บทที่ 4

วิเคราะห์ปัญหากฎหมายและปัญหาอื่นๆ เกี่ยวกับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นในประเทศไทย และเสนอแนวทางในการแก้ไขปัญหา

ในบทนี้จะทำการวิเคราะห์ปัญหากฎหมายและปัญหาอื่นๆ ที่เกี่ยวกับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นในปัจจุบัน และนำเสนอแนวทางในการแก้ไขปัญหา ทั้งนี้ ในการวิเคราะห์ปัญหาและการนำเสนอแนวทางการแก้ไขปัญหาจะพิจารณาเกี่ยวกับปัญหาในการออกและการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น ปัญหาเกี่ยวกับมาตรการในการให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น และปัญหาอื่นๆ ที่เกี่ยวกับการออกและการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น เพื่อเป็นแนวทางในการเสนอแนะมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น เพื่อให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิประเภทนี้

4.1 วิเคราะห์ปัญหาและเสนอแนวทางเกี่ยวกับการออกและการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นในประเทศไทย

โดยทั่วไปนับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2521 เป็นต้นมาจนถึงเมื่อประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 การออกหลักทรัพย์เพื่อระดมเงินทุนจากประชาชน ไม่ว่าจะเป็นหลักทรัพย์ประเภททุนหรือหลักทรัพย์ประเภทหนี้ ถูกจำกัดให้กระทำได้แต่เฉพาะบริษัทมหาชนจำกัด ตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ.2521 และบริษัทจดทะเบียนและบริษัทรับอนุญาตในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือบริษัทจำกัดที่อยู่ระหว่างการพิจารณารับหลักทรัพย์เข้าตลาดหลักทรัพย์ฯ ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ.2517[1] (แก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ.2527) ซึ่งเป็นการจำกัดลักษณะของผู้ที่จะสามารถระดมเงินทุนโดยการออกหลักทรัพย์และเสนอขายแก่ประชาชน นอกจากนี้ก่อนที่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ ออกนั้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นองค์กรกำกับและควบคุมดูแลหลักทรัพย์ที่ออกใหม่และหลักทรัพย์ที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จึงมีผลทำให้องค์กรกำกับควบคุมดูแลตลาดแรก (Primary Market) ซึ่งเป็นตลาดที่ออกตราสารทางการเงินใหม่ ๆ และองค์กรที่กำกับควบคุมดู

---

[1] คำชี้แจงการเสนอร่างพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 และกฎหมายที่เกี่ยวข้อง, หน้า 3.

แลตลาดรอง (Secondary Market) หรือตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นตลาดที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ได้ออกมาแล้วนั้นเป็นองค์กรเดียวกัน ดังนั้นเพื่อลดข้อจำกัดของลักษณะผู้ออกหลักทรัพย์และเสนอขายแก่ประชาชนโดยตรงให้น้อยลงและแยกการดำเนินงานและองค์กรที่กำกับควบคุมดูแลตลาดแรกและตลาดรองเป็นอิสระจากกัน เมื่อวันที่ 16 มีนาคม 2535 จึงได้มีการประกาศพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 ขึ้นใช้เป็นกฎหมายแม่บทในการกำกับดูแลและพัฒนาตลาดทุนของประเทศ ซึ่งกฎหมายฉบับนี้มีผลให้แยกการดำเนินงานและองค์กรที่กำกับและควบคุมดูแลออกจากกัน ทั้งนี้ โดยได้จัดตั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ขึ้นทำหน้าที่เป็นองค์กรที่กำกับและควบคุมดูแลการออกและการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่แทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และได้กำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทำหน้าที่เป็นองค์กรที่กำกับควบคุมดูแลการดำเนินงานเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ออกมาแล้วในตลาดหลักทรัพย์ฯ แต่เพียงอย่างเดียว กฎหมายฉบับนี้จึงมีผลในการแยกอำนาจและหน้าที่ขององค์กรที่กำกับและควบคุมดูแลตลาดแรกและตลาดรองออกจากกันอย่างเด็ดขาด และทำให้มีการแยกการเสนอขายหลักทรัพย์กับการเข้าตลาดออกจากกัน[2] ตลอดจนส่งผลให้มีการระดมเงินทุนของกิจการโดยการออกและเสนอขายหลักทรัพย์โดยตรง ตามรายละเอียดและวิธีการที่กฎหมายได้กำหนดไว้

ในส่วนนี้จะพิจารณากฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการออกและการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นซึ่งมีหลักเกณฑ์อยู่ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ หมวดที่ 2 ว่าด้วยการออกหลักทรัพย์ของบริษัท และในหมวดที่ 3 ว่าด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน ตามลำดับ โดยจะวิเคราะห์ถึงความสามารถของการออกหลักทรัพย์ประเภทใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของบริษัทจำกัด และบริษัทมหาชนจำกัด และหลักเกณฑ์ของกฎหมายที่เกี่ยวกับการออกและการเสนอขาย ตลอดจนปัญหาเกี่ยวกับการออกและการเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทนี้ และนำเสนอแนวทางการแก้ไขปัญหาดังกล่าว ดังต่อไปนี้

4.1.1 วิเคราะห์กฎหมายและปัญหากฎหมายเกี่ยวกับการออกและการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น

ตามความหมายในทางกฎหมายของ "ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น" ซึ่งได้กล่าวไว้แล้วในบทที่ 2 นั้น จะเห็นได้ว่า ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นเป็นใบสำคัญ

---

[2] พิเศษ เสตเสถียร, "การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน," วารสารกฎหมาย 2 (มกราคม 2536) : 22-31.

แสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นประเภทหนึ่ง และมีสถานะเป็นหลักทรัพย์ประเภท “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น” ตามความหมายของคำว่า “หลักทรัพย์” ตามมาตรา 4 (7) ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ ดังนั้นในการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ใดๆ ที่เป็นหลักทรัพย์ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ จึงต้องทำตามข้อกำหนดและหลักเกณฑ์ของกฎหมายฉบับนี้

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ ได้มีข้อกำหนดเกี่ยวกับการออกและการเสนอขายหลักทรัพย์ตามกฎหมายฉบับนี้ไว้ในหมวดที่ 2 และหมวดที่ 3 ซึ่งว่าด้วยการออกหลักทรัพย์ของบริษัทและการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตามลำดับ ดังนั้นผู้ออกหลักทรัพย์ประเภทใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น จึงต้องทำตามหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องซึ่งได้กำหนดไว้ในหมวดดังกล่าวด้วย ทั้งนี้ ในส่วนแรกจะทำการวิเคราะห์ประเภทของผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น ดังนี้

ในกรณีการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของบริษัทจำกัดนั้น พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ หมวด 2 มาตรา 34 ได้กำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นประเภทหุ้นกู้ไว้เท่านั้น และมิได้กำหนดถึงการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นไว้ในมาตรานี้ และหากพิจารณาถึงข้อกำหนดตามมาตราอื่นๆ ของหมวดที่ 2 นั้น จะเห็นได้ว่าไม่มีมาตราใดได้กำหนดเกี่ยวกับการออกและเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของบริษัทจำกัดไว้เลย เมื่อพิจารณาหรือตีความเกี่ยวกับการให้อำนาจในการออกหลักทรัพย์ตามข้อกำหนดของกฎหมายอย่างเคร่งครัดนั้น จะหมายความว่า เมื่อกฎหมายมิได้กำหนดห้ามผู้ออกในการเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทใดไว้ ผู้นั้นก็สามารถเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าวได้ แต่เมื่อพิจารณาประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 1222 จะเห็นว่าการออกหุ้นใหม่ของบริษัทนั้นออกให้ได้เฉพาะแก่ผู้ถือหุ้นเดิมหรือกรรมการเท่านั้น ดังนั้นการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นแบบทั่วไปจึงไม่เกิดผลอะไรกับบริษัทจำกัด ส่วนการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของบริษัทจำกัดอื่นหรือบริษัทมหาชนจำกัด บริษัทจำกัดไม่ถูกต้องห้ามตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 1222 ดังนั้นจึงสามารถตีความได้ว่าบริษัทจำกัดสามารถออกตราสารดังกล่าวได้โดยเสรี ซึ่งในเรื่องนี้ก็ยังมีปัญหาในการตีความกฎหมายและน่าจะเป็นช่องว่างของกฎหมายอยู่ แต่ในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะไม่พูดถึงบริษัทจำกัด แต่จะมุ่งประเด็นไปที่บริษัทมหาชนจำกัดเท่านั้น

ในกรณีการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของบริษัทมหาชนจำกัดนั้น พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ.2535 มิได้มีการกำหนดว่าการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของบริษัทมหาชนจำกัดจะต้องเป็นไปตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ไว้โดยตรงเหมือนกับการเสนอขายหุ้นต่อประชาชน[3] แต่อย่างไรก็ตามเนื่องจากการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นดังกล่าวเป็นการออกหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ จึงต้องทำตามหลักเกณฑ์ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 และในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ มาตรา 33 ได้กำหนดหลักเกณฑ์ในการออกและเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของบริษัทมหาชนจำกัดไว้ 2 กรณี ดังต่อไปนี้

(1) ในกรณีทั่วไป บริษัทมหาชนจำกัดต้องได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. โดยบริษัทมหาชนจำกัดจะต้องทำการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นและร่างหนังสือชี้ชวนตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ มาตรา 65 ต่อสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. และแบบแสดงรายการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นและร่างหนังสือชี้ชวนดังกล่าวมีผลใช้บังคับตามกฎหมายแล้ว จึงจะสามารถเสนอขายได้

(2) กรณีเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นที่ออกใหม่ทั้งหมดนั้นให้แก่ผู้ถือหุ้นโดยได้ชำระราคาเต็มมูลค่าที่เสนอขายจากผู้ถือหุ้น ในกรณีนี้บริษัทมหาชนจำกัดสามารถเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นได้ทันที โดยมิต้องทำการยื่นแบบรายการเสนอขายข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนตามมาตรา 65 เหมือนกับในกรณี ข้อ (1) และไม่ต้องขออนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ด้วย

ในการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลเสนอขายและร่างหนังสือชี้ชวนตาม ข้อ (1) นั้น แบบแสดงรายการข้อมูลเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นและร่างหนังสือชี้ชวนจะมีผลใช้บังคับตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ ตามมาตรา 67 คือ เมื่อพ้นกำหนด 45 วัน นับจากวันที่สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้รับแบบแสดงรายการและร่างหนังสือชี้ชวนไว้แล้ว ซึ่งในการนับระยะเวลาดังกล่าวจะเริ่มนับเมื่อการยื่นเอกสารดังกล่าวถูกต้องและครบถ้วนหรือเอกสารที่ยื่นนั้นสมบูรณ์ตามที่กฎหมายกำหนด และเมื่อระยะเวลาที่เริ่มนับนั้นครบตามกำหนดระยะเวลา 45 วัน ก็จะถือว่าผู้ออกได้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนสมบูรณ์แล้วตามที่กฎหมายกำหนด และมีผลทำให้ผู้ออกสามารถนำเอกสารดังกล่าวใช้ประกอบการเสนอขายได้ทันที ซึ่งวิธีการที่เอกสารดังกล่าวนี้มีผลใช้บังคับจะเรียกว่า วิธีการ Filing[4]

---

[3] พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ.2535 มาตรา 24.

