข้อที่น่าสังเกตเพิ่มเติมว่าตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาถือว่าการเจรจาและการทำข้อตกลงในเบื้องต้น (preliminary negotiations and agreements) ระหว่างกิจการผู้ออกหลักทรัพย์กับผู้จัดจำหน่ายหรือระหว่างผู้จัดจำหน่ายด้วยกันเองในเรื่องที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ของผู้ออกหลักทรัพย์นั้นถือเป็นธุรกรรมที่ได้รับความคุ้มครองจากการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนเพราะไม่ถือเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ตามที่นิยามที่ระบุไว้ในกฎหมาย<sup>18</sup> แต่แม้ว่าจะได้รับความคุ้มครองก็ตามการเสนอขายก็ยังไม่อาจกระทำได้นจนกว่าจะมีการยื่น (filing) แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนต่อ SEC และการขายหลักทรัพย์ก็ยังไม่อาจกระทำได้นจนกว่าแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนจะมีผลใช้บังคับและได้แจกจ่ายหนังสือชี้ชวนให้แก่

<sup>18</sup> Section 2(3) รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

นักลงทุนแล้ว<sup>19</sup> และนอกจากนี้โดยปกติแล้ว Underwriting Agreement ก็จะทำขึ้นระหว่างกิจการผู้ออกหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายในช่วงเวลาที่ใกล้ชิดต่อเวลาแห่งการเสนอขายหลักทรัพย์เท่านั้น และก่อนหน้าที่จะมีการทำ Underwriting Agreement ดังกล่าวก็จะมีเพียงเอกสารแสดงเจตจำนงซึ่งเรียกว่า “Letter of Intent” ที่ใช้เป็นบันทึกหลักฐานระหว่างกิจการผู้ออกหลักทรัพย์กับผู้จัดจำหน่ายเท่านั้นซึ่งเอกสารดังกล่าวไม่มีผลผูกพันทางกฎหมายในทำนองเดียวกับ Underwriting Agreement แต่อย่างใด

ภายหลังจากที่ผ่านขั้นตอนต่างๆ ที่เกี่ยวกับการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (underwriting process) แล้ว กิจการผู้ออกหลักทรัพย์ก็ต้องร่วมกับผู้เกี่ยวข้องอื่นๆ ในการเตรียมการดำเนินการยื่นเอกสารต่างๆ ที่จำเป็นในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนต่อ SEC เอกสารดังกล่าวเป็นเอกสารที่ใช้ในการแสดงรายการและเปิดเผยข้อมูลต่างๆ ที่นักลงทุนจำเป็นต้องทราบในการตัดสินใจเข้าซื้อหลักทรัพย์ตามที่ได้กล่าวมาแล้ว ในเรื่องความจำเป็นที่จะต้องมีการเปิดเผยข้อมูลนี้ก็เพื่อให้ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนในปริมาณที่พอเพียงต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุนที่จะเข้าซื้อหลักทรัพย์นั้น เอกสารที่ใช้เป็นแบบแสดงรายการข้อมูลนี้ตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาเรียกว่า “Registration Statement” และในการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลนี้ผู้ยื่นจะต้องยื่นร่างหนังสือชี้ชวนหรือ “Prospectus” เป็นส่วนหนึ่งในการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลด้วยเพื่อที่หนังสือชี้ชวนนี้จะได้แจกจ่ายให้แก่แก่นักลงทุนทั่วไปให้ได้ทราบถึงข้อมูลที่ได้มีการเปิดเผย และตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกานั้นกำหนดให้การเสนอขายหลักทรัพย์จะต้องยื่นเอกสารดังกล่าวเสมอวันแต่จะได้รับการยกเว้นชัดเจนตามกฎหมาย (exemption) เช่น ในกรณีการเสนอขายหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าไม่เกินห้าล้านเหรียญสหรัฐและไม่มีการประชาสัมพันธ์หรือชักชวนผู้ลงทุน<sup>20</sup> เป็นต้น และเป็นเงื่อนไขของการเสนอขายหลักทรัพย์รวมไปถึงการส่งมอบหลักทรัพย์ด้วยว่าจะกระทำมิได้หากมิได้ดำเนินการเกี่ยวแก่เอกสารดังกล่าวให้เรียบร้อยก่อนตามที่จะได้กล่าวต่อไป

#### 2.4.1.2 ขั้นตอนการเสนอเสนอขายหลักทรัพย์ (Offering Process)

รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 ไม่ประสงค์ที่จะให้มีการเสนอขายหรือส่งมอบหลักทรัพย์สำหรับการขายหลักทรัพย์ก่อนที่จะมีการเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุน ดังนั้นจึงได้สร้างกลไกในการเปิดเผยข้อมูลโดยการให้ผู้ที่จะประสงค์จะเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนทำการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล (Registration Statement) และการเสนอขาย

<sup>19</sup> Section 5 รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>20</sup> Section 3(d) และ Section 4(6) รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

หลักทรัพย์และการส่งมอบหลักทรัพย์ในการขายจะกระทำไม่ได้จนกว่าแบบแสดงรายการข้อมูลดังกล่าวจะมีผลใช้บังคับ (effective date) การเสนอขายหลักทรัพย์นี้เพื่อที่จะให้ผู้ลงทุนโดยทั่วไปสามารถรับทราบได้ถึงข้อมูลที่มีการเปิดเผยตามกฎหมายซึ่งจำเป็นต่อการตัดสินใจในการลงทุนกฎหมายจึงได้กำหนดให้ผู้ประสงค์จะเสนอขายหลักทรัพย์ต้องทำกรยื่นร่างหนังสือชี้ชวน (prospectus) มาพร้อมกับแบบแสดงรายการข้อมูลด้วย แต่มีข้อที่ต้องยอมรับอยู่ว่าข้อมูลต่างๆที่ปรากฏในหนังสือชี้ชวนนั้นไม่ใช่เรื่องที่เกี่ยวข้องหรือมีน้ำหนักในการตัดสินใจของนักลงทุนโดยทั่วไป แต่ส่วนมากจะเป็นข้อมูลที่มีไว้สำหรับผู้มีวิชาชีพในทางการลงทุน (investment professionals) เช่น ผู้ชำนาญการค้นคว้า (research analysts) ที่ปรึกษาการลงทุน (investment adviser) หรือ นายหน้าหรือผู้ค้าหลักทรัพย์ (broker-dealer) เป็นต้น<sup>21</sup> ซึ่งนำมาใช้เป็นข้อมูลประกอบในการพิจารณาความน่าสนใจของการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นๆ และมีข้อที่ต้องยอมรับต่อไปอีกว่านักลงทุนโดยทั่วไปส่วนมากไม่นิยมอ่านเพราะถือเป็นเรื่องที่ทำความเข้าใจยาก แต่ในขณะที่ผู้มีวิชาชีพทางการลงทุนไม่เพียงแต่จะบริโภคข้อมูลที่ปรากฏในหนังสือชี้ชวนเท่านั้นยังพยายามที่จะค้นหาข้อมูลอย่างอื่นที่สามารถค้นหาได้มาพิจารณาประกอบอีกด้วยเพื่อนำไปใช้เป็นส่วนหนึ่งในการให้คำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์และในการสร้างควมมีประสิทธิภาพของตลาดทุน และการสะท้อนราคาหลักทรัพย์ที่เหมาะสมจะสะท้อนออกมาจากมุมมองของผู้เกี่ยวข้องต่างๆซึ่งได้พิจารณาข้อมูลนั้นในลักษณะที่เป็น Informed Market กล่าวคือมีข้อมูลที่สามารถค้นหาในตลาดทุนได้โดยละเอียดและสามารถรอบรู้ในข้อมูลต่างๆได้โดยง่าย ดังนั้น แม้ว่าผู้ลงทุนโดยส่วนมากจะไม่สนใจหรือไม่เกี่ยวข้องกับข้อมูลนั้น แต่ก็จะต้องทำให้แน่ใจได้ว่าการกลั่นกรองข้อมูลที่เหมาะสมและสะท้อนความต้องการหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนที่แท้จริงออกมาได้ในสถานะของ Informed Market นอกจากนี้การเปิดเผยข้อมูลในลักษณะที่เป็นการเปิดเผยโดยละเอียดในทุกด้านที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขายหลักทรัพย์ (full disclosure) จะทำให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่นและกล้าที่จะลงทุนในหลักทรัพย์มากยิ่งขึ้นซึ่งถือเป็นสิ่งสำคัญที่ตลาดทุนจะขาดความเชื่อมั่นจากนักลงทุนไม่ได้ ดังที่ได้เคยปรากฏตัวอย่างของความล้มเหลวให้เห็นมาแล้วในอดีต<sup>22</sup>

ตามรัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 สามารถแบ่งช่วงเวลาในการดำเนินการในขั้นตอนการเสนอขายหลักทรัพย์ได้ออกเป็นสามช่วง<sup>23</sup> ได้แก่ ช่วงก่อนการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล (Pre-filing Period) ช่วงรอคอยการมีผลใช้บังคับ (Waiting Period) และช่วงภายหลังการมีผล

<sup>21</sup> Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, 3rd ed. (St Paul, Minn: West Publishing Co., 1996), p. 79

<sup>22</sup> เช่น วิกฤตการณ์ซึ่งเกิดขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกาที่เรียกว่า “Wall Street Crash” ในปี 1929 หรือวิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้นในปี 1987 เป็นต้น ปัญหาเกิดจากการขาดความเชื่อมั่นของนักลงทุน

<sup>23</sup> Section 5 รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

ใช้บังคับ (Post-effective Period) ของแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวน ตามที่จะได้อธิบายดังต่อไปนี้<sup>24</sup>

(1) ช่วงก่อนการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล (Pre-filing Period) เป็นช่วงเวลา ก่อนที่จะมีการยื่นแบบแสดงรายการและร่างหนังสือชี้ชวนต่อ SEC (ต่อไปนี้อาจเรียกว่า “filing”) ในระหว่างนี้กฎหมายห้ามมิให้มีการเสนอขายหรือขายหลักทรัพย์หรือส่งมอบหลักทรัพย์ไม่ว่าจะโดยวิธีการเสนอขายด้วยวาจาหรือเป็นลายลักษณ์อักษร และไม่ว่าจะโดยวิธีการส่งจดหมาย การขนส่งใดๆ หรือการติดต่อสื่อสารผ่านทางการค้าขายระหว่างมลรัฐ (Interstate Commerce) ก็ตาม และนอกจากนี้การเสนอขายหรือขายหลักทรัพย์ในระหว่างที่ SEC ได้ออก *Refusal Order* หรือ *Stop Order* ก็ถือเป็นการละเมิดที่เกิดขึ้นในช่วงนี้เช่นกันแม้จะได้ทำการ filing ไปแล้วก็ตาม<sup>25</sup> การกระทำใดๆก็ตามที่มีผลเป็นการกระตุ้นความต้องการของผู้ลงทุนให้ลงทุนในหลักทรัพย์ย่อมถือว่ามีลักษณะเป็นการเสนอขาย (offer to sell) ทั้งสิ้น ดังนั้น การประชาสัมพันธ์หรือให้ข้อมูลบางอย่างแก่สาธารณชนก็อาจจะถือเป็นการละเมิดต่อกฎหมายที่เกี่ยวข้องในช่วงนี้ได้โดยถือว่าการเสนอขายนั้นเป็นไปโดยไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดในเรื่อง filing ตามกฎหมายและในเรื่องที่กฎหมายกำหนดไว้เกี่ยวกับหนังสือชี้ชวน (prospectus requirements) บุคคลที่ทำการเสนอขายหรือขายหลักทรัพย์หรือส่งมอบหลักทรัพย์โดยละเมิดต่อข้อกำหนดในเรื่อง filing หรือเรื่องที่กฎหมายกำหนดไว้เกี่ยวกับหนังสือชี้ชวนนี้อาจเรียกได้ว่าเป็นพวก “gun jumping”<sup>26</sup> ดังนั้น เพื่อป้องกันการประชาสัมพันธ์หรือให้ข้อมูลบางอย่างแก่สาธารณชนอันอาจจะเป็นละเมิดต่อบัญญัติของกฎหมาย SEC จึงได้ออกกฎเกณฑ์สำหรับควบคุมการประชาสัมพันธ์หรือให้ข้อมูลแก่สาธารณชนในระหว่าง Pre-filing Period (pre-filing publicity) นี้มิให้เป็นการละเมิดต่อกฎหมาย<sup>27</sup> โดยวางหลักเกณฑ์เอาไว้ว่า จะต้องมีการแจ้งให้แก่สาธารณะชนเพื่อทราบว่าการให้ข้อมูลนี้มีไว้เพื่อเป็น

<sup>24</sup> Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, pp. 83-106

<sup>25</sup> Section 5(c) รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>26</sup> อย่างไรก็ตาม การเจรจาและการทำข้อตกลงเบื้องต้น (preliminary negotiations and agreements) ระหว่างกิจการผู้ออกหลักทรัพย์กับผู้จัดจำหน่ายหรือระหว่างผู้จัดจำหน่ายด้วยกันเองในเรื่องที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ของผู้ออกหลักทรัพย์นั้นไม่ถือว่าเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์เพราะถือเป็นธุรกรรมที่ได้รับยกเว้นจากการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน ตาม Section 2(3) รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 แล้ว

<sup>27</sup> SEC Rule 135 ซึ่งแนวบรรทัดฐานของศาลในคดี *Chris-Craft Industries, Inc. V. Bangor Punta Corp.* ในปี 1970 ได้ชี้ให้เห็นว่าเป็นวิธีเดียวที่จะประชาสัมพันธ์หรือให้ข้อมูลโดยไม่เป็น gun jumping ได้

การเสนอขายหลักทรัพย์และการให้ข้อมูลนั้นจะต้องระบุเฉพาะแต่ข้อมูลที่ SEC กำหนดเท่านั้น<sup>28</sup> รวมทั้งจะต้องชี้แจงด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์จะกระทำโดยผ่านทางหนังสือชี้ชวนเท่านั้น นอกจากนี้การดำเนินการเสนอขายหลักทรัพย์โดยบุคคลอื่นที่ไม่ใช่ผู้ออกหลักทรัพย์ ผู้จัดการจำหน่าย หรือผู้ค้าหลักทรัพย์ อาจถือเป็นธุรกรรมที่ได้รับยกเว้นจากการทำ filing<sup>29</sup> แต่หากบุคคลดังกล่าวได้ทำการประชาสัมพันธ์หรือให้ข้อมูลไปในฐานะที่กระทำแทนผู้ออกหลักทรัพย์ ผู้จัดการจำหน่าย หรือผู้ค้าหลักทรัพย์ ก็ย่อมถือเป็นตัวแทนตามหลักกฎหมายเรื่องตัวการและตัวแทนซึ่งอาจโยงความรับผิดชอบที่เกี่ยวข้องไปถึงบุคคลที่มีอำนาจควบคุมเหนือตนหรือมอบหมายให้เป็นผู้กระทำได้ (Controlling Persons)

(2) **ช่วงรอคอยการมีผลใช้บังคับ (Waiting Period)** เป็นช่วงเวลาหลังจากที่ได้มีการทำ filing แล้วแต่อยู่ในระหว่างรอให้แบบแสดงรายการข้อมูล (Registration Statement) มีผลใช้บังคับ (effective date) ในช่วงเวลานี้กฎหมายไม่ห้ามการเสนอขายหลักทรัพย์อีกต่อไป เพียงแต่มีข้อจำกัดที่สำคัญบางประการ คือ ในช่วงนี้กฎหมายยังห้ามมิให้มีการขาย (sales) หรือส่งมอบ (delivery) หลักทรัพย์จนกว่าแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนจะมีผลใช้บังคับแล้วเท่านั้น ส่วนการเสนอขาย (offer to sell) จะต้องอยู่ภายใต้เงื่อนไขตามกฎหมายของหนังสือชี้ชวน (prospectus requirements)<sup>30</sup> กล่าวคือการเสนอขายหลักทรัพย์โดยวิธีการชี้ชวนตามที่นิยามที่ระบุไว้ในกฎหมายจะกระทำได้อีกเมื่อได้มีการปฏิบัติตามเงื่อนไขของกฎหมายโดยการออกหนังสือชี้ชวนอย่างถูกต้องแล้วเท่านั้น<sup>31</sup> และโดยที่การเสนอขายหลักทรัพย์เป็นลายลักษณ์อักษร รวมทั้งการเสนอขายผ่านทางวิทยุหรือโทรทัศน์ ก็ถือเป็นการชี้ชวนให้ซื้อหลักทรัพย์ประการหนึ่งตามที่นิยามที่ระบุไว้ในกฎหมาย แต่ทั้งนี้จะไม่รวมถึงการเสนอขายหลักทรัพย์โดยวาจาซึ่งไม่ถือว่าเป็นการชี้ชวนตาม

<sup>28</sup> SEC Rule 135 กำหนดให้มีข้อมูลเพียง 6 ประเภทได้แก่ (1) ชื่อของผู้ออกหลักทรัพย์ (2) ประเภทของหลักทรัพย์ จำนวน และเงื่อนไขโดยทั่วไปของการเสนอขาย (3) กรณีที่เป็น rights offering จะต้องระบุสัดส่วนการจองซื้อ (subscription ratio) วันที่ลงบันทึก (record date) วันที่คาดว่าจะมีการเสนอขาย (approximate date of the proposed rights offering) ตลอดจนราคาจองซื้อ (subscription price) (4) หากเป็นการแลกเปลี่ยนกับหลักทรัพย์ของผู้ออกหลักทรัพย์รายอื่นจะต้องระบุรายละเอียดเกี่ยวกับการแลกเปลี่ยนนั้นไว้ด้วย (5) ถ้าเป็นการเสนอขายให้แก่พนักงานลูกจ้าง (employee) หรือบริวาร (affiliates) ต้องระบุชั้นพนักงาน จำนวน และราคาที่จะเสนอขาย และ (6) ข้อความอื่นใดที่กำหนดโดยกฎหมายแห่งมลรัฐ หรือองค์กรปกครองที่มีอำนาจ (Administrative Authority)

<sup>29</sup> Section 4(1) รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>30</sup> Section 10 รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>31</sup> Section 5(a) รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

กฎหมาย<sup>32</sup> ดังนั้นในระหว่างนี้แม้ว่าจะยังมีได้มีการปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎหมายในเรื่องหนังสือชี้ชวนให้ถูกต้องแต่ก็ไม่เป็นการตัดสิทธิในการเสนอขาย (offer to sell) โดยวาจา ส่วนการขายหลักทรัพย์ (sales) ซึ่งรวมส่งมอบหลักทรัพย์ (delivery) ยังไม่สามารถกระทำได้ในช่วงนี้ มิฉะนั้นจะถือว่าเป็นการขายหลักทรัพย์ที่ยังมิได้มีการแสดงรายการข้อมูลและออกหนังสือชี้ชวนอย่างถูกต้องตามกฎหมาย หรือที่เรียกว่า “Sale of Unregistered Securities”

ในระหว่างช่วงรอคอยการมีผลใช้บังคับ (Waiting Period) นี้สิ่งที่กฎหมายห้ามเป็นพิเศษก็คือห้ามการสื่อสารโดยวิธีการใช้จดหมายหรือการสื่อสารโดยรูปแบบอื่นใดในการค้าขายระหว่างมลรัฐ (Interstate Commerce) เพื่อส่งคำชี้ชวน (prospectus) เกี่ยวกับหลักทรัพย์ เว้นแต่จะได้มีการปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎหมายในเรื่องหนังสือชี้ชวน (prospectus requirements) ให้ถูกต้องแล้วเท่านั้น<sup>33</sup> ซึ่งภายหลังจากที่มีการทำ filing แล้ว แบบแสดงรายการข้อมูล (Registration Statement) จะมีผลใช้บังคับในวันที่ 20 ภายหลังจากการทำ filing หรือมีการแก้ไขเพิ่มเติม filing ครั้งสุดท้าย (last amendment) ในระหว่างนี้ SEC อาจทำการออก Stop Order หรือ Refusal Order ในกรณีที่การทำ filing ขัดต่อกฎหมายซึ่งจะมีผลทำให้วันที่มีผลใช้บังคับเลื่อนออกไปอีกก็ได้ และนอกจากนี้ SEC ก็อาจจะเร่งระยะเวลาในช่วงนี้ให้เร็วขึ้นอีก (acceleration of effective date) ตามคำร้องขอของผู้ทำ filing ก็ได้เช่นในกรณีของราคาที่จะเสนอขายซึ่งโดยปกติจะไม่สามารถกำหนดราคาได้แน่นอนเนื่องจากตลาดจะมีความผันผวน (market fluctuation) อยู่ตลอดเวลา ส่วนมากจะกำหนดไปก่อนโดยประมาณ<sup>34</sup> และจะสามารถกำหนดอย่างแน่นอนได้ในช่วงใกล้จัดการเสนอขายเท่านั้นซึ่งจะมีการยื่นแก้ไขเพิ่มเติม filing และจะเป็นผลทำให้ effective date จะต้องขยายออกไปอีก 20 วันแต่ผู้ทำ filing จะขอให้ SEC เร่งให้ filing มีผลใช้บังคับทันทีซึ่ง SEC ก็จะยินยอมตามคำขอเพื่อที่จะไม่ต้องเริ่มนับระยะเวลาในช่วงนี้ใหม่ อย่างไรก็ตามในช่วงระยะเวลานี้มีข้อยกเว้นในการชี้ชวนโดยไม่ต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดในเรื่องหนังสือชี้ชวนอยู่ 4 ประการได้แก่

- การชี้ชวนด้วยวาจา (Oral Communication) ตามที่ได้กล่าวมาแล้วว่าการชี้ชวนด้วยวาจาไม่อยู่ในความหมายของคำว่าชี้ชวนตามกฎหมายและไม่ต้องห้ามในระหว่าง Waiting Period นี้ จะมีการห้ามมิให้มีการชี้ชวนด้วยวาจาก็เฉพาะแต่ช่วงก่อนทำ filing เท่านั้น

<sup>32</sup> Section 2(10) รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 ในกรณีการเสนอขายโดยผ่านทางธุรกรรมทางอิเล็กทรอนิกส์ (electronic transactions) ก็น่าจะถือว่าเป็นการเสนอขายในรูปแบบเดียวกับการเสนอขายหลักทรัพย์เป็นลายลักษณ์อักษรซึ่งต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขตามกฎหมายของหนังสือชี้ชวน (prospectus requirements) เช่นเดียวกัน

<sup>33</sup> Section 5(b)(1) รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>34</sup> เรียกการกำหนดราคาแบบนี้ว่า “ball park figure”



- การประชาสัมพันธ์ข้อมูลแบบ Tombstone Advertisement เรียกอีกอย่างหนึ่งว่า Identifying Statement ซึ่งตามนิยามของคำว่าชี้ชวนตามกฎหมายแล้วถือว่าเป็นการชี้ชวนหากมีการระบุนักลงทุนสามารถรับหนังสือชี้ชวนได้ และระบุข้อมูลเพียงแต่ราคาหลักทรัพย์ ผู้ประสงค์จะทำการเสนอขายหลักทรัพย์ และข้อมูลอย่างอื่นที่ SEC กำหนด<sup>35</sup> ถ้าระบุข้อความอย่างอื่นจะถือว่าเป็นการละเมิดต่อบทบัญญัติในเรื่องนี้ด้วย<sup>36</sup>

- การชี้ชวนในเบื้องต้น (Preliminary Prospectus) หรือที่เรียกอีกอย่างหนึ่งว่า “red herring” ซึ่งเป็นคำเชิงเชิญเบื้องต้นซึ่งระบุข้อมูลเพียงคร่าวๆของหนังสือชี้ชวนฉบับเต็ม (full prospectus) เท่านั้น แต่สิ่งที่ระบุไว้ใน “red herring” ไม่ได้ก็คือข้อมูลที่เกี่ยวกับราคาของหลักทรัพย์<sup>37</sup> และที่ต้องเรียกว่า “red herring” ก็เพราะว่าจะต้องระบุข้อความด้วยสีแดงว่า “แบบแสดงรายการข้อมูลยังไม่มีผลใช้บังคับ และการเสนอขายหลักทรัพย์จะกระทำต่อเมื่อแบบแสดงรายการข้อมูลมีผลใช้บังคับแล้ว” (A Registration Statement has not yet become effective and that a formal offer to sell can only be made subsequent to the effective date.)

- หนังสือชี้ชวนฉบับย่อ (Summary Prospectus) ซึ่งขึ้นมาเป็นส่วนหนึ่งของแบบแสดงรายการข้อมูลด้วย ซึ่งได้รับอนุมัติจาก SEC<sup>38</sup> ซึ่งเห็นว่ามีคามจำเป็นหรือเหมาะสมต่อ

<sup>35</sup> Section 2(10) รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 และ SEC Rule 134 ซึ่งกำหนดให้ Tombstone Advertisement ระบุรายการข้อมูลได้เพียง 12 ประเภท ได้แก่ (1) ชื่อผู้ออกหลักทรัพย์ (2) ชื่อและราคาของหลักทรัพย์ที่จะเสนอขาย (3) อธิบายลักษณะธุรกิจโดยย่อของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ (4) ราคาและวิธีการกำหนดราคา ช่วงราคาที่น่าจะเป็น (จะต่างกับ SEC Rule 135 ที่ไม่ให้ระบุนราคาหลักทรัพย์บางประเภทก่อนทำ filing เว้นแต่ offering บางประเภท) (5) อัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ (ถ้ามี) (6) ชื่อและที่อยู่ของผู้ส่งหรือผู้จัดทำโฆษณาและความเกี่ยวข้องในการจำหน่ายหลักทรัพย์ (7) ชื่อของ Managing Underwriter (ในขณะที่ SEC Rule 135 ห้ามมิให้เปิดเผย) (8) กำหนดวันขายหลักทรัพย์โดยประมาณ (9) ข้อความระบุว่าหลักทรัพย์นี้เป็นการลงทุนที่ถูกต้องตามกฎหมายที่สามารถเชื่อถือได้ และอาจแสดงความเห็นของที่ปรึกษาประกอบด้วยก็ได้ (10) ข้อความที่ระบุว่าการลงทุนนี้ได้รับยกเว้นภาษี หรือ ผู้ออกหลักทรัพย์เป็นผู้รับผิดชอบภาระภาษี และอาจแสดงความเห็นของที่ปรึกษาประกอบด้วยก็ได้ (11) ข้อความที่ระบุว่า การเสนอขายนี้เป็น rights offering หรือไม่ ถ้าใช่จะต้องระบุเงื่อนไขของ rights offering โดยย่อ และ (12) ข้อความอื่นใดที่กำหนดโดยกฎหมายของมลรัฐ หรือองค์กรปกครองแห่งมลรัฐหรือแห่งรัฐบาลกลาง

<sup>36</sup> ถือเป็นการละเมิดต่อ Section 5 รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 ซึ่งจะมีความรับผิดชอบในทางแพ่งตาม Section 12

<sup>37</sup> โปรดดู SEC Rule 430

<sup>38</sup> โปรดดู SEC Rule 431 กิจการที่จะสามารถใช้ Summary Prospectus ได้ จะต้อง (1) เป็นกิจการที่จดทะเบียนในมลรัฐใดก็ได้ของประเทศสหรัฐอเมริกาหรือเป็นกิจการต่างประเทศที่มีคุณสมบัติจะยื่น filing ตามรัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 (2) เป็น reporting company ซึ่งจะต้องมีการรายงานข้อมูลในแต่ละช่วงเวลา (periodic reporting) และได้จดทะเบียนตาม Section 12 รัษฎบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ.1934 (3)จะต้องมีการ

การคุ้มครองผู้ลงทุนที่จะไม่ต้องระบุข้อมูลในหนังสือชี้ชวนบางรายการ แต่มีข้อจำกัดอยู่ว่าหนังสือชี้ชวนฉบับย่อนี้ใช้เพื่อการเสนอขายหลักทรัพย์ (offer to sell) เท่านั้น ส่วนการขาย (sales) หรือส่งมอบ (delivery) หลักทรัพย์ก็จะทำได้เฉพาะต่อเมื่อมีการออกชี้ชวนฉบับเต็ม (full prospectus) แล้วเท่านั้น<sup>39</sup> ซึ่ง SEC อาจมีคำสั่งให้ระงับใช้หนังสือชี้ชวนฉบับย่อได้ในกรณีที่น่าจะปรากฏว่ามีการใช้หนังสือชี้ชวนฉบับย่อโดยพลการ หรือปรากฏข้อความอันเป็นเท็จในสาระสำคัญหรือขาดข้อความอันควรต้องแจ้งซึ่งเป็นสาระสำคัญ หรือมีความจำเป็นเพื่อให้เกิดความเข้าใจผิด (misleading) ในข้อมูลที่มีการเปิดเผย และทั้งนี้ จะต้องมีการระบุข้อความว่าหนังสือชี้ชวนฉบับเต็มสามารถขอรับได้ที่ Brokerage Firm ที่กำหนดไว้ และ Summary Prospectus นี้อาจใช้ควบคู่ไปกับ “red herring” ด้วยก็ได้

(3) ช่วงภายหลังการมีผลใช้บังคับ (Post-effective Period) เป็นช่วงเวลาภายหลังจากที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีผลใช้บังคับแล้ว ข้อจำกัดในเรื่องการเสนอขายหลักทรัพย์ก็จะหมดไปคงเหลือแต่ข้อห้ามในการขายหลักทรัพย์หรือส่งมอบหลักทรัพย์เท่านั้นว่าจะต้องมีการแจกจ่ายหนังสือชี้ชวนให้แก่ผู้ลงทุนเสียก่อนและหนังสือชี้ชวนนี้จะต้องเป็นฉบับเต็มไม่ใช่ฉบับย่อ และในระหว่างช่วงระยะเวลานี้อาจมีการใช้วิธีการประชาสัมพันธ์ข้อมูลอย่างอื่นที่เรียกว่า “Sales-Literature” ได้ซึ่งตามนิยามของกฎหมายแล้วไม่ถือว่าเป็นการชี้ชวนหากได้ทำการประชาสัมพันธ์ข้อมูลภายหลังจากที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีผลใช้บังคับและในเวลาก่อนหรือในขณะที่ผู้รับทราบข้อมูลนั้นได้รับหนังสือชี้ชวนฉบับเต็มแล้ว<sup>40</sup> และในระหว่างช่วงระยะเวลาที่ผู้เสนอขายหลักทรัพย์จะต้องคอยระมัดระวังมิให้หนังสือชี้ชวนมีข้อมูลที่ไม่ทันสมัยอยู่เสมอ โดยที่ภายหลังจากการใช้หนังสือชี้ชวนมาเป็นระยะเวลา 9 เดือนแล้วข้อมูลที่อยู่ในหนังสือชี้ชวนจะต้องเป็นข้อมูลที่ไม่เกิน 16 เดือนก่อนที่จะมีการเริ่มใช้หนังสือชี้ชวนนั้น<sup>41</sup> เว้นแต่ข้อมูลบางประเภทที่ SEC อาจยกเว้นให้ไม่ต้องเปิดเผยโดยเห็นว่าไม่จำเป็นหรือว่าเพียงพอต่อการคุ้มครองผู้ลงทุนแล้ว การแก้ไขเพิ่มเติมหนังสือชี้ชวนนี้อาจทำได้โดยวิธี “sticker” แนบเข้าไปกับหนังสือชี้ชวนเดิมเพื่อการประหยัดต้นทุนไม่ต้องจัดทำใหม่ทั้งหมดยกเว้นในกรณีการแก้ไขข้อมูลซึ่งมีความสำคัญมาก ๆ หรือในเรื่องหลักๆ (fundamental updates) ก็จะต้องทำการแก้ไขอย่างเป็นเรื่องเป็นราว เช่น ในกรณีของการ

---

รายงานข้อมูลในแต่ละช่วงเวลา (periodic reporting) เป็นระยะเวลาอย่างน้อย 36 เดือนก่อนทำ filing และ (4) ไม่ค้างจ่ายเงินปันผล หรือเงินที่ส่งเข้าสมทบใน Sinking Fund (กองทุนสำหรับไถ่ถอนหุ้นบุริมสิทธิ หุ้นกู้ หรือพันธบัตร) หรือผิคนัดชำระหนี้หรือค่าเช่าระยะยาว (long-term lease payment) เว้นแต่จำนวนเงินจะไม่มากเมื่อเทียบกับสถานะทางการเงินของผู้ออกหลักทรัพย์ตั้งแต่ปีงบการเงินล่าสุด

<sup>39</sup> Section 10(b) รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>40</sup> Section 2(10)(a) รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>41</sup> Section 10(a) รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

เสนอขายแบบที่มีการจดทะเบียนเสนอขายโดยชะลอไว้ก่อน (Shelf-Offering) การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย ราคาไถ่ถอนหลักทรัพย์ กำหนดไถ่ถอน วิธีการจัดจำหน่าย หรือ การเปลี่ยนตัวผู้จัดจำหน่าย จะต้องทำการแก้ไขอย่างเต็มรูปแบบ ในกรณีที่ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ปล่อยปละละเลยให้หนังสือชี้ชวนมีข้อมูลที่ไม่ทันสมัยอาจก่อให้เกิดความรับผิดต่างๆขึ้นได้ เช่น ถ้าหนังสือชี้ชวนมีข้อความที่ทำให้เกิดความเข้าใจผิดในสาระสำคัญก็อาจมีความรับผิดอย่างเด็ดขาด (strict liability) ในทางแพ่งตามกฎหมายได้ เป็นต้น<sup>42</sup> และนอกจากนี้ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ยังจะต้องมีภาระพิสูจน์อีกด้วยว่าผู้ลงทุนได้รับมอบหนังสือชี้ชวนไปแล้วซึ่งหากพิสูจน์ไม่ได้ก็อาจมีความรับผิดอย่างเด็ดขาดดังกล่าวได้ด้วยเช่นกัน

นอกจากนี้ จากการศึกษากฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาตามรัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 พบว่าการดำเนินการในทั้งสามช่วงระยะเวลาดังกล่าวมีขั้นตอนต่างๆโดยสรุปดังนี้<sup>43</sup>

- การเตรียมเอกสารแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ร่วมกัน (Joint Preparation Process) ซึ่งสามารถสรุปได้เป็นลำดับดังนี้

(1) กิจกรรมที่ประสงค์จะเสนอขายหลักทรัพย์จะดำเนินการปรึกษากับที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial Advisor) เพื่อทำการกำหนดสิทธิและบุริมสิทธิต่างๆที่เกี่ยวข้อง (fix relative rights and preferences)

(2) กิจกรรมดังกล่าวจะปฏิบัติตามคำแนะนำของที่ปรึกษาทางการเงินและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีความสามารถในการช่วยจำหน่ายหลักทรัพย์ (potential underwriter) และที่ปรึกษาอื่นๆ (counsel) เพื่อที่จะกำหนดเงื่อนไขในการเสนอขายเบื้องต้น รวมทั้งราคาที่จะกำหนดขึ้น (anticipated price)

(3) ผู้มีส่วนร่วมในการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล (participants in registration statement) เช่น ผู้ออกหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาอื่นๆ ผู้ตรวจสอบบัญชี และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์เริ่มลงมือกระทำแบบแสดงรายการข้อมูลตามที่แต่ละบุคคลเกี่ยวข้องในขั้นตอนการเตรียมร่วมกัน (joint preparation process)

<sup>42</sup> Section 12 รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 และนอกจากนี้ ศาลได้วางบรรทัดฐานไว้ในคดี Diskin V. Lomasney & Co. ในปี 1971 ว่าความรับผิดตาม Section 12 นี้ยังคงอยู่แม้ว่าผู้เสนอขายจะได้พยายามแก้ไขหนังสือชี้ชวนให้ถูกต้องตามกฎหมายในภายหลังก็ตาม

<sup>43</sup> Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, pp.107-115

(4) ผู้จัดทำนายหลักทรัพย์ไม่เพียงแต่จะมีส่วนร่วมในขั้นตอนเบื้องต้นสำหรับการก่อให้เกิดเตรียมการรวบรวมจัดจำหน่ายนี้เท่านั้น ยังจะทำการตรวจสอบสถานะของผู้ออกหลักทรัพย์ด้วย ซึ่งไม่เพียงแต่เพื่อให้ได้ความว่าหลักทรัพย์นั้นเป็นที่ต้องการของตลาด (marketable) แต่จะต้องตรวจสอบให้แน่ชัดว่าข้อมูลที่มีการเปิดเผยทุกอย่างเป็นไปโดยถูกต้อง (accurate) และหลีกเลี่ยงมิให้เกิดความรับผิดชอบของผู้จัดทำหลักทรัพย์ตามรัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 ที่อาจตามมาภายหลังอันเนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลที่ไม่ตรงต่อความเป็นจริง

(5) ผู้มีส่วนร่วมในการจัดเตรียมเอกสารที่ต้องใช้ในการเสนอขายหลักทรัพย์แต่ละฝ่ายต่างจะต้องมีหน้าที่ในการตรวจสอบตามสมควร (reasonable investigation) ก่อนการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลเพื่อเสนอขายหลักทรัพย์ (pre-filing investigation)

(6) ขั้นตอนต่อไปจึงนำไปสู่การนำไปยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล หรือการทำ filing ซึ่งเป็นหน้าที่ของนักกฎหมาย

(7) ภายหลังจากการทำ filing ต่อ SEC แล้ว อาจมีการแก้ไขรายการ (particulars) ในเอกสารดังกล่าวได้ จนกว่าจะได้มีการยื่นเอกสารที่มีการแก้ไขครั้งสุดท้ายพร้อมด้วยคำขอต่างๆ (final amendments and application) ให้แก่ SEC

- การปฏิบัติตามข้อกำหนดเกี่ยวกับร่างหนังสือชี้ชวน (The Statutory Prospectus) โดยทั่วไปแล้วหนังสือชี้ชวนให้ประชาชนซื้อหลักทรัพย์นั้นจะต้องมีข้อมูลซึ่งคล้ายกับข้อมูลที่เปิดเผยในแบบแสดงรายการข้อมูล ซึ่งรัฐบัญญัติว่าด้วยหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 ใน Section 10 ได้กำหนดให้หนังสือชี้ชวนต้องระบุข้อความซึ่งได้กำหนดให้มีการเปิดเผยในแบบแสดงรายการข้อมูลตาม Schedule A หรือ B แบบทำตามแต่ประเภทของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์โดยมีสาระสำคัญไม่แตกต่างกันและยกเว้นบางรายการที่ไม่เกี่ยวข้องต่อการชี้ชวนประชาชนให้ซื้อหลักทรัพย์ เช่น การเปิดเผยสำเนาข้อตกลงระหว่างกิจการกับผู้จัดทำหลักทรัพย์ เป็นต้น<sup>44</sup> อย่างไรก็ตาม แม้บางรายการจะถูกกำหนดให้ต้องเปิดเผยตามกฎหมายก็ตาม แต่ SEC ก็อาจใช้ดุลยพินิจในการยกเว้นไม่ต้องเปิดเผยข้อมูลบางประการซึ่งไม่เกี่ยวข้องหรือไม่จำเป็นต่อการเสนอขายหลักทรัพย์นั้นๆและเท่าที่ให้มีการเปิดเผยนั้นก็เป็นการเพียงพอต่อการคุ้มครองนักลงทุนแล้ว (fully adequate for the

<sup>44</sup> Section 10 a รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 กำหนดไว้ว่า “หนังสือชี้ชวนซึ่งเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ที่มีได้ออกโดยรัฐบาลต่างประเทศหรือทบวงการเมืองจะต้องระบุข้อมูลซึ่งแสดงอยู่ในแบบแสดงรายการข้อมูลเสนอขายหลักทรัพย์ แต่ทั้งนี้ไม่รวมถึงรายการที่ 28 ถึง 32 ของตาราง A แบบทำ” (a prospectus relating to a security other than a security issued by foreign government or political subdivision thereof, shall contain the information contained in the registration statement, but it need not include the documents referred to in paragraph (28) to (32), inclusive, of Schedule A) และ ใน Schedule A (28) ได้แก่ สำเนาข้อตกลงใดๆซึ่งกระทำขึ้นกับผู้จัดทำหลักทรัพย์...” (a copy of agreement or agreements made with any underwriter...)

protection of investors)<sup>45</sup> ซึ่งจะมีผลทำให้ข้อมูลดังกล่าวได้รับยกเว้นไม่ต้องระบุไว้ในหนังสือชี้ชวนเช่นกัน

- การยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล (Filing the Registration Statement) ภายหลังจากที่ได้มีการตรวจสอบตามสมควร (reasonable investigation) และได้มีการจัดเตรียมเอกสารสำหรับ filing โดยใช้แบบพิมพ์ (form) ที่กำหนดและได้มีการเปิดเผยข้อมูลครบถ้วนตามที่กฎหมายกำหนดแล้ว กิจการที่ประสงค์จะเสนอขายหลักทรัพย์ก็จะทำการ filing จะต้องยื่นเป็นจำนวนสามฉบับด้วยกัน (filing in triplicate) พร้อมด้วยสำเนาเอกสารอย่างน้อย 1 ชุด<sup>46</sup> ซึ่งต้องมีลายมือชื่อของเจ้าหน้าที่ระดับสูงของกิจการที่ประสงค์จะเสนอขายหลักทรัพย์ (principle executive officer) ลายมือชื่อของเจ้าหน้าที่การเงินซึ่งดูแลรับผิดชอบ (principle financial officer) เจ้าหน้าที่บัญชีซึ่งรับผิดชอบ (principle accounting officer) และกรรมการส่วนใหญ่ของกรรมการทั้งหมดหรือบุคคลอื่นซึ่งสามารถทำหน้าที่อย่างเดียวกันซึ่งมีอำนาจในการบริหารจัดการกิจการผู้ยื่น นอกจากนี้ในแบบแสดงรายการข้อมูล (Registration Statement) ยังต้องมีเอกสารแสดงการอ้างอิงข้อมูลไขว้ (cross-reference sheet) เพื่อแสดงว่าข้อมูลในแบบแสดงรายการข้อมูลจะสามารถพบได้ในที่ใดของหนังสือชี้ชวนอีกด้วย<sup>47</sup> และผู้ยื่นก็จะต้องทำการเสียค่าธรรมเนียมในการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลต่อ SEC (filing fee) โดยคิดตามทุนทรัพย์ของราคาที่มีการเสนอขายทั้งหมด

- การดำเนินการภายหลังการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล (Processing the Registration Statement after Filing) วันที่ที่แบบแสดงรายการข้อมูลได้ถูกยื่นต่อ SEC แบบแสดงรายการข้อมูลนั้นจะมีผลบังคับใช้ (effective date) ในวันที่ยี่สิบภายหลังการยื่นหรือภายในระยะเวลาที่เร็วกว่ากำหนดดังกล่าวตามแต่ SEC จะเป็นผู้กำหนด และในกรณีมีการยื่นการแก้ไขเพิ่มเติมแบบแสดงรายการข้อมูล (amendment) ก่อนวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีผลบังคับใช้นั้น ก็ให้ถือว่าแบบแสดงรายการข้อมูลได้ถูกยื่นในวันที่ได้มีการยื่นแก้ไขเพิ่มเติมดังกล่าว เว้นแต่จะได้อำนาจเป็นอย่างอื่นภายใต้ความยินยอมของ SEC<sup>48</sup> หากรายการที่มีการแก้ไขเพิ่มเติมนั้นได้ยื่นภายหลังวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีผลบังคับใช้ และปรากฏแก่ SEC ว่าการแก้ไขเพิ่มเติมนั้นจะไม่ทำให้รายการในแบบแสดงรายการข้อมูลไม่สมบูรณ์หรือไม่ถูกต้องในสาระสำคัญ (not to be

<sup>45</sup> Section 7 a ระเบียบวิธีหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>46</sup> ปัจจุบัน SEC rule 402 กำหนดให้ยื่นสำเนาเพิ่มเติมถึง 10 ชุด โดยอ้างว่าเพื่อประโยชน์ในการตรวจสอบแบบแสดงรายการข้อมูล การตรวจสอบภาครัฐ การคัดถ่ายสำเนา และวัตถุประสงค์อื่นใด (for use in the examination of registration statement, public inspection, copying and other purposes)

<sup>47</sup> Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, pp. 132-135

<sup>48</sup> Section 8a ระเบียบวิธีหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

incomplete or inaccurate in any material respect) การแก้ไขเพิ่มเติมนั้นจะมีผลบังคับใช้ในวันที่ SEC ได้กำหนดขึ้นเมื่อได้พิจารณาถึงประโยชน์โดยรวม (public interest) และการคุ้มครองผู้ลงทุน (protection of investors)<sup>49</sup>

ในกรณีที่ปรากฏแก่ SEC ในเวลาใดๆก่อนวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีผลบังคับใช้ว่าแบบแสดงรายการข้อมูลนั้นมีรายการที่ขาดตกบกพร่องหรือไม่ถูกต้อง (incomplete or inaccurate) SEC มีอำนาจที่จะออกคำสั่งปฏิเสธ (refusal order) มิให้แบบแสดงรายการข้อมูลมีผลใช้บังคับได้และหากผู้ยื่นได้ทำการแก้ไขตามที่ SEC จะได้กำหนดไว้ในคำสั่งดังกล่าวด้วยนั้นแล้วแบบแสดงรายการข้อมูลก็จะมีผลใช้บังคับตามกำหนดเดิม (ในวันที่ยื่นภายหลังการยื่นหรือภายในระยะเวลาที่เร็วกว่ากำหนดดังกล่าวตามแต่ SEC จะเป็นผู้กำหนด) หรือวันที่ได้กำหนดไว้ในคำสั่งแล้วแต่ที่กำหนดใดจะช้ากว่ากัน<sup>50</sup>

ในกรณีที่ปรากฏแก่ SEC ว่าแบบแสดงรายการข้อมูลมีลักษณะที่ฝ่าฝืนต่อความจริงหรือละเว้นไม่เปิดเผยข้อมูลอันเป็นสาระสำคัญซึ่งถูกกำหนดให้ต้องมีการเปิดเผยหรือมีความจำเป็นที่จะต้องเปิดเผยเพื่อไม่ก่อให้เกิดความสับสนหลงผิดในแบบแสดงรายการข้อมูลนั้น SEC อาจออกคำสั่งระงับการมีผลบังคับใช้ของแบบแสดงรายการข้อมูลนั้นได้ และหากผู้ยื่นได้ทำการแก้ไขแบบแสดงรายการข้อมูลตามที่ระบุไว้ในคำสั่งห้าม (stop order) นั้นแล้ว คำสั่งห้ามดังกล่าวจะเป็นอันถูกยกเลิกและแบบแสดงรายการข้อมูลจะมีผลใช้บังคับต่อไป<sup>51</sup>

และเพื่อที่จะให้ได้ความว่าควรมีการออกคำสั่งห้าม (stop order) ดังกล่าวหรือไม่ SEC มีอำนาจที่จะทำการไต่สวน (examination) โดย SEC หรือเจ้าหน้าที่ที่ SEC เป็นผู้แต่งตั้งขึ้นให้เข้าไปทำการตรวจสอบไต่สวนและมีอำนาจเรียกให้ผู้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลส่งบัญชีหรือเอกสารใดๆที่เกี่ยวข้อง รวมทั้งอาจให้ผู้บริหารของกิจการผู้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลทำการสาบานและให้มีการรับรองต่อการให้ข้อเท็จจริงต่างๆ (oaths and affirmations) รวมทั้งมีอำนาจที่จะตรวจสอบกิจการของผู้ยื่นคำขอ ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และบุคคลอื่นใดซึ่งอาจเกี่ยวข้องต่อการตรวจสอบนั้นก็ได้ และยังสามารถเรียกให้ส่งงบดุล (Balance Sheet) ซึ่งระบุสินทรัพย์และหนี้สิน (Asset and Liabilities) หรืองบกำไรขาดทุน (Income Statement) ของกิจการผู้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลซึ่งงบดุลและงบกำไรขาดทุนดังกล่าวจะต้องเป็นงบดุลและงบกำไรขาดทุนซึ่งผู้สอบบัญชีที่ได้รับ

<sup>49</sup> Section 8c รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>50</sup> Section 8b รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>51</sup> Section 8d รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

อนุญาตจาก SEC เป็นผู้ทำการรับรองตรวจสอบด้วย หากกิจการผู้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลหรือผู้จัดทำหมายหลักทรัพย์ไม่ให้ความร่วมมือหรือขัดขวางหรือปฏิเสธที่จะให้มีการตรวจสอบดังกล่าวแล้วก็จะยอมเป็นเหตุเพียงพอที่จะออกคำสั่งห้าม (stop order) ต่อไป<sup>52</sup> แต่อย่างไรก็ดี การตรวจสอบดังกล่าวเป็นวิธีการซึ่งไม่ค่อยถูกนำมาใช้บ่อยนัก โดยจะสังเกตได้จากในปี 1970 ซึ่งมีการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลทั้งสิ้น 4,314 ราย แต่มีเพียง 28 รายเท่านั้นที่ถูกเรียกให้มีการตรวจสอบ และเพียง 6 รายเท่านั้นที่ถูกออกคำสั่งห้าม (stop order) ทั้งนี้เนื่องจากขั้นตอนของ SEC มีลักษณะที่ค่อนข้างยืดหยุ่นและอำนวยความสะดวกให้แก่ธุรกิจที่ต้องการจะระดมเงินทุนจากเงินออมของประชาชน เช่น ในกรณีที่ SEC ประสงค์จะให้ผู้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลทำการแก้ไขรายการบางรายการก็จะทำการออกหนังสือที่เรียกว่า “Letter of Comment” หรือ “Deficiency Letter” เพื่อแนะนำให้มีการแก้ไขรายการในแบบแสดงรายการข้อมูล ซึ่งหนังสือดังกล่าวนี้ไม่มีผลในทางกฎหมายแต่อย่างไร และยังมีการนำวิธีการเจรจากรอบ (Informal Negotiations) ระหว่าง SEC กับผู้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลมาใช้ในการเสนอความเห็นให้มีการแก้ไขดังกล่าวด้วย ลักษณะเด่นดังกล่าวนี้แสดงให้เห็นถึงมาตรการที่ไม่เคร่งครัดในพิธีการจนเกินไปนัก (scarcity of formal review proceedings)

- **ขั้นตอนการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ล่าช้าและการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อ (Delayed and Continuous Offerings)** โดยปกติแล้วการเสนอขายหลักทรัพย์ย่อมที่จะมีผลและจะต้องเริ่มตั้งแต่วันที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีผลใช้บังคับ และการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลจะมีผลใช้บังคับเพียงสำหรับหลักทรัพย์ที่มีไว้เพื่อเสนอขายนั้น<sup>53</sup> แต่มีบางกรณีที่ผู้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลไม่อาจทำการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนได้ในวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีผลใช้บังคับ เช่นการเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทตราสารหนี้ซึ่งอยู่ในภาวะที่อัตราดอกเบี้ยมีความผันผวน (recent fluctuating interest rate) และการเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทตราสารหนี้ออกไปในวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีผลใช้บังคับนั้นก็จะทำให้อัตราดอกเบี้ยที่ตราไว้ของหลักทรัพย์ไม่สามารถแข่งขันกับตราสารอื่นๆที่อยู่ในตลาดการเงินซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยที่สูงใจนักลงทุนมากกว่าได้ ดังนั้น เมื่อประสบภาวะดังกล่าว กิจการที่ยื่นขอจดทะเบียนเสนอขายหลักทรัพย์นั้นจึงประสงค์ที่จะชะลอการเสนอขายหลักทรัพย์ แต่เนื่องจากโดยปกติแล้วการเสนอขายหลักทรัพย์จะต้องเริ่มนับแต่วันที่แบบแสดงรายการข้อมูลนั้นมีผลใช้บังคับทันที การทำ filing เพื่อเสนอขายหลักทรัพย์ในลักษณะดังกล่าวนี้จึงเรียกอีกอย่างหนึ่งว่าเป็นการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลทีขอให้ระงับไว้ก่อน หรือ “Shelf Registration” ซึ่งหมายความว่าหลักทรัพย์ที่ผู้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลนั้นจะถูก

<sup>52</sup> Section 8e รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>53</sup> Section 6a รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

ชะลอการขายไว้ก่อนโดยจะยังไม่ขายออกไปทันทีในวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีผลบังคับใช้ซึ่งจะเป็นการขัดต่อบทบัญญัติแห่งรัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 ซึ่งกำหนดให้การเสนอขายหลักทรัพย์จะต้องเริ่มตั้งแต่วันที่แบบแสดงรายการข้อมูลเสนอขายหลักทรัพย์มีผลบังคับใช้ด้วย เหตุนี้ผู้ยื่นจึงต้องทำแผนการจัดจำหน่าย (plan of distribution) ยื่นต่อ SEC พร้อมกับแบบแสดงรายการข้อมูลและจะต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดที่ SEC ได้กำหนดขึ้นอย่างเคร่งครัด มิเช่นนั้นอาจถือว่าเป็นการทำให้เกิดความสับสนหลงผิดในแบบแสดงรายการข้อมูล (misleading) และอาจก่อให้เกิดความรับผิดชอบต่างๆตามมาภายหลัง โดยในปี ค.ศ. 1982 SEC ได้ประกาศใช้ Shelf Registration Rule โดยบังคับใช้เป็นการชั่วคราว (effective on an experimental basis) มีกำหนดใช้บังคับถึงเดือนธันวาคม ค.ศ. 1983 หลังจากนั้น SEC ได้พิจารณาแล้วเห็นว่ากฎดังกล่าวประสบความสำเร็จจึงได้แก้ไข Shelf Registration Rule เพื่อให้มีผลบังคับใช้เป็นการถาวร (permanent basis)<sup>54</sup> ซึ่งกำหนดให้สามารถทำ Shelf Registration ได้แก่การเสนอขายหลักทรัพย์บางประเภทเท่านั้น<sup>55</sup> และกิจการผู้ออกหลักทรัพย์สามารถทำการขายหลักทรัพย์นั้นได้ภายในระยะเวลาไม่เกินสองปีภายหลังจากการทำ Shelf Registration ในระหว่างนี้กิจการผู้ออกหลักทรัพย์อาจให้กิจการพาณิชย์หลายรายทำการเสนอราคาแข่งขันเพื่อให้ได้รายที่เรียกเก็บค่าตอบแทนการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ต่ำที่สุดจนกว่าจะได้รายที่พอใจ ดังนั้น ในอีกมุมมองหนึ่งของ Shelf Registration ก็เพื่อลดต้นทุนของการออกหลักทรัพย์ด้วย<sup>56</sup> และเมื่อได้มีการการเสนอขายแบบ Shelf Registration แล้ว หากมิได้มีการเสนอขายหลักทรัพย์นั้นภายหลังที่ได้ปิดการเสนอขายแล้ว (remain unsold at the end of the offering) ผู้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลหลักทรัพย์ก็จะต้องทำการยื่นคำขอแก้ไขเพิ่มเติมรายการจดทะเบียนภายหลังวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีผลบังคับใช้แล้ว (post-effective amendment) เพื่อทำการถอนรายการหลักทรัพย์ที่ไม่ได้ทำการเสนอขายออกไป<sup>57</sup>

#### 2.4.2 การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศอังกฤษ

ในเบื้องต้นนี้จะอธิบายให้ทราบถึงระบบตลาดทุนและกฎหมายที่เกี่ยวข้องในประเทศอังกฤษซึ่งมีความแตกต่างจากที่ปรากฏในประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศไทยอยู่พอสมควร โดยที่การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศอังกฤษก่อนหน้านี้ปัจจุบันนี้อยู่

<sup>54</sup> SEC rule 415

<sup>55</sup> รายละเอียดเพิ่มเติมโปรดดูใน SEC rule 415

<sup>56</sup> William F. Sharpe, Gordon J. Alexander & Jeffery V. Bailey, *Investments*, 5th ed. (Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall International, Inc., 1995), p. 78

<sup>57</sup> Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, pp. 159-161



ภายใต้บังคับตามบทบัญญัติใน “พระราชบัญญัติการให้บริการทางการเงิน ค.ศ. 1986” (Financial Services Act 1986) ซึ่งเป็นกฎหมายที่ใช้บังคับอยู่เดิม แต่ต่อมารัฐสภาอังกฤษได้ตรากฎหมายฉบับใหม่ขึ้นเพื่อยกเลิกและใช้บังคับแทนกฎหมายฉบับเดิมได้แก่ “พระราชบัญญัติว่าด้วยการให้บริการทางการเงินและตลาดการเงิน ค.ศ. 2000” (Financial Services and Market Act 2000 ซึ่งต่อไปนี้เรียกว่า “FSMA 2000”) โดยที่เป็นการรวบรวมเอาธุรกรรมต่างๆที่เกี่ยวข้องกับตลาดการเงิน (Financial Market) ได้แก่ธุรกรรมในกิจการประกันภัย (Insurance) ธุรกรรมในกิจการธนาคาร (Bank) และธุรกรรมในกิจการหลักทรัพย์ (Securities Firm) มารวมอยู่ภายใต้องค์กรกำกับดูแลองค์กรเดียวซึ่งตามกฎหมายเรียกว่า Competent Authority ซึ่งได้แก่ Financial Services Authority หรือเรียกว่า FSA โดยเฉพาะอย่างยิ่งการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในตลาดแรก ตลอดจนกระบวนการอื่นที่เกี่ยวข้อง เช่น การจดทะเบียนหลักทรัพย์และการควบคุมการดำเนินการในตลาดรอง (Admission to Listing and Trading) เป็นต้น อิทธิพลส่วนหนึ่งที่ได้รับมาก็คือข้อกำหนดของประชาคมยุโรป (EC Directives) ซึ่งมีผลให้รัฐซึ่งเป็นภาคีสมาชิกของกลุ่มประชาคมยุโรปจำต้องให้สัตยาบันยอมรับตามในการบังคับใช้กฎหมายภายในและมีอิทธิพลที่สำคัญอย่างยิ่งต่อกระบวนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตามกฎหมายซึ่งจะได้กล่าวต่อไป กลุ่มประชาคมยุโรปนี้ ส่งเสริมและสนับสนุนให้มีรูปแบบตลาดการเงินแบบเดี่ยว หรือ Single Financial Market ซึ่งหมายความว่ากิจการที่เกี่ยวกับการให้บริการทางการเงิน รวมทั้งกิจการหลักทรัพย์ก็ต้องอยู่ภายใต้องค์กรกำกับดูแลเพียงองค์กรเดียวได้แก่ FSA ซึ่งแต่เดิมก่อนที่จะมีการบังคับใช้ FSMA 2000 อย่างเต็มรูปแบบขององค์กรที่มีอำนาจกำกับดูแลทางด้านนี้ได้แก่ UKLA (United Kingdom Listing Authority) ซึ่งเป็น Competent Authority ของ Stock Exchange แต่เดิม แต่ต่อมาเพื่อให้เป็นการสอดคล้องกับ EC Listing Directives<sup>58</sup> ที่ประสงค์จะให้มืองค์กรของรัฐเป็นผู้กำกับดูแลกฎหมายจึงได้เปลี่ยนองค์กรที่กำกับดูแลเป็น FSA ในเวลาต่อมา<sup>59</sup> และ FSMA 2000 ได้เน้นบทบาทของ FSA ในสี่ด้านด้วยกันได้แก่<sup>60</sup>

- (1) การเป็นองค์กรที่เน้นบทบาทในด้านการรักษาความเชื่อมั่นในระบบการเงิน (Maintaining confidence in the financial system)
- (2) การเป็นองค์กรที่ส่งเสริมความรู้ความเข้าใจแก่ประชาชนเกี่ยวกับระบบการเงิน (Promoting public awareness of the financial system)

<sup>58</sup> Directive of the European Parliament and the Council 2001/34/EC on the admission of securities to listing and on information to be published on these securities ซึ่งนิยมเรียกว่า “Listing Directive)

<sup>59</sup> Official Listing of Securities (Change of Competent Authority) Regulations 2000(SI2000/968) ซึ่งมีผลนับตั้งแต่เดือนพฤษภาคม ปี ค.ศ. 2000

<sup>60</sup> Mayson, French & Ryan, Company Law (London, Blackstone Press, 2001), p. 210

(3) การเป็นองค์กรที่มีหน้าที่สร้างกลไกในการเสริมสร้างความมั่นคงให้แก่ผู้ลงทุนในระดับที่เหมาะสม (Securing the appropriate degree of protection for consumers) และ

(4) การเป็นองค์กรที่มีหน้าที่ลดการเกิดอาชญากรรมทางการเงินที่เกี่ยวกับการประกอบธุรกิจการให้บริการทางการเงิน (Reducing the extent to which it is possible for financial services business to be used for a purpose connected with financial crime)

ที่มาของบทบัญญัติใน FSMA 2000 ในส่วนที่เกี่ยวกับการออกหลักทรัพย์และการเสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดแรกมีที่มาที่สำคัญจาก EC Directives ได้แก่ Council Directive 79/279 EEC on Admission of Securities to Listing, Council Directive 80/390/EEC on Listing Particulars และ Council Directive 89/121/EEC on the continuing information obligations of Listed Companies ทั้งสามฉบับต่อมารวมมาเป็นฉบับเดียวเรียกว่า “Listing Directive” (2001/34/EC) และ Council Directive 89/298/EEC on the drawing up, scrutiny and distribution of prospectuses when transferable securities are offered to the public เรียกว่า “Prospectus Directive” ซึ่งเป็นที่มาของมาตรฐานการแสดงรายการเปิดเผยข้อมูล หนังสือชี้ชวน ในตลาดแรกและการพิจารณาเข้าจดทะเบียนหลักทรัพย์ในตลาดรอง<sup>61</sup>

ลักษณะแตกต่างที่สำคัญอีกประการหนึ่งของตลาดทุนในประเทศอังกฤษก็คือ การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในตลาดทุนนั้น นอกจาก FSA ซึ่งเป็นองค์กรที่กำกับดูแลในตลาดแรกแล้ว มีตลาดรองอยู่ 2 แบบ ได้แก่ แบบที่เป็นตลาดหลักทรัพย์ หรือ Stock Exchange และแบบที่เป็นศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ หรือ Alternative Investment Market (AIM) ซึ่งแบบหลังนี้ก็สามารถพบได้ในตลาดทุนของประเทศสหรัฐอเมริกาและของประเทศไทยเช่นเดียวกัน ในรูปแบบที่เรียกว่า Over-the-counter Market (OTC) แต่ข้อแตกต่างก็คือการเสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดทุนในประเทศอังกฤษนั้นกระบวนการตลอดจนกฎหมายที่ใช้บังคับในเรื่องนี้จะแตกต่างกันออกไป หากการนำหลักทรัพย์ไปทำการซื้อขายเปลี่ยนมือในตลาดรองมีความแตกต่างกันระหว่างทั้งสองแบบ

การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตาม FSMA 2000 นั้น ไว้สำหรับผู้ประสงค์จะทำการเสนอขายหลักทรัพย์ที่จะนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในภายหลัง หรือที่เรียกว่า Admission to Listing หลักทรัพย์ประเภทนี้เรียกว่า “Listed Securities” และการเสนอขาย

<sup>61</sup> Paul L. Davies, *Gower and Davies’ Principles of Modern Company Law*, 7th ed. (London: Sweet & Maxwell, 2003), p. 650

หลักทรัพย์จึงต้องดำเนินการขอ FSA ตลอดจนการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Admission to Listing) ก็อยู่ภายใต้อำนาจหน้าที่ของ FSA โดยจะต้องปฏิบัติตาม Listing Rules ที่ออกโดย FSA การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนจึงต้องทำทั้งสองอย่างไปควบคู่กันคือการยื่นร่างหนังสือชี้ชวน (prospectus) และแบบแสดงรายการข้อมูลสำหรับ Admission to Listing ที่เรียกว่า Listing Particulars ไปพร้อมกัน ส่วนการนำหลักทรัพย์เข้าไปทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งกิจการจะต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดและเงื่อนไขของตลาดหลักทรัพย์นี้จะเรียกว่า Admission to Trading ตลาดหลักทรัพย์จะไม่มีอำนาจในการทำ Admission to Listing ดังเช่นที่ปรากฏในกฎหมายของประเทศไทย<sup>62</sup>

การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนอีกประเภทหนึ่งก็คือการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ไม่มีการนำหลักทรัพย์นั้นเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แต่อาจมีการนำหลักทรัพย์นั้นไปทำการซื้อขายหลักทรัพย์ไว้กับศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ (Admission to AIM) กรณีดังกล่าวนี้กฎหมายที่ใช้บังคับได้แก่ Public Offers of Securities Regulations 1995<sup>63</sup> (ต่อไปนี้เรียกว่า “POS”) หลักทรัพย์ประเภทนี้เรียกว่า “Unlisted Securities” ซึ่งกระบวนการเสนอขายหลักทรัพย์ในรูปแบบนี้กระทำโดยการออกหนังสือชี้ชวนตามเงื่อนไขที่ POS กำหนดเท่านั้นโดยไม่ต้องมีการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลหรือทำการยื่นหนังสือชี้ชวนให้ FSA พิจารณาก่อน FSA มีอำนาจดำเนินการเฉพาะในกรณีภายหลังที่หลักทรัพย์ได้ทำการเสนอขายต่อประชาชนแล้วพบว่าการละเมิดต่อบทบัญญัติของกฎหมาย หรือในกรณีที่ผู้ประสงค์จะเสนอขายหลักทรัพย์ต้องการให้ FSA ทำการยกเว้น (omission) การเปิดเผยข้อมูลในหนังสือชี้ชวน<sup>64</sup> รายละเอียดจะได้กล่าวต่อไปในหัวข้อขั้นตอนการเสนอขายหลักทรัพย์ (Offering Process) ส่วนจะนำหลักทรัพย์เข้าทำการซื้อขายในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ (Admission to AIM) หรือไม่นั้นไม่ใช่สาระสำคัญของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในรูปแบบนี้ อย่างไรก็ดี มาตรฐานในการเปิดเผยข้อมูลและข้อกำหนดที่ระบุไว้ใน POS เกือบทั้งหมดใกล้เคียงกับเงื่อนไขที่กำหนดไว้โดย FSMA 2000 โดยอนุโลม มีข้อแตกต่างก็เฉพาะแต่กระบวนการและบทบาทของ FSA ในการกำกับดูแลเท่านั้น

<sup>62</sup> มาตรา 189 พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดว่า บุคคลใดประสงค์จะนำหลักทรัพย์ที่ตนออกไปซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ จะต้องนำหลักทรัพย์นั้นไปจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ เมื่อตลาดหลักทรัพย์ได้รับค่าจดทะเบียนแล้ว ให้พิจารณาและเสนอความเห็นนั้นต่อคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์เพื่อสั่งรับหรือไม่รับเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน (Listed Securities)

<sup>63</sup> Regulation 3, Part II, of Public Offers of Securities Regulations 1995

<sup>64</sup> Regulation 11(3) of Public Offers of Securities Regulations 1995

แม้ว่ากิจการส่วนใหญ่มีความต้องการที่จะทำ Listing ในตลาดหลักทรัพย์ก็ตาม แต่การทำ Admission to AIM นี้ก็มีความจำเป็นเนื่องจากกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ต้องการที่จะทำให้หลักทรัพย์ที่ตนประสงค์จะเสนอขายมีสภาพคล่อง (liquidity) โดยมีตลาดรองไว้สำหรับซื้อขายเปลี่ยนมือกันได้ง่ายเพราะเป็นสิ่งสำคัญในการจูงใจนักลงทุนให้ซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าว และโดยผลของ Listing Rules<sup>65</sup> กำหนดให้กิจการที่จะทำ Listing ได้จะต้องแสดงงบการเงินซึ่งได้ทำการตรวจสอบและรับรองโดยผู้ตรวจสอบบัญชีแล้วเป็นระยะเวลา 3 ปีซ้อนหลัง ดังนั้น กิจการที่เพิ่งเริ่มก่อตั้งใหม่จึงไม่สามารถ Listing ได้จึงต้องทำ Admission to AIM แทน<sup>66</sup>

#### 2.4.2.1 ขั้นตอนการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriting Process)

การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีการเสนอขายต่อประชาชนในประเทศอังกฤษเป็นไปตามทฤษฎีการเคลื่อนย้ายทุนตามที่ได้กล่าวมาแล้วคือการระดมทุนสามารถกระทำได้ทั้งโดยตรงและโดยผ่านสถาบันตัวกลาง (Intermediary) และภายหลังจากที่พิจารณาโดยละเอียดแล้วพบว่าการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์นั้น กิจการที่ทำหน้าที่ให้บริการเป็นสถาบันตัวกลาง (Intermediary) ได้แก่กิจการพาณิชย์ซึ่งในประเทศอังกฤษนิยมเรียกว่า “Merchant Bank” ซึ่งมีบทบาทสำคัญอย่างมากในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นการจำหน่ายหลักทรัพย์ในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อนักลงทุนโดยทั่วไปหรือเฉพาะเจาะจงบางกลุ่ม หรือการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนต่อผู้ถือหุ้นเดิมซึ่งเป็นสิทธิที่ผู้ถือหุ้นเดิมมีอยู่ตามหลักกฎหมายบริษัท (pre-emptive rights)<sup>67</sup> รวมไปถึงการเสนอขายหลักทรัพย์เพื่อประโยชน์ในการควบรวมกิจการเข้าไว้ด้วยกันหรือที่เรียกว่า “Vendor Placing” ก็มีความจำเป็นอย่างมากที่จะต้องใช้บริการของพาณิชย์กิจ

การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศอังกฤษนี้ในกรณีที่เป็นการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์จำนวนไม่มากนัก กิจการผู้ออกหลักทรัพย์มักที่จะเลือกใช้บริการของนายหน้าหลักทรัพย์ (Broker) เพื่อทำการจำหน่ายหลักทรัพย์ของตน แต่ในกรณีทั่วไปแล้วกิจการผู้ออก

<sup>65</sup> Chapter 6E, Chapter 12 ของ Listing Rules

<sup>66</sup> Paul L. Davies, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, p. 655

<sup>67</sup> เป็นสิทธิที่ถูกรับรองขึ้นโดย Section 89-96 ของ Companies Act 1985 เทียบได้กับสิทธิของผู้ถือหุ้นตามมาตรา 1222 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ แต่ pre-emptive rights ของประเทศอังกฤษนี้ระบุระยะเวลาการใช้สิทธิซื้อหุ้นไว้ที่ภายใน 21 วันนับแต่ได้รับคำบอกกล่าว ในขณะที่ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์มิได้ระบุระยะเวลาการใช้สิทธิไว้แน่นอน โดยให้กำหนดระยะเวลาสำหรับใช้สิทธิไว้ในคำบอกกล่าว ถ้าพ้นระยะเวลาดังกล่าวโดยมิได้มีคำสนองมาแล้วจะถือว่าเป็นอันไม่รับซื้อ อนึ่ง สำหรับหุ้นที่ไม่มีกรับซื้อนี้ย่อมสามารถนำออกขายแก่บุคคลภายนอกได้

หลักทรัพย์จะทำการติดต่อไปยังวาณิชธนกิจเพื่อทำการจำหน่ายหลักทรัพย์ของตนและโดยที่กิจการวาณิชธนกิจก็มักจะแต่งตั้งผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ช่วง (Sub-underwriters) เพื่อช่วยแบกรับภาระความเสี่ยงไว้ในกรณีที่หลักทรัพย์ที่เสนอขายไม่สามารถจำหน่ายได้หมด ผู้จัดจำหน่ายช่วงที่มีจำนวนมากนี้จะถูกดูแลโดยนายหน้าหลักทรัพย์ (Broker) ที่วาณิชธนกิจแต่งตั้งขึ้น และตามกฎหมายอังกฤษเรียกบุคคลเหล่านี้รวมกันว่าเป็นผู้มีส่วนร่วมหรือ *sponsor* ของการเสนอขายหลักทรัพย์ โครงสร้างของการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ในประเทศอังกฤษ (*quid pro quo*) ก็คล้ายกับการรับจำหน่ายหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาที่คือวาณิชธนกิจเรียกเก็บค่าบริการในลักษณะค่าคอมมิชชั่น (*commission fee*) เพื่อเป็นการตอบแทนไม่ว่าผู้จัดจำหน่ายจะต้องรับซื้อหลักทรัพย์จำนวนที่จำหน่ายไม่หมดหรือไม่ ทั้งนี้เป็นไปตาม *Underwriting Agreement* ที่ได้ทำขึ้น แต่ว่ารูปแบบของการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ในประเทศอังกฤษจะมีความแตกต่างออกไปดังที่จะได้อธิบายดังต่อไปนี้<sup>68</sup>

(1) **Traditional Underwriting** ซึ่งเป็นรูปแบบการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์พื้นฐานของการเสนอขายหลักทรัพย์ในประเทศอังกฤษ รูปแบบนี้ก็คือการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์โดยวาณิชธนกิจ (Merchant Bank) ซึ่งทำหน้าที่เป็นผู้จัดจำหน่ายจะทำการแต่งตั้งนายหน้าหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายช่วง (Sub-underwriters) เพื่อแบกรับภาระความเสี่ยงของตนเองในกรณีที่จำหน่ายหลักทรัพย์ไม่หมด และเรียกอีกอย่างหนึ่งว่า *Sub-underwriting Arrangement* ซึ่งโดยปกติแล้วผู้จัดจำหน่ายในกรณีรูปแบบนี้ก็จะไม่ผลัดภาระออกไปทั้งหมดเสียทีเดียวแต่จะรับซื้อหลักทรัพย์ไว้ส่วนหนึ่งในกรณีที่หลักทรัพย์จำหน่ายไม่หมดด้วย

(2) **Placing** คือการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์โดยที่วาณิชธนกิจนำหลักทรัพย์ที่ได้รับมาไปจำหน่ายให้แก่ผู้ลงทุนรายใหญ่ต่างๆ ใ้รับซื้อหลักทรัพย์ไว้ (*placee*) ซึ่งวาณิชธนกิจจะทำการสำรวจความต้องการของนักลงทุนรายใหญ่ โดยมากเป็นนักลงทุนประเภทสถาบัน (*institutional investors*) ในกรณีที่ไม่มีนักลงทุนให้ความสนใจ วาณิชธนกิจจะต้องรับซื้อหลักทรัพย์นั้นไว้เอง วิธีการแบบนี้เรียกว่า “Best Efforts Placing” ซึ่งเป็นรูปแบบที่เกิดขึ้นทั่วไปสำหรับการทำ *Placing* หากเป็นกรณีที่วาณิชธนกิจไม่จำเป็นต้องรับซื้อหลักทรัพย์นั้นไว้เองเรียกว่า “Reasonable Endeavour Placing” แต่กรณีหลังนี้จะได้รับความสนใจจากกิจการผู้ออกหลักทรัพย์น้อยกว่า และทั้งนี้ย่อมขึ้นอยู่กับเงื่อนไขที่ระบุไว้ใน *Placing Agreement* ที่ทำขึ้นระหว่างกิจการผู้ออกหลักทรัพย์กับผู้จัดจำหน่ายด้วย มีอีกกรณีหนึ่งซึ่งเรียกว่า “*placing with clawback*” คือในกรณีที่ *Placee* ซึ่งได้รับจัดสรรหลักทรัพย์ให้ นั้นจะต้องทำหน้าที่เสมือนหนึ่ง *Sub-underwriters* แต่มีเงื่อนไขอยู่ว่าจะต้องนำหลักทรัพย์ที่ได้รับมานั้นไปจำหน่ายต่อให้แก่บุคคลบางประเภทก่อน เช่น ผู้ถือหุ้นเดิมของ

<sup>68</sup> J. Scott Slorach, *Corporate Finance, Mergers & Acquisitions* (Oxford: Oxford University Press, 2002), pp. 33-35

กิจการที่ออกหลักทรัพย์ เป็นต้น หากไม่มีผู้ลงทุนสนใจรับซื้อหลักทรัพย์นั้นไว้แล้ว วาณิชธนกิจก็จะทำการประกั้นการจำหน่ายหลักทรัพย์นั้นต่อไปหรือ Placee อาจทำการรับซื้อหลักทรัพย์ไว้เองก็ได้

**(3) Bookbuilding** เป็นวิธีการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ใช้ในการระดมทุนข้ามชาติ (International Equity Offering) การขายหลักทรัพย์ครั้งแรกหรือหลักทรัพย์เพิ่มทุน (Initial and Subsequent Offering) จำนวนมาก ในตลาดทุนของประเทศอังกฤษซึ่งมีโครงสร้างที่คล้ายรูปแบบการจัดจำหน่ายแบบ Placing ตามที่ได้กล่าวมาแล้วว่าในกรณี Traditional Underwriting นั้น ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จะทำการแต่งตั้ง Sub-underwriters ขึ้นเพื่อผลักภาระความเสี่ยงของตนออกไป แต่ว่าราคาของหลักทรัพย์ที่จะเสนอขายจะมีการกำหนดขึ้นในวันที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์ และ Sub-underwriters ก็จะได้รับผิชอบเฉพาะราคาที่ปรากฏอยู่ในวันที่มีการเสนอขายเท่านั้นซึ่งไม่สามารถคาดการณ์ไว้ได้ล่วงหน้า ดังนั้นจึงมีการนำเอาวิธีการ Bookbuilding นี้มาใช้โดยที่นักลงทุนทั้งประเภทสถาบันและประเภทรายย่อยที่คาดว่าจะซื้อหลักทรัพย์นั้น (potential investors) จะเข้าทำการประมูล (bid) หลักทรัพย์ที่จะมีการเสนอขายเป็นการล่วงหน้า การประมูลนี้จะไม่มีการผูกพันในทางกฎหมายเป็นเพียงวิธีการที่จะทำให้รู้ว่าปริมาณหลักทรัพย์มากน้อยเพียงใดที่นักลงทุนต้องการและที่ระดับราคาเท่าใด โดยที่นักลงทุนเหล่านี้จะได้รับแจ้งให้เข้าร่วมจากเอกสารชี้ชวนเบื้องต้นในการเสนอขายหลักทรัพย์ที่เรียกว่า “pathfinder prospectus” ซึ่ง pathfinder prospectus นี้ก็มักจะระบุช่วงของราคาท้ายที่สุด (final offer price) ที่จะมีการเสนอขายเอาไว้ด้วยความต้องการของนักลงทุนที่แสดงออกมาในการเสนอราคาประมูลนี้จะเป็นปัจจัยที่จะนำไปใช้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ โดยที่ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ซึ่งเป็นผู้จัดการประมูลจะดูแลการประมูลหลักทรัพย์และบันทึกจำนวนและราคาที่นักลงทุนแต่ละรายต้องการไว้ในบัญชีหรือ Book จึงเรียกรูปแบบนี้ว่า Bookbuilding และภายหลังจากผ่านขั้นตอนดังกล่าวมาแล้ว (bookbuilding process) ราคาของหลักทรัพย์ก็จะถูกกำหนดขึ้นก่อนการเสนอขาย ซึ่งผู้จัดจำหน่ายก็จะทำหน้าที่ประกั้นการจำหน่ายต่อไปในกรณีที่นักลงทุนไม่ซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าวหรือไม่ชำระราคาจองซื้อหลักทรัพย์ แต่ทั้งนี้ระยะเวลาที่ผู้จัดจำหน่ายจะต้องแบกรับภาระความเสี่ยงไว้ก็จะสั้นกว่าแบบ Traditional Underwriting ซึ่งรูปแบบ Bookbuilding นี้มีประโยชน์คือสามารถกำหนดราคาเสนอขายหลักทรัพย์ไว้ที่ราคาสูงสุดที่ควรจะเป็นได้เพราะว่าราคาที่กำหนดไว้ในตอนแรกสามารถแก้ไขเปลี่ยนแปลงได้ตามความต้องการของนักลงทุนที่ปรากฏ ในขณะที่ในรูปแบบ Traditional Underwriting นั้น ผู้จัดจำหน่ายพยายามแนะนำให้กำหนดราคาต่ำเอาไว้ก่อนเพื่อที่จะทำให้สามารถขายหลักทรัพย์นั้นหมดได้โดยง่าย และการคัดเลือกผู้ลงทุนที่จะเข้าร่วมในการแสดงความต้องการนี้ก็น่าเชื่อถือกว่าในรูปแบบ Traditional Underwriting เนื่องจากนักลงทุนได้ถูกเลือกสรรโดยผู้จัดจำหน่ายไม่ใช่นายหน้าหลักทรัพย์ (Broker) ในแบบ Sub-underwriting อีกทั้งยังเป็นวิธีการที่แพร่หลายมากในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศสหรัฐอเมริกาก่อนที่จะมีการจัดจำหน่ายในรูปแบบ

ต่างๆที่ได้กล่าวมาแล้ว ซึ่งจะทำให้กิจการที่ออกหลักทรัพย์สามารถเชื่อมต่อกับนักลงทุนนานาชาติได้ซึ่งจะได้ฐานของนักลงทุนที่กว้างกว่าและจะเป็นประโยชน์อย่างมากหากกิจการประสงค์ที่จะเติบโตออกไปในต่างประเทศ และการเสนอขายหลักทรัพย์ในระดับภายในของประเทศอังกฤษก็กำลังเพิ่มบทบาทของ Bookbuilding เข้าไปด้วย<sup>69</sup>

#### 2.4.2.2 ขั้นตอนการเสนอขายหลักทรัพย์ (Offering Process)

ตามที่ได้กล่าวมาแล้วว่ากฎหมายว่าด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศอังกฤษนี้สามารถแบ่งพิจารณาได้เป็น 2 รูปแบบ ได้แก่ การเสนอขายหลักทรัพย์แบบ Listed Securities และ Unlisted Securities จึงขอแยกอธิบายแต่ละแบบดังที่จะกล่าวต่อไป แต่อย่างไรก็ดี การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนแบบ Unlisted Securities นี้มีมาตรฐานในการเปิดเผยข้อมูลและข้อกำหนดที่ระบุไว้ใน POS เกือบทั้งหมดที่ใกล้เคียงกับเงื่อนไขที่กำหนดไว้โดย FSMA 2000 โดยอนุโลม มีข้อแตกต่างก็เฉพาะแต่กระบวนการและบทบาทของ FSA ในการกำกับดูแลเท่านั้น ดังนั้น จึงขออธิบายในส่วนที่เกี่ยวข้องกับ Listed Securities ตาม FSMA 2000 เป็นหลัก และเสริมในส่วนที่แตกต่างออกไปของ Unlisted Securities ตาม POS

#### การเสนอขายหลักทรัพย์ประเภท Listed Securities

ตาม FSMA 2000 กำหนดให้การเสนอขายหลักทรัพย์อาจกระทำได้โดยการยื่น (submit) เอกสารหนังสือชี้ชวนและ Listing Particulars ตามรูปแบบและเนื้อหาที่กำหนดโดย FSA ใน Listing Rules<sup>70</sup> เมื่อ FSA ได้ทำการตรวจสอบ (approve) รูปแบบและเนื้อหาดังกล่าวแล้วก็จะต้องทำการตีพิมพ์ (publish) หนังสือชี้ชวนเพื่อทำการแจกจ่ายแก่ผู้ลงทุนต่อไป ดังนั้นขั้นตอนในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนจึงสรุปได้ว่ามี 3 ขั้นตอน คือ การยื่นเอกสาร การตรวจสอบเอกสาร และการตีพิมพ์เอกสาร<sup>71</sup> ดังที่จะได้กล่าวต่อไป<sup>72</sup>

<sup>69</sup> Tim Jenkinson & Alexander Ljungqvist, *Going Public* (Oxford: Oxford University Press, 2001), p. 206

<sup>70</sup> Section 75 of FSMA 2000

<sup>71</sup> Section 86(2) of FSMA 2000 กำหนดให้บทบัญญัติต่างๆที่เกี่ยวข้องกับ Listing Particulars หมายถึงหนังสือชี้ชวน (prospectus) ด้วย

<sup>72</sup> Paul L. Davies, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, pp. 652-662

- **การยื่นเอกสารเพื่อเปิดเผยข้อมูล (Disclosure)** หลักการที่สำคัญที่สุดในการเปิดเผยข้อมูลของหนังสือชี้ชวนและ Listing Particulars นี้ ตาม FSMA 2000 กำหนดให้เอกสารดังกล่าวจะต้องระบุข้อมูลซึ่งนักลงทุนโดยทั่วไปและผู้มีวิชาชีพในทางการให้คำปรึกษาต้องการที่จะทราบโดยปกติและคาดการณ์ตามปกติได้ว่าจะสามารถค้นหาได้ในเอกสารดังกล่าว (information as investors and their professional advisers would reasonably require and reasonably expect to find) เพื่อวัตถุประสงค์ในการรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับ (1) สินทรัพย์และหนี้สิน (asset and liabilities) ของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ (2) สถานะทางการเงิน (financial position) (3) ผลกำไรและขาดทุน (profit and losses) ของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ (4) วัตถุประสงค์ (prospect) ของการออกหลักทรัพย์ และ (5) สิทธิของผู้ถือหลักทรัพย์ (rights attaching to the securities) ซึ่งถือเป็นหัวใจสำคัญของการเปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศอังกฤษ เรียกว่า “sweeping up requirement”<sup>73</sup> ทั้งนี้รายละเอียดของข้อมูลเป็นไปตามที่กำหนดไว้ใน Listing Rules หรือที่กำหนดโดย FSA<sup>74</sup> อย่างไรก็ตามกฎหมายกเว้นให้ไม่ต้องเปิดเผยข้อมูลซึ่งไม่อยู่ในความรู้เห็นของบุคคลซึ่งต้องรับผิดชอบ (persons responsible) ต่อเอกสารดังกล่าว (information not within knowledge) และข้อมูลที่บุคคลซึ่งต้องรับผิดชอบดังกล่าวไม่อาจจะรับทราบได้ (information not reasonable for them by making enquiries)<sup>75</sup> ซึ่งการที่จะพิจารณาว่าข้อมูลใดเป็นข้อมูลที่บุคคลซึ่งต้องรับผิดชอบดังกล่าวจำเป็นต้องรู้หรือควรจะรู้จะต้องพิจารณาถึง (1) ลักษณะโดยทั่วไปของหลักทรัพย์และของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ (2) บุคคลซึ่งจะรับซื้อหลักทรัพย์นั้น (3) ข้อเท็จจริงบางประการซึ่งอยู่ในความรู้เห็นของผู้มีวิชาชีพในทางการให้คำปรึกษาในข้อที่บุคคลซึ่งจะรับซื้อหลักทรัพย์นั้นไว้คาดว่าต้องการคำปรึกษาในเรื่องดังกล่าว (4) ข้อมูลใดๆที่ปรากฏแก่ผู้ลงทุนโดยทั่วไปหรือผู้มีวิชาชีพในทางการให้คำปรึกษาซึ่งกำหนดขึ้นโดยศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ที่ได้รับการยอมรับ (recognized investment exchange) หรือกำหนดขึ้นโดย Listing Rules หรือโดยบทบัญญัติแห่งกฎหมาย<sup>76</sup> ทั้งหมดที่กล่าวมานี้ถือเป็นข้อกำหนดในการเปิดเผยข้อมูลโดยทั่วไป (general duty of disclosure)

- **การยื่นเอกสารเพื่อแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูล (Supplementary Listing Particulars and Prospectus)** จะกระทำต่อเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงอย่างเป็นสาระสำคัญ (significant change) อันกระทบต่อข้อมูลที่มีการเปิดเผยใน Listing Particulars และหนังสือชี้ชวน ทั้งนี้ เพื่อให้เป็นไป

<sup>73</sup> Section 80(1) of FSMA 2000

<sup>74</sup> Section 80(2) of FSMA 2000

<sup>75</sup> Section 80(3) of FSMA 2000

<sup>76</sup> Section 80(4) of FSMA 2000



ตาม sweeping up requirements รวมทั้งข้อกำหนดที่ระบุไว้ใน Listing Rules และข้อกำหนดที่ FSA กำหนดขึ้น หรือต่อเมื่อมีข้อเท็จจริงใหม่เกิดขึ้นอันเป็นสาระสำคัญ (significant new matter) เกิดขึ้น ซึ่งเป็นข้อเท็จจริงซึ่งมีความจำเป็นต้องเปิดเผยเช่นเดียวกับข้อเท็จจริงที่มีอยู่ในขณะทำ Listing Particulars และหนังสือชี้ชวน ในกรณีดังกล่าวนี้ย่อมเป็นเช่นเดียวกับการเปิดเผยข้อมูลในกรณีปกติ กล่าวคือ ผู้เสนอขายหลักทรัพย์จะต้องทำการยื่นเอกสาร ตรวจสอบเอกสาร โดย FSA และตีพิมพ์เอกสารในส่วนที่มีการแก้ไขเพิ่มเติม นั้น ในกรณีที่บุคคลผู้ซึ่งต้องรับผิดชอบต่อเอกสารดังกล่าวไม่ทราบถึงการเปลี่ยนแปลงอันเป็นสาระสำคัญของข้อมูล หรือข้อเท็จจริงซึ่งเกิดขึ้นใหม่อย่างเป็นสาระสำคัญก็ไม่ถือว่าเป็นส่วนที่กฎหมายกำหนดให้มีการแก้ไขเพิ่มเติม

อาจกล่าวได้โดยสรุปว่าข้อมูลที่ FSA และ Listing Rules ซึ่งโดยปกติแล้วจะมีความยืดหยุ่น ต้องการที่จะให้มีการเปิดเผยได้แก่ข้อมูลที่เกี่ยวข้องดังต่อไปนี้<sup>77</sup>

- (1) ผู้รับผิดชอบต่อข้อมูลที่เปิดเผยนั้น ข้อมูลเกี่ยวกับผู้ตรวจสอบบัญชี และข้อมูลเกี่ยวกับที่ปรึกษาต่างๆ
- (2) หลักทรัพย์ที่จะทำการเสนอขายต่อประชาชน
- (3) กิจการผู้ออกหลักทรัพย์และทุนของกิจการ (capital)
- (4) การดำเนินกิจการของผู้ออกหลักทรัพย์
- (5) สินทรัพย์ หนี้สิน สถานะทางการเงิน กำไรและขาดทุน ของกิจการของผู้ออกหลักทรัพย์
- (6) การบริหารกิจการผู้ออกหลักทรัพย์
- (7) การพัฒนาในช่วงเวลาที่ผ่านมาและความมุ่งหวัง (prospect) ของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์จากการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน

#### - การตรวจสอบการเปิดเผยข้อมูลในหนังสือชี้ชวน (Vetting of Prospectus)

FSA จะเป็นผู้ทำการตรวจสอบเอกสาร โดยเฉพาะอย่างยิ่งการเปิดเผยข้อมูลใน Prospectus เพื่อให้แน่ใจว่าข้อมูลที่มีการเปิดเผยนี้มีระดับเพียงพอและเหมาะสมที่จะนำไปตีพิมพ์แจกจ่ายแก่ประชาชนต่อไป แต่อย่างไรก็ตาม ย่อมมิได้เป็นการแสดงว่า FSA จะรับประกันความถูกต้องของข้อมูลที่มีการเปิดเผย FSMA 2000 ยกเว้นความรับผิดชอบของ FSA และเจ้าหน้าที่ของ FSA ในเรื่องนี้ไว้เป็นการเฉพาะ ยกเว้นแต่ในกรณีที่มีการกระทำโดยทุจริต (bad faith) และกรณีที่เป็นการละเมิดสิทธิมนุษยชน (Human Right Violation) เท่านั้นที่ FSA และเจ้าหน้าที่ของ FSA มีความรับผิดชอบ<sup>78</sup> แต่

<sup>77</sup> Paul L. Davies, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, pp. 654-655

<sup>78</sup> Section 102 of FSMA 2000

ก่อนที่ FSA จะทำการตรวจสอบข้อมูลที่มีการเปิดเผยนั้น ข้อมูลดังกล่าวจะต้องผ่านกระบวนการตรวจสอบภายในของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ ประการแรก ผู้บริหารของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ จะต้องระบุชัดเจนไว้ในหนังสือชี้ชวนว่ากิจการผู้ออกหลักทรัพย์ได้ทำการตรวจสอบข้อมูลที่ระบุไว้ในหนังสือชี้ชวนแล้วที่มีความถูกต้องทุกประการ พร้อมทั้งระบุข้อความด้วยว่าข้อมูลที่ระบุไว้นี้เป็นข้อมูลเท่าที่ตนจะสามารถล่วงรู้ได้ตาม sweeping up requirements ประการที่สอง จะต้องมีการแสดงงบการเงินที่รับรองโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาตในช่วง 3 ปีย้อนหลัง และระบุข้อมูลเกี่ยวกับผู้สอบบัญชี รวมทั้งข้อมูลในกรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงตัวผู้สอบบัญชีด้วย ประการที่สาม ข้อมูลบางอย่างก็เป็นข้อมูลซึ่งมีการกลั่นกรองหลายลำดับ (multiple control) เช่น โครงการที่จะมีการนำเงินไปลงทุนเป็นข้อมูลที่คณะผู้บริหารของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องรับทราบด้วย หรือการคาดการณ์ผลกำไรในอนาคต (profit forecast) ก็เป็นเรื่องที่ผู้สอบบัญชีและที่ปรึกษาทางการเงินจะต้องรับทราบ เป็นต้น และประการสุดท้ายจึงให้ FSA เป็นผู้กลั่นกรองอีกชั้นหนึ่งซึ่งจะใช้เวลาไม่น้อยกว่า 10 วันทำการก่อนที่จะทำการตีพิมพ์ได้ ในบางกรณี FSA อาจให้ทำการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลก็ได้ และหากยังฝ่าฝืนก็อาจมีการออกคำสั่ง suspend หรือ discontinuance เอกสารที่ได้ยื่นไว้แล้วได้

อย่างไรก็ตาม FSA มีอำนาจที่จะให้ยกเว้นไม่ต้องทำการเปิดเผยข้อมูลบางอย่างก็ได้ เช่น ข้อมูลที่ขัดต่อประโยชน์ส่วนรวม (public interest) ข้อมูลที่อาจส่งผลเสียอย่างร้ายแรงต่อกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ หรือในกรณีที่ข้อมูลบางประการไม่มีความจำเป็นต้องทำการเปิดเผย แต่ทั้งนี้จะต้องไม่เป็นการทำให้เกิดความเข้าใจผิด (misleading) แก่ผู้ลงทุน<sup>79</sup>

- การตีพิมพ์หนังสือชี้ชวนและเอกสารอย่างอื่น FSMA 2000 กำหนดให้ตีพิมพ์หนังสือชี้ชวนเพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถขอรับได้ก่อนที่จะมีการทำ Admission to Listing และเป็นเงื่อนไขของการเริ่มการเสนอขายหลักทรัพย์ด้วย การเสนอขายหลักทรัพย์ก่อนที่จะได้มีการแจกจ่ายหนังสือชี้ชวนย่อมถือเป็นการอันไม่ชอบด้วยกฎหมาย<sup>80</sup> อย่างไรก็ตาม การเสนอขาย (offer) ย่อมได้แก่การกระทำด้วยประการใดๆ เพื่อบุคคลอื่นทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์นั้น<sup>81</sup> การเสนอขายหลักทรัพย์ก่อนที่จะมีการตีพิมพ์หนังสือชี้ชวนก็ถือเป็นการอันไม่ชอบด้วยกฎหมาย แต่โดยปกติมักจะมีเอกสาร

<sup>79</sup> Section 82 of FSMA 2000

<sup>80</sup> Section 85 of FSMA 2000 แต่อย่างไรก็ตามไม่มีบทบัญญัติใดกำหนดให้ส่งมอบหนังสือชี้ชวนให้ถึงมือของผู้ลงทุน รวมทั้งมิได้มีการกำหนดว่าผู้ลงทุนจะต้องอ่านข้อมูลในหนังสือชี้ชวนนั้นก่อนที่จะทำการซื้อหลักทรัพย์

<sup>81</sup> Section 103(4)(b) of FSMA 2000

อย่างอื่นตีพิมพ์ออกมา เช่น Advertisement ซึ่งให้ข้อมูลบางอย่างในการชี้ชวน หรือ mini-prospectus หรือที่เรียกว่า “pathfinder” ซึ่งมักจะสรุปข้อมูลของหนังสือชี้ชวนฉบับเต็มไว้และแนบมาพร้อมกับเอกสารขอเสนอซื้อหลักทรัพย์ เป็นต้น ตาม FSMA 2000 กำหนดให้การตีพิมพ์เอกสารดังกล่าวเหล่านี้จำเป็นต้องได้รับอนุญาตจาก FSA ด้วย โดยจะต้องมีการระบุว่าสามารถขอรับหนังสือชี้ชวนฉบับเต็มได้ และแม้จะได้รับอนุญาตแล้วก็ตามก็ไม่ถือเป็นข้อลบล้างความรับผิดชอบที่อาจเกิดขึ้นจากความบกพร่องของเอกสารดังกล่าว<sup>82</sup>

### การเสนอขายหลักทรัพย์ประเภท Unlisted Securities

ตามที่ได้กล่าวมาแล้วว่าการเสนอขายหลักทรัพย์ประเภท Unlisted Securities นี้จะเป็นไปตามที่กำหนดไว้ใน Public Offers of Securities Regulations 1995 หลักการในการเปิดเผยข้อมูลใน POS นี้ก็เป็นไปในทำนองเดียวกับ FSMA 2000 กล่าวคือให้มีข้อมูลที่เพียงพอสำหรับผู้ลงทุนในการตัดสินใจที่จะซื้อหลักทรัพย์นั้น แต่อย่างไรก็ดี กิจการที่ออกหลักทรัพย์ประเภทนี้ส่วนมากเป็นกิจการขนาดกลางและขนาดย่อมซึ่งการให้มีการเปิดเผยข้อมูลบางอย่างที่ซับซ้อนเกินความจำเป็นเหมือนดังเช่นกรณีของ Listed Securities ก็ดูจะเป็นเรื่องไม่เหมาะสม แต่อย่างไรก็ดี หลักการสำคัญของการเปิดเผยข้อมูล (general duty of disclosure) ก็ย่อมไม่ต่างกันเพราะอาจมีการนำไปซื้อขายหลักทรัพย์ในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ (AIM) ต่อไปในอนาคตได้ ข้อมูลที่มีการเปิดเผยนี้ก็ถือว่ามีความจำเป็นเช่นเดียวกัน นอกจากข้อมูลที่ระบุไว้ใน Schedule 1 แนบท้าย POS แล้วจะต้องรวมถึงข้อมูลซึ่งอยู่ในความรู้เห็นของบุคคลซึ่งต้องรับผิดชอบ (persons responsible) ต่อเอกสารดังกล่าว (information within knowledge) และข้อมูลที่บุคคลซึ่งต้องรับผิดชอบดังกล่าวอาจจะรับทราบได้ (information reasonable for them by making enquiries)<sup>83</sup> การพิจารณาว่าข้อมูลใดควรจะได้รับเปิดเผยในหนังสือชี้ชวนจะต้องคำนึงถึงลักษณะของหลักทรัพย์ที่จะทำการเสนอขายและกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ด้วย<sup>84</sup>

โดยปกติแล้ว การควบคุม (control) ในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้นจะมีปรากฏอยู่สองแบบคือ<sup>85</sup>

<sup>82</sup> Section 98 of FSMA 2000

<sup>83</sup> Regulation 9(2) of Public Offers of Securities Regulations 1995

<sup>84</sup> Regulation 9(3) of Public Offers of Securities Regulations 1995

<sup>85</sup> Paul L. Davies, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, p. 662

(1) *ex post* Control ซึ่งเป็นการควบคุมภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์ เช่น บทบัญญัติที่ให้อำนาจในการเรียกร้องค่าเสียหาย หรือสภาพบังคับในทางอาญา เป็นต้น และ

(2) *ex ante* Control ซึ่งเป็นการควบคุมก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์ในเรื่องเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูล เช่น การตรวจสอบหนังสือชี้ชวน โดย FSA เป็นต้น

ซึ่งจะเห็นได้ว่าการเสนอขายหลักทรัพย์แบบ Unlisted Securities นี้มีเฉพาะแต่ที่เป็น *ex post* Control เท่านั้น ดังนั้น ความปลอดภัยในการลงทุนก็ย่อมจะดูมีระดับต่ำกว่าการลงทุนใน Listed Securities อย่างไรก็ดี การเสนอขาย Unlisted Securities นี้ก็จะต้องมีการตีพิมพ์หนังสือชี้ชวนเช่นกัน<sup>86</sup> โดยที่หนังสือชี้ชวนนี้จะต้องเป็นไปตามที่กำหนดไว้ใน POS และจะต้องมีการแก้ไขหนังสือชี้ชวนที่ได้มีการตีพิมพ์ไปแล้วในกรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลด้วย (significant inaccuracy)<sup>87</sup> การเผยแพร่ข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์โดยใช้เอกสารอย่างอื่น เช่น Advertisement หรือ pathfinder นั้น แม้จะไม่มีข้อห้ามในการใช้เหมือนอย่าง FSMA 2000 และไม่จำเป็นต้องได้รับอนุญาตจาก FSA ก็ตาม ก็จะต้องระบุว่าหนังสือชี้ชวนจะมีการตีพิมพ์และจะสามารถขอรับหนังสือชี้ชวนดังกล่าวได้จากที่ใด<sup>88</sup> นอกจากนี้ บทบาทของ FSA ในเรื่องนี้ถือว่าน้อยมากมีเพียงกรณีเดียวคือการเป็นผู้ให้ความเห็นชอบให้มีการยกเว้นไม่ต้องเปิดเผยข้อมูลบางอย่าง เช่น ข้อมูลที่อาจส่งผลกระทบต่อกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ หรือในกรณีที่ข้อมูลบางประการ ไม่มีความจำเป็นต้องทำการเปิดเผย (minor importance) แต่ทั้งนี้จะต้องไม่เป็นการทำให้เกิดความเข้าใจผิด (misleading) แก่ผู้ลงทุน<sup>89</sup> แต่มีข้อยกเว้นว่าหากเป็นการยกเว้นไม่ต้องเปิดเผยข้อมูลที่ขัดต่อประโยชน์ส่วนรวม (public interest) แล้ว POS กำหนดให้เป็นอำนาจของ Treasury หรือ Secretary of State เป็นผู้ที่มีอำนาจในเรื่องดังกล่าว<sup>90</sup>

#### 2.4.3 การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศไทย

ปัจจุบันการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศไทยย่อมเป็นไปตาม บทบัญญัติแห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งโดยผลของ บทบัญญัติดังกล่าวได้ยกเลิกพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 รวมทั้ง

<sup>86</sup> Regulation 4 of Public Offers of Securities Regulations 1995

<sup>87</sup> Regulation 10 of Public Offers of Securities Regulations 1995

<sup>88</sup> Regulation 12 of Public Offers of Securities Regulations 1995

<sup>89</sup> Regulation 11(3) of Public Offers of Securities Regulations 1995

<sup>90</sup> Regulation 11(1) of Public Offers of Securities Regulations 1995

พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2527<sup>91</sup> ซึ่งเป็นกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ใช้บังคับอยู่จนกระทั่งปี พ.ศ. 2535 โดยสาระสำคัญของการเปลี่ยนแปลงกฎหมายดังกล่าวอยู่ที่การแยกตลาดทุนในส่วนที่เป็นตลาดแรก (Primary Market) และ ตลาดรอง (Secondary Market) ออกจากกัน โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเป็นสถาบันหลักในตลาดรองมีขอบเขตอำนาจหน้าที่เป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ และให้บริการที่เกี่ยวข้องอันได้แก่ การชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ การเป็นนายทะเบียนหลักทรัพย์ พร้อมทั้งได้จัดให้มีบริการใหม่ๆเพิ่มขึ้น อาทิเช่น ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์และให้บริการด้านข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ผ่านทางระบบคอมพิวเตอร์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นต้น ส่วนอำนาจหน้าที่ในการกำกับดูแลการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน การห้ามผู้ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์แจ้งข้อความอันเป็นเท็จหรือแจ้งข้อความ โดยบิดเบือนข้อเท็จจริงเกี่ยวกับฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน (Listed Company) การซื้อขายหลักทรัพย์โดยการแพร่ข่าวเพื่อให้ราคาหลักทรัพย์ขึ้นหรือลง การซื้อขายหลักทรัพย์อันเป็นการเอาเปรียบโดยไม่เป็นธรรมต่อบุคคลภายนอก และการสร้างราคาหลักทรัพย์นั้นได้มีการโอนอำนาจหน้าที่ในการกำกับดูแลเรื่องดังกล่าวให้แก่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (SEC) เป็นผู้กำกับดูแลต่อไป เพื่อให้เป็นไปตามมาตรฐานสากลของการเป็นตลาดหลักทรัพย์ (Stock Exchange) ตามแบบอย่างในต่างประเทศ<sup>92</sup>

การเสนอขายหลักทรัพย์ในประเทศไทยย่อมเป็นไปตามที่บัญญัติในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 หมวด 3 ว่าด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน ซึ่งโดยทั่วไปแล้วมีรูปแบบโดยรวมที่คล้ายคลึงกับการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตามกฎหมายประเทศสหรัฐอเมริกา กล่าวคือใช้ระบบการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลเพื่อเสนอขายหลักทรัพย์ (filing) โดยเพื่อให้มีการเปิดเผยข้อมูล (disclosure) เป็นหลัก ซึ่งสามารถสรุปได้เป็น 2 ขั้นตอนได้แก่ขั้นตอนการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriting Process) และขั้นตอนการเสนอขายหลักทรัพย์ (Offering Process) ดังนี้<sup>93</sup>

#### 2.4.3.1 ขั้นตอนการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriting Process)

<sup>91</sup> มาตรา 3 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ

<sup>92</sup> สุทธิชัย จิตรวาณิช, ตลาดหลักทรัพย์ (กรุงเทพมหานคร: (ม.ป.ท.), 2543), หน้า 45

<sup>93</sup> พิเศษ เสตเถียร, กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, หน้า 16-29

การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ในประเทศไทยก็ย่อมเป็นไปตามทฤษฎีการเคลื่อนย้ายทุนตามที่ได้กล่าวมาแล้วและมีลักษณะที่คล้ายกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา กล่าวคือ มีการใช้รูปแบบการเคลื่อนย้ายทุนโดยใช้บริการของกิจการวณิชธนกิจ (Investment Bank) เข้ามาเป็นสถาบันตัวกลาง (Intermediary) ในการจำหน่ายและประกันการขายหลักทรัพย์ (Underwriting) ไม่นิยมรูปแบบ Direct Offering เว้นแต่จะมีความจำเป็นบางประการเช่นเดียวกับที่ได้กล่าวมาแล้วในส่วนที่เกี่ยวกับขั้นตอนการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา สำหรับการให้บริการของวณิชธนกิจในประเทศไทยนั้นสามารถแบ่งออกได้เป็นสองวิธีได้แก่<sup>94</sup>

(1) การติดต่อโดยตรง (Private Negotiation) กิจการผู้ออกหลักทรัพย์อาจจะตัดสินใจเลือกใช้บริการของวณิชธนกิจแห่งใดแห่งหนึ่งโดยไม่คำนึงถึงค่าธรรมเนียมและราคาที่จะเสนอขายต่อประชาชน ทั้งนี้ อาจเป็นเพราะความคุ้นเคยกันระหว่างผู้ออกหลักทรัพย์กับวณิชธนกิจนั้น หรือเพราะความเชื่อมั่นไว้วางใจในการบริการของวณิชธนกิจนั้น และ

(2) การเปิดประมูล (Competitive Bidding) ผู้ออกหลักทรัพย์อาจทำการติดต่อกับวณิชธนกิจหลายๆแห่งให้ทำการศึกษาข้อมูลเบื้องต้นของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์และทำการเสนอราคาที่คาดว่าจะจำหน่ายต่อประชาชนเพื่อประกอบการตัดสินใจ หากวณิชธนกิจรายใดให้ราคาสูงสุดก็จะให้วณิชธนกิจรายนั้นเป็นผู้ทำการจัดจำหน่าย แต่ราคาที่วณิชธนกิจเสนอนี้เป็นเพียงราคาเบื้องต้นเท่านั้น ราคานี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ในภายหลังหากภาวะของอุตสาหกรรมและตลาดทุนมีการเปลี่ยนแปลงไป หรือหากทำการศึกษาข้อมูลของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์แล้วพบว่าไม่เป็นไปตามที่ได้คาดการณ์ไว้

การบริการของวณิชธนกิจในประเทศไทยนั้นจะทำหน้าที่ใน 4 ลักษณะ<sup>95</sup> คือการให้คำปรึกษา (Advising) ทำหน้าที่บริหารหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่าย (Administering the issue) รับภาระความเสี่ยง (Risk-bearing) และจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ (Distributing the issue) โดยที่ การให้คำปรึกษา เป็นขั้นตอนแรกของการทำหน้าที่ของวณิชธนกิจ ซึ่งเบื้องต้นจะต้องทำการวิเคราะห์ความต้องการของบริษัท ประเภทหลักทรัพย์ที่ควรออกจำหน่าย เช่น หุ้นกู้ หรือ หุ้นทุน หรือให้คำปรึกษาในการควบกิจการหรือซื้อกิจการ และนอกจากนี้วณิชธนกิจมีบทบาทสำคัญ

<sup>94</sup> สุภัทรา เรื่องวิวัฒนาการ, วณิชธนกรกับการประเมินราคาที่แท้จริงของหลักทรัพย์ใหม่ (ภาคนิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์, 2539), หน้า 11-12

<sup>95</sup> สุภัทรา เรื่องวิวัฒนาการ, วณิชธนกรกับการประเมินราคาที่แท้จริงของหลักทรัพย์ใหม่, หน้า 10

ในการบริหารการออกหลักทรัพย์โดยที่วณิชธนกิจจะต้องรับผิดชอบดูแลในเรื่องการตรวจสอบเอกสารต่างๆ เพื่อให้ถูกต้องและเป็นไปตามกฎหมาย โดยจะต้องทำการเปิดเผยข้อมูลของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์อันจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนส่วนรวม อีกทั้งเป็นผู้กำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะเสนอขายโดยที่จะต้องกำหนดให้เหมาะสม การกำหนดราคาที่ต่ำเกินไปอาจทำให้เป็นผลเสียหรือเสื่อมมูลค่าต่อหลักทรัพย์ของผู้ถือหลักทรัพย์เดิมในลักษณะที่เป็น “Financial Dilution” แต่การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่สูงเกินไปก็อาจเสี่ยงต่อการที่หลักทรัพย์นั้นจะจำหน่ายไม่หมด ส่วนการรับประกันความเสี่ยงของวณิชธนกิจจะเป็นไปตาม Underwriting Agreement ที่ได้ทำไว้กับกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ ในภาวะตลาดดีสามารถจำหน่ายหลักทรัพย์หมดได้เร็ว ความเสี่ยงของวณิชธนกิจก็จะน้อย แต่ถ้าอยู่ในภาวะตลาดผันผวนวณิชธนกิจก็อาจมีความเสี่ยงมากต้องใช้เวลาในการจำหน่ายหลักทรัพย์หรือในกรณีที่จำหน่ายหลักทรัพย์ไม่หมดก็อาจจะต้องรับประกันการจำหน่ายโดยรับซื้อไว้เองในส่วนที่จำหน่ายไม่หมดดังกล่าว และหน้าที่ของวณิชธนกิจประการสุดท้ายก็คือการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ โดยปกติแล้ววณิชธนกิจจะทำหน้าที่ร่วมกับบริษัทที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial Advisor) เพื่อทำการวิเคราะห์ จัด และปรับปรุงโครงสร้างของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ รวมทั้งทำประมาณการทางการเงินและจัดเตรียมเอกสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องในการขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่<sup>96</sup> และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์รายอื่นเป็นกลุ่ม (Underwriting Syndicate) เพื่อช่วยในการกระจายความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในการจำหน่ายหลักทรัพย์ได้ไม่หมดและยังช่วยให้การจำหน่ายหลักทรัพย์สามารถขยายวงกว้างได้ง่ายขึ้น และเมื่อทำการจำหน่ายหลักทรัพย์เสร็จเรียบร้อยแล้วก็ต้องรวบรวมเงินที่ได้จากการจำหน่ายหลักทรัพย์ส่งมอบให้แก่กิจการที่ออกหลักทรัพย์ต่อไปจึงครบกระบวนการเคลื่อนย้ายทุน นอกจากนี้ รูปแบบการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ใช้กันอยู่โดยทั่วไปนั้นปรากฏเพียงสองรูปแบบ<sup>97</sup> คือ รูปแบบ Firm Commitment Underwriting ซึ่งมีการรับประกันการขายที่ค่อนข้างแน่นอนแก่กิจการผู้ออกหลักทรัพย์แต่มีค่าธรรมเนียม (Underwriting Fee) ที่ค่อนข้างสูง และรูปแบบ Best Efforts Underwriting ซึ่งเป็นเพียงการสัญญาว่าจะพยายามจำหน่ายหลักทรัพย์ให้ได้มากที่สุดซึ่งไม่มีการรับประกันการขายแต่ก็มีค่าธรรมเนียม (Underwriting Fee) ที่ต่ำกว่ารูปแบบที่มีการรับประกันการขาย ส่วนรายละเอียดในแต่ละรูปแบบได้กล่าวไปแล้วในหัวข้อที่เกี่ยวกับ Underwriting Process ของประเทศสหรัฐอเมริกาแล้วจึงไม่ขอกล่าวซ้ำอีก อย่่างไรก็ดี การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศไทยซึ่งมีมูลค่ามากๆ ก็อาจนำรูปแบบ “Bookbuilding” มาใช้ประกอบรูปแบบการจัดจำหน่ายที่ได้กล่าวไปแล้วในหัวข้อการเสนอขาย

<sup>96</sup> ศิริเพ็ญ อมรสวัสดิ์วัฒนา, การเสนอขายหลักทรัพย์เพิ่มทุน (ภาคนิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์, 2538), หน้า 16

<sup>97</sup> ธงชัย เกษมทรง, อธิพงศ์ พงศ์บาลี, สุทธิพงษ์ กิจเลิศไพโรจน์ และ พรพรหม วรวิมลทรรศ, การกำหนดราคาเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่ (รายงานประกอบวิชาการบริหารการเงินชั้นสูง, คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์, 2539), หน้า 3-4

หลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศอังกฤษเพื่อทำให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะเสนอขายเป็นไปโดยมีประสิทธิภาพตามความต้องการที่แท้จริงของผู้ลงทุนในตลาดซึ่งปรากฏออกมาใน Bookbuilding Process ของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และเมื่อผ่านขั้นตอนการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์แล้วก็จะต้องดำเนินการตามขั้นตอนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อไป

#### 2.4.3.2 ขั้นตอนการเสนอขายหลักทรัพย์ (Offering Process)

กระบวนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนของประเทศไทยโดยพื้นฐานแล้วกิจการที่จะทำการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนได้จะต้องได้จดทะเบียนแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชนตามกฎหมายเสียก่อน เว้นแต่จะเป็นกรณีการเสนอขายหุ้นกู้ของบริษัทจำกัด และนอกจากนี้ยังมีขั้นตอนเริ่มแรกที่ไม่เหมือนกับขั้นตอนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอังกฤษกล่าวคือจะต้องมีการขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เสียก่อน ในขณะที่ประเทศทั้งสองไม่มีขั้นตอนการขออนุญาตนี้ อย่างไรก็ตามก็ดีพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้แบ่งกระบวนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนเป็น 3 ส่วน<sup>98</sup> ซึ่งจะกล่าวโดยสรุปดังต่อไปนี้ คือ

(1) การอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้ห้ามกิจการผู้ออกหลักทรัพย์เสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่เว้นแต่จะได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. ตามหลักเกณฑ์ที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนด (เว้นแต่เป็นการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม ซึ่งสามารถกระทำได้โดยไม่ต้องได้รับอนุญาต) ซึ่งเป็นการเปิดช่องให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. สามารถกำหนดหลักเกณฑ์และพิจารณาความเหมาะสม (merit) ของหลักทรัพย์ที่จะเสนอขายได้

ในการอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่ผู้ประสงค์จะขออนุญาตจะต้องยื่นขออนุญาตตามแบบฟอร์มและเอกสารที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด โดยสามารถยื่นขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่ก่อนและเมื่อได้รับอนุญาตแล้วจึงยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน หรือยื่นขออนุญาตพร้อมแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนก็ได้ แต่วิธีการทั้งสองแบบนี้มีข้อแตกต่างกันที่ระยะเวลาที่ใช้ โดยในกรณีแรกนั้นจะใช้ระยะเวลานานกว่า เพราะหลังจากที่ได้รับอนุญาตแล้วจึงจะยื่นแบบแสดงรายการ

<sup>98</sup> แหล่งที่มา: <http://www.sec.or.th/corpfin/sumnotic/sumnotic.shtml>



ข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน ในขณะที่กรณีหลังนี้จะใช้เวลาน้อยกว่า เนื่องจากเมื่อได้รับอนุญาตแล้วก็สามารถกระจายหลักทรัพย์นั้นได้ทันที แต่อย่างไรก็ตามในกรณีแรกน่าจะมีไว้สำหรับกิจการที่เสนอขายหลักทรัพย์เป็นครั้งแรกซึ่งจะต้องมีการพิจารณาที่เข้มงวดกว่ากิจการเคยเสนอขายหลักทรัพย์มาแล้ว นอกจากนี้ยังสามารถแบ่งการขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ได้เป็น 3 ชนิด ได้แก่

(1.1) การเสนอขายหุ้นของบริษัทมหาชนที่จัดตั้งขึ้นใหม่ (Initial Public Offering หรือ IPO) ในกรณีที่ผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชน (Promoters) มีความประสงค์ที่จะเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ให้แก่ประชาชนก็จะต้องได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. เสียก่อน ซึ่งจะสามารถเสนอขายได้แต่หุ้นทุนอัน ได้แก่หุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิเท่านั้น แต่จะยังไม่สามารถเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทอื่น เช่น หุ้นกู้ ได้ และการขออนุญาตเสนอขายหุ้นออกใหม่นี้จะกระทำได้อีกเมื่อบริษัทมหาชนนั้นได้จดทะเบียนหนังสือบริคณห์สนธิแล้วเท่านั้น<sup>99</sup> ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ประเภทนี้จะต้องมีวัตถุประสงค์การประกอบธุรกิจที่ชัดเจนและมีคุณสมบัติตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด เช่น มีลักษณะที่เป็นประโยชน์ต่อเศรษฐกิจและสังคมของประเทศ และไม่มีส่วนที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจที่ไม่ชอบด้วยกฎหมาย มีการดำเนินงาน โครงสร้างทางการเงินและการถือหุ้นที่ชัดเจน มีผู้บริหารที่เป็นผู้มีจริยธรรมและไม่มีประวัติค้างพร้อย เป็นต้น

(1.2) การเสนอขายหลักทรัพย์ของบริษัทมหาชน ต่างกับกรณีแรกคือ การเสนอขายหลักทรัพย์ในกรณีนี้หมายถึงการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ในคราวอื่นซึ่งมิใช่คราวแรก และหลักทรัพย์ที่สามารถเสนอขายต่อประชาชนได้มีทั้งหลักทรัพย์ประเภททุน (equity) และหลักทรัพย์ประเภทหนี้ (debt) เช่น หุ้นกู้ ตั๋วเงิน หรือหลักทรัพย์ที่เป็นตราสารสัญญาต่างๆ ไปเช่น ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นหรือหุ้นกู้ (warrant) เป็นต้น การเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทนี้จะกระทำได้อีกเมื่อบริษัทมหาชนซึ่งประสงค์ที่จะเสนอขายได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. ให้สามารถทำการเสนอขายหลักทรัพย์ได้<sup>100</sup> และบริษัทมหาชนที่ทำการเสนอขายหลักทรัพย์นั้นจะต้องมีวัตถุประสงค์ในการประกอบธุรกิจที่ชัดเจนและมีคุณสมบัติอื่นๆตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนดในลักษณะเดียวกับการเสนอขาย IPO ตามที่ได้กล่าวมาแล้ว แต่อย่างไรก็ดี หากเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ทั้งหมดนั้นต่อผู้ถือหุ้น โดยได้รับชำระราคาเต็มมูลค่าที่เสนอขาย

<sup>99</sup> มาตรา 32 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ

<sup>100</sup> มาตรา 33 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ

จากผู้ถือหุ้นหรือที่เรียกว่า Right Offering หรือการออก Rights<sup>101</sup> นั้นไม่อยู่ในบังคับที่จะต้องขออนุญาตต่อ ก.ล.ต. ก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์นั้น<sup>102</sup>

(1.3) การเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทหนี้ (Debt Securities) ของบริษัทจำกัด เพื่อเป็นการส่งเสริมและพัฒนาตราสารการเงินประเภทหนี้กฎหมายจึงอนุญาตให้บริษัทจำกัดเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ได้ในกรณีที่เป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทหนี้อื่นได้แก่ หุ้นกู้ ตั๋วเงินใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นกู้ หรือหลักทรัพย์อื่นใดที่ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด และจะเสนอขายได้ต่อเมื่อมีคุณสมบัติตามที่ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด และเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ไม่อาจแปลงสภาพเป็นหุ้น(ทุน)ได้ ประกอบกับได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และได้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล (Registration Statement) และร่างหนังสือชี้ชวน และแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนดังกล่าวได้มีผลใช้บังคับ (effective date) แล้ว

(2) การเปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ต้องเปิดเผยข้อมูลที่จำเป็น เพื่อให้ประชาชนมีข้อมูลเพียงพอที่จะตัดสินใจลงทุนของซื้อหลักทรัพย์ โดยผู้เสนอขายหลักทรัพย์ต้องยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวน หรือเรียกอีกอย่างหนึ่งว่าการทำ filing ต่อสำนักงาน ก.ล.ต. และหากสำนักงาน ก.ล.ต. พบว่าข้อมูลยังไม่ถูกต้องหรือไม่ครบถ้วน ก็สามารถขอให้ผู้เสนอขายหลักทรัพย์แก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลได้

กระบวนการเปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มีกลไกที่คล้ายกับการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศสหรัฐอเมริกา กล่าวคือ การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนี้จะต้องมีการเปิดเผยข้อมูลก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์เพื่อให้องค์กรที่ควบคุมดูแลได้พิจารณาข้อมูลที่จะมีการเปิดเผยก่อนที่จะเผยแพร่ข้อมูลดังกล่าวต่อนักลงทุน และจะต้องดูแลให้ระดับของข้อมูลที่จะเปิดเผยนี้เพียงพอต่อการตัดสินใจของนักลงทุน ซึ่งกลไกที่ใช้ในการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวนี้ได้แก่การทำ filing ซึ่งมีขั้นตอน Pre-filing Period, Waiting Period และ Post-effective Period ดังเช่นที่ได้กล่าวมาแล้วในหัวข้อการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนของประเทศสหรัฐอเมริกา แต่อาจมีรายละเอียดปลีกย่อยที่แตกต่างกันไปบ้างตามที่จะได้กล่าวต่อไป อย่่างไรก็ดี

<sup>101</sup> พิเศษ เสดเกียรติ, กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, หน้า 20

<sup>102</sup> ช้อยกเว้นตาม มาตรา 33 ตอนที่ ๓ แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

- **ในระหว่าง Pre-filing Period** จะดำเนินการใดๆเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ ไม่ได้จนกว่าจะมีการทำ filing ในการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและปฏิบัติตามเงื่อนไขของกฎหมายที่กำหนดไว้เกี่ยวกับหนังสือชี้ชวน (prospectus requirements) และแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนนั้นมีผลใช้บังคับแล้ว (effective date) แต่มีส่วนที่เพิ่มเติมขึ้นมาคือขั้นตอนการขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่ซึ่งไม่พบในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศสหรัฐอเมริกา

- **ในระหว่าง Waiting Period** คณะกรรมการ ก.ล.ต. จะทำการพิจารณาเอกสารที่ยื่นเพื่อทำการเปิดเผยข้อมูลซึ่งประกอบไปด้วยแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน และในระหว่างนี้อาจทำการเสนอขายหลักทรัพย์โดยการเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ก่อน effective date ได้ แต่จะต้องมีข้อความให้เห็นชัดเจนว่าการเผยแพร่งดงามมิใช่เป็นหนังสือชี้ชวน การเสนอขายหลักทรัพย์ด้วยวาจาจะสามารถกระทำได้ในระหว่างช่วงเวลานี้เนื่องจากนิยามคำว่าหนังสือชี้ชวนนั้นหมายถึงเฉพาะแต่เอกสารลายลักษณ์อักษรที่ออกโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อโฆษณาชี้ชวนให้บุคคลอื่นจองซื้อหรือซื้อหลักทรัพย์ที่ตนหรือบุคคลอื่นออกหรือเสนอขายเท่านั้น ไม่รวมถึงการชี้ชวนด้วยวาจา<sup>103</sup> และ

- **ในระหว่าง Post-effective Period** การขาย (sales) และส่งมอบ (delivery) หลักทรัพย์จึงจะเริ่มขึ้นในช่วง Post-effective Period ซึ่งมีการแจกจ่ายหนังสือชี้ชวนให้แก่ผู้ลงทุนแล้วและดำเนินการไปตลอดจนกระทั่งปิดการขายและส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์

- **การยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล (Filing the Registration Statement)** ก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในแต่ละครั้ง ผู้เสนอขายหลักทรัพย์จะต้องยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลตามที่กำหนดไว้ต่อสำนักงาน ก.ล.ต. จำนวนห้าชุด พร้อมทั้งร่างหนังสือชี้ชวน และชำระค่าธรรมเนียมการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลตามหลักเกณฑ์และวิธีการที่สำนักงาน ก.ล.ต. ประกาศกำหนด และในกรณีที่ระยะเวลาการเสนอขายหลักทรัพย์ตามที่กำหนดในแบบแสดงรายการข้อมูลสิ้นสุดลงแล้ว หากผู้เสนอขายหลักทรัพย์จะทำการเสนอขายหลักทรัพย์ส่วนที่เหลือจากการเสนอขายครั้งก่อนอีก ผู้เสนอขายหลักทรัพย์จะต้องยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลฉบับใหม่ต่อสำนักงาน

<sup>103</sup> นิยามคำว่า “หนังสือชี้ชวน” ตามที่ระบุไว้ใน มาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ

ก.ล.ต. และนอกจากการยื่นข้อมูลในรูปแบบเอกสารสิ่งพิมพ์แล้ว ผู้เสนอขายหลักทรัพย์จะต้องยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลดังกล่าวต่อสำนักงาน ก.ล.ต. ในรูปข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ผ่านระบบการรับส่งข้อมูลตามแนวทางที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดด้วย ทั้งนี้ ข้อมูลที่ผู้เสนอขายหลักทรัพย์จะยื่นต่อสำนักงาน ก.ล.ต. ทั้งในรูปแบบเอกสารสิ่งพิมพ์และข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ต้องมีข้อความถูกต้องตรงกัน<sup>104</sup>

ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนหรือบุคคลใดๆ จะกระทำได้ต่อเมื่อผู้เสนอขายหลักทรัพย์ได้ทำการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน และแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับแล้ว ซึ่งจะยื่นพร้อมกับคำขออนุญาตออกหลักทรัพย์ใหม่หรือยื่นภายหลังจากที่ได้รับอนุญาตให้ออกหลักทรัพย์ใหม่แล้วก็ได้<sup>105</sup> แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนดังกล่าวจะมีผลใช้บังคับ (effective date) เมื่อพ้นกำหนด 45 วันนับจากวันที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้รับแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนนั้นไว้แล้ว หรืออาจมีผลใช้บังคับก่อนกำหนดดังกล่าวตามแต่คณะกรรมการ ก.ล.ต. จะประกาศกำหนด<sup>106</sup> แบบ

<sup>104</sup> ประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กจ. 44/2543 เรื่อง การยื่นและการชกเว้นการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ ข้อ 12

<sup>105</sup> มาตรา 65 และมาตรา 66 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ

<sup>106</sup> มาตรา 67 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ และ ประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กจ. 44/2543 เรื่อง การยื่นและการชกเว้นการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ ข้อ 20 กำหนดเกี่ยวกับระยะเวลาการมีผลใช้บังคับ โดยที่ (1) เมื่อพ้นกำหนดสามสิบวันนับแต่วันที่สำนักงานได้รับแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน ในกรณีที่มีได้กำหนดไว้เฉพาะเป็นอย่างอื่น (2) เมื่อพ้นกำหนดสิบห้าวันนับแต่วันที่สำนักงานได้รับแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน ในกรณีดังต่อไปนี้ (ก) การเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกโดยบริษัทจดทะเบียน (ข) การเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ประเภทหุ้นกู้ที่ออกโดยนิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์ในการประกอบธุรกิจ (ค) การเสนอขายหุ้นกู้อนุพันธ์ที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายเป็นรายบริษัท เว้นแต่เป็นการเสนอขายหุ้นกู้อนุพันธ์นั้นเป็นครั้งแรกภายในระยะเวลาที่ได้รับอนุญาตในแต่ละครั้ง ((ก) และ (ข) ไม่ใช่บังคับกับการเสนอขายหุ้นกู้อนุพันธ์) (3) เมื่อพ้นกำหนดสามวันทำการนับแต่วันที่สำนักงานได้รับแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน ในกรณีดังต่อไปนี้ (ก) การยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนภายในสามเดือนนับแต่วันที่แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนของการเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทเดียวกันที่ออกโดยบริษัทที่ออกหลักทรัพย์เดียวกันมีผลใช้บังคับในครั้งก่อน (ข) การเสนอขายหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายได้หลายครั้งภายในระยะเวลาที่กำหนด เว้นแต่เป็นการเสนอขายหลักทรัพย์นั้นในครั้งแรก (ค) การเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นที่มีลักษณะตามข้อ 12/1(4) ((ก) และ (ข) มิใช่บังคับกับการเสนอขายหุ้นกู้อนุพันธ์) (4) ในวันทำการถัดจากวันที่สำนักงานได้รับแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน ในกรณีเป็นการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหุ้นกู้ต่อผู้ลงทุนสถาบันตามข้อ 12/2(5) หรือการเสนอขายหุ้นกู้อนุพันธ์ที่มีลักษณะเป็นหุ้นกู้ระยะสั้นตามข้อ 12/2(7)

แสดงรายการข้อมูลจะต้องมีข้อมูลตามที่กฎหมายกำหนดให้มีการเปิดเผย<sup>107</sup> ส่วนร่างหนังสือชี้ชวนจะต้องมีรายการที่ตรงกับแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ซึ่งต้องมีสาระสำคัญของข้อมูลที่แตกต่างกันนัก (prospectus requirements)<sup>108</sup> และนอกจากนี้แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนจะต้องมีบุคคลดังต่อไปนี้ลงลายมือชื่อเพื่อรับรองความถูกต้อง<sup>109</sup>

(1) การเสนอขายหลักทรัพย์โดยบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ กรรมการทุกคนและผู้ที่ยังดำรงตำแหน่งบริหารสูงสุดในสายงานบัญชีของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์จะต้องลงลายมือชื่อ

(2) การเสนอขายหลักทรัพย์โดยเจ้าของหลักทรัพย์ เจ้าของหลักทรัพย์จะต้องลงลายมือชื่อ ซึ่งในกรณีที่เจ้าของหลักทรัพย์เป็นนิติบุคคล ผู้มีอำนาจลงนามผูกพันนิติบุคคลทุกคนจะต้องลงลายมือชื่อ และในการนี้เจ้าของหลักทรัพย์จะต้องจัดให้กรรมการทุกคนและผู้ที่ยังดำรงตำแหน่งบริหารสูงสุดในสายงานบัญชีของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ลงลายมือชื่อดำเนินการด้วย

(3) การเสนอขายหลักทรัพย์ที่ได้จัดให้มีที่ปรึกษาทางการเงิน ผู้มีอำนาจลงนามผูกพันที่ปรึกษาทางการเงินจะต้องลงลายมือชื่อ

- การยื่นแก้ไขเพิ่มเติมรายการในแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน (amendment) อาจเกิดขึ้นได้ใน 2 กรณี คือ กรณีแรกเกิดจากการที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เห็นว่าข้อมูลที่มีการเปิดเผยในแบบแสดงรายการข้อมูลหรือร่างหนังสือชี้ชวนไม่สมบูรณ์หรือไม่ครบถ้วน (incomplete or inaccurate) สำนักงาน ก.ล.ต. อาจสั่งให้มีการแก้ไขเพิ่มเติมดังกล่าวได้แต่จะต้องตั้งก่อนที่แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนจะมีผลใช้บังคับ (effective date) จะตั้งหลังจากนั้นไม่ได้ และในขณะเดียวกันการนับระยะเวลาการมีผลใช้บังคับดังกล่าวก็จะสะดุดหยุดอยู่ไม่นับต่อแต่อย่างใด และจะเริ่มนับต่อเมื่อสำนักงานฯ ได้รับเอกสารแก้ไขเพิ่มเติมครบถ้วนแล้ว<sup>110</sup> กรณีที่สองเกิดจากการที่ผู้ยื่นเสนอขายหลักทรัพย์สมัครใจขอแก้ไขเพิ่มเติมรายการในแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน ซึ่งจะต้องทำการยื่นก่อนที่แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนจะมีผลใช้บังคับ แต่ถ้าการแก้ไขนั้นเป็นการแก้ไขในสาระสำคัญซึ่งมีผลเปลี่ยนแปลงข้อมูลในเอกสารเดิมอย่างมากแล้ว สำนักงาน ก.ล.ต. อาจกำหนดให้การขอแก้ไขเพิ่มเติมนั้นมีผลเท่ากับเป็นการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนเข้ามาใหม่ก็ได้ และให้ถือว่าวันที่สำนักงาน ก.ล.ต. ได้รับคำขอแก้ไขเพิ่มเติมนั้นเป็นวันเริ่ม

<sup>107</sup> โปรดดู มาตรา 69 มาตรา 70 และมาตรา 71 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ

<sup>108</sup> มาตรา 72 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ

<sup>109</sup> ประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กจ. 44/2543 เรื่อง การยื่นและการยกเว้นการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ ข้อ 17

<sup>110</sup> พิเศษ สเตเลียร์, กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, หน้า 25

นับระยะเวลาการรอการมีผลใช้บังคับ (Waiting Period) อีกครั้งหนึ่ง<sup>111</sup> อย่างไรก็ดี ก่อนปิดการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาต หากผู้เสนอขายหลักทรัพย์ได้เปิดเผยข้อเท็จจริงอันเป็นสาระสำคัญที่มีได้แสดงอยู่ในแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนให้แก่บุคคลใดเป็นการเฉพาะรายเพื่อประโยชน์ในการวิเคราะห์ความเหมาะสมของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขาย หรือการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายแล้ว ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ต้องดำเนินการให้มีการเปิดเผยข้อเท็จจริงดังกล่าวในแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนโดยพลัน<sup>112</sup>

ในกรณีที่ปรากฏแก่สำนักงานฯ ว่าข้อความหรือรายการในแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนเป็นเท็จหรือขาดข้อความที่ควรต้องแจ้งในสาระสำคัญ (untrue statement of a material fact or omits to state any material fact) ภายหลังจากวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับ สำนักงานฯ มีอำนาจในการสั่งระงับการมีผลบังคับใช้ (stop order) ของแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนได้ และมีสิทธิเพิกถอนการได้รับอนุญาตการออกหลักทรัพย์นั้นได้ในทันที<sup>113</sup>

ในกรณีที่ปรากฏแก่สำนักงาน ก.ล.ต. ว่าข้อความหรือรายการในแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนคลาดเคลื่อนในสาระสำคัญหรือมีเหตุการณ์ที่มีผลให้ข้อมูลในแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนเปลี่ยนแปลงไปในสาระสำคัญภายหลังจากวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับ ทั้งนี้ อาจมีผลกระทบต่อการตัดสินใจในการลงทุนของบุคคลผู้ซื้อหลักทรัพย์ สำนักงาน ก.ล.ต. มีอำนาจในการสั่งระงับการมีผลบังคับใช้ (stop order) ของแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนเป็นการชั่วคราวได้จนกว่าจะได้มีการดำเนินการแก้ไขให้ถูกต้องและดำเนินการอื่นใดตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดเพื่อให้ประชาชนทราบถึงการแก้ไขข้อมูลดังกล่าว<sup>114</sup>

ในกรณีที่ปรากฏแก่สำนักงาน ก.ล.ต. ว่าข้อความหรือรายการในแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนคลาดเคลื่อนในลักษณะอื่นที่มีใช้สาระสำคัญภายหลังจากวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับ สำนักงาน ก.ล.ต. มีอำนาจที่จะสั่งให้ผู้อื่น

<sup>111</sup> มาตรา 74 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ

<sup>112</sup> ประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กจ. 44/2543 เรื่อง การขึ้นและการยกเว้นการขึ้นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ ข้อ 17

<sup>113</sup> มาตรา 76(1) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ

<sup>114</sup> มาตรา 76(2) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ

แบบดังกล่าวแก้ไขให้ถูกต้องก็ได้ แต่ในกรณีนี้สำนักงาน ก.ล.ต. ไม่มีอำนาจในการสั่งระงับการมีผลบังคับใช้ (stop order) ของแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนได้<sup>115</sup>

คำสั่งทั้งสามประการดังกล่าวของสำนักงานย่อมไม่เป็นการกระทบถึงการดำเนินการใดๆของผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนจำกัด บริษัทมหาชน บริษัทจำกัด ก่อนที่จะมีการสั่งการดังกล่าว และไม่กระทบถึงสิทธิในการเรียกร้องค่าเสียหายของบุคคล (Civil Liabilities) ในกรณีที่แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนเป็นเท็จหรือขาดข้อความที่ควรต้องแจ้งในสาระสำคัญ<sup>116</sup>

- การเผยแพร่ข้อมูลอย่างอื่นนอกจากหนังสือชี้ชวน การเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์โดยผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนจำกัด บริษัทมหาชน บริษัทจำกัด ก่อนวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับสามารถกระทำได้แต่ต้องมีข้อมูลตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. ประกาศกำหนดพร้อมทั้งมีข้อความให้เห็นชัดเจนว่าการเผยแพร่งดังกล่าวมิใช่เป็นหนังสือชี้ชวน<sup>117</sup> เช่น ต้องมีคำว่า “หนังสือขอเสนอเทศ ไม่ใช่หนังสือชี้ชวน” เป็นต้น ซึ่งเป็นไปในลักษณะเดียวกันกับที่ในต่างประเทศเรียกว่า “red herring”<sup>118</sup> ซึ่งจะมีคำเตือนเป็นตัวอักษรสีแดง แสดงให้เห็นว่าการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้นจะกระทำต่อเมื่อแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับแล้วเท่านั้น

- การรายงานผลเมื่อปิดการเสนอขาย เมื่อได้มีการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนแล้ว ผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนจำกัด บริษัทมหาชน บริษัทจำกัด ซึ่งเป็นเจ้าของหลักทรัพย์จะต้องรายงานผลการขายต่อสำนักงานฯ ภายใน 45 วันนับแต่วันที่ปิดการเสนอขาย และในกรณีที่เป็นการจำหน่ายหลักทรัพย์ผ่านทางผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (underwriter) ก็จะต้องแจ้งจำนวนหลักทรัพย์และจำนวนเงินส่วนที่ผู้จัดจำหน่ายได้รับซื้อไว้เองด้วย<sup>119</sup>

(3) การเปิดเผยข้อมูลภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์ ทั้งนี้ เนื่องจากภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์แล้ว ผู้ลงทุนยังสามารถซื้อขายหลักทรัพย์นั้นได้ในทอดต่อ ๆ ไป

<sup>115</sup> มาตรา 76(3) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ

<sup>116</sup> มาตรา 76 วรรคท้าย แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ

<sup>117</sup> มาตรา 77 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ

<sup>118</sup> พิเศษ เสตเดียร์, กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, หน้า 27

<sup>119</sup> พิเศษ เสตเดียร์, กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, หน้า 29 และมาตรา 81 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จึงกำหนดให้กิจการที่ออกหลักทรัพย์ตามกฎหมายนี้ต้องเปิดเผยข้อมูลให้เป็นปัจจุบันอยู่เสมอด้วยตามหลักเกณฑ์ที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนด ซึ่งครอบคลุมทั้งการเปิดเผยข้อมูลตามระยะเวลา (ได้แก่ งบการเงิน รายงานและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี) การเปิดเผยข้อมูลทันทีเมื่อมีเหตุการณ์สำคัญ และการเปิดเผยหรือการตรวจสอบข้อมูลเพิ่มเติมในกรณีที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. เห็นว่าการเปิดเผยข้อมูลนั้นอาจจะยังไม่ครบถ้วนหรือไม่ถูกต้อง ซึ่งการเปิดเผยข้อมูลภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์นี้มีที่มาเช่นเดียวกับการเปิดเผยข้อมูลตามระยะเวลาหรือ Periodic Reporting ตามรัฐบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 (Securities Exchange Act 1934) ของประเทศสหรัฐอเมริกา หรือ Continuing Obligations ตาม FSMA 2000 ของประเทศอังกฤษ



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



### บทที่ 3

#### ความรับผิดชอบในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน

จากที่ได้กล่าวมาแล้วในบทที่ 2 เกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้น จะเห็นได้ว่าแท้ที่จริงก็มีที่มาจากทฤษฎีว่าด้วยการเคลื่อนย้ายทุนซึ่งทำให้เงินออมที่เหลือจากการบริโภคในปัจจุบันของประชาชนถูกเคลื่อนย้ายไปลงทุนในกิจการซึ่งมีความต้องการเงินทุนด้วยวิธีการและรูปแบบต่างๆ ซึ่งกิจการดังกล่าวมีความประสงค์ที่จะนำเงินหรือรายได้ของกิจการในอนาคตมาบริโภคในปัจจุบันก่อนในรูปแบบของการเสนอให้ประชาชนเข้าลงทุนในกิจการของตน โดยเชื่อว่าจะก่อให้เกิดรายได้หรือผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นแก่กิจการและต่อผู้ลงทุน และโดยที่กิจการผู้ต้องการเงินทุนได้ออกสิ่งซึ่งเป็นหลักฐานของการลงทุน โดยแสดงสิทธิประโยชน์ที่ผู้ลงทุนจะได้รับอย่างแน่นอนไว้ในลักษณะที่เป็นสิ่งประกันผลประโยชน์ซึ่งเรียกว่า “หลักทรัพย์” ซึ่งความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์และตลาดทุนเป็นปัจจัยสำคัญ หากหลักทรัพย์นั้นไม่สามารถใช้เป็นสิ่งที่ประกันผลประโยชน์ที่จะได้รับอย่างน่าเชื่อถือแล้วก็จะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นในตลาดทุน อีกทั้งการลงทุนในหลักทรัพย์เป็นการลงทุนโดยประชาชนทั่วไปในวงกว้างเพื่อนำเงินออมของตนหวังที่จะลงทุนให้เกิดผลตอบแทนงอกเงยต่อไป จึงอาจมีผู้ไม่สุจริตโดยต้องการที่จะฉ้อฉล (fraud) นักลงทุน หรือมีผู้ที่กระทำการใดๆอย่างไม่ระมัดระวังจนอาจก่อให้เกิดความเสียหายแก่นักลงทุน ดังนั้น ในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้นจึงมีความจำเป็นที่กฎหมายจะต้องเข้ามาให้ความคุ้มครองแก่นักลงทุนเพื่อป้องกันมิให้เกิดความเสียหายขึ้น ส่วนหนึ่งก็เพื่อที่จะคุ้มครองเงินออมของประชาชนหรือของนักลงทุน และอีกส่วนหนึ่งก็เพื่อคุ้มครองความน่าเชื่อถือของตลาดทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาดแรกมิให้ขาดความน่าเชื่อถือจนเกิดความเสียหายในระดับมหภาค

เมื่อประมาณปี พ.ศ. 2513 ศาสตราจารย์ ดร. ซิดนีย์ เอ็มส์ รอบบินส์ (Sydney M. Robbins) ได้เสนอรายงานการวิจัยต่อธนาคารแห่งประเทศไทยเรื่อง “ตลาดทุนในประเทศไทย” (A Capital Market in Thailand) โดยเนื้อหาของรายงานการวิจัยดังกล่าวได้ชี้ให้เห็นถึงแนวทางการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทยดังจะเห็นได้จากเนื้อหาสาระที่ปรากฏอยู่ในรายงานการวิจัยดังกล่าวและโดยที่ตอนหนึ่งได้กล่าวถึงการที่ประเทศไทยควรจะต้องมีบทกฎหมายที่เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายและซื้อขายหลักทรัพย์ (The Law Governing Disclosure) ซึ่งสามารถสรุปข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวได้ดังนี้<sup>1</sup>

<sup>1</sup> ซิดนีย์ เอ็มส์ รอบบินส์, ตลาดทุนในประเทศไทย ผลการศึกษาและข้อเสนอแนะในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์, แปลโดย ทวี วิริยะทูลย์ (กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์กิจเจริญ, 2524), หน้า42-44

(1) ควรกำหนดให้ธุรกิจอุตสาหกรรมที่จะเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนต้องไปจดทะเบียนและต้องรายงานตามแบบรายการที่กำหนดกับหน่วยงานของรัฐบาลและห้ามมิให้บริษัทเอกชนออกขายหุ้นเป็นการทั่วไป

(2) ควรกำหนดให้กิจการใดที่นำหุ้นออกจำหน่ายแก่ประชาชนจะต้องออกหนังสือชี้ชวน ซึ่งมีรายละเอียดต่างๆตามที่กำหนด ทั้งนี้ควรจะจำกัดความคำว่า “การจำหน่ายหลักทรัพย์แก่ประชาชน” ให้ชัดเจนด้วย

(3) ควรกำหนดเรื่องการมอบฉันทะให้ผู้อื่นลงคะแนนเสียงผู้ถือหุ้นอย่างเหมาะสม (proxy solicitation) และควรกำหนดเกี่ยวกับการออกตราสารทางพาณิชย์ของสถาบันการเงิน (commercial paper) และการควบคุมดูแลการออกตราสารดังกล่าวรวมทั้งมิให้เรียกตราสารพาณิชย์ดังกล่าวว่าเป็นหลักทรัพย์

(4) ควรกำหนดบทลงโทษเฉพาะบุคคลภายใน ซึ่งมีการกระทำทั้งทางตรงและทางอ้อมที่จะปกปิด หรือไม่เปิดเผยข้อเท็จจริง หรือเปิดเผยข้อความอันเป็นเท็จ ซึ่งทำให้การซื้อขายหุ้นในบริษัทมหาชนไม่สุจริตยุติธรรม

(5) ควรกำหนดบทลงโทษผู้กระทำความผิด ทั้งตัวบุคคลและกิจการรายงานข้อความอันเป็นเท็จ และคลาดเคลื่อนจากความเป็นจริงซึ่งทำให้ผู้ลงทุนตัดสินใจผิดพลาดจนเกิดความเสียหายในการลงทุนนั้น

จะเห็นได้ว่าสิ่งที่เป็นกลไกที่สำคัญที่สุดอย่างหนึ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนก็คือการเปิดเผยข้อมูล (disclosure) ในการเสนอขายหลักทรัพย์นั้น ซึ่งจะต้องตั้งอยู่บนหลักการที่ว่าเปิดเผยข้อมูลนั้นก็เพื่อที่จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนมากที่สุด ดังจะเห็นเด่นชัดได้จากเงื่อนไขในการเปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอังกฤษ ตลอดจนตามกฎหมายของประเทศไทยตามที่ได้กล่าวมาแล้ว ล้วนแล้วแต่เปิดช่องให้มีการเปิดเผยข้อมูลที่จะเป็นประโยชน์แก่ผู้ลงทุนมากที่สุดเท่าที่จะมากได้ และซึ่งก็ตรงกันกับรายงานของศาสตราจารย์ ดร.ซิดนีย์ เอ็มส์ روبบินส์ (Sydney M. Robbins) โดยได้ถือเป็นแนวทางในการพัฒนาตลาดทุนอย่างหนึ่งของประเทศไทย และก็เป็นที่น่าใจตรงกันว่า จะต้องมิบทลงโทษหรือความรับผิดชอบตามกฎหมายแก่ผู้ที่ไม่ปฏิบัติตามบทบัญญัติแห่งกฎหมายในการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวด้วย

นอกจากนี้ ศาสตราจารย์ ดร.ซิดนีย์ เอ็มส์ روبบินส์ (Sydney M. Robbins) ยังได้กล่าวถึงมาตรการบังคับทั้งทางปกครอง ทางอาญา และทางแพ่งตามกฎหมายว่าด้วยการเปิดเผย

ข้อมูลในประเทศสหรัฐอเมริกาไว้ในรายงานดังกล่าวให้สามารถเห็นภาพโดยรวมได้อย่างชัดเจน ดังนี้<sup>2</sup>

(1) มาตรการทางปกครอง ได้แก่ การขอศาลให้สั่งระงับการกระทำที่ก่อให้เกิดความเสียหาย (Injunction) และการให้หยุดทำการเสนอขาย (Stop Order) หากพบว่าบุคคลใดกระทำการหรือจะกระทำการอันเป็นการฝ่าฝืนกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์แล้วก็อาจร้องขอต่อศาลแห่งรัฐบาลกลาง (Federal Court) เพื่อให้ทำการหยุดการกระทำอันก่อให้เกิดความเสียหาย และหลังจากได้เปิดโอกาสให้มีการรับฟังคำชี้แจงแล้ว (after the opportunity for a hearing) ถ้าพบว่าข้อมูลที่มีการเปิดเผยมีความไม่สมบูรณ์หรือเป็นเท็จแต่ประการใด SEC ก็อาจสั่งให้ทำการหยุดการเสนอขายได้

(2) มาตรการทางอาญา ได้แก่ การดำเนินคดีอาญา (Criminal Proceeding) กฎหมายบัญญัติความรับผิดในทางอาญาอย่างเข้มงวดเอาไว้หลายกรณีด้วยกัน และ SEC อาจดำเนินคดีอาญาแก่ผู้ฝ่าฝืนกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ต่อไปได้ตามขั้นตอนของกฎหมายอาญา

(3) มาตรการทางแพ่ง ได้แก่ ความรับผิดในทางแพ่ง (Civil Liabilities) บุคคลผู้ซึ่งทำการเข้าซื้อหลักทรัพย์ใดๆย่อมมีสิทธิฟ้องร้องเพื่อเรียกค่าเสียหายจากบุคคลต่างๆผู้ซึ่งมีส่วนร่วมในการทำแบบแสดงรายการข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์ (Registration Statement) ซึ่งการเปิดเผยข้อมูลในเอกสารดังกล่าวมีความไม่สมบูรณ์หรือเป็นเท็จได้ และสิทธิเรียกร้องดังกล่าวนี้ขยายไปถึงการเรียกร้องค่าเสียหายที่เกิดขึ้นในกรณีที่มีการออกหนังสือชี้ชวนที่มีข้อบกพร่อง (defective prospectus) ด้วย