[4] พิเศษ เสตเสถียร, "การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน," วารสารกฎหมาย 2 (มกราคม 2536) : 22-31

ในแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นจะต้องมีรายละเอียดของรายการตามที่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ มาตรา 69 ได้กำหนดไว้ด้วย ซึ่งรายละเอียดตามมาตรานี้เป็นหลักเกณฑ์ที่จะต้องกำหนดในแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายที่คณะกรรมการ ก.ล.ต.ประกาศกำหนด นอกจากนี้ในแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นจะต้องมีรายละเอียดของรายการดังต่อไปนี้ ด้วย[5]

(1) สิทธิและเงื่อนไขตามใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น

(2) มติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นที่ให้ออกหุ้น

(3) จำนวนหุ้นทั้งหมดที่จะออกตามใบสำคัญแสดงสิทธิ

(4) วิธีการแปลงสภาพแห่งสิทธิ

(5) ข้อมูลอื่นใดตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด

เมื่อพิจารณาถึงวิธีการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของบริษัทมหาชนจำกัดนั้น จะเห็นได้ว่าในการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นที่ออกใหม่ของกรณีที่ (1) ข้างต้นนั้น จะต้องได้รับการอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ซึ่งตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ มาตรา 35 ได้กำหนดไว้ว่าจะต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด ซึ่งในขณะนี้คณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้มีประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ประเภทใบสำคัญแสดงสิทธิ และหุ้นหรือหุ้นกู้ที่ออกใหม่เพื่อรองรับใบสำคัญแสดงสิทธิ และการขออนุญาต ออกมาใช้บังคับแก่บริษัทมหาชนจำกัดที่จะออกและเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น ซึ่งประกาศฉบับนี้ได้กำหนดลักษณะทั่วไปของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นที่จะออกมานั้น จะต้องมีลักษณะที่สำคัญดังต่อไปนี้[6]

(1) มีอายุไม่ต่ำกว่า 1 ปี และไม่เกิน 5 ปี

(2) ให้สิทธิที่จะซื้อหุ้นที่ออกโดยบริษัทที่เสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่ออกใหม่

---

[5] พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 มาตรา 71.

[6] ประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการ ในการขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ประเภทใบสำคัญแสดงสิทธิ และหุ้นหรือหุ้นกู้ที่ออกใหม่เพื่อรองรับใบสำคัญแสดงสิทธิ และการขออนุญาต ข้อ 2.

(3) มีระยะเวลาให้แสดงความจำนงในการใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิครั้งสุดท้ายไม่น้อยกว่า 15 วัน ก่อนวันใช้สิทธิครั้งสุดท้าย ทั้งนี้เนื่องมาจากกฎหมายต้องการให้ผู้ลงทุนมีระยะเวลาในการตัดสินใจและเปิดโอกาสให้มีระยะเวลาเพียงพอสำหรับการตัดสินใจในการใช้สิทธิของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นเป็นครั้งสุดท้าย

นอกจากนี้ในประกาศฉบับนี้ยังได้มีข้อกำหนดในการให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น เพื่อให้หุ้นที่รองรับสิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิมีเพียงพอเมื่อมีผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นมาใช้สิทธิ คณะกรรมการ ก.ล.ต. จึงได้กำหนดให้บริษัทผู้ออกจะต้องได้รับมติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นให้ออกหุ้นที่รองรับการใช้สิทธิดังกล่าวทั้งจำนวนด้วย และใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นดังกล่าวจะต้องมีเงื่อนไขสำหรับการออกหุ้นที่รองรับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นในครั้งนี้รวมกับจำนวนหุ้นที่รองรับหุ้นกู้แปลงสภาพและใบสำคัญแสดงสิทธิที่ออกในครั้งอื่นจะต้องไม่เกินร้อยละสามสิบของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของบริษัท รวมกับจำนวนหุ้นที่จะได้รับอนุญาตให้เสนอขายพร้อมกับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นในครั้งนี้[7]

ดังนั้นเมื่อบริษัทมหาชนจำกัดที่ต้องการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นปฏิบัติตามขั้นตอนการเสนอขายตามที่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ และประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้กำหนดไว้เรียบร้อยแล้ว ตลอดจนได้รับการอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. แล้ว บริษัทมหาชนจำกัดที่ได้ขออนุญาตเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นไว้ก็สามารถเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าวต่อประชาชนได้

แต่อย่างไรก็ดี หากพิจารณาถึงลักษณะของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้ประกาศกำหนดซึ่งได้กล่าวไว้ในข้างต้นนั้น จะเห็นได้ว่า คณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้กำหนดให้หุ้นที่รองรับสิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นนั้นเป็นหุ้นที่ออกโดยบริษัทที่เสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นเท่านั้น ดังนั้นในขณะนี้บริษัทมหาชนจำกัดสามารถเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นประเภทที่หุ้นดังกล่าวเป็นหุ้นของบริษัทมหาชนจำกัดผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นได้เพียงประเภทเดียวเท่านั้น แต่ยังไม่สามารถเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นได้ เนื่องจากพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ มาตรา 35 ได้กำหนดให้การเสนอขายหลักทรัพย์และการอนุญาตตามมาตรา 33 นั้นจะต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด ซึ่งในขณะนี้คณะกรรมการ ก.ล.ต. ยังไม่ได้ออก

---

[7] ประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ฉบับเดียวกัน ข้อ 3.

หลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการเกี่ยวกับการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นไว้โดยตรง จึงทำให้บริษัทมหาชนจำกัดยังไม่สามารถเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นได้ เพราะไม่มีหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการกำหนดไว้ ซึ่งประเด็นปัญหาดังกล่าวนี้ จะได้มีการเสนอแนวทางในการแก้ปัญหาเกี่ยวกับการออกและการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นไว้ในส่วนต่อไป

นอกจากนี้โดยที่ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 98(5) กำหนดห้ามมิให้นักลงทุนขายหลักทรัพย์โดยไม่มีใบหุ้น* หรือการทำชอร์ตเซล ซึ่งเมื่อพิจารณาลักษณะของการออกและเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นประเภทที่มีหุ้นพื้นฐานบางส่วนเป็นหลักประกัน (Partially Stock Covered Warrant) และประเภทที่ไม่มีหุ้นพื้นฐานเป็นหลักประกัน (Non-Collateralised Stock Warrant) ซึ่งใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นทั้งสองชนิดนี้เป็นหลักทรัพย์ที่ยังไม่มีหุ้นพื้นฐานในขณะที่ออกบางส่วนและทั้งหมดในขณะที่เสนอขายนั้น จึงทำให้มีข้อสงสัยหรือประเด็นปัญหาเกิดขึ้น คือ การออกและเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นทั้งสองชนิดนี้เป็นการทำ “ชอร์ตเซล” (Short Sale) หรือไม่

ในการพิจารณาว่าการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิดังกล่าวเป็นการทำ “ชอร์ตเซล” (Short Sale) หรือไม่นั้น ก่อนอื่นจะต้องทราบความหมายของการทำ “ชอร์ตเซล” ว่าหมายถึงการขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในความครอบครอง ซึ่งโดยทั่วไปการทำชอร์ตเซลจะมีวัตถุประสงค์ในการที่จะซื้อหลักทรัพย์เดิมกลับคืนมาในอนาคตในราคาที่ต่ำกว่าราคาที่ได้ขายไป ถึงแม้ว่าการทำชอร์ตเซลจะมีข้อดีคือเป็นเครื่องมืออย่างหนึ่งที่ช่วยรักษาเสถียรภาพของราคาซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ และเป็นการช่วยให้เกิดการหมุนเวียนของหลักทรัพย์ที่อยู่ในความครอบครองของผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือสถาบันก็ตาม แต่สภาวะของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยยังไม่มีเสถียรภาพอย่างเพียงพอ เนื่องจากนักลงทุนส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนประเภทเก็งกำไร หากมีการอนุญาตให้ทำชอร์ตเซลจะทำให้มีการขายหุ้นจำนวนมากกว่าปกติ ส่งผลกระทบต่อสภาพตลาดหลักทรัพย์โดยรวม ดังนั้นในขณะนี้กฎหมายหลักทรัพย์ได้กำหนดให้การทำชอร์ตเซลเป็นการกระทำที่ผิดกฎหมายไทย แต่อย่างไรก็ตามในบางประเทศ เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา และแคนาดาเปิดโอกาสให้นักลงทุนสามารถทำชอร์ตเซลได้โดยไม่ผิดกฎหมาย

---

* มาตรา 98 ได้กำหนดว่า “ห้ามมิให้บริษัทหลักทรัพย์กระทำการดังต่อไปนี้” ซึ่งใน (5) ได้กำหนดห้าม “ขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองหรือมิได้มีบุคคลใดมอบหมายให้ขายหลักทรัพย์นั้น เว้นแต่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนดให้กระทำได้”

เมื่อพิจารณาองค์ประกอบเบื้องต้นของความผิดในการทำซอร์ตเซลนั้น จะเห็นได้ว่าการกระทำที่ถือว่าเป็น “ซอร์ตเซล” จะต้องประกอบด้วยเงื่อนไขที่สำคัญ 2 ประการ ประการแรกคือ สัญญาที่ทำมีลักษณะเป็นสัญญาซื้อขายเสร็จเด็ดขาด และประการที่สองในขณะที่ทำสัญญาผู้ขายไม่มีหลักทรัพย์ที่จะส่งมอบให้อยู่ในความครอบครอง ดังนั้นเมื่อมาพิจารณาลักษณะของการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นจะเห็นได้ว่าสัญญาใบสำคัญแสดงสิทธิดังกล่าวเป็นสัญญาที่ให้สิทธิในการซื้อหลักทรัพย์หรือไม่ก็ได้ ซึ่งการซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าวจะเกิดขึ้นเมื่อมีการใช้สิทธิเรียกร้องตามสัญญา ดังนั้นในขณะที่ยังไม่ได้มีการใช้สิทธิเรียกร้องเพื่อการรับมอบหลักทรัพย์พื้นฐานตามสัญญา กรรมสิทธิในหลักทรัพย์ดังกล่าวจึงยังคงเป็นของผู้ออกหรือเป็นของเจ้าของหลักทรัพย์เดิม และเมื่อใดที่มีการใช้สิทธิผู้ออกจะให้สิทธิในหลักทรัพย์ตามสัญญา ทั้งนี้ โดยที่ผู้ออกไม่จำเป็นต้องมีกรรมสิทธิในหลักทรัพย์นั้นล่วงหน้าแต่อย่างใด ซึ่งในการจัดหาหลักทรัพย์ตามสัญญาให้แก่ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธินั้นผู้ออกอาจมีข้อตกลงกับบุคคลภายนอกซึ่งมีกรรมสิทธิในหุ้นพื้นฐานให้บุคคลภายนอกโอนหุ้นที่ตกลงกันไว้ให้แก่คู่สัญญาเมื่อคู่สัญญามาใช้สิทธิก็ได้

ดังนั้นจะเห็นได้ว่าสัญญาใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นมิใช่สัญญาซื้อขายเสร็จเด็ดขาดหรือสัญญาจะซื้อจะขาย จึงไม่ถือว่าการเสนอขาย Partially Stock Covered Warrant และ Non Collateralised Stock Warrant เป็นการทำซอร์ตเซล เนื่องจากไม่ครบองค์ประกอบหรือเงื่อนไขของความผิดตามที่ได้กล่าวไว้ในวรรคก่อน

4.1.2 แนวทางในการแก้ปัญหาเกี่ยวกับการออกและการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น

จากการศึกษาพบว่าประเด็นปัญหาที่ไม่มีข้อกำหนดของกฎหมายที่เกี่ยวกับหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการออกและการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นในขณะนี้นั้น สามารถกำหนดหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการออกและการเสนอขายขึ้นได้ แต่อย่างไรก็ดี จากการศึกษาแนวทางในการกำหนดหลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการในการออกและการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นในต่างประเทศ (ในบทที่ 3) นั้น จะเห็นได้ว่าการกำหนดหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการออกและเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นนี้ มีข้อควรพิจารณาที่สำคัญดังต่อไปนี้