ดังนั้น นอกจากมาตรการทางปกครองและทางอาญาตามที่ได้กล่าวไว้แล้ว กฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกายังได้ใช้มาตรการบังคับให้รับผิดในทางแพ่ง (Civil Liabilities) มาใช้เป็นมาตรการอีกประการหนึ่งในการคุ้มครองผู้ลงทุนในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน ซึ่งได้กำหนดไว้ในรัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 (Securities Act 1933) และความรับผิดในทางแพ่งการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนก็ได้มีการบัญญัติไว้ในหมวด 3 พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งจะได้กล่าวต่อไป

มีข้อที่น่าสังเกตว่าการคุ้มครองผู้ลงทุนโดยกฎหมายว่าด้วยความรับผิดในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนี้มีได้มีบัญญัติไว้ในพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่ง

<sup>2</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 44

ประเทศไทย พ.ศ. 2517 และก็มีได้มีบัญญัติไว้ในพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2521 ด้วย<sup>3</sup> ซึ่งเป็นกฎหมายเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ฉบับเดิมที่ได้ใช้บังคับอยู่จนกระทั่งปี พ.ศ. 2535 แต่ต่อมาเมื่อได้มีการแยกตลาดแรกและตลาดรองออกจากกัน<sup>4</sup> และได้มีการบังคับใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งนำแนวความคิดมาจากกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาแล้ว ก็ได้มีการบัญญัติความรับผิดชอบในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนไว้ในหมวด 3 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าว แต่จนกระทั่งปัจจุบันซึ่งเป็นระยะเวลาล่วงเลยกว่า 10 ปีนับแต่การบังคับใช้พระราชบัญญัตินี้ดังกล่าวแล้วก็ยังไม่ปรากฏบรรทัดฐานรวมทั้งแนวทางที่เกี่ยวข้องในการเรียกร้องให้มีการรับผิดชอบดังกล่าวอย่างชัดเจนอีกด้วย

อาจกล่าวได้ว่าเจตนารมณ์ของกฎหมายในเรื่องนี้ย่อมได้แก่การที่กฎหมายประสงค์ที่จะให้มีการให้ความคุ้มครองแก่นักลงทุนเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้น กิจการผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องทำการเปิดเผยข้อมูลให้ถูกต้องตามขั้นตอนของกฎหมายและมีการเปิดเผยข้อมูลในระดับที่จำเป็นและเพียงพอต่อการตัดสินใจของนักลงทุน และเป็นข้อมูลที่ไม่มิขบพร่องในลักษณะของข้อความเท็จ (untrue) หรือปกปิดข้อเท็จจริงบางอย่าง (omission) ซึ่งมีลักษณะที่ทำให้เกิดความสับสนเข้าใจผิด (misleading) และโดยที่ข้อมูลที่มีการเปิดเผยนี้จะมีผลสำคัญอย่างยิ่งต่อการตัดสินใจเข้าซื้อหลักทรัพย์ของนักลงทุนและข้อมูลที่มีการเปิดเผยก็มีผลกระทบต่อความเคลื่อนไหวของราคาของหลักทรัพย์ภายหลังจากที่มีการซื้อหลักทรัพย์จากการเสนอขายในตลาดแรกและต่อความน่าเชื่อถือในหลักทรัพย์นั้น และนำมาซึ่งความเสียหายต่อสิทธิทางเศรษฐกิจของผู้ซื้อหลักทรัพย์ ด้วยเหตุนี้ กฎหมายจึงได้บัญญัติรับรองสิทธิของผู้เสียหายในการใช้สิทธิเรียกร้องให้มีการชดเชยต่อความเสียหายที่เกิดขึ้น

<sup>3</sup> สุทธิชัย จิตราวณิช, กฎหมายว่าด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน, หน้า 120

<sup>4</sup> รูปแบบของกฎหมายที่คล้ายกันกับกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาคือมีการแยกอำนาจหน้าที่ และความรับผิดชอบต่างๆที่เกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในตลาดแรกให้เป็นไปตามรัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 (Securities Act 1933) และอำนาจหน้าที่ และความรับผิดชอบต่างๆที่เกี่ยวกับซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองให้เป็นไปตามรัฐบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 (Securities Exchange Act 1934) แต่ตามกฎหมายไทยได้รวมไว้ในกฎหมายฉบับเดียวกันคือพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 แต่อย่างไรก็ดีก็ยังคงได้มีการแยกอำนาจหน้าที่ และความรับผิดชอบต่างๆในตลาดแรกให้เป็นไปตามที่บัญญัติไว้ในหมวด 3 ว่าด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน แห่งพระราชบัญญัตินี้ดังกล่าว (มาตรา 82-87) และอำนาจหน้าที่ และความรับผิดชอบต่างๆในตลาดรองให้เป็นไปตามที่บัญญัติไว้ในหมวด 8 ส่วนที่ 1 ว่าด้วยการกระทำการอันไม่เป็นธรรมในการซื้อขายหลักทรัพย์ แห่งพระราชบัญญัตินี้ดังกล่าว (มาตรา 238-244) และบทกฎหมายอื่นๆที่เกี่ยวข้อง

รายละเอียดในเรื่องกฎหมายว่าด้วยความรับผิดชอบในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนของประเทศไทยจะได้อธิบายอย่างละเอียดโดยเปรียบเทียบกับกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาและกฎหมายของประเทศอังกฤษดังต่อไปนี้

### 3.1 กฎหมายว่าด้วยความรับผิดชอบในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา

#### - บทเบื้องต้นทั่วไป

ตามที่ได้กล่าวมาแล้วในหัวข้อ 2.4.1 ว่าการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศสหรัฐอเมริกานั้นใช้ระบบการขึ้นแบบแสดงรายการข้อมูล (Registration Statement) ซึ่งเรียกว่าระบบ “filing” โดยแบ่งเป็นสามช่วงหลักได้แก่ Pre-filing, Waiting and Post-effective Period ดังนั้น การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนที่ไม่ผ่านขั้นตอนอย่างถูกต้องทั้งสามช่วงดังกล่าวนี้ย่อมถือเป็นการกระทำที่มีข้อขัดแย้งกฎหมาย นอกจากนี้ กฎหมายยังได้กำหนดข้อห้ามเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงไว้ด้วยว่าผู้ขึ้นแบบแสดงรายการข้อมูลจะไม่สามารถดำเนินการอะไรได้บ้าง เช่น ในการเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์นั้นจะต้องปฏิบัติตาม Prospectus Requirement และสามารถกระทำได้เฉพาะในระหว่าง Waiting Period และ Post-effective Period เท่านั้น และการขาย (sell) หลักทรัพย์จะกระทำได้เฉพาะต่อเมื่อในช่วงระหว่าง Post-effective Period ซึ่งได้มีการส่งมอบหนังสือชี้ชวนให้แก่นักลงทุนแล้วเท่านั้นด้วย ในการเปิดเผยข้อมูลนั้น กิจการผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องทำการเปิดเผยข้อมูลในระดับที่จำเป็นและเพียงพอต่อการตัดสินใจของนักลงทุน และเป็นข้อมูลที่ไม่มีข้อบกพร่องในลักษณะของข้อความเท็จ (untrue) หรือเปิดเผยข้อมูลไม่ครบถ้วน (omission) ในข้อซึ่งเป็นสาระสำคัญซึ่งควรต้องแจ้งให้ทราบแก่นักลงทุน นอกจากนี้ในระหว่างการดำเนินการตรวจสอบข้อมูลที่มีการเปิดเผยโดย SEC นั้นอาจมีการใช้มาตรการในทางปกครอง (administrative proceedings) เช่นการออก refusal order หรือ stop order เพื่อปฏิเสธหรือระงับการมีผลใช้บังคับของแบบแสดงรายการข้อมูล แต่นอกจากที่ได้กล่าวมานี้แล้วผู้ที่ฝ่าฝืนก็จะมีผลความรับผิดทางอาญาด้วยตามที่ได้อธิบายมาแล้ว รวมทั้ง SEC อาจดำเนินการที่เรียกว่า Injunctive Relief ซึ่งเป็นกระบวนการที่ร้องขอต่อศาลเพื่อให้ระงับหรือบรรเทาความเสียหายที่เกิดขึ้นเอาไว้ก่อนได้ และนอกจากนี้กฎหมายยังได้กำหนดให้ผู้ที่ได้รับความเสียหายจากการฝ่าฝืนบทบัญญัติว่าด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนดังกล่าวสามารถใช้สิทธิเรียกร้องในทางแพ่งเพื่อเยียวยาความเสียหายที่เกิดขึ้นได้อีกด้วย โดยจัดเป็นมาตรการเยียวยาความเสียหายส่วนบุคคล (private remedy)

การใช้สิทธิเรียกร้องในทางแพ่งนี้กฎหมายได้กำหนดไว้หลายประเภทด้วยกัน แต่โดยหลักที่เป็นที่ยอมรับกันทั่วไปก็คือ การใช้สิทธิเรียกร้องใดๆตามกฎหมายหลักทรัพย์นั้นมีลักษณะเป็นการใช้สิทธิเรียกร้องแบบสะสม (cumulative nature)<sup>5</sup> ซึ่งหมายความว่า การใช้สิทธิเรียกร้องโดยอาศัยเหตุตามกฎหมายอย่างใดอย่างหนึ่งสามารถใช้ร่วมกันหรือแยกกันใช้สิทธิเรียกร้องโดยอาศัยเหตุตามกฎหมายอย่างอื่นก็ได้ และการใช้สิทธิเรียกร้องดังกล่าวโดยอาศัยเหตุตามกฎหมายในลักษณะหนึ่งก็ไม่เป็นการตัดโอกาสในการใช้สิทธิเรียกร้องโดยอาศัยเหตุตามกฎหมายในลักษณะอื่นๆ รวมไปถึงการใช้สิทธิเรียกร้องตามบทบัญญัติแห่งกฎหมายอื่นๆที่เกี่ยวข้องด้วย เช่น ในการเสนอขายหลักทรัพย์ซึ่งมีข้อมูลในแบบแสดงรายการข้อมูลซึ่งเป็นเท็จนั้นย่อมมีความรับผิดในทางแพ่งตามรัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 ซึ่งอาจเกี่ยวข้องกับกรณีที่ส่งผลให้มีการใช้ข้อมูลที่มีลักษณะเป็นการสร้างความผิดปกติในตลาดหรือมีลักษณะเป็นการฉ้อโกง (manipulative or deceptive devices) ให้เกิดขึ้นในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองซึ่งต้องห้ามตามข้อกำหนดที่ระบุไว้ใน SEC Rule 10b-5 ด้วยและทำให้บุคคลผู้ได้รับความเสียหายสามารถใช้สิทธิเรียกร้องในทางแพ่งได้ตามรัฐบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 (Securities Exchange Act 1934) เช่นกัน บุคคลผู้ที่มีสิทธิเรียกร้องดังกล่าวก็ย่อมสามารถใช้สิทธิทั้งสองประการร่วมกันหรือแยกกันก็ได้ ทั้งนี้ โดยขึ้นอยู่กับพฤติการณ์ในแต่ละเรื่อง และย่อมไม่เป็นการตัดสิทธิซึ่งกันและกันแต่อย่างใด เป็นต้น

#### - กรณีที่ก่อให้เกิดความรับผิดในทางแพ่งตามกฎหมาย<sup>6</sup>

การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนมีขั้นตอนต่างๆตามกฎหมายที่ผู้ที่เกี่ยวข้องจะต้องปฏิบัติตามและการฝ่าฝืนจึงอาจเกิดขึ้นได้ในหลายกรณี รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 จึงได้กำหนดความรับผิดในทางแพ่งไว้ในกรณีต่างๆ 4 กรณี ดังต่อไปนี้

#### 3.1.1 ความรับผิดในทางแพ่งในกรณีที่ไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎหมายเกี่ยวกับการทำ Filing<sup>7</sup>

<sup>5</sup> Thomas Lee Hazen, The Law of Securities Regulation, 3rd ed. (St Paul, Minn: West Publishing Co., 1996), p. 321

<sup>6</sup> Thomas Lee Hazen, The Law of Securities Regulation, pp. 321-376

<sup>7</sup> Section 12(1) รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 เรียกอีกอย่างหนึ่งว่า “offers or sells a security in violation of section 5”

### 3.1.1.1 รายละเอียดของความรับผิดตามกฎหมาย

ตามที่ได้กล่าวมาแล้วว่าการทำ Filing เป็นเงื่อนไขที่สำคัญในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นอย่างยิ่ง และการทำ Filing แบ่งออกเป็นสามช่วงได้แก่ Pre-filing, Waiting and Post-effective Period ทั้งนี้ เพื่อให้ SEC ได้มีโอกาสตรวจสอบการเปิดเผยข้อมูลเพื่อประโยชน์ของนักลงทุนก่อนที่จะมีการเสนอขายหลักทรัพย์ ดังนั้น การเสนอขายหลักทรัพย์ที่ไม่ผ่านกระบวนการดังกล่าวให้ถูกต้องและมีความรับผิดในทางแพ่งตามกฎหมายจึงหมายความว่ามีความรับผิดต่อการเสนอขายหลักทรัพย์ที่มีลักษณะในลักษณะเดียวกัน ได้แก่

(1) การเสนอขายหลักทรัพย์ (offer to sell) ก่อนการทำ Filing หรือในระหว่างที่มีการออก refusal order หรือ stop order หรือในระหว่างที่ SEC กำลังดำเนินการสอบสวน (examination) ใดๆเกี่ยวกับการออก refusal order หรือ stop order<sup>8</sup>

(2) การขาย (sales) หรือการส่งมอบ (delivery) หลักทรัพย์ก่อนวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีผลใช้บังคับ (effective date)<sup>9</sup>

(3) การชี้ชวนให้มีการซื้อหลักทรัพย์โดยที่ไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎหมายในเรื่องหนังสือชี้ชวน (prospectus requirement)<sup>10</sup> และ

(4) การขาย (sales) หรือการส่งมอบ (delivery) หลักทรัพย์ โดยที่ไม่มีการส่งมอบหนังสือชี้ชวนอย่างถูกต้องตามกฎหมาย<sup>11</sup>

การ Filing นั้นถือเป็นหัวใจสำคัญของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน ดังนั้น การหลีกเลี่ยงโดยการนำหลักทรัพย์ที่ไม่ผ่านกระบวนการ Filing ให้ครบอย่างถูกต้องในทุกขั้นตอนทั้งในส่วนที่เกี่ยวกับการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและในส่วนที่เกี่ยวกับหนังสือชี้ชวนมาทำการเสนอขายแก่ประชาชนย่อมมีผลเท่าเทียมว่าเป็นการหลีกเลี่ยงการเปิดเผยข้อมูลตามกฎหมายและทำให้นักลงทุนเป็นฝ่ายเสียประโยชน์เนื่องจากไม่มีการเปิดเผยข้อมูลตามกฎหมายที่จะเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์ รวมทั้ง SEC ไม่ได้ทำการตรวจสอบข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นก่อนการเสนอขายต่อประชาชน ซึ่งจะมีผลกระทบโดยตรงต่อราคาของหลักทรัพย์นั้น ดังนั้นกฎหมายจึงได้กำหนดความรับผิดในลักษณะนี้ไว้

<sup>8</sup> Section 5c รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>9</sup> Section 5a รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>10</sup> Section 5b(1) รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>11</sup> Section 5b(2) รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

การเสนอขายหลักทรัพย์ที่ฝ่าฝืนต่อบทบัญญัติของกฎหมายนี้อาจมีปัญหาที่ต้องพิจารณาในเรื่องของความสมบูรณ์ในการโอนกรรมสิทธิ์ของหลักทรัพย์ เนื่องจากเป็นกรณีที่มีกฎหมายกำหนดกระบวนการเอาไว้แล้วอย่างชัดเจน แต่อย่างไรก็ตาม แม้ว่าจะมีการเสนอขายหลักทรัพย์ไปโดยฝ่าฝืนต่อกฎหมายในลักษณะนี้ ก็ย่อมไม่กระทบต่อความสมบูรณ์ในการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ ดังที่เห็นได้จากศาลในคดี Allison V. Ticor Title Insurance ในปี ค.ศ. 1992<sup>12</sup> ได้วางหลักเอาไว้ว่า การเสนอขายหลักทรัพย์แต่ละครั้งจะต้องผ่านกระบวนการ Filing ในทางทะเบียน (register) หรือหากไม่ผ่านกระบวนการ filing ดังกล่าวหลักทรัพย์นั้นก็จะสามารถทำการขายได้ก็ต่อเมื่อเป็นหลักทรัพย์ที่ได้รับยกเว้น (exempt) จากการทำ filing เท่านั้น แต่เมื่อมีกรณีที่เกิดเหตุต่อบทบัญญัติของกฎหมายโดยมิได้ทำ filing และการเสนอขายหลักทรัพย์นั้นก็มิได้รับยกเว้นตามกฎหมายก็ตาม การเสนอขายหลักทรัพย์รายนั้นก็จะถือเป็นความผิดส่วนตัว (personal offense) ของผู้ทำการขาย (seller) เท่านั้น หากได้กระทบต่อความสมบูรณ์ในการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ไม่ ดังนั้น การเสนอขายหลักทรัพย์ที่ไม่ผ่านกระบวนการ Filing อย่างถูกต้องจึงไม่ตกเป็นโมฆะ

#### - ค่าเสียหาย

สิ่งที่กฎหมายได้ให้ไว้เป็นทางเยียวยาแก่นักลงทุนในกรณีนี้ก็คือการให้สิทธิในการบอกเลิกการรับโอนหลักทรัพย์รายนั้น (right of rescission) โดยการส่งมอบคืนหลักทรัพย์นั้น รวมทั้งให้สิทธิในการที่จะเรียกค่าเสียหายประกอบด้วย (rescissory damages) ซึ่งค่าเสียหายในกรณีนี้ได้แก่การเรียกคืนราคาหลักทรัพย์ที่ตนซื้อพร้อมกับดอกเบี้ยคิดหักด้วยผลประโยชน์ที่ได้รับอันเนื่องมาจากหลักทรัพย์นั้น เช่น เงินปันผล หรือดอกเบี้ยจ่าย เป็นต้น และในกรณีที่มีการโอนหลักทรัพย์นั้นไปให้แก่บุคคลภายนอกแล้วก็ยังสามารถเรียกร้องเอาค่าเสียหายตามที่มีการพิสูจน์ได้ด้วย<sup>13</sup> ซึ่งค่าเสียหายนี้อาจได้แก่ส่วนต่างราคาหลักทรัพย์ที่ตนซื้อเท่ากับราคาหลักทรัพย์ที่โอนไปยังบุคคลภายนอก เป็นต้น

#### 3.1.1.2 บุคคลที่ต้องรับผิดชอบตามกฎหมาย

ความรับผิดในกรณีนี้เป็นความรับผิดโดยเฉพาะของบุคคลที่ต้องการจะหลีกเลี่ยงการเปิดเผยข้อมูลและการให้มีมาตรการตรวจสอบข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นก่อนการเสนอขาย

<sup>12</sup> Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, p. 322

<sup>13</sup> Section 12a รัฐบาลบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933



โดยพิจารณาที่ตัวบุคคลซึ่งเป็นผู้กระทำการละเมิดต่อบทบัญญัติของกฎหมายโดยตรง กฎหมายจึงได้กำหนดให้บุคคลที่จะต้องรับผิดชอบในกรณีนี้ได้แก่ บุคคลซึ่งทำการขายหลักทรัพย์นั้นให้แก่ผู้เสียหายตามความเป็นจริง (actual seller) และซึ่งมีความสัมพันธ์ใกล้ชิดต่อกัน (seller in privity) เท่านั้น เช่น กิจการผู้ออกหลักทรัพย์ทำการเสนอขายไปโดยฝ่าฝืนต่อบทบัญญัติในกรณีนี้จะต้องมีความรับผิดชอบต่อผู้ซื้อหลักทรัพย์นั้น หรือในกรณีที่กิจการผู้ออกหลักทรัพย์มอบหมายให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นผู้จำหน่ายหลักทรัพย์นั้นแก่ประชาชน หากผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์นำหลักทรัพย์นั้นไปจำหน่ายโดยฝ่าฝืนต่อบทบัญญัติในข้อนี้แล้ว ผู้จัดจำหน่ายก็ย่อมมีความรับผิดชอบเป็นส่วนตัว<sup>14</sup> แต่ถ้าการขายนั้นกระทำโดยนายหน้าหรือผู้ค้าหลักทรัพย์ (broker-dealer) แล้ว นายหน้าหรือผู้ค้าหลักทรัพย์ก็จะเป็นผู้รับผิดชอบในกรณีนี้แทน เป็นต้น

แต่อย่างไรก็ดี ในบางกรณีการขายหลักทรัพย์อาจกระทำโดยบุคคลซึ่งเป็นตัวแทนซึ่งศาลของประเทศสหรัฐอเมริกาได้นำบทบัญญัติในเรื่องตัวการตัวแทน (Agency Principles) มาปรับใช้แก่กรณีความรับผิดชอบในลักษณะนี้ด้วยเช่นกัน โดยศาลในคดี *Wasson V. SEC* ในปี ค.ศ. 1977<sup>15</sup> ได้วางหลักเอาไว้ว่าตัวแทนที่มีความสัมพันธ์เป็นพิเศษกับตัวการซึ่งเป็นผู้ขายหลักทรัพย์นั้น ก็อาจจะต้องมีความรับผิดชอบด้วยโดยจะต้องมีส่วนร่วมอย่างสำคัญ (active participation) ต่อการเจรจาที่นำไปสู่การขายหลักทรัพย์นั้น เช่น นายหน้าหลักทรัพย์ (broker) ซึ่งชักชวนลูกค้าของตนให้ซื้อหลักทรัพย์นั้นไว้ก็ต้องถือเป็นตัวแทนของผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งอาจถูกเรียกร้องให้รับผิดชอบได้เช่นกัน แต่หากเป็นเพียงแค่การมีส่วนร่วมในการจัดทำแบบแสดงรายการข้อมูล (participants in registration statement) เท่านั้นก็ยังไม่ถือว่ามี active participation เพราะไม่ได้มีส่วนในการเจรจาให้เกิดการขายได้โดยตรง ดังนั้น จึงขึ้นอยู่กับข้อเท็จจริงในแต่ละกรณี

### 3.1.1.3 ข้อต่อสู้ตามกฎหมาย

ความรับผิดชอบในข้อนี้เป็นการรับผิดโดยเด็ดขาดของผู้ขายหลักทรัพย์ โดยปกติแล้วความรับผิดชอบในทางแพ่งต่างๆไปนั้น คู่กรณีสามารถทำความตกลงยกเว้นความรับผิดชอบต่อกันได้ แต่ในกรณีดังกล่าวนี้กฎหมายกำหนดเอาไว้ว่าหากมีเงื่อนไขหรือข้อกำหนดใดๆผูกพันต่อบุคคลที่เข้าซื้อหลักทรัพย์นั้นไว้เพื่อที่จะอนุญาตให้ผู้ขายหลักทรัพย์จะไม่ต้องปฏิบัติตามบทบัญญัติว่าด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน หรือตามกฎหมาย ระเบียบที่ออกโดย SEC แล้วเงื่อนไขหรือ

<sup>14</sup> Philip R Wood, *International Loans, Bonds and Securities Regulation* (London: Sweet & Maxwell, 1995), p. 308

<sup>15</sup> Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, p. 325

ข้อกำหนดดังกล่าวนั้นย่อมตกเป็นโมฆะ และไม่มีผลใช้บังคับ<sup>16</sup> โดยเรียกบทบัญญัติในลักษณะนี้ว่าเป็น *Anti-waiver Provision* ดังนั้น การกำหนดเงื่อนไขใดๆเพื่อมิให้ตนมีความรับผิดชอบเนื่องมาจากการไม่ปฏิบัติตามบทบัญญัติของกฎหมายในเรื่อง Filing จึงไม่สามารถนำมาใช้บังคับได้

### 3.1.1.4 การใช้สิทธิเรียกร้องตามกฎหมาย

การใช้สิทธิเรียกร้องในลักษณะนี้กฎหมายกำหนดอายุความการใช้สิทธิเรียกร้องไว้ภายในหนึ่งปี นับแต่ที่มีการกระทำละเมิดต่อบทบัญญัติของกฎหมายในเรื่องการทำ Filing แต่ทั้งนี้จะต้องไม่เกินกว่าสามปีนับแต่วันที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์นั้นต่อประชาชนโดยสุจริต (the security was bona fide offered to the public)<sup>17</sup>

### 3.1.2 ความรับผิดในทางแพ่งในกรณีที่เป็นแบบแสดงรายการข้อมูลมีข้อความเป็นเท็จ หรือขาดข้อความต้องแจ้งในสาระสำคัญ<sup>18</sup>

#### 3.1.2.1 รายละเอียดของความรับผิดตามกฎหมาย

ความรับผิดในกรณีนี้เป็นเรื่องที่มีความสำคัญมากที่สุดเรื่องหนึ่ง กฎหมายบัญญัติสิทธิเรียกร้องอย่างชัดเจน (express remedy) ของบุคคลผู้รับซื้อหลักทรัพย์ในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนเพื่อรับรองสิทธิในการเรียกร้องค่าเสียหายที่เกิดขึ้นอันเนื่องมาจากการเปิดเผยข้อมูลในแบบแสดงรายการข้อมูล (Registration Statement) มีข้อความอันเป็นเท็จในสาระสำคัญ (material misstatement) หรือขาดข้อความอันควรต้องแจ้งในสาระสำคัญ (material omission) อันจะส่งผลเสียหายต่อราคาของหลักทรัพย์นั้น และเป็นการกระทำที่ขัดต่อเจตนารมณ์ของกฎหมายซึ่งต้องการให้การเปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์มีการเปิดเผยข้อมูลที่จะเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุนและเป็นที่น่าพอใจที่แน่นอนว่าข้อมูลดังกล่าวจะต้องไม่ใช่ข้อมูลที่ฝ่าฝืนต่อความเป็นจริง และนอกจากนี้ ข้อมูลที่เปิดเผยนั้นก็จะต้องครบถ้วนตามที่กฎหมายกำหนด ไม่มีลักษณะเป็นการปกปิดข้อเท็จจริงบางอย่างหรือไม่ระบุข้อมูลให้ครบถ้วนตามที่กฎหมายกำหนด

<sup>16</sup> Section 14 รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>17</sup> Section 13 รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>18</sup> Section 11 รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

กฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาถือว่าการศึกษาว่ากรณีใดเป็นกรณีที่มีข้อมูลในแบบแสดงรายการข้อมูลมีความอันเป็นเท็จนั้นจะต้องพิจารณาในวันที่มีการเสนอขาย (date of offering) เท่านั้น จะไม่พิจารณาเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในภายหลังจากนั้น (subsequent events) ซึ่งส่งผลให้ข้อมูลที่ระบุไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลนั้นไม่ทันสมัยและกลายเป็นข้อมูลที่เป็นเท็จ นอกจากนี้ข้อมูลที่มีความบกพร่องดังกล่าวนี้จะถือว่ามีความรับผิดชอบตามกฎหมายก็เฉพาะแต่กรณีที่มีข้อมูลนั้นเป็นข้อมูลอันเป็นสาระสำคัญ (materiality) ในการเปิดเผยข้อมูลเท่านั้น ข้อบกพร่องที่ไม่เป็นสาระสำคัญ เช่น ข้อผิดพลาดในการพิมพ์ ข้อมูลที่ไม่ส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจของนักลงทุน เป็นต้น ย่อมไม่ก่อให้เกิดความรับผิดชอบ ข้อสำคัญในการพิจารณาความเป็นสาระสำคัญของข้อมูลนั้นจะต้องพิจารณาข้อมูลโดยรวมทั้งหมดที่มีการเปิดเผยแก่ผู้ลงทุน (total mix of information) ซึ่งหมายความว่าข้อมูลทั้งหมดนั้นไม่ได้ก่อให้เกิดการตัดสินใจผิดพลาดแก่นักลงทุน และข้อมูลซึ่งเป็นสาระสำคัญนั้นก็คือข้อมูลที่จะมีผลกระทบต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุนซึ่งหมายความว่าหากนักลงทุนได้ทราบถึงข้อมูลที่มีความบกพร่องดังกล่าวแล้วก็จะทำให้การตัดสินใจในการซื้อหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปหรืออาจไม่ซื้อหลักทรัพย์นั้นเลยก็ได้

ดังนั้น กิจการผู้ออกหลักทรัพย์ซึ่งยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลจะต้องแน่ใจว่าข้อมูลนั้นมีความถูกต้องและครบถ้วน (full and accurate disclosure) ข้อมูลบางอย่างกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ไม่มีความแน่ใจในความถูกต้อง เช่น ข้อมูลที่มีลักษณะเป็นการพยากรณ์ (Prediction) ความเห็น การวางแผน (planning) เป็นต้น กิจการผู้ออกหลักทรัพย์อาจให้ข้อความในลักษณะเป็นคำเตือน (cautionary statement) กำกับไว้เพื่อแสดงให้เห็นว่าข้อมูลดังกล่าวอาจจะเป็นข้อมูลที่คลาดเคลื่อนได้ ทั้งนี้ เพื่อที่ว่าแม้จะปรากฏว่าข้อมูลดังกล่าวไม่ตรงต่อความเป็นจริงก็ควรจะให้ถือว่าเป็นข้อบกพร่องซึ่งไม่เป็นสาระสำคัญเพราะว่าได้มีการเตือนแก่ผู้ลงทุนแล้วว่าเป็นข้อมูลที่มีความคลาดเคลื่อนได้ ปัญหาที่ต้องพิจารณาจึงเกิดขึ้นว่าข้อความในลักษณะคำเตือนนี้จะสามารถถือเป็นส่วนที่นำมาพิจารณาว่าข้อมูลในส่วนที่ได้มีการเตือนนั้นแม้จะมีความบกพร่องเกิดขึ้นก็ไม่ใช่ความบกพร่องอันเป็นสาระสำคัญได้หรือไม่ ซึ่งหากพิจารณาแล้วจะเห็นได้ว่าข้อมูลประเภทที่มีความคลาดเคลื่อนเกิดขึ้นได้นี้แม้จะมีคำเตือนกำกับเอาไว้แล้วแต่ก็ยังมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนอยู่ไม่น้อย โดยเฉพาะข้อมูลที่พยากรณ์เกี่ยวกับหลักทรัพย์ในทางที่ดี อีกทั้งข้อมูลที่มีความคลาดเคลื่อนนี้ก็ต้องถูกนำมารวบรวมไว้โดยที่กิจการผู้ออกหลักทรัพย์เองก็ควรต้องมีความเชื่อตามสมควร (reasonable reliance) ในข้อมูลนั้นด้วยเช่นกันเพื่อแสดงถึงเจตนาที่สุจริตในการใช้ประโยชน์จากข้อมูลซึ่งอาจมีความคลาดเคลื่อนได้นั้นมิใช่จะไม่มี ความรับผิดชอบต่อข้อมูลที่นำเสนอต่อนักลงทุนเสียทีเดียว

ปัญหาในเรื่องความเป็นสาระสำคัญของข้อมูลนี้เป็นปัญหาข้อเท็จจริงขึ้นอยู่กับพฤติการณ์ในแต่ละเรื่อง และศาลจะเป็นผู้ใช้ดุลพินิจในการวินิจฉัยโดยพิจารณาจากพฤติการณ์และข้อมูลทั้งหมดที่มีการเปิดเผยโดยกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ และข้อมูลบางอย่างนั้นกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ก็ไม่ประสงค์ที่จะให้เป็นสาระสำคัญ ดังนั้น ศาลในคดี re Donald Trump Casino Securities Litigation ปี ค.ศ. 1993<sup>19</sup> จึงได้วางหลักในเรื่องนี้เอาไว้ว่า หากข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์ลักษณะที่เป็นการพยากรณ์ (prediction) ความเห็น การวางแผนต่างๆ มีข้อความเตือน (cautionary statement) ประกอบอยู่ด้วย ข้อมูลเหล่านี้จะไม่ถือว่าเป็นข้อมูลบกพร่องอันเป็นสาระสำคัญซึ่งจะนำไปสู่ความรับผิดชอบตามกฎหมายที่อาจเกิดขึ้นได้ ถ้าข้อความในเอกสารนั้นไม่กระทบต่อความสมบูรณ์ของข้อมูลทั้งหมดที่มีการเปิดเผยแก่ผู้ลงทุน (total mix of information) และกิจการผู้ออกหลักทรัพย์เองก็มี “reasonable reliance” ในข้อมูลนั้นด้วยอย่างชัดเจนที่จะปฏิเสธความแน่นอนของข้อมูลนั้น จึงได้เป็นหลักที่เรียกว่า “Bespeaks Caution Doctrine” ซึ่งหากมีอย่างพอเพียงก็จะทำให้ความบกพร่องแก่ข้อมูลกลายเป็นข้อบกพร่องซึ่งไม่เป็นสาระสำคัญและไม่ก่อให้เกิดความรับผิดชอบตามกฎหมาย

กฎหมายกำหนดให้บุคคลซึ่งมีสิทธิเรียกร้องในกรณีนี้ได้แก่บุคคลซึ่งได้รับหลักทรัพย์นั้นไว้ (any person acquiring such security) เว้นแต่ บุคคลนั้นจะได้ล่วงรู้ถึงความบกพร่องอันเป็นสาระสำคัญนั้นอยู่แล้วในขณะที่เข้าซื้อหลักทรัพย์<sup>20</sup> การที่กฎหมายกำหนดเช่นนี้เนื่องจากเจตนารมณ์ของกฎหมายเกี่ยวกับกรณีต้องการให้สิทธิเรียกร้องแก่ผู้ซึ่งได้รับความเสียหายโดยที่ตนเป็นผู้สุจริต ดังนั้น หากการที่ตนซึ่งรู้ถึงความบกพร่องนั้นอยู่แต่กลับยังยอมตนเข้าซื้อหลักทรัพย์ที่มีความบกพร่องนั้น การเปิดช่องให้โอกาสแก่บุคคลดังกล่าวสามารถใช้สิทธิเรียกร้องได้ก็จะกลายเป็นการรับรองให้มีการใช้สิทธิเรียกร้องโดยไม่สุจริตได้

นอกจากการเป็นผู้ซื้อหลักทรัพย์ที่ไม่ล่วงรู้ถึงความบกพร่องอันเป็นสาระสำคัญนั้นอยู่แล้วในขณะที่เข้าซื้อหลักทรัพย์ กฎหมายมิได้กำหนดเงื่อนไขในการใช้สิทธิเรียกร้องในข้อนี้ของบุคคลซึ่งได้รับหลักทรัพย์นั้นไว้เพิ่มเติมแต่อย่างใด แต่แม้ว่าความไม่รู้ถึงความบกพร่องดังกล่าวจะเป็นเงื่อนไขสำคัญในการใช้สิทธิเรียกร้องก็ตามซึ่งหมายความว่าบุคคลผู้ได้รับความเสียหายควรจะต้องมีความเชื่อถือตามข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในขณะที่เข้าซื้อหลักทรัพย์นั้น โดยไม่พบความบกพร่องก็ตาม แต่บุคคลซึ่งได้รับความเสียหายก็ไม่จำเป็นที่จะต้องพิสูจน์ว่าตนนั้นเชื่อ (reliance) ตามเนื้อความที่บกพร่องในแบบแสดงรายการข้อมูลนั้นก็ได้ เว้นแต่จะเป็นการใช้สิทธิเรียกร้องภายใต้

<sup>19</sup> Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, p. 329

<sup>20</sup> Section 11a รัฐบาลยุติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

หลังจากกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ได้จัดทำรายงานเกี่ยวกับฐานะทางการเงิน (earning statement) ซึ่งให้ข้อมูลเกี่ยวกับการเงินบางอย่างตามที่ SEC กำหนด<sup>21</sup> ครอบคลุมช่วงระยะเวลาไม่น้อยกว่า 12 เดือนนับแต่วันที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีผลใช้บังคับ (effective date) แต่อย่างไรก็ดี กฎหมายกำหนดให้การพิสูจน์ถึงความเชื่อ (Reliance) นี้ก็ไม่จำเป็นที่จะต้องพิสูจน์ว่าคนได้อ่านเนื้อความในแบบแสดงรายการข้อมูลแล้ว เพราะตามที่ได้กล่าวมาแล้วว่าเอกสารข้อมูลที่มีการเปิดเผยในการเสนอขายหลักทรัพย์นั้นส่วนมากจะไม่ใช่ข้อมูลที่นักลงทุนโดยทั่วไปอ่าน แต่ก็ยังต้องถือว่ากิจการผู้ออกหลักทรัพย์ยังคงต้องมีความรับผิดชอบต่อข้อมูลที่มีการเปิดเผยนั้นอยู่ และนักลงทุนก็ชอบที่จะถือเอาประโยชน์จากข้อมูลที่มีการเปิดเผยนั้นได้ทุกเมื่อ ดังนั้น โดยหลักแล้วนักลงทุนไม่จำเป็นที่จะต้องพิสูจน์ในเรื่องความเชื่อ (Reliance) หากเป็นการใช้สิทธิเรียกร้องในระยะเวลาไม่เกิน 12 เดือนนับแต่วันที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีผลใช้บังคับ แต่หากเกินกว่านั้นก็ถือว่าหมดระยะเวลาที่กฎหมายผ่อนผันในเรื่องภาระพิสูจน์ เนื่องจากความไม่รู้ถึงข้อความอันเป็นเท็จหรือขาดข้อความอันควรต้องแจ้งในสาระสำคัญก็ถือเป็นเงื่อนไขสำคัญในการใช้สิทธิเรียกร้องตามที่ได้กล่าวมาแล้ว

ดังนั้น การใช้สิทธิเรียกร้องของผู้เสียหายไม่จำเป็นที่จะต้องพิสูจน์ถึงการจงใจหรือประมาทเลินเล่อของกิจการของผู้ออกหลักทรัพย์ และไม่จำเป็นที่จะต้องพิสูจน์ในเรื่อง Reliance ของตนเอง หรือที่เรียกว่าเป็น “ความรับผิดชอบอย่างเด็ดขาด” (Strict Liability)

กฎหมายกำหนดให้บุคคลผู้ซึ่งสามารถใช้สิทธิเรียกร้องในกรณีนี้ได้แก่บุคคลซึ่งได้รับหลักทรัพย์นั้นไว้ (any person acquiring such security) แต่บุคคลที่ได้รับหลักทรัพย์นั้นไว้อาจหมายความว่าบุคคลผู้ซึ่งได้รับหลักทรัพย์นั้นไว้โดยตรงจากกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ และบุคคลผู้ซึ่งได้รับหลักทรัพย์นั้นไว้โดยการรับโอนจากบุคคลอื่นซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายกันอยู่ก่อนแล้ว กรณีแรกนั้นย่อมชัดเจนและไม่มีปัญหา แต่มีปัญหาคือต้องพิจารณาว่าความรับผิดชอบในกรณีนี้กฎหมายได้ให้ความคุ้มครองไปถึงบุคคลซึ่งรับโอนซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายกันอยู่ก่อนแล้ว (aftermarket purchasers) ด้วยหรือไม่ โดยปกติแล้วความคุ้มครองในข้อนี้หากพิจารณาจากเจตนารมณ์ของกฎหมายแล้วก็น่าที่จะคุ้มครองไปถึงผู้รับโอนหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายกันอยู่ก่อนแล้วด้วย หากว่าบุคคลนั้นสามารถแสดงได้ว่าตนเองได้รับความเสียหายจากการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งนี้โดยมีความเกี่ยวพันโดยตรงกับแบบแสดงรายการข้อมูล หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือมีพฤติการณ์อันแสดงให้เห็นได้ว่ากรณีที่แบบแสดงรายการข้อมูลที่ใช้ในการเสนอขาย

<sup>21</sup> SEC Rule 230 กำหนดรายละเอียดไว้ค่อนข้างมากเกี่ยวกับ Earning Statement ตาม Section 11a รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 ส่วนมากเป็นข้อมูลด้านการเงินของกิจการที่ต้องรายงานให้ผู้ถือหลักทรัพย์ทราบตามรัษฎบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934

หลักทรัพย์ครั้งใหม่ที่มีข้อความอันเป็นเท็จหรือขาดข้อความอันควรต้องแจ้งในสาระสำคัญส่งผลกระทบในทางที่เสียหายต่อราคาหลักทรัพย์ของตนเองซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายกันอยู่ก่อนแล้ว

ด้วยเหตุนี้ ศาลในคดี Barnes V. Osofsky ในปี 1967<sup>22</sup> จึงวางบรรทัดฐานไว้ว่าความรับผิดชอบเนื่องมาจากความบกพร่องของแบบแสดงรายการข้อมูลนั้น บุคคลผู้มีสิทธิเรียกร้องได้แก่บุคคลที่ซื้อหลักทรัพย์จากกิจการผู้ออกหลักทรัพย์โดยตรง และบุคคลซึ่งรับซื้อหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายกันอยู่ก่อนแล้วซึ่งสามารถเชื่อมโยง (trace) ความเสียหายที่เกิดขึ้นแก่หลักทรัพย์ของตนให้ศาลเห็นได้ว่าเป็นผลมาจากข้อความอันเป็นเท็จหรือขาดข้อความอันควรต้องแจ้งในสาระสำคัญในแบบแสดงรายการข้อมูลทำให้มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของตน จึงเกิดเป็นหลักที่เรียกว่า “source-tracing requirement” แต่อย่างไรก็ดี โดยระบบการจัดจำหน่ายและซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีอยู่ในปัจจุบันซึ่งกระทำผ่านนายหน้าและผู้ค้าหลักทรัพย์ (broker-dealer) ครั้งละจำนวนมากๆ (fungible stores) หลักในเรื่อง source-tracing requirement จึงแทบจะเกิดขึ้นไม่ได้เลยในปัจจุบัน<sup>23</sup>

ตามที่ได้กล่าวมาแล้วในบทเบื้องต้นทั่วไปว่าความรับผิดชอบตามกฎหมายหลักทรัพย์นั้นมีลักษณะเป็นการใช้สิทธิเรียกร้องแบบสะสม (cumulative nature) ซึ่งหมายความว่า การใช้สิทธิเรียกร้องโดยอาศัยเหตุตามกฎหมายอย่างใดอย่างหนึ่งสามารถใช้ร่วมกันหรือแยกกันใช้สิทธิเรียกร้องโดยอาศัยเหตุตามกฎหมายอย่างอื่นก็ได้ และการใช้สิทธิเรียกร้องดังกล่าวโดยอาศัยเหตุตามกฎหมายในลักษณะหนึ่งก็ไม่เป็นการตัดโอกาสในการใช้สิทธิเรียกร้องโดยอาศัยเหตุตามกฎหมายในลักษณะอื่นๆ รวมไปถึงการใช้สิทธิเรียกร้องตามบทบัญญัติแห่งกฎหมายอื่นๆที่เกี่ยวข้องด้วย มีอีกกรณีหนึ่งที่ตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกากำหนดความรับผิดชอบในกรณีที่เกี่ยวข้องกันกับความรับผิดชอบทางแพ่งอันเนื่องมาจากความบกพร่องที่เกิดขึ้นแก่แบบแสดงรายการข้อมูลได้แก่ Implied Action Under Rule 10b-5 ซึ่งกำหนดขึ้นตามรัฐบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 (Securities Exchange Act 1934)<sup>24</sup> เป็นกรณีที่ SEC รวมทั้งกรมยุติธรรมแผนกคดีอาญา (Department of Justice (Criminal)) และผู้เสียหายซึ่งเป็นเอกชนสามารถเรียกร้องให้มีการรับผิดชอบต่อบุคคลซึ่งใช้วิธีการที่มีลักษณะเป็นการสร้างระดับราคาหลักทรัพย์หรือกระทำการอันเป็นการฉ้อโกง (Employment of Manipulative and Deceptive Devices) ในการซื้อขายหลักทรัพย์ซึ่งมีการ

<sup>22</sup> David L. Ratner, *Securities Regulation, Material for a Basic Course*, 3rd ed. (St Paul, Minn: West Publishing Co., 1986), p. 162

<sup>23</sup> Prof. Hillary Sale, *Disappearing Without A Trace: Section 11 And 12(a)(2) of the Securities Act* (Washington Law Review - Vol. 75, No.2), p. 429-494

<sup>24</sup> Section 10b รัฐบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934

- (1) ใช้กลไก อุบาย หรือเครื่องมือใดๆในการฉ้อโกง (Employment of any Device, Scheme or Artifice to Defraud) หรือ
- (2) ใช้ข้อความอันเป็นเท็จในข้อซึ่งเป็นสาระสำคัญ (Untrue Statement of Material Fact) หรือปกปิดข้อความจริง (Omission) ซึ่งควรแจ้งให้ทราบซึ่งจำเป็นที่จะไม่ก่อให้เกิดความสับสนหลงผิด (Misleading) แก่ข้อมูลที่ได้แจ้งแก่ประชาชนนั้น หรือ
- (3) กรณีที่มีการเกี่ยวข้องในการกระทำใดๆ หรือในการประกอบธุรกิจใดๆ ซึ่งเกี่ยวข้องหรืออาจมีส่วนเกี่ยวข้องกับการฉ้อฉลหรือหลอกลวงบุคคลใดบุคคลหนึ่ง (Fraud or Deceit Upon Person)

กรณีความรับผิดตาม Rule 10b-5 นี้เป็นกรณีที่กฎหมายกำหนดความรับผิดที่เกี่ยวข้องกับการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในตลาดรอง (purchase or sale of any security) ซึ่งในบางกรณีอาจมีความเกี่ยวพันหรือเกิดขึ้นพร้อมกันกับความรับผิดในทางแพ่งที่เกิดขึ้นในตลาดแรกได้ ในกรณีที่ข้อบกพร่องที่ปรากฏแบบแสดงรายการข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในตลาดแรกได้ถูกนำไปใช้ในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองด้วย และด้วยเหตุที่กฎหมายเปิดช่องให้มีการใช้สิทธิเรียกร้องแบบสะสม (cumulative nature) ได้ นอกเหนือจากความรับผิดในทางแพ่งตามรัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 แล้ว นักลงทุนสามารถเลือกใช้สิทธิเรียกร้องตาม Rule 10b-5 ได้อีกทางหนึ่ง และมีข้อที่จะต้องตระหนักว่าเงื่อนไขความรับผิดที่ถูกกำหนดขึ้นตาม Rule 10b-5 นี้มีบทบาทที่สำคัญอย่างยิ่งต่อการทำคำรับรองข้อมูลหรือการยืนยันข้อมูลที่มีการเปิดเผยโดยผู้ประกอบวิชาชีพ (Professionals) โดยเฉพาะอย่างยิ่งการจกต้องใช้ความระมัดระวังเป็นอย่างสูงของนักบัญชี (accountant) หรือนักกฎหมาย (attorney) เป็นต้น ความรับผิดตาม Rule 10b-5 โดยมากมักจะเกิดขึ้นเมื่อนักบัญชีหรือนักกฎหมายทำการออกหนังสือแสดงความเห็นอันเป็นเท็จหรือมีลักษณะที่ก่อให้เกิดความสับสนเข้าใจผิดในสาระสำคัญ (materially false or misleading opinion letters) ซึ่งทำให้ต้องมีการระมัดระวังในการแสดงความเห็นดังกล่าวอย่างมาก และข้อพิพาทตาม Rule 10b-5 นี้ส่วนมากจะเกิดขึ้นเมื่อนักกฎหมายหรือที่ปรึกษาต่างๆ มีผลประโยชน์ทางการเงิน (financial interest) ในกิจการที่ออกหลักทรัพย์นั้น<sup>25</sup> ซึ่งความรับผิดในกรณีนี้แม้จะเป็นความรับผิดที่เกิดขึ้นในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองเป็นหลักแต่ก็มีบทบาทที่สำคัญต่อความรับผิดที่เกิดขึ้นในตลาดแรกเช่นเดียวกับความรับผิดในทางแพ่งตามรัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

#### - คำเสียหาย

<sup>25</sup> Marc I. Steinberg, *Corporate and Securities Malpractice* (New York City: Practising Law Institute, 1992), p. 60

กฎหมายกำหนดให้บุคคลซึ่งมีสิทธิเรียกร้องในกรณีที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีข้อความเป็นเท็จหรือขาดข้อความต้องแจ้งในสาระสำคัญสามารถเรียกร้องค่าเสียหายโดยได้แก่ส่วนต่างระหว่างจำนวนเงินที่จ่ายไปสำหรับการซื้อหลักทรัพย์นั้น กับราคาของหลักทรัพย์ในสามกรณีด้วยกันได้แก่<sup>26</sup>

- (1) ราคาของหลักทรัพย์ขณะฟ้องคดี หรือ
- (2) ราคาของหลักทรัพย์ที่โจทก์โอนขายไปก่อนฟ้องคดี หรือ
- (3) ราคาของหลักทรัพย์ที่โจทก์โอนขายไปภายหลังฟ้องคดีแต่ก่อนที่ศาลมีคำพิพากษา ถ้าค่าเสียหายที่คำนวณได้ในข้อนี้น้อยกว่าค่าเสียหายที่คำนวณได้ตาม (1) ซึ่งในกรณีนี้โจทก์ต้องเลือกที่จะเสี่ยง ถ้าเห็นว่าราคาของหลักทรัพย์จะตกลงไปอีกก็ควรจะรีบบรรเทาความเสียหายโดยการ โอนขายหลักทรัพย์ไปก่อนที่ราคาจะตกลงไปอีกภายหลังการฟ้องคดี

นอกจากนี้ หากเป็นความรับผิดชอบของผู้จัดจำหน่าย (Underwriters) แล้ว กฎหมายจำกัดความรับผิดไว้ไม่เกินราคาหลักทรัพย์ทั้งหมดที่ตนรับเป็นผู้จำหน่าย แต่ข้อจำกัดความรับผิดนี้จะไม่ใช้บังคับแก่ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์รายใดซึ่งได้รับผลประโยชน์เป็นพิเศษ (benefits) ไม่ว่าจะโดยทางตรงหรือทางอ้อมจากกิจการผู้ออกหลักทรัพย์นอกเหนือไปจากที่ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ทั่วไปในทำนองเดียวกันนี้พึงจะได้รับจากหลักทรัพย์ส่วนที่ตนรับจัดจำหน่าย (respective interests in the underwriting)

กฎหมายยังได้กำหนดข้อยกเว้นในเรื่องค่าเสียหายเอาไว้โดยกำหนดให้ส่วนที่จำเลยสามารถพิสูจน์ได้ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของค่าเสียหายที่มีการเรียกร้องนั้นเกิดจากการเสื่อมราคาของหลักทรัพย์อันมีสาเหตุอื่น ๆ นอกเหนือจากส่วนที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีข้อบกพร่องอันเป็นสาระสำคัญ ส่วนนั้นจำเลยไม่ต้องรับผิดต่อโจทก์ จึงทำให้ภาระพิสูจน์เกี่ยวกับข้อเท็จจริงอันเป็นต้นเหตุแห่งความเสียหาย (Loss Causation) นี้จะตกอยู่กับจำเลย ถ้าจำเลยสามารถพิสูจน์ข้อเท็จจริงเกี่ยวกับค่าเสียหายในส่วนใดได้เป็นประโยชน์แก่ตนแล้ว ค่าเสียหายส่วนที่จำเลยสามารถพิสูจน์ได้นั้น โจทก์ไม่มีสิทธิเรียกร้อง เช่น หากจำเลยสามารถพิสูจน์ได้ว่า การที่ราคาของหลักทรัพย์ในส่วนที่ลดลงทั้งหมดนั้นเนื่องจากสภาวะกดดันจากภายนอกตลาด (external market force) หรือเกิดจากเหตุแทรกแซง (intervening events) หรือเกิดจากปัจจัยพื้นฐานของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ (issuer's fundamental position) โดยที่ไม่ได้มีสาเหตุมาจากสภาวะภายในตลาดที่นักลงทุนโดยทั่วไปไม่ให้ความเชื่อถือในหลักทรัพย์อันเนื่องมาจากความบกพร่องในแบบแสดงรายการข้อมูลแล้ว โจทก์ก็จะ

<sup>26</sup> Section 11e รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933



ไม่มีสิทธิเรียกร้องค่าเสียหายเลย เป็นต้น ในทางกลับกันความรับผิดในทางแพ่งในกรณีที่ไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎหมายเกี่ยวกับการทำ Filing กฎหมายมิได้ให้ความสำคัญต่อเหตุที่มาของความเสียหาย หากพิสูจน์ได้ว่าจำเลยไม่ปฏิบัติตามกฎหมายในการ Filing จำเลยก็ต้องรับผิด

ทั้งนี้ไม่ว่าในกรณีใดๆ ค่าเสียหายสำหรับกรณีดังกล่าวนี้จะต้องไม่เกินกว่าราคาหลักทรัพย์ที่ได้ทำการเสนอขายต่อประชาชน<sup>27</sup>

แต่อย่างไรก็ตาม ศาลในคดี *Akerman V. Oryx. Communications, Inc.* ในปี ค.ศ. 1984<sup>28</sup> ได้วางหลักเอาไว้ว่าในกรณีที่มีข้อบกพร่องเกิดขึ้นในแบบแสดงรายการข้อมูลอันเป็นสาระสำคัญเกิดขึ้นแล้ว ศาลจะสันนิษฐานเอาไว้ก่อนว่าความเสียหายนั้นเกิดขึ้นจากความบกพร่องของแบบแสดงรายการข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ เพื่อเป็นการยืนยันภาระการพิสูจน์ของจำเลย หากจำเลยไม่สามารถพิสูจน์ได้ย่อมถือข้อเท็จจริงอันเป็นที่สรุปตามฟ้องของโจทก์

### 3.1.2.2 บุคคลที่ต้องรับผิดตามกฎหมาย

ตามที่ได้กล่าวมาแล้วในหัวข้อ 2.4.1 ว่าการจัดเตรียมเอกสารเพื่อทำการ Filing นั้นประกอบไปด้วยบุคคลหลายฝ่ายร่วมกันจัดทำแบบแสดงรายการข้อมูลขึ้น (joint preparation process) แต่ละฝ่ายจะต้องทำการตรวจสอบความถูกต้องอย่างเหมาะสมตามสมควรหรือที่เรียกว่า “reasonable investigation” และทั้งหลายนี้ก็ดำเนินการขึ้นเพื่อประโยชน์ของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ ดังนั้น ในกรณีที่มีความบกพร่องของแบบแสดงรายการข้อมูลเกิดขึ้น จึงเป็นความรับผิดชอบอย่างเต็มที่ของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ไม่ว่าการกระทำนั้นจะเกิดขึ้นจากความจงใจหรือประมาทเลินเล่อของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์หรือไม่ และกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ต้องเป็นผู้รับผิดชอบต่อการดำเนินการของบุคคลฝ่ายอื่นๆ ที่เข้าร่วมในการจัดทำแบบแสดงรายการข้อมูลนั้นด้วย หลักกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาเรียกความรับผิดของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuer) ในลักษณะนี้ว่าเป็น “ความรับผิดอย่างเด็ดขาด” (Strict Liability) นอกจากข้อต่อผู้ที่เกี่ยวกับเงื่อนไขการใช้สิทธิเรียกร้องของจำเลย ได้แก่ ข้อต่อผู้ที่ว่าแบบแสดงรายการข้อมูลนั้น ไม่มีข้อความอันเป็นเท็จหรือขาดข้อความซึ่งควรต้องแจ้งในสาระสำคัญ หรือข้อต่อผู้ที่ว่าโจทก์รู้ถึงความบกพร่องอยู่แล้วในขณะที่เข้าซื้อหลักทรัพย์นั้น หรือข้อต่อผู้เรื่องอายุความแล้ว กิจการผู้ออกหลักทรัพย์จะบอกปิดความรับผิดในความบกพร่องที่เกิดขึ้นไม่ได้

<sup>27</sup> Section 11g รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>28</sup> Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, p. 333

นอกจากนี้ กฎหมายยังได้กำหนดให้บุคคลผู้มีส่วนร่วมในการจัดทำแบบแสดงรายการข้อมูลจะต้องมีความรับผิดชอบร่วมกันและแยกกันกับกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ด้วย เว้นแต่จะสามารถพิสูจน์ให้เข้าลักษณะข้อต่อสู้ที่กฎหมายอนุญาตให้บุคคลเหล่านี้สามารถชี้แจงผู้เสียหายได้ กฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาเรียกความรับผิดชอบของบุคคลที่จะต้องมีความรับผิดชอบร่วมกันและแยกกันกับกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ในลักษณะนี้ว่า “ความรับผิดชอบแทนบุคคลอื่น” (Vicarious Liability)<sup>29</sup> บุคคลซึ่งต้องมีความรับผิดชอบในลักษณะนี้ได้แก่<sup>30</sup>

- (1) บุคคลทุกคนซึ่งลงลายมือชื่อในแบบแสดงรายการข้อมูลนั้น
- (2) กรรมการทุกคน บุคคลซึ่งทำหน้าที่อย่างเดียวกันหรือบุคคลซึ่งเป็นหุ้นส่วน (partner) ของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์
- (3) บุคคลซึ่งยอมตนให้มีชื่ออยู่ในแบบแสดงรายการข้อมูลในทำนองว่าเป็นกรรมการทุกคน บุคคลซึ่งทำหน้าที่อย่างเดียวกันหรือบุคคลซึ่งเป็นหุ้นส่วน (partner) ของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์
- (4) บุคคลซึ่งทำหน้าที่เป็นนักบัญชี วิศวกร หรือนักประเมิน หรือบุคคลซึ่งมีวิชาชีพในการรับรองข้อความใดๆว่าตนเป็นผู้ทำขึ้น (authority of expert) และซึ่งยอมตนให้มีชื่อปรากฏอยู่ในแบบแสดงรายการข้อมูลในลักษณะที่ตนได้มีส่วนร่วมในการจัดเตรียม หรือตรวจสอบส่วนหนึ่งส่วนใดของเอกสาร Filing หรือรายงานหรือการประเมินใดๆที่ใช้กับแบบแสดงรายการข้อมูลนั้น
- (5) ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นั้น

จากการศึกษากฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาพบว่า โดยทั่วไป เป็นที่ยอมรับกันว่าความรับผิดชอบของผู้ประกอบวิชาชีพ (Professionals) ซึ่งได้แก่ บุคคลซึ่งทำหน้าที่เป็นนักบัญชี วิศวกร หรือนักประเมิน หรือบุคคลซึ่งมีวิชาชีพในการรับรองข้อความใดๆว่าตนเป็นผู้ทำขึ้น และซึ่งยอมตนให้มีชื่อปรากฏอยู่ในแบบแสดงรายการข้อมูลในลักษณะที่ตนได้มีส่วนร่วมในการจัดเตรียม หรือตรวจสอบส่วนหนึ่งส่วนใดของเอกสาร Filing หรือรายงานหรือการประเมินใดๆที่ใช้กับแบบแสดงรายการข้อมูลนั้น จะไม่มีความรับผิดชอบถ้าข้อมูลที่มีข้อบกพร่องนั้นไม่ใช่ข้อมูลที่ตนเป็นผู้รับรองหรือเกี่ยวข้องชัดเจน (expressly attributable) เท่านั้น เช่น นักบัญชีอิสระ (independent accountant) ซึ่งไม่ใช่ผู้ตรวจสอบบัญชี (auditor) ซึ่งยอมให้ชื่อของตนปรากฏอยู่ในแบบแสดงรายการข้อมูลก็ไม่ต้องมีความรับผิดชอบ หรือในกรณีของนักกฎหมาย (attorney) ที่มีส่วนเกี่ยวข้องในการจัดเตรียมแบบแสดงรายการข้อมูลเว้นแต่จะเป็นผู้ลงลายมือชื่อในแบบแสดงรายการข้อมูลใน

<sup>29</sup> Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, pp. 329-330

<sup>30</sup> Section 11a รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

ฐานะอื่นๆ หรือเป็นผู้ให้การรับรองความเห็น “expert opinion” ซึ่งยอมให้ชื่อของตนปรากฏอยู่ในแบบแสดงรายการข้อมูล แต่คำพิงการเป็นเพียงผู้ช่วยในการจัดเตรียม (preparing) การตรวจทาน (reviewing) ต่อแบบแสดงรายการข้อมูลนั้นไม่มีความหมายเพียงพอที่จะถือว่าเป็นบุคคลผู้ซึ่งประกอบวิชาชีพที่กฎหมายกำหนดให้ต้องมีความรับผิดชอบ<sup>31</sup>

นอกจากนี้ กฎหมายกำหนดให้บุคคลที่ต้องรับผิดชอบประกอบไปด้วยบุคคลหลายประเภทและกำหนดให้รับผิดชอบร่วมกันและแยกกัน (jointly and severally) ดังนั้น บุคคลใดบุคคลหนึ่งซึ่งอาจตกเป็นจำเลยได้ก็อาจถูกฟ้องให้ต้องรับผิดชอบได้โดยคำพิง แต่อย่างไรก็ตามในท้ายที่สุดแล้วยอมไม่ต้องรับผิดชอบไปกว่าส่วนที่ตนจะต้องรับผิดชอบ กฎหมายจึงกำหนดให้สามารถไล่เบี่ยคืนในส่วนที่บุคคลอื่นจะต้องรับผิดชอบได้ เว้นแต่บุคคลที่ต้องรับผิดชอบไปก่อนนั้นจะเป็นผู้ซึ่งต้องรับผิดชอบแต่เพียงฝ่ายเดียวเนื่องจากที่ตนเป็นผู้ก่อให้เกิดความบกพร่องแก่แบบแสดงรายการข้อมูลขึ้นทั้งหมด<sup>32</sup>

### 3.1.2.3 ข้อต่อสู้ตามกฎหมาย

จากการศึกษากฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่าบุคคลต่างๆซึ่งอาจจะต้องมีความรับผิดชอบมีข้อต่อสู้ตามกฎหมายต่อข้อกล่าวหาเกี่ยวกับความบกพร่องของแบบแสดงรายการข้อมูลได้ดังต่อไปนี้<sup>33</sup>

- (1) ข้อต่อสู้ว่าโจทก์นั้นล่วงรู้ถึงความบกพร่องนั้นอยู่แล้วในขณะที่เข้าซื้อหลักทรัพย์นั้น (Purchaser’s Knowledge of Inaccuracies)
- (2) ข้อต่อสู้ว่าข้อบกพร่องนั้นไม่ใช่ข้อบกพร่องอันเป็นสาระสำคัญ (Lack of Materiality)
- (3) ข้อต่อสู้เรื่องอายุความ (Expiration of the Statute of Limitations)
- (4) ข้อต่อสู้ที่กฎหมายอนุญาติให้หยิบยกขึ้นได้หากสามารถพิสูจน์ข้อเท็จจริงได้ในระดับที่สามารถยอมรับได้

ข้อต่อสู้ตาม (1) และ (2) นั้นเป็นปัญหาข้อเท็จจริงซึ่งขึ้นอยู่กับพฤติการณ์ในแต่ละคดี และเป็นการยากที่จะกำหนดหลักเกณฑ์ที่แน่นอนเกี่ยวกับเรื่องดังกล่าวได้ ข้อต่อสู้ตาม (3) เป็น

<sup>31</sup> Thomas Lee Hazen, The Law of Securities Regulation, p. 336

<sup>32</sup> Section 11f รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>33</sup> Thomas Lee Hazen, The Law of Securities Regulation, pp. 338-349

ปัญหาข้อกฎหมายที่จำเลยยกขึ้นต่อสู้เพื่อปิดความรับผิดชอบ ส่วนข้อต่อสู้ตาม (4) ซึ่งจะได้กล่าวต่อไปก็เป็นปัญหาข้อเท็จจริงเช่นเดียวกันและเป็นกรณีที่กฎหมายอนุญาตให้จำเลยสามารถหยิบยกขึ้นมาต่อสู้ได้เฉพาะสำหรับบุคคลซึ่งต้องรับผิดชอบผู้อื่น (Vicarious Liability) ส่วนกรณีของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuer) ซึ่งต้องมีความรับผิดชอบแบบเด็ดขาด (Strict Liability) อยู่แล้วนั้นจึงย่อมไม่มีข้อต่อสู้ในลักษณะนี้แต่ประการใด

- **Whistle-Blowing Defense**<sup>34</sup> บุคคลซึ่งต้องรับผิดชอบตามกฎหมายนอกจากกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuer) สามารถพิสูจน์ได้ว่าเมื่อตนพบข้อบกพร่องในแบบแสดงรายการข้อมูลแล้วได้ดำเนินการลาออกจากตำแหน่งซึ่งเกี่ยวข้องกับควมรับผิดชอบในแบบแสดงรายการข้อมูล หรือได้ดำเนินการอย่างใดๆที่จะลาออกหรือเพื่อหยุดการกระทำนั้น ประกอบกับได้แจ้งเป็นหนังสือไปยัง SEC เพื่อปฏิเสธความรับผิดชอบของคนที่เกิดขึ้นก่อนวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีผลใช้บังคับ (effective date) แต่ถ้าหากแบบแสดงรายการข้อมูลนั้นมีผลใช้บังคับแล้วโดยที่ตนไม่รู้เห็น บุคคลดังกล่าวได้ทำการลาออกจากตำแหน่งที่ตนเกี่ยวข้อง และแจ้งไปยัง SEC รวมทั้งแจ้งให้ประชาชนทราบโดยวิธีการตามสมควร (reasonable public notice) ว่าแบบแสดงรายการข้อมูลนั้นได้มีผลใช้บังคับโดยปราศจากความรู้เห็นของตน หากพิสูจน์ได้ดังที่กล่าวมานี้ บุคคลดังกล่าวย่อมสามารถยกข้อต่อสู้ขึ้นยันผู้เสียหายเพื่อปิดความรับผิดชอบของตนได้<sup>35</sup> ข้อต่อสู้นี้จะพบได้มากในกรณีของความรับผิดที่เกิดขึ้นกับนักกฎหมาย (attorney) ผู้เชี่ยวชาญ (experts) ผู้ลงลายมือชื่อในแบบแสดงรายการข้อมูล (signers) และกรรมการ (directors) เช่น นักกฎหมายเมื่อพบข้อบกพร่องขึ้นแล้วก็จะต้องทำการแจ้งไปยังลูกความของตนให้หยุดดำเนินการ หากลูกความไม่ปฏิบัติตามก็จะต้องดำเนินการลาออกและแจ้งต่อ SEC เพื่อที่จะบอกปิดความรับผิดชอบของตน เป็นต้น

- **Due Diligence Defense**<sup>36</sup> เป็นข้อต่อสู้ที่พบมากที่สุด แบ่งเป็น 4 กรณีด้วยกัน ได้แก่

(1) ส่วนใดๆของแบบแสดงรายการข้อมูลซึ่งมิได้ทำขึ้น โดยผู้เชี่ยวชาญ (expert) ซึ่งภายหลังจากที่ตนได้ทำการตรวจสอบตามสมควร (reasonable investigation) แล้ว มีเหตุอันควรเชื่อและก็เชื่อตามนั้น (reasonable ground to believe and did believe) ว่าแบบแสดงรายการซึ่งมีผลใช้บังคับแล้วนั้นมีข้อความจริงและไม่ขาดข้อความอันควรต้องแจ้ง

(2) ส่วนใดๆของแบบแสดงรายการข้อมูลซึ่งทำขึ้น โดยผู้เชี่ยวชาญ (expert) ซึ่งภายหลังจากที่ตนได้ทำการตรวจสอบตามสมควร (reasonable investigation) แล้ว มีเหตุอันควรเชื่อ

<sup>34</sup> Section 11b(1)(2) รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>35</sup> ในลักษณะนี้คล้ายกับการเป่านกหวีดเพื่อเป็นสัญญาณเตือนให้บุคคลต่างๆไปได้ทราบว่าตนจะไม่รับผิดชอบ จึงเรียกข้อต่อสู้นี้เป็น “Whistle-Blowing” Defense

<sup>36</sup> Section 11b(3) รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

และก็เชื่อตามนั้น (reasonable ground to believe and did believe) ว่าแบบแสดงรายการซึ่งมีผลใช้บังคับแล้วนั้นมีข้อความจริงและไม่ขาดข้อความอันควรต้องแจ้ง หรือในกรณีที่แบบแสดงรายการข้อมูลนั้นไม่ได้แสดงข้อความของผู้เชี่ยวชาญไว้อย่างเป็นธรรม (unfair representation) หรือทำสำเนาหรือตัดตอนข้อความออกอย่างไม่เป็นธรรม (unfair copy and extract) ในรายงานหรือการประเมินใดๆที่ระบุไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูล

(3) ส่วนใดๆของแบบแสดงรายการข้อมูลซึ่งตนได้ทำขึ้นโดยอาศัยคำรับรองของบุคคลอื่นซึ่งเป็นผู้เชี่ยวชาญ (authority of expert) ซึ่งภายหลังจากที่ตนได้ทำการตรวจสอบตามสมควร (reasonable investigation) แล้ว มีเหตุอันควรเชื่อและก็เชื่อตามนั้น (reasonable ground to believe and did believe) ว่าแบบแสดงรายการซึ่งมีผลใช้บังคับแล้วนั้นมีข้อความจริงและไม่ขาดข้อความอันควรต้องแจ้ง

(4) สำหรับข้อมูลโดยเจ้าหน้าที่รัฐ (public official) หรือสำเนาข้อความหรือส่วนใดๆที่ถูกตัดตอนมาจากเอกสารมหาชน (public official document) ก็ย่อมไม่ก่อความรับผิดแก่ผู้ใช้ข้อมูลนั้นซึ่งมีเหตุอันควรเชื่อและก็เชื่อตามนั้น (reasonable ground to believe and did believe) ว่าเป็นข้อความจริงและไม่ขาดข้อความอันควรต้องแจ้ง

หลักเรื่อง Due Diligence เป็นปัญหาข้อเท็จจริงว่าจำเลยได้ใช้ความเอาใจใส่ตามสมควรหรือไม่โดยจะเห็นได้จากองค์ประกอบของกฎหมายกำหนดให้ การตรวจสอบตามสมควร (reasonable investigation)<sup>37</sup> และเหตุอันควรเชื่อ (reasonable ground for belief) เป็นสาระสำคัญของเรื่องนี้ ทำให้เกิดข้อที่ต้องพิจารณาว่าระดับความระมัดระวัง (standard of care) ควรจะเป็นไปในระดับใด ซึ่งกฎหมายได้กำหนดไว้ว่าจะต้องมีระดับเดียวกับผู้ที่มีความรอบคอบจัดการทรัพย์สินของตนเอง (prudent man in the management of his own property)<sup>38</sup> นั้นหมายความว่า จะต้องใช้ความระมัดระวังที่เพิ่มขึ้นกว่าระดับปกติธรรมดา ซึ่งมีระดับที่สูงกว่า Corporation Law ของประเทศสหรัฐอเมริกาที่กำหนดให้กรรมการและพนักงานของกิจการซึ่งต้องรับผิดชอบต่อการดำเนินการของตนเองไว้เพียงในระดับวิญญูชน (reasonable man) เท่านั้น

การวินิจฉัยข้อต่อสู้ของจำเลยในเรื่อง Due Diligence นี้มีปัญหาที่ขึ้นสู่การพิจารณาของศาลมากมาย แต่ก็ยอมเป็นไปได้ยากที่ศาลจะสามารถวางหลักในเรื่องดังกล่าวได้อย่างครอบคลุม โดยเฉพาะอย่างยิ่งปัญหาในเรื่อง การตรวจสอบตามสมควร (reasonable investigation)

<sup>37</sup> Reasonable Investigation เป็นขั้นตอนการตรวจสอบซึ่งกันและกันในระหว่างการจัดทำแบบแสดงรายการข้อมูล (Joint Preparation Process) ตามที่ได้กล่าวมาแล้วในบทที่ 2

<sup>38</sup> Section 11c รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

และเหตุอันควรเชื่อ (reasonable ground for belief) ดังนั้น SEC จึงได้ออกข้อกำหนดเกี่ยวกับเรื่องนี้ไว้โดยเฉพาะ ทั้งนี้ เพื่อใช้เป็นส่วนเสริมแนวคำพิพากษาของศาล และกำหนดความจำเป็นบางประการในแต่ละเหตุการณ์ (case-by-case) และให้มีการวิเคราะห์ข้อเท็จจริงที่ละเอียดขึ้นด้วย (highly factual analysis) โดยที่การตรวจสอบจะต้องครอบคลุมถึงเรื่องต่างๆดังต่อไปนี้<sup>39</sup>

- (1) รายละเอียดเกี่ยวกับกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ (Type of Issuer)
- (2) รายละเอียดของหลักทรัพย์ (Type of Security)
- (3) รายละเอียดของบุคคลต่างๆที่เกี่ยวข้อง (Type of Person)
- (4) ถ้าบุคคลที่เกี่ยวข้องนั้นเป็นพนักงาน (officers) ให้สอบถามสำนักทำางานของบุคคลต่างๆที่เกี่ยวข้อง
- (5) ถ้าบุคคลที่เกี่ยวข้องนั้นเป็นกรรมการหรือจะเป็นกรรมการ ให้ตรวจสอบความสัมพันธ์ที่มีอยู่หรือ ไม่มีอยู่ (presence or absence) ต่อกิจการผู้ออกหลักทรัพย์
- (6) ถ้าบุคคลที่เกี่ยวข้องนั้นเป็นพนักงาน ลูกจ้าง และบุคคลอื่นๆซึ่งควรจะรู้ข้อเท็จจริงเฉพาะอย่าง (particular fact) ให้แสดงความเชื่อตามสมควร (reasonable reliance) เกี่ยวกับบุคคลดังกล่าว ทั้งนี้โดยวิเคราะห์ถึงบทบาทและหน้าที่ของบุคคลนั้นต่อกิจการผู้ออกหลักทรัพย์และต่อการทำ Filing
- (7) ถ้าบุคคลที่เกี่ยวข้องนั้นเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ให้สอบถามถึงวิธีการจัดจำหน่าย (underwriting arrangement) บทบาทของบุคคลที่ทำหน้าที่เป็นผู้จัดจำหน่าย และข้อมูลที่มีอยู่เกี่ยวกับการแสดงรายการข้อมูล
- (8) ไม่ว่าจะเกี่ยวข้องกับข้อเท็จจริงหรือเอกสารที่ได้มีการอ้างอิงไว้หรือไม่ก็ตาม ให้สอบถามถึงบุคคลผู้มีหน้าที่รับผิดชอบต่อข้อเท็จจริงหรือเอกสารใดๆที่มีอยู่ในขณะทำการ Filing

### 3.1.2.4 การใช้สิทธิเรียกร้องตามกฎหมาย

การใช้สิทธิเรียกร้องในลักษณะนี้กฎหมายกำหนดอายุความการใช้สิทธิเรียกร้องไว้ภายในหนึ่งปี นับแต่วันที่รู้ถึงข้อความอันเป็นเท็จในสาระสำคัญ (material misstatement) หรือขาดข้อความอันควรต้องแจ้งในสาระสำคัญ (material omission) หรือนับแต่วันที่ควรรู้หากได้ใช้ความเอาใจใส่ตามสมควร (reasonable diligence) ในขณะที่ความรับผิดชอบในทางแพ่งในกรณีที่ไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎหมายเกี่ยวกับการทำ Filing นับกำหนดอายุความหนึ่งปีนับแต่วันที่มีการกระทำละเมิดต่อกฎหมายเกิดขึ้น แต่ทั้งนี้ ไม่ว่าในกรณีใดๆจะต้องไม่เกินกว่าสามปีนับแต่วันที่มิ

<sup>39</sup> SEC Rule 176

การเสนอขายหลักทรัพย์นั้นต่อประชาชนโดยสุจริต (the security was bona fide offered to the public)<sup>40</sup>

### 3.1.3 ความรับผิดชอบในทางแพ่งในกรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์แสดงข้อความเท็จ หรือขาดข้อความต้องแจ้งในสาระสำคัญ<sup>41</sup>

#### 3.1.3.1 รายละเอียดความรับผิดชอบตามกฎหมาย

ความรับผิดชอบในกรณีนี้เป็นความรับผิดชอบของบุคคลที่ทำการขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้เสียหายโดยตรง หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งมีบุคคลที่ต้องรับผิดชอบให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ตามความเป็นจริง (actual seller) และซึ่งมีความสัมพันธ์ใกล้ชิดต่อกัน (seller in privity) เท่านั้น เช่นเดียวกับความรับผิดชอบในทางแพ่งที่เกิดขึ้นจากการไม่ปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวกับการ Filing แต่มีส่วนที่คล้ายกับความรับผิดชอบในทางแพ่งในกรณีที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีข้อความเท็จ หรือขาดข้อความต้องแจ้งในสาระสำคัญ กล่าวคือ กฎหมายกำหนดความรับผิดชอบในกรณีนี้สำหรับผู้ทำการขายหลักทรัพย์ที่แสดงข้อความอันเป็นเท็จหรือข้อความอันควรต้องแจ้งในสาระสำคัญ แต่ข้อบกพร่องนั้นมิได้พิจารณาจากแบบแสดงรายการข้อมูล แต่จะพิจารณาจากคำชี้ชวนด้วยวาจาหรือลายลักษณ์อักษร (oral and written communication) รวมไปถึงหนังสือชี้ชวน (prospectus)

ตามที่ได้กล่าวมาแล้วในหัวข้อ 2.4.1 ว่าการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้น อาจมีการใช้วิธีการเสนอขายหลักทรัพย์ด้วยวาจาหรือ โดยการใช้เอกสารหลายรูปแบบ นอกเหนือไปจากการใช้หนังสือชี้ชวนตามกฎหมาย และการเสนอขายหลักทรัพย์ด้วยวาจาหรือการใช้เอกสารต่าง ๆ ดังกล่าวรวมทั้งหนังสือชี้ชวนตามกฎหมายย่อมมีกฎหมายกำหนดคุ้มครองมิให้มีการใช้ข้อมูลอันเป็นเท็จหรือขาดข้อความอันควรต้องแจ้งในสาระสำคัญ และหลักการในการพิจารณาข้อบกพร่องอันเป็นสาระสำคัญนี้ก็เช่นเดียวกับกรณีที่ได้กล่าวมาแล้ว กล่าวคือ จะต้องพิจารณาข้อมูลทั้งหมดที่ผู้ขายหลักทรัพย์ได้แจ้งแก่นักลงทุน (total mix of information available to investor) แต่ส่วนที่ต่างจากกรณีก่อนก็คือผู้ซึ่งต้องรับผิดชอบในกรณีนี้ได้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ตามความเป็นจริง (actual seller) และซึ่งมีความสัมพันธ์ใกล้ชิดต่อกัน (seller in privity) เท่านั้นเช่นเดียวกับที่ได้กล่าวมาแล้ว กล่าวคือ นายหน้าและผู้ค้าหลักทรัพย์ (broker-dealer) จะมีโอกาสรับผิดชอบในกรณีนี้มากที่สุดเพราะเป็นผู้ที่กระตุ่นการขายกับลูกค้าซึ่งเป็นนักลงทุนโดยตรง (active participation) และ

<sup>40</sup> Section 13 รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>41</sup> Section 12a(2) รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

การยกข้อต่อสู้ขึ้นต่อสู้ผู้เสียหายเพื่อบอกปิดความรับผิดชอบของตนนั้นก็จะไม่ใช่หลัก Due Diligence เพราะความรับผิดชอบในกรณีนี้มิได้มีความสัมพันธ์กับการตรวจสอบตามสมควร (reasonable investigation) แต่เป็นความรับผิดชอบที่มีความสัมพันธ์โดยตรงกับการขายหลักทรัพย์ ข้อต่อสู้ในกรณีนี้จึงมีเพียงการพิสูจน์ว่าตนนั้นไม่รู้และโดยการใช้ความระมัดระวังตามสมควร (reasonable care) แล้วก็ไม่อาจจะรู้ได้ถึงข้อความอันเป็นเท็จหรือขาดข้อความอันควรต้องแจ้งในสาระสำคัญที่ใช้ในการชี้ชวนให้นักลงทุนเข้าซื้อหลักทรัพย์

หลักในเรื่อง “reasonable care” นี้ย่อมาหมายความว่าหากผู้ขายหลักทรัพย์ไม่ใช้ความระมัดระวังตามสมควรก็จะต้องมีความรับผิดชอบ ความรับผิดชอบเช่นนี้เป็นความรับผิดชอบได้ทั้งในกรณีที่จงใจทำละเมิด กล่าวคือ จงใจใช้ข้อความอันเป็นเท็จ หรือไม่แจ้งข้อความอันควรต้องแจ้งซึ่งเป็นสาระสำคัญซึ่งตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาเรียกบุคคลที่ทำละเมิดโดยจงใจนี้ว่า “Scienter” และก็หมายความว่าได้ทั้งเป็นความรับผิดชอบในกรณีที่ได้กระทำละเมิดโดยประมาทเลินเล่อ ทำให้มีการใช้ข้อมูลอันเป็นเท็จหรือขาดข้อความอันควรต้องแจ้งในสาระสำคัญซึ่งกฎหมายกำหนดระดับความประมาทที่ต้องรับผิดชอบไว้ (negligent standard) และแม้ว่ากฎหมายจะมีได้กำหนดหน้าที่ในการตรวจสอบ (investigation) เอาไว้ก็ตาม แต่ความหมายของหลัก “reasonable care” ก็กำหนดหน้าที่ในการตรวจสอบในพฤติการณ์ที่สำคัญบางอย่างไว้เป็นนัยด้วยเช่นกัน มิเช่นนั้นก็จะทำให้มีความรับผิดชอบเกิดขึ้นอันเนื่องจากการประมาทเลินเล่อของตน แต่อย่างไรก็ตามการที่กฎหมายกำหนดหลัก “reasonable care” ไว้ก็เป็นระดับที่สร้างภาระในการพิสูจน์ให้กับจำเลยไว้น้อยกว่าที่ปรากฏในหลักเรื่อง Due Diligence ที่ใช้หลัก “prudent man” ซึ่งมีความระมัดระวังที่มากกว่าระดับวิญญูชนทั่วๆไป<sup>42</sup>

ความเชื่อ (reliance) ของนักลงทุนซึ่งได้รับความเสียหายในกรณีนี้อาจจะไม่จำเป็นต้องมีหน้าที่เพียงที่จะพิสูจน์ถึงสาเหตุที่มาของความเสียหาย (transaction causation) เท่านั้นว่าความเสียหายที่เกิดขึ้นมีสาเหตุมาจากการที่ข้อมูลซึ่งตนได้รับทราบมาจากผู้ขายนั้นมีความบกพร่องและโดยหลักทั่วไปแล้ว หากโจทก์รู้ถึงความบกพร่องนั้นอยู่ก่อนก็ไม่อาจที่จะใช้สิทธิเรียกร้องในกรณีนี้ได้เช่นเดียวกับในกรณีความรับผิดชอบอันเนื่องมาจากความบกพร่องในแบบแสดงรายการข้อมูล<sup>43</sup>

#### - ค่าเสียหาย

<sup>42</sup> Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, pp. 339-340

<sup>43</sup> Section 12a(2) รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933



ค่าเสียหายในกรณีนี้ก็เหมือนกับความรับผิดในทางแพ่งที่เกิดขึ้นจากการไม่ปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวกับการ Filing ได้แก่การให้สิทธิในการบอกเลิกการรับโอนหลักทรัพย์รายนั้น (right of rescission) โดยการส่งมอบคืนหลักทรัพย์นั้น รวมทั้งให้สิทธิในการที่จะเรียกค่าเสียหายประกอบด้วย (rescissory damages) ซึ่งค่าเสียหายในกรณีนี้ได้แก่การเรียกคืนราคาหลักทรัพย์ที่ตนซื้อมาพร้อมด้วยดอกเบี้ยคิดนับหักด้วยผลประโยชน์ที่ได้รับอันเนื่องมาจากหลักทรัพย์นั้น เช่น เงินปันผล หรือดอกเบี้ยจ่าย เป็นต้น และในกรณีที่มีการโอนหลักทรัพย์นั้นไปให้แก่บุคคลภายนอกแล้วก็ยังสามารถเรียกร้องเอาค่าเสียหายตามที่มีการพิสูจน์ได้ด้วย<sup>44</sup> ซึ่งค่าเสียหายนี้อาจได้แก่ส่วนต่างราคาหลักทรัพย์ที่ตนซื้อมากับราคาหลักทรัพย์ที่โอนไปยังบุคคลภายนอก เป็นต้น แต่หากจำเลยสามารถพิสูจน์ได้ว่าความเสียหายส่วนใดมิได้เกิดขึ้นจากความบกพร่องของคำชี้ชวนด้วยวาจาหรือลายลักษณ์อักษร (oral and written communication) รวมไปถึงหนังสือชี้ชวน (prospectus) จำเลยก็ไม่จำเป็นต้องชดเชยค่าเสียหายในส่วนนั้น

### 3.1.3.2 บุคคลที่ต้องรับผิดตามกฎหมาย

ความรับผิดในกรณีนี้เป็นความรับผิดของบุคคลที่ทำการขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้เสียหายโดยตรง หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งมีบุคคลที่ต้องรับผิดได้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ตามความเป็นจริง (actual seller) และซึ่งมีความสัมพันธ์ใกล้ชิดต่อกัน (seller in privity) เท่านั้น เช่นเดียวกับความรับผิดในทางแพ่งที่เกิดขึ้นจากการไม่ปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวกับการ Filing

### 3.1.3.3 ข้อต่อสู้ตามกฎหมาย

ความรับผิดในข้อนี้เป็นความรับผิดโดยเด็ดขาดของผู้ขายหลักทรัพย์และมีบทบัญญัติในลักษณะที่เป็น *Anti-waiver Provision* เช่นเดียวกับความรับผิดในทางแพ่งที่เกิดขึ้นจากการไม่ปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวกับการ Filing ตามที่ได้กล่าวมาแล้ว และผู้ขายหลักทรัพย์ยังสามารถต่อสู้ได้ว่าตนไม่ล่วงรู้ถึงข้อบกพร่องที่เกิดขึ้น โดยได้ใช้ความระมัดระวังตามสมควรแล้ว (reasonable care)

### 3.1.3.4 การใช้สิทธิเรียกร้องตามกฎหมาย

<sup>44</sup> Section 12a รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

การใช้สิทธิเรียกร้องในลักษณะนี้กฎหมายกำหนดอายุความการใช้สิทธิเรียกร้องไว้ภายในหนึ่งปี นับแต่ที่มีการกระทำละเมิดต่อบทบัญญัติของกฎหมายในเรื่องการทำ Filing แต่ทั้งนี้จะต้องไม่เกินกว่าสามปีนับแต่วันที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์นั้นต่อประชาชนโดยสุจริต (the security was bona fide offered to the public)<sup>45</sup>

### 3.1.4 ความรับผิดของบุคคลซึ่งมีอำนาจควบคุม (Liability of Controlling Persons)

กฎหมายยังได้กำหนดให้บุคคลผู้ซึ่งมีอำนาจควบคุมผู้ซึ่งต้องร่วมรับผิดในกรณี (1), (2) และ (3) โดยรับผิดร่วมกันและแยกกันกับบุคคลซึ่งต้องรับผิดในกรณีดังกล่าว (Joint and Several Liability) โดยที่อำนาจควบคุมดังกล่าวได้แสดงออกโดยผ่านทางความเป็นเจ้าของหุ้น (stock ownership) หรือเป็นตัวแทนของตัวแทนซึ่งเป็นบุคคลซึ่งต้องรับผิดดังกล่าว หรือโดยข้อตกลงอื่นใด และจะต้องรับผิดเป็นอย่างเดียวกับบุคคลซึ่งต้องรับผิดดังกล่าวเว้นแต่จะพิสูจน์ได้ว่าตนมิได้มีส่วนรู้เห็นหรือมีเหตุอันควรเชื่อ (reasonable ground to believe) ในข้อเท็จจริงที่ปรากฏขึ้นอยู่แล้ว โดยบุคคลซึ่งอยู่ในความควบคุมของตน<sup>46</sup>

โดยปกติแล้ว กรณีที่กฎหมายกำหนดให้ต้องมีความรับผิดตามที่ได้กล่าวมานี้ กฎหมายมักจะกำหนดความรับผิดในทางอาญาเอาไว้ด้วย ซึ่งหลักกฎหมายอาญากำหนดความรับผิดไว้สำหรับบุคคลซึ่งเป็นผู้ใช้ ผู้สนับสนุน (Aiding & Abetting Liability) ในการกระทำความผิดนั้นเอาไว้ด้วย แต่สำหรับความรับผิดในทางแพ่งนั้นจะไม่ปรากฏหลักการในข้อนี้ไว้ ดังนั้น หากกฎหมายไม่กำหนดเอาไว้ชัดเจนแล้วก็จะเรียกร้องให้บุคคลเหล่านี้ร่วมรับผิดไม่ได้ กฎหมายจึงได้กำหนดความรับผิดสำหรับบุคคลซึ่งมีอำนาจควบคุมไว้เพื่อเป็นส่วนเสริมการใช้สิทธิเรียกร้องในทางแพ่งตามปกติ<sup>47</sup>

ความรับผิดในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตามกฎหมายประเทศสหรัฐอเมริกาจึงเป็นไปตามที่ได้กล่าวมาแล้ว อย่างไรก็ตาม มีความรับผิดอีกกรณีหนึ่งซึ่งมิได้เกิดขึ้น โดยผลของกฎหมายแต่เกิดขึ้นโดยผลของสัญญา ซึ่งเรียกว่า Indemnification Agreement<sup>48</sup> เป็นกรณีที่กิจการผู้ออกหลักทรัพย์ยินยอมรับผิดชดใช้ค่าเสียหายต่อพนักงานหรือ

<sup>45</sup> Section 13 รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>46</sup> Section 15 รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>47</sup> Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, pp. 370-372

<sup>48</sup> Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, pp. 372-376

กรรมการของตนซึ่งต้องมีความรับผิดชอบตามกฎหมายอันเนื่องมาจากการดำเนินการเพื่อกิจการ โดยปกติแล้ว ถ้าหากพนักงานหรือกรรมการสามารถต่อสู้นะคดีที่ตนถูกฟ้องร้องให้รับผิดชอบ ก็ยังมีสิทธิที่จะได้รับค่าใช้จ่ายทั้งหมดในการต่อสู้คดี รวมทั้งค่าทนายความด้วย และ Indemnification Agreement นี้ก็ย่อมไม่เป็นการตัดสิทธิเรียกร้องใดๆของพนักงานหรือกรรมการดังกล่าวซึ่งมีอยู่ตามกฎหมาย เช่นในการเรียกร้องไล่เบี้ยเอากับบุคคลซึ่งต้องรับผิดชอบอื่นๆ และเงินจำนวนใดๆที่ไม่สามารถเรียกร้องกลับคืนได้ตามบทบัญญัติของกฎหมายก็สามารถเรียกร้องตาม Indemnification Agreement นี้ได้เช่นกันแต่อย่างไรก็ตามการทำข้อตกลงประเภทนี้ก็ต้องอยู่ภายใต้เงื่อนไขของกฎหมายด้วย หาก Indemnification Agreement ไม่เป็นไปตามกฎหมายแล้วก็อาจตกเป็นโมฆะได้<sup>49</sup>

### 3.2 ความรับผิดในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตามกฎหมายของประเทศอังกฤษ

#### - บทเบื้องต้นทั่วไป

ตามที่ได้กล่าวมาแล้วในหัวข้อ 2.4.2 ว่าการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศอังกฤษนั้นอยู่ภายใต้ระบบ Single Financial Market ซึ่งมีองค์กรที่กำกับดูแลอุตสาหกรรมทางการเงิน (Financial Industry) อันได้แก่ กิจการธนาคาร (Banking) กิจการประกันภัย (Insurance) และกิจการด้านการลงทุนในหลักทรัพย์ (Investment) เพียงองค์กรเดียวที่เรียกว่า FSA (Financial Services Authority) และเป็นไปตามกฎหมายที่ใช้บังคับอันได้แก่ FSMA 2000 (Financial Services and Market Act 2000) สำหรับการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ต้องการจดทะเบียนหลักทรัพย์ (Admission to Listing) ไว้กับตลาดหลักทรัพย์ (Stock Exchange) หรือที่เรียกว่าหลักทรัพย์ประเภท Listed Securities และ POS (Public Offers of Securities Regulation 1995) สำหรับการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ไม่ต้องการจดทะเบียนหลักทรัพย์ไว้กับตลาดหลักทรัพย์หรือที่เรียกว่าประเภท Unlisted Securities แต่การเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทหลังนี้อาจมีการนำหลักทรัพย์ดังกล่าวเข้าทำการซื้อขายในตลาดรองประเภท AIM (Admission to AIM)

รูปแบบของการเสนอขายหลักทรัพย์ทั้งแบบ Listed Securities และแบบ Unlisted Securities มีระดับการควบคุมโดยผลของกฎหมายและโดยองค์กรตามกฎหมายได้แก่ FSA ที่แตกต่างกันไป โดยการเสนอขายหลักทรัพย์แบบ Listed Securities มีการควบคุมทั้งก่อนและหลัง

<sup>49</sup> รายละเอียด โปรดดูเพิ่มเติมใน Policy ซึ่งออกโดย SEC ในปี ค.ศ. 1944 ที่เรียกว่า Johnson and Johnson Formula เพื่อใช้บังคับกับการทำ Indemnification Agreement เอาไว้

การเสนอขายหลักทรัพย์ (*ex ante control* และ *ex post control*) กล่าวคือ กิจการผู้ออกหลักทรัพย์ จะต้องดำเนินการยื่นเอกสารที่เรียกว่า Listing Particular และหนังสือชี้ชวน (prospectus) ต่อ FSA เพื่อทำการตรวจสอบ เมื่อ FSA ได้เห็นชอบแล้วจึงสามารถเริ่มทำการเสนอขายหลักทรัพย์ได้โดยการแจกจ่ายหนังสือชี้ชวน และหลักทรัพย์นั้นก็สามารถที่จะนำเข้าสู่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ (Stock Exchange) ได้ทันทีและผู้ที่เกี่ยวข้องก็อาจมีความรับผิดชอบตามกฎหมายที่เกิดขึ้นตามมาในกรณีที่มีการละเมิดต่อบทบัญญัติแห่งกฎหมาย และการเสนอขายหลักทรัพย์แบบ Unlisted Securities ซึ่งมีเพียงการควบคุมหลังการเสนอขาย (*ex post control*) กล่าวคือ กิจการผู้ออกหลักทรัพย์เพียงแต่จัดทำหนังสือชี้ชวน (prospectus) ตามเงื่อนไขที่ระบุไว้ในกฎหมายเท่านั้นไม่ต้องผ่านองค์การตามกฎหมายเพื่อทำการตรวจสอบก่อนแต่อย่างใด และทำการแจกจ่ายหนังสือชี้ชวนเพื่อเริ่มทำการเสนอขายหลักทรัพย์ได้ทันที บทบาทของ FSA ในกรณีนี้จึงมีค่อนข้างจำกัดเป็นอย่างมากตามที่ได้กล่าวมาแล้ว และการนำหลักทรัพย์นั้นไปทำการซื้อขายในตลาดรองนั้นจะต้องไปดำเนินการที่เรียกว่า Admission to AIM อีกขั้นตอนหนึ่ง แต่อย่างไรก็ตามผู้ที่เกี่ยวข้องก็อาจมีความรับผิดชอบตามกฎหมายที่เกิดขึ้นตามมาในกรณีที่มีการละเมิดต่อบทบัญญัติแห่งกฎหมายเช่นเดียวกัน การไม่ปฏิบัติตามกฎหมายว่าด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศอังกฤษผู้กระทำอาจต้องมีความรับผิดชอบทั้งในทางอาญาด้วย รวมทั้งในกรณีของ Listed Securities นั้น FSA มีอำนาจที่จะดำเนินการใดในทางปกครองเพื่อเพิกถอนหรือระงับการจดทะเบียนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ได้ด้วย (discontinuance and suspension of listing) และนอกจากนี้ FSMA 2000 ยังให้อำนาจแก่ FSA ในการร้องขอต่อศาลเพื่อให้ระงับการกระทำ (Injunction) ที่ขัดต่อ Listing Rules รวมทั้งอาจขอให้ศาลออก restitution order เพื่อระงับการแสวงหาผลประโยชน์จากการกระทำที่ขัดต่อ Listing Rules ด้วย<sup>50</sup>

หลักการที่สำคัญของกฎหมายว่าด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศอังกฤษก็คือให้มีการเปิดเผยข้อมูลซึ่งนักลงทุนโดยทั่วไปและผู้มีวิชาชีพในทางให้คำปรึกษาต้องการที่จะทราบโดยปกติและคาดการณ์ตามปกติได้ว่าจะสามารถค้นหาได้ในเอกสารที่ใช้การเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าวเพื่อวัตถุประสงค์ในการรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับ (1) สินทรัพย์และหนี้สิน (2) สถานะทางการเงิน (3) ผลกำไรและขาดทุนของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ (4) วัตถุประสงค์ของการออกหลักทรัพย์ และ (5) สิทธิของผู้ถือหลักทรัพย์ หรือที่เรียกว่า “sweeping up requirement” แต่ก็มิข้อยกเว้นให้ไม่ต้องเปิดเผยข้อมูลบางประการซึ่งไม่อยู่ในความรู้เห็นของบุคคลซึ่งเป็นผู้รับผิดชอบต่อเอกสารนั้นตามที่ได้กล่าวมาแล้ว อย่างไรก็ตาม กฎหมายจึงกำหนด

<sup>50</sup> Section 380, 382 Financial Services and Market Act 2000

ความรับผิดในทางแพ่งไว้เพื่อเป็นช่องทางเยียวยาความเสียหายแก่นักลงทุนที่ได้รับความเสียหายจากการละเมิดต่อบทบัญญัติของกฎหมายดังกล่าว

- **กรณีที่เกิดความรับผิดในทางแพ่งตามกฎหมาย**

หลักกฎหมายในเรื่องนี้ของประเทศอังกฤษถือว่าจะต้องมีการเปิดเผยข้อมูลในระดับที่เพียงพอต่อการตัดสินใจของนักลงทุน และกิจการผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องทำให้ข้อมูลที่เปิดเผยนั้นมีความทันสมัยอยู่เสมอ<sup>51</sup> แต่ในประเทศอังกฤษไม่มีระบบ Filing ดังเช่นในประเทศสหรัฐอเมริกา แต่แบ่งออกเป็นการควบคุมก่อนและหลัง (*ex post* and *ex ante* control) ซึ่งขึ้นอยู่กับประเภทของหลักทรัพย์ที่จะทำการเสนอขายว่าเป็น Listed Securities หรือ Unlisted Securities หากเป็นกรณีของ Listed Securities มิได้ทำการยื่นเอกสารตามกฎหมายต่อ FSA แล้วหลักทรัพย์นั้นก็จะไม่สามารถนำไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้เป็นการบังคับให้กิจการผู้ออกหลักทรัพย์ต้องทำการยื่นเอกสารที่กฎหมายกำหนดไว้โดยปริยาย จึงไม่ปรากฏความรับผิดในทางแพ่งสำหรับในกรณีที่มิได้ผ่านกระบวนการในการยื่นหนังสือชี้ชวน และ Listing Particular ส่วนกรณีของ Unlisted Securities ซึ่งมีเพียงแต่การควบคุมหลังนั้น กฎหมายเพียงแต่บังคับให้กิจการผู้ออกหลักทรัพย์จัดทำหนังสือชี้ชวนให้นักลงทุนเท่านั้น มิได้บังคับให้ยื่นเอกสารใดๆเพื่อการตรวจสอบก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์ ดังนั้น จึงย่อมไม่ปรากฏความรับผิดในทางแพ่งสำหรับในกรณีที่มิได้ผ่านกระบวนการในการยื่นหนังสือชี้ชวนเช่นกันซึ่งต่างกับกรณีของประเทศสหรัฐอเมริกาที่มีการกำหนดความรับผิดไว้สำหรับกรณีที่มิได้ทำการ Filing เอาไว้ด้วย

ความรับผิดในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศอังกฤษนั้นจึงได้แก่ความรับผิดในกรณีที่การเปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้นมีข้อบกพร่องในลักษณะของข้อความอันเป็นเท็จ (untrue) หรือมีข้อความที่ก่อให้เกิดความสับสนเข้าใจผิด (misleading) หรือขาดข้อความอันควรต้องแจ้ง (omission) เกิดขึ้นในหนังสือชี้ชวนและ Listing Particular (ถ้ามี) กฎหมายอังกฤษได้กำหนดมาตรการในการเยียวยาความเสียหายต่างๆในหลายวิธีตามที่จะได้อธิบายดังต่อไปนี้<sup>52</sup>

<sup>51</sup> Paul L. Davies, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 7th ed. (London: Sweet & Maxwell, 2003), p. 670

<sup>52</sup> J. Scott Slorach, *Corporate Finance, Mergers & Acquisitions*, (Oxford: Oxford University Press, 2002), p. 74-78

### 3.2.1 การแสดงข้อความที่ไม่ตรงต่อความจริงโดยประมาทเลินเล่อ (Negligent Misstatement)

ความรับผิดในกรณีนี้เป็นบรรทัดฐานที่ได้มาจากศาลในคดี Hedley Byrne & Co., Ltd. V. Heller and Partners Ltd. ในปี ค.ศ. 1964 และศาลในคดี Caparo Industries Plc. V. Dickman ในปี ค.ศ. 1990<sup>53</sup> ศาลในคดีดังกล่าววางบรรทัดฐานความรับผิดอันเนื่องมาจากการละเมิด (torts) ไว้สำหรับบุคคลผู้มีหน้าที่จัดทำข้อความใดๆจะต้องมีหน้าที่ในการระมัดระวัง (duty of care) ต่อผู้อ่านข้อความและจะต้องรับผิดชอบในกรณีที่มีการละเมิดหน้าที่นั้น โดยชี้ให้เห็นว่ากฎหมายคอมมอนลอว์ (Common Law) กำหนดให้มีความระมัดระวังในการจัดทำข้อมูลดังกล่าวสำหรับในกรณีที่บุคคลผู้ทำข้อความนั้นเป็นผู้มีทักษะพิเศษ (special skills) หรือมีความรู้ในเรื่องนั้น (knowledge) หรือรู้หรือควรจะรู้ว่าผู้อ่านจะเชื่อตามข้อความนั้นเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะอย่างอันเนื่องมาจากทักษะหรือความรู้ของผู้จัดทำข้อความ ซึ่งผู้อ่านข้อความนั้นเป็นบุคคลซึ่งอยู่ในความมุ่งหมาย (contemplation) ของผู้จัดทำข้อความนั้นโดยตรงและทำให้เกิดความเสียหายทางเศรษฐกิจโดยแท้ (pure economic loss)<sup>54</sup> สำหรับความรับผิดในกรณีนี้จะเกิดขึ้นต่อเมื่อนักลงทุนมีความเชื่อ (reliance) ตามข้อความที่ได้แสดงเอาไว้และได้รับความเสียหายจากการแสดงข้อความที่ไม่ตรงต่อความจริงโดยประมาทเลินเล่อ นั้น แต่อย่างไรก็ตาม นักลงทุนอาจมีความยากลำบากอยู่บ้างในการที่จะแสดงความเชื่อ (reliance) ต่อข้อความที่ได้มีการแสดงเอาไว้โดยไม่ตรงต่อความเป็นจริงนั้น และนอกจากนี้ แนวคำวินิจฉัยของศาล โดยเฉพาะในคดี Possfund Custodian Trustee Ltd V. Diamond ในปี ค.ศ. 1996<sup>55</sup> ศาลได้กล่าวว่าผู้กระทำจะต้องมีหน้าที่ในการระมัดระวัง (duty of care) นี้ต่อผู้ซื้อหลักทรัพย์นั้นในลำดับต่อไปด้วย (“after market” purchasers)

กฎหมายของประเทศอังกฤษถือว่าหนังสือชี้ชวน และ Listing Particular ได้ถูกจัดทำขึ้นด้วยวัตถุประสงค์อันแน่ชัดที่จะกระตุ้นความสนใจของประชาชนให้เข้าลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการนั้น ดังนั้น หากปรากฏว่ามีการละเลยต่อหน้าที่ในการระมัดระวังในการจัดทำข้อความนั้นขึ้น บุคคลผู้จัดทำข้อความนั้นก็ต้องรับผิดต่อนักลงทุนสำหรับความเสียหายที่อาจคาดหมายได้ (foreseeable loss) อันเกิดจากความประมาทเลินเล่อ นั้น บุคคลที่ต้องรับผิดนี้รวมไปถึงบุคคลต่างๆ ซึ่งต้องมีหน้าที่ในการระมัดระวัง (duty of care) ดังต่อไปนี้

<sup>53</sup> Ibid., p. 74

<sup>54</sup> John Lewthwaite & John S. Hodgson, Law of Torts: Learning Text, 3rd ed. (London : Blackstone, 2001), p. 121

<sup>55</sup> J. Scott Storch, Corporate Finance, Mergers & Acquisitions, p. 74

(1) กิจการผู้ออกหลักทรัพย์ เนื่องจากกิจการผู้ออกหลักทรัพย์เป็นผู้จัดทำหนังสือชี้ชวน และ Listing Particular ก็ย่อมเป็นการสมควรที่จะนักลงทุนจะถือว่าผู้ออกหลักทรัพย์มีความชำนาญในกิจการของตนเอง

(2) ธุรกรรมของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ ธุรกรรมที่ย่อมมีความรับผิดชอบต่อนโยบายของหนังสือชี้ชวน และ Listing Particular โดยปกติแล้วธุรกรรมที่ย่อมสามารถให้ระดับความชำนาญต่างๆที่มีต่อการดำเนินกิจการของผู้ออกหลักทรัพย์ได้ซึ่งนักลงทุนมีสิทธิที่จะเชื่อถือตามนั้น และข้อความที่ระบุไว้ถึงความรับผิดชอบต่อหนังสือชี้ชวน และ Listing Particular ซึ่งจะระบุว่าธุรกรรมเป็นผู้มีอำนาจหน้าที่ต่อข้อความที่ระบุไว้ในเอกสารดังกล่าวนี้ จึงย่อมเป็นการยากที่ธุรกรรมจะหลีกเลี่ยงความรับผิดชอบในข้อนี้ได้

(3) ถ้าส่วนของข้อมูลที่มีความบกพร่องนั้นเป็นข้อมูลทางการเงินซึ่งจัดทำหรือรับรองโดยผู้ตรวจสอบบัญชีของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์แล้ว ผู้ตรวจสอบบัญชีดังกล่าวหรือนักบัญชีที่ทำรายงานเกี่ยวกับข้อมูลทางการเงินดังกล่าวก็จะต้องมีความรับผิดชอบในข้อนี้

(4) วาณิชธนกิจ (merchant bank) ซึ่งแต่งตั้งโดยกิจการผู้ออกหลักทรัพย์เพื่อที่จะให้คำแนะนำเกี่ยวกับการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ก็อาจจะต้องมีความรับผิดชอบในข้อนี้ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับโครงสร้างของการจัดจำหน่ายที่ใช้ในการเสนอขายหลักทรัพย์ โดยปกติแล้ววาณิชธนกิจถือเป็นส่วนหนึ่งของ “sponsor” ที่จะต้องรับผิดชอบต่อเอกสารในการเสนอขายหลักทรัพย์เนื่องจากทำหน้าที่ให้คำแนะนำแก่ธุรกรรมเพื่อให้ดำเนินการได้อย่างถูกต้อง และจะต้องทำให้แน่ใจได้ว่ากิจการผู้ออกหลักทรัพย์สามารถเข้าจดทะเบียนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ได้ จึงถือว่ามีส่วนสำคัญไม่น้อยต่อการจัดทำเนื้อหาในหนังสือชี้ชวน และ Listing Particular นักลงทุนจึงอาจพิสูจน์ได้ว่าวาณิชธนกิจจะต้องมีความรับผิดชอบตามกฎหมายอันเนื่องมาจากมีส่วนเกี่ยวข้องต่อการจัดทำข้อมูลที่ไม่ตรงต่อความเป็นจริง นอกจากนี้ กิจการวาณิชธนกิจยังเป็นผู้จัดทำข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการคาดการณ์ผลกำไร (profit forecast) ซึ่งนำมาระบุในหนังสือชี้ชวน และ Listing Particular โดยจะต้องแสดงว่าการคาดการณ์นั้นได้กระทำขึ้นหลังจากที่ได้ใช้การตรวจสอบตามสมควรและด้วยความระมัดระวัง (due and careful enquiry) เพื่อให้สาธารณชนทราบ หากไม่เป็นไปตามเงื่อนไขดังกล่าวก็ถือว่าวาณิชธนกิจละเลยต่อหน้าที่ในการระมัดระวัง (duty of care)

(5) ที่ปรึกษาอื่นๆ บุคคลฝ่ายอื่นๆซึ่งต้องรับผิดชอบต่อหนังสือชี้ชวน และ Listing Particular ซึ่งปรากฏว่าเป็นข้อความอันเป็นเท็จ (false) หรือทำให้เกิดความสับสนเข้าใจผิด (misleading) เช่น นักสำรวจซึ่งจัดทำรายงานประเมินค่าทรัพย์สินของกิจการ เป็นต้น ก็อาจมีความรับผิดชอบเกิดขึ้นได้ นักบัญชี (accountant) หรือ นักกฎหมาย (solicitor) ก็มีความรับผิดชอบในหมวดนี้ได้เช่นเดียวกัน แต่อย่างไรก็ตามโดยปกติแล้วจะไม่ปรากฏชื่อของนักบัญชีหรือนักกฎหมายไว้ในหนังสือชี้ชวน และ Listing Particular ก็ตาม ดังนั้น ความรับผิดชอบในข้อนี้จึงเป็นความรับผิดชอบต่อกิจการผู้ออก

หลักทรัพย์หรือ Merchant Bank ซึ่งตนให้คำแนะนำ<sup>56</sup> ไม่ใช่ความรับผิดชอบต่อนักลงทุน โดยเฉพาะนักกฎหมายซึ่งมีหน้าที่ในการให้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับทางกฎหมายที่ถูกต้อง (Legal Accuracy) ก็ถือเป็นหน้าที่ในการระมัดระวัง (duty of care) ของนักกฎหมายด้วย

### 3.2.2 การแสดงข้อความทำให้สำคัญผิด (Misrepresentation)

การทำให้สำคัญผิด (Misrepresentation) ตามกฎหมายของประเทศอังกฤษหมายถึงการแสดงข้อความอันเป็นเท็จอย่างปราศจากข้อสงสัยซึ่งแสดงต่ออีกฝ่ายทำให้เกิดความเข้าใจผิดและเพื่อวัตถุประสงค์ในการชักจูงให้เข้าทำนิติกรรม<sup>57</sup> และการแสดงข้อความโดยทำให้สำคัญผิดในหนังสือชี้ชวน และ Listing Particular เพื่อให้ให้นักลงทุนเข้าซื้อหลักทรัพย์นั้นย่อมก่อให้เกิดสิทธิเรียกร้องให้มีการเยียวยาความเสียหายได้ดังต่อไปนี้

- **สิทธิในการบอกเลิกการโอนหลักทรัพย์ (Rescission)** นักลงทุนมีสิทธิที่จะทำการบอกเลิกสัญญาระหว่างตนกับกิจการผู้ออกหลักทรัพย์หากถูกชักจูง (inducement) ให้เข้าลงทุนในหลักทรัพย์นั้นด้วยข้อความอันฝ่าฝืนต่อความเป็นจริง หากเป็นกรณีที่นักลงทุนทำสัญญากับกิจการพาณิชย์ สหสิทธิในการบอกเลิกสัญญานี้ก็ใช้กับพาณิชย์ได้เช่นกัน สิทธิในข้อนี้ใช้ได้ทั้งในกรณีที่มีการแสดงข้อความโดยทำให้สำคัญผิด โดยเจตนาหลอกลวงหรือน้อฉลาด (fraudulent) โดยประมาท (negligent) หรือโดยไม่ได้ตั้งใจและไม่ได้ประมาทเลินเล่อ (innocent) และแม้ว่าการทำให้สำคัญผิดในข้อนั้นจะต้องเป็นข้อที่เป็นสาระสำคัญและจะต้องเป็นข้อเท็จจริงมากกว่าที่จะเป็นเพียงความเห็น เช่น ตัวเลขการผลิตเมื่อปีที่ผ่านๆ มา แต่ไม่รวมถึงตัวเลขประมาณการของรอบระยะเวลา 12 เดือนต่อมา เป็นต้น และเป็นที่แน่นอนว่าหากนักลงทุนได้ให้สัตยาบันแก่การนั้นแล้ว เช่น พยายามที่จะขายหลักทรัพย์นั้นออกไป เป็นต้น ก็จะไม่สามารถใช้สิทธิบอกเลิกดังกล่าวได้ และจะไม่สามารถใช้สิทธิดังกล่าวได้หากพ้นกำหนดระยะเวลาพอสมควรภายหลังที่นักลงทุนทราบถึงความสำคัญผิดนั้นแล้ว ในอดีตที่ผ่านมา ศาลในประเทศอังกฤษเคยตัดสินเอาไว้ว่าระยะเวลาเพียง 2 อาทิตย์ภายหลังทราบถึงความสำคัญผิดเป็นระยะเวลาที่นานเกินสมควร อย่างไรก็ตาม ศาลอาจปฏิเสธการบอกเลิกสัญญาได้โดยให้ใช้ค่าเสียหายแทนแม้ว่าจะไม่มีความเสียหายเกิดขึ้นเนื่องจากเหตุดังกล่าว (Consequential Loss) ก็ได้<sup>58</sup>

<sup>56</sup> John Cooke, *Law of Tort*, 5th ed. (Harlow : Longman, 2001), p. 72-73

<sup>57</sup> Ewan McKendrick, *Contract Law*, 5th ed. (Oxford : Oxford University Press, 2003), p. 630-632

<sup>58</sup> Section 2(2) Misrepresentation Act 1967



- **สิทธิในการเรียกค่าเสียหาย (Damages)** หากความสำคัญผิคนั้นเกิดขึ้นจากเจตนาอันชั่วฉล (fraudulent misrepresentation) นักลงทุนอาจฟ้องเพื่อเรียกร้องเอาค่าเสียหายที่เกิดขึ้นโดยตรงจากความสำคัญผิคนั้นได้ ไม่ว่าความเสียหายนั้นจะสามารถคาดเห็นได้ในเวลาที่เกิดความสำคัญผิคนั้นหรือไม่ก็ตามเพราะไม่จำเป็นต้องพิจารณาถึงการกระทำโดยจงใจหรือประมาทเลินเล่อดังเช่นกรณีของละเมิด แต่นักลงทุนจะต้องแสดงให้เห็นว่าตนถูกชักชวนให้เข้าซื้อหลักทรัพย์นั้นด้วยเพราะถูกกลล่อฉล สิทธิที่จะเรียกร้องค่าเสียหายนี้สำหรับเรียกร้องต่อผู้ซึ่งต้องรับผิดชอบในความสำคัญผิคนั้น ถ้าความสำคัญผิคนั้นเกิดขึ้นเพราะความประมาทเลินเล่อ (negligent) หรือโดยปราศจากการจงใจ (innocent) นักลงทุนอาจฟ้องร้อง<sup>59</sup> กิจการผู้ออกหลักทรัพย์หรือวาณิชธนกิจได้แล้วแต่กรณี ทั้งนี้โดยจะเป็นการสะดวกกว่าที่กำหนดไว้เป็นบรรทัดฐานในคดี Caparo Industries Plc. v. Dickman ในปี ค.ศ. 1990 ในกรณีของ Negligent Misstatement ใน 2 ประการด้วยกัน ประการแรก เรื่องทักษะ (skill) และความรู้ (knowledge) ของผู้จัดทำข้อความนั้นไม่จำเป็นที่จะต้องมียู่ และประการที่สองผู้จัดทำข้อความนั้นกลับต้องแสดงให้เห็นว่าตนนั้นมีความสุจริตและเชื่อตามสมควร (reasonable belief) ในข้อความที่ตนได้ทำขึ้นว่าเป็นความจริง ผู้เสียหายไม่ต้องพิสูจน์ในเรื่องความเชื่อ (reliance) ทำให้ให้นักลงทุนมีภาระการพิสูจน์ที่น้อยกว่า

ค่าเสียหายตาม Misrepresentation Act 1967 นั้นเป็นการทำให้ผู้เสียหายกลับคืนสู่ฐานะเดิมก่อนที่ความสำคัญผิคนั้นจะเกิดขึ้น (return to the position he was in before the misstatement) ในคดี Royscot Trust Ltd. v. Rogerson ในปี ค.ศ. 1991<sup>60</sup> นั้นวางบรรทัดฐานชัดเจนว่ามาตรการชดเชยค่าเสียหายสำหรับความสำคัญผิคนั้นเกิดขึ้นเพราะความประมาทเลินเล่อ (negligent) หรือโดยปราศจากเจตนาอันชั่วฉล (innocent) ก็จะต้องรับผิดชอบอย่างเดียวกับความสำคัญผิคนั้นที่เกิดขึ้นโดยเจตนาอันชั่วฉล (fraudulent) ในข้อนี้ก็ทำให้กรณีของ Negligent Statement ตามบรรทัดฐานในคดี Caparo Industries Plc. v. Dickman ในปี ค.ศ. 1990 สามารถใช้สิทธิเรียกร้องในกรณีนี้ได้อีกประการหนึ่ง ซึ่งในคดีดังกล่าวเป็นความเสียหายเพื่อละเมิด (damages in tort for misstatement) ซึ่งจะได้รับการเยียวยาเฉพาะแต่ค่าเสียหายที่สามารถคาดเห็นได้ (foreseeable) เท่านั้น

### 3.2.3 การผิดสัญญา (Breach of Contract)

ตามที่ได้กล่าวมาแล้วว่าค่าเสียหายซึ่งเกิดขึ้นจากการฟ้องคดีโดยอาศัยเหตุความสำคัญผิคนั้น (misrepresentation) จะทำให้นักลงทุนกลับคืนสู่ฐานะเดิมก่อนที่ความสำคัญผิคนั้นจะ

<sup>59</sup> Section 2(1) Misrepresentation Act 1967

<sup>60</sup> J. Scott Slorach, *Corporate Finance, Mergers & Acquisitions*, p. 76

เกิดขึ้นเท่านั้น แต่นักลงทุนอาจมีความต้องการที่จะเรียกร้อยค่าเสียหายในผลประโยชน์ของหลักทรัพย์ที่ควรจะเป็นหากข้อมูลที่เปิดเผยในหนังสือชี้ชวน และ Listing Particular นั้นมิได้ฝ่าฝืนต่อความเป็นจริง หรือที่เรียกค่าเสียหายในลักษณะนี้ว่า “Loss of Bargain” ซึ่งมากกว่าการเรียกร้อยค่าตามหลักสำคัญผิด ความรับผิดชอบในลักษณะนี้ถือว่าสิ่งที่แสดงอยู่ในหนังสือชี้ชวน และ Listing Particular นั้นเป็นการแสดงตนในการทำสัญญา (contractual representation) ตามหลักกฎหมายสัญญาของระบบกฎหมายคอมมอนลอว์ซึ่งจะต้องมีข้อความที่ถูกต้อง หากมีข้อความเท็จหรือไม่ถูกต้องแล้วก็ย่อมถือเป็นกรณีผิดสัญญาซึ่งจะให้นักลงทุนสามารถเรียกค่าเสียหายในลักษณะ “Loss of Bargain” ได้ และในบางกรณีกิจการพาณิชย์ชนกิจป็นคู่สัญญากับนักลงทุนก็สามารถตกเป็นจำเลยในกรณีนี้ได้เช่นเดียวกัน

### 3.2.4 ความรับผิดชอบตามกฎหมาย (FSMA 2000 หรือ POS)

#### 3.2.4.1 รายละเอียดความรับผิดชอบตามกฎหมาย

FSMA 2000 และ POS กำหนดความรับผิดในทางแพ่งไว้สำหรับกรณีที่มีข้อความอันเป็นเท็จ (untrue) หรือมีข้อความที่ก่อให้เกิดความสับสนเข้าใจผิด (misleading) หรือขาดข้อความอันควรต้องแจ้ง (omission) เกิดขึ้นในหนังสือชี้ชวนและ Listing Particular (ถ้ามี)<sup>61</sup>

ความรับผิดตามกฎหมายในข้อนี้สามารถใช้เป็นมาตรการในเยียวยาแก่นักลงทุนเป็นอย่างดีที่สุดเนื่องจากไม่ต้องถูกข้อจำกัดเหมือนดังเช่นการเยียวยาด้วยวิธีการอื่นๆ เช่น การที่โจทก์จะต้องพิสูจน์ถึงความเชื่อ (reliance) ของตนในกรณี Negligent Misstatement ตามบรรทัดฐานในคดี Hedley Byrne & Co., Ltd. V. Heller and Partners Ltd. ในปี ค.ศ. 1964 หรือภาระในการพิสูจน์ถึงการชักจูง (inducement) อันเป็นเหตุทำให้เกิดการสำคัญผิด (misrepresentation) แต่อย่างไรก็ตามข้อเท็จจริงทั้งหมดก็ยังคงต้องพิสูจน์ต่อศาลซึ่งความผิดตามกฎหมายนี้ทำให้บุคคลซึ่งต้องรับผิด (person responsible) ต่อหนังสือชี้ชวน และ Listing Particular นั้นจะต้องชดใช้ค่าเสียหายต่อบุคคลซึ่งได้รับหลักทรัพย์นั้นไว้และได้รับความเสียหายอันเนื่องมาจากเอกสารดังกล่าวมีข้อความอันเป็นเท็จหรือทำให้เกิดความเข้าใจผิด (untrue or misleading statement) หรือขาดข้อความซึ่งควรต้องแจ้ง (omission) ตามหลักในเรื่อง sweeping up requirement ที่ได้กล่าวมาแล้ว

<sup>61</sup> Section 90 Financial Services and Market Act 2000 และ Regulation 13 Public Offers of Securities Regulations 1995

ผู้เสียหายไม่จำเป็นต้องพิสูจน์ถึงความเชื่อ (reliance) ของตนต่อข้อความที่บกพร่องดังกล่าว ผู้เสียหายเพียงแต่พิสูจน์สาเหตุของความเสียหาย (casual connection) และพิสูจน์ค่าเสียหายเท่านั้น กฎหมายใช้คำว่า “บุคคลผู้ได้รับหลักทรัพย์นั้นมา” (person who has acquired security) ดังนั้น ความรับผิดชอบในข้อนี้สามารถใช้ได้กับทั้งกรณีของผู้ซื้อหลักทรัพย์ในภายหลัง (subsequent purchaser) และผู้ซื้อหลักทรัพย์รายแรก (original investor) แต่ระยะเวลาที่ยังห่างออกไปย่อมทำให้การพิสูจน์สาเหตุของความเสียหายโดยผู้ซื้อหลักทรัพย์ในภายหลังกระทำได้ยากยิ่งขึ้น<sup>62</sup>

### 3.2.4.2 บุคคลที่ต้องรับผิดชอบตามกฎหมาย

ตามที่ได้กล่าวมาแล้วในหัวข้อที่ 2.4.2 ว่าบุคคลซึ่งต้องรับผิดชอบต่อหนังสือชี้ชวนและ Listing Particular ได้แก่

- (1) กิจการผู้ออกหลักทรัพย์
- (2) ในกรณีที่กิจการผู้ออกหลักทรัพย์เป็นนิติบุคคล ให้รวมถึงบุคคลซึ่งเป็นกรรมการ ณ เวลาที่ได้ยื่นเอกสารต่อ FSA หรือในเวลาที่ยื่นเอกสารได้มีการตีพิมพ์เผยแพร่ (POS)
- (3) ในกรณีที่กิจการผู้ออกหลักทรัพย์เป็นนิติบุคคล ให้รวมถึงบุคคลซึ่งขอมติให้มีชื่อปรากฏอยู่บนเอกสารว่าเป็นกรรมการหรือตกลงที่จะรับเป็นกรรมการของกิจการดังกล่าวไม่ว่าในทันทีหรือในอนาคตก็ตาม
- (4) บุคคลซึ่งขอมให้ตนมีชื่ออยู่ในเอกสารว่าเป็นผู้รับผิดชอบต่อข้อมูลในเอกสารนั้น
- (5) บุคคลนอกเหนือจาก (1) ถึง (4) ซึ่งเป็นผู้ซึ่งให้คำรับรองแก่ข้อมูลตามที่ปรากฏในเอกสาร

ในกรณีที่บุคคลขอมรับเอาความรับผิดชอบของตนต่อเอกสารตาม (4) หรือให้คำรับรองแก่ข้อมูลตาม (5) นั้นอาจขอมรับเอาความรับผิดชอบหรือให้คำรับรองเฉพาะแก่ข้อมูลบางส่วนได้ ความรับผิดชอบที่เกิดขึ้นก็จะจำกัดเฉพาะส่วนที่ได้กำหนดไว้เท่านั้น บุคคลตาม (5) หมายถึงผู้ตรวจสอบบัญชี และนักบัญชีซึ่งจัดทำรายงานใดๆ (reporting accountant) ที่เกี่ยวกับข้อมูลทางการเงิน และอาจรวมไปถึงกิจการพาณิชย์ชนกด้วยในกรณีที่มีการจัดทำการคาดการณ์ผลกำไร (profit forecast) และพาณิชย์ชนกจะต้องแสดงไว้ว่าการคาดการณ์ดังกล่าวได้ทำขึ้นภายหลังจากที่ได้มีการตรวจสอบตามสมควรและด้วยความระมัดระวังแล้ว (due and careful enquiry) นักสำรวจที่จัดทำรายงานการประเมินทรัพย์สินของกิจการก็ถือว่าเป็นผู้ให้คำรับรองแก่ข้อมูลตาม (5) ด้วย

<sup>62</sup> J. Scott Storch, *Corporate Finance, Mergers & Acquisitions*, p. 77

เช่นเดียวกัน แต่ในกรณีของนักกฎหมาย (solicitor) นั้นหากเพียงแต่ให้คำแนะนำเฉพาะในการแสดงรายการข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับวิชาชีพของตนเท่านั้น (giving advise in a professional capacity) ย่อมไม่ถือว่าเป็นผู้ให้คำรับรองแก่ข้อมูลซึ่งจะต้องมีความรับผิดชอบต่อผู้ลงทุนในกรณีนี้

### 3.2.4.3 ข้อต่อผู้ตามกฎหมาย (FSMA 2000 หรือ POS)

จากการศึกษากฎหมายของประเทศอังกฤษ พบว่าบุคคลต่างๆซึ่งอาจจะต้องมีความรับผิดชอบสามารถมีข้อต่อผู้ตามกฎหมายต่อข้อกล่าวหาในกรณีที่มีข้อความอันเป็นเท็จ (untrue) หรือมีข้อความที่ก่อให้เกิดความสับสนเข้าใจผิด (misleading) หรือขาดข้อความอันควรต้องแจ้ง (omission) เกิดขึ้นในหนังสือชี้ชวนและ Listing Particular (ถ้ามี) ดังต่อไปนี้<sup>63</sup>

(1) **ข้อต่อผู้ในเรื่องเหตุอันควรเชื่อ (reasonable belief)**<sup>64</sup> บุคคลซึ่งถูกฟ้องเป็นจำเลยสามารถพิสูจน์ได้ว่าภายหลังจากที่ได้ทำการตรวจสอบตามสมควร (reasonable enquiry) แล้ว มีเหตุอันควรเชื่อว่าเป็นขณะที่ยื่นเอกสารต่อ FSA (สำหรับ Listed Securities) หรือสำเนาเอกสารที่ส่งให้นายทะเบียน (registrar) เพื่อเก็บไว้เป็นหลักฐานก่อนมีการตีพิมพ์แจกจ่ายให้ประชาชน (สำหรับ Unlisted Securities) นั้น ข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารดังกล่าวเป็นข้อความซึ่งเป็นความจริงไม่ก่อให้เกิดความสับสนเข้าใจผิด และไม่ขาดข้อความอันควรต้องแจ้ง และจำเลยจะต้องพิสูจน์ให้ได้ความจริงอย่างใดอย่างหนึ่งดังต่อไปนี้ด้วย

- จำเลยยังคงเชื่อในเหตุดังกล่าวต่อมาจนกระทั่งโจทก์ซื้อหลักทรัพย์
- โจทก์ได้ซื้อหลักทรัพย์ไว้ก่อนระยะเวลาที่ตามปกติแล้วจำเลยจะสามารถทำให้ปรากฏแก่บุคคลทั่วไปที่จะเข้าซื้อหลักทรัพย์ถึงการแก้ไขข้อบกพร่องนั้นได้
- ก่อนที่จะได้ซื้อหลักทรัพย์นั้น จำเลยได้ดำเนินการใดๆเท่าที่ตนจะสามารถกระทำได้เพื่อที่จะรับประกันว่าข้อบกพร่องที่มีการแก้ไขนั้น ได้ปรากฏต่อบุคคลที่จะเข้าซื้อหลักทรัพย์นั้นแล้ว
- จำเลยยังคงเชื่อในเหตุดังกล่าวต่อมาจนกระทั่งมีการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ (Listed Securities) หรือ AIM (Unlisted Securities) ตามที่ได้มีการจดทะเบียนหลักทรัพย์ต่อตลาดหลักทรัพย์ (listing) หรือต่อ AIM (Admission to AIM) และผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้ซื้อหลักทรัพย์นั้นมาภายหลังจากล่วงพ้นระยะเวลาที่โจทก์ควรจะแก้ไขข้อบกพร่องใดๆได้ตามพฤติการณ์นั้นๆแล้ว

<sup>63</sup> Mayson, French & Ryan, Company Law (London, Blackstone Press, 2001), p. 227-228

<sup>64</sup> Schedule 10 Para. 1) Financial Services and Market Act 2000 และ Regulation 15(1) Public Offers of Securities Regulations 1995

(2) ข้อต่อสู้ในเรื่องข้อความจากผู้เชี่ยวชาญ (expert's statement)<sup>65</sup> บุคคลซึ่งถูกฟ้องเป็นจำเลยอันเนื่องมาจากการแสดงข้อมูลที่ทำขึ้น โดยบุคคลอื่นซึ่งเป็นผู้เชี่ยวชาญหรือแสดงข้อมูลใดๆที่สร้างขึ้น โดยอาศัยคำรับรองของผู้เชี่ยวชาญ และระบุไว้ในเอกสาร โดยความยินยอมของผู้เชี่ยวชาญนั้น สามารถพิสูจน์ได้ว่าคนมีเหตุอันควรเชื่อ (reasonable belief) ว่าข้อมูลดังกล่าวในขณะที่ยื่นเอกสารต่อ FSA (สำหรับ Listed Securities) หรือสำเนาเอกสารที่ส่งให้นายทะเบียน (registrar) เพื่อเก็บไว้เป็นหลักฐานก่อนมีการตีพิมพ์แจกจ่ายให้ประชาชน (สำหรับ Unlisted Securities) นั้น มีความสามารถที่จะทำหรือให้คำรับรองต่อข้อมูลนั้น และยินยอมให้ข้อมูลนั้นเปิดเผยได้ตามรูปแบบและเนื้อหาที่ปรากฏอยู่ในเอกสารดังกล่าว ทั้งนี้ไม่มีความจำเป็นที่จะต้องแสดงว่าตนเชื่อว่าข้อความนั้นเป็นความจริงแต่อย่างใด<sup>66</sup> และจำเลยจะต้องพิสูจน์ให้ได้ความจริงอย่างใดอย่างหนึ่งดังต่อไปนี้ด้วย

- จำเลยยังคงเชื่อในเหตุดังกล่าวต่อมาจนกระทั่งโจทก์ซื้อหลักทรัพย์
- โจทก์ได้ซื้อหลักทรัพย์ไว้ก่อนระยะเวลาที่ตามปกติแล้วจำเลยจะสามารถทำให้ปรากฏแก่บุคคลทั่วไปที่จะเข้าซื้อหลักทรัพย์ถึงข้อเท็จจริงที่ว่าผู้เชี่ยวชาญนั้น ไม่มีความสามารถที่จะทำหรือรับรองข้อมูล หรือไม่ให้ความยินยอมให้ข้อมูลของตนเปิดเผยได้
- ก่อนที่จะได้ซื้อหลักทรัพย์นั้น จำเลยได้ดำเนินการใดๆเท่าที่ตนจะสามารถกระทำได้เพื่อที่จะรับประกันว่าข้อเท็จจริงเกี่ยวกับผู้เชี่ยวชาญนั้น ได้ปรากฏต่อบุคคลที่จะเข้าซื้อหลักทรัพย์นั้นแล้ว
- จำเลยยังคงเชื่อในข้อเท็จจริงที่เกี่ยวกับผู้เชี่ยวชาญดังกล่าวต่อมาจนกระทั่งมีการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ (Listed Securities) หรือ AIM (Unlisted Securities) ตามที่ได้มีการจดทะเบียนหลักทรัพย์ต่อตลาดหลักทรัพย์ (listing) หรือต่อ AIM (Admission to AIM) และผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้ซื้อหลักทรัพย์นั้นมาภายหลังจากล่วงพ้นระยะเวลาที่โจทก์ควรจะแก้ไขข้อบกพร่องใดๆได้ตามพฤติการณ์นั้นๆแล้ว

(3) ข้อต่อสู้ในเรื่องการดำเนินการเพื่อแก้ไขข้อบกพร่องตามสมควร (reasonable steps taken to correct defect)<sup>67</sup> ทั้งนี้โดยไม่กระทบต่อข้อต่อสู้ตาม (1) และ (2) จำเลยสามารถ

<sup>65</sup> Schedule 10 Para. 2) Financial Services and Market Act 2000 และ Regulation 15(2) Public Offers of Securities Regulations 1995

<sup>66</sup> Denis Keenan, *Smith & Keenan's Company Law*, 12th ed. (Harlow: Longman, 2002), p. 191

<sup>67</sup> Schedule 10 Para. 3) Financial Services and Market Act 2000 และ Regulation 15(3) Public Offers of Securities Regulations 1995

พิสูจน์ได้ว่าจำเลยได้ดำเนินการใดๆตามสมควรเพื่อที่จะให้นักลงทุนทุกๆไปทราบถึงการแก้ไขข้อบกพร่องนั้นแล้ว หรือเพื่อที่ให้ทราบว่าผู้เชี่ยวชาญไม่มีความสามารถที่จะทำข้อมูลหรือมิได้ให้ความยินยอมต่อการแสดงข้อมูล (lack of competent or consent of expert) ทั้งนี้ ก่อนที่โจทก์จะซื้อหลักทรัพย์นั้นไว้

(4) ข้อต่อสู้ในเรื่องข้อมูลของรัฐและเอกสารมหาชน (official statements and documents)<sup>68</sup> จำเลยสามารถพิสูจน์ได้ว่าข้อความส่วนที่ก่อให้เกิดความเสียหายนั้น ได้ถูกทำซ้ำขึ้นอย่างถูกต้องและเป็นธรรม (accurately and fairly reproduce) จากข้อความที่ทำขึ้นโดยเจ้าหน้าที่ของรัฐ หรือเป็นข้อความซึ่งปรากฏอยู่ในเอกสารมหาชน

(5) ข้อต่อสู้ในเรื่องความรู้ในพฤติการณ์ของผู้เสียหาย (claimant's knowledge of the circumstances)<sup>69</sup> จำเลยสามารถพิสูจน์ได้ว่าโจทก์ได้รับหลักทรัพย์นั้นมาโดยรู้ถึงข้อความอันเป็นเท็จ (untrue) หรือมีข้อความที่ก่อให้เกิดความสับสนเข้าใจผิด (misleading) หรือขาดข้อความอันควรต้องแจ้ง (omission) นั้น

### 3.3 ความรับผิดชอบในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตามกฎหมายของประเทศไทย

#### - บทเบื้องต้น

ตามที่ได้กล่าวมาแล้วในหัวข้อ 2.4.3 กระบวนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศไทยนั้นประกอบไปด้วย 3 ส่วน ได้แก่ การขออนุญาตต่อสำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อให้เสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่ การเปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์ ทั้งนี้ กิจการผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องยื่นเอกสาร ได้แก่ แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน และขั้นตอนการเปิดเผยข้อมูลภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์

<sup>68</sup> Schedule 10 Para. 4) Financial Services and Market Act 2000 และ Regulation 15(4) Public Offers of Securities Regulations 1995

<sup>69</sup> Schedule 10 Para. 5) Financial Services and Market Act 2000 และ Regulation 15(5) Public Offers of Securities Regulations 1995

ตามที่ได้กล่าวมานั้น อาจกล่าวได้ว่ากระบวนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 นั้นมีกระบวนการที่คล้ายกับกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา เนื่องจากในขั้นตอนการเปิดเผยข้อมูลก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์นั้นใช้ระบบ Filing ซึ่งกิจการผู้ออกหลักทรัพย์นั้นจะต้องดำเนินการยื่นเอกสารในการเสนอขายหลักทรัพย์อันประกอบไปด้วยแบบแสดงรายการข้อมูล (Registration Statement) และร่างหนังสือชี้ชวน (Prospectus) และประกอบไปด้วยระยะเวลาสามช่วงหลักๆคือ Pre-filing, Waiting & Post-effective Period และมีการเปิดเผยข้อมูลภายหลังการเสนอขายในลักษณะที่เป็นการเปิดเผยความเคลื่อนไหวในแต่ละช่วงเวลา (periodic requirement) เช่นเดียวกัน ส่วนที่แตกต่างกันในเรื่องที่ได้เห็นได้ชัดเจนก็คือ กฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาไม่มีขั้นตอนการขออนุญาตต่อ SEC เพื่อให้เสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่

หลักการสำคัญของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนก็คือการเปิดเผยข้อมูลที่จำเป็นเพื่อให้ประชาชนมีข้อมูลเพียงพอที่จะตัดสินใจลงทุนตามที่ได้กล่าวมาแล้ว ดังนั้น กฎหมายจึงได้กำหนดความรับผิดชอบการเปิดเผยข้อมูลที่มีข้อบกพร่องเอาไว้โดยผู้ที่เกี่ยวข้องก็ต้องมีความรับผิดชอบตามกฎหมายที่เกิดขึ้นตามมาในกรณีที่มีการละเมิดต่อบทบัญญัติแห่งกฎหมายเช่นเดียวกัน การไม่ปฏิบัติตามกฎหมายว่าด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้นผู้กระทำอาจต้องมีความรับผิดชอบทั้งในทางอาญาด้วย เช่น การเสนอขายหลักทรัพย์โดยที่มิได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต.อย่างถูกต้องไม่ว่าในการเสนอขายหุ้นออกใหม่ของบริษัทมหาชน หรือ การเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทตราสารหนี้ของบริษัทมหาชนจำกัดหรือของบริษัทจำกัด เป็นต้น<sup>70</sup> รวมทั้งสำนักงาน ก.ล.ต. อาจใช้มาตรการทางปกครอง (Administrative Proceedings) โดยการออกคำสั่งระงับการมีผลใช้บังคับ (stop order) ในกรณีที่ตรวจพบว่าข้อความหรือรายการในแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนเป็นเท็จหรือขาดข้อความที่ควรต้องแจ้งในสาระสำคัญ<sup>71</sup> ด้วยเช่นกัน

#### - กรณีที่ก่อให้เกิดความรับผิดในทางแพ่งตามกฎหมาย

การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนมีขั้นตอนต่างๆตามกฎหมายที่ผู้ที่เกี่ยวข้องจะต้องปฏิบัติตามและการฝ่าฝืนจึงอาจเกิดขึ้นได้ในหลายกรณี เมื่อพิจารณาตามพระราชบัญญัติ

<sup>70</sup> มาตรา 268 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 บัญญัติว่า ผู้ใดฝ่าฝืนมาตรา 32 มาตรา 33 หรือมาตรา 34 ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกินสองปี หรือปรับไม่เกินสองเท่าของราคาขายของหลักทรัพย์ทั้งหมดซึ่งผู้นั้นได้เสนอขาย แต่ทั้งนี้เงินค่าปรับต้องไม่น้อยกว่าห้าแสนบาท หรือทั้งจำทั้งปรับ

<sup>71</sup> มาตรา 76 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ

หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และบทบัญญัติของกฎหมายอื่นๆที่เกี่ยวข้องแล้ว สามารถแยกพิจารณาได้ดังนี้

### 3.3.1 ความรับผิดชอบในทางแพ่งกรณีที่ไม่ปฏิบัติตามบทบัญญัติของกฎหมายในการอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่

#### 3.3.1.1 รายละเอียดความรับผิดชอบตามกฎหมาย

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้กิจการผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องดำเนินการขออนุญาตต่อสำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อเสนอขายหลักทรัพย์ โดยที่กรณีที่ต้องมีการขออนุญาตนี้ ได้แก่

- มาตรา 32 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 การเสนอขายหุ้นออกใหม่ต่อประชาชนหรือบุคคลใดๆ โดยผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนจำกัด
- มาตรา 33 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 การเสนอขายหุ้นกู้ ตัวเงิน ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นกู้ และหลักทรัพย์อื่นใดที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนดของบริษัทมหาชนจำกัด
- มาตรา 34 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 การเสนอขายหุ้นกู้ ตัวเงิน ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นกู้ และหลักทรัพย์อื่นใดที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนดของบริษัทจำกัด

การบังคับให้กิจการผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องทำการขออนุญาตก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนี้กฎหมายบัญญัติไว้ชัดเจน และนอกจากนี้กฎหมายยังได้กำหนดความรับผิดชอบทางอาญาแก่ผู้ที่ฝ่าฝืนบทบัญญัติแห่งกฎหมายในข้อนี้ด้วย โดย มาตรา 268 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 บัญญัติว่า “ผู้ใดฝ่าฝืนมาตรา 32 มาตรา 33 หรือมาตรา 34 ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกินสองปี หรือปรับไม่เกินสองเท่าของราคาขายของหลักทรัพย์ทั้งหมด ซึ่งผู้นั้นได้เสนอขาย แต่ทั้งนี้เงินค่าปรับต้องไม่น้อยกว่าห้าแสนบาท หรือทั้งจำทั้งปรับ”

สำหรับประเด็นความรับผิดชอบในทางแพ่งนี้ ผู้เขียนเห็นว่าควรพิจารณาแยกเป็นสองกรณี โดยพิจารณาแยกเป็น กรณีแรก ได้แก่ กรณีที่นักลงทุนเข้าซื้อหลักทรัพย์นั้น โดยรู้ถึงการที่มีได้รับอนุญาตนั้น และ กรณีที่สอง ได้แก่ กรณีที่นักลงทุนเข้าซื้อหลักทรัพย์นั้น โดยที่ไม่รู้ถึงการที่มีได้รับอนุญาตนั้น



กรณีแรก หากนักลงทุนเข้าซื้อหลักทรัพย์นั้น โดยรู้ถึงการที่กิจการผู้ออกหลักทรัพย์มิได้รับอนุญาตให้ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่นั้น แม้กฎหมายจะมีได้กำหนดผลของการเสนอขายหลักทรัพย์ที่มีได้รับอนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์เอาไว้ก็ตาม แต่เมื่อพิจารณาแล้ว การเสนอขายหลักทรัพย์โดยการนำหลักทรัพย์ซึ่งมิได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. มาทำการเสนอขายให้แก่นักลงทุน ก็มีผลเท่ากับเป็นการหลีกเลี่ยงบทบัญญัติแห่งกฎหมายที่ต้องการให้มีการขออนุญาตก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์เพื่อพิจารณาว่ากิจการนั้นมีความเหมาะสมที่จะทำการเสนอขายหลักทรัพย์นั้นๆหรือไม่ จุดประสงค์หรือความมุ่งหมายในการทำนิติกรรมเสนอขายหลักทรัพย์ในกรณีนี้จึงเป็นวัตถุประสงค์ของนิติกรรม และเป็นวัตถุประสงค์ที่ต้องห้ามชัดแจ้งโดยกฎหมาย เพราะเจตนารมณ์ของกฎหมายในเรื่องนี้ต้องการให้การออกหลักทรัพย์ทุกประเภทที่จะนำไปเสนอขายแก่นักลงทุนนั้นจะต้องผ่านการพิจารณาความเหมาะสมและตรวจสอบตามหลักเกณฑ์ของสำนักงาน ก.ล.ต. เสียก่อน ดังนั้น หากนักลงทุนเข้าซื้อหลักทรัพย์นั้น โดยรู้ถึงการที่มิได้รับอนุญาตให้ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่นั้นก็ย่อมถือเป็นการทำนิติกรรมที่มีวัตถุประสงค์เป็นการต้องห้ามชัดแจ้ง โดยกฎหมายและนิติกรรมดังกล่าวย่อมตกเป็นโมฆะตามมาตรา 150 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

นอกจากนี้ การที่กฎหมายกำหนดให้ต้องมีการขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์นี้ก็เพื่อปกป้องความเชื่อมั่นของตลาดทุนเป็นสำคัญและมีส่วนในการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศ ดังจะเห็นได้จากกรณีที่กฎหมายได้กำหนดความรับผิดทางอาญาเอาไว้อย่างเข้มงวด ประกอบกับกฎหมายใช้คำว่า “ห้ามมิให้...” ดังนั้นบทบัญญัติแห่งกฎหมายในข้อนี้ จึงเป็นกฎหมายอันเกี่ยวข้องด้วยความสงบเรียบร้อยของประชาชนทางด้านเศรษฐกิจ<sup>72</sup> เช่นเดียวกับกฎหมายอื่นๆที่ใช้ถ้อยคำในลักษณะเดียวกันนี้ เช่น กฎหมายคุ้มครองแรงงาน เป็นต้น และเมื่อเป็นกรณีที่เกี่ยวข้องกับความสงบเรียบร้อยของประชาชน กฎหมายจึงมีการจำกัดเสรีภาพในการทำนิติกรรมของเอกชนไว้ด้วยเหตุนี้ การเสนอขายหลักทรัพย์โดยที่ไม่ได้รับอนุญาตจึงเป็นการทำนิติกรรมที่มีวัตถุประสงค์เป็นการขัดต่อความสงบเรียบร้อยของประชาชนด้วยเช่นกัน

ดังนั้น การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนโดยที่ไม่ได้ขออนุญาตให้ถูกต้องและนักลงทุนเข้าซื้อหลักทรัพย์นั้น โดยรู้ถึงการที่มิได้รับอนุญาตให้ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่นั้นจึงเป็นการทำนิติกรรมที่มีวัตถุประสงค์เป็นการต้องห้ามชัดแจ้งตามกฎหมายและเป็นการขัดต่อ

<sup>72</sup> ไชยยศ เหมะรัชตะ, กฎหมายว่าด้วยนิติกรรม (กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2540), หน้า 147-148

ความสงบเรียบร้อยของประชาชน และมีผลทำให้นิติกรรมการเสนอขายหลักทรัพย์นั้นตกเป็นโมฆะตามมาตรา 150 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

**กรณีที่สอง** หากนักลงทุนเข้าซื้อหลักทรัพย์นั้น โดยที่ไม่รู้ถึงการที่กิจการผู้ออกหลักทรัพย์มิได้รับอนุญาตให้ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่นั้น กรณีดังกล่าวย่อมถือมิได้ว่าวัตถุประสงค์ของการทำนิติกรรมนั้นต้องห้ามชัดแจ้งตามกฎหมายและเป็นการขัดต่อความสงบเรียบร้อยของประชาชน เพราะวัตถุประสงค์ของนิติกรรมย่อมหมายถึงจุดประสงค์หรือความมุ่งหมายสุดท้ายของคู่กรณีในการทำนิติกรรม และวัตถุประสงค์ก็มีสาเหตุหรือมูลเหตุจูงใจให้เข้าทำนิติกรรมเพราะนักลงทุนมิได้รู้ถึงการที่กิจการผู้ออกหลักทรัพย์มิได้รับอนุญาตให้ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่ซึ่งเป็นมูลเหตุจูงใจของอีกฝ่ายหนึ่ง ดังนั้น จึงถือมิได้ว่าการทำนิติกรรมโดยการเข้าซื้อหลักทรัพย์นี้เป็นนิติกรรมที่มีวัตถุประสงค์ต้องห้ามชัดแจ้งตามกฎหมายและเป็นการขัดต่อความสงบเรียบร้อยของประชาชน

แต่อย่างไรก็ดี ตามที่ได้กล่าวมาแล้วว่าเจตนารมณ์ของกฎหมายในเรื่องนี้ต้องการให้การออกหลักทรัพย์ทุกประเภทที่จะนำไปเสนอขายแก่นักลงทุนนั้นจะต้องผ่านการพิจารณาความเหมาะสมและตรวจสอบตามหลักเกณฑ์ของสำนักงาน ก.ล.ต. เสียก่อน ดังนั้น หลักทรัพย์ซึ่งเป็นวัตถุประสงค์ของนิติกรรมจะต้องเป็นหลักทรัพย์ซึ่งได้รับอนุญาตให้สามารถทำการเสนอขายต่อประชาชนได้ และถือเป็นข้อซึ่งเป็นสาระสำคัญแห่งนิติกรรมนั้น เพราะโดยความเข้าใจของนักลงทุนผู้สุจริตย่อมเข้าใจได้ว่ากิจการผู้ออกหลักทรัพย์ได้ทำการเสนอขายหลักทรัพย์อย่างถูกต้องตามกฎหมายและโดยได้รับอนุญาตให้ทำการเสนอขายอย่างถูกต้องแล้วจากสำนักงาน ก.ล.ต. และถือเป็นข้อที่เป็นสาระสำคัญแห่งนิติกรรม ดังนั้น การรับซื้อหลักทรัพย์ไปโดยที่ไม่รู้ถึงการที่กิจการผู้ออกหลักทรัพย์มิได้รับอนุญาตให้ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่จึงเป็นการแสดงเจตนาทำนิติกรรมโดยสำคัญผิดในสิ่งซึ่งเป็นสาระสำคัญแห่งนิติกรรม ตามมาตรา 156 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ นิติกรรมดังกล่าวย่อมตกเป็นโมฆะเช่นเดียวกัน

### 3.3.1.2 บุคคลที่ต้องรับผิดชอบตามกฎหมาย

หากมีกรณีที่จะต้องมีความรับผิดชอบต่อนักลงทุนเกิดขึ้นแล้ว บุคคลที่จะต้องรับผิดชอบต่อนักลงทุนอันเนื่องมาจากนิติกรรมที่ตกเป็นโมฆะในกรณีนี้ย่อมได้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์ใกล้ชิดโดยตรงกับนักลงทุนที่ซื้อหลักทรัพย์นั้น (seller in privity) หากผู้เสนอขายหลักทรัพย์นั้นเป็นบุคคลอื่นที่มีใช้กิจการผู้ออกหลักทรัพย์ เช่น วาณิชธนกิจซึ่งทำหน้าที่เป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (underwriter) นายหน้าค้าหลักทรัพย์ (broker-dealer) เป็นต้น บุคคลดังกล่าว

ย่อมต้องรับผิดชอบโดยตรงในฐานะที่เป็นผู้เสนอขายหลักทรัพย์ที่แท้จริง (actual seller) และต้องรับผิดชอบในผลของนิติกรรมที่ตกเป็นโมฆะนั้น