(1) โดยที่หลักทรัพย์ประเภทใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นเป็นหลักทรัพย์ที่ให้สิทธิในหุ้นของบริษัทอื่น ซึ่งทำให้ผู้ถือหลักทรัพย์ประเภทนี้จะมีความเสี่ยงจากการปฏิบัติตามสัญญาหรือการได้รับชำระหนี้ตามสัญญาสูงกว่าหลักทรัพย์ประเภทที่ให้สิทธิในหลักทรัพย์ของผู้ออกแก่ผู้ถือ ดังนั้นในการกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการออกหลักทรัพย์ประเภทนี้จึงควรกำหนดเงื่อนไขหรือหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวกับลักษณะของผู้ออกหลักทรัพย์ในเบื้องต้น อันได้แก่ ผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องมีคุณสมบัติเป็นผู้ที่มีฐานะทางการเงินมั่นคง ซึ่งสามารถพิจารณาได้จากทุนจดทะเบียนหรือส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทผู้ออก หรือเป็นผู้ที่มีความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์ที่ออกมา ทั้งนี้โดยสามารถพิจารณาได้จากการเป็นผู้ที่มีประสบการณ์ในการบริหารหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงในลักษณะเดียวกันกับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น โดยการกำหนดเงื่อนไขหรือหลักเกณฑ์ดังกล่าวนี้สามารถกำหนดหลักเกณฑ์ของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่มีการค้ำประกันทั้งจำนวนหรือที่มีการค้ำประกันบางส่วนหรือที่ไม่มีการค้ำประกันไว้รวมกัน หรือแยกกันก็ได้ ซึ่งจะได้กล่าวถึงรายละเอียดของมาตรการในการกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับคุณสมบัติของผู้ออกไว้ในหัวข้อแนวทางในการกำหนดมาตรการในการให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น

(2) และโดยที่ลักษณะราคาของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นจะมีลักษณะของราคาขึ้นอยู่กับราคาของหุ้นพื้นฐานที่ใช้รองรับสิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิซึ่งเป็นหุ้นของบริษัทอื่น และการได้รับข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับหุ้นพื้นฐานจะมีผลต่อการตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุนในใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น ดังนั้นจึงควรมีข้อกำหนดหรือเงื่อนไขของหุ้นพื้นฐานว่าจะต้องเป็นหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนซื้อขายอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรืออยู่ในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ฯ เป็นต้น ทั้งนี้ เนื่องจากหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนซื้อขายอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ฯ หรือในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ฯ ดังกล่าวจะต้องทำตามข้อกำหนดเกี่ยวกับเรื่องการเปิดเผยข้อมูลอยู่แล้ว อย่างไรก็ดีจากการศึกษาหลักเกณฑ์เกี่ยวกับคุณสมบัติของหุ้นพื้นฐานในต่างประเทศ ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงได้ยอมให้หุ้นของบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนซื้อขายอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง และไม่ได้จดทะเบียนซื้อขายอยู่ในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์แต่ได้มีการเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุนอย่างเพียงพอนั้น สามารถเป็นหุ้นพื้นฐานที่ใช้รองรับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นได้เช่นกัน

ในการกำหนดคุณสมบัติของหุ้นพื้นฐานนั้นนอกจากจะกำหนดตามหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลแล้วนั้น ยังสามารถกำหนดเกี่ยวกับจำนวนหุ้นที่รองรับสิทธิตาม

ใบสำคัญแสดงสิทธิ เนื่องจากหากไม่มีการกำหนดจำนวนหุ้นดังกล่าวอาจมีผลทำให้หุ้นของบริษัทที่ใช้ในการรองรับสิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิดังกล่าวขาดสภาพคล่องและมีผลทำให้มีการสร้างราคาของหุ้นพื้นฐานได้ง่ายซึ่งจะส่งผลกระทบต่อราคาของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น ดังนั้นจึงควรมีข้อกำหนดเกี่ยวกับคุณสมบัติของหุ้นพื้นฐานที่จะเป็นหุ้นซึ่งรองรับการใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น อันได้แก่ การกำหนดขนาดจำนวนเงินทุนจดทะเบียนของหุ้นพื้นฐานดังกล่าว ตลอดจนควรมีข้อกำหนดเกี่ยวกับการจำกัดจำนวนหุ้นที่รองรับการใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิไว้ด้วยเช่นเดียวกับการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นทั่วไปที่ให้สิทธิในหุ้นของบริษัทผู้ออกเอง เป็นต้น

(3) จากลักษณะของหลักทรัพย์ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นประเภทที่มีหลักประกันทั้งจำนวนและมีหลักประกันบางส่วนนั้น และจากการศึกษาเกี่ยวกับเงื่อนไขการออกใบสำคัญแสดงสิทธิทั้งสองประเภทนี้ในต่างประเทศ จะเห็นได้ว่าในการออกใบคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นทั้งสองประเภทนี้ในต่างประเทศจะมีเงื่อนไขเกี่ยวกับการจัดตั้งทรัสดี (Trustee) หรือการจัดตั้งผู้ดูแลหุ้นพื้นฐาน (Custodian) หรือการจัดตั้งผู้รับฝากหุ้นพื้นฐาน (Depositary Center) ซึ่งเป็นบุคคลที่สามขึ้นทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลหุ้นพื้นฐานที่ผู้ออกนำมาฝากไว้เป็นหลักประกันด้วย ทั้งนี้ในการกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับคุณสมบัติของผู้ที่จะทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลหุ้นพื้นฐานนั้นมีหลักสำคัญคือจะต้องเป็นบุคคลที่มีสถานะทางการเงินที่มั่นคงเช่นเดียวกับผู้ออกหลักทรัพย์ และจะต้องไม่มีลักษณะเป็นผู้ที่มีผลประโยชน์ร่วมกับผู้ออกและไม่มีการขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ระหว่างผู้ออกด้วย เป็นต้น

ทั้งนี้ บุคคลที่ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลผลประโยชน์ของหุ้นพื้นฐานดังกล่าวในต่างประเทศส่วนใหญ่จะเป็นธนาคาร บริษัททรัสต์ หรือเป็นสถาบันการเงินที่มีคุณสมบัติขั้นต้นตามที่องค์กรกำกับควบคุมดูแลอันได้แก่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์กำหนด เป็นต้น

(4) ในส่วนสุดท้ายจะเป็นข้อกำหนดหรือหลักเกณฑ์ทั่วๆ ไป เกี่ยวกับการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น ซึ่งได้แก่ อายุของใบสำคัญแสดงสิทธิ วิธีการในการชำระผลประโยชน์ในรูปของเงินสดหรือการส่งมอบหลักทรัพย์ เป็นต้น

4.2 วิเคราะห์ปัญหาและเสนอแนวทางเกี่ยวกับมาตรการในการให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น

จากการศึกษากฎหมายที่เกี่ยวกับมาตรการในการให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นในประเทศอังกฤษ ฮ่องกง และมาเลเซีย แล้วนั้น ในส่วนนี้จะเป็นการวิเคราะห์แนวทางในการให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น โดยการกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขเกี่ยวต่างๆ ที่เกี่ยวกับการออกและเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

4.2.1 วิเคราะห์ปัญหาในการให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่ที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น

ตามที่ได้ศึกษาถึงลักษณะของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นในบทที่ 2 แล้วนั้น จะเห็นได้ว่าใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นประเภทนี้ให้สิทธิแก่ผู้ถือในการซื้อหุ้นของบริษัทอื่นซึ่งไม่ใช่หุ้นของผู้ออก ดังนั้นความสามารถในการชำระหนี้ของผู้ออก หรือลักษณะของหุ้นพื้นฐานที่ใช้ในการรองรับสิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น และเงื่อนไขของการจัดให้มีบุคคลซึ่งทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลหุ้นพื้นฐาน ตลอดจนหลักเกณฑ์อื่นๆ ที่เกี่ยวกับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น จึงมีความสำคัญต่อการปฏิบัติตามข้อสัญญาที่ผู้ออกได้กำหนดและให้ไว้แก่ผู้ถือ

นอกจากนั้นเนื่องจากกฎหมายที่เกี่ยวกับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นในประเทศไทย ยังไม่มีรายละเอียดของหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการที่เกี่ยวกับการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิไว้โดยเฉพาะ ตลอดจนยังไม่มีหลักเกณฑ์การให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นประเภทนี้อย่างเพียงพอที่จะทำให้ผู้ถือสามารถได้รับการปฏิบัติการชำระหนี้ตามสัญญาจากผู้ออกได้หากผู้ออกไม่ทำตามข้อตกลงของสัญญา ซึ่งจะมีผลทำให้ผู้ลงทุนจะได้รับความเสียหายจากการไม่ปฏิบัติตามสัญญา และอาจมีผลกระทบต่อสภาพเศรษฐกิจโดยรวมถ้าหากขนาดของใบสำคัญแสดงสิทธิที่ออกมีขนาดใหญ่ และผู้ออกไม่สามารถปฏิบัติตามได้ทั้งหมด ดังนั้นความเสียหายและผลกระทบที่จะมีต่อตลาดทุนก็จะมีมาก

แนวทางในการแก้ไขปัญหากฎหมาที่เกี่ยวข้องกับการออกและการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น ทั้ง 3 ระเภท จะเห็นได้ว่า พระราชบัญญัติหักทรัพย์ฯ ตามมาตรา 35 ได้ให้อำนาจคณะกรรมการ ก.ล.ต. ในการประกาศหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกให้ได้ ดังนั้นคณะกรรมการ ก.ล.ต. จึงสามารถออกประกาศอีกฉบับ

หนึ่ง เพื่อใช้เป็นหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ประเภทใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นได้

4.2.2 แนวทางในการกำหนดมาตรการในการให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น

จากการศึกษาแนวทางในการกำหนดมาตรการในการให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น จะเห็นได้ว่าได้มีการกำหนดมาตรการในการให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น ซึ่งสามารถแบ่งออกเป็น 4 ส่วน คือ การกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่เกี่ยวกับผู้ออก หลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่เกี่ยวกับหุ้นพื้นฐานที่รองรับใช้รองรับสิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิ หลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่เกี่ยวกับการจัดให้มีบุคคลที่ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลหรือรักษาหุ้นพื้นฐาน ตลอดจนหลักเกณฑ์ทั่วไปที่เกี่ยวกับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น ดังต่อไปนี้

4.2.2.1 มาตรการในการกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่เกี่ยวกับผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น

ตามที่ได้กล่าวมาแล้วว่าใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะหุ้นของผู้อื่นมีลักษณะการใช้สิทธิในหุ้นของบริษัทอื่นที่ไม่ใช่หุ้นของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น ดังนั้นข้อพิจารณาเกี่ยวกับความสามารถในการปฏิบัติตามข้อสัญญาของใบสำคัญแสดงสิทธิของผู้ออกจึงเป็นสิ่งสำคัญ ซึ่งลักษณะดังกล่าวนี้ ทำให้มีการกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่เกี่ยวกับผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่จะจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของต่างประเทศ

จากการศึกษากฎหมายของต่างประเทศในบทที่ 3 เรื่องของคุณสมบัติของผู้ออกนั้น จะเห็นได้ว่าในการกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขเกี่ยวกับผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นนั้น จะต้องมีข้อกำหนดหรือหลักเกณฑ์ที่สำคัญดังต่อไปนี้

(1) ข้อกำหนดเกี่ยวกับสถานะทางการเงินของผู้ออก โดยทั่วไปจะกำหนดให้ผู้ออกเป็นผู้ที่มีสถานะทางการเงินที่มั่นคง ซึ่งสามารถพิจารณาหรือกำหนดจากทรัพย์สินของผู้ออก หรือ การจัดลำดับสถานะการลงทุน (Investment Grade)

(2) ข้อกำหนดเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวกับฐานะและความเสี่ยงของผู้ออก ทั้งนี้เพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับทราบข้อมูลของบริษัทผู้ออกอย่างเพียงพอต่อการตัดสินใจในการลงทุน