### 3.3.1.3 ข้อต่อสู้ตามกฎหมาย

ในที่นี้จะได้พิจารณาตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 172 ซึ่งกำหนดให้นิติกรรมที่ตกเป็นโมฆะกรรมนี้ตกเป็นความเสียหายเปล่าที่ไม่ว่าฝ่ายใดก็ไม่อาจอ้างเอาความสมบูรณ์หรือให้สัตยาบันได้แต่ในทางตรงกันข้าม ผู้มีส่วนได้เสียคนใดคนหนึ่งอาจยกเอาความเสียหายเปล่าแห่งโมฆะกรรมขึ้นกล่าวอ้างได้เสมอ ซึ่งหมายความว่ากรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์นั้นไม่เคยโอนไปยังนักลงทุนที่รับซื้อหลักทรัพย์นั้นไว้เลยเพราะเหตุที่นิติกรรมนั้นตกเป็นอันเสียหายเปล่า แต่การคืนทรัพย์สินอันเกิดจากโมฆะกรรมนั้น มาตรา 172 วรรคท้าย กำหนดให้นำบทบัญญัติว่าด้วยลาภมิควรได้แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์มาใช้บังคับ ดังนั้น การเรียกคืนเงินที่ได้ชำระไปเป็นค่าหลักทรัพย์นั้นก็ต้องเป็นไปตามหลักลาภมิควรได้ ซึ่งก็จะต้องแยกพิจารณาเป็นสองกรณี เช่นเดิม ได้แก่ กรณีที่นิติกรรมตกเป็นโมฆะอันเนื่องมาจากวัตถุประสงค์ของนิติกรรมเป็นการต้องห้ามขัดแย้งตามกฎหมายและเป็นการขัดต่อความสงบเรียบร้อยของประชาชน และกรณีที่นิติกรรมตกเป็นโมฆะอันเนื่องมาจากการแสดงเจตนาทำนิติกรรมโดยสำคัญผิดในสิ่งซึ่งเป็นสาระสำคัญแห่งนิติกรรม

กรณีแรก กรณีที่นิติกรรมตกเป็นโมฆะอันเนื่องมาจากวัตถุประสงค์ของนิติกรรมเป็นการต้องห้ามขัดแย้งตามกฎหมายและเป็นการขัดต่อความสงบเรียบร้อยของประชาชนนั้น มาตรา 411 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ บัญญัติว่า “บุคคลใดได้กระทำการเพื่อชำระหนี้เป็นการอันฝ่าฝืนข้อห้ามตามกฎหมายหรือศีลธรรมอันดี ท่านว่าบุคคลนั้นหาอาจจะเรียกร้องคืนทรัพย์ได้ไม่” ดังนั้น การชำระราคาหลักทรัพย์ในกรณีนี้เป็นการชำระหนี้อันเนื่องมาจากนิติกรรมที่ตกเป็นโมฆะเพราะเหตุที่นิติกรรมนั้นมีวัตถุประสงค์ต้องห้ามขัดแย้งโดยกฎหมาย จึงไม่สามารถเรียกเงินที่ชำระไปแล้วคืนได้ ศาลและกฎหมายย่อมไม่รับบังคับให้ นอกจากนี้ศาลฎีกายังได้ขยายความว่านิติกรรมที่มีวัตถุประสงค์ขัดต่อความสงบเรียบร้อยและศีลธรรมอันดีต่อประชาชนซึ่งตกเป็นโมฆะก็ไม่สามารถเรียกคืนเงินที่ได้ชำระไปแล้วตามมาตรานี้ได้เช่นกัน

คำพิพากษาฎีกาที่ 1288/2501 (ประชุมใหญ่ครั้งที่ 11/2501) การที่ได้รับอนุญาตให้ส่งข้าวไปต่างประเทศนั้น เป็นสิทธิเฉพาะตัว จะโอนหรือซื้อขายกันไม่ได้ สัญญาซื้อขายใบอนุญาตให้ส่งข้าวไปต่างประเทศนี้เป็นสัญญาที่ขัดต่อความสงบเรียบร้อยและศีลธรรมอันดีของประชาชน เพราะเป็นผลกระทบกระเทือนถึงราคาข้าวซึ่งในที่สุดจะทำให้ผู้ผลิตได้รับน้อยลง เงินราคา

ใบอนุญาตส่งข้าวไปต่างประเทศ ซึ่งคู่สัญญาในการซื้อขายได้ชำระไปแล้วบางส่วนนั้นจะเรียกคืน  
หาได้ไม่เพราะสัญญามีวัตถุประสงค์ขัดต่อความสงบเรียบร้อยและศีลธรรมอันดีของประชาชน

**คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 5311/2538** สัญญาระหว่างโจทก์กับจำเลยที่ร่วมหุ้นกันถือหุ้นของ  
บริษัทจำเลยมีวัตถุประสงค์เป็นการต้องห้ามชัดแจ้งโดยกฎหมาย เป็น โฆษณาตามประมวลกฎหมาย  
แพ่งและพาณิชย์ มาตรา 113 (เดิม) การที่โจทก์ชำระเงินค่าหุ้นให้แก่จำเลยตามสัญญาดังกล่าวย่อม  
เป็นการชำระหนี้อันเป็นการฝ่าฝืนข้อห้ามตามกฎหมาย ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์  
มาตรา 411 โจทก์จึงไม่อาจเรียกเงินคืนจากจำเลยฐานลาภมิควรได้

**คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1876/2542** สัญญาจะซื้อจะขายที่ดินพิพาท(ซึ่งอยู่ในเขตปฏิรูป  
ที่ดิน)ระหว่างโจทก์กับจำเลย มีวัตถุประสงค์เป็นการต้องห้ามชัดแจ้งโดยกฎหมาย ซึ่งตกเป็น โฆษณา  
ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์มาตรา 150 การที่โจทก์ชำระเงินค่าซื้อขายที่ดินพิพาทให้  
จำเลยย่อมเป็นการชำระหนี้อันเป็นการฝ่าฝืนข้อห้ามตามกฎหมาย กรณีต้องด้วยประมวลกฎหมาย  
แพ่งและพาณิชย์ มาตรา 411 ที่โจทก์ไม่อาจเรียกเงินคืนจากจำเลยฐานลาภมิควรได้ ดังนี้หนังสือ  
สัญญากู้เงินฉบับพิพาทที่โจทก์ฟ้องเป็นสัญญาที่จำเลยตกลงยอมรับผิดใช้หนี้ซึ่งมีมูลหนี้มาจากการ  
ที่โจทก์ได้ชำระหนี้เป็นการอันฝ่าฝืนข้อห้ามตามกฎหมายดังกล่าวย่อมตกเป็น โฆษณาด้วยจำเลยจึงไม่  
ต้องรับผิดชำระหนี้พร้อมดอกเบี้ยตามหนังสือสัญญากู้เงินให้แก่โจทก์

กฎหมายมิได้เปิดช่องให้คู่กรณีสามารถเรียกร้องค่าเสียหายอันเนื่องมาจากนิติกรรม  
ที่ตกเป็น โฆษณาเพราะเหตุที่นิติกรรมมีวัตถุประสงค์ต้องห้ามชัดแจ้งตามกฎหมายหรือขัดต่อความ  
สงบเรียบร้อยของประชาชนได้ และการที่นิติกรรมตกเป็น โฆษณาย่อมไม่ก่อให้เกิดสิทธิเรียกร้องแก่  
ผู้เสียหายในการเรียกร้องให้รับผิดชอบตามมูลละเมิด เนื่องจากคำพิพากษาเพียงแต่ผลทางกฎหมายที่  
กำหนดให้นิติกรรมนั้นเป็น โฆษณาไม่ถือว่าเป็น “การกระทำ” ตามประมวลกฎหมายแพ่งและ  
พาณิชย์ มาตรา 420 ซึ่งหมายความเฉพาะถึงการเคลื่อนไหวในอิริยาบถโดยรู้สำนึกในการ  
เคลื่อนไหวนั้นและผู้กระทำสามารถบังคับการเคลื่อนไหวได้ด้วย<sup>73</sup> แม้กฎหมายจะมีได้กำหนดชัด  
แจ้งว่านิติกรรมที่ตกเป็น โฆษณาดังกล่าวนั้นจะไม่สามารถเรียกร้องเอาค่าเสียหายได้อีก แต่คำพิพากษาเพียง  
ผลในทางกฎหมายดังกล่าวย่อมไม่ถือว่าเป็นการกระทำที่อาจก่อให้เกิดความรับผิดชอบฐานละเมิดได้  
ประกอบกับเป็นกรณีที่มิได้มีกฎหมายกำหนดให้นำบทบัญญัติว่าด้วยลาภมิควรได้มาใช้บังคับแก่การ  
คืนทรัพย์สินไว้เป็นการเฉพาะอยู่แล้ว ดังนั้น สำหรับกรณีนี้ นักลงทุนจึงไม่สามารถเรียกร้องเอา  
ค่าเสียหายอื่นใดตามกฎหมายได้อีก

<sup>73</sup> ไพจิตร บุญยพันธุ์, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ลักษณะละเมิด  
(กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์นิติบรรณาการ, 2546), หน้า 7

**กรณีที่สอง** กรณีที่นิติกรรมตกเป็นโมฆะอันเนื่องมาจากการแสดงเจตนาทำนิติกรรมโดยสำคัญผิดในสิ่งซึ่งเป็นสาระสำคัญแห่งนิติกรรมนั้น การคืนลามิกควรได้ที่เป็นเงิน มาตรา 412 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ กำหนดให้ผู้ที่ได้รับชำระเงินไว้ต้องคืนลามิกควรได้เต็มจำนวนในกรณีที่ไม่วุจริต แต่ถ้าสุจริตก็ต้องคืนเท่าที่เหลือเป็นลาภอยู่แก่ตนในขณะเรียกคืน ผู้เขียนเห็นว่ากรณีดังกล่าวนี้มีกฎหมายกำหนดหน้าที่เอาไว้เป็นการเคร่งครัดอยู่แล้วจึงต้องถือว่าเป็นกรณีที่กิจการผู้ออกหลักทรัพย์ไม่วุจริตแต่จำเดิม จึงต้องคืนเงินที่ได้รับชำระไว้จากนักลงทุนเต็มจำนวนพร้อมด้วยดอกเบี้ยในอัตราร้อยละ 7.5 ต่อปีของจำนวนเงินที่ค้างชำระ

### 3.3.1.4 การใช้สิทธิเรียกร้องตามกฎหมาย

ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 172 กำหนดให้นิติกรรมที่ตกเป็นโมฆะกรรมนี้ตกเป็นความเสียหายแก่ผู้ไม่อาจอ้างเอาความสมบูรณ์หรือให้สัตยาบันได้ และในทางตรงกันข้าม ผู้มีส่วนได้เสียคนใดคนหนึ่งอาจยกเอาความเสียหายแก่แห่งโมฆะกรรมขึ้นกล่าวอ้างได้เสมอ การยกเอาความเสียหายนี้ขึ้นอ้างจึงย่อมสามารถกระทำได้เสมอโดยไม่มีกำหนดอายุความ นอกจากนี้ ในกรณีที่ต้องมีการฟ้องเรียกลามิกควรได้คืน มาตรา 419 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ กำหนดให้ฟ้องคดีภายในกำหนดหนึ่งปีนับแต่วันที่ผู้เสียหายรู้ว่าตนมีสิทธิเรียกคืน หรือภายในกำหนดสิบปีนับแต่เวลาที่สิทธินั้นได้มีขึ้น

## 3.3.2 ความรับผิดชอบในทางแพ่งในกรณีที่ไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎหมายเกี่ยวกับการทำ Filing

### 3.3.2.1 รายละเอียดความรับผิดชอบตามกฎหมาย

กฎหมายบังคับให้บุคคลที่ประสงค์จะเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนซึ่งได้แก่ ผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนจำกัด บริษัทมหาชนจำกัด บริษัทจำกัด และเจ้าของหลักทรัพย์ ทำการยื่นเอกสารที่เรียกว่าแบบแสดงรายการข้อมูล (Registration Statement) และร่างหนังสือชี้ชวน (Prospectus) ก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน โดยในมาตรา 65 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 บัญญัติว่า “การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนหรือบุคคลใดๆจะกระทำต่อเมื่อผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนจำกัด บริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์ได้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนต่อสำนักงานและแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนดังกล่าวมีผลใช้บังคับแล้ว” และมาตรา 79 แห่งพระราชบัญญัติฉบับเดียวกันบัญญัติว่า “เมื่อแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขาย

หลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับ การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนจะกระทำได้ต่อเมื่อได้มีการจัดส่งหรือแจกจ่ายหนังสือชี้ชวน พร้อมทั้งระบุวันที่ได้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนไว้ด้วย”ซึ่งโดยทั่วไปแล้วก็ตรงกับระบบ Filing ของประเทศสหรัฐอเมริกา เนื่องจากในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้นจะต้องเกี่ยวกับเอกสารหลักๆสองชนิดนี้เสมอวันแต่จะเป็นธุรกรรมบางอย่างที่ตามกฎหมายแล้วได้รับยกเว้นไม่ต้องยื่นเอกสาร (exempt transaction) และการยื่นเอกสารทำให้เกิดขึ้นตอนในสามช่วงเวลาได้แก่ ช่วงระยะเวลาก่อนยื่นเอกสาร ขณะรอเอกสารนั้นมีผลใช้บังคับ และภายหลังที่เอกสารนั้นมีผลใช้บังคับแล้ว (Pre-filing, Waiting and Post-effective Period)

วัตถุประสงค์ของการทำ Filing ก็คือการเปิดเผยข้อมูลที่จำเป็นเพื่อให้ประชาชนมีข้อมูลเพียงพอที่จะตัดสินใจลงทุนตามที่ได้กล่าวมาแล้ว กรณีนี้ก็เช่นเดียวกับที่กล่าวมาแล้วในหัวข้อความรับผิดชอบในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา กล่าวคือ การ Filing นั้นถือเป็นหัวใจสำคัญของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน ดังนั้น การหลีกเลี่ยงโดยการนำหลักทรัพย์ที่ไม่ผ่านกระบวนการ Filing ให้ครบอย่างถูกต้องในทุกขั้นตอนทั้งในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและในส่วนที่เกี่ยวข้องหนังสือชี้ชวนมาทำการเสนอขายแก่ประชาชนย่อมมีผลเท่ากับว่าเป็นการหลีกเลี่ยงการเปิดเผยข้อมูลตามกฎหมายและทำให้นักลงทุนเป็นฝ่ายเสียประโยชน์เนื่องจากไม่มีการเปิดเผยข้อมูลตามกฎหมายที่จะเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์ รวมทั้งสำนักงาน ก.ล.ต. ไม่ได้ทำการตรวจสอบข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นก่อนการเสนอขายต่อประชาชน ซึ่งจะมีผลกระทบโดยตรงต่อราคาของหลักทรัพย์นั้น

แต่อย่างไรก็ตาม กฎหมายไม่ได้กำหนดความรับผิดชอบทางแพ่งสำหรับกรณีนี้ไว้เป็นการเฉพาะดังเช่นที่ปรากฏในกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา มีแต่เพียงความรับผิดชอบทางอาญาเท่านั้น โดยที่

- มาตรา 276 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 บัญญัติว่า “ผู้ใดเสนอขายหรือขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนหรือบุคคลใดๆ โดยมีได้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนต่อสำนักงานตามมาตรา 65 หรือในระหว่างที่สำนักงานตั้งระงับการมีผลใช้บังคับของแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนตามมาตรา 76 ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกินสองปี หรือปรับไม่เกินสองเท่าของราคาขายของหลักทรัพย์ทั้งหมดซึ่งผู้นั้นได้เสนอขาย แต่ทั้งนี้เงินค่าปรับต้องไม่น้อยกว่าห้าแสนบาท หรือทั้งจำทั้งปรับ” และ

- มาตรา 277 ของพระราชบัญญัติฉบับเดียวกัน บัญญัติว่า “ผู้ใดเสนอขายหรือขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนหรือบุคคลใดๆ ก่อนที่แบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ และร่างหนังสือชี้ชวนที่ยื่นไว้ต่อสำนักงานตามมาตรา 65 มีผลใช้บังคับ ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกินหนึ่งปี หรือปรับเป็นเงินไม่เกินหนึ่งเท่าของราคาขายหลักทรัพย์ทั้งหมดซึ่งผู้นั้นได้เสนอขาย แต่ทั้งนี้เงินค่าปรับต้องไม่น้อยกว่าสามแสนบาท หรือทั้งจำทั้งปรับ” และ
- มาตรา 280 ของพระราชบัญญัติฉบับเดียวกัน บัญญัติว่า “ผู้ใดฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติตาม มาตรา 77 มาตรา 79 หรือ มาตรา 80 ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกินหนึ่งปีหรือปรับไม่เกินสามแสนบาท หรือทั้งจำทั้งปรับ”

การเสนอขายหลักทรัพย์ในระหว่างที่สำนักงาน ก.ล.ต. สั่งระงับการมีผลใช้บังคับของแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนถือเป็นกรณีที่ไม่ปฏิบัติข้อกำหนดของกฎหมายเกี่ยวกับการทำ Filing และก่อให้เกิดความรับผิดเช่นเดียวกันกับที่จะได้กล่าวต่อไป เนื่องจากเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในช่วง Pre-filing และ Waiting Period และตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาถือว่าความรับผิดของทั้งสองกรณีเป็นอย่างเดียวกัน<sup>74</sup>

แต่อย่างไรก็ตามแม้กฎหมายจะมีได้ระบุนความรับผิดในทางแพ่งในกรณีนี้เอาไว้ แต่ก็อาจกล่าวได้ว่าหากพิจารณาเฉพาะบทบัญญัติในมาตรา 65 และมาตรา 79 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 นั้นเป็นบทบัญญัติที่บังคับกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ให้ทำการยื่นเอกสารและปฏิบัติตามตามที่กฎหมายกำหนดแต่เพียงฝ่ายเดียว หากได้บังคับรวมไปถึงนักลงทุนด้วยไม่ คำนึง หากพิจารณาเฉพาะบทบัญญัติในมาตรานี้แล้วการที่นักลงทุนยินยอมรับซื้อหลักทรัพย์ไว้ก่อนวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนจะมีผลใช้บังคับก็ย่อมไม่ถือว่าเป็นเรื่องที่วัตถุประสงค์ของนิติกรรมนั้นต้องห้ามชัดแจ้งโดยกฎหมายเพราะวัตถุประสงค์ของนิติกรรมคือการจำหน่ายหลักทรัพย์และการถือครองหลักทรัพย์ซึ่งกฎหมายมิได้ห้ามมิให้ทำการจำหน่ายและการถือครองหลักทรัพย์แต่อย่างใด เพียงแต่ผู้ที่ทำการเสนอขายหลักทรัพย์นั้นจะต้องผ่านกระบวนการ Filing เพื่อประโยชน์ของนักลงทุนเสียก่อน การที่ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ไม่ปฏิบัติตามมาตรา 65 ดังกล่าวก็น่าจะถือเป็นความผิดของผู้เสนอขายหลักทรัพย์แต่เพียงฝ่ายเดียวเท่านั้น (personal offense) และในลักษณะที่ไม่กระทบกระเทือนต่อการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์นั้น ดังที่จะเห็นได้จากกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาและกฎหมายของประเทศอังกฤษในเรื่องนี้

<sup>74</sup> Section 5c รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

ตามที่ได้กล่าวมาแล้วในหัวข้อการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศสหรัฐอเมริกา ศาลในคดี Allison V. Ticor Title Insurance ในปี ค.ศ. 1992 ได้วางหลักเอาไว้ว่า การขายหลักทรัพย์แต่ละครั้งจะต้องผ่านกระบวนการ Filing ในทางทะเบียน (register) หรือหากไม่ผ่านกระบวนการ filing ดังกล่าวหลักทรัพย์นั้นก็จะสามารถทำการขายได้ก็ต่อเมื่อเป็นได้รับยกเว้น (exempt) จากการทำ filing เท่านั้น แต่เมื่อมีกรณีที่จะเกิดต่อบทบัญญัติของกฎหมายโดยมิได้ทำ filing และการเสนอขายหลักทรัพย์นั้นก็มีได้รับยกเว้นตามกฎหมายก็ตาม การเสนอขายหลักทรัพย์รายนั้นนั้นก็ถือเป็นความผิดส่วนตัว (personal offense) ของผู้ทำการขาย (seller) เท่านั้น หากได้กระทบต่อความสมบูรณ์ในการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ไม่ ดังนั้น การเสนอขายหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาที่ไม่ผ่านกระบวนการ Filing อย่างถูกต้องจึงไม่ตกเป็นโมฆะ ประกอบกับกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาได้ให้ทางเยียวยาแก่นักลงทุนเอาไว้ในทำนองที่ให้นักลงทุนมีสิทธิในการบอกเลิกการรับโอนหลักทรัพย์รายนั้น (right of rescission) โดยการส่งมอบคืนหลักทรัพย์นั้น รวมทั้งให้สิทธิในการที่จะเรียกค่าเสียหายประกอบด้วย (rescissory damages) ซึ่งค่าเสียหายในกรณีนี้ได้แก่การเรียกคืนราคาหลักทรัพย์ที่ตนซื้อมาพร้อมด้วยดอกเบี้ยผิดนัดหักด้วยผลประโยชน์ที่ได้รับอันเนื่องมาจากหลักทรัพย์นั้น เช่น เงินปันผล หรือดอกเบี้ยจ่าย เป็นต้น และในกรณีที่มีการโอนหลักทรัพย์นั้นไปให้แก่บุคคลภายนอกแล้วก็ยังยังสามารถเรียกร้องเอาค่าเสียหายตามที่มีการพิสูจน์ได้ด้วย<sup>75</sup> ซึ่งค่าเสียหายนี้อาจได้แก่ส่วนต่างราคาหลักทรัพย์ที่ตนซื้อมากับราคาหลักทรัพย์ที่โอนไปยังบุคคลภายนอก เป็นต้น

และเมื่อพิจารณากฎหมายของประเทศอังกฤษแล้วก็จะเห็นได้ว่า FSMA 2000 กลับมิได้บัญญัติความรับผิดในทางแพ่งในลักษณะนี้ไว้โดยตรง แต่กฎหมายของอังกฤษปรับกรณีดังกล่าวนี้เข้ากับกฎหมายคอมมอนลอว์ (Common Law) ประกอบกับ Misrepresentation Act 1967 โดยที่หากการไม่เปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์นั้นเป็นเหตุให้นักลงทุนเกิดความสำคัญผิด (Misrepresentation) ในการเข้าซื้อหลักทรัพย์นั้น ก็ย่อมก่อให้เกิดสิทธิแก่นักลงทุนในการบอกเลิกการโอนหลักทรัพย์รายนั้นเช่นกัน (rescission) และยังก่อให้เกิดสิทธิในการเรียกค่าเสียหาย (damages) ด้วย หากความสำคัญผิดนั้นเกิดขึ้นจากเจตนาอันฉ้อฉล (fraudulent misrepresentation) นักลงทุนก็อาจฟ้องร้องเพื่อเรียกร้องเอาค่าเสียหายที่เกิดขึ้นโดยตรงจากความสำคัญผิดนั้นได้ ไม่ว่าความเสียหายนั้นจะสามารถคาดเห็นได้ในเวลาที่เกิดความสำคัญผิดหรือไม่ก็ตามเพราะไม่จำเป็นต้องพิจารณาถึงการกระทำโดยจงใจหรือประมาทเลินเล่อดังเช่นกรณีของละเมิด แต่นักลงทุนจะต้องแสดงให้เห็นว่าตนถูกชักชวนให้เข้าซื้อหลักทรัพย์นั้นด้วยเพราะถูกกลฉ้อฉล และค่าเสียหายตาม Misrepresentation Act 1967 นั้นจะทำให้คู่กรณีกลับคืนสู่ฐานะเดิมก่อนที่ความสำคัญผิดจะเกิดขึ้น

<sup>75</sup> Section 12a รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933



(return to the position he was in before the misstatement) นอกจากนี้ศาลในคดี Royscot Trust Ltd. V. Rogerson ในปี ค.ศ. 1991 ตามที่ได้กล่าวมาแล้วนั้นยังได้วางบรรทัดฐานชัดเจนว่ามาตรการชดเชยค่าเสียหายสำหรับความสำคัญผิดที่เกิดขึ้นเพราะความประมาทเลินเล่อ (negligent) หรือโดยปราศจากเจตนาอันชั่วฉ้อ (innocent) ก็จะต้องรับผิดชอบเป็นอย่างเดียวกับความสำคัญผิดที่เกิดขึ้นโดยเจตนาอันชั่วฉ้อ (fraudulent)

แต่ไม่ว่าจะอย่างไรก็ตาม ย่อมสามารถเห็นได้ว่ากฎหมายของทั้งสองประเทศดังกล่าวปรับใช้ไปในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ การที่ไม่ผ่านกระบวนการตามกฎหมายในการเปิดเผยข้อมูลหรือการไม่ผ่านกระบวนการในการทำ Filing นั้น แม้จะได้มีกฎหมายกำหนดเอาไว้ชัดเจนแล้วก็ตามย่อมไม่ถือว่าเป็นเหตุที่ทำให้การโอนหลักทรัพย์รายนั้นตกเป็นโมฆะแต่อย่างใด เนื่องจากวัตถุประสงค์ของการ Filing หรือการเปิดเผยข้อมูลนั้นก็เพื่อประโยชน์ของนักลงทุนเพียงฝ่ายเดียวที่จะได้รับทราบข้อมูลที่จะเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจในการลงทุนนั้น ถ้าหากนักลงทุนไม่สนใจที่จะรับทราบข้อมูลนั้นแล้วก็ไม่แน่ว่าจะเป็นเรื่องที่มีวัตถุประสงค์ต้องห้ามชัดเจนตามกฎหมายหรือขัดต่อความสงบเรียบร้อยของประชาชนแต่อย่างใด แม้ว่าจะได้มีบทบัญญัติแห่งกฎหมายกำหนดความรับผิดชอบเอาไว้ในมาตรา 276 มาตรา 277 และมาตรา 280 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ตามที่ได้กล่าวมาแล้วก็ตาม แม้โดยปกติจะถือว่ากฎหมายอาญารวมถึงพระราชบัญญัติในเรื่องที่มีโทษทางอาญาต่างๆเป็นกฎหมายมหาชนซึ่งเป็นกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับความสงบเรียบร้อยหรือศีลธรรมอันดีของประชาชนก็ตาม<sup>76</sup> แต่จะพิจารณาในมุมกว้างโดยที่ไม่พิจารณาในรายละเอียดอย่างถี่ถ้วนมิได้ บทกำหนดโทษดังกล่าวบัญญัติเอาผิดไว้เฉพาะแต่เพียงผู้เสนอขายหรือผู้ขายหลักทรัพย์แต่เพียงฝ่ายเดียวเท่านั้นในลักษณะที่เป็นความผิดส่วนบุคคล (personal offense) หากได้มีการบัญญัติเพื่อเอาผิดกับบุคคลซึ่งเป็นนักลงทุนด้วยไม่ ดังนั้น ผู้เขียนจึงเห็นว่าเฉพาะมาตรา 65 และมาตรา 79 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ในประเด็นที่เกี่ยวกับการทำนิติกรรมเสนอขายหลักทรัพย์ไม่ใช่กฎหมายอันเกี่ยวข้องกับความสงบเรียบร้อยของประชาชน จึงเป็นการกระทำนิติกรรมโดยแตกต่างกับบทบัญญัติของกฎหมาย โดยที่มีใช้กฎหมายอันเกี่ยวข้องกับความสงบเรียบร้อยหรือศีลธรรมอันดีของประชาชน ย่อมไม่ตกเป็นโมฆะ ตามมาตรา 151 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และทำให้การเสนอขายโดยไม่ผ่านกระบวนการ Filing ดังกล่าวไม่กระทบกระเทือนต่อการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ ซึ่งกรณีดังกล่าวนี้ควรปรับเข้ากับกรณีมีเหตุสำคัญผิดในการทำนิติกรรมตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ เช่นเดียวกับกฎหมายของประเทศอังกฤษ เนื่องจากการ Filing ทำให้นักลงทุนมีข้อมูลเพียงพอต่อการตัดสินใจการลงทุนในหลักทรัพย์นั้น หากไม่มีการเปิดเผยข้อมูลอย่าง

<sup>76</sup> ไซยศ เหมะรัชตะ, กฎหมายว่าด้วยนิติกรรม, หน้า 182

เพียงพอแล้วก็อาจถือเป็นเรื่องสำคัญผิดในการแสดงเจตนาเข้าทำนิติกรรมในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนก็ได้

การสำคัญผิดในการแสดงเจตนาเข้าทำนิติกรรมนี้หมายถึงการแสดงเจตนาโดยสำคัญผิดในคุณสมบัติของทรัพย์สินซึ่งจะทำให้นิติกรรมนั้นตกเป็นโมฆะตามมาตรา 157 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ การที่นักลงทุนไม่ได้รับทราบข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ในการเสนอขายหลักทรัพย์นั้นจะทำให้ได้รับการชักจูง (inducement) ให้เข้าทำนิติกรรมโดยที่ก่อให้เกิดการสำคัญผิดในคุณสมบัติของหลักทรัพย์ ลักษณะหรือประเภทหรือคุณภาพของหลักทรัพย์ ซึ่งคุณสมบัติเหล่านั้นมีความสำคัญในการทำนิติกรรมเข้าซื้อหลักทรัพย์ซึ่งตามปกติแล้วถือว่าเป็นสาระสำคัญ ซึ่งหากมิได้มีการสำคัญผิดนั้นเกิดขึ้นแล้วนิติกรรมก็จะมีได้กระทำขึ้น แต่มิใช่การสำคัญผิดในตัวบุคคลหรือตัวทรัพย์สินซึ่งเป็นคู่กรณีหรือวัตถุแห่งนิติกรรมนั้นหรือสำคัญผิดในสิ่งอื่นซึ่งเป็นสาระสำคัญแห่งนิติกรรมอันจะทำให้นิติกรรมตกเป็นโมฆะตามมาตรา 156 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ นอกจากนี้ สาระสำคัญแห่งนิติกรรมตามมาตรา 156 ดังกล่าวก็เป็นเรื่องที่กำหนดอยู่มีสภาพตามกฎหมายไม่อาจเปลี่ยนแปลงได้โดยข้อตกลงระหว่างบุคคล เป็นข้อที่จะต้องมิอยู่เองเกิดแต่สภาพของนิติกรรมนั่นเอง โดยบุคคลทั่วไปไม่ต้องได้คิดคำนึงถึง แต่เรื่องคุณสมบัติของทรัพย์สินนั้นเป็นเรื่องที่ถือตามความนิยมคิดนึกของบุคคลโดยปกติทั่วไปว่าคุณสมบัติอย่างไรจึงจะนับว่าสำคัญหรือไม่ และอาจเปลี่ยนแปลงได้ตามเจตนาความต้องการเฉพาะเรื่อง<sup>77</sup> ดังนั้นกรณีดังกล่าวนี้เป็นเรื่องที่เกิดขึ้นอยู่กับความคิดนึกของนักลงทุนที่เข้าซื้อหลักทรัพย์นั้นเป็นสำคัญว่าสำคัญผิดในคุณสมบัติของหลักทรัพย์หรือไม่ จึงย่อมเป็นการสำคัญผิดในคุณสมบัติของทรัพย์สินตามมาตรา 157 ซึ่งตามปกติแล้วถือเป็นสาระสำคัญในการตัดสินใจก่อนเข้าลงทุนในหลักทรัพย์ และหากมิได้มีการสำคัญผิดนั้นเกิดขึ้นแล้วนิติกรรมก็จะมีได้กระทำขึ้น ดังนั้น นิติกรรมในลักษณะนี้จึงย่อมตกเป็นโมฆะมิใช่การสำคัญผิดในสิ่งซึ่งเป็นสาระสำคัญแห่งนิติกรรมอันจะทำให้นิติกรรมนั้นตกเป็นโมฆะตามมาตรา 156 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

หากพิจารณาตามกฎหมายของประเทศอังกฤษตามที่ได้อ้างมาแล้วจะเห็นได้ว่าในระบบกฎหมายคอมมอนลอว์นั้นมีการแบ่งการแสดงเจตนาทำนิติกรรมโดยสำคัญผิดออกเป็นสามประเภท ได้แก่ การทำให้สำคัญผิดโดยมีเจตนาหลอกลวง (fraudulent misrepresentation) การทำให้สำคัญผิดโดยประมาทเลินเล่อ (negligent misrepresentation) และการทำให้สำคัญผิดโดยมิได้มีเจตนาหลอกลวงและมีได้ประมาทเลินเล่อ (innocent misrepresentation) ซึ่งการแบ่งออกเป็นสามประการนี้เป็นลักษณะพิเศษในระบบกฎหมายคอมมอนลอว์ และเป็นลักษณะพิเศษที่ไม่มีในระบบ

<sup>77</sup> ไชยยศ เหมะรัชตะ, กฎหมายว่าด้วยนิติกรรม, หน้า 368

ประมวลกฎหมาย แต่จะนำมาช่วยในการพิจารณาหลักในเรื่องสำคัญผิดในระบบประมวลกฎหมายได้ดังนี้ กรณีการทำให้สำคัญผิดโดยมิได้มีเจตนาหลอกลวง (innocent misrepresentation) ได้แก่การที่คู่สัญญาฝ่ายหนึ่งแสดงเจตนาทำนิติกรรมอันเนื่องมาจากอีกฝ่ายหนึ่งได้แสดงข้อเท็จจริงซึ่งไม่ถูกต้อง (misstatement) แต่การแสดงข้อเท็จจริงไม่ถูกต้องนั้นเกิดจากความเชื่อโดยสุจริตใจ ไม่ได้เกิดจากการมีเจตนาหลอกลวง (fraudulent) หรือและไม่ได้เกิดจากความประมาท (negligent) และหากเป็นกรณีที่มีเจตนาหลอกลวงแล้วก็จัดได้ว่าเป็นกรณีของการแสดงเจตนาทำนิติกรรม เพราะถูกกลั่นแกล้ง<sup>78</sup> ดังนั้นหลักกฎหมายในเรื่อง Fraudulent Misrepresentation ของกฎหมายคอมมอนลอว์ (Common Law) จึงเทียบได้กับเรื่องกลั่นแกล้งตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และย่อมหมายความว่าหากการทำให้สำคัญผิดนั้นเกิดขึ้นจากการที่ผู้เสนอขายหลักทรัพย์มีเจตนาหลอกลวงแล้วก็สามารถปรับเข้ากับเรื่องกลั่นแกล้งตามมาตรา 159 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ได้ หากเป็นการใช้กลั่นแกล้งที่ถึงขนาดซึ่งถ้ามิได้มีกลั่นแกล้งดังกล่าว การอันเป็นโมฆียะนั้นคงจะมีได้กระทำขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม แม้จะไม่สามารถพิสูจน์ได้ว่าเป็นกลั่นแกล้งที่ถึงขนาดได้ก็ตาม กรณีนี้ก็ยังคงถือว่าเป็นการแสดงเจตนาโดยสำคัญผิดในคุณสมบัติของทรัพย์สินตามมาตรา 157 ดังกล่าว เพราะถ้าพิจารณาถึงความสืบเนื่องกันระหว่างกลั่นแกล้งกับสำคัญผิดแล้ว ก็อาจจะกล่าวได้ว่าการแสดงเจตนาโดยถูกกลั่นแกล้งเป็นการแสดงเจตนาโดยสำคัญผิดทุกกรณีไป การแสดงเจตนาเพราะถูกกลั่นแกล้งจึงเป็นส่วนหนึ่งของเรื่องการแสดงเจตนาโดยสำคัญผิด<sup>79</sup> แต่ไม่ว่าจะปรับเข้ากับกรณีการแสดงเจตนาโดยถูกกลั่นแกล้งหรือการแสดงเจตนาเพราะสำคัญผิดในคุณสมบัติของทรัพย์สินก็ตาม ผลก็ย่อมเป็นเช่นเดียวกัน กล่าวคือ นิติกรรมนั้นตกเป็นโมฆียะ

### 3.3.2.2 บุคคลที่ต้องรับผิดชอบ

กรณีที่จะต้องมีความรับผิดชอบต่อกลงทุนเกิดขึ้น บุคคลที่จะต้องรับผิดชอบต่อนักลงทุนอันเนื่องมาจากนิติกรรมที่ตกเป็นโมฆียะในกรณีนี้ย่อมได้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์ใกล้ชิดโดยตรงกับนักลงทุนที่ซื้อหลักทรัพย์นั้น (seller in privity) นั่นเองหากผู้เสนอขายหลักทรัพย์นั้นเป็นบุคคลอื่นที่มีใช้กิจการผู้ออกหลักทรัพย์ เช่น วาณิชธนกิจซึ่งทำหน้าที่เป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (underwriter) นายหน้าค้าหลักทรัพย์ (broker-dealer) เป็นต้น บุคคลดังกล่าวย่อมต้องรับผิดชอบโดยตรงในฐานะที่เป็นผู้เสนอขายหลักทรัพย์ที่แท้จริง (actual seller) และกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ก็ไม่ต้องรับผิดชอบในผลของนิติกรรมที่ตกเป็นโมฆียะนั้น

<sup>78</sup> อานาจ เจตน์เจริญรักษ์, การแสดงเจตนาโดยถูกกลั่นแกล้ง (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2527), หน้า 9

<sup>79</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 12

### 3.3.2.3 ข้อต่อสู้ตามกฎหมาย

ในกรณีที่มีการสำคัญผิดเกิดขึ้น นักลงทุนซึ่งเป็นผู้สำคัญผิดนั้นจะต้องสามารถพิสูจน์ให้เห็นได้ว่าตนนั้นไม่ทราบถึงข้อความที่แสดงข้อเท็จจริงซึ่งไม่ถูกต้อง (misstatement) นั้น เพื่อแสดงว่าตนเป็นผู้สำคัญผิดอย่างแท้จริงมิได้เข้าทำนิติกรรมโดยที่ตนทราบถึงข้อเท็จจริงซึ่งไม่ถูกต้องนั้นอยู่ก่อนแล้ว และนอกจากนี้จะต้องพิสูจน์ว่าตนมีความเชื่อ (reliance) ตามข้อความที่ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ได้แสดงไว้จึงทำให้เกิดการสำคัญผิดขึ้น และการสำคัญผิดนั้นมิได้เกิดขึ้นจากการประมาทเลินเล่ออย่างร้ายแรงของตนเองซึ่งจะถือเอาความสำคัญผิดนั้นมาใช้เป็นประโยชน์แก่ตนไม่ได้ตามมาตรา 158 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ เพราะถือเป็นการลงโทษทางแพ่งโดยการตัดสิทธิผู้แสดงเจตนาไม่ให้อ้างความไม่สมบูรณ์แห่งนิติกรรมเพราะการสำคัญผิดนั้นซึ่งเกิดขึ้นจากการที่ตนขาดความระมัดระวังตามสมควร (reasonable care)<sup>80</sup>

นอกจากนี้จะต้องพิจารณาผลของนิติกรรมด้วย ซึ่งผลของนิติกรรมในกรณีนี้ก็จะเป็นอย่างเดียวกับนิติกรรมที่ตกเป็นโมฆะเสียทั่วไป กล่าวคือ

- **สิทธิในการบอกล้างนิติกรรม** ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 176 วรรคแรก กำหนดให้ โมฆะกรรมเมื่อบอกล้างแล้ว ให้ถือว่าเป็นโมฆะมาแต่เริ่มแรก และให้ผู้เป็นคู่กรณีกลับคืนสู่ฐานะเดิม ถ้าเป็นการพ้นวิสัยจะให้กลับคืนเช่นนั้นได้ก็ให้ได้รับค่าเสียหายชดใช้ให้แทน ดังนั้น ในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนโดยที่ไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎหมายเกี่ยวกับการทำ Filing นิติกรรมที่ตกเป็นโมฆะดังกล่าวสามารถบอกล้างได้ และเมื่อบอกล้างแล้วคู่กรณีก็ต้องกลับคืนสู่ฐานะเดิม ดังนั้น นักลงทุนที่บอกล้างนิติกรรมดังกล่าวก็จะต้องส่งมอบคืนหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ และในขณะเดียวกันผู้ขายหลักทรัพย์ก็ต้องชดใช้ราคาหลักทรัพย์นั้นคืนให้แก่นักลงทุนพร้อมด้วยดอกเบี้ยคิดในอัตราร้อยละ 7.5 ต่อปี ตามมาตรา 7 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และตามมาตรา 178 ของกฎหมายฉบับเดียวกัน การบอกล้างโมฆะกรรมนั้นย่อมสามารถกระทำได้โดยการแสดงเจตนาแก่คู่กรณีอีกฝ่ายหนึ่งซึ่งเป็นบุคคลที่มีตัวกำหนดไว้แน่นอน ในที่นี้ย่อมหมายถึงผู้เสนอขายหลักทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์ใกล้ชิดโดยตรงกับนักลงทุนที่ซื้อหลักทรัพย์นั้น (seller in privacy) จะบอกล้างแก่บุคคลอื่นไม่ได้

ผลของการบอกล้างนิติกรรมนี้กฎหมายกำหนดให้คู่กรณีกลับคืนสู่ฐานะเดิม ถ้าเป็นการพ้นวิสัยจะให้กลับคืนเช่นนั้นได้ก็ให้ได้รับค่าเสียหายชดใช้แทน การกลับคืนสู่ฐานะเดิมในที่นี้ก็

<sup>80</sup> ไซยศ เหมะรัชตะ, กฎหมายว่าด้วยนิติกรรม, หน้า 354-355

หมายความว่านักลงทุนจะต้องส่งมอบหลักทรัพย์และผลประโยชน์ที่ได้รับจากหลักทรัพย์นั้นคืนแก่ผู้เสนอขายทั้งหมด ซึ่งหลักในข้อนี้สอดคล้องกับการเยียวยา (remedy) ตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาและกฎหมายของประเทศอังกฤษตามที่ได้อ้างมาแล้ว เพียงแต่กฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาจะบัญญัติไว้อย่างชัดเจนว่าให้ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ทำการชำระคืนราคาหลักทรัพย์และให้นักลงทุนส่งมอบคืนหลักทรัพย์ (right of rescission) รวมทั้งให้สิทธิในการที่จะเรียกค่าเสียหายประกอบด้วย (rescissory damages) ซึ่งค่าเสียหายในกรณีนี้ได้แก่การเรียกคืนราคาหลักทรัพย์ที่ตนซื้อมาพร้อมด้วยดอกเบี้ยคิดนับหักด้วยผลประโยชน์ที่ได้รับอันเนื่องมาจากหลักทรัพย์นั้น เช่น เงินปันผล หรือดอกเบี้ยจ่าย เป็นต้น และในกรณีที่มีการโอนหลักทรัพย์นั้นไปให้แก่บุคคลภายนอกแล้วก็ยังสามรถเรียกร้องเอาค่าเสียหายตามที่มีการพิสูจน์ได้ด้วย<sup>81</sup> สำหรับในกรณีที่นักลงทุนได้โอนขายหลักทรัพย์ไปยังบุคคลภายนอกก่อนที่ตนจะได้ทราบถึงข้อสำคัญผิคนั้นย่อมถือเป็นกรณีที่พ้นวิสัยจะให้กลับคืนสู่ฐานะเดิม ผู้เขียนเห็นว่าในกรณีนี้ผู้เสนอขายหลักทรัพย์จะต้องชำระค่าเสียหายให้นักลงทุนซึ่งค่าเสียหายนี้อาจได้แก่ส่วนต่างราคาหลักทรัพย์ที่ตนซื้อมากับราคาหลักทรัพย์ที่โอนไปยังบุคคลภายนอก เป็นต้น เช่นเดียวกับกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา และแทนที่จะต้องชำระคืนราคาหลักทรัพย์ที่ตนรับมาทั้งหมด แต่ถ้าเป็นการโอนขายหลักทรัพย์ไปยังบุคคลภายนอกภายหลังที่ตนได้ทราบถึงข้อสำคัญผิคนั้นย่อมถือเป็นกรให้สัตยาบันแก่นิติกรรมอันเป็นโมฆียะนั้นโดยปริยายแล้ว ตามมาตรา 180(6) แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ นักลงทุนย่อมไม่มีสิทธิเรียกร้องค่าเสียหายแต่อย่างใด

- **สิทธิในการให้สัตยาบันแก่นิติกรรม** นอกเหนือจากการบอกล้างนิติกรรมแล้ว นักลงทุนอาจเลือกที่จะให้สัตยาบันแก่นิติกรรมดังกล่าวก็ได้ ตามมาตรา 175 ของกฎหมายฉบับเดียวกันกำหนดไว้ว่า ถ้าได้ให้สัตยาบันแก่โมฆียกรรมแล้วก็ถือว่านิติกรรมนั้นเป็นอันสมบูรณ์มาแต่เริ่มแรก แต่ทั้งนี้ย่อมไม่กระทบกระเทือนถึงสิทธิของบุคคลภายนอก การให้สัตยาบันนี้ย่อมสามารถกระทำได้โดยการแสดงเจตนาแก่คู่กรณีอีกฝ่ายหนึ่งซึ่งเป็นบุคคลที่มีตัวกำหนดไว้แน่นอนในที่นี้ก็ย่อมหมายถึงผู้เสนอขายหลักทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์ใกล้ชิดโดยตรงกับนักลงทุนที่ซื้อหลักทรัพย์นั้น (seller in privity) จะให้สัตยาบันแก่บุคคลอื่นไม่ได้ และเมื่อให้สัตยาบันแล้วก็จะเรียกร้องให้กลับคืนสู่ฐานะเดิมหรือเรียกร้องให้ชดใช้ค่าเสียหายไม่ได้ แต่อย่างไรก็ตาม การให้สัตยาบันนี้ออกจากจะทำได้โดยการแสดงเจตนาชัดเจนแล้ว ยังอาจกระทำได้โดยการนิ่งหรือการให้สัตยาบันโดยปริยายตามที่ระบุไว้ในมาตรา 180 ของกฎหมายฉบับเดียวกันก็ได้ เช่น การโอนขายหลักทรัพย์ไปยังบุคคลภายนอกหรือชำระราคาหลักทรัพย์ภายหลังที่ตนได้ทราบถึงข้อสำคัญผิคนั้นย่อมถือเป็นกรให้สัตยาบันแก่นิติกรรมอันเป็นโมฆียะนั้นโดยปริยายแล้ว ตามมาตรา 180(6) หรือ

<sup>81</sup> Section 12a รัษฎบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

มาตรา 180(1) แล้วแต่กรณี ทั้งนี้ เว้นแต่จะได้มีการสงวนสิทธิไว้ชัดเจนเท่านั้นก็จะไม่ถือว่าเป็นการให้สัตยาบัน เช่น สงวนสิทธิว่าเป็นการชำระราคาหลักทรัพย์เท่านั้น ไม่ใช่การให้สัตยาบัน เป็นต้น<sup>82</sup>

สำหรับการให้สัตยาบันนี้ย่อมไม่กระทบกระเทือนถึงสิทธิของบุคคลภายนอก ตามมาตรา 175 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ดังนั้น บุคคลภายนอกผู้รับโอนหลักทรัพย์นั้น มาก่อนที่จะมีการให้สัตยาบันยังคงมีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่รับโอนมานั้น ส่วนในกรณีที่มีการบอกล้างนิติกรรมนั้น กรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ของบุคคลภายนอกผู้รับโอนหลักทรัพย์ก่อนที่จะมีการบอกล้างนิติกรรมนั้นย่อมไม่เสียไป หากเป็นการได้หลักทรัพย์นั้นมาโดยมีค่าตอบแทนและโดยสุจริต ตามมาตรา 1329 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

### 3.3.2.4 การใช้สิทธิเรียกร้องตามกฎหมาย

ตามมาตรา 176 วรรคท้ายแห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ กำหนดไว้ว่าการใช้สิทธิเรียกร้องอันเกิดแต่การกลับคืนสู่ฐานะเดิมนี้จะต้องใช้ภายในหนึ่งปีนับแต่วันที่บอกล้างโมฆียกรรม ดังนั้น จึงเป็นสิทธิเรียกร้องที่มีกำหนดอายุการใช้สิทธิเรียกร้องภายในหนึ่งปีนับแต่บอกล้างนิติกรรม และตามมาตรา 181 ของกฎหมายฉบับเดียวกัน สิทธิในการบอกล้างนี้จะต้องใช้ภายในหนึ่งปี นับแต่เวลาที่อาจให้สัตยาบันได้ หรือภายในสิบปีนับแต่ได้กระทำการนิติกรรมอันเป็นโมฆียะนั้น เวลาที่อาจให้สัตยาบันได้ย่อมหมายถึง เวลาที่มูลเหตุให้นิติกรรมเป็นโมฆียะได้สูญสิ้นไปแล้ว<sup>83</sup> ในกรณีนี้ได้แก่การที่ผู้แสดงเจตนาโดยสำคัญผิดได้ทราบถึงข้อสำคัญผิดนั้นแล้ว แต่มีข้อที่ต้องพิจารณาประการหนึ่ง กล่าวคือ ตามมาตรา 47 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (แก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2544) บัญญัติว่า “เมื่อบริษัทได้จดทะเบียนแล้ว ผู้ถือหุ้นจะร้องขอให้ศาลเพิกถอนการที่ตนได้ซื้อหุ้นไว้โดยสำคัญผิด ถูกข่มขู่ หรือฉ้อฉลไม่ได้” ดังนั้น สำหรับกรณีที่เป็นการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรก (IPO) ของบริษัทมหาชนนั้น สิทธิในการร้องขอให้ศาลเพิกถอนการที่ตนได้ซื้อหุ้นไว้โดยสำคัญผิดจะมีอยู่เพียงก่อนที่คณะกรรมการดำเนินการของบริษัทมหาชนนั้นได้ทำการจดทะเบียนบริษัทต่อนายทะเบียนและนายทะเบียนมีคำสั่งรับจดทะเบียนแล้วเท่านั้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือมีสิทธิร้องขอให้เพิกถอนการที่ตนได้ซื้อหุ้นไว้โดยสำคัญผิดก่อนที่บริษัท

<sup>82</sup> ไชยยศ เหมะรัชตะ, กฎหมายว่าด้วยนิติกรรม, หน้า 471-472

<sup>83</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 463

มหาชนดังกล่าวจะมีสถานะเป็นนิติบุคคลเท่านั้น<sup>84</sup> แต่กรณีดังกล่าวนี้มิได้นำไปใช้บังคับกับการเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทอื่นและรวมไปถึงการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทมหาชนด้วย<sup>85</sup>

### 3.3.3 ความรับผิดชอบในทางแพ่งในกรณีที่แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนมีข้อความเป็นเท็จ หรือขาดข้อความต้องแจ้งในสาระสำคัญ

#### 3.3.3.1 รายละเอียดความรับผิดตามกฎหมาย

ความรับผิดชอบในทางแพ่งในกรณีที่แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนมีข้อความเป็นเท็จหรือขาดข้อความต้องแจ้งในสาระสำคัญนี้เป็นเรื่องที่มีความสำคัญอย่างมากต่อการคุ้มครองนักลงทุนในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน การทำ Filing กฎหมายกำหนดให้ผู้ประสงค์จะเสนอขายหลักทรัพย์ต้องทำการยื่นเอกสารที่เรียกว่าแบบแสดงรายการข้อมูล (Registration Statement) และร่างหนังสือชี้ชวน (Prospectus) ตามมาตรา 65 และตามมาตรา 79 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ที่ได้กล่าวมาแล้ว วัตถุประสงค์ของการยื่นเอกสารดังกล่าวก็เพื่อการเปิดเผยข้อมูลที่จำเป็นเพื่อให้ประชาชนมีข้อมูลเพียงพอที่จะตัดสินใจลงทุน แม้กฎหมายจะมีได้กำหนดหลักการของการเปิดเผยข้อมูลเอาไว้ดังเช่นกฎหมายของประเทศอังกฤษที่มี “sweeping up requirement” ซึ่งจะต้องเปิดเผยข้อมูลซึ่งนักลงทุนโดยทั่วไปและผู้มีวิชาชีพในทางให้คำปรึกษาต้องการที่จะทราบโดยปกติและคาดการณ์ตามปกติได้ว่าจะสามารถค้นหาได้ในเอกสารที่ใช้การเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว เพื่อรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวกับ (1) สิทธิประโยชน์และหนี้สินของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ (2) สถานะทางการเงิน (3) ผลกำไรและขาดทุนของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ (4) วัตถุประสงค์ของการออกหลักทรัพย์ และ (5) สิทธิของผู้ถือ

<sup>84</sup> มาตรา 39 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (แก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2544) บัญญัติว่า “เมื่อได้รับชำระเงินค่าหุ้นครบตามจำนวนที่กำหนดไว้ในมาตรา 27 แล้วให้คณะกรรมการดำเนินการจดทะเบียนบริษัทภายในสามเดือนนับแต่วันประชุมจัดตั้งบริษัทเสร็จโดยแสดงรายการ...” และมาตรา 41 แห่งพระราชบัญญัติฉบับเดียวกันบัญญัติว่า “บริษัทที่จดทะเบียนตามพระราชบัญญัตินี้แล้วเป็นนิติบุคคลตั้งแต่วันที่นายทะเบียนรับจดทะเบียน”

<sup>85</sup> มาตรา 24 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (แก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2544) บัญญัติว่า “การเสนอขายหุ้นต่อประชาชนหรือบุคคลใดๆ ให้เป็นไปตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์” และมาตรา 145 วรรคแรกแห่งพระราชบัญญัติฉบับเดียวกันให้นำมาตรา 24 ดังกล่าวมาใช้บังคับโดยอนุโลมกับการเสนอขายหุ้นต่อประชาชน และบทบัญญัติในหมวด 10 แห่งพระราชบัญญัติฉบับเดียวกัน ว่าด้วยการเพิ่มทุนและลดทุน มิได้ให้นำมาตรา 47 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าวมาใช้บังคับกับการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนด้วย

หลักทรัพย์ ก็ตาม แต่แบบแสดงรายการข้อมูลก็จะต้องมีรายการตามที่ระบุไว้ในมาตรา 69 มาตรา 70 และมาตรา 71 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าว นอกจากนี้ มาตรา 72 แห่งพระราชบัญญัตินี้ยังกำหนดให้รายการในร่างหนังสือชี้ชวนที่ตรงกับแบบแสดงรายการข้อมูลต้องมีสาระสำคัญของข้อมูลที่ไม่ต่างกัน และไม่ว่าจะอย่างไรก็ตาม ข้อมูลที่มีการเปิดเผยในเอกสารทั้งสองประเภทดังกล่าวก็จะต้องมีความถูกต้องและเป็นข้อมูลที่ไม่มีข้อบกพร่องในลักษณะของข้อความเท็จ (untrue) หรือเปิดเผยข้อมูลไม่ครบถ้วน (omission) ในข้อซึ่งเป็นสาระสำคัญซึ่งควรต้องแจ้งให้ทราบแก่นักลงทุน

บทบัญญัติที่กำหนดความรับผิดในทางแพ่งในกรณีนี้ไว้ได้แก่ มาตรา 82 วรรคแรก แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งบัญญัติว่า “ในกรณีที่แบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และหนังสือชี้ชวนมีข้อความหรือรายการเป็นเท็จ หรือขาดข้อความที่ควรต้องแจ้งในสาระสำคัญให้กับบุคคลใดๆ ที่ซื้อหลักทรัพย์จากผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชน จำกัด บริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์และยังเป็นเจ้าของหลักทรัพย์อยู่ และได้รับความเสียหายจากการนั้นมีสิทธิเรียกร้องค่าเสียหายจากบริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์ดังกล่าวได้” ซึ่งจะเห็นได้ว่าข้อความในมาตรานี้มีที่มาจากรัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 ของประเทศสหรัฐอเมริกาตามที่ได้กล่าวมาแล้ว ดังนั้น การอธิบายบทบัญญัติในมาตรานี้ผู้เขียนจึงเห็นว่าควรเป็นไปในทางเดียวกับบทบัญญัติในรัฐบัญญัติดังกล่าว

ดังนั้น การที่จะพิจารณาว่ากรณีใดเป็นกรณีที่ข้อมูลในแบบแสดงรายการข้อมูลมีข้อความอันเป็นเท็จนั้นจะต้องพิจารณาในวันที่มีการเสนอขาย (date of offering) เท่านั้น จะไม่พิจารณาเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในภายหลังจากนั้น (subsequent events) ซึ่งส่งผลให้ข้อมูลที่ระบุไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลนั้นไม่ทันสมัยและกลายเป็นข้อมูลที่เป็นเท็จ นอกจากนี้ข้อมูลที่มีความบกพร่องดังกล่าวนั้นจะถือว่ามีความรับผิดตามกฎหมายก็เฉพาะแต่กรณีที่ข้อมูลนั้นเป็นข้อมูลอันเป็นสาระสำคัญ (materiality) ในการเปิดเผยข้อมูลเท่านั้น ข้อบกพร่องที่ไม่เป็นสาระสำคัญ เช่น ข้อผิดพลาดในการพิมพ์ ข้อมูลที่ไม่ส่งผลกระทบต่อความคิดเห็นของนักลงทุน เป็นต้น ย่อมไม่ก่อให้เกิดความรับผิด ข้อสำคัญในการพิจารณาความเป็นสาระสำคัญของข้อมูลนั้นจะต้องพิจารณาข้อมูลโดยรวมทั้งหมดที่มีการเปิดเผยแก่ผู้ลงทุน (total mix of information) ซึ่งหมายความว่าข้อมูลทั้งหมดนั้นไม่ได้ก่อให้เกิดการตัดสินใจผิดพลาดแก่นักลงทุน และข้อมูลซึ่งเป็นสาระสำคัญนั้นก็คือข้อมูลที่จะมีผลกระทบต่อความคิดเห็นของผู้ลงทุนซึ่งหมายความว่าหากนักลงทุนได้ทราบถึงข้อมูลที่มีความบกพร่องดังกล่าวแล้วก็จะทำให้การตัดสินใจในการซื้อหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปหรืออาจไม่เข้าซื้อหลักทรัพย์นั้นเลยก็ได้



มีข้อที่ต้องพิจารณาว่าจะสามารถนำหลักเรื่อง“Bespoke Caution Doctrine” ตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกามาใช้กับมาตรา 82 ดังกล่าวได้หรือไม่ ข้อมูลที่มีลักษณะเป็นการพยากรณ์ (prediction) ความเห็น การวางแผน (planning) กิจการผู้ออกหลักทรัพย์จะสามารถให้ข้อความในลักษณะเป็นคำเตือน (cautionary statement) กำกับไว้เพื่อแสดงให้เห็นว่าข้อมูลดังกล่าวอาจจะเป็นข้อมูลที่คลาดเคลื่อนได้หรือไม่ ทั้งนี้ เพื่อที่ว่าแม้จะปรากฏว่าข้อมูลดังกล่าวไม่ตรงต่อความเป็นจริงก็ควรจะให้ถือว่าเป็นข้อบกพร่องซึ่งไม่เป็นสาระสำคัญเพราะว่าได้มีการเตือนแก่ผู้ลงทุนแล้วว่าเป็นข้อมูลที่อาจมีความคลาดเคลื่อนได้ และถ้าสามารถกระทำได้แล้วจะถือหลักเกณฑ์ว่าในเรื่องนี้ควรจะเป็นอย่างไร

ผู้เขียนเห็นว่ากฎหมายมิได้บัญญัติห้ามเอาไว้ว่ามิให้ระบุคำเตือนดังกล่าวไว้ ดังนั้นจึงสามารถทำได้ และหลักเกณฑ์ในเรื่องนี้หากจะถือตามบรรทัดฐานของศาลในคดี re Donald Trump Casino Securities Litigation ปี ค.ศ. 1993 ตามที่ได้กล่าวมาแล้วก็น่าจะถือเป็นหลักเกณฑ์การพิจารณาความเป็นสาระสำคัญของข้อมูลได้ ซึ่งศาลในคดีดังกล่าวได้วางหลักในเรื่องนี้เอาไว้ว่าหากข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์ลักษณะที่เป็นการพยากรณ์ (prediction) ความเห็น การวางแผนต่างๆ มีข้อความเตือน (cautionary statement) ประกอบอยู่ด้วย ข้อมูลเหล่านี้จะไม่ถือว่าเป็นข้อมูลบกพร่องอันเป็นสาระสำคัญซึ่งจะนำไปสู่ความรับผิดชอบตามกฎหมายที่อาจเกิดขึ้นได้ ถ้าข้อความในเอกสารนั้นไม่กระทบต่อความสมบูรณ์ของข้อมูลทั้งหมดที่มีการเปิดเผยแก่ผู้ลงทุน (total mix of information) และกิจการผู้ออกหลักทรัพย์เองก็มี “reasonable reliance” ในข้อมูลนั้นด้วยอย่างชัดเจนที่จะปฏิเสธความแน่นอนของข้อมูลนั้น เห็นว่าการนำหลักนี้มาปรับใช้กับมาตรา 82 ดังกล่าว ก็ไม่มีข้อที่ขัดต่อกฎหมายแต่อย่างใด

ความรับผิดชอบที่กำหนดไว้ในมาตรา 82 ดังกล่าวจัดได้ว่าเป็นความรับผิดชอบเนื่องมาจากมูลละเมิด กฎหมายกำหนดความรับผิดชอบในลักษณะดังกล่าวนี้โดยให้บริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์จะต้องรับผิดชอบต่อบุคคลผู้ซื้อหลักทรัพย์ในกรณีที่แบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และหนังสือชี้ชวนมีข้อความหรือรายการเป็นเท็จ หรือขาดข้อความที่ควรต้องแจ้งในสาระสำคัญ ตามที่ได้กล่าวมาแล้วว่ากิจการผู้ออกหลักทรัพย์หรือเจ้าของหลักทรัพย์ที่ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนและจะต้องทำการ Filing ซึ่งต้องมีการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนนั้น กฎหมายถือว่ากิจการผู้ออกหลักทรัพย์และเจ้าของหลักทรัพย์ที่ยื่นเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าวจะต้องเป็นผู้รับผิดชอบโดยตรงต่อเอกสารนั้น แม้ว่าการจัดทำเอกสารจะผ่านขั้นตอนจากบุคคลผู้มีส่วนร่วมในหลายๆฝ่ายด้วยกัน (joint preparation process) แต่กิจการผู้ออกหลักทรัพย์หรือเจ้าของหลักทรัพย์นั้นก็จะต้องเป็นผู้ที่รับผิดชอบทั้งหมด ดังนั้น กฎหมายจึงได้กำหนดให้เมื่อปรากฏว่าแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และหนังสือชี้ชวนมี

ข้อความหรือรายการเป็นเท็จ หรือขาดข้อความที่ควรต้องแจ้งในสาระสำคัญแล้ว กิจการผู้ออกหลักทรัพย์หรือเจ้าของหลักทรัพย์นั้นจะต้องมีความรับผิดชอบต่อความเสียหายที่เกิดขึ้นของบุคคลที่ซื้อหลักทรัพย์นั้นทันที หากพิจารณาย้อนกลับไปในหัวข้อความรับผิดในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาแล้วจะเห็นได้ว่ากฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาคำหนดความรับผิดในลักษณะนี้ไว้เป็นความรับผิดอย่างเด็ดขาด (Strict Liability) กล่าวคือ จะต้องมีความรับผิดชอบเกิดขึ้นทันทีที่ปรากฏความบกพร่องของข้อมูล โดยที่ไม่จำเป็นต้องพิจารณาว่าความบกพร่องนั้นเกิดขึ้นจากความผิดของผู้เสนอขายหลักทรัพย์หรือไม่

ในบางตำรานั้นอาจเรียกได้ว่าความรับผิดอันเนื่องมาจากมูลละเมิดตามที่ได้ระบุไว้ในมาตรา 82 ดังกล่าวนี้นี้ กฎหมายกำหนดความรับผิดไว้ในลักษณะที่เป็น “ข้อสันนิษฐานความผิดทางกฎหมาย”<sup>86</sup> ซึ่งหมายความว่าความรับผิดในกรณีนี้ยังไม่แน่นอนว่าบุคคลซึ่งต้องมีความรับผิดตามกฎหมายนั้นจะมีส่วนผิดในความเสียหายที่เกิดขึ้นหรือไม่ หรืออาจเรียกได้ว่าไม่ใช่การพิจารณาจากส่วนผิดของบุคคลที่ต้องรับผิดจึงเรียกว่าข้อสันนิษฐานความผิดทางกฎหมาย ซึ่งอาจเป็นข้อสันนิษฐานอันเนื่องมาจากความบกพร่องในการดูแลหรือตรวจสอบ หรือความบกพร่องในการกระทำของบุคคลอื่น และถือเป็นนโยบายที่ชอบด้วยเหตุผลอย่างหนึ่งที่ทำให้บุคคลที่สามารถรับภาระได้ดีที่สุดและมีส่วนรับภัยนั้นด้วยได้ร่วมรับผิดโดยที่บุคคลนี้มิได้ตั้งใจหรือประมาทเลินเล่อ ดังนั้นจึงไม่เกี่ยวกับการที่บุคคลทำละเมิดตามมาตรา 420 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ อันเป็นความรับผิดของบุคคลในการกระทำของตนเองซึ่งผู้กระทำจะต้องจงใจหรือประมาทเลินเล่อกระทำต่อบุคคลอื่นแต่ข้อสันนิษฐานความผิดทางกฎหมายนี้เป็นความผิดที่ไม่ต้องปรากฏว่าผู้ต้องรับผิดได้กระทำโดยจงใจหรือประมาทเลินเล่อ จึงเรียกความรับผิดนี้อีกอย่างหนึ่งว่าเป็นความรับผิดอย่างเด็ดขาด (Strict Liability) เช่นเดียวกับความรับผิดตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 425, 427, 429, 430 และ มาตรา 433 ถึงมาตรา 437 และความรับผิดอย่างเด็ดขาดนี้เป็นคนละเรื่องกับข้อสันนิษฐานเด็ดขาดตามกฎหมายลักษณะพยานหลักฐาน กล่าวคือ แม้ผู้ที่ต้องรับผิดมิได้กระทำโดยจงใจหรือประมาทเลินเล่อก็ยังคงมีความรับผิด และแม้ว่าผู้ที่กฎหมายให้ต้องรับผิดอาจพ้นความรับผิดได้ตามที่กฎหมายบัญญัติไว้เป็นข้อยกเว้นก็ตาม เช่น ผู้ครอบครองหรือควบคุมดูแลยานพาหนะอย่างใด ๆ อันเดินด้วยกำลังเครื่องจักรกลสามารถพิสูจน์ได้ว่าความเสียหายนั้นเกิดจากเหตุสุดวิสัยหรือเพราะความผิดของผู้ต้องเสียหายนั้นเองก็อาจพ้นความรับผิดได้ตามมาตรา 437

<sup>86</sup> คำว่า “ข้อสันนิษฐานความผิดทางกฎหมาย” นี้เป็นคำที่ถูกเรียกและกล่าวไว้โดย ท่านศาสตราจารย์ไพจิตร บุญญพันธุ์ ในการอธิบายกฎหมายลักษณะละเมิด ผู้เขียนเห็นว่านิยามและองค์ประกอบของคำดังกล่าวสามารถเทียบเคียงได้กับลักษณะของความรับผิดตามมาตรา 82 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้เป็นอย่างดี

แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ เป็นต้น เช่นนี้ก็ยังถือว่าเป็นความรับผิดชอบอย่างเด็ดขาดอยู่นั่นเอง<sup>87</sup>

ดังนั้น ผู้เขียนจึงเห็นว่าหลักในเรื่องความรับผิดชอบอย่างเด็ดขาด (Strict Liability) ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาในเรื่องนี้จึงตรงกัน เมื่อพิจารณาตามที่กล่าวมาแล้วย่อมเห็นได้ชัดว่า มาตรา 82 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าวเป็นความรับผิดชอบอย่างเด็ดขาดของบริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์ (issuer) นั่นเอง ดังนั้น เมื่อปรากฏว่าแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และหนังสือชี้ชวนมีข้อความหรือรายการเป็นเท็จ หรือขาดข้อความที่ควรต้องแจ้งในสาระสำคัญ แม้จะมีได้ความว่าเกิดขึ้นจากความผิดของบริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์ก็ตาม บุคคลดังกล่าวก็จะต้องรับผิดชอบ

บุคคลที่จะใช้สิทธิเรียกร้องตามมาตรา 82 ดังกล่าว กฎหมายกำหนดให้ต้องเป็นบุคคลที่ซื้อหลักทรัพย์นั้นมาโดยตรงจากผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนจำกัด บริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์และยังเป็นเจ้าของหลักทรัพย์นั้นอยู่และได้รับความเสียหายจากการนั้น นอกจากนี้บุคคลผู้ซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าวจะต้องเป็นผู้ซื้อหลักทรัพย์ก่อนที่จะปรากฏข้อเท็จจริงว่าแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และหนังสือชี้ชวนมีข้อความหรือรายการเป็นเท็จ หรือขาดข้อความที่ควรต้องแจ้งในสาระสำคัญ แต่ต้องไม่เกินหนึ่งปีนับแต่วันที่แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับ ซึ่งโดยปกติแล้วการฟ้องคดีเพื่อเรียกร้องค่าเสียหายอันเกิดจากมูลละเมิด โจทก์ย่อมจะต้องพิสูจน์ถึงค่าเสียหายที่มีอยู่เป็นกรณีทั่วไปอยู่แล้ว ส่วนเงื่อนไขการใช้สิทธิเรียกร้องในกรณีนี้มีข้อที่จะต้องพิจารณาดังนี้

- การเป็นผู้ซื้อหลักทรัพย์มาโดยตรง การที่กฎหมายกำหนดให้ผู้ประสงค์จะใช้สิทธิเรียกร้องนั้นจะต้องเป็นผู้ซื้อหลักทรัพย์มาโดยตรงจากผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนจำกัด บริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์และยังเป็นเจ้าของหลักทรัพย์ ย่อมแสดงให้เห็นว่าพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่รับรองสิทธิในการเรียกร้องค่าเสียหายแก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์นั้นซึ่งเป็นผู้ซื้อหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายกันอยู่ก่อนแล้ว (aftermarket purchaser) หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์นั้นมาในตลาดรอง (secondary transaction) ต่างจากกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาซึ่งอนุญาตให้บุคคลจำพวกหลังนี้สามารถใช้สิทธิเรียกร้องได้โดยที่กฎหมายกำหนดบุคคลผู้มีสิทธิเรียกร้องโดยใช้เพียงคำว่า “บุคคลซึ่งได้รับหลักทรัพย์นั้นไว้” (any person acquiring such security) ซึ่งหมายความว่าบุคคลผู้ซึ่งได้รับหลักทรัพย์นั้นไว้โดยตรงจากกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ และบุคคลผู้ซึ่งได้รับ

<sup>87</sup> ไพจิตร ปุญญพันธุ์, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ลักษณะละเมิด, หน้า 320-

หลักทรัพย์นั้นไว้โดยการรับโอนจากบุคคลอื่นซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายกันอยู่ก่อนแล้ว ซึ่งจะเห็นได้ว่ากฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาได้ให้ความคุ้มครองไปถึงบุคคลซึ่งรับโอนซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายกันอยู่ก่อนแล้ว(aftermarket purchasers) ด้วย โดยที่ศาลในคดี Barnes V. Osofsky ในปี 1967 ตามที่ได้กล่าวมาแล้วได้วางบรรทัดฐานไว้ว่าความรับผิดอันเนื่องมาจากความบกพร่องของแบบแสดงรายการข้อมูลนั้น บุคคลผู้มีสิทธิเรียกร้องได้แก่บุคคลที่ซื้อหลักทรัพย์มาจากกิจการผู้ออกหลักทรัพย์โดยตรง และบุคคลซึ่งรับซื้อหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายกันอยู่ก่อนแล้ว ซึ่งสามารถเชื่อมโยง (trace) ความเสียหายที่เกิดขึ้นแก่หลักทรัพย์ของตนให้ศาลเห็นได้ว่าเป็นผลมาจากข้อความอันเป็นเท็จหรือขาดข้อความอันควรต้องแจ้งในสาระสำคัญในแบบแสดงรายการข้อมูล ทำให้มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของตน จึงเกิดเป็นหลักที่เรียกว่า “source-tracing requirement” แต่อย่างไรก็ตามในเรื่องนี้ผู้เขียนไม่เห็นด้วยกับกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาในข้อนี้ แม้ว่าโดยปกติแล้วความคุ้มครองในข้อนี้หากพิจารณาจากเจตนารมณ์ของกฎหมายแล้วก็ น่าที่จะคุ้มครองไปถึงผู้รับโอนหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายกันอยู่ก่อนแล้วด้วยหากว่าบุคคลนั้นสามารถแสดงได้ว่าตนเองได้รับความเสียหายจากการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งใหม่นี้โดยมีความเกี่ยวพันโดยตรงกับแบบแสดงรายการข้อมูล หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือมีพฤติการณ์อันแสดงให้เห็นได้ว่าการที่แบบแสดงรายการข้อมูลที่ใช้ในการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งใหม่มีข้อความอันเป็นเท็จหรือขาดข้อความอันควรต้องแจ้งในสาระสำคัญส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของตนเองซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายกันอยู่ก่อนแล้ว แต่เนื่องจากระบบการจัดจำหน่ายและซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีอยู่ในปัจจุบันซึ่งกระทำผ่านนายหน้าและผู้ค้าหลักทรัพย์ (broker-dealer) ครั้งละจำนวนมากๆ (fungible stores) หลักในเรื่อง source-tracing requirement จึงแทบจะเกิดขึ้นไม่ได้เลยและเป็นการยากที่จะพิสูจน์ได้ความตามนั้น อีกทั้งเป็นการขยายหลักความรับผิดที่เกิดขึ้นในตลาดแรกออกไปโดยไม่จำเป็นทำให้อาจเกิดความไม่แน่นอนแก่ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ที่อาจต้องรับผิดชอบต่อนักลงทุนที่ซื้อหลักทรัพย์นั้นไว้ในคราวก่อนๆจนกว่าจะสิ้นกำหนดอายุความด้วย

- การเป็นผู้ถือครองหลักทรัพย์นั้นอยู่ในขณะที่เรียกร้อง กรณีดังกล่าวนี้ย่อมเท่ากับว่ากฎหมายจำกัดให้บุคคลผู้มีสิทธิใช้สิทธิเรียกร้องจะต้องเป็นบุคคลที่ถือครองหลักทรัพย์นั้นอยู่ในขณะที่เรียกร้องเท่านั้น บุคคลที่โอนหลักทรัพย์นั้นไปแล้วย่อมไม่สามารถที่ใช้สิทธิเรียกร้องตามมาตรา 82 ดังกล่าวได้ เรื่องนี้ไม่ปรากฏในกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาคตามที่ได้กล่าวมาแล้วเพราะการที่โอนหลักทรัพย์ไปแล้วย่อมไม่เป็นการตัดสิทธิของนักลงทุนในการฟ้องคดีในทางตรงกันข้าม หากได้มีการ โอนขายหลักทรัพย์นั้น ไปก่อนฟ้องคดีกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาอนุญาตให้นำเอาราคาที่โอนขายไปก่อนฟ้องคดีนั้นมาใช้ในการคำนวณค่าเสียหายได้ แสดงว่ากฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกามีได้จำกัดสิทธิของการใช้สิทธิเรียกร้องในข้อนี้ไว้ ผู้เขียนเห็นว่ากฎหมายไม่ควรจำกัดให้บุคคลผู้มีสิทธิใช้สิทธิเรียกร้องจะต้องเป็นบุคคลที่ถือครอง

หลักทรัพย์นั้นอยู่ในขณะที่เรียกเรื่องเท่านั้น เพราะการจำหน่ายหลักทรัพย์ไปก่อนฟ้องคดีก็อาจเพื่อบรรเทาความเสียหายที่เกิดขึ้นเนื่องจากราคาของหลักทรัพย์ลดลงอย่างต่อเนื่องได้ ดังนั้น กฎหมายจึงไม่ควรจำกัดสิทธิเอาไว้

- การเป็นผู้ซื้อหลักทรัพย์มาก่อนที่จะปรากฏข้อเท็จจริง ซึ่งได้แก่ข้อเท็จจริงว่าแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และหนังสือชี้ชวนมีข้อความหรือรายการเป็นเท็จหรือขาดข้อความที่ควรต้องแจ้งในสาระสำคัญ แต่ต้องไม่เกินหนึ่งปีนับแต่วันที่แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับ สำหรับเงื่อนไขในข้อนี้อาจกล่าวได้ว่าเนื่องจากหากปรากฏข้อเท็จจริงนั้นก่อนที่จะเข้าซื้อหลักทรัพย์ บุคคลนั้นก็จะเข้าซื้อหลักทรัพย์โดยที่ตนรู้ถึงความบกพร่องของข้อมูลอันเป็นสาระสำคัญนั้นอยู่ก่อนแล้ว กฎหมายจึงกำหนดมิให้สามารถใช้สิทธิเรียกร้องได้ และนอกจากการเป็นผู้ซื้อหลักทรัพย์ที่ไม่ล่วงรู้ถึงความบกพร่องอันเป็นสาระสำคัญนั้นอยู่แล้วในขณะที่เข้าซื้อหลักทรัพย์ กฎหมายยังได้กำหนดให้บุคคลที่จะสามารถใช้สิทธิเรียกร้องตามมาตรา 82 นี้ได้จะต้องเป็นบุคคลผู้ซื้อหลักทรัพย์ภายในหนึ่งปีนับแต่วันที่แบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับ ซึ่งในส่วนนี้น่าจะมีที่มาจากกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาซึ่งนักลงทุนไม่จำเป็นต้องพิสูจน์ว่าตนนั้นมีความเชื่อ (reliance) ตามเนื้อความที่บกพร่องในแบบแสดงรายการข้อมูลนั้น เว้นแต่จะพ้นกำหนดระยะเวลา 12 เดือนนับแต่วันที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีผลใช้บังคับแล้ว และซึ่งกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ได้จัดทำรายงานเกี่ยวกับฐานะทางการเงิน (earning statement) ซึ่งให้ข้อมูลเกี่ยวกับการเงินบางอย่างตามที่ SEC กำหนด ถ้าหากภายหลังจากระยะเวลาดังกล่าวแล้ว กฎหมายถือว่านักลงทุนควรจะทราบข้อความจริงตามที่ได้ระบุไว้ในรายงานเกี่ยวกับฐานะทางการเงิน จึงต้องพิสูจน์ให้เห็นว่าตนมีความเชื่อตามข้อมูลที่มีการเปิดเผยในแบบแสดงรายการข้อมูลนั้น เปรียบเทียบได้กับมาตรา 56 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้บริษัทที่ออกหลักทรัพย์ตามมาตรา 32 มาตรา 33 หรือตามมาตรา 34 จัดทำและส่งงบการเงินและรายงานเกี่ยวกับฐานะทางการเงิน และผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างน้อยในรอบแต่ละปีซึ่งจะต้องยื่นรายงานประจำปี (annual report) ให้แก่สำนักงาน ก.ล.ต. ดังนั้น หากพ้นระยะเวลาหนึ่งปีนับแต่แบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับแล้วนักลงทุนยังคงเข้าซื้อหลักทรัพย์นั้นอีกก็อาจถือได้ว่านักลงทุนควรได้ทราบถึงข้อความจริงเกี่ยวกับกิจการนั้นแล้ว กฎหมายจึงจำกัดสิทธิให้ไม่สามารถใช้สิทธิเรียกร้องตามมาตรา 82 ดังกล่าวได้ แต่ตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา กฎหมายมิได้จำกัดสิทธินักลงทุนในกรณีดังกล่าวไว้โดยเด็ดขาด เพียงแต่นักลงทุนจะต้องพิสูจน์ว่าตนมีความเชื่อ (reliance) ตามเนื้อความที่บกพร่องในแบบแสดงรายการข้อมูลนั้น ผู้เขียนเห็นว่ากรณีที่มาตรา 82 ดังกล่าวกำหนดไว้เช่นนี้ก็เนื่องจากเอกสารการเปิดเผยข้อมูลตามที่ระบุไว้ในมาตรา 56 ดังกล่าวนั้นเป็นเอกสารเปิดเผยโดยทั่วไปถึงข้อมูลทางการเงินโดยละเอียด ดังนั้น นักลงทุนจึงควรทำการตรวจสอบเอกสาร

ดังกล่าวซึ่งเป็นข้อมูลที่ทันสมัย (update) กว่าแบบแสดงรายการข้อมูลก่อนเข้าลงทุนในหลักทรัพย์ ทุกครั้งและเห็นด้วยกับเงื่อนไขที่มาตรา 82 กำหนดไว้ในกรณีนี้

### - ค่าเสียหาย

ตามมาตรา 85 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้ชดเชยค่าเสียหายในกรณีที่มีการเรียกร้องให้รับผิดชอบในทางแพ่งตามมาตรา 82 และมาตรา 83 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าวเท่ากับส่วนต่างของจำนวนเงินที่ผู้ใช้สิทธิเรียกร้องค่าเสียหายได้จ่ายไปสำหรับการได้มาซึ่งหลักทรัพย์นั้นกับราคาที่เหมาะสมที่จะเป็นหากมีการเปิดเผยข้อมูลที่ต้องการตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดซึ่งต้องไม่ต่ำกว่ามูลค่าที่ตราไว้ของหลักทรัพย์นั้น บวกด้วยดอกเบี้ยของจำนวนส่วนต่างดังกล่าวสำหรับระยะเวลาที่ถือหลักทรัพย์ตามอัตราดอกเบี้ยสูงสุดโดยเฉลี่ยที่ธนาคารพาณิชย์อย่างน้อยสี่แห่งตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดพึงจ่ายสำหรับเงินฝากประเภทจ่ายคืนเมื่อสิ้นระยะเวลาตั้งแต่หนึ่งปีขึ้นไป บทบัญญัติในมาตรานี้ย่อมเป็นการจำกัดอำนาจศาลในการใช้ดุลพินิจกำหนดค่าเสียหายตามควรแก่พฤติการณ์และความร้ายแรงแห่งละเมิด ตามมาตรา 438 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

#### 3.3.3.2 บุคคลที่ต้องรับผิดชอบตามกฎหมาย

นอกจากบริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์ดังกล่าวที่กฎหมายกำหนดให้ต้องรับผิดชอบโดยตรงแล้ว มาตรา 83 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ยังได้กำหนดให้บุคคลดังต่อไปนี้ร่วมรับผิดชอบด้วย เว้นแต่จะพิสูจน์ได้ว่าตนไม่มีส่วนรู้เห็น หรือโดยตำแหน่งหน้าที่ตนไม่อาจล่วงรู้ถึงความแท้จริงของข้อมูล หรือการขาดข้อความซึ่งควรต้องแจ้งนั้น

(1) กรรมการผู้มีอำนาจลงนามผูกพันบริษัทซึ่งลงลายมือชื่อไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และหนังสือชี้ชวน

(2) ผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนจำกัดซึ่งลงลายมือชื่อไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และหนังสือชี้ชวน

(3) ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ผู้สอบบัญชี ที่ปรึกษาทางการเงิน หรือผู้ประเมินราคาหลักทรัพย์ซึ่งจงใจหรือประมาทเลินเล่ออย่างร้ายแรงลงลายมือชื่อรับรองข้อมูลในแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และหนังสือชี้ชวน

ความรับผิดในมาตรา 83 ดังกล่าวนี้อยู่ในทางคำราเรียกว่าเป็น “ความรับผิดในการกระทำของบุคคลอื่น” (Vicarious Liability) อันเนื่องมาจากข้อสันนิษฐานความผิดทางกฎหมาย ซึ่ง

เป็นเรื่องความรับผิดชอบร่วมกัน โดยที่ตนเองไม่ได้กระทำละเมิดด้วยตนเองหรืออาจไม่ได้มีส่วนรับผิดชอบอยู่ด้วย<sup>88</sup> โดยที่กฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาและของประเทศอังกฤษก็ปรากฏความรับผิดชอบในลักษณะนี้ไว้ด้วย จึงตรงกับหลักกฎหมายไทยที่ปรากฏในมาตรา 83 ดังกล่าว บุคคลที่ต้องรับผิดชอบในกรณีนี้ได้แก่ผู้ซึ่งมีส่วนร่วมในการจัดทำแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนในขั้นตอนที่บุคคลผู้มีส่วนร่วมในหลายๆฝ่ายร่วมกันจัดทำเอกสาร (joint preparation process)

### 3.3.3.3 ข้อต่อสู้ตามกฎหมาย

มีข้อที่จะต้องพิจารณาในกรณีนี้ได้แก่เหตุที่อาจพ้นความรับผิดชอบตามมาตรา 82 ดังกล่าวซึ่งระบุไว้ในมาตรา 83 และมาตรา 84 ของกฎหมายฉบับเดียวกัน

มาตรา 83 กำหนดเหตุที่บุคคลซึ่งต้องมีความรับผิดชอบในการกระทำของบุคคลอื่นอาจพ้นความรับผิดชอบได้ กล่าวคือ สามารถพิสูจน์ได้ว่าตนไม่มีส่วนรู้เห็น หรือโดยตำแหน่งหน้าที่ตนไม่อาจล่วงรู้ถึงความแท้จริงของข้อมูล หรือการขาดข้อความซึ่งควรต้องแจ้งนั้น ผู้เขียนเห็นว่ามาตรา 83 ดังกล่าวนี้ระบุเหตุพ้นผิดเพียงแต่การพิสูจน์ได้ว่าตนไม่มีส่วนรู้เห็น หรือไม่ล่วงรู้ (without knowledge) โดยมีได้กำหนดหลักเกณฑ์ให้ชัดเจนว่าอย่างไรจึงจะเป็นการแสดงให้เห็นได้ว่าบุคคลที่ต้องรับผิดชอบนั้นไม่มีส่วนรู้เห็นหรือ โดยตำแหน่งหน้าที่นั้นไม่อาจจะล่วงรู้ได้ หากเปรียบเทียบกับกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกามีหลักเรื่อง Due Diligence และกฎหมายของประเทศอังกฤษที่มีหลักเรื่อง Reasonable Belief แล้วจะเห็นได้ว่ามีความชัดเจนกว่า เพราะบทบัญญัติของกฎหมายแสดงได้ว่าบุคคลผู้ต้องรับผิดชอบจะต้องดำเนินการในระดับใดจึงจะแสดงได้ว่าตนไม่มีส่วนรู้เห็นหรือไม่ล่วงรู้ และปัจจัยที่จะชี้ให้เห็นได้ว่ามีส่วนรู้เห็นหรือล่วงรู้หรือไม่ก็คือการตรวจสอบตามสมควรซึ่งกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกามีหลักที่เรียกว่า Reasonable Investigation และกฎหมายของประเทศอังกฤษมีหลักที่เรียกว่า Reasonable Enquiry ดังนั้น เกณฑ์ที่จะเป็นสิ่งที่กำหนดได้ว่าบุคคลนั้นมีส่วนรู้เห็นหรือล่วงรู้หรือไม่ควรจะพิจารณาจากระดับการตรวจสอบของบุคคลนั้นว่าได้ใช้ในระดับที่สมควรแล้วหรือไม่ หากพิจารณาแต่เพียงส่วนรู้เห็นหรือล่วงรู้เพียงอย่างเดียวย่อมไม่สามารถแสดงให้เห็นได้ว่ากรณีใดที่บุคคลซึ่งต้องมีความรับผิดชอบนั้น ไม่มีส่วนรู้เห็นหรือไม่ล่วงรู้อย่างแท้จริง และจากหลักเรื่อง Due Diligence และ Reasonable Belief ดังกล่าวบุคคลที่อาจต้องมีความรับผิดชอบตามกฎหมายจะสามารถกล่าวอ้างได้อย่างเต็มที่ว่าตนไม่มีส่วนรู้เห็นหรือล่วงรู้ในความบกพร่องของข้อมูลนั้นก็จะต้องสามารถพิสูจน์ได้ว่าตนนั้นได้ใช้การตรวจสอบตามสมควรแล้ว

<sup>88</sup> ไพจิตร ปุญญพันธ์, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ลักษณะละเมิด, หน้า 303-

และผู้เขียนเห็นว่าควรนำหลักดังกล่าวมาใช้โดยมีหลักการดังต่อไปนี้เพื่อแสดงว่าได้ทำการตรวจสอบตามสมควรแล้วและไม่มีส่วนรู้เห็นหรือล่วงรู้ในความบกพร่องของข้อมูล

- ข้อมูลส่วนที่มีได้ทำขึ้นโดยผู้เชี่ยวชาญ (expert) ซึ่งภายหลังจากที่ตนได้ทำการตรวจสอบตามสมควรแล้ว มีเหตุอันควรเชื่อและก็เชื่อตามนั้นว่าแบบแสดงรายการซึ่งมีผลใช้บังคับแล้วนั้นมีข้อความจริงและไม่ขาดข้อความอันควรต้องแจ้ง

- ข้อมูลซึ่งทำขึ้นโดยผู้เชี่ยวชาญ (expert) ซึ่งภายหลังจากที่ตนได้ทำการตรวจสอบตามสมควรแล้ว มีเหตุอันควรเชื่อและก็เชื่อตามนั้นว่าแบบแสดงรายการซึ่งมีผลใช้บังคับแล้วนั้นมีข้อความจริงและไม่ขาดข้อความอันควรต้องแจ้ง หรือในกรณีที่แบบแสดงรายการข้อมูลนั้นไม่ได้แสดงข้อความของผู้เชี่ยวชาญไว้อย่างเป็นธรรม (unfair representation) หรือทำสำเนาหรือคัดลอกข้อความออกอย่างไม่เป็นธรรม (unfair copy and extract) ในรายงานหรือการประเมินใดๆที่ระบุไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูล

- ข้อมูลซึ่งตนได้ทำขึ้นโดยอาศัยคำรับรองของบุคคลอื่นซึ่งเป็นผู้เชี่ยวชาญ (authority of expert) ซึ่งภายหลังจากที่ตนได้ทำการตรวจสอบตามสมควรแล้ว มีเหตุอันควรเชื่อและก็เชื่อตามนั้นว่าแบบแสดงรายการซึ่งมีผลใช้บังคับแล้วนั้นมีข้อความจริงและไม่ขาดข้อความอันควรต้องแจ้ง

- ข้อมูลที่ทำขึ้นโดยเจ้าหน้าที่รัฐ (public official) หรือสำเนาข้อความหรือส่วนใดๆที่ถูกคัดลอกมาจากเอกสารมหาชน (public official document) ก็ย่อมไม่ก่อความรับผิดแก่ผู้ใช้ข้อมูลนั้นซึ่งมีเหตุอันควรเชื่อและก็เชื่อตามนั้นว่าเป็นข้อความจริงและไม่ขาดข้อความอันควรต้องแจ้ง

นอกจากนี้ การตรวจสอบตามสมควรและเหตุอันควรเชื่อนี้ ก็ควรจะต้องพิจารณาว่าได้กระทำไปโดยใช้ระดับความระมัดระวัง (standard of care) ในระดับเดียวกับผู้ที่มีความรอบคอบจัดการทรัพย์สินของตนเอง (prudent man) ซึ่งต้องใช้ความระมัดระวังมากกว่าระดับวิญญูชน (reasonable man) ทั่วไป

นอกจากนี้ยังมีข้อต่อสู้ตามมาตรา 84 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าวซึ่งกำหนดไว้ว่า บริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์และบุคคลตามมาตรา 83 ไม่ต้องรับผิด ชดใช้ค่าเสียหายตามมาตรา 82 ในกรณีดังต่อไปนี้

- (1) ผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้รู้หรือควรจะรู้ว่าข้อความหรือรายการเป็นเท็จ หรือขาดข้อความที่ควรต้องแจ้งในสาระสำคัญ หรือ

- (2) ความเสียหายที่เกิดขึ้นอันมิใช่เป็นผลมาจากการได้รับข้อความหรือรายการที่เป็นเท็จหรือขาดข้อความที่ควรต้องแจ้งในสาระสำคัญ



มาตรานี้จึงเป็นข้อต่อสู้ให้พ้นผิดสำหรับบุคคลทุกคนซึ่งอาจมีความรับผิดชอบตามกฎหมาย สำหรับตามมาตรา 84(1) ดังกล่าวนั้น เป็นหลักทั่วไปซึ่งปรากฏอยู่ในหลักกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา และกฎหมายของประเทศอังกฤษตามที่ได้กล่าวมาแล้ว กล่าวคือ ถ้านักลงทุนผู้ซื้อหลักทรัพย์นั้นทราบถึงความบกพร่องของข้อมูลนั้นอยู่ก่อนแล้ว นักลงทุนย่อมไม่สามารถใช้สิทธิเรียกร้องในกรณีดังกล่าวนี้ได้ เสมือนหนึ่งเป็นการใช้สิทธิโดยไม่สุจริตเพราะเมื่อผู้เสียหายยอมให้กระทำแล้ว จะกลับมาเรียกค่าสินไหมทดแทนอีกย่อมถือเป็นการใช้สิทธิโดยไม่สุจริต จำเลยขอที่จะไม่ยอมให้โจทก์เรียกร้องได้ หรืออาจกล่าวได้อีกนัยหนึ่งว่าเสมือนหนึ่งหลักกฎหมายที่ว่า “ความยินยอมไม่เป็นเหตุละเมิด”<sup>89</sup> นั้นเอง และภาระการพิสูจน์ในข้อนี้ย่อมตกอยู่แก่จำเลยตามหลักที่ว่า ผู้ใดกล่าวอ้าง ผู้นั้นนำสืบ

ส่วนมาตรา 84(2) ดังกล่าวนั้นมาตรา 84(2) ดังกล่าวตรงกับกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาซึ่งกำหนดช้อยกเว้นในเรื่องค่าเสียหายเอาไว้โดยกำหนดให้ส่วนที่จำเลยสามารถพิสูจน์ได้ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของค่าเสียหายที่มีการเรียกร้องนั้นเกิดจากการเสื่อมราคาของหลักทรัพย์อันมีสาเหตุอื่น ๆ นอกเหนือจากส่วนที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีข้อบกพร่องอันเป็นสาระสำคัญ ส่วนนั้นจำเลยไม่ต้องรับผิดชอบต่อโจทก์ ถ้าจำเลยสามารถพิสูจน์ข้อเท็จจริงเกี่ยวกับค่าเสียหายในส่วนใดได้เป็นประโยชน์แก่ตนแล้ว ค่าเสียหายส่วนที่จำเลยสามารถพิสูจน์ได้นั้น โจทก์ไม่มีสิทธิเรียกร้อง เช่น หากจำเลยสามารถพิสูจน์ได้ว่า การที่ราคาของหลักทรัพย์ในส่วนที่ลดลงทั้งหมดนั้นเนื่องจากสภาวะกดดันจากภายนอกตลาด (external market force) หรือเกิดจากเหตุแทรกแซง (intervening events) หรือเกิดจากปัจจัยพื้นฐานของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ (issuer's fundamental position) โดยที่ไม่ได้มีสาเหตุมาจากสภาวะภายในตลาดที่นักลงทุนโดยทั่วไปไม่ให้ความเชื่อถือในหลักทรัพย์อันเนื่องมาจากความบกพร่องในแบบแสดงรายการข้อมูลแล้ว โจทก์ก็จะไม่มีสิทธิเรียกร้องค่าเสียหายเลย เป็นต้น และก็ย่อมเป็นหลักการพื้นฐานของการเรียกร้องให้รับผิดชอบเนื่องมาจากมูลละเมิด ถ้าโจทก์ไม่สามารถพิสูจน์ได้ว่าโจทก์ได้รับความเสียหายอย่างไร หรือจำเลยสามารถพิสูจน์ได้ว่าความเสียหายนั้นมิได้มาจากการที่จำเลยกระทำละเมิดต่อโจทก์ เมื่อเป็นเช่นนี้ จำเลยก็ไม่จำเป็นต้องรับผิดชอบต่อโจทก์ นักนิติศาสตร์บางท่านเห็นว่ากรณีที่กฎหมายบัญญัติไว้ในลักษณะนี้ถือเป็นการสันนิษฐานในกฎหมายตามหลักกฎหมายลักษณะพยานหลักฐานซึ่งกำหนดไว้

<sup>89</sup> ไพจิตร บุญญพันธุ์, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ลักษณะละเมิด, หน้า 22-23

ในประมวลกฎหมายวิธีพิจารณาความแพ่ง มาตรา 84(2) โดยที่ข้อสันนิษฐานเป็นคุณแก่จำเลยในคดีละเมิด ภาระพิสูจน์เรื่องค่าเสียหายจึงย่อมตกอยู่กับโจทก์<sup>90</sup>

**คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 749/2510** ถ้าคดียังเถียงกันอยู่ว่า การกระทำของจำเลยเป็นเหตุให้โจทก์เสียหายหรือไม่ ซึ่งโจทก์มีหน้าที่นำสืบ เมื่อไม่มีการสืบพยานกันต่อไป ข้อเท็จจริงก็ยังไม่ได้ว่าจำเลยได้กระทำละเมิดต่อโจทก์ โจทก์ไม่อาจชนะคดีจำเลยได้

**คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 242/2515** ในเรื่องค่าเสียหาย โจทก์เป็นฝ่ายที่จะต้องนำสืบพิสูจน์ให้เห็นว่าตนได้เสียหายจริงตามจำนวนที่ฟ้องเรียกร้องจากจำเลย

**คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 2663/2524** โจทก์ฟ้องว่าจำเลยทำละเมิดต่อโจทก์ เป็นเหตุให้โจทก์ได้รับความเสียหายหลายรายการ จำเลยให้การปฏิเสธว่ามีได้กระทำการตามที่โจทก์กล่าวอ้าง และโจทก์มิได้เสียหายโจทก์มีหน้าที่ที่จะต้องนำสืบให้เห็นว่า จำเลยได้ทำการต่างๆ อันเป็นเหตุให้โจทก์มิได้รับความเสียหายเป็นจำนวนดังที่ฟ้องมา

แต่ผู้เขียนกลับเห็นว่ามาตรา 84(2) ดังกล่าว จะทำให้ภาระพิสูจน์ในเรื่องที่มาของความเสียหาย (Loss Causation) ตกอยู่กับจำเลยโดยปริยาย เพราะโจทก์เพียงแต่พิสูจน์ว่าแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนข้อความหรือรายการเป็นเท็จ หรือขาดข้อความที่ควรต้องแจ้งในสาระสำคัญและพิสูจน์ว่าความเสียหายเป็นจำนวนเท่าไรเท่านั้น ส่วนจำเลยย่อมจะต้องพิสูจน์ว่าค่าเสียหายมาจากเหตุอื่นนอกเหนือจากการที่แบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนข้อความหรือรายการเป็นเท็จ หรือขาดข้อความที่ควรต้องแจ้งในสาระสำคัญเพื่อปิดความรับผิดชอบในค่าเสียหายของตน และมาตรา 84 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าวก็มีไว้ข้อสันนิษฐานตามกฎหมายเป็นแต่เพียงข้อต่อสู้ตามกฎหมายที่ถ้าฝ่ายจำเลยกล่าวอ้างแล้วจำเลยก็จะต้องนำสืบ

ดังนั้น ข้อต่อสู้ตามมาตรา 84(1) และ มาตรา 84(2) ดังกล่าวจึงเป็นข้อต่อสู้ของบุคคลซึ่งตกเป็นจำเลยในการฟ้องคดีตามมาตรา 82 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าว และภาระการพิสูจน์ในประเด็นนั้นก็ตกอยู่กับจำเลยเช่นกัน และทำให้จำเลยไม่จำเป็นต้องพิสูจน์ในเรื่องของความเชื่อ (reliance) ในความบกพร่องของการเปิดเผยข้อมูล อย่างไรก็ตาม มีข้อที่น่าสังเกตว่าพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 นี้ไม่อนุญาตให้จำเลยสามารถยกข้อต่อสู้เพื่อปิดความรับผิดชอบของตนในกรณีที่ได้ทำการแก้ไขข้อบกพร่องก่อนฟ้องคดีแล้วตามหลักในเรื่อง Whistle-Blowing Defense ของประเทศสหรัฐอเมริกา และหลักในเรื่องการดำเนินการเพื่อแก้ไขข้อบกพร่อง

<sup>90</sup> เริงธรรม ลัดพลี, คำอธิบายกฎหมายพยานหลักฐาน, พิมพ์ครั้งที่ 2 (กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์วิญญูชน, 2545), หน้า 35

ตามสมควร (reasonable steps taken to correct defect) ของประเทศอังกฤษ ด้วยเหตุนี้ การที่จำเลย แก้ไขข้อบกพร่องนั้นแล้วย่อมไม่เป็นเหตุให้บั่นล้างความรับผิดชอบของคนที่มียู่แล้วได้

### 3.3.3.4 การใช้สิทธิเรียกร้องตามกฎหมาย

ตามมาตรา 86 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้การใช้สิทธิเรียกร้องให้ชดเชยค่าเสียหายตามมาตรา 82 ให้มีอายุความหนึ่งปี นับจากวันที่ ได้รู้หรือควรจะรู้ว่าแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และหนังสือชี้ชวนมี ข้อความหรือรายการที่เป็นเท็จหรือขาดข้อความที่ควรต้องแจ้งแต่ไม่เกินสองปีนับจากวันที่ แบบ แสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับ

### 3.3.4 ความรับผิดในทางแพ่งในกรณีที่การโฆษณาชี้ชวนที่ไม่ใช่หนังสือชี้ชวนตามกฎหมาย มีข้อความเป็นเท็จ หรืออาจทำให้บุคคลอื่นสำคัญผิด

#### 3.3.4.1 รายละเอียดความรับผิดตามกฎหมาย

ตามที่ได้กล่าวมาแล้วในหัวข้อ 2.4.3 ว่าการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้น อาจมีการใช้เอกสารหรือการ โฆษณาอื่นใดเพื่อชี้ชวนในการเสนอขายหลักทรัพย์นั้นได้ ดังนั้น มาตรา 80 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 บัญญัติว่า “การโฆษณาชี้ ชวนต่อประชาชนหรือบุคคลใด ๆ ให้ซื้อหลักทรัพย์ของผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนจำกัด บริษัทหรือ เจ้าของหลักทรัพย์โดยมิใช่ด้วยวิธีการตามมาตรา 79 จะกระทำมิได้ต่อเมื่อแบบแสดงรายการข้อมูล การเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับตามมาตรา 67 หรือมาตรา 68 แล้ว และ ต้องมิใช่ถ้อยคำหรือข้อความใดที่เกินความจริง หรือเป็นเท็จ หรืออาจทำให้บุคคลอื่นสำคัญผิด และถ้าเป็นการ โฆษณาทางสิ่งตีพิมพ์ต้องมีรายละเอียดตามรายการดังต่อไปนี้....”

กฎหมายกำหนดความรับผิดสำหรับในกรณีที่การโฆษณาชี้ชวนใช้ถ้อยคำหรือ ข้อความใดที่เกินความจริง หรือเป็นเท็จ หรืออาจทำให้บุคคลอื่นสำคัญผิด การโฆษณาชี้ชวนนี้อาจ กระทำด้วยวาจาหรือลายลักษณ์อักษรก็ได้ (oral or written communication) ซึ่งต้องแยกพิจารณา เป็นสองกรณี

- **กรณีแรก** หากการใช้ถ้อยคำหรือข้อความใดที่เกินความจริง หรือเป็นเท็จ หรือ อาจทำให้บุคคลอื่นสำคัญผิดนั้นก่อให้เกิดการสำคัญผิดในการเข้าทำนิติกรรม กรณีก็จะต้องปรับ

บทกฎหมายเข้ากับการแสดงเจตนาทำนิติกรรมโดยสำคัญผิดและบทบัญญัติแห่งกฎหมายว่าด้วยโมฆียกรรม ทั้งนี้ ตามรายละเอียดที่ได้กล่าวมาแล้ว ผู้เขียนเห็นว่าการจะพิจารณาว่าข้อความใดทำให้บุคคลอื่นสำคัญผิดหรือไม่นั้นจะต้องพิจารณาประกอบกับข้อมูลทั้งหมดที่มีการเปิดเผยแก่นักลงทุน (total mix of information available to investor) ทั้งที่ปรากฏในแบบแสดงรายการข้อมูล และร่างหนังสือชี้ชวน และการโฆษณาชี้ชวน เช่นเดียวกับกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาที่ได้กล่าวมาแล้ว

- **กรณีที่สอง** กฎหมายกำหนดให้บุคคลตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 80 ดังกล่าวจะต้องมีหน้าที่รับผิดชอบในการโฆษณาชี้ชวนดังกล่าวมิให้ปรากฏการใช้ถ้อยคำหรือข้อความใดที่เกินความจริง หรือเป็นเท็จ หรืออาจทำให้บุคคลอื่นสำคัญผิด ดังนั้น จึงถือได้ว่ากฎหมายได้กำหนดหน้าที่ในการระมัดระวังความถูกต้องของข้อความที่ใช้ในการโฆษณาชี้ชวนดังกล่าวแล้ว (duty of care) จึงเป็นหน้าที่ที่เกิดขึ้นโดยผลของกฎหมาย หากบุคคลดังกล่าวมิได้ใช้ความระมัดระวังตามสมควรในลักษณะที่เป็นการกระทำโดยประมาทเลินเล่อ หรือ โดยงดเว้นกระทำการทำให้บุคคลอื่นได้รับความเสียหาย นักลงทุนซึ่งได้รับความเสียหายอาจฟ้องร้องเพื่อเรียกร้องให้มีการชดเชยค่าเสียหายจากบุคคลดังกล่าวได้ ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 420

ทั้งนี้ นักลงทุนอาจเลือกใช้สิทธิเรียกร้องอย่างใดอย่างหนึ่งได้ขึ้นอยู่กับแต่ละพฤติการณ์ในแต่ละเรื่อง หากเป็นการฟ้องร้องเรียกชดเชยค่าเสียหายอันเกิดแต่มูลละเมิดแล้ว ก็จะต้องฟ้องร้องภายในกำหนดหนึ่งปีนับแต่วันที่ผู้ต้องเสียหายรู้ถึงการละเมิดและรู้ตัวผู้จะพึงต้องชดเชยค่าสินไหมทดแทนหรือภายในกำหนดสิบปีนับแต่วันทำละเมิด ผู้เขียนเห็นว่าเจตนารมณ์ของกฎหมายสำหรับกรณีนี้มิใช่เป็นการกำหนดความรับผิดอย่างเด็ดขาด (strict liability) แก่บุคคลตามมาตรา 80 ดังกล่าว เนื่องจากกฎหมายเพียงแต่กำหนดมิให้ใช้ถ้อยคำหรือข้อความใดที่เกินความจริง หรือเป็นเท็จ หรืออาจทำให้บุคคลอื่นสำคัญผิดซึ่งเป็นการกล่าวหาว่ามีการล่วงสิทธิผิดหน้าที่ตามกฎหมาย (breach of duty) เท่านั้น หน้าที่ดังกล่าวเป็นหน้าที่ที่กฎหมายกำหนดไว้ในเบื้องต้นและเป็นหน้าที่ที่มีต่อบุคคลอื่นโดยทั่วไป (general) และการทำผิดหน้าที่นี้ย่อมสามารถฟ้องเรียกค่าเสียหายกันได้<sup>91</sup> กฎหมายมิได้ใช้ถ้อยคำไปในทางที่กำหนดให้บุคคลต้องมีความรับผิดชดเชยค่าเสียหายในลักษณะที่เป็นความผิดเด็ดขาดดังเช่นที่บัญญัติไว้ในมาตรา 82 วรรคแรก ของกฎหมายฉบับเดียวกัน ทำให้บุคคลซึ่งอาจตกเป็นจำเลยตามมาตรา 80 ดังกล่าวนี้อาจสามารถพิสูจน์ได้ว่าตนมิได้จงใจหรือประมาทเลินเล่อทำผิดต่อหน้าที่ดังกล่าวและความเสียหายมิได้เป็นผลมาจากการกระทำของตนได้

<sup>91</sup> ไพจิตร ปุญญพันธุ์, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ลักษณะละเมิด, หน้า 1-3

หากพิจารณาตามกฎหมายของประเทศอังกฤษแล้ว จะเห็นได้ว่ามีกำหนดความรับผิดชอบในกรณีนี้ไว้เช่นเดียวกัน โดยเป็นบรรทัดฐานที่ได้มาจากศาลในคดี Hedley Byrne & Co., Ltd. V. Heller and Partners Ltd. ในปี ค.ศ. 1964 และศาลในคดี Caparo Industries Plc. V. Dickman ในปี ค.ศ. 1990 ตามที่ได้กล่าวมาแล้ว ซึ่งศาลในคดีดังกล่าววางบรรทัดฐานความรับผิดชอบเนื่องมาจากการละเมิด (torts) ไว้สำหรับบุคคลผู้มีหน้าที่จัดทำข้อความใดๆจะต้องมีหน้าที่ในการระมัดระวัง (duty of care) ต่อผู้อ่านข้อความและจะต้องรับผิดชอบในกรณีที่มีการละเมิดหน้าที่นั้น โดยชี้ให้เห็นว่ากฎหมายคอมมอนลอว์ (Common Law) กำหนดให้มีความระมัดระวังในการจัดทำข้อมูลดังกล่าวสำหรับในกรณีที่บุคคลผู้ทำข้อความนั้นเป็นผู้มีทักษะพิเศษ (special skills) หรือมีความรู้ในเรื่องนั้น (knowledge) หรือรู้หรือควรจะรู้ว่าผู้อ่านจะเชื่อตามข้อความนั้นเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะอย่างอันเนื่องมาจากทักษะหรือความรู้ของผู้จัดทำข้อความ ซึ่งผู้อ่านข้อความนั้นเป็นบุคคลซึ่งอยู่ในความมุ่งหมาย (contemplation) ของผู้จัดทำข้อความนั้นโดยตรง สำหรับความรับผิดชอบในกรณีนี้จะเกิดขึ้นต่อเมื่อนักลงทุนมีความเชื่อ (reliance) ตามข้อความที่ได้แสดงเอาไว้และได้รับความเสียหายจากการแสดงข้อความที่ไม่ตรงต่อความจริงโดยประมาทเลินเล่อ นั้น ดังนั้นในการปรับใช้มาตรา 80 ดังกล่าวก็น่าที่จะปรับบทเข้ากับความรับผิดชอบเนื่องมาจากมูลละเมิดตามมาตรา 420 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ได้ และนักลงทุนก็จะต้องพิสูจน์ว่าตนมีความเชื่อ (reliance) ในข้อความนั้นเพื่อแสดงว่าตนมิได้เข้าชื่อหลักทรัพย์โดยรู้ถึงความบกพร่องนั้นอยู่ก่อนแล้ว และจะต้องสามารถพิสูจน์ความเสียหายที่เกิดขึ้นได้ด้วย

### 3.3.4.2 บุคคลที่ต้องรับผิดตามกฎหมาย

มีข้อที่น่าสังเกตว่ากฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาถือว่าความรับผิดชอบในกรณีนี้เป็นอย่างเดียวกับกรณีที่มีข้อบกพร่องเกิดขึ้นในหนังสือชี้ชวน เนื่องด้วยวัตถุประสงค์ของการใช้หนังสือชี้ชวนและโฆษณาชี้ชวนไม่แตกต่างกัน แต่ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ถือเป็นกรณีที่แตกต่างจากหนังสือชี้ชวน และกลับถือว่าความบกพร่องในหนังสือชี้ชวนเป็นอย่างเดียวกับแบบแสดงรายการข้อมูล ทั้งที่วัตถุประสงค์ของการใช้เอกสารประเภทหนังสือชี้ชวนและแบบแสดงรายการข้อมูลแตกต่างกันตามวัตถุประสงค์และโอกาสที่ใช้เอกสารนั้น และตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ก็น่าจะเป็นเช่นเดียวกับกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา เนื่องจากจะเห็นได้ว่านิยามของคำว่า “หนังสือชี้ชวน” ในมาตรา 4 ของพระราชบัญญัติดังกล่าวกำหนดนิยามเอาไว้ว่า “เอกสารใดๆที่ออกโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อโฆษณาชี้ชวนให้บุคคลอื่นจองซื้อหรือซื้อหลักทรัพย์ที่ตนหรือบุคคลอื่นออกหรือเสนอขาย” จากนิยามดังกล่าวแสดงให้เห็นได้ว่า หนังสือชี้ชวนนี้ใช้เพื่อวัตถุประสงค์ในการโฆษณาชี้ชวนต่างจากแบบแสดงรายการข้อมูลที่ใช้เพื่อวัตถุประสงค์ในการเปิดเผยข้อมูลที่จำเป็น

โดยเฉพาะ และก็หมายความว่าได้อีกว่าหนังสือชี้ชวนนี้อาจถูกใช้โดยบุคคลอื่นที่มีใช้กิจการผู้ออกหลักทรัพย์หรือเจ้าของหลักทรัพย์ได้ซึ่งหมายถึงบุคคลอื่นซึ่งเป็นผู้ขายหลักทรัพย์นั้น (actual seller) นอกเหนือจากบุคคลที่ระบุไว้ในมาตรา 80 ดังกล่าว ซึ่งตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา กำหนดให้บุคคลซึ่งต้องรับผิดชอบในกรณีนี้ได้แก่บุคคลที่ทำการขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้เสียหายโดยตรง หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งมีบุคคลที่ต้องรับผิดชอบได้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ตามความเป็นจริง (actual seller) และซึ่งมีความสัมพันธ์ใกล้ชิดต่อกัน (seller in privity) เท่านั้น<sup>92</sup> และอาจไม่เกี่ยวข้องกับความรับผิดชอบของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ก็ได้ในกรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์และกิจการผู้ออกหลักทรัพย์มิได้เป็นบุคคลเดียวกัน ดังนั้น ผู้เขียนจึงเห็นว่าในการ โฆษณาชี้ชวนนี้ บุคคลซึ่งต้องรับผิดชอบจึงน่าจะเป็นผู้ขายหลักทรัพย์ตามความเป็นจริง (actual seller) และซึ่งมีความสัมพันธ์ใกล้ชิดต่อกัน (seller in privity) เป็นสำคัญเท่านั้น เว้นแต่ บุคคลตามมาตรา 80 ดังกล่าวจะเป็นผู้ขายหลักทรัพย์และใช้โฆษณาชี้ชวนนั้นโดยตรง

### 3.3.4.3 ข้อต่อสู้ตามกฎหมาย

บุคคลซึ่งอาจตกเป็นจำเลยในกรณีนี้สามารถมีข้อต่อสู้ได้เช่นเดียวกับกรณีของนิติกรรมที่ตกเป็นโมฆียะซึ่งได้กล่าวมาแล้วในหัวข้อ 3.3.2.3 ส่วนในกรณีที่เป็นการฟ้องร้องให้รับผิดชอบอันเนื่องมาจากมูลละเมิดนั้น บุคคลซึ่งตกเป็นจำเลยสามารถยกข้อต่อสู้ว่าตนมิได้จงใจหรือประมาทเลินเล่อทำละเมิดต่อโจทก์ได้

### 3.3.4.4 การใช้สิทธิเรียกร้องตามกฎหมาย

นักลงทุนอาจเลือกใช้สิทธิเรียกร้องอย่างใดอย่างหนึ่งได้ขึ้นอยู่กับแต่ละพฤติการณ์ในแต่ละเรื่อง ตามมาตรา 176 วรรคท้ายแห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ กำหนดไว้ว่าการใช้สิทธิเรียกร้องอันเกิดแต่การกลับคืนสู่ฐานะเดิมนี้จะต้องใช้ภายในหนึ่งปีนับแต่วันที่บอกล้างโมฆียกรรม ดังนั้น จึงเป็นสิทธิเรียกร้องที่มีกำหนดอายุการใช้สิทธิเรียกร้องภายในหนึ่งปีนับแต่บอกล้างนิติกรรม และตามมาตรา 181 ของกฎหมายฉบับเดียวกัน สิทธิในการบอกล้างนี้จะต้องใช้ภายในหนึ่งปีนับแต่เวลาที่อาจให้สัตยาบันได้ หรือภายในสิบปีนับแต่ได้กระทำการอันเป็นโมฆียะนั้น แต่อย่างไรก็ตาม หากเป็นกรณีที่เป็นการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรก (IPO) ของบริษัทมหาชนนั้น สิทธิในการบอกล้างหรือร้องขอให้ศาลเพิกถอนการที่ตนได้ซื้อหุ้นไว้โดยสำคัญผิดจะมีอยู่เพียงก่อนที่บริษัทมหาชนดังกล่าวจะมีสถานะเป็นนิติบุคคลเท่านั้น ทั้งนี้ ตามมาตรา 47 แห่ง

<sup>92</sup> Section 12a(2) รับบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (แก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2544) ตามที่ได้กล่าวมาแล้ว และหากเป็นการฟ้องร้องเรียกค่าเสียหายอันเกิดแต่มูลละเมิดแล้ว ตามมาตรา 448 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ กำหนดให้ต้องฟ้องร้องภายในกำหนดหนึ่งปีนับแต่วันที่ผู้ต้องเสียหายรู้ถึงการละเมิดและรู้ตัวผู้จะพึงต้องชดใช้ค่าสินไหมทดแทนหรือภายในกำหนดสิบปีนับแต่วันทำละเมิด



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 4

### วิเคราะห์ปัญหา

จากการศึกษากฎหมายว่าด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนและความรับผิดในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตามกฎหมายของสหรัฐอเมริกา ประเทศอังกฤษ และประเทศไทย ตามที่ได้กล่าวมาแล้วในบทที่ 2 และบทที่ 3 นั้น ทำให้พบว่าความรับผิดในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้นเกิดจากการแสดงข้อมูลที่กฎหมายกำหนดให้มีการเปิดเผยในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในลักษณะที่มีข้อความอันเป็นเท็จ (untrue) หรือขาดข้อความจริงซึ่งควรต้องแจ้ง (omission) ในสาระสำคัญ หรือที่ผู้เขียน ได้กล่าวเรียกสั้นๆอีกอย่างหนึ่งว่าเป็น “การเปิดเผยข้อมูลที่มีข้อบกพร่อง” หรือเกิดจากกรณีที่มีข้อความที่ทำให้เกิดการสำคัญผิดในการแสดงเจตนาทำนิติกรรม (misleading) ซึ่งสามารถสรุปได้ว่าความรับผิดดังกล่าวได้แก่ความรับผิดในความเสียหายอันเนื่องมาจากมูลละเมิด (tort) และความรับผิดอันเนื่องมาจากการทำให้สำคัญผิดในการแสดงเจตนาทำนิติกรรม (misrepresentation) โดยที่ความรับผิดอันเนื่องมาจากมูลละเมิดดังกล่าวหมายถึงการละเมิดต่อหน้าที่และข้อกำหนดที่กฎหมายบัญญัติไว้ให้ผู้ประสงค์ที่จะเสนอขายหลักทรัพย์ต้องปฏิบัติตาม และความรับผิดอันเนื่องมาจากการทำให้สำคัญผิดในการแสดงเจตนาทำนิติกรรมดังกล่าวหมายถึงความรับผิดอันเนื่องมาจากการที่ผู้เสนอขายหลักทรัพย์เปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนอย่างมีข้อบกพร่อง ทำให้เกิดการบิดเบือนการตัดสินใจเข้าลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุน

ผู้เขียนพบว่า กฎหมายว่าด้วยความรับผิดในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และกฎหมายอื่นที่เกี่ยวข้องนั้น มีปัญหาที่จะต้องพิจารณาดังต่อไปนี้

#### 4.1 ปัญหาเกี่ยวกับบทบัญญัติของกฎหมายว่าด้วยความรับผิดในทางแพ่งในกรณีที่ไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎหมายเกี่ยวกับการทำ Filing

ตามที่ได้กล่าวมาแล้วในหัวข้อ 3.3.2 ว่ากรณีกับผู้เสนอขายหลักทรัพย์ไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎหมายเกี่ยวกับการทำ Filing ซึ่งได้แก่กรณีที่ไม่ปฏิบัติตามมาตรา 65 และมาตรา 79 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 นั้นสามารถปรับบทกฎหมายเข้ากับกรณีการแสดงเจตนาในการทำนิติกรรม โดยสำคัญผิดในคุณสมบัติของทรัพย์สินตามมาตรา 157



แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ซึ่งจะทำให้นิติกรรมนั้นตกเป็นโมฆียะ ในกรณีที่มีการแสดงข้อความอันก่อให้เกิดการชักจูงให้เข้าทำนิติกรรมโดยมีข้อมูลที่ก่อให้เกิดการสำคัญผิด และผลของนิติกรรมดังกล่าวก็จะต้องเป็นไปตามที่ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์กำหนดไว้เกี่ยวกับโมฆียกรรม แต่หากได้ลองพิจารณาอย่างละเอียดแล้วจะเห็นได้ว่า รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 ของประเทศสหรัฐอเมริกา กำหนดความรับผิดและผลแห่งความรับผิดนี้เอาไว้เป็นการเฉพาะต่างหากจากหลักกฎหมายแพ่งทั่วไป<sup>1</sup> โดยกำหนดในลักษณะที่เป็นความรับผิดเด็ดขาด (strict liability) ไว้แก่บุคคลซึ่งทำการขายหลักทรัพย์นั้นให้แก่ผู้เสียหายตามความเป็นจริงและซึ่งมีความสัมพันธ์ใกล้ชิดต่อกัน หรือที่เรียกว่า “Sale of Unregistered Security” ตามที่ได้กล่าวมาแล้ว หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่าการที่กฎหมายของประเทศไทยกำหนดให้เป็นความรับผิดเด็ดขาดนี้ทำให้ผู้ซึ่งตกเป็นจำเลยต้องมีความรับผิดตามกฎหมายทันทีที่ปรากฏว่าไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎหมายเกี่ยวกับการทำ Filing โดยไม่ต้องพิสูจน์ว่าโจทก์มีความเชื่อหรือถูกชักจูงให้เข้าทำนิติกรรมแต่อย่างใด<sup>2</sup> กรณีของกฎหมายไทยก็มีลักษณะทำนองเดียวกับที่ปรากฏในกฎหมายของประเทศอังกฤษซึ่งปรับเข้ากับหลัก Misrepresentation ตามกฎหมายคอมมอนลอว์และ Misrepresentation Act 1967 ตามที่กล่าวมาแล้ว ภาระพิสูจน์จะตกอยู่กับโจทก์โดยที่เพื่อเป็นการแสดงว่ามีการสำคัญผิดเกิดขึ้น ในกรณีที่เป็นการทำให้เกิดการสำคัญผิดโดยเจตนาฉ้อฉล (fraudulent) โจทก์ก็จะต้องสามารถพิสูจน์ได้ว่าความสำคัญผิดนั้นเกิดจากการที่จำเลยรู้ถึงความไม่ถูกต้อง (falsehood) ของข้อมูลนั้นหรือขาดความไตร่ตรอง (reckless) หรือในกรณีที่เป็นการทำให้เกิดการสำคัญผิดโดยประมาท (negligent) โจทก์ก็จะต้องแสดงว่าแม้จำเลยจะไม่รู้ถึงความไม่ถูกต้องของข้อมูลนั้นแต่จำเลยก็ไม่ได้ใช้ความระมัดระวังตามสมควร หรือในกรณีที่จำเลยมิได้มีเจตนาฉ้อฉล และได้ใช้ความระมัดระวังตามสมควรแล้ว (innocent) โจทก์ก็จะต้องแสดงว่าโจทก์ถูกชักจูงให้เข้าทำนิติกรรมโดยสำคัญผิดโดยข้อความที่จำเลยได้แสดงไว้นั้น<sup>3</sup> และภายใต้หลักกฎหมายแพ่งทั่วไปแล้ว ผู้ซึ่งถูกทำให้สำคัญผิดในการแสดงเจตนาทำนิติกรรมนั้นก็จะไม่สามารถฟ้องร้องให้อีกฝ่ายหนึ่งต้องรับผิดได้หากไม่สามารถพิสูจน์ได้ว่าถูกชักจูงให้เข้าทำนิติกรรมโดยสำคัญผิด แต่แม้ว่าตามกฎหมายของประเทศอังกฤษซึ่งไม่มีบทบัญญัติความรับผิดเด็ดขาดเอาไว้ดังเช่นกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาก็ตาม แต่การพิสูจน์ในเรื่องนี้ซึ่งเป็นไปได้ยากดังนั้นในคดีหลายคดีที่เกิดขึ้นศาลของประเทศอังกฤษจึงสันนิษฐานในเรื่องการถูกชักจูงให้เข้าทำนิติกรรมโดยสำคัญผิดหรือ

<sup>1</sup> Section 12(1) รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>2</sup> Philip R Wood, International Loans, Bonds and Securities Regulation (London: Sweet & Maxwell, 1995), p. 308

<sup>3</sup> Ibid., pp. 308-309

ความเชื่อตามเนื้อความที่จำเลยได้แสดงไว้ให้เป็นประโยชน์แก่จำเลย<sup>4</sup> แต่ตามกฎหมายของประเทศ  
ไทยและแนวคำวินิจฉัยของศาลไทยก็ยังไม่เคยปรากฏลักษณะเช่นนี้มาก่อน

ดังนั้น ปัญหาในเรื่องนี้จึงเป็นปัญหาเรื่องภาวะพิสูจน์ถึงการถูกทำให้สำคัญผิดใน  
การแสดงเจตนาเข้าทำนิติกรรม ซึ่งตามหลักกฎหมายของประเทศอังกฤษเรียกว่าเป็นการพิสูจน์  
เรื่องการถูกชักจูงให้เข้าทำนิติกรรม (inducement) หรือตามหลักกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา  
เรียกว่าการพิสูจน์เรื่องความเชื่อ (reliance) ในข้อมูลที่ได้มีการแสดงออกมา

นอกจากนี้ การปรับเข้าบทบัญญัติกฎหมายว่าด้วยนิติกรรมนั้นทำให้ผลของนิติกรรม  
ที่ตกเป็นโมฆะนี้มีข้อจำกัดตามกฎหมายเกิดขึ้น กล่าวคือ นิติกรรมที่ตกเป็นโมฆะก่อให้เกิดสิทธิ  
ในการบอกล้างนิติกรรมนั้นซึ่งจะทำให้คู่กรณีสามารถกลับคืนสู่ฐานะเดิมได้ เช่นเดียวกับที่ตาม  
กฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาได้กำหนดให้นักลงทุนมีสิทธิบอกเลิกการโอนหลักทรัพย์ราย  
นั้น (right of rescission) โดยการที่นักลงทุนจะต้องส่งมอบหลักทรัพย์นั้นคืนแก่ผู้ขายในขณะที่  
ผู้ขายก็ต้องชำระเงินที่ได้รับมาคืนแก่นักลงทุนพร้อมด้วยดอกเบี้ยคิดนับหักด้วยผลประโยชน์ที่  
ได้รับอันเนื่องมาจากหลักทรัพย์นั้น เช่น เงินปันผล หรือดอกเบี้ยจ่าย เป็นต้น และในกรณีที่มีการ  
โอนหลักทรัพย์นั้นไปให้แก่บุคคลภายนอกแล้วก็ยังสามารถเรียกร้องเอาค่าเสียหายตามที่มีการ  
พิสูจน์ได้ด้วย<sup>5</sup> ซึ่งค่าเสียหายนี้อาจได้แก่ส่วนต่างราคาหลักทรัพย์ที่ตนซื้อเท่ากับราคาหลักทรัพย์ที่  
โอนไปยังบุคคลภายนอก เป็นต้น ตามที่ได้กล่าวมาแล้ว

แต่การบอกล้างนิติกรรมตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์นี้มีข้อจำกัดว่าจะไม่  
สามารถกระทำได้หากได้มีการให้สัตยาบันแล้ว การให้สัตยาบันนี้ย่อมสามารถเกิดขึ้นได้ทั้งโดย  
วิธีการขัดแย้งหรือโดยปริยาย การที่นักลงทุนชำระราคาหลักทรัพย์ หรือการใช้สิทธิในการเป็นผู้ถือ  
หลักทรัพย์รับเอาผลประโยชน์ตามหลักทรัพย์นั้น หรือการใช้สิทธิออกเสียงของหุ้นที่ตนถือครอง  
อยู่ หรือการพยายามที่จะโอนขายหลักทรัพย์นั้นไปยังบุคคลภายนอก ภายหลังจากที่ตนได้รับทราบ  
ถึงข้อที่ก่อให้เกิดความสำคัญผิดนั้นก็ย่อมถือได้ว่าเป็นการให้สัตยาบันแก่การกระทำนั้นแล้วโดย  
ปริยายและไม่อาจจะทำการบอกล้างนิติกรรมนั้นได้อีกต่อไป<sup>6</sup> ตามมาตรา 180(1), (5) หรือ (6) แห่ง  
ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ แล้วแต่กรณี ปัญหาที่ยากแก่การพิสูจน์จึงเกิดขึ้นในการพิจารณา  
คดีของศาลก็คือว่า โจทก์ได้กระทำการอันถือเป็นการให้สัตยาบันไปก่อนที่โจทก์จะล่วงรู้ถึง

<sup>4</sup> Ibid., pp. 313-314

<sup>5</sup> Section 12a รัฐบาลบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>6</sup> Philip R Wood, International Loans, Bonds and Securities Regulation, p. 315

ความสำคัญผิดดังกล่าวหรือไม่ หากโจทก์ได้กระทำไปภายหลังที่โจทก์รู้ถึงความสำคัญผิดแล้วก็ย่อมถือได้ว่าเป็นการให้สัตยาบันแก่การนั้นแล้วและไม่อาจบอกล้างนิติกรรมรวมทั้งไม่อาจทำให้คู่กรณีกลับคืนสู่ฐานะเดิมได้ด้วย ปัญหาในข้อนี้หากพิจารณารัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 ของประเทศสหรัฐอเมริกาแล้วจะพบว่ากรณีที่กฎหมายกำหนดให้มีลักษณะเป็นความรับผิดชอบอย่างเด็ดขาดนั้นทำให้กฎหมายไม่สนใจองค์ประกอบในเรื่องการให้สัตยาบันแก่นิติกรรมนั้นเลย เพราะในความเป็นจริงแล้วการกระทำบางอย่างก็ทำเพื่อบรรเทาความเสียหายที่เกิดขึ้นอย่างฉับพลันทันด่วน เช่น การโอนขายหลักทรัพย์ไปในทันทีที่รู้ถึงข้อมูลที่บกพร่องบางอย่าง เป็นต้น หรือแม้ว่าการกระทำนั้นจะได้กระทำขึ้นก่อนที่โจทก์จะล่วงรู้ถึงข้อที่ทำให้เกิดความสำคัญผิดขึ้นก็ตาม กฎหมายก็ควรจะต้องเปิดช่องให้สามารถเยียวยาความเสียหายได้ด้วยไม่ควรถือว่าคดีสิทธิที่จะได้รับการเยียวยาความเสียหายเลยเสียทีเดียว ดังนั้น กฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาจึงได้กำหนดเอาไว้อย่างชัดเจนว่าให้บุคคลซึ่งถูกฟ้องเป็นจำเลยต้องปฏิบัติหรือมีความรับผิดชอบอย่างไรบ้าง และความรับผิดชอบนี้เกิดขึ้นทันทีที่จำเลยกระทำการฝ่าฝืนต่อข้อกำหนดของกฎหมายเกี่ยวกับการทำ Filing โดยไม่ต้องพิจารณาว่าโจทก์ได้กระทำการอันเป็นการให้สัตยาบันแล้วหรือไม่อย่างไร ดังนั้น ข้อจำกัดที่เกิดขึ้นในการบอกล้างนิติกรรมที่ตกเป็น โฆษณานี้จึงเป็นข้อจำกัดที่ไม่สมควรจะนำมาใช้กับความรับผิดชอบในทางแพ่งในกรณีนี้

และแม้ว่าตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ จะกำหนดให้การกระทำบางอย่างที่ได้กระทำขึ้นก่อนที่โจทก์จะล่วงรู้ถึงข้อที่ทำให้เกิดความสำคัญผิดขึ้นซึ่งทำให้พ้นวิสัยที่จะทำให้กลับคืนสู่ฐานะเดิม เช่น การโอนขายหลักทรัพย์ไปก่อนที่โจทก์จะรู้ถึงความจริงนั้น เป็นต้น ซึ่งมาตรา 176 วรรคแรกแห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ กำหนดให้โจทก์มีสิทธิได้รับชดเชยค่าเสียหายแทนก็ตาม ก็อาจมีปัญหาอีกว่าการพ้นวิสัยที่จะทำให้กลับคืนสู่ฐานะเดิม เช่น การที่โจทก์ได้โอนขายหลักทรัพย์นั้นให้แก่บุคคลภายนอกแล้วการโอนไปยังบุคคลภายนอกก่อนที่โจทก์จะล่วงรู้ถึงข้อที่ทำให้เกิดความสำคัญผิดหรือเป็นการให้สัตยาบันแก่นิติกรรมนั้น และโจทก์ก็ยังคงเผชิญกับปัญหาเรื่องภาระพิสูจน์ถึงการสำคัญผิดในการแสดงเจตนาเข้าทำนิติกรรม ซึ่งได้แก่การพิสูจน์ถึงการถูกชักจูงให้เข้าทำนิติกรรม (inducement) หรือความเชื่อ (reliance) ในข้อที่ก่อให้เกิดความสำคัญผิดนั้น

ดังนั้น จึงเห็นได้ว่ากฎหมายที่ใช้บังคับอยู่ในปัจจุบันนั้นสร้างภาระในการพิสูจน์ให้แก่โจทก์เกินสมควร เนื่องจากกฎหมายในเรื่องนี้ควรจะต้องมีวัตถุประสงค์ในการคุ้มครองผลประโยชน์ของนักลงทุนและไม่ให้นักลงทุนต้องมีภาระหรือความยากลำบากเกินไปในการใช้สิทธิเรียกร้องของตนเอง และการฝ่าฝืนข้อกำหนดของกฎหมายเกี่ยวกับการทำ Filing ก็ควรถือเป็นเรื่องที่ก่อให้เกิดความรับผิดชอบอย่างเด็ดขาดขึ้นทันที หากกำหนดไว้เป็นลักษณะของความรับผิดชอบ

เด็ดขาดดังเช่นกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาแล้วปัญหาเหล่านี้ก็จะหมดไป นอกจากนี้ กรณีดังกล่าวไม่อยู่ในบังคับของบทบัญญัติตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เนื่องจากมิได้มีการกำหนดความรับผิดในลักษณะนี้ไว้โดยตรง คงมีแต่เพียงเพียงความรับผิดในทางอาญาเท่านั้น ทั้งที่ความเป็นจริงแล้วกรณีดังกล่าวนี้เป็นกรณีที่กฎหมายควรจะให้ความคุ้มครองในทางแพ่งไว้เป็นลำดับแรกเพราะการ Filing เป็นหัวใจสำคัญของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน การฝ่าฝืนไม่ปฏิบัติตามการข้อกำหนดของกฎหมายเกี่ยวกับการทำ Filing ควรถือเป็นกรณีที่ต้องมีความรับผิดในทางแพ่งตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และโดยที่บทบัญญัติของกฎหมายควรจะให้โอกาสแก่นักลงทุนให้สามารถบอกเลิกการโอนหลักทรัพย์ได้ในทุกกรณีที่มีการฝ่าฝืนข้อกำหนดของกฎหมายเกี่ยวกับการทำ Filing และเปิดช่องให้นักลงทุนสามารถเรียกร้องให้กลับคืนสู่ฐานะเดิมได้หรือเรียกร้องค่าเสียหายตามที่มีการพิสูจน์ได้ในกรณีที่หลักทรัพย์นั้นได้โอนไปยังบุคคลภายนอกแล้ว

นอกจากนี้หากได้มีการบัญญัติไว้เป็นความรับผิดอย่างเด็ดขาดแล้ว การฟ้องคดีต่อศาลเพื่อขอให้มีการเพิกถอนการ โอนหุ้นที่จำหน่ายเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering หรือ IPO) ของบริษัทมหาชนก็มิใช่เป็นการร้องขอให้ศาลเพิกถอนการที่ตนได้ซื้อหุ้นไว้โดยสำคัญผิดอีกต่อไป จึงไม่อยู่ภายใต้บังคับของมาตรา 47 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (แก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2544) ที่จะต้องร้องขอให้เพิกถอนการที่ตนได้ซื้อหุ้นไว้โดยสำคัญผิดก่อนที่บริษัทมหาชนดังกล่าวจะมีสถานะเป็นนิติบุคคลเท่านั้น

#### 4.2 ปัญหาเกี่ยวกับบทบัญญัติของกฎหมายว่าด้วยความรับผิดในทางแพ่งในกรณีที่แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนมีข้อความเป็นเท็จ หรือขาดข้อความต้องแจ้งในสาระสำคัญ

##### 4.2.1 ปัญหาเกี่ยวกับเงื่อนไขของการใช้สิทธิเรียกร้องตามมาตรา 82 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

มาตรา 82 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดเงื่อนไขการใช้สิทธิเรียกร้องไว้โดยที่จะต้องเป็นบุคคลซึ่งซื้อหลักทรัพย์จากผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนจำกัด บริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์และยังเป็นเจ้าของหลักทรัพย์อยู่ และได้รับความเสียหายจากการนั้นเท่านั้น

จะเห็นได้ว่ากฎหมายกำหนดให้บุคคลที่จะสามารถมีสิทธิเรียกร้องตามมาตรา 82 ดังกล่าวไว้จะต้องเป็นบุคคลที่ซื้อหลักทรัพย์จากผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนจำกัด บริษัทหรือ

เจ้าของหลักทรัพย์โดยตรงเท่านั้น จึงเท่ากับว่าพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่ยอมรับหลักการในเรื่อง “source-tracing requirement” ต่างกับกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาที่ปรากฏในคดี Barnes V. Osofsky ในปี 1967 ตามที่ได้กล่าวมาแล้ว ซึ่งในคดีดังกล่าวได้เกิดเป็นบรรทัดฐานว่าความรับผิดชอบเนื่องมาจากความบกพร่องของแบบแสดงรายการข้อมูลนั้น บุคคลผู้มีสิทธิเรียกร้องได้แก่บุคคลที่ซื้อหลักทรัพย์มาจากกิจการผู้ออกหลักทรัพย์โดยตรง และบุคคลซึ่งรับซื้อหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายกันอยู่ก่อนแล้วซึ่งสามารถเชื่อมโยง (trace) ความเสียหายที่เกิดขึ้นแก่หลักทรัพย์ของตนให้ศาลเห็นได้ว่าเป็นผลมาจากข้อความอันเป็นเท็จหรือขาดข้อความอันควรต้องแจ้งในสาระสำคัญในแบบแสดงรายการข้อมูลทำให้มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของตน ดังนั้น ตามกฎหมายของประเทศไทยจึงไม่จำเป็นที่จะต้องเป็นผู้ซื้อหลักทรัพย์นั้นมาโดยตรงจากกิจการผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น

นอกจากนี้ ตามกฎหมายของประเทศไทย FSMA 2000 ยังได้บัญญัติรับรองการใช้สิทธิเรียกร้องในลักษณะนี้แก่นักลงทุนซึ่งรับซื้อหลักทรัพย์นั้นมาในลำดับหลังๆ ด้วย ซึ่งเรียกธุรกรรมที่เกิดขึ้นดังกล่าวว่า “Dealings in the after-market”<sup>7</sup> คล้ายๆกับหลัก “source-tracing requirement” ตามกฎหมายของประเทศไทย

แต่ผู้เขียนเห็นว่าหากพิจารณาระบบการจัดจำหน่ายและซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีอยู่ในปัจจุบันซึ่งกระทำผ่านนายหน้าและผู้ค้าหลักทรัพย์ (broker-dealer) ครั้งละจำนวนมากๆ (fungible stores) หลักในเรื่อง source-tracing requirement จึงแทบจะเกิดขึ้นไม่ได้เลยและเป็นการยากที่จะพิสูจน์ได้ความตามนั้น อีกทั้งเป็นการขยายหลักความรับผิดชอบที่เกิดขึ้นในตลาดแรกออกไปโดยไม่จำเป็นทำให้อาจเกิดความไม่แน่นอนแก่ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ที่อาจต้องรับผิดชอบต่อนักลงทุนที่ซื้อหลักทรัพย์นั้นไว้ในคราวก่อนๆจนกว่าจะสิ้นกำหนดอายุความด้วย จึงเห็นด้วยที่ไม่มีการบัญญัติรับรองหลัก “source-tracing requirement” ไว้ในเงื่อนไขการใช้สิทธิเรียกร้องตามมาตรา 82 ดังกล่าว

การที่มาตรา 82 ดังกล่าวไม่รับรองหลักการในเรื่อง “source-tracing requirement” เอาไว้แล้วย่อมเท่ากับว่าไม่ประสงค์จะให้บุคคลอื่นนอกจากบุคคลที่ซื้อหลักทรัพย์นั้นมาโดยตรงจากผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนจำกัด บริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์ เป็นผู้ที่มีสิทธิเรียกร้องดังกล่าว และที่ย่อมเป็นการเพียงพอเพื่อวัตถุประสงค์ดังกล่าวแล้วด้วย หามีความจำเป็นที่จะต้องกำหนดให้ผู้มี

<sup>7</sup> Denis Keenan, *Smith & Keenan's Company Law*, 12th ed. (Harlow: Longman, 2002), p.