(3) ข้อกำหนดเกี่ยวกับความสามารถและประสบการณ์ในการออกตราสารประเภทใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น หรือตราสารอื่นใดที่มีลักษณะใกล้เคียงกับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น ทั้งนี้เพื่อแสดงให้เห็นว่าผู้ออกเป็นผู้ที่มีความสามารถในการปฏิบัติและการจัดการให้เป็นไปตามเงื่อนไขของข้อสัญญาที่ได้กำหนดไว้

(4) ข้อกำหนดเกี่ยวกับการกำกับควบคุมดูแลจากองค์กรที่ทำหน้าที่ควบคุมสถาบันการเงินในประเทศนั้น ๆ ทั้งนี้ เพื่อความสะดวกในการควบคุมความเสี่ยงจากการลงทุนของผู้ลงทุน ตลอดจนความสะดวกในการควบคุมสถานะหรือความสามารถในการชำระหนี้ตามสัญญาของผู้ออก

จากการที่กฎหมายเกี่ยวกับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นในประเทศไทยยังไม่มีหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขเกี่ยวกับผู้ออก ดังนั้นในการกำหนดคุณสมบัติของผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นจึงต้องพิจารณาถึงหลักเกณฑ์ของต่างประเทศเป็นแนวทางในการกำหนดมาตรการทางกฎหมายที่เกี่ยวกับใบสำคัญแสดงสิทธิประเภทนี้ ซึ่งทำให้ทราบว่าได้มีการกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขเกี่ยวกับผู้ออกตามประเภทของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่มีหลักประกันและไม่มีหลักประกัน ทั้งนี้เนื่องจากความเสี่ยงของผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นทั้งสองประเภทดังกล่าวมีความแตกต่างกัน กล่าวคือ ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่ไม่มีหลักประกันจะมีความเสี่ยงในการได้รับชำระหนี้มากกว่าผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่มีหลักประกัน ดังนั้นในการวิเคราะห์แนวทางในการกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับคุณสมบัติของผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นนี้จะพิจารณาตามประเภทของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่มีหุ้นพื้นฐานเป็นหลักประกันทั้งจำนวนและบางส่วน กับประเภทที่ไม่มีหลักประกันหุ้นพื้นฐานเป็นหลักประกัน ดังนี้

(1) คุณสมบัติของผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่มีหลักประกันทั้งจำนวน หรือมีหลักประกันบางส่วน

กฎหมายเกี่ยวกับการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นที่มีหลักประกันเต็มทั้งจำนวนหรือมีหลักประกันบางส่วนในต่างประเทศ จะกำหนดให้ผู้ออกมีคุณสมบัติที่สำคัญคือ การเป็นผู้มีประสบการณ์ในการออกตราสารใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นหรือมีประสบการณ์ในการออกตราสารประเภทอื่นใดที่มีลักษณะคล้ายกับใบสำคัญแสดงสิทธิประเภทนี้ ทั้งนี้ เพื่อกำหนดให้ผู้ออกมีความรู้ความชำนาญในการจัดการให้เป็นไปตามที่กำหนดไว้ในเรื่องของ

การชำระหนี้ ซึ่งจะเกี่ยวข้องกับการนำหุ้นพื้นฐานตามใบสำคัญแสดงสิทธิมามอบให้แก่ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิเมื่อได้มีการใช้สิทธิ

หากพิจารณาเกี่ยวกับสถานะทางการเงินของผู้ออกซึ่งเป็นปัจจัยหลักอันหนึ่งที่จะแสดงให้เห็นว่าผู้ออกมีความมั่นคงทางการเงินหรือไม่ ในต่างประเทศจะกำหนดให้ผู้ออกมีสถานะทางการเงินที่เหมาะสม โดยพิจารณาจากมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของบริษัท หรือจากการที่บริษัทได้รับการจัดลำดับจากสถาบันการจัดลำดับให้อยู่ในลำดับการลงทุน (Investment Grade) ทั้งนี้ เนื่องจากลักษณะของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นจะมีความเสี่ยงในการซื้อขายมากกว่าหลักทรัพย์ประเภทหุ้น ดังนั้นเพื่อเป็นหลักประกันว่าบริษัทที่ออกใบสำคัญแสดงสิทธิประเภทนี้มีศักยภาพในการชำระหนี้ตามสัญญาใบสำคัญแสดงสิทธิและหากผู้ลงทุนได้รับความเสียหายจากผู้ออก ผู้ลงทุนสามารถเรียกร้องค่าเสียหายจากผู้ออกได้

นอกจากนี้ในตลาดหลักทรัพย์บางแห่ง เช่น ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง ได้มีข้อกำหนดเพิ่มเติมเกี่ยวกับคุณสมบัติของผู้ออกไว้ด้วยว่า ผู้ออกจะต้องไม่เป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจในการบริหาร (Controlling Shareholders) ทั้งในทางตรงและทางอ้อมในบริษัทพื้นฐานที่ออกหุ้นสำหรับใช้รองรับสิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิ[8] เพื่อที่จะไม่ให้ผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นเป็นผู้ทำให้หุ้นของบริษัทพื้นฐานเสื่อมราคาลง และมีสถานะเป็นผู้ที่มีผลประโยชน์ขัดกันเองในระหว่างสถานะการเป็นผู้ออกหลักทรัพย์และสถานะการเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจในการควบคุมบริษัทพื้นฐาน

อย่างไรก็ดีหากต้องการควบคุมการออกใบสำคัญแสดงสิทธิอย่างเข้มงวดในการวางหลักเกณฑ์และเงื่อนไขเกี่ยวกับผู้ออก สามารถกำหนดให้ผู้ออกต้องนำเสนอและได้รับอนุมัติในหลักเกณฑ์การบริหารหุ้นพื้นฐานที่นำมาเป็นหลักประกันจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ด้วย ทั้งนี้ เพื่อเป็นการตรวจสอบประสิทธิภาพของหลักเกณฑ์ที่จะใช้เป็นเครื่องมือในการควบคุมให้มีการชำระหนี้หรือให้มีการปฏิบัติตามสัญญา

(2) คุณสมบัติของผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่ไม่มีหุ้นพื้นฐานเป็นหลักประกัน

ในการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นประเภทที่ไม่มีหุ้นพื้นฐานเป็นหลักประกันนั้น สามารถแบ่งได้เป็น 2 ส่วน คือส่วนที่เป็นหลักเกณฑ์ที่เหมือนกับหลักเกณฑ์

---

[8] Rules Governing of Listing Rules of Stock Exchange of Hong Kong Ltd. Rule 15.11(2).

ของผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่มีหุ้นพื้นฐานเป็นหลักประกันเต็มจำนวน (Fully Stock Covered Warrant) ซึ่งได้แก่ข้อกำหนดเกี่ยวกับความเหมาะสมทางสถานะการเงิน ข้อกำหนดเกี่ยวกับความมีประสบการณ์ในการจัดให้มีการชำระหนี้เป็นไปตามภาระหรือเงื่อนไขของสัญญา[9] และในส่วนที่ 2 จะเป็นหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการค้ำประกันโดยจะวางข้อกำหนดให้ผู้ออกได้รับการค้ำประกันจากสถาบันการเงินหรือบุคคลซึ่งมีสถานะทางการเงินที่มั่นคง ทั้งนี้เพื่อเป็นหลักประกันว่าผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นจะได้รับการปฏิบัติตามสัญญา หรือได้รับค่าเสียหายจากการไม่ปฏิบัติตามสัญญาจากผู้ค้ำประกัน ในกรณีที่ผู้ออกไม่สามารถปฏิบัติตามสัญญาได้ เนื่องจากผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่ไม่มีหุ้นพื้นฐานเป็นหลักประกันจะมีความเสี่ยงสูงกว่าผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีหลักประกัน

นอกจากนี้จะมีหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับและควบคุมดูแลจากองค์กรกำกับและควบคุมดูแล ซึ่งจะกำหนดให้ผู้ออกเป็นบริษัทที่ถูกกำกับและควบคุมดูแลจากองค์กรดังกล่าวนี้โดยตรง ทั้งนี้เพื่อให้องค์กรกำกับและควบคุมดูแลสามารถกำกับและดูแลการประกอบธุรกิจของผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิได้สะดวกและได้รับทราบข้อมูลต่างๆ ของผู้ออก สำหรับใช้พิจารณาสถานะความมั่นคงทางการเงินและความเสี่ยงได้

จากการศึกษาหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่เกี่ยวกับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นของตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง และตลาดหลักทรัพย์กัวลาลัมเปอร์นั้น จะเห็นว่า ตลาดหลักทรัพย์ลอนดอนมิได้แยกหลักเกณฑ์การออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีหลักประกันและไม่มีหลักประกันออกจากกัน ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง และตลาดหลักทรัพย์กัวลาลัมเปอร์ได้แยกหลักเกณฑ์ของผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิทั้งสองประเภทนี้ไว้ออกจากกัน และจากการพิจารณาตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 3 แห่งนั้น จะเห็นได้ว่าหลักเกณฑ์เกี่ยวกับผู้ออกของตลาดหลักทรัพย์กัวลาลัมเปอร์มีความเข้มงวดและให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุนมากกว่าหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์อีก 2 แห่ง เห็นได้จากตลาดหลักทรัพย์กัวลาลัมเปอร์กำหนดให้ผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นประเภทที่มีหลักประกันเต็มจำนวน จะต้องนำเสนอหลักเกณฑ์ในการบริหารหลักประกันแก่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และหลักเกณฑ์ดังกล่าวนี้จะต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการหลักทรัพย์ด้วย

ในการกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่เกี่ยวกับผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นในประเทศไทย มีแนวทางกำหนดดังต่อไปนี้

---

[9] Rules Governing of Listing Rules of Stock Exchange of Hong Kong Ltd. Rule 15.12(2).

1. มีข้อกำหนดเกี่ยวกับสถานะทางการเงินของผู้ออก ที่แสดงว่าผู้ออกมีความมั่นคงเพียงพอที่จะปฏิบัติการชำระหนี้ตามสัญญาให้แก่ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิได้ทั้งในปัจจุบันและในอนาคต ซึ่งสามารถกำหนดได้จากมูลค่าทรัพย์สินของบริษัทที่ออก ทั้งนี้ในการกำหนดมูลค่าทรัพย์สินของบริษัทผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นประเภทที่มีหลักประกันเต็มจำนวน และประเภทที่มีหลักประกันบางส่วน ควรมีมูลค่าทรัพย์สินของบริษัทสูงกว่ามูลค่าทรัพย์สินของบริษัทที่ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นประเภทที่ไม่มีหลักประกัน นอกจากนี้ผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิประเภทที่ไม่มีหลักประกันทั้งจำนวนนั้น ควรได้รับการจัดลำดับการลงทุนให้อยู่ในลำดับที่น่าลงทุนด้วย เนื่องจากการจัดลำดับการลงทุนของสถาบันที่จัดลำดับการลงทุน สามารถใช้เป็นเกณฑ์ในการพิจารณาได้ว่าบริษัทดังกล่าวมีความมั่นคงหรือไม่

2. มีข้อกำหนดหรือหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับฐานะทางการเงินและความมั่นคงของผู้ออกนั้น สามารถทำได้โดยการกำหนดให้ผู้ออกเป็นบริษัทจดทะเบียนซื้อขายอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือที่จดทะเบียนอยู่ในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์กรุงเทพ ซึ่งทั้งสองแห่งนี้จะมีระบบการเปิดเผยข้อมูลสารสนเทศอย่างเพียงพอต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน อย่างไรก็ตามควรมีข้อกำหนดให้บริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์หรือศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์กรุงเทพ สามารถออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นได้ โดยให้อยู่ในดุลยพินิจของคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่จะเป็นผู้พิจารณาความเหมาะสม และเป็นผู้อนุญาตให้ออกหลักทรัพย์ประเภทนี้ได้

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาถึงข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ เห็นได้ว่าตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน และตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง ได้กำหนดให้บริษัทผู้ออกเป็นบริษัทจดทะเบียนของตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นได้ ทั้งนี้ภายใต้เงื่อนไขของการยอมรับจากตลาดหลักทรัพย์ของประเทศนั้นๆ ดังนั้นแนวทางในการกำหนดหลักเกณฑ์ของผู้ออกจึงควรกำหนดขอบเขตให้ครอบคลุมถึงผู้ออกที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ของต่างประเทศด้วย ซึ่งหากมีการพัฒนาระบบการเปิดเผยข้อมูลสารสนเทศต่อไปในอนาคต ผู้ออกที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นก็จะสามารถออกใบสำคัญแสดงสิทธิประเภทนี้ได้ และในขณะนี้ได้มีการให้ความร่วมมือระหว่างประเทศในเรื่องการแลกเปลี่ยนข้อมูล ดังจะเห็นได้จากการข้อตกลงการประชุมคณะกรรมการภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกของ IOSCO Emerging Markets Committee (IOSCO EMC)* ซึ่งได้มีการ

---

* ได้มีการจัดประชุมขึ้นระหว่างในวันที่ 7-11 มีนาคม 2538 ณ โรงแรมแชงกรีลา กรุงเทพ โดยมีสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.เป็นเจ้าภาพ

จัดตั้งคณะทำงานเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลและมาตรฐานทางบัญชีนั้น จะเห็นได้ว่าหากผู้ออกเป็นผู้ปฏิบัติตามมาตรฐานในการเปิดเผยข้อมูลและมารตรฐานการบัญชี[10] นั้น จะทำให้ผู้ลงทุนสามารถมีข้อมูลในการลงทุนอย่างเพียงพอตามมาตรฐานสากลแล้ว ดังนั้นจึงควรที่จะเปิดโอกาสให้บริษัทที่เปิดเผยข้อมูลตามมารตรฐานสากลสามารถออกใบสำคัญแสดงสิทธิประเภทนี้ได้

3. มีข้อกำหนดเกี่ยวกับประสบการณ์ในการจัดการหลักทรัพย์ประเภทเดียวกันนี้ให้เป็นไปตามสัญญา ทั้งนี้เนื่องจากหลักทรัพย์ประเภทนี้มีความเสี่ยงสูงกว่าใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้ออกเอง ดังนั้นความสามารถและประสบการณ์ของผู้ออกจึงเป็นสิ่งสำคัญที่จะแสดงให้เห็นว่าผู้ออกมีความสามารถที่จะบริหารความเสี่ยงดังกล่าวได้ดี และโดยที่ประเทศไทยยังมิได้มีการออกหลักทรัพย์ประเภทใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นมาก่อน และยังไม่มีหลักทรัพย์อื่นใดที่มีลักษณะของความเสี่ยงคล้ายกับหลักทรัพย์ประเภทนี้ ดังนั้นจึงไม่อาจกำหนดความสามารถของผู้ออกจากประสบการณ์ในการจัดการหลักทรัพย์ประเภทนี้ หรือหลักทรัพย์อื่นที่มีลักษณะของความเสี่ยงคล้ายกันได้ อย่างไรก็ดีในการพิจารณาความสามารถของผู้ออกนั้นสามารถพิจารณาได้จากผลประกอบการของธุรกิจในอดีต และความสามารถของผู้บริหารได้ ซึ่งสามารถนำมากำหนดเป็นเงื่อนไขของผู้ออกได้ว่า ผู้ออกจะต้องมีผลประกอบการธุรกิจในอดีตดี ทั้งนี้ในการพิจารณาผลประกอบการของธุรกิจนั้นสามารถพิจารณาได้จากอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนได้ (Debt to Equity Ratio) นอกจากนี้ควรกำหนดให้บริษัทที่ออกมีผู้บริหารที่มีความสามารถในการบริหารความเสี่ยง เนื่องจากใบสำคัญแสดงสิทธิประเภทนี้มีความเสี่ยงสูงกว่าหลักทรัพย์อื่น โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากเป็นการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่ไม่มีหลักประกัน

4. มีข้อกำหนดเกี่ยวกับการกำกับและควบคุมดูแลเกี่ยวกับฐานะและความมั่นคงของผู้ออกจากองค์กรที่ควบคุมดูแลตลาดทุน เนื่องจากหลักทรัพย์ประเภทนี้มีความเสี่ยงสูง ดังนั้นจึงควรมีการกำกับและควบคุมดูแลสถานะทางการเงินและความเสี่ยงของกิจการอย่างใกล้ชิด ซึ่งบุคคลที่ทำหน้าที่ด้วยดี คือองค์กรที่ทำหน้าที่เป็นผู้กำกับและควบคุมดูแลธุรกิจผู้ออกโดยตรงทั้งนี้ในการควบคุมดูแลสถานะทางการเงินสามารถดูได้จากการดำรงเงินกองทุนสภาพคล่องสุทธิ ซึ่งขณะนี้บริษัทที่จะต้องดำรงเงินกองทุนสภาพคล่องสุทธิ ได้แก่ บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ และบริษัทเครดิตฟองซิเอร์ แต่บริษัทเงินทุนและบริษัทเครดิตฟองซิเอร์จะจัดทำรายงานส่งให้ธนาคารแห่งประเทศไทย ตามหลักเกณฑ์ของพระราชบัญญัติการประกอบการธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์

---

[10] คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, "รายงานผลการดำเนินงาน 2535 2536 2537", หน้า 38.

และธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ พ.ศ. 2522 ตามมาตรา 28 และ มาตรา 56 ตามลำดับ ประกอบกับประกาศธนาคารแห่งประเทศไทย เรื่องการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทเงินทุน ลงวันที่ 9 ธันวาคม 2524 และประกาศธนาคารแห่งประเทศไทยเรื่อง การดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทเครดิตฟองซิเอร์ ลงวันที่ 19 เมษายน 2525 จึงเห็นได้ว่าสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. จะไม่สามารถควบคุมดูแลการดำรงเงินกองทุนสถาพคล่องสุทธิของบริษัททั้งสองประเภทนี้ได้ ดังนั้นในขณะนี้บริษัทที่มีคุณสมบัติที่จะเป็นผู้ออกตามข้อกำหนดเกี่ยวกับการกำกับและควบคุมดูแลฐานะความมั่นคงของผู้ออก จากองค์กรที่กำกับและควบคุมตลาดทุนคือ บริษัทหลักทรัพย์และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์เท่านั้น เนื่องจากคณะกรรมการ ก.ล.ต.ได้มีประกาศเรื่อง การดำรงเงินกองทุนสภาพคล่องสุทธิลงวันที่ 30 มิถุนายน 2538 กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์จะต้องดำรงเงินกองทุนสภาพคล่องสุทธิเมื่อสิ้นวันไว้ เพื่อเป็นการเพิ่มมาตรฐานความมั่นคงทางการเงินของบริษัทหลักทรัพย์ และเพื่อสร้างความมั่นใจว่าบริษัทหลักทรัพย์จะดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องให้เพียงพอที่จะจ่ายคืนหนี้สินต่อลูกค้า เมื่อบริษัทประสบปัญหาทางการเงิน[11] ส่วนบริษัทอื่นๆนอกเหนือจากที่กล่าวมา ในขณะนี้ยังไม่มีหลักเกณฑ์ในการควบคุมฐานะและความมั่นคงของบริษัท

5. มีข้อกำหนดเกี่ยวกับการเป็นผู้ที่มีอำนาจในการบริหารในบริษัทผู้ออกหุ้นที่ใช้ในการรองรับสิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิ เนื่องจากหากผู้ออกมีอำนาจไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อมจะมีผลให้ผู้ออกใช้ข้อมูลภายในเป็นประโยชน์แก่ตนเองได้ เพราะลักษณะราคาของหลักทรัพย์ประเภทนี้จะอิงอยู่กับราคาของหุ้นที่ผู้ออกได้กำหนดไว้ ดังนั้นในการกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับตัวผู้ออกจึงควรมีข้อกำหนด การไม่เป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจในการควบคุมบริษัทพื้นฐาน ทั้งทางตรงและทางอ้อม และไม่ได้เป็นผู้บริหารของบริษัทพื้นฐาน ตลอดจนไม่เป็นผู้อยู่ในฐานะที่จะทราบข้อมูลภายในของบริษัทพื้นฐาน ซึ่งหลักเกณฑ์ดังกล่าวนี้เป็นหลักการของการไม่เป็นผู้ที่มีฐานะขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) และในการกำหนดรายละเอียดของหลักเกณฑ์สามารถกำหนดตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ได้

---

[11] เอกสารประกอบการแถลงข่าวสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ครั้งที่ 38 วันพฤหัสบดีที่ 29 มิถุนายน 2538,หน้า 1.

4.2.2.2 มาตรการในการกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่เกี่ยวกับหุ้นพื้นฐาน

ตลาดหลักทรัพย์ลอนดอนได้กำหนดหลักการและเงื่อนไขของหุ้นที่จะนำมาเป็นหุ้นพื้นฐานของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นไว้แต่เพียงว่า หลักทรัพย์ดังกล่าวจะต้องเป็นหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนซื้อขายอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน หรือตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่น

ในการกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่เกี่ยวกับหุ้นพื้นฐานนี้ มีแนวทางกำหนดดังต่อไปนี้

(1) ควรมีข้อกำหนดเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลอย่างเพียงพอซึ่งพิจารณาจากการที่หุ้นพื้นฐานเป็นหุ้นที่จดทะเบียนซื้อขายอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศนั้นๆ ซึ่งข้อกำหนดนี้เป็นข้อกำหนดของหุ้นพื้นฐานที่สำคัญที่สุด เนื่องจากหุ้นพื้นฐานจะต้องมีการเปิดเผยข้อมูลต่างๆ ที่เกี่ยวข้องให้กับผู้ลงทุนทั่วไปทราบอย่างเพียงพอ เพราะข้อมูลของหุ้นพื้นฐานจะมีผลกระทบโดยตรงต่อราคาของหุ้นพื้นฐาน และราคาของหุ้นพื้นฐานจะมีผลกระทบโดยตรงต่อราคาและการใช้สิทธิของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นด้วย ซึ่งจากการศึกษาในบทที่ 3 จะเห็นได้ว่า ในการกำหนดคุณสมบัติหุ้นพื้นฐานของตลาดหลักทรัพย์ลอนดอนนั้น ได้มีการกำหนดให้หุ้นพื้นฐานเป็นหุ้นที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน หรือหุ้นที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่น[12] โดยหลักเกณฑ์ของหุ้นพื้นฐานที่กำหนดให้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นี้เป็นหลักเกณฑ์ที่สำคัญซึ่งทุกประเทศได้กำหนดไว้เป็นหลักเกณฑ์ทั่วไปในการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น แต่อย่างไรก็ดี ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงได้อนุญาตให้หุ้นที่ไม่ได้จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์เป็นหุ้นพื้นฐานได้ โดยมีเงื่อนไขว่าผู้ลงทุนสามารถได้รับข้อมูลที่เกี่ยวกับราคาของหุ้นพื้นฐานซึ่งจำเป็นต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุน[13]

(2) ควรมีข้อกำหนดเกี่ยวกับมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด (Market Capitalisation) ขั้นต่ำกำหนดไว้ ทั้งนี้เพื่อเป็นคุณสมบัติของหุ้นพื้นฐานที่ยากต่อการสร้างราคา เนื่องจากถ้าหุ้นพื้นฐานสร้างราคาได้ง่าย ก็จะมีผลกระทบต่อราคาของใบสำคัญแสดงสิทธิ ซึ่งหากกำหนดให้หุ้นพื้นฐานมีมูลค่าหุ้นตามราคาตลาดขั้นต่ำเป็นจำนวนน้อย ผู้ลงทุนอาจได้รับความเสียหายจากการสร้างราคาได้ อย่างไรก็ดีในการกำหนดมูลค่าหุ้นตามราคาตลาดนี้จะมีมูลค่าที่สูงกว่ามูลค่าหุ้นตาม

---

[12] Requirement for Admission of Securities to Listing, paragraph 24.4.

[13] Rules Governing of Listing Rules of Stock Exchange of Hong Kong Ltd. rule 15.14(1).

ราคาตลาดของบริษัททั่วไป ซึ่งทำให้จำนวนบริษัทที่มีคุณสมบัติตามมูลค่าหุ้นตามราคาตลาดนี้มีจำนวนน้อย ดังจะเห็นได้จากจำนวนบริษัทในประเทศฮ่องกงที่มีคุณสมบัติเป็นบริษัทพื้นฐานดังที่กล่าวไว้ในบทก่อน การกำหนดหลักเกณฑ์ให้มีลักษณะที่เปิดโอกาสและสนับสนุนให้มีการใช้ใบสำคัญแสดงสิทธิประเภทนี้เป็นเครื่องมือในการระดมเงินทุนของกิจการมากขึ้น สามารถทำได้โดยกำหนดให้บริษัทที่มีมูลค่าหุ้นตามราคาตลาดต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนดไว้ แต่สามารถแสดงให้เห็นว่าบริษัทมีผลประกอบการที่ดี ซึ่งอาจพิจารณาได้จากการมีกำไรติดต่อกันมากกว่า 1-2 ปี สามารถเป็นบริษัทพื้นฐานได้ ทั้งนี้ให้อยู่ในอำนาจของคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่จะเป็นผู้พิจารณาเป็นกรณีๆ ไป

นอกจากนี้เพื่อเป็นการป้องกันการสร้างราคาของหุ้นพื้นฐาน สามารถทำได้โดยการกำหนดให้หุ้นพื้นฐานมีการกระจายหุ้นให้แก่ประชาชนทั่วไปอย่างเพียงพอ ซึ่งวิธีนี้เป็นแนวทางวิธีหนึ่งในการป้องกันมิให้มีการกระทำอันไม่เป็นธรรมจากการซื้อขายใบสำคัญแสดงสิทธิได้

(3) ควรมีข้อกำหนดเกี่ยวกับสภาพคล่องของหุ้นพื้นฐานกำหนดไว้ เพื่อแสดงให้เห็นว่าบริษัทผู้ออกจะสามารถจัดหาหุ้นของบริษัทพื้นฐานมาส่งมอบแก่ผู้ถือได้เมื่อมีการใช้สิทธิตามสัญญา ซึ่งข้อกำหนดนี้จะเป็นหลักเกณฑ์สำคัญที่ช่วยให้ผู้ออกสามารถปฏิบัติตามสัญญาได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากเป็นการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นประเภทที่ไม่มีหลักประกัน และในการกำหนดเกี่ยวกับสภาพคล่องของหุ้นพื้นฐานนี้ในต่างประเทศจะกำหนดจากอัตราส่วนการหมุนเวียนของหุ้นพื้นฐาน (Turnover Ratio) และในการกำหนดหลักเกณฑ์ของประเทศไทยสามารถกำหนดตามแนวทางต่างประเทศก็ได้

ควรมีข้อกำหนดเกี่ยวกับการป้องกันมิให้มีผลกระทบต่อผู้ลงทุนรายย่อยในหุ้นของบริษัทพื้นฐาน ที่เกิดจากการใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น ดังนั้นจึงควรมีข้อกำหนดเกี่ยวกับจำนวนหุ้นพื้นฐานที่รองรับการใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิ โดยการจำกัดจำนวนของหุ้นที่จะสามารถใช้รองรับสิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิไว้ว่าไม่ควรเกินร้อยละเท่าใดของจำนวนหุ้นที่ออกและจำหน่ายแล้วทั้งหมดของบริษัทพื้นฐาน หรืออาจกำหนดได้จากจำนวนหุ้นที่กระจายให้แก่ประชาชนทั่วไป ตลอดจนการจำกัดจำนวนหุ้นตามหลักเกณฑ์ของการจำหน่ายและการกระจายหุ้นทั้งสองอย่างรวมกันก็ได้ ซึ่งในกรณีนี้เป็นหลักเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงได้ใช้อยู่[14]

---

[14] Rules Governing of the Stock Exchange of Hong Kong Ltd. Rule 15.18(2).

จากแนวทางในการกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่เกี่ยวข้องกับหุ้นพื้นฐานของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นอันนี้ ในการนำมาใช้กำหนดหลักเกณฑ์ในประเทศไทยควรจะมีการพิจารณากำหนดหลักเกณฑ์ให้เหมาะสมกับสภาวะเศรษฐกิจ และตลาดทุนของไทยด้วย

อย่างไรก็ดีข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์กัวลาลัมเปอร์ยังได้มีข้อกำหนดเพิ่มเติมเกี่ยวกับจำนวนรายได้ของผู้ถือหุ้นขั้นต่ำของบริษัทพื้นฐานอีกด้วย[15]

4.2.2.3 มาตรการในการแต่งตั้งผู้ทำหน้าที่รับฝากหุ้นพื้นฐาน

จากการศึกษาหลักเกณฑ์การออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศนั้น จะเห็นได้ว่ามีข้อกำหนดให้ผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นประเภทที่มีหลักประกันทั้งจำนวนและประเภทที่มีหลักประกันบางส่วน (Fully Collateralised Stock Covered Warrant และ Partially Collateralised Stock Covered Warrant) เท่านั้นที่มีการจัดตั้งบุคคลที่สามขึ้น เพื่อทำหน้าที่รับฝากและดูแลหุ้นพื้นฐานที่ใช้รองรับสิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิแทนผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิ และดูแลผลประโยชน์ต่างๆ ที่เกิดจากหุ้นพื้นฐาน ตลอดจนดูแลให้ผู้ออกปฏิบัติตามข้อสัญญาใบสำคัญแสดงสิทธิ ดังนั้นคุณสมบัติหรือลักษณะของผู้ที่ทำหน้าที่รับฝากหุ้นพื้นฐานจึงมีความสำคัญเช่นเดียวกับคุณสมบัติของผู้ออกด้วย เนื่องจากผู้รับฝากทรัพย์สินเป็นผู้ที่มีอำนาจในการควบคุม ดูแลหุ้นพื้นฐานที่เป็นหลักประกัน ตลอดจนผลประโยชน์ต่างๆที่เกิดจากหุ้นพื้นฐานนั้น และในต่างประเทศได้วางแนวทางในการกำหนดหลักเกณฑ์การแต่งตั้งผู้รับฝากหุ้นพื้นฐานไว้ดังต่อไปนี้

(1) เป็นผู้ที่มีความมั่นคงทางการเงิน ซึ่งในต่างประเทศจะกำหนดให้เป็นสถาบันการเงินอันได้แก่ ธุรกิจธนาคารพาณิชย์ บริษัททรัสต์ เป็นต้น เป็นผู้ทำหน้าที่รับฝากหุ้นพื้นฐาน อย่างไรก็ดีอาจพิจารณาความมั่นคงของผู้รับฝากหุ้นพื้นฐานจากมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของบริษัทที่จะทำหน้าที่รับฝากหุ้นพื้นฐาน ซึ่งควรมีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิสูงหรือเป็นจำนวนที่ใกล้เคียงกับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของสถาบันการเงินในประเทศทั่วๆไป

(2) เป็นผู้ที่ทำหน้าที่ในการรับฝากและดูแลทรัพย์สินต่างๆอยู่แล้ว เนื่องจากเป็นผู้ที่มีความชำนาญในการรับฝากและดูแลทรัพย์ ตลอดจนมีหน่วยงานของการรับฝากและดูแลทรัพย์สินอยู่แล้ว ซึ่งบุคคลที่มีหน้าที่รับฝากและดูแลทรัพย์สินในต่างประเทศจะมี 3 ประเภทคือ Trustee, Custodian และ Depositary ซึ่งเป็นบุคคลที่ทำหน้าที่เกี่ยวกับการรับฝากและดูแลทรัพย์สินของ

---

[15] Guidelines for the Issue of Call Warrant in Malaysia,P.2.

บุคคลอื่น สามารถทำหน้าที่เป็นผู้รับฝากหุ้นพื้นฐานได้ แต่ข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ลอนดอนจะกำหนดให้ผู้รับฝากหุ้นพื้นฐานเป็น Trustee เท่านั้น[16] และในข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์กัวลาลัมเปอร์ได้กำหนดให้ Trustee หรือ Custodian เท่านั้น[17] ที่สามารถทำหน้าที่เป็นผู้รับฝากหุ้นพื้นฐานได้ ส่วนในข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงได้กำหนดให้บุคคลทั้งสามประเภท สามารถเป็นผู้รับฝากหุ้นพื้นฐานได้

(3) เป็นผู้ที่ไม่มีฐานะขัดแย้งทางผลประโยชน์กับผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิ ทั้งนี้สามารถพิจารณาได้จากการไม่มีฐานะเป็นบุคคลที่มีผลประโยชน์หรือมีความสัมพันธ์ร่วมกับผู้ออก เพราะหากผู้รับฝากทรัพย์สินมีฐานะขัดแย้งทางผลประโยชน์กับผู้ถือแล้ว ผู้ถืออาจไม่ได้รับความเป็นธรรมจากการรับฝากแลดูแลทรัพย์สินที่เป็นหลักประกันได้ ซึ่งหลักการดังกล่าวนี้เป็นหลักการที่กำหนดไว้ใน Listing Rules ของตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน[18]

ในประเทศไทยยังไม่มีกฎหมายว่าด้วยการจัดการทรัพย์สินเพื่อบุคคลอื่น (Trust Law)[19] ดังนั้นหากนำรูปแบบการฝากทรัพย์สินกับ Trustee เข้ามาใช้อาจก่อให้เกิดปัญหาได้ แม้ว่าในขณะนี้จะมีผู้รับฝากหลักทรัพย์ (Depositary)คือ บริษัทศูนย์รับฝากหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำกัด ที่ทำหน้าที่รับฝากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ แต่บริษัทดังกล่าวนี้มิได้มีหน่วยงานที่ทำหน้าที่รับฝากและดูแลทรัพย์สินตลอดจนผลประโยชน์ที่เกิดจากทรัพย์สินโดยเฉพาะ ดังนั้นรูปการแต่งตั้งผู้รับฝากทรัพย์สินในประเทศไทยจึงควรทำในรูปแบบการแต่งตั้งผู้รับฝากทรัพย์สิน ที่ทำหน้าที่ในการรับฝากทรัพย์สินของบุคคลอื่นโดยเฉพาะ ทั้งนี้ควรมีการแยกทรัพย์สินของผู้รับฝากทรัพย์สิน ออกจากทรัพย์สินที่ฝากไว้ และในการรับฝากทรัพย์สินควรมีสัญญาที่กำหนดหน้าที่ของผู้ออกและผู้รับฝากทรัพย์สิน เพื่อระบุถึงอำนาจและหน้าที่ของของผู้รับฝากทรัพย์สิน ซึ่งมีแนวทางการกำหนดอำนาจหน้าที่ในสัญญาดังต่อไปนี้

(1) ควรมีข้อกำหนดให้อำนาจในการดูแลและเก็บรักษาหุ้นพื้นฐาน ตลอดจนผลประโยชน์ที่ได้จากหุ้นพื้นฐาน แยกจากทรัพย์สินของผู้รับฝากทรัพย์สิน เพื่อประโยชน์แก่ผู้ถือใบ

---

[16] Requirement for Admission of Securities to Listing .paragraph 24.9.

[17] Guidelines for the Issue of Call Warrant in Malaysia,P.2.

[18] Requirement for Admission of Securities to Listing ,paragraph 24.9.

[19] จันทวรรณ สุจริตกุล และพันธิตา วงศ์วานิช : "การจัดการสินทรัพย์เพื่อบุคคลอื่น (Trust) และการพัฒนาบริการการเงิน" วารสารกฎหมาย 15 (สิงหาคม) 2538: 20.

สำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น และเพื่อความสะดวกในการตรวจและรักษาทรัพย์สินที่ผู้ออกได้นำมาฝากไว้

(2) ควรมีข้อกำหนดเกี่ยวกับอำนาจในการส่งมอบหุ้นพื้นฐาน หรือมีการชำระราคาให้แก่ผู้ถือได้ หากผู้ออกได้กำหนดให้สามารถชำระราคาแทนการส่งมอบไว้ในสัญญาใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น

(3) ควรมีข้อกำหนดเกี่ยวกับความเสียหายหากผู้รับฝากทรัพย์สินมิได้ปฏิบัติตามสัญญา อย่างไรก็ตามคณะกรรมการ ก.ล.ต.อาจกำหนดให้มีสัญญามาตรฐานระหว่างผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นและผู้รับฝากทรัพย์สินเพื่อให้มีความครอบคลุมถึงความรับผิดชอบต่างๆของผู้รับฝากทรัพย์สินก็ได้

4.2.2.4 มาตรการในการกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขทั่วไปเกี่ยวกับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น

ในการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น นอกจากจะมีข้อกำหนดของหลักเกณฑ์และเงื่อนไขทั้ง 3 ข้อ ที่ได้กล่าวข้างต้นแล้ว จะมีหลักเกณฑ์ทั่วไปเกี่ยวกับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะกำหนดไว้ เช่น ข้อกำหนดเกี่ยวกับอายุของใบสำคัญแสดงสิทธิ ซึ่งโดยปกติจะกำหนดอายุของใบสำคัญแสดงสิทธิไว้ไม่เกิน 2 ปี ซึ่งในบางประเทศ อาจกำหนดอายุขั้นต่ำไว้ด้วยว่าไม่ต่ำกว่า 1 ปี และในบางประเทศไม่ได้มีการกำหนดถึงอายุขั้นต่ำไว้ นอกจากนี้จะมีการกำหนดมูลค่าขั้นต่ำของการออกใบสำคัญแสดงสิทธิในแต่ละครั้งไว้ด้วยว่า มูลค่าของการออกแต่ละครั้งจะต้องไม่เกินร้อยละเท่าใดของมูลค่าหลักทรัพย์ทุนของบริษัทที่ออก ตลอดจนการกำหนดอัตราการใช้สิทธิ ซึ่งอาจกำหนดให้ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นมีอัตราการใช้สิทธิเป็นอัตราใบสำคัญแสดงสิทธิ 1 หน่วย สามารถใช้สิทธิในหุ้นได้ 1 หุ้น หรือใบสำคัญแสดงสิทธิ 10 หน่วย สามารถใช้สิทธิในหุ้นได้ 1 หุ้น ก็ได้ ทั้งนี้แล้วแต่ผู้ออกจะเป็นผู้กำหนด

นอกจากนี้ คุณสมบัติทั่วไปที่สำคัญอีกอันหนึ่งคือ จะต้องมีข้อกำหนดเรื่องการปรับสิทธิ และกำหนดค่าเสียหาย เมื่อมีเหตุการณ์อื่นใดที่จะมีผลกระทบต่อราคาและการใช้สิทธิของผู้ถือตามใบสำคัญแสดงสิทธิ ได้แก่ การเพิ่มทุน การควบกิจการ หรือการเลิกบริษัท เป็นต้น ไว้ในใบสำคัญแสดงสิทธิ ทั้งนี้เพราะเหตุการณ์ต่างๆ ของบริษัทพื้นฐานนั้นจะมีผลกระทบต่อราคาและการใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิ ดังนั้นเพื่อให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือจึงควรมีหลักเกณฑ์ในเรื่องนี้กำหนดไว้ในสัญญาของใบสำคัญแสดงสิทธิด้วย

แนวทางในการกำหนดมาตรการในการให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นจากผู้อื่นซึ่งเสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไป สามารถทำได้โดยการกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขเกี่ยวกับผู้ออก หุ้นพื้นฐาน และมีการแต่งตั้งผู้รับฝากหุ้นพื้นฐาน ตลอดจนกำหนดหลักเกณฑ์ทั่วไปเกี่ยวกับใบสำคัญแสดงสิทธิ แต่หากผู้ออกต้องการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นให้แก่บุคคลเฉพาะกลุ่ม ได้แก่ การเสนอขายให้สถาบัน 17 ประเภท และเสนอขายให้แก่ผู้ลงทุนเฉพาะเจาะจงซึ่งมีจำนวนไม่เกิน 35 ราย ภายในระยะเวลาไม่เกิน 1 ปีนั้น (ซึ่งเหมือนกับหลักเกณฑ์การเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิทั่วไป)[20] ในการกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขต่างๆ ที่เกี่ยวข้องควรจะกำหนดหลักเกณฑ์ในลักษณะที่ผ่อนปรนกว่าการกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขสำหรับเสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไป ทั้งนี้เพราะการเสนอขายดังกล่าวนี้มีลักษณะเป็นการเสนอขายให้แก่กลุ่มบุคคลที่เฉพาะเจาะจงและเสนอขายแก่สถาบันการเงินซึ่งเป็นผู้ที่มีความรู้ในการลงทุนอย่างเพียงพอ อย่างไรก็ดีหลักเกณฑ์และเงื่อนไขในส่วนที่เกี่ยวข้องกับหุ้นพื้นฐานยังคงต้องเป็นไปตามแนวทางที่เสนอไว้ในตอนต้น เนื่องจากการออกหุ้นพื้นฐานอาจมีมูลค่าสูง (หากไม่ได้มีการจำกัดมูลค่าขั้นต้นของใบสำคัญแสดงสิทธิที่ออกไว้) ซึ่งอาจมีผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทพื้นฐานได้

4.3 วิเคราะห์ปัญหาอื่นๆ ที่เกี่ยวกับการออกและการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นในประเทศไทย และเสนอแนวทางในการแก้ไขปัญหา

ในส่วนนี้จะวิเคราะห์ถึงปัญหาและอุปสรรคอื่นๆ ทั่วไป หากมีการนำใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นมาใช้ในตลาดทุนของประเทศไทย โดยได้แยกประเด็นปัญหาที่ศึกษาออกเป็น 4 หัวข้อดังต่อไปนี้

4.3.1 ปัญหาเกี่ยวกับองค์กรที่ทำหน้าที่ในการกำกับและควบคุมดูแล และเสนอแนวทางในการแก้ไขปัญหา

ตามที่ได้ศึกษาจากบทก่อนๆ แล้วว่า ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นมีลักษณะของความเสี่ยงในการปฏิบัติตามสัญญา หรือชำระหนี้สูงกว่าหลักทรัพย์ประเภทอื่นๆ เพื่อ

---

[20] ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการ ในการขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ประเภทใบสำคัญแสดงสิทธิ และหุ้นหรือหุ้นกู้ที่ออกใหม่เพื่อรองรับใบสำคัญแสดงสิทธิ และการขออนุญาต ข้อ 4.

เป็นการให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุน ในต่างประเทศจะกำหนดให้ผู้ออกเป็นผู้ที่ถูกควบคุม และกำกับดูแลอย่างใกล้ชิด และโดยตรงจากองค์กรที่ทำหน้าที่ในการกำกับ และควบคุมดูแลตลาดหุ้น แต่อย่างไรก็ดี หากประเทศไทยกำหนดให้ผู้ออกที่ไม่มีลักษณะดังกล่าว แต่เป็นผู้ที่มีสถานะทางการเงินที่มั่นคง เช่น ธนาคารพาณิชย์ ตามพระราชบัญญัติการธนาคารพาณิชย์* ซึ่งมีหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่อง เช่นเดียวกับบริษัทหลักทรัพย์ ให้สามารถออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นได้ ก็จะเป็นประโยชน์ในการส่งเสริมให้มีการใช้ตราสารที่มีลักษณะเป็นเครื่องมือป้องกันความเสี่ยงในตลาดทุนของประเทศไทย อย่างไรก็ดี ในการกำหนดเช่นนี้จะมีประเด็นปัญหาเกี่ยวกับองค์กรที่ทำหน้าที่ในการกำกับและดูแล เนื่องจากธนาคารพาณิชย์เป็นสถาบันการเงินที่อยู่ภายใต้การกำกับและควบคุมดูแลของธนาคารแห่งประเทศไทย ในขณะที่องค์การที่ทำหน้าที่กำกับและดูแลตลาดทุนของประเทศ คือ สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ซึ่งทำให้ยากต่อการกำหนดนโยบายในการกำกับและควบคุมดูแลการออกหลักทรัพย์ประเภทนี้

ในการแก้ไขปัญหาเกี่ยวกับองค์กรที่ทำหน้าที่กำกับและควบคุมดูแลนั้น สามารถทำได้โดยการกำหนดให้บริษัทผู้ออกไม่ว่าจะอยู่ภายใต้กฎหมายอันใด หากต้องการออกและเสนอขายตราสารใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นจะต้องทำตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่เกี่ยวกับการกำกับและควบคุมดูแลที่สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้กำหนดขึ้น เช่น หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการดำรงเงินกองทุนสภาพคล่อง ซึ่งอาจมีประเด็นปัญหาที่ตามมาคือ การกำหนดนโยบายของทางสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. อาจจะไม่เป็นไปตามนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย ดังนั้นในการกำหนดนโยบายในเรื่องเดียวกัน แต่องค์กรทั้งสองมีความเห็นและมีแนวนโยบายต่างกัน จึงควรกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขแยกออกจากกัน เพื่อให้ผู้ถูกกำกับและควบคุมสามารถปฏิบัติตามได้

นอกจากปัญหาเกี่ยวกับนโยบายในการกำกับและควบคุมดูแลแล้ว ประเด็นปัญหาที่สำคัญอีกประการ คือ ในองค์กรกำกับและควบคุมดูแลตลาดทุน หรือสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. มีหน่วยงานตรวจสอบการดำเนินงานของบริษัทหลักทรัพย์ แต่ยังไม่มีหน่วยงานที่ดูแลและ

---

*ปัจจุบันธนาคารพาณิชย์ เป็นสถาบันการเงินที่อยู่ในความดูแลของธนาคารแห่งประเทศไทย ตามพระราชบัญญัติการธนาคารพาณิชย์ พ.ศ.2505 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติการธนาคารพาณิชย์ (ฉบับที่ 2) พ.ศ.2522 พระราชกำหนดแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติการธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 พ.ศ. 2528 และพระราชบัญญัติการธนาคารพาณิชย์ (ฉบับที่ 3) พ.ศ.2535

ตรวจสอบการดำเนินงานของผู้ออกตราสารประเภทใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น ดังนั้น ในการตรวจสอบการดำเนินการตามกฎหมายของผู้ออกตราสารประเภทนี้ที่ไม่ใช่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มี เนื่องจากยังไม่มีหน่วยงานโดยตรงทำหน้าที่ตรวจสอบการดำเนินการให้เป็นไปตามเงื่อนไขของกฎหมาย เช่น การตรวจสอบรายงานที่เกี่ยวกับการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ เป็นต้น

ดังนั้น เพื่อให้การซื้อขายหลักทรัพย์ประเภทนี้ไม่มีปัญหา สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. สามารถทำได้โดยการประกาศกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการดำรงเงินกองทุนสภาพคล่องของบริษัทที่ต้องการออกใบสำคัญแสดงสิทธิ์อันใด นอกเหนือจากบริษัทหลักทรัพย์จะต้องมีการดำรงเงินกองทุนสภาพคล่องสุทธิ และจัดให้มีการรายงานเงินกองทุนดังกล่าวถึงสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. และสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ควรจัดตั้งหน่วยงานพิเศษขึ้นใหม่เพื่อทำหน้าที่ในการตรวจสอบบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ประเภทนี้ที่ไม่ใช้บริษัทหลักทรัพย์

4.3.2 ปัญหาการชำระผลประโยชน์ตามใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นในรูปของเงินสด และเสนอแนวทางในการแก้ไขปัญหา

ในการชำระผลประโยชน์ของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นในต่างประเทศนั้น สามารถทำได้โดยการส่งมอบหุ้นพื้นฐาน หรือโดยการส่งมอบเป็นเงินสดก็ได้ ซึ่งหากในประเทศไทยจะกำหนดให้มีการส่งมอบผลประโยชน์ตามใบสำคัญแสดงที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นในรูปของเงินสด จะต้องมีการกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขเกี่ยวกับการส่งมอบนี้ไว้ในกฎหมายด้วย ซึ่งเป็นการป้องกันปัญหาที่เกิดจากการเลือกรูปแบบการชำระผลประโยชน์ และควรมีการกำหนดรูปแบบชำระไว้ในสัญญาใบสำคัญแสดงสิทธิตั้งแต่ตอนต้น ว่าสามารถทำได้หรือไม่ และเนื่องจากผู้ชำระผลประโยชน์ คือ ผู้ออกใบสำคัญและแสดงสิทธิ ดังนั้นจึงควรกำหนดให้ผู้ออกเป็นผู้มีสิทธิเลือกวิธีการในการชำระผลประโยชน์

โดยที่สัญญาที่กำหนดให้มีการชำระผลประโยชน์ในรูปของเงินสด ในประเทศฮ่องกงนั้น ศาลของประเทศฮ่องกงได้เคยพิจารณาว่า การทำสัญญาในลักษณะเป็นข้อตกลงชำระผลประโยชน์ส่วนต่างในรูปของเงินสด เป็นความผิดตามกฎหมายการพนัน (Gambling Ordinace) มาตรา 3 [21] เนื่องจากถือว่าเป็นสัญญาเพื่อความแตกต่าง แต่ต่อมาได้มีการแก้ไขกฎหมายพนัน

---

[21] Horton, "Equity Warrants and Other Derivatives Securities" in The Practitioner's to the Listing Rules, (Hong Kong : International Securities Institute,1994), p.256.

ดังกล่าว โดยกำหนดให้สัญญาแสดงความแตกต่างในแง่ของธุรกิจให้อยู่ในความหมายของการพนัน ตามกฎหมายการพนันที่แก้ไขใหม่

ซึ่งในประเด็นนี้ทำให้ต้องพิจารณาถึงลักษณะของสัญญาใบสำคัญแสดงสิทธิที่กำหนดให้มีรูปแบบการชำระผลประโยชน์เป็นเงินสดในประเทศไทยนั้น จะถือว่ามีลักษณะเป็นการพนันหรือไม่ ซึ่งเมื่อพิจารณาตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ บรรพ 3 ลักษณะ 8 เรื่องการพนันขันต่อ จะเห็นได้ว่าในประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ไม่ได้ให้คำนิยามคำว่าการพนันขันต่อไว้ว่าหมายถึงสิ่งใด เพียงแต่กำหนดว่าหนี้อันเกิดจากการพนันขันต่อนั้นไม่สามารถทวงคืนได้ตามกฎหมายเนื่องจากตามกฎหมายไม่ถือว่าเป็นหนี้ต่อกัน แต่อย่างไรก็ดี ได้มีพระราชบัญญัติการพนัน พ.ศ.2478 ที่ใช้บังคับเกี่ยวกับการกระทำที่มีลักษณะเป็นการพนัน ซึ่งเมื่อพิจารณาตามพระราชบัญญัติฉบับนี้จะเห็นได้ว่าพระราชบัญญัติฉบับนี้ไม่ได้กำหนดให้ลักษณะของสัญญาที่มีรูปแบบการชำระผลประโยชน์ในรูปของเงินสดเป็นการพนัน ดังนั้นการทำสัญญาดังกล่าวนี้จึงไม่ถือว่าเป็นการพนัน

นอกจากนี้ ประเด็นปัญหาเกี่ยวกับรูปแบบชำระผลประโยชน์อีกปัญหาหนึ่งคือ การชำระผลประโยชน์ตามใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น โดยวิธีการส่งมอบหุ้นพื้นฐานนั้น จะถือว่าเป็นการค้าหลักทรัพย์ ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์หรือไม่ ซึ่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ มาตรา 4 ได้ให้ความหมายของคำว่า “การค้าหลักทรัพย์” ว่าหมายถึง “การซื้อ ขาย หรือแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ในนามของตนเองเป็นการค้าปกติโดยกระทำนอกตลาดหลักทรัพย์ หรือศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์” และเมื่อพิจารณาถึงการส่งมอบหุ้นตามสัญญาใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นนั้นจะเห็นได้ว่า การส่งมอบหุ้นตามสัญญานั้น อาจเกิดขึ้นหรือไม่เกิดขึ้นก็ได้ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับการมาใช้สิทธิตามสัญญาและการมาใช้สิทธิตามสัญญาดังกล่าวไม่ได้เป็นการซื้อ ขาย หรือแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ในลักษณะของการค้าหลักทรัพย์ ดังนั้น การส่งมอบหุ้นพื้นฐาน จึงไม่เป็นการค้าหลักทรัพย์ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์

4.3.3 ปัญหาเกี่ยวกับระบบการซื้อขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นในตลาดทุน และเสนอแนวทางในการแก้ไขปัญหา

ในการพิจารณาปัญหาเกี่ยวกับระบบการซื้อขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นนั้น มีข้อควรพิจารณาที่เกี่ยวข้องกับระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ คือ ควรจะต้องมีการกำหนดหน่วยการซื้อขาย (Board lot) ที่จะทำการซื้อขายไว้เช่นเดียวกับการซื้อขายหลักทรัพย์อื่นๆ อย่างไรก็

ตาม ในการกำหนดควรกำหนดให้หน่วยการซื้อขายของใบสำคัญแสดงสิทธิจะต้องเท่ากับหน่วยการซื้อขายหุ้นพื้นฐานด้วย เพื่อไม่ให้เกิดปัญหาเมื่อมีการใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิ

นอกจากนี้จะมีประเด็นปัญหาเกี่ยวกับกระบวนการต่อเนื่องจากการซื้อขาย คือ การส่งมอบหุ้นพื้นฐานเมื่อมีการใช้สิทธิตามสัญญาโดยที่ได้มีการกำหนดให้มีการส่งมอบเป็นเงินสดแทนการส่งมอบหุ้นได้นั้น ผู้ที่จะทำหน้าที่ในการส่งมอบหุ้นพื้นฐานหรือเงินสดในต่างประเทศ คือ สำนักหักบัญชี หรือศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ แต่ในขณะนี้ บริษัท ศูนย์รับฝากแห่งประเทศไทย จำกัด มีหน้าที่ในการรับฝากทรัพย์สินแต่เพียงประการเดียว ยังไม่ได้ทำหน้าที่เกี่ยวกับการหักบัญชีด้วย ดังนั้นหากมีการออกและใช้ตราสารทางการเงินประเภทนี้ที่กำหนดให้มีการส่งมอบเป็นเงินสดนั้นอาจมีปัญหาในทางปฏิบัติได้

แนวทางในการแก้ไขประเด็นปัญหานี้ คือ บริษัท ศูนย์รับฝากแห่งประเทศไทย จำกัด ควรมีการพัฒนาระบบการรับฝากหลักทรัพย์ที่มีการส่งมอบเป็นหุ้น และแบบไร้ใบหุ้น ให้รวมถึงการส่งมอบเป็นเงินสดด้วย ตลอดจนควรมีการจัดตั้งสำนักหักบัญชี (Clearing House) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลหลักประกันของหุ้นพื้นฐาน และเกิดความสะดวกในการซื้อขาย ซึ่งจะส่งผลให้ตราสารประเภทนี้มีสภาพคล่อง และจะเป็นการสนับสนุนให้มีการจัดตั้งตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทยต่อไปอีกด้วย

4.3.4 ปัญหาการขาดความรู้เกี่ยวกับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นของผู้ลงทุนและเสนอแนวทางในการแก้ไขปัญหา

ความรู้ความเข้าใจของผู้ลงทุนในตลาดทุนจะเป็นสิ่งที่ช่วยสนับสนุนให้ตลาดทุนมีการพัฒนาที่รวดเร็ว และมีเสถียรภาพ ดังนั้น เพื่อให้ตลาดทุนของประเทศได้พัฒนาไปอย่างมีเสถียรภาพ การให้ความรู้และความเข้าใจเกี่ยวกับตราสารต่างๆ ที่ใช้อยู่ในตลาดทุน จึงมีความจำเป็น โดยที่ตราสารใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นนี้เป็นตราสารทางการเงินประเภทใหม่ยังไม่มีการออกใช้ในประเทศ ในการนำตราสารเหล่านี้เข้ามาใช้จึงควรที่จะต้องเตรียมพร้อมทั้งด้านผู้ลงทุนและบุคลากรอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้เพื่อที่จะได้ใช้ตราสารประเภทนี้อย่างถูกต้อง มิได้มีลักษณะของการเก็งกำไร

แม้ว่าผู้ลงทุนและบุคลากรที่เกี่ยวข้องจะมีประสบการณ์และมีความคุ้นเคยในการซื้อขายหลักทรัพย์ประเภทหุ้น แต่เนื่องจากตราสารประเภทนี้มีลักษณะเป็นตราสารอนุพันธ์ ซึ่งเป็นตราสารที่มีความเสี่ยงสูงกว่าหลักทรัพย์ประเภทอื่นๆ ที่มีอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นการทำความเข้าใจเกี่ยวกับลักษณะของตราสารนี้ จึงเป็นสิ่งสำคัญ นอกจากนี้ หากมีการส่งเสริมให้

ผู้ลงทุนได้รู้จักกับตราสารอนุพันธ์ ก่อนที่จะมีการจัดตั้งตลาดตราสารอนุพันธ์ จะเป็นสิ่งสนับสนุนให้มีการจัดตั้งตลาดตราสารอนุพันธ์ได้สะดวกขึ้น

ปัจจัยต่างๆ ที่จะช่วยให้ผู้ลงทุนและบุคลากรที่เกี่ยวข้องมีความรู้ คือ สื่อทางด้านต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นโทรทัศน์ วิทยุ หนังสือพิมพ์ และสื่อสิ่งพิมพ์อื่นๆ ในขณะนี้ ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้กำหนดให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ จะต้องให้ข้อมูลที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็นการเผยแพร่ข่าวหรือสารสนเทศของตลาดหลักทรัพย์ฯ ผ่านทางสื่อสิ่งพิมพ์ หรือกำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลผ่านคอมพิวเตอร์โดยใช้ระบบ SIMS-C-PC หรือผ่านสื่ออิเลคโทรนิคส์ภายใต้ระบบที่เรียกว่า ELCID (Electronic Company Information Disclosure) ส่วนบริษัทที่ขึ้นทะเบียนในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์กรุงเทพ จะมีการจัดส่งข้อมูลและข่าวสารผ่านระบบที่เรียกว่า OTCELCID (OTC Electronic Company Information Disclosure) ดังนั้นจะเห็นได้ว่าสื่อทางคอมพิวเตอร์และระบบอิเลคโทรนิคส์ในขณะนี้ก็นับว่าเป็นสิ่งจำเป็น ซึ่งหากมีการพัฒนาระบบให้มีการส่งให้ (On-line) ทั่วถึงกันแล้ว ก็จะสามารถให้ความรู้และข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนและผู้ลงทุนสามารถนำข้อมูลดังกล่าวมาใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน สำหรับการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ ได้