สิทธิเรียกร้องเป็นผู้ที่ยังเป็นเจ้าของหลักทรัพย์อยู่ไม่ เพราะนักลงทุนที่ซื้อหลักทรัพย์นั้นมาอาจต้องการโอนขายหลักทรัพย์นั้นไปยังบุคคลภายนอกไม่ว่าจะก่อนฟ้องคดีหรือหลังฟ้องคดีแต่ก่อนศาลมีคำพิพากษาก็ตามเพื่อบรรเทาความเสียหายของตนได้ นอกจากนี้ เจื่อนใจในลักษณะเดียวกันนี้ไม่พบในกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาและกฎหมายของประเทศอังกฤษ ผู้เขียนเห็นว่าพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เพียงแต่ประสงค์ที่จะจำกัดขอบเขตของการใช้สิทธิเรียกร้องไว้แก่การเรียกร้องอันเนื่องมาจากการซื้อขายในลำดับหรือช่วงแรกเพียงช่วงเดียวเท่านั้น ซึ่งการที่บทบัญญัติดังกล่าวจำกัดไว้เพียงบุคคลซึ่งเป็นผู้ซื้อหลักทรัพย์นั้นมาโดยตรงเท่านั้นย่อมน่าจะเป็นการเพียงพอแล้ว นอกจากนี้ ในประเทศสหรัฐอเมริกายังกำหนดให้โจทก์สามารถนำราคาของหลักทรัพย์ที่โอนขายไปยังบุคคลภายนอกไม่ว่าก่อนหรือภายหลังจากฟ้องคดีมาใช้ในการคำนวณค่าเสียหายที่เกิดขึ้นได้ ตามที่ได้กล่าวมาแล้วในหัวข้อ 3.1.2 และจะได้กล่าวต่อไปในประเด็นปัญหาเกี่ยวกับการกำหนดความเสียหาย ดังนั้น หากกฎหมายจำกัดเฉพาะแต่บุคคลที่ยังเป็นเจ้าของหลักทรัพย์นั้นอยู่แล้วจะทำให้บุคคลที่โอนขายหลักทรัพย์นั้นไปยังบุคคลภายนอกเพื่อบรรเทาความเสียหายของตนเองไม่สามารถใช้สิทธิเรียกร้องในข้อนี้ได้ กฎหมายจึงไม่ควรจำกัดเงื่อนไขในการใช้สิทธิเรียกร้องในข้อนี้ไว้

#### 4.2.2 ปัญหาที่เกี่ยวกับข้อต่อสู้ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ของจำเลย

ตามที่ได้กล่าวมาแล้วในหัวข้อ 3.3.3 ความรับผิดชอบในทางแพ่งตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 82 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 นั้น หากกล่าวโดยสรุปแล้วบุคคลซึ่งอาจต้องรับผิดชอบตามมาตรานี้สามารถยกข้อต่อสู้ตามที่บัญญัติไว้ในมาตรา 82 มาตรา 83 มาตรา 84 และมาตรา 86 แห่งพระราชบัญญัตินี้ดังกล่าวขึ้นเพื่อบอกปิดความรับผิดชอบของตนได้ ข้อต่อสู้ดังกล่าวได้แก่

(1) ข้อต่อสู้ว่าข้อบกพร่องนั้น ไม่ใช่ข้อบกพร่องอันเป็นสาระสำคัญตามมาตรา 82 วรรคแรก แห่งพระราชบัญญัตินี้ดังกล่าว หรือ ข้อต่อสู้ว่าโจทก์เป็นผู้ซื้อหลักทรัพย์มาก่อนที่จะปรากฏความบกพร่องเกินกว่าหนึ่งปีนับแต่วันที่แบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ และร่างหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับ ตามมาตรา 82 วรรคท้าย แห่งพระราชบัญญัตินี้ดังกล่าว หรือ

(2) บุคคลตามมาตรา 83 ดังกล่าวสามารถพิสูจน์ได้ว่าตนไม่มีส่วนรู้เห็น หรือโดยตำแหน่งหน้าที่ตน ไม่อาจล่วงรู้ถึงความแท้จริงของข้อมูล หรือการขาดข้อความซึ่งควรต้องแจ้งในแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนนั้น ก็สามารถบอกปิดไม่ต้องรับผิดชอบได้ หรือ

(3) จำเลยสามารถพิสูจน์ได้ว่าผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้รู้หรือควรจะได้รู้ว่าข้อความหรือรายการเป็นเท็จ หรือขาดข้อความที่ควรต้องแจ้งในสาระสำคัญ ตามมาตรา 84(1) แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าว หรือ

(4) จำเลยสามารถพิสูจน์ได้ว่าความเสียหายที่เกิดขึ้นอันมิใช่เป็นผลมาจากการได้รับข้อความหรือรายการที่เป็นเท็จหรือขาดข้อความที่ควรต้องแจ้งในสาระสำคัญ ก็สามารถบอกปิดไม่ต้องรับผิดชอบได้เช่นกัน ตามมาตรา 84(2) แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าว หรือ

(5) สิทธิเรียกร้องขาดอายุความตามมาตรา 86 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าว

ในการจัดทำแบบแสดงรายการข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้น จะต้องผ่านกระบวนการซึ่งอาศัยความร่วมมือจากบุคคลหลายฝ่ายที่เรียกว่า Joint Preparation Process ตามที่ได้กล่าวมาแล้ว และเป็นเหตุผลประการสำคัญที่ทำให้บุคคลต่างๆซึ่งมีส่วนร่วมในกระบวนการดังกล่าวนั้นจะต้องมีความรับผิดชอบร่วมกับกิจการผู้ออกหลักทรัพย์และแม้ว่ากฎหมายจะได้เปิดช่องให้บุคคลผู้ซึ่งต้องร่วมรับผิดชอบดังกล่าวสามารถยกข้อต่อสู้บางประการขึ้นเพื่อบอกปิดความรับผิดชอบของตนได้ก็ตามก็ยังคงถือว่าเป็นกรณีที่ถูกกฎหมายได้กำหนดความรับผิดชอบอย่างเด็ดขาดไว้ตามที่ได้กล่าวมาแล้วในหัวข้อที่ 3.3.3 ข้อต่อสู้ตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 84 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 เป็นข้อต่อสู้ทั่วไปของบุคคลซึ่งต้องรับผิดชอบ แต่แท้ที่จริงแล้วผู้เขียนเห็นว่าก็คือเงื่อนไขอย่างหนึ่งของการใช้สิทธิเรียกร้องของโจทก์ตามมาตรา 82 แห่งพระราชบัญญัติฉบับเดียวกัน โดยที่กฎหมายมิได้เขียนรวมไว้ในมาตราเดียวกันแต่นำมาเขียนคนละมาตรากัน ทั้งที่ความเป็นจริงแล้วบุคคลซึ่งจะใช้สิทธิเรียกร้องย่อมจะต้องไม่ได้ทราบถึงความบกพร่องในขณะที่ซื้อหลักทรัพย์นั้นและความเสียหายที่เกิดขึ้นก็ต้องเป็นผลมาจากการกระทำของจำเลยโดยตรงจึงจะถือว่ามิสิทธิในการใช้สิทธิเรียกร้องนั้นได้ตามกฎหมาย แต่ที่กำหนดไว้คนละมาตราก็มีข้อดีก็คือทำให้ถือเป็นข้อต่อสู้ของฝ่ายจำเลยโดยปริยายเพราะภาระการพิสูจน์ตามมาตรา 84 ดังกล่าวนี้อยู่ที่จำเลยซึ่งเป็นผู้กล่าวอ้างข้อเถียงนั้น ดังนั้น ผู้เขียนจึงเห็นว่าเฉพาะข้อต่อสู้ตามที่ระบุไว้ในมาตรา 83 ดังกล่าวเท่านั้นที่ถือเป็นข้อต่อสู้ตามกฎหมายที่แท้จริงที่จำเลยสามารถยกขึ้นปิดความรับผิดชอบจากการกระทำที่ตนมีส่วนรับผิดชอบตามมาตรา 82 ดังกล่าว ส่วนข้อต่อสู้ที่ระบุไว้ในมาตรา 84 ดังกล่าวเป็นเพียงข้อต่อสู้ว่าโจทก์ไม่มีอำนาจฟ้องอย่างไรเท่านั้น

แต่จากการที่ได้ศึกษากฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาและกฎหมายประเทศอังกฤษแล้วพบว่าข้อต่อสู้อื่นๆนอกจากที่ระบุไว้ในมาตรา 82 มาตรา 83 มาตรา 84 และมาตรา 86 ดังกล่าวที่เป็นที่ยอมรับโดยทั่วไปเป็นสากลในเรื่องนี้นั้นได้แก่ข้อต่อสู้ที่เรียกว่า Whistle-Blowing Defense และ Due Diligence Defense ซึ่งเมื่อพิจารณาตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาด

หลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 แล้วพบว่าไม่มีการบัญญัติรับรองข้อต่อผู้ดังกล่าวไว้อย่างชัดเจนแต่อย่างใด ตามที่จะได้กล่าวต่อไปนี้

#### 4.2.2.1 ปัญหาเรื่องการยกข้อต่อผู้ในเรื่อง Whistle-Blowing Defense

เมื่อกฎหมายกำหนดในเรื่อง Joint Preparation Process และความรับผิดชอบร่วมกันของบุคคลที่เกี่ยวข้องต่างๆไว้ ในกรณีที่บุคคลดังกล่าวมิได้มีส่วนในความเสียหายที่เกิดขึ้นหรือได้กระทำการเพื่อป้องกันความเสียหายอย่างเต็มที่แล้ว กฎหมายก็ควรที่จะให้ทางออกแก่บุคคลดังกล่าวเพื่อที่จะไม่ต้องรับผิด หลักในเรื่อง Whistle-Blowing Defense นี้ มีที่มาจากกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาตามที่ได้กล่าวมาแล้ว แต่ในขณะที่เดียวกันแม้กฎหมายของประเทศอังกฤษจะไม่ได้ใช้คำพูดในลักษณะเดียวกันนี้ แต่ก็ปรากฏหลักการเดียวกันใน FSMA 2000 และ POS เช่นเดียวกัน ทั้งนี้เพื่อให้ทางออกแก่บุคคลซึ่งอาจมีส่วนร่วมรับผิดตามกฎหมายได้มีโอกาสทำการแก้ไขข้อบกพร่องนั้น อีกทั้งยังเป็นการประกาศเตือนให้นักลงทุนและองค์กรกำกับดูแลตลาดทุนของรัฐได้รับทราบถึงความบกพร่องดังกล่าวเป็นการล่วงหน้าเพื่อหาทางป้องกันความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นตามมาด้วย

หลักในเรื่อง Whistle-Blowing Defense ตามกฎหมายของประเทศไทยสามารถพิสูจน์ได้ว่าแก่บุคคลซึ่งต้องรับผิดตามกฎหมายนอกจากกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuer) สามารถพิสูจน์ได้ว่าเมื่อตนพบข้อบกพร่องในแบบแสดงรายการข้อมูลแล้วได้ดำเนินการลาออกจากตำแหน่งซึ่งเกี่ยวข้องกับความรับผิดในแบบแสดงรายการข้อมูล หรือได้ดำเนินการอย่างใดๆที่จะลาออกหรือเพื่อหยุดการกระทำนั้น ประกอบกับได้แจ้งเป็นหนังสือไปยัง SEC เพื่อปฏิเสธความรับผิดของคนที่เกิดขึ้นก่อนวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีผลใช้บังคับ (effective date) แต่ถ้าหากแบบแสดงรายการข้อมูลนั้นมีผลใช้บังคับแล้วโดยที่ตนไม่รู้เห็น บุคคลดังกล่าวได้ทำการลาออกจากตำแหน่งที่ตนเกี่ยวข้อง และแจ้งไปยัง SEC รวมทั้งแจ้งให้ประชาชนทราบโดยวิธีการตามสมควร (reasonable public notice) ว่าแบบแสดงรายการข้อมูลนั้นได้มีผลใช้บังคับโดยปราศจากความรู้เห็นของตน หากพิสูจน์ได้ดังที่กล่าวมานี้ บุคคลดังกล่าวย่อมสามารถยกข้อต่อผู้ขึ้นยืนผู้เสียหายเพื่อปิดความรับผิดของตนได้



กฎหมายของประเทศอังกฤษก็ปรากฏข้อต่อสู้ในลักษณะเดียวกันนี้โดยมีข้อต่อสู้ในเรื่องการดำเนินการเพื่อแก้ไขข้อบกพร่องตามสมควร (reasonable steps taken to correct defect)<sup>8</sup> ซึ่งสามารถยกขึ้นเพื่อบอกปิดความรับผิดชอบของตนได้หากจำเลยสามารถพิสูจน์ได้ว่าจำเลยได้ดำเนินการใดๆตามสมควรเพื่อที่จะให้นักลงทุนทุกๆไปทราบถึงการแก้ไขข้อบกพร่องนั้นแล้ว หรือเพื่อให้นักลงทุนโดยทุกๆไปทราบว่าผู้เชี่ยวชาญไม่มีความสามารถที่จะทำข้อมูลหรือมิได้ให้ความยินยอมต่อการแสดงข้อมูล (lack of competent or consent of expert) ในการเสนอขายหลักทรัพย์นั้น ทั้งนี้ก่อนที่โจทก์จะซื้อหลักทรัพย์นั้นไว้

มีปัญหาที่จะต้องพิจารณาว่าหลักในเรื่อง Whistle-Blowing Defense นี้กฎหมายของประเทศไทยให้การรับรองหรือไม่ ซึ่งเมื่อพิจารณาข้อความในมาตรา 83 ดังกล่าวซึ่งบัญญัติแต่เพียงว่า “ตน ไม่มีส่วนรู้เห็น หรือโดยตำแหน่งหน้าที่ตน ไม่อาจล่วงรู้ถึงความแท้จริงของข้อมูล หรือการขาดข้อความซึ่งควรต้องแจ้งนั้น” แล้ว จะเห็นได้ว่าบทบัญญัติของกฎหมายดังกล่าวไม่ครอบคลุมถึงและไม่รับรองหลักการของหลัก Whistle-Blowing Defense ดังกล่าว เพราะข้อต่อสู้ในเรื่องนี้ไม่ใช่ข้อต่อสู้ที่แสดงว่าตนนั้น ไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับข้อบกพร่องที่เกิดขึ้น แต่เป็นข้อต่อสู้ในเรื่องที่ว่าตนนั้น ได้พบข้อบกพร่องแล้ว และได้ดำเนินการแก้ไขและแจ้งให้ผู้เกี่ยวข้องทุกฝ่ายได้รับทราบ พร้อมกับได้ดำเนินการอย่างใดๆเพื่อแสดงให้เห็นว่าตนนั้น ไม่เห็นด้วยกับการกระทำที่เกิดขึ้นและถอนตัวจากการมีส่วนร่วมนั้น ดังนั้น จึงเท่ากับว่ากฎหมายของประเทศไทยในปัจจุบันปฏิเสธไม่รับรองให้จำเลยสามารถยกข้อต่อสู้ขึ้นเพื่อบอกปิดความรับผิดชอบของตนเองได้

ดังนั้น หากกฎหมายของประเทศไทยประสงค์ที่จะให้มีการรับรองสิทธิของจำเลยในการยกข้อต่อสู้ดังกล่าวขึ้นเพื่อบอกปิดความรับผิดชอบของตนเองได้ก็จะต้องทำการแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติของกฎหมายที่มีอยู่ โดยที่หลักในเรื่อง Whistle-Blowing ตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาสามารถนำมาใช้ให้เหมาะสมกับกฎหมายของประเทศไทยได้โดยที่การยกข้อต่อสู้ดังกล่าวจะต้องปรากฏว่า

(1) จำเลยที่สามารถยกข้อต่อสู้ดังกล่าวขึ้นได้จะต้องเป็นบุคคลตามมาตรา 83 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งไม่ใช่บริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์ เนื่องจากความรับผิดตามมาตรา 82 แห่งพระราชบัญญัตินี้ดังกล่าวเป็นความรับผิดเด็ดขาดของบริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์ที่ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ต่างกับบุคคลอื่นที่ต้องร่วมรับผิดชอบซึ่งอาจ

<sup>8</sup> Schedule 10 Para. 3) Financial Services and Market Act 2000 และ Regulation 15(3) Public Offers of Securities Regulations 1995

มีข้อต่อสู้ตามกฎหมายได้เช่นเดียวกับกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา<sup>9</sup> บริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์ดังกล่าวอาจยกข้อต่อสู้เพื่อปิดความรับผิดชอบของตนได้เฉพาะในเรื่องข้อบกพร่องอันมิใช่สาระสำคัญ เรื่องอำนาจฟ้องของโจทก์ (เช่น โจทก์เป็นผู้ซื้อหลักทรัพย์มาก่อนที่จะปรากฏความบกพร่องเกินกว่าหนึ่งปีนับแต่วันที่แบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับ เป็นต้น) และในเรื่องอายุความตามที่ระบุไว้ในมาตรา 82 มาตรา 84 และมาตรา 86 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าวเท่านั้น และ

(2) จำเลยจะต้องสามารถพิสูจน์ได้ว่าเมื่อตนพบข้อบกพร่องในแบบแสดงรายการข้อมูลแล้วได้ดำเนินการลาออกจากตำแหน่งซึ่งเกี่ยวข้องกับความรับผิดชอบในแบบแสดงรายการข้อมูลหรือได้ดำเนินการอย่างใดๆที่จะลาออกหรือเพื่อยุติการกระทำนั้น ประกอบกับได้แจ้งเป็นหนังสือไปยังสำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อปฏิเสธความรับผิดชอบของตนที่จะเกิดขึ้นก่อนวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีผลใช้บังคับ (effective date) และ

(3) ถ้าหากแบบแสดงรายการข้อมูลนั้นมีผลใช้บังคับแล้ว จำเลยจะต้องสามารถพิสูจน์ได้ว่าจำเลยได้ทำการลาออกจากตำแหน่งที่ตนเกี่ยวข้อง และแจ้งไปยังสำนักงาน ก.ล.ต. รวมทั้งแจ้งให้ประชาชนทราบโดยวิธีการตามสมควร (reasonable public notice) และพิสูจน์ได้ว่าแบบแสดงรายการข้อมูลนั้นได้มีผลใช้บังคับโดยปราศจากความรู้เห็นของตน

ดังนั้น พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จึงควรที่จะมีบทบัญญัติรับรองให้จำเลยสามารถยกข้อต่อสู้ในลักษณะดังกล่าวขึ้นต่อสู้โจทก์เพื่อบอกปิดความรับผิดชอบของตนได้ ทั้งนี้ เนื่องจากข้อต่อสู้ดังกล่าวนี้มีลักษณะเป็นที่ยอมรับโดยสากลดังจะเห็นได้จากกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาและกฎหมายของประเทศอังกฤษมีบัญญัติไว้ในทำนองเดียวกัน กฎหมายที่ใช้บังคับแก่ตลาดทุนของประเทศไทยก็ควรที่จะระบุนความในข้อนี้เอาไว้ด้วยเพื่อให้สอดคล้องกับกติกาสากลซึ่งมีความเป็นสากล และนอกจากนี้ หากกฎหมายบัญญัติรับรองข้อต่อสู้ในลักษณะนี้เอาไว้แล้วก็จะยอมก่อให้เกิดผลดีในหลายด้านด้วยกัน กล่าวคือ หากบุคคลซึ่งเกี่ยวข้องนั้นมิได้มีส่วนร่วมในการก่อให้เกิดข้อบกพร่องแก่ข้อมูลที่เปิดเผยมในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้นแล้วย่อมสามารถแสดงความสุจริตของตนได้โดยการดำเนินการตามหลักในเรื่อง Whistle-Blowing Defense ดังกล่าว ทั้งนี้ เพื่อให้โอกาสแก่บุคคลดังกล่าวที่จะหลุดพ้นจากความรับผิดชอบได้โดยที่ไม่ถือว่า Joint Preparation Process เป็นการผูกมัดให้บุคคลที่เกี่ยวข้องในการนั้นจะต้องมีความรับผิดชอบเป็นอย่างเดียวกัน โดยเด็ดขาด เพราะแต่ละบุคคลย่อมมิได้มีส่วนร่วมต่อข้อมูลทั้งหมดในปริมาณที่เท่ากันเสมอไป อีกทั้งการที่มีบทบัญญัติในลักษณะดังกล่าวซึ่งช่วยในการ

<sup>9</sup> Marc I. Steinberg, *Corporate and Securities Malpractice* (New York City: Practising Law Institute, 1992), p. 48

เปิดเผยข้อบกพร่องก่อนที่จะมีความเสียหายเกิดขึ้นนั้นย่อมเป็นการทำให้ทราบโดยทั่วกันได้ว่า ข้อมูลที่มีการเปิดเผยในการเสนอขายหลักทรัพย์รายนั้น มีข้อบกพร่องอย่างไร ทั้งช่วยในการทำงานของสำนักงาน ก.ล.ต. ที่จะเข้ามาดำเนินการแก่ผู้เสนอขายหลักทรัพย์รายนั้น ให้ดำเนินการแก้ไขข้อบกพร่องให้ถูกต้อง และยังมีส่วนช่วยให้นักลงทุนได้สังเกตและมีความระมัดระวังก่อนที่จะเข้าลงทุนในหลักทรัพย์ดังกล่าวด้วย ดังนั้น การที่กฎหมายบัญชีรับรองให้จำเลยมีโอกาสหลุดพ้นจากความรับผิดในลักษณะนี้จึงมีข้อดีในการมีส่วนช่วยคุ้มครองผลประโยชน์ของนักลงทุนด้วยเช่นเดียวกัน

#### 4.2.2.2 ปัญหาเรื่องการยกข้อต่อสู้ในเรื่อง Due Diligence Defense

ในกระบวนการ Joint Preparation Process ก่อให้เกิดความรับผิดร่วมกันตามกฎหมายของบุคคลที่เกี่ยวข้องต่างๆตามมาตรา 83 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กฎหมายกำหนดให้บุคคลต่างๆดังกล่าวนี้มีความรับผิดเช่นเดียวกับบริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์ที่ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน แต่ทั้งนี้ เว้นแต่บุคคลดังกล่าวจะสามารถพิสูจน์ได้ว่าตนไม่มีส่วนรู้เห็น หรือโดยตำแหน่งหน้าที่ตนไม่อาจล่วงรู้ถึงความแท้จริงของข้อมูล หรือการขาดข้อความซึ่งควรต้องแจ้งในแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนนั้น

ในลักษณะเดียวกันนี้ หากพิจารณาจากกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาและกฎหมายของประเทศอังกฤษแล้วจะเห็นได้ว่าบุคคลซึ่งต้องมีส่วนร่วมในการรับผิดสามารถยกข้อต่อสู้ว่าตน “ไม่มีส่วนรู้เห็น” หรือ “ไม่อาจล่วงรู้ถึงความแท้จริง” ของข้อบกพร่องที่เกิดขึ้นได้นั้น ก็จะต้องพิสูจน์ข้อเท็จจริงให้ได้ตามหลักเกณฑ์ในเรื่อง Due Diligence เท่านั้น โดยที่ รัฐบาลบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 และ FSMA 2000 และ POS ยังได้บัญญัติหลักเกณฑ์ของ Due Diligence เอาไว้ตามที่ได้กล่าวมาแล้ว

ในทางปฏิบัติย่อมที่จะเกิดความยุ่งยากและอุปสรรคในการที่จะพิสูจน์ได้ว่าในกรณีอย่างไรที่บุคคลตามที่ระบุไว้ในมาตรา 83 ดังกล่าวจะ “ไม่มีส่วนรู้เห็น” หรือ “ไม่อาจล่วงรู้” ถึงข้อบกพร่องที่เกิดขึ้นได้ ในเมื่อเป็นที่ชัดเจนว่าบุคคลดังกล่าวล้วนมีส่วนร่วมในการจัดทำแบบแสดงรายการข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนทั้งสิ้น ย่อมต้องมีโอกาสได้ตรวจสอบถึงความสมบูรณ์อยู่บ้าง ดังนั้น บทบัญญัติในมาตรา 83 ดังกล่าวจึงเป็นปัญหาที่ว่าศาลจะใช้หลักเกณฑ์อย่างไรมาใช้พิจารณาในการกำหนดแนวทางที่เกี่ยวกับการยกข้อต่อสู้ดังกล่าว ในเมื่อมาตรา 83 และบทบัญญัติในมาตราอื่นๆของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มิได้ให้แนวทางดังกล่าวไว้แก่ศาลเพื่อนำมาปรับใช้ในคดีได้อย่างชัดเจนในการตีความคำว่า

“ไม่มีส่วนรู้เห็น” หรือ “ไม่อาจล่วงรู้” ทำให้ไม่มีหลักในการพิจารณาที่แน่นอน ดังนั้น จึงเกิดปัญหาว่าจะนำหลักเกณฑ์ใดมาพิจารณาปัญหาดังกล่าว

เมื่อพิจารณาข้อต่อสู้ของจำเลยที่บัญญัติอยู่ในมาตรา 83 ดังกล่าวประกอบกับกระบวนการ Joint Preparation Process แล้วย่อมแสดงให้เห็นถึงเจตนารมณ์ของกฎหมายได้ว่า คำว่า “ไม่มีส่วนรู้เห็น” หรือ “ไม่อาจล่วงรู้” หมายถึง พฤติการณ์ที่จำเลยนั้นสามารถพิสูจน์ให้เห็นได้ว่าตนได้ใช้ความระมัดระวังในการตรวจสอบในทุกขั้นตอนที่ตนมีส่วนเกี่ยวข้องตามสมควรแล้ว และมีความเชื่อโดยสุจริตว่าไม่มีข้อบกพร่องอย่างใดๆเกิดขึ้น หรือมีข้อบกพร่องแต่ตนได้ดำเนินการเพื่อแก้ไขข้อบกพร่องนั้นตามสมควรแล้ว ก็ย่อมได้ขึ้นชื่อว่าตน “ไม่มีส่วนรู้เห็น” ในข้อบกพร่องที่เกิดขึ้นได้ หรือแม้กระทั่งได้ดำเนินการด้วยความระมัดระวังในการตรวจสอบในทุกขั้นตอนที่ตนมีส่วนเกี่ยวข้องตามสมควรแล้วก็ยังไม่สามารถค้นพบถึงข้อบกพร่องที่มีอยู่ได้ ก็ย่อมได้ขึ้นชื่อว่าตนนั้น “ไม่อาจล่วงรู้” ในข้อบกพร่องที่เกิดขึ้นได้เช่นกัน ดังนั้น ถ้าฟังแต่เพียงถ้อยคำที่ปรากฏในมาตรา 83 ดังกล่าวแล้วยังไม่สามารถแสดงให้เห็นถึงเจตนารมณ์ของกฎหมายดังกล่าวได้ หากไม่มีการนำหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการใช้ความระมัดระวังในการตรวจสอบตามสมควรมาใช้ และด้วยเหตุนี้ ปัญหาในการยกข้อต่อสู้ตามมาตรา 83 ดังกล่าวนั้น จึงสมควรเป็นอย่างยิ่งที่จะนำหลักเกณฑ์ที่สามารถแสดงให้เห็นถึงการ ใช้ความระมัดระวังในการตรวจสอบตามสมควรในขั้นตอน Joint Preparation process มาใช้ประกอบในการพิจารณาคดีของศาลเพื่อพิจารณาว่าจำเลย “ไม่มีส่วนรู้เห็น” หรือ “ไม่อาจล่วงรู้” ในความบกพร่องที่เกิดขึ้นนั้นจริงหรือไม่

หลักเกณฑ์ในการพิจารณาโดยอาศัยข้อเท็จจริงจากความระมัดระวังในการตรวจสอบตามสมควร (reasonable investigation) นั้นมีปรากฏอยู่ในหลัก Due Diligence ตามที่ได้กล่าวมาแล้ว หลักในเรื่อง Due Diligence มีความเป็นกติกาสากลที่เป็นที่ยอมรับดังที่ปรากฏในกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาและกฎหมายของประเทศอังกฤษซึ่งเป็นการยกข้อต่อสู้ว่าจำเลยได้แสดงความสุจริตของตนว่าไม่มีส่วนร่วมหรือส่วนรู้เห็นต่อความบกพร่องที่เกิดขึ้นมาใช้พิสูจน์ในการบอกปิดความรับผิดชอบของตน ดังนั้น จึงควรนำหลัก Due Diligence มาใช้ในการแก้ไขปัญหาในการตีความบทบัญญัติในมาตรา 83 ดังกล่าว

นอกจากนี้ยังมีปัญหาที่จะต้องพิจารณาเป็นประการต่อมาก็คือจะสามารถนำหลักในเรื่อง Due Diligence มาใช้แก่มาตรา 83 ดังกล่าวได้หรือไม่ อย่างไรหรืออย่างน้อยเพียงใด

ปัญหาประการแรกที่จะสามารถนำหลัก Due Diligence มาใช้แก่การตีความบทบัญญัติมาตรา 83 ดังกล่าวได้หรือไม่ ผู้เขียนเห็นว่ากรนำหลักเกณฑ์ดังกล่าวมาปรับใช้แก่

คดีที่เกิดขึ้นนั้นไม่มีข้อที่ขัดต่อบทบัญญัติแห่งกฎหมายที่มีอยู่แต่อย่างใด ศาลอาจเลือกใช้แนวทางของหลักเกณฑ์ในเรื่อง Due Diligence นี้ตามแนวทางหลักกฎหมายของต่างประเทศโดยถือเป็นหลักกฎหมายที่เป็นที่ยอมรับทั่วไปในการพิสูจน์การ “ไม่มีส่วนรู้เห็น” หรือ “ไม่อาจล่วงรู้” ของจำเลยได้ หรืออาศัยหลักเกณฑ์ที่มีอยู่ดังกล่าวเป็นแนวทางในการตีความบทบัญญัติในมาตรา 83 ดังกล่าวก็ได้ แต่มีข้อที่น่าสังเกตว่าการที่กฎหมายไม่กำหนดหลัก Due Diligence เอาไว้อย่างชัดเจน อาจมีผลทำให้การตีความบทบัญญัติในมาตรา 83 ดังกล่าวนี้นี้มีความไม่แน่นอนเกิดขึ้นได้ ดังนั้น จึงมีความจำเป็นที่จะต้องมีการระบุหลัก Due Diligence ไว้ในกฎหมายอย่างชัดเจนโดยการเพิ่มเติมบทบัญญัติในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

ปัญหาประการต่อมาที่ว่าจะสามารถนำหลัก Due Diligence มาใช้ได้อย่างไรและมากน้อยเพียงใดนั้น เกี่ยวกับในข้อนี้ นั้น ควรจะต้องพิจารณาจากหลัก Due Diligence ตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาและกฎหมายของประเทศอังกฤษ ซึ่งอาจกล่าวได้ว่าหลักกฎหมายในเรื่อง Due Diligence ของทั้งสองประเทศดังกล่าวนี้มีบัญญัติเป็นข้อต่อสู้ตามกฎหมายลายลักษณ์อักษร (statutory defense) ปราบกฎตามที่กล่าวมาแล้วในหัวข้อ 3.1.2 และหัวข้อ 3.2.4 และยังมีจุดมุ่งหมายเหมือนกันเพียงแต่ใช้ถ้อยคำต่างกัน กล่าวคือ กฎหมายมุ่งเน้นที่จะให้บุคคลผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในการจัดทำข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้นจักต้องใช้ความระมัดระวังในการตรวจสอบในระดับที่พอสมควร โดยที่จะต้องมิได้มีความสงสัยหลงเหลืออยู่หรือยังคงเชื่อโดยสุจริตว่าข้อมูลที่ปรากฏอยู่แล้วมีความถูกต้องและไม่ขาดข้อความอันควรต้องแจ้งในสาระสำคัญ เว้นแต่หากเป็นข้อความที่สร้างขึ้นโดยผู้เชี่ยวชาญหรือสร้างขึ้นโดยอาศัยคำรับรองของผู้เชี่ยวชาญนั้น ผู้เชี่ยวชาญจะต้องให้ความยินยอมต่อการแสดงข้อมูลนั้นแล้วและมีการแสดงข้อมูลนั้นไว้อย่างถูกต้อง หรือหากเป็นข้อมูลซึ่งสร้างขึ้นโดยเจ้าหน้าที่รัฐหรือเป็นเอกสารมหาชนนั้นเพียงแค่นี้เหตุอันควรเชื่อและก็เชื่อตามนั้นว่าเป็นข้อความจริงและไม่ขาดข้อความอันควรต้องแจ้งก็เพียงพอแล้ว

เมื่อนำแนวทางของหลัก Due Diligence ตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาและของประเทศอังกฤษมาพิจารณาแล้ว พบว่าแนวทางที่ควรจะเป็นในการนำหลัก Due Diligence มาใช้ควรจะเป็นดังนี้

(1) การพิจารณาในเรื่องการใช้ความระมัดระวังในการตรวจสอบตามสมควรนั้น ควรจะต้องพิจารณาจำแนกตามประเภทของการตรวจสอบข้อมูลนั้น โดยแยกพิจารณาเป็น ข้อมูลที่มิได้สร้างขึ้นโดยผู้เชี่ยวชาญ ข้อมูลที่สร้างขึ้นโดยผู้เชี่ยวชาญ ข้อมูลที่สร้างขึ้นโดยอาศัยคำรับรองของผู้เชี่ยวชาญ และข้อมูลซึ่งเป็นของทางราชการ

(2) ในการพิจารณาคดีของศาลนั้นจะต้องให้ได้ความว่า การตรวจสอบตามสมควร (reasonable investigation) นั้นจะต้องได้กระทำขึ้นโดยใช้ความระมัดระวังในระดับเดียวกับผู้ที่มีความรอบคอบจัดการทรัพย์สินของตนเอง (prudent man)

(3) ในการพิจารณาคดีของศาลนั้นจะต้องให้ได้ความว่า ภายหลังจากการทำการตรวจสอบตามสมควร (reasonable investigation) แล้ว จำเลยจะต้องมีความเชื่อตามสมควรและก็เชื่อตามนั้น (reasonable believe and did believe) ว่าข้อมูลที่ปรากฏเป็นข้อความจริงและไม่ขาดข้อความอันควรต้องแจ้ง

(4) หากเป็นข้อความที่สร้างขึ้นโดยผู้เชี่ยวชาญหรือสร้างขึ้นโดยอาศัยคำรับรองของผู้เชี่ยวชาญนั้น ผู้เชี่ยวชาญจะต้องให้ความยินยอมต่อการแสดงข้อมูลนั้นแล้วและมีการแสดงข้อมูลนั้นไว้อย่างถูกต้อง หรือหากเป็นข้อมูลซึ่งทำขึ้นโดยเจ้าหน้าที่รัฐหรือเป็นเอกสารมหาชนนั้นเพียงแค่มิเหตุอันควรเชื่อและก็เชื่อตามนั้นว่าเป็นข้อความจริงและไม่ขาดข้อความอันควรต้องแจ้งก็เพียงพอแล้ว

(5) ในการพิจารณาคดีของศาลจะต้องให้ได้ความว่า ภายหลังจากการทำการตรวจสอบตามสมควรแล้วจำเลยไม่อยู่ในวิสัยที่จะทำการแก้ไขข้อบกพร่องนั้นได้ เช่น จำเลยมีโอกาที่จะยกข้อต่อสู้ในเรื่อง Whistle-Blowing Defense แล้วแต่เพิกเฉยไม่ดำเนินการเสียหรือก่อนที่โจทก์จะเข้าชื่อหลักทรัพย์นั้นจำเลยรู้ถึงความบกพร่องของข้อมูลและไม่ทำการแก้ไขหรือดำเนินการใดๆเพื่อแก้ไขและดำเนินการใดๆให้โจทก์ได้รับทราบถึงข้อบกพร่องนั้น เป็นต้น หากจำเลยมีโอกาที่จะทำการแก้ไขข้อบกพร่องนั้นได้แล้วก็ควรถือว่าจำเลยไม่มีสิทธิยกข้อต่อสู้ในเรื่อง Due Diligence ขึ้นเพื่อบอกปิดความรับผิดชอบของตนได้

#### 4.2.3 ปัญหาเรื่องการกำหนดค่าเสียหายตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

มาตรา 85 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้ค่าเสียหายตามมาตรา 82 นั้นเท่ากับส่วนต่างของจำนวนเงินที่ผู้ใช้สิทธิเรียกร้องค่าเสียหายได้จ่ายไปสำหรับการได้มาซึ่งหลักทรัพย์นั้นกับราคาที่เหมาะสมหากมีการเปิดเผยข้อมูลที่ต้องตามสำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดซึ่งต้องไม่ต่ำกว่ามูลค่าที่ตราไว้ของหลักทรัพย์นั้น บวกด้วยดอกเบี้ยของจำนวนส่วนต่างดังกล่าวสำหรับระยะเวลาที่ถือหลักทรัพย์ตามอัตราดอกเบี้ยสูงสุดโดยเฉลี่ยที่ธนาคารพาณิชย์อย่างน้อยสี่แห่งตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดพึงจ่ายสำหรับเงินฝากประเภทจ่ายคืนเมื่อสิ้นระยะเวลาตั้งแต่หนึ่งปีขึ้นไป

หากพิจารณาโดยหลักการแล้ว ค่าเสียหายที่เกิดขึ้นย่อมเป็นการชดใช้ให้นักลงทุนซึ่งได้รับความเสียหายนั้นได้รับการเยียวยาในความเสียหายที่เกิดขึ้นจากการกระทำของบุคคลต่างๆซึ่งมีส่วนร่วมในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน ดังนั้น เพื่อที่จะเรียกกลับคืนในส่วนที่เสียหายไปนั้นแล้วค่าเสียหายในที่นี้จึงย่อมจะต้องได้แก่ส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์ที่จ่ายไปเพื่อการค้าซึ่งราคาของหลักทรัพย์นั้นกับราคาของหลักทรัพย์หากมีการเปิดเผยข้อมูลอย่างถูกต้อง แต่หากพิจารณาในความเป็นจริงแล้ว จะเห็นได้ว่าหลักการดังกล่าวเป็นหลักการที่ไม่สามารถปฏิบัติได้อย่างแน่นอน เพราะคำว่า “ราคาที่ควรจะเป็นหากมีการเปิดเผยข้อมูลที่ต้องตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด” เป็นเพียงหลักการที่ใช้ในการ “สมมติ” ค่าเสียหายขึ้นซึ่งมีลักษณะเป็นนามธรรมเท่านั้น การที่จะบ่งชี้ว่าราคาที่ควรจะเป็นหากมีการเปิดเผยข้อมูลที่ต้องจะเป็นจำนวนเท่าใดนั้นย่อมมีปัจจัยหลายๆด้านและขึ้นอยู่กับความคิดของแต่ละปัจเจกบุคคลที่ทำให้การสมมติดังกล่าวไม่มีความแน่นอน

ด้วยเหตุนี้ ปัญหาที่เกิดขึ้นจึงมีอยู่ว่า “ราคาที่ควรจะเป็นหากมีการเปิดเผยข้อมูลที่ต้องตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด” ตามมาตรา 85 ดังกล่าวนั้นจะถือหลักเกณฑ์ใดมากำหนดราคาเช่นนั้นและจะถือราคาหลักทรัพย์ในขณะใด การที่จะหาหลักเกณฑ์อย่างใดอย่างหนึ่งเพื่อทำการสมมติราคาของหลักทรัพย์หากมีการเปิดเผยข้อมูลอย่างถูกต้องขึ้นนั้นแล้วย่อมก่อให้เกิดความไม่แน่นอนขึ้น ประกอบกับราคาของหลักทรัพย์ซึ่งเปลี่ยนแปลงขึ้นลงอยู่ตลอดเวลาตามสภาวะของตลาดและปัจจัยต่างๆที่มีผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์นั้นย่อมมีผลทำให้การกำหนดค่าเสียหายมีความไม่แน่นอน ดังนั้น บทบัญญัติในมาตรา 85 ดังกล่าวจึงไม่มีความชัดเจนเพียงพอที่จะนำไปปฏิบัติให้เกิดความแน่นอนและความเป็นธรรมได้ แต่บทบัญญัติในมาตรา 85 ดังกล่าวก็ยังมีข้อดีแก่บุคคลซึ่งต้องรับผิดชอบที่กฎหมายได้กำหนดเพดานค่าเสียหายขั้นสูงเอาไว้ โดยที่กำหนดให้ราคาที่จะควรจะเป็นหากมีการเปิดเผยข้อมูลอย่างถูกต้องจะต้องไม่ต่ำกว่ามูลค่าที่ตราไว้ (par value) ของหลักทรัพย์นั้น

ปัญหาเรื่องหลักเกณฑ์ในการกำหนดราคาเสียหายนั้น ย่อมไม่สามารถกำหนดได้อย่างแน่นอน เพราะคงไม่มีบุคคลใดสามารถคิดวิธีการในการสมมติเหตุการณ์หรือในที่นี้ได้แก่การสมมติราคาของหลักทรัพย์ได้อย่างแม่นยำ ดังนั้น เมื่อราคาหลักทรัพย์นั้นสามารถเปลี่ยนแปลงไปได้ตลอดเวลา ระดับราคาต่างๆของหลักทรัพย์นั้นตั้งแต่มีการซื้อหลักทรัพย์นั้นมาจนกระทั่งมีการพิพากษาให้โจทก์ชนะคดี ระดับของราคาระดับใดระดับหนึ่งของราคาที่เปลี่ยนแปลงไปนั้นควรจะต้องถูกเลือกขึ้นมาในการคำนวณหามูลค่าส่วนต่างๆของราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนไปเพื่อที่จะใช้ในการกำหนดค่าเสียหายตามมาตรา 85 ดังกล่าว ทั้งนี้ระดับราคาที่ถูกละเลือกมาใช้ในการคำนวณนั้นจะต้องเป็นระดับราคาที่ถือว่ามีความเป็นธรรมกับทุกฝ่าย

ในเรื่องนี้นั้น หากพิจารณาตามรัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 ของประเทศสหรัฐอเมริกาแล้วสามารถพบทางแก้ปัญหาในเรื่องนี้ได้เป็นอย่างดี โดยที่กฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาคำหนดให้บุคคลซึ่งมีสิทธิเรียกร้องในกรณีที่เป็นแบบแสดงรายการข้อมูลมีชื่อความเป็นเท็จหรือขาดข้อความต้องแจ้งในสาระสำคัญสามารถเรียกร้องค่าเสียหายโดยได้แก่ส่วนต่างระหว่างจำนวนเงินที่จ่ายไปสำหรับการซื้อหลักทรัพย์นั้น กับราคาของหลักทรัพย์ในสามกรณีด้วยกันได้แก่<sup>10</sup>

- (1) ราคาของหลักทรัพย์ขณะฟ้องคดี หรือ
- (2) ราคาของหลักทรัพย์ที่โจทก์โอนขายไปก่อนฟ้องคดี หรือ
- (3) ราคาของหลักทรัพย์ที่โจทก์โอนขายไปภายหลังฟ้องคดีแต่ก่อนที่ศาลมีคำพิพากษา ถ้าค่าเสียหายที่คำนวณได้ในข้อนี้้น้อยกว่าค่าเสียหายที่คำนวณได้ตาม (1) ซึ่งในกรณีนี้โจทก์ต้องเลือกที่จะเสี่ยง ถ้าเห็นว่าราคาของหลักทรัพย์จะตกลงไปอีกก็ควรจะรีบบรรเทาความเสียหายโดยการ โอนขายหลักทรัพย์ไปก่อนที่ราคาจะตกลงไปอีกภายหลังการฟ้องคดี

แสดงให้เห็นว่ากฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาเลือกใช้ราคาในสามระดับมาใช้ในการคำนวณหามูลค่าส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนไปเพื่อที่จะกำหนดค่าเสียหาย ได้แก่ระดับราคาของหลักทรัพย์ในขณะที่ฟ้องคดีและระดับราคาของหลักทรัพย์ในขณะที่โจทก์โอนขายไปก่อนฟ้องคดีและหลังฟ้องคดีแต่ก่อนที่ศาลจะมีคำพิพากษา หากพิจารณาตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาแล้วย่อมเห็นได้ว่าบทบัญญัติของกฎหมายดังกล่าวถือว่าราคาขณะฟ้องคดีสามารถใช้เป็นระดับราคาที่ถูกละเลือกมาใช้ในการคำนวณค่าเสียหายได้อย่างเป็นธรรมที่สุด เพราะราคาดังกล่าวย่อมต้องเป็นราคาที่ต่ำกว่าราคาที่โจทก์ซื้อและมาเป็นราคาที่โจทก์ไม่ประสงค์ที่จะแบกรับความเสียหายดังกล่าวไว้ต่อไป แต่กรณีต่างก็ออกกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกามีได้กำหนดเงื่อนไขการใช้สิทธิเรียกร้องว่าจะต้องเป็นเจ้าของหลักทรัพย์นั้นอยู่ในขณะที่ฟ้องคดีด้วย ดังนั้นโจทก์ในที่นี้จึงอาจ โอนขายหลักทรัพย์ไปได้ทั้งก่อนและหลังฟ้องคดีและสามารถนำราคาที่โอนขายไปนั้นมาใช้ในการคำนวณราคาได้ แต่มีข้อจำกัดในการเลือกระดับราคาอยู่ว่า หากเป็นการโอนขายไปภายหลังฟ้องคดีแล้วราคาที่จะได้จากการคำนวณนั้นจะต้องน้อยกว่าราคาที่คำนวณได้หากเลือกราคาของหลักทรัพย์ขณะฟ้องคดีเท่านั้น มิเช่นนั้น โจทก์จะเลือกใช้ระดับราคาของหลักทรัพย์ที่โอนขายไปภายหลังจากฟ้องคดีในการคำนวณค่าเสียหายไม่ได้

<sup>10</sup> Section 11e รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933



กฎหมายของประเทศไทยจึงสามารถนำแนวทางของกฎหมายสหรัฐอเมริกาใช้ในการแก้ไขมาตรา 85 ดังกล่าวเพื่อให้การกำหนดค่าเสียหายของศาลเป็นไปได้โดยมีหลักเกณฑ์และมีความแน่นอนมากยิ่งขึ้นได้ โดยวิธีการเลือกระดับราคาที่จะนำมาใช้ในการคำนวณมูลค่าส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนไปเพื่อที่จะกำหนดค่าเสียหายตามมาตรา 85 ดังกล่าวได้ แต่มีข้อที่ต้องพิจารณาประกอบอีกประการหนึ่งก็คือ บทบัญญัติในมาตรา 82 แห่งพระราชบัญญัติฉบับเดียวกันนั้นกำหนดเงื่อนไขการใช้สิทธิเรียกร้องว่าจะต้องเป็นบุคคลใดๆที่ซื้อหลักทรัพย์จากผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนจำกัด บริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์มาโดยตรงแล้ว เท่ากับเป็นการไม่ยอมรับให้บุคคลที่ซื้อหลักทรัพย์นั้นมาในลำดับอื่นๆสามารถใช้สิทธิเรียกร้องตามมาตรา 82 ดังกล่าวได้ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่าพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่ยอมรับหลักการในเรื่องของ “source-tracing requirement” ตามแบบอย่างของกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา ดังนั้นก็ไม่จำเป็นที่จะต้องจำกัดเงื่อนไขการใช้สิทธิเรียกร้องตามมาตรา 82 ดังกล่าวไว้เฉพาะบุคคลที่ยังเป็นเจ้าของหลักทรัพย์นั้นอยู่แต่อย่างใด บุคคลที่โอนขายหลักทรัพย์นั้นไปแล้ว ทั้งก่อนฟ้องคดีและภายหลังฟ้องคดีก็ควรยังสามารถใช้สิทธิเรียกร้องได้อยู่ เพราะการโอนขายหลักทรัพย์นั้น ไปย่อมมิได้หมายความว่า เป็นการสละสิทธิเรียกร้องที่มีอยู่ในทางกลับกันย่อมเป็นการบรรเทาความเสียหายที่เกิดขึ้น และระดับราคาที่ถูกเลือกนำมาใช้ในการคำนวณค่าเสียหายดังกล่าวก็จะต้องได้แก่ระดับราคาของหลักทรัพย์ในขณะที่ฟ้องคดีและระดับราคาของหลักทรัพย์ในขณะที่โจทก์โอนขายไปก่อนฟ้องคดีและหลังฟ้องคดีแต่ก่อนที่ศาลจะมีคำพิพากษา เว้นแต่หากเป็นการโอนขายไปภายหลังฟ้องคดีแล้วราคาที่จะได้จากการคำนวณนั้นจะต้องน้อยกว่าราคาที่คำนวณได้หากเลือกราคาของหลักทรัพย์ขณะฟ้องคดีเท่านั้น

#### 4.3 ปัญหาเกี่ยวกับบทบัญญัติของกฎหมายว่าด้วยความรับผิดในทางแพ่งในกรณีที่การโฆษณาชักชวนตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มีข้อความเป็นเท็จ หรืออาจทำให้บุคคลอื่นสำคัญผิด

ตามที่ได้กล่าวมาแล้วในหัวข้อ 3.3.4 มาตรา 80 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดความรับผิดสำหรับในกรณีที่การโฆษณาชักชวนใช้ถ้อยคำหรือข้อความใดที่เกินความจริง หรือเป็นเท็จ หรืออาจทำให้บุคคลอื่นสำคัญผิด ภายหลังจากที่แบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับแล้ว (effective date) และโดยที่บุคคลซึ่งต้องรับผิดในกรณีดังกล่าวนี้ได้แก่ ผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนจำกัด บริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์ เท่านั้น ซึ่งปรับเข้าได้กับทั้งกรณีการแสดงเจตนาทำนิติกรรมโดยสำคัญผิดและกรณีความรับผิดอันเนื่องมาจากมูลละเมิดตามที่ได้กล่าวมาแล้ว เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบกับกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาตามที่ได้กล่าวมาแล้ว มีข้อที่น่าพิจารณาอยู่สองประการดังต่อไปนี้

ประการแรก กฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาที่กำหนดให้ความรับผิดอันเกิดจากการโฆษณาชวนเชื่อซึ่งมีข้อความอันเป็นเท็จหรือทำให้บุคคลอื่นสำคัญผิดนั้นเป็นความรับผิด โดยเฉพาะของผู้ขายหลักทรัพย์ตามความเป็นจริงและซึ่งมีความสัมพันธ์ใกล้ชิดต่อกันกับนักลงทุน ผู้ซื้อหลักทรัพย์เท่านั้น ซึ่งมีได้หมายความว่าความรับผิดของผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนจำกัด บริษัท หรือเจ้าของหลักทรัพย์ซึ่งเป็นกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ (issuer) ในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้น โดยตรง และนอกจากนี้ตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาโดยรัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 ยังถือว่าความรับผิดในกรณีนี้รวมเอาความรับผิดอันเนื่องมาจากการที่หนังสือชวนเชื่อ (prospectus) ใช้ถ้อยคำหรือข้อความใดที่เกินความจริง หรือเป็นเท็จ หรืออาจทำให้บุคคลอื่นสำคัญผิดด้วย<sup>11</sup> ทั้งนี้ หากได้พิจารณาจากนิยามของคำว่าหนังสือชวนเชื่อตามรัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 และวัตถุประสงค์การใช้หนังสือชวนเชื่อตามที่ได้กล่าวมาแล้วในหัวข้อ 2.4.1 นั้นจะเห็นได้ว่าหนังสือชวนเชื่อก็คือเอกสารที่ถูกใช้เพื่อวัตถุประสงค์ในการโฆษณาชวนเชื่อให้ประชาชนเข้าซื้อหลักทรัพย์อย่างหนึ่ง ต่างจากแบบแสดงรายการข้อมูล (registration statement) ซึ่งเป็นเอกสารการเปิดเผยข้อมูลตามที่กฎหมายกำหนดเพื่อแสดงถึงรายละเอียดเกี่ยวกับกิจการผู้ออกหลักทรัพย์และข้อมูลต่างๆที่จำเป็นในการเสนอขายหลักทรัพย์นั้นและเพื่อแสดงถึงแหล่งที่มาและแหล่งใช้ไปของเงินทุน อย่างไรก็ตามในส่วนที่เป็นข้อมูลประเภทเดียวกันก็จะต้องมีสาระสำคัญของข้อมูลที่ไม่ว่าแตกต่างกัน<sup>12</sup> โดยที่กิจการผู้ออกหลักทรัพย์จัดทำแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชวนเชื่อขึ้นเพื่อยื่นให้ SEC ทำการตรวจสอบ และเพื่อให้ผ่านการตรวจสอบของ SEC และไม่ถูกปฏิเสธการมีผลใช้บังคับตามกฎหมายรวมทั้งไม่ก่อให้เกิดความรับผิดต่างๆตามมา ก็จะต้องดำเนินการให้หนังสือชวนเชื่อไม่มีข้อบกพร่อง แต่ในการนำหนังสือชวนเชื่อไปใช้นั้น จะถูกนำไปใช้ผ่านทางช่องทางการจัดจำหน่ายและการขายหลักทรัพย์โดยผู้ที่มีส่วนใกล้ชิดกับผู้ซื้อหลักทรัพย์โดยตรง หากข้อมูลในหนังสือชวนเชื่อมีข้อความอันเป็นเท็จหรือขาดข้อความจริงอันควรต้องแจ้งในสาระสำคัญนั้น ก็ย่อมจะทำให้แบบแสดงรายการข้อมูลมีข้อความอันเป็นเท็จหรือขาดข้อความอันควรต้องแจ้งในสาระสำคัญด้วย โดยอด โนมิตันท์<sup>13</sup> และย่อมหมายความว่าบุคคลผู้ซึ่งต้องรับผิดชอบต่อแบบแสดงรายการข้อมูลก็ย่อมมีความรับผิดชอบตามที่กฎหมายกำหนดโดยทันที เช่นเดียวกัน ด้วยเหตุนี้ กฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาจึงให้ความสำคัญกับการโฆษณาชวนเชื่อรวมทั้งการนำหนังสือชวนเชื่อไปใช้โดยกำหนดให้บุคคลซึ่งต้องรับผิดได้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ไม่ใช่ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ ส่วนผู้ขายจะได้แก่บุคคลใดบ้างนั้นก็ต้องพิจารณาถึงช่องทางการจัด

<sup>11</sup> Section 12a(2) รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>12</sup> Section 10 รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

<sup>13</sup> Philip R Wood, *International Loans, Bonds and Securities Regulation*, p. 305

จำหน่ายหลักทรัพย์รายนั้น โดยทั่วไปก็ต้องพิจารณาถึงบุคคลที่มีความสัมพันธ์ใกล้ชิดและมีส่วนสำคัญที่ทำให้เกิดการขายหลักทรัพย์แก่นักลงทุน บางตำราก็กล่าวว่าได้แก่บุคคลสี่ประเภท ได้แก่<sup>14</sup>

- (1) บุคคลซึ่งเป็นเจ้าของหลักทรัพย์ก่อน โอนขายให้นักลงทุน และ
- (2) ตัวแทนของผู้ขาย (เช่น นายหน้าค้าหลักทรัพย์) ผู้ซึ่งสามารถชักจูงนักลงทุนให้เข้าซื้อหลักทรัพย์ได้เป็นผลสำเร็จ และ
- (3) บุคคลซึ่งชักจูงนักลงทุนให้เข้าซื้อหลักทรัพย์เพื่อผลประโยชน์ของตนเอง และ
- (4) บุคคลซึ่งชักจูงนักลงทุนให้เข้าซื้อหลักทรัพย์โดยมิใช่เพื่อผลประโยชน์ของตนเองแต่เพื่อผลประโยชน์ของเจ้าของหลักทรัพย์

ประการที่สอง การปรับใช้มาตรา 80 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าวเป็นกรณีที่กฎหมายกำหนดหน้าที่ในการระมัดระวัง (duty of care) การใช้ถ้อยคำในการโฆษณาชวนเอาไว้แล้ว หากเป็นกรณีที่เกิดการสำคัญผิดในการแสดงเจตนาทำนิติกรรมก็สามารถปรับได้เข้ากับบทบัญญัติในเรื่องการแสดงเจตนาทำนิติกรรมโดยสำคัญผิด หรืออาจปรับเข้ากับบทบัญญัติลักษณะละเมิดได้ตามที่ได้กล่าวมาแล้วในหัวข้อ 3.3.4 แต่ไม่ว่าจะอย่างไรก็ตาม การปรับเข้ากับบทบัญญัติในเรื่องการแสดงเจตนาทำนิติกรรมโดยสำคัญผิดจะทำให้ภาระในการพิสูจน์นั้นตกอยู่แก่โจทก์ซึ่งจะต้องพิสูจน์ในเรื่องความเชื่อ (reliance) หรือการถูกชักจูง (inducement) จากข้อมูลที่มีการแสดงออกมา ซึ่งในกรณีนี้คล้ายกับกรณีของความรับผิดชอบในทางแพ่งในกรณีที่ไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎหมายในการ Filing และในขณะเดียวกันเกี่ยวกับการแสดงข้อความอันเป็นเท็จซึ่งก่อให้เกิดความรับผิดชอบละเมิดนั้น นักลงทุนก็ต้องพิสูจน์ให้เห็นถึงการจงใจหรือประมาทเลินเล่อของจำเลยซึ่งเป็นองค์ประกอบส่วนเหตุตามมาตรา 420 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ อีกด้วย

หากพิจารณารัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 ของประเทศสหรัฐอเมริกาแล้ว จะเห็นได้ว่ามีการกำหนดความรับผิดชอบในกรณีนี้ในลักษณะความรับผิดชอบอย่างเด็ดขาดเช่นเดียวกับกรณีที่ไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎหมายที่เกี่ยวกับการทำ Filing เพื่อที่โจทก์ไม่ต้องมีภาระพิสูจน์ในเรื่องความเชื่อ (reliance) ในการถูกชักจูงให้เข้าทำนิติกรรมและตัดปัญหาที่จะต้องพิจารณาในเรื่องการบอกล้างและการให้สัตยาบันแก่นิติกรรม และเช่นเดียวกับกรณีที่เป็นแบบแสดงรายการข้อมูลมีข้อบกพร่อง เพื่อที่โจทก์ไม่จำเป็นต้องมีภาระพิสูจน์ในเรื่องการจงใจหรือประมาทเลินเล่อของจำเลย แต่

<sup>14</sup> Marc I. Steinberg, *Corporate and Securities Malpractice*, p. 55

มีข้อต่างกันตรงที่จำเลยยังมีสิทธิยกข้อต่อสู้ในการใช้ความระมัดระวังตามสมควร (reasonable care) ได้ซึ่งบางตำราก็กล่าวว่าเป็นลักษณะที่เรียกว่า “quasi-due diligence defense” ของจำเลย<sup>15</sup>

เมื่อพิจารณาทั้งสองประการดังกล่าวแล้วจะเห็นได้ว่า การที่มาตรา 80 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าวได้กำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบไว้แต่เฉพาะผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชน จำกัด บริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์ เท่านั้นจึงไม่ครอบคลุมการโฆษณาชี้ชวนในความเป็นจริง การโฆษณาชี้ชวนหากได้กระทำลงไปโดยบุคคลซึ่งเป็นผู้ขายหลักทรัพย์แล้วบุคคลดังกล่าวก็น่าที่จะต้องมีความรับผิดชอบด้วย และความรับผิดชอบในกรณีนี้ก็ควรรวมไปถึงการใช้หนังสือชี้ชวนที่ใช้ถ้อยคำหรือข้อความใดที่เกินความจริง หรือเป็นเท็จ หรืออาจทำให้บุคคลอื่นสำคัญผิดด้วย เพราะโดยนิยามของคำว่าหนังสือชี้ชวนตามมาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 แล้วก็หมายความถึงเอกสารใดๆ ที่ออกโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อโฆษณาชี้ชวนให้บุคคลอื่นจองซื้อหรือซื้อหลักทรัพย์ที่ตนหรือบุคคลอื่นออกหรือเสนอขาย ดังนั้น ในกรณีที่มีการนำหนังสือชี้ชวนไปใช้โดยที่ใช้ถ้อยคำหรือข้อความใดที่เกินความจริง หรือเป็นเท็จ หรืออาจทำให้บุคคลอื่นสำคัญผิดจึงสมควรที่จะรวมอยู่ในหน้าที่และความรับผิดชอบตามมาตรา 80 ดังกล่าวด้วย

และนอกจากนี้การกำหนดความรับผิดในเรื่องนี้ไว้ควรบัญญัติเป็นความรับผิดอย่างเด็ดขาด (Strict Liability) เช่นเดียวกับความรับผิดที่เกี่ยวกับการทำให้สำคัญผิดในการแสดงเจตนาทำนิติกรรม และความรับผิดที่เกี่ยวกับความบกพร่องของแบบแสดงรายการข้อมูลตามที่ได้กล่าวมาแล้วแทนที่จะกำหนดให้เป็นความรับผิดที่ต้องขึ้นอยู่กับความผิดของบุคคลเป็นสำคัญ (Fault-based Liability) จึงจะถือว่าเป็นข้อดีของการมีกฎหมายบัญญัติรับรองสิทธิเรียกร้องเอาไว้เป็นการเฉพาะ (statutory claims)<sup>16</sup> ซึ่งความรับผิดในกรณีที่การโฆษณาชี้ชวนใช้ถ้อยคำหรือข้อความใดที่เกินความจริง หรือเป็นเท็จ หรืออาจทำให้บุคคลอื่นสำคัญผิดนี้ก็ยังมีลักษณะที่เหมือนกับความรับผิดทั้งสองประการดังกล่าว ผลของการกำหนดไว้เป็นความรับผิดอย่างเด็ดขาดทำให้จำเลยจะต้องมีความรับผิดทันทีเมื่อปรากฏว่าการโฆษณาชี้ชวนนั้นใช้ถ้อยคำหรือข้อความใดที่เกินความจริง หรือเป็นเท็จ หรืออาจทำให้บุคคลอื่นสำคัญผิด โดยที่โจทก์ไม่ต้องมีภาระในการพิสูจน์เกินสมควรว่าตนเชื่อตามข้อความนั้นและได้แสดงเจตนาไปโดยสำคัญผิดโดยยังมีได้ให้สัตยาบัน หรือการพิสูจน์ในเรื่องที่ว่า การโฆษณาชี้ชวนนั้นเป็นผลมาจากการจงใจหรือประมาทเลินเล่อของจำเลย แต่อย่างไรก็ตาม จำเลยควรสามารถปัดความรับผิดของตนได้หากสามารถพิสูจน์ได้ว่าตนนั้นได้ใช้ความ

<sup>15</sup> Ibid., p. 53

<sup>16</sup> Gerard McMeel, *Financial Advice and Financial Products : Law and Liability*, (Oxford: Oxford University Press, 2001), p. 188

ระมัดระวังตามสมควรแล้ว ดังนั้น จึงควรบัญญัติไว้ในลักษณะที่เป็นความรับผิดชอบอย่างเด็ดขาดของจำเลย โดยมีข้อต่อสู้เรื่องการใช้ความระมัดระวังตามสมควรตามที่ได้กล่าวมาแล้ว

นอกจากนี้หากได้มีการบัญญัติไว้เป็นความรับผิดชอบอย่างเด็ดขาดแล้ว การฟ้องคดีต่อศาลเพื่อขอให้มีการเพิกถอนการโอนหุ้นที่จำหน่ายเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering หรือ IPO) ของบริษัทมหาชนก็มีใช่เป็นการร้องขอให้ศาลเพิกถอนการที่ตนได้ซื้อหุ้นไว้โดยสำคัญผิดอีกต่อไป จึงไม่อยู่ภายใต้บังคับของมาตรา 47 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (แก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2544) ที่จะต้องร้องขอให้เพิกถอนการที่ตนได้ซื้อหุ้นไว้โดยสำคัญผิดก่อนที่บริษัทมหาชนดังกล่าวจะมีสถานะเป็นนิติบุคคลเท่านั้น

#### 4.4 ปัญหาเกี่ยวกับการดำเนินคดีความรับผิดในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในกรณีที่มีผู้เสียหายจำนวนมาก (Numerous Victims)

ความรับผิดในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตามรายละเอียดที่กล่าวมาแล้วในบทที่ 2 และ บทที่ 3 นั้นสามารถกล่าวได้ว่าในกรณีที่มีการละเมิดต่อบทบัญญัติของกฎหมายที่ทำให้เกิดความรับผิดในทางแพ่งขึ้น ผู้เสียหายซึ่งมีสิทธิเรียกร้องต่อการละเมิดบทบัญญัติของกฎหมายดังกล่าวย่อมได้แก่นักลงทุนที่เข้าซื้อหลักทรัพย์ในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในคราวนั้นซึ่งโดยปกติแล้วจะมีจำนวนมาก ดังนั้น ในการดำเนินคดีซึ่งผู้ได้รับความเสียหายมีเป็นจำนวนมากนี้ หากปล่อยให้ดำเนินการฟ้องร้องกันและพิจารณาคดีตามแบบอย่างกระบวนพิจารณาอย่างสามัญตามที่บัญญัติไว้ในประมวลกฎหมายวิธีพิจารณาความแพ่งแล้ว อาจทำให้นักลงทุนซึ่งเป็นผู้เสียหายทั้งหลายนั้นไม่ได้รับความเป็นธรรมและไม่สอดคล้องกับการรักษาผลประโยชน์ของรัฐ เนื่องจากผู้เสียหายแต่ละรายนั้นจะต้องฟ้องจำเลยเป็นรายคดีไปต่างๆที่มีมูลค่าความรับผิดเดียวกัน ทำให้ศาลจะต้องดำเนินกระบวนพิจารณาในแต่ละคดีกันไปซึ่งเป็นการสิ้นเปลืองงบประมาณและทรัพยากรของรัฐ และนอกจากนี้คำพิพากษาย่อมมีผลผูกพันเฉพาะแต่คู่ความในคดีเท่านั้น ผู้เสียหายซึ่งไม่ได้เป็นคู่ความในคดีนั้นก็ย่อมจะไม่สามารถได้รับผลประโยชน์จากการที่ศาลได้มีคำพิพากษาให้ผู้เสียหายรายหนึ่งรายใดชนะคดีนั้นได้

ดังนั้น ในการฟ้องร้องให้รับผิดตามกฎหมายในกรณีที่มีผู้เสียหายจำนวนมากนั้นจึงควรมีระบบการดำเนินคดีที่สามารถทำให้การเยียวยาความเสียหายสามารถกระทำได้โดยสะดวก รวดเร็ว ประหยัด และที่สำคัญที่สุดก็คือให้เกิดความยุติธรรมแก่คู่ความทุกฝ่าย โดยมีสาระสำคัญคือการมีประเด็นข้อเท็จจริงหรือข้อกฎหมายร่วมกัน การมีส่วนได้เสียร่วมกัน หรือการเรียกร้องเพื่อผลแห่งคดีในแนวทางเดียวกันนั้น จะต้องเปิดโอกาสให้ผู้ที่เกี่ยวข้องทุกคนสามารถเข้ามาในคดีได้

และที่สำคัญที่สุดก็คือการมีผู้แทนในคดีที่จะสามารถปกป้องผลประโยชน์ของกลุ่มได้อย่างเพียงพอ ทั้งนี้ เพื่อแก้ปัญหาจากการที่ระบบการดำเนินคดีตามกฎหมายวิธีสบัญญัติที่มีอยู่ในปัจจุบันนั้น ผู้เสียหายจำนวนมากเหล่านั้นไม่สามารถเป็นผู้เสียหายร่วมกันและไม่อาจรวมการพิจารณาคดีไว้ในจำนวนเดียวกันได้

ปัญหาตามบทบัญญัติของกฎหมายของประเทศไทยที่มีอยู่ในปัจจุบันจึงได้แก่ การที่ผู้เสียหายไม่อาจฟ้องคดีเข้ามาร่วมกันได้ไม่ว่าจะเป็นการเข้าเป็นคู่ความร่วมมือหรือการร้องสอดและผู้เสียหายซึ่งอยู่นอกคดีไม่ได้รับผลผูกพันจากคำพิพากษานั้น และในส่วนของกรมอบอำนาจให้ฟ้องคดีก็เป็นเพียงการตั้งผู้แทนให้ดำเนินคดีเท่านั้น แต่ไม่เป็นการเปลี่ยนแปลงสภาพของคดีให้กลายเป็นคดีที่สามารถดำเนินคดีร่วมกันได้ อีกทั้งยังเป็นการทำให้สูญเสียทรัพยากรจำนวนมากของรัฐที่จะเข้ามาอำนวยความสะดวกในเรื่องนี้<sup>17</sup> นอกจากนี้ ผู้เสียหายบางส่วนอาจเห็นว่าการดำเนินคดีนั้นไม่คุ้มกับค่าเสียหายที่จะได้รับจากผลของคดีทำให้ไม่มีการเรียกร้องให้มีการชดเชยตามกฎหมายเกิดขึ้นเนื่องจากข้อเรียกร้องของตนนั้นมีเพียงเล็กน้อยเมื่อเทียบกับค่าใช้จ่ายที่จะเกิดขึ้นในการดำเนินคดี

ทางแก้ปัญหาในเรื่องนี้นั้น ควรพิจารณาระบบที่ใช้ในการดำเนินคดีแพ่งในกรณีที่มีผู้เสียหายจำนวนมาก โดยเฉพาะการเรียกร้องให้รับผิดชอบในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาที่ใช้ระบบการดำเนินคดีที่เรียกว่า Class Action ซึ่งเป็นวิธีพิจารณาความแบบพิเศษและเกิดขึ้นเป็นครั้งแรกในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยมีวิวัฒนาการมาจากหลัก Equity ซึ่งอยู่ภายใต้บทบัญญัติ Rule 23 ของ Federal Rules of Civil Procedure และโดยผู้เสียหายซึ่งเป็นโจทก์นั้นสามารถร้องขอต่อศาลเพื่อให้มีการดำเนินคดีแบบ Class Action ได้ โจทก์ดังกล่าวจะต้องแสดงให้เห็นถึงเงื่อนไขเบื้องต้นในการดำเนินคดี (prerequisite) โดยที่<sup>18</sup>

(1) กำหนดเงื่อนไขของการมีผู้แทนผู้เสียหายโดยพิจารณาจากจำนวนสมาชิกของกลุ่มจะต้องมีจำนวนมาก (numerous) ปัญหาข้อเท็จจริงและข้อกฎหมายร่วมกันของกลุ่ม (common interest of fact or law) การมีข้อเรียกร้องหรือข้อต่อสู้ร่วมกันของกลุ่ม (typical or defenses of claim)

<sup>17</sup> วนิตา ว่องเจริญ, การดำเนินคดีแพ่งของผู้เสียหายจำนวนมาก (วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต, คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2537), หน้า 76-80

<sup>18</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 85

(2) การควบคุมดูแลผู้แทนในการดำเนินคดีให้ดำเนินกระบวนการยุติธรรมในทางที่เป็นประโยชน์กับผู้เสียหายส่วนรวมโดยการให้ศาลเข้ามาเป็นองค์กลางในการกลั่นกรองคุณสมบัติของผู้แทนดำเนินคดี

(3) ในระหว่างการพิจารณาเมื่อศาลเห็นว่าผู้แทนในคดีมีคุณสมบัติไม่เพียงพอ ศาลก็อาจกระทำการเพิกถอนหรือแต่งตั้ง หรือกำหนดเงื่อนไขอย่างหนึ่งอย่างใดสำหรับผู้ที่เป็นผู้แทนในการดำเนินคดีก็ได้

(4) การคุ้มครองผลประโยชน์ของประชาชนจากการดำเนินคดีของผู้แทนในคดีศาลอาจคุ้มครองโดยการมีคำสั่งให้ส่งหนังสือบอกกล่าวไปยังสมาชิกของกลุ่มทุกๆ ระยะเวลาของการดำเนินคดี การส่งหนังสือบอกกล่าวนี้อาจส่งโดยตรงต่อสมาชิกบางรายหรือทุกรายก็ได้แล้วแต่ศาลจะเห็นสมควรว่ามีความจำเป็น เพื่อเป็นการป้องกันผลประโยชน์ และเพื่อให้สมาชิกของกลุ่มเกิดความเชื่อมั่นยิ่งขึ้น ดังนั้น ผู้แทนในคดีจะทำการถอนฟ้องหรือประนีประนอมยอมความก่อนที่ศาลจะมีคำสั่งอนุญาตไม่ได้ ทั้งนี้ ผู้แทนในคดีก็ต้องส่งหนังสือบอกกล่าวไปยังสมาชิกของกลุ่มทุกคนเพื่อให้สมาชิกมีโอกาสใช้สิทธิของตนในการร้องเข้ามาเพื่อปกป้องผลประโยชน์ของตนในคดี

ดังนั้น ในการแก้ปัญหาที่เกิดขึ้นในการดำเนินคดีกรณีที่มีผู้เสียหายจำนวนมากนี้ ระบบการดำเนินคดีแบบ Class Action ตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา<sup>19</sup> จึงสามารถนำมาใช้เพื่อแก้ไขข้อขัดข้องตามกฎหมายวิธีสบัญญัติ โดยเฉพาะข้อจำกัดตามประมวลกฎหมายวิธีพิจารณาความแพ่งได้ ซึ่งจะเป็นผลทำให้ผู้เสียหายจำนวนมากสามารถเข้ามาฟ้องคดีพร้อมกันได้ รวมทั้งผู้เสียหายที่มีข้อเรียกร้องเพียงเล็กน้อย และการที่โจทก์ยอมเสียสละตนเองฟ้องคดีเพื่อผู้อื่นนั้นก็เพื่อต้องการผลแห่งคำพิพากษาเพื่อนำไปใช้กับบุคคลอื่นๆ ที่เป็นสมาชิกของกลุ่มโดยไม่ต้องฟ้องร้องดำเนินคดีใหม่ อีกทั้งยังเป็นการทำให้โจทก์และผู้เสียหายประหยัดค่าธรรมเนียมทนายความเนื่องจากการดำเนินคดีแบบ Class Action สามารถลดค่าธรรมเนียมจากผลแห่งคดีได้<sup>19</sup>

ดังนั้น การใช้สิทธิเรียกร้องในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้น กลไกที่มีอยู่จะมีประสิทธิภาพและสามารถอำนวยความสะดวกและความยุติธรรมให้แก่ผู้เสียหายจำนวนมากได้ก็ควรที่กฎหมายของประเทศไทยจะได้นำระบบการดำเนินคดีแบบกลุ่มเช่นเดียวกับหลักการของ Class Action ตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา มาบังคับใช้แก่การดำเนินคดีเพื่อเรียกร้องให้รับผิดชอบในทางแพ่งอันเนื่องมาจากการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน ส่วนการนำหลักการดังกล่าวมาใช้จะโดยวิธีการตราเป็นกฎหมายเฉพาะเรื่องขึ้นหรือทำการแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติวิธีพิจารณาวิสามัญในประมวลกฎหมายวิธีพิจารณาความแพ่งอย่างไรนั้น คงเป็นเรื่องที่

<sup>19</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 86

ผู้รับผิดชอบในเรื่องนี้จะต้องทำการศึกษาอย่างละเอียดและถ่วงถองอีกชั้นหนึ่ง ผู้เขียนจึงขอสงวน  
ไว้ที่จะไม่กล่าวถึงในเรื่องนี้



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



## บทที่ 5

### บทสรุปและข้อเสนอแนะ

กฎหมายว่าด้วยความรับผิดชอบในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนี้เป็นไปตามบทบัญญัติในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และบทบัญญัติในประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ การที่จะพิจารณาถึงรายละเอียดของความรับผิดชอบในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนี้ควรจะต้องได้พิจารณาถึงกระบวนการอื่นๆตามกฎหมายที่เกิดขึ้นในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนเสียก่อน โดยที่อาจกล่าวได้ว่ากระบวนการตามกฎหมายในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนที่แท้จริงนี้เริ่มต้นจากกระบวนการตามกฎหมายว่าด้วยประเภทแห่งกิจการ (Corporate Law) เช่น กระบวนการในการขอความเห็นชอบจากบรรดาผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทหรือผู้ถือหุ้นของบริษัทในการออกหลักทรัพย์ใหม่ของกิจการตามกฎหมายบริษัท (Company Law) โดยพิจารณาจากบทบัญญัติของกฎหมายที่มีอยู่ทั้งในประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และ/หรือ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 รวมทั้งกฎ ระเบียบ ต่างๆที่เกี่ยวข้อง หนังสือบริคณห์สนธิ ข้อบังคับ และวัตถุประสงค์ของบริษัทที่กำหนดเงื่อนไขหรือให้อำนาจแก่ผู้บริหารของกิจการในเรื่องนี้เอาไว้บ้าง เป็นต้น เมื่อกระบวนการในชั้นนี้ได้เสร็จสิ้นลงแล้วจึงเป็นหน้าที่ของผู้บริหารและบุคคลซึ่งเกี่ยวข้องต่างๆที่จะทำการตัดสินใจถึงวิธีการหาเงินทุนของกิจการซึ่งสิทธิ หน้าที่ และความรับผิดชอบ รวมทั้งกระบวนการตามกฎหมายต่างๆก็จะเป็นไปตามกฎหมายว่าด้วยการเงินองค์กรธุรกิจ (Corporate Finance Law) ได้แก่ การตัดสินใจว่าหลักทรัพย์ที่จะทำการเสนอขายต่อประชาชนนี้ควรจะมีลักษณะอย่างไร หลักทรัพย์นั้นจะเป็นหลักทรัพย์ประเภทหนี้ (debt securities) หรือประเภททุน (equity securities) จะนำไปจำหน่ายให้แก่ นักลงทุนประเภทใด เช่น จำหน่ายแก่นักลงทุนซึ่งเป็นประชาชนโดยทั่วไป หรือ จำหน่ายแก่ผู้ถือหุ้นเดิม (pre-emptive) หรือจำหน่ายแก่นักลงทุนเฉพาะเจาะจงบางกลุ่ม (private placement) เป็นต้น แล้วจึงนำไปขอความเห็นชอบจากบรรดาผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทหรือผู้ถือหุ้นตามกฎหมายว่าด้วยประเภทแห่งกิจการที่ได้พิจารณามาแล้ว และรวมไปถึงวิธีการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์นั้นว่าจะใช้วิธีใดด้วย เมื่อผ่านกระบวนการทั้งหมดนี้แล้วจึงพิจารณาถึงกฎระเบียบต่างๆที่มีอยู่ในกฎหมายหลักทรัพย์ (Securities Regulations) ซึ่งได้แก่บทบัญญัติในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และประกาศต่างๆของคณะกรรมการ ก.ล.ต. ว่ากำหนดขั้นตอนและเงื่อนไขต่างๆในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนเอาไว้บ้าง ขั้นตอนการร่วมกันจัดทำเอกสารเปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน รวมทั้งการพิจารณาถึงสิทธิ หน้าที่ และความรับผิดชอบของบุคคลที่เกี่ยวข้องที่อาจเกิดขึ้นตามมาด้วยว่ามีอยู่อย่างไร

## บทสรุป

แต่ที่จริงแล้ว การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนก็เป็นผลมาจากทฤษฎีการเคลื่อนย้ายทุน โดยที่บุคคลซึ่งมีเงินออมซึ่งเหลือจากการบริโภคนั้นเคลื่อนย้ายไปเป็นทุนให้แก่กิจการซึ่งมีความต้องการทุน หรือที่เรียกว่าเป็นการลงทุน ซึ่งอาจกล่าวได้ว่าโดยปกติแล้วกิจการมีความต้องการทุนในสามกรณีด้วยกัน ได้แก่ ทุนสำหรับการเริ่มต้นกิจการ (Start-up Capital) ทุนสำหรับการพัฒนา ขยาย หรือดูแลรักษากิจการ (Development Capital) และทุนสำหรับจัดหาเทคโนโลยีสมัยใหม่ หรือสำหรับโครงการที่มีความเสี่ยงสูง (Venture Capital) โดยการเคลื่อนย้ายทุนนั้นอาจกระทำได้โดยวิธีการเคลื่อนย้ายทุนทางตรง หรือโดยผ่านสถาบันตัวกลาง หรือโดยผ่านสื่อกลางซึ่งสถาบันตัวกลางจะเป็นผู้ทำหน้าที่ในการระดมเงินออมจากประชาชนโดยตรง แต่ที่เป็นที่นิยมที่สุดก็คือการเคลื่อนย้ายทุนผ่านสถาบันตัวกลาง สถาบันตัวกลางนี้ได้แก่กิจการวานิชธนกิจ (Investment Bank) ซึ่งมีบทบาทอย่างมากในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน โดยทำหน้าที่เป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriters) โดยที่วิธีการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์นั้นย่อมแตกต่างกันไปตามบทบาทของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ในการประกันการขายหลักทรัพย์ หากการขายหลักทรัพย์นั้นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จะต้องแบกรับภาระความเสี่ยงเอาไว้มากก็ย่อมทำให้ค่าตอบแทนที่ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จะได้รับไว้นั้นสูงขึ้นด้วย นอกจากนี้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ยังมีบทบาทที่สำคัญในการให้คำแนะนำที่เกี่ยวกับขั้นตอนต่างๆ ในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน

กระบวนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนี้มีความสำคัญอย่างยิ่งต่อการพิจารณาความรับผิดชอบในทางแพ่งที่เกิดขึ้น กระบวนการดังกล่าวตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาและกฎหมายของประเทศอังกฤษจึงถูกยกขึ้นเพื่อนำมาเปรียบเทียบกับกฎหมายของประเทศไทย เพราะเป็นรูปแบบที่ได้รับการยอมรับอย่างเป็นทางการและเป็นสากลและสามารถทำให้เห็นถึงโครงสร้างและประเด็นต่างๆ ที่มีอยู่ตามกฎหมายได้อย่างละเอียด

กระบวนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศสหรัฐอเมริกานั้นเป็นไปตามรัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 (Securities Act 1933) ซึ่งสร้างระบบการเสนอขายหลักทรัพย์ที่เรียกว่า Filing หรือการยื่นเอกสารต่อ SEC เพื่อทำการเปิดเผยข้อมูลที่จำเป็นในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน เอกสารดังกล่าวได้แก่ แบบแสดงรายการข้อมูล (registration statement) และหนังสือชี้ชวน (prospectus) เอกสารดังกล่าวจะถูกจัดทำขึ้นโดยกระบวนการของบุคคลที่มีส่วนเกี่ยวข้องในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้น เช่น ที่ปรึกษาทางการเงิน นักบัญชี ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ วิศวกร นักประเมิน เป็นต้น โดยกระบวนการนี้เรียกว่า Joint Preparation

Process และในระหว่างดำเนินการดังกล่าวต่างฝ่ายจะต้องทำการตรวจสอบตามสมควร (reasonable investigation) เพื่อไม่ให้เกิดข้อบกพร่องใดๆขึ้นและการใช้ความระมัดระวังในการตรวจสอบนี้ เรียกว่า due diligence เป็นการแสดงความสุจริตของแต่ละฝ่ายว่าได้ทำการตรวจสอบอย่างดีแล้วและไม่มีส่วนรู้เห็นในข้อบกพร่องที่เกิดขึ้น และโดยที่ภายหลังจากการยื่นเอกสารดังกล่าวแล้วหาก SEC ไม่พบความบกพร่องใดๆแก่เอกสารนั้นก็จะมีผลทำให้เอกสารนั้นมีผลใช้บังคับทันทีภายในวันที่ 20 นับแต่ที่มีการยื่นแก้ไขเอกสารเป็นครั้งสุดท้าย หรือภายในกำหนดช้าเร็วกว่านั้นตามแต่ SEC จะเห็นชอบ แต่หากมีการตรวจพบข้อผิดพลาดใดๆ SEC ก็ย่อมมีสิทธิสั่งระงับหรือปฏิเสธการมีผลใช้บังคับแก่เอกสารดังกล่าวได้โดยวิธีการออก “Stop Order” หรือ “Refusal Order” ในระหว่างที่เอกสารยังไม่มีผลใช้บังคับหรืออยู่ในระหว่างถูกปฏิเสธหรือระงับการมีผลใช้บังคับนี้ก็จะทำการขายหรือเสนอขายหรือดำเนินการใดๆที่เกี่ยวข้องกับการการเสนอขายหลักทรัพย์ไม่ได้ ดังนั้นในทางตำราจึงแบ่งช่วงเวลาที่เกิดขึ้นในการทำ Filing ออกเป็นสามช่วงเวลา ได้แก่ ช่วงเวลาก่อนก่อนยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล (Pre-filing Period) ซึ่งห้ามดำเนินการอย่างใดๆเลยไม่ว่าจะเป็นการขาย การเสนอขาย การชี้ชวน การส่งมอบหลักทรัพย์ เป็นต้น การเสนอขายหลักทรัพย์โดยฝ่าฝืนข้อห้ามดังกล่าวจะถูกเรียกว่า “Sale of Unregistered Security” และในบางที่ที่มีการเรียกว่า “gun jumping” ช่วงเวลาต่อมาได้แก่ ช่วงเวลารอคอยการมีผลใช้บังคับ (Waiting Period) ซึ่งเป็นช่วงเวลานับแต่ที่ได้มีการยื่นเอกสารให้แก่ SEC เพื่อทำการตรวจสอบแล้วแต่เอกสารยังไม่มีผลใช้บังคับ ในช่วงระหว่างนี้กฎหมายอนุญาตให้ทำการเสนอขายโดยวิธีการหนังสือชี้ชวนตามที่กฎหมายกำหนดแต่ก็ยังไม่อนุญาตให้ทำการขายหรือส่งมอบหลักทรัพย์นั้น เอกสารที่ใช้ในการโฆษณาชี้ชวนมีหลากหลายชนิด แต่ละชนิดจะต้องเป็นไปตามเงื่อนไขที่ SEC ได้วางไว้เป็นกฎเกณฑ์ หรือที่เรียกว่า “SEC Rules” และช่วงเวลาสุดท้ายได้แก่ช่วงเวลาภายหลังการมีผลใช้บังคับ (Post-effective Period) ในระหว่างนี้จึงจะสามารถทำการเสนอขาย และส่งมอบหลักทรัพย์ที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์นั้นได้อย่างถูกต้องตามกฎหมายเพียงแต่มีเงื่อนไขว่าการขายหลักทรัพย์จะสามารถเริ่มขึ้นได้เฉพาะต่อเมื่อมีการส่งมอบหนังสือชี้ชวนให้แก่นักลงทุนแล้วเท่านั้น กฎหมายกำหนดให้ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ต้องสามารถแสดงได้ว่าได้มีการส่งมอบหนังสือชี้ชวนให้แก่นักลงทุนก่อนการขายหลักทรัพย์แล้วเท่านั้น แต่ในทางกลับกันไม่บังคับให้นักลงทุนแสดงให้เห็นว่าตนได้อ่านเนื้อความในหนังสือชี้ชวนนั้นแล้วก่อนการใช้สิทธิเรียกร้องใดๆ ในบางกรณีการเสนอขายหลักทรัพย์อาจไม่ได้กระทำทันทีในวันที่เอกสารมีผลใช้บังคับ แต่อาจมีการชะลอการขายออกไปก่อนได้เนื่องจากภาวะของตลาดที่มีความผันผวนและไม่อาจกำหนดราคาขายหลักทรัพย์ที่แน่นอนได้ การเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทนี้เรียกว่า “Shelf Registration” หรือ “Shelf Offering” ซึ่งจะทำให้ช่วงเวลาที่ได้กล่าวมาแล้วมีความคลาดเคลื่อนออกไป

กระบวนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศอังกฤษนั้นแปลกไปจากที่ปรากฏในประเทศสหรัฐอเมริกา เพราะมีการแบ่งประเภทการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนออกเป็น Listed Securities ซึ่งได้แก่หลักทรัพย์ที่จะถูกนำไปจดทะเบียน (listing) ซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดซื้อขายหลักทรัพย์อย่างเป็นทางการที่เรียกว่า “Stock Exchange” และ Unlisted Securities ซึ่งได้แก่หลักทรัพย์ที่จะไม่ถูกนำไปจดทะเบียนซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์อย่างเป็นทางการ แต่อาจมีการยอมให้นำไปซื้อขาย (admission) ในตลาดนอกระบบ (Alternative Investment Market) กระบวนการที่เกิดขึ้นจะต้องพิจารณาแยกตามประเภทของหลักทรัพย์ที่ทำการเสนอขายนั้น โดยที่ไม่มีการแบ่งเป็นช่วงเวลาเหมือนอย่างกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา แต่มีการแบ่งเป็นการควบคุมก่อน (*ex ante* control) และควบคุมหลัง (*ex post* control) ในกรณีที่เป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนประเภท Listed Securities นั้นยอมเป็นไปตาม FSMA 2000 (Financial Services and Market Act 2000) ผู้ประสงค์จะทำการเสนอขายจะต้องทำการยื่นเอกสารที่เรียกว่า Listing Particular พร้อมกับหนังสือชี้ชวนซึ่งมีการเปิดเผยข้อมูลตามที่กฎหมายกำหนดต่อองค์กรกำกับดูแลตลาดทุนที่เรียกว่า FSA (Financial Services Authority) เพื่อทำการตรวจสอบและเมื่อเอกสารที่ยื่นนั้นได้รับการอนุมัติ (approval) แล้วจึงจะสามารถทำการเสนอขายได้ และหากมีความเสียหายใดๆเกิดขึ้นเนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลนั้นแล้วก็จะยอมมีความรับผิดชอบตามกฎหมายเกิดขึ้นตามมา หรือเรียกได้ว่ามีทั้งการควบคุมก่อน (*ex ante* control) และควบคุมหลัง (*ex post* control) ในขณะที่การเสนอขายหลักทรัพย์ประเภท Unlisted Securities นั้นยอมเป็นไปตาม POS (Public Offers of Securities Regulation 1995) ซึ่งมีเพียงการควบคุมหลัง (*ex post* control) เท่านั้น กล่าวคือไม่ต้องทำการยื่นเอกสารให้แก่ FSA เพื่อทำการตรวจสอบก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์ ผู้เสนอขายหลักทรัพย์เพียงแต่แจกจ่ายหนังสือชี้ชวนที่มีข้อความตามที่กฎหมายกำหนด แต่หากมีความเสียหายเกิดขึ้นจากการเปิดเผยข้อมูลนั้นก็อาจต้องมีความรับผิดชอบตามกฎหมายเกิดขึ้น

ส่วนกระบวนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศไทยนี้เป็นไปตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งใช้ระบบ Filing เช่นเดียวกับที่ปรากฏในประเทศสหรัฐอเมริกา ดังนั้น กระบวนการในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศไทยนั้นจึงคล้ายกับการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในประเทศสหรัฐอเมริกา และแตกต่างกับที่ปรากฏในประเทศอังกฤษ กล่าวคือระบบการทำ Filing ทำให้เกิดระยะเวลาที่สำคัญในสามช่วงคือ Pre-filing, Waiting and Post-effective Period ทั้งนี้เพื่อวัตถุประสงค์ในการเปิดเผยข้อมูลที่จำเป็นต่อการตัดสินใจของนักลงทุนแต่มีความแตกต่างอย่างชัดเจนกับกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา ดังกล่าวคือ ก่อนที่จะทำการ Filing นั้น ผู้ประสงค์จะทำการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนจะต้องทำการขออนุญาตต่อสำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อทำการเสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่ทั้งนี้ตามที่บัญญัติไว้ในมาตรา 32 ถึงมาตรา 34 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

ก่อนที่จะทำการ Filing แต่อย่างไรก็ตาม มาตรา 66 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าวก็เปิดช่องให้สามารถทำการ Filing ไปพร้อมกับการขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่ได้ และการ Filing นั้นเอกสารที่ยื่นจะมีผลใช้บังคับเมื่อครบกำหนด 45 วันนับแต่วันที่สำนักงาน ก.ล.ต. ได้รับเอกสารนั้นไว้ แต่อย่างไรก็ตามอาจมีผลใช้บังคับก่อนกำหนดดังกล่าวได้ตามแต่ที่สำนักงาน ก.ล.ต. จะประกาศกำหนด ซึ่งในปัจจุบันมีประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กจ. 44/2543 เรื่อง การยื่นและการยกเว้นการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ ข้อ 20 กำหนดเกี่ยวกับระยะเวลาการมีผลใช้บังคับไว้แล้ว

ความรับผิดในทางแพ่งที่เกิดขึ้นในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนี้คือความรับผิดที่เกิดขึ้นเนื่องจากการไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎหมายว่าด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน

รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 (Securities Act 1933) ของประเทศสหรัฐอเมริกา นั้น มีลักษณะเป็นกฎหมายเฉพาะเรื่องที่กำหนดหลักเกณฑ์ในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนไว้เป็นการเฉพาะและยังได้กำหนดความรับผิดในกรณีที่ไม่ปฏิบัติตามกฎหมายดังกล่าวไว้เป็นการเฉพาะอีกด้วย โดยที่ความรับผิดดังกล่าวนี้เป็นความรับผิดที่กฎหมายดังกล่าวกำหนดไว้เป็นกรณีพิเศษต่างหากจากหลักกฎหมายแพ่งที่มีอยู่เดิมแล้ว ส่วน FSMA 2000 และ POS ของประเทศอังกฤษเป็นกฎหมายที่กำหนดหลักเกณฑ์ในการเสนอหลักทรัพย์ต่อประชาชนไว้เป็นการเฉพาะเช่นกัน โดยมุมมองของกฎหมายที่แตกต่างกันในการเสนอขายหลักทรัพย์สองประเภทได้แก่ Listed Securities และ Unlisted Securities ส่วนความรับผิดในกรณีที่ไม่ปฏิบัติตามกฎหมายดังกล่าวแล้วกฎหมายของประเทศอังกฤษปรับเข้ากับบทกฎหมายคอมมอนลอว์ (Common Law) และจากบทบัญญัติของกฎหมายที่เป็นลายลักษณ์อักษร แม้ว่าตามกฎหมายของประเทศไทยจะใช้ระบบการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนที่คล้ายคลึงกับการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาก็ตาม แต่การศึกษาวิธีการปรับบทความรับผิดตามกฎหมายของประเทศอังกฤษซึ่งมีหลักการในการเปิดเผยข้อมูลที่ไม่แตกต่างกันนักในเจตนารมณ์ที่มุ่งจะคุ้มครองนักลงทุนให้ได้รับทราบข้อมูลที่ถูกต้องและเพียงพอในการตัดสินใจเข้าลงทุนนั้น ทำให้ได้ทราบว่าที่มาและโครงสร้างของกฎหมายในการที่จะเรียกร้องให้มีการรับผิด และกรณีบทบัญญัติของกฎหมายที่กำหนดความรับผิดในลักษณะที่เป็น “ความรับผิดเด็ดขาด” นั้นมีผลที่เกิดขึ้นเป็นอย่างไร

สามารถกล่าวโดยสรุปได้ว่า ความรับผิดในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตามกฎหมายของประเทศไทยนั้นสามารถแบ่งออกได้เป็น 4 กรณี ได้แก่

(1) **กรณีที่ไม่ปฏิบัติตามบทบัญญัติของกฎหมายในการอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่** การขออนุญาตเพื่อเสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่ไม่พบในกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาและกฎหมายของประเทศอังกฤษ โดยที่มาตรา 32 มาตรา 33 และมาตรา 34 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 บังคับให้การเสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่ต้องได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. ก่อนการเสนอขายต่อประชาชน และมีการกำหนดความรับผิดชอบทางอาญาไว้สำหรับผู้ฝ่าฝืน และหากนักลงทุนเข้าซื้อหลักทรัพย์นั้น โดยรู้ถึงการที่กิจการผู้ออกหลักทรัพย์มิได้รับอนุญาตให้ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่นั้น ก็จะมีผลเท่ากับการหลีกเลียงบทบัญญัติแห่งกฎหมายที่ต้องการให้มีการขออนุญาตก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์เพื่อพิจารณาว่ากิจการนั้นมีความเหมาะสมที่จะทำการเสนอขายหลักทรัพย์นั้นๆหรือไม่ จุดประสงค์หรือความมุ่งหมายในการทำนิติกรรมเสนอขายหลักทรัพย์ในกรณีนี้จึงเป็นวัตถุประสงค์ของนิติกรรม และเป็นวัตถุประสงค์ที่ต้องห้ามชัดแจ้งโดยกฎหมาย เพราะเจตนารมณ์ของกฎหมายในเรื่องนี้ต้องการให้การออกหลักทรัพย์ทุกประเภทที่จะนำไปเสนอขายแก่นักลงทุนนั้นจะต้องผ่านการพิจารณาความเหมาะสมและตรวจสอบตามหลักเกณฑ์ของสำนักงาน ก.ล.ต. เสียก่อน ดังนั้น หากนักลงทุนเข้าซื้อหลักทรัพย์นั้น โดยรู้ถึงการที่มิได้รับอนุญาตให้ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่นั้นก็ย่อมถือเป็นการทำนิติกรรมที่มีวัตถุประสงค์เป็นการต้องห้ามชัดแจ้งโดยกฎหมายและนิติกรรมดังกล่าวย่อมตกเป็นโมฆะตามมาตรา 150 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ นอกจากนี้การที่กฎหมายได้กำหนดความรับผิดชอบอาญาเอาไว้อย่างเข้มงวดประกอบกับกฎหมายใช้คำว่า “ห้ามมิให้...” ดังนั้นบทบัญญัติแห่งกฎหมายในข้อนี้ จึงเป็นกฎหมายอันเกี่ยวด้วยความสงบเรียบร้อยของประชาชน ผลที่เกิดขึ้นแก่การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนประเภทนี้ย่อมทำให้นิติกรรมนั้นตกเป็นโมฆะตามมาตรา 150 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ แต่หากนักลงทุนเข้าซื้อหลักทรัพย์นั้น โดยที่ไม่รู้ถึงการที่กิจการผู้ออกหลักทรัพย์มิได้รับอนุญาตให้ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่นั้น กรณีดังกล่าวย่อมถือมิได้ว่าวัตถุประสงค์ของการทำนิติกรรมนั้นต้องห้ามชัดแจ้งตามกฎหมายและเป็นการขัดต่อความสงบเรียบร้อยของประชาชน เพราะวัตถุประสงค์ของนิติกรรมย่อมหมายถึงจุดประสงค์หรือความมุ่งหมายสุดท้ายของกลุ่มในการทำนิติกรรม และวัตถุประสงค์นี้ก็มีสาเหตุหรือมูลเหตุจูงใจให้เข้าทำนิติกรรมเพราะนักลงทุนมิได้รู้ถึงการที่กิจการผู้ออกหลักทรัพย์มิได้รับอนุญาตให้ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่ซึ่งเป็นมูลเหตุจูงใจของอีกฝ่ายหนึ่ง ดังนั้น จึงถือมิได้ว่าการทำนิติกรรมโดยการเข้าซื้อหลักทรัพย์นี้เป็นนิติกรรมที่มีวัตถุประสงค์ต้องห้ามชัดแจ้งตามกฎหมายและเป็นการขัดต่อความสงบเรียบร้อยของประชาชน แต่อย่างไรก็ดี เจตนารมณ์ของกฎหมายในเรื่องนี้ต้องการให้การออกหลักทรัพย์ทุกประเภทที่จะนำไปเสนอขายแก่นักลงทุนนั้นจะต้องผ่านการพิจารณาความเหมาะสมและตรวจสอบตามหลักเกณฑ์ของสำนักงาน ก.ล.ต. เสียก่อน ดังนั้น หลักทรัพย์ซึ่งเป็นวัตถุประสงค์ของนิติกรรมจะต้องเป็นหลักทรัพย์ซึ่งได้รับอนุญาตให้สามารถทำการเสนอขายต่อประชาชนได้ และถือถือเป็นข้อซึ่ง

เป็นสาระสำคัญแห่งนิติกรรมนั้น การรับซื้อหลักทรัพย์ไปโดยที่ไม่รู้ถึงการที่กิจการผู้ออกหลักทรัพย์มิได้รับอนุญาตให้ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ออกใหม่จึงเป็นการแสดงเจตนาทำนิติกรรมโดยสำคัญผิดในสิ่งซึ่งเป็นสาระสำคัญแห่งนิติกรรม ตามมาตรา 156 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ นิติกรรมดังกล่าวย่อมตกเป็นโมฆะเช่นเดียวกัน

ผลของนิติกรรมที่ตกเป็นโมฆะนี้ นิติกรรมนั้นย่อมตกเป็นอันเสียเปล่าตามมาตรา 172 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ กรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์นั้นย่อมไม่โอนไปยังนักลงทุนที่รับซื้อหลักทรัพย์นั้นได้เลย และการอ้างเอาความเสียเปล่าแห่งนิติกรรมย่อมสามารถกระทำได้โดยไม่มีกำหนดอายุความ ส่วนการคืนทรัพย์สินอันเกิดจากโมฆะกรรมนั้น มาตรา 172 วรรคท้ายดังกล่าว กำหนดให้นำบทบัญญัติว่าด้วยลาภมิควรได้แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์มาใช้บังคับ ดังนั้น การเรียกคืนเงินที่ได้ชำระไปเป็นค่าหลักทรัพย์นั้นก็ต้องเป็นไปตามหลักลาภมิควรได้ ซึ่งมาตรา 411 บัญญัติว่า “บุคคลใดได้กระทำการเพื่อชำระหนี้เป็นการอันฝ่าฝืนข้อห้ามตามกฎหมายหรือศีลธรรมอันดี ท่านว่าบุคคลนั้นหาอาจจะเรียกร้องคืนทรัพย์สินได้ไม่” ด้วยเหตุนี้ การชำระราคาหลักทรัพย์ในกรณีนี้เป็นการชำระหนี้อันเนื่องมาจากนิติกรรมที่ตกเป็นโมฆะเพราะเหตุที่นิติกรรมนั้นมีวัตถุประสงค์ต้องห้ามขัดแย้งโดยกฎหมาย จึงไม่สามารถเรียกเงินที่ชำระไปแล้วคืนได้ ศาลและกฎหมายย่อมไม่รับบังคับให้ นอกจากนี้ศาลฎีกายังได้ขยายความว่านิติกรรมที่มีวัตถุประสงค์ขัดต่อความสงบเรียบร้อยและศีลธรรมอันดีต่อประชาชนซึ่งตกเป็นโมฆะก็ไม่สามารถเรียกคืนเงินที่ได้ชำระไปแล้วตามมาตรานี้ได้เช่นกัน (คำพิพากษาฎีกาที่ 1288/2501, 5311/2538 และ 1876/2542) แต่ในทางกลับกัน หากนิติกรรมตกเป็นโมฆะอันเนื่องมาจากการแสดงเจตนาทำนิติกรรมโดยสำคัญผิดในสิ่งซึ่งเป็นสาระสำคัญแห่งนิติกรรมนั้น ก็สามารถเรียกคืนเงินได้ตามหลักลาภมิควรได้ ซึ่งการคืนลาภมิควรได้ที่เป็นเงิน มาตรา 412 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ กำหนดให้ผู้รับชำระเงินไว้ต้องคืนลาภมิควรได้เต็มจำนวนในกรณีที่ไม่สุจริต แต่ถ้าสุจริตก็ต้องคืนเท่าที่เหลือเป็นลาภอยู่แก่ตนในขณะเรียกคืน ซึ่งกรณีนี้น่าจะต้องถือว่าไม่สุจริตและต้องมีการคืนเต็มจำนวน ส่วนอายุความของการเรียกคืนตามหลักลาภมิควรได้ย่อมได้แก่กำหนดหนึ่งปีนับแต่วันที่ผู้เสียหายรู้ว่าตนมีสิทธิเรียกคืน หรือภายในกำหนดสิบปีนับแต่เวลาที่สิทธินั้นได้มีขึ้น

(2) กรณีที่ไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎหมายเกี่ยวกับการทำ Filing มาตรา 65 และมาตรา 79 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เป็นหัวใจสำคัญของการทำ Filing ตามกฎหมาย โดยที่มาตรา 65 ดังกล่าวกำหนดให้การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนหรือบุคคลใดๆจะกระทำได้ต่อเมื่อผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนจำกัด บริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์ได้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนต่อสำนักงาน ก.ล.ต. และแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวน

ดังกล่าวมีผลใช้บังคับแล้ว และมาตรา 79 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าวกำหนดให้เมื่อแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับแล้ว การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนจะกระทำได้อีกเมื่อได้มีการจัดส่งหรือแจกจ่ายหนังสือชี้ชวน พร้อมทั้งระบุวันที่ได้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนไว้ด้วย ทั้งนี้เพื่อวัตถุประสงค์ในการเปิดเผยข้อมูลที่จำเป็นต่อการตัดสินใจของนักลงทุน

แม้กฎหมายจะได้กำหนดความรับผิดในทางอาญาเอาไว้ในมาตรา 276 มาตรา 277 และมาตรา 280 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าวแก่ผู้ที่กระทำการฝ่าฝืนบทบัญญัติดังกล่าว แต่ลักษณะการกระทำเช่นนี้ก็ย่อมถือเป็นความผิดส่วนตัวของผู้ฝ่าฝืนเท่านั้น (personal offense) กรณีนี้จึงเป็นการกระทำผิดธรรมดาโดยแตกต่างกับบทบัญญัติของกฎหมายที่มีใช้กฎหมายอันเกี่ยวข้องด้วยความสงบเรียบร้อยหรือศีลธรรมอันดีของประชาชน ย่อมไม่ตกเป็นโมฆะ ตามมาตรา 151 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ซึ่งเทียบได้กับศาลของประเทศสหรัฐอเมริกาในคดี Allison V. Ticor Title Insurance ในปี ค.ศ. 1992 ซึ่งได้วางหลักเอาไว้ว่าการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนโดยไม่ผ่านกระบวนการ Filing อย่างถูกต้องก็ย่อมไม่กระทบกระเทือนถึงความสมบูรณ์ของการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์เช่นกัน

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มิได้กำหนดความรับผิดทางแพ่งในลักษณะนี้เอาไว้โดยตรง กรณีจึงต้องปรับเข้ากับบทบัญญัติตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ในเรื่องการแสดงเจตนาทำนิติกรรมโดยสำคัญผิดในคุณสมบัติของทรัพย์สินตามมาตรา 157 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ซึ่งมีผลทำให้นิติกรรมนั้นตกเป็น โมฆียะ นักลงทุนจึงมีทางเลือกอยู่สองทาง

ทางแรก คือ การบอกล้างนิติกรรมซึ่งต้องกระทำภายในภายในหนึ่งปี นับแต่เวลาที่อาจให้สัตยาบันได้ หรือภายในสิบปีนับแต่ได้กระทำความผิดอันเป็น โมฆียะนั้น ผลของการบอกล้างจะทำให้คู่กรณีกลับคืนสู่ฐานะเดิมโดยการส่งมอบคืนหลักทรัพย์และผลประโยชน์ที่ได้รับมาแก่ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ขายหลักทรัพย์นั้นจะต้องชดเชยราคาหลักทรัพย์ที่ตนได้รับมานั้นคืนให้แก่นักลงทุน การใช้สิทธิเรียกร้องอันเกิดแต่การกลับคืนสู่ฐานะเดิมนี้อาจต้องใช้ภายในหนึ่งปีนับแต่วันที่บอกล้างโมฆียกรรม ดังนั้น จึงเป็นสิทธิเรียกร้องที่มีกำหนดอายุการใช้สิทธิเรียกร้องภายในหนึ่งปี นับแต่บอกล้างนิติกรรม หากเป็นการพ้นวิสัยที่จะกลับคืนสู่ฐานะเดิม เช่น มีการโอนขายหลักทรัพย์นั้นไปก่อนที่ท่จะรู้ถึงเหตุสำคัญผิด เป็นต้น กฎหมายเปิดช่องให้นักลงทุนมีสิทธิที่จะได้รับชดเชยค่าเสียหายซึ่งค่าเสียหายนี้อาจได้แก่ส่วนต่างราคาหลักทรัพย์ที่ตนซื้อมากับราคาหลักทรัพย์ที่โอนไปยังบุคคลภายนอก เป็นต้น แต่การบอกล้างนี้จะกระทำไม่ได้หากได้ให้สัตยาบันแก่นิติกรรมนั้น



แล้ว ซึ่งการให้สัตยาบันอาจกระทำโดยปริยายก็ได้ เช่น การพยายามที่จะโอนขายหลักทรัพย์นั้น ไปยังบุคคลภายนอกภายหลังจากรู้ถึงเหตุสำคัญผิคนั้น เป็นต้น

ส่วนทางเลือกที่สองก็คือการให้สัตยาบันแก่นิติกรรมนั้น ซึ่งการให้สัตยาบันแก่นิติกรรมจะทำให้นิติกรรมนั้นมีผลสมบูรณ์มาแต่เริ่มแรกและไม่สามารถบอกล้างนิติกรรมนั้นได้อีกต่อไป

ผลของนิติกรรมที่เป็นโมฆียกรรมนี้สอดคล้องกับกฎหมายของประเทศอังกฤษตามหลัก Misrepresentation ตามกฎหมายคอมมอนลอว์และ Misrepresentation Act 1967 และยังคงสอดคล้องกับกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาตรงที่รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 กำหนดให้ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ทำการชำระคืนราคาหลักทรัพย์และให้นักลงทุนส่งมอบคืนหลักทรัพย์ (right of rescission) รวมทั้งให้สิทธิในการที่จะเรียกค่าเสียหายประกอบด้วย (rescissory damages) และในกรณีที่มีการโอนหลักทรัพย์นั้นไปให้แก่บุคคลภายนอกแล้วก็ยังสามารถเรียกร้องเอาค่าเสียหายตามที่มีการพิสูจน์ได้ด้วย แต่ต่างกันตรงที่กฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาดังกล่าวกำหนดความรับผิดไว้ในลักษณะที่เป็นความรับผิดอย่างเด็ดขาดทำให้นักลงทุนที่เป็นโจทก์ฟ้องคดีไม่จำเป็นที่จะต้องมีการพิสูจน์ในเรื่องความเชื่อ (reliance) หรือการถูกชักจูงให้เข้าทำนิติกรรม (inducement) รวมทั้งไม่จำเป็นต้องพิจารณาถึงเรื่องการบอกล้างหรือการให้สัตยาบันแก่นิติกรรมนั้นด้วย นักลงทุนสามารถใช้สิทธิเรียกร้องนี้ได้เสมอแม้มีการ โอนหลักทรัพย์รายนั้นไปยังบุคคลภายนอกแล้วก็ตาม และแม้ภายหลังจากที่ตน ได้ทราบถึงเหตุสำคัญผิคนั้นแล้ว แต่ทั้งนี้ต้องอยู่ภายในกำหนดอายุความ

อย่างไรก็ดี หากเป็นกรณีที่เป็นการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรก (IPO) ของบริษัทมหาชนนั้น สิทธิในการบอกล้างหรือร้องขอให้ศาลเพิกถอนการที่ตน ได้ซื้อหุ้นไว้โดยสำคัญผิคนั้นจะมีอยู่เพียงก่อนที่บริษัทมหาชนดังกล่าวจะมีสถานะเป็นนิติบุคคลเท่านั้น ทั้งนี้ ตามมาตรา 47 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 แต่หากได้มีการบัญญัติไว้เป็นความรับผิดอย่างเด็ดขาดแล้ว การฟ้องคดีต่อศาลเพื่อขอให้มีการเพิกถอนการโอนหุ้นที่จำหน่ายเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering หรือ IPO) ของบริษัทมหาชนก็มีใช่เป็นการร้องขอให้ศาลเพิกถอนการที่ตน ได้ซื้อหุ้นไว้โดยสำคัญผิคนั้นอีกต่อไป จึงไม่อยู่ภายใต้บังคับของมาตรา 47 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (แก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2544) ที่จะต้องร้องขอให้เพิกถอนการที่ตน ได้ซื้อหุ้นไว้โดยสำคัญผิคนั้นก่อนที่บริษัทมหาชนดังกล่าวจะมีสถานะเป็นนิติบุคคลเท่านั้น

**(3) กรณีที่แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนมีข้อความเท็จ หรือขาดข้อความต้องแจ้งในสาระสำคัญ** กรณีนี้เป็นความรับผิดซึ่งมีความสำคัญมากที่สุด โดยที่

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้บัญญัติเรื่องนี้เอาไว้ในมาตรา 82 ถึง มาตรา 86 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าว โครงสร้างความคิดในกรณีดังกล่าวนี้เป็นลักษณะทำนองเดียวกันกับกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาโดยที่มาตรา 82 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าวได้บัญญัติความรับผิดในลักษณะไว้เป็นความรับผิดอย่างเด็ดขาด (Strict Liability) ของบริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์ ซึ่งหมายความว่าไม่จำเป็นต้องพิจารณาถึงเรื่องการกระทำโดย “จงใจหรือประมาทเลินเล่อ” ของจำเลย ซึ่งเป็นองค์ประกอบในเรื่องละเมิดทั่วไปตามมาตรา 420 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ในขณะที่มาตรา 83 แห่งพระราชบัญญัตินี้กำหนด “ความรับผิดในการกระทำของบุคคลอื่น” (Vicarious Liability) ไว้แก่บุคคลซึ่งเกี่ยวข้องในขั้นตอน Joint Preparation Process ซึ่งไม่จำเป็นต้องพิจารณาถึงเรื่องการกระทำโดย “จงใจหรือประมาทเลินเล่อ” ของจำเลยอีกเช่นกัน เงื่อนไขการใช้สิทธิเรียกร้องตามมาตรา 82 ดังกล่าวนี้นี้ ผู้ใช้สิทธิเรียกร้องจะต้องเป็นผู้ที่ซื้อหลักทรัพย์นั้นมาโดยตรงจากบริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์และยังเป็นเจ้าของหลักทรัพย์นั้นอยู่ รวมทั้งจะต้องได้รับความเสียหายมาจากความบกพร่องของข้อมูลอันเป็นสาระสำคัญ (materiality) ด้วย นอกจากนี้ผู้ที่มีสิทธิเรียกร้องค่าเสียหายตามมาตรา 82 ดังกล่าวก็จะต้องเป็นผู้ซื้อหลักทรัพย์ก่อนที่จะปรากฏข้อเท็จจริงเกี่ยวกับความบกพร่องของข้อมูลนั้นแต่ต้องไม่เกินหนึ่งปีนับแต่วันที่แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับ แต่ในข้อนี้ต่างจากกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาและของประเทศอังกฤษ โดยที่ผู้ใช้สิทธิเรียกร้องในกรณีนี้ตามรัฐบัญญัติหลักทรัพย์ พ.ศ. 1933 และตาม FSMA 2000 ไม่จำเป็นต้องเป็นผู้ซื้อหลักทรัพย์นั้นมาในลำดับแรกเท่านั้น โดยเฉพาะศาลของประเทศสหรัฐอเมริกาในคดี Barnes V. Osofsky ในปีค.ศ. 1967 นั้นได้วางบรรทัดฐานเอาไว้ว่าบุคคลซึ่งรับซื้อหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายกันอยู่ก่อนแล้วซึ่งสามารถเชื่อมโยง (trace) ความเสียหายที่เกิดขึ้นแก่หลักทรัพย์ของตนให้ศาลเห็นได้ว่าเป็นผลมาจากข้อความอันเป็นเท็จหรือขาดข้อความอันควรต้องแจ้งในสาระสำคัญในแบบแสดงรายการข้อมูลก็สามารถใช้สิทธิเรียกร้องในข้อนี้ได้เกิดเป็นหลัก “source-tracing requirement” ซึ่งมาตรา 82 ดังกล่าวไม่รับรองหลักการนี้ไว้ และนอกจากนี้ตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา ผู้ใช้สิทธิเรียกร้องก็ไม่จำเป็นต้องเป็นเจ้าของหลักทรัพย์นั้นอยู่ในขณะที่ใช้สิทธิเรียกร้อง ในทางกลับกันบุคคลที่โอนขายหลักทรัพย์ของตนไปแล้วสามารถนำราคาที่ดิน โอนขายหลักทรัพย์ไปยังบุคคลภายนอกมาใช้ในการกำหนดค่าเสียหายตามกฎหมายได้ด้วย ต่างกับมาตรา 82 ดังกล่าวที่จำกัดการใช้สิทธิเรียกร้องเฉพาะบุคคลที่ยังเป็นเจ้าของหลักทรัพย์อยู่เท่านั้น

การใช้สิทธิเรียกร้องตามมาตรา 82 ดังกล่าวนี้นี้ จำเลยอาจมีข้อต่อสู้ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้ 5 ประการ ซึ่งได้แก่

(1) ข้อต่อสู้ว่าข้อบกพร่องนั้นไม่ใช่ข้อบกพร่องอันเป็นสาระสำคัญตามมาตรา 82 วรรคแรก แห่งพระราชบัญญัตินี้ดังกล่าว หรือ ข้อต่อสู้ว่าโจทก์เป็นผู้ซื้อหลักทรัพย์มาก่อนที่จะ

ปรากฏความบกพร่องเกินกว่าหนึ่งปีนับแต่วันที่แบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ และร่างหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับ ตามมาตรา 82 วรรคท้าย แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าว หรือ

(2) บุคคลตามมาตรา 83 ดังกล่าวสามารถพิสูจน์ได้ว่าตนไม่มีส่วนรู้เห็น หรือโดยตำแหน่งหน้าที่ตน ไม่อาจล่วงรู้ถึงความแท้จริงของข้อมูล หรือการขาดข้อความซึ่งควรต้องแจ้งในแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนนั้น ก็สามารถบอกปิดไม่ต้องรับผิดชอบได้ หรือ

(3) จำเลยสามารถพิสูจน์ได้ว่าผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้รู้หรือควรจะได้รู้ว่าข้อความหรือรายการเป็นเท็จ หรือขาดข้อความที่ควรต้องแจ้งในสาระสำคัญ ตามมาตรา 84(1) แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าวหรือ

(4) จำเลยสามารถพิสูจน์ได้ว่าความเสียหายที่เกิดขึ้นอันมิใช่เป็นผลมาจากการได้รับข้อความหรือรายการที่เป็นเท็จหรือขาดข้อความที่ควรต้องแจ้งในสาระสำคัญ ก็สามารถบอกปิดไม่ต้องรับผิดชอบได้เช่นกัน ตามมาตรา 84(2) แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าวหรือ

(5) สิทธิเรียกร้องขาดอายุความตามมาตรา 86 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าว ซึ่งมีกำหนดอายุความหนึ่งปีนับจากวันที่ได้รู้หรือควรจะได้รู้ว่าแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และหนังสือชี้ชวนมีข้อความหรือรายการที่เป็นเท็จหรือขาดข้อความที่ควรต้องแจ้งแต่ไม่เกินสองปีนับจากวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับ

ความรับผิดในทางแพ่งตามมาตรา 82 ดังกล่าวนี้นี้เป็นความรับผิดโดยเด็ดขาดของบริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์ โดยที่กฎหมายไม่เปิดโอกาสให้บริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์มีข้อแก้ตัวว่าตนไม่มีส่วนรู้เห็นหรือไม่อาจล่วงรู้ถึงความบกพร่องที่เกิดขึ้นได้ ดังนั้น ข้อต่อสู้ตาม (2) ดังกล่าว จึงเป็นข้อต่อสู้ที่เป็นการเฉพาะตัวแก่บุคคลตามมาตรา 83 ซึ่งต้องร่วมรับผิดกับบริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์ เว้นแต่จะสามารถพิสูจน์ได้ว่าบุคคลดังกล่าวไม่มีส่วนรู้เห็นหรือไม่อาจล่วงรู้ถึงความบกพร่องของข้อมูลได้ บุคคลตามมาตรา 83 ดังกล่าวนี้นี้ได้แก่

(1) กรรมการผู้มีอำนาจลงนามผูกพันบริษัทซึ่งลงลายมือชื่อไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และหนังสือชี้ชวน

(2) ผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนจำกัดซึ่งลงลายมือชื่อไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และหนังสือชี้ชวน

(3) ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ผู้สอบบัญชี ที่ปรึกษาทางการเงิน หรือผู้ประเมินราคาหลักทรัพย์ซึ่งจงใจหรือประมาทเลินเล่ออย่างร้ายแรงลงลายมือชื่อรับรองข้อมูลในแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และหนังสือชี้ชวน

นอกเหนือจากการยกข้อต่อสู้ตามกฎหมาย (statutory defense) แล้ว กฎหมายของ ประเทศสหรัฐอเมริกาและกฎหมายของประเทศอังกฤษเปิดโอกาสให้จำเลยสามารถยกข้อต่อสู้ใน เรื่อง Whistle-Blowing Defense และ Due Diligence เพื่อปกป้องความรับผิดชอบของตนได้ ซึ่งข้อ ต่อสู้ทั้งสองประการดังกล่าวมีลักษณะเป็นกติกาสากลซึ่งเป็นที่ยอมรับโดยทั่วไป แต่ข้อต่อสู้ทั้ง สองประการดังกล่าวกลับไม่ปรากฏในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

Whistle-Blowing Defense เป็นการยกข้อต่อสู้ตามรัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 ได้แก่กรณีที่บุคคลซึ่งต้องรับผิดชอบตามกฎหมายนอกจากกิจการผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuer) สามารถ พิสูจน์ได้ว่าเมื่อตนพบข้อบกพร่องในแบบแสดงรายการข้อมูลแล้วได้ดำเนินการลาออกจาก ตำแหน่งซึ่งเกี่ยวข้องกับความรับผิดชอบในแบบแสดงรายการข้อมูล หรือได้ดำเนินการอย่างใดๆที่จะ ลาออกหรือเพื่อหยุดการกระทำนั้น ประกอบกับได้แจ้งเป็นหนังสือไปยัง SEC เพื่อปฏิเสธความรับ รับผิดชอบของตนที่จะเกิดขึ้นก่อนวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีผลใช้บังคับ (effective date) แต่ถ้าหาก แบบแสดงรายการข้อมูลนั้นมีผลใช้บังคับแล้วโดยที่ตนไม่รู้เห็น บุคคลดังกล่าวได้ทำการลาออก จากตำแหน่งที่ตนเกี่ยวข้อง และแจ้งไปยัง SEC รวมทั้งแจ้งให้ประชาชนทราบโดยวิธีการตาม สมควร (reasonable public notice) ว่าแบบแสดงรายการข้อมูลนั้นได้มีผลใช้บังคับโดยปราศจาก ความรู้เห็นของตน หากพิสูจน์ได้ดังที่กล่าวมานี้ บุคคลดังกล่าวย่อมสามารถยกข้อต่อสู้ขึ้นยื่น ผู้เสียหายเพื่อปกป้องความรับผิดชอบของตนได้ และนอกจากนี้ข้อต่อสู้ในทำนองเดียวกันนี้ก็ปรากฏใน กฎหมายของประเทศอังกฤษทั้งใน FSMA 2000 และ POS (reasonable steps taken to correct defect) ต่างกันเพียงถ้อยคำของกฎหมายแต่เจตนารมณ์และวัตถุประสงค์เหมือนกัน

Due Diligence Defense เป็นการยกข้อต่อสู้ตามรัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 ได้แก่กรณีที่จำเลยสามารถพิสูจน์ได้ว่าภายหลังจากที่จำเลยได้ทำการตรวจสอบตามสมควร (reasonable investigation) ในขั้นตอน Joint Preparation Process แล้ว จำเลยมีเหตุอันควรเชื่อ (reasonable belief) ว่าข้อมูลที่ปรากฏอยู่นั้นไม่มีข้อบกพร่องหรือหากมีก็ได้ดำเนินการเพื่อการ แก้ไขแล้ว ทั้งนี้โดยแยกพิจารณาเป็น ข้อมูลที่มีได้ทำขึ้น โดยผู้เชี่ยวชาญ ข้อมูลที่ทำขึ้นโดย ผู้เชี่ยวชาญ ข้อมูลที่ทำขึ้นโดยอาศัยคำรับรองของผู้เชี่ยวชาญ และข้อมูลซึ่งเป็นของทางราชการ โดยที่การตรวจสอบตามสมควรนั้นจะต้องใช้ความระมัดระวังในระดับเดียวกับผู้ที่มีความรอบคอบ จัดการทรัพย์สินของตนเอง (prudent man) กฎหมายมุ่งเน้นที่จะให้บุคคลผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในการ จัดทำข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้นจักต้องใช้ความระมัดระวังในการ ตรวจสอบในระดับที่พอสมควร โดยที่จะต้องมิได้มีความสงสัยหลงเหลืออยู่หรือยังคงเชื่อโดย สุจริตว่าข้อมูลที่ปรากฏอยู่แล้วมีความถูกต้องและไม่ขาดข้อความอันควรต้องแจ้งในสาระสำคัญ เว้นแต่หากเป็นข้อความที่ทำขึ้น โดยผู้เชี่ยวชาญหรือทำขึ้นโดยอาศัยคำรับรองของผู้เชี่ยวชาญนั้น

ผู้เชี่ยวชาญจะต้องให้ความยินยอมต่อการแสดงข้อมูลนั้นแล้วและมีการแสดงข้อมูลนั้นไว้อย่างถูกต้อง หรือหากเป็นข้อมูลซึ่งทำขึ้นโดยเจ้าหน้าที่รัฐหรือเป็นเอกสารมหาชนนั้นเพียงแค่มิเหตุอันควรเชื่อและก็เชื่อตามนั้นว่าเป็นข้อความจริงและไม่ขาดข้อความอันควรต้องแจ้งก็เพียงพอแล้ว ข้อต่อสู้ในทำนองเดียวกันนี้ก็ปรากฏในกฎหมายของประเทศอังกฤษทั้งใน FSMA 2000 และ POS ต่างกันเพียงถ้อยคำของกฎหมายแต่เจตนารมณ์และวัตถุประสงค์เช่นเดียวกัน

การกำหนดค่าเสียหายตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ย่อมเป็นไปตามมาตรา 85 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าวซึ่งกำหนดให้ค่าเสียหายตามมาตรา 82 นั้นเท่ากับส่วนต่างของจำนวนเงินที่ผู้ใช้สิทธิเรียกร้องค่าเสียหายได้จ่ายไปสำหรับการได้มาซึ่งหลักทรัพย์นั้นกับราคาที่จะเป็นหากมีการเปิดเผยข้อมูลที่ต้องตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดซึ่งต้องไม่ต่ำกว่ามูลค่าที่ตราไว้ของหลักทรัพย์นั้น บวกด้วยดอกเบี้ยของจำนวนส่วนต่างดังกล่าวสำหรับระยะเวลาที่ถือหลักทรัพย์ตามอัตราดอกเบี้ยสูงสุดโดยเฉลี่ยที่ธนาคารพาณิชย์อย่างน้อยสี่แห่งตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดพึงจ่ายสำหรับเงินฝากประเภทจ่ายคืนเมื่อสิ้นระยะเวลาตั้งแต่หนึ่งปีขึ้นไป

แต่การกำหนดค่าเสียหายดังกล่าวย่อมไม่สามารถกระทำได้โดยมีหลักเกณฑ์ที่แน่นอน เนื่องจากกฎหมายใช้คำว่า “ราคาที่จะเป็นหากมีการเปิดเผยข้อมูลที่ต้องตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด” ซึ่งจะถือหลักเกณฑ์ใดมากำหนดราคาเช่นนั้นและจะถือราคาหลักทรัพย์ในขณะใด การที่จะหาหลักเกณฑ์อย่างใดอย่างหนึ่งเพื่อทำการ “สมมติ” ราคาของหลักทรัพย์หากมีการเปิดเผยข้อมูลอย่างถูกต้องขึ้นนั้นแล้วย่อมก่อให้เกิดความไม่แน่นอนขึ้น ประกอบกับราคาของหลักทรัพย์ซึ่งเปลี่ยนแปลงขึ้นลงอยู่ตลอดเวลาตามสถานะของตลาดและปัจจัยต่างๆที่มีผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์นั้นย่อมมีผลทำให้การกำหนดค่าเสียหายมีความไม่แน่นอน ในขณะที่การกำหนดค่าเสียหายตามรัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 นั้นเลือกใช้ราคาในสามระดับมาใช้ในการคำนวณหามูลค่าส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนไปเพื่อที่จะกำหนดค่าเสียหาย ได้แก่ ระดับราคาของหลักทรัพย์ในขณะฟ้องคดีและระดับราคาของหลักทรัพย์ในขณะที่โจทก์โอนขายไปก่อนฟ้องคดีและหลังฟ้องคดีแต่ก่อนที่ศาลจะมีคำพิพากษา ทำให้มีหลักเกณฑ์แน่นอนในการคำนวณค่าเสียหาย แต่มีข้อจำกัดในการเลือกระดับราคาอยู่ว่า หากเป็นการโอนขายไปภายหลังฟ้องคดีแล้วราคาที่จะได้จากการคำนวณนั้นจะต้องน้อยกว่าราคาที่คำนวณได้หากเลือกราคาของหลักทรัพย์ขณะฟ้องคดีเท่านั้น มิเช่นนั้น โจทก์จะเลือกใช้ระดับราคาของหลักทรัพย์ที่โอนขายไปภายหลังจากฟ้องคดีในการคำนวณค่าเสียหายไม่ได้ องค์กรที่ดี ตามบทบัญญัติในมาตรา 82 ดังกล่าวไม่รับรองการใช้สิทธิเรียกร้องของบุคคลที่โอนขายหลักทรัพย์ไปยังบุคคลภายนอกแล้ว การนำแนวทางกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาเปรียบเทียบกับมาตรา 85

แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าวจึงต้องพิจารณาถึงเงื่อนไขการใช้สิทธิเรียกร้องตามมาตรา 82 ดังกล่าวด้วย ซึ่งผู้เขียนเห็นว่า การที่มาตรา 82 ดังกล่าวไม่รับรองหลักการ “source-tracing requirement” และกำหนดให้บุคคลที่สามารถใช้สิทธิเรียกร้องตามมาตรา 82 ได้แก่บุคคลที่ซื้อหลักทรัพย์นั้นมาโดยตรงจากบริษัท หรือเจ้าของหลักทรัพย์เป็นลำดับแรกเท่านั้นก็น่าจะเป็นการเพียงพอแล้ว หากจำเป็นที่จะต้องกำหนดให้บุคคลที่จะสามารถใช้สิทธิเรียกร้องดังกล่าวจำเป็นต้องเป็นเจ้าของหลักทรัพย์อยู่ไม่ เพราะในบางกรณีการโอนขายหลักทรัพย์ไปยังบุคคลภายนอกก็กระทำเพื่อการบรรเทาความเสียหายที่ยังคงเกิดขึ้นอยู่ตลอดเวลา

**(4) กรณีที่การโฆษณาชักชวนมีข้อความเป็นเท็จ หรืออาจทำให้บุคคลอื่นสำคัญผิด**  
โดยที่มาตรา 80 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้การโฆษณาชักชวนต่อประชาชนหรือบุคคลใด ๆ ให้ซื้อหลักทรัพย์ของ ผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนจำกัด บริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์โดยมิใช่ด้วยวิธีการตามมาตรา 79 จะกระทำได้อต่อเมื่อแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับตามมาตรา 67 หรือมาตรา 68 แล้ว และต้องไม่ใช่ถ้อยคำหรือข้อความใดที่เกินความจริง หรือเป็นเท็จ หรืออาจทำให้บุคคลอื่นสำคัญผิด จึงเป็นกรณีที่กฎหมายกำหนดหน้าที่ในการระมัดระวังการใช้ถ้อยคำ (duty of care) ในการโฆษณาชักชวนเอาไว้แล้ว การโฆษณาชักชวนนี้อาจกระทำด้วยวาจาหรือลายลักษณ์อักษรก็ได้ (oral or written communication) และสามารถพิจารณาได้ในสองกรณี ได้แก่ หากการใช้ถ้อยคำในการโฆษณาชักชวนดังกล่าวทำให้เกิดการสำคัญผิดในการแสดงเจตนาทำนิติกรรมในการซื้อหลักทรัพย์นั้น ก็จะต้องปรับเข้ากับบทบัญญัติในมาตรา 157 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ เรื่องการแสดงเจตนาทำนิติกรรมโดยสำคัญผิด และบทบัญญัติที่เกี่ยวกับ โฆษณากรรม และหากการใช้ถ้อยคำในการโฆษณาชักชวนดังกล่าว บุคคลที่ต้องรับผิดชอบตามมาตรา 80 มิได้ใช้ความระมัดระวังตามสมควรในลักษณะที่เป็นการกระทำโดยประมาทเลินเล่อ หรือ โดยงดเว้นกระทำการทำให้บุคคลอื่นได้รับความเสียหาย นักลงทุนซึ่งได้รับความเสียหายอาจฟ้องเรียกร้องให้มีการชดเชยค่าเสียหายจากบุคคลดังกล่าวได้ ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 420 ได้

ในกรณีดังกล่าวนี้มีข้อที่ต่างกับกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา กล่าวคือ รัฐบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 กำหนดความรับผิดในกรณีนี้ไว้เป็นความรับผิดอย่างเด็ดขาดทำให้โจทก์ไม่ต้องมีภาระพิสูจน์ในเรื่องความเชื่อ (reliance) หรือการชักจูงให้เข้าทำนิติกรรม (inducement) หรือประเด็นที่เกี่ยวกับการบอกกล่าวและการให้สัตยาบันแก่นิติกรรม ในขณะเดียวกัน โจทก์ก็ไม่จำเป็นต้องพิสูจน์ให้เห็นถึงการจงใจหรือประมาทเลินเล่อของจำเลย แต่จำเลยสามารถปิดความรับผิดของตนได้หากสามารถพิสูจน์ได้ว่าตนนั้นได้ใช้ความระมัดระวังตามสมควร (reasonable care) แล้ว และนอกจากนี้ความรับผิดในข้อนี้ก็เป็นความรับผิดของผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งมี

ความสัมพันธ์ใกล้ชิดกับนักลงทุนและเป็นผู้มีส่วนสำคัญในการกระตุ้นให้เกิดการขายนั้นซึ่งครอบคลุมถึงการใช้นั่งสิทธิ์ชื้อชวที่มีข้อมูลอันบกพร่องด้วย ต่างจากบทบัญญัติในมาตรา 80 ดังกล่าว ซึ่งเพียงแต่กำหนดหน้าที่ของบริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์เอาไว้เท่านั้น แต่ยังไม่มีการเป็นความรับผิดชอบอย่างเด็ดขาด และยังกำหนดความรับผิดชอบไว้แต่เฉพาะเพียงบริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์เท่านั้นที่ต้องมีความรับผิดชอบ ไม่รวมถึงผู้ขายหลักทรัพย์ตามความเป็นจริง (actual seller) และยังไม่ครอบคลุมถึงกรณีของหนังสือชื้อชว ทั้งๆที่นิยามของคำว่าหนังสือชื้อชวตามมาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าวแล้วก็หมายความถึงเอกสารใดๆที่ออกโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อโฆษณาชื้อชวให้บุคคลอื่นจ้องชื้อหรือชื้อหลักทรัพย์ที่ตนหรือบุคคลอื่นออกหรือเสนอขาย

อย่างไรก็ดี หากเป็นกรณีที่เป็นการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรก (IPO) ของบริษัทมหาชนนั้น สิทธิในการบอกกล่าวหรือร้องขอให้ศาลเพิกถอนการที่ตนได้ชื้อหุ้นไว้โดยสำคัญผิดจะมีอยู่เพียงก่อนที่บริษัทมหาชนดังกล่าวจะมีสถานะเป็นนิติบุคคลเท่านั้น ทั้งนี้ ตามมาตรา 47 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 แต่หากได้มีการบัญญัติไว้เป็นความรับผิดชอบอย่างเด็ดขาดแล้ว การฟ้องคดีต่อศาลเพื่อขอให้มีการเพิกถอนการโอนหุ้นที่จำหน่ายเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering หรือ IPO) ของบริษัทมหาชนก็มีใช่เป็นการร้องขอให้ศาลเพิกถอนการที่ตนได้ชื้อหุ้นไว้โดยสำคัญผิดอีกต่อไป จึงไม่อยู่ภายใต้บังคับของมาตรา 47 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (แก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2544) ที่จะต้องร้องขอให้เพิกถอนการที่ตนได้ชื้อหุ้นไว้โดยสำคัญผิดก่อนที่บริษัทมหาชนดังกล่าวจะมีสถานะเป็นนิติบุคคลเท่านั้น

นอกจากที่กล่าวมาแล้วทั้งหมด ผู้เสียหายซึ่งมีสิทธิเรียกร้องต่อการละเมิดบทบัญญัติของกฎหมายดังกล่าวย่อมได้แก่นักลงทุนที่ชื้อชื้อหลักทรัพย์ในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในคราวนั้นซึ่งโดยปกติแล้วจะมีจำนวนมาก ปัญหาตามบทบัญญัติของกฎหมายของประเทศไทยที่มีอยู่ในปัจจุบันจึงได้แก่ การที่ผู้เสียหายไม่อาจฟ้องคดีเข้ามาร่วมกันได้ไม่ว่าจะเป็น การเข้าเป็นคู่ความร่วมหรือการร้องสอดและผู้เสียหายซึ่งอยู่นอกคดีไม่ได้รับผลผูกพันจากคำพิพากษานั้น และในส่วนของกรมอานาใจให้ฟ้องคดีก็เป็นเพียงการตั้งผู้แทนให้ดำเนินคดีเท่านั้น แต่ไม่เป็นการเปลี่ยนแปลงสถานภาพของคดีให้กลายเป็นคดีที่สามารถดำเนินคดีร่วมกันได้ อีกทั้งยังเป็นการทำให้สูญเสียทรัพยากรจำนวนมากของรัฐที่จะเข้ามาอานวยความยุติธรรมในเรื่องนี้ นอกจากนี้ ผู้เสียหายบางส่วนอาจเห็นว่าการดำเนินคดีนั้นไม่คุ้มกับค่าเสียหายที่จะได้รับจากผลของคดีทำให้ไม่มีการเรียกร้องให้มีการชดใช้ตามกฎหมายเกิดขึ้นเนื่องจากข้อเรียกร้องของคณนั้นมิเพียงเล็กน้อยเมื่อเทียบกับค่าใช้จ่ายที่จะเกิดขึ้นในการดำเนินคดี

ดังนั้น กฎหมายจึงควรกำหนดให้มีระบบการดำเนินคดีที่มีผู้เสียหายเป็นจำนวนมาก (numerous) โดยที่คำพิพากษามีผลผูกพันผู้เสียหายทุกคน และทำให้เกิดระบบการดำเนินคดีที่ประหยัด สะดวก และรวดเร็ว ซึ่งในประเทศสหรัฐอเมริกา มีระบบการดำเนินคดีแบบกลุ่มที่เรียกว่า Class Action มีวิวัฒนาการมาจากหลัก Equity และอยู่ภายใต้บทบัญญัติ Rule 23 ของ Federal Rules of Civil Procedure ซึ่งผู้เสียหายจำนวนมากสามารถเข้ามาฟ้องคดีพร้อมกันได้รวมทั้งผู้เสียหายที่มีข้อเรียกร้องเพียงเล็กน้อย และการที่โจทก์ยอมเสียสละตนเองฟ้องคดีเพื่อผู้อื่นนั้นก็เพื่อต้องการผลแห่งคำพิพากษาเพื่อนำไปใช้กับบุคคลอื่น ๆ ที่เป็นสมาชิกของกลุ่ม โดยไม่ต้องฟ้องร้องดำเนินคดีใหม่ อีกทั้งยังเป็นการทำให้โจทก์และผู้เสียหายประหยัดค่าธรรมเนียมทนายความเนื่องจากการดำเนินคดีแบบ Class Action สามารถคิดค่าธรรมเนียมจากผลแห่งคดีได้ด้วย

### ข้อเสนอแนะ

(1) ควรมีการกำหนดความรับผิดชอบในทางแพ่งสำหรับกรณีที่ไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎหมายในการ Filing เอาไว้อย่างชัดเจนในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยที่ความรับผิดชอบในข้อนี้ควรได้แก่ การเสนอขายหลักทรัพย์หรือการส่งมอบหลักทรัพย์ก่อนการยื่นหรือก่อนวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับ (effective date) ตามมาตรา 65 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าว หรือก่อนที่จะมีการส่งมอบหนังสือชี้ชวนให้แก่ นักลงทุนตามมาตรา 79 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าวควรถือเป็นความรับผิดชอบอย่างเด็ดขาดทันทีของผู้ขายหลักทรัพย์ตามความเป็นจริง (actual seller) และกำหนดผลจากการไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎหมายดังกล่าวเอาไว้ให้ชัดเจน โดยการให้สิทธิแก่นักลงทุนในการบอกเลิกการรับโอนหลักทรัพย์รายนั้น โดยการส่งมอบคืนหลักทรัพย์นั้น รวมทั้งให้สิทธิในการที่จะเรียกคืนราคาหลักทรัพย์ที่ตนซื้อพร้อมด้วยดอกเบี้ยคิดนับด้วยผลประโยชน์ที่ได้รับอันเนื่องมาจากหลักทรัพย์นั้น และในกรณีที่มีการโอนหลักทรัพย์นั้นไปให้แก่บุคคลภายนอกแล้ว นักลงทุนควรที่จะสามารถเรียกร้องเอาค่าเสียหายตามที่มีการพิสูจน์ได้ด้วย และนอกจากนี้ควรมีกำหนดอายุความ เช่นเดียวกับมาตรา 86 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าว

(2) ควรแก้ไขบทบัญญัติในมาตรา 82 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยที่บุคคลซึ่งสามารถใช้สิทธิเรียกร้องได้ไม่จำเป็นต้องเป็นผู้ซึ่งยังเป็นเจ้าของหลักทรัพย์นั้นอยู่ บุคคลที่โอนหลักทรัพย์ไปยังบุคคลภายนอกแล้วไม่ว่าก่อนฟ้องหรือภายหลังฟ้องคดีควรที่จะสามารถใช้สิทธิเรียกร้องดังกล่าวได้



(3) ควรกำหนดข้อต่อสู้ของบุคคลซึ่งต้องรับผิดชอบตามมาตรา 83 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยให้ครอบคลุมถึงข้อต่อสู้ในลักษณะที่เป็น Whistle-Blowing Defense และ Due Diligence Defense โดยควรกำหนดเอาไว้อย่างชัดเจนและมีหลักการดังต่อไปนี้

### (3.1) Whistle-Blowing Defense

3.1.1 จำเลยที่สามารถยกข้อต่อสู้ดังกล่าวขึ้นได้จะต้องเป็นบุคคลตามมาตรา 83 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งไม่ใช่บริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์

3.1.2 จำเลยจะต้องสามารถพิสูจน์ได้ว่าเมื่อตนพบข้อบกพร่องในแบบแสดงรายการข้อมูลแล้วได้ดำเนินการลาออกจากตำแหน่งซึ่งเกี่ยวข้องกับความรู้ในแบบแสดงรายการข้อมูลหรือได้ดำเนินการอย่างใดที่จะลาออกหรือเพื่อหยุดการกระทำนั้น ประกอบกับได้แจ้งเป็นหนังสือไปยังสำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อปฏิเสธความรู้รับผิดของตนที่จะเกิดขึ้นก่อนวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีผลใช้บังคับ (effective date) และ

3.1.3 ถ้าหากแบบแสดงรายการข้อมูลนั้นมีผลใช้บังคับแล้ว จำเลยจะต้องสามารถพิสูจน์ได้ว่าจำเลยได้ทำการลาออกจากตำแหน่งที่ตนเกี่ยวข้อง และแจ้งไปยังสำนักงาน ก.ล.ต. รวมทั้งแจ้งให้ประชาชนทราบโดยวิธีการตามสมควร (reasonable public notice) และพิสูจน์ได้ว่าแบบแสดงรายการข้อมูลนั้นได้มีผลใช้บังคับโดยปราศจากความรู้เห็นของตน

### (3.2) Due Diligence Defense

3.2.1 จำเลยที่สามารถยกข้อต่อสู้ดังกล่าวขึ้นได้จะต้องเป็นบุคคลตามมาตรา 83 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งไม่ใช่บริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์

3.2.2 การพิจารณาในเรื่องการใช้ความระมัดระวังในการตรวจสอบตามสมควรนั้น จะต้องพิจารณาจำแนกตามประเภทของการตรวจสอบข้อมูลนั้น โดยแยกพิจารณาเป็น ข้อมูลที่มีได้ทำขึ้นโดยผู้เชี่ยวชาญ ข้อมูลที่ทำขึ้นโดยผู้เชี่ยวชาญ ข้อมูลที่ทำขึ้นโดยอาศัยคำรับรองของผู้เชี่ยวชาญ และข้อมูลซึ่งเป็นของทางราชการ

3.2.3 ในการพิจารณาคดีของศาลนั้นจะต้องให้ได้ความว่า การตรวจสอบตามสมควร (reasonable investigation) นั้นจะต้องได้กระทำขึ้นโดยใช้ความระมัดระวังในระดับเดียวกับผู้ที่มีความรอบคอบจัดการทรัพย์สินของตนเอง (prudent man)

3.2.4 ในการพิจารณาคดีของศาลนั้นจะต้องให้ได้ความว่า ภายหลังจากการทำการตรวจสอบตามสมควร (reasonable investigation) แล้ว จำเลยจะต้องมีความเชื่อตามสมควรและก็

เชื่อตามนั้น (reasonable believe and did believe) ว่าข้อมูลที่ปรากฏเป็นข้อความจริงและไม่ขาดข้อความอันควรต้องแจ้ง

3.2.5 หากเป็นข้อความที่สร้างขึ้นโดยผู้เชี่ยวชาญหรือสร้างขึ้นโดยอาศัยคำรับรองของผู้เชี่ยวชาญนั้น ผู้เชี่ยวชาญจะต้องให้ความยินยอมต่อการแสดงข้อมูลนั้นแล้วและมีการแสดงข้อมูลนั้นไว้อย่างถูกต้อง หรือหากเป็นข้อมูลซึ่งสร้างขึ้นโดยเจ้าหน้าที่รัฐหรือเป็นเอกสารมหาชนนั้นเพียงแค่มิเหตุอันควรเชื่อและก็เชื่อตามนั้นว่าเป็นข้อความจริงและไม่ขาดข้อความอันควรต้องแจ้งก็เพียงพอแล้ว

3.2.6 ในการพิจารณาคดีของศาลจะต้องให้ได้ความว่า ภายหลังจากการทำการตรวจสอบตามสมควรแล้วจำเลยไม่อยู่ในวิสัยที่จะทำการแก้ไขข้อบกพร่องนั้นได้

(4) ควรแก้ไขบทบัญญัติในมาตรา 85 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยที่ค่าเสียหายตามมาตรา 82 แห่งพระราชบัญญัติฉบับเดียวกันให้มีผลเป็นจำนวนเท่ากับส่วนต่างของจำนวนเงินที่ผู้ใช้สิทธิเรียกร้องค่าเสียหายได้จ่ายไปสำหรับการได้มาซึ่งหลักทรัพย์นั้นกับราคาของหลักทรัพย์ขณะฟ้องคดี หรือราคาของหลักทรัพย์ที่โจทก์โอนขายไปก่อนฟ้องคดี หรือราคาของหลักทรัพย์ที่โจทก์โอนขายไปภายหลังฟ้องคดีแต่ก่อนที่ศาลมีคำพิพากษาถ้าค่าเสียหายที่คำนวณได้นี้น้อยกว่าค่าเสียหายที่คำนวณได้จากราคาของหลักทรัพย์ขณะฟ้องคดี ทั้งนี้ ราคาของหลักทรัพย์ดังกล่าวจะต้องไม่ต่ำกว่ามูลค่าที่ตราไว้ของหลักทรัพย์นั้นบวกด้วยดอกเบี้ยของจำนวนส่วนต่างดังกล่าวสำหรับระยะเวลาที่ถือหลักทรัพย์ตามอัตราดอกเบี้ยสูงสุดโดยเฉลี่ยที่ธนาคารพาณิชย์อย่างน้อยสี่แห่งตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดพึงจ่ายสำหรับเงินฝากประเภทจ่ายคืนเมื่อสิ้นระยะเวลาตั้งแต่หนึ่งปีขึ้นไป

(5) กรณีการโฆษณาชวนเชื่อซึ่งมีข้อความเป็นเท็จ หรืออาจทำให้บุคคลอื่นสำคัญผิดตามมาตรา 80 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ควรกำหนดไว้เป็นความรับผิดชอบอย่างเด็ดขาดของผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชน บริษัท หรือเจ้าของหลักทรัพย์ หรือผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งทำการโฆษณาชวนเชื่อ และรวมไปถึงการใช้หนังสือชวนในลักษณะที่มีข้อความอันเป็นเท็จหรืออาจทำให้บุคคลอื่นสำคัญผิดด้วย เว้นแต่จำเลยจะสามารถพิสูจน์ได้ว่าตนได้ใช้ความระมัดระวังตามสมควรแล้ว และให้สิทธิแก่นักลงทุนในการบอกเลิกการรับโอนหลักทรัพย์รายนั้น โดยการส่งมอบคืนหลักทรัพย์นั้น รวมทั้งให้สิทธิในการที่จะเรียกคืนราคาหลักทรัพย์ที่ตนซื้อมาพร้อมด้วยดอกเบี้ยคิดหักด้วยผลประโยชน์ที่ได้รับอันเนื่องมาจากหลักทรัพย์นั้น และในกรณีที่มีการโอนหลักทรัพย์นั้นไปให้แก่บุคคลภายนอกแล้วนักลงทุนควรที่จะสามารถเรียกร้องเอาค่าเสียหายตามที่มีการพิสูจน์ได้ด้วย และนอกจากนี้ควรมีกำหนดอายุความเช่นเดียวกับมาตรา 86 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าว

(6) ควรจะให้มีการกำหนดระบบการดำเนินคดีแบบ Class Action สำหรับการใช้สิทธิเรียกร้องในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน โดยอาจตราเป็นกฎหมายเฉพาะเรื่องหรืออาจแก้ไขเพิ่มเติมหลักเกณฑ์วิธีพิจารณาวิสามัญในประมวลกฎหมายวิธีพิจารณาความแพ่งโดยให้มีลักษณะพิเศษออกไปต่างหากจากวิธีพิจารณาสามัญก็ได้ แต่ทั้งนี้ ไม่ให้ถือเป็นการยกเลิกหลักเกณฑ์เดิมของประมวลกฎหมายวิธีพิจารณาความแพ่ง และควรที่จะมีหลักการที่สำคัญดังต่อไปนี้

6.1 มีการกำหนดเงื่อนไขของการตั้งผู้แทนผู้เสียหายโดยพิจารณาจากจำนวนสมาชิกของกลุ่มจะต้องมีจำนวนมาก (numerous) ปัญหาข้อเท็จจริงและข้อกฎหมายร่วมกันของกลุ่ม (common interest of fact or law) การมีข้อเรียกร้องหรือข้อต่อสู้ร่วมกันของกลุ่ม (typical or defenses of claim)

6.2 มีการควบคุมดูแลผู้แทนในการดำเนินคดีให้ดำเนินกระบวนการยุติธรรมในทางที่เป็นประโยชน์กับผู้เสียหายส่วนรวมโดยการให้ศาลเข้ามาเป็นองค์กลางในการกลั่นกรองคุณสมบัติของผู้แทนดำเนินคดี

6.3 ในระหว่างการพิจารณาเมื่อศาลเห็นว่าผู้แทนในคดีมีคุณสมบัติไม่เพียงพอ ศาลก็อาจกระทำการเพิกถอนหรือแต่งตั้ง หรือกำหนดเงื่อนไขอย่างหนึ่งอย่างใดสำหรับผู้ที่เป็นผู้แทนในการดำเนินคดีก็ได้

6.4 กำหนดให้มีมาตรการต่างๆที่จำเป็นในการคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้เสียหายต่างๆจากการดำเนินคดีของผู้แทนในคดี

6.5 กำหนดให้ผู้แทนในคดีจะทำการถอนฟ้องหรือประนีประนอมยอมความก่อนที่ศาลจะมีคำสั่งอนุญาตไม่ได้ ทั้งนี้ ผู้แทนในคดีจะต้องส่งหนังสือบอกกล่าวไปยังสมาชิกของกลุ่มทุกคนเพื่อให้สมาชิกมีโอกาสใช้สิทธิของตนในการร้องเข้ามาเพื่อปกป้องผลประโยชน์ของตนในคดีได้

โดยข้อเสนอแนะดังกล่าวนี้ ผู้เขียนเชื่อว่ายังประโยชน์ต่อการทำให้กฎหมายว่าด้วยความรับผิดชอบในทางแพ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนเป็นกฎหมายที่สามารถคุ้มครองผลประโยชน์ของนักลงทุนได้เป็นอย่างดี ผลแห่งการนี้จะเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาความเชื่อมั่นในตลาดทุนและเป็นการส่งเสริมการคุ้มครองนักลงทุนและยังเป็นการแสดงให้เห็นถึงพัฒนาการของกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่สามารถตอบสนองถึงความเป็นธรรมทางเศรษฐกิจและสังคมได้

## รายการอ้างอิง

### ภาษาไทย

- จิรัตน์ สังข์แก้ว. การลงทุน. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2540.
- ไชยยศ เหมะรัชตะ. กฎหมายว่าด้วยนิติกรรม. พิมพ์ครั้งที่ 3. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2540.
- ชนิดีย์ เอ็มส์ รอบบินส์. ตลาดทุนในประเทศไทย ผลการศึกษาและข้อเสนอแนะในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์. แปลโดย ทวี วิริยะชูชัย. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์กิจเจริญ, 2524.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ก้าวแรกสู่การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์. พิมพ์ครั้งที่ 6. กรุงเทพมหานคร: ส่วนสิ่งพิมพ์ ฝ่ายสื่อสารองค์กร ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545.
- ธงชัย เกษมทรง, อธิพงศ์ พงศ์บาลี, สุทธิพงษ์ กิจเลิศไพโรจน์ และ พรพรหม วรวิมลทรรศศ. การกำหนดราคาเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่. รายงานประกอบวิชาการบริหารการเงินชั้นสูง, คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์, 2539.
- นพพร บุญถนอม. การบังคับใช้กฎหมายป้องกันการฉ้อฉลและการสร้างราคาในการซื้อขายหลักทรัพย์ในประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารศาสตรบัณฑิต, คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2536.
- ฝ่ายจดทะเบียนหลักทรัพย์. สรุปหลักเกณฑ์การเสนอขายหลักทรัพย์ [ออนไลน์]. กรุงเทพมหานคร: สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2545.  
แหล่งที่มา: <http://www.sec.or.th/corpfm/sumnotic/sumnotic.shtml>[10 มกราคม 2547]
- พิเศษ เสตเสถียร. กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. พิมพ์ครั้งที่ 2. ชุดกฎหมายสำหรับนักบริหารและนักธุรกิจ. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์นิติธรรม, 2539
- พิเศษ เสตเสถียร. หลักกฎหมายบริษัทมหาชนจำกัด. พิมพ์ครั้งที่ 6. ชุดกฎหมายสำหรับนักบริหารและนักธุรกิจ. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์นิติธรรม, 2545.
- ไพจิตร ปุญญพันธุ์. คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ลักษณะละเมิด. พิมพ์ครั้งที่ 10. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์นิติบรรณาการ, 2546.
- เริงธรรม ลัดพลี. คำอธิบายกฎหมายพยานหลักฐาน. พิมพ์ครั้งที่ 2. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์วิญญูชน, 2545.
- วนิดา ว่องเจริญ. การดำเนินคดีแพ่งของผู้เสียหายจำนวนมาก. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารศาสตรบัณฑิต, คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2537.
- ศิริเพ็ญ อมรสวัสดิ์วัฒนา. การเสนอขายหลักทรัพย์เพิ่มทุน. ภาคนิพนธ์ปริญญาโทบริหารศาสตรบัณฑิต, คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์, 2538.

- สำนักพิมพ์วิญญูชน. พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2535  
แก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2542 ฉบับ ไทย-อังกฤษ. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์เดือนตุลา, 2544.
- สุทธิชัย จิตรวาณิช. กฎหมายว่าด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน. วิทยานิพนธ์ปริญญา  
มหาบัณฑิต, คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2524.
- สุทธิชัย จิตรวาณิช. ตลาดหลักทรัพย์. กรุงเทพมหานคร: (ม.ป.ท.), 2543. (อนุสรณ์งาน  
พระราชทานเพลิงศพ นายอาบบุญ วนิกกุล)
- สุภัทรา เรืองวิวัฒน์โรจน์. วามิชนกรกับการประเมินราคาที่แท้จริงของหลักทรัพย์ใหม่. ภาค  
นิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, คณะ พัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์,  
2539.
- อำนาจ เจตน์เจริญรักษ์. การแสดงเจตนาโดยถูกต้องข้อถก. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต,  
คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2527.

### ภาษาอังกฤษ

- Burgess, Robert. Corporate Finance Law. London: Sweet & Maxwell, 1985.
- Crown Copyright. Financial Services and Market Act 2000[Online]. London: Her Majesty's  
Stationery Office, 2000. Available from  
<http://www.hmso.gov.uk/acts/acts2000/20000008.htm> [2004, March 10]
- Crown Copyright. Public Offers of Securities Regulations 1995[Online]. London: Her  
Majesty's Stationery Office, 2000. Available from  
[http://www.hmso.gov.uk/si/si1995/Uksi\\_19951537\\_en\\_1.htm#tcon](http://www.hmso.gov.uk/si/si1995/Uksi_19951537_en_1.htm#tcon) [2004, March 10]
- David L. Ratner. Securities Regulation, Material for a Basic Course. 3th ed. St. Paul  
Minnesota: West Publishing Co., 1986.
- Denis Keenan. Smith & Keenan's Company Law. 12th ed. Harlow: Longman, 2002.
- Ewan McKendrick. Contract Law. 5th ed. Oxford: Oxford University Press, 2003.
- Gerard McMeel. Financial Advice and Financial Products : Law and Liability. Oxford: Oxford  
University Press, 2001.
- Hillary Sale. Disappearing Without A Trace: Section 11 And 12(a) (2) of the Securities  
Act[Online]. New York: Bowne & Co., Inc., 2001. Available from:  
<http://www.bowne.com/newsletters/newsletter.asp?storyID=153> [2004, March 10]
- J. Scott Storch. Corporate Finance, Mergers & Acquisitions. Oxford: Oxford University Press,  
2002.
- John Cooke. Law of Tort. 5th ed. Harlow: Longman, 2001.

- John Lewthwaite and John S. Hodgson. Law of Torts: Learning Text. 3th ed. London: Blackstone, 2001.
- Kenneth Garbade. Securities Market. New York: McGraw-Hill, 1982.
- Marc I. Steinberg. Corporate and Securities Malpractice. New York: Practising Law Institute, 1992.
- Mayson, French & Ryan. Company Law. 18th ed. London: Blackstone Press, 2001.
- Paul L. Davies. Gower and Davies' Principles of Modern Company Law. 7th ed. London: Sweet & Maxwell, 2003.
- Philip R Wood. International Loans, Bonds and Securities Regulation. London: Sweet & Maxwell, 1995.
- Richard A. Brealey and Stewart C. Myers. Principles of Corporate Finance. 5th ed. New York: McGraw-Hill., 1996.
- The University of Cincinnati. Rule 10b-5 -- Employment of Manipulative and Deceptive Devices [Online]. Cincinnati: The University of Cincinnati College of Law, 1998. Available from <http://www.law.uc.edu/CCL/34ActRls/rule10b-5.html> [2004, March 10]
- The University of Cincinnati. Securities Act of 1933[Online]. Cincinnati: The University of Cincinnati College of Law, 1998. Available from <http://www.law.uc.edu/CCL/33Act/index.html>[2004, March 10]
- The University of Cincinnati. Securities Exchange Act of 1934[Online]. Cincinnati: The University of Cincinnati College of Law, 1998. Available from <http://www.law.uc.edu/CCL/34Act/index.html> [2004, March 10]
- Thomas Lee Hazen. The Law of Securities Regulation. 3h ed. St. Paul Minnesota: West Publishing Co., 1996.
- Tim Jenkinson and Alexander Ljungqvist. Going Public. Oxford: Oxford University Press, 2001.
- WebFinanceInc.com. Leaseback Definition [Online]. Virginia: WebFinance Inc., 1997. Available from <http://www.investorwords.com/2750/leaseback.html>[2004, January 10]
- William F. Sharpe, Gordon J. Alexander and Jeffery V. Bailey. Investments. 5th ed. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall International, Inc., 1995

## ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นายประภาส สุวรรณจิตอารีย์ เกิดวันที่ 7 เมษายน 2522 ที่กรุงเทพมหานคร สำเร็จการศึกษาชั้นมัธยมศึกษาตอนปลายจาก โรงเรียนอัสสัมชัญกรุงเทพ ในปีการศึกษา 2538 สำเร็จการศึกษาปริญญาตรีนิติศาสตรบัณฑิต คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปีการศึกษา 2542 สอบไล่ได้ความรู้ชั้นเนติบัณฑิต สมัยที่ 53 ในปีการศึกษา 2543 ได้เข้าศึกษาต่อในหลักสูตรนิติศาสตรมหาบัณฑิต สาขากฎหมายธุรกิจ คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปีการศึกษา 2544 และได้รับประกาศนียบัตรกฎหมายทรัพย์สินทางปัญญา จากสำนักอบรมศึกษากฎหมายแห่งเนติบัณฑิตยสภา ในปีการศึกษา 2545



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย